

产融合作与企业长期导向韧性

陈邑早¹, 解纯慧², 王圣媛³

(1. 山东财经大学 会计学院, 山东 济南 250014; 2. 中南财经政法大学 会计学院, 湖北 武汉 430073;

3. 山东农业大学 马克思主义学院, 山东 泰安 271018)

摘要:2016年,工业和信息化部、财政部、中国人民银行和原中国银行业监督管理委员会联合开展产融合作试点城市工作,公布了首批国家产融合作试点城市名单。文章利用这一准自然实验,考察了产融合作对企业长期导向韧性的影响。研究发现,与非试点城市企业相比,试点城市企业在政策试点后的长期导向韧性显著提升。机制分析表明,产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用主要通过改善银企关系和社会关系来提升企业的信号响应能力,以及通过增加财政补贴和贷款融资可得性来提升企业的资源运用能力这两个方面实现。异质性分析发现,产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用主要体现在外部融资环境差(银企信息不对称程度高或外部融资依赖度高)、风险转嫁能力弱(产品市场势力弱或市场竞争程度高)以及代理问题轻(第一类和第二类代理成本低)的企业中。文章丰富了国家产融合作试点政策的经济后果研究,所得结论为推进金融强国建设提供了参考。

关键词:产融合作;长期导向韧性;信号响应能力;资源运用能力

中图分类号:F275 文献标识码:A 文章编号:1001-9952(2024)10-0109-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20240513.102

一、引言

在百年未有之大变局下,我国经济发展不仅面对结构转型、中美贸易摩擦等多重压力,还需要时刻警惕各种风险和不确定性。为了实现稳增长和防风险的目标,党中央提出要加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局,旨在维系和发展外循环的同时,更多依靠内循环来控制不确定性(贾康和刘薇,2021)。为此,我国应不断提升风险抵御能力和经济韧性水平以促进内生经济增长。如何提升企业的韧性水平不仅是管理者一直关注的企业生存问题,更是政府部门极为重视的经济发展和政策设计问题。

2023年10月,习近平总书记在中央金融工作会议中提出建设“金融强国”的战略目标,金融强国目标的提出意味着金融支持实体经济高质量发展的作用和地位大大提升。近年来,我国政府在引导金融资源支持实体经济方面做了诸多的探索和努力,2016年,工业和信息化部、财

收稿日期:2023-12-17

基金项目:山东省自然科学基金青年项目“市场监管政府机构整合、企业财务信息治理与资本市场响应”(ZR2023QG055);山东省高等学校青创团队计划“产业集聚与绿色低碳发展”(2022RW043);中澳人工智能审计国际合作平台(1717003001)

作者简介:陈邑早(1994-),男,山东荣成人,山东财经大学会计学院讲师,博士;

解纯慧(2001-),女,山东青岛人,中南财经政法大学会计学院硕士研究生;

王圣媛(1994-)(通讯作者),女,辽宁大连人,山东农业大学马克思主义学院副教授,博士。

政部、中国人民银行和原中国银行业监督管理委员会联合开展产融合作试点城市工作，公布了首批国家产融合作试点城市名单。目前，学术界对这一政策的实际运行情况关注不足，缺乏相关的学术研究。在微观层面，现有研究主要考察了产融合作试点政策对企业创新(刘胜等, 2022; 王亚男等, 2024)和投资效率(李海彤等, 2023)的影响;在宏观层面，王旺和强皓凡(2023)研究发现，产融合作试点政策能够促进产业结构优化升级。而对于产融合作试点政策能否提升企业面对压力和风险时的组织韧性水平，现有文献并未做出直接的解答。本文利用这一准自然实验，深入考察产融合作试点政策对企业长期导向韧性的影响及其机制和异质性表现。

在管理学研究中，企业韧性的内涵具有高度的情境敏感性(Suddaby, 2010)，只有根据具体的管理学情境才能予以准确界定。回顾组织韧性理论的发展历程，现有研究主要形成了狭义情境和广义情境两大学派(张公一等, 2020)。狭义情境学派主要关注由难以预测的、小概率发生的“黑天鹅”事件所造成的短期而剧烈的外部冲击，聚焦于重大突发性危机下的企业韧性研究，如考察新冠疫情或金融危机冲击下的企业韧性问题。广义情境学派主要关注由易于忽视的、大概率发生的“灰犀牛”事件所带来的长期而集聚的风险因素，聚焦于长期导向下的企业韧性研究。本文主要关注产融合作试点政策对企业长期导向韧性的影响，主要原因有以下两点：第一，从政策试点的原则和内容出发，产融合作主要致力于改善试点地区的融资环境，以期对企业行为和绩效产生渐进式的积极影响。因此，政策设计注重系统性和协同性，起效往往稍慢，但可持续性更强，更契合企业长期导向韧性的培育和发展要求。第二，现有研究更多关注突发性危机下的企业韧性问题，疏于对企业长期导向韧性进行考察。而随着世界经济局势的变化，企业面临的环境不确定性更加常态化，长期发展压力日趋广泛化，长期导向韧性的提升有利于企业在常态化的风险和不确定性中谋求可持续高质量发展。

本文研究发现，与非试点城市企业相比，试点城市企业在政策试点后的长期导向韧性显著提升。这表明国家产融合作试点政策的实施总体上对企业长期导向韧性的提升产生了积极影响。上述结论可能会受到政策试点选择偏差的干扰，因为产融合作试点城市的选择并非完全随机，而是城市先根据试点条件申报，然后由政府相关部门遴选产生。为了缓解政策试点选择偏差所造成的内生性问题，本文引入前沿的双重纠偏LASSO估计方法(Guo等, 2022)，通过压缩回归元矩阵奇异值的方式，限制回归元矩阵与偏误向量的交互，缓解遗漏变量偏差对核心变量估计结果的干扰，从而提高因果识别的可靠性。

在机制识别上，本文根据Ortiz-de-Mandojana和Bansal(2016)提出的组织韧性形成的两因素分析框架进行了理论分析和机制检验。研究发现，产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用主要通过改善银企关系和社会关系来提升企业的信号响应能力，以及通过增加财政补贴和贷款融资可得性来提升企业的资源运用能力这两个方面实现。异质性分析表明，产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用主要体现在外部融资环境差、风险转嫁能力弱以及代理问题轻的企业中。

