引用格式：丁月华，杨雨森. 投资者数字化关注对企业数字化转型概念炒作的影响：诱因、路径与治理[J]. 技术经济，2026，45(5)：92-108.
Ding Yuehua，Yang Yusen. The impact of investors' digital attention on the conceptual hype of enterprise digital transformation：Reason，path and governance[J]. Journal of Technology Economics，2026，45(5)：92-108.

投资者数字化关注对企业数字化转型概念炒作的影响：诱因、路径与治理

丁月华，杨雨森
（太原科技大学经济与管理学院，太原 030024）

摘 要：企业数字化转型是推动高质量发展的重要引擎，概念炒作会阻碍其取得实质性成效。从资本市场的治理视角出发，基于E互动和互动易中投资者与公司之间的互动数据构建投资者数字化关注指标，从数字化转型信息披露水平和语调两方面构建数字化转型概念炒作指标，以2010—2023年中国A股上市公司为样本，利用固定效应模型，实证研究投资者数字化关注对企业数字化转型概念炒作的影响效应及作用机理，并剖析原因和探索解决路径。研究结果表明：投资者数字化关注加剧了企业数字化转型概念炒作，低市值企业、非国有企业的加剧作用更显著，所在地区数字经济发展较好的企业、较小规模企业、高管有IT和研发背景的企业在信息披露水平上的加剧作用更显著，而在披露语调上的作用并不显著；投资者数字化关注通过诱发高管短视、引发股价波动、增加声誉成本等路径，加剧企业数字化转型概念炒作；金牌董秘、机构投资者关注、四大审计机构监督、分析师关注、媒体关注等在一定程度上抑制了企业数字化转型概念炒作。研究结论为理解数字时代投资者与企业互动的微观机制提供了新视角，也为防范概念炒作风险、引导企业实质性数字化转型提供了政策启示。

关键词：投资者数字化关注；数字化转型；概念炒作；信息披露；语调；短视行为；治理路径
中图分类号：F239 **文献标志码**：A **文章编号**：1002-980X(2026)05-0092-17
DOI：10.12404/j.issn.1002-980X.J25091616

一、引言

近年来，随着数字中国战略的深入推进，数字化转型成为推动各行业高质量发展的重要抓手。人们通过审视企业数字化转型情况，可以评估企业发展潜力和前景。同时，企业借助公开披露与数字化转型相关信息，可以向外界展示企业在前瞻性技术创新和战略规划上所做的努力，塑造“数字驱动”“未来导向”的良好形象，提升外部利益相关者对企业发展前景的信心，进而获得各方的支持。然而，由于当前中国对上市公司的文本信息披露制度还不够健全，没有统一的标准和可视化格式，导致上市公司的文本信息披露风格各异、形式多样，给政府监管带来了很大困难。为了塑造积极转型的良好形象并吸引各方的关注，达到提高市值、获取资源的目的，一些企业往往在年报、公告等信息披露渠道中夸大数字化转型成果，但实际上对数字化转型的投入不足、措施不力，甚至与宣称的转型效果有较大反差。研究表明，这种言行不一的概念炒作行为将会误导投资者决策、加剧市场波动风险、扰乱资源配置效率，不利于资本市场的稳健运行和企业的高质量发展[1]。在此背景下，加强企业数字化转型信息披露的监管，显得尤为重要与迫切。

在资本市场中，持有一家公司股票的投资者通常有数万甚至数十万人，他们密切关注着企业的成长和发展，是企业重要的外部治理主体。从内容上看，投资者关注的主题比较广泛，包括宏观经济运行情况、行业

收稿日期：2025-09-16
基金项目：国家社会科学基金一般项目“区域协同创新、产业共生集聚与区域发展提质增效研究”(24BJL044)；山西省哲学社会科学规划重点课题“山西省教育、科技、人才耦合协调发展路径研究”(2025ZD109)；山西省研究生教育教学改革研究项目“教育科技人才一体推进背景下山西省研究生培养机制优化路径”(2025JG139)
作者简介：丁月华(1978—)，博士，太原科技大学经济与管理学院副教授，硕士研究生导师，研究方向：行为金融；杨雨森(2002—)，太原科技大学经济与管理学院硕士研究生，研究方向：资本市场与公司金融。

发展趋势、企业战略决策、企业基本面等。在中国大力推进数字化战略的背景下，企业数字化转型情况自然成为投资者关注的重点领域。截至2025年底，投资者与企业仅在E互动和互动易平台上就有41000多条互动内容涉及数字化。相较于其他主题，投资者关于企业数字化转型情况的关注程度与企业数字化转型之间的关系更直接。投资者通过深度挖掘企业数字化转型信息，能够识别数字化转型效果，一旦发现企业披露的相关信息不实，将会通过社交媒体迅速传播，进而引发舆论关注、监管介入和股价下跌，促使管理层谨慎披露相关信息。然而，投资者数字化关注也可能会对上市公司短期绩效形成市场压力，进而引发高管短视与迎合行为，加剧数字化转型概念炒作。那么，投资者数字化关注对企业数字化转型概念炒作到底起到了什么作用？作为企业外部的一种监督力量和压力机制，投资者数字化关注影响企业数字化转型概念炒作的内在诱因是什么？影响路径是什么？对企业数字化转型概念炒作如何进行治理？

本文利用2010—2023年中国沪深A股上市公司的经验数据，实证探讨投资者数字化关注对企业数字化转型概念炒作的影响效应，尝试破解投资者数字化关注影响企业数字化转型概念炒作的内在诱因和影响路径，并以此出发探讨企业数字化转型概念炒作的内外部协同治理作用，进一步丰富了投资者关注理论和公司治理理论。而且为有效整治企业数字化转型概念炒作行为提供证据支持，有助于促进监管部门重视投资者对于企业数字化转型概念炒作的影响效应，推动中国资本市场高质量发展。

二、文献综述

（一）关于投资者关注的治理效应研究

早期文献大多研究法律、规章、条例等正式制度对企业经营管理决策的影响效果，对企业文化、媒体报道、习惯习俗等非正式制度的影响研究较少[2]。投资者是企业的重要利益相关者，也是企业经营管理决策的重要影响者。大数据技术的普及显著降低了投资者参与公司经营管理的成本与难度，他们除了通过股东会投票权、股票买卖等传统方式影响企业经营管理外，还可以通过股吧、论坛等社交媒体充分发表意见和抒发情绪，对企业经营管理施加压力和监督。那么，投资者关注对企业经营决策产生了何种经济后果？一部分研究认为，投资者关注通过缩小与企业的信息差、主动与企业沟通并表达诉求等方式，积极参与企业决策，从而形成有效的外部治理，抑制企业违规行为[3]、提高资源配置效率[4]、强化技术创新能力[5]。而另一部分研究认为，投资者关注并未发挥治理作用，在他们的提问、质询下，可能会使企业管理层产生紧迫感和压力，促使其采取短视行为来取悦投资者。例如，减少高风险投资[6]、注重短期绩效而削减长期投资[7]、驱动企业脱实向虚[8]、加剧企业“漂绿”[9]等。可见，现有研究对投资者关注到底发挥了什么治理作用仍未达成一致。

（二）关于数字化转型概念炒作的研究

相较于数字信息，文本信息披露因缺乏标准化格式而更为灵活，极易被企业用作策略性披露或操纵的工具[10]。因此，企业经常利用操纵文本信息进行印象管理[11]。当业绩较差时，企业会增加文本信息披露的篇幅，加大理解难度[12]，以此干扰投资者决策。当社会责任履行不力时，企业可能会通过美化其社会责任的履行情况，乃至夸大其词[13]，以改变投资者的看法。当股权质押后，企业会在年报中披露更多前瞻性信息来美化文本内容，从而稳定股价[14]。在中国全面推进“互联网+”战略的大背景下，有的企业为达到资源获取、市值管理等目的，可能会夸大披露“互联网+”相关信息[15]。

由于数字化转型成果的量化难度较大，只能通过文本方式来展示。因此，数字化转型极有可能被企业用作炒作的概念。学界已经关注到中国企业数字化转型概念炒作的问题，并对其存在性、动机、后果和治理进行了研究。马连福等[16]研究了企业数字化概念炒作的动机和后果，发现企业数字化概念炒作的动机是掩盖转型疲软、获取资源、追逐热点和操纵市值，并会降低企业价值。张雪梅等[17]认为企业可能在机会主义动机下进行数字概念炒作，即通过对热点话题的陈述转移外部利益相关者对企业困境的关注，并证实了企业在控股股东股权质押和经营期望落差时，会披露更多的数字化转型信息。范瀚文和邸俊鹏[18]证实了企业数字化转型信息策略性披露的动机是避免被市场低估，并会提升经营业绩。王蕾茜等[19]认为政府数字化转型关注会诱发企业数字化转型的“多言寡行”。李哲等[20]认为，“多言寡行”的数字化转型披露模式将会增加

