

年报核心竞争力信息披露具有信息含量吗？

——基于分析师视角

何雨晴

(中南财经政法大学 会计学院,湖北 武汉 430073)

[摘要]以 2012—2018 年 A 股上市公司为研究对象,实证检验年报核心竞争力信息披露的信息含量。实证结果表明:年报核心竞争力信息披露长度与分析师盈余预测准确度无关,但年报核心竞争力信息披露中的特质性信息却与分析师盈余预测准确度相关;在非国有企业以及公司治理较强的企业中,核心竞争力信息披露更有利于提高分析师盈余预测准确度;核心竞争力信息披露与公司盈余具有相关性,因而有利于提高分析师盈余预测准确度;分析师盈余预测准确度与公司 and 同行业核心竞争力信息披露的相似度相关,而与公司当年和上一年核心竞争力信息披露的相似度无关。

[关键词]核心竞争力;信息披露;特质性信息;分析师盈余预测;公司治理;股权性质;分析师行为

[中图分类号]F832.5 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2021)03-0056-09

一、引言

改革开放以来,我国实体经济取得了举世瞩目的成绩。然而,核心竞争力不足、企业大而不强等问题对实体经济的发展形成了制约^[1]。为此,党的十八大报告提出,要提高大中型企业核心竞争力,支持小微企业特别是服务型小微企业的发展。2015 年中央政治局会议更是明确强调,要把发展经济的功夫下在固本培元上,一切经济政策的制定要以增强企业核心竞争力为出发点。作为企业发展的内生动力,核心竞争力能为企业带来持久的竞争优势,是企业区别与其他企业的关键因素。可见,大力倡导企业打造和提升自身核心竞争力对经济“新常态”下企业转型升级具有积极意义。鉴于此,我国证监会早在 2012 年就公布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》,明确规定上市公司要在年报“第四节董事会报告/董事局报告”中强制性披露报告期内核心竞争力的重大变化及影响。此后,证监会又对核心竞争力的披露位置做出了修订,改为在“第三节业务概要段”中披露企业核心竞争力,同时在核心竞争力的披露内容举例中新增了核心管理团队、关键技术人员,设备的措辞也改为专用设备。

我国核心竞争力信息披露制度尚处于起步阶段,目前尚未有文献围绕核心竞争力信息披露展开分析,其能否有效反映企业基本面信息,从而有力地解释不同企业间业绩差异的深层次原因仍有待商榷。一方面,核心竞争力信息披露属于强制性披露内容,证监会明确指明了企业核心竞争力信息披露的具体内容,如专用设备、非专利技术、特许经营权等的重大变化以及对公司所产生的影响,因此作为竞争优势的来源,信息披露应具有价值效应;另一方面,核心竞争力具有稳定性,大量的核心竞争信息披露内容属于重复式披露,这种“炒现饭”式信息披露行为的信息增量较少,因此对利益相关者决策行为的影响可能是微乎其微。综上,核心竞争力信息披露是否具有信息价值还有待于实证检验。

分析师是资本市场上重要的信息中介,他们会大量搜集、分析和评价公司相关信息,并以分析报告的形式向资本市场投资者提供投资依据。基于此,本文拟以分析师为切入点,以 2012—2018 年 A 股上市公司年报中的“核心竞争力分析”段为研究对象,实证检验企业核心竞争力信息披露是否具有信息含量。本文的可能贡献在于以下几个方面:第一,我国引入核心竞争力信息披露制度的时间较短,披露制度有待于进一步完善,因此核心竞争力信息披露的有效性有待于市场检验,本文研究揭示了年报中核心竞争力信息披露能够对信息使用者产生影响的作用条件,为核心竞争力信息披露制度的建立和完善提供了理论支持。第二,现有文献大多锁定年报中

[收稿日期]2020-05-08

[基金项目]国家自然科学基金项目(71602191)

[作者简介]何雨晴(1994—),女,湖北天门人,中南财经政法大学会计学院博士研究生,从事财务会计与资本市场研究,E-mail:2269470473@qq.com。

的“管理层分析与讨论”及其风险披露段落,忽视了年报中另一个重要信息段落——董事会报告中的“核心竞争力分析”,本文以“核心竞争力分析”段为文本分析对象,结合实体命名技术构建核心竞争力信息披露指标,可以弥补相关文献的空白。第三,现有文献大多孤立地探讨特定文本特征(如长度、相似度、可读性、语调等),而同时考察多个文本特征的文献则并不多见。本文不仅同时考察了文本长度和文本相似性这两种常见的文本特征,还引入了一种新兴的文本特征指标——特质性,从另一个角度捕捉和量化企业信息披露质量。第四,已有文献考察了管理层业绩预告^[2-3]、企业社会责任报告^[4]以及 R&D 定性信息的披露^[5]等上市公司公开信息披露对分析师行为的影响,本文进一步以年报中的核心竞争力信息披露这一新兴的信息披露为研究对象,研究年报中的核心竞争力信息披露对分析师预测准确度产生的影响。

二、理论分析与假设提出

学者们围绕上市公司公开信息披露如何影响分析师行为进行了大量的探究。早期文献主要考察了上市公司公开披露的定量信息对分析师行为的影响,后续学者们开始采用文本分析的方法来检验上市公司公开披露的定性信息对分析师行为的影响。Merkley 研究发现,R&D 定性信息的披露也会影响分析师行为,具体表现为叙述性的 R&D 信息披露越多,分析师跟踪人数越多,盈余预测越准确^[5]。还有学者聚焦于年报中的“管理层分析与讨论”段落,探究其风险信息披露如何影响分析师盈余预测^[6-7]。然而,尚未有文献以年报中的“核心竞争力分析”段为考察对象,探究其是否能为分析师盈余预测提供增量信息,本文认为公司核心竞争力信息披露对分析师盈余预测的影响有两种可能的情况:

