

产融结合退出如何影响企业数字化转型？

曹智铭,牛彪

(中国财政科学研究院 研究生院,北京 100142)

[摘要] 经济发展进入新阶段,产融结合退出成为资本市场中的新现象。基于 2011—2022 年上市公司数据,实证检验产融结合退出对数字化转型的影响以及作用机制。研究发现,产融结合退出可以促进企业数字化转型;机制分析发现,产融结合退出通过提升公司治理水平、抑制管理层短视、降低财务风险来促进企业数字化转型;异质性分析发现,在大规模和国有、高科技、经济政策不确定性高以及技术市场水平高的企业中,产融结合退出对数字化转型的促进作用更显著。研究结论为防范化解企业经营风险提供一定参考,并对企业实现转型升级、达到高质量发展目标具有重要意义。

[关键词] 产融结合退出;数字化转型;公司治理;管理层短视;财务风险;数字红利

[中图分类号] F810 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2025)02-0109-09

一、引言

党的二十大报告指出,“要加快发展数字经济,促进数字经济和实体经济深度融合”。发展数字经济不仅是顺应数字技术变革的客观需要,还是深化供给侧结构性改革、实现经济高质量发展的战略选择。数字化转型是经济高质量发展的重要引擎,更是企业转型升级的核心驱动力。作为我国经济高质量发展的重中之重,加快实现数字化转型已经成为实体企业的战略任务和使命担当^[1]。从外部政策层面来看,国家高度重视实体企业数字化转型并做出具体战略部署。2024 年 5 月,国务院审议通过的《制造业数字化转型行动方案》明确指出,要“立足我国制造业发展实际,突出问题导向,为制造业插上数字化“翅膀”,提供系统性解决方案,最大限度释放数字红利”。从内部企业价值层面来看,随着数字经济模式发展和市场竞争格局的转变,实体企业亟待通过数字化转型,变革生产方式和商业模式以提升企业核心竞争力,同时需要依靠数字化转型提升企业创新活力,推动核心技术攻关和创新产品的市场推广,进一步为实现实体企业高质量发展助力。数字化转型是一项长期、持续、复杂的创新活动,将重塑企业战略规划、组织结构、生产流程等^[2]。因此,实体企业在数字化转型过程中必然会面临许多问题和阻碍。由于数字化转型活动的长期性和复杂性,需要持续性的资源投入,这些资源投入是企业制定和有效实施数字化战略的基础^[3]。因此,实体企业所面临的资源约束压力是导致管理层数字化转型意愿不强烈的关键因素,企业内部存在的委托代理问题是阻碍企业数字化转型的重要原因。对管理层缺乏有效的监督和激励,导致管理层只关注短期利益和个人私利,忽视了企业的长期可持续发展,加之数字化转型具有复杂性和长期性等特征,使管理层可能无法在任期内从数字化转型过程中获取相应收益和回报,故管理层开展数字化转型的意愿不强烈^[4]。因此,资源约束问题和委托代理问题是企业数字化转型意愿和动力不足的重要难题,如何有效化解这些问题,有效推进企业数字化转型,是学术界和实务界亟待解决的问题。

与此同时,产融结合是现阶段实体企业中普遍存在的另一个重要现象。产融结合本质是通过参股、控股等方式整合产业资本和金融资本,两者融合以期优化资源配置,提升整体效益。对于产融结合,目前存在两种观点,一种观点认为产融结合会对实体企业产生积极效应,是金融市场助力实体企业高质量发展的重要途径,这种观点得到大部分学者的支持^[5]。另一种观点认为产融结合并不适用于所有市场主体,也可能产生诸多弊端,但这种观点的研究相对较少。可以看出,产融结合是否促进企业高质量发展仍具有不确定性。在日益复杂的经济环境中,选择退出产融结合的企业也不在少数,值得业内和学术界引起关注。为防止国有资本“脱实向虚”,国资委已经对央企金融业务“划红线”。2024 年 6 月 3 日,国务院国资委召开会议并明确指出:各中央企业原则上

[收稿日期] 2024-03-31

[作者简介] 曹智铭(1994—),男,湖南常宁人,中国财政科学研究院研究生院博士研究生,从事公司治理研究;牛彪(1990—),男,山东泰安人,中国财政科学研究院研究生院博士研究生,从事数字经济与公司治理研究,通信作者,E-mail: Fly6686@foxmail.com。

不再新设、收购和参股各类金融机构,同时,必须尽快撤出风险较大、收益较小的金融机构。在资本市场中,央企控股上市公司正在加速“出清”非主业的金融资产。例如湖北能源、中广核技、马钢集团、中国机械工业集团等在内的多家公司主动作为,将相关资产进行挂牌拍卖处理,涉及的资产包括持有的银行、保险以及租赁公司股权等。“退金令”的主要目的在于引导央企更多地服务于实体经济,提高资源配置效率,防止金融风险与实体经济风险交叉传染。因此,探讨企业究竟是否需要产融结合以及产融结合退出对企业会造成何种影响成为受关注的重要话题。那么,在金融服务实体经济高质量发展背景下,产融结合退出是否以及如何影响企业数字化转型?不同条件下二者关系是否会发生变化?对上述问题的解答不仅有助于防范和化解金融风险,而且对助推实体企业数字化转型、实现高质量发展具有重要意义。

