

战略风险治理的定量评价及有效性检验

袁德利(博士)

【摘要】随着经济全球化进程的加快,企业面临的外部环境日益多变,战略风险控制的重要性日益凸显。本文借鉴公司治理评价的已有经验,采用理论分析与经验证据相结合的方法,系统梳理了企业战略风险水平的治理结构层面的影响因素,在此基础上构建了反映企业战略风险治理水平的战略风险治理指数,并采用国内外主流的指数有效性检验办法,在控制反向因果关系和时滞效应等导致的内生性问题之后,进行并通过了战略风险治理指数的有效性检验。本研究丰富了公司治理评价的内涵,从一定程度上填补了战略风险治理评价研究的空白。

【关键词】战略风险治理; 定量评价; 有效性检验; 分层回归

【中图分类号】 F230

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)09-0092-7

一、引言

随着经济全球化进程的加快,企业面临的不确定因素日益增多,曾一度被视为明星企业的中航油,2004年由于投资风险控制失误导致企业损失5.5亿美元,这反映出企业风险控制的漏洞,同时显示出风险控制的重要性。

战略风险控制作为战略管理核心构件之一,强调在现行制度框架内,通过洞察企业内外部环境的变动情况,采取流程改造、文化培育、职能分工等措施规避内外部环境对企业的不良影响,进而降低和控制企业的战略风险。由于无法触及“如何从顶层制度安排层面确保企业由正确的人正确地做出并实施战略决策”这一深层次问题,战略风险管理难以从根本上降低和控制企业战略风险。而一旦上升到顶层制度安排层面来确保战略风险控制的有效性,就已经不是单纯的治理问题或战略风险管理问题,而是属于战略风险管理与治理的交叉领域,即战略风险治理问题。

公司治理评价是根据公司治理环境,设计公司治理评价指标体系与标准,并采用科学的方法对公司治理状况或水平做出客观、准确的评价。由于企业战略风险治理概念的提出较晚,已有研究与战略风险治理相关的不多,针对企业战略风险治理定量评价的研究更为罕见。而对企业战略风险治理水平进行合理的定量分析与评价,既是公司治理评价精细化发展的必然趋势,也是有效指导企业战略风险水平降低与控制实践的现实需求。

二、战略风险治理评价的理论分析

(一) 战略风险治理的内涵

McConnell(2012)提出,战略风险治理就是在治理结构层面(即顶层制度安排层面)采取有力措施来降低和控制企业的战略风险。换言之,就是旨在降低和控制企业战略风险的一系列正式和非正式、内部或外部的制度安排。

(二) 战略风险治理评价的落脚点

从成因来看,战略风险包括三类风险:一是战略决策者能力和素质不足所导致的战略风险,即能力风险;二是代理问题所引起的战略风险,即道德风险;三是战略决策者的风险偏好程度过高所引起的战略风险,即偏好风险。

对能力风险和偏好风险的解读,比较有影响力的是高阶梯理论。该理论认为,决策者个人风险控制能力和风险偏好程度在很大程度上可以通过其人口学特征的水平 and 结构反映出来,主要的人口学特征包括年龄、性别、学历、任期、专业、任职经历等。其中,人口学特征的水平是指决策者群体在上述人口学特征上的平均水平,人口学特征的结构是指决策者群体在上述人口学特征上的同质性或异质性程度。根据代理理论和管家理论,企业的战略决策者包括董事会和管理层,因此,战略风险控制能力和战略风险偏好程度在很大程度上受到董事会和管理层成员的人口学特征的影响。

对道德风险的解读,比较有影响力的是代理理论。该理论认为,现代企业所有权与控制权相分离会导致企业股东与

【基金项目】 教育部人文社科研究项目“金融市场化、金融支持与战略性新兴产业投资效率研究”(项目编号:14YJA630029); 江西省社会科学十二五规划项目“区域金融发展、金融支持与战略性新兴产业投资效率研究”(项目编号:13YJ15); 国家自然科学基金资助项目“会计师事务所组织形式变迁、法律责任与审计质量”(项目编号:71262013)

管理层、大股东与中小股东、各利益相关者之间的利益冲突,分别会产生第一类代理成本、第二类代理成本和利益相关者代理成本。为了有效协调上述利益冲突,企业需要针对包括股东、董事会和管理层在内的各利益相关者出台一系列激励制度和监督制度,形成相互制衡且与作为最弱势群体的中小股东激励相容的局面,以保障全体利益相关者的长远利益。根据利益相关者理论,上市企业尤其是IPO企业,其主要的利益相关者包括董事会、管理层、股东、外部审计师、证券分析师和上市承销商。因此,为了控制道德风险,关键是要优化这些利益相关者的激励制度和监督制度。