本文的研究贡献主要体现在：第一，丰富了国家产融合作试点政策的经济后果研究。现有文献主要从企业创新(刘胜等, 2022; 王亚男等, 2024)、投资效率(李海彤等, 2023)以及产业结构升级(王旺和强皓凡, 2023)角度展开分析。而本文以企业韧性为落脚点，揭示了产融合作试点政策对企业长期导向韧性的影响及其机制和异质性表现，这有助于深化对这项试点政策微观影响的认识。第二，本文拓展了企业韧性的影响因素研究。现有文献主要从微观视角展开分析，宏观层面虽有少数文献从投资者保护制度(胡海峰等, 2020)和逆向混改(任广乾等, 2023)角度探讨其对企业韧性的影响，但鲜有文献关注金融政策的重要作用。而本文基于广义情境视角，

考察了产融合作试点政策对企业长期导向韧性的影响。这不仅丰富了长期导向的组织韧性理论,还拓展了企业韧性的影响因素研究。第三,本文引入了前沿的双重纠偏 LASSO 估计方法。本文利用国家产融合作试点政策所构建的准自然实验能够较好地规避反向因果问题,但由于试点城市的选择是非随机的,估计结果还可能会受到政策试点选择偏差的干扰。为此,本文在采用双重差分方法的基础上,进一步引入双重纠偏 LASSO 估计方法(Guo 等, 2022),用于处理遗漏变量所导致的政策试点选择偏差问题,从而提高因果识别的可靠性。第四,本文的研究结论具有重要的政策含义。首先,国家产融合作试点政策的实施有助于提升企业长期导向韧性。因此,继续深化产融合作工作对于稳步推进金融强国建设具有重要意义。其次,产融合作试点政策目前主要提高了企业通过财政补贴和贷款融资渠道获取资源的能力,而直接融资渠道尚没有显著改善。因此,要进一步提高企业在直接融资渠道上的资金可得性。最后,产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用主要体现在代理问题轻的企业中。这意味着想要通过产融合作来促进企业韧性提升,需要不断完善公司治理。

二、制度背景与研究假说

(一)制度背景

为了扎实推进供给侧结构性改革,提升金融服务实体经济的效率和能力,工业和信息化部、财政部、中国人民银行、原中国银行业监督管理委员会于 2016 年联合开展产融合作试点城市工作,公布了首批国家产融合作试点城市名单。厦门、深圳等城市首批入选,试点城市将结合本地产业需求和金融资源特色,围绕搭建产融合作平台、创新金融产品和金融服务等多个方面开展政策试点工作,以强化金融对产业的支撑作用。2020 年 11 月,第二批国家产融合作试点城市名单公布,共有 51 个城市入选,其中延续试点城市 18 个,新增试点城市 33 个。

本文通过分析两批试点城市及政策执行情况,发现首批试点城市中出现了退出现象。为了提高研究结论的可靠性,避免退出因素的干扰,本文仅以首批试点城市公布来构建准自然实验,以 2013—2019 年作为样本观测区间,考察产融合作试点政策对企业长期导向韧性的影响。

(二)理论分析与研究假说

1. 企业韧性与企业长期导向韧性

“韧性”一词来源于物理学研究,形容特定材料在塑性变形和断裂过程中吸收能量的能力。与自然科学研究不同,管理学中“企业韧性”的内涵更加复杂,其核心原因是组织层面的内涵界定具有高度的情境敏感性,情境不同,研究所适用的边界和范围会有所不同(Suddaby, 2010)。根据组织韧性理论的发展历程,企业韧性研究大体形成了狭义情境和广义情境两大学派(张公一等, 2020)。

在企业韧性研究的初期,学者更多从狭义视角关注组织的韧性问题,认为韧性的形成主要存在于短期性、突发性的场景中,是由小概率发生的“黑天鹅”事件所造成的剧烈冲击引起的。在这一情境下,企业韧性更多关注的是企业在遭遇重大突发性危机后的生存能力和恢复能力(Kitano, 2004; Allenby 和 Fink, 2005),侧重于事前计划、事中抵御和事后反馈。而随着世界经济局势的变化,企业面临的环境不确定性更加常态化,长期发展压力日趋广泛化。学者逐渐意识到,对于企业韧性的研究,不应只关注短期性、突发性的危机,还应重视长期性、累积性、动态性的不利因素,即长期导向的企业韧性。长期导向韧性主要关注由大概率发生的“灰犀牛”事件所带来的易于忽视的、长期而积聚的风险因素,侧重于事前意识、事中适应和事后学习(张公一等, 2020),强调企业在日常经营中面对长期压力、风险和不确定性时保持正向调整 and 有效运营

的能力(Duchek, 2020; 陈俊华等, 2023)。基于此, 本文主要考察产融合作试点政策对企业长期导向韧性的影响。

2. 产融合作试点政策对企业长期导向韧性的影响

根据政策试点的要求, 试点城市将结合本地产业需求和金融资源特色, 出台相应的产融合作举措, 从而强化金融对产业的支撑作用。本文归纳整理了各试点城市出台的具体举措, 并提炼出具有共性意义的核心举措(见表 1)。

表 1 试点城市出台的产融合作核心举措

核心举措	主要目的和内容	对企业的可能影响
搭建产融合作平台	畅通产融信息共享	改善银企关系 提高贷款融资可得性 降低企业融资成本
创新金融产品和金融服务	扩大抵(质)押物范围, 减少对担保和抵押物的依赖	提高贷款融资可得性
探索基金合作的新模式	引导产业资本和社会资本投资	改善社会网络关系 提高股权融资可得性
发展债务融资工具	扩大债券市场融资规模	提高债券融资可得性
创新财政金融互动模式	扩增财政补贴的方式和手段 引导金融机构加大对企业的融资支持	增加财政补贴 提高贷款融资可得性
完善产业链融资服务	加大产业链上大企业对上下游的支持	改善社会网络关系 提高股权融资可得性 降低企业融资成本

第一, 银企之间存在的信息分割是导致银企关系不确定且融资效率低的关键原因, 而产融合作平台的搭建有利于畅通产融信息的对接和共享。银企之间信息不对称程度的降低有利于提高试点城市企业的贷款可得性, 降低企业融资成本(Jiang 等, 2017), 改善银企关系(徐联初和肖晓光, 2001)。

