

# 战略差异、信息透明度与财务分析师盈余预测质量

——基于深市上市公司的经验证据

谢获宝<sup>1</sup>,石佳<sup>1</sup>,惠丽丽<sup>2</sup>

(1. 武汉大学 经济与管理学院,湖北 武汉 430071; 2. 武汉理工大学 管理学院,湖北 武汉 430071)

**[摘要]**依据深交所披露的上市公司信息披露质量考核数据,验证上市公司战略差异对财务分析师盈余预测质量的影响以及信息透明度对两者之间关系的作用,研究结果表明:第一,上市公司战略差异降低了财务分析师盈余预测质量,战略差异度越大,财务分析师的盈余预测误差越大、分歧度越大;第二,较高的信息透明度能够有效抑制战略差异对财务分析师预测误差和分歧度产生的负向影响。研究结论为增强财务分析师有效识别上市公司非财务信息的能力、提高盈利预测质量提供了理论基础,为监管部门加强信息披露管理、保持信息有效传递提供了启示。

**[关键词]**战略差异;信息透明度;盈余预测质量;信息披露质量;资本密集度;资本结构;研发投入

**[中图分类号]**F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2018)04-0028-08

## 一、引言

经过几十年的发展,我国证券市场正在逐步完善和成熟,上市公司数量、市场规模和投资者数量都在不断地增长或扩大。但是相较于欧美等发达国家,我国资本市场的监管制度和信息披露机制尚不健全,对广大投资者的保护力度不足。分析师在资本市场有效运行中发挥着非常重要的信息中介作用,其通过解读上市公司信息将高质量的信息传递给广大投资者,为投资者的投资决策提供重要的参考依据,促进合理化投资,优化整个市场的资源配置,降低上市公司与外部信息使用者之间的信息不对称程度。

现有研究表明,财务分析师在进行盈余预测的过程中不仅依赖上市公司的年度财务报告、管理层发布的业绩预测信息,还会兼顾管行业态势、竞争格局、供应商和顾客信息、社会责任报告、行业协会的相关报告以及国家出台的产业政策等非财务信息<sup>[1]</sup>。作为重要的非财务信息,企业战略是高层管理者经过慎重考虑规划出的对企业长远发展有着指导意义的谋略,旨在激烈的市场竞争中开发核心竞争力,保证企业的可持续发展。因此,战略制定的正确与否直接影响企业未来的发展状况,进而对分析师的盈余预测产生影响。然而,现有关于企业战略经济后果的研究大多集中在企业业绩、企业价值和财务分析师跟踪等方面<sup>[2-5]</sup>,有关财务分析师影响因素的研究主要集中在财务信息或企业的信息披露质量等方面<sup>[6-9]</sup>,而研究企业战略对财务分析师盈余预测质量影响的文献却较少。

**[收稿日期]**2018-01-29

**[基金项目]**中央高校基本科研业务费专项资金项目(2018VI069);国家自然科学基金项目(71072103)

**[作者简介]**谢获宝(1967—),男,云南大理人,武汉大学经济与管理学院教授,博士生导师,主要研究方向为财务会计、高管薪酬、人力资本管理;石佳(1991—),女,湖北武汉人,武汉大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为财务会计、高管薪酬、人力资本管理;惠丽丽(1980—),女,河南洛阳人,武汉理工大学管理学院讲师,博士,主要研究方向为财务会计、高管薪酬、人力资本管理,通讯作者,邮箱为 hllwlu@163.com。

基于上述分析,本文拟以我国深市 A 股上市公司作为研究样本,验证战略差异度与财务分析师盈余预测质量之间的关系以及信息透明度对两者之间关系的影响。本文可能的贡献在于:第一,可以丰富财务分析师盈余预测质量方面的研究,为财务分析师有效识别上市公司披露的非财务信息、提高盈余预测质量、改善资源配置效率提供经验证据。第二,能够拓展信息透明度方面的研究,可以为监管部门加强信息披露监管,尤其是在经济形势逼迫企业转型的大背景下保持信息准确传递提供理论依据;也可以为上市公司在制定或调整企业战略的过程中实施良好的市场沟通策略,向市场传递全面、完整、有用的信息提供启示作用;还可以为投资者正确利用财务信息和非财务信息以及优化投资决策提供帮助。

## 二、理论分析与研究假设

企业战略是管理层在确定企业目标的基础上,结合企业内外环境的形势及未来可能发生的变化,对企业的长远发展进行规划。企业在发展过程中往往会根据宏观环境和行业特征,形成符合行业常规的战略发展模式,原因在于:首先,同行业中企业面临的市场风险和政策风险等比较类似,通过相互学习和借鉴可以降低宏观风险、行业风险;其次,监管部门和行业协会通常会针对某一个行业制定相关政策,迫使同行业的企业制定同质化战略;最后,行业内人才的流动为企业之间相互借鉴发展经验、制定和实施同类战略提供了机会。因此,行业常规战略模式代表行业内部企业长期发展的理念和方针,是经过不断探索和学习逐步形成的一套较为合理的战略模式。