因此,作为旨在降低战略风险顶层制度安排的战略风险治理,其水平和质量的高低,关键取决于董事会和管理层成员的人口学特征配置及企业主要利益相关者的激励制度和监督制度安排的合理性程度。换言之,战略风险治理的定量评价关键要以董事会和管理层成员的人口学特征配置及企业主要利益相关者的激励制度和监督制度安排为落脚点。

三、战略风险治理指标的构建

(一)战略风险治理评价的原则与方法

2004年,南开大学公司治理研究中心公司治理评价课题组编制了我国首个公司治理评价指数——中国南开公司治理评价指标体系(CCGI^{NK})。对比国内外主要公司治理指数的编制方法发现其具有以下几个共同点:首先,在考虑数据可获得性的前提下,构成指标尽可能涵盖治理的各个要素,同时尽可能以客观数据为基础编制治理指数,这样有利于提高指数的全面性和权威性,也有利于指数的连续编制;其次,公司治理指数通常以正指标为主,即指数值越大,说明公司治理状况越好,对企业竞争优势的生成和延续越有利。

本文也采用上述原则编制战略风险治理指数,具体来说:一是战略风险治理指数的构成指标涵盖了与战略风险治理有关的主要方面,具体包括:董事会和管理层成员人口学特征的水平和结构、董事会的激励与监督机制、管理层的激励与监督机制、股东的激励与监督机制、外部审计师的激励与监督机制、证券分析师的激励与监督机制、上市承销商的激励与监督机制;在构建战略风险治理指数的过程中,所有构成指标的数据都来自资本市场中已经披露的客观数据。二是战略风险治理指数采用正指标,由于战略风险本身是“负”的事件或现象,因此在编制战略风险治理指数时,首先对每一个构成指标与战略风险的相关关系进行梳理,然后根据相关关系的方向,越是有利于降低战略风险的指标,其得分值就越高,从而从“正”方向衡量企业战略风险治理的水平。

利用客观数据构建治理指数的方法大致有三类:一是权重评级法,即首先计算各构成指标的得分,然后采取专家评分法获得每个构成指标的权重,最后进行加权平均得到治理指数,如CCGI^{NK};二是主元分析法(主成分分析法),即首先计算各构成指标的得分,然后利用主元分析法得到各构成指

标的载荷系数,进而构造线性组合得到治理指数,如白重恩等(2005)构造的G指数;三是哑变量指标求和法,即首先计算各构成指标的得分,然后把每个构成指标转换为哑变量(有些已经是哑变量的构成指标无需再转换),最后把构成指标的哑变量值简单相加得到治理指数,如ISS的治理指数。

权重评级法通常需要规模较大的高质量专家组,其优点是权威性较强,缺点是操作难度大,因此通常适用于有组织资金支持的公司治理评价;主元分析法操作简便,但权威性不高,且难以连续编制;哑变量指标求和法难度不大,且能实现连续编制的目的。综合考虑本研究实际情况与研究目标,本文采用哑变量指标求和法进行战略风险治理指数的编制。首先从已有文献中梳理出各构成指标及其测度方法以及构成指标与战略风险水平的相关性(正相关/负相关);然后把构成指标转换为哑变量(已经是哑变量的无需进行转换),转换的方法借鉴Mande et al.(2012),即对于与战略风险正相关的构成指标,小于中位数为1,否则为0,对于与战略风险负相关的构成指标,大于中位数为1,否则为0;最后把所有构成指标的哑变量值加总,得到战略风险治理指数。

(二)战略风险治理评价的指标体系

基于上述分析,本文从董事会和管理层成员人口学特征的水平和结构,以及董事会、管理层、股东、外部审计师、证券分析师和上市承销商的激励制度和监督制度的视角,采取理论分析与已有经验证据相结合的方法,梳理出对企业战略风险具有单向影响(即正相关或负相关)的指标,以此作为企业战略风险治理评价的构成指标。限于篇幅,本文已经把对企业战略风险没有显著影响或影响方向不确定的指标排除,最终的战略风险治理指数(SRGI)的构成指标见表1。由于构成指标共27个,因此,本文构建的战略风险治理指数(SRGI)的最大值为27,最小值为0。

四、战略风险治理评价的有效性检验

(一)检验标准与研究假设

Adcock & Collier(2001)认为,定量评价或测度的有效性是指定量测度的得分值有效捕获所测度概念精髓的程度,或者说得分值对所测度概念进行有意义解释的程度,捕获概念精髓或进行有意义解释的程度越高,说明定量评价或测度越有效。有效性评价主要有以下两个阶段:一是以概念(Concept)具体化为关键的绩效指标(Indicators),该绩效指标可以是单个的测度指标,也可以是在多个测度指标基础上构建的指标体系或指数;二是实例评分(Scoring Cases),即根据前一阶段构建的指标,对所研究的案例或对象进行打分或得分值的计算。第一阶段的误差属于系统误差,第二阶段的误差属于随机误差。虽然系统误差和随机误差都会影响定量评价的有效性,但就重要程度而言,系统误差的影响更为突出。因此,在大多数定量评价的有效性检验中,都以评价系统或评价指标设计本身的有效性检验为主。

