

资本市场制度型开放与企业异地投资

——基于“双循环”视角的实证研究

王凤荣 马 骏 廖 纯

摘要:在“双循环”新发展格局背景下,异地投资作为企业跨区扩张的资本流动,表征着资本要素“内循环”的微观成效。利用2007—2020年中国A股上市公司跨省份建立子公司的数据,以沪深港通为代表的资本市场制度型开放对企业异地投资影响的研究结果表明,资本市场制度型开放激励了企业的异地投资,促进了资本要素的国内循环。机制分析发现,资本市场制度型开放通过缓解融资约束、降低代理成本与提高生产经营效率促进了企业异地投资。从母公司与子公司层面展开的异质性分析表明,资本市场制度型开放对民营企业、行业外部融资依赖度较高企业的异地投资激励效果更为显著;资本市场制度型开放促进了上市公司在金融市场较发达地区、营商环境较好地区进行异地投资。

关键词:资本市场制度型开放; 沪深港通交易制度; 企业异地投资; 双循环

DOI: 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2026.05.012

一、问题的提出

异地投资是企业跨区扩张的资本流动,表征着资本要素“内循环”的微观成效。然而,企业异地投资活动具有资金需求大、风险高等特征,受制于资源、信息等因素^①,需要相应的创新性制度安排做保障。党的二十大报告强调,“坚持高水平对外开放,加快构建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”^②。党的二十届四中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》指出,“扩大高水平对外开放,开创合作共赢新局面”,“稳步扩大制度型开放”^③。制度型开放是金融与资本市场高水平对外开放的核心特征。在当前构建“双循环”新发展格局、推动经济高质量发展的背景下,资本市场制度型开放作为促进经济“外循环”的创新性制度安排,是否影响了资本要素的“内循环”? 特别是在加快建设全国统一大市场现实背景下,对此问题进行深入剖析,既是对当前实施的资本市场制度型开放政策有效性的考量,也是对资本要素“内循环”影响机制和成效的深入探索,对于构建“内外互促”的新发展格局具有重要意义。

与本文研究相关的文献主要有两类。第一类文献涉及企业异地投资的影响因素。在宏观层面,

基金项目:山东省自然科学基金青年项目“资本市场高水平开放视域下企业新动能培育的机制与效应研究”(ZR2026QC2299Z)。

作者简介:王凤荣,山东大学经济研究院教授,博士生导师(济南 250100; wangfengrong@sdu.edu.cn);马骏(通讯作者),烟台大学经济管理学院讲师(烟台 264005; jaimema1993@163.com);廖纯,广东外语外贸大学国际商务英语学院讲师(广州 510420; liaochun1995@163.com)。

① Drobetz W., El Ghoul S., Guedhami O., et al., “Policy Uncertainty, Investment, and the Cost of Capital”, *Journal of Financial Stability*, 2018, 39, pp. 28-45.

② 习近平:《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》,北京:人民出版社,2022年,第28页。

③ 《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》,北京:人民出版社,2025年,第19页。

已有文献从社会网络^①、制度环境^②、国家战略^③等角度进行了探索;在微观层面,学者们从企业数字化转型^④、企业社会责任履行^⑤等角度进行了探索,并关注到生产成本、交易成本与运营效率等因素的影响^⑥。第二类文献涉及资本市场制度型开放的微观经济效应。资本市场制度型开放会影响企业信息环境^⑦、公司治理^⑧、企业投融资^⑨等。其中,企业投资是企业生存、发展和盈利的先决条件。关于资本市场制度型开放对企业投资的影响,学术界从资本市场开放对企业固定资产投资^⑩、技术创新投资^⑪等方面的影响展开。特别地,洪小羽等进一步聚焦异地投资,发现资本市场开放通过缓解融资约束、提高信息透明度促进了企业异地投资^⑫。

已有文献表明,作为“外循环”的创新性制度安排,资本市场制度型开放能够激励企业投资,但现有研究更多聚焦于固定资产投资与技术创新投资等常规生产性投资领域,对于资本市场制度型开放是否以及如何进一步影响企业在国内区域间进行资本扩张与配置,进而促进资本要素“内循环”问题的关注仍然不足。尤其是在企业异地投资这一具体领域,虽然已有研究揭示了资本市场制度型开放对企业跨区域投资的影响及机理^⑬,但研究重心主要集中在资本市场制度型开放通过融资状况与信息环境改善降低企业跨区域投资门槛。然而,企业异地投资作为一种跨区域组织延伸与资源再配置过程,其运行机制不仅受到融资能力与信息条件的影响,还受到企业内部治理结构、经营效率以及跨地区资源整合能力等因素的系统约束。现有研究尚未充分回答资本市场制度型开放是否以及如何通过改善公司治理基础和提高生产经营效率,从更深层次增强企业跨区域稳定扩张能力,进而推动资本要素在国内区域之间更为顺畅与高效配置。因此,需要在既有研究基础之上,进一步引入跨地区组织管理成本与资源配置能力等机制维度,对资本市场制度型开放影响企业异地投资的作用路径进行更加系统与深入的探讨。

基于此,本文使用手工整理的企业跨省份建立子公司的数据,以2007—2020年的中国A股上市公司为研究样本,以沪深港通交易制度的实施为准自然实验,运用渐进双重差分法(Staggered DID),旨在厘清资本市场制度型开放实践与企业异地投资之间的关系及其内在机理,为深化资本市场开放,助力“双循环”新发展格局提供新思路。主要贡献体现在以下三个方面:第一,从“双循环”视角出发,将资本市场开放置于制度型开放与国内资本要素配置相结合的分析框架之中,从国内异地投资角度探究资本市场制度型开放的微观影响,印证了旨在促进“外循环”的制度型开放对资本“内循环”的正面作用,拓展

① 曹春方、贾凡胜:《异地商会与企业跨地区发展》,《经济研究》2020年第4期。

② 王凤荣、苗妙:《税收竞争、区域环境与资本跨区流动——基于企业异地并购视角的实证研究》,《经济研究》2015年第2期。

③ 周伯乐、葛鹏飞、武宵旭:《“一带一路”倡议与企业外部投资:异质性与机制研究》,《世界经济研究》2021年第2期。

④ 马为彪、吴玉鸣:《数字化转型重塑了企业地理格局吗?——基于上市公司异地投资的研究》,《经济评论》2023年第6期。

⑤ 杨进、化妆婷、廖佳月:《企业履行社会责任、异地子公司拓展与产业溢出效应——来自上市公司参与精准扶贫的证据》,《会计研究》2024年第5期。

⑥ 何凡、陈波、黄炜:《行业规范标准化与资本跨区流动——基于企业异地投资的研究》,《管理世界》2024年第7期。

⑦ 郭阳生、沈烈、郭枚香:《沪港通改善了上市公司信息环境吗?——基于分析师关注度的视角》,《证券市场导报》2018年第10期。

⑧ He G., Wang Z., Yu J., “Stock Market Liberalization and ESG Performance: Evidence from China Connect”, *Applied Economics Letters*, 2025, 32(11), pp. 1644-1648.

⑨ Yi Y., “Does the Liberalization of Stock Market Optimize Firm’s Debt? Evidence from a Policy Experiment in China”, *Finance Research Letters*, 2023, 58, No. 104395.

⑩ 连立帅、朱松、陈超:《资本市场开放与股价对企业投资的引导作用:基于沪深港通交易制度的经验证据》,《中国工业经济》2019年第3期。

⑪ Wang F., Ma J., Liao C., “Capital Market Opening Up and Corporate Green Technology Innovation: Evidence from China’s Stock Connect Program”, *Applied Economics*, 2024, 56(57), pp. 7987-8003.

⑫ 洪小羽、谢建国、任桐瑜:《深化资本市场开放与资本国内循环:来自企业异地投资的证据》,《财经科学》2023年第10期。

了资本市场制度型开放的微观经济后果以及企业异地投资影响因素的研究,从而为进一步建设全国统一大市场提供了微观证据。第二,从跨地区组织管理成本和资源配置能力等角度阐释了资本市场制度型开放作用于企业异地投资的机制,拓展了企业异地投资的理论解释路径,从而为激励企业采取积极战略规划扩大跨地区经营规模提供了可行思路。第三,从企业能力与区域制度环境双重维度揭示资本市场制度型开放作用效果的异质性,系统刻画了开放红利在企业层面吸收与区域层面承接过程中的结构性差异,为优化资本市场开放制度设计提供了更具针对性的经验支撑,为政府进一步优化资本市场制度型开放的实施路径,提高开放政策的针对性与有效性,促进区域协调发展提供参考。

二、制度背景、理论分析与研究假说

(一)制度背景

沪深港通交易制度(也称沪深港通、陆港通)是内地与香港股票市场交易互联互通机制,包括沪港通与深港通。具体而言,沪(深)港通是指上海(深圳)证券交易所和香港联合交易所允许内地与香港两地投资者通过当地证券公司或经纪商买卖规定范围内的对方交易所上市的股票。2014年11月17日,证监会通过了《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》,沪港通正式开通。2016年9月30日,证监会发布了《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》,12月5日,深港通正式启动。沪深港通交易制度采取了渐进式原则,且初次启动时便取消了标的公司股票对香港投资者的交易限制,因而吸引了大量香港地区的机构与个人投资者、外国投资者通过香港市场进入内地市场,同时,标的公司数量也在不断调整。沪深港通开通后标的公司与非标的公司的差异为本文提供了天然的实验组与对照组,从而可以通过使用渐进双重差分法有效缓解中国资本市场对外开放和企业异地投资二者之间的内生性问题。

(二)理论分析与研究假说

企业异地投资是获取区位优势、拓展市场边界和提升长期价值的重要方式,但市场分割及地区间制度差异会增加跨区域经营成本,制约资本要素国内流动^①。以沪深港通为代表的资本市场制度型开放实践,能够从多个渠道激励企业的异地投资活动,促进资本要素的国内循环。

第一,资本市场制度型开放能够缓解融资约束,进而促进企业异地投资。异地投资资金需求大、风险较高,而信息不对称会提高企业融资成本,限制其跨区域扩张能力^②。沪深港通引入境外投资者,拓宽企业股权融资渠道,降低股权融资成本^③,并通过加剧信贷市场竞争、降低债券利差等方式改善债权融资条件^④。融资渠道拓宽和融资成本下降不仅增加企业可支配资金,也提高融资稳定性和风险承受能力,降低异地投资因资金链紧张而中断的可能性,从而提高企业实施跨区域投资的能力和意愿^⑤。

第二,资本市场制度型开放能够降低代理成本,进而促进企业异地投资。异地投资涉及跨区域组织管理和长期资源配置,股东与管理层之间的信息不对称会加剧代理问题,提高企业跨地区扩张的组

① 曹春方、周大伟、吴澄澄等:《市场分割与异地子公司分布》,《管理世界》2015年第9期。

② 张鑫和、岳书敬、赖晓冰:《数字技术发展对企业异地投资的促进效应与内在机制》,《中南大学学报(社会科学版)》2023年第5期。

③ 李沁洋、何银莹、刘向强等:《资本市场开放对企业融资约束的影响机制研究:基于“沪深港通”的经验证据》,《世界经济研究》2023年第4期。

④ 唐逸舟、王婧文、王姝晶:《资本市场开放与企业债券融资成本——来自沪深港通的经验证据》,《证券市场导报》2020年第7期。

⑤ 胡海峰、窦斌、王爱萍:《资本市场开放与我国经济高质量发展——基于全要素生产率视角的经验研究》,《国际贸易问题》2023年第9期;Wang X., Tang M., Wenya L., et al., “ESG Performance and Cross Regional Investment: Evidence from Chinese Listed Companies”, *Finance Research Letters*, 2025, 81, No. 107439.

织管理成本^①。资本市场制度型开放能够提高企业信息透明度,强化境外投资者和资本市场的外部监督,并促进内部控制和治理机制改善^②。由此,管理层机会主义行为受到约束,股东与管理层的利益分歧减弱,跨区域投资决策中的代理成本和治理障碍相应下降,使企业更有动力将资源配置于具有规模扩张和市场拓展价值的异地投资项目^③。

第三,资本市场制度型开放能够提高生产经营效率,进而促进企业异地投资。生产经营效率反映着企业资源配置和跨区域扩张能力。资本市场制度型开放通过引入境外投资者和长期资本、改善投资者结构以及强化企业长期价值导向,能够减少资源损耗并提高全要素生产率和经营效率^④。经营效率提升意味着单位资本能够产生更高回报,企业也更有能力承担异地投资初期的固定成本、市场开拓成本和经营风险。随着核心竞争力和资源配置能力增强,企业更倾向于通过设立异地子公司扩大市场覆盖,扩大规模经济和区位优势^⑤。

根据以上分析,提出如下假说:

H1:资本市场制度型开放促进了企业异地投资。

H2:资本市场制度型开放通过缓解融资约束促进了企业异地投资。

H3:资本市场制度型开放通过降低代理成本促进了企业异地投资。

H4:资本市场制度型开放通过提高生产经营效率促进了企业异地投资。

三、研究设计与结果分析

(一)样本选择

研究样本为2007—2020年的中国A股上市公司,实验组为沪深港通标的公司,对照组为非沪深港通标的A股上市公司。涉及的公司异地投资、财务等企业层面的数据来源于CSMAR数据库,机构持股数据来源于WIND数据库。

本文使用上市公司在母公司所在地以外的省份新建子公司数量衡量企业的异地投资情况。上市公司建立异地子公司数量通过手工整理CSMAR数据库中的上市公司联营合营情况表获得,该表包含了中国上市公司设立子公司、合营公司与联营公司的信息。本文对该表做如下处理:(1)仅统计沪深A股(上交所SSE、深交所SZSE)上市的母公司建立的子公司数据;(2)仅保留关联关系为“上市公司的子公司”的数据;(3)仅保留注册地在国内的子公司;(4)仅统计母公司控股50%以上的子公司。然后,参考既有研究^⑥,统计各个年份每个上市公司在母公司所在地以外的省份新建子公司数量并进行汇总,得到上市公司在中国国内进行异地投资情况的数据。

此外,本文对数据进行了如下处理:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除ST、*ST与PT类上市公司;(3)实验组仅保留加入沪深港通标的且并未退出的上市公司。针对连续变量进行了1%和99%分位数上的缩尾处理。最终获得的样本包含2367家上市公司,其观测值总计590121个。其中,沪深港

① 宋渊源、黄礼伟:《为什么中国企业难以国内跨地区经营?》,《管理世界》2014年第12期。

② 卢锐、赵家悦、刘畅等:《资本市场开放的公司治理效应:基于控股股东股权质押的视角》,《会计研究》2022年第2期。

③ Bui H., Krajcsák Z., “The Impacts of Corporate Governance on Firms’ Performance: From Theories and Approaches to Empirical Findings”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2024, 32(1), pp. 18-46.

④ 戴鹏毅、杨胜刚、袁礼:《资本市场开放与企业全要素生产率》,《世界经济》2021年第8期。

⑤ 赵丽、路一帆:《ESG评级分歧与企业经营风险》,《技术经济》2024年第7期。

⑥ 马光荣、程小萌、杨恩艳:《交通基础设施如何促进资本流动——基于高铁开通和上市公司异地投资的研究》,《中国工业经济》2020年第6期;胡云飞、戴国强、高鹏:《金融科技与资本跨地区流动——基于企业异地投资视角》,《上海经济研究》2024年第7期;江成涛、王亚雯、王玉娟:《社会信用环境与资本跨区域流动——基于社会信用体系改革试点政策和企业异地投资的研究》,《中南财经政法大学学报》2024年第6期。

通标的公司 1035 家,观测值 292081 个;非标的公司 1332 家,观测值 298040 个。

(二)模型设定与变量定义

借鉴已有研究^①,构建公式(1)实证探究沪深港通对企业异地投资的影响:

$$\ln Subnumdt_{c,i,j,t} = \alpha + \beta SC_{c,t} + \gamma FirmControl_{c,t} + \theta ProControl_{i,j,t} + \delta_{c,j} + \delta_t + \epsilon_{c,j,t} \quad (1)$$

被解释变量为企业异地投资($\ln Subnumdt$)。参考已有研究,本文统计上市公司(母公司 c ,位于省份 i)各年份(t)在非所在地省份(j)新建子公司的数量($Subnumdt$),将其加 1 并取自然对数($\ln Subnumdt$)衡量企业异地投资情况。解释变量为沪深港通交易制度(SC)。若在样本期间,公司处于被调入沪深港通标的当年及以后, SC 取值为 1,否则为 0。控制变量包括母公司层面的相关指标($FirmControl$)与省份层面的相关指标($ProControl$)。除了控制年份固定效应(δ_t),本文还控制了母公司-子公司所在地固定效应($\delta_{c,j}$),以缓解省份配对层面不随时间变化的因素(如两省距离)、母公司与其他省份配对层面不随时间变化的因素(如母公司与其他省份在历史、文化等方面的联系)对实证回归结果可能造成的干扰。本文的标准误聚类到母公司-子公司省份层面。主要变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 变量名称与定义

变量类型	符号	名称	定义
被解释变量	$\ln Subnumdt$	企业异地投资	$\ln(1 + \text{上市公司每年在母公司所在地以外各省份新建子公司的数量})$
解释变量	SC	沪深港通交易制度	对于样本期间处于被调入沪深港通当年及以后的沪港通、深港通标的公司样本,取值为 1,否则为 0
控制变量	$Leverage$	资产负债率	总负债/总资产
	ROA	资产收益率	净利润/平均资产总额
	$Size$	企业规模	$\ln(\text{总资产})$
	$\ln Age$	企业年龄	$\ln(1 + \text{报告期年份} - \text{公司成立年份})$
	$Gsales$	营业收入增长率	公司的年度营业收入增长率
	$Tangible$	有形资产比率	有形资产总额/总资产
	$Inshold$	机构持股比例	机构持股数/总流通股股数
	$Top1$	第一大股东持股比例	公司第一大股东持股比例
	$\ln Board$	董事会规模	$\ln(\text{董事会人数})$
	Q	托宾 Q 值	公司股票市值/总资产
	$GDPgrdt$	GDP 增长率差异	子公司所在省份 GDP 增长率 - 母公司所在省份 GDP 增长率
	$Wagedt$	工资水平差异	子公司所在省份城镇单位就业人员平均工资 - 母公司所在省份城镇单位就业人员平均工资
	$Edudt$	教育水平差异	子公司所在省份本专科毕业生人数占比 - 母公司所在省份本专科毕业生人数占比

(三)描述性统计

主要变量的描述性统计如表 2 所示。可以看出,在 2007—2020 年,中国上市公司异地投资情况存在一定程度的差距,进而从直观上显示了企业跨省建立子公司情况的差异。从资产负债率、营业收入增长率等公司层面的指标可以看出,公司的经营能力、发展能力等均存在一定的差异。

① 林康、高翔、杨翠红:《“一带一路”倡议对企业国内投资的促进效应研究——基于上市公司子公司的视角》,《计量经济学报》2022 年第 2 期;王凤荣、马骏、李亚飞:《资本市场对外开放与企业技术创新——来自中国沪深港通交易制度的证据》,《工业技术经济》2023 年第 2 期;王凤荣、王玉璋、高维妍:《环保法庭的设立是环境治理的有效机制吗?——基于企业绿色并购的实证研究》,《山东大学学报(哲学社会科学版)》2023 年第 3 期。

表2 描述性统计

变量	样本量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
企业异地投资(<i>lnSubnumdt</i>)	590121	0.015	0.000	0.132	0.000	4.060
资产负债率(<i>Leverage</i>)	590121	0.437	0.430	0.207	0.059	0.913
资产收益率(<i>ROA</i>)	590121	0.038	0.037	0.063	-0.258	0.204
营业收入增长率(<i>Gsales</i>)	590121	0.180	0.112	0.430	-0.585	2.792
企业规模(<i>Size</i>)	590121	22.112	21.869	1.391	19.599	26.425
企业年龄(<i>lnAge</i>)	590121	2.826	2.890	0.360	0.693	4.143
有形资产比率(<i>Tangible</i>)	590121	0.926	0.956	0.089	0.516	1.000
第一大股东持股比例(<i>Top1</i>)	590121	34.761	32.977	14.699	8.735	74.095
机构持股比例(<i>Inshold</i>)	590121	0.383	0.382	0.239	0.000	0.889
董事会规模(<i>lnBoard</i>)	590121	2.141	2.197	0.203	0.000	2.890
托宾Q值(<i>Q</i>)	590121	2.106	1.647	1.431	0.878	9.544
GDP增长率差异(<i>GDPgrdt</i>)	590121	-0.001	0.002	0.072	-0.549	0.549
工资水平差异(<i>Wagedt</i>)	590121	-0.797	-0.528	2.772	-10.794	10.794
教育水平差异(<i>Edudt</i>)	590121	-0.014	-0.012	0.196	-0.760	0.760

(四)主要实证结果

本文的主要实证结果如表3所示。其中,第(1)列与第(2)列分别为未加入与加入控制变量之后的实证结果。可以看出,解释变量系数分别为0.0141和0.0041,且均在1%的水平上显著,表明沪深港通实施后标的企业异地投资水平得到了显著提高,从而验证了假说H1,资本市场制度型开放能够促进资本要素的国内循环。

表3 资本市场制度型开放与企业异地投资

变量	(1) <i>lnSubnumdt</i>	(2) <i>lnSubnumdt</i>
沪深港通交易制度(<i>SC</i>)	0.0141*** (15.7585)	0.0041*** (5.0127)
控制变量	否	是
母公司-子公司所在地固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本量	590121	590121
<i>R</i> ²	0.3683	0.3722

注:***、**、*分别表示1%、5%和10%的显著性水平;括号内为*t*值。本文后表同。

(五)平行趋势假设检验^①

为检验沪深港通正式实施前实验组与对照组是否具有类似的趋势,本文根据是否为沪深港通实施前后第*n*年的标的公司样本设置年份虚拟变量,设定政策实施前一期为基期,进行回归,并进一步绘制动态效应图,所得结果满足平行趋势假设。

^① 限于篇幅,本部分表格略,留存备索。

(六)稳健性检验^①

为了提高实证结果的说服力,本文进行了如下稳健性检验:更换企业异地投资的代理变量、PSM-DID 检验、随机生成实验组的 1000 次安慰剂检验、渐进 DID 异质性处理效应检验。这一结果更好地验证了本文的基本研究结论。

四、机制分析

根据理论分析,资本市场制度型开放通过缓解融资约束、降低代理成本与提高生产经营效率促进了企业异地投资。本部分将对三条机制进行逐个验证。

(一)融资约束缓解机制

以沪深港通为代表的资本市场制度型开放政策有效减轻了两地区资本市场的投资限制,为企业拓宽了融资渠道,降低了融资成本,缓解了融资约束,使企业更有能力以及更愿意承担跨地区投资的不确定性,能够有效促进企业异地投资。融资约束的缓解是资本市场制度型开放促进企业进行异地投资的作用机制。如果此机制成立,沪深港通开通以后,公司股权融资成本与债权融资成本将显著降低,融资约束程度也将降低。只有当融资约束得到实质性缓解时,企业才能将跨区域扩张从潜在机会转化为可执行的异地投资行为。在此,本文从公司的股权融资成本、债权融资成本与融资总成本出发,进一步从融资约束程度角度对机制进行验证。

对于股权融资成本,参考蔡贵龙等^②的研究,使用事前权益资本成本的 MPEG 模型计算得到股权融资成本(ECC)进行衡量。 ECC 越高,企业面临的股权融资成本越高。对于债权融资成本,本文参考张伟华等^③的研究,使用利息支出占当年长短期负债平均值的比重(DC)进行衡量。 DC 越高,企业面临的债权融资成本越高。对于融资总成本,参考任力等^④的研究,使用衡量企业股权与债权融资成本的综合指标——加权平均资本成本($WACC$)进行刻画^⑤。 $WACC$ 越高,企业面临的融资总成本越高。对于融资约束,参考赵云辉等^⑥的研究,使用融资约束指数(FC)进行刻画。 FC 越高,企业面临的融资约束程度越高。将上述变量分别作为被解释变量进行回归,所得结果如表 4 所示。可以看出,解释变量回归系数均显著为负,说明沪深港通降低了上市公司的股权与债权融资成本,拓宽了公司融资渠道,缓解了公司融资约束。融资约束的缓解为企业异地投资提供了充足的资金保障,使企业更有能力克服跨地区投资的资金难题,更愿意承担跨地区投资的不确定性,实质性扩大了企业跨区域扩张与设立异地子公司的能力边界,增加其异地投资活动。本部分回归结果验证了假说 H2。

表 4 融资约束缓解机制

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	ECC	DC	$WACC$	FC
沪深港通交易制度 (SC)	-0.0008** (-2.0155)	-0.5247*** (-5.8516)	-0.7157*** (-19.8392)	-0.0623*** (-83.1429)

① 限于篇幅,本部分表格略,留存备索。
② 蔡贵龙、张亚楠、徐悦等:《投资者—上市公司互动与资本市场资源配置效率——基于权益资本成本的经验证据》,《管理世界》2022 年第 8 期。
③ 张伟华、毛新述、刘凯璇:《利率市场化改革降低了上市公司债务融资成本吗?》,《金融研究》2018 年第 10 期。
④ 任力、王艺、杨芳:《混合所有制改革对上市公司融资成本的影响研究》,《福建论坛(人文社会科学版)》2023 年第 5 期。
⑤ $WACC = DC \times Leverage + ECC \times (1 - Leverage)$
⑥ 赵云辉、孙源、冯泰文等:《供应商 ESG 评级分歧何以影响企业运营韧性》,《中国工业经济》2024 年第 11 期。

续表 4

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	<i>ECC</i>	<i>DC</i>	<i>WACC</i>	<i>FC</i>
控制变量	是	是	是	是
母公司-子公司所在地 固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本量	590121	590121	590121	590121
R^2	0.4308	0.2055	0.8295	0.8772

(二)代理成本降低机制

以沪深港通为代表的资本市场制度型开放政策能够促使管理层与股东利益最大化目标趋于一致,降低企业异地投资过程中的代理成本,缓解代理问题,从而激励企业通过扩张经营边界提高市场竞争力。如果此机制成立,沪深港通开通以后,企业的代理成本将显著降低。当代理问题得到实质性缓解时,跨区域扩张才能从高治理风险决策转化为可执行的异地投资行为。因此,本文使用代理成本类指标刻画企业代理成本对机制进行实证验证。

参考罗进辉^①的研究,使用管理费用率(*MER*)、经营费用率(*OER*)与总资产周转率(*TATR*)三个指标刻画代理成本。其中,*MER*为管理费用占营业收入的比例,*OER*为管理费用与销售费用之和占营业收入的比例,*TATR*为营业收入占总资产的比例。*MER*与*OER*越高,公司代理成本越高。*TATR*越低,公司代理成本越高。同时,参考田雪丰等^②的研究,使用迪博内部控制指数加1的自然对数(*IC*)衡量内部控制,*IC*越高,内部控制质量越高,公司代理成本越低。将上述变量分别作为被解释变量进行回归,所得的结果如表5所示。可以看出,列(1)(2)系数显著为负,列(3)(4)系数显著为正,说明沪深港通降低了异地投资的代理成本,缓解了代理问题。代理成本的下降在结构上缓解了企业跨区域扩张所面临的治理与问责约束,使异地投资从原本高代理风险选择转变为可治理、可考核的资本配置路径,从而提高了企业进行异地投资扩张的可能性,系统性释放企业的异地投资能力。本部分回归结果验证了假说H3。

表5 代理成本降低机制

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	<i>MER</i>	<i>OER</i>	<i>TATR</i>	<i>IC</i>
沪深港通交易制度(<i>SC</i>)	-0.0075*** (-6.8674)	-0.0027** (-2.0517)	0.0255*** (10.3772)	0.1053*** (18.2921)
控制变量	是	是	是	是
母公司-子公司所在地 固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本量	590121	590121	590121	590121
R^2	0.4033	0.4519	0.8021	0.2868

① 罗进辉:《媒体报道的公司治理作用——双重代理成本视角》,《金融研究》2012年第10期。

② 田雪丰、徐成凯、田昆儒:《资本市场开放与公司内部控制质量——基于“沪港通”的证据》,《南京审计大学学报》2021年第6期。

(三)生产经营效率提高机制

以沪深港通为代表的资本市场制度型开放政策能够提高企业生产经营效率,从而促进企业异地投资。如果此机制成立,沪深港通开通以后,公司生产经营效率将显著提高。只有当企业具备更高的经营效率时,异地投资这一高固定成本、高不确定性的扩张行为才具备可承受性与可持续性。因此,本文从企业经营预期、企业经营活跃度等方面刻画企业生产经营效率,对机制进行实证验证。

对于企业经营预期,参考吕冰洋等^①的研究,使用现金流波动性(*CFV*)衡量,*CFV*为企业三年滚动的营业收入现金净含量的标准差,*CFV*越高,企业生产经营预期越差,企业生产经营效率越低。对于企业经营活跃度,参考何凡等^②的研究,使用存货周转率(*ITR*)与营运资金周转率(*WCTR*)衡量。其中,*ITR*为企业营业成本与平均存货的比值,*WCTR*为营业收入与营运资金的比值,*ITR*与*WCTR*越高,表明企业生产经营活动越活跃,生产经营效率越高。进一步地,鉴于全要素生产率是企业生产经营效率的综合性指标,参考戴鹏毅等^③的研究,使用LP法计算的全要素生产率(*TFP*)衡量企业生产经营效率,*TFP*越高,企业生产经营效率越高。将以上4个变量作为被解释变量进行回归,所得的结果如表6所示。可以看出,列(1)系数显著为负,列(2)—(4)系数显著为正,说明沪深港通提高了企业生产经营效率,生产经营效率的提高在结构上降低了跨区域扩张所面临的盈利不确定性与资金消耗压力,使企业更有能力承受异地投资初期的固定成本与市场培育阶段的盈利不确定性,从而系统性提高了异地投资在企业资本配置中的可行性与发生概率,促使企业进行异地投资以扩大规模。本部分回归结果验证了假说H4。

表6 生产经营效率提高机制

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	<i>CFV</i>	<i>ITR</i>	<i>WCTR</i>	<i>TFP</i>
沪深港通交易制度(<i>SC</i>)	-0.0035*** (-12.2093)	0.2787*** (3.8426)	1.0700*** (9.1091)	0.0602*** (17.8615)
控制变量	是	是	是	是
母公司-子公司所在地固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
样本量	590121	590121	590121	590121
<i>R</i> ²	0.4807	0.1595	0.4396	0.9258

五、资本市场制度型开放的异质性分析

为进一步考察资本市场制度型开放对企业异地投资的差异化影响,分别从母公司和子公司两个层面展开分析。前者反映企业吸收并转化资本市场制度型开放红利的能力,后者反映投资地对资本跨区域流动的承接条件。

(一)基于母公司所有权性质的异质性分析

相较于承担一定社会职能且异地扩张受到较多约束的国有企业,民营企业更加注重市场竞争与

① 吕冰洋、陈怡心、詹静楠:《政府预算管理、征税行为与企业经营效率》,《经济研究》2022年第8期。
② 何凡、陈波、黄炜:《行业规范标准化与资本跨区流动——基于企业异地投资的研究》,《管理世界》2024年第7期。
③ 戴鹏毅、杨胜刚、袁礼:《资本市场开放与企业全要素生产率》,《世界经济》2021年第8期。

长期价值,可能更有动力利用资本市场制度型开放带来的融资和治理改善进行跨区域扩张^①。本文引入企业所有权性质变量(*Non-SOE*),民营企业取1,国有企业取0,并将其与SC构造交乘项。表7第(1)列结果表明,资本市场制度型开放对民营企业异地投资的促进作用更强。究其原因,所有权性质不同导致的公司发展目标与异地扩张限制的差异,造成了民营企业在异地投资方面更能充分利用资本市场制度型开放带来的一系列优势。

表7 异质性分析

	所有权性质	行业外部融资 依赖度	金融市场 发展程度	营商环境			
	<i>Non-SOE</i>	<i>EFD</i>	<i>FinDev</i>	<i>Market</i>	<i>GovMar</i>	<i>NonSOE</i>	<i>Law</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
变量	<i>lnSubnumdt</i>	<i>lnSubnumdt</i>	<i>lnSubnumdt</i>	<i>lnSubnumdt</i>	<i>lnSubnumdt</i>	<i>lnSubnumdt</i>	<i>lnSubnumdt</i>
沪深港通交易制度(SC)	-0.0020* (-1.7708)	0.0010 (1.1365)	0.0190*** (6.2853)	-0.0029 (-1.4895)	-0.0048*** (-5.5065)	-0.0061*** (-6.4375)	-0.0046*** (-5.1398)
<i>SC</i> × <i>HeterDummy</i>	0.0117*** (7.0890)	0.0070*** (5.1397)	0.0118*** (2.9112)	0.0082*** (3.8027)	0.0173*** (11.3198)	0.0201*** (11.8231)	0.0169*** (11.0828)
<i>HeterDummy</i>	0.0014 (0.8265)	0.0001 (0.3695)	-0.0096*** (-3.8482)	-0.0020** (-2.2578)	-0.0031*** (-5.3480)	-0.0015 (-1.4257)	-0.0040*** (-6.6039)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是
母公司-子公司所在地固定效应	是	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是
样本量	590121	590121	590121	590121	590121	590121	590121
<i>R</i> ²	0.3724	0.3723	0.7048	0.3722	0.3726	0.3728	0.3726

(二)基于母公司行业外部融资依赖度的异质性分析

异地投资资金需求较大,外部融资依赖度较高行业的企业更可能受益于资本市场制度型开放带来的融资渠道拓展。参考已有研究^②,本文以资本支出与经营性现金流量净额之差占资本支出的比重计算企业外部融资依赖度(*EFD*),据此构造行业外部融资依赖度虚拟变量(*DEFD*),并将其与SC构造交乘项。表7第(2)列结果表明,资本市场制度型开放对外部融资依赖度较高行业企业异地投资的促进作用更为显著,从而进一步印证了在进行异地投资行为过程中资本市场制度型开放对企业融资的有益影响。

(三)基于子公司所在地金融发展程度的异质性分析

金融发展能够缓解信息不对称和金融资源配置不足,为资本跨区域流动提供有利条件。参考韩建雨和许冉^③的研究,以年末金融机构存贷款余额占GDP的比重衡量地区金融发展程度(*FinDev*),按照年度中位数划分为金融市场发达地区和非发达地区,并与SC构造交乘项。表7第(3)列结果表明,资本市场制度型开放对企业在金融市场发达地区进行异地投资的促进效果更为显著,因而较高的金融发展

① 王凤荣、马骏、李亚飞:《网络舆论关注能否促进企业技术创新——基于沪深上市公司的实证研究》,《山东社会科学》2022年第8期;苗妙、李学尧、何文剑:《数字司法改革与企业投资——来自“移动微法院”试点的经验证据》,《山东大学学报(哲学社会科学版)》2025年第6期。

② 王莹:《资本市场开放与企业人力资本结构升级——基于“沪港通”和“深港通”交易制度的准自然实验》,《现代经济探讨》2022年第5期。

③ 韩建雨、许冉:《全面深化改革、资源配置效率与新质生产力》,《华南师范大学学报(社会科学版)》2025年第2期。

水平能够激励企业在该类地区充分利用资本市场制度型开放的有利影响进行规模扩张。

(四)基于子公司所在地营商环境的异质性分析

市场化程度较高地区的营商环境较好,更有利于资本市场充分发挥其功能,激励企业在该类地区进行投资,促进资本内循环。在此,本文整理《中国分省份市场化指数报告》,采用市场化总指数(*Market*)以及其包含的政府与市场关系(*GovMar*)、非国有经济发展(*NonSOE*)、市场中介组织的发育和法律制度环境(*Law*)等三个分项指数衡量地区市场化水平,分别将其按是否高于年度中位数生成虚拟变量,并与SC构造交乘项。表7第(4)—(7)列结果表明,资本市场制度型开放对企业在营商环境较好地区进行异地投资的激励效应更为显著,说明良好的营商环境有助于资本市场制度型开放的资本内循环促进效应的发挥。

