

CEO 过度自信影响企业创业导向吗?

——基于中国创业板上市公司的实证研究

刘良灿, 宁鑫

(贵州财经大学工商学院, 贵州 贵阳 550025)

摘要: 面临经济与制度“双重转型”以及日益动荡的经营环境, 如何驱动公司创业是战略学者讨论的热点议题。本文基于高阶理论与现代管家理论, 以 2010—2014 年中国创业板上市公司数据为样本, 研究探讨 CEO 过度自信对企业创业导向的影响, 并在此基础上检验环境情景的调节作用。实证研究结果表明, CEO 过度自信对创业导向有显著的正向影响, 环境动态性正向调节 CEO 过度自信与创业导向之间的关系。在多种稳健性检验之后, CEO 过度自信与创业导向的显著正向关系仍然稳健。进一步研究发现, 相比两职分离的企业, CEO 过度自信对创业导向的促进作用在两职合一企业中更为明显; 相比非高新技术企业, CEO 过度自信与创业导向的正相关关系在高新技术企业中更为显著。研究结论深化并扩展了行为金融学理论中过度自信在创业导向领域的研究范畴, 为创业管理实践提供了新的理论视角和经验证据, 补充和丰富了 CEO 个人特征和公司决策的相关研究。

关键词: CEO 过度自信; 创业导向; 环境动态性; 两职合一; 创业型企业

中图分类号: F272.91

文献标识码: A

文章编号: 2095-929X(2018)06-0041-14

一、引言

随着环境动态性的日益增强, 以及在自主创新为主的经济转型的气氛宣导下, 越来越多的经理人热衷倡导培育公司创业精神、推行创业导向型战略, 从而驱动企业创新发展。以创新、先动和风险为主要特征的创业导向日益成为战略与创业研究的热点议题, 正是对业界这一趋势的反应。在日趋动荡的竞争环境下, 企业只有通过选择创业战略导向, 保持对动态环境的适应能力, 克服路径依赖, 才能构建可持续的竞争优势。

既然创业导向能够促进企业的创新与成长, 那么是什么因素影响企业做出创业导向决策? 在迅速变化的市场环境中不断涌现出新的创业机会, 为何一些企业表现出强烈的创业导向, 而一些企业却安于现状? 针对这些问题, 学者们分别从外部环境、政府支持、组织文化、股权结构、企业规模和年龄、公司治理等方面展开了大量研究。高阶理论强调, 作为决策主体的 CEO 等高管的决策行为并非完全理性, 其个性特征可能会影响到企业战略决策。基于此, 近期文献关注到高管团队异质性对创业导向的影响, 但主要集中于对高管团队的背景特征方面的讨论, 而针对 CEO 个性特征方面的研究相对较少, 尤其是 CEO 过度自信对创业战略决策的影响。行为金融学研究表明高管具有过度自信的心理特征, 中国企业经理人更容易产生过度自信的心理, 然而

修回日期: 2018-09-29

基金项目: 国家社会科学基金项目“产学研互惠性协同创新机制研究”(17BJL075); 教育部人文社会科学研究规划基金项目“基于复杂系统视角的我国企业隐性知识转移微观机制研究”(12YJA630188)。

作者简介: 刘良灿, 男, 贵州习水人, 博士, 贵州财经大学工商学院教授, 研究方向: 战略管理与技术创新。

鲜有文献关注 CEO 过度自信与创业导向的关系。仅有的研究也只是以发达国家成熟市场环境为背景, 基于美国公司的数据, 缺乏转型经济或新兴市场经济情景下 CEO 过度自信与创业导向之间关系研究的直接经验证据。与成熟市场国家不同, 作为全球最大的发展中国家, 中国具有新兴加转轨的双重特征, 国内企业面临的外部创业环境与内部治理结构与成熟市场国家有较大不同, 研究者有必要立足中国创业情景考察 CEO 过度自信对创业导向的影响。

过度自信作为 CEO 的一种内在心理特征, 能否最终体现到创业决策中, 还受到外部环境因素的影响。为了深入揭示中国情景下 CEO 过度自信对创业导向的影响, 本研究将考察环境特征在其中发挥的具体作用。当前企业面临的创业环境呈现高动态性特征, 如市场需求和技术发展变化迅速且不连续。因此, 本文引入环境动态性这一环境特征作为调节变量, 深入探究其在 CEO 过度自信与创业导向之间的调节作用。董事会领导结构(两职合一或分离)作为公司治理的重要制度安排, 关系到董事会、CEO 之间权力配置, 可能会影响过度自信特征能否反映到公司创业决策中, 加上考虑到中国情景下 CEO 并非纯粹的职业经理人, 很多情况下董事长与 CEO 由同一人担任。基于此, 本文进一步研究 CEO 两职设置是否会对过度自信与公司创业导向水平之间的关系产生影响。

本文可能存在的贡献在于: 第一, 已有研究主要着眼于 CEO 过度自信对企业决策及绩效的负面影响, 本文为了更加全面深入地反映 CEO 过度自信的经济后果, 从公司创业视角, 研究 CEO 过度自信对创业导向产生的影响; 同时, 本文立足中国创业情景, 选取我国创业型企业作为样本, 实证考察 CEO 过度自信对公司创业导向的影响, 为 CEO 过度自信与公司创业导向的关系提供了来自中国的经验证据。第二, 环境动态性已成为影响转型期中国企业创业与创新的关键因素, 本文将环境不确定性引入到研究框架中, 探究其在过度自信与创业导向之间的调节作用, 揭示中国情景在创业活动中发挥的具体作用。第三, 现有研究发现, CEO 两职合一会影响公司创业导向, 但忽略了 CEO 过度自信这一心理特征, 没能考虑三者之间的关系, 本文进一步探讨中国情景下董事会领导结构对 CEO 过度自信与公司创业导向关系的影响, 丰富了现代管家理论的研究。

二、相关研究评述

心理学研究发现, 人们在将自己的技能同所在群体的其他个体比较时, 习惯性地认为自己的才能高于整体的平均水平。相对于一般大众, 管理者过度自信程度尤其严重。Roll^[1]首次提出了“自负假说”, 认为管理者过度自信是促使企业并购行为发生的主要因素之一, 并且管理者在并购行为中普遍存在过度自信心理。Malmendier 和 Tate^[2]认为在进行决策时, 过度自信的 CEO 会因为过高地估计自身的能力和知识而产生偏差, 从而导致管理者高估决策成功的可能性并且低估与决策相关的风险。

与传统的完全理性假设不同, 在经济活动中, 企业高层管理者往往会表现出一定程度的有限理性特征, 其中过度自信就是较为普遍一种。高阶理论认为, 企业是高管特征的反映, 其个性特征必然对企业战略和行为带来深刻影响。基于此, 学者们关注 CEO 过度自信对公司决策的影响, 主要侧重于对财务决策的研究。Malmendier 和 Tate^[2]、Brown 和 Sarma^[3]研究了 CEO 过度自信对并购的影响, 他们认为过度自信的 CEO 会作出一些造成价值损失的并购决策, 特别是多元化并购。Lin 等^[4]、郝颖^[5]和姜付秀^[6]研究发现过度自信的管理者更容易做出过度投资决策, 并会加大企业陷入财务困境的可能性。此外, Hackbarth^[7]、徐朝辉和周宗放^[8]等认为过度自信的管理者可能导致更大的债务融资, 加大信用风险。

传统的研究更多是基于“消极—消极”研究范式, 关注于过度自信心理特征对企业的负面影响。然而, CEO 过度自信并非总是给企业带来消极影响, 比如 Phua^[9]发现过度自信的 CEO 能赢得外界对企业前景的信心, 继而从利益相关者那里带来更多特定关系的投资和更持久的合作, 因此他提出过度自信的 CEO 可能是更好的领导者。近期的研究开始关注过度自信的积极影响, 包括创新与创业决策方面。其中, 对 CEO 过度自信

与创新决策关系的探讨,国内外学者展开了大量研究。Galasso 和 Simcoe^[10]最早研究了 CEO 过度自信与企业创新关系,发现过度自信的 CEO 出于职业生涯考虑通过创新来证明自己的企业家才能。Hirshleifer 等^[11]的实证研究表明过度自信的 CEO 会促进研发投入,给企业带来更多的创新产出,但仅存在高科技行业中。Tang 和 Yang^[12]进一步考虑到外部环境因素,发现环境宽裕性和复杂性会负向调节 CEO 过度自信与企业创新的关系。易靖韬等^[13]基于企业异质性情景,认为在规模大的企业中高管过度自信更能促进企业创新,而在财务扩张的企业中高管过度自信会减少创新产出。孔东民等^[14]从公司治理视角出发,提出股权集中度和股价同步性对 CEO 过度自信和企业创新产生负向的调节作用。

但是现有研究中关于 CEO 过度自信对创业决策影响方面的文献并不多见。Simesk 等^[15]在研究 CEO 核心自我评价时,认为核心自我评价高的 CEO 会对自己的能力表现出过度自信,更容易做出创业战略选择。Andreas 等^[16]考察了过度自信的 CEO 与企业创业导向的关系,他们认为过度自信的 CEO 面临挑战能够快速作出决策并激励员工的创业行为,进而促进企业的创业导向。

纵观目前的研究文献,CEO 过度自信与企业创业创新关系的研究已成为一个新兴课题,但已有研究过度关注对创新结果的探讨,忽略了对创业活动的影响。虽有国外学者对此进行了相关研究,但多集中于发达国家成熟市场环境下,缺乏转型经济或新兴市场经济背景下的直接经验证据;另一方面,研究忽略了企业内外部情景因素的权变性影响。在此背景下,本文基于高阶梯队理论和现代管家理论,从高管个人特质的视角,探讨中国转型经济背景下 CEO 过度自信对创业导向的影响机理,并进一步考察公司内外部环境要素的影响。

三、理论分析与研究假设

(一) CEO 过度自信与创业导向

学者们普遍认同创业导向 (Entrepreneurial Orientation) 的概念来源于 Miller^[17]在研究创业型企业时的表述,即把具有创业导向的企业描述为致力于产品—市场创新和风险事业创建并通过超前行动来击败竞争对手的企业。创业导向具有创新性、先动性和风险承担性的特征^[17-18]。其中创新性是创业导向的核心,是指通过 R&D 过程或者引进新产品/服务等方式参与创造性活动;先动性强调积极参与竞争、主动寻求机会,成为行业的领导者而非追随者;风险承担性是利用潜在市场机会和进行新产品开发活动时愿意承担相应风险的程度。

国内外学者对创业导向的影响因素的研究主要是从外部环境和企业内部特征两个方面考察的:一方面,从外部环境角度考虑,主要涉及的是环境复杂性、环境宽裕性以及制度环境对创业导向的影响^[19-21]。另一方面,从企业内部角度考虑,一是从企业的股权结构、企业规模和年龄、企业的生命周期以及组织文化等角度研究企业的创业导向^[22-25];二是从高层管理者特征的角度考察企业创业导向,但大多涉及的是对高管团队的背景特征、异质性以及薪酬激励等方面^[26-30],鲜有文献关注 CEO 性格特征对创业导向的影响,尤其是 CEO 过度自信对创业战略决策的影响。

根据高阶梯队理论,由于战略决策的复杂性和 CEO 的有限理性,CEO 的个性特征决定着企业的战略决策和组织后果^[31]。CEO 过度自信特征能够促进企业实施创业战略导向。首先,过度自信的 CEO 普遍存在控制幻觉,期望通过技术创新来彰显自己的远见和对市场的控制能力^[10],因而相对于既定的增长机会,更倾向于新技术的采用、新产品和新市场的开发,从而促进创业导向战略的实施。其次,过度自信的 CEO 具有敢于冒险的心理特征,往往低估创业活动中的风险^[11],能够容忍创业环境中的不确定性,从而采取大胆的投资行动,促进企业风险事业的创建。最后,相比非过度自信的 CEO,过度自信的 CEO 更乐于接受挑战性的工作,因而倾向于探索市场环境,而不是模仿其他竞争对手^[32],从而加大对创业活动的投入,以期通过超前行动使企业在竞争具有主动性。

现代管家理论认为,经理人有对自身尊严、信仰以及内在工作满足的追求,会促使他们努力经营公司,做好“管家”,为企业的长远发展而考虑^[33]。Tian等^[34]基于外部董事的研究表明,中国的上市公司更符合现代管家理论。根据现代管家理论,首先,过度自信的CEO由于对自身的评价更高并且更有雄心抱负^[35],能够克服“短视”心理,有利于降低代理成本。其次,过度自信的CEO不仅关心物质财富的增加,更追求个人荣誉和地位的提升。由于企业的生存和发展与CEO声誉高度相关,所以,过度自信的CEO更注重企业的长期发展,更倾向于将组织资源投放于有益于企业长期成长的领域。最后,过度自信的CEO更有利于提升创业活动的效率。由于创业活动要求新的技术和管理知识,充满未知和挑战,而过度自信的CEO在新事物学习和工作方面更加努力,增加了搜寻和捕捉创业机会的可能性,更能有效激励组织成员的创业行为,使企业呈现较强的创业导向。基于上述分析,提出假设1:CEO过度自信与企业创业导向之间成正相关关系。

(二) 环境动态性的调节效应

资源依赖理论认为,组织是一个开放的系统,对外部环境的权变始终存在依赖,尤其是当高层管理者实施某种战略行为,必然会受到外部环境因素的影响^[36]。环境的动态变化会给CEO的认知及其战略决策带来不同程度的影响。相对于低环境动态性,环境动态性越高,CEO过度自信对创业战略导向的促进作用越大。这是因为:一方面,当企业处于高动态环境时,企业面临着各种非结构性问题,决策时间短而且决策所需信息难以获取、充满不确定性^[37],过度自信的CEO在做决策时更倾向于依靠自己的直觉与经验,决策权集中度偏高,可以进行更多的风险承担与创新行为^[38],更容易做出创业决策。相反,当环境稳定时,管理者更多地依赖既定的战略模式,决策更具有综合性,降低了过度自信的影响作用。另一方面,高动态环境对企业意味着要面临更大的风险和挑战,过度自信的CEO表现得更为乐观^[2],会主动发现更多市场机会和开展创新项目^[39],更容易形成创业导向。由于动态环境充满未知和挑战,过度自信的CEO对成就有较高需求,喜欢挑战自己,更热衷于艰巨任务,对企业创业导向的影响更加显著。Gerstner等^[40]研究发现,当面对技术挑战时,较自恋的CEO更愿意采取激进的决策来提高企业技术创新水平。相反,当环境稳定时,CEO对创业活动的动机可能没有那么强烈。Simsek等^[15]对129家企业的CEO个性进行实证研究,发现在外部环境动荡不定时,核心自我评价高的CEO对企业未来的发展前景较为自信,对企业创业导向的影响更加显著。基于上述分析,提出假设2:CEO过度自信与创业导向的关系受到环境动态性的正向调节,当环境动态性程度越高,CEO过度自信对创业导向的促进作用越显著。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据获取

参照以往研究,本文选择创业板上市公司为研究对象,主要原因有三:第一,与其他公司相比,创业板上市公司规模较小并且股权集中,公司的生存和发展更多依赖CEO等高管人员^[41];第二,创业板上市公司具有创新性、高成长性等特点,创业活动对其意义重大^[42],更符合本文的研究情景;第三,创业板上市公司行业环境波动性大、动态性较高,更能反映环境动态性对企业战略决策的影响。

由于创业板于2009年10月开市,而环境动态性测量需要样本期前3年的财务数据,时间为2010—2014年,其余变量为2012—2014年。因此,本文总体的样本区间为2010—2014年。同时,本文参照下列程序对原始样本进行筛选:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除数据存在严重缺失的公司样本;(3)剔除研究当年CEO发生变更及CEO职位空缺的样本。最终获得696个样本观测值,268家上市企业。各变量数据来自于国泰安数据库、锐思金融研究数据库和新浪财经,部分数据经年报通过手工摘录整理而成。

本文选取的样本中包括农林牧渔业、采掘业、制造业、信息技术业、社会服务业以及建筑业等行业。其中,

样本主要集中于制造业,占样本总数的65.7%,其次是信息技术业和社会服务业等竞争激烈的行业,占样本总数的19.1%和6.3%,分布最少的则是交通运输、仓储业,仅占样本总数的0.8%。此外,本文的研究样本涉及全国各个地区,根据世界银行(2006)对中国区域划分的标准,大部分样本企业集中在东南地区,占总样本的54%,其次是环渤海地区和中部地区,分别占总样本的21.1%和12.9%;西南地区占总样本的4.9%;东北地区以及西北地区的样本企业较少,分别占总样本4%的和3%。

(二) 变量定义

1. 创业导向——被解释变量

借鉴 Williams 等^[43] 和 杨林^[28] 的方法,用公司年度研发支出占销售收入比例、年度投资活动现金流量净额占销售收入比例进行测度,构造了一个反映创业导向强度的综合指标。其计算公式为:

$$Eo_{i,t} = \sqrt{(x_{i,t} - 0)^2 + (y_{i,t} - 0)^2} \quad (1)$$

其中 E_0 表示创业导向, $x_{i,t}$ 表示公司 i 在第 t 年度的研发支出占销售收入比例, $y_{i,t}$ 表示公司 i 在第 t 年度投资活动现金流量净额占销售收入比例, $(x_{i,t}, y_{i,t})$ 反映了第 i 家公司第 t 年的创业战略导向状态,其到 $(0,0)$ 的距离表示创业导向强度。 Eo 数值越大,表示创业导向强度越大;反之,则表示创业导向强度越小。

2. CEO 过度自信——解释变量

过度自信 (O_c) 是一种心理特征,很难找到精确且合理的代理变量来判定 CEO 是否存在过度自信。易靖韬等^[13]、张信东等^[44] 提出了基于高管投资决策来度量 CEO 过度自信的新方法,认为过度自信的 CEO 会进行较多的并购和投资,企业的投资水平反映了 CEO 过度自信的程度。本文参考易靖韬等^[13]、张信东等^[44] 的方法,通过模型(2)估计所得的公司残差,减去行业中位数残差,大于 0 表示过度自信,取值为 1,否则取值为 0。

$$y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (SalesGrowth)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, y 为总资产增长率, $SalesGrowth$ 为营业收入增长率。

另外,为了刻画管理者不同自信程度,在稳健性检验中采用具有连续特征的 CEO 相对薪酬来度量过度自信。 Hayward 等^[45] 发现 CEO 相对于公司内其他管理者的薪酬越高,表明 CEO 的地位越重要,控制欲越强,也越容易过度自信。鉴于数据的可获得性,本文借鉴姜付秀等^[6] 的方法,使用薪酬最高的前三名高管薪酬之和占有所有高管薪酬之和的比例作为 CEO 过度自信的替代变量。该相对比例越高,表示 CEO 越过度自信。

3. 环境动态性——调节变量

环境动态性 (Env) 用公司业绩波动来衡量,包括销售收入标准差或变异系数、营业收入变异系数或者息税前利润变异系数等指标进行衡量。本文参考申慧慧等^[46] 的做法,建立模型(3), $sale$ 为营业收入, $Year$ 为年度变量,采用 OLS 法进行回归。根据模型(3)估计所得的回归系数的标准差除以营业收入的均值,得到未经行业调整的环境动态性,再除以行业环境动态性中位数,得到公司经行业调整后的环境动态性,其取值越大表明环境动态性越高。

$$Sale = \alpha + \beta Year + \varepsilon \quad (3)$$

4. 控制变量

根据已有研究,对影响创业战略导向的其他因素予以控制。选取的控制变量包括两类:一类是企业特征变量;另二类是 CEO 特征变量。详见表 1。

表 1 控制变量定义

变量类别	变量名称	变量符号	变量定义
	企业规模	$Size$	总资产的自然对数
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	资产收益率	Roa	利润总额/总资产

续表 1

变量类别	变量名称	变量符号	变量定义
控制变量	董事会规模	<i>Bsize</i>	公司年末董事会总人数
	上市年限	<i>Fage</i>	公司上市至当年的时间
	CEO 年龄	<i>Cage</i>	CEO 在研究年份当年的实际年龄
	CEO 学历	<i>Edu</i>	大专以下、大专、本科、硕士和博士分别取值 1、2、3、4、5
	CEO 性别	<i>Gender</i>	男性取 1, 女性取 0
	CEO 任期	<i>Tenure</i>	CEO 任期年限

(三) 模型构建

基于以上理论分析,并参考 Miller 和 Le^[47]、Andreas 等^[16]和戴维奇等^[30]的研究,本文建立以下模型对研究假设进行检验。

$$Eo_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Oc_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Roa_{i,t} + \beta_5 Bsize_{i,t} + \beta_6 Fage_{i,t} + \beta_7 Cage_{i,t} + \beta_8 Edu_{i,t} + \beta_9 Gender_{i,t} + \beta_{10} Tenure_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,*i* 和 *t* 分别表示企业和年份,相关变量的定义如表 1 所示; α_0 为截距项, $\beta_1 \sim \beta_{12}$ 为各变量的回归系数, ε 为随机扰动项。

$$Eo_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Oc_{i,t} + \beta_2 Env_{i,t} + \beta_3 Oc_{i,t} \times Env_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Roa_{i,t} + \beta_7 BSize_{i,t} + \beta_8 Fage_{i,t} + \beta_9 Cage_{i,t} + \beta_{10} Edu_{i,t} + \beta_{11} Gender_{i,t} + \beta_{12} Tenure_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, $Oc \times Env$ 表示 CEO 过度自信与环境动态性的交互项;其他变量的定义与式(4)保持一致。

五、实证结果及分析

(一) 描述性统计和相关性分析

表 2 是变量的描述性统计特征,样本数量为 696。创业导向的均值为 0.274,最大值高达 2.45,最小值为 0.01,说明在位企业在创业导向上表现出极大的异质性;CEO 过度自信的均值为 0.507,标准差为 0.500,CEO 过度自信的现象并不少见,不同企业 CEO 过度自信的程度有所不同。环境动态性的均值达到 1.135,说明企业面临的环境动态性程度较高。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>Eo</i>	0.264	0.257	0.006	2.454
<i>Oc</i>	0.507	0.500	0.000	1.000
<i>Env</i>	1.135	0.769	0.106	8.010
<i>Size</i>	21.004	0.605	19.544	23.154
<i>Lev</i>	0.251	0.154	0.011	0.696
<i>Roa</i>	0.062	0.503	-0.425	0.279
<i>Bsize</i>	8.213	1.428	4.000	13.000
<i>Fage</i>	2.650	1.071	1.000	5.000
<i>Cage</i>	48.111	5.892	30.000	67.000
<i>Edu</i>	3.450	0.893	1.000	5.000
<i>Gender</i>	0.950	0.219	0.000	1.000
<i>Tenure</i>	4.331	1.746	1.000	12.417

表 3 报告了各变量间的相关关系。从各变量的相关系数来看,CEO 过度自信与创业战略导向正相关,但在统计上不显著,需要通过回归分析进一步检验。企业规模、环境动态性与创业战略导向呈显著正相关关系,

资产负债率、资产收益率显著与创业战略导向负相关。另外,为了避免多重共线性的问题,进行了方差膨胀因子(VIF)检验,各模型变量 VIF 均在 1~1.9 之间,最大值为 1.92,远小于 10,说明不存在多重共线性问题。

表3 主要变量的相关性分析

变量	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Eo</i>	1											
<i>Oc</i>	0.043	1										
<i>Env</i>	0.222**	-0.22**	1									
<i>Size</i>	0.079*	0.266**	-0.602**	1								
<i>Lev</i>	-0.091*	0.386**	-0.357**	0.415**	1							
<i>Roa</i>	-0.112**	0.226**	-0.161**	0.075*	-0.244**	1						
<i>Bsize</i>	-0.017	0.046	-0.247**	0.242**	0.023	0.021	1					
<i>Fage</i>	-0.074	0.136**	-0.068	0.291**	0.207**	0.016	0.058	1				
<i>Cage</i>	0.067	-0.001	0.035	0.025	-0.046	0.019	0.069	0.128**	1			
<i>Edu</i>	0.054	-0.033	0.096*	0.018	-0.174**	0.039	-0.094*	0.029	-0.075*	1		
<i>Gender</i>	-0.067	0.076*	-0.105**	0.067	0.072	-0.012	0.099**	0.06	0.078*	-0.039	1	
<i>Tenure</i>	-0.014	0.069	-0.074	0.145**	0.104**	0.027	0.080*	0.309**	0.085*	0.009	0.029	1

注: $N=696$, *、** 分别表示 5%、1% 的显著性水平(双尾检验)。

(二) 多元回归分析

1. CEO 过度自信与创业导向的回归分析结果

Hausman 检验结果在 5% 显著下水平不能拒绝原假设,因而采用随机效应模型更加有效,这一模型设定结果也与以往研究^[27,30]一致。本文选择随机效应模型进行回归分析,并采用怀特截面加权估计,以保证系数协方差估计的稳健性,回归结果如表 4 所示。

模型 1 检验了各控制变量对于创业导向的影响,模型 2 以 CEO 过度自信作为解释变量进行回归。表 4 中模型 2 回归结果显示,CEO 过度自信与创业导向的系数为正(0.084),在 1% 的水平上显著,模型的拟合程度较好,表明 CEO 过度自信对于企业创业导向有正向的影响,即 CEO 过度自信的企业,其创业战略导向强度高,假设 H1 得到验证。

从模型 1 和模型 2 的结果来看,企业特征变量对企业创业导向有显著影响。具体表现为:企业规模(*Size*)对创业导向有正向影响(0.084),在 1% 的水平上显著,这符合“熊彼特假说”。企业资产负债率(*Lev*)对企业创业导向有显著的负向影响(-0.289),在 1% 的水平上显著,这与杨林^[27]的结论相符,说明负债越高的公司,创业导向越低。资产收益率(*Roa*)对创业导向有显著的负向影响(-0.818),说明企业的资产收益状况越好,创业导向越趋于保守。董事会规模(*Bsize*)对创业导向有显著的负向影响(-0.009),在 5% 的水平上显著,这说明董事会对 CEO 的战略决策进行监督,以降低企业风险决策水平。上市年限(*Fage*)对创业导向有负向影响(-0.03),在 1% 的水平上显著,说明随着上市年限的增加,企业战略越趋于保守,对创业活动的投入会降低。而在 CEO 个人特征变量中,仅 CEO 年龄对创业导向有显著的正向影响,这可能是因为 CEO 年龄越大,其能力和经验更足,对于创业活动的风险和机会有更好的把握,从而推动企业创业活动。

2. 环境动态性的调节效应的回归分析结果

为了检验环境动态性对 CEO 过度自信与创业导向二者关系的调节作用,在计量模型中引入 CEO 过度自信与环境动态性的交互项,由表 4 中模型 4 可知 CEO 过度自信系数在 1% 水平下显著为正,系数为 0.075。CEO 过度自信与环境动态性的交互项的回归系数为正(0.014),在 10% 的水平上显著,说明环境动态性越大,CEO 过度自信与创业导向之间的正向关系越强,假设 2 得到验证。另外,模型 4 中调整后的 R^2 大于模型 2 调整后的 R^2 ,模型的拟合优度有所提高,解释力度更强,说明环境动态性对 CEO 过度自信和创业战略导向二者之间的调节作用非常重要。

表 4 回归分析结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
<i>Constant</i>	-1.352 *** (0.404)	-1.198 ** (0.544)	-2.871 *** (1.067)	-2.917 *** (1.032)
<i>Size</i>	0.084 *** (0.026)	0.078 *** (0.029)	0.158 *** (0.054)	0.160 *** (0.052)
<i>Lev</i>	-0.289 *** (0.057)	-0.423 *** (0.013)	-0.317 *** (0.033)	-0.315 *** (0.033)
<i>Roa</i>	-0.818 *** (0.061)	-1.082 *** (0.084)	-0.799 *** (0.152)	-0.790 *** (0.149)
<i>Bsize</i>	-0.009 ** (0.004)	-0.010 ** (0.004)	-0.003 (0.004)	-0.003 (0.004)
<i>Fage</i>	-0.030 *** (0.004)	-0.031 *** (0.005)	-0.044 *** (0.008)	-0.044 *** (0.008)
<i>Cage</i>	0.003 *** (0.001)	0.003 *** (0.001)	0.002 ** (0.001)	0.002 ** (0.001)
<i>Edu</i>	0.008 (0.011)	0.006 (0.012)	-0.000 (0.009)	-0.001 (0.010)
<i>Gender</i>	-0.061 (0.065)	-0.068 (0.065)	-0.040 (0.068)	-0.041 (0.067)
<i>Tenure</i>	0.002 (0.006)	0.002 (0.005)	0.003 (0.004)	0.003 (0.004)
<i>Oc</i>		0.084 *** (0.023)	0.075 *** (0.024)	0.075 *** (0.024)
<i>Env</i>			0.117 *** (0.042)	0.121 *** (0.040)
<i>Env×Oc</i>				0.014 * (0.008)
R^2	0.054	0.077	0.135	0.136
Adj_R^2	0.042	0.064	0.121	0.121
<i>F</i> 值	4.357 ***	5.759 ***	9.714 ***	8.989 ***
Hausman 统计量 (<i>P</i> 值)	2.599 (0.978)	3.754 (0.9578)	13.761 (0.247)	19.790 (0.071)
<i>N</i>	696	696	696	696

注:***、**、* 分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。括号内为回归系数的标准差。下同。

(三) 稳健性检验

1. 改变 CEO 过度自信的衡量方法

对于 CEO 过度自信的测量,相较于虚拟变量,采用数据具有连续特征的高管薪酬比例作为自变量,能体现管理者不同自信程度,保证实证结果的稳健性。因此,本文还借鉴姜付秀等^[6]的方法,使用薪酬最高的前三名高管薪酬之和占有所有高管薪酬之和的比例来度量 CEO 过度自信。将其作为替代变量重新代入(4)式和(5)式进行再检验。由表 5 模型 5 和模型 6 可知,大部分解释变量的符号和显著性未发生变化,CEO 过度自信的系数在 1%的显著性水平上显著为正(系数为 0.112),交互项在 1%的显著性水平上显著为正(系数为 0.120),说明 CEO 过度自信促进了企业的创业导向,当处在高动态环境中,过度自信对创业导向的促进作用更强,证明本研究结论具有稳健性。

2. 改变环境动态性的衡量方法

此外,对于环境动态性的测量,本文还借鉴 Kren^[48]的方法,采用营业收入与利润总额的变异系数之和,取

10为底数的对数来衡量企业环境动态性。具体如下:

$$ENV = \text{Log}(CV_1 + CV_2) \quad (6)$$

$$CV = \frac{\sqrt{\frac{\sum_{t=1}^3 \frac{(D_{i,t} - \bar{D}_i)^2}{3}}{|\bar{D}_i|}}}{|\bar{D}_i|} \quad (7)$$

其中

CV_1 表示营业收入变异系数, CV_2 表示利润总额变异系数; $D_{i,t}$ 表示公司*i*在*t*年度的营业收入或利润总额。将重新计算的环境动态性代入(5)式进行再检验,由表5模型8可知,回归结果不变,假设2得到了进一步验证。

表5 稳健性检验结果(两种稳健性测量)

变量	改变 CEO 过度自信的衡量方法		改变环境动态性的衡量方法	
	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
<i>Constant</i>	-1.455 *** (0.465)	-3.455 *** (0.955)	-1.336 ** (0.596)	-1.318 ** (0.568)
<i>Size</i>	0.086 *** (0.025)	0.173 *** (0.046)	0.085 *** (0.032)	0.084 *** (0.030)
<i>Lev</i>	-0.282 *** (0.051)	-0.203 *** (0.046)	-0.433 *** (0.025)	-0.428 *** (0.029)
<i>Roa</i>	-0.816 *** (0.057)	-0.582 *** (0.082)	-1.334 *** (0.032)	-1.472 *** (0.054)
<i>Bsize</i>	-0.009 ** (0.004)	-0.001 (0.003)	-0.008 ** (0.004)	-0.009 ** (0.004)
<i>Fage</i>	-0.030 *** (0.004)	-0.044 *** (0.006)	-0.030 *** (0.005)	-0.028 *** (0.004)
<i>Cage</i>	0.003 *** (0.001)	0.002 *** (0.001)	0.003 *** (0.001)	0.003 *** (0.001)
<i>Edu</i>	0.008 (0.012)	0.003 ** (0.010)	0.005 (0.012)	0.003 (0.012)
<i>Gender</i>	0.002 (0.064)	-0.041 (0.062)	-0.065 (0.063)	-0.075 (0.064)
<i>Tenure</i>	0.002 (0.006)	0.002 (0.005)	0.001 (0.004)	0.000 (0.064)
<i>Oc</i>	0.112 *** (0.027)	0.146 *** (0.009)	0.086 *** (0.022)	0.09 *** (0.020)
<i>Env</i>		0.120 *** (0.040)		-0.064 *** (0.025)
<i>Env×Oc</i>		0.332 *** (0.088)		0.086 * (0.047)
R^2	0.057	0.125	0.078	0.084
Adj_R^2	0.043	0.109	0.064	0.067
<i>F</i> 值	4.101 ***	8.098 ***	5.633 ***	5.035 ***
Hausman 统计量 (<i>P</i> 值)	2.961 (0.982)	10.140 (0.604)	4.917 (0.897)	13.968 (0.302)
<i>N</i>	693	693	676	676

六、进一步研究

(一) CEO 两职合一的影响

前文的分析证实了 CEO 过度自信会促进创业导向, 现有研究^[24] 也发现 CEO 两职合一对创业导向有明显的正向影响, 那么, CEO 两职合一、CEO 过度自信与创业导向三者之间的关系是怎样的? 在两职合一或两职分离的企业, CEO 过度自信对创业导向的影响会有何变化?

两职合一对 CEO 过度自信和创业导向的正向关系起增强作用。一方面, 两职一为过度自信的 CEO 做出创业决策提供了强有力的权力保障。现代管家理论认为, CEO 忠实于股东, 两职合一使其地位和权力更明确, 其战略决策能得到有效实施, 更可能实现企业长远发展^[49]。两职合一的情况下, 董事会对经理人的制约和监督会削弱, 过度自信的 CEO 在决策制定和实施过程中有更大的自主权, 更有可能加大创业活动的投入。相反, 两职分离的企业, 总经理受到董事会的干预, 不能采取果断的行动。傅明华和郭敏^[24] 研究发现, 两职合一的企业, CEO 拥有更大的领导权, 对企业创业导向作用显著。另一方面, 两职合一能给予过度自信的 CEO 充分的信任和自由, 提高公司的创业自由^[50], 使过度自信的 CEO 能够充分发挥其在创业活动中的积极性和作用, 以彰显自己的远见和能力。

鉴于此, 考察 CEO 过度自信、CEO 两职合一与创业导向的关系, 建立模型(8)式如下:

$$Eo_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Oc_{i,t} + \beta_2 Dual_{i,t} + \beta_3 Oc_{i,t} \times Dual_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Roa_{i,t} + \beta_7 Bsize_{i,t} + \beta_8 Fage_{i,t} + \beta_9 Cage_{i,t} + \beta_{10} Edu_{i,t} + \beta_{11} Gender_{i,t} + \beta_{12} Tenure_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中, $Dual$ 为 CEO 两职合一, $O_c \times Dual$ 表示 CEO 过度自信与 CEO 两职合一的交互项; 其他变量的定义与式(4)保持一致; α_0 为截距项, $\beta_1 \sim \beta_{12}$ 为各变量的估计系数, ε 为随机扰动项。

回归结果见表 6。首先, 在基本模型的基础上, 加入 CEO 过度自信与两职合一的交互项对全样本进行回归, 结果显示 CEO 过度自信对创业导向仍有 1% 水平上的正向作用(系数为 0.077), 且交互项的回归系数在 5% 水平上显著为正(系数为 0.077)。其次, 根据企业是否两职合一将全样本划分为两职合一与两职分离两个子样本分组进行回归。结果显示, 两职一时, CEO 过度自信与创业导向在 1% 水平上显著正相关(系数为 0.118); 当两职分离时, CEO 过度自信与创业导向的系数为正(0.029)但不显著, 说明 CEO 两职合一正向调节 CEO 过度自信对创业导向的促进作用。

表 6 CEO 过度自信与创业导向: 区分两职合一和高新技术企业

变量	全样本	两职合一	两职分离	高新技术	非高新技术
	模型 9	模型 10	模型 11	模型 12	模型 13
<i>Constant</i>	-1.266*** (0.459)	-2.184** (0.758)	-0.383 (0.453)	-0.987 (0.605)	-1.120*** (0.233)
<i>Size</i>	0.082*** (0.023)	0.121*** (0.041)	0.032 (0.023)	0.067** (0.032)	0.075*** (0.011)
<i>Lev</i>	-0.416*** (0.093)	-0.515*** (0.173)	-0.340*** (0.089)	-0.486*** (0.084)	-0.239* (0.140)
<i>Roa</i>	-1.013*** (0.217)	-1.634*** (0.450)	-0.607*** (0.204)	-1.252*** (0.150)	-0.513 (0.443)
<i>Bsize</i>	-0.009 (0.008)	-0.030** (0.015)	0.009 (0.008)	-0.016** (0.006)	0.002 (0.014)
<i>Fage</i>	-0.024** (0.0010)	-0.029 (0.018)	-0.022** (0.010)	-0.024*** (0.008)	-0.047*** (0.009)

续表 6

变量	全样本	两职合一	两职分离	高新技术	非高新技术
	模型 9	模型 10	模型 11	模型 12	模型 13
<i>Cage</i>	0.002 (0.002)	0.005 (0.004)	0.002 (0.002)	0.003* (0.001)	0.005** (0.002)
<i>Edu</i>	0.006 (0.014)	-0.010 (0.027)	0.019 (0.013)	0.011** (0.004)	-0.008 (0.025)
<i>Gender</i>	-0.090* (0.053)	0.266 (0.203)	-0.130*** (0.041)	0.0118 (0.027)	-0.251* (0.142)
<i>Tenure</i>	-0.004 (0.007)	-0.008 (0.014)	-0.004 (0.006)	0.002 (0.003)	0.003 (0.008)
<i>Oc</i>	0.077*** (0.020)	0.118*** (0.032)	0.029 (0.022)	0.099*** (0.012)	0.053 (0.045)
<i>Dual</i>	0.078*** (0.025)				
<i>Oc×Dual</i>	0.077** (0.035)				
R^2	0.098	0.105	0.117	0.092	0.095
$Adj-R^2$	0.082	0.075	0.093	0.072	0.053
<i>F</i> 值	6.154***	3.559***	4.898***	4.583***	2.286**
Hausman 统计量 (<i>P</i> 值)	9.326 (0.675)	15.063 (0.089)	3.860 (0.953)	7.801 (0.648)	10.969 (0.360)
<i>N</i>	694	315	379	466	230

(二) 行业技术特征的影响

已有研究表明,企业所属的行业特征会影响创业导向的强度^[27]。由于不同行业对技术要素的倚重程度不同,CEO 过度自信对创业导向的影响会存在差异。相比非高新技术企业,高新技术企业的产品和技术更新速度更快,面临更加激烈的市场竞争,而这更加激发了过度自信的 CEO 的冒险意识和创业动机,增加对创业活动的关注与投入,促进企业创业导向的提升。

本文把样本进一步按照行业技术属性(是否为高新技术行业),将样本划分为高新技术企业和非高新技术企业进行分类研究。模型 12 和模型 13 分别为高新技术和非高新技术样本的回归结果。由表 6 模型 12 和模型 13 可知,在高新技术企业中,CEO 过度自信对创业导向的回归系数为 0.099,且在 1%的水平下显著;而在非高新技术企业中,CEO 过度自信的系数为 0.053,但不显著。这说明与非高新技术企业相比,高新技术企业中 CEO 过度自信对创业导向的影响更大。

七、研究结论与启示

本文以高阶理论与现代管家理论为基础,利用 2010—2014 年 268 家中国创业板上市公司为研究样本,探讨了 CEO 过度自信与创业导向的关系以及影响两者关系的环境因素,并进一步考察在内部两职合一和外部行业技术特征的双重情景下该影响机制的变化情况。结果发现,中国制度背景下,CEO 过度自信对企业的创业导向有显著的正向影响,环境动态性对 CEO 过度自信与企业创业导向之间的关系具有显著的正向调节作用,即企业外部环境动态性越高,CEO 过度自信对企业创业导向的影响越强。进一步研究发现,CEO 两职合一强化了过度自信对于企业创业导向的正向影响;相对于非高新技术企业,CEO 过度自信对高新技术企业创业导向的正向影响更显著。

上述研究结果表明:(1)CEO 过度自信有助于提高企业的创业导向。一方面,过度自信的 CEO 具有敢于冒险和探索的心理特征而提高了企业的风险承担能力,使企业加大对风险事业的投入;另一方面,过度自信的 CEO 更注重企业的长远发展而降低了代理成本,进而提升了企业的创业导向。这一结论进一步证实了 CEO 过度自信对企业所表现出的正面效应,丰富了过度自信经济后果的研究。(2)外部环境的动态性对企业发展带来挑战和威胁,加强了过度自信 CEO 的乐观品质和冒险精神,进而有助于企业在动态的环境中做出迅速有效的决策,获得先动优势。(3)两职合一的董事会领导权结构将进一步强化 CEO 过度自信的正向效应,两职合一所提供的决策控制力有助于过度自信的 CEO 将资源投资于创业活动中,促进企业创业导向的提升。

上述研究结果为中国企业创业管理实践带来以下启示。(1)在当前转型经济环境下,企业面临战略调整和改善供给结构的压力,公司在考虑选聘 CEO 时,不仅要考虑管理者的经营能力,更要意识到过度自信管理者在接受挑战性任务、推动公司创业方面可能存在的积极作用,通过引入具有雄心抱负的 CEO 可以带领企业抓住市场机会,“进行二次创业”,实现企业转型和发展。对高管的聘用还需考虑外部市场环境,具有创新和冒险精神的管理者更有利于应对动态的经营环境。(2)企业也可以对在位 CEO 进行领导力培养,强化创业动机,提高其抵御风险的能力,发挥 CEO 的企业家精神。譬如,培训 CEO 如何识别和开发战略性市场机遇,如何合理实施风险承担行为,进而避免错失创业机会,以提高企业的创业导向水平。在设计 CEO 激励方面,除了基本的薪酬激励外,应给予更多的自主权和信任,促进 CEO 内在价值动机的提升。譬如,选择两职合一的董事会领导权结构可以更好地发挥过度自信的 CEO 在创业活动方面的积极作用。(3)在转型经济情景下,企业应该积极培养创业导向,强化勇于探索和承担风险的创业精神。通过制定适宜创业活动的政策,形成积极的创业导向战略,如设计创新导向的绩效考评系统,支持企业成员新颖的想法、实验和创造活动,开展对市场机会识别与开发的学习培训。同时,在组织内营造创新文化氛围,激发员工的创造力。

参考文献:

- [1] ROLL R. The hubris hypothesis of corporate takeovers[J]. *Journal of Business*, 1986, 59(59): 197-216.
- [2] MALMENDIER U, TATE G. CEO Overconfidence and corporate investment[J]. *Strategic Direction*, 2005, 60(5): 2661-2700.
- [3] BROWN R, SARMA N. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions[J]. *Journal of Economics & Business*, 2007, 59(5): 358-379.
- [4] LIN Y H, HU S Y, CHEN M S. Managerial optimism and corporate investment: some empirical evidence from Taiwan[J]. *Pacific Basin Finance Journal*, 2005, 13(5): 523-546.
- [5] 郝颖,刘星,林朝南. 我国上市公司高管人员过度自信与投资决策的实证研究[J]. *中国管理科学*, 2005(5): 144-150.
- [6] 姜付秀,张敏,陆正飞,陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. *经济研究*, 2009(1): 131-143.
- [7] HACKBARTH D. Managerial traits and capital structure decisions[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2008, 43(4): 843-881.
- [8] 徐朝辉,周宗放. 管理者过度自信对企业信用风险的影响机制[J]. *科研管理*, 2016(9): 136-144.
- [9] PHUA K, THAM T M, WEI C. Are overconfident CEOs better leaders? Evidence from stakeholder commitments[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 127(3): 519-545.
- [10] GALASSO A, SIMCOE T S. CEO overconfidence and innovation[J]. *Management Science*, 2011, 57(8): 1469-1484.
- [11] HIRSHLEIFER D, LOW A, TEAH S H. Are overconfident CEOs better innovators? [J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(4): 1457-1498.
- [12] TANG Y, LI J, YANG H. What I See, what I do: how executive hubris affects firm innovation[J]. *Journal of Management*, 2015, 41(1): 3-4.
- [13] 易靖韬,张修平,王化成. 企业异质性、高管过度自信与企业创新绩效[J]. *南开管理评论*, 2015(6): 101-112.
- [14] 孔东民,李天赏,代昀昊. CEO 过度自信与企业创新[J]. *中大管理研究*, 2015(1): 80-101.

- [15] SIMSEK Z, HEAVEY C, VEIGA J F. The impact of CEO core self-evaluation on the firm's entrepreneurial orientation[J]. Strategic Management Journal, 2010, 31(1): 110-119.
- [16] ANDREAS E, CHRISTOPH N, CHRISTIAN S. "Of course I can": the effect of CEO overconfidence on entrepreneurially oriented firms[J]. Entrepreneurship Theory & Practice, 2014, 39(5): 1137-1160.
- [17] MILLER D. The correlates of entrepreneurship in three types of firms[J]. Management Science, 1983, 29(7): 770-791.
- [18] LUMPKIN G T, DESS G G. Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance[J]. Academy of Management Review, 1996, 21(1): 135-172.
- [19] ZAHRA S A, GEORGE G, DHARWADKAR R. Entrepreneurship in the multinational corporation: The effects of corporate and local contexts[J]. Academy of Management Proceedings & Membership Directory, 2001, 26(1): 1-6.
- [20] SIMSEK Z, LUBATKIN M H, VEIGA J F, et al. The role of an entrepreneurially alert information system in promoting corporate entrepreneurship[J]. Journal of Business Research, 2009, 62(8): 810-817.
- [21] 刘伟, 杨贝贝, 刘严严. 制度环境对新创企业创业导向的影响——基于创业板的实证研究[J]. 科学学研究, 2014(3): 421-430.
- [22] ZAHRA S A, NEUBAUM D O, HUSE M. Entrepreneurship in medium-size companies: exploring the effects of ownership and governance systems[J]. Journal of Management, 2000, 26(5): 947-976.
- [23] LUO X, ZHOU L, LIU S S. Entrepreneurial firms in the context of china's transitional economy: an integrative framework and empirical examination[J]. Journal of Business Research, 2005, 58(3): 277-284.
- [24] 傅明华, 郭敏. 企业生命周期与两职合一对企业创业战略导向的影响研究[J]. 软科学, 2016(7): 74-77.
- [25] HORNSBY J S, KURATKO D F, SHEPHERD D A, et al. Managers' corporate entrepreneurial actions: examining perception and position [J]. Journal of Business Venturing, 2009, 24(3): 236-247.
- [26] SRIVASTAVA A, LEE H. Predicting order and timing of new product moves: the role of top management in corporate entrepreneurship[J]. Journal of Business Venturing, 2009, 20(4): 459-481.
- [27] 杨林. 高管团队异质性、企业所有制与创业战略导向——基于中国中小企业板上市公司的经验证据[J]. 科学学与科学技术管理, 2013(9): 159-171.
- [28] 杨林. 创业型企业高管团队垂直对差异与创业战略导向: 产业环境和企业所有制的调节效应[J]. 南开管理评论, 2014(1): 134-144.
- [29] 刘追, 刘孟. 高管薪酬激励、创业战略导向与创业型企业成长性关系研究[J]. 工业技术经济, 2017(4): 81-87.
- [30] 戴维奇, 刘赫, 林巧. 董事会断裂带对创业导向的影响——行为整合机制的调节效应[J]. 财经论丛, 2018(4): 83-93.
- [31] HAMBRICK D C, MASON P A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers[J]. Academy of Management Review, 1984, 9(2): 193-206.
- [32] BERNARDO A E, WELCH I. On the evolution of overconfidence and entrepreneurs[J]. Journal of Economics & Management Strategy, 2001, 10(3): 301-330.
- [33] DAVIS J, SCHOORMAN R, DONALDSON L. Towards a stewardship theory of management [J]. Academy of Management Review, 1997, 22(1): 20-47.
- [34] Tian J J, Lau C M. Board Composition, Leadership Structure and Performance in Chinese Shareholding Companies[J]. Asia Pacific Journal of Management, 2001, 18(2): 245-263.
- [35] JOHNSON D D, FOWLER J H. The evolution of overconfidence. [J]. Nature, 2011, 15(477): 317.
- [36] PFEFFER J, SALANCIK G R. The external control of organizations: a resource dependence perspective[M]. Harper & Row, 1978.
- [37] 束义明, 郝振省. 高管团队沟通对决策绩效的影响: 环境动态性的调节作用[J]. 科学学与科学技术管理, 2015(4): 170-180.
- [38] 庞晓萍, 刘德鹏, 陈传明. 管理者过度自信如何影响公司绩效——兼论环境动态性的调节作用[J]. 江汉论坛, 2016(2): 31-38.
- [39] 林慧婷, 王茂林. 管理者过度自信、创新投入与企业价值[J]. 经济管理, 2014(11): 94-102.
- [40] GERSTNER W C, KÖNIG A, ENDERS A, et al. CEO narcissism, audience engagement, and organizational adoption of technological discontinuities[J]. Administrative Science Quarterly, 2013, 58(2): 257-291.
- [41] 李维安, 李慧聪, 郝臣. 高管减持与公司治理创业板公司成长的影响机制研究[J]. 管理科学, 2013(4): 1-12.

- [42] 周萍, 蔺楠. 创业导向企业的成长性: 激励型与监督型公司治理的作用——基于中国创业板上市公司的实证研究[J]. 经济管理, 2015(3): 44-55.
- [43] WILLIAMS C, LEE S H. Resource allocations, knowledge network characteristics and entrepreneurial orientation of multinational corporations[J]. Research Policy, 2009, 38(8): 1376-1387.
- [44] 张信东, 郝盼盼. 企业创新投入的原动力: CEO 个人品质还是早年经历——基于 CEO 过度自信品质与早年饥荒经历的对比[J]. 上海财经大学学报, 2017(1): 61-74.
- [45] HAYWARD M L A, HAMBRICK D C. Explaining the premiums paid for large acquisitions evidence of ceo hubris [J]. Administrative Science Quarterly, 1997, 42(1): 103-127.
- [46] 申慧慧, 于鹏, 吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率[J]. 经济研究, 2012(7): 113-126.
- [47] MILLER D, BRETON-MILLER I L. Governance, social identity, and entrepreneurial orientation in closely held public companies [J]. Entrepreneurship Theory & Practice, 2011, 35(5): 1051-1076.
- [48] KREN, LESLIE. Budgetary participation and managerial performance: the impact of information and environmental volatility [J]. The Accounting Review, 1992, 67(3): 511-526.
- [49] DONALDSON L, DAVIS J H. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns [J]. Australian Journal of Management, 1991, 16(1): 49-64.
- [50] LIN Y F. Corporate governance, leadership structure and CEO compensation: evidence from taiwan [J]. Corporate Governance: An International Review, 2005, 13(6): 824-835.

Does CEO Overconfidence Affect Entrepreneurial Orientation: An Empirical Study Based on China Listed Companies on GEM

LIU Liangcan, NING Xin

(School of Business Administration, Guizhou University of Finance and Economics, Guiyang 550025, China)

Abstract: Faced with the economic and institutional "dual transformations" and increasingly turbulent business environment, how to drive corporate entrepreneurship is a hot topic discussed by strategic scholars. Based on the high-order theory and modern housekeeping theory and with the data from 2010-2014 China listed companies on GEM as samples, this paper explores the impact of CEO overconfidence on entrepreneurial orientation and examines the moderating effect of environmental scenarios. The empirical results show that CEO overconfidence has a significant positive impact on entrepreneurial orientation, and environmental dynamics positively regulates the relationship between CEO overconfidence and entrepreneurial orientation. After a variety of robustness tests, the significant positive relationship between CEO overconfidence and entrepreneurial orientation is still robust. Further research shows that CEO overconfidence has a more prominent role in promoting entrepreneurial orientation in duality enterprises than in two-job separation ones; and compared with non-high-tech enterprises, the positive correlation between CEO overconfidence and entrepreneurial orientation is more significant in high-tech enterprises. The conclusion deepens and expands the research scope of overconfidence in the field of entrepreneurship orientation in behavioral finance theory, provides a new theoretical perspective and empirical evidence for entrepreneurship management practice, and supplements and enriches the relevant research on CEO's personal characteristics and corporate decision-making.

Key words: CEO overconfidence; entrepreneurial orientation; environmental dynamism; duality; entrepreneurial enterprise

(责任编辑 刘小平)