

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

论文题目 数字化转型对实体企业金融化的影响研究

研究生姓名: 韩亚楠

指导教师姓名、职称: 沈萍、教授

学科、专业名称: 会计学

研究方向: 财务管理理论与方法

提交日期: 2024年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 韩亚楠 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 沈序 签字日期： 2024.6.1

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 韩亚楠 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 沈序 签字日期： 2024.6.1

Research on the impact of digital transformation on the financialization of physical enterprises

Candidate : Han Yanan

Supervisor: Shen Ping

摘要

近年来,我国企业金融化现象较为突出,金融资产凭借高额的投资收益吸引着实体企业的目光,这导致实体经济的“脱实向虚”,实体企业在我国经济高质量发展中起着中流砥柱的作用,实体企业过度金融化正严重威胁着我国经济的健康长远发展。在国际竞争环境日益严峻的情况下,数字技术正在成为配置全球要素资源的关键驱动力。人工智能、大数据等新型数字技术为实体企业转型升级提供了新方向,实现数字经济与实体经济的深度融合离不开实体企业发挥作用,实体企业是实现“数字中国”战略目标的主战场。企业数字化转型引发学术界和实践界的广泛讨论,数字化转型在商业模式变革、产业转型升级等方面成果显著,但其能否抑制实体企业过度金融化的研究结论存在争议,仍需进一步研究检验。

本文以2009—2021年全部A股上市公司数据为样本,探讨数字化转型对企业金融化投资活动的影响及其作用机制。研究发现,企业数字化转型可以有效抑制企业金融化投资,并且呈现出异质性调节特征,对成长期企业、国有企业和高科技企业回归实体的引导效果更明显。机制检验结果表明,数字化转型能提高产品市场竞争优势进而促进企业实体投资、改善实体盈利能力,有助于企业“脱虚向实”。此外,有效的外部监督有助于发挥数字化转型对企业金融化投资的抑制作用。研究结论为企业去金融化、破除“脱实向虚”难题提供可行路径,并为完善金融发展、发挥数字潜力提供政策参考。

本文的主要贡献在于:(1)聚焦数字化转型对实体企业金融化的影响,为推动实体企业数字化转型,打造中国上市公司自身竞争优势提供了理论支撑;(2)基于生命周期理论,在企业不同生命周期下研究数字化转型与企业金融化的关系,为企业在不同阶段实现数字化转型提供理论依据;(3)从内部竞争优势和外部监督两个视角出发,探讨数字化转型对企业金融化影响的内部作用机理,为推动实体企业数字化转型,实现企业“脱虚向实”提供了现实路径;(4)从政府、企业层面提出相应的政策建议,为政府做好防范化解重大金融风险提供理论支持,为企业把握数字化机遇扭转企业“脱虚向实”,树立正确的价值定位提供指引。

关键词:数字化转型 实体企业金融化 企业生命周期 产品市场竞争优势 分析师关注度

Abstract

In recent years, the phenomenon of financialization of enterprises in China has become more prominent. Financial assets attract the attention of physical enterprises with high investment returns. The momentum of physical enterprises investing in financial assets is strong, which leads to the transformation of the real economy from reality to virtuality. Physical enterprises play a pivotal role in the high-quality development of China's economy, and excessive financialization of physical enterprises is seriously threatening the healthy and long-term development of China's economy. With the increasingly complex international competitive environment, digital technology is becoming a key driving force for allocating global factor resources and changing the global competitive landscape. New digital technologies such as artificial intelligence, big data, and blockchain provide new directions for the transformation and upgrading of physical enterprises. The deep integration of the digital economy and the real economy cannot be achieved without the role of physical enterprises, which are the main battlefield for achieving the strategic goals of "Digital China". The digitalization of enterprises has sparked widespread discussions in academia and practice. Digital transformation has achieved significant results in business model transformation, industrial transformation and upgrading, etc. However, the research conclusion on whether it can suppress the excessive

financialization of physical enterprises is controversial and still needs further research and testing.

This article uses data from all A-share listed companies from 2009 to 2021 as a sample to explore the impact and mechanism of digital transformation on corporate financialization investment activities. Research has found that digital transformation of enterprises can effectively suppress their financialization investment and exhibit heterogeneous moderating characteristics, with a more significant guiding effect on the return of growth stage enterprises, state-owned enterprises, and high-tech enterprises to entities. The mechanism test results indicate that digital transformation can enhance the competitive advantage of product markets, promote physical investment, improve physical profitability, and help enterprises move from virtual to real. In addition, effective external supervision helps to exert the inhibitory effect of digital transformation on corporate financialization investment. The research conclusion provides a feasible path for enterprises to de finance and overcome the problem of "shifting from reality to virtuality", and provides policy reference for improving financial development and unleashing digital potential.

The main contribution of this article lies in: (1) focusing on the impact of digital transformation on the financialization of physical enterprises, providing theoretical support for promoting digital

transformation of physical enterprises and building competitive advantages for Chinese listed companies; (2) Based on the life cycle theory, study the relationship between digital transformation and corporate financialization in different life cycles of enterprises, providing theoretical basis for enterprises to achieve digital transformation at different stages; (3) Starting from the perspectives of internal competitive advantage and external supervision, this paper explores the internal mechanism of the impact of digital transformation on the financialization of physical enterprises, providing a practical path for promoting the digital transformation of physical enterprises and achieving the transformation of enterprises from virtual to real; (4) Propose corresponding policy recommendations from the three levels of government, enterprises, and external supervisors, providing theoretical support for the government to prevent and resolve major financial risks, and guiding enterprises to seize digital opportunities and reverse their transformation from virtual to real, and establish a correct value positioning.

Keywords: Digital transformation; Financialization of physical enterprises; Enterprise lifecycle; Competitive advantages in the product market; Analyst attention

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	2
1.3 研究内容、框架与方法	3
1.3.1 研究内容	3
1.3.2 研究框架	4
1.3.3 研究方法	6
1.4 研究创新点	6
2 文献综述与理论基础	7
2.1 数字化转型的相关研究	7
2.1.1 数字化转型的概念	7
2.1.2 数字化转型的度量	8
2.1.3 数字化转型的经济后果	10
2.2 实体企业金融化的相关研究	13
2.3 数字化转型对企业金融化的影响研究	16
2.4 文献述评	17
2.5 理论基础	18
2.5.1 企业的生命周期理论	18
2.5.2 投资替代理论	19
2.5.3 预防性储蓄理论	20
3 理论分析与研究假设	21
3.1 数字化转型与实体企业金融化	21
3.2 企业生命周期对数字化转型与企业金融化的调节效应	22
3.3 数字化转型、产品市场竞争优势与实体企业金融化	23
3.4 数字化转型、分析师关注度与实体企业金融化	24
4 研究设计	26

4.1 样本选择与数据来源	26
4.2 变量度量	26
4.2.1 解释变量	26
4.2.2 被解释变量	27
4.2.3 调节变量	27
4.2.4 中介变量	28
4.2.5 控制变量	28
4.3 模型设计	29
5 实证检验与分析	31
5.1 描述性统计分析	31
5.2 相关性分析	32
5.3 多元回归分析	34
5.3.1 数字化转型与实体企业金融化的回归分析	34
5.3.2 生命周期的调节作用	36
5.3.3 产品市场竞争优势、分析师关注度的中介效应	38
5.4 稳健性检验	40
5.4.1 倾向得分匹配	40
5.4.2 滞后一期解释变量	41
5.4.3 剔除部分样本	41
5.5 异质性检验	44
6 结语	47
6.1 研究结论	47
6.2 对策建议	47
6.3 研究不足与未来展望	49
参考文献	50
致 谢	60

1 绪论

1.1 研究背景

近年来,我国经济从高速发展进入新常态化发展,自2013年后中国经济进入结构性转型期间,传统产业面临产能过剩,劳动力成本不断提高等问题,实体经济的利润率不断下降。与此同时,政府相关部门出台政策鼓励金融市场的发展,引导金融市场发展以便更好的扶持实体经济的高速发展。金融市场的不断完善为实体企业投融资提供了新方向,2013年至2022年期间实体企业金融投资势头强劲,一直保持着高速上升的趋势,导致实体经济出现“脱实向虚”的现象。据wind数据库统计,2022年实体企业购买理财产品总规模达到了1.5万亿,其中累计购买理财金额排名前三的分别是:江苏国泰202.85亿、中国电信140亿和欧普照明104.73亿,相较于经营性资产的投入相去甚远,金融投资产生对企业主业的“挤出效应”。2023年中央金融工作会议指出:“金融要为经济发展提供高质量服务,并强调要全面加强金融监管防范化解金融风险”当前实体经济金融化的趋势愈加明显,在微观层面表现为实体企业金融化。实体企业金融化是指非金融企业在配置企业有限的资源时更加倾向于投资金融资产而非经营性资产,企业利润的创造更多地依赖于金融投资,追求资本的增值而不是经营利润的增加(蔡海静等,2021)。随着企业金融化程度的不断加深,大量资金涌入资本市场,资金在资本市场“空转”实现财富的重新分配,因此,金融投资在本质上不能创造价值,虚拟经济表面上泡沫化繁荣,实则危机四伏,一方面,实体企业金融投资会对主营业务产生“挤出效应”增加企业的经营风险并导致宏观经济出现“脱实向虚”的不良现象;另一方面,过度的金融投资导致资本市场失衡,容易引发系统性金融风险(杜勇和眭鑫,2021)。针对经济“脱实向虚”的危险状况,习近平总书记在党的二十大报告中着重强调“建设现代化强国经济,必须把着力点放在实体经济的建设上来,要增强金融服务于实体的能力”,对于如何预防实体企业过度金融化回归实业,防范化解重大金融风险是一个事关国家经济高质量发展的重大议题。

随着时代的发展,以数字化、智能化和网络化为特点的信息化改革浪潮不断袭来,党的二十大报告明确提出要促进实体经济与数字经济的深度融合,数字技术赋能实体企业转型升级成为我国经济高质量发展的战略引擎。2023年我国数

数字经济规模高达 56.1 万亿元，同比增长约 11.75%，随着数字经济市场规模的不断扩大，研究实体企业与数字经济之间融合发展的“共同语言”具有紧迫性。数字化发展为企业带来了前所未有的机遇，这些机遇不仅拓展了企业的发展空间，更为企业经营管理、生产和服务等方面注入了新的活力。通过深入把握数字化转型的契机，企业能够跨越“数字鸿沟”，实现高效的经营模式，突显其核心竞争力。那么，数字化转型能否抑制实体企业金融化现象，引导企业“脱虚向实”？数字化转型对实体企业金融化的抑制作用又受到哪些因素的影响？

基于上述分析，本文以全部 A 股 2009-2021 年数据为依据就数字化转型与实体企业金融化之间的关系展开探讨，并进一步分析其内在影响机制。本文的研究不仅能够进一步为数字化转型的积极影响提供证据支持，而且对探索如何抑制实体企业金融化具有深远的理论和实践意义。

1.2 研究意义

（一）理论意义

第一，本文将数字化转型与企业过度金融化纳入同一分析框架下进行研究，丰富了数字化转型的经济后果研究。在“数字经济与实体经济深度融合”的背景下，本文通过实证检验数字化转型对实体企业“脱虚向实”的积极作用，为实体经济高质量发展，抑制经济过度金融化，实现数字经济与实体经济深度融合发展提供了理论基础。

第二，基于生命周期视角，在企业处于不同生命周期的情境下，对数字化转型与实体企业金融化的关系进行深入探讨，研究发现在企业处于成长期时，数字化转型对企业过度金融化的抑制作用最为显著，研究结论为企业在不同生命周期进行经营决策，更好把握数字化浪潮机遇为企业优化资源配置，抑制其过度金融化提供新视角。

第三，从企业内部竞争优势和外部监督两个不同的渠道出发，分析数字化转型促进企业脱虚向实的作用机制。研究发现数字化转型通过增强企业产品竞争优势，提高分析师关注度进而推动企业脱虚向实，打开了数字化转型促进企业脱虚向实的机制黑箱。

（二）实践意义

第一，在当前数字经济与实体经济深度融合的趋势下，实体企业作为转型的

核心主体，应积极响应数字化转型的号召，充分利用数字技术带来的优势，增强自身核心竞争力。面对复杂多变的市场环境，实体企业更应积极应变，抓住数字化转型的机遇，优化自身发展战略，推动企业从过度依赖虚拟经济向坚实发展实体经济转变，以实现稳健、可持续的发展目标。

第二，本研究成果不仅丰富了数字化转型与企业金融化关系的理论内涵，而且为政府等有关部门在制定促进实体企业脱虚向实的政策时提供了重要依据。鉴于数字经济的迅猛发展和对防范重大金融风险的迫切需求，政府应积极引领并推动企业的数字化转型进程，通过实施一系列政策支持和优惠措施，激发企业数字化转型的积极性。针对数字化程度相对滞后的传统企业，政府部门应特别关注其金融资产配置问题。通过制定有针对性的政策，政府可以引导这些企业合理配置金融资产，避免过度金融化倾向，确保其经营活动的实体性和稳健性。

1.3 研究内容、框架与方法

1.3.1 研究内容

本文深入探究数字化转型对企业金融化的影响，通过详细分析数字化转型的现状、内涵及动因，并综合归纳国内外相关文献，进而构建了研究的理论框架。全文共分为六个部分，各部分的研究内容如下：

第一，绪论部分。简要介绍了数字化转型与企业金融化研究的背景及意义，明确了本文的研究内容、采用的研究方法以及创新之处。

第二，文献综述与理论基础部分。系统梳理了现有的研究文献，并提出了本文的研究主题。以经典理论为依据，为后文的研究主题提供了坚实的理论基础。

第三，理论分析与研究假设部分。首先对实体企业金融化和数字化转型的制度背景进行了深入分析，并利用 Wind 和 CSMAR 数据库的数据进行了搜集与整理。其次深入剖析了数字化转型对企业金融化的影响机理，并提出了相应的研究假设。

第四，研究设计部分。详细阐述了样本数据的来源、筛选及处理过程，并根据研究问题建立了相应的模型。

第五，实证检验部分。首先，对主要变量进行了描述性统计分析和相关性分析，以揭示数据的分布特征和变量间的关系。其次，我们采用多元回归模型对数字化转型对企业金融化的影响进行了实证检验，并进行了异质性检验。最后，对实证检验结果进行了稳健性检验，以确保研究结果的可靠性。

第六, 研究结论与政策建议部分。基于实证检验结果得出了本文的研究结论, 并针对研究结论提出了相应的政策建议, 以期为企业和政府数字化转型背景下调整金融策略提供有益的参考。

1.3.2 研究框架

本文主要研究数字化转型对企业金融化的影响及其内在机制, 首先, 通过对相关文献的梳理与归纳找出研究空白的同时也为之后的研究提供理论支持; 其次, 通过理论阐述数字化转型与企业金融化之间的关系, 提出研究假设; 再次, 搜集相关数据进行筛选处理, 采用多元回归的方法实证检验数字化转型对企业金融化的影响, 并检验不同生命周期阶段两者关系的异质性, 且检验产品市场竞争优势、分析师关注度的中介效应。此外, 本文根据企业产权属性和科技属性进行了异质性分析, 为保证结论的稳健采用倾向得分匹配、滞后一期解释变量和缩减样本数量等方式进行稳健性检验。最后, 归纳总结全文得出研究结论, 并提出与之相对应的政策建议。下图为研究框架图。

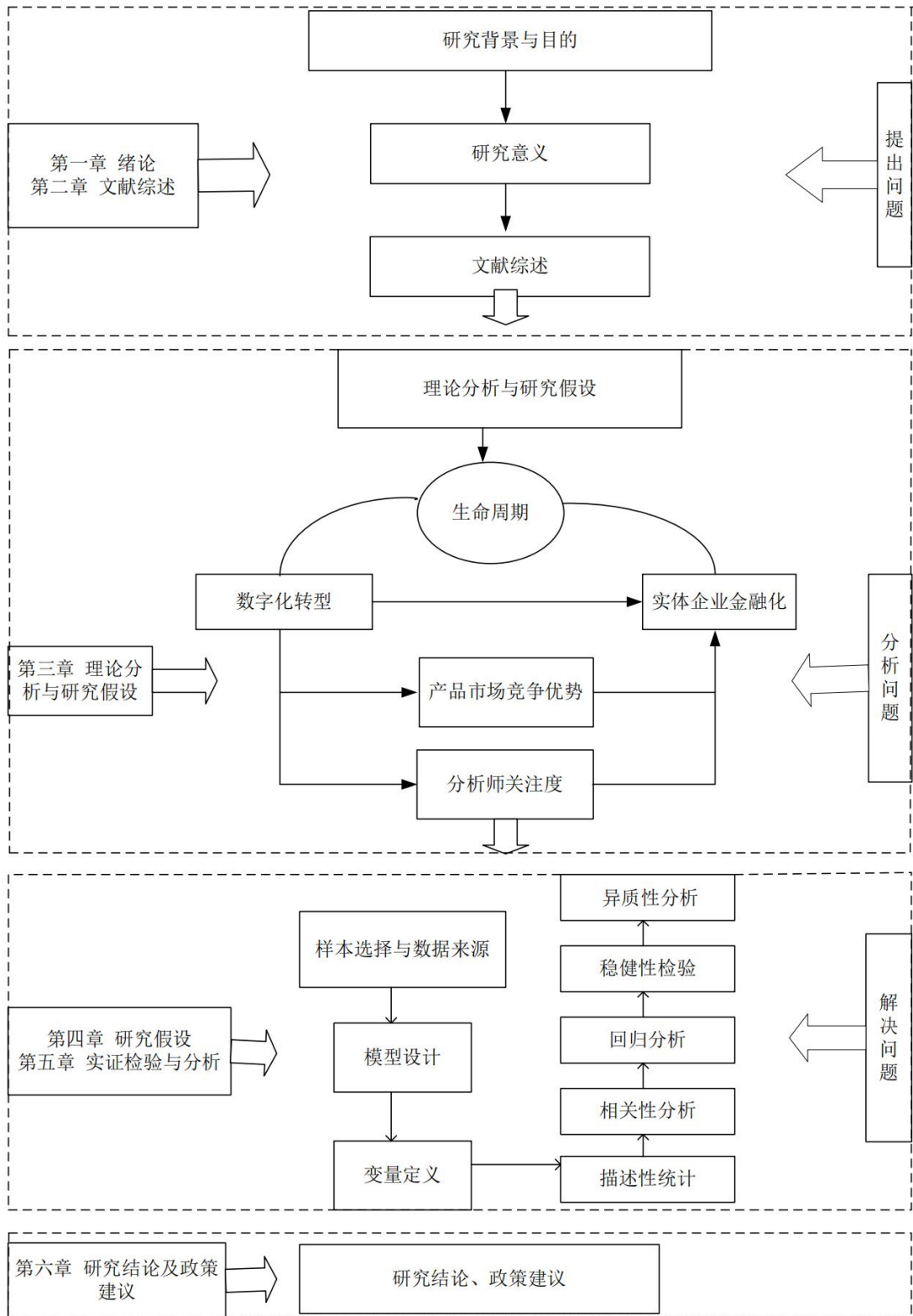


图 1 研究框架

1.3.3 研究方法

本文采用规范研究与实证研究相结合的研究方法,首先在理论层面对研究问题进行逻辑推演,提出研究假设建立模型,再运用实证检验方法对研究假设加以佐证,确保研究结论的科学性、合理性。

(1) 规范研究法

本文通过梳理总结现有文献,确定本文的研究主题,运用经典理论对本文的研究提供理论基础,结合对相关主题文献的参考引用演绎推导出本文的研究假设,并进一步推导其内在作用机制,最后根据研究结论提出相应的意见建议。

(2) 实证研究方法

实证研究方法是对大样本数据进行统计分析的一种研究方法。本文在搜集研究样本数据的基础上采用多元回归的方法,分析数字化转型与企业金融化之间的关系,并在此基础上运用逐步回归的方法检验产品市场竞争与分析师关注度的中介效应,为解决内生性和稳健性问题采用倾向得分匹配等方法确保结论稳健、可靠。

1.4 研究创新点

本文深入剖析了数字化转型对企业金融化影响的相关理论,全面研究了其内在机制,并进一步探讨了不同生命周期阶段的异质性影响。本文的创新之处主要体现在以下几个方面:

第一,研究维度的扩展。本研究不仅关注数字化转型对企业金融化整体影响,还进一步考虑了企业在不同生命周期下的异质性条件。随着企业生命周期的变化,公司治理、资源配置、经营状况和战略选择等方面存在显著变化,进而可能导致数字化转型对企业金融化的影响呈现差异。考虑生命周期调节作用后,本研究更加全面地揭示了数字化转型对企业金融化的影响机制。

第二,影响机制的深入探究。本文基于数字化转型和企业金融化的理论分析,深入研究了数字化转型对企业金融化的影响机制。具体而言,本文提出了增强产品市场竞争优势和提高分析师关注度两条机制渠道,并通过实证检验验证了这些机制的有效性。这不仅丰富了对数字化转型经济效应的理解,也为深入探究企业金融化的驱动因素提供了新的路径。

2 文献综述与理论基础

2.1 数字化转型的相关研究

2.1.1 数字化转型的概念

近年来,数字技术的发展如火如荼,数字化趋势愈发明显,数字经济已成为国家经济发展的重要组成部分,引起了学术界和实务界的高度关注,因此,对于数字化转型的概念界定愈加迫切。国外学者 Coile(2000)在对互联网医疗保健服务的研究中首次提出了数字化转型一词,时至今日,学术界对数字化转型概念的界定也没有达成统一的定论。现有文献对数字化转型的定义主要围绕以下两个方面展开:一方面围绕数字技术的运用对数字化转型进行界定(Bharadwaj et al, 2017);另一方面围绕数字技术的应用对微观企业带来的变革影响展开讨论(Majchrzak, 2016; Nambisan et al, 2017)。

从数字技术的运用角度出发,Westerman 等(2014)认为数字化转型是指企业以数字技术为核心生产工具,通过运用数字技术降低信息不对称程度提高企业的运营效率,进而增强企业的市场竞争力。Fitzgerald 等(2014)认为数字化转型是使用诸如社交媒体、移动设备、互联网等新型数字技术拓展主营业务,从而提高用户体验感、降低运营成本、创新商业模式。Berghaus and Back(2016)认为数字化转型包括流程数字化和创新数字化。Warner and Wager(2019)、何帆和刘红霞(2019)提出类似观点,认为数字化转型是以“大数据、人工智能、移动互联网、云计算、物联网”等数字技术为依托与企业生产经营进行深度融合,进而改造业务流程,重构商业模式,促进企业的可持续发展。Vial(2019)通过对现有文献的梳理分析构建了包含八个组成要素的数字化转型框架,最终将数字化转型定义为运用数字技术对企业发展产生重大影响的价值创造过程。陆洋等(2021)、吴非等(2021)认为数字化转型是一个数字技术驱动企业转型的过程,通过数字技术推动业务流程、商业模式的创新。

从数字技术运用驱动组织变革的角度出发,诸多学者从产业结构、组织架构、战略布局、企业文化等层面进行研究。何帆和刘红霞(2019)认为企业通过数字化转型可以优化企业经营模式,提高运营效率,进而促进产业结构调整 and 转型。肖旭和戚聿东(2019)、肖静华(2020)从产业结构层面研究数字化转型对产业

结构调整、跨产业融合、产业升级转型等方面的影响，得出数字经济能够服务和促进实体经济发展的结论。马赛和李晨溪（2020）认为数字化转型不是简单的在生产经营中使用新型数字技术而是一个整合内外部资源的综合转化过程。Nambisan 等（2019）认为数字化转型不仅仅是将数字技术运用到生产和服务等方面，而是旨在提高资源配置效率和运营绩效，进而促进商业生态、组织架构的颠覆性变革。王核成等（2021）认为数字化转型变革过程需要运用新型数字技术、并协调企业利益相关者的关系。Ferreira 等（2019）认为数字化转型是实现企业差异化战略布局把握竞争优势的途径。卢宝周等（2021）认为数字化转型是对企业组织架构的深层次、结构性、系统性变革。Gurbaxani and Dunkle（2019）认为数字化转型要与企业愿景、企业文化相匹配，这要求将公司愿景与数字化投入、创新能力和相关专业知识的融合，才能取得数字化转型的成功。

结合以上研究，数字化转型概念的界定不仅仅是数字技术的运用这一狭隘定义，而是在数字技术的支持下实现价值创造的过程，将业务流程改造、商业模式创新、企业愿景、公司文化、战略定位等“软件”的变革纳入其定义之中，形成一个完整、全面的概念。本文通过梳理文献结合吴非（2021）对数字化转型的定义，将数字化转型界定为通过新型数字技术的运用，把数据作为关键生产要素赋能实体产业，进而改变企业的生产经营模式，打破传统组织结构，重塑商业模式的战略转型，最终实现组织系统性变革的过程。

2.1.2 数字化转型的度量

由于对数字化转型概念尚无明确的界定，且随着科学技术的不断进步，数字化转型的概念界限愈加模糊、广泛、深入，因此对数字化转型的度量方法也不尽相同，现有研究的主要方法有：层次分析法、问卷调查法，虚拟变量法、资产测度法和文本挖掘法等方法。数字化转型的量化具有重大实践和理论意义，为学术研究提供强有力数据支持从而更好的指导实践。

李坤望等（2015）用电信投入占无形资产的比衡量企业信息化密度。何国军（2019）针对新闻出版单位的数字化转型升级的进展进行定量评估，采用层次分析法进行指标筛选设计、根据权重分配得分，实现对数字化转型的度量。何帆、刘红霞（2019）用上市公司“是否进行数字化转型”的虚拟变量来测度企业数字化转型。胡青（2020）采用问卷调查的方法，设计数字化转型的题项采用李克特

7 点量进行测度。池毛毛等（2020）根据企业数字化转型的三项关键技术：虚拟化系统、移动系统、嵌入式分析系统的水平度量企业数字化转型程度。陈畴镛和许敬涵（2020）通过分析企业数字化转型的影响因素，从技术、组织、管理 3 个重大变革及其 26 个细分指标进行层次分析，建立制造业企业数字化转型程度的评价体系。赵婷婷、杨国亮（2020）采用问卷调查的形式，用企业使用信息技术（ICT）支持核心业务的程度来衡量企业数字化转型程度。刘飞（2020）采用文本挖掘方法，根据上市公司年报对 30 个相关关键词进行词频统计，从而量化企业数字化转型程度。李小忠（2021）将“宽带中国”的战略实施进程进行准自然实验，将实施“宽带中国”战略地区的企业赋值为 1，否则为 0，构建了数字化转型的虚拟变量用来衡量企业数字化转型的程度。王核成等（2021）根据文献梳理、实地考察、专家访谈采用德尔菲法对专家发放问卷并进行数据分析，构建了企业数字化转型成熟度模型。黄节根等（2021）根据企业资产负债表附注中无形资产和固定资产的明细信息，筛选出固定资产和无形资产中为构建数字资源的投入占比，以此衡量企业数字化转型。任碧云、郭猛（2021）根据 Gephi 的图谱分析法确定了 16 个与数字化转型强相关的关键词，在上市公司年报中提取词频数和行业所有公司总词频数的比值作为度量指标。吴非等（2021）在前人文本挖掘方法的基础上，对数字化转型进行更加详细、全面的界定，对数字化转型的结构进行分类，共 2 个层面（底层技术运用、技术实践运用）5 个具体分类（人工智能技术、大数据技术、云计算技术、区块链技术、数字技术运用）76 个关键词，通过上市公司年报信息统计关键词词频构建企业数字化转型的指标评价体系。

综上所述，现有研究对企业数字化转型的度量各有千秋，问卷调查法存在样本量有限且不具有代表性的问题；虚拟变量表达企业是否进行数字化转型，而不能表达各企业间数字化转型程度的差异；资产测度法虽然直观但是企业对数字资产的投入可能存在炫耀性投资的影响（Triplet, 1999）不够准确合理。相较于以上方法根据数字化转型相关理论的研究，通过文本分析建立一个相对完善的数字化词典，能够较为全面、科学的反映企业数字化转型程度，且此方法具有延展性，随着数字技术的不断发展数字化转型的定义被不断拓宽，在前人研究的基础上丰富“词典”就能够更加准确体现企业数字化水平。因此本文的研究主要借鉴

吴非等（2021）的研究方法，利用文本分析的方法统计词频确定企业数字化转型的程度。

2.1.3 数字化转型的经济后果

（一）宏观层面

1. 产业结构调整

李春发等（2020）认为数字新技术能够拓宽产业链组织的边界、降低交易成本和倒闭需求，成为促进产业转型升级的新动力。陈堂、陈光（2021）的研究表明数字化转型能够调整我国各地区间产业融合度低的局限，数字化要素与产业融合发展在空间上具有正向调节作用。陈晓冬、杨晓霞（2021）认为产业数字化是促进产业升级转型的基础性和先导性条件。曾可昕、张小蒂（2021）研究表明数字技术的高速发展促使产业集群向数字化、智能化方向转型升级，赋能数字经济高质量发展。而丁守海、徐政（2021）提出相反观点认为数字技术的发展为产业结构优化升级带来新机遇的同时也形成了一项新挑战，部分产业高度依赖数字技术，如平台经济的发展容易形成垄断市场，这在一定程度上阻碍了产业结构的调整。冯素玲、许德慧（2022）认为数字产业化有利于协调区域间经济发展差异，缓解我国区域经济发展不平衡的局面，驱动经济高质量全面发展。王淑硬，张远芳（2023）认为数字化转型能够抑制产业趋同现象，防止产能过剩阻碍产业结构转型升级。

2. 劳动收入的调整

李树、王雨（2023）的研究表明数字化转型与公司内部收入不平等存在倒“U”型关系，随着数字化转型程度的加深能够有效抑制公司内部收入不平衡。肖土盛等（2023）和万诗婕、高文书（2023）有相同的观点认为数字化转型促使生产技术的升级导致高技能劳动需求增加，进而提升企业劳动收入占比，促进共同富裕目标的实现。

3. 对出口的影响

易靖韬、王悦昊（2021）认为数字化转型是推动中国出口持续增长的重要驱动力。洪俊杰等（2022）和杜明威等（2022）有相同观点认为企业数字化转型是推动出口产品质量升级的新动能。孟夏、董文婷（2022）认为数字技术的应用提高了生产效率进而助力企业出口竞争力的提升。魏昀妍等（2022）研究表明数字

技术与实体经济的深度融合能够提升企业出口的韧性。范黎波等（2022）认为数字化转型通过促进技术创新、优化资源配置、扩大市场规模效应等途径降低企业出口退出风险，确保出口的稳定性。

4、商业模式变革

孟韬等（2021）根据动态能力理论，构建了数字化转型影响商业模式调整的模型，采用 PLS 结构方程对模型进行检验，得出结论：企业数字化转型能够正向影响商业模式的调适。张振刚等（2022）基于组织变革理论提出数字化转型能够驱动商业模式创新的观点。而王苗、张冰超（2022）则是基于组织韧性和环境动荡性视角，采用 PLS 结构方程模型，得出相同结论企业数字能力与商业模式创新之间存在正向促进作用。

（二）微观层面

1、生产、运营效率

王开科等（2020）通过构建投入产出模型进行实证分析，发现数字技术与传统经济的深度融合显著提升了社会生产效率，凸显了数字化转型在提升生产效率方面的积极作用。而刘飞（2020）的研究则持有不同观点，他认为数字化投入对生产效率的直接影响并不显著，但确实存在间接影响，这为我们理解数字化转型与生产效率之间的关系提供了新的视角。任碧云和郭猛（2021）进一步指出，数字化转型通过提升企业内部信息对称性和推动商业模式创新，进而提升了企业的运营效率。这种提升不仅体现在内部管理的优化上，还体现在企业外部竞争力的增强上。易露霞等（2021）的研究也强调了数字化转型在驱动企业主营业务提升方面的重要作用，他们认为数字化转型通过强化企业内部控制和提升创新动力，有效推动了主营业务的提升。赵宸宇等（2021）的研究则聚焦于数字化转型对企业全要素生产率的影响，他们发现数字化转型能够显著提升企业全要素生产率，其作用机制主要是通过提高创新能力和优化人力资本结构来实现的。这为我们理解数字化转型如何影响企业长期竞争力提供了重要线索。花俊国等（2022）则关注了数字化转型对缓解企业融资约束的作用，他们认为数字化转型有助于降低企业的融资成本，进而促进了企业全要素生产率的提升。这一发现对于理解数字化转型如何改善企业外部环境具有重要的启示意义。尤碧莹等（2023）的最新研究则强调了数字化转型在促进资源型企业全要素生产率提升方面的作用，他们认为

数字化转型通过促进企业间专业化分工，提高了资源利用效率和生产效率。这一发现为资源型企业如何通过数字化转型实现转型升级提供了有益的参考。

2、创新效益

赵婷婷和杨国亮（2020）利用二值选择模型深入探讨了数字化转型与制造业企业创新意愿的关联，他们的研究揭示了一个重要现象：企业的数字化转型不仅提升了其创新的意愿，更显著增强了制造业企业的创新强度。这一发现为企业通过数字化转型推动创新提供了有力证据。黄节根等人（2021）通过 sys-GMM 模型和面板门限模型进一步证实了数字化转型与企业创新绩效之间的正向关系。他们特别指出，在建立了资源信息共享平台的企业中，这种促进作用更为显著，这强调了数字化转型在优化资源配置和提升创新效率方面的关键作用。姜英兵等人（2022）则聚焦于数字化转型与企业二元创新之间的关系，他们的研究发现数字化转型不仅能够增强企业探索式创新的动力，还能促进开发式创新的进行，且对探索式创新的提升作用更为突出。这一发现表明，数字化转型在推动企业创新方面具有广泛的影响力。张国胜和杜鹏飞（2022）对数字化转型与企业技术创新的影响进行了深入的研究，他们发现制造业企业的数字化转型主要促进了创新技术的“增量”，而对“提质”的影响并不显著。这一结论为我们理解数字化转型在技术创新中的作用提供了新的视角。申明浩、谭伟杰（2022）以及郭丰等人（2023）的研究则进一步揭示了数字化转型对企业绿色创新的积极影响。他们的研究表明，数字化转型不仅能够提升绿色创新的数量，还能改善其质量，实现了“增量提质”的双重效应。黄隽和宋文欣（2023）从企业生命周期的角度出发，探究了数字化转型与企业突破性创新之间的关系。他们发现，数字化转型对突破性创新具有显著的促进作用，并且这种作用在企业的成长期和成熟期更为显著。宋岩和王晓月（2023）则考虑了政府支持力度的因素，他们研究发现数字化转型与企业创新效率之间存在“U型”关系。当政府支持率超过 0.84% 时，数字化转型与创新效率呈现负向关系；而在政府支持率低于这一阈值时，则呈现正向关系。唐鹂鸣（2022）和黄先海等人（2023）的研究表明，数字化转型程度与企业创新之间并非简单的线性关系，而是呈现倒“U型”关系。当企业数字技术的投入超过一定阈值时，可能导致信息超载，从而难以充分利用现有信息进行创新。

3、社会责任

肖红军等（2021）的研究表明数字化转型能够赋能企业社会责任的履行，改善企业社会责任的表现，而优化内部控制质量和弱化盈余管理动机是其作用路径。赵宸宇（2022）认为数字化转型促使企业更多的履行社会责任，一方面，数字化转型通过促进绿色创新促进企业社会责任的履行；另一方面，数字化转型推动企业向服务化转型，企业更加关注企业形象和声誉，从而提升企业在社会责任方面的表现。申明浩等（2022）也认为数字化转型能够提升企业社会责任履行的意愿和能力。胡洁等（2023）的研究表明数字化转型能够显著提升企业 ESG 的表现，且在国有企业、非高科技企业中数字化转型对企业 ESG 表现的促进作用更强。

4、资本市场表现

吴非等（2021）认为数字化转型提高信息流通效率，降低了信息不对称程度，从而提升股票的流动性。林川（2022）和马慧、陈胜蓝（2022）研究了企业数字化转型对股价崩盘的影响，得出企业数字化转型程度越高，其股价崩盘的风险越低的结论。雷光勇等（2022）从股价同步性的视角出发，研究了企业数字化转型对资本市场效率的影响，认为数字化转型通过分析师关注度和股票流动性降低企业的股价同步性，提高资本市场的运营效率。李静、周孟艳（2023）认为企业数字化转型能够有效抑制管理层内部控制和股价操纵行为，从而降低了股票定价偏差程度，维持资本市场健康稳定发展。

5、会计信息质量

聂兴凯等（2022）基于会计信息可比性视角，研究数字化转型对企业会计信息可比性的影响，结果表明数字化转型显著提升了企业会计信息可比性，其中优化内部控制质量、抑制企业盈余管理是重要路径。钟廷勇等（2022）提出相同观点数字化转型对会计信息可比性具有显著正向影响，钟廷勇认为抑制供应链集中度、降低战略差异性是其重要的作用机制。徐子尧等（2023）提出数字化转型能够提升上市公司信息披露质量的观点。

2.2 实体企业金融化的相关研究

实体企业金融化是指非金融企业减少实体资产的投资转而倾向于金融资产投资的过度投资，是实体经济“脱实向虚”在微观层面的具体表现(Krippner, 2005;Orhangazi, 2008)。对于实体企业金融化现象现有研究较为丰富，且形成统一的观点，其动因研究主要归为两类：一是出于预防性储备动机，金融资产兼

具盈利性强和流动性高的特点，在拥有闲置资金时企业与其持有货币资金，更愿意持有易变现的金融资产，在企业需要资金时可立即变现，满足企业资金流动性的需求，发挥“蓄水池作用”（胡奕明等，2017；Theurillat T等，2010）；二是投机套利动机，实体产业日渐衰退，面临激烈的竞争和产能过剩等问题，实体经济的利润被不断蚕食，虚拟资产高周转、易变现、高风险、高收益的特点吸引着实体企业的眼球，巨大的利润差异是驱动实体企业投资金融资产的核心因素。实体企业资源配置时倾向于金融资产的配置，对主业投资就会相应的减少，在资源有限的前提下，金融资产投资对经营性资产存在“挤出效应”（Demir F, 2009；杜勇等，2017）。基于以上两种动机，现有文献对实体企业金融化的动因研究又可分为两个研究视角：从宏观经济层面研究和微观企业层面进行研究。

（一）宏观层面

近年来，随着经济全球化的迅猛发展，宏观经济政策变动对微观企业造成的影响一直是学术界探讨的热点问题。Keynes（1936）认为金融资产的持有能够应对不确定性风险和投融资问题，企业持有金融资产能够在风险发生时变现，防止企业陷入财务困境。Torneil（1990）指出在宏观经济不确定性和资本逐利性的驱动下，企业为对抗不确定性带来的风险会选择增加金融资产的持有，减少实体投资。杨箐等（2019）基于产权属性不同设计双重差分模型，研究利率管制放松对实体企业金融化的影响，首先，放松利率管制能够缓解企业融资约束，改善企业外部融资环境，从而降低企业通过配置金融资产满足“预防性储备”动机；其次，放松利率管制能够促进金融机构充分竞争，抹平实体经济与虚拟经济利润的差距，从而又降低了企业“投机套利的动机”。张卫国等（2020）探究货币政策不确定性与企业金融化的联系，货币政策的不确定性会加剧企业融资约束、降低银行等金融机构的利润空间，进而抑制企业配置金融资产。黄新飞等（2022）研究贸易不确定性对企业金融化的影响，研究发现：贸易不确定性与实体企业金融化之间存在显著的倒“U型”关系，在贸易不稳定前期，企业对于存货、研发和固定资产的投资会有所减少，将企业的资源以金融资产的形式暂存，因此促进了企业金融化；当贸易不确定性长期存在且难以缓解时，企业会通过变现金融资产偿还债务来美化财务报表，这又会使企业降低金融资产的持有。成群蕊、俞毛毛（2022）采用双重差分模型研究产业政策优化与实体企业金融化的关系，通过对

实体企业的精准扶持，产业结构优化调整能够有效抑制企业金融化行为。江民星等（2022）通过窗口滚动回归模型构建经济政策不确定性指标，分析经济政策不确定性对企业金融化的影响，经济政策不确定性通过加剧信息不对称性促进企业金融化程度。王成琛、王怀明（2023）研究表明宏观经济不确定性通过拉大实体经济与虚拟经济之间的差距，进而促使实体企业金融化。马亚明和杨兰（2022）的研究表明，资管新规的出台加大了对金融监管的力度，新规对企业进行金融投资作出了严格的把控，这在很大程度上抑制实体企业“脱实向虚”的现象，有助于实体经济健康有序发展。

（二）微观层面

1、公司治理

杜勇、睦鑫（2021）认为控股股东股权质押与企业金融化之间存在非线性关系，控股股东在股权质押时要权衡金融资产短期套利、控股权转移风险和金融资产价格波动的利弊，因此，控股权股东股权质押比例与企业金融化之间呈现出倒U型关系。李鑫等（2021）根据利益协同假设研究管理层股权激励与企业金融化的关系，股权激励将管理层利益与所有者股东财富最大化的目标捆绑，这促使管理层更加注重企业长远利益，注重企业长期竞争优势和可持续发展，从而在资源配置时更加倾向于经营性资产的投资，抑制企业金融化。郭伟、王少华（2022）考察资产剥离与实体企业金融化之间的关系，认为整体资产剥离会促进企业金融投资，又根据资产剥离的不同动因进行具体分析，战略性剥离引导企业更加关注主业发展，进而抑制企业金融投资，而非战略性剥离使企业短时间内拥有大量闲置资金，进而促进企业金融投资。胡洁等（2022）认为战略性并购与企业金融投资之间存在替代效应，企业并购能够引导资金“脱虚向实”在增强主业竞争力的同时驱动产业结构优化升级，促进实体经济高质量发展。邵志浩等（2023）研究大股东控制对企业金融化的影响，一方面，若大股东发挥监督效应时，出于个人财富和控制权的保护会抑制金融资产的投资；另一方面，若大股东发挥掏空效应时，大股东会要求管理层持有大量金融资产（现金等价物），促进企业金融化。

2、管理层特质

戴泽伟、潘松剑（2019）基于高管金融经历对企业金融化现象进行研究，结果表明：具有金融经历的高管在配置企业资源时会更加倾向于金融资产的投资，

且主要是满足投机套利的动机。杜勇等（2019）基于烙印理论研究了 CEO 金融背景与企业“脱实向虚”之间的关系，认为 CEO 金融背景对实体企业金融化有显著的正向作用。于连超等（2019）使用沪深 A 股的数据研究了高官从军经历对企业金融化的影响，根据实证研究结果得出结论，董事长和总经理的从军经历都会正向促进实体企业金融化。杜勇、周丽（2019）认为高管学术背景会对企业金融化产生影响，有学术背景的高管更加注重实体投资和企业创新，进而更加关注主营业务的发展，抑制企业金融化程度。牛煜皓、卢闯（2020）研究了高管贫困经历与企业金融化之间的关系，具有贫困经历的高管更加青睐金融资产投资，且这种投资主要满足出于预防性储备的目的，对于投资套利的动机没有明显的促进作用。赵彦锋（2021）研究了民营上市公司实际控制人拥有境外居留权时企业金融化的程度更高，其主要作用机制是代理冲突、管理层短视和过度自信。刘锦英、徐海伟（2022）基于高阶梯队理论实证研究高管团队稳定性对企业金融化的影响，稳定的高管团队成员高度默契、充分信任更加关注企业的长远发展和自身的长远利益，因此，通过配置金融资产投机套利的动机较弱，更加关注主业的长远发展。

3、市场环境

柳永明、罗云峰（2019）认为资本市场盈利预测和股价波动导致的外部盈利压力会促使金融投资对主业的“挤出效应”。王勇、芦雪瑶（2021）基于“沪港通”这一政策的实施构建双重差分模型，探究资本市场开放与企业金融化简的关系，资本市场开放能够降低金融资产投资的收益，进而抑制企业金融化。何运信、陈飞（2022）研究银行业竞争与企业金融化的关系，首先，银行业竞争能够缩小金融投资与实体投资之间的利润差距；其次，银行业竞争能够缩小存款贷款的利率差异并降低企业融资约束，从而抑制企业金融化。孟庆斌等（2023）指出加强对商业银行监管提高了银行等金融机构投放贷款的谨慎性，严防企业将贷款再次投入金融市场的行为，从源头上抑制企业“脱实向虚”。

2.3 数字化转型对企业金融化的影响研究

对于数字化转型对实体企业金融化影响的研究，学术界讨论不够充分，现有参考文献较少，且没有形成统一的结论。杨名彦、浦正宁（2022）认为企业金融化现象存在“传染效应”而数字经济的发展加速信息流通，使企业间沟通更加流畅“传染效应”增强，促使企业金融化现象更加普遍，且数字经济的发展缓解企

业融资约束，加剧企业金融投资行为。徐朝辉、王满四（2022）研究表明数字化转型与企业金融化之间的关系，一方面，数字化转型通过降本增效提高资源配置效率驱动企业实体资产投入，进而抑制企业金融化；另一方面，数字技术的运用提高企业整合资源的能力，降低创新风险，增加创新投入促使企业回归主营业务，抑制企业金融套利。杨大鹏等（2023）研究认为数字化转型能够抑制企业金融投资活动，数字化转型通过提高实体盈利能力、缓解融资约束等机制影响企业金融投资行为。王少华等（2023）认为数字化转型对企业金融化具有显著的负向影响，其作用机制为优化资源配置和提升公司治理水平。王振兴（2023）的研究则得出不同的结论，认为数字化转型对实体企业金融化的影响呈倒U型，他认为权益资本成本是数字化转型作用于企业金融化的有效路径。

2.4 文献述评

通过对已有文献的归纳总结发现，对于企业数字化转型经济后果的相关研究内容丰富，为本文的撰写提供了借鉴价值。从数字化转型概念界定到企业数字化转型的度量都有比较详实的研究，为后人进行学术研究提供了理论基础。对于数字化转型的经济后果，从宏观经济角度出发学者们主要研究数字化转型对产业结构、劳动收入、出口和商业模式变革的影响，大多数学者认为数字化转型促进宏观经济的发展，优化产业结构、促进共同富裕、提升出口质量、创新商业模式等；从微观企业角度出发研究内容多且广，数字技术赋能企业生产、销售和管理各个方面，对企业生产运营效率、创新效益、资本市场表现、会计信息质量等产生重大影响。关于实体企业金融化动因的研究较为成熟，主要分为出于预防性储备动机和投机套利动机两类，在此基础上学者们又透过不同视角对企业金融化现象进行考察，宏观角度的研究主要针对宏观经济政策的不确定性对微观企业金融投资的影响进行探讨，微观角度主要研究公司治理、管理层特质和市场环境等对企业金融化的影响。

对于数字化转型对实体企业金融化的研究较少，且没有形成统一结论，鉴于此，本文在已有文献的基础上对数字化转型与企业金融化之间的关系展开研究，通过内外部不同角度对其中的作用机理进行分析，并在不同生命周期、不同产权属性和不同企业类型间进行异质性分析，为促进数字经济与实体产业深度融合发展，实体经济“脱虚向实”高质量发展提供意见和建议。

2.5 理论基础

2.5.1 企业的生命周期理论

“生命周期”是世间万物都要遵从的规律，是指万事万物从有到无的过程，其涵盖经济、政治、社会等的各个方面，企业同世间万物一样其发展也呈现出一定的周期规律。企业生命周期理论最早是由美国学者伊查克·艾迪斯博士于1989年提出，他认为企业同生物一样会随着时间的推移经历“出生、成长、成熟、衰退”这样几个阶段，由于外界和自身的条件有所变化，企业在不同生命周期也会呈现不同的特性，虽然各行业和各企业间存在差异，但总体上在相同生命周期存在类似的特点，随着时间的推移呈现出周期性变化。现有文献对企业生命周期研究还没有形成统一的结论，但大多数学者认可将企业生命周期划分为初创期、成长期、成熟期和衰退期。

（一）初创期

资金缺乏、产品单一和风险较高是初创期企业的主要特点，由于企业刚刚起步成立，严重的信息不对称导致资金所有者难以了解企业的发展前景，企业面临较强的融资约束，资金匮乏，研发创新能力较差，产品品类单一，缺乏竞争优势盈利能力差，且在这一阶段企业组织架构简单，企业股东与管理者职位存在重叠，因此不存在代理问题。由于本文的研究对象是沪深A股上市公司，因此排除企业初创期的存在。

（二）成长期

企业在成长期逐渐形成自己的产品系列，市场竞争力逐渐增强，市场占有率也稳步提升，经营业绩突飞猛进。首先，企业在这一阶段致力于技术创新和研发创新，拓宽业务范围，寻找促使企业寻找新的利润增长点，实现品牌效应，明确市场地位；其次，经过初创期后投资者对企业有大致地了解，看好企业的发展前景，企业资金的获取主要是以权益性投资为主，这为企业进行长期持续性投资提供支持；此外，在这一阶段企业组织架构开始丰富，所有权与经营权逐渐分离，在成长期阶段管理层决策的正确与否是企业能否进入下一阶段的关键。

（三）成熟期

成熟期是一个企业发展的鼎盛时期，资金量雄厚，产品研发成熟，技术先进，市场占有率高，经营风险和财务风险都相对较小。首先，企业在成熟期阶段产品

开发完善，研发创新力度逐渐减弱，企业可能会进行多元化经营，找寻新的突破口，尽力延长在这一阶段停留的时间，避免“早衰”；其次，在这一阶段随着企业规模的不断扩大，组织管理架构庞大，管理层寻租等短视行为空前严重，代理问题突出，管理层的贪腐会导致企业衰败。

（四）衰退期

随着市场的饱和，超额利润已不存在，大量竞争者涌入市场摊薄了平均利润，企业销售增长率和盈利能力大幅下降，经营状况和财务状况不容乐观，面临破产清算的风险。首先，在这一阶段企业的发展陷入瓶颈期，市场上出现大量的替代品，产品滞销无法变现，面临巨大的偿债压力，在此背景下，企业应当整合资源，优化配置，实现企业的转型升级；其次，组织架构冗杂，核心人员流失，管理出现漏洞，各部门各自为战不能协调完成工作，在这一阶段极易被竞争对手吸收兼并，企业应做好开源节流，寻找迎合市场发展新的增长点，引领企业扭转衰败局面。

综上所述，企业处于不同生命周期时其生产能力、组织结构、市场竞争力、资金持有量和管控水平都有所不同，企业在进行数字化转型需要一定的经济基础和主观意愿，能否成功转型受到主观和客观两个方面的共同影响，在企业不同生命周期阶段管理层的主观意愿和客观经济条件都会对企业进行数字化转型产生不同影响。根据现有研究实体企业金融化的两个主要原因：一是预防性储备动机，二是投机套利动机，企业在不同生命周期阶段进行金融投资的动机也会有所不同。因此，基于生命周期视角研究数字化转型对实体企业金融化的影响可能会得出不同的结论。

2.5.2 投资替代理论

投资替代理论是基于金融资产投机套利的假说下产生的，随着经济结构的调整实体经济日益衰落，产能过剩、劳动力成本上升和市场竞争白热化等问题突出，实体投资的投资回报率低，对于投资者来说实体投资逐渐失去魅力。然而随着金融市场的逐步完善，虚拟经济得到空前的发展，金融投资是虚拟经济在微观企业层面的具体体现，金融资产具有投资灵活、转换成本低、高风险高收益等特点，无不吸引着投资者的目光，在资源有限的条件下，过度的金融投资会对实体投资

产生“替代效应”，两者呈现出此消彼长的趋势，金融投资的超额收益是投资者趋之若鹜的关键动因。

综上所述，实体企业近年来竞争压力大，传统市场趋于饱和，实体经济缺乏好的投资机会，且实体投资周期长，回报率低，企业为实现利润最大化的目标，把投资目标转向资本市场，过度金融投资会挤出企业经营性资产的投资，加剧实体经济“脱实向虚”的局面。

2.5.3 预防性储蓄理论

预防性储备理论最早是由 Fisher 和 Friedman 提出，在 20 世纪 80 年代得到极大的发展。凯恩斯针对企业持有货币的行为进行研究后认为，企业持有现金主要是满足三种需求，一是交易性需求，二是投机性需求，三是预防性储备需求，其中预防性储蓄确实可以被视为一种货币对冲行为，它体现了企业在面临未来不确定性时的一种风险规避策略。当企业预期可能面临现金流动性不足或潜在损失时，为了保障生产经营的稳定性和持续性，它们会选择预防性地持有一定数量的货币。这种预防性储蓄的行为，实际上是企业对自身风险管理的一种积极应对。通过持有货币，企业不仅能够迅速应对突发状况，减少因资金短缺而带来的经营风险，还能够保持一定的财务灵活性，以便在未来抓住有利的投资机会。

金融资产因其高度的流动性和强大的变现能力，展现出了与现金资产相似的特性，并在企业经营中发挥着类似现金资产的作用。这些特性使得金融资产能够有效地减轻未来不确定性对企业日常运营活动的负面影响，缓解因流动性短缺而带来的问题，并减轻企业对外部融资的依赖。当企业面临未来丰富的投资机会、现金流的不确定性增加或融资约束增强时，出于预防性储蓄的动机，企业倾向于增加金融资产的配置。

3 理论分析与研究假设

3.1 数字化转型与实体企业金融化

当前我国经济面临“脱实向虚”的发展困境，在微观上表现为实体企业金融化程度不断提高的现象，许多实体企业缺乏长期持续发展的战略思维，将企业价值增长的途径倾向于金融投资，资产结构严重失衡（杜勇等，2017），从而抑制了实体经济的高质量发展。作为确保企业获得竞争优势，获取超额利润的经营性资产的投入，其面临投资周期长、见效慢和调整成本高等众多不确定性因素的局限。然而金融资产不仅具有投资灵活、转换成本低的特点，而且能获得同等或更高的投资回报，这是企业金融化程度不断加深的关键因素。根据投资替代理论，当企业核心竞争优势不足，企业通过金融投资逐利的行为对实体投资产生“挤出效应”。数字化转型能够从源头有效抑制企业金融化，数字化转型能够打破传统商业模式和价值创造的方式，通过提升企业内部竞争优势和缓解外部信息不对称的方式抑制企业金融化。

一方面，数字技术与实体经济的深度融合能够优化资源配置的效率与效益，数据要素的加入突破原有生产要素的边界束缚，改变资源的价值特征，提高全要素生产率（王京滨等，2023），促进产品的转型升级。首先，企业运用各种数字技术手段能够精准刻画客户需求，为客户提供定制化、差异化的产品，满足不同客户的需求，产品迅速占领市场，获得竞争优势；其次，数字化转型拓宽了企业获取资源的途径，使企业能够以较低的成本获得优质资源，缓解企业面临的融资约束（易露霞等，2021），促使企业布局长远的投资计划，比如固定资产的构建和创新研发的投入；再次，将大数据、人工智能、区块链等数字技术嵌入生产经营的各个方面，能够优化业务流程，降低交易成本，提高企业经营效率（杨松令等，2019）。主营业务竞争优势的不断增强，驱使实体企业树立长远的价值观，将投资重心向经营性资产倾斜，进而抑制企业金融化。

另一方面，数字化转型降低信息不对称程度，改善企业的外部信息治理。新闻传媒在信息传递的过程中扮演了重要的中介作用，通过对上市公司披露信息的收集和解读，向广大的投资者传递经过简化且易于理解的信息，这降低了投资者与企业间信息不对称的程度（秦建文等，2023），同时也能够发挥监督约束企业行为的外部治理效应。首先，企业利用数字技术能够将海量非标准化的信息转化

为标准化、结构化的信息，提升信息使用的便捷性和透明度（刘少波等, 2023），进而缓解外部资源拥有者与企业间的信息不对称，缓解企业面临的融资约束，抑制企业出于预防性储备动机的金融投资；其次，企业进行数字化转型能够引起社会各界的充分关注，企业过度进行金融投资会引发负面舆论，进而对企业经营状况、发展前景产生质疑，这会倒逼实体企业更加关注主业的发展，抑制企业金融化现象。由此，本文提出如下假设：

假设 1：数字化转型能够抑制实体企业金融化。

3.2 企业生命周期对数字化转型与企业金融化的调节效应

根据企业生命周期理论（Dickinson, 2011），将企业的发展分为初创期、成长期、成熟期、衰退期，由于本文研究对象是上市公司，故排除初创期的存在。企业在不同生命周期时其经营状况、投融资方式、资源配置和战略布局有很大的差别，因此，数字化转型对企业金融化的影响在不同生命周期可能存在较大差异，基于不同生命周期阶段研究数字化转型与企业金融化的动态变化规律具有重大意义。

（一）成长期

企业在成长期处于快速发展的阶段有长远的发展战略，通常会把经营重心放在产品的生产制造（李云鹤等, 2011），旨在抢占市场份额、扩大规模提升主业竞争力，而数字化转型是助力企业快速发展的关键技术资源。首先，企业在成长期有较强的抢占产品市场份额的意识，数字化转型的投入正好可以为经营决策提供支持，提高运营效率进而增强企业的核心竞争力，这与成长阶段企业的发展愿景相一致；其次，在企业成长期阶段对产品和市场还不熟悉，缺乏研发创新的经验，面临创新失败的风险较高（童锦治等, 2018），因此企业更倾向于投资智能化、数字化的数字技术，新的数字技术和数字设备为企业经营管理带来效率的提升，增强主营产品的竞争优势，经营性资产的投入对金融资产投资产生较强的挤出效应。最后，企业处于成长期时经营还不稳定，销售形成的现金流不充裕，且由于信息不对称面临较强的融资约束，没有闲置资金进行金融投资，满足企业流动性储备需求。因此，不论是企业出于通过配置金融资产满足投机套利动机还是预防性储备动机的金融化，在成长期阶段数字化转型对企业金融化的抑制作用较为显著。

（二）成熟期

企业在成熟期时经营稳定，市场竞争力强、占有率高，经过前期的积累已经形成一定的规模，销售形成的现金流稳定，资金储备丰裕，组织结构逐渐冗杂，管理层拥有更多的话语权，内部人控制、管理层寻租等代理问题十分突出，管理层的短视行为会导致其配置金融资产套利。此外，在此阶段企业转变战略思维，更加追求稳定发展，创新、研发等风险投资的意愿远不如成长期（童锦治等，2018），数字化转型等经营性资产投资不足，与此同时宽松的融资环境与充裕的现金流使企业有能力和意愿参与金融投资，投资高风险高收益的金融资产能在满足流动性的同时赚取更多利润，企业就有动机购买金融资产，金融化程度逐步加深，数字化转型对企业金融化的抑制作用相对较小。

（三）衰退期

在企业衰退阶段，主营产品存在被替代的风险，市场竞争力差，市场占有率低，销售收入和利润不断下滑，资金链存在断裂的风险，经营风险和财务风险较高，外界对企业发展前景持消极态度。一方面，由于衰退期企业面临连年亏损和被资本市场淘汰的风险，管理层在投资决策时更加谨慎，此时为了规避风险、维持公司价值，企业的战略目标向维持生存倾斜，由于面临较强的融资约束且现金流短缺的局面，管理层在配置资源时更加倾向于生产经营活动，而非风险较高的金融投资；另一方面，由于衰退期企业过度投资和代理问题的加剧，使得对数字化转型的投入产生的成本高于其带来的边际收益，反而使企业陷入财务困境，管理层在主观上不愿意进行转型。因此，在企业衰退期数字化转型对实体企业金融化的抑制作用不显著。由此，本文提出如下假设：

假设 2：企业处于不同生命周期时数字化转型对企业金融化的影响不同。

3.3 数字化转型、产品市场竞争优势与实体企业金融化

数字化转型是企业将数字技术深度融入生产各环节，实现与各生产要素的高效融合，进而从根本上改变运营方式、提升效率的过程（黄星刚等，2022）。这一转型不仅重塑了企业的运营模式，更在多个层面深刻影响了企业的主营业务和市场竞争优势。

从主营业务的角度来看，数字化转型首先转变了企业创造和交易产品的方式（云乐鑫和徐海卿 2023）。借助数字技术，企业能够降低交易成本，提升流程

效率。例如，利用数字销售渠道，企业能够实现在线交易，从而拓宽销售范围（张洁和匡明慧，2023），覆盖更广泛的客户群体。此外，通过大数据分析和机器学习，企业能够精准定位目标消费群体，深度分析客户需求和产品特性，进而提供高度差异化、定制化的产品。这种精准营销不仅增强了产品的市场竞争力，还有效地将企业的数字能力转化为实际的产品竞争力。

数字化转型的另一重要成效是降低生产成本、提高生产效率（雷光勇等，2023）。一方面，数字技术的应用改进了生产工具的效率，协调了产品产业链，促进了精准、高效的生产（施思，2023）。这不仅减少了生产工具的维护成本，还提升了整体生产流程的效率和稳定性。另一方面，数智化办公软件的应用优化了信息传递机制，提高了信息传递的效率和透明度。这使得企业能够更加有效地配置资源，降低交易成本和管理成本，进一步提升生产效率。

产品市场竞争优势的形​​成与保持，进一步削弱了企业参与金融投资的动机。根据竞争优势理论（波特，2005），具有显著市场竞争优势的企业往往拥有较高的市场占有率和规模经济效应。这些企业更倾向于扩大生产规模，以获取更多的市场份额和利润。由于企业资源有限，金融投资与实体投资之间存在“挤出效应”。当企业在产品市场能够稳定获取超额利润时，其出于投机套利动机的金融化行为自然会减少，从而有助于抑制企业过度金融化。

综上所述，数字化转型不仅改变了企业的运营模式和主营业务方式，还通过增强产品市场竞争优势来抑制企业过度金融化行为。这对于企业实现稳健、可持续发展具有重要意义。。由此，本文提出如下假设：

假设 3：数字化转型促进产品市场竞争优势，进而抑制企业金融化。

3.4 数字化转型、分析师关注度与实体企业金融化

数字化转型通过提高分析师关注度进而抑制企业过度金融化行为。分析师作为股东和管理层、投资者的中间人，在上市公司信息披露中发挥着重要的监督作用。他们通过对企业信息的深入挖掘和分析，能够发现潜在的问题和风险，进而向管理层和投资者提供有价值的建议和意见。

首先，数字技术重塑了信息传递的渠道和效率。分析师作为专业的信息挖掘和分析者，在数字化转型的推动下，其信息来源得到了极大的拓宽。借助大数据技术，分析师能够迅速获取和处理海量信息，深入挖掘并解读企业的投资动向（於

军和隋艮，2023），从而提供更为准确和及时的投资预测信息。这种信息的高效传递和处理，使得分析师能够更快速地将其研究成果传达给投资者，帮助投资者做出更为明智的投资决策。

其次，数字化转型也提升了分析师的监督作用。随着企业实施数字化转型并与“数字中国”战略保持一致，这些企业更容易受到资本市场的关注和追捧（乔瑞红和王聪颖，2023）。分析师作为资本市场的重要参与者，对这些企业的关注度也随之增加。分析师通过深入分析企业的财务报告和投资行为，能够发现企业配置金融资产的投机套利行为。由于金融资产具有高风险、高收益的特性，其配置会增加企业的经营风险和投资人的风险，进而扩大企业的现金流波动，对未来经营造成负向影响（代彬和翟誉皓，2023）。分析师在发现这种负面效应后，会将其纳入研究报告中，对未来的经营预测做出负面评价。这种消极的市场预期会对企业形成压力，促使其减少金融资产的投资，从而维护企业的稳健经营和投资者的利益。

此外，数字化转型还通过改善信息披露的质量和透明度，增强了分析师的监督效果。数字化转型使得企业能够更为全面、准确地披露其经营信息和财务数据，减少了信息不对称的现象（秦建文等，2022）。分析师在获取这些高质量信息的基础上，能够更准确地评估企业的价值和风险，为投资者提供更为可靠的投资建议。同时，数字化转型也提高了信息披露的及时性和互动性，使得分析师和投资者能够更快速地获取和处理信息，加强了市场对企业行为的监督力度，倒逼企业减少金融资产的投资，使其更加关注主营业务核心竞争力的提升。

综上所述，数字化转型在强化分析师关注、提升监督作用以及改善信息披露方面发挥了重要作用，这有助于缓解企业信息不对称问题，保护投资者的利益，促进资本市场的健康发展，进而有效抑制实体经济“脱实向虚”的现象。由此，本文提出如下假设：

假设 4：数字化转型增强分析师关注度，进而抑制企业金融化。

4 研究设计

4.1 样本选择与数据来源

本文的研究样本为 2009-2021 年全部 A 股上市公司的数据。自 2009 年起数字技术得到了快速的发展，开始与实体经济融合发展，实体企业把握机遇开始数字化转型。因此本文选择采用 2009 年及之后的数据作为研究样本。为确保研究的科学性对数据做了如下处理：（1）剔除 ST 和*ST 公司样本；（2）剔除了房地产行业和金融行业的数据；（3）删除数据异常和缺失的样本；同时为避免极端值对研究的影响，对所有变量均进行上下 1%的缩尾处理，本文使用的所有数据均来自于国泰安数据库。

4.2 变量度量

4.2.1 解释变量

数字化转型的度量：现有文献对于企业数字化转型程度的度量方法有虚拟变量法、资产度量法等方法，本文认为通过对上市公司年报进行文本分析的方法能够全面的表达企业数字化转型程度，因此，本文借鉴吴非等的做法（2021），将数字化转型分为五大具体应用类别，确定每一类别中的关键词（具体内容见表 4.1），借助 Python 在上市公司年报中提取关键词，统计关键词出现的频数，以此作为企业数字化转型程度的度量指标。

表 4.1 企业数字化转型关键词词谱

人工智能 (AI)	人工智能、商业智能、图像理解、投资决策辅助系统、智能机器人、自然语言处理、智能数据分析、生物识别技术、机器学习、深度学习、语义搜索、人脸识别、语音识别、身份验证、自动驾驶
云计算 (CC)	云计算、图计算、流计算、内存计算、多方安全计算、类脑计算、绿色计算、认知计算、融合架构、亿级并发、EB 级存储、物联网、信息物理系统

续表 4.1 企业数字化转型关键词词谱

数字技术运用 (ADT)	电子商务、移动支付、第三方支付、NFC 支付、智能能源、B2B、B2C、C2B、C2C、O2O、 网联、智能穿戴、智慧农业、智能交通、智能医疗、智能客服、智能文旅、智能家居、智能投顾、智能环保、智能电网、智能营销、数字营销、无人零售、开放银行、数字金融、FinTech、金融科技、量化金融、互联网金融
区块链 (BD)	区块链、数字货币、分布式计算、差分隐私技术、智能金融合约
大数据 (DT)	大数据、数据挖掘、文本挖掘、数据可视化、异构数据、征信、增强现实、混合现实、虚拟现实

4.2.2 被解释变量

实体企业金融化：本文借鉴彭俞超等（2018）的研究，使用金融投资获利收益占营业利润的比来度量企业的金融化程度，由于直接使用金融投资收益占比可能会低估部分企业金融化程度，因此使用营业利润绝对值并对其进行标准化处理，该数值越大表明企业金融化程度越高。计算公式如下：

$$\text{企业金融化程度} = (\text{金融投资获利合计} - \text{营业利润}) / |\text{营业利润}|$$

4.2.3 调节变量

生命周期的度量：借鉴 Dickinson（2011）的做法，用经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金流净额的符号来判断企业的生命周期，由于研究对象均为上市公司故排除初创期的存在，将其划分为成长期、成熟期和衰退期，具体划分标准如表 4.2 所示。

表 4.2 企业生命周期划分

	成长期		成熟期	衰退期				
	-	+		-	+	+	-	-
经营活动现金流	-	+	+	-	+	+	-	-
投资活动现金流	-	-	-	-	+	+	+	+
筹资活动现金流	+	+	-	-	+	-	+	-

4.2.4 中介变量

产品市场竞争优势：本文借鉴了张会丽等（2012）的研究思路，通过计算企业主营业务毛利率与行业均值之间的差值，以此作为衡量企业竞争优势的量化指标。这一选择不仅基于理论支撑，更在实际应用中展现了其独特性和有效性。主营业务毛利率，作为反映企业主营业务盈利能力的关键指标，直接体现了企业在产品市场上的经营效率与成本控制能力。当企业主营业务毛利率高于行业平均水平时，这表明企业在市场竞争中拥有更显著的优势。而通过计算这一指标与行业均值的差值，能进一步清晰地识别出企业在行业内的相对地位，差值越大，意味着企业的竞争优势越显著。

分析师关注度：证券分析师（或团队）对某一上市公司的关注程度越高，其对该公司重视程度也就越高。分析师关注变量为当年对该上市公司进行跟踪分析的分析师（或团队）数目加 1 后的自然对数。

4.2.5 控制变量

本文参考了吴非等（2021）的研究成果，从公司层面和治理层面选取了若干具有代表性的控制变量。这些变量的选择旨在更全面地剖析影响企业竞争优势的多元因素，以确保研究结果的精准性和可靠性。

在公司层面，控制了诸如上市年限（Age）、企业规模（Size）、财务杠杆（Lev）、资产收益率（ROA）、市值账面比（BM）、成长潜力（Growth）以及产权归属（Soe）等核心变量。这些变量能够综合反映企业的基本特征、经营状况以及市场地位，对于理解企业竞争优势的形成机制至关重要。

在治理层面，选取了一系列控制变量以考察公司治理结构对竞争优势的影响。这些变量包括股权集中度（Top1）、独立董事占比（Indep）以及董事长与 CEO 是否兼任（Dual1）等。这些指标能够揭示公司治理结构的差异，进而分析其对企业决策效率和战略实施的影响。

此外，为消除潜在的时间趋势和行业特征对研究结果的影响，还将年份（Year）和行业（Industry）作为控制变量纳入分析框架。这有助于确保研究结论更加稳健，避免外部因素的干扰。控制变量的详细设置见表 4.3。

表 4.3 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	计算公式
被解释变量	企业金融化	Fin	(金融获利总和-营业利润)/ 营业利润
解释变量	数字化转型	Digital	Ln(1+词频)
中介变量	产品市场竞争优势	Acom	经过行业均值调整后的主营业务毛利率
	分析师关注度	Analyst	分析师关注人数加1取自然对数
控制变量	企业规模	Size	期末公司资产的自然对数
	资产负债率	Lev	负债总额/资产总额
	成长性	Growth	营业收入的增长率
	独立董事比例	Indep	独立董事人数/董事总人数
	股权集中度	Top1	第一大股东持股数/总股数
	产权性质	SOE	国有企业取值为1, 其他为0
	上市年限	Age	Ln(当年年份-上市年份+1)
	两职合一	Dual	董事长与总经理是同一人为1, 否则为0
	账面市值比	BM	账面价值/总市值
虚拟变量	净资产收益率	ROA	净利润/总资产平均余额
	年度	Year	年度虚拟变量
	行业	Ind	行业虚拟变量

4.3 模型设计

为了检验数字化转型与企业金融化之间的关系及其作用机制, 本文采用面板数据, 构建如下固定效应模型:

为检验本文提出的假设 1、假设 2, 建立回归模型 (1):

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Digital_{i,t} + \beta_i Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

为检验本文提出的假设 3, 建立回归模型 (2)、(3):

$$Acom_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Digital_{i,t} + \beta_i Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Digital_{i,t} + \beta_2 Acom_{i,t} + \beta_i Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

为检验本文提出的假设 4, 建立回归模型 (4)、(5):

$$Analyst_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Digital_{i,t} + \beta_i Control + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$\text{Fin}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Digital}_{i,t} + \beta_2 \text{Analyst}_{i,t} + \beta_i \text{Control} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中，Control 为相应的控制变量，Year、Ind 分别为年份和行业虚拟变量。

5 实证检验与分析

5.1 描述性统计分析

表 5.1 是主要变量的描述性统计结果，实体企业金融化 (Fin) 均值-0.494，标准差 1.164，最小值-1.894，中位数-0.939，最大值 6.85，由此可见在选取的研究样本中，各企业金融化程度存在较大的差异，且大多数企业都存在通过金融投资获利的情况。数字化转型 (Digital) 的均值 2.906，标准差 1.239，最小值 0，中位数 2.89，最大值 5.811，说明不同企业的数字化转型程度差异较大，但也有部分企业未进行数字化转型。再看产品市场竞争优势 (Acom) 的均值 0.003，标准差 0.152，最小值-0.335，中位数-0.008，最大值 0.452，各企业间产品市场竞争优势总体差别较大。分析师关注度平均值 1.451，标准差 1.181，最大值 3.784，，最小值 0，表明各企业被分析师关注的程度差别较大。

表5.1 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最大值	最小值	中位数
Fin	19152	-0.494	1.164	6.850	-1.894	-0.939
Digital	19152	2.906	1.239	5.811	0.000	2.890
Coverage	19152	1.451	1.181	3.784	0.000	1.386
Acom	19152	0.003	0.152	0.452	-0.355	-0.008
Size	19152	22.170	1.360	26.060	19.94	21.930
ROA	19152	0.047	0.060	0.210	-0.181	0.044
Growth	19152	0.175	0.358	1.896	-0.516	0.120
Lev	19152	0.414	0.210	0.885	0.0550	0.406
SOE	19152	0.378	0.485	1.000	0.000	0.000
BM	19152	1.005	1.138	6.706	0.094	0.616
Indep	19152	0.377	0.053	0.571	0.333	0.364
Top1	19152	0.353	0.150	0.732	0.090	0.334
Dual	19152	0.281	0.449	1.000	0.000	0.000
FirmAge	19152	2.865	0.328	3.466	1.792	2.890

5.2 相关性分析

本文对所涉及的变量进行了相关性分析，旨在检验各变量之间是否存在显著的相关性。通过皮尔逊（Pearson）相关系数检验，得到了如表 5.2 所示的结果，其中数字化转型（Digital）与实体企业金融化（Fin）之间存在显著的负相关关系。这一发现初步验证了我们的假设 1。此外，为了进一步确保研究的可靠性，计算了所有变量的相关系数，发现其绝对值基本低于 0.6，这表明变量之间的相关性并不强烈。同时，我们还采用了方差膨胀因子（VIF）检验方法，结果显示 VIF 值小于 5，这进一步证明本文不存在严重的多重共线性问题。综上所述，本研究的结果具有较高的可靠性，为后续分析提供了坚实的基础。

表 5.2 主要变量相关系数表

变量	Fin	Digital	Coverage	Acom	Size	ROA	Growth	Lev	SOE	BM	Indep	Top1	Dual	FirmAge
Fin	1													
Digital	-0.059***	1												
Coverage	-0.223***	0.066***	1											
Acom	-0.202***	0.065***	0.181***	1										
Size	-0.002	0.005	0.350***	-0.170***	1									
ROA	-0.422***	0.034***	0.388***	0.381***	-0.075***	1								
Growth	-0.173***	0.057***	0.168***	0.057***	0.016**	0.265***	1							
Lev	0.150***	-0.112***	-0.020***	-0.353***	0.532***	-0.408***	0.01	1						
SOE	0.111***	-0.217***	-0.011	-0.254***	0.422***	-0.178***	-0.095***	0.368***	1					
BM	0.060***	-0.087***	-0.008	-0.201***	0.677***	-0.259***	-0.056***	0.575***	0.380***	1				
Indep	-0.001	0.085***	-0.012*	0.025***	0.002	-0.01	-0.003	-0.014**	-0.064***	0.012*	1			
Top1	-0.073***	-0.114***	0.104***	-0.026***	0.254***	0.109***	-0.020***	0.090***	0.296***	0.154***	0.045***	1		
Dual	-0.070***	0.144***	-0.018**	0.131***	-0.236***	0.090***	0.038***	-0.200***	-0.339***	-0.181***	0.098***	-0.073***	1	
FirmAge	0.082***	0.041***	-0.206***	-0.141***	0.170***	-0.128***	-0.075***	0.176***	0.107***	0.188***	-0.030***	-0.112***	-0.076***	1

注：*，**，***分别表示 10%、5%、1%的显著性水平下显著

表 5.3 变量的方差膨胀因子 (VIF)

变量	VIF	1/VIF
Digital	2.090	0.478
Size	2.740	0.365
ROA	1.500	0.666
Growth	1.170	0.858
Lev	2.180	0.459
SOE	1.750	0.571
BM	2.740	0.365
Indep	1.060	0.940
Top1	1.300	0.771
Dual	1.190	0.838
FirmAge	1.510	0.664
Mean	VIF	2.720

5.3 多元回归分析

5.3.1 数字化转型与实体企业金融化的回归分析

表 5.4 中列 (1) 报告了控制行业与年份但不控制其他控制变量时的回归结果, 结果显示数字转型的估计系数为-0.058 且在 1%水平上显著负相关, 列 (2) 报告了控制行业与年份效应后数字化转型与实体企业金融化的回归结果。结果显示, 数字化转型的估计系数为-0.039, 与实体企业金融化在 1%的水平上显著负相关。这说明在控制其他因素不变的条件下, 数字化转型水平越高, 实体企业金融化程度越低。假设 1 得到验证。探究可能的原因: 第一, 实体企业主营产品市场竞争优势的增强有助于企业降本增效、抢占市场份额、获取超额利润, 从而抑制企业金融化; 第二, 分析师关注度的提高起到外部监督作用, 能够约束实体企业配置金融资产。控制变量中, 总资产净利润率、企业成长性、账面市值比、第一大股东持股比例、两职合一、公司成立年限的估计系数显著为负。

表 5.4 数字化转型与实体企业金融化的回归结果

变量	被解释变量 (Fin)	
	(1)	(2)
Digital	-0.058*** (-6.19)	-0.039*** (-4.45)
Size		-0.004 (-0.43)
ROA		-7.792*** (-50.78)
Growth		-0.185*** (-8.18)
Lev		-0.057 (-1.09)
SOE		0.103*** (5.07)
BM		-0.029*** (-2.69)
Indep		0.125 (0.86)
Top1		-0.239*** (-4.21)
Dual		-0.048*** (-2.64)
FirmAge		0.171*** (6.13)
Constant	0.534*** (4.97)	0.172 (0.76)

续表 5.4 数字化转型与实体企业金融化的回归结果

变量	被解释变量 (Fin)	
	(1)	(2)
N	19152	19152
R ²	0.038	0.212
Year	控制	控制
Ind	控制	控制

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著，括号内为 T 值

5.3.2 生命周期的调节作用

为了进一步验证企业在不同生命周期阶段下数字化转型对实体企业金融化影响的差异性，本文参考了韦德洪和陈势婷（2021）的研究方法，根据企业当前所处的不同生命周期进行了分组检验。研究发现，数字化转型对实体企业金融化的影响确实因企业生命周期的不同而有所区别。回归结果如表 5.5 所示，从表 5.5 中可以观察到，当企业处于成长期时，数字化转型对实体企业金融化的回归系数为-0.032，且在 1%的水平上显著为负，表明在这一阶段，数字化转型对实体企业金融化起到了明显的抑制作用。然而，在企业处于成熟期阶段和衰退期阶段，这种显著的负向影响并未出现，假设 2 得到验证。与成熟期和衰退期相比，企业在成长期时对数字化转型的投入正好可以为经营决策提供支持，提高企业运营效率进而增强企业的核心竞争力，这与成长阶段企业的发展愿景相一致。因此，在成长期企业配置金融资产的动机减弱，数字化转型对金融资产投资的“挤出效应”明显，企业盈利主要来源于主营业务，数字化转型对企业金融化的抑制作用显著。

表 5.5 生命周期的调节效应

变量	被解释变量 (Fin)		
	(1)	(2)	(3)
	成长期	成熟期	衰退期
Digital	-0.032*** (-2.76)	-0.021 (-1.62)	-0.042 (-1.59)
Size	-0.006 (-0.50)	0.026** (2.03)	0.003 (0.09)
ROA	-7.799*** (-34.57)	-6.710*** (-30.01)	-8.143*** (-19.51)
Growth	-0.139*** (-4.80)	-0.113*** (-2.97)	-0.248*** (-3.83)
Lev	-0.064 (-0.83)	0.115 (1.48)	0.007 (0.05)
SOE	0.112*** (3.85)	-0.047 (-1.60)	0.208*** (3.55)
BM	-0.018 (-1.23)	-0.041*** (-2.72)	0.014 (0.39)
Indep	-0.057 (-0.29)	0.135 (0.65)	0.417 (0.95)
Top1	-0.029 (-0.38)	-0.122 (-1.51)	-0.824*** (-4.69)
Dual	-0.024 (-1.01)	-0.072*** (-2.69)	-0.013 (-0.24)
FirmAge	0.116*** (3.20)	0.073* (1.75)	0.262*** (2.84)
Constant	0.251	-0.585*	0.470

续表 5.5 生命周期的调节效应

变量	被解释变量 (Fin)		
	(1) 成长期	(2) 成熟期	(3) 衰退期
	(0.80)	(-1.86)	(0.65)
N	8913	6492	3643
R ²	0.216	0.207	0.236
Year	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著，括号内为 T 值

5.3.3 产品市场竞争优势、分析师关注度的中介效应

前文研究结果表明数字化转型能够有效抑制实体企业金融化,为了进一步分析数字化转型是否通过产品市场竞争优势这一路径对实体企业金融化产生影响,采用模型(2)、(3)进一步回归检验。表 5.6 列(2)、(3)是产品市场竞争对企业金融化的间接影响结果。列(2)中数字化转型(Digital)与产品市场竞争优势(Acom)的相关系数为 0.005,且在 1%水平上显著为正,表明数字化转型能够提高产品竞争优势。列(3)为产品市场竞争(Acom)对实体企业金融化(Fin)的影响分析,相关系数为-0.339,在 1%水平上显著为负,表明产品市场竞争优势的增强能够抑制实体企业金融化,综上数字化转型通过增强产品市场竞争优势进而抑制实体企业金融化,假设 3 得到验证。

表 5.6 列(4)、(5)报告了分析师关注度这一影响因素在数字化转型与企业金融化关系之间中介效应。采用模型(3)、(4)进一步回归检验。表列(3)(4)是分析师关注度对企业金融化的间接影响结果。列(4)中数字化转型(Digital)与分析师关注度(Coverage)的相关系数为 0.077,且在 1%水平上显著为正,表明数字化转型能够提高分析师关注度。列(5)为分析师关注度(Coverage)对实体企业金融化(Fin)的影响分析,相关系数为-0.096,在 1%

水平上显著为负，表明分析师关注度的提高能够降低实体企业金融化，综上数字化转型通过提高分析师关注度进而抑制实体企业金融化，假设 4 得到验证。

表5.6 产品市场竞争优势、分析师关注度中介效应

变量	被解释变量 (Fin)				
	(1) Fin	(2) Acom	(3) Fin	(4) Coverage	(5) Fin
Digital	-0.039*** (-4.45)	0.005*** (4.58)	-0.037*** (-4.26)	0.077*** (10.64)	-0.032*** (-3.61)
Acom			-0.339*** (-5.79)		
Coverage					-0.096*** (-10.91)
Size	-0.004 (-0.43)	-0.000 (-0.41)	-0.004 (-0.45)	0.599*** (79.93)	0.053*** (5.09)
ROA	-7.792*** (-50.78)	0.777*** (41.04)	-7.528*** (-47.07)	5.855*** (46.35)	-7.231*** (-44.82)
Growth	-0.185*** (-8.18)	-0.014*** (-5.01)	-0.189*** (-8.39)	0.108*** (5.80)	-0.174*** (-7.74)
Lev	-0.057 (-1.09)	-0.172*** (-26.41)	-0.116** (-2.16)	-0.220*** (-5.06)	-0.078 (-1.49)
SOE	0.103*** (5.07)	-0.039*** (-15.46)	0.090*** (4.39)	-0.303*** (-18.05)	0.074*** (3.62)
BM	-0.029*** (-2.69)	-0.002 (-1.34)	-0.030*** (-2.75)	-0.242*** (-26.99)	-0.052*** (-4.74)
Indep	0.125 (0.86)	0.018 (1.03)	0.131 (0.90)	-0.200* (-1.68)	0.106 (0.73)

续表 5.6 产品市场竞争优势、分析师关注度中介效应

变量	被解释变量 (Fin)				
	(1) Fin	(2) Acom	(3) Fin	(4) Coverage	(5) Fin
Top1	-0.239*** (-4.21)	-0.037*** (-5.23)	-0.251*** (-4.43)	-0.352*** (-7.53)	-0.273*** (-4.81)
Dual	-0.048*** (-2.64)	0.009*** (3.81)	-0.045** (-2.48)	0.064*** (4.26)	-0.042** (-2.31)
FirmAge	0.171*** (6.13)	-0.033*** (-9.46)	0.160*** (5.72)	-0.309*** (-13.39)	0.142*** (5.06)
Constant	0.172 (0.76)	0.084*** (3.02)	0.201 (0.89)	-10.408*** (-56.17)	-0.824*** (-3.40)
N	19152	19152	19152	19152	19152
R ²	0.212	0.296	0.213	0.481	0.217
Year	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著，括号内为 T 值

5.4 稳健性检验

5.4.1 倾向得分匹配

为减轻样本选择性偏差等潜在内生性问题对研究结果的影响，本文进一步采用了倾向得分匹配方法，以更精确地揭示数字化转型对实体企业金融化的影响。在操作过程中，选取了基准模型中的所有控制变量以及行业和年度虚拟变量作为匹配变量。以数字化转型的中位数为依据进行分组，创建数字化转型哑变量(Dig)，并对其进行回归，从而估计每个样本的倾向得分。随后，根据 1:1 最近邻匹配原则，进行了无放回倾向得分匹配，最终成功匹配了 4969 组样本。匹配后的样本

在实验组和控制组之间表现出良好的平衡性,如表 5.7 所示,各匹配变量之间不存在显著差异,这充分说明了匹配效果的有效性。

基于这些匹配后的样本重新进行了回归分析,结果如表 5.8 列(1)所示。数字化转型(Digital)的回归系数在 1%的显著性水平上仍为负,这进一步支持了前文的结论,即数字化转型对实体企业金融化具有显著的抑制作用。通过倾向得分匹配方法,我们有效地缓解了内生性问题,增强了研究结论的稳健性和可靠性。

5.4.2 滞后一期解释变量

自变量数字化转型对实体企业金融化的影响可能存在时滞效应,且企业投资决策存在连续性,为在一定程度上确保因果关系,本文参考借鉴杨大鹏等(2023)的研究,将核心解释变量滞后一期对模型(1)进行回归,结果如表 5.8 列(2)所示,数字化转型与实体企业金融化(Fa)在 1%的水平上显著负相关,这与本文此前结论也保持一致。

5.4.3 剔除部分样本

本文考虑了 2015 年中国股灾两项事件的影响,剔除了 2015 年样本。并考虑到信息类企业数字化转型的特殊性,本文还对剔除信息类企业后的样本进行回归,回归结果如表 5.8 列(3)所示,结果仍显著。

表 5.7 匹配平衡性检验

变量	匹配类型	实验组	控制组	标准化误差	T值	P值
Size	Unmatched	22.190	22.149	3.0	2.10	0.036
	Matched	22.187	22.188	-0.1	-0.05	0.960
ROA	Unmatched	0.049	0.448	6.9	4.81	0.000
	Matched	0.049	0.506	-2.7	-1.79	0.074
Growth	Unmatched	0.189	0.162	7.7	5.33	0.000
	Matched	0.189	0.191	-0.5	-0.31	0.760

续表 5.7 匹配平衡性检验

变量	匹配类型	实验组	控制组	标准化误差	T值	P值
LEV	Unmatched	0.396	0.431	-17.1	-11.77	0.000
	Matched	0.396	0.391	2.4	1.64	0.102
SOE	Unmatched	0.287	0.464	-37.2	-25.65	0.000
	Matched	0.287	0.283	0.8	0.56	0.579
BM	Unmatched	0.935	1.069	-11.8	-8.18	0.000
	Matched	0.935	0.950	-1.3	-0.94	0.346
Indep	Unmatched	0.381	0.373	15.0	10.40	0.000
	Matched	0.381	0.379	2.1	1.38	0.168
Top1	Unmatched	0.340	0.365	-16.7	-11.58	0.000
	Matched	0.340	0.340	0.2	0.17	0.869
Dual	Unmatched	0.333	0.232	22.6	15.66	0.000
	Matched	0.333	0.322	2.3	1.49	0.136
FirmAge	Unmatched	2.885	2.847	11.6	8.04	0.000
	Matched	2.885	2.889	-1.3	-0.90	0.368

表 5.8 稳健性检验

变量	被解释变量 (FIn)		
	(1) PSM	(2) 滞后一期	(3) 缩减样本量
Digital	-0.051*** (-4.24)		-0.030*** (-3.42)
L. Digital		-0.031*** (-3.25)	
Size	-0.016 (-1.26)	-0.006 (-0.62)	-0.005 (-0.60)

续表 5.8 稳健性检验

变量	被解释变量 (FIn)		
	(1) PSM	(2) 滞后一期	(3) 缩减样本量
ROA	-7.547*** (-35.48)	-8.002*** (-46.51)	-7.898*** (-49.21)
Growth	-0.190*** (-6.08)	-0.209*** (-8.42)	-0.152*** (-6.64)
Lev	0.055 (0.75)	-0.013 (-0.22)	-0.096* (-1.79)
SOE	0.116*** (4.08)	0.090*** (4.04)	0.087*** (4.28)
BM	-0.037** (-2.44)	-0.031*** (-2.69)	-0.028*** (-2.62)
Indep	0.120 (0.60)	0.008 (0.05)	0.072 (0.49)
Top1	-0.236*** (-3.00)	-0.225*** (-3.57)	-0.213*** (-3.76)
Dual	-0.048* (-1.91)	-0.068*** (-3.36)	-0.046** (-2.45)
FirmAge	0.177*** (4.65)	0.173*** (5.42)	0.195*** (6.89)
Constant	0.534* (1.67)	0.122 (0.49)	0.157 (0.70)
N	9938	16202	16311
R ²	0.211	0.208	0.225
Year	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著，括号内为 T 值

5.5 异质性检验

表 5.9 中列 (1)、(2) 是根据企业产权性质将企业分为国有企业和民营企业两类并分组检验了模型 (1)。根据表第 (1) 列和 (2) 列可以看出, 当企业性质为国有企业时, 数字化转型 (Digital) 与实体企业金融化 (Fin) 在 5% 水平上显著负相关。本文认为, 第一, 从转型意愿来看, 在国家确立“数字中国”发展战略的背景下国有企业作为以国家政策方针为导向的企业, 积极落实相关政策优先进行数字化转型, 且国有企业融资环境相对宽松, 资金宽裕, 能集中人财物进行数字化转型, 而非国有企业由于缺少政策支持, 融资约束问题严重, 没有足够的资金支持实现数字化转型。第二, 从企业调整投资结构来看, 国有企业作为国家各项政策措施重点倾斜和扶持的对象, 其产品市场竞争优势更加显著, 获利能力强, 投资结构稳定主营业务对金融资产的“挤出效应”较弱。相较于非国有企业, 国有企业调整投机结构的意愿明显不足。因此, 数字化转型对金融化的抑制效果明显。

表 5.9 中列 (3)、(4) 是根据企业科技属性进行分组, 分别检验数字化转型对企业金融化的影响在高科技企业组与非高科技企业组是否存在差异, 研究结论表明: 在高科技企业组中数字化转型显著抑制了企业金融化, 其系数为-0.067 且在 1% 水平上显著为负, 而非高科技企业组中数字化转型与企业金融化不存在显著的相关关系, 这表明企业的科技属性在数字化转型与企业金融化关系的影响中存在异质性差异。本文认为, 一方面, 高科技企业原本就以科技创新为生产经营的重点, 创新研发是高科技企业的灵魂, 高科技企业能够更加精准的把握数字化转型带来的机遇, 且对于高科技企业来说数字化转型与其发展战略不谋而合, 数字化转型自然成为企业重点关注的对象; 另一方面, 高科技企业有较强的科技基础能够为企业成功转型提供基础, 降低数字化转型失败的风险, 将数字技术嵌入经营决策、组织架构等环节极大的提高了企业运营的效率, 进而能够更好的约束企业的金融化行为。而非高科技企业在技术创新方面存在劣势, 非高科技企业不重视研发创新, 它们更加关注经营的效率、效益, 关注的重点在于主营产品生产销售, 且其对于数字化转型机遇的把握不够敏锐, 同时也不具备转型成功的

基础条件，若强行进行数字化转型反而会造成资源的浪费，于是非高科技企业数字化转型程度低，无法带来转型的红利，进而对企业“脱虚向实”行为发挥不出应有的效果。

表5.9企业产权性质、科技属性的异质性检验

变量	被解释变量 (Fin)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	国企	民营	高科技	非高科技
Digital	-0.052** (-2.08)	-0.015 (-0.93)	-0.067*** (-3.46)	0.001 (0.07)
Size	0.023 (0.51)	-0.039 (-1.43)	-0.019 (-0.61)	0.013 (0.36)
ROA	-8.508*** (-20.19)	-6.512*** (-31.67)	-6.976*** (-27.37)	-7.165*** (-24.33)
Growth	-0.204*** (-4.71)	-0.156*** (-5.88)	-0.118*** (-3.51)	-0.251*** (-7.64)
Lev	-0.257 (-1.43)	0.149 (1.51)	0.235** (1.99)	-0.227* (-1.69)
BM	0.063*** (2.85)	0.014 (0.56)	0.076*** (2.85)	0.047** (2.47)
Indep	0.123 (0.32)	0.431 (1.53)	0.379 (1.21)	-0.062 (-0.19)
Top1	-0.011 (-0.04)	-0.181 (-1.01)	-0.122 (-0.63)	-0.099 (-0.45)
Dual	-0.078 (-1.28)	-0.045 (-1.56)	-0.066* (-1.83)	-0.072* (-1.70)

续表5.9企业产权性质、科技属性的异质性检验

变量	被解释变量 (Fin)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	国企	民营	高科技	非高科技
FirmAge	1.031 ^{***} (3.68)	0.588 ^{***} (3.16)	1.002 ^{***} (4.64)	0.671 ^{***} (2.92)
Constant	-3.280 ^{**} (-2.41)	-0.118 (-0.14)	-2.212 (-1.43)	-1.795 [*] (-1.78)
N	7249	11903	10003	9149
R ²	0.126	0.175	0.143	0.136
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%水平上显著，括号内为 T 值

6 结语

6.1 研究结论

中国经济正处于优化经济结构的攻关期，实体经济“脱实向虚”正严重威胁我国经济高质量发展，实体企业过度金融化会对主营业务产生严重的挤出效应，阻碍实体企业健康发展，增加系统性金融风险的发生。本文采用 2009-2021 年全部 A 股上市公司为研究样本，探讨数字化转型对实体企业金融化的影响及其作用机制，研究结论如下：

第一，数字化转型能够显著抑制企业金融化现象，实体企业数字化转型程度越高，其配置金融资产的动机越弱。数字化转型通过优化资源配置、商业模式变革和增强主业竞争优势，从而对金融投资产生挤出效应；

第二，基于生命周期理论，发现在企业成熟期阶段数字化转型与企业发展愿景相一致，数字化转型为企业经营决策提供支持，提升企业生产运营效率，增强企业的核心竞争力，进而抑制企业金融资产配置；

第三，数字化转型通过降本增效增强产品市场竞争优势，进而抑制实体企业金融化。数字技术的运用能够从根本上改变企业创造和交易产品的方式，有效的促进主业的投资以实现规模效应；

第四，数字化转型通过吸引分析师关注度进而抑制实体企业金融化。数字技术的运用增强信息的真实性和有效性，改善企业外部信息披露机制，分析师能够更加准确对企业投资行为进行研读，若发现企业偏离主业的投资行为会做出负面效应的解读，迫使企业规范投资行为，引导企业更加关注经营资产的投入；

第五，不同企业的产权属性和科技属性在数字化转型对企业金融化的影响中存在非对称现象。在国企和高科技企业中数字化转型对企业金融化的抑制效果显著，而在非国企和非高科技企业中没有显著的作用。

6.2 对策建议

近年来，随着数字技术的不断发展，实体企业数字化转型已成为必然趋势，并上升至国家发展战略的高度，“数字中国”战略布局已成为我国经济高质量发展的关键部署，数字化转型不仅成为推动产业结构转型升级、开创经济高质量发

展新局面的关键驱动因素，更是我国企业在中国竞争中脱颖而出的法宝利器。对企业而言，数字化转型能够增强企业核心竞争优势，缓解信息不对称程度，加强内外部监督，限制管理者寻租行为，进而促使企业回归主业，抑制企业配置金融资产的动机。因此，为引导实体企业优化资源配置，抑制实体企业过度金融化现象，本文从政府、企业和外部监督者三个角度出发，提出一些可供参考的意见建议，具体如下：

(1) 政府在规范企业行为中起至关重要的作用，一方面，政府要做好指引企业数字化转型的顶层设计，发挥中国特色社会主义经济体制的优势，制定支持企业数字化转型的政策，发挥引领和带头示范作用，推动企业数字化进程，把握数字化转型的机遇，扭转实体企业“脱实向虚”的局面；另一方面，政府要加强资本市场的监管力度，抬高实体企业金融投资的准入门槛，充分利用数字技术对企业金融风险进行识别、评估，做到实时动态监管，防范化解系统性金融风险的发生，维持资本市场平稳运行，从源头杜绝过度金融化现象。

(2) 企业要用前瞻性眼光积极主动迎合数字化浪潮带来的发展机遇，将数字技术运用于生产经营的各个方面，能够实现企业“降本、增效、提质”三位一体的同步提升，数字化转型不仅带来商业模式的变革和业务流程的再造，更是推动企业转型升级的核心动力。其一，数字化转型通过增强企业核心竞争力，促使企业更加关注经营性资产的投入，进而抑制企业通过金融投资投机套利；其二，数字化转型缓解信息不对称，提高内部控制质量，约束管理者短视行为的发生，抑制企业金融化，引导实体企业健康发展的同时促进我国经济高质量发展，抑制经济的“脱实向虚”。

(3) 要强化外部监督者对企业行为的限制作用，建立健全的外部监督机制。外部监管者在企业与利益相关者之间发挥“桥梁”作用，是其了解企业真实状况的窗口，外部监管者对企业信息的解读会间接影响企业的经营决策。数字化转型拓宽了信息获取的渠道，加强信息流通的速度，在一定程度上提升了信息的有效性和真实性，企业过度金融化传递出“高经营风险、高财务风险”的危险讯号，会引起利益相关者的负面情绪，进而影响企业管理者的决策，负面消息的传递会倒逼企业关注主业，抑制企业过度金融投资。

6.3 研究不足与未来展望

本文在现有研究基础上，对相关问题完成了较为严谨的研究，但囿于文章篇幅和数据可得性等，本文还存在一些不足之处。

(1) 数据的局限性。本文限于数据的可获得性，选取了全部 A 股上市公司的数据为研究依据，然而相较于上市公司，非上市公司在资源获得、升级转型等方面都存在天然的劣势，对于非上市公司是否具有相同的结论，值得进一步研究。

(2) 数字化转型指标的局限性。现有研究对于数字化转型的内涵在不断的扩大和深入，本文借鉴吴非等人的研究构建数字化转型的度量指标可能存在局限性，随着数字技术的不断发展，企业数字化转型程度的衡量有待进一步深入，使研究结论更加稳健。

(3) 机制检验部分，本文主要从内部竞争优势和外部信息监督两个视角出发检验了数字化转型对实体企业金融化的影响，然而也可能存在其他影响路径，例如数字化转型过程中涉及两个不同层面，底层技术运用和技术实践运用在对实体企业金融化产生影响的过程中可能发挥不同效应，未来有待继续深入研究。

(4) 实体企业金融化的动机有所不同，根据现有研究我国企业金融化的主要动机是投机套利，但仍有部分企业是出于预防性储备动机配置金融资产，那么数字化转型有效抑制企业金融化的作用主要是通过抑制企业投机套利动机的金融化还是预防性储备动机的金融化呢？未来仍需继续深入研究。

参考文献

- [1] Berghaus S, Back A. Stages in digital business transformation: Results of an empirical maturity study[J]. 2016.
- [2] Bharadwaj A, El Sawy O A, Pavlou P A, et al. Digital business strategy: toward a next generation of insights[J]. MIS quarterly, 2013: 471-482.
- [3] Coile Jr R C. The digital transformation of health care.(Health Care Meets E-Commerce)[J]. Physician executive, 2000, 26(1): 8-15.
- [4] Demir F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets[J]. Journal of development economics, 2009, 88(2): 314-324.
- [5] Dickinson V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle[J]. The accounting review, 2011, 86(6): 1969-1994.
- [6] Ferreira J J M, Fernandes C I, Ferreira F A F. To be or not to be digital, that is the question: Firm innovation and performance[J]. Journal of Business research, 2019, 101: 583-590.
- [7] Fitzgerald M, Kruschwitz N, Bonnet D, et al. Embracing digital technology: A new strategic imperative[J]. MIT sloan management review, 2014, 55(2): 1.
- [8] Gurbaxani V, Dunkle D. Gearing up for successful digital transformation[J]. MIS Q. Executive, 2019, 18(3): 6.
- [9] Keynes J M. The general theory of interest, employment and money[J]. 1936.
- [10] Krippner G R. The financialization of the American economy[J]. Socio-economic review, 2005, 3(2): 173-208.
- [11] Majchrzak A, Markus M L, Wareham J. Designing for digital transformation[J]. MIS quarterly, 2016, 40(2): 267-278.
- [12] Nambisan S, Lyytinen K, Majchrzak A, et al. Digital innovation management[J]. MIS quarterly, 2017, 41(1): 223-238.

- [13] Orhangazi È. Financialization and the US Economy[M]. Edward Elgar Publishing, 2008.
- [14] Theurillat T, Corpataux J, Crevoisier O. Property sector financialization: The case of Swiss pension funds (1992–2005)[J]. European Planning Studies, 2010, 18(2): 189-212.
- [15] Tornell A. Real vs. financial investment can Tobin taxes eliminate the irreversibility distortion?[J]. Journal of Development Economics, 1990, 32(2): 419-444.
- [16] Triplett J E. The Solow productivity paradox: what do computers do to productivity?[J]. The Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'Economie, 1999, 32(2): 309-334.
- [17] Vial G. Understanding digital transformation: A review and a research agenda[J]. Managing digital transformation, 2021: 13-66.
- [18] Warner K S R, Wäger M. Building dynamic capabilities for digital transformation: An ongoing process of strategic renewal[J]. Long range planning, 2019, 52(3): 326-349.
- [19] Westerman G, Bonnet D, McAfee A. Leading digital: Turning technology into business transformation[M]. Harvard Business Press, 2014.
- [20] 曾可昕, 张小蒂. 数字商务与产业集群外部经济协同演化: 产业数字化转型的一种路径[J]. 科技进步与对策, 2021, 38(16): 53-62.
- [21] 陈畴镛, 许敬涵. 制造企业数字化转型能力评价体系及应用[J]. 科技管理研究, 2020, 40(11): 46-51.
- [22] 陈堂, 陈光. 数字化转型对产业结构升级的空间效应研究——基于静态和动态空间面板模型的实证分析[J]. 经济与管理研究, 2021, 42(08): 30-51.
- [23] 陈堂, 陈光. 数字化转型对产业融合发展的空间效应——基于省域空间面板数据[J]. 科技管理研究, 2021, 41(04): 124-132.
- [24] 成群蕊, 俞毛毛. 产业政策优化调整能否缓解企业“脱实向虚”?——基于双重差分模型的分析[J]. 南京审计大学学报, 2022, 19(05): 101-111.

- [25]池毛毛, 王俊晶, 王伟军. 数字化转型背景下企业创新绩效的影响机制研究——基于 NCA 与 SEM 的混合方法[J]. 科学学研究, 2022, 40 (02) : 319-331.
- [26]池毛毛, 叶丁菱, 王俊晶等. 我国中小制造企业如何提升新产品开发绩效——基于数字化赋能的视角[J]. 南开管理评论, 2020, 23 (03) : 63-75.
- [27]代彬, 翟誉皓. 资本市场开放与企业金融化: 改善还是恶化?[J]. 会计之友, 2023, (24) : 84-91.
- [28]戴泽伟, 潘松剑. 高管金融经历与实体企业金融化[J]. 世界经济文汇, 2019, (02) : 76-99.
- [29]丁守海, 徐政. 新格局下数字经济促进产业结构升级: 机理、堵点与路径[J]. 理论学刊, 2021, (03) : 68-76.
- [30]杜明威, 耿景珠, 刘文革. 企业数字化转型与中国出口产品质量升级: 来自上市公司的微观证据[J]. 国际贸易问题, 2022, (06) : 55-72.
- [31]杜勇, 睦鑫. 控股股东股权质押与实体企业金融化——基于“掏空”与控制权转移的视角[J]. 会计研究, 2021, (02) : 102-119.
- [32]杜勇, 谢瑾, 陈建英. CEO 金融背景与实体企业金融化[J]. 中国工业经济, 2019, (05) : 136-154.
- [33]范黎波, 郝安琪, 吴易明. 制造业企业数字化转型与出口稳定性[J]. 国际经贸探索, 2022, 38 (12) : 4-18.
- [34]冯素玲, 许德慧. 数字产业化对产业结构升级的影响机制分析——基于 2010—2019 年中国省际面板数据的实证分析[J]. 东岳论丛, 2022, 43 (01) : 136-149+192.
- [35]郭丰, 杨上广, 柴泽阳. 企业数字化转型促进了绿色技术创新的“增量提质”吗? ——基于中国上市公司年报的文本分析[J]. 南方经济, 2023, (02) : 146-162.
- [36]何帆, 刘红霞. 数字经济视角下实体企业数字化变革的业绩提升效应评估[J]. 改革, 2019, No. 302 (4) : 137-148.
- [37]何国军. 数字化转型升级进展评估指标体系构建[J]. 中国出版, 2019, (20) : 55-58.

- [38]何运信,陈飞. 银行业竞争加剧还是抑制了企业金融化[J]. 经济理论与经济管理, 2022, 42(06):50-63.
- [39]洪俊杰,蒋慕超,张宸妍. 数字化转型、创新与企业出口质量提升[J]. 国际贸易问题, 2022, (03):1-15.
- [40]胡洁,韩一鸣,钟咏. 企业并购能否抑制经济“脱实向虚”——基于产业优化发展的视角[J]. 技术经济, 2022, 41(12):144-156.
- [41]胡洁,韩一鸣,钟咏. 企业数字化转型如何影响企业 ESG 表现——来自中国上市公司的证据[J]. 产业经济评论, 2023, (01):105-123.
- [42]胡青. 企业数字化转型的机制与绩效[J]. 浙江学刊, 2020, (02):146-154.
- [43]花俊国,刘畅,朱迪. 数字化转型、融资约束与企业全要素生产率[J]. 南方金融, 2022, (07):54-65.
- [44]黄节根,吉祥熙,李元旭. 数字化水平对企业创新绩效的影响研究——来自沪深 A 股上市公司的经验证据[J]. 江西社会科学, 2021, 41(05):61-72+254-255.
- [45]黄隽,宋文欣. 数字化转型、企业生命周期与突破性创新——来自中国上市公司的经验证据[J]. 上海经济研究, 2023, (01):48-69.
- [46]黄先海,王芳,杨高举. 企业数字化转型与创新: 基于网络溢出的视角[J]. 经济理论与经济管理, 2023, 43(11):56-69.
- [47]黄新飞,林志帆,罗畅拓. 贸易政策不确定性是否诱发了企业金融化?——来自中国制造业上市公司的微观证据[J]. 经济学(季刊), 2022, 22(05):1659-1678.
- [48]黄星刚,侯宝升,叶似剑,李颖帅. 数字化转型与企业全要素生产率关系研究——基于资源配置视角的检验[J]. 价格理论与实践, 2022(11):107-111.
- [49]江民星,丰兴亮,贺一江. 经济政策不确定性与企业金融化——基于个体异质性 EPU 指标的实证研究[J]. 金融监管研究, 2022, (11):98-114.
- [50]姜英兵,徐传鑫,班旭. 数字化转型与企业二元创新[J]. 经济体制改革, 2022, (03):187-193.
- [51]焦豪,杨季枫,王培暖等. 数据驱动的企业动态能力作用机制研究——基于数据全生命周期管理的数字化转型过程分析[J]. 中国工业经济, 2021, (11):174-192.

- [52]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,(08):48-59.
- [53]李春发,李冬冬,周驰.数字经济驱动制造业转型升级的作用机理——基于产业链视角的分析[J].商业研究,2020,(02):73-82.
- [54]李静,周孟艳.企业数字化转型与资本市场定价效率——来自股票定价偏误的经验证据[J].投资研究,2023,42(04):126-144.
- [55]李树,王雨.企业数字化转型与内部收入不平等[J].产业经济评论,2023,(01):81-104.
- [56]李小忠.数字经济发展与企业价值提升——基于生命周期理论的视角[J].经济问题,2021,(03):116-121.
- [57]李鑫,佟岩,钟凯.管理层股权激励与实体企业金融化[J].北京工商大学学报(社会科学版),2021,36(04):54-66.
- [58]李云鹤,李湛,唐松莲.企业生命周期、公司治理与公司资本配置效率[J].南开管理评论,2011,14(03):110-121.
- [59]林川.数字化转型与股价崩盘风险[J].证券市场导报,2022,(06):47-57.
- [60]刘飞.数字化转型如何提升制造业生产率——基于数字化转型的三重影响机制[J].财经科学,2020,(10):93-107.
- [61]刘锦英,徐海伟.高管团队稳定性影响企业金融化水平吗?[J].经济与管理评论,2022,38(02):71-84.
- [62]刘少波,杨俊宇,张友泽.信息透明度、分析师关注与实体企业金融化[J].南方金融,2021,(12):47-58.
- [63]柳永明,罗云峰.外部盈利压力、多元化股权投资与企业的金融化[J].财经研究,2019,45(03):73-85.
- [64]卢宝周,尹振涛,张妍.传统企业数字化转型过程与机制探索性研究[J].科研管理,2022,43(04):83-93.
- [65]陆洋,王超贤.数字化转型量化评估研究的比较分析与最新进展[J].科技进步与对策,2021,38(09):152-160.

- [66] 马慧, 陈胜蓝. 企业数字化转型、坏消息隐藏与股价崩盘风险[J]. 会计研究, 2022, (10): 31-44.
- [67] 马亚明, 杨兰. 金融严监管、企业金融化与实体经济资本配置效率[J]. 财贸研究, 2022, 33(01): 40-52.
- [68] 孟庆斌, 刘建涵, 谢沛林. 商业银行监管能够抑制实体经济“脱实向虚”吗——基于实体企业金融化视角的研究[J]. 经济理论与经济管理, 2023, 43(04): 36-52.
- [69] 孟韬, 赵非非, 张冰超. 企业数字化转型、动态能力与商业模式调适[J]. 经济与管理, 2021, 35(04): 24-31.
- [70] 孟夏, 董文婷. 企业数字化转型与出口竞争力提升——来自中国上市公司的证据[J]. 国际贸易问题, 2022, (10): 73-89.
- [71] 聂兴凯, 王稳华, 裴璇. 企业数字化转型会影响会计信息可比性吗[J]. 会计研究, 2022, (05): 17-39.
- [72] 牛煜皓, 卢闯. 高管贫困经历与企业金融资产配置[J]. 中南财经政法大学学报, 2020, (03): 35-45.
- [73] 戚聿东, 肖旭. 数字经济时代的企业管理变革[J]. 管理世界, 2020, 36(06): 135-152+250.
- [74] 乔瑞红, 王聪颖. 企业数字化转型、分析师关注和审计意见[J]. 会计之友, 2023, (24): 35-42.
- [75] 秦建文, 胡金城, 操应翔. 分析师关注与实体企业金融化[J]. 技术经济, 2022, 41(03): 139-152.
- [76] 任碧云, 郭猛. 基于文本挖掘的数字化水平与运营绩效研究[J]. 统计与信息论坛, 2021, 36(06): 51-61.
- [77] 邵志浩, 尚婷婷, 才国伟. 大股东控制对企业金融化的影响研究[J]. 管理学报, 2023, 20(05): 780-788.
- [78] 申明浩, 谭伟杰, 张文博. 数字化转型增进了企业社会责任履行吗?[J]. 西部论坛, 2022, 32(03): 63-80.

- [79]申明浩,谭伟杰.数字化与企业绿色创新表现——基于增量与提质的双重效应识别[J].南方经济,2022,(09):118-138.
- [80]施思.数字化转型如何驱动中国式产业链现代化——基于产业结构升级视角[J].新疆社会科学,2023,(06):33-42+167-168.
- [81]宋岩,王晓月.企业数字化转型、政府支持与创新效率——基于中国沪深A股制造业上市公司的实证检验[J].烟台大学学报(哲学社会科学版),2023,36(02):92-105.
- [82]唐鹏鸣.数字化转型与企业技术创新:倒U型关系形成机理及其检验[J].现代经济探讨,2022,(12):91-102.
- [83]童锦治,刘诗源,林志帆.财政补贴、生命周期和企业研发创新[J].财政研究,2018,(04):33-47.
- [84]万诗婕,高文书.数字化对企业劳动收入占比的影响研究[J].贵州社会科学,2023,(02):131-143.
- [85]王成琛,王怀明.宏观经济不确定性对企业金融化的影响[J].北京工商大学学报(社会科学版),2023,38(06):73-84.
- [86]王核成,王思惟,刘人怀.企业数字化成熟度模型研究[J].管理评论,2021,33(12):152-162.
- [87]王京滨,刘赵宁,刘新民.数字化转型与企业全要素生产率——基于资源配置效率的机制检验[J].科技进步与对策,2024,41(03):23-33.
- [88]王开科,吴国兵,章贵军.数字经济发展改善了生产效率吗[J].经济学家,2020,(10):24-34.
- [89]王苗,张冰超.企业数字化能力对商业模式创新的影响——基于组织韧性和环境动荡性视角[J].财经问题研究,2022,(07):120-129.
- [90]王少华,高明敏,毛敏.企业数字化转型能助力企业“脱虚返实”吗?[J].财会通讯,2023,(23):39-44.
- [91]王勇,芦雪瑶.资本市场开放与企业“脱实向虚”——基于双重治理机制的视角[J].当代财经,2021,(09):66-77.

- [92]王运陈,杨若熠,贺康等.数字化转型能提升企业 ESG 表现吗?——基于合法性理论与信息不对称理论的研究[J].证券市场导报,2023,(07):14-25.
- [93]王振兴.数字化转型、权益资本成本与企业金融化[J].甘肃金融,2023,(09):40-48.
- [94]韦德洪,陈势婷.不同生命周期下组织结构与财务管理模式适配性研究[J].财会通讯,2021,(04):11-16.
- [95]魏昀妍,龚星宇,柳春.数字化转型能否提升企业出口韧性[J].国际贸易问题,2022,(10):56-72.
- [96]吴非,胡慧芷,林慧妍.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):10,130-144.
- [97]肖红军,阳镇,刘美玉.企业数字化的社会责任促进效应:内外双重路径的检验[J].经济管理,2021,43(11):52-69.
- [98]肖静华.企业跨体系数字化转型与管理适应性变革[J].改革,2020,(04):37-49.
- [99]肖土盛,孙瑞琦,袁淳等.企业数字化转型、人力资本结构调整与劳动收入份额[J].管理世界,2022,38(12):220-237.
- [100]徐朝辉,王满四.数字化转型对实体企业过度金融化的治理效应研究[J].证券市场导报,2022,(07):23-35.
- [101]徐子尧,庞月维,张莉沙.数字化转型提升了上市公司信息披露质量吗?[J].南京审计大学学报,2023,20(02):33-42.
- [102]杨大鹏,陈梦涛,徐梦周.企业数字化转型能抑制“脱实向虚”吗——基于A股上市公司的实证研究[J].浙江学刊,2023,(02):144-152.
- [103]杨名彦,浦正宁.数字经济对经济“脱实向虚”的影响:来自上市公司的证据[J].经济评论,2022,(03):110-126.
- [104]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力[J].管理科学,2019,32(02):3-18.
- [105]杨箐,王红建,戴静等.放松利率管制、利润率均等化与实体企业“脱实向虚”[J].金融研究,2019,(06):20-38.

- [106] 易靖韬, 王悦昊. 数字化转型对企业出口的影响研究[J]. 中国软科学, 2021, (03): 94-104.
- [107] 易露霞, 吴非, 常曦. 企业数字化转型进程与主业绩效——来自中国上市公司企业年报文本识别的经验证据[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2021, 41(10): 24-38.
- [108] 易露霞, 吴非, 徐斯旸. 企业数字化转型的业绩驱动效应研究[J]. 证券市场导报, 2021, (08): 15-25+69.
- [109] 尤碧莹, 郑明贵, 胡志亮等. 数字化转型对资源型企业全要素生产率的影响[J]. 资源科学, 2023, 45(03): 536-548.
- [110] 于连超, 张卫国, 眭鑫等. 高管从军经历与企业金融化: 抑制还是促进? [J]. 科学决策, 2019, (06): 20-42.
- [111] 於军, 隋艮. 数字化转型如何影响企业可持续绩效——来自 fsQCA 的发现[J/OL]. 软科学, 1-17[2024-03-27].
- [112] 云乐鑫, 徐海卿. 数字化转型企业如何实现商业模式创新?——基于资源编排视角[J]. 财会通讯, 2023, (22): 142-150.
- [113] 张国胜, 杜鹏飞. 数字化转型对我国企业技术创新的影响: 增量还是提质? [J]. 经济管理, 2022, 44(06): 82-96.
- [114] 张洁, 匡明慧. 数字化转型如何提升企业竞争优势——技术市场可供性与商业模式创新的链式中介作用[J/OL]. 科技进步与对策, 1-12
- [115] 张卫国, 董晋亭, 于连超等. 货币政策不确定性与企业金融化[J]. 财会月刊, 2020, (10): 128-136.
- [116] 张振刚, 张君秋, 叶宝升等. 企业数字化转型对商业模式创新的影响[J]. 科技进步与对策, 2022, 39(11): 114-123.
- [117] 赵宸宇, 王文春, 李雪松. 数字化转型如何影响企业全要素生产率[J]. 财贸经济, 2021, 42(07): 114-129.
- [118] 赵宸宇. 数字化转型对企业社会责任的影响研究[J]. 当代经济科学, 2022, 44(02): 109-116.

- [119]赵婷婷, 杨国亮. 数字化转型与制造企业创新决策[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2020, (05):21-37.
- [120]赵彦锋. 实际控制人境外居留权会加剧实体企业金融化吗?[J]. 中南财经政法大学学报, 2021, (02):65-78+146+159.
- [121]钟廷勇, 黄亦博, 孙芳城. 企业数字化转型、市场竞争与会计信息可比性[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2022, 42(12):21-43.

致 谢

在漫长的学术道路上，我始终秉持着对知识的渴求和不懈的追求。此刻，随着笔锋的收束，我的研究生生涯也即将画上圆满的句号。始于 2021 年那个金秋，终于 2024 年的盛夏，当我踏入兰州财经大学的那一刻，就预示着我将开始一段特殊的学术之旅。如今，这段旅程即将告一段落，回首过往，我收获了无数的感悟与成长，结识了众多可爱的人，也留下了许多值得珍藏一生的回忆。

在学术的海洋中，我深感自己的渺小，然而，正是有了导师沈萍老师的指引与帮助，我才能逐步前行。沈老师严谨的学术态度、深厚的专业素养深深地影响着我。从论文的选题到框架的构建，从观点的提炼到字句的斟酌，每一步都离不开沈老师的悉心指导与耐心帮助。她不仅教会了我如何治学，更教会了我如何为人处世。在此，我要向沈老师表示最诚挚的感谢，同时也要感谢所有为我授课的老师，是你们的谆谆教诲让我在学术上不断进步。

家人之爱，如春日暖阳，始终温暖着我的心房。我要感谢我的父母，是你们的无私奉献和默默支持让我能够坚定地走在求学的道路上。失意时你们给予我鼓励，任性时你们给予我宽容，难过时你们耐心听我倾诉心声。你们是我前进的动力源泉，也是我永远的牵挂。愿你们永远平安、健康、快乐。

在兰州财经大学的校园里，我遇到了许多志同道合的同学。我们共同度过了青春中最美好的时光，留下了许多难忘的回忆。如今，我们即将各奔前程，但这份情谊将永远铭记在心。感谢你们一直以来的陪伴与支持，愿我们在未来的日子里都能以梦为马，不负韶华，在各自的领域里熠熠生辉。

最后，我要感谢那个坚定勇敢、不曾放弃的自己。从稚嫩的孩童到即将步入社会的青年，这一路上的每一个脚印都凝聚着汗水和努力。正是这些经历让我更加成熟和坚强。我坚信，在未来的日子里我会继续努力拼搏为实现自己的梦想而不懈奋斗。