

业绩期望落差与民营企业国际化战略

——高管团队国际化注意力的中介作用*

□ 阎海峰 杨昕悦 吴琼 徐嘉悦

领域编辑推荐语：

“基于过程视角，本文超越了业绩期望落差与企业国际化的‘简单因果关系’，揭示了高管团队认知因素在其中的作用和微观过程机制。本文研究角度新颖，不仅丰富了我们对于业绩期望落差如何影响企业国际化的认识，而且诠释了组织情境如何自下而上影响高管团队注意力，深化了我们对绩效反馈和组织决策过程的理解。”

——李瑜

摘要：业绩期望差距是影响企业决策的重要因素之一，已有研究集中于探讨业绩期望落差与企业国际化战略的直接因果关系，忽略了高管团队的认知因素在其中的影响，未能揭示业绩期望落差影响企业国际化战略的微观过程机制。基于此，本文将绩效反馈理论和注意力基础观相结合，探讨了业绩期望落差对企业国际化程度的影响，以及高管团队国际化注意力在上述关系中的中介作用。以2002~2021年中国民营上市公司为研究样本，结果表明：业绩期望落差会通过影响高管团队国际化注意力而间接作用于企业国际化程度；同时，期望落差对高管团队国际化注意力的正向影响在具有海外背景的高管团队中更加显著，在高分析师关注度、环境高度不确定的外部情境下更加显著。本文揭示了业绩期望落差影响企业国际化程度的作用“黑箱”，拓展了绩效反馈相关研究的理论视角，丰富了高管团队国际化注意力的前因研究。

关键词：业绩期望落差；国际化程度；高管团队国际化注意力；绩效反馈理论；注意力基础观

一、引言

越来越多的中国企业将国际化视为重要战略之一，中国在全球跨国投资中的地位

* 本文得到国家自然科学基金面上项目“优势还是劣势？母国专有优势对中国企业海外合法性影响研究”（71972072）的资助。特别感谢《管理学季刊》编辑部耐心细致的沟通工作，感谢领域编辑专业的建议与指导及评审专家的建设性评审意见。

和作用也日益凸显，投资规模持续增长。尽管如此，跨国经营毕竟充斥着诸多不确定、不稳定因素，导致企业的国际化经营面临重重压力。有研究表明，进行海外投资的中国企业，仅少数实现了绩效的增长，大部分企业的经营状况未达预期（葛菲等，2015）。根据 CSMAR 数据库中的中国企业海外投资相关数据，在 2002~2021 年进行海外投资的中国企业中，28%~58% 的企业在经历业绩期望落差（即企业当年实际绩效低于期望水平）后，第二年仍然选择加大企业的国际化扩张。一般认为，作为一种高风险的战略行为，国际化应当是理性决策的结果。即绩效越好的企业拥有的资源和能力越好，越能承受国际化扩张带来的风险，从而更倾向于提高国际化程度（Kirca et al., 2016）；反之，企业绩效不佳时，其风险承受能力变弱，国际化扩张会受到抑制。如是，为什么许多中国企业在绩效未达预期时仍不惧风险进行国际化扩张？其背后的作用机制是什么？

一种可能的解释是，企业的国际化决策或并非遵循完全理性的经济原则（Jung & Bansal, 2009）。根据绩效反馈理论，决策者是有限理性的，会通过评估当前实际绩效与期望水平的差距决定后续的战略选择（Greve, 2003）。高管团队是企业战略的主要制定者和执行者。根据注意力基础观，企业决策是由高管团队注意力等认知因素塑造的，面对业绩下滑或现实难题时，高管团队会将有限的注意力配置在他们认为行之有效的议题上，并据此做出决策（Ocasio, 1997）。注意力配置会发生在自上而下、自下而上这两个不同的方向上（Ocasio, 2011）。自上而下的分配是基于决策者的内部认知，即

高管自身认知驱动了注意力，而自下而上的分配则认为组织内部或外部环境因素会吸引决策者的注意力（Ocasio, 2011; Ocasio & Joseph, 2005），如企业运营或市场环境等问题吸引和分散了决策者的注意力（Nadkarni & Barr, 2008）。业绩是高管评判企业经营和发展水平的关键指标之一，当企业出现业绩期望落差时，这一现实难题可能会自下而上刺激高管团队的注意力，进而影响后续的国际化决策。然而，已有研究大多揭示了业绩期望落差与企业国际化之间的直接因果关系（Jung & Bansal, 2009; Lin, 2014; 宋铁波等, 2017; 余天骄和肖书锋, 2023），忽略了业绩期望落差这一自下而上的刺激对高管团队的注意力配置及其后续决策的影响。

因此，本文将高管团队注意力引入研究框架，尝试从企业决策者的角度厘清业绩期望落差影响企业国际化程度的微观过程机制。同时，根据注意力基础观，决策者所关注的议题及其解决方案取决于他们所处的特定情境以及他们对所处特定情境的认知，而决策者对其所处特定情境的认知，不仅受自身认知的影响，还会受到组织规则、资源、社会关系等方面的影响（Ocasio, 1997）。对企业内部而言，作为管理认知的重要组成部分（Piaskowska & Trojanowski, 2014），高管团队的海外背景可能会影响业绩期望落差时高管团队的感知和注意力配置。此外，企业内部不同类型的所有者会影响组织的内部沟通、决策流程等，因此，外资股东可能会影响面对期望落差时高管团队的国际化注意力（George et al., 2005）。对企业外部环境而言，市场环境在影响决策者认知和塑造企业行为方面发挥着重要作用（Nadkarni & Barr,

2008), 市场环境可能会影响高管对业绩期望落差的归因和策略应对。此外, 作为企业与外部投资者的重要信息中介, 分析师会直接影响外部利益相关者及资本市场对企业的评价 (Jegadeesh et al., 2004), 因此, 分析师关注也是影响业绩期望落差和高管团队注意力之间关系的外部情境因素。基于上述考虑, 本文进一步探讨了业绩期望落差影响高管团队国际化注意力的内外部边界条件。

具体地, 本文以 2002~2021 年中国沪深 A 股的民营上市公司为研究样本, 实证检验了业绩期望落差对企业国际化程度的影响, 以及高管团队注意力对两者关系的中介效应。结果表明, 业绩期望落差会通过影响高管团队国际化注意力而间接作用于企业国际化程度。在此基础上, 进一步考察了高管团队海外背景、外资持股比例、分析师关注度和环境不确定性对业绩期望落差与高管团队国际化注意力关系的调节作用。结果表明, 业绩期望落差对高管团队国际化注意力的正向影响在具有海外背景的高管团队中更显著, 在高分析师关注度、环境高度不确定的外部情境下更显著。

本文的理论贡献有以下两个方面: 第一, 已有文献大多从绩效反馈理论直接揭示业绩期望落差与企业国际化的“简单因果关系”, 对其内在作用机制的研究还较为缺乏。通过将绩效反馈理论的有限理性假设与注意力基础观相结合, 本文从企业决策者的视角进一步揭示了业绩期望落差影响企业国际化的微观过程机制, 从理论视角拓展的角度, 对绩效反馈的相关研究进行了有益补充。第二, 基于注意力基础观, 进一步发现了高管团队海外背景、分析师关注

度和环境不确定性分别对期望落差与高管国际化注意力关系的调节效应, 深化了对两者关系边界条件的理解。

二、文献综述与研究假设

(一) 文献综述

期望差距是影响企业决策的重要因素之一, 已有研究主要关注了业绩期望落差对企业国际化速度、范围的影响。例如, Lin (2014) 以 2000~2008 年 772 家中国台湾地区上市企业为研究样本, 发现业绩期望落差与企业国际化速度、范围显著正相关, 同时落差越大, 国际化节奏越不规则。宋铁波等 (2017) 利用 2012~2015 年中国制造业上市企业的数据, 分析发现期望落差与企业国际化速度呈倒“U”型关系。余天骄和肖书锋 (2023) 则发现期望落差强度与国际化速度呈正相关, 而落差的持久度与国际化速度呈负相关。尽管学者们对业绩期望落差与企业国际化的关系进行了探索, 但关于业绩期望落差会促进还是阻碍企业国际化, 尚未得到一致性结论, 且现有研究尚未涉及对企业国际化程度的具体探讨。国际化程度是企业国际化战略决策的重要体现 (Hitt et al., 2006)。虽然早期 Jung 和 Bansal (2009) 基于前景理论分析了企业相对绩效与国际化程度的关系, 但该研究单独分析了历史期望差距和行业期望差距的影响, 且有关期望落差的结果并未支持作者基于前景理论的风险偏好假说所做的推断。而企业在做决策时, 历史业绩期望差距和行业业绩期望差距往往是同时存在的, 它们会一同影响决策者的判断, 将其割裂进行研究可能难

以反映业绩期望落差对企业决策的整体影响。因此,本文认为有必要将历史业绩期望落差和行业业绩期望落差视为一个整体,进一步探索企业整体的业绩期望落差对其国际化程度的具体影响。

