

企业战略差异度会影响分析师盈余预测吗?

鄢志娟^a, 王 珊^b

(南京审计大学 a. 政府审计学院; b. 会计学院, 江苏 南京 211815)

[摘 要]随着我国资本市场的发展, 证券分析师的作用日益凸显, 关于分析师盈余预测的研究一直是各界关注的重点。采用我国沪深两市 A 股上市公司 2011—2015 年分析师盈余预测数据, 检验了企业战略差异度对分析师盈余预测精度和分析师跟踪偏好的影响。实证结果表明: (1) 企业战略差异度越大, 分析师盈余预测准确度越低; (2) 企业战略差异度越大, 分析师盈余预测分歧度越大; (3) 企业战略差异度越大, 分析师跟踪人数越少。进一步研究还发现: 国有产权会削弱战略差异度对分析师盈余预测准确度和跟踪人数的不利影响。

[关键词] 战略差异度; 分析师盈余预测; 盈余管理; 经营绩效; 分析师跟踪; 财务分析师; 会计信息

[中图分类号] F230 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2019)01-0009-10

一、引言

在我国资本市场环境下, 投资者对所获信息数量和质量的要求日益增加, 证券分析师作为上市公司与投资者之间的媒介, 通过充分利用上市公司披露的公共信息以及私人信息, 有效减少了资本市场中信息不对称的现象。证券分析师的行为会对投资者的行为产生重要影响, 从而最终影响整个资本市场的有效性^[1]。同时, 伴随着经济的高速发展和市场环境的转变, 企业能否在市场竞争中取得优势并有效配置资源, 在很大程度上取决于战略制定的合理性和科学性。因此, 越来越多的企业为了寻求新的利润增长点, 获得超额利润, 开始重视战略的制定, 采取差异化战略的企业数量也不断增加。企业的战略决策具有信息内涵, 能够向市场传递企业的相关信息, 并且战略决策作为企业特征层面的重要信息必然会引起分析师的关注。那么, 企业战略差异度会影响分析师盈余预测吗?

现有研究表明, 当企业采取行业常规战略时, 业绩水平会趋于行业平均, 而采取差异化战略的企业易导致经营风险并加剧不确定性, 从而产生极端绩效, 使业绩波动较大^[2]。此外, 差异化公司战略还会带来信息风险, 导致行业信息可比性低, 分析师进行盈余预测时缺少同行业信息的参考, 难以根据以往经验判断企业的经营业绩, 加大信息不对称可能, 并使分析师更加依赖私人信息进行盈余预测, 增加分析师盈余预测成本。我们发现, 经营风险和信息风险都会从一定程度上增加分析师盈余预测的难度, 企业战略差异度较大时, 会降低分析师盈余预测准确度, 加大盈余预测分歧度并减少分析师跟踪人数。进一步研究发现, 国有产权会减小战略差异度对分析师盈余预测准确度和跟踪人数的不利影响。

本文的预期贡献主要有以下三点: 第一, 现有研究主要集中于公司战略差异度对于分析师预测准

[收稿日期] 2018-03-06

[基金项目] 江苏高校哲学社会科学研究项目(2016SJB630051); 江苏高校优势学科建设工程资助项目

[作者简介] 鄢志娟(1974—), 女, 江西九江人, 南京审计大学政府审计学院副教授, 硕士生导师, 主要研究方向为财务分析及财务会计理论, 邮箱: zjyan@nau.edu.cn; 王珊(1994—), 女, 江苏苏州人, 南京审计大学会计硕士生, 主要研究方向为财务会计理论。

准确度的影响,本文从分析师盈余预测精度(包括盈余预测准确度和分歧度)及分析师跟踪偏好两方面分析企业战略差异度与分析师盈余预测之间相关性,将进一步拓展分析师盈余预测行为的相关研究。第二,现有战略差异度经济后果研究主要聚焦于经营绩效、盈余管理等财务特征,本文研究表明战略差异度会对分析师盈余预测行为产生影响,丰富了对战略差异度经济后果的研究,有助于加强投资者对分析师预测行为的理解,降低信息风险。第三,进一步从产权性质层面研究战略差异度对分析师盈余预测的影响,丰富了国有产权公司治理效应的研究。

余文安排如下:第二部分为理论分析;第三部分为研究设计;第四部分为实证结果与分析;第五部分为进一步讨论;第六部分为稳健性检验;第七部分为结论性评述。

二、理论分析

(一) 文献回顾

1. 战略差异度

在经济背景、文化发展、政治形势等因素的综合影响下,每个行业在不断发展的过程中都会逐渐形成一套常规的战略行为模式。其中企业战略与所处行业常规战略之间的偏离程度被称为战略差异度,现有文献通常利用广告及宣传投入、资本密集度、研发投入、固定资产更新程度、管理费用投入、财务杠杆六个维度指标进行量化^[3]。目前对战略差异度经济后果的研究主要集中在对企业自身行为以及外部利益相关者行为两个方面:(1)战略差异度对企业自身行为的影响,包括对经营绩效及会计信息价值相关性的影响。陈收等研究发现,企业采取差异化战略会造成经营的不稳定性,更容易产生极端绩效^[4]。叶康涛等指出,随着战略差异度的增加,企业更倾向于选择应计项目盈余管理,减弱真实活动盈余管理^[5]。(2)战略差异度对外部利益相关者行为的影响涉及多个主体,包括银行、审计师、投资者等。刘娟娟研究发现,如果一个企业的战略差异度较高,说明该企业与同行业企业的可比性较差,然而审计师的精力和资源有限,低可比性会在一定程度上增加审计师的工作难度,降低审计师发现企业错报的可能性,从而导致审计质量下降,加大向外界传递错误信息的概率^[6]。李晋杰等研究发现,战略差异度较大时,导致企业绩效波动幅度增大,从而影响投资者信心,投资者会将这种消极影响直接体现在其投资行为中,从而最终影响股票收益^[2]。

2. 分析师盈余预测精度

证券分析师通过上市公司披露的公开信息和私人获取的信息对公司进行盈余预测,为投资者提供有效的投资建议。目前国内外学者对于分析师盈余预测精度影响因素的研究主要集中在分析师个体特征、上市公司特征以及外部宏观环境三个方面。樊铮等的研究证实了分析师个体特征对预测行为的影响,研究发现分析师的经验以及所属券商规模均会对盈余预测的准确度产生影响,且均显著正相关,而分析师同一时间关注的企业数量较多,容易分散分析师的注意力,导致其预测偏差较大、准确度降低^[7]。

上市公司的特征对分析师盈余预测精度会产生重要影响,影响因素主要包括公司信息复杂程度、信息披露质量等。Hodder 等研究表明,企业信息越复杂,分析师预测分歧度越大^[8]。李晚金等研究发现,企业披露的社会责任报告对分析师盈余预测准确度会产生重要的影响,社会责任报告质量越高,分析师盈余预测准确度也越高^[9]。

此外,不同的市场环境对分析师盈余预测也会产生不同影响。Chopra 发现,在 1993 年之前美国分析师盈余预测准确度较低,而 1993 年之后的准确度不断提高,研究表明 1993 年美国经济的复苏使得分析师盈余预测的乐观度和准确度均得到了提升^[10]。新夫等指出,2008 年金融危机,导致国内分析师对有出口业务企业的盈余预测准确度降低,而对海外分析师的影响较小,此外,海外分析师盈余预测准确度在新准则实施后获得了进一步提升^[11]。

3. 分析师跟踪偏好

分析师跟踪偏好受到多重因素的影响,国内外学者主要从内部特征和外部相关者行为两方面进行研究。企业内部特征对分析师跟踪偏好的影响主要包括盈余波动性、信息可比性等。Brick 等研究表明,分析师更倾向关注风险低即盈余波动小的企业^[12]。曲晓辉等发现会计信息的可比程度与分析师跟踪显著正相关^[13]。外部相关者主要包括投资者和审计师两类。黄永安等研究表明,投资者情绪和投资者持股比例均会对分析师跟踪产生影响,积极的投资者情绪以及机构投资者持股比例较大时,能够引起更多的分析师跟踪^[14]。杨坤等指出,当企业的审计师发生变更时,对该企业进行跟踪的分析师会显著减少^[15]。

4. 战略差异度与分析师盈余预测

目前,较少有学者研究战略差异度对分析师盈余预测行为的影响,而大部分学者研究了企业战略差异度与分析师盈余预测准确度的关系。何玉润等实证分析了战略差异度对分析师盈余预测准确度和乐观度的影响,研究结果表明,企业战略差异度会造成企业经营业绩波动较大,从而对分析师盈余预测乐观度和准确度产生不利影响^[16]。刘会芹等研究发现,分析师会减少对战略差异度较高企业的关注,对这类企业更容易得出悲观的盈余预测,且预测准确度也更低^[17]。

(二) 理论分析和研究假设

企业战略差异度对分析师盈余预测精度的影响主要体现在对分析师盈余预测准确度和分析师盈余预测分歧度两个方面。

1. 战略差异度与分析师盈余预测准确度

证券分析师通过收集预测企业的相关信息,凭借其专业知识和经验对公司的发展情况进行预测。企业采取战略的差异程度对分析师盈余预测准确度会产生较大影响,如果企业采取分析师熟悉的战略,分析师能够凭借自身相关经验以及已掌握的信息进行预测,从而显著降低分析师盈余预测的难度。分析师在进行预测时通常会参考同行业类似企业的相关信息以增加预测企业所提供资料的信息含量,可供参考的企业越多,分析师能获得越多信息,盈余预测准确度也越高。企业战略差异度的增加说明企业与行业常规战略的偏离程度加大,即使处于相同的宏观环境下,企业采取高差异化战略也会导致其与行业内一般企业的业务相似度较低,与同行业企业的信息可比性较差,分析师缺少同行业信息的比较以及企业以往信息的参考,从而使分析师获得的当年企业信息的有效性降低,容易出现信息失真现象,进而加大了分析师盈余预测的难度,降低了分析师盈余预测的准确性。因此,本文提出假设1。

假设1:企业战略差异度与分析师盈余预测的准确度负相关,然而与分析师盈余预测误差率正相关。

2. 战略差异度与分析师盈余预测分歧度

分析师盈余预测分歧度不仅会受到分析师对于企业公开信息理解的影响,而且会受到分析师私人获取信息质量的影响。即使面对相同的市场信息,不同的信息使用者也往往会发表出不同的意见。Hodder 等发现企业信息越复杂,分析师预测分歧度越大^[8]。当企业战略差异度较小时,分析师可以参照企业往年信息以及同行业其他企业信息,增加对企业信息的理解。然而,随着企业战略差异度的增加,企业信息的复杂性会显著增加,不同分析师对同一企业披露的信息会产生更多不同的理解,加大了分析师盈余预测分歧度。除了分析师对于企业公开信息的理解不同之外,企业战略差异度的增加也降低了信息的可比性,加大了分析师对于私人信息的依赖程度。由于分析师获取私人信息的渠道不同,私人信息的质量难以得到保证,分析师获得私人信息的数量也存在较大差异,这些因素同样导致分析师盈余预测分歧度变大。因此,本文提出假设2。

假设2:企业战略差异度与分析师盈余预测分歧度正相关。

(三) 战略差异度与分析师跟踪偏好

证券分析师在对企业进行盈余预测时存在较为明显的跟踪偏好。Bhushan 指出,分析师预测的需求和供给曲线决定了分析师跟踪人数的均衡值,图 1 的横轴是分析师人数 Q ,纵轴为分析师服务定价 P ,企业战略差异度较大时,会加大分析师盈余预测的难度,增加盈余预测的成本,导致分析师的供给减少,在需求曲线不变的情况下,供给曲线左移,导致分析师跟踪人数的均衡值从 Q_1 降低为 Q_2 ^[18]。此外,从投资者的角度分析,战略差异度的增加会加剧企业与外部利益相关者之间的信息不对称,分析师承担着将信息传递给投资者的职责,信息不对称使投资者加大对分析师的需求,导致均衡值变为 Q_3 或 Q_4 ,此时分析师跟踪人数均衡值的变化方向难以确定。

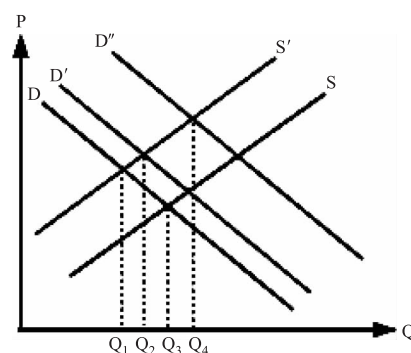


图 1 分析师预测需求供给曲线

当企业选择的战略趋近于同行业战略时,经营过程中的不确定性能大幅度降低,从而较好地规避风险。一个企业拥有高战略差异度,不仅使企业的经营活动更加复杂,还会给企业管理层带来更大的挑战,从而更有可能出现极端业绩^[3]。极端业绩的产生会加大企业盈余波动性,而分析师更倾向于关注风险低即盈余波动性小的企业,因此,拥有高战略差异度企业的跟踪人数较少。此外,当企业间会计信息的可比性程度较高时,企业信息披露能够传递更多的信息含量。曲晓辉研究了会计信息的可比性与分析师跟踪的关系,发现会计信息的可比性程度与分析师跟踪显著正相关^[13]。此外,高可比性的会计信息会减少分析师的预测成本,然而战略差异度的增加,使企业偏离了行业常规战略,显著降低了企业信息的可比性,加大了分析师的预测成本,在其他条件不变的情况下,分析师更倾向于跟踪战略差异度较小的企业^[19-23]。综上所述,本文提出假设 3。

假设 3:企业战略差异度与分析师跟踪人数成反比。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

由于 2007—2009 年美国次贷危机对我国企业造成一定影响和冲击,企业经营较不稳定,且 2016 年上市公司披露的财务报告中应付债券的缺失值较多,因此本文选择了沪深两市 A 股上市公司 2011—2015 年的数据作为研究样本。为了保证数据的精确性,本文对数据进行了以下处理:(1)剔除了金融保险类、ST、*ST 类特殊处理的上市公司的样本;(2)当同一分析师在相同年度对同一上市公司进行了多次盈余预测时,选择最接近年报披露日的盈余预测的数据;(3)剔除了分析师跟踪人数小于等于 1 的上市公司数据;(4)删除了存在缺失值的样本数据。此外,为了保证数据的稳定性,对变量均进行了 1% 水平上的 Winsorize 处理,本文最终得到 9541 个有效数据。本文数据均来自于 CS-MAR 数据库,主要运用 Excel 和 STATA14.0 统计分析软件对数据进行处理。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

本文从分析师盈余预测精度和分析师跟踪偏好两个方面对分析师盈余预测行为进行分析,衡量指标包括分析师盈余预测准确度、分析师盈余预测分歧度和分析师跟踪人数。

(1) 分析师盈余预测准确度

本文选取分析师对上市公司基本每股收益的预测误差率来衡量分析师盈余预测准确度,分析师盈余预测误差率与分析师盈余预测准确度呈负相关关系,其计算公式为:

$$Error_{ijt} = \left| \frac{FEPS_{ijt} - AEPS_{it}}{AEPS_{it}} \right| \quad (1)$$

其中, $FEPS_{ijt}$ 指分析师 j 在 t 年度对 i 公司基本每股收益的预测值, $AEPS_{it}$ 指 i 公司在 t 年度时基本每股收益的实际值。

(2) 分析师盈余预测分歧度

分析师盈余预测分歧度反映了不同分析师对同一企业盈余预测之间的差异。本文对分析师盈余预测分歧度进行测量,通过计算出上市公司基本每股收益的标准差,再除以平均基本每股收益进行正规范化,得到 i 公司在 t 年度分析师盈余预测的分歧度,计算公式如下^[21]:

$$Dispersion_{it} = \frac{SD_{it}}{FEPS_{it}} = \frac{1}{FEPS_{it}} \sqrt{\frac{1}{N_{it}-1} \sum_{i=1}^{N_{it}} (FEPS_{ijt} - \overline{FEPS_{it}})^2} \quad (2)$$

其中, SD_{it} 为在 t 年度 i 公司分析师预测的基本每股收益的标准差, $\overline{FEPS_{it}}$ 为在 t 年度对 i 公司进行预测的分析师盈余预测平均值, N_{it} 为 t 年度对 i 公司进行预测的分析师的总人数。

(3) 分析师跟踪人数

本文将分析师跟踪人数定义为在同一年度对同一上市公司进行盈余预测的分析师人数的合计,如果分析师在企业年报披露日前进行了多次盈余预测,只将其视为一次跟踪,并且选取最接近年报披露日的预测数据^[22]。

2. 解释变量

本文选取企业战略差异度作为解释变量,参照了 Tang 等的测量方法,采用上市公司六个维度的指标来衡量企业的战略差异度,具体见表 1^[3],将这六个维度的指标分别减去同一年同行业该指标的平均值,再除以该指标的标准差,并取绝对值,并对这六个指标取平均值即可得到一个企

表 1 战略差异度六个维度

维度	计算方法
广告和宣传投入	销售费用/营业收入
资本密集度	总资产/营业收入
研发投入	无形资产净值/营业收入
固定资产更新程度	固定资产净值/固定资产原值
管理费用投入	管理费用/营业收入
企业财务杠杆	(短期借款 + 长期借款 + 应付债券)/权益账面价值

业战略差异度,该指标越大,说明该企业在当年采取的战略偏离行业常规战略的程度越大。由于我国上市公司很少单独披露广告费用和研发费用,因此采用叶康涛的方法,本文选用销售费用 and 无形资产净值来替代广告费用和研发费用^[5]。

3. 控制变量

本文选取公司规模 ($Size$)、股权集中度 ($Ptenz$)、资产负债率 (Lev)、公司成长性 ($Growth$)、盈余的可预测性 (Pc) 作为控制变量,同时控制了年份和行业的影响,各变量的具体定义见表 2。

表 2 变量定义表

变量类型	变量名称	含义	定义
被解释变量	$Error$	分析师预测准确度	用分析师对公司每股收益预测值的平均预测误差率衡量,与准确度负相关
	$Dispersion$	分析师预测分歧度	分析师对公司每股收益预测值的分歧程度
	$Number$	分析师跟踪人数	对公司盈余进行预测的分析师人数合计
解释变量	$StrDev$	战略差异度	公司采取的战略偏离行业平均战略的程度
控制变量	$Size$	公司规模	年末公司总资产的自然对数
	$Ptenz$	股权集中度	公司前十大股东所占股份百分数之和
	Lev	资产负债率	公司的总负债/总资产
	$Growth$	公司成长性	公司主营业务收入的增长比率
	Pc	盈余的可预测性	营业利润占利润总额的比率
	$Year$	年份	虚拟变量,控制年份的影响
	$Industry$	行业	虚拟变量,控制行业的影响

(三) 模型设定

为了验证企业战略差异度对分析师盈余预测的准确度、分歧度和跟踪人数的影响,本文构建了以下回归模型:

$$Error_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 StrDev_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Ptenz_{it} + \alpha_4 Lev_{it} + \alpha_5 Growth_{it} + \alpha_6 Pc_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_1 \quad (3)$$

$$Dispersion_{it} = \beta_0 + \beta_1 StrDev_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Ptenz_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Pc_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_2 \quad (4)$$

$$Number_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 StrDev_{it} + \gamma_2 Size_{it} + \gamma_3 Ptenz_{it} + \gamma_4 Lev_{it} + \gamma_5 Growth_{it} + \gamma_6 Pc_{it} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_3 \quad (5)$$

其中, t 表示年度, i 表示公司, ε 为随机干扰项。模型(3)研究了战略差异度和盈余预测准确度之间的关系,如果 α_1 显著为正,说明战略差异度越大,分析师盈余预测误差率越大即预测准确度越低,支持了假设1;模型(4)验证战略差异度和分析师预测分歧度之间的关系,若 β_1 显著为正,说明随着战略差异度的增大,分析师预测分歧度也不断增大,支持假设2;模型(5)是研究战略差异度和分析师跟踪人数的关系,若 γ_1 显著为负,说明战略差异度与分析师跟踪人数负相关,支持假设3。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表3描述了模型中变量描述性统计的分析结果。从表中可以看出,分析师盈余预测准确度的最小值为0.039,最大值为35.14,两者相差较大,说明分析师盈余预测准确性有待提高,分析师彼此之间的个体差异较大。分析师盈余预测分歧度的最小值为0.017,最大值为2.44,说明分析师彼此之间存在着较大分歧,我国证券分析师行业需要进一步发展和完善。分析师跟踪人数的最小值为2,最大值为75,标准差为16.32,由此可见对于不同的上市公司而言,分析师存在显著的跟踪偏好。企业战略差异度的平均值和中位数虽有差距,但差距不大,说明我国企业的战略差异度整体水平较高,采取差异化战略的企业日益增加。其余控制变量的平均值和中位数的相差较小,股权集中度的标准差较大,可见我国不同企业前十大股东所占的比例差距较大,公司成长性的平均值和中位数都较小,说明我国上市公司的主营业务收入的增长率总体水平较低。

表3 描述性统计

变量	观测值	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Error</i>	9541	2.409	0.717	5.206	0.039	35.140
<i>Dispersion</i>	9541	0.398	0.322	0.356	0.017	2.440
<i>Number</i>	9541	18.478	13.000	16.320	2.000	75.000
<i>StrDev</i>	9541	0.600	0.534	0.304	0.172	1.845
<i>Size</i>	9541	22.062	21.857	1.277	19.887	25.947
<i>Ptens</i>	9541	60.893	62.353	14.934	25.027	90.607
<i>Lev</i>	9541	0.411	0.400	0.213	0.043	0.859
<i>Growth</i>	9541	0.161	0.091	0.367	-0.466	2.258
<i>Pc</i>	9541	0.940	0.939	0.498	0.114	4.795

司而言,分析师存在显著的跟踪偏好。企业战略差异度的平均值和中位数虽有差距,但差距不大,说明我国企业的战略差异度整体水平较高,采取差异化战略的企业日益增加。其余控制变量的平均值和中位数的相差较小,股权集中度的标准差较大,可见我国不同企业前十大股东所占的比例差距较大,公司成长性的平均值和中位数都较小,说明我国上市公司的主营业务收入的增长率总体水平较低。

(二) 相关性分析

表4报告了变量的Spearman和Pearson相关系数,上三角区是Spearman相关系数矩阵,下三角区是Pearson相关系数矩阵。在Spearman和Pearson相关系数中,战略差异度和盈余预测准确度的相关系数分别为0.066和0.062,并且都在1%的水平上显著相关,即战略差异度越大,盈余预测误差率越大,从而预测准确度越低,相关性的结果初步支持了假设1;战略差异度和分析师盈余预测分歧度的相关系数分别为0.079和0.118,且在1%水平上显著相关,说明战略差异度越大,分析师盈余预测分歧度越大,与假设2相符;企业战略差异度和分析师跟踪人数的相关系数分别为-0.02和-0.039,并且都显著相关,初步印证了战略差异度越大,分析师跟踪人数越少,与假设3相符。以上只是单变

量之间的相关性分析,还要通过对模型的线性回归分析才能更加具有说服力。

表4 相关性分析

	<i>Error</i>	<i>Dispersion</i>	<i>Number</i>	<i>StrDev</i>	<i>Size</i>	<i>Ptens</i>	<i>Lev</i>	<i>Growth</i>	<i>Pc</i>
<i>Error</i>		0.679 ***	-0.090 ***	0.066 ***	-0.064 ***	-0.184 ***	0.047 ***	-0.232 ***	-0.116 ***
<i>Dispersion</i>	0.244 ***		0.046 ***	0.079 ***	0.046 ***	-0.175 ***	0.099 ***	-0.058 ***	-0.051 ***
<i>Number</i>	-0.079 ***	-0.040 ***		-0.020 **	0.273 ***	0.089 ***	-0.045 ***	0.150 ***	0.033 ***
<i>StrDev</i>	0.062 ***	0.118 ***	-0.039 ***		-0.050 ***	-0.017	-0.019 *	-0.039 ***	-0.011
<i>Size</i>	-0.025 **	0.065 ***	0.325 ***	-0.058 ***		-0.032 ***	0.635 ***	0.016	0.117 ***
<i>Ptens</i>	-0.115 ***	-0.121 ***	0.059 ***	-0.038 ***	0.031 ***		-0.151 ***	0.039 ***	0.033 ***
<i>Lev</i>	0.043 ***	0.145 ***	-0.014	0	0.621 ***	-0.139 ***		0.013	0.064 ***
<i>Growth</i>	-0.123 ***	-0.057 ***	0.049 ***	-0.003	0.020 *	0.073 ***	0.041 ***		-0.015
<i>Pc</i>	0.247 ***	0.128 ***	-0.026 **	0.050 ***	0.040 ***	-0.050 ***	0.063 ***	-0.039 ***	

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。

(三) 回归结果分析

1. 企业战略差异度和分析师盈余预测准确度

表5中第一列的实证结果描述了企业战略差异度和分析师盈余预测准确度之间的关系,从表5中可以看出,在考虑了控制变量的情况下,解释变量和被解释变量在1%水平上呈现显著的相关关系,其相关系数为0.598,即企业战略差异度越大,分析师盈余预测误差率越大、预测准确度越低,所有控制变量均在1%水平上显著,与目前已有的文献的研究结论一致,这一结果支持了假设1。

2. 企业战略差异度与分析师盈余预测分歧度

表5中第二列的结果分析了企业战略差异度与分析师盈余预测分歧度之间的关系,由此得出,在加入了控制变量后,企业战略差异度和分析师盈余预测分歧度之间的相关系数为0.111,且在1%的水平上显著相关,说明企业战略差异度越大,分析师盈余预测分歧度也越大。控制变量中,公司规模显著性有所降低,其余控制变量均在1%水平上显著。以上结果支持了假设2。

3. 企业战略差异度与分析师跟踪人数

表5中第三列的结果证实了企业战略差异度和分析师跟踪人数之间的关系,由此可以看出,企业战略差异度和分析师跟踪人数的相关系数为-1.298,且在1%水平上显著,说明企业战略差异度越大,对上市公司进行跟踪的分析师人数越少。在该回归的控制变量中,股权集中度的显著性有所下降,其余控制变量均在1%水平上显著,且符合现有学者的研究,回归结果支持了假设3。

表5 回归结果表

	(1)	(2)	(3)
	<i>Error</i>	<i>Dispersion</i>	<i>Number</i>
<i>StrDev</i>	0.598 *** (3.53)	0.111 *** (9.57)	-1.298 *** (-2.68)
<i>Size</i>	-0.278 *** (-5.20)	-0.004 (-1.18)	7.711 *** (50.36)
<i>Ptens</i>	-0.025 *** (-7.04)	-0.002 *** (-6.61)	0.004 (0.40)
<i>Lev</i>	2.300 *** (7.06)	0.310 *** (13.88)	-25.791 *** (-27.62)
<i>Growth</i>	-1.410 *** (-10.16)	-0.037 *** (-3.87)	2.194 *** (5.52)
<i>Pc</i>	2.409 *** (23.78)	0.073 *** (10.50)	-0.820 *** (-2.83)
_cons	7.050 *** (6.00)	0.329 *** (4.08)	-141.555 *** (-42.09)
年度		控制	
行业		控制	
N	9541	9541	9541
Adj R ²	0.115	0.108	0.261
F	48.599	45.586	130.541

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。

五、进一步讨论

我国作为转型经济国家,其显著特点是可以将企业根据产权性质划分为国有企业和民营企业,而产权性质作为公司治理的一个关键因素,对企业的经营绩效会产生重要影响,由此影响分析师盈余预测。我们假设,国有产权会削弱战略差异度对分析师盈余预测带来的不利影响。

首先,国有企业在经营过程中,除了要完成自身目标外,往往还承担着社会责任和政策性任务,经

营发生困难时,政府会及时提供帮助和支持。因此,当国有企业采取高差异度的战略时,虽然会加大产生极端绩效的可能性,但当企业产生极差业绩时,能够通过政府扶持保证自身运营,使企业业绩波动幅度减小。此外,国有企业可以通过与政府的联系提前掌握更多宏观政策导向和市场动态,拥有更为便捷和多样的渠道获取所需资源,这些优势会减轻战略差异度对企业业绩带来的不确定性,降低企业发生极差绩效的可能性,减小分析师盈余预测的难度。

其次,国有企业的透明度一般高于非国有企业。高透明度和高质量的社会责任信息披露能够降低分析师获取上市公司的信息成本,提高分析师获得公开信息的质量,并且在一定程度上减缓信息不对称带来的不利影响。

为了验证产权性质对战略差异度与分析师盈余预测的影响,我们首先加入产权性质 *SOE* 虚拟变量,将国有企业定义为 1,非国有企业定义为 0,并在表 5 的基础上增加了 *StrDev* × *SOE* 的交互项,具体回归结果见表 6。结果表明,在第一列和第三列中,*StrDev* × *SOE* 的系数分别为 -1.151 和 -2.289,并均在 1% 的水平上显著,表明国有产权确实削弱了战略差异度对分析师盈余预测准确度和跟踪人数的不利影响,与我们的设想相符。然而,第二列中,*StrDev* × *SOE* 的系数不显著,说明战略差异度与分析师盈余预测分歧度关系不会受到产权性质的影响,这可能是由于分析师盈余预测分歧度的大小更多取决于分析师的私人信息以及进行预测的模型,企业战略差异度较大时,会加剧信息不对称,使得私人信息的质量难以通过企业的产权性质发生改变。

六、稳健性检验

为了进一步加强结论的稳健性和可靠性,本文从以下两点出发,进行稳定性检验:(1)参照 Tang 等的方法,剔除了广告和宣传投入、研发投入这两个维度,以余下四个维度构建战略差异度指标^[3]; (2)前文剔除了分析师跟踪人数小于等于 1 的上市公司数据,为了检验剔除数据是否会对本文结论产生影响,在研究分析师盈余预测准确度时,保留分析师跟踪人数等于 1 的样本,在研究分析师跟踪人数时,保留分析师跟踪人数小于等于 1 的样本,分别得到 10416 和 11806 个观测值。稳健性检验结果如表 7。结果表明,在使用了新构建的四维度战略差异度指标,并对三个被解释

表 6 战略差异度、产权性质与分析师盈余预测

	(1) <i>Ferror</i>	(2) <i>Dispersion</i>	(3) <i>Number</i>
<i>StrDev</i>	0.910 *** (4.50)	0.104 *** (7.47)	-0.941 (-1.64)
<i>StrDev</i> × <i>SOE</i>	-1.151 *** (-2.93)	0.013 (0.48)	-2.289 ** (-2.05)
<i>Size</i>	-0.246 *** (-4.38)	-0.001 (-0.35)	8.306 *** (51.97)
<i>Ptens</i>	-0.026 *** (-7.26)	-0.002 *** (-6.86)	-0.007 (-0.74)
<i>Lev</i>	2.504 *** (7.59)	0.311 *** (13.69)	-24.200 *** (-25.80)
<i>Growth</i>	-1.431 *** (-10.25)	-0.039 *** (-4.00)	1.700 *** (4.28)
<i>Pc</i>	2.417 *** (23.33)	0.075 *** (10.48)	-0.667 ** (-2.26)
<i>SOE</i>	0.352 (1.37)	-0.023 (-1.28)	-3.315 *** (-4.53)
<i>_cons</i>	6.325 *** (5.21)	0.278 *** (3.31)	-152.802 *** (-44.20)
年度		控制	
行业		控制	
N	9493	9493	9493
Adj R ²	0.114	0.108	0.274
F	44.499	42.063	128.789

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。

表 7 稳健性检验

	(1) <i>Ferror</i>	(2) <i>Dispersion</i>	(3) <i>Number</i>
<i>StrDev</i>	0.357 ** (2.35)	0.093 *** (8.53)	-1.519 *** (-4.67)
<i>Size</i>	-0.249 *** (-4.70)	-0.005 (-1.36)	7.082 *** (57.63)
<i>Ptens</i>	-0.023 *** (-6.64)	-0.002 *** (-6.66)	0.060 *** (7.23)
<i>Lev</i>	2.063 *** (6.47)	0.304 *** (13.51)	-20.501 *** (-28.63)
<i>Growth</i>	-1.213 *** (-9.76)	-0.036 *** (-3.73)	0.418 (1.60)
<i>Pc</i>	2.085 *** (24.88)	0.073 *** (10.53)	-0.679 *** (-4.58)
<i>_cons</i>	6.769 *** (5.87)	0.357 *** (4.44)	-134.149 *** (-49.48)
年度		控制	
行业		控制	
N	10416	9541	11806
Adj R ²	0.111	0.107	0.303
F	50.995	44.785	198.093

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。

变量选取不同观测值后,企业战略差异度与分析师盈余预测准确度的显著性有所降低,但依旧在 5% 水平上显著正相关,其余变量的回归结果基本不变,进一步支持原假设成立。

七、结论性评述

近年来,企业间的竞争日益激烈,企业战略的制定处于不容忽视的核心位置,同时分析师作为资本市场的信息中介,其预测准确度、分歧度,甚至对企业进行跟踪分析的人数均会影响投资者的决策行为,从而影响资本市场资源配置的效率,因而研究战略差异度对分析师盈余预测的影响具有深远的理论价值和现实意义。本文选取沪深两市 A 股 2011—2015 年的数据,运用描述性统计、相关性分析和回归分析的方法,从分析师盈余预测精度和分析师跟踪偏好两方面来验证上市公司战略差异度对分析师盈余预测行为的影响。研究发现:(1) 企业战略差异度越大,分析师盈余预测的准确度越低;(2) 企业战略差异度越大,分析师盈余预测分歧度越大;(3) 企业战略差异度越大,分析师跟踪人数越少。进一步研究表明,国有产权会削弱战略差异度对分析师盈余预测准确度和跟踪人数带来的不利影响。本文的论证结合了我国当前的实际情况和时代背景,有助于加强投资者对分析师预测行为的理解,同时为我国监管部门进一步监督和规范分析师行为以提高其预测准确度提供了重要的证据支持。

基于上述研究结果,本文提出以下几点建议:第一,随着日益增多的企业开始重视战略的制定,分析师在进行盈余预测时,应当重点关注企业战略层面的信息,降低企业战略差异对盈余预测带来的不利影响,提高盈余预测的准确度;第二,上市公司披露的信息对分析师盈余预测具有重要影响,监管部门应当要求企业进一步丰富和完善战略层面信息的披露,并且保障披露信息的准确性和及时性,逐步提高我国信息披露的相关性,从而促进资本市场有效性的提升;第三,鉴于上市公司战略差异度对分析师盈余预测的影响较为显著,因此分析师对企业战略差异度的认知正确与否对盈余预测准确度具有决定性作用。基于此,我国相关机构应加强对分析师行业的管理和教育,全面提升分析师队伍的整体专业胜任能力,加强资本市场的运行效率。对分析师自身而言,其应当在积累盈余预测经验的过程中,不断提高自身的专业素养和知识水平,构建并完善盈余预测体系,从根本上提升分析师盈余预测准确度。

本文的研究也存在一定的局限,主要通过引入产权性质,从公司特征层面进一步加深战略差异度与分析师盈余预测行为的研究,但尚未考虑分析师特征层面影响因素的调节作用,如明星分析师占比、分析师所属券商规模、分析师经验等,未来的研究可从这些方面入手,不断予以完善。

参考文献:

- [1] 朱红军,何贤杰,陶林. 中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗? ——基于股价同步性和股价信息含量的经验数据[J]. 金融研究,2007(2):110-121.
- [2] 李晋杰,曾繁荣. 企业战略差异、绩效波动与投资者信心[J]. 财会通讯,2017(3):45-47.
- [3] Tang J Y, Crossan Mary R 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.
- [4] 陈收,肖咸星,杨艳,等. CEO 权力、战略差异与企业绩效——基于环境动态性的调节效应[J]. 财贸研究,2014, 25(1):7-16.
- [5] 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.
- [6] 刘娟娟. 客户战略差异度是否会影响审计质量[J]. 财会通讯,2017(15):18-21.
- [7] 樊铮,宋乐. 分析师特征、券商规模与盈利预测[J]. 中国注册会计师,2010(7):45-50.
- [8] Hodder G, Patrick E, Hopkins D A. The effects of financial statement and information complexity on analysts' cash flow

- forecast[J]. The Accounting Review, 2008, 83(4): 915-956.
- [9] 李晚金, 张莉. 非财务信息披露与分析师预测——基于深市上市企业社会责任报告的实证检验[J]. 财经理论与实践, 2014(5): 69-74.
- [10] Chopra V. Why so much error in analysts earnings forecasts? [J]. Financial Analysts Journal, 1998, 54(1): 35-42.
- [11] 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.
- [12] Brick R J, Grant T, Fogarty G. Determinants of analyst following[J]. Journal of Corporate Communications, 1999, 5(1): 1-29.
- [13] 曲晓辉, 毕超. 会计信息与分析师的信息解释行为[J]. 会计研究, 2016(4): 19-26.
- [14] 黄永安, 曾小青. 投资者情绪、机构投资者与分析师跟进——基于面板数据负二项回归的经验研究[J]. 山西财经大学学报, 2013(6): 111-124.
- [15] 杨坤, 李晓慧. 审计师变更与分析师关注的实证研究[J]. 中国注册会计师, 2016(11): 52-57.
- [16] 何玉润, 徐云. 企业战略差异度会影响分析师盈利预测的准确性吗? [J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2017(2): 58-66.
- [17] 刘会芹, 施先旺. 企业战略差异对分析师行为的影响[J]. 山西财经大学学报, 2018(1): 112-123.
- [18] Bhushan R. Firm characteristics and analyst following[J]. Journal of Accounting and Economics, 1989, 11(7): 255-274.
- [20] 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.
- [21] Barron O C, Kile, O'K T. MD&A quality as measured by the SEC and analysts' earnings forecasts[J]. Contemporary Accounting Research, 1999, 16(2): 75-109.
- [22] Mark H L, Russell J L. Corporate disclosure policy and analyst behavior[J]. The Accounting Review, 1996, 16(4): 467-492.
- [23] 张程睿. 上市公司透明度的影响因素研究——基于对 2001~2006 年深圳上市公司的经验分析[J]. 软科学, 2008(5): 134-140.

[责任编辑: 杨志辉]

Does Corporate Strategic Deviance Affect Analysts' Earnings Forecast?

YAN Zhijuan^a, WANG Shan^b

(a. School of Government Audit; b. School of Accounting, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China)

Abstract: With the development of Chinese capital market, the role of financial analysts has become increasingly prominent. All the industries are always keeping focus on research of analysts' earnings forecast. By using the data of analysts' earnings forecast of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2011 to 2015, the paper examines the impact of corporate strategic deviance on the accuracy of analysts' earnings forecast and tracking preferences of analysts. The empirical results show that: (1) Greater deviance of corporate strategy means less accuracy of the analysts' earnings forecast; (2) Firms with more strategic deviance have more dispersion among individual analyst' earnings forecast; (3) There are fewer number of analysts tracking as more strategic deviance exists. Further research finds that state ownership weakens the negative effect of strategic deviance on the accuracy of the analysts' earnings forecast and the number of trackers.

Key Words: strategic deviance; analysts' earnings forecast; forecast accuracy; earnings management; business performance; analysts tracking; financial analysts; accounting information