

# 企业国际化战略与管理层业绩预告准确度

朱 杰<sup>a,b</sup>

(中南民族大学 a. 管理学院; b. 高校风险预警防控研究中心, 湖北 武汉 430073)

**[摘要]**以 2007—2020 年中国 A 股上市公司为样本, 深入探讨企业实施国际化战略对管理层业绩预告准确度(管理层业绩预告偏差)的影响。研究发现, 国际化战略与管理层业绩预告偏差之间并非存在简单的线性相关关系, 而是存在一种类似“U 型”曲线的相关关系, 说明随着企业国际化经营程度的提高, 管理层业绩预告偏差会呈现出先减后增的变化趋势。机制检验结果表明, 企业实施国际化战略所引发的企业经营风险、盈余操纵动机与代理成本的“U 型”变化是“U 型”曲线关系产生的重要原因。进一步分析发现, 这种“U 型”曲线关系主要出现在非国有、外资股东持股比例较低、非双重监管、分析师治理水平较差和审计师治理水平较差的企业中。研究结论对于引导证券监管部门防范国际化经营企业业绩预告违规风险具有一定的实践意义。

**[关键词]**企业国际化战略; 管理层业绩预告准确度; 经营风险; 盈余操纵动机; 代理成本; 分析师治理; 审计师治理

**[中图分类号]**F275.5   **[文献标志码]**A   **[文章编号]**1004-4833(2022)04-0090-11

## 一、引言

自 1998 年中国证监会正式实施上市公司半强制性业绩预告信息披露制度以来, 业绩预告在提前释放上市公司业绩波动风险方面发挥了重要作用。但近年来, 多家 A 股上市公司因业绩预告与实际业绩差异较大且修正不及时等问题而被证券监管部门出具监管函或警示函, 引发了投资者、债权人、客户等利益相关者对于上市公司业绩预告披露质量的关注。在理论研究方面, 尽管大量文献对可能影响管理层自愿披露业绩预告的动因进行了探讨, 但也有研究发现管理层业绩预告披露意愿与业绩预告披露质量之间并不存在必然联系, 能够提升管理层业绩预告披露意愿的机制未必能有效提升管理层业绩预告披露质量<sup>[1]</sup>, 这也就意味着, 仅仅激励管理层自愿披露前瞻性盈余信息可能并不能有效提升会计信息含量, 高质量的前瞻性盈余信息才是中国弱势有效资本市场发展进程中的现实需求。

在可能反映业绩预告披露质量的诸多指标(如业绩预告准确度、精确度、及时性等)中, 业绩预告准确度不仅能够直接反映管理层盈利预测数值与企业实际经营业绩之间的差距, 还能充分体现前瞻性盈余信息的决策相关性与有用性<sup>[2]</sup>, 为此, 业绩预告准确度在较大程度上可以有效衡量业绩预告披露质量。大量研究发现, 企业经营环境与经营风险<sup>[3]</sup>、信息披露环境<sup>[4]</sup>、代理成本<sup>[5]</sup>等是影响业绩预告披露质量的主要因素。一方面, 不确定性较高的经营环境降低了公司未来经营业绩的可预见程度, 在客观上增加了管理层准确预测未来盈利状况的难度; 另一方面, 公司内部管理者与外部股东之间客观存在的代理问题, 使得管理层存在通过操纵业绩预告披露质量进而谋求私利的动机。不过, 既有研究在探讨管理层业绩预告披露质量的影响因素时普遍默认企业战略选择是同质的, 鲜有文献将战略因素纳入业绩预告披露质量的研究框架中。然而, 战略管理领域的研究发现, 战略模式会对企业会计信息披露质量产生重要影响<sup>[6]</sup>。激进的战略变革会增加企业面临的经营风险, 提高企业业绩波动水平, 致使管理层准确预测企业未来经营业绩的难度增加, 进而加剧管理层业绩预告误差<sup>[1]</sup>。鉴于此, 本文认为企业战略模式同样是影响管理层业绩预告披露质量的重要因素, 但企业实施国际化战略是否以及如何影响业绩预告披露质量(准确度), 现有研究并未给出解答。

改革开放以来, 以开展出口贸易、对外投资为典型特征的国际化战略逐渐成为中国企业新的经营战略模式。但有研究发现, 由于不同企业参与国际市场竞争的资源条件、贸易成本、市场壁垒等存在较大差异, 从而使得国际化战略犹如一把“双刃剑”, 在给企业带来跨国经营红利的同时, 也增加了企业在海外市场面临的风险敞

**[收稿日期]**2022-01-26

**[基金项目]**中南民族大学中央高校基本科研业务费项目(CSQ16002; CSQ22005)

**[作者简介]**朱杰(1987—), 男, 湖北秭归人, 中南民族大学管理学院讲师, 中南民族大学高校风险预警防控研究中心研究人员, 硕士生导师, 博士, 从事公司财务与资本市场会计问题研究, E-mail: 597419230@qq.com。

口,增加了企业经营环境的复杂性与经营业绩的不确定性,加剧了企业代理成本<sup>[6-7]</sup>。由此可见,国际化战略是一种收益效应与风险效应共存战略模式。当国际化战略主要表现为收益效应时,企业经营风险显著降低,信息披露环境显著改善,代理成本显著减少;反之,当国际化战略主要表现为风险效应时,企业经营风险显著升高,信息披露环境显著恶化,代理成本显著增加。考虑到经营风险、信息披露环境和代理成本是影响管理层业绩预告披露质量的客观因素,本文由此推断,企业国际化战略收益效应与风险效应共存的特质会引发管理层业绩预告披露质量的异质性改变,在企业国际化经营的不同阶段,管理层业绩预告披露质量也会表现出不同特征。

基于上述分析,本文以2007—2020年中国A股上市公司为研究对象,深入探讨国际化战略与管理层业绩预告准确度之间的关系。本文的增量贡献在于:第一,丰富了企业国际化战略经济后果方面的研究。在经济全球化背景下,实施国际化战略成为越来越多中国内地企业的现实抉择。尽管大量文献从短期经营业绩与经营风险<sup>[8-9]</sup>、研发创新行为<sup>[10]</sup>、信息披露质量<sup>[11]</sup>和代理成本<sup>[12]</sup>等视角探讨了企业实施国际化战略的微观经济效应,但尚未得出一致结论,有关国际化战略收益效应与风险效应的争论仍然存在。而且,也尚无文献深入探讨企业实施国际化战略与会计信息披露质量之间的关系。本文基于管理层业绩预告这一前瞻性盈余信息披露制度,通过探讨国际化战略所引发的不确定性后果如何通过前瞻性盈余信息的方式传递给资本市场,首次发现企业实施国际化战略与管理层业绩预告偏差(管理层业绩预告准确度)之间存在“U型”(倒“U型”)关系,揭示了企业国际化战略对于管理层业绩预告披露质量的治理效应与风险效应。第二,丰富了管理层业绩预告披露质量影响因素方面的研究。尽管以Dichev等<sup>[6]</sup>、张艺琼等<sup>[1]</sup>为代表的少量文献关注了企业总体战略、战略偏离度与管理层业绩预告披露质量之间的线性关系,但企业国际化战略与既有研究中的企业总体战略无论在概念界定还是在变量度量上均存在较大差异。相较于企业总体战略,企业国际化战略具有更加鲜明的治理特征与风险特征,能够对管理层信息披露质量产生更加复杂的影响,因此,本文的研究结论是对企业战略管理与业绩预告披露领域既有研究成果的有效补充。第三,揭示了国际化经营企业在前瞻性会计信息披露行为中可能存在的“拐点现象”。鉴于准确度较低的业绩预告蕴含了较高的会计信息披露违规风险,本文的研究结论不仅有助于投资者、债权人等资本市场利益相关者理性客观地判断国际化经营企业在不同跨国经营阶段业绩预告披露质量的变化规律,而且有助于监管部门合理评估国际化经营企业潜在的信息披露违规风险,对于抑制管理层业绩预告操纵行为、提高资本市场会计信息含量具有现实意义。