表 1 战略风险治理指标的构成指标与测度方法

指数名称	构成指标	指标值的计算方法	哑变量转换方法
战略风险治理指数 (SRGI)	战略决策者规模	战略决策者总人数	大于中位数为1, 否则为0
	战略决策者年龄	战略决策者的平均年龄	大于中位数为1, 否则为0
	战略决策者学历	硕士及以上学历人员占比	大于中位数为1, 否则为0
	战略决策者专业	财经类专业人员占比	大于中位数为1, 否则为0
	战略决策者任期	战略决策者的平均任期	大于中位数为1, 否则为0
	战略决策者性别	战略决策者中女性占比	大于中位数为1, 否则为0
	战略决策者政治联系	战略决策者中有政府背景人员占比	大于中位数为1, 否则为0
	战略决策者国外联系	战略决策者中有国外背景人员占比	大于中位数为1, 否则为0
	战略决策者行业经验	战略决策者中有行业经验人员占比	大于中位数为1, 否则为0
	战略决策者年龄异质性	战略决策者年龄的标准差系数	大于中位数为1, 否则为0
	战略决策者学历异质性	战略决策者学历的标准差系数	大于中位数为1, 否则为0
	战略决策者专业异质性	战略决策者专业的HHI	大于中位数为1, 否则为0
	战略决策者任期异质性	战略决策者任期的标准差系数	大于中位数为1, 否则为0
	股权集中度	第一大股东持股比例	小于中位数为1, 否则为0
	股权制衡度	第二大到第十大股东持股之和与第一大股东持股之比	大于中位数为1, 否则为0
	机构股东持股比例	前十大股东中机构股东持股比例之和	大于中位数为1, 否则为0
	国外股东	前十大股东中有国外股东为1, 否则为0	前十大股东中有国外股东为1, 否则为0
	董事会独立性	独立董事人数占董事会总人数的比例	大于中位数为1, 否则为0
	董事长任期	董事长任期	大于中位数为1, 否则为0
	董事会审计委员会	设立了审计委员会为1, 否则为0	设立了审计委员会1, 否则为0
董事会专门委员会数量	董事会专门委员会的数量	大于中位数为1, 否则为0	
董事会持股比例	全体董事持股比例之和	大于中位数为1, 否则为0	
两职分离	两职分离为1, 否则为0	两职分离为1, 否则为0	
CEO持股比例	CEO持股比例	大于中位数为1, 否则为0	
外部审计师规模	是四大为1, 否则为0	是四大为1, 否则为0	
证券分析师人数	跟踪分析及发布盈利预测的分析师人数	大于中位数为1, 否则为0	
上市承销商规模	上市承销商总资产的自然对数	大于中位数为1, 否则为0	

付允和刘怡君(2009)认为, 指标体系有效性的检验标准主要有两个: 一是指标体系的完备性, 即评价指标体系能比较全面地反映所测度概念的各个方面; 二是指标体系的精简性, 即在保证指标体系完备性的前提下尽可能剔除存在显著相关性的冗余指标。Liverman et al.(1988)在测度全球可持续发展时指出, 指标体系的有效性关键在于其对于所测度概念

所指向目标的预测能力, 事实上, 当各测度指标之间存在比较严重的相关性(无论是正相关还是负相关)时, 指标体系对于概念所指向目标的预测能力会遭到严重削弱。可见, 指标体系有效性检验的标准可以概括为: 在确保指标体系一定程度完备性的前提下, 提高指标体系的预测能力, 指标体系对测度概念所指向目标的预测能力越强, 说明构建的指标体系越有效。

测度概念所指向目标本身容易测度时, 可以直接检验指标体系与目标测度值的相关性, 在相关性方向正确的前提下, 相关性越显著, 则指标体系越有效。如钱爱民和张新民(2011)利用企业在增长、盈利、风险三个方面的多个指标, 构建了一个用于衡量企业财务状况质量的综合指数, 并指出财务状况质量提升的目标在于增进企业价值, 通过直接检验该指数与企业价值的相关性来检验指数构建的有效性, 结果表明, 该指数与企业价值显著正相关, 说明指数构建是有效的。Ellul & Yerramilli(2013)利用企业首席风险官(CRO)和董事会监督质量的若干指标, 利用主成分分析法提取上述指标最大的一个特征值, 构造了一个企业风险管理指数(RMI), 并指出企业风险管理的目标是降低和控制企业的风险水平。在此基础上, 他们检验了该风险管理指数与企业风险水平的相关性, 结果表明, 风险管理指数与企业风险水平显著负相关, 说明风险管理指数能够有效地反映企业风险管理的水平, 即说明其构建的风险管理指数是有效的。

