

实体企业脱实向虚与分析师盈余预测质量

——雾里看花还是甄别有道？

李庆德, 魏 卉, 康燕芳

(石河子大学 经济与管理学院, 新疆 石河子 832000)

[摘要]当前,实体经济“脱实向虚”倾向较为明显,立足于监管部门日益重视分析师研报质量的现实背景,选取 2007—2019 年间我国非金融企业作为研究样本,探究实体企业脱实向虚是否以及如何影响分析师盈余预测质量。研究表明:实体企业脱实向虚显著降低了分析师盈余预测质量;机制检验发现,企业脱实向虚通过降低企业信息透明度进而降低了分析师盈余预测质量;进一步研究表明,良好的公司治理和高质量的外部独立审计能削弱企业脱实向虚对分析师盈余预测质量的负面影响,而机构投资者持股则会强化其负面效应。研究从资本市场信息中介视角丰富了企业脱实向虚的经济后果,对政府监管部门引导企业回归主业及提高资本市场的信息效率具有一定启示作用。

[关键词]企业脱实向虚;分析师盈余预测质量;盈余波动性;信息透明度;经济后果;公司治理

[中图分类号]G17;G32 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2024)05-0057-12

一、引言

党的二十大报告明确指出要加快构建新发展格局,着力推动经济高质量发展。2023 年二十届中央财经委员会第一次会议强调“要坚持以实体经济为重,防止脱实向虚”。由此我们推断,高质量的经济发展要以实体经济建设为支撑,为促进实体经济健康持续发展需要高质量的信息供给反馈其发展状况,信息披露质量不仅影响资本市场的资源配置效率,还可能对宏观层面的国家治理能力和经济发展状况产生影响。证券分析师作为资本市场专业的信息中介,凭借其专业技能及信息优势,向资本市场提供具有投资价值的公司盈余预测信息,对缓解资本市场信息不对称、引导长期价值投资、提高资源配置效率具有重要作用。因此,分析师盈余预测报告的质量直接影响资本市场的信息效率,亦日益受到监管部门重视。尤其在全面实行股票发行注册制,深化资本市场改革的背景下,分析师在资本市场中发挥的信息中介功能更加重要。近些年,分析师研报夸大事实、哗众取宠等乱象时有发生。2020 年 11 月,申万宏源证券和中信建投证券皆因研报问题相继被监管要求采取责令改正措施;2020 年 12 月,中信建投首席分析师亦因“研报不专业、依据不充分”问题被北京证监局约谈;2022 年 6 月,因发布证券研究报告违规,存在分析结论的合理依据不够充分、研究报告发布前的质量控制存在不足的情形,上海证监局对上海证券出具警示函措施,研报分析师被监管谈话。这些乱象的发生损害了资本市场信息环境,亦造成投资者对涉事公司的误解,造成错投,由此,提高分析师盈余预测质量刻不容缓。

分析师盈余预测质量的信息来源渠道主要包括市场、行业等宏观信息以及公司层面的特质信息,而分析师收集、挖掘的公司特质信息含量越丰富,其预测质量越高^[1],因而公司特质信息对分析师盈余预测的增量贡献相对较大。在我国经济转型背景下,许多传统行业出现了产能过剩、内外需不足、产品核心竞争力不强、成本上升、经营业绩下滑等问题。实体经济利润空间的不断缩窄,使得以企业利润最大化为目标的众多实体企业纷纷通过涉足金融领域投资获取收益,呈现出显著的“实体企业金融化”趋势^[2-3]。而实体企业配置的金融资产因其收益不确定等特性成为公司重要的特质信息之一,势必会受到分析师关注并可能会对其盈余预测质量产生影响。一方面,企业通过配置流动性较强的金融资产可以缓解融资约束,平滑现金流,避免因资金链断裂而引发经营风险,降低盈余波动性,金融资产所发挥的“盈余稳定效应”有助于分析师对企业未来的经营前景做出更准确的预

[收稿日期]2023-10-19

[基金项目]国家自然科学基金项目(71862029)

[作者简介]李庆德(1968—),男,石河子大学经济与管理学院教授,博士,硕士生导师,从事公司治理与财务管理研究,E-mail:1322148623@qq.com;魏卉(1976—),女,石河子大学经济与管理学院教授,博士,博士生导师,从事公司治理与资本市场研究;康燕芳(1994—),女,石河子大学经济与管理学院,从事资本市场与会计行为研究。

测,进而提高分析师盈余预测质量;另一方面,企业基于资本套利动机而持有的金融资产会导致其“空心化”,从而加剧企业经营的不确定性以及盈余波动^[2,4],增加分析师盈余预测难度。同时,金融资产亦可能会沦为大股东和管理层的盈余操纵工具,降低企业信息透明度。由此,实体企业脱实向虚可能会通过“盈余波动效应”和“代理衍生效应”降低分析师盈余预测质量。那么,实体企业脱实向虚究竟会降低抑或提高分析师盈余预测质量?最终结果取决于何种效应居于主导地位,本文试图结合中国现实制度背景给出结论。在此基础上,脱实向虚具体又是通过何种路径作用于分析师盈余预测质量?本文尝试对此进行系统检验。

鉴于此,本文以A股上市公司2007—2019年数据为样本^①,实证检验实体企业脱实向虚是否以及如何影响分析师盈余预测质量,并进一步考察公司治理、外部独立审计以及机构投资者持股对两者关系的影响。研究结果表明:实体企业脱实向虚显著降低了分析师盈余预测质量;机制检验发现,企业脱实向虚通过降低企业信息透明度进而降低了分析师盈余预测质量;进一步研究表明,良好的公司治理和高质量的外部独立审计能削弱企业脱实向虚对分析师盈余预测质量的负面影响,而机构投资者持股则会强化其负面效应。

本文可能的研究贡献:(1)实体企业脱实向虚经济后果的现有相关研究主要基于“蓄水池效应”和“挤出效应”,本文试图从连接公司和投资者重要信息的中介——分析师的角度,拓展实体企业脱实向虚经济后果的相关研究,并进一步探究外部治理机制如外部独立审计以及机构投资者对分析师盈余预测质量的影响。(2)纵观国内外文献可知,分析师盈余预测质量深受公司内外部信息环境和分析师自身特征以及利益冲突的影响。实体企业金融资产的配置行为可能成为继上述因素之外影响分析师盈余预测质量的又一显著因素,但现有文献并未对此予以探究,本文基于实体企业脱实向虚影响分析师盈余预测质量的“盈余稳定性效应”“盈余波动性效应”和“代理衍生效应”,检验了两者之间的关系及其作用路径,丰富了分析师盈余预测质量的影响因素研究。(3)进一步检验发现,良好的公司治理与高质量的外部独立审计可弱化实体企业脱实向虚对分析师盈余预测质量所产生的负面作用,而机构投资者持股则会强化这种负面效应。研究结论为监管部门引导企业回归实业,强化公司治理机制,提高分析师盈余预测质量,提升资本市场信息效率提供了理论支撑。

二、文献综述

(一)实体企业脱实向虚的经济后果

关于实体企业脱实向虚的经济后果,现有文献主要从宏观和微观两个层面展开研究。(1)宏观层面。现有研究发现企业金融化会弱化货币政策效果,增强实体经济与虚拟经济之间的风险联动性,降低宏观经济系统对外界风险的抵御能力,容易引发金融危机,侵蚀实体经济利润,导致实业投资效率逐渐下降^[5-6],加剧宏观经济波动^[7],阻碍金融效率的提升并抑制经济增长^[8]。虽然学者们大多认同脱实向虚产生的负面效应,但亦有研究发现实体经济虚拟化能缓解实体经济发展困境,促进实体经济发展^[9]。(2)微观层面。实体企业金融化的微观经济后果主要聚焦于金融化对企业主业发展产生的“蓄水池效应”和“挤出效应”。其一,实体企业出于预防性储蓄动机配置流动性较强的金融资产,可以发挥金融资产的“蓄水池”功能,为企业储备富余资金,缓解企业融资约束,提高资本营运能力,实现再融资^[10],降低企业风险^[11],促进主业发展;其二,企业基于资本套利动机配置的金融资产会对企业技术创新等实物资产投资产生“挤出效应”^[12-13],进而抑制企业主业发展^[4],阻碍全要素生产效率提升^[14],降低企业价值^[15]。

(二)分析师盈余预测质量影响因素

现有研究发现,分析师主要通过获取上市公司公开披露的公共信息和对私有信息的挖掘进行盈余预测^[16-17]。上市公司及时可靠地公布企业的相关财务信息,增加了企业在财务信息披露方面的透明度,这会促使分析师更为快速和准确地获取企业的公有和私有信息,也会对分析师的盈余预测误差起到抑制的作用^[18]。张立光等和石翔燕等认为企业金融化会恶化企业的信息环境,并进一步影响分析师的预测精准度^[19-20]。在此基础上,分析师通过实地调研^[21]、电话会议^[22]等渠道获取私有信息,以弥补公共信息的获取不足。随后的研究发现公司规模、盈余波动、多元化经营等公司特征和经营业务都会影响分析师盈余预测行为^[23-25]。此外,公司内部控制质量^[26]、产品市场竞争^[27]、外部独立审计^[28]等内外部治理机制均会对分析师盈利预测行为和质量产生不同程度的影响。

^①由于2020—2022年国内发生新冠疫情,实体企业经营不正常,造成企业盈余异常,因此,样本数据截至2019年。

纵观上述国内外文献,关于实体企业脱实向虚经济后果和分析师盈余预测质量影响因素已形成丰富的研究成果,分析师盈余预测质量深受公司内外部信息环境的影响,尤其会受到公司自身经营业务及战略的影响,在实体企业呈现出显著脱实向虚趋势的背景下,企业金融资产的配置行为会成为继上述因素之外影响分析师盈余预测行为的又一显著因素。石翔燕等认为实体企业金融化能够降低分析师预测准确性^[20],张立光等进一步研究发现良好的公司治理和更强的分析师能力能够缓解这种不利影响,较大经营压力则会加剧不利影响^[19]。关于如何有效削减企业金融化带来的不利影响,现有研究主要聚焦内部治理机制,尚未关注外部治理机制作用的发挥。有关企业金融化是否会影响分析师盈余预测行为以及影响的具体路径的研究尚不完善,外部治理机制能否有效发挥监督治理作用现有研究尚未涉及,本文研究尝试对此加以弥补。

三、理论分析与研究假设

(一) 实体企业脱实向虚的“盈余波动效应”和“代理衍生效应”与分析师盈余预测质量

1. 基于企业脱实向虚的“盈余波动效应”,即企业脱实向虚会导致企业盈余波动幅度增大,增加分析师盈余预测难度,进而降低其盈余预测质量。根据资源配置理论,在企业资本有限的前提下,企业金融资产配置程度越高,越容易“挤出”固定资产、技术创新等实物资产投资额度^[13],从而削弱企业的主营业务投资力度。此外,金融投资也是管理层隐匿不利消息的重要方式^[6],当企业主业经营不佳、盈利能力下降时,公司管理层可以采用“见效快”的金融资产投资来隐藏经营发展不利消息^[29],金融资产投资比重加大必然导致企业空心化程度加深,企业更易遭受金融资产价格波动的影响和资本市场外生事件的冲击。处于新型转轨经济发展阶段的我国资本市场尚不完善,投资者行为非理性、投机性强,金融资产必然蕴含着巨大的潜在风险,难免价格波动频繁且剧烈。实体企业的逐利行为势必会加剧企业盈余波动^[2,4]。企业的盈余波动较大时,信息不确定性较高,降低企业的信息透明度,加大分析师对信息的有效识别及处理加工难度,导致分析师对企业信息的灵敏度下降,故而难以对企业的经营风险和未来前景做出准确预测,由此降低分析师盈余预测质量。

2. 基于企业脱实向虚的“代理衍生效应”,即企业脱实向虚可能会使金融资产沦为管理层操控盈余的工具,降低企业信息披露质量,进而降低分析师盈余预测质量。基于信息不对称和委托代理理论,大股东和管理层极有可能利用其对金融资产的配置权谋取控制权私利,金融资产可能会成为其实施盈余管理、操控利润的便捷工具。管理层可以利用金融资产的公允价值计量属性在金融资产的配置过程中实施盈余管理。初始确认时,管理层既可通过选择金融资产的投资类别实施真实盈余管理^[32],亦可借助管理者意图的不可验证性,将金融资产计入容易操控利润的会计科目实施应计盈余管理^[33]。由于缺乏活跃的市场,致使公允价值计量难以监管,管理层对金融资产的公允价值估值具有较大的主观性,在后续计量中,管理层通过操纵公允价值变动损益,从而实施盈余操纵^[34-35]。上述对金融资产实施的盈余管理行为降低了企业的盈余质量,加大了分析师处理和解读公司信息的难度及成本,进而导致预测误差率上升,准确度下降^[36],即实体企业脱实向虚降低了分析师盈余预测质量。

(二) 实体企业脱实向虚的“盈余稳定效应”与分析师盈余预测质量

基于企业脱实向虚的盈余稳定效应,即金融资产的资本储备效应可增强企业的经营稳定性,提高企业信息透明度,进而提升分析师盈余预测的质量。资源依赖理论认为,企业在生产经营过程中会受到外部环境不确定因素的影响,加之信息不对称和资本市场不完善等因素,企业不可避免地会面临融资约束。金融资产因其较强的变现能力和较低的调整成本而具有“资本储备效应”。一旦市场环境发生变化,企业缺乏资金时,金融资产可发挥调节、稳定和平滑企业现金流的作用^[4],避免因资金链断裂而对企业的持续经营造成不利冲击,降低现金流波动引发的财务风险和经营风险,增强企业的经营稳定性。金融资产投资还可通过分散风险使企业保持经营业绩稳定。企业通过适度配置金融资产进行多元化投资可分散主业经营风险,实现风险对冲,平滑企业的盈余波动,增强企业经营业绩的稳定性^[37]。企业经营业绩稳定意味着其信息不确定性较小,分析师更易透过公司披露的公开信息解读其背后的经济实质,进而有助于对企业未来的经营前景做出更准确的预测,如此便会降低分析师盈余预测的复杂性和不确定性,分析师盈余预测质量随之提升。

(三) 脱实向虚发展背景、融资约束对盈余的影响

1. 主业发展好,盈利水平高的企业。这类企业盈利稳定,企业内部闲置大量现金,从投资角度来看,这类企业在早期阶段已经顺利完成了资本累积,因此,它们对于大型项目投资的需求大幅度降低。与此同时,该类企业

与银行等金融机构之间已经建立了紧密的合作关系,这种关系不仅促使金融机构增加了对它们的授信规模,而且凭借它们强大的品牌影响力和卓越的企业声誉,还能获得除传统信贷之外的多元化融资渠道。综合来看,这些企业在融资方面所面临的约束相对较小,此时企业选择将部分资金配置于金融资产上,并不会过度挤占本应用于主营业务发展的资金,从而对企业盈余造成负面影响的可能性也相对较低。

2. 主业亏损,发展潜力弱的企业。这类企业存在工艺滞后和设备老化的问题,其产品在市场上的竞争力逐渐减弱,市场占有率持续下滑,企业经营状况也陷入了大规模亏损的困境。鉴于此,银行等金融机构在评估授信风险时,开始缩减对企业的授信规模,甚至拒绝提供贷款,这使得企业面临着巨大的融资约束。此时,企业的首要目标转变为尽可能地延长生存时间,为股东创造最后的利润。企业选择将资金配置于金融资产上,很可能是一种防御性的策略,旨在预防因流动性风险而导致的破产风险。然而,一旦企业所持有的金融资产面临流动性风险或市场风险,而企业又无法通过外部融资渠道获得必要的资金支持,企业可能会面临现金流枯竭的困境,无疑将对企业盈余产生严重的负面影响。

3. 成长期的企业。企业虽已开始渐渐盈利,但盈利不稳定,尚不能在内部提供稳定的现金流,企业的核心目标在于规模扩张和产品市场占有率的提升等,而实现这些目标需要庞大的资金作为支撑。尽管企业已经开始与银行等金融机构建立合作关系,但由于企业规模、历史业绩或其他因素的限制,金融机构提供的授信规模相对较小,这使得企业在融资过程中面临着严峻的约束。此时,企业面临巨大的资金缺口,其资金筹措的压力不言而喻。如果企业还选择将有限的资金配置在金融资产上,那么这种决策无疑会进一步压缩本应用于主营业务发展的资金,从而可能对企业的长期发展产生不利影响,进而对企业盈余造成潜在的负面影响。

由于企业发展阶段不同,脱实向虚发展的背景、面临的融资约束程度存在较大差异,对企业盈余的影响不明确,对分析师盈余预测的质量具有负面影响。

(四)“金融收益不可控性”与分析师盈余预测质量

根据资源配置理论,实体企业脱实向虚就是企业将部分资金投入金融资产,收益具有不可控性。其一,金融资产本身属性使然。(1)金融资产是一种未来收益能力的凭证,是一种索取实物资产的无形的权利,它的最大特征是能够在市场交易中为其所有者提供即期或远期不确定货币收入流量。因此,较之实物资产而言,金融资产价格面临的波动性更强。(2)金融资产是公司对外投资获取未来收益的凭证,金融资产价格更加依赖被投资企业的经营管理水平和成效以及对方发放现金股利的程度,公司对金融资产价格的可控性低下。其二,金融投资具有高收益的同时,也具有相比于传统投资更高的风险,即金融投资具有高收益与高风险并存的特征。其三,实体企业的主业并非金融投资,其所擅长的领域是实业投资,如果实体企业盲目或过度地进行金融投资,金融投资决策的盲目性与过程控制的非专业性造成的亏损必将阻碍主业的发展,如何有效防范金融投资的风险是实体企业脱实向虚面临的一大难题。基于上述分析,本文提出以下竞争性假设 H_{1a} 和 H_{1b} 。

H_{1a} : 实体企业脱实向虚会降低分析师盈余预测质量;

H_{1b} : 实体企业脱实向虚会提高分析师盈余预测质量。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取 2007—2019 年我国沪深 A 股上市公司为研究样本^①。通过剔除金融业、房地产业、ST 类公司以及数据缺失样本,最终得到 13811 个样本观测值。本文数据均来自 CSMAR 数据库。为减少异常值的影响,本文对连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。本文使用 Stata14.0 对样本数据进行实证分析。

(二) 模型设定与变量定义

参考已有研究,本文使用以下计量模型对前文假设进行实证检验:

$$Error(Disp) = \alpha + \beta Fin + \gamma Control + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $Error$ 表示分析师盈余预测误差度, $Disp$ 表示分析师盈余预测分歧度, Fin 表示企业脱实向虚, $Control$

^①我国 2007 年开始全面实行新企业会计准则,新会计准则提供了衡量金融投资变量的方法,因此本文样本起始于 2007 年。

表示控制变量的集合, $Year$ 表示年度固定效应, $Industry$ 表示行业固定效应。本文主要关注系数 β 的符号, 若 β 显著为正, 表明企业脱实向虚降低了分析师盈余预测质量, 表现为“盈余波动效应”和“代理衍生效应”; 若 β 显著为负, 表明企业脱实向虚提高了分析师盈余预测质量, 表现为“盈余稳定效应”。

1. 企业脱实向虚 (Fin)

依据前人研究^[5,14], 本文以(交易性金融资产 + 衍生金融资产 + 可供出售金融资产 + 发放贷款及垫款 + 持有至到期投资 + 投资性房地产 + 长期股权投资)/资产总额衡量实体企业脱实向虚程度 (Fin)。

2. 分析师盈余预测质量 ($Error, Disp$)

本文借鉴褚剑等^[38]的研究, 主要从分析师盈余预测误差度 ($Error$) 和分析师盈余预测分歧度 ($Disp$) 两方面衡量分析师预测质量。具体计算公式如下:

$$Error = |Mean(FEPS) - MEPS| \div PRICE \quad (2)$$

$$Disp = Std(FEPS) \div PRICE \quad (3)$$

其中, $Mean(FEPS)$ 为所有分析师对某家上市公司当年最近一次每股盈余预测的均值, $MEPS$ 为该上市公司当年实际每股盈余; $Std(FEPS)$ 为所有分析师对该上市公司当年最近一次每股盈余预测的标准差; $PRICE$ 为公司期初股价。 $Error$ 的数值越大, 表示分析师预测值与公司每股盈余实际值差异越大, 即分析师的盈余预测偏差越大, 分析师盈余预测质量越低; 同理, 分析师预测分歧度 ($Disp$) 越大, 预测质量越低。

3. 控制变量

借鉴现有研究, 本文选取以下控制变量: (1) 公司层面包括公司规模 ($Size$)、盈利能力 (Roa)、资产负债率 (Lev)、第一大股东持股比例 ($Top1$)、有形资产占比 (Tan)、账面市值比 (MB)、公司价值 (TQ); (2) 分析师层面包括分析师跟踪人数 ($Follow$)、分析师从业经验 ($Expe$)、预测期限 ($Horizon$); (3) 券商层面包括分析师所属的券商规模 ($Bsize$); 此外, 本文还控制了行业 ($Industry$) 和年份 ($Year$) 固定效应。具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义表

| 变量名称 | 变量符号 | 变量定义 |
|------------|------------|--|
| 企业脱实向虚 | Fin | (交易性金融资产 + 衍生金融资产 + 可供出售金融资产 + 发放贷款及垫款 + 持有至到期投资 + 投资性房地产 + 长期股权投资)/资产总额 |
| 分析师盈余预测误差度 | $Error$ | 根据上文计算方法所得 |
| 分析师盈余预测分歧度 | $Disp$ | 根据上文计算方法所得 |
| 公司规模 | $Size$ | 总资产的自然对数 |
| 盈利能力 | Roa | 净利润/总资产 |
| 资产负债率 | Lev | 总负债/总资产 |
| 第一大股东持股比例 | $Top1$ | 第一大股东持股比例 |
| 有形资产占比 | Tan | 固定资产净额/总资产 |
| 账面市值比 | MB | 资产账面价值/市值 |
| 公司价值 | TQ | (期末股权市值 + 负债账面价值)/期末总资产账面价值 |
| 分析师跟踪人数 | $Follow$ | 每年跟踪同一家上市公司的分析师人数 |
| 分析师从业经验 | $Expe$ | 分析师在该年度的从业年数 |
| 预测期限 | $Horizon$ | 当年所有分析师预测报告发布日期距离分析报告预测年度年底之间的天数的均值加 1 取自然对数 |
| 券商规模 | $Bsize$ | 当年券商发布盈余预测的分析师数量 |
| 行业 | $Industry$ | 行业固定效应 |
| 年份 | $Year$ | 年份固定效应 |

五、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果, 分析师盈余预测偏差 $Error$ 的均值为 0.0114, 中位数为 0.0062, 表明样本总体分布比较均匀; 最大值和最小值分别为 0.1035 和 0.0001, 标准差为 0.0162, 说明不同公司间分析师盈余预测误差度的差异较小; 分析师预测分歧度 $Disp$ 的平均值为 0.0086, 中位数为 0.0052, 最大值为 1.5702, 最小值为 0, 标准差为 0.0218, 说明分析师发布的盈余预测报告之间存在较大的分歧度; 企业脱实向虚 Fin 的均值为 5.78%, 超过了中位数 2.51%, 最大值为 45.73%, 最小值为 0, 说明一半以上的企业脱实向虚程度在 3% 以下, 个别企业脱实向虚程度非常严重, 占比接近于总资产的一半, 说明不同企业间的企业脱实向虚程度差距较大, 且多数公司的脱实向虚程度低于均值, 少数公司的高脱实向虚程度拉升了样本公司的均值。

布比较均匀; 最大值和最小值分别为 0.1035 和 0.0001, 标准差为 0.0162, 说明不同公司间分析师盈余预测误差度的差异较小; 分析师预测分歧度 $Disp$ 的平均值为 0.0086, 中位数为 0.0052, 最大值为 1.5702, 最小值为 0, 标准差为 0.0218, 说明分析师发布的盈余预测报告之间存在较大的分歧度; 企业脱实向虚 Fin 的均值为 5.78%, 超过了中位数 2.51%, 最大值为 45.73%, 最小值为 0, 说明一半以上的企业脱实向虚程度在 3% 以下, 个别企业脱实向虚程度非常严重, 占比接近于总资产的一半, 说明不同企业间的企业脱实向虚程度差距较大, 且多数公司的脱实向虚程度低于均值, 少数公司的高脱实向虚程度拉升了样本公司的均值。

(二) 多元回归分析

实体企业脱实向虚与分析师盈余预测质量的回归结果如表 3 所示。列(1)和列(2)显示企业脱实向虚与分析师预测误差度和分歧度的回归系数分别为 0.0115 和 0.0078, 且均在 1% 的水平上显著为正, 说明企业脱实向虚程度越高, 分析师预测误差和分歧度越大, 盈余预测质量越低。假设 H_{1a} 得到验证, 即企业脱实向虚发挥了“盈余波动效应”和“代理衍生效应”, 降低了分析师盈余预测质量。

(三) 稳健性检验

1. 改变脱实向虚的度量方式

考虑到如果企业是为了获得子公司的技术、产品或固定资产等而持有子公司的股权,则不属于金融资产的范畴。借鉴杜勇等的研究^[4],本文在金融资产的范畴内剔除长期股权投资计算企业脱实向虚程度。回归结果见表4第(1)列和第(2)列,分析师预测误差度(*Error*)和分歧度(*Disp*)的回归系数分别在1%和5%的水平上显著为正,与前文结论一致。

2. 排除金融危机影响

实体企业脱实向虚作为企业的一种投资行为,深受企业外部宏观经济波动和金融环境的影响,考虑到2008年的金融危机可能会对实体企业金融资产配置及其经济后果产生外生冲击,本文剔除2008—2009年的样本,回归结果见表4第(3)列和第(4)列,企业脱实向虚对分析师预测误差度(*Error*)和分歧度(*Disp*)的回归系数均在1%的水平上显著为正,再次验证了本文结论。

3. 内生性问题

(1) 倾向得分匹配法检验。考虑到样本自选择和相关遗漏变量可能导致的内生性问题,本文采用倾向得分匹配(PSM)法对前文结论进行验证。按照企业脱实向虚的行业均值将样本分为脱实向虚较低组和较高组设置虚拟变量,较高组设为1,较低组设为0,使用该虚拟变量对所有控制变量进行Logit回归,得到每个观测值的倾向得分,根据得分对两组样本进行匹配,匹配结果显示,匹配之前存在较大差异的两组样本匹配后已无显著差异,说明匹配结果有效。Logit回归结果见表5第(1)列,后两列列示了哑变量对分析师盈余预测质量的回归结果,企业脱实向虚(*Fin*)对分析师预测误差度(*Error*)和分歧度(*Disp*)的回归系数分别在1%和10%的水平上显著,说明本文结论稳健。

(2) 工具变量法检验。分析师的盈余预测结果是投资者决策的重要依据。分析师盈余预测质量越高,说明分析师从上市公司获取信息的成本越低,即上市公司的盈余比较稳定且信息透明度较高。企业信息环境越好,越有利于外部投资者监督内部人的机会主义行为,从而降低企业内部代理成本,管理层更注重企业的长远发展,进而减少脱实向虚投资。因此,企业脱实向虚与分析师盈余预测质量之间可能存在反向因果关系。鉴于此,本文采用企业脱实向虚滞后一期(*Fin_IV1*)、滞后两期(*Fin_IV2*)作为工具变量进行两阶段最小二乘回归^[4],缓解可能存在的内生性问题。为确定工具变量的有效性,本文选用LM、Wald F以及Hansen J统计量,分别检验不可识别、弱工具变量和过度识别问题,结果显示不存在上述三个问题^①,说明工具变量选取有效。表6第(2)列显示的回归结果表明,在考虑了反向因果问题之后,企业脱实向虚依然分别在1%和5%的水平上正向影响分析师盈余预测误差度和分歧度,即企业脱实向虚降低了分析师盈余预测质量,与前文结论一致。

表2 变量描述性统计

| 变量 | 观测值 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 | 中位数 |
|----------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <i>Error</i> | 13811 | 0.0114 | 0.0162 | 0.0001 | 0.1035 | 0.0062 |
| <i>Disp</i> | 13811 | 0.0086 | 0.0218 | 0 | 1.5702 | 0.0052 |
| <i>Fin</i> | 13811 | 0.0578 | 0.0838 | 0 | 0.4573 | 0.0251 |
| <i>Size</i> | 13811 | 22.4025 | 1.2959 | 20.1580 | 26.3142 | 22.2150 |
| <i>Roa</i> | 13811 | 0.0546 | 0.0482 | -0.0921 | 0.2113 | 0.0482 |
| <i>Lev</i> | 13811 | 0.4271 | 0.1958 | 0.0530 | 0.8420 | 0.4261 |
| <i>Tan</i> | 13811 | 0.2426 | 0.1691 | 0.0062 | 0.7386 | 0.2047 |
| <i>Top1</i> | 13811 | 36.3027 | 15.1889 | 9 | 75.0500 | 34.9800 |
| <i>MB</i> | 13811 | 0.6027 | 0.2417 | 0.1300 | 1.1303 | 0.5961 |
| <i>TQ</i> | 13811 | 2.8605 | 1.9843 | 0.9054 | 11.5064 | 2.2297 |
| <i>Follow</i> | 13811 | 15.1485 | 11.8540 | 2 | 54 | 12 |
| <i>Expe</i> | 13811 | 0.8540 | 0.5767 | 0.0271 | 2.3826 | 0.7191 |
| <i>Horizon</i> | 13811 | 5.4359 | 0.2465 | 4.7318 | 5.9773 | 5.4458 |
| <i>Bsize</i> | 13811 | 48.6444 | 28.0438 | 4 | 146 | 46 |

表3 实体企业脱实向虚与分析师盈余预测质量

| | (1) <i>Error</i> | (2) <i>Disp</i> | (1) <i>Error</i> | (2) <i>Disp</i> |
|-------------|-------------------------|-----------------------|--------------------------------------|------------------------|
| <i>Fin</i> | 0.0115 *** (7.34) | 0.0078 *** (3.28) | <i>Follow</i> -0.0000 (-1.14) | 0.0000 (0.24) |
| <i>Size</i> | 0.0006 *** (3.82) | 0.0007 *** (2.67) | <i>Expe</i> 0.0003 (1.63) | 0.0007 ** (2.28) |
| <i>Roa</i> | -0.1112 *** (-33.42) | -0.0118 ** (-2.35) | <i>Horizon</i> 0.0131 *** (25.13) | 0.0042 *** (5.37) |
| <i>Lev</i> | 0.0071 *** (8.05) | 0.0080 *** (6.05) | <i>Bsize</i> -0.0000 (-0.93) | 0.0000 (0.73) |
| <i>Tan</i> | 0.0090 *** (10.19) | 0.0099 *** (7.39) | <i>_cons</i> -0.0710 *** (-15.83) | -0.0387 *** (-5.70) |
| <i>Top1</i> | -0.0000 (-0.86) | 0.0000 (1.27) | <i>Year</i> Yes | Yes |
| <i>MB</i> | 0.0042 *** (4.39) | 0.0071 *** (4.91) | <i>Industry</i> Yes | Yes |
| <i>TQ</i> | 0.0009 *** (9.16) | 0.0004 *** (2.74) | N 13811 | 13811 |
| | | | R ² _a 0.2431 | 0.0449 |
| | | | F 106.6297 | 16.4743 |

注: *、**、*** 分别表示10%、5%、1%显著性水平下通过检验,括号内为*t*值,下同。

①工具变量-广义矩估计模型中的不可识别检验统计量 Kleibergen-Paap rk LM 的值为738.846,弱工具变量检验的统计量 Kleibergen-Paap rk Wald F 的值为3937.283,过度识别检验统计量 Hansen J 的值为0.848,*p*值为0.3571,均通过了检验。

六、作用机制检验

前文研究结论表明企业脱实向虚会降低分析师盈余预测质量,说明金融资产的“盈余波动效应”和“代理衍生效应”发挥了主导作用。企业脱实向虚的“盈余波动效应”加剧了企业经营业绩波动,增加了企业的信息不确定性,从而降低了企业的信息透明度;“代理衍生效应”会使金融资产成为管理层实施盈余管理、操控利润的便捷工具,导致企业信息透明度降低。由此可见,企业脱实向虚的两种效应均会降低企业的盈余信息质量,从而降低企业的信息透明度,导致分析师盈余预测质量下降。因此,本文以信息透明度作为中介变量,借鉴温忠麟等的中介效应检验方法^[39],构建模型(4)至模型(6)验证实体企业脱实向虚影响分析师盈余预测的具体作用路径。

$$Error(Disp) = \alpha_0 + \alpha_1 Fin + \gamma Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (4)$$

$$Trans = \beta_0 + \beta_1 Fin + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (5)$$

$$Error(Disp) = \gamma_0 + \gamma_1 Fin + \gamma_2 Trans + Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (6)$$

模型(5)中的 *Trans* 表示信息透明度。本文借鉴杜兴强和周泽将^[40]的研究,采用深交所对上市公司的信息质量考评结果作为企业信息透明度(*Trans*)的度量指标,根据考评结果由高到低的等级分布(A、B、C、D),分别对其赋值为4、3、2、1^①,*Trans* 的值越大,信息透明度越高。

表7列示了信息透明度路径的检验结果。前三列为企业脱实向虚影响分析师盈余预测误差度的路径检验结果,列(2)显示企业脱实向虚与信息透明度的回归系数在5%的水平上显著为负,表明企业脱实向虚降低了企

表4 稳健性检验

| | (1) <i>Error</i> | (2) <i>Disp</i> | (3) <i>Error</i> | (4) <i>Disp</i> |
|-------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|
| <i>Fin</i> | 0.0094 *** (3.77) | 0.0083 ** (2.19) | 0.0101 *** (6.26) | 0.0071 *** (3.03) |
| <i>Size</i> | 0.0008 *** (4.83) | 0.0008 *** (3.09) | 0.0006 *** (3.53) | 0.0007 *** (2.69) |
| <i>Roa</i> | -0.1110 *** (-33.31) | -0.0117 ** (-2.33) | -0.1108 *** (-31.98) | -0.0085 * (-1.71) |
| <i>Lev</i> | 0.0066 *** (7.57) | 0.0078 *** (5.88) | 0.0065 *** (7.22) | 0.0068 *** (5.22) |
| <i>Tan</i> | 0.0082 *** (9.33) | 0.0094 *** (7.12) | 0.0088 *** (9.65) | 0.0100 *** (7.54) |
| <i>Top1</i> | -0.0000 (-1.14) | 0.0000 (1.15) | -0.0000 (-0.22) | 0.0000 * (1.67) |
| <i>MB</i> | 0.0037 *** (3.90) | 0.0068 *** (4.73) | 0.0043 *** (4.47) | 0.0073 *** (5.19) |
| <i>TQ</i> | 0.0009 *** (8.76) | 0.0004 *** (2.59) | 0.0009 *** (8.89) | 0.0004 *** (2.59) |
| <i>Follow</i> | -0.0000 * (-1.66) | 0.0000 (0.04) | -0.0000 (-0.66) | -0.0000 (-0.25) |
| <i>Expe</i> | 0.0003 (1.61) | 0.0007 ** (2.28) | 0.0003 (1.53) | 0.0007 ** (2.27) |
| <i>Horizon</i> | 0.0132 *** (25.27) | 0.0043 *** (5.44) | 0.0132 *** (24.72) | 0.0039 *** (5.07) |
| <i>Bsize</i> | -0.0000 (-0.94) | 0.0000 (0.72) | -0.0000 (-1.11) | 0.0000 (1.17) |
| <i>_cons</i> | -0.0735 *** (-16.41) | -0.0403 *** (-5.95) | -0.0699 *** (-15.15) | -0.0357 *** (-5.36) |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 13811 | 13811 | 12395 | 12395 |
| R ² _a | 0.2410 | 0.0445 | 0.2436 | 0.0428 |
| F | 105.3810 | 16.3248 | 100.7962 | 14.8647 |

表5 倾向得分匹配检验

| | (1) <i>Fin</i> | (2) <i>Error</i> | (3) <i>Disp</i> | | (1) <i>Fin</i> | (2) <i>Error</i> | (3) <i>Disp</i> |
|-------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|
| <i>Fin</i> | | 0.0010 *** (3.78) | 0.0008 * (1.94) | <i>Follow</i> | -0.0186 *** (-9.60) | -0.0000 * (-1.81) | 0.0000 (0.10) |
| <i>Size</i> | 0.4311 *** (19.39) | 0.0008 *** (4.89) | 0.0007 *** (2.98) | <i>Expe</i> | -0.0643 * (-1.95) | 0.0004 * (1.78) | 0.0007 ** (2.37) |
| <i>Roa</i> | 0.4867 (0.98) | -0.1103 *** (-33.40) | -0.0131 *** (-2.65) | <i>Horizon</i> | 0.1876 ** (2.35) | 0.0133 *** (25.33) | 0.0043 *** (5.49) |
| <i>Lev</i> | -1.0406 *** (-8.21) | 0.0049 *** (5.83) | 0.0065 *** (5.15) | <i>Bsize</i> | 0.0009 (1.30) | -0.0000 (-0.82) | 0.0000 (0.74) |
| <i>Tan</i> | -1.8807 *** (-15.30) | 0.0089 *** (11.46) | 0.0090 *** (7.70) | <i>_cons</i> | -8.8654 *** (-13.80) | -0.0769 *** (-17.98) | -0.0403 *** (-6.26) |
| <i>Top1</i> | -0.0089 *** (-6.84) | -0.0000 (-1.53) | 0.0000 (0.64) | <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes |
| <i>MB</i> | -1.3701 *** (-10.21) | 0.0024 ** (2.52) | 0.0060 *** (4.19) | <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes |
| <i>TQ</i> | -0.1088 *** (-7.05) | 0.0008 *** (8.33) | 0.0004 *** (2.65) | N | 13811 | 13811 | 13811 |
| | | | | R ² _a | | 0.231 | 0.042 |
| | | | | F | | 174.082 | 26.402 |

①由于上海证券交易所并未公开披露对上市公司的信息质量评级,因此本部分的样本仅包括深交所的上市公司,样本量有所减少。

表6 工具变量检验

| | (1) | | (2) | | | (1) | | (2) | |
|----------------|-----------------------|------------------------|---------------------|--|------------------------|--------------------|------------------------|---------------------|--|
| | 一阶段 | | 二阶段 | | | 一阶段 | | 二阶段 | |
| | <i>Fin</i> | <i>Error</i> | <i>Disp</i> | | <i>Fin</i> | <i>Error</i> | <i>Disp</i> | | |
| <i>Fin_IV1</i> | 0.8304*** (32.81) | | | | <i>TQ</i> | -0.0001 (-0.24) | 0.0011*** (7.52) | 0.0007*** (3.61) | |
| <i>Fin_IV2</i> | 0.0632** (2.51) | | | | <i>Follow</i> | -0.0000 (-0.67) | -0.0000 (-0.28) | 0.0000 (0.18) | |
| <i>Fin</i> | | 0.0157*** (5.61) | 0.0067** (2.45) | | <i>Expe</i> | -0.0003 (-0.45) | 0.0004 (1.26) | 0.0009** (1.99) | |
| <i>Size</i> | 0.0016** (2.50) | 0.0005* (1.95) | 0.0004 (0.90) | | <i>Horizon</i> | 0.0041* (1.76) | 0.0156*** (16.74) | 0.0042*** (2.61) | |
| <i>Roa</i> | -0.0351** (-2.22) | -0.1149*** (-12.76) | -0.0133* (-1.73) | | <i>Bsize</i> | -0.0000 (-0.27) | -0.0000 (-1.64) | 0.0000 (0.08) | |
| <i>Lev</i> | -0.0192*** (-4.78) | 0.0072*** (4.71) | 0.0099*** (4.87) | | <i>_cons</i> | -0.0245 (-1.28) | -0.0808*** (-10.34) | -0.0288* (-1.89) | |
| <i>Tan</i> | -0.0145*** (-5.01) | 0.0112*** (7.84) | 0.0125*** (5.14) | | <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes | |
| <i>Top1</i> | -0.0000 (-0.87) | -0.0000 (-0.41) | 0.0000* (1.91) | | <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | |
| <i>MB</i> | -0.0043 (-1.08) | 0.0064*** (4.78) | 0.0105*** (5.59) | | <i>N</i> | 7277 | 7277 | 7277 | |
| | | | | | <i>R²_a</i> | 0.779 | 0.2561 | 0.0395 | |
| | | | | | <i>F</i> | 301.45 | 30.9400 | 17.1200 | |

业信息透明度。列(3)在加入信息透明度后,企业脱实向虚与盈余预测误差度在1%水平上显著正相关,且相较于列(1),列(3)中企业脱实向虚(*Fin*)与分析师盈余预测误差度(*Error*)的回归系数有所降低,由未加入中介变量的0.007降为0.0065,说明信息透明度发挥了部分中介效应。列(4)至列(6)的结果为企业脱实向虚影响分析师盈余预测分歧度的路径检验结果,同理,信息透明度的中介效应得到验证,即企业信息透明度是实体企业脱实向虚影响分析师盈余预测质量的路径之一。

七、进一步检验

前文研究结果已证实企业脱实向虚会通过“盈余波动效应”和“代理衍生效应”降低分析师盈余预测质量,那么完善的公司内部治理机制、高质量的外部审计以及机构投资者是否会发挥其治理效应,抑制企业脱实向虚对盈余预测质量产生的负面作用? 本文对此予以检验。

(一)公司治理对实体企业脱实向虚与分析师盈余预测质量关系的影响

良好的公司治理作为企业内部有效的监督机制,可约束管理层过度配置金融资产,并抑制其利用金融资产实施盈余操纵行为,进而对企业脱实向虚与分析师盈

表7 信息透明度机制检验

| | (1) | | (2) | | (3) | | (4) | | (5) | | (6) | |
|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| | <i>Error</i> | <i>Trans</i> | <i>Error</i> | <i>Disp</i> | <i>Error</i> | <i>Disp</i> | <i>Trans</i> | <i>Disp</i> | <i>Trans</i> | <i>Disp</i> | <i>Trans</i> | <i>Disp</i> |
| <i>Fin</i> | 0.0070*** (3.42) | -0.2037** (-2.42) | 0.0065*** (3.19) | 0.0077** (2.31) | -0.2037** (-2.42) | 0.0074** (2.24) | | | | | | |
| <i>Trans</i> | | | -0.0024*** (-9.04) | | | | | | | | | |
| <i>Size</i> | 0.0015*** (6.60) | 0.0648*** (7.06) | 0.0016*** (7.32) | 0.0013*** (3.57) | 0.0648*** (7.06) | 0.0014*** (3.78) | | | | | | |
| <i>Roa</i> | -0.1164*** (-29.31) | 2.3111*** (14.11) | -0.1109*** (-27.70) | -0.0099 (-1.54) | 2.3111*** (14.11) | -0.0071 (-1.09) | | | | | | |
| <i>Lev</i> | 0.0043*** (4.02) | -0.3847*** (-8.72) | 0.0034*** (3.15) | 0.0047*** (2.71) | -0.3847*** (-8.72) | 0.0042** (2.43) | | | | | | |
| <i>Tan</i> | 0.0070*** (6.02) | -0.0338 (-0.71) | 0.0069*** (5.98) | 0.0084*** (4.47) | -0.0338 (-0.71) | 0.0083*** (4.45) | | | | | | |
| <i>Top1</i> | -0.0000 (-1.13) | 0.0029*** (6.55) | -0.0000 (-0.48) | 0.0000 (0.56) | 0.0029*** (6.55) | 0.0000 (0.76) | | | | | | |
| <i>MB</i> | 0.0010 (0.85) | -0.0643 (-1.29) | 0.0009 (0.72) | 0.0048** (2.42) | -0.0643 (-1.29) | 0.0047** (2.38) | | | | | | |
| <i>TQ</i> | 0.0007*** (6.33) | -0.0267*** (-5.55) | 0.0007*** (5.79) | 0.0002 (1.22) | -0.0267*** (-5.55) | 0.0002 (1.05) | | | | | | |
| <i>Follow</i> | -0.0000 (-1.13) | 0.0074*** (11.02) | -0.0000 (-0.03) | -0.0000 (-0.25) | 0.0074*** (11.02) | 0.0000 (0.09) | | | | | | |
| <i>Expe</i> | 0.0005* (1.87) | -0.0005 (-0.04) | 0.0005* (1.88) | 0.0010** (2.50) | -0.0005 (-0.04) | 0.0010** (2.50) | | | | | | |
| <i>Horizon</i> | 0.0140*** (22.56) | -0.0990*** (-3.86) | 0.0138*** (22.26) | 0.0038*** (3.72) | -0.0990*** (-3.86) | 0.0036*** (3.60) | | | | | | |
| <i>Bsize</i> | 0.0000 (0.03) | 0.0001 (0.32) | 0.0000 (0.06) | 0.0000 (1.34) | 0.0001 (0.32) | 0.0000 (1.35) | | | | | | |
| <i>_cons</i> | -0.0869*** (-15.04) | 1.8871*** (7.93) | -0.0823*** (-14.27) | -0.0429*** (-4.58) | 1.8871*** (7.93) | -0.0406*** (-4.32) | | | | | | |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | | | | | | |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | | | | | | |
| <i>N</i> | 8203 | 8203 | 8203 | 8203 | 8203 | 8203 | | | | | | |
| <i>R²_a</i> | 0.2733 | 0.1354 | 0.2804 | 0.0350 | 0.1354 | 0.0358 | | | | | | |
| <i>F</i> | 74.4483 | 31.5740 | 75.3364 | 8.0856 | 31.5740 | 8.0883 | | | | | | |

余预测质量之间的关系产生影响。一方面,高质量的公司治理表明企业具有合理、完善的内部治理结构,意味着股东和管理层之间容易形成自上而下、相互制约的制衡机制^[41],促使经理人与股东的价值目标趋于一致,有利于引导管理层关注短期收益的同时亦重视企业长期发展的价值目标^[42],有助于约束管理层过度配置金融资产的行为,减少因过度脱实向虚导致的企业空心化程度,降低企业的经营风险,进而降低企业的盈余波动,企业盈余波动性越低,分析师盈余预测质量则越高。另一方面,良好的公司治理通过发挥监督治理效应可有效监督管理层的机会主义行为,抑制管理层利用金融资产实施的盈余操纵行为,促使管理层披露更准确、更透明的盈余报告,有助于改善企业信息环境,为分析师做出盈余预测提供更透明的信息环境,进而降低分析师盈余预测难度,提升盈余预测质量。由此,良好的公司治理可能会削弱企业脱实向虚对分析师盈余预测质量的负面影响。为验证上述预期,本文构建了模型(7):

$$Error(Disp) = \alpha + \beta Fin + \varphi Gindex + \lambda Fin \times Gindex + \gamma Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (7)$$

其中 *Gindex* 表示公司治理,本文参考张会丽和陆正飞^[43]的做法,利用主成分分析法,整合 8 个治理变量^①构造综合公司治理指数(*Gindex*),该指数越高代表公司治理环境越好。回归结果见表 8 第(1)列和第(2)列,企业脱实向虚与公司治理的交互项系数分别为 -0.0005 和 -0.0002,且在 1%

的水平上显著为负,说明良好的公司治理弱化了企业脱实向虚对分析师盈余预测质量的负面影响。

(二) 审计质量对实体企业脱实向虚与分析师盈余预测质量关系的影响

外部审计作为一种重要的治理机制,对改善公司信息披露质量、提高分析师的预测质量具有重要作用。首先,审计作为一种信息鉴证机制,通过确认公司配置的金融资产是否遵循会计准则以及是否公允反映公司的基本经济活动,从而缩小企业财务信息与实际发生的经济业务之间的差异。高质量的外部审计借助其专业的审计技术和成熟的审计程序,更易识别管理层利用金融资产进行的盈余操纵行为,更能增强会计信息的可信性,减少管理层的“有意”操纵和“无意”错报,增强企业财务信息透明度。经高质量外部审计鉴证过的财务信息能为分

表 8 进一步检验

| | (1) <i>Error</i> | (2) <i>Disp</i> | (3) <i>Error</i> | (4) <i>Disp</i> | (5) <i>Error</i> | (6) <i>Disp</i> |
|------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| <i>Fin</i> | 0.0277 *** (7.36) | 0.0113 *** (4.88) | 0.0038 ** (2.38) | 0.0025 ** (2.24) | 0.0082 *** (3.56) | 0.0038 *** (2.71) |
| <i>Gindex</i> | -0.0023 (-0.60) | -0.0002 (-0.07) | | | | |
| <i>Fin × Gindex</i> | -0.0005 *** (-4.97) | -0.0002 *** (-2.77) | | | | |
| <i>absDA</i> | | | -0.0015 (-1.52) | -0.0007 (-0.98) | | |
| <i>Fin × absDA</i> | | | -0.0750 *** (-6.19) | -0.0471 *** (-5.65) | | |
| <i>InsHold</i> | | | | | -0.0001 *** (-4.28) | -0.0001 *** (-4.73) |
| <i>Fin × InsHold</i> | | | | | 0.0004 * (1.65) | 0.0003 * (1.96) |
| <i>Size</i> | 0.0005 ** (2.45) | 0.0006 *** (4.33) | 0.0005 *** (3.56) | 0.0005 *** (5.18) | 0.0007 *** (4.22) | 0.0006 *** (6.11) |
| <i>Roa</i> | -0.1057 *** (-32.25) | 0.0006 (0.30) | -0.0698 *** (-24.50) | 0.0031 (1.57) | -0.1067 *** (-33.00) | -0.0003 (-0.16) |
| <i>Lev</i> | 0.0063 *** (7.10) | 0.0060 *** (10.99) | 0.0055 *** (7.52) | 0.0055 *** (10.84) | 0.0067 *** (7.86) | 0.0061 *** (11.77) |
| <i>Tan</i> | 0.0081 *** (9.35) | 0.0071 *** (13.26) | 0.0072 *** (9.74) | 0.0066 *** (13.09) | 0.0081 *** (9.46) | 0.0072 *** (13.63) |
| <i>Top1</i> | 0.0023 (0.60) | 0.0002 (0.08) | -0.0000 *** (-2.87) | -0.0000 * (-1.84) | -0.0000 ** (-2.33) | -0.0000 * (-1.80) |
| <i>MB</i> | 0.0042 *** (4.48) | 0.0064 *** (11.12) | 0.0048 *** (6.08) | 0.0063 *** (11.75) | 0.0034 *** (3.63) | 0.0059 *** (10.30) |
| <i>TQ</i> | 0.0008 *** (8.16) | 0.0003 *** (4.39) | 0.0005 *** (6.59) | 0.0002 *** (4.00) | 0.0009 *** (9.02) | 0.0003 *** (4.73) |
| <i>Follow</i> | -0.0000 (-0.80) | -0.0000 (-1.20) | -0.0000 * (-1.88) | -0.0000 (-0.94) | -0.0000 (-0.04) | -0.0000 (-0.07) |
| <i>Expe</i> | 0.0002 (0.77) | 0.0001 (0.73) | -0.0001 (-0.59) | -0.0000 (-0.10) | 0.0002 (1.00) | 0.0001 (0.75) |
| <i>Horizon</i> | 0.0135 *** (26.40) | 0.0047 *** (15.06) | 0.0124 *** (28.48) | 0.0045 *** (14.98) | 0.0127 *** (25.04) | 0.0043 *** (13.91) |
| <i>Bsize</i> | -0.0000 (-1.42) | 0.0000 (0.65) | -0.0000 (-1.49) | 0.0000 (0.47) | -0.0000 (-1.58) | 0.0000 (0.49) |
| <i>_cons</i> | -0.0714 *** (-16.14) | -0.0350 *** (-12.87) | -0.0640 *** (-17.20) | -0.0319 *** (-12.46) | -0.0673 *** (-15.44) | -0.0331 *** (-12.38) |
| <i>Year</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Industry</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>N</i> | 12994 | 12994 | 13229 | 13229 | 13612 | 13612 |
| <i>R²_a</i> | 0.2487 | 0.1700 | 0.2259 | 0.1669 | 0.2445 | 0.1713 |
| <i>F</i> | 98.7256 | 61.4635 | 88.7224 | 61.2282 | 101.0913 | 64.9233 |

①八个公司治理变量分别为:(1)第一大股东持股比例(*Top1*);(2)第二到第十大股东的股权集中度(*Gstr2_10*),第二至第十大股东持股数量的平方和的对数;(3)高管持股比例(*Mana*);(4)控股股权性质(*State*),国有控股为1,否则为0;(5)总经理与董事长是否两职合一(*Dual*),两职合一为1,否则为0;(6)独立董事占比(*Indratio*);(7)是否在B或H股交叉上市(*HB_share*),如果在A股与B股或H股同时上市则取1,否则取0;(8)是否有母公司(*Parent*),拥有母公司则为1,否则为0。

析师提供更多增量信息,从而提升分析师预测质量^[44]。其次,就审计的监督机制而言,审计是缓解两类代理冲突的重要担保机制^[45-46]。高质量审计可以更好地监督大股东和管理层的机会主义行为,充分引导和监督管理层按照会计准则的相关规定做决策,有效抑制其借助金融资产进行的盈余管理行为,促进盈余质量的提升^[47]。最后,在“深口袋”理论和现代风险导向审计模式下,外部审计为减少未来遭受的声誉损失和诉讼风险,会强化风险控制意识,对脱实向虚程度高的企业提供更谨慎的审计服务^[48],更能全面、准确评估企业脱实向虚催生的潜在经营风险、财务风险以及企业未来发展状况,针对高风险企业也更易提高出具非标准审计意见的概率,从而起到更严格的外部监督作用,对管理层进行的金融资产投机套利行为的约束也更大,迫使管理层减少高风险金融资产配置行为,从而抑制由脱实向虚引致的盈余波动。综上,高质量的外部审计通过发挥其信息鉴证和监督效应,可抑制管理层的盈余操纵行为,同时降低实体企业脱实向虚的盈余波动效应,从而弱化企业脱实向虚对分析师盈余预测质量产生的负面作用。据此,本文认为,高质量的外部独立审计可能会弱化实体企业脱实向虚对分析师盈余预测质量产生的负面作用。为验证上述预期,本文构建了模型(8)。

$$Error(Disp) = \alpha + \beta Fin + \varphi absDA + \lambda Fin \times absDA + \gamma Control + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (8)$$

其中 $absDA$ 表示审计质量,本文参考徐经长和汪猛^[49]的研究,用琼斯模型计算的可操控性应计利润的绝对值取相反数作为审计质量的替代指标, $absDA$ 的值越大,审计质量越高。回归结果见表8第(3)列和第(4)列,企业脱实向虚与审计质量的交乘项($Fin \times absDA$)的系数分别为 -0.075 和 -0.0471 ,且在1%的水平上显著为负,说明高质量的外部独立审计弱化了企业脱实向虚影响分析师盈余预测质量的“盈余波动效应”和“代理衍生效应”,即外部独立审计发挥了治理效应,缓解了企业脱实向虚对分析师盈余预测质量的负面作用。

(三)机构投资者对实体企业脱实向虚与分析师盈余预测质量关系的影响

基于机构投资者的“有效监督”假说^[50],机构投资者为了获取长期、稳定的投资回报,会更加关注企业的长期绩效,积极参与公司治理,而金融资产的短期收益特征与机构投资者追求长期价值最大化的目标不一致。基于自身的长远收益考虑,机构投资者有动机积极参与公司治理,减少管理层或大股东利用金融资产投机的短视行为,增加具有长期经济效益的技术创新等投资^[51]。同时,机构投资者凭借自身的信息优势和专业能力,通过发挥监督作用,可约束大股东及其管理层利用金融资产进行的盈余操纵行为。由此,机构投资者参与公司治理的积极行为,可削弱实体企业脱实向虚对分析师盈余预测质量产生的负面影响。

“无效监督”假说则认为,机构投资者大多是关注短期收益的“利益攫取者”,投机性较强,更注重公司短期利益而忽视公司的长期价值,不仅不会发挥监督治理作用,反而可能与管理层合谋,引发管理层短视行为。基于追求短期收益动机,为了尽快收回投资收益,机构投资者会为管理层进行盈余管理创造有利条件,助长管理层通过投资金融资产追求短期利益最大化的行为,加剧管理层掩盖负面消息的动机,导致公司股价暴涨暴跌,为了避免股价出现下跌风险,管理层有动机投资更多金融资产来获取短期收益^[52],为外部投资者营造企业经营良好的“假象”,加剧了企业脱实向虚程度,降低企业信息透明度,使得分析师搜集信息的成本更高,处理信息的难度更大,盈余预测的质量更低。机构投资者究竟是否会发挥公司治理效应进而对两者关系产生正面影响,本文构建了模型(9)加以检验。

$$Error(Disp) = \alpha + \beta Fin + \varphi InsHold + \lambda Fin \times InsHold + \gamma Control + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (9)$$

其中 $InsHold$ 表示机构投资者持股比例,结果见表8第(5)列和第(6)列,企业脱实向虚与机构投资者的交乘项($Fin \times InsHold$)的系数分别为 0.0004 和 0.0003 ,且在10%的水平显著为正,表明机构投资者强化了实体企业脱实向虚对分析师盈余预测质量的负面影响,即机构投资者参与公司治理的“无效监督”假说得到证实。

八、研究结论

本文选取2007—2019年的非金融企业样本数据,考察实体企业脱实向虚对分析师盈余预测质量的影响。研究结果表明:实体企业脱实向虚显著降低了分析师盈余预测质量;机制检验发现,信息透明度是企业脱实向虚影响分析师盈余预测质量的重要路径之一;进一步研究表明,良好的公司治理、高质量的外部独立审计能弱化实体企业脱实向虚对分析师盈余预测质量的负面影响,而机构投资者持股则会强化这种负面效应。

本文的结论具有一定的启示意义:(1)从政府和监管部门角度而言,实体企业配置金融资产的行为通过降

低企业信息透明度最终削弱分析师盈余预测质量,说明实体企业脱实向虚产生了负面效应。首先,应积极营造良好的生产经营环境,引导实体企业回归主业,同时监督企业合理配置金融资产,发挥金融资产的“盈余稳定”效应,提升分析师盈余预测质量;其次,应重视企业信息披露的真实性、规范性、严谨性,加强信息提供者与使用者的沟通渠道建设,同时加大对企业金融披露信息监管力度;最后,监管部门应加强对审计师独立性的监督,提高审计质量,营造驱动价值投资的市场环境,积极引导机构投资者进行长期价值投资,可通过独立审计和机构投资者所发挥的外部治理效应抑制管理层的金融投机行为,弱化企业脱实向虚对分析师盈余预测质量产生的不利影响,提升资本市场的信息效率。(2)从企业角度而言,实体企业应注意金融资产的配置程度,切实发挥脱实向虚的“盈余稳定”效应,提升分析师盈余预测的质量,促进资本市场的信息传递效率。第一,着重公司内部治理机制建设,健全管理层考核制度,提高企业长期发展指标在管理层考核中的比重,抑制大股东和管理层以短期套利为目的的金融资产配置及其盈余操纵行为,提升企业信息透明度,为提高分析师盈余预测质量提供有力保障;第二,在经营管理过程中应优先考虑主业发展所需,再根据企业实际需求利用闲置资金配置金融资产,平衡主业发展与金融资产的配置程度,避免实体企业过度脱实向虚,尽量弱化企业脱实向虚对分析师盈余预测质量的不利影响。(3)从分析师角度而言,注重提升个人道德修养和职业技能,在跟踪目标上市公司时,尤其是针对脱实向虚程度较深的企业,在关注其财务信息的同时,还应该关注企业的金融资产配置水平,有效识别企业金融资产的“风险效应”和“代理衍生效应”,增强盈余预测质量,提高资本市场信息传递效率。

本文研究仍存在一定的局限性:中介检验考察了信息透明度这一最终机制,在未来的研究中可以进一步尝试细致探究“盈余波动效应”和“代理衍生效应”这两条机制,或者深入探究企业脱实向虚影响分析师盈余预测质量的其他作用路径。

参考文献:

- [1]伊志宏,杨圣之,陈钦源. 分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究[J]. 中国工业经济,2019(1):156-173.
- [2]王红建,曹瑜强,杨庆,等. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论,2017(1):155-166.
- [3]邓超,夏文珂,陈升萌. 非金融企业金融化:“股价稳定器”还是“崩盘助推器”[J]. 金融经济研究,2019(3):120-136.
- [4]杜勇,张欢,陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J]. 中国工业经济,2017(12):113-131.
- [5]张成思,张步县. 中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. 经济研究,2016(12):32-46.
- [6]彭俞超,倪晓然,沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 经济研究,2018(10):50-66.
- [7]肖崎,廖鸿燕. 企业金融化对宏观经济波动的影响——基于杠杆率的中介效应研究[J]. 国际金融研究,2020(8):13-23.
- [8]闫海州,陈百助. 产业上市公司的金融资产:市场效应与持有动机[J]. 经济研究 2018(7):152-166.
- [9]刘金全. 虚拟经济与实体经济之间关联性的计量检验[J]. 中国社会科学,2004(4):80-90+207.
- [10]Clifford W S, René M S. The determinants of firms' hedging policies[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1985, 20(4):391-405.
- [11]刘贯春,刘媛媛,张军. 金融资产配置与中国上市公司的投资波动[J]. 经济学(季刊),2019(2):573-596.
- [12]Orhangazi O. Financialization and capital accumulation in the nonfinancial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy, 1973—2004[J]. MPRA Paper, 2007, 32(6):863-886.
- [13]张成思. 金融化的逻辑与反思[J]. 经济研究,2019(11):4-20.
- [14]黄贤环,王瑶. 实体企业资金“脱实向虚”与全要素生产率提升:“抑制”还是“促进”[J]. 山西财经大学学报,2019(10):55-69.
- [15]戚聿东,张任之. 金融资产配置对企业价值影响的实证研究. 财贸经济,2018(5):38-52.
- [16]Barron, Orié, Donal, et al. Riedl. high-technology intangibles and analysts' forecasts[J]. Journal of Accounting Research, 2002, 40(2):289-312.
- [17]Chen Q, Jiang W. Analysts' Weighting of private and public Information[J]. Review of Financial Studies, 2006, 19(1):319-355.
- [18]白晓宇. 上市公司信息披露政策对分析师预测的多重影响[J]. 金融研究,2009(4):92-112.
- [19]张立光,张婷婷,贺康. 实体企业金融化影响企业信息环境吗? ——基于分析师预测的视角[J]. 财经论丛,2021(10):70-78.
- [20]石翔燕,步丹璐,王钰涵. “脱实向虚”会影响资本市场的信息环境吗——基于分析师跟踪的视角[J]. 当代财经,2021(5):127-137.
- [21]贾婉娇,洪剑峭,徐媛媛. 我国证券分析师实地调研有价值吗? ——基于预测准确性的一项实证研究[J]. 投资研究,2015(4):96-113.
- [22]William J M. Evidence of management discrimination among analysts during earnings conference calls[J]. Journal of Accounting Research, 2008, 46(3):627-659.
- [23]石桂峰,苏力勇,齐伟山. 财务分析师预测精确度决定因素的实证分析[J]. 财经研究,2007(5):62-71.
- [24]岳衡,林小驰. 证券分析师 VS 统计模型:证券分析师盈余预测的相对准确性及其决定因素[J]. 会计研究,2008(8):40-49+95.
- [25]何熙琼,杨昌安. 公司多元化与分析师预测准确性[J]. 财经科学,2020(2):39-51.

- [26]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.
- [27]Haw I M,Hu B,Lee J J.Product market competition and analyst forecasting activity:International evidence[J].Journal of Banking&Finance,2015,56(9):48-60.
- [28]Bruce K. Behn,Jong-Hag,et al. Audit quality and properties of analyst earnings forecasts[J]. The Accounting Review,2008,83(2):327-349.
- [29]潘越,戴亦一,林超群.信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J].金融研究,2011(9):138-151.
- [30]丁方飞,陈如焰.公司战略激进度、分析师盈利预测与信息不确定性[J].山西财经大学学报,2020(2):72-86.
- [31]孙洪锋,刘嫦.企业金融化与股价同步性[J].投资研究,2020(8):124-141.
- [32]韩燕,崔鑫,郭艳.中国上市公司股票投资的动机研究[J].管理科学,2015(4):120-131.
- [33]孙蔓莉,蒋艳霞,毛珊珊.金融资产分类的决定性因素研究——管理者意图是否是真实且唯一标准[J].会计研究,2010(7):27-31+95.
- [34]Patricia M D,Linda A M,Catherine S. Fair value accounting and gains from asset securitizations:A convenient earnings management tool with compensation side-benefits[J]. Journal of Accounting and Economics,2009,49(1):2-25.
- [35]毛志宏,徐畅.金融资产的公允价值分层计量能识别盈余管理吗?——基于我国非金融类上市公司的实证研究[J].经济科学,2018(4):117-128.
- [36]Lehavy R,Udpa S. Kmart,Predicting bankruptcy,fresh start reporting,and valuation of distressed securities[J]. Issues in Accounting Education,2011,26(2):391-419.
- [37]刘丽娜,马亚民.实体企业金融化、过度负债与股价崩盘风险——基于上市公司投资视角的检验[J].云南财经大学学报,2018(3):41-55.
- [38]褚剑,秦旋,方军雄.中国式融资融券制度安排与分析师盈利预测偏差[J].管理世界,2019(1):151-166+228.
- [39]温忠麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J].心理科学进展,2014(5):731-745.
- [40]杜兴强,周泽将.政治联系方式与民营上市公司信息透明度——基于深交所信息披露考评的经验证据[J].中南财经政法大学学报,2010(1):126-131.
- [41]杨兴全,吴昊旻,曾义.公司治理与现金持有竞争效应——基于资本投资中介效应的实证研究[J].中国工业经济,2015(1):121-133.
- [42]党印,鲁桐.公司治理与技术创新:两个基本模型[J].财经科学,2014(7):72-81.
- [43]张会丽,陆正飞.现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J].管理世界,2012(3):141-150+188.
- [44]李丹,贾宁.盈余质量、制度环境与分析师预测[J].中国会计评论,2009(4):351-370.
- [45]Jensen M C,Meckling W H. Theory of the firm:Managerial behavior,agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics,1976,3(4):305-360.
- [46]Joseph P H F,Wong T J. Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia[J]. Journal of Accounting Research,2005,43(1):35-72.
- [47]雷光勇,邱保印,王文忠.社会信任、审计师选择与企业投资效率[J].审计研究,2014(4):72-80.
- [48]孙洪锋,刘嫦.企业金融化会影响审计师的风险决策吗?[J].审计与经济研究,2019(5):54-64.
- [49]徐经长,汪猛.企业创新能够提高审计质量吗?[J].会计研究,2017,(12):80-86+97.
- [50]Shleifer, Andrei,Robert V. Large shareholders and corporate control[J]. Journal of political economy,1986,94(3,Part 1):461-488.
- [51]Aghion P,John V R,Luigi Z,et al. Innovation and institutional ownership[J]. American economic review,2013,103(1):277-304.
- [52]刘伟,曹瑜强.机构投资者驱动实体经济“脱实向虚”了吗.财贸经济[J],2018(12):80-94.

[责任编辑:刘 茜]

Enterprises Turning from Real to Virtual and Accuracy of Analysts' Earnings Forecast: Looking at Flowers in the Fog or Identifying Reasonably?

LI Qingde, WEI Hui, KANG Yanfang

(School of Economics and Management, Shihezi University, Shihezi 832000, China)

Abstract: Meeting of the Central Financial and Economic Commission has set the tone to “put the real economy first and prevent the transition from real economy to virtual economy”. However, the trend of “real economy to virtual economy” is relatively obvious. Based on the research background of China's real economy, this paper takes China's non-financial enterprises from 2007 to 2019 as research samples to explore the relationship between the financialization of real enterprises and the accuracy of analysts' earnings forecasts. The research shows that the financialization of real enterprises significantly reduces the accuracy of analysts' earnings prediction. Mechanism test shows that enterprise financialization reduces the accuracy of analysts' earnings prediction by reducing the transparency of enterprise information. Further research shows that good corporate governance and high-quality external independent audit can weaken the negative impact of corporate financialization on the accuracy of analysts' earnings forecast, while institutional investors' shareholding will strengthen its negative effect. The research in this paper enriches the economic consequences of enterprise financialization from the perspective of capital market information intermediary, and has certain enlightenment to improve the information efficiency of capital market.

Key Words: enterprises turning from real to virtual; accuracy of analyst earnings forecast; surplus volatility; information transparency; economic consequences; corporate governance