

# 战略群组身份、组内战略差异与 分析师决策

——基于“两阶段决策”模型的实证研究\*

□ 王 兰 古志辉 孟德霖

**摘 要：**参照群体作为一种评价组织相对位置与表现水平的重要认知模式，在外部受众对企业的评估决策中发挥认知参照作用。本文结合战略群组理论与参照群体理论，将战略群组作为证券分析师认知与评价企业的参照群体，探讨了企业战略群组身份与组内战略差异影响分析师认知决策的两阶段过程。研究显示，企业战略群组身份能够促使分析师感知企业的合法性，增加分析师的跟踪数量；企业在群组内的战略差异能够提高其竞争溢价，促使分析师发布更为乐观的投资评级。此外，企业社会责任在分析师参照战略群组评估企业的决策过程中具有“锦上添花”的正向调节作用。但企业负面事件会破坏分析师对企业的合法性感知与竞争结果评价，对分析师的跟踪决策与价值评估决策均发挥负向调节作用。本文的研究结论有利于从外部群体参照角度优化企业定位策略，为企业吸引分析师关注、改善分析师评级意见提供有益启示。

**关键词：**战略群组；战略差异；分析师决策；企业社会责任；负面事件；主题分析

## 一、引 言

组织与战略领域的研究表明，外部受众对企业的合法性感知与竞争性评价能够

---

\* 基金项目：本文得到国家自然科学基金项目“儒家传统如何影响技术创新：基于公开数据的实证研究”（71871122）的资助。致谢：感谢主编、领域编辑及匿名审稿人为本文提供的专业性、建设性的意见指导，感谢编辑部老师的耐心、细致、理解与支持。文责自负。

为企业带来持续的竞争优势 (Gioia et al., 2013; Haans, 2019; Zhao et al., 2017)。企业需要通过有效的战略定位在外部受众头脑或心智中占据有利位置,以获取外部受众对企业的积极认同与情感承诺 (Taeuscher et al., 2021; 杜晶晶等, 2023; 梁晗和黄苏萍, 2022; 彭新敏等, 2022)。已有文献主张外部受众基于内部比较的评估模式,将企业与特定类别范畴下的原型标准、范例定位或目标理想进行比较,以获得对企业的感知与评价 (Boulongne & Durand, 2021; Gouvard & Durand, 2023; Majzoubi et al., 2025; Zhao et al., 2018)。然而,内部比较的评价标准来源于评价主体内部的知识、经验与价值观,具有较强的主观性 (Rosch, 1975)。不同评价者对于原型的定义、范例的选择以及目标期待各有不同,企业将难以据此确立一个普适且统一的标准用以指导企业战略定位。并且,基于原型或范例之间的静态比较通常忽略了外部环境的变化和组织的发展,这也将难以契合企业战略定位对于动态性与适应性的需求。因此,亟须探索受众评估企业的外部参照模式,为企业定位与外部受众感知之间的关系提供新的见解。

社会比较视角的研究认为,组织的定位或身份是由组织与其参照群体之间的认知联系而建立的 (Huff, 1982)。参照群体能够被用来确定组织在群体中的相对位置和表现水平,并且这种相对性能够随着群体的变化而实现动态调整 (Kelly, 1955)。参照群体作为一项重要的外部参照能够引导企业的战略调整以及影响外部受众对企业的看法。许多战略研究学者使用“战略群组”的概念来讨论行业内具有相似战略

的企业群对企业战略行为的参照作用 (Peteraf & Shanley, 1997; Reger & Huff, 1993)。并且,研究还发现外部行动者在评价行业中的不同企业时展现出了明显的群组偏好,对同一个战略群组内的企业持有相似的看法,而不同群组之间则差异较大 (Ferguson et al., 2000; Wry et al., 2006)。尽管战略群组能够以外部参照群体的角色对组织内外部行动者的决策产生重要影响,但现有研究尚未深入探讨外部受众参照战略群组感知与评价企业的具体过程。

根据参照群体理论,战略群组的群体参照作用能够体现在组间与组内两个层面上 (Fiegenbaum & Thomas, 1995; 段霄和金占明, 2014)。组间的群组身份差异反映了企业的竞争优势来源、业务范畴以及资源与技术的总体特征。组内的战略差异表现决定了企业所面临的竞争态势以及竞争水平。因此,在参照群体模式中,企业的战略群组身份与组内的战略差异性外部受众对企业进行评估决策的两个重要依据。已有研究表明,外部受众对企业的估值决策包含筛选和评估两个阶段,并存在“先合法,后差异”的阶段性偏好变化 (Zuckerman, 2016)。因而,在“两阶段决策模型”的经验范式下,企业的战略群组身份与组内战略差异对外部受众评估决策的影响并非同时发生,而是呈现出序贯决策的动态特征。

除此之外,战略认知视角的研究认为,战略群组构成了组织内外部行动者参与制度生活的共识领域。在这个领域中,群组成员之间以及与其他利益相关者之间长期互动,共同建立了对企业所服务的目标市场以及所使用技术和资源的认知图式 (Reger & Huff, 1993)。外部

受众通过战略群组获得对企业行为的看法,增进对企业战略选择的理解程度,这一过程主要强化了组织的认知合法性(Taeuscher et al., 2021)。制度理论将合法性概念化为一个多维结构,例如,Aldrich 和 Fiol (1994)指出,组织合法性由认知合法性与社会政治合法性共同构成。社会政治合法性进一步将企业的战略行为锚定在制度场域的价值逻辑中,影响利益相关者对企业行为的意义建构过程。因此,社会政治合法性在外部受众参照战略群组认知企业的过程中将发挥重要的认知调节作用。

综合上述讨论,本文聚焦于分析师群体的认知决策行为,将战略群组作为分析师行为决策的参照群体,考察了企业战略群组身份与组内战略差异对分析师决策的影响。具体而言,本文将分析师的决策过程分解为跟踪决策与价值评估两个阶段。按照“两阶段决策模型”,在跟踪决策阶段,企业依托战略群组身份创建认知合法性,增进分析师对企业的熟悉度,以此吸引更多的分析师关注;而在价值评估阶段,企业在群组内的战略差异表现出更高的竞争价值,促使分析师出具积极的评级意见。除此之外,本文将企业社会责任以及负面事件作为反映企业“高一低”两种截然相反的社会政治合法性状态,纳入研究框架,考察二者对分析师两阶段决策过程的认知调节作用。本文的研究贡献主要集中在以下几个方面:首先,本文从社会比较视角出发,将战略群组作为分析师等外部主体评估企业行为的参照群体,不仅揭示了战略群组对于行业外行动者的决策参照意义,同时也对外部受众认知和评价企业的具体模式进行了补充和拓展。其次,本文将企业社会责

任与企业负面事件作为体现两种对立状态的社会政治合法性引入研究框架,考察了二者对分析师两阶段决策的影响,系统区分了认知合法性以及社会政治合法性在外部受众评估过程中的差异化作用。最后,本文基于两阶段决策模型,揭示了企业的战略群组身份与组内战略差异在分析师不同决策阶段的差异化影响,进一步验证了分析师认知企业的过程将遵循“先合法一后差异”的序贯决策规律,丰富了分析师行为决策方面的相关研究。

## 二、理论回顾与假设提出

### (一) 战略群组的群体参照效应

战略群组概念最早由 Hunt (1972) 提出,主要用来描述行业内在成本结构、垂直一体化程度、产品多元化程度、正式组织、控制系统、管理者激励制度以及未来产出计划等方面都高度相似的一组企业。战略群组理论关注单个企业在不同战略维度形成的战略组合,并以此勾勒出群组整体的战略模式和特征。反过来看,战略群组内部的成员企业在某些关键战略维度上高度相似,群组的整体属性又能较好地概括单个成员企业的战略特征。战略群组结构的认知简化功能使其成为理论研究者、管理决策者以及外部受众理解行业内部结构与企业战略行为的重要工具。由此,文献研究分别探讨了战略群组对于组织内的管理者以及组织外部受众的决策参照作用。从管理者的角度来看,管理者会根据行业内不同企业的战略相似性与差异性进行认知聚类,通过划分战略群组来识别核心竞争对手(Reger & Huff, 1993)。Peteraf 和

Shanley (1997) 认为群组内的企业对群组的核心特征或战略模式存在相互理解, 企业通过这种相互理解来预测其他群组成员的战略行为。Fiegenbaum 和 Thomas (1995) 的研究也表明一个特定的公司会以战略群组占据的竞争空间为基准制定战略决策。对于外部决策者而言, 战略群组中的企业利用相似的资源服务于相似的市场, 这种相似性会通过社会网络进行信息交换, 使外部决策者对群组内的企业产生类似的想法 (Ferguson et al., 2000)。例如, Ferguson 等 (2000) 研究表明不同战略群组之间存在显著的声誉评价差异; Wry 等 (2006) 以媒体报道为例, 也发现了类似的结论, 其研究认为媒体声誉的差异与战略群组结构有关。

在心理学领域, Kelly (1955) 提出了参照群体的理念, 关注个体进行评估决策时如何依赖外部参照点, 即参照群体, 来确定评估对象在群体中的相对位置和表现水平。并且, 根据参照群体理论, 参照群体在调节个体态度方面具有规范和比较两大功能。规范功能反映了在群体层面上通用的行为模式或标准; 比较功能用来确定评估对象在群体中的位置和表现。在战略群组背景下, 规范功能体现了外部受众对企业战略群组身份的感知。行业内不同战略群组在运营战略、技术属性、资源使用方式上存在显著差异 (Hunt, 1972)。Caves 和 Porter (1977) 提出移动壁垒的概念来表达群组间的流动障碍以及维护群组内部战略一致性。在认知层面上, Ferguson 等 (2000) 把战略群组身份看作是行业内外行动者的领域共识, 是关于企业所服务的目标市场以及所使用的技术、资源等的共同认识。因此, 战略群组为参与其

中的成员企业提供了群体层面上的“集中身份”, 企业的战略群组身份会影响外部受众对组织合法性与规范性的感知。

比较功能则用以衡量企业在战略群组内部的差异性, 获得对企业竞争水平的认识。有研究认为, 尽管战略群组是追求相似战略的企业集合, 但组内的企业之间也可能存在差异。例如, Reger 和 Huff (1993) 以及 Ketchen 和 Shook (1996) 将群组成员企业区分为核心企业和外围企业两种类型, 其中, 核心企业更能代表群组的典型特征。苏红等 (2015) 将战略群组的中心特征定义为某一群组内的企业在各战略指标上的均值, 并用企业与群组中心之间的战略距离来反映企业在群组内所处的竞争位置。由于群组内部的成员企业具有同质化的资源禀赋, 采用相似的运营战略, 服务于相近的产品市场, 这将导致群组内部的竞争可能比群组间的竞争更为激烈 (Hatten & Hatten, 1987)。因而, 确定企业在群组内部的战略差异性为外部受众评估企业竞争水平与盈利能力的重要决策内容。

综合上述文献, 战略群组对行业内外行动者的决策过程产生重要的决策参照作用。并且, 企业的战略群组身份与组内战略差异是战略群组作为参照群体来影响外部受众评估决策的两个重要依据。其中, 战略群组身份概括了外部受众对企业战略行为的整体认知, 组内战略差异反映了企业所占据的相对竞争位置与竞争表现。因此, 本文通过探讨企业战略群组身份与组内战略差异对外部受众评估决策的影响, 进一步揭示战略群组的决策参照价值。

## （二）分析师的跟踪决策阶段：战略群组身份的影响

证券分析师在证券投资市场担任专业投资分析的角色，凭借其自身的专业知识和技能，收集、处理、分析和传播公司信息，这对于减少资本市场与被关注企业之间的信息不对称、提高资本市场资源配置效率至关重要（Li et al., 2020）。从决策过程看，选择何种类型的企业进行跟踪是分析师行为决策的首要内容。实践和理论的经验表明，证券分析师主要按行业分类进行专门研究。并且，证券分析师在分析公司财务状况、行业趋势以及市场环境的过程中会形成一套专门的评估例程，这些评估例程会被应用于具有类似特征的多个公司（Litov et al., 2012; Feldman, 2016）。除此之外，研究还发现，当公司采取新的知识组合或引入不确定的技术知识时，需要分析师付出更多的认知努力，证券分析师会减少对这类公司的跟踪报道（Benner, 2010）。因此，这些经验表明证券分析师更倾向于跟踪相对熟悉的公司。