测度概念所指向目标本身的测度难度较大时, 则检验指标体系与目标值替代指标值的相关性, 在相关性方向正确的前提下, 相关性越显著, 则指标体系越有效。李小燕和钱建豪(2005)构建了企业信用风险的一个综合评价指数, 通过检验该指数与企业是否成为ST公司(ST公司通常具有较高的信用风险, 因此, ST公司是企业信用风险的一个替代指标)的相关性来检验指数构建的有效性。王福胜和刘仕煜(2009)指出, 由于公司治理的目标难以定量测度, 因此, 他们以入选上证公司治理板块作为公司治理质量良好的替代指标, 通过检验其与公司治理指数的相关性, 来检验公司治理指数的有效性, 相关性越显著, 说明公司治理指数越有效。

就本文而言, 战略风险治理指标的构成指标已经涵盖了战略风险治理的主要方面, 因此, 指标体系具有较高的完备性, 指标体系有效性检验的重点将聚焦于其对于战略风险治理目标的预测能力上。战略风险治理的直接目标是降低和控制企业的战略风险, 因此, 战略风险治理指数的有效性检验将聚焦于战略风险治理指数与企业战略风险水平的相关性检验上。本文构建的战略风险治理指数是反映企业战略风险治理水平的正指标, 故战略风险治理指数有效性检验的标准是: 如果战略风险治理指数值与企业战略风险水平显著负相关, 则说明指数构建有效, 否则无效。

根据前文中战略风险治理各构成指标与企业战略风险

关系的相关分析可以发现,总的来看,战略风险治理水平越高,说明企业在顶层制度设计中做出了更高水平的有利于降低和控制企业战略风险的制度安排。随着企业的正常运转,这些顶层制度安排对企业战略风险的影响会或快或慢、或直接或间接地发挥出来,从而有助于企业战略风险水平的降低。基于此,本文提出以下假设:战略风险治理指数与企业战略风险水平负相关。

(二) 研究设计

1. 样本选取与数据来源。为了更好地检验战略风险治理指数的普适性,本文采取配对样本法,同时选取数量相同的国内上市企业和跨境上市企业作为研究样本。考虑到境内外上市企业数据的可比性和可获得性,样本时窗定为2007~2009年。2007年开始实施新会计准则,提高了数据的可比性;最新的市场化指数截至2009年。值得一提的是,2008年爆发了全球金融危机,本研究的时窗恰恰涵盖了该次金融危机爆发前、爆发中和爆发后三个时期,因此时窗选择上具有较强的代表性和完整性。自2008年以来,国内经济因素等宏观环境相对平稳,因此本文认为,以2007~2009年时窗得到的研究结论同样适用于当前的经济背景,依然具有较强的实用性和相当的现实意义。

本文以2010年1月1日以前在美国NYSE、AMEX或NASDAQ挂牌上市或交易的中国企业作为跨境上市企业的初始样本,通过在CSMAR的中国海外上市公司研究数据库以及WIND的中国海外上市股票数据库搜索,共得到156家在美国上市的初始样本企业,然后进行如下筛选:①剔除借壳上市、二次上市、配售和转板上市的企业共58家;②剔除除在中国大陆和美国的证交所之外还在其他证交所上市的企业4家;③剔除金融类企业0家(经过上述剔除程序之后没有金融类企业);④把从SEC、NYSE、AMEX和NASDAQ官网获取的数据与前述数据进行对比,剔除数据有矛盾的企业3家;⑤剔除数据不全的企业41家。最后得到2007~2009年间50家跨境上市企业和50家配对样本企业(NYSE15家,AMEX3家,NASDAQ32家),共得到260个企业3年的数据。

跨境上市企业的数据主要来自以下渠道:一是国泰安(CSMAR)的中国海外上市公司研究数据库以及万得(WIND)的中国海外上市股票数据库;二是SEC、NYSE、AMEX和NASDAQ官网及Citibank、Bank of New York、JP morgan等银行官网;三是跨境上市企业的官网;四是全球上市公司分析库(OSIRIS);五是有关财经网站,如新浪财经、雅虎财经等。跨境上市企业的基本信息通过上述途径可直接获得,更详细的财务与公司治理数据则通过上述途径获得每一家企业的年报,然后手工从年报中搜集所需数据。国外上市承销商规模的相关数据来自公司网站。

