

分类号
UDC

密级
编号 10741



硕士学位论文

论文题目 企业数字化转型对市场估值偏误的影响研究

研究生姓名: 王陈懿

指导教师姓名、职称: 沈萍教授

学科、专业名称: 会计学

研究方向: 财务管理理论与方法

提交日期: 2023年6月19日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王陈懿 签字日期： 2023.5.25

导师签名： 张序 签字日期： 2023.5.29

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 王陈懿 签字日期： 2023.5.25

导师签名： 张序 签字日期： 2023.5.29

Research on the Influence of Digital Transformation on Market Valuation Errors

Candidate : Wang Chenyi

Supervisor: Shen Ping

摘要

有效市场假说在新古典股票投资理论中占有十分重要的地位，理想状态下一个完全有效的市场，市场价格中包含的信息全面及时，反映了股票的真实价值。市场估值偏误能有效衡量股价中公司特质信息含量的多少，诸多研究表明我国资本市场估值偏误程度较高，公司特质信息难以完全反映在股价中，市场参与者无法对股票的真实价值做出准确判断。自“加快建设数字中国”发展战略被提出，各企业掀起了数字化转型浪潮。相较于传统产业，数字经济是数字技术高速发展下以信息技术产业为基础，利用数字化赋能传统产业形成的新的经济业态，数字经济的发展促进了数据要素在市场及市场中各个主体间的流动分配，数字化转型为企业与外部提供了信息沟通渠道，增强了企业数字治理能力。

基于此，本文立足数字化时代背景，探究企业数字化转型对市场估值偏误的影响。首先，本文梳理了企业数字化转型和市场估值偏误相关研究；其次，本文从微观主体和宏观区域双视角分析了企业数字化转型对市场估值偏误的影响，并提出研究假设；最后，本文以 A 股上市公司 2014—2020 年面板数据为研究样本，实证研究了企业数字化转型对市场估值偏误的影响及区域数字经济发展水平的调节效应。研究结果表明，企业数字化转型能显著降低股票市场价值对内在价值的偏离程度，在数字经济发展水平越高的地区，这种影响作用越显著；进一步研究表明，其影响机制为企业信息披露质量的提高、公司业绩的提升及对管理层机会主义行为的抑制。本文为企业、政府及市场投资者行为提供实践指导作用，对新时代大数据背景下如何提高我国证券市场有效性、提高资源配置效率具有现实意义。

关键词：数字化转型 数字经济 资本市场 市场价值 内在价值

Abstract

The efficient market hypothesis plays a very important role in the neoclassical stock investment theory. In an ideal state, a completely efficient market can fully and timely reflect all valuable information, and the market price is the true value of securities. Market valuation errors can effectively measure the company specific information content in stock prices. Many studies show that the degree of valuation errors in China's capital market is higher than that in western developed capital markets, which indicates that in reality, the company specific information in China's market is difficult to fully reflect in stock prices, and market participants cannot make accurate judgments on the true value of stocks. Since the development strategy of "accelerating the construction of digital China" was proposed, enterprises have set off a wave of digital transformation. Compared with traditional industries, digital economy is a new economic form based on the information technology industry under the rapid development of digital technology, which is formed by using digital empowerment of traditional industries. The development of digital economy has promoted the flow and distribution of data elements in the market and among various subjects in the market. Digital transformation has provided information communication channels for enterprises and the outside world, and enhanced enterprises' digital governance capabilities.

Based on this, this paper, based on the background of the digital era,

explores the impact of enterprise digital transformation on market valuation errors. To begin, this paper combs the research on digital transformation of enterprises and market valuation bias; Secondly, This paper empirically examines the effects of enterprise digital transformation on market valuation errors from both micro and macro entities, proposing corresponding research assumptions; Finally, Utilizing panel data from A-share listed companies from 2014 to 2020 as the research sample, this paper empirically studies the impact of enterprise digital transformation on market valuation errors and the regulatory effect of regional digital economy development level. The research results show that the digital transformation of enterprises can significantly reduce the deviation of the stock market value from the intrinsic value. As the digital economy advances, the effect becomes more pronounced; Further research shows that the impact mechanism is the improvement of the quality of corporate information disclosure, the improvement of corporate performance and the inhibition of management opportunism. This paper provides practical guidance for enterprises, governments and market investors, and has practical significance on how to improve the effectiveness of China's securities market and improve the efficiency of resource allocation under the background of big data in the new era.

Key words: Digital transformation; Digital economy; Capital market;

Market value; Intrinsic value

目 录

| | |
|----------------------|----|
| 1 引言 | 1 |
| 1.1 研究背景 | 1 |
| 1.2 研究目的及意义 | 2 |
| 1.2.1 研究目的 | 2 |
| 1.2.2 研究意义 | 2 |
| 1.3 研究方法、内容和框架 | 3 |
| 1.3.1 研究方法 | 3 |
| 1.3.2 研究内容 | 3 |
| 1.3.3 研究框架 | 4 |
| 1.4 可能的创新点 | 7 |
| 2 文献综述 | 8 |
| 2.1 数字化转型相关文献综述 | 8 |
| 2.1.1 数字化转型相关概念界定 | 8 |
| 2.1.2 数字化转型现有研究总结 | 8 |
| 2.1.3 数字化转型的测度 | 11 |
| 2.2 市场估值偏误相关文献综述 | 12 |
| 2.2.1 市场估值偏误相关概念界定 | 12 |
| 2.2.2 市场估值偏误的影响因素 | 12 |
| 2.2.3 市场估值偏误的衡量方法 | 15 |
| 2.3 文献述评 | 17 |
| 3 理论分析与研究假设 | 19 |
| 3.1 理论分析 | 19 |
| 3.1.1 信息不对称与信号传递理论 | 19 |
| 3.1.2 有效市场假说 | 20 |
| 3.1.3 利益相关者理论 | 20 |
| 3.2 研究假设 | 21 |
| 3.2.1 企业数字化转型与市场估值偏误 | 21 |

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 3.2.2 区域数字经济发展水平、企业数字化转型与市场估值偏误..... | 23 |
| 4 研究设计..... | 25 |
| 4.1 样本选择与数据来源..... | 25 |
| 4.2 变量定义..... | 25 |
| 4.2.1 被解释变量..... | 25 |
| 4.2.2 解释变量..... | 26 |
| 4.2.3 调节变量..... | 26 |
| 4.2.4 控制变量..... | 26 |
| 4.3 模型设计..... | 27 |
| 5 实证研究分析..... | 29 |
| 5.1 描述性分析..... | 29 |
| 5.2 回归结果..... | 29 |
| 5.2.1 企业数字化转型与市场估值偏误..... | 29 |
| 5.2.2 区域数字经济发展水平、企业数字化转型与市场估值偏误..... | 31 |
| 5.3 稳健性检验..... | 32 |
| 5.4 进一步分析..... | 36 |
| 5.4.1 以信息披露质量为中介..... | 36 |
| 5.4.2 以公司业绩为中介..... | 38 |
| 5.4.3 以盈余激进度为中介..... | 39 |
| 6 研究结论与政策建议..... | 42 |
| 6.1 研究结论..... | 42 |
| 6.2 政策建议..... | 42 |
| 6.3 研究局限与展望..... | 43 |
| 6.3.1 研究局限..... | 43 |
| 6.3.2 研究展望..... | 43 |
| 参考文献..... | 45 |
| 后 记..... | 49 |

1 引言

1.1 研究背景

我国证券市场三十余年的发展过程中，在市场发展日渐蓬勃的同时也暴露出一系列问题。有效市场假说在新古典股票投资理论中占有十分重要的地位，理想状态下一个完全有效的市场，市场价格中包含的信息全面及时，反映了股票的真实价值。然而现实中，我国资本市场处于初级阶段，信息不对称、信息收集成本较高、监管环境较宽容、投资者过度自信、市场套利行为、机构投资者行为等因素的存在使得公司相关信息难以反映在股价中，市场参与者难以对股票的真实价值做出准确判断。对于我国股票市场价值偏离其内在价值这一长期存在的问题，不断有学者试图理清其成因、危害并探寻解决措施，但与发达资本市场相比，我国市场估值偏误问题依旧十分严重，需探寻新视角对其进行研究分析。

随着人工智能、云计算等成为热议话题，信息技术革命和经济全球化浪潮向经济发展持续赋能，人类社会已经开始逐步迈入数字经济时代。近年来我国人工智能产业规模攀升，互联网普及率不断增加，较落后的乡镇地区互联网覆盖率已过半数，网民数目逐年上升，移动端网民规模数突破 9 亿，由此可见数字化转型已成为时代趋势，企业若不作出转变可能会被时代淘汰（陈春花，2019）。因此，在新经济模式的驱动下，各产业纷纷突破传统产业模式，利用数字技术积极探索数字化转型的路径（祝合良和王春娟，2021），这是在传统经济发展到一定阶段后面临各种问题与矛盾下的必然趋势。加强数字社会建设是推动科技创新、发展新兴产业、实现产业结构调整 and 优化的需要，发展数字经济所带来的信息基础设施水平的提高、电商和移动支付平台的日渐成熟以及新模式新业态的产生对中国经济发展影响深远，当今和未来一段时间内我国都将聚焦数字化建设。

对市场估值偏误的影响因素研究，可归结到“信息”视角，如信息传递渠道不畅、信息不对称导致市场中的信息使用者接收到的信息不够真实；投资者对会计信息理解程度的不同致其对股票收益做出不同判断而影响投资行为；市场中套利机制的存在使得部分机构投资者或内部人为获得短期利益而操纵股价等（陈国进和张贻军，2009；徐浩峰等，2011；江婕等，2021），减少市场估值偏误的关键

在于提升股票中公司特质信息含量。近年来，依托于网络信息技术的数字化浪潮不断兴起，互联网覆盖率的增加、数字技术在各行业的应用等都表明着人类正向着数字时代迈进，数字化转型为企业与外部提供了信息沟通渠道，增强了企业数字治理能力，已有研究证实企业数字化转型能有效抑制股价崩盘风险、降低股价同步性并显著提升股票流动性。这表明数字化转型对于降低信息不对称，提升资本市场有效性具有重要意义，那么企业数字化转型能否为解决股票市场价格偏离内在价值的问题提供新思路？

基于上述分析，本文试图基于信息视角分析企业数字化转型对市场估值偏误的影响及作用机制，并结合宏观数字经济发展，从微观和宏观角度共同探寻如何解决股票市场价格偏离内在价值的问题。

1.2 研究目的及意义

1.2.1 研究目的

本文选取 2014-2020 年 A 股上市公司样本，通过理论与实证相结合的方法重点关注以下问题：（1）企业数字化转型对市场估值偏误是否有影响？有何种影响？（2）企业所在地区数字经济发展程度是否会影响数字化转型对市场估值偏误的作用效果（3）数字化转型对市场估值偏误的作用机制是什么？通过对上述问题的研究，为促进企业通过推进数字化转型进程提升市场价值的稳定性、投资者制定科学合理的投资方案提供实践指导。

1.2.2 研究意义

数字化是当下的热门话题，有越来越多的企业正在突破传统模式，利用数字技术积极探索数字化转型的路径，而对于我国股票价格长期偏离其内在价值这一问题，近些年来不断有学者从各个角度对其成因、危害及如何对待等方面进行研究，然而由于我国资本市场与西方发达资本市场有较大差距，该问题依旧较为严重，仍需探寻新的视角对其进行研究分析。因此本文从数字化转型角度出发，对我国市场价格偏离内在价值这一长期存在的问题有了新的研究，为如何缓解我国市场估值偏误问题起到了启示作用。

本文可能的贡献如下：第一，本文立足数智时代背景，基于微观主体和宏观区域双视角寻求如何解决股票市场价值偏离内在价值的问题，丰富了企业数字化转型与资本市场表现相关研究，并将研究拓展至企业外部，探究了区域数字经济发展水平的调节作用。第二，本文为企业积极推进数字化转型及市场中投资者行为提供实践指导作用，对新时代大数据背景下如何提高我国证券市场有效性、提高资源配置效率具有现实意义。

1.3 研究方法、内容和框架

1.3.1 研究方法

本文利用文献研究与实证分析相结合的方法，文献研究法为本文提供了理论支撑，实证分析法借助分析工具为理论分析进一步提供依据，帮助本文客观描绘企业数字化转型与市场估值偏误之间的关系，为本文的理论分析提供经验证据。

文献研究法主要指通过搜集整理文献，并对文献的研究形成对事实的科学认识的研究方法。本文运用文献研究法，将对企业数字化转型与市场估值偏误间关系的理解建立在对文献的学习和归纳上。首先分别学习并总结了企业数字化转型和市场估值偏误的相关文献，并提出本文所要解决的问题，构建出研究框架图。其次在理论分析和研究假设中，从不同的角度对企业数字化转型与市场估值偏误间的关系进行分析，提出本文的理论逻辑。最后得出结论，即如何解决市场估值偏误问题，并给出对应的政策建议。

实证分析法主要指运用统计学知识，借助分析工具进行客观分析。本文选择 `stata16.0` 作为分析工具，利用上市公司公开数据对企业数字化转型与市场估值偏误之间的关系进行客观分析。本文以 2014-2020 年 A 股上市公司为研究样本，首先选取合适的变量并构建模型，其次通过描述性统计和实证分析得出本文结论，并进行稳健性检验，最后在前文研究基础上进行机制检验并对其分析。