同时,上述有关业绩期望落差与企业国际化的研究大多基于单一的理论视角,揭示业绩期望落差对企业国际化的直接影响,忽略了高管团队认知因素的影响。根据注意力基础观,企业的战略决策是由管理者注意力等认知因素塑造的。高管团队在战略制定和执行过程中发挥着重要作用。当前,高管注意力已被用于国际化的相关研究。已有研究发现,高管团队的人口统计学特征会影响高管团队的国际化注意力,进而影响企业的国际化进入模式(陈守明和孙晶晶,2016)。也有学者实证检验并发现了CEO权力会影响高管团队的国际化风险注意力,同时高管团队的国际化风险注意力在CEO权力与企业国际化速度之间起中介作用(方宏等,2021)。

有关高管团队国际化注意力的前因研究主要集中在自上而下的方向上,认为高管团队注意力是自身认知驱动的,对组织或外部刺激的关注还较为缺乏。业绩是评判企业经营水平的关键指标之一。出现业绩期望落差时,高管团队会将其有限的注意力配置在有助于摆脱业绩困境的议题上,并据此做出决策(Ocasio,1997)。因此,有必要从决策者认知视角,进一步探讨高管团队国际化注意力在业绩期望落差与企业国际化程度之间的作用机制及其边界条件,从而全面揭示业绩期望落差影响企业国际化程度的作用“黑箱”。

(二) 业绩期望落差与国际化程度

根据绩效反馈理论,当企业实际绩效低于期望水平(业绩期望落差)时,这样的负面反馈会让管理者认为企业的运营出现问题,导致企业处于损失的状态,此时管理者会表现出更加冒进和风险寻求,业绩期望落差越大,管理者越倾向于采取高风险高收益的措施解决当前的业绩困难(Cyert & March, 1963; March et al., 1992)。

相较于母国市场投资,向海外市场扩张是一项高风险的战略行为(Jung & Bansal, 2009)。国际化过程中,企业往往要承担因遭受东道国信息不对称而产生的不熟悉成本、为寻求当地合法性而付出的关系成本和歧视成本等。同时,伴随着国际化程度的提升,企业还要付出比当地企业更多的成本和精力进行跨国管理(Caves, 1996),因此,国际化扩张通常伴随着高风险和不确定性。

尽管国际化扩张是一项消耗大量组织资源的高风险决策,但也被证实能有效提升企业绩效(Jiang & Holburn, 2018)。已有研究指出,国际化有助于企业获取东道国的自然资源和战略资源(杜晓君和张宁宁,2019),同时企业还能借此捕获海外市场的新发展机遇(Cuervo et al., 2018),这些都有助于增强竞争优势,提升企业绩效。此外,与同样高风险的创新研发相比,国际化具有更广的宣传效应,能更有效地提升企业声誉(葛菲等,2015)。已有研究发现,国际化扩张可以作为企业的质量信号,帮助塑造母国利益相关者的评价,改善企业在母国的资源获取,尤其是从银行和供应商获取财务资源(Du & Zhao, 2023),这无疑能帮助

企业减轻甚至解决当前的业绩困境。

因此,业绩期望落差越大,企业越可能提高国际化程度。具体而言,一方面,业绩落差传达了本土市场运营不佳的信号,反向倒逼企业关注海外市场的开拓。因此,业绩期望落差越大,传递出的信号会越强,企业会进一步加大海外市场的开拓,提高国际化程度。另一方面,业绩期望落差会影响企业和管理者的声誉,此时管理者会因处于损失域而更加冒进,促使他们更强调国际化扩张在提高声誉、资源获取等方面的优势,更愿意容忍与国际化扩张相伴的风险和不确定性。

基于上述分析,提出如下假设:

假设 1: 业绩期望落差与企业国际化程度之间呈正相关关系。

(三) 高管团队国际化注意力的中介作用

高管团队对业绩落差的解释会影响他们寻找应对方案时的注意力分配(He et al., 2021)。业绩期望落差越大,说明企业在当前市场的表现远不及预期,此时为尽快摆脱在当前市场上的颓势,高管团队会更积极地搜寻新市场机会。国际化扩张被认为是寻求新市场机会、提高企业绩效的有效方案,能让企业获得一些国内市场无法提供的独特优势,如企业可以摆脱当前市场的约束(Gaur et al., 2018),从海外市场捕获新技术或产品的发展机会(Cui & Xu, 2019),培育新的业绩增长点。此外,国际化扩张能帮助挽回企业在当前市场的颓势,国际化扩张有助于提高母国利益相关者对企业质量的感知,塑造企业在母国的形象,帮助企业获取母国资源。已有研究证实了国际化扩张有助于企业从母国银行和供应商等关键利益相

关者处获取财务资源(Du & Zhao, 2023)。因此,在业绩落差的刺激下,为尽快摆脱当前的竞争颓势,高管团队可能会关注拓展海外市场,将注意力分配在确能有效提升绩效的国际化战略上。当业绩期望落差越大,高管团队的风险偏好随之增强,更加看重国际化扩张在寻求新市场机会、提升企业绩效等方面的优势,从而更倾向于将国际化扩张作为缩小绩效差距的有效方案,将其有限的注意力聚焦于国际化战略。

根据注意力基础观,组织情境会影响决策者的注意力配置,进而影响企业的战略决策,即存在“情境—注意力配置—决策行为”的逻辑范式(Simon, 2013; Ocasio, 1997),其中,高管注意力是特定组织情境影响企业决策的重要中介机制。因此,业绩期望落差会通过影响高管团队注意力,进而影响企业的行动。当业绩期望落差越大时,高管团队的国际化注意力越高,越有可能实施国际化扩张,提升企业的国际化程度。

基于上述分析,提出如下假设:

假设 2: 高管团队国际化注意力在业绩期望落差与国际化程度之间起中介作用。

(四) 企业内部的调节因素

注意力基础观主要围绕了三项基本原则:注意力聚焦原则、情境化注意力原则和注意力的结构性分配原则(Ocasio, 1997)。注意力聚焦原则是指决策者的行为取决于决策者所关注的议题及其解决方案;情境化注意力原则是指决策者所关注的议题及其解决方案取决于他们所处的特定情境;注意力的结构性分配原则是指决策者对自己所处的特定情境的认知,以及他们如何关注这些情境,取决于企业的内部规

则、资源和社会关系是如何将决策活动分配到一系列具体的程序和沟通渠道中的 (Ocasio, 1997)。

基于上述原则, 本文进一步从企业内部和外部环境两个层面分别探索业绩期望落差对高管团队国际化注意力的作用边界。

1. 高管团队海外背景

管理认知的相关文献指出, 高管会利用自身已有的知识和经验处理大部分信息, 并最终将自己的主观观点转化为决策行为 (Moskowitz & Okten, 2017)。高管团队海外背景 (海外求学、任职) 作为管理认知的重要组成部分 (Piaskowska & Trojanowski, 2014), 可能会影响高管团队日常感知和解释业务问题。已有研究表明, 当出现紧急且模棱两可的情况时, 高管们往往倾向于在熟悉的领域中寻找解决方案 (Eggers & Suh, 2019)。因此, 面临同等程度的业绩期望落差时, 相较于缺乏海外背景的高管团队, 具有海外背景的高管团队更可能优先将注意力聚焦在自己相对熟悉的行动方案上, 如国际化扩张。

此外, 高管团队是否具有海外背景会影响他们对绩效反馈的解释 (He et al., 2021)。面临同等程度的业绩期望落差时, 与缺乏海外背景的高管团队相比, 具有海外背景的高管团队更倾向于将当前的业绩落差归因于国内市场疲软, 从而优先将注意力聚焦于国际化扩张, 以寻求新的业绩增长点, 摆脱当前市场的约束。同时, 高管团队是否具有海外背景会影响他们对外部信息的获取和解读, 进而影响他们将国际化扩张作为缩小绩效差距方案的想法。具体而言, 具有海外背景的高管团队更可能从海外

非正式网络中捕获异质性信息 (Athanassiou & Nigh, 2002), 更可能认为海外的知识和经验能帮助他们准确评估海外投资的风险和收益 (Nielsen & Nielsen, 2011), 对自身的国际化决策和跨国管理能力都更加自信, 从而对业绩不佳时进行国际化扩张形成更积极的期望。

基于上述分析, 提出如下假设:

假设 3: 相较于缺乏海外背景的高管团队, 具有海外背景的高管团队在业绩期望落差与高管国际化注意力之间具有正向调节作用。

2. 外资持股比例

决策者的注意力不仅受自身认知的影响, 还会受到组织规则的影响, 即企业如何引导和分配决策者注意力 (Rhee et al., 2019)。不同类型的所有者往往拥有不同的价值观, 这些不同的价值观会通过组织内部沟通、决策流程等传递给决策者, 影响决策者的注意力分配 (George et al., 2005)。当前, 中国上市公司外资持股的现象越来越普遍, 外资股东的特殊身份可能会影响高管应对期望落差时的注意力配置。具体而言:

首先, 与国有资本、民营资本不同, 外资股东天然地会更关注企业在国际市场上的发展 (彭涛等, 2020), 并不会仅限于关注企业在中国本土市场的表现。因此, 外资股东在投资目标上会更注重全球市场, 会着力将国际化战略打造为企业管理层的集体共识。由此推断, 面临同等程度的业绩期望落差时, 企业的外资持股比例越高, 其在企业内部的影响力和话语权也越强, 越容易引导高管团队将注意力聚焦海外市场的拓展。其次, 外资股东能帮助企业获取海外市场的稀缺性信息, 外资持股比例越高,

