

# 明星分析师第一名关注与企业数字技术创新

夏范社<sup>1,2</sup>, 何德旭<sup>1</sup>

(1. 中国社会科学院 财经战略研究院, 北京 100028; 2. 上海城建职业学院 工商管理学院, 上海 201424)

**[摘要]** 以2015—2020年制造业企业为样本, 研究明星分析师第一名关注对企业数字技术创新的影响。研究发现, 明星分析师第一名关注有助于推进企业数字技术创新的进程。机制分析表明, 明星分析师第一名关注可通过提升数字化转型水平、提高股票信息含量、增加研发投入、提升营运效率和增强产品获利能力推进企业数字技术创新进程。异质性分析显示: 在数字产品服务业、高技术企业、公司规模较大企业组中, 明星分析师第一名关注的回归结果更加显著, 说明存在一定的选择性偏好, 需要审慎认知; 当企业处于不同融资约束情境时, 实证结果均显著, 体现了明星分析师第一名的较好专业胜任能力。

**[关键词]** 明星分析师; 数字技术创新; 分析师关注; 制造业企业; 数字经济

**[中图分类号]** F23

**[文献标志码]** A

**[文章编号]** 1007-9556(2023)11-0100-12

## Top Star Analyst Concern and Enterprise Digital Technology Innovation

XIA Fan-she<sup>1,2</sup>, HE De-xu<sup>1</sup>

(1. National Academy of Economic Strategy, Chinese Academy Social Sciences, Beijing 100028; 2. School of Business and Management, Shanghai Urban Construction Vocational College, Shanghai 201424, China)

**Abstract:** Setting the data of manufacturing enterprises from 2015 to 2020 as the sample, this paper analyzed the effect of top star analyst concern on enterprise digital technology innovation. The results found that, top star analyst concern was conducive to pushing the progress of enterprise digital technology innovation. Mechanism analysis showed that, this promoting effect played a role mainly by improving the level of digital transformation, raising stock information content, increasing R&D investment, improving operational efficiency, and enhancing product profitability. Heterogeneity analysis revealed that, the regression results of top star analyst concern were more significant in the groups having digital products and digital services, high-tech enterprises and large-scale ones. Therefore, there was a certain selective preference, so we had to have a critical cognition. Moreover, these empirical results were all valid and remarkable in the situations having different financing constraints, which reflected the better professional competence of top star analyst.

**Key Words:** star analyst; digital technology innovation; analyst attention; manufacturing industry; digital economy

### 一、引言

制造业作为中国经济的重要支柱产业, 在“双循

环”背景下, 面临着来自中低发展中国家的“低端挤压”和发达国家的“高端挤压”, 在两端挤压下, 数字

**[基金项目]** 国家社会科学基金重大研究专项项目(18VFH006); 中国社会科学院博士后创新项目“明星分析师团队异质性与公司价值”

**[作者简介]** 夏范社(1985—), 男, 山东泰安人, 中国社会科学院财经战略研究院助理研究员, 管理学博士, 主要研究方向是证券分析师; 何德旭(1962—), 男, 湖北潜江人, 中国社会科学院财经战略研究院教授, 主要研究方向是金融理论与资本市场。

化转型给中国制造业企业提供了“弯道超车”的重要战略机会。但是,数字化转型并非一帆风顺,受企业资源禀赋、技术支持、政策扶持等一系列因素影响,存在较高不确定性和风险性。企业数字技术创新作为数字化转型的重要支撑,对制造业企业转型升级具有重要作用(王贵铎等,2021)<sup>[1]</sup>。由于委托代理问题和信息不对称,加之企业数字技术创新存在较高行业壁垒和高度专业性,能否对企业数字技术创新进行有效解读将直接影响资本市场数字化创新资源配置效率的提升。明星分析师作为资本市场的信息中介,在帮助投资者挖掘公司价值与缓解信息不对称方面发挥着重要作用。对此,理论界和市场中也存在不同观点,诸如明星分析师对关联机构重仓持有的股票持续发布较乐观评级,但并未改善其信息质量(逯东等,2020)<sup>[2]</sup>。对于顶级券商明星分析师的荐股行为,在不同的牛市和熊市市场,股票评级投资价值存在重大差异性(王宇熹等,2012)<sup>[3]</sup>。随着数字时代的兴起,明星分析师第一名作为分析师“顶流”和行业标杆,能否有效解读企业数字技术创新?其行为是能提升资本市场定价效率还是会增大市场噪音,可能的影响因素与作用机制有哪些?研究这些问题对当前企业数字化转型与制造业企业高质量发展等可带来哪些启发和借鉴?本文试图研究与回答上述问题。

本文的创新点和边际贡献有三点。第一,增加了明星分析师异质性相关研究,通过聚焦明星分析师第一名独特视角,增加了对不同排名明星分析师团队行为特质的差异化研究。明星分析师作为资本市场的重要中介,一直存在“效率观”和“噪音观”的争议。既往以分析师为视角的研究存在“大水漫灌”的弊端,由于分析师具有差异性和特殊性,尤其是不同排名的明星分析师,在市场影响力和预期引导方面可能存在重大差异,而既往研究并未对其进行明确区分。那么,明星分析师第一名作为行业标杆,是名副其实还是名不副实?企业数字技术创新提供了独特的应用场景,但目前鲜有研究涉及,本文试图对其进行研究与拓展,为新兴发展中国家资本市场定价效率与数字技术创新的相关理论和实践提供新的边际贡献。第二,从资本市场中观视角切入,聚焦明星分析师第一名对企业数字技术创新的影响及其作用机制等,为资本市场数字化创新资源效率相关理论与实践提供新的边际贡献。数字技术创新具有较高行业壁垒,由于信息不对称以及投资者对数字技术创新专业化的解读存在“黑洞”,明星分析师第一名作为资本市场的重要中介,是能发挥积极作用来解

读复杂的数字技术创新,抑或是发挥消极作用而未能有效解读数字技术创新,从而导致资本市场数字创新资源错配?明星分析师第一名关注是呈“锦上添花”还是呈“雪中送炭”,可能的作用机制有哪些?本文研究为深度认知明星分析师行为特质提供了新的边际贡献。第三,对企业数字技术创新、制造业优化升级和“双循环”国家战略实施提供了重要理论支撑和应用价值。明星分析师作为资本市场中介,对于如何使其更好引导数字技术创新资源的供需匹配,推进制造业产业升级和结构优化,更好促进经济高质量发展,本研究提供了重要参考价值。同时,对于明星分析师监管和优化明星分析师评选机制等也提供了新的启发和借鉴意义。

## 二、文献回顾与假设提出

### (一)明星分析师与创新相关文献

明星分析师作为资本市场的中介,对于其能否发挥中介作用来有效解读研发与创新行为,存在“效率观”和“噪音观”两种不同观点。“效率观”认为,分析师关注发挥正向作用,能够有效解读研发行为和提升公司价值(徐欣、唐清泉,2010;余明桂等,2017;陈钦源等,2017)<sup>[4-6]</sup>。“噪音观”认为,分析师关注并未发挥信息中介作用,导致管理层存在短期行为,忽视对长期研发项目的投入,不利于公司价值提升(JieJack and Tian,2013;杨松令等,2019)<sup>[7,8]</sup>。分析师基于中国资本市场的特殊情境,存在乐观性偏差(伊志宏等,2018)<sup>[9]</sup>,同时分析师对研发行为的跟踪呈现“双刃剑”效应,诸如随着信息披露水平提升,对公司创新行为存在泄密风险(李春涛等,2020)<sup>[10]</sup>。现有研究缺乏对不同排名明星分析师的差异化进行分析,在明星分析师评选特殊机制下,明星分析师为了上榜,可能存在私有信息、特质信息博弈,进而体现为专业胜任能力的差异。数字技术创新由于具有较高的行业壁垒和专业化水平,对其能否实现有效解读直接关系到资本市场定价效率能否提升,对此现有研究鲜有涉及不同排名明星分析师的作用效果,亟需拓展。