如果企业制定的战略偏离行业常规模式,其风险水平将出现较大波动,即企业战略与同行业战略模式之间的差异越大,其业绩波动越大。首先,偏离行业常规的战略往往需要企业重新整合内部资源,对组织的学习能力、创新能力、重构能力和协调能力都提出了较高要求,如果企业的内部管理模式与行业常规战略不匹配,可能会导致内部管理效率低下,产生管理风险;其次,行业常规战略比较符合监管部门和行业协会的要求,可以有效避免采用新战略模式带来的法律风险,更有可能获得政府和行业协会的认可,为企业发展和日常经营争取到更多的有利资源。因此,企业战略偏离行业常规水平越大,未来不确定因素越多,企业面临的经营风险越大。

作为资本市场中不可或缺的信息中介,财务分析师会利用自身的专业知识背景和从业经验,将通过各种渠道获悉的上市公司相关信息整合转化为对投资者有用的信息,以满足其投资决策需求。在这样一个信息传播过程中,上市公司的信息特质对于财务分析师来说尤为重要。企业内外部环境变化会导致企业经营风险加大,进而影响分析师的预测准确性;不确定性环境扩大了各项会计要素确认和计量的裁量空间,加大了会计盈余的可操纵空间,财务分析师的预测难度随之增加;不确定因素增加还会阻碍分析师根据以往的常识和经验对企业未来的发展状况做出正确判断,加剧企业与财务分析师之间的信息不对称。因此,企业采取偏离行业常规的战略模式会加剧企业的经营风险,阻碍分析师根据以往经验和通过同行业对比的分析方法做出准确评估,导致其盈余预测准确度降低。此外,由于信息不对称程度的加大,财务分析师为了提高预测准确性会通过自身的渠道争取更多有关企业战略的私有信息,但不同财务分析师获取的私有信息可能存在较大差异,因此导致财务分析师之间的预测分歧度增加。基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 1a:在其他条件不变的情况下,战略差异会对财务分析师预测误差产生负向影响,即上市公司制定的战略偏离行业常规的程度越大,财务分析师预测误差越大。

假设 1b:在其他条件不变的情况下,战略差异会对财务分析师盈余预测分歧度产生负向影响,即上市公司制定的战略偏离行业常规的程度越大,财务分析师之间的盈余预测分歧度越大。

外部信息使用者的信息可以分为公共信息和私有信息两类。一般而言,公共信息是由上市公司管理者对外公开发布的,信息接收群体广泛;私有信息是由信息使用者通过自己的渠道取得的非公开

信息。信息透明度衡量的是外部信息使用者对公司公共信息的可获取程度。相比于私有信息,分析师能以更低的成本获得诸如管理层盈余预测、年度财务报告等公共信息。根据 Byard 和 Shaw 的观点,影响分析师盈余预测最重要的因素之一是上市公司发布的公共信息<sup>[10]</sup>,可见公共信息是影响分析师预测的主要信息。在私有信息一定的情况下,上市公司披露的公共信息数量越多、质量越高,即信息透明度越高,分析师越能更加及时、准确地评价企业当前的经营状况和未来的经营走势,进而提高分析师预测准确度。Byard 和 Shaw、方军雄等研究发现,信息披露质量的提高可以有效降低分析师预测误差<sup>[10-11]</sup>。基于此,本文认为较高的信息透明度有利于降低战略差异产生的信息不对称程度,提高分析师对战略偏离行业常规的公司经营风险的认识,有利于分析师更准确地把握企业未来的经营业绩,提高财务分析师的盈余预测准确程度。

同时,个体专业技能、从业经验以及掌握私有信息的差异都是影响财务分析师盈余预测分歧度的重要因素。一般而言,每个财务分析师掌握的公共信息基本一致,在这种情况下拥有更多私有信息的财务分析师的盈余预测会更加准确。当上市公司披露较少的公共信息时,财务分析师会更加依赖于私有信息,由于个体财务分析师之间获取的私有信息差异较大,从而加大了财务分析师的预测分歧度。当上市公司提高公共信息的披露质量时,财务分析师通过公共信息可以更加深入地了解公司经营状况,有利于降低分析师对私有信息的依赖程度,进而提高不同分析师之间的预测一致性。因此,上市公司提高公共信息的透明度有利于降低分析师获取的私有信息所占权重,进而提高盈余预测的一致性。根据上述分析,本文提出以下假设:

假设 2a: 上市公司的信息透明度越高,越有助于缓解战略差异对财务分析师盈余预测误差产生的负向影响。

假设 2b: 上市公司的信息透明度越高,越有助于缓解战略差异对财务分析师盈余预测分歧度产生的负向影响。

### 三、研究设计

#### (一) 模型设定与变量定义

本文检验深市上市公司战略差异与财务分析师预测质量之间的关系以及信息透明度对两者之间关系的影响,因此借鉴现有文献<sup>[7,10,12-14]</sup>,我们分别以财务分析师盈余预测误差和分歧度为因变量建立如下模型(模型中具体变量解释见表 1):

$$Error_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 ds_{i,t} + \beta_2 loss_{i,t} + \beta_3 mv_{i,t} + \beta_4 tobinq_{i,t} + \beta_5 vsale_{i,t} + \beta_6 day_{i,t} + \beta_7 follow_{i,t} + \beta_8 rank_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

$$Fdis_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 ds_{i,t} + \beta_2 loss_{i,t} + \beta_3 mv_{i,t} + \beta_4 tobinq_{i,t} + \beta_5 vsale_{i,t} + \beta_6 day_{i,t} + \beta_7 follow_{i,t} + \beta_8 rank_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,j,t} \quad (2)$$

$$Error_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 ds_{i,t} + \beta_2 ds_{i,t} \times rating_{i,t} + \beta_3 rating_{i,t} + \beta_4 loss_{i,t} + \beta_5 mv_{i,t} + \beta_6 tobinq_{i,t} + \beta_7 vsale_{i,t} + \beta_8 day_{i,t} + \beta_9 follow_{i,t} + \beta_{10} rank_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,j,t} \quad (3)$$

$$Fdis_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 ds_{i,t} + \beta_2 ds_{i,t} \times rating_{i,t} + \beta_3 rating_{i,t} + \beta_4 loss_{i,t} + \beta_5 mv_{i,t} + \beta_6 tobinq_{i,t} + \beta_7 vsale_{i,t} + \beta_8 day_{i,t} + \beta_9 follow_{i,t} + \beta_{10} rank_{i,t} + year + industry + \varepsilon_{i,j,t} \quad (4)$$

以上模型中被解释变量是财务分析师盈余预测误差( $Error$ )和预测分歧度( $Fdis$ ),具体计算公式如下:

$$Error_{i,j,t} = \frac{|FEPS_{i,j,t} - EPS_{i,t}|}{|EPS_{i,t}|} \quad (5)$$

其中, $FEPS_{i,j,t}$ 为财务分析师预测盈余, $EPS_{i,t}$ 为真实盈余。

$$Fdis_{i,j,t} = \frac{sdFEPS_{i,j,t}}{|EPS_{i,t}|} \quad (6)$$

其中,  $sdFEPS_{i,j,t}$  为财务分析师预测盈余标准差,  $EPS_{i,t}$  为真实盈余。

企业战略差异度( $ds$ )是本文重点研究的变量。作为企业资源整体性的规划,战略反应企业管理层的经营理念 and 方针,一般很难直接对企业战略进行量化。但是,战略在实施的过程中必然会涉及企业资源的分配,例如:如果企业重视品牌效应,必然会加大对广告的支出;如果企业重视技术创新,就会增加研发的投入力度。因此,企业的财务指标可以较为全面地反映战略的实施过程和结果。Finkelstein 和 Hambrick 最早提出用财务指标衡量企业的战略特质,他们分别从广告投入、研发强度、固定资产更新程度、非生产性开支、存货水平和财务杠杆六个维度衡量企业战略的特性和持续性,并指出这六个维度都是由高层管理者控制,可以体现管理层的战略思想,且这六个维度分别反映了企业不同方面的战略概要,具有相互补充的作用<sup>[15]</sup>。本文参照 Tang、叶康涛等的计量方式<sup>[16-17]</sup>,用六个不同维度的财务指标来衡量企业的战略,即资本密集度、固定资产更新程度、资本结构、营销投入、研发投入和管理投入。由于我国并没有强制性规定公司必须披露广告支出和研发支出,因此我国上市公司较少在年报中单独披露企业的广告宣传支出和研发支出。本文在计算企业的营销策略和研发投入这两个战略维度时,用销售费用和无形资产净值近似替代广告支出和研发支出。然后,我们将每个维度的指标分别减去当年同行业该指标的中位数,再除以同行业的标准差予以标准化,并取绝对值,就得到每个公司分别在这六个维度上与行业平均水平的差异程度。最后,我们将六个差异程度相加汇总取平均值,即得到每个公司整体上偏离行业平均水平的差异度  $ds$ 。

信息透明度也是本文的重要变量。采用权威机构或组织公布的指数披露的信息透明度指标能够体现我国现行制度环境,并有助于避免用会计指标构建信息透明度时产生的内生性问题。因此,本文手工搜集深圳证券交易所披露的上市公司信息披露质量考核数据,将其作为度量信息透明度的指标( $rating$ )。

借鉴现有关于财务分析师盈余预测影响因素的相关文献<sup>[8-10,14-16]</sup>,本文在模型中选择企业市值、投资机会、收入波动等公司层面的控制变量,同时,还控制财务分析师预测报告距离年报披露日天数、跟踪同行业公司数量、分析师排名等分析师层面的控制变量。

