

网络平台互动、策略性回应与股票错误定价*

徐寿福¹ 郑迎飞¹ 张嘉宸²

(1. 上海对外经贸大学金融管理学院, 上海 201620;

2. 浙江财经大学金融学院, 浙江 杭州 310018)



内容提要:在依托“互动易”和“e互动”网络平台与投资者互动交流的过程中,上市公司经常存在策略性披露动机和行为。本文采用文本分析法提取了上市公司回复中的“客套话”,在此基础上构建了策略性回应“避实就虚”程度的度量指标,考察网络平台互动中上市公司策略性回应对资本市场定价效率的影响及其机制。实证结果表明,上市公司在网络平台互动中的策略性回应会产生和放大投资者意见分歧,加剧上市公司股票错误定价尤其可能造成股价低估。进一步研究发现,投资者规模越大、上市公司信息透明度越差,策略性回应对股票错误定价的正向驱动效应越显著。本文不仅识别了网络平台互动中一类新的策略性信息披露行为,提供了考察网络平台互动这一新型互动式信息披露手段的新视角和新证据,丰富了策略性信息披露经济后果和股票错误定价驱动因素的相关研究。

关键词: 网络平台互动 股票错误定价 策略性信息披露 投资者意见分歧 客套话

中图分类号: F832.5 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2023)11—0189—20

一、引言

策略性动机在上市公司信息披露中广泛存在,不仅直接关系到外部投资者的信息获取和处理质量,而且会对资本市场效率产生重要影响。因此,如何促使上市公司实施高质量的信息披露,是学术界和实务界持续关注的重要话题。近年来随着互联网的普及和信息技术的发展,为推动上市公司与投资者之间的信息互动与沟通,深交所和上交所分别于2010年1月1日和2013年7月5日上线了“互动易”和“e互动”网络平台,帮助投资者以问答形式获取上市公司相关信息。作为当前上市公司互动式信息披露的重要载体,网络平台互动主要体现出上市公司与投资者的互动性、投资者提问的主动性和多样性等特点。那么,当面对投资者提问时,上市公司的回答是否存在策略性动机呢?又会产生怎样的经济后果呢?

尽管上市公司和投资者之间的互动性是网络平台互动最主要的特点(卞世博等,2022)^[1],但现实中上市公司的回应有时难以满足投资者的信息需求。其原因可能是:第一,面临兼具多样性和复杂性的投资者提问,上市公司有时并没有能够明确答复投资者的信息。第二,上市公司即使拥有相关信息,但囿于政策或制度限制而不能提前披露。例如,上交所严禁“e互动”平台在互动过程中涉及未披露信息。第三,面对投资者的一些敏感提问,上市公司若如实回答可能会产生一些负面后

收稿日期:2022-12-22

* 基金项目:国家自然科学基金青年项目“管理层股权激励对资本市场错误定价的影响及其监管研究”(71503162)。

作者简介:徐寿福,男,教授,硕士生导师,经济学博士,研究方向为资本市场理论与实践、公司金融,电子邮箱:xushoufu@suihe.edu.cn;郑迎飞,女,教授,硕士生导师,管理学博士,研究方向为金融科技、产业组织理论与政策,电子邮箱:yfzheng@suihe.edu.cn;张嘉宸,男,博士研究生,研究方向为资本市场理论与实践,电子邮箱:lester.zhang99@gmail.com。通讯作者:郑迎飞。

果,如导致股价下跌等。第四,上市公司为维护大股东或管理层私有利益而故意隐瞒信息。理论上,当上市公司对信息接收者的偏好感到不确定或者厌恶风险时,保持沉默而不进行任何自愿性信息披露是最“安全”的策略(Bond和Zeng,2022)^[2]。然而,网络平台互动过程受到交易所的监督、考核和事后追责,上市公司必须要回应投资者的提问。在此情形下,上市公司有动机对投资者提问进行策略性回应。

采用大量客套话回复投资者提问是上市公司常见的回应方式之一。从程序上讲,上市公司及时回复了投资者的提问,同时又未涉及新信息,符合监管要求。从内容上讲,这种方式有助于上市公司避免无法披露相关信息的窘境或达到隐藏负面信息的目的。因此,采用客套话回复投资者提问表现出明显的策略性特征,本文将其定义为上市公司“避实就虚”的策略性回应。与其他信息披露行为中上市公司的策略性动机类似,“避实就虚”的策略性回应会直接影响信息披露质量,驱动和改变投资者信念和意见的形成,从而影响投资者对股票的估值和投资决策。行为金融理论认为,公司内外部的信息不对称和投资者的非理性因素,会驱动公司股票价格偏离其内在价值,形成错误定价。错误定价本质上是资本市场价格发现功能的扭曲,会从多个维度降低资本市场资源配置效率,阻碍资本市场服务实体经济,如增加股权代理成本(Jensen,2005)^[3]、驱动短视的迎合性投资(Polk和Sapienza,2009)^[4]、便利内部人通过股权交易实现财富转移(Sloan和You,2015)^[5]等。因此,考察网络平台互动中上市公司策略性回应的影响,不仅有助于深化理解信息披露与资本市场定价效率之间的关系,而且能够为提升资本市场资源配置效率提供重要启示。

基于以上分析,本文考察网络平台互动中上市公司“避实就虚”的策略性回应对股票错误定价的影响,主要有以下几点贡献。第一,本文识别了网络平台互动中一类新的策略性信息披露行为,拓展了互动式信息披露中上市公司策略性动机和行为的相关研究。一方面,与电话会议、业绩说明会中上市公司能够影响参与者的筛选和问题不同,网络平台互动中的提问主要由投资者主导,更能反映普通投资者的日常信息需求(Lee和Zhong,2022)^[6]。此时上市公司处于更“被动”的地位,因而可能具有更强的策略性动机。另一方面,与语调操纵(孟庆斌等,2020^[7];Wu等,2022^[8])或内容操纵(Gow等,2021^[9];卞世博等,2021^[10])等文献识别的互动式信息披露中某一类策略性行为不同,客套话的语言属性决定了其在情绪和信息内容上均会影响投资者,因此兼具语调操纵和内容操纵的双重特征,反映了网络平台互动中上市公司独特的策略性信息披露特点。第二,本文丰富了股票错误定价驱动因素的研究。行为金融理论认为,投资者意见分歧是股票错误定价的重要驱动因素(Miller,1977^[11];Berkman等,2009^[12];Han等,2022^[13])。与已有文献大多从卖空限制角度考察投资者意见分歧与股价高估的关系不同,本文发现策略性的互动式信息披露也会形成和扩大投资者意见分歧,继而加剧股票错误定价,并且主要体现为对股价低估的驱动,在一个新的场景验证了投资者意见分歧的形成及其对股票错误定价的不同影响机制。第三,本文拓展了网络平台互动经济后果的相关研究。本文检验网络平台互动的策略性特征对股票错误定价的影响,有助于深化对网络平台互动特征及其经济效应的理解。

二、文献回顾与假设提出

1. 互动式信息披露中的策略性动机和行为

委托代理理论认为,管理层出于职位薪酬、股票期权行权(Kim等,2011)^[14]以及商业帝国构建(Kothari等,2009)^[15]等个人私利,有动机在信息披露过程中实施策略性的信息操纵。这不仅存在于陈述式信息披露中,而且存在于互动式信息披露中。由于制度安排与市场实践存在差异,国内外学者分别基于不同的场景考察了互动式信息披露中的策略性动机和行为。一方面,国外研究主要聚焦欧美上市公司定期举行的电话会议。在美国上市公司的电话会议中,当经理人拥有关于公司

未来业绩的负面私有信息时,规避电话会议的互动式属性对于公司和经理人都 是有益的 (Lee, 2016)^[16],采用的方式既包括对某些投资者的提问选择性地避而不答 (Hollander 等,2010)^[17],也包括诸如“我们不能披露这些信息”“我不知道”之类的非答案式 (non-answer) 回应 (Gow 等, 2021)^[9]。另一方面,随着文本分析技术的兴起,近年来国内学者从多个方面考察了我国上市公司互动式信息披露中的策略性动机和行为。例如,在 IPO 网上路演的互动环节 (卞世博和阎志鹏, 2020)^[18]和年度业绩说明会 (卞世博等,2021)^[10]中,管理层针对投资者的提问很多时候会“答非所问”。不仅如此,郭照蕊等 (2023)^[19]发现管理层的“答非所问”还出现在上市公司对证券交易所问询函的回函中。孟庆斌等 (2020)^[7]认为“互动易”平台上董秘回复存在语调上的策略性特征,董秘回复的负面语气具有一定的信息含量。Wu 等 (2022)^[8]也发现,“互动易”平台上公司会操纵回复语调和质量进行策略性信息披露,以避免股价的负面反应。

上述文献从多个场景证实了互动式信息披露中上市公司存在策略性动机和行为,但通常只是从语调操纵或内容操纵的单一视角展开研究。然而,互动式信息披露中上市公司的策略性行为表现形式具有多样性,因此有必要针对特定场景中上市公司的特定策略性行为展开研究。网络平台互动中上市公司采用客套话对投资者信息需求进行“避实就虚”的策略性回应,兼具语调操纵和内容操纵的双重特征,能够为考察互动式信息披露中上市公司的策略性动机和行为提供更独特的视角,从而有助于补充策略性信息披露的相关研究,并为提升信息披露质量和市场效率提供更充分的证据和更具针对性的改进措施。

2. 投资者意见分歧与股票错误定价

行为金融理论将非有效市场中投资者的非理性及其行为偏差看作是形成股票错误定价的重要原因,特别是作为投资者非理性典型表现的信念或意见分歧,受到了学者们的广泛关注。早期代表性文献从卖空限制的角度阐释了投资者意见分歧的产生及其对股票价格的影响。Miller (1977)^[11]认为卖空限制的存在导致悲观的投资者无法通过卖出股票表达意见,市场中的投资决策更多地体现了乐观投资者的意见,继而导致股价被高估。随后诸多研究支持了该结论,如 Berkman 等 (2009)^[12]、Chen 等 (2010)^[20]等。然而,卖空限制并非产生投资者意见分歧的唯一因素,当投资者关于坏消息的意见存在分歧时,上述结论并不成立。为此,Atmaz 和 Basak (2018)^[21]从好消息和坏消息两个维度全面考察了投资者意见分歧的影响,从理论上证明了当投资者较为乐观 (悲观) 时,投资者信念的离散程度会提升 (降低) 股票价格。Han 等 (2022)^[13]为此提供了实证证据,发现当投资者平均预期存在偏差时,投资者意见分歧会加剧股票错误定价。另外,近年来 Borochin 和 Zhao (2019)^[22]、Golez 和 Goyenko (2022)^[23]发现投资者意见分歧对资产错误定价的驱动还存在于期权市场。

综上,行为金融理论揭示了投资者意见分歧是形成股票错误定价的重要原因,但乐观与悲观的意见分歧会产生不同影响,因此在考察投资者意见分歧对股票错误定价的影响时应注意意见分歧的形成缘由。本文从策略性的互动式信息披露角度,探讨投资者意见分歧的形成及其对股票错误定价的影响,有助于丰富投资者意见分歧的形成及其经济后果的相关研究。

3. 假设提出

Hanley 和 Hoberg (2010)^[24]认为,公司信息披露的内容并不完全等同于其信息价值,很多时候管理层实施信息披露的主要目的只是为了满足监管要求,而不是真正向投资者传递信息。同样地,网络平台互动中上市公司采用客套话进行“避实就虚”的策略性回应虽然在形式上完成了回答,但提供的实质性信息非常有限,因而可能会形成并扩大投资者意见分歧,最终加剧股票错误定价。

首先,上市公司“避实就虚”的策略性回应增加了回答文本中无关信息含量的比重,会降低信息披露的总体质量,扩大投资者意见分歧。特别是,纯客套话的回应本质上代表了实质性的“未披露”行为 (Gow 等,2021)^[9],即没有向投资者提供任何有效信息。以下两组上市公司回应能够为此

提供较好例证。例如,2021年1月28日投资者向华夏幸福(600340.SH)提问:“公司对外宣称生产经营一切正常,而本应发布的2020年度经营简报等信息始终拖着不披露,这也不像个正常经营的公司所为啊,难道真如外界传闻公司正在寻求债务重组或司法重整吗?”2021年4月7日公司回复:“您好,感谢您对公司的关注!公司严格按照相关要求信息进行信息披露。”再如,2020年4月20日投资者向上海家化(600315.SH)提问:“欧美疫情暴发必定会影响化妆品进口,从而可能会对国内的化妆品公司产生利好。请问欧美疫情暴发对公司的影响如何?公司为应对疫情产生的危机和机遇都做了些什么?”2020年4月22日公司回复:“感谢您的关心与支持。”

有效信息是投资者准确预期上市公司未来盈利能力和现金流的重要保障,直接决定了投资者的股票估值精准程度。借助网络平台向上市公司提问是特定投资者对特定上市公司特定信息需求的体现,这种信息交流对于市场参与者的信念形成极为重要(Antweiler和Frank,2004)^[25]。并且,由于具有公开性和信息易获得性的特点,网络平台互动问答对阅读信息的其他投资者的信念形成也具有重要影响(Cao等,2002)^[26]。然而,网络平台上公司策略性回应释放的大量无关信息,叠加互联网环境信息传递更大的不平衡性和投资者信息处理能力的异质性,会扭曲投资者信息获取和处理过程,增加投资者信息处理成本,最终降低投资者信息处理效率。在参与网络平台互动或阅读互动信息的过程中,投资者对特定上市公司更高的关注程度会进一步加剧投资者对无关信息的过度反应(Nguyen和Pham,2021)^[27]。Hao和Xiong(2021)^[28]指出,在互联网信息环境中,即使上市公司没有释放任何信息,信息互动行为本身也会增加市场中的噪音。投资者信念的异质性最终源于信息的差异,无关信息越多的回答将会导致投资者对上市公司未来现金流或盈利能力形成不确定性更高的预期,产生投资者意见分歧。相反,管理层在互动交流中提供的新信息越多,投资者之间的意见分歧越小(Guo等,2021)^[29]。总之,上市公司“避实就虚”的策略性回应释放出的无关信息或噪音,一定程度上会阻碍投资者对公司层面有效信息的获取和处理,加剧外部投资者与上市公司之间的信息不对称,促使投资者获取的有效信息存在差异,继而形成多样化的观点。

其次,上市公司“避实就虚”的策略性回应会分散投资者有限的注意力,产生投资者意见分歧。行为金融理论认为,作为一种有限的认知资源,投资者关注是资产价格的重要决定因素(Andrei和Hasler,2015)^[30]。由于难以为数千支股票搜寻相关信息,拥有较少信息的非知情交易者通常只投资其关注的股票,成为注意力驱动型股票的净买方(Barber和Odean,2008)^[31]。借助网络平台向上市公司提问或关注网络平台互动信息,是互联网信息爆炸大背景下特定投资者关注特定上市公司的表现。然而,基于有限关注理论(limited attention theory)的注意力分散假说认为,投资者的注意力很容易被分散,特别是极易被无关信息分散(Hirshleifer等,2008)^[32]。当关注特定上市公司的投资者急于就所关切的信息通过网络平台向上市公司提问、求证或咨询时,“避实就虚”的策略性回应中以客套话形式表现的无关信息会分散投资者有限的注意力,导致投资者识别公司信息的精确程度随之下降(Andrei和Hasler,2015)^[30],形成投资者意见分歧。

再次,上市公司“避实就虚”的策略性回应还会形成或放大投资者的负面情绪,加剧投资者负面意见的形成和扩散。上市公司仅仅采用客套话对投资者提问做形式上的回应,本质上是实质性的“未披露”行为(Gow等,2021)^[9],往往彰显了上市公司及其管理层的“难言之隐”或特殊动机,如隐瞒或模糊化负面信息(Li,2008)^[33]、阻止投资者获取和处理信息以维持股价高估(Pástor和Pietro,2003)^[34]等。当投资者试图通过提问获得特定信息明确答复的需求和预期无法被满足时,投资者必然会产生失望、怀疑等负面情绪。Hollander等(2010)^[17]发现,投资者会将电话会议中管理层的信息隐瞒行为解读为负面信息,包含不明确回答的电话会议将会引起显著的负面市场反应。蔡向高和邓可斌(2019)^[35]认为,在内幕交易监管仍然存在较大完善空间、卖空限制有待进一步改善的转型期中国股市中,当投资者无消息时,会认为自己在博弈中处于劣势地位,从而意味着“无

消息即坏消息”。卞世博和阎志鹏(2020)^[18]发现,在IPO网上路演中,如果管理层对投资者的提问频频采取答非所问的回应策略,投资者会认为管理层可能在掩盖一些负面信息,从而会向下调整其对公司的估值。由此可见,投资者可能也会负面解读网络平台互动问答中上市公司“避实就虚”的策略性回应,继而产生悲观情绪,放大对上市公司未来现金流或盈利能力的向下预期,形成更为悲观的信念和观点。

投资者意见分歧是产生股票错误定价的重要非理性因素(Miller,1977)^[11]。基于对上市公司未来盈利和现金流的不同信念,投资者会对其股票形成不同的估值并做出差异化的投资决策,从而导致股票价格对上市公司内在价值的偏离。尽管网络平台为上市公司与投资者互动提供了更加便捷的手段和方式,但由于上市公司在回应时对于回答内容、时间和语调的把握具有充分的自由裁量权,因此经常采用客套话进行“避实就虚”的策略性回应。上市公司的策略性回应会降低信息披露质量、分散投资者注意力甚至形成投资者负面情绪,产生并放大投资者意见分歧,最终体现在投资者的估值和投资决策上,驱动股票价格偏离上市公司内在价值。为此,本文提出如下研究假设:

H₁:网络平台互动中上市公司“避实就虚”的策略性回应会加剧股票错误定价。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

以深交所“互动易”和上交所“e互动”网络平台的上线时间为样本期间起点,本文以2010年1月—2020年12月的深圳A股和2013年7月—2020年12月的上海A股上市公司为研究样本,按以下程序筛选样本:(1)剔除金融保险类公司样本;(2)剔除样本期间被ST(*ST)的观测值;(3)剔除同时发行A股和H股、B股等双重上市公司样本;(4)剔除IPO当年的观测值;(5)剔除数据缺失的观测值。本文数据为季度数据,经过以上程序筛选,最终获得70537个公司-季度观测值。本文网络平台互动的文本数据系采用Python软件从深交所“互动易”和上交所“e互动”平台上爬取获得,其余上市公司股价数据、财务数据和治理特征数据均来自于国泰安(CSMAR)数据库。

2. 变量构建

(1)“避实就虚”程度。Gow等(2021)^[9]揭示了美国上市公司电话会议中,当认为投资者提问难以回答时,管理层通常直接给出“我们不能披露这些信息”“我不知道”之类的非答案式回应。但在含蓄的东方文化中,上市公司在互动式信息披露中通常不会就投资者难以回复的问题直截了当地给出明确的否定式答复,而往往采用客套话进行“避实就虚”的策略性回应。中文语境中客套话有时并非为了表达实际含义,但在社会关系维持和修正中能够发挥重要作用。由此,在深交所“互动易”和上交所“e互动”平台中上市公司采用客套话“避实就虚”,既做到了形式上的回复,又规避了对投资者提问的正面回答。

为此,本文利用文本分析方法对网络平台互动中上市公司的回答信息进行了分离。本文界定的客套话主要包括四类:(1)问候类客套话,如“尊敬的投资者,您好!”“女士/先生,您好!”等;(2)感谢类客套话,如“谢谢!”“非常感谢!”“感谢您对我们的支持!”等;(3)表态类客套话,如“您的建议我们及时向管理层转达!”“我们将尽快为您转达公司董事会及管理层。”等;(4)其他类型客套话,如“祝一切顺利!”“祝您春节愉快!”等祝福类话语。在此基础上,本文构建客套话文本字数占回答文本字数的比重,计算单个上市公司季度内每次回答文本中客套话占比的均值 $Numratio$,用以度量上市公司策略式回应的“避实就虚”程度^①。

当然,不能否认上市公司回复过程中出于礼貌而使用客套话,客套话文本占比对策略性回应的

① 受篇幅限制,具体测度过程未列示,备索。

度量可能会存在噪音。为此,本文将上市公司仅使用客套话回答投资者的回复定义为纯客套话回复,计算季度内纯客套话回复占上市公司所有回复的比重 $Freqratio$,构建度量上市公司策略性回应“避实就虚”程度的另一指标。纯粹的客套话并未揭示任何实质性信息,因此能够较好地反映上市公司的策略性回应动机。

(2)股票错误定价。股票错误定价是指上市公司市场价值对其内在基本价值的偏离。参照 Lin 等(2010)^[36]、Aabo 等(2017)^[37]的做法,本文在文献中常用的四个股票错误定价测度指标基础上构建股票错误定价指数。选取的四个股票错误定价测度指标如下:

一是采用 Frankel 和 Lee(1998)^[38]的剩余收益估值模型计算上市公司 i 季度 t 每股内在价值 V_{it} ,模型如下:

$$V_{it} = b_{it} + \frac{f(1)_{it} - r \cdot b_{it}}{1 + r} + \frac{f(2)_{it} - r \cdot b(1)_{it}}{(1 + r)^2} + \frac{f(3)_{it} - r \cdot b(2)_{it}}{(1 + r)^2 \cdot r} \quad (1)$$

其中, $f(n)$ 为对未来第 n 个季度的预期每股盈余,本文采用 Hou 等(2012)^[39]的方法预测获得,并计算第 n 个季度的预期每股权益价值 $b(n)$ 。 r 为加权平均资本成本。然后,在此基础上将每股内在价值与公司 i 季度 t 末股票价格 P_{it} 进行比较计算股票错误定价 $Mis1$:

$$Mis1_{it} = |\ln(P_{it}/V_{it})| \quad (2)$$

二是采用 Rhodes-Kropf 等(2005)^[40]的方法估计公司长期内在价值。首先,构建如下模型:

$$\ln(M)_{it} = \alpha_{0it} + \alpha_{1it}\ln(B)_{it} + \alpha_{2it}\ln(NI)_{it}^+ + \alpha_{3it}I_{(<0)}\ln(NI)_{it}^+ + \alpha_{4it}Lev_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, M_{it} 为公司 i 在季度 t 末的市场价值; B 为公司总资产账面价值; $(NI)_{it}^+$ 是公司 i 在季度 t 的净利润绝对值; $I_{(<0)}$ 是公司净利润为负时的示性函数,当公司季度 t 净利润为负时取值 1,否则取值 0; Lev 为公司总负债率。其次,对式(3)进行分行业分季度回归,并将同行业各期回归系数平均获得各行业估计式,然后将公司 i 各季度数据代入所属行业的估计式,估计出公司 i 季度 t 的长期基础价值 V_{it} 。最后,计算公司股票错误定价 $Mis2$:

$$Mis2_{it} = |\ln(M_{it}/V_{it})| \quad (4)$$

三是采用 Berger 和 Ofek(1995)^[41]的方法估算公司内在价值 $I(Capital)_{it}$,通过比较公司 i 季度 t 的市场价值 $Capital_{it}$ 与其内在价值的差异计算错误定价程度。其中, $I(Capital)_{it}$ 通过公司销售收入 $Sales_{it}$ 乘以行业内所有公司市场价值与销售收入之比 $(Capital/Sales)_{it}$ 的中位数获得。由此,股票错误定价 $Mis3$ 由下式给出:

$$Mis3_{it} = |\ln(Capital_{it}/I(Capital)_{it})| \quad (5)$$

四是采用 Lin 等(2010)^[36]的方法,从公司市账比角度度量股票错误定价。将公司 i 季度 t 的市账比 MB_{it} 与其所在行业 j 所有公司季度 t 市账比的中位数 MB_{jt} 相比,获得错误定价 $Mis4$:

$$Mis4_{it} = |\ln(MB_{it}/MB_{jt})| \quad (6)$$

上述四个指标中, $Mis1$ 和 $Mis2$ 高度依赖对公司内在价值的准确估计, $Mis3$ 和 $Mis4$ 则难以克服行业整体错误定价的影响。为此,本文借鉴 Aabo 等(2017)^[37]的做法,基于上述指标构建股票错误定价指数 Mis 。股票 i 每个季度的错误定价指数定义如下:

$$Mis_i = \frac{1}{N} \frac{1}{4} \sum_k^4 Rank_k(Mis_{i,k}) \quad (7)$$

其中, N 为每个季度的股票数量。按照错误定价程度,排序函数 $Rank_k(Mis_{i,k})$ 由低到高依次为季度内每个观测值从 $1 \sim N$ 的赋值。 $Mis_{i,k}$ 为股票 i 第 k 个错误定价指标。 Mis 在加总各错误定价指标的过程中能够很好地平衡各指标的优势和缺陷,有助于为股票错误定价提供更完整的刻画(Lin 等,2010)^[36],因此被诸多文献广泛使用,如 Lin 等(2010)^[36]、游家兴和吴静(2012)^[42]、Aabo 等(2017)^[37]等。

(3)控制变量。在借鉴已有文献的基础上,结合研究的具体问题,本文设置了三类控制变量:①互动问答特征,包括回答文本字数(*Num_a*)^①、回答时间间隔(*Interval*)等;②上市公司基本面特征,包括公司规模(*Size*)、负债率(*Lev*)、成立年限(*Age*)、成长性(*TobinQ*)、盈利能力(*Roa*)、现金获取能力(*Cash*)等;③上市公司治理特征,包括产权性质(*State*)、股权集中度(*First*)、董事会规模(*Bsize*)、独立董事比例(*Indrct*)、女性董事比例(*Female*)、董事长与总经理两职合一状态(*Dual*)、管理层持股比例(*Mnghld*)等。

本文主要变量符号、名称及定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义及计算方法
<i>Mis</i>	股票错误定价指数	计算过程如正文所示
<i>Numratio</i>	客套话文本占比	上市公司回答文本中客套话文本字数占总文本字数之比的季度均值
<i>Freqratio</i>	纯客套话次数占比	季度内上市公司采用纯客套话回复的次数占回复总次数的比值
<i>Num_a</i>	回答文本字数	季度内上市公司回答文本字数均值的自然对数
<i>Interval</i>	回答时间间隔	(季度内上市公司回答与投资者提问的间隔天数 + 1)的自然对数
<i>Size</i>	公司规模	公司总资产账面价值的自然对数
<i>Lev</i>	资产负债率	总负债/总资产
<i>Age</i>	成立年限	(年份 - 公司成立年份 + 1)的自然对数
<i>TobinQ</i>	成长性	上市公司市值/总资产账面价值
<i>Roa</i>	盈利能力	总资产回报率:净利润/总资产
<i>Cash</i>	现金获取能力	每股经营现金流;经营活动产生的净现金流量/总股本
<i>State</i>	产权性质	当上市公司为国有上市公司时取值 1,否则取值 0
<i>First</i>	股权集中度	第一大股东持股比例;第一大股东持股数量/总股本
<i>Bsize</i>	董事会规模	董事会总人数的自然对数
<i>Indrct</i>	独立董事比例	独立董事人数/董事会总人数
<i>Female</i>	女性董事比例	女性董事人数/董事会总人数
<i>Dual</i>	两职合一状态	当总经理与董事长两职合一时取值 1,否则取值 0
<i>Mnghld</i>	管理层持股比例	管理层持股数量/总股本

3. 计量模型构建

为检验网络平台互动中上市公司策略性回应的“避实就虚”程度对股票错误定价的影响,本文构建如下计量模型:

$$Mis_{i,t} = \beta_0 + \beta KTH_{i,t} + \sum \beta_j Control_{j,i,t} + u_i + v_t + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

其中,*Mis* 为股票错误定价指数,*Control* 为一系列控制变量,定义和计算方法如表 1 所示。*KTH* 表征上市公司策略性回应的“避实就虚”程度,分别采用 *Numratio* 和 *Freqratio* 度量。*u* 和 *v* 分别为

① 本文也考虑了控制投资者提问字数(*Num_q*),检验结果与文中报告非常类似,并未改变本文研究结论。直观上,提问字数能够较好地反映投资者的信息需求,但投资者提问字数(*Num_q*)与上市公司回答字数(*Num_a*)高度相关(相关系数为 0.9286 且在 1% 水平上显著),无法同时纳入模型。同时,回答字数也能够反映上市公司回答文本详细程度等方面的特征。因此综合各方面的考虑,本文仅列示了控制上市公司回答字数(*Num_a*)的结果,控制投资者提问字数(*Num_q*)的结果备索。

公司个体固定效应和年份-季度层面的时间固定效应, β_0 和 $\varepsilon_{i,t}$ 分别为常数项和误差项。在一系列模型识别和检验的基础上,本文选择面板数据固定效应模型对式(8)进行估计。同时,为控制异方差和自相关等对估计有效性的潜在影响,本文对所有回归标准误在公司层面进行了聚类处理。根据前文的理论分析,本文预期 KTH 的系数 β 显著为正。

四、基本实证结果分析

1. 描述性统计

表2列示了主要变量的描述性统计。股票错误定价指数(Mis)的均值为0.5003,最小值与最大值分别为0.0213与0.9959,其特征由 Mis 的构建方法决定,较好地反映了上市公司间股票错误定价的离散特征。客套话文本占比($Numratio$)的均值为0.2001,表明上市公司回答文本中客套话的比重平均高达20%,一定程度上能够说明回答文本中存在较高的无关信息含量。值得注意的是,纯客套话次数占比($Freqratio$)的均值为0.0533,即上市公司采用纯客套话回答投资者提问的次数占比超过了5%,说明上市公司采用纯客套话回答投资者提问的实质性“未披露”行为在网络平台互动中并不罕见,意味着上市公司确实存在较强的策略性回应动机。其余变量的描述性统计如表2所示,不再赘述。

表2 变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
Mis	0.5003	0.1897	0.0213	0.3579	0.4842	0.6312	0.9959
$Numratio$	0.2001	0.1427	0	0.0976	0.1943	0.2871	1
$Freqratio$	0.0533	0.0966	0	0	0	0.0759	1
Num_a	3.5721	1.4799	0	3.5503	4.0077	4.3935	7.7579
$Interval$	1.4644	1.0490	0	0.7876	1.3350	2.0307	7.9714
$Size$	21.9972	1.1911	15.7984	21.1354	21.8547	22.6956	27.5470
Lev	0.3929	0.2042	-0.0872	0.2267	0.3795	0.5430	0.9993
Age	2.8531	0.3240	0.0000	2.6391	2.8904	3.0910	4.1744
Roa	0.0115	0.0284	-2.9310	0.0033	0.0101	0.0194	0.6431
$TobinQ$	2.2106	4.2798	0.6319	1.2958	1.7021	2.4498	719.7570
$Cash$	0.0122	0.0427	-0.7635	-0.0080	0.0111	0.0314	0.9238
$State$	0.3008	0.4586	0	0	0	1	1
$First$	0.3401	0.1469	0.0029	0.2265	0.3200	0.4346	0.8999
$Bsize$	2.2785	0.2485	1.3863	2.1972	2.3026	2.3979	3.2958
$Indrct$	0.3839	0.0743	0.1875	0.3333	0.3684	0.4286	0.8000
$Female$	0.1494	0.1238	0	0.0667	0.1250	0.2222	0.7143
$Dual$	0.2901	0.4538	0	0	0	1	1
$Mnghld$	0.0903	0.1697	0.0000	0.0000	0.0045	0.0989	2.9108

图1列示了网络平台上公司回答中客套话的季度分布情况。从图1中可以看出,在深交所“互动易”平台单独存在的区间内(2010年第1季度至2013年第2季度),深交所上市公司回答中客套话文本占比和纯客套话次数占比呈稳步上升趋势。从2013年第2季度上交所“e互动”平台上线

后,两市上市公司回答中客套话文本占比和纯客套话次数占比虽然存在一定的波动,但总体上表现出时间趋势上的稳定性。与表1的描述性统计相符,客套话文本占比和纯客套话次数占比分别大致保持在20%和5%以上。由此可以看出,上市公司采用客套话对投资者提问进行策略性回应并非个例,而是具有一定的代表性。并且,与Gow等(2021)^[9]对美国上市公司电话会议的研究结果相联系^①,可以发现上市公司的策略性披露动机存在于各种形式的互动式信息披露当中。这也从另一个角度表明,考察网络平台互动中上市公司的策略性披露动机具有理论和实践上的重要价值。

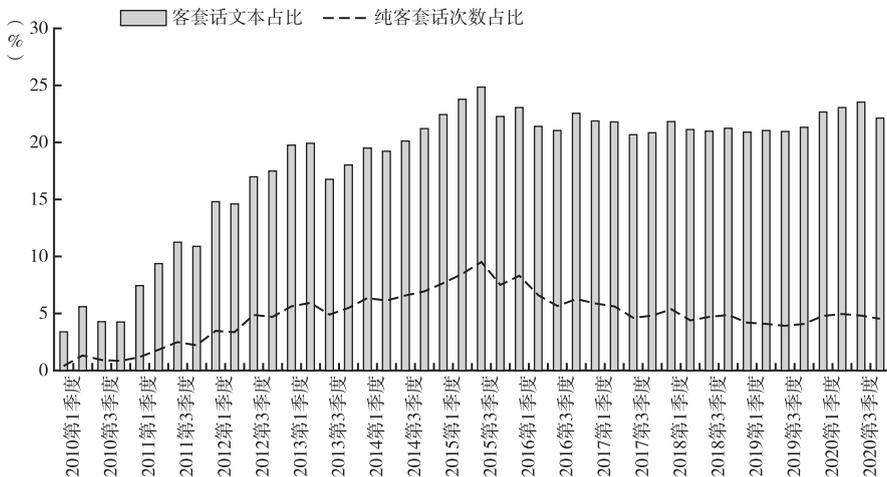


图1 公司回答中的客套话分布情况

2. 单变量检验

为直观描述股票错误定价与上市公司策略性回应之间的关系,本文分别在每个季度按照 *Numratio* 和 *Freqratio* 将样本平均划分为四组,然后计算并比较每一组 *Mis* 的均值。表3第一行结果显示,随着回答文本中客套话比重的上升,上市公司股票错误定价程度总体上呈现出逐渐增大的趋势。对客套话占比最高组与最低组股票错误定价差异的比较结果显示,两者均值之差为0.0084,且在1%的水平上显著。按照 *Freqratio* 分组的检验展现了类似的结果。表3的结果初步表明,上市公司股票错误定价程度会随着网络平台互动中上市公司策略性回应的“避实就虚”程度上升而提高。

表3 单变量检验结果

组别	(1) 0% ~ 25%	(2) 25% ~ 50%	(3) 50% ~ 75%	(4) 75% ~ 100%	(4) ~ (1)
按 <i>Numratio</i> 分组: <i>Mis</i> 均值	0.4974	0.4965	0.5018	0.5058	0.0084 ***
按 <i>Freqratio</i> 分组: <i>Mis</i> 均值	0.4979	0.4986	0.5010	0.5040	0.0061 ***

注:***表示1%的显著性水平

3. 基本回归结果

表4列示了基本回归结果^②。其中,第(1)列和第(2)列加入了网络平台互动特征控制变量,第(3)列和第(4)列加入了公司基本特征和治理特征控制变量,第(5)列和第(6)列加入了所有控制变量。从表4中结果可以看出,无论采用哪种模型设定, *Numratio* 的系数均显著为正,表明股票

① Gow等(2021)^[9]发现,美国上市公司电话会议中约11%的分析师提问被经理人非实质性的回复所回应,并且这一比例在时间上比较稳定。

② 受篇幅限制,基本回归结果中的控制变量系数正文未列示,备案。

错误定价与网络平台互动中上市公司回答的客套话文本占比呈正相关关系;*Freqratio* 的系数也显著为正,表明股票错误定价随上市公司采用纯客套话回复投资者提问的次数增加而显著提高。以第(6)列为例,当上市公司采用纯客套话回复的次数占比增加10%时,股票错误定价指数平均提高约0.35%。表4的结果表明,当网络平台互动中上市公司采用客套话进行策略式回应时,回答的“避实就虚”程度越高,上市公司股票错误定价程度越大,从而支持了本文的研究假设。

表4 基本回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Numratio</i>	0.0337*** (0.0094)		0.0306*** (0.0076)		0.0289*** (0.0081)	
<i>Freqratio</i>		0.0269** (0.0110)		0.0363*** (0.0096)		0.0350*** (0.0096)
截距项	0.5002*** (0.0052)	0.5027*** (0.0051)	0.6612*** (0.1617)	0.6700*** (0.1617)	0.6611*** (0.1618)	0.6665*** (0.1619)
网络平台互动特征	控制	控制	未控制	未控制	控制	控制
公司基本特征和治理特征	未控制	未控制	控制	控制	控制	控制
公司/时间固定效应	是	是	是	是	是	是
观测数	70537	70537	70537	70537	70537	70537
调整 R ²	0.0004	0.0001	0.2421	0.2420	0.2421	0.2421

注:括号中为经公司层面聚类处理的稳健型标准误;***、**、*分别表示1%、5%和10%的显著性水平,下同

4. 内生性问题处理

尽管本文采用面板数据固定效应模型控制了公司个体层面不可观测的非时变因素,但基于以下原因,本文实证检验中的内生性问题仍不可避免:一是本文采用客套话文本占比度量上市公司策略性回应的“避实就虚”程度,可能存在测量误差;二是上市公司股票错误定价与策略性回应之间可能存在双向因果关系,例如当股价被低估时上市公司可能更不愿意直接回答投资者较为负面的提问;三是上市公司股票错误定价与策略性回应可能同时受到无法观测的时变因素的影响,存在遗漏变量问题。为此,本文采用多种方法缓解内生性问题,尽可能识别股票错误定价与“避实就虚”策略式回应之间的因果关系。

(1)解释变量滞后一期。本文将解释变量滞后一期,一定程度上排除双向因果关系的影响。表5第(1)列和第(2)列的系数显著为正,即上市公司股票错误定价与滞后期解释变量仍然呈显著的正相关关系,表明在控制了双向因果关系的影响后,上市公司策略性回应仍会正向驱动股票错误定价^①。

表5 内生性问题处理:滞后解释变量/控制时变因素

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	解释变量滞后一期		控制行业层面时变因素	
<i>L. Numratio</i>	0.0304***(0.0077)			
<i>L. Freqratio</i>		0.0370***(0.0095)		
<i>Numratio</i>			0.0263***(0.0078)	

① 本文也将解释变量滞后两期后重新进行了检验,结果未发生变化。

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	解释变量滞后一期		控制行业层面时变因素	
<i>Freqratio</i>				0.0355*** (0.0093)
截距项	0.6244*** (0.1691)	0.6323*** (0.1691)	0.3411** (0.1708)	0.3448** (0.1709)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司/时间固定效应	是	是	是	是
行业 × 时间固定效应	否	否	是	是
观测数	66377	66377	70537	70537
调整 R ²	0.2465	0.2464	0.2649	0.2649

(2)控制行业层面不可观测的时变因素。本文在基本回归模型中加入了行业和时间的交互项,控制行业层面不可观测的时变因素,以缓解遗漏变量导致的内生性问题。表 5 第(3)列和第(4)列的结果显示,加入行业和时间的交互项后模型的调整 R² 增大, *Numratio* 和 *Freqratio* 的系数仍然显著为正,表明在控制了行业层面不可观测的时变因素后,上市公司股票错误定价程度仍然与上市公司策略性回应的“避实就虚”程度显著正相关。

(3)构建双重差分模型及三重差分模型。本文采用上交所(深交所)对上市公司网络平台互动不规范行为出具问询函(关注函)作为准自然实验,构建双重差分模型及三重差分模型以尽可能缓解内生性问题的影响。交易所的问询函或关注函对上市公司随后的网络平台回复具有一定的威慑和约束作用,可以预期上市公司在收到问询函或关注函后会重视对投资者提问的回复,因而会降低策略性披露动机,改善平台回复质量^①。为此,本文将样本期间收到问询函或关注函的上市公司作为处理组,定义 *Treat* 取值 1;其余上市公司作为控制组,定义 *Treat* 取值 0。同时,定义变量 *Post* 在上市公司收到问询函或关注函时及之后取值 1,之前取值 0。构建的双重差分模型如式(9)所示。然而,交易所的问询函或关注函针对的是上市公司网络平台互动中所有不规范行为,为进一步分离问询函或关注函对上市公司采用客套话“避实就虚”策略性回应的影响,本文构建式(10)所示的三重差分模型进行检验。

$$Mis_{i,t} = \beta_0 + \alpha Treat_i \times Post_t + \sum \beta_j Control_{j,i,t} + u_i + v_t + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$Mis_{i,t} = \beta_0 + \alpha_1 KTH_{it} + \alpha_2 KTH_{it} \times Treat_i + \alpha_3 KTH_{it} \times Post_t + \alpha_4 Treat_i \times Post_t + \alpha_5 KTH_{it} \times Treat_i \times Post_t + \sum \beta_j Control_{j,i,t} + u_i + v_t + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

表 6 第(1)列中 *Treat × Post* 的系数显著为负,表明收到问询函或关注函之后上市公司股票错误定价程度显著降低。未报告的结果表明,以问询函或关注函作为外生冲击的多期双重差分模型满足平行趋势假设^②。第(2)列和第(3)列列示了三重差分模型的估计结果^③。*Treat × Post* 的系数显著为负, *Numratio* 和 *Freqratio* 的系数显著为正,与双重差分模型及基准回归的结果高度一致。 *Numratio × Treat × After* 虽不显著但为正值, *Freqratio × Treat × After* 的系数显著为正,表明问询函或

① 尽管交易所的问询函或关注函并非仅仅针对上市公司采用客套话的“避实就虚”策略性回应行为,但一定程度上能够约束上市公司回应时的策略性动机,同时交易所的问询函或关注函相对于上市公司是否选择采用客套话具有更强的外生性,因此可以作为外生冲击构建多期双重差分模型。并且,为进一步分离问询函或关注函这一外生事件对上市公司“避实就虚”策略性行为的影响,本文构建三重差分模型进行检验。感谢匿名审稿人的建设性意见。

② 受篇幅限制,双重差分模型平行趋势假设的检验结果正文略去备索。

③ *KTH × Post* 由于与 *KTH × Treat × Post* 存在完全共线性而被自动剔除,故未报告其系数。

关注函对股票错误定价的负向影响会被上市公司“避实就虚”的策略性回应削弱,从而可以推断上市公司“避实就虚”的策略性回应加剧了股票错误定价。

表 6 内生性问题处理:双重差分模型与三重差分模型

变量	(1)	(2)	(3)
	双重差分模型	三重差分模型	
		$KTH = Numratio$	$KTH = Freqratio$
$Treat \times Post$	-0.0473*** (0.0174)	-0.0757** (0.0337)	-0.0594*** (0.0195)
KTH		0.0298*** (0.0082)	0.0348*** (0.0098)
$KTH \times Treat$		-0.0743* (0.0435)	-0.0467 (0.0500)
$KTH \times Treat \times After$		0.1238 (0.1110)	0.2155** (0.0962)
截距项	0.6766*** (0.1618)	0.6591*** (0.1617)	0.6645*** (0.1617)
控制变量	控制	控制	控制
公司/时间固定效应	是	是	是
观测数	70537	70537	70537
调整 R ²	0.2422	0.2426	0.2425

(4)控制样本选择偏差。网络平台互动中上市公司的回应策略会受到投资者所提问题属性的影响,造成样本选择偏差问题,为此本文采用 Heckman 两阶段模型进行调整。首先,本文采用 Probit 模型构建上市公司是否采用客套话策略性回应的选择模型。其次,语调特征是度量投资者提问特征的重要维度,同时由于投资者提问的负面语气具有较高的信息含量(孟庆斌等,2020)^[7],本文因此采用投资者提问的正面语气作为选择模型的排他性约束变量。本文采用文本分析方法提取了投资者提问文本中的正面语气词,在此基础上计算每一条提问正面语气词个数占提问文本的比例,然后按照公司和季度进行平均,得到单个上市公司季度内投资者提问正面语气词占比的均值 Pos_a ,作为投资者提问正面语气的度量变量^①。

表 7 列示了 Heckman 两阶段模型的估计结果。选择模型中 Pos_a 的系数显著为正,表明投资者提问的正面语气会显著影响上市公司是否采用客套话的回应策略。结果模型中逆米尔斯比 IMR 显著为负,表明该模型有效控制了样本选择偏差。同时,第(2)列和第(3)列中 $Numratio$ 和 $Freqratio$ 的系数均显著为正,表明控制了样本选择偏差后,上市公司策略性回应的“避实就虚”程度仍然会正向驱动股票错误定价。

表 7 内生性问题处理:消除选择性偏差

变量	(1)	(2)	(3)
	选择模型	结果模型	
被解释变量	$KthDum$	Mis	
Pos_a	6.8951*** (1.7999)		
$Numratio$		0.0208** (0.0086)	
$Freqratio$			0.0278*** (0.0098)
IMR		-0.0088*** (0.0034)	-0.0099*** (0.0032)
截距项	-1.1484* (0.6063)	0.6734*** (0.1620)	0.6772*** (0.1619)

① 为验证 Pos_a 是否满足排他性约束变量的要求,本文将 Pos_a 纳入式(8)以检验其对 Mis 的影响,结果发现 Pos_a 的系数未通过检验,没有证据表明 Pos_a 会对 Mis 产生直接影响。

续表 7

变量	(1)	(2)	(3)
	选择模型	结果模型	
控制变量	控制	控制	控制
公司/时间固定效应	是	是	是
观测数	70477	70477	70477
伪 R ² /调整 R ²	0.8775	0.2426	0.2427

5. 稳健性检验

为保证研究结论的稳健性和可靠性,本文从以下多个方面进行了稳健性检验^①。

(1)排除替代性假设。采用客套话回复投资者提问既可能体现上市公司“避实就虚”的回应策略,也可能是上市公司的敷衍或简单应付,是上市公司不重视投资者关系管理的表现。研究表明,良好的投资者关系管理能够提升公司估值水平(Karolyi 等,2020)^[43]。如果采用客套话回复投资者提问体现了上市公司较差的投资者关系管理,也可能会导致公司价值被低估。为排除这一可能的替代性假设,本文从两个方面进行检验。

首先,本文采用季度内公司接待投资者调研数量的自然对数 *Irm* 衡量上市公司投资者关系管理水平,在控制 *Irm* 的基础上重新检验前文研究结果。本文发现,在控制了上市公司投资者关系管理水平后,“避实就虚”程度对股票错误定价仍存在显著的正向驱动效应。

其次,本文根据季度内是否接待投资者调研将公司区分为投资者关系管理水平较好与较差两组,设置虚拟变量 *IrmDum* 分别取值 1 和 0,在此基础上构建交互项 *Numratio* × *IrmDum* 和 *Numratio* × *IrmDum*。结果显示,交互项系数均不显著,没有证据表明“避实就虚”程度对股票错误定价的影响在投资者关系管理水平不同的公司中存在差异。

(2)替换被解释变量。本文将构建错误定价指数 *Mis* 的各个错误定价指标作为被解释变量,重新检验研究结论。结果显示,当采用 *Mis1*、*Mis3* 和 *Mis4* 单独度量股票错误定价时,*Numratio* 和 *Fregratio* 的系数均显著为正;当采用 *Mis2* 单独度量股票错误定价时,*Numratio* 和 *Fregratio* 的系数为正但不显著。这一结果表明,采用股票错误定价具体度量指标作为被解释变量,大多数情况下仍然能够支持本文的研究结论。同时,为排除 *Mis2* 在度量股票错误定价时可能产生的误差,本文采用 *Mis1*、*Mis3* 和 *Mis4* 三个具体指标,按照式(7)所示的方法重新构建股票错误定价指数 *MisIndex2*。回归结果显示,*Numratio* 和 *Fregratio* 的系数均显著为正。综合来看,替换被解释变量并不会改变本文的研究结果。

(3)替换解释变量。一是从绝对指标角度构建代理变量,采用季度内上市公司每次回答中客套话文本字数均值加 1 后的自然对数,度量客套话文本数量;采用季度内上市公司纯客套话回复数量加 1 后的自然对数,度量纯客套话回复次数。二是构建两个虚拟变量,度量每个季度上市公司的回答是否包含客套话以及是否采用纯客套话回答。回归结果表明,采用新的解释变量进行检验仍然能够较好地支持本文研究结果。

(4)调整样本。首先,由于网络平台上的互动问答可能与上市公司重大事项的公告重叠,此时互动问答特征会受到上市公司重大事项公告的影响。为此,本文在剔除上市公司定期公告、兼并收购、再融资、股利分配等事项公告期间的互动问答数据后,重新计算策略性回应“避实就虚”程度的度量指标。其次,本文原始样本包含了季度内上市公司针对投资者提问尚未进行回答的观测值,为

① 受篇幅限制,稳健性检验的相关数据表格正文略去备索。

排除这部分样本可能产生的影响,本文剔除了这部分观测值。结果显示,排除重大事项公告的影响以及剔除无回答的观测值后,本文的研究结论依然成立。

五、机制分析与进一步分析

1. 策略式回应驱动股票错误定价的作用机制

前文理论分析表明,网络平台互动中上市公司的策略性回应会形成并扩大投资者意见分歧,继而加剧股票错误定价。为此,本文从投资者意见分歧角度,考察上市公司策略性回应驱动股票错误定价的作用机制,以验证前文理论逻辑。

诸多研究认为,股票换手率能够很好地捕捉投资者意见分歧(Berkman等,2009^[12];Han等,2022^[13])。然而,Garfinkel和Sokobin(2006)^[44]认为,投资者交易活动会受到投资者外生的流动性需求、市场或公司层面的信息冲击以及投资者意见分歧三种因素驱动。流动性需求和信息冲击能够通过换手率分解模型进行预测,而无法预测的交易量或换手率则由投资者意见分歧驱动,继而产生未预期的交易量(unexpected trading volume)。为此,本文采用两个指标度量投资者意见分歧:一是参照Chen等(2015)^[45]的做法,识别未预期的交易量 HB ;二是直接采用季度内股票平均日换手率 TO 。检验结果如表8所示。

表8 基于投资者意见分歧的作用机制检验结果

变量	(1) HB	(2) HB	(3) Mis	(4) TO	(5) TO	(6) Mis
HB			0.4576*** (0.0477)			
TO						0.1359*** (0.0220)
$Numratio$	0.0064*** (0.0009)			0.0062*** (0.0013)		
$Freqratio$		0.0073*** (0.0011)			0.0058*** (0.0016)	
截距项	0.1379*** (0.0143)	0.1392*** (0.0143)	0.6125*** (0.1618)	0.1780*** (0.0186)	0.1796*** (0.0187)	0.6525*** (0.1617)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司/时间固定效应	是	是	是	是	是	是
观测数	70537	70537	70537	70537	70537	70537
调整 R^2	0.0711	0.0708	0.2445	0.0897	0.0896	0.2425

表8第(1)列和第(2)列以 HB 为被解释变量的结果显示, $Numratio$ 和 $Freqratio$ 的系数均显著为正,表明投资者意见分歧随着网络平台互动中上市公司策略性回应的“避实就虚”程度而上升。同时,第(3)列以 Mis 为被解释变量考察投资者意见分歧对股票错误定价的影响, HB 的系数显著为正,表明投资者意见分歧的扩大会加剧上市公司股票错误定价。采用 TO 度量投资者意见分歧的检验结果如第(4)列~第(6)列所示,与第(1)列、第(2)列和第(3)列的结果高度一致。综合表8的结果可以推断,投资者意见分歧的形成和放大是上市公司策略性回应驱动股票错误定价的重要作用机制之一。

2. 调节效应检验

(1) 投资者规模的调节效应。作为新兴市场,我国股票市场的典型特征之一是个人的投资者占比较高,他们的行为对市场走势具有重要而深刻的影响(朱孟楠等,2020)^[46]。与机构投资者相比,个人投资者信息搜集和处理能力更弱,体现出更加非理性的投资风格,信念异质性程度更高。因此可以推断,当上市公司以个人为主的投资者规模更大时,网络平台互动中上市公司的策略性回应对股票错误定价的影响效应应该更加凸显。

为检验上述推断,本文构建两个度量上市公司投资者规模 *InvstBase* 的变量,考察投资者规模的调节效应:一是变量 *InvstBase1*,为上市公司季度末股东人数的自然对数;二是变量 *InvstBase2*,为上市公司季度末股东人数与机构投资者数量之差的自然对数。表 9 的检验结果显示, *Numratio* 和 *Freqratio* 的系数均显著为正,所有交互项的系数至少在 10% 的水平上显著为正,表明投资者规模扩大会放大上市公司策略性回应对股票错误定价的驱动;当上市公司投资者规模越大时,网络平台互动中上市公司采用客套话策略性回应的“避实就虚”程度对股票错误定价的影响越显著。

表 9 投资者规模的调节效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>InvstBase</i> = <i>InvstBase1</i>		<i>InvstBase</i> = <i>InvstBase2</i>	
<i>Numratio</i>	0.0286*** (0.0081)		0.0286*** (0.0081)	
<i>Freqratio</i>		0.0372*** (0.0097)		0.0372*** (0.0097)
<i>Numratio</i> × <i>InvstBase</i>	0.0192** (0.0091)		0.0192** (0.0091)	
<i>Freqratio</i> × <i>InvstBase</i>		0.0193* (0.0116)		0.0193* (0.0116)
<i>InvstBase</i>	-0.0240*** (0.0034)	-0.0242*** (0.0034)	-0.0240*** (0.0034)	-0.0242*** (0.0034)
截距项	0.6862*** (0.1595)	0.7007*** (0.1594)	0.6864*** (0.1595)	0.7010*** (0.1594)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司/时间固定效应	是	是	是	是
观测数	70527	70527	70527	70527
调整 R ²	0.2454	0.2453	0.2454	0.2453

(2) 信息透明度的调节效应。从理论上而言,当上市公司信息透明度较高时,投资者能够更加真实地了解企业经营状况,提高对上市公司未来预期和估值的准确度。即使网络平台互动中上市公司的策略性回应会对投资者意见分歧产生冲击,导致短期内股价偏离上市公司内在价值,但由于较高的信息透明度,投资者能够很容易识别上市公司特质信息,并将其迅速融入股价,从而有助于降低股价对上市公司内在价值的偏离。

分析师在信息传播和降低信息不对称过程中发挥了重要作用(Gu 等,2019)^[47],因此本文借鉴 Gu 等(2019)^[47]的做法,基于分析师跟踪人数及分析师发布的报告数量构建信息透明度 *Trans* 的代理变量。具体地,将季度内跟踪上市公司的分析师人数加 1 后取自然对数构建变量 *Analyst*,将季度内分析师发布的研究报告数量加 1 后取自然对数构建变量 *Report*。表 10 列示了信息透明度调节效应的回归结果。表 10 中 *Numratio* 和 *Freqratio* 的系数显著为正, *Numratio* × *Analyst* 和 *Numratio* × *Report* 的系数为负但不显著, *Freqratio* × *Analyst* 和 *Freqratio* × *Report* 的系数在 10% 的水平上显著为负,一定程度上表明,较高的信息透明度能够缓解上市公司策略性回应对股票错误定价的正向驱动。当信息透明度较高时,投资者更容易获取和处理上市公司特质信息,形成对上市公司未来盈利或现金流更准确的预期,继而能够削弱网络平台互动中上市公司策略性回应对投资者意见分歧的影响和对股票错误定价的驱动。

表 10 信息透明度的调节效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Trans = Analyst</i>		<i>Trans = Report</i>	
<i>Numratio</i>	0.0288 *** (0.0083)		0.0292 *** (0.0083)	
<i>Freqratio</i>		0.0304 *** (0.0098)		0.0302 *** (0.0099)
<i>Numratio</i> × <i>Trans</i>	-0.0011 (0.0054)		-0.0006 (0.0064)	
<i>Freqratio</i> × <i>Trans</i>		-0.0125 * (0.0071)		-0.0153 * (0.0085)
<i>Trans</i>	-0.0126 *** (0.0012)	-0.0126 *** (0.0012)	-0.0151 *** (0.0015)	-0.0150 *** (0.0015)
截距项	0.4800 *** (0.1624)	0.4870 *** (0.1623)	0.4795 *** (0.1624)	0.4865 *** (0.1623)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司/时间固定效应	是	是	是	是
观测数	70537	70537	70537	70537
调整 R ²	0.2466	0.2466	0.2466	0.2466

3. 错误定价:高估还是低估?

错误定价包括股价高估和股价低估两种情形,因此本文试图进一步考察上市公司策略性回应对股票错误定价方向的影响。为此,本文参照 Lin 等(2010)^[36]的做法,将前文各错误定价指标 *Mis1* ~ *Mis4* 按照原始值进行排序,采用与构建错误定价指数 *Mis* 类似的方法构建超额估值指数 (excess valuation index, EXVI)。本文分季度按照 EXVI 对所有观测值从高到低进行排序,将 EXVI 前 30% 的观测值定义为股价高估组,将 EXVI 后 30% 的观测值定义为股价低估组,采用式(8)分别检验策略性回应对股票错误定价的影响在两组中的差异。

表 11 列示了相应的回归结果^①。第(1)列和第(2)列中股价高估组的检验结果显示,*Numratio* 与 *Freqratio* 的系数虽然为正但不显著;第(3)列和第(4)列中股价低估组的检验结果显示,*Numratio* 与 *Freqratio* 的系数显著为正。表明上市公司策略性回应导致了股票价格的进一步低估,这与前文的分析逻辑一致。理论上,上市公司使用客套话“避实就虚”的策略性回应较少为投资者提供实质性的有效信息,并且这种非实质性的回答还可能被投资者解读为负面信息,因而很难形成投资者的乐观意见,相反,会放大投资者的负面意见,最终导致投资者调低对上市公司未来盈利能力或现金流的预期,降低上市公司估值,驱动上市公司股票价格被低估。表 11 的结果为前文的研究结论提供了重要的补充证据。

表 11 策略性回应对错误定价方向的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	股价高估		股价低估	
<i>Numratio</i>	0.0141 (0.0096)		0.0265 *** (0.0081)	
<i>Freqratio</i>		0.0069 (0.0115)		0.0311 *** (0.0096)
截距项	0.5228 *** (0.1903)	0.5307 *** (0.1900)	1.6272 *** (0.2050)	1.6328 *** (0.2053)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司/时间固定效应	是	是	是	是
观测数	21165	21165	21154	21154
调整 R ²	0.5595	0.5594	0.6257	0.6256

① 本文也按照 EXVI 的季度中位数对样本进行了分组检验,结果与表 11 高度一致。

六、研究结论与启示

1. 研究结论

深交所“互动易”和上交所“e互动”网络平台的上线,为上市公司和投资者利用互联网和信息技术开展信息交流和互动提供了极为便捷的方式,是当前我国上市公司互动式信息披露的重要手段。尽管网络平台为投资者及时获取特定信息提供了载体,然而,在网络平台互动中上市公司经常采用客套话等形式实施“避实就虚”的策略性回应。毋庸置疑,上市公司的策略性回应会对投资者决策和股票市场表现产生重要影响。本文基于网络平台互动中上市公司的回答文本,采用文本分析方法从客套话角度构建了上市公司策略性回应“避实就虚”程度的度量指标,实证检验了上市公司策略性回应对股票错误定价的实际影响及其机制。本文发现,作为网络平台互动中上市公司典型的策略性回应方式,采用客套话“避实就虚”会加剧公司股票错误定价,这一结论在采用多种方式缓解内生性问题和进行稳健性测试后依然成立。上市公司策略性回应会从多个方面形成并扩大投资者意见分歧,是驱动股票价格偏离内在价值的重要机制。同时,上市公司策略性回应对股票错误定价的影响在(个人)投资者规模越大、上市公司信息透明度越低时更加显著。另外,策略性回应向投资者提供的正面有效信息非常有限,却极易被投资者解读为负面信号,加剧投资者负面意见的形成,从而导致股票价格被低估,与已有文献中“无消息即坏消息”的研究结论一致。

2. 建议和启示

根据研究结论,本文为市场监管者、上市公司和投资者提供以下建议和启示。首先,对监管者而言,合理定位网络互动平台在互动式信息披露中的功能,科学考核网络平台互动中上市公司的回复质量,对于利用网络互动平台改善资本市场效率尤为重要。避免简单地以上市公司是否(及时)回复作为考核指标,借鉴已有研究成果设计科学的网络互动质量指标体系,注重对上市公司回答质量的评判。例如,将上市公司是否对投资者提问进行了有实质内容的针对性回复纳入考核指标体系。重视网络互动平台对已披露信息的提示和解读功能,平衡网络互动平台的信息解读功能与法定信息披露渠道之间的关系。其次,对于上市公司而言,充分利用网络平台互动实施投资者关系管理,对于避免上市公司股价低估、稳定上市公司市值具有重要意义,因此应尽可能减少“避实就虚”的策略性回应。尽管监管要求网络互动平台不得披露新信息,但上市公司可以就投资者提问进行信息获取渠道的提示、对已披露信息进行详尽解读以避免投资者理解产生偏误等。特别是当投资者提问难以回答时,上市公司应尽可能详尽解释无法回答的原因以及后续的披露渠道和方式,避免投资者产生负面情绪和意见。最后,对于投资者而言,有必要客观认识网络互动平台作为非法定信息披露渠道的功能定位。在获取和处理上市公司层面信息时,投资者需要对网络平台互动中上市公司的回复去伪存真,最大程度地提取其中的有效信息。当面临上市公司采用客套话等“避实就虚”的策略性回应时,投资者应理性分析上市公司的动机和原因(如是否违反监管要求、是否涉及商业机密等),避免简单地将客套话与“坏消息”等同,产生对公司价值的误判,影响自身预期和投资决策。

3. 研究局限性

本文首次从客套话的角度尝试识别网络平台互动中上市公司策略性回应的“避实就虚”程度,但可能存在一定的局限性。一是中文语境中客套话的使用有时仅仅是出于礼貌或创造轻松的会话环境,不能否认客套话的使用并不一定会阻碍有效信息的传播,这使得本文采用客套话文本占比度量策略性回应的“避实就虚”程度存在一定的测量误差。然而,本文采用了一系列内生性处理方法以尽可能缓解测量误差的影响,检验结果仍然支持本文的研究结论。特别是,本文依据上市公司采用纯客套话的策略性回应构建了纯客套话次数占比这一指标,较客套话文本占比能够更加“干净”

地度量策略性回应的“避实就虚”程度。这些方法和指标的使用,一定程度上有助于克服测量误差带来的影响。二是本文仅仅从客套话角度度量策略性回应的“避实就虚”程度,可能会低估上市公司的策略性回应动机和程度。中文语言博大精深,完全利用计算机程序度量“避实就虚”程度,终究可能会存在一定的偏误,这也是所有中文文本分析研究面临的共同问题(卞世博和阎志鹏,2020)^[18]。上市公司“避实就虚”的策略性回应并不仅仅体现为采用客套话回复投资者,本文的度量方式和代理变量极有可能会低估网络平台互动中上市公司策略性回应的影响,因此在未来研究中对上市公司策略性回应进行更为精准的度量值得探索。

参考文献

- [1]卞世博,陈曜,汪训孝.高质量的互动可以提高股票市场定价效率吗?——基于“上证e互动”的研究[J].北京:经济学(季刊),2022,(3):749-772.
- [2]Bond,P.,and Y. Zeng. Silence Is Safest: Information Disclosure When the Audience's Preferences Are Uncertain[J]. *Journal of Financial Economics*,2022,145,(1):178-193.
- [3]Jensen,M. C. Agency Costs of Overvalued Equity[J]. *Financial Management*,2005,34,(1):5-19.
- [4]Polk,C.,and P. Sapienza. The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory[J]. *Review of Financial Studies*,2009,22,(1):187-217.
- [5]Sloan,R. G.,and H. You. Wealth Transfers Via Equity Transactions[J]. *Journal of Financial Economics*,2015,118,(1):93-112.
- [6]Lee,C. M. C.,and Q. Zhong. Shall We Talk? The Role of Interactive Investor Platforms in Corporate Communication[J]. *Journal of Accounting and Economics*,2022,74,(2),101524.
- [7]孟庆斌,黄清华,张劲帆,王松.上市公司与投资者的互联网沟通具有信息含量吗?——基于深交所“互动易”的研究[J].北京:经济学(季刊),2020,(2):637-662.
- [8]Wu,D.,S. Gao,K. C. Chan,and X. Cheng. Do Firms Strategically Respond to Retail Investors on the Online Interactive Information Disclosure Platform? [J]. *Finance Research Letters*,2022,47,102631.
- [9]Gow,I. D.,D. F. Larcker,and A. A. Zakolyukina. Non-Answers During Conference Calls[J]. *Journal of Accounting Research*,2021,59,(4):1349-1384.
- [10]卞世博,管之凡,阎志鹏.答非所问与市场反应:基于业绩说明会的研究[J].天津:管理科学学报,2021,(4):109-126.
- [11]Miller,E. M. Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion[J]. *Journal of Finance*,1977,32,(4):1151-1168.
- [12]Berkman,H.,V. Dimitrov,P. C. Jain,P. D. Koch,and S. Tice. Sell on the News: Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Returns around Earnings Announcements[J]. *Journal of Financial Economics*,2009,92,(3):376-399.
- [13]Han,Y.,D. Huang,D. Huang,and G. Zhou. Expected Return, Volume, and Mispricing[J]. *Journal of Financial Economics*,2022,143,(3):1295-1315.
- [14]Kim,J. B.,Y. Li,and L. Zhang. CFOs Versus CEOs: Equity Incentives and Crashes[J]. *Journal of Financial Economics*,2011,101,(3):713-730.
- [15]Kothari,S. P.,S. Shu,and P. D. Wysocki. Do Managers Withhold Bad News? [J]. *Journal of Accounting Research*,2009,47,(1):241-276.
- [16]Lee,J. Can Investors Detect Managers' Lack of Spontaneity? Adherence to Predetermined Scripts During Earnings Conference Calls [J]. *The Accounting Review*,2016,91,(1):229-250.
- [17]Hollander,S.,M. Pronk,and E. Roelofs. Does Silence Speak? An Empirical Analysis of Disclosure Choices During Conference Calls[J]. *Journal of Accounting Research*,2010,48,(3):531-563.
- [18]卞世博,阎志鹏.“答非所问”与IPO市场表现——来自网上路演期间的经验证据[J].上海:财经研究,2020,(1):49-63.
- [19]郭照蕊,袁嘉浩,傅毅.上市公司“答非所问”程度与审计费用——基于年报问询函与回函的综合研究[J].北京:审计研究,2023,(1):99-111.
- [20]Chen,H.,S. Joslin,and N.-K. Tran. Affine Disagreement and Asset Pricing[J]. *American Economic Review*,2010,100,(2):522-526.
- [21]Atmaz,A.,and S. Basak. Belief Dispersion in the Stock Market[J]. *Journal of Finance*,2018,73,(3):1225-1279.
- [22]Borochin,P.,and Y. Zhao. Belief Heterogeneity in the Option Markets and the Cross-Section of Stock Returns[J]. *Journal of*

