

企业竞争战略与管理层策略性业绩： 基于管理层业绩预告的分析

操巍¹, 吴忧¹, 叶珊²

(1. 中南财经政法大学会计学院, 湖北 武汉 430073;
2. 中国铁塔有限公司苏州分公司, 江苏 苏州 215004)

摘要: 从战略管理理论出发研究竞争战略对管理层盈利预测策略的影响。结果表明, 采取差异化战略的企业更可能自愿披露盈利预测信息, 然而预测偏差较大并更倾向于披露悲观消息。机制检验表明经营风险在差异化战略影响盈利预测中起中介作用。进一步研究发现, 在国有企业和金融化程度较强的样本中, 差异化竞争战略和盈利预测偏差的关系被显著弱化。

关键词: 竞争战略; 盈利预测; 经营风险

中图分类号: F275

文献标识码: A

文章编号: 1005-0566(2024)05-0210-15

Corporate competitive strategy and strategic forecasts: An analysis based on management's earnings forecast

CAO Wei¹, WU You¹, YE Shan²

(1. School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China;
2. China Tower Co Ltd, Suzhou Branch, Suzhou 215004, China)

Abstract: Based on the theory of strategic management, this paper studies the influence of competitive strategy on management earnings forecasting strategy. The results show that companies adopting differentiated strategies are more likely to voluntarily disclose earnings forecast information, but the forecast deviation is larger, and they are more inclined to disclose pessimistic news. The mechanism test shows that business risk plays an intermediary role in the impact of differentiation strategy on earnings forecast. Further study found that in the samples of state-owned enterprises and strong financialization degree, the relationship between differentiated competitive strategy and earnings forecast deviation was significantly weakened.

Key words: competitive strategy; earnings forecast; business risk

一、选题背景

以信息披露为核心提高上市公司质量是推动资本市场健康发展的内在要求^[1]。伴随着我国资

本市场规模的扩张和功能的不断完善, 以历史性信息为主的传统财务信息披露体系, 越来越难以满足市场参与者对投资决策的信息需求。作为前

收稿日期: 2023-10-20 修回日期: 2024-04-06

基金项目: 国家自然科学基金青年项目“管理层盈利预测信息披露的偏误动因与监管研究”(71302193)。

作者简介: 操巍(1982—), 男, 湖北荆州人, 中南财经政法大学会计学院副教授, 博士, 研究方向为资本市场会计信息披露。通信作者: 吴忧。

瞻性信息的关键部分,管理层盈利预测在解决信息不对称问题中起到沟通企业和投资者的“桥梁”作用,它的发布有助于信息使用者判断企业的收益与风险,并在此基础上预防或者化解风险,从而做出合理的投资决策。然而,从管理层盈利预测实际披露情况来看,业绩预告并没有如预期所愿在警示投资者、提前释放真实业绩波动信号等方面发挥积极作用^[2-3]。近几年来,许多上市公司因为其“业绩预告与实际情况相差过大”等问题而被证券监管部门出具监管问询函或警示函^[4],说明企业的盈利预测质量亟待提高。与美国等西方发达国家的业绩预告制度相比较,美国的业绩预告均为自愿披露,而我国目前处于强制披露与自愿披露并存的状态。在自愿业绩预告的政策下,美国上市公司对于盈利预测信息有更多自主决策空间,美国监管层为了鼓励公司自愿进行业绩预告,会提供免责保护或减少披露要求,而我国管理层盈利预测信息披露机制起步较晚,制度规范还存在一定的完善空间。在我国目前的制度背景之下,上市公司对盈利预测发布意愿、披露内容、方式以及预测消息性质等方面可能都具有与西方发达国家不同的考虑因素^[5-6]。因此,探究我国现有制度背景下的管理层策略性业绩预告行为和动机,提高管理层盈利预测质量并利用业绩预告制度进行实体企业的风险预警和防范,在我国全面加强金融监管、有效防范化解金融风险^[7]和增强资本市场内在稳定性的政策背景下显得尤为重要。

大量经验证据表明,企业的信息披露决策会受到所在环境的影响。上市公司管理层通常有选择地为外部信息使用者提供相关信息,信息披露行为可以看作是其与利益相关者之间博弈所产生的内生决策^[8]。在管理层做出盈利预测披露决策的过程中,公司内外部诸多因素均会影响这一决策的生成。战略选择作为重要的企业内部因素^[9],很可能会对企业的财务决策行为包括盈利预测信息的披露产生影响。与追求效率的低成本战略不同,差异化战略更注重创新,并致力于创造新产品、开辟新市场,以产品和服务的差异化塑造

企业的独特性。这种差异化战略不仅强调市场中独树一帜,更重视创新对企业的影响。因此,差异化战略的选择会导致企业在经营方向、盈利模式、组织结构等方面存在独特性,进而导致其融资需求、所处的信息环境、面临的经营风险存在差异。而管理层盈利预测披露能够帮助上市公司及时释放业绩风险,有效降低内外部信息不对称,起到为市场参与者提供有益信息的作用。那么,在差异化竞争战略类型下,上市公司管理层是否会策略性地发布盈利预测?同时,不同的战略定位有特定的资源配置安排、经营策略以及盈利模式与其相匹配,引致不同的财务行为,进而影响会计信息的产出质量和披露过程。那么,对于实施差异化战略的企业而言,其管理层又将会如何预期公司业绩以及披露何种消息性质的盈利预测呢?对于这些问题,现有文献提供的证据较少,尚未得到深入研究。因此,本文试图基于竞争战略模型,实证研究企业竞争战略定位是否以及如何影响管理层盈利预测信息的披露。本文的研究有助于监管层以及资本市场参与者深入了解我国管理层盈利预测披露行为的动机和影响因素。同时,在创新作为国家战略的大背景下,企业实施差异化战略意义重大,这不仅能够使企业在市场竞争中脱颖而出,树立起品牌和声誉,还有助于应对国际竞争与合作,为企业在创新与发展的道路上赢得更多机遇和优势,然而不少企业在追求差异化战略的同时却忽视其可能产生的经济后果,本文的研究也为上市公司合理调整战略资源、完善信息披露体系提供了参考。

二、文献回顾

(一)管理层盈利预测的影响因素

管理层盈利预测作为一种前瞻性信息,在缓解信息不对称、建立信任关系等方面发挥着积极的作用。近年来,大量文献对管理层盈利预测的影响因素展开研究,并主要集中在高管特质、企业特征、外部环境等层面。

在高管特质方面,于剑乔等^[10]从社会关系的角度入手,发现当公司高管与供应链公司的高管

存在校友关系时,其盈利预测的披露意愿会显著降低,说明社会关系渠道会在一定程度上取代公开对外披露;窦超等^[11]研究表明女性高管会促进管理层盈利预测质量的提升。在企业特征方面,洪峰等^[12]通过业绩预告的数字和文本信息,研究发现卖空管制的放松能够提升管理层盈利预测质量。彭博等^[13]基于电商平台数据,发现“互联网+”能够通过信息技术的升级提升管理层预测未来业绩的能力,进而促使管理层更及时的披露盈利预测。Ke 等^[14]假设并发现董事会中在相关行业任职董事和高管的董事越多,管理盈利预测就越准确。该结论也证实董事的信息职能。何威风等^[3]研究认为,由于公司金融化会改变业务模式以及金融资产具有估值复杂性、会计处理灵活性等特点,公司金融化会降低管理层业绩预告质量。金献坤等^[15]探究数字技术如何影响前瞻性信息,发现企业数字化能够显著提高业绩预告质量。Kannan 等^[16]研究了研发强度如何在会计稳健性、专有成本和其他盈余管理决定因素的水平上影响管理层发布盈利预测行为,结果表明,随着研发强度的增加,企业对未来收益的信息不对称程度越高,保守型企业越倾向于发布盈利预测。在外部环境方面,李晓溪等^[2]、孙世敏等^[17]均发现,公司会提高业绩预告的质量,以应对年报问询对公司带来的负面影响,从而扭转市场对公司的负面预期。毛志宏等^[18]以会计师事务所被监管处罚作为会计师事务所声誉受损的切入点,研究发现会计师事务所声誉受损会提高公司业绩预告质量,主要原因在于公司想要通过提高业绩预告质量的手段来挽回会计师事务所声誉受损对公司造成的负面影响。

