

# 业财融合的价值效应研究

王 治,郭晶晶,谭 欢

(长沙理工大学 经济与管理学院,湖南 长沙 410114)

**摘要:**文章选用 2010—2020 年沪深两市 A 股上市公司 23 388 个观测值,结合文本分析方法度量业财融合,利用固定效应模型实证检验了业财融合对企业价值的影响及其作用机制,以期揭示业财融合的价值效应。研究结果显示:业财融合能够显著提升企业价值,且该作用主要通过缓解融资约束和降低财务风险等机制产生;与大型企业相比,业财融合对中小型企业价值提升效果更显著;与国有企业相比,业财融合对非国有企业的价值提升效果更显著。此成果不仅丰富了业财融合价值效应的研究,而且为管理者运用业财融合提升企业价值提供了经验证据。

**关键词:**业财融合;企业价值;融资约束;财务风险;文本分析方法

[中图分类号]F224 [文献标识码]A [文章编号]1672-934X(2023)04-0057-12

DOI:10.16573/j.cnki.1672-934x.2023.04.007

## Study on the Value Effect of Industry-Finance Integration

Wang Zhi, Guo Jingjing, Tan Huan

(School of Economics & Management, Changsha University of Science & Technology, Changsha, Hunan 410114, China)

**Abstract:** This paper takes 23,388 observation value of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2010 to 2020 as a sample, measures industry-finance integration combined with textual analysis method, and studies the impacts of industry-finance integration on enterprise value and their functioning mechanisms by applying fixed effect model. The results show that industry-finance integration can greatly enhance enterprise value, whose effects are mainly generated through mechanisms such as alleviating financing constraints and reducing financial risks, that comparatively the value enhancement effect of industry-financial integration on small and medium-sized enterprises is more significant than on large enterprises, and that comparatively on non-state-owned enterprises is more significant than on state-owned enterprises. The results not only enriches the research on industry-finance integration value effects, but also provides empirical evidence for managers to employ industry-finance integration to enhance corporate value.

**Key words:** industry-finance integration; corporate value; financing constraint; financial risk; text analysis method

**收稿日期:**2023-03-16

**基金项目:**湖南省社会科学成果评审委员会重大课题(XSP2023ZDA003);湖南省研究生科研创新项目(CX20210807)

**作者简介:**王 治(1977—),男,教授,博士生导师,主要从事财务会计理论与实务、服务经济与产业投资研究;  
郭晶晶(1997—),女,硕士研究生,研究方向为财务会计理论与实务;  
谭 欢(1989—),女,博士研究生,研究方向为财务会计理论与实务。

## 一、引言

党的二十大报告提出,高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。企业高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的内在要求。国家多次对企业高质量发展把舵定向。2022年2月,国资委在发布的《关于中央企业加快建设世界一流财务管理体系的指导意见》中指出,财务管理是企业管理的中心环节,是企业实现基业长青的重要基础和保障,要加快构建世界一流财务管理体系,其中特别强调对内深化业财融合。为推动中央企业提高核心竞争力,加快实现高质量发展,建设世界一流企业,国资委优化了中央企业经营指标体系,将中央企业2023年的主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”,以期引导中央企业同时关注价值创造的数量提升和质量改善。互联网、大数据、人工智能、云计算、区块链等数字技术加快推动企业财务会计向信息化、自动化和智能化发展,大大提高了数据在业务决策和管控中的作用。实践证明,业财融合可以促进企业战略的实施,优化企业资源配置,提高企业风险管理能力,推进企业数字化转型,是企业价值创造的重要支撑,是实现企业价值最大化的关键。当前,我国企业面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”的挑战,通过深化业财融合去提升企业价值、促进企业高质量发展具有重要的战略意义。

目前,业财融合已引起我国业界和学界的普遍关注<sup>[1]</sup>。2016年6月,财政部印发《管理会计基本指引》,明确指出各单位应用管理会计时应遵循融合性原则。融合性原则就是被业界、学界经常提及的业财融合原则或业财一体化<sup>[2]</sup>。业财融合的实质是业务必须要创造和实现价值<sup>[3]</sup>。伴随着经济组织业务复杂度的变化,“业”与“财”经历了从“合”到“分”再到“和”三个阶段<sup>[4]</sup>。对个人独资企业而言,企业业务行为是个体经营者自身经营的结果,往往与企业创造价值和实现价值的过程融合在一起,个

体经营者出于本能就会判断业务是否创造和实现了价值。随着企业经营规模的扩大,业务结构变得更加复杂,出现了公司制企业这种组织形式。为提升公司制企业的价值创造能力,不仅企业所有权和经营权相分离,还出现了企业内部职能的专业化分工,其中就包括业务与财务的分工。实践中,数字技术已为业财融合提供了强有力的支持。业财融合这一术语源于我国,国外研究相对较少<sup>[5]</sup>。目前,关于业财融合的成果主要包括:业财融合对管理层盈余预测的影响<sup>[6]</sup>,业财融合不仅可以降低审计收费<sup>[7]</sup>,还能优化上市公司信息环境<sup>[8]</sup>等。

企业价值受内部和外部多种因素的影响。在外部因素方面,包括减税降费等政策环境因素<sup>[9]</sup>、市场竞争等经营环境因素<sup>[10]</sup>。在内部影响方面,可以分为三个层次:一是表层因素,为企业业绩的财务表现,如体现公司偿债能力的资本结构<sup>[11]</sup>;二是里层因素,为企业业绩的重要来源,主要包括顾客、企业内部运行、创新以及学习等<sup>[12]</sup>;三是核心层因素,主要为企业的核心能力,如商誉<sup>[13]</sup>。但目前鲜有系统研究业财融合对企业价值影响的成果出现。

与既有文献相比,本文可能的边际贡献如下:其一,关于业财融合影响企业经济效益的实证研究相对较少<sup>[7]</sup>,通过实证检验业财融合对企业价值的影响,丰富了业财融合价值效应的研究;其二,从缓解融资约束、降低财务风险等渠道分析了业财融合影响企业价值的机制,从而厘清了业财融合影响企业价值的具体路径和具体程度,为管理者运用业财融合提升企业价值提供了经验证据。

## 二、理论分析与假设提出

### (一)业财融合影响企业价值的机理分析

随着业务与财务职能的分离,企业呈现以下现象:业务部门主要关注自身业务活动的数量和质量,却忽视了业务活动如何才能为企业创造和实现更多价值;而财务部门重点关注业务活动创造和实现价值的多少,却忽视了财务

如何才能有效支撑业务活动管控<sup>[3]</sup>。事实上,财务信息对企业生产经营决策的准确性及效率至关重要<sup>[14]</sup>,能够为企业经营决策的财务后果提供量化依据<sup>[15]</sup>。一方面,业财融合打破了业务部门和财务部门之间的信息壁垒,有助于提高经营决策质量和运营效率,从而实现企业价值增值最大化。企业业务部门和财务部门通过不断交换信息,共同关注价值链中的增值环节,有机统一内部价值链上各项活动,同时将价值链管理从内部价值链延伸至外部价值链或者价值网,尽可能满足信息使用者的需求<sup>[16]</sup>,从而实现企业价值增值的目的<sup>[8]</sup>。另一方面,业财融合可以通过财务流程再造和业务流程再造,实现价值增值。业财融合的主要内容是流程融合,其前提是流程再造<sup>[1]</sup>。其一,业财融合提高了会计信息的生成效率与有用性<sup>[16]</sup>,要求企业采用流程再造的思维,利用信息技术对现有财务流程和业务流程进行重新梳理,打通财务流程与业务流程,消除财务流程和业务流程中不增值部分,降低流程成本,促进企业价值增值。其二,财务流程再造是以业务为核心,融合了业务流程,确保了业务整合的有效性,提高了各部门工作效率,可以提高企业绩效<sup>[17]</sup>。其三,流程管理系统已成为企业按照预定的目标和条件,成功、可靠、持续开展各种业务必需的系统,在资产使用、风险管控、价值创造等方面发挥着重要作用<sup>[18]</sup>,可以通过财务活动精细化驱动业务流程精细化,使企业成本效益分析和业绩评价更加准确。

业财融合通过缓解融资约束,能够提升企业价值。企业价值在很大程度上受融资约束的影响。因为企业创新等投资行为需要资金支持,企业面临融资约束时可能会放弃一些前景较好的投资项目;同时,融资约束较强的企业倾向于持有较多的现金,高额现金持有就会加剧代理问题,从而有损公司价值<sup>[19]</sup>。也就是说,随着融资约束的缓解,企业可能会增加投资,进而提升企业价值。业财融合使企业能够更好地将会计政策与业务进行匹配,打破部门障碍和

信息孤岛,整合各部门数据和内外部数据<sup>[1]</sup>,使业务活动在财务信息中得到准确反应<sup>[7]</sup>,有助于提升企业信息披露质量,减少投资不确定性,吸引投资者投资,从而缓解企业融资约束。一方面,高质量的信息披露增加了企业信息透明度,降低企业与投资者之间的信息不对称,从而帮助投资者更好地了解企业经营状况,降低投资不确定性,有助于企业获得资金<sup>[1]</sup>,从而缓解融资约束。另一方面,高质量的业财融合信息,提升了投融资决策的科学性和未来现金流量预测的准确性<sup>[1]</sup>,降低投资不确定性,有助于吸引投资者投资,从而降低企业融资约束。

业财融合通过降低财务风险,能够提升企业价值。合理配置信贷资源能够降低企业财务风险,提高企业资金利用效率和效果,从而提升企业价值。实践中,财务风险大的企业如果采取非理性过度投资获得短期收益,将进一步降低企业资金利用效率,导致企业价值下滑<sup>[20]</sup>。业财融合通过信息共享机制和制衡机制,能够确保决策科学以降低企业财务风险。一方面,业财融合有助于部门之间信息共享,使各部门不再是事后应对风险,而是事前、事中和事后全面管理风险。由于业财融合有助于财务部门利用财务数据和业务数据,识别经营活动中可能面临的潜在风险,并与业务部门一起分析和评价各种风险,及时向企业管理层报告并进行风险预警提示,企业管理层可以提前采取相应措施以应对各种潜在风险。财务管理向业务的延伸,能够提高会计信息的完整性和及时性,提高企业风险防控能力<sup>[21]</sup>,从而降低企业财务风险。另一方面,业财融合的核心是流程融合,其前提是流程再造<sup>[1]</sup>,通过流程再造可以实现制衡,所以业财融合是制衡性融合,具有“合作制衡”的双重属性,这种制衡机制有助于确保企业决策科学化,从而降低企业财务风险。从优化流程角度看,内部控制就是为了有效防控风险而提供相应保障的流程<sup>[1]</sup>,其重要内容之一就是进行风险管理。有效的内部控制不仅可以显

著降低企业的系统风险和特质风险<sup>[22]</sup>,还可以减少因信息不对称造成的风险<sup>[23]</sup>。

据此,提出假设 H1:业财融合通过缓解融资约束和降低财务风险,可以提升企业价值。

## (二)业财融合影响企业价值的异质性分析

企业在规模、设立年份、资本密集度、所有权、人力资本、组织方式、技术选择等方面的异质性决定了企业价值提升能力存在差异,故业财融合对不同企业价值的影响也可能存在差异。就企业规模而言,不同规模企业面临的市场风险和受到的融资约束各有不同<sup>[24]</sup>,内部情况复杂度和应对内外变化能力也各有不同<sup>[25]</sup>,进行组织变革的阻力可能存在差异,通过组织变革提升企业价值的效果也可能不一样。大型企业内部情况相对复杂,开展流程再造等组织变革的阻力相对较大,难以快速通过流程再造进行业财融合,故当前不利的经营现状和市场地位一时难以改变,这不利于企业价值的提升。对中小型企业而言,开展流程再造等组织变革的阻力相对较小,更容易快速通过流程再造进行业财融合,改变当前不利经营现状和市场地位也相对容易,这有助于提升企业价值。

据此,提出假设 H2:相对大型企业而言,中小型企业通过业财融合提升企业价值的效果更显著。

不同产权性质的企业通过业财融合提升企业价值的效果也可能存在差异。非国有企业面临的市场压力和风险更大,实施业财融合的主要动机是为了经济利益;而国有企业采用业财融合的动机包括获取利润、社会稳定、经济安全等多重目标,并且首先考虑的是政治、社会等方面的目标而非经济利益目标。另外,国有企业具有较强的政治关联性,获取资金较为便利,所面临的融资约束相对较小;而非国有企业与政府和国有银行不存在“血缘关系”,面临的融资约束相对更大。所以,非国有企业通过业财融合缓解融资约束的动机更强烈,提升企业价值的效果更加显著。

据此,提出假设 H3:相对国有企业而言,非

国有企业通过业财融合提升企业价值的效果更显著。

## 三、研究设计

### (一)样本数据来源及处理

本文选取 2010—2020 年沪深两市 A 股上市公司为初始样本,并将所得初始样本进行如下处理:一是剔除样本期间被 ST、\*ST、PT 处理的财务指标异常企业;二是剔除金融类企业;三是剔除企业 IPO 当年的观测值;四是剔除净利润率大于 1、资产负债率不在 0 至 1 范围内的观测值;五是剔除财务数据缺失企业,最后得到 23 388 个有效企业一年度样本观测值。本文业财融合数据通过对年报中管理层讨论与分析部分(MD&A)进行文本分析后获得,所有财务数据来自 CSMAR 数据库。为避免数据中极端值对研究结论的影响,对各连续变量数据进行了首尾 1% 的缩尾(Winsorize)处理。

### (二)变量选取

#### 1. 被解释变量

被解释变量为企业价值(TBq)。参考周孝华、张立民等的研究<sup>[25-26]</sup>,将托宾 Q 值作为企业价值的衡量指标,托宾 Q 值=市场价值/总资产。托宾 Q 值是资本市场数据与企业财务数据有机结合的结果,涵盖了企业市场特征和财务特征,能够综合反映企业价值和长期成长能力。

#### 2. 解释变量

解释变量为业财融合(BFII)。参考 Huang、余应敏、姜付秀等的研究<sup>[6-7][27]</sup>,选用年报中管理层讨论与分析部分(MD&A),采用文本分析方法对业财融合进行度量,步骤如下:第一,下载沪深两市 A 股上市公司年报作为文件,将这些文件导入数据库系统进行代码转换和文本解析;第二,利用文本分析法,将文件与上市公司和会计年度联系起来;第三,识别并分离所有图片和表格,将表格中财务数据转码成文本;第四,删除格式化内容,如页眉、目录等;第五,提取管理层讨论与分析部分,这部分开头通常是“管理层讨论和分析”“经营情况讨论和



分析”“董事会报告”“高管讲话”等表述,这部分结尾为下一章标题;第六,根据管理层讨论与分析部分的文本识别结果,判定公司在特定年份是否采用业财融合。具体识别过程如下:基于管理层讨论与分析,将识别的词语分为两组,一组是表示开始的动词词组,另一组是与业财融合相关的词组,然后确定管理层讨论与分析部分中同一句子同时包含这两组词语的数据,例如,若“管理层讨论与分析”中含有“我们成功进行了业财融合”,则表示企业在当年及接下来的年份都进行了业财融合,对变量  $BFII$  的观测年度及以后年度均取值为 1,否则为 0。最后,本文人工抽样阅读了上百份上市公司管理层讨论与分析部分文本,发现均符合上述要求。

3. 控制变量

企业价值受经营决策、内部治理情况等多重因素的影响。参考张立民、黄大禹等的研究<sup>[26][28]</sup>,本文选取以下控制变量( $Con$ ):企业规

模( $Size$ )、企业上市年数( $Age$ )、营业收入增长率( $Gro$ )、现金流状况( $Cash$ )、第一大股东持股比例( $LHR$ )、资产负债率( $Lev$ )、董事长与总经理兼任情况( $lzh y$ )、董事会规模( $DN$ )、资本市场流动性( $TYA$ )、净资产收益率( $ROE$ )。

4. 中介变量

中介变量包括融资约束( $SA$ )和财务风险( $ZS$ )。参考鞠晓生等的研究<sup>[29]</sup>,采用  $SA$  指数作为融资约束的衡量指标, $SA = -0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age$ 。 $SA$  指数越大,融资约束越小。参考王新红等的研究<sup>[30]</sup>,采用  $Z$ -score 测度财务风险( $ZS$ ), $ZS = 1.200 \times \text{营运资金} / \text{总资产} + 1.400 \times \text{留存收益} / \text{总资产} + 3.300 \times \text{息税前利润} / \text{总资产} + 0.600 \times \text{股票总市值} / \text{负债账面价值} + 0.999 \times \text{营业收入} / \text{总资产}$ 。 $ZS$  值越大,财务风险越小。上述主要变量的定义如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业价值	$TBq$	市场价值/总资产
解释变量	业财融合	$BFII$	企业采用业财融合观测年度及以后年度均取值为 1,否则为 0
	企业规模	$Size$	企业总资产的自然对数
	企业上市年数	$Age$	观测年度减去企业成立时间的自然对数
	营业收入增长率	$Gro$	营业收入增长/上年营业收入
	现金流状况	$Cash$	经营活动产生的现金流量净额/总资产
控制变量	第一大股东持股比例	$LHR$	第一大股东的持股比例
	资产负债率	$Lev$	总负债/总资产
	董事长总经理兼任情况	$lzh y$	董事长兼任总经理时取 1,否则取 0
	董事会规模	$DN$	年末董事人数
	资本市场流动性	$TYA$	日均换手率
中介变量	净资产收益率	$ROE$	净利润/平均净资产
	融资约束	$SA$	$-0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.040 \times Age$
	财务风险	$ZS$	$1.200 \times \text{营运资金} / \text{总资产} + 1.400 \times \text{留存收益} / \text{总资产} + 3.300 \times \text{息税前利润} / \text{总资产} + 0.600 \times \text{股票总市值} / \text{负债账面价值} + 0.999 \times \text{营业收入} / \text{总资产}$

(三)模型设计

为了进一步实证检验业财融合对企业价值

的影响,本文设定以下基准回归模型:

$$TBq_{it} = \alpha + \beta BFII_{it} + \gamma_{\Psi} Con_{it} + Year +$$

$$Ind + \epsilon_{it} \tag{1}$$

其中,下标*i*、*t*分别表示公司、年份; $\Psi$ 表示控制变量总个数, $\Psi=1,2,\cdots,10$ ; *TBq*表示企业价值,*BFII*表示业财融合,*Con*表示控制变量, $\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$ 均为待估计系数,*Year*、*Ind*分别表示年度固定效应、行业固定效应, $\epsilon_{it}$ 为随机误差项。行业分类采用证监会《上市公司行业分类指引》(2012年修订)标准,制造业“C”字头代码取2位,其他行业取1位。

为验证融资约束(*SA*)和财务风险(*ZS*)的中介效应,参考聂兴凯等的研究<sup>[31]</sup>,本文建立了中介效应模型(2)–(4),以期检验业财融合是否通过缓解融资约束和降低财务风险去提升企业价值。模型(2)检验业财融合对融资约束的影响;模型(3)检验业财融合对财务风险的影响;模型(4)检验加入中介变量后,业财融合是否对企业价值产生影响。如果模型(2)和模型(3)系数 $\alpha$ 显著且不为0,则表明业财融合对中介变量具有显著影响,那么继续对模型(4)进行回归分析,否则停止检验;如果模型(3)系数 $\beta_0$ 显著且不为0, $\beta_0$ 绝对值小于模型(1)中 $\beta$ 的绝

对值,则表明业财融合能够通过中介变量影响企业价值。

$$SA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BFII_{it} + \gamma_{\Psi} Con_{it} + Year + Ind + \epsilon_{it} \tag{2}$$

$$ZS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BFII_{it} + \gamma_{\Psi} Con_{it} + Year + Ind + \epsilon_{it} \tag{3}$$

$$TBq_{it} = \alpha_0 + \beta_0 BFII_{it} + \beta_1 SA_{it} + \beta_2 ZS_{it} + \gamma_{\Psi} Con_{it} + Year + Ind + \epsilon_{it} \tag{4}$$

其中,*SA*表示融资约束,*ZS*表示财务风险, $\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$ 均为待估计系数,其他字母含义与前文相同。

四、实证分析

(一)描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果。从表2统计结果可以看出,企业价值(*TBq*)的均值为2.002,标准差为1.204,说明样本之间企业价值存在较大差异;业财融合(*BFII*)的均值为0.021,标准差为0.145,表明有2.1%的样本采用了业财融合,这意味着我国上市公司的业财融合还处于起步阶段。

表 2 描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>TBq</i>	23 388	2.002	1.204	1.626	0.795	17.680
<i>BFII</i>	23 388	0.021	0.145	0.000	0.000	1.000
<i>Size</i>	23 388	22.150	1.201	22.000	18.750	27.150
<i>Age</i>	23 388	1.971	0.934	2.197	0.000	3.401
<i>Gro</i>	23 388	0.161	0.347	0.110	−0.672	5.540
<i>CR</i>	23 388	0.046	0.064	0.046	−0.224	0.260
<i>LHR</i>	23 388	34.100	13.960	32.230	8.260	75.780
<i>Lev</i>	23 388	0.424	0.195	0.418	0.035	0.906
<i>Lzhy</i>	23 388	1.726	0.446	2.000	1.000	2.000
<i>DN</i>	23 388	8.600	1.708	9.000	0.000	18.000
<i>TYA</i>	23 388	1.693	1.157	1.389	0.134	8.129
<i>ROE</i>	23 388	0.068	0.101	0.071	−1.069	0.405
<i>SA</i>	23 388	−3.785	0.231	−3.789	−4.504	−3.025
<i>ZS</i>	23 388	4.599	4.775	3.127	−0.750	60.820

(二)基准回归结果

表3报告了业财融合(*BFII*)对企业价值(*TBq*)影响的回归结果。在表3中,列(1)是没

有控制行业固定效应和年份固定效应的回归结果;列(2)是控制了年份固定效应、未控制行业固定效应的回归结果;列(3)是控制了行业固定

效应、未控制年份固定效应的回归结果;列(4)是同时控制了控制行业固定效应和年份固定效应的回归结果。表3列(1)一(4)结果显示,无论是否控制行业和年份固定效应,业财融合对企业价值的影响均在1%的水平上显著正相关,从而支持了假设H1。可能原因是,业财融合打破了业务部门和财务部门之间的信息壁垒,有助于企业进行流程再造,提高了企业决策质量和运营效率,能够促进企业价值的提升。

表3 业财融合对企业价值影响的基准回归结果				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>TBq</i>	<i>TBq</i>	<i>TBq</i>	<i>TBq</i>
<i>BFII</i>	0.230*** (3.996)	0.184*** (3.424)	0.250*** (4.536)	0.212*** (4.114)
<i>Size</i>	-0.349*** (-37.014)	-0.349*** (-36.182)	-0.425*** (-41.997)	-0.426*** (-41.284)
<i>Age</i>	0.216*** (22.735)	0.235*** (24.203)	0.203*** (22.742)	0.224*** (24.591)
<i>Gro</i>	0.146*** (6.377)	0.126*** (5.554)	0.109*** (4.875)	0.084*** (3.855)
<i>CR</i>	1.337*** (10.712)	1.356*** (10.723)	1.225*** (10.325)	1.272*** (10.622)
<i>LHR</i>	0.002*** (4.277)	0.003*** (6.425)	-0.000 (-0.410)	0.001* (1.791)
<i>Lev</i>	-0.835*** (-18.440)	-0.699*** (-14.631)	-0.590*** (-13.364)	-0.435*** (-9.409)
<i>Lzhy</i>	-0.051*** (-3.096)	-0.035** (-2.183)	-0.057*** (-3.688)	-0.041*** (-2.696)
<i>DN</i>	-0.008** (-2.092)	-0.005 (-1.375)	-0.006 (-1.517)	-0.004 (-1.017)
<i>TYA</i>	0.257*** (32.770)	0.249*** (32.147)	0.069*** (7.925)	0.053*** (6.249)
<i>ROE</i>	1.750*** (18.304)	1.826*** (18.948)	1.662*** (17.657)	1.743*** (18.462)
<i>_cons</i>	9.098*** (47.663)	8.919*** (45.369)	11.112*** (52.696)	10.961*** (50.858)
行业固定效应	否	否	是	是
年份固定效应	否	是	否	是
样本数	23 388	23 388	23 388	23 388
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.262	0.279	0.339	0.359

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

(三)机制检验

表4报告了业财融合(*BFII*)对企业价值(*TBq*)影响的机制检验结果,其中,列(1)一(2)是业财融合(*BFII*)对融资约束(*SA*)和财务风险(*ZS*)影响的回归结果,列(3)是业财融合(*BFII*)、融资约束(*SA*)和财务风险(*ZS*)对企业价值(*TBq*)影响的回归结果。表4列(1)中*BFII*的系数显著为正(0.037),说明业财融合能够降低企业融资约束;列(2)中*BFII*的系数显著为正(0.489),说明业财融合能够降低企业财务风险;列(3)中*BFII*、*SA*、*ZS*的系数均显著为正,且列(3)中*BFII*系数的绝对值0.108小于表3列(4)中*BFII*系数绝对值0.212,同时通过了*Sobel*检验,表明融资约束、财务风险在业财融合影响企业价值中均起着部分中介作用,这意味着业财融合通过缓解融资约束和降低财务风险,能够提升企业价值。可能原因如下:一是业财融合有助于提升企业信息披露质量,降低投资者的信息不对称,提升未来现金流量预测的准确性,减少投资不确定性,吸引投资者投资,缓解企业融资约束,进而提升企业价值;二是业财融合通过信息共享机制和制衡机制,能够确保决策科学化,从而降低企业财务风险,进而提升企业价值。

(四)异质性检验

1. 企业规模

企业规模的衡量指标通常包括企业总资产。而样本上市公司企业规模最小值、最大值分别为18.750、27.150,这意味着上市公司之间规模存在较大差异。本文以样本企业规模的平均值22.150为分界点,将企业规模大于22.150的样本归为大型企业样本集,将小于或等于22.150的样本归为中小型企业样本集。企业规模异质性检验结果如表5列(1)一(2)所示。由表5列(1)一(2)结果可知,大型企业采用业财融合对企业价值的影响不显著,中小型企业采用业财融合对企业价值的影响显著为正,*BFII*的系数是0.266,从而验证了假设H2。这

主要是因为大型企业内部情况相对复杂,开展流程再造等组织变革的阻力相对较大,难以快速通过流程再造进行业财融合,而中小型企业开展流程再造等组织变革的阻力相对较小,更容易快速通过流程再造进行业财融合,故中小型企业采用业财融合具有显著的价值效应。

表 4 业财融合对企业价值影响的机制检验

变量	(1)	(2)	(3)
	SA	ZS	TBq
BFII	0.037*** (4.457)	0.489*** (3.108)	0.108*** (3.043)
SA			0.337*** (11.776)
ZS			0.188*** (46.727)
Size	0.041*** (24.186)	-0.612*** (-21.550)	-0.325*** (-41.166)
Age	-0.124*** (-75.742)	0.622*** (19.129)	0.149*** (19.218)
Gro	0.002 (0.511)	-0.052 (-0.732)	0.094*** (6.222)
CR	0.010 (0.493)	3.945*** (9.388)	0.528*** (5.956)
LHR	0.001*** (7.235)	0.007*** (4.026)	-0.001** (-1.990)
Lev	-0.052*** (-6.674)	-13.982*** (-72.695)	2.207*** (37.807)
lzh <sub>y</sub>	-0.011*** (-3.901)	-0.046 (-0.789)	-0.029*** (-2.594)
DN	-0.003*** (-3.619)	-0.004 (-0.281)	-0.002 (-0.823)
TYA	0.010*** (7.440)	0.158*** (5.178)	0.020*** (3.223)
ROE	-0.122*** (-9.210)	5.538*** (21.000)	0.744*** (10.496)
_cons	-4.425*** (-125.816)	21.886*** (36.028)	8.341*** (35.995)
行业固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
样本数	23 388	23 388	23 388
R <sup>2</sup>	0.418	0.462	0.666

2. 产权性质

不同产权性质企业面临的融资约束不同,盈利能力和抗风险能力的差异较大<sup>[24]</sup>,因此,不同产权性质下业财融合对企业价值的影响可能存在差异。产权性质检验结果如表 5 列(3)－(4)所示。

表 5 异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	大型企业 TBq	中小型企业 TBq	国有企业 TBq	非国有企业 TBq
BFII	0.042 (0.690)	0.266*** (3.578)	0.102* (1.742)	0.254*** (3.432)
Size	-0.302*** (-12.655)	-0.640*** (-40.212)	-0.293*** (-26.829)	-0.490*** (-31.641)
Age	-0.036* (-1.719)	0.265*** (27.276)	-0.000 (-0.009)	0.307*** (24.021)
Gro	0.045 (1.289)	0.116*** (4.712)	0.020 (0.714)	0.087*** (3.049)
CR	0.900*** (4.213)	1.457*** (10.800)	0.623*** (3.510)	1.701*** (10.809)
LHR	-0.001** (-1.964)	0.001* (1.669)	0.002*** (3.242)	0.001 (1.615)
Lev	-0.979*** (-9.176)	-0.364*** (-7.158)	-0.828*** (-12.375)	-0.358*** (-5.660)
lzh <sub>y</sub>	-0.082** (-2.427)	-0.023 (-1.383)	0.076*** (3.123)	-0.061*** (-3.424)
DN	-0.005 (-0.948)	-0.009* (-1.706)	0.003 (0.690)	-0.015*** (-2.595)
TYA	0.010 (0.585)	0.045*** (4.856)	0.105*** (8.055)	0.031*** (2.804)
ROE	1.185*** (7.485)	1.702*** (16.938)	1.409*** (9.310)	1.729*** (15.985)
_cons	9.442*** (16.466)	15.487*** (46.035)	8.307*** (35.445)	12.385*** (38.139)
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本数	5 048	18 906	8 825	15 129
R <sup>2</sup>	0.328	0.365	0.388	0.354

由表 5 列(3)－(4)结果可知,国有企业中 BFII 的系数为 0.102,非国有企业中 BFII 的



系数为 0.254,相比于国有企业,非国有企业采用业财融合提升企业价值的效果更显著,从而验证了假设 H3。这可能是非国有企业实施业财融合的主要动机是为了经济利益,比国有企业面临的融资约束相对更大,故非国有企业通过业财融合缓解融资约束的动机更强烈。

(五)稳健性检验

1. 更换变量的稳健性检验

为了避免变量测算方法可能带来的实证结果误差,确保实证检验结果的可靠性和稳定性,本文用更换被解释变量和解释变量来检验实证结果的稳健性。

在更换被解释变量上,一是参考周孝华等的研究<sup>[25]</sup>,考虑到无形资产对托宾 Q 值测算口径的影响,将分母调整为总资产扣除无形资产和商誉净额后的差值去重新计算得到企业价值,此时得到的企业价值记为(*TBq\_b*);二是参考徐宗宇等的研究<sup>[32]</sup>,采用市净率(*PB*)衡量企业价值。更换被解释变量的稳健性检验结果如表 6 列(1)–(2)所示。

在更换解释变量上,参考段华友等的研究<sup>[33]</sup>,使用相关词谱频次加 1 的对数衡量企业业财融合程度(*BFII\_fre*)。具体而言,首先统计管理层讨论与分析中业财融合相关词谱出现的频次,并以相关词谱频次加 1 的自然对数作为企业业财融合程度的度量指标,*BFII\_fre* 越大,表示企业业财融合程度越深。本文通过计算管理层讨论与分析中出现业财融合词谱的频次,剔除了其中三个极端值,以关键词频次加 1 的自然对数作为企业业财融合程度的度量指标,然后对词频不为 0 的样本进行回归。更换解释变量的稳健性检验结果如表 6 列(3)所示。

2. 替换样本的稳健性检验

我国上市公司行业众多,且各行业特征不同。制造业占上市公司的绝大部分,且作为工业之本,其数据在社会发展指向中具有代表性<sup>[34]</sup>;在采用业财融合的企业中,制造型企业

占了近一半,故本文以制造业上市公司为样本,重新进行了稳健性检验。替换样本的稳健性检验结果如表 6 列(4)所示。

表 6 稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>TBq_b</i>	<i>PB</i>	<i>TBq</i>	<i>TBq</i>
<i>BFII</i>	0.419*** (4.643)	0.418*** (3.848)		0.171** (2.498)
<i>BFII_fre</i>			0.275 (1.366)	
<i>Size</i>	−0.785*** (−8.495)	−1.004*** (−41.701)	−0.244*** (−3.309)	−0.446*** (−33.298)
<i>Age</i>	0.447*** (8.058)	−0.048** (−2.398)	0.245*** (3.473)	0.269*** (23.037)
<i>Gro</i>	0.185*** (3.185)	0.477*** (9.592)	−0.005 (−0.018)	0.077*** (2.774)
<i>CR</i>	0.761 (1.222)	2.698*** (9.723)	3.467*** (2.747)	1.304*** (8.008)
<i>LHR</i>	−0.003*** (−3.431)	0.005*** (4.587)	0.006 (1.189)	0.001** (2.257)
<i>Lev</i>	−0.050 (−0.205)	2.566*** (22.298)	−1.243*** (−3.769)	−0.563*** (−9.363)
<i>lzh_y</i>	−0.099* (−1.869)	−0.135*** (−4.019)	0.235* (1.958)	−0.033* (−1.815)
<i>DN</i>	−0.023** (−2.064)	−0.016* (−1.916)	−0.030 (−0.898)	−0.008 (−1.593)
<i>TYA</i>	−0.017 (−0.368)	0.037** (2.004)	−0.023 (−0.356)	0.046*** (4.347)
<i>ROE</i>	2.145*** (7.646)	3.678*** (16.953)	0.684* (1.675)	1.984*** (16.897)
<i>_cons</i>	19.166*** (9.677)	24.308*** (48.883)	6.636*** (4.085)	11.382*** (40.945)
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本数	24 357	24 017	347	15 769
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.115	0.355	0.425	0.325

表 6 列(1)、列(2)和列(4)结果显示,不管是更换被解释变量还是替换样本,解释变量业

财融合(*BFII*)的系数和显著性水平均未发生明显变化,业财融合对企业价值的影响仍显著为正,再一次支持假设 H1 通过检验,说明基准回归结果较为稳健。表 6 列(3)结果显示,更换解释变量的系数是 0.275,但不显著,这意味着业财融合程度对企业价值的影响仍然是正向的。也就是说,企业实施工业财融合的程度越高,企业价值越高,不显著的可能原因是我国企业业财融合的总体水平不高。

(六)内生性检验

1. 倾向得分匹配

为解决可能存在的选择偏差问题,本文采用倾向得分匹配法(P propensity score matching,PSM)来估计业财融合对企业价值的影响。本文根据  $BFII_{it} = \alpha + \beta_{\Psi}Con_{it} + Year + Ind + \epsilon_{it}$  进行回归,对样本中的每一家企业计算倾向得分,分别采用 1:1,1:2,1:3 为业财融合企业寻找配对样本,并且匹配后所有协变量均通过了平衡性检验,说明除采取业财融合与否外,匹配后处理组和控制组的各项统计特征基本一致。倾向得分匹配回归结果如表 7 列(1)–(3)所示,*BFII* 的系数分别为 0.181,0.171,0.158,且均显著,说明基准回归结果较为稳健。

2. 工具变量法

考虑到模型中可能存在遗漏变量和互为因果的内生性问题,故本文采用 Heckman 两阶段法对模型(1)重新进行了回归。参照余英敏等的研究<sup>[7]</sup>,本文以 CEO 的财务经历和 CFO 的业务经历这一外生变量作为工具变量(CC)进行检验。如果 CEO 具有财务职业背景,CFO 具有业务职业背景或者 CFO 和 CEO 两职合一,则工具变量(CC)为 1,否则为 0。参照赵晶等的研究<sup>[35]</sup>,第一步,通过模型  $BFII_{it} = \gamma_0 + \gamma_1CC_{it} + \gamma_2ROE_{it} + \gamma_3Lev_{it} + \gamma_4Size_{it} + \gamma_5Gro_{it} + \gamma_6Age_{it} + Year + Ind + \epsilon_{it}$ ,估计不同特征企业采用业财融合的概率,从而得到逆米尔斯比率

(*imr*);第二步,将逆米尔斯比率(*imr*)加入模型(1),回归结果见表 8 列(1)–(2)。表 8 列(1)为第一阶段回归结果,表明有财务经历的 CEO 和有业务经历的 CFO 有助于企业实施工业财融合。表 8 列(2)为第二阶段回归结果,表明并不存在显著样本选择偏差,在控制一定样本选择偏差后,*BFII* 的系数仍然显著为正。

表 7 倾向得分匹配回归结果

	(1)	(2)	(3)
变量	1:1	1:2	1:3
	<i>TBq</i>	<i>TBq</i>	<i>TBq</i>
<i>BFII</i>	0.181*** (2.838)	0.171*** (2.992)	0.158*** (2.953)
<i>Size</i>	−0.264*** (−6.604)	−0.255*** (−8.624)	−0.240*** (−9.554)
<i>Age</i>	0.171*** (3.393)	0.114*** (2.839)	0.109*** (3.316)
<i>Gro</i>	0.415 (1.444)	0.349* (1.813)	0.277* (1.740)
<i>CR</i>	2.975*** (4.843)	2.734*** (5.766)	2.484*** (6.143)
<i>LHR</i>	0.004* (1.825)	0.002 (1.345)	0.002 (1.033)
<i>Lev</i>	−0.711*** (−3.232)	−0.778*** (−4.421)	−0.850*** (−5.697)
<i>lzh</i>	−0.006 (−0.080)	−0.108* (−1.653)	−0.108* (−1.943)
<i>DN</i>	−0.013 (−0.846)	−0.015 (−1.274)	−0.025** (−2.428)
<i>TYA</i>	0.009 (0.209)	0.024 (0.730)	0.013 (0.472)
<i>ROE</i>	1.137*** (3.320)	1.094*** (3.984)	1.242*** (5.144)
<i>_cons</i>	7.354*** (8.614)	7.586*** (11.827)	7.442*** (13.838)
行业固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
样本数	1 027	1 514	1 982
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.395	0.373	0.363

3. 反向因果检验

参照王琳璘等的研究<sup>[36]</sup>,通过解释变量一阶滞后项(*BFII\_1*)以缓解双向因果问题。基准回归结果表明,企业采用业财融合有助于提升企业价值,但这一结果可能是因为企业价值越高,公司越有能力和意愿采用业财融合,从而可能存在反向因果内生性问题。为缓解反向因果问题,将解释变量 *BFII* 滞后一期(*BFII\_1*),反向因果检验结果如表 8 列(3)所示,*BFII\_1* 的系数是 0.228,结论基本保持不变,再一次支持假设 H1 通过检验,说明基准回归结果较为稳健,意味着企业采用业财融合对提升企业价值具有持续性影响。

五、结论与政策启示

文章选用 2010—2020 年沪深两市 A 股上市公司 23 388 个观测值,结合文本分析方法度量业财融合,利用固定效应模型实证检验了业财融合对企业价值的影响及其作用机制。研究结果显示,业财融合能够显著提升企业价值,且该作用主要通过缓解融资约束和降低财务风险等机制产生;与大型企业相比,业财融合对中小企业的价值提升效果更显著;与国有企业相比,业财融合对非国有企业的价值提升效果更显著。此结论不仅丰富了业财融合价值效应的研究,而且为管理者运用业财融合提升企业价值提供了经验证据。基于以上研究结论,本文提出三点政策启示:

第一,要进一步加快推进企业业财融合。一是企业管理者必须正确认识财务部门和业务部门之间的关系,建立健全财务部门参与企业经营决策和过程控制的保障制度;二是加强信息系统建设,利用信息技术打通财务与业务的流程<sup>[21]</sup>,实现业财流程融合;三是进一步发挥业财融合在缓解企业融资约束方面的作用,降低投资不确定性,吸引投资者投资,增强资金的可得性,促进企业投融资决策科学性的提升;四

表 8 工具变量法和反向因果检验结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>BFII</i>	<i>TBq</i>	<i>TBq</i>
<i>CC</i>	0.004 <sup>*</sup> (1.662)		
<i>BFII</i>		0.189 <sup>***</sup> (3.821)	
<i>BFII_1</i>			0.228 <sup>***</sup> (3.682)
<i>ROE</i>	0.012 (1.042)	1.652 <sup>***</sup> (17.050)	1.560 <sup>***</sup> (16.756)
<i>Lev</i>	-0.017 <sup>***</sup> (-3.241)	-0.610 <sup>***</sup> (-7.894)	-0.593 <sup>***</sup> (-11.519)
<i>Size</i>	0.014 <sup>***</sup> (13.251)	-0.332 <sup>***</sup> (-6.278)	-0.364 <sup>***</sup> (-34.088)
<i>Gro</i>	-0.002 (-0.745)	0.070 <sup>***</sup> (3.098)	0.102 <sup>***</sup> (4.014)
<i>Age</i>	0.003 <sup>***</sup> (2.651)	0.221 <sup>***</sup> (15.513)	0.167 <sup>***</sup> (13.762)
<i>CR</i>		1.327 <sup>***</sup> (11.114)	1.403 <sup>***</sup> (10.657)
<i>LHR</i>		0.001 <sup>***</sup> (2.641)	0.002 <sup>***</sup> (3.995)
<i>lzh<sub>y</sub></i>		-0.037 <sup>**</sup> (-2.397)	-0.041 <sup>**</sup> (-2.409)
<i>DN</i>		-0.008 <sup>**</sup> (-2.107)	-0.011 <sup>**</sup> (-2.552)
<i>TYA</i>		0.057 <sup>***</sup> (6.690)	0.069 <sup>***</sup> (7.232)
<i>imr</i>		6.583 (1.126)	
<i>_cons</i>	-0.291 <sup>***</sup> (-13.359)	3.835 (0.669)	9.787 <sup>***</sup> (43.801)
行业固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
样本数	25 620	23 928	19 916
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.042	0.353	0.350

是借助数字技术,发挥业财融合在信息共享和制衡方面的功能,确保决策科学化,降低企业财务风险,进而提升企业价值。

第二,加强对复合型管理团队的培养。实证结果表明,CEO 具有财务背景、CFO 具有业务背景或者 CEO 和 CFO 兼任的企业更有可能提升业财融合程度。一方面,可以通过组建复合型管理团队进一步加快推进业财融合;另一方面,财务人员应该以专业人员的身份、从专业的角度参与业务管理的关键环节,并充分运用管理会计工具,发挥财务部门对业务部门的支撑作用。

第三,大型企业应克服流程再造的阻力,消除会计流程和业务流程中的不增值环节,进一步发挥业财融合的价值效应。要利用业财融合提供的机会,进一步加强数字基础设施建设,深化金融服务的可得性<sup>[37]</sup>,鼓励金融资源流向受融资约束相对更大的非国有企业,加大金融市场对实体经济的支持力度。理顺业财融合对国有企业价值提升的作用机制,进一步释放业财融合在国有企业的价值效应。

### [参考文献]

- [1] 王亚星,李心合. 重构“业财融合”的概念框架[J]. 会计研究,2020(7):15-22.
- [2] 王斌. 论业财融合[J]. 财务研究,2018(3):3-9.
- [3] 谢志华,杨超,许诺. 再论业财融合的本质及其实现形式[J]. 会计研究,2020(7):3-14.
- [4] 谢志华,高严,杨龙飞. 新技术条件下的业财融合[J]. 财务与会计,2021(16):9-14.
- [5] 汤谷良,夏怡斐. 企业“业财融合”的理论框架与实操要领[J]. 财务研究,2018(2):3-9.
- [6] Huang J, Mei Z, Li Z. Business and financial information integration and voluntary management earnings forecasts[J]. China Journal of Accounting Research, 2020,13(03):291-307.
- [7] 余应敏,黄静,李哲. 业财融合是否降低审计收费?: 基于 A 股上市公司证据[J]. 审计研究,2021(2):46-55.
- [8] 李哲,李星仪. 业务财务信息整合与上市公司信息环境[J]. 中国会计评论,2021(3):423-458.
- [9] 张瑞琛,温磊,宋敏丽,等. 减税降费、企业金融化和企业价值创造[J]. 经济问题,2022(8):79-85.
- [10] 王昌荣,李娜. 市场竞争、创新研发与企业价值: 基于中国制造业的经验数据[J]. 山东社会科学,2018(6):168-173.
- [11] 辛琳,张萌. 企业吸收能力、资本结构与企业价值: 以长江经济带战略性新兴产业上市公司为例[J]. 会计研究,2018(9):47-55.
- [12] 赵忠涛,李长英. 专利质量如何影响了企业价值? [J]. 经济管理,2020(12):59-75.
- [13] 姚荣辉,刘一麟,杨向群. 商誉、企业成长性与企业价值关系的实证研究[J]. 预测,2020(6):32-38.
- [14] Seal W, Cullen J, Dunlop A, et al. Enacting a European supply chain: a case study on the role of management accounting [J]. Management Accounting Research, 1999,10(03):303-322.
- [15] Friaes dos Santos J P, Pires A M, Fernandes P O. The importance to financial information in the decision-making process in company's family structure [J]. Contaduriay Administracion, 2018,63(02):38.
- [16] 张庆龙. 业财融合实现的条件与路径分析[J]. 中国注册会计师,2018(1):109-112.
- [17] 姚树俊,盛兆美,和征. 基于云共享的财务流程再造对企业绩效影响研究[J]. 西安财经学院学报,2019(5):29-34.
- [18] 厦门市两岸会计合作与交流促进会课题组,傅元略. 借鉴管理会计实践 提升企业价值创造能力[J]. 财务与会计,2015(16):24-26.
- [19] 张晓燕,李金宝. 数字普惠金融、融资约束与企业价值: 基于中国 2011—2018 上市 A 股公司的经验数据[J]. 金融发展研究,2021(8):20-27.
- [20] 陈影. 生命周期视角下信贷资源配置对流通企业价值的影响: 基于财务风险的中介效应[J]. 商业经济研究,2022(1):116-119.
- [21] 张翼飞,郭永清. 实施业财融合助推我国企业高质量发展: 基于 324 家中国企业的调研分析[J]. 经济体制改革,2019(4):101-108.
- [22] 方红星,金玉娜. 公司治理、内部控制与非效率投资: 理论分析与经验证据[J]. 会计研究,2013(7):63-69,97.

(下转第 136 页)