

CITY UNIVERSITY OF HONG KONG
香港城市大學

**The Market Value of Customer Relationship
Strategies: A Textual Analysis of CRM Strategy
Disclosure, Customer Assets, and Firm
Performance in MD&A Reports**
客戶關係戰略的市場價值：基於年報 MD&A 文
本 CRM 戰略披露、客戶資產與公司績效研究

Submitted to
College of Business
商學院
in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Doctor of Business Administration
工商管理博士學位

by

Yue Yi
乐毅

May 2026
二零二六年五月

摘要

隨著數字化轉型的不斷深入，客戶關係管理（CRM）逐漸從企業運營工具演化為關鍵的組織能力與無形資產。越來越多的上市公司開始在年報及管理層討論與分析（MD&A）中披露CRM相關信息，但此類披露通常具有敘述性強、難以標準化和弱可驗證性等特徵，其能否以及如何被資本市場有效解讀並定價，仍缺乏系統的經驗證據。

本文以中國A股及科創板上市公司為研究對象，構建了刻畫不同內容維度的CRM披露指標體系，系統考察了CRM披露對企業價值的影響及其作用機制。研究從動態視角出發，檢驗CRM披露的資本市場定價效應是否依賴於整體信息環境的更為嚴格情境制度。實證結果表明，在早期信息環境尚未充分發展的階段，CRM披露與企業價值之間未呈現穩定關聯；而在2014年之後，隨著信息披露制度與市場認知的改善，CRM披露在經驗上開始被資本市場系統性定價。

進一步的內容異質性分析顯示，資本市場並非對所有CRM披露一視同仁。相較於泛泛而談的客戶導向戰略或CRM系統建設等程式化披露，只有那些能夠清晰闡釋客戶資產屬性與客戶價值創造內在邏輯的實質性披露內容，才表現出顯著且穩健的正向估值效應。這表明，CRM披露的價值核心在於其能否有效外化企業內部的客戶資產運營能力。

在機制分析中，本文發現CRM披露並未通過提升分析師預測質量來影響企業價值，反而伴隨著分析師覆蓋度的下降，表明企業自身披露在一定程度上替代了外部信息中介的解釋功能，從而重塑了資本市場的信息供給結構。進一步的檢驗結果顯示，這一信息供給結構變化在解釋CRM披露的價值效應中具有更為重要的作用。制度情景分析進一步表明，在信息披露要求更高、投資者信息敏感度更強的科創板市場中，上述效應更為顯著。

本文從動態定價、內容異質性與信息供給結構三個維度，拓展了CRM披露資本市場後果的研究，為理解組織能力如何通過戰略性披露轉化為資本市場價值提供了新的經驗證據。

關鍵詞：客戶關係管理；信息披露；客戶資產；企業價值；資本市場

Abstract

As customer relationship management (CRM) increasingly represents a critical organizational capability and an important form of intangible asset, firms have begun to disclose more CRM-related information in annual reports and Management Discussion and Analysis (MD&A). Such disclosures are typically narrative in nature, difficult to standardize, and weakly verifiable, raising important questions about whether and how capital markets are able to interpret and price CRM-related information.

Using a large sample of Chinese A-share and STAR Market listed firms, this study examines the valuation effects of CRM disclosure from a dynamic and content-based perspective. We construct multiple CRM disclosure measures capturing distinct content dimensions and investigate whether the pricing of CRM disclosure depends on the maturity of the market information environment. The empirical results show that, in earlier periods, CRM disclosure is not systematically associated with firm value. However, after 2014—when China’s disclosure regime and market transparency improved significantly—CRM disclosure is empirically observed to be positively and consistently priced by the capital market.

Further analysis reveals substantial content heterogeneity in the valuation of CRM disclosure. Disclosures that merely emphasize customer orientation or the adoption of CRM systems do not generate significant valuation effects. In contrast, disclosures that explicitly reflect customer asset characteristics and the underlying logic of customer value creation are associated with a robust increase in firm value. This finding suggests that the economic relevance of CRM disclosure lies not in disclosure intensity per se, but in its ability to externalize firms’ internal customer asset capabilities.

