

摘 要

在我国经济发展进入“新常态”的大背景下，企业所面临的金融环境与产业政策等不断调整，行业竞争日益加剧。越来越多的企业尝试利用自身资源优势，通过实行差异化战略来突出重围。但当企业在标新立异地实行差异化战略的同时，其经营风险会加大，利益相关者对企业的经营状况更加难以把握，管理层自利动机增强，可能对企业的信息披露行为及质量产生影响。业绩预告作为企业信息披露的重要内容之一，是外界了解企业经营状况的窗口与前哨站，显然差异化战略的实行可能也会对业绩预告的披露产生影响。现有研究较少关注企业战略对会计信息披露行为的影响，结合现实的经济背景与相关研究现状，差异化战略对业绩预告披露的影响研究迫在眉睫。

本文基于信息不对称、委托代理、信号传递、战略选择等理论，进行分析并提出研究假设，通过搜集 2015-2020 共计 6 年 A 股上市公司数据对假设进行实证检验，分析战略差异度与业绩预告披露二者之间的关系。在此基础上，进一步探讨差异化战略影响业绩预告披露的路径，以及公司治理在差异化战略与业绩预告二者关系中的调节作用。

研究表明：(1) 当企业实行异于行业常规战略的差异化战略时，其业绩预告披露会受到显著影响。具体地，当企业战略差异度越大时，企业越倾向于发布业绩预告负面消息，且业绩预告预测值与实际值的误差也越大；(2) 代理成本是差异化战略影响业绩预告的一条作用路径，较大的战略差异度会导致更为严重的代理问题，进而对业绩预告披露质量产生更大的负面影响；(3) 内外部公司治理在差异化战略与业绩预告关系中的调节作用存在明显差异：机构投资者发挥的外部治理效应，可以负向调节差异化战略对业绩预告的影响，而内部治理在二者关系中并没有发挥负向的调节作用。在以上研究结果的基础上，结合现实问题，从上市公司、监管部门、投资者层面提出了相应的政策建议。

关键词：战略差异度；业绩预告；代理成本；公司治理；信息披露

Abstract

China's market economy has entered a period of new normal, enterprises from all walks of life have sprung up like mushrooms, and the industry competition has intensified. Financial environment and industrial policies faced by enterprises have been constantly adjusted. More and more enterprises try to excavate their own advantages and highlight the encirclement through the implementation of differentiation strategy. However, when an enterprise's strategy is innovative, its business uncertainty will increase, the information asymmetry will intensify, stakeholder understanding of the company's operating conditions will be hindered, and the self-interest motivation of the management will rise, which may result in a negative impact on corporate information disclosure. As one of the important contents of enterprise information disclosure, performance forecast is a window and outpost for the outside world to understand the operating conditions of enterprises. The implementation of differentiation strategy has an obvious impact on the disclosure of performance forecast information. However, the existing research is lacking, so it is necessary to explore the relationship between strategic difference and performance forecast.

This paper puts forward research hypotheses through analysis, referring to the theories of principal-agent, signal transmission, information asymmetry. Then take the data of Chinese listed companies as a sample, and make an empirical test through Stata. On this basis, the path of the impact of the differentiation strategy on the disclosure of the performance forecast is further explored, and the regulatory role of corporate governance in the relationship between the differentiated strategy and the performance forecast is further explored.

The study found: (1) When an enterprise implements a differentiation strategy different from the conventional strategy of the industry, its performance forecast quality will be significantly affected. Specifically, the performance forecast quality is divided into different dimensions. It is found that the greater the difference of enterprise strategy, the more enterprises tend to release negative news of performance forecast, and the greater the error between the predicted value and the actual value of performance forecast; (2) Agency cost is

an action path of differentiation strategy affecting the quality of performance forecast, that is, when the strategic difference is too large, It will aggravate the agency conflict, and then have a significant impact on the disclosure of performance forecast;(3) The external governance effect of institutional investors can alleviate the negative impact of differentiation strategy on the quality of performance forecast. Compared with external governance, internal governance plays no significant regulatory role in the relationship between them. Based on the above research results, this paper puts forward corresponding policy suggestions from the level of listed companies, regulators and investors.

Key words: Strategic difference, Quality of performance forecast, Agency costs , Corporate governance, information disclosure

目录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的与意义.....	3
1.2.1 研究目的.....	3
1.2.2 研究意义.....	3
1.3 文献综述.....	4
1.3.1 业绩预告影响因素相关研究.....	4
1.3.2 战略差异度经济后果相关研究.....	6
1.3.3 公司治理与企业业绩预告的相关研究.....	9
1.3.4 文献述评.....	10
1.4 研究内容与方法.....	11
1.4.1 研究内容.....	11
1.4.2 研究方法.....	12
1.5 研究贡献.....	13
第二章 理论分析与研究假设	14
2.1 相关概念界定.....	14
2.1.1 战略差异度.....	14
2.1.2 业绩预告.....	15
2.1.3 代理成本.....	16
2.1.4 公司治理.....	17
2.2 相关基础理论.....	17
2.2.1 信息不对称理论.....	17
2.2.2 委托代理理论.....	18
2.2.3 信号传递理论.....	19
2.2.4 战略选择理论.....	20
2.3 假设提出.....	21
2.3.1 战略差异度对业绩预告的影响.....	21
2.3.2 代理成本在战略差异度影响业绩预告中的中介效应.....	23
2.3.3 公司治理的调节效应.....	24
第三章 研究设计	27
3.1 样本选取与数据来源.....	27
3.1.1 样本选取.....	27
3.1.2 数据来源.....	27
3.2 变量选择与定义.....	27

3.2.1 被解释变量.....	27
3.2.2 解释变量.....	28
3.2.3 中介变量.....	29
3.2.4 调节变量.....	29
3.2.5 控制变量.....	29
3.3 模型设计.....	32
第四章 实证分析.....	34
4.1 描述性统计分析.....	34
4.2 相关性分析.....	35
4.3 回归分析.....	38
4.3.1 战略差异度对业绩预告消息类型影响的检验.....	38
4.3.2 战略差异度对业绩预告误差影响的检验.....	39
4.3.3 代理成本在战略差异度影响业绩预告中的中介效应检验.....	40
4.3.4 公司外部治理的调节效应检验.....	43
4.3.5 公司内部治理的调节效应检验.....	44
4.4 稳健性检验.....	46
4.4.1 替换解释变量.....	47
4.4.2 安慰剂检验.....	52
4.4.3 调节效应分组回归检验.....	53
第五章 研究结论与政策建议.....	55
5.1 研究结论.....	55
5.2 政策建议.....	56
5.2.1 面向上市公司的建议.....	56
5.2.2 面向监管部门的建议.....	57
5.2.3 面向投资者的建议.....	58
5.3 研究不足及展望.....	58
参考文献.....	60
攻读学位期间研究成果.....	69
致谢.....	70

第一章 绪论

1.1 研究背景

企业的信息披露对于提高资本市场效率有着至关重要的作用，众所周知，公司内部人员相比外部投资者具备信息优势，这可能会使上市公司出于自利动机做出伤害外部投资者的行为而不被察觉。业绩预告作为企业重要的对外信息披露，一直以来都受到监管部门的重视，1998年开始证监会强制要求亏损上市公司及时进行业绩预告披露，并在2002年初步建立了年度业绩预告制度，希望在年报正式披露之前为投资者提供公司业绩的预测信息，同时在一定程度上约束企业的自利行为，缓解投资者与内部管理层之间的信息不对称程度。在此之后，相关制度条例不断完善，2015年年初证监会将业绩预告披露监管纳入日常监管范畴，并于当年修订了多项上市公司业绩预告制度条例，这标志着我国的业绩预告制度进一步趋于完善。

业绩预告的披露是对企业业绩信息的提前预测，具有很强的参考意义，相关信息也会对分析师预测行为产生影响，是市场各参与主体了解企业运营状况的窗口。但通过对相关案例和数据的整理分析发现，不同企业之间业绩预告的披露质量差异较大，并且同一企业不同年度之间的业绩预告披露质量也参差不齐，过往已有诸多学者注意到了这一问题，对企业业绩预告披露的影响因素进行了相关的研究，主要研究了企业规模，财务状况，管理层能力，分析师关注等对业绩预告披露的影响。

而企业战略作为热点话题，有关战略差异度经济后果的相关研究近年来层出不穷，但鲜有研究关注到战略差异与企业信息披露之间的关系，而有关战略差异度与业绩预告之间关系的研究更是寥寥。企业战略是公司长期遵守的经营方针，是公司发展方向与经营管理重点的高度凝练，是一个公司核心竞争力的体现，现实中企业所面临的经济环境、金融环境和宏观政策不断调整变化，各行业企业面临的竞争压力日益加剧，更多的企业试图突破行业主流战略模式的局限，开始围绕自身资源优势探索战略创新，产生自身独特的竞争性优势。但差异化战略在争取高收益可能的同时，也伴随着高风险，于企业而言是名副其实的“双刃剑”，会在很大程度上影响企业的经营行为和业绩成果，已有研究表明，当一个公司战略标新立异，与行业其他企业显著不同时，公司内的委托代理问题

将变得更为严峻，内外部信息不对称的状况也将趋于严重。以上由高战略差异度引发的经营管理问题均与信息披露息息相关，有可能对企业的信息披露行为及质量产生重大影响。

现实中的事件与案例已经在一定程度上反映了企业战略会对信息披露行为产生影响，如前几年引发舆论关注的乐视，乐视大规模的战略变革始于 2013 年，而从 2012 年开始，乐视每年都会进行四次业绩披露，其业绩披露的积极性颇高，但这些披露数据在后来都被证实缺乏客观与准确性，如 2016 年乐视网业绩预告披露净利润相比去年同期增长 10%-35%，但之后年报中披露的实际净利润却同比下降 3.19%。再比如皇氏集团从以前的专业化发展战略转变为多元化发展战略后的 2017 年，当年该企业预告业绩为 2.90 亿元，而实际上却只有 0.57 亿元，业绩预告误差极大。这些事件案例都说明了企业实行差异化战略会对业绩预告的披露产生较大的影响。但个别案例可能存在一定的偶然性，不能说明普遍问题，所以通过搜集数据进行本土化的实证研究，探索战略差异度与业绩预告披露之间的关系及其影响路径是有很强研究价值的。