越有助于收集海外市场的新信息和最新动态，为国际化决策提供参考，增强决策的有效性。同时，外资持股被证实有利于提升企业的融资能力（钟熙等，2021），为国际化扩张提供资金补给。由此推断，面临同等程度的业绩期望落差时，企业的外资持股比例越高，能获取的信息和资源就越多，越有助于强化高管团队对制定和实施国际化战略的信心，从而更倾向于将国际化扩张视为提升绩效的有效手段，将注意力聚焦于国际化战略。最后，企业国际化过程中往往会遇到合法性问题，而外资持股有助于提升企业在国际市场上的合法性，降低国际化扩张的风险。此时，对于寻求绩效解决方案的高管团队，会更加强调国际化战略的高收益特性，从而更关注国际化战略。

基于上述分析，提出如下假设：

假设4：外资持股比例在业绩期望落差与高管国际化注意力之间具有正向调节作用。

（五）企业外部的调节因素

1. 分析师关注度

分析师是外部资本市场的重要信息中介，分析师对企业信息的评估和传递将影响外部利益相关者对企业的判断（Jegadeesh et al., 2004），进而影响企业和管理者个人在外部资本市场上的评价。因此，对企业而言，通过分析师向外部利益相关者传递更多积极信号显得尤为重要。分析师常用的估值分析方法是市盈率增长模型和长期增长预测模型，这两种方法都是用企业过往绩效、行业信息来预测目标企业的盈余和未来增长情况（Kim & Youm, 2017）。因此，当企业出现业绩落差，分析师跟踪企业并据此进行估值时，可能会给出相对负面的评价，这

些评价往往通过发布研究报告、公布推荐评级、进行路演活动等方式向外部资本市场传递。

企业的分析师关注度越高，业绩期望落差的现状越容易被外部利益相关者知晓，影响资本市场对企业的信心，导致企业陷入更加不利的局面。因此，处于高分析关注度的外部环境时，高管团队对当前企业“损失状态”的感受更加强烈，会更迫切寻找高收益的解决方案。考虑到分析师会关注和跟进企业应对期望落差的策略，高管团队在寻找解决方案时也会将分析师的因素纳入其中。分析师对企业过去绩效评价的同时，也会关注企业未来的战略规划和增长潜力，他们往往更青睐具有高增长预期的企业（Kim & Youm, 2017）。与创新研发的战略相比，国际化战略具有更广泛的宣传效应（葛菲等，2015），有助于传递企业对未来发展的信心和规划。由此推断，分析师关注度越高，为减少期望落差带来的负面评价、重新获得分析师的青睐，高管会越看重国际化战略所带来的高宣传效应。

基于上述分析，提出如下假设：

假设5：分析师关注度在业绩期望落差与高管国际化注意力之间具有正向调节作用。

2. 环境不确定性

市场环境在影响决策者认知和塑造企业行为方面发挥着重要作用（Nadkarni & Barr, 2008）。业绩期望落差时，高管团队对市场环境的认知会影响期望落差的归因及应对（Gavetti & Levinthal, 2000）。当环境不确定性越高时，市场需求的变化越大（Sirmon et al., 2007），意味着企业处于相对不利的经营环境，以往市场信息和企业经验的借鉴性越低。面临业绩期望

落差时，环境不确定性越高，高管团队越可能将当前不佳的业绩归因于国内复杂模糊的市场环境，认为是国内不确定的市场环境导致了当前的经营困境。这样的归因会让高管更加看重海外市场的发展，进一步放大国际化扩张可能带来的积极结果，从而更愿意将进一步拓展海外市场视为快速提升绩效的策略。与此同时，外部利益相关者更倾向于投资处于低不确定性行业的企业，由此，处于高不确定性行业的企业在资源使用和业务发展上会更受限。当面临同等程度的业绩期望落差时，环境不确定性越

高，越会加剧外部的约束和限制，此时高管团队会更加关注国际化战略，以期向外传递更多的积极信号，向外释放企业主动调整应对困境、迎难而上的积极意图，从而获得外部利益相关者的青睐，减少不确定性环境所带来的消极影响。

基于上述分析，提出如下假设：

假设 6：环境不确定性在业绩期望落差与高管国际化注意力之间具有正向调节作用。

结合上述假设，本文的研究模型如图 1 所示。

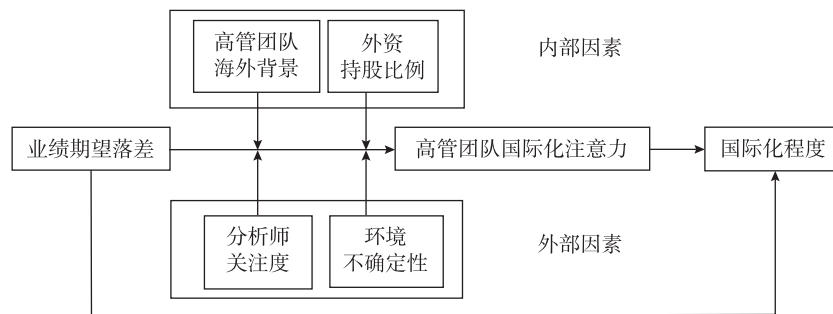


图 1 概念模型

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选择民营企业为研究对象，主要原因在于，相比于民营企业，国有企业具有经营目标多元性的特征。国有企业经营目标除了提升经济绩效，还包括国有资产保值增值、服务国家宏观经济与区域经济、服务国家战略等 (Morek et al., 2008)。因此，国有企业战略决策的制定除了考虑经济绩效外，还要兼顾社会绩效和国家战略需要，这可能会导致业绩期望落差与企业战略决策之间的因果关系变得模糊。

已有研究发现，面临业绩期望落差时，民营企业 and 国有企业在战略变革决策上存在差异，对国有企业而言，业绩期望落差并不意味着企业经营存在问题，可能是因为承担了社会性任务而导致了政策性亏损 (宋铁波等, 2019)。同时，由于国有企业更易获得国家财政的支持，一定程度上能缓解了经营压力，因此，面对同等程度的业绩期望落差时，国有企业的管理者对业绩未达预期的关注可能不及民营企业 (李健等, 2018)。基于上述考虑，为更聚焦本文的研究问题，将样本企业的性质选定为民营。

本文通过 CSMAR 数据库的企业实际控制人信息，根据企业实际控制人的性质来定义企业

性质。同时，考虑到 2001 年是中国加入世界贸易组织、融入全球化的标志性节点，因此基于 Wind 和 CSMAR 数据库，最终选取了 2002 ~ 2021 年中国沪深 A 股民营上市公司为研究样本。同时，根据已有研究的做法（宋铁波等，2017；钟熙等，2021），做以下进一步筛选：①仅选取有国际化行为（海外收入不为 0）的样本；②考虑到金融行业的国际化行为具有特殊性，本文样本不包含金融行业企业（行业分类为货币金融服务、资本市场服务、保险业、其他金融业等）；③剔除财务数据异常的 ST、*ST 样本；④剔除指标缺失的样本。本文对行业的分类主要参照中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》，最终，共涵盖 7881 个样本观测值，涉及 1601 家上市公司。

（二）变量定义及测量

1. 因变量

国际化程度（DOI）。国际化程度是企业国际化战略决策的重要体现（Hitt et al., 2006）。本文的研究对象是具有国际化行为的中国民营上市公司，结合现有研究（Tseng et al., 2007；方宏等，2021），企业是否具有国际化行为是以企业是否存在海外销售收入为判断依据的，企业当年的国际化程度往往采用企业海外销售额占比来衡量。因此，本文的被解释变量同样采用海外销售额占比来测量。同时，考虑到业绩的影响具有一定的滞后性且为规避可能的内生性影响，本文采用 $t+1$ 期的 DOI 作为被解释变量，其余变量均处于 t 期。

2. 自变量

业绩期望落差（BEL）。业绩期望落差是指企业实际绩效水平与期望绩效水平的差值。结

合现有研究（余天骄和肖书锋，2023），本文将总资产收益率（ROA）作为企业绩效的代理指标，绩效期望水平（A）采用历史绩效期望水平（HA）与社会绩效期望水平（SA）的综合指标，具体量化过程如下：

$$A_{i,t} = (1-\alpha_0)HA_{i,t} + \alpha_0SA_{i,t} \quad (1)$$

$$HA_{i,t} = (1-\beta_0)P_{i,t-1} + \beta_0HA_{i,t-1} \quad (2)$$

$$SA_{i,t} = (1-\gamma_0)IP_{i,t-1} + \gamma_0SA_{i,t-1} \quad (3)$$

其中，企业 i 在 t 年的历史绩效期望水平（ $HA_{i,t}$ ）是企业 i 在 $t-1$ 年的实际绩效（ $P_{i,t-1}$ ）和企业 i 在 $t-1$ 年的历史绩效期望水平（ $HA_{i,t-1}$ ）的加权线性组合；企业 i 在 t 年的社会绩效期望水平（ $SA_{i,t}$ ）是企业 i 所处行业在 $t-1$ 年的平均绩效（ $IP_{i,t-1}$ ，在实际测量中取行业内除企业自身外其他所有企业业绩的平均值）和企业 i 和 $t-1$ 年的社会绩效期望水平（ $SA_{i,t-1}$ ）的加权线性组合；将 $HA_{i,t}$ 和 $SA_{i,t}$ 加权线性组合后形成整体绩效期望水平（ $A_{i,t}$ ）。参考现有研究（陈伟宏等，2018），将权重参数 α_0 、 β_0 、 γ_0 均设置为 0.4。

