

“蹭热点”式转型路：企业热点信息披露与高质量创新*

张倩倩 唐卓思 何潇潇 张晓玫

内容提要：党的十八大以来，推动产业转型升级成为政府政策引导的重要目标。在高增长潜力的激励下，战略性新兴产业和技术领域成为资本市场追逐的热点。识别企业是真转型还是“蹭热点”式转型是我国实现经济现代化中的一个重要问题。本文通过收集2013—2019年我国资本市场上的企业转型升级热点，探讨了企业披露的热点信息是否伴随高质量创新产出。研究发现：首先，企业热点信息披露存在很强的时效性，当年转型热点在企业信息披露中层见叠出，而在前后年份则大幅减少，即企业倾向蹭转型热点；其次，企业披露的热点信息缺乏高质量的相关创新活动支撑，表明上市公司利用热点信息迎合利益相关者，存在真蹭热点假转型行为；最后，动机检验表明，企业“蹭热点”式转型行为存在市值管理和掩饰效应动机，该行为能够提升短期超额回报并且产生更低的盈余反应系数，但超额收益在中长期内逆转。本文做了一系列拓展研究，识别了企业蹭热点的主动管理和迎合式披露行为，对影响企业蹭热点的内外部压力进行了分析，并检验了企业蹭热点信息披露是否损害了投资者信心。本文结论有助于揭示企业热点信息披露的真相，为利益相关者识别前瞻性企业，维护资本市场稳定提供了经验证据。

关键词：蹭热点 印象管理 企业转型 信息披露 高质量创新

作者简介：张倩倩，西南财经大学会计学院副教授，611130；

唐卓思，乐山市商业银行金融学博士，614000；

何潇潇（通讯作者），西南财经大学金融学院副教授、博士生导师，611130；

张晓玫，西南财经大学金融学院教授、博士生导师，611130。

中图分类号：F832.51 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2024)08-0137-17

* 基金项目：国家自然科学基金青年项目“创新乐观信念、延续性创新决策与价值传递：基于创新预期信息有效性视角”（72002176）；教育部人文社会科学研究规划基金项目“资管新规对银行风险治理与实体经济效应的影响及机制研究”（23YJA790104）；四川省哲学社会科学基金青年项目“高管风险承担视角下四川省国有企业打造原创技术策源地的人才驱动路径研究”（SCJJ23ND445）。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。何潇潇电子邮箱：hexx@swufe.edu.cn。

一、引言

在我国经济转型升级背景下,为促进产业结构优化,政府战略性扶持特定领域技术发展,而这些领域作为新发展格局的前瞻性选择,被市场赋予较高的发展预期,成为资本市场中的热点。若企业能够顺应该导向,积极布局前瞻性领域,加大相关产业技术研发创新,在资本市场的融资青睐下,将实现创新驱动转型目标。这种具有高增长潜力的转变如何被市场察觉?企业信息披露中“热点”的踪迹成为对外传递的重要信号。然而,鉴于文本信息的低操纵成本,这一信号容易被模仿。企业可能利用热点赋予利益相关者的积极先验信念,在明显不具备技术能力的情况下将自身与市场中的转型热点不当关联,即真蹭热点假转型。一旦企业采取这种策略性捷径,则容易导致资本错配,扭曲政策目标(杨国超、芮萌,2020),同时对行业形成负面溢出(Zavyalova等,2012)。那么,我们能否在企业信息披露中发现热点的踪迹?热点信息披露是否有高质量的热点相关创新活动支撑?对这些问题的探讨为政府和投资者识别前沿企业,维护资本市场有效运行具有重要现实意义。

市场关注的转型升级热点作为前瞻性领域,通常具有良好的发展前景。企业如果积极布局相关产业,增加与热点相关的高质量创新活动,不仅可以抢先占领市场,增强自身竞争优势,还可能获得政策支持,获取政府补贴和信贷便利(杨国超、芮萌,2020),实现创新驱动转型目标。在非完备信息环境中,投资者主要依赖企业主动披露的各种信息进行决策。因此,与转型热点相关的企业有动机利用信息披露向外界传递转型升级的积极信号,帮助利益相关者增加对其高增长前景的认知,提高对其关注度、响应性和认同感,进而引导市场做出对其有利的判断(Zavyalova等,2012)。

本文通过数据整理发现,与转型升级相关的热点在企业年报信息披露中普遍存在。经统计,对于当年热点词语,在当年年报中披露次数超过5次的企业占27.60%,平均披露次数为26次。而当年的热点词语,在前一年年报中披露次数超过5次的企业仅占3.34%,平均披露次数为15.77次;在后一年年报中披露次数超过5次的企业仅占6.03%,平均披露次数为21.16次。^①由此可见,企业对热点的披露并不持续,热度过后,对热点信息的披露显著下降。企业借助热点进行印象管理,实际上是利用热点赋予利益相关者的积极先验信念,塑造自身在公众心目中的积极形象,引导市场对其乐观认知和积极决策。若披露的信息有偏,信息的低效性可能误导投资者的选择判断。证监会于2021年《上市公司信息披露管理办法》修订说明中明确提出:针对个别上市公司滥用自愿披露“蹭热点”、董监高在定期报告披露时集体发表异议声明等突出问题,需要在《上市公司信息披露管理办法》中作出针对性安排。

那么企业蹭热点究竟是与转型升级热点的不当关联,还是借热点的东风,进行了真实转型?与转型升级相关的热点产业通常涉及引领新一轮变革的新技术,比如5G、区块链、人工智能等。企业必须通过高质量研发活动才能转向这些领域。蹭热点的企业可能存在两种情况。一方面,热点作为政策导向或需求导向的前沿产业,具有良好发展前景,企业为了提高竞争优势,进行热点转型或布局。此时,企业热点信息披露具有实质性行动支撑,能为外界提供增量信息,向市场传递企业高质量创新的信号(Aggarwal等,2012)。另一方面,企业可能没有实质性地开发或投资相关业务,热点信息披露只是一种廉价交谈(cheap talk),企业在明显不具备技术能力的情况下将自身与热点相关联。热点信息的定性特征给企业提供了一条无须高额投入就可能获得潜在收益的策略性捷

^① 为了避免某一概念连续几年均是热点的状况,对在其他年份中也是热点的关键词进行了剔除。

径。热点信息披露具有潜在的高收益,增加热点相关披露有助于吸引投资者关注,树立良好企业形象,实现市值管理(Tan等,2014)。并且强调与热点相关的信息可以分散投资者注意力,从而混淆不利信息(Patelli和Pedrini,2014)。此外,热点信息披露也具有低门槛特性。文本信息表述上具有高弹性和低可鉴性,赋予企业管理层很高的自由裁量权,操纵难度较低(Bloomfield,2002;赵璨等,2020)。文字游戏的可操纵性也降低了企业前期投入成本和风险。如果是这种情况,那么误导性陈述将愈发恶化信息环境,扭曲资源配置,加剧负面溢出效应(Zavyalova等,2012)。^①

本文通过测算企业热点披露数据,验证了企业蹭热点行为,并研究了该行为是否有高质量的创新活动支撑。首先,从“上证e互动”和“深交所互动易”的提问信息中通过词频统计得到热点关键词。^②积极情绪刺激了公众对市场热点的投资或投机性需求,促使其增加热点相关的信息搜寻。“上证e互动”和“深交所互动易”作为投资者与上市公司的互动交流平台,为投资者提供了一个便捷的沟通渠道。平台提问信息能够体现投资者的关注点,从中提取的热点关键词也具有一定代表性。其次,将企业热点信息披露与投资者热点关注相匹配,通过热点披露是否随概念热度变化区分企业是否蹭热点。最后,从企业热点相关创新角度考察企业是否进行了热点相关的实质性业务转型和升级。