第一,我国上市公司核心竞争力信息披露属于积极性披露,核心竞争力信息披露与分析师盈余预测的准确度相关。首先,管理层有动机披露核心竞争力信息。有研究发现,良好的信息披露质量有助于降低公司经理人与股东之间的信息不对称程度,从而降低企业资本成本^[8]。此外,核心竞争力是指公司特有的、不能够被竞争对手复制的、能够产生经济利益的资源和能力的集合,是企业竞争优势的来源^[9-10]。根据信号传递理论,如果企业能够揭示对未来持续发展更有意义的核心竞争力信息,那么就会有助于增强投资者、债权人对企业未来可持续发展的信心,降低投资者、债权人索取的风险溢价,进而降低企业融资成本^[11]。其次,作为企业异质性资源的集合,核心竞争力信息披露的专有成本较低。具体来讲,核心竞争力具有有价值(Valuable)、稀缺(Rare)、难于模仿(Inimitability)和难以替代(Non-substitutive)四个属性,这决定了即使竞争对手掌握了企业核心竞争力信息,那么仅仅通过简单地模仿也只是一“照猫画虎”的行为,最终可能的结果是“东施效颦”^[11]。正如邹国庆和徐庆仑所言,核心竞争力的形成是一个长期积累的过程,需要企业不断学习、积累、创新,不可能一蹴而就^[12]。可见,企业核心竞争力信息的披露并不会给竞争对手“绝地反击”的机会,更不会削弱或使企业丧失其核心竞争力,相反还有可能产生“强者愈强”的马太效应^[11]。最后,作为企业基本面信息,核心竞争力有助于分析师预测公司盈余。企业核心竞争力揭示了企业竞争优势的来源,是企业信息披露战略的重要内容^[11]。同时,企业核心竞争力有力地解释了企业之间存在业绩差异的深层次原因,是企业区别与其他企业的关键因素。有学者研究发现,企业业绩差异的 46% 可以由其资源异质性来解释^[13],且解释力度是产业因素的 6 倍^[14]。由此可见,核心竞争力信息披露能为分析师盈余预测提供增量信息。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H1a:核心竞争力信息披露具有信息含量,能够显著提高分析师盈余预测的准确度。

第二,我国上市公司核心竞争力信息披露可能属于无关系披露,核心竞争力信息披露与分析师盈余预测准确性不相关。一方面,核心竞争力具有稳定性,其信息披露的增量信息较少。具体来讲,核心竞争力的形成是一个长期积累的过程,需要企业不断学习、积累、创新,不可能“立竿见影”^[12],也就是说核心竞争力具有稳定性。这一特征决定了公司当年与上一年核心竞争力信息披露具有较高的相似性,大量的核心竞争信息披露内容属于重复式披露,增量信息较少。实际上,稳定不变的企业核心竞争力信息早已被分析师识别,从而导致核心竞争力信息披露中的增量信息较少,因此对分析师盈余预测准确度的影响甚微。另一方面,核心竞争力可能具有复杂性和模糊性,年报中的核心竞争力信息披露可能无法全面、准确地表述企业核心竞争力。有研究发现,作为新兴和转型经济体的重要代表,中国公司依赖社会关系而不是公平交易来签订合同,私人关系签订的合同条约一般都比较含糊,且很难核实,交易的性质导致了软信息以及很难披露的信息的产生^[15],而这些难以准确全面披露的信息可能恰好是企业核心竞争力的来源,或者是理解和评估核心竞争力价值的关键要素。由此我们可以推

断,年报中的核心竞争力信息披露可能低估了企业的核心竞争力,其全面性有待于进一步考究。

基于以上分析,本文提出如下假设:

H1b:核心竞争力信息披露不具有信息含量,对分析师盈余预测的准确度不具有显著影响。

不同特征的企业对核心竞争力的依赖不同,不同特征企业的核心竞争力信息披露质量也不同,因此,同一类型的核心竞争力对具有不同信息披露质量企业的影响也不同。在中国,股权性质不同的公司所享有的政府资源差异很大。国有企业存在天然的政治联系,在银行贷款、政府补贴政策优惠等方面都优于非国有企业^[16-18],因此相较于非国有企业,国有企业的关系型交易更多。基于私人关系签订的合同条约一般都比较含糊,交易的性质导致了软信息以及很难准确披露的信息得以产生^[15],因此其核心竞争力信息披露可能“低估”了企业的竞争优势。然而,相较于国有企业,非国有企业的“自力更生”能力更强,核心竞争力信息透明度更高,核心竞争力信息披露的全面性更强。基于此,本文提出如下假设:

H2:相较于国有企业,非国有企业的核心竞争力信息披露对分析师盈余预测准确度的影响更大。

有研究发现,理性的投资者只会对他们认为可信的信息产生反应,而忽略可信度较低的信息^[19]。分析师同样如此,在进行盈余预测时会更多地依赖可靠信息,而忽视不可靠信息。良好的公司治理既是信息质量的保障,也是信息披露发挥信息效应的重要保障。王雄元等以年报风险信息披露为对象研究发现,公司治理水平越高,风险信息披露对分析师盈余预测准确度的影响越大^[20]。由此可见,当公司治理水平越高时,年报中的核心竞争力信息披露对分析师来说可信度越高,对分析师行为的影响也就越大。基于此,本文提出如下假设:

H3:当公司治理水平较高时,核心竞争力信息披露对分析师盈余预测准确度的影响更大。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文以2012—2018年我国A股上市公司的核心竞争力信息披露为研究样本,并根据研究需要剔除以下样本:(1)剔除金融行业的公司-年度观测值;(2)剔除资产负债率大于1的公司-年度观测值;(3)剔除财务数据缺失的公司-年度观测值。经筛选,本文最终得到9061个公司-年度观测值。此外,为避免极端值对研究结果造成的影响,本文对所有连续变量进行上下1%的Winsorize缩尾处理。