二、文献综述

(一)产融结合及其退出的经济后果

在经济市场中,诸多企业会借助产融结合的方式以期实现多元化发展。因此,对产融结合经济后果的研究在学术界和业界颇受关注,主要集中于产融结合对企业经营、投资、创新等方面的影响,并且结论存在分歧。产融结合旨在通过股权关联优化资源配置实现多元化发展。同时,产融结合也可能产生内部代理问题、交叉传染金融风险与实体经济风险。一方面,产融结合可以为企业提供资金支持,降低交易成本,提升经营能力、创新能力、核心竞争力等^[6]。现有研究认为产融结合可以优化企业的资源配置,支持企业多元化发展。另一方面,产融结合也可能存在一定的负面效应。产融结合可能会给企业带来财务风险、资本整合风险、内部交易风险、组织结构风险^[7]等。

(二)数字化转型的影响因素

数字经济时代背景下,企业数字化转型是企业实现高质量发展的重要途径。数字化转型不是简单的数字技术升级,而是将数字技术嵌入到组织内部,贯穿整个生产经营流程,是一项系统性、长期性的创新工程^[8]。已有文献主要集中于对数字化转型经济后果的研究,而对数字化转型影响因素的研究方兴未艾。

已有研究主要从企业内外部两方面研究数字化转型的影响因素。从外部来看,主要包括政策环境、融资环境、基础设施建设、知识产权保护^[8]等因素。数字化转型是将数字技术深度融合到实体企业的组织架构和生产经营中,需要良好的外部环境作为基础支撑。从内部因素来看,管理层特征、公司治理、企业战略文化等方面会影响企业数字化转型^[9]。数字化转型具有回报周期长、转型风险高、不确定性高等特征^[10]。进行数字化转型需要管理层有一定战略眼光和较强的风险承担能力等内部力量作为支撑。结合国内外研究来看,数字化转型的影响因素众多,但较少从产融结合层面来系统性分析其对数字化转型的影响。

(三)文献评述

综上所述,关于产融结合和数字化转型的相关研究已经较为丰富,为本文的研究打下了扎实的基础,但从产融结合退出角度对企业数字化转型影响的研究还较少。尤其是在经济不确定性较高的大环境下,需正确引导实体企业合理选择是否借助产融结合,实现数字化转型升级,达到高质量发展目标。因此本文将着重分析产融结合退出对实体企业数字化转型的影响,并多维度分析其内在的影响机制。

三、理论分析与研究假设

产融结合是指实体产业与金融机构的深度融合,通过这种方式,企业可以获得金融支持来促进其产业发展,而金融机构也可以从产业的发展中获益。尽管产融结合存在许多积极影响,但也伴随着一系列风险,例如资本整合风险、组织复杂性风险、内部交易风险以及道德风险等。可以看出,产融结合的协同收益与协同风险是相伴而生的。因此,本文通过产融结合退出后与推动数字化转型战略密切相关的公司治理、管理层短视以及财务风险三个方面作为研究切入点,分析产融结合退出对企业数字化转型的影响。

首先,产融结合退出可以通过优化公司治理,进而促进企业数字化转型。第一,产融结合为管理层和大股东侵占公司资源提供了操作空间。在产融结合实施过程中,实体企业与金融部门之间会出现错综复杂的持股关系以及关联交易行为,增加了信息的传递风险和监管难度^[11]。同时,产融结合会使企业内部组织结构更为复杂、内部冲突更为严重,这对信息披露带来了更大挑战,加剧了实体企业与金融机构之间的信息不对称性^[12],反而

降低了金融机构对实体企业的监督效果。第二,产融结合减弱了实体企业的决策控制力,增加了管理复杂性,降低了运营效率。企业产融结合后需要在金融业务和主营业务之间平衡资源分配^[13]。相比较而言,产融结合退出会促使企业重新审视发展战略,将更多资源和注意力集中于主营业务上,避免金融投资产生挤出效应。数字化转型是企业实现高质量发展的重要契机,企业专注于数字化转型可以更为清晰地锁定目标市场,根据自身情况重新调整战略目标,从而有效提高决策质量和执行效果,提高资源使用效率。第三,良好的公司治理为企业数字化转型提供了保障,相对更优的治理才能制定科学决策,而治理结构不完善将导致难以对管理层决策形成有效监督,反而让决策成为自利行为^[14]。可以看出,产融结合退出能够通过优化公司治理环境,有效缓解代理冲突问题,这为企业有效推进数字化转型奠定了坚实基础。

其次,产融结合退出可以通过抑制管理层短视,进而促进企业数字化转型。根据公司治理理论,管理层容易产生追求私利、过度自信的行为,导致企业内部资源的严重浪费和无效利用。这一观点立足于短期利润最大化目标,若实体投资回报率低于金融资产投资回报率,则管理层会倾向于将资源配置向金融资产投资倾斜,并进一步将金融资产投资所获取的收益进行再投资,由此引致企业整体目标变得短期化,对数字化转型这种长期性、复杂性的实体投资活动产生挤出作用。同时,与金融部门的联结关系为管理层短视提供了“挡箭牌”。相较于向金融部门寻求“联结”关系的行为,数字化转型这种持续、长期和不确定性较高的投资活动更加需要承担风险。而产融结合更多体现出寻求资本增值和风险对冲的作用,可以看作为应对外部环境和市场竞争冲击的“蓄水池”,甚至是为了获取关系贷款和延期信贷的金融工具。同时,产融结合还可能成为管理层风险规避或谋取私利的“挡箭牌”,尤其在企业面临市场竞争压力和财务困境时,“挡箭牌”的效果更加凸显^[14]。进一步地,管理层对这种风险规避或谋取私利行为可能会产生惯性依赖,进而恶化公司治理体制的监督作用^[15],为其滥用权利优势,谋求私利提供“温床”,降低了企业主动寻求变革和提升竞争力的动力。可见,产融结合退出能够通过聚焦主业和压缩短期决策空间,使管理层更加重视企业的长期价值,一定程度上有效推进数字化转型。