分析师预测分歧度与误差。孙凤娥[21]研究了企业数字化概念炒作的治理问题,发现共同机构所有权能有效抑制“言过其实”的数字化披露行为。

(三)本文创新之处

相较于现有文献,本文的创新之处主要有以下三点:一是进一步深化了投资者参与公司治理的研究。现有研究关于投资者关注的治理效果尚未达成一致。本文从破解数字化转型概念炒作的内在原因和影响机制出发,探讨内外治理路径,并从企业所处的地区差异、行业特性、个股市值、规模大小、高管从业背景等特征分析异质性结果,拓展了投资者关注治理效应的研究边界。二是拓宽了数字化转型概念炒作影响因素的研究。现有文献主要从业绩压力、掩盖转型疲软、获取资源、操纵市值等方面探讨数字化转型概念炒作的动机,在所知范围内,尚未从投资者这一企业的重要利益相关主体考察其对数字化转型概念炒作的影响,本文补充了该项研究。三是对研究方法进行了有益探索。现有研究利用投资者与企业互动内容测度投资者关注时,主要针对的是全部互动数据,鲜有文献专门提取其中的数字化转型主题开展研究,基于投资者广泛关注企业数字化转型情况的现实背景,以及投资者数字化关注与企业数字化转型的紧密性,本文在投资者与企业的互动内容中提取出涉及数字化转型主题的文本,构建了投资者数字化关注指标,以此来探讨其对数字化转型概念炒作的影响。

三、理论分析与研究假设

著名学者Simon[22]认为,“关注”是一种选择性重视过程,人们往往将注意力集中于某些信息而忽略其他信息,通常情况下,人们更愿意追逐异常性和热点性信息。中国数字化战略的深入实施使企业数字化转型成为热点性信息,考虑到这些信息披露可能引发股价波动,投资者自然有动力去关注这些信息。投资者数字化关注是指投资者专门聚焦企业数字化转型议题的关注程度,即在企业数字化转型议题上所配置的注意力的多少,包括技术基础设施建设、数字化投资成本收益、数据风险管控等方面。作为企业的重要利益相关者,投资者通过信息挖掘和互动沟通等方式,积极关注企业数字化转型情况,进而影响企业数字化决策,推动企业数字化转型。然而,数字技术具有投入高、见效慢等方面的特征,短期内很难产生经济效益。面对投资者数字化关注的压力,有的企业可能会出于获取短期利益或迎合投资者的短视行为,通过操纵信息披露粉饰数字化转型问题以美化企业形象,从而获取投资者的资源支持。因此,投资者数字化关注对数字化转型概念炒作可能存在正反两方面的作用:

第一,抑制作用。首先,投资者数字化关注可能引发社会舆论关注。在数字时代,信息传播成本低、速度快的特征改变了传统媒体信息传播格局,投资者可以随时随地利用股吧论坛就企业的经营行为发表自己的意见,形成螺旋式扩散的意见气候[23]。企业蓄意彰显数字化转型信息的行为一旦被挖掘出来,极可能引发社会舆论关注,从而有损企业声誉,甚至影响企业价值。已有研究也表明,社会舆论关注可以通过影响企业声誉约束企业的违规行为[24]。其次,投资者数字化关注可能引发监管介入。作为企业重要的利益相关者,投资者对企业的关注更有针对性、更深入,尤其对于蓄意彰显数字化转型信息或披露语调较乐观的企业,投资者将更可能对其深度挖掘[25],当发现信息披露内容与企业实际情况不符合时,就会产生负面情绪,并向企业质疑,从而吸引更多投资者参与讨论,引发监管机构介入调查[26]。这不仅有损企业声誉,而且会增加企业融资、审计、回应监管部门等方面的成本,使企业不得不重新权衡数字化转型概念炒作带来的收益和成本,进而提高数字化转型信息披露质量。最后,投资者数字化关注可能会引发股价波动。与报纸、杂志、电视等传统媒体信息单向输出模式不同,新媒体无中心化的互动式信息传播模式使信息传播速度更快、范围更广,企业的任何重大决策行为均可能被投资者捕捉,很快反映到资本市场中,引发股价异常波动,这反过来又影响到企业决策[23]。数字化转型作为一个热点话题,相关信息的不实披露更容易“博眼球”,引发股价暴跌风险[16],迫使企业谨慎披露数字化转型信息。

第二,加剧作用。首先,投资者关注短期业绩可能会促使管理层为迎合投资者的这种短视行为而进行概念炒作。不同于发达国家,中国资本市场中散户数量较多,非理性程度偏高,投机情绪较浓,大多追求短期回报,关注公司当前业绩。若企业短期业绩低于预期,投资者将通过股吧、论坛等社交媒体质疑,或者选

择退出交易，导致股价出现下跌风险。为迎合投资者短期投资行为，稳定股价，企业管理层极可能放弃技术创新、投资等创造长期价值的策略，而选择投资回报快但不能带来可持续价值的短期项目，或者利用信息优势实施机会主义行为，其中就包括低成本的热点概念炒作，使企业长期价值受损[27]。其次，企业管理层对投资者数字化关注重视程度低可能会加剧企业数字化转型概念炒作行为。数字化转型成绩不佳的企业一旦被投资者揭示，将面临股票抛售和市场价格下跌的风险，为避免这种负面影响，面对投资者的质疑时，企业管理层往往会采取不回答或含糊其词的方式隐藏真实情况。在投资者短视行为的压力下，企业不会有效重视投资者的质疑，更不会花力气实质性推动数字化转型，而是把短期经济利益放在首位，通过低成本的概念炒作来达到提高收益的目的。最后，数字化转型概念炒作引发的股价短期暴涨将吸引大量融资，这会使企业管理层意识到，通过概念炒作获取的市场关注比高风险、长周期、高成本的技术开发更易实现短期市值增长，虽然概念炒作也会增加声誉成本，但在权衡收益与成本后认为收益大于成本的情况下，企业管理层仍可能会进行概念炒作。

基于以上分析，本文提出以下两个竞争性假设：

投资者数字化关注可以抑制企业数字化转型概念炒作行为（H1）；

投资者数字化关注可以加剧企业数字化转型概念炒作行为（H2）。

四、研究设计

（一）研究框架

本文利用固定效应模型，以中国 A 股上市公司为研究样本，实证探讨投资者数字化关注对企业数字化概念炒作的影响效应、内在诱因和影响路径，并从内外部治理两个视角出发，检验企业投资者关系管理水平、会计师事务所审计监督、机构投资者关注、分析师关注、媒体关注等治理要素的监督治理效应。具体研究框架如图 1 所示。

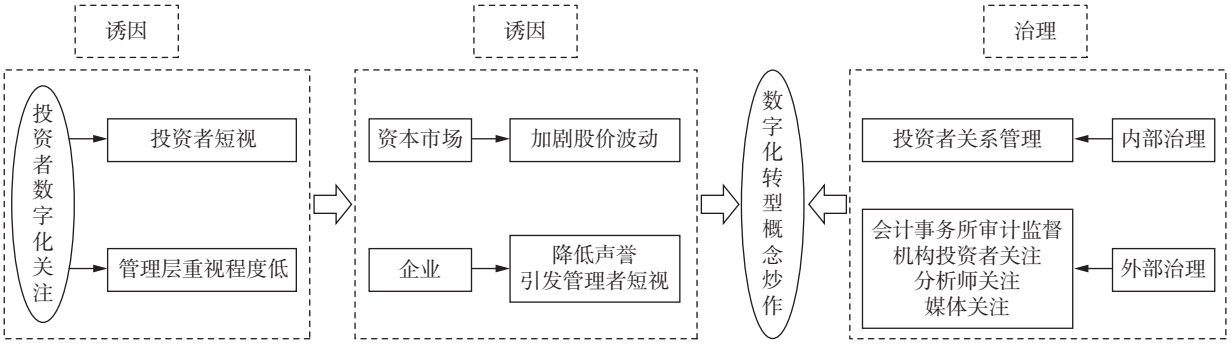

图 1　研究框架

（二）样本选择与数据来源

选取 2010—2023 年中国沪深 A 股上市公司数据，并进行如下处理：剔除 ST（special treatment）、*ST、PT（particular transfer）和金融类样本，剔除公司年报不能被 Python 软件识别的样本，剔除资不抵债及变量数据存在缺失的观测值，对连续变量进行上下 1%缩尾，最终得到 12134 个观测样本。投资者数字化关注数据来源于 E 互动和互动易中投资者与公司之间关于数字化转型问题的问答文本，E 互动和互动易文本、与数字化相关的无形资产、新闻报道、金牌董秘等相关数据来源于中国研究数据服务平台（CRNDS），机构投资者持股、分析师关注、四大会计师事务所监督数据来源于国泰安数据库（CSMAR），公司年报文本数据来源于巨潮资讯网，其他控制变量数据来源于国泰安数据库（CSMAR）和中国研究数据服务平台（CRNDS）。