(二) 模型构建与变量选取

为检验所提假设,本文构建如下模型:

$$Bias_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Count/Ner_{i,t} + \beta \sum Controls + \sum Industry + \sum year + \varepsilon \quad (1)$$

1. 被解释变量

参考王雄元等的做法^[20],分析师盈余预测准确度采用分析师盈余预测与实际值的平均误差的绝对值除以实际值的绝对值加0.5来衡量,即 $Bias = |Forecast\ Eps - Actual\ Eps| / (|Actual\ Eps| + 0.5)$ 。该指标值越大,表明分析师盈余预测误差越大,即盈余预测准确度越低。

2. 解释变量

(1) *Count*, 年报中“核心竞争力分析”段文本总词数(以100词为计数单位)。具体做法为:利用Python中的Jieba分词技术(精确模式)对年报“核心竞争力分析”文本进行分词,与此同时引入字典进行自定义分词以提高分词的准确性,如默认情况下Jieba会将“云计算”分词为“云”“计算”,这一分词存在偏差;此外,本文还引入停用词词典,停用诸如“的”“按照”“比如”“比方”“并且”之类的词,这些词多数为连接词,没有实质性的语言含义,因此在使用Jieba分词技术时,通过引用停用词词典将停用词从文本中剔除,以提高分词结果的有效性和美观度。(2) *Ner*, 年报中“核心竞争力分析”段中披露的特质性词语^①的个数占文本总长度的比例。首先,参考Hope等的做法^{[6]②},本文采用百度提供的实体命名技术(NER Technique),即NLP进行分词;其次,计算“核心竞

①“特质性词语”是指具有特定意义或者指代性强的词语,其披露的核心竞争力信息更具体、更具有信息含量。

②Hope等以年报Item1中的具体风险信息披露(specific risk-factor disclosures)为研究对象,研究了公司具体风险信息披露的动因和经济后果,发现公司披露具体风险信息的动因在于专有化成本,专有化成本越高,披露的具体风险信息越少,且市场对10K文件的反应与specific risk-factor disclosures正相关。此外,公司的风险信息越具体,分析者越能很好地评估公司的基础风险^[6]。

争力分析”段中特质性词语(实体名)出现的频率,其中实体名又分为组织、时间、人名和地点四类;最后,计算特质性词语占总文本的比例。

举例来说,“中超控股”对“客户优势”的表述如下:公司与国网公司和南方电网下属的多个供电局建立了长期稳固的业务联系,并为中国华能集团、中国大唐集团、中国华电集团、中国国电集团的会员单位,中国石油化工股份有限公司的一级供应商。公司是中国石油天然气股份有限公司独山子石化、涩宁兰复线管道工程的中标单位,与北京博奇电力科技有限公司、中国大唐集团科技工程有限公司、中铁电气化局集团有限公司、武汉钢铁集团等保持良好的业务往来。

本文认为公司为了说明存在“客户优势”,披露了公司客户的具体名称(特质性词语中的组织类),这能清楚地说明公司确实具有稳定的大客户优势,此时的核心竞争力信息披露不是应付证监会的草草说明,也不是敷衍投资者,而是具有诚意。

我们再来看一下“辽宁成大”对“客户优势”的表述:开发优质客户,为客户提供长期服务,一直是公司致力于打造的核心能力。在医药连锁、生物制药以及服装出口等业务领域,公司与众多优质客户保持了长期稳定的合作关系,拥有稳定的客户资源。

我们以所提供的证据和所得结论进行逻辑判断,这样的泛泛之谈无法得出公司具有“客户优势”的结论。由此,我们的假定是:公司在描述某类核心竞争力时,披露的证据和理由越充分,即其特质性信息越多,越能说明该公司拥有该类核心竞争力或者说公司的该类核心竞争力越强,核心竞争力信息披露质量越高。

3. 控制变量

参考王雄元等和杨青等的做法^[20-21],本文进一步控制公司规模 *Size*、资产负债率 *Lev*、总资产报酬率 *Roa*、公司成长性 *TobinQ*、企业性质 *SOE*、分析师盈余预测与年报发布日之间的平均间隔天数 *Horizon*、上市年限 *Age_List*、分析师跟踪人数 *Analyst*、盈余波动 *EV*、券商更新盈余预测的频率 *Update* 等变量。

变量的具体定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量符号	变量定义
被解释变量	<i>Bias</i>	分析师盈余预测准确度
解释变量	<i>Count</i>	年报中“核心竞争力分析”段文本总词数
	<i>Ner</i>	年报中“核心竞争力分析”段中披露的特质性词语个数占文本总长度的比例
控制变量	<i>Size</i>	公司规模,公司资产总额的自然对数
	<i>Lev</i>	公司负债率,公司年末总负债除以年末总资产
	<i>Roa</i>	总资产报酬率,公司年末净利润除以年末总资产
	<i>TobinQ</i>	公司成长性,公司股东权益市值与负债账面价值之和除以总资产的账面价值
	<i>SOE</i>	企业性质,国有企业取值为 1,否则为 0
	<i>Horizon</i>	预测时间间隔,所有分析师最新盈余预测与年报发布日之间的间隔天数的平均数
	<i>Age_List</i>	上市年限,公司上市时间加 1,再取自然对数
	<i>Analyst</i>	分析师跟踪人数,跟踪公司的分析师数量的自然对数
	<i>EV</i>	公司盈余波动,上市公司近 3 年净利润的离散系数
	<i>Update</i>	券商更新预测的频率,券商对上市公司发布预测的平均次数

四、实证结果

(一)描述性统计与相关性分析

表 2 报告了变量的描述性统计结果。分析师盈余预测偏差 *Bias* 的均值为 0.198,最大值为 1.154,最小值为 0.002,说明不同上市公司的分析师盈余预测准确度差异较大;*Count* 的均值为 4.618(以 100 为单位),表明“核心竞争力分析”段平均约有 462 个词;*Ner* 的均值为 0.029,表明核心竞争力信息披露中平均有 2.9% 的特质性信息。其他控制变量的统计结果均在合理范围之内。

