

合规还是违规？期望落差下的 冒险决策分析

——基于中国上市公司的数据分析

□ 连燕玲 周 兵 刘俊良^①

摘 要：期望落差下企业将会采取合规性还是违规性的冒险决策行为，是一个值得探讨的重要理论和现实问题。本文基于企业行为理论探讨了分析师预测和行业期望落差与两种不同价值取向的冒险决策之间的关系，尤其分析了组织内部资源、外部行业环境和地区制度状况等因素对两者关系的调节作用。基于中国上市公司的数据，得到以下结论：①当实际绩效低于分析师预测和行业期望水平时，随着业绩期望落差的扩大，实施合规性冒险变革和违规性冒险投机的程度随之增大。②组织所拥有的资源运作权越高，则越能强化组织在面临期望落差时实施合规性冒险变革的程度，而弱化其实施违规性冒险投机的程度。③行业环境特征对组织的冒险决策同样产生较强的制约作用，即随着行业环境敌对性程度的提高，组织更有可能在经营期望落差扩大时从事违规性冒险投机行为，而合规性冒险变革行为则被弱化。④处于不完善制度环境下的组织，在经营期望落差扩大时从事违规性冒险投机的程度被强化，而从事合规性冒险变革的程度则被削弱，该结论进一步验证了制度因素对冒险行为的制约作用，对于完善冒险决策等方面的研究具有一定的理论和现实意义。

关键词：期望落差；冒险决策；合规性冒险变革；违规性冒险投机；制度因素

一、引 言

自 20 世纪 70 年代末改革开放以来，我国经济在取得高速增长的同时也出现了许多冒险投机行为（吴敬琏和黄少卿，2007；陈刚、李树和尹希果，2008），如降低产品

^① 连燕玲、刘俊良，华东师范大学经济与管理学部工商管理学院；周兵，交通银行博士后科研工作站、复旦大学博士后科研流动站联合培养博士后。资助情况：国家自然科学基金项目“组织期望、冒险决策与企业成长机制研究”（71502062）；2015 年上海市哲学社会科学规划青年课题“代理 CEO 经营期望、形象管理与职位升迁”；2015 年上海浦江人才计划（C 类）“经营期望、创新转型与私营企业成长机制研究——基于经济新常态背景的研究”；上海财经大学优秀博士学位论文培育基金资助项目“经营期望、冒险决策与企业成长机制研究”（2010310110）；华东师范大学青年科研引导基金项目（201411fkfzdyd05）。致谢：本文荣获 2014 年第九届中国管理学年会（广州）优秀论文，感谢与会专家和学者们给予的宝贵修订建议。文责自负。

质量、发布虚假广告、制假贩假、拖欠货款、延迟支付、大幅裁员、半夜逃逸，甚至是赤裸裸的大股东对小股东利益的掏空、侵占和掠夺等投机行为屡见不鲜（涂国前和刘峰，2010；申明浩，2008；冯旭南、李心愉和陈工孟，2011；冯旭南，2012）。尤其是在外部环境极为动荡的形势下，如国际金融海啸的余波传导到国内时，部分企业和企业家均暴露了他们道德责任的缺失。《2013年中国企业家犯罪报告》的发布，进一步对企业家所实施的与企业经营管理活动相关的违法犯罪行为进行了统计调查，截至2013年12月31日，共搜集到2013年度新发生的企业家犯罪案件463例，涉案企业家共计599人^①。到底何种因素诱致企业或企业家将其资源和才能在合法性（生产性）的冒险变革活动（如创新行为）^②，或在上述违规性（非生产性）的冒险投机活动中进行配置，这是一个仍旧在探讨的理论和现实问题。正如Hobsbawm（1969）所认为的，企业家并非具有自发的创新动力，他们唯一倾向的是利润，冒险投机也是追逐利润最大化目标的重要手段。企业家冒险精神的供给在社会各阶层中是非均衡的，企业资源和企业家才智可以在多种用途之间进行配置，既有合规性的冒险创新行为，也有违规性的冒险投机行为（Baumol，1990）。

作为冒险决策，无论是合规性的冒险创新，还是违规性的冒险投机都与企业自身的经营状态存在必然的依存关系（Tang & Hull，2012），“顺境”或“困境”的经营状态是影响企业冒险

行为选择的重要内在因素（Bowman，1982；Grinyer & McKiernan，1990；Bromiley，1991；Bolton，1993）。基于此，本文拟从企业行为理论和前景理论的视角出发，分析企业所处的“顺境”或“逆境”如何影响企业及企业家在两种不同类型的冒险行为之间进行权衡，重点探讨经营期望落差（困境状态）与两种不同类型的冒险决策（合规性冒险变革和违规性冒险投机）的关系，且将组织内部资源特征、所处的外部行业环境和制度因素纳入“期望落差（困境状态）—冒险决策”的关系研究模型中，分析组织内部冗余资源、外部行业环境敌对性，以及制度效率对上述关系的影响机制等重要问题。

本文的研究贡献主要包括以下两方面：首先，以往关于低于期望水平与冒险行为之间关系的研究，大多用来解释经营期望落差如何影响企业后续的研发（Bowman，1982；Grinyer & McKiernan，1990；Bromiley，1991；Bolton，1993）、产品和市场策略（Grinyer & McKiernan，1990；Greve，2003a，2003b）以及财务成本支出（D'Aunno & Sutton，1992；D'Aveni，1989；Fombrun & Ginsberg，1990；Hadley et al.，1996；Schendel & Patton，1978）等。前期学者对冒险行为所隐含的一个假定是：经营落差状态仅影响了企业的道德产出，即将研究的重点置于低于期望水平下的、积极的、正当的或合法性的冒险行为的研究和比较上，而忽略了这些企业可能也会通过消极的、不恰当的甚至是

① 2013年发生463例企业家犯罪案件，国企企业家犯罪案件110例，占企业家犯罪案件总数的23.8%，涉案企业家128人，占涉案企业家总数的21.4%；而民企企业家犯罪案件352例，占案件总数的76.3%，涉案企业家469人，占总人数的78.6%。犯罪种类多，包括且不限于：非法吸收公众存款罪、职务侵占罪、诈骗罪、合同诈骗罪、集资诈骗罪、行贿罪、挪用资金罪、虚开增值税专用发票罪、非国家工作人员受贿罪和组织领导参加黑社会性质组织罪等。

② 企业家以创新为目的，这种企业家精神是一种重要的生产要素，是长期经济增长的源泉。自熊彼特的这一创新理论提出之后，大多学者认为企业家活动就是单一地从事积极的、生产性的冒险创造性活动。很多学者隐含地假定企业家是主动的创新活动者，仅采取单一的生产性活动，而忽略了企业家可能会通过非生产性活动，甚至是违规性的冒险投机行为解决经营问题。

非法的冒险行为解决经营落差问题。这些消极的、破坏性的甚至是不恰当的和违规性的冒险决策相对而言是更为严重的冒险行为 (Harris & Bromiley, 2007)。本文认为唯有同时考虑两种不同类型的冒险决策行为,才能更好地解释现实中企业所表现出的行为特征。所以,本文最为重要的贡献在于,突出了经营期望落差(逆境状态)与两种不同价值导向的冒险决策行为之间关系的研究,即将企业的违规性冒险投机行为(财务信息操纵)纳入经营期望落差与冒险决策的研究模型,并将其与合规性冒险变革行为(组织战略变革)进行比较。这种将企业的冒险行为细分为合规性冒险变革行为与违规性冒险投机行为的思路,拓展了以往企业行为理论和企业(或企业家)冒险决策的研究框架,同时也更符合现实中企业所表现出的冒险行为的特征。此外,以往研究大多是基于西方情境下的分析,但基于中国背景下的研究非常鲜见,且基于西方情景机制的研究,更多的是关注组织内部资源状态等对“期望落差—冒险行为”之间关系的调节机制分析 (Audia & Greve, 2006; Greve, 2011)。但本文则是基于中国转型经济制度的特殊背景,构建了一个更为完整的、系统性的、基于“微观(组织自身资源)—中观(外部行业特征)—宏观(社会制度环境)”三种不同层面的冒险决策的情境依赖模型,即在考虑组织自身的内部资源状态和所处的外部行业环境特征等传统情景因素的基础上,结合中国转型经济制度背景的特征,考虑了企业的外部宏观制度环境特征,分析了这些因素如何影响企业在经营期望落差状态下对两种不同价值导向的冒险决策行为的权衡,即对合规性的冒险变革行为和违规性的冒险投机行为的相机实施是情景依赖的。这一研究为企业冒险决策的情境依赖模型提供了一个新的证据和解

释,尤其对于揭示中国转型经济制度背景下,制度要素对两类冒险行为决策的塑造与抑制效应提供了新的视角和证据。

本文结构安排如下:第二部分对期望落差与冒险决策的关系进行理论分析,并提出相关研究假设;第三部分阐述研究的设计过程;第四部分对相关假设进行统计处理,并对检验结果进行分析;第五部分为稳健性分析;第六部分为研究总结。

二、理论分析与研究假设

(一) 期望落差(困境状态)与冒险决策行为

企业行为理论强调组织的绩效评价、搜寻和决策制定的过程,尤其关注这些过程最终如何影响组织战略决策 (Cyert & March, 1963; March, 1991; Greve, 1998, 2003a, 2003b),这些精髓均体现在基于业绩反馈的决策模型中 (Greve, 2003a, 2003b)。该决策模型认为,组织通过评估当前实际绩效与“目标期望水平”(aspiration level)的差距来决定后续的行为选择。当实际绩效低于“目标期望水平”时,有限理性的决策者会将“低于目标期望”的状态界定为组织“失败”、“损失”或“困境”状态 (March & Simon, 1958),该“困境”状态驱动企业实施探索性的冒险行为,以使组织绩效回到期望水平上 (Cyert & March, 1963)。根据该理论,当实际绩效低于目标期望水平时,随着经营期望落差的扩大,组织处于损失状态和经营困境的程度越严重,越能引致组织冒险行为的产生,这是因为:

第一,业绩期望落差的出现意味着组织当前在资源配置、内部管理、产品制造或市场战略等方面出现问题,需要通过新的调整以适应

顾客和产品市场的竞争。期望落差越大则越能让管理者意识到组织问题的存在，进而促使他们进行组织的战略性变革，如实施新的技术探索和创新，改变产品、服务和销售等市场策略，退出或进入新的市场，结构和体系的再调整以及对战略的重新定位等（Grinyer & Mckierman, 1990; Greve, 2003a, 2003b）。

第二，业绩期望落差越大，越会降低和威胁到组织存在的声誉和外部合法性，从而导致组织存在的理由受到利益相关者的质疑。尤其当企业在历经持续的业绩下降而无法提出解决方案时，当事企业就会被要求对业绩的持续下滑做出公正合理的解释。股东、投资者、媒体和公共机构等往往也会强化对绩效下滑企业的关注力度与监督力度。内外部危机威胁到组织的合法性，从而迫使组织必须重新思考自身的战略活动和经营方向，以修正现存的组织问题（Oliver, 1992）。早期学者以大学为研究对象发现（Manns & March, 1978; Kraatz, 1998; Kraatz & Zajac, 1996; Zajac & Kraatz, 1993），当大学排名低于期望水平而对其外界声望造成不良影响时，为规避声誉损失或重塑外界合法性，低于期望水平的大学更倾向于对课程体系实施战略性的变革，即使这种调整将在组织内部存在巨大的阻力。由于组织对所面临的威胁做出的反应要强于对机会做出的反应（Kahneman & Tversky, 1979），所以较低绩效往往会引发显著的战略性的改变（Williamson & Ouchi, 1981）。

第三，对员工而言，组织良好的业绩代表着个人较佳的升迁机会以及期望工资的提升。相反，组织欠佳的业绩表现，则会引发员工不断的负面预期，如减薪或裁员等。总之，业绩期望落差越大，则越会降低员工对组织的正向预期，最终引发员工的自动离职，一旦组织的

核心员工离职，组织所面临的经营问题将变得更为严重。企业若在此状况下实施主动的战略调整，则会成为安定员工的一种信号机制，即让员工意识到企业在积极地解决问题，经营绩效可以再次获得改善。

