

财务柔性如何驱动企业新质生产力发展？

——基于数字化转型速度与创新持续性的分析

孙叶萌^{a,b}, 张晓霞^b

(吉林大学 a. 数量经济研究中心, b. 商学与管理学院, 吉林 长春 130012)

[摘要] 基于 2015—2024 年中国 A 股上市公司的数据, 实证检验财务柔性对企业新质生产力的影响效果与作用机制。研究发现: 储备财务柔性对企业新质生产力具有显著的正向驱动效应, 数字化转型速度与创新持续性在两者关系中发挥中介作用。异质性检验表明, 该驱动效应受企业内外部情境特征的影响。具体而言, 当企业战略差异度较大、内部薪酬差距较小、环境不确定性较高以及分析师关注较多时, 财务柔性的积极作用表现更强。研究结论从财务资源配置维度揭示了新质生产力的微观形成机制, 为理解企业财务战略如何服务高质量发展目标提供了新的理论视角。

[关键词] 财务柔性; 新质生产力; 数字化转型速度; 创新持续性; 战略差异度; 内部薪酬差距; 环境不确定性; 分析师关注度

[中图分类号] F275 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2026)04-0067-11

一、引言

当前, 中国经济正经历从高速增长向高质量发展的深刻转型, 亟须转换增长动能、提升发展质效。习近平总书记在中共中央政治局第十一次集体学习时强调, 加快发展新质生产力是推动高质量发展的核心动能^①。企业作为微观经济活动的核心载体, 其新质生产力的培育成效, 直接决定着发展动能转换的质效。因此, 识别并检验企业新质生产力的关键驱动因素及其形成路径, 成为当前学术研究与政策实践交叉领域的前沿议题。

新质生产力是以创新为主导, 通过技术革命性突破、生产要素创新性配置与产业深度转型升级而催生的先进生产力质态, 其发展核心标志最终体现为全要素生产率的显著提升^[1]。在企业层面, 新质生产力的发展离不开战略性财务资源的支撑。财务柔性反映了企业通过储备超额现金和保留负债融资空间所形成的资源调度能力^[2], 其功能涵盖两个层面: 一是抵御外部冲击的防御性功能, 二是捕捉成长机会的进取性功能。现有研究表明, 财务柔性有助于企业增强风险抵御能力^[3]、拓展投资机遇空间, 进而提升企业价值^[4]。然而, 财务柔性能否以及如何系统地驱动企业新质生产力发展, 其内在机理与边界条件尚未得到充分揭示。

新质生产力的形成与发展是一个动态演进的过程, 其驱动机制需要从动态视角加以解析。新质生产力是“以技术进步与创新驱动为特征的先进生产力”^[5]。在数字技术革命背景下, 技术进步的系统性实现集中体现为全社会的数字化与智能化转型^②; 从微观层面看, 创新驱动落脚于企业创新活动的有序推进^[6]。而数字化转型与企业创新均具有关键的动态属性: 数字化转型的推进速度决定了企业获取技

[收稿日期] 2025-06-30

[基金项目] 教育部人文社会科学研究规划基金项目(22YJA630047)

[作者简介] 孙叶萌(1980—), 女, 吉林长春人, 吉林大学数量经济研究中心、商学与管理学院副教授, 主要研究方向为金融与财务管理, 邮箱: sunyemeng@jlu.edu.cn; 张晓霞(1997—), 女, 云南怒江人, 吉林大学商学与管理学院博士生, 主要研究方向为财务管理。

①详见: https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202402/content_6929446.htm。

②《“十四五”数字经济发展规划》开篇明义, 指出数字经济“正推动生产方式、生活方式和治理方式深刻变革, 成为重组全球要素资源、重塑全球经济结构、改变全球竞争格局的关键力量”。此规划将“全要素数字化转型”定义为重要推动力。

术红利的时效性,而创新活动的持续性则关乎知识积累与技术迭代的长期动能。由此,数字化转型速度与创新持续性构成了企业新质生产力形成过程中的两个关键路径。在快速变化的商业环境中,数字化转型速度是企业建立先发优势的核心:率先完成转型的企业能更敏捷地利用数字技术优化资源配置、提升运营效率,从而为新质生产力奠定技术基础^[7]。同时,创新持续性则从更深层次决定了新质生产力的发展质量:持续的技术研发既能推动技术范式变革以实现“质变”,又能通过迭代升级不断优化技术、人才、数据等生产要素配置,最终实现系统性跃升^[8]。在企业的新质生产力演进过程中,财务柔性发挥着关键的赋能作用。企业储备的财务柔性,一方面能够为数字化转型的快速推进提供即时资金支持,帮助企业把握短暂的技术融合窗口;另一方面也能为长周期的创新活动提供稳定资源保障,确保研发投入不受短期经营波动的干扰。通过在速度与持续性两个维度上同时提供保障,财务柔性为企业培育新质生产力构建了坚实的财务基础。

基于此,本文以2015—2024年中国A股上市公司为对象,实证考察财务柔性对新质生产力的影响效应与作用机制。相较于既有研究,本文存在以下三个方面的边际贡献:第一,区别于既有文献主要关注财务柔性在风险应对^[2]、企业创新^[9]、企业价值以及投资效率^[4]等传统绩效方面的影响。本文将研究视角转向新质生产力这一新兴议题,将财务柔性纳入其驱动体系进行考察,回应了高质量发展阶段企业财务战略如何赋能微观生产力变革的理论关切,为这一议题提供了新的经验证据。第二,突破静态资源观,从动态演进的视角,识别出数字化转型速度与创新持续性两条传导路径,揭示了财务柔性如何通过“加速转型”与“持续创新”转化为新质生产力的过程机理。第三,通过考察战略差异度、内部薪酬差距、环境不确定性以及分析师关注等多维情境因素,刻画了财务柔性赋能效应的权变特征,为企业因企施策、优化财务资源配置提供可检验的经验依据。

二、文献回顾与研究假设

(一) 文献回顾

1. 财务柔性的经济后果

财务柔性作为企业一项前瞻性的财务战略,现有研究围绕着赋能与约束的双重视角,对其经济后果展开了探讨。基于赋能视角,财务柔性能够赋予企业灵活调动内外部资金以应对环境不确定性的动态能力。针对金融危机^[10]以及新冠疫情^[3]等极端事件的研究一致表明,高财务柔性企业具有更强的危机抵御能力;同时,财务柔性能够通过缓解融资约束提高企业的机遇把握能力,Friedrich和Zator发现储备剩余负债能力的企业更有可能进入新市场^[11];此外,财务柔性可以显著促进企业的研发投入与创新活动^[9,12]。基于约束视角,过度的财务柔性可能因弱化管理层约束而引发治理风险。Richardson的研究表明高现金持有会加剧过度投资^[13];Li和Zhang指出负债具有相机治理作用,而高负债柔性则会削弱这一约束^[14]。在中国情境下,王爱群和唐文萍强调超额现金持有会产生高昂成本,过度冗余会降低企业成长性^[15];童红霞的研究也发现高财务柔性会激发管理者的冒险决策,损害企业长期价值^[4]。

尽管对财务柔性经济后果的研究较为丰富,但多集中于企业的短期财务表现与风险防御。相对忽视了财务柔性作为一种动态财务能力,在支持企业进行长期竞争优势构建过程中的核心价值。同时,既有研究尚未系统考察财务柔性是否以及如何赋能企业新质生产力的发展。

2. 企业新质生产力的影响因素

企业新质生产力作为现代经济发展的重要驱动力,其影响因素已成为学术界与实践界关注的焦点。现有研究主要从以下三个维度展开:在金融发展与政策支持层面,曹增栋等的研究揭示了数字普惠金融对涉农企业新质生产力的显著赋能作用,其中覆盖广度的影响尤为突出^[16];国家信息消费试点政策的实施也被证实是推动企业新质生产力发展的有效举措^[17]。在技术发展层面,刘利平和李佳辉针对制造

业企业的研究指出,数字化转型能够通过提升管理、创新与协同能力,显著促进新质生产力的培育^[18]。赵国庆和李俊廷的研究则强调,数字化转型影响新质生产力的作用路径主要体现在激发科技创新效应与缓解融资约束两方面^[7]。此外,技术创新与融合被视为企业新质生产力提升的重要源泉,张沥幻和张金昌发现,企业数实技术融合通过高科技化、高效能化、高端化转型升级,有力推动了新质生产力的发展^[19]。在企业社会责任与可持续发展层面,ESG 实践对企业新质生产力水平的提升亦表现出显著的促进作用^[20]。

尽管既有研究从多个角度探讨了新质生产力的影响因素,但大多聚焦于外部环境与技术因素,相对忽视了作为企业内部核心财务战略的主动资源管理机制。本文将财务柔性这一关键的企业内部前瞻性财务策略纳入新质生产力研究框架,系统考察其对新质生产力的影响机制与作用边界,为新质生产力的培育与发展提供新的理论视角与实践启示。

(二) 研究假设

财务柔性能通过保障资源供给与降低财务风险,为企业新质生产力的提升创造关键条件。在资源供给层面,财务柔性可以有效缓解新质生产力发展面临的融资约束。新质生产力的高科技、高效能与高质量特征,依赖于大量且持续的研发与创新投入。根据优序融资理论,企业在筹集资金时,往往遵循内源融资、债务融资、股权融资的顺序。高财务柔性企业所储备的超额现金,能够使其规避外部融资的不确定性与高昂交易成本;而剩余负债融资能力则提供了未来的债务空间^[3]。现金柔性 with 负债柔性共同赋能,使企业能够灵活调配内外部资金,既克服短期研发的流动性压力,也为颠覆性技术创新等长期战略投入提供保障,从而加速新质生产力的形成与提升。在风险应对层面,基于动态能力理论,财务柔性赋予了企业应对不确定性的能力,为企业培育新质生产力提供稳定的环境。新质生产力的培育周期长、不确定性高。面对市场与技术环境的快速变化,具备高财务柔性的企业能够及时调动冗余资源,通过调整财务策略、优化资本结构来缓冲外部冲击,降低可能出现的财务风险。同时,保持较低的杠杆水平,可以有效减轻企业的偿债压力,避免其陷入财务困境。从而,为核心技术与商业模式的长期、稳健投入提供必要的试错与容错空间。基于此,本文提出研究假设 1:

H1: 财务柔性能够提高企业的新质生产力。

新质生产力的形成与发展是一个动态演进过程。财务柔性的驱动作用,核心在于加速两大关键进程:一是提升数字化转型速度,缩短从技术应用到效能革新的周期;二是保障创新持续性,维持研发投入与探索活动的长期稳定。

数字化转型作为一场深刻的系统性变革,能够通过重塑业务流程与管理模式,驱动企业迈向高效化与智能化。在数字化转型进程中,凭借财务柔性保障资金供给与增强风险应对的能力,企业可以加快转型速度。具体而言,具备高财务柔性的企业能够迅速调动资源,为其设备更新、技术引入与人才建设等转型的关键环节提供即时支持,有效克服转型初期的资金瓶颈与沉没成本顾虑。同时,财务柔性赋予企业在技术路线选择与业务模式调整中更高的容错空间与战略灵活性,使其在面临技术迭代与市场变化时,能够果断地推进转型,从而系统提升数字化转型的实施速度。