1.3.2 研究内容

本文以 2014-2020 年 A 股上市公司相关数据为研究样本，研究企业数字化转型与市场估值偏误之间的关系。首先，本文在总结、归纳了国内外学者有关企业

数字化转型和市场估值偏误研究的基础上，提出了本文选题的意义，并构建了研究框架；其次，从微观和宏观双视角进行理论分析，并提出理论假设，探究企业数字化转型对市场估值偏误的影响；接着，本文参考权威学者的研究方法，选取合适的变量并构建研究模型，对其进行描述性分析、回归分析和稳健性检验，验证企业数字化转型对市场估值偏误的影响及区域数字经济发展水平的调节效应，并在此基础上进一步分析，探究企业数字化转型对市场估值偏误的影响机制；最后，对实证结果分析总结，并结合理论分析，整理归纳得出文本的研究结论，根据前文要解决问题提出建议。

1.3.3 研究框架

本文主要内容安排如下：

第1章是引言。该部分总领全文，介绍了本文的研究背景、研究意义、研究内容和创新点。

第2章是文献综述。该部分梳理了企业数字化转型和市场估值偏误有关的国内外研究，并在此基础上找寻研究的空白地带，确立研究方向。

第3章是理论分析与研究假设。该部分首先对企业数字化转型和市场估值偏误的概念作出相关界定，然后基于信息不对称、业绩驱动和管理层机会主义视角分析企业数字化转型对市场估值偏误可能存在的影响及区域数字经济发展水平的调节效应，并提出本文的研究假设。

第4章是研究设计。该部分对文章的样本选取和数据来源做出说明，并对解释变量、被解释变量和调节变量的计算方法进行解释，对控制变量的选取依据做出说明，最后参考前人有关企业数字化转型和市场估值偏误方面的研究，构建本文的模型。

第5章是实证研究分析。该部分借助回归分析和稳健性检验等方法验证上文中提出的研究假设，并对检验结果进行分析。同时，在上述研究的基础上，进一步探究企业数字化转型对市场估值偏误的作用机制。

第6章是结论与建议。该部分首先在全文的基础上总结归纳，论述本文的研究内容与结论，并根据前文分析中数字化转型的发展现状及其对市场估值偏误的三条作用路径等有针对性地逐条提出政策建议，以缓解企业市场价值对内在价值

的偏离程度，为企业营造更好的数字化转型氛围，最后指出本文的不足之处，并展望相关研究的未来发展。

本文研究框架如图 1.1 所示：

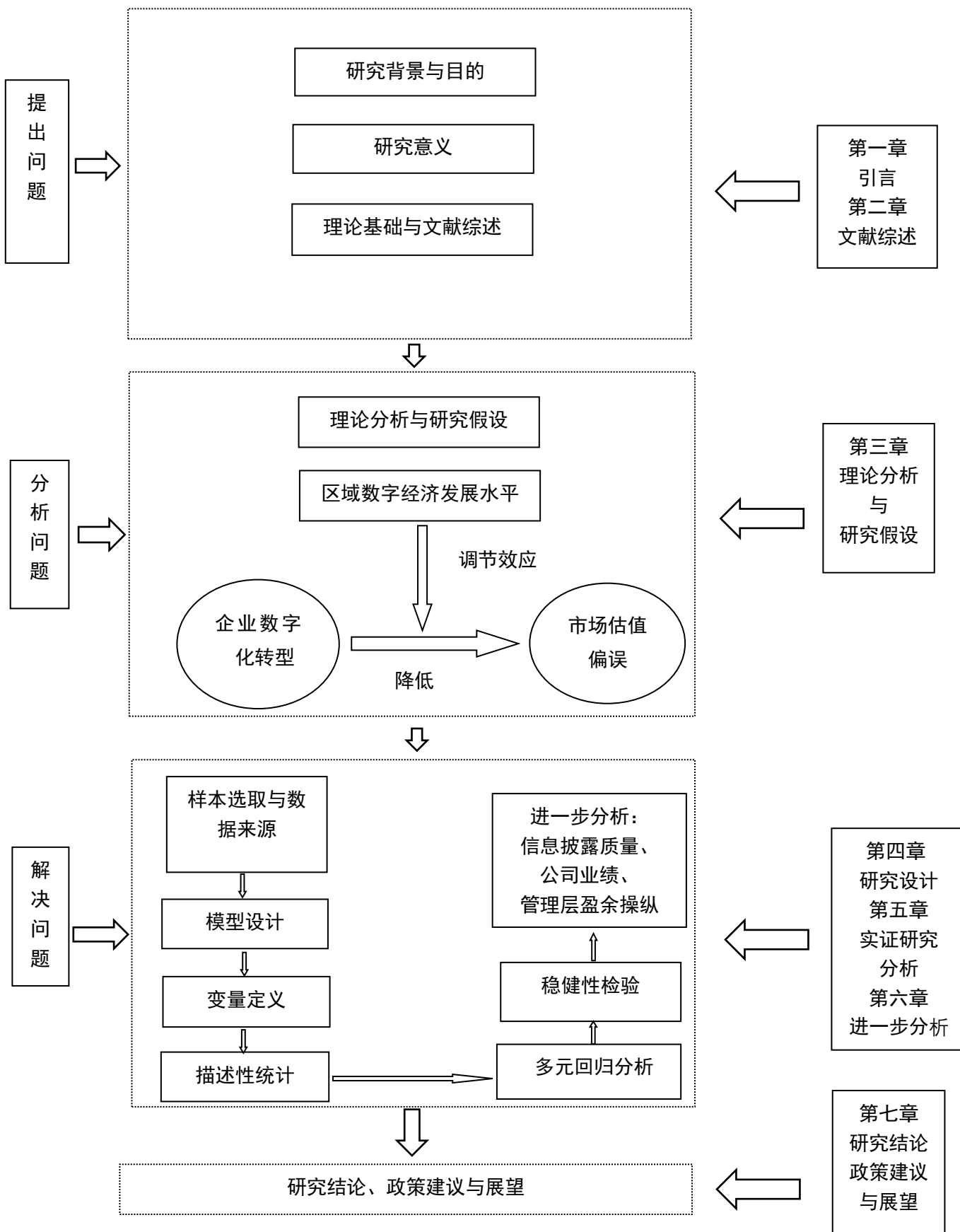


图 1.1 研究框架图

1.4 可能的创新点

首先，本文丰富了市场估值偏误的影响因素的研究。现有研究关注了市场和宏观政策、公司基本面信息、机构投资者行为和市场交易机制等对市场估值偏误的影响，更多停留在企业外部，鲜有研究关注基于企业内部技术、管理模式创新等探讨数字化转型对市场估值偏误的影响作用。其次，本文丰富了企业数字化转型的经济后果研究。现有关于数字化转型的研究多以理论研究为主，主要集中在两个方面，一是涉及数字化转型的动因、路径和对策，二是从数字技术视角出发，研究数字化转型对企业自身的影响，有关数字化转型与资本市场表现相关的文献较少，但已有文献表明数字化转型能有效提升资本市场效率。因此，受现有文献启发，本文基于“信息”视角，从微观和宏观双视角分析企业数字化转型对市场估值偏误的影响，及区域数字经济发展水平的调节效应，以此证明数字化转型能有效提升资本市场效率，降低市场估值偏误，与前文理论分析相呼应。

2 文献综述

2.1 数字化转型相关文献综述

2.1.1 数字化转型相关概念界定

数字经济正深刻影响人类社会发展进程，数字化在各领域的逐渐深入在经济和社会层面带来了更高效丰富的价值创造，成为未来企业技术和组织层面变革的主要方向。有关数字化转型的定义，学者们从不同层次、视角、主体对其进行了界定，“十四五”规划、G20 峰会、国家统计局等官方文件也对其有各自的界定。总结现有文件和众多学者的研究结果后发现，普遍认为信息数据是数字经济的关键要素，数字经济是一种新的经济形态或经济活动，其发展依托于网络信息技术。信息数据被认为是土地、劳动力、技术和资本外的第五种新型生产要素。

从数字技术及数字化变革视角来看，企业数字化转型既是技术层面的转型，也是企业在治理层面的一次变革。具体而言，数字化转型是数字技术在企业生产经营各环节中的运用，有助于企业降本增效，实现深层次价值创造。转型的关键并非局限于技术层面，还要考虑企业决策、运营、管理模式的转变，企业在组织层面的变革成功与否决定了企业的管理层和员工能否跟得上数字化变革的节奏，企业能否更高效地运转以确保转型的成功。

2.1.2 数字化转型现有研究总结

信息数据被认为是土地、劳动力、技术和资本外的第五种新型生产要素，在人类的生产、生活和工作等日常活动中的地位迅速提升（赵滨元，2021），对于国家和社会具有重要的战略意义，将数据纳入企业对话中，改变了企业的决策模式，提升了信息处理的智能化和定制化。以网络信息技术为代表的新兴数字技术是当前运用最广泛、发展最迅速的创新技术（荆文君和孙宝文，2019），其在日常生产生活中的应用逐渐增多，渗入各个场景，数字技术的迅速发展、数字产业规模的逐年增大对经济向高质量发展转变具有正向影响。相较于传统产业，数字经济关键在于传统产业如何与信息技术更好地融合，实现产业链上下游协调发展。王玉

柱（2018）、杨路明和施礼（2021）认为数字经济的本质是一种融合性经济，不仅仅局限于某个行业，是利用数字化赋能传统产业形成的新的经济业态；于也雯和陈耿宣（2021）、杨路明和施礼（2021）将数字经济分为数字产业化和产业数字化两个方面，数字产业化指数字技术相关产业，产业数字化侧重非数字化产业转型升级的过程，体现出数字经济范围的不确定性及融合本质，这对于提高产业效率、促进行业跨界融合、重塑产业组织竞争格局以及激发产业活力，具有重要的意义（肖旭和戚聿东，2019）。

当前有关数字化转型的研究主要侧重于两方面：一是对数字化转型的动因、路径和对策的研究，二是对数字化转型经济后果的研究。传统行业发展正在陷入瓶颈，市场竞争激烈度的增加、企业认识到技术进步对降本提效的重要性、消费者对个性服务需求的增加、及大环境下的数字化趋势和政府的政策支持，是推动企业数字化转型的重要动因（杨卓凡，2020）。张夏恒（2020）基于问卷调研数据分析得出，多半中小企业进行数字化转型的主要动因为降本提效及迎合市场需求。吕铁（2019）从企业、行业、园区三个层面提出我国传统产业的数字化转型路径。优化机器设备、整合并更新生产流程、加强研发投入及对制造业数字创新型人才培养、加快实现行业智能化等是推进传统制造企业实现数字化转型的重要路径。加强数字平台竞争力，完善数字平台运营机制，利用好行业内龙头企业的带头作用，实现数字平台赋能制造业等重点行业转型升级，借助互联网等手段收集海量数据，依靠高技术人才培养、科技成果转化、自主研发设计等实现数据和创新驱动。构建数字化产业新生态，带动各产业实现生产、组织和管理方式的变革，是实现数字化转型的重要路径。

现有文献多关注数字化转型对企业自身的影响，聚焦数字技术在企业生产运营等业务中的运用（王才，2021）。技术应用的升级增强了信息获取的及时性，减少了企业间信息不对称性，企业在数据获取、存储、分析等方面的能力均得以增强（廖信林和杨正源，2021）。互联网平台的发展催生更多零售商选择线上平台如淘宝、唯品会、京东等和线下实体店相结合的全渠道零售方式，能够满足顾客在任意时间、地点购买商品或服务的需求。企业可以整合线上线下平台的销售数据分析出顾客的偏好和消费中常遇到的问题，以便有针对性及时地及时调整经营策略（陈剑等，2020）。随着人们对不确定性、个性化定制、碎片化需求的增加（杨卓凡，2020），这种不确定需求推动企业提升自身数字化水平，构建全局优化的开放

技术体系以便进行持续创新，增强其产品竞争力。技术应用的升级改变了生产协作方式，有助于构建企业新型竞争优势。我国正逐步形成以数据驱动为基础的工业互联网数字新型基础设施和产业化体系，企业通过构建“云服务生态”赋能数字化转型，打造供应链数字化协同网，有效地解决我国商贸流通业部分地区发展落后、流通过程复杂、运输效率低、购买成本费用居高不下等问题(杨卓凡, 2020)。企业借助数字技术实现对闲置要素的共享(肖旭和戚聿东, 2019)，有助于企业生产效率的提升和生产成本的降低(王才, 2021)，在一定程度上打破了企业的时空限制，模糊了产业边界，使企业的资源配置更趋合理。技术应用的升级为企业价值创造提供了更多的空间。数字化对信息不对称的消除能够带来短期内的价值重塑，而数字化更加积极的影响是价值创造的过程，即生产者可以利用庞大的数据资源筛选出有效信息，从中发现产品的改进方向，提升产品的功能和服务价值，使得消费者的心里价值从 P 上升至 P^* ，同时海量数据的充分运用可以提升生产效率，使得生产成本从 C 降至 C^* ，以实现深层次的价值创造(焦勇, 2020)。对于一个企业来说，可以选择“赋能”生态圈，提升被赋能企业的能力，增强自身生态系统的竞争优势，从而更好的服务自己，或选择“使能”生态圈，将关键资源能力分享给被使能企业，增强其竞争优势，让其更好地服务于其用户，成为被使能企业不可或缺的关键角色，放大被使能企业生态系统的价值空间。借助数字化技术，中小企业可以更好地满足消费者的需求，改进产品的性能和工作效率，制定更合理的定价和库存管理策略，实现供应链流程智能化，以提升企业运营管理的效率，实现利用技术“赋能”来达到增强企业自身生态系统的目的。而如今企业越来越重视运营模式的创新，挖掘消费者对产品和服务的深层次需求，企业生态系统的价值空间被无限扩大，从技术“赋能”向“使能”创新转变(陈剑等, 2020)。