第四，业绩期望落差也会影响管理者在外部劳动力市场上的声誉，所以在业绩期望落差扩大时，管理者为规避自身利益损失，尤其是维持自身在未来劳动力市场上的声望，他们会通过冒险行为达到拯救组织的目的（Bromiley, 1991; Singh, 1986; Greve, 1998; Baum & Dahlin, 2007）。此外，业绩期望落差还有利于打破管理者固守现状的傲慢情结，从而促使他们去重新审视当前战略所存在的问题；同时，也会降低管理者的自负心理，刺激他们去寻求更多信息，尤其是学习竞争者的行为，以竞争者为目标，调整自身战略方向（Bandura, 1977），以重新得到潜在投资者对组织战略的理解与支持（Cialdini, 1984）。

正如 Williamson 和 Ouchi（1981）所述，由于在业绩下降时，组织的决策者对威胁做出的反应要强于对机会做出的反应，结果是低绩效的组织被要求去做更多的努力以改进业绩。如此引发一系列冒险行为的产生，如技术创新、产品或服务改进、管理体系革新，以及战略重新定位等合法性的冒险自救行为，以应对不断恶化的经营状况。基于上述分析，本文提出如下假设：

假设 1：业绩期望落差越大，企业实施合规性的冒险变革行为的程度越高。

不过企业冒险决策行为并不仅体现在积极的、合法的冒险决策活动上，企业家的冒险行为（如创新）并不一定对社会产生贡献，根源就在于他们在追求标新立异的过程中往往没有考虑到他们的活动将对社会产生何种影响，甚

至出现了凡伯伦式 (Veblen, 1904) 的系统性破坏。Baumol (1990) 的企业家理论明确地指出, 企业家的才智是可以在多种用途之间进行配置的, 企业家精神活动的供给在社会各阶层中是非均衡的, 既有生产性的、高效率的生产活动, 如技术变革与创新, 也有非生产性的活动, 如寻租, 还有破坏性的企业家精神活动, 如犯罪、非法经营等。并且违规等破坏性生产活动在商界里是非常普遍的, 据估计 GNP 中的 10% 被用于非生产性活动 (Baumol, 1990)。中国企业经过 30 年的发展已经取得了很辉煌的成就, 它们的创新能力、变革能力逐渐增强; 然而, 有关中国企业偷漏税、环境污染、克扣工资、贿赂、伪劣产品以次充好等负面报道却从来没有停止过, 资本市场中的大股东掏空、关联交易等败德现象也屡见不鲜。

导致企业出现非法的、铤而走险的冒险活动的因素较多, 如制度环境、竞争状态、需求成长、行业文化、组织特征以及企业家的个体特征等都是重要的影响因素 (Courtne, 2001; Giaccotto et al., 2005; McGrath & Nerkar, 2004)。本文认为, 当经营期望落差出现、经营状况恶化时, 也会引致企业采取违规性的冒险行为, 这是因为: 第一, 在难以获取支持性资源的情况下, 陷入经营落差困境的企业除了进行合规性的以变革为主导的冒险自救行为之外, 为了快速寻找到问题解决方案很有可能导致其采取违规性的冒险投机活动。Alexander 和 Cohen (1999)、Baucus (1994) 等的研究就发现, 处于经营困境的企业更倾向于通过破坏性生产的方式改变现状。第二, 经营困境威胁到 CEO 等权力集团的控制权和利益, 通过操纵盈余等方式就可以快速地改变这种困境状态。如 Burgstahler 和 Dichev (1997) 的研究表明, 大约有 7%~12% 的业绩微降公司采取过盈余操纵行

为, 大约有 30%~40% 的微亏公司采取过盈余操纵行为; Shuto (2007) 也得到类似的结论。第三, 处于经营落差困境中的企业在市场上的声誉往往不如顺境中的企业, 权力集团从事欺骗性生产活动所遭受的声誉制裁的损失也就自然低于那些经营业绩很好的企业。于是“声誉制裁”成本的降低反而会更加诱使穷困企业去采取一种“破罐子破摔”行为来应对经营期望落差的扩大。所以, 在给定从事违规性的冒险投机活动的声誉损失已不会在很大程度上降低企业既定的声誉损失的情况下, 从事违规性冒险投机活动以求改变组织经营落差的行为动机就倾向提升。

所以理性的决策者要解决期望落差问题就要采取一定的冒险行动 (Finney & Lesieur, 1982), 当违规性冒险活动的收益高于其感受到的潜在风险时, 违规性投机行为就会被采纳 (Braithwaite, 1985; Coleman, 1987; Ehrlich, 1974; Sutherland, 1961)。如 Staw 和 Szajkowski (1975) 的研究早已发现低绩效产业中出现了许多犯罪行为, 后来 Alexander 和 Cohen (1996) 则发现糟糕业绩的企业经常会进行环境犯罪。尤其在业绩水平未达到期望水平时, 这种非法性的冒险投机行为更有可能被采纳 (Harris & Bromiley, 2007), 因为虽然那些经营业绩接近参考点的企业也许希望通过合法的途径以实现期望水平, 但当业绩远远低于期望水平时, 这些企业也许发现很少有合法的途径可以快速实现其期望水平了, 所以与参考点的落差越大则越有可能采取快速见效的、低成本的、非法性的冒险投机活动。基于上述分析, 本文提出如下假设:

假设 2: 经营期望落差越大, 企业实施违规性的冒险投机行为的程度越高。

（二）期望落差（困境状态）与冒险决策之间关系的情景机制分析

基于上节分析，经营期望落差是促使组织实施冒险行为的重要动机，随着业绩期望差距的增大，组织会通过实施合规性的冒险行为以挽救经营落差困境，同时也会通过实施违规性冒险行为来应对经营落差困境。本文进一步认为，经营期望落差对冒险行为的影响程度并非是同质性的，即组织自身特征和内外环境等情景条件的不同，决定了即使在同等业绩期望落差情况下，组织更偏向于实施哪种冒险行为也会有所不同。本文认为组织自身的内部状态，以及企业所处的外部行业环境^①和制度环境^②的差异性，最终会影响到业绩期望落差出现后组织的冒险决策行为。基于上述分析，下面进一步探讨影响经营期望落差状态下企业冒险行为实施的情景机制，以下主要从组织内部资源条件、外部行业环境和制度因素三个方面进行理论分析，并提出相关研究假设。

1. 组织资源充足性

管理者实施任何战略都需要有充足的资源作为基础和保证，资源充足性是影响管理者组织自主权的重要因素（Finkelstein & Hambrick, 1990）。管理者如果拥有更多的可支配资源，便意味着他们拥有更多的资源运作权（Hambrick & Finkelstein, 1987）。随着资源运作权的增大，管理者会拥有更多的余地去实施探索性行为（Cyert & March, 1963），如拥有更多的自由度去进行新产品研发来满足不同顾客的需求（Sahayma et al., 2012），拥有更多机会去实施

地区多元化销售，以突破区域发展的各种局限性（Crossl & Hambrick, 2011；Ramamurti, 2009；Sanders & Carpenter, 1998）。组织可支配资源的缺乏则降低了管理者实施战略选择的范围、机会和能力，从而降低了他们对上述合规性的冒险自救行为的实施程度。因此，当实际绩效低于业绩期望时，拥有较高资源运作权的管理者，对合规性的战略自救行为的选择余地和空间更大，且实施这些合规性的战略性变革的资源基础也更强大，从而削弱了管理者实施违规性投机行为的动机，因为违规性的投机冒险活动毕竟是存在风险的，被发现后也具有较强的惩罚成本，会对自身声誉和合规性产生危害。在管理者有机会、能力和资源较为容易地实施合规性的变革行为来挽救企业的前提下，就不会求助于违规性的投机行为。基于上述分析，本文提出如下假设：

假设 3：随着资源充足性程度的提高，组织在经营期望落差扩大时从事合规性的冒险变革行为的程度更高，而违规性的冒险投机行为将被弱化。

2. 行业环境敌对性

环境敌对性（environmental hostility）是就环境对企业生存与发展的支持程度而言的，是指企业所处的外部环境为其提供的资源和机会是有限的和匮乏的，以及在此环境下获取仅有的资源和机会是极为艰难的（Covin & Slevin, 1989）。与之相反的是环境的宽容性（environmental munificence），环境的宽容性反映了环境对企业持续增长的支持程度（Dess & Donald,

^① 我国经济体制正处于计划经济向市场经济转型的关键时期，经济转型导致了宏观经济中资源配置方式和经济增长方式的变化，社会环境发生重大变化，企业所处的经营环境也体现出更大的动态性和不确定性特征，这种外部行业环境的特征也会对企业的冒险决策和行为产生重大影响。

^② 陷入困境和内外压力下的企业偏好于实施何种冒险行为来进行自救，还取决于现行的游戏规则，例如，不完善的区域制度环境可能更诱使企业从事违规性的冒险行为，而降低了它们从事合规性冒险行为的动机。本部分将制度因素纳入了经营期望落差与冒险决策的模型，即具体分析制度效率对两者关系的调节机制。

1984; Starbuck, 1976), 宽容性的环境能为企业提供丰腴的资源支持、广阔的发展机会与空间, 且获取这些资源和机会是相对容易的 (Castrogiovanni, 1991), 企业会寻求有助于自身生存和发展的环境 (Cyert & March, 1963)。在宽容性环境中, 企业可以以较低的成本比较容易地获取资源和机会, 这些均有利于企业适应复杂多变的竞争环境 (Levinthal, 1997)。资源更为充足和发展机会更为广阔的企业, 可以更加自由地对内外部困境做出反应, 可以使得企业有选择地采取适应环境变化的行动, 帮助企业减轻内外部困境带来的冲击。尤其是当外部环境给企业提供更多冗余性资源积累时, 能支持企业通过创新性活动来有效解决冲突, 降低内外部困境对企业的不利影响 (Bourgeois, 1981; Chakravarthy, 1982)。当企业处于相对敌对性的外部环境时, 企业更有可能从事非法性的行为 (Staw & Sz wajkowski, 1975)。

外部环境的敌对性和宽容性 (丰腴性) 是影响组织行为决策的重要因素 (Starbuck, 1965; Katz & Kahn, 1966; March & Simon, 1958; Pfeffer & Salancik, 1978; Staw & Sz wajkowski, 1975)。Starbuck (1965) 指出组织旨在寻求那些有利于自身发展和成长丰腴性的环境, 此外, Cyert 和 March (1963) 将环境的丰腴性与组织的冗余性资源的积累看作影响组织成长和确保组织稳定性和存活性的重要因素。企业需要从它所在的周围环境中吸取资源, 获取机会来确保自己的生存 (Katz & Kahn, 1966), 由此当外部环境越匮乏、越具有敌对性时, 组织需要从环境中获取资源和机会所要付出的努力就越高, 然而这种努力的形式是多方面的, 包括从事非法性的投机行为 (Staw & Sz wajkowski, 1975)。Staw 和 Sz wajkowski (1975) 指出企业外部环境越敌对, 组

织越要付出更大的努力去从这个环境下获取资源以维持组织的生存和发展, 所以它们更有可能通过从事非法性的投机活动去实现, 企业非法性的、不公平性的市场活动, 或限制性交易的程度随之就越高。而当企业所处的市场环境比较丰腴, 组织可以从所在的环境中较为容易地获取充分的资源和机会时, 它们更有可能通过合法的途径来维持企业运作和生存, 而无须诉诸于非法性行为。