此外，公司内外部治理机制的存在，可能会影响战略差异度与业绩预告之间的关系。良好的内外部治理机制可以通过股权制衡，内部控制，外部监督，考核激励等手段来减少实行差异化战略过程中所遇到的各种不确定性和风险，缓解战略差异度过大引发的信息不对称和代理问题，保障战略变革的进行和战略目标的实现。此外，已有学者对公司治理与企业信息披露行为之间的关系进行了研究，作为重要的信息披露环节，业绩预告披露受到公司治理的影响不容忽视，公司治理能否影响战略差异度与业绩预告之间的关系，又在其中发挥了怎样的调节作用值得引起我们的关注。

基于上述的背景分析，本文以企业业绩预告作为主要研究对象，从差异化战略这一企业经营特征入手，研究企业战略差异度对于业绩预告披露的影响，深入探究企业战略影响信息披露行为之间的作用机理及其具体传导路径。并在此基础上，引入公司治理这一调节变量，从内部治理与外部治理这两个不同层面进一步考察公司治理对于战略差异度与企业业绩预告之间关系的调节作用，以期引起对于强化公司内外部治理体系建设的重视。

1.2 研究目的与意义

1.2.1 研究目的

通过对研究背景的梳理确定本文的研究问题，主要研究目的有以下三点：

第一，在现有研究的基础上，从企业差异化战略这一研究视角切入，运用理论分析和实证分析相结合的方法探究企业战略差异度与业绩预告之间的作用关系。具体地，从业绩预告消息类型，业绩预告误差等不同维度综合考察企业业绩预告，全面分析差异化战略影响业绩预告的机理。

第二，在探究战略差异度与业绩预告二者之间关系的基础上，进一步对其传导路径进行探究。公司战略是企业的一种宏观经营决策，他对企业经营行为与管理行为的影响更多是方针性与引导性的，而业绩预告作为企业信息披露的关键环节，其披露质量与公司战略之间的关系并不显而易见，战略差异度对业绩预告的影响并不直接。因此，需要通过理论分析，并结合现实考量，最后通过实证验证，探寻战略差异度影响业绩预告的作用路径。

第三，从公司内外部治理的角度出发，探讨不同企业之间内外部治理水平存在差异时，战略差异度对企业业绩预告的影响，检验公司治理在其中发挥的调节作用。将战略差异度、公司治理、企业业绩预告融合在同一研究框架下，深入探讨分析三者之间的作用机理。

1.2.2 研究意义

(1) 理论意义

第一，本文从战略差异度这一企业经营特征研究视角出发，通过信息不对称、信号传递等理论研究了其对企业业绩预告披露的影响。有关战略差异度相关研究在我国开展较晚，近几年才逐渐增多，现有研究多关注实行差异化战略引起的经济后果，研究多集中于企业绩效，企业投融资等方面，鲜有研究关注到战略差异度对信息披露行为及其质量的影响，本文的研究关注到了这一问题，丰富了战略差异度这一热点问题经济后果的相关研究。此外，本文的研究也拓展了相关理论在思考解决现实问题中的运用。

第二，在研究战略差异度与业绩预告关系的基础上，进一步对其影响机理进行分析，通过思考并运用委托代理理论，探究了代理成本在战略差异度影响业绩预告披露中发挥

的中介效应。并且考虑到公司治理这一重要因素所起到的影响，研究了公司治理对战略差异度与业绩预告之间关系的调节作用，并且充分考虑了公司的内部治理与外部治理这两个不同层面的影响，将战略差异度、业绩预告、公司内外部治理这三者融入同一研究框架下，扩充了战略差异度对企业业绩预告影响的内容体系，丰富了相关研究的研究框架。

(2) 现实意义

第一，从企业层面而言，通过对战略差异度所产生的经济后果的研究，可以使企业内部管理者更加意识到企业战略选择所可能带来的机遇与风险，理性认识战略差异化可能对企业带来的全方位影响，科学地进行战略决策。其次本文的研究有助于引导企业内外部治理体系的完善，认识到公司治理，特别是有效的外部治理在企业信息披露质量提高，应对经营不确定性中所起到的积极作用。

第二，本研究有助于促进业绩预告披露制度的不断完善。相关部门在进行业绩预告制度制定时对战略发生变革，异于行业常规经营的企业进行重点关注，从而促进业绩预告披露质量提升。从投资者层面而言，可以引起投资者对于企业战略决策行为的关注，认识到差异化战略可能给企业信息披露所带来的影响，及时关注该类企业的业绩预告披露，给予企业一定的监督压力，促进信息披露质量的提高。

第三，对于投资者而言，本研究有助于引起投资者对于企业战略决策的关注。意识到实行差异化战略可能对企业信息披露所带来的影响，在投资决策时对公司的战略信息进行充分的参考。

1.3 文献综述

本节梳理了相关研究的国内外文献，阐述了相关研究的重点方向，研究演变及现状，为引出本文所要研究的问题，进而进行理论分析与假设提出做好了铺垫。

1.3.1 业绩预告影响因素相关研究

由于业绩预告属于企业信息披露的重要组成部分，会市场各参与主体在年报披露前率先提供有关企业经营状况的相关信息，这些信息会被投资者所捕捉，从而引发一连串的市场效应，因此有关业绩预告披露影响因素的研究备受学者们的关注。Rogers

(2005) 研究发现, 业绩预告披露的信息与真实情况往往存在一定偏差, 造成这种偏差的原因之一是管理层对于经营活动有一定的自我掌控, 并且自利动机的存在也影响了业绩预告的披露质量^[1]。Cheng (2013) 认为管理层在进行业绩预告披露时, 会考虑披露行为对个人利益的影响, 在股权高位套现、操纵股价等自利行为驱使下, 管理层更有可能进行选择性的信息披露, 与此同时, 为了维护自身声誉, 保持良好的对外形象, 规避诉讼风险, 管理层会对带有倾向性的信息披露行为进行隐瞒^[2]。上述研究说明, 管理层在自利倾向下可能会进行策略性的业绩预告披露, 基于这一原因, 大多数有关企业业绩预告影响因素的研究关注的是企业的内部因素, 相比内部因素, 有关外部因素对业绩预告影响的研究相对较少。

(1) 内部因素对业绩预告影响相关研究

有关内部影响因素的研究主要有企业经营规模、财务状况与盈利能力、管理层能力、内部控制等对业绩预告的影响。有关经营规模如 Dempsey 等 (1995) 通过研究发现, 公司规模与其盈利预测的精细度呈显著的负相关关系^[3]; 而 Ajinkya 等 (2005) 的研究却得出了相反的结论, 认为规模越大的公司面临更大的信息披露监管压力, 从而有更大的可能披露高质量信息^[4]。有关财务状况与盈利能力的研究如 Kwangwuko 等 (2014) 的研究指出, 盈利能力较强的企业, 其对外披露的业绩预告预测信息更为准确^[5]; 刘美苓 (2018) 研究发现, 当企业的业绩状况越好, 内控机制更加完善时, 其所披露的业绩预告信息的可信度会更高^[6]。有关管理层能力的研究如 Baik 等 (2011) 的研究, 他们将业绩预告特征分为业绩预告的准确性、发布频率、市场反应等方面, 研究发现 CEO 才能越高, 业绩预告的发布频率越高, 准确性也越高^[7]; 国内如张敦力等 (2015)、任汝娟等 (2016)、王性玉等 (2020) 的研究, 也认可了管理层能力对业绩预告披露会产生正向影响^[8,9,10]。有关内部控制的相关研究如 Anthony 等 (2016) 通过研究发现, 若企业的内部控制体系存在漏洞, 会显著影响公司业绩预告信息的及时性与合规性^[11]; 国内如李常青等 (2018)、张艺琼等 (2019) 等相关研究, 也发现内部控制体系的建设与完善, 有助于促进业绩预告披露质量的提高^[12,13]。

(2) 外部因素对业绩预告影响相关研究

有关外部影响因素的研究相比内部因素较为匮乏, 现有研究大部分聚焦分析师关注这一视角, 此外机构投资者和媒体报道也偶有涉及。Jensen 等 (1983) 研究发现, 分析

师关注对企业管理者产生的监督压力能够削弱上市公司因两权分离产生的代理问题，提高管理层的治理效率，改善信息披露质量^[14]；Baginski 等（2012）、Fan 等（2013）等相关研究也发现了分析师关注对企业业绩预告披露会有显著的正向影响^[15,16]；宋云玲（2018）实证分析了分析师关注与业绩预告自愿披露之间的关系，结果显示，当一家上市公司被更多分析师跟踪时，其更愿意主动地进行业绩预告信息披露^[17]。有关机构投资者研究，如 Cheung 等（2014）对中国证券市场的机构投资者进行了研究，研究发现机构投资者持股比例与业绩预告披露质量并不存在必然联系^[18]；王华瑞（2013）、秦谊（2017）等的研究却持不同的观点，他们的实证结果显示，当机构投资者持有更多股份时，业绩预告的披露质量会显著上升^[19,20]。杨世鉴（2012）、魏素芹（2018）的研究发现媒体报道与关注也会发挥一定的监督作用，从而有助于业绩预告披露质量的提高^[21,22]。

1.3.2 战略差异度经济后果相关研究

差异化战略这一概念最早起源于国外的相关研究，Porter 等（1980）对竞争战略的概念进行了规范，他根据企业追求竞争优势出发点的不同，将企业实行的战略模式划分为成本领先与差异化战略两种类型^[23]；Dimaggio 等（1983）通过研究发现，在每个行业内部存在着一套具有普适性的一般战略规范，即大多数企业遵循的战略模式，但仍然会有部分公司偏离该规范的限定，实行差异化的战略政策^[24]。在上述研究的基础上，越来越多的学者关注到公司实行差异化战略的现象是普遍存在的，进而对实行差异化战略可能产生的经济后果产生了研究兴趣。现阶段的相关研究主要考虑差异化战略对企业绩效、会计信息质量、盈余管理行为、企业融资、分析师预测等方面的影响。

（1）战略差异度与企业绩效

有关企业绩效的研究在战略差异度的经济后果研究中占据较大比重。Singh 等（1986）的研究认为，战略差异度越大，企业的经营业绩会表现为更差，并且会使企业在行业中生存的可能性降低^[25]；孙佩红（2020）的研究发现，对相关变量进行控制后，战略差异程度更大的制造业企业其绩效水平更差，原因在于在实行更大差异化战略的企业中，更容易出现过度投资等非效率投资行为，使企业的盈利能力与现金流水平受到负面影响，从而导致绩效水平下降^[26]。也有部分国外研究认为，战略差异度程度有利于绩

