

《金融市场研究》专家审稿单

稿件篇名	资本市场开放与企业非效率投资——基于“沪深港通”的准自然市场
外审意见 (二审)	一、理论贡献。 目前关于资本市场开放与企业投资的研究并不少见，随之相关的问题是相对于现有研究，论文的增量贡献是什么，目前论文尚未给出清晰地分析。 王秀丽,齐荻.资本市场开放提高企业投资效率了吗——基于“陆港通”的多期双重差分法实验证据[J].国际商务(对外经济贸易大学学报),2019(06):92-106 庄明明,梁权熙.境外机构投资者能促进企业投资效率提升吗?[J].世界经济研究,2021(02):102-117 喻彪,李沁洋,杨刚.资本市场开放与企业劳动投资效率——基于沪深港通的经验证据[J].山西财经大学学报,2022,44(10):58-72 外审意见 李小林,徐庆美,司登奎等.资本市场开放与企业投资结构偏向——来自“沪深港通”的经验证据[J].财经研究 2021,47(12):108-121 二、理论分析 1.资本市场开放涉及到的文献过少，且尚未包括最新文献，建议增加并更新相关文献。 2.资本市场开放为什么会缓解企业的融资约束，降低代理成本，论文只是进行了简单地说明，但却未给出详细地分析，建议作者增加相关分析，尤其是要考虑到资本市场开放的背景。 2023 年 12 月 7 日
作者回复	感谢匿名审稿人提供的详细意见和建议，对于提升我们的研究质量和学术价值非常重要。我们已经认真考虑了您提出的各项建议，以下是针对审稿意见提出的各项的回复： (1) 在原稿的基础上，我们增加了关于资本市场开放的最新高质量研究，补充说明了“沪深港通”制度的实施对我国制造业的创新能力和企业的商誉溢价的影响； (2) 通过查阅相关文献，增加和梳理了资本市场开放带来的经济后果，对资本市场开放缓解企业融资约束、降低代理成本的逻辑及原因进行了详细说明。一方面，资本市场开放通过推动全球资本流动开拓了企业融资渠道，通过改善信息环境使得投资者要求的风险补偿降低，进而降低融资成本。另一方面，资本市场开放引入国际监管准则和境外投资者，强化了企业外部监督，从而降低企业内部代理成本； (3) 修改了对于本文边际贡献的表述，明确表达了结合“沪港通”和“深港通”两次不同时间点的外生冲击事件来分析外部资本市场对投资效率的影响是目前学者较少研究的方向。 作者：花江陆 2023 年 12 月 8 日

《金融市场研究》专家审稿单

稿件篇名	资本市场开放与企业非效率投资——基于“沪深港通”的准自然实验
外审意见 (二审)	这篇论文《资本市场开放与企业非效率投资——基于“沪深港通”的准自然实验》探讨了以“沪深港通”为标志的资本市场开放对企业非投资效率的影响。我仔细阅读了整篇文章，文章在影响机制以及研究意义方面有一定的创新性，以下是详细的意见，希望这些意见能帮助作者提高文章质量。 (1) 文献部分需要更新，参看文献中需要包含更多近期的中外参考文献 (2) 引言部分需要继续丰富，可以采用当前数据来或者经济后果的严重程度来说明研究的必要性和重要性，以及对文献的贡献，文章的具体创新型等。 (3) 对基准回归结果的解释应该更加充实 (4) 在文献综述部分，需要对文献进行整理而非罗列观点。文献太少可以与引言融为一体。 (5) 文章第三部分第一节制度背景存在错别字，逻辑语言不是特别连贯，作者再梳理一下 (6) 文章融资约束中介变量为何选择 WW 指数而不选择其他指数，请说明选择 WW 指数的合理性 (7) 文章稳健性检验部分滞后效应和替换被解释变量部分表述不太清晰，可以参考文献所用方法、计算过程以及计算结果请详细说明，希望进一步丰富 (8) 文章可以提出其他更有针对性的政策建议 2023 年 12 月 20 日
作者回复	感谢匿名审稿人提供的详细意见和建议，对于提升我们的研究质量和学术价值非常重要。我们已经认真考虑了您提出的各项建议，以下是针对审稿意见提出的各项的回复： (1) 文献与引言部分，我们加入了关于资本市场开放经济后果与企业非效率投资的近期研究成果，并在文章中阐述了本研究可能具有的边际贡献。 (2) 增加了对基础回归部分的解释；

	(3) 补充了选择使用 WW 指数的具体原因，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； (4) 进一步补充了替换被解释变量的计算过程； (5) 校对并更正了文章中存在的错别字、逻辑表达等问题； (6) 进一步补充了相关政策建议。 作者： 花江胜 2023 年 12 月 27 日
--	---

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
非效率投资	<i>Absinv</i>	基于 Richardson (2006) 计算出来的非投资效率
	<i>Absinv2</i>	基于 Biddle et al. (2009) 计算出来的非效率投资
	<i>Absinv3</i>	基于 Chen et al. (2011) 计算出来的非效率投资
资本市场开放	<i>HSSC</i>	沪深港通交易制度实施且企业在某年被列为沪港通或深港通标的的当年及之后为 1, 否则为 0
融资约束	<i>WW</i>	WW指数的绝对值
代理成本	<i>MER</i>	企业管理费用/主营业务收入
资产负债率	<i>LEV</i>	年末总负债/年末总资产
公司上市年限	<i>AGE</i>	$\ln(\text{企业上市年限}+1)$
企业规模	<i>SIZE</i>	年末公司总资产的自然对数
成长机会	<i>Growth</i>	营业收入增长率
盈利水平	<i>ROA</i>	净利润/平均资产总额
管理层持股	<i>MSH</i>	年末管理层持股占公司总股份的比重
第一大股东持股比例	<i>BIG1</i>	第一大股东持股比例
两职合一	<i>DUAL</i>	当公司董事长与总经理为同一人时, 取 1; 不为同一人时, 取 0
独董比例	<i>Inddirec</i>	董事会中独立董事占比
董事会规模	<i>BSIZE</i>	董事会总人数的自然对数
会计师事务所	<i>BIG4</i>	四大会计审计为 1, 否则为 0

表2 描述性统计结果

<i>Variables</i>	<i>Obs</i>	<i>Mean</i>	<i>Sd</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>Absinv</i>	13130	0.067	0.068	0.001	1.037
<i>HSSC</i>	13130	0.185	0.388	0.000	1.000
<i>LEV</i>	13130	0.487	0.202	0.063	0.938
<i>AGE</i>	13130	2.750	0.458	0.693	3.434
<i>SIZE</i>	13130	22.740	1.444	19.520	28.020
<i>Growth</i>	13130	0.561	1.994	-0.791	30.400
<i>ROA</i>	13130	0.034	0.056	-0.364	0.222
<i>MSH</i>	13130	332.000	977.300	-0.460	6602.000
<i>BIG1</i>	13130	34.780	15.080	7.850	74.980
<i>DUAL</i>	13130	0.174	0.379	0.000	1.000
<i>Inddirec</i>	13130	37.400	5.536	25.000	60.000
<i>BSIZE</i>	13130	2.171	0.204	1.609	2.708
<i>BIG4</i>	13130	0.078	0.268	0.000	1.000

表3 基础回归

<i>VARIABLES</i>	(1) <i>Absinv</i>	(2) <i>Absinv</i>
<i>HSSC</i>	-0.012*** (-5.09)	-0.019*** (-5.88)
<i>LEV</i>		-0.025** (-2.21)
<i>AGE</i>		0.023*** (3.24)
<i>SIZE</i>		0.008*** (3.45)
<i>Growth</i>		0.002 (1.28)
<i>ROA</i>		0.083*** (6.88)
<i>MSH</i>		0.000 (0.11)
<i>BIG1</i>		0.000*** (3.33)
<i>DUAL</i>		0.003 (1.12)
<i>Inddirec</i>		0.000 (0.52)
<i>BSIZE</i>		-0.017*** (-3.61)
<i>BIG4</i>		-0.016** (-2.57)
<i>Constant</i>	0.069*** (122.18)	-0.138** (-2.61)
<i>Observations</i>	13,130	13,130
<i>R-squared</i>	0.263	0.274
<i>Company FE</i>	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表 4 融资约束中介作用

<i>VARIABLES</i>	(1) <i>Absinv</i>	(2) <i>WW</i>	(3) <i>Absinv</i>
<i>HSSC</i>	-0.019*** (-5.88)	-0.007** (-2.65)	-0.018*** (-5.68)
<i>WW</i>			0.140*** (5.22)
<i>Constant</i>	-0.138** (-2.61)	-0.046 (-0.98)	-0.132** (-2.37)
<i>Observations</i>	13,130	13,130	13,130
<i>R-squared</i>	0.274	0.814	0.280
<i>Controls</i>	YES	YES	YES
<i>Company FE</i>	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表 5 代理成本中介作用

<i>VARIABLES</i>	全样本回归				过度投资		投资不足
	<i>Absinv</i>	<i>MER</i>	<i>Absinv</i>	<i>Absinv</i>	<i>MER</i>	<i>Absinv</i>	<i>MER</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>HSSC</i>	-0.019*** (-5.88)	-0.012* (-1.98)	-0.017*** (-6.02)	-0.019*** (-3.23)	-0.006*** (-3.14)	-0.018*** (-3.01)	-0.018 (-1.53)
<i>MER</i>			0.095*** (5.31)			0.244*** (2.88)	
<i>Constant</i>	-0.138** (-2.61)	0.320* (2.03)	-0.168*** (-3.16)	-0.650*** (-7.54)	0.337*** (6.25)	-0.733*** (-8.43)	0.363 (1.38)
<i>Observations</i>	13,130	13,130	13,130	5,521	5,521	5,521	7,429
<i>R-squared</i>	0.274	0.654	0.280	0.342	0.788	0.350	0.642
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Company FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表 6 基准回归及逐年 PSM-DID 回归结果对比

	基准回归	匹配后回归
	(1)	(2)
<i>VARIABLES</i>	<i>Absinv</i>	<i>Absinv</i>
<i>HSSC</i>	-0.019*** (-5.26)	-0.021*** (-5.25)
<i>Constant</i>	-0.118** (-2.36)	-0.281*** (-4.20)
<i>Observations</i>	13,130	8,301
<i>R-squared</i>	0.042	0.046
<i>Controls</i>	YES	YES
<i>Company FE</i>	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表 7 滞后回归结果

	主回归	
<i>VARIABLES</i>	(1)	(2)
<i>L.HSSC</i>	-0.013*** (-4.40)	-0.010** (-2.53)
<i>Constant</i>	0.068*** (117.43)	0.522*** (14.55)
<i>Observations</i>	12,120	12,120
<i>R-squared</i>	0.274	0.298
<i>Controls</i>	NO	YES
<i>Company FE</i>	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表8 替换被解释变量回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>VARIABLES</i>	<i>Absinv2</i>	<i>Absinv2</i>	<i>Absinv3</i>	<i>Absinv3</i>
<i>HSSC</i>	-0.019*** (-8.00)	-0.022*** (-4.92)	-0.019*** (-7.94)	-0.022*** (-4.87)
<i>Constant</i>	0.001** (2.68)	-0.622*** (-6.28)	0.001** (2.66)	-0.620*** (-6.24)
<i>Observations</i>	13,130	13,130	13,130	13,130
<i>R-squared</i>	0.220	0.254	0.220	0.254
<i>Controls</i>	NO	YES	NO	YES
<i>Company FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES

Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表9 异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>VARIABLES</i>	低透明度 <i>Absinv</i>	高透明度 <i>Absinv</i>	低独立性 <i>Absinv</i>	高独立性 <i>Absinv</i>
<i>HSSC</i>	-0.027*** (-8.81)	-0.011* (-1.86)	-0.016*** (-3.36)	-0.021*** (-3.77)
<i>Constant</i>	0.040 (0.65)	-0.482*** (-4.56)	-0.178*** (-3.81)	-0.148 (-1.19)
<i>Observations</i>	6,645	6,349	7,055	5,923
<i>R-squared</i>	0.330	0.332	0.316	0.330
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Company FE</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES
组间差异p值	0.046**		0.013**	

Robust t-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1