

企业特征、战略差异度和分析师盈余预测

——来自中国深市A股市场的经验证据

鄢志娟,朱超

(南京审计大学 会计学院,江苏 南京 211815)

摘要:选取2007-2015年深市主板A股上市公司为样本,实证分析了企业特征、战略差异度与分析师盈余预测之间的关系。结果表明,公司战略偏离程度越高,分析师盈余预测的准确性越低。进一步研究发现,较高的显性代理成本会增强战略差异度对分析师盈余预测准确性的影响,而高质量的信息披露则会削弱这种影响。从企业特征的角度分析了公司战略选择对分析师盈余预测的影响,对促进市场资源有效配置具有重要的意义。

关键词:上市公司;分析师盈余预测;战略差异度;代理成本;信息披露质量

中图分类号:F239.65 **文献标识码:**A **文章编号:**1008-5092(2019)01-0053-08

分析师在资本市场中起着至关重要的作用,他们将分析、预测的结果传递给投资者,能在一定程度上减少市场信息的不对称性以及投资者的有限理性对投资行为的影响。因此增强分析师盈余预测的准确性对提高我国资本市场的信息传递效率和促进股票合理定价具有十分重要的意义。学术界对分析师预测的关注由来已久,与预测准确性相关的研究主要集中在影响预测准确性的因素,包括分析师专业胜任能力、关注程度等主观因素以及公司规模、信息披露质量等客观因素。近年来,学者们开始关注公司战略差异对分析师预测行为及其准确性的影响。然而,企业特征是如何影响公司战略差异与分析师盈余预测之间的关系这一问题始终未得到解答。

本文选取了2007~2015年深市主板A股上市公司作为研究对象,结合代理成本和信息披露质量这两大特征检验了公司战略差异度对分析师盈余预测准确性的影响,本文的预期贡献在于:(1)在分析战略差异度与分析师盈余预测之间相关性的基础上,进一步发现企业特征对战略差异度与分析师盈余预测之间关系的影响,可以丰富并发展分析师盈余预测理论,尤其是可为利益相

关者正确判断战略差异度与分析师盈余预测的准确性提供更多参考依据;(2)本文的研究也为缓解代理问题和提高信息披露质量提供了理论支持。从代理理论和信息不对称的角度出发,通过统计分析发现减少代理成本,提高信息披露质量可以削弱战略差异度对分析师预测准确性的影响,有助于企业和政府增强对公司治理、完善信息披露制度的重视程度,促进资本市场健康发展。

一、基于文献回顾的理论分析与研究假设

国内外关于影响分析师预测因素的研究主要有两个角度,可总结为分析师能力及关注程度和企业特征。分析师的胜任能力和预测的投入程度主观上决定了预测的准确性,而企业特征从客观上决定了预测的难易程度。刘永泽和高嵩以分析师当年对某行业的关注度来衡量该分析师的行业专长,指出分析师行业专长与预测准确性呈正相关。^[1]石桂峰等则指出,预测机构越多,预测的准确性越高。^[2]从公司层面来看,目标公司的规模越大,盈余的波动性越大,分析师盈余预测的准确性越低。^[2-3]公言磊的研究发现,上市公司的规

收稿日期:2018-09-05

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,副教授,博士生,研究方向:财务分析及财务会计理论。

模、信息披露的质量、盈余的可预测性与分析师预测的准确度呈正相关。^[4]由于分析师预测准确性对资本市场的重要影响,分析师盈余预测研究的范围逐渐拓宽,学者们开始研究企业战略差异度对分析师盈余预测的影响。何玉润、刘会芹等研究发现公司战略差异造成的业绩波动会增加分析师预测的难度,进而降低预测的准确性。^[5-6]由此可见,战略选择的差异会对分析师盈余预测的准确性产生影响。然而这些影响是如何产生的,与企业本身存在什么关系,这些都是值得我们研究的问题。

