

《金融市场研究》专家审稿单

稿件篇名：**数字化转型与先进制造业企业股价泡沫：促进还是抑制？**

外
审
意
见

该选题聚焦于数字化转型与先进制造企业股价泡沫之间的关系，结合了当前数字经济和资本市场热点问题。近年来，随着数字化技术的快速发展，企业数字化转型已成为推动经济高质量发展的重要手段，而股价泡沫问题也一直是资本市场关注的焦点。因此，该选题具有较强的现实意义和学术价值。但是，论文仍存在以下问题：

一、引言第一段着重阐述了企业数字化转型的重要性，虽然与 X 紧密相关，但没有紧紧围绕研究主题展开阐述，即数字化转型对先进制造企业股价泡沫的影响为何重要？数字化转型影响先进制造企业股价泡沫的内在机理是什么？

二、引言第二段在提出问题后，对已有文献的梳理比较笼统，没有很好地阐述本文在已有文献中的位置，如作者指出“目前仅有的少数文献主要是基于不同研究视角开始探讨企业数字化转型与其资本市场表现和内部治理的关系。在宏观视角上，...在微观层视角上，...”，建议作者针对不同视角进行更为详细和明确的对比。

三、吴非等（2021）研究数字化转型对股票流动性的影响，张永坤等（2021）发现数字化转型缓解股价泡沫程度，如果单看 X 对 Y 的影响，似乎已经有学者进行了研究，那么，本文的增量贡献在哪里？

四、本文研究的是数字化转型对股价泡沫的影响，那么在对已有文献进行归纳总结时，重点就应该放在数字化转型的经济后果，而不是影响因素。数字化定义和衡量方式可以和经济后果放在统一框架下阐述。

五、文献综述中既然提到了“但至今尚未有文献研究企业数字化转型对股票价格泡沫的影响效应和影响机制”，那么小标题为什么还叫数字化转型影响股价泡沫呢？另外，文献综述并不是罗列文献，而是对文献进行归纳总结，进而突出本文与已有文献的区别。

六、在理论分析与研究假设部分，作者几乎没有引用一篇参考文献，都是比较武断的推断，没有现实的案例或者已有文献为佐证。

七、数字化转型影响股价泡沫的研究假设中，与后文信息透明度、公司治理、融资约束、投资者情绪的影响机制存在很多交叉的地方，建议不单独分条阐释。例如，“数字化转型提高了企业的信息透明度和治理水平，通过数字技术的应用，.....进而减轻了股价泡沫的压力”，对应后文的“信息透明度和治理水平的影响机制与研究假设”。此外，作者提到“数字化转型通过提高生产效率、产品质量、降低成本影响股价表现”，看着更像是“数字化转型→提质、降本→股价泡沫”的逻辑链条，也并不和后文影响机制的理论逻辑一致。

八、作者的机制检验是从增加信息透明度、提高企业治理完善水平、缓解企业融资约束以及稳定投资者情绪四个方面展开，而引言的第二段中又指出“数字化转型的实施可能对先进制造企业的经营绩效、市场竞争力、长期增长潜力产生影响”，前后逻辑不一致。

九、作者研究的影响机制包括四个，但每一条似乎都没有很好地阐释清晰，并没有很好地让人信服。建议针对其中的二至三条，进行详细分析，而不是泛泛而谈。

十、作者的基准回归中数字化转型指数采用的是《中国上市公司数字化转型研究数据库》，将参考“耿景珠等（2023）的做法”的衡量指标作为稳健性检验，但却对这个指标的衡量方式进行了详细阐述，建议放在脚注或尾注中。另外，股价泡沫水平（bubble）