近几年，部分学者对数字化转型的研究开始从理论转向实证，主要探究数字化转型的经济后果。数字化转型能够降低企业财务报告审计收费，尤其是国有企业和非高技术企业(张永琨等, 2021)；通过提升企业内部信息披露、正面新闻关注以降低融资成本(车德欣等, 2021)；能够通过降低经营风险、缓解融资约束和减少代理成本来降低债务违约风险(王守海等, 2022)；能够提升公司的资源运营效率和信息透明度抑制公司的真实盈余管理活动(罗进辉和巫奕龙, 2021)；还能通过提升技术创新能力、增强要素配置水平、提升企业的风险承担能力和意愿增

强企业价值水平等(黄大禹等, 2021)。以上研究都为企业数字化转型的正面作用, 事实上数字化转型也可能为企业带来消极影响。引进数字技术可能造成企业整体系统性的失调, 数字人才培养、软硬件的投入及较长的数字化转型周期等都可能

导致成本的增加, 数字化转型的投入需要经过数个周期后才能反应在企业业绩中, 可能造成在转型初期收入与投入不成正比。聚焦宏观领域, 数字化转型对企业在资本市场中的表现同样具有一定影响, 如企业数字化转型能够有效提升股票流动性、降低股价同步性、股价崩盘风险等, 对于进一步提升资本市场有效性、提高信息传递效率具有重要意义。

2.1.3 数字化转型的测度

学者们对于数字化转型的研究多停留在理论层面上, 涉及数字化转型的定义、内在机理、路径、对策及未来发展趋势等各个方面, 而对于如何对其进行量化分析, 尚未有统一测度标准。从宏观层面到微观企业层面, 部分学者都在理论上构建了一套“数字化指标”。

(1) 宏观层面上

王军等(2021)提出了数字经济的4个一级指标, 包括数字经济发展载体、数字产业化、产业数字化及数字经济发展环境; 赵涛等(2020)基于互联网普及率、互联网相关从业人员数、互联网相关产出、移动互联网用户数和数字金融普惠发展五个方面, 利用2011至2016年中国222个地级市及以上城市数据构建了数字经济综合发展指数; 《中国区域数字化发展指数报告》从数字创新要素、数字基础设施建设、数字经济发展和数字社会建设四方面构建了中国区域数字化发展评价指数; 新华三自2017年开始发布《中国城市数字经济指数白皮书》, 从数据及信息化基础设施、城市治理、城市服务和产业融合四个方面构建了中国城市数字经济指数。

(2) 微观层面上

易靖韬和王悦昊(2021)基于世界银行2012年中国企业调查数据选取了衡量企业数字化的指标(具体包括: 是否使用邮件进行业务往来、是否建设公司网站、是否使用互联网进行采购、销售和研发), 构建了企业数字化指数; 周慧慧等(2021)从数字化技术转型、数字化效益转型和数字化创新能力转型三个方面衡量制造业

数字化转型；吴非等（2021）利用我国上市公司 2017 至 2018 年数据，借助爬虫技术归集企业年报中的“数字化转型”关键词，刻画出企业数字化转型强度；张永坤等（2021）利用公司财务报告附注披露的年末无形资产明细项中与数字化技术相关部分占无形资产总额的比例来衡量数字化转型程度。

2.2 市场估值偏误相关文献综述

2.2.1 市场估值偏误相关概念界定

市场估值偏误，是指资本市场中股票价格或市场价值偏离其内在价值的现象。由于信息不对称、信息收集成本较高、监管环境较宽容、投资者过度自信、机构投资者行为等因素的存在，使得上市公司的市场价值无法准确反应其真实价值，市场有效性降低，企业风险管理面临诸多挑战，此时市场中的信息使用者和监督者如何最大限度降低信息使用和决策风险具有重要意义。因此，降低市场估值偏误对提高资本市场有效性，提升市场配置资源的效率具有重要意义。

2.2.2 市场估值偏误的影响因素

随着市场的日渐发展，市场上的投资者逐渐意识到股票内在价值对投资决策的重要性，即采用价值投资。例如当某股票的内在价值比市场价值高时，投资者可以选择买入股票，因为市场价值与内在价值的不平衡是暂时的，从长期视角来看市场价值会围绕股票内在价值波动，并最终向趋向其内在价值，因此该股票的市场价格在未来某天会上涨（刘焯松，2004），只有对股票内在价值进行准确估计，投资者才能正确认识到股票市场上存在的问题，并做出合理的投资决策。然而现实中，由于各种可能造成股价波动因素的存在如货币政策环境、信息不对称、“噪声交易者”等，投资者难以对上市公司作出准确的估值判断，加剧了股价波动程度，使得股票的真实价值难以准确反应在市场价值中（徐寿福和徐龙炳，2015）。现有关于市场估值偏误的影响因素研究可主要归纳为以下三方面：

（1）在市场和宏观政策方面

研究表明，货币政策在某种程度上对股市具有调控作用。周英章和孙崎岨（2002）发现股市价格和货币供应量相互间具有高度的关联性，货币供应量对股

市价格具有推动作用。刘焯松（2004）根据对当年数据的分析研究后发现，假如某年的货币供应增量比上一年的多，那么这一年的上证指数有很大概率会增大。刘俭峰（2006）认为股票对货币政策干预效应呈现无反应、反应不足、过度反应和充分反映四种情况，反应不足和反应过度都说明，股票市场存在“政策干预效应”，其中仅当某项货币政策出台后的公布日，市场中股票的价格会根据出台的货币政策立即做出上涨（积极政策）或下降（收紧政策），而在公布日之后股价便会恢复为随机游走的状态，呈现为长期围绕价值波动状态时，表明股市中货币政策的干预效应是充分的。陈乐一和杨依筠（2022）利用 TVAR 模型进行分析后发现，在国民经济正常增长的环境下，不确定的宏观政策可能导致投资人产生负面情绪，导致股票交易价格下跌，股票市场陷入低迷，而在经济高速增长的情况下，不确定性反而会推动投资者情绪，引起股价上升。资本市场中存在经济、政治等宏观信息及行业、企业信息等，有些与股票价值相关而有些无关，市场中的投资者在进行价值投资时受自身能力限制和外界因素的干扰，可能无法准确筛选出有效信息对股票进行前景预测（徐浩峰等，2011）。

（2）在公司基本面信息方面

自 20 世纪 90 年代剩余收益模型被提出，揭示了建立了公司权益价值和会计变量之间的关系，学者们开始研究公司历史财务数据对公司价值的影响。周利等（2001）的实证研究结果表明，对股价影响最大的财务变量是每股盈余，其次是流通股本，最后是日交易金额，这也反映出长期下去股票价格和企业内在价值的趋同效应。党建忠等（2004）利用偏相关分析发现股价与企业每股盈余、每股净资产、主营业务收入增长等具有正的偏相关关系，从偏相关性程度来看股票价格与每股净资产、每股盈余的相关程度最高。管悦和冯忠磊（2020）进一步研究了公司盈利能力、现金流量、营运能力、成长潜力和竞争力对股票估值产生的影响，并基于这些公司相关信息通过回归分析计算出股票的内在价值，构建出股票估值模型。

（3）在市场交易机制方面

股票定价由非理性投资者和理性套利者共同决定，市场结构、交易规则及市场上“噪声交易者”的存在等是股价波动的主要因素。Beaver（1980）将股票价格划分为两个部分：股票的实际价值和与真实价值无关的“噪声”部分，这两部分共同决定了股票定价的方向。在股市中，追求差价利益的参与者往往缺乏充分

的资讯，无法获取全部真实有效的信息，这部分人的行为通常具有非理性性，当这种非理性行为主体在投资者中占据主导地位时，会对股票市场的价格变动起到较大的影响（戴园晨，2001）。由于信息传递和获取的渠道不畅，投资人获取的相关内容可能存在差异，如果投资人过于自信，对基本的信息判断失误，或者对那些与股价变化有密切关联的信息反应不足，他们可能会选择买入或卖出过去取得过收益的投资组合，以致对股价造成负面影响（江晓东，2005）。投资者对私有信息的过度自信导致异质信念的产生加重了其对未来收益预期的错误估计，此时同样会对股票价格产生负面影响。此外，货币幻觉也会对资产价格产生特殊冲击，因为投资者通常只关注货币的名义价值，根据名义贴现率对股票未来现金流贴现，忽略了通胀可能带来的货币真实价值下降，最终可能陷入资产价格上下异常波动的恶性循环中（Bolton 等，2003；张宗新和朱伟骅，2010）。

从投资者情绪角度来看，在卖空限制背景下，悲观投资者无法通过卖空来反映其预期，股价在初期更多反映乐观投资者的预期而被高估（徐浩峰等，2011；刘蕴霆和张晓榕，2021），且投资者异质信念程度越大，悲观者情绪越难以表达，负面信息越不能被及时揭穿，未来股价可会产生反转甚至发生暴跌（陈国进和张贻军，2009；张学勇和吴雨玲，2018），卖空机制的存在能有效削弱异质信念对资产价格的作用，进而提高股票市场有效性（Miller, 1977；刘蕴霆和张晓蓉，2021）；我国股市信息透明度较低，相较欧美国家由非持续性投资者过度自信行为造成的反转效应更为显著（何诚颖等，2014），提升信息质量能有效降低股票的反转效应。从投资者关注角度来看，Schmeling 等（2008）基于国际资本市场数据研究发现，相较个人，机构投资行为对企业未来发展预测更为准确、机构投资者更为理性，而在我国资本市场中机构投资者更多扮演“不稳定因素”，有产生负面影响的可能，机构投资者的羊群行为、操纵股价行为、为追逐利益的交易方式导致市场短期投机交易风潮的兴起等都会导致市场风险的增加（徐浩峰，2011；许年行，2013）；张学勇和吴雨玲（2018）发现，没有得到媒体报道的股票更不容易受到投资人的关注，因此它们需要更高的收益来弥补投资面临的风险；宋双杰等（2011）发现 IPO 个股网络搜索量的股票能迎来首日高回报，投资者的过度关注是造成首日价格偏离内在价值的重要原因，但当投资者关心程度恢复正常后股价会向其内在价值回归。

2.2.3 市场估值偏误的衡量方法

如何从定量的角度来研究市场估值偏误程度，重点在于如何准确衡量企业的内在价值，将股票内在价值与其市值相比较便能得出市场估值偏误程度。市场价值即为市值，是指股票在交易过程中交易双方达成的成交价。如何准确估计一个企业的内在价值并没有标准答案，故学者在对企业价值进行研究时大多选择避开企业内在价值估计，而采用市盈率、市净率、市账比等相对估值方法，这些估值方法存在明显缺陷，例如实际中的市场并不完全有效，所选的可比的公司估值未必准确反应其真实价值等。因此，对市场估值偏误的测度问题研究实际在于对企业内在价值的估计研究。

(1) 企业价值评估思想起源

企业价值评估的思想源于1906年 Fisher 发表的专著《资本与收入的性质》，书中揭示了收入与资本的关系，货币收入比实际收入高出的部分即为人们的储蓄投资数额（Fisher 等，1906）。资本可以为未来带来一系列的收益，因此资产的价值可以通过利息率来转换，为确定资产价值可以通过预测未来的收益，并根据利息率转换来确定未来收益的现值进行定价。这种更多关注公司内在价值而非股票波动的价值型投资理念近些年来越来越成为市场的主流投资理念（王佳新和王瑞江，2015），Fisher 的资本价值理论对现代价值评估理论的发展有着深远的影响。

(2) 企业价值评估国外发展历程

1938年，William 在 Fisher 资本价值学说的基础上，引入了现金流量折现的概念，将未来股利按照现金流折现的方法得到现值来衡量股票价值，并且建立了一种普遍适用的股利折现模型，为内在价值学说的发展奠定了基石。然而，William 的股利折现模型的前提是假定股利是固定或可预测的，现实中股利的多少和企业经营状况、盈利多少相关，这些都具有不确定性，因此该模型更多停留在理论上，难以在实际中运用。

1958年，Modigliani 和 Merton 出版了《资本成本、公司理财和投资理论》，深入探讨了企业价值和资本结构间的关系，并对股利政策的性质和作用进行了系统的分析，提出了 MM 股利无关论。1961年，两位学者又撰写了《股利政策、增长和股票价值评估》，论述了股利政策对企业价值的影响，并给出了4种有效的企业价值评估方法，其中现金流量法成为了后人们研究的重点。1964年，

Sharpe 提出资本资产定价模型 (CAPM), 该模型基于投资者对股票的预期收益率来确定资金成本, 1976 年, Stephen Ross 又在此研究基础上提出了套利定价模型 (APM), CAPM 和 APM 模型的出现为企业资本化率的估算创造了一种新的方法, 使得现金流贴现模型得以不断改进, 并逐渐成为一种大众普遍接受的价值评估方式。