公司违规行为方面的研究 (Kriesberg, 1976; Sz wajkowski, 1985; Vaughan, 1985) 同样表明, 外部敌对性的环境条件会导致企业严重的财务问题, 因此 CEO 可能会认为有必要去依靠非道德的企业实践来确保企业的生存和发展。根据企业不正当行为理论方面的文献, 环境的匮乏性是形成环境敌对性的重要因素 (Baucus & Near, 1991; Staw & Sz wajkowski, 1975)。敌对性的外部环境给企业带来不确定性, 促使管理者更多地去寻求方便的、权宜性的、但具有非法性的行为 (Baucus & Near, 1991; Sz wajkowski, 1985; Vaughan, 1982)。此外, 企业违规行为产生的压力模型认为组织违法或不当行为的产生是外部环境压力和机遇等因素共同作用的结果 (Baucus, 1994; Finney & Lesieur, 1982; Sz wajkowski, 1985; Vaughan, 1982)。其中由于组织外部环境和自身特征相结合导致的资源匮乏性和所需资源无法获取的压力, 是导致组织违反法律或者规范去从事非法性活动的重要因素 (Baucus, 1994; Finney & Lesieur, 1982; Sz wajkowski, 1985; Vaughan, 1982)。组织压力和机会的相结合, 促使企业从事非法性活动去获取资源, 压力理论的解释依赖这样一个假设, 即组织成员都是无道德的理性计算器: 当遇到无法获取的资源或资源匮乏和稀缺时, 组织成员进行一些心理演算, 权衡

不当行为的利益，以及打破这些规则的成本。如果违法规则的好处大于成本，不当行为就成为行动方针（Finney & Lesieur, 1982）。该假设是实施不当行为的基础，解释了在压力和机遇面前不当行为发生的原因所在。

面对匮乏性和敌对性的外部环境的企业，组织成员更有可能从事冒险投机行为，通过诉诸于非法的行为以确保企业生存（Clinard et al., 1979; Simpson, 1986; Staw & Szwajkowski, 1975）。尤其对于已深陷经营困境中的企业，外部环境的敌对性和匮乏性更是给企业带来了巨大的资源和发展空间的约束，进而给企业造成更加沉重的生存压力。外在环境越匮乏，环境敌对性越强，企业生存的外部环境压力越大（Morris et al., 1995），此时，困境中的企业越不会依靠风险性、不确定性、成本投入相对较高和投资回报期限较长的创造性活动进行自救，而求助于快速见效、资源投入和成本相对较低的投机活动则成为恶劣环境下的权宜之计。如 Morris 等（1995）的研究表明，敌对性的外部环境引发企业外在环境压力增大，诱发 CEO 从事非道德经营行为，窃取竞争对手商业机密和贿赂国外政府官员等投机活动的倾向增强，环境敌对性加速了经营困境中企业的投机行为的实施。基于上述分析，本文提出如下假设：

假设 4：随着环境敌对性程度的提高，企业在经营期望落差扩大时从事违规性的冒险投机行为的程度更高，而合规性的冒险变革行为将被弱化。

3. 外部制度效率

一些学者发现，西方完善制度下的企业在面临经营困境时倾向于采取进攻性的或创新性的战略以利用市场机会，如 Miller 和 Friesen（1983）以美国的企业为样本研究发现，处于竞争性的且恶劣的环境中的创业企业相对于其他

企业更具有先动性、更冒险，并且更能够克服短期的障碍而采取长期的战略。这些研究与发展中的转型制度国家存在显著的差异，并且由于中国疆域的辽阔与人口规模的庞大，各地区在历史条件、资源禀赋和地理交通上的显著差异直接造成了市场化进程的非均衡性（陈德球和钟昀珈，2011），尤其是在 20 世纪 70 年代后期进行的分权化改革导致我国地区之间制度的差异化程度日益提高，制度效率存在显著差异（樊纲、王小鲁和朱恒鹏，2011）。所以虽然中国的法律体系在每个地方都是一样的，但实际上在不同的区域，地方政府的质量、合约执行的强度、当地产品与金融市场等存在非常显著的差异，不同区域经营环境与合约执行的情况很不相同（Cull & Xu, 2005）。不同的制度安排将导致不同的市场交易成本（North & Thomas, 1973），制度对企业行为的影响在中国这样的转型经济国家更容易被观测，中国转型和新兴市场下的法律与制度条件是企业发展的基本，这些外部制度因素影响企业的决策行为，企业的决策行为选择实际上是企业治理特征和所处外部制度因素之间进行理性权衡的结果，尤其是制度效率所提供的产权保护水平，是影响企业决策偏好的重要因素。基于此，不少学者开始关心国内不同区域制度环境对企业决策行为可能产生的影响。

在那些制度未能很好地得到执行的区域，虽然也颁布了许多新的法律与规章以规范市场竞争，但执行力仍旧比较弱，缺乏明确设立的且恰当得以执行的保护私营产权、知识产权的法律与制度，在这种背景下企业家很少创新，尤其是在恶劣竞争环境下（Li & Zhang, 2007; Tan & Tan, 2005）。如 Fan 等（2007）研究了中国这个最大的新兴市场中的财务困境问题，结果发现制度质量很大程度地影响到困境中的

企业决策。企业家偏好于实施何种冒险行为，主要取决于现行的游戏规则，如果制度框架中没有对合法性的创造活动（如创新行为）提供足够的激励与报酬，就有可能促使企业家从事其他的投机活动，如非法的行贿或打劫等投机行为就盛行起来（Li & Atuahene-Gima, 2001; Li & Zhang, 2007）。在那些制度最为落后的区域，这种机会主义行为、非法的竞争行为（如侵犯知识产权或中断合约）、合法的但不道德的行为等（Cheung & King, 2004）则更为严重。在这样的制度环境下，企业不能够感觉到来自规则的、感知到的和标准的充分保护，这就限制了创造性活动的预期回报，并降低了竞争行为的可预测性（Li & Zhang, 2007）。所以，在不发达的制度环境下，它们不仅没有感觉到机会的到来而且感觉到处境更加艰难。Tan（2005）对 Tan 和 Litsschert（1994）的研究对象进行追踪调研发现，制度环境落后区域中的企业不倾向于采取长期的、先动的战略，当面临恶劣的竞争环境时，这意味着在环境的改进、培育过程中这些企业家缺乏自信（Tang & Hull, 2012）。不规范的制度环境打击了中国企业家开发新产品方面的抱负，且提高了竞争的脆弱性（Peng & Heath, 1996; Tang & Hull, 2012）。很多案例说明，投机行为将会严重侵害到合法经营的未来收益（Cheung & King, 2004; Li & Atuahene-Gima, 2001），如 Cheung 和 King（2004）的研究发现，有些厂家想合法经营，但最终却将市场输给了那些价格低的走私产品的厂家。尤其是当制度环境仅提供有限的保护时，企业对自身命运的把控力较低，就会使它们感觉到很脆弱和敌意，而不是乐观地去抓住各种机会（Barr & Glynn, 2004; Busenitz & Lau, 1996），尤其是对于深处经营困境的企业而言更为明显。

此外，在制度发达地区，地区企业间的相互信任水平较高，当地企业的组织方式或交易方式灵活便捷，金融发展水平和外商投资水平也相对较高，融资和市场环境较为完善，且政府干预程度较低，从而为管理者从事经营管理活动带来更大的自由空间，提高了管理者在生产性投资决策上的自由度（张三保和张志学，2012）。处于制度欠发达地区的企业，由于缺乏信任、融资和市场环境较为拘谨、劳动力灵活性较低，尤其是政府过度干预等因素，企业从事生产性活动的空间将减小。如 Baumol（1990）引用了罗马、中世纪中国以及欧洲的例子，认为人们具有创业的本能，但却可能因为过高的税收、过多的干预、过于繁杂的法律、低下的行政效率而将企业家才能引至寻租等非生产性活动中。政府由于依然掌握着大量重要的生产资源的分配权并控制着一些重要市场的进入权，这就引致了企业家有动机去从事一些破坏性生产活动（吴敬琏和黄少卿，2007）。刘小玄（2003）指出，政府干预降低了社会对商业精神和职业能力的追求，当政府成为各种稀缺资源的主导配置者时，企业几乎就没有必要提高其经营能力和创新能力，非生产性或非法性的活动将会增加。基于上述分析，本文提出如下假设：

假设 5：相对于完善的制度环境，处于不完善制度环境下的企业在经营期望落差扩大时从事违规性的冒险投机行为的程度更强，而合规性的冒险变革行为将被弱化。

三、研究设计

（一）样本和数据

本文以 2003~2014 年沪深交易所 A 股上市公司为样本，剔除金融类、企业性质无法判定、

ST 或 PT 以及数据严重缺失的公司，最终获取 7848 个观测值，本文数据主要来自 CSMAR 数据库。表 1 中 A 组和 B 组的数据表明，样本主

要集中于制造业（58.07%），主要分布于东南地区（54.82%）、环渤海地区（21.62%）和中部地区（10.12%）。

表 1 样本的行业和地区分布情况

A 组：行业代码	所占比重 (%)	行业分类
Ind_A	1.34	农、林、牧、渔业
Ind_B	2.34	采掘业
Ind_C	58.07	制造业
Ind_D	3.54	电力、煤气及水的生产和供应业
Ind_E	2.54	建筑业
Ind_F	5.08	交通运输、仓储业
Ind_G	8.15	电子信息服务业
Ind_H	6.27	批发和零售贸易
Ind_J	5.81	房地产业
Ind_K	3.25	社会服务业
Ind_L	1.34	信息与文化产业
Ind_M	2.27	综合类
B 组：地区代码	所占比重 (%)	地区（省份）
Reg_1	54.82	东南地区（江苏、上海、浙江、福建和广东）
Reg_2	21.62	环渤海地区（山东、北京、天津和河北）
Reg_3	10.12	中部地区（安徽、河南、湖北、湖南和江西）
Reg_4	4.87	东北地区（黑龙江、吉林、辽宁）
Reg_5	8.31	西南地区（云南、贵州、广西、四川、重庆和海南）
Reg_6	0.27	西北地区（山西、陕西、内蒙古、宁夏、青海、甘肃和新疆）

（二）模型设计

基于本文研究假设，设定以下待检验的模型：

$$\text{Sch}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 I_1 (\text{Aeps}_{i,t-1} - \text{Feps}_{i,t-1}) + \beta_2 R_{i,t} I_1 (\text{Aeps}_{i,t-1} - \text{Feps}_{i,t-1}) + \beta_3 H_{i,t} I_1 (\text{Aeps}_{i,t-1} - \text{Feps}_{i,t-1}) + \beta_4 Z_{i,t} I_1 (\text{Aeps}_{i,t-1} - \text{Feps}_{i,t-1}) + \beta'_4 X_{i,t} + \beta'_5 Y_r + \beta'_6 \ln + \beta'_7 \text{Re} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{Fmr}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 I_1 (\text{Aeps}_{i,t-1} - \text{Feps}_{i,t-1}) + \beta_2 R_{i,t} I_1 (\text{Aeps}_{i,t-1} - \text{Feps}_{i,t-1}) + \beta_3 H_{i,t} I_1 (\text{Aeps}_{i,t-1} - \text{Feps}_{i,t-1}) + \beta_4 Z_{i,t} I_1 (\text{Aeps}_{i,t-1} - \text{Feps}_{i,t-1}) + \beta'_4 X_{i,t} + \beta'_5 Y_r + \beta'_6 \ln + \beta'_7 \text{Re} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{Sch}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 I_2 (P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) + \beta_2 R_{i,t} I_2 (P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) + \beta_3 H_{i,t} I_2 (P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) + \beta_4 Z_{i,t} I_2 (P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) + \beta'_4 X_{i,t} + \beta'_5 Y_r + \beta'_6 \ln + \beta'_7 \text{Re} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\text{Fmr}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 I_2 (P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) + \beta_2 R_{i,t} I_2 (P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) + \beta_3 H_{i,t} I_2 (P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) + \beta_4 Z_{i,t} I_2 (P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) + \beta'_4 X_{i,t} + \beta'_5 Y_r + \beta'_6 \ln + \beta'_7 \text{Re} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中， $\text{Sch}_{i,t}$ 和 $\text{Fmr}_{i,t}$ 为因变量，分别表示合规性冒险变革行为（战略变革）和违规性冒险投机行为（财务操纵）。 $|I_1 (\text{Aeps}_{i,t-1} - \text{Feps}_{i,t-1})| < 0$ 和 $|I_2 (P_{i,t-1} - IE_{i,t-1})| < 0$ 分别表示分析师预测期望落差和行业期望落差的绝对值。 $R_{i,t}$ 表示资源禀赋程度， $H_{i,t}$ 表示行业环境敌对性程度， $Z_{i,t}$ 表示地区的制度发展状况，如果企业处于低效率制度环境下，则 $Z_{i,t} = 1$ ，否则 $= 0$ 。 $X_{i,t}$ 代表企业层面或者产品市场层面上的控制变量。 Y_r 、 Re 和 $\ln$ 分别代表年度、地区和行业虚拟变量。上述