第二, 企业可获得的银行信贷规模往往与可抵(质)押的重资产价值(如房地产等)直接相关, 这导致轻资产企业以及小规模企业通常难以获得足够的信贷支持。而产融合作试点通过创新金融产品和金融服务, 将应收账款、知识产权、收益权、政府采购订单、仓单等纳入抵(质)押物范围, 这有利于扩大企业的银行授信规模。

第三, 产融合作试点通过探索基金合作的新模式和发展债务融资工具, 能够引导产业资本和社会资本投资, 扩大债券市场融资规模, 从而提高企业在直接融资渠道(股权融资和债券融资)上的资金可得性。产业资本和社会资本的引入还有利于改善企业的社会网络关系。此外, 产融合作试点通过创新财政金融互动模式, 能够有效扩增财政补贴的方式和手段, 这有利于引导金融机构加大对企业的融资支持力度, 增加企业可获得的财政补贴。

第四, 产融合作试点政策还强调大企业在产业链中的作用, 鼓励大企业设立产业创投基金, 加大对产业链上下游的支持。这有利于改善产业链上下游企业的社会网络关系, 提高企业的股权融资可得性。此外, 试点政策还鼓励大企业设立财务公司, 通过资金集中管理, 降低集团成员单位的融资成本。

综上所述, 产融合作试点政策的实施能够有效改善试点城市的融资环境, 对当地企业产生以下四个方面的积极作用: 改善企业关系网络、增加财政补贴、提高融资可得性以及降低融资成本, 进而提升企业长期导向韧性。

Ortiz-de-Mandojana 和 Bansal(2016)提出, 组织韧性的培育和塑造关键取决于其信号响应能力和资源运用能力。其中, 信号响应能力主要是指组织在风险环境中获取信息、处理信息, 并及

时做出调整和应对的能力(Kahn等, 2018; Ma等, 2018)。理论上, 关系网络的建立和改善能够提高企业获取信息的时效性和准确性, 并利用信息优势来提前预判风险冲击, 及时制定响应策略(任广乾等, 2023)。资源运用能力则是指企业通过获取、配置和运用内外部资源来应对风险的能力, 是执行风险应对策略的资源保障(张公一等, 2020)。理论上, 产融合作试点政策有利于提高企业获取、配置和运用资源的能力, 从而促进长期导向韧性提升。

本文认为, 产融合作试点政策能够通过改善企业关系网络来提升企业的信号响应能力, 以及通过增加财政补贴和融资可得性来提升企业的资源运用能力, 从而促进企业长期导向韧性提升。基于此, 本文提出以下研究假说: 与非试点城市企业相比, 试点城市企业在政策试点后的长期导向韧性提升。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以2013—2019年中国A股上市公司作为初始样本。党的十八大以来, 我国的生产力水平和发展理念步入新发展阶段。为了避免宏观环境差异对研究结论的干扰, 本文将2013年作为样本起始点。之所以选择2019年作为截止点, 主要有以下两点原因: 一是可以有效避免试点城市政策退出对研究结论的干扰, 提高因果识别的可靠性; 二是更适宜于考察常态化风险环境下企业长期导向韧性的动态调整 and 变化情况, 以提高与研究主题的契合度。在稳健性检验中, 本文将样本区间调整为2013—2022年, 将两批试点城市同时纳入考察范围。

本文剔除了以下观测样本: (1) 金融业样本; (2) ST、*ST、PT等存在异常状态的样本; (3) 控制变量存在缺失值的样本。本文最终得到18426个公司—年度观测值。为了控制极端值的影响, 本文对连续变量进行了上下1%的缩尾处理。本文的市场化数据来源于王小鲁等(2019)的市场化指数报告, 地区工业化数据来源于《中国统计年鉴》, 公司财务数据来源于国泰安(CSMAR)数据库。

(二) 模型构建与变量定义

为了考察国家产融合作试点政策对企业长期导向韧性的影响, 本文构建了如下的双重差分模型:

$$Tenacity_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Treat_i \times Post_t + X_{i,t} + city + year + ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Tenacity$ 表示企业长期导向韧性。参考陈俊华等(2023)的研究, 本文采用股票收益的稳定性来衡量企业长期导向韧性, 股票收益的稳定性等于企业一年内股票周收益的标准差。为便于理解和解释, 本文对该指标取相反数, $Tenacity$ 的数值越大, 表明企业长期导向韧性程度越高。在稳健性检验中, 本文参考李欣(2018)以及郝颖等(2024)的研究, 采用长期投资稳定性、融资稳定性和创新能力来衡量企业长期导向韧性。

$Treat$ 表示政策虚拟变量, 若企业注册地在首批试点城市, 则 $Treat$ 取1, 否则取0。 $Post$ 表示时间虚拟变量, 由于首批试点城市在2016年12月发布, 在2017年及之后年份, $Post$ 取1, 否则取0。经典的双重差分模型包括 $Treat$ 、 $Post$ 以及两者的交乘项 $Treat \times Post$, 为了更加细致地识别时间趋势与组别差异, 本文对模型进行了如下设置: 第一, 由于国家产融合作试点政策的冲击是发生在地区层面的, 本文采用城市固定效应 $city$ 来代替变量 $Treat$ 。这种处理方式既能有效识别试点城市企业与非试点城市企业之间的固有特征差异, 还能在一定程度上控制试点城市选择偏差的影响。第二, 本文采用年度固定效应 $year$ 来代替变量 $Post$, 以更加精确地识别时间趋势的影响。

X 表示控制变量。参考陈俊华等(2023)以及任广乾等(2023)的研究,本文在企业层面控制了企业规模($Size$)、财务杠杆(Lev)、企业年龄(Age)、股权集中度($Top10$)、产权性质(SOE)、账面市值比(BM)、固定资产占比(FA)、企业业绩(ROA)以及两职合一情况($Dual$),在地区层面控制了地区市场化水平($Market$)和工业化水平(IDL)。此外,本文还控制了行业固定效应 ind 。本文变量定义见表 2。