	的测算原理和公式建议列出。 十一、本文的股价泡沫、数字化转型均为合成指标，甚至中介变量信息不对称、投资者情绪也都为合成指标，相比于用单一指标而言，内生性问题更为严重。虽然后文采用了工具变量法进行检验，但似乎还是未能很好地缓解内生性问题。 十二、异质性分析是为了再次验证本文的理论逻辑，但这里划分高新技术属性、地理位置、污染程度三个方面似乎没有和本文的理论逻辑紧密联系。 十三、作者在影响机制中采用的是中介效应分析，那么就应该呈现 Sobel 检验。 十四、全文中的语句规范、逻辑表述等问题。 （1）本文聚焦于先进制造业，那么就应该紧扣先进制造业，而不是制造企业或者所有实体企业。例如引言第一段中“我国制造业发展也存在脱实向虚、过度金融化等问题”；而高新技术属性、污染程度的异质性分析中，表述似乎更像是所有企业； （2）“即个人投资者占比远远高于机构投资者，因此股价波动更易受到投资者情绪影响，从而推动股价泡沫的产生”，为什么个人投资者占比高，股价波动就更容易受到影响？中间的链接逻辑是什么？ （3）加快内部信息传递、改善公司内部治理是递进的逻辑还是并列的呢？如果是递进的逻辑那么本文的影响机制中“增加信息透明度、提高企业治理完善水平”还得斟酌； （4）研究设计中，中介变量“信息不对称”前文阐释的为“信息透明度”，“融资效率”前文阐释的为“融资约束”，建议全文统一表述。以及中介变量中“（3）投资者情绪、（4）融资效率”的顺序与前文研究假设、后文实证分析不一致； （5）实证检验中，异质性分析“产生这种异质性的原因主要有以下五个方面”，无法看出有五个方面； （6）表 6“异质性检验结果”在“（3）污染程度的异质性影响”上方；表 7“影响机制检验结果”在“4、投资者情绪的影响机制分析”上方。 2025 年 3 月 4 日
作者回复	（1）针对问题一，结合外审专家意见，本文增加了数字化转型影响先进制造业股价泡沫的重要性以及内在机理。 （2）针对问题二，结合外审专家意见，本文基于不同视角对影响机制进行了详细的对比。 （3）针对问题三，张永坤等（2021）的这篇文献并没有研究数字化转型对股价泡沫的影响，只是谈到了数字化转型可以提高公司的质量信息含量，改善公司的内部治理，而股票流动性与股价泡沫也是两个不同的概念。因此，本文研究的 Y（股价泡沫）是比较新颖的。 （4）针对问题四，结合外审专家意见，本文将数字化定义与测度方式和经济后果放在同一框架内，删减一部分数字化定义与测度的内容，并增加数字化转型的经济后果的内容。

	(5) 针对问题五、六、七、九，结合外审专家意见，本文删除企业数字化转型影响股价泡沫的研究现状这部分文献综述，将其整合进理论分析与假设检验中，增加参考文献研究结论作为理论分析依据，对影响机制进行详细分析。 (6) 针对问题八，结合外审专家意见，本文删除引言第二段中“数字化转型的实施可能对先进制造企业的经营绩效、市场竞争力、长期增长潜力产生影响”这段话。 (7) 针对问题十，结合外审专家意见，已将股价泡沫水平(bubble)的测算原理和公式列出；将“耿景珠等(2023)的做法”的指标的具体衡量方式删除。 (8) 针对问题十一，需要说明的是，本文的股价泡沫、数字化转型并不是合成指标。股价泡沫是基于目前国际较为前沿的股价泡沫测度方法 BSADF 测度出来的，而数字化转型是基于文本分析统计词频测度出来的。通过工具变量法应该能较好的缓解内生性问题。 (9) 针对问题十二，结合外审专家意见，本文删除异质性分析。 (10) 针对问题十四(1)和(5)，本文已规范语句表达来紧扣先进制造业；删除了异质性分析。 (11) 针对问题十四(2)，需要说明的是，个人投资者占比高的市场往往更容易出现股价波动，主要原因在于散户的投资行为通常受到情绪驱动和非理性决策的影响，如追涨杀跌、过度反应短期消息或市场传闻，导致买卖方向趋同，形成羊群效应；同时，散户因信息获取与处理能力较弱，更多依赖技术分析或跟风操作，频繁的短期交易和分散的小额资金容易在特定时点形成集中买卖压力，尤其在市场流动性不足时加剧单边行情。此外，散户主导的市场缺乏机构投资者的长期持仓策略或套利机制等“稳定器”，价格更容易因情绪波动而超调，极端情况下甚至因杠杆交易引发连锁抛售。 (12) 针对问题十四(3)，需要说明的是，加快内部信息传递、改善公司内部治理是并列的逻辑，本文将两者重复的部分删除来增强逻辑清晰度。 (13) 针对问题十四(4)，结合外审专家意见，本文将信息不对称统一表述为信息透明度，融资约束统一表述为融资效率；将中介变量中“(3)投资者情绪、(4)融资效率”的顺序调换后与前文研究假设、后文实证分析一致。 (14) 针对问题十四(5)，结合外审专家意见，已将表6和表7调换位置。 最后，感谢外审专家和编辑部给出的宝贵意见，使得本文在各个方面进一步得到完善。 作者：
--	--

	年 月 日
--	-------

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。

表 2 描述性统计

variable	N	mean	sd	min	max
<i>bubble</i>	6220	-1.040	0.600	-2.660	0.700
<i>digital</i>	6220	39.55	10.85	23.57	66.19
<i>age</i>	6220	14.20	6.620	2	28
<i>size</i>	6220	153.7	245.9	14.25	1682
<i>leverage</i>	6220	44.11	19.06	6.880	91.69
<i>roa</i>	6220	0.0300	0.0600	-0.220	0.190
<i>shareholder</i>	6220	31.76	13.86	7.950	69.70
<i>af</i>	6220	4.470	6.610	0	29
<i>institution</i>	6220	42.40	21.74	0.170	86.54
<i>regulatory</i>	6220	0.0700	0.250	0	1
<i>return</i>	6220	0	0.0100	-0.0200	0.0300
<i>volatility</i>	6220	0.0700	0.0300	0.0300	0.150
<i>mbr</i>	6220	0.620	0.340	0	2.580
<i>er</i>	6220	6.550	0.270	6.140	6.900
<i>r</i>	6220	0.150	0.0500	0.120	0.250
<i>profit</i>	6220	0.0300	0.0400	0	0.230
<i>cash</i>	6220	0.0300	0.0300	0	0.150

数据来源：根据统计结果自行整理而得。

表 3 先进制造业企业数字化转型影响股价泡沫的实证结果

	<i>bubble</i>	<i>bubble</i>
<i>digital</i>	-0.005*** (-3.68)	-0.005*** (-3.93)
<i>N</i>	6220	6220
R-squared	0.386	0.444

控制变量	NO	Yes
个体效应	Yes	Yes
时间效应	Yes	Yes

注：***、**、*代表着不同的显著性水平，分别表示在 1%、5%、10%水平上显著，括号内为 t 值。

为节省篇幅，表 3 中控制变量的估计结果不再展示，感兴趣的读者可向作者索取。

表 4 主效应工具变量的检验结果

	第一阶段 <i>digital</i>	第二阶段 <i>bubble</i>
<i>Internet2</i>	0.051*** (14.56)	
<i>digital</i>		-0.009** (-2.49)
<i>N</i>	6220	6220
R-squared	0.149	0.348
识别不足检验		205.688
Chi-sq P-value		0.000
弱工具变量检验		212.003
控制变量	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes
时间效应	Yes	Yes

注：***、**、*代表着不同的显著性水平，分别表示在 1%、5%、10%水平上显著，括号内为 t 值。

表 5 排除股灾、排除特殊样本、替换解释变量后的估计结果

	剔除 2015 年	排除高经济、特殊政治性 城市	替换解释变量
	(1)	(2)	(3)
	<i>bubble</i>	<i>bubble</i>	<i>bubble</i>
<i>digital</i>	-0.005*** (-3.27)	-0.006*** (-3.91)	-21.597* (-1.73)

<i>N</i>	4250	5675	5787
R-squared	0.421	0.438	0.434
控制变量	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes
时间效应	Yes	Yes	Yes

注：***、**、*代表着不同的显著性水平，分别表示在 1%、5%、10%水平上显著，括号内为 t 值。

表 6 影响机制检验结果

基于信息透明度的影响机制				基于公司治理水平的影响机制			
	(1)	(2)	(3)		(4)	(5)	(6)
	<i>bubble</i>	<i>message</i>	<i>bubble</i>		<i>bubble</i>	<i>rem</i>	<i>bubble</i>
<i>digital</i>	-0.005*** (-3.93)	0.002* (1.76)	-0.005*** (-3.99)	<i>digital</i>	-0.005*** (-3.93)	0.001** (2.09)	-0.006*** (-4.32)
<i>message</i>			-0.037*** (-2.90)	<i>rem</i>			-0.066** (-2.02)
<i>N</i>	6220	6220	6220	<i>N</i>	6220	6220	6220
<i>R-squared</i>	0.444	0.403	0.444	<i>R-squared</i>	0.444	0.512	0.444
控制变量	Yes	Yes	Yes	控制变量	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	个体效应	Yes	Yes	Yes
时间效应	Yes	Yes	Yes	时间效应	Yes	Yes	Yes
基于融资效率的影响机制				基于投资者情绪的影响机制			
	(1)	(2)	(3)		(4)	(5)	(6)
	<i>bubble</i>	<i>WW</i>	<i>bubble</i>		<i>bubble</i>	<i>mood</i>	<i>bubble</i>
<i>digital</i>	-0.005*** (-3.93)	-0.002** (-2.25)	-0.005*** (-3.88)	<i>digital</i>	-0.005*** (-3.93)	-0.002** (-2.56)	-0.005*** (-4.20)
<i>WW</i>			0.040* (1.80)	<i>mood</i>			0.093*** (3.77)
<i>N</i>	6220	6220	6220	<i>N</i>	6220	6220	6220
<i>R-squared</i>	0.444	0.389	0.444	<i>R-squared</i>	0.444	0.834	0.445

控制变量	Yes	Yes	Yes	控制变量	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	个体效应	Yes	Yes	Yes
时间效应	Yes	Yes	Yes	时间效应	Yes	Yes	Yes

注: **、*、*代表不同的显著性水平, 分别表示在 1%、5%、10%水平上显著, 括号内为 t 值。

参考文献

- [1]陈国进,张润泽,谢沛霖,赵向琴.知情交易、信息不确定性与股票风险溢价[J].管理科学学报. 2019,22(04):53-74
- [2]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, 36(02): 117-128+222.
- [3]陈庆江, 王彦萌, 万茂丰. 企业数字化转型的同群效应及其影响因素研究[J]. 管理学报, 2021, 18(05): 653-663.
- [4]陈堂, 陈光. 数字化转型对产业结构升级的空间效应研究——基于静态和动态空间面板模型的实证分析[J]. 经济与管理研究, 2021, 42(08): 30-51.
- [5]陈作华,方红星.融资约束、内部控制与企业避税[J].管理科学. 2018,31(03):125-139
- [6]戴严科,左晓萌,顾研.数字技术变革与企业股价崩盘风险:来自“两化融合”试点的证据[J]. 系统工程理论与实践,2024,44(01): 207-226.
- [7]丁纯. 欧盟数字化转型的特征与启示[J]. 人民论坛, 2021(25): 106-109.
- [8]耿景珠,杜明威,刘文革.企业数字赋能与全球价值链嵌入[J].当代财经. 2023(08):122-133
- [9]郭恒泰,王妍.企业数字化转型能降低股价同步性吗? [J].投资研究,2022,41(12):91-105.
- [10]郭润萍, 韩梦圆, 邵婷婷, 等. 生态视角下数字化转型企业的机会开发机理——基于海尔和苏宁的双案例研究[J]. 外国经济与管理, 2021, 43(09): 43-67.
- [11]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.
- [12]贺超,丁怡帆,马云飞.企业数字化转型与资本市场稳定——基于“数据权力”加剧股票“同跌同涨”的经验证据[J]. 金融经济研究,2023,38(04):74-91.
- [13]黄政,刘怡芳. 会计信息质量与股价信息含量——基于会计准则变革前后的比较研究

- [J]. 东北师大学报(哲学社会科学版), 2016(5): 97-104.
- [14]李苍舒, 沈艳. 数字经济时代下新金融业态风险的识别、测度及防控[J]. 管理世界, 2019, 35(12): 53-69.
- [15]李馥伊. 数字经济与制造业全球价值链攀升:理论、实践与政策[M]. 北京:中国社会科学出版社, 2021: 83-86.
- [16]李梦雨,李志辉.市场操纵与股价崩盘风险——基于投资者情绪的路径分析[J].国际金融研究,2019(04):87-96.
- [17]李伟,王蒙歌,唐洋.企业数字化转型对股价同步性的影响[J].金融与经济,2022(11):78-87.
- [18]李政,赵轶薇,卜林.企业数字化转型与金融市场稳定——基于尾部系统风险视角[J].证券市场导报,2024(02):68-79.
- [19]梁小甜, 文宗瑜. 数字经济对制造业高质量发展的影响[J]. 统计与决策, 2022, 38(11): 109-113.
- [20]林川.数字化转型与股价崩盘风险[J].证券市场导报,2022(06):47-57.
- [21]刘启雷,张媛,雷雨嫣,陈关聚.数字化赋能企业创新的过程、逻辑及机制研究[J].科学学研究, 2022, 40(01):150-159.
- [22]刘圣尧,李怡宗,杨云红.中国股市的崩盘系统性风险与投资者行为偏好[J].金融研究, 2016(02): 55-70.
- [23]刘淑春. 中国数字经济高质量发展的靶向路径与政策供给[J]. 经济学家, 2019(06): 52-61.
- [24]卢宝周, 尹振涛, 张妍. 传统企业数字化转型过程与机制探索性研究[J]. 科研管理, 2022, 43(04): 83-93.
- [25]卢艳秋, 赵彬, 宋昶. 决策逻辑, 失败学习与企业数字化转型绩效[J]. 外国经济与管理, 2021, 43(09): 68-82.
- [26]马慧,陈胜蓝.企业数字化转型、坏消息隐藏与股价崩盘风险[J].会计研究,2022(10):31-44.
- [27]马连福,王博,宋婧楠.散户更偏爱数字化吗?——基于投资者情绪异质性的研究[J].经济与管理研究,2022,43(09):32-54.
- [28]彭俞超,王南萱,顾雷雷.企业数字化转型、预判性信息披露与股价暴跌风险[J].财贸经济,2023,44(05):73-90.
- [29]王靖一,黄益平.金融科技媒体情绪的刻画与对网贷市场的影响[J].经济学(季刊). 2018,17(04):1623-1650
- [30]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, 37(07): 130-144+10.
- [31] 徐京平, 张育瑄, 樊越. 公司透明度、内部控制审计与股价同步性[J]. 科研管理, 2023, 44(10): 110-118.
- [32] 许宪春, 张钟文, 常子豪, 雷泽坤. 中国分行业全要素生产率估计与经济增长动能分析[J]. 世界经济, 2020, 43(02): 25-48.
- [33] 杨俊, 李小明, 黄守军. 大数据、技术进步与经济增长——大数据作为生产要素的一个内生增长理论[J]. 经济研究, 2022, 57(04): 103-119.
- [34] 尹海员, 杨庆松. 基于 Bi-LSTM 模型挖掘的股吧投资者情绪对股价泡沫的影响[J]. 管理学报, 2022, 19(12): 1874-1885.
- [35] 袁淳, 肖土盛, 耿春晓, 盛誉. 数字化转型与企业分工: 专业化还是纵向一体化[J]. 中国工业经济, 2021(09): 137-155.
- [36] 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(3): 62-71
- [37] 张振刚, 张君秋, 叶宝升, 陈一华. 企业数字化转型对商业模式创新的影响[J]. 科技进步与对策, 2022, 39(11): 114-123.
- [38] 赵璨, 陈仕华, 曹伟. “互联网+”信息披露: 实质性陈述还是策略性炒作——基于股价崩盘风险的证据[J]. 中国工业经济, 2020(03): 174-192.
- [39] Bharadwaj A, El Sawy O A, Pavlou P A, et al. Digital Business Strategy: Toward A Next Generation of Insights[J]. Mis Quarterly, 2013: 471-482.
- [40] Chen W, Zhang L, Jiang P, et al. Can Digital Transformation Improve the information Environment of The Capital Market? Evidence from The Analysts' Prediction Behaviour[J]. Accounting & Finance, 2022, 62(2): 2543-2578.
- [41] Kim Y, Park M S. Market Uncertainty and Disclosure of Internal Control Deficiencies Under The Sarbanes-Oxley Act[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2009, 28(5): 419-445.
- [42] Kohli R, Melville N P. Digital Innovation: A Review and Synthesis[J]. Information Systems Journal, 2019, 29(1): 200-223.
- [43] Legner C, Eymann T, Hess T, et al. Digitalization: Opportunity and Challenge for The Business and Information Systems Engineering Community[J]. Business & Information Systems Engineering, 2017, 59: 301-308.
- [44] Phillips P C B, Shi S, Yu J. Testing for Multiple Bubbles: Historical Episodes of Exuberance and Collapse in The S&P 500 [J]. International Economic Review, 2015, 56(4): 1043-1078.

- [45]Roychowdhury S .Earnings Management Through Real Activities Manipulation[J].Journal of Accounting and Economics, 2006, 42(3):335-370
- [46]Vial G. Understanding Digital Transformation: A Review and a Research Agenda[J]. The Journal of Strategic information Systems, 2019, 28(2): 118-144.
- [47]Warner K S R, Wäger M. Building Dynamic Capabilities for Digital Transformation: An Ongoing Process of Strategic Renewal[J]. Long Range Planning, 2019, 52(3): 326-349.
- [48]Whited T M , Guojun W .Financial Constraints Risk[J].Review of Financial Studies, 2006(2):531-559.
- [49]Wu K, Fu Y, Kong D. Does The Digital Transformation of Enterprises Affect Stock Price Crash Risk?[J]. Finance Research Letters, 2022, 48: 102888.
- [50]Yermack D. Corporate Governance and Blockchains[J]. Review of Finance, 2017, 21(1):7-31.