

投资者互动与企业数字化转型言不由衷策略

周 卉

(北京师范大学湾区国际商学院, 广东 珠海 519087)

摘 要:近年来,企业重披露轻投入的数字化转型言不由衷策略已引起监管层的关注。与此同时,随着交易所互动平台的上线并日益活跃,投资者互动正对企业行为和决策产生着重要影响。基于A股公司数据,本文探讨投资者互动对企业数字化转型言不由衷策略的影响。研究发现:投资者互动催生了企业数字化转型言不由衷策略。机制分析结果证实了压力应对机制,即企业实施数字化转型言不由衷策略是为了应对网络互动带来的压力。异质性分析显示,这种催生作用对于机构持股比例较低的企业以及民营企业更为显著。进一步研究表明,当市场短期估值对数字化转型披露的反应强度较高时,网络平台互动催生言不由衷策略的作用更为显著。交易所问询函则能有效抑制投资者互动对言不由衷策略的催生作用。由投资者互动引发的言不由衷策略将降低企业的长期经营绩效并加剧股价崩盘风险。

关键词:投资者互动;数字化转型言不由衷策略;压力应对;经营绩效;股价崩盘风险

中图分类号:F270 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-4950(2025)08-0003-16

一、引 言

在人工智能、区块链、云计算、大数据等技术不断涌现的背景下,数字化转型已成为企业发展变革的突破点。理论而言,数字化转型能够为企业长期发展带来正面影响,促进企业经营效率、生产效率和创新效率的提升(Côte-Real等,2020;Zhuo和Chen,2023),并带来企业组织结构和行为方面的变化(吴瑶等,2022)。因此,企业的数字化转型举措通常得到投资者认可,提升其市场短期估值(余艳等,2023)。近年来,大量企业在财报中定期披露与数字化转型相关的非财务信息。例如,东方国信在其2020年年报中提及大数据、数字化转型、数字经济、人工智能、智能制造等概念高达900余次。图1展示了2011—2023年上市公司数字化转型信息披露和实际投入的平均情况。数据显示,随着A股公司数字化转型披露的显著增加,数字化转型信息正成为企业自愿且乐意披露的重要信息。然而,与之形成对比的是,数字化转型实际投入的增长却相对有限。这一现象与季昕华(2020)的研究结果一致,他发现超过55%的中国企业尚未完成基础设施数字化改造。

收稿日期:2024-08-09

基金项目:教育部人文社会科学研究青年基金项目(22YJC630221);广东省普通高校特色创新项目(2022WTSCX179)

作者简介:周 卉(1983—),女,北京师范大学湾区国际商学院教授(通信作者,zhouhuivivian@bnu.edu.cn)。

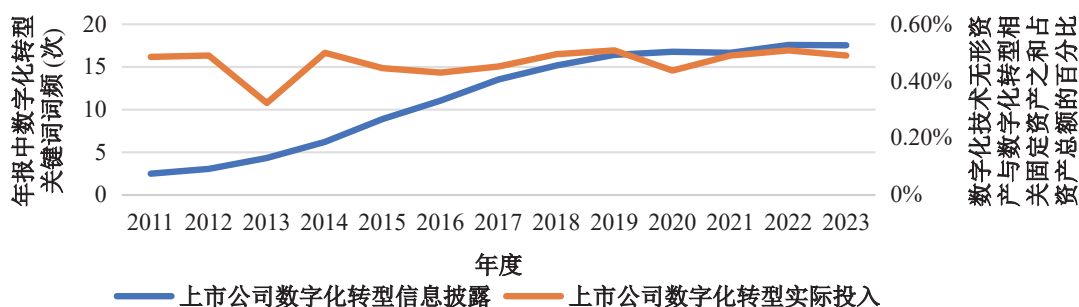


图1 上市公司数字化转型信息披露与实际投入（2011—2023年）

加大数字化转型信息的披露力度相对而言较为容易实现,然而,数字化转型战略在实际推行过程中却充斥着诸多不确定性因素,并面临着重大挑战(陈泽艺和黄玉清,2023)。企业数字化转型面临的悖论问题不仅包括创新与风险、技术推动与文化阻力的平衡,还包括短期投入成本与长期收益的权衡(戚聿东和蔡呈伟,2020; Zhang等,2023)。其实施过程需要企业进行长期大量的资金投入,甚至可能暂时降低财务绩效。倪克金和刘修岩(2021)发现只有11%的样本企业最终实现了数字化转型带来的经营业绩提升。鉴于此,一些公司仅在表面上利用数字化转型作为宣传热点以提升短期股价,却缺乏实质性的投入和行动,即数字化转型的实际投入与相应的信息披露并不匹配。尤其是在成熟度相对较低的A股市场,此现象频繁出现(Zhang等,2023),已引起监管机构的高度关注。证监会多次发布公告,告诫投资者应警惕上市公司“忽悠式”热点题材信息披露行为。例如,以昆仑万维等为代表的多家上市公司因在年报中模糊披露与人工智能、区块链相关的数字化投资项目而被监管部门发函问询,表明监管部门已经识别到部分上市公司可能存在热点题材信息不实披露的行为。随着股票发行注册制改革的全面推行,上市公司信息披露的重要性日益凸显。信息披露的完整性和准确性对于投资者全面评估企业发展至关重要。如果企业采取言不由衷的策略,即仅仅增加关于数字化转型的信息披露而未进行实际投入,这将对投资者造成误导并对资本市场的发展和完善产生不利影响。

哪些因素可能会催生企业的数字化转型言不由衷策略?本文聚焦一个关键因素:投资者互动。2010年和2013年分别上线的投资者互动平台,如深证“互动易”和上证“e互动”,为企业与投资者之间提供了一个外部的直接沟通渠道。这种互动可以迅速传递投资者的关注点、期望和情绪,通过压力应对机制催生数字化转型言不由衷策略。本文的实证研究基于2010年至2023年的A股公司样本,结果支持了投资者互动对企业数字化转型言不由衷策略的催生作用,并验证了其背后的压力应对机制。

本文可能具有以下贡献:首先,本文关注言不由衷的数字化转型策略,将数字化转型的信息披露与实际投入结合起来考虑,是对企业数字化转型影响因素相关文献的有益补充。以往文献主要从宏观经济政策、企业内部治理以及外部环境中的金融支持和科技支持等方面提供了关于企业数字化转型影响因素的经验证据(Guo等,2023;刘硕和李香菊,2024;任乐等,2024)。对于企业数字化转型程度的度量,主要有以下两种有代表性的方法:其一是由吴非等(2021)提出的以年报中数字化转型关键词词频度量的企业数字化转型程度,该方法主要从信息披露的角度进行度量;其二是由祁怀锦等(2020)提出的与数字化转型有关的无形资产明细项占比,该方法主要从实际投入的角度进行度量。当上市公司在年报中增加关于数字化转型的信息披露时,其是否真正增加了对数字化转型的实际投入,即其是否实施了言行一致的数字化转型策略?在什么情况下,企业会倾向于采取相反的,即言不由衷的数字化转型策略?以往文献较少将数字化转型的信息披露与实际投入结合起来考虑,对上述问题关注不足。本文将数字化转型信