(二) 研究样本与数据来源

考虑到 2006 年我国实施新会计准则,本文把样本区间设定为 2006—2016 年。由于只有深圳证券交易所披露了上市公司信息透明度考核结果,因此本文仅以在深圳证券交易所上市的 A 股上市公司作为研究样本。同时,根据研究所需,本文剔除金融行业的上市公司、未发布每股收益( $EPS$ )预测以及无法通过手工补充财务数据的观测值,在计算战略差异度时剔除行业样本低于 5 个的观测值。本文所使用的数据主要来自国泰安数据库。为降低异常值对回归结果的干扰,本文对所有连续变量在 1% 和 99% 分位上进行缩尾处理。经筛选,最终的样本分布为:2006 年 87 个,2007 年 150 个,2008 年 490 个,2009 年 342 个,2010 年 744 个,2011 年 839 个,2012 年 659 个,2013 年 685 个,2014 年 897

表 1 变量定义表

| 变量名称         | 变量符号       | 变量定义   |
|--------------|------------|--|
| 财务分析师盈余预测误差  | $Ferror$   | 用公式(5)计算                                       |
| 财务分析师盈余预测分歧度 | $Fdis$     | 用公式(6)计算                                       |
| 战略差异度        | $ds$       | 根据资本密集度、固定资产更新程度、资本结构、营销投入、研发投入和管理投入六个维度测算的综合值 |
| 信息透明度        | $rating$   | 深圳证券交易所对每个上市公司评估的信息披露考核结果                      |
| 亏损变量         | $loss$     | 本期企业发生亏损取 1, 否则取 0                             |
| 市值           | $mv$       | 市场价值取对数  |
| 投资机会         | $tobinq$   | 托宾 Q 值   |
| 收入波动         | $vsale$    | $t-2$ 年、 $t-1$ 年和 $t$ 年收入与总资产比值的滚动标准差          |
| 分析师预测报告日     | $day$      | 分析师盈余预测报告发布日期距离年报披露日的天数取对数                     |
| 分析师跟踪同行业公司   | $follow$   | 分析师同时跟踪同行业企业的个数取对数                             |
| 分析师排名        | $rank$     | 虚拟变量, 排名第一位为 1, 否则为 0                          |
| 行业哑变量        | $industry$ | 根据证监会行业设定                                      |
| 年度哑变量        | $year$     | 根据样本年度区间设定                                     |

个,2015年950个,2016年960个。

### 四、实证检验与分析

#### (一) 描述性统计

表2是本文主要变量的描述性统计结果。主要变量分析师盈余预测误差(*Ferror*)的均值为2.1347,中位数为0.6561;分析师盈余预测分歧度(*Fdis*)的均值为2.6175,中位数为1.2156,说明财务分析师个体之间的盈余预测误差较大,平均误差有2.13倍,平均分歧度有2.61倍,并且盈余预测结果普遍乐观。其他数据基本符合正态分布。

表2 主要变量的描述性统计

| 变量            | 观测值  | 均值      | 标准差    | 最小值     | 中位数     | 最大值     |
|---------------|------|---------|--------|---------|---------|---------|
| <i>Ferror</i> | 6803 | 2.1347  | 5.2583 | 0.0049  | 0.6561  | 40.1240 |
| <i>Fdis</i>   | 6803 | 2.6175  | 4.8982 | 0.1150  | 1.2156  | 34.8397 |
| <i>ds</i>     | 6803 | 0.3449  | 0.7656 | 0       | 0       | 3.7981  |
| <i>loss</i>   | 6803 | 0.0751  | 0.2635 | 0       | 0       | 1       |
| <i>mw</i>     | 6803 | 23.7004 | 0.9100 | 22.2691 | 23.5851 | 27.3188 |
| <i>tobinq</i> | 6803 | 3.9733  | 3.2706 | 0.2405  | 3.2332  | 18.3431 |
| <i>vsale</i>  | 6803 | 19.9279 | 1.5257 | 16.2856 | 19.8637 | 23.9187 |
| <i>day</i>    | 6803 | 5.8436  | 0.9673 | 2.3978  | 6.1441  | 6.9353  |
| <i>follow</i> | 6803 | 0.0150  | 0.1348 | 0       | 0       | 4.0794  |
| <i>rank</i>   | 6803 | 0.2760  | 0.4470 | 0       | 0       | 1       |

#### (二) 相关性分析

本文对主要变量间的相关性进行了分析<sup>①</sup>。财务分析师盈余预测误差*Ferror*与分歧度*Fdis*之间的相关系数为0.721,表明财务分析师盈余预测误差越大,盈余预测分歧度越大。其他变量之间的相关系数均小于0.5。