Hiller 和 Hambrick 认为战略的趋同会导致同质竞争,激烈的竞争使得采取常规战略的企业能获得行业平均利润。^[7]企业要想获得超额利润就得偏离行业常规的战略,这种偏离的程度被称作战略差异度。战略差异度越大,表明企业偏离行业常规战略的程度越大,会使得企业原先累积的经验不适用新的战略的实施,经营风险会显著增加,对行业风险的应对能力也会受到影响,企业获得极端业绩的可能性也随之增大。^[7-8]游达明等选取 2002 年到 2015 年沪深非金融类企业进行研究,发现企业战略偏离行业常规战略时,会增加自行开发成本,但创新所带来的绩效会提高。^[9]然而企业在付出这种试验成本的同时也需要承担失败的风险及损失,不利于企业盈利的稳定性。企业战略上的差异在影响资产收益波动性的同时也会影响分析师的行为。石桂峰等(2007)在研究影响分析师盈余预测精准度的因素时发现,盈余波动程度与分析师预测的精确度之间呈负相关关系,盈余波动越大,分析师预测的精确度越低。^[2]因此,公司战略差异度增大所导致的绩效波动,会增加分析师预测的难度,盈余预测的准确度也就越低。据此,本文提出以下假设。

H1: 企业战略差异度越大,分析师盈余预测准确性越低。

企业是分析师盈余预测的主体,也是信息的主要来源,因此企业的特征在很大程度上影响着分析师盈余预测。两权分离的背景下,代理问题成了现代企业的广泛特征。Jensen 和 Meckling 认为股东和管理层目标的不一致导致了代理问题,如果缺乏有效的监督和控制,代理人极有可能做出逆向选择,出现损害股东利益的行为。^[10]代理问题还容易诱发短期行为,影响企业的投资活动。Easterbrook 提出股东可以通过投资组合来规避风

险,且股东可以将风险性投资转移给债权人,因此股东是偏好风险的;管理者如果管理不善,将面临被解雇的风险,因此必定是厌恶风险的,也就是说股东与管理者对待风险的态度是存在差异的。^[11]代理人不以委托人利益最大化的原则去管理公司的直接后果就是产生代理成本。代理人出于自我寻利的目的去提高在职消费的行为较容易被发现,这类代理成本是显性的;代理人采取消极的工作态度,选择偷懒以获得闲暇时间或者是否存在投资不当的行为难以被确认,这类代理成本是隐性的。^[12]而代理人作为管理层,相对于委托人来说更容易直接参与公司的经营,具有信息优势,这种信息的不对称会影响股东监控代理人行为的有效性。这种差异会影响公司战略的选择,两者间信息的不对称会使股东无法充分地理解公司所面临的问题,限制了其对战略决策的影响。CEO 的权力越大,公司战略偏离行业平均的程度就越大,更易产生极端绩效。^[8,13]因此,代理问题会影响公司战略的选择,从而影响公司的业绩水平。极端绩效的产生使得公司业绩波动性增大,势必会增加分析师盈余预测的难度,盈余预测的准确性也会相应降低。由此,本文提出了如下假设。

H2: 企业代理成本越高,战略差异度对分析师盈余预测准确性的影响越强。

公司的公开信息是分析师预测最主要的来源和依据,公开信息的可靠性取决于信息披露的质量,信息的质量越高,分析师预测的不确定性越小。价值相关性是衡量会计信息质量的重要指标之一,企业战略偏离的程度越大,会计信息的价值相关性就越低,而企业信息披露质量越高,会计盈余对应的价值相关性就越强。^[14-15]也就是说,信息披露质量的优劣会影响企业战略差异与会计盈余的价值相关性的关系。张正勇等(2017)基于信号传递理论,发现社会责任报告鉴证能够为分析师提供决策有用的非财务信息,可以降低预测偏差。^[16]此外,信息披露质量特征的增强可以缓解信息不对称的问题,降低代理成本,增强披露信息的可靠性和真实性。^[17-18]总而言之,公司信息披露质量越高,分析师获取的信息的可信度就越高,搜集信息的成本也越低,能将更多的资源和精力投入到非公开信息的收集,有助于分析师更全面地了解目标公司的整体情况,分析师预测的准确性也就越高。也就是说,信息披露质量越高,分析师盈余预测的准确性也就越高。^[19-21]提高