数字化转型速度反映了企业将数字技术转化为运营效能的速率,其提升在三个维度上驱动新质生产力发展:第一,自动化与智能化工具的快速部署,能够直接释放人力资源,推动生产要素向高价值环节重新配置;第二,基于数据洞察的敏捷响应能力,可以显著优化企业决策质量与整体资源利用效率^[7];第三,转型进程的加速有助于强化企业内外部知识的流动与协同,打破企业间知识共享的壁垒,构建起开放创新的生态体系^[9,21]。数字化转型速度促进了企业技术、人才、数据等高级要素的深度融合与能级跃升,为新质生产力的形成提供持续动力。基于此,本文提出研究假设 2:

H2: 财务柔性能通过提升企业的数字化转型速度,进而提高企业的新质生产力。

创新是企业获取并保持长期竞争优势的重要路径,其持续推进是培育新质生产力的关键基石。财

务柔性能够通过构建资源缓冲与增强战略耐性,直接保障企业创新活动的持续推进^[9]。创新活动具有高投入、长周期与高风险的特征,常因资金压力而中断。高财务柔性企业能够有效应对经济波动与项目挫折,保持研发投入的稳定性,从而避免因短期绩效压力而削减核心创新投入。同时,财务柔性赋予创新过程必要的战略弹性,使其能够根据阶段性成果与市场反馈,动态调整研发方向与节奏,在保持创新主线稳定的同时实现策略优化,从而系统性维持创新活动的延续性与连贯性。

创新持续性决定了新质生产力发展的质量与速度,其作用机制并非静态的资源堆砌,而是从量变积累到系统质变的动态演进过程。一方面,持续的创新投入能够推动技术突破,催生新技术与新工艺,实现生产要素的质变与能级跃升;另一方面,持续的技术迭代与产品更新有助于推动产业结构向高端化、智能化方向演进,重塑新质生产力的产业形态。技术突破与产业升级的协同推进,最终将催生出新的生产函数组合,实现新质生产力的系统性跃升。基于此,本文提出研究假设3:

H3:财务柔性能够通过提升企业的创新持续性,进而提高企业的新质生产力。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文以2015—2024年中国A股上市公司为初始样本,数据源自CNRDS与CSMAR数据库,采用STATA进行统计分析。考虑到新质生产力相关指标数据(如研发、专利等)自2015年起统计口径趋于规范,故以该年为观测起点。样本筛选遵循以下标准:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除样本选取期间内ST、*ST公司;(3)剔除模型中变量存在缺失值的样本;(4)为避免异常值对研究结论的干扰,对研究中所有连续变量进行上下1%水平的缩尾处理。对数据筛选、处理后共获得14812个样本观测值。

(二) 变量选择与测度方法

1. 被解释变量

新质生产力(*Npro*):本文对新质生产力的测度,首先遵循宋佳等^[20]构建的新质生产力指标体系(如表1所示),采用熵值法衡量企业的新质生产力水平^①,并将其作为核心被解释变量进行主回归分析。其次,鉴于新质生产力发展的最终效率体现为全要素生产率的提升,本文同时将采用GMM法计算的全要素生产率作为核心结果的替代衡量指标,在稳健性检验中使用,以验证结论在不同测度下的普适性。

表1 新质生产力指标体系

因素	子因素	指标	指标计算方法
劳动力	活劳动	研发人员薪资占比	研发费用－工资薪酬/营业收入
		研发人员占比	研发人员数/员工人数
		高学历人员占比	本科以上人数/员工人数
		固定资产占比	固定资产/资产总额
	物化劳动	制造费用占比	(经营活动现金流出小计＋固定资产折旧＋无形资产摊销＋减值准备－购买商品接受劳务支付的现金－支付给职工以及为职工支付的工资)/(经营活动现金流出小计＋固定资产折旧＋无形资产摊销＋减值准备)
生产工具	硬科技	研发直接投入占比	研发费用－折旧摊销/营业收入
		研发折旧摊销占比	研发费用－租赁费/营业收入
		研发租赁费占比	研发费用－直接投入/营业收入
		无形资产占比	无形资产/资产总额
	软科技	总资产周转率	营业收入/平均资产总额
		权益乘数倒数	所有者权益/资产总额

①为了提高回归系数的可观测性,在此基础上乘以100。

2. 解释变量

财务柔性(*FF*):参考曾爱民等的研究^[10],本文从现金与负债两个维度度量财务柔性。具体而言:财务柔性=现金柔性+负债柔性。其中,现金柔性=企业现金比率-行业现金比率,用以刻画企业在同行业中超额持有现金的水平;负债柔性= $\text{Max}(0, \text{行业负债率}-\text{企业负债率})$,反映企业未来可动用的债务融资空间。进一步,本文采用净负债比率作为财务柔性的逆向代理指标进行稳健性检验^[22],净负债比率=(总负债-现金及等价物)/总资产,该指标数值越低(甚至为负),表明企业财务柔性越强。