战略群组作为行业内一组具有战略相似性的企业集合，是分析师跟踪决策过程中不可忽略的参照群体。根据参照群体理论，参照群体的规范功能可以为具有战略群组身份的企业创建“领域共识”与“集中身份”，通过这两种社会认知机制，分析师能够增加对企业的熟悉程度。具体而言，首先，企业领域反映了企业所服务的目标市场及其所使用的资源（Ferguson et al., 2000）。战略集团中的企业具有相似的领域，即通过使用相似的资源服务于相似的市场（Caves & Porter, 1977）。随着经济交换与社会交换的频次增加，群组内外部成员能够对群组

内的成员企业产生类似的看法，即建立“领域共识”。对于具有战略群组身份的企业而言，分析师凭借这种“领域共识”对目标企业的战略行为进行意义建构，从而提高分析师对企业的确定性感知。与之相反的是，当企业缺乏从群组层面创建“领域共识”的身份时，企业战略实践过于独特，并可能超越了既有的认知范畴（Zuckerman, 1999）。这种情况下，企业的决策行为可能变得难以理解，从而加剧了分析师对企业的模糊感知，甚至使分析师产生模糊厌恶心理。

其次，战略群组为参与其中的成员企业创建了群体层面上的“集中身份”。作为一种重要的社会认知机制，“集中身份”不仅使群组内的企业对群组核心、持久和独有的特征产生相互理解，建立群组认同，而且有利于提高群组被外部受众感知的可能性。Peteraf 和 Shanley（1997）以及 Ferguson 等（2000）的研究将战略群组所表达的集中身份定义为“有利和公认的地位”。群组的集中身份使得群组内的企业能够以统一的形象参与市场活动，这有利于扩大战略群组的整体声誉和知名度，使分析师更易获得关于成员企业的信息，降低分析师的信息搜寻成本。此外，从密度合法性的角度来看，随着越来越多的企业参与群组“集中身份”的创建，群组规模不断增加，更大规模的战略群组意味着该群组所代表的战略模式得到了更广泛的认可与接受。因此，企业融入更大规模的战略群组，有利于提高企业的认知合法性，使分析师更易理解与熟悉企业的战略定位与价值主张。总体而言，企业的战略群组身份能够简化分析师在跟踪决策过程中的认知复杂性，强化

分析师对企业身份与行为的合法性感知,从而有利于吸引更多的分析师关注。综合上述分析,本文提出如下假设:

**H1: 具有战略群组身份的企业能够获得更多的证券分析师跟踪。**

### (三) 分析师的价值评估阶段: 组内战略差异性的影响

根据两阶段决策模型,从跟踪决策到价值评估是一个体现时间先后顺序的序贯决策过程,其决策逻辑也将由合法性感知向竞争性评价转变(Zuckerman, 2016)。在价值评估阶段,分析师通过分析企业的经营状况、竞争优势和发展前景,向投资者揭示企业的市场价值与成长潜力。从参照群体理论的比较功能来看,分析师能够以战略群组的典型表现为基准,对企业的竞争能力、市场地位与成就做出评估和判断。企业偏离群组典型特征的战略差异性体现企业竞争水平的一种战略表现,将影响分析师对企业的评级结果。

投资评级是分析师报告的核心内容与综合性结论,传达了分析师对公司股票投资价值的前景判断(Zhang et al., 2020),同时也代表了分析师在价值评估阶段的最终观点。投资评级的结果与公司的基本面信息密切相关,但同时也不可避免地会受到分析师个体认知及情绪的影响(刘璐等, 2020)。企业在群组内的战略差异性能够改变企业的基本面状态,并因其独特性还可能引发外部市场的强烈反应,进而影响分析师对企业出具的投资评级。原因在于:首先,从理性决策的角度来看,分析师在信息搜集和分析的基础上对公司未来盈余做出预测,然后将盈利预测和其他相关信息作为输入变量

纳入相应的估值模型,最后根据估值结果对公司股票做出投资评级(刘璐等, 2020)。从竞争效果来看,企业在群组内的战略差异程度越大,被其他企业复制和攻击的难度也会随之增加,获得超额收益的可能性也就越高(Baum & Mezias, 1992; Geletkanycz & Hambrick, 1997)。这种差异性产生的独特竞争优势有利于企业的长期成长,使企业的市场地位、发展前景等基本状况向好(Suchman, 1995; Baum & Oliver, 1991)。分析师通过分析企业的竞争状况而对公司未来盈余保持信心,并据此给出更积极的投资评级。

其次,从分析师个体来看,分析师所采用的估值模型参数(包括盈利、分红率、长期增长率和必要回报率)也受个体情绪的左右(Baker & Wurgler, 2006; 张超等, 2021)。乐观情绪会使分析师上调预期的长期增长率、盈利预期或下调必要回报率;而悲观情绪则会使其降低预期的长期增长率、盈利预期或提高必要回报率,从而影响对企业基本价值的判断。对企业而言,企业的战略差异性使其在战略群组中“脱颖而出”,这种独特的战略定位能够使企业获得更高的溢价报酬(陈圻和林芳强, 2019),并在资本市场上创造更多的套利空间,激发资本市场的乐观情绪。王俊领和李海燕(2020)的研究也表明,企业的战略差异度会提高投资者的乐观情绪,使投资者对企业未来业绩过度乐观。由于分析师的投资结论受到市场情绪的传染(伍燕然等, 2012),因而,企业战略差异性衍生的市场乐观情绪能够对分析师的个体决策产生正反馈效应,使分析师对具有战略差异性的企业发布更为乐观的投资结论。

**H2: 企业在战略群组内的战略差异性显著提升分析师的投资评级。**

#### (四) 社会责任表现与负面事件冲击的影响

Aldrich 和 Fiol (1994) 指出, 组织合法性由认知合法性与社会政治合法性共同构成。其中, 认知合法性衡量的是企业行为的可理解性。社会政治合法性是指利益相关者根据社会信仰、规范或规制等制度逻辑接受企业行为的程度。战略群组作为一种认知工具, 有利于简化组织内外部群体分析行业结构与企业行为的认知复杂性 (Reger & Huff, 1993)。因而, 企业的战略群组身份与组内战略差异主要影响了分析师对企业认知合法性的评估。但值得注意的是, 战略群组仅是对企业在特定市场或行业中所处领域的概念化归类, 是一种抽象的认知意义。相比之下, 社会政治合法性以制度场域的价值逻辑为评判标准, 为企业的战略行动提供了更为清晰和明确的社会意义, 进而能够对分析师透过战略群组认知和评估企业的决策过程产生认知调节作用。企业社会责任表现与负面事件冲击是体现“高一低”两种相反的社会政治合法性状态的重要情境, 因此本文将这两种情况纳入证券分析师的两阶段决策模型, 考察“高一低”两种社会政治合法性在分析师不同认知阶段的影响。

在跟踪决策阶段, 分析师能够参照企业的战略群组身份形成对企业的基本认知。履行社会责任是企业建立高水平社会政治合法性的重要形式, 能够使企业以更为具体和明确的战略行动增进分析师对群组“领域共识”与“集中身份”的认识, 进而增强企业战略群组身份对分析师跟踪决策的认知参照作用。一方面, 从

“领域共识”角度来看, 同一战略群组的企业具有相同的业务领域, 这些业务领域通常在环境保护、劳动权益、产品安全等方面具有类似的要求 (Caves & Porter, 1977)。企业在这些方面的社会责任表现不仅符合群组的整体趋势与业务要求, 同时能够以具体的社会责任行动向分析师解释和传递相关的业务信息, 增进分析师对企业所属领域的认识。另一方面, 从“集中身份”的角度来看, “集中身份”表示了利益相关者对整个战略群组的看法。而处于同一战略群组内部的企业所面临的消费者、投资者、社区、政府等利益相关者也具有相似性 (王克稳等, 2014)。这些利益相关者对组内企业的期望和评价往往具有一致性和联动性 (Ferguson et al., 2000; Wry et al., 2006)。这表示企业通过社会责任行动展示其对社会和环境的承诺, 能够增进利益相关者的信任与好感, 这种信任不仅限于单个企业, 还会扩展到整个战略群组, 使利益相关者对整个群组的看法变得更加正面, 从而增强群组的“集中身份”。随着群组“集中身份”的加强, 组内企业被分析师感知的可能性会进一步提高。因此, 企业履行社会责任能够增强企业与群组领域共识之间的认知联系、加强企业从战略群组定位中获得的“集中身份”, 从而使战略群组身份与分析师跟踪之间的正向关系得到进一步强化。

在价值评估阶段, 企业的社会责任表现能够强化战略差异对分析师投资评级的正向影响。原因在于: 一方面, 从前文理性决策和竞争效果逻辑来看, 随着企业战略差异程度的提高, 企业的盈余波动性增强, 会计信息的价值相关性下降, 这会增加分析师进行投资评价的难度

并降低分析师对企业的评级意见（何熙琼和尹长萍，2018）。现有研究表明，社会责任往往被视为反映企业经营状况的风向标，不仅能够预测企业未来的业绩和现金流，而且积极的社会责任行动还被视为一种企业经营成功的信号（Flammer，2013）。企业通过社会责任实践不仅有利于为分析师评估企业在组内的战略差异表现提供额外信息，弥补市场中企业因战略差异导致信息披露不完全的缺陷，而且企业社会责任还从侧面印证了企业在差异化战略定位中的获利能力，使分析师对企业的竞争能力与盈利前景保持信心。另一方面，从市场情绪来看，在企业战略差异化程度较高的情况下，积极履行社会责任能够使外部受众对企业的战略行为进行向“善”的解读，进一步提升企业的社会声誉，并可能导致更热烈且正面的市场情绪（宋献中等，2017）。这对由企业战略差异带来的市场乐观情绪而言具有锦上添花的作用，进一步增强市场情绪对分析师投资评价的正反馈效应。因此，企业社会责任能够加强组内战略差异与分析师投资评级之间的正向关系。综合以上分析，提出如下假设：

**H3a：企业社会责任表现正向调节战略群组身份与分析师跟踪数量的关系。**

**H3b：企业社会责任表现正向调节组内战略差异与分析师投资评级的关系。**

战略群组的形成通常伴随着规范和标准的建立，这些规范和标准为群组内企业的运营提供了框架，使分析师能够对群组企业的经营状况形成稳定的心理预期。然而，当企业在经营过程中出现了违反社会道德、法律或伦理准则的负面事件时，这些事件往往违背了分析师对

企业遵循社会规范、期望和一般行为标准的心理预期，这会改变分析师对企业的看法和态度（Jonsson & Regnér，2009），并削弱企业战略群组身份对分析师跟踪决策的认知参照作用。原因在于，一方面，从“领域共识”角度来看，战略群组中的企业不仅具有相似的业务领域与目标市场，同时群组内的企业可能有类似的企业文化、价值观和行为准则，这些共享的价值观有助于建立更为稳定和持久的领域共识。但财务丑闻、法律诉讼等超出经营预期的非常规负面事件显然违背了战略群组内的共享价值观念与领域共识，使分析师对企业的经营方式、道德标准或产品质量产生怀疑，进而破坏分析师对企业与群组领域共识之间的认知联系。另一方面，从“集中身份”角度来看，集中身份有助于建立和维护群组的声誉，群组内的企业将共同承担声誉的风险和收益（Ferguson et al.，2000；Wry et al.，2006）。当企业发生负面事件时，外部受众往往会将这些负面事件与同一战略群组内的其他企业进行联想，因此可能对整个群组声誉造成负面影响，这会降低群组整体声誉对分析师的吸引力。并且，负面事件具有短时“眼球效应”（Ahluwalia，2000），使分析师过度强调企业的负面事件，进而剥离了企业来自战略群组的集中身份优势。因此，企业负面事件会削弱企业战略群组身份对分析师跟踪决策的促进作用。

在价值评估阶段，企业在战略群组中的战略差异性表现能够获得独特的竞争优势与乐观的市场反应，因此分析师会据此给出更积极的评级结论。然而，企业负面事件的爆发会削弱组内战略差异对分析师投资评级的正向影响。



首先,从理性决策与竞争优势逻辑来看,随着企业负面事件的爆发,企业的经营风险增大,企业的市场声誉受损,企业未来的盈利能力及现金流状况受到冲击 (Chen et al., 2011)。因此,受到负面事件的冲击,企业的基本面受损,这会促使分析师对企业的差异化战略表现进行负面解读,并认为企业目前所面临的经营危机是企业脱离常规战略路径所致,导致分析师对企业战略差异会带来竞争优势的认知信念改变。其次,从市场情绪方面来看,由于企业负面事件使分析师以及外部投资者能够观察到与公司“良好经营”完全不符的事实,这会引发资本市