息披露与实际投入进行结合,并探讨投资者与上市公司之间的互动对言不由衷数字化转型策略的影响,为该领域的研究提供新的思路。

其次,本文拓展了投资者互动影响公司决策行为的研究框架。以往研究主要聚焦投资者互动在信息披露、投融资及环境决策等方面对公司治理的积极作用(杨兴全和程慧慧,2023;潘爱玲等,2023;盛清慧和熊艳,2024)。而本文关注了一个相反的视角,即投资者互动可能带来的非预期负面后果,这是现有文献中相对缺乏的。本文分析了在压力应对机制的驱动下,投资者互动如何可能促使公司采取与长期利益不符的言不由衷策略,为理解互动影响的复杂性提供了新的理论视角。

最后,本文完善了企业数字化转型经济后果领域的研究。现有研究在以数字化转型披露程度或实际投入度量企业数字化转型程度的基础上,分别考察了数字化转型策略的经济后果。本文则结合这两个角度的研究,考察企业数字化转型言不由衷策略的经济后果。特别地,本文将关于影响因素和经济后果的研究进行结合,构建了一条完整的逻辑链条,通过构建综合解释变量,考察由影响因素(投资者互动)引致的言不由衷策略所造成的长期经济后果,即该策略对企业长期经营绩效和股价崩盘风险的负面影响。因此,本文综合考量了数字化转型的表面行为与实际效果之间的关系,为数字化转型经济后果的研究开辟了一个新的研究视角。

二、研究假设

资本市场的压力是上市公司采取投资不足、盈余管理、选择性披露等短视行为的主要动因之一(刘晨等,2021)。在数字化转型的背景下,投资者对于数字化进展的高关注度可能会迫使上市公司在信息披露中强调数字化转型的积极面,即使实际投入有限。

网络互动平台的兴起,为投资者与上市公司之间搭建了前所未有的直接沟通桥梁(Cade, 2018),揭示了投资者的关注点、偏好和情绪。中小投资者作为互动平台的主力军,其行为和言论往往更侧重于短期的收益和股价表现(Baker和Wurgler, 2004)。在高度透明且即时反馈的网络平台中,投资者的每一次提问都如同一面镜子,映射出市场对企业的期望与担忧。特别是对于数字化转型这类前沿领域,中小投资者在遇到新生事物时,往往会表现出过度自信等非理性心理,对企业数字化转型表现出强烈的偏好和高涨的情绪,迫切希望看到企业数字化的进展动态(马连福和张晓庆, 2020)。他们的关注焦点往往集中在公司是否紧跟时代步伐,能否通过数字化转型提升市场绩效(权小锋等, 2016)。例如,投资者在互动平台上留言:“万科只需要把新楼盘内带根网线,就能搭上人工智能理念,从而把公司股价拉出泥潭,比实际分红还要好,公司要把握风口!”这一留言不仅体现了投资者对数字化转型的迫切期望,还反映了他们对短期高回报的不理性偏好和情绪。投资者对快速获利的渴望,以及对市场动态的敏感反应,通过互动平台得以放大,形成了不容忽视的市场力量。进一步地,网络平台的互动还会带来关注的裂变式增长,其公开性和快速传播特性会吸引越来越多的中小投资者参与讨论,相似的情绪或观点会将投资者凝聚,形成燎原之势(郑建明和贾昊阳, 2022)。

在这种背景下,上市公司内部人一方面面对平台上频繁且有时情绪化的提问,另一方面由于互动平台对投资者情绪具有凝聚、放大和扩散的作用,由此感受到了无形的压力(王福胜等, 2021)。一旦上市公司的表现让投资者期望落空,投资者就可能采取“以脚投票”的方式抛售股票,这无疑会给上市公司内部人,包括管理者和大股东,带来巨大的负面影响。归根结底,上市公司内部人所面临的压力主要源自公司数字化转型进展与投资者期望之间的不匹配,这种不一致导致投资者失望,进而可能导致他们采取行动。对于管理者而言,未能满足投资者期望可能导致投资者选择“以脚投票”,这不仅可能威胁到管理者的职业地位,还可能影响他们的薪

酬。如果管理者的薪酬与公司股价挂钩,那么股价的波动将直接影响到他们的收入水平。对于大股东而言,股价下跌会导致其持有的股份价值缩水,影响其财富水平。

然而,数字化转型本质上是一项极具挑战性的任务,它不仅需要长期且大规模的资源投入,而且其过程充满了诸多不确定性,转型效果也往往需要较长时间才能显现(Zhang等, 2023),甚至可能降低当前的财务绩效。鉴于数字化转型投入的艰巨性以及成效显现的迟缓性,与之形成鲜明对比的是,通过增加信息披露以回应市场对数字化进展的期望则是一种相对易于操作且能够在短期内达成的手段,并且这种方式能快速影响投资者的认知。因此,在投资者迫切询问所带来的压力之下,为维持股价稳定、满足投资者期望,上市公司有可能在年报披露中选择美化数字化转型的进展情况,即便实际投入与所宣称的进展并不相符。这种言不由衷策略的产生,实际上是上市公司内部人在网络互动所引发的压力下采取的一种应对策略(即压力应对假说)。他们试图通过提高信息披露的频率,转移投资者的注意力,以此掩盖公司在数字化转型实际投入方面的不足以及面临的困境。综上,提出以下假设。

假设1:随着网络互动平台数字化转型互动程度的提高,企业采取数字化转型言不由衷策略的可能性将增加。

三、研究设计

(一)样本与数据来源

本文以2010年至2023年的中国A股公司作为初始样本,采取以下样本筛选标准:(1)删除了金融行业的样本;(2)删除了数据缺失的样本;(3)删除了已退市的公司。企业无形资产和固定资产明细项数据、企业财务基本面指标、公司治理指标、股权质押、大股东减持以及股票市场交易数据等均来自国泰安(CSMAR)数据库。数字化转型关键词词频获取自上市公司年报。深证“互动易”平台和上证“e互动”平台的投资者互动数据、公司主页的其他沟通渠道数据以及证交所问询函数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS)。

(二)主回归模型与变量描述

为检验假设1,构建Logit回归模型式(1)作为基准模型。

$$Mismatch_{i,t} = a_0 + a_1 \times LnDI_{i,t} + a_2 \times Control_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon \quad (1)$$

对于企业加大某领域的信息披露却缺乏实质性投入或行动的言不由衷策略,过往研究主要集中在环境责任、内部控制以及绿色发展(李哲等, 2022; 李哲和凌子曦, 2023; 田小平, 2024)等方面。本文参考以上研究,并借鉴Zhang等(2023)的方法,构建数字化转型言不由衷策略变量(*Mismatch*):如果样本当年的数字化转型信息披露程度大于行业中位数并且下一年的数字化转型实际投入小于行业中位数时,该变量等于1,即企业采取了言不由衷的数字化转型策略,否则等于0。本文从无形资产和固定资产两个方面度量数字化转型投入。首先,从上市公司财务报告附注的无形资产明细数据中筛选出与数字化技术相关的项目以及与其相关的专利。参考张永坤等(2021),将包含软件、网络、客户端、管理系统、智能平台等关键词的无形资产明细项目定义为数字化技术无形资产,并将这些项目进行加总计算。其次,根据刘东阁和庞瑞芝(2024)的数字化转型相关的固定资产关键词,从财务报告附注固定资产明细数据中筛选出与企业数字化转型有关的固定资产。最后,将数字化技术无形资产和数字化转型有关的固定资产加总再除以总资产,得到数字化转型投入(*DigitInv*)。在言不由衷策略变量的度量过程中使用行业中位数作为参照,可以消除不同行业特性等因素对数字化转型投入和披露程度的影响,使得度量结果更加客观和可比。此外,之所以选用下一期的数字化相关无形资产和固定资产作为