#### (三) 多元回归分析

表3报告了四个模型的回归结果。模型(1)中*ds*的系数为5.825( $t = 23.12$ ),在1%水平上显著为正,表明企业战略偏离行业常规模式的程度越大,分析师盈余预测误差越大,假设1a得到支持。模型(3)中*ds*的系数为5.749( $t = 21.41$ ),在1%水平上显著为正,表明战略差异度越大,财务分析师的盈余预测分歧度越大,假设1b得到支持。模型(2)在模型(1)的基础上加入战略差异度(*ds*)和信息透明度(*rating*)的交乘项,交乘项*ds* × *rating*的系数为-7.686( $t = -25.71$ ),在1%水平上显著为负;模型(4)在模型(3)的基础上加入战略差异度(*ds*)和信息透明度(*rating*)的交乘项,交乘项*ds* × *rating*的系数为-7.464( $t = -23.15$ ),在1%水平上显著为负,表明信息透明度在战略差异增加财务分析师预测误差和分歧度的过程中起负向调节作用,即伴随着上市公司信息透明度的提高,战略差异与财务分析师预测误差和分歧度之间的正向作用显著减弱,假设2a和假设2b得到支持。

表3 战略差异、信息透明度与财务分析师预测质量

| 变量                        | Ferror<br>模型(1)      | Ferror<br>模型(2)       | Fdis<br>模型(3)        | Fdis<br>模型(4)         |
|---------------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| <i>ds</i>                 | 5.825***<br>(23.12)  | 27.943***<br>(31.27)  | 5.749***<br>(21.41)  | 27.192***<br>(28.25)  |
| <i>rating</i>             |                      | 8.188***<br>(15.63)   |                      | 7.202***<br>(12.79)   |
| <i>ds</i> × <i>rating</i> |                      | -7.686***<br>(-25.71) |                      | -7.464***<br>(-23.15) |
| <i>loss</i>               | -2.829***<br>(-3.12) | -1.077<br>(-1.26)     | 0.749<br>(0.77)      | 2.321**<br>(2.52)     |
| <i>size</i>               | -1.726***<br>(-3.17) | -1.918***<br>(-3.76)  | -0.996*<br>(-1.72)   | -1.092**<br>(-1.99)   |
| <i>tobinq</i>             | 0.369**<br>(2.49)    | 0.329**<br>(2.37)     | 0.070<br>(0.44)      | -0.001<br>(-0.01)     |
| <i>vsale</i>              | -0.326<br>(-0.88)    | -0.717**<br>(-2.05)   | -0.517<br>(-1.31)    | -0.962**<br>(-2.57)   |
| <i>day</i>                | 0.934***<br>(4.20)   | 0.802***<br>(3.86)    | 0.421*<br>(1.77)     | 0.288<br>(1.28)       |
| <i>follow</i>             | -0.810<br>(-0.11)    | 1.528<br>(0.22)       | -2.822*<br>(-1.75)   | -2.015<br>(-1.32)     |
| <i>rank</i>               | -3.228***<br>(-7.87) | -3.088***<br>(-8.05)  | -1.529***<br>(-3.49) | -1.439***<br>(-3.48)  |
| _cons                     | 39.475***<br>(3.15)  | 28.892**<br>(2.46)    | 30.338**<br>(2.29)   | 21.878*<br>(1.74)     |
| Year                      |                      |                       | 控制                   |                       |
| Industry                  |                      |                       | 控制                   |                       |
| N                         | 6803                 | 6803                  | 6803                 | 6803                  |
| R <sup>2</sup>            | 0.116                | 0.229                 | 0.094                | 0.194                 |
| F                         | 78.067               | 141.738               | 62.779               | 116.004               |

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

#### (四) 内生性问题检验

为了缓解指标构建形成的内生性问题对本文实证结果的影响,本文用同行业同年度其他上市公司战略差异度均值作为工具变量进行实证检验。在表4的检

①限于篇幅,本文没有列示相关性分析结果,欢迎感兴趣的读者来函索取。

验结果中,模型(1)和模型(3)中 $ds$ 的系数分别为26.576( $t = 10.86$ )和26.014( $t = 23.91$ ),在1%水平上显著为正,表明企业战略偏离行业常规模式的程度越大,财务分析师盈余预测误差和分歧度越大,假设1a和假设1b得到支持。同时,模型(2)和模型(4)中交乘项 $ds \times rating$ 的系数分别为-31.064( $t = -28.32$ )和-30.152( $t = -26.87$ ),在1%水平上显著为负,表明信息透明度显著削弱了战略差异与财务分析师预测误差及分歧度之间的正相关关系,即在信息透明度较高的公司中,战略差异对财务分析师预测误差和分歧度的影响显著减弱,这与前文检验结果保持一致。