(二) 企业战略与会计信息披露

企业战略作为影响会计信息披露的内部因素,目前有多位学者对企业战略与会计信息披露特征之间的关系进行了研究。Edwin 等^[19]通过研究验证了战略定位不同会对信息披露质量产生显著影响。战略差异化程度较高的企业进行财务报表粉饰的动机较强,往往会减少信息发布频率甚至不披露。Bentley 等^[20-21]探究了企业战略选择

对财务报告粉饰行为的影响效应,发现相对于保守型战略,实施探索型战略的公司差异化程度、内外部信息不对称水平较高,使得出现财务报告舞弊情形的可能性显著提升。张先治等^[22]认为,高战略偏离度使得管理者与股东之间的委托代理问题进一步严重,引致财务信息的可比性间接降低,而内部控制可以有效抑制这种负面效应。类似地,披露的及时性也与战略差异化程度存在着一定的联系,二者存在显著的负相关关系,且高质量的审计可以弱化这种关系^[23]。况学文等^[24]通过实证研究,发现激进型战略企业的信息披露意愿较保守型战略更强,披露程度更高,且融资需求在上述关系中发挥了显著的中介效应。张霁若等^[25]聚焦内部控制缺陷信息披露,发现相对于防御性,进攻型公司更有可能披露内部控制缺陷信息。而戴捷敏等^[26]的研究有所不同,他们发现激进型战略会降低财报内部控制自我评价报告的质量。潘璐璐等^[27]从多元化战略的角度出发,研究发现企业的多元化战略会使得信息披露违规显著降低。

而在企业战略与管理层盈利预测关系研究方面,王玉涛等^[28]以激进程度区分战略类型,探究了不同战略选择对管理层业绩预告行为特征的影响。实证结果显示,与防御型战略相比较而言,进攻型战略企业发布自愿性业绩预告的概率较高,但预告内容精确程度较低。朱杰^[4]主要探讨国际化战略与业绩预告质量之间的关系,研究表明管理层业绩预告的准确度会随着企业国际化战略程度的提高而呈现出先减后增的变化趋势。张艺琼等^[29]实证检验了公司战略变革与管理层业绩预告之间的关系,发现战略变革程度与业绩预测准确性、消息类型均显著负相关,而内部控制质量可在上述关系中发挥较强的调节效应。

综上所述,现有关于企业战略对盈利预测信息披露的研究主要集中于企业战略类型的变更对盈利预测信息披露基础维度的影响,对企业战略选择这一公司层面的特征对于管理层盈利预测多维度影响的研究较少。本文试图全面系统地研究企业竞争战略对管理层盈利预测信息披露的影

响,并将产权性质等异质性因素纳入研究框架,以期为二者的关系提供更多经验证据,丰富现有的研究成果并为实践提供借鉴。

三、理论分析与研究假设

信号经济理论认为,由于证券市场中上市公司管理层扮演信息供给者的角色,其在财务信息产出、传递乃至披露过程中处于信息有利地位,他们往往更了解公司的经营状况、投融资活动以及发展趋势,而外部市场投资者属于信息劣势方,无法了解公司当下真实的经营成果,二者处于信息不对等状态。在这种情况下,市场投资者难以客观、正确地评价上市公司的盈利状况和发展前景,进而导致公司股票价格被低估或投资不足问题。因此,当公司面临的内外部信息不对称问题较为严重时,管理层有动机有目的向外部市场传递相关信号,帮助那些无法直接参与经营的投资者们间接评估公司的投资价值,以此来降低信息不对等程度,进而提高投资决策的有用性。

波特的企业战略理论中,企业能够增加竞争优势的两种基本形式为“低成本”和“差异化”,再与企业的经营范围进行组合后产生了3种竞争战略:低成本战略,差异化战略和集中战略(可分为“低成本集中战略”和“差异化集中战略”两种方式)。已有研究表明,不同的竞争战略定位使得企业内外部信息不对称程度存在明显差异,进而对管理层盈利预测披露动机和决策空间产生影响。对于实施差异化战略的公司而言,一方面,其竞争优势来源于自主创新,致力于研发新产品,提供优质服务,寻求新的市场机会。由于缺乏行业标杆作为参照,导致企业与其他同行业公司间的经营活动可比性、信息可比性显著降低,投资者无法根据同行业内竞争对手的战略实施情况来甄别其发展潜力,二者间的信息不对称程度较高。另一方面,相对于低调务实很少对经营模式和方向进行大幅度调整的低成本战略,差异化战略企业通常面临着更高的经营业绩风险和不确定性^[30]。

业绩波动性的增加导致会计盈余可持续性降低,从而进一步提升利益相关者解读公司财务信

息的难度,加剧信息不对称^[31]。显然,对有投资意愿的市场参与者而言,信息不对称的存在使得其投资的整体风险较高,出于风险规避的目的,他们会选择降低对该公司的认可和关注度,进而减少投资决策。此时,为了满足外部市场信息需求,缓解信息不对称问题,实施差异化战略的上市公司管理层更倾向于主动披露盈利预测信息,毕竟业绩信息和相关风险的提前释放也有助于维持投资者信心、稳定股价。

结合上述理论分析,本文提出研究假设H1:相对于低成本战略企业,采取差异化战略的企业管理层更可能自愿披露盈利预测信息。

如前所述,为了与投资者进行更好的交流,降低公司内外部之间的信息不对称,实施差异化战略的上市公司管理层自愿发布盈利预测信息的可能性会更大,然而发布的盈利预测是否能够准确客观地反映其真实业绩,还尚未得知。盈利预测偏差在一定程度上反映了公司业绩估计的准确程度,是指管理层披露的预测净利润与年度财务报告中披露的实际净利润的偏离程度,可以用来衡量盈利预测实质性的信息质量。作为财务信息的前瞻性预告,企业披露的盈利预测与公司经审计年度财务报告的实际盈余越吻合,则偏差越小,准确性程度和可靠性越强,越能树立公司良好形象,提高披露声誉,增强投资者的信心^[32]。若盈利预测偏差较高,那么盈利预告会被认定为可信度较低,甚至不具备可信度。盈利预测偏差的大小一方面反映了管理者对预测信息准确性的重视程度和谨慎态度,另一方面反映了管理者个人的预判能力。本文认为,不同竞争战略模式的企业,其经营方向、盈利策略等方面也不同,最终会体现在企业披露的财务信息中。战略模式的选择会导致管理层盈利预测偏差大小存在显著差异。具体表现为以下几个方面。首先,与低成本战略相比,差异化战略的实施会加大公司经营风险和盈余波动程度,进而导致管理层盈利预测偏差。其次,实施差异化战略的企业往往面临诸多复杂性和不确定因素,其采取的差异化营销策略以及盈利模式不仅

催生了较大体量的经济业务,而且直接增加了经济事项和业务活动的复杂性和独特性,在执行会计准则时,管理层需要对会计方法的选择做出更多判断,从而加大了会计要素的估值空间,盈利预测的报告范围也随之增大,业绩预测的难度提升,最终致使预测偏差加大,准确度随之降低。最后,在上市公司盈利预测与年度财务报告发布的时间间隔内,外部审计须对年报的合理性出具审计意见。相比于低成本战略公司必须通过财务成本管理等系统精准把控生产成本才能在行业中生存不同,差异化战略公司通常更加关注创新而非财务程序的控制,其会计差错更正以及调整事项可能较多,进而加大了预测值与实际值之间的偏差。基于上述分析,本文提出研究假设 H2:相对于低成本战略企业,实施差异化战略的企业管理层发布的盈利预测偏差更大。

一般而言,管理层盈利预测传达出的消息性质大致可分为好消息、坏消息以及确认消息 3 种类型。其中,超出市场预期传递出的为好消息,与市场预期一致属于确认消息,而未达到市场预期的是坏消息。Cotter^[33]认为,管理层盈利预测披露可以被看作是一种引导市场盈利预期的工具。悲观盈利预测所传达出来的坏消息能够引导市场预期,促使外部利益相关者调低对公司盈利表现的期望值,从而为实际业绩的公告设立了一个容易达到或超越的标杆,由此带来积极的市场反应^[36]。此外,预先发布坏消息,向市场传递相关利空信号,可以使投资者们对公司实际业绩状况做好心理预判,释放相关风险,股价得以提前反应,有效规避正式报告日股价大幅波动风险,减少投资者损失,在一定程度上降低了公司诉讼风险^[34]。