表 2 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
长期导向韧性	$Tenacity$	一年内股票周收益的标准差取相反数
政策试点	$Treat$	若企业注册地在首批政策试点城市则取1,否则取0
	$Post$	2017年及之后年份取1,否则取0
企业规模	$Size$	总资产的自然对数
财务杠杆	Lev	总负债/总资产
企业年龄	Age	上市年龄加1之后的自然对数
股权集中度	$Top10$	前十大股东持股比例
产权性质	SOE	国有企业取1,否则取0
账面市值比	BM	账面净资产/公司市值
固定资产占比	FA	固定资产净值/总资产
企业业绩	ROA	资产报酬率
两职合一情况	$Dual$	若两职合一则取1,否则取0
市场化水平	$Market$	地区市场化指数
工业化水平	IDL	地区第二产业增加值/GDP

四、实证结果分析

(一)描述性统计

表 3 报告了本文变量的描述性统计结果。从中可以看到, $Tenacity$ 的均值为-0.071, 小于中位数-0.060, 整体呈现左偏分布, 表明样本中高于平均韧性水平的企业占多数; $Treat$ 的均值为 0.444, 表明试点城市的企业约占所有样本企业的 44.4%; $Treat \times Post$ 的均值为 0.227, 表明试点城市企业在政策试点后的观测样本约占所有观测样本的 22.7%。控制变量的描述性统计结果与现实情况基本吻合。

表 3 变量描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
$Tenacity$	18 426	-0.071	0.038	-0.250	-0.081	-0.060	-0.047	-0.026
$Treat$	18 426	0.444	0.497	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
$Treat \times Post$	18 426	0.227	0.419	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$Size$	18 426	22.158	1.286	19.756	21.238	21.992	22.881	26.139
Lev	18 426	0.419	0.208	0.056	0.250	0.405	0.570	0.922
Age	18 426	2.073	0.904	0.000	1.386	2.197	2.890	3.258
$Top10$	18 426	0.593	0.149	0.248	0.486	0.603	0.709	0.905
SOE	18 426	0.354	0.478	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
BM	18 426	0.278	0.146	0.021	0.171	0.255	0.357	0.744
FA	18 426	0.213	0.160	0.002	0.089	0.181	0.304	0.699
ROA	18 426	0.037	0.065	-0.298	0.014	0.037	0.068	0.190

续表 3 变量描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
<i>Dual</i>	18 426	0.289	0.453	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>Market</i>	18 426	9.479	1.512	4.448	8.675	9.656	10.610	11.494
<i>IDL</i>	18 426	0.400	0.090	0.160	0.378	0.427	0.456	0.527

(二) 基准回归分析

表 4 报告了本文的基准回归结果。其中,列(1)中未纳入任何控制变量和固定效应,结果显示 $Treat \times Post$ 的回归系数显著为正;列(2)中加入了所有控制变量,结果显示 $Treat \times Post$ 的回归系数依然显著为正;列(3)中进一步加入了城市、年度和行业固定效应,结果显示 $Treat \times Post$ 的回归系数同样显著为正。上述结果表明,与非试点城市的企业相比,试点城市企业在政策试点后的长期导向韧性水平显著提升。

表 4 基准回归分析

	(1) <i>Tenacity</i>	(2) <i>Tenacity</i>	(3) <i>Tenacity</i>
$Treat \times Post$	0.0093*** (13.629)	0.0070*** (11.346)	0.0021** (2.332)
控制变量	未控制	控制	控制
城市固定效应	未控制	未控制	控制
年度固定效应	未控制	未控制	控制
行业固定效应	未控制	未控制	控制
<i>N</i>	18 426	18 426	18 426
<i>adj. R</i> ²	0.010	0.297	0.473

注:括号内为*t*值,标准误经过企业层面聚类调整,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

(三) 稳健性检验^①

1. 平行趋势检验

满足平行趋势假定是利用双重差分模型来识别政策因果效应的前提。为此,本文采用事件研究法对政策试点前的平行趋势情况进行分析。具体而言,本文以政策冲击前的 $t-3$ 期作为基期,考察了 95% 置信区间内 $t-2$ 期至 $t+2$ 期的平行趋势情况。结果显示,在政策试点之前,试点城市与非试点城市的企业长期导向韧性水平在统计上不存在显著差异,表明本文的模型设定满足平行趋势假定。在政策试点后的 $t+2$ 期,试点城市与非试点城市的企业韧性差异在统计上显著,表明产融合作试点政策的实施确实能够显著提升试点城市企业的长期导向韧性。

2. 考虑政策试点选择的非随机性

虽然国家产融合作试点工作是比较外生的政策冲击,但是由于政策试点城市的选择并非完全随机,上文结论可能会受到其他因素的影响。现有研究主要采用倾向得分匹配和工具变量法来处理上述问题,但是这两种方法都具有较强的局限性,具体表现在:倾向得分匹配仅能控制和匹配可观测的部分因素,而无法处理不可观测因素的影响;工具变量法能够处理不可观测因素的干扰,但是优质的工具变量本身需要满足极为苛刻的基础假定,而且在有限样本的估计条件下,工具变量法对模型参数的估计方差较大。针对不可观测遗漏变量问题和模型参数估计偏差

① 受篇幅限制,文中未报告稳健性检验结果。

问题, Guo 等(2022)在统计学领域提出前沿的双重纠偏 LASSO(Doubly Debiased LASSO, DDL)估计方法。DDL 方法所指的双重纠偏就是对变量偏差和模型参数估计偏差进行修正。DDL 估计方法的主要思路是通过压缩回归元矩阵奇异值的方式, 限制回归元矩阵与偏误向量的交互, 使得遗漏变量偏差对核心变量估计的影响可以被忽略, 进而得到一个渐进符合高斯马尔可夫定理的无偏估计量。为了避免引入的控制变量中可能存在“坏”的控制变量而影响估计结果的可靠性, 本文在 DDL 估计过程中仅控制城市、年度和行业固定效应, DDL 估计采用 R 语言。结果显示, $Treat \times Post$ 的 DDL 估计值为 0.0103, 在 1% 的水平上显著。这表明在修正了遗漏变量所导致的政策选择偏差后, 本文的研究结论依然成立。