场质疑企业偏离群组中心的差异化战略定位,使投资者对企业未来保持获益前景的信心丧失,进而导致资本市场的悲观情绪蔓延。因此,企业负面事件的爆发会造成分析师对战略差异竞争结果的负面解读,并使资本市场对企业战略差异的情绪“由喜转悲”,从而负向影响组内战略差异与分析师投资评级的关系。因此,得到如下假设:

**H4a:** 企业负面事件负向调节战略群组身份与分析师跟踪数量的关系。

**H4b:** 企业负面事件负向调节组内战略差异与分析师投资评级的关系。

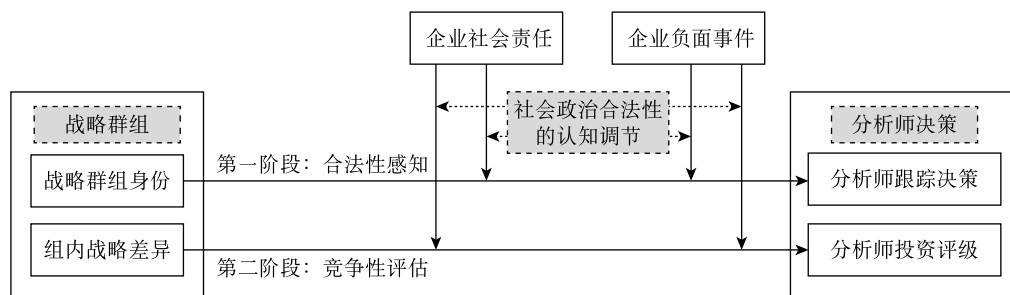


图1 理论框架图

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

本文选取2012—2022年沪深证券交易所全部A股上市公司作为研究样本。为保障研究数据质量,本文剔除了变量严重缺失、存在极端异常值、未连续经营以及ST类样本。通过将公司层面的数据与分析师跟踪和预测数据进行匹配,在跟踪决策阶段与价值评估阶段,本文分别得到了28628个以及20917个“公司—年度”

观测值<sup>①</sup>。数据来源方面,战略群组身份与组内战略差异根据企业年报中管理层讨论与分析章节(MD&A)的文本主题分析结果计算所得;分析师跟踪数据、企业社会责任以及负面事件等数据来源于中国研究数据服务平台(CNRDS)。其他财务数据及公司治理变量均来源于CSMAR数据库。本文对所有连续变量采取了1%与99%分位的缩尾处理。

#### (二) 变量定义

##### 1. 战略群组划分过程

聚类分析是划分战略群组的通用做法,指

① 未获得分析师关注的企业将不存在分析师的盈余预测数据,因此在分析师跟踪阶段的样本量多于分析师价值评估阶段的样本量。

标选取是确保聚类分析结果可靠性及科学性的关键 (Ketchen & Shook, 1996)。战略群组是行业内一组在资源或战略上具有双重相似性的企业集合。已有研究通常单独采用或同时采用资源指标及战略指标对行业内的战略群组进行聚类分析,但由于主观限制,难以有效保证所选指标的完备性及测量的准确性。考虑到已有研究的不足,本文采用目前国际上较为流行的主题建模技术——狄利克雷分布 (Latent Dirichlet Allocation, LDA),并依托该技术对企业年报中的 MD&A 章节进行文本挖掘。该方法能够确定行业内企业共同关注的战略主题,并给出对应主题的概率权重分布,以各主题权重分布作为聚类分析的指标依据能够更为详尽且精确地对企业之间的一致性和差异性展开比较分析。因此,本文主要依托文本主题建模与聚类分析两个关键技术确定行业内的战略群组,具体操作步骤如下:

第一,按“行业一年度”建立 MD&A 语料库。采用 LDA 模型进行主题推断需要一定数量的文档,这些文档组成的文本集合为 LDA 模型推断“每个词在文档中出现的概率”“每个词在主题中出现的概率”以及“每个主题在文档中出现的概率”提供了机器学习的基础。因此,文本集合的确定影响主题聚类与主题分布的结果。战略群组被认为是介于“企业—行业”之间的中观单元,因此,本文以“行业”范畴为文本搜集的内容边界。此外,为排除单个时间节点的偶然因素对主题建模结果的影响,本文设定三年时间滚动窗口,将行业内所有企业连续三年的 MD&A 文本作为一个文本集合,以增强文本主题分析的有效性。

第二,确定主题数量并执行 LDA 算法。首先,主题数量的选择会影响模型对文本数据的分解和主题提取的效果。在组织管理领域,Haans (2019)在对荷兰创意产业的企业官网内容进行文本主题分析时,依据文本量以及先验经验将主题数量确定为 100。Taeuscher 等 (2022)通过对不同主题数量下的关键词矩阵的比较,来判断主题识别的效果。因此,本文借鉴和参考了 Haans (2019)和 Taeuscher 等 (2022)的做法,比较了主题数为 50、30 及 20 的主题模型提供的关键词矩阵,并发现当主题数为 20 时,能够更好地体现不同主题之间的独特性及可解释性。其次,通过 Python 程序执行 LDA 算法,最终得到不同时间窗口下同一行业的企业在既定的 20 个主题上的概率分布。主题分析结果见附录 A。

第三,依据文本主题权重进行聚类分析。本文主要采用 K-means 算法对同一行业内所有企业的主题权重分布进行聚类。K-Means 算法需要为每个簇随机选择一个初始中心点,这种随机性会导致多次运行所得到的聚类结果有所不同。为了降低 K-Means 算法的随机性,本文执行了以下程序:首先,通过肘部法确定最佳聚类数量。肘部法是一种确定最优聚类数量的常用技术,该方法通过绘制聚类数量(簇数)与簇内平方和(每个数据点到其所属簇中心的距离的平方之和)之间的关系图,来寻找一个肘部点,该点对应于簇数增加而簇内平方和变化的拐点。其次,使用 K-Means++ 初始化方法来选择初始中心点。K-Means++ 会根据数据点的分布选择初始中心点,以尽可能地避免初始中心选择的偏差,从而提高算法的收敛速

度和聚类质量。最后，在每次运行 K - Means 算法之前，设置相同的随机种子，以确保每次运行都从相同的随机起点开始，从而使得到的结果可重复。结合以上方法，可以有效降低 K - Means 算法的随机性，提高聚类的稳定性和可靠性，从而获得更加一致和可信的聚类结果。

## 2. 战略群组身份 (Gro)

从组织生态学的角度来看，随着群组密度的增加，现有组织的数量能为相似组织的生存和发展提供意识形态空间，有利于组织形式被广泛认可 (Ranger - Moore et al., 1991)。因此，本文从密度合法性角度出发，将企业的战略群组身份定义为企业所在战略群组的企业数量与行业内企业数量的比值。例如，假设 A、B 公司所在行业共有 40 家企业，A 所在的战略群组有 5 家公司，B 所在的战略群组有 20 家公司；那么，A 的战略群组身份 =  $5/40 = 0.125$ ，B 的战略群组身份 =  $20/40 = 0.5$ 。对外部观察者而言，B 公司的群组身份强于 A 公司，因为 B 所在群组的战略实践得到了更多企业的支持，具有更高的合法性且更易被外部受众所观测到。此外，从统计可靠性来看，群组内包含的企业数量越多意味着该群组具有更强的集中趋势，更鲜明的群组代表性，反映了聚类分析所产生的更稳定的统计结果，以群组规模反映企业的群组身份具有统计学意义。

## 3. 组内战略差异 (Diff)

企业在群组内的战略差异主要体现了企业偏离群组典型特征的程度。群组典型特征通常用组内的中心值来表示，包括均值、中位数等统计量 (Taeuscher et al., 2022)。因此，根据聚类分析的结果，本文将每个战略群组内部的

所有企业在 20 个战略主题上的平均权重作为组内中心值，并通过加总企业在每个战略主题上的权重分布与平均值之间的绝对距离来表示企业在战略群组内部战略差异 (Diff)，计算过程见公式 (1)。在公式 (1) 中， $i$  表示企业个体， $j$  表示主题编号， $the_{ji}$  为第  $i$  个企业在第  $j$  个主题上的认知权重， $mthe_i$  为  $i$  企业所在群组除企业  $i$  外在第  $j$  个主题上的平均权重， $abs$  为绝对值符号。本文对得到的战略差异数值均乘以 10，以缓解量纲不一致造成回归系数过小的问题。

$$Diff = \sum_{j=1}^{20} abs(the_{ji} - mthe_i) \quad (1)$$

## 4. 分析师跟踪 (Adj\_an)

既有研究通常以分析师跟踪人数和分析师发布的研报数量来度量企业被分析师关注的程度，但直接的数量观测无法体现分析师倾向于跟踪特定行业的专长特征。因此，本文参考 Zhang 等 (2020) 的做法，按行业对分析师关注人数及其研报发布数量进行调整，并将分析师人数用以主回归，研报数量作为稳健性检验。具体来说，以  $A_j$  表示关注  $j$  行业的分析师总数量，以  $a_i$  表示跟踪  $i$  企业的分析师数量，则调整后的分析师关注程度为  $a_i/A_j$ 。

## 5. 分析师评级意见 (Recom)

参考已有研究，本文以某家公司一年内获得的所有分析师评级意见的平均值作为分析师价值评估阶段的观测结果 (Zhang et al., 2020)。具体而言，本文首先对相关评级进行转置处理，具体标记为：卖出 = 1；减持 = 2；中性 = 3；增持 = 4；买入 = 5；然后，对观测年度内所有的投资评级以同等权重取均值，并对该数值取自然对数，计算最终的评级结果。

6. 企业社会责任（CSR）与负面事件（Nevents）

在企业社会责任方面，中国研究数据服务平台的内部控制数据库提供了有关企业社会责任的信息，其中包括企业是否发布社会责任报告，是否有慈善捐赠，是否关注环境、安全 and 产品质量。当企业存在上述行为时，发生年份将被标记为 1，否则为 0。本文按公司一年度加总上述“0—1”变量来测量企业在观测年份的社会责任表现（CSR）。按照同样的做法，本文获取了内部控制数据库中有关企业负面事件的信息，包括上市公司是否卷入诉讼纠纷、是否受到监管部门惩罚、是否被媒体披露重大负面

消息以及高管是否受到监管部门处罚。当企业发生上述负面事件时，发生年份将被标记为 1，否则为 0。本文对上述“0—1”变量进行加总来测量企业发生负面事件的程度。

7. 控制变量

借鉴已有研究（Zhang et al.，2020），本文控制了其他可能影响分析师行为的因素。企业特征方面，包括企业规模、企业成长性、盈利能力、公司年龄、资产负债率等；在公司治理方面，包括董事会规模、独立董事比例、两职合一、股权制衡度以及企业是否经四大审计和相应的审计意见。各变量的定义与测度见表 1。

| 表 1 变量定义表 |                |                                   |
|-----------|----------------|-----------------------------------|
| 变量名       | 变量符号           | 变量定义                              |
| 分析师跟踪     | <i>Adj_an</i>  | 经行业总量调整后的分析师跟踪人数                  |
| 分析师评级     | <i>Recom</i>   | 样本公司在一年内获得的所有分析师评级意见的平均值          |
| 战略群组身份    | <i>Gro</i>     | 样本企业所在群组的企业数量与行业内企业数量的比值          |
| 组内战略差异    | <i>Diff</i>    | 组内企业与聚类中心值之间的绝对差值                 |
| 企业社会责任    | <i>CSR</i>     | 企业社会责任三个维度的加总                     |
| 企业负面事件    | <i>Nevents</i> | 企业负面事件四个维度的加总                     |
| 企业规模      | <i>Size</i>    | 总资产的自然对数                          |
| 资产负债率     | <i>Lev</i>     | 负债合计与资产总计的比值                      |
| 企业成长性     | <i>Growth</i>  | 营业收入增长率                           |
| 盈利能力      | <i>Roa</i>     | 总资产净利润率                           |
| 存货占比      | <i>Inv</i>     | 存货占比                              |
| 董事会规模     | <i>Board</i>   | 董事会人数取自然对数                        |
| 独立董事比例    | <i>Indep</i>   | 独立董事除以董事人数                        |
| 两职合一      | <i>Dual</i>    | 董事长与总经理是同一个人 为 1，否则为 0            |
| 股权制衡度     | <i>Balance</i> | 第二到第五位大股东持股比例的和除以第一大股东持股比例        |
| 企业年龄      | <i>FirmAge</i> | 样本观测年份与公司成立年份的差值加 1，并取自然对数        |
| 是否四大      | <i>Big4</i>    | 公司经由四大（普华永道、德勤、毕马威、安永）审计为 1，否则为 0 |
| 审计意见      | <i>Opinion</i> | 审计意见，0 表示标准无保留审计意见，1 表示非标准的审计意见   |

