

资本账户开放对企业投资效率的影响研究

谢锐¹, 杨崇峻¹, 袁礼²

(1. 湖南大学 经济与贸易学院, 湖南 长沙 410079; 2. 湖南师范大学 商学院, 湖南 长沙 410081) *

摘要: 依据2001—2017年95个国家的上市企业数据, 考量资本账户开放对企业投资效率的作用。结果显示: 资本账户开放能提高企业投资效率, 缓解投资不足, 抑制过度投资; 机制检验表明, 资本账户开放通过提高市场竞争、缓解融资约束以及提高风险承担水平三个渠道提高企业投资效率。异质性检验显示, 流入方向的资本账户开放对企业投资效率的提升更大, 资本账户开放主要提高了金融市场发展程度高的国家、外部融资依赖度高的行业以及高杠杆率企业的投资效率。鉴于此, 建议有序开放资本账户, 加快金融市场建设, 积极融入全球资本市场发展。

关键词: 资本账户开放; 投资效率; 制度型开放

中图分类号: F832.51; F275

文献标识码: A

文章编号: 1003-7217(2024)03-0052-08

一、引言

党的二十大报告强调, 要“坚持高水平对外开放”“稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放”。资本账户开放作为我国制度型开放的重要组成部分和金融改革的重点领域, 已在上海和海南等自贸试验区以及自贸港进行了先行先试, 逐渐探索出了一条具有中国特色的渐进式资本账户开放道路^[1]。但目前我国仅有10%的资本账户子项目完全开放, 大部分项目仍未放开^[2], 我国资本账户开放依然任重道远。相对封闭的金融市场虽然稳定, 却无法有效地克服内部环境缺陷, 导致市场资源配置的扭曲, 这在企业内部便表现为投资不足和投资过度现象非常普遍^[3]。而投资对于企业的重要性不言而喻, 它直接影响企业的发展速度、质量和规模, 投资效率低下可能影响其资源利用效率和盈利能力, 进而损害企业价值。因此检验资本账户开放是否能对企业投资效率产生影响十分必要。

现有研究中, 相关文献主要有三个方面。第一方面, 文献主要从宏观层面研究资本账户开放对一国的经济影响, 认为资本账户开放能够提升一国全要素生产率^[4,5]并最终促进经济增长^[6,7], 一部分学者进一步研究资本账户开放对全要素生产率的影响

渠道, 如: 促进股票市场发展^[8]、提高金融部门和金融机构的效率^[9]、改善资本在各国之间的分配^[10]等。第二方面, 文献研究资本账户开放对产业的影响, 这部分研究认为资本账户开放能提高部门内、企业间的资本配置效率, 最终提升全要素生产率, 促进经济增长^[11]。例如, Larrain 和 Stumpner^[12]认为资本账户开放通过降低企业的固定融资成本和融资利息加成, 提高了特定行业的固定资产存量, 促进行业资源分配效率提升, 从而提高行业全要素生产率; 李青原和吴滋润^[13]发现资本账户开放能够提升跨国行业资源配置效率, 从而促进两国间特定行业增长率联动。第三方面, 文献从微观企业层面检验了资本账户开放带来的影响, 认为资本账户的开放能提高企业经营绩效^[14]和全要素生产率^[15]。一些研究进一步探讨其作用渠道, 发现资本账户开放主要通过改善企业融资状况^[16]、提升熟练劳动力利用率^[15]和促进创新^[17]提高了企业全要素生产率。但这些研究只关注生产力的增长, 并未探究资本账户开放对企业内部资金配置的影响。近年来一些学者也使用“沪港通”等股票市场开放^[18]以及外商投资负面清单缩减^[3,19]等政策冲击来研究资本市场开放的资源配置效应, 认为资本市场开放提升了企业投资效率, 但资本账户开放涵盖多种资产、多个层次的

* 收稿日期: 2023-10-20; 修回日期: 2024-01-23

基金项目: 国家自然科学基金项目(72204080)

作者简介: 谢锐(1983—), 男, 江西赣州人, 博士, 湖南大学经济与贸易学院教授, 博士生导师, 研究方向: 制度型开放; 杨崇峻(1999—), 男, 湖南长沙人, 湖南大学经济与贸易学院博士研究生, 研究方向: 制度型开放。

开放,一国资本市场开放的单一政策实践无法完整代表资本账户开放的内容和层次。

现有研究主要基于宏观以及中观视角对资本账户开放的资源配置效应进行探讨,鲜有文献研究资本账户开放对企业投资效率的影响。本文基于2001—2017年95个国家的上市企业数据,从提高市场竞争程度、缓解融资约束以及提高风险承担水平三个视角实证检验了资本账户开放对企业投资效率的激励效应,进一步检验了资本账户开放的方向、金融市场发展程度、行业外部融资依赖度以及企业杠杆率四个维度的异质性对政策效果的影响,为政府科学精准制定资本账户开放的政策措施、促进金融服务实体经济发展提供了实践证据和理论依据。