### (二)企业数字技术创新相关文献

数字经济对制造业转型升级与我国经济增长动能转换具有重要作用(王贵铎等,2021;彭刚、赵乐新,2020)<sup>[11,12]</sup>。数字经济从数字产业化和产业数字化两个维度激发新需求、催生新供给,有助于产业结构优化(孙天昊、王妍,2023)<sup>[12]</sup>。数字技术创新作为数字经济发展的支撑,通过强化产业链各环节间的互联互通与高效协同,有助于更好进行市场供需信息挖掘(陈德球、胡晴,2022)<sup>[13]</sup>。数据技术的应用

在提高资源整合能力、降低综合成本、优化管理和业务流程、降低股价同步性等方面发挥着重要作用(雷光勇等,2022;赵星等,2023)<sup>[14,15]</sup>。数字技术创新需要较高技术支撑,需要企业投入更多研发资源,增加对知识与密集型岗位、高学历和高技能人才的需求(孙早、侯玉琳,2019)<sup>[16]</sup>。

尽管数字技术应用对产业升级与高质量发展发挥着重要作用,但数字经济发展也面临地域差异,表现为东部地区发展程度高、西部地区发展程度低(王贵铎等,2021)<sup>[1]</sup>。数字技术应用和创新也面临诸多困境,诸如数据技术存在超负荷使用与数字化信息的质量、安全等问题(宋华、陈思洁,2021)<sup>[17]</sup>,当数字技术准入门槛过高时,就会给资源禀赋和技术储备较低的企业带来“挤出效应”(李晓娣等,2021)<sup>[18]</sup>。数字经济在特征较优企业、先进制造业企业、中心城市与东部地区企业对技术创新的促进作用更明显,存在“锦上添花”之势(董香书等,2022)<sup>[19]</sup>。数字技术创新存在较高准入壁垒和要求,对此大企业具有更高的风险承受能力,而中小企业受技术、资金等因素制约,则面临“一转就死、不转等死”的两难选择(董香书等,2022)<sup>[19]</sup>。如何更好甄别数字技术创新资源,促进数字技术创新资源的供需匹配,明星分析师作为重要信息中介,发挥着重要作用。进一步,作为上榜的明星分析师第一名,是能为企业数字技术创新发挥更强的专业胜任能力,还是说并不能有效解读数字技术创新,会增大市场“噪音”,名不副实,对此现有研究鲜有涉及,亟需拓展。

### (三)假设提出

明星分析师第一名作为分析师行业标杆,对企业数字技术创新影响重大,具体体现在两方面。

第一,明星分析师第一名作为资本市场的重要信息中介,对企业数字技术创新发挥着较好的专业胜任能力。首先,能够缓解信息不对称。鉴于数字技术创新存在较高专业壁垒,明星分析师通过提供私有、特质信息来解读研发活动能够强化资本市场对研发活动的认同,当分析师研究能力被市场认可时,上榜明星分析师的概率更大,且具有更低跳槽比例和更长职业生涯(Chung and Jo, 1996; Balashov, 2018)<sup>[20,21]</sup>。其次,明星分析师第一名具有较好的行业专长和积累,可对解读技术瓶颈较高的数字技术创新提供边际贡献。从一般分析师到上榜明星分析师,经过无数“试错”与行业研究积累,可能会获取更多关于研发行为的特质、私有信息(Xu et al., 2013)<sup>[22]</sup>。同时,有经验的分析师会更加洞悉相关公司的高研发行为

(Chia-Chun et al., 2016)<sup>[23]</sup>,尤其对研发密集型公司来说,分析师所具有的行业专长、行业经验等都会发挥积极作用(Palmon and Yezege, 2012)<sup>[24]</sup>。最后,可解读数字技术创新的不同应用场景。企业数字技术创新融合人工智能、区块链等技术,可实现对原有复杂业务的生态场景融合创新(吴非等,2021)<sup>[25]</sup>。与此同时,明星分析师第一名关注会积极关注市场供需变化与市场格局变换,为数字技术创新和改进提供参考依据,以更好适应市场变化与进行技术更新迭代。

第二,发挥行业研究优势,甄别不同情境下的企业数字技术创新行为。首先,解读不同融资约束情境下的企业数字技术创新。由于数字技术创新具有较高技术壁垒,需要企业不断进行资源投入,但在现实资本市场运行中,融资约束一直制约着企业数字技术创新。明星分析师第一名具有较好的资本市场资源积累,当发现企业数字技术创新具有较好潜力与绩效时,将会通过发布研究报告等形式发挥信息中介作用,从而吸引更多资金、技术、人力等创新资源涌入到数字技术创新过程中,缓解融资约束困境。其次,明星分析师第一名关注通过解读数字技术行业以及相关的应用场景,有助于缓解信息不对称,推进数字化转型。企业数字技术创新具有较高专业壁垒,融合了人工智能、区块链等技术,对此明星分析师可以通过专业积累来解读专业壁垒较高的研发行为(Palmon and Yezege, 2012)<sup>[24]</sup>。同时,明星分析师第一名关注可对数字技术创新行为的应用场景进行积极跟踪,并将相关信息及时反映在研究报告中,以缓解信息不对称和进行预期引导。最后,挖掘处于不同资源禀赋条件下的企业数字技术创新行为,提升资源配置效率。数字技术创新更加考验企业的综合运营能力,尤其是对规模较小和技术储备较差等企业会带来更大冲击。明星分析师第一名作为资本市场重要中介,当挖掘到具有较好发展潜力的企业数字技术创新成果或潜力时,将积极进行择时和择票推荐,增强资本市场数字创新资源的供需匹配,推进不同资源禀赋企业的数字化进程。

接下来,分析明星分析师第一名关注对企业数字技术创新的影响机制。首先,推进数字化转型,通过数字底层技术创新和数字场景应用两个渠道,推进企业数字技术创新。由于企业数字技术创新存在较高行业壁垒,明星分析师第一名可以发挥行业专长,解读数字底层技术创新等复杂的研究行为,同时,由于市场格局与供需成为数字技术创新的重要评判标准,明星分析师第一名关注将重点挖掘数字

技术创新的应用场景,通过择时择票推荐体现自身市场价值。其次,提升企业数字技术创新的信息含量。数字技术创新具有较高信息不对称程度,投资者解读存在障碍,当明星分析师第一名关注能够挖掘企业数字技术创新的应用前景时,将通过研究报告等形式向资本市场传递更多的相关信息并进行预期引导,有助于提升信息含量。再次,提升研发积极性。当明星分析师第一名甄别研发行为时,一方面可以提升企业的研发投入和研发积极性,另一方面可通过发挥资本市场信息中介作用吸引更多资源融入到企业研发进程中,增强资本市场数字化创新资源的供需匹配。最后,提升营运效率。数字技术创新需要企业具有较好的资源支撑,当明星分析师第一名正向解读企业数字技术创新过程时,可以吸引更多数字技术创新资源注入到企业中,通过整合数字资源、优化业务流程、优化资本结构等发挥协同效应和集聚效应,从而降低营运成本,提升企业数字技术创新绩效。