（三）模型设计

为验证本文所提假设，以分析师的决策行

为作为被解释变量，企业的战略群组身份以及组内战略差异分别作为每一决策阶段的核心解

释变量，基于公司层面的面板数据构建以下模型：

$$Ana\_behav_{i,t} = \alpha_1 Sgro_{i,t} + \alpha_k \Sigma Controls_{i,t} + Ind + Year + \gamma_i + \mu_{i,t} \quad (2)$$

$$Ana\_behav_{i,t} = \alpha_1 Sgro_{i,t} + \alpha_2 Spleg_{i,t} + \alpha_3 Sgro_{i,t} \times Spleg_{i,t} + \alpha_k \Sigma Controls_{i,t} + Ind + Year + \gamma_i + \mu_{i,t} \quad (3)$$

其中，模型（2）用以检验战略群组身份、组内战略差异与分析师决策的关系。按照前述理论分析过程，本文将分析师的决策过程划分为两个阶段：在第一阶段中， $Ana\_behav$  表示分析师对企业的关注程度，即样本企业的年度分析师跟踪数量， $Sgro$  代表企业的战略群组身份，若企业的战略群组身份能够增加分析师关注数量，则  $\alpha_1$  显著为正，假设 H1 成立；在第二阶段中， $Ana\_behav$  表示分析师对企业的评级意见， $Sgro$  代表企业在战略群组内的战略差异化程度，若组内战略差异能够提升分析师的投资评级，则  $\alpha_1$  显著为正，假设 H2 成立。模型（3）用以检验社会政治合法性对分析师决策过程的认知调节作用。模型（3）中的  $Spleg$  表示企业社会责任或企业负面事件，通过构造  $Sgro \times Spleg$  的交互项检验这两个表征企业社会政治合法性不同状态的变量对分析师认知决策的影响。在上述模型中， $Controls_{i,t}$  为控制变量组； $Ind$ 、 $Year$  与  $\gamma_i$  分别代表行业固定效应、年份固定效应与企业个体固定效应； $\mu_{i,t}$  为随机扰

动项。

## 四、实证结果

### （一）描述性统计

表2汇报了本文的描述性统计结果。企业战略群组身份（ $Gro$ ）的均值是0.0846，最大值为0.4022，这说明行业内存在较为普遍的“战略小团体”现象，即战略群组，并且不同的战略群组在规模上存在较大差异。企业在群组内的战略差异（ $Diff$ ）均值是0.6475，最大值是2.6328，标准差是0.5662，这说明群组内部企业与群组中心之间的战略距离普遍较小，内部竞争较为激烈，这也侧面验证了本文进行聚类分析的统计可靠性。在分析师数据方面，分析师跟踪数量（ $Adj\_an$ ）的最大值是0.3218，均值是0.0240，均值与最大值之间的差异较大，这说明企业在吸引分析师关注方面存在较大的个体异质性。分析师投资评级（ $Recom$ ）的均值是4.4003，最大值是5，标准差是0.4427，这说明分析师普遍具有乐观的评级倾向。其余变量的统计值均在合理范围之内，在此不再赘述。此外，本文进行了相关性分析，结果表明同一模型中各变量的相关系数低于0.5，变量间不存在多重共线问题。受篇幅限制，本文的相关性分析结果不再详细汇报。

表2 描述性统计

| 变量名称      | 观测值   | 均值     | 标准差    | 最小值    | 最大值    |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| $Gro$     | 28628 | 0.0846 | 0.0656 | 0.0110 | 0.4022 |
| $Diff$    | 28628 | 0.6475 | 0.5662 | 0.0000 | 2.6328 |
| $Adj\_an$ | 28628 | 0.0240 | 0.0511 | 0.0000 | 0.3218 |
| $Recom$   | 20917 | 4.4003 | 0.4427 | 1.0000 | 5.0000 |
| $CSR$     | 28628 | 0.7530 | 1.2637 | 0.0000 | 3.0000 |

续表

| 变量名称           | 观测值   | 均值      | 标准差    | 最小值     | 最大值     |
|----------------|-------|---------|--------|---------|---------|
| <i>Nevents</i> | 28628 | 0.5064  | 0.7776 | 0.0000  | 4.0000  |
| <i>Size</i>    | 28628 | 22.2394 | 1.3030 | 19.5701 | 26.4523 |
| <i>Lev</i>     | 28628 | 0.4196  | 0.2062 | 0.0319  | 0.9268  |
| <i>Roa</i>     | 28628 | 0.0397  | 0.0680 | -0.3821 | 0.2552  |
| <i>Inv</i>     | 28628 | 0.1387  | 0.1281 | 0.0000  | 0.7778  |
| <i>Growth</i>  | 28628 | 0.1553  | 0.3949 | -0.6535 | 3.8940  |
| <i>Board</i>   | 28628 | 2.1152  | 0.1972 | 1.6094  | 2.7081  |
| <i>Indep</i>   | 28628 | 0.3771  | 0.0537 | 0.2727  | 0.6000  |
| <i>Dual</i>    | 28628 | 0.2978  | 0.4573 | 0.0000  | 1.0000  |
| <i>Balance</i> | 28628 | 0.3709  | 0.2861 | 0.0062  | 1.0000  |
| <i>FirmAge</i> | 28628 | 2.9356  | 0.3227 | 1.3863  | 3.6109  |
| <i>Big4</i>    | 28628 | 0.0586  | 0.2348 | 0.0000  | 1.0000  |
| <i>Opinion</i> | 28628 | 0.9685  | 0.1748 | 0.0000  | 1.0000  |

## （二）基础回归结果

表3的M1与M4分别报告了企业战略群组身份、组内战略差异对分析师不同决策过程的影响。首先，M1的回归结果显示，企业的战略群组身份与分析师跟踪数量的回归系数为0.1381（ $T = 18.7401$ ），这表明战略群组身份每增加一个标准差，关注企业的分析师数量将提高（ $0.1381 \times 0.0656$ ）0.91个百分点。但与之相反的是，企业在群组内的战略差异与分析师跟踪数量的回归系数为-0.0160（ $T = -31.3415$ ）。这说明企业通过战略群组身份获得了认知合法性，增加了分析师对企业的熟悉度，导致更多的分析师跟踪。但企业在群组内的战略差异会造成组织认知合法性降低，这将阻碍分析师的跟踪决策。其次，M4的回归结果表明，企业在群组内的战略差异与分析师投资评级的回归系数为0.1058（ $T = 10.5429$ ），这表明组内战略差异每提高一个标准差，分析师对企业的投资评级将上升（ $0.1058 \times 0.5662$ ）5.99个百分点。而企业的战略群组身份与分析师投资评级的回

归系数为-0.9485（ $T = -11.0023$ ）。这说明分析师在进行价值评估决策时会更加关注企业的价值创造属性，企业在群组内的战略差异性能够创造独特的竞争优势，因此能够获得更高的投资评级。但企业的群组身份凸显的是企业与其他竞争对手之间一致性以及群组内部更为激烈的竞争态势，这违背了分析师追求独特溢价的决策偏好，导致分析师的投资评级降低。

在调节效应方面，M2模型的回归结果表明，企业社会责任与战略群组身份的交互项系数为0.0306， $T$ 统计量为4.7815，这表明社会责任能够正向调节企业群组身份与分析师跟踪数量的关系。M3的回归结果显示，负面事件与战略群组身份的交互项系数为-0.0264， $T$ 统计量为-3.6247，这说明企业负面事件对分析师跟踪决策具有消极的认知调节效应。在价值评估阶段，M5与M6模型分别引入了企业社会责任与负面事件及这二者与组内战略差异的交互项。M5与M6的回归结果显示，企业社会责任与组内战略差异的交互项系数为0.0408，而企

表 3

分析师决策的两阶段模型检验

|                              | 跟踪决策阶段 ( <i>Adj_ an</i> ) |                           |                           | 价值评估阶段 ( <i>Recom</i> )   |                           |                           |
|------------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
|                              | M1                        | M2                        | M3                        | M4                        | M5                        | M6                        |
| <i>Gro</i>                   | 0.1381 ***<br>(18.7401)   | 0.1167 ***<br>(14.6147)   | 0.1522 ***<br>(17.1451)   | -0.9485 ***<br>(-11.0023) | -0.9632 ***<br>(-11.1707) | -0.9383 ***<br>(-10.8949) |
|                              | -0.0160 ***<br>(-31.3415) | -0.0161 ***<br>(-31.4861) | -0.0160 ***<br>(-31.3140) | 0.1058 ***<br>(10.5429)   | 0.0732 ***<br>(6.3654)    | 0.1158 ***<br>(9.9800)    |
| <i>CSR</i>                   |                           | -0.0015 ***<br>(-2.9884)  |                           |                           | -0.0171 **<br>(-2.5688)   |                           |
|                              |                           |                           | 0.0001<br>(0.0620)        |                           |                           | -0.0310 ***<br>(-2.6040)  |
| <i>Gro</i> × <i>CSR</i>      |                           | 0.0306 ***<br>(4.7815)    |                           |                           |                           |                           |
|                              |                           |                           | -0.0264 ***<br>(-3.6247)  |                           |                           |                           |
| <i>Gro</i> × <i>Nevents</i>  |                           |                           |                           |                           |                           |                           |
|                              |                           |                           |                           |                           |                           |                           |
| <i>Diff</i> × <i>CSR</i>     |                           |                           |                           |                           | 0.0408 ***<br>(5.5076)    |                           |
|                              |                           |                           |                           |                           |                           |                           |
| <i>Diff</i> × <i>Nevents</i> |                           |                           |                           |                           |                           | -0.0280 **<br>(-2.0234)   |
|                              |                           |                           |                           |                           |                           |                           |
| <i>Adj_ an</i>               |                           |                           |                           | 6.1954 ***<br>(47.6570)   | 6.2221 ***<br>(47.9709)   | 6.1772 ***<br>(47.5190)   |
|                              |                           |                           |                           |                           |                           |                           |
| <i>Size</i>                  | 0.0135 ***<br>(41.5440)   | 0.0131 ***<br>(38.0472)   | 0.0135 ***<br>(41.5986)   | 0.3414 ***<br>(53.8345)   | 0.3364 ***<br>(49.3468)   | 0.3417 ***<br>(53.9195)   |
|                              | -0.0167 ***<br>(-9.5251)  | -0.0162 ***<br>(-9.2323)  | -0.0157 ***<br>(-8.9971)  | -0.2736 ***<br>(-7.0510)  | -0.2742 ***<br>(-7.0522)  | -0.2552 ***<br>(-6.5587)  |
| <i>Roa</i>                   | 0.0824 ***<br>(17.0529)   | 0.0818 ***<br>(16.9444)   | 0.0781 ***<br>(15.9431)   | 3.1817 ***<br>(26.1431)   | 3.1640 ***<br>(26.0454)   | 3.1162 ***<br>(25.5750)   |
|                              | -0.0251 ***<br>(-11.0869) | -0.0255 ***<br>(-11.2610) | -0.0256 ***<br>(-11.2998) | 0.0561<br>(1.2279)        | 0.0437<br>(0.9561)        | 0.0499<br>(1.0941)        |
| <i>INV</i>                   |                           |                           |                           |                           |                           |                           |
|                              |                           |                           |                           |                           |                           |                           |
| <i>Growth</i>                | 0.0003<br>(0.3927)        | 0.0004<br>(0.5400)        | 0.0003<br>(0.4830)        | 0.0680 ***<br>(4.3659)    | 0.0688 ***<br>(4.4132)    | 0.0709 ***<br>(4.5685)    |
|                              | 0.0050 ***<br>(2.6817)    | 0.0046 **<br>(2.4883)     | 0.0049 ***<br>(2.6545)    | -0.1641 ***<br>(-4.6661)  | -0.1641 ***<br>(-4.6742)  | -0.1636 ***<br>(-4.6558)  |
| <i>Board</i>                 | 0.0208 ***<br>(3.1816)    | 0.0201 ***<br>(3.0920)    | 0.0210 ***<br>(3.2132)    | -0.2089 *<br>(-1.6738)    | -0.2037<br>(-1.6352)      | -0.2067 *<br>(-1.6572)    |
|                              |                           |                           |                           |                           |                           |                           |
| <i>Dual</i>                  | 0.0004<br>(0.7014)        | 0.0004<br>(0.6736)        | 0.0004<br>(0.7347)        | 0.1329 ***<br>(10.7876)   | 0.1332 ***<br>(10.8083)   | 0.1343 ***<br>(10.9096)   |
|                              |                           |                           |                           |                           |                           |                           |
| <i>Balance</i>               | 0.0016 *<br>(1.6728)      | 0.0017 *<br>(1.8291)      | 0.0017 *<br>(1.8388)      | 0.1664 ***<br>(8.5920)    | 0.1659 ***<br>(8.5614)    | 0.1686 ***<br>(8.7068)    |
|                              |                           |                           |                           |                           |                           |                           |

