

数字化转型信息披露的价值效应研究

——来自概念炒作的证据

马连福 宋婧楠 王博

内容提要: 信息披露是企业向外部传递信息的重要方式,数字化转型信息披露有助于帮助企业展现数字化转型进程并赢得市场关注。本文探讨数字化转型概念炒作的价值效应,结果显示,企业数字化转型概念炒作行为具有显著的负向价值效应,不利于提升企业长期和短期业绩;企业掩盖转型疲软、获取资源、追逐热点和操纵市值的动机以及大股东获取私利动机强化了数字化转型概念炒作的负向价值效应。机制分析显示,企业的数字化转型概念炒作行为增加了企业破产风险、降低了企业风险承担水平、加剧了股票回报波动性、削弱了资本市场定价效率,从而产生负向价值效应。进一步,从投资者反应视角展开的分析显示,散户投资者无法识别数字化转型概念炒作行为,而机构投资者可以通过直接或间接方式判断企业数字化转型信息披露的真实可靠性。投资者尤其是散户投资者应重点关注信息披露中实际的数字化转型投入和成果部分,即企业实际做了什么,并辅以新闻媒体报道,最大化避免数字化转型概念炒作行为带来的投资风险。本文可以为监管部门针对性治理“炒概念”乱象和加强投资者保护提供经验数据和相关启示。

关键词: 数字化转型 概念炒作 价值效应 投资者保护 信息披露治理

中图分类号: F272

文献标识码: A

文章编号: 1000-7636(2023)08-0017-21

一、问题提出

近年来,数字经济成为促进社会经济加速发展的最主要力量。各行各业立足数字底座、融合无边界创新,对数字化转型进行了系统部署,助力数字经济发展战略。在此背景下,主动数字化转型是“前数字时代”企业构建并维系竞争新优势的必然选择。企业数字化转型有助于调整组织结构、革新商业模式、提高资源配置效率、优化价值创造模式、激发企业创新潜能、降低生产管理成本,对生产经营和公司治理产生深刻

收稿日期:2023-02-05;修回日期:2023-05-30

基金项目:国家自然科学基金面上项目“股东网络特征与投资决策权配置研究”(71772094);国家自然科学基金面上项目“数字化时代背景下控制权配置与公司价值研究”(7217020212)

作者简介:马连福 南开大学商学院/中国公司治理研究院教授、博士生导师,天津,300071;

宋婧楠 南开大学商学院/中国公司治理研究院博士研究生;

王博 南开大学商学院/中国公司治理研究院博士研究生。

作者感谢匿名审稿人的评审意见。

影响^[1-4]。

企业数字化转型主要涉及业务升级、智能运营、商业创新,其专业性特征增加了投资者理解企业数字化变革的难度以及引起了企业内外部信息失衡,导致信息鸿沟产生。信息披露起到沟通桥梁的作用,是解决以上症结的关键举措^[5]。由于数字化转型实践并非完全能够可视化和数据化,企业更倾向于采用文本信息描述数字化转型进程。然而,相较于数字信息,文本信息披露没有标准化规范,语言灵活性强,披露数量、语调和方式均由披露者自主决定,更易成为公司进行策略性信息披露甚至信息操纵的工具^[6-8]。数字化转型信息披露极有可能成为企业“蹭热点”“炒概念”以达到引导市场行为、市值管理或其他目的的手段。概念炒作在合法合规的前提下表现为企业过度宣传某一事件。当投资者意识到现实与宣传不符、企业有意夸大披露时,概念炒作将有损信息有效性,对公司股票市场表现和证券市场秩序造成严重冲击,不利于提升企业价值^[7,9]。

那么,究竟是何种动机左右着企业有偏选择数字化转型概念炒作这一信息披露策略?以上行为是否会对企业价值造成影响?上市公司自愿在年报中披露数字化转型信息为本文研究以上问题提供了理想的现实情境。针对这一现实情境,本文实证检验数字化转型概念炒作的价值效应,探究企业选择概念炒作信息披露策略的动机以及数字化转型概念炒作发挥价值效应的机制,并进一步分析投资者对数字化转型概念炒作行为作何反应以及如何降低投资风险。

本文的边际贡献在于:首先,为审视企业数字化转型提供了新的研究视角。现有关注数字化转型经济后果的研究大部分默认企业年报中关于数字化转型的信息披露即为企业数字化转型实际成果,发现企业通过利用数字技术、整合数字资源、促进数字融合进行数字化转型后将创新商业模式、降低生产成本、提高生产效率,进而大幅提升竞争力、激发创新潜能、改善资本市场表现^[10-11],忽视了企业言过其实的可能性和美化披露的现实。本文以观察企业数字化转型信息披露策略为切入点,结合企业财务状况、治理现状等因素划分出夸大披露的企业样本,精准讨论数字化转型概念炒作的价值效应,认为企业也会凭借数字化转型的热度进行概念炒作,从而损害自身的长期和短期价值。这扩展了数字化转型经济后果研究的思路和视角,即重点关注企业实际做的,而不是关注企业承诺的,因为二者可能产生完全相反的效果。其次,丰富了信息操纵与企业价值的相关研究。信息披露是企业与投资者沟通的重要途径,由于披露规范不清晰、监管难度大等原因,文本信息更易沦为信息操纵、获取私利的工具;披露多少信息、以何种态度和语言披露信息都影响着文本信息披露的效果。现有研究从披露数量、语调、文本复杂度等方面讨论了可能的后果^[8,12-13],本文则发现在数字化转型大热的背景下,有些企业为资源获取、追逐热点、市值操纵和满足大股东获取私利,以概念炒作形式实施信息操纵。以上行为虽不违法,但在很大程度上扰乱资本市场秩序,无益于企业价值,是不值得提倡的信息披露策略。最后,本文的研究具有一定的现实意义。全面注册制下,利用“蹭热点”“炒概念”的信息披露以引导市场行为的事件屡禁不止,危害资本市场健康发展。聚焦数字化转型,企业披露存在表里如一和表里不一两种情形。本文的研究结论显示,注意力有限的散户投资者自身无法识别数字化转型概念炒作(表里不一)行为导致的企业经营困境和市场波动,但在决策时可辅以信息披露中真实的数字化转型投入和成果部分以最大化降低投资风险。因此,投资者面对冗长繁杂的信息,不仅应了解披露的数量,更应将数据信息和文本信息相结合,参考新闻媒体报道,理性决策。同时,监管部门应规范数字化转型信息披露准则并严厉处置概念炒作行为,加强投资者保护,尽力规避文本信息操纵对企业价值和资本市场带来的

不良影响。

二、文献综述与研究假设

(一) 信息披露与公司价值

真实、准确并且全面的高质量信息披露是资本市场健康诚信发展的助推器。企业在遵循强制性信息披露原则的前提下,积极披露各种细分类别信息,能够有效改善企业内外部信息不对称,促进市场高质量发展^[14-16]。学者们持续关注信息披露的经济后果,尤其是信息披露的价值效应。一般来说,严格的信息披露具有正面效应,企业披露具有信息含量的信息将大幅优化会计信息质量、提高会计信息价值相关性和信息透明度,提升投资者对会计信息的重视度和信任度,减弱交易者有限理性负面效应,赢得投资者价值认同和市场认可,进而降低盈余管理水平、改进资源配置效率、增强公司股票流动性、促使股票价值回归、缓解市场波动,最终提升企业财务价值和市场价值^[17-19]。然而,从契约角度分析,异常数量或质量的信息披露将带来高额的代理成本,引发资本市场波动^[8]。以上市公司年报为例,公司披露的信息包括文本信息和非文本信息,其中,文本叙述类信息平均占比约为80%,蕴含着大量重要信息,其余部分由数字等定量数据组成^[13]。有学者通过新型文本分析方法,融合语言学等相关学科理论对文本信息展开量化分析,发现文本信息描述了公司经营状况和成长动态,影响股票市场趋势,对公司治理和企业发展的作用不容小觑^[20-21]。可见,文本信息披露成为决定信息披露质量的关键,而文本信息披露范围广,易受到管理层主观意念和自由裁量权的影响,其无法验证、难以量化、含糊其词等特征在降低信息管理的成本的同时增加了投资者、监管机构等利益相关者对其真实可靠性做出判断的难度,可成为公司进行策略性信息披露甚至信息操纵的工具^[6-7]。