信息披露的质量可以缓解信息不对称,有效地减少代理成本,增强所有者对管理者行为的监督,进而增强对战略决策的影响,减少战略的偏离程度,分析师预测的准确性也就相应提高。我们据此提出了以下假设。

H3:企业信息披露的质量越高,战略差异度对分析师盈余预测准确性的影响越弱。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

我国自2007年开始实行新会计准则,为了保证数据的可比性,本文选取了2007—2015年作为研究区间。由于沪市尚未公布上市公司信息披露的年度考评结果,且为了避免数据的波动性,本文选取了深市主板A股上市公司作为研究对象,并依据以下顺序对初始样本进行了筛选:(1)按惯例剔除了ST、*ST、PT的公司以及金融、保险类上市公司;(2)删除了数据缺失的样本;(3)为了消除极端数值对结果的影响,本文对主要连续变量进行了1%和99%水平上的缩尾处理,得到2567个观测值作为最终样本。本文所有的财务数据均来源于CSMAR数据库,衡量信息披露质量的数据参考了深圳证券交易所监管信息公开中的信息披露考评结果。

2. 变量定义

(1)被解释变量。被解释变量 *Error* 是分析师盈余预测准确性。本文参照石桂峰等(2007)、何玉润和徐云(2017)的做法,用分析师盈余预测的误差率作为衡量其预测准确性的指标,分析师盈余预测误差率越大,准确性越低。当同一证券公司的分析师对同一上市公司具有多次盈余预测的数据时,选择该分析师距离年报发布日最近的盈余预测值作为样本,用某年某分析师预测某股的 *EPS* 减去该年该股实际的 *EPS*,再除以该年该股实际 *EPS*,将结果取绝对值,求出各年度不同证券公司的分析师对各上市公司盈余预测的误差率。在此基础上将同一年度,不同券商对同一上市公司做出的盈余预测的误差率取平均值,作为该年该股分析师盈余预测的误差率。

(2)解释变量。

①战略差异度(*DS*)。本文参照 Tang et al. (2011)、叶康涛等(2014)的做法,采用六个战略维度的指标来衡量企业的战略差异度。这六个战略维度包括广告和宣传投入(营销战略)、研发投

入(开发战略)、资本密集度(生产能力)、固定资产更新程度(固定资产状况)、管理费用投入(费用结构)和企业财务杠杆(财务战略)。计算方法分别为销售费用/营业收入、无形资产净值/营业收入、固定资产/员工人数、固定资产净值/固定资产原值、管理费用/营业收入、(短期借款+长期借款+应付债券)/权益账面价值。由于我国公司财务报告中较少披露具体的广告费用和研发费用,因此选取销售费用和无形资产净值来代替广告费用和研发费用。此外,由于员工人数的数据可变性较高,因此直接采用CSMAR数据库中的资本密集度指标(总资产/营业收入)。在求出各公司各年的六个指标后分别减去该公司所属行业当年该指标的平均值,再除以该指标的标准差进行标准化,取绝对值以得到各公司在每一个战略维度上偏离行业平均水平的程度。最后对标准化后的各公司的六个战略指标取平均值,得到战略差异度指标 *DS*。

②代理成本(*AC1*, *AC2*)。代理成本一般包括监督成本,即指股东为了监督管理者而耗费的的管理费用(如外聘事务所进行外部审计);守约成本即代理人为了向委托人证明他们履行代理职责的情况而产生的自我约束支出(如定期向委托人报告经营情况、设置内部审计部门等);剩余损失即由于委托人和代理人的利益冲突所导致的其它损失(如更高的工资薪酬和股权激励等)。为了使代理成本得以量化,本文参照杜兴强等、顾群等的做法用管理销售费用率(管理费用和销售费用占营业收入的比重)衡量显性代理成本,用总资产周转率(营业收入/期初期末总资产平均数)衡量资产的利用效率,也就是隐性代理成本。