衡量数字化转型投入的指标,是因为:从企业披露数字化转型的信息到真正落实投资,中间会有一段延迟的时间。从决策到执行往往需要经过一系列的过程,包括规划、审批、采购、实施等环节,这导致投资行为在时间上滞后于最初的信息披露。数字化转型信息披露程度(*DigitDis*)参考余艳等(2023),以年报中数字化转型关键词词频加1再取自然对数进行度量。

自变量(*LnDI*)为网络平台的投资者数字化转型互动程度,包括数字化转型提问(*LnDQ*)和数字化转型回复(*LnDA*)。根据数字化转型关键词(吴非等,2021)在互动易(e互动)平台2010年至2023年间的投资者提问中筛选出数字化转型相关的问题和回复,分别计算数字化转型相关的投资者提问数量加1后的自然对数(*LnDQ*)和公司回复数量加1后的自然对数(*LnDA*),作为数字化转型互动变量。参考Zhang等(2023),控制以下变量:*Size*(企业资产规模)、*OCF*(经营现金流量)、*Lev*(负债率)、*ROA*(资产回报率)、*Growth*(营收增长率)、*Board*(董事会规模)、*Inde*(独立董事占比)和*Balance*(股权制衡度),以及行业(*Ind*)和年度(*Year*)效应。

四、实证研究结果

(一)描述性统计结果

主要变量的定义和描述性统计结果如表1所示。已对所有连续变量进行了1%和99%的缩尾处理,从而避免结果受到极端值影响。数字化转型言不由衷策略变量(*Mismatch*)的均值为0.165,说明有16.5%的样本选择了言不由衷的数字化转型策略。交易所网络平台的数字化转型相关提问(*LnDQ*)和回复变量(*LnDA*)的标准差均远大于其均值,说明数字化转型相关的投资者互动在不同的样本中具有较大的差异。

表1 主要变量的定义和描述性统计

变量	变量定义	样本量	Median	Mean	St.Dev	Min.	Max.
<i>Mismatch</i>	言不由衷策略哑变量	42 757	0.000	0.165	0.368	0.000	1.000
<i>LnDQ</i>	数字化转型相关的提问数	42 757	0.000	0.323	0.819	0.000	6.122
<i>LnDA</i>	数字化转型相关的回复数	42 757	0.000	0.313	0.803	0.000	6.122
<i>Size</i>	公司资产规模	42 757	21.870	22.094	1.447	19.304	27.146
<i>Lev</i>	负债率	42 757	0.432	0.444	0.223	0.051	1.009
<i>ROA</i>	资产回报率	42 757	0.037	0.035	0.073	-0.348	0.213
<i>Growth</i>	营收增长率	42 757	0.116	0.190	0.475	-0.649	3.039
<i>OCF</i>	经营现金流量	42 757	0.045	0.044	0.075	-0.199	0.258
<i>Board</i>	董事会规模	42 757	2.303	2.251	0.189	0.693	3.091
<i>Inde</i>	独立董事占比	42 757	0.333	0.374	0.056	0.000	1.000
<i>Balance</i>	股权制衡度	42 757	0.579	0.745	0.631	0.003	4.000

(二)基准回归结果

表2报告了式(1)的结果。四列结果中,投资者互动变量的系数均在1%的水平上显著为正。这说明,随着网络平台数字化转型互动程度的提高,企业采取数字化转型言不由衷策略的可能性更高。网络平台的频繁互动向企业传递了投资者对数字化转型的关注和期望以及他们对快速获利的渴望。这使得企业内部人承受着较大压力,因为一旦无法满足投资者期望,投资者“以脚投票”可能对管理层和大股东产生显著不利影响(王福胜等,2021)。数字化转型本身极具挑战,需长期大量投入且成效显现慢(倪克金和刘修岩,2021)。与之相比,增加信息披露相对容易操作且能在短期内影响投资者认知。因此,在互动平台的投资者压力下,企业为维持股价稳定、顺应投资者期望,在年报中美化数字化转型进展,形成言不由衷策略。总之,结果初步表明投资者互动将催生企业言不由衷数字化转型策略,支持假设1。

表2 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>
<i>LnDQ</i>	0.129*** (8.769)	0.086*** (5.286)		
<i>LnDA</i>			0.129*** (8.655)	0.086*** (5.216)
<i>Size</i>	0.171*** (14.938)	0.221*** (17.238)	0.171*** (14.939)	0.222*** (17.247)
<i>Lev</i>	-0.353*** (-4.457)	-0.296*** (-3.521)	-0.354*** (-4.470)	-0.296*** (-3.525)
<i>ROA</i>	1.014*** (4.376)	0.870*** (3.703)	1.008*** (4.353)	0.867*** (3.688)
<i>Growth</i>	0.012 (0.405)	0.020 (0.683)	0.012 (0.410)	0.020 (0.686)
<i>OCF</i>	-0.859*** (-4.425)	-0.898*** (-4.422)	-0.859*** (-4.427)	-0.897*** (-4.421)
<i>Board</i>	-0.204** (-2.306)	-0.149 (-1.619)	-0.206** (-2.330)	-0.150 (-1.631)
<i>Inde</i>	0.003 (0.013)	0.022 (0.079)	0.007 (0.025)	0.024 (0.087)
<i>Balance</i>	0.010 (0.455)	-0.009 (-0.407)	0.010 (0.485)	-0.009 (-0.394)
<i>Ind</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	NO	YES	NO	YES
样本量	42 757	42 757	42 757	42 757
<i>Pseudo R</i> ²	0.046	0.051	0.046	0.051

注:括号中为基于稳健标准误的 z 值,*、**、***分别代表在10%、5%、1%的水平显著。常数项系数未报告。表3至表6同。

(三)稳健性检验^①

1.内生性检验

第一,采取工具变量(IV)法。基准回归模型已经考虑并控制了一些可能对数字化转型言不由衷策略产生影响的变量,但仍然无法完全排除内生性问题。实证研究可能存在反向因果关系,即企业在数字化转型方面的某些特定策略或表现可能会吸引投资者提出更多有关数字化转型的问题;同时,也可能存在遗漏变量问题。为缓解潜在的内生性问题,本文采取工具变量法对基准模型进行重新估计。首先,参考李卫兵和李铭洋(2023),选取同省份同年度的互动平台数字化转型相关提问及回复均值(*Pro_LnDQ*及*Pro_LnDA*)作为*LnDQ*及*LnDA*的工具变量。同一省份内的公司可能面临相似的投资者群体,因此它们的投资者互动水平可能与目标公司的投资者互动水平相关联,但又不会直接决定目标公司的言不由衷策略。其次,采用上市公司所在省份互联网宽带端口接入数(*Access*)作为工具变量。互联网宽带端口接入数可能会影响投资者的网络互动频率和质量。同时,作为一个地区层面的宏观指标,该指标与单个企业是否采取言不由衷策略一般不存在直接的因果关系。第一阶段回归结果中,*Pro_LnDQ*、*Pro_LnDA*以及*Access*的系数均在1%的水平上显著为正,证实了工具变量的相关性。第二阶段回归中,*LnDQ*和*LnDA*的系数仍然显著为正。这说明,通过工具变量法控制内生性问题后,网络平台互动对言不由衷策略的影响依然显著为正。