(五) 稳健性检验

1. 本文参考叶康涛等的研究方法<sup>[16]</sup>,用资本密集度、固定资产更新程度、资本结构、营销投入四个维度替代前文资本密集度、固定资产更新程度、资本结构、营销投入、研发投入和管理投入形成的综合变量,对前文实证结果进行稳健性检验。表5中模型(1)和模型(3)的检验结果显示, $ds$ 的系数分别为0.295( $t = 39.52$ )和0.278( $t = 34.14$ ),在1%水平上显著为正,表明企业战略偏离行业水平的程度越大,分析师盈余预测误差和分歧度越大;模型(2)和模型(4)中交乘项 $ds \times rating$ 的系数分别为-0.300( $t = -38.47$ )和-0.303( $t = -34.67$ ),均在1%水平上显著为负,表明信息透明度能够显著缓解战略差异与财务分析师预测误差和分歧度之间的正相关关系,伴随着信息透明度的提高,战略差异对财务分析师预测误差和分歧度的影响显著减弱,这与前文检验结果相一致。

2. 上市公司规模通常被用来度量证券价格的信息含量,企业规模越大,与其相关的新闻就越多,越有利于信息使用者获取并识别信息,使得上市公司的信息透明度更强。基于此,本文用行业均值标准化后的上市公司总资产规模作为信息透明度的替代变量,进行稳健性检验。表6中模型(1)和模型(3)的检验结果显示, $ds$ 的系数分别为5.825( $t = 23.12$ )和5.749( $t = 21.41$ ),均在1%水平上显著为正,

表4 战略差异、信息透明度与财务分析师预测质量

| 变量                 | Ferror<br>模型(1)        | Ferror<br>模型(2)        | Fdis<br>模型(3)           | Fdis<br>模型(4)          |
|--------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|
| $ds$               | 26.576***<br>(10.86)   | 98.830***<br>(29.27)   | 26.014***<br>(23.91)    | 95.964***<br>(27.79)   |
| $rating$           |                        | 37.037***<br>(24.65)   |                         | 35.577***<br>(23.17)   |
| $ds \times rating$ |                        | -31.064***<br>(-28.32) |                         | -30.152***<br>(-26.87) |
| $loss$             | -12.554***<br>(-4.75)  | 4.691***<br>(3.88)     | -6.499***<br>(-3.92)    | 9.816***<br>(7.90)     |
| $size$             | 2.954***<br>(4.26)     | -1.055**<br>(-2.26)    | 3.080***<br>(5.04)      | -0.705<br>(-1.47)      |
| $tobinq$           | 1.939***<br>(7.91)     | -0.666***<br>(-4.09)   | 1.683***<br>(7.46)      | -0.866***<br>(-5.16)   |
| $vsale$            | 2.194***<br>(4.50)     | -1.219***<br>(-3.14)   | 1.726***<br>(3.55)      | -1.592***<br>(-3.98)   |
| $day$              | 0.507<br>(0.90)        | -0.046<br>(-0.12)      | -0.222<br>(-0.45)       | -0.709*<br>(-1.82)     |
| $follow$           | 8.785<br>(0.64)        | -0.129<br>(-0.01)      | 5.173<br>(1.62)         | 0.847<br>(0.34)        |
| $rank$             | -3.619***<br>(-3.99)   | -1.240*<br>(-1.81)     | -2.001**<br>(-2.23)     | 0.244<br>(0.35)        |
| $_cons$            | -150.205***<br>(-8.80) | -66.793***<br>(-8.63)  | -137.341***<br>(-12.28) | -57.502***<br>(-7.24)  |
| Year               |                        | 控制                     |                         |                        |
| Industry           |                        | 控制                     |                         |                        |
| N                  | 6803                   | 6803                   | 6803                    | 6803                   |
| Wald F             | 686.785                | 895.919                | 703.455                 | 921.913                |

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

表5 战略差异、信息透明度与财务分析师预测质量

| 变量                 | Ferror<br>模型(1)       | Ferror<br>模型(2)       | Fdis<br>模型(3)         | Fdis<br>模型(4)         |
|--------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| $ds$               | 0.295***<br>(39.52)   | 1.140***<br>(49.72)   | 0.278***<br>(34.14)   | 1.128***<br>(44.08)   |
| $rating$           |                       | 5.927***<br>(16.64)   |                       | 5.323***<br>(13.41)   |
| $ds \times rating$ |                       | -0.300***<br>(-38.47) |                       | -0.303***<br>(-34.67) |
| $loss$             | 0.520<br>(0.63)       | 2.320***<br>(3.23)    | 4.043***<br>(4.50)    | 5.704***<br>(7.10)    |
| $size$             | -7.019***<br>(-13.59) | -2.736***<br>(-5.92)  | -5.925***<br>(-10.55) | -1.532***<br>(-2.98)  |
| $tobinq$           | 1.608***<br>(11.44)   | 0.372***<br>(2.94)    | 1.213***<br>(7.88)    | -0.063<br>(-0.44)     |
| $vsale$            | 0.753**<br>(2.22)     | -1.426***<br>(-4.74)  | 0.565<br>(1.54)       | -1.711***<br>(-5.12)  |
| $day$              | 0.846***<br>(4.16)    | 0.891***<br>(5.04)    | 0.333<br>(1.49)       | 0.375*<br>(1.89)      |
| $follow$           | 0.132<br>(0.02)       | -0.157<br>(-0.03)     | -2.404<br>(-1.59)     | -2.137<br>(-1.59)     |
| $rank$             | -2.754***<br>(-7.34)  | -2.601***<br>(-7.96)  | -1.074***<br>(-2.61)  | -0.955***<br>(-2.61)  |
| $_cons$            | 140.729***<br>(11.90) | 70.622***<br>(6.72)   | 123.311***<br>(9.62)  | 54.764***<br>(4.71)   |
| Year               |                       | 控制                    |                       |                       |
| Industry           |                       | 控制                    |                       |                       |
| N                  | 6803                  | 6803                  | 6803                  | 6803                  |
| R <sup>2</sup>     | 0.259                 | 0.440                 | 0.201                 | 0.369                 |
| F                  | 208.650               | 374.654               | 151.950               | 282.020               |