③信息披露质量(*IDL*)。深圳证券交易所自2001年以来在监管信息中会公开在该交易所上市的公司当年信息披露考评的结果,考评结果分为四个等级,A(优秀)、B(良好)、C(合格)和D(不合格)。本文直接选用该考评结果作为衡量公司信息披露质量的指标,参照杜兴强和周泽将(2009)的做法将考评结果为A(优秀)、B(良好)的公司定义为1,考评结果为C(合格)、D(不合格)的公司定义为0。

(三)实证模型

为了检验H1,本文参考了卢清昌(2014)、何玉润(2017)的模型进行回归分析:

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	定义
被解释变量	分析师盈余预测误差率	<i>Error</i>	(某年分析师预测某股的 <i>EPS</i> - 该年该股实际 <i>EPS</i>)/该年该股实际 <i>EPS</i> , 并取绝对值
	战略差异度	<i>DS</i>	计算方法参考自 Tang et al. (2011)、叶康涛等(2014)。 <i>DS</i> 指标越大, 表示该企业的战略与同行业竞争对手的战略差异越大。
解释变量	显性代理成本	<i>AC1</i>	(管理费用 + 销售费用)/营业收入
	隐性代理成本	<i>AC2</i>	营业收入/期初期末总资产平均数
	信息披露质量	<i>IDL</i>	深交所信息披露考评结果, 评级为 A(优秀)和 B(良好)为 1, 其余为 0
控制变量	规模	<i>Size</i>	当年年末公司总资产的自然对数
	成长性	<i>Growth</i>	(当年营业收入 - 上年营业收入)/当年营业收入
	财务杠杆	<i>LEV</i>	期末总负债/期末总资产
	前五大股东持股比例	<i>Pfives</i>	前五大股东持股数/总股数
	行业	<i>IND</i>	参照中国证监会 2012 年行业分类标准
	年度	<i>YEAR</i>	虚拟变量, 控制年度对被解释变量的影响

$$Error = \alpha_0 + \alpha_1 DS + \beta_1 Size + \beta_2 Growth + \beta_3 LEV + \beta_4 Pfives + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon \quad (1)$$

其中 *Error* 为分析师盈余预测误差率, *Error* 越大, 预测的准确性越低。如果模型(1)中 α_1 显著为正, 说明企业战略差异度越大, 预测的误差率越大, H1 成立。

为了检验 H2, 本文选用以下模型进行回归分析:

$$Error = \alpha_0 + \alpha_1 DS + \alpha_2 AC_1 + \alpha_3 AC_2 + \alpha_4 DS * AC_1 + \alpha_5 DS * AC_2 + \beta_1 Size + \beta_2 Growth + \beta_3 LEV + \beta_4 Pfives + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon \quad (2)$$

其中, *AC1* 表示管理费用和销售费用占营业收入的比例, 用来衡量企业的显性代理成本; *AC2* 表示总资产周转率, 用来衡量企业的隐性代理成本。 *DS * AC1* 为战略差异度和显性代理成本的交互项, *DS * AC2* 为战略差异度与隐性代理成本的交互项。如果模型(2)中 α_4 越大, 说明企业显性代理成本越高, 战略差异度对分析师盈余预测误差率的影响越强; α_5 越小, 说明企业隐性代理成本越高, 战略差异度对分析师盈余预测误差率的影响越弱。

为了检验 H3, 本文选用以下模型进行回归分析:

$$Error = \alpha_0 + \alpha_1 DS + \alpha_2 IDL + \alpha_3 DS * IDL + \beta_1 Size + \beta_2 Growth + \beta_3 LEV + \beta_4 Pfives +$$

$$\sum IND + \sum YEAR + \varepsilon \quad (3)$$

其中, *IDL* 表示企业信息披露的质量, *DS * IDL* 为战略差异度与信息披露质量的交互项, 如果模型(3)中 α_3 为负, 说明企业信息披露质量越高, 企业战略差异度对分析师盈余预测误差率的影响就越弱。