最后,产融结合退出可以通过降低财务风险,进而促进企业数字化转型。产融结合会导致企业过度依赖金融支持进行扩张,而忽视了自身的经营能力和市场风险。一方面,当企业过度涉足金融领域时,放大了金融风险,使实际收益偏离预期收益,财务风险加剧^[16]。尤其在供应链金融领域,如果风险管理不当,可能会导致供应链中的企业受到连带影响,增加整个链条的脆弱性^[17]。另一方面,产融结合的企业在银行借贷和整体负债水平上均显著提高,加大了偿债压力,财务风险进一步加剧^[18]。相比较而言,产融结合退出后,企业既可以通过资产剥离等方式减少亏损业务,减轻财务负担,释放可用资金,将其集中于核心业务领域,为数字化转型提供充足的资金支持,以寻求新的增长点,又可以通过整合已有资源,调整组织结构,针对数字化转型制定明确的实施计划,使之更加适应数字化转型的管理需求^[18]。可见,产融结合退出可以保障企业核心主业发展所需的资源,使企业更重视主业实体的高质量发展,而非金融领域的投资活动,这为企业有效推进数字化转型提供了资金支持^[19]。

基于此,本文提出研究假设 1 和假设 1a、假设 1b、假设 1c。

假设 1:在其他条件不变的情况下,产融结合退出会促进企业数字化转型。

假设 1a:在其他条件不变的情况下,产融结合退出可以优化公司治理环境,进而促进企业数字化转型。

假设 1b:在其他条件不变的情况下,产融结合退出可以抑制管理层短视倾向,进而促进企业数字化转型。

假设 1c:在其他条件不变的情况下,产融结合退出可以降低财务风险,进而促进企业数字化转型。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取 2011—2022 年我国 A 股上市公司为研究样本,并且对原始样本数据进行以下处理:(1)剔除 ST、*ST 公司;(2)剔除相关财务指标严重缺失的上市公司;(3)剔除金融、保险类上市公司;(4)为消除极端值的影响,本文对连续变量进行 1% 分位上的缩尾处理;(5)除二值型变量和比率型变量之外,其余数据均采用对数化处理。经过对数据的清洗筛选后,共得到观测值 5785 个。上市公司数据主要来源于 CSMAR 和 WIND 数据库。

(二) 变量定义

1. 被解释变量:数字化转型(DT)

企业数字化转型是一个系统性工程,如何有效准确地度量数字化转型程度具有很大的挑战性。其中,通过

机器学习的文本分析法是目前较为常用的衡量途径,由此,本文在通过构造数字经济相关的数字化词典来衡量企业数字化转型程度。具体而言:首先,以国家数字经济政策体系为基础构造企业数字化转型的词汇库(例如人工智能、大数据、云计算、区块链技术以及数字技术运用等),这些词汇库构成了企业数字化转型的术语词典。其次,结合数字化转型词汇库,借助 Python 软件对上市公司年报中相关语段进行文本分析。最后,采用词频分析法衡量企业的数字化转型程度。在提取得到每家上市公司的年报中各关键词的出现频率后,本文选取与数字化转型相关词频加总后进行取对数,得到上市公司的数字化转型程度(DT)。

2. 解释变量:产融结合退出(Finout)

由于上市公司参股上市金融机构的比重较低,对其影响力有限,因此,本文借鉴王秀丽等^[20]的研究,考察上市公司对非上市金融机构的产融结合退出情况。若当年上市公司发生退出非上市金融机构的事项,则该年度产融结合退出变量 Finout 取值为 1, 否则为 0。

3. 控制变量

为保证回归结果的稳健性,参考王秀丽等^[20]的做法,本文选取以下控制变量:公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、总资产收益率

(ROA)、成长性(Tasgrt)、产权性质(SOE)、两职合一(Dual)、独立董事占比(Indep)、董事会规模(Board)。同时,本文控制了年份、行业固定效应。具体变量定义如表 1 所示。

(三)模型构建

本文构建多元回归模型(1),用以分析产融结合退出对企业数字化转型的影响:

$$DT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Finout_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \delta_h + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量为企业数字化转型(DT),核心解释变量为产融结合退出(Finout), ε 为随机误差项,其余为前文所述控制变量。本文为避免时间和行业层面的不可观测因素的影响,控制了年份(δ_t)和行业(δ_h)固定效应。若 α_1 估计系数显著为正,则说明产融结合退出能够显著促进企业数字化转型,假设 1 得以验证。

五、实证结果与分析

(一)描述性统计

主要变量的描述性统计结果如表 2 所示。可以看出,各变量中位数与均值较为接近,且主要变量不存在极端异常值。在 2011—2022 年间,上市公司数字化转型(DT)的均值为 1.6380,最小值为 0,最大值为 3.989,表明不同上市公司数字化转型程度存在较大差异。产融结合退出(Finout)的均值为 0.272,表明具有产融结合退出行为的上市公司约占全部上市公司的 27.2%。其余控制变量的描述性统计结果与现有研究大致一致,数据均在合理区间之内。

