



No. 2317

Working Paper

# 金企联盟可以提高企业经营绩效吗？——来自上市公司与金融机构建立战略联盟的证据

雷敬华 邹远放 黄勃 王望龙

**【摘要】** 上市公司与金融机构建立战略联盟是提升绩效的创新途径。本文整理中国 A 股上市公司的公告，并实证检验构建金企联盟对企业经营绩效的影响。研究结果显示，建立金企联盟可以通过提升企业风险承担水平、降低企业经营成本、提升融资水平等渠道提高公司绩效，但也提升企业“脱实向虚”的风险。此外，企业与证券类、保险类金融机构联盟的效果更佳。金企联盟显著提升非国有企业、市场化程度低地区企业的绩效，缓解企业金融资源的不平衡。

**【关键词】** 金融机构；战略联盟；经营绩效；脱实向

**【文章编号】** IMI Working Paper NO. 2317



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

# 金企联盟可以提高企业经营绩效吗？

## ——来自上市公司与金融机构建立战略联盟的证据

雷敬华<sup>1</sup> 邹远放<sup>2</sup> 黄勃<sup>3</sup> 王望龙<sup>4</sup>

**【摘要】**上市公司与金融机构建立战略联盟是提升绩效的创新途径。本文整理中国 A 股上市公司的公告，并实证检验构建金企联盟对企业经营绩效的影响。研究结果显示，建立金企联盟可以通过提升企业风险承担水平、降低企业经营成本、提升融资水平等渠道提高公司绩效，但也提升企业“脱实向虚”的风险。此外，企业与证券类、保险类金融机构联盟的效果更佳。金企联盟显著提升非国有企业、市场化程度低地区企业的绩效，缓解企业金融资源的不平衡。

**【关键词】**金融机构；战略联盟；经营绩效；脱实向实

---

<sup>1</sup>雷敬华，中国人民大学财政金融学院副教授，中国财政金融政策研究中心

<sup>2</sup>邹远放，中国人民大学财政金融学院

<sup>3</sup>黄勃，中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财政金融学院副教授，中国财政金融政策研究中心

<sup>4</sup>王望龙，湖南大学金融与统计学院研究生

## 一、引言

党的“十八大”以来，我国在金融行业的发展上取得一系列重大成就，金融业保持快速增长，金融产品日益丰富，金融服务的普惠性不断增强，金融体系逐步完善，金融监管能力得到进一步提升，人民币国际化和金融双向开放不断深入发展，为近年来提高我国市场经济活力，促进我国经济持续健康发展发挥着重要作用。2019年2月，在中共中央政治局第十三次集体学习中，习近平同志首次提出“深化金融供给侧结构性改革必须贯彻落实新发展理念，强化金融服务功能，找准金融服务重点，以服务实体经济、服务人民生活为本。要以金融体系结构调整优化为重点，优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务”。尽管近年来，中国金融业取得许多伟大成就，但我国金融市场结构、经营理念、创新能力、服务水平还不适应经济高质量发展的要求。金融发展的不平衡、不充分问题严重影响实体经济的金融可得性，一方面广大民营面临“融资难、融资贵”的问题，企业的杠杆率与资金成本高居不下，企业的金融需求长期得不到充分满足，另一方面金融机构通过影子银行等手段追求超额利润和逃避监管等目的，使资金层层嵌套在金融系统内部空转，导致金融市场的整体风险隐患不断加大。

在金融资源与金融服务不平衡与不充分的背景下，许多企业开始纷纷谋求与金融机构建立更深度的交流合作关系，积极寻求金融资本对企业发展的助推与支持。与金融机构建立战略联盟，成为企业寻求金融机构帮助，建立长期稳定合作伙伴关系的重要实现途径之一。另一方面，受世界经济不景气的影响，金融市场的竞争在不断加剧，传统金融业务的利润空间在不断压缩。金融机构同其他行业的企业一样，也在积极开展战略联盟以寻求市场发展机遇。1999年10月，中国银行深圳分行与深圳特区证券公司正式签署的《银证合作协议》与《证券资金法人结算协议》，开创我国金融机构之间进行战略合作的先河。随后，许多上市公司纷纷效仿，积极与金融机构建立合作伙伴关系，发布建立战略联盟的相关公告。目前还没有文献针对上市公司与金融机构建立战略联盟对企业绩效的影响进行过系统全面的实证分析。

本文通过收集整理2007-2018年A股上市公司发布的与金融机构建立战略联盟（以下简称为金企联盟）的相关公告，采用机器学习文本分析和人工阅读相结合的方法，识别提取上市公司与金融机构建立战略联盟的合作对象、合作内容、合作方式等数据，对中国上市公司金企联盟的绩效影响进行全面的实证分析。分析结果表明：第一，上市公司构建金企联盟可以显著提升该公司的经营绩效，在控制内生性和稳健性问题之后，结果依然成立。第二，机制分析表明，构建金企联盟的上市公司通过降低公司的经营成本，提高公司的风险承担水平，提升融资水平等方式提升企业的经营绩效，但是也存在导致联盟企业增加类金融资产投资，挤出企业未来主营业务收入，扩大企业“脱实向虚”的风险。第三，从金企联盟的合作双方来看，与证券类、保险类金融机构

进行战略联盟的效果更显著，并且非国有企业、市场化程度低地区企业构建金企联盟对公司绩效的提升更加显著。

本文的贡献主要体现在以下几个方面：首先，传统公司金融研究一直习惯剔除金融机构的样本以保证金融机构特殊的资产结构和会计指标不会影响研究结论的有效性，这就造成金融机构和其他上市公司的公司金融研究处于各自独立的现象。金融机构对上市公司经营管理的影响长期以来处于被忽视的状态。本文从分析上市公司金企联盟这种特殊的战略联盟入手，通过全面测度金企联盟对上市公司的经营绩效、风险承担、经营成本、对外投资等各个方面的影响，识别发现金企联盟具有提高经营绩效和增大“脱实向虚”风险的双重效应，为深入了解金融机构对上市公司的影响提供有益的尝试。其次，在世界经济下行的背景下，企业面临越来越大的市场竞争和业绩增长压力，本文通过系统性分析金企联盟的绩效影响，实证发现上市公司进行金企联盟确实可以为企业带来更多金融资源与成本管理经验的，为广大企业打破“融资难，融资贵”的困境提供新的发展思路，也为企业降低经营费用，寻求发展机会，扩大业绩增长提供现实指引。最后，本文通过利用大数据文本分析与人工阅读相结合的方法，筛选识别上市公司与其他金融机构进行战略联盟的具体方式和内容，为分析金企联盟的绩效影响提供数据基础。

本文的剩余部分为：第二部分对相关理论进行文献回顾，并结合金企联盟的特点提出本文的研究假设；第三部分为研究设计，包括样本与数据来源，变量指标的度量以及计量模型的设定；第四部分报告并分析本文的实证结果；第五部分为机制检验；第六部分为异质性分析；第七部分为结论及政策建议。

## 二、文献综述与研究假设

企业之间的战略联盟是企业跨组织合作的重要实现形式，在商业实践中获得大量应用，在学术界也有大量先行研究进行分析、探讨和论证。现有战略联盟的研究以理论模型为主（蔡继荣和胡培，2007；Cabral & Pacheco-de-Almeida,2019），兼有部分问卷调查和案例分析的研究（徐二明和徐凯，2012）。目前国内现有的战略联盟的绩效研究大部分以理论分析和问卷调研为主，少数学者采用战略联盟公告公布前后的公司股价超额收益率来考察联盟对短期股价的影响（赵超和王铁男，2019），但是目前缺失学者运用大样本财务或市场数据实证分析上市公司参与战略联盟对公司长期经营绩效的影响。

另一方面，2020年11月，在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中提出，“构建金融有效支持实体经济的体制机制，提升金融科技水平，增强金融普惠性”成为全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制，建立现代财税金融体制的重要发展目标之一。金融机构作为金融市场的中枢，是金融体系中的最重要环节，也一直是学术界、业界以及各国政府部门关注和分析探讨的重点。但是，在公司金融的研究中，企业