到了九十年代, 新的企业价值评估方法——剩余收益模型法被提出。剩余收益模型是衡量企业内在价值最普遍的方法之一, 1938 年 Preinreich 将会计数据用于企业价值分析, 并将净资产收益率作为估值模型中的解释变量带入, 该指标能够说明企业各项经营管理活动的效率。随后, Edwards 和 Bell 对该模型进行了改进, 提出企业价值可以用账面净资产价值与剩余收益的现值之和来表示, 初步确立了剩余收益模型的框架结构。Ohlson 对剩余收益的相关文献进行了整理, 基于学者们的研究成果重新审视了企业过去的财务数据与企业价值间的关系, 并以股票估值为研究出发点对该模型的表达式做出了推导, 对模型的理论 and 逻辑有了清晰的阐释, 且随着研究时间增加, Ohlson 对其一直不停地进行完善。1995 年, Ohlson 构建了一个完整的理论框架, 用于界定及度量剩余收益。随后的几年中, Feltham 和 Ohlson 对剩余收益模型进行了大量的改进, 针对当下的会计研究增添了一些新元素, 将股票价格界定为一个线性函数, 包含净资产、剩余收益等各种会计信息, 经过改进的模型成为今后开展研究工作的基础, 随着时间推移, F-O 模型被广泛认可, 成为理论界的重要工具之一。通过 Ohlson 估值模型的构建, 确立了剩余收益模型的结构, 并确立了公司股票价值与财务变量相互间的关系, 相关研究进入实质性阶段, 这对学者和资产评估界具有里程碑式的意义, 是国内外资本市场建设的一个重大突破。此后, 许多学者基于这一理论对模型进行了改进, 以提高估值准确性和可靠性, 通过对该模型的应用, 我们也可以更好地了解各国证券市场的情况。

(3) 企业价值评估国内研究历程

我国学者对企业价值评估相关研究的开展时间晚于国外。田志龙和李玉清 (1997) 首先介绍了剩余收益模型, 总结了该模型的优势, 并认为其在未来中国资本市场中的应用前景广阔。程廷福和池国华 (2004) 认为, 无论从财务学还是评估学角度, 企业若想创造更大价值必须尽可能最大化其利润或现金流量现值, 并从未来现金流和利润的现值两方面延伸企业价值的定义。部分学者通过评估我

国市场上企业的内在价值，并与市场价值进行对比后发现我国股市泡沫问题较严重，市场价值普遍存在虚高的现象，并阐释了泡沫的形成原因及如何消除（潘国陵，2000）。也有学者研究发现公司基本面信息对企业价值评估具有重要意义，并借助基本财务信息对股票未来盈余进行预测（饶品贵和岳衡，2012；鹿翠和沈函廷，2016；管悦和冯忠磊，2020）。

2.3 文献述评

通过对以上数字化转型与市场估值偏误的相关文献回顾，可以得出如下结论：

第一，数字化作为当下和未来发展的趋势，近几年持续受到我国学者的关注。国内研究主要集中在数字化转型的动因、内在机理、对策及对企业的影 响方面，信息数据是数字经济的关键要素，数字经济是一种新的经济形态或经济活动，其发展依托于网络信息技术，企业数字化转型能够减少信息不对称性，增强企业竞争力，为企业价值创造提供空间。已有学者从各个角度实证研究了数字化转型的经济后果，数字化转型能够降低财务报告审计收费、融资成本、债务违约风险、抑制公司的真实盈余管理活动（张永坤等，2021；车德欣等，2021；王守海等，2022；罗进辉和巫奕龙，2021），增强企业绩效、企业价值水平（胡青，2020；戚聿东和肖旭，2020；黄大禹等，2021）等。第二，作为发展尚不成熟的资本市场，我国资本市场存在许多问题，其中市场价值长期偏离内在价值这一问题相较西方发达资本市场更为严重。影响股票价格波动的因素有很多，如宏观层面的货币供应、相应政策（周英章和孙崎岖，2002；刘俭峰，2006；朱松，2011；陈乐一和杨依筠，2022）；公司层面的基本财务数据，如每股收益，每股净资产等（周利等，2001；党建忠等，2004；管悦和冯忠磊，2020）；以及市场上投资者的行为，如信息传递渠道不畅，投资者的道德风险、过度自信、羊群行为、异质信念，机构投资者的羊群行为等等（戴园晨，2001；江晓东，2005；陈国进和张贻军，2009；宋双杰等，2011；许年行等，2013；何诚颖等，2014；张学勇和吴雨玲，2018；刘蕴霆和张晓榕，2021）。

通过对上述文献的回顾，发现尚未有学者对企业数字化转型与市场估值偏误进行研究，据此提出本文研究的必要性和可行性：总结市场估值偏误的主要影响因素是“信息”，即信息不对称、不透明，信息传递渠道不畅，投资者对信息错误

判断或反映不足等。数字化转型依托于网络信息技术，数据是其关键要素，在数智时代背景下，信息的获取渠道、整合处理方式都有了巨大的改变，基于“信息披露”视角来看，数字化转型可能会通过提升信息透明度，减少信息不对称性，降低市场估值偏误；同样，数字化转型带来的技术层面的变革，能有效提升企业业绩，进而缓解管理层基于业绩压力和融资需求等实施盈余操纵的动机。因此本文首先从上述角度出发，探究企业数字化转型与市场估值偏误间的关系。近年来，数字经济在我国快速发展，实体企业开展数字化变革意愿强烈，数字化转型企业逐年增加且增幅较快，但不同区域在数字基础设施建设、数字技术研发和数字产业发展等方面存在差距。基于此，本文在探究企业数字化转型能否降低市场估值偏误的同时，考虑区域数字经济发展水平是否具有显著的调节作用，加入宏观经济环境影响因素，从区域数字经济发展水平视角出发，探究区域数字经济发展对企业数字化转型与市场价值偏误间关系的影响作用。

3 理论分析与研究假设

3.1 理论分析

3.1.1 信息不对称与信号传递理论

上世纪70年代,美国经济学家 Joseph E. Stiglitz 等人提出了信息不对称理论,到了80年代,西方经济学家将这一学说引入资本市场研究中,以探讨不对称的表现形式。信息不对称理论认为,在资本市场交易中,其中一方所拥有的信息总是多于另一方,这种信息分布的不平衡促使掌握更多信息的一方能够利用自身的信息优势在资本市场上进行投资以获得超额收益。由于不对称性的存在,可能出现“道德风险”和“逆向选择”问题,降低市场对信息的处理能力,降低市场运行效率,甚至可能严重影响市场交易行为(仵志忠,1997)。道德风险即市场交易一方利用信息不对称,在最大化自身效用的同时作出损害另一方利益的行为。逆向选择即市场交易一方利用信息优势使得另一方难以顺利作出买卖抉择,造成劣币驱逐良币和市场交易产品总体质量下降。

信号传递理论用来解决由信息不对称引起的一系列问题,如逆向选择问题。信号传递理论指在信息不对称情况下,一些企业为将自己与其他企业区别开来,通常会采取一系列行动,以向市场传递相关信息,企业采取的行动通常会产生一定的成本,无法被轻易效仿。这样一来,投资者和其他信息使用者就能够分辨出哪些企业释放了有关信号。

随着现代企业管理中所有权和经营权的分开,信息问题日益突出,管理层与股东间,控股股东与中小股东间等普遍存在信息不对称的困境,这可能会导致管理层或企业所有者滥用信息优势,损害另一方的利益。基于资本市场动机,如达到企业融资、收购等目的,或管理层为自身谋取利益等,可能通过盈余管理对某些项目进行故意操纵以达到目的。对于市场中的大多投资者而言,在进行投资决策时利用市场上的公开信息,当企业选择性披露对自己有利的信息时,资本市场交易双方信息不对称,投资者可能无法作出合理决策,或当市场中存在掌握真实内部信息的投资者时,可能会利用内部信息获取不正当收益扰乱市场秩序等。在信息不对称环境下,企业为使自己与其他企业区别开来,会选择向外界发布有关

企业内部信息的公告，例如利润公告、股息公布和融资公告等，这样投资者就能够更好地了解企业的情况。数字经济背景下信息透明度增加，信号传递方式更加多样化，企业管理层进行盈余操纵的难度加大，且企业高难度长周期不确定性强的数字化转型增加了企业对外披露公司价值信息的动机，企业倾向于披露更多自身相关信息，此时投资者能够获取更多有效信息以便作出更合理准确的投资决策（谭劲松等，2010）。

3.1.2 有效市场假说

美国经济学家 Fama 教授于 1970 年提出了有效市场假说，该假说认为股票市场价格能够及时准确地反映出股票的所有信息，该假说的前提是市场中的投资者足够理性，能够对市场中的信息作出准确迅速的判断（Fama, 1970）。股票价格对信息的反应能力衡量了一个国家资本市场的运行效率，根据证券市场价格对相关信息反应程度的不同、市场中的投资者获取信息的质量和及时性的不同等可以将市场划分为弱势有效市场、半强势有效市场和强势有效市场（姜圆，2021）。

我国资本市场属于新兴股票市场，市场运行效率低，价格中“噪声”的存在使其难以真实反应公司的基本面信息，市场中的信息使用者并非全部理性，因此如何提升股价中信息含量，提升资本市场有效性具有重要意义。数字化转型推动企业实现智能化、信息化，在更严苛的审计师、分析师和媒体等外部监督压力下，数字化转型企业可能选择主动提升信息披露质量，此时股价中包含的公司基本面信息含量增加。

3.1.3 利益相关者理论

利益相关者理论源于 20 世纪 60 年代，该理论认为若想实现企业长久蓬勃的发展需要利益相关者的支持，企业的风险不仅需要企业所有者来承担，还需要各利益相关者的分担，因而企业也应为各利益相关者提供服务，如股东、投资者、债权人、客户等，同时也包括政府部门及监管机构等。对于利益相关者的界定，1984 年 Freeman 在其书中提出利益相关者是能够影响企业目标实现或者能够被企业实现目标的过程影响的任何个人和群体（Freeman, 1984）；1997 年 Mitchell 指出可从合法性、权力性和紧急性三种属性上明确谁是企业的利益相关者

(Mitchell, 1997; 贾生华和陈宏辉, 2002)。

对于企业而言, 市场上的信息使用者如投资者、媒体等都是其利益相关者, 信息不对称会导致利益相关者获取企业相关信息有限, 分辨处理信息成本增加, 对企业的业绩及经营状况难以准确估计。企业数字化转型能够改善信息不对称, 拓宽利益相关者的信息来源渠道, 投资者可以获得更充分有效的信息, 市场中的外部监督者如审计师、分析师等能对企业作出更准确的分析评估。

3.2 研究假设

3.2.1 企业数字化转型与市场估值偏误

探寻如何实现股票市场价值与内在价值的统一, 提高市场资源配置效率和定价效率一直是中外学者们研究的重点, 数字化转型为研究提供了新思路。由前文可知, 对市场估值偏误的影响因素研究主要为信息传递渠道不畅、信息不对称导致市场中的信息使用者接收到的信息不够真实; 投资者对会计信息理解程度的不同致其对股票收益做出不同判断而影响投资行为; 市场中套利机制的存在使得部分机构投资者或内部人为获得短期利益而操纵股价等, 减少市场估值偏误的关键在于提升股票中公司特质信息含量。企业数字化转型能提高信息披露质量, 改善信息不对称、驱动公司业绩、减少管理层机会主义行为等, 此时股票价格中所包含的公司特质信息增加, 能更真实反映其内在价值。

第一, 数字化转型推动企业实现信息整合, 便于企业内外部间信息交互, 提高信息披露质量, 为缓解信息不对称提供可能。信息不对称是传统行业的通病, 由于投资者依据市场上的公开信息对企业进行价值评估, 信息披露质量的高低等因素必然会影响上市公司股票价格的形成以及市场价格对内在价值的反应程度, 投资者依据不完全信息进行投资决策时往往难以达到合理预期, 数字化转型为缓解该问题提供了可能。互联网在我国各地区逐渐普及, 互联网相关应用的发展日渐成熟, “比特”已经变成信息传输的主要载体, 促使人类从物质化的信息时代发展步入互联网数字化的信息时代发展(戚聿东和肖旭, 2020)。对于互联网技术来说, 其广泛应用的一大意义就是整合了处于分散状态的局部市场信息, 从而实现统一的大市场, 为解决当前的社会问题提供了可能, 如淘宝、唯品会等互联网电

商平台能够快速根据后台统计的订单信息整合出顾客的喜好与购买中存在的各种问题，精准定位顾客需求（寇宗来和赵文天，2021）。“互联网+”的应用促使互联网技术赋能传统行业，将其应用于行业内公司的信息质量评价，投资者能更为及时准确地获取公司有关资讯，使资产定价更准确、上市公司估值相关性更高（祁怀锦等，2020）。数字技术的应用提高了信息数据的相关性和透明度，提升了对信息的挖掘和处理能力，使得企业在生产经营中积累的海量数据得到充分利用（易露霞等，2021）。互联网平台的发展促使更多零售商开始采用全平台零售模式，即利用线上、线下等各种平台开展营销，满足顾客在任意时间、地点购买商品或服务的需求，零售商可以整合线上线下平台的销售数据以便有针对性地及时调整经营策略，特别是通过全渠道收集的数据多于传统数据，信息获取更充分、利用效率更高（陈剑等，2020）。根据信号传递理论可知，实施数字化转型企业为使自身与其他企业区分开来，可利用信息优势向外释放更多信号。在数字化转型的推动下，企业在信息处理时能够最大程度串联原本分散的有效信息，加强了各部门之间的信息互通、数据信息得以及时传递，企业得以实现信息共享，并及时针对存在的问题进行调整和反馈，充分提升了管理效率。

第二，数字化转型具有较好的业绩驱动作用，能够通过优化治理、降本提率、激发创新等显著提升企业经济效益，降低管理层基于业绩压力和融资需求等实施盈余操纵的动机（何帆和刘红霞，2019；易露霞等，2021）。数字化运营有助于提升企业资产使用效率、成本管理效率，提高风险判断和决策制定的准确性等（罗进辉和巫奕龙，2021）。基于差异化定制需求，数字技术与业务的融合能够更精准捕捉用户取向，以实现更深层次价值创造。企业在智能制造领域不断探索，如利用数字技术优化制造流程、对生产各环节实时监控以便快速解决问题，数字智能设备的应用使得供应链各环节实现降本增效、提升竞争力等，并可将数据分析应用于企业治理问题中的复杂决策。企业在数字化转型前期虽需投入一定的人力和技术成本，但长远来看，数字化企业重复性劳动岗位需求低，人工成本大幅降低（罗进辉和巫奕龙，2021）。企业数字化转型催生了数字化平台的兴起，为云服务的应用提供了场所，开放互通的数字化平台特征有助于交易双方信息共享，降低信息搜寻、获取、交换和议价等成本（何帆和刘红霞，2019），且通过数字平台迭代扩展平台范围能够降低开发者的创新成本（张兴刚和肖旭，2022），当创新要素在数字信息平台聚集时，通过数字化平台

直接把市场需求与产品创新相匹配，能更好地满足市场消费需求（侯世英和宋良荣，2021），对企业创新实现、提升创新要素配置等具有重要意义。

第三，数字化转型能够抑制管理层的信息操纵行为，使得公司基本面信息能更好地融入股价。由于信息不对称的存在，企业管理层、大股东等内部人可能会利用这些优势来实现私有收益，例如通过操纵业绩预告或盈余管理来影响短期内股票价格，进而获取个股期权或股份卖出时的私有收益，这种做法会增加道德风险，并导致机会主义行为的出现（杨慧辉等，2012）。企业的外部监管参与者包括外部审计师、新闻媒体、证券分析师等，但由于信息不对称问题的存在，这些组织或个人难以对管理层实行有效的监督，以致管理层实施机会主义行为成本降低。数字化转型企业顺应发展潮流，在市场中会得到更多关注，此时外部监督者向管理层的盈余操控行为施加约束，提高了内部人实施机会主义行为的成本和代价。在企业数字化进程中，管理层能充分从业绩提升中获得薪酬奖励（陈德球和胡晴，2022），更多关注企业经营情况，基于业绩压力和融资需求等人为操纵股票信息的动机得以降低。实施数字化转型企业的业绩提升可能吸引同行业者的模仿，行业竞争激烈度增大，为使得企业能从中脱颖而出，需要披露出更多相关信息以吸引投资者关注。数字化转型实施周期较长、不确定性较大，管理层有动机采取积极的信息披露策略向外部投资者揭示公司价值（盛思思和徐展，2022），借助信息技术平台主动向外部“推送”更多与自身密切相关的信息，使得公司基本面信息能更好地融入股价（付强等，2020），此时外部利益相关者能够获得更多有效信息以做出更优投资决策，市场对企业的监管力度增大。

综上所述，本文提出假设 1:

企业数字化转型能有效降低市场估值偏误。

3.2.2 区域数字经济发展水平、企业数字化转型与市场估值偏误

数字经济是数字技术高速发展下以信息技术产业为基础，利用数字化赋能传统产业形成的新经济业态。数字经济背景下实施数字化转型已成为企业发展的潮流方向，数字经济的发展不仅能改善企业外部数字信息环境，还能影响企业数字化变革进程，因而实施数字化转型的企业对区域数字经济发展的敏感性更强（刘艳霞，2022）。数字经济政策下，我国实体企业积极投身数字化变革中，数字化转

型企业数量不断增加，增幅也越来越大，约有 70%以上的中小企业对数字化转型呈积极态度。我国区域数字经济发展格局呈现整体水平不断上升但区域发展格局梯队化分布的非均衡状态，据《全国数字经济发展指数报告》提供的有关数据，截至 2021 年 12 月我国数字经济发展指数为 130.9，相比 2016 年增长了 30.9%，排名前五的省市皆处于东部沿海地区，因此不同区域在数字基础设施建设、数字技术研发和数字产业发展等方面存在差距。基于此，在探究企业数字化转型能否降低市场估值偏误的同时，还应考虑区域数字经济发展水平是否具有显著的调节作用，在前文研究基础上加入宏观经济环境影响因素，从区域数字经济发展水平视角出发，探究区域数字经济发展对企业数字化转型与市场估值偏误间关系的影响作用。

区域数字经济的发展推动地区信息化建设，提升创新要素流动，推进城市数字化治理。区域数字经济的发展为提升该地区市场开放度、促进企业数字化转型提供了良好的数字化、信息化环境。数字经济时代下，数据作为第五种新型生产要素具有信息属性，对促进经济高质量发展、提升价值创造空间等具有重要意义，数据要素在市场内的流动分配对加快企业数字化转型进程、降低企业内外部信息不对称性、缓解市场失灵等问题具有重要意义（戚聿东和肖旭，2020）。数字基础设施、数字平台建设是数字经济发展的重要组成部分。数字基础设施的完善发展具有科技革命意义，它通过提升对数据的存储、传输及智能化处理的能力，并利用最新的技术和动能收集整理从工业生产到居民消费各环节的数据和信息资源，发掘出新的需要，为产业发展提供更多创新机会，推动经济发展和社会进步。数字化平台以数字技术为组件，整合覆盖企业各项业务，能够对数据全面的采集、分析、挖掘及应用，并提供云储存、内容知识共享等一系列云服务内容，带来了更为快捷和定制化的信息资源共享方式。因此，中小企业能够以一种更为灵活、便捷和低成本的方式在平台上实现企业内部或与外部环境之间的资源交互。数字基础设施和数字平台建设的发展完善为该地区企业与外部市场提供了信息交流渠道，企业能以更低成本获取数据资源，并自愿向市场中的投资者、监督者披露更多自身相关信息。

综上所述，本文提出假设 2：

区域数字经济发展水平越高，企业数字化转型越能有效降低市场估值偏误。

4 研究设计

4.1 样本选择与数据来源

本文以 A 股上市公司 2014—2020 年面板数据为研究样本，并对样本进行如下处理：（1）剔除 ST 或 PT 状态的企业（2）剔除金融行业（3）剔除 IPO 两年内的样本（4）对所有连续变量进行 1%和 99%水平上的缩尾处理。初始样本来源 CSMAR、CFND 数据库。

4.2 变量定义

4.2.1 被解释变量

估值偏误 (Bias)：股票市场价值对内在价值的偏离程度。本文参考周利等 (2001)、徐寿福和徐龙炳 (2015)、管悦和冯忠磊 (2020) 的研究结果，在市场价格与财务信息间建立回归模型 (1)。不同于以往研究中利用公司基本面信息预测未来业绩，该模型基于股票价格围绕其内在价值波动变化的历史规律，通过回归分析确定财务信息对股票估值的影响，借此推算出股票的理论估值。选取营业收入增长率 (Growth)、每股收益 (Earnings)、每股净资产 (NAPS)、销售毛利率 (GPM) 和每股经营现金流净额 (Cashflow) 为自变量，反映了公司的成长能力、盈利能力、现金流量等；选取股票市场估值 (P) 为因变量进行回归并拟合出股票理论估值 P' ，对残差 $P^e = P - P'$ 即市场估值与理论估值偏差取绝对值后得到估值偏误指标 Bias，回归结果如表 4.1 所示。其中营业收入增长率、每股收益、每股净资产、销售毛利率对股价影响显著为正，每股经营现金流对股价影响显著为负，可能因为市场上投资者在对公司经营状况进行判断时主要参考会计盈余相关指标，对每股经营现金流净额存在滞后反应、反应不足等问题。

$$P_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Growth_{i,t} + \delta_2 Earnings + \delta_3 NAPS_{i,t} + \delta_4 GPM_{i,t} + \delta_5 Cashflow_{i,t} + x_{i,t} \quad (1)$$

表 4.1 财务信息与市场估值的回归结果

| 变量 | P | 变量 | P |
|----------|----------------------|--------------|----------------------|
| Growth | 2.429*** (0.157) | Cashflow | -0.315*** (0.089) |
| Earnings | 2.037*** (0.156) | Constant | 6.377*** (0.317) |
| NAPS | 0.968*** (0.043) | Observations | 14756 |
| GPM | 0.0692*** (0.009) | R-squared | 0.147 |

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2.2 解释变量

企业数字化转型程度 (Digi)。参考张永坤等 (2021) 的做法, 以上市公司财务报告附注披露的年末无形资产明细项中与数字化转型相关的部分占无形资产总额的比例度量企业的数字化转型程度。

4.2.3 调节变量

区域数字经济发展水平 (M)。参考赵涛等 (2020) 的做法, 采用主成分分析法从互联网发展和数字普惠金融两个维度构建中国分省份数字经济评价指标体系, 度量企业所在地区数字经济发展水平, 其中互联网发展测度包括互联网普及率、相关从业人员情况、相关产出情况和移动电话普及率四个方面。

4.2.4 控制变量

参考汪昌云和武佳薇 (2015)、林钟高等 (2015)、张永坤等 (2021) 和雷光勇等 (2022) 等人研究, 选取企业规模 (Size)、资产负债率 (Lev)、市净率 (MB)、营业收入增长率 (Growth)、每股净资产 (NAPS)、每股经营现金流净额 (Cashflow)、销售毛利率 (GPM)、投资者情绪 (Positive、Negative)、机构投资者持股比例

(Holding)、是否为四大审计师事务所(Big4)、分析师关注(Attention)和中介组织和法律得分(Law)为控制变量。其中,将媒体正面、负面报道分别作为投资者正面、负面情绪的替代变量,媒体关注数据源自中国上市公司财经新闻数据库(CFND),包含网络财经新闻与报刊财经新闻两方面;是否为四大审计师事务所衡量了企业的外部审计质量;分析师关注衡量了企业外部市场监督;中介组织和法律环境衡量了企业所在地区市场完善程度及法制环境发展水平(林钟高等,2015)。各主要变量如表 4.2 所示。

表 4.2 变量及其测度

| 变量类型 | 变量符号 | 变量名称 | 变量定义 |
|-------|-----------|-------------|------------------------------|
| 被解释变量 | Bias | 市场估值偏误 | 股票市场价值对内在价值的偏离程度,具体测算方法如上文所述 |
| 解释变量 | Digi | 数字化转型程度 | 借鉴张永坤等(2021)研究方法测算得到 |
| 调节变量 | M | 区域数字经济发展水平 | 借鉴赵涛等(2020)研究方法测算得到 |
| | Size | 企业规模 | 企业总资产取对数 |
| | Lev | 资产负债率 | 负债总额/资产总额 |
| | MB | 市帐比 | 每股市值/每股账面价值 |
| | Growth | 营业收入增长率 | 本期营业收入/上年同期营业收入-1 |
| | Earnings | 每股收益 | 营业利润/实收资本或股本 |
| | NAPS | 每股净资产 | 近一年累计每股净资产 |
| | Cashflow | 每股经营现金流净额 | 经营活动现金流净额/普通股股数 |
| | GPM | 销售毛利率 | 1-本期营业成本/本期营业收入 |
| | RTR | 应收账款周转率 | 主营业务收入/应收账款平均余额 |
| 控制变量 | ROE | 权益报酬率 | 净利润/平均股东权益 |
| | Positive | 投资者情绪 | ln(媒体正面报道数+1) |
| | Negative | | ln(媒体负面报道数+1) |
| | Holding | 机构投资者持股 | 机构投资者持有A股流通股比例 |
| | Big4 | 是否为四大会计师事务所 | 若为四大会计师事务所取1;否则取0 |
| | Attention | 分析师关注 | ln(分析师跟踪人数+1) |
| | Law | 中介组织和法律环境 | 樊纲、王小鲁构建的市场化指数中介组织和法律环境指数 |
| | Ind | 行业 | 虚拟变量 |
| | Year | 年份 | 虚拟变量 |

4.3 模型设计

为验证上述假设 1、2,建立如下实证模型(2)(3)

$$Bias_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Digi_{i,t} + \sum Control_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + x_{i,t} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} Bias_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Digi_{i,t} + \beta_2 M_{i,t} + \beta_3 M_{i,t} \times Digi_{i,t} + \sum Control_{i,t} \\ & + \sum Year + \sum Ind + x_{i,t} \quad (3) \end{aligned}$$