本文可能的贡献如下。首先,本文识别了企业转型和信息披露之间的关系,提供了企业通过热点信息披露进行真蹭热点假转型的关键证据,有助于加深对企业信息披露可靠性的认识。本文通过构建理论模型分析,识别了企业在面临转型热点时进行高风险创新投入和低风险投入的成本收益,从企业决策的角度识别了企业真转型与假转型的动机与约束,为认识企业的行为和言语决策提供了理论参考。其次,本文提供了上市企业借助热点进行印象管理的初步证据,并识别了该行为的策略性,展示了企业对公众先验信念和市场非理性情绪的利用,为企业文本信息操纵提供了一个新的研究视角。以往研究企业借助资本市场热点进行营销的文献聚焦企业更名(Cooper等,2001;Lin等,2016)。相比更名,信息披露不需要企业舍弃原有市场的品牌声誉,操纵难度和成本更低。已有文献发现企业能够对“互联网+”信息、环境信息等特定文本内容进行操纵(赵璨等,2020;黄艺翔、姚铮,2016)。本文从转型热点信息披露角度提供了关于企业迎合市场积极情绪进行策略性披露的新证据。最后,本文将热点这一市场因素引入企业信息披露与企业创新活动研究中。现有文献主要关注企业创新信息披露是否反映了企业创新活动,对于创新文本信息提取“研发”“研制”等词语(Merkley,2014;李岩琼、姚颐,2020;程新生等,2022)。本文将市场转型热点与企业创新活动相结合,为企业信息披露和企业创新活动研究提供了新的视角。此外,已有文献关于创新产出的衡量主要使用企业创新总产出数量(Glaeser等,2020),缺少对具体特定创新产出与企业创新信息披露的关联关系研究。本文将企业转型热点信息披露与对应的热点相关专利关联,为创新信息披露与创新活动关系的甄别提供了新的方法。

二、文献回顾与理论分析

(一)文献回顾

文本信息披露特点与披露操纵相关研究。企业披露的热点信息属于文本信息,文本信息具有

^① 经统计发现,企业披露“热点”的情况在信息传输、软件和信息技术服务业,专用设备制造业,电气机械和器材制造业,计算机、通信和其他电子设备制造业,批发和零售业中更为突出。这些行业大部分为高科技行业,是产业优化升级的重要部分,如果热点信息披露是没有实际业务支撑的“蹭热点”,其带来的负面效应更为严重。

^② 为了针对性地衡量企业“蹭热点”式转型行为,在词频统计中删除了无关词语,仅保留与产业发展相关的热点关键词。

直观性,很容易被外部投资者理解。然而,文本信息同时具有灵活性和可操作性,为信息披露提供了更大的酌情权,为管理层引导市场行为提供了操纵空间(Bloomfield, 2002)。Balakrishnan 等(2014)指出,企业管理层相对于外部股东具有信息优势,其在进行信息披露时往往存在机会主义行为。企业管理层能够通过操纵财务数字信息披露引导市场做出对其自身能力和公司价值有利的判断。而相比于标准化的数字财务信息,非标准化的文本信息更容易成为管理层自利的工具(王克敏等, 2018)。文本信息相较数字信息更为曲折隐晦,在表达和传递信息时更加富有弹性,有着较强的叙述性和较差的可鉴性,难以进行规范和限制(赵璨等, 2020)。任宇和刘峰(2019)发现,管理层能够通过对政府补助信息的不充分披露来增加业绩噪声,从而获取更多的薪酬。赵璨等(2020)指出,企业夸大了“互联网+”相关信息披露。这种策略性炒作行为推高了股价崩盘风险。企业的热点信息披露也属于特定信息披露。本文在以往研究的基础上,关注企业是否对热点信息披露有所倾向,是否可能利用投资者积极的先验信念进行印象管理。

文本信息披露与企业创新活动相关研究。企业披露的转型热点信息需要高质量的创新活动支持。已有文献研究认为,创新信息披露有助于外部投资者了解企业创新状况,进而给予正向的市场反馈(Liu 等, 2023)。李岩琼和姚颐(2020)认为,管理层更倾向披露企业的研发优势或成功概率较大的研发计划和研发进展等有利于企业的信息,对外传递创新进展。然而企业也可能操纵创新文本信息披露。Merkley(2014)指出,企业会根据业绩调整 R&D 定性信息披露。程新生等(2022)发现,由于研发投入波动可能被投资者视作风险信号,企业在研发投入波动不同时期对年报中的创新文本信息进行策略性披露。对于进行了转型创新的企业,对外披露转型创新信息有助于缓解信息不对称。鉴于文本信息的可操纵性,本文探讨了转型热点信息披露是否反映了企业转型创新活动。

(二)理论分析

企业本质上是以营利为目的的经济组织,追求的最终目标是利润最大化。在政策导向或需求导向下,与转型升级相关的热点产业往往被重点关注。企业如果乘转型热点的东风,积极布局热点相关产业,一方面,可以抢先占领市场,增加自身的竞争优势;另一方面,对于前沿或市场急需的产品和服务,政府往往倾向于为其提供政策扶持(杨国超、芮萌, 2020),金融机构也会倾斜信贷资源(赵璨等, 2020),即转型热点产业有助于获得政府补贴和信贷便利。转型热点相关产业涉及高科技、新技术,企业进行真实转型必然需要高质量的创新活动支持。企业可以趁机进行转型升级,同时对外披露相关信息。高质量的创新活动能够给企业带来潜在收益,相关信息的披露有助于企业获得投资者认可。

然而,真实布局热点产业门槛较高,需要投入大量的时间、人力和资金成本,还需承担转型失败的风险。当企业预测转型升级风险可能较大时,企业缺乏动力进行真实的转型升级。而热点信息披露有所不同,文本信息操纵成本和难度较低,成本和风险均远低于真实转型。当预期真实转型的期望收益较低时,企业可能选择不进行大量资金或人力资源投入,但通过操纵信息披露,创造出符合投资者偏好的企业特征,为企业带来潜在高收益。

一方面,热点信息披露有助于吸引投资者关注,树立良好企业形象,达到市值管理的目的。中国股票市场上个人投资者数量众多,个人投资者通常缺乏专业的投资技能,容易受市场情绪影响,往往对市场热点形成过度关注。而注意力作为一种稀缺资源,能够影响投资者的选择与决策,尤其对个人投资者的影响更大,越是被投资者密切关注的信息就越容易影响股票市场表现。杨涛和郭萌萌(2019)发现,投资者对雾霾和 PM2.5 概念股的关注提升了该概念股的股票价格。企业披露

更多与热点相关的信息有助于吸引投资者关注,进而影响投资者的信息搜寻行为和购买偏好,赋予企业更乐观的评价并优先交易,提高市场对该企业股票的需求,推高股票价格(Drake等,2012),达到市值管理的目的。

另一方面,强调与热点相关的信息有助于分散投资者注意力,从而混淆不利信息(Patelli和Pedrini,2014)。当企业面临当期业绩较差、存在调节利润或粉饰业绩等行为时,其操纵文本信息披露的动机较强。根据不完全反应假说(Incomplete Revelation Hypothesis),信息的解读成本在很大程度上决定了资产价格对信息的反应程度(Bloomfield,2002)。企业增加披露中的热点信息含量,很可能是为了转移投资者的注意力,增加信息解读成本,从而隐藏公司的真实业绩(王克敏等,2018)。此外,披露热点相关信息能够强化投资者对企业未来发展的良好预期,从而帮助企业赢得投资者对其现有低绩效的理解,进一步熨平公司业绩的波动和不稳定性。黄艺翔和姚铮(2016)发现,企业在主动披露环境信息时,存在“漂绿”行为,树立自身环境友好的形象,以保证即使在经营业绩上未达到预期,也能够受到利益相关者的认可。

为进一步理解企业热点信息披露决策以及是否选择真实转型进行高质量创新,本文参考Aghion等(2013)设立的企业创新决策理论模型构建了一个简单的理论分析框架。企业转型升级需要进行高风险投资,而日常运营仅需低风险投资,同时企业转型披露可以获得市场嘉奖。假设企业面临三类选择策略:其一,披露企业转型信息并进行高风险创新投资;其二,蹭热点披露企业转型信息但仅进行日常运营需要的低风险投资^①;其三,不蹭热点不披露企业转型信息且进行低风险投资。模型包括两期,即 $T = (1, 2)$ 。

$T = 1$ 期,企业选择披露策略,市场根据披露策略给予反馈,最终反映在企业收益上。设企业的收益为 y ,企业的投资为 I , D 、 ND 分别表示企业是否披露转型信息, H 、 L 分别表示企业进行高、低风险投资。企业三种策略的净利润($Profit_{T=1}^{Strategy1}$ 、 $Profit_{T=1}^{Strategy2}$ 、 $Profit_{T=1}^{Strategy3}$)如下:

$$\begin{cases} Profit_{T=1}^{Strategy1} = y_D - I_H \\ Profit_{T=1}^{Strategy2} = y_D - I_L \\ Profit_{T=1}^{Strategy3} = y_{ND} - I_L \end{cases} \quad (1)$$

假设 $y_D > y_{ND}$,既市场鼓励转型升级(Kogan等,2023)。Kogan等(2023)的理论模型表明,当市场存在大量无法甄别虚假消息的非理性投资者时(如大量散户交易者),虚假消息会影响其对企业价值的预期。在创新驱动战略和转型发展背景下,市场对存有关键技术领域突破可能性的企业的价值预期显著提升,这最终反映在企业现金流上。因此,对于披露了转型信息的企业, $y_D > y_{ND}$ 。此外,假设低风险投资 I_L 为常量。

$T = 2$ 期,根据转型情况,企业的利润见式(2)。假定市场并未认定蹭热点是虚假信息披露违规,不存在惩罚成本,这加大了企业蹭热点的动机(Crawford和Sobel,1982)。

$$\begin{cases} Profit_{T=2}^{Strategy1} = p(y_0 + \varepsilon) + (1 - p)y_0 \\ Profit_{T=2}^{Strategy2} = y_0 \\ Profit_{T=2}^{Strategy3} = y_0 \end{cases} \quad (2)$$

其中, y_0 表示企业在低风险投资状态下 $T = 2$ 期的收益。 $\varepsilon > 0$,反映技术升级后因企业竞争能

^① 这里低风险投资包括企业进行与转型热点相关的实用新型创新投资,实用新型专利是对产品的形状、构造等提出的技术方案,通常是低技术水平的创新,其投资风险和价值较低。

力上升而产生的额外收益,假定 ε 为常数。 p 为创新成功的概率,参考Aghion等(2013), $p = 1 - \pi$, π 反映了同期创新活动被模仿的概率,换言之, π 与市场竞争程度正相关。

企业最优目标是选择合适的策略最大化两期净利润。为简化模型,这里假定现金流折现率为0。三类策略的效用 $U(i)(i = 1, 2, 3)$ 如下:

$$\begin{cases} U(1) = y_D + p(y_0 + \varepsilon) + (1 - p)y_0 - I_H \\ U(2) = y_D + y_0 - I_L \\ U(3) = y_{ND} + y_0 - I_L \end{cases} \quad (3)$$

参考Aghion等(2013)的论证逻辑,若选择策略(1),则需要:

$$U(1) > U(2) > U(3) \quad (4)$$

由于 $y_D > y_{ND}$,因此企业蹭热点的效用大于不蹭热点的效用 $[U(2) > U(3)]$ 。

接着比较实质性转型策略的效用 $U(1)$ 与单纯蹭热点转型的效用 $U(2)$ 。给定阈值 I_H^* ,使 $U(1) = U(2)$,此时:

$$y_D + p(y_0 + \varepsilon) + (1 - p)y_0 - I_H^* = y_D + y_0 - I_L$$

求解可得 $I_H^* = p\varepsilon + I_L$ 。

给定实际转型投资 I_H ,当 $y_D + p(y_0 + \varepsilon) + (1 - p)y_0 - I_H > y_D + y_0 - I_L$ 时, $U(1) > U(2)$,企业选择转型投资而非单纯蹭热点。在此情况下, $I_H < p\varepsilon + I_L$ 。又因为 $I_H^* = p\varepsilon + I_L$,故 $I_H < I_H^*$ 。由于 $I_H = I_H^*$ 时企业在策略(1)、(2)的选择上无差异,因此推论的最终条件为 $I_H \leq I_H^*$ 。由此可得如下推论。

推论1:存在一个投资阈值 $I_H^* = p\varepsilon + I_L$,当高风险投资 $I_H \leq I_H^*$ 时,企业愿意执行转型策略(1)。

由推论1可知,阈值 I_H^* 决定了转型投资的上限,其大小反映了企业的转型投资意愿。由此可得如下推论。

推论2:给定常量 ε ,企业面临的竞争越激烈,企业创新成功的可能性 p 越小, I_H^* 越小,企业进行转型投资的意愿越小,单纯蹭热点的动机越大。

三、研究设计

(一)数据来源

本文热点数据来自“上证e互动”和“深交所互动易”平台。通过Python编写的程序抓取了2013—2019年“上证e互动”和“深交所互动易”平台中的提问信息,并经过关键词提取得到每年的热点数据。A股上市公司年报中“管理层讨论与分析”(MD&A)数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS),专利数据来自全球知识产权数据库(Orbis Intellectual Property-BVD),其中缺失的部分专利摘要数据利用爬虫在专利网站上补全。其他财务数据来自国泰安数据库(CSMAR)。根据本文研究和以往惯例,进行如下筛选:第一,剔除ST、*ST的企业;第二,剔除银行、保险等金融类上市公司;第三,剔除管理层讨论与分析的字数小于250字的企业;第四,剔除上市年限小于一年的企业;第五,剔除主要变量数据缺失的样本。最终得到10440个公司-年度样本。为了避免异常值产生的影响,本文对连续变量进行了99%和1%的Winsorize处理。

(二)变量设定

1. 蹭热点

为了能够较好识别当年市场中的转型热点,本文通过词频统计从“上证e互动”和“深交所互动易”平台中的提问信息中得到与转型升级相关的热点关键词。网络互动平台中的提问信息能够体现投资者关注点。市场对某些热点越关注,则提问信息中关于这些热点词语的提及就越多。因此,互动平台中的提问信息能够体现投资者所关心关注的问题,从中提取的热点关键词也具有一定代表性。本文合并了“上证e互动”和“深交所互动易”中的提问文本数据,利用Python对其进行词频提取,并剔除与产业无关的噪声词语,得到每年前十大转型升级热点词。例如,2018年前十大转型升级热点词分别为芯片、区块链、新能源、5G、大数据、物联网、人工智能、半导体、光伏、锂电池。其中,芯片的热度最高,与之相对应的是国务院2016年发布的《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》,文件中强调要“提升关键芯片设计水平,发展面向新应用的芯片”。5G的热度排名前列,而2018年连续推出的《扩大和升级信息消费三年行动计划(2018—2020年)》和《关于深入推进网络提速降费 加快培育经济发展新动能2018专项行动的实施意见》都明确提出要加快推进5G技术产业发展。可以看出,转型热点与当年或附近年份的国家产业发展政策相关,表明资本市场中的热点与国家引导发展的领域一致。而相比产业政策,资本市场热点能直接反映哪个领域的热度更高。

企业年报中管理层讨论与分析(MD&A)既包含报告期内企业的经营成果、财务状况以及投资情况的回顾与分析,也包含对企业未来经营计划、企业发展战略以及行业发展趋势等的展望和评价,其词语运用能够体现企业的经营特征和未来战略情况(李子健等,2022)。如果企业在管理层讨论与分析中提及热点相关内容,那么这些热点相关信息既可能是对过去经营状况和投资情况的真实总结、对未来经营战略的具体分析,也可能是对热点的机会主义提及,既不是对过去的确切描述,也不是对未来的刚性承诺,甚至纯粹将其作为一个流行语提及。但即便这些信息是毫无依据、无实质内容的,也是企业蹭热点的一种方式(Cheng等,2019)。因此基于每年的热点,对管理层讨论与分析的文本内容进行词频统计,加总得到企业热点披露次数。考虑到数据的右偏性和稳健性,分别使用热点披露次数加1的自然对数($DiscNum$)、热点披露次数与MD&A的总词数的比率乘以1000($DiscRatio$)进行衡量。

然而,在管理层讨论与分析中披露热点相关内容的企业并不一定是蹭热点。蹭热点的内涵是当热度出现时,企业借势进行了宣传和披露。Cheng等(2019)研究了美国上市公司蹭区块链热点的问题。他们发现,当比特币价格暴涨时,企业进行投机性蹭热点的数量大幅增加。本文想探究面对市场中不断出现的热点,企业是否也会随着热点的热度高低进行选择披露来蹭热点。因而,考虑到披露热点信息的企业可能一直进行相关的经营或投资业务,同时考虑到某些热点可能是持续的。为剔除这些情况的影响,本文基于蹭热点的内涵,结合热点的变换,使用当年相对于前后年份增加或减少的热点披露进行计算。具体地,为了方便区分,如果某个热点在 t 年是热点但在 $t-1$ 年不是,则将其称为“新增热点”;类似地,如果某个热点在 t 年是热点但在 $t+1$ 年不是,则将其称为“过时热点”。那么,如果企业在 t 年披露的新增热点数量(比率)大于企业在 $t-1$ 年披露的新增热点数量(比率),并且企业在 t 年披露的过时热点数量(比率)大于企业在 $t+1$ 年披露的过时热点数量(比率),则认为企业在蹭热点,分别用 $Hype1$ 和 $Hype2$ 表示。当采用热点披露数量测度出企业蹭热点时, $Hype1$ 赋值为1,否则为0;当采用热点披露比率测度出企业蹭热点时, $Hype2$ 赋值为1,否则为0。

2. 企业热点相关创新

为了识别企业是否有热点相关的技术活动,本文对企业专利申请文件进行文本分析,在专利文本信息中,标题和摘要是最关键、最精华的部分,包含该专利所属的技术领域、主要的技术特征以及相关用途等,其词语运用能够体现该专利的领域性。当专利标题或摘要运用了热点关键词,即便该专利不是与热点直接相关,也必定涉及热点的前后工序、运用范畴等间接相关领域。借鉴Chen等(2019)的做法,若企业专利的标题或摘要含有热点关键词,则认为是与热点相关的专利。与企业蹭热点保持一致,本文选取 t 年相对 $t-1$ 年的新增热点以及 t 年相对于 $t+1$ 年的过时热点关键词,获取对应热点的相关专利。为降低右偏性的影响,将热点相关专利申请数量加1的自然对数作为对企业热点相关创新的衡量。同时为了更好地识别企业是否进行了真实转型,进行了高质量创新,借鉴黎文靖和郑曼妮(2016),将企业热点相关创新分为高质量的发明专利($\ln Pati$)和低质量的实用新型专利($\ln Patu$)。

3. 控制变量

本文主要控制变量包括企业总资产、资产负债率、董事会人数、资产收益率、账面市值比、行业营业收入增长率以及独立董事网络中心度。^①

四、实证结果与分析

(一) 企业蹭热点

考察企业是否存在蹭热点行为,使用T统计检验。表1展示了企业蹭热点行为存在性的检验结果。其中 $\Delta DiscNum1$ ($\Delta DiscRatio1$)表示企业在 t 年披露的新增热点的次数(比率)与企业在 $t-1$ 年披露的新增热点次数(比率)之差,由于新增热点只在 t 年是热点而在 $t-1$ 年不是热点,如果 t 年对新增热点的披露大于 $t-1$ 年,则说明企业在年报披露时对热点有所偏好。 $\Delta DiscNum1$ 、 $\Delta DiscRatio1$ 的均值分别为0.1018、0.0336,T统计量检验值分别为22.4914和8.0488,在1%的水平下显著,表明 t 年相对 $t-1$ 年对新增热点的披露次数(比率)的差值均显著大于0,说明企业在新热点出现时增加了热点信息披露。同理, $\Delta DiscNum2$ ($\Delta DiscRatio2$)表示企业在 t 年披露的过时热点的次数(比率)与企业在 $t+1$ 年披露的过时热点次数(比率)之差。 $\Delta DiscNum2$ 和 $\Delta DiscRatio2$ 的均值分别为0.0209和0.0409,T统计量检验值也在1%的水平下显著,表明 t 年相对 $t+1$ 年对过时热点的披露次数(比率)的差值均显著大于0。由于过时热点只在 t 年是热点而在 $t+1$ 年不是,说明企业在某些概念是热点时增加了相关披露,而在其不是热点时则减少了披露。

表1 企业蹭热点存在性检验

变量名	均值	标准差	最小值	最大值	T值
$\Delta DiscNum1$	0.1018	0.4625	-2.5649	4.1589	22.4914***
$\Delta DiscRatio1$	0.0336	0.4263	-2.9444	3.4657	8.0488***
$\Delta DiscNum2$	0.0209	0.3094	-6.5871	8.3601	6.8871***
$\Delta DiscRatio2$	0.0409	0.3058	-4.1163	9.2139	13.6778***

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平下显著。下同。

① 限于篇幅,描述性统计结果未列示,留存备索。

(二)企业蹭热点与热点相关专利产出

为进一步识别蹭热点的企业是否进行了热点相关的高质量创新。表2展示了企业蹭热点与热点相关创新的回归结果。表2的第(1)~(4)列展示了企业蹭热点信息披露对企业当年热点相关高质量发明专利以及低质量实用新型专利申请的影响。第(1)和(2)列 *Hype1* 和 *Hype2* 的系数分别为0.0027和0.0104,但均不显著,表明信息披露时蹭热点的企业并没有增加热点相关发明专利的申请,即没有进行相关的高质量创新。第(3)和(4)列 *Hype1* 和 *Hype2* 的系数分别为0.0427和0.0321,均在1%的水平下显著,表明蹭热点的企业增加了热点相关非发明专利的申请。

考虑到企业信息披露可能是对过去的总结,也可能是对未来的前瞻性表述,因而引入企业蹭热点的前后年份变量。当企业在 *t*+1 年蹭热点时, *preHype* 取值为1,否则为0,分别用 *preHype1* 和 *preHype2* 表示热点披露数量和热点披露比率测度的企业 *t*+1 年是否蹭热点。当企业在 *t*-1 年蹭热点时, *postHype* 取值为1,否则为0,分别用 *postHype1* 和 *postHype2* 表示热点披露数量和热点披露比率测度的企业 *t*-1 年是否蹭热点。由第(5)~(8)列的回归结果可知, *preHype1* 和 *preHype2* 的回归系数均不显著为正,表明企业蹭热点之前年份,企业热点相关的发明专利和非发明专利均没有明显增加,可见蹭热点不是对过去的总结。 *postHype1* 的回归系数均不显著,仅 *postHype2* 对 *lnPatu* 的回归系数显著为正,表明企业蹭热点信息披露之后,其与热点相关的非发明专利申请可能存在一定的滞后,但发明专利申请仍没有明显变化。整体来看,企业蹭热点信息披露前后并没有进行相关高质量研发,而仅在蹭热点信息披露时,进行了低质量和低风险的实用新型创新。这一结果表明,企业热点信息披露并没有高质量创新支撑,是对利益相关者的策略性迎合。在迎合理论中,企业可能为了维护自身利益而做出迎合投资者的行为决策。而热点中蕴含的积极市场情绪,为企业迎合投资者的非理性投资需求提供了可乘之机。

表 2 企业蹭热点与热点相关创新

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	lnPati	lnPati	lnPatu	lnPatu	lnPati	lnPati	lnPatu	lnPatu
<i>preHype1</i>					0.0054 (0.5729)		-0.0099 (-0.6910)	
<i>Hype1</i>	0.0027 (0.2543)		0.0427*** (3.0719)		-0.0075 (-0.6967)		0.0421** (2.4436)	
<i>postHype1</i>					-0.0020 (-0.1498)		0.0224 (1.4206)	
<i>preHype2</i>						-0.0044 (-0.4646)		-0.0225* (-1.7771)
<i>Hype2</i>		0.0104 (1.1046)		0.0321*** (2.6498)		-0.0088 (-0.8990)		0.0353** (2.3957)
<i>postHype2</i>						0.0005 (0.0411)		0.0253* (1.7376)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	10440	10440	10440	10440	5538	5538	5538	5538
Adj.R ²	0.2280	0.2281	0.1920	0.1915	0.1022	0.1021	0.0443	0.0467

注:括号内为经过公司层面聚类调整的*t*值。下同。

(三)企业信息披露蹭热点的动机——市值管理与掩饰效应

根据前文理论分析,策略性热点信息披露可能从以下两个方面为企业带来好处:第一,刺激股价上升,从而进行市值管理;第二,分散投资者注意力,从而隐藏坏消息。因而,本文将进一步检验是否存在市值管理和掩饰效应。

1. 蹭热点的市值管理效应

企业热点信息披露可能是为了吸引投资者的关注,激发投资者对企业股票的需求,以达到市值管理的目的。本文已经验证了企业蹭热点行为只是策略性的迎合,并没有高质量的创新活动支撑,那么信息操纵行为是否会误导投资者,使其做出错误的反应?换言之,企业蹭热点能否获得正向的市场反应?这个问题的意义在于相互矛盾的两点。一方面,以往研究认为,对于无实质性行动的、不具说服力的廉价交谈,投资者应该不会做出任何反应(Ofek和Turut,2013)。作为策略性的信息操纵,企业披露的热点相关内容既不是对过去的确切描述,也不是对未来的刚性承诺。这种可信度较低的信息往往会被忽略掉,不会影响投资者的投资决策(Whittington等,2016)。另一方面,现实中一些企业在简单地发布与热点相关的更名或合作公告后,股票价格确实有所提升。^①Cooper等(2001)指出,在互联网狂热时期,无论公司参与互联网的程度如何,只要在公司名称中添加“.com”就能够获得高额的异常回报。Cheng等(2019)也发现,在区块链狂热时期,企业可以通过披露与区块链相关的信息来提升股票价格,即便这些信息缺乏实质内容,也能够获得超额收益。

本文从短期市场反应和中长期市场反应两个方面来验证策略性迎合热点的企业能否获得超额收益。本文使用基于CAPM模型计算的累计超额收益率(CAR)衡量企业年报公布后的市场反应。使用事件日前130天至前11天共120个交易日作为估计窗口,考虑到可能存在的提前信息泄露,短期事件窗口期采用 $[-1,3]$ 。Bernard和Thomas(1989)研究发现,大部分的漂移出现在公告后的60个交易日内,中长期的事件窗口期采用 $[4,60]$ 。为剔除市场因素的影响,本文进一步控制了企业的流通市值、未预期盈余、收益率标准差、月均超额换手率。为了有针对性地验证策略性迎合热点企业的超额收益,回归样本使用没有热点相关专利的企业样本。

表3列示了企业蹭热点市场反应的回归结果。其中,第(1)和(2)列中Hype1和Hype2的系数分别为0.0081和0.0065,且至少在10%的水平下显著,表明在没有热点相关专利的情况下,企业蹭热点行为在短期内能够提升股票价格,增加超额收益。结果证明即使是策略性信息操纵,在短期内仍然能够得到正向的市场反应,其中的原因可能有两个。其一,由于公司和管理层双重声誉成本的存在,投资者可能相信企业会兑现承诺(Whittington等,2016)。其二,中国投资者中散户投资者较多,而散户对投资本质的认知水平较低,对信息的收集和分析能力相对有限(江轩宇等,2021)。同时,散户投资者存在投机性狂热这种非理性行为(Cooper等,2001)。大部分投资者可能无法区分企业蹭热点是真实客观的陈述还是有偏向性的夸大其词,进而做出错误的判断。因此,即便企业蹭热点行为是策略性的迎合,披露的热点相关内容可能毫无根据或难以验证,也能够短期内引导投资者做出错误判断。表3的第(3)和(4)列的被解释变量为初始反应之后的中长期市场反应。Hype1和Hype2的系数均为负,分别为-0.2574和-0.2134,且分别在1%和5%的水平下显著,可以看出,企业蹭热点最初的积极反应在随后的60个交易日内被逆转,这表明投资者对企业热点信息披露产生了过度反应。

^① 例如,2017年11月,坪山茶业发布公告称更名为区块链集团,其更名完成后,股价上涨1300%。又如2021年8月,电线电缆上市公司金龙羽发布公告,宣布合作投资锂电池,在“沾锂就火”的市场氛围下,这份跨界投资协议使该公司股价连续三个交易日涨停。

表 3 企业蹭热点的市场反应

	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR[-1,3]	CAR[-1,3]	CAR[4,60]	CAR[4,60]
Hype1	0.0081** (2.2636)		-0.2574*** (-2.6827)	
Hype2		0.0065* (1.9367)		-0.2134** (-2.4129)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
样本量	6244	6244	6244	6244
Adj.R²	0.0196	0.0193	0.0796	0.0793

2. 蹭热点的掩饰效应

企业披露热点相关信息,可能是借助热点信息分散投资者的注意力,从而更好地混淆不利信息。也就是说,企业很有可能利用热点在公众心中积极的先验信念,将蹭热点作为掩饰不利信息的工具。那么,企业蹭热点能否起到掩人耳目的作用?本文引入盈余反应系数进行验证。参考黄宏斌等(2021),使用企业当期盈余(EPS)减去上一期盈余的差值来衡量未预期盈余(UE)。同样,回归样本使用没有热点相关专利的企业样本。

表4展示了企业蹭热点对企业盈余反应系数的影响。第(1)、(2)列结果显示,UE的回归系数显著为正,Hype1与UE的交乘项的系数为-0.0207,Hype2与UE的交乘项的系数为-0.0179,二者均为负且至少在10%的水平下显著。这表明企业蹭热点确实能够转移投资者的注意力,降低其对盈余信息的关注。分析其原因,一方面,在没有创新活动支撑的情况下,企业热点信息披露相当于增加了无用信息,策略性迎合的蹭热点行为提高了投资者的信息解读成本,能够帮助企业隐藏真实业绩;另一方面,企业披露热点相关信息能够借助热点在投资者心中积极的先验信念,强化投资者对其未来发展的良好预期,从而赢得投资者对其现有绩效低的理解。

表 4 企业蹭热点的掩饰效应

	(1)	(2)
	CAR[-1,3]	CAR[-1,3]
Hype1	0.0075** (2.1099)	
Hype2		0.0060* (1.7994)
Hype1×UE	-0.0207** (-2.0316)	
Hype2×UE		-0.0179* (-1.8941)

续表 4

	(1)	(2)
	CAR[-1,3]	CAR[-1,3]
UE	0.0073** (2.1306)	0.0074** (2.1346)
控制变量	是	是
公司固定效应	是	是
时间固定效应	是	是
样本量	6244	6244
Adj.R ²	0.0207	0.0202

(四)内生性问题和稳健性检验^①

1.内生性问题

在前文的研究中考虑了可能存在的反向因果问题,在回归中同时引入了企业蹭热点事件的前后年份变量,但仍然可能存在遗漏变量和样本选择问题。首先,蹭热点的企业可能本身也偏好采用实用新型这一类创新进行包装。其次,非蹭热点企业可能与蹭热点企业在企业特征方面存在一些差异。因此,本文采用工具变量和倾向得分匹配(PSM)进行重新回归以缓解可能存在的内生性问题。在工具变量选择方面,借鉴曾庆生等(2018)的研究思路,采用同行业同年度其他公司的年度热点信息披露数量的均值作为工具变量。两种方法的回归结果均与本文结论保持一致。

2.稳健性检验

(1)考虑可能存在产业政策影响下的遗漏变量问题。资本市场中的转型升级热点往往与产业政策密切相关,企业热点披露以及热点相关创新活动可能源于产业政策下的套利(黎文靖、郑曼妮,2016)。因此,为了避免产业政策的影响,进一步控制企业是否受到产业政策支持。

(2)排除创新失败的影响。蹭热点的企业没有增加高质量的热点相关创新产出可能并非没有进行相关创新活动,而是研发失败。为排除企业进行了热点相关创新活动但创新失败的可能性,考虑蹭热点对企业热点无关专利的影响。^②

(3)更换创新产出的衡量方式。首先,采用热点相关专利申请量与当年企业专利申请总量的比值对热点相关创新产出衡量方式进行修正。其次,考虑到创新产出的时滞性,采用未来两期的专利数据重新回归。

(4)更换热点披露的衡量方式。首先,利用热点的热度加权对企业热点披露的衡量方式进行修正。将热点关键词在“上证e互动”和“深交所互动易”提问信息中出现的频数占前十大热点关键词出现频数的总数之比作为热度的衡量,同时将企业每个热点披露频数按照相应的热度加权,从而控制热点热度对结果的影响。其次,考虑到热点词数量选择可能引起的稳健性问题,将转型相关热点词扩充到20个进行重新检验。

^① 限于篇幅,内生性问题和稳健性检验的结果未列示,留存备案。

^② 高质量的创新活动通常需要高昂的资金和人力资源,当企业增加热点相关业务的创新投入时,往往会挤占其他业务的资金和资源,导致热点无关专利产出减少。如果蹭热点的企业确实进行了热点相关创新活动,应观测到热点无关专利有所降低。

五、扩展性研究

(一)主动管理式与迎合式热点披露^①

企业热点信息披露可以分为两种情形:其一,对于某些与热点关联度不高的企业,投资者通常不会提问热点相关问题,但企业借助热点在利益相关者中积极的先验信念,出于自利动机而主动将自身与热点相关联,为主动管理式热点披露;其二,资本市场热点引发投资者的高度关注,投资者通过“上证e互动”和“深交所互动易”向企业提问热点相关业务,而企业出于迎合投资者的目的进行热点信息披露,为迎合式热点披露。在这两种情况下,企业是否均存在蹭热点行为,该行为是否存在差异?本文依据是否有投资者在互动平台提问热点相关业务,将企业分为主动管理式和迎合式热点披露。结果显示,不论是主动管理式还是迎合式热点披露企业,在概念是热点时增加披露,不是热点时减少披露,即均存在蹭热点行为。并且在进行蹭热点行为时均没有增加热点相关发明专利,迎合式热点披露企业蹭热点时,其热点相关实用新型专利有所增加。

(二)企业蹭热点的内外部压力

1.内部压力

以往研究表明,业绩表现和融资约束对企业信息披露决策有重要影响(Linck等,2013;王克敏等,2018)。业绩表现不佳促使企业操纵信息披露,转移投资者注意力从而掩饰不利信息;而融资约束使企业难以低成本获取充足资金,在一定程度上阻碍了企业的投资活动,从而增加管理层操纵信息披露的可能性,赋予企业蹭热点的动机。本文使用ROA增长率衡量企业业绩表现;使用SA指数衡量企业面临的融资约束。业绩表现与企业蹭热点的回归结果显示,业绩增长率越低的企业,越倾向蹭热点,且这种现象主要出现在不具有热点相关专利的企业中。结果表明,业绩增长率低的企业披露更多热点信息,以迎合利益相关者的热点偏好,增加噪声。融资约束与企业蹭热点的回归结果显示,融资约束越强的企业,越倾向蹭热点,且这种现象主要出现在具有热点相关专利的企业中。这一结果表明,当企业面临较强的融资约束时披露更多热点相关信息,该行为并不是对利益相关者的策略性迎合,而是向外界传递积极信号。企业融资涉及金融机构和政府,对于没有热点相关专利的企业仅通过蹭热点难以误导金融机构,而对于有热点相关专利的企业,更倾向于强化自身优质形象,以获得更多融资。这与以往研究保持一致,企业在面临强融资约束时会利用信息披露缓解资源约束(Linck等,2013)。

2.外部压力

激烈的市场竞争降低了企业的盈利能力,从而增加管理者目光短浅并实施不道德行为的可能性(Rahman等,2021)。因此在企业外部因素中,市场竞争能够反映企业的经营压力,可能增强企业蹭热点的意愿。本文使用行业集中度衡量企业面临的市场竞争情况,即行业中前四大企业的营业收入占比。行业集中度是市场竞争的反向度量,行业集中度越高,意味着企业所属行业中的前四大企业对该行业市场的控制能力越强,则市场竞争越弱。市场竞争与企业蹭热点的回归结果显示,强市场竞争促使企业蹭热点,且这种现象主要出现在不具有热点相关专利的企业中。市场竞争对企业热点信息披露的正向影响可能有以下三点原因。首先,信息披露蹭热点是企业参与竞争的一种管理工具。根据迎合理论,企业管理者为了维护自身利益而迎合利益相关者,做出迎合市

^① 限于篇幅,扩展性研究部分相关实证结果未列示,留存备案。

场的行为决策。而热点正是被广大投资者所重点关注的内容,当企业面临激烈的市场竞争时,为了在竞争中脱颖而出,可能通过蹭热点吸引投资者的关注和青睐,将自身与其他企业区分开来。其次,当竞争压力加大时,依据专有成本的论点,企业更有可能操纵信息披露,策略性地限制和混淆竞争对手可用的信息(Rahman等,2021)。最后,高市场势力赋予的定价能力可以作为缓冲机制,使公司能够将成本冲击传递给客户,减少现金流波动,从而减少对信息操纵的需要。

(三)企业蹭热点信息披露是否损害了投资者信心

上文研究发现,上市公司普遍存在策略性迎合热点的行为,即进行蹭热点信息披露,但缺少实质性的创新转型活动。企业通过蹭热点达到市值管理和掩饰的目的,那么这种行为是否损害了投资者信心?孙晓华等(2023)发现,企业碳信息披露中的迎合行为会损害投资者信心。借鉴雷光勇等(2012)和孙晓华等(2023)对投资者信心的衡量方式,本文选取换手率、每股收益增长率、市净率和市盈率进行主成分分析,并以主成分的特征值大于1为判断标准,最终选取第一主成分和第二主成分的加权平均值构成投资者信心指数。为了有针对性地验证策略性迎合热点是否损害了投资者信心,回归样本使用没有热点相关专利的企业。回归结果显示, $Hype1$ 和 $Hype2$ 的回归系数均显著为负,表明企业策略性蹭热点行为损害了投资者信心,而投资者信心的损害可能影响投资者未来的投资意愿(Gatti等,2021)。

六、结论和启示

本文研究了上市公司对于转型热点的机会主义披露行为,重点分析了以下两个问题:企业在信息披露时是否对与转型升级相关的热点有所偏好,借助资本市场热点进行印象管理?该行为是否有高质量创新产出支撑?

首先,本文通过文本分析考察企业热点信息披露中的印象管理行为,发现上市公司存在信息披露蹭热点行为,企业在某概念是转型热点时增加披露,在其不是转型热点时减少披露。其次,本文检验发现,企业热点信息披露是策略性迎合,蹭热点的企业并没有进行热点相关的高质量创新,只增加了低成本和低价值的实用新型专利,企业存在真蹭热点假转型的“蹭热点”式转型行为。同时,“蹭热点”式转型的企业能够在短期获得超额收益,但在随后的中长期内逆转;企业的热点信息披露具有掩饰效应,能够显著降低其盈余反应系数。扩展性研究发现,不论是主动管理式还是迎合式披露企业,均存在蹭热点行为,且均缺乏高质量的创新活动支撑。业绩表现不佳、融资约束强和面临激烈竞争的企业更容易蹭热点。而在具有热点相关专利的企业中,融资约束是企业蹭热点的一个主要原因,而在没有热点相关专利的企业中,业绩压力和激烈的竞争环境是企业蹭热点的重要因素。最后,企业策略性蹭热点行为损害了投资者信心,可能影响投资者未来的投资意愿。

本文的研究结论对企业、投资者和监管机构有一定的启示意义。首先,对于企业而言,利用热点披露进行印象管理虽然能给企业带来短期超额收益,但企业的长期价值并没有得到提升。相反,由于“蹭热点”式转型而产生的企业信息披露与自身业务之间的不匹配,将破坏企业在投资者、金融机构和政府心目中的形象,不利于企业声誉和长期发展。其次,对于投资者而言,需要提高自身的信息甄别能力,警惕蹭热点成为管理层获取利益的工具,对企业披露的热点相关内容是否有相应业务支撑进行仔细甄别,避免盲目跟风。最后,对于监管机构而言,需要加强对热点相关披露的事前规范和事后稽查及处罚力度,对热点披露内容和篇幅进行限制和规范,建立事后反馈和追

责机制,同时加强对投资者尤其是中小投资者的风险提示和投资教育,防止信息披露蹭热点成为企业操纵股票价格和掩饰不利信息的工具。

参考文献:

- 1.程新生、武琮、修浩鑫、柳扬:《企业研发投入波动与信息披露:投资者创新包容视角》,《经济研究》2022年第6期。
- 2.黄宏斌、刘倩茹、李飞宇、孙雅妮:《自媒体噪音信息披露是掩人耳目吗》,《南开管理评论》2021年第6期。
- 3.黄艺翔、姚铮:《企业社会责任报告、印象管理与企业业绩》,《经济管理》2016年第1期。
- 4.江轩宇、朱琳、伊志宏:《网络舆论关注与企业创新》,《经济学(季刊)》2021年第1期。
- 5.雷光勇、王文、金鑫:《公司治理质量、投资者信心与股票收益》,《会计研究》2012年第2期。
- 6.黎文靖、郑曼妮:《实质性创新还是策略性创新?——宏观产业政策对微观企业创新的影响》,《经济研究》2016年第4期。
- 7.李岩琼、姚颐:《研发文本信息:真的多说无益吗?——基于分析师预测的文本分析》,《会计研究》2020年第2期。
- 8.李子健、李春涛、冯旭南:《非财务信息披露与资本市场定价效率》,《财贸经济》2022年第9期。
- 9.任宇、刘峰:《政府补助信息披露选择、外部公共压力与高管薪酬》,《财政研究》2019年第6期。
- 10.孙晓华、车天琪、马雪娇:《企业碳信息披露的迎合行为:识别、溢价损失与作用机制》,《中国工业经济》2023年第1期。
- 11.王克敏、王华杰、李栋栋、戴杏云:《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》,《管理世界》2018年第12期。
- 12.杨国超、芮萌:《高新技术企业税收减免政策的激励效应与迎合效应》,《经济研究》2020年第9期。
- 13.杨涛、郭萌萌:《投资者关注度与股票市场——以PM2.5概念股为例》,《金融研究》2019年第5期。
- 14.曾庆生、周波、张程、陈信元:《年报语调与内部人交易:“表里如一”还是“口是心非”?》,《管理世界》2018年第9期。
- 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》,《中国工业经济》2020年第3期。
16. Aggarwal, R. A. J., Cao, J., & Chen, F., Information Environment, Dividend Changes, and Signaling: Evidence from ADR Firms. *Contemporary Accounting Research*, Vol.29, No.2, 2012, pp.403-431.
17. Aghion, P., Van Reenen, J., & Zingales, L., Innovation and Institutional Ownership. *American Economic Review*, Vol.103, No.1, 2013, pp.277-304.
18. Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B., & Ljungqvist, A., Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure. *The Journal of Finance*, Vol.69, No.5, 2014, pp.2237-2278.
19. Bernard, V. L., & Thomas, J. K., Post-earnings-announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? . *Journal of Accounting Research*, Vol.27, 1989, pp.1-36.
20. Bloomfield, R. J., The “Incomplete Revelation Hypothesis” and Financial Reporting. *Accounting Horizons*, Vol.16, No.3, 2002, pp.233-243.
21. Chen, M. A., Wu, Q., & Yang, B., How Valuable Is FinTech Innovation? . *The Review of Financial Studies*, Vol.32, No.5, 2019, pp.2062-2106.
22. Cheng, S. F., De Franco, G., Jiang, H., & Lin, P., Riding the Blockchain Mania: Public Firms’ Speculative 8-K Disclosures. *Management Science*, Vol.65, No.12, 2019, pp.5901-5913.
23. Cooper, M. J., Dimitrov, O., & Rau, P. R., A Rose.com by Any Other Name. *The Journal of Finance*, Vol.56, No.6, 2001, pp.2371-2388.
24. Crawford, V. P., & Sobel, J., Strategic Information Transmission. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, Vol.50, No.6, 1982, pp.1431-1451.
25. Drake, M. S., Roulstone, D. T., & Thornock, J. R., Investor Information Demand: Evidence from Google Searches around Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, Vol.50, No.4, 2012, pp.1001-1040.
26. Gatti, L., Pizzetti, M., & Seele, P., Green Lies and Their Effect on Intention to Invest. *Journal of Business Research*, Vol.127, No.3, 2021, pp.228-240.
27. Glaeser, S., Michels, J., & Verrecchia, R. E., Discretionary Disclosure and Manager Horizon: Evidence from Patenting. *Review of Accounting Studies*, Vol.25, 2020, pp.597-635.

- 28.Kogan, S., Moskowitz, T. J., & Niessner, M., Social Media and Financial News Manipulation. *Review of Finance*, Vol.27, No.4, 2023, pp.1229–1268.
- 29.Lin, H. M., Yang, S. A., & Chang, Y., The Wealth Effects of Oil-Related Name Changes on Stock Prices: Evidence from the US and Canadian Stock Markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol.40, 2016, pp.26–45.
- 30.Linck, J. S., Netter, J., & Shu, T., Can Managers Use Discretionary Accruals to Ease Financial Constraints? Evidence from Discretionary Accruals Prior to Investment. *The Accounting Review*, Vol.88, No.6, 2013, pp.2117–2143.
- 31.Liu, Z., Hu, K., & Hussain, A., R&D Disclosure and Corporate Innovation: Mediating Role of Financing Structure. *Finance Research Letters*, Vol.56, 2023, 104106.
- 32.Merkley, K. J., Narrative Disclosure and Earnings Performance: Evidence from R&D Disclosures. *Accounting Review*, Vol.89, No.2, 2014, pp.725–757.
- 33.Ofek, E., & Turut, Ö., Vaporware, Suddenware, and Trueware: New Product Preannouncements under Market Uncertainty. *Marketing Science*, Vol.32, No.2, 2013, pp.342–355.
- 34.Patelli, L., & Pedrini, M., Is the Optimism in CEO's Letters to Shareholders Sincere? Impression Management Versus Communicative Action During the Economic Crisis. *Journal of Business Ethics*, Vol.124, No.1, 2014, pp.19–34.
- 35.Rahman, D., Kabir, M., & Oliver, B., Does Exposure to Product Market Competition Influence Insider Trading Profitability? . *Journal of Corporate Finance*, Vol.66, 2021, 101792.
- 36.Tan, H. T., Wang, E. Y., & Zhou, B. O., When the Use of Positive Language Backfires: The Joint Effect of Tone, Readability, and Investor Sophistication on Earnings Judgments. *Journal of Accounting Research*, Vol.52, No.1, 2014, pp.273–302.
- 37.Whittington, R., Yakis-Douglas, B., & Ahn, K., Cheap Talk? Strategy Presentations as a Form of Chief Executive Officer Impression Management. *Strategic Management Journal*, Vol.37, No.12, 2016, pp.2413–2424.
- 38.Zavyalova, A., Pfarrer, M. D., Reger, R. K., & Shapiro, D. L., Managing the Message: The Effects of Firm Actions and Industry Spillovers on Media Coverage Following Wrongdoing. *Academy of Management Journal*, Vol.55, No.5, 2012, pp.1079–1101.

Seeking Transformation Via “Clout-Chasing”: Hot Topic Disclosure and High Quality Innovation

ZHANG Qianqian, HE Xiaoxiao & ZHANG Xiaomei

(Southwestern University of Finance and Economics, 611130)

TANG Zhuosi (Leshan City Commercial Bank, 614000)

Summary: Technological self-reliance and self-improvement are the cornerstones of national strength and security. Since the 18th National Congress of the Communist Party of China, the central government has placed significant emphasis on technological innovation and positioned it at the core of the national development strategy. Consequently, fostering industrial transformation and upgrading through technological innovation has become a widely accepted consensus. Listed companies' proactive disclosure of progress in key innovation activities helps convey positive signals of transformation to stakeholders in the capital market, and is conducive to achieving the goal of innovation-driven transformation. However, due to the low cost of manipulating textual information, companies may exploit the positive prior beliefs of stakeholders by inappropriately associating themselves with hot topics in the market without possessing the necessary technological capabilities, resulting in “clout-chasing” disclosure. Such strategic disclosure can lead to capital misallocation, distort policy objectives, and cause negative spillovers in the industry.

This study examined whether companies used hot-topic disclosures to signal genuine transformation or deliberately cater to stakeholders. By collecting the transformation-related hot topics in China's capital

market from 2013 to 2019 and analyzing the hot topic disclosure of listed Chinese firms, we found that companies frequently disclosed current-year transformation-related hot topics in the Management Discussion and Analysis (MD&A) sections, but the frequency dropped significantly in the preceding and following years. The hot topic information disclosed by companies was not validated by related high-quality innovation activities, indicating that companies used hot topic information to cater to stakeholders. We revealed that the “clout-chasing” disclosure was driven by market value management and the motivation for cover-up. Such disclosure can increase short-term excess returns, which will be reversed in the medium and long terms, and reduce the earnings response coefficient. Therefore, it is not conducive to the transmission of true information. Further analyses indicated that both proactive management and catering disclosures of hot topics lacked the support of high-quality innovation activities. In addition, poor performance, high financing constraints, and intense industry competition are the key drivers of clout-chasing disclosures. Moreover, the strategic behavior of such disclosure damages investor confidence, potentially affecting their future investment intentions.

This paper’s potential marginal contribution lies in several aspects. Firstly, it identifies the relationship between corporate transformation and information disclosure. By offering crucial evidence on companies engaging in genuine “clout-chasing” versus false transformation through hot topic disclosures, our study enhances the understanding of the reliability of corporate information disclosures. Secondly, the paper provides empirical evidence that listed companies use hot topics for impression management and identifies the strategic nature of this behavior. Specifically, empirical findings demonstrate how companies exploit public preconceptions and irrational market sentiments and offer a new research perspective on corporate textual manipulation. Lastly, the paper incorporates market-driven transformation-related hot topics into the study of corporate information disclosure and innovation activities, providing a novel perspective on relevant research.

The research findings of this paper have important implications for companies, investors, and regulatory authorities. First, while companies may achieve short-term excess returns by using hotspot disclosures for impression management, mismatches between business operations and disclosed information can damage the corporate image and sustainable development in the long run. Second, it is important for investors to pay attention to the strategic “hotspot-riding” disclosure, and carefully verify whether the disclosed information is supported by relevant business activities. Finally, regulatory authorities should strengthen the scrutiny of hotspot-related disclosures, establish accountability mechanisms, and enhance risk warnings and education for retail investors to prevent hotspot disclosures from being used to manipulate stock prices and conceal adverse information.

Keywords: Clout-Chasing, Impression Management, Corporate Transformation, Information Disclosure, High Quality Innovation

JEL: G14, G30, O32

责任编辑:诗 华