与金融机构合作的相关研究并不多见。由于我国的金融市场是典型的银行主导型市场，关于企业与金融机构关系的研究大多集中于银行领域。已有大量文献证明银企关系在信贷资源配置中发挥着重要作用（朱恩伟等，2019），关系型借贷帮助企业增加资金支持，减少融资成本，优化资本结构，此外，银行业的竞争提升会导致企业的融资约束呈现 U 型（钱宗鑫等，2021）。建立金企联盟还可以减少联盟企业的机会主义行为（徐二明和徐凯，2012），提高企业的学习效率（Schildt *et al.*,2012），提升企业全要素生产率（黄勃等，2022），提升企业的国际化水平（成程等，2022）。相较于因为相互隐瞒造成的私人信息传递补充的廉价谈判（Farrell & Rabin,1996），金企联盟中的企业合作双方拥有共同的发展目标，深度的技术交流，甚至会利用 R&D 投资或者股权投资等形式共担风险。相较于日韩金融体系中企业和金融机构隶属于同一个财团，财团下的企业会交叉补贴集团中较弱的成员或过度投资于低绩效行业等造成价值损失的行为（Ferris *et al.*,2003），建立金企联盟的双方都基于自身利润最大化的前提下，不会因为建立联盟使得自身陷入财务困境或遭受福利损失。

战略联盟作为联盟企业之间一种协议化、制度化的合作安排，可以帮助联盟企业之间建立更加稳固、长期、常态化的合作关系，金融机构作为特殊的联盟伙伴，可以在战略联盟原有的诸多有利影响之上，通过为联盟企业带来更充足的资金支持和广泛的信息获取渠道，为企业创造价值，带来更多发展机会。基于上述分析，本文提出如下假设：

假设 1：上市公司与金融机构建立战略联盟有助于提高公司绩效。

根据价值链理论，公司通过参与战略联盟可以与产业链上下游公司建立合作关系，明确供应商对公司的供货义务以及经销商的销货义务，降低公司因原材料短缺以及存货周转的风险（陈洁和王方华，2006）。戴璐（2013）认为公司可以通过建立战略联盟，向联盟中其他公司学习，改善与上游供应商或下游客户之间的信息不对称，从而提高公司的客户关系管理能力和供应链管理的能力。根据社会资本理论，与利益相关者建立良好的信任关系有助于增加公司的社会资本，通过与利益相关者增加沟通与经验分享的方式提高行动的一致性，促进组织的稳定性，从而增加公司价值。上市公司与金融机构建立战略联盟会帮助公司与金融机构形成利益共同体，增加公司的社会资本，拓宽公司的信息获取渠道，有助于弱化上市公司与金融机构之间的信息不对称问题，从而降低公司从事融资投资活动中的不确定性，规避相应的金融风险。因此，本文提出如下假设：

假设 2：上市公司与金融机构构建战略联盟可以提高公司的风险承担水平。

交易费用理论指出，战略联盟作为介于公司和市场之间的一种组织方式，可以减少信息的不确定性，减少公司的交易成本。徐飞和徐立敏（2003）认为公司构建战略联盟之后，可以从联盟中获取信息、技术和进入市场的途径，减少公司交易费用，控制公司成本，形成规模经济。从交易的不确定性特征来看，公司发展战略联盟，可充分利用联盟组织的稳定性抵消外部市场环境中的不确定性，从而减少因为不确定性引致的交易费用（蔡继荣和胡培，2007）。联盟公司之间的长期合作关系也可以进一步抑制交易双方之间的机会主义行为，降低因此而产生的交易成本（高杲

和徐飞, 2010)。此外, 金融机构有着丰富的财务管理和资本运营的知识。与金融机构建立战略联盟, 有利于提高企业的资金管理技巧, 降低相关财务费用, 提高资金的使用效率, 减少相关成本的支出。因此, 本文提出如下假设:

假设 3: 上市公司与金融机构构建战略联盟可以降低公司的经营成本。

充足稳定的资金来源是企业生成经营与发展扩张的重要保障。许多企业通过建立政治关联和聘用具有金融行业从业背景的高管等方式来建立更稳固的银企关系, 以帮助企业获得更多的银行贷款 (Claessens *et al.*, 2008)。黄小琳等 (2015) 研究表明持股金融机构不仅能够为公司带来更多的债务资金, 还有利于公司改变负债结构, 即提高融资成本较低的短期债务融资比重, 降低融资成本较高的长期债务。因此上市公司与金融机构建立战略联盟, 有助于企业扩大融资渠道, 为企业经营发展提供更加充足的资金支持。因此, 本文提出如下假设:

假设 4: 与金融机构建立战略联盟有助于提高企业的融资水平。

许多文献证明企业建立与金融机构的良好合作关系, 可以为企业拓宽融资渠道, 获得更多资金支持 (朱恩伟等, 2019)。企业在与金融机构建立战略联盟之后, 企业可以通过募集更多资金用于追加投资, 实现扩大生产经营, 增加企业价值的目标。金融机构作为现代商业社会连接不同企业的资金桥梁与信息中枢, 也掌握更多公开市场上不易发现的隐含信息和投资机会。企业与金融机构建立战略联盟, 可以更好地把握这些投资机会, 获取更大的投资收益。但是另一方面, 苏治等 (2017) 研究表明, 在宏观经济下行的“新常态”背景下, 金融部门利润率普遍高于许多行业实体经济的投资。公司与金融机构形成稳定的合作关系后, 存在巨大的压力和强烈的意愿去参与金融投资。张成思 (2019) 等的研究也显示大量非金融公司不断脱离实体经济而涉足金融活动, 呈现出“脱实向虚”越来越显著的趋势。因此, 当企业通过与金融机构联盟获取更多资金而本行业实体经济投资收益不理想的情况下, 也有可能增大企业的金融类资产投资。基于上述文献与理论分析, 本文提出如下假设:

假设 5: 金企联盟有助于提高公司的投资水平, 但也有可能导致企业“脱实向虚”的现象更加严重。

### 三、研究设计

#### (一) 金企联盟的文本分析

本文使用的样本为 2007-2018 年中国 A 股的新上市公司, 我们通过如下步骤对进行金企联盟的企业进行筛选与识别: 1. 本文首先通过 WIND 数据库下载上市公司 276.2 万篇公告, 提取所有上市公司公告标题的文本信息, 通过采用 Stratos *et al.* (2016) 提出隐马尔科夫链算法 (HMM), 将所有文本信息转换成 TXT 文本文件, 并去除其空格、空行。本文利用 Jieba 分词提取文本中词汇, 并利用常用 1208 中文停用词表删除文本中多余词汇, 显示有价值的文本信息。

然后采用词向量 Word2Vec 技术对上市公司的标题文本进行预学习，对出现“战略”、“联盟”、“合作”的相关关键词进行词嵌入（Word Embedding）的抽取，最后使用 K-Means 聚类算法分析，其步骤如下：（1）设第  $i$  个空间数据集合  $C_i: \{X_{i1}, X_{i2}, \dots, X_{in}\}$ ，随机选取  $X_{ik}$  作为聚类中心  $C_k$ 。（2）利用  $D_i(X_{ik}) = \min\{\sqrt{(X_{ik} - C_k)^2}\}$  计算集合中每个对象与当前已有的聚类中心的最小距离；获取  $X_{ik}$  成为下一个聚类中心的概率  $S_{im} = \frac{(D_i(X_{ik}))^2}{\sum_{m=1}^n (D_i(X_{ik}))^2}$ 。（3）在  $[0,1]$  之间随机取数  $R_i$ ，用  $R_i$  依次减去  $S_{im}$ ，直至差值小于 0 时，为下一个聚类中心。（4）重复步骤（2）和（3）的操作，直到选出  $K$  个聚类中心。（5）计算  $C_i$  中每个点到初始聚类中心的距离，并划分进入相应的子集合。（6）采用每个子集合的均值  $m_{ik}$  更新每个聚类中心，并以  $E_i = \sum_{k=1}^N \sum_{p_{ik} \in C_k} |p_{ik} - m_{ik}|^2$  计算的误差平方和表示聚类中心的变化。（7）重复步骤（5）和（6）直至各聚类中心变化收敛。（8）本文再在已有的聚类中心中，抽取含有“战略”、“联盟”、“合作”关键词的公告，以实现全文中相似语义内容的公告进行全面的收集整理。

通过这种方法，本文可以在无标记的文本向量集群中学习，进而分析文本向量集内在规律，判断出各文本间的关联程度，并依据关联程度将各类文本按类别聚合在一起，达到划分文本的目的。与直接采用“战略”、“联盟”、“合作”作为上市公司公告筛选的关键词相比，匹配效率远优于简单搜索，大幅降低人工阅读成本和研究者的主观干扰，提高结果的可复现性，并且该方法本身具备信息内涵有助于发掘联盟形式，从而进一步理解联盟本质，为未来的研究带来启示并建立基础。此外，K-means 相比于其他聚类算法收敛效率更高，算力占用更少，其检定效果良好，因此方法的可推广性高。