(二)基准回归分析

表 3 报告了产融结合退出对企业数字化转型的回归结果。列(1)和列(2)为仅加入产融结合退出、行业和年度虚拟变量时,产融结合退出对企业数字化转型的回归结果。结果显示,Finout 的回归系数分别为 0.157 和 0.107,均在 1% 的统计水平上显著。列(3)和列(4)为加入控制变量后的回归结果。结果显示,Finout 的回归系数分别为 0.141 和 0.082,在 1% 和 5% 的水平上显著为正,说明产融结合退出能够促进企业数字化转型。本文假设 1 得到支持。

表 1 主要变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量描述
被解释变量	DT	数字化转型	ln(年报中数字化转型相关词频的总和 + 1)
解释变量	Finout	产融结合退出	若企业当年发生产融结合退出行为,则赋值为 1, 否则为 0
控制变量	Size	企业规模	总资产取自然对数
	Lev	资产负债率	总负债/总资产
	ROA	总资产收益率	总资产报酬率,净利润/资产总额
	Tasgrt	成长性	营业收入增长率
	SOE	产权性质	虚拟变量,国有企业取 1, 否则取 0
	Dual	两职合一	虚拟变量,董事长是否兼任总经理,兼任取 1, 否则取 0
	Indep	独立董事比例	独立董事占董事会比例
Board	董事会规模	董事会成员数量	

表 2 主要变量描述性统计

VARIABLES	N	mean	sd	min	median	max
DT	5785	1.638	1.455	0	1.386	3.989
Finout	5785	0.272	0.378	0	0	1
Size	5785	22.641	1.067	20.332	22.754	23.857
Lev	5785	0.481	0.198	0.111	0.495	0.838
ROA	5785	0.039	0.050	-0.092	0.035	0.149
Tasgrt	5785	0.061	0.226	-0.506	0.082	0.459
SOE	5785	0.400	0.490	0	0	1
Dual	5785	0.252	0.434	0	0	1
Indep	5785	0.355	0.028	0.306	0.327	0.566
Board	5785	2.151	4.347	1.791	2.197	2.485

(三) 稳健性检验

1. 倾向得分匹配法

产融结合退出对企业数字化转型的影响可能会受到样本选择偏误带来的内生性问题,本文采用倾向得分匹配法进行内生性检验。首先对产融结合退出采用 Logit 回归,采用最邻近、有放回 1:1 匹配的形式,为处理组样本匹配在公司特征上最为接近的控制组样本,选取的协变量为公司规模(*Size*)、产权性质(*SOE*)、资产负债率(*Lev*)、总资产收益率(*ROA*)、成长性(*Tasgrt*)以及独立董事占比(*Indep*)。为保证协变量的可靠性与准确性,本文样本进行平衡性检验。表 4 结果显示,研究样本通过了平衡性检验。表 5 列(1)展示了匹配后样本重新检验的结果,结果显示, *Finout* 的回归系数显著为正,与基准回归结果一致。

2. 替换被解释变量

为进一步消除内生性的影响,本文采取如下方式重新测度被解释变量。首先,本文借鉴祁怀锦等^[21]研究,以上市公司财务报告附注披露的年末无形资产明细项中与数字化转型相关的部分,如“软件”“网络”“管理系统”“智能平台”等类别占无形资产总额的比例来度量企业的数字化水平(*DT2*)。本文将产融结合退出对企业数字化水平 *DT2* 重新进行回归,结果如表 5 第(2)列所示。其次,本文将被解释变量进行前置 1 期处理,定义为 *DT3*,进行重新回归,结果如表 5 第(3)列所示。以上结果显示,替换被解释变量后, *Finout* 的回归系数都显著为正,与上文研究保持一致。

3. 排除政策干扰

为了避免外部政策环境对本文研究结论的干扰,本文进行了排除政策干扰检验。首先,本文参考申明浩等^[22]的做法,对于政府出台的“科技和金融结合”试点这一事件加以控制。本文在模型(1)的基础上,控制金融科技试点虚拟变量(*Policy1*),并重新进行回归,回归结果如表 5 第(4)列所示。结果显示,加入金融科技试点虚拟变量后, *Finout* 的回归系数显著为正,与上文研究保持一致。其次,本文参考石玉堂和王晓丹^[23]的做法,对于政府出台的设立“国家大数据综合试验区”这一事件加以控制。本文在模型(1)的基础上,控制大数据综合试验区虚拟变量(*Policy2*),并重新进行回归,回归结果如表 5 第(5)列所示。结果显示,排除了“大数据综合试验区”试点的干扰后, *Finout* 的回归系数显著为正,与上文研究保持一致。

4. 排除重大卫生事件影响

新冠疫情以来,企业面临经济政策不确定性增加,有可能对企业数字化减少产生影响。为排除该重大卫生事件影响,本文排除了 2020 年后数据,并对模型(1)重新进行回归,回归结果表 5 第(6)列所示。结果显示,排除了重大卫生事件影响后, *Finout* 的回归系数显著为正,与上文研究保持一致。

(四) 影响机制分析

基准回归结果证实,产融结合退出能够显著促进企业数字化转型。根据理论分析所述,产融结合退出能够通过优化公司治理、抑制管理层短视和降低财务风险,进而促进企业数字化转型。接下来,本文将分别对上述三条机制进行验证。