变量的解释说明和具体的测量方法如表 2 所述，进行了缩尾处理。
为避免异常值的影响，对连续变量在 1%水平上

表 2 主要变量定义

	变量及代码	变量定义
因变量	合规性冒险变革行为	战略变革 (Sch _{it})：战略资源配置在年度区间上的波动率 (Zhang & Rajagopalan, 2010)
	违规性冒险投机行为	财务操纵 (Fmr _{it})：企业当年发生的财务信息造假、会计事项造假和报表造假的次数总和，本文主要搜集以下行为的发生次数总和来进行衡量：虚构利润 (次数)、虚列资产 (次数)、虚假记载 (次数)、误导性陈述 (次数)、信息延迟披露 (次数)、信息重大遗漏 (次数)、财务信息披露不实 (次数)
自变量	分析师预测期望落差 ($ I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0 $)	实际绩效水平 (Aeps _{i,t-1}) 低于分析师预测水平 (Feps _{i,t-1}) 的差距 (负向截尾) 的绝对值，具体计算方法参见 Gentry 和 Shen (2013)
	行业经营期望落差 ($ I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) < 0 $)	实际绩效水平 (P _{i,t-1}) 低于行业经营期望 (IE _{i,t-1}) 的差距 (负向截尾) 的绝对值，具体计算方法参见 Chen (2008)
调节变量	组织冗余资源 (R _{it})	采用权益债务比例来衡量 (Bourgeois, 1981)
	环境敌对性 (H _{it})	行业过去五年的平均净利润增长率乘以 (-1)，该指标越大则表示行业环境的敌对性程度越高 (Dess & Beard, 1984)
	低制度效率 (Z _{it})	根据樊纲市场化指数来衡量，如果组织所处地区的市场化指数值低于中位数，则认为该组织处于低效率制度环境下，此时赋值 Z _{it} =1，否则 Z _{it} =0
控制变量	企业寿命 (Life _{it})	公司成立至今的年限取自然对数
	企业规模 (Size _{it})	期末资产总额取自然对数
	企业性质 (Private _{it})	当实际控制人为自然人或家族时，设定 Private _{it} =1，否则设定 Private _{it} =0
	股权集中度 (Shrhfd _{it})	前五位大股东持股比例的赫芬达尔指数
	独立董事比例 (Outbrd _{it})	外部独立董事人数占董事会人数的比例
	企业市场份额 (Fmrkt _{it})	企业主营业务收入占其所处行业总主营业务收入的比重
	年度虚拟变量 (Yr _{it})	控制随年度变化的外部宏观状况或政策变动等对冒险行为的影响
	地区虚拟变量 (Re _{it})	控制地区因素对冒险行为所产生的影响
	行业虚拟变量 (In _{it})	控制行业因素对冒险行为所产生的影响

(三) 变量基本描述与相关性分析

表 3 对主要变量进行了描述性统计和相关性分析，结果显示：合规性冒险变革行为 (Sch_{it}) 的均值为 0.078，标准差为 0.371；违规性冒险投机行为 (Fmr_{it}) 的均值为 0.202，标准差为 0.781； $|I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0|$ 均值为 0.289，表明实际绩效低于分析师预测水平的平均差距为 0.289； $|I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) < 0|$ 均值

为 0.008，表明实际绩效低于行业期望值的平均差距为 0.008。相关关系的结果表明，分析师预测落差 ($|I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0|$) 与合规性冒险行为 (Sch_{it}) 和违规性冒险行为 (Fmr_{it}) 之间均呈现显著的正相关关系；行业期望落差 ($|I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) < 0|$) 与合规性冒险变革行为 (Sch_{it}) 和违规性冒险投机行为 (Fmr_{it}) 之间同样呈现显著的正相关关系。

表 3 主要变量的描述性统计和相关性分析

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1. $Sch_{i,t}$	1.000												
2. $Fmr_{i,t}$	0.023 [*]	1.000											
3. $I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0$	0.104 ^{***}	0.073 ^{***}	1.000										
4. $I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) < 0$	0.099 ^{***}	0.029 ^{**}	0.017	1.000									
5. $R_{i,t}$	0.021 [*]	-0.046 ^{***}	-0.087 ^{***}	-0.085 ^{***}	1.000								
6. $H_{i,t}$	-0.150 ^{***}	0.016	-0.010	0.018	0.114 ^{***}	1.000							
7. $Z_{i,t}$	0.024 ^{**}	0.027 ^{**}	-0.004	0.036 ^{***}	-0.027 ^{**}	0.018	1.000						
8. $Life_{i,t}$	0.002	-0.020 [*]	-0.025 ^{**}	0.082 ^{***}	-0.055 ^{***}	0.188 ^{***}	-0.018	1.000					
9. $Size_{i,t}$	-0.106 ^{***}	-0.093 ^{***}	0.025 ^{**}	-0.008	-0.130 ^{***}	0.150 ^{***}	0.018	0.216 ^{***}	1.000				
10. $Private_{i,t}$	0.084 ^{***}	0.093 ^{***}	0.170 ^{***}	-0.086 ^{***}	0.029 ^{***}	-0.018	0.095 ^{***}	-0.242 ^{***}	-0.421 ^{***}	1.000			
11. $Outbrd_{i,t}$	-0.007	0.027 ^{**}	-0.017	0.002	-0.039 ^{***}	0.040 ^{***}	-0.023 ^{**}	-0.031 ^{***}	0.096 ^{***}	0.006	1.000		
12. $Fmrkl_{i,t}$	-0.062 ^{***}	-0.040 ^{***}	-0.064 ^{***}	0.013	-0.020 [*]	-0.014	0.018	-0.037 ^{***}	0.432 ^{***}	-0.158 ^{***}	0.056 ^{***}	1.000	
13. $Shrhld_{i,t}$	-0.031 ^{**}	-0.052 ^{***}	-0.047 ^{***}	-0.000	0.037 ^{***}	0.021 [*]	-0.033 ^{***}	-0.159 ^{***}	0.296 ^{***}	-0.226 ^{***}	0.030 ^{***}	0.182 ^{***}	1.000
均值	0.078	0.202	0.289	0.008	0.185	1.272	0.956	2.432	21.84	0.460	0.356	0.017	0.199
标准差	0.371	0.781	0.330	0.028	0.350	3.649	0.203	0.467	1.242	0.498	0.073	0.048	0.129

注：***表示 $p < 0.01$ ，**表示 $p < 0.05$ ，*表示 $p < 0.1$ ， $N = 7848$ ；年度、地区和行业控制变量基于版面限制未加列示。

四、实证检验与结果分析

(一) 分析师预测落差与两种冒险行为的关系检验

在表 4 的模型 (2) 中, 分析师预测落差 ($|I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0|$) 的回归系数显著为正 ($\beta = 0.124, p < 0.01$), 且在后续加入调节变量后的模型 (3)、(4)、(5) 和全模型 (6) 中依然稳健, 结果表明随着分析师预测期望落差的扩大, 组织实施合规性冒险变更行为的程度更高, 由此本文假设 1 得到验证。在模型 (8) 中, 分析师预测落差 ($|I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0|$) 的回归系数也显著为正 ($\beta = 0.081, p < 0.01$), 且在后续加入调节变量后的模型 (9)、(10)、(11) 和全模型 (12) 中依然稳健, 结果表明随着分析师预测期望落差的扩大, 组织实施违规性冒险投机行为的程度也更高, 由此本文假设 2 得到验证。

在表 4 的模型 (3) 中, 组织冗余资源与分析师预测落差的交互项 ($|I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0| \times R_{i,t}$) 的系数显著为正 ($\beta = 0.006, p < 0.05$), 且在后续全模型 (6) 中该结果依然稳健。模型 (9) 中组织冗余资源与低于分析师预测落差的交互项 ($|I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0| \times R_{i,t}$) 的系数显著为负 ($\beta = -0.007, p < 0.01$), 且在后续全模型 (12) 中该结果依然稳健。这两个模型的结果表明, 在实际业绩低于分析师预测水平的情况下, 随着组织冗余资源的提高, 组织实施合规性的战略调整的程度将增高, 而实施

违规性的财务操纵行为的程度将会降低, 由此本文假设 3 得到验证。

在表 4 的模型 (4) 中, 行业环境敌对性与分析师预测落差的交互项 ($|I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0| \times H_{i,t}$) 的系数显著为负 ($\beta = -0.011, p < 0.01$), 且在后续全模型 (6) 中该结果依然稳健。模型 (10) 中行业环境敌对性与分析师预测落差的交互项 ($|I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0| \times H_{i,t}$) 的系数显著为正 ($\beta = 0.009, p < 0.01$), 且在后续全模型 (12) 中该结果依然稳健。这两个模型的结果表明, 实际业绩低于分析师预测水平的情况下, 随着组织所处的行业环境敌对性程度的提高, 组织实施合规性的战略调整的程度将降低, 而实施违规性财务操纵行为的程度将会增高, 由此本文假设 4 得到验证。

在表 4 的模型 (5) 中, 低效率制度环境与分析师预测落差的交互项 ($|I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0| \times Z_{i,t}$) 的系数显著为负 ($\beta = -0.023, p < 0.01$), 且在后续全模型 (6) 中该结果依然稳健。模型 (11) 中低效率制度环境与分析师预测落差的交互项 ($|I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0| \times Z_{i,t}$) 的系数显著为正 ($\beta = 0.054, p < 0.05$), 且在后续全模型 (12) 中该结果依然稳健。这两个模型的结果表明, 实际业绩低于分析师预测水平的情况下, 处于低效率制度环境下的组织实施合规性战略调整的程度将降低, 而实施违规性财务操纵行为的程度将会增高, 由此本文假设 5 也得到验证。

表 4 分析师预测落差 ($\Pi_1 (Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0$) 与冒险决策行为 (合规或违规) 的关系检验