Mechanism tests indicate that CRM disclosure does not affect firm value through improvements in analyst-based information quality. Instead, higher levels of CRM disclosure are more likely to be associated with lower analyst coverage, implying that firms’ own disclosures partially substitute for external information intermediaries and reshape the structure of information supply in the capital market. Additional institutional analyses show that both the valuation effect of CRM disclosure and its

underlying mechanism are more pronounced in the STAR Market, where disclosure standards are stricter and investors are more information-sensitive.

Overall, this study demonstrates that the valuation of CRM disclosure is neither automatic nor uniform. By highlighting the roles of market maturity, disclosure content, and information supply structure, the paper provides new evidence on how organizational capabilities embedded in CRM are transformed into market-recognized firm value.

Keywords: Customer Relationship Management; Voluntary Disclosure; Customer Assets; Firm Value; Capital Markets

致謝

本論文的完成，標誌著多年求學階段的一個重要節點。回顧這段充實而嚴謹的學習歷程，從選題初期的反復推敲，到研究過程中的持續修正，再到最終成稿，始終離不開多位師長、同仁與家人的指導與支持。謹在此致以誠摯的感謝。

首先，衷心感謝復旦大學管理學院陸雄文院長在論文研究全過程中的系統指導。陸院長以嚴謹的學術態度與清晰的研究邏輯，對本研究的理論定位與機制構建給予了關鍵性引導。在課程階段及多次工作坊討論中，陸院長圍繞CRM披露結構的界定、變量構建的邊界以及資本市場機制解釋的嚴密性提出了諸多深刻而具體的建議，使論文的分析框架不斷收斂與深化。尤其在「信息供給結構」機制的理論澄清與模型表達方面，陸院長的指導幫助本研究從單一結果解釋，提升至對市場結構與組織能力外顯機制的系統分析。對研究規範與邏輯嚴密性的持續強調，使我在論文寫作過程中始終保持對證據與邊界的審慎態度。

感謝香港城市大學趙華中教授在整個學習階段給予的持續指導與方向支持。趙教授在多次工作坊中提出的問題，促使我不斷反思研究問題的核心與理論貢獻的邊界。關於「2014年前後制度環境演進」的階段劃分問題，趙教授指出，應結合中國資本市場信息披露監管強化、分析師體系規範化以及投資者結構變化等制度演進背景進行綜合判斷，而非簡單依據單一政策節點進行分段。這一建議促使我重新梳理樣本期制度環境的演進邏輯，並最終將2014年作為經驗性階段分界點，為後續階段性定價檢驗奠定了理論基礎。同時，趙教授在研究團隊建設與實證推進方面給予重要支持，使論文分析得以順利展開。

感謝DBA期間所有授課教授在課程階段所提供的系統訓練。相關課程在理論框架、研究方法與規範表達方面的訓練，為本論文的完成奠定了堅實基礎。感謝DBA21班同學在學習與論文階段的討論與交流，學術共同體的互動為研究思考提供了多元而開放的視角。

在研究執行層面，感謝研究小組成員的專業支持。助研張葉彤同學在MD&A數據檢索、文本整理與變量構建方面投入了大量細緻工作。Henry在數

據匹配與處理過程中提供了重要技術支持，使實證分析得以順利完成。感謝來自香港城市大学和复旦大学各位助教老師在教學與組織層面的協助，為學習與研究提供了穩定保障。

最後，感謝家人的理解與支持。博士階段的研究需要長期而持續的投入，家人所提供的理解與陪伴，是本研究能夠順利完成的重要基礎。感謝我的太太、兩位母親以及我的兩位兒子給予我的鼓勵與支持。