在不同的竞争战略定位下,公司管理层披露的盈利预测消息性质也存在显著差异。追求低成本战略的企业以效率作为其根本维度,致力于提供同质化的产品和服务,注重降低运营成本,提高产能利用率,对现有市场进行渗透,业务经营较为稳健;而差异化战略旨在借助产品和服务的差别化塑造企业的独特性,更加重视研发创新,创造新

产品以及开拓新市场。由于差异化经营具有研发周期长、市场需求不明确以及产出不稳定等特点,其投资回报率通常达不到预期,企业出现不良业绩的可能性及面临的风险均较高。此时,如果企业所在产业竞争比较激烈,便会造成风险叠加,加剧业绩下滑^[35]。因此,相对于低成本战略,差异化战略的实施使得企业短期经营活动的不确定和风险增加,出现业绩不佳或极端业绩情形的可能性显著提升。在这种情形下,上市公司管理层往往对战略选择决策导致的经济后果更为关注,潜在风险和收益不确定性的存在促使其会对企业经营情况和未来发展前景进行低估,对盈利预测的披露更为谨慎。即管理层会更倾向于发布悲观的业绩预测消息即坏消息。

一方面,先发制人地披露盈利预测坏消息,可以有效降低真实业绩可能达不到预期的股价崩盘风险,避免外部市场对管理层预测能力的质疑以及公司声誉的损失,而且投资者们通常认为相比于好消息,业绩预测坏消息更加可靠,悲观业绩预测带来的市场反应往往更加敏感积极^[36]。另一方面,差异化战略的实施往往需要大量的时间以及充足的资源投入,且很难在短时间内获得期望的良好收益。因此,在企业盈利状况未得到明显改善前,管理层通常会选择保守且客观地发布盈利预测坏消息,尽管悲观的预测内容会向外部市场传达负面信息,但却给市场参与者留下了依照实际经营效果预告的良好印象,有助于提升公司披露声誉,增强利益相关者的信任程度。并且,真实、可信度高的盈利预告消息类型能够有效规避诉讼威胁,降低诉讼成本,促进差异化战略的顺利实施,最终帮助企业提升经营绩效,占据有利竞争地位。基于上述分析,本文提出假设 H3:相对于低成本战略企业,实施差异化战略的企业管理层倾向于披露盈利预测坏消息。

四、变量选取与模型设计

(一) 样本选择和数据来源

考虑到从 2012 年开始我国管理层业绩预告制度趋于稳定,本文将 2012 年作为样本起点,选取

2012—2022 年我国沪深两市 A 股上市公司为研究样本。参考已有文献的做法,基于初始样本,本文根据以下原则筛选相关数据:①剔除金融保险类的上市公司样本;②剔除 ST 和 *ST 类公司样本;③剔除相关变量存在缺失数据的公司样本。此外,考虑到数据的完整性和稳定性,剔除季度和半年度盈利预测数据,仅保留各公司同一年度最末次盈利预告作为分析对象。经过一系列处理,最终获取样本公司 11 年非平衡面板数据,共计 13 173 个有效公司一年观测值^①。为了消除异常值对研究结果可能造成的影响,本文对全部连续变量做了上下 1% 分位的缩尾(Winsorize)处理。

研究所需的年度盈利预测数据从 Wind 数据库中获取,其余公司层面财务数据来源于 CSMAR 数据库。行业分类以 2012 年证监会出台的《上市公司行业分类指引》为依据,其中制造业取两位编码,其他行业均取一位编码。

(二)被解释变量的选取

1. 盈利预测发布意愿

如前所述,目前我国管理层盈利预测主要通过业绩预告这一形式予以披露,且处于强制与自愿披露并存的状态。本文参考监管部门的相关规定以及李晓溪等^[2]的做法,采用没有达到强制披露要求的上市公司是否选择发布业绩预告来衡量管理层盈利预测发布意愿。由于上市公司管理层发布的盈利预告可分为转亏、续亏、扭亏、续盈、大增、大降、略增、略降 8 种类型,即对于未达到强制披露要求的公司,公司披露业绩预告类型为略增、略降、续盈,则 Issue 取 1,否则取 0。

2. 盈利预测偏差

盈利预测偏差是指上市公司管理层依据有关规定披露的业绩预告中预测盈余与正式年报中报告的实际盈余之间的差异,用以反映管理层盈利预测披露的准确性。盈利预测偏差越大,意味着预告准确程度越低。借鉴曾琦等^[37]和张艺琼等^[29]的做法,本文使用盈利预告中所披露的净利润估计值(预测值)相较于真实值的偏离程度作为预测偏差(Accuracy)的衡量指标,具体计算公式为:

$$Accuracy = 1 - (盈利预测净利润 - 实际净利润) / 实际净利润$$
。需要说明的是,针对不同披露形式的盈利预告,盈利预测净利润的确定方法存在差异。具体而言:点估计形式发布的,直接把该值作为预测净利润;区间预告形式发布的,选择区间中值为预测值;上下限形式的,选择上限或下限为预测值;而预告类型为变动百分比形式的,则需要基于去年同期净利润实际数值计算出本年度净利润的预测值,而后参照上述方式取值。

3. 盈利预测消息性质

本文借鉴袁振超等^[38]的研究,根据管理层发布业绩预告的类型衡量盈利预测消息性质(News):当盈利预告类型为“大增”“扭亏”“略增”“续盈”4 种情形时,预测消息性质为乐观的好消息,News 赋值为 1;当预告类型为“大降”“略降”“续亏”“转亏”时,盈利预测消息性质则为悲观的坏消息,赋值为 0。

(三)解释变量的选取

企业竞争战略指数(Strategy)为本研究的解释变量,用以识别竞争战略类型。本文借鉴 Bentley 等^[20]、周兵等^[39]以及王玉涛等^[28]的研究做法,根据已有文献对竞争战略重要特征的判断以及我国财务报表的实际情况,选取最具代表性的 10 个变量构建战略指数进而识别企业竞争战略类型(见表 1)。这 10 个变量分别是:①总资产周转率,计算公式为营业收入/总资产;②固定资产周转率,即营业收入/固定资产,这两种周转率反映的是企业资产的投入—产出比率,能够有效度量企业利用相关资源的效率,二者越高,表明资产的投入产出比越大,产能利用效率越高;③应收账款周转率,即营业收入与应收账款平均余额之比,用以度量企业管理资金的效率,该指标越高,意味着企业生产经营所需的流动资金回收速度越快,从而有效节约资金成本;④收入成本比,即营业收入与营业成本的比值,反映企业成本效率的高低;⑤资本密集度,即固定资产/总资产;⑥营业毛利率,计算方法为(营业收入 - 营业成本)/营业成本,能够直观体

① 在我国目前盈利预测信息的半自愿披露模式下,大部分企业的预测形式集中于定性预测,满足本研究的合格样本数量相对有限。

现企业获得溢价的能力;⑦市场强度,计算公式为(销售费用+管理费用)/营业收入,反映企业在开拓市场渠道、营销、管理领域支付的费用;⑧增长机会,即主营业务收入增长率,反映企业成长性;⑨研发密度,即研发投入金额占营业收入的比例,反映企业在研究、创新方面的投入力度,考虑到我国上市公司年报中披露的研发支出数据不完整,故用无形资产净额替代研发投入;⑩员工流动性,以企业在过去五年时间内员工人数的标准差来衡量,体现企业的组织稳定性。员工波动性越大,意味着组织稳定性越差。

差异化战略企业在资源利用效率、资金管理效率、成本节约、资本密度这 4 个维度上不及低成本战略企业,即差异化战略的前五个指标较低;相反,其营业毛利率、市场强度、增长机会、研发密度、员工流动性水平要高于低成本战略,即后五个指标较高。参照 Bentley 等^[20]、孙健等^[40]的做法,本文对上述 10 个变量进行分组、赋值,构建企业竞争战略指数。具体步骤如下。

