

战略差异激发了女性高管的“海绵效应”吗

万伟(副教授), 刘文璐, 杨兴龙(副教授)

【摘要】在激烈的市场竞争中,企业需要进行战略创新,实施差异化战略。高管团队的异质性对于战略的制定和执行,以及最终的战略绩效具有重大影响。选取A股上市公司2010~2015年间的样本数据,实证检验战略差异是否会激发女性高管的“海绵效应”,进而缓解战略差异对于极端绩效的影响。研究发现:战略差异对于企业极端绩效具有显著为正的影晌,而女性高管对此具有调节效应,但此效应只在女性高管比例较高时才显著。当战略差异较小时,女性高管的“海绵效应”并不明显,但当战略差异较大时,女性高管就会表现出非常显著的“海绵效应”,从而起到缓解战略差异冲击的作用。这对于企业重新审视女性高管价值、降低经营风险和实现可持续发展目标具有重要的启示意义。

【关键词】战略差异; 女性高管; 极端绩效; 海绵效应; 控股权性质

【中图分类号】F272.3 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2018)16-0072-9

一、引言

随着我国市场环境的剧烈变化和市场规模的快速扩张,新兴产业不断涌现,其战略部署与传统行业存在较大差异。其中比较著名的有乐视首次提出的生态战略。乐视控股集团创始人贾跃亭曾说,“创业如登山,起步阶段蒙眼狂奔,冲到山腰一蹴而就,但是离山顶越近,前路越发陡峭。”乐视网的发展历程完全印证了这句话。自2007年上市直到2016年,乐视网归属于母公司股东的净利润均保持盈利状态,并且在2007~2015年间,归属于母公司股东的净利润复合增长率高达58.08%。如此骄人的成长性使得乐视一度成为资本市场的宠儿。无疑,乐视特有的生态战略对于公司绩效的突破性提高起到了决定性作用。但到2016年年末,乐视公司的生态战略遇到资金问题,严重影响到公司各项业务的发展。2017年半年报显示,乐视公司营业收入同比减少44.56%,归属于母公司所有者的净利润亏损6.37亿元,同比下滑323.91%。乐视公司的绩效出现如此极端波动,

与其战略差异不无关系。

战略差异是指战略部署的差异性^{[1][2][3][4][5]},即企业为了提高自身竞争力获得超额报酬,在战略安排时不同程度上偏离行业集中趋势的程度^[6]。毋庸置疑,战略是影响企业绩效的重要因素,但现有关于战略差异与企业绩效关系的研究结论却不尽相同。Spanos等^[7]认为,差异化战略能促进企业的绩效增长。藓雷和吴贵生^[8]发现,差异化战略能提高制造企业的竞争力。但Campbell^[9]认为,差异化竞争战略对企业绩效并没有明显影响。Singh等^[10]却认为,战略差异对企业绩效有负面的影响,并不利于企业生存。研究结论的不一致促使部分学者将关注点转移到战略差异对企业极端绩效的影响上。极端绩效是指企业绩效偏离行业正常水平的程度。Tang等^[11]和陈收等^[12]研究发现,战略差异与企业极端绩效之间显著正相关。综上所述,战略差异会对企业的绩效造成冲击,引发企业绩效大幅波动,从而出现极端绩效。

另外,企业战略的制定和执行都与高管团队的异质性相关。性别作为高管团队异质性的一个重要

【基金项目】重庆市社科联博士项目基金(项目编号:2014BS033);重庆理工大学科研启动基金(项目编号:20140034);重庆理工大学财会研究与开发中心科研课题(项目编号:17ARC105)

维度,对于企业战略同样会有重要影响。具有谨慎心理特性的女性高管在沟通、处理人际关系、危机公关、柔性管理以及把握消费趋势变化等方面都有其独特优势,这有助于稳定企业在出现重大战略差异时的经营行为,从而缓解战略差异对于企业极端绩效的影响^[13]。但目前并没有学者研究高管团队中的性别因素对于二者相关性的影响。本文试图弥补这一研究空白,主要探讨在企业出现战略差异的情况下,女性高管对于战略差异与极端绩效之间相关性的调节效应。尤其要探究企业在出现较大的战略差异时,女性高管能否起到缓解战略偏离冲击的作用,从而减轻绩效的剧烈波动;进一步,当女性高管比例较高时,其缓解冲击的作用是否增强。本文为研究女性高管的作用提供了一个新的视角,即在企业出现非同寻常的经营状况时,女性高管能否发挥“海绵效应”,为企业实现可持续发展目标贡献其特有的“正能量”。