表 3 报告了主要变量的相关系数。*Count* 与 *Bias* 的相关系数不显著,而 *Ner* 与 *Bias* 的相关系数在 1% 水平上显著为负,这初步说明“核心竞争力分析”段的长度与分析师盈余预测的准确度不相关,而其特质性信息与分析师盈余预测的准确度相关。此外,其他变量的相关系数都小于 0.5,说明不存在多重共线性问题。

表 2 变量的描述性统计结果

Variable	N	Mean	Min	P50	SD	Max
<i>Bias</i>	9061	0.198	0.002	0.116	0.228	1.154
<i>Count</i>	9061	4.618	0.100	3.580	4.483	87.240
<i>Ner</i>	9061	0.029	0.00	0.024	0.021	0.210
<i>Size</i>	9061	22.378	20.111	22.204	1.286	26.120
<i>Lev</i>	9061	0.430	0.054	0.425	0.204	0.871
<i>Roa</i>	9061	0.045	-0.114	0.039	0.046	0.185
<i>TobinQ</i>	9061	2.372	1.111	2.003	1.230	7.973
<i>SOE</i>	9061	0.366	0.000	0.000	0.482	1.000
<i>Horizon</i>	9061	258.575	105.500	252.778	68.497	442.000
<i>Age_List</i>	9061	2.039	0.000	2.197	0.876	3.219
<i>Analyst</i>	9061	1.897	0.693	1.946	0.866	3.714
<i>EV</i>	9061	0.546	-16.130	0.298	3.214	17.129
<i>Update</i>	9061	2.094	1.000	2.000	0.990	5.357

表3 相关系数表

变量	<i>Bias</i>	<i>Count</i>	<i>Ner</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>TobinQ</i>	<i>SOE</i>	<i>Horizon</i>	<i>Age List</i>	<i>Analyst</i>	<i>EV</i>	<i>Update</i>
<i>Bias</i>	1												
<i>Count</i>	0.0045	1											
<i>Ner</i>	-0.0474 ***	-0.0110	1										
<i>Size</i>	-0.0536 ***	-0.0606 ***	0.0497 ***	1									
<i>Lev</i>	0.0973 ***	-0.1024 ***	0.0709 ***	0.6055 ***	1								
<i>Roa</i>	-0.3718 ***	0.0621 ***	-0.0258 **	-0.1645 ***	-0.4385 ***	1							
<i>TobinQ</i>	-0.0443 ***	0.0224 **	-0.0710 ***	-0.4376 ***	-0.4067 ***	0.2558 ***	1						
<i>SOE</i>	-0.0597 ***	-0.1875 ***	0.1180 ***	0.4026 ***	0.3021 ***	-0.1624 ***	-0.1470 ***	1					
<i>Horizon</i>	0.3449 ***	-0.0152	0.0077	-0.0565 ***	-0.0019	-0.1613 ***	-0.0619 ***	-0.0045	1				
<i>Age_List</i>	-0.0398 ***	-0.2023 ***	0.0942 ***	0.4885 ***	0.4041 ***	-0.2321 ***	-0.0032	0.4634 ***	-0.0182 *	1			
<i>Analyst</i>	-0.0968 ***	0.0817 ***	-0.0485 ***	0.2641 ***	-0.0112	0.3415 ***	0.0396 ***	-0.0502 ***	-0.1326 ***	-0.0154	1		
<i>EV</i>	0.0163	-0.0143	0.0062	0.0443 ***	0.0092	0.0104	-0.0309 ***	0.0073	-0.0039	0.0752 ***	-0.0003	1	
<i>Update</i>	-0.0957 ***	0.0607 ***	-0.0140	0.2380 ***	0.0674 ***	0.1973 ***	0.0356 ***	-0.0441 ***	-0.2765 ***	0.1172 ***	0.5210 ***	0.0278 ***	1

(二) 主回归分析

1. 核心竞争力信息披露与分析师盈余预测准确度

表4报告了核心竞争力信息披露与分析师盈余预测准确度的回归结果。表4列(1)中, *Count* 的回归系数为 -0.0004, 但不显著, 说明没有证据显示核心竞争力信息披露长度与分析师盈余预测准确度相关; 表4列(2)中, *Ner* 的回归系数为 -0.2863, 且在1%水平上显著为负, 核心竞争力信息披露中特质性词语占比与分析师盈余预测偏差显著负相关, 说明核心竞争力信息披露中的特质性信息为分析师盈余预测提供了信息增量, 有助于提高分析师盈余预测准确度。以上结果表明, 核心竞争力信息披露具有信息含量, 并且“核心竞争力分析”段并不是越长越好, 关键在于是否披露了某些特质性信息, H1a 得到验证。

2. 核心竞争力信息披露、股权性质与分析师盈余预测准确度

表5中列(1)和列(2)报告了企业股权性质对核心竞争力信息披露与分析师盈余预测准确度之间关系的调节作用。回归结果显示, 在非国有企业中, *Ner* 的回归系数在1%水平上显著为负, 而在国有企业中, *Ner* 的回归系数不显著, 说明只有在非国有企业中, 核心竞争力信息披露才会对分析师盈余预测准确度产生显著的提升作用。

3. 核心竞争力信息披露、公司治理与分析师盈余预测准确度

表5中列(3)和列(4)报告了公司治理水平对核心竞争力信息披露与分析师盈余预测准确度之间关系的调节作用。参考白重恩等的做法^[22], 本文选取第一大股东持股比例 (*Top1*)、第二至第十大股东持股比例的平方和 (*HH2_10*)、董事会规模 (*BoardSize*)、独立董事比例 (*Indep*)、董事长和总经理两职合一 (*Duality*)、交叉上市 (*ABH*)、股权性质 (*SOE*)、高管持股 (*Excuhldn*) 等变量进行主成分分析, 并选取第一主成分作为公司治理指数 (*CG_Index*), 进一步按照公司治理指数 (*CG_Index*) 的年度-行业中位数将样本分为公司治理水平低和公司治理水平高两组, 进行分组回归。回归结果显示, 在公司治理水平较高的样本中, *Ner* 的回归系数在1%水平上显著为负, 这说明公司治理水平越高, 分析师对上市公司公开披露信息的认可度越高, 由此核心竞争力信息披露对分析师盈余预测准确度的影响越大。也就是说, 良好的公司治理是核心竞争力信息发挥信息效应的保障。