第一步:分别计算各变量过去 3 年的移动平均数。

第二步:将这些变量分别按照“年度—行业”从小到大排序等分为 5 组。

第三步:在分组的基础上赋值。具体方法为:针对前五个指标,最小组赋值为 5,次小组为 4,以此类推,最大组为 1;对于后 5 个指标则完全相反,最小组赋值为 1,次小组为 2,以此类推,最大组为 5。

第四步:将每个公司上述变量的值相加,得到该企业竞争战略指数 *Strategy*,取值范围为 10~50 分。数值较低者看作采取低成本战略,数值较高者则是采取差异化战略,且数值越高,表明企业战略的差异化程度越高。

考虑到集中化战略是一种目标集聚型战略,兼具低成本和差异化战略的基本特征,并力求在两种战略中寻找成本与收益适中的均衡点,因此默认其处于战略指数的中间。本文基于 Bentley 等^[20]、王玉涛等^[28]的战略识别方法并加以改进,根据指数高低将样本分为 3 组,并定义 3 种竞争战略类型:若 *Strategy* 大于等于 35 分小于 50 分,则

划分为差异化战略;若 *Strategy* 大于 10 分小于等于 25 分,则划分为低成本战略;若 *Strategy* 大于 25 分且小于 35 分,则划分为集中化战略类型。为了使研究结果对比更为强烈,后续本文主要讨论低成本战略和差异化战略对管理层盈利预测行为的影响。

表 1 企业竞争战略指数的度量指标

编号	变量名称	变量度量	低成本战略	差异化战略
S01	总资产周转率	营业收入/总资产	高	低
S02	固定资产周转率	营业收入/固定资产	高	低
S03	应收账款周转率	营业收入/应收账款平均余额	高	低
S04	收入成本比	营业收入/营业成本	高	低
S05	资本密集度	固定资产/总资产	高	低
S06	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业成本	低	高
S07	市场强度	(销售费用+管理费用)/营业收入	低	高
S08	增长机会	主营业务收入的历史增长率	低	高
S09	研发密度	无形资产金额/营业收入	低	高
S10	员工流动性	过去 5 年员工数量的标准差	低	高

(四)控制变量的选取

为了控制其他因素对管理层盈利预测的影响,本文参照操巍等^[41]、张艺琼等^[29]、王玉涛等^[28]的研究,对企业财务特征和治理特征进行控制。企业财务状况较好(如资产负债率低、成长性高等)则说明面临的经营风险较低,盈利预测披露的动机和质量会高于财务状况相对较差的公司。此外公司的治理状况也会对企业的信息透明度和准确性产生影响,治理状况更好(如机构投资者比例高、独立董事比例高、董事长和经理人并未两职合一等)的公司一般被认为披露的信息质量也更高。现有研究一般使用的反映企业财务特征的变量为:公司规模(*Size*)、账面市值比(*BTM*)、资产负债率(*Lev*)、成长性(*Growth*);反映公司治理特征的变量为:机构投资者持股比例(*Inst*)、是否二职合一(*Dual*)、董事会规模(*Board*)、独立董事比例(*IDP*)、管理层持股比例(*Mshr*)、股权集中度(*CR1*)、是否由国际四大会计师事务所(即普华永道、德勤、毕马威、安永在中国境内设立的会计师事务所,后面简称为“四大”)审计(*BIG4*)以及年度虚拟变量(*Year*)、行业虚拟变量(*Industry*)(见表 2)。

表2 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义及说明
被解释变量	<i>Issue</i>	盈利预测发布意愿	若企业自愿发布年度盈利预测, <i>Issue</i> 为 1, 否则为 0
	<i>Accuracy</i>	盈利预测偏差	$\text{abs}[(\text{盈利预测净利润} - \text{实际净利润})] / \text{实际净利润}$
	<i>News</i>	盈利预测消息性质	当管理层盈利预测类型为大增、扭亏、略增、续盈时, 为好消息, 赋值为 1; 否则为 0
解释变量	<i>Strategy</i>	企业竞争战略指数	离散变量。对竞争战略类型的度量, 取值范围为 10 - 50。该指数越大, 表明企业越倾向于采取差异化战略
控制变量	<i>Size</i>	公司规模	期末总资产的自然对数
	<i>BTM</i>	账面市值比	公司账面/市场价值
	<i>Lev</i>	资产负债率	总负债/总资产
	<i>Growth</i>	成长性	营业收入增长率
	<i>Inst</i>	机构投资者持股比例	机构投资者持股/总股数
	<i>Dual</i>	是否二合一	董事长、总经理兼任则赋值为 1, 否则赋值为 0
	<i>Board</i>	董事会规模	公司董事会成员数量
	<i>IDP</i>	独立董事比例	独立董事人数/董事会人数
	<i>Mshr</i>	管理层持股比例	管理层期末持股数/总股数
	<i>CR1</i>	股权集中度	第一大股东持股比例
	<i>BIG4</i>	是否四大审计	虚拟变量, 四大审计则赋值为 1, 否则赋值为 0
	<i>Year</i>	年份	年度虚拟变量, 控制年度效应
	<i>Industry</i>	行业	行业虚拟变量, 基于证监会 2012 年行业分类标准设置, 控制行业效应

(五) 模型设定

本文拟研究企业竞争战略对管理层盈利预测披露行为的影响, 并从盈利预测发布意愿、预测偏差和消息性质 3 个维度展开。针对假设 H1 ~ 假设 H3 分别构建如下实证模型进行检验。其中, 模型一和模型三的被解释变量为 0 ~ 1 变量, 采用 Probit 模型回归; 模型二的解释和被解释变量均为连续变量, 使用固定效应模型。上述 3 个模型除了被解释变量不同外, 解释变量、控制变量均相同, 且同时控制了行业 (*Industry*) 和年度 (*Year*) 效应。后续我们主要通过观察回归系数 β_1 符号以及是否显著来检验假设 H1 ~ 假设 H3。本文所有回归均使用公司层面的聚类稳健标准误。

模型一: 企业竞争战略与管理层盈利预测发布意愿的回归模型。

$$Issue = \alpha + \beta_1 Strategy + \beta_2 Controls + \sum Industry + \sum Year + \xi_{i,t} \quad (1)$$

模型二: 企业竞争战略与管理层盈利预测偏差的回归模型。

$$Accuracy = \alpha + \beta_1 Strategy + \beta_2 Controls + \sum Industry + \sum Year + \xi_{i,t} \quad (2)$$

模型三: 企业竞争战略与管理层盈利预测消息性质的回归模型。

$$News = \alpha + \beta_1 Strategy + \beta_2 Controls + \sum Industry + \sum Year + \xi_{i,t} \quad (3)$$

五、实证研究结果与分析

(一) 描述性统计

通过数据筛选和处理, 最终得到 13 173^② 个有效样本观测值。基于研究设计, 本文对有关变量进行描述性统计, 结果如表 3 所示。由表 3 数据可得, 被解释变量盈利预测发布意愿 (*Issue*) 均值为 0.301, 表明有 30.1% 的样本企业会选择自愿发布盈利预测, 符合我国半强制性业绩预告披露的制度背景和实际情况; 盈利预测偏差 (*Accuracy*) 的均值为 0.258, 说明样本企业预测偏差平均处于较低水平, 大多数公司盈余预测值与实际值偏差不大; 预测消息性质 (*News*) 均值为 0.598, 说明披露盈利预测好消息的企业所占比例相对较高。解释变量企业竞争战略指数 (*Strategy*) 为离散变量, 样本企业竞争战略指数在 16 分和 45 分之间波动, 分布基本合理, 平均得分约为 30 分, 中位数为 30, 表明数

^② 盈利预测发布意愿 (*Issue*) 的样本量为 11 131 个, 具体原因为: 参考李晓溪等^[2]的做法, 采用没有达到强制披露要求的上市公司是否选择发布业绩预告来衡量管理层盈利预测发布意愿, 即剔除了强制披露样本。