其中 α_0 、 β_0 和 $x_{i,t}$ 为常数项， i 表示不同企业， t 表示不同年份， it 表示某企业某年， $Control_{i,t}$ 表示控制变量， x 表示随机误差项。模型（2）中的系数 α_1 测度了企业数字化转型对市场估值偏误的影响作用，若显著为负，说明企业数字化转型能有效降低市场估值偏误。模型（3）中的系数 测度了区域数字经济发展水平对企业数字化转型与市场估值偏误间关系的影响，若显著为负，说明企业所在地区区域数字经济发展水平越高，企业数字化转型越能有效降低市场估值偏误。

5 实证研究分析

5.1 描述性分析

表 5.1 展示了所有数据的描述性统计结果。由表中内容可知，2014 至 2020 年，解释变量数字化转型的均值为 0.098，表明样本公司无形资产中数字化部分占所有无形资产的 9.8%，与张永坤等（2021）研究结果相近。被解释变量估值偏差的均值为 6.585，标准差为 5.086，说明我国上市公司市场价值与内在价值整体偏差较大，且公司之间结果相差较大，表明我国资本市场发展不均衡，相比发达资本主义国家市场有效性整体较低。

表 5.1 主要变量的描述性统计

| 变量 | 样本数 | 均值 | 中位数 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|-----------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
| Bias | 14756 | 6.585 | 5.086 | 6.318 | 0.103 | 36.70 |
| Digi | 14756 | 0.098 | 0.0140 | 0.222 | 0 | 1 |
| Size | 14756 | 22.47 | 22.30 | 1.248 | 20.13 | 26.08 |
| Lev | 14756 | 0.438 | 0.433 | 0.200 | 0.0650 | 0.886 |
| MB | 14756 | 1.934 | 1.395 | 1.785 | 0.138 | 9.993 |
| Growth | 14756 | 0.147 | 0.086 | 0.381 | -0.561 | 2.100 |
| NAPS | 14756 | 4.934 | 4.145 | 3.235 | 0.680 | 19.45 |
| Cashflow | 14756 | 0.497 | 0.326 | 0.873 | -1.889 | 4.511 |
| GPM | 14756 | 28.71 | 25.35 | 17.41 | -0.239 | 82.70 |
| Positive | 14756 | 4.066 | 4.025 | 1.048 | 1.792 | 7.154 |
| Negative | 14756 | 4.582 | 4.527 | 1.040 | 2.303 | 7.586 |
| Holding | 14756 | 43.36 | 45.39 | 23.58 | 0.451 | 89.42 |
| Big4 | 14756 | 0.059 | 0 | 0.236 | 0 | 1 |
| Attention | 14756 | 1.634 | 1.386 | 0.968 | 0.693 | 3.807 |
| law | 14756 | 12.52 | 13.31 | 6.102 | 0 | 27.45 |

5.2 回归结果

5.2.1 企业数字化转型与市场估值偏误

为检验假设 1，本文选取固定效应模型，利用模型（2）进行多元回归分析，结果如表 5.2（1）所示。数字化转型 Digi 的系数为-0.903，在 1%水平上显著，市场价值偏离程度与数字化转型呈显著负相关，这表明数字化转型能有效缓解股票

市场价值对内在价值的偏离程度，假设 1 得到验证。企业加快数字化转型进程能够缓解企业内外部信息不对称、提升信息披露质量，缓解管理层基于业绩压力及融资需求等实施盈余操纵的动机等，股价中企业特质信息含量增加，能更准确反映股票的内在价值，为市场投资者提供真实可靠的信息参考。

表 5.2 企业数字化转型与市场估值偏误的回归结果

| 变量 | (1) Bias |
|--------------|-----------------------|
| Digi | -0.903*** (0.331) |
| Size | 0.922*** (0.153) |
| Lev | 4.976*** (0.508) |
| MB | 2.299*** (0.043) |
| Growth | 1.213*** (0.105) |
| NAPS | 0.645*** (0.029) |
| Cashflow | -0.080 (0.059) |
| GPM | 0.034*** (0.006) |
| Negative | -0.276*** (0.083) |
| Positive | 0.246** (0.098) |
| Holding | -0.012** (0.005) |
| Big4 | 0.767* (0.423) |
| Attention | -0.372*** (0.076) |
| Law | -0.066** (0.030) |
| Constant | -23.392*** (3.647) |
| Year | Yes |
| Ind | Yes |
| Observations | 14,756 |
| R-squared | 0.291 |

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.2.2 区域数字经济发展水平、企业数字化转型与市场估值偏误

为检验假设 2，本文利用模型（3）进行多元回归分析，结果如表 5.3（1）（2）所示。模型（3）在模型（2）基础上增加了变量 M 和交互项 $M \times \text{Digi}$ ，展示了企业数字化转型和区域数字经济发展共同对价值偏离程度的影响结果。 $M \times \text{Digi}$ 系数为-0.842，在 1%水平上显著，这表明企业所在区域数字经济发展水平越高，企业数字化转型越能有效缓解股票市场价值对内在价值的偏离程度，假设 2 得到验证。数字经济发展水平越高的地区数字治理能力越强，这对企业实施数字化转型提供了较好的外部条件，且发达的数字化平台、数字基础设施建设等为信息在企业及市场间传递提供了交流渠道，进一步降低了企业内外部信息不对称程度。

表 5.3 区域数字经济发展水平、企业数字化转型与市场估值偏误的回归结果

| 变量 | (1) Bias | (2) Bias |
|-----------------|----------------------|----------------------|
| Digi | -0.433 (0.398) | -0.330 (0.343) |
| M | -0.702*** (0.252) | -0.434** (0.220) |
| Digi \times M | -1.463*** (0.164) | -0.842*** (0.142) |
| Size | | 0.910*** (0.153) |
| Lev | | 5.011*** (0.507) |
| MB | | 2.285*** (0.043) |
| Growth | | 1.192*** (0.105) |
| NAPS | | 0.648*** (0.029) |
| Cashflow | | -0.079 (0.058) |
| GPM | | 0.032*** (0.006) |
| Negative | | -0.270*** (0.083) |
| Positive | | 0.235** (0.098) |

续表 5.3 区域数字经济发展水平、企业数字化转型与市场估值偏误的回归结果

| 变量 | (1) Bias | (2) Bias |
|--------------|------------------|-----------------------|
| Holding | | -0.011** (0.005) |
| Big4 | | 0.837** (0.422) |
| Attention | | -0.380*** (0.076) |
| Law | | -0.048 (0.031) |
| Constant | 7.198 (2.011) | -22.583*** (3.652) |
| Year | Yes | Yes |
| Ind | Yes | Yes |
| Observations | 14765 | 14765 |
| R-squared | 0.046 | 0.293 |

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.3 稳健性检验

为了进一步证明上述回归结果的稳健性，本文采用以下方式进行稳健性检验：

第一，滞后解释变量。将模型（2）中解释变量数字化转型滞后一期，模型（3）中解释变量数字化转型，调节变量区域数字经济发展程度及二者交互项同时滞后一期再次进行回归，结果如表 5.4（1）（2）所示，将核心变量进行滞后并未改变结果的显著性，说明企业数字化转型具有滞后效应，其对市场估值偏误的影响作用将在较长一段时间内持续反应。

表 5.4 将有关变量滞后一期的回归结果

| 变量 | (1) Bias | (2) Bias |
|----------|----------------------|----------------------|
| L.Digi | -2.222*** (0.383) | -1.854*** (0.390) |
| L.M | | -0.767** (0.341) |
| L.M×Digi | | -0.839*** (0.182) |
| Size | 0.065 (0.204) | 0.0381 (0.204) |

续表 5.4 将有关变量滞后一期的回归结果

| 变量 | (1) Bias | (2) Bias |
|--------------|----------------------|----------------------|
| Lev | 5.336*** (0.640) | 5.427*** (0.639) |
| MB | 2.253*** (0.051) | 2.246*** (0.0506) |
| Growth | 1.281*** (0.124) | 1.254*** (0.124) |
| NAPS | 0.734*** (0.039) | 0.741*** (0.039) |
| Cashflow | -0.103 (0.066) | -0.104 (0.066) |
| GPM | 0.035*** (0.007) | 0.035*** (0.007) |
| Negative | -0.274*** (0.094) | -0.272*** (0.094) |
| Positive | 0.357*** (0.113) | 0.358*** (0.113) |
| Holding | 0.005 (0.007) | 0.005 (0.007) |
| Big4 | 0.922* (0.497) | 0.995** (0.497) |
| attention | -0.463*** (0.088) | -0.466*** (0.088) |
| law | -0.032 (0.035) | -0.001 (0.036) |
| Controls | Yes | Yes |
| Constant | -6.893 (4.989) | -5.559 (4.997) |
| Year | Yes | Yes |
| Ind | Yes | Yes |
| Observations | 11566 | 11566 |
| R-squared | 0.290 | 0.293 |

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

第二，排除异常数据的影响。当股市面临重大金融冲击时，股价崩盘风险剧增、市场自我调节机制面临失效，为排除股价异常波动等影响因素对本文研究结果产生影响，参考雷光勇等（2022）研究思路，剔除样本中 2015 年数据，排除当

年中国股市异常波动的影响后重新回归，结果如表 5.5（1）（2）所示，显著性并未改变。

表 5.5 排除异常数据后的回归结果

| 变量 | (1) Bias | (2) Bias |
|-----------|-----------------------|-----------------------|
| Digi | -0.713** (0.328) | -0.265 (0.337) |
| M | | -0.242 (0.204) |
| M×Digi | | -0.721*** (0.137) |
| Size | 0.942*** (0.151) | 0.933*** (0.151) |
| Lev | 4.905*** (0.505) | 4.927*** (0.505) |
| MB | 2.283*** (0.050) | 2.273*** (0.050) |
| Growth | 1.128*** (0.106) | 1.121*** (0.106) |
| NAPS | 0.697*** (0.029) | 0.697*** (0.029) |
| Cashflow | -0.132** (0.056) | -0.132** (0.056) |
| GPM | 0.025*** (0.005) | 0.024*** (0.005) |
| Negative | -0.092 (0.079) | -0.090 (0.079) |
| Positive | 0.108 (0.093) | 0.102 (0.093) |
| Holding | -0.010* (0.005) | -0.010* (0.005) |
| Big4 | 0.214 (0.409) | 0.277 (0.408) |
| attention | -0.299*** (0.074) | -0.308*** (0.074) |
| law | -0.086*** (0.028) | -0.072** (0.029) |
| Constant | -22.736*** (3.604) | -22.206*** (3.609) |
| Year | Yes | Yes |
| Ind | Yes | Yes |

续表 5.5 排除异常数据后的回归结果

| 变量 | (1) Bias | (2) Bias |
|--------------|-------------|-------------|
| Observations | 12925 | 12925 |
| R-squared | 0.269 | 0.271 |

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

第三，排除遗漏变量的影响。应收账款周转率（RTR）反映了企业的运营能力，权益报酬率（ROE）说明了企业各项经营管理活动的效率，更能反映企业的盈利能力，该指标值越高说明企业投资收益能力越强。为排除遗漏变量的影响，本文将 RTR、ROE 加入模型（1）中重新回归，此时二者与市场价值 P 显著正相关，其余变量符号及显著性不变，并计算出新的估值偏差 Bias；将二者加入模型（2）（3）中并对新的 Bias 重新回归，结果如表 5.6（1）（2）所示，显著性并未改变。上述研究结果表明，本文结论具有稳健性。

表 5.6 排除遗漏变量后的回归结果

| 变量 | (1) Bias | (2) Bias |
|----------|----------------------|----------------------|
| Digi | -0.915*** (0.348) | -0.254 (0.363) |
| M | | -0.725*** (0.242) |
| M×Digi | | -0.914*** (0.154) |
| Size | 1.068*** (0.161) | 1.051*** (0.160) |
| Lev | 4.812*** (0.533) | 4.844*** (0.532) |
| MB | 2.321*** (0.045) | 2.305*** (0.045) |
| Growth | 1.178*** (0.108) | 1.157*** (0.108) |
| NAPS | 0.591*** (0.031) | 0.593*** (0.031) |
| Cashflow | 0.042 (0.061) | 0.044 (0.061) |
| GPM | 0.031*** (0.006) | 0.030*** (0.006) |

续表 5.6 排除遗漏变量后的回归结果

| 变量 | (1) Bias | (2) Bias |
|--------------|-----------------------|-----------------------|
| Negative | -0.339*** (0.087) | -0.334*** (0.087) |
| Positive | 0.272*** (0.102) | 0.262** (0.102) |
| Holding | -0.014** (0.006) | -0.013** (0.006) |
| Big4 | 0.627 (0.439) | 0.720 (0.438) |
| attention | -0.347*** (0.080) | -0.357*** (0.080) |
| law | -0.051 (0.033) | -0.027 (0.033) |
| Constant | -26.407*** (3.847) | -25.152*** (3.852) |
| Year | Yes | Yes |
| Ind | Yes | Yes |
| Observations | 13538 | 13538 |
| R-squared | 0.289 | 0.293 |