效提高 (Goll 等, 2007; Allen 等, 2005) [27,28], 国内研究诸如郑明贵等 (2020) 研究发现战略差异度越大的企业, 其绩效表现越好, 且盈利能力、运营效率差异、偿债能力在其中起到了部分中介作用[29]。此外, Rajagopalan 等 (2010) 研究发现, 战略差异度与企业经营绩效之间并非简单线性关系, 而是呈现为倒 U 型关系, 即适当的战略差异程度有助于促进企业绩效的上升, 但当战略差异度大到一定程度时, 会对企业绩效产生负面影响[30]。

通过对上述研究的梳理可知, 战略差异度会提高还是降低企业的经营绩效水平尚存争议。但无论是国内还是国外的相关研究, 大家对战略差异度引起的经营绩效波动有较为一致的意见。Tang 等 (2011) 研究发现, 极端业绩越容易发生在偏离行业主流战略模式经营的企业, 而遵循行业主流战略模式经营的企业业绩更加稳定[31]; 李晋杰等 (2017) 以 A 股上市公司中的制造业公司作为研究样本, 采用逐步回归的方法进行检验并发现, 战略差异度较大的企业, 其业绩波动性较大, 不论是与行业中其他公司相比的横向波动, 还是与自身上年度相比的纵向波动均显著提高[32]。施先旺等 (2019) 以 A 股上市公司作为研究样本, 实证分析发现战略差异度更高的公司其股价存在更高的崩盘风险, 而这种风险主要是由于业绩水平的不稳定所导致的[33]。以上研究说明了差异化战略会造成企业经营业绩波动的加剧, 这表明了实行差异化战略会增加企业经营的风险和不确定性。

(2) 战略差异度与会计信息质量

当前研究普遍认为当公司偏离行业主流战略模式的程度更大时, 对会计信息质量的负面影响越强烈。叶康涛等 (2014) 的研究认为, 当战略差异度大时, 企业净利润的价值相关性会越弱, 而产生这种关系的主要原因是实行差异化战略会显著提高企业的经营风险, 进而引起利润异常波动, 报表中公布的利润将无法较好反应公司未来发展态势以及当前价值, 上述结论在对股票流动性、盈利持续性、经营成长性等因素进行控制以后, 结论仍然不变[34]。罗忠莲等 (2018) 实证研究发现, 当公司的战略差异程度较大时, 会引起代理成本显著上升, 进而引起会计信息可比性降低, 而高质量审计可以发挥调节作用, 缓解战略差异度对会计信息质量的负面影响[35]。近两年的一些研究 (郭晨霞, 2020; 李炜, 2021; 韩艳锦, 2021) 也同样得出了战略差异度越大, 会计信息质量会显著下降的结论[36,37,38]。

(3) 战略差异度与盈余管理

战略差异度大会导致企业自身与外部利益相关者之间的信息不对称愈发严重，这会为企业有目的性的盈余管理活动提供便利。Dichev 等 (2013) 对影响企业盈余管理的因素进行了研究，他们对美国境内上市公司的财务主管进行问卷调查，问卷结果显示企业所执行的战略模式是影响盈余质量的重要原因^[39]；Bentley 等 (2013) 研究发现，公司所实行的战略模式与财务报告违规之间存在密切联系，实证结果显示，相比采取稳健战略的公司，采取激进战略的公司更容易产生违规行为^[40]；叶康涛等 (2015) 研究发现，战略差异度较大的公司倾向更多采取应计项目盈余管理，而较少采用真实活动盈余管理^[41]。上述研究均表明企业的盈余管理行为与所实行的战略模式存在密切联系。

(4) 战略差异度与企业融资

战略差异度对企业融资的影响研究也是相关研究的热点。主要视角涉及融资需求、融资规模与结构、融资成本等。融资需求方面，Miles 等 (1978) 研究发现，战略差异度较大的公司会更多的尝试改革创新，会花费更多资源在新产品研发和新市场开拓上，因此需要更多的资金支持，融资需求较强^[42]；Kochhar 等 (1998) 从公司利用的融资渠道的多样性视角切入，实证结果显示战略差异度越大，公司利用的融资手段也越丰富^[43]；而国内孙健 (2016) 等人的研究也支持了上述的结论^[44]。

有关融资规模与结构的研究，主要的研究结论在于差异化战略可能使公司增加自身的现金持有规模 (McClean 等, 2012; 李高波等, 2016; 杨兴全等, 2018) ^[45,46,47]，产生这一现象的原因可能是由于实行差异化战略产生了更大的资金投入需求，诱发了更高的经营风险，从而使得企业更倾向于持有更多的活动性资金来应对上述问题。

有关融资成本的研究大多认为，差异化战略的实施会增加企业的融资成本，如王化成 (2017) 的研究发现，战略偏离行业普遍水平的企业会负担更高的权益融资成本，并且通过进一步研究发现，差异化战略经营会引发更高的经营风险，增强内外部的信息不对称程度，这是战略差异引起权益融资成本升高的内在机理^[48]；刘东博 (2018) 聚焦债务融资角度，研究发现战略差异度过大会引起债务融资成本的上升，并且发现这种影响在产品市场竞争程度不同的行业中存在差异性^[49]。

(5) 战略差异度与分析师预测

上述研究主要包含企业自身的经营管理行为和经营成果层面，与此同时，也有部分

研究关注了战略差异度与分析师预测之间的关系。分析师在资本市场中扮演着信息传播者的角色，分析师预测信息会对投资者决策产生大的影响，分析师能否提供高质量信息将影响资本市场配置效率，而对于公司战略层面的关注，将是提供高质量信息的基础。Benner (2010) 研究发现，分析师会关注企业战略信息的发布，在给出盈余预测，公布公司评价信息时，会对战略信息进行充分参考^[50]。与此同时，战略差异度的增大，会导致经营风险的加大与信息不对称程度的提高，这会增加分析师的信息搜集与分析成本，对公司价值进行客观评价的难度也将上升，从而导致预测精确度的降低 (Litov 等, 2012; 何熙琼等, 2018; 王化成等, 2019) ^[51,52,53]。

1.3.3 公司治理与企业业绩预告的相关研究

Shleifer 等 (1989) 的研究指出，业绩预告的发布属于公司重要的会计信息披露行为，业绩预告发布是否能够得以成功的运用并发挥作用，会受到公司内外部治理因素的影响^[54]。而有关公司治理与业绩预告之间关系的研究也是从内部和外部治理两个层面展开的。

(1) 公司内部治理与企业业绩预告

控制权和经营权分离带来的代理问题是内部治理相关研究的核心问题，基于此，有关研究主要关注公司股权结构、董事会特征、管理层特征等方面对业绩预告披露的影响。其中在股权结构的相关研究上，主要从股权集中度和管理层持股两个角度展开，有关股权集中度的大多研究认为股权集中度较低时有助于业绩预告披露自愿性以及披露质量的提高 (Hossain 等, 2009; 岳金花, 2019) ^[55,56]。而有关管理层持股对业绩预告披露的影响则分歧较大，研究结论中存在正相关 (张娆等, 2017; Cheng 等, 2013) ^[57,2]、无相关性 (向显湖等, 2015; 李娜娜, 2017) ^[58,59]、非线性关系 (何红渠等, 2016; Teshima 等, 2008) 等多种情况^[60,61]。有关董事会特征的研究则主要从董事会规模，独董比例等方面展开，有关管理层特征的研究主要从薪酬差别，二职合一等方面进行研究。

(2) 公司外部治理与企业业绩预告

而有关外部治理因素的研究主要集中在分析师关注与机构投资者这两个层面。Cheng 等 (2005)、Dorbetz 等 (2017) 的研究发现，分析师对企业的关注程度将显著影响业绩预告披露行为，业绩预告披露信息会有意向分析师预测值靠拢^[62,63]。郑建明等

(2015) 研究发现, 当资本市场制度条例不够完善规范, 上市公司在监管层面受到的约束较小, 此时分析师可以发挥一定的监督替代作用, 给予企业信息披露于压力, 促进企业所披露的业绩预告质量的提升, 郑建明等 (2020) 的研究再次验证了上述结论^[64,65]。董小红等 (2020) 研究认为企业声誉、社会地位、融资能力均会受到分析师跟踪的影响, 分析师的关注会对企业经营和管理行为产生约束, 在这种监督压力下, 为获得分析师对企业的好评, 进而吸引投资者关注, 管理层将倾向于发布高质量的业绩预告^[66]。

相比分析师关注, 有关机构投资者的研究相对较少, 如 Cheung 等 (2011) 以中国证券市场机构投资者持股情况进行研究, 发现机构投资者持股并不会影响业绩预告的质量^[67]; 张馨艺 (2015) 的研究发现, 机构投资者可以发挥外部治理作用, 提高业绩预告披露的准确性, 进一步研究发现, 机构投资者持股可以对管理层的激进和保守倾向均产生一定抑制作用^[68]; 王华瑞 (2013)、李敏 (2020) 等的研究也发现了机构投资者治理会对业绩预告披露质量产生积极影响^[69,70]。

1.3.4 文献述评

有关业绩预告披露影响因素的研究主要分为内外部两个层面, 内部因素主要考虑经营规模、财务状况与盈利能力、管理层能力、内部控制等, 外部因素主要包括分析师关注、机构投资者、媒体关注等方面。现有研究表明, 公司治理会显著影响业绩预告披露质量。这些研究大多都肯定了公司治理在促进企业信息披露质量提高过程中起到的积极作用, 但也有少部分研究对一些治理机制的有效性提出了质疑。现有研究对于业绩预告的衡量主要包括业绩预告是否自愿披露、业绩预告披露时间、业绩预告披露精确度和业绩预告误差等方面, 但大多数研究在开展过程中, 只关注到了的某一层面, 而没有针对不同层面的业绩预告披露维度进行具体的分析与研究。

其次, 在战略差异度经济后果的相关研究中, 有关企业绩效和融资的研究较多, 此外还有部分研究关注到了盈余管理行为与会计信息质量。总的来说这些研究主要关注企业内部财务信息和财务行为, 且国外研究早于国内研究, 国内实证研究兴起于 2015 年以后, 研究的主要视角与国外基本相同。但战略作为企业开展经营活动的出发点, 反映企业的业务发展方向和经营重点, 是一个企业核心竞争力的体现, 企业实行差异化战略必然会对企业产生全方位的影响。因此相关研究不应局限于狭义的财务领域, 需要向