在上述基础上，本文参照 Chrisman 和 Patel（2012）的研究，对期望落差进行计算：

$$P_{i,t} - A_{i,t} = |I_1(P_{i,t} - A_{i,t}) < 0| \quad (4)$$

企业 i 在 t 年的期望差距为 $P_{i,t} - A_{i,t}$ ，如果 $P_{i,t} - A_{i,t} < 0$ ，则认为企业 i 在 t 年的实际绩效低于期望水平，处于业绩期望落差状态， I_1 取值为 1。反之则认为企业在 t 年的实际绩效高于期望水平， I_1 取值为 0，接着将 I_1 与 $P_{i,t} - A_{i,t}$ 相乘，得到截尾处理的业绩期望落差。为便于后续计算，本文进一步取其绝对值 $|I_1(P_{i,t} - A_{i,t})|$ 为最终的业绩期望落差。

3. 中介变量

高管团队国际化注意力 (*Attention*)。目前国内外学者主要利用文本分析法、案例研究法和调查问卷法三种方法对高管团队注意力进行测量。由于调查问卷和案例分析所得的数据具有时效性,无法测量高管团队以前的注意力,且获取较为困难。因此,本文借鉴董临萍和宋渊洋(2017)的测量方法,借助文本分析软件,对样本企业年报的董事会报告部分进行文本分析,计算相关关键词出现的词频,进行对数处理后,形成本文的中介变量——高管团队国际化注意力。另外,在稳健性检验中,使用了关键词出现的频数和每个关键词字数的乘积占董事会讨论与分析的总字数的比例,作为中介变量的替代变量进行稳健性检验。

4. 调节变量

高管团队海外背景 (*OBE*):参考现有研究(李倩和焦豪,2021),本文的高管团队成员包括董事长、董事、监事、(副)总裁、(副)总经理、董事会秘书、职能部门总监等高级经理人员。若上述成员之一具有海外教育背景或海外工作背景,则 *OBE* 赋值为1,否则赋值为0。此外,考虑到监事的主要职责是监督职能,为保证结果的合理性和稳健性,本文仅担任监事的成员排除高管团队,重新计算了高管团队海外背景,以此作为替代变量进行了稳健性检验。

外资持股比例 (*FO*):从CSMAR数据库获取前十大股东的信息,依据股份性质及股东名称这两个关键字段进行筛选。若股东的股份性质为“境外法人持有股份”,则将其列为外资持股范围,若股东的股份性质未标记为“境外法人持有股份”,则根据股东名称进行手动筛选。

最终筛选出的外资地域范围涵盖美国、法国、新加坡等,具体外资类型包括境外成立的产业集团、金融机构及境外个人等。最后,对上述标记为外资性质的股东持股比例进行加总,用以测量本文的外资持股比例 (*FO*)。

分析师关注度 (*ATT*):与现有研究保持一致(黎来芳等,2023),本文对分析师关注度的测量是, t 年全年跟踪公司的分析师(团队)数量取自然对数。

环境不确定性 (*EUR*):外部环境的不确定性会引起企业核心业务的波动,进而导致企业销售收入波动(Bergh & Lawless, 1998),因此,参考申慧慧等(2012)的研究,采用公司业绩的波动来衡量企业所处环境的不确定性程度。具体而言,首先剔除销售收入中稳定成长的部分,即运用过去五年的销售收入与年度变量进行OLS分析,所得残差即为非正常销售收入。其次,计算过往5年非正常销售收入的标准差,除以收入平均值,进而得到未经行业调整的环境不确定性。再次,计算行业环境不确定性,采用同一年度同一行业内所有公司的未经行业调整的环境不确定性的中位数衡量。最后,将各公司未经行业调整的环境不确定性除以行业环境不确定性,得到经行业调整后的环境不确定性,即为本文的环境不确定性 (*EUR*)。

5. 控制变量

公司规模 (*Firm size*),采用公司营业收入的自然对数;公司年龄 (*Firm age*),采用公司成立时间(以年为度量单位)的自然对数;资产负债率 (*Leverage*),采用公司负债与总资产比例;账面市值比 (*BTM*),采用1~5分类标识;资产专用性 (*Specific*),采用固定资产净

值、在建工程净值、无形资产与长期待摊费用之和与总资产的比例；冗余资源 (*Slack*)，通过流动比率（流动资产除以流动负债）来测量（焦豪等，2022）；业绩期望顺差 (*ABO*)，在式(4)的基础上，做如下计算：如果 $P_{i,t} - A_{i,t} > 0$ ，则认为企业 *i* 在 *t* 年的实际绩效高于期望水平，处于期望顺差状态， I_1 取值为 1，反之 I_1 取值为 0，接着将 I_1 与 $P_{i,t} - A_{i,t}$ 相乘，得到截尾处理的期望顺差，进一步取其绝对值，作为业绩期望顺差 *ABO*；行业集中度 (*HHI*)，采用 CS-MAR 数据库直接提供的 *HHI* 指标，具体而言，首先计算行业内每家公司的营业收入与行业营业收入合计的比例，随后将每家公司的上述比例进行平方后加总，即得到行业集中度指数，集中度越低，行业竞争越激烈。

(三) 计量方法

考虑到解释变量与被解释变量均为连续变量且数据为非平衡面板数据，本文采用 Haus-

man 检验对比了固定效应模型和随机效应模式，结果强烈支持固定效应模型，因此，本文采用固定效应模型对面板样本数据集进行回归分析，同时在模型中加入稳健标准误以修正异方差，并控制行业层面和时间层面的固定效应（Zhong et al., 2021）。

四、数据结果与分析

(一) 描述性统计

表 1 列示了所有变量的描述性统计值。因变量国际化程度的平均值为 23.4%，标准差为 23.9%，自变量业绩期望落差的平均值为 0.018，标准差为 0.038，中介变量高管团队国际化注意力的平均值为 2.244，标准差为 0.944。此外，根据多重共线性诊断，主要变量间方差膨胀系数 VIF 均小于 10，说明不存在明显的多重共线性问题。表 2 则列示了所有变量间的相关系数。

表 1 变量的描述性统计

| 变量 | 样本数 | 平均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|------------------|------|--------|--------|-------|--------|
| <i>DOI</i> | 7881 | 0.234 | 0.239 | 0.000 | 1.000 |
| <i>BEL</i> | 7881 | 0.018 | 0.038 | 0.000 | 1.055 |
| <i>Attention</i> | 7881 | 2.244 | 0.944 | 0.000 | 5.308 |
| <i>OBE</i> | 7881 | 0.625 | 0.484 | 0.000 | 1.000 |
| <i>FO</i> | 7881 | 3.673 | 10.777 | 0.000 | 88.550 |
| <i>ATT</i> | 7881 | 1.799 | 1.092 | 0.000 | 4.317 |
| <i>EUR</i> | 7881 | 1.316 | 1.278 | 0.014 | 23.313 |
| <i>Firm size</i> | 7881 | 12.195 | 1.215 | 7.757 | 17.636 |
| <i>Firm age</i> | 7881 | 2.825 | 0.326 | 0.000 | 4.174 |
| <i>Leverage</i> | 7881 | 0.385 | 0.182 | 0.008 | 0.976 |
| <i>BTM</i> | 7881 | 2.710 | 1.376 | 1.000 | 5.000 |
| <i>Specific</i> | 7881 | 0.306 | 0.157 | 0.001 | 0.902 |
| <i>Slack</i> | 7881 | 2.691 | 3.113 | 0.107 | 73.795 |
| <i>ABO</i> | 7881 | 0.016 | 0.036 | 0.000 | 0.959 |
| <i>HHI</i> | 7881 | 0.113 | 0.107 | 0.014 | 1.000 |

注：*DOI* 位于 *t+1* 期间，其他变量均位于 *t* 期。

表 2 相关系数

| 变量 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 |
|---------------------|----------|---------------------|-----------|-----------|----------|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|-------|
| 1. <i>DOI</i> | 1.000 | | | | | | | | | | | | | | |
| 2. <i>BEL</i> | -0.001 | 1.000 | | | | | | | | | | | | | |
| 3. <i>Attention</i> | 0.305*** | -0.005 | 1.000 | | | | | | | | | | | | |
| 4. <i>OBE</i> | 0.083*** | -0.004 | 0.111*** | 1.000 | | | | | | | | | | | |
| 5. <i>FO</i> | 0.077*** | 0.001 | 0.026* | 0.132*** | 1.000 | | | | | | | | | | |
| 6. <i>ATT</i> | -0.030** | -0.177*** | 0.084*** | 0.114*** | 0.080*** | 1.000 | | | | | | | | | |
| 7. <i>EUR</i> | 0.040*** | 0.046*** | -0.031** | 0.028* | -0.031** | -0.037** | 1.000 | | | | | | | | |
| 8. <i>Firm size</i> | 0.009 | -0.180*** | 0.178*** | 0.073*** | 0.076*** | 0.371*** | 0.048*** | 1.000 | | | | | | | |
| 9. <i>Firm age</i> | -0.023* | -0.060*** | 0.128*** | 0.051*** | -0.018 | 0.013 | 0.013 | 0.269*** | 1.000 | | | | | | |
| 10. <i>Leverage</i> | -0.031** | 0.000 | 0.046*** | -0.009 | -0.027* | 0.021 [†] | 0.115*** | 0.524*** | 0.081*** | 1.000 | | | | | |
| 11. <i>BTM</i> | -0.003 | -0.089*** | -0.013 | 0.013 | -0.020* | 0.121*** | 0.048*** | 0.043*** | 0.117*** | 0.138*** | 1.000 | | | | |
| 12. <i>Specific</i> | 0.084*** | -0.021 [†] | 0.024* | -0.081*** | 0.017 | -0.047*** | -0.076*** | 0.028* | -0.019 | 0.086*** | -0.059*** | 1.000 | | | |
| 13. <i>Slack</i> | 0.024* | 0.067*** | -0.038*** | 0.013 | 0.018 | -0.031*** | -0.066*** | -0.345*** | -0.073*** | -0.583*** | -0.100*** | -0.194*** | 1.000 | | |
| 14. <i>ABO</i> | 0.026* | -0.208*** | -0.010 | 0.008 | 0.018 | 0.131*** | 0.213*** | 0.110*** | 0.054*** | -0.057*** | 0.164*** | -0.007 | 0.003 | 1.000 | |
| 15. <i>HHI</i> | -0.008 | 0.010 | 0.040*** | 0.003 | 0.016 | -0.001 | -0.002 | 0.065*** | -0.009 | 0.090*** | 0.006 | -0.017 | -0.038*** | 0.002 | 1.000 |

注: [†]p<0.10, * p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001。

(二) 实证结果分析

表3报告了本文的主效应回归结果。模型1显示,业绩期望落差对企业国际化程度的影响系数为0.103,在1%的水平上显著,支持了本文的假设1,即业绩期望落差与企业国际化程度之间呈正相关关系。假设2强调,高管团队国际化注意力在业绩期望落差与国际化程度之间起中介作用,为验证中介效应,本文借鉴温忠麟和叶宝娟(2014)以及温忠麟等(2022)的相关研究,采用依次检验法(间接检验)、Sobel检验和Bootstrap检验(直接检验)等方式进行验证。表3列示了依次检验法的实证结果。具体而言:第一步,模型1显示,业绩期望落差对企业国际化程度的影响系数为0.103,在

1%的水平上显著,按中介效应立论;第二步,模型2显示,业绩期望落差对高管团队国际化注意力的影响系数为0.782,在1%的水平上显著,模型3显示,高管团队国际化注意力对企业国际化程度的影响系数为0.015,在0.1%的水平上显著,两者均显著、则中介效应显著;第三步,模型3显示,业绩期望落差对企业国际化程度的影响系数为0.091,在1%的水平上显著,则为部分中介效应,支持了假设2。表4则列示了Sobel检验和Bootstrap检验结果,Sobel检验的Z值显著,且Bootstrap 95%置信区间上下限均不包含0,即中介效应显著,且中介效应的比例为11.4%。

表3 中介效应检验(依次检验法)

| 变量 | 因变量 | | |
|------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | DOI | Attention | DOI |
| | 模型1 | 模型2 | 模型3 |
| <i>BEL</i> | 0.103** (2.677) | 0.782** (3.152) | 0.091** (2.426) |
| <i>Attention</i> | | | 0.015*** (5.564) |
| <i>Firm size</i> | 0.031*** (4.154) | 0.121** (3.004) | 0.029*** (3.983) |
| <i>Firm age</i> | -0.022 (-0.467) | -0.299 (-1.057) | -0.018 (-0.389) |
| <i>Leverage</i> | -0.001 (-0.002) | -0.206 (-1.581) | 0.003 (0.115) |
| <i>BTM</i> | -0.001 (-0.314) | -0.019* (-2.145) | -0.001 (-0.123) |
| <i>Specific</i> | 0.075* (2.204) | 0.528*** (3.403) | 0.067* (1.993) |
| <i>Slack</i> | 0.001 (0.989) | 0.002 (0.558) | 0.001 (0.962) |

续表

| 变量 | 因变量 | | |
|-----------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| | DOI | Attention | DOI |
| | 模型 1 | 模型 2 | 模型 3 |
| <i>ABO</i> | -0.030 (-0.653) | -0.526 [†] (-1.861) | -0.022 (-0.477) |
| <i>HHI</i> | 0.082* (2.243) | 0.093 (0.477) | 0.080* (2.202) |
| <i>OBE</i> | -0.001 (-0.213) | 0.030 (0.987) | -0.002 (-0.301) |
| <i>FO</i> | 0.001* (2.578) | 0.003 (1.369) | 0.001* (2.464) |
| <i>ATT</i> | -0.007** (-3.106) | 0.019 (1.396) | -0.007*** (-3.252) |
| <i>EUR</i> | -0.004 (-1.609) | -0.007 (-0.648) | -0.004 (-1.570) |
| <i>Industry</i> | YES | YES | YES |
| <i>Year</i> | YES | YES | YES |
| <i>Constant</i> | -0.223 [†] (-1.695) | -0.665 (-0.966) | -0.213 [†] (-1.655) |
| <i>Observations</i> | 7881 | 7881 | 7881 |
| <i>R</i> ² | 0.104 | 0.199 | 0.114 |

注：模型中已加入稳健标准误；括号内显示 t 统计量的值；[†]p<0.10, *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001。

表 4 中介效应检验 (Sobel 检验和 Bootstrap 检验)

| Sobel 检验 | | | | Bootstrap 检验 | | | |
|----------|-----|-------|----------|--------------|--------|-------|-------|
| Sobel | 系数 | 0.012 | 显著 | 间接效应 | 系数 | 0.012 | |
| | Z 值 | 3.113 | | | Z 值 | 2.580 | |
| Godman1 | 系数 | 0.012 | 显著 | | 95% 下限 | 0.003 | |
| | Z 值 | 3.094 | | | 95% 上限 | 0.021 | |
| Godman2 | 系数 | 0.012 | 显著 | | 直接效应 | 系数 | 0.091 |
| | Z 值 | 3.133 | | | | Z 值 | 2.490 |
| 间接效应 | | 0.012 | 95% 下限 | 0.019 | | | |
| 直接效应 | | 0.091 | 95% 上限 | 0.162 | | | |
| 总效应 | | 0.103 | 总效应 | | 0.103 | | |
| 间接效应/总效应 | | 0.114 | 间接效应/总效应 | | 0.114 | | |

注：[†]p<0.10, *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001。

表 5 报告了调节效应的回归结果。模型 4 显示，业绩期望落差与高管团队海外背景的交流

互项系数显著为正 ($\beta=0.883$, $p<0.05$)，表明相较于缺乏海外背景的高管团队，具有海外背

景的高管团队在面临业绩期望落差时更倾向于将注意力集中于国际化，假设 3 得到支持。模型 5 显示，业绩期望落差与外资持股比例的交互项系数并不显著，表明在面临同等程度的业绩期望落差时，不同外资持股比例的企业高管团队对于国际化战略的关注程度并没有显著差异，假设 4 并未得到支持。但从交互项来看，系数基本符合假设 4，即外资持股比例越高，越会增强主效应的正向效应。结果未能显著可能是因为，本文的研究对象为民营企业，民营企业中外资持股比例越高，会促使绩效落差时管理层越关注国际化，但从样本来看，民营企业的外资持股比例的均值仅为 3.67%，因此尽管外资股东会影

但受限于持股比例，话语权和影响力未带来显著的影响。模型 6 显示，业绩期望落差与分析师关注度的交互项系数显著为正 ($\beta = 0.503$, $p < 0.05$)，表明面临同等程度的业绩期望落差时，外部分析师的关注度越高，企业高管团队对国际化的注意力越强，因此，假设 5 得到支持。模型 7 显示，业绩期望落差与环境不确定性的交互项系数显著为正 ($\beta = 0.450$, $p < 0.01$)，表明环境不确定性在业绩期望落差与高管国际化注意力之间具有显著的正向调节作用，假设 6 得到支持。另外，模型 8 涵盖所有交互项，除业绩期望落差与高管团队海外背景的交互项系数显著性下降外，其余交互项显著性水平与模型 4 至模型 7 基本保持一致。

表 5 固定效应回归结果分析 (调节效应)

| 变量 | Attention | | | | |
|----------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| | 模型 4 | 模型 5 | 模型 6 | 模型 7 | 模型 8 |
| <i>BEL</i> | 0.852*** (3.745) | 0.793** (3.164) | 1.157*** (4.240) | 0.627* (2.472) | 0.987** (3.458) |
| <i>OBE</i> | 0.029 (0.980) | 0.030 (0.984) | 0.028 (0.947) | 0.032 (1.080) | 0.031 (1.049) |
| <i>FO</i> | 0.003 (1.349) | 0.003 (1.356) | 0.003 (1.379) | 0.003 (1.372) | 0.003 (1.361) |
| <i>ATT</i> | 0.018 (1.383) | 0.019 (1.407) | 0.019 (1.421) | 0.018 (1.331) | 0.018 (1.335) |
| <i>EUR</i> | -0.007 (-0.661) | -0.007 (-0.653) | -0.008 (-0.789) | -0.005 (-0.455) | -0.006 (-0.569) |
| <i>BEL×OBE</i> | 0.883* (1.968) | | | | 0.723 (1.533) |
| <i>BEL×FO</i> | | 0.009 (0.387) | | | 0.001 (0.030) |
| <i>BEL×ATT</i> | | | 0.503* (2.556) | | 0.422* (2.072) |
| <i>BEL×EUR</i> | | | | 0.450** (2.647) | 0.488** (2.722) |

续表

| 变量 | Attention | | | | |
|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | 模型 4 | 模型 5 | 模型 6 | 模型 7 | 模型 8 |
| <i>Controls</i> | YES | YES | YES | YES | YES |
| <i>Industry</i> | YES | YES | YES | YES | YES |
| <i>Year</i> | YES | YES | YES | YES | YES |
| <i>Constant</i> | -0.635 (-0.922) | -0.599 (-0.867) | -0.711 (-1.040) | -0.640 (-0.926) | -0.721 (-1.051) |
| <i>Observations</i> | 7881 | 7881 | 7881 | 7881 | 7881 |
| R^2 | 0.199 | 0.199 | 0.200 | 0.200 | 0.201 |

注：模型中已加入稳健标准误；括号内显示 t 统计量的值；†p<0.10, *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001。

(三) 稳健性检验

本文采用如下方法进行稳健性检验。在样本选择方面，考虑到 2008 年全球金融危机这一特殊事件对国际化的外生影响，本文选择了 2009~2021 年样本，规避样本选择偏差；在中介效应检验方面，本文依次选取净资产收益率 (ROE) 替代 ROA 作为计算解释变量的业绩衡量标准、关键词出现的频数和每个关键词字数的乘积占董事会讨论与分析的总字数的比例作为高管团队国际化注意力 (*Attention*) 的替代变量；在模型方面，本文的回归模型虽然采用了时间和行业的双向固定模型，但对内生性控制

不够严格，因此，借鉴相关研究控制“时间×行业”的高阶联合固定效应方法 (Dhaliwal et al., 2016)，进行稳健性检验和内生性处理；在调节效应检验方面，本文依次采用变更高管团队的涵盖范围 (仅将董事会成员和高级管理人员认定为高管团队，不含仅担任监事的人员)，以高管团队中具有海外背景的成员人数占比替代原高管团队海外背景 (OBE) 的二元测量，对假设 3 的调节作用进行稳健性检验。结果均已列示在表 6，相关结果与基本假设保持一致。

表 6 稳健性检验

| 变量 | 因变量 | | |
|---------------------------------|---------------------|---------------------|----------------------|
| | DOI | Attention | DOI |
| 变更样本选择范围 | | | |
| <i>BEL</i> | 0.111 ** (2.839) | 0.780 ** (3.219) | 0.100 ** (2.611) |
| <i>Attention</i> | | | 0.014 *** (5.275) |
| <i>Controls, Year, Industry</i> | YES | YES | YES |
| <i>Observations</i> | 7412 | 7412 | 7412 |
| R^2 | 0.101 | 0.172 | 0.110 |

续表

| 变量 | 因变量 | | |
|---|-----------------------|----------------------|------------------------------|
| | DOI | Attention | DOI |
| Sobel 检验 | 0.011 ** (Z 值 3.085) | | |
| Bootstrap 检验 | 0.011 * (Z 值 2.500) | | 95% 下限 0.002 95% 上限 0.020 |
| 间接效应占比 | 0.103 | | |
| 变更解释变量测量方式: ROE 替换 ROA | | | |
| <i>BEL</i> | 0.053 ** (2.662) | 0.457 *** (3.387) | 0.046 * (2.309) |
| <i>Attention</i> | | | 0.015 *** (5.572) |
| <i>Controls</i> 、 <i>Year</i> 、 <i>Industry</i> | YES | YES | YES |
| <i>Observations</i> | 7881 | 7881 | 7881 |
| <i>R</i> ² | 0.104 | 0.198 | 0.114 |
| Sobel 检验 | 0.007 *** (Z 值 3.373) | | |
| Bootstrap 检验 | 0.007 *** (Z 值 3.370) | | 95% 下限 0.003 95% 上限 0.011 |
| 间接效应占比 | 0.129 | | |
| 变更中介变量测量方式 | | | |
| <i>BEL</i> | 0.103 ** (2.677) | 0.223 * (2.397) | 0.094 * (2.486) |
| <i>Attention</i> | | | 0.040 *** (6.603) |
| <i>Controls</i> 、 <i>Year</i> 、 <i>Industry</i> | YES | YES | YES |
| <i>Observations</i> | 7881 | 7881 | 7881 |
| <i>R</i> ² | 0.104 | 0.177 | 0.119 |
| Sobel 检验 | 0.009 * (Z 值 2.029) | | |
| Bootstrap 检验 | 0.009 *** (Z 值 2.150) | | 95% 下限 0.001 95% 上限 0.017 |
| 间接效应占比 | 0.087 | | |
| 补充模型: 额外加入 Industry×Year FE | | | |
| <i>BEL</i> | 0.142 ** (2.867) | 1.163 *** (4.269) | 0.125 * (2.558) |
| <i>Attention</i> | | | 0.014 *** (5.119) |
| <i>Controls</i> 、 <i>Year</i> 、 <i>Industry</i> | YES | YES | YES |
| <i>Observations</i> | 7881 | 7881 | 7881 |
| <i>R</i> ² | 0.190 | 0.292 | 0.198 |
| Sobel 检验 | 0.017 *** (Z 值 3.736) | | |

续表

| 变量 | 因变量 | | |
|-------------------------|--|-----------|---------------------------------|
| | DOI | Attention | DOI |
| Bootstrap 检验 | 0.016 ** (Z 值 3.140) | | 95%下限 0.006 95%上限 0.027 |
| 间接效应占比 | 0.118 | | |
| 变更调节变量 OBE 的测量方式 | | | |
| 变量 | 统计董事会成员和高级管理人员组成的高管团队（不含仅担任监事的人员）中是否具有海外背景，是则赋值为 1，否则赋值为 0 | | 以高管团队中具有海外背景的成员数占比替代原 OBE 的二元变量 |
| | 因变量：DOI | | |
| <i>BEL</i> | 0.326 (0.871) | | 0.499 (1.616) |
| <i>OBE</i> | 0.016 (0.506) | | 0.121 (0.564) |
| <i>BEL</i> × <i>OBE</i> | 0.839 [†] (1.852) | | 3.952 [†] (1.771) |
| <i>Industry</i> | YES | | YES |
| <i>Year</i> | YES | | YES |
| <i>Constant</i> | -0.694 (-1.012) | | -0.683 (-0.990) |
| <i>Observations</i> | 7881 | | 7881 |
| <i>R</i> ² | 0.199 | | 0.199 |

注：[†]p<0.10, *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001。

（四）内生性检验

第一，采用滞前一期的 *DOI* 作为被解释变量进行回归分析，以尽可能规避反向因果关系，相关分析结果已列于表 3。

第二，借鉴相关研究（贺小刚等，2017），将企业国际化程度 *DOI* 作为解释变量、业绩期望落差 *BEL* 作为被解释变量进行回归，实证结果表明，解释变量的作用系数不显著，一定程度上佐证了反向因果关系问题并不显著。

第三，采用二阶段最小二乘法（2SLS）处理模型的内生性问题。具体地，本文借鉴已有研究（潘爱玲等，2018），采用业绩期望落差的

年度-行业均值（*Ind_BEL*）作为业绩期望落差的工具变量。一方面，*Ind_BEL* 反映了同一行业内企业业绩期望落差的平均水平，考虑到同行业企业所处的市场环境和竞争条件相似，因此这些企业在业绩表现上存在一定相关性，即目标企业的业绩期望落差水平与所处行业的业绩期望落差的平均水平相关，表 7 第一阶段显示工具变量 *Ind_BEL* 与业绩期望落差显著正相关（ $\beta=0.718$, $p<0.001$ ），这一结果验证了该变量符合工具变量的相关性要求。另一方面，行业层面的业绩期望落差是行业内所有企业的整体表现和预期差异所决定的，而这些表现和

预期的差异受到多种因素的共同作用，单一企业的国际化战略难以显著影响整个行业的业绩期望落差均值，因此，该变量同时也满足工具变量的外生性要求。

表 7 中第二阶段，在利用工具变量控制内生性后，业绩期望落差的回归系数依旧显著为

正 ($\beta=0.151, p<0.05$)，表明结论有良好的稳健性；此外，2SLS 模型中仅使用一个工具变量，不存在过度识别问题；另外，模型也通过了不可识别检验 (Under Identification Test) 和弱工具变量检验 (Weak Identification Test)，进一步验证了本文的假设。

表 7 内生性检验：2SLS 工具变量法

| 变量 | 第一阶段 | 第二阶段 |
|-------------------------------------|------------------------|-------------------|
| | BEL | DOI |
| <i>Predicted BEL</i> | | 0.151* (2.074) |
| <i>IV: Ind_BEL</i> | 0.718*** (41.950) | |
| <i>Controls、Year、Industry</i> | YES | YES |
| <i>Observations</i> | 7748 | 7748 |
| R^2 | 0.223 | 0.025 |
| Under identification test | 1374.001 ($p<0.001$) | |
| Kleibergen-Paap rk LM statistic | | |
| Weak identification test | 1760.169 (大于临界值 16.38) | |
| Kleibergen-Paap rk Wald F statistic | | |