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

表明企业战略偏离行业水平的程度越大,分析师盈余预测误差和分歧度越大;模型(2)和模型(4)中交乘项  $ds \times rating$  的系数分别为  $-1.401$  ( $t = -4.87$ ) 和  $-1.654$  ( $t = -5.44$ ), 均在 1% 水平上显著为负,表明信息透明度显著抵减了战略差异与财务分析师预测误差和分歧度之间的正相关关系,即在信息透明度较高的公司,战略差异对财务分析师预测误差和分歧度的影响显著减弱,这与前文检验结果相一致。

### 五、研究结论与启示

本文以 2010—2016 年我国深市 A 股上市公司作为研究样本,验证上市公司的战略差异与财务分析师盈余预测质量之间的关系以及信息透明度对两者之间关系的影响。研究发现,战略差异增加了分析师预测误差和预测分歧度,而较高的信息透明度能够有效抑制战略差异对财务分析师预测误差和分歧度的负向影响。经过内生性检验和稳健性测试,本文所得研究结论依然成立。

根据本文所得结论,我们得到如下启示:第一,上市公司披露的战略信息是影响财务分析师盈余预测质量的重要因素,说明当前通用财务报告在满足信息需求者的评价和决策信息需求方面存在较大的局限性,上市公司更多地发

布自身对宏观和行业环境的判断性和预测性信息以及公司自身的非财务信息,能够帮助直接利益相关者和间接利益相关者做出更加科学合理的决策,这一研究结果能够为上市公司在成本效益原则约束下通过非通用财务报告手段提供一些战略性和前瞻性信息,降低公司与信息需求者之间的信息不对称程度,改善社会资源配置效率,降低企业承担的代理成本。第二,伴随着信息透明度的提高,战略差异度降低财务分析师盈余预测质量的负向作用减弱,这一研究结果可以为政府、行业组织和监管部门完善财务报告概念框架、会计准则和信息披露规则等规定和政策提供理论支持,规范和倡导上市公司在提供通用财务报告信息的基础上,如实披露更多的非财务信息,向信息需求者传递更加全面、完整、有用的决策信息,提升资本市场的运行秩序和效率。

### 参考文献:

- [1] LEDOUX M J. Customer value disclosure and analyst forecasts: The influence of environmental dynamism[J]. *Ssm Electronic Journal*, 2013, 52(3):460-481.
- [2] TANG J, CROSSAN M, ROWE W G. Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: The moderating role of a powerful board[J]. *Journal of Management Studies*, 2011, 48(7):1479-1503.
- [3] GOLL I, JOHNSON N B, RASHEED A A. Knowledge capability, strategic change, and firm performance[J]. *Manage-*