更广阔的方向拓展。基于上述对企业业绩预告影响因素相关研究的梳理分析，本文认为战略差异度与上述影响因素既存在一定的共同之处，同时也具备着一些自身的特性，研究战略差异度与业绩预告的关系具备理论上的可解释性与现实意义，可以将企业战略决策行为与信息披露行为这两个企业运营过程中的重要方面联系在一起，拓展现有研究。

综合现有研究发现，当前针对战略差异度经济后果与企业业绩预告影响因素的研究尚存不足之处，且对于战略差异度与企业信息披露行为之间关系的研究还未受到足够的关注，缺乏对于战略差异度与业绩预告二者之间相互关系及具体影响路径的研究，并且尚未发现将战略差异度、企业业绩预告、公司内外部治理放在同一框架下的研究。因此，本文从战略差异度这一角度切入，探究差异化战略对企业业绩预告的影响机理及影响路径，从企业战略层面分析其对企业信息披露行为的影响，并在此基础上引入公司内外部治理这一变量，研究了其对战略差异度与业绩预告二者之间关系的调节作用，以此强化人们对于公司治理作用的认识。

1.4 研究内容与方法

1.4.1 研究内容

本研究以企业业绩预告披露影响因素为切入点，关注到了战略模式对信息披露的影响，实证检验战略差异度对业绩预告披露的影响及其作用路径，并分析了公司治理在战略差异度与业绩预告二者关系中的调节作用。具体内容安排如下：

第一章 绪论。首先通过剖析现实问题，并结合理论研究现状，阐释了本文的研究背景，并结合对相关研究不足的分析引出了本文的研究问题，介绍了研究目的及可能存在的研究意义。接下来对与本文研究相关的国内外文献进行了归纳分析。最后列示了本文的研究框架图以及主要内容，并列出了可能做出的研究贡献。

第二章 理论分析与研究假设。首先对业绩预告、战略差异度、公司治理等主要概念进行界定，阐释了研究假设在演绎过程中所涉及的信息不对称、委托代理、信号传递、等相关理论。在此基础上，分析战略差异度影响业绩预告的作用机理及具体路径，以及公司治理对二者之间关系的影响，提出研究假设。

第三章 研究设计。对本研究的样本数据选取及处理进行说明，其次介绍本文中涉及变量的衡量方式，最后构建了本研究的实证模型。

第四章 实证分析。本部分包括描述性统计，相关性分析，回归分析等内容，利用统计软件对研究假设逐一进行实证检验。

第五章 研究结论与政策建议。根据实证检验结果总结本文研究结论，在此基础上基于现实层面具体问题提出政策建议，最后指出了现有研究存在的不足，展望了进一步研究的方向。

本文的研究框架图如图 1.1 所示：

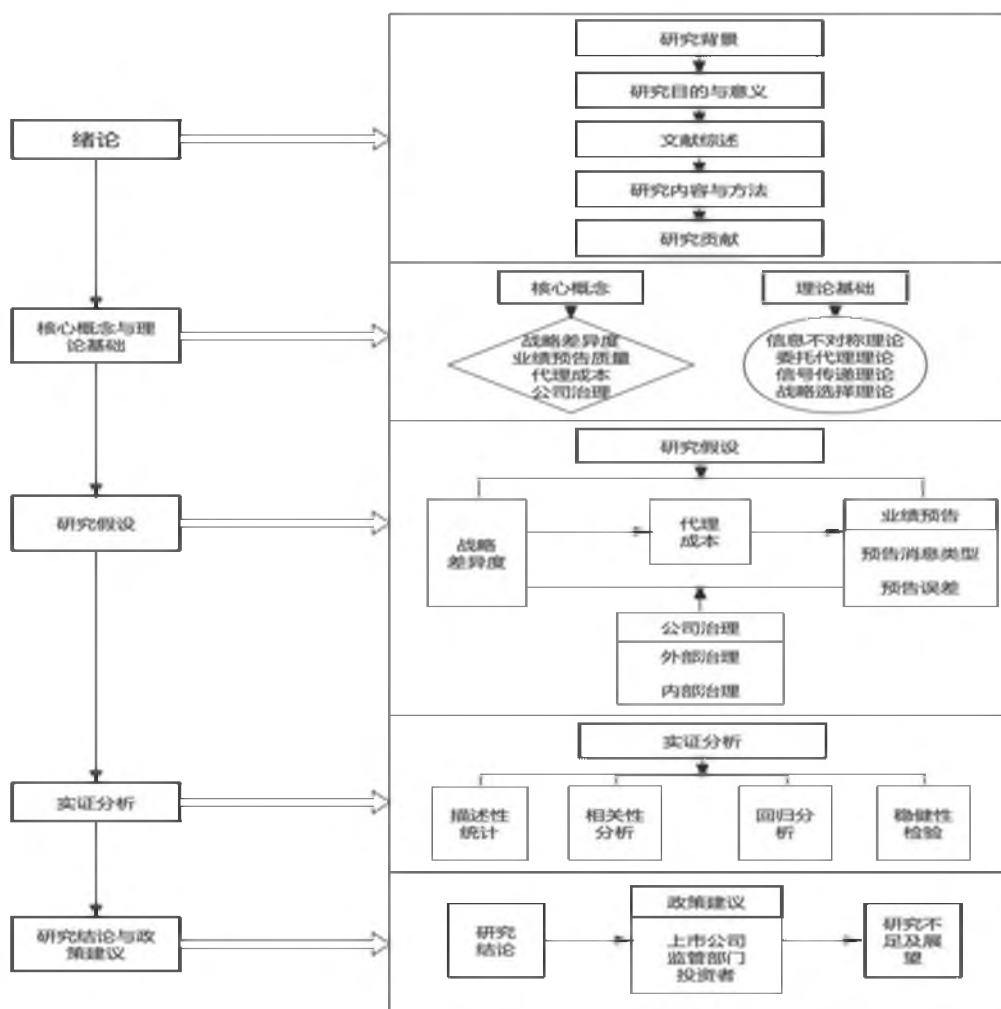


图 1.1 研究框架图

1.4.2 研究方法

本文研究结合了理论分析与统计分析，采用了定性与定量研究相结合的办法，通过利用相关理论分析了企业战略差异对业绩预告披露的影响及其作用路径，在此基础上进一步考虑公司治理对战略差异与业绩预告披露之间关系的影响。具体研究方法包括：

(1) 规范研究法

本文在文献综述、概念界定、相关理论介绍以及假设提出过程中采用了规范研究的方法。首先对相关研究的研究现状及发展脉络进行了归纳分析，其次对本文主要研究对象的概念进行了界定，随后介绍了信息不对称、委托代理、信号传统、战略选择等相关理论，形成本研究的理论基础，通过演绎分析提出本文的研究假设。

(2) 实证研究法

本文主要通过实证研究法对本文的研究假设进行验证。首先通过 CSMAR、Wind 等数据库搜集整理样本数据，然后结合变量具体情况，建立了 Logit 和 OLS 回归模型。对样本数据特征进行了描述性统计，对变量间的相互关系进行回归分析。最后通过替换变量衡量方式、安慰剂检验、分组回归等方法进行了稳健性检验。

1.5 研究贡献

本文的研究贡献如下：

(1) 现有业绩预告影响因素的研究主要侧重于公司经营状况、管理层能力、分析师关注、媒体报道等方面，而有关战略差异度的研究主要侧重于战略对公司经营结果、投资、融资等方面的影响。较少关注到上述二者之间可能存在的关系，即公司经营战略是否会对公司的信息披露产生影响。本文基于对于这一问题的关注，在探讨战略差异度对业绩预告影响的基础上，进一步从代理问题的产生与影响切入，对战略差异影响业绩预告的作用路径进行挖掘，实证检验代理成本这一中介作用路径。此研究不仅丰富了业绩预告影响因素的相关研究，也对理解战略这一企业经营决策中的核心环节及其深层次影响提供了经验数据及理论支持。

(2) 本文考虑公司治理这一研究热点问题，从内部治理和外部治理两个层面分析公司治理对战略差异度与业绩预告之间关系的调节作用，并通过实证分析发现了内部和外部治理在调节上述二者之间关系中存在的差异性，并对其存在原因进行了思考与阐释。该研究在对战略差异度和业绩预告之间关系研究的基础上，进一步考虑了公司治理因素的影响，拓宽了现有研究的思路，同时也为市场各主体更好认识并重视公司治理提供了参考建议。

第二章 理论分析与研究假设

本章首先对战略差异度、业绩预告、代理成本和公司治理等本文涉及的主要研究对象的概念进行阐述。接着介绍了本文研究分析过程中所依据的信息不对称、委托代理、信号传递和战略选择等理论。在此基础上，提出了战略差异度与业绩预告消息类型、预告误差之间的关系，代理成本在上述关系中发挥的中介作用，公司治理的调节效应等研究假设。

2.1 相关概念界定

2.1.1 战略差异度

战略最早出现在军事战争领域，区别于战术，其具有长期性、全局性等特征，是战争发展全局的指导方针。随后其被用于商业管理领域，战略是指导公司发展的长远计划，是公司在经营发展过程中始终遵循的基本原则。战略的制定具有一定的复杂性，需要综合考虑企业自身的资源储备以及外部经济环境，相关研究表明在每个行业中存在着一种行业主流战略模式，因为同行业企业所面临的外部经济环境较为一致，相同的市场环境、客户群体、宏观政策会引发同行业公司之间的学习借鉴，经营状况较好公司的战略模式也会被同行业其他公司模仿，由此导致同行业的战略趋同。行业中的主流战略模式是在行业内公司不断发展与实验的过程中形成的，按照主流战略模式经营的公司可参考经验较多，具有更加成熟的风险应对机制。主流战略模式的形成经历了一个较长的过程，不仅是诸多公司经营管理的智慧结晶，也是该行业公司不断适应经济环境、产业政策的实验成果。行业主流战略模式代表着当前时期该行业大部分公司战略的整体趋势以及未来发展方向，具有完备的架构体系、标准化管理及风险应对体制，故而有利于缓解公司经营风险，减少业绩波动，促进稳定发展。因此，在产业政策变革，政府监管压力，投资者关注等诸多压力下，大多数公司会随大流，谋求在行业中的合法竞争地位，进而选择已经过大多公司实验，遵从行业规范标准，符合行业整体发展方向的主流战略模式。