(三) 进一步分析

公司盈余信息对分析师盈余预测准确度起着决定性作用, 为此, 本文进一步从企业盈余这一视角挖掘核心竞争力信息披露影响分析师行为的深层次原因。具体来讲, 企业核心竞争力信息披露影响分析师盈余预测准确度的关键在于核心竞争力信息披露是否与公司盈余具有相关性, 如果企业核心竞争力信息披露不能很好地解释和预测企业盈余, 那么核心竞争力信息披露对分析师盈余预测的影响甚微。因此, 本文将模型(1)中的被解释变量替换为总资产报酬率 *Roa* 和每股收益 *EPS* 进行回归。表6中列(1)的回归结果显示, 当以总资产报酬率 *Roa* 作为被解释变量时, *Ner* 的回归系数显著为正, 说明核心竞争力信息披露确实能够提供与盈余有关的信息, 进而有利于提高分析师盈余预测准确度。当以每股收益 *EPS* 作为被解释变量时, 表6中列(2)的回归结果类似。

表4 核心竞争力信息披露与分析师盈余预测准确度

变量	(1) <i>Bias</i>	(2) <i>Bias</i>
<i>Count</i>	-0.0004 (-0.77)	
<i>Ner</i>		-0.2863 *** (-2.88)
<i>Size</i>	-0.0100 *** (-3.63)	-0.0105 *** (-3.81)
<i>Lev</i>	0.0516 *** (3.43)	0.0533 *** (3.54)
<i>Roa</i>	-1.9251 *** (-34.39)	-1.9174 *** (-34.27)
<i>TobinQ</i>	0.0104 *** (4.60)	0.0100 *** (4.42)
<i>SOE</i>	-0.0169 *** (-3.20)	-0.0162 *** (-3.09)
<i>Horizon</i>	0.0010 *** (30.88)	0.0010 *** (30.92)
<i>Age_List</i>	-0.0246 *** (-7.66)	-0.0238 *** (-7.44)
<i>Analyst</i>	0.0151 *** (4.76)	0.0148 *** (4.67)
<i>EV</i>	0.0021 *** (3.29)	0.0021 *** (3.29)
<i>Update</i>	0.0124 *** (4.81)	0.0124 *** (4.82)
<i>Constant</i>	0.2912 *** (4.92)	0.3092 *** (5.20)
<i>Industry</i>	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制
<i>N</i>	9061	9061
<i>R²</i>	0.2696	0.2702
<i>F</i>	97.9699	98.2802

注:括号内为t值;***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著。下同。

表5 股权性质与公司治理的调节作用

变量	非国有企业 (1) <i>Bias</i>	国有企业 (2) <i>Bias</i>	内部治理水平低 (3) <i>Bias</i>	内部治理水平高 (4) <i>Bias</i>
<i>Ner</i>	-0.3583 *** (-2.64)	-0.1971 (-1.38)	-0.2077 (-1.36)	-0.3626 *** (-2.78)
<i>Size</i>	-0.0063 (-1.53)	-0.0090 ** (-2.38)	-0.0143 *** (-3.21)	-0.0044 (-1.23)
<i>Lev</i>	0.0349 * (1.78)	0.0815 *** (3.41)	0.0567 ** (2.55)	0.0513 ** (2.50)
<i>Roa</i>	-2.0280 *** (-29.00)	-1.6682 *** (-17.85)	-2.1926 *** (-26.37)	-1.6508 *** (-21.84)
<i>TobinQ</i>	0.0150 *** (5.36)	0.0064 (1.57)	0.0145 *** (4.39)	0.0064 ** (2.07)
<i>SOE</i>			-0.0072 (-0.63)	-0.0113 * (-1.67)
<i>Horizon</i>	0.0012 *** (29.58)	0.0006 *** (11.72)	0.0012 *** (25.06)	0.0008 *** (18.50)
<i>Age_List</i>	-0.0377 *** (-9.04)	0.0080 (1.46)	-0.0327 *** (-6.70)	-0.0127 *** (-2.90)
<i>Analyst</i>	0.0178 *** (4.34)	0.0065 (1.32)	0.0183 *** (3.88)	0.0102 ** (2.39)
<i>EV</i>	0.0026 *** (2.81)	0.0015 * (1.72)	0.0030 *** (3.02)	0.0014 (1.64)
<i>Update</i>	0.0120 *** (3.64)	0.0125 *** (3.07)	0.0120 *** (3.20)	0.0111 *** (3.12)
<i>Constant</i>	0.1936 ** (2.21)	0.2884 *** (3.30)	0.3876 *** (4.06)	0.1440 * (1.82)
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	5741	3320	4381	4680
<i>R²</i>	0.3083	0.2237	0.3186	0.2306
<i>F</i>	77.0875	30.5647	59.7597	42.1992

(四) 拓展性检验

除了文本长度和特质性信息外,文本信息披露还有一个重要特征是文本相似度。对此,本文分别从公司与同行业、公司当年与上一年核心竞争力信息披露的相似度两个方面来展开分析。