^①限于篇幅,本部分未报告稳健性检验结果。

第二,采取倾向得分匹配法(PSM)。使用Logit模型估计倾向得分,以式(1)中的控制变量为协变量,将 $LnDQ$ 大于0的样本设为处理组,其余为控制组。采用有放回的1:1最近邻匹配,并保留满足共同支撑假设的样本,对式(1)重新回归。平衡性检验结果显示,除盈利能力(ROA)之外,其余匹配变量的均值在处理组和控制组之间的差异不显著,表明了匹配的有效性。基于匹配样本的回归结果中, $LnDQ$ 和 $LnDA$ 的系数仍然显著为正。

第三,本文还采用双重差分(DID)模型来缓解内生性问题。鉴于深交所“互动易”平台于2010年启动,而上交所“e互动”平台紧随其后在2013年启用,这些平台的出现为双重差分方法的应用提供了理想的背景。因此,本文聚焦于2008年至2011年间的沪深A股上市公司,将2010年“互动易”平台的启用视作一项关键的外部事件,以评估投资者互动对公司数字化转型言不由衷策略所产生的实际影响。本文构建的双重差分回归模型如下:

$$Mismatch_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Treat_{i,t} + \gamma_2 Post_{i,t} + \gamma_3 Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \gamma_4 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $Treat$ 为虚拟变量,对于深交所上市公司取值为1,其他为0。 $Post$ 也是虚拟变量,2008年和2009年取值为0,而2010年和2011年取值为1。回归结果中, $Treat \times Post$ 的系数显著为正,证实了基准回归结果的稳健性。双重差分模型的前提之一是平行趋势假设。为检验该假设,在回归中加入各时点虚拟变量与 $Treat$ 的交乘项。如果在2009年以前,变量 Pre 取值为1,否则为0;如果是2010年,变量 $Current$ 取值为1,否则为0;如果是2011年,变量 $Post1$ 取值为1,否则为0。检验结果中, $Treat \times Pre$ 的系数不显著,而 $Treat \times Current$ 和 $Treat \times Post1$ 的系数显著为正,满足平行趋势假设。

2.其他稳健性检验

第一,改变因变量的度量方式。(1)将数字化转型投入定义为数字化技术无形资产加总额与当年的无形资产总额之比,并相应地计算数字化转型言不由衷策略哑变量。(2)考虑到信息披露的变动具有较大的波动性,将企业数字化转型信息披露程度在第 t 年和第 $t+1$ 年均大于行业中位数,同时第 $t+1$ 年和第 $t+2$ 年的数字化转型实际投入均小于行业中位数的策略界定为数字化转型言不由衷策略。通过减少因信息披露波动性导致的误判,能确保言不由衷策略定义的稳定性。(3)将数字化转型信息披露程度当年位于行业前30%,同时下一年的数字化转型实际投入位于行业后30%的情况定义为数字化转型言不由衷策略。(4)将企业在第 t 年的数字化转型信息披露程度相比第 $t-1$ 年度有所增加,同时第 $t+1$ 年的数字化转型实际投入相比第 t 年并未增加的情况定义为数字化转型言不由衷策略。这样可避免涉及数字化转型投入在行业内的相对位次问题,从另一个角度捕捉企业的不当行为。(5)考虑到数字化投入的持续性和渐进性,将第 t 年的数字化转型信息披露程度大于行业中位数,同时第 $t+3$ 年的数字化转型实际投入低于行业中位数的情况,定义为数字化转型言不由衷策略。采取多种方式对因变量进行度量后, $LnDQ$ 和 $LnDA$ 仍与言不由衷策略变量显著正相关^①。

第二,改变自变量的度量方式。首先,以数字化转型相关提问数和回复数的总和加上1再取自然对数度量数字化转型互动指标。其次,考虑到互动平台的提问主要源自中小投资者,在吴非等(2021)的数字化转型关键词基础上补充相应的简称和口语化表述,再次对互动平台的投资者提问进行筛选,并由此构建数字化转型互动指标^②。改变自变量的度量方式后,回归结果未发生实质性改变。

①作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,当然,文责自负。

②补充的简称和口语化表述包括:AI、智能、识图、图像识别、投资决策助手、智能分析、机器人助手、生物识别、生物解锁、刷脸、面部识别、人脸解锁、面部解锁、语音解锁、声音识别、声音解锁、无人驾驶、人机对话、海量数据、云端计算、虚拟货币、差分隐私、智能合约、手机联网、线上医疗、在线医疗、在线问诊、电商、手机支付、扫码支付、智能手环、无人商店、网贷、网络金融、P2P。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,当然,文责自负。

第三,某些特定行业因其科技属性,在年报中原本就倾向于披露较多的数字化转型关键词,以满足企业自身的发展需求。基于此,仅保留制造行业样本进行回归,结果显示数字化转型互动变量的系数仍然显著为正。第四,采取Probit模型后再次对式(1)进行检验,结果与表2一致。第五,在分析网络互动的影响时,不可忽视可能影响投资者使用互动平台的其他沟通渠道,如公司主页的投资者关系管理与投资者咨询板块、官微或官博等。因此,本文控制代表其他沟通渠道的变量。若公司至少使用上述一种渠道进行沟通,则该变量取值为1,否则为0。在控制了其他沟通渠道的影响后,结果仍然稳健。

(四)影响机制检验

前文指出,为应对网络互动所带来的压力,上市公司将采取数字化转型言不由衷策略。这种由压力催生言不由衷策略的作用机制,可概括为压力应对机制。投资者通过互动平台就数字化转型向上市公司进行提问,显示出他们对公司在该领域的进展和成果抱有强烈期待,并表达对公司数字化转型进程的高度关注。若公司未能满足这些期望,投资者可能采取“以脚投票”的方式,抛售股票。这将对公司内部人,包括管理者和大股东,造成巨大的负面影响。总之,这种压力主要源于公司数字化转型进展与投资者期望之间的不符,导致投资者失望并采取行动。对管理者而言,这种压力主要体现在两个方面。其一,当投资者预期未得到满足而选择抛售股票致使股价下滑时,若管理层薪酬与公司股价挂钩,那么管理层会对网络互动所带来的压力感知更为强烈。在这种情形下,他们实施言不由衷策略的可能性更高,也就是在数字化转型实际投入欠缺时,通过加大相关披露力度来安抚投资者,从而缓解网络互动产生的压力。其二,若投资者预期落空进而大量抛售股票,这可能对管理层的职业地位产生冲击。通常而言,职业忧虑程度较高(即离职风险较大)的管理层,会对网络互动带来的压力反应更为敏锐。此时,他们更倾向于实施数字化转型言不由衷策略,以应对网络互动带来的压力。对大股东来说,当大股东存在股权质押以及有减持计划时,其维护短期股价稳定的需求会相应提高。在这种情形下,若投资者因失望而“以脚投票”导致股价下跌,将会给大股东带来较大的压力。此时,大股东会推动公司加大数字化转型披露力度,以此应对投资者关于数字化转型的提问,暂时稳定投资者预期,避免其“以脚投票”引发股价下跌,即便公司当前的数字化转型实际投入并不充足。因此,如果数字化转型互动是通过压力应对机制催生数字化转型言不由衷策略的,那么这种作用在大股东存在股权质押以及计划减持的情况下应更为显著。