博士階段的學習不僅是知識積累的過程，更是對研究規範、邏輯訓練與學術邊界的系統歷練。謹以此論文，向所有給予指導與支持的師長與同仁致以誠摯感謝。

目錄

摘要.....	i
Abstract	ii
Qualifying Panel and Examination Panel	iv
致謝.....	v
圖表目錄.....	xii
第1章 緒論.....	1
1.1 研究背景及問題提出	1
1.2 研究目的及意義.....	3
1.3 研究內容及研究方法	3
1.4 研究創新及貢獻.....	4
第2章 理論基礎與文件綜述.....	6
2.1 CRM、客戶資產與企業價值.....	6
2.2 軟信息、企業文本與資本市場學習機制	8
2.2.1 軟信息的特徵與可驗證性問題.....	8
2.2.2 信息披露與資本市場定價機制.....	9
2.2.3 資本市場對敘述性信息的學習與動態定價.....	10
2.3 信息披露與資本市場定價機制	12
2.3.1 信息不對稱與披露的資本市場功能.....	12
2.3.2 無形資產、披露需求與價值相關性.....	13
2.3.3 信息中介與信息供給結構.....	14
2.4 分析師覆蓋與信息供給結構	15
2.4.1 分析師覆蓋與市場信息生產分工.....	15
2.4.2 披露與分析師覆蓋：互補與替代的分歧邏輯.....	16
2.4.3 CRM 披露、分析師依賴與信息供給結構調整.....	17
2.5 中國制度背景與科创板信息環境.....	18
2.5.1 中國資本市場制度變遷.....	18
2.5.2 信息環境成熟與市場學習能力變化.....	20
2.5.3 科创板與制度環境差異.....	22
第3章 研究假設與理論模型.....	24
3.1 理論邏輯總覽：從「信息不對稱」到「信息供給結構」	24
3.1.1 研究問題的再界定：為何不是「信息是否充分」，而是「信息如何被生產與供給」	24
3.1.2 信息供給結構視角：分析師中介並非唯一信息載體.....	25
3.1.3 理論框架概覽與章節結構安排.....	25
3.2 CRM 披露的估值效應：資本市場是否、以及何時會對其定價（H1 系列）	26
3.2.1 CRM 披露為何可能影響企業價值：軟信息的價值相關性邏輯	27
3.2.2 為什麼要強調階段性：從「可披露」到「可被定價」的市場學習（H1a）	27
3.2.3 為何要討論「披露內容」而不僅是「披露強度」：客戶資產屬性與可定價性（H1b）	28

3.2.4 為什麼要用未來 Tobin's Q: CRM 披露更可能體現為增長預期的定價 (H1c)	29
3.2.5 邊界討論: 為何短期會計績效不必然改善 (ROA 為對照)	29
3.2.6 小結與假設彙總 (H1-H1c)	30
3.3 信息供給結構的中介機制: 分析師覆蓋的數量路徑 (H2 系列)	30
3.3.1 從信息質量到信息供給結構: 理論視角的必要轉向	31
3.3.2 分析師在軟信息定價中的結構性角色	32
3.3.3 為什麼選擇「分析師覆蓋」而非「分析師預測分歧」作為主中介	33
3.3.4 CRM 披露如何通過分析師覆蓋影響企業價值: 理論推斷	33
3.3.6 假設提出 (H2 系列)	34
3.3.7 對照機制與排除性解釋: 為何信息質量路徑不是主導機制 (H2d)	35
3.4 制度環境的調節作用: 科创板與信息供給結構的可被理解性	36
3.4.1 制度環境、信息披露導向與軟信息的可定價性	37
3.4.2 科创板情境下 CRM 披露的估值效應 (H3a)	38
3.4.3 科创板情境下的信息供給結構替代機制 (H3b)	38
3.5 小結: 研究假設的整體邏輯與理論貢獻定位	39
第 4 章 研究設計與變量構建	41
4.1 樣本構建與數據來源	41
4.1.1 樣本選擇與研究區間	41
4.1.2 年報文本數據來源與處理口徑	42
4.1.3 財務數據與市場數據來源及匹配規則	43
4.1.4 分析師數據口徑與「信息供給結構」變量的必要性	44
4.1.5 樣本清洗、異常值處理與可重複性控制	45
4.1.6 樣本構建流程圖與章節銜接說明	46
4.2 文本分析方法與 CRM 披露指標構建流程	47
4.2.1 CRM 披露為何必須採用文本分析方法	47
4.2.2 詞典構建的理論驅動原則	48
4.2.3 年報文本處理、匹配與 Firm-Year 聚合流程	50
4.2.4 四類 CRM 披露指數並行構建而非合成指數的理由	51
4.3 CRM 披露指數體系: 構建邏輯與區分性說明	52
4.3.1 CRM 披露的多維屬性: 概念異質性與經濟含義差異	53
4.3.2 四類 CRM 披露指數的理論定位與構建意圖	53
4.3.3 一致性與區分性的實現: 統一流程下的可比測量	54
4.4 變量定義與測度說明	55
4.4.1 被解釋變量: 企業價值與經營績效	56
4.4.2 核心解釋變量: CRM 披露指數	56
4.4.3 控制變量: 企業特徵、風險與信息環境	57
4.4.4 描述性統計與變量分佈特徵	58
4.5 識別策略與研究設計	58
4.5.1 CRM 披露的識別難點與研究取向	59
4.5.2 階段性識別: 制度演進與市場理解能力的變化	59
4.5.3 情境識別: 多層次制度環境的異質性	60
4.5.4 機制識別: 信息供給結構視角	61
4.5.5 面板識別與企業內變化	62
4.5.6 識別邊界與解釋立場	62