2. 本文剔除譬如“战略委员会”、“电竞联盟”、“合作办院”等明显不符合战略联盟内涵的关键词，再用剩下的关键词筛选得到有可能包含两个或多个企业建立跨企业合作内容的系列公告。3. 本文的研究团队通过人工阅读的方式，对战略联盟的合作公告中未提到明确合作对象进行删减。4. 本文按照合作对象的名称逐个从企查查工商信息查询系统获取合作对象企业的所在行业，注册地址，注册资金等信息，根据企查查提供的企业行业信息和中国统计局发布的 2017 年第四次修订的《国民经济行业分类》以及中国人民银行发布的《金融机构编码规范》对金融机构的分类标准，筛选保留合作对象所在行业为金融业的战略联盟公告，并对合作对象（银行、证券、保险、信托以及其他）进行归类，以保证本文对上市公司与金融机构建立战略联盟相关信息的收集整理是全面、准确、有效的。

表 1 显示 A 股新上市的企业与不同类型金融机构建立金企联盟的时间分布表。随着时间的推移，新上市企业与金融机构建立金企联盟的数量也在不断增多。2007-2018 年 A 股 2082 家新上市的企业（金融、地产、ST 除外）中，共有 249 家企业与不同类型的金融机构建立 352 个金企联盟。

这说明许多上市公司通过灵活使用战略联盟这一跨组织合作的形式，实现与不同类型金融机构建立友好合作关系的目標。部分企业在组建金企联盟获得正向收益的情况下，通过连续性地组建多个战略联盟，进一步扩大和巩固企业与金融机构的长期合作关系。在不同的金企联盟之中，上市公司与证券类、信托类、银行类、其他类金融机构和保险类建立的金企联盟数量依次为 158，70，61，43，20 个，分别达到金企联盟总数的 44.89%，19.89%，17.33%，12.21%，5.68%。

表 1 不同类型金企联盟按时间分布表

年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	总计	占比
银行	1	0	0	0	4	5	14	13	9	15	61	17.33%
证券公司	0	0	0	1	5	14	35	35	28	40	158	44.89%
保险公司	0	0	0	0	0	1	4	6	5	4	20	5.68%
信托机构	0	0	0	1	1	5	9	22	12	20	70	19.89%
其他金融机构	0	0	0	0	1	2	13	9	8	10	43	12.21%
金企联盟总数	1	0	0	2	11	27	75	85	62	89	352	100.00%

### (二) 模型设计与数据来源

为检验金企联盟对上市公司绩效的影响，本文参考李林木等（2020）的研究，依据基于财务数据的业绩指标以及基于市场价格的企业价值指标，构建如下回归模型来衡量公司的经营绩效：

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Finance_{i,t} + \beta_2 Control + \delta_t + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

主要变量。 $Y_{i,t}$ 表示经营绩效，本文采用总资产收益率（ $ROA_{i,t}$ ）、净资产收益率（ $ROE_{i,t}$ ）、总资产营业利润率（ $EBITOA_{i,t}$ ）、市场价值（ $TobinQ_{i,t}$ ）四个指标来衡量上市公司的绩效水平。 $Finance_{i,t}$ 表示上市公司进行金企联盟的虚拟变量，如果上市公司当年有发布与金融机构进行战略联盟的公告为 1，未发布则为 0。

控制变量。 $LnSize_{i,t}$ 为企业规模，用期末总资产的自然对数表示； $LnWage_{i,t}$ 是人均工资，用应付职工薪酬与员工人数比值的自然对数表示； $Leverage_{i,t}$ 表示资产负债率，等于期末总负债除以期末总资产的比值； $SOE_{i,t}$ 表示是否为国有企业，当企业为国企时取 1，否则取 0； $LnAge_{i,t}$ 为企业上市年份数，用当年年份减去公司上市年份并取自然对数表示； $Top10_{i,t}$ 为前十大股东持股比例，表示企业的股权集中度； $Indep_{i,t}$ 表示独立董事比例，即独立董事人数与董事会人数之比； $Dual_{i,t}$ 表示董事长与总经理的兼任情况，当董事长兼任 CEO 时取 1，否则取 0； $RD_{i,t}$ 指研发投入，研发投入金额与总资产的比值； $FCF_{i,t}$ 指自由现金流，经营活动产生的现金与总资产的比值。 $\delta_t$ 为年度固定效应， $\mu_i$ 表示行业固定效应， $\varepsilon_{i,t}$ 表示随机干扰项。本文在回归的过程中对标准误均按照企业层面进行聚类调整。本文剔除属于银行、证券、保险等金融行业和地产行业的上市公司样本；剔除样本期间 ST 的上市公司；剔除主要变量数据缺失和异常的公司；财务数据来自于 CSMAR 和 WIND 数据库。

### (三) 主要变量的描述性统计

表 2 的描述性统计显示，样本企业中总资产收益率（ $ROA_{i,t}$ ）、净资产收益率（ $ROE_{i,t}$ ）的均值分别为 0.051，0.065，标准差分别为 0.057，0.096，最小值分别为-0.199，-0.523，最大值分别为



0.210, 0.265, 体现出我国上市企业之间经营绩效具有较大差异。在控制变量中, 企业规模  $LnSize$  的均值为 21.650, 标准差为 1.019, 说明样本区间内公司的资产规模具有较大差异。 $Dual$  的均值为 0.382, 说明本文样本中的存在 38.2% 的公司存在董事长与 CEO 兼任的情况。 $SOE$  均值为 0.116, 说明本文样本中的大部分公司都是非国有企业, 其数值较低的原因是本文将国家资本(股本)所占比例大于 50% 的企业认定为国企, 但随着 2005 年股权分置改革的实施与深化, 企业中国有股比例的下降尤为明显。是否与金融机构构建战略联盟的变量  $Finance$  的均值为 0.034, 表明本文的研究对象中仅有 3.4% 的样本公司参与金企联盟, 其原因是金融机构占据金企联盟的主动权, 即金企联盟对企业的准入门槛很高, 以保证金企联盟的质量。

表 2 变量的描述性统计

变量	变量解释	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
Finance <sub>i,t</sub>	企业当年有参与战略联盟则取值为 1, 否则为 0	9 156	0.034	0.181	0.000	1.000
ROA <sub>i,t</sub>	总资产收益率	9 156	0.051	0.057	-0.199	0.210
ROE <sub>i,t</sub>	净资产收益率	9 156	0.065	0.096	-0.523	0.265
EBITOA <sub>i,t</sub>	总资产营业利润率=EBIT/Asset	9 156	0.048	0.074	-0.949	0.455
TobinQ <sub>i,t</sub>	托宾 Q	9 156	2.154	1.186	0.966	7.531
LnSize <sub>i,t</sub>	资产规模的对数	9 156	21.650	1.019	19.920	25.850
LnWage <sub>i,t</sub>	职工人均薪酬的对数	9 156	9.239	0.998	5.307	11.250
Indep <sub>i,t</sub>	独立董事人数/董事总人数	9 156	0.377	0.053	0.333	0.571
Leverage <sub>i,t</sub>	杠杆率	9 156	0.335	0.176	0.046	0.795
SOE <sub>i,t</sub>	是否为国有企业	9 156	0.116	0.321	0.000	1.000
LnAge <sub>i,t</sub>	上市年限的对数	9 156	1.448	0.590	0.000	2.485
Top10 <sub>i,t</sub>	前十大股东持股比例	9 156	62.810	13.130	29.450	90.360
Dual <sub>i,t</sub>	董事长 CEO 是否兼任	9 156	0.382	0.486	0.000	1.000
RD <sub>i,t</sub>	研发投入/总资产	9 156	0.025	0.018	0.000 4	0.103
FCF <sub>i,t</sub>	现金流量净额/总资产	9 156	0.043	0.064	-0.136	0.215

资料来源: CSMAR 数据库和 WIND 数据库

## 四、实证结果与分析

### (一) 基准回归结果

表 3 报告本文的基准回归结果, 第(1)~(4)列控制公司的行业效应以及时间效应, 缓解回归结论中可能存在遗漏变量的问题, 第(5)~(8)列增加城市×年份的固定效应, 从而避免城市资源禀赋不随时间变化的因素, 从而减少结论的偏误。从回归结果看, 构建金企联盟能够显著提高以总资产收益率、净资产收益率、总资产营业利润率、托宾 Q 等指标衡量的企业经营绩效, 例

如表 3 第 (1) 列所示, 构建金企联盟变动一个标准差引起企业的总资产收益率上升 0.007 个标准差。

本文为缓解反向因果问题, 对解释变量和控制变量进行滞后一期处理, 以缓解绩效好的公司现金流充足更有能力构建金企联盟, 导致回归估计系数高估; 此外, 将公司绩效滞后一期以检验构建金企联盟对企业之后的业绩变化。由于篇幅原因, 以上两个检验结果未报告, 其结果都显示构建金企联盟会提升公司绩效。