非跨境上市企业的数据主要来自CCER,用CSMAR和WIND数据库补充缺失值。企业战略风险治理的相关数据自

WIND数据库中每家企业的“历任公司董事、监事和高级管理人员”的个人简历(证监会从2002年开始要求上市公司披露公司董事的背景资料)手工整理而成,以及CCER和CSMAR的公司治理数据库,缺失值则主要通过企业年报来补充。证券分析师相关信息来自WIND和CSMAR的分析师预测数据库,国内上市承销商规模相关的数据来自中国证券业协会公布的2007~2009年度中国证券公司经营业绩排名。此外,借鉴夏立军等(2012)的做法,涉及董事和高管个人背景信息等内容时,也大量使用Google和百度等国内外主要的搜索引擎来获取相关的数据。

由于样本量不是特别大,且时间序列较短,因此,本文采用混合截面数据的相关模型和方法,对上述样本进行实证研究。数据处理采用Excel、Stata12.0等软件。

2. 变量与模型设计。因变量是战略风险(SR),在战略风险的测度上,学术界通常采用样本观测期内企业的总资产收益率(ROA)的方差、标准差及均值来衡量企业战略风险。由于方差值普遍较小,因此,较多学者采用样本观测期内ROA的标准差来测度企业的战略风险。至于样本观测期多长为宜,学术界并没有一致的标准,从文献梳理的结果来看,用3~5年期的比较多。由于IPO企业在IPO当年只有前三年的相关数据,考虑到数据的可获得性,同时ROA的方差值比较小,本文以前三年(含当年)企业ROA的标准差来衡量企业当年的战略风险水平。在替代指标的稳健性检验中,则以净资产收益率(ROE)替代ROA。自变量是战略风险治理指数(SRGI),即前文构建的战略风险治理指数。

控制变量是盈余平滑度,John et al.(2008)在研究公司治理对企业风险的影响时对企业盈余平滑度(Earnings Smoothing, ES)进行了控制。盈余平滑是指企业通过应计项目对经营活动现金流量波动进行抵减,最终使企业盈余波动变小的会计操纵方法或行为,属于盈余管理(Earnings Management)的一种方式。盈余平滑后,企业盈余波动就更能反映真实盈余的波动情况,从而不能反映出企业真实战略风险水平的高低,因此,需要对盈余平滑进行控制。借鉴Leuz et al.(2003)的做法,盈余平滑度采用在相同样本观测期内的经营活动应计利润和经营活动现金流量的Pearson相关系数来衡量。其中,经营活动应计利润是营业利润减去经营活动现金流量后得到的差值。通常经营活动应计利润和经营活动现金流量的Pearson相关系数是负的,其绝对值越大,表示收益平滑操纵越严重,即变量ES的取值越小,表明盈余管理程度越高。

曾进(2010)在研究公司治理对企业风险影响时对企业资产规模和行业进行了控制。因此,本文借鉴他的做法,对企业规模、行业哑变量进行了控制,此外,地区制度环境会在一定程度上影响企业的风险水平。最后,本文用年度哑变量来控制其他未被观察到的因素对企业战略风险的影响。总资产的自然对数能更有效地避免回归系数过小的问题,故企业规

□ 业务与技术

模(Size)采用总资产的自然对数来衡量,市场化程度(Market)采用樊纲等编制的中国各地区市场化程度的综合指数来衡量。本研究的样本企业共涉及四类行业(GICS首位代码的1~4类),共设计3个行业哑变量(Indu01,Indu02,Indu03)。本文中包括2007~2009年间的数,因此共设计两个年度哑变量(Year07,Year08)。变量的定义和符号见表2。

表2 战略风险治理指数有效性检验的变量定义

变量名称	符号	变量定义
战略风险	SR	前三年(含当年)ROA的标准差
战略风险治理指数	SRGI	本文所构建的指数
企业规模	Size	企业总资产的自然对数
盈余平滑度	ES	经营活动应计利润和经营活动现金流量的Pearson相关系数
地区市场化程度	Market	地区市场化程度的综合指数
年度哑变量	Year07, Year08	2007年Year07=1,否则为0;2008年Year08=1,否则为0
行业哑变量	Indu01, Indu02, Indu03	是第一类行业Indu01=1,否则为0;是第二类行业Indu02=1,否则为0;是第三类行业Indu03=1,否则为0

基于上述分析,本文的回归方程形式如下:

$$SR = a_0 + a_1 SRGI + a_2 Size + a_3 ES + a_4 Market + a_5 Indu01 + a_6 Indu02 + a_7 Indu03 + a_8 Year07 + a_9 Year08 + \varepsilon$$

其中, a_0 为截距, $a_0 \sim a_9$ 为回归系数, ε 为残差。在回归分析过程中,采取普通最小二乘法(OLS),以分层回归的方式逐步引入控制变量和自变量。