二、理论分析与研究假设

在流入方面,资本账户开放最直接的影响是促进生产要素流动并实现优化配置,缓解流入国面临的资金短缺问题,同时优质境外机构投资者的进入带来了资金,其信息优势和更好的会计系统能够增强价格机制对要素配置的引导作用,降低信息不对称导致的企业非效率投资行为^[19];在流出方面,资本账户开放有助于企业融入国际金融市场,减少由境内资金冗余导致的投资效率低下问题,使得企业能够更加灵活地利用过剩产能,通过对外投资实现资源的优化配置^[20]。综上,资本账户开放可能提高企业投资效率。基于此,提出:

假设1 资本账户开放对企业投资效率存在显著正向作用。

资本账户开放能够减少市场准入的歧视性条件和隐性壁垒以及吸纳更多市场竞争主体^[3],从而促进市场竞争程度提升。在低行业竞争程度的环境中,企业面临的经营风险主要是市场需求不足而非产品竞争,企业缺乏研究开发、优化运营的动机,进而导致投资效率偏低。当行业竞争程度提高时,企业为抢占市场倾向于通过提高现金流进行持续投资,以维持其市场领先地位^[21]。为此,会尽量减少和融资方之间的信息不对称、提高信息披露质量^[22],使得信贷资源的配置得到优化,并能通过外部治理机制缓解“股东-经理”代理冲突^[23,24],企业投资效率因此得到提高。基于此,提出:

假设2 资本账户开放能够通过促进市场竞争提高企业投资效率。

在面临融资约束的情况下,投资者在做出决策时会更加谨慎,由于资金短缺,企业往往会选择减少

投资规模,以规避潜在的风险。这种策略性的调整虽然可以在短期内缓解资金压力,却可能因为缺乏充足的资金而错失最具效率的投资项目,从而造成投资不足^[25]。而资本账户的开放使各国投资者能以收益最大化为动机从全球范围寻求投资机会^[26],扩展了企业融资渠道,加剧投资者之间的竞争,减少金融市场上资金需求方和供给方的信息不对称和代理成本,进而降低资金成本。在这样的情况下,投资回报率相对较高的企业更可能获得融资,其融资约束因此能得到缓解。当这些企业有足够的现金流时,企业投资不足现象将会减少,投资效率提升^[27]。基于此,提出:

假设3 资本账户开放能通过缓解企业融资约束提高企业投资效率。

企业的风险承担水平反映其在投资决策中的风险偏好程度^[28],高风险承担水平意味着企业更加倾向于选择那些具有风险性的投资项目,以寻求更高的潜在回报。资本账户开放为企业提供了多元化融资渠道以及分散投资的机会,通过灵活地调整投资组合策略,企业风险承担意愿和能力得到提升。一方面,随着风险承担水平的不断提高,代理问题得到缓解,企业经理人为保护其私人利益而对风险项目过度规避的行为将减少^[29],避免了投资不足^[30];另一方面,风险承担能力的提升意味着企业在投资决策上可能展现出更高的灵活应变与动态调整能力^[31],对高成长潜力项目的识别能力提高^[32],从而推动投资效率的提升。基于此,提出:

假设4 资本账户开放能通过提升企业风险承担水平提高企业投资效率。

三、研究设计

(一)样本和数据

本文以全球上市公司为样本,探究资本账户开放对投资效率的影响。由于21世纪以来全球经济一体化进程显著加快,许多发展中国家开放了资本账户,以及从2018年开始的中美贸易战可能对全球企业投资产生持续的冲击,进而影响估计结果的准确性,因此本文将样本期间定在2001—2017年。本文使用的企业微观数据来自《Osiris-全球上市公司分析库》,在原数据基础上去除了金融类行业企业以及投资金额为负值的企业。行业分类使用US SIC三位核心代码,最终获得95个国家^①29441家企业的样本。本文使用的宏观数据来自世界银行的

WDI 数据库。此外,本文对关键变量进行上下 1% 水平的缩尾处理。

(二)模型构建和变量定义

为了检验资本账户开放对企业投资效率的影响,本文借鉴苟琴等^[33]的研究,采用以下基准模型进行分析:

$$INV_{isct} = \alpha + \beta KAOPEN_{ct} + \gamma_1 X_{ct} + \gamma_2 X_{isct} + \delta_i + \delta_{st} + \delta_c + \dot{o}_{isct} \quad (1)$$