3. 中介变量

数字化转型程度:为了克服单一指标的局限性,本文综合采用相对速度与绝对速度,以更全面地衡量企业数字化转型速度。首先,借鉴吴非等的研究^[23],通过文本分析法构建了企业数字化转型程度的基础指标。在此基础上,本文构建以下三个数字化转型速度指标:绝对速度(*DIGR_abs*),以数字化转型程度的一阶差分衡量,该指标直接反映了企业数字化转型的绝对推进力度;相对速度(*DIGR_gro*),用企业数字化转型程度的增长率衡量^[24],该指标反映了企业相较于自身基数的相对转型节奏;综合指标(*DIGR_comp*):将绝对速度与相对速度两个指标进行标准化处理后,取其算术平均值。

创新持续性:借鉴何郁冰和张思的做法^[25],从投入与产出两个维度衡量企业的创新持续性。分别以研发投入环比增长率乘以当期创新投入、专利申请量环比增长率乘以当期专利申请数,度量创新投入持续性(*IIP*)与创新产出持续性(*OIP*)。考虑创新项目周期较长且专利申请呈“片段式”特征,将两年数据合并计算。鉴于创新价值转化通常存在时滞效应^[26],本文在机制检验中,采用滞后三期的财务柔性进行回归。

4. 控制变量

为确保研究结果的可靠性,本文从企业财务特征、治理结构及高管特征三个维度选取以下控制变量:企业资产收益率(*ROA*)、营业收入增长率(*Growth*)、总资产周转率(*ATR*)、流动资产比例(*Itang*)、董事会规模(*Board*)、独立董事比例(*Inde*)、两权分离程度(*Dual*)、高管海外背景(*Moversea*)、高管持股比例(*Sms*)、股权集中度(*Top1*)。同时,本文还控制了年份固定效应(*Year*)与个体固定效应(*Firm*)。所有变量的定义如表2所示。

表2 变量定义表

类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	新质生产力	<i>Npro</i>	根据宋佳等构建的指标体系测度 ^[20]
解释变量	财务柔性	<i>FF</i>	现金柔性+负债柔性
	数字化转型速度绝对指标	<i>DIGR_abs</i>	企业数字化转型程度的一阶差分
	数字化转型速度相对指标	<i>DIGR_gro</i>	企业数字化转型程度的增长率
中介变量	数字化转型速度综合指标	<i>DIGR_comp</i>	绝对速度与相对速度两个指标标准化后的算术平均值
	创新投入持续性	<i>IIP</i>	企业的研发投入环比增长率乘以当期的创新投入
	创新产出持续性	<i>OIP</i>	企业专利申请量的环比增长率乘以当期的专利申请数
	企业资产收益率	<i>ROA</i>	净利润/总资产
	营业收入增长率	<i>Growth</i>	营业收入增长额/上年总营业收入
	总资产周转率	<i>ATR</i>	营业收入/总资产
	流动资产比例	<i>Itang</i>	流动资产/总资产
控制变量	董事会规模	<i>Board</i>	董事会总人数的自然对数
	独立董事比例	<i>Inde</i>	独立董事人数/董事会总人数
	两权分离程度	<i>Dual</i>	董事长与总经理分别由两人担任时赋值为1,否则为0
	高管海外背景	<i>Moversea</i>	企业现任高管中具有海外学习或工作背景的赋值为1,否则为0
	高管持股比例	<i>Sms</i>	高管持股数/公司总股数
	股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股数量/公司总股数

(三) 模型构建

为了检验财务柔性对企业新质生产力的影响,即研究假设 H1,本文构建如下基准模型:

$$Npro_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FF_{i,t} + \sum \alpha_k Controls_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$
 (1)

其中, $Npro_{i,t}$ 为企业 i 在 t 年度的新质生产力水平, $FF_{i,t}$ 为企业 i 在 t 年度的财务柔性水平, $Controls_{i,t}$ 为控制变量, α_0 为常数项, μ_i 为个体固定效应, λ_t 为时间固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。若系数 α_1 显著为正, 则说明财务柔性能提升企业的新质生产力, 假设 H1 得到支持。

为了检验研究假设 H2 和假设 H3, 本文参考江艇的做法^[27], 设定模型(2)验证数字化转型速度与创新持续性在财务柔性与新质生产力两者关系中的中介路径是否成立。

$$Median_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FF_{i,t} + \sum \beta_k Controls_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$
 (2)

其中, $Median_{i,t}$ 为中介变量, 在本研究中依次代入数字化转型速度与创新持续性进行检验, 模型中其他变量的定义及衡量方式与前文一致, $Controls_{i,t}$ 为控制变量, β_0 为常数项, μ_i 为个体固定效应, λ_t 为时间固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 3 报告了变量的描述性统计结果。新质生产力($Npro$) 均值为 0.682, 最小值为 0.051, 最大值为 5.294, 整体而言, 样本期间内企业的新质生产力水平偏低, 具有较大发展空间, 并且不同企业的新质生产力水平具有较大差异。财务柔性(FF) 均值为 0.011, 标准差为 0.161, 这意味着样本企业的财务柔性储备平均水平不高, 且在不同企业间存在明显差异。控制变量方面, 所有变量的描述性统计结果与现有研究文献基本一致。此外, 本文对所有变量进行了 Pearson 相关系数检验, 结果显示回归不存在多重共线性问题^①。

表 3 描述性统计

变量	N	mean	sd	min	p50	max
<i>Npro</i>	14812	0.682	0.953	0.051	0.268	5.294
<i>FF</i>	14812	0.011	0.161	-0.242	-0.026	0.546
<i>ROA</i>	14812	0.024	0.069	-0.307	0.030	0.185
<i>Growth</i>	14812	0.112	0.315	-0.546	0.070	1.672
<i>ATR</i>	14812	0.629	0.418	0.090	0.535	2.610
<i>Itang</i>	14812	0.047	0.049	0.000	0.034	0.321
<i>Board</i>	14812	2.113	0.197	1.609	2.197	2.639
<i>Inde</i>	14812	0.379	0.055	0.333	0.364	0.571
<i>Dual</i>	14812	0.707	0.455	0.000	1.000	1.000
<i>Moversea</i>	14812	0.536	0.499	0.000	1.000	1.000
<i>Sms</i>	14812	0.109	0.160	0.000	0.010	0.618
<i>Top1</i>	14812	0.310	0.142	0.075	0.289	0.705