	合规性冒险变革 (战略调整)						违规性冒险投机行为 (财务操纵)					
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)	模型 (5)	模型 (6)	模型 (7)	模型 (8)	模型 (9)	模型 (10)	模型 (11)	模型 (12)
Life _{i,t}	0.052 ^{ns}	-0.003	-0.002	-0.003	-0.003	-0.001	0.052 ^{***}	0.011	0.010	0.011	0.011	0.009
	(0.022)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.017)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.010)
Size _{i,t}	-0.067 ^{***}	-0.038 ^{***}	-0.038 ^{***}	-0.038 ^{***}	-0.038 ^{***}	-0.038 ^{***}	-0.037 ^{***}	-0.023 ^{***}	-0.023 ^{***}	-0.023 ^{***}	-0.023 ^{***}	-0.023 ^{***}
	(0.006)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.005)
Private _{i,t}	0.097 ^{***}	0.037 ^{***}	0.037 ^{***}	0.037 ^{***}	0.037 ^{***}	0.036 ^{***}	0.068 ^{***}	0.058 ^{***}	0.059 ^{***}	0.058 ^{***}	0.059 ^{***}	0.059 ^{***}
	(0.019)	(0.004)	(0.004)	(0.004)	(0.004)	(0.004)	(0.022)	(0.015)	(0.015)	(0.014)	(0.015)	(0.015)
Outbrd _{i,t}	-0.012	-0.061 ^{ns}	-0.062 ^{ns}	-0.062 ^{ns}	-0.060 ^{ns}	-0.061 ^{ns}	0.130 ^{***}	0.227 ^{***}	0.226 ^{***}	0.228 ^{***}	0.225 ^{***}	0.224 ^{***}
	(0.044)	(0.026)	(0.026)	(0.025)	(0.026)	(0.026)	(0.023)	(0.027)	(0.027)	(0.027)	(0.027)	(0.027)
Fmrkt _{i,t}	0.036 ^{ns}	-0.003	-0.005	-0.005	-0.003	-0.007	0.030	0.035	0.039	0.037	0.036	0.042
	(0.017)	(0.024)	(0.024)	(0.023)	(0.024)	(0.024)	(0.023)	(0.043)	(0.043)	(0.042)	(0.042)	(0.044)
Shrhd _{i,t}	0.097 ^{ns}	0.047	0.048	0.048	0.047	0.048	-0.074 ^{ns}	-0.044	-0.045	-0.045	-0.043	-0.044
	(0.046)	(0.037)	(0.037)	(0.037)	(0.036)	(0.037)	(0.036)	(0.040)	(0.040)	(0.041)	(0.039)	(0.039)
R _{i,t}	-0.077 ^{***}	-0.013	-0.015	-0.013	-0.014	-0.015	-0.112 ^{***}	-0.080 ^{***}	-0.079 ^{***}	-0.081 ^{***}	-0.080 ^{***}	-0.079 ^{***}
	(0.018)	(0.014)	(0.014)	(0.014)	(0.014)	(0.014)	(0.024)	(0.006)	(0.007)	(0.006)	(0.006)	(0.007)
H _{i,t}	0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000	0.000	-0.005 ^{***}	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
	(0.003)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.001)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.003)	(0.002)
Z _{i,t}	-0.051 ^{***}	-0.020 ^{ns}	-0.020 ^{ns}	-0.018 ^{ns}	-0.020 ^{ns}	-0.019 ^{ns}	0.038 ^{ns}	0.034 ^{***}	0.034 ^{***}	0.035 ^{***}	0.035 ^{ns}	0.036 ^{ns}
	(0.019)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.010)	(0.017)	(0.011)	(0.011)	(0.011)	(0.016)	(0.016)
I ₁ (Aeps _{i,t-1} - Feps _{i,t-1}) < 0		0.124 ^{***}	0.123 ^{***}	0.123 ^{***}	0.062 ^{***}	0.056 ^{***}		0.081 ^{***}	0.085 ^{***}	0.082 ^{***}	0.230 ^{***}	0.234 ^{***}
		(0.015)	(0.017)	(0.015)	(0.010)	(0.009)		(0.018)	(0.017)	(0.018)	(0.087)	(0.087)
I ₁ (Aeps _{i,t-1} - Feps _{i,t-1}) × R _{i,t}			0.006 ^{ns}			0.006 ^{ns}			-0.007 ^{***}			-0.006 ^{***}
			(0.003)			(0.003)			(0.001)			(0.001)
I ₁ (Aeps _{i,t-1} - Feps _{i,t-1}) × H _{i,t}				-0.011 ^{***}		-0.012 ^{***}				0.009 ^{***}		0.010 ^{***}
				(0.003)		(0.003)				(0.003)		(0.003)
I ₁ (Aeps _{i,t-1} - Feps _{i,t-1}) × Z _{i,t}					-0.023 ^{***}	-0.024 ^{***}					0.054 ^{ns}	0.054 ^{ns}
					(0.007)	(0.007)					(0.026)	(0.027)
-cons	1.511 ^{***}	0.910 ^{***}	0.905 ^{***}	0.909 ^{***}	0.918 ^{***}	0.913 ^{***}	0.975 ^{***}	0.799 ^{***}	0.804 ^{***}	0.799 ^{***}	0.783 ^{***}	0.788 ^{***}
	(0.038)	(0.068)	(0.067)	(0.068)	(0.066)	(0.065)	(0.109)	(0.109)	(0.111)	(0.109)	(0.112)	(0.114)
F	98.135	76.272	73.398	95.998	214.656	367.083	92.193	688.298	917.279	1001.438	355.803	367.266
Adj. R ²	0.112	0.084	0.085	0.085	0.085	0.086	0.026	0.029	0.029	0.029	0.030	0.030

注：*** 表示 $p < 0.01$ ，** 表示 $p < 0.05$ ，* 表示 $p < 0.1$ ，N = 7848；年度、地区和行业控制变量基于版面限制未加列示；括号内为标准误；上述模型为经 Driscoll-Kraay 标准误调整后的结果。

表 5 行业比较期望落差 ($|I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) < 0|$) 与冒险行为 (合规或违规) 的关系检验

	合规性冒险变革 (战略调整)												违规性冒险投机行为 (财务操纵)											
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)	模型 (5)	模型 (6)	模型 (7)	模型 (8)	模型 (9)	模型 (10)	模型 (11)	模型 (12)												
Life _{i,t}	0.049 ^{***} (0.018)	0.023 ^{***} (0.011)	-0.013 ^{***} (0.002)	-0.013 ^{***} (0.002)	0.023 ^{***} (0.011)	-0.013 ^{***} (0.002)	0.035 ^{***} (0.017)	0.016 ^{***} (0.019)	-0.027 ^{***} (0.015)	-0.027 ^{***} (0.015)	0.016 ^{***} (0.019)	-0.028 ^{***} (0.015)												
	-0.068 ^{***} (0.008)	-0.048 ^{***} (0.004)	-0.026 ^{***} (0.001)	-0.026 ^{***} (0.001)	-0.048 ^{***} (0.004)	-0.026 ^{***} (0.001)	-0.042 ^{***} (0.006)	-0.037 ^{***} (0.005)	-0.025 ^{***} (0.006)	-0.025 ^{***} (0.005)	-0.037 ^{***} (0.005)	-0.024 ^{***} (0.006)												
Size _{i,t}	0.098 ^{***} (0.020)	0.100 ^{***} (0.019)	0.049 ^{***} (0.005)	0.049 ^{***} (0.005)	0.100 ^{***} (0.019)	0.049 ^{***} (0.005)	0.075 ^{***} (0.021)	0.078 ^{***} (0.021)	0.075 ^{***} (0.016)	0.075 ^{***} (0.016)	0.078 ^{***} (0.021)	0.075 ^{***} (0.016)												
	-0.009 (0.043)	-0.013 (0.047)	-0.098 ^{***} (0.025)	-0.098 ^{***} (0.025)	-0.014 (0.046)	-0.099 ^{***} (0.024)	0.115 ^{***} (0.024)	0.131 ^{***} (0.039)	0.284 ^{***} (0.054)	0.284 ^{***} (0.054)	0.128 ^{***} (0.039)	0.286 ^{***} (0.054)												
Private _{i,t}	0.031 [*] (0.016)	-0.070 ^{***} (0.016)	-0.107 ^{***} (0.029)	-0.109 ^{***} (0.029)	-0.071 ^{***} (0.016)	-0.110 ^{***} (0.029)	0.019 (0.021)	-0.021 (0.018)	-0.032 (0.045)	-0.032 (0.045)	-0.022 (0.018)	-0.029 (0.046)												
	0.090 ^{ns} (0.046)	0.091 ^{ns} (0.042)	0.033 (0.032)	0.033 (0.032)	0.091 ^{ns} (0.042)	0.034 (0.032)	-0.078 [*] (0.043)	-0.089 [*] (0.050)	-0.072 (0.058)	-0.071 (0.058)	-0.090 [*] (0.051)	-0.073 (0.057)												
R _{i,t}	-0.006 (0.006)	0.001 (0.004)	0.009 ^{ns} (0.003)	0.010 ^{ns} (0.003)	0.001 (0.004)	0.009 ^{ns} (0.003)	-0.016 ^{ns} (0.003)	-0.016 ^{ns} (0.003)	-0.012 ^{ns} (0.003)	-0.014 ^{ns} (0.003)	-0.015 ^{ns} (0.003)	-0.012 ^{ns} (0.003)												
	-0.000 (0.003)	0.001 (0.003)	-0.001 (0.002)	-0.000 (0.002)	0.001 (0.003)	-0.000 (0.002)	0.005 ^{***} (0.002)	0.005 ^{***} (0.002)	0.003 (0.003)	0.003 (0.003)	0.005 ^{***} (0.002)	0.003 (0.002)												
Z _{i,t}	-0.052 ^{***} (0.019)	-0.049 ^{***} (0.017)	-0.024 ^{***} (0.008)	-0.022 ^{***} (0.009)	-0.050 ^{***} (0.017)	-0.016 [*] (0.010)	0.039 ^{ns} (0.017)	0.029 (0.018)	0.021 (0.015)	0.022 (0.015)	0.032 (0.020)	0.033 ^{ns} (0.015)												
	1.468 ^{***} (0.165)	1.468 ^{***} (0.165)	1.420 ^{***} (0.076)	1.418 ^{***} (0.076)	1.327 ^{***} (0.190)	0.844 ^{***} (0.252)	1.121 ^{***} (0.116)	0.534 ^{***} (0.055)	0.533 ^{***} (0.211)	0.535 ^{***} (0.212)	0.117 (0.168)	1.485 ^{***} (0.203)												
$ I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) < 0 $			0.003 [*] (0.002)			0.003 ^{ns} (0.002)			-0.008 ^{ns} (0.002)			-0.008 ^{ns} (0.002)												
				-0.012 ^{ns} (0.002)		-0.012 ^{ns} (0.002)				0.007 ^{ns} (0.003)														
$ I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) \times H_{i,t}$																								
					-0.010 (0.011)	-0.038 ^{ns} (0.017)																		
$ I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) \times Z_{i,t}$																								
	1.536 ^{***} (0.081)	1.104 ^{***} (0.047)	0.673 ^{***} (0.055)	0.667 ^{***} (0.056)	1.110 ^{***} (0.045)	0.680 ^{***} (0.057)	1.121 ^{***} (0.116)	1.034 ^{***} (0.114)	0.943 ^{***} (0.109)	0.956 ^{***} (0.108)	1.052 ^{***} (0.112)	0.932 ^{***} (0.109)												
F	122.524	832.403	560.905	633.224	727.788	124.595	86.997	327.657	307.486	160.231	320.838	147.578												
Adj_R ²	0.110	0.138	0.086	0.087	0.138	0.087	0.026	0.030	0.031	0.031	0.030	0.031												

注: *** 表示 p < 0.01, ** 表示 p < 0.05, * 表示 p < 0.1, N = 7848; 年度、地区和行业控制变量基于版面限制未加列示; 括号内为标准误; 上述模型为经 Driscoll-Kraay 标准误调整后
的结果。

（二）行业期望落差与两种冒险行为的关系检验

在表 5 的模型（2）中，行业期望落差（ $|I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) < 0|$ ）的回归系数显著为正（ $\beta = 1.468, p < 0.01$ ），且在后续加入调节变量后的模型（3）（4）（5）和全模型（6）中依然稳健，结果表明随着行业期望落差的扩大，组织合规性冒险变革行为的程度越高，由此本文假设 1 得到验证。在模型（8）中，行业期望落差（ $|I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) < 0|$ ）的回归系数也显著为正（ $\beta = 0.534, p < 0.01$ ），且在后续加入调节变量后的模型（9）（10）（11）和全模型（12）中依然稳健，结果表明随着行业期望落差的扩大，组织实施违规性冒险投机行为的程度也越高，由此本文假设 2 得到验证。

在表 5 的模型（3）中，组织冗余资源与行业期望落差的交互项（ $|I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) < 0| \times R_{i,t}$ ）的系数显著为正（ $\beta = 0.003, p < 0.1$ ），且在后续全模型（6）中该结果依然稳健。模型（9）中组织冗余资源与行业期望落差的交互项（ $|I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) < 0| \times R_{i,t}$ ）的系数显著为负（ $\beta = -0.008, p < 0.01$ ），且在后续全模型（12）中该结果依然稳健。这两个模型的结果表明，在实际业绩低于行业期望水平的情况下，随着组织冗余资源的提高，组织实施合规性的战略调整的程度将增高，而实施违规性的财务操纵行为的程度将会降低，由此本文假设 3 依然得到验证。

在表 5 的模型（4）中，行业环境敌对性与行业期望落差的交互项（ $|I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) < 0| \times H_{i,t}$ ）的系数显著为负（ $\beta = -0.012, p < 0.01$ ），且在后续全模型（6）中该结果依然稳健。模型（9）中行业环境敌对性与行业期望落差的交互项（ $|I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) < 0| \times H_{i,t}$ ）的系数显著为正（ $\beta = 0.007, p < 0.05$ ），且在后续全模型（12）

中该结果依然稳健。这两个模型的结果表明，在实际业绩低于行业期望水平的情况下，随着组织所处的行业环境敌对性程度的提高，组织实施合规性的战略调整的程度将降低，而实施违规性的财务操纵行为的程度将会增高，由此本文假设 4 依然得到验证。

在表 5 的模型（5）中，低效率制度环境与低于行业期望落差的交互项（ $|I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1}) \times Z_{i,t}|$ ）的系数为负不显著，但在后续全模型（6）中交互项系数显著为负（ $\beta = -0.038, p < 0.05$ ）。模型（11）中低效率制度环境与行业期望落差的交互项（ $|I_2(P_{i,t-1} - IE_{i,t-1})| \times Z_{i,t}$ ）的系数显著为正（ $\beta = 0.029, p < 0.01$ ），且在后续全模型（12）中该结果依然稳健。这两个模型的结果表明，在实际业绩低于行业期望水平的情况下，处于低效率制度环境下的组织实施合规性的战略调整的程度将降低，而实施违规性的财务操纵行为的程度将会增高，由此本文假设 5 依然得到验证。

五、稳健性检验

（一）期望落差的替代性测量

本文第三部分选取分析师预测水平和行业平均业绩水平作为期望对比的参考点，并进一步选取企业自身过往业绩为期望水平的参考点，分析历史期望差距对两种冒险决策的影响，其中历史期望落差（ $|I_1(P_{i,t} - A_{i,t}) < 0|$ ）的计算方法参考 Chen（2008）。重新检验后的结果显示（见表 6）：历史业绩期望落差与合规性冒险变革行为（ $Sch_{i,t}$ ）和违规性冒险投机行为（ $Fmr_{i,t}$ ）依然呈现显著且稳健的正向关系，三个调节变量中除了制度环境（ $Z_{i,t}$ ）的调节效应得到部分验证外（对违规性冒险投机行为的调节显著，对合规性冒险变革行为的调节不显著），其余两

个变量的调节效应依然显著且稳健，即本文假设 1、假设 2、假设 3、假设 4 依旧得到支持，假设 5 得到部分支持。

表 6 历史期望落差 ($|I_1(P_{i,t-1} - A_{i,t-1}) < 0|$) 与冒险行为选择的关系检验

	合规性冒险变革行为 (战略调整)			违规性冒险投机行为 (财务操纵)		
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)	模型 (5)	模型 (6)
$R_{i,t}$	-0.006 (0.006)	-0.014** (0.006)	-0.015*** (0.006)	-0.016*** (0.003)	-0.021*** (0.003)	-0.022*** (0.003)
$H_{i,t}$	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)
$Z_{i,t}$	-0.052*** (0.019)	-0.046*** (0.018)	-0.046*** (0.018)	-0.038** (0.016)	-0.012 (0.017)	-0.014 (0.017)
$ I_1(P_{i,t-1} - A_{i,t-1}) < 0 $		1.292*** (0.124)	1.278*** (0.174)		0.595*** (0.074)	0.273* (0.162)
$ I_1(P_{i,t-1} - A_{i,t-1}) \times R_{i,t}$			0.020*** (0.005)			-0.019*** (0.006)
$ I_1(P_{i,t-1} - A_{i,t-1}) \times H_{i,t}$			-0.010*** (0.003)			0.009*** (0.003)
$ I_1(P_{i,t-1} - A_{i,t-1}) \times Z_{i,t}$			-0.008 (0.010)			0.023* (0.012)
_cons	1.530*** (0.079)	1.418*** (0.051)	1.430*** (0.047)	1.137*** (0.110)	1.228*** (0.095)	1.251*** (0.095)
F	17.305	439.253	199.891	239.947	453.541	178.675
Adj_R ²	0.110	0.141	0.142	0.026	0.032	0.033

注: *** 表示 $p < 0.01$, ** 表示 $p < 0.05$, * 表示 $p < 0.1$, $N = 7848$; 控制变量如表 4 和表 5 所示, 基于版面限制未加列示; 括号内为标准误; 上述模型为经 Driscoll-Kraay 标准误调整后的结果。

(二) 合规性冒险变革和违规性冒险投机的替代测量

本文第三部分借鉴 Zhang 和 Rajagopalan (2010) 的方法来刻画战略调整程度 ($Sch_{i,t}$), 本部分将借鉴 Zhang (2006) 的测量方法对战略调整进行重新测量。此外, 由于违规性冒险行为是本文的重要因变量, 第三部分主要用企业的财务信息操纵行为进行了衡量, 企业在现实经营中还存在其他类型的违规性冒险投机行为, 如通过一些资本市场操纵行为来牟取私利: 欺诈上市、内幕交易、出资违规、擅自改变资产用途、违规买卖股票、操纵股价以及关联交易等行为, 为更全面地刻画期望落差下企业的违规性冒险投机行为, 本部分进一步将上述市

场操纵的违规行为和原来财务虚构的违规行为合并, 得到企业总的违规性冒险投机行为 ($Illegal^z$)。基于新测量的合规性冒险变革行为 (战略调整, $Sch_{i,t}^z$) 和违规性冒险投机行为 (市场操纵+财务虚报, $Illegal_{i,t}^z$), 我们进行了重新检验, 结果显示 (见表 7): 分析师预测期望落差与合规性战略调整行为 ($Sch_{i,t}^z$) 和违规性冒险投机行为 ($Illegal_{i,t}^z$) 依然呈现显著且稳健的正向关系, 三个调节变量中除了制度环境 ($Z_{i,t}$) 的调节效应得到部分验证外, 其余两个变量的调节效应依然显著且稳健, 即本文假设 1、假设 2、假设 3、假设 4 依旧得到支持, 假设 5 得到部分支持。

表 7 基于战略调整 ($Sch_{i,t}^s$) 和冒险投机行为 ($Illegal_{i,t}^s$) 替代性测量的稳健检验

	合规性冒险变革行为 (战略调整, $Sch_{i,t}^s$)			违规性冒险投机行为 (财务虚报 + 市场操纵, $Illegal_{i,t}^s$)		
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)	模型 (5)	模型 (6)
$R_{i,t}$	-0.445*** (0.156)	0.002 (0.107)	0.007 (0.113)	-0.167*** (0.042)	-0.122*** (0.013)	-0.121*** (0.014)
$H_{i,t}$	-0.032** (0.016)	-0.032*** (0.007)	-0.030*** (0.007)	0.009*** (0.002)	0.004 (0.003)	0.005 (0.003)
$Z_{i,t}$	-0.041 (0.148)	0.034 (0.092)	0.041 (0.097)	0.074** (0.030)	0.060** (0.026)	0.063* (0.032)
$ I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0 $		0.677*** (0.158)	0.425*** (0.109)		0.147*** (0.025)	0.314* (0.187)
$ I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) \times R_{i,t}$			0.023*** (0.006)			-0.009*** (0.002)
$ I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) \times H_{i,t}$			-0.053*** (0.018)			0.019*** (0.006)
$ I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) \times Z_{i,t}$			-0.095** (0.040)			0.059 (0.061)
_cons	10.141*** (1.045)	3.843*** (0.303)	3.879*** (0.283)	1.522*** (0.194)	1.545*** (0.189)	1.536*** (0.201)
F	1452.651	144.488	169.831	98.835	387.213	271.859
Adj_R ²	0.161	0.084	0.085	0.028	0.033	0.034

注：*** 表示 $p < 0.01$ ，** 表示 $p < 0.05$ ，* 表示 $p < 0.1$ ， $N = 7848$ ；控制变量如表 4 和表 5 所示，基于版面限制未加列示；括号内为标准误；上述模型为经 Driscoll-Kraay 标准误调整后的结果。

表 8 分析师预测期望落差 ($|I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1}) < 0|$) 与冒险行为的选择 (内生性检验)

	合规性冒险变革行为 (战略变革)			违规性冒险投机行为 (财务操纵)		
	模型 (1)	模型 (2)	模型 (3)	模型 (4)	模型 (5)	模型 (6)
$R_{i,t}$	-0.077*** (0.018)	-0.078*** (0.018)	-0.015 (0.013)	-0.112*** (0.024)	-0.112*** (0.024)	-0.079*** (0.007)
$H_{i,t}$	0.000 (0.003)	0.000 (0.003)	0.000 (0.002)	0.005*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.002 (0.002)
$Z_{i,t}$	0.051*** (0.019)	0.052*** (0.019)	0.019* (0.011)	0.038** (0.017)	0.037** (0.017)	0.035*** (0.010)
$ I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1})^{het} $		0.346** (0.127)	0.232* (0.124)		0.291*** (0.089)	0.384*** (0.086)
$ I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1})^{het} \times R_{i,t}$			0.006** (0.002)			-0.007*** (0.001)
$ I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1})^{het} \times H_{i,t}$			-0.012*** (0.003)			-0.009*** (0.003)
$ I_1(Aeps_{i,t-1} - Feps_{i,t-1})^{het} \times Z_{i,t}$			-0.043*** (0.006)			-0.025 (0.033)
_cons	1.511*** (0.038)	1.591*** (0.084)	0.896*** (0.136)	0.975*** (0.109)	0.843*** (0.137)	0.615*** (0.118)
F	98.135	385.516	195.007	92.193	98.881	280.419
Adj_R ²	0.112	0.112	0.086	0.026	0.027	0.029

注：*** 表示 $p < 0.01$ ，** 表示 $p < 0.05$ ，* 表示 $p < 0.1$ ， $N = 7848$ ；控制变量如表 4 和表 5 所示，基于版面限制未加列示；括号内为标准误；上述模型为经 Driscoll-Kraay 标准误调整后的结果。

（三）内生性问题的处理

由于低于分析师预测期望状态的存在，模型可能存在一些内生于企业自身的特征，如企业规模、寿命、市场地位、行业特征以及公司治理机制等，为减轻这种潜在的内生性，本文根据以往研究文献（Fan et al., 2007；余明桂和潘红波，2008；王华和黄之骏，2006；连燕玲等，2011；连燕玲等，2014），采取了两阶段最小二乘法（2SLS）对模型进行内生性处理。具体检验过程如下：第一阶段，使用逻辑回归方法，用企业特征变量（如企业规模、寿命、行业特征、董事会特征、股权结构等）与低于分析师预测期望水平的虚拟变量进行回归分析。第二阶段，用第一阶段回归分析中得到的低于分析师预测期望水平的虚拟变量的预测值，来替代实际的分析师预测差距，再检验其对两种冒险行为的作用。从新的检验结果看（见表 8），除了制度环境（ Z_{it} ）的调节作用得到部分支持外，其余结果均与第四部分中表 4 和表 5 的检验结果一致。

（四）样本期限的不同选择

鉴于样本的期限选择也可能产生误差（贺小刚和连燕玲，2009），本文进一步更换不同期限的样本进行了稳健性检验，新的检验结果与第四部分中表 4 和表 5 的检验结果一致，基于版面限制未加列示。

六、结束语

本文将冒险决策行为细分为合规性冒险变革行为与违规性冒险投机行为两种类型，基于企业行为理论和前景理论等，探讨了业绩期望落差（分析师预测期望落差和行业期望落差）对两种不同类型的冒险行为的影响机制。在此基础上，进一步分析了组织内部资源状态、所

处的外部行业环境和制度因素的调节作用，并结合中国转型期的上市公司数据进行了实证检验。本文主要得到以下结论：

第一，无论是处于实际的分析师预测落差，还是心理上的行业对比期望落差，企业将因经营落差困境带来的内外部经营压力的增大，而倾向于从事冒险性的活动，不仅从事合规性冒险变革行为（组织战略变革）的程度增强了，而且从事违规性冒险投机行为（财务信息操纵）的程度也增强了。这是因为，当企业实际经营绩效并未达到组织的内外部期望水平时，企业便会陷入经营落差困境。此时，组织的决策者对威胁做出的反应要强于对机会做出的反应，结果是处于经营期望落差的组织被要求去做更多的努力以改进业绩，如此就引发企业在业绩期望落差出现后的一系列冒险变革行为的产生，如通过技术创新、产品或服务改进、管理体系革新、组织结构调整以及战略重新定位等合规性的冒险自救行为，来应对和挽救其不断恶化的经营落差状况。同时，违规性冒险投机行为也会被采纳，因为虽然企业也希望通过合法的途径以实现期望水平，但当业绩远低于期望水平时，或受到内外条件限制和约束而无法通过合法的途径去实现期望水平时，采取快速见效的、低成本的、违规性的冒险投机活动便成为一种替代性策略。