本文首先从管理者的角度对压力应对假说进行检验。以管理者股价-薪酬敏感度(*Sens*)衡量管理者薪酬对公司股价的敏感度(胡国强等,2020)。同时,以总经理任期(*Tenure*,总经理任期年数加1再取自然对数)衡量管理层职业忧虑,任期越短,则管理层职业忧虑越大(孟庆斌等,2019)。将以上变量分别与投资者互动 $\ln DQ$ 或 $\ln DA$ 进行交互,并纳入式(1)中。由表3可见,交互项 $\ln DQ \times Sens$ 和 $\ln DA \times Sens$ 的系数显著为正,同时 $\ln DQ \times Tenure$ 和 $\ln DA \times Tenure$ 的系数显著为负。结果说明,当管理者薪酬对公司股价的敏感度较高,以及管理层职业忧虑较大时,管理者对网络平台互动带来的压力反应更为敏锐。为应对此压力,此时管理者更有可能实施言不由衷策略。其次,从大股东的角度检验压力应对假说。设置股权质押哑变量 $Pledge$ 和大股东减持哑变量 $Hold$ 。如果当年大股东进行了股权质押(减持),则 $Pledge(Hold)$ 取值为1,否则为0。将以上哑变量分别与投资者互动变量 $\ln DQ$ 或 $\ln DA$ 进行交互,并加入到式(1)中。表3结果显示,上述交互项的系数均显著为正。结果表明,在大股东存在股权质押以及有减持计划时,大股东会对网络平台互动所带来的压力感知更为强烈,因此更有可能推动公司采取数字化转型言不由衷策略。

表3 影响机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>
<i>LnDQ</i>	-0.064 (-1.164)		0.169*** (6.705)		0.050** (2.429)		0.053*** (2.588)	
<i>LnDA</i>		-0.076 (-1.334)		0.166*** (6.500)		0.048** (2.327)		0.054*** (2.585)
<i>LnDQ</i> × <i>Sens</i>	0.157*** (2.691)							
<i>LnDA</i> × <i>Sens</i>		0.170*** (2.829)						
<i>LnDQ</i> × <i>Tenure</i>			-0.041* (-1.940)					
<i>LnDA</i> × <i>Tenure</i>				-0.042* (-1.952)				
<i>LnDQ</i> × <i>Pledge</i>					0.054* (1.812)			
<i>LnDA</i> × <i>Pledge</i>						0.057* (1.889)		
<i>LnDQ</i> × <i>Hold</i>							0.064* (1.949)	
<i>LnDA</i> × <i>Hold</i>								0.062* (1.887)
<i>Sens</i>	0.171*** (4.367)	0.171*** (4.365)						
<i>Tenure</i>			0.004 (0.812)	0.004 (0.856)				
<i>Pledge</i>					0.083** (2.112)	0.082** (2.105)		
<i>Hold</i>							0.037 (1.194)	0.039 (1.239)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Ind&Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
样本量	40 461	40 461	35 125	35 125	42 757	42 757	42 757	42 757
<i>Pseudo R</i> ²	0.052	0.052	0.063	0.063	0.050	0.050	0.050	0.050

(五)异质性分析

1.机构持股比例

相比网络平台的主要参与者——中小投资者,机构投资者通常具有更专业的分析能力和更长远的投资视角,并较少受到情绪和非理性心理的影响。他们更关注企业实绩和长期增长潜力,而不仅仅是短期股价波动。在面对数字化转型等长期战略时,机构投资者拥有更多资源来甄别企业披露的信息。他们通常配备专业的团队,能进行细致的行业分析和技术评估,更能理解并接受企业在该领域的实际投入和进展,并深入分析企业披露的数字化转型策略是否与实际投入相符。机构投资者持股比例较高,意味着其在公司中的话语权更大,有更强的动机和能力去监督管理层行为(Chung和Talaular,2010)。当管理者在网络平台互动的影响下面临压力,迎合中小投资者的短视需求,采取言不由衷策略时,这种行为可能会被机构投资者识别并采取行动。基于此,本文预期:相较于机构持股比例较低的公司,投资者互动对机构持股比例较高的公司数字化转型言不由衷策略的影响较弱。

为检验上述分析观点,将机构投资者持股比例变量*Inst*与投资者互动变量*LnDQ*或*LnDA*进

行交互。表4第(1)列和第(2)列的结果中,交互项的系数显著为负,这说明投资者互动对数字化转型言不由衷策略的催生作用对于机构投资者持股比例较低的公司更为显著。这可能是因为机构投资者具备更专业的分析能力和长远的投资视角,更关注企业的实际业绩和长期增长潜力,而非短期股价波动。因此,他们能更有效地甄别企业披露的信息,并监督管理层的行为,减少言不由衷策略的使用。上述结果表明,机构投资者的参与可以有效抑制企业通过言不由衷策略来迎合短期市场预期的行为。

表 4 异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>
<i>LnDQ</i>	0.122*** (4.819)		0.088*** (5.274)	
<i>LnDA</i>		0.127*** (4.927)		0.088*** (5.195)
<i>LnDQ</i> × <i>Inst</i>	-0.002** (-2.373)			
<i>LnDA</i> × <i>Inst</i>		-0.002** (-2.565)		
<i>LnDQ</i> × <i>State</i>			-0.276*** (-2.776)	
<i>LnDA</i> × <i>State</i>				-0.284*** (-2.805)
<i>Inst</i>	-0.001** (-2.093)	-0.001** (-2.053)		
<i>State</i>			-0.180*** (-3.884)	-0.180*** (-3.889)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Ind&Year</i>	YES	YES	YES	YES
样本量	42 647	42 647	41 841	41 841
<i>Pseudo R</i> ²	0.053	0.053	0.053	0.052

2.产权性质异质性

首先,相较于国有企业,民营企业往往面临更大的融资压力和股价敏感性(Lin, 2021)。由于融资渠道相对有限,民营企业更加依赖资本市场的表现来筹集资金。因此,当投资者通过互动平台向管理者传递其对于公司数字化转型的关注和期望时,民营企业管理者为了维护股价稳定、吸引投资者和保持融资渠道的畅通,可能更倾向于采取言不由衷的策略来迎合市场预期。并且,相比国有企业,民营企业在政策扶持、资源获取等方面仍存在一定劣势(王雄元等, 2018)。在数字化转型这一需要大量资源投入的领域,民营企业可能因资源有限而难以迅速进行实际投入、取得实质性进展。为了弥补这一不足,民营企业管理者可能更倾向于通过夸大或美化信息披露来向投资者展示公司的“潜力”和“前景”。其次,民营企业的管理层可能面临更多与股价表现挂钩的激励机制,这促使他们在数字化转型方面采取更多以市场为导向的策略。在面对投资者压力时,民营企业的管理层可能更加倾向于采取短视的行为,如言不由衷的策略,以迅速满足投资者的期望。相比之下,国有企业由于政府持股或控股,其管理层可能面临不同的激励结构,政策导向和社会责任等因素可能限制了他们过度迎合市场短期情绪的倾向(Zhou和Xu, 2023)。

为检验上述分析观点,设置哑变量*State*,若样本为国有企业则取值为1,否则为0。将产权性质哑变量*State*与投资者互动*LnDQ*或*LnDA*进行交互。表4第(3)列和第(4)列显示,交互项的系

数显著为负。结果说明,相对于国有企业,投资者互动对数字化转型言不由衷策略的催生作用对于民营企业更为显著。可能的原因在于民营企业面临更大的融资压力和股价敏感性,更依赖资本市场筹集资金,且其管理层更多地受到与公司股价表现相关联的激励机制的影响,因此更倾向于通过言不由衷的策略来迎合投资者预期。相比之下,国企的管理层受政策导向和社会责任的约束,采取此类策略的可能性较低。

(六)进一步检验

1.对压力应对机制的进一步检验

来自数字化转型互动的投资者压力是促使企业采取数字化转型言不由衷策略的原因。具体而言,这种压力来自投资者期望通过数字化转型以提升公司短期估值的压力。在互动平台的投资者压力下,企业可能在年报中美化数字化转型进展,顺应投资者期望,形成言不由衷策略。那么,当本公司市场短期估值对数字化转型披露的反应更强烈时,这种加大数字化转型信息披露而较少进行实际投入的言不由衷策略的收效更高,更能发挥安抚投资者的作用。因此,如果压力应对机制成立,那么对于市场短期估值对数字化转型披露的反应更强烈的公司,网络平台互动催生言不由衷策略的作用应更为显著。

为进一步验证压力应对机制,本文检验数字化转型信息披露程度对市场短期估值的影响作用,即市场短期估值对数字化转型信息披露的反应强度。以资本市场估值水平($SValue$)为因变量,数字化转型信息披露程度($DigitDis$)为自变量,基于第 $t-5$ 年至第 $t-1$ 年的数据进行五年期滚动回归,计算 $DigitDis$ 的回归系数,并定义其为市场短期估值对数字化转型信息披露的反应强度 $React_t$ 。本文使用Rhodes-Kropf等(2005)、余艳等(2023)研究中采取的市值账面比(M/B)分解法来度量企业的资本市场估值水平。将市值账面比(M/B)分解为 $M/B=M/V \times V/B$ 。其中, M 、 B 和 V 分别代表企业的市场价值、账面价值和内在价值。 M/V 代表资本市场的定价效率因子, V/B 代表企业成长性。对 $M/B=M/V \times V/B$ 两边同时取对数,并以小写字母表示,得到式(3)和(4)。

$$\ln(M) - \ln(B) = [\ln(M) - \ln(V)] + [\ln(V) - \ln(B)] \quad (3)$$

$$m - b = (m - v) + (v - b) \quad (4)$$

Rhodes-Kropf等(2005)指出,资本市场定价偏误主要来自企业层面和行业层面。因此,企业 i 第 t 年的市值账面比被分解为企业层面的市场定价偏差(Dev_firm_{it})、行业层面的市场定价偏差($Dev_industry_{it}$)以及企业成长性($Growth_{it}$),如式(5)所示。

$$m_{it} - b_{it} = Dev_firm_{it} + Dev_industry_{it} + Growth_{it} = [m_{it} - v(\theta_{it}; a_{jt})] + [v(\theta_{it}; a_{jt}) - v(\theta_{it}; a_j)] + v(\theta_{it}; a_j) - b_{it} \quad (5)$$

其中, $v(\theta_{it}; a_{jt})$ 代表年份 t 和行业 j 固定下企业 i 的内在价值; $v(\theta_{it}; a_j)$ 表示行业 j 固定下企业 i 的内在价值。将权益总市值 m 与账面价值 b 、净利润绝对值的对数 NI 、净利润为负时的指示函数 I 以及负债率 LEV 进行分年度和行业回归,计算出每年分行业的回归系数,得到 $v(\theta_{it}; a_{jt}) = \hat{a}_{0t} + \hat{a}_{1t}b_{it} + \hat{a}_{2t}NI_{it} + \hat{a}_{3t}I_{it} + \hat{a}_{4t}LEV_{it}$,进而得到企业层面的资本市场估值水平。

$$SValue_{it} = m_{it} - v(\theta_{it}; a_{jt}) \quad (6)$$

在式(1)中加入 $React$ (市场短期估值对数字化转型披露的反应强度)与投资者互动变量 $LnDQ$ 或 $LnDA$ 的交互项。由表5可见,交互项的系数基本显著为正。结果说明,对于市场短期估值对数字化转型披露的反应强度较高的公司,网络平台互动催生言不由衷策略的作用更为显著。当市场短期估值对数字化转型披露的反应强度较高时,言不由衷策略的效果更加明显。在这种情况下,面对投资者在平台上对数字化转型的高度关注与期望,企业会更倾向于采取言不由衷策略,以迎合市场预期并影响股价。因此,结果进一步支持压力应对假说。

2. 考虑问询函的影响

问询函作为一种非正式的监管手段,已被广泛认为在公司治理中发挥着重要作用(聂萍等,2020)。具体而言,交易所通过发送问询函,不仅要求公司对特定事项进行澄清或补充披露,还传递了对公司信息质量和准确性的高度关注信号。在此背景下,本文将进一步探讨问询函机制如何影响投资者互动对企业数字化转型言不由衷策略的催生作用。

近年来,交易所对公司于互动平台上的回复给予高度关注。当公司的回复涉及夸大、模糊或缺乏依据的表述,尤其是关于数字化转型这类关键领域的信息,交易所往往会发出问询函,要求公司提供更具体、

确凿的证据进行支撑。交易所问询函监管行为不仅是对具体回复内容的监督,更是向企业传递出交易所对信息披露质量严肃关注的强烈信号。鉴于此,尽管企业不可避免地会面临投资者互动带来的压力,但由于深知交易所通过问询函时刻在审视着自身的对外沟通行为,企业出于对可能面临的监管风险以及市场声誉受损的担忧,必然会在信息披露过程中更加客观、谨慎。具体而言,企业将减少在年报等正式文件中过度强调数字化转型的进展与成果,而实际投入却未达预期的行为,以避免未来可能的监管质询。因此,交易所的问询函通过提升企业的自我约束意识和信息披露的严谨性,可能有效抑制投资者互动对数字化转型言不由衷策略的催生作用。

基于此,在式(1)中加入 $C\text{Times}$ (公司收函的次数加1,再取自然对数)或 $CDum$ (是否收函哑变量)与投资者互动变量的交乘项。表6显示,交乘项的系数基本显著为负。结果说明,交易所问询函作为一种有效的外部监督机制,有助于减少因数字化转型互动引发的言不由衷策略。企业收函后,管理层会意识到其行为正受到证交所的高度关注。为应对可能到来的新一轮问询,企业在年报中将更加注重实际投入与披露内容的一致,减少言不由衷策略。

3. 投资者互动催生言不由衷策略的长期经济后果

为检验由投资者互动引致的数字化转型言不由衷策略所带来的长期经济后果,构建式(7)和式(8)。式(7)的因变量 $FROA$ 分别为第 $t+1$ 年、 $t+2$ 和 $t+3$ 年的资产回报率(ROA_{t+1} 、 ROA_{t+2} 、 ROA_{t+3});控制变量包括 $Size$ 、 Lev 、 ROA 、 $Growth$ 、 OCF 、 $Board$ 、 $Inde$ 、 $Balance$ 、 Ind 和 $Year$ 。式(8)的因变量为第 $t+1$ 年的股价崩盘风险($Crash$),包括股票周收益率负偏度($NCSKEW$)和周收益率涨跌波动比($DUVOL$);控制变量包括 $Size$ 、 Lev 、 ROA 、 $Growth$ 、 $Top1$ (大股东持股比例)、 $Inst$ (机构持股比例)、 $WeekTurn$ (股票月换手率的年度均值)、 $WeekR$ (股票周收益率的年度均值)、 $WeekSD$ (股票周收益率的标准差),以及 Ind 和 $Year$ 。参考王馨和王营(2021)及盛清慧和熊艳(2024)的研究,定义综合解释变量 $ComMisQ$,首先,通过主回归式(1)的结果确定解释变量 $LnDQ$ 对被解释变量 $Mismatch$ 的影响系数 a_1 。然后,计算这个系数与 $LnDQ$ 的乘积($a_1 \times LnDQ$),作为一个新的变量,即 $ComMisQ$,以评估其对长期经济结果指标($FROA$ 、 $NCSKEW$ 和 $DUVOL$)的影响。此方法有助于更精确地揭示投资者互动引发的数字化转型言不由衷策略所带来的经营业绩变化和股价崩盘风险。

表5 对压力应对机制的进一步检验

	(1)	(2)
变量	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>
<i>LnDQ</i>	0.092*** (3.785)	
<i>LnDA</i>		0.090*** (3.763)
<i>LnDQ</i> × <i>React</i>	0.032 (1.638)	
<i>LnDA</i> × <i>React</i>		0.038* (1.750)
<i>React</i>	0.037 (1.129)	0.039 (1.197)
<i>Controls</i>	YES	YES
<i>Ind</i> × <i>Year</i>	YES	YES
样本量	23 565	23 565
<i>Pseudo R</i> ²	0.042	0.042

表 6 考虑问询函的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>	<i>Mismatch</i>
<i>LnDQ</i>	0.114*** (6.271)		0.120*** (6.456)	
<i>LnDA</i>		0.114*** (6.128)		0.120*** (6.343)
<i>LnDQ</i> × <i>CTimes</i>	-0.053 (-1.628)	-0.049 (-1.554)		
<i>LnDA</i> × <i>CTimes</i>				
<i>CTimes</i>	0.079 (1.536)	0.075 (1.570)		
<i>LnDQ</i> × <i>CDum</i>			-0.068** (-2.075)	
<i>LnDA</i> × <i>CDum</i>				-0.066** (-1.967)
<i>CDum</i>			0.062 (1.390)	0.060 (1.358)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Ind&Year</i>	YES	YES	YES	YES
样本量	33 845	33 845	33 845	33 845
<i>Pseudo R</i> ²	0.036	0.036	0.036	0.036

$$FROA = \gamma_0 + \gamma_1 \times ComMisQ + \gamma_2 \times Control + Ind + Year + \varepsilon \quad (7)$$

$$Crash = \gamma_0 + \gamma_1 \times ComMisQ + \gamma_2 \times Control + Ind + Year + \varepsilon \quad (8)$$

表7显示,从第(1)列到第(3)列,*ComMisQ*的系数值负向程度逐渐加大,其显著程度也逐渐提升。结果说明,长期来看,由投资者互动引发的言不由衷策略将降低经营绩效。数字化转型的实际投资不足将导致技术滞后,削弱长期竞争力,使得市场份额遭侵蚀,盈利受损(陈德球和张雯宇,2024);与此同时,夸大转型成效加剧信息不对称,损害市场信任,引发融资成本上升。进一步的,虚假转型承诺还将导致人才流失与士气不振,降低运营效率与创新力。总之,言不由衷的数字化转型策略最终将削弱企业根基,导致经营绩效持续下滑。第(4)列和第(5)列中,*ComMisQ*的系数显著为正,这表明由投资者互动引发的数字化转型言不由衷策略加剧了股价崩盘风险。企业采用言不由衷策略,会导致信息透明度降低,使市场预期与实际表现脱节。当事实逐渐浮出水面,投资者的失望使其避险抛售,加剧股价崩盘风险(Jin和Myers,2006)。此外,企业可能因违规披露面临诉讼与监管处罚,如罚款、融资资格受限,加重财务负担,损害企业信誉及盈利、融资能力。当负面事件进一步发展,投资者信心持续受挫,进而加剧股价不稳定性。

表 7 投资者互动催生言不由衷策略的长期经济后果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>ROA_{t+1}</i>	<i>ROA_{t+2}</i>	<i>ROA_{t+3}</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>
<i>ComMisQ</i>	-0.179*** (-6.589)	-0.210*** (-6.748)	-0.234*** (-6.775)	1.066*** (3.616)	0.706*** (3.695)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Ind&Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES
样本量	42 883	37 618	32 766	41 978	41 978
<i>R</i> ²	0.294	0.195	0.151	0.089	0.090

注:括号中为基于稳健标准误的t值,*、**、***分别为10%、5%、1%的显著水平。常数项系数未报告。

五、结 语

(一)研究结论

本文探讨交易所互动平台的投资者互动对企业重披露轻投入的数字化转型言不由衷策略产生的影响。实证研究基于A股公司样本,结果支持了投资者互动对企业数字化转型言不由衷策略的催生作用。机制检验结果证实了催生作用背后的压力应对机制,即面临投资者通过网络互动传递的对数字化转型的关注和期望,上市公司更倾向于实施数字化转型言不由衷策略,以此应对网络互动带来的压力。异质性分析结果表明,这种催生作用对于机构持股比例较低的企业以及民营企业更为显著。进一步研究显示,当市场短期估值对数字化转型披露的反应强度较高时,网络平台互动催生言不由衷策略的作用更为显著。交易所问询函则能有效抑制投资者对言不由衷策略的催生作用。由投资者互动所引发的言不由衷策略将带来负面的长期经济后果,降低企业的长期经营绩效并加剧股价崩盘风险。

(二)政策建议

1.上市公司方面

首先,通过加大数字化转型的信息披露,虽然短期内可能有助于稳定股价,但长期来看,若实际投入不足,将影响企业的核心竞争力和长期价值,进而加剧股价崩盘风险。考虑到数字化转型对企业的长期正面影响,企业应坚持进行数字化转型,并优化数字化转型战略、真正落地实施。企业应根据自身实际情况进行转型,避免盲目跟风或为了短期利益而进行表面上的数字化转型。企业采取的数字化转型战略应该不仅仅只停留在“言语”层面上,更应该体现在真金白银的投入上。在对数字化转型做出深入分析和整体规划的基础上有目的、有计划地进行投入,同时加强对相关信息披露,清晰、准确地披露实际投入的资金和取得的进展,向市场发送正面信号,才能既提升短期估值水平,又提升长期经营绩效、降低股价崩盘风险。具体而言,企业应建立明确的数字化转型目标和关键绩效指标,并设立专门的数字化转型委员会,负责监督转型的实施,确保与公司整体战略的一致性。此外,企业应全面识别数字化转型过程中的风险因素,包括技术风险、市场风险、管理风险以及法律法规风险等,针对不同的风险因素制定相应的风险应对策略,以避免因对数字化转型风险的担忧而导致投入不足的情况。

其次,研究结果有助于企业意识到网络平台带来的多方面影响。一方面,网络互动平台的兴起为企业提供一个直接与投资者沟通的桥梁。企业通过回应投资者的提问,能够展现开放和负责任的形象,有助于建立和维护市场信任。另一方面,研究提醒企业决策者注意网络平台上的投资者情绪波动,鼓励其在制定决策时保持理性,不被短期市场情绪左右,而是基于企业实际情况和长期战略来推进数字化转型。决策者应学会平衡短期市场压力与企业长期战略目标,避免因过度关注短期股价表现而忽视了数字化转型实际投入。通过网络平台互动,企业应更加注重传达转型的实质进展、战略意义和长期价值,而非简单迎合短期预期。