其中,下标 i, s, c, t 分别表示企业、行业、国家和年份, \dot{o}_{isct} 为误差项。

INV_{isct} 为被解释变量,表示企业投资效率。本文使用 Richardson 投资效率模型^[34]估算企业最优投资水平,其方程为:

$$I_{isct} = \alpha + \beta_1 Growth_{isct-1} + \beta_2 Lev_{isct-1} + \beta_3 Cash_{isct-1} + \beta_4 Age_{isct-1} + \beta_5 Size_{isct-1} + \beta_6 Return_{isct-1} + \beta_7 I_{isct-1} + \delta_i + \delta_{st} + \delta_c + \epsilon_{isct} \quad (2)$$

模型(2)中, I_{isct} 为企业当年的投资水平,企业的其他特征变量包括企业的托宾 Q($Growth$)、杠杆率(Lev)、现金流($Cash$)、企业的上市年龄(Age)、企业规模($Size$)、股票年回报率($Return$)。此外,模型控制了企业固定效应、行业-年份固定效应^②以及国家固定效应。通过对模型(1)进行 OLS 回归所得残差项为企业投资效率,表示企业实际投资额与理论预期值之间存在的偏差,为了便于计算,我们将残差取绝对值来表示,数值越大表示投资效率越低。进一步地,根据残差的符号,我们将样本分为两组以便进行分组回归:一组为投资不足企业(INV_U),其残差项为负,代表其实际投资额小于理论预期值;另一组为投资过度企业(INV_O),其残差项为正,代表其实际投资大于理论预期值。

模型(1)中 $KAOPEN_{ct}$ 为解释变量,表示资本账户开放度。本文参考选用 Chinn 和 Ito^[35]的做法,将 $KAOPEN$ 指数作为基准回归中资本账户开放度($KAOPEN$)的指标,同时使用 Fernández 等^[36]的 $FKRSU$ 指数替换 $KAOPEN$ 指数进行稳健性检验。这两种指数从纵向来看,其时间序列变动不大,横向来看,不同国家不均衡的资本账户开放水平使其横截面变动非常明显,能较好反映各国的差异与共性。

模型(1)中 X_{ct} 是国家层面的控制变量, X_{isct} 是企业层面的控制变量。参照 Fisman 和 Love^[37]的研究,控制了各国贸易开放程度、政府支出水平、产

权保护程度、政府廉洁程度等变量,以排除与资本账户开放同时进行的其他市场化改革的干扰,这些指标来源于美国传统基金会(Heritage Foundation)构建的各国经济自由度指数。同时,本文参照苟琴等^[33]的研究,控制了国家层面的特征变量,包括实际 GDP 增速、通货膨胀率和对外直接投资净额等。此外,本文还控制了企业层面的控制变量,包括上市年龄、企业规模、固定资产占比、企业现金持有水平。 δ_i 、 δ_s 和 δ_c 分别为企业固定效应、行业-年份固定效应以及国家固定效应,表示分别控制了企业、行业-年份^③和国家变化的变量对企业投资效率的影响。各变量的定义及说明见表 1。

表 1 变量定义和描述性统计

变量类型	变量符号	变量说明	测量方法	
被解释变量	INV	投资效率	基于模型(2)计算得到的残差项取绝对值	
	INV_U	投资不足	使用模型(2)计算出的残差项为负时,该变量等于 INV , 否则为缺失值	
	INV_O	投资过度	使用模型(2)计算出的残差项为正时,该变量等于 INV , 否则为缺失值	
解释变量	$KAOPEN$	资本账户开放度	经过标准化处理的资本账户开放度 $KAOPEN$ 指标	
	TF	贸易自由化程度	美国传统基金会经济自由度指数子指标	
	GS	政府支出水平	美国传统基金会经济自由度指数子指标	
	国家控制变量	PR	产权保护程度	美国传统基金会经济自由度指数子指标
		COR	政府廉洁程度	美国传统基金会经济自由度指数子指标
		GDP	实际 GDP 增速	一国实际 GDP 增长率
	CPI	通货膨胀率	一国 CPI 增长率	
$OFDI$	对外直接投资	一国 OFDI 占 GDP 比重		
企业控制变量	Age	企业上市年龄	企业成立年限的对数	
	$Size$	企业规模	企业总资产的对数	
	Tag	企业固定资产占比	企业固定资产占总资产的比重的对数	
	$Cash$	企业现金持有水平	企业货币资金和短期投资之和/年末总资产,并取对数	

(三)描述性统计分析

表 2 展示了主要变量的描述性统计结果。其中,企业投资效率(INV)的均值为 2.255,最小值为 0,最大值为 65.244,标准差为 4.090,可见不同企业的投资效率差异较大,整体存在上升空间。此外,投资不足(INV_U)的企业占比稍多,但投资过度企业(INV_O)的平均投资效率更低。主要变量的描述性统计结果与现有文献较为一致。

四、实证分析

(一)基准回归

为了验证资本账户开放对企业投资效率的影响,使用模型(1)进行回归分析,结果见表3。其中,第(1)列为资本账户开放对全样本企业投资效率的影响,第(2)列为对投资不足企业的影响,第(3)列为对投资过度企业的影响。第(1)列结果显示 *KAOPEN* 的系数在 1% 的水平上显著为负,即资本账户开放度增加将显著提高企业的投资效率,验证了假设 1。第(2)和(3)列结果分别显示,对于投资不足以及投资过度的企业, *KAOPEN* 的系数都在 1% 的显著水平上为负,这说明资本账户开放能减少企业的投资不足,也能抑制投资过度。

表 2 描述性统计结果

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>INV</i>	197894	2.255	4.090	0.000	65.244
<i>INV_U</i>	105852	2.131	3.685	0.000	63.697
<i>INV_O</i>	92042	2.397	4.507	0.000	65.244
<i>KAOPEN</i>	1432	0.691	0.345	0.000	1.000
<i>TF</i>	1432	4.318	0.179	2.976	4.500
<i>GS</i>	1432	3.981	0.605	0.693	6.155
<i>PR</i>	1432	3.961	0.452	2.303	4.576
<i>COR</i>	1432	3.861	0.442	2.833	6.657
<i>GDP</i>	1432	3.599	3.143	-7.800	14.526
<i>CPI</i>	1432	4.179	3.660	-2.348	23.115
<i>OFDI</i>	1432	3.985	20.373	-87.227	301.250
<i>Age</i>	197894	3.281	0.808	0.693	4.860
<i>Size</i>	197894	15.128	2.940	2.639	21.527
<i>Tag</i>	197894	0.512	0.237	0.000	0.998
<i>Cash</i>	197894	0.512	0.237	0.000	0.998

(二)稳健性检验

1. 使用 GMM 方法计算企业投资效率。模型(2)中存在滞后项,因此使用面板 OLS 回归可能产生一定的内生性问题。为减少投资效率的计算误差,采用 GMM 方法重新估计 Richardson 投资方程并计算企业投资效率,并代入方程(1)进行回归,结果见表 4 第(1)列,可知 *KAOPEN* 的估计系数仍然显著为负,说明资本账户开放确实能够提高企业的投资效率。

2. 更换资本账户开放指标。使用 FKRSU 指数作为资本账户开放的指标,代入回归方程(1),结果见表 4 第(2)列,从中可知 *KFRSU* 的估计系数仍然

显著为负,同样证明了基准回归结果的稳健性。

3. 剔除金融危机时期的样本。考虑到 2008 年金融危机对金融市场的冲击,剔除金融危机期间(2007—2009 年)的样本重新回归,结果如表 4 第(3)列所示, *KAOPEN* 的估计系数仍然显著为负,说明剔除金融危机的影响后,本文结果依然成立。

表 3 基准回归

变量	(1) <i>INV</i>	(2) <i>INV_U</i>	(3) <i>INV_O</i>
<i>KAOPEN</i>	-0.496*** (0.121)	-0.401*** (0.121)	-0.592*** (0.187)
<i>TF</i>	0.527*** (0.122)	0.410*** (0.125)	0.656*** (0.203)
<i>GS</i>	0.109*** (0.0411)	0.0843* (0.0469)	0.0670 (0.0600)
<i>PR</i>	-0.0701 (0.0700)	-0.0408 (0.0807)	-0.180 (0.122)
<i>COR</i>	-0.162*** (0.0423)	-0.143*** (0.0487)	-0.139** (0.0635)
<i>GDP</i>	-0.00621 (0.00592)	-0.0300*** (0.00672)	0.00930 (0.00957)
<i>CPI</i>	0.0222*** (0.00598)	0.00901 (0.00699)	0.0354*** (0.00911)
<i>OFDI</i>	-0.0000834 (0.00104)	-0.000652 (0.00125)	0.000674 (0.00210)
<i>Age</i>	0.0370 (0.0820)	0.158* (0.0881)	-0.377*** (0.134)
<i>Size</i>	-0.339*** (0.0366)	-0.123*** (0.0444)	-0.323*** (0.0527)
<i>Tag</i>	2.787*** (0.175)	-1.253*** (0.197)	6.057*** (0.258)
<i>Cash</i>	1.193*** (0.178)	1.638*** (0.230)	0.382 (0.271)
常数项	4.193*** (0.738)	2.794*** (0.818)	3.683*** (1.240)
企业固定效应	是	是	是
行业-年份固定效应	是	是	是
国家固定效应	是	是	是
观测值	197546	100559	86264
adj. R^2	0.505	0.518	0.524

注:括号中是聚类到企业维度的稳健标准误。*、**和***分别表示 10%、5%和 1%显著性水平;下同。基准回归观测值与描述性统计观测值不同是因为固定效应吸收了一定的样本。

(三)工具变量检验

一方面,企业投资效率高的国家可能拥有更完善的市场,进而更可能开放资本账户,因此基准模型可能存在反向因果等内生性问题;另一方面,一国资本账户开放以及企业投资效率的外生冲击或不可观察因素也可能导致基准模型估计的系数有偏,因此,使用工具变量进行检验。参考江春等^[38]的做法,使用滞后一期的资本账户开放度(*L. KAOPEN*)作为

当期资本账户开放度的工具变量,因为滞后一期的核心解释变量一般与当期有关,满足工具变量相关性的条件,同时滞后一期的核心解释变量一般都不与当期随机扰动项有关,满足外生性条件。本文使用2SLS方法进行检验,结果如表5所示。列(1)汇报了第一阶段回归结果,第一阶段工具变量的系数在1%的显著水平上为正,Kleibergen-Paap rk的LM统计量 p 值为0.00,证明工具变量通过可识别检验;Kleibergen-Paap rk的Wald F 统计量为30925.79,远远大于Stock-Yogo弱识别检验在10%显著性水平上的临界值,证明工具变量通过弱工具变量检验。总的来说,该工具变量的选取符合标准。第(2)列报告了第二阶段回归结果,核心解释变量KAOPEN的系数在1%的水平上显著为负,表明在引入工具变量减轻内生性问题后,本文的主要结论依然成立。

表4 稳健性检验

变量	(1)更换投资效率 计算方式	(2)更换资本账户 开放指标	(3)剔除金融危机 时期样本
	INV	INV	INV
KAOPEN	-0.394** (0.182)		-0.569*** (0.134)
FKRSU		-2.622*** (0.606)	
控制变量	是	是	是
企业固定效应	是	是	是
行业-年份固定效应	是	是	是
国家固定效应	是	是	是
观测值	116842	167623	161548
adj. R^2	0.394	0.469	0.507

表5 工具变量检验

变量	(1)第一阶段 KAOPEN	(2)第二阶段 INV
KAOPEN		-0.662*** (0.152)
L. KAOPEN	0.859*** (0.005)	
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
行业-年份固定效应	是	是
国家固定效应	是	是
Kleibergen-Paap rk LM	1789.64 <0.000>	
Kleibergen-Paap rk Wald	30925.79 [6.66]	
观测值	165419	165419

五、机制分析

(一)提高行业竞争程度

根据前文分析,资本账户开放能够减少歧视性条件和隐性壁垒,吸引更多市场竞争主体,从而提高市场竞争程度,促使企业在竞争中提升信息披露质量,优化融资条件,缓解代理冲突,最终提升投资效率。为此,使用赫芬达尔指数 HHI (行业内各企业营业收入占行业总营业收入比重的平方和)衡量国家-行业维度的市场竞争程度,参考江艇^[39]的机制检验方法,回归结果见表6第(1)列。KAOPEN的系数显著为负,表明国家进行资本账户开放能显著降低 HHI 指数,即提高了东道国的市场竞争程度。这表明资本账户开放能提高东道国市场竞争程度,进而提升企业投资效率,支持假设2。

(二)缓解融资约束

资本账户开放拓宽了企业融资渠道,带来了更多的融资机会,有效缓解了普遍存在的融资约束问题,促进企业投资高回报项目,进而提升企业投资效率。参照鞠晓生等^[40]的研究,计算样本企业融资约束指数 SA 并检验该机制,具体实证结果见表6第(2)列。可以发现,KAOPEN的系数显著为正,表明资本账户开放能显著缓解企业融资约束,而融资约束的缓解有利于提升投资效率,支持假设3。

(三)提高风险承担水平

资本账户开放带来的多元化融资渠道以及分散投资的机会,增强了企业的风险承担意愿和能力,企业能够更精准地识别高成长潜力项目,避免盲目跟风或过分保守,从而提升投资效率。据此,本文推测资本账户开放能够通过提高企业风险承担水平从而提高投资效率。为了验证这一猜想,本文借鉴余明桂等^[41]对企业风险承担水平的测算方法,使用滚动窗口为3年的经行业调整后盈利波动率(ROA)来衡量企业风险承担水平($Risk1$)。表6第(3)列显示了回归结果,KAOPEN的系数为正,并在5%的水平上显著,表明资本账户开放能够通过提高企业风险承担水平进而提高企业投资效率,支持假设4。

六、异质性分析

(一)区分资本流入、流出管制

基于资本流入、流出方向的不同,资本账户对投资效率的影响可能不同。将FKRSU指标中度量资

本流入方向(ka_inward)、流出方向($ka_outward$)开放度的子指数同时纳入回归,结果如表(7)第(1)列所示。流入和流出方向的资本账户开放都能提高企业投资效率,但流入方向的作用更为突出。这可能是由于流出方向的资本账户开放固然能够促进企业对外投资,从而提高资源配置效率;但也可能导致资本外流,使得国内企业面临更严格的融资约束,抑制企业的投资活动。

表6 机制分析

变量	(1) <i>HHI</i>	(2) <i>SA</i>	(3) <i>Riskt</i>
<i>KAOPEN</i>	-0.087*** (0.017)	0.189*** (0.010)	0.062** (0.031)
控制变量	是	是	是
企业固定效应	否	是	是
行业-年份固定效应	否	是	是
年份固定效应	是	否	否
行业固定效应	是	否	否
国家固定效应	是	是	是
观测值	44734	197546	159145
adj. R^2	0.866	0.994	0.521

(二)金融市场发展程度的影响

在金融市场发展程度足够高的情况下,资本账户开放才能对一国经济增长起到正向作用;而在金融发展水平较低的情况下,资本账户开放反而可能加剧金融系统脆弱性。本文推测资本账户开放对企业投资效率的影响也可能受一国金融市场发展程度的调节,因此使用国际货币基金组织(IMF)的金融发展指数表示一国金融发展程度,将样本企业所属国家按照金融市场发展程度是否超过中位数定义为高金融市场发展程度国家和低金融市场发展程度国家。以此对样本企业进行分组回归,回归结果如表7第(2)和(3)列所示。可以发现,相对于低金融市场发展程度国家的企业,来自高金融市场发展程度国家的企业的投资效率受到资本账户开放的促进效应更强。可能的原因是,完善的金融市场拥有更高的信息透明度和更多元化的融资渠道,能更有效率地利用外来资本,帮助企业降低交易成本,同时,其更完善的风险管理机制和更健全的法律制度也能够降低投资风险和不确定性。

(三)行业外部融资依赖度的影响

不同行业基本特征的异质性(在初始投资规模和

周期、成长性和竞争性、盈利能力和现金流量等方面的不同)决定了它们对外部融资的依赖度不同,因此不同行业的企业在国际资本流动中的暴露度可能不同,资本账户开放对投资效率的影响随之产生异质性。为此,参照Rajan和Zingales^[27]构建的行业外部融资依赖度指标(EFD),使用(资本支出-经营性现金流)/资本支出来衡量企业的外部融资依赖度,其中资本支出等于长期资产(包括长期投资、固定资产、无形资产和其他长期资产)减去无息长期负债,并使用国家-行业内所有企业的中位数度量当年该国家-行业的外部融资依赖度。本文将行业按照当年外部融资依赖度是否大于平均数分为低EFD行业和高EFD行业,并对企业样本进行分组回归分析,结果如表7的第(4)和(5)列所示。相较于低外部融资依赖度行业,资本账户开放对高外部融资依赖度行业内企业的投资效率有更显著的正向作用,这说明资本账户开放后,国际资本将优先流入对外部融资依赖度较高的行业,提高这些行业内企业的投资效率,这也从侧面证明了融资约束机制的存在。

(四)企业杠杆率的影响

企业杠杆率的差异影响企业对外部资本市场变化的敏感性。高杠杆企业资金成本相对较高,因此它们对外部资本市场的变化更加敏感,可能导致资本账户开放对异质性企业的投资效率产生不同影响。本文根据企业杠杆率的中位数,将样本分为高杠杆率企业和低杠杆率企业两个子样本进行回归,结果如表7的第(6)和(7)列所示。高杠杆率企业样本的*KAOPEN*系数绝对值更大,这说明资本账户开放对高杠杆率企业的投资效率提升作用更强,可能是因为外部投资者可以通过市场机制对企业的投资进行评估和决策,这将迫使高杠杆企业进行更为谨慎的投资决策,减少投资过度行为。

七、结论与建议

以上研究结果显示:(1)资本账户开放能提高企业投资效率,缓解投资不足,抑制投资过度。(2)资本账户开放通过提高市场竞争程度、缓解融资约束以及提高风险承担水平三个渠道提高企业投资效率。(3)流入方向的资本账户开放对企业投资效率的提升作用更大。在金融市场发展程度高的国家、外部融资依赖度高的行业以及杠杆率高的企业中,资本账户开放对企业投资效率的促进作用更强。

表7 异质性检验

变量	(1) 双向资本 账户开放 <i>INV</i>	(2) 高金融市场 发展程度国家 <i>INV</i>	(3) 低金融市场发 展程度国家 <i>INV</i>	(4) 高外部融资 依赖度行业 <i>INV</i>	(5) 低外部融资 依赖度行业 <i>INV</i>	(6) 高杠杆率 企业 <i>INV</i>	(7) 低杠杆率 企业 <i>INV</i>
<i>ka_inward</i>	-0.136** (0.061)						
<i>ka_outward</i>	-0.127*** (0.049)						
<i>KAOPEN</i>		-0.508*** (0.165)	-0.182** (0.082)	-0.562*** (0.160)	-0.466** (0.185)	-0.634*** (0.183)	-0.246 (0.167)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是	是
行业-年份固定效应	是	是	是	否	否	是	是
国家固定效应	是	是	是	是	是	是	是
观测值	167623	80604	95257	123582	65527	96692	96693
adj. <i>R</i> ²	0.469	0.536	0.462	0.502	0.496	0.526	0.507

建议:第一,有序开放资本账户。资本账户开放能够提升企业投资效率,因此政府应审慎地评估风险,稳步推动资本账户的开放进程,优先打通国际资本的进入渠道,发挥外资引导国内资源配置的作用。第二,加快建设金融市场。在金融市场发展程度较高的国家资本账户开放对企业投资效率提升效果更强,在推进资本账户开放的过程中,应加强相关法律制度建设,完善金融监管体系,提高国内金融市场的效率和韧性。第三,积极融入全球资本市场。企业要有开放的心态,加强与外资机构的合作,推动自身规模扩张与国际化进程,同时也应该注意财务健康,防范风险。

注释:

- ① 在这 95 个国家中,包括美欧等国在内的发达国家 29 个,包括中国、印度等国在内的发展中国家 66 个,覆盖范围较广。
② 控制行业-年份固定效应是为了排除只随行业和时间变化的变量对企业投资的影响,例如产业政策、技术进步、市场需求等。
③ 控制行业-年份固定效应是为了排除只随行业和时间变化的变量对企业投资效率的影响,例如产业政策、技术进步、市场需求等。

参考文献:

- [1] 张明. 中国资本账户开放:行为逻辑与情景分析[J]. 世界经济与政治, 2016(4):139-155,160.
[2] 王曦,陈伟. 中国资本账户开放的“大、小安排”迷局与破解思路[J]. 国际金融研究, 2024(1):3-14.
[3] 王雄元,徐晶. 放松市场准入管制提高了企业投资效率吗?——基于“市场准入负面清单”试点的准自然实验[J]. 金融研究, 2022,507(9):169-187.
[4] Bonfiglioli A. Financial integration, productivity and capital accumulation[J]. Journal of International Economics, 2008,76(2):337-355.
[5] Ang J B. Financial development, liberalization and technological deepening[J]. European Economic Review, 2011,55(5):688-701.

- [6] Bekaert G, Harvey C R, Lundblad C. Does financial liberalization spur growth? [J]. Journal of Financial Economics, 2005,77(1):3-55.
[7] Liu Z, Spiegel M M, Zhang J. Optimal capital account liberalization in China[J]. Journal of Monetary Economics, 2021, 117:1041-1061.
[8] Bekaert G, Harvey C R, Lundblad C. Financial openness and productivity[J]. World Development, 2011,39(1):1-19.
[9] Levine R, Loayza N, Beck, T. Financial intermediation and growth: Causality and causes[J]. Journal of Monetary Economics, 2000,46(1):31-77.
[10] Chari A, Henry P B. Capital account liberalization, investment, and the invisible hand[R]. Mimeo. Retrieved from <https://www.imf.org>, 2003.
[11] 李青原,章尹赛楠. 金融开放与资源配置效率——来自外资银行进入中国的证据[J]. 中国工业经济, 2021(5):95-113.
[12] Larrain M, Stumpner S. Capital account liberalization and aggregate productivity: The role of firm capital allocation[J]. Journal of Finance, 2017,72(4):1825-1858.
[13] 李青原,吴滋润. 资本账户开放与资源配置效率——来自跨国样本的经验证据[J]. 中国工业经济, 2022(8):82-98.
[14] Mitton T. Stock market liberalization and operating performance at the firm level[J]. Journal of Financial Economics, 2006,81(3):625-647.
[15] Li X, Su D. Total factor productivity growth at the firm-level: the effects of capital account liberalization[J]. Journal of International Economics, 2022, 139:103676.
[16] Forbes K J. One cost of the Chilean capital controls: Increased financial constraints for smaller traded firms[J]. Journal of International Economics, 2007,71(2):294-323.
[17] Wang X. Capital account liberalization, financial dependence and technological innovation: Cross-country evidence [J]. Journal of Banking & Finance, 2022,145:106642.
[18] 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.
[19] 戴鹏毅,杨胜刚,袁礼. 资本市场开放与企业全要素生产率[J]. 世界经济, 2021,44(8):154-178.
[20] 白俊红,刘宇英. 对外直接投资能否改善中国的资源错配[J]. 中国工业经济, 2018(1):60-78.
[21] Froot K A, Scharfstein D S, Stein J C. Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies[J]. Journal of Finance, 1993,48(5):1629-1658.
[22] 伊志宏,姜付秀,秦义虎. 产品市场竞争、公司治理与信息披露

- 质量[J].管理世界,2010,196(1):133-141,161,188.
- [23] 何玉润,林慧婷,王茂林.产品市场竞争、高管激励与企业创新——基于中国上市公司的经验证据[J].财贸经济,2015(2):125-135.
- [24] 解维敏,魏化倩.市场竞争、组织冗余与企业研发投入[J].中国软科学,2016(8):102-111.
- [25] Almeida H V, Wolfenzon D. A theory of pyramidal ownership and family business groups[J]. Journal of Finance, 2006, 61(6): 2637-2680.
- [26] 罗子娜,靳玉英.资本账户开放对企业融资约束的影响及其作用机制研究[J].财经研究,2018,44(8):101-113.
- [27] Rajan R G, Zingales L. Financial dependence and growth[J]. American Economic Review, 1998, 88(3): 559.
- [28] Boubakri N, Cosset J C, Saffar W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 108(3): 641-658.
- [29] John K, Litov L, Yeung B. Corporate governance and risk-taking[J]. Journal of Finance, 2008, 63(4): 1679-1728.
- [30] Roussanov N, Savor P. Marriage and managers' attitudes to risk[J]. Management Science, 2014, 60(10): 2496-2508.
- [31] 朱丹,潘攀.经济政策不确定性下银行风险承担对企业投资效率的影响[J].中国软科学,2022(3):173-182.
- [32] 衣长军,赵晓阳.数字化转型能否提升中国跨国企业海外投资效率[J/OL].中国工业经济,2024(1):150-169.
- [33] 苟琴,耿亚莹,谭小芬.跨境资本涌入与非金融企业杠杆率[J].世界经济,2022,45(4):54-79.
- [34] Richardson S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [35] Chinn M D, Ito H. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions[J]. Journal of Development Economics, 2006, 81(1): 163-192.
- [36] Fernández A, Klein M W, Rebucci A, et al. Capital control measures: A new dataset[J]. IMF Economic Review, 2016, 64: 548-574.
- [37] Fisman R, Love I. Financial development and intersectoral allocation: A new approach[J]. Journal of Finance, 2004, 59(6): 2785-2807.
- [38] 江春,张沛,袁庆禄.资本账户开放对全要素生产率的影响:考虑金融危机因素的跨国实证研究[J].世界经济研究,2019(1):31-43,135.
- [39] 江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J].中国工业经济,2022(5):100-120.
- [40] 鞠晓生,卢荻,虞义华.融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J].经济研究,2013,48(1):4-16.
- [41] 余明桂,李文贵,潘红波.民营化、产权保护与企业风险承担[J].经济研究,2013,48(9):112-124.

(责任编辑:钟瑶,邹彬)

Research on the Influence of Capital Account Liberalization on Firm Investment Efficiency

XIE Rui¹, YANG Chongjun¹, YUAN Li²

(1. School of Economics and Trade, Hunan University, Changsha, Hunan 410079, China;

2. School of Business, Hunan Normal University, Changsha, Hunan 410081, China)

Abstract: Based on data from listed companies in 95 countries from 2001 to 2017, this study examines the impact of capital account liberalization on corporate investment efficiency. The research finds that capital account liberalization can enhance corporate investment efficiency, not only alleviating underinvestment, but also restraining overinvestment. Mechanism tests reveal that capital account liberalization can enhance corporate investment efficiency through three channels: increasing market competition, alleviating financing constraints, and raising risk-taking levels. The heterogeneity test shows that capital account liberalization in the inflow direction has a greater promoting effect on corporate investment efficiency. In countries with high levels of financial market development, industries with high external financing dependence, and enterprises with high leverage ratios, capital account liberalization has a stronger promoting effect on corporate investment efficiency. In view of this, it is recommended to open the capital account in an orderly manner, accelerate the construction of financial markets, and actively integrate into the development of the global capital market.

Key words: capital account liberalization; investment efficiency; institutional liberalization