综上,提出假设 H1a:明星分析师第一名关注会促进企业数字技术创新。

由于经济不确定因素和各种干扰项的存在,明星分析师第一名在解读企业数字技术创新的过程中存在风险和不确定性。首先,基于职业生涯的考虑。在资本市场激烈的评选机制下,明星分析师第一名为了上榜和降低因企业数字技术创新导致的不确定性风险,可能存在“锦上添花”行为,诸如通过跟踪数字技术创新绩效较好的样本呈现“强强联合”。由于数字技术创新能为企业提供重要的“弯道超车”机遇,尤其是在激烈竞争的行业中,企业有着更强劲动机进行信息技术、大数据应用等数字技术创新活动(张叶青等,2021)<sup>[26]</sup>。其次,明星分析师第一名具有乐观性偏好和高预期,会对企业数字技术创新带来压力。已有研究表明,分析师发布乐观性评级报告会增加上榜明星分析师的概率(逯东等,2020)<sup>[27]</sup>,而明星分析师高预期会对企业数字技术创新施加重大压力,可能导致管理层短期行为。再次,明星分析师主要为机构服务,为满足特殊利益相关者,可能存在“黑嘴”研报行为。最后,由于经济不确定与技术更新迭代速度加快,加之明星分析师第一名并非能做到完全正向解读数字技术创新,可能存在信息失真风险与“纳伪”可能性。

综上,提出竞争性假设 H1b:明星分析师第一名关注会抑制企业数字技术创新。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源

本文数据来源于制造业上市公司,剔除金融、

ST、退市、非金制造业等样本,时间窗口为2015—2020年。企业数字技术创新数据采用文本方法构建,明星分析师第一名关注数据为手工搜集得到,其他变量来自国泰安数据库。另外,对连续变量在1%和99%区间进行缩尾处理。

#### (二)变量设定

1.被解释变量:企业数字技术创新(*Digtech*)。鉴于发明专利能更好体现企业实质性技术创新活动(He et al.,2018)<sup>[28]</sup>,采用发明专利作为企业数字技术创新活动的衡量指标。数字技术创新指标具体衡量方法参照陶锋等(2023)<sup>[29]</sup>的研究,根据国家统计局发布的《数字经济及其核心产业统计分类(2021)》和《国际专利分类与国民经济行业分类关系表(2018)》,采用国际专利分类(IPC)提供的专利信息,将国民经济行业分类四位数代码(SIC4)和IPC分组进行匹配,在IPC层面识别与数字技术创新活动相一致的专利类型,并按照企业和年份对企业数字技术发明专利进行汇总,构建企业层面的数字技术创新指标。

2.解释变量:明显分析师第一名关注(*xtonedum*)。明星分析师第一名关注数据选取资本市场影响力最大的新财富明星分析师评选结果,如果明星分析师第一名关注,则取1,否则取0。具体时间窗口选取2015—2020年,由于2018年新财富因特殊原因中断,选取与新财富评选类似的水晶球评选结果。

3.控制变量。参照相关学者(陶锋等,2023;夏范社、何德旭,2021)<sup>[29,30]</sup>做法,依次控制以下变量:公司规模(*Size*),公司总资产的对数;无形资产比例(*Intass*),无形资产占总资产的比重;资产负债率(*Lev*),总负债与总资产的比值;资产收益率(*Roa*),净利润与总资产的比值;两职合一(*Duality*),董事长和总经理两职合一取1,否则取0;独立董事占比(*Dirratio*),独立董事占董事会人数比例;大股东持股(*OwnCon1*),第一大股东持股比例;公司成立时间(*Age*),公司上市时间取对数;产权性质(*Soe*),国有企业取1,否则取0;机构持股(*Instihold*),机构持股比例;成长性(*growth*),总资产的年度增长率;非正常损益(*unusual*),非正常损益占净利润比重。

#### (三)模型设定

实证分析拟采用模型设定如下:

$$Digtech_{it} = \alpha_0 + \beta_1 xtonedum_{it} + control + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,*Digtech*为企业数字技术创新指标; $\alpha_0$ 为截距项;*control*为控制变量,并控制行业、年份固定效应; $\beta_1$ 为*xtonedum*的系数,预期为正。

#### 四、实证分析

##### (一) 描述性统计

主要变量的描述性统计如表 1 所示。可见,

*Digtech* 的均值为 2.082 9,中位数为 1.791 8,明星分析师第一名关注的最大值为 1,最小值为 0。主要变量 VIF 结果小于 10,不存在多重共线性问题。

表 1 变量的描述性统计

| 变量              | 样本量  | 均值      | 标准差     | 最小值     | p25     | p50     | p75     | 最大值     |
|-----------------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <i>Digtech</i>  | 3343 | 2.0829  | 1.2861  | 0.6931  | 1.0986  | 1.7918  | 2.7726  | 8.3099  |
| <i>Digcited</i> | 3343 | 1.3769  | 1.5749  | 0.0000  | 0.0000  | 1.0986  | 2.3026  | 9.9323  |
| <i>xtonedum</i> | 3343 | 0.3999  | 0.4900  | 0.0000  | 0.0000  | 0.0000  | 1.0000  | 1.0000  |
| <i>Size</i>     | 3343 | 22.5958 | 1.3866  | 19.9288 | 21.6222 | 22.3566 | 23.2980 | 28.5427 |
| <i>Intass</i>   | 3343 | 0.0408  | 0.0394  | 0.0000  | 0.0190  | 0.0319  | 0.0506  | 0.5134  |
| <i>Lev</i>      | 3343 | 0.4144  | 0.1881  | 0.0276  | 0.2650  | 0.4121  | 0.5507  | 2.2901  |
| <i>Roa</i>      | 3343 | 0.0475  | 0.0771  | -2.0710 | 0.0220  | 0.0464  | 0.0764  | 0.2970  |
| <i>Duality</i>  | 3343 | 0.6913  | 0.4620  | 0.0000  | 0.0000  | 1.0000  | 1.0000  | 1.0000  |
| <i>Dirratio</i> | 3343 | 0.3775  | 0.0564  | 0.2308  | 0.3333  | 0.3636  | 0.4286  | 0.8000  |
| <i>OwnCon1</i>  | 3343 | 33.4002 | 15.3275 | 3.9225  | 21.5007 | 31.2235 | 42.8468 | 86.3473 |
| <i>Age</i>      | 3343 | 2.8892  | 0.2816  | 1.6094  | 2.7081  | 2.8904  | 3.0910  | 3.7136  |
| <i>unusual</i>  | 3343 | -0.0049 | 0.0096  | -0.0321 | -0.0065 | -0.0007 | 0.0004  | 0.0055  |