3. 长期导向韧性衡量指标检验

(1) 排除替代性解释

上文参考陈俊华等(2023)的研究, 采用股票收益的稳定性来衡量企业长期导向韧性。而理论上, 企业稳定的股票收益还可能是较低的股票流动性和收益率所导致的, 而并非企业长期导向韧性所驱动的。为了排除上述因素的干扰, 本文采用企业股票的超额换手率来衡量股票流动性(Liquidity), 采用企业股票的平均周收益率来衡量股票收益(Return), 将这两个指标作为被解释变量进行回归。结果显示, 产融合作试点政策对企业的股票流动性和收益率并没有产生显著影响, 表明企业收益稳定性的提升并非较低的股票流动性和收益率所驱动, 从而排除了替代性解释。

(2) 采用其他衡量指标

本文参考郝颖等(2024)的研究, 从企业融资稳定性和创新能力两个角度来衡量长期导向韧性。企业融资稳定性(Loan_std)采用经三年滚动计算的融资规模的标准差来衡量, 其中企业融资规模的计算方式与郝颖等(2024)相同; 企业创新能力采用研发人力资本和研发投入水平两个指标来衡量, 其中企业研发人力资本(RDPP)等于研发人员数量除以企业员工数量, 企业研发投入水平(RD)等于企业研发投入除以营业收入。此外, 本文参考李欣(2018)的方法, 还从长期投资稳定性角度来刻画企业长期导向韧性, 具体采用企业长期投资平滑度(Invest)来衡量。实证结果支持了本文的理论预期。

4. 安慰剂检验

为了排除随机效应的影响, 本文对政策冲击进行随机模拟, 构建虚拟的政策冲击变量 $Treat \times Post$ 。本文对上述过程重复 500 次后提取安慰剂检验的估计系数和 t 统计值, 并比较基准回归的政策效应与随机模拟的政策效应之间的差异情况。政策模拟结果显示, 500 次随机政策模拟的估计系数在零值附近呈均匀的正态分布, 且没有估计系数分布在基准回归系数(0.0021)的右侧。此外, 绝大多数政策模拟的 t 统计值小于基准回归的 t 统计值(2.332), 仅有 3 次点估计的 t 统计值大于基准回归的 t 统计值, 属于极小概率事件。上述检验结果表明, 本文的研究结论并非随机效应所导致的。

5. 考虑同期其他重大政策的影响

在本文的样本区间内, 存在可能影响产融合作试点与企业韧性关系的其他重大政策。第一, 从 2013 年开始, 我国多地陆续设立自由贸易试验区, 以推动地区经济实现高水平的对外开放。为此, 本文设置了自贸区设立变量, 若企业注册地在自贸区设立地区, 则在自贸区设立当年及之后年份取 1, 否则取 0。第二, 2015 年国务院授权发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》, 政策文件中提及新疆、陕西、甘肃等 18 个重点参与“一带一路”建设的省份。为此, 本文设置了“一带一路”建设变量, 若 2015 年及之后企业在“一带一路”建设的

重点参与地区则取 1, 否则取 0。第三, 2015 年国务院印发《中国制造 2025》, 部署实施建设制造强国, 该行动纲领中明确提及工业互联网机器人、航空航天装备等十大重点规划领域。为此, 本文设置了“中国制造 2025”变量, 若 2015 年及之后企业的主营产品属于十大重点规划领域则取 1, 否则取 0。在考虑同期其他重大政策的影响之后, 本文的研究结论没有发生改变。

6. 更换实证模型

上文以国家首批产融合作试点城市来构建准自然实验进行实证分析, 这种处理方式能够避免政策退出因素的干扰, 提高研究结论的可靠性, 但会减少实证分析样本, 特别是无法对第二批试点的有效性进行评估。为此, 本文将样本区间调整为 2013—2022 年, 同时考察两批试点城市, 构建交叠双重差分模型进行实证分析, 模型设定如下:

$$Tenacity_{it} = \beta_0 + \beta_1 Open_{it} + X_{it} + city + year + ind + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

由于企业受到试点冲击的时间不同, 本文将式(1)中的交乘项 $Treat \times Post$ 替换为政策冲击变量 $Open$ 。在企业注册地入选国家产融合作试点城市当年及之后年份, 变量 $Open$ 取 1, 否则取 0。具体地, 若企业注册地在国家首批产融合作试点城市, 则 $Open$ 在 2017 年及之后年份取 1; 若企业注册地在第二批产融合作试点新增城市, 则 $Open$ 在 2021 年及之后年份取 1。实证结果显示, $Open$ 的估计系数显著为正, 本文研究结论依然成立。

本文进一步考虑了交叠双重差分模型的估计偏误问题。Goodman-Bacon(2021)指出, 交叠双重差分模型在估计过程中会将受过政策冲击的处理组重新作为对照组。除非政策冲击所产生的处理效应不随时间因素而改变, 否则这种处理方式会使交叠双重差分模型的估计结果出现偏误。为了缓解上述问题, 本文采用 Callaway 和 Sant'Anna(2021)的异质性稳健双重差分方法进行估计。具体地, 本文以从未被处理的样本作为对照组, 采用逆概率加权最小二乘的双重稳健估计方法进行分析, 研究结论依然成立。

五、进一步研究

(一) 机制分析

上文理论分析表明, 产融合作试点政策能够通过改善企业关系网络来提升企业的信号响应能力, 以及通过增加财政补贴和融资可得性并降低融资成本来提升企业的资源运用能力, 从而促进企业长期导向韧性提升。

第一, 企业关系网络包括银企关系和社会关系两个方面。对于银企关系(BCR), 本文参考翟胜宝等(2014)的研究, 若企业持有银行股份或银行持有企业股份, 则 BCR 取 1, 否则取 0。对于社会关系(SR), 本文参考林钟高和辛明璇(2023)的研究, 采用结构洞丰富度指标进行衡量。

第二, 对于企业获得的财政补贴(GS), 本文采用企业收到的实际政府补助金额加 1 之后的自然对数进行衡量。

第三, 企业融资主要有间接融资和直接融资两种渠道, 其中间接融资主要是指贷款融资(LF), 采用企业取得借款收到的现金加 1 之后的自然对数进行衡量; 直接融资渠道包括债券融资和股权融资两种方式, 债券融资(BF)采用企业发行债券收到的现金加 1 之后的自然对数进行衡量, 股权融资(EF)采用企业吸收投资收到的现金加 1 之后的自然对数进行衡量。