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.4 进一步分析

基于前文分析，企业数字化转型能够提高信息披露质量、驱动公司业绩、减少管理层机会主义行为等，因此本文利用中介效应模型对这三种路径进行检验。

5.4.1 以信息披露质量为中介

信息披露质量参考徐寿福和徐龙炳（2015）研究方法构建 KV 指数，该指数为交易量对收益率的影响系数，其数值越高表明投资者的股票收益率对股票交易量依赖性越强，信息披露质量越低。表 5.7 列示了以信息披露质量为中介的机制检验结果，列（1）（2）中数字化转型 Digi 的系数显著为负，列（2）中信息披露质量的系数 KV 显著为正，说明信息披露质量在数字化转型产生效用的过程中发挥了部分中介效应，企业数字化转型能通过提升信息披露质量降低市场估值偏误，

同预期相符。

数字化平台的建设提供了更多信息流通渠道，降低了企业的信息搜寻和处理成本；数字技术的运用帮助企业实现组织变革，传统信息部门转型升级为数字化部门，与业务部门相融合，推动企业实现信息整合；数字化转型为企业内外部间交互提供便利，提升了信息披露质量，此时投资者能够依据更全面准确的公开信息做出更理性的投资决策，有利于股价回归企业内在价值。

表 5.7 企业数字化转型、信息披露质量与市场估值偏误的回归结果

| 变量 | (1) KV | (2) Bias |
|-----------|-----------------------|-----------------------|
| Digi | -0.009** (0.004) | -0.865*** (0.331) |
| KV | | 4.315*** (0.697) |
| Size | -0.044*** (0.002) | 1.111*** (0.156) |
| Lev | 0.078*** (0.007) | 4.640*** (0.510) |
| MB | -0.0004 (0.0006) | 2.301*** (0.043) |
| Growth | 0.004*** (0.001) | 1.196*** (0.105) |
| NAPS | 0.0130*** (0.0004) | 0.590*** (0.031) |
| Cashflow | -0.001* (0.001) | -0.074 (0.058) |
| GPM | 0.0001* (0.00007) | 0.033*** (0.006) |
| Negative | -0.011*** (0.001) | -0.229*** (0.084) |
| Positive | -0.012*** (0.001) | 0.296*** (0.098) |
| Holding | 0.001*** (0.00007) | -0.017*** (0.006) |
| Big4 | 0.004 (0.006) | 0.751* (0.422) |
| attention | 0.002 (0.001) | -0.378*** (0.076) |
| law | -0.001*** (0.0003) | -0.061** (0.030) |
| Constant | 1.064*** (0.048) | -27.983*** (3.716) |

续表 5.7 企业数字化转型、信息披露质量与市场估值偏误的回归结果

| 变量 | (1) KV | (2) Bias |
|--------------|-----------|-------------|
| Year | Yes | Yes |
| Ind | Yes | Yes |
| Observations | 14,756 | 14,756 |
| R-squared | 0.273 | 0.293 |

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.4.2 以公司业绩为中介

公司业绩参考郑海英等（2014）、黄大禹等（2021）以托宾 Q 值（TobinQ）度量，其数值越大表明公司业绩越高。表 5.8 列示了以公司业绩为中介的机制检验结果，列（1）中数字化转型 Digi 的系数显著为正，列（2）中数字化转型 Digi 系数和公司业绩 TobinQ 系数显著为负，说明公司业绩在数字化转型产生效用的过程中发挥了部分中介效应，企业数字化转型能通过提高公司业绩降低市场估值偏误，同预期相符。

实施数字化转型企业多处于稳定发展阶段，企业运营状况良好，为实现创新突破寻求转型。数字化转型能够重塑企业现有治理模式、降本提效、激发创新等，实现企业业绩提升，提升企业竞争力。如数字化转型能更精准捕捉客户取向，减少不必要的成本支出；数字化转型企业组织结构趋于扁平化，管理层次精简，工作更为高效。企业业绩的提升能够为其带来正面预期，市场投资者对企业信心增强，管理层基于业绩压力操纵信息的可能减少，有利于提高股价中的信息含量。

表 5.8 企业数字化转型、公司业绩与市场估值偏误的回归结果

| 变量 | (1) TobinQ | (2) Bias |
|--------|----------------------|----------------------|
| Digi | 0.046* (0.027) | -0.879*** (0.331) |
| TobinQ | | -0.515*** (0.112) |
| Size | -0.088*** (0.013) | 0.877*** (0.153) |
| Lev | 1.028*** (0.041) | 5.506*** (0.520) |
| MB | 0.716*** | 2.668*** |

续表 5.8 企业数字化转型、公司业绩与市场估值偏误的回归结果

| 变量 | (1) | (2) |
|--------------|-----------|------------|
| | TobinQ | Bias |
| | (0.004) | (0.091) |
| Growth | -0.103*** | 1.160*** |
| | (0.009) | (0.105) |
| NAPS | -0.020*** | 0.635*** |
| | (0.002) | (0.029) |
| Cashflow | 0.012** | -0.074 |
| | (0.005) | (0.059) |
| GPM | -0.003*** | 0.032*** |
| | (0.0005) | (0.006) |
| Negative | 0.045*** | -0.253*** |
| | (0.007) | (0.084) |
| Positive | 0.012 | 0.252** |
| | (0.008) | (0.098) |
| Holding | -0.001 | -0.012** |
| | (0.0004) | (0.005) |
| Big4 | -0.002 | 0.766* |
| | (0.034) | (0.423) |
| attention | 0.031*** | -0.356*** |
| | (0.006) | (0.076) |
| law | 0.007*** | -0.062** |
| | (0.002) | (0.030) |
| Constant | 1.806*** | -22.462*** |
| | (0.297) | (3.649) |
| Year | Yes | Yes |
| Ind | Yes | Yes |
| Observations | 14,756 | 14756 |
| R-squared | 0.870 | 0.292 |

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5.4.3 以盈余激进度为中介

管理层盈余操纵参考游家兴和李斌（2007）以盈余激进度（Ea）度量，盈余激进度越大，说明管理层越有可能为谋取私利或实现企业市场价值最大化等对盈余项目进行操控，管理层机会主义行为产生的可能性越大。表 5.9 列示了以盈余激进度为中介的机制检验结果，列（1）（2）中数字化转型 Digi 的系数显著为负，列（2）中盈余激进度 Ea 系数显著为正，说明盈余激进度在数字化转型产生效用

的过程中发挥了部分中介效应，企业数字化转型能通过减少管理层机会主义行为降低市场估值偏误，同预期相符。

数字化转型具有实施周期长、不确定性较大特点，且数字化转型企业面临的行业竞争可能比一般企业更为激烈，为使自身在竞争中脱颖而出，管理层倾向于披露更多公司相关信息以吸引投资者。对于数字化转型企业，外部监督者如分析师、证券监管部门、媒体等的关注往往会更多，迫于外界监管压力，管理层会减少盈余管理行为，提升企业信息披露的相关性及可靠性，股价信息含量增加。

表 5.9 企业数字化转型、盈余激进度与市场估值偏误的回归结果

| 变量 | (1) Ea | (2) Bias |
|-----------|-------------------------|----------------------|
| Digi | -0.009** (0.004) | -0.885*** (0.331) |
| Ea | | 2.016*** (0.692) |
| Size | 0.011*** (0.002) | 0.900*** (0.153) |
| Lev | -0.076*** (0.007) | 5.129*** (0.511) |
| MB | 0.005*** (0.001) | 2.290*** (0.043) |
| Growth | 0.025*** (0.001) | 1.164*** (0.106) |
| NAPS | 0.009*** (0.0004) | 0.628*** (0.030) |
| Cashflow | -0.069*** (0.001) | 0.0592 (0.076) |
| GPM | 0.002*** (0.0001) | 0.030*** (0.006) |
| Negative | -0.012*** (0.001) | -0.252*** (0.084) |
| Positive | 0.011*** (0.001) | 0.223** (0.098) |
| Holding | -0.0002*** (0.00007) | -0.011** (0.005) |
| Big4 | 0.005 (0.006) | 0.757* (0.423) |
| attention | 0.009*** (0.001) | -0.391*** (0.076) |
| law | -0.001 | -0.065** |

续表 5.9 企业数字化转型、盈余激进度与市场估值偏误的回归结果

| 变量 | (1) | (2) |
|--------------|-----------|------------|
| | Ea | Bias |
| | (0.0004) | (0.030) |
| Constant | -0.232*** | -22.923*** |
| | (0.048) | (3.649) |
| Year | Yes | Yes |
| Ind | Yes | Yes |
| Observations | 14756 | 14756 |
| R-squared | 0.472 | 0.291 |

t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

6 研究结论与政策建议

6.1 研究结论

本文选取 2014—2020 年 A 股上市公司面板数据为研究样本，探讨企业数字化转型能否缓解股票市场价值与内在价值的偏离程度以及区域数字经济发展水平的调节作用。研究发现：企业数字化转型能显著降低股票市场价值对内在价值的偏离程度。企业数字化转型通过以下三条路径缓解股票市场价值与企业内在价值的偏离程度：一是数字化转型推动企业实现信息整合，便于企业内外部间信息交互，提高信息披露质量，改善内外部信息不对称问题，使得股票市场价值接近于企业内在价值；二是数字化转型能够通过优化治理、降本提率、激发创新等显著提升企业经济效益，降低管理层基于业绩压力和融资需求等实施盈余操纵的动机，使得估值偏差程度减弱；三是数字化转型能够加强企业外部监督力量、拓宽外部监督渠道等，抑制管理层的信息操纵行为，使得企业内在价值得到真实反映。同时，在区域数字经济发展水平越高的地区，企业数字化转型对市场估值偏误的抑制作用更加显著。以数字基础设施、数字平台建设和数字产业发展为主的数字经济能够加强企业内外部数字环境建设，影响企业数字化变革进程。

6.2 政策建议

结合理论与结论分析，提出如下建议。

第一，出台相关政策，确保政府补贴和相关政策的导向保障数字化转型稳步推进。各级主管部门等机构应基于规范法律法规、税收优惠、产权保护、政府补贴、市场开拓等各个方面出台相关政策，营造全社会企业数字化转型的氛围，加速企业数字化进程，营造良好的股票市场。政府要做产学研深度融合的服务者和引导者，积极引导创新，在面对技术性难题时可以设立专项资金，保障资金来源。

第二，加强企业信息披露质量监管。加强上市公司年报监管力度，出台规范的文本表达，与时俱进提出上市公司核心监管指标，提高资本市场投资者对企业信息的识别能力，提醒投资者关注企业内在价值的重要性。

第三，各地区完善数字基础设施、加大数字化平台建设、促进数字产业发展，

提高区域数字经济发展水平。以数字技术与实体经济深度融合为切入点，加快数字化建设投入，提高数字成果转化比，营造良好的数字经济发展环境，增强数字经济可持续发展能力，促进企业数字化转型发展。政府部门可以联合高校和数字化企业，建设多种形式的云服务平台，整合各区域内的创新资源；企业应加强互联网生态体系建设，增强数据管理与资源整合能力，改变或优化原有的组织管理模式，从而在一定程度上有效提升资本市场的有效性。

探究如何实现市场价值与内在价值的统一对完善我国资本市场体系具有重要意义。本文基于数字化视角探寻如何降低市场中各方信息间的不对称、提高市场有效性等，提供了企业数字化转型能够降低股票市场价值对内在价值的偏离程度的证据，为促进企业通过推进数字化转型进程提升市场价值的稳定性，实现市场价值与内在价值的统一、投资者制定更科学合理的投资方案提供实践指导作用，对政府如何制定相关政策、加快推进各地区数字经济发展进程具有借鉴意义。

6.3 研究局限与展望

6.3.1 研究局限

1. 本文选择参考了张永坤等（2021）对数字化转型的测度方法，有关企业数字化转型如何测度并不统一，不同学者给出了不同的测度方法，官方尚未对数字化转型的度量方法有明确定义。

2. 本文尽可能从各角度选取了对市场估值偏误造成影响的企业内外部变量纳入模型中，探究企业数字化转型对市场估值偏误的影响研究，但在对市场估值偏误的影响因素进行分析时，可能仍存在被遗漏的控制变量。

6.3.2 研究展望

1. 未来有关企业数字化转型的研究可以更加多元化，多维度。数字化转型是企业内部技术变革，大多实证研究都侧重于探究企业数字化转型对企业自身的影响，可以寻求新的角度进一步探究企业数字化转型的经济后果。

2. 如何降低市场估值偏误，提高资本市场有效性是国内外学者们长期探究的问题，未来可以继续结合时代背景，寻求新视角进行探究。

3.未来可考虑继续基于数字化视角，从更多角度探寻如何提高资本市场有效性。

参考文献

- [1] Beaver W H, Christie A A, Griffin P A. The information content of SEC accounting series release no. 190[J]. Journal of Accounting & Economics, 1980, 2(2): 127-157.
- [2] Bolton P, Scheinkman J A, Xiong W. Executive Compensation and Short-termist Behavior in Speculative Markets [J]. Ssrn Electronic Journal, 2003.
- [3] Daniel K, Hirshleifer D, Subrahmanyam A. Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions[J]. Journal of Finance, 1998, 53.
- [4] Fama E. Efficient market hypothesis: A Review of Theory and Empirical Work[J].1970.
- [5] Fisher, Tobin I, Veblen J, et al. The Nature of Capital and Income[J]. The Macmillan Company, 1906.
- [6] Hou K, Dijk M, Zhang Y. The implied cost of capital: A new approach[J]. Journal of Accounting & Economics, 2012, 53(3): 504-526.
- [7] Lee C. Accounting-Based Valuation: Impact on Business Practices and Research[J]. Accounting Horizons, 1999, 13(4): 413-425.
- [8] Lee C, Swaminathan B. Price Momentum and Trading Volume[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(5): 2017-2069.
- [9] Miller E M. Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion[J]. Journal of Finance, 1977, 32(4): 1151-1168.
- [10] Mitchell R K, Agle B. Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of who and What Really Counts[J].Academy of Management Review, 1997, 22(4): 853-886.
- [11] Ohlson J A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation[J]. Contemporary Accounting Research, 1995, 11(2).
- [12] Rf A, Cmel B. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns[J]. Journal of Accounting and Economics, 1998, 25(3): 283-319.
- [13] Robert J. SHILLER, . Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?, The American Economic Review[J]. Bull Fed Soc Gynecol Obstet Lang Fr, 1981.
- [14] Schmeling M. Investor sentiment and stock returns: Some international evidence[J]. Journal of Empirical Finance, 2009, 16(3): 394-408.
- [15] Schmeling M. Institutional and individual sentiment: Smart money and noise trader risk? [J]. International Journal of Forecasting,2008,23(1):127-145.
- [16] Weiss D W C A. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years[J]. Journal of Accounting and Economics, 1997.
- [17] 车德欣, 戴美媛, 吴非. 企业数字化转型对融资成本的影响与机制研究[J]. 金融监管研究, 2021 (12) : 56-74.
- [18] 陈春花. 传统企业数字化转型能力体系构建研究 [J]. 人民论坛·学术前沿, 2019(18) : 6-12.
- [19] 陈德球, 胡晴. 数字经济时代下的公司治理研究: 范式创新与实践前沿[J]. 管理世界, 2022 (06) : 213-240.