投资者、监管机构在实践中主要关注三种文本信息披露特征,即数量(披露了多少)、语调(已披露信息代表披露者的何种态度)和透明度(信息是怎样被表述传达的),如是否如实披露信息、传递虚假信息、隐瞒坏消息、披露前瞻性信息、言过其实地披露正面信息、使用差异化语调披露信息、偏好表述复杂地披露信息等具体形式^[22]。管理层通过管理或操纵文本信息的内容、态度、排版、分析、表述等进行误导陈述或印象管理的行为屡见不鲜^[23]。当公司业绩较差时,管理层会有意增加文本信息披露篇幅,或辅以提高文本信息披露的理解难度和复杂程度以干扰投资者判断,这将提高盈余管理发生的概率,无益于反映真实的企业价值^[13,24]。当环境或社会责任履行不尽如人意时,企业愿意披露更多的环境信息或仅披露正面的社会责任信息,即采用“多说少做”的策略性信息披露模式,甚至夸大其词以自证清白、混淆视听,转移投资者对真实情况的关注,误导投资者对公司价值的理解^[12]。在控股股东股权质押后,上市公司一般会在年报中披露更多的前瞻性信息用来美化文本信息,这是一种稳定股价的市值管理方式,但能否增加企业价值不得而知^[25]。当某一概念大热时,企业顺势采取夸大披露市场热门概念的行动以获得市场关注,但极易招致股价崩盘风险上升,对企业价值产生消极影响^[26]。此外,文本信息乐观程度提高往往会提振投资者信心,拉高股价^[8]。管理层深知好消息的益处,在信息披露时会刻意提高语调异常乐观程度,而事实常常相反^[7]。异常乐观程度越高,股价同步性越高,内部人从股票市场中获取私利的空间越大。而投资者知晓过度使用积极用语粉饰披露的现实后,公司股价将大幅下跌,不利于提升企业价值^[27]。可以发现,信息披露直接作用于信息不对称:信息披露质量高,信息不对称得到缓解,将发挥提升价值的正面效应;信息披露质量低,管理层旨在利用信息操纵蒙蔽投资者,将进一步加深企业内外部信息鸿沟,发挥负面价值效应。

(二) 数字化转型信息披露与企业价值

企业数字化转型覆盖了价值创造全链条,是各类企业面对复杂内外部环境的普遍反应^[28-29]。企业数字化转型是以识别环境复杂性和组织变革必要性为基础,以利用数字技术为手段,以重塑经营业务模式、获得运营结构支撑、拓宽价值创造路径、增强客户体验、改进业务流程、提高组织效率、获取竞争优势、提振声誉和企业绩效等为目标的一系列活动的集合^[30-31]。企业数字化转型表现出数字赋能赋值赋智微观主体的特征,反映出“重知识轻资本”的生产经营理念,是未来提升商业价值的关键^[32]。企业数字化转型超越了流程范式,更新了产品服务、组织架构和内外沟通等底层要素增值方式,兼具革新商业模式、优化内部业务流程、建立扁平化网络化组织结构、培养管理者感知能力、激发企业动态潜能、提高生产率、降低生产管理成本、改善资源要素配置效率、获取并维持竞争地位等益处^[1,4]。

实际上,数字化转型的技术属性衍生出创新导向的企业生存准则,业务现金流模式逐渐偏离传统评估基础,价值创造过程中的不确定性和风险性加剧了企业与投资者之间的信息不对称,差异化观点显著增多,导致多元股东间的利益冲突^[33]。更严重的是逆向选择问题:投资者无法识别企业项目是否可行,企业无法向投资者明示现金流增值轨迹。信息披露能够改善信息不对称情况,故企业进行数字化转型信息披露是缓解以上问题的有效方法。信息披露质量取决于信息供给方和需求方的地位均衡^[34],而信息供给方掌握企业数字化转型的实际进展、战略安排、未来规划等内部信息,在信息披露过程中掌握主动权,决定着企业信息披露策略选择(“言必有据”的陈述还是“言过其实”的包装)和信息披露效果(正面还是负面价值效应)。

一方面,根据信息传递理论,信息优势方可以通过语言、文字、行为等形式向外传递信息,使信息劣势方得到公开信息,提高信息劣势方的决策效率^[15]。数字化转型体现出企业对新兴事物的积极尝试和对未来发展的美好向往^[4],向外部传递数字化转型信息体现了企业从长期战略角度对数字化变革的承诺,能够从根本上提高信息披露质量,改善信息不对称,缩短投资者获取信息的时间,提升投资者信息检索便利度和信息处理效率,大幅降低投资者的信息搜寻成本,增强企业与投资者互信。在这种情况下,管理层如实披露数字化转型信息的意愿强,充分准确的数字化转型信息披露起到价值传递作用。此类披露越多,说明企业数字化转型行为越多,成果越显著,反映出企业逐步简化运营模式、提升组织效率、扩展价值创造路径的有效实践,将对企业价值产生正向效应。基于此,本文提出研究假设:

H1:在其他条件不变的情况下,数字化转型信息如实披露具有正向价值效应。

另一方面,随着社会逐渐加强对数字化转型的关注,数字化转型信息披露可能成为企业有意拉抬股价、违规市值管理的工具^[26]。企业数字化转型具有周期长、投入重、见效慢的特点,公司年报中披露的相关信息多以自愿披露的、前瞻性或历史性的文本信息为主。相较于客观的、经审计的数据信息,文本信息表述可塑性强、难以证实或证伪,管理层可利用的文本管理手段多,操纵的便利性和可能性大^[6]。例如管理层更愿意披露文本类软信息以隐瞒业绩下降的事实,而选择用一目了然的数据类硬信息具体描述优异的经营绩效^[12]。相似地,有的企业在年报中夸大披露大热概念相关的文本信息,引导债权和股权市场行为,导致信贷决策效率降低,股价崩盘风险显著上升,企业绩效明显下降^[9,34]。因此,在国家战略支持、投资者重点关注的背景下,无论企业是否真正进行数字化转型,企业都可能凭借数字化转型信息披露进行信息操纵或概念炒作,特别是当报告内容和事实情况不符时,管理层试图披露较多难以识别的词汇等

内容以误导投资者对公司价值的理解^[13]。然而,根据投资者有限关注理论,囿于时间和精力,投资者对市场中的复杂信息的处理效率大幅下降,乐于吸收低成本信息,迎合热点信息,无意间步入资本市场“凸显特征”的陷阱^[35]。投资者的注意力是有限的,概念炒作型的数字化转型文本信息披露很可能降低客观数字信息在投资者注意力分配流程中的权重,混淆数字化转型真实行为与虚拟预期,增加投资者分析成本、降低分析深度,加剧企业与投资者之间的信息不对称,提高投资者受企业言过其实蒙蔽的可能性,加大投资风险^[22]。企业风险水平高伴随着较高的投资者风险溢价补偿,进而提高资本成本,易使企业陷入财务困境,降低企业风险承担水平^[14]。同时,以热点信息为基础的数字化转型概念炒作行为诱导投资者关注和交易,易加剧股价波动,损害资本市场定价效率^[36]。企业以概念炒作的形式在年报中披露数字化转型信息,造成资本市场噪音,扰乱投资者判断,将提高企业陷入财务困境的概率、降低企业风险承担水平、加剧股票回报波动性和削弱资本市场定价效率,进而降低企业价值。基于以上分析,本文提出研究假设:

H2:在其他条件不变的情况下,数字化转型信息概念炒作具有负向价值效应。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文的研究样本主要为 A 股上市公司。为缓解内生性的影响,解释变量滞后一期处理,被解释变量的数据时间区间为 2012—2021 年,其余变量数据时间区间为 2011—2020 年;剔除金融行业、非正常上市状态(ST、*ST、PT)、主要变量数据缺失、上市未满两年、非连续三年及以上有数据的上市公司样本。为减少极端值的影响,对主要连续变量在 1%分位和 99%分位上进行缩尾处理,最终得到 21 886 个观测值。其中,企业数字化转型数据来自文本分析并通过进一步计算得到,上市公司财务数据、治理数据来源于国泰安中国经济金融数据库(CSMAR)和中国研究数据服务平台(CNRDS),缺失数据根据上市公司年报、和讯资讯网和巨潮资讯网相关信息进行手工整理补充。数据分析使用 Stata 软件。

(二) 变量定义和说明

被解释变量:价值效应。借鉴宋晓华等(2019)^[15]的做法,本文分别选取企业长期市场价值和短期财务价值作为衡量价值效应的代理变量。其中,长期市场价值的代理指标为托宾 Q 值(*Tobinq*),短期财务价值的代理指标为总资产收益率(*ROA*)。高托宾 Q 值和高总资产收益率代表高投资回报率、高市场价值和强盈利能力,低托宾 Q 值和低总资产收益率则体现负向价值效应。