表 3 企业构建金企联盟对经营绩效的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	ROAi,t	ROEi,t	EBITOAi,t	TobinQi,t	ROAi,t	ROEi,t	EBITOAi,t	TobinQi,t
Financei,t	0.007** (2.22)	0.014** (2.55)	0.009*** (2.71)	0.201*** (3.02)	0.006** (2.04)	0.013** (2.26)	0.008** (2.50)	0.210*** (3.09)
LnSizei,t	0.012*** (11.92)	0.021*** (10.72)	0.015*** (10.34)	-0.426*** (-19.29)	0.012*** (10.66)	0.020*** (10.14)	0.015*** (9.60)	-0.452*** (-20.05)
LnWagei,t	0.003*** (3.14)	0.002 (1.43)	0.002* (1.68)	0.024 (1.37)	0.003*** (3.30)	0.002 (1.21)	0.001 (1.07)	0.037** (2.26)
Leveragei,t	-0.097*** (-18.97)	-0.082*** (-7.78)	-0.119*** (-16.20)	-0.443*** (-4.52)	-0.094*** (-17.41)	-0.078*** (-6.89)	-0.116*** (-14.76)	-0.351*** (-3.45)
SOEi,t	-0.007*** (-2.80)	-0.011** (-2.52)	-0.005* (-1.90)	0.211*** (3.64)	-0.006** (-2.28)	-0.008 (-1.59)	-0.005 (-1.57)	0.242*** (3.99)
LnAgei,t	-0.024*** (-16.27)	-0.035*** (-15.02)	-0.026*** (-13.91)	0.502*** (14.20)	-0.023*** (-15.46)	-0.036*** (-14.36)	-0.025*** (-12.96)	0.522*** (14.57)
Top10i,t	0.000*** (4.95)	0.001*** (4.79)	0.000*** (5.23)	0.004** (2.25)	0.000*** (5.47)	0.001*** (5.17)	0.001*** (5.73)	0.004** (2.28)
Indepi,t	-0.027** (-1.97)	-0.053** (-2.32)	-0.039** (-2.39)	0.558** (2.14)	-0.022 (-1.61)	-0.041* (-1.82)	-0.034** (-2.00)	0.562** (2.12)
Duali,t	0.002 (1.40)	0.004 (1.60)	0.003 (1.64)	-0.004 (-0.13)	0.002 (1.38)	0.003 (1.29)	0.002 (1.37)	0.003 (0.09)
RDi,t	0.342*** (6.65)	0.583*** (7.26)	0.192*** (3.10)	10.530*** (9.37)	0.320*** (6.49)	0.524*** (6.77)	0.142** (2.25)	10.131*** (8.97)
FCFi,t	0.315*** (23.29)	0.442*** (20.26)	0.379*** (20.08)	2.003*** (8.17)	0.296*** (21.91)	0.417*** (18.78)	0.361*** (18.27)	1.971*** (7.91)
Constant	-0.224*** (-9.03)	-0.408*** (-8.95)	-0.268*** (-8.57)	9.760*** (20.59)	-0.198*** (-8.61)	-0.371*** (-8.83)	-0.241*** (-8.21)	10.137*** (22.01)
年度效应	是	是	是	是	是	是	是	是
行业效应	是	是	是	是	是	是	是	是
城市×年度固定效应	否	否	否	否	是	是	是	是
样本量	9156	9156	9156	9156	9156	9156	9156	9156
Adj. R2	0.355	0.223	0.292	0.435	0.349	0.215	0.284	0.428

注: \*\*\*, \*\*, \*分别表示在 1%, 5%, 10%水平下显著, 括号内为 t 值, 标准误均经过公司层面的聚类调整。以下表格相同。

## (二) 内生性检验

本文主要研究企业构建金企联盟对公司业绩的影响，但本文认为上述回归模型可能存在的内生性问题有以下来源：首先，选择开展金企合作的企业可能更加迫切地希望改善业绩，而金融机构更愿意与业绩较好的企业开展合作，上述关系使实证研究存在反向因果问题；其次，可能存在未被考虑的因素，该因素同时与公司业绩以及是否建立金企联盟相关，引起遗漏变量问题。

因此，本文采用同一行业其他公司从过去至上一年构建金企联盟总数 ( $LnFinNum_{i,t-1}$ ) 充当工具变量缓解可能存在的内生性问题。公司在运营过程中会受到上一年度同行业其他公司经营决策的影响 (Srinidhi *et al.*, 2011)，并且根据同行业企业的模仿竞争效应，历史金企联盟数越多，会让更多企业关注到建立金企联盟对企业绩效增长的积极作用，越有可能导致该行业内的其他企业建立新的金企联盟。该工具变量与企业建立金企联盟存在极大相关性，第一阶段的 Cragg-Donald F 检验为 19.502。表 4 中的列 (1) 也证明了该结论，当该行业往年建立金企联盟总数增加一个标准差时，企业建立金企联盟的概率增加 0.12 个标准差。根据表 4 的结果显示，上市公司建立金企联盟可以显著提高公司绩效，列 (2) 结果表明，在企业建立联盟的企业 ROA 要比样本均值高 307.8% ( $=0.157/0.051$ )。从直觉上来看，工具变量 ( $LnFinNum_{i,t-1}$ ) 行业往年构建金企联盟数量并不直接影响企业绩效，而仅仅通过构建金企联盟影响企业绩效。构建金企联盟的数量可能取决于各个地区的市场化水平或经济基础条件，即工具变量与各地区市场化水平有关，进而影响到每个地区企业的绩效。本文在后文 (表 12) 中展示企业构建金企联盟不仅在市场化水平高的地区活跃，而且在市场化水平低的地区更加频繁。此外，往年构建金企联盟数量可能形成人力资本，即该往年行业成立数量多，则该行业内的企业构建金企联盟准备期更短，管理金企联盟经验更丰富，进而企业绩效提升更明显。如表 4 中列 (6) ~ (9) 所示，本文选取高于  $LnFinNum_{i,t-1}$  均值的企业作为样本为  $HighNum_{i,t-1}$  与企业绩效进行回归， $HighNum_{i,t-1}$  与总资产收益率 ( $ROA_{i,t}$ )、净资产收益率 ( $ROE_{i,t}$ )、总资产营业利润率 ( $EBITOA_{i,t}$ ) 都不存在关系，证明在构建金企联盟时不会刻意挑选本身成长性较高、未来绩效较好的企业。但  $HighNum_{i,t-1}$  与企业市场价值 ( $TobinQ_{i,t}$ ) 呈显著正相关，本文认为往年行业内构建金企联盟数量可能会提升未来公司的股票价值，这也引发了后文中对企业在建立金企联盟后存在“脱实向虚”倾向的讨论。

表 4 工具变量回归和分组检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Financei,t	ROAi,t	ROEi,t	EBITOAi,t	TobinQi,t	ROAi,t	ROEi,t	EBITOAi,t	TobinQi,t
LnFinNumi,t-1	0.012***								
	(4.42)								
Financei,t		0.157**	0.264**	0.179**	2.592**				
		(2.39)	(2.20)	(2.08)	(2.08)				
HighNumi,t-1						0.002	0.002	0.001	0.122***
						(0.92)	(0.51)	(0.43)	(2.60)
年度效应	是	是	是	是	是	是	是	是	是

行业效应	是	是	是	是	是	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	6861	6861	6861	6861	6861	6861	6861	6861	6861
Adj. R2	0.030	0.105	0.004	0.105	0.292	0.335	0.218	0.275	0.430
F 值 (Cragg-Donald)	19.502								

### (三) 稳健性检验

为进一步验证本文的稳健性,本文更换被解释变量公司绩效的衡量方法。参考李林木等(2020)的研究,本文将总资产报酬率( $ROTA_{i,t}$ )和人均净利润( $Productivity_{i,t}$ )作为衡量公司绩效的指标。表5列(1)~(2)显示金企联盟对营业利润率的影响情况,企业建立金企联盟对总资产报酬率( $ROTA_{i,t}$ )、人均净利润( $Productivity_{i,t}$ )的影响系数均在1%的置信水平上显著正相关。

