

连锁股东与企业数字化转型

刘敬杭

上海工程技术大学管理学院, 上海

收稿日期: 2024年1月4日; 录用日期: 2024年1月15日; 发布日期: 2024年2月29日

摘要

连锁股东对企业转型发展具有重要的引导作用, 面对数字经济时代企业的数字化转型困境, 连锁股东能否进一步发挥效力值得深入探究。本文选取2011~2021年沪深A股上市公司数据, 实证检验连锁股东对企业数字化转型的影响。研究结果表明: 连锁股东能够显著驱动企业数字化转型, 并带来企业经济绩效的提升, 这一结论经过一系列稳健性检验后依然成立。异质性分析显示, 连锁股东在非国有企业、管理层持股的企业中对企业数字化转型的作用更明显。本文对深入理解企业数字化转型中的连锁股东的作用具有一定的启示意义。

关键词

连锁股东, 数字化转型, 数字经济

Chain Shareholders and the Digital Transformation of Enterprises

Jinghang Liu

School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Jan. 4th, 2024; accepted: Jan. 15th, 2024; published: Feb. 29th, 2024

Abstract

Chain shareholders play an important guiding role in the transformation and development of enterprises, and in the face of the dilemma of digital transformation of enterprises in the era of digital economy, it is worth exploring whether chain shareholders can further exert their effectiveness. This paper selects the data of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2011 to 2021 to empirically test the impact of chain shareholders on the digital transformation of enterprises. The results show that chain shareholders can significantly drive the digital transforma-

tion of enterprises and bring about the improvement of economic performance, and this conclusion is still valid after a series of robustness tests. Heterogeneity analysis shows that chain shareholders play a more obvious role in the digital transformation of enterprises in non-state-owned enterprises and enterprises with management shares. This paper has certain implications for an in-depth understanding of the role of chain shareholders in the digital transformation of enterprises.

Keywords

Chain Shareholders, Digital Transformation, Digital Economy

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

根据《埃森哲中国企业数字转型指数研究(2019)》的数据, 2018年中国数字经济规模为31.3万亿元, 占当年GDP比重高达34.8%。2002~2020年中国数字经济占国内生产总值(GDP)的比重由10.0%提升至38.6%, 其中核心产业增加值占GDP比重达到了7.8%, 数字经济为经济社会持续健康发展提供了强大动力。然而, 企业数字化转型在经济实践中也面临着较多阻碍, 许多企业基础技术技能不足导致“不会转型”, 成本投入过高带来“不能转型”和转型阵痛长期化引发“不敢转型”。根据中国工业和信息化部公布的数据显示, 中国企业进行较为成熟的数字化转型占比约为25%, 远低于欧洲(46%)和美国(54%)的水平, 有过半企业未明确是否以数字化转型推动其组织变革, 数字经济发展的企业渗透力低。

那么, 哪些因素影响了企业数字化转型呢? 现有文献认为管理层特征能够对企业数字化转型产生明显影响。但是, 股东作为企业权益资本的供给者, 是企业收益与风险的最终承担者。股东治理不但是公司治理的基础, 也是中国上市公司重要的治理模式[1], 而股东属性、持股比例等的差异不但会影响企业价值最大化目标的实现, 也会影响股东治理效果以及对管理层的监督与约束效率, 进而影响管理层做出的决策。尤其是在数字经济时代, 云会议、区块链等数字技术的使用进一步提升了股东参与治理的可能, 这在一定程度上提升了股东治理效率。然而, 现有文献并未基于股东治理视角对企业数字化转型问题进行研究[2]。因此, 基于股东治理视角的研究, 不但有助于完善和拓展数字化转型的研究框架与内容, 也能够更加清晰地认识推动中国企业数字化转型的动力机制。