解释变量:数字化转型概念炒作(*DT_o*)。首先,本文采用文本分析方法,在 A 股上市公司 2011—2020 年年报中对特定关键词进行扫描识别,输出关键词词语频次,形成数字化转型信息披露,然后对其进行对数化处理。以上特定关键词选取标准涵盖了与数字化转型、数字经济、数字时代等数字现实和数字概念相关的各类政策文件、期刊文献和输入法词库等,形成了最大化数字化词语集合。然后,本文借鉴理查森(Richardson,2006)^[37]的思路,构建数字化转型信息披露程度的决定模型:

$$DT_{o_{it}} = \beta_0 + \beta_1 MDT_{it} + \sum Cons_{it} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

模型(1)中,被解释变量为数字化转型概念炒作(*DT_o_{it}*)。由于企业数字化转型信息披露与数字化转型

行为既具有同群效应,又存在个体差异性,因此,解释变量包括同行业、同年度其他企业的数字化转型信息披露情况(MDT_{it}),控制变量($Cons_{it}$)包括企业规模、资产负债率、上市时间、两权分离度、营收情况等,同时控制了年份($Year$)和行业(Ind)固定效应并进行企业层面聚类稳健分析。通过模型(1)估算出企业数字化转型信息的正常披露次数,其中,残差 ε 表示异常披露情况,若残差大于 0,则说明企业数字化转型信息披露高于正常值,属于夸大披露或概念炒作。模型(1)的回归结果显示解释变量普遍具有显著性,整个模型的拟合优度为 0.743 5,体现出数字化转型信息披露程度决定模型的强解释力与合理性。最后,为聚焦数字化转型概念炒作的价值效应以及可能存在的特定情境,本文仅选取通过模型(1)识别出的概念炒作样本进行分析。

控制变量。本文加入企业规模($Size$)、资产负债率(Lev)、上市年限(Age)、营收情况(PR)等公司经营变量,两权分离度(Sep)、机构投资者持股比例($Insr$)、独立董事比例($Indp$)、股权集中度(Top)等公司治理变量,账面市值比(BM)、股票收益率(RE)、换手率($Turnover$)、市净率(PB)等公司市场特征变量,并控制了行业固定效应和年份固定效应。

变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	价值效应	$Tobinq$	公司市值与总资产的比值
		ROA	公司净利润与总资产的比值
解释变量	数字化转型概念炒作	DT_o	对数字化处理后的数字化转型关键词语频次
控制变量	企业规模	$Size$	公司资产的自然对数
	资产负债率	Lev	期末债务账面价值与资产账面价值的比值
	上市年限	Age	至 2020 年年末公司已上市年限
	营收情况	PR	营业收入与总资产的比值
	两权分离度	Sep	实际控制人控制权与所有权之间的差值
	机构投资者持股比例	$Insr$	机构投资者持股占总股数的比例
	独立董事比例	$Indp$	独立董事与董事会人数的比值
	股权集中度	Top	第一大股东的持股比例
	账面市值比	BM	股东权益与公司市值的比值
	股票收益率	RE	公司股票周收益率的年度均值
	换手率	$Turnover$	公司当年周股票换手率的年度均值
	市净率	PB	每股股价与每股净资产的比值

(三) 模型设计

为了检验数字化转型信息概念炒作对企业长期和短期价值的影响,本文设置基本回归模型如下:

$$Y_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 DT_{o_{it}} + \sum Cons_{it} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \tag{2}$$

其中, Y_{it+1} 表示企业价值效应指标($Tobinq_{it+1}$ 、 ROA_{it+1}), $DT_{o_{it}}$ 表示上市公司数字化转型概念炒作, $Cons_{it}$ 为控制变量, Ind 和 $Year$ 分别表示行业 and 年度固定效应, ε 表示随机误差项。本文在检验过程中加

入聚类(cluster)稳健分析。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

本文主要变量的描述性统计如表 2 所示。样本企业市场价值最大为 9.400,标准差为 1.44,均值为 2.082,中位数为 1.610;财务价值最大为 0.193,标准差为 0.076,均值为 0.025,中位数为 0.030,说明样本公司价值具有较大差异性,市场价值差异性大于财务价值,而且一半以上公司无法达到样本公司市场价值均值。从总体样本看,企业数字化转型概念炒作(DT_o)的平均值是 2.796,标准差为 1.327,最小值为 0,最大值为 5.951,中位数为 2.773,说明在所有的公司年度观测值中,半数公司的数字化转型信息披露水平与均值相近,数字化转型信息披露较为普遍,也暗示了数字化转型信息披露可能存在概念炒作的现象。分年度看,数字化转型信息披露呈上升趋势,样本公司 2020 年数字化转型均值较 2011 年增长 88.98%,说明数字时代背景下,上市公司积极进行数字化转型信息披露,并逐年提高披露强度。其他变量的统计值均在合理范围之内。

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Tobinq</i>	21 886	2.082	1.610	1.440	0.842	9.400
<i>ROA</i>	21 886	0.025	0.030	0.076	-0.372	0.193
<i>DT_o</i>	21 886	2.796	2.773	1.327	0	5.951
<i>Size</i>	21 886	22.350	22.190	1.293	19.800	26.190
<i>Lev</i>	21 886	0.447	0.443	0.206	0.053	0.894
<i>Age</i>	21 886	11.720	11	6.870	2	26
<i>Sep</i>	21 886	0.053	0.002	0.074	0	0.279
<i>Insr</i>	21 886	0.061	0.038	0.067	0	0.303
<i>Indp</i>	21 886	0.376	0.364	0.054	0.333	0.571
<i>PR</i>	21 886	0.603	0.504	0.429	0.051	2.487
<i>Top</i>	21 886	0.343	0.320	0.148	0.093	0.748
<i>BM</i>	21 886	0.631	0.630	0.257	0.112	1.170
<i>RE</i>	21 886	0.003	0.001	0.010	-0.019	0.038
<i>Turnover</i>	21 886	7.824	6.198	5.738	0.832	28.200
<i>PB</i>	21 886	3.424	2.465	3.297	0.575	22.840

(二) 假设检验

表 3 列示了数字化转型概念炒作价值效应的检验结果。全样本分析结果显示, DT_o 的回归系数分别在 1%和 5%水平上显著为负,说明上市公司的数字化转型概念炒作行为具有显著的负向价值效应,不论是短期还是长期,均不利于提升企业价值,本文假设 H2 得到验证。关注模型拟合后的概念炒作样本和非概念炒作样本,结果显示:概念炒作样本中, DT_o 的回归系数都在 1%水平上显著为负,而在非概念炒作样本中, DT_o

的回归系数不显著,且组间差异显著,即数字化转型信息披露对企业价值的负向影响在企业实施数字化转型概念炒作的情况下更加明显,进一步验证了本文的假设 H2,也为后续聚焦概念炒作样本提供了经验证据。此外,聚焦残差最大的公司,其股吧中大量投资者对其概念炒作行为怨气满腹,如“画大饼”“光刻机概念第一股”“回看他发的公告,几年下来全部都是说故事的”“真正有效的是先把市值搞上去,再谈一大堆蓝图,人家才会信,才会投钱”“数据虚构”“一场戏”“总是发好消息,股价一动不动,要暴雷”等,这一现象再一次从侧面证实了本文的研究假设。

表 3 假设检验结果

变量	全样本		概念炒作		非概念炒作	
	Tobinq	ROA	Tobinq	ROA	Tobinq	ROA
DT _o	-0.0303*** (-3.79)	-0.0016** (-2.57)	-0.0485*** (-3.45)	-0.0039*** (-3.64)	-0.0165 (-1.21)	0.0008 (0.66)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	2.5212*** (7.89)	-0.1478*** (-7.98)	2.4489*** (7.12)	-0.1370*** (-5.56)	2.5840*** (5.47)	-0.1510*** (-6.09)
样本量	21 886	21 886	10 941	10 941	10 945	10 945
R ²	0.6030	0.1863	0.6044	0.1836	0.6049	0.1938
Suest 经验 P 值			0.0544		0.0003	

注: *、**、*** 分别表示双尾检验中 10%、5%、1% 的显著性水平,括号中为 t 值,后表同。

(三) 概念炒作动机分析

1. 追逐热点

企业可能单纯为了追逐热点而进行概念炒作,尤其是当某一概念得到普遍关注时,热点话题能够在短期内提高企业曝光度并提拉股价^[8]。数字化转型逐渐成为经济发展的主旋律和各地工作的重要内容。国务院于 2015 年发布的《促进大数据发展行动纲要》是指导中国大数据发展的纲领性文件,相关概念获得了媒体与公众的高度关注。百度指数中关键词的搜索指数显示:在 2016 年及之后,以“数字化转型”为关键词的搜索指数呈显著上升趋势。若企业抓住热点并及时披露,即使没有付诸行动,也会令人注目。外部环境持续挑战着企业定力,为了抓住“出风头”“炒热点”的机遇,企业有动机披露更多的数字化转型信息甚至进行概念炒作。为验证以上预期,本文引入虚拟变量 *Cir* 表示数字化转型信息引致的外部环境^[26];若回归样本为 2016 年及之后,表示企业追逐数字化转型热点,*Cir* 取 1,否则为 0。将变量 *Cir*、交互项 *Cir*×*DT_o* 加入模型进行回归。表 4 中追逐热点的回归结果显示:交互项 *Cir*×*DT_o* 的回归系数为负,在 1% 水平上显著,验证了外部环境对数字化转型概念炒作的负向价值效应起到了推波助澜的作用,企业可能在投资者对数字化转型概念感兴趣时投其所好,更多地披露相关信息,即使无益于企业价值。

2. 转型能力

企业数字化转型能力也可能影响数字化转型信息披露策略。国有企业肩负着创造利润、战略支撑、服

务人民、社会责任等多元价值目标,受政策影响较大^[38],市场力量和行政力量同时推动国有企业进行数字化转型,为国有企业数字化转型提供坚实的资金和政策支持,保障并提升国有企业数字化转型能力。而非国有企业主要靠经济效益驱动改革,高昂的转型成本和薄弱的数字化转型战略共识制约着企业数字化转型意愿和能力。非国有企业对数字化转型的顾虑更多,真实转型的积极性受到影响。在数字化转型信息披露所在皆是的情境下,数字化转型能力越弱、意愿越低、越保守的企业越有动机实施信息操纵和概念炒作行为,即非国有企业概念炒作的可能性更大。据以上分析,本文设置虚拟变量 *State* 表示企业产权性质^[38]:若样本企业为国有企业,*State* 取 1,否则为 0。将变量 *State*、交互项 *State*×*DT_o* 加入模型进行回归。表 4 转型能力的回归结果显示:交互项 *State*×*DT_o* 的回归系数为正,均在 1%水平上显著。以上结果说明数字化转型概念炒作对企业价值的负向效应在非国有企业中更强,符合以上分析和现实。在全社会数字化转型的大潮中,非国有企业更可能利用数字化转型信息披露进行概念炒作,以弥补数字化转型能力和实际数字化转型措施的欠缺。

3. 资源获取

企业可能为了获取资源进行数字化转型概念炒作。政策支持意味着资源倾斜,政策鼓励的行业往往更容易获得社会融资^[39]。企业有动机为了获取资源而进行数字化转型概念炒作,尤其是当企业面临严重的资源限制时,如融资约束。为验证以上预期,本文引入虚拟变量 *KZ* 表示企业融资约束水平:若企业融资约束水平大于行业年度均值^[36],融资约束强,*KZ* 取 1,否则为 0。将变量 *KZ*、交互项 *KZ*×*DT_o* 加入模型进行回归。表 4 资源获取的回归结果显示:交互项 *KZ*×*DT_o* 的回归系数显著为负,说明融资约束强化了数字化转型概念炒作的负向价值效应,企业融资约束越强,越可能通过概念炒作以达到获取所需的目的。

表 4 动机讨论 1

变量	追逐热点		转型能力		资源获取	
	<i>Tobinq</i>	<i>ROA</i>	<i>Tobinq</i>	<i>ROA</i>	<i>Tobinq</i>	<i>ROA</i>
<i>Cir</i> × <i>DT_o</i>	-0.059 8*** (-2.58)	-0.006 2*** (-4.06)				
<i>Cir</i>	0.655 9*** (7.83)	-0.002 7 (-0.42)				
<i>State</i> × <i>DT_o</i>			0.079 2*** (4.00)	0.005 6*** (3.47)		
<i>State</i>			-0.228 1*** (-3.13)	-0.014 1** (-2.53)		
<i>KZ</i> × <i>DT_o</i>					-0.030 9* (-1.76)	-0.003 7** (-2.48)
<i>KZ</i>					0.214 1*** (3.25)	-0.019 1*** (-3.65)
<i>DT_o</i>	-0.012 4 (-0.56)	-0.000 2 (-0.19)	-0.076 2*** (-4.64)	-0.005 8*** (-4.62)	-0.032 0* (-1.92)	-0.001 8 (-1.47)

表4(续)

变量	追逐热点		转型能力		资源获取	
	Tobinq	ROA	Tobinq	ROA	Tobinq	ROA
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	2.325 9*** (6.63)	-0.149 7*** (-5.96)	2.613 8*** (7.76)	-0.124 1*** (-5.14)	2.287 1*** (6.65)	-0.108 0*** (-4.59)
样本量	10 941	10 941	10 941	10 941	10 941	10 941
R ²	0.604 8	0.185 1	0.605 4	0.185 5	0.605 5	0.214 1

4. 市值操纵

概念炒作行为通过提高股价成为一种市值管理方式^[7],故企业可能存在概念炒作的动机。资本市场中始终存在关注短期回报的投机交易型投资者,尤其是在散户较多的环境下,投资者偏好追随热点或概念,投机氛围更浓厚^[40]。有研究表明,企业通过“蹭热点”行为有意迎合投资者偏好热点、概念投机行为,获得预期市场价值反响,以推高股价^[41]。为此,本文观察控股股东股权质押情况,设置变量 *Pl*(控股股东股权质押数占上市公司总股数的比例)表示企业市值管理或操纵的动机^[25],将变量 *Pl*、交互项 *Pl*×*DT_o* 加入模型进行回归。表 5 市值操纵的回归结果显示:交互项 *Pl*×*DT_o* 的回归系数显著为负,说明在控股股东股权质押的情况下,企业为避免股价下跌进行市值管理或操纵,这一动机加剧了企业数字化转型概念炒作的负向价值效应,不利于企业短期和长期价值增长。

5. 隧道挖掘

企业价值与股东收益息息相关,而概念炒作行为悄无声息地影响企业价值,尤其是概念大热、投资者狂热的情境下,股东通过隧道挖掘获取私利的可行性大幅增加,故大股东掏空行为将成为企业概念炒作行为的动机之一。为验证以上动机,本文设置变量 *Tunnel*(其他应收款与企业总资产的比值)表示大股东掏空程度^[42],将变量 *Tunnel*、交互项 *Tunnel*×*DT_o* 加入模型进行回归。表 5 隧道挖掘的回归结果显示:交互项 *Tunnel*×*DT_o* 的回归系数为负,分别在 1%和 5%水平上显著。这一结果表明大股东隧道挖掘行为将强化数字化转型概念炒作的负向价值效应,大股东掏空越严重,企业越倾向于通过数字化转型信息披露进行概念炒作,这一行为降低了企业价值。

表 5 动机讨论 2

变量	市值操纵		隧道挖掘	
	Tobinq	ROA	Tobinq	ROA
<i>Pl</i> × <i>DT_o</i>	-0.001 6** (-2.03)	-0.000 2*** (-3.79)		
<i>Pl</i>	0.000 3 (0.25)	-0.000 2*** (-3.34)		

表5(续)

变量	市值操纵		隧道挖掘	
	<i>Tobinq</i>	<i>ROA</i>	<i>Tobinq</i>	<i>ROA</i>
<i>Tunnel</i> × <i>DT_o</i>			-0.616 8*** (-2.83)	-0.046 5** (-2.55)
<i>Tunnel</i>			2.899 8*** (3.78)	-0.056 9 (-0.95)
<i>DT_o</i>	-0.041 4*** (-2.76)	-0.002 8** (-2.48)	-0.031 4** (-2.12)	-0.002 4** (-2.14)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
常数项	2.446 4*** (7.05)	-0.131 4*** (-5.39)	2.353 0*** (6.86)	-0.124 8*** (-5.14)
样本量	10 941	10 941	10 941	10 941
<i>R</i> ²	0.604 6	0.187 5	0.606 4	0.199 8