4.6 回歸模型設定與變量進入方式	62
4.6.1 基準模型與階段性擴展.....	63
4.6.2 披露內容異質性與制度情境的模型設定.....	63
4.6.3 機制與對照機制的統一建模框架.....	64
4.7 估計方法、統計推斷與結果可復現性	65
4.7.1 估計框架與統計推斷	66
4.7.2 數據處理、穩健設定與可復現性說明.....	66
第5章 CRM 披露與企業價值：主效應與階段性定價檢	68
5.1 基準模型設定與變量回顧	68
5.2 CRM 披露與企業價值：基準回歸結果（H1）	69
5.3 階段性定價檢驗：CRM 披露估值效應的時間演進（H1a）	72
5.3.1 分段識別的理論動因與制度背景.....	73
5.3.2 模型設定與識別思路	73
5.3.3 實證結果與主要發現	74
5.3.4 穩健性與解釋延伸	74
5.3.5 小結	75
5.4 內容異質性分析：客戶資產導向披露的差異化估值效應（H1b）	75
5.4.1 CRM 披露指標的內容區分與理論含義.....	76
5.4.2 實證設定與比較方法	76
5.4.3 回歸結果與主要發現	77
5.4.4 經濟解釋與管理學含義.....	77
5.4.5 與後續機制分析的邏輯銜接.....	78
5.4.6 小結	78
5.5 穩健性與時間維度擴展：CRM 披露是否體現為對未來增長的定價（H1c）	79
5.5.1 理論動機：CRM 作為長期價值創造能力的信號	79
5.5.2 實證設計：前瞻性績效指標與替代檢驗.....	80
5.5.3 回歸結果：未來價值顯著，短期績效不顯著.....	80
5.5.4 經濟解釋：定價對象的時間錯配與能力信號屬性.....	81
5.5.5 與階段性定價邏輯的內在一致性.....	81
5.5.6 小結	82
5.6 小結：CRM 披露的階段性定價邏輯與機制問題的提出	82
第6章 作用機制分析：信息供給結構的替代機制	85
6.1 機制研究的出發點：從「信息不對稱」到「信息供給結構」	85
6.2 分析師覆蓋的結構性含義：信息供給數量而非信息質量	87
6.3 核心機制 I：CRM 披露與分析師覆蓋的結構性變化	89
6.3.1 變量度量與識別思路	90
6.3.2 模型設定與實證結果	91
6.3.3 經濟含義：覆蓋下降並非「信息變差」，而是「分工結構重配」	92
6.3.4 排除性解釋：為何不太可能是「基本面變差」或「注意力衝擊」的結果	92
6.3.5 小結	93
6.4 核心機制 II（b-path）：分析師覆蓋與企業價值的定價含義	94