## 二、理论分析与研究假设

高阶梯队理论认为,作为企业会计信息披露的履约责任主体,管理层对于业绩预告披露质量的影响重大。第一,业绩预告属于面向未来的前瞻性盈利预测信息,是管理层基于行业环境、企业经营环境、战略目标与自身经验而对企业未来盈利水平做出的预测和估计,因此在经营风险较高的市场环境中,管理层准确预测未来盈利情况存在客观难度<sup>[3]</sup>;第二,业绩预告属于管理层拥有的私有信息,在我国现行半强制性业绩预告披露制度下,管理层对于如何披露业绩预告拥有较大自由裁量权,基于理性经济人假说,存在自利动机、代理冲突的管理者会通过操纵业绩预告准确度来对业绩预告实施策略性披露,以达到盈余操纵目的<sup>[13]</sup>;第三,尽管管理层对于如何披露前瞻性盈余信息拥有较大自由裁量权,但健全的外部治理机制与监管问责机制对于抑制管理层前瞻性会计信息操纵行为具有显著的治理效应<sup>[14-15]</sup>。由此可见,业绩预告准确度是企业经营风险、盈余操纵动机、代理成本等共同作用的结果,资本市场需要建立相适宜的治理机制对管理层业绩预告披露质量实施有效干预。考虑到国际化战略同样会对企业经营环境与经营风险、信息披露环境、代理成本产生显著影响,本文认为企业实施国际化战略与管理层业绩预告准确度(管理层业绩预告偏差)之间存在一定的内在联系。

首先,实施国际化战略有可能通过影响企业经营风险进而影响管理层业绩预告准确度。一方面,国际化经营加剧了企业经营业绩的不可预见性,导致管理层面临的业绩压力增大。管理层为了顺利履行受托责任,防范跨国经营失败对自身利益与职业发展的不利影响,会在较大程度上降低经营风险容忍度,增强风险规避与业绩稳定动机<sup>[16]</sup>,致使国际化经营企业的业绩波动水平反而较低<sup>[17]</sup>;另一方面,也有文献指出,企业在国际化经营进程中会时刻面临技术壁垒与市场准入壁垒的威胁,这会激发企业通过研发创新投资、风险投资、海外并购等方式来抵御海外市场竞争的威胁,从而使得管理层风险承担水平提高<sup>[18]</sup>。然而,随着管理层风险承担水平的提

高,企业经营业绩的异质性波动程度也会相应提高<sup>[19]</sup>,这意味着企业实施国际化战略也有可能提高业绩波动水平。不过,根据事物发展的量变质变规律可知,国际化战略对管理层风险态度的影响是一个循序渐进的变化过程,具体表现为:国际化战略与企业经营风险之间存在一种先减后增的“U型”变化趋势。当企业国际化经营程度较低时,管理层会实施相对保守、稳健的经营投资决策,致使企业经营风险不断降低;但当企业国际化经营水平达到一定程度后,保守的经营投资策略会导致企业难以应对国际市场竞争压力,此时国际化经营企业需要顺势增加风险投资与资产专用性投资<sup>[20]</sup>,从而导致国际化经营企业的短期经营风险随着高风险资本的积累而不断提升。同时,经营风险是影响管理层业绩预告准确度的线性因素,经营风险越高的企业进行盈利预测时受到业绩不确定性的干扰越大,进而导致管理层准确预测未来盈利情况的难度越大,盈利预测偏差也越大<sup>[3]</sup>。由此本文推断,国际化战略与企业经营风险之间的“U型”曲线关系会同步反映到管理层业绩预告准确度上,致使企业实施国际化战略与管理层业绩预告偏差之间同样存在一种先减后增的“U型”曲线关系。

其次,实施国际化战略有可能通过影响管理层盈余操纵动机进而影响管理层业绩预告准确度。具体来说,国际化战略通过影响企业经营风险进而会对管理层盈余操纵动机产生不可忽视的影响。当企业经营业绩波动风险较低时,管理层通过盈余操纵手段平滑业绩的动机也较小;相反,较高的经营风险会加剧业绩波动与投资者风险感知,致使自利的管理者存在强烈的盈余操纵动机与信息披露违规动机,会通过随意调整会计政策、改变会计估计等方式粉饰企业业绩,营造经营业绩稳步增长的假象。鉴于此,本文推断国际化战略与企业盈余操纵动机之间同样存在一种先减后增的“U型”曲线关系。同时,企业盈余操纵动机也是影响管理层业绩预告准确度的线性因素<sup>[21-22]</sup>。盈余操纵动机较低的企业在进行业绩预告时仅需要根据企业实际经营情况对下一报告期的会计盈余做出预测和估计,在此情形下,由于财务报告披露的净利润中包含的盈余操纵成分较少,致使业绩预告偏离企业实际盈余的程度也较小,企业具备准确披露业绩预告的信息环境;相反,对于盈余操纵动机较强的企业,各种纷繁复杂的业绩粉饰行为(如业绩“洗大澡”、异常关联方交易、会计处理违规等)则会成为管理层盈利预测数值偏离企业实际盈利情况的重要诱因。由此本文推断,国际化战略与企业盈余操纵动机之间的“U型”曲线关系也会同步反映到管理层业绩预告准确度上,致使企业实施国际化战略与管理层业绩预告偏差之间同样存在一种先减后增的“U型”曲线关系。

最后,实施国际化战略有可能通过影响企业代理成本进而影响管理层业绩预告准确度。一方面,新兴经济体企业进行跨国经营会面临更加复杂且严苛的利益相关者监督环境,致使管理层与大股东的机会主义行为受到抑制。尤其值得一提的是,中国大陆企业的贸易对象主要是当今世界主流发达国家的经济实体,海外客户相对健全的国家治理环境会促使其在选择供应商时对企业内部治理体制提出较高要求。出于海外市场竞争压力与经营合规要求的考虑,管理层与大股东会更加关注提高企业产品出口能力,并致力于提升国际化经营企业在海外市场的生存能力,进而表现为企业两类代理成本随着国际化经营水平的提升而显著降低<sup>[23-25]</sup>。另一方面,实施国际化战略提高了企业交易结算、会计信息、组织架构与内部控制体系的复杂度,尤其当企业主营业务中海外业务占比较高时,企业内部管理者与外部股东之间会产生较为严重的信息逆差,在客观上为管理层和控股股东的自利行为创造了便利条件<sup>[12,26]</sup>。既有研究也发现,当企业海外业务变得过于复杂时,企业的代理成本会急剧增加<sup>[12]</sup>。由此本文推断,在企业实施国际化战略的不同阶段,企业两类代理成本可能同样呈现出“U型”变化趋势。当企业国际化经营水平较低时,管理层和大股东的私人利益与国际化经营企业的战略目标更容易实现趋同,由此导致企业两类成本随之降低;随着国际化经营水平的提高,外部利益相关者对企业的监督成本也会随之增加,当企业国际化经营水平达到一定程度后,外部利益相关者对国际化经营企业的监督机制将会因为过高的监督成本而失灵,此时大股东与管理者会滋生较强的机会主义动机,致使企业两类代理成本逐渐由降低转变为升高。同时,代理成本也是影响管理层业绩预告准确度的线性因素,尤其是代理成本越高的企业对会计信息实施策略性披露的动机越强,导致业绩预告准确度、精确度、及时性等会大打折扣<sup>[5,27]</sup>。由此本文推断,企业实施国际化战略所引发的两类代理成本“U型”变化会同步反映到管理层业绩预告准确度上,致使企业国际化战略与管理层业绩预告偏差之间同样存在一种先减后增的“U型”曲线关系。