（三）变量定义

1. 被解释变量：企业数字化转型概念炒作（*INDISC/TONE*）

本文从数字化信息披露水平和语调两方面来度量企业数字化转型概念炒作。关于数字化信息披露水

平的度量，借鉴吴非等[28]、赵宸宇等[29]及肖土盛等[30]的研究，采用上市公司年报中与“数字化”相关关键词的异常披露次数来度量。具体步骤为构建模型(1)估计上市公司正常数字化转型信息披露水平。

$$INDISC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DTIA_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Growth_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 Top5_{i,t} + \alpha_6 Mshare_{i,t} + \alpha_7 QUICK_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中：被解释变量为正常数字化转型信息披露水平(*INDISC*)，利用数字化关键词的总频次加 1 取自然对数度量，这些关键词利用 Python 软件从上市公司年报中爬取；解释变量为与数字化相关的无形资产(*DTIA*)，借鉴张永珅[31]的做法，利用公司财务报表中的无形资产明细项“软件”“网络”“客户端”“管理系统”“智能平台”等与数字化相关关键词的总额占无形资产比重度量。控制变量为：企业规模(*Size*)，用总资产的自然对数来度量；营业收入增长率(*Growth*)，用(本年营业收入/上一年营业收入-1)衡量；资产负债率(*Lev*)，用负债合计/资产总计衡量；前 5 大股东持股比例(*Top*5)，用前五大股东持股数量/总股数衡量；管理层持股比例(*Mshare*)，用管理层持股数/总股本衡量；速动比率(*QUICK*)，用(流动资产-存货)/流动负债核衡量；*Year* 和 *Ind* 分别为年度和行业固定效应；ε 为随机误差项。然后，对模型(1)进行回归，所得的残差值即为异常数字化信息披露水平，该值越大，说明数字化转型信息夸大披露程度越高。

关于数字化信息披露语调的度量，借鉴鲁惠中等[32]的研究，利用 Python 软件爬取 A 股上市公司年度报告，并且提取数字化文本信息。然后，利用姚加权等[33]构建的词典，对数字化文本信息中出现的积极词汇与消极词汇的词频进行统计，根据公式(积极词汇数-消极词汇数)/(积极词汇数+消极词汇数)计算数字化信息披露语调(*TONE*)，该值越大，表明数字化转型信息披露语调越积极。

2. 解释变量：投资者数字化关注(*DTQ*)

通过文本分析方法从 E 互动和互动易互动平台上投资者提出的问题中提取与数字化相关的句子，并剔除存在语句分歧的句子，以此统计出投资者对于数字化问题的提问次数总和，然后再加 1 取自然对数。

3. 控制变量

参照已有文献，本文选取的控制变量包括：董事会规模(*Board*)、是否两职合一(*Dual*)、企业规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、股权性质(*SOE*)、企业年龄(*Age*)、固定资产占比(*FIXED*)、企业绩效(*ROA*)、托宾 *Q* 值(Tobin*Q*)、前五大股东持股比例(*Top*5)。度量方法见表 1。

4. 模型构建

本文构建的回归模型如式(2)所示。

$$INDISC_{i,t}/TONE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DTQ_{i,t} + \alpha_j Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \sum Area + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中：$INDISC_{i,t}$、$TONE_{i,t}$ 分别为 i 企业在 t 年的异常数字化信息披露水平和语调；$DTQ_{i,t}$ 为 i 企业在 t 年收到投资者关于数字化的提问数量；$Controls_{i,t}$ 为控制变量。此外，本文还控制了年度(*Year*)、行业(*Ind*)和地区(*Area*)固定效应。

表 1　变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义
被解释变量	*INDISC*	数字化信息披露水平	模型(1)的残差
	TONE	数字化信息披露语调	(积极词汇-消极词汇)/(积极词汇+消极词汇)
解释变量	*DTQ*	投资者数字化关注	ln(投资者提问次数+1)
控制变量	*Board*	董事会规模	ln(董事会人数)
	Dual	两职合一	董事长与总经理是同一个人为 1，否则为 0
	Lev	资产负债率	负债合计/资产总计
	ROA	总资产净利润率	净利润/总资产平均余额
	SOE	产权性质	国有企业为 1，非国有企业为 0
	FIXED	固定资产占比	固定资产净额/总资产
	Age	公司成立年限	当年年份-公司成立年份
	Size	公司规模	ln(总资产)
	Tobin*Q*	托宾 *Q* 值	市值/资产总计
	*Top*5	前五大股东持股比例	前五大股东持股数量/总股数

五、实证结果与分析

（一）描述性统计

通过方差膨胀因子（VIF）诊断发现，所有变量的 *VIF* 值均小于 10，平均值为 1.30，说明变量之间不存在严重的共线性问题。数字化信息披露水平（*INDISC*）最小值和最大值分别为-2.2831 和 2.6067，标准差为 0.9424，说明不同公司的数字化信息披露水平存在一定差异。数字化信息披露的语调（*TONE*）均值为 0.8742，说明上市公司在披露数字化信息时，普遍积极乐观。投资者数字化关注（*DTQ*）的标准差为 1.136，揭示了投资者对不同企业数字化发展的关注程度存在显著差异。描述性统计结果见表 2。

表 2　描述性统计

变量	观测值	平均数	标准差	最小值	中位数	最大值
INDISC	12134	0.3687	0.9424	-2.2831	0.3456	2.6067
TONE	12134	0.8742	0.2185	0.0000	0.9459	1.0000
DTQ	12134	1.2865	1.1358	0.0000	1.0986	4.1271
Board	12134	2.1137	0.1984	1.6094	2.1972	2.6391
Dual	12134	0.3392	0.4735	0.0000	0.0000	1.0000
Lev	12134	0.4101	0.1924	0.0506	0.4047	0.8913
ROA	12134	0.0520	0.0616	-0.2176	0.0494	0.2395
SOE	12134	0.2659	0.4418	0.0000	0.0000	1.0000
FIXED	12134	0.1837	0.1424	0.0021	0.1518	0.6802
Age	12134	19.0393	6.0292	5.0000	19.0000	34.0000
Size	12134	22.5440	1.2823	19.5050	22.3574	26.2098
Tobin*Q*	12134	2.1552	1.3618	0.8371	1.7193	8.4065
*Top*5	12134	0.5374	0.1517	0.1967	0.5358	0.8883

（二）基准回归

表 3 为投资者数字化关注对企业数字化转型概念炒作的影响结果，（1）列和（3）列是未考虑控制变量的情况，（2）列和（4）列是分别在（1）列和（3）列的基础上加入控制变量的结果。结果表明，无论是对于数字化转型信息水平（*INDISC*）还是语调（*TONE*）的影响，投资者数字化关注（*DTQ*）的回归系数均显著为正，表明投资者数字化关注对企业数字化转型概念炒作具有助推作用，支持了假设 H2。

表 3　基准回归结果

变量	（1）	（2）	（3）	（4）
	INDISC	*INDISC*	*TONE*	*TONE*
DTQ	0.3039***	0.2995***	0.0083***	0.0095***
	（34.5596）	（33.7331）	（4.4709）	（4.8828）
Board		0.0731*		-0.0021
		（1.6543）		（-0.2022）
Dual		0.0191		-0.0060
		（1.0547）		（-1.3630）
Lev		0.0360		0.0024
		（0.6133）		（0.1656）
ROA		-0.5615***		0.0667*
		（-3.6487）		（1.7822）
SOE		-0.0810***		-0.0002
		（-3.6841）		（-0.0336）
FIXED		-1.0896***		-0.0166
		（-14.9206）		（-0.8555）
Age		0.0008		0.0009**
		（0.5159）		（2.2265）
Size		-0.0829***		0.0002
		（-8.8412）		（0.0807）

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	INDISC	*INDISC*	*TONE*	*TONE*
Tobin*Q*		0.0160** (2.2764)		0.0025 (1.4751)
*Top*5		0.3168*** (5.5241)		0.0444*** (2.8930)
行业、年份、地区固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
常数项	1.8853*** (9.4095)	3.4832*** (12.7892)	0.8392*** (11.7358)	0.7919*** (9.0660)
调整的 R^2	0.1808	0.2108	0.0593	0.0614
样本数	12134	12134	12134	12134

注：*、**、*** 分别表示10%、5%、1%的显著性水平；括号内为 *t* 值。

(三)稳健性检验

1. 替代被解释变量

第一，替换数字化信息披露水平变量(*INDISC*)。借鉴胡国强等[34]的研究，将模型(1)中解释变量替换成同行业同年度其他企业的数字化信息披露数量的均值(*INDISC-T*)，其余变量保持不变，重新进行回归后的结果见表4的(1)列，结果支持了基准回归结论。

第二，替换数字化信息披露语调变量(*TONE*)。借鉴 Loughran 和 MacDonald[35]构建的英文金融情感词典，利用有道词典翻译软件，对该词典中的所有积极词汇和消极词汇翻译成中文，然后再统计词频，最后按照前文提到的公式重新计算信息披露语调，重新进行回归后的结果见表4的(2)列。投资者数字化关注(*DTQ*)的回归系数在10%水平上显著，支持了基准回归结论。

2. 替代解释变量

采用投资者问答中与数字化相关的提问占比(*decimal_part*)替换原解释变量，重新回归后的结果见表4的(3)列和(4)列。投资者数字化关注(*decimal_part*)的系数显著为正，结论保持稳健。

3. 滞后解释变量

将解释变量投资者数字化关注(*DTQ*)分别滞后一期、两期后进行回归。从表4的(5)列~(8)列可以看出，分别滞后一期(*Lag_DTQ*)、两期(*Lag_DTQ*2)的回归系数显著为正，与基准回归结果保持一致。

表4　替换变量衡量方式

变量	替代被解释变量		替代解释变量		滞后一期解释变量		滞后两期解释变量	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	INDISC-T	*LM*	*INDISC*	*TONE*	*INDISC*	*TONE*	*INDISC*	*TONE*
DTQ	0.3156*** (35.9571)	0.0053* (1.7461)						
decimal_part			5.5599*** (34.2315)	0.0873*** (3.0357)				
Lag_DTQ					0.2850*** (32.0576)	0.0078*** (4.0499)		
*Lag_DTQ*2							0.2666*** (28.2491)	0.0037* (1.9155)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业、年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 R^2	0.2100	0.0549	0.2109	0.0552	0.1941	0.0555	0.1906	0.0387
样本数	12118	12134	12134	12134	11488	11488	9970	9970

注：*、**、*** 分别表示10%、5%、1%的显著性水平；括号内为 *t* 值。

4. 更换回归模型

为排除因变量潜在的截断效应对基准回归结果的干扰，采用 Tobit 模型重新估计投资者数字化关注对企业数字化转型概念炒作的影响，回归后的结果见表5的(1)列和(2)列。结果依然与基准回归结果一致。

5. 更换样本

2015 年 5 月，中国在《中国制造 2025》中正式提出数字化转型的概念。因此，将研究样本期间缩短至 2015—2023 年，重新进行回归。从表 5 的(3)列和(4)列可以看出，依然与基准回归结论保持一致。

表 5　更换回归模型和更换样本

变量	更换回归模型		更换样本	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	INDISC	*TONE*	*INDISC*	*TONE*
DTQ	0.3032*** (36.6918)	0.0094*** (4.5055)	0.3035*** (32.3087)	0.0108*** (5.3183)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业、年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 R^2			0.1910	0.0340
样本数	12134	12134	10625	10625

注：*、**、*** 分别表示 10%、5%、1%的显著性水平；括号内为 *t* 值。

6. 考虑行业因素

第一，计算聚类稳健性标准误，将标准误调整至行业层面进行聚类回归，结果见表 6 的(1)列和(2)列；第二，考虑到企业数字化概念炒作行为有同构效应，因此控制企业所处行业数字化概念炒作程度均值变量，以避免行业数字化概念炒作差异对结果的影响，结果见表 6 的(3)列和(4)列；第三，行业变革也会带来随时间变化的不可观测因素，因此进一步加入“行业-年份”后进行高维固定效应检验，结果见表 6 的(5)列和(6)列。经过以上处理后，结果与基准回归结论保持不变。

表 6　考虑行业因素

变量	聚类回归		行业均值调整		高维固定效应	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	INDISC	*TONE*	*INDISC*	*TONE*	*INDISC*	*TONE*
DTQ	0.3032*** (17.8518)	0.0094*** (5.1753)	0.2930*** (33.8983)	0.0093*** (4.8873)	0.3133*** (34.3285)	0.0100*** (4.9342)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业、年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 R^2	0.2044	0.0564	0.1358	0.0036	0.2338	0.0927
样本数	12134	12134	12134	12134	11961	11961

注：*、**、*** 分别表示 10%、5%、1%的显著性水平；括号内为 *t* 值。

(四) 内生性检验

1. 工具变量法

互联网普及率越高，投资者利用社交平台对数字化关注的可能性越大，而数字化转型概念炒作作为一种机会主义行为，与互联网普及率并不直接相关。因此，用互联网普及率度量投资者数字化关注，可以同时满足相关性和外生性的要求。基于此，本文参照胡浩然等[36]的研究，选择各省互联网宽带接入用户数占全省常住人口总数的比例作为投资者对数字化关注的代理变量，进行两阶段最小二乘法(2SLS)回归分析，结果表明，*F* 为 236.06，远高于临界值 10，满足弱工具变量检验。表 7 的(1)列和(2)列展示了第二阶段的回归结论，投资者数字化关注(*DTQ*)的系数显著为正，说明在控制内生性后，基准回归结果依然成立。

2. *Heckman* 两阶段法

投资的主要目的是获利，收益率较低的股票往往难以引起投资者的关注。第一阶段，借鉴尹必超等[37]的做法，以股票年回报率是否高于年度中位数设置二元哑变量，然后将其作为模型(2)的被解释变量进行 probit 回归，并构造逆米尔斯比率(*IMR*)。在第二阶段，将构造的逆米尔斯比率(*IMR*)作为控制变量重新进行回归，结果见表 7 的(3)列和(4)列。可以看出，投资者数字化关注(*DTQ*)的回归系数显著为正，说明在控制样本自选择偏误后，基准回归结论依然成立。

3. 倾向得分匹配法

将高于投资者数字化关注(*DTQ*)中位数的样本作为处理组,标记为1;否则作为控制组,标记为0。采用1:1的近邻匹配,协变量与模型(2)中的控制变量保持一致。样本在匹配之前,控制组和处理组存在显著差异,但匹配后的控制组和处理组差异降低到1%以下。从表7的(5)列和(6)列可以看出,投资者数字化关注(*DTQ*)的回归系数显著为正,基准回归结论依然成立。

表7　内生性检验

变量	工具变量法		Heckman 两阶段		PSM 检验	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	INDISC	*TONE*	*INDISC*	*TONE*	*INDISC*	*TONE*
DTQ	1.0583*** (3.5893)	0.1125* (1.7366)	0.3040*** (34.1951)	0.0092*** (4.7082)	0.2926*** (23.0809)	0.0109*** (3.8016)
IMR			0.1133 (0.5056)	−0.0193 (−0.3409)		
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业、年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 R^2			0.2022	0.0427	0.2067	0.0620
样本数	11969	11969	12040	12040	6099	6099

注:*、**、*** 分别表示10%、5%、1%的显著性水平;括号内为 *t* 值。

(五)异质性分析

不同的企业因其所处地区属性、行业特性、规模大小及管理者特征各异,所面临的技术发展水平、政府扶持力度、治理水平、信息披露政策等方面均存在显著差异。相应地,这些企业在为提升自身影响力而进行热点概念炒作的程度上也有所不同。因此,本文从企业特质、管理者特质两方面进行异质性分析。

1. 企业特征的异质性

(1)企业所在地区数字经济发展水平。参考赵涛等[38]的做法,将企业按照所在地区数字经济发展水平分为发展较好和发展较差两组,分组回归后的结果见表8的(1)列和(2)列。可以看出,所在地区数字经济发展较好的企业投资者数字化关注系数在披露的水平上显著低于较差地区的企业,而在语调上并不显著。这是由于数字经济发展较差的地区通常面临数字基础设施差、技术人才短缺等问题,导致企业数字化转型成效不佳,部分企业转而通过炒作数字化转型来获取政策支持或提升市场关注度。

(2)企业规模。以所有企业资产总额均值为界,将企业划分为大规模和小规模两组,分别进行回归后的结果见表8的(3)列和(4)列。可以看出,两组企业投资者数字化关注对数字化转型信息披露水平的影响均有显著促进作用,且较小规模企业的系数高于较大规模企业。另外,投资者数字化关注显著影响了较小规模企业数字化转型信息披露的语调,而对较大规模企业信息的语调没有显著影响。这是因为大型企业通常拥有更强的品牌影响力和市场地位,可能不需要依赖概念性炒作来吸引关注。而中小型企业,尤其是那些缺乏知名度和资源的企业,可能更倾向于通过炒作新概念来快速提升市场认知度和竞争力。因此,在投资者关注的压力作用下,企业可能会夸大披露数字化转型信息。

表8　企业所在地区、企业规模的异质性

变量	(1)		(2)		(3)		(4)	
	INDISC		*TONE*		*INDISC*		*TONE*	
	发展较差	发展较好	发展较差	发展较好	小规模企业	大规模企业	小规模企业	大规模企业
DTQ	0.3064*** (27.7092)	0.2985*** (23.0223)	0.0141*** (5.4923)	0.0033 (1.0667)	0.3293*** (35.8011)	0.1569*** (7.7614)	0.0103*** (4.8466)	0.0060 (1.1902)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业、年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 R^2	0.2064	0.2252	0.0628	0.0772	0.2246	0.2058	0.0615	0.0847
样本数	6856	5175	6856	5175	9788	2346	9788	2346
Suest 检验	0.6568***				0.0000***			

注:*、**、*** 分别表示10%、5%、1%的显著性水平;括号内为 *t* 值。

（3）个股市值。借鉴张云和杨振宇[39]的做法，以所有样本企业市值年度均值为界，分为低市值企业和高市值企业两组，分别进行回归后的结果见表9的（1）列和（2）列。可以看出，低市值企业的投资者数字化关注系数显著高于高市值企业。这是因为低市值企业存在信息不对称、散户投资者占比较大、数字化转型能力不足等特点，为迎合投资者的诉求，达到提高市值、寻求资源支持等方面的目的，更可能进行概念炒作。而高市值企业具有信息透明、机构投资者占比较大、数字化转型能力较强等特点，使投资者对其施加的压力作用并不大，没必要花太大精力进行概念炒作。

（4）股权性质。按照股权性质将样本分为国有企业和非国有企业两组，分组进行回归后结果见表9的（3）列和（4）列。可以看出，非国有企业的投资者数字化关注系数显著高于国有企业。这是因为非国有企业与国有企业相比，资金实力相对薄弱，面临的市场竞争更激烈，更关注短期收益，而数字化技术投资成本高，回报周期长，面对投资者数字化关注的压力时，为了吸引关注和获取融资，更倾向于进行数字化概念炒作。

表9　个股市值、股权性质的异质性

变量	（1）		（2）		（3）		（4）	
	INDISC		*TONE*		*INDISC*		*TONE*	
	低市值企业	高市值企业	低市值企业	高市值企业	非国有企业	国有企业	非国有企业	国有企业
DTQ	0.3315***	0.1878***	0.0104***	0.0063	0.3143***	0.2629***	0.0097***	0.0055
	（35.0581）	（10.3600）	（4.6764）	（1.4358）	（29.6162）	（14.6962）	（4.2100）	（1.3033）
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业、年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 R^2	0.2221	0.2294	0.0598	0.1056	0.2149	0.2335	0.0604	0.0962
样本数	9334	2696	9334	2696	8550	3229	8550	3229
Suest 检验	0.0000***				0.0119**			

注：*、**、*** 分别表示10%、5%、1%的显著性水平；括号内为 t 值。

2. 高管特征的异质性

（1）高管IT从业背景。借鉴刘锡禄等[40]的做法，当高管具有与企业信息化管理、信息技术相关的从业经历时，认为该高管具有信息技术背景，赋值为1，否则为0，以此进行分组回归后的结果见表10的（1）列和（2）列。可以看出，高管有IT背景的企业数字化转型信息披露水平显著高于高管无IT背景的企业，但在披露的语调上并不显著。这是因为有IT背景的高管数字化思维更强，在经营战略上可能会更加强调技术驱动而非业务驱动，在具体工作中可能更加鼓励员工关注技术而非解决实际业务问题。这种导向使得企业对数字技术的冲击较为敏感，当面对投资者数字化关注带来的压力时，就会过度披露数字化转型信息，以表明自己在数字化转型工作上作出的努力。另外，无IT背景的高管对于数字化转型包含的内容、措施等方面的问题认识相对粗浅，因此相关信息内容的披露也相对较少，但是为了表明自己数字化转型工作上所做的努力，只能在语调上多强调，表现得更加积极乐观。

（2）高管研发背景。借鉴张栋等[41]的做法，若企业高管曾经担任过首席技术官、研发总裁、研发副总裁、研发总经理等职位，则认定该企业高管具有研发背景，赋值为1，否则为0，进行分组回归后的结果见表10的（3）列和（4）列。可以看出，高管有研发背景的企业数字化转型信息披露水平显著高于高管无研发

表10　高管特征的异质性

变量	（1）		（2）		（3）		（4）	
	INDISC		*TONE*		*INDISC*		*TONE*	
	无IT背景	有IT背景	无IT背景	有IT背景	无研发背景	有研发背景	无研发背景	有研发背景
DTQ	0.2797***	0.3236***	0.0105***	0.0047	0.3037***	0.4328***	0.0085***	0.0156
	（29.2762）	（17.9467）	（4.3387）	（1.5583）	（35.9313）	（6.0871）	（4.3249）	（0.9994）
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业、年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 R^2	0.2055	0.2909	0.0549	0.1577	0.2044	0.4676	0.0578	0.3072
样本数	9505	2515	9505	2515	11757	265	11757	265
Suest 检验	0.0377**				0.0449**			

注：*、**、*** 分别表示10%、5%、1%的显著性水平；括号内为 t 值。

背景的企业,而在披露的语调上并不显著。这是因为高管具有研发背景的企业更倾向于尝试高风险高回报的决策方案,更擅长通过技术概念从资本市场获取资源,更低估市场炒作风险。因此,也可能会披露更多的数字化转型信息,而无研发背景高管的企业更倾向于通过积极的语调来弥补技术可信度的不足。这类企业往往由于缺乏技术背书,需要通过语调来增强投资者的信心。

六、诱因分析

投资者数字化关注能加剧企业数字化转型概念炒作的原因可以从两方面解释。从投资者角度来看,投资者的短视行为迫使企业采取短期行为,以迎合投资者的短期利益;从企业角度来看,管理层对投资者的诉求和利益不够重视,不愿意花力气实质性地推动数字化转型,试图通过文本修饰敷衍投资者。

(一)投资者短视

中国资本市场投资者具有明显的短期偏好行为,往往追求短期利益,基于企业盈余作决策,当企业盈余减少时,就会通过抛售股票倒逼企业提高收益,导致股价下跌,此时企业为提高市场价值和增强融资能力,极有可能采取投机策略。因此,投资者短视不仅将抑制企业进行实质性的数字化转型,而且会助长企业"多言寡行"的低成本概念炒作行为,以避免股价下跌和迎合投资者数字化关注。借鉴崔晓蕾等[42]的做法,用股票换手率(*hs*)度量投资者短视行为,该指标越大,意味着投资者短视程度越大。从表11的(1)列和(2)列展示的投资者短视行为作为调节变量的回归结果可以看出,投资者数字化关注与其短视行为的交互项系数显著为正,说明投资者短视行为是投资者数字化关注加剧企业数字化转型概念炒作的一个重要原因。这是因为数字化转型投入大、周期长的特征使企业在短期内无法完成数字化技术的更新,为避免因投资者短视行为导致的股价下跌,企业有动机通过数字化概念炒作来维护自身形象。

(二)企业重视程度

投资者通常会对企业披露的信息进行解读,尤其会对企业的不良经营管理状况进行挖掘。为了避免投资者关注行为对企业带来不利影响和市场波动风险,当被问及数字化转型相关问题时,企业有动机采用不回答方式以隐藏自身的真实情况。借鉴陈华等[43]的做法,本文用企业对投资者数字化提问的回复次数和投资者数字化提问次数之差度量企业重视程度(*res*),差值越高说明企业对于投资者关于数字化的提问越重视。从表11的(3)列和(4)列可以看出,投资者数字化关注与企业重视程度的交互项系数显著为负,说明企业重视程度是投资者数字化关注加剧企业数字化转型概念炒作的另一个重要原因。这是因为企业越重视投资者的提问,说明企业越重视投资者的利益,在这种情况下,企业将更注重长远发展为投资者带来长期回报,而不是进行短期的概念性炒作行为,诱导投资者进行投资。

表11　投资者短视和企业重视程度的调节机制

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	INDISC	*TONE*	*INDISC*	*TONE*
hs×*DTQ*	0.0044***	0.0006*		
	(2.8193)	(1.7316)		
DTQ	0.2830***	0.0054*	0.3067***	0.0097***
	(21.4762)	(1.7927)	(35.1561)	(4.9463)
hs	−0.0161***	−0.0012		
	(−4.9385)	(−1.6367)		
res×*DTQ*			−0.0090***	−0.0006***
			(−10.1521)	(−3.8551)
res			0.0397***	0.0025***
			(13.4508)	(4.4411)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业、年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 R^2	0.2080	0.0573	0.2226	0.0575
样本数	12035	12035	12134	12134

注:*、**、*** 分别表示10%、5%、1%的显著性水平;括号内为 *t* 值。

七、影响路径

投资者数字化关注影响企业数字化转型概念炒作的路径有三条。从企业管理者行为角度来看，投资者数字化关注将会对企业高管产生外部压力，迫使他们采取短视行为。从资本市场角度来看，投资者数字化关注会对股价产生影响，进而使企业采取成本低、见效快的概念性炒作行为以稳定股价。另外，由于管理者短视行为和股价波动可能影响企业声誉，为快速提振投资者的信心和维护股价稳定，企业也可能会采取成本低、见效快的概念性炒作行为。为此，本文参考温忠麟和叶宝娟[44]的方法，采用三步法分别对管理者短视、股价波动、声誉成本等三个途径进行检验。

（一）管理者短视

投资者往往难以全面了解企业的长期战略和潜在价值，更倾向于依赖短期指标进行决策，为迎合投资者的这种短视行为，企业管理者也会采取短视行为去提高短期业绩，其中就包括概念性炒作。借鉴谭小芬和钱佳琪[45]的做法，本文选用企业外观专利和发明专利申请数的比值（*bili*）来度量管理者短视，该指标值越高，管理者的短视程度越严重。利用三步法对管理者短视的中介机制进行检验后的结果见表 12 的（1）列~（3）列。结果表明，投资者数字化关注（*DTQ*）与管理者短视（*bili*）的系数均显著为正，说明投资者数字化关注导致了管理者短视行为，进而引发了数字化转型概念炒作。

（二）股价波动

投资者数字化关注度的增大，放大了市场对数字化概念的情绪共鸣和话题发酵，最终将加剧股价波动，企业为稳定股价，可能将采取数字化概念炒作行为。借鉴奚玉芹等[46]的做法，本文采用股票日收益率的标准差度量股价波动性（*CRT*），该值越大股价波动性越大，检验结果见表 12 的（4）列~（6）列。投资者数字化关注（*DTQ*）与股价波动（*CRT*）的系数均为正，说明投资者数字化关注引发了股价波动，进而助推了数字化转型概念炒作行为。

（三）声誉成本

投资者可能过度关注财务方面的短期业绩指标，致使企业注重短期业绩的提高而忽视长期声誉建设，甚至采取损害声誉的短期行为。同时，投资者关注也可能导致股价波动，引发资本市场对企业经营业绩的质疑，进而影响声誉。企业为尽快提升声誉，可能会夸大信息披露或修饰信息披露的语调，试图引导外部投资者对企业的看法。借鉴洪靖雅[47]的做法，本文采用企业负面新闻报道数量度量企业声誉成本，负面新闻数量越多声誉越差，检验结果见表 12 的（7）列~（9）列。投资者数字化关注（*DTQ*）与声誉成本（*REP*）的系数均为正，说明投资者数字化关注确实降低了企业声誉，进而使企业试图通过数字化转型概念炒作提升声誉。

表 12　管理者短视、股价波动和声誉成本的中介效应

变量	管理者短视			股价波动			声誉成本		
	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）	（6）	（7）	（8）	（9）
	bili	*INDISC*	*TONE*	*CRT*	*INDISC*	*TONE*	*REP*	*INDISC*	*TONE*
DTQ	0.0650***	0.3072***	0.0096***	0.0213***	0.3014***	0.0095***	0.0191**	0.3001***	0.0089***
	（3.5450）	（32.3934）	（4.5570）	（10.3423）	（34.2022）	（4.8276）	（2.1337）	（33.8778）	（4.5510）
bili		0.0189***	0.0030***						
		（3.9817）	（2.9667）						
CRT					0.0835**	−0.0024			
					（2.3070）	（−0.2614）			
REP								0.0531***	0.0035*
								（6.0722）	（1.6517）
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业、年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 R^2	0.1977	0.2171	0.0554	0.5303	0.2047	0.0564	0.4564	0.2066	0.0575
样本数	10267	10267	10267	12134	12134	12134	11814	11814	11814

注：*、**、*** 分别表示 10%、5%、1%的显著性水平；括号内为 *t* 值。

八、治理机制

抑制数字化转型概念炒作，需要调动企业内外部治理主体的积极性。从企业内部来看，企业的投资者关系管理水平将直接影响文本信息披露质量，当企业与投资者之间相互信任时，企业更倾向于提供高质量、透明的信息。从企业外部来看，审计机构公平公正的审计监督、机构投资者强大的信息分析能力、分析师的专业性分析作用、媒体深入的调查性报道等，均可发挥监督作用。

（一）投资者关系管理

良好的投资者关系管理强调透明、真实的信息披露，企业通过清晰地传达经营业绩、财务表现和风险等信息，有助于投资者客观评估企业价值，减少企业投机机会。董事会秘书（董秘）是企业与监管机构、投资者等其他利益相关方之间的桥梁，主要职责是协助董事会完善公司治理、参与公司资本运作、信息处理等，在企业管理中扮演着重要的角色，其能力在一定程度上反映了企业管理水平。如果公司董秘被评为金牌董秘（即优秀的董秘），表明董秘得到投资者的认可，公司与投资者关系良好，相应地也会提高信息披露质量。因此，借鉴江轩宇等[6]的做法，本文用金牌董秘（*GOLD*）度量投资者关系管理水平，回归结果见表13的（1）列和（2）列。可以看出，两变量的交互项对于数字化信息披露的水平系数显著为负，而对于语调的系数为正且不显著，金牌秘书虽然在抑制数字化信息披露的语调修饰上没有起到明显作用，但明显抑制了数字化信息夸大披露。

（二）四大会计师事务所审计监督

四大会计师事务所（普华永道、德勤、安永和毕马威）作为全球最具影响力的审计机构，通过审计、鉴证和咨询服务，能够揭示企业的真实业绩，抑制非理性炒作行为。借鉴江轩宇等[6]的做法，本文把企业的审计师来自四大审计机构赋值1，不是来自四大审计机构的企业赋值0，回归结果见表13的（3）列和（4）列。四大审计机构监督（*big*4）和投资者数字化关注（*DTQ*）的交互项与信息披露语调的系数显著为负，说明四大审计机构在抑制企业数字化转型信息披露语调修饰方面起到了明显作用。

（三）机构投资者关注

机构投资者为专业型的投资者，与普通投资者相比，投资更加理性，注重长期价值创造，通常采取长期投资策略，而非追逐短期市场热点。同时，机构注重基本面分析、审慎投资，并积极参与公司治理，可以引导市场形成更加理性和成熟的投资环境。因此，机构具有较强的监督作用，有效抑制投机行为。借鉴裴晨艺和许晓娟[48]的做法，本文用机构投资者持股（*Inst*）度量机构投资者关注，回归结果见表13的（5）列和（6）列。可以看出，机构投资者关注和投资者数字化关注的交互项与信息披露水平、语调的系数均为负且显著，表明机构投资者关注可以明显抑制企业数字化转型概念炒作行为。

表13　金牌董秘、四大审计机构监督和机构投资者关注的治理效应

变量	金牌董秘		四大审计机构监督		机构投资者关注	
	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）	（6）
	INDISC	*TONE*	*INDISC*	*TONE*	*INDISC*	*TONE*
GOLD×DTQ	−0.0436**	0.0039				
	（−2.0144）	（0.6626）				
DTQ	0.3086***	0.0087***	0.3037***	0.0102***	0.3787***	0.0145***
	（33.2507）	（4.3022）	（33.9207）	（5.1469）	（25.5115）	（4.4448）
GOLD	0.1312***	−0.0170				
	（3.0194）	（−1.2236）				
*big*4×*DTQ*			−0.0130	−0.0134**		
			（−0.4568）	（−2.1606）		
*big*4			−0.0990**	0.0055		
			（−2.3721）	（0.4763）		
Inst×DTQ					−0.1715***	−0.0129**
					（−5.9354）	（−2.0511）

续表

变量	金牌董秘		四大审计机构监督		机构投资者关注	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	INDISC	*TONE*	*INDISC*	*TONE*	*INDISC*	*TONE*
Inst					0.5013***	0.0001
					(8.9799)	(0.0081)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业、年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 R^2	0.2031	0.0567	0.2052	0.0567	0.2095	0.0568
样本数	11559	11559	12134	12134	12134	12134

注：*、**、*** 分别表示 10%、5%、1%的显著性水平；括号内为 t 值。

(四)分析师关注

分析师具有专业的分析洞察能力，通过提供专业分析、发布评级、预测目标价、追踪企业实际表现、揭露虚假信息等方式，能够有效抑制概念性炒作行为，推动市场向更加理性和健康的方向发展。借鉴肖奇和吴文锋[4]的做法，本文从企业的分析师跟踪团队(*Ana*)和分析师出具的研究报告(*report*)两方面度量分析师关注，回归结果见表 14 的(1)列~(4)列。可以看出，两个指标的交互项与信息披露水平的系数显著为负，说明分析师关注对数字化转型信息夸大披露确实具有抑制作用。

(五)媒体关注

媒体通过提供客观、全面的报道，可以揭露虚假信息，舆论引导投资者关注企业实际表现，推动资本市场的透明化和规范化。借鉴肖奇和吴文锋[4]的做法，本文用正面新闻报道(*Pos*)和负面新闻报道(*Neg*)两方面度量新闻关注，回归结果见表 14 的(5)列~(8)列。正面新闻报道(*Pos*)和投资者数字化关注(*DTQ*)交互项与信息披露水平的系数显著为负，负面新闻报道(*Neg*)和投资者数字化关注(*DTQ*)交互项与信息披露水平、语调均显著为负，且系数绝对值大于正面新闻报道。这说明负面新闻对数字化转型概念炒作行为的抑制作用更大。这是因为负面新闻往往聚焦于企业存在的问题、风险或丑闻，促使投资者重新评估其投资决策，因而监督作用比正面新闻更大。

表 14　分析师关注、媒体关注的治理效应

变量	分析师跟踪		研报		正面新闻		负面新闻	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	INDISC	*TONE*	*INDISC*	*TONE*	*INDISC*	*TONE*	*INDISC*	*TONE*
Ana×DTQ	−0.0012*	0.0000						
	(−1.7478)	(0.0493)						
DTQ	0.3152***	0.0093***	0.3184***	0.0087***	0.3076***	0.0097***	0.3121***	0.0102***
	(27.9635)	(3.6663)	(29.9855)	(3.6338)	(32.8014)	(4.6266)	(33.3671)	(4.9142)
Ana	0.0031**	−0.0001						
	(2.4365)	(−0.2615)						
report×DTQ			−0.0007***	0.0000				
			(−2.6559)	(0.5465)				
report			0.0014***	−0.0001				
			(2.7964)	(−0.6034)				
Pos×DTQ					−0.0002**	−0.0000		
					(−2.4468)	(−1.2175)		
Pos					0.0005***	0.0001		
					(2.8905)	(1.6117)		
Neg×DTQ							−0.0011***	−0.0001**
							(−4.2592)	(−2.0575)
Neg							0.0021***	0.0003**
							(4.2885)	(2.1767)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

续表

变量	分析师跟踪		研报		正面新闻		负面新闻	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	INDISC	*TONE*	*INDISC*	*TONE*	*INDISC*	*TONE*	*INDISC*	*TONE*
行业、年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
调整的 R^2	0.2047	0.0564	0.2049	0.0564	0.2047	0.0575	0.2054	0.0577
样本数	12134	12134	12134	12134	11814	11814	11814	11814

注：*、**、*** 分别表示10%、5%、1%的显著性水平；括号内为 t 值。

九、结论与建议

本文以2010—2023年中国A股上市公司为样本，实证研究投资者数字化关注影响企业数字化转型概念炒作的效应、内在诱因和作用路径，并检验企业内外部治理机制的治理效果。研究表明，投资者数字化关注加剧了企业数字化转型概念炒作，具体表现为企业数字化信息夸大披露水平和披露语调积极程度的提高。诱因分析发现，投资者短视和企业对投资者的诉求不够重视是产生该后果的内在诱因。作用机制检验发现，投资者数字化关注的这种影响后果主要是通过诱发管理层短视、加剧股价波动、提高企业声誉成本来实现的。治理机制检验发现，投资者关系管理、四大审计机构监督、机构投资者关注、分析师关注、媒体关注等内外部治理机制将会在不同程度上抑制数字化转型概念炒作。基于以上结论，提出以下建议：

第一，投资者要积极参与企业治理。本文研究表明，投资者数字化关注对企业数字化转型概念炒作行为并没有产生明显的抑制作用。从投资者的角度来看，主要是因为企业迎合了投资者的短视行为。因此，投资者应认识到自己的关注行为对企业数字化转型行为造成的压力效应，积极改进参与企业治理方式，通过参与股东会、提出意见建议与质询、行使表决权等途径，持续深入关注企业数字化转型情况，充分发挥投资者外部治理作用，努力将对企业数字化转型行为的压力效应转变为治理效应。同时，在投资决策中，要理性看待企业公开披露的文本信息，增强对企业热点话题和概念炒作行为的识别能力，对那些在年度报告中有过多积极词语的企业，应多维度评估其客观真实性，避免因企业的误导性信息披露而导致个人收益损失。

第二，政府部门要加强对企业数字化转型信息披露的监管。本文研究表明，企业在所处地区、规模、行业、市值等方面的特征会影响到企业的数字化转型信息披露行为。因此，在制定企业数字化转型信息披露监管政策时，应针对不同类型的企业制定不同的监管政策。对于所在地区数字经济发展较差、非劳动密集型、小规模、低市值、非国有等类型的企业，应制定更加严格的监管措施，确保信息披露客观真实；对于所在地区数字经济发展较好、劳动密集型、大规模、高市值、国有等类型的企业，则可以鼓励其披露更多信息，争取得到更多社会公众的关注和支持；对于高管有IT从业背景和研发背景的企业，要谨防其从技术角度进行炒作；对于高管无IT从业背景和研发背景的企业，要谨防其从语调角度进行炒作。同时，还要定期对企业数字化转型信息披露进行抽查和检查，监督企业准确回复投资者提问，对于虚假披露的行为，依法进行处罚；要充分调动机构投资者、媒体、分析师等外部主体参与企业治理的积极性，形成监督合力；要优化微信、微博、股吧等社交平台功能，鼓励投资者与企业讨论交流，充分发表意见建议，形成舆论关注。

第三，企业要规范数字化转型信息披露机制。本文研究表明，企业管理者不回复投资者提问，表明其不重视投资者关系管理，不注重投资者的长远利益，企图以概念性炒作获取短期利益。因此，企业应重视与外部利益相关者的关系管理，畅通与外部利益相关方的沟通渠道，积极与投资者互动交流，主动通过社交平台收集投资者的意见建议，并准确客观回复，提高利益相关方对企业的信任。同时，企业要深刻理解数字化转型对企业长远发展和竞争力提升的战略重要性，积极推动企业数字化转型，并客观、完整地披露相关信息，不夸大成效，不隐瞒问题，树立良好的企业形象，提升企业声誉。

参考文献

[1] GATTI L, PIZZETTI M, SEELE P. Green lies and their effect on intention to invest[J]. Journal of Business Research, 2021, 127(5): 228-240.

[2] SYDOW J, SCHREYÖGG G, KOCH J. On the theory of organizational path dependence: Clarifications, replies to objections, and extensions[J]. Academy of Management Review, 2020, 45(4): 717-734.