1. 公司当年与上一年核心竞争力相似度

信息强化假说认为重复披露信息有助于强化信息使用者对关键信息的认知^[23]。Li 研究发现,MD&A 与财务报告附注中的重复信息可以强化投资者对公司信息的理解,引发积极的市场反应^[24]。因此,重复性的核心竞争力信息披露可能有助于强化分析师对公司核心竞争力的认知,提升分析师盈余预测的准确度。然而,核心竞争力具有稳定性,这一特征决定了公司当年与上一年核心竞争力信息披露具有相似性,与管理层信息操纵行为无关,因此并不会对分析师盈余预测产生影响。对此,本文分别以公司当年与上一年核心竞争力信息披露的 Cosine 相似度和 Jaccard 相似度为解释变量进行回归。表7中列(1)和列(2)的回归结果显示,Similarity 的回归系数都不显著,公司当年与上一年核心竞争力相似度与分析师盈余预测准确度之间不存在显著的负相关关系,这是因为公司当年与上一年核心竞争力的相似度是由核心竞争力自身特征决定的,而不是管理层进行信息操纵的结果,因此不会对分析师盈余预测行为产生影响。

2. 公司与同行业核心竞争力相似度

一方面,公司与同行业核心竞争力信息披露相似度越高,说明核心竞争力信息披露提供的更多是行业层面的信息,而非公司特质性信息。有研究发现,公司特质性信息多寡对信息使用者的决策行为至关重要^[25]。胡军和王甄以微博这一最新的社交网络平台为信息披露对象进行研究发现,企业在官方微博中披露的特质性信息能显著降低股价同步性,提高分析师盈余预测准确度^[26]。因此,公司与同行业核心竞争力信息披露相似度与分析

师盈余预测准确度之间可能存在负相关关系。另一方面,公司与同行业核心竞争力相似度越高,说明在企业生产经营中,行业共有特征发挥的作用越大,企业会计信息可比性也就越高。然而,会计信息越可比,分析师获取信息的成本越低,这在一定程度上提升了分析师获取信息的数量和质量^[27]。由此可见,公司与同行业核心竞争力相似度与分析师盈余预测准确度的关系取决于上述两种效应的博弈结果。为此,本文分别以公司与同行业核心竞争力信息披露的 Cosine 相似度和 Jaccard 相似度为解释变量进行回归。表 7 中列(3)和列(4)的回归结果显示,Similarity 的回归系数都在 1% 水平上显著为负,说明公司与同行业核心竞争力相似度越高,分析师进行信息收集、分析和整合的难度越小,盈余预测准确度越高。

表 6 核心竞争力信息披露与企业盈余

变量	(1)	(2)
	Roa	EPS
Ner	0.0670*** (3.59)	0.7785** (2.21)
Size	0.0034*** (6.59)	0.1328*** (13.64)
Lev	-0.0926*** (-34.84)	-0.6408*** (-12.76)
TobinQ	0.0067*** (16.07)	0.0292*** (3.70)
SOE	0.0015 (1.53)	0.0735*** (3.94)
Horizon	-0.0001*** (-12.18)	-0.0010*** (-8.74)
Age_List	-0.0075*** (-12.67)	-0.1293*** (-11.50)
Analyst	0.0144*** (24.92)	0.1782*** (16.35)
EV	0.0002** (2.02)	0.0064*** (2.81)
Update	0.0022*** (4.57)	0.0056 (0.61)
Constant	-0.0308*** (-2.76)	-2.4539*** (-11.63)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
N	9061	9061
R ²	0.3681	0.1463
F	159.3204	46.8827

注:括号内为 t 值;***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。下同。

表 7 核心竞争力信息披露文本相似度与分析师盈余预测准确度

变量	与上一年相似度		与同行业相似度	
	Cosine 相似度	Jaccard 相似度	Cosine 相似度	Jaccard 相似度
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Bias	Bias	Bias	Bias
Similarity	-0.0176 (-1.58)	-0.0090 (-1.06)	-0.1092*** (-3.92)	-0.4265*** (-3.18)
Size	-0.0098*** (-3.09)	-0.0100*** (-3.13)	-0.0095*** (-3.24)	-0.0094*** (-3.21)
Lev	0.0687*** (3.98)	0.0689*** (3.99)	0.0542*** (3.41)	0.0530*** (3.33)
Roa	-1.5808*** (-24.45)	-1.5805*** (-24.44)	-1.7174*** (-28.29)	-1.7221*** (-28.37)
TobinQ	0.0107*** (4.45)	0.0108*** (4.46)	0.0089*** (3.86)	0.0092*** (3.96)
SOE	-0.0087 (-1.45)	-0.0088 (-1.47)	-0.0126** (-2.27)	-0.0118** (-2.13)
Horizon	0.0010*** (26.03)	0.0010*** (26.01)	0.0010*** (28.45)	0.0010*** (28.45)
Age_List	-0.0215*** (-5.38)	-0.0214*** (-5.36)	-0.0219*** (-6.45)	-0.0217*** (-6.39)
Analyst	0.0092** (2.50)	0.0091** (2.48)	0.0131*** (3.86)	0.0132*** (3.91)
EV	0.0017** (2.33)	0.0017** (2.34)	0.0020*** (2.86)	0.0020*** (2.91)
Update	0.0143*** (5.08)	0.0144*** (5.08)	0.0132*** (4.89)	0.0134*** (4.94)
Constant	0.2204*** (3.16)	0.2149*** (3.09)	0.3146*** (4.97)	0.3188*** (4.99)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	6341	6341	7763	7763
R ²	0.2314	0.2312	0.2445	0.2440
F	61.2671	61.2094	78.1623	77.9442

(五) 稳健性检验

1. 变更被解释变量的衡量方式

参考董望等的做法^[28],本文重新计算分析师盈余预测准确度指标 Bias。具体来讲,分析师盈余预测准确度为所有分析师盈余预测的中位数与每股收益实际值之差的绝对值再除以上一年每股股价。表 8 中列(1)和列(2)报告了变更分析师盈余预测准确度衡量方式后的回归结果,Count 的回归系数不显著,而 Ner 的回归系数在 5% 水平上显著为负,与主回归结果一致,说明本文结论是稳健的。