续表

|                            | 跟踪决策阶段 ( <i>Adj_ an</i> )   |                             |                             | 价值评估阶段 ( <i>Recom</i> )     |                             |                             |
|----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
|                            | M1                          | M2                          | M3                          | M4                          | M5                          | M6                          |
| <i>FirmAge</i>             | -0.0113 ***<br>( -10.8091 ) | -0.0114 ***<br>( -10.9244 ) | -0.0110 ***<br>( -10.5191 ) | -0.2476 ***<br>( -12.8327 ) | -0.2498 ***<br>( -12.9470 ) | -0.2457 ***<br>( -12.7539 ) |
|                            | 0.0083 ***<br>( 4.8794 )    | 0.0081 ***<br>( 4.7376 )    | 0.0080 ***<br>( 4.7121 )    | -0.0383 *<br>( -1.6739 )    | -0.0413 *<br>( -1.8099 )    | -0.0445 *<br>( -1.9446 )    |
| <i>Opinion</i>             | -0.0001<br>( -0.0683 )      | -0.0002<br>( -0.1593 )      | -0.0017<br>( -1.2014 )      | -0.0350<br>( -0.7985 )      | -0.0351<br>( -0.8018 )      | -0.0646<br>( -1.4656 )      |
| 个体效应                       | YES                         | YES                         | YES                         | YES                         | YES                         | YES                         |
| 年份效应                       | YES                         | YES                         | YES                         | YES                         | YES                         | YES                         |
| 行业效应                       | YES                         | YES                         | YES                         | YES                         | YES                         | YES                         |
| <i>Cons</i>                | -0.1371 ***<br>( -3.1855 )  | -0.1257 ***<br>( -2.8726 )  | -0.1369 ***<br>( -3.1737 )  | -5.4800 ***<br>( -20.8247 ) | -5.3433 ***<br>( -19.7867 ) | -5.4671 ***<br>( -20.9236 ) |
| <i>N</i>                   | 28628                       | 28628                       | 28628                       | 20917                       | 20917                       | 20917                       |
| <i>R</i> <sup>2</sup>      | 0.2144                      | 0.2172                      | 0.2161                      | 0.4056                      | 0.4066                      | 0.4068                      |
| <i>Adj. R</i> <sup>2</sup> | 0.2137                      | 0.2164                      | 0.2153                      | 0.4048                      | 0.4058                      | 0.4059                      |

注：\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的水平下显著。括号内均为采用稳健标准误差调整后的 T 值。（下文同）

资料来源：作者整理。（下文同）

业负面事件与组内战略差异的交互项系数为 -0.0280，且二者分别在 1% 与 5% 的水平上显著。这说明企业社会责任能够增强组内战略差异对投资评级的积极影响，但企业负面事件会削弱组内战略差异与分析师投资评级的正向关系。

### （三）稳健性检验

#### 1. 工具变量法

已有研究证实，存在共同分析师跟踪的企业能够形成同群网络，从而触发了企业同群行为（许汝俊，2018）。因此，分析师跟踪可能反向促进企业战略群组的形成以及影响企业在组内差异化的战略定位。除此之外，本文的解释变量也可能存在一定的度量误差，影响研究结果的可靠性。为此，本文采用工具变量法来解决反向因果以及度量偏差等内生性问题。本文

选择行业内新增企业数量的自然对数以及企业办公地所在城市的地形起伏度作为本研究的工具变量。原因在于：一方面，行业内的新增企业数量能够直接影响企业所在战略群组的规模变化，并且新进入企业对于在位企业的模仿行为，也会改变企业在战略群组内部战略差异程度。除此之外，行业内的新增企业只有在上市后才能获得公开披露的企业信息，这对分析师掌握的信息集合而言是外生的，不会影响分析师对单个企业的决策行为。另一方面，企业办公地所在城市的地形起伏度提高了企业跨组织、跨区域沟通的信息成本，地形起伏度越大，企业的战略思维会更趋于稳定和保守。因而，企业所在地的地形起伏度会促进企业选择进入更为成熟、稳定且具有一定规模的战略群组，同时与群组内的典型特征保持较高的一致性，



避免战略差异。与此同时,企业所在地市的地形起伏度也不会直接影响分析师对企业的跟踪决策与价值评估决策。

综上所述,本文选择行业内新增企业数量以及企业办公地所在城市的地形起伏度作为本研究的工具变量能够满足理论上的相关性与排他性要求。表4报告了工具变量回归结果,第(1)~(2)列的回归结果显示,行业内的新增企业数量(*News*)能够正向促进企业所在战略群组的规模以及负向抑制企业在群组内的战略

差异性;企业办公地所在城市的地形起伏度(*Land*)与企业所在战略群组的规模正相关,与企业在群组内的战略差异负相关,实证结果满足前述的相关性推论。经过工具变量调整后的主效应以及调节效应回归结果均与前文保持一致,研究结论稳健。并且,两个工具变量的回归结果均通过了“不可识别检验”(Kleibergen - Paap rk LM)与“弱相关性检验”(Cragg - Donald Wald F),表明本文选择的工具变量有效。工具变量回归结果见表4的第(3)~(8)列。

表4 工具变量回归<sup>①</sup>

|                       | (1)        | (2)         | (3)            | (4)            | (5)            | (6)          | (7)          | (8)          |
|-----------------------|------------|-------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | <i>Gro</i> | <i>Diff</i> | <i>Adj_ an</i> | <i>Adj_ an</i> | <i>Adj_ an</i> | <i>Recom</i> | <i>Recom</i> | <i>Recom</i> |
| <i>News</i>           | 0.0862 *** | -0.5996 *** |                |                |                |              |              |              |
|                       | (15.6994)  | (-34.7628)  |                |                |                |              |              |              |
| <i>Land</i>           | 0.0018 *   | -0.0118 **  |                |                |                |              |              |              |
|                       | (1.6690)   | (-2.4730)   |                |                |                |              |              |              |
| <i>Gro</i>            |            |             | 1.1881 ***     | 0.9835 ***     | 1.4133 ***     | -2.4080 ***  | -2.6313 ***  | 0.6174 ***   |
|                       |            |             | (16.2425)      | (11.7585)      | (13.8332)      | (-14.1061)   | (-13.7452)   | (5.5257)     |
| <i>Diff</i>           |            |             | -0.0578 ***    | -0.0570 ***    | -0.0583 ***    | 1.1757 ***   | 0.9809 ***   | -0.3701 ***  |
|                       |            |             | (-20.6358)     | (-20.6830)     | (-19.9190)     | (14.6246)    | (12.4329)    | (-7.3487)    |
| <i>Gro × CSR</i>      |            |             |                | 0.2452 **      |                |              |              |              |
|                       |            |             |                | (2.5592)       |                |              |              |              |
| <i>Gro × Nevents</i>  |            |             |                |                | -0.4175 ***    |              |              |              |
|                       |            |             |                |                | (-5.1333)      |              |              |              |
| <i>Diff × CSR</i>     |            |             |                |                |                |              | 0.3179 ***   |              |
|                       |            |             |                |                |                |              | (5.5291)     |              |
| <i>Diff × Nevents</i> |            |             |                |                |                |              |              | -0.1307 ***  |
|                       |            |             |                |                |                |              |              | (-5.7394)    |
| <i>CSR</i>            |            |             |                | -0.0243 **     |                |              | -0.1853 ***  |              |
|                       |            |             |                | (-2.3430)      |                |              | (-5.1627)    |              |
| <i>Nevents</i>        |            |             |                |                | 0.0423 ***     |              |              | 0.0384       |
|                       |            |             |                |                | (4.6863)       |              |              | (0.7105)     |
| <i>Adj_ an</i>        |            |             |                |                |                | -1.5027 ***  | 9.1249 ***   | 9.1898 ***   |
|                       |            |             |                |                |                | (-22.1889)   | (32.2221)    | (33.2209)    |

① 因部分样本的办公地所在城市数据缺失,进行工具变量回归的样本减少。

续表

|                               | (1)        | (2)         | (3)            | (4)            | (5)            | (6)          | (7)          | (8)          |
|-------------------------------|------------|-------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
|                               | <i>Gro</i> | <i>Diff</i> | <i>Adj_ an</i> | <i>Adj_ an</i> | <i>Adj_ an</i> | <i>Recom</i> | <i>Recom</i> | <i>Recom</i> |
| <i>Controls</i>               | YES        | YES         | YES            | YES            | YES            | YES          | YES          | YES          |
| 个体效应                          | YES        | YES         | YES            | YES            | YES            | YES          | YES          | YES          |
| 年份效应                          | YES        | YES         | YES            | YES            | YES            | YES          | YES          | YES          |
| 行业效应                          | YES        | YES         | YES            | YES            | YES            | YES          | YES          | YES          |
| <i>Cons</i>                   | 0.1252 *** | 1.0653 ***  | -0.3780 ***    | -0.3154 ***    | -0.3940 ***    | -5.0119 ***  | -4.6427 ***  | -5.8647 ***  |
|                               | (6.1450)   | (8.0177)    | (-13.9107)     | (-10.4381)     | (-13.5696)     | (-23.8309)   | (-19.6952)   | (-19.3993)   |
| <i>Cragg - Donald</i>         |            |             | 228.319        | 56.631         | 74.119         | 234.715      | 103.009      | 109.965      |
| <i>Wald F</i>                 |            |             |                |                |                |              |              |              |
| <i>Kleibergen - Paaprk LM</i> |            |             | 222.720        | 79.920         | 19.084         | 551.713      | 335.315      | 509.939      |
| <i>N</i>                      | 25199      | 25199       | 25199          | 25199          | 25199          | 18878        | 18878        | 18878        |
| <i>R</i> <sup>2</sup>         | 0.0510     | 0.0557      |                |                |                |              |              |              |
| <i>Adj. R</i> <sup>2</sup>    | 0.0504     | 0.0547      |                |                |                |              |              |              |

注：为节省篇幅以及突出主要研究结论，本文对控制变量的回归结果进行了压缩。（下文同）

2. 倾向得分匹配

本文利用倾向得分匹配方法（PSM）解决可能存在的样本选择问题。具体而言，在跟踪决策阶段，按“年份—行业”计算企业所在战略群组规模的均值；在价值评估阶段，按照“年份—行业—聚类组”计算企业在群组内的战略差异均值。然后，分别将这两组数据高于均值的样本设置为实验组，并赋值为1，将低于均值的样本设置为对照组，赋值为0。其次，由于企业战略群组身份以及组内战略差异都将受到企业特征变量的影响，因此将前述提及的控制

变量作为匹配变量，并按照跟踪决策阶段以及价值评估阶段所观测的不同结果变量进行Logit回归，以获得各组的倾向得分值。然后，根据倾向得分值采用1:1最近邻匹配方法进行配对，配对后发现实验组与控制组的倾向得分以及各匹配变量的均值均不存在显著差异，这表明配对结果有效。最后，本文利用匹配后的样本进行再次回归。表5中的第（1）~（2）列汇报了基于倾向得分匹配后的样本进行的OLS回归结果，能够发现回归结果与前述研究保持一致，结论依然稳健。