据结果无明显偏态。

表 3 全样本描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Issue	11 131	0.301	0.459	0.000	0.000	1.000
Accuracy	13 173	0.258	0.534	0.001	0.098	3.680
News	13 173	0.598	0.490	0.000	1.000	1.000
Strategy	13 173	30.364	4.582	16.000	30.000	45.000
Size	13 173	22.280	1.240	19.204	22.159	27.072
BTM	13 173	0.302	0.161	-0.004	0.284	0.794
Lev	13 173	0.470	0.221	0.051	0.461	1.122
Growth	13 173	0.433	1.299	-0.811	0.131	9.235
Inst	13 173	40.771	22.891	0.446	41.292	95.593
Dual	13 173	0.276	0.447	0.000	0.000	1.000
Board	13 173	8.446	1.648	5.000	9.000	15.000
IDP	13 173	37.707	5.446	28.570	36.360	57.140
Mshr	13 173	9.922	15.440	0.000	0.437	70.138
CR1	13 173	30.507	14.010	8.450	28.170	75.010
BIG4	13 173	0.040	0.196	0.000	0.000	1.000

(二)多元回归分析

1. 企业竞争战略与盈利预测发布意愿

为了检验企业竞争战略与管理层盈利预测发布意愿之间的关系,本文应用模型(1)以 *Issue* 为因变量对二者进行多元回归分析,回归结果如表 4 第(1)列、第(2)列所示。其中,表 4 列(1)是不考虑任何控制变量,但控制了行业、年份影响后的回归结果。表 4 列(2)为添加控制变量后的回归结果。列(1)中 *Strategy* 的回归系数为 0.031,符号为正,在 1% 的水平上显著,表明在不控制其他影响因素的条件下,企业竞争战略与盈利预测发布意愿显著正相关,即相比于低成本战略,实施差异化战略的企业发布自愿盈利预测的可能性更高。列(2)中 *Strategy* 的估计系数为 0.024,显著为正,说明在控制其他变量的情况下,企业竞争战略与盈利预测发布意愿之间的关系仍然成立,验证了本文研究的假设 H1。

2. 企业竞争战略与盈利预测偏差

本文应用模型(2)对企业竞争战略与管理层盈利预测偏差之间关系(假说 H2)进行检验。表 4 第(3)、第(4)列报告了相关实证检验结果。其中,表 4 列(3)是仅控制行业和年份的回归结果,表 4 列(4)为添加控制变量后的回归结果。观察表可知,列(3)中 *Strategy* 的估计系数为 0.005,符号为正,且在 1% 的水平上显著,表明在不控制其他因素

的条件下,企业竞争战略与盈利预测偏差显著正相关,即相比于低成本战略,实施差异化战略的企业,管理层盈利预测偏差较大,预测准确性较低。表 4 列(4)的回归结果显示,*Strategy* 的估计系数为 0.005,显著为正,说明在控制其他变量的情况下,企业竞争战略与盈利预测偏差之间的关系仍然成立,验证了本文研究的假设 H2。

3. 企业竞争战略与盈利预测消息性质

本文应用模型(3)对企业竞争战略与管理层盈利预测消息性质之间关系(假说 H3)进行检验。表 4 第(5)列、第(6)列是多元回归结果。其中,列(5)是仅控制行业和年份回归结果,列(5)中 *Strategy* 的回归系数为 -0.015,符号为负,且在 1% 的显著性水平上显著,表明在不控制其他因素

表 4 企业竞争战略与盈利预测回归结果

变量	<i>Issue</i>		<i>Accuracy</i>		<i>News</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Strategy</i>	0.031 *** (6.62)	0.024 *** (5.12)	0.005 *** (4.03)	0.005 *** (4.19)	-0.015 *** (-5.88)	-0.017 *** (-7.09)
<i>Constant</i>	-1.852 *** (-6.97)	0.362 (0.64)	0.107 *** (2.89)	0.107 (0.81)	0.271 ** (2.32)	-2.646 *** (-9.41)
<i>Controls</i>	NO	是	NO	是	NO	是
<i>Year/Industry</i>	是	是	是	是	是	是
<i>Adj R²/Pseudo R²</i>	0.129	0.194	0.008	0.025	0.031	0.079
<i>N</i>	11 131	11 131	13 173	13 173	13 173	13 173

注:**、*** 分别表示在 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$ 上有统计学意义,第(1)、(2)、(5)、(6)列括号中为 z 值;第(3)、(4)列括号中为 t 值。

(三)稳健性检验

1. 竞争战略的不同度量方式

为了保证回归结果的稳健性和可靠性,本文对企业竞争战略进行了一系列稳健性检验。借鉴刘行^[42]和孙健等^[40]的研究,本文采用其他方法度量竞争战略。具体来说,引入两个虚拟变量:差异化战略虚拟变量(*DIFF*)和低成本战略虚拟变量(*COST*)替换回归模型中的竞争战略指数 *Strategy*,重新对相关模型进行估计。当公司战略为差异化

战略(即 $Strategy \geq 35$)时, $DIFF$ 赋值为 1, 否则为 0; 反之, 当公司战略为低成本战略(即 $Strategy \leq 25$)时, $COST$ 取值为 1, 否则为 0^③。多元回归结果如表 5 所示。由表 5 可知, 差异化战略($DIFF$)的回归系数分别在 5%、1%、1% 的显著性水平上显著, 这表明与低成本战略、集中化战略相比, 实施差异化战略的公司发布自愿盈利预测的概率更高, 预测偏差较大, 且较倾向于披露悲观预测消息; 低成本战略($COST$)的系数符号则完全相反。以上结果均与前文主检验回归的结论一致。

表 5 竞争战略的不同度量方式

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Issue</i>	<i>Accuracy</i>	<i>News</i>
<i>DIFF</i>	0.125 ** (2.44)	0.036 *** (2.60)	-0.123 *** (-4.47)
<i>COST</i>	-0.223 *** (-4.30)	-0.021 (-1.49)	0.129 *** (3.99)
<i>Constant</i>	1.060 * (1.90)	0.242 * (1.90)	-3.137 *** (-11.43)
<i>Controls</i>	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是
<i>Adj R²/Pseudo R²</i>	0.194	0.024	0.079
<i>N</i>	11 131	13 173	13 173

2. 企业竞争战略的稳定性

由于财务报表数据存在一定波动性, 且波动幅度越大, 同一公司在不同年份战略指数大小差异越明显, 即企业竞争战略的类型可能会发生改变, 从而在某种意义上影响回归结果。然而, 对于某个特定的企业而言, 其采取的竞争战略作为全局性的长远规划, 在时间维度上通常较为稳定, 不会轻易发生较大变化。换言之, 同一家公司在不同年份的战略指数 $Strategy$ 基本一致, 实施差异化战略的企业战略指数会维持在较高水平, 而低成本战略的公司战略指数会维持在较低水平。由此, 借鉴孙健等^[40]、闫焕民等^[43]的研究, 本文对所构建的竞争战略指数 $Strategy$ 的稳定性进行测试。本文删除了 $N+1$ 年度与 $N-1$ 年度企业竞争战略指数差异大于 5 (即波动幅度较大) 的样本, 最终得到 12 514 个有效样本值。表 6 列示了剔除企业竞争战略波动较大的观测值后的回归结果。从表 6

中可以看出, $Strategy$ 的估计系数都在 1% 的水平上显著, 接近全样本回归结果, 表明在控制了企业竞争战略的稳定性后, 研究结论仍与前文一致。

表 6 竞争战略的稳定性

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Issue</i>	<i>Accuracy</i>	<i>News</i>
<i>Strategy</i>	0.023 *** (5.02)	0.005 *** (3.95)	-0.018 *** (-7.14)
<i>Constant</i>	0.321 (0.57)	0.074 (0.56)	-2.499 *** (-8.70)
<i>Controls</i>	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是
<i>Adj R²/Pseudo R²</i>	0.195	0.025	0.078
<i>N</i>	10 778	12 514	12 514

3. 互为因果检验

如前所述, 企业竞争战略会显著影响管理层盈利预测行为, 而盈利预测披露也有可能对竞争战略的制定和实施产生影响。为避免竞争战略与盈利预测行为互为因果带来的内生性问题对研究结果造成影响, 本研究将变量 $Strategy$ 滞后一期, 得到 $L. Strategy$ 代入模型再次回归, 实证检验结果如表 7 所示。其中, $L. Strategy$ 与预测发布意愿($Issue$)、预测偏差($Accuracy$)显著正相关, 与预测消息性质($News$)显著负相关, 和全样本回归结果相符, 表明在考虑了战略滞后性影响后, 本文的研究结论仍然稳健。

表 7 解释变量滞后一期回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Issue</i>	<i>Accuracy</i>	<i>News</i>
<i>L. Strategy</i>	0.023 *** (3.79)	0.006 *** (4.58)	-0.019 *** (-6.16)
<i>Constant</i>	0.380 (0.47)	0.010 (0.06)	-3.476 *** (-9.56)
<i>Controls</i>	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是
<i>Adj R²/Pseudo R²</i>	0.200	0.026	0.089
<i>N</i>	6 289	8 500	8 500

4. Heckman 两阶段检验

与此同时, 本文的研究可能存在一定程度的自选择偏差问题, 即某一因素既可能影响企业竞争战略的选择, 又影响管理层盈利预测信息披露行为, 导致盈利预测行为实际上是被其他因素影

③ 样本企业中实施差异化战略(即 $Strategy \geq 35$)的样本数为 2 586, 占比为 19.63%; 实施低成本战略(即 $Strategy \leq 25$)的样本数为 1 990, 占比为 15.11%。

响而发生变化的,而非被竞争战略影响。为了进一步缓解内生性问题,本研究运用 Heckman 两阶段回归方法对存在的样本自选择偏差进行处理并做进一步估计。具体而言,在第一阶段,本文设置 Probit 模型(4)估计企业竞争战略类型选择:

$$DIFF/COST = a + bControls + \sum Province + \sum Industry + \sum Year + x_{i,t} \quad (4)$$

在模型(4)中,因变量 *DIFF* 表示差异化战略哑变量, *COST* 表示低成本战略哑变量。 *Controls* 与前文一致。考虑到企业所处的地区也有可能会影响其竞争战略的选择,本文在控制行业和年度影响的基础上,还加入了所在省份的虚拟变量 *Province*。将差异化战略哑变量 (*DIFF*) 和低成本战略哑变量 (*COST*) 分别作为因变量,对模型(4)做 Probit 回归处理,计算得到两个逆米尔斯比率 *IMR1* 和 *IMR2*;随后将这两个逆米尔斯比率代入主回归模型(1)、模型(2)以及模型(3)重新进行检验,即可得到控制了样本自选择偏差后的第二阶段回归结果。表 8 列示了 Heckman 两阶段的具体结果,回归结果显示,企业竞争战略 (*Strategy*) 与发布意愿 (*Issue*) 以及预测偏差 (*Accuracy*) 仍然显著正相关,与预测消息性质 (*News*) 显著负相关,与前文一致,表明在控制了可能存在的自选择偏差后,研究结论依旧成立。

表 8 Heckman 回归结果

变量	Heckman 第一阶段		Heckman 第二阶段		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>DIFF</i>	<i>COST</i>	<i>Issue</i>	<i>Accuracy</i>	<i>News</i>
<i>Strategy</i>	-	-	0.026 *** (5.60)	0.005 *** (3.97)	-0.015 *** (-6.10)
<i>IMR1</i>	-	-	0.394 *** (2.60)	-0.061 (-1.39)	0.428 *** (4.98)
<i>IMR2</i>	-	-	0.020 (0.12)	-0.029 (-0.80)	0.137 * (1.84)
<i>Constant</i>	-0.992 * (-1.81)	1.259 ** (2.10)	-0.824 (-1.19)	0.199 (1.32)	-3.365 *** (-10.71)
<i>Controls</i>	是	是	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是	是	是
<i>Province</i>	是	是	NO	NO	NO
<i>Adj R²/Pseudo R²</i>	0.053	0.060	0.200	0.025	0.080
<i>N</i>	13 173	13 173	11 123	13 173	13 173

5. 安慰剂检验

为了保证研究结论的可信度,本文参考张艺

琼等^[31]的研究,对主回归实施安慰剂检验。即将解释变量竞争战略指数 *Strategy* 的观测值打乱,赋予随机数,重新分配至各样本公司,而后再对回归模型做进一步检验,回归结果如表 9 所示。可以看出,第(1)列至第(3)列中自变量 *Placebo_Strategy* 的估计系数均不显著,进一步表明本文的研究结论是稳健而可靠的。

表 9 主要变量安慰剂检验

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Issue</i>	<i>Accuracy</i>	<i>News</i>
<i>Placebo_Strategy</i>	0.030 (1.11)	0.008 (0.87)	-0.000 (-0.02)
<i>Constant</i>	0.846 (1.52)	0.234 * (1.84)	-3.073 *** (-11.23)
<i>Controls</i>	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是
<i>Adj R²/Pseudo R²</i>	0.190	0.023	0.076
<i>N</i>	11 131	13 173	13 173

6. 控制行业年份趋势

管理层盈利预测也会受到行业的周期性变动以及各个年度出台的各种货币、产业等宏观经济政策的差异化影响。企业同样也可能会因不同的政策而改变战略。本文的回归结果可能由于这些因素进入残差项而产生偏差。因此,为了避免行业发展周期和各种宏观政策对本文回归结果产生的影响,借鉴权小锋等^[44]的做法,在模型(1)、模型(2)、模型(3)中加入年度和所有行业交乘的固定效应进行回归。重新回归的结果如表 10 所示,由结果可知, *Strategy* 的系数依然均显著,说明在控制行业周期、宏观经济政策等因素的影响后,本文的结果不变。

表 10 控制行业年份趋势

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Issue</i>	<i>Accuracy</i>	<i>News</i>
<i>Strategy</i>	0.024 *** (5.20)	0.005 *** (4.20)	-0.018 *** (-7.31)
<i>_cons</i>	0.399 (0.58)	0.133 (1.00)	-2.643 *** (-5.31)
<i>Controls</i>	是	是	是
<i>Industry/Year</i>	是	是	是
<i>Industry × Year</i>	是	是	是
<i>Adj R²/Pseudo R²</i>	0.205	0.025	0.102
<i>N</i>	11 010	13 169	13 139

六、进一步研究

(一) 机制检验

前文已述及,差异化战略企业通常面临着更

高的经营业绩风险和不确定性,为了满足外部市场信息需求,实施差异化战略的上市公司管理层更倾向于主动披露盈利预测信息,而较高的盈余不确定性又会导致业绩预测的难度提升,预测准确度降低。此外,差异化战略导致的企业短期经营活动的不确定和风险增加,使得上市公司管理层往往对战略选择决策导致的经济后果更为关注,对盈利预测的披露更为谨慎,即管理层会更倾向于发布悲观的业绩预测消息即坏消息。因此,本文认为,经营风险是差异化战略影响管理层盈利预测决策的主要机制。参照王竹泉等^[45]的研究做法,本文使用公司连续4年的息税折旧摊销前利润率滚动取值的标准差的累积分布概率来衡量经营风险(*Risk*)。*Risk*值越大,说明企业面临的经营风险越大。本文参考江艇^[46]、唐珏^[47]的做法,采用模型(5)检验差异化战略对企业经营风险的影响,如果公司差异化战略提高了经营风险(*Risk*),则基本支持理论分析的逻辑。回归结果如表11所示,*Strategy*的系数为正,且在1%的水平上显著。说明差异化战略能够显著提高短期内的企业经营风险,增加不确定性,进而对管理层盈利预测决策产生影响。

$$Risk = \alpha + \beta_1 Strategy + \beta_2 Controls + \sum Industry + \sum Year + \xi_{i,t} \quad (5)$$

表11 经营风险的机制检验

变量	<i>Risk</i>
<i>Strategy</i>	0.001 *** (6.45)
<i>Constant</i>	0.482 *** (17.40)
<i>Controls</i>	是
<i>Industry/Year</i>	是
<i>Adj R²</i>	0.214
<i>N</i>	13 173

(二)异质性分析

1. 产权性质的影响

基于我国特有的制度背景,产权性质的不同会对企业经营管理、战略决策以及实施效果产生直接影响,是研究公司行为时不可忽视的影响因素。本文认为,不同股权性质的企业,其竞争战略

对管理层盈利预测披露行为的影响也有所不同。鉴于此,本文根据是否国有控股将样本公司分为国企和非国企两组,分别检验企业竞争战略与盈利预测披露之间的关系,分组回归结果如表12所示。表12列(1)、列(2)为企业竞争战略与盈利预测发布意愿的分组回归结果。其中,国企组与非国企组 *Strategy* 的估计系数均在1%的置信水平上显著;表12列(5)、列(6)为企业竞争战略与盈利预测消息性质的分组回归结果。其中,国企组与非国企组 *Strategy* 的估计系数均显著为负。表明不同产权性质下企业竞争战略对盈利预测发布意愿和消息性质的影响基本一致。原因可能在于,差异化战略的实施使得上市公司面临的经营不确定性及信息不对称程度增加,对于受外部监管较为严格的国有企业,或是信息透明度不高的非国有企业,不论是为了维护自身声誉亦或是缓解代理冲突,其管理者均有强烈的动机对外披露更多的业绩预测信息,并通常会保守地发布盈利预测坏消息。表12列(3)、(4)为企业竞争战略与盈利预测偏差的分组回归结果。其中,国企组中 *Strategy* 的估计系数不显著,而非国有企业组 *Strategy* 的回归系数在1%的置信水平上显著为正。说明对非国企而言,差异化战略的实施导致发布的盈利预测偏差较大,准确性较低,而在国企中这一关系并不明显。可能的解释是,作为政府参与社会经济的有力工具,国有企业在多数情况下会受到特殊优待。如在其陷入运营或财务困境时,可以获得政府各方面的帮助,包括资源基础和政策性优惠等,因而其风险承担水平要显著高于非国企^[48]。即便其采取了风险较高的差异化战略,也能在政府的扶持下,优化资源配置,最大限度地降低研发创新等冒险性业务引发的业绩波动,缓解相关风险;而非国有企业无法依赖政府力量,在市场环境发生重大变化或其遭遇经营危机时往往表现脆弱,不堪一击。实施差异化战略可能导致的经营不确定性和失败风险显著提升。换言之,国有企业和政府之间这种天然的政治关联为其采取激进的差异化战略决策提供了保障,能够有效

降低经营不确定性和整体风险,从而削弱了竞争战略对盈利预测偏差的影响。因此,在国有企业中,竞争战略与管理层盈利预测披露偏差的关系被显著弱化。

表 12 产权性质的影响

变量	Issue		Accuracy		News	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	国企	非国企	国企	非国企	国企	非国企
Strategy	0.027 *** (3.73)	0.014 ** (2.32)	-0.001 (-0.19)	0.004 *** (2.60)	-0.010 ** (-2.51)	-0.020 *** (-6.65)
Constant	-0.450 (-0.57)	0.397 (0.46)	-1.748 *** (-2.75)	0.521 *** (3.02)	-1.579 *** (-3.49)	-3.802 *** (-9.98)
Controls	是	是	是	是	是	是
Industry/ Year	是	是	是	是	是	是
Adj R ² / Pseudo R ²	0.080	0.241	0.095	0.025	0.062	0.095
N	5 006	5 891	4 173	8486	4 173	8 486

2. 企业金融化的影响

近些年随着市场需求的日益饱和,实体经济的盈利空间有限,逐渐开始处于低迷状态。为了转型发展,一些企业选择将大量实业资本投入到高风险但同时高回报的金融和房地产业,导致金融渠道获利占比逐渐升高,甚至成为主要收益来源。考虑到波特对于竞争战略的分类,是针对企业经营战略的划分,且默认这些企业为实体经济,而一旦实体经济企业将企业的部分资源转移到金融资产中,意味着该企业的整体战略实施能力将发生一定的变化。因此,基于我国特殊的经济制度环境,本文拟依据企业金融化程度将样本公司划分为实体经济公司与过度金融化公司两种类型,以检验不同经济发展模式下企业竞争战略与盈利预测披露之间的关系是否存在差异。本文参照何威风等^[3]、王化成等^[49]的研究,以企业配置金融资产占总资产的比重来度量实体经济企业金融化水平(*Financial*),计算公式为 $Financial = (\text{交易性金融资产} + \text{可供出售金融资产净额} + \text{长期股权投资净额} + \text{持有至到期投资净额} + \text{投资性房地产净额} + \text{衍生金融资产}) / \text{总资产}$ 。*Financial* 的值越大,说明企业配置金融资产占总资产比重越高,金融化程度越高。借鉴已有研究,本文以变量 *Financial* 的四分位值为依据对样本进行分组,将 *Financial* 最大的 25% 样本归为过度金融化组,最

小的 25% 样本归为实体经济组。表 13 列示了过度金融化公司与实体经济公司的分组回归结果。观察表 13 可知,在实体经济组中,企业竞争战略 (*Strategy*) 与盈利预测发布意愿 (*Issue*)、预测偏差 (*Accuracy*) 均显著正相关,与预测消息性质 (*News*) 在 1% 的水平上显著负相关。而在过度金融化组,企业竞争战略 (*Strategy*) 与盈利预测发布意愿 (*Issue*) 显著正相关,与预测消息性质 (*News*) 在 1% 的置信水平上显著负相关,但与预测偏差 (*Accuracy*) 不存在显著关系,说明对过度金融化的公司而言,差异化战略的实施不会对盈利预测的偏差造成显著影响,这可能是过度金融化的公司配置金融资产的“双重效应”造成的。

表 13 实体企业金融化的影响

变量	Issue		Accuracy		News	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	实体经济组	过度金融化组	实体经济组	过度金融化组	实体经济组	过度金融化组
Strategy	0.016 * (1.94)	0.027 *** (3.21)	0.006 *** (2.70)	0.003 (1.56)	-0.017 *** (-3.52)	-0.014 *** (-3.05)
Constant	0.737 (0.68)	-1.415 (-1.30)	0.237 (0.84)	0.061 (0.28)	-2.322 *** (-3.67)	-3.384 *** (-6.33)
Controls	是	是	是	是	是	是
Industry/ Year	是	是	是	是	是	是
Adj R ² / Pseudo R ²	0.178	0.184	0.021	0.016	0.078	0.077
N	2 702	2 751	3 207	3 273	3 207	3 273

七、研究结论与政策建议

研究显示,相对于低成本战略企业,实施差异化战略企业出于提高信息透明程度等动机,其管理层更可能自愿披露盈利预测信息,但同时导致管理层盈利预测偏差加大,整体预测准确度降低,并且潜在风险和收益不确定性的存在促使该类公司管理层会更倾向于保守地披露悲观的业绩预测消息或坏消息,上述结论在控制内生性问题、进行相关稳健性检验后仍然成立。进一步研究的实证结果显示,企业产权性质以及金融化强度的不同会对竞争战略与盈利预测行为之间的关系产生直接影响。具体而言,国有企业和金融化程度较强的样本中,差异化竞争战略和盈利预测信息披露偏差之间的关系被显著弱化。

基于实证分析结果,本文拟提出以下政策建议:首先,对上市公司而言,应加强战略决策过程

中的风险评估,避免盲目寻求差异化。在实际操作层面,企业管理者应该在致力于创新、争取核心竞争力的同时理性地将公司战略可能引致的信息风险和经营风险纳入考量中,充分考虑信息披露可能带来的盈利预测偏差和风险。此外,建议上市公司提升内部风险管理和披露标准,建立更严格的内部风险评估和披露流程,确保披露信息客观准确。其次,对外部投资者等利益相关者而言,应当审慎对待公司发布的盈利预测,结合公司战略和市场环境全面评估其真实性和可靠性,从多角度全面评估公司价值。具体而言,除了盈利预测信息外,投资者还应考虑公司的核心竞争力、企业财务健康状况、创新能力等多方面因素。最后,对于监管部门和准则制定机构来说,应重点关注采取差异化战略的公司,并制定更加详细和量化的信息披露准则,以保障信息披露的准确性和透明度。具体而言,披露准则可以包括明确的披露内容、格式规范、披露时机、允许偏差范围等方面的要求,将连续3年以上进行高质量盈利预测信息披露的企业列入“白名单”,以减少管理层可能出于保守性考虑而选择性披露偏差较大的信息。此外,建议监管层增强监管力度和问责机制,对信息披露违规行为进行严厉处罚,维护市场秩序和投资者权益,从源头上防范化解金融风险,促进资本市场长远健康发展。