[3] 甄红线，凌方，景跃霞. “参与治理”还是“选择治理”？——基于机构投资者与会计稳健性内生关系的检验[J]. 系统工程理论与实践，2021，41(9)：2198-2217.
[4] 肖奇，吴文锋. 投资者关注具有治理功用吗？——基于公司违规行为的考察[J]. 经济评论，2023(3)：152-168.
[5] 蔡贵龙，张亚楠，徐悦，等. 投资者-上市公司互动与资本市场资源配置效率——基于权益资本成本的经验证据[J]. 管理世界，2022，38(8)：199-217.
[6] 江轩宇，朱琳，伊志宏. 网络舆论关注与企业创新[J]. 经济学(季刊)，2021，21(1)：113-134.
[7] CREMERS M，PAREEK A，SAUTNER Z. Short-term investors，long-term investments，and firm value：Evidence from russell 2000 index inclusions[J]. Management Science，2020，66(10)：4535-4551.
[8] 刘伟，曹瑜强. 机构投资者驱动实体经济“脱实向虚”了吗[J]. 财贸经济，2018，39(12)：80-94.
[9] 付金存，曹觊乐偲，李皓月，等. 企业“漂绿”研究的发展脉络、研究述评与未来展望[J]. 技术经济，2024，43(4)：100-117.
[10] BAGINSKI S，DEMERS E，WANG C. Contemporaneous verification of language：Evidence from management earnings forecasts[J]. Review of Accounting Studies，2016，21(1)：165-197.
[11] MERKL-DAVIES D M，BRENNAN N M，MCLEAY S J. Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives[J]. Accounting，Auditing & Accountability Journal，2011，24(3)：315-344.
[12] LO K，RAMOS F，ROGO R. Earnings management and annual report readability[J]. Journal of Accounting and Economics，2017，63(1)：1-25.
[13] 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.
[14] 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.
[15] 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.
[16] 马连福，宋婧楠，王博. 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[J]. 经济与管理研究，2023，44(8)：17-37.
[17] 张雪梅，张泽南，刘洁. 控股股东股权质押与数字化转型信息披露——基于市值管理的视角[J]. 现代财经(天津财经大学学报)，2023，43(12)：38-58.
[18] 范瀚文，邸俊鹏. 企业数字化转型信息的策略性披露——基于信号策略性披露倾向的实证研究[J]. 上海经济研究，2024(12)：73-84.
[19] 王蕾茜，蒋忠莉，纳超洪. 政府关注与企业数字化转型的“多言寡行”[J]. 财贸研究，2024，35(4)：97-110.
[20] 李哲，李心武，焦焰，等. “多言寡行”的数字化转型披露与分析师预测行为[J]. 会计研究，2024(9)：61-75.
[21] 孙凤娥. 共同机构所有权能抑制“言过其实”的数字化披露吗？[J]. 审计与经济研究，2024，39(6)：85-93.
[22] SIMON H A. Administrative behavior：A study of decision making processes in administrative organization[M]. London：Macmillan，1947.
[23] 王丹，孙鲲鹏，高皓. 社交媒体上“用嘴投票”对管理层自愿性业绩预告的影响[J]. 金融研究，2020(11)：188-206.
[24] 陈诗思. “双碳”目标背景下的网络舆论关注与企业绿色创新[J]. 管理工程学报，2024，38(4)：55-69.
[25] 林乐，谢德仁. 投资者会听话听音吗？——基于管理层语调视角的实证研究[J]. 财经研究，2016，42(7)：28-39.
[26] 罗劲博，熊艳. 中小股东“在线发声”与企业会计稳健性——来自雪球论坛的证据[J]. 财经研究，2021，47(12)：150-165.
[27] 郭佳，王克明. ETF 持股、股票流动性与管理层短视[J]. 南开管理评论，2024，27(6)：136-148.
[28] 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.
[29] 赵宸宇，王文春，李雪松. 数字化转型如何影响企业全要素生产率[J]. 财贸经济，2021，42(7)：114-129.
[30] 肖土盛，孙瑞琦，袁淳，等. 企业数字化转型、人力资本结构调整与劳动收入份额[J]. 管理世界，2022，38(12)：220-237.
[31] 张永珅，李小波，邢铭强. 企业数字化转型与审计定价[J]. 审计研究，2021(3)：62-71.
[32] 鲁惠中，周铭山，林靖. 创新文本信息披露是公司一厢情愿的行为吗[J]. 南开管理评论，2024，27(6)：124-135，159.
[33] 姚加权，冯绪，王赞钧，等. 语调、情绪及市场影响：基于金融情绪词典[J]. 管理科学学报，2021，24(5)：26-46.
[34] 胡国强，侯聪聪，孙文祥，等. “防微杜渐”还是“推波助澜”？散户“在线发声”与企业策略性创新信息披露[J]. 南开管理评论，2025，28(10)：76-87.
[35] 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.
[36] 胡浩然，张盼盼，张瑞恩. 互联网普及与中国省内工资差距收敛[J]. 经济评论，2020(1)：96-111.
[37] 尹必超，孔东民，季绵绵. 散户积极主义提高上市公司审计质量吗[J]. 会计研究，2022(10)：157-178.
[38] 赵涛，张智，梁上坤. 数字经济、创业活跃度与高质量发展——来自中国城市的经验证据[J]. 管理世界，2020，36(10)：65-76.
[39] 张云，杨振宇. 机构投资者绿色关注与企业“漂绿”行为：效应、诱因与治理[J]. 财经研究，2024，50(11)：95-110.
[40] 刘锡禄，陈志军，马鹏程. 信息技术背景 ESG 与企业数字化转型[J]. 中国软科学，2023(1)：134-144.
[41] 张栋，胡文龙，毛新述. 研发背景高管权力与公司创新[J]. 中国工业经济，2021(4)：156-174.
[42] 崔晓蕾，高涛，徐龙炳. 投资者短视对公司长期投资的影响研究——基于管理者迎合机制[J]. 财经研究，2022，48(8)：154-169.

[43] 陈华, 孙汉, 沈胤鸿. 交易所网络平台互动能缓解股价崩盘风险吗？——基于管理层回复质量的异质性角度[J]. 上海财经大学学报, 2022, 24(3): 92-107.
[44] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014, 22(5): 731-745.
[45] 谭小芬, 钱佳琪. 资本市场压力与企业策略性专利行为: 卖空机制的视角[J]. 中国工业经济, 2020(5): 156-173.
[46] 奚玉芹, 张凯歌, 胡金月, 等. 控股股东股权质押、高管激励与股价波动[J]. 系统工程理论与实践, 2024, 44(3): 813-835.
[47] 洪靖雅. 媒体负面报道与上市公司股价波动[J]. 财会通讯, 2021(12): 58-62.
[48] 裴晨艺, 许晓娟. 碳交易政策与高耗能企业绿色技术创新[J]. 技术经济, 2024, 43(10): 39-52.

The Impact of Investors' Digital Attention on the Conceptual Hype of Enterprise Digital Transformation: Reason, Path and Governance

Ding Yuehua, Yang Yusen
(School of Economics and Management, Taiyuan University of Science and Technology, Taiyuan 030024, China)

Abstract: The digital transformation of enterprises is an important engine to promote high-quality development, and concept hype will prevent them from achieving substantive results. From the perspective of capital market governance, investors' digital attention indicators based on the interaction data between investors and companies in E-interaction and Interactive Q&A, and digital transformation concept hype indicators from the two aspects of digital transformation information disclosure level and tone were constructed. A-share listed companies in China from 2010 to 2023 were taken as samples. A fixed effects model was used to examine the impact effect and mechanism of investors'digital attention on the conceptual hype of enterprise digital transformation, and the reasons and explores solutions was analyzed. The research results indicate that investors' digital attention exacerbates the hype of the concept of digital transformation of enterprises. This exacerbating effect is more significant in low-market-cap and non-state-owned enterprises. Furthermore, enterprises located in regions with better digital economy development, smaller-scale enterprises, and enterprises with senior executives having IT and R&D backgrounds exhibit a more significant exacerbating effect on the level of information disclosure, but the effect on the tone of disclosure is not significant. The conceptual hype of enterprise digital transformation is promoted by investors'digital attention through three paths: exacerbating stock price volatility, inducing executive shortsightedness, and increasing reputation costs. The conceptual hype of enterprise digital transformation can be suppressed by gold medal board secretaries, institutional investors'attention, analysts, media, and supervision from the four major audit institutions. A new perspective is provided for understanding the micro mechanisms of interaction between investors and enterprises in the digital age. Policy implications are offered for preventing the risk of conceptual hype and guiding substantive digital transformation.

Keywords: investors' digital attention; digital transformation; conceptual hype; information disclosure; intonation; short-sighted behavior; governance path