表 5 其他稳健性检验

|             | 倾向得分匹配（PSM）    |              | 替换变量           |              | 滞后一期           |              |
|-------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
|             | (1)            | (2)          | (3)            | (4)          | (5)            | (6)          |
|             | <i>Adj_ an</i> | <i>Recom</i> | <i>Adj_ re</i> | <i>Error</i> | <i>Adj_ an</i> | <i>Recom</i> |
| <i>Gro</i>  | 0.1363 ***     | -1.0063 ***  | 0.1345 ***     | 0.1380       |                |              |
|             | (14.2985)      | (-8.3800)    | (17.6785)      | (0.5575)     |                |              |
| <i>Diff</i> | -0.0146 ***    | 0.0898 ***   | -0.0159 ***    | 0.1697 **    |                |              |
|             | (-20.9679)     | (6.7229)     | (-29.4376)     | (2.5361)     |                |              |

续表

|                            | 倾向得分匹配 (PSM)             |                           | 替换变量                    |                          | 滞后一期                      |                           |
|----------------------------|--------------------------|---------------------------|-------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------|
|                            | (1)                      | (2)                       | (3)                     | (4)                      | (5)                       | (6)                       |
|                            | <i>Adj_ an</i>           | <i>Recom</i>              | <i>Adj_ re</i>          | <i>Ferror</i>            | <i>Adj_ an</i>            | <i>Recom</i>              |
| <i>l. Gro</i>              |                          |                           |                         |                          | 0.1277 ***<br>(16.5964)   | -0.7172 ***<br>(-7.7836)  |
| <i>l. Diff</i>             |                          |                           |                         |                          | -0.0163 ***<br>(-27.0733) | 0.1092 ***<br>(9.5374)    |
| <i>Adj_ an</i>             |                          | 6.5300 ***<br>(29.7668)   |                         | -4.4595 ***<br>(-9.4218) |                           | 6.3464 ***<br>(41.8224)   |
| <i>Controls</i>            | YES                      | YES                       | YES                     | YES                      | YES                       | YES                       |
| 个体效应                       | YES                      | YES                       | YES                     | YES                      | YES                       | YES                       |
| 年份效应                       | YES                      | YES                       | YES                     | YES                      | YES                       | YES                       |
| 行业效应                       | YES                      | YES                       | YES                     | YES                      | YES                       | YES                       |
| <i>Cons</i>                | -0.2039 ***<br>(-4.4577) | -6.8203 ***<br>(-18.8674) | -0.1174 **<br>(-2.4864) | 7.2469 ***<br>(7.4506)   | -0.1630 ***<br>(-17.2330) | -3.4613 ***<br>(-19.8061) |
| <i>N</i>                   | 15583                    | 10318                     | 28596                   | 23568                    | 21469                     | 15719                     |
| <i>R</i> <sup>2</sup>      | 0.2060                   | 0.4021                    | 0.2099                  | 0.0774                   | 0.1946                    | 0.4120                    |
| <i>Adj. R</i> <sup>2</sup> | 0.2046                   | 0.4005                    | 0.2091                  | 0.0763                   | 0.1937                    | 0.4110                    |

### 3. 替换变量

本文还通过替换变量的方式对主要结论进行稳健性检验。对于分析师跟踪决策,除了观测样本企业的分析师跟踪人数外,有学者也利用分析师对样本企业出具的研究报告数量来衡量分析师对企业的关注程度(黄庆成等,2022)。因此,本文借鉴这一方法,对分析师发布的研究报告数量按行业总量进行调整(参照变量定义做法),重新获得分析师跟踪变量(*Adj\_ re*)。表5中的第(3)列结果表明,企业战略群组身份对重新调整后的分析师跟踪变量仍具有显著的促进作用。对于分析师的价值评估结果,分析师研究报告除了出具最终的投资评级结论之外,还给出了对企业未来盈余的结果预测。因此,可以预期,企业在群组中的战略差异不仅可以带来积极的投资结论,同时也可以促使分析师对企业做出更为乐观的盈余估计。

本文首先计算了每个证券分析师在当年最近一次每股盈余预测的均值,然后计算该均值与实际每股盈余之间的差值,最后用期初股票价格进行标准化,得到分析师的乐观盈余预测偏差(*Ferror*)。表5中第(4)列回归结果表明,企业在群组内的战略差异性会显著促进分析师的乐观盈余估计,与前文研究结论保持一致。

### 4. 考虑时间滞后影响

从分析师获得企业的战略信息到做出具体的行为决策存在一定的时间间隔,考虑到时间滞后性影响,本文将企业战略群组身份与组内的战略差异化表现均采取滞后一期处理(*l\_Gro*, *l\_Diff*),重新代入回归模型,回归结果见表5中的第(5)~(6)列,主要回归结果保持不变,结论稳健。

### 5. 调节变量分组检验

本文采取对调节变量进行分组回归的方式

进一步验证调节效应的稳健性。首先，在社会责任表现方面，本文按照 CSR 得分是否大于 1 为标准，将大于 1 的样本标记为 CSR = 1，表示企业存在一定的社会责任行动；将小于 1 的样本标记为 CSR = 0，表示企业在观测年度内未采取任何社会责任行动。其次，按照相同的方式，

将 *Nevents* 得分大于 1 的样本标记为 Bad = 1，表示企业存在负面事件；将小于 1 的样本标记为 Bad = 0，表示企业未曾发生过负面事件。表 6 汇报了调节变量分组后的回归结果，实证结果与前文研究结论保持一致，且都通过了组间系数差异检验，受篇幅限制，不再展开分析。

表 6 调节变量分组检验

|                            | 跟踪决策阶段 ( <i>Adj_ an</i> ) |               |               |               | 价值评估阶段 ( <i>Recom</i> ) |               |              |               |
|----------------------------|---------------------------|---------------|---------------|---------------|-------------------------|---------------|--------------|---------------|
|                            | CSR = 1                   | CSR = 0       | Bad = 1       | Bad = 0       | CSR = 1                 | CSR = 0       | Bad = 1      | Bad = 0       |
| <i>Gro</i>                 | 0. 2229 ***               | 0. 1112 ***   | 0. 1196 ***   | 0. 1495 ***   | -1. 2881 ***            | -0. 8500 ***  | -0. 0434     | 0. 0644       |
|                            | ( 13. 3415 )              | ( 14. 0058 )  | ( 10. 3329 )  | ( 15. 6611 )  | ( -7. 8348 )            | ( -8. 4067 )  | ( -0. 4440 ) | ( 0. 9754 )   |
| <i>Diff</i>                | -0. 0244 ***              | -0. 0131 ***  | -0. 0125 ***  | -0. 0179 ***  | 0. 1585 ***             | 0. 0879 ***   | -0. 0072     | 0. 0176 **    |
|                            | ( -20. 0251 )             | ( -24. 3047 ) | ( -15. 7895 ) | ( -27. 1514 ) | ( 8. 3138 )             | ( 7. 5154 )   | ( -0. 6395 ) | ( 2. 2843 )   |
| <i>Adj_ an</i>             |                           |               |               |               | 5. 2200 ***             | 6. 9174 ***   | 0. 0800 ***  | 0. 0793 ***   |
|                            |                           |               |               |               | ( 26. 2375 )            | ( 40. 6879 )  | ( 67. 9437 ) | ( 109. 6464 ) |
| <i>Controls</i>            | YES                       | YES           | YES           | YES           | YES                     | YES           | YES          | YES           |
| 个体效应                       | YES                       | YES           | YES           | YES           | YES                     | YES           | YES          | YES           |
| 年份效应                       | YES                       | YES           | YES           | YES           | YES                     | YES           | YES          | YES           |
| 行业效应                       | YES                       | YES           | YES           | YES           | YES                     | YES           | YES          | YES           |
| <i>Cons</i>                | -0. 2438 ***              | -0. 0565      | -0. 0975      | -0. 1583 ***  | -3. 9754 ***            | -6. 4282 ***  | 0. 7148 ***  | -0. 3152 *    |
|                            | ( -3. 8425 )              | ( -1. 0415 )  | ( -0. 8176 )  | ( -3. 5711 )  | ( -9. 6437 )            | ( -17. 5619 ) | ( 3. 7306 )  | ( -1. 6714 )  |
| <i>b0 - b1</i>             | -0. 112 ***               |               | 0. 030 **     |               | -0. 071 ***             |               | 0. 025 **    |               |
| <i>N</i>                   | 7646                      | 20982         | 10584         | 18044         | 6328                    | 14589         | 6965         | 13952         |
| <i>R</i> <sup>2</sup>      | 0. 2389                   | 0. 1807       | 0. 1839       | 0. 2284       | 0. 4313                 | 0. 3690       | 0. 7246      | 0. 7393       |
| <i>Adj. R</i> <sup>2</sup> | 0. 2362                   | 0. 1796       | 0. 1818       | 0. 2273       | 0. 4288                 | 0. 3678       | 0. 7234      | 0. 7388       |

五、结论与讨论

本文将战略群组作为证券分析师认知与评价企业的参照群体，分别探讨了企业的战略群组身份以及组内战略差异对分析师不同决策阶段的影响，从而厘清了参照群体模式在外部受众认知决策过程中的作用机理。研究发现，在跟踪决策阶段，企业的战略群组身份能够引起分析师对企业的合法性感知，使企业获得更多

的分析师关注。在随后的价值评估阶段，群组内的战略差异提高了企业的竞争溢价，促使分析师出具更积极的投资评级。总体来看，分析师的决策过程符合“先合法，后差异”的序贯决策规律。此外，企业社会责任与企业负面事件在分析师透过战略群组认知与评价企业的决策过程中发挥了重要的认知调节作用。企业社会责任对吸引分析师的关注以及提高分析师投资评级具有“锦上添花”的效果，在分析师的两阶段决策过程中发挥正向调节作用。但企业

负面事件会破坏分析师对企业的合法性感知与竞争结果评价,对分析师的跟踪决策与价值评估决策均发挥负向调节作用。

本研究具有以下几个方面的理论贡献:首先,本文将战略群组视为分析师等外部主体认知与评价企业的群体参照对象,关注群体参照效应在外部受众对企业评估决策过程中的作用。已有研究主要采用内部比较的分析范式,关注企业战略定位与评价主体内部的原型、范例或目标之间的匹配程度,而较少考虑到环境的变化和组织的发展。并且,内部比较的评估结果将在很大程度上依赖于评价主体自身的经验和知识,这也是当前研究对于企业定位与受众评估决策之间因果认知不统一的重要原因(Boulongne & Durand, 2021; Gouvard & Durand, 2023)。本文则从参照群体的社会比较视角出发,考察了战略群组在分析师不同决策阶段发挥的群体参照作用,将分析师等外部主体评估企业的参照标准由内部期望向外部参照群体转移,从而突破了内部比较的研究范式,从参照群体角度补充和拓展了企业定位与受众评估决策的相关研究。其次,制度理论将组织合法性概念化为认知合法性与社会政治合法性的共同函数,但已有研究通常仅考虑企业战略定位引发的认知合法性问题,忽略了社会政治合法性对外部受众的认知调节作用。本文通过引入企业社会责任以及负面事件这两种对立状态下的社会政治合法性,考察了二者对分析师两阶段决策的影响,系统区分了认知合法性以及社会政治合法性在企业外部利益相关者感知与评价过程中的差异化作用机理,从而拓展了“企业定位—受众评估”框架的研究边界。最后,本

文通过对分析师决策过程的阶段分解,厘清了以分析师为代表的外部主体感知与评价企业行为的认知规律,不仅丰富了分析师行为决策方面的理论研究,同时,在实践层面为企业建立群组竞争互动与外部受众评估决策之间的认知联系提供有益借鉴。

本文的研究结论也存在一定的实践价值。首先,对于企业而言,除了从行业原型或成功范例角度完善企业的印象管理与市场定位策略之外,企业决策者还需要充分利用外部参照群体在企业身份创建方面所提供的规范功能与比较优势。本文的研究结论表明,企业在与行业竞争对手之间的战略互动方面要秉持“融入其中”并“脱颖而出”的定位策略,即通过融入适宜的战略群组,借助群组身份集中表达企业的整体形象,同时要在激烈的组内竞争中凸显自身的差异化优势。基于上述研究发现,企业在对外宣传推介或披露年度报告、投资者简报等定期报告时,一方面,要详细介绍公司的战略范围,可适当列举与公司具有业务相似性的其他企业,充分借力来自群体的密度合法性优势。另一方面,要注重强调与战略群组中其他公司不同的战略着力点和市场定位,从而提高投资者对企业独特价值的认知。其次,企业需要强化自身的社会政治合法性建设。在企业社会责任方面,要积极推进社会责任实践,完善社会责任信息披露,积极传播企业社会责任成果,通过塑造良好的企业形象来吸引更多的分析师以及投资者的关注。在企业负面事件的管理与控制方面,受到负面事件冲击的企业应迅速、透明、负责任地报告事件详情,并明确展示解决方案和未来预防措施,以恢复和维持分