(四) 稳健性检验^①

1. 改变数字化转型概念炒作量化方法和回归模型

本文构建 *R1* (若 *DT_o* 为 0, 则 *R1* 取 0, 否则 *R1* 赋值为模型(1)的残差)、*R2* (若 *R1* 大于 0, 则 *R2* = *R1*, 若 *R1* 小于或等于 0, 则 *R2* 取值为 0) 和 *R3* (模型(1)估计出的异常披露情况) 衡量企业数字化转型概念炒作程度, 对样本进行重新回归。此外, 为避免研究结论受极端值影响, 本文采用中位数回归法进行重新回归。回归结果表明, *R1*、*R2*、*R3* 以及 *DT_o* 的回归系数均在 1% 水平上显著为负, 说明本文结论稳健。

2. 排除高管机会主义动机的解释

信息披露是高管的工作职责之一, 高管极有可能以牺牲企业价值为代价通过主导概念炒作行为获取货币型或非货币型私有利益。为了排除以上解释, 本文引入高管短视特征 (*Myopia*) 和自利行为 (*DA*) 表示高管机会主义。其中, 本文以上市公司年报的“管理层讨论与分析” (*MD&A*) 为对象, 通过文本分析和机器学习技术确定中文“短期视域”词集, 然后采用词典法构建出管理者短视主义指标 (*Myopia*), 并通过实际对比法、内部一致性信度检验、差异分析法、经济后果检验法和方差分解检验对该指标进行验证, 且排除了受外界压力驱动的短视。应计盈余管理能够在高管面临业绩压力等约束时起到应急作用, 具有一定的主观性, 体现了高管的自利动机, 故本文引入应计盈余管理衡量高管自利行为 (*DA*)。将变量 *Myopia*/*DA*、交互项 *Myopia*/*DA*×*DT_o* 加入模型进行回归。回归结果表明, 虽然 *DT_o* 系数都为负, 且具有显著性, 但交互项 *Myopia*×*DT_o* 和 *DA*×*DT_o* 并不具有显著性, 说明高管机会主义并不是企业利用数字化转型信息披露进行概念炒作的动机, 数字化转型概念炒作的负向价值效应不是由高管专注于自身利益而

^① 限于篇幅, 省略稳健性检验结果。

忽视公司发展导致的,本文结果稳健。

3. 倾向得分匹配法

按照样本数字化转型信息披露程度是否大于行业年度均值,并选取企业规模、资产负债率、机构投资者持股比例、两权分离度等变量作为协变量对样本进行匹配,继而用匹配后的样本重新回归。回归结果表明,经匹配后, DT_o 系数在1%水平上显著为负。这说明在对企业的财务情况、治理水平匹配后,企业数字化转型概念炒作仍具有负向价值效应。

4. 赫克曼(Heckman)两阶段模型

为避免可能存在的样本自选择问题,本文采用赫克曼两阶段法进行检验。由上文结论可知,数字化转型概念炒作受到企业融资约束或市值管理动机、其他企业披露以及地区和行业发展的影响。本文设置虚拟变量 DMT ,当企业数字化转型信息披露大于省份行业年份中位数时, DMT 取1,否则为0。根据上文分析,将 DMT 作为第一阶段概率单位(Probit)回归模型中的被解释变量,并加入融资约束、市值操纵等变量,利用此阶段的回归结果计算逆米尔斯比(IMR),然后将逆米尔斯比代入第二阶段模型进行拟合。回归结果表明, DT_o 系数在1%水平上显著为负,且 IMR 在1%水平上显著,说明在控制了样本自选择问题后,上文结论依旧稳健。

5. 工具变量

为避免可能存在的反向因果问题,本文采用两阶段回归方法加以解决。企业行为受到行业和地域内公司行为的影响,但是其他公司的数字化转型概念炒作行为并不会影响本企业绩效情况。本文选取 $OtherDT_o$ (其他公司的行业省份数字化转型信息披露均值)作为工具变量。回归结果表明, DT_o 系数全部为负且具有显著性,说明在克服了反向因果问题后,数字化转型概念炒作行为依然具有负向价值效应。

五、进一步讨论

(一) 机制分析

企业利用数字化转型信息披露进行概念炒作的行为将降低企业长短期价值,尤其是数字化转型概念炒作将通过增加企业财务困境、降低企业风险承担水平、加剧股票回报波动性和削弱资本市场定价效率产生负价值效应。本部分将对以上机制进行分析。本文引入Altman-Z值($Zscore = 1.2X1 + 1.4X2 + 3.3X3 + 0.6X4 + 0.999X5$,其中, $X1$ 为营运资金与总资产的比值, $X2$ 为留存收益与总资产的比值, $X3$ 为息税前利润与总资产的比值, $X4$ 为权益市场价值与总负债账面价值的比值, $X5$ 为营业收入与总资产的比值)衡量企业破产风险。 $Zscore$ 能够从企业资产变现能力、规模特征、盈利能力、偿债能力、资产效率等多方面衡量企业破产风险,此值越小,说明企业财务困境越严重,越可能破产,企业价值越低。采用盈余波动性水平衡量企业风险承担($Risk$,企业经行业调整后的总资产收益率在5年内的标准差,并剔除无连续5年总资产收益率观测值的样本),盈余波动性越小,企业风险承担水平越低,越无益于提升企业价值。使用当年考虑现金红利再投资的股票周收益率的标准差($Sigma$)表示股票回报波动性,波动性越高,企业价值体系越容易崩溃。利用股价同步性(Syn)衡量资本市场定价效率,股价同步性越高,股价中公司特质信息含量越低,内外部信息透明度越差。本文分别以 $Zscore$ 、 $Risk$ 、 $Sigma$ 和 Syn 为被解释变量进行机制分析,回归结果见表6:当被解释变量为财务困境($Zscore$)和企业风险承担($Risk$)时, DT_o 的回归系数为负,分别在1%和10%水平显著;当

被解释变量为股票回报波动性 (σ) 和股价同步性 (Syn) 时, DT_o 的回归系数为正, 分别在 1% 和 10% 水平上显著。以上结果显示数字化转型概念炒作对企业财务行为和市场行为都产生了消极影响, 进而引致企业长期和短期价值负面效应, 同时验证了前文的机制分析。

表 6 机制检验

变量	Zscore	Risk	Sigma	Syn
DT_o	-0.2281*** (-3.00)	-0.1003* (-1.67)	0.0018*** (8.30)	0.0048* (1.91)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
$Year$	控制	控制	控制	控制
常数项	-3.7105** (-2.30)	8.9506*** (6.20)	0.0817*** (17.06)	-0.2208*** (-3.71)
样本量	10 941	10 941	10 941	10 712
R^2	0.5782	0.1912	0.7098	0.3147

(二) 对异质投资者反应的探讨

对于散户投资者而言, 企业数字化转型概念炒作必然会引起投资者的关注, 越来越多的公司通过“增热点”等方式发布不实信息以推高股价^[42]。但是, 投资者注意力有限是客观事实, 有限关注可以解释为何投资者对同一信息的处理存在行为偏差, 决定了投资者在分析信息和做出决策时受到关注上限的影响。投资者(特别是散户投资者)面临着如何将有限注意力最优分配的难题, 投资者对公开信息的处理并不完美^[38]。企业争相披露数字化转型信息, 抢占散户投资者关注, 分散了散户投资者注意力, 导致散户投资者无法识别已披露的数字化转型信息真伪, 无法将信息融入企业表现以及股价中。此外, 囿于时间、路程、金钱等成本, 加之网络互动平台的普及与使用, 散户投资者验证信息、参与讨论的最直接方式即为网络信息共享或者直接“用脚投票”。因此, 本文从散户投资者网络参与行为和散户投资者情绪视角探讨散户投资者对企业数字化转型概念炒作的反应。一方面, 本文统计了深交所“互动易”和上交所“上证 e 互动”平台中散户投资者对上市公司提问的次数 (Q) 以及上市公司所在股吧的全部发帖数量 ($Post$), 并对其进行对数处理, 用以衡量散户投资者对公司的关注和讨论; 另一方面, 本文利用个股换手率 ($Turnover$) 衡量散户投资者情绪, 从侧面展示散户投资者针对某一变化的市场参与行为。将相关变量加入模型进行回归, 结果如表 7 所示, 交互项 $Q \times DT_o$ 的回归系数为负, 总资产收益率 (ROA) 为被解释变量时在 1% 水平上显著; 交互项 $Post \times DT_o$ 的回归系数都为负, 且均通过 1% 水平的显著性检验; 交互项 $Turnover \times DT_o$ 的回归系数都为负, 至少通过 10% 水平的显著性测试。以上结果说明散户投资者的关注与市场行为增强了数字化转型概念炒作的负面价值效应。这符合散户投资者有限关注、信息处理差异化特征, 散户投资者与上市公司之间以及散户投资者之间的网络讨论与沟通无法帮助散户投资者辨别企业数字化转型信息披露是否真实、企业是否真正将数字化转型付诸行动, 也难以使散户投资者正确识别企业数字化转型概念炒作的负面价值效应。此外, 由企业数字化转型信息披露导致的投资者乐观情绪体现了散户投资者的非理性与羊群行为, 这种散户投资者的狂热关注甚至可能加剧数字化转型概念炒作的负面价值效应。