##### (二) 基准回归

基准回归结果见表 2。其中,第(1)列为未控制年份和行业固定效应的结果,第(2)列为控制年份但未控制行业固定效应的结果,第(3)列为年份和行业固定效应均控制的结果,可见三列中明星分析师第一名关注(*xtonedum*)的系数均显著为正,支持了假设 H1a。经济意义方面,在其他条件固定不变的前提下,自变量每增加一个标准差,因变量会增加 0.268,该增加值占因变量平均值的 0.129,说明明星分析师第一名发挥了积极作用,支持了“效率观”,该研究结果与相关学者的研究结论相一致(夏范社、何德旭,2021;杨飞,2016;刘晓孟和周爱民,2022)<sup>[30-32]</sup>。

表 2 基准回归

| 变量                      | (1)                      | (2)                      | (3)                      |
|-------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
|                         | <i>Digtech</i>           | <i>Digtech</i>           | <i>Digtech</i>           |
| <i>xtonedum</i>         | 0.2606***<br>(5.8962)    | 0.2634***<br>(5.9138)    | 0.2082***<br>(4.9297)    |
| <i>_cons</i>            | -5.9546***<br>(-12.2282) | -6.0103***<br>(-12.2370) | -8.9757***<br>(-14.8228) |
| 年份                      | No                       | Yes                      | Yes                      |
| 行业                      | No                       | No                       | Yes                      |
| <i>control</i>          | Yes                      | Yes                      | Yes                      |
| Obs                     | 3343                     | 3343                     | 3343                     |
| Adjusted_R <sup>2</sup> | 0.1454                   | 0.1471                   | 0.3147                   |

注:括号内为异方差调整后(Robust)的 t 值,\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著,下同;*control* 为控制变量,此处不包括行业和年份固定效应。

##### (三) 机制分析

1. 推进数字化转型进程。数字化转型离不开数字化创新资源的支撑,当明星分析师正向解读企业数字化转型战略时,将通过发挥信息中介作用吸引更多资本市场数字化资源涌入到企业中,促进企业数字技术创新。因此,引入数字化转型总体水平指标(*All*),采用数字化转型词频构造,之后引入中介效应模型,结果如表 3 第(1)至(3)列所示。可见,明星分析师第一名关注(*xtonedum*)的系数显著为正,且第(3)列中 *xtonedum* 和 *All* 的系数均显著,Sobel 检验在 1%的水平上显著,说明“明星分析师第一名关注—促进数字化转型总体水平提升—推进数字技术创新”的逻辑成立。数字化转型离不开数字底层技术创新支撑和数字场景应用两个关键环节,为进一步测试明星分析师第一名的专业胜任能力,参照相关学者的做法(吴非等,2021)<sup>[25]</sup>,构建数字底层技术转型指标(*tech*)和数字场景应用转型指标(*App*)。数字底层技术转型主要由人工智能、云计算、大数据、区块链四大底层相关技术构成,引入该指标后的回归结果如表 3 第(4)至(6)列所示。可见,明星分析师第一名关注(*xtonedum*)的系数均显著为正,且第(6)列中 *xtonedum* 和 *tech* 的系数均显著,Sobel 检验在 1%的水平上显著,说明“明星分析师第一名关注—促进数字底层技术转型—推进数字技术创新”的逻辑成立。数字场景应用转型指标(*App*)主要包括移动支付、数字营销等,引入该指标后的回归结果如表 4 第(1)至(3)列所示。可见,明星分析师第一

名关注(*xtonedum*)的系数均显著为正,且第(3)列中 *xtonedum* 和 *App* 的系数均显著,Sobel 检验在 1%的水平上显著,说明“明星分析师第一名关注—促进数字场景应用转型—推进数字技术创新”的逻辑成立。

表 3 机制检验:提升数字化转型总体水平和促进数字底层技术创新

| 变量                      | (1)                      | (2)                     | (3)                      | (4)                      | (5)                     | (6)                      |
|-------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|
|                         | <i>Digtech</i>           | <i>All</i>              | <i>Digtech</i>           | <i>Digtech</i>           | <i>tech</i>             | <i>Digtech</i>           |
| <i>All</i>              |                          |                         | 0.1596***<br>(8.6839)    |                          |                         |                          |
| <i>tech</i>             |                          |                         |                          |                          |                         | 0.1908***<br>(9.0626)    |
| <i>xtonedum</i>         | 0.2082***<br>(4.9297)    | 0.1492***<br>(3.8374)   | 0.1844***<br>(4.3907)    | 0.2082***<br>(4.9297)    | 0.1379***<br>(3.8017)   | 0.1819***<br>(4.3365)    |
| <i>_cons</i>            | -8.9757***<br>(-14.8228) | -3.4704***<br>(-7.3373) | -8.4218***<br>(-14.2652) | -8.9757***<br>(-14.8228) | -3.1587***<br>(-7.3607) | -8.3732***<br>(-14.5305) |
| <i>control</i>          | Yes                      | Yes                     | Yes                      | Yes                      | Yes                     | Yes                      |
| Obs                     | 3343                     | 3343                    | 3343                     | 3343                     | 3343                    | 3343                     |
| Adjusted_R <sup>2</sup> | 0.3147                   | 0.4687                  | 0.3303                   | 0.3147                   | 0.4912                  | 0.3339                   |
| Sobel Z                 | 3.481***                 |                         |                          | 3.528***                 |                         |                          |

注:*control* 为控制变量,并控制行业、年份固定效应;下同。

表 4 机制检验:促进数字场景应用转型和提升股票流动性

| 变量                      | (1)                      | (2)                     | (3)                      | (4)                      | (5)                     | (6)                      |
|-------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|
|                         | <i>Digtech</i>           | <i>App</i>              | <i>Digtech</i>           | <i>Digtech</i>           | <i>Amihud</i>           | <i>Digtech</i>           |
| <i>App</i>              |                          |                         | 0.1248***<br>(6.4810)    |                          |                         |                          |
| <i>Amihud</i>           |                          |                         |                          |                          |                         | -1.7087*<br>(-1.7296)    |
| <i>xtonedum</i>         | 0.2082***<br>(4.9297)    | 0.1135***<br>(2.9705)   | 0.1941***<br>(4.6057)    | 0.2082***<br>(4.9297)    | -0.0061***<br>(-8.3988) | 0.1979***<br>(4.6514)    |
| <i>_cons</i>            | -8.9757***<br>(-14.8228) | -2.8723***<br>(-6.1390) | -8.6171***<br>(-14.2278) | -8.9757***<br>(-14.8228) | 0.2663***<br>(28.5043)  | -8.5207***<br>(-12.2113) |
| <i>control</i>          | Yes                      | Yes                     | Yes                      | Yes                      | Yes                     | Yes                      |
| Obs                     | 3343                     | 3343                    | 3343                     | 3343                     | 3343                    | 3343                     |
| Adjusted_R <sup>2</sup> | 0.3147                   | 0.3148                  | 0.3236                   | 0.3147                   | 0.4522                  | 0.3151                   |
| Sobel Z                 | 2.717***                 |                         |                          | 1.674*                   |                         |                          |

2.提升数字技术创新信息含量——基于股票流动性视角。明星分析师第一名作为重要的行业研究专家,当正向解读企业数字技术创新时,将通过发布研究报告提供关于企业数字技术创新的专业内容解读和择时择票推荐,有助于提升信息含量。同时,明星分析师第一名具有较强的市场影响力和号召力,当买方机构认可其对数字化转型的专业解读时,将积极进行买入操作,有助于提升股票流动性。因此,参照相关学者的做法(夏范社、何德旭,2021)<sup>[30]</sup>,引入股票非流动性指标,结果如表 4