表 3 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>DT</i>	<i>DT</i>	<i>DT</i>	<i>DT</i>
<i>Finout</i>	0.157 *** (3.12)	0.107 *** (2.83)	0.141 *** (2.83)	0.082 ** (2.18)
<i>Size</i>			0.179 *** (8.07)	0.148 *** (9.04)
<i>Lev</i>			-0.313 *** (-2.62)	0.001 (0.02)
<i>ROA</i>			-0.844 *** (-3.55)	0.032 (0.24)
<i>Tasgrt</i>			0.294 *** (3.41)	0.150 ** (2.18)
<i>SOE</i>			-0.435 *** (-10.29)	-0.293 *** (-8.45)
<i>Dual</i>			0.330 *** (7.11)	0.106 *** (3.05)
<i>Indep</i>			-0.004 (-0.83)	-0.002 (-0.56)
<i>Board</i>			-0.568 *** (-4.32)	0.097 (1.00)
<i>_Cons</i>	1.568 *** (77.37)	0.485 *** (4.57)	-0.680 (-1.21)	-2.838 *** (-6.80)
<i>Year</i>	NO	YES	NO	YES
<i>Industry</i>	NO	YES	NO	YES
Observations	5785	5785	5785	5785
R-squared	0.102	0.272	0.164	0.491

注: *、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平,括号内为 *t* 值。下同。

表 4 平衡性检验

协变量	未匹配 U/匹配 M	处理组	控制组	% 偏差	<i>T</i> 值	<i>P</i> 值
<i>Size</i>	U	22.238	22.162	24.1	18.15	0.000
	M	22.238	22.563	0.1	-0.56	0.512
<i>SOE</i>	U	0.3023	0.3973	-17.3	-13.52	0.000
	M	0.3020	0.3152	-1.2	-0.15	0.870
<i>Lev</i>	U	0.4756	0.4830	-3.6	-3.79	0.000
	M	0.4755	0.4767	-0.6	-0.13	0.894
<i>ROA</i>	U	0.0429	0.0373	11.5	3.07	0.002
	M	0.0427	0.0418	1.9	0.42	0.672
<i>Tasgrt</i>	U	0.0879	0.0562	14.3	3.84	0.000
	M	0.0874	0.0948	-3.3	-0.75	0.452
<i>Indep</i>	U	0.3689	0.3709	-4.7	2.58	0.013
	M	0.3690	0.3685	1.1	0.24	0.815

1. 优化公司治理

理论分析认为,产融结合退出可以优化公司治理,进而促进企业数字化转型。基于此,本文借鉴周宏等^[24]的做法,选取两权分离、独立董事占比、董事会持股比例、第一大股东持股比例、董事会监事会规模、前三位高管薪酬之和等六个公司治理相关指标,并采用主成分分析法构建公司治理质量综合评价指数,以衡量企业治理水平。该指标数值越大,反映公司治理环境越好。本文构建模型(2)考察产融结合退出对公司治理环境的优化效果。

$$GOV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Finout_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \delta_h + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

表6列(1)展示了产融结合退出对公司治理环境的检验结果。结果显示,*Finout*的系数为0.021,且通过5%统计水平的显著性检验,表明产融结合退出能够显著优化企业治理环境,从而促进企业数字化转型,由此假设H1a得以验证。

2. 抑制管理层短视

理论分析认为,产融结合退出可以抑制管理层短视,进而促进企业数字化转型。基于此,本文借鉴胡楠等^[19]的研究,对上市公司年报的管理层讨论与分析部分进行文本分析,通过分词法构建管理层短视相关关键词库,统计管理层短视相关词频占管理层讨论与分析总词频的比例,以此衡量管理层短视主义。该指标数值越大,表明管理层越短视。本文构建模型(3)考察产融结合退出对管理层短视倾向的抑制效果。

$$Manshort_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Finout_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \delta_h + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

表6列(2)展示了产融结合退出对管理层短视倾向的检验结果。结果显示,*Finout*的回归系数为-0.001,并通过了1%统计水平的显著性检验,表明产融结合退出能够显著抑制管理层短视主义倾向,从而促进企业数字化转型,由此假设H1b得以验证。

3. 降低财务风险

产融结合退出可以降低财务风险,进而促进企业数字化转型。基于此,国内学术界对企业财务困境风险普遍采用Altman所提出的*Z-score*来衡量,其计算公式为: $Z\text{-score} = (0.012 \times \text{营运资金} + 0.014 \times \text{留存收益} + 0.033 \times \text{息税前利润} + 0.006 \times \text{股票总市值} + 0.999 \times \text{营业收入}) / \text{资产总额}$ 。*Z-score*数值越高,反映企业的财务风险状况越健康,破产的可能性越低,财务困境风险越低。本文构建模型(4)考察产融结合退出对财务风险的影响。

$$Z\text{-score}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 A_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \delta_h + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

检验结果如表4第(3)列所示。结果显示,*Finout*的系数为0.112,且通过了10%统计水平的显著性检验,说明产融结合退出能够降低企业财务风险,从而促进数字化转型,由此假设H1c得以验证。

表5 稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>DT</i>	<i>DT2</i>	<i>DT3</i>	<i>DT</i>	<i>DT</i>	<i>DT</i>
<i>Finout</i>	0.067 ** (2.05)	0.017 * (1.76)	0.025 ** (2.13)	0.076 * (1.80)	0.089 ** (2.05)	0.076 ** (2.02)
<i>Policy1</i>				0.160 *** (4.35)		
<i>Policy2</i>					0.182 ** (2.20)	
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>-Cons</i>	-2.997 *** (-3.62)	1.056 *** (8.89)	1.039 *** (5.62)	-2.875 *** (-6.85)	-2.600 *** (-5.87)	-2.127 *** (-5.46)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	1927	5411	4223	4872	4274	5160
R-squared	0.493	0.440	0.485	0.501	0.492	0.502