(二) 回归结果分析

1. 基准回归

表 4 汇报了基准回归结果, 列(1)为财务柔性(FF) 对企业新质生产力($Npro$) 的直接回归结果; 列(2)为加入企业层面控制变量后的回归结果; 列(3)为同时加入企业层面控制变量与固定效应的回归结果。回归结果中, 财务柔性的回归系数均在 1% 水平上显著为正, 表明财务柔性对企业新质生产力具有促进作用, 支持了本文核心假设 H1。企业通过保持较高的财务柔性, 能够为技术创新与产业升级提供必要的资源保障, 从而有效促进新质生产力的发展。控制变量的参数估计与既有研究结论具有可比性, 同时, 模型的调整后 R^2 从列(1)的 0.005 提升至列(3)的 0.718, 说明在逐步纳入控制变量与固定效应后, 模型的解释力大幅增强, 具备良好的拟合优度。

表 4 基准回归结果

	(1) <i>Npro</i>	(2) <i>Npro</i>	(3) <i>Npro</i>
<i>FF</i>	0.411 *** (7.588)	0.409 *** (7.410)	0.228 *** (2.908)
<i>Constant</i>	0.678 *** (87.985)	0.690 *** (4.797)	0.048 (0.217)
<i>controls</i>	No	Yes	Yes
<i>Year & Firm</i>	No	No	Yes
N	14812	14812	14812
Adj_ R^2	0.005	0.072	0.718

注: 表中括号内为 t 值, *, **, *** 分别表示在 10%、5%、1% 水平显著。下同。

①因篇幅受限, 未汇报变量间 Pearson 相关系数检验结果, 留存备索。

2. 机制检验

表5汇报了机制检验的回归结果。表5列(1)至列(3)汇报了研究假设H2的检验结果,财务柔性的回归系数在所有设定下均在1%水平上显著为正,表明财务柔性充裕的企业确实展现出更快的数字化转型节奏,财务柔性为企业的数字技术投资与组织变革提供了必要的资源缓冲,使管理层能够更有信心地推行战略性数字化转型。而随着数字化转型步伐的加快,企业借助自动化与智能化技术、数据驱动决策机制以及创新合作策略,显著增强了其新质生产力。

表5列(4)与列(5)报告了假设H3的检验结果。财务柔性对创新投入持续性与产出持续性的回归系数分别为1.115和0.473,且均在1%水平上显著。从系数符号与显著性来看,财务柔性对两个维度的创新持续性均具有显著的促进作用,且其对创新投入的保障作用尤为突出,表明财务柔性通过确保创新活动的稳定进行,为培育新质生产力奠定了微观基础。企业的持续创新在推动技术进步、拓展产品与服务多样性、促进产业升级与经济转型中发挥着核心作用。财务柔性通过增强企业在创新投入与产出两方面的持续性,提升了企业自身的技术能力与市场竞争力,为系统培育新质生产力奠定了基础。

表5 机制检验结果

	(1) <i>DIGR_abs</i>	(2) <i>DIGR_gro</i>	(3) <i>DIGR_comp</i>	(4) <i>IIP</i>	(5) <i>OIP</i>
<i>FF</i>	0.161 *** (2.800)	0.155 *** (2.860)	0.325 *** (3.144)	1.115 *** (3.237)	0.473 *** (3.773)
<i>Constant</i>	-0.003 (-0.016)	0.081 (0.463)	0.082 (0.244)	5.480 *** (3.920)	1.898 ** (3.897)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year & Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	14812	14812	14812	14812	14812
<i>Adj_R²</i>	0.430	0.170	0.270	0.585	0.641

(三) 内生性检验和稳健性检验^①

为了缓解反向因果、遗漏变量及样本选择偏误等内生性问题对估计结果的干扰,本文依次采用滞后变量、工具变量法、Heckman两阶段模型与倾向得分匹配法进行检验;同时,为排除测度口径干扰、地区层面差异及外生事件冲击对估计结果的影响,本文分别通过替换变量度量方式、控制省份固定效应与剔除直辖市样本、剔除疫情冲击样本等方式进行稳健性检验。上述检验结果均与基准结论保持一致。

五、异质性检验

在当前创新与数字化驱动发展的宏观背景下,积极培育新质生产力已成为企业寻求长期竞争优势的普遍战略共识与内在动机。基准回归证实了财务柔性对企业新质生产力具有促进效应,为了深入揭示财务柔性的作用边界,本文从内在动机与外部情境两个维度进行异质性检验。内在动机维度考察了企业内部驱动长期创新活动的意愿强弱,外部情境维度则刻画了外部环境对企业创新活动的支撑与约束。异质性分析部分将系统检验财务柔性对企业新质生产力的影响在战略差异度、内部薪酬差距、环境不确定性及分析师关注度等不同情境下的差异化表现。

(一) 战略差异度异质性

战略差异度是表征企业偏离行业常规竞争模式程度的重要指标。高战略差异度意味着企业选择了更具独特性与探索性的发展路径,其本质是期望通过创新等风险性活动构建长期差异化优势^[28]。企业的这一战略意图,影响着管理层的资源配置动机与倾向,驱动其更愿意将稀缺资源优先导向与新质生产力发展紧密相关的领域(如研发创新与数字化转型)。因此,尽管持有财务柔性的企业普遍具备推动新质生产力发展的能力,但是在高战略差异度企业中,管理层因企业战略导向而有更强烈的动机将关键财

^①考虑篇幅,内生性检验和稳健性检验内容略,留存备索。

务柔性投向与其战略方向高度契合的新质生产力活动,以支撑战略落地、对冲探索风险,从而将战略探索更有效地转化为实质性的生产力进步。基于此,本文认为,在高战略差异度企业中,财务柔性对企业新质生产力的促进作用更明显。

本文借鉴董雪雁等^[29]的研究计算企业的战略差异度^①,并根据样本中位数进行分组检验。表6列(1)与列(2)的回归结果显示:在高战略差异度组中,财务柔性的回归系数为0.313,在1%的水平上显著;而在低战略差异度组中,财务柔性的回归系数仅为0.005,且不显著。组间系数检验在5%水平上显著($P=0.029$)。实证结果表明,财务柔性对新质生产力的驱动作用,在勇于打破行业常规、采取差异化战略的企业中表现得尤为突出。

(二) 内部薪酬差距异质性

内部薪酬差距作为公司治理与激励机制的核心设计,深刻影响着管理层的决策导向与资源配置偏好。较大的薪酬差距在体现锦标赛激励效应的同时,可能会引发管理层的机会主义行为,或促使管理层出于风险规避动机将财务柔性投资于能够快速彰显个人业绩的短期项目,而非长周期、高风险的新质生产力投资^[30]。此时,财务柔性资源可能被扭曲配置。反之,在薪酬差距较小的企业中,更平等的薪酬结构有助于培育注重长期发展的组织文化。在此治理情境下,管理层个人利益与企业长期价值增长协同性增强,驱动其将资源集中于构建核心竞争力的长期任务。而发展新质生产力是完成这一任务的必然路径,也由此成为配置财务柔性资源的战略焦点。因此,管理层有强烈动机将企业宝贵的财务柔性资源,审慎且优先地投入到研发创新等能够提升新质生产力的实质性活动中。基于此,本文认为,在薪酬差距较小的企业中,财务柔性对新质生产力的影响效果更加显著。

本文参考孔东民等的研究^[31],采用管理层与员工平均薪酬之比度量内部薪酬差距,并按样本中位数分组进行实证检验。表6列(3)与列(4)汇报了相应的回归结果:与锦标赛理论的预期不同,财务柔性对企业新质生产力的促进作用在低薪酬差距组中显著为正(系数0.208,在10%水平上显著),而在高薪酬差距组中不显著(系数0.088)。组间系数检验在1%水平上显著($P=0.000$)。回归结果表明,当企业内部激励趋于平等时,财务柔性作为一种中性资源,能更大程度地避免代理问题的干扰,从而更顺畅地转化为促进集体创新的“公共品”,对提升新质生产力发挥出更显著的边际效应。

(三) 环境不确定异质性

环境不确定性的加剧,显著提高了企业预测未来与评估风险的难度。在市场需求波动、行业竞争激化与政策风险加剧等不确定性情境中,企业外部融资成本升高,其可靠性也相应削弱。依据实物期权理论,财务柔性作为一种宝贵的“看涨期权”,在高不确定环境中的战略价值被空前凸显。财务柔性能够有效缓解高不确定性对企业落实新质生产力投资造成的双重约束:一是为数字化转型与创新活动等长期投资提供持续供给,避免因现金流波动而中断;二是赋予企业在战略性机会出现时迅速捕获并配置资源的能力,避免因资金短缺而错失先机。基于此,本文预期,在高不确定性环境中,财务柔性对企业新质生产力的促进作用更为显著。

本文采取经行业调整的企业业绩波动度量环境不确定性水平^[32],并且按照样本中位数划分为高、低环境不确定性两组,分组回归结果如表6列(5)与列(6)所示,在高环境不确定性组,财务柔性的回归系数为0.233,在10%水平上显著;而在低不确定性组,财务柔性的回归系数则不显著。组间差异检验在1%水平上显著($P=0.006$)。实证结果表明,财务柔性对新质生产力的提升作用,在环境不确定性高的情境下更为关键。

①基于广告强度(广告费用/销售收入)、研发强度(研发支出/销售收入)、资本密集度(固定资产/员工数)、固定资产更新程度(固定资产净额/固定资产原值)、间接费用效率(间接费用/销售收入)、有息负债率(短期借款、长期借款和应付债券之和/净资产)六个方面构建战略差异指标。

(四) 分析师关注度异质性

分析师关注是企业外部信息环境与公司治理机制的重要组成部分。其影响具有双重性:一方面,可能会强化管理层的短期业绩压力;另一方面,通过深入的信息挖掘与外部监督从而有效约束管理层的机会主义行为。新质生产力的投资通常具有长周期与高不确定性的特征,恰好与管理层潜在的机会主义动机(如风险规避与短期绩效追求)相冲突,从而导致企业对这类战略性投资出现不足。较高的分析师关注通过持续的信息解读与监督,增加了管理层不当配置财务柔性的机会成本与声誉风险。在此压力下,管理层为维系市场声誉与信任,会更倾向于将财务柔性审慎、透明地配置于数字化转型、创新等与新质生产力发展相关的长期项目。因此,本文预期高分析师关注度会增强财务柔性对新质生产力的正向影响。

本文采用覆盖公司的分析师研究报告数量加1取自然对数作为分析师关注度代理变量^[33],并且按照中位数进行分组检验。表6列(7)与列(8)的回归结果为“监督治理”观提供了支持:财务柔性的系数在高分析师关注组中为0.266,在5%水平上显著,而在低关注组中则不显著。组间差异检验在1%水平上拒绝组间系数相等的原假设($P=0.006$)。研究结果表明,在中国资本市场环境下,分析师关注所发挥的信息效应与外部治理效应占主导地位,其积极作用超越了可能引发的创新短视压力,通过降低信息不对称和约束管理层机会主义行为,确保了财务柔性资源能够被更有效率地配置于创新活动,从而强化了其对新质生产力的正向影响。

表6 异质性检验

	Npro							
	高战略 差异度 (1)	低战略 差异度 (2)	高内部 薪酬差距 (3)	低内部 薪酬差距 (4)	高环境 不确定性 (5)	低环境 不确定性 (6)	高分析师 关注度 (7)	低分析师 关注度 (8)
FF	0.313 *** (3.391)	0.005 (0.037)	0.088 (0.923)	0.208 * (1.688)	0.233 * (1.781)	0.155 (1.458)	0.266 ** (2.310)	0.136 (1.183)
Constant	0.393 (1.555)	-0.715 * (-1.691)	0.510 ** (1.982)	-0.093 (-0.243)	-0.066 (-0.176)	0.107 (0.313)	0.306 (0.949)	-0.053 (-0.174)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year & Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10424	4388	7415	7397	7406	7406	7321	7491
Adj_R ²	0.721	0.759	0.746	0.729	0.725	0.751	0.763	0.710
Chow_test	P=0.029 **		P=0.000 ***		P=0.006 ***		P=0.006 ***	

六、结论性评述

本文选取2015—2024年中国A股上市公司作为研究对象,考察了财务柔性对企业新质生产力的影响效果与作用机制。主要研究结论如下:(1)财务柔性有助于提升企业的新质生产力。(2)财务柔性通过提高企业的数字化转型速度与增加企业的创新持续性水平,进而促进新质生产力的发展。(3)异质性检验明确了财务柔性驱动新质生产力边界:从内部情境看,其在战略差异度较大、代理成本得到有效控制(如内部薪酬差距较小)的企业中效应更强;从外部情境看,其在环境不确定性高、信息透明度与外部监督要求高(如分析师关注度高)的企业价值更大。

基于以上研究结论,本文提出如下启示:第一,企业应将财务柔性提升至战略管理高度,系统构建抗风险与促发展的财务基础。企业需充分认识财务柔性在应对不确定性及驱动长期创新中的核心价值,将其视为关键战略资源进行管理。具体而言,可通过优化资本结构、保持合理现金持有、拓宽多元化融资渠道等方式,系统提升自身的财务应变与资源配置能力。在操作层面,应加强现金流预算与动态监

控,建立资金预警与响应机制;同时控制非必要负债,在保障流动性的同时为战略性投资预留空间。第二,企业应推动财务柔性与企业战略目标实现的有机协同。通过构建业财联动机制,将财务柔性的积累与运用同企业战略方向紧密衔接,确保资金优先投向数字化转型、研发创新等与新质生产力提升息息相关的领域。第三,企业应结合内外部情境,实施差异化的财务柔性策略。战略差异度大、处于高度不确定性环境或面临较强外部监督的企业,应更加重视财务柔性的前瞻布局与动态管理;而内部薪酬差距大、代理问题突出的企业,则需优化治理机制,确保财务柔性的有效配置。第四,政策与市场层面应共同营造有利于企业构建与运用财务柔性的制度环境。政府部门可考虑在税收优惠、研发补贴、专项基金等方面对积极推动数字化转型与持续创新的企业予以倾斜,特别是对面临较高环境不确定性或融资约束的群体提供定向支持。金融机构应加快开发适应新质生产力企业特征的融资产品,优化信用评价体系,降低融资成本,助力企业将财务柔性转化为实实在在的技术升级与创新成果。企业、政府、金融机构多方协同,共同激发企业依托财务柔性实现高质量发展的内生动力。

同时,本文仍存在一定的研究拓展空间。首先,财务柔性的度量主要基于现金持有与负债水平两个维度,未能涵盖股权融资柔性,未来可尝试构建综合性指标体系以更全面刻画企业财务柔性水平。其次,研究样本限于A股上市公司,未来可将样本拓展至非上市公司及中小企业群体,以增强研究结论的外部有效性。进一步地,本文识别了“加速转型”与“持续创新”两条路径,但财务柔性还可能通过组织韧性提升、人力资本结构升级等渠道作用于新质生产力,有待后续研究深入探索与验证。

参考文献:

- [1] 中国社会科学院经济研究所课题组,黄群慧,杨耀武,等. 结构变迁、效率变革与发展新质生产力[J]. 经济研究, 2024(4): 4-23.
- [2] DeAngelo H, Gonçalves A S, Stulz R M. Corporate deleveraging and financial flexibility[J]. The Review of Financial Studies, 2018 (8): 3122-3174.
- [3] Chang B G, Wu K S. The nonlinear relationship between financial flexibility and enterprise risk-taking during the COVID-19 pandemic in Taiwan's semiconductor industry[J]. Oeconomia Copernicana, 2021, 12(2): 307-333.
- [4] 童红霞. 财务柔性、非效率投资与上市公司企业价值关系研究[J]. 预测, 2021(1): 31-37.
- [5] 蔡继明,高宏. 新质生产力参与价值创造的理论探讨和实际应用[J]. 经济研究, 2024(6): 15-28.
- [6] 余冰泽,冯栋琨. 财政目标压力、征税努力和企业技术创新[J]. 经济理论与经济管理, 2024(4): 67-84.
- [7] 赵国庆,李俊廷. 企业数字化转型是否赋能企业新质生产力发展——基于中国上市企业的微观证据[J]. 产业经济评论, 2024 (4): 23-34.
- [8] 贺小刚,陈元,杨婵,等. 持续创新对困境企业复苏的影响机理研究[J]. 科研管理, 2023(12): 146-157.
- [9] Hao Z, Zhang X, Wei J. Research on the effect of enterprise financial flexibility on sustainable innovation[J]. Journal of Innovation & Knowledge, 2022, 7(2): 100184.
- [10] 曾爱民,傅元略,魏志华. 金融危机冲击、财务柔性储备和企业融资行为——来自中国上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2011(10): 155-169.
- [11] Friedrich B U, Zator M. Flexibility costs of debt: Danish exporters during the cartoon crisis[J]. Journal of Financial Economics, 2023(2): 91-117.
- [12] 张倩,张玉喜. 区域金融发展、企业财务柔性研发投入——以中小企业为例[J]. 科研管理, 2020(7): 79-88.
- [13] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [14] Li Y, Zhang X Y. Impact of board gender composition on corporate debt maturity structures[J]. European Financial Management, 2019, 25(5): 1286-1320.
- [15] 王爱群,唐文萍. 环境不确定性对财务柔性与企业成长性关系的影响研究[J]. 中国软科学, 2017(3): 186-192.
- [16] 曹增栋,涂勤,胡载舟. 数字普惠金融对涉农企业新质生产力的影响——基于农村产业融合的机制分析[J]. 湖南农业大学学报(社会科学版), 2024(5): 106-116.
- [17] 刘毛桃,方徐兵,应望江. 数字化消费与新质生产力发展:来自国家信息消费试点政策的证据[J]. 当代财经, 2025(1): 111-125.
- [18] 刘利平,李佳辉. 数字化转型何以赋能新质生产力发展——来自制造业的经验证据[J]. 江海学刊, 2024(4): 104-110.

- [19] 张沥幻, 张金昌. 数实技术融合、企业转型升级与新质生产力——基于 A 股制造业企业的实证检验[J]. 科技进步与对策, 2024(20): 1-12.
- [20] 宋佳, 张金昌, 潘艺. ESG 发展对企业新质生产力影响的研究——来自中国 A 股上市企业的经验证据[J]. 当代经济管理, 2024(6): 1-11.
- [21] Su Y, Wu J. Digital transformation and enterprise sustainable development[J]. Finance Research Letters, 2024, 60: 104902.
- [22] Geelen T, Hajda J, Morellec E, et al. Asset life, leverage, and debt maturity matching[J]. Journal of Financial Economics, 2024, 154: 103796.
- [23] 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(7): 130-144.
- [24] 杜善重, 马连福. 数字化转型速度如何影响企业债务融资——基于“降成本”与“去杠杆”视角的研究[J]. 审计与经济研究, 2024(2): 52-62.
- [25] 何郁冰, 张思. 技术创新持续性对企业绩效的影响研究[J]. 科研管理, 2017(9): 1-11.
- [26] 宋砚秋, 胡军, 齐永欣. 创新价值转化时滞效应模型构建及实证研究[J]. 科研管理, 2022(3): 192-200.
- [27] 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.
- [28] 王冰, 陈逢文, 洪丛华. 战略差异度对企业风险承担行为的影响研究[J]. 管理学报, 2024(3): 392-399.
- [29] 董雪雁, 崔倚菁, 高靖宇. 公司战略差异度与审计师选择[J]. 会计研究, 2021(6): 144-158.
- [30] Chan H L, Kawada B, Shin T, et al. CEO-employee pay gap and firm R&D efficiency[J]. Review of Accounting and Finance, 2020, 19(2): 271-287.
- [31] 孔东民, 徐茗丽, 孔高文. 企业内部薪酬差距与创新[J]. 经济研究, 2017(10): 144-157.
- [32] 申慧慧, 于鹏, 吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率[J]. 经济研究, 2012(7): 113-126.
- [33] 刘柏, 琚涛. “事前震慑”与“事后纠偏”: 分析师关注对财务错报和重述的跨期监管研究[J]. 南开管理评论, 2021(1): 50-61.

[责任编辑: 高 婷]

How Financial Flexibility Drives New Quality Productive Forces in Firms? Analysis based on Digital Transformation Speed and Innovation Persistence

SUN Yemeng^{a,b}, ZHANG Xiaoxia^b

(a. Quantitative Economics Research Center;

b. School of Business and Management, Jilin University, Changchun 130012, China)

Abstract: Using data from China's A-share listed companies from 2015 to 2024, systematically investigates the impact of financial flexibility on New Quality Productive Forces and its underlying mechanisms. The findings reveal that financial flexibility significantly enhances New Quality Productive Forces. Furthermore, the speed of digital transformation and the persistence of innovation are identified as key mediating channels in this relationship. Heterogeneity analysis shows that the positive effect of financial flexibility is more pronounced in firms with high strategic divergence, a small internal pay gap, high environmental uncertainty, and substantial analyst coverage. The findings reveal the micro-level formation mechanism of New Quality Productive Forces from the perspective of financial resource allocation, offering a fresh theoretical lens for understanding how corporate financial strategy can support the goal of high-quality development.

Key Words: financial flexibility; new quality productive forces; digital transformation speed; innovation persistence, strategic deviance; internal pay gap; environmental uncertainty; analyst attention