Banking & Finance, 2019, 107, 105591.

[23] Golez, B. , and R. Goyenko. Disagreement in the Equity Options Market and Stock Returns[J]. Review of Financial Studies, 2022, 35, (3) :1443 – 1479.

[24] Hanley, K. W. , and G. Hoberg. The Information Content of IPO Prospectuses[J]. Review of Financial Studies, 2010, 23, (7) : 2821 – 2864.

[25] Antweiler, W. , and M. Z. Frank. Is All That Talk Just Noise? The Information Content of Internet Stock Message Boards[J]. Journal of Finance, 2004, 59, (3) :1259 – 1294.

[26] Cao, H. H. , J. D. Coval, and D. Hirshleifer. Sidelined Investors, Trading-Generated News, and Security Returns[J]. Review of Financial Studies, 2002, 15, (2) :615 – 648.

[27] Nguyen, H. T. , and M. H. Pham. Does Investor Attention Matter for Market Anomalies? [J]. Journal of Behavioral and Experimental Finance, 2021, 29, 100451.

[28] Hao, J. , and X. Xiong. Retail Investor Attention and Firms' Idiosyncratic Risk; Evidence from China[J]. International Review of Financial Analysis, 2021, 74, 101675.

[29] Guo, W. , M. Sengul, and T. Yu. The Impact of Executive Verbal Communication on the Convergence of Investors' Opinions[J]. Academy of Management Journal, 2021, 64, (6) :1763 – 1792.

[30] Andrei, D. , and M. Hasler. Investor Attention and Stock Market Volatility[J]. Review of Financial Studies, 2015, 28, (1) :33 – 72.

[31] Barber, B. M. , and T. Odean. All That Glitters; The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors[J]. Review of Financial Studies, 2008, 21, (2) :785 – 818.

[32] Hirshleifer, D. A. , J. N. Myers, and M. Teoh. Do Individual Investors Cause Post-Earnings Announcement Drift? Direct Evidence from Personal Trades[J]. The Accounting Review, 2008, 83, (6) :1521 – 1550.

[33] Li, F. Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence[J]. Journal of Accounting and Economics, 2008, 45, (2) :221 – 247.

[34] Pástor, L. , and V. Pietro. Stock Valuation and Learning About Profitability[J]. Journal of Finance, 2003, 58, (5) :1749 – 1789.

[35] 蔡向高, 邓可斌. 无消息即坏消息: 中国股市的信息不对称[J]. 天津: 管理科学学报, 2019, (4) :75 – 91.

[36] Lin, J. B. , C. Pantzalis, and J. C. Park. Corporate Hedging Policy and Equity Mispricing[J]. The Financial Review, 2010, 45, (3) :803 – 824.

[37] Aabo, T. , C. Pantzalis, and J. C. Park. Idiosyncratic Volatility: An Indicator of Noise Trading? [J]. Journal of Banking & Finance, 2017, 75:136 – 151.

[38] Frankel, R. , and C. M. C. Lee. Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns[J]. Journal of Accounting and Economics, 1998, 25, (3) :283 – 319.

[39] Hou, K. , M. A. van Dijk, and Y. Zhang. The Implied Cost of Capital; A New Approach[J]. Journal of Accounting and Economics, 2012, 53, (3) :504 – 526.

[40] Rhodes-Kropf, M. , D. T. Robinson, and S. Viswanathan. Valuation Waves and Merger Activity; The Empirical Evidence[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77, (3) :561 – 603.

[41] Berger, P. G. , and E. Ofek. Diversification's Effect on Firm Value[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 37, (1) :39 – 65.

[42] 游家兴, 吴静. 沉默的螺旋: 媒体情绪与资产误定价[J]. 北京: 经济研究, 2012, (7) :141 – 152.

[43] Karolyi, G. A. , D. Kim, and R. Liao. The Theory and Practice of Investor Relations; A Global Perspective[J]. Management Science, 2020, 66, (10) :4746 – 4771.

[44] Garfinkel, J. A. , and J. Sokobin. Volume, Opinion Divergence, and Returns; A Study of Post-Earnings Announcement Drift[J]. Journal of Accounting Research, 2006, 44, (1) :85 – 112.

[45] Chen, L. , L. Qin, and H. Zhu. Opinion Divergence, Unexpected Trading Volume and Stock Returns; Evidence from China[J]. International Review of Economics & Finance, 2015, 36:119 – 127.

[46] 朱孟楠, 梁裕珩, 吴增明. 互联网信息交互网络与股价崩盘风险: 舆论监督还是非理性传染[J]. 北京: 中国工业经济, 2020, (10) :81 – 99.

[47] Gu, M. , G. J. Jiang, and B. Xu. The Role of Analysts; An Examination of the Idiosyncratic Volatility Anomaly in the Chinese Stock Market[J]. Journal of Empirical Finance, 2019, 52:237 – 254.

Interaction Online, Strategic Response of Listed Company and Stock Mispricing

XU Shou-fu¹, ZHENG Ying-fei¹, ZHANG Jia-chen²

(1. School of Finance, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai, 201620, China;

2. School of Finance, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou, Zhejiang, 310018, China)

Abstract: The operation of SZSE's "Interactive Easy" and SSE's "e-Interactive" internet platform provides a convenient channel for listed companies and investors to engage in one-on-one communication by utilizing internet and information technology. While interactive platforms serve as tangible mediums for investors to swiftly access proprietary information, listed companies frequently adopt strategic responses, including the use of courteous language and various techniques. There is no doubt that strategic response of listed company may have an impact on investor's decisions and market efficiency.

From the perspective of courteous language, this paper constructs two proxies to measure the non-direct answers of listed company through textual analysis. Subsequently this paper investigates the impact of these strategic responses on stock mispricing. The findings of this paper reveal that the online strategic responses of listed companies contribute to an exacerbation of stock mispricing, primarily manifesting as undervaluation. Furthermore, the amplification of heterogeneity in investor beliefs emerges as the primary mechanism through which the strategic responses of listed company impact stock mispricing. Additionally, the effects of listed company's strategic responses on stock mispricing are more prominent when the firm possesses a larger (retail) investor base and experiences lower levels of information transparency.

Altogether, this paper contributes to the literature in several ways. First, this paper identifies a novel form of strategic information disclosure on the internet platform, and in turn enriches the literature on the strategic motivation and behavior in the interactive information disclosure. Courteous language serves as means to modulate the tone and extent of information disclosure, warranting extensive examination. Second, this paper demonstrates that the strategic information disclosure may produce and magnify the heterogeneity of investors' beliefs, thus exacerbating stock mispricing. This contributes to a broader comprehension of stock mispricing's drivers from the perspective of behavioral finance. Third, this paper studies the effects of the strategic response of interaction online on stock mispricing, thereby offering fresh insights into the characteristics and outcomes of internet platforms, further enriching the existing literature.

This paper also carries significant practical implications. First, this paper underscores the importance for regulatory bodies to define the role of internet platforms in interactive information disclosure and to assess the quality of responses from listed companies in a judicious manner. Second, this paper highlights the need for listed companies to minimize strategic response in the interactive information disclosure and manage investor relationships effectively through the internet platform. While regulatory restrictions may prohibit the disclosure of new information, listed companies should clearly indicate the information channel and explain the existing information precisely in order to prevent any misinterpretation by investors. Third, it is necessary for investor to recognize the internet platform's role as an unofficial channel for information disclosure. Investors should refrain from dismissing courteous language as non-informative and should avoid making erroneous evaluations of stock value. When a listed company responds to investor's questions by using courteous language, investors needs to analyze the underlying motivations and reasons of the listed company.

Key Words: interaction online; stock mispricing; strategic information disclosure; divergence of investors' opinions; polite expression

JEL Classification: G12, G14, G30

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2023.11.010

(责任编辑:李先军)