综上所述,本文提出假设:企业国际化战略与管理层业绩预告偏差(管理层业绩预告准确度)之间存在一种“U型”(倒“U型”)的曲线关系。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

本文选择2007—2020年中国A股上市公司作为初始研究样本,共包含4328家公司的38040个观测值。为了提高数据的有效性,本文剔除了574家公司上市之前的样本、801个金融保险类公司样本、1750个ST和\*ST公司样本、2605个关键变量数据缺失的样本以及11836个未定量披露年度业绩预告信息的样本,最终得到3360家公司的20474家公司-年度观测值。企业国际化战略相关数据来源于上市公司年报附注信息,通过手工整理得到;管理层针对年度盈利情况披露的业绩预告数据来源于国泰安CSMAR数据库,如果管理层就同一业绩报告期多次披露了年度业绩预告或盈利预测数据,则仅依据最后一次正式披露的业绩预告或盈利预测数据;其他财务数据均来源于国泰安CSMAR数据库。本文对所有连续变量进行了1%和99%分位上的缩尾处理,以避免极端值的可能影响。

经统计,2007—2020年中国A股上市公司针对年度盈利情况对外披露了26402份业绩预告,其中包含定性估计形式的业绩预告1536份、上限值估计或下限值估计形式的业绩预告1053份、闭区间估计形式的业绩预告20621份、点估计形式的业绩预告3192份。本文未对四种披露形式的业绩预告进行详细解释,留存备案。可以看出,仅69.41%(26402/38040)的样本公司对外公开披露了年度业绩预告,而管理层披露的年度业绩预告中定性形式的业绩预告占比约为5.82%,表明少量上市公司并未按照监管部门的要求定量合规披露业绩预告。

#### (二) 模型选择与变量定义

本文构建模型(1)对所提假设进行检验。

$$Bias_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Oversea_{i,t} + \beta_2 Oversea_{i,t}^2 + \sum Controls_{i,t} + \sum Industry_{i,t} + \sum Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量  $Bias$  为管理层业绩预告偏差,反向衡量业绩预告准确度。业绩预告偏差越大,意味着业绩预告准确度越低。已有文献通常使用上市公司管理层盈利预测数值与实际净利润(或归属于股东的净利润)的偏离程度来衡量管理层业绩预告偏差或准确度<sup>[28]</sup>,本文使用管理层预测的净利润率与企业实际净利润率的差额来衡量管理层业绩预告偏差,具体计算公式见模型(2)。

$$Bias_{i,t} = \frac{|FE_{i,t} - AE_{i,t}|}{|Sales_{i,t}|} \times 100 \quad (2)$$

模型(2)中, $FE$ 为管理层在业绩预告中预测的净利润或归属于母公司所有者的净利润。参照张饶等的做法<sup>[13]</sup>,对于点估计、上限值估计或下限值估计, $FE$ 为管理层预测的具体数值;对于区间估计, $FE$ 为管理层预测的盈利区间中上限值和下限值的平均值。 $AE$ 为企业实际净利润或归属于股东的净利润, $Sales$ 为企业当年实际营业收入。显然, $Bias$ 取值越大,意味着管理层业绩预告准确度越低。

模型(1)中,解释变量  $Oversea$  为企业国际化战略。参照 Geringer 等的做法<sup>[29]</sup>,本文令  $Oversea$  为企业海外营业收入占总营业收入的比值。为了论证企业国际化战略与管理层业绩预告偏差之间的“U型”曲线关系,我们在模型(1)中加入了二次项  $Oversea^2$ ,根据二次函数定理可以预期,如果本文提出的假设成立,则  $Oversea$  的回归系数  $\beta_1$  应当显著为负, $Oversea^2$  的回归系数  $\beta_2$  应当显著为正。

与此同时,本文还控制了公司层面的变量:资产规模( $Size$ ),年末总资产取自然对数;资产负债率( $Leverage$ ),年末总负债与年末总资产的比值;总资产收益率( $Roa$ ),当年净利润与年末总资产的比值;收入增长率( $Growth$ ),当年营业收入相比上年营业收入的变动比例;业绩下滑哑变量( $Loss$ ),当年净利润小于上年净利润时取1,否则取0;经营现金流量( $Cash$ ),当年年末经营现金流量净额与总资产的比值;股权集中度( $Shold$ ),第一大股东持股比例与第二至第十大股东持股比例的比值;高管持股比例( $Mhold$ ),年末高管持股数量与总股数的比值;董事会规模( $Board$ ),董事会人数取自然对数;董事会独立性( $Independence$ ),独立董事人数占董事会人数的比例;两职兼任哑变量( $Dual$ ),董事长和总理由同一人兼任取1,否则取0;上市年限( $Age$ ),上市年限加1取自然对数。此外,模型(1)中还控制了行业固定效应与年度固定效应。

### 四、实证结果分析

#### (一) 描述性统计

从表1列示的描述性统计结果中可以看出, $Bias$ 的均值为1.293,表明样本公司管理层预测的净利润率与企

业实际净利润率之间的平均差异约为 1.29%。经计算,差异绝对值的平均值约为 2310 万元。*Bias* 的中位数为 0.374,表明半数以上样本公司的净利润率预测偏差超过 0.37%。*Bias* 的最大值为 25.670,最小值为 0.002,最大值与最小值差异较大,且标准差高达 3.361,表明 *Bias* 在不同企业间存在较大差异。尤其是 *Bias* 的峰值高达 25.67%,意味着部分公司管理层业绩预告偏差程度较高。此外,*Oversea* 的均值为 0.137,表明样本公司海外营业收入占总营业收入的比值约为 13.7%,这也意味着我国上市公司国际化经营程度总体较低。不过,*Oversea* 的中位数大于 0,表明半数以上样本公司存在海外营业收入,国际化战略正逐渐成为大中型企业的战略选择。

为了进一步观察样本的分布特征,本文还进行了如下检验:第一,按照同行业、同年度内样本公司国际化经营程度的高低将样本分为六等分,分组观察不同国际化经营水平下管理层业绩预告偏差的变化趋势;第二,绘制了反映企业国际化经营水平与管理层业绩预告偏差相关关系的散点图。结果(未列示,备索)均显示:随着企业国际化经营水平的提升,管理层业绩预告偏差的平均值与中位数均呈现出先降低后升高的变化趋势,这初步表明 *Oversea* 与 *Bias* 之间可能存在先减后增的非线性相关关系。

(二)基本回归

表 2 列示了基本回归结果。可以看出,无论是否添加控制变量,当模型中不存在 *Oversea* 的二次项时,*Oversea* 与 *Bias* 之间并不存在显著的相关关系。当模型中同时包含 *Oversea* 的一次项与二次项时,一次项 *Oversea* 的回归系数在 5% 或 1% 水平上显著为负,二次项 *Oversea*<sup>2</sup> 的回归系数则在 10% 或 1% 水平上显著为正,说明 *Oversea* 与 *Bias* 之间并不存在线性相关关系,而是存在一种类似“U 型”曲线的相关关系,本文假设得到支持。