2. 变更解释变量的衡量方式

进一步,本文采用虚拟变量来构建公司核心竞争力信息披露指标,具体做法为:计算核心竞争力信息披露文本长度的行业-年度均值,当公司核心竞争力信息披露文本长度大于均值时,Count 取值为 1,否则为 0;同理,当核心竞争力信息披露中特质性词语占比大于其行业-年度均值时,Ner 取值为 1,否则为 0。表 8 中列(3)和列(4)的回归结果显示,Count 的系数不显著,而 Ner 的系数在 1% 水平上显著为负,这与前文所得结论一致。

3. 区分首次披露和非首次披露

考虑到核心竞争力在不同年度具有较高的相似性,因此本文所得结论可能是因为首次披露的核心竞争力信息存在信息增量,从而使得核心竞争力信息披露与分析师盈余预测偏差之间整体上呈现负相关关系。为此,本文进一步考察非首次披露的核心竞争力信息与分析师盈余预测偏差之间的关系,表8中列(5)和列(6)报告了回归结果。回归结果显示,*Count*的系数不显著,*Ner*的系数在1%水平上显著为负,说明非首次披露的核心竞争力信息也能够降低分析师盈余预测偏差,即提高分析师盈余预测准确度。以上结果表明,核心竞争力信息披露对分析师盈余预测准确度的提升作用确实客观存在。

五、结论性评述

本文以2012—2018年A股上市公司年报中的核心竞争力信息披露为研究对象,通过文本分析方法构建核心竞争力信息披露指标,实证检验核心竞争力信息披露的有效性,结果表明核心竞争力信息披露的内容具有显著的信息价值。具体而言:(1)企业“核心竞争力分析”段文本长度

与分析师盈余预测准确度无关,但企业“核心竞争力分析”段中的特质性信息却与分析师盈余预测准确度相关,说明企业核心竞争力信息披露中的特质性信息能为信息使用者提供增量信息;(2)企业核心竞争力信息披露能反映企业盈利信息,对分析师盈余预测具有信息增量作用;(3)核心竞争力信息披露对分析师盈余预测准确度的影响在不同产权性质和不同治理水平的公司之间存在差异;(4)分析师盈余预测准确度与公司当年和上一年核心竞争力信息披露的相似度无关,而与公司和同行业核心竞争力信息披露的相似度有关。

本文的研究得到以下两方面的政策启示:第一,鉴于年报核心竞争力信息披露中特质性信息的披露能够提高分析师盈余预测准确度,证券监管部门应加强对与公司经营活动密切相关的企业特有核心竞争力信息披露的要求,避免“样板化、模糊化”的信息披露,以进一步完善核心竞争力信息披露制度,提高核心竞争力信息披露的有用性。第二,投资者、债权人、审计师等公司利益相关者应当更加关注年报中的核心竞争力信息披露内容,特别是特质性信息的披露。长期以来,实务界和学术界普遍关注年报中的财务信息,而对非财务信息的研究主要集中在“管理层分析与讨论”方面,但事实上,在实体经济增速持续放缓的现实背景下,核心竞争力对企业的转型升级尤为重要,因此年报中核心竞争力信息披露的重要性不亚于甚至可能超过公司年报中的其他信息披露。

参考文献:

- [1]金碚. 2011 中国企业竞争力报告(节选)[N]. 中国经营报, 2011.
 [2]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.
 [3]Merkley K J, Bamber L S, Christensen T E. Detailed management earnings forecasts: Do analysts listen? [J]. Review of Accounting Studies, 2013, 18(2): 479-521.
 [4]Dhaliwal D S, Radhakrishnan S, Tsang A, et al. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure[J]. Accounting Review, 2012, 87(3): 723-759.

表8 稳健性检验结果

变量	变更被解释变量的衡量方式		变更解释变量的衡量方式		非首次披露样本	
	(1) <i>Bias</i>	(2) <i>Bias</i>	(3) <i>Bias</i>	(4) <i>Bias</i>	(5) <i>Bias</i>	(6) <i>Bias</i>
<i>Count</i>	-0.0000 (-0.16)		-0.0058 (-1.31)		-0.0005 (-1.08)	
<i>Ner</i>		-0.0488** (-2.17)		-0.0166*** (-3.99)		-0.2879*** (-2.73)
<i>Size</i>	0.0026*** (4.18)	0.0027*** (4.33)	-0.0099*** (-3.59)	-0.0105*** (-3.83)	-0.0107*** (-3.70)	-0.0114*** (-3.92)
<i>Lev</i>	0.0117*** (3.46)	0.0114*** (3.37)	0.0521*** (3.46)	0.0530*** (3.52)	0.0659*** (4.14)	0.0676*** (4.24)
<i>Roa</i>	-0.1973*** (-15.96)	-0.1984*** (-16.04)	-1.9261*** (-34.41)	-1.9166*** (-34.27)	-1.8164*** (-31.27)	-1.8081*** (-31.15)
<i>TobinQ</i>	0.0006 (1.16)	0.0006 (1.29)	0.0104*** (4.59)	0.0098*** (4.33)	0.0106*** (4.60)	0.0102*** (4.40)
<i>SOE</i>	0.0003 (0.29)	0.0003 (0.24)	-0.0172*** (-3.26)	-0.0163*** (-3.11)	-0.0172*** (-3.11)	-0.0163*** (-2.97)
<i>Horizon</i>	0.0001*** (7.43)	0.0001*** (7.42)	0.0010*** (30.88)	0.0010*** (30.93)	0.0010*** (29.14)	0.0010*** (29.18)
<i>Age_List</i>	0.0012 (1.47)	0.0011 (1.30)	-0.0250*** (-7.74)	-0.0236*** (-7.41)	-0.0231*** (-6.85)	-0.0220*** (-6.58)
<i>Analyst</i>	-0.0012* (-1.65)	-0.0012 (-1.62)	0.0152*** (4.79)	0.0147*** (4.65)	0.0121*** (3.61)	0.0118*** (3.52)
<i>EV</i>	-0.0002 (-1.13)	-0.0002 (-1.13)	0.0021*** (3.31)	0.0021*** (3.24)	0.0019*** (2.90)	0.0019*** (2.91)
<i>Update</i>	0.0008 (1.36)	0.0008 (1.36)	0.0124*** (4.82)	0.0125*** (4.84)	0.0129*** (4.90)	0.0128*** (4.88)
<i>Constant</i>	-0.0469*** (-3.47)	-0.0502*** (-3.74)	0.2902*** (4.91)	0.3084*** (5.20)	0.2479*** (3.95)	0.2681*** (4.25)
<i>Industry</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	7533	7533	9061	9061	7962	7962
<i>R²</i>	0.1091	0.1085	0.2697	0.2708	0.2638	0.2644
<i>F</i>	28.6935	28.5286	98.0159	98.5860	86.0991	86.3590