三、统计检验

1. 描述性统计

从表 2 变量描述性统计的结果来看, 分析师盈余预测的误差率的平均数、中位数、最大值、最小值之间相差较大, 说明分析师对不同企业各年的预测的误差率差别较大, 预测的准确性存在较大差异。战略差异度指标的平均数和中位数相差较小, 均在 60% 以上, 说明样本中的大多数企业都偏离行业常规战略, 最大值为 158.2%, 说明存在企业极端偏离行业平均战略。衡量代理成本的两个指标, 管理销售费用率和总资产周转率的平均数和中位数较为接近, 说明各企业存在代理问题的程度较为类似, 但最小值和最大值之间差距较大, 这说明部分企业的代理问题较为严重, 代理成本高昂。信息披露质量指标的平均数为 0.839, 说明大多数公司的信息披露考评结果为 A(优秀)和 B(良好), 总体来说信息披露的状况较好。

表2 变量描述性统计结果

变量	观测值	平均数	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Error</i>	2567	2.209	0.572	4.940	0	32.932
<i>DS</i>	2567	0.660	0.628	0.272	0.215	1.582
<i>AC1</i>	2567	0.140	0.113	0.109	0.012	0.604
<i>AC2</i>	2567	0.769	0.624	0.610	0.062	3.521
<i>IDL</i>	2567	0.839	1	0.367	0	1
<i>Size</i>	2567	22.334	22.252	1.210	19.729	25.400
<i>Growth</i>	2567	0.253	0.102	0.854	-0.594	6.817
<i>LEV</i>	2567	0.536	0.545	0.214	0.070	1.262
<i>Pfives</i>	2567	48.939	48.783	15.948	18.457	85.594

2. 相关性分析

表3是变量相关性检验的结果,本文进行了VIF检验,系数均在5以下,说明相关变量之间不存在多重共线性的问题。从相关性检验的结果可以看出,战略差异度、管理销售费用率与分析师盈余预测误差率呈正相关关系,而总资产周转率、信息披露质量与分析师预测误差率呈负相关关系。

此外,管理销售费用率与战略差异度呈正相关关系,总资产周转率、信息披露质量与战略差异度呈负相关关系。分析结果显示,分析师盈余预测误差率与战略差异度、总资产周转率、信息披露质量者之间关系较为显著,与管理销售费用率的相关性较弱;战略差异度与管理销售费用率、信息披露质量显著相关,与总资产周转率的相关性较弱。

表3 相关性检验结果

	<i>Error</i>	<i>DS</i>	<i>AC1</i>	<i>AC2</i>	<i>IDL</i>	<i>Size</i>	<i>Growth</i>	<i>LEV</i>	<i>Pfives</i>
<i>Error</i>		0.098 ***	0.0087	-0.1275 ***	-0.0441 **	-0.0095	-0.3014 ***	0.0728 ***	-0.1255 ***
<i>DS</i>	0.0496 **		0.1116 ***	-0.018	-0.0847 ***	-0.0617 ***	-0.0595 ***	-0.0517 ***	0.002
<i>AC1</i>	0.0258	0.2525 ***		-0.2819 ***		-0.3052 ***	-0.1226 ***	-0.2707 ***	-0.1581 ***
<i>AC2</i>	-0.0347 *	-0.0223	-0.3014 ***			-0.0517 ***	0.1605 ***	0.0539 ***	0.0016
<i>IDL</i>	-0.0892 ***	-0.096 ***				0.1733 ***	0.0242	-0.0034	0.0653 ***
<i>Size</i>	-0.0171	-0.0823 ***	-0.2937 ***	-0.0467 **	0.1842 ***		0.0291	0.3439 ***	0.2655 ***
<i>Growth</i>	-0.087 ***	-0.0157	-0.0696 ***	0.0459 **	-0.0183	-0.0068		0.0397 **	0.0567 ***
<i>LEV</i>	0.0586 ***	-0.0402 **	-0.2056 ***	0.0409 **	-0.012	0.29 ***	0.0345 *		0.0808 ***
<i>Pfives</i>	-0.0817 ***	-0.0085	-0.1551 ***	0.0147	0.0626 ***	0.2627 ***	0.112 ***	0.0942 ***	

注:下三角为pearson相关系数,上三角为spearman相关系数;*、**、***分别代表在10%、5%和1%的显著性水平下显著。

(三) 回归分析

表4是三个模型回归分析的结果。模型(1)显示的是战略差异度和分析师盈余预测误差率之间的关系,可以看到,*DS*的回归系数为0.663,在10%的水平上显著为正,表明企业战略差异度与分析师盈余预测的误差率呈正相关,战略差异度越大,分析师对该企业进行盈余预测的误差率就越大,预测的准确性就越低,这与本文的假设H1相符。

在模型(1)的基础上,加入了代表企业特征的代理成本指标(*AC1*、*AC2*)与战略差异度(*DS*)的交互项(*DS * AC1*、*DS * AC2*),构建了模型(2),回归的结果显示*DS * AC1*的回归系数为6.694,

在5%的水平上显著相关,与之前的预期一致,说明显性代理成本在很大程度上影响分析师预测的准确性,管理销售费用率越高,战略差异度对分析师盈余预测误差率的影响越强;*DS * AC2*的回归系数为-0.808,并未发现固定资产利用效率这一隐性代理成本对分析师盈余预测准确性的影响,因此,部分验证了H2。

模型(3)在模型(1)的基础上加入信息披露质量(*IDL*)与战略差异度(*DS*)的交互项(*DS * IDL*)作为解释变量,结果显示*DS*仍然在5%的水平上显著为正,交互项*DS * IDL*的回归系数为-2.176,在5%的水平上显著相关,符合本文的H3,表明企业信息披露的质量会影响战略差异度

与分析师预测准确性之间的关系,信息披露的质量越高,信息不对称程度越低,会弱化战略差异度对分析师盈余预测准确性的影响。

表 4 变量回归分析结果

	模型(1)	模型(2)	模型(3)
<i>DS</i>	0.663 * (1.81)	0.023 (0.02)	2.211 *** (2.79)
<i>AC1</i>		-6.983 ** (-2.52)	
<i>AC2</i>		0.156 (0.26)	
<i>DS * AC1</i>		6.694 ** (2.20)	
<i>DS * AC2</i>		-0.808 (-1.04)	
<i>IDL</i>			0.308 (0.45)
<i>DS * IDL</i>			-2.176 ** (-2.45)
<i>Size</i>	-0.181 ** (-2.00)	-0.208 ** (-2.25)	-0.125 (-1.37)
<i>Growth</i>	-0.418 *** (-3.67)	-0.412 *** (-3.60)	-0.409 *** (-3.60)
<i>LEV</i>	2.050 *** (4.20)	1.989 *** (4.03)	1.879 *** (3.86)
<i>Pfives</i>	-0.020 *** (-3.11)	-0.019 *** (-2.87)	-0.019 *** (-2.95)
<i>Constant</i>	3.908 * (1.84)	5.514 ** (2.37)	2.439 (1.13)
<i>N</i>	2567	2567	2567
<i>Adj-R²</i>	0.040	0.044	0.049
<i>F</i>	5.100	4.904	5.731

注:*、**、*** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的显著性水平下显著。

四、稳健性检验

我国上市公司财务报表未直接披露广告费用和研发费用,因此本文在计算战略差异度指标时,选取销售费用 and 无形资产净值分别代替广告费用和研发费用。因此,本文采取叶康涛等(2014)和何玉润等(2017)的做法,剔除了广告宣传投入和研发投入这两个维度,以剩余的四个维度衡量企业的战略差异度,进行稳健性检验。根据表 5 的回归结果我们可以看到,模型(1)中 *DS* 的回归系数为 0.639,在 5% 水平上显著,这说明战略差异度与分析师盈余预测的准确性呈显著负相关。模型(2)中的交互项 *DS * AC1* 在 5% 水平上呈显著

正相关关系,即显性代理成本越高,战略差异度对分析师盈余预测准确性的影响就越强。模型(3)中的交互项 *DS * IDL* 在 5% 水平上呈显著负相关关系,即信息披露质量越高,战略差异度对分析师盈余预测准确性的影响就越弱。总而言之,在采用四维度指标衡量战略差异度后,各变量间的回归系数和显著性变化不大,原先的分析结果仍然成立。

表 5 稳健性检验结果

	模型(1)	模型(2)	模型(3)
<i>DS</i>	0.639 ** (2.00)	0.083 (0.11)	1.976 *** (2.95)
<i>AC1</i>		-5.313 ** (-2.34)	
<i>AC2</i>		-0.036 (-0.07)	
<i>DS * AC1</i>		5.114 ** (2.08)	
<i>DS * AC2</i>		-0.504 (-0.77)	
<i>IDL</i>			0.109 (0.18)
<i>DS * IDL</i>			-1.901 ** (-2.50)
<i>Size</i>	-0.181 ** (-2.01)	-0.199 ** (-2.14)	-0.123 (-1.35)
<i>Growth</i>	-0.419 *** (-3.68)	-0.401 *** (-3.50)	-0.413 *** (-3.64)
<i>LEV</i>	2.026 *** (4.15)	1.971 *** (4.00)	1.872 *** (3.85)
<i>Pfives</i>	-0.020 *** (-3.16)	-0.019 *** (-2.99)	-0.019 *** (-2.97)
<i>Constant</i>	3.954 * (1.87)	5.208 ** (2.30)	2.555 (1.19)
行业、年度	控制	控制	控制
<i>N</i>	2567	2567	2567
<i>Adj-R²</i>	0.040	0.043	0.049
<i>F</i>	5.129	4.837	5.766

注:*、**、*** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的显著性水平下显著。

五、研究结论与启示

1. 研究结论

本文从代理理论和信息不对称的角度出发,以 2007—2015 年我国深交所主板 A 股上市公司作为研究对象,结合代理成本及信息披露质量两个企业特征研究战略差异度对分析师预测准确性

的影响。研究发现:第一,企业战略差异度与分析师预测准确性之间存在负相关关系,即公司战略偏离程度越高,分析师盈余预测的误差越大,准确性越低;第二,企业显性代理成本越高,战略差异度对分析师盈余预测误差率的影响越强,即较高企业管理销售费用率会增强战略差异度对分析师盈余预测准确性的影响;第三,信息披露质量会影响公司战略差异度与分析师盈余预测之间的关系,即高质量的信息披露会削弱战略差异度对分析师盈余预测准确性的影响。

2. 研究启示

本文的研究结论具有以下几方面的启示:第一,从分析师的角度来看,分析师应该加强对目标企业战略的重视程度。分析师对战略偏离行业平均战略较大的企业应重点关注,对目标公司进行盈余预测时要着重考虑其战略差异度所带来的业绩波动等方面影响。第二,从企业的角度来看,要削弱战略差异度对分析师预测准确性的影响,企业应当缓解公司的代理问题。一方面,我国上市公司可以学习西方国家的内部人持股制度,设立

股票期权,进行管理激励。在股权激励机制下,管理层能够以股东的身份而不是单纯的代理人对公司进行管理,使公司目标与个人目标趋于一致,可以有效缓解代理冲突。另一方面,上市公司应当优化和完善现有的股权结构和公司治理机制,加大引入机构投资者,达到多元制衡的效果。机构投资者拥有的资源较多,能掌握更多的信息,且具备专业的人员及能力更好地评估和监督上市公司的行为,有效降低代理成本。第三,从政府的角度来说,相关部门应该进一步规范信息披露制度。分析师预测的准确性是建立在高质量的信息披露的基础之上的,信息的透明度越高,分析师获取的信息越可靠,可以降低分析师预测的难度。因此,政府部门应该进一步规范和完善信息披露制度,对其内容和标准做出具体的规定,对故意隐瞒或歪曲重要信息的行为加以严惩,以此保障信息的真实性和可比性。而且加强信息披露可以有效解决信息不对称的问题,对引导投资者正确的投资行为,降低代理成本,促进资本市场平稳运行具有十分重要的作用。