相对于以往文献, 本文的研究贡献集中于以下几个方面: 第一, 进一步扩展了连锁股东经济后果的研究视角。现有有关连锁股东的文献较少, 本文的研究扩展了连锁股东经济后果的研究视野, 由现有的连锁股东对投资效率、会计信息质量的影响扩展到企业研发投入意愿激发上, 也为Vives (2020)提供了中国上市公司经验证据的支持。第二, 为进一步确认识连锁股东及其产生的经济后果的“黑箱子”提供了理论和经验证据的支持。鲜有文献发现连锁股东的正面影响和作用机制, 本文研究发现, 连锁股东能够通过缓解企业融资约束从而降低企业的资金压力, 进而促进企业的数字化转型, 这为进一步打开连锁股东如何影响数字化转型的“黑箱子”提供了新的认知视野。第三, 大部分学者研究的是数字化转型带来的经济贡献与后果, 本文则从另一个角度出发, 探讨促进企业数字化转型的动因, 扩充了企业数字化转型的相关文献的研究内容, 也为企业进行数字化转型提供了参考。

2. 理论分析与研究假设

不同于其他投资活动,企业数字化转型具有信息不对称性强、投资风险高、不确定性大,周期长的特点,往往会受到融资约束、风险承受和信息资源的影响,只有数字化转型所需的要素充分,转型活动才能够开展。根据投资者组合理论,连锁股东作为投资组合的所有者相对于单一投资股东具有两个不同的特点[3],第一是连锁股东往往不是追求单一企业投资价值的最大化,而是追求投资组合价值的最大化,这就可能导致连锁股东具有投资合谋的倾向第二,由于连锁股东具有行业内的投资经验,往往拥有行业发展动态、行业特质信息等,并且通过连锁股东形成的网络传递给不同企业[4],表现为协同效应。与此同时,连锁股东由于是上市公司的前十大股东,其持股比例越高,越有可能拥有上市公司的董事席位或者高管席位,从而具有影响投资组合内上市公司数字化转型决策的能力[5]。从连锁股东对企业数字化转型的协同效应来看,相对于单一投资股东,连锁股东有利于促进企业数字化要素的形成,促进企业数字化转型。一方面,连锁股东能够降低企业数字化转型过程中的“信息匮乏”。从社会网络理论来看,公司的相关决策制定也并非完全由公司自身的信息集而独立产生,会借鉴其他公司类似政策信息[6],公司间的信息传递能降低公司决策的风险和不确定性,这其中重要的信息传递渠道就是连锁股东网络。连锁股东由于投资行业内的多家公司,一方面本身具有丰富的投资经验、信息和资源[7],另外一方面,也具有行业内投资企业有关公司经营战略、市场环境、投融资机会和政策变化等公司运营层面的信息,这些信息通过连锁股东网络产生的“信息传递桥梁”传递到被投资的其他企业中,达到低成本传递企业间信息和资源的目的[8]。连锁股东能够提高企业数字化转型的风险承担水平。企业数字化转型活动具有较高的不确定性,因此,企业数字化转型决策需要更高的失败容忍度和风险承担水平[9]。连锁股东由于投资多个企业,产生投资组合[10],根据投资组合理论,投资多元化能够降低整体投资风险,从而有助于提高企业对单个投资项目的风险承担水平,甚至可以通过调整投资组合形式来降低整体投资风险,以实现其投资效用最大化,因此,连锁股东可以促进企业能够容忍单个企业的数字化转型失败[11],提高了企业数字化转型的风险承担程度[12],从而有利于企业数字化转型活动的开展。基于以上分析,提出假设:连锁股东显著促进了企业数字化转型。

3. 研究设计

3.1. 数据来源

本文以 2011~2021 年沪深 A 股上市公司的数据为分析对象,研究数据主要来源于两个数据库:一是企业年报数据,用于测度企业数字化转型程度,来源于巨潮资讯网;二是公司财务数据,用于连锁股东、融资约束和控制变量的度量,来源于国泰安(CSMAR)数据库。

为提高实证回归质量,本文对数据进行了如下处理:

第一,剔除金融类(包括房地产企业)等特殊企业;

第二,剔除 ST、*ST、PT 处理及终止上市的企业、剔除资产负债率大于 1 的上市公司观测值;

