

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2025.03.002

## 数据资产化对资本市场定价效率和稳定性的双重改善 ——基于企业股价同步性与波动率的实证检验

杨发琼<sup>a</sup>, 艾永娜<sup>a</sup>, 李珏兴<sup>b</sup>

(云南师范大学 a. 经济学院, b. 管理学院, 云南昆明 650500)

**摘要:**企业与外部主体之间的信息不对称是导致企业股价同步性和波动率较高的主要原因,数据资产化能够通过改善企业信息实现对资本市场定价效率和稳定性的双重改善。采用沪深 A 股上市公司 2011—2022 年的数据分析发现:企业数据资产化水平的提升显著降低了股价同步性和股价波动率;数据资产化能够通过提高企业信息生产质量(抑制盈余管理行为)、提高企业信息披露水平、提升企业信息利用价值和效率(提高分析师关注度)3 条路径产生信息改善效应,进而降低企业股价同步性和波动率;数据资产化显著降低了国有企业股价同步性和非国有企业股价波动率,但对国有企业股价波动率和非国有企业股价同步性的影响不显著;数据资产化显著降低了市场化水平较高地区的企业股价同步性和波动率,但对市场化水平较低地区的企业股价同步性和波动率没有显著影响。因此,应积极推进企业数据资产化,并强化信息中介功能,深化市场化改革,充分发挥数据资产化对资本市场高质量发展的促进作用。

**关键词:**数据资产化;资本市场定价效率;资本市场稳定性;股价同步性;股价波动率;信息不对称

**中图分类号:**F830.91;F275 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2025)03-0017-15

**引用格式:**杨发琼,艾永娜,李珏兴.数据资产化对资本市场定价效率和稳定性的双重改善——基于企业股价同步性与波动率的实证检验[J].西部论坛,2025,35(3):17-31.

YANG Fa-qiong, AI Yong-na, LI Jue-xing. Dual improvement of capital market pricing efficiency and stability brought by data assetization: Empirical evidence based on stock price synchronicity and volatility of enterprises [J]. West Forum, 2025, 35(3): 17-31.

\* 收稿日期:2025-02-25;修回日期:2025-05-26

**基金项目:**云南省哲学社会科学规划项目(YB2023022);云南师范大学校级重点项目(2021SK020);云南省教育厅重点实验室项目:数字金融开发与管理

**作者简介:**杨发琼(1982),女,云南大理人;副教授,博士,主要从事公司金融、经济发展、计量经济研究;E-mail: yangfaqiong106@163.com。艾永娜(1999),通信作者,女,云南昆明人;硕士研究生,主要从事公司金融研究;E-mail:2356632125@qq.com。李珏兴(1992),女,云南曲靖人;讲师,博士,主要从事组织行为学、人力资源管理、公司金融研究。

## 一、引言

在加快建设金融强国的背景下,需要有高质量的资本市场服务经济社会高质量发展。当前,我国资本市场在规模上增长迅速,但在质量上提升缓慢(余涓等,2024)<sup>[1]</sup>,尤其是定价效率较低和稳定性不足阻滞了资本市场高质量发展。一方面,资本市场定价还存在失序、失衡、失效等问题,导致股价同涨同跌现象屡见不鲜(陈奋强等,2024)<sup>[2]</sup>。股价同步性较强,意味着个股受市场影响的程度较大,市场的定价效率较低(Morck et al.,2000)<sup>[3]</sup>,不利于通过股价引导资源优化配置。另一方面,资本市场的稳定性不足,股价大幅波动甚至价格暴跌的现象时有发生。股价的频繁大幅波动不仅不利于资本市场健康发展(区俏婷等,2024)<sup>[4]</sup>,还可能诱发系统性风险,对整个金融体系乃至国民经济的平稳运行产生冲击。定价效率反映了资本市场的资源配置效率,提高资本市场定价效率是充分发挥市场在资源配置中的决定性作用的基本要求(吴锡皓等,2024;陈作华等,2024)<sup>[5-6]</sup>,而股价基本稳定是资本市场高质量健康发展的前提。因此,提高资本市场定价效率和稳定性是实现我国资本市场高质量发展的必然要求,深入探究影响资本市场定价效率和稳定性的各种因素具有重要意义。

学术界对资本市场定价效率和稳定性的研究成果丰富。关于资本市场定价效率的影响因素,已有研究发现媒体关注度提高(黄俊等,2014)<sup>[7]</sup>、社交媒体平台信息交互(郑建东等,2022)<sup>[8]</sup>、企业信息充分披露(宋昕倍等,2024)<sup>[9]</sup>、注册制改革(巫岑等,2022;吴锡皓等,2024)<sup>[10][5]</sup>、共同机构投资者持股(陈作华等,2024)<sup>[6]</sup>、中小投资者保护制度创新(陈克兢等,2023)<sup>[11]</sup>、数据要素市场化建设(陈晔婷等,2024)<sup>[12]</sup>等能够降低股价同步性,从而提高资本市场定价效率。关于资本市场稳定性的影响因素,已有研究发现股票发行注册制改革(区俏婷等,2024)<sup>[4]</sup>、资本市场对外开放(钟凯等,2018)<sup>[13]</sup>、企业信息披露(曹廷求等,2020)<sup>[15]</sup>和ESG表现的改善(何诚颖等,2025)<sup>[15]</sup>等能够降低股价波动率,从而提高资本市场稳定性。然而,现有经验分析大多分别针对资本市场定价效率和资本市场稳定性展开,鲜有文献将两者纳入同一分析框架进行实证检验。目前我国资本市场的发展不够充分和成熟,自我调节、自我平衡、自我稳定机制尚不健全(胡海峰,2024)<sup>[16]</sup>,而且同一因素可能会同时影响资本市场的定价效率和稳定性。因此,有必要基于定价效率和稳定性双重改善的视角来探索促进资本市场高质量发展的有效路径。

随着数字经济的快速发展,数据资产化为改善资本市场定价效率和稳定性提供了新的路径。数据资产是指由组织合法拥有或控制的数据,其以电子或其他方式记录,可进行计量或交易,能够直接或间接带来经济效益和社会效益。数据资产化则是组织通过系统化和规范化的流程对内部和外部数据进行收集、整理、分析和应用,使其成为具有商业价值的资产的过程。近年来,企业数据资产化的积极作用受到学界广泛关注。一些文献研究发现数据资产化能够有效缓解企业融资约束(何瑛等,2024)<sup>[17]</sup>、促进企业成长(彭正银等,2025)<sup>[18]</sup>、提升企业新质生产力(孟昊等,2025;夏文蕾等,2025)<sup>[19-20]</sup>、驱动企业高质量发展(陈富永等,2025)<sup>[21]</sup>。然而,鲜有文献探究数据资产化对资本市场表现的影响。牛彪等(2025)<sup>[22]</sup>对沪深A股上市公司的研究发现,数据资产化通过信息传递效应、内部治理效应和风险缓释效应显著降低了企业股票市场价格波动风险,该作用在分析师关注度较高、行业竞争程度较高和地方政府对数字经济关注度较高时更加显著。但与绝大部分相关研究一样,其仅从股价波动的单一视角研究企业数据资产化对资本市场表现的影响。考虑到定价效率与稳定性是刻画资本市场表现的两个重要方面,且两者之间存在密切联系(林忠国等,2011)<sup>[23]</sup>,本文在已有研究的基础上,探讨数据资产化对资本市场定价效率和稳定性的双重影响,并采用沪深A股上市公司2011—2022年的面板数据进行实证检验。

本文的边际贡献主要在于:第一,将资本市场的定价效率和稳定性纳入统一分析框架,考察数据资产化对企业股价同步性和股价波动率的影响,不仅丰富了企业数据资产化的经济效应研究,而且为深化资本市场高质量发展研究提供了新的视角。第二,根据信息不对称理论,从企业信息改善维度探究数据资产化影响资本市场定价效率和稳定性的传导机制,并基于企业信息的生产、披露、利用3个环节,检验数据资产化通过改善资本市场中的企业信息来降低企业股价同步性和股价波动率的3条具体路径(抑制企业盈余管理、提高企业信息披露水平、提高企业分析师关注度),有助于深入认识数据资产化促进资本市场高质量发展的内在机制。第三,进一步从企业产权性质和地区市场化水平两个方面考察了数据资产化影响资本市场定价效率和稳定性的异质性,为充分发挥数据资产化的积极作用和有效促进资本市场高质量发展提供了借鉴和启示。

## 二、理论分析与研究假设

价格市场配置资源的重要信号和手段,而信息在价格形成中扮演着至关重要的角色,因此信息完备是市场有效的前提条件之一。市场中经济主体间的信息不对称会带来信息垄断、逆向选择和道德风险等消极影响,进而导致市场失灵。由于上市企业是资本市场最重要的微观主体(杨小舟等,2024)<sup>[24]</sup>,资本市场的信息不对称主要来源于企业信息披露不充分、信息传导机制不畅以及投资者对企业信息解读能力不强等。企业的股价同步性反映了个股价格波动与市场价格波动之间的联动关系,能够较好地刻画资本市场上股票价格同涨同跌现象,是衡量资本市场定价效率的关键指标(伊志宏等,2019)<sup>[25]</sup>;而企业的股价波动率反映了过去一段时间内个股价格波动的程度,是衡量资本市场稳定性的重要指标之一(李锋森,2019)<sup>[26]</sup>。企业与外部主体之间的信息不对称是导致企业股价同步性和股价波动率较高的主要原因,因而通过改善企业信息来缓解信息不对称是提升资本市场定价效率和稳定性的重要路径(Morekd et al., 2000;方红星等,2019;何诚颖等,2025)<sup>[31][27][15]</sup>。企业数据资产化是将数据确认为资产并进行管理的过程,在此过程中,数据实现了跨部门、跨系统、跨领域的流动、共享与整合(陈祖旺,2024)<sup>[28]</sup>,能够有效降低信息不对称程度,有助于企业股价同步性和波动率的降低,进而实现资本市场定价效率和稳定性的双重改善。基于此,本文从缓解信息不对称的角度构建“数据资产化—企业信息改善—资本市场双重改善(定价效率和稳定性同时提高)”的分析框架。同时,进一步将企业信息改善分解为信息的生产、披露、利用3个环节,探究数据资产化影响资本市场定价效率和稳定性的具体路径。

首先,数据资产化能够产生显著的企业信息改善效应。第一,从企业信息的生产来看,数据资产化会抑制企业的盈余管理行为,从而提高企业的信息生产质量。盈余管理是一种人为调整盈利数据的行为,是管理层在自利动机下的道德风险表现(蒋勇等,2017)<sup>[29]</sup>。管理层为实现自身效用最大化有动机通过盈余管理来操纵会计数据,影响财务报告(Chowdhury, 2006)<sup>[30]</sup>,导致企业披露的信息失真。数据资产化能够提升企业的信息质量和准确性,对冲传统盈余管理工具的有效性,并增加盈余管理的成本,使得企业管理层进行盈余管理的难度及其被发现的风险增大(罗进辉等,2021)<sup>[31]</sup>。因此,数据资产化可以有效抑制企业的盈余管理行为,进而提高企业财务数据的真实性和可靠性,降低信息不对称程度。第二,从企业信息的披露来看,数据资产化会促使企业主动披露更多有效信息,从而提高企业的信息披露水平。在资本市场上,企业的控制性股东和管理层直接控制企业信息的生产与披露,处于信息垄断地位,而投资者则处于信息劣势,导致投资者与上市企业之间存在信息不对称。随着企业数据资产化程度的提高,企业生产运营情况及未来发展前景等信息将被更多地披露;同时,在高质量发展、“数字中国”建设等国家战略的激励下,企业更加愿意通过发布更多的数据资产信息来向资本市场传递其响应国家政

策的积极信号(危雁麟等,2022)<sup>[32]</sup>。第三,从企业信息的利用来看,数据资产化能够拓展企业信息传播渠道,并提高企业的分析师关注度,从而提升企业信息在资本市场上的利用价值和效率。由于投资者的信息获取渠道和信息解读能力存在显著差异,企业信息在资本市场运行中可能并不能得到充分利用。数据资产化有助于拓展投资者获取企业信息的渠道,从而提高企业信息的透明度和可利用性(苑泽明等,2024)<sup>[33]</sup>,并吸引更多分析师的关注。作为高度敏感的信息中介,分析师能够充分认识到数据资产信息的重要作用,会更加关注数据资产化程度较高的企业(危雁麟,2022)<sup>[32]</sup>;作为重要的专业化信息中介,分析师比一般投资者更能深入挖掘企业的有效信息,并能通过其自身的影响力扩大企业信息的传播范围,从而使企业信息得到更充分更科学地利用。

其次,企业信息改善能够显著提升资本市场定价效率。第一,盈余管理减少等带来的企业信息生产质量提高使得企业的财务数据更加真实可靠,而真实可靠的信息被投资者吸收后会在企业的股价中得到反映,这将减少资本市场波动对企业股价的影响,从而降低企业股价同步性(梁权熙,2014)<sup>[34]</sup>,提升资本市场定价效率。第二,随着企业信息披露水平的提高,企业更多的有效信息被披露,有助于外部投资者对企业价值以及风险做出合理判断,从而使生产运营情况及未来发展前景等企业层面的特质信息更多地被包含在股价中(游家兴等,2007)<sup>[35]</sup>,这会弱化噪声对企业股价的影响,降低企业的股价同步性,提高资本市场定价效率。第三,随着分析师关注度的提高,企业信息的价值在资本市场得以更充分地挖掘和更高效地利用。分析师关注度提高,意味着投资者可以更多地利用分析师向市场传递的有价值、高质量信息,更准确地把握企业价值,做出更合理的投资决策,减少盲目跟风行为,使股票价格能够更好地反映企业真实价值,提高资本市场定价效率。

最后,企业信息改善能够显著提高资本市场稳定性。第一,上市企业的盈余信息会在很大程度上影响以获取资本利得为目的的投资决策。当媒体或证监会断定企业有盈余管理行为时,市场将出现重大负面反应(Healy et al.,1999)<sup>[36]</sup>,导致企业的股价大幅下跌。因此,企业盈余管理行为的减少会降低企业股价波动率,有助于资本市场稳定。第二,企业的股价波动在很大程度上是由未预期信息引起的,提高企业信息披露水平有助于减少因未预期的负面信息累积并集中泄露而引起的异常事件(纪同辉,2020)<sup>[37]</sup>。同时,企业正面信息的披露有助于增强投资者对企业未来发展的信心。因此,企业提高信息披露水平有助于减少未预期信息对投资者投资决策的影响,抑制投资者盲目决策、跟风决策等非理性行为,降低企业股票价格的波动性,从而提高资本市场的稳定性。第三,在信息披露过程中,企业可能刻意回避和故意隐瞒一些不利信息(Lo et al.,2017)<sup>[38]</sup>,从而引发投资者逆向选择,而逆向选择往往直接影响股价稳定性(姚禄仕等,2021)<sup>[39]</sup>。分析师不仅擅长获取信息,更擅长解读行业和市场趋势(Piotroski et al.,2004)<sup>[40]</sup>。分析师关注度提高有助于缓解资本市场中的信息不对称问题,减少投资者因信息不充分而产生的过度反应(何诚颖等,2025)<sup>[15]</sup>,有效弥补个人投资者信息解读能力的不足,减少逆向选择行为,从而降低企业股价波动率,提高资本市场稳定性。

综上所述,企业数据资产化能够通过信息改善效应实现对资本市场定价效率和稳定性的双重改善。具体表现为,通过抑制盈余管理行为(提高企业信息生产质量)、提高企业信息披露水平、提高分析师关注度(提升企业信息利用价值和效率)3条路径降低资本市场的信息不对称程度,从而降低企业的股价同步性和股价波动率(参见图1)。为检验上述理论观点,本文提出以下研究假说:

H1:企业数据资产化水平提高可以显著降低企业的股价同步性和股价波动率。

H2:企业数据资产化能够通过抑制盈余管理行为、提高信息披露水平、提高分析师关注度3条路径来降低企业的股价同步性和股价波动率。



图1 数据资产化通过改善企业信息提升资本市场定价效率和稳定性的传导机制

### 三、实证研究设计

#### 1. 基准模型设定

为考察数据资产化对资本市场定价效率和稳定性的影响,本文构建如下双向固定效应基准回归模型:

$$Syn_{i,t}/Volatility_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DA_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sigma_i + \theta_t + \varepsilon_{i,t}$$

其中,下标  $i, t$  分别代表上市企业、年份。被解释变量有两个,一是“股价同步性”(  $Syn_{i,t}$  ),为企业  $i$  在  $t$  年的股价同步性,用以衡量资本市场定价效率;二是“股价波动率”(  $Volatility_{i,t}$  ),为企业  $i$  在  $t$  年的股价波动率,用以衡量资本市场稳定性。核心解释变量“数据资产化”(  $DA_{i,t}$  )为企业  $i$  在  $t$  年的数据资产化水平。  $Controls_{i,t}$  代表控制变量,  $\sigma_i$  和  $\theta_t$  分别为企业固定效应和年份固定效应,  $\varepsilon_{i,t}$  为随机扰动项。

(1)“股价同步性”的测度。参考伊志宏等(2019)<sup>[25]</sup>、巫岑等(2022)<sup>[10]</sup>、黄新飞等(2023)<sup>[41]</sup>的研究,本文通过构建以下模型来计算样本企业的股价同步性:  $R_{i,w,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{M,w,t} + \beta_2 R_{M,w-1,t} + \beta_3 R_{l,w,t} + \beta_4 R_{l,w-1,t} + \varepsilon_{i,w,t}$ 。其中,  $R_{i,w,t}$  为企业  $i$  在  $t$  年第  $w$  周包含现金红利再投资的股票收益率,  $R_{M,w,t}$  为  $t$  年第  $w$  周所有 A 股流动市值的加权平均收益率,  $R_{l,w,t}$  为企业  $i$  所在行业  $l$  在  $t$  年第  $w$  周剔除企业  $i$  后的流动市值加权平均收益率,行业的划分参考《上市公司行业分类指引》(2012 年修订版)。计算个股的拟合优度  $R^2_{i,t}$ ,进而计算得到“股价同步性”变量:  $Syn_{i,t} = \ln(R^2_{i,t}/(1-R^2_{i,t}))$ 。股价同步性越高,说明股票收益与股市报酬率之间的联动程度越高,股票价格波动所反映的特质资讯越少,则资本市场的定价效率越低。

(2)“股价波动率”的测度。较高的股价波动率往往意味着股票价格变动剧烈,投资者情绪不稳定,资本市场的稳定性较弱。相反,较低的波动率则表明股票价格相对稳定,投资者情绪较为平静,资本市场的稳定性较高。本文借鉴李锋森(2019)<sup>[26]</sup>的研究,使用企业的股价波动率衡量资本市场稳定性,

计算公式为:  $Volatility_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{j=1}^N (R_j - \bar{R})^2} \times 100\%$ 。其中,  $Volatility_{i,t}$  表示股价波动率,  $N$  为日个股回报率的数量,  $R_j$  为第  $j$  天的个股回报率,  $\bar{R}$  为所有日个股回报率的平均值。

(3)“数据资产化”的测度。本文采取文本分析法来测度样本企业的数据资产化水平。首先,借鉴李春涛等(2020)<sup>[42]</sup>的方法,利用 Python 爬虫技术在巨潮资讯网上对样本企业年报的网页链接进行爬取,批量下载样本企业在样本期间的年报(对于未披露年报或部分年份年报有缺失的,通过深交所、上交所、

全国中小企业股份转让系统官方网站、Wind 数据库、百度搜索等多渠道尽可能补充),以此构建企业年报数据库。然后,将上市企业年报由 pdf 格式转为 txt 格式,利用 Python 技术对年报进行文本分析,根据何瑛等(2024)<sup>[17]</sup>构建的数据资产化词典,统计每个数据资产化关键词出现的词频。最后,将各企业各年度年报的各关键词词频汇总,并进行对数化处理,得到“数据资产化”变量。该指标越大,则企业的数据资产化水平越高。

(4)控制变量的选取。本文参考方红星和楚有为(2019)<sup>[27]</sup>、黄新飞等(2023)<sup>[41]</sup>、吴锡皓和张弛(2024)<sup>[5]</sup>的研究,从企业绩效和企业特征两方面选取以下控制变量:企业绩效方面,包括“资产报酬率”(净利润与总资产之比)、“托宾 Q 值”(市场价值与总资产价值之比)、“成长性”(营业收入增长率)、“市净率”(每股市价与每股净资产之比)4 个变量;企业特征方面,包括“资产规模”(总资产的自然对数值)、“企业年龄”(企业成立年限的自然对数值)、“资产负债率”(年末总负债与年末总资产之比)、“资本密集度”(总资产与营业收入之比)、“流动比率”(流动资产与流动负债之比)、“固定资产占比”(固定资产净额与总资产之比)、“无形资产占比”(无形资产净额与总资产之比)、“独立董事占比”(独立董事人数与董事会成员总数之比)、“机构投资者持股比例”(机构投资者持股数与流通股本之比)9 个变量。

## 2. 样本选择、数据来源与描述性统计

本文以沪深 A 股上市公司为研究样本,样本期间为 2011—2022 年。剔除主要变量连续缺失的样本、金融保险类样本、ST 类以及 \*ST 类样本,并对所有连续变量进行上下 1% 的 Winsorize 处理以避免极端值带来的影响。企业年报数据来自深交所、上交所、全国中小企业股份转让系统的官方网站和巨潮资讯网,财务数据来自国泰安数据库和 Wind 数据库。主要变量的描述性统计见表 1,可以看出,样本企业之间的股价同步性、股价波动率和数据资产化水平都存在较大差异。

表 1 主要变量描述性统计结果

	变 量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
被解释变量	股价同步性	35 713	0.440	0.192	0.000	0.446	1.000
	股价波动率	35 713	2.953	0.939	1.318	2.793	6.279
核心解释变量	数据资产化	35 713	3.260	0.705	0.000	3.178	7.013
控制变量	资产报酬率	35 713	0.041	0.064	-0.223	0.039	0.222
	托宾 Q 值	35 713	2.024	1.291	0.844	1.605	8.441
	成长性	35 713	0.166	0.383	-0.546	0.108	2.292
	市净率	35 713	0.035	0.030	0.006	0.026	0.188
	资产规模	35 713	22.225	1.296	19.931	22.030	26.277
	企业年龄	35 713	2.911	0.337	1.792	2.944	3.526
	资产负债率	35 713	0.423	0.206	0.053	0.416	0.888
	资本密集度	35 713	2.533	2.087	0.407	1.934	13.410
	流动比率	35 713	2.520	2.574	0.328	1.684	16.556
	固定资产占比	35 713	0.208	0.157	0.002	0.175	0.689
	无形资产占比	35 713	0.047	0.062	0.000	0.033	0.938
	独立董事占比	35 713	0.376	0.054	0.333	0.364	0.571
	机构投资者持股比例	35 713	0.447	0.252	0.003	0.460	0.937

## 四、实证结果分析

### 1. 基准回归

基准模型检验结果见表 2,“数据资产化”对“股价同步性”“股价波动率”的回归系数均显著为负,表明企业数据资产化水平的提高显著降低了企业的股价同步性和股价波动率,即数据资产化促进了资本市场定价效率的提升和稳定性的增强,假说 H1 得到验证。考虑到数据资产按用途可分为自用型数据资产和交易型数据资产(中国信通院,2020)<sup>[43]</sup>,根据何瑛等(2024)<sup>[17]</sup>构建的两类数据资产化词典,计算得到“自用型数据资产化”和“交易型数据资产化”两个变量,分别检验其对“股价同步性”和“股价波动率”的影响,回归结果见表 3。两种数据资产化都能显著降低企业股价同步性,其中交易型数据资产化的作用更显著;自用型数据资产化能够显著降低企业股价波动率,但交易型数据资产化对企业股价波动率的影响不显著。产生上述结果的原因可能是:第一,自用型数据资产化能真实地反映企业资产状况,有助于企业特质信息融入股价,从而降低股价同步性;自用型数据资产化还能提升企业经营决策的精准性和抗风险能力,降低企业未来现金流的不确定性折价,稳定投资者对企业的预期,从而减少企业股价波动。第二,交易型数据资产化通过市场化流通机制促进信息共享,且其标准化特征使相关信息能够被市场广泛解读,缓解了信息不对称,能有效加速企业特质信息融入股价(郭白滢等,2018)<sup>[44]</sup>,从而降低企业股价同步性;但由于当前数据资产交易的制度和法规尚不完善,数据资产交易量有限,导致交易型数据资产化对企业股价波动的影响不显著。

表 2 基准回归结果

变 量	股价同步性			股价波动率		
数据资产化	-0.033*** (0.003)	-0.017*** (0.003)	-0.005** (0.003)	-0.284*** (0.019)	-0.278*** (0.019)	-0.029** (0.014)
资产报酬率	-0.085*** (0.018)		-0.166*** (0.018)	0.872*** (0.142)		1.139*** (0.130)
托宾 Q 值	-0.005** (0.002)		-0.005** (0.002)	0.066* (0.036)		0.005 (0.007)
成长性	-0.000*** (0.000)		-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)		-0.000 (0.000)
市净率	-0.005 (0.010)		-0.003 (0.012)	0.061 (0.206)		0.108 (0.090)
资产规模		0.020*** (0.003)	0.019*** (0.003)		-0.130*** (0.018)	-0.190*** (0.019)
企业年龄		-0.189*** (0.008)	-0.057*** (0.016)		0.013 (0.048)	-0.469*** (0.108)
资产负债率		-0.073*** (0.011)	-0.088*** (0.011)		0.053 (0.063)	0.384*** (0.066)
资本密集度		0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)		0.000 (0.001)	-0.000 (0.000)

续表 2

变 量	股价同步性			股价波动率		
流动比率	-0.001 **	-0.000		0.000	0.005 **	
	(0.000)	(0.000)		(0.002)	(0.002)	
固定资产占比	0.039 **	0.012		-0.220 **	-0.259 ***	
	(0.015)	(0.015)		(0.097)	(0.085)	
无形资产占比	0.004	-0.006		-0.084	-0.137	
	(0.029)	(0.028)		(0.227)	(0.195)	
独立董事占比	-0.009	-0.020		0.333 *	0.098	
	(0.029)	(0.028)		(0.171)	(0.142)	
机构投资者持股比例	-0.141 ***	-0.141 ***		0.386 ***	0.273 ***	
	(0.012)	(0.011)		(0.086)	(0.075)	
常数项	0.561 ***	0.684 ***	0.397 ***	3.760 ***	6.502 ***	8.245 ***
	(0.010)	(0.049)	(0.071)	(0.103)	(0.287)	(0.483)
年份固定效应	未控制	未控制	控制	未控制	未控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	35 713	35 713	35 713	35 713	35 713	35 713
R <sup>2</sup>	0.009	0.042	0.227	0.020	0.012	0.209

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示 1%、5%、10%的显著性水平,括号内为企业层面的聚类稳健标准误,下表同。

表 3 两种数据资产化的影响

变 量	股价同步性		股价波动率	
自用型数据资产化	-0.004*(0.003)		-0.034*(0.020)	
交易型数据资产化	-0.005*** (0.002)		-0.007(0.014)	
观测值	35 713	35 713	35 713	35 713
R <sup>2</sup>	0.227	0.227	0.209	0.209

注:所有模型均控制了控制变量和年份及企业固定效应,下表同。

## 2. 内生性处理与稳健性检验

(1)工具变量法。为缓解基准模型可能存在的遗漏变量和反向因果关系等内生性问题,采用工具变量法进行内生性处理。对于股价同步性,参考邢天才和张宇(2024)<sup>[45]</sup>的研究,选取同年度、同行业、同省份内其他企业的“数据资产化”水平平均值作为“数据资产化”的“工具变量 1”;对于股价波动率,借鉴何瑛等(2024)<sup>[17]</sup>的研究,选取同年度、同行业其他企业的“数据资产化”水平平均值作为“数据资产化”的“工具变量 2”。由于存在同群效应,企业的“数据资产化”会受到同一年度同一行业其他企业“数据资产化”的影响,而其他企业的“数据资产化”不太可能直接影响企业的股价同步性和波动率,因此工具变量满足相关性和外生性要求。采用两阶段最小二乘法(2SLS)的检验结果见表 4 的(1)(2)(5)(6)列。两个工具变量均通过了不可识别检验和弱工具变量检验,表明工具变量有效;第一阶段的回归结果显示,两个工具变量均与“数据资产化”在 1%的水平上显著正相关;第二阶段的回归结果显示,工具变量拟合的“数据资产化”对“股价同步性”和“股价波动率”的回归系数均显著为负。上述结果表明,在缓解内生性问题后,数据资

产化水平提升显著降低了企业股价同步性和股价波动率的结论依然成立。

(2) Heckman 两阶段法。本文的“数据资产化”变量是基于企业年报构建的,而企业报告数据资产化信息的意愿和能力存在显著差异,这种差异可能会导致样本自选择问题。为缓解样本自选择问题带来的估计偏差,采取 Heckman 两阶段模型进行检验。第一阶段建立 Probit 选择模型,计算得到逆米尔斯比率(Inverse Mills Ratio, IMR)。第二阶段利用选择性样本观测值,将 IMR 也作为控制变量纳入基准模型重新进行检验,回归结果见表 4 的(3)(7)列,“数据资产化”的回归系数依然显著为负,表明在缓解了样本自选择问题后,本文的分析结论依然成立。

(3) PSM 检验。为提高因果推断的可靠性,进一步采用倾向得分匹配(PSM)法缓解样本选择偏差带来的估计偏误问题。借鉴张永坤等(2021)<sup>[46]</sup>的做法,基于“数据资产化”的中位数,通过 Logit 模型计算得到每个样本的倾向得分,采用全样本 1:2 近邻匹配法进行样本匹配,匹配后实验组和对照组所有协变量的标准偏差均小于 10%。用匹配后的样本进行基准模型检验,回归结果见表 4 的(4)(8)列,“数据资产化”的回归系数依然显著为负。

表 4 内生性处理结果

变 量	股价同步性				股价波动率			
	工具变量法		Heckman 两阶段法	PSM 检验	工具变量法		Heckman 两阶段法	PSM 检验
	第一阶段	第二阶段			第一阶段	第二阶段		
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
工具变量	0.805*** (0.020)				0.327*** (0.025)			
数据资产化		-0.008* (0.005)	-0.005* (0.003)	-0.006** (0.003)		-0.183** (0.088)	-0.030** (0.014)	-0.034* (0.018)
逆米尔斯比率			6.652*** (2.107)				-12.550* (6.685)	
观测值	35 713	35 713	35 713	26 317	35 713	35 713	35 713	26 161
R <sup>2</sup>		0.022	0.230	0.216		0.058	0.209	0.253
K-P rk L M 统计值	261.245***				93.878***			
K-Prk Wald F 值	1 674.372				171.212			

(4) 替换被解释变量。采用综合市场等权平均法代替分市场加权平均法计算个股的拟合优度,进而得到变量“股价同步性 1”;借鉴辛清泉等(2014)<sup>[47]</sup>的做法,通过异质性个股回报波动性计算得到变量“股价波动率 1”。分别以上述两个变量为被解释变量的检验结果见表 5 的(1)(2)列,“数据资产化”的回归系数依然显著为负。

(5) 剔除直辖市样本。直辖市的经济体量远高于其他城市,数据要素资源优势显著,且享有更多的政策支持,这可能导致直辖市的企业数据资产化能力和条件与其他城市的企业具有系统性差异。剔除直辖市样本后重新进行检验,回归结果见表 5 的(3)(4)列,“数据资产化”的回归系数还是显著为负。

(6) 增加交互固定效应。考虑到企业所在行业和地区的某些随时间变化的不可观测因素可能会对研究结果造成潜在干扰,分别引入年份×行业交互固定效应和年份×省份交互固定效应重新进行检验,回归结果见表 5 的(5)(6)(7)(8)列,“数据资产化”的回归系数仍然显著为负。

表 5 稳健性检验结果

变 量	更换被解释变量		剔除直辖市样本		增加交互固定效应			
	股价同步性 1	股价波动率 1	股价同步性	股价波动率	股价同步性		股价波动性	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
数据资产化	-0.005*	-0.036**	-0.005*	-0.027*	-0.005*	-0.005*	-0.039***	-0.029**
	(0.003)	(0.017)	(0.003)	(0.015)	(0.003)	(0.003)	(0.015)	(0.014)
年份×行业	未控制	未控制	未控制	未控制	控制	未控制	控制	未控制
年份×省份	未控制	未控制	未控制	未控制	未控制	控制	未控制	控制
观测值	35 713	35 713	28 694	28 694	35 713	35 713	35 713	35 713
R <sup>2</sup>	0.229	0.023	0.230	0.235	0.255	0.238	0.224	0.224

### 3. 作用机制检验

为检验数据资产化能否通过企业信息改善效应促进资本市场定价效率和稳定性提升,本文借鉴江艇(2022)<sup>[48]</sup>的方法,构建如下计量模型进行机制检验:

$$Mediator_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 DA_{i,t} + \gamma_2 Controls_{i,t} + \sigma_i + \theta_t + \varepsilon_{i,t}$$

其中, $Mediator_{i,t}$ 为机制变量,其他变量与基准模型一致。根据前文理论分析,选取以下3个机制变量:一是“盈余管理程度”,借鉴杜勇等(2021)<sup>[49]</sup>的方法,采用修正的Jones模型测算企业可操纵性应计利润,将其绝对值作为衡量企业盈余管理程度的代理变量。二是“KV指数”,参考杨志强等(2020)<sup>[50]</sup>的做法,采用Kim和Verrecchia(2001)<sup>[51]</sup>提出的KV指数衡量企业的信息披露水平,其值越大则信息披露水平越低。三是“分析师关注度”,借鉴潘越等(2011)<sup>[52]</sup>的做法,采用当年关注样本企业的分析师人数(进行对数化处理)衡量。

机制检验结果见表6。“数据资产化”对“盈余管理程度”的回归系数显著为负,表明数据资产化显著抑制了企业的盈余管理活动。随着企业数据资产化水平的提高,数据的可读性和可用性增强,外部审计和监管机构能够更便捷地获取企业关键信息,对企业的盈余管理形成更有效的外部约束,削弱了管理层实施盈余管理的动机,提高了企业信息的可靠性和有效性,从而降低企业的股价同步性和股价波动率。“数据资产化”对“KV指数”的回归系数显著为负,表明数据资产化显著提高了企业的信息披露水平。数据资产化有助于企业向资本市场进行特质信息披露,这种信息释放行为能够有效提升企业的信息披露水平,而信息披露水平的提升会显著降低企业与外部利益相关者之间的信息不对称程度,从而降低企业的股价同步性和股价波动率。“数据资产化”对“分析师关注度”的回归系数显著为正,表明数据资产化显著提高了企业的分析师关注度。作为企业重要的无形资产,数据资产是投资者判断企业未来成长性、分析未来业绩的重要依据,分析师会更加关注数据资产化程度较高的企业;同时,分析师在挖掘公司特质信息和传递信息等方面具有显著优势,分析师关注度的提高有助于企业股价同步性和波动率的降低。由此,本文提出的假说H2得到验证。

表 6 机制检验结果

变 量	盈余管理程度	KV 指数	分析师关注度
数据资产化	-0.002**(0.001)	-0.007**(0.003)	0.081***(0.014)
行业固定效应	控制	未控制	未控制
观测值	33 449	35 713	35 713
R <sup>2</sup>	0.278	0.208	0.326

## 五、进一步讨论:异质性分析

数据资产化对资本市场定价效率和稳定性的影响可能会因企业特征和外部环境的不同而表现出异质性。考虑到产权性质不同的企业由于发展动机和面临的资源约束不同而可能采取不同的数据资产化和信息披露策略(李丽丹等,2022)<sup>[53]</sup>,地区市场化水平的高低会影响企业数据资产化效率和信息传递效率(罗福凯等,2023)<sup>[54]</sup>,本文主要从企业产权性质和地区市场化水平两个方面进行异质性分析。将样本划分为“国有企业”和“非国有企业”两组,分别进行检验,回归结果见表7的(1)(2)(5)(6)列;用樊纲市场化指数衡量企业注册地所在省域的市场化水平,根据其均值将样本划分为“市场化水平较高”和“市场化水平较低”两组,分别进行检验,回归结果见表7的(3)(4)(7)(8)列。

表7 异质性分析结果

变 量	股价同步性				股价波动率			
	国有企业	非国有企业	市场化 水平较高	市场化 水平较低	国有企业	非国有企业	市场化 水平较高	市场化 水平较低
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
数据资产化	-0.012*** (0.004)	-0.000 (0.003)	-0.007* (0.004)	-0.003 (0.004)	0.007 (0.018)	-0.001*** (0.000)	-0.074*** (0.023)	0.002 (0.017)
观测值	13 272	22 441	20 061	15 652	13 272	22 441	20 061	15 652
R <sup>2</sup>	0.216	0.241	0.239	0.218	0.345	0.173	0.177	0.308

### 1. 企业产权性质异质性

从资本市场定价效率来看,数据资产化显著降低了国有企业的股价同步性,但对非国有企业股价同步性的影响不显著。其原因可能在于:相比非国有企业,国有企业通常更注重长期战略目标的实现,并面临更多的政策性约束和社会责任,这使得国有企业更愿意在数据资产化方面进行持续投入;同时,国有企业在资源获取和政策支持方面具有明显优势,推进数据资产化的基础较好、能力较强。因此,国有企业能够有效地推进数据资产化,加上国有企业的信息披露水平和规范性较高,数据资产化能够产生较强的信息改善效应,进而显著降低股价同步性。而非国有企业面临的市场竞争更为激烈,政策性约束和社会责任相对较少,更偏向于追求短期利润最大化,对数据资产化的长期投入和价值挖掘不够重视,加上信息披露不够完善,导致数据资产化对其股价同步性的影响尚不显著。

从资本市场稳定性来看,数据资产化显著降低了非国有企业的股价波动率,但对非国有企业股价波动率的影响不显著。其原因可能在于:相比国有企业,非国有企业通常面临更高的市场不确定性,业绩预期波动较大,因而股价波动率较高,数据资产化能够有效降低市场对其未来业绩预期的不确定性,产生较强的边际作用,显著降低其股价波动率。而国有企业的市场估值受政策预期的影响较大,对经营性指标的敏感度较低,数据资产化较难显著改变投资者对其价值和风险的判断,加之其股价波动本身较小,导致数据资产化对其股价波动率的边际作用不显著。

### 2. 地区市场化水平异质性

从资本市场定价效率来看,数据资产化显著降低了市场化水平较高地区企业的股价同步性,但对市场化水平较低地区企业股价同步性的影响不显著。其原因可能在于:在市场化水平较高的地区,资源配

置效率较高,企业的市场敏感度和政策响应力也较强,因而企业更有意愿和能力通过推进数据资产化获取长远利益,会更充分地利用数据资产化来提高决策效率和信息透明度,进而有效缓解自身在资本市场上的信息不对称问题,显著降低股价同步性。

从资本市场稳定性来看,数据资产化显著降低了市场化水平较高地区企业的股价波动率,但对市场化水平较低地区企业股价波动率的影响不显著。其原因可能在于:市场化程度较高的地区通常数字基础设施较完善、数字技术人才较充裕,企业更易于推进资产数据化,数据资产化的作用发挥也更加充分。反映到资本市场上,在市场化水平高的地区,企业数据资产化更能通过更多渠道将企业信息更快地传递到资本市场,进而提升投资者信心、稳定市场预期,最终显著降低企业股价波动率。

## 六、结论与启示

企业与外部主体之间的信息不对称是导致企业股价同步性和股价波动率较高的主要原因,因而通过改善企业信息来缓解信息不对称是提升资本市场定价效率和稳定性的有效路径。数据资产化可以提高企业信息生产质量、信息披露水平、信息利用价值和效率,进而通过信息改善效应降低企业的股价同步性和股价波动率,实现资本市场定价效率和稳定性的双重改善。本文采用沪深A股上市公司2011—2022年的面板数据分析发现:企业数据资产化水平的提升显著降低了股价同步性和股价波动率;数据资产化能够通过抑制盈余管理行为(提高企业信息生产质量)、提高企业信息披露水平、提高分析师关注度(提升企业信息利用价值和效率)3条路径产生信息改善效应,进而降低企业的股价同步性和股价波动率;对于国有企业,数据资产化显著降低了股价同步性,但对股价波动率没有显著影响;对于非国有企业,数据资产化显著降低了股价波动率,但对股价同步性没有显著影响;在市场化水平较高的地区数据资产化显著降低了企业股价同步性和股价波动率,而在市场化水平较低的地区数据资产化对企业股价同步性和股价波动率的影响不显著。

基于上述研究结论,本文得到以下启示:第一,积极推进企业数据资产化,并充分发挥数据资产化对资本市场定价效率和稳定性的双重改善作用。一方面,要制定数据资产会计处理的相关指引,确定数据资产的确认、计量、估值方法和价值变动披露标准,明确数据资产信息披露的关键指标,提高信息透明度,保障资本市场健康运行。另一方面,要将企业数据资产化纳入激励政策体系,激发企业数据资产化的动力。可制定数据资产化扶持目录,引导企业将数据资源与区域经济禀赋相结合,放大数据资产化对资本市场的改善作用,避免政策泛化导致的边际效应递减。第二,强化信息中介功能,有效缓解资本市场中的信息不对称。应提高分析师、评级机构的专业素养,鼓励其开发数据资产评价模型,挖掘数据资产的长期价值与短期效益,助力市场精准识别企业特质信息,引导市场形成理性预期;并应营造良好的市场环境,支持分析师、评级机构等保持观点独立。第三,持续深化市场化改革,不断提高市场化水平,助力数据资产化促进资本市场高质量发展。在市场化水平较高的地区,应积极开发数据资产证券化、数据资产信托等新型金融工具,充分发挥企业数据资产化的积极作用;在市场化水平较低的地区,应不断完善数字基础设施,提升市场的资源配置效率和信息传递效率。此外,在支持国有企业数据资产化的同时,应有有效激励非国有企业通过数据资产化提升企业价值、增强盈利能力,进而稳定市场预期、降低股价波动。

### 参考文献:

- [1] 余涓,边江泽.我国资本市场服务高质量发展的逻辑、实践路径与未来展望[J].行政管理改革,2024(1):54-62.
- [2] 陈奋强,王焯辉.数字金融何以赋能资本市场高质量发展——基于股价同步性视角[J].上海金融,2024(10):55-67.
- [3] MORCK R, YRUNG B, YU W. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock

- price movements? [J]. *Journal of financial economics*, 2000, 58(1-2): 215-260.
- [4] 区俏婷,林巧龙.注册制改革与股票市场波动性——来自创业板的证据[J].*证券市场导报*, 2024(1): 64-79.
- [5] 吴锡皓,张弛.注册制改革对资本市场定价效率的影响研究——基于IPO抑价率的视角[J].*南开管理评论*, 2024, 27(2): 246-258.
- [6] 陈作华,吕凤君.共同机构投资者与股票市场定价效率[J].*上海财经大学学报*, 2024, 26(2): 35-49.
- [7] 黄俊,郭照蕊.新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析[J].*管理世界*, 2014(5): 121-130.
- [8] 郑建东,吕晓亮,吕斌,等.社交媒体平台信息交互与资本市场定价效率——基于股吧论坛亿级大数据的证据[J].*数量经济技术经济研究*, 2022, 39(11): 91-112.
- [9] 宋昕倍,陈莹,逯东,等.信息环境、上市公司增量信息披露与资本市场定价效率——基于MD&A文本相似度的研究[J].*南开管理评论*, 2024, 27(5): 30-39.
- [10] 巫岑,饶品贵,岳衡.注册制的溢出效应:基于股价同步性的研究[J].*管理世界*, 2022, 38(12): 177-202.
- [11] 陈克兢,熊熊,杨国超,等.中小投资者保护制度创新与资本市场定价效率提升——基于投服中心行权的证据[J].*经济学(季刊)*, 2023, 23(6): 2297-2314.
- [12] 陈晔婷,江志麟,何思源,等.数据要素市场化改善了股票市场定价效率吗?——来自A股上市公司的经验证据[J].*金融理论与实践*, 2024(7): 106-118.
- [13] 钟凯,孙昌玲,王永妍,等.资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据[J].*金融研究*, 2018(7): 174-192.
- [14] 曹廷求,张光利.自愿性信息披露与股价崩盘风险:基于电话会议的研究[J].*经济研究*, 2020, 55(11): 191-207.
- [15] 何诚颖,吕越,冯鲍.企业ESG表现对股价波动的影响——基于市场参与者行为的分析[J].*财贸经济*, 2025, 46(2): 103-122.
- [16] 胡海峰.推进资本市场高质量发展的理论逻辑与政策构想[J].*人民论坛·学术前沿*, 2024(1): 33-43.
- [17] 何瑛,陈丽丽,杜亚光.数据资产化能否缓解“专精特新”中小企业融资约束[J].*中国工业经济*, 2024(8): 154-173.
- [18] 彭正银,蒙思元,罗贯擎.数据资产化对企业成长的影响:“锦上添花”还是“雪中送炭”[J/OL].*当代财经*, 1-15 (2025-06-13). <https://doi.org/10.13676/j.cnki.cn36-1030/f.20250613.001>.
- [19] 孟昊,吕晴,李政.数据资产化与企业新质生产力发展[J].*南开学报(哲学社会科学版)*, 2025(3): 22-34.
- [20] 夏文蕾,吴昀琛,余辉,等.数据资产化对企业新质生产力的影响研究——来自A股上市企业的经验数据[J].*图书情报工作*, 2025, 69(7): 28-41.
- [21] 陈富永,曾晓.“数”造新引擎:数据资产化驱动企业高质量发展新路径[J].*经济问题*, 2025(6): 30-37.
- [22] 牛彪,于翔,苑泽明.企业数据资产化与资本市场稳定[J].*现代金融研究*, 2025, 30(4): 53-63+77.
- [23] 林忠国,韩立岩.机构交易的正面效应:波动率和市场效率的视角[J].*系统工程理论与实践*, 2011, 31(4): 606-616.
- [24] 杨小舟,郭凯,荆慧敏.关联并购、融资方式与短期绩效[J].*宏观经济研究*, 2024(11): 38-55.
- [25] 伊志宏,杨圣之,陈钦源.分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究[J].*中国工业经济*, 2019(1): 156-173.
- [26] 李锋森.股市异常波动期间限制卖空机制的效果研究——基于2015年A股市场的自然实验[J].*金融监管研究*, 2019(9): 51-65.
- [27] 方红星,楚有为.自愿披露、强制披露与资本市场定价效率[J].*经济管理*, 2019, 41(1): 156-173.
- [28] 陈祖旺.企业数据资产化的探索与实践[J].*中国经贸导刊*, 2024(18): 151-153.
- [29] 蒋勇,马亚明.股权稳定、盈余管理与非效率投资——来自中国A股上市公司的经验证据[J].*经济体制改革*, 2017(6): 139-145.
- [30] ROYCHOWDHURY S. Earnings management through real activities manipulation [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(3): 335-370.
- [31] 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, 34(4): 3-18.
- [32] 危雁麟,张俊瑞,汪方军,等.数据资产信息披露与分析师盈余预测关系研究——基于文本分析的经验证据[J].*管理工程学报*, 2022, 36(5): 130-141.
- [33] 苑泽明,尹琪,于翔.数据资产如何赋能企业高质量发展——对传统生产要素的优化机制[J].*西部论坛*, 2024, 34

- (3):54-73.
- [34] 梁权熙. 盈余操纵、产权性质与股价同步性[J]. 广西大学学报(哲学社会科学版),2014,36(3):13-21.
- [35] 游家兴,张俊生,江伟. 制度建设、公司特质信息与股价波动的同步性——基于R2研究的视角[J]. 经济学(季刊),2007(1):189-206.
- [36] HEALY P M, WAHLEN J M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting[J]. *Accounting Horizons*,1999,13(4):365-383.
- [37] 纪同辉. 企业社会责任信息影响股价波动的传导机制研究[J]. 财会通讯,2020(4):87-89+101.
- [38] LO K, RAMOS F, ROGO R. Earnings management and annual report readability [J]. *Journal of Accounting and Economics*,2017,63(1):1-25.
- [39] 姚禄仕,林蕾. 过度投资与股价崩盘风险——基于经营与财务风险的路径影响[J]. 华东经济管理,2021,35(10):101-109.
- [40] PIOTROSKI J D, ROULSTONE D T. The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices [J]. *Accounting Review*,2004,79(4):1119-1151.
- [41] 黄新飞,叶梓南,王升泉. 反倾销与中国资本市场信息效率——基于股价同步性的研究[J]. 经济学(季刊),2023,23(5):1954-1972.
- [42] 李春涛,闫续文,宋敏,等. 金融科技与企业创新——新三板上市公司的证据[J]. 中国工业经济,2020(1):81-98.
- [43] 中国信通院. 数据资产化:数据资产确认与会计计量研究报告(2020)[R]. 北京:中国信息通信研究院政策与经济研究所,2020.
- [44] 郭白滢,李瑾. 机构投资者信息共享与股价同步性——基于社会关系网络的分析[J]. 金融经济研究,2018,33(4):87-97.
- [45] 邢天才,张宇. 数据资产如何赋能制造业企业融资能力[J]. 山西财经大学学报,2024,46(8):59-71.
- [46] 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.
- [47] 辛清泉,孔东民,郝颖. 公司透明度与股价波动性[J]. 金融研究,2014(10):193-206.
- [48] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济,2022(5):100-120.
- [49] 杜勇,孙帆,邓旭. 共同机构所有权与企业盈余管理[J]. 中国工业经济,2021(6):155-173.
- [50] 杨志强,唐松,李增泉. 资本市场信息披露、关系型合约与供需长鞭效应——基于供应链信息外溢的经验证据[J]. 管理世界,2020,36(7):89-105+217-218.
- [51] KIM O, VERRECCHIA E R. The relation among disclosure, returns, and trading volume information [J]. *The Accounting Review*,2001,76(4):633-654.
- [52] 潘越,戴亦一,林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. 金融研究,2011(9):138-151.
- [53] 李丽丹,龙文滨,胡珺,等. 省域边界、信息成本与股价崩盘风险[J]. 会计研究,2022(7):154-170.
- [54] 罗福凯,狄盈馨,李启佳. “专精特新”战略、家族涉入与技术创新[J]. 科技进步与对策,2023,40(16):130-141.

## Dual Improvement of Capital Market Pricing Efficiency and Stability Brought by Data Assetization: Empirical Evidence Based on Stock Price Synchronicity and Volatility of Enterprises

YANG Fa-qiong<sup>a</sup>, AI Yong-na<sup>a</sup>, LI Jue-xing<sup>b</sup>

(a. School of Economics, b. School of Management, Yunnan Normal University, Kunming 650500, Yunnan, China)

**Summary:** Promoting the high-quality development of the capital market is an important task of China's economic and social development, and listed enterprises are the micro basis for the high-quality development of

the capital market. At present, the capital market is growing rapidly in scale, but improving slowly in quality. Low pricing efficiency and insufficient stability are important reasons hindering the high-quality development of the capital market. With the advent of the digital economy era, data capitalization provides a new possible path to improve the pricing efficiency and stability of the capital market. However, most existing studies have focused only on one of the two aspects, either pricing efficiency or stability. Both pricing efficiency and stability are basic requirements for the high-quality development of the capital market and are closely related to each other. Therefore, it is necessary to incorporate pricing efficiency and stability into a unified analytical framework to examine the impact of data assetization on the performance of the capital market.

This paper selects panel data from A-share listed companies in China from 2011 to 2022, and uses the data asset text dictionary constructed by He Ying et al. (2024) to measure the degree of data assetization of each company through the statistical keyword method using Python. Based on the dual improvement of capital market pricing efficiency and stability, this paper theoretically and empirically analyzes the impact of data assetization on the capital market. The study finds that data assetization significantly improves the pricing efficiency and stability of the capital market through three mechanisms: enhancing the level of information disclosure, suppressing earnings management, and increasing analyst attention. However, the specific mechanisms through which data assetization affects pricing efficiency and stability differ. Heterogeneity analysis shows that in state-owned enterprises, data assetization has a more significant impact on improving capital market pricing efficiency; in non-state-owned enterprises, data assetization has a more significant impact on improving capital market stability. In particular, in regions with a high degree of marketization, data assetization has a more significant impact on both pricing efficiency and stability. These heterogeneities are underpinned by profound economic reasons. The study concludes that data assetization can improve the performance of the capital market from multiple dimensions and has the potential to become an important force for the high-quality development of China's capital market.

The marginal contributions of this paper are as follows: First, this paper incorporates capital market pricing efficiency and stability into a unified analytical framework, examining the dual improvement of data assetization on both, thereby filling the gap in existing literature that focuses only on one dimension. Second, based on the theory of information asymmetry, this paper clarifies the mechanisms through which data assetization improves capital market pricing efficiency and stability by enhancing the level of information disclosure, suppressing earnings management, and increasing analyst attention. Third, this paper deeply analyzes the economic reasons behind the heterogeneous impacts of data assetization on the capital market from the perspectives of corporate ownership and degree of marketization. Fourth, this paper fully elaborates on the impact of data assetization on capital market pricing efficiency and stability from both theoretical and empirical perspectives, enriching the related research on the economic effects of data assetization.

The research in this paper provides theoretical references for how to fully leverage the positive effects of data assetization to promote the high-quality development of the capital market in the digital economy era. It also offers insights for the development of a systematic policy framework for data assetization and the practice of corporate data assetization.

**Keywords:** data assetization; capital market pricing efficiency; capital market stability; stock price synchronicity; stock price volatility; information asymmetry

**CLC number:** F830.91; F275

**Document code:** A

**Article ID:** 1674-8131(2025)03-0017-15

(编辑:刘仁芳;朱 艳)