综上,资本市场制度型开放的异地投资促进效应取决于企业吸收开放红利的能力和投资地承接资本流动的的制度环境条件,其作用在民营企业、外部融资依赖度较高行业以及金融发展程度和营商环境较好的地区更加显著。

六、结论与启示

本文基于“双循环”视角,探讨了资本市场制度型开放对企业异地投资的影响。结果表明,资本市场制度型开放通过缓解融资约束、降低代理成本与提高生产经营效率等渠道激励了企业异地投资,促进了资本要素的“内循环”。母公司层面的异质性研究表明,资本市场制度型开放促进了民营企业、行业外部融资依赖度较高企业的异地投资。子公司层面的异质性研究表明,资本市场制度型开放促进了上市公司在金融市场较发达地区、营商环境较好地区进行异地投资。本文的研究结果表明,以规则与制度对接为核心的资本市场制度型开放,有效激活并提升了资本要素“内循环”的运行效率,为“双循环”新发展格局提供了坚实的制度基础。

根据上述结论,本文提出如下对策建议。第一,应持续完善资本市场制度框架,在稳妥推进资本市场制度型开放的过程中增强其对“内循环”的牵引作用。第二,应从企业层面夯实将开放红利转化为跨区域投资行为的能力基础,推动企业形成更强的跨区域扩张能力。第三,应推动区域金融体系的均衡与协同发展,增强不同地区承接资本要素跨区域流动的的制度基础。第四,应持续优化地区营商环境,通过高质量制度供给为企业异地投资创造稳定预期与低摩擦的制度空间。总体而言,资本市场制度型开放应与构建全国统一大市场、促进区域协调发展和推进高质量发展目标统筹推进,通过制度供给与市场机制协同发力,推动资本市场在“外循环”与“内循环”之间形成良性互动机制,更充分释放制度型开放对企业异地投资和国内要素高效流动的促进效应,从而为新发展格局的构建提供更加稳固和可持续的制度支撑。

Capital Market Institutional Opening Up and Corporate Cross-Regional Investment: An Empirical Analysis Based on the Perspective of “Dual Circulation”

Wang Fengrong¹ Ma Jun² Liao Chun³

(1. The Center for Economic Research, Shandong University, Jinan 250100, P. R. China;

2. School of Economics and Management, Yantai University, Yantai 264005, P. R. China;

3. School of English for International Business, Guangdong University of Foreign Studies,
Guangzhou 510420, P. R. China)

Abstract: Corporate cross-regional investment is an important channel through which firms expand organizational boundaries, access location-specific resources, and promote the domestic circulation of capital. However, such investment requires substantial funding and is constrained by information asymmetry, financing difficulties, market segmentation, and cross-regional governance costs. Against the background of China's "Dual Circulation" development pattern, the Stock Connect program represents a major form of capital market institutional opening up. Although it was designed to facilitate cross-border capital flows, it may also improve domestic capital allocation by changing firms' financing conditions, governance quality, and operating efficiency.

Using data on Chinese A-share listed companies from 2007 to 2020, this study treats the implementation of China's Stock Connect program as a quasi-natural experiment. A staggered DID model is employed to examine whether firms included in the program establish more subsidiaries outside their home provinces. Cross-regional investment is measured by the annual number of newly established subsidiaries in other provinces. The final sample contains 2364 listed companies and 590, 121 firm-destination-province-year observations. The analysis controls for firm characteristics, regional differences, firm-destination-province fixed effects, and year fixed effects. The validity and robustness of the results are assessed using a parallel-trends test, alternative measures of the dependent variable, PSM-DID estimation, a placebo test, and estimators robust to heterogeneous treatment effects.

This study links capital market opening up to domestic capital circulation and extends existing research beyond conventional investment, innovation, and information-environment outcomes. The results show that capital market institutional opening up significantly promotes corporate cross-regional investment, indicating that an institutional arrangement supporting "external circulation" can also strengthen the domestic circulation of capital. Mechanism tests identify three channels. First, the Stock Connect program alleviates financing constraints by reducing equity financing costs, debt financing costs, the weighted average cost of capital, and overall financing constraints. Second, it lowers agency costs by improving internal control, reducing management and operating expense ratios, and increasing asset turnover. Third, it enhances production and operating efficiency by reducing cash-flow volatility, improving inventory and working-capital turnover, and raising total factor productivity.

The effects are heterogeneous. At the parent-company level, the positive impact is stronger for non-state-owned enterprises and firms in industries with greater dependence on external financing. At the destination level, the effect is more pronounced in regions with more developed financial markets and better business environments. These findings suggest that the benefits of institutional opening up depend both on firms' ability to absorb policy benefits and on local institutions' capacity to accommodate capital flows.

Capital market institutional opening up not only facilitates international capital circulation but also promotes domestic capital reallocation through financing, governance, and efficiency channels. Policy should therefore continue to improve the Stock Connect framework, strengthen information disclosure and investor protection, enhance firms' financing and governance capabilities, promote balanced regional financial development, and improve local business environments. Coordinating capital market opening up with the construction of a unified national market can further strengthen its role in supporting the "Dual Circulation" development pattern.

Keywords: Capital market institutional opening up; China's stock connect program; Corporate cross-regional investment; Dual circulation

[责任编辑:纪小乐]