注：† $p<0.10$ ，* $p<0.05$ ，** $p<0.01$ ，*** $p<0.001$ 。

五、结论与讨论

(一) 研究结论

本文基于绩效反馈理论和注意力基础观，以 2002~2021 年中国沪深 A 股民营上市公司为样本，实证检验并发现：业绩期望落差与企业国际化程度显著正相关；高管团队国际化注意力在业绩期望落差与企业国际化程度的关系中发挥中介作用；进一步，业绩期望落差对高管团队国际化注意力的正向影响分别在具有海外背景的高管团队、高分析师关注度、环境高度

不确定的情境下更加显著。

本文的理论贡献主要有以下两个方面：

第一，已有文献大多从绩效反馈理论揭示业绩期望落差与企业国际化的“简单因果关系”，对其中内在作用机制的探讨还较为缺乏。高管团队在战略制定和执行中发挥着重要作用，根据注意力基础观，企业决策是由高管团队注意力等认知因素塑造的，面对业绩下滑或现实难题时，高管团队会将其有限的注意力配置在有助于摆脱业绩困境的议题上并据此做出决策。已有研究大多分析了业绩期望落差对企业国际化速度、范围的直接影响 (Lin, 2014; 宋铁波

等, 2017; 余天骄和肖书锋, 2023), 缺乏对企业国际化程度的具体探讨, 且研究大多基于单一的理论视角揭示业绩期望落差对企业国际化的直接影响, 忽略了高管团队认知因素在其中的作用。本文通过将绩效反馈理论的有限理性假设与注意力基础观相结合, 从企业决策者的视角揭示了业绩期望落差影响企业国际化的微观过程机制, 从理论视角拓展的角度, 对绩效反馈的相关研究进行了有益补充。

第二, 本文认为高管是否将国际化视为解决业绩期望落差的方案取决于高管自身的倾向及引导他们注意力配置的情境因素, 因此, 通过进一步探讨业绩期望落差影响高管团队国际化注意力的内外部边界条件, 发现高管团队海外背景、分析师关注度和环境不确定性分别对业绩期望落差与高管国际化注意力关系的调节效应, 深化了对业绩期望落差与高管国际化注意力这两者关系的边界条件的理解。

本文研究也具有一定的管理实践启示。一方面, 研究揭示了管理者的有限理性, 发现业绩期望落差时, 企业制定的国际化决策并非完全出于理性判断, 还会受到决策者主观风险偏好的影响。因此, 当面临消极的业绩反馈时, 管理者在重视这一信号的同时, 也应充分认识到自身的有限理性, 减少因个人风险偏好而盲目进行海外扩张, 尽量制定符合企业发展实际的决策。另一方面, 研究发现, 面临业绩落差时, 具有海外背景的高管团队会因其自身认知和熟悉效应而更青睐于国际化扩张; 外部分析师的关注越高, 越会加剧业绩落差给高管团队带来的压力, 促使高管团队更愿意关注具有广泛宣传效应、高收益特性的国际化战略; 行业

环境不确定性高, 企业在国内市场经营中受到的外部约束, 高管越会将当前的业绩落差归因于本土市场约束, 从而更愿意将进一步拓展海外市场视为快速提升绩效的策略。这些调节效应表明, 当出现业绩期望落差时, 影响高管团队注意力的因素是复杂的, 许多因素会吸引或分散高管团队的注意力。对此, 面临绩效困境时, 高管团队应充分认识来自自身、组织和外部环境的影响, 理性分析这些因素对其决策注意力的干扰。同时, 董事会可根据企业实际, 适当调整企业内部规则或结构、主动管理外部分析师的预期等方式减小企业决策时的噪声影响。

(二) 研究局限及未来展望

本文研究还存在以下不足: 第一, 只关注了企业业绩期望落差对国际化程度的影响, 在绩效期望的方向上单独聚焦于落差方向, 并未将期望顺差纳入研究框架。未来研究可以考虑从不同的绩效期望方向出发, 进一步探究不同方向的业绩期望对国际化程度的影响机制, 这将有助于补充和发展已有的研究结论。第二, 在数据测量上, 采用了文本分析方式测量高管团队国际化注意力, 后续研究可以在此基础上, 通过案例访谈、问卷调查等方式, 进一步完善高管团队注意力的测量方法。第三, 企业的国际化战略体现在区位选择、进入模式、扩张速度等多个方面, 本文重点关注了业绩期望落差对企业国际化程度的影响, 未来可继续关注业绩期望落差对企业的国际化区位选择、进入模式等其他方面的影响作用, 进一步丰富业绩期望落差与企业国际化的相关研究。第四, 本文的研究对象为中国民营上市企业, 后续研究可以将中国的国有企业或其他新兴市场的跨国企

业（如印度、柬埔寨、泰国）纳入研究框架，进一步检验研究结论的普适性，同时可以对相关结论开展进一步的比较研究。

接受编辑：李瑜

责任编辑：李强

收稿日期：2023年12月12日

接受日期：2024年12月25日

作者简介

阎海峰，华东理工大学商学院教授、博士生导师，毕业于复旦大学并获得管理学博士学位，在 *Asia Pacific Journal of Management*、*Management and Organization Review* 以及《管理世界》《南开管理评论》《科研管理》《管理评论》等国内外学术刊物发表论文 50 余篇，研究兴趣为企业国际化。

杨昕悦（通讯作者，E-mail: xinyuew@126.com），华东理工大学商学院博士研究生，在 *Chinese Management Studies* 以及《南开管理评论》《经济管理》《南大商学评论》等学术期刊发表论文数篇，研究兴趣为战略管理、企业国际化。

吴琼，温州理工学院经济与管理学院讲师，毕业于华东理工大学并获得管理学博士学位，在《外国经济与管理》《管理学季刊》等学术期刊发表论文数篇，研究兴趣为企业国际化。

徐嘉悦，华东理工大学商学院硕士研究生，研究兴趣为企业国际化。

参考文献

[1] 陈守明、孙晶晶：《高管团队职能异质性与企

业国际化——论企业高管团队注意力的中介作用》，《经济论坛》，2016年第1期。

[2] 陈伟宏、钟熙、宋铁波：《TMT 异质性、期望落差与企业冒险变革行为》，《科学学与科学技术管理》，2018年第1期。

[3] 董临萍、宋渊洋：《高管团队注意力与企业国际化绩效：权力与管理自由度的调节作用》，《管理评论》，2017年第8期。

[4] 杜晓君、张宁宁：《组织污名对企业国际化绩效的影响》，《外国经济与管理》，2019年第7期。

[5] 方宏、王益民、孙晨：《CEO 权力与国际化速度——TMT 风险注意力的中介作用》，《管理评论》，2021年第9期。

[6] 葛菲、贺小刚、吕斐斐：《组织下滑与国际化选择：产权与治理的调节效应研究》，《经济管理》，2015年第6期。

[7] 贺小刚、邓浩、吕斐斐、李新春：《期望落差与企业创新的动态关系——冗余资源与竞争威胁的调节效应分析》，《管理科学学报》，2017年第5期。

[8] 焦豪、杨季枫、金宇珂：《企业消极反馈对战略变革的影响机制研究——基于动态能力和冗余资源的调节效应》，《管理科学学报》，2022年第8期。

[9] 黎来芳、张洁、孙昌玲：《核心竞争力信息披露与分析师关注》，《中国软科学》，2023年第3期。

[10] 李健、曹文文、乔嫣、潘镇：《经营期望落差、风险承担水平与创新可持续性——民营企业与非民营企业的比较研究》，《中国软科学》，2018年第2期。

[11] 李倩、焦豪：《高管团队内薪酬差距与企业绩效——顾客需求不确定性与企业成长性的双重视角》，《经济管理》，2021年第6期。

[12] 潘爱玲、刘文楷、王雪：《管理者过度自信、债务容量与并购溢价》，《南开管理评论》，2018年第3期。

[13] 彭涛、黄福广、李娅、吴馨睿：《外资风险

投资、海外上市与企业国际化》，《外国经济与管理》，2020年第4期。

[14] 申慧慧、于鹏、吴联生：《国有股权、环境不确定性与投资效率》，《经济研究》，2012年第7期。

[15] 宋铁波、钟熙、陈伟宏：《期望差距与企业国际化速度：来自中国制造业的证据》，《中国工业经济》，2017年第6期。

[16] 宋铁波、钟熙、陈伟宏：《谁在“穷则思变”？基于中国民营与国有上市公司的对比分析》，《管理评论》，2019年第2期。

[17] 温忠麟、叶宝娟：《中介效应分析：方法和模型发展》，《心理科学进展》，2014年第5期。

[18] 温忠麟、方杰、谢晋艳、欧阳劲樱：《国内中介效应的方法学研究》，《心理科学进展》，2022年第8期。

[19] 余天骄、肖书锋：《企业期望落差强度与持久度对国际化速度的影响研究》，《管理评论》，2023年第4期。

[20] 钟熙、宋铁波、陈伟宏、翁艺敏：《外资持股、期望落差与企业国际化进程》，《管理评论》，2021年第8期。

[21] Athanassiou, N. , & Nigh, D. 2002. The impact of the top management team's international business experience on the firm's internationalization: Social networks at work. *Management International Review*; 157-181.