然而在同一行业内部，各公司所处的发展阶段，公司所拥有的资产规模大相径庭，并且相比同行业其他公司而言，部分公司拥有着自身特有的不可替代资源，这为企业进行战略变革与创新提供了可能。在市场经济的不断发展的环境下，消费者需求升级和

行业竞争加剧给予企业于压力，企业为了实现发展升级，占领市场，创造新的利润增长点，可能会利用自身所拥有的特色资源与竞争优势，进行战略创新，产生新的利润增长点。行业内部企业经过长期探索，会潜移默化地形成行业主流战略模式，并且该模式会被行业内的大多数企业所遵循，但随着市场环境的改变，会有部分企业挖掘自身的资源优势，选择个性化的经营战略，进而产生了战略差异度。

战略差异度是从战略定位的角度出发，是本企业战略定位与行业主流战略之间的差异，即企业所施行的战略相对于行业主流战略模式的偏离程度^[71,72]，当这种偏离程度越大时，视作企业具有更高的战略差异度。

2.1.2 业绩预告

业绩预告是上市公司在对外公布定期报告前，发布的业绩预测信息。业绩预告属于公司信息披露的关键环节，是外界了解公司经营状况的窗口，是投资者进行投资决策时需要参考的重要信息。业绩预告披露制度设立的初衷在于防止部分公司在会计报告披露后股价出现异常波动，通过提前告示业绩预测信息的方式，交代企业的经营状况与业绩变动，来保护投资者利益。

我国业绩预告制度的雏形始于 1998 年，从该年起证监会要求亏损公司对外进行业绩信息预测披露，之后在 2002 年，又增加了要求业绩变动幅度大于 50% 的公司强制披露业绩预测信息的规定。近年来，业绩预告受到更多市场关注，披露业绩预告的公司范围也越来越广，信息含量也逐渐丰富。对业绩预告披露信息的决定权在管理层，管理层处于信息优势地位，自利驱动下更有可能进行选择性的信息披露，这将对投资者等外部人利益产生损害。而业绩预告制度的建立目标是促进信息披露的高质量发展，缓解管理层与投资者之间存在的严重的信息不对称问题，促进资本市场健康发展。

目前，我国上市公司发布的业绩预告中包含信息含量日渐提升，纯粹的定性预告已极为少见，结合具体数字信息的披露已成为主流。定性预告主要是对企业报告期内业绩上升还是下降，盈利还是亏损情况的报告，主要通过“续亏、续盈、扭亏、首亏、预增、预减、不确定”等定性文字来进行说明。定性预告在业绩预告制度建立之初较为普遍，但随着证券市场的发展完善，投资者对于信息也有了更高的需求，纯粹的定性预告已经较为少见，目前大多公司采用带有数字金额的定量预告来进行业绩预告披露。目前的业

业绩预告大多采用闭区间预告的形式，即汇报业绩预测的上下限的方法，并且区间跨度也越来越窄，业绩预测精确度越来越高。此外，按照报告期间分类，业绩预告存在季度、半年度和年度等类型的预告。基于研究目的和研究设计，本文研究的对象是年度业绩预告。

2.1.3 代理成本

现代经济以及企业管理的发展，对于经营者的专业胜任能力要求越来越高，由此诞生了职业经理人，职业经理人往往并不持有企业股份，主要负责企业日常经营，有利于提高企业运营效率。但与此同时，职业经理人也存在一定的自利倾向，在进行经营决策时并不总是将股东利益放在第一位，他们为了满足自身消费不惜牺牲委托人利益。为了最大限度维护自身利益，委托人会通过制定一系列的契约条款来规定代理人所拥有的权限，规范其行为，而这需要付出一定的代价，这种代价就是代理成本。

Jensen 等 (1976) 的研究认为，代理成本可以被分为两大类，一种是双方约定的契约执行成本，另一种是假设契约最优时，代理人执行不到位引起的剩余损失^[73]。此外，代理成本也可以从资本机构的角度被分为权益的代理成本和债务的代理成本，他们的分类依据主要在于企业投资决策是受到权益资本还是债务资本的影响。现阶段关于代理问题的学术研究，主要关注点在于内部资本市场的配置是否有效，其将委托代理关系视为内部资本市场的重要一环，进而将代理问题分为两类进行研究。

第一类代理成本被称为权益的代理成本，主要由于两权分离问题而产生，管理者的自利倾向导致了对额外收益的追逐，而这部分额外收益需要由所有者来承担，由此会产生代理成本。第二类代理成本的产生主要缘于高股权集中度，大股东由于持股比例高，在企业中拥有绝对的话语权，更有可能通过大股东掏空和内幕交易等手段来为自己逐利，这种大股东逐利行为会侵蚀中小股东利益，由此产生的损耗形成了第二类代理成本。2006 年我国实施了股权分置改革，第二类代理问题得到了很大程度上的缓解，随着企业的创新升级，企业研发成为占据市场，赢得竞争的关键战略，阶段性的业绩评价和长久性战略目标使得第一类代理问题日益突出。相关的学术研究如张宁等 (2013) 的研究也通过实证检验证实了第一类代理问题在我国企业中更为严重^[74]。结合本文研究的业绩预告披露问题，故而本文选择第一类代理成本作为研究对象。

2.1.4 公司治理

公司治理的概念比较宽泛，理论界并未形成统一的定论，不存在明确的概念界定，下面对有关公司治理的主要观点进行归纳总结。公司治理可以被视作是一套程序或是惯例，也可以是政策、法律与机构，公司治理的目的在于如何管理以及经营企业，保证其能够高效率的运转。与此同时，公司治理也包括内外部人员之间的关系处理，内部人员指所有者与高层管理者，外部人员主要有员工、顾客、金融机构、政府部门等，公司治理的主要目标是协调和处理上述不同利益主体之间的交易或其他事项。

狭义公司治理主要指委托代理关系中所形成的监督制衡机制，是通过合理的制度设计，比如完善股东大会、监事会等组织结构，使得所有者可以对被委托人进行有效监督，同时通过划分委托代理双方的责权利，实现公司高效运转，狭义公司治理的本质是一套结构与制度体系。而广义的公司治理是通过一整套包括正式制度或非正式规定，以及内部控制或外部监督来协调公司与利益相关者之间的关系，从而实现公司决策的有效性，保障运行的高效性。

此外，从公司治理的施行主体和运转机制来看，也可以将公司治理分为内部和外部两个层次。内部治理主要实现路径是完善股东与管理者之间的制衡机制，而外部治理主要靠外部利益相关者对公司经营管理的监督与影响来实现。本文在进行研究时对内部治理和外部治理进行了区分，分别剖析了公司治理对于战略差异度与业绩预告之间关系的影响。

2.2 相关基础理论

2.2.1 信息不对称理论

信息不对称理论早期主要运用于经济学领域，用来说明市场交易行为，他们认为传统古典经济学模型中要求的竞争均衡，最重要的一条假设就是信息对等，而这在现实中很难满足，现实经济主体对于交易信息的了解差异是普遍存在的。简单的商品交易是最早被用来解释信息不对称理论的，在商品交易中，卖方往往更加了解商品真实情况，并在此基础上制定预期价格，而买方由于对商品认知程度与卖方存在较大差距，往往只能被动的接收这一价格，因为其掌握的信息较少，议价能力较低，二者之间存在信息不对称的情况。

后来这一理论被拓展到资本市场中，特别是多用于解释企业经营管理问题。所有权与经营权相分离，职业经理人的出现使得代理问题愈发严重，在企业经营中，代理人总是身处一线，对企业真实经营状况有更具体的了解，有为自己谋利的便利。委托人为了限制代理人自利，会通过签订契约的方式来保护自身利益，但即使签订契约，由于契约并不能被“完美”执行，信息不对称的问题不可能完全解决，逆向选择和道德风险问题依然会存在。这种不对称情况不仅发生在所有者与管理层身上，投资者与管理层之间的情况更加严峻，因为绝大部分中小股东了解企业信息的渠道基本来自企业对外信息披露，他们属于被动的信息接收者，不具备辨别真实情况的能力，当管理层无法公正客观的对外披露信息时，投资者所处的信息地位将更为弱势，这种累积可能对企业产生负面影响，当公司对外信息披露不够及时和丰富时，投资者会认为投资该公司需要承担更大的风险，投资者会更加倾向通过低价购买，索要超额回报等手段来实现风险补偿，导致企业筹资困难，融资成本上升。

以上两种状况造成的信息不对称问题最终都会对公司的长期利益产生损害。在传统的商品交易市场，提高市场效率的最主要手段是卖方对外提供更多商品的有关信息，引入中介机构来对商品质量进行监督和保障。上述举措也同样适用于资本市场和企业经营领域，要最大化程度的弱化信息不对称问题，需要建立有效的信息披露机制，企业需要对外披露更加全面的财务及非财务信息，提高信息披露质量，这有利于资本市场更有效率的运转。

2.2.2 委托代理理论

现代企业区别于传统企业的显著标识是分工的产生，分工制不止体现在生产活动中，在企业管理中也同样存在，所有与经营二权分离的现象愈发普遍，所有者在自身精力有限或能力不足时，会雇佣专业管理人员管理企业。这种雇佣关系通过契约形成，通过支付薪酬的方式来维护，所有者极少参与经营决策而只获取剩余收益。因为管理者的特殊地位决定了他可以比其他人掌握更多的公司内部信息，管理者有更多的便利为自己逐利，比如追求更高的自身福利收入与奢侈消费。当管理者侧重于个人利益的满足时，导致了代理问题的产生，而这势必会对公司财富和所有者利益产生损害。

委托代理理论思考的核心是尽可能最小化代理问题的影响，降低代理成本。要实现这一目标，重要的是尽可能使委托代理双方的利益目标一致化，在委托人保有自身对企业的所有地位时，解决代理问题的有效途径就是制定契约，通过契约条款来去激励管理

层，并约束其自利动机。但在现实中往往不存在完美的契约，即使契约在制定层面趋于完美，其执行效果也会受到诸多现实因素的制约，因为对于管理层来说，即使执行契约可以使其获得丰厚报酬，但管理层仍然不会放弃对于信息优势地位的追逐，保持信息优势地位可以使其在企业经营决策中拥有更大的话语权与影响力，并且也会降低自利行为引发违约赔偿的可能。委托代理理论认为，信息不对称是导致代理成本上升的主要原因，在企业经营中，管理层身处一线，对企业经营状况更为了解，而委托人以及股东等利益相关者的信息来源多为管理层汇报与披露。

业绩预告作为企业信息披露的关键环节，是投资者进行决策的重要参考信息，也是委托人了解企业经营状况的窗口，而管理层为了对外展现良好经营状况，对内追求自身利益，有可能对业绩预告中的披露信息进行操纵，而管理层所处的信息优势地位也为其提供了更好的机会，委托代理问题的存在在一定程度上为选择性信息披露提供了空间。

2.2.3 信号传递理论

在信息不对称的情况下，信息优势方会向劣势方提供一定的信息，在资本市场中也不例外，上市公司想要吸引投资，提高企业声誉，必须通过信息披露的形式，向利益相关者传递有关公司经营发展的信号，这些信息被外部捕捉，会直接影响其对企业的评价与投资决策，进而影响企业市场价值。信号传递理论主要研究领域为企业经济，罗斯于1977年将信号传递应用于企业财务领域，他认为可以将公司对外传递的信息分为三种，分别为利润宣告、股利宣告与融资宣告。他的研究还认为，利润宣告由于容易受到管理层的操纵，相比其他两种信息的可信度更低，罗斯还认为企业管理层会通过向外界传递各种利好信息，来提高企业受关注程度，进而吸引投资。

根据信号传递理论，一方面，信息不对称情况的存在使得外界对企业的真实情况缺乏了解，进而会抑制投资者投资热情，引发分析师等信息中介对公司的评价偏差。为了提高企业声望，吸引更多投资，管理层有动机进行自愿的信息披露，这种信息传递会对投资者决策行为产生显著影响。另一方面，信息不对称情况的存在有时也被管理层认为是一种“机遇”，首先，管理层作为受托人，根据契约关系从委托人那里得到薪酬回报，这种回报的多少往往会和企业经营情况挂钩，管理层在企业经营状况较为糟糕时，有动机进行盈余操纵和选择性的信息披露行为，向委托人传递不真实信息，进而保持自身的高薪酬。其次，由于投资者处于被动的信息接受地位，管理层会向投资者传递信号，增加其乐观情绪，进而提高对企业价值的估计，引起更多投资资金的流入。

业绩预告作为重要的预测财务信息，可以在正式报告披露前，揭示公司过去一段时间内的业绩盈亏情况，会引发市场的剧烈反应。但业绩预告披露数据带有很强的主观判断，管理层有较大的空间进行操纵，管理层会努力向投资者传递他们希望投资者得到的信息，通过信号传递引发投资者行为反应，进而攫取利益。

2.2.4 战略选择理论

战略选择理论由 John 于 1972 年提出，以往对于企业战略决策的研究中，认为战略的选择主要取决于技术发展，其次需要考虑市场因素，这种研究视角主要关注外部环境对战略的影响，而 John 认为组织内权力才是影响战略行动路线的决定性力量，而在大部分企业，管理层决定着战略变革的方向^[75]。在这种观点的基础上，有学者进一步对企业组织的管理生态进行了研究，并且再次印证了作为代理人的管理层在战略选择中的主动和主导性(Hammer 等, 1976)^[76]，他们的理论都认为战略选择的主体为企业管理层。战略选择理论的提出打破了原有环境决定论的局限，战略选择理论强调企业战略是在代理人意识与环境条件共同影响下所决定的，环境虽然在很大程度上约束了代理人的选择空间，但最终决定企业发展大方向的是代理人的战略选择。伴随市场经济发展以及相关理论的完善，理论研究认为战略是企业的发展命脉，应该在外部制度和商业环境变化的情况下提高自身的环境适应性，实现战略选择与环境变化动态调整，才能使企业更好的长期保持竞争优势。

虽然随着行业内企业的发展以及相关制度体系的完善，主流战略模式会在行业内部应运而生，但因为不同企业之间存在个体差异性，各企业经理人所表现出的能力也高低不齐，所以各个企业在内外部因素影响下，其战略选择会表现出一定的差异性。战略选择理论认为战略选择存在三种类型，其中之一便是差异化战略，差异化战略是企业管理层在考虑自身资源优势的基础上，提出的有别于主流战略的新模式，其目的是为了取得竞争优势，从而实现更多利益。差异化战略的提出是对管理层主导的现实印证，因为主流战略模式往往已经被证实可以有效适应市场和行业环境，更具成功可能，而差异化战略的提出更多由管理层所主导，是一种兼具高收益与风险的战略模式。

管理层主观能动性是战略选择理论的核心观点，这种主观能动性在一定限度内可以发挥积极作用，有助于企业创新和开拓发展，但同时也容易引发权力过盛滋生的各种问题，对于本文研究的业绩预告披露而言，管理层主导可能会对信息披露产生较大的影响。

2.3 假设提出

2.3.1 战略差异度对业绩预告的影响

1. 战略差异度对业绩预告消息类型的影响

根据战略选择理论，企业对于战略的选择是依据外部环境变化作出的主观性决策，但企业的内部政治以及管理者想法才是决定战略是否变革，如何变革的决定力量。由此可见，企业运营战略的实施有着很强的主观性与个体差异性。在经济社会发展过程中，一个行业中的企业往往面临着相似的市场环境和相同的目标客户群体，这会导致行业中的企业在发展过程中不断探索，借鉴成功经验，互相模仿，从而容易形成受到行业大众认同的常规战略模式。而大多企业出于对发展成本和稳定高效地实现目标的考虑，往往会遵从行业常规战略，这也有助于规避政策导向和法律法规带来的不确定性。但是随着外部环境变化，同行竞争加剧，成本压缩变得困难，遵从主流战略的企业难以产生新的利润增长点，企业会考虑自身独特的资源优势，通过实行差异化战略来突出重围。

在企业实行差异化程度更大的经营战略时，企业往往会遇到一些过去生产经营过程中不会遇到的新问题，并且对于这些问题的解决也缺乏可以参考的经验，差异化战略的实施涉及公司核心资源的配置与协调，具有复杂性，会导致企业经营不确定性的上升。遵从行业常规战略模式经营有利于提高经营稳定性和成功率，避免风险，能够帮助企业节省探索有效经营战略的实验成本(Geletkanycz 等, 1997)^[77]。而较高的战略差异度意味着企业与行业过往经验相背离，可参考的成功经验较少，将会有更高潜在风险，盈余的波动性增强，甚至出现利润持续下降的情况(叶康涛等, 2014)^[34]。此外，战略的决策与实行很大程度上受管理层偏好的影响，管理层作为企业的经营者，其根本目标是保证企业盈利，实现自身发展价值。由于差异化战略会带来极大的经营不确定性与风险，故而实行差异化战略的动因往往是因为企业当前的经营状况不佳，管理层希望通过变革来维持自身生存、寻求更好发展。所以这类企业披露业绩预告负面消息的可能性更大。

根据信号传递理论，管理层为了提高自身声誉和报酬水平，会通过有目的性的信息披露活动来向外界传递信息。当公司实行了差异化战略时，不论是公司内部还是外界，对企业业绩的关注程度更高，此时管理层将对业绩预告的披露形式及披露内容更为重视。实行差异化战略的企业面临更高的市场不确定性与经营风险，从而造成业绩的异常

变动，面对上述因素，管理层可能会先发制人地披露业绩预告负面消息，以更为理性且谨慎的态度来对待年度业绩预告的信息披露，以减少不确定因素以及各类风险带来的声誉损失，虽然业绩预告坏消息传递了悲观的盈余预测信息，但投资者往往认为负面消息的可信度更高，适当传递负面消息会给市场参与者带来企业按照实际状况进行业绩预告的诚实印象(张艺琼等，2019)^[13]，可以在一定程度上提升企业的声誉和投资者的信任度，同时战略差异度较大的企业可以通过这一形式释放出企业积极求变、锐意改革的战略调整信息，在投资者群体中树立良好形象的基础上，减少短期内负面信息“靴子落地”对企业可能带来的更大冲击。

综上，战略差异程度较大的企业从主观的信息披露动机以及客观的业绩表现情况来看，都更有可能导致企业披露业绩预告负面消息。基于以上分析，本文提出假设 1a:

H1a:战略差异度越大，该企业越可能发布负面的业绩预告消息。

2. 战略差异度对业绩预告误差的影响

根据战略选择理论，对于企业而言，政府产业政策调整，消费者偏好改变，新的竞争者崛起等因素导致企业面临的外部环境恶化，这促使了企业通过实行差异化战略来觅得一席之地。而企业组织内部拥有的资源条件，管理者认知，管理层能力则是企业战略选择与制定的内部诱因。当企业所拥有的内部资源并不能很好地适配外部环境时，企业在行业中的竞争能力下降时，企业管理层可能会通过实行差异化战略，标新立异地来改善当前的经营状况。但采用偏离行业主流战略模式的差异化战略时，企业面临的不确定因素增多，各类风险发生的可能性随之加剧，这些风险因素包括大幅度改变原有战略模式产生的不适应风险，战略模式与外部环境不匹配的风险，战略执行要求组织结构调整的管理风险以及战略执行不到位引发的结果偏差风险(Ross, 2014)^[78]，这些风险的存在可能会使得企业的经营状况恶化，业绩波动加剧。战略差异度越大的企业，越可能产生异于行业正常水平的异常经营状况和极端业绩结果，公司收益水平的波动幅度随之变大，这种不确定的波动会增加企业获取信息的成本(董小红，2020)^[66]，而企业管理者出于节省时间和成本的动机，会在业绩预测方面投入较少的精力与成本，从而导致预测误差偏大的可能性加剧。

现代企业中普遍存在所有权和经营权分离的情况，会计目标受托责任观认为，管理层应向委托方进行信息披露，通报企业经营状况和自身的委托责任履行情况(张烧等，2017)^[57]。管理层披露的信息可以被划分为两种类型：反映过去的信息及预测未来的信

息。本文研究的业绩预告显然属于后者，业绩预告中对于盈利的预测是股东及其他市场参与者了解企业经营状况的窗口。业绩预告信息可以在一定程度上建立和改变市场预期，影响分析师预测，左右股票价格及投资者行为，是企业信息披露的关键环节，但其与反映过去的信息披露相比，受到的限制与约束较少，管理层对于业绩预告信息的披露更具主观性。战略差异导致信息不对称问题加剧，股东和利益相关者更加难以理解企业经营决策，通过经验或常识对经营绩效进行评判的可信度较差(Carpenter, 2000)^[79]，这可能会给管理层的业绩预告盈利预测提供更大的操纵空间，管理层出于自身薪酬制定、谋求在职消费、证明自身价值等目的，可能会披露偏离实际业绩程度较大的，虚假的业绩预告消息。

此外，战略差异度较大的企业往往经营模式更为独特，存在更多的多元化经营现象，企业组织结构更为分散复杂，从而导致管理层对企业经营过程以及经营业绩更加难以把握，准确地预告业绩变得困难，进而造成业绩预告业绩预测值与实际业绩之间误差增大。基于以上分析，本文提出假设 1b:

H1b: 战略差异度与业绩预告误差正相关，即战略差异度越大，企业业绩预告净利润与实际净利润之间的差异越大。

2.3.2 代理成本在战略差异度影响业绩预告中的中介效应

当企业的战略差异度大时，市场不确定性和经营风险的加剧，会引起经营业绩异常波动，甚至出现持续性的下滑。根据信息不对称理论，当出现这种情况时，主观上，管理层基于自身声誉与完成业绩考核指标等因素的考虑，有动机通过盈余操纵，隐瞒真实信息等手段增加企业的信息不对称程度(孙洁等, 2020)^[80]，从而使得企业代理成本上升。客观上，战略差异度大的企业经营模式较为独特，与行业中过往形成的主流战略模式存在较大差异，因此投资者很难通过同行业企业的经营发展状况来对比战略差异度较大的目标企业，在搜集信息时会面临更大的难度，产生更高的搜集成本，进而引起信息不对称问题的恶化，导致股东对管理层监督力度的减弱。

此外，市场中的分析师也会因为经验的缺乏以及不确定性的加剧，对战略差异度较大企业的经营业绩及发展前景难以实现准确预测，和其他企业相比，分析师需要投入更多的精力，耗费更多的成本来跟踪战略差异度大的企业，从而导致了分析师盈余预测质量的降低(王爱群等, 2021)^[81]。市场中的利益相关者根据分析师预测信息，服务自身决策行为的有效性大大降低，信息的不透明导致了对于企业管理层监督的失位，监督力

度的减弱给了管理层暗箱操纵的机会以及牟取私利的空间，企业的信息不对称程度显著提高，由此导致代理成本的上升。

另一方面，企业管理层的目标绩效考核大多以经营业绩作为主要参考，通常在薪酬设计环节，企业管理层特别是高级管理者的固定报酬比例较低，而企业所有者通常通过浮动薪酬与业绩挂钩对管理层进行有效激励，所以战略差异度大时，高管获得的薪酬可能出现较大幅度的波动（田园，2018）^[82]，当企业业绩变差时，高管获得的薪资可能低于平均水平，无法达到其心理预期，所以薪酬激励效应可能不能发挥正向的激励作用，当管理层自身利益无法得到满足时，管理者可能凭借信息优势地位，进行名为合理配置企业资源，实则浑水摸鱼为自己逐利的行为，从而导致企业代理问题的进一步加重，代理成本显著上升。此外，实行差异化战略企业的内控机制相较于战略稳定的企业而言变动较多，处于更加不稳定的状态，内控机制的不稳定会致使股东对管理层的监督成本上升（王化成等，2016）^[83]。

无论对于业绩预告消息类型还是业绩预告误差而言，管理层的选择性信息披露是影响业绩预告披露的关键因素。与投资者相比，直接参与企业经营活动的管理层掌握着更全面的公司信息，有着天然的信息优势，在信息披露时会考虑披露行为产生的成本效益，以及对自身利益的影响（袁振超等，2014）^[84]，当高战略差异度引发高代理成本时，代理人与委托人之间的利益冲突更加明显，管理者保护投资者利益的主观愿望并不强烈，管理者会较少考虑投资者获取信息的及时性与公平性（齐越，2019）^[85]，管理者的自利倾向可能会导致业绩预告在披露过程中往往偏离企业的长期利益，管理者自利驱使下更有动机带有目的地发布业绩预测信息，保证自身信息优势地位，实现攫取利益的目的（Brown 等，2005）^[86]。

综上所述，当战略差异度较大时会导致代理成本的上升，而代理成本较高时，管理者更加有倾向与可能考虑个人利益，而更多忽视股东利益，通过选择性的信息披露，加深其与投资者之间的信息不对称程度，所以战略差异度较大的企业可能通过代理成本这条路径进而影响业绩预告披露。基于以上分析，本文提出假设 2：

H2: 代理成本在战略差异度与业绩预告的关系中起到了中介作用。

2.3.3 公司治理的调节效应

1. 公司外部治理的调节效应

已有研究表明，机构投资者可以发挥外部治理的作用。机构投资者不仅有极大的影

响力影响管理者的战略决策，并且机构投资者也有机会直接参与企业的经营决策，被视作具有外部治理能力的专业力量（Pinto 等，2008）^[87]。当企业的战略差异度较大时，企业面临经营风险加剧，不确定因素增多，经营业绩波动性也会增强。外界很难通过以往经验或是行业中的其他企业类比来判断公司的实际经营状况，由此导致委托代理问题的恶化，内外部信息不对称的状况也更加严峻，由此导致了企业在进行业绩预告等信息披露时，管理层更有空间与倾向利用自身信息优势，以及对于企业经营自由裁量权，进行选择性的盈余信息处理和对外预告（周倚帆，2021）^[88]。

而机构投资者与企业之间存在极高的利益相关性，以及拥有相比普通股东更有分量的话语权。一方面，机构投资者与企业之间存在更高的利益趋同性，他们更喜欢“用手投票”，通过积极主动参与公司管理，防止自身利益受损。另一方面，机构投资者为了限制管理层的机会主义行为，会积极的对管理层行为进行监督检查，从而增加其操纵性信息披露的难度。机构投资者对企业的积极干预与监督，会对企业的信息披露行为产生很大影响，促使企业的信息披露更加真实、客观，增强信息的价值相关性（唐盛培等，2006）^[89]。

此外，机构投资者拥有较为专业的企业营运经验，并且具备专业和信息优势，往往拥有专业人员对上市公司进行全方位的分析，追踪公司和收集公司信息的专注程度更高。这有助于其全面、多角度地揭示和解读企业运营状况，得出的分析结论也更加接近真实情况，有助于提高企业的信息透明度。同时根据信号传递理论，投资者向市场传导的有关企业经营决策的信息，也可以发挥信号作用，不仅引发市场参与者的关注，而且会被企业管理层所捕获，影响其信息披露决策。另一方面，机构投资者持有更多股份时，其在公司的经营决策和战略制定中也会有很强的影响力，掌握较重的话语权。机构投资者自身丰富的经验，可以帮助企业评判实行战略可能出现的经济后果，并在战略的执行过程中对企业进行有效监督，从而增强差异化战略的实施可行性，缓解差异化战略可能引发的经营风险，降低业绩波动程度，促进业绩提高，减弱业绩预测的困难。

基于以上分析，本文提出假设 3a，3b:

H3a:公司的外部治理负向调节战略差异度对业绩预告消息类型的影响。

H3b:公司的外部治理负向调节战略差异度对业绩预告误差的影响。

2. 公司内部治理的调节效应

战略差异度较大的企业，其战略成功与否，不仅在于战略决策，更多的在于战略实施。战略实施的失败很多时候不在于起始的战略制定阶段，而更多是由于在后期的战略实施过程中，企业的生产能力配置达不到战略革新的要求，或是企业的管理水平不能支撑战略的有序高效推进。而企业完善的内部治理机制可以促使内部监督和信息沟通功能在企业更好地发挥，实时地纠正管理层不当决策和沟通效率低下等造成的战略实施偏差（杨德明等，2018）^[90]。当企业实行差异化程度更大的经营战略时，会对公司治理水平提出更高要求。拥有良好内部治理的企业更有可能使差异化经营战略依照既定目标推进，降低战略执行偏差。同时，良好的内部治理能力也有助于抵御差异化战略所带来的各种风险，降低业绩的波动性，增加企业盈余的持续性和稳定性（宫义飞等，2018）^[91]。这一切都会使企业业绩向好的可能性增大，业绩预告更大可能表现为好消息，而盈余的稳定向好也会降低企业业绩预测难度。

此外，良好的内部治理机制可以通过权力制衡、规范化决策等制度安排来合理分配各部门的职责权利，更好实现组织内部制衡，抑制管理层机会主义行为，压缩利润操纵空间，降低其对业绩预告进行虚假披露的倾向与可能，促进企业会计信息质量提高。而且内部治理能力较好的公司往往是一些声誉较好的大型企业，这类企业更重视自身的信誉与形象，披露的业绩预告也通常更为客观、真实。综上，良好的内部治理能力可以降低企业的经营风险，规范企业的各项业务处理流程和信息披露行为，减弱因战略差异度较大对业绩预告带来的影响。

基于以上分析，本文提出假设 4a，4b：

H4a：公司的内部治理负向调节战略差异度对业绩预告消息类型的影响。

H4b：公司的内部治理负向调节战略差异度对业绩预告误差的影响。

第三章 研究设计

3.1 样本选取与数据来源

3.1.1 样本选取

由于证监会于 2015 年初修订了上市公司业绩预告制度条例，并在当年将业绩预告披露监管纳入日常监管范畴，这使得各上市公司的业绩预告披露更加谨慎规范，基于这一现实背景，本文选择 2015 年作为研究的初始年份，搜集 2015 年至 2020 年 A 股上市公司数据作为研究样本。同时按以下流程对原始数据进行处理：

(1) 剔除所属行业为金融保险业的公司。因金融保险类企业性质较为特殊，财务制度与财务处理具有区别于其他行业的特性，为保证数据可比，对该类企业进行剔除。

(2) 剔除 ST 与 *ST 上市公司，剔除暂停上市、停止上市及退市公司。

(3) 剔除变量数据缺失和数据异常的样本。

经过以上步骤的整理剔除后，最终得到 2015-2020 年共计 6158 个有效数据作为研究样本，并对连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。

3.1.2 数据来源

本文业绩预告相关数据以及衡量公司内部治理的部分指标数据来自万德数据库，其余数据来自国泰安数据库，行业分类对制造业按照二级行业进行细分，其余行业按照一级行业区分。数据处理及实证分析采用 Stata17，SPSS26 以及 Office2019 软件进行。

3.2 变量选择与定义

3.2.1 被解释变量

本文的被解释变量为业绩预告。对于业绩预告的衡量，目前学术界较常用的衡量指标有消息类型，精确度以及预告误差。随着业绩预告披露监管的不断加强，业绩预告披露的规范性显著上升，信息含量越来越丰富，纯粹的定性预告已极为少见，业绩预告大多采用了定性与定量结合的形式，而定量描述多采用预告利润区间的形式。

根据以往相关研究，如王浩(2020)、董小红(2020)、王玉涛(2019)等人的研究^[92,66,93]，结合本文的研究目的，本文选择业绩预告消息类型(EF_Type)和业绩预告误差(EF_Error)

来对业绩预告进行衡量。

具体地，本文所指的业绩预告消息类型，是企业发布的业绩预告中，相比上一报告年度的利润表现情况，采用哑变量来对其进行反映。具体地，当企业发布的业绩预告类型为“略增”、“续盈”、“扭亏”、“预增”时，则视为业绩预告好消息，赋值为 1；当企业发布的业绩预告类型为“略减”、“续亏”、“首亏”、“预减”时，则视为业绩预告坏消息，赋值为 0。

而业绩预告误差，是指业绩预告中披露的净利润预测值相比年报中披露的实际净利润的差距，本文借鉴曾琦等(2018)对业绩预告误差的衡量，以业绩预告净利润预测值（或预测净利润区间中值）与该年度财务报告披露的年度净利润实际值做差^[94]，同时考虑到公司规模以及数据量纲上的差异，对其进行了相应处理，具体计算公式如下：

$$EF_Error_{i,t} = \left| \frac{Forecast_NI_{i,t} - Actual_NI_{i,t}}{Asset_{i,t}} \right| \times 100 \quad (3.1)$$

其中，Forecast_NI 为 i 样本公司第 t 年业绩预告中披露的预测净利润，该指标的取值方法为：当企业业绩预告预测的净利润为一具体值时，以该值作为预测净利润，当业绩预告预测形式为区间时，以中值作为预测净利润。Actual_NI 为 i 样本公司第 t 年的实际净利润，Asset 为 i 样本公司第 t 年年末总资产。

3.2.2 解释变量

战略差异度是指本公司战略相对行业主流战略的偏离度。本文借鉴 Tang 等(2011)、叶康涛(2014)的做法，选取六维度指标数据，然后再按年度和行业计算行业均值，通过比较个体差异来综合反映企业的战略偏离程度^[95,34]。各个维度的具体计算情况如下：(1) 市场开发支出（广告费用/营业收入，由于单独披露广告费用的公司较少，故本文以销售费用对其进行替代）；(2) 创新程度（研发支出/营业收入，由于大量公司对于研发支出披露不够，故本文以无形资产净值予以替代）；(3) 资本密集度（固定资产净值/员工总人数）；(4) 固定资产更新程度（固定资产净值/固定资产总值）；(5) 间接费用效率（管理费用/营业收入）；(6) 财务杠杆率（(短期借款+长期借款+应付债券)/所有者权益）。

有关战略差异度指标的计算以上述六个维度的分项指标为基础计算得出，具体步骤为：第一步，在计算出上述六项指标数值的基础上，分年度计算出其行业平均值；第二步，计算出六项指标的行业年度标准差；第三步，用各项指标的原值减去其行业均值，并取绝对值，然后除以第二步计算出的行业标准差，分别计算出六个维度上的偏离程度；第四步，对上述六项偏离程度求均值，即得到战略差异度（DS）的衡量值。

3.2.3 中介变量

如前所述, 本文的中介变量为代理成本 (AC), 基于本文的研究问题, 以及以往相关文献如张宁等(2013)、袁振超等(2014)的研究^[74,84], 本文所要研究的代理成本为第一类代理成本。参考袁振超等(2014)、徐寿福等(2015)、张军华等(2021)的相关研究, 本文采取管理费用与销售费用之和与总资产的比值作为本文中中介变量的度量指标^[84,96,97]。

3.2.4 调节变量

对于公司治理的研究, 本文将其分为内部和外部两部分进行研究, 内部研究主要涉及股权结构、董监会、对管理层的激励机制等方面, 外部研究则主要集中在资本市场、利益相关者等方面。参考前人研究并结合内外部治理的主要研究层面, 本文选择了综合股权结构、组织架构等层面指标, 并采用主成分分析的方法对公司内部治理水平进行衡量。而对于外部治理, 由于机构投资者作为资本市场的重要参与主体, 可以发挥监督和管理等外部治理效应, 故而本文选择机构投资者视角反映外部治理水平。

由于内部治理是一系列复杂的制度安排, 单一指标很难反映其真实水平, 现有研究大多采用考虑多项指标的综合指数来衡量。本文借鉴白重恩等(2005), 陆正飞等(2012), 田岚(2020)对公司内部治理水平的测量方法^[98,99,100], 选用公司是否在中国大陆以外地区上市、公司性质、最大股东持股情况、第二至第十大股东持股情况、董事会规模、独董比例、高管持股情况、两权分离情况。同时考虑相关指标方向, 对负向指标进行正向化处理, 对八项指标采取主成分分析, 构建衡量内部治理的综合指数, 该值越大, 说明公司内部治理水平越高。

关于公司外部治理水平的衡量, 已有研究证实, 我国机构投资者已经参与了公司治理, 对公司的经营运作, 以及决策活动会产生影响。机构投资者持股比例高, 具有更强的影响力与话语权, 且机构投资者专业性较强, 能够分析出更多有效信息, 与管理层之间的信息不对称问题将被弱化(高雷等, 2008)^[101], 机构投资者给予的监督压力, 有助于公司治理水平的提高。本文借鉴欧理平等(2020), 沈华玉等(2018)的相关研究, 选取机构投资者持股比例大小来衡量外部治理水平^[102,103]。

3.2.5 控制变量

本文借鉴王玉涛等(2019)、张艺琼等(2019)、王浩等(2020)的研究, 选择公司规模(Size)、公司成长性(Growth)、负债水平(Lev)、账面市值比(BM)、高管兼任

(Dual)、审计收费 (Au_Fee)、股权分散度 (Disper) 作为本文的控制变量^[93,92,13]。同时考虑到被解释变量不同衡量维度之间的相互影响, 本文在检验有关业绩预告误差的假设时, 在回归模型中加入业绩预告消息类型予以控制, 并且对行业以及年份予以控制。

(1) 公司规模 (Size)

公司规模采用年末总资产自然对数来衡量。规模较大的公司会在资本市场中吸引更多目光, 进而公司会更严谨地对待其信息披露, 避免对自身声誉造成影响。但另一方面, 规模较大的公司往往组织结构更为复杂, 部门间的有效沟通需要付出更多成本, 监督制约机制也更容易出现漏洞, 这可能会引发低质量的信息披露。结合上述分析, 公司规模可能会显著影响业绩披露, 故本文将公司规模作为本研究的控制变量。

(2) 公司成长性 (Growth)

公司成长性采用营业收入的同比增长率来衡量。营业收入快速上升的企业往往是处于高速发展企业, 高速发展需要更多的资金资源以支撑, 公司的融资需求较强, 而进行高质量的信息披露有助于吸引投资者, 以更低的成本吸收投资。因此, 公司成长性与信息披露行为之间可能存在密切关系, 因此将公司成长性纳入研究模型予以控制。

(3) 负债水平 (Lev)

本文采用公司年末资产负债率来衡量公司的负债水平。负债水平表现的是公司的资产组成, 资产负债率较高说明公司资产大部分属于债务资产, 公司对这部分资产负担偿还义务, 一旦资金链出现问题, 公司将面临巨大的债务压力, 甚至出现破产的情况。资产负债率较高公司有更强的动机进行信息地选择性披露, 他们乐于向外部信息使用者传递有关公司经营的乐观消息, 以求赢得投资者和债权人的信任。因此, 负债水平与信息披露之间存在较为密切的联系, 故本文将负债水平作为本研究的一个控制变量。

(4) 账面市值比 (BM)

账面市值比可以反映公司价值及市场认可度。当该指标值较大时, 一般来说其经营状况较为稳定, 财务状况良好, 但市场对于企业的估值较低, 在这种情况下, 公司管理层倾向于向外界传递正面消息以拉动股价上升; 当账面市值比低时, 该公司市场估值较高, 但可能存在名不副实的情况, 公司可能倾向于通过选择性地信息披露来留住投资者。因此, 账面市值比会显著影响企业的信息披露选择, 故而本文选择账面市值比作为本研究的一个控制变量。

(5) 高管兼任 (Dual)

本文选择董事长与总经理是否为同一人，即是否二职合一作为衡量高管兼任的指标。当董事长和总理由同一人担任时取值为 1，否则为 0。当董事长和总经理为同一人时，公司的权力集中，董事会对管理层的监督更可能流于形式，影响公司重大决策的效率，从而对企业经营管理产生负面影响。而高层权力受制约程度较小时，可能会导致管理层虚构和粉饰会计信息行为的发生。综上高管兼任可能会对企业信息披露产生重大影响，故而本文选择高管兼任作为本研究的一个控制变量。

(6) 审计收费 (Au_Fee)

审计收费采用年度总审计费用取自然对数衡量。当公司财务状况较为复杂，存在的财务问题较为琐碎时，会给审计师开展工作增加难度，审计风险也将显著上升，此时审计师及其所在事务所会适当提高收费水平，审计收费可以在一定程度上反映公司的会计信息质量，进而对公司的业绩预告披露质量产生直接影响。因此本文选择审计收费作为本研究的一个控制变量。

(7) 股权集中度 (Disper)

股权集中度通过第一大股东持股比除以第二至第十大股东持股比之和来衡量。该指标值越大，代表公司股权越集中，第一大股东更可能拥有对决策权的垄断。在这种情况下，其他中小股东可能缺乏对公司管理经营的监督能力与动机。第一大股东的强势地位会影响其他股东在企业经营管理决策中发挥作用，之前也有相关研究表明第一大股东持股比例与盈余管理之间存在显著关系，一股独大对公司治理的有效性也有损害。故而股权分散度越低，可能会对企业业绩预告披露产生负面影响。基于此，本文选择股权分散度作为本研究的一个控制变量。

综上，变量定义及计算如表 3.1 所示：

表 3.1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量计算
被解释变量	业绩预告消息类型	EF_Type	好消息取 1，坏消息取 0
	业绩预告误差	EF_Error	预告值与实际值之间差的绝对值/ 年末总资产
解释变量	战略差异度	DS	公司战略偏离行业平均的程度

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/498074036051006035>