参考文献:

- [1] 刘永泽,高嵩. 信息披露质量、分析师行业专长与预测准确性——来自我国深市A股的经验证据[J]. 会计研究, 2014(12):60-65,96.
- [2] 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.
- [3] Brown L D, Richardson G, Schwager S. An information interpretation of financial analysts superiority in forecasting earnings [J]. Journal of Accounting Research,1987,25:49-67.
- [4] 公言磊. 公司因素对财务分析师盈余预测特性影响的实证研究[J]. 财经问题研究,2010(3):72-78.
- [5] 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),2017,32(2):58-66.
- [6] 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,2018,40(1):112-123.
- [7] Hiller N J, Hambrick D C. Conceptualizing executive hubris: The role of (hyper-) core self-evaluations in strategic decision-making[J]. Strategic Management Journal,2005,26(4):297-319.
- [8] Tang J, Crossan M, Rowe W G. Dominant CEO, Deviant Strategy and Extreme Performance: The Moderating Role of a Powerful Board[J]. Journal of Management Studies,2011,48(7):1479-1503.
- [9] 游达明,张杨,张婷婷. 企业战略差异与创新绩效的关系研究[J]. 现代管理科学,2017(2):28-30.
- [10] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics,1976(3):205-360.
- [11] 李世辉,雷新途. 两类代理成本、债务治理及其可观测绩效的研究——来自我国中小上市公司的经验证据[J]. 会计研究,2008(5):30-37.
- [12] Frank H Easterbrook. Two Agency-cost Explanation of Dividend[J]. American Economic Review,1984,74(4):650-659.
- [13] 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.
- [14] 叶康涛,张姗姗,张艺馨. 企业战略差异与会计信息的价值相关性[J]. 会计研究,2014(5):44-51,94.
- [15] 马媛,张伟. 企业战略差异、信息披露质量与会计信息价值相关性——来自深市2010-2014年上市公司的数据

- [J]. 财会通讯,2016(36):13-17.
- [16] 张正勇,胡言言,吉利. 企业社会责任报告鉴证能够降低分析师盈利预测偏差吗? [J]. 审计与经济研究,2017,32(5):85-95.
- [17] 杜兴强,周泽将. 信息披露质量与代理成本的实证研究——基于深圳证券交易所信息披露考评的经验证据[J]. 商业经济与管理,2009(12):76-82,90.
- [18] 顾群,翟淑萍. 信息披露质量、代理成本与企业融资约束——来自深圳证券市场的经验证据[J]. 经济与管理研究,2013(5):43-48.
- [19] Brown L,Hagerman R,Griffin P,et al. Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting quarterly earnings [J]. Journal of Accounting & Economics,1987,9(1):61-87.
- [20] 白晓宇. 上市公司信息披露政策对分析师预测的多重影响研究[J]. 金融研究,2009(4):92-112.
- [21] 卢清昌. 信息披露质量对分析师预测的影响[J]. 技术经济与管理研究,2014(12):115-119.

Enterprise Characteristic, Strategic Differences and Analyst Earnings Forecast ——Evidence from the A-share Market in Shenzhen, China

YAN Zhijuan, ZHU Chao

(School of Accounting, Nanjing Audit University, Nanjing Jiangsu 211815, China)

Abstract: This paper selects the A-share listed company on the Main Market of Shenzhen Stock Market from 2007 to 2015 as a sample, and empirically analyzes the relationship between enterprise characteristics, strategic differences and analyst earnings forecast. The results show that the higher the company's strategic deviation, the lower the accuracy of analyst earnings forecasts. Further studies have found that higher explicit agency costs will increase the impact of strategic differences on the accuracy of analyst earnings forecasts, while high-quality information disclosure will reduce the impact. This article analyzes the impact of corporate strategic choice on analysts' earnings forecasts from the perspective of corporate characteristics, and has important significance for promoting the effective allocation of market resources.

Keywords: listed company; analysts' surplus forecast; strategic difference degree; agency cost; quality of information disclosure

(责任编辑:沈建新)