析师以及投资者对企业的信任。另外，通过加强企业的内部控制，减少企业负面事件的发生概率，从根本上强化资本市场参与者对企业的规范合法性感知。最后，在证券分析师人才培养方面，分析师从业人员要进一步强化自身业务素养，拓展业务思维，避免陷入经验主义的认知陷阱与程式化的决策思维，既要保持对行业宏观环境变化与产业发展趋势的敏感性，又要与企业实际相结合，贯彻“因企制宜”的决策逻辑，以提升分析师行为决策的科学性与准确性。

本文仍存在一定的研究不足，有待在未来研究中进一步完善与拓展。首先，本文聚焦于证券分析师群体的行为决策研究，但在假设提出与实证检验的过程中主要从公司层面对分析师数据进行加总或求平均处理。这些做法仅考虑了实证方面的可行性与操作性问题，而忽略了证券分析师个体效应的具体影响。因此，在未来研究中，应通过分析师访谈、案例研究等方法对分析师决策的微观机理进行补充与完善。

其次，本文基于密度合法性的思想，以企业所在群组的规模定义企业的战略群组身份，虽然该做法具有统计意义，但仍存在一定的局限性。例如，小规模战略群组中的企业可能在某些特定领域或市场中具有独特的产品或服务，这种差异化使它们能够吸引特定的客户群体，使其在市场中脱颖而出。因此，仅依赖规模这一单一指标可能会导致对企业战略群组身份的片面理解，未来研究应注重量化群组企业的战略集中趋势，更全面地定义企业的战略群组身份。最后，本文关注战略群组的参照群体效应对外部受众评估决策的影响。但在样本选取方面，本文将证券分析师作为组织外部受众的代表性群体进行研究，在一定程度上忽略了外部受众的广泛性与不同群体之间决策偏好的差异性。这使得本文的研究结论不能作为外部受众评估企业行为的普遍决策规律。因此，未来研究应通过拓展不同类型的利益相关者，进一步提高研究结论的科学性与普适性。

附录：

表 A 主题输出

| 行业类型：计算机、通信和其他电子设备制造业      行业代码：C39      时间区间：2020—2022 |         |                                                                                                           |
|---------------------------------------------------------|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 主题编号                                                    | 主题权重（%） | 每个主题的代表性关键词                                                                                               |
| 1                                                       | 0.03    | 连接器 + 智能卡 + 锂电池 + 照明 + 模块 + 智慧 + 射频 + 芯片 + 变压器 + 宽带 + 人才 + 品类 + 显示 + 模组 + 资产 + 现金 + 电感 + 新能源 + 增减         |
| 2                                                       | 0.09    | 智能卡 + 照明 + 背光 + 液晶显示 + 广电 + 电极 + 机器 + 视频 + 封装 + 电源 + 镜头 + 调度 + 交付 + 智慧 + 多样化 + 车辆 + 半导体 + 电信 + 基板 + 现金    |
| 3                                                       | 0.25    | 控制器 + 导航 + 变频 + 三维 + 国际化 + 激光器 + 机载 + 导航系统 + 高精度 + 定位 + 冰箱 + 测绘 + 天线 + 铜板 + 研制 + 时空 + 电信 + 网络             |
| 4                                                       | 0.04    | 射频 + 背光 + 铜箔 + 金额 + 照明 + 现金 + 封装 + 显示 + 模块 + 小计 + 功率 + 滤波器 + 基站 + 储能 + 智慧 + 液晶显示 + 新能源 + 芯片 + 器件 + 数字     |
| 5                                                       | 1.44    | 芯片 + 集成电路 + 封装 + 连接器 + 半导体 + 晶圆 + 本期 + 传感器 + 所致 + 适用 + 功率 + 电源 + 器件 + 汽车 + 模拟 + 测试 + 百分点 + 现金流量 + 精密 + 蓝牙 |
| 6                                                       | 0.03    | 光纤 + 镜头 + 光学 + 显示 + 滤波器 + 增减 + 人工智能 + 一种 + 精密 + 所致 + 机器人 + 激光雷达 + 监测 + 照明 + 半导体 + 高端 + 天线 + 现金            |

续表

| 主题编号 | 主题权重 (%) | 每个主题的代表性关键词                                                         |
|------|----------|---------------------------------------------------------------------|
| 7    | 0.04     | 一种+照明+轨道交通+电源+小计+模组+募集+交通+半导体+现金+显示+亿美元+封装+天线+芯片+运营商+数据中心+智慧+激光+储能  |
| 8    | 0.04     | 电感+射频+汽车+光伏+电池+第二名+运营商+智慧+连接器+封装+电声+装备+募集+芯片+晶体+小计+现金+半导体+模组        |
| 9    | 0.06     | 照明+植物+封装+模组+复合+基站+铜板+基板+亿美元+电池+适用+服务器+射频+汽车+陶瓷+网络+通信+集成电路+新能源+光伏    |
| 10   | 0.04     | 光纤+接入+激光器+电池+激光+视频+网络+光伏+照明+模块+电信+连接器+现金+光通信+国防+显示+传感器+智慧+下降+集成电路   |
| 11   | 0.05     | 电容器+照明+激光器+轨道交通+功率+连接器+募集+激光+模块+智慧+电源+半导体+芯片+现金+适用+小计+材料+光伏+一种+存储   |
| 12   | 0.15     | 铜箔+激光器+照明+电解+电池+显示+广电+汽车+模组+锂电+适用+芯片+智慧+封装+基础设施+滤波器+基站+基板+铜板+小计     |
| 13   | 0.04     | 背光+激光+显示+现金+电感+铁路+智慧+电力+芯片+航天+零部件+视频+导航+数字+深圳市+通用+连接器+交通+相控阵        |
| 14   | 0.04     | 背光+前端+模组+半导体+组件+储能+智慧+轨道交通+天线+数据中心+现金+海洋+铁路+适用+锂电池+募集+有限公司+照明       |
| 15   | 0.03     | 电感+铁路+基板+射频+铜箔+广电+光伏+封装+芯片+电池+照明+五名+智慧+现金+数字+半导体+小计+亿美元+航空+募集       |
| 16   | 0.04     | 功率+照明+天线+陶瓷+连接器+半导体+模块+封装+导航+小计+智慧+射频+光学+电感+汽车+毫米波+芯片+雷达            |
| 17   | 0.04     | 智慧+背光+模组+新能源+视频+连接器+显示+城市+电池+控制器+拼接+现金+铁路+航天+可视化+适用+装置+优秀+打印        |
| 18   | 0.05     | 激光器+照明+光通信+铁路+模块+光纤+智慧+能源+激光雷达+停车+视频+轨道交通+基站+互联网+封装+社区+服务器+模组+家庭+显示 |
| 19   | 0.05     | 广电+激光器+铁路+智慧+天线+交通+数字+光纤+轨道交通+射频+磁体+器件+超高+视频+网络+现金+基站+芯片+汽车         |
| 20   | 0.03     | 连接器+现金+数据中心+汽车+增减+小计+募集+显示+适用+产值+控制器+资产+光学+电池+医疗+半导体+耳机+流入+广电       |

行业类型：软件和信息技术服务业 行业代码：I65 时间区间：2020—2022

| 主题编号 | 主题权重 (%) | 每个主题的代表性关键词                                                           |
|------|----------|-----------------------------------------------------------------------|
| 1    | 0.10     | 募集+减值+数据库+网络安全+信息安全+资金+密码+芯片+适用+制度+汽车+银行+数字+信创+政务+本期+所致+数据安全+板块+软件产品  |
| 2    | 0.07     | 电力+网络安全+职业+学校+公安+电子+教育+适用+电网+系统集成+有限公司+城市+运营商+能源+建筑+网络+数智化+智慧+增减+金融   |
| 3    | 0.15     | 威胁+网络安全+检测+营业+地铁+适用+投资+现金流量+集成电路+增速+保护+信创+医院+智慧+个人信息+同期+政务+移动+身份+数据安全 |
| 4    | 1.28     | 芯片+所致+本期+金融+上年+适用+电网+万元+减少+网络安全+银行+现金流量+变动+算法+收益+是否+集成电路+下降+证券+农业     |

续表

| 主题编号 | 主题权重 (%) | 每个主题的代表性关键词                                                                                                   |
|------|----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 5    | 0.22     | 芯片 + 信创 + 银行 + 农业 + 集成电路 + 数字 + 网络安全 + 适用 + 信息安全 + 检测 + 城市 + 迁移 + 变动 + 所致 + 数据中心 + 入选 + 操作系统 + 金融 + 有限公司 + 测试 |
| 6    | 0.30     | 原因 + 芯片 + 有限公司 + 公允 + 负债 + 新能源 + 工业 + 铁路 + 设备 + 轨道交通 + 机器人 + 电网 + 国家电网 + 教育 + 储能 + 国网 + 农村 + 软件开发 + 网关 + 汽车   |
| 7    | 0.10     | 水务 + 乡村 + 同期 + 芯片 + 区域 + 数据分析 + 模型 + 通信 + 财务 + 银行 + 金额 + 网络安全 + 变动 + 计量 + 信创 + 工业 + 防护 + 运营商 + 营业 + 减值        |
| 8    | 0.10     | 适用 + 游戏 + 资金 + 物流 + 汽车 + 医疗 + 现金 + 教育 + 五名 + 网络安全 + 智慧 + 所致 + 城市 + 原因 + 运营商 + 总额 + 制造 + 乡村 + 通信 + 医院          |
| 9    | 0.22     | 公共安全 + 芯片 + 电商 + 民生 + 负债 + 操作系统 + 增减 + 保险 + 软件产品 + 托管 + 教育 + 去年同期 + 软件开发 + 公安 + 信托 + 银行 + 数智化 + 证券 + 万元       |
| 10   | 0.29     | 医保 + 密码 + 政务 + 医疗 + 变动 + 募集 + 城市 + 医院 + 临床 + 医疗机构 + 投资 + 净额 + 病历 + 一网 + 电子 + 互联网 + 营业 + 医疗卫生 + 数据分析 + 减值      |
| 11   | 0.16     | 金融资产 + 本期 + 汽车 + 适用 + 智能网 + 车辆 + 通信 + 资质 + 交通 + 运营商 + 教育 + 模型 + 充电 + 同期 + 所致 + 电力 + 减少 + 政务 + 调度 + 智慧         |
| 12   | 0.14     | 装备 + 建筑 + 网络安全 + 减值 + 适用 + 三维 + 芯片 + 运维 + 开源 + 防护 + 施工 + 信创 + 边缘 + 本期 + 银行 + 板块 + 资金 + 广告 + 司法 + 电力           |
| 13   | 0.10     | 模型 + 网络安全 + 适用 + 威胁 + 所致 + 电力 + 机构 + 增减 + 检测 + 在线 + 防护 + 数据中心 + 城市 + 海外 + 营销 + 强化 + 运维 + 比例 + 政务 + 信创         |
| 14   | 0.10     | 集成电路 + 有限公司 + 资产 + 负债 + 基金 + 适用 + 可视化 + 宇宙 + 万元 + 网络安全 + 期末 + 五名 + 金融 + 厂商 + 知识 + 采购 + 基建 + 收益 + 游戏 + 孪生      |
| 15   | 0.12     | 集成电路 + 供应商 + 股权 + 人民币 + 所致 + 营业 + 充电 + 变动 + 信创 + 芯片 + 网络安全 + 施工 + 计量 + 板块 + 智慧 + 电力系统 + 适用 + 银行 + 电力 + 数据中心   |
| 16   | 0.07     | 网络安全 + 变动 + 适用 + 医疗 + 电商 + 有限公司 + 数据安全 + 工业 + 医院 + 密码 + 汽车 + 金融 + 信息安全 + 数据中心 + 金融机构 + 虚拟 + 游戏 + 现金 + 信创 + 接入 |
| 17   | 0.11     | 煤矿 + 网络安全 + 采购 + 电网 + 城市 + 适用 + 智慧 + 运维 + 数据安全 + 电商 + 办法 + 游戏 + 视频 + 政务 + 应收 + 监测 + 信创 + 现金 + 减少 + 电力         |
| 18   | 0.13     | 仿真 + 国防 + 模型 + 教育 + 职业 + 万元 + 电力 + 营业 + 测试 + 城市 + 资金 + 投资 + 银行 + 建筑 + 网络安全 + 监测 + 所致 + 酒店 + 构成 + 有限公司         |
| 19   | 0.09     | 集成电路 + 芯片 + 电商 + 智慧 + 宇宙 + 适用 + 工业 + 游戏 + 现金 + 城市 + 密码 + 建筑 + 能源 + 物流 + 视频 + 网络安全 + 三维 + 应急 + 资质 + 运维         |
| 20   | 0.11     | 直播 + 教学 + 信任 + 原因 + 所致 + 汽车 + 教育 + 车辆 + 电信 + 虚拟 + 电商 + 电力 + 城市 + 说明 + 适用 + 增减 + 银行 + 信创 + 有限公司 + 新能源          |