6.5 中介效應的整體檢驗與經濟解釋	95
6.5.1 分析師覆蓋的中介效應檢驗.....	95
6.5.2 對照機制檢驗：信息質量路徑.....	97
6.6 制度環境、市場成熟度與中介機制的情境依賴性	98
6.7 本章小結：信息供給結構視角下的機制重構	99
第7章 情境分析：制度環境的調節作用	101
7.1 制度環境作為信息解碼能力的外生條件	101
7.2 市場分層與制度環境差異：科創板情境下的 CRM 披露定價效應.....	103
7.3 制度環境如何塑造 CRM 披露的定價條件：從「是否可讀」到「是否可用」	105
7.3.1 制度環境與組織能力型軟信息定價的基本邏輯.....	105
7.3.2 從「披露是否存在」到「披露是否有用」	106
7.3.3 投資者結構與信息敏感度的制度性差異.....	106
7.3.4 制度環境與信息供給結構的交互作用.....	107
7.3.5 小結：制度環境作為軟信息定價的必要條件.....	107
7.4 制度環境差異與 CRM 披露定價機制的強化與約束	108
7.5.1 制度衝擊、市場學習與軟信息定價.....	110
7.5.2 2014 年制度轉向與 CRM 披露定價的漸進形成	111
7.5.3 科創板設立作為更強制度衝擊的對照證據.....	111
7.5.4 動態證據的綜合解讀	111
7.6 情境分析的綜合討論：制度環境如何塑造 CRM 披露的資本市場功能	112
7.6.1 制度環境並非「定價者」，而是塑造信息的可定價性.....	112
7.6.2 情境差異背後共同機制：市場學習與信息責任的轉移	113
7.6.3 制度強度與定價路徑：漸進式演化與跳躍式重構.....	113
7.6.4 與信息供給結構機制的邏輯銜接.....	113
7.6.5 小結	114
第8章 穩健性檢驗與邊界條件分析	115
8.1 穩健性檢驗的總體思路.....	115
8.2 信息供給結構機制的穩健性檢驗.....	116
8.3 替代解釋與競爭性機制檢驗（Horse Race）	117
8.4 機制整合與完整模型檢驗.....	118
8.5 邊界條件與外推範圍分析.....	121
8.5.1 對未來市場價值的影響.....	121
8.5.2 對未來經營績效的影響.....	122
8.5.3 經濟含義與時間邊界	123
8.6 本章小結與全文邏輯銜接.....	124
8.7 邊界條件的綜合討論：CRM 披露何時有效、何時失效	126
8.7.1 信息環境作為首要邊界條件.....	126
8.7.2 披露內容與表達方式的邊界.....	127
8.7.3 市場學習過程的時間邊界.....	127
8.7.4 信息供給結構的邊界	128

第九章 結論與研究啟示	130
9.1 研究問題回顧與核心發現概述	130
9.2 理論貢獻：對管理學與資本市場研究的拓展	132
9.3 管理學意義與實踐啟示	133
9.4 研究局限與未來研究方向	135
參考文獻	137
附錄	145

圖表目錄

圖 1-1 CRM 披露水平年度變化趨勢	2
圖 1-2 Tobin's Q 年度趨勢.....	2
圖 1-3 分析師覆蓋度年度趨勢	2
圖 2.1 理論框架與文獻缺口	18
圖 3.1 研究框架：CRM 披露通過信息供給結構發揮作用的中介路徑.....	26
圖 4.1 樣本構建與數據處理流程（A 股+科創板）	47
圖 4.2 CRM 披露指標體系的構建邏輯與文本分析流程.....	49
圖 6.1 CRM 披露與信息供給結構的概念性機制圖.....	87
圖 6.2 數量路徑與質量路徑的機制比較	89
圖 7.1 2014 年前後 CRM 披露估值效應的動態變化（科創板）	108