第三,剔除首次公开募股的观测值;

第四,剔除关键财务变量缺失的观测值;第五,仅保留那些至少连续五年不存在缺失的样本;第六,对所有微观层面的连续变量进行 1%和 99%的缩尾处理,以减少异常值的干扰。最终得到 32,118 个观测值。

3.2. 变量及其界定

(1) 被解释变量:企业数字化转型(ADT)(见表 1)。数字化转型的相关特征信息更容易体现在具有总结和指导性质的企业年报中。因此,从上市企业年报中涉及企业“数字化转型”的词频统计角度来刻画

转型程度, 有其可行性和科学性[13]。具体来看, 通过上市企业公布的年度报告中的相应关键词频测度, 作为企业数字化转型的代理指标, 借助 Python 爬虫功能归集整理上海证券交易所、深圳证券交易所全部 A 股上市企业的年度报告, 并通过 Java PDFbox 库提取所有文本内容, 匹配同企业“数字化转型”有关的关键词词频数。目前企业数字化转型水平的测度主要通过对年报进行文本分析, 从中提取关键词并对词频进行加总。本文借鉴赵宸宇等(2021)的做法, 从数字技术应用、互联网商业模式、智能制造和现代信息系统四个维度对企业年报进行词频分析, 并依据年报长度对词频总数进行标准化处理。

Table 1. Measurement of enterprise digital transformation

表 1. 企业数字化转型的测度

维度	分类词语	出现频率较高的文本组合	分词词典
数字技术应用	数据、数字、数字化	数据管理、数据挖据、数据网络、数据平台、数据中心、数据科学、数据控制、数字技术、数字通信、数字网络、数字智能、数字终端、数字营销、数字化	数据管理、数据挖掘、数据网络、数字平台数据中心、数字科学、数字控制、数字技术、数字网络、数字智能、数字终端、数字营销、数字化、大数据、云计算、云 IT、云服务、云平台, 区块链、物联网, 机器学习
互联网商业模式	互联网、电商	移动互联网、上业互联网、产业亚取网、互联网解决方案、亚联网技术互联网思像、亚联网行动、互联网业务、互联网移动、互联网应用、重联网营销、互联网战略、气联网平台气联网校式、互联网商业硕式、凡民网生态、电商、电子商务	移动互联网、工业互联网、产业互联网、互联网解决方案、互联网技术、互联网行动、互联网业务、互联网移动、互联网应用、互联网营销、互联网战略、互联网平台、互取网模式、互联网商业模式、电子商务
智能制造	智能、智能化、自动、数控、一体化、集成	人工智能、高端智能、工业智能、移动智能、智能控制、智能终端、智能移动、智能管理、智能工厂、智能物流、智能制造、智能仓储、智能技术、智能设备、智能生产、智能网联、智能系统、智能化、自动控制、自动监测、自动监控、自动检测、自动生产、数控、一体化、集成化、集成解决方案、集成控制、集成系统	人工智能、高端智能、工业智能、移动智能、智能控制、智能终端、智能移动、智能管理、智能工厂智能物流、智能制造、智能仓储、智能技术、智能设备、智能生产、智能网联、智能系统、智能化、自动控制、自动监测、自动监控、自动检测、自动生产、数控、体化、集成化、集成解决方案、集成控制、集成系统、工业云未来工厂、智能故障诊断、生命周期管理、生产制造执行系统、虚拟化、虚拟制造
信息化	信息, 信息化、网络化	信息共享、信息管理、信息集成、信息软件、信息系统、信息网络、信息终端、信息中心、信息化、网络化	信息共享、信息管理、信息集成、信息软件、信息系统、信息网络、信息终端、信息中心、信息化网络化、工业信息、工业通信

(2) 核心解释变量(见表 2): 连锁股东(*CROSS*)。参照 He 和 Huang (2017)、Chen 等(2018)、潘越等(2020)的研究, 本文按照以下步骤构建指标衡量连锁股东(*CROSS*): 第一, 以季度为单位, 保留持股比例不低于 5% 的股东。根据我国证券法的规定, 持股比例达到 5% 的股东对公司经营与决策具有较大影响, 且具有天然的优势地位。因此, 本文以持股比例 5% 为分界点; 第二, 在每个季度上, 计算每家公司有多少股东持股比例不低于 5% 且在同行业其他企业持股比例也不低于 5%; 最后, 对上述的连锁股东数量求年度均值, 并加 1 取自然对数。其中, 行业按照证监会 2012 行业标准, 制造业细分到二级代码, 其他行业细分到一级代码。

(3) 中介变量(见表 2): 融资约束(*KZ*)。借鉴 Kaplan 等的研究方法, 计算出相应的 *KZ* 指数作为样本

企业融资约束的代理变量，指数值越大意味着企业面临的融资约束越紧张。

(4) 控制变量(见表 2): 借鉴和综合现有相关研究, 为提高研究模型的拟合程度, 控制了一系列可能影响企业数字化转型的公司特征变量, 涵盖了企业规模(size)、资产负债率(lev)、净资产收益率(roe)、是否亏损(loss)、两职合一(dual)、前十大股东持股比例(top10)、上市年限(listage)、审计意见(opinion)。

Table 2. Definitions of major variables

表 2. 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
企业数字化转型	<i>Adt</i>	四个维度对企业年报进行词频分析
连锁股东	<i>Cross</i>	季度层面的连锁股东求年度均值并加 1 取自然对数
融资约束	<i>Kz</i>	数值越大意味着企业面临的融资约束越紧张
企业规模	<i>Size</i>	期末资产总额并取自然对数
资产负债率	<i>Lev</i>	期末总负债除以期末总资产
净资产收益率	<i>Roe</i>	公司净利润除以公司净资产
是否亏损	<i>Loss</i>	亏损为 1, 否则为 0
两职合一	<i>Dual</i>	董事长与总经理同为一入取值为 1, 否则为 0
前十大股东持股比例	<i>Top10</i>	前十大股东持股数量占总股数的比例
上市年限	<i>Listage</i>	上市的时间
审计意见	<i>Opinion</i>	标准审计意见取值为 1, 否则为 0

3.3. 模型建构

为验证连锁股东对企业数字化转型的作用效应, 构造基准回归模型如下:

$$ADT_{it} = \alpha + \beta_1 Cross_{it} + \beta_2 Controls + \sum year + \sum ind + \varepsilon$$

其中, 企业数字化转型(*ADT*)为被解释变量; 连锁股东(*Cross*)是核心解释变量; *Controls* 为前述控制变量, *Industry* 和 *Year* 表示企业的行业和年度固定效应, 分别控制行业层面的非时变因素和年度层面上的冲击影响; ε 为聚类至微观企业层面的随机误差项。描述性统计结果见表 3。

Table 3. Descriptive statistics

表 3. 描述性统计

Variable	N	Min	Max	Mean	SD
企业数字化转型	32,118	0	416	9.839	23.22
连锁股东	32,118	0	1.609	0.103	0.255
<i>Size</i>	32,118	15.58	28.64	22.14	1.331
<i>ListAge</i>	32,118	0	3.466	2.011	0.945
<i>ROE</i>	32,118	-14.82	2.379	0.0640	0.230
<i>Dual</i>	32,118	0	1	0.287	0.452
<i>Opinion</i>	32,118	0	1	0.974	0.158
<i>Lev</i>	32,118	0.00708	1.256	0.416	0.209
<i>Loss</i>	32,118	0	1	0.0975	0.297
<i>Top10</i>	32,118	0.0827	1.012	0.593	0.154

3.4. 实证结果及分析

基于基准回归模型(见表 4)的实证结果如表 4 所示。其中,第(1)列为控制了时间和行业的双向固定效应模型;第(2)列则在第(1)列的基础上加入了控制变量。从回归结果来看,连锁股东对企业数字化转型的影响系数显著为正,表明连锁股东可以显著促进企业数字化转型;第(2)列中连锁股东的回归系数降低为 8.336,对应的 t 值为 3.80,但依然显著,意味着加入了相关控制变量后,连锁股东的企业数字化转型效应尽管有所收敛,但正向促进效果依然明显。假设 1 得以验证。

对于以上实证结果,可能的解释是:一方面,连锁股东具有协同效应,拥有行业发展动态、行业特质信息,对于企业创新,企业数字化转型等有高度敏感性。连锁股东愈多,则企业数字化转型决策越发坚定;另一方面,连锁股东可以缓解信息不对称,金融机构得以更加全面地评估企业融资风险,从而有效缓解企业融资难融资贵难题,纾解企业因资金不足导致无法进行数字化转型的难题。

Table 4. Baseline regression results of chain shareholders and enterprise digital transformation

表 4. 连锁股东与企业数字化转型的基准回归结果

	(1)	(2)
连锁股东	0.646 ^{***} (10.57)	0.153 ^{***} (3.37)
<i>Size</i>		0.460 ^{***} (24.68)
<i>ListAge</i>		0.475 ^{***} (27.95)
<i>ROE</i>		-0.059 ^{***} (-2.68)
<i>Dual</i>		0.030 (1.61)
<i>Opinion</i>		-0.048 (-1.11)
<i>Lev</i>		-0.751 ^{***} (-9.69)
<i>Loss</i>		0.016 (0.95)
<i>Top10</i>		0.146 (1.44)
<i>Constant</i>	2.746 ^{***} (437.11)	-8.089 ^{***} (-20.68)
<i>Observations</i>	32,118	32,118
<i>Number of id</i>	4028	4028
<i>R-squared</i>	0.014	0.333

4. 稳健性检验

4.1. 替换被解释变量

本文参考吴非(2021)的做法,对人工智能技术、大数据技术、云计算技术、区块链技术、数字技术运用五个维度 76 个数字化相关词频进行统计,构建企业数字化转型程度 **B** 用于替换上文的企业数字化转型程度,进行稳健性检验,结果依然显著(见表 5)。

Table 5. Robustness test—substitution of explanatory variables

表 5. 稳健性检验 - 替换被解释变量

	(1)	(2)
连锁股东	0.591 ^{***} (8.88)	0.109 ^{**} (2.11)
<i>Size</i>		0.452 ^{***} (22.13)
<i>ListAge</i>		0.480 ^{***} (24.29)
<i>ROE</i>		-0.085 ^{***} (-3.18)
<i>Dual</i>		0.006 (0.29)
<i>Opinion</i>		-0.083 [*] (-1.86)
<i>Lev</i>		-0.696 ^{***} (-8.23)
<i>Loss</i>		0.036 [*] (1.92)
<i>Top10</i>		-0.186 (-1.63)
<i>Constant</i>	1.242 ^{***} (181.26)	-9.205 ^{***} (-21.73)
<i>Observations</i>	32,118	32,118
<i>Number of id</i>	4028	4028
<i>R-squared</i>	0.010	0.292

4.1.1. 对自变量滞后一期

由于企业数字化转型具有滞后效应,因此,本文对连锁股东进行滞后一期,进行稳健性检验,稳健性结果如下,实证结果显示依然稳健(见表 6)。

Table 6. Robustness test-one lag period of independent variables
表 6. 稳健性检验 - 自变量滞后一期

	(1)	(2)
连锁股东	0.555*** (8.59)	0.166*** (3.53)
<i>Size</i>		0.411*** (19.37)
<i>ListAge</i>		0.695*** (27.56)
<i>ROE</i>		-0.074*** (-2.77)
<i>Dual</i>		0.036* (1.83)
<i>Opinion</i>		-0.042 (-0.95)
<i>Lev</i>		-0.695*** (-8.25)
<i>Loss</i>		-0.007 (-0.42)
<i>Top10</i>		0.444*** (4.16)
<i>Constant</i>	2.798*** (436.38)	-7.747*** (-17.95)
<i>Observations</i>	27,670	27,670
<i>Number of id</i>	3,828	3,828
<i>R-squared</i>	0.010	0.323

4.1.2. 剔除部分样本

剔除部分样本后的回归检验结果见表 7。剔除的样本包括两类：一类是突变性的外部因素，可能会干扰实证结果，比如 2015 年的中国股灾，因此剔除和 2015 年后的数据进行稳健性检验；二是考虑到 2020 年新冠疫情的影响，所以也剔除了 2020 年后的样本数据。其中，第(1)列是剔除了 2020 年以后的数据，连锁股东的系数显著为正；第(2)列是仅保留 2010~2014 年的数据的回归结果，连锁股东系数显著为正。以上结果表明，即使在剔除了部分样本后，实证结果仍然能支撑连锁股东发展能够促进企业数字化转型这一结论。

Table 7. Robustness test-some samples were excluded
表 7. 稳健性检验 - 剔除部分样本

	(1)	(2)
连锁股东	0.142 ^{***} (2.70)	0.619 ^{***} (6.53)
<i>Size</i>	0.455 ^{***} (21.43)	0.275 ^{***} (8.74)
<i>ListAge</i>	0.444 ^{***} (23.23)	0.259 ^{***} (9.46)
<i>ROE</i>	-0.060 ^{**} (-2.38)	0.066 (1.57)
<i>Dual</i>	0.021 (1.00)	0.036 (1.21)
<i>Opinion</i>	-0.073 (-1.51)	-0.035 (-0.50)
<i>Lev</i>	-0.759 ^{***} (-8.80)	-0.362 ^{***} (-3.35)
<i>Loss</i>	0.019 (0.96)	-0.007 (-0.25)
<i>Top10</i>	-0.013 (-0.11)	-0.468 ^{***} (-3.26)
<i>Constant</i>	-7.916 ^{***} (-17.98)	-3.920 ^{***} (-6.06)
<i>Observations</i>	24,721	11,113
<i>Number of id</i>	3468	2447
<i>R-squared</i>	0.290	0.096

4.2. 产权异质性检验

按照产权性质把样本企业分为国企和非国企两类，考察不同产权属性的企业对金融科技驱动力的吸收程度。下表的实证结果显示，国企组的回归系数仅在 0.1 的水平上显著，说明在国企中连锁股东给对自身数字化转型的促进作用不明显；而非国企组的回归系数在 0.01 的水平上高度显著，表明相较于国企，连锁股东对于非国企的数字化转型推动效应更加明显。可能的解释是，一方面，国有企业有政府信用背书，一般实力雄厚，更容易获得金融市场的资金支持，凭借本身的信贷资源就能获得相对富裕的资金投入到数字化转型上，此时连锁股东给国企带来的数字化转型效应不明显；另一方面，连锁股东之外的其他因素在国有企业数字化转型中的作用更加明显，比如政策驱动力。相比较而言，非国企融资能力相对较差，面临的竞争环境更加激烈，对外部环境变化的敏感度更高，所以非国企的连锁股东有较强的意愿来降低信息不对称、丰富融资渠道，并提高对企业数字化转型的驱动力(见表 8)。

Table 8. Heterogeneity of property rights
表 8. 产权异质性检验

	(1)	(2)
连锁股东	0.162 [*] (2.13)	0.083 ^{***} (1.08)
<i>Size</i>	0.460 ^{***} (17.88)	0.429 ^{***} (11.74)
<i>ListAge</i>	0.420 ^{***} (18.66)	0.648 ^{***} (14.27)
<i>ROE</i>	-0.069 [*] (-1.72)	-0.050 (-1.14)
<i>Dual</i>	0.004 (0.17)	-0.011 (-0.27)
<i>Opinion</i>	-0.106 ^{**} (-2.13)	-0.031 (-0.33)
<i>Lev</i>	-0.546 ^{***} (-5.23)	-0.861 ^{***} (-5.87)
<i>Loss</i>	0.055 ^{**} (2.18)	0.017 (0.59)
<i>Top10</i>	-0.333 ^{**} (-2.38)	-0.159 (-0.79)
<i>Constant</i>	-8.815 ^{***} (-16.29)	-9.887 ^{***} (-13.45)
<i>Observations</i>	20,664	11,034
<i>Number of id</i>	3041	1241
<i>R-squared</i>	0.298	0.268

4.3. 管理层持股差异分组检验

Table 9. Heterogeneity of property rights
表 9. 产权异质性检验

	(1)	(1)
连锁股东	-0.921 (-0.46)	11.605 ^{***} (4.24)
<i>Size</i>	8.359 ^{***} (7.90)	15.639 ^{***} (14.73)
<i>ListAge</i>	11.738 ^{***} (9.15)	11.156 ^{***} (13.68)

续表

<i>ROE</i>	-1.046 (-1.30)	-2.795* (-1.73)
<i>Dual</i>	-0.740 (-0.62)	1.579 (1.46)
<i>Opinion</i>	-5.766* (-1.91)	0.159 (0.08)
<i>Lev</i>	-10.094*** (-2.72)	-10.500*** (-2.67)
<i>Loss</i>	-0.991 (-1.09)	1.779** (1.98)
<i>Top10</i>	1.036 (0.18)	-34.365*** (-6.05)
<i>Constant</i>	-182.167*** (-8.57)	-307.531*** (-14.23)
<i>Observations</i>	6367	25,751
<i>Number of id</i>	1353	3759
<i>R-squared</i>	0.166	0.225

管理层持股是降低代理成本的有效途径之一，管理层持股后会因其具备股东身份，从而与连锁股东共同治理公司。而若管理层未持股，管理层会更加考虑个人利益，实施如数字化转型等存在一定不确定性因素的企业战略的概率会降低。综上所述，本文认为，相对于管理层未持股企业，在管理层持股企业中，连锁股东模式可能会更有效地推动数字化转型。因此，本文分别对管理层持股企业样本与管理层未持股企业样本进行检验。下表给出了管理层持股企业与管理层未持股企业样本的检验结果。表明在管理层持股企业中，连锁股东能够有效地促进企业数字化转型。在管理层未持股企业中，连锁股东无法对企业数字化转型产生明显影响(见表9)。

5. 结论与启示

数字经济的健康发展对构建新发展格局、建设现代化经济体系及构筑国家竞争新优势具有重要现实意义。现阶段，企业数字化转型面临诸多难题，连锁股东给在企业数字化转型中起到了什么作用？为此，本文利用2011~2021年沪深A股上市公司数据，实证检验了连锁股东对企业数字化转型的影响与作用机制。研究表明：第一，连锁股东对企业数字化水平具有显著的积极效应，且在经过替换变量、滞后一期、更换样本数据年限等稳健性检验后，上述结论依然成立；第二，在企业数字化转型中连锁股东能够有效发挥信号传递效应，降低信息不对称，通过缓解融资约束作用于企业数字化转型；第三，连锁股东对于企业数字化转型的作用在不同性质的企业表现出非对称性，在非国有企业这种效应更强。基于上述结论，本文提出如下政策建议：

一、应充分发挥连锁股东的治理效应，为企业数字化转型提供决策支持。连锁股东形成的治理效应，使得企业在决策过程中能够倾听来自不同方面的“声音”，避免了企业决策的单一化与“固执”化，提升了企业决策的理性程度。因此，应充分综合连锁股东从不同角度为企业数字化转型提出的意见，提升

数字化转型决策的理性程度。而且在理性情况下达成的数字化转型决策，能够避免企业强行推动数字化转型而可能陷入的“创新假象”，避免企业为了数字化转型而转型的行为，有利于发挥数字化转型推动企业可持续发展的作用。

二、应充分发挥连锁股东的资源优势，积极推动企业数字化转型。连锁股东由于自身属性、专业能力、资源禀赋等差异，所具备的优势与能够提供的资源也存在差异。连锁股东均是企业的大股东，不同大股东在数字化转型过程中，有的可以提供资金支持，有的可以提供技术支持，也有的可以提供市场支持，从不同方面对企业提供支持与帮助。同时数字化转型也需要企业投入不同的要素，在短期内会耗费企业较多的人力物力，这就需要不同股东提供多层面、多方面的支持，以便顺利化解企业数字化转型中的潜在风险，平稳实现数字化转型。尤其是不同属性大股东具有资源差异，在当前国有企业混合所有制改革过程中，引入民营资本、外资资本大股东，更加有利于发挥不同属性大股东的资源优势，从而广泛汇聚各类大股东资源，充分释放不同大股东资源对数字化转型的推动作用。

三、应强化连锁股东的治理效应对市场投资者保护作用的发挥。连锁股东治理效应的发挥，依赖于股权结构安排与所处的制度环境，这就要求上市公司不仅要构建良好的公司治理体系，也需要相关监管部门通过加强立法、执法的途径为非控股大股东参与公司治理提供强有力的保障，以此强化连锁股东形成的治理作用，从而产生对市场投资者利益的保护，促使市场投资者加强对具有良好治理体系公司的投资力度。与此同时，企业在数字化转型过程中治理体系、治理模式的升级与变革，加强了企业透明度，也有利于非控股大股东作用的发挥，同样能够对市场投资者利益起到保护作用，也有利于市场投资者做出更加清晰的投资决策，促使并引导市场投资者将更多资金投入数字化转型的企业。

参考文献

- [1] 李黎. 连锁股东与企业杠杆操纵: 协同治理还是操纵合谋[J]. 金融与经济, 2023(11): 3-20.
- [2] 陈泽艺, 黄玉清. 连锁股东对企业数字化转型的影响[J]. 当代财经, 2023(11): 93-105.
- [3] 王瑞, 杨刚, 周芬. 连锁股东影响企业环境信息披露质量吗? [J]. 科学决策, 2023(8): 113-139.
- [4] 晓芳, 马一先. 连锁股东与企业创新投入: 促进还是抑制[J]. 管理评论, 2023, 35(7): 138-150.
- [5] 张焰朝, 胡媛媛. “监督”抑或“掩饰”: 连锁股东与公司股价崩盘风险[J]. 华东经济管理, 2023, 37(5): 96-106.
- [6] 李百兴, 高蕴哲, 王鹏宇. 连锁非控股股东的内部治理效应研究——基于控股股东掏空视角[J]. 会计研究, 2023(3): 61-82.
- [7] 张欣, 董竹. 连锁股东与企业创新[J]. 南开经济研究, 2023(2): 161-179.
- [8] 白俊, 董颖颖, 罗玮婷. 连锁股东能否提高企业信息披露质量? [J]. 金融发展研究, 2022(10): 73-81.
- [9] 吴莎, 焦跃华. 连锁股东与企业创新[J]. 中南民族大学学报(人文社会科学版), 2022, 42(10): 146-154+187.
- [10] 顾奋玲, 马一先, 许晨曦. 信息驱动还是竞争合谋: 连锁股东与企业股价崩盘风险[J]. 会计研究, 2022(7): 141-153.
- [11] 郑婉清, 吴崇林, 刘杰. 企业数字化转型能抑制市场操纵吗?——基于高频数据的收盘价操纵识别模型[J]. 金融发展研究, 2023(12): 69-79.
- [12] 冯春风, 冯鲍, 张左敏暘. 中小企业数字化转型融资赋能机制的演化博弈——基于供应链金融视角[J]. 经济与管理, 2024, 38(1): 36-44.
- [13] 马红, 侯贵生. 数字化转型与制造企业绿色创新质量——基于供需双侧机制的再检验[J/OL]. 软科学: 1-12. <http://kns.cnki.net/kcms/detail/51.1268.g3.20231228.1452.002.html>, 2023-12-13.