[22] Bergh, D. D. , & Lawless, M. W. 1998. Portfolio restructuring and limits to hierarchical governance: The effects of environmental uncertainty and diversification strategy. *Organization Science*, 9: 87-102.

[23] Caves, R. E. 1996. *Multinational Enterprise and Economic Analysis*. Cambridge: Cambridge University Press.

[24] Chrisman, J. J. , & Patel, P. C. 2012. Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: Be-

havioral agency and myopic loss aversion perspectives. *Academy of Management Journal*, 55: 976-997.

[25] Cuervo-Cazurra, A. , Ciravegna, L. , Melgarejo, M. , & Lopez, L. 2018. Home country uncertainty and the internationalization-performance relationship: Building an uncertainty management capability. *Journal of World Business*, 53: 209-221.

[26] Cui, L. , & Xu, Y. 2019. Outward fdi and profitability of emerging economy firms: Diversifying from home resource dependence in early stage internationalization. *Journal of World Business*, 54: 372-386.

[27] Cyert, R. M. , & March, J. G. 1963. *A Behavioral Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

[28] Dhaliwal, D. , Judd, J. S. , Serfling, M. , & Shaikh, S. 2016. Customer concentration risk and the cost of equity capital. *Journal of Accounting and Economics*, 61: 23-48.

[29] Du, J. , & Zhao, E. Y. 2023. International expansion and home-country resource acquisition: A signaling perspective of emerging-market firms' internationalization. *Journal of International Business Studies*, 54: 1642-1660.

[30] Eggers, J. , & Suh, J. -H. 2019. Experience and behavior: How negative feedback in new versus experienced domains affects firm action and subsequent performance. *Academy of Management Journal*, 62: 309-334.

[31] Gaur, A. S. , Ma, X. , & Ding, Z. 2018. Home country supportiveness/unfavorableness and outward foreign direct investment from china. *Journal of International Business Studies*, 49: 324-345.

[32] Gavetti, G. , & Levinthal, D. 2000. Looking forward and looking backward: Cognitive and experiential search. *Administrative Science Quarterly*, 45: 113-137.

[33] George, G. , Wiklund, J. , & Zahra, S. A.

2005. Ownership and the internationalization of small firms. *Journal of Management*, 31: 210–233.

[34] Greve, H. R. 2003. A behavioral theory of R&D expenditures and innovations: Evidence from ship-building. *Academy of Management Journal*, 46: 685–702.

[35] He, L., Huang, L., & Yang, G. 2021. Invest in innovation or not? How managerial cognition and attention allocation shape corporate responses to performance shortfalls. *Management and Organization Review*, 17: 815–850.

[36] Hitt, M. A., Bierman, L., Uhlenbruck, K., & Shimizu, K. 2006. The importance of resources in the internationalization of professional service firms: The good, the bad, and the ugly. *Academy of Management Journal*, 49: 1137–1157.

[37] Jegadeesh, N., Kim, J., Krische, S. D., & Lee, C. M. 2004. Analyzing the analysts: When do recommendations add value? *The Journal of Finance*, 59: 1083–1124.

[38] Jiang, G. F., & Holburn, G. L. 2018. Organizational performance feedback effects and international expansion. *Journal of Business Research*, 90: 48–58.

[39] Jung, J. C., & Bansal, P. 2009. How firm performance affects internationalization. *Management International Review*, 49: 709–732.

[40] Kim, E. H., & Youm, Y. N. 2017. How do social media affect analyst stock recommendations? Evidence from S&P 500 electric power companies' twitter accounts. *Strategic Management Journal*, 38: 2599–2622.

[41] Kirca, A. H., Fernandez, W. D., & Kundu, S. K. 2016. An empirical analysis and extension of internationalization theory in emerging markets: The role of firm-specific assets and asset dispersion in the multinationality–performance relationship. *Journal of World Business*, 51: 628–640.

[42] Lin, W. T. 2014. How do managers decide on

internationalization processes? The role of organizational slack and performance feedback. *Journal of World Business*, 49: 396–408.

[43] March, J. G., Shapira, Z. 1992. Variable risk preferences and the focus of attention. *Psychological Review*, 99: 172–183.

[44] Morck, R., Yeung, B., & Zhao, M. 2008. Perspectives on china's outward foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, 39: 337–350.

[45] Moskowitz, G. B., & Okten, I. O. 2017. *Social Cognition*. New York: Psychology Press.

[46] Nadkarni, S., & Barr, P. S. 2008. Environmental context, managerial cognition, and strategic action: An integrated view. *Strategic Management Journal*, 29: 1395–1427.

[47] Nielsen, B. B., & Nielsen, S. 2011. The role of top management team international orientation in international strategic decision-making: The choice of foreign entry mode. *Journal of World Business*, 46: 185–193.

[48] Ocasio, W. 1997. Towards an attention-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 18: 187–206.

[49] Ocasio, W. 2011. Attention to attention. *Organization Science*, 22: 1286–1296.

[50] Ocasio, W., & Joseph, J. 2005. An attention-based theory of strategy formulation: Linking micro- and macroperspectives in strategy processes. *Advances in Strategic Management*, 22: 39–61.

[51] Piaskowska, D., & Trojanowski, G. 2014. Twice as smart? The importance of managers' formative-years' international experience for their international orientation and foreign acquisition decisions. *British Journal of Management*, 25: 40–57.

[52] Rhee, L., Ocasio, W., & Kim, T.-H. 2019.

Performance feedback in hierarchical business groups: The cross-level effects of cognitive accessibility on r&d search behavior. *Organization Science*, 30: 51-69.

[53] Simon, H. A. 2013. *Administrative Behavior*. New York: Simon and Schuster.

[54] Sirmon, D. G. , Hitt, M. A. , & Ireland, R. D. 2007. Managing firm resources in dynamic environments to create value: Looking inside the black box. *Academy of Management Review*, 32: 273-292.

[55] Tseng, C. -H. , Tansuhaj, P. , Hallagan, W. , & McCullough, J. 2007. Effects of firm resources on growth in multinationality. *Journal of International Business Studies*, 38: 961-974.

[56] Zhong, W. , Ma, Z. , Tong, T. W. , Zhang, Y. , & Xie, L. 2021. Customer concentration, executive attention, and firm search behavior. *Academy of Management Journal*, 64: 1625-1647.

Performance Aspiration and Private Enterprise Internationalization Strategy

—The Mediating Effect of TMT Attention to Internationalization

Haifeng Yan¹ Xinyue Yang¹ Qiong Wu² Jiayue Xu¹

(1. School of Business, East China University of Science and Technology;

2. Economics and Management College, Wenzhou University of Technology)

Abstract: The top management team (TMT) plays a crucial role in formulating and implementing corporate strategies, especially for private enterprises. According to the attention-based view, cognitive factors such as TMT's attention predominantly influence corporate decision-making. When confronted with performance decline, TMT within private enterprises may allocate their limited attention to critical issues and make decisions. The basic view of attention suggests that the allocation of attention occurs in two different directions: top-down and bottom-up. Top-down signifies that the executives' own perceptions steer their focal attention, whereas bottom-up means that internal or external environmental factors attract the executives' attention. Performance is a critical indicator for evaluating the operational level of an organization. If the performance aspiration gap exists, this realistic problem may stimulate the executives' attention from bottom-up, and then influence the subsequent internationalization decision. However, most existing studies have focused on exploring a direct causal relationship between the performance aspiration gap and the internationalization of enterprises, overlooking the impact of bottom-up stimulation caused by performance aspiration gap on the TMT's attention allocation and their subsequent decision-making. Therefore, by incorporating TMT's attention into the research framework, this paper attempts to clarify the internal influence mechanism of performance aspiration gap on enterprise internationalization.

We focused on Chinese private enterprises rather than SOEs based on the following considerations. Compared with private enterprises, the primary objective of SOEs is to implement the political objectives of the government, and maintain the value of state-owned assets, etc. The attention of SOEs to performance aspiration gaps may be relatively low. As such, we obtained A-share private listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2002 to 2021 as our samples. In this paper, the fixed effects model was adopted, and the robust standard error was added to correct the heteroscedasticity.

The empirical results show that the performance aspiration gap indirectly affects the internationalization through TMT's international attention. Meanwhile, the positive relationship between the performance aspiration gap and TMT's international attention is more significant when TMT has overseas background, and more significant in the external situation with high analyst attention and uncertain environment.

The main contributions are as follows: First, most existing literature reveals the simple causal relationship between performance aspiration gap and enterprise internationalization, lacking research on the internal mechanism. This paper explored the internal mechanism by combining the limited rationality hypothesis of performance feedback theory with the attention-based view. Sec-

ond, this paper found the influence path of the performance aspiration gap on private enterprises' internationalization by introducing TMT's international attention into research framework. Third, the moderating effects of TMT's overseas background, analyst attention and environmental uncertainty on the relationship between performance aspiration gap and TMT's international attention deepen the understanding of the boundary conditions, and enrich the researches of TMT's international attention.

Key Words: performance aspiration gap; degree of internationalization; TMT's attention; performance feedback theory; attention-based view