2.监管层方面

首先,监管部门应加强对上市公司信息披露的监管,尤其是数字化转型披露。例如,在财务报表的附注中,为数字化转型投入、战略与行动信息设定明确的、相对稳定的披露板块,引导上市公司依据不同类别有序地公布其数字化转型信息。可积极引入第三方评估机制,数字化转型咨询机构可以对企业披露的数字化转型信息进行独立评估和认证,从而增强信息的公信力以及对投资者和其他利益相关者的参考价值。可定期发布关于数字化转型信息披露的指导文件和最佳实践案例,帮助企业更好地理解和落实相关要求。对于存在言不由衷情况的公司,证监会和证券交易所可考虑给予相应的问询、警示甚至处罚。还可以充分发挥投资者服务中心等监

管型小股东的作用,由这些组织行使其股东权利,通过参加股东大会、发送质询函、网上行权和公开发声等方式对存在言不由衷情况的公司发挥治理作用(周卉和谭跃,2024)。

其次,针对网络互动平台的影响,本文向监管层提示:需综合施策,既要规范平台以促进理性沟通,也要加强对企业决策者行为的监督指导。一方面,规范网络平台使用,引导投资者理性发声。监管层可对平台参与者进行引导,如制定更加具体详细的平台使用行为规范、语言规范,减少过度情绪化的言论等,也可借助信息技术对网络平台的内容进行智能筛查,主动发现和屏蔽违规内容。这也有助于营造管理者理性决策的良好环境,降低来自市场的噪声,避免网络平台在传递信息的同时传递过度压力、非理性情绪等。同时,加强投资者教育,引导中小投资者树立理性投资、价值投资和长期投资的投资理念,鼓励投资者跟踪行业数字化发展的最新趋势和技术动态,提升自己的行业知识和对新兴技术的理解。另一方面,加强对网络平台应用过程中企业决策者行为的监管。监管层可建立一套动态监管机制,监测企业是否因市场压力或投资者预期而采取机会主义行为,如美化数字化转型信息以迎合市场。

3.投资者方面

首先,研究结果提醒投资者应提升信息甄别能力。投资者应当学会从企业的数字化转型信息中提炼出关键信号,并与企业的实际资金投入和业务成果进行对照分析。这意味着,投资者在阅读年报、公告或参与互动平台交流时,不应仅仅满足于表面的正面信息,而应具备批判性思维,通过查阅财务报告、行业分析报告、第三方评估等多元信息源,综合评估企业的数字化转型进展是否与披露的信息相符。投资者可主动参加各类投资者教育课程和培训活动,提升自己对数字化转型、资本市场运作以及投资策略等方面的知识水平。通过学习,投资者可以更好地理解数字化转型的内涵、趋势以及投资机会与风险,增强自身的投资能力。

其次,研究结果提示投资者应关注长期价值与实质成效。投资者应将重点放在企业的长期发展潜力和实质性的数字化转型成果上。这包括考察企业的研发投入、技术升级、市场响应能力的提升、运营效率改善等方面的实际变化,而非仅仅依赖于企业宣传的数字化转型愿景或计划。通过关注这些实质性指标,投资者能更准确地评估企业的真实价值和增长潜力。

最后,投资者要辩证地认识网络互动平台可能产生的双重作用。一方面,网络互动平台为投资者提供了直接向企业提问的机会,投资者应充分利用这一渠道,针对数字化转型提出具体、深入的问题,如数字化转型的具体项目、预算分配、预期效益、风险管控措施等,以此获取更详尽、真实的信息。另一方面,投资者应当警醒于网络互动平台的潜在负面影响。投资者应认识到,在网络平台表达的情绪波动、短期逐利心态及非理性的高预期,可能让企业决策者感受到压力。这将增大企业决策者的机会主义行为动机,使其更有可能采取言不由衷的策略,而最终这一系列行为可能导致投资者自身的长远利益受损。

主要参考文献

- [1]陈德球,张雯宇.企业数字化转型与产品市场竞争地位[J].武汉大学学报(哲学社会科学版),2024,77(2):118-131.
- [2]李哲,凌子曦.内部控制“多言寡行”是否会影响审计风险识别?[J].审计研究,2023,(3):148-160.
- [3]李哲,王文翰,王遥.企业环境责任表现与政府补贴获取——基于文本分析的经验证据[J].财经研究,2022,48(2):78-92,108.
- [4]刘晨,吕可夫,阮永平.实地调研抑制了上市公司的选择性披露吗?[J].外国经济与管理,2021,43(2):20-35.
- [5]聂萍,潘再珍,肖红英.问询函监管能改善公司的内部控制质量吗?——来自沪深交易所年报问询的证据[J].会计研究,2020,(12):153-170.
- [6]王福胜,王也,刘仕煜.网络媒体报道对盈余管理的影响研究——基于投资者异常关注视角的考察[J].南开管理评论,

2021, 24(5): 116-127.

- [7]王雄元, 欧阳才越, 史震阳. 股权质押、控制权转移风险与税收规避[J]. 经济研究, 2018, 53(1): 138-152.
- [8]吴瑶, 夏正豪, 胡杨颂, 等. 基于数字化技术共建“和而不同”动态能力——2011—2020年索菲亚与经销商的纵向案例研究[J]. 管理世界, 2022, 38(1): 144-163, 206.
- [9]周卉, 谭跃. 小股东能否发挥大作用?——基于投服中心持股行权与企业违规的研究[J]. 外国经济与管理, 2024, 46(2): 19-34.
- [10]Cade N L. Corporate social media: How two-way disclosure channels influence investors[J]. *Accounting, Organizations and Society*, 2018, 68-69: 63-79.
- [11]Côrte-Real N, Ruivo P, Oliveira T. Leveraging internet of things and big data analytics initiatives in European and American firms: Is data quality a way to extract business value?[J]. *Information & Management*, 2020, 57(1): 103141.
- [12]Guo B N, Feng Y, Lin J. Digital inclusive finance and digital transformation of enterprises[J]. *Finance Research Letters*, 2023, 57: 104270.
- [13]Lin J Y. State-owned enterprise reform in China: The new structural economics perspective[J]. *Structural Change and Economic Dynamics*, 2021, 58: 106-111.
- [14]Zhang W T, Lu C, Liang S K. More words but less investment: Rookie CEOs and firms' digital transformations[J]. *China Journal of Accounting Research*, 2023, 16(3): 100305.
- [15]Zhuo C F, Chen J. Can digital transformation overcome the enterprise innovation dilemma: Effect, mechanism and effective boundary[J]. *Technological Forecasting and Social Change*, 2023, 190: 122378.

Investor Interactions and the “All Talk and No Action” Strategy in Corporate Digital Transformation

Zhou Hui

(Bay Area International Business School, Beijing Normal University, Zhuhai 519087, China)

Abstract: Based on the data of A-share listed companies, this paper explores the impact of investor interactions on the “all talk and no action” strategy in digital transformation. The results show that investor interactions spur the “all talk and no action” strategy in digital transformation. Mechanism testing confirms the mechanism of pressure coping. Heterogeneity analysis indicates that this effect is more pronounced in enterprises with lower institutional shareholdings and non-SOEs. Further research demonstrates that when the short-term market valuation reacts strongly to the disclosure of digital transformation, the role of investor interactions in inducing the “all talk and no action” strategy is more pronounced. The stock exchange inquiry letters can effectively restrain the effect of investor interactions on the “all talk and no action” strategy. The “all talk and no action” strategy spurred by investor interactions undermines long-term corporate performance and escalates the stock price crash risk.

Key words: investor interactions; “all talk and no action” strategy in digital transformation; pressure coping; business performance; stock price crash risk

(责任编辑: 王 孜)