联盟合作的紧密性是决定战略联盟的实际效果以及联盟目标最终能否实现的决定性因素(潘镇等,2008)。在战略联盟的众多影响因素之中,联盟合作金额的大小无疑是最能直接证明战略联盟合作紧密程度的指标。基于此,本文在收集整理上市公司与金融机构建立战略联盟公告的过程中,经过文本分析方法,提取不同联盟公告中合作金额的具体数据,并进行人工检查以确保数据的准确性。表5列(3)~(5)显示将是否建立金企联盟虚拟变量( $Finance_{i,t}$ )替换为金企联盟具体合作金额( $LnFinAMT_{i,t}$ )对企业经营绩效的影响情况,其结果可以看到总资产收益率( $ROA_{i,t}$ )、净资产收益率( $ROE_{i,t}$ )、总资产营业利润率( $EBITOA_{i,t}$ )均在1%的水平上显著为正。由此可见,在企业构建金企联盟的基础之上,企业与金融机构的合作金额越大意味着企业投入金企联盟的资源越多,与金融机构的合作强度越大,越能给企业带来更好的经营绩效回报。

表5 稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$ROTA_{i,t}$	$Productivity_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$ROE_{i,t}$	$EBITOA_{i,t}$	$TobinQ_{i,t}$
$Finance_{i,t}$	0.010*** (3.18)	3.346*** (2.59)				
$LnFinAMT_{i,t}$			0.001*** (2.89)	0.002*** (3.51)	0.001*** (2.65)	0.013 (1.61)
年度效应	是	是	是	是	是	是
行业效应	是	是	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是	是	是
样本量	9156	9156	9156	9156	9156	9156
Adj. R2	0.249	0.092	0.355	0.223	0.292	0.434

为增加模型设定的多样性来观测实证结果的稳健性,本文依据公司规模( $LnSize_{i,t}$ )、公司工人人均薪酬( $LnWage_{i,t}$ )、杠杆率( $Leverage_{i,t}$ )、是否为国企( $SOE_{i,t}$ )、上市年限( $LnAge_{i,t}$ )、独立董事比例( $Indep_{i,t}$ )、董事长CEO兼任情况( $Dual_{i,t}$ )以及前十大股东( $TOP10_{i,t}$ )等八个变量对对照组和处理组进行倾向得分匹配,并根据计算得到的倾向得分,以1:1的比例进行匹配。根据未报告的平衡性检验结果显示,匹配后的标准化偏差小于10%,即对于匹配后的构建金企联盟的企业和没有构建金企联盟的企业,在以控制变量表达的企业特征上不存在显著差异,因此其结果有效。

本文在使用匹配后的样本重复基准回归，表 6 结果显示上市公司构建金企联盟显著提高公司绩效的结论依然成立。

表 6 倾向得分匹配

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROE	EBITOA	Mb
Finance <sub>i,t</sub>	0.006*	0.014**	0.007*	0.280***
	(1.75)	(2.24)	(1.87)	(4.38)
控制变量	是	是	是	是
样本量	1323	1323	1323	1323
R2	0.346	0.238	0.315	0.465
adj. R2	0.331	0.220	0.299	0.452
F	18.180	8.930	11.017	26.756

## 五、机制检验

前面的章节分析结果表明，上市公司构建金企联盟能够提升公司的绩效水平，接下来本文继续考察企业构建金企联盟通过何种机制来提升企业的绩效水平。本文在文献综述中讨论金企联盟能够优化供应链、降低交易成本；金融机构能够弱化信息的不对称性，降低公司金融活动的不确定性，规避相应的金融风险，提高公司的风险承担能力；金融机构作为主要融资渠道，与金融机构合作能够拓宽融资来源、提升融资效率；同时金融机构能够帮助企业进行剩余资金管理，从而帮助公司在理财投资方面进行较大的提升等。因此，本文将通过风险承担、经营成本、融资水平以及投资水平四个方面分析上市公司构建金企联盟对公司绩效的影响机制。

### （一）风险承担

上市公司与金融机构开展战略联盟，一方面可以借助合作双方在组织管理、信息交流以及公司文化等方面为公司争取更多的资源，从而降低交易成本，提高资源配置效率等。另一方面也可以借助金融机构，促进公司与其它公司之间各种资源的交流与整合，降低信息不对称，此外也可以降低公司金融活动的不确定性，规避相应的金融风险，从而提高公司的风险承担能力。基于此，本文参考何瑛等（2019）的方法，通过以 3 年为周期滚动计算企业与行业内平均总资产收益率（ $ROA_{i,t}$ ）的标准差（ $RISK1_{i,t}$ ）与极差（ $RISK2_{i,t}$ ）来衡量企业的风险承担水平。此外，更高的股票波动性意味着更高的市场风险（Kanagaretnam *et al.*, 2007），本文也采用股价日收益率的波动率（ $Volatility_{i,t}$ ）来进一步衡量企业的风险承担水平。表 7 中 Panel A 显示企业构建金企联盟对经行业调整后的  $ROA_{i,t}$  的标准差（ $RISK1_{i,t}$ ）和极差（ $RISK2_{i,t}$ ）的影响，两个指标的系数分别为 0.008 和 0.013，并且在 10% 的水平上显著。意味着与行业内其他公司相比，构建金企联盟的企业有更高的风险承担水平。此外，金企联盟对上市公司的股价波动率（ $Volatility_{i,t}$ ）产生显著的正向影响。

### （二）经营成本

先行研究表明，组建战略联盟可以提升公司的价值链地位，减少联盟双方机会主义行为，降

低交易费用，降低经营成本，从而有助于公司绩效的提高（高杲和徐飞，2010）。本文以营业总成本的对数（ $\ln Cost_{i,t}$ ）、成本费用利润率（利润总额/成本费用总额， $CROR_{i,t}$ ）作为被解释变量进行回归。结果如表 7 中 Panel B 所示，企业建立金企联盟对营业总成本对数（ $\ln Cost_{i,t}$ ）系数显著为负，说明企业建立金企联盟显著降低公司的主营业务成本。此外，衡量利润与相关成本比值的成本费用利润率（ $CROR_{i,t}$ ）的系数显著为正，且通过 1% 的显著性检验，说明建立金企联盟使得企业单位成本创造的利润显著得到提高。

### （三）融资水平

金融机构作为主要的融资渠道，能为与之联盟的上市公司提供多元化的融资渠道以及降低其融资成本。本文参考王茂斌和孔东民（2016）等学者的研究指标，分别设置企业筹资活动产生现金流量净额的对数（ $\ln Fund_{i,t}$ ），筹资活动产生现金流量净额与总资产的比值（ $Fundshare_{i,t}$ ），发行债券收到现金的对数（ $\ln Bond_{i,t}$ ），发行债券收到现金与总资产的比值（ $Bondshare_{i,t}$ ），银行贷款的对数（ $\ln Loan_{i,t}$ ）作为被解释变量，验证联盟是否会增加公司的融资水平。表 7 中 Panel C 显示企业构建金企联盟对企业融资水平的影响，结果显示企业构建金企联盟显著提高企业筹资活动产生的现金流量金额（ $\ln Fund_{i,t}$ ）以及该金额占总资产的比值（ $Fundshare_{i,t}$ ）。“增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”是党的“十九大”工作报告中关于深化金融体制改革的重要发展目标。企业在建立金企联盟之后，可以显著增加企业债券发行所获得的资金（ $\ln Bond_{i,t}$ ）以及该资金占总资产（ $Bondshare_{i,t}$ ）的比例。可见，企业构建金企联盟，有助于提高企业直接融资水平，优化企业的融资结构，提高企业资金获得效率。鼓励和促进金企联盟的发展，有利于实现党的“十九大”中关于金融体制改革的目标。构建金企联盟对企业获取银行贷款（ $\ln Loan_{i,t}$ ）的影响，该系数为 1.18，在 5% 的统计水平上显著为正，说明构建金企联盟也有助于企业获得更多银行贷款。总体而言，构建金企联盟可以更好地帮助企业获得资金支持，有助于缓解企业“融资难，融资贵”的困境。

### （四）投资水平

为检验企业通过金企联盟获得更多资金的具体流向，本文通过参考彭俞超等（2018），通过测算样本内各公司各年投资支付现金的对数（ $\ln Invest_{i,t}$ ）、资本回报率（ $ROIC_{i,t}$ ）、企业类金融资产投资总额的对数（ $\ln FinInv_{i,t}$ ）以及未来主业业务（ $CorePRate_{i,t+1}$ ），来检验企业建立金企联盟对企业的投资水平、投资流向以及投资收益的影响。表 7 中 Panel D 显示企业建立金企联盟对企业支付现金用于投资的影响，其影响系数为 0.855，且在 1% 的统计水平上显著为正，说明企业在建立金企联盟获得更多资金之后，确实将大量资金都投入到投资环节之中。金企联盟对资本回报率的影响系数在 1% 的统计水平上显著为正。这说明在企业构建金企联盟之后，尽管投资水平大大增加，但是息前税后经营利润与投入资本的比值（ $ROIC_{i,t}$ ）依然获得显著提高。企业通过金企联盟与金融机构进行深度合作，有助于通过提高投资水平和投资效益的方式共同获得公司绩效的提升。