表 7 散户投资者反应

变量	提问次数		发帖数量		个股换手率	
	<i>Tobinq</i>	<i>ROA</i>	<i>Tobinq</i>	<i>ROA</i>	<i>Tobinq</i>	<i>ROA</i>
<i>Q</i> × <i>DT_o</i>	-0.005 7 (-1.06)	-0.001 4*** (-3.32)				
<i>Q</i>	0.008 0 (1.10)	0.001 3** (2.21)				
<i>Post</i> × <i>DT_o</i>			-0.033 7*** (-2.97)	-0.002 4*** (-2.59)		
<i>Post</i>			0.005 2 (0.22)	-0.012 2*** (-7.09)		
<i>Turnover</i> × <i>DT_o</i>					-0.007 4*** (-4.49)	-0.000 2* (-1.74)
<i>DT_o</i>	-0.047 6*** (-3.44)	-0.003 6*** (-3.34)	-0.044 6*** (-3.12)	-0.003 6*** (-3.34)	-0.042 9*** (-3.07)	-0.003 8*** (-3.46)
<i>Turnover</i>	0.002 3 (0.85)	-0.001 4*** (-6.89)	0.004 2 (1.21)	-0.000 2 (-0.78)	0.008 5*** (2.68)	-0.001 2*** (-5.80)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	2.430 2*** (7.03)	-0.142 9*** (-5.81)	2.132 4*** (5.91)	-0.188 1*** (-7.45)	2.329 4*** (6.81)	-0.140 7*** (-5.68)
样本量	10 941	10 941	10 941	10 941	10 941	10 941
<i>R</i> ²	0.604 5	0.184 7	0.604 9	0.190 8	0.605 5	0.184 0

不同于散户投资者,机构投资者具有时间、人才、资金、能力、经验的专业优势和实地调研、跟踪分析、密切关注的职业资本,能够挖掘企业行为与内在价值的联系。作为证券投资主体,机构投资者既可以通过行使股东权利、进入董事会或调研监督治理,做“发声”的积极股东,也能够凭借精准分析股票走势、契合风险偏好,及时自由地买入卖出,做“用脚投票”的甩手掌柜^[43]。在数字时代背景下,企业数字化转型是大势所趋,但是数字化转型信息披露是否属于概念炒作需要机构投资者利用股东身份进行有效甄别。从以上分析可知,机构投资者对企业经营管理的监督更严格,应能达到及时发现企业“猫腻”的理想治理效果。为验证以上预期,本文引入虚拟变量 *Visit* 表示机构投资者实地调研情况:若企业接待机构投资者实地调研次数大于行业省份均值,表示机构投资者监督强,*Visit* 取 1,否则为 0。引入虚拟变量 *Ins* 表示机构投资者参与治理的意愿:若机构投资者持股大于行业省份均值,表示机构投资者转变为积极股东的可能性大,*Ins* 取 1,否则为 0。将相关变量加入模型进行回归。回归结果如表 8 所示,交互项 *Visit*×*DT_o*、*Ins*×*DT_o* 的回归系数都显著为正,且至少在 10%水平上显著,说明机构投资者行为能够显著缓解数字化转型概念炒作的负向价值效应。以上结果也验证了机构投资者的专业身份和对企业行为的辨别能力。

在企业无论采取措施配合数字化转型与否都争相宣传的情况下,机构投资者现场调研和积极治理可以辨别企业行为的真实性,避免被概念炒作行为蒙蔽,不断挖掘企业真实价值,在保护自身利益的同时发挥监督治理作用。

表 8 机构投资者反应

变量	实地调研		参与治理意愿	
	<i>Tobinq</i>	<i>ROA</i>	<i>Tobinq</i>	<i>ROA</i>
<i>Visit</i> × <i>DT_o</i>	0.061 2** (2.17)	0.004 5* (1.82)		
<i>Visit</i>	-0.288 0** (-2.39)	-0.011 2 (-1.27)		
<i>Ins</i> × <i>DT_o</i>			0.035 1** (2.05)	0.004 4*** (3.03)
<i>Ins</i>			-0.107 5 (-1.61)	-0.011 5** (-2.32)
<i>DT_o</i>	-0.105 3*** (-3.67)	-0.008 0*** (-3.14)	-0.067 2*** (-4.36)	-0.006 3*** (-4.57)
控制变量	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制
常数项	2.667 6*** (7.48)	-0.126 2*** (-4.98)	2.538 5*** (7.29)	-0.124 2*** (-4.97)
样本量	10 941	10 941	10 941	10 941
<i>R</i> ²	0.604 8	0.184 5	0.604 6	0.184 9

(三) 投资者应对策略分析

数字化转型信息包括企业未来规划与过去成就两方面。相比之下,未来规划的概念炒作成分远远高于过去成就,投资者应重点了解企业已经做了什么,而不是说了什么。依赖文字描述或文本内容的制度安排将加剧数字化转型概念炒作的负向价值效应,而真实的数字化转型投入和成果将削弱数字化转型概念炒作的负向价值效应。基于此,本文进一步识别企业年报中与数字化转型信息相关的内容,区分“有口无形”与“言行一致”。具体来说,本文逐一识别战略改进(*CS*)、技术应用(*Tec*)、组织赋能(*Org*)和数字专利(*Pt*),其中,战略改进(年报“管理层讨论与分析”部分出现数字化转型特征词的情况)和技术应用(剔除“管理层讨论与分析”内容后,年报中出现的人工智能、区块链、云计算和大数据等特征词的情况)均通过词语频次取对数衡量,而组织赋能(企业数字资本投入计划、数字人力投入计划、数字基础设施建设和科技创新基地建设情况)和数字专利(公司当年申请的数字发明专利已授权数量)则表现企业为数字化转型付诸的现实努力、行动和取得的成果。将相关变量加入模型进行回归。表 9 显示,交互项 *CS*×*DT_o* 和 *Tec*×*DT_o* 的回归系数为负,至少在 10%水平上显著,交互项 *Org*×*DT_o* 并不具有显著性。表 10 中交互项 *Pt*×*DT_o* 系数在 10%水

平上显著为正。这些结果符合以上预期,即从信息披露角度看,完全依靠文本形式的披露可能存在不实成分,在一定程度上体现了企业“光说不做”,使企业数字化转型概念炒作的负面价值效应更加强烈。然而,聚焦于仅包括少量文本内容、绝大部分信息由实际数据计算得出或具有成果支撑的数字化转型行为后发现,这些真实的信息披露明显缓解了数字化转型概念炒作的负面价值。可以认为,领军企业最大的优势都和 innovation 有关,进而在不确定性因素广泛存在的环境中仍能保持绩效提升。因此,投资者尤其是散户投资者应着重关注企业“做了什么”或“做过什么”,这才是值得倡导的信息筛选方式。

表 9 文本信息披露的影响

变量	战略改进		技术应用		组织赋能	
	Tobinq	ROA	Tobinq	ROA	Tobinq	ROA
<i>CS×DT_o</i>	-0.001 4** (-2.14)	-0.000 2*** (-3.54)				
<i>CS</i>	0.001 7** (2.18)	0.000 0 (0.32)				
<i>Tec×DT_o</i>			-0.001 7** (-2.29)	-0.000 1* (-1.70)		
<i>Tec</i>			0.002 7 (1.62)	0.000 0 (0.22)		
<i>Org×DT_o</i>					-0.003 0 (-1.38)	0.000 0 (0.07)
<i>Org</i>					0.004 1 (1.11)	-0.000 6** (-1.98)
<i>DT_o</i>	-0.042 1** (-2.02)	-0.001 0 (-0.74)	-0.042 9*** (-2.75)	-0.002 0** (-2.15)	-0.045 9*** (-3.12)	-0.003 1*** (-2.87)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	2.380 9*** (6.79)	-0.146 2*** (-5.86)	2.411 4*** (6.84)	-0.067 3*** (-3.32)	2.347 7*** (6.58)	-0.130 9*** (-5.18)
样本量	10 941	10 941	10 941	10 941	10 941	10 941
<i>R</i> ²	0.604 9	0.185 5	0.604 9	0.259 6	0.604 5	0.184 8

良好的信息环境具有治理效应,有助于投资者从非官方渠道了解企业真实状况,获得大量公司特质信息,帮助投资者识别企业是否如实披露相关信息^[44],进而削弱数字化转型概念炒作的负面价值效应。作为外部治理机制,新闻媒体有能力通过访谈等方式获取和挖掘公司特有信息并以通俗的语言表述出来,这将

大大提高信息可读性和投资者关注度。因此,媒体关注度越高,越能改善信息不对称情况,企业所处的信息环境往往越好。本文引入媒体关注度(*News*,对数处理后的年度新闻报道数量)衡量信息环境,将相关变量加入模型进行回归。表10的结果显示,交互项 $News \times DT_o$ 的回归系数为正,且在1%水平上显著,说明良好的信息环境有助于投资者获取真实的、有价值的企业信息,提高投资者辨别信息的能力,进而显著缓解数字化转型概念炒作的负面价值效应。

表10 数字化转型成果及新闻媒体的影响

变量	数字专利		媒体关注度	
	<i>Tobinq</i>	<i>ROA</i>	<i>Tobinq</i>	<i>ROA</i>
$P_t \times DT_o$	0.034 5 *	0.001 5 *		
	(1.84)	(1.82)		
P_t	-0.128 7	-0.006 3		
	(-1.61)	(-1.55)		
$News \times DT_o$			0.019 2 ***	0.001 9 ***
			(2.91)	(2.92)
$News$			-0.050 2 *	-0.004 1 *
			(-1.91)	(-1.83)
DT_o	-0.055 0 ***	-0.004 2 ***	-0.110 4 ***	-0.009 8 ***
	(-4.01)	(-3.84)	(-4.24)	(-4.15)
控制变量	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
$Year$	控制	控制	控制	控制
常数项	2.546 4 ***	-0.134 4 ***	2.912 5 ***	-0.089 6 ***
	(7.37)	(-5.46)	(8.14)	(-3.30)
样本量	10 941	10 941	10 796	10 796
R^2	0.605 2	0.184 0	0.605 0	0.187 0

六、研究结论、启示与建议

(一) 研究结论

在数字化时代背景下,本文从概念炒作的视角研究企业数字化转型信息披露的价值效应,发现企业数字化转型概念炒作行为具有显著的负向价值效应,不利于提升企业长短期业绩。此外,数字化转型保守、资源获取动机、追逐热点动机、市值操纵动机和大股东隧道挖掘动机强化了数字化转型概念炒作的负向价值效应。机制分析显示,企业的数字化转型概念炒作行为增加了企业破产风险、降低了

企业风险承担水平、加剧了股票回报波动性、削弱了资本市场定价效率,进而产生负价值效应。进一步,从投资者反应视角讨论发现:散户投资者无法识别数字化转型概念炒作行为,而机构投资者可以通过直接或间接方式分辨企业数字化转型信息披露的真实性。投资者尤其是散户投资者应重点关注信息披露中真实的数字化转型投入和成果部分,并辅以新闻媒体报道,最大化避免数字化转型概念炒作行为带来的投资风险。

(二) 启示与建议

企业应继续坚持数字化转型战略,尤其是从数字协同视角主动打破边界,勇于变革,整合内外部资源,坚持创新,形成开放式创新生态;深化数字技术在研产供销服用各环节的应用,发挥赋能、赋值、赋智作用,加速企业技术创新、产品升级和模式变革,实现专精特新发展。此外,完善企业数字化转型的技术底座,在固定投入的同时推动员工的数字化认知升级,营造以人为本的文化氛围,尊重专业,补充相关数字化职能,构建人性化的技术架构,加快组织决策和变革响应,逐渐加强技术对业务的支撑作用。再者,寻求合作,共建数字化布局,不断汲取有效经验,强化数字能力,赋能全产业链,通过自我变革加快步伐打造数字化原生组织,在市场中育新机。

企业坚持数字化转型无疑是确定的。一方面,企业应强化责任意识,坚守安全底线,在达到合规合法披露的前提下实事求是,无偏披露,减少花言巧语,避免击鼓传花式行为,对信息披露负责。另一方面,企业的数字化转型动力强劲,数字成果能够显著缓解概念炒作行为对企业价值的侵蚀,故企业的重点仍应放在做实事、求实效上,关注数字化转型本身,下沉数字化创新,发挥工匠精神,不断磨炼数字化本领,打磨细节,积累技术,实现从量变到质变的飞跃。

企业掩盖转型疲软、获取资源、追逐热点和市值操纵的动机以及大股东获取私利动机强化了数字化转型概念炒作的负向价值效应,但高管机会主义并不是企业利用数字化转型信息披露进行概念炒作的动机。企业特质牵动着数字化转型信息披露的真实可靠性,考察企业是否存在数字化转型概念炒作行为不应忽视以上影响。而且,数字化转型逐渐凸显高管的重要性,高管对企业生存竞争的贡献度不断提升,但不会由于专注自身利益而忽视公司发展。在此背景下,利益相关者应深入了解企业,知晓企业发展多元性,识别企业多样化目标,聚焦“关键少数”独特性,及时精准地分辨企业行为并进行科学决策。

信息披露制度是资本市场透明发展的基础,也是顺利全面推行注册制改革的保障。非财务信息是不可或缺的信息披露组成部分,其主观性和情绪化为酌情披露和有偏披露提供了可能。语言引导、牟取私利驱动下的概念炒作、信息操纵等行为损害信息披露的真实有效性,不利于资产市场稳定。鉴于此,监管部门应建立规范加以监督:首先,确立非财务信息披露的标准和规范,提高可信度和真实性,如非财务信息披露应辅以财务信息或其他佐证材料等;其次,关注并严厉打击企业“蹭热点”“炒概念”等投机乱象,及时进行风险提示,给市场降温,逐步建立成熟、理性的市场生态;最后,完善反馈和追责机制,加大监控处置和打击力度,做到有法可依,投资者有权对信息存疑,投诉反馈披露不实的问题,监管者有权依法处罚问责披露不实的上市公司,打通处理全流程。

对于投资者等信息使用者来说,亟待提高自身的信息辨别能力,摒弃企业口头或书面承诺,立足于了

解业务和产品,聚焦信息质量识别而非数量罗列,理性决策。如条件允许,散户投资者也可以学习机构投资者,对企业进行实地考察或积极参加投资者见面会,了解企业真实经营状况和改革进程。另外,数字化转型成果和外部媒体监督能够帮助散户投资者辨识数字化转型概念炒作行为,即相较于文本信息,投资者可选择非文本信息或新闻媒体报道对文本信息进行多方验证以避免被概念炒作行为所累,降低自身投资风险。

总而言之,企业数字化转型是大势所趋,对数字化转型信息的披露是连接企业和投资者的桥梁,在可能存在概念炒作的情境下,企业应坚定不移地践行数字化转型变革,不断获得数字化转型成果,强化信息披露责任意识,用实际行动印证信息披露的可靠性。投资者既要听其言,更要观其行,加之借助外部媒体监督,辨别信息真实性,维护自身权益。监管部门健全相关信息披露标准、补充问责机制、优化概念炒作行为处理流程,筑牢资本市场“安全墙”。

参考文献:

- [1] HESS T, MATT C, BENLIAN A, et al. Options for formulating a digital transformation strategy[J]. MIS Quarterly Executive, 2016, 15(2): 6.
- [2] CIAMPI F, DEMI S, MAGRINI A, et al. Exploring the impact of big data analytics capabilities on business model innovation: the mediating role of entrepreneurial orientation[J]. Journal of Business Research, 2021, 123: 1-13.
- [3] MATARAZZO M, PENCO L, PROFUMO G, et al. Digital transformation and customer value creation in made in Italy SMEs: a dynamic capabilities perspective[J]. Journal of Business Research, 2021, 123: 642-656.
- [4] 马连福,宋婧楠,王博. 企业数字化转型与控制权相机配置[J]. 经济管理,2022,44(11):46-66.
- [5] HEALY P M, PALEPU K G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature[J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 31(1/2/3): 405-440.
- [6] BLOOMFIELD R J. The “incomplete revelation hypothesis” and financial reporting[J]. Accounting Horizons, 2002, 16(3): 233-243.
- [7] HUANG X, TEOH S H, ZHANG Y L. Tone management[J]. The Accounting Review, 2014, 89(3): 1083-1113.
- [8] BAGINSKI S, DEMERS E, WANG C, et al. Contemporaneous verification of language: evidence from management earnings forecasts[J]. Review of Accounting Studies, 2016, 21(1): 165-197.
- [9] 程小可,孙乾,高升好. 正面信息渲染与股价崩盘风险——基于安硕信息的案例分析[J]. 管理评论,2021,33(1):340-352.
- [10] 吴非,胡慧芷,林慧妍,等. 企业数字化转型与资本市场表现——来自股票流动性的经验证据[J]. 管理世界,2021,37(7):130-144,10.
- [11] 赵宸宇. 数字化发展与服务化转型——来自制造业上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论,2021,24(2):149-163.
- [12] HUMMEL K, SCHLICK C. The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure—reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2016, 35(5): 455-476.
- [13] LO K, RAMOS F, ROGO R. Earnings management and annual report readability[J]. Journal of Accounting and Economics, 2017, 63(1): 1-25.
- [14] 胡天杨,谌仁俊,涂正革. 环境信息披露评价与市场价值:第三方机构的影响研究[J]. 世界经济,2022,45(11):150-176.
- [15] 宋晓华,蒋潇,韩晶晶,等. 企业碳信息披露的价值效应研究——基于公共压力的调节作用[J]. 会计研究,2019(12):78-84.
- [16] MERKLEY K J. Narrative disclosure and earnings performance: evidence from R&D disclosures[J]. The Accounting Review, 2014, 89(2): 725-757.
- [17] 柳木华,任嘉乐,郭振. 关键审计事项披露的信息价值——基于股票流动性视角[J]. 审计与经济研究,2021,36(3):21-32.
- [18] 陈文婷,李善民,杨继彬,等. 盈余管理、信息披露与再次被收购[J]. 会计研究,2021(3):87-109.

- [19]唐勇军,马文超,夏丽.环境信息披露质量、内控“水平”与企业价值——来自重污染行业上市公司的经验证据[J].会计研究,2021(7):69-84.
- [20]LOUGHRAN T, MCDONALD B. When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks[J]. The Journal of Finance, 2011, 66(1): 35-65.
- [21]DAVIS A K, TAMA-SWEET I. Managers' use of language across alternative disclosure outlets: earnings press releases versus MD&A [J]. Contemporary Accounting Research, 2012, 29(3): 804-837.
- [22]LI F. Discussion of analyzing speech to detect financial misreporting[J]. Journal of Accounting Research, 2012, 50(2): 393-400.
- [23]MERKL-DAVIES D M, BRENNAN N M, MCLEAY S J. Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: a social psychology perspective[J]. Accounting, Auditing & Accountability Journal, 2011, 24(3): 315-344.
- [24]王克敏,王华杰,李栋栋,等.年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据[J].管理世界,2018,34(12):120-132,194.
- [25]王秀丽,齐荻,吕文栋.控股股东股权质押与年报前瞻性信息披露[J].会计研究,2020(12):43-58.
- [26]赵璨,陈仕华,曹伟.“互联网+”信息披露:实质性陈述还是策略性炒作——基于股价崩盘风险的证据[J].中国工业经济,2020(3):174-192.
- [27]SOLOMON D H. Selective publicity and stock prices[J]. The Journal of Finance, 2012, 67(2): 599-638.
- [28]VIAL G. Understanding digital transformation: a review and a research agenda[J]. The Journal of Strategic Information Systems, 2019, 28(2): 118-144.
- [29]MANESH M F, PELLEGRINI M M, MARZI G, et al. Knowledge management in the fourth industrial revolution: mapping the literature and scoping future avenues[J]. IEEE Transactions on Engineering Management, 2021, 68(1): 289-300.
- [30]GILCH P M, SIEWEKE J. Recruiting digital talent: the strategic role of recruitment in organizations' digital transformation[J]. German Journal of Human Resource Management, 2021, 35(1): 53-82.
- [31]WARNER K S R, WÄGER M. Building dynamic capabilities for digital transformation: an ongoing process of strategic renewal[J]. Long Range Planning, 2019, 52(3): 326-349.
- [32]BERTANI F, PONTA L, RABERTO M, et al. The complexity of the intangible digital economy: an agent-based model[J]. Journal of Business Research, 2021, 129: 527-540.
- [33]BOLTON P, SCHEINKMAN J, XIONG W. Executive compensation and short-termist behavior in speculative markets[J]. The Review of Economic Studies, 2006, 73(3): 577-610.
- [34]曹伟,赵璨,杨德明.夸大其词的“互联网+”信息披露能够影响银行信贷决策吗[J].财贸经济,2022,43(2):83-97.
- [35]KEMPF E, MANCONI A, SPALT O. Distracted shareholders and corporate actions[J]. The Review of Financial Studies, 2017, 30(5): 1660-1695.
- [36]陆蓉,孙欣钰.机构投资者概念股偏好与股市泡沫骑乘[J].中国工业经济,2021(3):174-192.
- [37]RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2/3): 159-189.
- [38]LIN J Y, LI Z Y. Policy burden, privatization and soft budget constraint[J]. Journal of Comparative Economics, 2008, 36(1): 90-102.
- [39]陈冬华,姚振晔,新夫.中国产业政策与微观企业行为研究:框架、综述与展望[J].会计与经济研究,2018,32(1):51-71.
- [40]PAN L, TANG Y, XU J G. Speculative trading and stock returns[J]. Review of Finance, 2016, 20(5): 1835-1865.
- [41]李文贵,路军.网络平台互动与股价崩盘风险:“沟通易”还是“操纵易”[J].中国工业经济,2022(7):178-196.
- [42]徐宁,张阳,徐向艺.“能者居之”能够保护子公司中小股东利益吗——母子公司“双向治理”的视角[J].中国工业经济,2019(11):155-173.
- [43]胡耘通,刘道钦,黄冠华.税收规避与审计收费[J].会计研究,2021(9):176-189.
- [44]HUTTON A P, MARCUS A J, TEHRANIAN H. Opaque financial reports, R^2 , and crash risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(1): 67-86.

The Value Effect of Information Disclosure in Digital Transformation

—Evidence from Conceptual Hype

MA Lianfu, SONG Jingnan, WANG Bo

(Nankai University, Tianjin 300071)

Abstract: Information disclosure is an effective way for enterprises to convey important information to external parties, demonstrate their digital transformation, and attract market attention. Based on the imbalance between information disclosure and actual performance, this paper discusses the value effect of the conceptual hype of digital transformation.

The results indicate that the conceptual hype has a significant negative value effect, which is not conducive to enhancing enterprises' short-term and long-term performance. The negative effect is reinforced due to enterprises' motivation to conceal their sluggish transformation, acquire resources, follow popular trends, manipulate market value, and prioritize the private interests of major shareholders. The mechanism analysis reveals that the conceptual hype of digital transformation increases the risk of bankruptcy, reduces the risk-taking level, intensifies the volatility of stock returns, weakens the pricing efficiency of the capital market, and thus produces a negative value effect. Further discussions show that retail investors are unable to identify the conceptual hype, while institutional investors can distinguish it through field research and other methods. Finally, investors, especially retail investors, should focus on the actual input and outcomes of digital transformation in information disclosure and media reports, to mitigate investment risks resulting from the conceptual hype.

The possible contributions of this paper are as follows. First, it provides a new perspective to examine the digital transformation of enterprises. This paper divides the sample of enterprises with exaggerated disclosure and evaluates the value effect of the conceptual hype, arguing that enterprises may use the momentum of digital transformation to engage in the conceptual hype, thus damaging their short-term and long-term values. This extends the research on the economic consequences of digital transformation by shifting focus from enterprises' promises to their actual actions. Second, it enriches the research on information manipulation and firm value. In digital transformation, firms may engage in information manipulation to acquire resources, market value manipulation, and satisfy major shareholders to obtain private interests. However, this information disclosure strategy should not be advocated. Finally, it has specific practical significance. Facing complicated information, investors should combine data information with text information and consult external news media reports to make rational decisions. At the same time, regulators should standardize the information disclosure standards of digital transformation, strictly fight against the conceptual hype, and reinforce investor protection, to mitigate any adverse effects of text information manipulation on firm value and capital market.

Keywords: digital transformation; conceptual hype; value effect; investor protection; information disclosure governance

责任编辑:姚望春