- [5] Merkley K J. Narrative disclosure and earnings performance: Evidence from R&D disclosures[J]. *The Accounting Review*, 2014, 89(2): 725 - 757.
- [6] Hope O, Hu D, Lu H. The benefits of specific risk-factor disclosures[J]. *Review of Accounting Studies*, 2016, 21(4): 1005 - 1045.
- [7] Kravet T, Muslu V. Textual risk disclosures and investors' risk perceptions[J]. *Review of Accounting Studies*, 2013, 18(4): 1088 - 1122.
- [8] Li Y, Lin Y, Zhang L. Trade secrets law and corporate disclosure: Causal evidence on the proprietary cost hypothesis[J]. *Journal of Accounting Research*, 2018, 56(1): 265 - 308.
- [9] Wernerfelt B. A resource-based view of the firm[J]. *Strategic Management Journal*, 1984, 5(2): 171 - 180.
- [10] Barney J. Firm resources and sustained competitive advantage[J]. *Journal of Management*, 1991, 17(1): 99 - 120.
- [11] 宋献中. 论企业核心能力信息的自愿披露[J]. *会计研究*, 2006(2): 47 - 52.
- [12] 邹国庆, 徐庆仑. 核心能力的构成维度及其特性[J]. *中国工业经济*, 2005(5): 96 - 103.
- [13] Rumelt R P. *Strategy, structure and economics performance*[M]. New York: Harvard University Press, 1974.
- [14] 尼古莱. J. 福斯, 克里斯第安·克努森. *企业万能: 面向企业能力理论*[M]. 大连: 东北财大出版社, 1998.
- [15] Li Z, Wong T J, Yu G. Information dissemination through embedded financial analysts: Evidence from China[J]. *The Accounting Review*, 2020, 95(2): 257 - 281.
- [16] 林毅夫, 李志赞. 政策性负担、道德风险与预算软约束[J]. *经济研究*, 2004(2): 17 - 27.
- [17] Dong X, Putterman L. Soft budget constraints, social burdens, and labor redundancy in China's state industry[J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31(1): 110.
- [18] 唐跃军, 左晶晶. 所有权性质、大股东治理与公司创新[J]. *金融研究*, 2014(6): 177 - 192.
- [19] Padfield S. Is puffery material to investors? Maybe we should ask them[J]. *University of Pennsylvania Journal of Business and Employment Law*, 2007, 10(2): 339 - 31.
- [20] 王雄元, 李岩琼, 肖恣. 年报风险信息披露有助于提高分析师预测准确度吗? [J]. *会计研究*, 2017(10): 37 - 43.
- [21] 杨青, 吉赞, 王亚男. 高铁能提升分析师盈余预测的准确度吗? ——来自上市公司的证据[J]. *金融研究*, 2019(3): 168 - 188.
- [22] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 等. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. *经济研究*, 2005(2): 81 - 91.
- [23] Leonardi P M, Neeley T B, Gerber E M. How managers use multiple media: Discrepant events, power, and timing in redundant communication[J]. *Organization Science*, 2012, 23(1): 98 - 117.
- [24] Li H. Repetitive disclosures in the MD&A[R]. Working Paper, 2017.
- [25] Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque financial reports, R2, and crash risk[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94(1): 67 - 86.
- [26] 胡军, 王甄. 微博、特质性信息披露与股价同步性[J]. *金融研究*, 2015(11): 190 - 206.
- [27] De Franco G, Kothari S P, Verdi R S. The benefits of financial statement comparability[J]. *Journal of Accounting Research*, 2011, 49(4): 895 - 931.
- [28] 董望, 陈俊, 陈汉文. 内部控制质量影响了分析师行为吗? ——来自中国证券市场的经验证据[J]. *金融研究*, 2017(12): 191 - 206.

[责任编辑: 王丽爱, 杨志辉]

Does the Core Competence Information Disclosure in the Annual Report Have Information Content? Based on the Analyst's Perspective

HE Yuqing

(School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Abstract: Taking 2012—2018 A-share listed companies as the research object, the value of the core competence information disclosure in the annual report is empirically tested. The empirical results show that: (1) The length of the company's core competence information disclosure has nothing to do with the analyst's earnings forecast accuracy, in contrast, the specific information in core competence information disclosure is related to the accuracy of analysts' earnings forecasts. After a series of robustness tests, the above relationship still exists; (2) Cross-sectional analysis shows that the core competence information disclosure for non-state-owned enterprises and enterprises with strong corporate governance is more conducive to improving the accuracy of analysts' earnings forecasts; (3) It is further found that the core competence information disclosure is related to the company's earnings, therefore, it is conducive to improving the accuracy of analysts' earnings forecasts; (4) After considering other textual features of the core competence information disclosure, it is found that the accuracy of analysts' earnings prediction is related to the similarity of the core competence information disclosure of the company and other companies in the same industry, but not related to the similarity of the core competence information disclosure between the current year and the previous year.

Key Words: core competence; information disclosure; characteristic information; analysts' earnings prediction; corporate governance; nature of equity; analysts' behavior