(三) 实证结果与分析

1. 描述性统计。在战略风险治理指数有效性检验的实证研究中,样本总体的描述性统计结果见表3。

表3 样本总体的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
SR	260	0.0304	3.1064	0.0043	0.1261
SRGI	260	13.24	5.7513	2	24
Size	260	21.14	0.8930	17.69	24.12
ES	260	-0.0858	1.0584	-0.8176	-0.0037
Market	260	9.42	1.6606	4.88	11.80
Indu01	260	0.11	0.3106	0	1
Indu02	260	0.38	0.4874	0	1
Indu03	260	0.10	0.3006	0	1
Year07	260	0.30	0.4591	0	1
Year08	260	0.34	0.4740	0	1

由表3可知,跨境上市企业和非跨境上市企业样本总体的战略风险均值为0.0304,样本企业之间的战略风险水平相差较大(最大值为0.1261,最小值为0.0043)。战略风险治理指数均值为13.24,企业之间战略风险治理水平的差异较大(最小值为2,最大值为24),没有样本企业的战略风险治理指数

达到理论上的最小值(0)和最大值(27)。盈余平滑度均值为-0.0858,企业之间盈余平滑度的差异也较大(最小值为-0.0037,最大值为-0.8176)。企业资产规模的差异也较大。从行业结构来看,第2、4类行业的比例较高(约40%),而第1、3类行业的比例较低(约10%)。从年度分布来看,2007~2009年三年的比例相差不大。主要变量之间的相关系数见表4。

表4 变量间的相关系数

	SR	SRGI	Size	ES	Market
SR	1	0.3872***	-0.0839**	-0.1069**	-0.1708*
SRGI	0.3196***	1	0.0162	-0.1346*	-0.2464***
Size	-0.1028**	0.0113	1	-0.1562*	-0.3391***
ES	-0.1107***	-0.1534*	-0.2106	1	0.1474**
Market	-0.1621*	-0.2264***	-0.2934***	0.2025***	1

注:下三角为Pearson相关系数,上三角为Spearman相关系数;*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著(双尾检验)。

表4的结果表明,战略风险治理指数与企业战略风险水平存在正相关关系,且相关系数相对较大(分别为0.3872和0.3196),显著性水平较高(都是1%),这符合本文假设。从控制变量来看,企业资产规模、盈余平滑度与企业战略风险负相关,说明总体来看,控制变量的选取是合适的,而且自变量之间的相关系数都不大,因此,适宜做进一步的回归分析。

2. 多元回归结果。对于本文模型,参照曾进(2010)的操作方法,采用普通最小二乘法(OLS),以分层回归的方式逐步引入控制变量和自变量。具体来说,首先引入全部控制变量,包括企业规模、盈余平滑度、行业哑变量和年度哑变量,用这些变量构造出不含战略风险治理指数的模型(模型1);然后,在此基础上加入战略风险治理指数,构造出包含自变量(战略风险治理)和控制变量的模型(模型2);最后,通过比较两个模型的解释力及变量参数显著性水平的变化,来考查战略风险治理对战略风险影响的净贡献,回归结果见表5。

表5 分层OLS回归结果

自变量	模型1	模型2
Intercept	0.2464*** (1.36)	0.4763*** (2.07)
SRGI		-0.3204*** (-3.10)
Size	-0.1862* (-1.29)	-0.0732 (-0.53)
ES	-0.2794*** (-3.63)	-0.2053* (-2.92)
Market	-0.0073* (-0.10)	-0.0026 (-0.04)
行业	控制	控制
年度	控制	控制
Adjusted R ²	11.37%	19.69%
Adjusted ΔR ²		8.32%**
观测值	260	260

注:括号内为t值;*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著,下同。

模型1的回归结果表明,企业规模和盈余平滑度分别在10%和1%水平上与企业战略风险存在负相关关系,说明控制变量的选取具有合理性。当加入战略风险治理指数后(见模型2),企业战略风险最显著的影响因素变成了战略风险治理指数,即战略风险治理指数在1%水平上与企业战略风险水平显著负相关,企业规模对企业战略风险水平影响的显著性消失了,盈余平滑度对企业战略风险水平影响的显著性也下降到10%。此外,调整拟合优度从11.37%提高到19.69%,且调整拟合优度的变化也在5%水平上显著。

上述模型1和模型2的回归结果说明,企业战略风险水平随企业战略风险治理水平的提高而下降,换言之,战略风险治理水平提高是导致企业战略风险水平下降的重要因素,本文假设得到验证。

为了控制战略风险治理与企业战略风险水平之间潜在的内生性问题即可能存在的反向因果关系,本文参照Aggarwal et al. (2011)的方法,采取差值法(一阶差分法),即通过检验战略风险水平变化与战略风险治理指数变化之间的关系,来缓解其中可能的内生性问题。

具体来说,因变量变为战略风险连续两年的变化值($\Delta SR_t = SR_t - SR_{t-1}$),自变量是战略风险治理指数连续两年的变化值($\Delta SRGI_t = SRGI_t - SRGI_{t-1}$),控制变量包括企业规模连续两年的变化值($\Delta Size = Size_t - Size_{t-1}$)、盈余平滑度连续两年的变化值($\Delta ES_t = ES_t - ES_{t-1}$)和行业哑变量(样本企业所属行业都没有发生变动)。由于要确保连续两年有相关数据,因此,样本量从原有的260家下降到160家。同样以分层回归的方式逐步引入控制变量和自变量,分别得到模型3和模型4,回归结果见表6。

表6 差值法分层 OLS 回归结果

自变量	模型3 (因变量为 ΔSR)	模型4 (因变量为 ΔSR)
Intercept	-0.1768***(-3.09)	-0.2797***(-2.38)
$\Delta SRGI$		-0.2654***(-1.93)
$\Delta Size$	-0.0934**(-0.34)	-0.1472(-0.78)
ΔES	-0.1653**(-0.97)	-0.1128*(-1.06)
$\Delta Market$	-0.0116*(-0.17)	-0.0093(-0.08)
行业	控制	控制
Adjusted R ²	13.99%	20.73%
Adjusted ΔR^2		6.74%*
观测值	160	160

表6中模型4的回归结果表明,在控制战略风险治理与企业战略风险水平之间潜在的内生性问题之后,战略风险治理水平的变化仍然在1%水平上与企业战略风险水平存在显著的负相关关系。

从模型3到模型4的变化来看,在未加入战略风险治理指数变化值之前,企业资产规模变化值和盈余平滑度变化值

都在5%水平上与企业战略风险水平变化值负相关,但在加入企业战略风险治理指数变化值之后,它们的显著性分别消失和降低了。同时,调整拟合优度也从13.99%大幅提高到20.73%,且调整拟合优度的变化(Adjusted ΔR^2)在10%的水平上显著。这些结果表明,战略风险治理水平提高是导致企业战略风险水平下降的重要因素,本文假设得到验证。

3. 结果与讨论。对于回归方程,本文在借鉴已有研究的基础上,首先采取分层 OLS 回归的方式来分析战略风险治理与企业竞争优势之间的关系。在此基础上,采用差值法来缓解战略风险治理与企业战略风险水平之间潜在的内生性问题,即可能存在的反向因果关系,然后分层回归。同时综合上述回归结果来分析战略风险治理指数与企业战略风险水平之间的关系,这种操作方法是合适有效的。

表6中模型4的回归结果表明,在控制潜在的反向因果关系这一内生性问题之后,战略风险治理在1%水平上与企业战略风险存在显著的负相关关系,这说明战略风险治理水平提高是导致企业战略风险水平下降的重要因素,本文假设得到验证。

这一结论与高阶梯队理论、资源基础观、利益相关者理论和代理理论的观点相一致。即在企业进行战略决策和战略实施的过程中,一方面,作为战略决策者的董事会和管理层成员,其人口学特征在很大程度上反映了他们对战略风险进行控制的能力和风险偏好。因此,在设计企业的顶层制度时,通过强化那些有助于风险控制战略决策者的人口学特征配置,来直接或间接地对企业战略决策者的风险控制能力和风险偏好产生影响,进而有利于企业战略风险的降低和控制。另一方面,战略决策者的道德风险在一定程度上会受到各种激励机制和监督机制的影响,通过合理的顶层制度安排来降低包括董事会和管理层在内的企业全体利益相关者之间的利益冲突,有助于降低企业战略决策和战略实施不当的风险。

如前文所述,对本文假设的检验本质上是对本研究所构建的战略风险治理指数的有效性检验。本文假设通过验证,说明本研究所构建的战略风险治理指数是有效的。

4. 稳健性检验。为了提高研究结论的稳健性和可靠性,在借鉴已有研究的基础上,本文主要进行了考虑时滞的 OLS 回归,以此作为稳健性检验。

由于战略风险治理相关的数据来自当年年报,而年报通常描述的是企业年底的治理特征,因此,这些治理特征真正对企业战略风险发挥作用还需要一定的时间。Ellul & Yerramilli (2013)研究了滞后一期的风险治理指数与企业风险的关系。鉴于此,本文把自变量指标滞后一年,即研究第(t-1)年的战略风险治理指数与第t年的战略风险之间的相关关系,作为稳健性检验,通过分层回归得到模型5和模型6,回归结果见表7。

表 7 考虑时滞的分层 OLS 回归结果

自变量	模型 5	模型 6
Intercept	0.2068*** (1.33)	1.1528*** (0.83)
SRGI		-0.2839*** (-2.72)
Size	-0.1687** (-0.89)	-0.1136* (-1.05)
ES	-0.2426** (-1.97)	-0.1832* (-2.27)
行业	控制	控制
年度	控制	控制
Adjusted R ²	10.26%	15.87%
Adjusted ΔR ²		5.61%**
观测值	260	260

对比表 5 和表 7 中的回归结果可以发现,虽然解释变量(战略风险治理指数)的回归系数有所变化,但显著性水平和方向都没有发生变化,因此,基本结论不变。即战略风险治理指数与企业战略风险水平负相关,本文假设得到验证,说明本研究所构建的战略风险治理指数是有效的。

五、研究结论与启示

(一) 研究结论

公司治理评价是根据公司治理环境设计公司治理评价指标体系与评价标准,并采用科学的方法,对公司治理状况或水平做出客观、准确的评价。公司治理评价既是公司治理研究的传统话题,又是不断有新知识和新观点融入的研究课题。纵观国内外主流的公司治理评价指数可以发现,这些指数在评价指标构成上存在一定的差异,其适用范围也有所不同。

战略风险治理属于公司治理的拓展和深化,本文在对战略风险治理进行评价时,首先梳理了战略风险治理的内涵;然后在此基础上,借鉴国内外主流的公司治理评价的原则和方法,构建了战略风险治理的评价指数;最后,按照目前国内外主流的指数有效性的检验方法,以中国在美上市企业及其配对企业为样本,对战略风险治理指数的有效性进行了实证检验。

实证检验结果表明,无论是否控制反向因果和时滞效应所导致的内生性问题,本文所构建的战略风险治理指数都与企业战略风险水平呈显著的负相关关系,这说明总体来看,本文所构建的战略风险治理指数能够有效地评价企业战略风险治理的水平和质量。这在一定程度上丰富了已有公司治理评价的内涵,也为企业从顶层制度安排层面解决其所面临的战略风险管理与公司治理交叉问题提供了一定理论借鉴与指导。

(二) 启示

对于企业而言,要高度重视战略决策者群体由于人口学特征配置、各利益相关者激励制度和监督制度安排所导致的战略风险问题。

一方面,要从顶层制度层面合理配置企业战略决策者群体人口学特征的水平 and 结构,提高战略决策者群体的战略风险控制能力和降低风险偏好程度。

另一方面,通过合理的激励制度和监督制度安排,有效协调企业各利益相关者之间的利益矛盾。上述制度安排构成企业战略风险水平降低的顶层制度保障,从而有助于企业实际战略风险水平的降低,这样企业就能以更低的成本从包括客户、资本提供者在内的各利益相关者那里获取所需战略资源,或者能以相同成本获取更多战略资源,进而有助于企业竞争优势的获得和延续。

主要参考文献:

Mcconnell P.. The Governance of Strategic Risks in Systemically Important Banks[J]. Journal of Risk Management in Financial Institutions, 2012(2).

汪金爱,宗芳宇.国外高阶梯队理论研究新进展:揭开人口学背景黑箱[J].管理学报,2011(8).

宋增基,郑海健,张宗益.公司治理的监督机制与激励机制间的替代效应——基于中国上市公司 EVA 绩效的实证研究[J].管理学报,2011(6).

Moore C.B., Bell R.G., Filatotchev I., Rasheed A.A.. Foreign IPO Capital Market Choice: Understanding the Institutional Fit of Corporate Governance[J]. Strategic Management Journal, 2012(8).

Mande V., Park Y.K., Son M.. Equity or Debt Financing: Does Good Corporate Governance Matter[J]. Corporate Governance: An International Review, 2012(2).

钱爱民,张新民.企业财务状况质量三维综合评价体系的构建与检验——来自我国 A 股制造业上市公司的经验证据[J].中国工业经济, 2011(3).

Ellul A., Yerramilli V.. Stronger Risk Controls, Lower Risk: Evidence from U.S. Bank Holding Companies[J]. Journal of Finance, 2013(5).

夏立军,郭建展,陆铭.企业家的“政由己出”——民营企业 IPO 公司创始人管理、市场环境与公司业绩[J].管理世界, 2012(9).

曾永艺,杨世杰,卢冰.“鲍曼悖论”及其理论解释——来自我国上市公司的经验证据[J].南开管理评论, 2011(5).

曾进.公司治理对企业风险-回报的影响——来自中国上市公司的经验证据[J].管理评论, 2010(7).

Aggarwal R., Erel I., Ferreira M., Matos P.. Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors[J]. Journal of Financial Economics, 2011(1).

作者单位:九江学院会计学院,江西九江 332005