注：该表汇报了计算机、通信和其他电子设备制造业以及软件和信息技术服务业在 2020—2022 年的 MD&A 文本主题分析的输出结果。其中，主题编号代表程序分配的主题序号。主题权重表示每一个主题在每个文本集合中可能出现的概率。另外，LDA 模型无法直接输出每一个主题的具体内容，而是由一系列的关键词构成关键词矩阵进行主题描述，因此，在附录 A 中本文主要汇报了能够描述每一主题含义的部分关键词。



## 作者简介

王兰（通讯作者，E-mail: 1120211206@mail.nankai.edu.cn），现任山东青年政治学院会计学院讲师，于南开大学商学院获得博士学位，在《科研管理》《研究与发展管理》、*Management Decision* 等期刊发表过学术论文，研究方向为公司治理与战略管理。

古志辉，南开大学中国公司治理研究院/南开大学商学院，教授，博士生导师。其成果发表在 *Journal of Accounting Research*、*Economics Letters*、*International Journal of Production Economics*、《管理世界》《经济学（季刊）》《管理科学学报》《中国管理科学》《金融研究》《管理评论》等国内外重要学术期刊。主要研究方向为儒学与公司治理、公司治理与公司金融、公司治理与公司金融的数量方法（博弈论和随机最优控制）。

孟德霖，大连理工大学经济管理学院博士研究生，其成果发表于 *Management Decision*、*Business Ethics*、*the Environment and Responsibility*、*International Journal of Emerging Markets* 以及《管理学季刊》等，研究兴趣是公司治理与投融资管理。

## 参考文献

- [1] 陈圻、林芳强：《基于竞争战略选择的企业创新投入与产量决策动态博弈模型》，《管理工程学报》，2019年第4期。
- [2] 杜晶晶、赵文耀、郝喜玲等：《战略转型背景下组织身份构建与最优区分——基于企业“高端”再定位的多案例研究》，《管理学季刊》，2023年第2期。
- [3] 段霄、金占明：《战略群组视角下的企业战略定位研究——战略距离、定位方向和战略改变对绩效的影响》，《科学学与科学技术管理》，2014年第3期。
- [4] 苏红、王克稳、金占明等：《战略群组视角下产业政策对行业结构的影响——以中国房地产业限购限贷等政策为例》，《技术经济》，2015年第8期。
- [5] 何熙琼、尹长萍：《企业战略差异度能否影响分析师盈余预测——基于中国证券市场的实证研究》，《南开管理评论》，2018年第2期。
- [6] 黄庆成、闻岳春、陈秋昊：《经济政策不确定性对企业真实盈余管理的影响》，《证券市场导报》，2022年第5期。
- [7] 梁晗、黄苏萍：《基于最优区分视角的互联网创业叙事与投资者决策》，《经济管理》，2022年第11期。
- [8] 刘璐、洪剑峭、张新：《分析师的估值模型会影响评级的信息含量吗》，《经济管理》，2020年第5期。
- [9] 彭新敏、张祺瑞、刘电光：《后发企业超越追赶的动态过程机制——基于最优区分理论视角的纵向案例研究》，《管理世界》，2022年第3期。
- [10] 宋献中、胡珺、李四海：《社会责任信息披露与股价崩盘风险——基于信息效应与声誉保险效应的路径分析》，《金融研究》，2017年第4期。
- [11] 伍燕然、潘可、胡松明：《行业分析师盈利预测偏差的新解释》，《经济研究》，2012年第4期。
- [12] 王俊领、李海燕：《战略差异度对股票错误定价的影响研究》，《当代财经》，2020年第12期。
- [13] 王克稳、金占明、焦捷：《战略群组身份、企业慈善捐赠和企业绩效——基于中国房地产行业的实证研究》，《南开管理评论》，2014年第6期。
- [14] 许汝俊、袁天荣、龙子午、赵晴：《分析师跟进网络会引起上市公司融资决策同群效应吗？——分析师角色视角的一个新解释》，《经济管理》，2018年第10期。
- [15] 张超、伍燕然、苏淞：《有限套利、投资者情绪与分析师盈利预测精度》，《外国经济与管理》，2021年第12期。
- [16] 朱焱、杨青：《企业社会责任活动对负面事

件应对策略有效性的跨情境调节效应研究》，《会计研究》，2021年第2期。

[17] Aldrich, H. E., & Fiol, C. M. 1994. Fools rush in? The institutional context of industry creation. *Academy of management review*, 19 (4), 645 – 670.

[18] Ahluwalia, R., Burnkrant, R. E., & Unnava, H. R. 2000. Consumer response to negative publicity: The moderating role of commitment. *Journal of marketing research*, 37 (2), 203 – 214.

[19] Baum, J. A., & Oliver, C. 1991. Institutional linkages and organizational mortality. *Administrative science quarterly*, 36 (2): 187 – 218.

[20] Baum, J. A., & Mezias, S. J. 1992. Localized competition and organizational failure in the Manhattan hotel industry, 1898 – 1990. *Administrative science quarterly*, 37 (4): 580 – 604.

[21] Boulongne, R., & Durand, R. 2021. Evaluating ambiguous offerings. *Organization Science*, 32 (2), 257 – 272.

[22] Baker, M., & Wurgler, J. 2006. Investor sentiment and the cross – section of stock returns. *The journal of Finance*, 61 (4), 1645 – 1680.

[23] Benner, M. J. 2010. Securities analysts and incumbent response to radical technological change: Evidence from digital photography and internet telephony. *Organization Science*, 21 (1), 42 – 62.

[24] Caves, R. E., & Porter, M. E. 1977. From entry barriers to mobility barriers: Conjectural decisions and contrived deterrence to new competition. *The quarterly journal of economics*, 91 (2), 241 – 261.

[25] Chen, Y., Zhu, S., & Wang, Y. 2011. Corporate fraud and bank loans: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 4 (3), 155 – 165.

[26] Ferguson, T. D., Deephouse, D. L., & Ferguson, W. L. 2000. Do strategic groups differ in reputation?. *Strategic management journal*, 21 (12), 1195 – 1214.

[27] Feldman, E. R. 2016. Corporate spinoffs and analysts' coverage decisions: The implications for diversified firms. *Strategic Management Journal*, 37 (7), 1196 – 1219.

[28] Fiegenbaum, A., & Thomas, H. 1995. Strategic groups as reference groups: Theory, modeling and empirical examination of industry and competitive strategy. *Strategic Management Journal*, 16 (6), 461 – 476.

[29] Flammer, C. 2013. Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Academy of Management journal*, 56 (3), 758 – 781.

[30] Gioia D A, Patvardhan S D, Hamilton A L, et al. 2013. Organizational identity formation and change. *Academy of Management annals*, 7 (1): 123 – 193.

[31] Geletkanycz, M. A., & Hambrick, D. C. 1997. The external ties of top executives: Implications for strategic choice and performance. *Administrative science quarterly*, 42 (4): 654 – 681.

[32] Gouvard, P., & Durand, R. 2023. To be or not to be (typical): Evaluation – mode heterogeneity and its consequences for organizations. *Academy of Management Review*, 48 (4), 659 – 680.

[33] Hatten, K. J., & Hatten, M. L. 1987. Strategic groups, asymmetrical mobility barriers and contestability. *Strategic management journal*, 8 (4), 329 – 342.

[34] Hunt, M. S. 1972. *Competition in the major home appliance industry 1960 – 1970*. Boston: PHD dissertation Harvard University.

[35] Haans, R. F. 2019. What's the value of being different when everyone is? The effects of distinctiveness on performance in homogeneous versus heterogeneous categories. *Strategic Management Journal*, 40 (1), 3 – 27.

[36] Huff, A. S. 1982. Industry influences on strategy reformulation. *Strategic Management Journal*, 3 (2), 119 – 131.

- [37] Jonsson, S. , & Regnér, P. 2009. Normative barriers to imitation: Social complexity of core competences in a mutual fund industry. *Strategic management journal*, 30 (5), 517 – 536.
- [38] Kelly, G. 1955. *The Psychology of Personal Constructs* (1st ed. ) . Routledge.
- [39] Ketchen, D. J. , & Shook, C. L. 1996. The application of cluster analysis in strategic management research: an analysis and critique. *Strategic management journal*, 17 (6), 441 – 458.
- [40] Litov, L. P. , Moreton, P. , & Zenger, T. R. 2012. Corporate strategy, analyst coverage, and the uniqueness paradox. *Management Science*, 58 (10), 1797 – 1815.
- [41] Li, Z. , Wong, T. J. , & Yu, G. 2020. Information dissemination through embedded financial analysts: Evidence from China. *The Accounting Review*, 95 (2), 257 – 281.
- [42] Majzoubi, M. , Zhao, E. Y. , Zuzul, T. , & Fisher, G. 2024. The Double – Edged Sword of Exemplar Similarity. *Organization Science*, 2025, 36 (1): 1 – 24.
- [43] Peteraf, M. , & Shanley, M. 1997. Getting to know you: A theory of strategic group identity. *Strategic Management Journal*, 18 (S1), 165 – 186.
- [44] Rosch E. 1975. Cognitive representations of semantic categories. *Journal of experimental psychology: General*, 104 (3): 192 – 233.
- [45] Reger, R. K. , & Huff, A. S. 1993. Strategic groups: A cognitive perspective. *Strategic management journal*, 14 (2), 103 – 123.
- [46] Ranger – Moore, J. , Banaszak – Holl, J. , & Hannan, M. T. 1991. Density – dependent dynamics in regulated industries: Founding rates of banks and life insurance companies. *Administrative science quarterly*, 36 (1): 36 – 65.
- [47] Suchman, M. C. 1995. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of management review*, 20 (3): 571 – 610.
- [48] Wry, T. , Deephouse, D. L. , & McNamara, G. 2006. Substantive and evaluative media reputations among and within cognitive strategic groups. *Corporate Reputation Review*, 9, 225 – 242.
- [49] Taeuscher, K. , Zhao, E. Y. , & Lounsbury, M. 2022. Categories and narratives as sources of distinctiveness: Cultural entrepreneurship within and across categories. *Strategic Management Journal*, 43 (10), 2101 – 2134.
- [50] Taeuscher, K. , Bouncken, R. , & Pesch, R. 2021. Gaining legitimacy by being different: Optimal distinctiveness in crowdfunding platforms. *Academy of Management Journal*, 64 (1), 149 – 179.
- [51] Zhao E Y, Fisher G, Lounsbury M, et al. 2017. Optimal distinctiveness: Broadening the interface between institutional theory and strategic management. *Strategic Management Journal*, 38 (1): 93 – 113.
- [52] Zuckerman, E. W. 1999. The categorical imperative: Securities analysts and the illegitimacy discount. *American journal of sociology*, 104 (5), 1398 – 1438.
- [53] Zuckerman, E. W. 2016. Optimal distinctiveness revisited: an integrative framework for understanding the balance between differentiation and conformity in individual and organizational identities. *The Oxford handbook of organizational identity*, 183 – 199.
- [54] Zhao, E. Y. , Ishihara, M. , Jennings, P. D. , & Lounsbury, M. 2018. Optimal distinctiveness in the console video game industry: An exemplar – based model of proto – category evolution. *Organization Science*, 29 (4): 588 – 611.
- [55] Zhang, Y. , Wang, H. , & Zhou, X. 2020. Dare to be different? Conformity versus differentiation in corporate social activities of Chinese firms and market responses. *Academy of Management Journal*, 63 (3), 717 – 742.