当前，实体经济“脱实向虚”是我国经济发展中面临的严峻问题，“脱实向虚”引起政府部门

和学术界的广泛关注。从微观层面看，企业金融化是经济“脱实向虚”的最重要方式（彭俞超等，2018）。本文通过将企业类金融资产投资总额（持有至到期投资净额+发放贷款及垫款净额+可供出售金融资产净额+买入返售金融资产净额+交易性金融资产）取对数，作为企业“脱实向虚”水平的代理变量。企业建立金企联盟对类金融资产投资总额（ $LnFinInv_{i,t}$ ）的影响，可以看到影响系数为1.3，在10%的统计水平上正显著。并且，在同样的控制变量之下，金企联盟对类金融资产投资的影响系数比总投资水平的影响系数大得多，说明企业建立金企联盟之后，确实会将更多的资金投入类金融资产之中，增大企业“脱实向虚”的水平。此外，本文还通过参考杜勇等（2017）的方法，计算上市公司下一年主营业务业绩（利润总额-投资收益-公允价值变动收益+对联营企业和合营企业的投资收益）的增长率（ $CorePRate_{i,t+1}$ ）。企业建立金企联盟对下一年主营业务业绩的增长率的影响系数显著为负，说明随着金企联盟的建立，企业会将更多的资金投入类金融资产之中，挤占主营业务的增长空间。综合表7的结果，我们认为企业与金融机构建立战略联盟确实可以增加企业的投资水平，提高企业的投资收益，但是也会引起企业类金融资产投资大幅增加，导致企业“脱实向虚”的现象更加严重，这种现象需要引起我们的关注与警惕。

表7 机制检验

Panel A: 金企联盟对企业风险承担水平的影响					
	RISK1 <sub>i,t</sub>	RISK2 <sub>i,t</sub>	Volatility <sub>i,t</sub>		
Finance <sub>i,t</sub>	0.008*	0.013*	0.001***		
	(1.86)	(1.82)	(3.39)		
样本量	7247	7247	9143		
Adj. R2	0.097	0.095	0.673		
Panel B: 金企联盟对经营成本的影响					
	LnCost <sub>i,t</sub>	CROR <sub>i,t</sub>			
Finance <sub>i,t</sub>	-0.062*	0.030***			
	(-1.78)	(2.68)			
样本量	9156	9156			
Adj. R2	0.831	0.237			
Panel C: 金企联盟对融资水平的影响					
	LnFund <sub>i,t</sub>	Fundshare <sub>i,t</sub>	LnBond <sub>i,t</sub>	Bondshare <sub>i,t</sub>	LnLoan <sub>i,t</sub>
Finance <sub>i,t</sub>	0.142*	0.018***	1.193***	0.007**	1.180**
	(1.84)	(2.81)	(2.61)	(2.08)	(2.15)
样本量	9140	9140	4805	4805	5825
Adj. R2	0.457	0.179	0.494	0.264	0.112
Panel D: 金企联盟对企业投资与脱实向虚的影响					
	LnInvest <sub>i,t</sub>	ROIC <sub>i,t</sub>	LnFinInv <sub>i,t</sub>	CorePRate <sub>i,t+1</sub>	
Finance <sub>i,t</sub>	0.855***	0.011***	1.300*	-0.132*	
	(2.82)	(2.71)	(1.65)	(-1.79)	
样本量	8255	9156	3973	4696	
Adj. R2	0.354	0.208	0.320	0.024	
年度效应	是	是	是	是	是

行业效应	是	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是	是

## 六、不同机构类型金企联盟的异质性影响研究

金融行业作为一个功能与组织形式都具有多样性的行业，上市公司与不同细分领域的金融构建战略联盟对公司的绩效也可能存在着不同的影响效果。因此本文根据中国统计局发布的2017年第四次修订的《国民经济行业分类》以及中国人民银行发布的《金融机构编码规范》对金融机构的分类标准，将金企联盟中的金融机构分成银行类 ( $Bank_{i,t}$ )，证券类 ( $Security_{i,t}$ )，保险类 ( $Insurance_{i,t}$ )，信托类 ( $Trust_{i,t}$ ) 以及其它类 ( $Other_{i,t}$ )，对不同机构金企联盟的异质性影响进行进一步检验与分析。此外，区分企业的所有权和所在地区市场化程度，可以有效地区分企业获得金融资源的难易程度。

### (一) 分机构类型金企联盟合作内容的异质性

在现代市场经济之中，金融机构作为一种特殊的企业，其经营内容主要是货币的收付、借贷及各种与货币资金流动有关的各种金融业务。这意味着企业与金融机构建立战略联盟天然就具有其他非金融机构之间联盟所不具备的特殊性，即选择金融机构作为联盟伙伴有望为企业带来更多的资金资源、投资机会以及更全面、更优质的金融服务。为从源头上分析与认识金企联盟合作内容的特殊性，本文首先人工标记所有上市公司战略联盟公告的合作内容；其次，采用词向量 Word2Vec 技术对上市公司所有战略联盟公告的合作内容进行预学习；再次，本文采用 TF-IDF (词频反词频) 技术对金企联盟合作内容中出现频率较高，但是在全体战略联盟合作内容中出现频率较少的词语进行定位和抓取，以筛选和识别出金企联盟合作内容中较常出现的特质性词汇；最后，本文根据上述方法计算出来的特质性词汇的权重系数绘制出反映金企联盟合作内容特质性的词频云图 (图 1)，特质性词汇出现的词频系数值越大，在词频云图中显示的比例越大。通过对以上金企联盟合作内容中特殊专业词汇的进一步分析，本文发现金企联盟可以为企业带来成立投资基金、获取授信额度、进行理财与资产管理、开展资产证券化、开发保险产品等其他战略联盟所不具备的特殊性合作内容。为分析企业与不同类型金融机构建立金企联盟所开展合作内容的差异性，本文将金企联盟合作内容中出现投资基金 ( $InvFund_{i,t}$ )、授信额度 ( $Credit_{i,t}$ )、理财与资产管理 ( $AssetMange_{i,t}$ )、资产证券化 ( $Securitization_{i,t}$ )、保险产品 ( $Insproduct_{i,t}$ ) 相关业务内容的公告分别设置虚拟变量，如果该企业当年在所有金企联盟的公告中有披露与金融机构展开以上业务的合作则设为 1，没有则为 0。再将以上业务内容作为因变量，利用 Probit 模型对式 (1) 中的解释变量进行回归，以检验企业与不同类型金融机构建立金企联盟开展金融合作业务的差异性。





图 1 金企联盟合作内容的词频云图

表 8 反映企业与不同类型金融机构建立金企联盟所展开合作内容的异质性。在五类金企联盟的合作内容之中，企业与银行建立金企联盟 ( $Bank_{i,t}$ ) 取得获取授信额度 ( $Credit_{i,t}$ )，以及理财与资产管理 ( $AssetMange_{i,t}$ ) 的最大系数，说明企业与银行联盟可以为企业带来更多的信贷资金支持，也可以为企业提供更多较为稳健的理财与资金增值机会；企业与证券公司建立金企联盟 ( $Security_{i,t}$ ) 在成立投资基金 ( $InvFund_{i,t}$ ) 和开展资产证券化 ( $Securitization_{i,t}$ ) 中获得最大系数，说明企业构建与证券类机构联盟可以为企业创造更多更具有挑战性的投资机会，同时也有利于企业发展资产证券化业务，提高企业的直接融资水平；企业与保险公司建立金企联盟 ( $Insurance_{i,t}$ ) 在开发使用保险产品 ( $Insproduct_{i,t}$ ) 中的系数最大，有利于满足企业为利益相关者增加保险保障、加强风险管理的需求。此外，企业与信托机构 ( $Trust_{i,t}$ ) 建立金企联盟，显著增加成立投资基金 ( $InvFund_{i,t}$ )、获取授信额度 ( $Credit_{i,t}$ ) 以及开发和使用保险产品 ( $Insproduct_{i,t}$ ) 的概率。企业与其他金融机构 ( $Other_{i,t}$ ) 建立的金企联盟，除资产证券化 ( $Securitization_{i,t}$ ) 以外，其他 4 种金融业务合作与开展的概率都得到显著提高。

