



资本市场开放能否遏制企业非效率投资？ ——来自“沪深港通”的准自然实验

范德胜 赵玉茜 杨晶晶

摘要 随着资本市场开放进一步深化，中国经济迈入高质量发展阶段，如何为企业提质增效，是当下我国转型发展难题。本文以 2010—2022 年 A 股非金融上市公司为研究对象，通过构建双重差分模型，分析“沪深港通”制度开通这一准自然实验对企业非效率投资的影响。研究结果显示，以“沪深港通”政策为例的资本市场开放主要通过缓解融资约束和减少代理成本这两个渠道抑制企业非效率投资水平，而降低代理成本这一渠道在过度投资的企业中更为明显。进一步研究发现，资本市场开放对信息透明度低、董事会独立性强的企业的影响更显著。研究结果在微观层面提供了资本市场开放所带来正向效果的经验证据，为资本市场制度改革提供有益启示。

关键词 资本市场开放 投资效率 融资约束 代理成本

一、引言

党的二十大提出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。我国经济发展迫切需要从投资规模驱动转型为投资效率驱动，而我国企业却长期存在着大而不强的问题，即存在过度投资与投资不足的问题，企业既可能将资源投入净现值低于零的项目中，也可能未充分利用闲置资源从而放弃净现值高于零的项目。如何优化和规范企业非效率问题、促进企业高质量发展，成了业界和学界共同关注的问题。

企业的高质量发展必须依赖于现代化金融体系的有力支持。在构建这一体系的过程中，资本市场的高水平开放显得尤为

关键（倪红福和张志达，2023）。通过先后启动“沪港通”和“深港通”机制试点，我国成功打开资本市场双向开放的新篇章。这两项机制的实施不仅加速了我国金融体系的现代化步伐，也为企业提供了更广泛的融资渠道，推动企业规模的扩大和竞争力的提升。这一系列措施的推进进一步促使我国金融市场与国际接轨，为企业提供更便利和开放的经济环境，为企业发展创造更多机遇，为实现高质量发展奠定坚实基础（黄益平，2022）。

本文以 2010—2022 年 A 股非金融上市公司为研究样本，利用 2014 年和 2016 年“沪深港通”开通这一准自然实验检验

范德胜，北京外国语大学国际商学院教授；赵玉茜，北京外国语大学国际商学院；杨晶晶（通讯作者），北京外国语大学国际商学院。



资本市场开放对企业非效率投资的影响。实证研究表明:以“沪深港通”为代表的资本市场开放改善了企业的非效率投资;中介分析发现,融资和治理渠道是资本市场开放作用于企业投资效率的影响机制;异质性分析表明,资本市场开放对企业投资效率的提升作用对信息透明度更低、董事会独立性更强的企业而言更为显著。

本文可能的边际贡献包括:第一,已有的研究主要从企业内部治理结构和外部融资与政府干预等视角讨论对投资效率的影响,而较少结合“沪港通”和“深港通”两次不同时间点的外生冲击事件分析外部资本市场对投资效率的影响,本文利用双重差分模型拓展了相关研究;第二,丰富了资本市场开放在微观经济层面的影响研究;第三,为“沪深港通”制度实施助力企业效率提升提供了实证证据,为进一步资本市场开放提供政策启示。

二、文献综述

投资效率一直是财务领域的重要探索问题,国内外相关研究已极为丰富。投资决策的高效性表现在公司能够明确、投资并执行所有净现值为正的项目,同时拒绝所有净现值为负的项目。目前关于企业非效率投资影响因素的研究主要集中于“内外”两方面。在内部治理方面,自由现金流假说表明,对于那些处于成熟阶段、盈利颇丰却成长机会有限的企业而言,其拥有大量闲置现金,但代理人可能存在滥用现金资源的倾向(Jensen, 1986); Johnson et al. (2000)指出,控股股东在利益输送

动机增强的情况下,可能会采取过度投资等行为来掏空上市公司;李维安和姜涛(2007)进而从股东行为治理、董事会治理、利益相关者治理对遏制企业过度投资行为进行了研究;李万福等(2011)认为加强企业内部控制建设是提高公司投资效率的重要途径;申慧慧等(2012)发现我国国有企业与非国有企业在投资效率上存在显著差异;张阳和徐向艺(2023)通过实证研究发现母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间呈现显著的倒U型关系。在外部环境方面,国外学者指出环境的不确定性对管理层的投资决策产生双重影响。一方面可能导致管理层更为谨慎,降低公司的投资水平;另一方面也使得对管理层行为进行预测和监督变得更加困难,以致掩盖了在投资失败时管理层需要承担责任的情形,从而提高了高管将资金用于追求个人私利而非有效投资的机会(Bloom et al., 2007)。唐雪松(2010)发现政府干预动机越强烈,该地区国企过度投资问题越严重;喻坤等(2014)从融资约束视角解释了我国非国有企业投资效率之谜;饶品贵等(2017)指出我国经济政策不确定性升高导致企业投资显著下降。

近年来,我国加快资本市场开放的步伐。已有研究表明,资本市场开放能够促进企业数字化转型(李成明等, 2023)、减少内幕消息(胡海峰和王灿灿, 2023)、改善融资效率(Bekaert et al., 2011)和遏制机构投资者羊群行为(黄哲等, 2023)。赵宇驰等(2023)进一步发现在资本市场开放的背景下,“沪深港通”制度的实



施提高了我国制造业的创新能力。也有学者认为以“沪深港通”为例的资本市场开放扩大了系统性风险敞口 (Bai & Chow, 2017), 代彬和翟誉皓 (2023) 发现资本市场开放可能会加剧企业的商誉溢价, 导致泡沫发生。在我国进一步扩大资本市场开放的背景下, 境外成熟投资者的引入是否能够抑制我国企业的非效率投资, 进而促进企业高质量发展值得深入研究。

三、制度背景、理论分析与研究假说

(一) 制度背景

“十四五”规划中明确提及高质量发展的内在需要是“建立现代财税金融体制”, 而“建立现代财税金融体制”的重要内容是推进金融双向开放 (陈运森和黄健峤, 2019)。我国多年来一直在积极推动资本市场的开放, 2010 年 3 月 31 日我国融资融券试点正式启动, 这一举措标志着中国资本市场一直以来的“单边市”正式结束。2014 年 11 月 17 日, 我国正式启动“沪港通”交易制度, 即香港联合交易所和上海证券交易所批准两地投资者通过各自证券公司购买或出售对方交易所上市的标的股票, 这是香港与内地资本市场双向开放的“首发车”。随后 2016 年 12 月 5 日, “深港通”交易制度正式实施, 与合格境外投资者 (QFII) 制度相比, “沪深港通”交易机制对境外投资者的资金流动和市场交易更为有利, 受到的投资管制相对较松 (范从来和吴瞳, 2023), 这对于提高 A 股市场的资金配置效率具有重要的现实意义, 是中国资本市场迈向双向开放的重要一步。

(二) 理论机制

1. 沪深港通交易制度实施对非效率投资的影响

推动更高水平金融开放的核心目标是增强其为实体经济服务的能力, 而实体经济健康发展的关键在于资源的高效配置。然而, 信息不对称和代理问题在各行业企业中广泛存在, 企业投融资决策容易受到误导, 进而影响企业的投资效率 (Jensen & Meckling, 1976)。Bekaert (2005) 认为资本市场开放有益于缓解此类问题, 刺激经济的发展。本文认为“沪深港通”制度开通能够从以下几个方面来提高企业的投资效率: ①资本市场的开放引入了经验丰富的境外投资者, 这些投资者通常要求标的企业提供更为详尽的信息披露, 从而推动企业增强自愿性信息披露 (阮睿等, 2021; 唐建新等, 2021), 防控委托-代理风险, 管理层在投资决策方面会更为谨慎; ②境外投资者专业能力相对较强, 具有外部监督性, 能推动股市估值合理化 (潘慧峰等, 2018), 使企业更加注重自身的高质量发展; ③境外投资者对于获取全球信息更加敏感且具有更强信息处理能力 (Chen et al., 2013), 能够为管理层决策提供信息支持, 提高企业决策合理性, 减少非效率投资。综上所述, 本文提出假设 1:

H1: 被纳入“沪深港通”标的股遏制了企业的非效率投资。

2. 融资约束和代理成本的中介效应

梳理文献发现, 企业面临的融资限制是造成非效率投资的主要原因, 同时企业内部的代理问题也在很大程度上影响了非



效率投资水平。而资本市场开放不仅会为资本市场带来充足的资金支持,缓解企业投融资过程中的资金约束,也会使企业在外部监督的压力下实现内部治理结构的优化,从而降低代理成本,进而对企业非效率投资产生影响。

(1) 融资约束

“沪深港通”制度的实施不仅是地域范围的扩大,更是资本市场国际化的一大进步。这一举措不仅在国内市场中产生积极的效应,也为中国的资本市场与国际市场建立了更为紧密的联系。一方面资本市场开放有力地推动了全球资本的自由流动,为实体经济提供了更为广阔的融资渠道;另一方面资本市场带来的国际化的资本流通机制不仅单向地引入资金,同时也引入先进的信息披露标准和管理实践,迫使企业主动提升其信息披露质量,确保信息的准确性和透明度(Perotti & Von Thadden, 2003)。这种更加透明的市场信息环境降低了投资者面临的信息不对称程度,当企业经营状况出现问题时,投资者能得到及时的信息反馈,并据此调整投资计划,规避投资损失,从而降低投资者要求的风险补偿程度(杨胜刚等, 2020),进而降低企业获得融资的成本(庞家任等, 2020),因此企业面临的融资约束就得到缓解。由此可见,资本市场开放既提供了更多融资来源,也降低企业融资的实际成本,从而改善企业的融资约束状况。

高融资约束不仅会增加企业的经营风险,而且会进一步加剧非效率投资(喻坤等, 2014)。Gugler et al. (2010)在对不同

企业性质的上市公司进行研究调查后发现,融资约束的程度对企业的投资行为产生显著影响,具体而言,融资约束程度愈高,企业的投资行为愈趋保守,表现为投资规模的减少。李晓丽(2023)认为融资约束可能导致企业错失投资机遇,在融资受限的情况下,企业可能无法获得足够的资金支持,不得不放弃一些具有潜力的投资项目,这导致企业无法进行高质量的投资,进而使非效率投资水平上升。而资本市场开放会为资本市场注入大量资金,能够极大减小企业面临的融资约束,从缓解企业资金不足和促使企业抓紧投资机遇两方面来缓解企业投资不足问题,进而降低企业的非效率投资水平。因此,综合上述分析,本文提出假设2:

H2: “沪深港通”开通通过缓解企业融资约束来降低标的企业的非效率投资水平。

(2) 代理成本

以“沪深港通”为代表的资本市场开放能缓解代理问题,通过抑制企业管理层短视行为,降低企业的非效率投资水平。①资本市场开放通过引入国际监管准则等方式强化企业外部监督,而更强的外部监督可以有效抑制高管的自利行为(Jensen & Meckling, 1976)。②境外投资者通过退出威胁提高企业内部管理层的自利成本,从而缓解股东与管理层之间的代理冲突。研究发现,由于境外投资者通常更加重视公司治理水平,在发现企业内部发生严重的代理问题后,境外机构投资者往往会“用脚投票”,向市场传递负面信号,引发股



票做空行为（陈克兢，2019），这种情况不仅对企业高管的职业发展不利，还可能严重损害控股股东的利益。这与 Admati et al. (2007) 的研究结果一致，即在管理层做出不利于公司发展的决策时，大股东退出的威胁可以有效降低股东与管理层之间的代理成本。因此，为了降低此类负面事件发生的概率，管理层会尽量减少谋求私利的行为，从而优化企业内部治理结构并降低代理成本。由此可见，资本市场开放通过引入国际监管准则和境外投资者来强化企业外部监督，从而降低企业内部代理成本。

企业内部代理冲突会降低企业投资效率。Denis (2011) 的研究指出，在企业内部控制质量欠佳或监督不足的情况下，管理层可能滥用职权谋取额外利益，其有效利用企业资金进行投资的动力不足，这表明内部代理冲突可能加剧非效率投资。Aggarwal & Samwick (2006) 认为，随着企业投资增加，管理层面临的监管压力上升，需要投入更多私人成本来应对，管理层因此更倾向于限制投资，以减少自身利益损失，导致企业投资不足。另外，与所有者关注长期利益不同，管理者更偏向于选择那些能在短期内带来大量现金流却可能在长期内净现值为负的项目，这可能导致过度投资，浪费公司资源，从而降低公司的投资效率（Jensen, 1986）。而资本市场开放后，在多重治理效应的影响下，企业内部管理层短视行为会受到抑制，管理层会减少自利行为，合理评估投资项目，

增强投资决策的客观性，从增加必要投资和减少过度投资两个方面降低企业的非效率投资水平。基于上述分析，本文提出假设 3：

H3：“沪深港通”开通通过降低企业代理成本来降低标的企业的非效率投资水平。

四、研究设计

（一）模型构建

① 基准回归模型：为了检验“沪深港通”制度实施对企业非投资效率的影响，本文构建了两期双重差分模型。具体如下：

$$Absinv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 HSSC_{it} + \alpha_2 Control_{it} + Id_i + Year_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， $Absinv$ 为被解释变量， $HSSC$ 为核心解释变量， $Controls$ 为所有控制变量的集合， Id 和 $Year$ 分别为个体固定效应和年份固定效应， ε 为随机扰动项。

② 中介效应模型：本文借鉴温忠麟等 (2014) 提出的中介效应模型，探究资本市场开放影响企业非效率投资的作用机制，以验证研究假设 $H2$ 和 $H3$ ，模型设置如下：

$$Absinv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 HSSC_{it} + \alpha_2 Control_{it} + Id_i + Year_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Med_{it} = \beta_0 + \beta_1 HSSC_{it} + \beta_2 Control_{it} + Id_i + Year_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$Absinv_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 HSSC_{it} + \gamma_2 Med_{it} + \gamma_3 Control_{it} + Id_i + Year_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

（二）变量选取

1. 被解释变量

借鉴学者 Richardson (2006) 的研究，



本文运用模型(5)对样本数据进行回归分析,以计算企业的期望投资水平。同时,我们借助回归残差的绝对值来度量非效率投资水平,其中残差为正表明企业存在投资过度的情况,为负表示企业可能存在投资不足的问题。

$$INV_i = \alpha_0 + \alpha_1 Cash_{i-1} + \alpha_2 Lev_{i-1} + \alpha_3 Size_{i-1} + \alpha_4 Growth_{i-1} + \alpha_5 Age_{i-1} + \alpha_6 Ret_{i-1} + \alpha_7 INV_{i-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (5)$$

2. 核心解释变量

本文根据连立帅等(2019)的做法,建立一个虚拟变量 $HSSC$,将2014年和2016年成为沪港通或深港通标的的A股上市企业设为处理组,其余为控制组。在时间维度上,被纳入沪港通或深港通标的的当年及之后, $HSSC$ 取值为1,反之为0。

3. 中介变量

①融资约束。本文参考Whited & Wu(2006)的研究,选择取绝对值后的 WW 指数作为企业的融资约束的代理变量, WW 指数除了考虑企业自身财务特征,还考虑企业外部行业特征,具有更广泛经济意义。 WW 指数计算方式如下:

$$WW = -0.091CF - 0.062DIVPOS + 0.021LEV - 0.044LNTA + 0.102ISG - 0.035SG \quad (6)$$

其中, LEV 表示长期负债与总资产之比, $DIVPOS$ 是现金股利支付虚拟变量,当期派发现金股利则取值为1; $LNTA$ 为企业总资产的自然对数; SG 和 ISG 分别为企业和企业所在行业的销售增长率; CF 为现

金流与总资产之比。 WW 绝对值越大,代表企业面临的融资约束越强。

②代理成本。本文参考陈耿和严彩红(2020)的研究,采用管理费用率度量代理成本,具体的计算方式为企业利润表年度管理费用与主营业务收入之比。管理费用率越大表示企业存在的代理成本越大。

4. 控制变量

鉴于其他因素对企业非效率投资的潜在影响,本文按照通常做法选取了企业规模、资产负债率及公司成立年限等控制变量。具体见表1^①。

(三) 样本选择与数据来源

本文选择2010—2022年在沪深A股上市的非金融企业作为研究样本,并对样本做如下处理:①剔除ST、PT企业;②剔除金融类企业;③剔除资产负债率大于1的企业;④剔除样本期内退出沪港通和深港通的企业;⑤剔除不是在2014年和2016年加入沪深港通的标的企业;⑥为避免A/H股因外资引入而对“沪深港通”开通效果造成干扰,剔除A/H股;⑦剔除数据缺失的企业。为了消除极端值引起的估计偏误,本文的所有连续变量都经过了在上下1%水平的缩尾处理,数据均来自CZMAR数据库。本文共获取由1010家企业13130个样本组成的平衡面板数据,其中处理组305家,控制组705家。

① 表1至表9见增强出版,中国知网—《金融市场研究》。



五、实证检验

（一）描述性统计

表 2 报告了本文主要变量的描述性统计结果。可以看到，沪深 A 股样本企业的非效率投资 (*Absinv*) 呈现出多样化的分布特征。具体而言，其均值为 0.067，最小值为 0.001，最大值则达到了 1.037。这反映出我国 A 股上市企业在资本配置和投资决策上存在着显著的差异。

（二）基准回归

资本市场开放对企业非效率投资的影响回归结果见表 3。列 (1) 仅将 *HSSC* 纳入回归，核心解释变量资本市场开放 (*HSSC*) 的系数在水平下显著为负，列 (2) 为添加控制变量后的估计结果，核心解释变量仍显著为负。这表明资本市场开放有助于抑制企业的非效率投资，实现企业的高质量发展，支持了本文的假说 H1。

（三）影响机制检验

上文的实证研究结果表明，“沪深港通”交易制度的实施可以降低企业的非效率投资，本部分进一步探究其具体的作用机制。

1. 融资约束的渠道作用

表 4 列 (1) 显示，*HSSC* 的系数在给定 1% 的显著性下为负值，表明“沪深港通”交易制度的实施能够显著改善企业非效率投资水平；列 (2) 显示，在 95% 的置信水平下，*HSSC* 显著负向影响企业融资约束，这表明资本市场开放能够明显减轻企业面临的融资限制；列 (3) 显示，*HSSC* 的系数在加入 *WW* 变量后仍显著为负且绝对值相对于列 (1) 有所减小，证明实施

“沪深港通”交易制度有助于通过减轻企业融资约束的途径促使企业降低非效率投资水平。资本市场的开放能够为企业提供充足的资金，从而减轻融资约束，促使企业改善资金限制导致的投资不足问题。同时，资本市场开放可能带来更完善的信息披露和更低的股价波动性，这有助于减少信息不对称，从而降低企业的融资成本和投资风险，对非效率投资水平产生负向影响。因此，假设 H2 得到验证。

2. 代理成本的渠道作用

在检验代理成本的渠道作用时，本文首先进行全样本回归。表 5 列 (2) 显示，在 90% 的置信水平下，*HSSC* 对企业代理成本存在显著的负向影响，表明“沪深港通”的开通在一定程度上降低企业内部代理成本；列 (3) 显示，主回归加入 *MER* 变量后，*HSSC* 的系数显著为负且绝对值相对于列 (1) 的数值有所减小，可以得出“沪深港通”交易制度的实施能够通过降低企业代理成本这一渠道促进企业非效率投资水平的降低。然而本文发现，在进行全样本回归时，资本市场开放仅在 10% 的显著性水平下对企业代理成本有显著的负向影响。本研究进一步对样本分组，分为存在过度投资组和投资不足组，再分别进行代理成本的中介作用检验。列 (5) 和列 (6) 表明仅在过度投资组，资本市场开放能够显著降低代理成本。本文认为，出现这一结果可能的原因是，资本市场开放给企业管理层带来的监督压力在过度投资的企业中更强，因此对这类企业代理冲突的缓解作用更明显。过度投资往往是管理层为追



求私利而扩大企业规模、盲目增加短期投资导致的，不仅会导致企业投资无效率，还会为公司带来一定的风险。而对于存在投资不足的企业来说，代理成本主要体现在管理层可能因为惰性或害怕承担风险而减少投资。相比之下，在面对更强的监督时，管理层因为害怕承担风险而选择放弃投资所要承受的压力要小于管理层因为追求私利而选择盲目扩大投资所要承受的压力，因此，存在过度投资的企业管理层更有动机去减少自利行为，从而使资本市场开放缓解代理冲突的作用效果在过度投资的企业中更加显著。

六、稳健性检验

（一）平行趋势检验

双重差分模型的有效运用的关键在满足平行趋势，即政策发生前控制组和处理组之间的非效率投资差异具有稳定性。参考已有研究，构造动态模型对回归结果进行平行趋势检验，本文对数据做如下处理， pre^* 、 $current$ 和 $event^*$ 均为虚拟变

量，如果观测值是纳入沪港深通标的企业前的第 2 年和第 3 年，则 $pre2$ 和 $pre3$ 分别取 1，否则取 0，以此类推。为避免完全共线性问题，剔除 $pre1$ 。经过平行趋势检验发现（图 1），在公司被选入沪深港通标的前各期中，回归系数都不显著，这证明沪深港通交易制度实施前 5 年的处理组和控制组的变化趋势相似，沪深港通交易制度实施后各期的回归系数均显著小于 0，通过了平行趋势检验，可以进行双重差分估计。

（二）安慰剂检验

为了验证资本市场开放对企业非效率投资的影响是否受到其他随机因素的干扰，本文进行安慰剂检验（图 2）。通过 500 次随机生成处理组，以生成随机抽样估计结果，随机抽样的系数估计值呈正态分布且分布范围在 0 附近。随机抽样的估计系数均大于本文的实际估计系数，符合安慰剂检验的预期。这表明，并非其他不可测的随机因素对企业的投资效率产生了影响，从而增强了前文结论的稳健性。

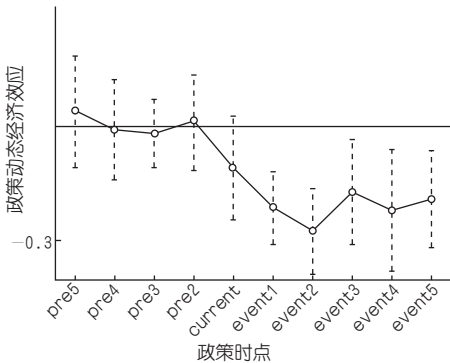


图 1 平行趋势动态效应检验

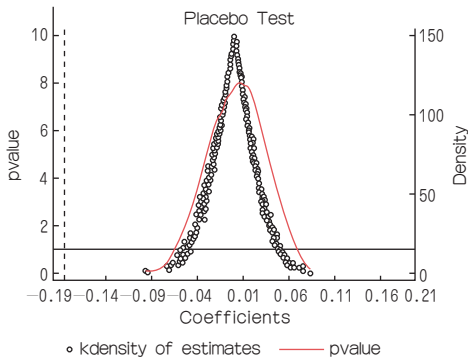


图 2 安慰剂检验



(三) PSM

考虑到沪深港通标的公司与其他公司在企业特征方面可能存在差异,为了解决由样本选择性偏差可能引起的内生性问题,本文应用倾向得分匹配法(PSM)为处理组企业进行匹配。具体而言,匹配方法为不放回卡尺内K邻近匹配(1:1的匹配比例),匹配后,所有匹配变量在处理组和控制组之间都不存在显著的差异,证明匹配后的样本通过了平衡性检验,匹配效果较好,基本上能够减轻样本选择性偏差的问题。

随后根据匹配后的样本重新进行回归,主要回归结果见表6。*HSSC*的系数均在1%的显著性水平上显著,证明即使考虑到样本选择性偏差可能导致的内生性问题后,“沪深港通”交易制度的实施仍然明显地降低了企业的非效率投资水平。这一研究结论与之前相符,未发生改变。

(四) 滞后效应

为防止内生性问题,本研究对自变量和所有控制变量进行了一期滞后,并重新进行回归检验。回归结果表明,解释变量仍然在99%和95%的置信水平上显著,与主回归结果基本一致,证明本文结论基本保持稳健。

(五) 替换被解释变量

同时,为了减少对企业非效率投资的估计偏误,本文参考Biddle et al. (2009)和Chen et al. (2011)的非效率投资模型计算出了另外两个替代变量,计算方法如下所示。结果显示,*HSSC*系数在1%的水平上均显著为负,说明结论稳健。

$$INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{t-1} + \varepsilon_t \quad (7)$$

$$INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{t-1} + \alpha_2 NEG_{t-1} + \alpha_3 Growth_{t-1} \times NEG_{t-1} + \varepsilon_t \quad (8)$$

七、进一步讨论

结合企业非效率投资的特征,本文从信息透明度和董事会独立性两方面进行异质性分析。

在企业信息不对称程度较高的情况下,资本市场开放能更加显著地促进私有信息融入股票价格中(钟覃琳和陆正飞,2018),促使管理层优化投资效率,提升股票价值。连立帅等(2019a)学者也指出,“沪港通”交易制度提高企业投资-股价敏感性的效应只是显著地存在于信息透明度较低的企业中。本文借鉴以往的研究(Bushman et al., 2004),采用企业受到分析师(团队)或研报跟踪分析数量的对数衡量企业信息透明度,并将样本分为高透明组和低透明组。表9列(1)(2)报告了上述回归结果,低透明组交互项系数绝对值更大,且显著性更强,组间差异分析表明,两组差异在95%的置信水平上显著,表明“沪深港通”开通对非效率投资的抑制作用在信息不透明的企业中更显著。

公司治理有助于增强资本市场开放带来的有益影响。已有研究指出,当董事会中包含较高比例的独立董事时,其监督功能更为有效,有助于改善公司治理机制(Fama & Jensen, 1983)。提高董事会的独立性能够减少总经理和大股东权力的滥用,从而抑制非效率投资(刘慧龙等,2012)。本文采用企业独董占比作为衡量董事会独立性的代理指标,将样本分组来识别董事



会独立性对非效率投资影响的异质性作用。表9列(3)(4)报告了上述回归结果, 独董占比分组样本的HSSC系数均显著为负, 分别为-0.021和-0.016, 组间差异分析表明, 两组的差异在5%的统计水平上显著, 表明在董事会独立性更强的企业中, 由资本市场开放导致的非效率投资降低更多。

八、结论与启示

本文以“沪深港通”这一资本市场开放政策的实施作为准自然实验, 利用2010—2022年A股非金融上市公司平衡面板数据, 对资本市场开放对企业非效率投资的作用进行了系统考察。研究结果显示, 在上市公司被纳入“沪深港通”名单后, 其非效率投资显著减少; 并在考虑了“沪深港通”选取标的内生性等一系列稳健性检验后, 这一结论仍然成立。进一步的研究表明, 资本市场开放成功缓解了企业的融资约束, 从而有效遏制了沪深A股企业的非效率投资, 然而, 通过降低代理成本来缓解企业非效率投资的作用路径在存在过度投资的企业中更为显著, “沪深港通”

对企业非效率投资的抑制作用在区分信息透明度和董事会独立性强度后呈现出异质性。

本文研究结论对政府、上市公司和投资者具有以下政策启示。第一, 本文研究发现, “沪港深通”制度通过减少企业的融资约束和降低企业的代理成本来引导企业提高自身的投资效率。因此, 监管层应坚持推进资本市场开放, 畅通境外投资者进入A股的通道。第二, 对于上市公司而言, 需要积极提高自身的透明度和董事会独立性, 从而更好地提升自身的投资效率, 迎合投资者新的投资理念, 提升企业价值。政府可以考虑建立更加完善的信息披露体系, 以提高市场的透明度, 这包括要求上市公司提供更详尽的财务信息和经营报告, 使投资者能够更全面地了解企业状况, 从而更好地做出投资决策。第三, 对于投资者而言, 境内投资者可以更密切关注和追踪境外投资者的投资举措, 从而进一步强化对企业的外部监督, 促使企业提高投资决策的准确性和效果。^[N]

学术编辑: 陈俊君

参考文献

- [1] 陈耿, 严彩虹. 代理冲突、激励约束机制与并购商誉[J]. 审计与经济研究, 2020, 35(2): 65-76.
- [2] 陈克兢. 非控股股东退出威胁能降低企业代理成本吗[J]. 南开管理评论, 2019, 22(4): 161-175.
- [3] 陈运森, 黄健峤. 股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 金融研究, 2019(8): 151-170.
- [4] 代彬, 翟誉皓. 资本市场开放与商誉泡沫: “一触即破”还是“满而不溢”? [J]. 投资研究, 2023, 42(7): 114-134.
- [5] 范从来, 吴瞳. 股票市场开放的价值: 基于境外投资者行为特征的分析[J]. 金融市场研究, 2023(1): 28-37.
- [6] 胡海峰, 王灿灿. 资本市场开放有助于减少内幕交易吗? ——基于沪港通准自然实验的证据[J]. 中国经济问题, 2023(4): 149-164.
- [7] 黄益平. 新发展格局下的金融开放与稳定[J]. 金融市场研究, 2022(1): 1-9.
- [8] 李成明, 周迪, 董志勇. 资本市场开放推动企业数字化转型了吗? ——基于准自然实验和文本分析方法[J]. 统计研究, 2023, 40(8): 96-109.



- [9] 李万福,林斌,宋璐.内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制?[J].管理世界,2011(2):81-99+188.
- [10] 李维安,姜涛.公司治理与企业过度投资行为研究——来自中国上市公司的证据[J].财贸经济,2007(12):56-61+141.
- [11] 李晓丽.产业政策对流通企业投资效率的影响——基于融资约束的中介作用[J].商业经济研究,2023(19):43-47.
- [12] 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:基于沪港通交易制度的经验证据[J].中国工业经济,2019a(3):100-118.
- [13] 连立帅,朱松,陈关亭.资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于沪深港通交易制度的经验证据[J].管理世界,2019b,35(8):36-154.
- [14] 刘慧龙,王亚平,吴联生.国有企业改制、董事会独立性与投资效率[J].金融研究,2012(9):127-140.
- [15] 倪红福,张志达.以制度型开放促进金融业高水平对外开放[J].金融市场研究,2023(4):1-10.
- [16] 潘慧峰,刘曦彤,周轩宇.资本市场对外开放促使价值投资回归了吗?——来自沪港通的证据[J].国际金融研究,2018(11):77-86.
- [17] 庞家任,张鹤,张梦洁.资本市场开放与股权资本成本——基于沪港通、深港通的实证研究[J].金融研究,2020(12):169-188.
- [18] 饶品贵,岳衡,美国华.经济政策不确定性与企业投资行为研究[J].世界经济,2017,40(2):27-51.
- [19] 阮睿,孙宇辰,唐悦,等.资本市场开放能否提高企业信息披露质量?——基于“沪港通”和年报文本挖掘的分析[J].金融研究,2021(2):188-206.
- [20] 申慧慧,于鹏,吴联生.国有股权、环境不确定性与投资效率[J].经济研究,2012,47(7):113-126.
- [21] 唐建新,程利敏,陈冬.资本市场开放与自愿性信息披露——基于沪港通和深港通的实验检验[J].经济理论与经济管理,2021,41(2):85-97.
- [22] 唐雪松,周晓苏,马如静.政府干预、GDP增长与地方国企过度投资[J].金融研究,2010(8):33-48.
- [23] 温志麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J].心理科学进展,2014,22(5):731-745.
- [24] 杨胜刚,钟先茜,姚彦铭.资本市场对外开放与企业融资约束——来自沪港通的证据[J].财经理论与实践,2020,41(5):36-43.
- [25] 喻坤,李治国,张晓蓉,等.企业投资效率之谜:融资约束假说与货币政策冲击[J].经济研究,2014,49(5):106-120.
- [26] 张阳,徐向艺.母公司超额委派董事对子公司投资效率的双刃效应研究[J].审计与经济研究,2023:1-10.
- [27] 赵宇驰,张慧妍,李新月.资本市场开放背景下沪深港通制度与制造业企业创新研究[J].金融经济,2023(10):28-37.
- [28] 钟翠琳,陆正飞.资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验[J].管理世界,2018,34(1):169-179.
- [29] Admati A, Pfleiderer P. The Wall Street Walk and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice[R]. Stanford University, Graduate School of Business, Research Papers, 2007, 22.
- [30] Aggarwal R K, Samwick A A. Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and managerial incentives[J]. Journal of Corporate Finance, 2006, 12(3): 489-515.
- [31] Bai Y, Chow D Y P. Shanghai-Hong Kong Stock Connect: An analysis of Chinese partial stock market liberalization impact on the local and foreign markets[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 2017, 50: 182-203.
- [32] Bekaert G, Harvey C R, Lundblad C. Does financial liberalization spur growth?[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1): 3-55.
- [33] Bekaert G, Harvey C R, Lundblad C. Financial Openness and Productivity[J]. World Development, 2011, 39(1): 1-19.
- [34] Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How does financial reporting quality relate to investment Efficiency?[J]. Journal of Accounting and Economics, 2009, 48(2-3): 112-131.
- [35] Bloom N, Bond S, Reenen J. Uncertainty and Investment Dynamics[J]. The Review of Economic Studies, 2007, 74(2): 391-415.
- [36] Bushman R, Piotroski J, Smith A. What Determines Corporate Transparency?[J]. Journal of Accounting



- Research, 2004, 42: 207-252.
- [37] Chen F, Hope O-K, Li Q, et al. Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets[J]. The Accounting Review, 2011, 86(4): 1255-1288.
- [38] Chen Z, Du J, Li D, et al. Does foreign institutional ownership increase return volatility? Evidence from China[J]. Journal of Banking & Finance, 2013, 37(2): 660-669.
- [39] Denis D J. Financial flexibility and corporate liquidity[J]. Journal of Corporate Finance, 2011, 17(3): 667-674.
- [40] Fama E F, Jensen M C. Separation of Ownership and Control[J]. The Journal of Law & Economics, 1983, 26(2): 301-325.
- [41] Gugler K, Peev E. Institutional Determinants of Investment-Cash Flow Sensitivities in Transition Economies[J]. Comparative Economic Studies, 2010, 52: 62-81.
- [42] Jensen M C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. The American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.
- [44] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [45] Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90(2): 22-27.
- [46] Perotti E C, Von Thadden E-L. Strategic Transparency and Informed Trading: Will Capital Market Integration Force Convergence of Corporate Governance?[J]. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003, 38(1): 61.
- [47] Richardson. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [48] Whited T M, Wu G. Financial Constraints Risk[J]. Review of Financial Studies, 2006, 19(2): 531-559.

Capital Market Opening and Corporate Non-Efficient Investments

—Quasi-natural Experiment from "Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect"

FAN Desheng ZHAO Yuqian YANG Jingjing

(International Business School, Beijing Foreign Studies University)

Abstract With the capital market opening up and the transition of the Chinese economy into a high-quality development phase, enhancing the quality and efficiency of enterprises has become a challenging issue. Based on the data of A-share non-financial listed companies from 2010 to 2022, this paper empirically examines the influence of capital market opening on corporate investment efficiency through Difference-in-Difference model, using the Shanghai-Hong Kong Stock Connect and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect systems implemented in batches as policy shocks. The study reveals that capital market opening significantly restrains inefficient investments in enterprises through two primary channels: easing financing constraints and reducing agency costs. Notably, the reduction in agency costs is particularly prominent among companies involved in excessive investments. Further analysis indicates that the effects of capital market opening are more pronounced for firms with lower information transparency and greater board independence. These findings furnish empirical evidence at the micro-level regarding the favorable consequences of capital market opening, offering valuable insights for institutional reforms within capital markets.

Keywords Capital Market Opening, Investment Efficiency, Financing Constraints, Agency Costs

JEL Classification C01 C23 C12