二、文献回顾、理论分析与研究假设

(一)战略差异与企业极端绩效

根据新制度理论,DiMaggio等^[14]和Meyer等^[15]发现公司倾向于遵循行业规范,以确保合法性和获得资源,减少不确定性因素,降低经营风险,从而提高其可持续发展能力。在获取外界资源方面,遵循行业规范能够避免诉讼风险,也更容易获得政府和行业组织的支持。但是Tang等^[11]认为遵循行业规范并不总是最理想的选择,因为公司的成功最终源于与众不同,而不是循规蹈矩。拥有独特资源的公司为了获得超额利润,往往另辟蹊径,其选取的战略通常与主流趋势差异较大,造成的后果也不尽相同。Denrell^[16]认为,由于差异化战略在实践中较少得到证实,无法预计后果,因此风险和不确定性会高于主流战略,导致企业绩效的极端表现——要么是重大的胜利,要么就是巨大的损失。Hiller、Hambrick^[17]分析发现,跟随行业主流趋势的企业,其绩效往往接近于行业平均水平。相比之下,战略差异大的企业则具有与行业平均水平差异较大的绩效,即产生极端绩效。基于上述分析,提出如下假设:

H1: 战略差异与企业极端绩效之间具有正相关性。

(二)战略差异、女性高管与企业极端绩效

1. 女性高管与战略差异。一方面,社会心理学家Barber等^[18]研究发现,女性和男性相比,女性更

倾向于风险规避,表现得不自信。Graham等^[19]在Barber等^[18]的基础上进行深入研究,发现男性和女性处理信息的方式不同。男性往往接受自己认可的信息,女性则会处理更全面的信息。在全面了解投资行为之后,女性会厌恶风险。Martin等^[20]发现任命女性CEO之后,与任命男性CEO相比,企业风险更低。另一方面,基于代理理论——所有权和管理权分离,管理者有机会和能力通过大规模的投资和并购扩大企业规模,从而提高自己的薪酬和在职消费。车嘉丽等^[21]认为这种做法必然会使企业战略发生改变,偏离行业标准,提高战略差异度。由于女性的性格特征使其具有较强的职业操守和责任感,女性高管加入董事会能对男性起到监督作用,从而抑制盲目扩张和过度投资的行为出现,影响战略差异度^[22]。

通过以上分析可以发现,女性高管的性格特质从两个方面影响战略差异:一方面,女性高管更为谨慎和保守,具有规避风险的特质,倾向于选择已经被行业证实的战略,避免无法预计后果的差异化战略;另一方面,女性高管能对管理人员起到监督作用,降低其盲目扩大企业规模的可能性,维持企业平稳健康发展。

2. 女性高管与企业绩效。随着社会不断进步和经济不断发展,女性在职场中逐渐发挥自己的作用。女性高管给企业带来的好处主要有两个方面:一方面,女性高管影响董事会行为。Shrader等^[23]认为女性董事独特的认知能力为企业提供了重要资源,可以为董事会的决策提供多元化视角,提高团队决策质量。李卫民等^[24]提出,由于女性和男性思考问题的方式和角度不同,能够打破个体认知极限,增强董事会决策的综合性,克服片面性,从而影响企业绩效。另一方面,性别是构成高管团队多样性的一个维度。根据Hambrick、Mason^[25]提出的高层梯队理论,高管团队人口统计特征能有效影响企业的战略决策,从而影响企业绩效。女性高管作为高管团队的一员,其思维模式、个人偏好、认知水平会导致和男性高管不同的战略部署,从而影响绩效水平。

基于以上分析,本文认为女性高管在战略差异与企业极端绩效之间起负向调节作用,即女性高管会在企业出现战略差异的情况下,发挥“海绵效应”,从而缓解战略差异对于企业极端绩效的影响。进一步,当企业的战略差异较大时,女性高管的“海绵效应”会更加显著。当女性高管在高管团队中的比例较

低时,很可能出现“象征主义”问题,导致女性高管不能发挥应有的作用。基于上述分析,提出以下假设:

H2: 女性高管比例负向调节战略差异与极端绩效之间的正相关关系,即女性高管存在“海绵效应”。

H3: 当战略差异较大时,女性高管的“海绵效应”较为显著。

H4: 当女性高管所占比例较高时,女性高管的“海绵效应”较为显著。

(三)不同控股权性质下的战略差异、女性高管与企业极端绩效

由于国有控股企业具有国家主导的特点,其管理者带有一定的行政色彩,相比企业未来发展而言,这类管理者更加重视自身“政绩”^[26]。为了避免日常经营出现重大差错,管理者不会频繁采取并购、扩大企业规模等行为,更不会积极地根据市场导向及时调整原有战略安排,因此国有控股企业的战略部署较为接近行业常规战略。即便出现战略差异较大的情况,出于维持资本市场稳定的目的,国家相关机构会及时采取措施维持绩效平稳。对于非国有控股企业而言,为了在激烈的市场竞争中生存发展,部分拥有独特资源的企业会采取差异化战略来获取超额回报。然而市场中缺乏有力的监管机制判断这类企业的财务指标是否正常、是否具有潜在的财务风险,使得其绩效水平偏离行业正常标准的情况多于国有控股企业。基于上述分析,提出假设:

H5: 与非国有控股企业相比,国有控股企业中战略差异对极端绩效的影响更弱。

进一步地,在国有控股企业中,国家的“超强控制”使高管团队在企业治理结构和日常决策等方面无法起到决定性作用,对战略部署和企业绩效的影响力度也有所减轻。女性高管作为高管团队中的一员,其规避风险的特质、监督作用和独特的思维方式等对战略安排和企业绩效的影响力度也随之减小。从另一个层面来讲,国有控股企业的高管团队大部分人员由政府直接安排,由于近年来政府大力倡导“男女平等”观念,国有控股企业作为政府的管理对象,选取女性作为高管更多的是出于政治考虑,而不是为了增强企业活力,使得女性高管的“海绵效应”存在“象征主义”问题,女性高管并不能充分运用自己的话语权。基于上述分析,本文提出如下假设:

H6: 与非国有控股企业相比,国有控股企业中女性高管的“海绵效应”存在“象征主义”问题,对战略差异与企业极端绩效二者相关性的影响较弱。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文选取2010~2015年A股上市公司作为研究样本,并对其进行如下筛选:①剔除金融行业企业;②剔除数据缺失过多的样本。最终确定6416个观测值。固定资产原值数据取自RESSET金融研究数据库,其他数据均取自CSMAR经济金融研究数据库,运用的统计软件为STATA 14.0。本文在实证分析之前对所有变量进行了1%的winsorize处理,以避免极端值对研究结果造成影响。

(二)模型与变量

为研究战略差异对企业绩效的影响,考虑女性高管对战略差异与企业绩效之间的关系是否具有调节效应,同时研究不同控股权性质下三者关系是否存在差异,本文构建了以下三个回归模型:

$$E-Roic_{it} = \beta_0 + \beta_1 DS_{it} + \beta_2 Firm\ Size_{it} + \beta_3 Growth_{it} + \beta_4 Roa_{it} + \beta_5 Leverage_{it} + \beta_6 Board\ Size_{it} + \beta_7 Firm\ Age_{it} + \beta_8 Soe_{it} + v_i + \delta_t + \mu_{it} \quad (1)$$

$$E-Roic_{it} = \beta_0 + \beta_1 DS_{it} + \beta_2 Soe_{it} + \beta_3 DS_{it} \times Soe_{it} + \beta_4 Firm\ Size_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Roa_{it} + \beta_7 Leverage_{it} + \beta_8 Board\ Size_{it} + \beta_9 Firm\ Age_{it} + v_i + \delta_t + \mu_{it} \quad (2)$$

$$E-Roic_{it} = \beta_0 + \beta_1 DS_{it} + \beta_2 Female_{it} + \beta_3 DS_{it} \times Female_{it} + \beta_4 Firm\ Size_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Roa_{it} + \beta_7 Leverage_{it} + \beta_8 Board\ Size_{it} + \beta_9 Firm\ Age_{it} + \beta_{10} Soe_{it} + v_i + \delta_t + \mu_{it} \quad (3)$$

其中,E-Roic为被解释变量,表示企业极端绩效,根据投入资本回报率(ROIC)来计算^[27]。首先分行业、年度计算出绩效指标ROIC的均值和标准差,随后进行标准化处理,即用样本观测值减去其对应的行业、年度均值,再除以其标准差,最后取其绝对值。ROIC指标的计算过程为:ROIC=息前税后经营利润÷投入资本。其中,息前税后经营利润=(营业利润+财务费用-非经常性投资损益)×(1-所得税率);投入资本=股东权益(不含少数股东权益)+负债合计-无息流动负债-无息长期负债。

DS为解释变量,表示企业的战略差异度。本文借鉴Tang等^[11]以及叶康涛等^[28]对企业战略差异程度的衡量方法,采用六个战略维度刻画企业资源在重要领域的分布情况,进而反映企业的整体战略部署(见表1)。由于我国上市公司一般未单独披露营销投入和研发投入,附注中虽有所披露,但缺失严重,因此,以销售费用近似替代营销投入,以无形资

产净值近似替代研发投入。对于这六个衡量战略差异度的指标,首先按照行业、年度计算其均值和标准差,再分别进行标准化处理,然后将六个经标准化处理的战略差异指标取绝对值,最后计算各自的算术平均值,最终得到反映企业战略差异程度的综合性指标DS。该指标越大,表明企业资源在关键领域的分布结构与同一时期同行业的其他企业相比差别越大,即战略差异度越大。

表 1 战略差异度指标

名称	算法	代表领域
营销投入	销售费用/营业收入	营销
研发强度	无形资产净值/营业收入	创新投入
固定资产更新率	固定资产净值/固定资产原值	生产规模扩张
财务杠杆	(短期借款+长期借款+应付债券)/权益账面价值	资本运作状况
管理费用率	管理费用/营业收入	企业费用结构
资本密集度	固定资产/员工人数	资本投入

解释变量Female为女性高管比例,即用女性高管总人数除以高管团队规模来衡量。借鉴陈收等^[12]和马媛等^[29]的做法,选取了以下几个可能影响企业战略差异和绩效的指标作为控制变量:企业规模(Firm Size),用当年总资产的自然对数表示;企业成长能力(Growth),用当年销售收入增长率表示;企业资产收益率(Roa);资产负债率(Leverage);董事会规模(Board Size),用企业董事会成员数量表示;企业成熟度(Firm Age),用企业成立年限表示;控股股权性质(Soe),国有控股企业赋值为1,非国有控股企业赋值为0。

四、实证结果及分析

(一)描述性统计

表2是变量的描述性统计结果。从表2可以看出,极端绩效的均值是0.274,中位数是0.050,标准差为0.608,说明样本观测值之间具有较大差异,且多数样本都在均值以下。战略差异度的均值和中位数较为接近,分别是0.495和0.439,最小值为0,最大值为1.706,标准差为0.304。女性高管比例的均值和中位数分别是0.184和0.172,不足20%,说明我国上市公司女性高管的占比仍然偏低,在管理层中普遍处于劣势地位,容易产生“象征主义”问题。对于控制变量而言,企业规模的均值和中位数分别为21.470和21.320;成长能力的均值和中位数分别为0.146和

0.122,最小值和最大值分别是-0.946和1.944;总资产收益率的均值和中位数分别是0.049和0.045,最小值和最大值分别是-0.117和0.211;资产负债率的均值和中位数分别是0.392和0.365;董事会规模的均值和中位数分别为8.520和9;企业年龄的均值和中位数分别为13.328和13;控股权性质的均值为0.200,说明国有控股企业在样本中约占20%。

表3进一步报告了战略差异度和企业极端绩效之间的分组统计结果。从表3中可以看出,企业极端绩效的平均值和中位数都随着战略差异度的增大而提高。初步印证前文的假设,即战略差异度对企业极端绩效具有正向影响。

表 2 变量描述性统计结果

变量	样本数	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
E-Roic	7197	0.274	0.050	0.003	27.564	0.608
DS	7629	0.495	0.439	0.000	1.706	0.304
Female	7628	0.184	0.172	0.000	0.467	0.106
Firm Size	6718	21.470	21.320	18.759	24.679	1.129
Growth	6690	0.146	0.122	-0.946	1.944	0.362
Roa	7628	0.049	0.045	-0.117	0.211	0.049
Leverage	6718	0.392	0.365	0.030	0.996	0.230
Board Size	7601	8.520	9.000	5.000	14.000	1.579
Firm Age	7623	13.328	13.000	2.000	26.000	5.507
Soe	7629	0.200	0.000	0.000	1.000	0.400

表 3 分组描述性统计结果

E-Roic	DS _t 位于 0~0.2	DS _t 位于 0.2~0.4	DS _t 位于 0.4~0.6	DS _t 位于 0.6~0.8	DS _t 位于 0.8~1.0
均值	0.089	0.190	0.246	0.316	0.476
中位数	0.029	0.044	0.049	0.088	0.196

表4报告了主要变量的Pearson相关系数。从表4中可以看出,战略差异度与企业极端绩效之间具有显著的正相关性。出人意料的是,女性高管比例与企业极端绩效和战略差异度之间也呈现出显著的正相关性,不符合H2的预期。但这只是一种不控制其他变量的简单相关关系,并不能准确反映女性高管与战略差异度对于企业极端绩效的交互影响。此外,公司的成长性与企业极端绩效显著负相关,而资产负债率、企业年龄和控股权性质则与企业极端绩效正相关。变量间相关系数的绝对值都没有超过0.5,说明变量之间不存在严重的多重共线性问题。

(二)回归分析

1. 战略差异与企业极端绩效:女性高管发挥了

表 4

Pearson 相关系数矩阵

变量	E-Roic	DS	Female	Firm Size	Growth	Roa	Leverage	Board Size	Firm Age	Soe
E-Roic	1									
DS	0.234***	1								
Female	0.036***	0.042***	1							
Firm Size	0.000	-0.014	-0.128***	1						
Growth	-0.031**	-0.049***	0.001	-0.107***	1					
Roa	-0.006	-0.151***	0.033***	-0.095***	0.266***	1				
Leverage	0.127***	0.010	-0.045***	0.442***	-0.015	-0.302***	1			
Board Size	0.014	0.014	-0.151***	0.262***	-0.002	0.006	0.133***	1		
Firm Age	0.121***	0.085***	0.020*	0.178***	-0.051***	-0.160***	0.355***	0.029**	1	
Soe	0.099***	0.080***	-0.132***	0.339***	-0.066***	-0.106***	0.261***	0.210***	0.212***	1

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下同。

“海绵效应”吗?本文首先采用普通最小二乘法(OLS)进行回归分析,为避免遗漏变量对回归结论的不良影响,进一步采用固定效应模型(FE)进行分析。

表5的模型1和模型3分别采用OLS方法和FE方法检验战略差异是否会导致企业的极端绩效。结果显示,战略差异度(DS)对于企业极端绩效的影响显著为正,回归系数分别是0.234和0.322,前者的显著性水平为1%,后者的显著性水平为5%。由此说明,企业战略偏离主流趋势的程度越大,越可能出现极端表现,产生极好或极差的绩效,H1得到证实。模型2和模型4进一步检验战略差异条件下女性高管是否存在“海绵效应”,进而缓解战略差异对于极端绩效的影响。从表5可以看出,战略差异对于极端绩效仍然具有显著的正向影响,但战略差异度和女性高管交互项(DS×Female)的回归系数显著为负($\beta_{ols}=-0.393, p<0.1; \beta_{fe}=-0.777, p<0.05$)。这说明随着女性高管比例的提高,战略差异对极端绩效的影响将得到缓解,即女性高管抑制了战略差异对极端绩效的正向影响,发挥了其特殊的“海绵效应”,H2得到证实。对于控制变量而言,公司规模(Firm Size)和成长性(Growth)的回归系数显著为负,说明公司资产规模或成长性的提高,有助于降低企业出现极端绩效的可能性;对于资产负债率而言(Leverage),其回归系数显著为正,说明公司资产负债率越高,企业出现极端绩效的可能性就越大。其余控制变量的回归系数不显著。

2. 战略偏差激发了女性高管的“海绵效应”吗?

表6以战略差异度(DS)的中位数为分界点,将样本分为高战略差异组和低战略差异组,然后利用回归方程(2)分组检验女性高管的“海绵效应”。结果显

表 5 战略差异、极端绩效与女性高管的“海绵效应”

变量	极端绩效(E-Roic)			
	OLS 回归		FE 回归	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
DS	0.234*** (3.70)	0.310*** (3.90)	0.322** (2.37)	0.470*** (3.01)
Female		0.050 (0.42)		0.515* (1.92)
DS×Female		-0.393* (-1.80)		-0.777** (-2.47)
Firm Size	-0.071*** (-3.16)	-0.073*** (-3.21)	-0.054* (-1.79)	-0.054* (-1.78)
Growth	-0.102*** (-2.94)	-0.102*** (-2.96)	-0.065** (-2.44)	-0.064** (-2.44)
Roa	0.742 (1.11)	0.763 (1.14)	0.256 (0.31)	0.256 (0.31)
Leverage	0.317** (2.10)	0.317** (2.10)	0.283** (2.45)	0.279** (2.41)
Board Size	0.005 (1.02)	0.004 (0.84)	-0.001 (-0.13)	-0.001 (-0.17)
Firm Age	0.000 (0.23)	0.000 (0.18)	0.011 (0.22)	0.013 (0.27)
Soe	-0.032 (-1.50)	-0.038* (-1.72)	0.003 (0.05)	0.001 (0.01)
常数项	2.049*** 12.89	2.081*** 12.78	1.00 1.15	0.906 1.00
年份与行业	控制	控制		
个体与时间效应			控制	控制
N	6416	6416	6416	6416
Adj. R ²	0.356	0.357	0.025	0.027

注:括号内为t值,下同。

示,在低战略差异组(模型5和模型7)中,战略差异度及其与女性高管比例的交互项(DS×Female)的回归系数均不显著。说明战略的轻度偏离并不会导致

企业极端绩效的发生,也不会诱发女性高管的“海绵效应”。在高战略差异组(模型6和模型8)中,战略差异度的回归系数显著为正,但战略差异度与女性高管交互项的回归系数却显著为负($\beta_{ols}=-0.602, p<0.1; \beta_{fe}=-1.084, p<0.1$)。这说明当企业战略发生高度偏离时,企业会出现极端绩效,此时女性高管会发挥出显著的“海绵效应”,从而缓解战略差异对于企业极端绩效的正向影响。因此,可认为企业的战略差异较大时,会诱发女性高管的“海绵效应”,H3得到证实。

表6 按战略差异度分组检验女性高管的“海绵效应”

变量	极端绩效(E-Roic)			
	OLS 回归		FE 回归	
	模型5 低战略 偏差	模型6 高战略 偏差	模型7 低战略 偏差	模型8 高战略 偏差
DS	0.000 (0.00)	0.366*** (3.19)	-0.075 (-0.60)	0.550** (2.44)
Female	-0.020 (-0.13)	0.176 (0.75)	-0.043 (-0.22)	0.737 (1.24)
DS×Female	0.085 (0.15)	-0.602* (-1.90)	0.158 (0.25)	-1.084* (-1.96)
Firm Size	-0.023*** (-2.84)	-0.095*** (-2.92)	-0.065* (-1.92)	-0.044 (-0.91)
Growth	-0.018 (-1.00)	-0.146*** (-2.87)	-0.039* (-1.73)	-0.071* (-1.72)
Roa	0.673** (2.10)	0.890 (0.94)	0.106 (0.13)	-0.557 (-0.67)
Leverage	0.082* (1.85)	0.444** (1.97)	-0.116 (-1.26)	0.486*** (2.92)
Board Size	-0.001 (-0.37)	0.007 (1.23)	-0.005 (-0.44)	-0.004 (-0.28)
Firm Age	-0.002 (-1.62)	0.002 (0.95)	-0.084** (-2.45)	0.157 (1.32)
Soe	0.019 (1.14)	-0.074*** (-3.13)	0.145 (1.61)	-0.091 (-0.97)
常数项	1.214*** (4.84)	2.448*** (4.84)	2.512*** (2.76)	-0.928 (-0.55)
年份与行业	控制	控制		
个体与时间效应			控制	控制
N	2913	3503	2913	3503
Adj. R ²	0.547	0.306	0.019	0.033

3. 女性高管的“海绵效应”存在象征主义问题吗?表7以女性高管比例(Female)的中位数为界,将样本分为高比例组和低比例组。回归结果显示,在低比例组(模型9和模型11)中,战略差异度对企业极端绩效有显著为正的影

响,但战略差异度和女性高管交互项(DS×Female)的回归系数却并不显著为负。这说明低比例组中,女性高管在企业战略差异较大的情况下,并没有发挥显著有效的“海绵效应”。在高比例组(模型10和模型12)中,战略差异度的回归系数显著为正,同时战略差异度与女性高管交互项(DS×Female)的回归系数均显著为负($\beta_{ols}=-2.157, p<0.01; \beta_{fe}=-1.795, p<0.01$)。这说明在高比例组中,当企业发生战略偏离时,女性高管可以发挥出积极有效的“海绵效应”,从而降低战略差异度对于企业极端绩效的正面影响。两组样本回归结果的对比说明,女性高管的“海绵效应”存在象征主义问题,即只有当女性在高管团队中具有充分的代表权和话语权时,女性高管才能在企业出现战略差异的情况下,发挥积极有效的“海绵效应”,体现出纠偏作用。因此,H4得到证实。

表7 按女性高管比例分组检验其“海绵效应”

变量	极端绩效(E-Roic)			
	OLS 回归		FE 回归	
	模型9 低比例	模型10 高比例	模型11 低比例	模型12 高比例
DS	0.225*** (4.59)	0.851*** (5.89)	0.266*** (2.71)	0.683*** (3.23)
Female	-0.013 (-0.05)	1.082*** (3.37)	0.462 (0.82)	0.911** (2.31)
DS×Female	-0.303 (-0.67)	-2.157*** (-4.21)	-0.993 (-1.16)	-1.795*** (-2.70)
Firm Size	-0.036*** (-4.85)	-0.109*** (-8.35)	-0.0185 (-0.51)	-0.116*** (-3.13)
Growth	-0.055*** (-2.75)	-0.138*** (-4.47)	-0.015 (-0.32)	-0.088*** (-2.64)
Roa	-0.016 (-0.11)	1.539*** (6.02)	-1.088 (-1.40)	0.025 (0.04)
Leverage	0.126*** (3.19)	0.466*** (7.49)	0.002 (0.01)	0.190 (1.44)
Board Size	-0.002 (-0.35)	0.011 (1.42)	0.000 (0.01)	0.003 (0.25)
Firm Age	-0.000 (-0.02)	0.001 (0.26)	-0.008 (-0.22)	-0.011 (-0.12)
Soe	-0.018 (-1.07)	-0.061* (-1.86)	-0.051 (-0.81)	0.137 (1.42)
常数项	1.628*** (9.87)	2.315*** (7.71)	0.654 (0.70)	2.387* (1.95)
年份与行业	控制	控制		
个体与时间效应			控制	控制
N	3240	3176	3240	3176
Adj. R ²	0.489	0.303	0.032	0.040

4. 不同控股权性质下的回归分析。表8在模型1

和模型3的基础上加入战略差异度和控股权性质的交互项(DS×Soe),构建模型13和模型14,检验不同控股权性质下战略差异度对极端绩效的影响是否存在差异。回归结果显示,在模型13和模型14中,战略差异度对极端绩效有显著为正的影响,且战略差异度和控股权性质的交互项(DS×Soe)的回归系数显著为负($\beta_{ols}=-0.202, p<0.05; \beta_{fe}=-0.261, p<0.01$)。这说明由于控股权性质的差异,国有控股企业中战略差异对极端绩效的影响更弱,H5得到证实。

表8 不同控股权性质下战略差异与极端绩效的回归结果

变量	极端绩效(E-Roic)	
	OLS 回归	FE 回归
	模型 13	模型 14
DS	0.279*** (3.57)	0.300*** (7.16)
Soe	0.077 (1.60)	0.125* (1.80)
DS×Soe	-0.202** (-2.21)	-0.261*** (-3.08)
Firm Size	-0.071*** (-3.16)	-0.072*** (-3.47)
Growth	-0.102*** (-2.95)	-0.0620*** (-3.12)
Roa	0.738 (1.11)	-0.091 (-0.41)
Leverage	0.322** (2.12)	0.330*** (4.47)
Board Size	0.005 (1.10)	0.001 (0.06)
Firm Age	0.000 (0.25)	0.012 (0.28)
常数项	2.010*** (5.57)	1.054 (1.26)
年份与行业	控制	
个体与时间效应		控制
N	6416	6416
Adj. R ²	0.358	0.080

表9以控股权性质(Soe)为依据,将样本分为国有控股组和非国有控股组。回归结果显示,在国有控股组(模型15和模型17)中,战略差异度和女性高管交互项(DS×Female)的回归系数虽为负却并不显著。在非国有控股组(模型16和模型18)中,战略差异度与女性高管交互项(DS×Female)的回归系数均显著为负($\beta_{ols}=-0.614, p<0.05; \beta_{fe}=-1.062, p<0.01$)。两组对比的结果说明,在非国有企业中,女性

高管的“纠偏”作用更为明显;国有企业中,女性高管的“海绵效应”存在象征主义问题,对战略差异和企业极端绩效二者相关性的影响较弱,自身作用不能得到有效发挥。由此,H6得到证实。

表9 不同控股权性质下战略差异、女性高管与极端绩效的回归结果

变量	极端绩效(E-Roic)			
	OLS 回归		FE 回归	
	模型 15 国有	模型 16 非国有	模型 17 国有	模型 18 非国有
DS	0.104 (1.02)	0.397*** (3.81)	0.065 (0.53)	0.529*** (6.41)
Female	-0.256 (-0.76)	0.201 (1.55)	-0.276 (-0.62)	0.673** (2.58)
DS×Female	-0.025 (-0.04)	-0.614** (-2.52)	-0.187 (-0.32)	-1.062*** (-3.03)
Firm Size	-0.028 (-1.61)	-0.089*** (-3.02)	-0.177*** (-4.10)	-0.046* (-1.88)
Growth	-0.067** (-2.11)	-0.109*** (-2.59)	-0.011 (-0.30)	-0.075*** (-3.17)
Roa	0.744 (0.97)	0.710 (0.93)	-1.096** (-2.57)	0.186 (0.72)
Leverage	0.024 (0.23)	0.391** (2.11)	0.140 (0.96)	0.371*** (4.31)
Board Size	-0.011 (-1.30)	0.008 (1.39)	-0.038** (-2.41)	0.004 (0.38)
Firm Age	-0.001 (-0.22)	0.001 (0.35)	0.032 (0.62)	0.026 (0.37)
常数项	1.297*** (3.19)	2.372*** (4.94)	3.838*** (3.12)	0.248 (0.24)
年份与行业	控制	控制		
个体与时间效应			控制	控制
N	1418	4998	1418	4998
Adj. R ²	0.531	0.313	0.075	0.077

(三)稳健性检验

为了验证上述回归结果的稳健性,本文参考Tang等^[11]的做法,在构建企业战略差异度指标时,剔除营销投入和研发强度两个维度,以另外四个战略维度(固定资产更新率、财务杠杆、管理费用率、资本密集度)建立战略差异度指标,然后以固定效应模型重新检验上述假设,结果如表10所示。从表10中可以看出,战略差异度(DS)和极端绩效(E-Roic)显著正相关,支持H1。战略差异度和女性高管交互项(DS×Female)的回归系数显著为负,仍然说明女性高管在战略差异和极端绩效二者之间起到负向调

节的作用,支持H2。分组的回归结果仍然成立,限于篇幅,此处不再赘述。

表 10 战略差异、女性高管与极端绩效的回归结果(稳健性检验)

变量	极端绩效(E-Roic)	
	FE 回归	
	模型 19	模型 20
DS	0.142*** (5.81)	0.215*** (4.71)
Female		0.278 (1.48)
DS×Female		-0.371* (-1.89)
Firm Size	-0.058*** (-2.75)	-0.056*** (-2.69)
Growth	-0.065*** (-3.16)	-0.063*** (-3.08)
Roa	0.119 (0.53)	0.111 (0.49)
Leverage	0.263*** (3.49)	0.259*** (3.43)
Board Size	-0.001 (-0.14)	-0.002 (-0.18)
Firm Age	0.005 (0.11)	0.006 (0.12)
Soe	0.006 (0.11)	0.003 (0.06)
常数项	1.263* (1.85)	1.185* (1.74)
个体与时间效应	控制	控制
N	6416	6416
Adj. R ²	0.319	0.318

五、结论

本文研究了战略差异与企业极端绩效的关系,同时以女性高管作为调节变量考察了其对二者关系的影响。本文选取2010~2015年符合条件的全部A股上市公司作为研究样本,实证研究发现:①战略差异越大,企业绩效越容易偏离正常水平,即出现极好或极差绩效的可能性越大。②女性高管比例的提高有利于抑制战略差异对企业极端绩效的正向影响,发挥“海绵效应”,减少不确定因素,降低经营风险。③战略偏差激发了女性高管的“海绵效应”,即当战略差异度较大时,女性高管的“海绵效应”较为显著。当女性高管比例较低时,其“海绵效应”存在象征主义问题。④与非国有控股企业相比,国有控股企业中

战略差异对企业极端绩效的正向影响更弱,女性高管的“海绵效应”并不明显。

本文的研究价值主要体现在以下方面:首先,在现有文献中,国内外学者对战略的研究主要涉及战略选择的影响因素和战略自身特点。只有少量文献探究了战略差异带来的经济后果,因此本文研究战略差异对企业绩效的影响,有利于丰富有关战略差异经济后果的研究。其次,从企业战略制定的角度重新审视了女性高管对公司绩效的影响,证明了女性高管在企业治理中的作用,为此类研究提供了新的研究思路。本文发现女性高管在战略差异大的情况下,能够发挥“海绵效应”,起到缓解冲击的作用,提高企业的可持续发展能力。并且,女性在高管团队的占比越大,对管理者的监督作用、对董事会决策的积极影响越大,纠偏作用越明显。既能有效规避过于激进的企业战略,还能在一定程度上对企业绩效产生积极影响,防止企业绩效的剧烈波动。但低比例的女性高管由于影响力有限,并不能发挥出其应有的作用。因此,从企业自身发展的角度考虑,企业内部应当重视高管团队异质性问题,特别需要避免性别歧视,营造一个公平的竞争环境,合理配置男性和女性高管比例,降低企业经营和战略风险。

主要参考文献:

- [1] Carpenter M. A.. The price of change: The role of CEO compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms[J]. Journal of Management, 2000(6): 1179~1198.
- [2] Deephouse D. L.. Does isomorphism legitimate? [J]. Academy of Management Journal, 1996(4): 1024~1039.
- [3] Deephouse D. L.. To be different, or to be the same? It's a question (and theory) of strategic balance[J]. Strategic Management Journal, 1999(2): 147~166.
- [4] Finkelstein S., Hambrick D. C.. Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion [J]. Administrative Science Quarterly, 1990(3): 484~503.
- [5] Geletkanycz M. A., Hambrick D. C.. The external ties of top executives: Implications for strategic choice and performance [J]. Administrative Science

- Quarterly, 1997(4):654~681.
- [6] Michael A. H., Ireland R. D., Hoskisson R. E. 著. 吕巍等译. 战略管理竞争与全球化(概念)[M]. 北京:机械工业出版社, 2012:1~25.
- [7] Spanos Y. E., George Z., Spyros L. Strategy and industry effects on profitability: Evidence from Greece[J]. Strategic Management Journal, 2004(2): 139~165.
- [8] 简雷, 吴贵生. 我国制造业服务增强差异化机制的实证研究[J]. 管理世界, 2007(6):103~113.
- [9] Campbell H. C.. What have we learned about generic competitive strategy? A meta-analysis[J]. Strategic Management Journal, 2000(2):127~154.
- [10] Singh J. V., House R. J., Tucker D. J.. Organizational change and organizational mortality [J]. Administrative Science Quarterly, 1986(4): 587~611.
- [11] Tang J. Y., Crossan M., Rowe W. G.. Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: The moderating role of a powerful board [J]. Journal of Management Studies, 2011(7):1479~1503.
- [12] 陈收, 肖咸星, 杨艳, 邹自然. CEO 权力、战略差异与企业绩效——基于环境动态性的调节效应[J]. 财贸研究, 2014(1):7~16.
- [13] 万伟, 姜思云, 何建国. 女性高管、内外部环境与企业绩效[J]. 重庆理工大学学报:社会科学版, 2017(7):58~66.
- [14] DiMaggio P. J., Powell W. W.. The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields[J]. American Sociological Review, 1983(2):147~160.
- [15] Meyer J. W., Rowan B.. Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony [J]. American Journal of Sociology, 1977(2):340~363.
- [16] Denrell J.. Should we be impressed with high performance?[J]. Journal of Management Inquiry, 2005(3):292~298.
- [17] Hiller N. J., Hambrick D. C.. Conceptualizing executive hubris: The role of (hyper-) core self-evaluations in strategic decision-making[J]. Strategic Management Journal, 2005(4):297~319.
- [18] Barber B. M., Odean T.. Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2001(1):261~292.
- [19] Graham J. F., Stendardi Jr E. J., Myers J. K. et al.. Gender differences in investment strategies: An information processing perspective[J]. The International Journal of Bank Marketing, 2002(1):17~26.
- [20] Martin A. D., James E. H.. CEO gender: Effects on valuation and risk [J]. Quarterly Journal of Finance and Accounting, 2009(3):23~40.
- [21] 车嘉丽, 段然. 战略差异度、女性高管与企业成本粘性——来自制造业上市公司的经验证据[J]. 广东财经大学学报, 2016(6):64~74.
- [22] Kramer V. W., Konrad A. M., Erkut S. et al.. Critical mass on corporate boards: Why three or more women enhance governance[J]. Governance, 2007(19):1~3.
- [23] Shrader C. B., Blackburn V. B., Lles P.. Women in management and firm financial performance: An explorative study [J]. Journal of Managerial Issues, 1997(3):355~372.
- [24] 李卫民, 黄旭. 我国上市公司女性高管对企业并购绩效的影响研究[J]. 管理工程学报, 2014(3):18~25.
- [25] Hambrick D. C., Mason P. A.. Upper echelons: The organizational as a reflection of its top managers [J]. Academy of Management Review, 1984(2):193~206.
- [26] 代飞. 国有企业高管政治关联、公司治理与企业价值——基于董事长、总经理个人动机的视角[J]. 云南财经大学学报, 2018(2):103~112.
- [27] Porter M. E.. The five competitive forces that shape strategy [J]. Harvard Business Review, 2008(1):78~93.
- [28] 叶康涛, 张姗姗, 张艺馨. 企业战略差异与会计信息的价值相关性[J]. 会计研究, 2014(5):44~51.
- [29] 马媛, 张伟. 企业战略差异、信息披露质量与会计信息价值相关性——来自深市2010~2014年上市公司的数据[J]. 财会通讯, 2016(36):13~17.
- 作者单位:重庆理工大学会计学院,重庆 410054