表 8 不同机构类型金企联盟合作内容差异性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	InvFund <sub>i,t</sub>	Credit <sub>i,t</sub>	AssetMange <sub>i,t</sub>	Securitization <sub>i,t</sub>	Insproduct <sub>i,t</sub>
Bank <sub>i,t</sub>	1.373*** (3.94)	5.048*** (11.41)	3.418*** (13.20)	2.307*** (4.57)	2.493*** (9.72)
Security <sub>i,t</sub>	2.510*** (15.04)	0.961** (2.05)	1.546*** (5.61)	2.444*** (6.33)	1.094*** (3.82)
Insurance <sub>i,t</sub>	-2.439* (-1.87)	-1.084 (-1.38)	1.575** (2.42)	0.000 (.)	3.887*** (8.01)
Trust <sub>i,t</sub>	2.261*** (8.74)	1.281** (2.33)	0.625 (1.61)	0.005 (0.01)	1.945*** (6.26)
Other <sub>i,t</sub>	1.789*** (5.09)	2.249*** (5.03)	1.824*** (3.93)	0.000 (.)	2.258*** (6.70)
年度效应	是	是	是	是	是
行业效应	是	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是	是

样本量	7220	7838	6967	4536	6957
Pseudo. R2	0.588	0.827	0.674	0.525	0.665

### (二) 分机构类型金企联盟合作绩效的异质性

为对不同机构类型金企联盟的合作绩效进行分析,本文也用不同机构类型的虚拟变量对式(1)中的  $Finance_{i,t}$  进行替换,再进行回归,以检验不同机构类型金企联盟的合作效果。表 9 结果显示,与银行 ( $Bank_{i,t}$ ) 联盟有利于公司的  $ROE$  的提升。与证券类机构 ( $Security_{i,t}$ ) 进行联盟,上市公司的  $ROA$  提高 0.009 个单位,  $ROE$  提高 0.018 个单位,  $EBITOA$  提高 0.012 个单位,均在 5%的水平上显著。与保险类机构 ( $Insurance_{i,t}$ ) 进行合作,显著地提高公司的  $ROE$ 、 $EBITOA$  以及  $TobinQ$ 。与信托类 ( $Trust_{i,t}$ )、其它类金融机构 ( $Other_{i,t}$ ) 合作四个指标均不显著。这充分说明与证券类、保险类机构开展战略联盟最能够显著提高公司的经营绩效、银行类金融机构次之,而与信托类、其他类金融机构组建战略联盟对公司绩效不显著。

表 9 不同机构类型金企联盟合作绩效的异质性影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROAi,t	ROEi,t	EBITOAi,t	TobinQi,t
Banki,t	0.007 (1.07)	0.020** (2.17)	0.007 (0.98)	0.022 (0.24)
Securityi,t	0.009** (2.32)	0.018** (2.42)	0.012*** (2.78)	0.087 (1.22)
Insurancei,t	0.018 (1.53)	0.029* (1.78)	0.019* (1.82)	0.901** (2.06)
Trusti,t	-0.002 (-0.30)	0.001 (0.06)	-0.001 (-0.15)	0.033 (0.29)
Otheri,t	-0.010 (-1.07)	-0.018 (-0.94)	-0.006 (-0.60)	0.350 (1.31)
年度效应	是	是	是	是
行业效应	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是
样本量	9156	9156	9156	9156
Adj. R2	0.355	0.223	0.292	0.436

### (三) 分机构类型金企联盟对中介变量的影响

为进一步分析不同类型金融机构绩效影响异质性的原因,本文也沿用前文机制检验部分的机制变量:股价日收益率的波动率 ( $Volatility_{i,t}$ ),成本费用利润率 ( $CROR_{i,t}$ ),投资支付现金的对数 ( $LnInvest_{i,t}$ ),来分别检验不同机构类型金企联盟对风险承担、经营成本和投资水平的影响。表 10 的列(1)显示企业与信托类机构联盟最能显著提高企业的风险承担水平 ( $Volatility_{i,t}$ ),这可能是因为与其他金融机构相比,信托机构数量较少,管理资金规模庞大,且大部分都由国家或省部级政府出资设立,资金实力雄厚。上市公司,特别是民营企业与信托类金融机构联盟,可以加强与国有金融机构的业务联系,获得国有资本的强力支持,从而显著提高企业的风险承担能力。列(2)显示企业与证券和银行类金融机构建立联盟都可以显著提高企业的成本费用利润率 ( $CROR_{i,t}$ ),并

且证券类的系数在 1%的统计水平上显著。这说明证券和银行类金融机构作为联络资金的桥梁，也是信息传递的重要媒介，企业加强与证券和银行类金融机构的合作，可以拓宽企业获取信息的渠道，改善经营管理，降低成本与费用，实现公司经营效率的提高。列（3）显示企业与不同类型金融机构联盟对企业投资水平的影响，可以看到企业与证券类金融机构联盟最能提高企业的投资水平，且在 1%的统计水平上显著，这也与前文不同类型金融机构的合作内容相符，企业与证券类金融机构联盟最有可能创立新的投资基金，同时最大程度地提高企业的投资水平。

表 10 不同机构类型金企联盟合作绩效的异质性影响

	(1) Volatility <sub>i,t</sub>	(2) CROR <sub>i,t</sub>	(3) LnInvest <sub>i,t</sub>
Bank <sub>i,t</sub>	0.001 (1.04)	0.028* (1.67)	0.794 (1.30)
Security <sub>i,t</sub>	0.001 (1.36)	0.041*** (2.63)	0.942** (2.48)
Insurance <sub>i,t</sub>	0.001 (0.97)	0.043 (0.81)	0.143 (0.15)
Trust <sub>i,t</sub>	0.001** (2.09)	-0.017 (-0.90)	0.155 (0.23)
Other <sub>i,t</sub>	0.001 (1.28)	0.003 (0.09)	0.025 (0.03)
年度效应	是	是	是
行业效应	是	是	是
控制变量	是	是	是
样本量	9143	9156	8255
Adj. R2	0.673	0.236	0.353

#### （四）企业所有制的异质性影响

许多文献证明国有企业与民营企业在公司发展方面的差异性。相比于民营企业，国有企业天然的政治关联与多元目标促使国有企业拥有融资便利、政府补贴与税收减免等多重优势。因此，本文认为金企联盟对国有企业与民营企业的绩效提升效果也可能存在不同影响。实证结果如表 11 所示，在非国有企业的样本中，建立金企联盟对四个经营绩效的指标均显著为正，且均在 5%的统计水平及以上显著；与此相对的是，在国有企业的样本中，建立金企联盟对经营绩效的指标均不显著。这可能是由于，金企联盟对企业经营绩效的提高主要来自于提高企业融资水平，提供资金支持，拓宽融资渠道在“融资难，融资贵”的民营企业更加重要，因此金企联盟可以为民营企业带来立竿见影的绩效提高效果。

表 11 企业所有制的异质性影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	非国有企业				国有企业			
	ROA <sub>i,t</sub>	ROE <sub>i,t</sub>	EBITOA <sub>i,t</sub>	TobinQ <sub>i,t</sub>	ROA <sub>i,t</sub>	ROE <sub>i,t</sub>	EBITOA <sub>i,t</sub>	TobinQ <sub>i,t</sub>
Finance <sub>i,t</sub>	0.007**	0.013**	0.009***	0.210***	0.000	0.015	-0.003	-0.031

	(2.09)	(2.15)	(2.73)	(2.98)	(0.05)	(1.01)	(-0.33)	(-0.21)
年度效应	是	是	是	是	是	是	是	是
行业效应	是	是	是	是	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	8091	8091	8091	8091	1065	1065	1065	1065
Adj. R2	0.353	0.232	0.287	0.442	0.434	0.277	0.432	0.445

### (五) 地区市场化水平的异质性影响

地区市场化程度也是影响企业生产经营发展的重要因素，并且不同地区的市场化程度存在较大差异。本文按照王小鲁等（2019）公布的《中国分省份市场化指数报告（2018）》中市场化指数的中位数，将本文的研究样本分为高市场化地区和低市场化地区进行进一步分析。表 12 显示构建金企联盟对市场化程度低地区企业经营绩效的影响系数均显著高于市场化程度高地区企业。这说明金企联盟可以在一定程度上成为市场化程度较低地区的企业获取金融资源的有效补充，促使它们获得更大的绩效提升。

表 12 地区市场化水平的异质性影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	高市场化水平地区				低市场化水平地区			
	ROAi,t	ROEi,t	EBITOAi,t	TobinQi,t	ROAi,t	ROEi,t	EBITOAi,t	TobinQi,t
Financei,t	0.003 (0.72)	0.009 (1.03)	0.007 (1.39)	0.135 (1.48)	0.009** (2.35)	0.018*** (2.63)	0.010** (2.38)	0.250*** (2.62)
年度效应	是	是	是	是	是	是	是	是
行业效应	是	是	是	是	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	4451	4451	4451	4451	4705	4705	4705	4705
Adj. R2	0.376	0.234	0.287	0.437	0.335	0.214	0.299	0.437