表 6 战略差异、信息透明度与财务分析师预测质量

| 变量                 | <i>Ferror</i><br>模型(1) | <i>Ferror</i><br>模型(2) | <i>Fdis</i><br>模型(3)  | <i>Fdis</i><br>模型(4)  |
|--------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>ds</i>          | 5.825 ***<br>(23.12)   | 9.138 ***<br>(13.21)   | 5.749 ***<br>(21.41)  | 9.591 ***<br>(13.07)  |
| <i>rating</i>      |                        | -2.619 ***<br>(-4.25)  |                       | -2.059 ***<br>(-3.27) |
| <i>ds × rating</i> |                        | -1.401 ***<br>(-4.87)  |                       | -1.654 ***<br>(-5.44) |
| <i>loss</i>        | -2.829 ***<br>(-3.12)  | -2.170 **<br>(-2.46)   | 0.749<br>(0.77)       | 1.419<br>(1.50)       |
| <i>size</i>        | -1.726 ***<br>(-3.17)  | -1.485 ***<br>(-2.82)  | -0.996 *<br>(-1.72)   | -0.759<br>(-1.35)     |
| <i>tobinq</i>      | 0.369 **<br>(2.49)     | 0.594 ***<br>(4.07)    | 0.070<br>(0.44)       | 0.260 *<br>(1.67)     |
| <i>vsale</i>       | 0.934 ***<br>(4.20)    | 1.048 ***<br>(4.86)    | 0.421 *<br>(1.77)     | 0.563 **<br>(2.44)    |
| <i>day</i>         | -0.810<br>(-0.11)      | -2.630<br>(-0.37)      | -2.822 *<br>(-1.75)   | 0.317<br>(0.20)       |
| <i>follow</i>      | -3.228 ***<br>(-7.87)  | -2.917 ***<br>(-7.34)  | -1.529 ***<br>(-3.49) | -1.230 ***<br>(-2.89) |
| <i>rank</i>        | -0.326<br>(-0.88)      | -0.651 *<br>(-1.80)    | -0.517<br>(-1.31)     | -0.870 **<br>(-2.27)  |
| <i>_cons</i>       | 39.475 ***<br>(3.15)   | 45.410 ***<br>(3.72)   | 30.338 **<br>(2.29)   | 35.691 ***<br>(2.75)  |
| <i>Year</i>        |                        |                        | 控制                    |                       |
| <i>Industry</i>    |                        |                        | 控制                    |                       |
| N                  | 6803                   | 6803                   | 6803                  | 6803                  |
| R <sup>2</sup>     | 0.116                  | 0.171                  | 0.094                 | 0.148                 |
| F                  | 78.067                 | 98.524                 | 62.779                | 83.369                |

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

- ment Decision, 2007, 45(2):161-179.
- [4] LITOV L P, ZENGER T R. Corporate strategy, analyst coverage, and the uniqueness paradox[J]. Management Science, 2012, 58(10):1797-1815.
- [5] 叶康涛,张姗姗,张艺馨. 企业战略差异与会计信息的价值相关性[J]. 会计研究,2014(5):44-51+94.
- [6] MATOLCSY Z, WYATT A. Capitalized intangibles and financial analysts[J]. Accounting & Finance, 2006, 46(3):457-479.
- [7] 石桂峰,苏力勇,齐伟山. 财务分析师盈余预测精确度决定因素的实证分析[J]. 财经研究,2007(5):62-71.
- [8] CHEN Q, JIANG W. Analysts' weighting of private and public information[J]. Review of Financial Studies, 2005, 19(1):319-355.
- [9] 王玉涛,王彦超. 业绩预告信息对分析师预测行为有影响吗[J]. 金融研究,2012(6):193-206.
- [10] BYARD D, SHAW K W. Corporate disclosure quality and properties of analysts' information environment[J]. Journal of Accounting Auditing & Finance, 2003, 18(3):355-378.
- [11] 方军雄. 我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测[J]. 金融研究,2007(6):136-148.
- [12] 董小红,李哲,王放. 或有事项信息披露有利于分析师预测吗? [J]. 经济管理,2015(10):96-105.
- [13] 王雄元,彭旋. 稳定客户提高了分析师对企业盈余预测的准确性吗? [J]金融研究,2016(5):156-172.
- [14] 王菊仙,王玉涛,鲁桂华. 地理距离影响证券分析师预测行为吗? [J]中央财经大学学报,2016(1):61-72.
- [15] FINKELSTEIN S, HAMBRICK D C. Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion[J]. Administrative Science Quarterly,1990, 35(3):484-503.
- [16] 叶康涛,董雪雁,崔倚菁. 企业战略定位与会计盈余管理行为选择[J]. 会计研究,2015(10):23-29+96.
- [17] TANG Y. Information disclosure and price discovery[J]. Journal of Financial Markets, 2014, 19(1):39-61.

[责任编辑:王丽爱]

## Strategic Differentiation, Information Transparency and the Earnings Forecast Quality of Financial Analysts: Empirical Evidence Based on the Listed Companies in Shenzhen Stock Exchange

XIE Huobao<sup>1</sup>, SHI Jia<sup>1</sup>, HUI Lili<sup>2</sup>

(1. Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan 430071, China;

2. School of Management, Wuhan University of Technology, Wuhan 430071, China)

**Abstract:** Based on the quality assessment data of listed company information disclosure disclosed by Shenzhen Stock Exchange, this paper examines the effect of strategic differentiation on the earnings forecast quality of financial analysts, and the role of information transparency on the above relationship. The result shows that the strategic differentiation reduces the financial analyst' earnings forecast quality, specifically results in more error and divergence in financial analysts' earnings forecast. With the transparency of information increases, the information transparency can effectively restrain the negative effects. The conclusion provides a theoretical basis for enhancing the ability of financial analysts to effectively identify the non-financial information of the listed companies and improving the quality of earnings forecast. It provides some inspiration for the supervision departments to strengthen the information disclosure management and maintain the effective transmission of information.

**Key Words:** strategic differentiation; information transparency; earnings forecast quality; information disclosure quality; capital intensity; capital structure; R&D investment