第四, 对于企业融资成本($Cost$), 本文参考周楷唐等(2017)的研究, 采用企业利息支出除以长短期债务均值进行衡量。

表 5 结果显示, 产融合作试点政策显著改善了银企关系和社会关系, 并提高了企业的财政补贴水平和贷款融资可得性, 而在拓宽直接融资渠道(债券融资和股权融资)和降低融资成本方

面没有显著影响。这表明产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用主要是通过改善银企关系和社会关系网络来提升企业的信号响应能力,以及通过增加财政补贴和贷款融资可得性来提升企业的资源运用能力这两个方面实现。

表 5 机制分析

	企业关系网络		财政补贴	融资可得性			融资成本
	银企关系	社会关系		贷款融资	债券融资	股权融资	
	<i>BCR</i>	<i>SR</i>					
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.0191** (2.513)	0.0056* (1.778)	0.4784* (1.937)	0.5021** (2.433)	-0.1234 (-0.752)	-0.1005 (-0.397)	0.0017 (1.066)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	18 426	18 425	18 225	18 426	18 426	18 409	15 740
<i>adj. R</i> ²	0.154	0.176	0.327	0.385	0.157	0.232	0.071

注:括号内为*t*值,标准误经过企业层面聚类调整,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

(二)异质性分析

1. 银企信息不对称的影响

上文研究表明,产融合作试点通过搭建产融合作平台和畅通产融信息共享,促进当地银企关系改善,提高贷款融资可得性,进而促进企业长期导向韧性提升。按照上述逻辑,对于银企信息不对称程度较高的企业,产融合作试点政策提升长期导向韧性的作用应该更大。

本文参考 Bharath 等(2009)以及王亚男等(2024)的研究,采用流动性比率、非流动性比率以及收益率反转指标的主成分分析值来衡量银企之间的信息不对称程度。上述指标的

构建逻辑在于,企业的信息不对称越严重,非知情交易者所要求的风险补偿越高,股票的“柠檬溢价”也越高,股票的流动性就越差(于蔚等,2012)。上述指标主要利用股票交易量与股价变动之间的关系来衡量信息不对称情况,即单位交易量所带来的股价变化幅度越大、流动性越差,企业的信息不对称程度越高。在此基础上,本文根据上述指标的中位数进行了分组回归。表 6 结果显示,产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用主要体现在银企信息不对称程度较高的企业中,这与本文的理论预期相吻合。

2. 外部融资依赖度的影响

现有研究指出,行业的外部融资依赖度越高,信贷资源错配情况可能越严重,资源配置效率越低(吴晗和贾润崧,2016),行业内的企业也越可能因融资成本较高而受到融资约束(刘行等,2019),导致企业获取并运用外部资源的能力下降。上文理论分析表明,产融合作试点政策能够通过增加财政补贴和贷款融资可得性来提升企业的资源运用能力,进而促进企业长期导向

表 6 银企信息不对称的影响

	银企信息不对称程度	
	高	低
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.0042*** (2.862)	0.0012 (1.201)
控制变量	控制	控制
城市固定效应	控制	控制
年度固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
<i>N</i>	9 213	9 213
<i>adj. R</i> ²	0.4880	0.5571

注:括号内为*t*值,标准误经过企业层面聚类调整,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

韧性提升。按照上述逻辑，对于外部融资依赖度较高的企业，产融合作试点政策提升长期导向韧性的作用应该更大。

本文参考刘行等(2019)的研究，构建了一个行业层面的外部融资依赖度指标。在此基础上，本文根据上述指标的中位数进行了分组回归。表7结果显示，产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用主要体现在外部融资依赖度较高的企业中，这与本文的理论预期相吻合。

3. 风险转嫁能力的影响

产融合作本质上是为企业提供了一种外部的资源支持。理论上，若企业遭遇负面冲击时有能力将自身的经营风险向外转嫁，则其对外部资源的需求度和依赖度较低；相反，若企业的风险转嫁能力较弱，则其遭遇负面冲击时更加需要依赖于外部资源的支持来帮助化解自身的经营风险，进而提高风险抵御能力。按照上述逻辑，对于风险转嫁能力较弱的企业，产融合作试点政策提升长期导向韧性的作用应该更大。

本文设置了以下两个指标来衡量企业的风险转嫁能力：(1)产品市场势力。企业产品的市场势力越强，其在日常经营过程中具有越大的市场定价权，因而在遭遇风险时越容易通过价格调整来向外转嫁风险。本文参考刘行和赵弈超等(2023)的研究，采用毛利率指标来衡量企业产品的市场势力。(2)市场竞争程度。行业的市场竞争程度越高，行业内的利润空间被压缩得越小，因而企业越难通过抬高售价来转嫁自身的经营风险。本文采用行业赫芬达尔指数来衡量市场竞争程度。行业赫芬达尔指数越低，表明行业的市场集中度越低，企业所面临的市场竞争程度越高。在此基础上，本文根据上述指标的中位数进行了分组回归。表8结果显示，产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用主要体现在风险转嫁能力较弱(产品市场势力较弱或市场竞争程度较高)的企业中，这与本文的预期一致。

表8 风险转嫁能力的影响

	产品市场势力		市场竞争程度	
	强	弱	高	低
<i>Treat×Post</i>	0.0015 (1.040)	0.0021* (1.864)	0.0026* (1.955)	0.0014 (1.101)
控制变量	控制	控制	控制	控制
城市固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	9 212	9 212	9 158	9 241
<i>adj. R</i> ²	0.4805	0.4873	0.4820	0.4649

注：括号内为*t*值，标准误经过企业层面聚类调整，***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

4. 代理问题的影响

在现代公司治理架构中，企业的代理问题主要来源于双重委托代理关系。第一类代理问题主要表现为股东与管理者之间的代理冲突。理论上，若企业的第一类代理问题比较严重，则管

表7 外部融资依赖度的影响

	外部融资依赖度	
	高	低
<i>Treat×Post</i>	0.0032** (2.577)	-0.0003 (-0.215)
控制变量	控制	控制
城市固定效应	控制	控制
年度固定效应	控制	控制
行业固定效应	控制	控制
<i>N</i>	9 245	9 152
<i>adj. R</i> ²	0.4920	0.4604

