

经济政策不确定性对公司战略差异的影响

马宁 靳光辉

(兰州大学管理学院,甘肃兰州730000)

摘要:本文利用我国2005~2018年A股上市公司年度数据,运用经济政策不确定指数实证检验了经济政策不确定性对公司战略差异的影响,研究发现:经济政策不确定性对公司战略差异具有显著正向影响;当行业竞争越激烈,公司融资约束程度越低时,该正向影响效果更加显著;与民营企业相比,国有企业更有能力和资本改变原有的战略定位,实行偏离行业常规的战略模式。本文研究结论不仅丰富了经济政策不确定性的经济后果研究,而且对于探索转型经济背景下经济政策不确定性带来的“机遇预期”效应更具现实支撑。

关键词:经济政策不确定性;战略差异;行业竞争;融资约束;股权性质

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2021)01-0014-09

一、引言

经济政策是国家调节经济结构、促进供需平衡、加快转型升级的核心抓手,政府会审时度势,通过适度调整各类政策工具及其实施力度,实现宏观经济目标。经济政策制定的复杂性、不可预期性,不仅对宏观经济运行、行业发展趋势产生重要影响,更是微观企业经营决策、投融资行为的风向标^[1]。经济政策不确定性的影响效果一方面体现在货币政策、财政政策、税收政策、贸易政策等各类政策本身。例如当货币政策经常变动时会影响非国有企业的投资效率^[2];财政政策的波动性会通过预期渠道导致总产出、消费、投资、出口和劳动雇佣下滑及产品价格上涨^[3];贸易政策的不确定性会显著降低出口企业的产品创新能力等^[4]。另一方面,当伴随着金融危机、贸易摩擦、政权变动等各种外部冲击时,这种不确定性的影响路径愈加复杂^[5]。

战略管理理论提出,公司在制定战略时首先要关注政府出台的各项经济政策,经济政策的改变势必会影响微观企业的外部经济环境,进而影响到企业的战略决策行为。同行业中,由于公司面临着基本相同的政策支持、市场环境、监管压力,通过彼此学习、相互模仿,大多数公司会遵循相同或相似的

收稿日期:2019-12-25

基金项目:国家社会科学基金后期资助项目“基于风险投资的企业价值增值路径研究”(20FGLB009);教育部人文社会科学青年西部项目“混合所有制改革与国有企业资本结构的动态优化研究”(19XJC630008);教育部人文社会科学青年西部项目“政策不确定性对企业投资升级影响研究”(19XJC630004);中央高校基本科研业务费专项资金资助项目“风险投资对上市公司会计信息披露的影响研究”(2019jbkyzy007)

作者简介:马宁(1986—),女,甘肃兰州人,兰州大学管理学院讲师,博士;

靳光辉(1980—),女,河北邢台人,兰州大学管理学院副教授,博士,本文通讯作者。

战略选择,呈现出一种行业集中趋势^[6]。但公司的战略制定也并非千篇一律,部分公司也会选择不同程度的偏离,通过实施差异化战略获取独特的资源与竞争优势^[7]。那么,当经济政策不确定性加剧时,公司的战略定位是否会发生改变?是会更加趋于保守,继续实施行业常规战略以应对各种不确定性的冲击?还是会打破常规,期望通过知识创新与技术革新寻求转型突破?这一问题值得我们深入探讨。

因此,本文以沪深 A 股上市公司为研究对象,通过探究经济政策不确定条件下公司的战略差异问题,进一步挖掘政府宏观经济调控的微观影响路径,为公司战略选择与实施指明方向。本文试图从以下几个方面做出增量贡献:第一,进一步拓展公司战略差异影响因素的已有研究成果。已有文献重点关注了个体层面^[8]、高管团队层面^[9]、公司治理层面^[10]对公司战略差异产生的影响,忽视了政府制定或调整经济政策引发的不确定性对公司战略选择的影响,从而丰富了公司战略差异影响因素的研究成果。第二,深入挖掘经济政策不确定性产生的微观经济后果。已有关于经济政策不确定性的文献主要关注经济增长^[11]、技术进步^[12]等宏观层面,以及公司投资行为^[13]、现金持有水平^[14]、融资成本^[15]、会计信息质量^[16]等各种微观因素,而本文研究发现经济政策不确定性也会影响公司的战略定位,且这一影响因行业竞争地位、公司融资约束程度以及股权性质不同而存在显著差异。第三,研究内容将为宏观经济政策实施提供经验证据。政府在进行宏观经济调控时,要密切关注政策变化对行业前景的影响,尤其是对行业内公司战略定位调整的潜在影响,从而判断公司是否已经抓住政策“机遇”,通过知识创新与技术革新实现转型突破。

二、理论分析与研究假设

(一)经济政策不确定性与公司战略差异

任何事物都是不断变化发展的,而变化本身就具有不确定性。由于没有先验概率和统计概率的基础,决策者面临的是一个凭借主观概率来预测的未知世界,因而比风险更难估计^[17]。所谓经济政策不确定性,是指当政治、经济、社会环境发生变化时,政府出台的经济政策也将发生改变,但由于无法确切知道政策改变的时间、方向和程度^[11],经济主体所面对的是一个不可预知的政策环境。虽然经济政策是公司制定战略的重要依据,但政策出台的不确定性,使得公司管理者在知悉政策改变时,往往无法充分做出决策,也无法准确预测各种政策变化的复杂、模糊与动荡程度。李苗苗等就提出政府不应该盲目实行过紧或过松的财政政策,否则会影响公司的研发投入和技术创新能力^[12]。杨艳等也提出宽松的货币政策会激励公司实施更大幅度的战略变革与更大程度的战略方向调整^[18]。经济政策的不确定性虽然会激励公司增加研发投入,但过度时反而会抑制公司的创新能力^[19]。因此,经济政策的不确定性对公司经营决策具有重要影响。那么,公司的战略定位也会伴随着经济政策不确定性程度的增加而发生改变吗?事实上,政策不确定性是否影响公司战略定位以及如何影响,取决于管理层对政策不确定性中蕴含的“损失”和“机遇”的权衡与取舍,这种权衡不仅取决于公司本身的战略倾向,更取决于公司管理者的风险承担意愿^[20]。

基于损失规避的角度分析,首先,公司改变战略定位需要相应的现金流作保障,而政策不确定性的提升会增加公司的经营风险,公司可能出现经营现金流短缺^[21]、外部融资困难等一系列现实问题,为了维持正常经营,公司实施差异化战略的可能性会大大降低。其次,从公司治理层面来看,由于经济政策不确定不利于公司内外部治理机制作用的发挥^[22],股东难以有效激励和监督管理层行为,而自利的管理层会寻机偷懒,甚至通过隧道挖掘攫取公司利益,因此公司偏离行业常规战略的可能性也会大大减少。第三,公司的战略实施过程其实是公司的战略投资过程,包括技术、产品、原料等各种战略资源的投资,而战略差异也就是公司的战略投资差异,实物期权理论认为公司选择当前的战略投资就意味着要放弃未来等待更好投资机会的权利,这一权利其实就是公司决定当期战略投资的机会成本。在经济政策不确定性条件下,公司未来现金流不确定性程度大大提升,增加了公司当期战略资源投资的机会成本,所以当机会成本上升时,公司会放弃当前的投资机会,继续采取行业常规的战略模

式。因此,本文提出假设 H1a:

假设 H1a:经济政策不确定性越大,公司的战略差异度越小。

虽然基于损失规避的视角,当经济政策不确定时,公司会遵循行业集中战略,不愿意冒险承担改变战略定位可能带来的经济损失,但考虑到经济政策改变同样蕴藏着诸多发展机会,对于机遇意识强、发展意识足的公司,政策不确定性反而是其抢抓机遇的关键时机。首先,在中国社会主义市场经济体制下,政府对经济行为的引导性较强,当发生金融危机、贸易摩擦、新冠疫情等各种外部冲击时,政府恢复经济、加速发展的意愿和能力被普遍认同,因此在不确定性中抓机遇、谋发展是各类经济主体的一致预期,所以经济政策的改变会激励公司实施更大程度的战略调整或更大幅度的战略变革。其次,公司在制定战略时,是否遵循行业集中战略实际上是各种利益权衡的结果,如果偏离行业集中战略所产生的价值增值预期大于遵循行业集中战略所产生的价值,那么对于行业内所有公司而言,当前的政策机遇都至关重要,遵循行业集中战略将不再是最优选择,因为等到政策不确定性基本消除后再改变战略,此时的机遇可能已经消失。因此,当经济政策不确定性增强时,为了抓住机遇,突破瓶颈,部分公司会加大投资、冲出重围,通过改变公司战略定位加快转型发展。第三,基于行为金融理论,乐观主义与风险偏好将削弱管理者在公司投资、资本预算以及跨国并购中的风险规避行为,增加管理者在不确定环境下改变战略定位的可能性,而企业家的冒险精神更体现在通过不断识别各种不确定性中蕴藏的机会,为企业创造价值。因此,本文提出假设 H1b:

假设 H1b:经济政策不确定性越大,公司的战略差异度越大。

(二)行业竞争、经济政策不确定性与公司战略差异

作为一种外部治理机制,行业竞争对公司的战略选择具有重要影响。一方面,激烈的行业竞争环境将形成外部压力,削弱产品的价格优势,影响市场占有率,降低公司盈利水平,甚至增加公司破产的风险。前景理论提出,当公司面临的是一个预期存在潜在巨大损失风险的状况时,反而会产生一些冒险行为^[23]。因此,行业竞争激烈会激化公司的战略变革^[24],迫使公司寻求突破,实施差异化战略,而差异化战略一旦实施成功,就会形成难以被模仿和超越的优势,使企业掌握新的经营增长点。另一方面,行业竞争程度较高时,公司的信息不对称程度较低,能够有效抑制管理层的机会主义行为,致使公司在面对经济政策不确定带来的风险时,采取有利于公司的战略决策,为公司寻求更有利的战略突破点。因此,我们提出假设 H2a 和 H2b:

假设 H2a:当经济政策不确定性致使公司的战略差异度增加时,行业竞争程度的提升会增强经济政策不确定性对公司战略的影响程度。

假设 H2b:当经济政策不确定性致使公司的战略差异度减少时,行业竞争程度的提升会降低经济政策不确定性对公司战略的影响程度。

(三)融资约束、经济政策不确定性与公司战略差异

融资约束是影响公司战略选择的重要微观因素。我国资本市场起步较晚,虽然已有近三十年的快速发展,但信息不对称、融资成本高等现实问题仍没有得到彻底改善,导致公司在内部融资与外部融资选择时偏好差异明显,进而引发融资约束等一系列问题。首先,当公司采取偏离行业集中战略时,需要增加研发投入、市场投资、战略原料投资等相关内容,更要开发新产品、开拓新市场,融资需求迫切,仅依靠内部资本市场远远不够,需要拓宽外部融资渠道以获取更多的可支配资金支持,但由于外部融资约束的制约,公司的战略定位往往更加保守。其次,在经济政策不确定性影响下,对于经济实力较弱的公司,外部融资更加困难,融资约束对公司战略选择的影响更加突出,当公司期望抓住经济政策不确定性带来的“机遇”时,将实施偏离行业集中的战略,此时只有当公司的融资约束程度较低时,才能够获得足够的外部融资以支持其差异化战略实施。而如果公司的损失规避意愿更加强烈,则会采取行业集中战略,此时,融资约束程度愈高,公司实行业集中战略的意愿也愈强。所以,本文提出假设 H3a 和 H3b:

假设 H3a:当经济政策不确定性致使公司的战略差异度增加时,融资约束越低,经济政策不确定

性对公司战略的影响程度越强。

假设 H3b:当经济政策不确定性致使公司的战略差异度减少时,融资约束越高,经济政策不确定性对公司战略的影响程度越强。

(四)股权性质、经济政策不确定性与公司战略差异

由于国有企业和民营企业在行业选择、政策支持以及治理机制等方面都存在较大差异,所以在经济政策不确定性条件下会呈现不同的应对策略与经营行为。在经济政策不确定性情况下,由于内部治理机制的差异,国企高管可能更倾向于规避风险、减少损失。一方面,国企高管大多数属于行政任命或委派,除了具有公司经理人身额外,还具有官员的双重身份。因此,为了保障多方利益,管理层往往更注重战略稳定,公司能够平稳发展,不愿意在政策不确定性较强时承担风险而采取偏离行业常规的战略。但另一方面,由于国有企业在政策和产权保护上都拥有绝对优势,政府出台的各项经济政策大多会以保护国有企业生存与发展为目标,因此国有企业将更有能力和资本改变原有的战略定位,可能在经济政策不确定性的环境下出现“机遇预期”效应。而民营企业在面对政策不确定性时,一旦改变公司的战略定位,很有可能丧失原有的竞争优势,其管理者的战略行为可能更趋于保守和谨慎。因此,本文将从两个层面分别验证,并提出假设 H4a 和 H4b:

假设 H4a:在经济政策不确定条件下,相对于国有企业,民营企业的战略差异更大。

假设 H4b:在经济政策不确定条件下,相对于民营企业,国有企业的战略差异更大。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以 2005~2018 年沪深 A 股上市公司作为研究样本,并剔除了金融类上市公司、ST/PT 类上市公司以及数据缺失的样本,最终获得 2219 个样本公司,共计 19833 个样本观测值,本文对所有连续变量进行了上下 1%的缩尾处理。本文研究所使用的数据均来自 CSMAR 数据库,不确定性指数选自斯坦福大学和芝加哥大学联合发布的中国经济不确定性指数。数据处理所用统计软件是 STATA15.0。

(二)变量定义

1.战略差异,即公司在资源配置方面的差异。参照 Tang 等的做法^[25],从六个维度衡量,如表 1 所示,首先计算出每个维度并进行标准化处理,然后将标准化后的数据取绝对值后求平均值,记为 DS_6。DS_6 值越大,表示战略差异越大。此外,在稳健性检验中还剔除广告宣传投入和研发投入两个维度指标,采用四维度的战略差异指标(DS_4)再次检验。

2.经济政策不确定性。本文使用中国经济政策不确定指数测量,该指数目前是国内外研究经济政策不确定性问题时普遍采用的数据,本文在构建指标时,选取滞后一年的各月份指数的均值并取自然对数进行衡量。

3.行业竞争。本文采用分行业、分年度计算的赫芬达尔指数 HHI 来度量行业竞争程度(H)^[26]。首先,根据 2012 年中国证监会行业分类标准,在样本期内分年度计算各行业每个上市公司的营业收入与行业总营业收入比值的平方和,此平方和即为各行业当年的 HHI。HHI 值越小,表示此行业竞争程度越高。然后,分年度将各行业的 HHI 值与当年全部行业的 HHI 均值进行比较,如果一个行业当年的 HHI 值大于或者等于全行业的 HHI 均值,将其定义为低竞争行业(H 赋值为 0),小于均值的为高竞争行业(H 赋值为 1)。

4.融资约束。本文采用 Hadlock 和 Pierce 构建的 SA 指数度量融资约束^[27]。SA 指数越大,表示上市公司的融资约束程度越低。本文以按年度计算的 SA 指数为依据对样本进行分组,将 SA 指数高于均值的公司划为低融资约束组,定义变量 FC 取值为 1,否则为高融资约束组,定义变量 FC 取值为 0。另外,本文还采用 KZ 指数进行稳健性检验。

此外,本文还分别从公司特征、公司治理、宏观经济环境三个方面设定了控制变量。其中,公司特

征因素主要包括资产收益率、公司规模、成长性、资产负债率；公司治理因素包括高管薪酬、股权制衡度、董事会结构、机构投资者持股、两职合一、第一大股东持股比例等；宏观经济因素包括 GDP、财政支出、货币供应量、居民消费价格指数、工业品出厂价格指数。具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	战略差异	DS_6	基于市场开发支出(广告支出/营业收入)、创新程度(研发支出/营业收入)、资本密集度(固定资产净值/公司员工人数)、固定资产更新程度(固定资产净值/固定资产原值)、管理费用支出(管理费用/营业收入)、财务杠杆率(短期借款、长期借款及应付债券的总和/权益账面价值)六个维度衡量公司战略与同行业的偏离程度,数值越大,表明战略差异度越大
解释变量	经济政策不确定性	PU	中国经济政策不确定指数,数值越大,表明不确定程度越高
调节变量	行业竞争	H	采用分行业、分年度计算的赫芬达尔指数 HHI 来度量行业竞争程度,当一个行业当年的 HHI 值大于或者等于全行业的 HHI 均值时,定义为低竞争行业,H 为 0,小于均值时为高竞争行业,H 为 1
	融资约束	FC	以按年度计算的 SA 指数为依据对样本进行分组,将 SA 指数高于均值的公司划为低融资约束组,定义变量 FC 取值为 1,否则为高融资约束组,定义变量 FC 取值为 0
控制变量	股权性质	Ownership	国有企业为 1,非国有企业为 0
	资产收益率	ROA	净利润/平均总资产
	公司规模	Size	公司总资产的自然对数
	成长性	Growth	营业收入增长率
	资产负债率	Lev	负债总额/资产总额
	高管薪酬	Salary	董监高年薪总额的自然对数
	股权制衡度	Eb	第二至第十大股东持股之和/第一大股东持股数
	董事会结构	Boards	董事会中独立董事所占比例
	机构投资者持股	INS_ratio	机构投资者持股比例
	两职兼任	Dual	公司董事长与总经理兼任为 1,否则为 0
	第一大股东持股比例	F_ratio	第一大股东持股占比
	国内生产总值	LnGDP	年度国内生产总值的自然对数
	财政支出	LnFExp	年度财政支出总额的自然对数
货币供应量	LnM2	年度广义货币供应量 M2 的自然对数	
居民消费价格指数	CPI	除以 100 后的定基年度居民消费价格指数	
工业品出厂价格指数	PPI	除以 100 后的定基年度工业品出厂价格指数	

(三)研究模型

本文主要分析经济政策不确定性与公司战略差异的关系,基于此,本文设定模型如下:

$$DS_{6it} = \alpha + \beta PU_{it} + \gamma \sum Control_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

模型(1)检验假设 H1a 和假设 H1b,固定效应模型无法检验不随时间变化的公司特征产生的影响,因此本文将采用分组样本回归来考察行业竞争、融资约束和股权性质的调节作用。

四、实证结果分析

(一)描述性统计分析

表 2 是相关变量的描述性统计结果,从整体样本来看,战略差异的均值是 0.58,标准差是 0.30,最大值和最小值分别为 1.79 和 0.17,表明上市公司战略差异较大,分布合理,有助于我们观察政策不确定性对战略差异的影响效果。经济政策不确定指数的均值为 5.10,标准差为 0.54,表明指数波动较小。将样本按照行业竞争程度分组后显示,行业竞争度低的上市公司战略差异均值为 0.55,低于行业竞争度高的上市公司战略差异均值 0.66,且样本均值 T 检验结果为 24.46,表明行业竞争程度不同的上市公司,战略差异均值存在显著差异。此外,将样本按融资约束程度和股权性质划分后,均值也都存在显著差异。其他控制变量如资产收益率、公司规模、成长性、资产负债率、高管薪酬、独立董事占

比和两职兼任的标准差较小,表明上市公司的上述公司特征存在较小差异。

表 2

变量描述性统计结果

全样本(N=19833)								
	均值	标准差	最小值	最大值	25%分位数	中位数	75%分位数	偏度
DS_6	0.58	0.30	0.17	1.79	0.38	0.51	0.70	1.62
PU	5.10	0.54	4.17	5.90	4.74	5.14	5.50	0.15
行业竞争度低(N=14149)				行业竞争度高(N=5684)				
	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值
DS_6	0.55	0.29	0.17	1.79	0.66	0.32	0.17	1.79
PU	5.09	0.54	4.17	5.90	5.11	0.55	4.17	5.90
融资约束低(N=6948)				融资约束高(N=12885)				
	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值
DS_6	0.61	0.31	0.17	1.79	0.57	0.30	0.17	1.79
PU	5.10	0.55	4.17	5.90	5.10	0.54	4.17	5.90
国有样本(N=9567)				非国有样本(N=10266)				
	均值	标准差	最小值	最大值	均值	标准差	最小值	最大值
DS_6	0.61	0.03	0.17	1.79	0.55	0.30	0.17	1.79
PU	4.99	0.54	4.17	5.90	5.20	0.52	4.17	5.90

注:由于篇幅所限,本文只列出了核心变量的描述性统计结果。

为了初步考察经济政策不确定性与公司战略差异之间的相关性,本文进行了 Pearson 相关系数分析。结果表明两者的相关系数为 0.05 且显著,行业竞争度、融资约束、股权性质均与公司战略差异和经济政策不确定性存在显著的相关关系,但仍需通过实证回归进一步验证各变量之间的相互影响程度。

(二)多元回归检验结果分析

1.经济政策不确定性与公司战略差异。本文对样本数据进行 Hausman 检验后,采用固定效应模型进行回归。主回归模型的结果(表 3)显示,经济政策不确定性对公司战略差异的回归系数在 1%的水平上显著为正,说明当经济政策不确定性越高时,公司更倾向于改变原有的战略定位,采取偏离行业的战略模式。这一结果支持了经济政策不确定性的“机遇预期”假设,同时也说明在中国社会主义市场经济体制下,虽然政策不确定性会导致公司经营风险上升、外部融资困难,但对于发展动力强、机遇意识足的公司,仍会加快技术创新,寻求战略机遇,期望获取长期的价值增值与收益。其他控制变量的结果显示,当公司规模、盈利水平、成长性和高管薪酬水平越高时,公司的战略差异越小,而当公司资产负债率水平和机构投资者持股比例越高时,公司的战略差异越大,该研究结论与潘镇等的研究基本一致^[28]。

表 3

经济政策不确定性、行业竞争与公司战略差异

	全样本		行业竞争度高样本		行业竞争度低样本	
	DS_6	DS_4	DS_6	DS_4	DS_6	DS_4
PU	0.014 *** (0.01)	0.021 *** (0.01)	0.023 *** (0.01)	0.035 *** (0.01)	-0.016 (0.01)	-0.024 (0.02)
Constant	1.273 ** (0.57)	1.907 ** (0.86)	0.627 (0.64)	0.960 (0.97)	2.546 ** (1.15)	3.795 ** (1.73)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	19833	19833	14149	14149	5684	5684
Adj-R ²	0.057	0.056	0.078	0.077	0.046	0.046

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,括号内为稳健标准误,下表同。

2.经济政策不确定性、行业竞争与公司战略差异。将样本公司按照行业竞争程度划分为两个子样本后回归(表3),回归结果显示,在行业竞争度高的样本中PU的回归系数在1%的水平上显著为正,而在行业竞争度低的样本中PU的回归系数为负且不显著。这表明与行业竞争度低的上市公司相比,行业竞争越激烈的公司在经济政策不确定的情况下改变战略的可能性更大,假设H2a成立。因此本文认为,在经济政策不确定的条件下,行业竞争激烈会激化公司的战略变革,迫使公司寻求突破,寻找新的经济增长点,而在竞争程度低的行业,市场竞争并不激烈,因而无法激励公司的创新与变革。

3.经济政策不确定性、融资约束与公司战略差异。将样本公司按照融资约束程度划分后(表4),回归结果显示,PU的回归系数在融资约束程度低的样本中显著为正,在融资约束高的样本中为正但不显著。这表明融资约束问题确实影响公司的战略定位,在经济政策不确定条件下,只有当公司融资约束程度较低时,公司才更愿意实施差异化战略,假设H3a成立。因此本文认为,当面对经济政策变动等各种不确定因素时,融资约束较高的公司将面临更高的外部融资成本,不利于公司在实施差异化战略过程中创新投入的增加;同时也说明当企业面临绩效不确定、经营风险增加等情况时,缓解融资约束是企业加强战略管理的关键。

表4 经济政策不确定性、融资约束与公司战略差异

	融资约束低样本		融资约束高样本		国有样本		非国有样本	
	DS_6	DS_4	DS_6	DS_4	DS_6	DS_4	DS_6	DS_4
PU	0.031*** (0.01)	0.046*** (0.01)	0.010 (0.01)	0.015 (0.01)	0.022*** (0.01)	0.029*** (0.00)	0.007 (0.01)	0.006 (0.02)
Constant	1.924** (0.97)	2.861* (1.47)	0.781 (0.68)	1.198 (1.04)	0.417 (0.77)	21.096*** (5.57)	2.199** (0.88)	28.176*** (3.99)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	6948	6948	12885	12885	9567	9567	10266	10266
Adj-R ²	0.085	0.084	0.075	0.075	0.060	0.082	0.075	0.103

4.经济政策不确定性、股权性质与公司战略差异。将样本公司按照股权性质划分后(表4),回归结果显示,在国有企业样本中,经济政策不确定性(PU)与战略差异(DS_6)的回归系数在1%的水平上显著为正,在非国有企业样本中为正但不显著。该研究结果表明,由于在政策和产权保护上国有企业拥有优势地位,政府出台的各项经济政策大多以保护国有企业生存与发展为目的,国有企业将更有能力和资本改变原有的战略定位,所以在经济政策不确定的环境下“机遇预期”效应更强。而民营企业在面对政策不确定性时,一旦改变公司的战略定位,很有可能丧失原有的竞争优势,所以当经济政策不确定性增强时,民营企业管理者的战略行为会趋于保守与谨慎。

(三)稳健性检验

为了保证回归结果的可靠性,本文还进行了如下稳健性检验:

1.变量替换。(1)对战略差异的衡量。首先,借鉴叶康涛等的做法^[29],剔除广告宣传投入和研发投入两个维度,采用四维度的战略指标(DS_4)来替代,结果与DS_6基本一致(上文已经列示);其次,本文缩小了样本期间(2007~2017年),并对上市公司销售费用中的广告费、业务推广费、宣传费等费用进行了统计,确认为公司当期的广告宣传投入,并用研发投入占营业收入的比例衡量企业的创新程度,重新计算了战略差异指标,实证结果依然稳健。(2)对经济政策不确定指标的衡量。上文分析中采用滞后一年各月份指数的均值并取对数进行衡量,本文在稳健性检验中,再次根据滞后一期的经济政策不确定指数是否大于其中位数,构造了经济政策不确定性虚拟变量,重新对上述模型进行回归分析,结果显示上文结论依然成立。另外,借鉴刘志远等的方法^[20],采用政治不确定性作为经济政策不确定性的一个替代变量,由于在中国的政治制度下,中央政府换届时国家的经济政策可能会发生改

变,因此可以作为度量经济政策不确定性的稳健性检验指标之一。替代变量以党代会和两会举行的时间(Period)来衡量,如果是换届年份,则Period为1,否则为0。同时也考虑到外部经济不稳定性是经济政策不确定性的一个重要原因,以2008~2009年的全球金融危机爆发为观测点,构建金融危机变量(Crisis),即金融危机爆发年份设定虚拟变量为1,其他年份为0。结果如表5所示,在全样本中Period和Crisis的回归系数分别为0.024和0.100,均在1%的水平上显著,表明当中央政府换届和发生金融危机时,公司的战略定位会发生显著变化,同时在行业竞争度高、融资约束低和国有企业样本中该影响更加显著。

(3)对行业竞争程度和融资约束的衡量。其中,行业竞争程度参照杨兴全等的做法^[30],以勒纳系数Pcm((营业总收入-营业成本-管理费用-销售费用)/营业总收入)作为度量行业竞争程度的指标,我们采用行业内各个企业勒纳指数的中值作为行业竞争程度的一个替代变量。本文还采用KZ指数度量融资约束,实证结果依然显著。

2.遗漏变量问题。由于本文主要考察经济政策不确定性的经济后果,所以除了控制公司特征层面的变量外,还控制了GDP、财政支出等宏观经济政策变量。近期研究表明,管理者的风险偏好等心理因素同样会影响公司的战略决策行为,因此本文又加入了管理者风险偏好变量^[31],结果显示本文研究结论依然成立,这说明公司战略实施并未因为管理者风险偏好而发生显著改变。

五、研究结论

本文从公司战略差异的视角分析经济政策不确定性如何影响公司的战略决策,并进行了相关实证检验。研究结果发现,经济政策不确定性会加速改变公司的战略定位,提升公司的战略差异程度。进一步研究还发现,当公司所处行业竞争程度越高、融资约束水平越低,且是国有企业时该影响更加显著。上述结果表明,在中国社会主义市场经济体制下,经济政策不确定性在上市公司中发挥了“机遇预期”效应,公司更期望在这种不确定的大环境下抢抓机遇,寻求突破,而并非因为担心承担风险而错失机会。

本文既丰富了经济政策不确定性的经济后果研究,也拓展了公司战略差异的影响因素研究。虽然政府制定或调整经济政策引发的不确定性会对公司带来经营风险,但研究结论表明不确定性的“机遇预期”效应确实存在。基于本文研究结论,我们提出以下建议:第一,政府在进行宏观经济调控时,要密切关注政策调整对公司生产经营的潜在影响,切忌频繁地改变经济政策,要保障经济政策的长期性和平稳性,同时也要注重市场机制对经济的调控作用。第二,公司在经济政策不确定的环境下不能畏首畏尾,要敢于创新,敢于改变战略定位,从而在经济政策改变时抓住先机,在激烈的竞争中把握机会。第三,对于行业竞争度低的公司,更应积极推行创新战略模式,提升企业的竞争地位,从而在激烈的产品市场竞争中立于不败之地。第四,在经济政策不确定的环境下,公司应该增加现金持有水平,制定最佳的现金持有策略,高效利用资金,以缓解融资约束对公司实施差异化战略的制约。

参考文献:

- [1] Bloom, N. The Impact of Uncertainty Shocks[J]. *Econometrica*, 2009, 77(3): 623—685.
- [2] 喻坤, 李治国, 张晓蓉, 徐剑刚. 企业投资效率之谜: 融资约束假说与货币政策冲击[J]. *经济研究*, 2014, (5): 106—120.
- [3] 王立勇, 纪尧. 财政政策波动性与财政规则: 基于开放条件 DSGE 模型的分析[J]. *经济研究*, 2019, (6): 121—135.
- [4] 佟家栋, 李胜旗. 贸易政策不确定性对出口企业产品创新的影响研究[J]. *国际贸易问题*, 2015, (6): 25—32.

表 5 稳健性检验结果

	DS_6	
Period	0.024 *** (0.00)	
Crisis		0.100 *** (0.01)
Constant	1.457 *** (0.56)	15.940 *** (1.94)
Controls	控制	控制
Industry/Year	控制	控制
N	19833	19833
Adj-R ²	0.058	0.082

- [5] 陈德球,金雅玲,董志勇.政策不确定性、政治关联与企业创新效率[J].南开管理评论,2016,(4):27—35.
- [6] Hitt, M. A., Pisano, V. The Cross-Border Merger and Acquisition Strategy: A Research Perspective[J]. Management Research, 2003, 1(2): 133—144.
- [7] 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, 26(6): 1179—1198.
- [8] 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, 26(4): 297—319.
- [9] Geletkanycz, M. A., Hambrick, D. C. The External Ties of Top Executives: Implications for Strategic Choice and Performance[J]. Administrative Science Quarterly, 1997, 42(4): 654—681.
- [10] 殷治平,张兆国.管理者任期、内部控制与战略差异[J].中国软科学,2016,(12):132—143.
- [11] Gulen, H., Ion, M. Policy Uncertainty and Corporate Investment[J]. Review of Financial Studies, 2016, 29(3): 523—564.
- [12] 李苗苗,肖洪钧,傅吉新.财政政策、企业 R&D 投入与技术创新能力——基于战略性新兴产业上市公司的实证研究[J].管理评论,2014,(8):135—144.
- [13] 靳庆鲁,孔祥,侯青川.货币政策、民营企业投资效率与公司期权价值[J].经济研究,2012,(5):96—106.
- [14] 李凤羽,史永东.经济政策不确定性与企业现金持有策略——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J].管理科学学报,2016,(6):157—170.
- [15] 宋全云,李晓,钱龙.经济政策不确定性与企业贷款成本[J].金融研究,2019,(7):57—75.
- [16] 饶品贵,姜国华.货币政策波动、银行信贷与会计稳健性[J].金融研究,2011,(3):51—71.
- [17] Sanderson, J. Risk, Uncertainty and Governance in Mega Projects: A Critical Discussion of Alternative Explanations[J]. International Journal of Project Management, 2012, 30(4): 432—443.
- [18] 杨艳,付蕊,陈收.货币政策环境影响下的企业战略变革:幅度与方向[J].系统工程,2016,(9):59—65.
- [19] 宋玉禄,陈欣.激励还是抑制:政策环境与研发投入——基于股权结构视角[J].科技管理研究,2018,(24): 134—143.
- [20] 刘志远,王存峰,彭涛,郭瑾.政策不确定性与企业风险承担:机遇预期效应还是损失规避效应[J].南开管理评论,2017,(6):15—27.
- [21] 陈艳艳,程六兵.经济政策不确定性、高管背景与现金持有[J].上海财经大学学报,2018,(6):94—108.
- [22] 马东山,韩亮亮.经济政策不确定性与审计费用——基于代理成本的中介效应检验[J].当代财经,2018,(11):111—122.
- [23] Porter, M. E. The Contributions of Industrial Organization to Strategic Management[J]. Academy of Management Review, 1981, 6(4): 609—620.
- [24] 贺小刚,邓浩,吴诗雨,梁鹏.赶超压力与公司的败德行为——来自中国上市公司的数据分析[J].管理世界, 2015,(9):104—124.
- [25] Tang, J., 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, 48(7): 1479—1503.
- [26] 陈艳利,姜艳峰.非国有股东治理与股利平稳性——基于竞争性国有控股上市公司的经验证据[J].中南财经政法大学学报,2020,(2):37—47.
- [27] Hadlock, C. J., Pierce, J. R. New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving beyond the KZ Index [J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(5): 1909—1940.
- [28] 潘镇,何侍沅,李健.女性高管、薪酬差距与企业战略差异[J].经济管理,2019,(2):122—138.
- [29] 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.
- [30] 杨兴全,尹兴强.行业集中度、企业竞争地位与现金持有竞争效应[J].经济科学,2015,(6):78—91.
- [31] Sundaram, R. K., Yermack, D. L. Pay Me Later: Inside Debt and Its Role in Managerial Compensation[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(4): 1551—1588.

(责任编辑:胡浩志)