表6 机制检验回归结果

	(1)	(2)	(3)
	<i>GOV</i>	<i>Manshort</i>	<i>Z-score</i>
<i>Finout</i>	0.021 ** (2.00)	-0.001 *** (-3.19)	0.112 * (1.72)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES
<i>-Cons</i>	6.612 *** (12.93)	0.125 *** (3.00)	25.699 *** (14.46)
<i>Year</i>	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES
Observations	5785	5785	5785
R-squared	0.243	0.469	0.498

六、进一步分析

上述检验主要聚焦于全样本,并未考虑企业特征差异。企业间差异有可能影响产融结合退出的作用效果,导致不同企业间数字化转型水平存在差异。因此,本文按照企业属性、企业所处外部环境对上市公司进行分组,考察产融结合退出对企业数字化转型的差异化影响。

1. 企业规模和产权性质的影响

根据上述分析,无论是优化公司治理、抑制管理层短视还是降低财务风险,本质上,产融结合退出的作用渠道是可以有效避免金融领域投资对主业实体领域投资产生挤出作用,进而促进企业数字化转型^[25-26]。当企业

具有较强的融资能力时,企业对产融结合所带来的资金支持依赖性小,退出产融结合后反而可以“出清”风险较大、收益较小的金融资产,降低财务风险,从而促进数字化转型。目前,国有企业在获取银行信贷资金方面具有得天独厚的优势,同时大规模企业可以利用规模优势,获取有效的资金支持。因此,本文认为产融结合退出对企业数字化转型的促进作用在国有企业以及大规模企业中更加显著。

基于此,本文首先按照企业规模的中位数将样本分为大规模企业和中小规模企业,并进行分组检验,检验结果如表 7 第(1)列和第(2)列所示。从回归结果来看,大规模企业样本中产融结合退出对企业数字化转型的回归系数为 0.106,在 5%的水平上显著,相比较而言,中小规模企业样本中产融结合退出对企业数字化转型的回归系数为 0.031 且并不显著。由此说明,相较于中小规模企业,产融结合退出对大规模企业数字化转型的提升

表 7 不同企业属性的异质性影响

	(1) 大规模	(2) 中小规模	(3) 国有	(4) 非国有	(5) 高科技	(6) 非高科技
<i>Finout</i>	0.106 ** (2.14)	0.031 (0.56)	0.095 *** (2.85)	0.074 (1.35)	0.180 *** (3.66)	0.093 (1.12)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>_Cons</i>	-3.593 ** (-2.54)	-0.639 (-0.80)	-3.732 *** (-6.48)	-2.760 *** (-4.67)	-3.089 *** (-5.12)	-2.521 *** (-3.86)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Observations</i>	2956	2829	2725	3060	2868	2917
<i>R-squared</i>	0.469	0.545	0.476	0.524	0.483	0.559
组间差异	0.106 ***		0.143 ***		0.086 ***	

更加显著。其次,本文按照企业产权性质降企业分为国有企业和非国有企业,并进行分组检验,检验结果如表 7 第(3)列和第(4)列所示。从回归结果来看,国有企业样本中产融结合退出对企业数字化转型的回归系数为 0.095,在 1%的水平上显著,相比而言,非国有企业样本中产融结合退出对企业数字化转型的回归系数为 0.074 且并不显著。同时,我们对按企业规模和产权性质的分组回归结果使用费舍尔组合来检验组间系数差异, P 值为 0.000,显著拒绝了原假设,说明分组回归的系数在两组之间存在显著差异。由此说明,相比于非国有企业,产融结合退出对国有企业数字化转型的提升更加显著。

2. 企业科技属性的影响

由于不同行业的生产技术和要素密集度不同,企业在战略决策与执行时存在较大差异,可能对产融结合退出与企业数字化转型的关系产生影响。以软件开发、信息技术等数字技术为代表的高科技行业,信息技术资源优势本身就高于非高科技企业,实施数字化转型的基础更扎实,而非高科技企业由于前期的信息技术资源优势较弱,在进行数字化转型时面临更高的成本和不确定风险,最终导致非高科技企业在产融结合退出对数字化转型的促进作用中弱于高科技企业。

基于此,本文参考牛彪等^[25]的研究方法,根据证监会的行业分类标准,将高科技行业囊括为制造业(C)、科学研究与技术服务业(M)及信息传输、软件和信息技术服务业(I)3 个门类行业中的 19 个大类行业的企业,其余定义为非高科技企业,进行分组检验,检验结果如表 7 第(5)列和第(6)列所示。从回归结果来看,高科技企业样本中产融结合退出对企业数字化转型的回归系数为 0.180,在 1%的水平上显著,相比而言,非高科技企业样本中产融结合退出对企业数字化转型的回归系数为 0.093 且并不显著。同时,我们对按企业科技属性的分组回归结果使用费舍尔组合来检验组间系数差异, P 值为 0.000,显著拒绝了原假设,说明分组回归的系数在两组之间存在显著差异。由此说明,相比于非高科技企业,产融结合退出对高科技企业数字化转型的提升更加显著。

3. 经济政策不确定性

经济政策不确定性上升将提高企业经营成本和经营风险,从而对企业数字化转型产生竞争性的影响。基于竞争逃离理论,企业承受风险冲击时将会采用技术革新的方式提高生产效率和市场竞争力,因而呈现出更强的数字化转型意愿。由于经济政策不确定性长期存在且呈现出不断上升的趋势,企业将会思考如何在长期过程中更好地应对其带来风险冲击。数字化转型可以帮助企业根据市场需求灵活调整生产管理模式、产品的质量与功能属性,强化了企业的战略调整能力,帮助企业实现可持续发展。可以推测,由经济政策不确定性高引起的经营成本和经营风险上升将会倒逼企业加快数字化转型的进程。

基于此,本文采用 Baker 编制的经济政策不确定指数(EPU),根据样本所在地区经济政策不确定性程度将样本企业分为两组,并进行分组检验,检验结果如表 8 第(1)列和第(2)列所示。从回归结果来看,经济政策不确定性高的样本中产融结合退出对企业数字化转型的回归系数为 0.154,在 5%的水平上显著,相比较而言,在经

济政策不确定性低的样本中,产融结合退出对企业数字化转型的回归系数为 0.046 且并不显著。同时,我们对按经济政策不确定性的分组回归结果使用费舍尔组合来检验组间系数差异, P 值为 0.000,显著拒绝了原假设,说明分组回归的系数在两组之间存在显著差异。由此说明,相较于经济政策不确定性低的企业,产融结合退出对经济政策不确定性高的企业数字化转型的提升更加显著。

4. 技术市场水平

技术市场水平反映了当地技术水平、技术产业发展情况以及技术创新成果转化能力,高技术市场水平为企业数字化转型的有效实施提供了外部环境支持。具体而言,随着技术市场的发展和完善,研发创新成本得到有效降低,科技创新成果转化为新产品或新工艺概率提升,为市场主体提供了多样化和差异化的创新支持。由此可见,高水平的技术市场作为研发成果向现实转化的重要平台,能够为企业创新提供优越的外部环境,持续推动企业创新水平提升。而企业良好的创新能力是产融结合退出影响数字化转型的关键驱动力,可以满足数字化转型的各方面需求,例如数字化人才以及先进技术等,为促进企业数字化转型创造良好的技术环境。

基于此,本文参考祝伟展和王雪标^[27]的研究,采用“技术市场成交额/地区生产总值”度量来度量企业所在地区的市场环境,将企业分为高技术市场环境和低技术市场环境组别,并进行分组检验,检验结果如表 8 第(3)列和第(4)列所示。从回归结果来看,高技术市场环境样本中产融结合退出对企业数字化转型的回归系数为 0.136,在 1% 的水平上显著,相比较而言,低技术市场环境样本中产融结合退出对企业数字化转型的回归系数为 0.002 且并不显著。同时,我们对按技术市场环境的分组回归结果使用费舍尔组合来检验组间系数差异, P 值为 0.000,显著拒绝了原假设,说明分组回归的系数在两组之间存在显著差异。由此说明,相较于低技术市场环境的企业,产融结合退出对高技术市场环境的企业数字化转型的提升更加显著。

七、结论与建议

本文以 2011—2022 年沪深 A 股实体企业上市公司为样本,考察实体企业产融结合退出对数字化转型的影响。研究表明,实体企业产融结合退出会促进数字化转型。这一结论在经过一系列稳健性检验后依然成立。机制分析表明,产融结合退出可以通过优化公司治理、抑制管理层短视、降低财务风险来促进企业数字化转型。异质性分析发现,在大规模和国有、高科技企业中,产融结合退出对数字化转型的促进作用更显著;在经济政策不确定性高和高技术市场水平的企业中,产融结合退出更能促进企业数字化转型。

结合以上研究结论,本文得到如下政策启示:第一,管理层要正确全面认识产融结合。产融结合的前提和根本是聚焦服务实体和产业,以融促产,实现高质量发展。过度投资金融资产存在重大风险,可能导致金融风险蔓延至实体经济。因此,管理层需根据自身优势、经营状况以及当地制度环境等方面充分考虑企业是否需要借助产融结合的方式来助推实业发展,当产融结合侵占实业资源或者所带来的风险高于收益时,应当适当考虑退出产融结合。第二,企业需要建立风险防控机制和加强金融业务的风险管理,确保企业稳健运行。企业深入开展专项治理,提升资产质效和周转效率,选择高收益低风险项目,“出清”高风险投资,降低财务成本,控制财务风险;同时,提升公司治理水平,缓解代理冲突问题。企业应当完善内部控制机制,有效监管和牵制管理层的权力,抑制管理层机会主义行为,避免由于管理层短视或谋取私利给企业造成不良影响。管理层可能会“急功近利”,为短期经营绩效的提升而过度产融结合,挤压企业数字化转型等实体项目资源。因此,企业需要认识到内部控制和信息披露的重要性,以“有形之手”约束管理层机会主义行为,避免盲目“产融结合”,为企业数字化转型提供保障,实现转型升级。第三,政府部门应多维度支持企业数字化转型。数字化转型本质上是企业的一种创新行为,需要大量的人力、物力、财力等资源来支持企业进行转型升级。因此,政府部门应当坚持以政策引导市场统筹发展和安全,以实业发展为主,优化存量金融资产,“出清”风险大、收益小的金融项目,为实体企业数字化转型打下坚实稳固的基础。此外,政府部门应当全面研判金融板块整体风险,建立长效健全的监管机制,将风险

表 8 不同外部环境的异质性影响

	(1) 经济政策 不确定性低	(2) 经济政策 不确定性高	(3) 低技术市场 环境	(4) 高技术市场 环境
<i>Finout</i>	0.046 (0.99)	0.154 ** (2.34)	-0.002 (-0.03)	0.136 *** (2.84)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>_Cons</i>	-3.168 *** (-6.46)	-2.076 ** (-2.46)	-4.522 *** (-6.79)	-2.427 *** (-4.46)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Observations</i>	3145	2640	2762	3023
<i>R-squared</i>	0.489	0.522	0.436	0.509
组间差异	0.183 ***		0.165 ***	

控制在源头,确保不发生系统性金融风险。

参考文献:

- [1] 赵晨,周锦来,林晨,等. 数字领头雁:数字化共享愿景对企业数字化转型的影响机制[J]. 中国软科学,2024(3):129-138.
- [2] 张玉明,张馨月. 董事网络与企业数字化转型[J]. 管理评论,2024(3):171-184.
- [3] 王健忠,高明华. 非国有股东参与治理与国有企业的数字化转型:促进还是抑制[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2024(6):110-127.
- [4] 牛彪,于翔. 数据资产获得投资者偏好了吗?——基于权益资本成本视角[J]. 证券市场导报,2024(7):68-79.
- [5] 彭俞超,倪骁然,沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 经济研究,2018(10):50-66.
- [6] Charumilind, Chutatong, Kali, et al. Connected lending: Thailand before the financial crisis. [J]. Journal of Business, 2006, 79(1): 181-218.
- [7] 翟胜宝,张胜,谢露,等. 银行关联与企业风险——基于我国上市公司的经验证据[J]. 管理世界,2014(4):53-59.
- [8] 蔡宏波,汤城建,韩金镛. 减税激励、供应链溢出与数字化转型[J]. 经济研究,2023(7):156-173.
- [9] Li L, Su F, Zhang W, et al. Digital transformation by SME entrepreneurs: A capability perspective[J]. Information Systems Journal, 2018(6): 1129-1157.
- [10] 曾雅婷,徐新月,赵育瑶,等. 资产专用性是否抑制了企业数字化转型?——基于中国制造业上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究,2023(5):66-75.
- [11] 祁怀锦,曹修琴,刘艳霞. 数字经济对公司治理的影响——基于信息不对称和管理者非理性行为视角[J]. 改革,2020(4):50-64.
- [12] 顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 金融研究,2020(2):109-127.
- [13] 杨亭亭,刘孝敏,汪亚楠. 实体企业金融化、高管背景与企业创新投资[J]. 宏观经济研究,2024(1):33-47.
- [14] 杨箬,刘放,王红建. 企业交易性金融资产配置:资金储备还是投机行为? [J]. 管理评论,2017(2):13-25+34.
- [15] 许罡,朱卫东. 金融化方式、市场竞争与研发投入挤占——来自非金融上市公司的经验证据[J]. 科学学研究,2017(5):709-719+728.
- [16] 袁淳,肖土盛,耿春晓,等. 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(9):137-155.
- [17] 李秉祥,林炳洪,张涛. 管理者风险偏好对企业财务困境的影响:中介路径与治理机制[J/OL]. 系统管理学报,2025, <https://xtglxb.sjtu.edu.cn/CN/abstract/abstract1562.shtml>.
- [18] 祝伟展,王雪标. 技术市场发展、实体企业金融化与创新质量[J]. 科技进步与对策,2023(2):80-89.
- [19] 胡楠,薛付婧,王昊楠. 管理者短视主义影响企业长期投资吗?——基于文本分析和机器学习[J]. 管理世界,2021(5):139-156+11+19.
- [20] 王秀丽,张龙天. 产融结合退出及影响因素分析——基于参股非上市金融公司视角的实证研究[J]. 吉首大学学报(社会科学版),2017(1):50-55.
- [21] 祁怀锦,于瑶,刘艳霞. 混合股权制衡度与真实盈余管理行为[J]. 审计与经济研究,2020(5):63-74.
- [22] 申明浩,谭伟杰,杨永聪. 科技金融试点政策赋能实体企业数字化转型了吗? [J]. 中南大学学报(社会科学版),2022(3):110-123.
- [23] 石玉堂,王晓丹. 大数据综合试验区设立能否驱动企业数字化转型?——基于准自然实验的实证研究[J]. 科学学研究,2024(7):1482-1492.
- [24] 周宏,周畅,林晚发,等. 公司治理与企业债券信用利差——基于中国公司债券2008—2016年的经验证据[J]. 会计研究,2018(5):59-66.
- [25] 牛彪,于翔,丁亚楠,等. 高管薪酬差距对企业数字化转型的影响研究[J]. 管理学报,2024(7):982-991.
- [26] 彭俞超,韩珣,李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 中国工业经济,2018(1):137-155.
- [27] 祝伟展,王雪标. 技术市场发展、实体企业金融化与创新质量[J]. 科技进步与对策,2023(2):80-89.

[责任编辑:杨志辉]

How Does the Exit of the Integration of Industry and Finance Affect the Digital Transformation of Enterprises?

CAO Zhiming, NIU Biao

(Graduate School, Chinese Academy of Fiscal Sciences, Beijing 100142, China)

Abstract: As the economy enters a new stage, the phenomenon of industrial-financial integration exiting the market has become a new trend in the capital market. Based on the data of listed companies from 2011 to 2022, this study empirically tests the impact of industrial-financial integration exit on digital transformation and the underlying mechanisms. The study finds that industrial-financial integration exit can promote corporate digital transformation. The mechanism analysis shows that industrial-financial integration exit enhances corporate governance, curbs short-sighted management, and reduces financial risks to promote corporate digital transformation. The heterogeneity analysis shows that in large-scale, state-owned, high-tech, high-level technology market, and high economic policy uncertainty companies, the promotion of digital transformation by industrial-financial integration exit is more significant. The study conclusions provide some reference for preventing and resolving corporate operational risks, and are of great significance for helping enterprises achieve transformation and upgrading and achieving high-quality development goals.

Key Words: exit of integration of industry and finance; digital transformation; corporate governance; management short-sightedness; financial risks; digital dividend