注：括号内为*t*值，标准误经过企业层面聚类调整，***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

理者会表现出较强的机会主义动机和短视化倾向。具体而言,管理者可能会削减研发投资等风险不确定性较大的长期支出,或者通过超额薪酬、在职消费等方式进行资金转移。这可能会使产融合作所带来的增量资源被滥用或挥霍,而无法用于提升企业韧性。第二类代理问题主要表现为控股股东与其他股东之间的代理冲突。若企业的第二类代理问题比较严重,则控股股东可能会利用控制权优势来掏空和转移产融合作所带来的增量资源,服务于个人目的。本文认为,若企业的代理问题比较严重,则产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用可能会无效。换言之,对于代理问题较轻的企业,产融合作试点政策提升企业长期导向韧性的作用应该更大。

本文设置了以下两个指标来衡量企业的代理问题:(1)第一类代理成本。参考王亮亮等(2021)的研究,本文采用管理费用率进行衡量。(2)第二类代理成本。参考姜付秀等(2015)的研究,本文采用关联交易总额除以企业平均总资产进行衡量。在此基础上,本文根据上述指标的中位数进行了分组回归。表9结果显示,产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用主要体现在代理问题较轻(第一类和第二类代理成本较低)的企业中,这与本文的预期一致。

表 9 企业代理问题的影响

	第一类代理成本		第二类代理成本	
	高	低	高	低
<i>Treat×Post</i>	0.0010 (0.711)	0.0029** (2.495)	0.0013 (1.400)	0.0020** (2.305)
控制变量	控制	控制	控制	控制
城市固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	9 212	9 212	8 631	8 630
<i>adj. R²</i>	0.4871	0.4403	0.5385	0.5555

注:括号内为*t*值,标准误经过企业层面聚类调整,***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

六、研究结论与政策启示

本文利用国家产融合作试点政策所构建的准自然实验,考察了其对企业长期导向韧性的影响。研究发现,产融合作试点政策显著提高了试点城市企业的长期导向韧性水平。在平行趋势检验、考虑政策试点选择偏差的影响、排除替代性解释、更换企业长期导向韧性的衡量指标、排除同期其他重大政策的影响以及更换实证模型等一系列检验之后,本文的研究结论依然成立。本文进一步考察了产融合作试点政策对企业长期导向韧性的影响机制。分析结果表明,产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用主要通过改善银企关系和社会关系来提升企业的信号响应能力,以及通过增加财政补贴和贷款融资可得性来提升企业的资源运用能力这两个方面实现。异质性分析发现,产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用主要体现在外部融资环境差(银企信息不对称程度高或外部融资依赖度高)、风险转嫁能力弱(产品市场势力弱或市场竞争程度高)以及代理问题轻(第一类和第二类代理成本低)的企业中。

本文的研究结论具有以下政策启示:第一,国家产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升具有积极的促进作用。因此,不断深化产融合作工作能够有效发挥金融对实体经济的支持作用,保障实体经济在多重压力叠加的环境下实现高质量发展,这对于稳步推进金融强国建设

具有重要意义。第二,产融合作试点政策主要提高了企业通过财政补贴和贷款融资渠道获取资源的能力,而直接融资渠道(债券融资和股权融资)尚未显著改善。虽然财政补贴具有无偿性的融资优势,但是这一资金来源不可持续;而贷款融资是一种间接融资方式,虽具有方便快捷的融资优势,但间接融资主要以中短期融资为主,难以为企业发展提供长期的资金保障。因此,产融合作试点政策应着力提高企业在直接融资渠道上的资金可得性,推动多元融资渠道共同支持实体经济高质量发展。第三,产融合作试点政策对企业长期导向韧性的提升作用主要体现在代理问题较轻的企业中。因此,想要通过产融合作来促进企业长期导向韧性提升,需要不断完善公司治理,保障企业内部良好的发展环境。

参考文献:

- [1]陈俊华,郝书雅,易成.数字化转型、破产风险与企业韧性[J].经济管理,2023,(8):26-44.
- [2]陈文强,谢乔昕,王会娟,等.行权业绩考核与企业研发投资:“治理”还是“压力”?——来自中国上市高科技企业的经验证据[J].经济管理,2021,(11):137-155.
- [3]郝颖,李雪轶,倪娟,等.社会责任履行、信任凝聚与企业发展韧性——基于经济不确定性场景的研究[J].财经研究,2024,(10):94-108.
- [4]胡海峰,宋肖肖,郭兴方.投资者保护制度与企业韧性:影响及其作用机制[J].经济管理,2020,(11):23-39.
- [5]贾康,刘薇.双循环新发展格局[M].北京:中译出版社,2021.
- [6]姜付秀,马云飙,王运通.退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?[J].管理世界,2015,(5):147-159.
- [7]靳庆鲁,侯青川,李刚,等.放松卖空管制、公司投资决策与期权价值[J].经济研究,2015,(10):76-88.
- [8]李波,朱太辉.银行价格竞争、融资约束与企业研发投资——基于“中介效应”模型的实证研究[J].金融研究,2020,(7):134-152.
- [9]李海彤,王化成,曹丰.产融合作与企业投资效率——基于试点城市的准自然实验[J].南开管理评论,2024,(6):4-15.
- [10]李欣.家族企业的绩效优势从何而来?——基于长期导向韧性的探索[J].经济管理,2018,(5):54-72.
- [11]李志军.中国城市营商环境评价[M].北京:中国发展出版社,2019.
- [12]李志军.2020中国城市营商环境评价[M].北京:中国发展出版社,2021.
- [13]李志军.2022中国城市营商环境报告[M].北京:中国商业出版社,2023.
- [14]林钟高,辛明璇.董事网络位置与企业金融资产投资效率[J].会计研究,2023,(2):79-95.
- [15]刘行,叶康涛,陆正飞.加速折旧政策与企业投资——基于“准自然实验”的经验证据[J].经济学(季刊),2019,(1):213-234.
- [16]刘行,赵健宇.税收激励与企业创新——基于增值税转型改革的“准自然实验”[J].会计研究,2019,(9):43-49.
- [17]刘行,赵弈超.间接税与企业的现金股利支付——基于增值税税率改革的研究[J].财贸经济,2023,(8):38-55.
- [18]刘胜,罗君愉,陈秀英.产融合作政策的创新效应评估——基于规模发展与内涵提升的视角[J].经济与管理研究,2022,(10):53-67.
- [19]马红,侯贵生.土地财政、地方经济增长目标与制造企业创新风险[J].中国经济问题,2022,(1):186-200.
- [20]任广乾,赵梦洁,李俊超.逆向混改何以影响民营企业韧性——基于董事关系网络的视角[J].财经科学,2023,(5):92-110.
- [21]王亮亮,张海洋,张路,等.子公司利润分回与企业集团的代理成本——基于中国资本市场“双重披露制”的检验[J].会计研究,2021,(11):114-130.