参考文献:

- [1]邢恩泽,邓玉萍,袁礼,等.信息披露质量与企业全要素生产率[J].中国软科学,2023(7):114-126.
- [2]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,2019,35(8):173-188,192.
- [3]何威风,李思昊,吴玉宇.公司金融化对业绩预告质量影响研究[J].经济管理,2021,43(10):138-153.
- [4]朱杰.企业国际化战略与管理层业绩预告准确度[J].审计与经济研究,2022,37(4):90-100.
- [5]于剑乔,罗婷.融资融券制度与策略性信息披露:基于业绩预测精确度的证据[J].会计研究,2022(3):47-61.
- [6]LI Y H, ZHANG L. Short selling pressure, stock price behavior, and management forecast precision: evidence from a natural experiment[J]. Journal of accounting research, 2015, 53(1):79-117.
- [7]何德旭,张雪兰.从金融视角看中国式现代化道路[J].中国社会科学,2023(5):26-46,204-205.
- [8]BLANKESPOOR E, DEHAAN E, MARINOVIC I. Disclosure processing costs, investors' information choice, and equity market outcomes: a review[J]. Journal of accounting and economics, 2020, 70(2/3):1-46.
- [9]焦豪,张睿,杨季枫.数字经济情境下企业战略选择与数字平台生态系统构建:基于共演视角的案例研究[J].管理世界,2023,39(12):201-229.
- [10]于剑乔,罗婷.高校校友关系与业绩预测披露行为[J].会计研究,2021(2):72-85.
- [11]窦超,韦婧婧,王瑞华,等.女性高管能否改善业绩预告质量?[J].中央财经大学学报,2022(6):59-69.
- [12]洪峰,翟胜宝.卖空管制放松提高了管理层业绩预告质量吗:基于数字与文本信息的双重证据[J].财贸研究,2023,34(4):83-98.
- [13]彭博,贺晨.“互联网+销售”有助于改善管理层预测的质量吗:基于上市公司开设电商店铺的数据分析[J].会计研究,2022(6):75-89.
- [14]KE R, LI M, ZHANG Y. Directors' informational role in corporate voluntary disclosure: an analysis of directors from related industries[J]. Contemporary accounting research, 2020, 37(1):392-418.
- [15]金献坤,徐莉萍,辛宇.企业数字化与业绩预告可靠性研究[J].会计研究,2023(2):52-64.
- [16]KANNAN Y, KHALLAF A, GLEASON K, et al. The relationship between R&D intensity, conservatism, and management earnings forecast issuance[J]. Advances in accounting, 2023(62):1-14.
- [17]孙世敏,关舒予.财务报告问询函对业绩预告质量治理效应研究[J].东北大学学报(社会科学版),2023,25(3):16-27.
- [18]毛志宏,李燕,金龙.会计师事务所声誉损失与业绩预告质量:基于监管处罚的经验证据[J].外国经济与管理,2022,44(3):88-102.
- [19]EDWIN K, YANG L, KERYN C, et al. The influence of business strategy on annual report readability[J]. Journal of accounting and public policy, 2018, 37(1):65-81.
- [20]BENTLEY K A, OMER T C, SHARP N Y. Business strategy, financial reporting irregularities and audit effort[J].

- Contemporary accounting research, 2013, 30(2): 780-817.
- [21] BENTLEY K A, OMER T C, TWEDT B J. Does business strategy impact a firm's information environment? [J]. Journal of accounting, auditing, and finance, 2017, 7(1):1-43.
- [22] 张先治, 刘坤鹏, 李庆华. 战略偏离度、内部控制质量与财务报告可比性[J]. 审计与经济研究, 2018, 33(6): 35-47.
- [23] 刘圻, 罗忠莲. 上市公司战略差异度、高质量审计与年报披露及时性[J]. 财务研究, 2018(5): 40-54.
- [24] 况学文, 张晓梦, 张秀君. 公司战略、融资需求与会计信息自愿披露[J]. 江西社会科学, 2019, 39(8): 208-216.
- [25] 张霁若, 杨金凤. 公司战略对内部控制缺陷信息披露的影响研究[J]. 会计研究, 2020(6): 171-180.
- [26] 戴捷敏, 方红星. 公司战略会影响管理层财务报告内部控制自我评价质量吗? [J]. 会计与经济研究, 2023, 37(5): 21-42.
- [27] 潘璐璐, 谭睿鹏, 黄顺武. 多元化战略与信息披露违规: 基于年报业务段特质性信息的视角[J]. 会计研究, 2023(5): 33-48.
- [28] 王玉涛, 段梦然. 企业战略影响管理层业绩预告行为吗? [J]. 管理评论, 2019, 31(2): 200-213.
- [29] 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, 34(6): 68-77.
- [30] HABIB A, HASAN M. Business strategy, overvalued equities and stock price crash risk[J]. Research in international business and finance, 2017, 39(1): 389-405.
- [31] 王化成, 张修平, 侯粲然, 等. 企业战略差异与权益资本成本: 基于经营风险和信息不对称的中介效应研究[J]. 中国软科学, 2017(9): 99-113.
- [32] 王浩, 向显湖, 许毅. 高管经验、高管持股与公司业绩预告行为[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2015, 35(9): 52-66.
- [33] COTTER W. Expectations management and beatable targets: how do analysts react to public earnings guidance? [J]. Contemporary accounting research, 2006, 23(3): 593-624.
- [34] ROGERS J, BUSKIRK A V. Shareholder litigation and changes in disclosure behavior[J]. The journal of accounting and economics, 2009(47): 136-156.
- [35] 袁蓉丽, 李瑞敬, 夏圣洁. 战略差异度与企业避税[J]. 会计研究, 2019(4): 74-80.
- [36] HUTTON A P, MILLER G S, SKINNER D J. The role of supplementary statements with management earnings forecasts [J]. The journal of accounting research, 2003, 41(5): 867-890.
- [37] 曾琦, 傅绍正, 胡国强. 会计诚信影响审计定价吗?: 基于管理层业绩预告准确性视角[J]. 审计研究, 2018(6): 105-112.
- [38] 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, 17(3): 49-61.
- [39] 周兵, 黄芳, 任政亮. 企业竞争战略与盈余持续性[J]. 中国软科学, 2018(3): 141-152.
- [40] 孙健, 王百强, 曹丰, 等. 公司战略影响盈余管理吗? [J]. 管理世界, 2016(3): 160-169.
- [41] 操巍, 谭怡, 邓伟. 管理者过度自信对自愿性盈利预测披露质量的影响[J]. 财经问题研究, 2017(1): 55-61.
- [42] 刘行. 企业的战略类型会影响盈余特征吗?: 会计稳健性视角的考察[J]. 南开管理评论, 2016, 19(4): 111-121.
- [43] 闫焕民, 王浩宇, 魏珊珊. 公司战略定位与外部审计需求“偏好”: 基于迎合理论视角[J]. 当代会计评论, 2019, 12(2): 89-116.
- [44] 权小锋, 李闯. 智能制造与成本粘性: 来自中国智能制造示范项目的准自然实验[J]. 经济研究, 2022(4): 68-84.
- [45] 王竹泉, 王贞洁, 李静. 经营风险与营运资金融资决策[J]. 会计研究, 2017(5): 60-67, 97.
- [46] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(5): 100-120.
- [47] 唐珏. 降低住房公积金缴费率有助于稳定就业吗? [J]. 经济学(季刊), 2022, 22(3): 977-996.
- [48] 邓可斌, 曾海舰. 中国企业的融资约束: 特征现象与成因检验[J]. 经济研究, 2014, 49(2): 47-60, 140.
- [49] 王化成, 毕紫岚, 孙昌玲. 核心竞争力能够抑制实体企业金融化吗: 基于文本分析的经验证据[J]. 中国软科学, 2023(1): 114-133.

(本文责编: 辛 城)