

摘要

当前，数字经济更加普惠，许多数字技术正逐步应用于金融领域，促使众多传统金融工具更新迭代，产生了效率更高、功能更完善的数字金融工具，为资本市场最活跃的参与者之一的上市企业面临的投融资等问题提供了数字化的解决方案，也为其提供了更多更有效的价值提升方案。

企业开展经营活动的主要目的就是为了实现企业价值的最大化，而数字金融可以从投资、融资和创新等多个角度促进企业经营业绩的改善。但是数字金融对企业价值的影响的方向和结果存在不确定性，因此对于相关影响机制和路径方面的探讨是极具价值的。本文着眼于数字金融发展水平的提高，旨在探讨数字金融对企业价值影响的作用，以 2012-2021 年我国上市公司数据为样本，建立实证模型分析两者之间逻辑关系。本文对产权性质、行业性质和企业规模性质进行异质性分析，使用滞后一期、三期和五期的解释变量进行滞后效应检验，并采用改变中介变量计算方式、工具变量法、改变时间区间等方式对上述结果进行稳健性检验。最终，得出本文的核心研究结论。

研究揭示，数字金融发展水平的提高能够对企业价值提高有显著正向作用，而投资效率在其中发挥了中介作用，并且数字金融对企业价值的影响存在行业异质性、产权异质性和企业规模异质性，即数字金融对非国有企业、非制造业企业和小规模企业的影响更为明显，另外，数字金融对企业价值和投资效率的提升作用均存在滞后效应。据此，本文建议在中国经济发展进入新阶段背景下，应逐步有序推进传统金融数字化发展，建设新型金融设施，同时加强信息监管力度，充分发挥数字金融对企业价值的积极作用，也及时发现和管控随之而来的新型金融风险。并根据当前资本市场发展状况和数字金融实际应用的可行性，提出在国际经济环境日趋复杂的背景下，如何突破传统金融的局限，提升企业价值，为企业的可持续发展赋能。

关键词：数字金融 投资效率 企业价值 非效率投资

目录

1 绪论.....	1
1.1 研究背景及研究意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究内容和研究框架.....	3
1.2.1 研究内容.....	3
1.2.2 研究框架.....	5
1.3 研究方法.....	6
1.3.1 文献研究法.....	6
1.3.2 实证分析法.....	6
1.4 创新点.....	7
1.5 不足之处.....	8
2 文献综述.....	10
2.1 数字金融的相关研究.....	10
2.1.1 数字金融的定义与计量.....	10
2.1.2 数字金融对企业的影响.....	11
2.2 投资效率的相关研究.....	12
2.2.1 投资效率的定义与计量.....	12
2.2.2 投资效率的相关研究.....	13
2.3 企业价值的相关研究.....	13
2.3.1 数字金融与企业价值.....	13
2.3.2 投资效率与企业价值.....	14
2.4 文献评述.....	15
3 理论分析与研究假设.....	17
3.1 理论基础.....	17

3.1.1 委托代理理论.....	17
3.1.2 信息不对称理论.....	19
3.2 研究假设.....	21
3.2.1 数字金融与企业价值.....	21
3.2.2 数字金融与投资效率.....	22
3.2.3 投资效率的中介作用.....	22
4 实证研究设计.....	24
4.1 数据来源.....	24
4.2 变量说明.....	25
4.2.1 被解释变量：企业价值.....	25
4.2.2 解释变量：数字金融发展水平.....	25
4.2.3 中介变量：投资效率.....	25
4.3.4 控制变量.....	27
4.3 模型构建.....	29
4.3.1 数字金融发展水平与企业价值的关系.....	29
4.3.2 数字金融发展水平和企业投资效率的关系.....	30
4.3.3 投资效率的中介作用.....	30
5 实证分析.....	32
5.1 描述性统计.....	32
5.2 相关性分析.....	33
5.3 回归分析.....	34
5.3.1 数字金融与企业价值.....	35
5.3.2 数字金融和投资效率.....	36
5.3.3 投资效率中介效应.....	38
5.4 稳健性检验.....	40
5.4.1 缩短时间区间.....	40
5.4.2 内生性检验.....	42
5.4.3 替换中介变量.....	44
5.5 异质性分析.....	46
5.5.1 产权异质性.....	46
5.5.2 行业异质性.....	47
5.5.3 企业规模异质性.....	49

5.6 滞后效应分析.....	51
5.6.1 数字金融对企业价值影响的滞后效应.....	51
5.6.2 数字金融对投资效率影响的滞后效应.....	52
6 结论与建议.....	55
6.1 研究结论.....	55
6.2 政策建议.....	56
6.2.1 对政府的建议.....	56
6.2.2 对企业的建议.....	57
6.2.3 从资产评估角度的建议.....	58
参考文献.....	59
后记.....	64
致谢.....	66

图表索引

图 1-1 研究框架图	5
图 3-1 数字金融发展通过降低第一类代理成本提升企业价值	19
图 3-2 数字金融缓解信息不对称现象	21
图 4-1 中介效应检验路径	30
表 4-1 Richardson 投资期望模型回归结果	26
表 4-2 变量含义解释表	28
表 5-1 描述性统计结果	32
表 5-2 相关性分析结果	33
表 5-3 数字金融发展水平 (Dig) 和企业价值 (TobinQ) 单独回归结果	34
表 5-4 数字金融与企业价值回归结果	35
表 5-5 数字金融和投资效率回归结果	36
表 5-6 投资效率中介效应回归结果	38
表 5-7 中介效应系数表	40
表 5-8 Bootstrap 中介效应检验结果	40
表 5-9 缩短时间区间后的回归结果	41
表 5-10 数字金融工具变量对企业价值影响的回归结果	43
表 5-11 数字金融工具变量与投资效率的回归结果	43
表 5-12 替换中介变量后的回归结果	45
表 5-13 产权异质性检验结果	46
表 5-14 行业性质异质性检验结果	48
表 5-15 企业规模异质性检验结果	49
表 5-16 数字金融对企业价值影响的滞后效应检验结果	51
表 5-17 数字金融对投资效率影响的滞后效应检验结果	53

1 绪论

1.1 研究背景及研究意义

1.1.1 研究背景

随着信息技术的快速发展和普及，金融领域的传统技术和产品逐渐朝着数字化的方向发展，产生了数字金融这一新型金融概念。数字金融弥补了传统金融工具效率低、误差多、风险高等缺点的同时，在宏观层面对加快资金流动速度、促进金融创新、提高金融市场的透明度和监管效能等方面发挥了积极作用，在微观层面也对个人的生活、企业的生产经营产生了广泛的影响，对于助力我国经济持续健康发展，提高人民生活质量有显著的积极作用。

我国数字金融自 2004 年支付宝成立开始起步发展，受到宏观经济状况和信息技术发展水平的制约，发展相对缓慢，直到 2013 年余额宝迅速普及后才进入快速发展阶段。2013 年以后，我国的数字金融发展迅猛，已经达到全球领先的地位。具体来说，数字金融技术的支持下，以第三方支付平台和数字人民币为主体的电子支付方式已经基本取代了纸币支付，电商平台通过直播等方式不断创造更高的业绩记录。

在数字金融发展现状方面，中央财经大学中国互联网经济研究院与社会科学文献出版社共同发布的《数字金融蓝皮书：中国数字金融创新发展报告（2023）》指出，我国数字金融发展呈现融合化、场景化、智能化、绿色化、规范化发展的特点，将呈现六方面趋势：数字技术和数据要素双轮驱动，数字金融加快创新步伐；数字金融与实体经济深度融合，支撑产业数字化转型；产业金融与消费金融协同推进，推动“科技—产业—金融”良性循环；金融业态和模式更加绿色化，完善多层次绿色金融产品和市场体系；数字人民币应用加速推广，扩展数字人民币应用场景，提升交易规模；金融机构加快组织体系数字化步伐，逐步建立金融监管科技创新体系。监管层和金融机构应

该科学把握数字金融发展规律和趋势，强化数字技术和数据要素双轮驱动金融创新，加快金融数字化转型步伐，不断拓展金融服务触达半径和辐射范围，提高金融监管透明度和法治化水平，构建适应和支撑数字经济发展的数字金融新格局。

数字人民币的发行对企业的经营、投资以及筹资活动都将产生深远的影响。依托于区块链技术，数字人民币的历史交易信息可以完全记录和追溯，几乎完全避免了当前通过第三方支付平台进行现金往来产生的特定风险，尤其是在跨境贸易中简化了传统支付方式的汇算支付方式，有效降低了跨国金融贸易风险，极大地提升了支付的安全性。另外一方面，数字人民币将成为被使用程度最高、最普惠的数字金融工具，这将直接促进企业的数字化转型，增强数字金融服务的可获得性，使企业的投资、融资活动更加便捷、更具效率。数字人民币也将进一步削减企业对纸币的需求，进一步降低现金存取手续费、现金盘点费用、现金管理费用，防范舞弊、洗钱等违法违规事件的发生。

在目前对于数字金融领域的研究中，学者们往往关注其对企业具体活动的影响，如数字金融对企业数字化的影响(潘文富和张孝方，2023)、数字金融是否能缓解企业的融资约束(王旭等，2023)、数字金融发展能否推动企业的技术创新(文玲和杨贵兴，2023)等。但是对于数字金融是如何影响企业价值的，相关方面的探讨还不够充分。

企业开展经营活动的主要目的就是为了实现企业价值的最大化，而数字金融可以从投资、融资和创新等多个角度促进企业经营业绩的改善。但是考虑到不同企业对数字金融的利用程度不同，加之数字金融的引入本身就需要企业新型金融软硬件进行投资，导致数字金融对企业价值的影响的方向和结果存在不确定性，企业通过数字金融工具获得的收益甚至未必能覆盖其为之付出的成本，因此对于相关影响机制和路径方面的探讨是极具价值的。

1.1.2 研究意义

本研究旨在为探讨数字金融对企业价值的作用机理，并分析企业投资效率在数字金融对企业价值影响作用中的中介效应，探讨数字金融的发展是否能够提升企业的发展质量和效率，从而为促进经济发展做出重要贡献并创造实际价值。

从理论意义上看，本文借鉴国内外学者的现有研究成果，并结合相关理

论，在数字金融对企业价值影响的研究中创新性地引入了投资效率，丰富了企业价值的影响路径，为相关研究提供了新的视角。本文进一步通过实证分析的方式，更为具体地探究了数字金融对于企业机制的影响程度，进而在理论方面丰富了现有的研究成果。另外，从资产评估学科的角度来看，本文通过实证检验了数字金融对企业价值的影响及其影响路径，为企业价值评估体系的完善提供了新的思路，例如可以将数字金融发展水平作为影响企业价值的因素，在对企业价值市场法的评估中，根据其通过投资效率、缓解融资约束、提升企业创新能力等方面影响企业价值的程度，为其确定修正系数，纳入估值框架中。另外，依托于区块链、人工智能技术的数字金融资产与传统金融资产在成本构成、收益创造等方面明显区别，对数字金融资产的价值评估应有针对性更强的估值方法，本文的研究结果证明了数字金融可以通过减少企业非效率投资行为来创造价值，为数字金融资产收益法的估值体系构建提供了一定启发。

从实际意义上来看，本文研究结果可能会从两个方面做出贡献。首先，从政府角度来看，有助于政府完善相关指引框架，及时识别和应对新型金融风险，减少非系统性风险发生的可能。同时，有助于帮助政府根据数字金融发展水平对企业价值的影响程度会因行业和产权方面差异而存在区别，以及根据数字金融在我国各城市发展不平均的情况，科学制定发展指引，提高资源利用效率，扶持数字金融发展水平落后地区加速发展，给予对数字金融发展水平变动更为敏感的企业提供更多优惠政策。其次，从企业角度来看，可以为企业减少非效率投资行为的新思路，优化资源配置，进一步提升企业价值。同时，也提示企业注意自身是否对数字金融发展水平的变动敏感，合理分配对建设新型金融设备、购买金融工具使用权的投入，避免发生入不敷出、收益率过低的情况。

1.2 研究内容和研究框架

1.2.1 研究内容

本文主要探讨数字金融对企业价值的作用机理，基于 2012—2021 年我国上市企业的数据，分析投资效率在数字金融对企业价值作用中的中介效应。本文的实证分析模型采用数字金融发展水平为解释变量，企业价值为被解释变量，投资效率为中介变量。其中解释变量数字金融发展水平以北京大学数

字普惠金融指数（郭峰等，2023）中的城市级数据为代理指标。控制变量包括股本收益率、企业年龄、成长能力、资产负债率、现金比率、行业虚拟变量和年份虚拟变量。本文对企业股权性质和行业特征进行异质性分析，采用替代解释变量指标、改变中介变量计算方式和改变时间区间对上述结果进行稳健性检验，并且选取数字金融的工具变量进行内生性检验。最终，得出本文的核心研究结论，并根据当前资本市场发展状况和数字金融实际应用的可行性，提出在国际经济环境日趋复杂的背景下，如何突破传统金融的局限，提升企业价值，为企业的可持续发展赋能。

1.2.2 研究框架

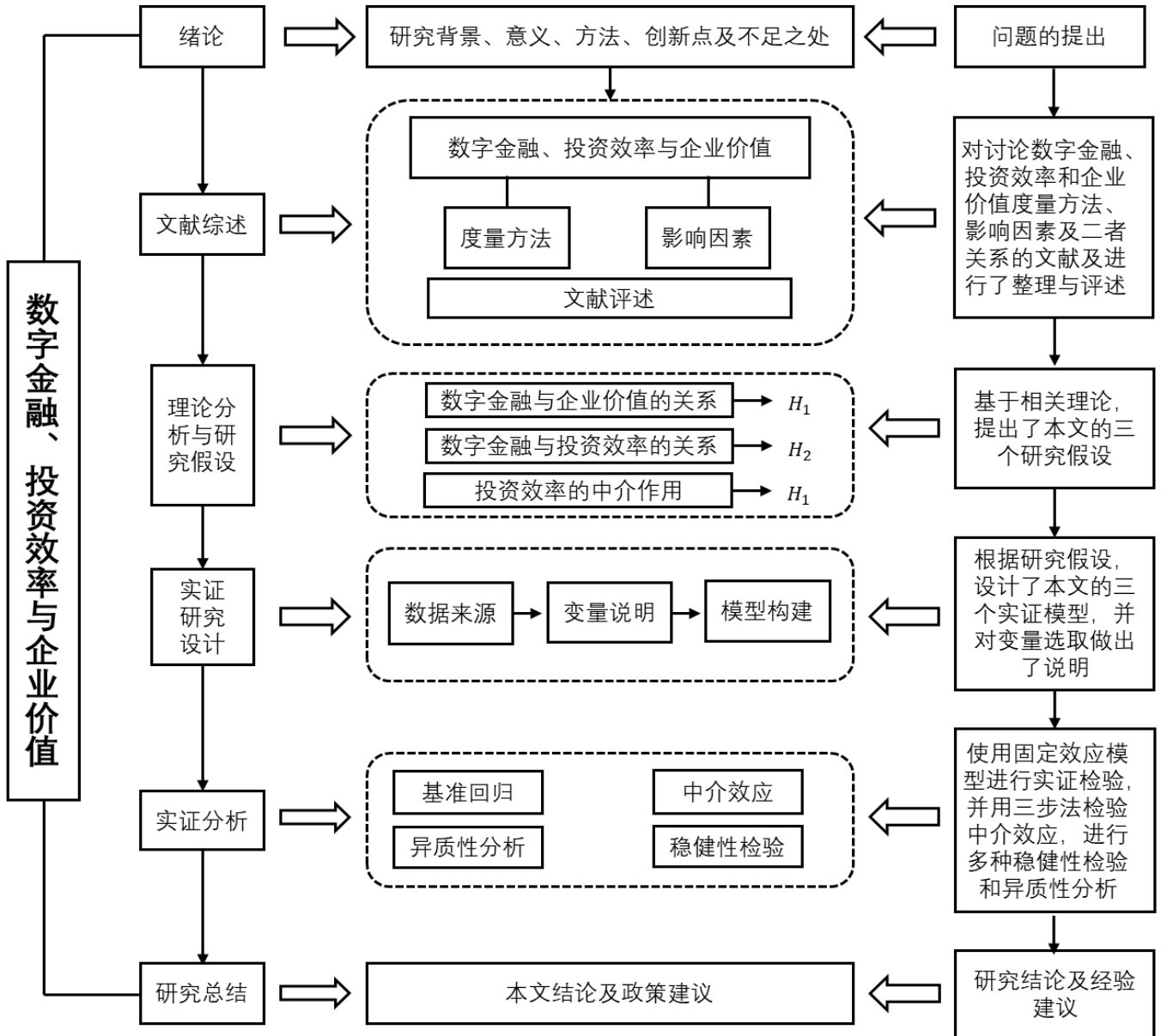


图 1-1 研究框架图

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/597200162111010012>