- [22]王旺, 强皓凡. 产融合作能促进产业结构优化升级吗?——基于产融合作试点政策的准自然实验[J]. 经济问题探索, 2023, (5): 126-139.
- [23]王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.
- [24]王亚男, 王帅, 孔东民. 国家产融合作试点城市建设能否促进企业创新?[J]. 财经研究, 2024, (1): 79-93.
- [25]吴晗, 贾润崧. 银行业如何支持实体经济的供给侧改革?——基于企业进入退出的视角[J]. 财经研究, 2016, (12): 108-118.
- [26]徐联初, 肖晓光. 信息不对称条件下的银企关系问题与产权因素[J]. 金融研究, 2001, (8): 48-56.
- [27]于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. 经济研究, 2012, (9): 125-139.
- [28]翟胜宝, 易早琴, 郑洁, 等. 银企关系与企业投资效率——基于我国民营上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2014, (4): 74-80.
- [29]张公一, 张畅, 刘晚晴. 化危为安: 组织韧性研究述评与展望[J]. 经济管理, 2020, (10): 192-208.
- [30]张宽, 雷卓骏, 李后建. 市场准入管制与企业全要素生产率: 来自负面清单的证据[J]. 世界经济, 2023, (5): 152-176.
- [31]周楷唐, 麻志明, 吴联生. 高管学术经历与公司债务融资成本[J]. 经济研究, 2017, (7): 169-183.
- [32]Allenby B, Fink J. Toward inherently secure and resilient societies[J]. *Science*, 2005, 309(5737): 1034-1036.
- [33]Bharath S T, Pasquariello P, Wu G J. Does asymmetric information drive capital structure decisions?[J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22(8): 3211-3243.
- [34]Callaway B, Sant'Anna P H C. Difference-in-differences with multiple time periods[J]. *Journal of Econometrics*, 2021, 225(2): 200-230.
- [35]Duchek S. Organizational resilience: A capability-based conceptualization[J]. *Business Research*, 2020, 13(1): 215-246.
- [36]Goodman-Bacon A. Difference-in-differences with variation in treatment timing[J]. *Journal of Econometrics*, 2021, 225(2): 254-277.
- [37]Guo Z J, Čevič D, Bühlmann P. Doubly debiased lasso: High-dimensional inference under hidden confounding[J]. *The Annals of Statistics*, 2022, 50(3): 1320-1347.
- [38]Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909-1940.
- [39]Jiang F X, Jiang Z, Huang J C, et al. Bank competition and leverage adjustments[J]. *Financial Management*, 2017, 46(4): 995-1022.
- [40]Kahn W A, Barton M A, Fisher C M, et al. The geography of strain: Organizational resilience as a function of intergroup relations[J]. *Academy of Management Review*, 2018, 43(3): 509-529.
- [41]Kitano H. Biological robustness[J]. *Nature Reviews Genetics*, 2004, 5(11): 826-837.
- [42]Ma Z Z, Xiao L, Yin J L. Toward a dynamic model of organizational resilience[J]. *Nankai Business Review International*, 2018, 9(3): 246-263.
- [43]Ortiz-de-Mandojana N, Bansal P. The long-term benefits of organizational resilience through sustainable business practices[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(8): 1615-1631.
- [44]Suddaby R. Editor's comments: Construct clarity in theories of management and organization[J]. *Academy of Management Review*, 2010, 35(3): 346-357.

Industry-Finance Cooperation and Long-term Oriented Resilience of Enterprises

Chen Yizao¹, Xie Chunhui², Wang Shengyuan³

(1. School of Accounting, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China;

2. School of Accounting, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China;

3. School of Marxism, Shandong Agricultural University, Taian 271018, China)

Summary: Faced with the economic environment of multiple pressures, how to enhance enterprise resilience is not only a survival issue that managers have been concerned about, but also an economic development and policy design issue that government departments attach great importance to. Taking the national industry-finance cooperation pilot as a quasi-natural experiment, this paper empirically examines the impact of industry-finance cooperation on the long-term oriented resilience of enterprises.

Using data from China's A-share listed companies, the study finds that compared to non-pilot city enterprises, pilot city enterprises significantly improve their long-term oriented resilience. Mechanism testing shows that industry-finance cooperation has a promoting effect on the long-term oriented resilience of enterprises, mainly by improving the bank-enterprise relationship and the social relationship to improve the signal response capability of enterprises, and by increasing the availability of financial subsidies and loan financing to enhance the resource utilization capacity of enterprises. Heterogeneity analysis finds that industry-finance cooperation mainly enhances the long-term oriented resilience of enterprises with a poor external financing environment, a weak risk-transferring capacity, and a light agency problem.

This paper has the following contributions: (1) It enriches the study of the economic consequences of pilot policies for industry-finance cooperation from the perspective of enterprise resilience, and further deepens the understanding of the micro impact of industry-finance cooperation in existing research. (2) Based on a broad contextual perspective, it empirically examines the impact of industry-finance cooperation on the long-term oriented resilience of enterprises, which not only enriches the theory of long-term oriented organizational resilience, but also expands the research on the factors influencing enterprise resilience. (3) It introduces the Doubly Debiased LASSO estimation to address the issue of policy pilot selection bias due to omitted variables. (4) The conclusions positively support government policies and also provide useful insights for further improving national industry-finance cooperation.

Key words: industry-finance cooperation; long-term oriented resilience; signal response capability; resource utilization capacity

(责任编辑 康健)