第二，拥有较高的组织冗余资源，则强化了组织在经营期望落差扩大时实施合规性冒险变革行为的程度，而弱化了组织实施违规性冒险投机行为的程度。这是因为拥有较高资源运作权的管理者，对合规性的战略自救行为的选择余地和空间更大，且实施这些合规性冒险变革行为的资源基础也更大，从而削弱了管理者实施违规性冒险投机行为的动机，因为违规性冒险投机行为毕竟是存在风险的，被发现后也

具有较高的惩罚成本，会对自身和组织的声誉和合规性产生危害。在管理者和组织有机会、能力和资源较为容易地实施合规性冒险变革行为来挽救企业的前提下，就会降低对违规性冒险投机行为的依赖程度。

第三，随着行业环境敌对性程度的提高，组织更有可能在经营期望落差扩大时从事违规性冒险投机行为，而合规性冒险变革行为则被弱化。可能的原因在于，对于已处于经营落差困境中的企业而言，外部环境的敌对性和匮乏性进一步加重了企业生存的压力。环境敌对性越强，组织生存的外在环境越匮乏，存活的压力也越大。此时，经营落差困境中的企业越不会去依靠那些风险性高、不确定性高、成本投入相对较高且投资回报期限又较长的创造性活动，而求助于快速见效、资源投入和成本相对较低的投机活动，则成为恶劣环境下的权宜之计。

第四，相对于完善的制度环境（高效率的制度环境），那些处于不完善制度环境下（低效率的制度环境）的企业，在经营期望落差扩大时从事违规性冒险投机行为的程度会被强化，而从事合规性冒险变革行为的程度反而被削弱。这是因为在制度较为落后的区域，企业不能够感觉到来自有效规则、标准和制度法律给予的充分保护，这就限制了企业从事合规性创造活动的预期回报，并降低了竞争者行为的可预测性。所以，不发达的制度环境下组织不仅没有感觉到机会的到来，而且感觉到处境更加艰难。加之低效率的制度环境，企业行为的监督和惩罚机制相对较弱，从而诱导了各种机会主义行为，以及各种非法的竞争行为的产生，如侵犯知识产权或中断合约等。

本文将组织冒险从事违规性活动纳入经营期望落差与冒险决策的研究模型，并将其与合

规性冒险变革行为进行比较分析，尤其是分析了影响企业实施两种不同类型的冒险行为的情景机制，这种将冒险决策行为细分为合规性冒险创新行为与违规性冒险投机行为的思路，进一步拓展了企业行为理论研究框架。此外，本文除了探讨组织冗余资源的调节作用外，更探讨了在期望落差背景下影响企业冒险行为的外部行业环境和制度因素。March 和 Shapira (1987, 1992) 的研究发现，企业的资源存量影响企业的风险感知能力，影响决策者在选择参考点时在期望水平与生存点之间进行转化 (Audia & Greve, 2006)，资源存量越少则越有可能感受到风险所导致的压力与脆弱性，最终会决定组织风险承担的能力。所以，这就导致了以往企业行为理论的研究，大多都在分析企业的资源存量（以冗余资源或企业规模来替代）对期望落差与冒险决策之间关系的调节作用 (Audia & Greve, 2006; Greve, 2011)。但对于转型期的中国企业而言，影响到企业家所感知风险高低的一个不可忽视的因素是组织内外部的行业环境特征和制度因素。尤其是由于本文除了分析期望落差与合规性的冒险创新行为关系之外，还要探讨期望落差与违规性的冒险投机活动之间的关系，而这种违规性的冒险投机活动与外部行业环境和制度因素存在紧密的关系。陷入困境和内外压力下的企业偏好于采取何种冒险方式来实施自救？这一方面取决于外部行业环境的特征，另一方面则取决于现行的游戏规则。行业环境的敌对性、制度环境的低效率和不完善性则更能诱使企业从事违规性冒险投机行为，而降低了它们从事合规性冒险变革行为的动机。所以，本文将行业环境特征（敌对性）和制度因素（制度效率高低程度）纳入期望落差与冒险决策之间关系的研究模型中，分析行业环境和制度因素这些情景机制对冒险

决策的影响,从逻辑上是合理的,也在一定程度上丰富了 Greve 等的前期研究成果。

虽然本文在以上方面具有一定的研究意义,但仍旧存在一些潜在的、暂时无法深入揭示的问题和研究局限:一方面,期望水平可能会受到决策者的主观意愿、个体心理特征(如乐观或悲观)等因素影响,这些因素也的确是影响到冒险决策的一个不容忽视的因素。但由于本文是基于二手数据进行的研究,暂且无法很好地将这些更为微观的个体内在因素纳入模型中。考虑到纳入决策者的心理偏好,在理论上应是一个较大的创新,也是一个重要的研究方向,所以,未来的研究中可以考虑采取对所有上市公司进行问卷调查的方法,将客观数据与主观数据相结合进行更为细致和严谨的讨论,以弥补这方面的研究缺陷。另一方面,关于两种不同类型的冒险行为(合规性冒险变革行为和违规性冒险投机行为),基于数据的局限性,以及考虑到研究内容上的代表性,本文暂且从组织的战略变革和财务管理上的信息操纵方面进行分析,在稳健性检验方面又加入了其他资本市场上的违法违规行,但这些行为远不能代表所有的合规性和违规性的冒险决策行为,所以未来研究要进一步完善对两种不同类型的冒险行为的测量,或再列举不同方面的冒险行为对模型进行再检验。

(接受编辑:张书军

收稿日期:2016 年 1 月 5 日)

参考文献

- [1] 陈德球、钟昀珈:《制度效率、家族化途径与家族投资偏好》,《财经研究》,2011 年第 12 期。
- [2] 陈刚、李树、尹希果:《腐败与中国经济增长——实证主义的视角》,《经济社会体制比较》,2008 年

第 3 期。

[3] 樊纲、王小鲁、朱恒鹏:《中国市场化指数——各地区市场化进程 2011 报告》,经济科学出版社 2011 年版。

[4] 冯旭南:《债务融资和掠夺——来自中国家族上市公司的证据》,《经济学(季刊)》,2012 年第 11 期。

[5] 冯旭南、李心愉、陈工孟:《家族控制、治理环境和公司价值》,《金融研究》,2011 年第 3 期。

[6] 贺小刚、连燕玲:《家族权威与企业价值:基于家族上市公司的实证研究》,《经济研究》,2009 年第 4 期。

[7] 连燕玲、贺小刚、高皓:《经营期望与战略调整——基于中国上市公司分析》,《管理世界》,2014 年第 12 期。

[8] 连燕玲、贺小刚、张远飞:《家族权威配置机理与功效——来自我国家族上市公司的经验证据》,《管理世界》,2011 年第 11 期。

[9] 刘小玄:《中国转轨过程中的企业行为和市场均衡》,《中国社会科学》,2003 年第 2 期。

[10] 申明浩:《治理结构对家族股东隧道行为的影响分析》,《经济研究》,2008 年第 6 期。

[11] 涂国前、刘峰:《制衡股东性质与制衡效果——来自中国民营化上市公司的经验证据》,《管理世界》,2010 年第 11 期。

[12] 王华、黄之骏:《经营者股权激励,董事会组成与企业价值——基于内生性视角的经验分析》,《管理世界》,2006 年第 9 期。

[13] 吴敬琏、黄少卿:《创新还是寻租:中国转型期外部制度环境与企业行为》,摘自中国企业家调查系统:《企业家看社会责任》,机械工业出版社 2007 年版。

[14] 余明桂、潘红波:《政治关系,制度环境与民营企业银行贷款》,《管理世界》,2008 年第 9 期。

[15] 张三保、张志学:《区域制度差异,CEO 管理自主权与企业风险承担——中国 30 省高技术产业的证据》,《管理世界》,2012 年第 4 期。

[16] Alexander, B. C., & Cohen, M. A. 1999. Regulating corporate criminal canctions: Federal guidelines and the sentencing of public firms. *Journal of Law and Economics*, 42 (1), 393-422.

- [17] Alexander, C. R. & Cohen, M. A. 1996. New evidence on the origins of corporate crime. *Managerial and Decision Economics*, 17 (4), 421-435.
- [18] Audia, P. G., & Greve, H. R. 2006. Less likely to fail: Low performance, firm size, and factory expansion in the shipbuilding industry. *Management Science*, 52(1), 83-94.
- [19] Bandura, A. 1977. Self-efficacy: Toward a unifying theory of behavioral change. *Psychological Review*, 84 (2), 191-215.
- [20] Barr, P., & Glynn, M. A. 2004. Cultural variations in strategic issue interpretation: Relating cultural uncertainty avoidance to controllability in discriminating threat and opportunity. *Strategic Management Journal*, 25 (1), 59-67.
- [21] Baucus, M. S., & Near, J. P. 1991. Can illegal corporate behavior be predicted? An event history analysis. *Academy of Management Journal*, 34 (1), 9-36.
- [22] Baucus, M. S. 1994. Pressure, opportunity and predisposition: A multivariate model of organization illegality. *Journal of Management*, 20 (4), 699-721.
- [23] Baum, J. A., & Dahlin, K. B. 2007. Aspiration performance and railroads' patterns of learning from train wrecks and crashes. *Organization Science*, 18 (3), 368-385.
- [24] Baumol, W. J. 1990. Entrepreneurship: productive, unproductive, and destructive. *Journal of Political Economy*, 123 (5), 415-423.
- [25] Bolton, M. K. 1993. Imitation versus innovation: Lessons to be learned from the Japanese. *Organizational Dynamics*, 21 (3), 30-45.
- [26] Bourgeois, L. J. 1981. On the measurement of organizational slack. *Academy of Management Review*, 35 (1), 1-7.
- [27] Bowman, E. H. 1982. Risk seeking by troubled firms. *Sloan Management Review*, 23 (4), 33-42.
- [28] Braithwaite, J. 1985. *To punish or persuade: Enforcement of coal mine safety*. Albany: State University of New York Press.
- [29] Bromiley, P. 1991. Testing a causal model of corporate risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, 34 (1), 37-59.
- [30] Burgstahler, D., & Dichev, I. 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1), 99-126.
- [31] Busenitz, L. W., & Lau, C. M. 1996. A Cross-cultural cognitive model of new venture creation. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 20 (4), 25-40.
- [32] Castrogiovanni, G. J. 1991. Environmental munificence: A theoretical assessment. *Academy of Management Review*, 16 (3), 542-565.
- [33] Chakravarthy, B. S. 1982. Adaptation: A promising metaphor for strategic management. *Academy of Management Review*, 7 (1), 35-44.
- [34] Chen, W. R. 2008. Determinants of firms' backward-and forward looking R&D search behavior. *Organization Science*, 19 (4), 609-622.
- [35] Cheung, T. S., & King, A. Y. 2004. Righteousness and profitability: The moral choices of contemporary confucian entrepreneurs. *Journal of Business Ethics*, 54 (3), 245-260.
- [36] Cialdini, R. B. 1984. *Influence: The new psychology of modern persuasion*. New York: Quill.
- [37] Clinard, M., Yeager, P., Brissette, J., Petrashek, D. and Harries, E. 1979. *Illegal corporate behavior*. Washington, DC: National Institute of Law Enforcement and Criminal Justice.
- [38] Coleman, J. 1987. Toward an integrated theory of white collar crime. *American Journal of Sociology*, 93 (2), 406-439.
- [39] Courtney, J. F. 2001. Decision making and knowledge management in inquiring organizations: Toward a new decision-making paradigm for dss. *Decision Support Systems*, 31 (1), 17-38.
- [40] Covin, J. G., & Slevin, D. P. 1989. Strategic management of small firms in Hostile and benign environ-

ments. *Strategic Management Journal*, 10 (1), 75–87.

[41] Crossl, C., & Hambrick, D. C. 2011. Differences in managerial discretion across countries: How nation level institutions affect the degree to which CEOs matter. *Strategic Management Journal*, 32 (8), 797–819.

[42] Cull, R., & Xu, L. C. 2005. Institutions, ownership, and finance: The determinants of investment among chinese firms. *Journal of Financial Economics*, 77 (1), 117–146.

[43] Cyert, R. M., & March, J. M. 1963. *A behavioral theory of the firm*. Englewood Cliffs, NJ 2.

[44] D' Aunno, T., & Sutton, R. I. 1992. The responses of drug abuse treatment organizations to financial adversity: A partial test of the threat–rigidity thesis. *Journal of Management*, 18 (1), 117–131.

[45] D'aveni, R. A. 1989. The aftermath of organizational decline: A longitudinal study of the strategic and managerial characteristics of declining firms. *Academy of Management Journal*, 32 (3), 577–605.

[46] Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. 1999. Earnings management to exceed thresholds. *Social Science Electronic Publishing*, 72 (1), 1–33.

[47] Dess, G., & Beard, D. 1984. Dimensions of organizational task environments. *Administrative Science Quarterly*, 29 (1), 52–73.

[48] Ehrlich, I. 1974. *Participation in illegitimate activities: An economic analysis*. New York: National Bureau of Economic Research.

[49] Fan J. P., Wong T. J., & Zhang, T. 2007. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84 (2), 330–357.

[50] Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. 1990. Top–management–team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35 (2), 484–503.

[51] Finney, H. C., & Lesieur, H. R. 1982. *A contingency theory of organizations*. In: Bacharach, S. (Ed),

Research in the Sociology of Organizations. Jai Press.

[52] Fombrun, C. J., & Ginsberg, A. 1990. Shifting gears: Enabling change in corporate aggressiveness. *Strategic Management Journal*, 11 (4), 297–308.

[53] Gentry, R. J., & Shen, W. 2013. The impacts of performance relative to analyst forecasts and analyst coverage on firm R&D intensity. *Strategic Management Journal*, 34 (1), 121–130.

[54] Giaccotto, C., Santerre, R. E., & Vernon, J. A. 2005. Drug prices and research and development investment behavior in the pharmaceutical industry. *Culture*, 15 (1), 101–113.

[55] Greve, H. R. 2003a. *Organizational learning from performance feedback: A behavioral perspective on innovation and change*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

[56] Greve, H. R. 2003b. Investment and the behavioral theory of the firm: Evidence from shipbuilding. *Industrial and Corporate Change*, 12 (12), 1051–1076.

[57] Greve, H. R. 1998. Performance, aspirations and risky organizational change. *Administrative Science Quarterly*, 43 (1), 58–86.

[58] Greve, H. R. 2011. Positional rigidity: Low performance and resource acquisition in large and small firms. *Strategic Management Journal*, 32 (1), 103–114.

[59] Grinyer, P., & McKiernan, P. 1990. Generating major change in stagnating companies. *Strategic Management Journal*, 12 (1), 131–146.

[60] Hadley, J., Zuckerman, S., & Iezzoni, L. I. 1996. Financial pressure and competition. *Medical Care*, 34 (3), 205–219.

[61] Hambrick, D. C., & Finkelstein, S. 1987. Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational studies. *Research in Organizational Behavior*, 9 (4), 369–406.

[62] Harris, J., & Bromiley, P. 2007. Incentives to cheat: The influence of executive compensation and firm performance on financial misrepresentation. *Organization*

Science, 18 (3), 350–367.

[63] Hobsbawm, E. 1969. *Industry and empire: From 1750 to the present day*. Rev. and Updated with Chris Wrigley, 2nd ed., New York: New Press.

[64] Kahneman, D., & Tversky, A. 1979. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 47 (2), 263–291.

[65] Katz, D., & Kahn, R. L. 1966. *The psychology of organizations*. New York: HR Folks International.

[66] Kraatz, M. S., & Zajac, E. J. 1996. Exploring the limits of the new institutionalism: The causes and consequences of illegitimate organizational change. *American Sociological Review*, 61 (5), 812–836.

[67] Kraatz, M. S. 1998. Learning by association? interorganizational networks and adaptation to environmental change. *Academy of Management Journal*, 41 (6), 621–643.

[68] Kriesberg, S. M. 1976. Decisionmaking models and the control of corporate crime. *Yale Law Journal*, 85 (8), 1091–1129.

[69] Levinthal, D. A. 1997. Adaptation on rugged landscapes. *Management Science*, 43 (7), 934–950.

[70] Li, H. Y., & Atuahene-Gima, K. 2001. The impact of interaction between R&D and marketing on new product performance: An empirical analysis of Chinese high technology firms. *International Journal of Technology Management*, 21 (3), 216–222.

[71] Li, H.Y., & Zhang, Y. 2007. The role of managers' political networking and functional experience in new venture performance: Evidence from China's transition economy. *Strategic Management Journal*, 28 (8), 791–804.

[72] Manns, C. L. and March, J. G. 1978. Financial adversity, internal competition, and curriculum change in a university. *Administrative Science Quarterly*, 23 (4), 541–552.

[73] March, J. G. and Simon, H. 1958. *Organizations*, New York: Wiley.

[74] March, J. G., & Shapira, Z. 1987. Managerial

perspectives on risk and risk taking. *Management Science*, 33 (11), 1404–1418.

[75] March, J. G., & Shapira, Z. 1992. Variable risk preferences and the focus of attention. *Psychological Review*, 99 (1), 172–183.

[76] March, J. G. 1991. Exploration and exploitation in organizational learning. *Organization Science*, 2 (1), 69–81.

[77] Mcgrath, R. G., & Nerkar, A. 2004. Real options reasoning and a new look at the randd investment strategies of pharmaceutical firms. *Strategic Management Journal*, 25 (1), 1–21.

[78] Miller, D., & Friesen, P. H. 1983. Strategy-making and environment: The third link. *Strategic Management Journal*, 4 (3), 221–235.

[79] Morris, S. A., Rehbein, K. A., Hosselini, J. C., & Armacost, R. L. 1995. A test of environmental, situational, and personal influences on the ethical intentions of CEOs. *Business & Society*, 34 (2), 119–146.

[80] North, D. C., & Thomas, R. P. 1973. *The rise of the western world: A new economic history*. Cambridge University Press.

[81] Oliver, C. 1992. The Antecedents of deinstitutionalization. *Organization Studies*, 13 (4), 563–588.

[82] Peng, M. W., & Heath, P. S. 1996. The growth of the firm in planned economies in transition: Institutions, organizations, and strategic choice. *Academy of Management Review*, 21 (2), 492–528.

[83] Pfeffer, J., & Salancik, G. R. 1978. *The external control of organizations: A resource dependence approach*. NY: Harper and Row Publishers.

[84] Ramamurti, R. 2009. *What have we learned about emerging-market MNEs? Emerging multinationals from emerging markets*, Cambridge. UK: Cambridge University Press.

[85] Sahayma, A., Len, J. T., & Steensma, H. K. 2012. The influence of managerial discretion, innovation and uncertainty on export intensity: A real options perspec-

tive. *International Business Review*, 21 (6), 1131–1147.

[86] Sanders, W. G., & Carpenter, M. A. 1998. Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure. *Academy of Management Journal*, 41 (2), 158–178.

[87] Schendel, D., & Patton, G. R. 1978. A simultaneous equation model of corporate strategy. *Management Science*, 24 (15), 1611–1621.

[88] Shuto, A. 2007. Executive compensation and earnings management: Empirical evidence from Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16 (1), 1–26.

[89] Simpson, S. S. 1986. The decomposition of trust: Testing a multi-level, longitudinal model of profit-squeeze. *American Sociological Review*, 51 (6), 859–875.

[90] Singh, J. V. 1986. Performance, slack, and risk taking in organizational decision making. *Academy of Management Journal*, 29 (3), 562–585.

[91] Starbuck, W. H. 1976. *Organizations and their environments, hand-book of industrial and organizational psychology*. Chicago: Rand McNally.

[92] Starbuck, W. H. 1965. *Organizational growth and development*. Handbook of Organizations, Chicago: Rand McNally.

[93] Staw, B. M., & Szajkowski, E. 1975. The scarcity-munificence component of organizational environments and the commission of illegal acts. *Administrative Science Quarterly*, 20 (3), 345–354.

[94] Sutherland, E. 1961. *White collar crime*. New York: Holt, Rinehart and Winston.

[95] Szajkowski, E. 1985. Organizational illegality: Theoretical integration and illustrative supplication. *Academy of Management Review*, 10 (3), 558–567.

[96] Tan, J., & Tan, D. 2005. Environment-strategy co-evolution and co-alignment: A staged model of Chi-

nese SOEs under transition. *Strategy Management Journal*, 26 (2), 141–157.

[97] Tan, J. J., & Litsschert, R. J. 1994. Environment-strategy relationship and its performance implications: An empirical study of the Chinese electronics industry. *Strategic Management Journal*, 15 (1), 1–20.

[98] Tang, Z., & Hull, C. 2012. An investigation of entrepreneurial orientation, perceived environmental hostility, and strategy application among Chinese SMEs. *Journal of Small Business Management*, 50 (1), 132–158.

[99] Vaughan, D. 1982. Toward understanding unlawful organizational behavior. *Michigan Law Review*, 80 (7), 1377–1402.

[100] Vaughan, D. 1985. *Controlling unlawful organizational behavior: Social structure and corporate misconduct*. Chicago: University of Chicago Press.

[101] Veblen, O. 1904. A system of axioms for geometry. *Transactions of the American Mathematical Society*, 5 (3), 343–343.

[102] Williamson, O., & Ouchi, W. 1981. *The markets and heirarchies perspective: Origins, implications, prospects, assessing organizational design and performance*. New York: Wiley.

[103] Zajac, E. J., & Kraatz, M. S. 1993. A diametric forces model of strategic change: Assessing the antecedents and consequences of restructuring in the higher education industry. *Strategic Management Journal*, 14 (s1), 83–102.

[104] Zhang, Y., & Rajagopalan, N. 2010. Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 31 (3), 334–346.

[105] Zhang, Y. 2006. The presence of a separate COO/president and its impact on strategic change and CEO dismissal. *Strategic Management Journal*, 27 (3), 283–300.

Legal or Illegal Adventure? The Analysis of Risk-taking Decision under the Performance-aspiration Gap —An Empirical Study from China's Listed Firms

Yanling Lian¹ Bing Zhou² Junliang Liu¹

(1. Faculty of Economic and Management, East China Normal University;

2. Joint Post-doctoral Scientific Research Workstation, Bank of Communication & Fudan University)

Abstract: Both in theory and practice, it has always been of great importance to understand whether a firm would take a legally or an illegally risky decision under the operating distress (performance is below aspiration level). Drawing on the behavior theory of the firm, we discussed the relationship between performance aspiration gaps and risky decision-making. In particular, we emphasized the moderating effects of organizations' internal resources, external environment and regional institutional factors. Supported by the data of Chinese listed companies, we made the following conclusions: ①When the actual performance is below the analysts forecasts' and industrial aspiration levels, in order to avoid the benefits' loss, the degree of legally innovative and illegally speculative adventure will increase as the aspiration gaps expand. ②Facing the distress of below aspiration gaps, redundant resources' discretion strengthens the degree of implementing legally adventurous changes, while weakens the illegal adventurous speculation. ③The characteristics of industrial environment as well strongly affect the organization's risk-taking decision: With the increasing hostility of industrial environments, firms are more likely to engage in illegally speculative behaviors but less likely to implement legally risky behaviors, when aspiration gaps expand. ④When located in poor institutional environments, the expanding aspiration gaps boost illegally speculative behaviors, while weakens the activity of legally transformational behaviors. This conclusion further verifies the effects of institutional factors on risk taking.

Key words: aspiration gaps; risk-taking decisions; legally adventurous changes; illegally adventurous speculations; institutional factors