- [20] 陈国进, 张贻军. 异质信念、卖空限制与我国股市的暴跌现象研究[J]. 金融研究, 2009(04): 80-91.
- [21] 陈剑, 黄朔, 刘运辉. 从赋能到使能——数字化环境下的企业运营管理[J]. 管理世界, 2020(02): 117-128.
- [22] 陈乐一, 杨依筠. 经济政策不确定性对我国股票价格的影响研究[J]. 湖南大学学报(社会科学版), 2022(01): 77-86.
- [23] 程廷福池国华. 价值评估中企业价值的理论界定[J]. 财会月刊, 2004(11): 8-9.
- [24] 戴园晨. 股市泡沫生成机理以及由大辩论引发的深层思考——兼论股市运行扭曲与庄股情结[J]. 经济研究, 2001(04): 41-50.
- [25] 党建忠, 陈军, 褚俊红. 基于Felttham-Ohlson模型的中国上市公司股票价格影响因素检验[J]. 统计研究, 2004(03): 57-61.
- [26] 付强, 扈文秀, 章伟果. 管理层股权激励与企业未来盈余定价——来自中国资本市场的证据[J]. 中国管理科学, 2020(01): 19-31.
- [27] 管悦, 冯忠磊. 财务信息披露、市场反应与股票估值——来自A股市场的经验证据[J]. 投资研究, 2020(03): 85-97.
- [28] 何诚颖, 陈锐, 蓝海平, 徐向阳. 投资者非持续性过度自信与股市反转效应[J]. 管理世界, 2014(08): 44-54.
- [29] 何帆, 刘红霞. 数字经济视角下实体企业数字化变革的业绩提升效应评估[J]. 改革, 2019(04): 137-148.
- [30] 侯世英, 宋良荣. 数字经济、市场整合与企业创新绩效[J]. 当代财经, 2021(06): 78-88.
- [31] 胡青. 企业数字化转型的机制与绩效[J]. 浙江学刊, 2020(02): 146-154.
- [32] 黄大禹, 谢获宝, 孟祥瑜, 张秋艳. 数字化转型与企业价值——基于文本分析方法的经验证据[J]. 经济学家, 2021(12): 41-51.
- [33] 贾生华, 陈宏辉. Empirical research on the SMEs' credit-guarantee in China[J]. Journal of Zhejiang University Science, 2002(03): 56-61.
- [34] 江婕, 王正位, 龚新宇. 信息透明度与股价崩盘风险的多维实证研究[J]. 经济与管理研究, 2021(02): 53-65.
- [35] 江晓东. 投资者过度自信理论与实证研究综述[J]. 外国经济与管理, 2005(09): 59-65.
- [36] 姜圆. 现代资产定价理论的研究和发展——基于有效市场假说和资产定价模型的视角[J]. 现代管理科学, 2021(03): 42-48.
- [37] 焦勇. 数字经济赋能制造业转型: 从价值重塑到价值创造[J]. 经济学家, 2020(06): 87-94.
- [38] 荆文君, 孙宝文. 数字经济促进经济高质量发展: 一个理论分析框架[J]. 经济学家, 2019(02): 66-73.
- [39] 寇宗来, 赵文天. 分工视角下的数字化转型[J]. 北京交通大学学报(社会科学版), 2021(03): 50-59.
- [40] 廖信林, 杨正源. 数字经济赋能长三角地区制造业转型升级的效应测度与实现路径[J]. 华东经济管理, 2021(06): 22-30.
- [41] 林钟高, 郑军, 彭琳, 徐德信. 关系型交易、制度环境与外部审计需求——基于中国制造业上市公司的经验证据[J]. 当代财经, 2015(04): 107-118.
- [42] 刘焯松. 中国货币供应量与股市价格的实证研究[J]. 管理世界, 2004(02): 131-132.

- [43] 刘俭峰. 股市波动中的宏观政策干预效应分析[D]: 辽宁大学, 2006.
- [44] 刘艳霞. 数字经济赋能企业高质量发展——基于企业全要素生产率的经验证据[J]. 改革, 2022(09): 35-53.
- [45] 刘蕴霆, 张晓榕. 异质信念、卖空约束和中国股票市场反转效应[J]. 财贸经济, 2021(12): 85-100.
- [46] 鹿翠, 沈函廷. 基于改进剩余收益模型的企业价值评估实证[J]. 财会月刊, 2016(06): 12-17.
- [47] 罗进辉, 巫奕龙. 数字化运营水平与真实盈余管理[J]. 管理科学, 2021(04): 3-18.
- [48] 吕铁. 传统产业数字化转型的趋向与路径[J]. 人民论坛·学术前沿, 2019(18): 13-19.
- [49] 潘国陵. 股市泡沫研究[J]. 金融研究, 2000(07): 71-79.
- [50] 戚聿东, 肖旭. 数字经济时代的企业管理变革[J]. 管理世界, 2020(06): 135-152.
- [51] 祁怀锦, 曹修琴, 刘艳霞. 数字经济对公司治理的影响——基于信息不对称和管理者非理性行为视角[J]. 改革, 2020(04): 50-64.
- [52] 饶品贵, 岳衡. 剩余收益模型与股票未来回报[J]. 会计研究, 2012(09): 52-58.
- [53] 盛思思, 徐展. 区域数字经济发展与企业融资约束[J]. 工业技术经济, 2022(01): 21-28.
- [54] 宋双杰, 曹晖, 杨坤. 投资者关注与IPO异象——来自网络搜索量的经验证据[J]. 经济研究, 2011(S1): 145-155.
- [55] 谭劲松, 宋顺林, 吴立扬. 公司透明度的决定因素——基于代理理论和信号理论的经验研究[J]. 会计研究, 2010(04): 26-33.
- [56] 田志龙, 李玉清. 一种基于帐面价值和未来收益的公司财富评估方法[J]. 会计研究, 1997(05): 48-50.
- [57] 汪昌云, 武佳薇. 媒体语气、投资者情绪与IPO定价[J]. 金融研究, 2015(09): 174-189.
- [58] 王才. 数字化转型对企业创新绩效的作用机制研究[J]. 当代经济管理, 2021(03): 34-42.
- [59] 王佳新, 王瑞江. 上市公司内在价值评估模型探索[J]. 财会通讯, 2015(02): 60-63.
- [60] 王军, 朱杰, 罗茜. 中国数字经济发展水平及演变测度[J]. 数量经济技术经济研究, 2021(07): 26-42.
- [61] 王守海, 徐晓彤, 刘焯炜. 企业数字化转型会降低债务违约风险吗? [J]. 证券市场导报, 2022(04): 45-56.
- [62] 王玉柱. 数字经济重塑全球经济格局——政策竞赛和规模经济驱动下的分化与整合[J]. 国际展望, 2018(04): 60-79.
- [63] 吴非, 胡慧芷, 林慧妍, 任晓怡. 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(07): 130-144.
- [64] 仵志忠. 信息不对称理论及其经济学意义[J]. 经济学动态, 1997(01): 66-69.
- [65] 肖旭, 戚聿东. 产业数字化转型的价值维度与理论逻辑[J]. 改革, 2019(08): 61-70.
- [66] 徐浩峰, 朱松, 罗妍. 信息与证券价格形成的交易过程: 分析与展望[J]. 证券市场导报, 2011(08): 41-45.

- [67] 徐寿福,徐龙炳.信息披露质量与资本市场估值偏误[J].会计研究,2015(01):40-47.
- [68] 许年行,于上尧,伊志宏.机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J].管理世界,2013(07):31-43.
- [69] 杨慧辉,赵媛,潘飞.股权分置改革后上市公司股权激励的有效性——基于盈余管理的视角[J].经济管理,2012(08):65-75.
- [70] 杨路明,施礼.“一带一路”数字经济产业聚集发展研究[J].中国流通经济,2021(03):54-67.
- [71] 杨卓凡.我国产业数字化转型的模式、短板与对策[J].中国流通经济,2020(07):60-67.
- [72] 易靖韬,王悦昊.数字化转型对企业出口的影响研究[J].中国软科学,2021(03):94-104.
- [73] 易露霞,吴非,徐斯旸.企业数字化转型的业绩驱动效应研究[J].证券市场导报,2021(08):15-25.
- [74] 游家兴,李斌.信息透明度与公司治理效率——来自中国上市公司总经理变更的经验证据[J].南开管理评论,2007(04):73-79.
- [75] 于也雯,陈耿宣.中国数字经济发展的相关问题和政策建议[J].西南金融,2021(07):39-49.
- [76] 张夏恒.中小企业数字化转型障碍、驱动因素及路径依赖——基于对377家第三产业中小企业的调查[J].中国流通经济,2020(12):72-82.
- [77] 张兴刚,肖旭.数字平台迭代与开发者更新决策研究——基于浏览器的经验证据[J].财经论丛,2022(08):80-90.
- [78] 张学勇,吴雨玲.基于网络大数据挖掘的实证资产定价研究进展[J].经济动态,2018(06):129-140.
- [79] 张永坤,李小波,邢铭强.企业数字化转型与审计定价[J].审计研究,2021(03):62-71.
- [80] 张宗新,朱伟骅.通胀幻觉、预期偏差和股市估值[J].金融研究,2010(05):116-132.
- [81] 赵滨元.数字经济对区域创新绩效及其空间溢出效应的影响[J].科技进步与对策,2021(14):37-44.
- [82] 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(10):65-76.
- [83] 郑海英,刘正阳,冯卫东.并购商誉能提升公司业绩吗?——来自A股上市公司的经验证据[J].会计研究,2014(03):11-17.
- [84] 周慧慧,李海霞,赵琳瑞.制造业数字化转型对绿色创新绩效的影响研究——数字化水平的调节作用[J].科技与管理,2021(01):33-43.
- [85] 周利,高栓喜,白思俊.股价主要影响因素的统计分析[J].河南大学学报(自然科学版),2001(04):41-46.
- [86] 周英章,孙崎岨.股市价格、货币供应量与货币政策——中国1993~2001年的实证分析[J].石油大学学报(社会科学版),2002(05):8-13.
- [87] 朱松.企业社会责任、市场评价与盈余信息含量[J].会计研究,2011(11):27-34.
- [88] 祝合良,王春娟.“双循环”新发展格局战略背景下产业数字化转型:理论与对策[J].财贸经济,2021(03):14-27.

后 记

在文章最后，我想和在这三年里陪伴过我、帮助过我的人表达感谢，向我所经历的一切表达感谢。

感谢我的母校，在这三年中对我的培养。

感谢我的父母，永远支持尊重我的所有决定，并给我幸福美好的生活。

感谢我的导师沈萍老师，在这三年里不厌其烦地在学术上督促我，在生活上关心我，学生不够勤奋，让您费心。

感谢我的朋友，对我的包容、关怀，我为能拥有你们而感到幸运。

感谢我的学生时代，我经历过周末风雨无阻的补习、体会过查分时的紧张和期盼、拥有过自由自在的的大学生活、为考试紧张焦虑过、在无数个夜深人静时一遍遍修改着论文……这一路感受过失落但更多都在收获惊喜，也终于可以说一句问心无愧不后悔。

我还要特别感谢永不放弃的阿根廷足球队，感谢你们让我成为世界上最幸福的人。2014年盛夏的清晨，决赛结束哨响的那一刻，坐在电视机前的我抑制不住地痛哭，2022年的冬夜，依旧是决赛，致胜点球罚进的那一刻我没有预想中的流泪，只是幸福地看着你们在历经诸多磨难后终于捧起了大力神杯。36年，从马拉多纳到梅西，我们终于又一次越过了卢比孔河，谢谢你们，圆满了我有关足球的英雄梦。

最后，我想对自己说，勇敢地走下去吧，这就是人生。