第(4)至(6)列所示。可见,*xtonedum* 的系数显著为正,*Amihud* 的系数显著为负,Sobel 检验在 1%的水平上成立,说明明星分析师第一名关注有助于提升资本市场定价效率。综上,“明星分析师第一名关注—提升股票信息含量—推进数字技术创新”的逻辑成立。

3.增强核心竞争力——基于研发投入视角。企业数字技术创新存在较大风险和不确定性,当明星分析师第一名有效甄别企业数字技术创新并预期有较好发展潜力时,将通过发布研究报告等形式传递

企业技术创新相关信息,通过信息中介作用吸引更多的资本市场数字化创新资源涌入到企业数字技术创新过程中,有助于缓解研发困境,提高企业研发积极性与增大研发投入。为检验上述猜想,引入研发投入指标(*rdat*),结果如表 5 第(1)至(3)列所示。可见,*rdat* 和 *xtonedum* 的系数均显著为正,Sobel 检验在 1%的水平上成立,说明“明星分析师第一名关注—

提升研发投入—推进企业数字技术创新”的逻辑成立。为增强结论稳定性,引入研发人员比例指标(*rdpersonratio*),结果如表 5 第(4)至(6)列所示。可见,*rdpersonratio* 和 *xtonedum* 的系数均显著为正,Sobel 检验在 1%的水平上显著,说明“明星分析师第一名关注—提升研发人员投入—推进企业数字技术创新”的逻辑成立。

表 5 机制检验:提升研发投入

| 变量                      | (1)                      | (2)                    | (3)                       | (4)                      | (5)                    | (6)                      |
|-------------------------|--------------------------|------------------------|---------------------------|--------------------------|------------------------|--------------------------|
|                         | <i>Digtech</i>           | <i>rdat</i>            | <i>Digtech</i>            | <i>Digtech</i>           | <i>rdpersonratio</i>   | <i>Digtech</i>           |
| <i>rdat</i>             |                          |                        | 23.1117***<br>(18.1389)   |                          |                        |                          |
| <i>rdpersonratio</i>    |                          |                        |                           |                          |                        | 0.0266***<br>(12.5994)   |
| <i>xtonedum</i>         | 0.2082***<br>(4.9297)    | 0.0048***<br>(7.9688)  | 0.0979**<br>(2.4276)      | 0.2082***<br>(4.9297)    | 1.9325***<br>(4.9889)  | 0.1555***<br>(3.7768)    |
| <i>_cons</i>            | -8.9757***<br>(-14.8228) | 0.0788***<br>(11.3464) | -10.7978***<br>(-18.1594) | -8.9757***<br>(-14.8228) | 32.2390***<br>(6.7039) | -9.8396***<br>(-16.6219) |
| <i>control</i>          | Yes                      | Yes                    | Yes                       | Yes                      | Yes                    | Yes                      |
| Obs                     | 3343                     | 3343                   | 3343                      | 3343                     | 3310                   | 3310                     |
| Adjusted_R <sup>2</sup> | 0.3147                   | 0.3707                 | 0.3862                    | 0.3147                   | 0.4226                 | 0.3456                   |
| Sobel Z                 | 7.602***                 |                        |                           | 4.800***                 |                        |                          |

4.提升营运效率。企业数字技术创新需要企业持续投入资源,对企业营运能力和绩效提出了较高要求。明星分析师第一名作为重要的资本市场中介,可通过发挥专业胜任能力来甄别相关的数据资源和数据资产,将更多数字创新资源引入到企业数字技术创新过程中,这对于优化业务流程、合理管控资本结构等可发挥积极作用,有助于提升营运效率,推进企业数字技术创新进程。为测试上述猜想是否成立,引入营业成本率(*costratio*)和财务费用率指标(*financeratio*),其中营业成本率由营业成本除以营

业收入计算得到,财务费用率由财务费用除以营业收入计算得到。引入营业成本率的实证结果见表 6 第(1)至(3)列,可见 *costratio* 的系数显著为负,*xtonedum* 的系数显著为正,Sobel 检验在 1%的水平上成立。引入财务费用率的相关结果见表 6 第(4)至(6)列,可见 *financeratio* 的系数显著为负,*xtonedum* 的系数显著为正,Sobel 检验在 1%的水平上成立。结果说明,明星分析师第一名关注有助于提升资本市场定价效率,“明星分析师第一名关注—提升营运效率—推进数字技术创新”的逻辑成立。

表 6 机制检验:提升营运效率

| 变量                  | (1)                   | (2)                     | (3)                     | (4)                   | (5)                    | (6)                     |
|---------------------|-----------------------|-------------------------|-------------------------|-----------------------|------------------------|-------------------------|
|                     | <i>Digtech</i>        | <i>costratio</i>        | <i>Digtech</i>          | <i>Digtech</i>        | <i>financeratio</i>    | <i>Digtech</i>          |
| <i>costratio</i>    |                       |                         | -1.2599***<br>(-6.7726) |                       |                        |                         |
| <i>financeratio</i> |                       |                         |                         |                       |                        | -8.7301***<br>(-7.5488) |
| <i>xtonedum</i>     | 0.2082***<br>(4.9297) | -0.0378***<br>(-8.6379) | 0.1606***<br>(3.8093)   | 0.2082***<br>(4.9297) | -0.0012**<br>(-2.0094) | 0.1979***<br>(4.7294)   |

表6(续)

| 变量                      | (1)                      | (2)                   | (3)                      | (4)                      | (5)                  | (6)                      |
|-------------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------|--------------------------|
|                         | <i>Digtech</i>           | <i>costratio</i>      | <i>Digtech</i>           | <i>Digtech</i>           | <i>financeratio</i>  | <i>Digtech</i>           |
| <i>_cons</i>            | -8.9757***<br>(-14.8228) | 0.2590***<br>(5.1445) | -8.6494***<br>(-14.3746) | -8.9757***<br>(-14.8228) | -0.0021<br>(-0.2121) | -8.9941***<br>(-15.2473) |
| <i>control</i>          | Yes                      | Yes                   | Yes                      | Yes                      | Yes                  | Yes                      |
| Obs                     | 3343                     | 3343                  | 3343                     | 3343                     | 3343                 | 3343                     |
| Adjusted_R <sup>2</sup> | 0.3147                   | 0.5590                | 0.3239                   | 0.3147                   | 0.4430               | 0.3242                   |
| Sobel                   | Z 值 5.568***             |                       |                          | P 值 0.0449**             |                      |                          |

5.增强市场获利能力。当明星分析师第一名能够挖掘和正向解读企业的数字技术创新时,将吸引更多资源涌入到企业的数字化转型进程中,对企业绩效提升发挥正向作用(Liu and Li,2023)<sup>[33]</sup>,从而为未来数字技术创新提供较好资源支撑。为测试上述猜想,参考陶锋等(2023)<sup>[29]</sup>的方法,引入每股未分配利润(*Markprof*)、每股留存收益(*Interprof*)、每股企业自由现金流(*Sustprof*),分别检验企业的市场盈利能力、内部资本获利能力、持续获利能力,实证结果见表7。可见,*xtonedum*的系数均显著为正,说明明星分析师第一名关注有助于提升资本市场定价效率,“明星分析师第一名关注—增强企业市场获利能力—推进数字技术创新”的逻辑成立。

表7 机制检验:增强市场获利能力

| 变量                      | (1)市场<br>盈利能力             | (2)内部资本<br>获利能力           | (3)持续<br>获利能力          |
|-------------------------|---------------------------|---------------------------|------------------------|
|                         | <i>Markprof</i>           | <i>Interprof</i>          | <i>Sustprof</i>        |
| <i>xtonedum</i>         | 0.2514***<br>(3.7469)     | 0.2728***<br>(3.7658)     | 0.1288*<br>(1.8942)    |
| <i>_cons</i>            | -12.0180***<br>(-11.8143) | -13.2392***<br>(-11.8126) | -2.2169**<br>(-2.3792) |
| <i>control</i>          | Yes                       | Yes                       | Yes                    |
| Obs                     | 3343                      | 3337                      | 3343                   |
| Adjusted_R <sup>2</sup> | 0.3745                    | 0.3785                    | 0.3337                 |

(四)内生性问题处理

1.互为因果问题。为解决明星分析师第一名关注与企业数字技术创新互为因果的问题,将解释变量滞后一期,重新进行回归,结果如表8第(1)列所示。可见,*l1xtonedum*的实证结果显著为正,与基准回归相一致。

表8 处理互为因果问题和剔除公司特征影响的检验

| 变量                      | (1)                       | (2)                      |
|-------------------------|---------------------------|--------------------------|
|                         | <i>Digtech</i>            | <i>Digtech</i>           |
| <i>l1xtonedum</i>       | 0.2536***<br>(4.5683)     |                          |
| <i>netxtonedum</i>      |                           | 0.2085***<br>(4.9393)    |
| <i>_cons</i>            | -10.1853***<br>(-12.1396) | -9.4048***<br>(-15.7114) |
| <i>control</i>          | Yes                       | Yes                      |
| Obs                     | 1945                      | 3343                     |
| Adjusted_R <sup>2</sup> | 0.3141                    | 0.3149                   |

2.剔除公司特征的影响。为控制明星分析师第一名关注可能的选择性偏好,参考Yu(2008)<sup>[34]</sup>和余明桂等(2017)<sup>[5]</sup>的方法,控制公司特征的影响。采用模型如下:

$$xtonedum = \alpha + roa + lev + lnsiz + ccfops + instihold + control + \varepsilon \tag{2}$$

其中, $\varepsilon$ 为控制公司特征变量后的明星分析师第一名净关注指标(*netxtonedum*)。将*netxtonedum*作为新的解释变量引入基准模型(1),实证结果如表8第(2)列所示。可见,*netxtonedum*的系数显著为正,说明明星分析师第一名关注有助于提升资本市场定价效率。

3.工具变量法。鉴于明星分析师第一名关注会受多重因素影响,为控制可能的选择性偏好和内生性问题,引入工具变量方法,采用沪深300成分股指数(简称*hs300*)作为*xtonedum*的工具变量(李春涛等,2016)<sup>[35]</sup>。*hs300*由专业机构评选,不受*xtonedum*影响,满足外生性条件。当公司上榜*hs300*时,将会引起资本市场关注度与交易量的变动,被*xtonedum*



关注的概率更大,因此也满足相关性条件。实证结果如表 9 第(1)和(2)列所示。其中,第(1)列为工具变量第一阶段的回归结果,弱工具变量检验的 F 值为 101.108,大于 16.38 的临界值,说明不存在弱工具变量问题。第(2)列为工具变量第二阶段的回归结果, $xtonedum$  的系数显著为正,说明明星分析师第一名关注发挥了正向作用。

4.Heckman 两阶段回归方法。为控制样本选择偏差问题,采用 Heckman 两阶段回归方法:首先选取公司特征相关指标和沪深 300 成分股指数作为排他性约束指标,计算出被  $xtonedum$  关注的概率,然后根据公司计算出逆米斯比率( $lambda1$ ),将其纳入基准模式(1),具体实证结果见表 9 第(3)和(4)列。可见, $lambda1$  的系数显著为负,说明存在一定的样本选择性偏好问题,且第(4)列中  $lambda1$  和  $xtonedum$  的回归结果均显著,说明 Heckman 两阶段回归方法成立。

表 9 采用工具变量法和 Heckman 两阶段回归方法的检验

| 变量         | 工具变量法                  |                       | Heckman 两阶段回归法          |                          |
|------------|------------------------|-----------------------|-------------------------|--------------------------|
|            | (1)                    | (2)                   | (3)                     | (4)                      |
|            | $xtonedum$             | $Digtech$             | $xtonedum$              | $Digtech$                |
| $hs300$    | 0.2580***<br>(10.0553) |                       | 0.7730***<br>(10.4016)  |                          |
| $lambda1$  |                        |                       |                         | -6.7461***<br>(-17.3061) |
| $xtonedum$ |                        | 4.7423***<br>(9.0656) |                         | 0.2314***<br>(5.4819)    |
| $_cons$    | 0.2366<br>(1.5090)     | -1.1601<br>(-1.4564)  | -1.3114***<br>(-3.4899) | 4.8215***<br>(9.5681)    |
| $control$  | Yes                    | Yes                   | Yes                     | Yes                      |
| Obs        | 3343                   | 3343                  | 3333                    | 3333                     |

#### (五)稳健性检验

1.变换被解释变量。数字技术专利原创性、技术水平越高,专利质量越高,被引用的概率就越大(陶锋等,2023)<sup>[29]</sup>。因此,参照 Hsu et al.(2014)<sup>[36]</sup>的方法,采用专利被引用数( $Digcited$ )来替代数字技术创新指标,实证结果保持一致。

2.变换解释变量。分别采用明星分析师第一名团队跟踪数量加 1 取对数和明星分析师发布的报告数量加 1 取对数,来替代明星分析师第一名关注指标,结果均保持一致,具有稳健性。

3.更换控制变量。由于明星分析师第一名主要服务买方机构,可能存在影响其独立性、客观性的

行为。为控制不同机构类型的影响,依次控制券商、基金、社保、境外合格投资者等不同机构类型,结论保持一致。

4.剔除异常值。数据技术更新迭代速度快,数字技术创新专利的申请数量可能呈现数量剧增(张米尔等,2022)<sup>[7]</sup>。为控制异常值或者极端值的影响,参照陶锋等(2023)<sup>[29]</sup>的方法,剔除数字技术专利申请数量排名前五的上市公司,实证结果保持一致。由于 2018 年新财富明星分析师数据缺失,将 2018 年数据剔除重新回归,结果仍保持一致。

## 五、异质性分析

### (一)融资约束异质性

当企业处于不同融资约束程度时,可能存在对数字技术创新投入不同的情况(邱凤等,2021)<sup>[38]</sup>。明星分析师第一名作为分析师行业的标杆,若能解读不同融资约束情境下的企业数字技术创新,尤其是处于严重融资约束情况下的企业数字技术创新行为时,更能体现其出色的研究能力。因此,引入融资约束指标 SA 指数, $SA = 0.043 \times \ln size^2 - 0.040 \times \ln age - 0.737 \times \ln size$ ,该指数越大,代表融资约束越小。按照升序排列,将 SA 指数平均分为三组,结果见表 10。可见,在不同的融资约束情境下  $xtonedum$  的实证结果均显著,体现出了其较好的专业胜任能力,说明明星分析师第一名关注对提升资本市场定价效率发挥了正向作用。

表 10 融资约束分组回归

| 变量                      | (1) 1/3                 | (2) 2/3                | (3) 3/3                   |
|-------------------------|-------------------------|------------------------|---------------------------|
|                         | $Digtech$               | $Digtech$              | $Digtech$                 |
| $xtonedum$              | 0.1558**<br>(2.2829)    | 0.1726***<br>(2.6027)  | 0.2932***<br>(3.4336)     |
| $_cons$                 | -7.2981***<br>(-5.1734) | -4.9066**<br>(-1.9850) | -13.7935***<br>(-10.7171) |
| $control$               | Yes                     | Yes                    | Yes                       |
| Obs                     | 1115                    | 1114                   | 1114                      |
| Adjusted_R <sup>2</sup> | 0.1627                  | 0.2523                 | 0.4183                    |

### (二)行业数字属性异质性

由于数字经济以数据资源为关键生产要素,因此能否实现对数据资源的整合和创新是影响数字技术创新的重要因素。为测试明星分析师第一名对不同行业数字属性的数字技术创新是否存在差异性影响,参照陶锋等(2023)<sup>[29]</sup>的方法,结合国家统计局发布的《数字经济及其核心产业统计分类

(2021)》,将样本分为数字产品服务业、数字技术应用与效率提升业两组进行回归,结果见表11第(1)和(2)列。可见, $x_{tonedum}$ 的回归结果均显著为正,组间系数差异性检验P值结果也显著,且在数字产

品服务业分组中明星分析师第一名关注的回归结果更加显著,说明明星分析师第一名关注高度重视数字技术创新的市场应用与市场格局的供需变化,对提升资本市场定价效率发挥了积极作用。

表11 其他异质性分组回归

| 变量                      | (1)数字产品服务业               | (2)数字技术应用与效率提升业          | (3)高技术                   | (4)低技术                   | (5)规模大                    | (6)规模小                  |
|-------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------|-------------------------|
|                         | <i>Digtech</i>           | <i>Digtech</i>           | <i>Digtech</i>           | <i>Digtech</i>           | <i>Digtech</i>            | <i>Digtech</i>          |
| $x_{tonedum}$           | 0.3537***<br>(3.8400)    | 0.1463***<br>(3.1096)    | 0.3707***<br>(3.9647)    | 0.1518***<br>(3.2739)    | 0.2438***<br>(4.3393)     | 0.0778<br>(1.2013)      |
| $_{-cons}$              | -11.8290***<br>(-9.1044) | -7.5729***<br>(-12.0199) | -10.5185***<br>(-7.9713) | -8.0805***<br>(-13.2106) | -11.4773***<br>(-12.8389) | -8.6436***<br>(-7.9332) |
| <i>control</i>          | Yes                      | Yes                      | Yes                      | Yes                      | Yes                       | Yes                     |
| Obs                     | 892                      | 2451                     | 938                      | 2405                     | 2055                      | 1288                    |
| Adjusted_R <sup>2</sup> | 0.2881                   | 0.3185                   | 0.3306                   | 0.3025                   | 0.3412                    | 0.2370                  |
| P                       | 0.015**                  |                          | 0.013**                  |                          | 0.028**                   |                         |

### (三) 技术行业异质性

高技术企业存在较高的行业壁垒和准入门槛,在能否正向解读高科技企业的数字技术创新方面更加考验明星分析师第一名的研究能力。当企业为非高技术行业时,可能在数字技术创新过程中存在技术、资源等限制,如果明星分析师第一名能够正向解读其数字技术创新行为,将更能体现其出色的研究能力。基于上述猜想,参考黎文靖和郑曼妮(2016)<sup>[39]</sup>的方法,将企业分为高技术与低技术两组,回归结果分别对应表11第(3)和(4)列。可见, $x_{tonedum}$ 的回归系数均显著为正,组间系数差异性检验P值结果也显著,且在高技术组中明星分析师第一名关注的回归结果显著更大,体现出了其较好的专业胜任能力。

### (四) 企业规模异质性

在企业实施数字技术创新过程中,公司规模也是重要影响因素。为测试明星分析师第一名在解读不同规模企业的数字技术创新过程中是否存在差异性,引入企业规模虚拟变量,以企业总资产的行业中位数作为分类标准进行分组回归。表11第(5)列为规模较大企业组的回归结果,可见明星分析师第一名关注的回归结果显著为正,与现有学者的结论相一致(王春云、邢森玉,2023)<sup>[40]</sup>。表11第(6)列为规模较小企业组的回归结果,可见明星分析师第一名的回归结果不显著。这可能是由于,规模较小的企业在数字技术创新与相关资源整合方面存在

不足,进而影响数字技术创新进程和绩效。同时,明星分析师第一名关注可能存在研究偏差抑或呈现“压力效应”,增大市场噪音。组间系数差异性检验P值结果显著,说明明星分析师第一名关注在规模较大的企业中发挥了更强的专业胜任能力。

## 六、结论和启示

### (一) 研究结论

制造业作为中国经济发展的重要“压舱石”,本文基于资本市场中观视角,研究了明星分析师第一名关注对制造业企业数字技术创新的影响。研究表明,明星分析师第一名关注有助于推进企业数字技术创新进程,对资本市场定价效率提升发挥了积极作用。机制分析表明,明星分析师第一名关注可通过提升数字化转型水平、提高股票信息含量、增加研发投入、提升营运效率和增强产品获利能力推进企业数字技术创新进程。异质性分析表明,明星分析师第一名关注在不同情境下可能存在不能有效解读企业数字技术创新的情况,存在一定选择性偏差,需要客观审慎认知其在中国资本市场中的特殊作用。

### (二) 对策建议

第一,重视资本市场信息中介在推进企业数字技术创新中的作用。首先,数字化转型需要较高的资源支撑,需要明星分析师发挥信息中介作用来甄别数字化创新资源,以更好实现资源的供需匹配。其次,要重视明星分析师第一名的预期引导作用,

发挥资本市场的中介作用,以更好吸引数字化资源集聚,提升资源配置效率。最后,做好数字技术创新的风险提示与预警。由于数字技术创新需要承担较大风险,尤其是对于中小企业而言,面临着巨大障碍与转型失败风险,且在现实的数字化转型中企业存在“言多寡行”等行为,明星分析师作为行业专家,要及时甄别企业可能存在的数字化转型风险和操纵行为,维护资本市场的稳定性。

第二,重视数字技术创新与资本市场的联动。首先,明星分析师要发挥行业专家优势,更好甄别数字创新资源,提升数字资源创新效率。其次,要强化对企业数字技术创新的深入研究,识别企业数字技术创新过程中的障碍、阻点与卡点,对企业进行风险提示。明星分析师要挖掘和提供更多资本市场数字技术创新资源相关信息,强化不同资源禀赋企业数字技术创新资源的供需匹配,推进企业的数字技术创新进程。最后,尽管明星分析师能发挥重要作用,但异质性分析显示,存在一定选择性偏好以及不能识别企业数字技术创新的情况,需要进一步

强化研究能力和提升专业胜任能力,更好助力数字技术创新和数字化转型高质量发展。基于中国资本市场评选的特殊机制,要重视对明星分析师的监管和引导,促进资本市场公平、公正。

### (三)不足与展望

首先,在中国资本市场的特殊情境下,明星分析师存在第一名至第五名的差异(有的行业规模较小,只公布行业前三名上榜名单),而本文仅聚焦明星分析师行业第一名,缺乏对不同排名明星分析师的差异化研究。其次,明星分析师作为资本市场中观研究的重要组成部分,需要重视资本市场上市公司数字化转型与数字技术创新的实践,可进行相关案例研究。基于此,为更好服务实体经济,推进中国数字经济进程与经济高质量发展,未来可供研究的方向有:不同排名明星分析师团队差异性对企业数字技术创新的影响,明星分析师与企业数字技术创新的经典案例分析,明星分析师推进企业数字技术创新融入全球数字经济贸易规则的路径优化与策略,等等。

### [参考文献]

- [1] 王贵铎,崔露莎,郑剑飞,等.数字经济赋能制造业转型升级:异质性影响机理与效应[J].统计学报,2021,2(5):9-23.
- [2] 逯东,谢璇,杨丹.乐观的分析师更可能进入明星榜单吗:基于《新财富》最佳分析师的评选机制分析[J].南开管理评论,2020,23(2):108-120.
- [3] 王宇熹,洪剑峭,肖峻.顶级券商的明星分析师荐股评级更有价值么:基于券商声誉、分析师声誉的实证研究[J].管理工程学报,2012,26(3):197-206.
- [4] 徐欣,唐清泉.财务分析师跟踪与企业R&D活动:来自中国证券市场的研究[J].金融研究,2010(12):173-189.
- [5] 余明桂,钟慧洁,范蕊.分析师关注与企业创新:来自中国资本市场的经验证据[J].经济管理,2017(3):175-192.
- [6] 陈钦源,马黎珺,伊志宏.分析师跟踪与企业创新绩效:中国的逻辑[J].南开管理评论,2017(3):15-27.
- [7] JieJack H, Tian X. The Dark Side of Analyst Coverage:the Case of Innovation [J].Journal of Financial Economics,2013,109(3):856-878.
- [8] 杨松令,牛登云,刘亭立,等.实体企业金融化、分析师关注与内部创新驱动[J].管理科学,2019(2):3-18.
- [9] 伊志宏,申丹琳,江轩宇.分析师乐观偏差对企业创新的影响研究[J].管理学报,2018(3):382-391.
- [10] 李春涛,张计宝,张璇.年报可读性与企业创新[J].经济管理,2020,42(10):156-173.
- [11] 彭刚,赵乐新.中国数字经济总量测算问题研究:兼论数字经济与我国经济增长动能转换[J].统计学报,2020,1(3):1-13.
- [12] 孙天昊,王妍.数字经济视角下的产业结构优化:基于供需均衡模型的实证分析[J].统计学报,2023,4(2):1-16.
- [13] 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,2022,38(6):213-240.
- [14] 雷光勇,买瑞东,左静静.数字化转型与资本市场效率:基于股价同步性视角[J].证券市场导报,2022(8):48-59.
- [15] 赵星,李若彤,贺慧圆.数字技术可以促进创新效率提升吗[J].科学学研究,2023,41(4):732-743.
- [16] 孙早,侯玉琳.工业智能化如何重塑劳动力就业结构[J].中国工业经济,2019(5):61-79.
- [17] 宋华,陈思洁.高新技术产业如何打造健康的创新生态系统:基于核心能力的观点[J].管理评论,2021,33(6):76-84.

- [18] 李晓娣,饶美仙,巩 木.基于变化速度特征视角的我国区域创新生态系统健康性综合评价[J].华中师范大学学报(自然科学版),2021,55(5):696-705.
- [19] 董香书,王晋梅,肖 翔.数字经济如何影响制造业企业技术创新:基于“数字鸿沟”的视角[J].经济学家,2022(11):62-73.
- [20] Chung K H,Jo H.The Impact of Security Analysts' Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms[J].Journal of Financial & Quantitative Analysis,1996,31(4):493-512.
- [21] Balashov V S. Do Analysts Who Move Markets Have Better Careers[J].Journal of Financial Research,2018,41(2):181-212.
- [22] Xu N, Chan K C, Jiang X. Do Star Analysts Know More Firm-specific Information? Evidence from China [J].Journal of Banking & Finance,2013,37(1):89-102.
- [23] Chia -Chun H,Hui K W,Zhang Y. Analyst Report Readability and Stock Returns [J].Journal of Business Finance & Accounting,2016,43(1):98-130.
- [24] Palmon D,Yezegel A. R&D Intensity and the Value of Analysts' Recommendations [J].Contemporary Accounting Research,2012,29(2):1-10.
- [25] 吴 非,胡慧芷,林慧妍,等.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(7):130-144.
- [26] 张叶青,陆 瑶,李乐芸.大数据应用对中国企业市场价值的影响:来自中国上市公司年报文本分析的证据[J].经济研究,2021,56(12):42-59.
- [27] 逯 东,谢 璇,杨 丹.乐观的分析师更可能进入明星榜单吗:基于《新财富》最佳分析师的评选机制分析[J].南开管理评论,2020,23(2):108-120.
- [28] He Z L,Tong T W,Zhang Y,et al.Constructing a Chinese Patent Database of Listed Firms in China: Descriptions,Lessons, and Insights[J].Journal Economics & Management Strategy,2018,27(3):579-606.
- [29] 陶 锋,朱 盼,邱楚芝,等.数字技术创新对企业市场价值的影响研究[J].数量经济技术经济研究,2023,40(5):68-91.
- [30] 夏范社,何德旭.明星分析师能识别公司价值吗:基于分析师研究报告视角[J].中国软科学,2021(8):95-109.
- [31] 杨 飞.如何成为明星分析师?分析师上榜新财富决定因素研究[J].中央财经大学学报,2016(11):47-56.
- [32] 刘晓孟,周爱民.分析师表现与明星分析师评选:基于“新财富”的准自然实验证据[J].系统管理学报,2022,31(2):329-342.
- [33] Liu H,Li S.The Impact of Urban Digital Economy Development on Manufacturing Innovation Efficiency: Evidence from Chinese Listed Manufacturing Firms[J]. International Journal of Empirical Economics,2023,2(2):1-29.
- [34] Yu F. Analyst Coverage and Earnings Management[J].Journal of Financial Economics,2008,88(2):245-271.
- [35] 李春涛,赵 一,徐 欣,等.按下葫芦浮起瓢:分析师跟踪与盈余管理途径选择[J].金融研究,2016(4):144-157.
- [36] Hsu P H,Tian X,Xu Y. Financial Development and Innovation: Cross -country Evidence [J].Journal of Financial Economics,2014,112(1):116-135.
- [37] 张米尔,李海鹏,任腾飞.数字创新的策略性专利行为及相互作用研究[J].科学学研究,2022,40(3):545-554.
- [38] 邱 风,盛志鹏,殷功利.融资约束下政府补贴对创新绩效影响研究:来自中国上市公司2010—2019专利数据的经验证据[J].江南大学学报(人文社会科学版),2021,20(5):72-87.
- [39] 黎文靖,郑曼妮.实质性创新还是策略性创新:宏观产业政策对微观企业创新的影响[J].经济研究,2016,51(4):60-73.
- [40] 王春云,邢森玉.中国分行业全要素生产率变动及其增长动能[J].统计学报,2023,4(4):41-56.

[责任编辑:陈冬博]