经计算,边际效用  $\partial Bias / \partial Oversea = \beta_1 + 2\beta_2 \times Oversea = -0.987 + 2.568 \times Oversea$ ,可知,随着企业国际化经营程度的提高,边际效用  $\partial Bias / \partial Oversea$  呈现不断上升的趋势。当 *Oversea* 取值低于 38.43% 时,边际效用  $\partial Bias / \partial Oversea$  始终小于零,此时 *Oversea* 与 *Bias* 存在相反的变动趋势;当 *Oversea* 约为 38.43% 时,边际效用  $\partial Bias / \partial Oversea$  等于零,此时 *Bias* 达到最低水平,出现拐点;当 *Oversea* 大于 38.43% 后,边际效用  $\partial Bias / \partial Oversea$  开始大于零,国际化战略对于管理层业绩预告偏差的“抑制效应”开始转变为“促进效应”。

此外,为了进一步验证模型(1)中 *Oversea* 与 *Bias* 之间“U 型”曲线关系的客观存在性,本文还使用 Stata 软件中的 *utest* 程序进行了“U 型”曲线存在性的 U-Test 检验,检验结果如表 4 所示。可以看出,列(1)和列(4)中

表 1 主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	平均值	中位数	最大值	最小值	标准差
<i>Bias</i>	20474	1.293	0.374	25.670	0.002	3.361
<i>Oversea</i>	20474	0.137	0.021	0.897	0.000	0.216
<i>Oversea</i> <sup>2</sup>	20474	0.065	0.000	0.805	0.000	0.154
<i>Size</i>	20474	21.920	21.760	26.060	19.720	1.198
<i>Leverage</i>	20474	0.425	0.417	0.894	0.051	0.210
<i>Roa</i>	20474	0.030	0.033	0.192	-0.272	0.070
<i>Growth</i>	20474	0.204	0.122	2.780	-0.603	0.483
<i>Loss</i>	20474	0.393	0.000	1.000	0.000	0.488
<i>Cash</i>	20474	0.042	0.041	0.246	-0.179	0.072
<i>Shold</i>	20474	2.636	1.317	25.140	0.250	3.775
<i>Mhold</i>	20474	0.079	0.002	0.609	0.000	0.144
<i>Board</i>	20474	2.239	2.303	2.773	1.792	0.177
<i>Independence</i>	20474	0.375	0.333	0.571	0.300	0.054
<i>Dual</i>	20474	0.288	0.000	1.000	0.000	0.453
<i>Age</i>	20474	2.025	2.079	3.296	0.000	0.776

表 2 企业实施国际化战略对管理层业绩预告偏差的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Bias</i>	<i>Bias</i>	<i>Bias</i>	<i>Bias</i>
<i>Oversea</i>	-0.066 (-0.52)	-0.749 ** (-1.99)	-0.093 (-0.79)	-0.987 *** (-2.84)
<i>Oversea</i> <sup>2</sup>		0.982 * (1.93)		1.284 *** (2.73)
<i>Size</i>			-0.164 *** (-6.11)	-0.160 *** (-5.97)
<i>Leverage</i>			-1.060 *** (-7.00)	-1.058 *** (-6.99)
<i>Roa</i>			-19.773 *** (-48.29)	-19.796 *** (-48.34)
<i>Growth</i>			-0.253 *** (-5.45)	-0.254 *** (-5.47)
<i>Loss</i>			-0.152 *** (-3.04)	-0.154 *** (-3.07)
<i>Cash</i>			0.704 ** (2.18)	0.702 ** (2.18)
<i>Shold</i>			-0.032 *** (-4.92)	-0.033 *** (-4.95)
<i>Mhold</i>			0.669 *** (3.20)	0.674 *** (3.22)
<i>Board</i>			-0.386 ** (-2.24)	-0.386 ** (-2.24)
<i>Independence</i>			-0.321 (-0.61)	-0.314 (-0.60)
<i>Dual</i>			-0.023 (-0.40)	-0.025 (-0.43)
<i>Age</i>			0.117 *** (2.95)	0.116 *** (2.93)
<i>Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	1.243 *** (4.90)	1.252 *** (4.94)	6.956 *** (9.96)	6.892 *** (9.86)
Obs	20474	20474	20474	20474
Adj_R <sup>2</sup>	0.0229	0.0228	0.1765	0.1767
U-Test		$t = 1.77/p = 0.0388$		$t = 2.49/p = 0.00645$

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

U-Test 的  $t$  值和  $p$  值均在 5% 或 1% 水平上显著,这进一步验证了“U 型”曲线关系存在的真实性。

### (三) 稳健性检验

第一,剔除行业因素对企业国际化战略度量的影响。考虑到企业国际化经营行为具有明显的行业聚集效应,因此,为了排除这一干扰,本文将 *Oversea* 重新定义为 *Oversea\_Adj*,令  $Oversea\_Adj = \text{企业海外营业收入} / \text{企业总营业收入} - \text{同行业同年度样本公司海外营业收入} / \text{同行业同年度样本公司总营业收入}$ 。表 3 列(1)报告了回归结果,可以看出,*Oversea\_Adj* 与 *Bias* 在 1% 水平上显著负相关, $Oversea\_Adj^2$  与 *Bias* 在 1% 水平上显著正相关,这验证了国际化战略与管理层业绩预告偏差之间“U 型”曲线关系的客观存在性。

第二,使用海外客户集中度指标衡量企业国际化战略。客户集中度是反映企业对于主要大客户依赖程度的指标,能够从客户视角反映企业国际化战略实施情况。鉴于此,本文使用

海外客户集中度 (*CC*) 度量企业国际化战略,进行稳健性检验,并参照 Crawford 等的做法<sup>[4]</sup>,令  $CC = \text{企业前五大客户中来源于海外客户的销售收入总额} / \text{企业总销售收入}$ ,*CC* 越大意味着企业国际化经营程度越高。表 3 列(2)报告了回归结果,可以看出,*CC* 与 *Bias* 在 5% 水平上显著负相关, $CC^2$  与 *Bias* 在 5% 水平上显著正相关,这进一步验证了企业国际化战略与管理层业绩预告偏差之间“U 型”曲线关系的客观存在性。

第三,重新度量管理层业绩预告偏差。(1)在计算 *Bias* 时,将模型(2)的分母替换成企业年末净资产,表 3 列(3)报告了回归结果,可以看出,在重新度量 *Bias* 后,*Oversea* 与 *Bias* 在 10% 水平上显著负相关, $Oversea^2$  与 *Bias* 在 5% 水平上显著正相关。(2)张硕等认为管理层更倾向于将实际盈余靠近盈利预测区间的上限值<sup>[22]</sup>,因此在计算 *Bias* 时,对于区间估计,本文将模型(2)中的 *FE* 由管理层盈利预测区间中上限值和下限值的平均值替换为上限值,表 3 列(4)报告了回归结果,可以看出,在重新度量 *Bias* 后,*Oversea* 与 *Bias* 在 1% 水平上显著负相关, $Oversea^2$  与 *Bias* 在 1% 水平上显著正相关。上述回归结果进一步验证了本文结论的可靠性。

第四,排除未实施国际化战略的企业对主回归结果的干扰。本文主回归样本中既包含实施了国际化战略的企业,也包含未实施国际化战略的企业。为了排除未实施国际化战略的企业对主回归结果的干扰,本文剔除了样本期内海外营业收入均为零的公司样本后重新进行回归,表 3 列(5)报告了回归结果,可以看出,在剔除了未实施国际化战略的公司样本后,*Oversea* 与 *Bias* 之间的“U 型”曲线关系并未发生改变。

第五,考虑管理层业绩预告其他特征对回归结果的影响。考虑到管理层自愿性业绩预告披露行为 (*Trend*)、业绩预告修正行为 (*Revise*)、业绩预告披露形式 (*Form*)、业绩预告精确度 (*Precision*) 都可能是影响管理层业绩预告偏差的重要因素,本文在模型(1)中添加上述业绩预告特征变量进行稳健性检验。具体来讲,定义哑变量 *Trend*,公司当年存在自愿性业绩预告披露行为 *Trend* 取 1,否则取 0;定义哑变量 *Revise*,公司针对年度业绩预告披露了修正公告 *Revise* 取 1,否则取 0;定义计数变量 *Form*,公司当年年度业绩预告以上限值估计或下限值估计方式披露时 *Form* 取 1,以区间估计方式披露时 *Form* 取 2,以点估计方式披露时 *Form* 取 3;定义连续变量 *Precision*,参照周楷唐等的做法<sup>[30]</sup>,令  $Precision = | \text{管理层盈利预测上限值} - \text{管理层盈利预测下限值} | / | (\text{管理层盈利预测上限值} + \text{管理层盈利预测下限值}) / 2 |$ ,*Precision* 值越大意味着管理层盈利预测精确度越低。表 4 列(1)报告了回归结果,可以看出,在控制了上述管理层业绩预告特征变量后,*Oversea* 与 *Bias* 在 1% 水平上显著负相关, $Oversea^2$  与 *Bias* 在 1% 水平上显著正相关。此外,*Trend* 与 *Bias* 负相关,但在 10% 水平上不显著,表明业绩预告准确度并没有随着管理层自愿性业绩预告披露意愿的增强而显著提高,这也说明现阶段我国上市公司自愿性业绩

表 3 稳健性检验结果一

变量	(1) <i>Bias</i>	(2) <i>Bias</i>	(3) <i>Bias</i>	(4) <i>Bias</i>	(5) <i>Bias</i>
<i>Oversea_Adj</i>	-0.885*** (-3.00)				
$Oversea\_Adj^2$	1.229*** (2.72)				
<i>CC</i>		-3.915** (-2.04)			
$CC^2$		18.438** (2.50)			
<i>Oversea</i>			-0.495* (-1.85)	-1.506*** (-3.20)	-0.971*** (-2.78)
$Oversea^2$			0.787** (2.16)	1.754*** (2.77)	1.192*** (2.70)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	5.770*** (9.13)	6.943*** (9.94)	6.121*** (11.43)	9.473*** (9.98)	4.453*** (5.38)
Obs	20474	20474	20474	20474	13702
Adj_R <sup>2</sup>	0.1771	0.1766	0.2394	0.1895	0.2013
U-Test	$t = 2.39 /$ $p = 0.0085$	$t = 2.04 /$ $p = 0.0209$	$t = 1.85 /$ $p = 0.0324$	$t = 2.30 /$ $p = 0.0107$	$t = 2.46 /$ $p = 0.0069$

注:表中省略了控制变量的回归结果,留存备索。下同。

预告披露质量有待提升,监管部门不能只关注业绩预告披露形式;*Revise*与*Bias*在1%水平上显著负相关,表明管理层业绩预告修正行为能够在一定程度上降低管理层业绩预告偏差;*Form*与*Bias*在1%水平上显著负相关,表明披露形式越具体,业绩预告准确度越高;*Precision*与*Bias*负相关,但在10%水平上不显著,表明尽管闭区间估计能够增大业绩预告的盈利预测范围,但这种预测范围的扩大并不一定能够引起业绩预告准确度的显著提升。总体而言,上述回归结果基本符合本文预期。

第六,排除管理层业绩预告修正行为对业绩预告准确度的影响。考虑到管理层自利动机下的业绩预告修正行为也会导致管理层业绩预告准确度发生异质性改变,本文认为存在一种替代性假说,即管理层业绩预告偏差的线性或非线性变化源于管理层自利动机下的策略性业绩预告修正行为,而非国际化战略。为了排除这一替代性假说的影响,本文剔除了存在年度业绩预告修正行为的样本,表4列(2)报告了回归结果,可以看出,在排除了管理层业绩预告修正行为的潜在干扰后,*Oversea*与*Bias*之间的“U型”曲线关系并未发生改变。

第七,变更函数形式。为了进一步验证主回归结果的可靠性,本文还对模型(1)的函数形式进行了变更,具体来说:第一,考虑到*Bias*属于大于等于零的连续变量,我们将模型(1)由OLS回归变更为面板Tobit回归;第二,在模型(1)中增加公司个体固定效应,并将行业固定效应替换成行业固定效应与年度固定效应的交乘项(*Industry* × *Year*),以避免潜在的共线性问题。表4列(3)和列(4)报告了回归结果,可以看出,*Oversea*与*Bias*均在1%水平上显著负相关,*Oversea*<sup>2</sup>与*Bias*在1%或5%水平上显著正相关,说明即使变更了模型(1)的函数形式,*Oversea*与*Bias*之间的“U型”曲线关系依然存在。

第八,排除金融危机与中美贸易摩擦事件对主回归结果的影响。本文样本期内存在金融危机与中美贸易摩擦两件既对企业出口行为产生冲击又会影响到管理层盈余预期的事件,为了排除此类事件对主回归结果的影响,本文进行如下处理:(1)参照新夫等的做法<sup>[7]</sup>,在模型(1)中加入哑变量*Crisis*(对于企业出口受金融危机影响最大的2009年*Crisis*取1,否则取0)以及交乘项*Oversea* × *Crisis*、*Oversea*<sup>2</sup> × *Crisis*后重新进行回归,表5列(1)报告了回归结果,可以看出,上述三个变量的回归系数均不显著,而且*Oversea*与*Bias*之间的“U型”曲线关系并未发生改变,排除了金融危机事件对回归结果的干扰。(2)参照蔡中华等的做法<sup>[31]</sup>,将2017年作为企业出口受中美贸易摩擦影响最大的年份,在模型(1)中加入哑变量*Friction*(2017年*Friction*取1,否则取0)以及交乘项*Oversea* × *Friction*、*Oversea*<sup>2</sup> × *Friction*后重新进行回归,表5列(2)报告了回归结果,可以看出,尽管*Friction*与*Bias*显著负相关,但两个交乘项的回归系数均不显著,而且*Oversea*与*Bias*之间的“U型”曲线关系并未因为模型的变化而发生变化,排除了中美贸易摩擦事件对回归结果的干扰。

第九,使用倾向得分匹配法对研究样本进行重新筛选。为了缓解样本选择性偏误所引发的内生性问题,本文按照同行业、同年度内样本公司*Oversea*的平均值将样本总体划分为高国际化经营程度组(处理组)和低国际化经营程度组(对照组),并按照1:1无放回最近邻匹配的原则为每个处理组样本配对一个倾向得分最接近的对照组样本。最终,本文为6030个处理组样本配对得到6030个对照组样本。表5列(3)和列(4)报告了原样本经过倾向得分匹配处理后的回归结果,可以看出,在控制了可能的样本选择性偏误问题后,*Oversea*与*Bias*之间的“U型”曲线关系并未发生显著改变。

(四)影响机制检验

综合前文分析,参照温忠麟等的做法<sup>[32]</sup>,本文使用中介效应三步骤模型,从企业经营风险、盈余操纵动机以

表4 稳健性检验结果二

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Bias</i>	<i>Bias</i>	<i>Bias</i>	<i>Bias</i>
<i>Oversea</i>	-1.037*** (-2.98)	-0.959*** (-2.65)	-1.133*** (-3.66)	-1.574*** (-2.86)
<i>Oversea</i> <sup>2</sup>	1.358*** (2.89)	1.330*** (2.72)	1.501*** (3.53)	1.654** (2.40)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Trend</i>	-0.048 (-0.96)			
<i>Revise</i>	-0.198*** (-2.75)			
<i>Form</i>	-0.404*** (-7.20)			
<i>Precision</i>	-0.037 (-0.41)			
<i>Industry/Year</i>	控制	控制	控制	未控制
<i>Industry</i> × <i>Year</i>	未控制	未控制	未控制	控制
<i>Firm</i>	未控制	未控制	未控制	控制
<i>Constant</i>	7.696*** (10.86)	6.531*** (9.02)	3.058*** (202.36)	1.463 (0.90)
Obs	20474	18050	20474	20474
Adj_R <sup>2</sup>	0.1797	0.1602	0.0359	0.2001
U-Test	<i>t</i> = 2.65/ <i>p</i> = 0.0041	<i>t</i> = 2.59/ <i>p</i> = 0.0048		<i>t</i> = 1.85/ <i>p</i> = 0.0675

及代理成本三个方面检验企业实施国际化战略影响管理层业绩预告偏差的路径和作用机理。

具体来讲,本文使用企业过去三年经同行业、同年度样本公司均值调整后的总资产收益率的标准差来衡量企业经营风险 *Risk*;使用修正的 Jones 模型计算上市公司操纵性应计盈余管理程度 *DA*,用于衡量管理层盈余操纵动机;使用公司当年管理费用率 *Expense* 来衡量第一类代理成本,使用公司当年年末其他应收款占比 *Tunneling* 来衡量第二类代理成本。我们将上述四个变量作为中介因子进行机制检验,表 6 报告了中介效应三步法检验结果。从列(1)、列(3)、列(5)和列(7)中可以看出,上述中介因子均与 *Oversea* 在 1% 水平上显著负相关,与 *Oversea*<sup>2</sup> 在 1% 水平上显著正相关,表明国际化战略与企业经营风险、管理层盈余操纵动机以及企业两类代理成本之间确实存在显著的“U 型”曲线关系。从列(2)、列(4)、列(6)和列(8)中可以看出,在模型(1)中加入上述中介因子后,中介因子与 *Bias* 均在 1% 水平上显著正相关,而且 *Oversea* 与 *Bias* 之间的“U 型”曲线关系依然显著存在。以上结果表明:一方面,经营风险越高、盈余操纵动机越强以及代理问题越严重的企业,管理层业绩预告偏差也越大;另一方面,国际化战略所引发的企业经营风险、管理层盈余操纵动机以及两类代理成本的“U 型”变化,确实是 *Oversea* 与 *Bias* 之间存在“U 型”曲线关系的重要原因。

表 5 稳健性检验结果三

变量	(1) <i>Bias</i>	(2) <i>Bias</i>	(3) <i>Bias</i>	(4) <i>Bias</i>
<i>Oversea</i>	-0.952 *** (-2.71)	-1.127 *** (-3.12)	-0.953 ** (-2.27)	-1.137 *** (-2.98)
<i>Oversea</i> <sup>2</sup>	1.278 *** (2.68)	1.367 *** (2.79)	1.145 ** (2.10)	1.409 *** (2.84)
<i>Crisis</i>	-0.168 (-0.96)			
<i>Oversea</i> × <i>Crisis</i>	-1.283 (-0.82)			
<i>Oversea</i> <sup>2</sup> × <i>Crisis</i>	0.706 (0.33)			
<i>Friction</i>		-0.526 *** (-3.53)		
<i>Oversea</i> × <i>Friction</i>		1.247 (1.40)		
<i>Oversea</i> <sup>2</sup> × <i>Friction</i>		-0.626 (-0.50)		
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	6.902 *** (9.88)	6.908 *** (9.89)	1.064 *** (3.06)	4.305 *** (4.75)
Obs	20474	20474	12060	12060
Adj_R <sup>2</sup>	0.1768	0.1769	0.0304	0.2060
U-Test	<i>t</i> = 2.49/ <i>p</i> = 0.0064	<i>t</i> = 2.40/ <i>p</i> = 0.0082	<i>t</i> = 1.84/ <i>p</i> = 0.0331	<i>t</i> = 2.54/ <i>p</i> = 0.0055

表 6 影响机制检验结果

变量	(1) <i>Risk</i>	(2) <i>Bias</i>	(3) <i>DA</i>	(4) <i>Bias</i>	(5) <i>Expense</i>	(6) <i>Bias</i>	(7) <i>Tunneling</i>	(8) <i>Bias</i>
<i>Oversea</i>	-0.016 *** (-3.15)	-0.728 ** (-2.18)	-0.030 *** (-4.97)	-0.853 ** (-2.46)	-0.096 *** (-3.72)	-0.687 ** (-2.13)	-0.013 *** (-3.13)	-0.817 ** (-2.36)
<i>Oversea</i> <sup>2</sup>	0.019 *** (2.84)	0.960 ** (2.12)	0.041 *** (4.92)	1.101 ** (2.35)	0.115 *** (3.33)	0.926 ** (2.11)	0.017 *** (2.94)	1.071 ** (2.29)
<i>Risk</i>		16.176 *** (32.00)						
<i>DA</i>				4.564 *** (11.62)				
<i>Expense</i>						3.480 *** (37.92)		
<i>Tunneling</i>								11.011 *** (17.06)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.198 *** (19.83)	3.868 *** (5.73)	0.154 *** (12.50)	6.225 *** (8.90)	0.765 *** (14.78)	4.434 *** (6.84)	0.089 *** (9.83)	5.930 *** (8.52)
Obs	20473	20473	20444	20444	20474	20474	20474	20474
Adj_R <sup>2</sup>	0.2342	0.2050	0.0588	0.1814	0.0514	0.2079	0.0401	0.1863

## 五、进一步分析:异质性检验

### (一) 基于产权性质的异质性检验

既有文献指出,相较于拥有更多政策资源优势与信息优势且受到严格监管的国有企业,非国有企业的经营风险、盈余操纵动机及代理成本更容易受到国际化经营模式的影响<sup>[33]</sup>,而且上述因素对管理层业绩预告准确度的影响在国有企业与非国有企业之间也存在较大差异<sup>[5]</sup>,鉴于此,本文推断企业实施国际化战略与管理层业绩



预告偏差之间的“U型”曲线关系在国有企业与非国有企业之间可能会呈现出异质性特征。为了验证这一推断,本文按照企业实际控制人产权性质将样本划分为国有企业组与非国有企业组,并对模型(1)进行分组回归,表7列(1)和列(2)报告了回归结果。可以看出,Oversea与Bias之间的“U型”曲线关系仅出现在非国有企业组,表明非国有企业的管理层业绩预告披露质量更容易受到国际化战略模式的影响。

(二)基于外资股东持股的异质性检验

既有文献指出,由于外资股东投资非本土企业时面临的信息不对称问题更严重,因此外资股东对于非本土企业自愿性会计信息披露的需求更加迫切,外资股东持股对提高上市公司业绩预告披露质量、降低经营风险、改善公司代理问题具有促进作用<sup>[34-36]</sup>。鉴于此,本文推断企业实施国际化战略与管理层业绩预告偏差之间的“U型”曲线关系在外资股东持股比例不同的企业之间会呈现出异质性特征。为了验证这一推断,本文按照同行业、同年度内样本公司外资股东持股比例的中位数将样本划分为高外资股东持股比例组与低外资股东持股比例组,并对模型(1)进行分组回归,表7列(3)和列(4)报告了回归结果。可以看出,Oversea与Bias之间的“U型”曲线关系仅出现在外资股东持股比例较低组,表明企业实施国际化战略所引发的经营风险、盈余操纵动机及代理成本的非线性变化,可能都会因为较高比例的外资股东持股而失灵,外资股东持股能够在较大程度上扭转企业实施国际化战略对管理层盈利预测质量的不利影响。

(三)基于双重监管的异质性检验

既有文献指出,同时在A股和H股上市的公司由于受到境内境外资本市场的双重监管,致使A+H股公司的信息披露质量受环境不确定性的影响较小,其信息披露质量优于纯A股公司<sup>[37-38]</sup>。鉴于此,本文推断当上市公司受到境内境外资本市场的双重监管时,国际化经营企业的盈余操纵行为与机会主义行为将会受到抑制,进而导致企业实施国际化战略与管理层业绩预告偏差的负相关关系中并不存在拐点效应。为了验证这一推断,本文按照上市公司是否属于A+H股将样本划分为双重监管组与非双重监管组,并对模型(1)进行分组回归,表7列(5)和列(6)报告了回归结果。可以看出,Oversea与Bias之间的“U型”曲线关系仅出现在非双重监管组,而在双重监管组中,Oversea与Bias在5%水平上呈现出显著的负相关关系,验证了前述推断。

(四)基于分析师治理的异质性检验

作为分析师对上市公司进行评级、盈利预测的重要信息来源,业绩预告披露质量备受分析师关注,甚至成为影响分析师盈利预测结果的重要因素<sup>[39]</sup>。因此,当分析师关注度较高的上市公司披露业绩预告时,会形成一定的外部治理压力<sup>[40]</sup>,进而导致企业经营风险、盈余操纵动机及代理成本影响管理层业绩预告准确度的机制受到抑制,企业实施国际化战略所引发的管理层业绩预告偏差“U型”变化失灵。为了验证这一推断,本文

按照同行业、同年度内样本公司分析师关注度的中位数将样本分为高分析师关注度组和低分析师关注度组,并对模型(1)进行分组回归,表8列(1)和列(2)报告了回归结果。可以看出,Oversea与Bias之间的“U型”曲线关系仅出现在分析师关注度较低组,表明分析师这一外部治理群体能够有效对冲国际化战略所引发的企业信息披露质量的异质性改变。

表7 异质性检验结果一

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Bias 国有 企业组	Bias 非国有 企业组	Bias 高外资股东 持股比例组	Bias 低外资股东 持股比例组	Bias 双重 监管组	Bias 非双重 监管组
Oversea	0.109 (0.17)	-1.319*** (-3.21)	-0.903 (-1.24)	-1.094*** (-2.66)	-4.784** (-2.36)	-0.941*** (-2.67)
Oversea <sup>2</sup>	-0.451 (-0.52)	1.726*** (3.13)	0.782 (0.85)	1.679*** (2.98)	3.536 (1.26)	1.274*** (2.68)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Industry/Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Constant	4.467*** (3.71)	6.014*** (6.11)	6.849*** (4.43)	6.764*** (7.87)	0.000 (0.00)	6.803*** (9.31)
Obs	6329	14145	3922	16552	347	20127
Adj_R <sup>2</sup>	0.0711	0.2078	0.1190	0.1877	0.1981	0.1777

表8 异质性检验结果二

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Bias 高分析师关注度组	Bias 低分析师关注度组	Bias 高审计师声誉组	Bias 低审计师声誉组
Oversea	-0.296 (-0.74)	-1.460*** (-2.63)	-0.480 (-0.97)	-1.546*** (-2.78)
Oversea <sup>2</sup>	0.684 (1.28)	1.782** (2.38)	0.599 (0.91)	2.042*** (2.74)
Controls	控制	控制	控制	控制
Industry/Year	控制	控制	控制	控制
Constant	5.796*** (6.70)	9.127*** (7.59)	6.368*** (6.33)	7.851*** (6.63)
Obs	9520	10954	10114	10360
Adj_R <sup>2</sup>	0.1030	0.2039	0.1653	0.1813

## (五) 基于审计师治理的异质性检验

审计师作为上市公司年报的鉴证机构,通过规范上市公司内部控制环境与信息披露环境可能也会对管理层业绩预告披露行为产生治理功能。但鉴于不同声誉的审计师在执业能力、风险偏好、独立性、信息治理水平等方面存在差异,本文推断国际化战略与管理层业绩预告偏差之间的“U型”曲线关系在不同声誉的审计师之间也会呈现出异质性特征。为了验证这一推断,本文按照为上市公司出具审计报告的会计师事务所是否属于国内前十大所将样本划分为高审计师声誉组与低审计师声誉组,并对模型(1)进行分组回归,表8列(3)和列(4)报告了回归结果。可以看出,Oversea与Bias之间的“U型”曲线关系仅出现在低审计师声誉组,表明当为上市公司提供审计服务的审计师声誉较高时,强有力的审计监督会导致影响管理层业绩预告准确度的公司内部机制失灵,致使管理层披露业绩预告时受到的外界干预减少。

## 六、研究结论与启示

本文以2007—2020年中国A股上市公司为样本,以管理层业绩预告偏差作为衡量业绩预告准确度的代理变量,深入探讨了企业实施国际化战略对管理层业绩预告准确度的影响。研究发现,企业实施国际化战略与管理层业绩预告偏差之间并非存在简单的线性相关关系,而是存在一种类似“U型”曲线的相关关系,表明随着企业国际化经营程度的提高,管理层业绩预告偏差会呈现出先减后增的变化趋势。在采用中介效应模型进行机制检验后发现,企业实施国际化战略所引发的企业经营风险、盈余操纵动机及代理成本的“U型”变化是“U型”曲线关系产生的重要原因。进一步进行异质性检验发现,这种“U型”曲线关系主要出现在非国有、外资股东持股比例较低、非双重监管、分析师治理水平较差和审计师治理水平较差的企业中。

本文研究结论具有较强的政策启示意义。一方面,本文有助于引导投资者、政府监管部门关注企业不同国际化经营水平下经营风险、盈余操纵动机及代理成本的非线性变化,并通过优化产权属性与股权结构、强化资本市场信息监管、完善分析师治理与审计师治理等市场化机制,削弱国际化战略可能引发的负面影响。另一方面,本文有助于引导资本市场利益相关者客观理性地使用国际化经营企业的管理层盈利预测结果,关注企业国际化战略实施进程中管理层业绩预告披露质量可能存在的拐点现象。鉴于企业实施国际化战略与管理层业绩预告准确度之间存在非线性关系,而且企业海外营业收入占比超过39%后管理层业绩预告准确度会出现消极的变化趋势,因此,本文建议证券监管部门应加强对国际化经营企业前瞻性会计信息披露行为合规性与违规风险的关注,进一步强化管理层在业绩预告披露行为中的主体责任,加大对管理层业绩预告操纵行为的行政处罚力度,防范国际化经营企业将业绩预告策略性披露、业绩预告修正等作为管理层盈余操纵、大股东掏空中小股东的手段。

## 参考文献:

- [1] 张艺琼,冯均科,彭珍珍. 公司战略变革、内部控制质量与管理层业绩预告[J]. 审计与经济研究,2019(6):68-77.
- [2] Hirst D E, Koonce L, Venkataraman S. Management earnings forecasts: A review and framework[J]. Accounting Horizons, 2008, 22(3):315-338.
- [3] Kasznik R, Lev B. To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise[J]. The Accounting Review, 1995, 70(1):113-134.
- [4] Crawford S, Huang Y, Li N Z, et al. Customer concentration and public disclosure: Evidence from management earnings forecasts[J]. Contemporary Accounting Research, 2019, 37(1):131-159.
- [5] 袁振超,岳衡,谈文峰. 代理成本、所有权性质与业绩预告精确度[J]. 南开管理评论, 2014(3):49-61.
- [6] Dichev I D, Graham J R, Harvey C R, et al. Earnings quality: Evidence from the field[J]. Journal of Accounting and Economics, 2013, 56(2-3):1-33.
- [7] 新夫,梁上坤,戴捷敏,等. 出口影响分析师预测偏差吗?[J]. 会计研究, 2017(6):31-37.
- [8] 范建亭,刘勇. 国际化程度与绩效关系的中外企业差异——来自500强企业的经验证据[J]. 管理科学学报, 2018(6):110-126.
- [9] Riano A. Exports, investment and firm-level sales volatility[J]. Review of World Economics, 2011, 147(4):643-663.
- [10] Roelfsema H, Zhang Y. Internationalization and innovation in emerging markets[J]. Foresight and STI Governance, 2018, 12(3):34-42.
- [11] Luo W B, Guo X X, Zhong S H, et al. Environmental information disclosure quality, media attention and debt financing costs: Evidence from Chinese heavy polluting listed companies[J]. Journal of Cleaner Production, 2019, 231(1):268-277.
- [12] Chen C J, Yu C M J. FDI, export, and capital structure[J]. Management International Review, 2011, 51(3):295-320.
- [13] 张烧,薛翰玉,赵健宏. 管理层自利、外部监督与盈利预测偏差[J]. 会计研究, 2017(1):32-38.
- [14] 李志生,李好,马伟力,等. 融资融券交易的信息治理效应[J]. 经济研究, 2017(11):150-164.
- [15] 李晓溪,饶品贵,岳衡. 年报问询函与管理层业绩预告[J]. 管理世界, 2019(8):173-188.
- [16] Attig N, Boubakri N, Ghoul S E, et al. Firm internationalization and corporate social responsibility[J]. Journal of Business Ethics, 2016, 134(2):171-197.

- [17]朱杰. 国际化战略对企业债务融资成本的影响:“风险效应”抑或“治理效应”[J]. 贵州财经大学学报,2022(3):48-58.
- [18]许家云,毛其淋,佟家栋. 出口如何影响了企业的风险承担能力?[J]. 产业经济研究,2015(2):1-14.
- [19]余明桂,李文贵,潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. 经济研究,2013(9):112-124.
- [20]Minchan P. Why firms provide goods to foreign markets using a combination of entry modes:Foreign direct investment and export[J]. Seoul Journal of Business,2010,16(2):67-94.
- [21]Guo H,Ziebart D A. The effects of earnings management,inside information,and voluntary disclosure choice on the accuracy of management earnings forecasts[J]. Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics,2012,7(1):37-58.
- [22]张硕,赵蔚雷,傅绍正. 业绩预告的类型会影响其准确性吗?——基于盈余管理动机视角[J]. 科学决策,2021(7):91-111.
- [23]Goncenc H,De Haan D J. Firm internationalization and capital structure in developing countries:The role of financial development[J]. Emerging Markets Finance and Trade,2014,50(2):169-189.
- [24]王新,李彦霖,毛洪涛. 企业国际化经营、股价信息含量与股权激励有效性[J]. 会计研究,2014(11):46-53.
- [25]王海林,王晓旭. 企业国际化、信息透明度与内部控制质量——基于制造业上市公司的数据[J]. 审计研究,2018(1):78-85.
- [26]Chiang Y C,Ko C L. An empirical study of equity agency costs and internationalization:Evidence from taiwanese firms[J]. Research in International Business and Finance,2009,23(3):369-382.
- [27]万鹏,陈翔宇. 代理成本、独立董事独立性与业绩快报自愿披露[J]. 财贸研究,2016(4):137-146.
- [28]Houston J F,Lin C,Liu S,et al. Litigation risk and voluntary disclosure:Evidence from legal changes[J]. The Accounting Review,2019,94(5):247-272.
- [29]Geringer J M,Beamish P W,Dacosta R C. Diversification strategy and internationalization:Implications for MNE performance[J]. Strategic Management Journal,1989,10(1):109-119.
- [30]周楷唐,姜舒舒,麻志明. 政治不确定性与管理层自愿业绩预测[J]. 会计研究,2017(10):65-70.
- [31]蔡中华,车翔宇,何浩东. 中美贸易战对企业研发投入影响的实证研究[J/OL]. 科学学研究:1-13[2022-07-06]. DOI:10.16192/j.cnki.1003-2053.20220309.001.
- [32]温忠麟,张雷,侯杰泰,等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报,2004(5):614-620.
- [33]郭雪静,熊家财. 跨国经营企业会进行更多的慈善捐赠吗?——基于风险管理视角的研究[J]. 财务研究,2021(3):93-104.
- [34]Tsang A,Xie F,Xin X. Foreign institutional investors and corporate voluntary disclosure around the world[J]. The Accounting Review,2019,94(5):319-348.
- [35]狄灵瑜,步丹璐. 外资股东的引入与国有企业的国际化战略:以海外销售收入的实现为例[J]. 世界经济研究,2021(5):83-102.
- [36]周浩,罗昊. 外资所有权促进了中国企业的绩效吗[J]. 国际经贸探索,2019(5):52-68.
- [37]古朴,翟士运. 监管不确定性与企业盈余质量——基于证监会换届的准自然实验[J]. 管理世界,2020(12):186-202.
- [38]杨丹,高明华. 交叉上市与信息披露水平提升——源于国际融资动机还是监管环境[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2014(10):55-69.
- [39]Huang W. The use of management forecasts to dampen analysts' expectations by Chinese listed firms[J]. International Review of Financial Analysis,2016,45(1):263-272.
- [40]谭雪. 分析师关注的治理功用研究——基于两类代理成本的考察[J]. 证券市场导报,2016(12):37-45.

[责任编辑:王丽爱]

## Corporate Internationalization Strategy and the Accuracy of Management Earnings Forecasts

ZHU Jie<sup>a,b</sup>

(a. School of Management; b. Research Center for University Risk Prevention and Control, South-Central Minzu University, Wuhan 430073, China)

**Abstract:** Based on the sample of Chinese A-share listed companies from 2007 to 2020, this paper discusses the impact of corporate internationalization strategy on the accuracy of management earnings forecasts. It is find that there is not a simple linear correlation between the corporate internationalization strategy and management earnings forecasts bias, but a correlation similar to the U-shaped curve, which shows that with the increase of the degree of international operation, the deviation of management earnings forecasts will show a trend of first decrease and then increase. The mechanism tests show that the U-shaped changes of enterprise operation risk, earnings manipulation motivation and agency cost caused by the implementation of internationalization strategy are the important reasons for the above U-shaped curve relationship. Further analyses show that the above U-shaped relationship mainly occurs in non-state-owned enterprises, enterprises with low shareholding ratio of foreign shareholders, non dual supervision enterprises, enterprises with poor analyst governance and poor auditor governance. The research conclusions have practical significance for guiding the securities regulatory authorities to guard against the risk of management earnings forecasts fraud of international operating enterprises.

**Key Words:** corporate internationalization strategy; accuracy of management earnings forecasts; operational risk; earnings manipulation motivation; agency cost; analyst governance; auditor governance