## 七、结论与启示

本文收集整理 2007-2018 年 A 股新上市公司发布的战略联盟公告，通过将机器学习文本分析算法与人工阅读结合的方式，筛选并设置上市公司与金融机构建立战略联盟的一系列变量，对上市公司构建金企联盟的经营绩效影响进行系统全面的实证分析。研究发现，上市公司构建金企联盟可以显著提升该公司的经营绩效，在经过内生性、稳健性检验之后，该结果依然成立。同时，本文发现上市公司构建金企联盟可以通过增强企业风险承担能力，降低公司的经营成本，增加企业的投资和融资水平等中介变量提升公司的绩效，但也存在可能助推企业“脱实向虚”的风险。在金企联盟的异质性分析中，本文发现企业与证券类、保险类金融机构进行联盟的绩效提升效果更为显著，与银行类、保险类机构进行联盟可以显著提高企业融资获得的现金水平，与信托类机构进行联盟可以显著提高企业的风险承担能力，与证券类金融机构进行联盟可以显著提高企业的成本利润率和投资水平，并且非国有企业或市场化程度低地区企业构建金企联盟可以获得更大的

绩效提升。

基于上述研究结论，本文得到如下启示：首先，上市公司可以通过金企联盟与金融机构建立长期稳定的合作关系，企业可以通过金企联盟加强同金融机构的学习交流，改善公司的资本运营与财务管理，通过发挥金融机构的信息媒介作用，完善上下游供应链管理，发掘更多优质的投资机会，实现企业长期的健康稳定发展。不同类型的金融机构对于合作内容各有侧重点，能给企业带来不同的效益与帮助，企业可以根据自身经营发展的需要，构建有针对性的金企联盟。其次，金融机构也可以通过积极与其他企业建立战略联盟，进一步巩固优质客户，加强对优势资源的吸收与整合，完善信息服务网络，通过金企联盟深入联盟企业更及时地了解到更具体的客户需求与市场需求信息，与联盟企业进行实时沟通、共同设计，开展更针对性的差异化创新，提炼与巩固自身的竞争优势，也可以帮助金融机构自身获取更大的经济效益。最后，非国有企业和市场化程度低地区企业建立金企联盟可以获得更大的绩效提升结果，也从侧面反映出我国市场上金融资源在不同产权企业和不同地区之间分布的不平衡。监管部门既要看到金企合作对于加强企业与金融机构的合作与联系，提高直接融资比例，完善资本市场与促进金融机构改革的有利效果，也要看到企业通过金企联盟获得更多资金投入金融投资，扩大“脱实向虚”风险的不利影响。监管部门要针对金企联盟的双重影响进行有针对性的政策引导，在发挥金企联盟提高企业绩效，促进金融机构改革的同时，加强对企业投资金融资产的监管与限制，重视对企业“脱实向虚”现象的劝诫与治理。

## 参考文献

- [1] 蔡继荣、胡培,2007:《基于生产组织模式选择超边际分析的战略联盟稳定性边界研究》,《中国管理科学》第2期。
- [2] 陈洁、王方华,2006:《基于卡特尔模型的营销渠道分销商联盟机制设计》,《中国管理科学》第1期。
- [3] 成程、陈彦名、黄勃,2022:《战略联盟对中国企业国际化的影响研究——来自上市公司公告大数据文本分析的证据》,《国际贸易问题》第6期。
- [4] 戴璐,2013:《企业从战略联盟的学习中发展了能力吗?——绩效理论的解释与拓展》,《会计研究》第12期。
- [5] 杜勇、张欢、陈建英,2017:《金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制》,《中国工业经济》第12期。
- [6] 高杲、徐飞,2010:《战略联盟的不完全性分析》,《南开管理评论》第6期。
- [7] 何瑛、于文蕾、杨棉之,2019:《CEO复合型职业经历、企业风险承担与企业价值》,《中国工业经济》第9期。
- [8] 黄勃、李海彤、江萍、雷敬华,2022:《战略联盟、要素流动与企业全要素生产率提升》,《管理世界》第10期。
- [9] 黄小琳、朱松、陈关亭,2015:《持股金融机构对企业负债融资与债务结构的影响——基于上市公司的实证研究》,《金融研究》第12期。
- [10] 李林木、于海峰、汪冲、付宇,2020:《赏罚机制、税收遵从与企业绩效——基于纳税信用管理制度的研究》,《经济研究》第6期。
- [11] 潘镇、李晏墅,2008:《联盟中的信任——一项中国情景下的实证研究》,《中国工业经济》第4期。
- [12] 彭俞超、黄志刚,2018:《经济“脱实向虚”的成因与治理:理解十九大金融体制改革》,《世界经济》第9期。
- [13] 钱宗鑫、付鹏璐、陈欣彤,2021:《银行竞争对制造业上市公司融资约束的影响研究》,《经济理论与经济管理》第10期。
- [14] 苏治、方彤、尹力博,2017:《中国虚拟经济与实体经济的相关性——基于规模和周期视角的实证研究》,《中国社会科学》第8期。
- [15] 王茂斌、孔东民,2016:《反腐败与中国公司治理优化:一个准自然实验》,《金融研究》第8期。
- [16] 王小鲁、樊纲、胡李鹏,2019:《中国分省份市场化指数报告(2018)》,北京:社会科学文献出版社。
- [17] 徐二明、徐凯,2012:《资源互补对机会主义和战略联盟绩效的影响研究》,《管理世界》第1期。
- [18] 徐飞、徐立敏,2003:《战略联盟理论研究综述》,《管理评论》第6期。

- [19] 张成思,2019:《金融化的逻辑与反思》,《经济研究》第11期。
- [20] 赵超、王铁男,2019:《伙伴年龄非对称性对企业战略联盟价值的影响》,《管理评论》第11期。
- [21] 朱恩伟、吴璟、刘洪玉,2019:《基于新闻文本共现性的银企关系分析——以房地产上市公司为例》,《金融研究》第2期。
- [22] Cabral, L., and G. Pacheco-De-Almeida, 2019, “Alliance Formation and Firm Value”, *Management Science*, 65(2): 879-895.
- [23] Claessens, S., Feijen, E., and Laeven, L., 2008, “Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions,” *Journal of financial economics*, 88(3): 554-580.
- [24] Farrell, J. and Rabin, M., 1996, “Cheap talk”, *Journal of Economic perspectives*, 10(3), 103-118.
- [25] Ferris, S.P., Kim, K.A. and Kitsabunnarat, P., 2003, “The costs (and benefits?) of diversified business groups: The case of Korean chaebols”, *Journal of Banking & Finance*, 27(2): 251-273.
- [26] Kanagaretnam, K., Lobo, G.J. and Whalen, D.J., 2007, “Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?”. *Journal of Accounting and Public policy*, 26(4): 497-522.
- [27] Schildt, H., T. Keil, and M. Maula, 2012, “The Temporal Effects of Relative and Firm - level Absorptive Capacity on Interorganizational Learning”, *Strategic Management Journal*, 33(10): 1154-1173.
- [28] Srinidhi B., F. A.Gul, and J.Tsui.,2011,“Female Directors and Earnings Quality”, *Contemporary Accounting Research*, 28(5): 1610-1644.
- [29] Stratos, K., Collins, M. and Hsu, D., 2016, “Unsupervised Part-of-speech Tagging with Anchor Hidden Markov Models”, *Transactions of the Association for Computational Linguistics*, 4: 245-257.

# **Does Financial Strategic Alliance Promote the Performance of Listed Companies? ——Evidence from the Strategic Alliance between Financial Institutions and Listed Companies**

LEI Jinghua<sup>1,2</sup> ZOU Yuanfang<sup>1</sup> HUANG Bo<sup>1,2,3</sup> WANG Wanglong<sup>4</sup>

- (1. School of Finance, Renmin University of China;
2. China Financial Policy Research Center, Renmin University of China;
3. Credit Manage Research Center, Renmin University of China;
4. School of Finance and Statistics, Hunan University)

**Abstract:** Strategic alliances between listed companies and financial institutions are an important way to improve performance. This paper collects announcements from Chinese A-listed companies and empirically analyzes the impact of the establishment of the financial-enterprise alliances on performance. The results show that the establishment of financial-enterprise alliances can improve performance by enhancing the level of risk-taking, reducing operating costs, and improving financing level, but it also increases the risk of "financialization". In addition, alliances between enterprises and securities and insurance financial institutions are more effective. Financial-enterprise alliances significantly improve the performance of non-state-owned enterprises and enterprises in low-market areas, and alleviate the imbalance in financial resources.

**Keywords:** Financial institutions; Strategic alliances; Operating Performance; Firm Financialization





中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn