

“以开放促效率”： 资本市场开放对企业产能利用率的影响研究

——基于“沪深港通”的准自然实验

辛大楞, 周晓萱

(山东师范大学 经济学院, 山东 济南 250358)

[摘要] 发挥资本市场开放对企业产能利用率的提升作用对助力供给侧结构性改革和经济高质量发展具有重要现实意义。从创新效应、内部控制效应和出口扩张效应视角全面解析了资本市场开放影响企业产能利用率的理论机制。选取 2010—2021 年我国沪深 A 股上市公司作为研究样本, 运用“沪深港通”交易制度实施这一外生事件来构建准自然实验, 实证考察了资本市场开放对企业产能利用率的影响及其机理。研究结果表明, “沪深港通”交易制度实施显著提升了企业产能利用率水平, 且该作用主要通过提升企业创新能力、强化内部控制和推动出口扩张三条渠道来实现。异质性分析显示, “沪深港通”交易制度实施对非国有企业、东部地区企业、高客户波动度企业以及低污染企业产能利用率的提升效果更为强烈。进一步地, 资本市场开放引致的产能利用率提升效应有利于提高企业盈利能力、降低企业财务风险。研究结论为稳步推进资本市场高水平对外开放以助力供给侧结构性改革提供了重要政策启示。

[关键词] 沪深港通; 产能利用率; 创新效应; 内部控制效应; 出口扩张效应; 资本市场开放; 企业创新能力; 供给侧结构性改革

[中图分类号] F832.5 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2025)01-0117-11

一、引言

党的二十大报告明确指出, 高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。其中, 有效化解产能过剩、提高产能利用率是重中之重。2023 年 12 月, 习近平总书记在中央经济工作会议中着重强调, 推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战, 其中主要是有效需求不足、部分行业产能过剩。党的十八大以来, 政府在深化供给侧结构性改革中把“去产能”视作五大任务的重中之重, 并先后制定了一系列政策。各地也结合自身产业发展实际, 陆续出台相关措施来促进钢铁、水泥等制造业淘汰落后产能、提升产能利用率以及促进产能结构的转型升级。国家统计局的数据显示, 2021 年第二季度, 我国工业产能利用率达到最大值 78.4%。但由于新冠疫情以及国内外经济环境变化带来的冲击, 我国工业产能利用率在达到峰值后开始有所回落。2024 年第一季度已经降到 73.6%。因此, 当前产能过剩压力仍然较大, 推动产能利用率向更高水平迈进的道路任重而道远。

产能利用率是测度产能过剩程度最常用的衡量标准。目前, 学者们主要从三个领域对产能利用率开展相关研究: 第一个领域着重关注产能利用率的测度^[1]; 第二个领域着重关注产能利用率的影响因素, 如研究发现地方政府行为^[2]、要素价格扭曲^[3]等因素均会对产能利用率产生重要影响; 第三个领域着重关注如何化解产能过剩问题, 如外资并购^[4]以及人工智能应用^[5]等。总体来看, 现有研究仍未考虑资本市场开放在提高企业产能利用率方面所发挥的突出作用。近年来, 中国资本市场高水平对外开放进程加速。从 2011 年人民币合格境外机构投资者制度(RQFII 制度)的正式启动、2013 年合格境内有限合伙人制度(QDLP 制度)在上海自贸区的试点到“沪港通”“深港通”制度相继提出, 再到 2018 年 MSCI 全球指数将中国 A 股纳入全球指数体系, 中国开放型经济新体制正向更高水平、更深层次全面迈进。“沪深港通”交易制度允许香港及海外投资者在中国股票市场进行交易, 为我国境内资本市场和经济运行注入新鲜血液, 实现了与世界资本市场的对接。以“沪深港通”交易制度

[收稿日期] 2024-04-30

[基金项目] 国家社会科学基金一般项目(22BJL040)

[作者简介] 辛大楞(1986—), 男, 山东安丘人, 山东师范大学经济学院教授, 博士生导师, 博士, 从事国际经济学研究, E-mail: xindaleng@163.com; 周晓萱(1999—), 女, 山东德州人, 山东师范大学经济学院硕士研究生, 从事国际金融研究。

为代表的资本市场开放产生了重要的经济效应。现有文献证实,资本市场开放可以提升公司投资效率^[6]、强化企业创新^[7]以及影响公司治理水平^[8]。“沪深港通”交易制度实施会改变企业投融资活动,进而影响企业资源配置行为。因此,以“沪深港通”交易制度实施为代表的资本市场开放会对企业产能利用率产生什么影响?其内在的影响机制是什么?这些问题的探讨对于理清金融高水平开放与供给侧结构性改革之间的关系具有重要理论与现实意义。

本文的边际贡献包括四个方面:一是本文从产能利用率视角探讨了资本市场开放的经济效应。基于构建理论框架和实证检验两方面全面考察了“沪深港通”交易制度实施对企业产能利用率的影响,丰富了资本市场开放引致的微观企业效应研究。二是拓展了企业产能利用率的影响因素研究,并从提升企业创新能力、强化内部控制和推动出口扩张三个维度理清了资本市场开放影响企业产能利用率的内在逻辑。三是以“沪深港通”交易制度实施这一外生事件来构建准自然实验,采用多期双重差分方法实证检验资本市场开放与企业产能利用率之间的关系,有效缓解潜在内生性问题,得到更为稳健的研究结论。四是深入探究“沪深港通”交易制度实施对不同类型、不同地区和不同行业企业产能利用率的异质性作用,并进一步检验资本市场开放引致的产能利用率提升效应对企业盈利能力和财务风险的影响,有效丰富了本文研究结论,也为政府加快推进资本市场高水平对外开放以助力经济高质量发展提供重要政策参考。

二、文献回顾

“沪深港通”交易制度作为我国资本市场开放过程中的重要里程碑,其微观企业效应得到广泛关注。第一,资本市场开放可以降低资金成本、改善风险承担,从而促进公司投资^[9]。连立帅等证实“沪港通”交易制度提高了企业投资-股价敏感度^[10]。另外,企业为满足“沪港通”交易制度所引致的境外投资者会主动降低信息不对称,从而影响公司投资效率^[6]。但是,境内外市场联动性增强所带来的风险可能诱发管理层投资短视行为、抑制企业投资^[11]。第二,资本市场开放通过缓解融资约束、提高公司治理水平等渠道增强企业创新^[12]。“沪港通”交易制度可以通过纠正本地投资者的投资理念,促进企业创新^[7]。第三,资本市场开放引入境外投资者能够改善公司治理水平。马亚明等证实“沪港通”交易制度促使标的上市公司提高企业治理能力^[8]。

影响产能利用率的因素有很多。从宏观视角来看,市场失灵和政府干预是引致产能利用率变动的两个主要因素。如林毅夫等发现企业对下一个具有发展潜力的新兴行业具有投资的“潮涌现象”,引发投资过度行为并导致产能过剩^[13]。政府干预方面,企业应对政府财政刺激所增加的投资需求能够提高产能利用率^[14]。然而,政府不当干预会加剧产能过剩问题^[15]。同时,基于地区竞争的政府补贴也是导致产能过剩的重要原因^[2]。如余东华和吕逸楠证实政府事前补贴导致光伏企业产生极端投资行为,形成过剩产能^[16]。从微观视角切入,研究发现技术创新能够优化产品、增强竞争优势、扩大市场占有率,最终提升企业产能利用率^[17]。此外,企业数字化转型引致的企业技术创新和公司内部控制水平提高也能降低企业产能过剩、提升产能利用率^[18]。部分学者还发现信息技术会减少信息不对称、提高企业柔性,最终带来产能利用率提升^[19]。

对外开放可以通过进出口贸易活动和对外投资两种方式影响企业产能利用率。一方面,从进出口贸易来看,出口会导致国内产能向外转移,从而化解产能过剩^[20-21]。进一步地,中间品贸易自由化通过生产率提升效应和出口效应推动企业产能利用率提高^[22]。毛其淋和钟一鸣还发现进口扩张提升了企业产能利用率^[23]。另一方面,企业对外投资行为引致的产能转移、逆向技术溢出以及加剧市场竞争也会提高母国企业的产能利用率^[24]。如李雪松等证实对外投资对企业产能利用率有正向作用^[25]。何有良和陆文香指出对外直接投资主要通过提升生产效率、促进创新的途径来驱动产能利用率提升^[26]。而且,效率获取和技术获取型对外直接投资^[27]以及到发展中国家进行对外直接投资^[28]对产能利用率的提升效果更为强烈。

综上,现有研究着重剖析了资本市场开放的微观经济效应以及政府和市场行为对企业产能利用率的影响,探讨了国际贸易活动和对外直接投资如何作用于企业产能利用率。但目前尚未有文献研究资本市场开放如何影响产能利用率,采用微观企业数据进行的实证研究则更少。资本市场开放引致的企业经营行为变化对资源配置产生重要影响。由此,本研究从创新效应、内部控制效应和出口扩张效应三个维度解析了资本市场开放影响企业产能利用率的内在机制,并基于“沪深港通”交易制度实施这一外生事件实证考察了资本市场开放对产能利用率的全面影响。

三、制度背景、理论分析和研究假设

(一) 制度背景

“沪深港通”交易制度是指中国内地证券市场与中国香港证券市场之间建立起来的互联互通机制。其中“沪港通”交易制度于 2014 年 11 月 17 日在中国上海证券交易所启动,之后“深港通”交易制度于 2016 年 12 月 5 日在中国深圳证券交易所实施。由此开启了沪深股市与香港股市之间的交易互通。在“沪深港通”交易制度下,上海证券交易所和深圳证券交易所持有 A 股的境内投资者可以直接在香港交易所买卖相应的 H 股;同时,在香港交易所持有 H 股的境外投资者也可以直接在中国内地交易所买卖相应的 A 股。根据深圳证券交易所官网的数据显示,2023 年“深股通”交易金融达 134401.06 亿元,当年日均交易笔数 329.90 万笔。总体来看,该制度允许境内和境外投资者通过指定的交易通道进行跨境投资和交易,进一步促进了中国与国际市场的互联互通。而且,这一制度的推出为国内外投资者提供了更加便利和高效的交易环境,扩大了境内投资者的投资范围、提升了跨境投资的便利度、提高了资本市场的活跃度和境外资本流入,极大增强了中国资本市场的国际竞争力。

(二) 理论分析和研究假设

“沪深港通”交易制度实施作为我国资本市场高水平对外开放的关键步骤,其通过多条渠道对企业产能利用率产生重要影响。

首先,创新效应。技术进步是化解产能过剩、提升产能利用率的重要渠道^[29]。当前消费升级加速,使得企业主体难以跟随市场需求变化及时调整生产策略。从企业内部来看,产品层面创新可以为企业带来新的市场需求;生产工艺创新则有利于提升企业产品质量,增加用户对企业产品的粘性。因此,市场需求的扩大和产品贸易优势可以有效提升企业产能利用率^[30]。从企业外部来看,创新活动会加剧同行业内部竞争,淘汰落后或低效率企业,提升资源配置效率。因此,更多资源将会配置给更加高效的生产厂商,并带动企业产能利用率的上升^[31]。进一步地,资本市场开放引致的企业融资环境变化有助于促进标的企业创新^[12]。“沪深港通”交易制度实施使得更多的资金流入 A 股市场,并带动整体 A 股的市场表现。股权融资的增加以及融资成本的降低使得企业可以将更多资金投入创新活动,有效提升了企业创新水平。此外,境外投资者对标的企业进行投资,企业自身会提升披露信息质量^[32],包括创新信息以吸引投资者的关注。由此引起的信息不对称降低会提升企业创新意愿。境外投资者“用脚投票”的行为^[10]有助于抑制管理层机会主义行为、缓解委托-代理问题^[7],进而使得企业创新活动增加。总之,“沪深港通”交易制度实施引致的企业创新活动有助于提高企业产能利用率。综上,本文提出假设 H1 和假设 H2。

假设 H1:以“沪深港通”交易制度实施为代表的资本市场开放提升了企业产能利用率。

假设 H2:以“沪深港通”交易制度实施为代表的资本市场开放通过提升创新能力来提高企业产能利用率。

其次,内部控制效应。资本市场开放带来的监管效应可以增加审计独立性与审计监管质量^[33],从而为企业完善内部控制提供可能性。具有较强独立性的境外投资者会倾向于更加积极地对公司进行监管,并要求企业改进内部流程、规范经营行为以及提高公司信息披露质量和透明度,强化内部监管机制。此外,资本市场开放增强内外市场的关联度,境外市场的不稳定因素会通过跨境资本流动渠道快速波及境内 A 股市场,带来风险传染效应。而且,投资者的非理性行为会形成“羊群效应”,加剧风险跨境传播^[34],外部风险很可能会向其他行业进行传导。因此,这会使得企业不断完善内部控制体系监督和管理,以此来抵消内外市场双向风险带来的股票价格大幅波动和其他不利影响^[35]。良好的企业内部控制有助于化解过剩产能、提升产能利用率。其一,内部控制水平的提升会使得企业发布高质量的财务报告,使投资者更好地了解企业未来真实的成长机会,缓解金融市场借贷双方的信息不对称问题。而且,高效的内部控制也会对企业董事会形成更好地监督,避免董事会违规使用公司资金。因此,在以上两种效应下,内部控制水平的提升有助于缓解企业投资不足问题。此外,内部控制体系的完善可以形成董事会、经理人、监事会以及股东等多方之间良好的制衡关系,避免企业经营失误和关联交易,规范企业的投资决策,进而避免企业出现过度投资。总之,内部控制水平提升可以缓解企业面临的信息不对称问题,降低企业非效率投资。过度投资将导致企业的高投入、低产出,投资不足会造成企业资源的浪费。因此,内部控制提升引致的企业非效率投资的下降有助于促进企业产能利用率。其二,高质量的内部控制可以有效识别并应对公司内部存在的一系列特质风险和外部面临的系统风险^[36],管理层或员工的不当行为以及经济环境恶

化所导致的企业遭受损失的风险等。企业对内外部风险的应对可以优化企业的资源配置,促使企业根据内外部环境变化及时调整产能决策,提升产能利用率。总之,资本市场开放可以通过内部控制水平来影响企业产能利用率。综上,本文提出假设 H3。

假设 H3:以“沪深港通”交易制度实施为代表的资本市场开放通过强化内部控制来提升企业产能利用率。

最后,出口扩张效应。资本市场开放有助于促进企业的出口扩张。这主要是因为,其一,资本市场开放可以缓解企业融资约束、增加企业融资规模,进而促进企业出口。企业在进行出口活动时,需要支付相应的固定成本和可变成本,如寻找新的贸易伙伴、建立海外销售网络的一系列开支以及运费和保险费等。出口规模越大,所需支付的费用额度越高。这也就导致企业面临的融资约束使得其难以有足够的资金支付上述费用、进而阻碍了企业的出口活动。而以“沪深港通”交易制度实施为代表的资本市场开放使得企业拥有更多的融资选择,拓展了企业获取资金的渠道,扩大了企业融资规模。其二,资本市场开放吸引更多国际投资者和合作伙伴进入境内资本市场,为出口企业带来了关于海外市场的产品需求信息和市场供求现状。因此,这有利于拓展企业海外销售渠道和构建海外市场网络,最终推动企业出口扩张。出口行为可以从直接效应和间接效应两方面来提升企业的产能利用率。从直接效应来看,企业出口活动可以将国内供给过剩产品出口至国外其他国家或地区,降低库存闲置率,缓解过剩产能^[21]。从间接效应来看,企业出口扩张会带来显著的学习效应,有助于增加企业的自主创新能力和生产效率^[37]。面临激烈的海外市场竞争,企业为了适应海外市场的客户需求、扩大海外市场销售规模,就必须不断提升生产效率和产品技术含量。而企业生产率的增进最终将增强产品的竞争力、减少企业资源错配并提升企业产能利用率。因此,本文提出假设 H4。

假设 H4:以“沪深港通”交易制度实施为代表的资本市场开放通过推动出口扩张来提升企业产能利用率。

四、实证设计

(一) 实证模型和变量定义

本文构建如下双重差分模型来检验“沪深港通”交易制度实施对企业产能利用率的影响:

$$CU_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 Treat_t \times Post_t + \eta' CONTROLS_{ijt} + YEAR_t + IND_j + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中, CU_{ijt} 为 t 年 j 行业 i 企业的产能利用率变量, $Treat \times Post$ 为“沪深港通”交易制度政策冲击变量, $CONTROLS$ 为一系列企业层面的控制变量。为避免宏观经济环境的时间变化趋势和行业异质性对本文实证结果的干扰,本文还控制了年份固定效应($YEAR_t$)和行业固定效应(IND_j)。 ε_{ijt} 为影响企业产能利用率的随机扰动项。由于企业进入“沪深港通”交易名单的时间并不统一,因此参考李小林等^[38]的研究,本文采用多期双重差分方法来进行实证分析。

本文实证分析时采用的相关变量的具体定义如下:

1. 被解释变量

企业产能利用率(CU)。相对于直接调查法、成本函数法、生产函数法等测算方法,以生产视角测算边界产出的随机前沿分析法能够更为直接地测度产能利用率。因此,参考李雪松等的研究^[25],本文首先测算出企业的前沿产出。本文在规模报酬不变的假设下构建生产函数,分别选择企业营业收入、固定资产净额和员工人数作为企业实际产出 Y 、固定资本存量和劳动投入的代理变量;运用随机前沿生产函数推测企业的前沿产出 Y^* ;然后通过实际产出与前沿产出之比来测算企业产能利用率。即有如下公式:

$$CU_{ijt} = Y_{ijt} / Y_{ijt}^* \quad (2)$$

CU 指标取值越大,说明企业的产能利用率越高。

2. 解释变量

“沪深港通”交易制度实施变量($Treat \times Post$)。考虑到“沪港通”和“深港通”均采用分批扩容的方式进行,企业进入“沪深港通”交易名单的年份不尽相同。因此,解释变量 $Treat \times Post$ 表示“沪深港通”交易制度实施的政策冲击变量。若上市公司是“沪深港通”交易名单标的,那么 $Treat$ 取值为1,反之取值为0。上市公司在进入“沪港通”交易名单或“深港通”交易名单当年及以后, $Post$ 取值为1,反之取值为0。估计系数 β_1 反映了“沪深港通”交易制度实施对企业产能利用率的影响效应。

3. 机制变量

Innovation 为企业创新水平,使用企业每年专利申请数加 1 的自然对数值来衡量。*ICQ* 为企业内部控制水平,本文采用迪博中国上市公司内部控制信息披露指数加 1 的自然对数值来衡量。*Export* 为企业出口扩张水平,本文采用企业海外业务收入加 1 的自然对数值来衡量。

4. 控制变量

参考产能利用率影响因素和资本市场开放相关研究^[7,18,30],本文控制了一系列变量,包括企业规模(*Size*)、企业年龄(*Age*)、杠杆率(*Lev*)、企业成长性(*Growth*)、托宾 *Q* 值(*TobinQ*)、董事规模(*Board*)、独立董事占比(*IDratio*)、股权制衡度(*Balance1*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、两职合一(*Dual*)和企业是否加入“沪深港通”交易名单的虚拟变量(*Treat*)。各变量详细定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量分类	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	产能利用率	<i>CU</i>	实际产出与前沿产出的比值
解释变量	“沪深港通”政策冲击变量	<i>Treat × Post</i>	<i>Treat</i> 和 <i>Post</i> 的交乘项。若上市公司是“沪深港通”交易名单标的,那么 <i>Treat</i> 取值为 1,反之取值为 0。上市公司在其进入“沪港通”交易名单或“深港通”交易名单当年及以后, <i>Post</i> 取值为 1,反之取值为 0
机制变量	企业技术创新水平	<i>Innovation</i>	ln(企业每年专利申请数 + 1)
	企业内部控制水平	<i>ICQ</i>	ln(企业内部控制信息披露指数 + 1)
	企业出口扩张	<i>Export</i>	ln(企业海外业务收入 + 1)
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	ln(企业当期总资产)
	企业年龄	<i>Age</i>	ln(观测年份 - 开业年份 + 1)
	杠杆率	<i>Lev</i>	当期总资产/当期总负债
	企业成长性	<i>Growth</i>	当期营业收入/上一期营业收入
	托宾 <i>Q</i> 值	<i>TobinQ</i>	(流通股市值 + 非流通股股份数 × 每股净资产 + 负债账面值)/总资产
	董事规模	<i>Board</i>	ln(当期董事会人数)
	独立董事占比	<i>IDratio</i>	独立董事/董事总人数
	股权制衡度	<i>Balance1</i>	第二大股东持股比例/第一大股东持股比例
	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股数量/总股数
	两职合一	<i>Dual</i>	董事会和总经理为同一人取值为 1,否则为 0
	企业是否加入“沪深港通”交易名单	<i>Treat</i>	加入“沪深港通”交易名单标的则取值为 1,否则取值为 0。

(二) 数据来源

本文选择 2010—2021 年沪深 A 股上市公司作为研究对象。由于上市公司进入“沪深港通”交易名单的时点有所差异,在选定的年份内,将进入“沪深港通”交易名单的上市公司作为实验组,没有进入“沪深港通”交易名单的上市公司作为对照组。在初始样本的基础上,剔除了金融行业样本、数据不完整以及 ST、*ST 和 PT 类的样本,并且对同年进入又退出“沪深港通”交易名单的样本予以剔除,最终本文得到了 20839 个观测值。研究数据来源于 CSMAR 数据库。为保证数据的有效性,本文对所有连续变量采取上下 1% 的 Winsorize 缩尾处理。

(三) 主要变量的描述性统计

表 2 是主要变量的描述性统计。其中,*CU* 的最大值为 0.919,最小值为 0.026,均值为 0.696。*Treat × Post* 的均值为 0.065,说明有 6.5% 的样本受到了“沪深港通”交易制度实施的影响。此外,其他变量在样本中取值的差异也比较大。

表 2 主要变量描述性统计

变量	N	Mean	SD	Min	Max
<i>CU</i>	20839	0.696	0.082	0.026	0.919
<i>Treat × Post</i>	20839	0.065	0.246	0.000	1.000
<i>Size</i>	20839	22.180	1.339	15.580	28.640
<i>Age</i>	20839	2.866	0.372	0.000	4.159
<i>Lev</i>	20839	0.415	0.208	0.007	1.957
<i>Growth</i>	20839	0.126	0.379	-4.223	11.810
<i>TobinQ</i>	20839	2.140	2.866	0.641	259.100
<i>IDratio</i>	20839	37.590	5.616	14.290	80.000
<i>Board</i>	20839	2.127	0.201	1.099	2.890
<i>Dual</i>	20839	0.279	0.448	0.000	1.000
<i>Balance1</i>	20839	0.360	0.288	0.002	1.000
<i>Top1</i>	20839	0.349	0.152	0.003	0.891

五、实证结果分析

(一) 基准回归结果

表 3 报告了资本市场开放对企业产能利用率影响的基准回归结果。其中,第(1)列对资本市场开放和产能利用率进行简单的初步回归。结果显示 *Treat × Post* 的系数为 0.0130,且显著性水平达到 1%。第(2)列在第(1)列的基础上加入年份和行业固定效应,第(3)列至第(5)列逐步纳入企业财务层面、企业董事层面、企业股东层面及企业是否进入“沪深港通”交易名单的控制变量。从结果

来看,无论是否控制其他层面的变量,解释变量 $Treat \times Post$ 均正向影响了企业产能利用率。这表明以“沪深港通”交易制度实施为媒介的资本市场开放显著促进了企业产能利用率的提升,验证了研究假设 H1。

(二) 平行趋势检验

采用多期双重差分模型的前提是要满足平行趋势检验。即在政策实施前,实验组和对照组的变化趋势保持一致。

企业进入“沪深港通”交易名单年份的前六年到后三年的平行趋势检验如图 1 所示。实验组和对照组在“沪深港通”交易制度实施之前的时间虚拟变量数值较小且系数不显著,这表明实验组和对照组的产能利用率在交易制度实施前无显著差异,符合平行趋势的假设。进一步地,企业进入“沪深港通”交易名单当年和下一年企业产能利用率有了明显提升。在企业进入“沪深港通”交易名单 2 到 3 年后,提升效果变得不显著。这表明资本市场开放政策在短期内对标的企业产能利用率产生了显著影响,但这种影响在长期内逐渐减弱或消失。这很可能是因为,刚开始进入“沪深港通”交易制度名单时,企业受到境外投资者的冲击影响较大,会及时对自身的经营行为做出调整,进而有效提升了企业产能利用率。但随着交易制度的稳步推进,加入“沪深港通”交易名单的上市公司开始适应这种外部变化并调整其资源配置行为,进而使得其对企业自身产能利用率的影响减弱。

(三) 稳健性检验

1. 样本选择偏差问题:PSM-DID 估计

由于“沪深港通”交易制度并非严格意义上的自然实验,仍可能存在一定的样本选择偏差问题。因此,为保证研究结果的稳健,本文使用倾向得分匹配法(PSM)来进行样本筛选。本文首先将企业规模($Size$)、资本集中度($KLratio$)、资金周转率(Ato)、企业年龄(Age)和政府补贴率($Subs$)设定为匹配变量以实现倾向得分匹配;然后,通过近邻匹配方法,为进入“沪深港通”交易名单的企业寻找最佳对照组。PSM 之后本文分别使用普通 OLS、固定效应模型进行回归。表 4 的列(1)至列(4) $Treat \times Post$ 的系数分别为 0.0100、0.0113、0.0101 和 0.0086,均在 1% 的水平上显著。因此,PSM-DID 的结果再次证实资本市场开放对企业产能利用率的促进作用是显著的。

2. 安慰剂检验

为了验证研究结果不是由其他未观测到的因素导致的,确保研究结果的可靠性,本文进行了安慰剂检验。通过在样本中随机抽取一部分上市公司作为“伪”实验组,其他上市公司作为控制组,进行了 500 次估计。根据图 2 被解释变量的核密度分布图可知,绝大多数“伪”实验组的 t 值都在 $[-0.03, 0.03]$ 区间内,且 p 值在 0.1 以上,错误的估计系数在 0 附近。这意味着在这 500 次随机抽样中,实施“沪深港通”交易制度对企业产能利用率

表 3 基准回归结果

变量	(1) CU	(2) CU	(3) CU	(4) CU	(5) CU
$Treat \times Post$	0.0130 *** (4.1009)	0.0100 *** (3.5562)	0.0105 *** (3.7042)	0.0105 *** (3.7186)	0.0085 *** (2.9121)
$Size$			-0.0044 *** (-4.0731)	-0.0042 *** (-3.8334)	-0.0054 *** (-4.5262)
Age			0.0022 (0.6523)	0.0018 (0.5216)	0.0044 (1.2951)
Lev			0.0510 *** (7.2421)	0.0506 *** (7.1886)	0.0546 *** (7.7058)
$Growth$			0.0378 *** (10.9102)	0.0379 *** (10.9473)	0.0378 *** (10.8599)
$TobinQ$			0.0008 ** (2.4414)	0.0008 ** (2.3699)	0.0009 ** (2.4410)
$IDratio$				-0.0001 (-0.6779)	-0.0002 (-0.9445)
$Board$				-0.0088 (-1.5244)	-0.0074 (-1.2929)
$Dual$				-0.0044 ** (-2.3536)	-0.0044 ** (-2.3444)
$Balance1$					(0.0063) (1.4981)
$Top1$					0.0546 *** 6.2764
$Treat$					0.0005 (0.1825)
CONSTANT	0.6949 *** (503.4627)	0.6951 *** (613.0358)	0.7580 *** (30.6888)	0.7807 *** (28.5256)	0.7753 *** (27.0575)
YEAR	No	Yes	Yes	Yes	Yes
IND	No	Yes	Yes	Yes	Yes
N	20839	20839	20839	20839	20839
Adj. R ²	0.0015	0.2163	0.2584	0.2590	0.2657

注:括号中数值为在企业层面聚类标准误下对应的 t 值; *、**、*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平,下表同。

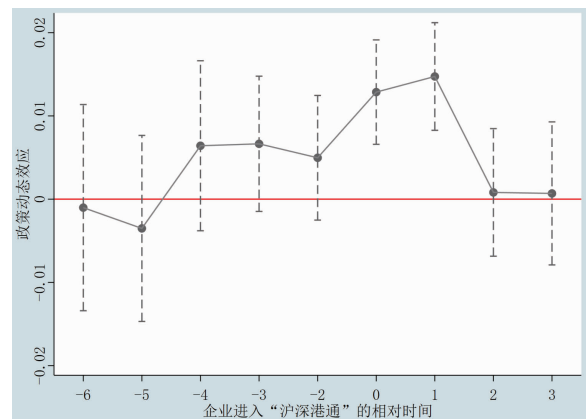


图 1 平行趋势检验

的影响并不明显。因此,可以认为资本市场开放对进入“沪深港通”交易名单的企业产能利用率具有显著影响。

3. 控制多维固定效应

本文在基准结果中主要控制了行业和年度层面的固定效应。但研究结果可能会随着企业不同年份所处不同省份与行业产生差异,导致遗漏变量偏误对回归结果产生影响。因此,本文参考江轩宇和朱冰的研究^[39],在基准回归模型的基础上进一步控制“省份-行业-年份”层面的固定效应来缓解潜在的遗漏变量偏误问题。回归结果如表 5 列(1)所示,资本市场开放对产能利用率的影响依旧显著为正。

4. 删除 2014 年数据

由于“沪深港通”开始实施的时间为 2014 年,考虑到其可能会对实证结果产生影响,本文将 2014 年的所有样本观测值删去,并重新对模型进行检验。根据表 5 列(2)可知, $Treat \times Post$ 的回归系数为 0.0095,在 1% 的水平上显著。

5. 替换被解释变量

企业总资产周转率和产能利用率关联性较高。参照李雪松的研究^[25],本文采用企业总资产周转率作为产能利用率的度量指标,重新对基准回归模型进行估计。表 5 列(3)的估计结果显示, $Treat \times Post$ 的回归系数显著为正。这表明资本市场开放对总资产周转率也有显著的提升作用,本文估计结果较为稳健。

6. 改变样本窗口期

在本文的样本期内,2020 年发生的新冠疫情会导致一定的经济波动,这可能导致企业产能利用率产生影响。因此,本文将资本市场开放政策的实施窗口期缩小至 2010—2019 年,并重新对模型进行回归。结果如表 5 列(4)显示, $Treat \times post$ 的系数显著为正,资本市场开放提升产能利用率的结论具有稳健性。

表 4 PSM-DID 估计结果

变量	OLS 回归		固定效应回归	
	CU	CU	CU	CU
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Treat \times Post$	0.0100 *** (4.2178)	0.0113 *** (4.5176)	0.0101 *** (3.3993)	0.0086 *** (2.7782)
CONSTANT	0.6979 *** (684.8415)	0.8641 *** (37.7705)	0.6979 *** (505.5514)	0.7693 *** (21.8673)
CONTROLS	No	Yes	No	Yes
YEAR&IND	No	No	Yes	Yes
N	7304	7304	7304	7304
Adj. R ²	0.0023	0.0282	0.2733	0.2913

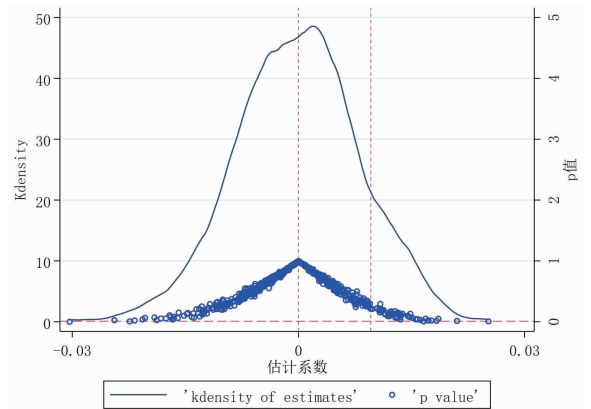


图 2 安慰剂检验

表 5 稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	控制多维固定效应	删除 2014 年数据	替换被解释变量	改变样本窗口期
$Treat \times Post$	0.0065 ** (2.1489)	0.0095 *** (3.2543)	0.0555 ** (2.0348)	0.0071 ** (2.0383)
CONSTANT	0.7766 *** (23.9717)	0.7790 *** (26.9056)	0.3765 * (1.9249)	0.7780 *** (24.8654)
CONTROLS	Yes	Yes	Yes	Yes
$PRO \times YEAR \times IND$	Yes	No	No	No
YEAR&IND	Yes	Yes	Yes	Yes
N	17272	17847	20839	16154
Adj. R ²	0.2902	0.2380	0.2687	0.2306

六、机制检验

根据前文理论分析,资本市场开放可以通过提升企业创新能力、强化内部控制和推动出口扩张来助推企业产能利用率的提高。本文设定以下模型对这三种渠道进行了检验:

$$Channel_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 Treat_i \times Post_t + \eta' CONTROLS_{ijt} + YEAR_t + IND_j + \varepsilon_{ijt} \quad (3)$$

其中, $Channel$ 表示中介变量,包括企业技术创新 ($Innovation$)、企业内部控制质量 (ICQ) 和企业出口扩张水平 ($Export$)。其他变量定义同模型(1)一致。

首先,创新效应。表 6 中列(1)中, $Treat \times Post$ 的回归系数为 0.2732,通过了 1% 的显著性检验。这表明资本市场开放能够促进企业的技术创新,与 Moshirian 等^[12]的结论一致。资本市场开放可以吸引外资流入,为企业进行技术创新提供了融资支持。企业创新过程中不断引入新的技术和管理方法,优化生产流程,推动企业转向生产高附加值、高利润的产品,提高企业的市场竞争力,为其改善过剩产能提供必备的条件,即创新可以促进

企业产能利用率的提升。因此,研究假设 H2 得以印证。其次,内部控制效应。表 6 列(2)中 $Treat \times Post$ 的系数为 0.0900 且通过了 1% 的显著性检验。这表明资本市场开放促进了企业内部控制能力的提升。资本市场开放可以引入国际化的股东和投资者,提高公司治理的透明度和规范化,促进企业内部控制能力的提升。而完善的内部控制有利于减少企业非效率投资,进而提高产能利用率,印证研究假设 H3。最后,出口扩张效应。表 6 列(3)显示, $Treat \times Post$ 的系数显著为正。这表明资本市场开放对企业出口扩张具有促进作用。资本市场开放促进企业融资规模扩大,使得企业有足够资金支付出口活动所需费用。而且,境外投资者的引入可以增加企业对海外销售市场的了解,拓展企业海外销售渠道,最终推动企业出口扩张。进一步地,企业出口扩展降低了库存闲置率,且带来的学习效应有助于增加企业创新活动,最终提升企业产能利用率。因此,假设 H4 也得以验证。

七、拓展性分析

(一) 企业所有制异质性

不同所有制类型的企业面临着不完全相同的外部政策、竞争环境,其内部的管理结构、产能利用情况等也有所差异。因此参考辛大楞^[40]的研究,本文将样本划分为国有企业和非国有企业两类,回归结果如表 7 列(1)和列(2)结果显示,在国有企业样本中,“沪深港通”交易制度实施的回归系数为 -0.0033,没有通过显著性检验。在非国有企业样本中,“沪深港通”交易制度实施的回归系数为 0.0107,通过 1% 的显著性检验。组间差异检验结果在 1% 水平上显著。即相对国有企业,“沪深港通”交易制度实施对非国有企业产能利用率的提升效果更为强烈。这主要是因为,非国有企业通常更加灵活、高效,经营更加市场化,对市场需求的适应能力更强,所以更有可能实现其生产潜力的充分利用。同时,非国有企业面对资本市场的开放,更容易做出及时、有效的生产调整和管理决策,因而在实现产能利用率方面更具有优势。而国有企业在政策和资源方面具有天然的优势,资本市场开放对其创新提升和出口扩大的影响有限。因此,相对于非国有企业,国有企业产能利用率的提升较为有限。

(二) 区域异质性

相对于中西部地区,中国东部地区经济发展更加成熟,经济总量和人均收入较高,市场需求也更大。考虑到中国地域间经济发展水平的不平衡性,资本市场开放对不同区域企业产能利用率影响可能存在异质性。参考乔翠霞和杨晨曦^[41]的研究,本文基于国家统计局的划分方法将企业所处区域划分为东部和中西部地区,进而基于企业所处区域性特征比较其产能利用率提升的差异性。根据表 8 列(1)和列(2)结果所示,在东部地区企业的样本中,“沪深港通”交易制度实施的回归系数显著为正。而在中西部企业样本中,“沪深港通”交易制度实施的回归系数为 0.0021,没有通过显著性检验。即相较于中西部地区企业,资本市场开放对东部企业产能利用率具有更强烈的促进作用。一方面,东部地区市场需求庞大,这有助于化解企业的产能;另一方面,相对于东部沿海地区,中西部地区资本市场相对闭塞,企业融资渠道有限,融资成本更高。这也意味着,未来亟需优化中西部地区金融政策,扩大中西部地区企业的融资渠道,为其引入新技术或技术创新提供资金来源,从而提升“沪深港通”交易制度对中西部地区企业产能利用率的增进作用。

(三) 客户波动度异质性

客户波动度变化导致企业准确获取未来市场需求的能力不同,进而导致产能利用率有所差异。因此,参考

表 6 机制检验

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Innovation</i>	<i>ICQ</i>	<i>Export</i>
$Treat \times Post$	0.2732 *** (3.7499)	0.0900 *** (3.6516)	1.0002 ** (2.4233)
CONSTANT	-5.5326 *** (-7.4663)	3.9185 *** (14.9289)	-12.4010 *** (-3.6017)
CONTROLS	Yes	Yes	Yes
YEAR&IND	Yes	Yes	Yes
N	20839	19427	15775
Adj. R ²	0.3584	0.0504	0.3285

表 7 企业所有制异质性

变量	(1)	(2)
	国有企业	非国有企业
$Treat \times Post$	-0.0033 (-0.3517)	0.0107 *** (3.4542)
CONSTANT	0.7460 *** (15.3628)	0.8148 *** (20.2837)
CONTROLS	Yes	Yes
YEAR&IND	Yes	Yes
N	7758	12033
Adj. R ²	0.3166	0.2179
组间差异检验	0.014 ***	

表 8 区域异质性

变量	(1)	(2)
	东部地区企业	中西部地区企业
$Treat \times Post$	0.0097 *** (3.0093)	0.0021 (0.3988)
CONSTANT	0.7835 *** (22.8893)	0.7334 *** (13.0873)
CONTROLS	Yes	Yes
YEAR&IND	Yes	Yes
N	14288	5198
Adj. R ²	0.2530	0.2675
组间差异检验	-0.008 ***	

王红建等^[42]的研究,本文根据企业过去三年内前五大客户销售份额标准差的中位数,将企业划分为高客户波动度企业和低客户波动度企业。表 9 的列(1)和列(2)的结果显示,在高客户波动度企业样本中,“沪深港通”交易制度实施的回归系数为 0.0106,在 1% 的水平上显著。在低客户波动度企业样本中,“沪深港通”交易制度实施的回归系数为 0.0051,没有通过显著性检验。这意味着“沪深港通”交易制度实施更为强烈地促进了高客户波动度企业产能利用率的提升。一般来说,稳定的客户关系使得企业能够更快速地获取信息,提前预判未来市场需求并制定合理的生产规划,进而可以稳定库存量、抑制产能过剩。而客户波动度较高的企业面临更大的信息不对称难题,难以准确地预测未来产品市场需求变化情况。因此,对于客户波动度较高企业而言,“沪深港通”交易制度实施可以更为强烈地强化企业内部监管体系,运营效率也会随着企业内部控制水平提升而提高,最终使得其捕捉客户信息的能力增强。同时,资本市场开放所带来的外来融资,能够促进客户波动度较高企业技术升级以应对波动的市场需求,增强其应对市场不确定性的能力,避免过剩产能进一步积累。

(四) 污染水平异质性

根据中国证券监督管理委员会 2012 年修订的《上市公司行业分类指引》和环保部发布的《上市公司环保核查行业分类管理名录》的定义,本文将全部样本划分为高污染企业和低污染企业,并重新进行了估计。表 10 列(1)和列(2)分别汇报了分样本的回归结果,结果表明,在高污染企业的样本中,“沪深港通”交易制度实施的回归系数为 -0.0008,没有通过显著性检验。而在低污染企业样本中,“沪深港通”交易制度实施的回归系数为 0.0129,在 1% 的水平上显著。即资本市场开放对低污染水平企业产能利用率具有显著正向的积极作用,但对高污染企业作用并不明显。原因可能是,低污染企业通常更加符合绿色发展的政策导向和环境保护的社会责任要求,因而更容易获得来自资本市场的投资青睐和资金支持。充足的资金有利于低污染企业进行技术改造升级,从而有效提升产能利用率。相反,高污染企业在资本市场开放过程中面临较大的环保压力和政策约束,资金获取难度较大,融资成本较高,同时需要投入大量资金用于环保设施的改造和污染治理。这削弱了其在生产效率和产能利用率提升方面的资本运作能力。

八、进一步讨论

资本市场开放带来的产能利用率提升效应对企业的业绩表现产生了重要影响,本文对此也进行了讨论。一方面,企业及时调整发展方向来应对多变的市场环境,使得企业的经营能力随之提升。因此,本文检验了资本市场开放的产能利用率提升效应对企业盈利能力的影响。结果如表 11 中列(1)所示。其中 *ROA* 为企业的盈利能力,采用企业利润总额与资产总额的比值测算。*ROA* 越大说明企业的盈利能力越强,企业价值水平越高。结果显示,资本市场开放有效提升了企业盈利能力。这表明资本市场开放通过缓解企业产能过剩显著提升了企业盈利能力。更高的产能利用率意味着单位成本的降低和生产规模的扩大。根据规模经济理论,这直接提高了企业的边际利润率。因此,资本市场开放引致的企业产能利用率提升带动了企业盈利增长,形成了促进企业发展的良性循环。另一方面,本文又检验了资本市场开放引致的产能利用率提升对企业财务风险的影响,结果如列(2)所示。其中, *Oscore* 代表企业的财务风险水平,采用风险系数来衡量。*Oscore* 数值越大,说明企业面临的财务风险越严峻。结果所示,资本市场开放降低了企业财务风险,即以“沪深港通”交易制度为媒介的资本市场开放通过化解产能过剩问题,进一步缓解了企业财务风险爆发的可能性。资本市场开放带来的产能

表 9 客户波动度异质性

变量	(1)	(2)
	高客户波动度企业	低客户波动度企业
<i>Treat × Post</i>	0.0106*** (3.0992)	0.0051 (1.3483)
<i>CONSTANT</i>	0.8231*** (23.0230)	0.7491*** (22.3082)
<i>CONTROLS</i>	Yes	Yes
<i>YEAR&IND</i>	Yes	Yes
N	11097	8393
Adj. R ²	0.2035	0.3017
组间差异检验	-0.006***	

表 10 污染水平异质性

变量	(1)	(2)
	高污染企业	低污染企业
<i>Treat × Post</i>	-0.0008 (-0.1640)	0.0129*** (3.6734)
<i>CONSTANT</i>	0.6894*** (13.1184)	0.8067*** (23.9182)
<i>CONTROLS</i>	Yes	Yes
<i>YEAR&IND</i>	Yes	Yes
N	5706	14836
Adj. R ²	0.2312	0.2390
组间差异检验	0.014***	

表 11 资本市场开放的产能利用率提升效应引致的经济效果

变量	企业盈利能力	企业财务风险
	<i>ROA</i> (1)	<i>Oscore</i> (2)
<i>Treat × post</i>	0.0247*** (8.3937)	-0.3394*** (-4.4397)
<i>CONSTANT</i>	-0.1885*** (-8.3535)	-0.1898 (-0.3289)
<i>CONTROLS</i>	Yes	Yes
<i>YEAR&IND</i>	Yes	Yes
N	20839	18222
Adj. R ²	0.2213	0.5937

利用率提升为企业提供了更大的资金流动性,企业可以高效地管理现金流,进而降低了财务风险。

九、结论与政策启示

本文从创新效应、内部控制效应和出口扩张效应全面解析了资本市场开放影响企业产能利用率的理论机制,选取2010—2021年我国沪深A股上市公司作为研究样本,运用“沪深港通”交易制度实施这一外生事件来构建准自然实验,实证考察了资本市场开放对企业产能利用率的影响及其内在机理。研究表明,“沪深港通”交易制度实施显著提升了企业产能利用率水平,且该作用主要通过提升企业创新能力、强化内部控制和推动出口扩张三条渠道来实现。异质性分析揭示,“沪深港通”交易制度实施对非国有企业、东部地区企业、高客户波动度企业以及低污染企业产能利用率的提升效果更为强烈。进一步地,资本市场开放引致的产能利用率提升效应有利于提高企业盈利能力、降低企业财务风险。

本研究具有重要的政策启示:其一,持续推动资本市场高水平对外开放,吸引更多境外投资者来华投资。鼓励更多高质量外资进入中国资本市场,为企业融资提供更广阔的平台,促进企业的成长和发展,从而提升企业产能利用率;进一步扩大“沪深港通”股票标的,合理放宽“沪深港通”交易制度调入调出门槛,减少以指数为参考的调入指标,将符合标准的上市公司纳入标的范围;不断向南北方扩容,增加在港的国外上市公司进入“沪深港通”交易名单的数量,吸引更多境外投资者来华投资;实现境内外、南北方资金高效互联互通,为企业高质量发展注入活力。其二,加强监管力度,保证市场秩序和公平竞争。要强化监管责任落实和问责力度,持续推动监管科技建设,对资本市场风险实时追踪,做到早识别、早预防、早干预;同时,加强对投资者信息披露的监管,推动股票标的的审核注册全过程公开,落实中介金融主体“守门人”责任,让投资者更好地了解标的的企业情况,提升企业内部控制水平,降低资本市场信息不对称风险。其三,强化“沪深港通”交易制度实施的资金引导作用,激励境外投资者资金流向重点产业和重点领域。根据本文的结论,“沪深港通”交易制度实施倾向释放非国有企业、东部地区企业、高客户波动度企业以及低污染企业的过剩产能。因此,针对不同企业类型,要增强政策针对性,最大化发挥资本市场开放对产能利用率的增进作用。

参考文献:

- [1] Berndt E R, Morrison C J. Capacity utilization measures: Underlying economic theory and an alternative approach[J]. *American Economic Review*, 1981, 71(2): 48-52.
- [2] 江飞涛,耿强,吕大国,等. 地区竞争、体制扭曲与产能过剩的形成机理[J]. *中国工业经济*, 2012(6): 44-56.
- [3] Wang X, Deng R, Yang Y. The spatiotemporal effect of factor price distortion on capacity utilization in China's iron and steel industry[J]. *Resources Policy*, 2023, 86(1): 104151.
- [4] 毛其淋,王澍. 外资并购对中国企业产能利用率的影响[J]. *国际贸易问题*, 2022(1): 113-129.
- [5] 徐春华. 人工智能、一般利润率与全球性长期产能过剩——政治经济学三大部类视角[J]. *经济管理*, 2024(1): 5-24.
- [6] 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.
- [7] 朱琳,伊志宏. 资本市场对外开放能够促进企业创新吗?——基于“沪港通”交易制度的经验证据[J]. *经济管理*, 2020(2): 40-57.
- [8] 马亚明,马金娅,胡春阳. 资本市场开放可以提高上市公司治理质量吗——基于沪港通的渐进双重差分模型检验[J]. *广东财经大学学报*, 2021(4): 81-95.
- [9] Li Z, Liu C, Ni X, et al. Stock market liberalization and corporate investment revisited: Evidence from China[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2024, 158(1): 107053.
- [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:基于沪港通交易制度的经验证据[J]. *中国工业经济*, 2019(3): 100-118.
- [11] Panousi V, Papanikolaou D. Investment, idiosyncratic risk, and ownership[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(3): 1113-1148.
- [12] Moshirian F, Tian X, Zhang B, et al. Stock market liberalization and innovation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2021, 139(3): 985-1014.
- [13] 林毅夫,巫和懋,邢亦青. “潮涌现象”与产能过剩的形成机制[J]. *经济研究*, 2010(10): 4-19.
- [14] 齐鹰飞,赵旭霞. 产能过剩源于财政刺激吗? [J]. *经济社会体制比较*, 2015(6): 147-156.
- [15] 江飞涛,曹建海. 市场失灵还是体制扭曲——重复建设形成机理研究中的争论、缺陷与新进展[J]. *中国工业经济*, 2009(1): 53-64.
- [16] 余东华,吕逸楠. 政府不当干预与战略性新兴产业产能过剩——以中国光伏产业为例[J]. *中国工业经济*, 2015(10): 53-68.
- [17] 李后建,张剑. 企业创新对产能过剩的影响机制研究[J]. *产业经济研究*, 2017(2): 114-126.
- [18] 韩国高,陈庭富,刘田广. 数字化转型与企业产能利用率——来自中国制造企业的经验发现[J]. *财经研究*, 2022(9): 154-168.
- [19] 王永进,匡霞,邵文波. 信息化、企业柔性 with 产能利用率[J]. *世界经济*, 2017(1): 67-90.
- [20] Tian X L. Participation in export and Chinese firms' capacity utilization[J]. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 2016, 25(5):

757 - 784.

- [21] 张先锋, 蒋慕超, 刘有璐等. 化解过剩产能的路径: 出口抑或对外直接投资[J]. 财贸经济, 2017(9): 63 - 78.
- [22] 毛其淋, 杨晓. 中间品贸易自由化如何影响企业产能利用率? [J]. 世界经济研究, 2021(8): 32 - 48 + 135 - 136.
- [23] 毛其淋, 钟一鸣. 进口扩张如何影响企业产能利用率? ——来自中国制造业企业的微观证据[J]. 世界经济文汇, 2022(3): 1 - 16.
- [24] 曹献飞, 裴平. 企业 OFDI 能促进中国经济高质量发展吗? ——基于产能治理视角的实证研究[J]. 中央财经大学学报, 2019(11): 96 - 104.
- [25] 李雪松, 赵宸宇, 聂菁. 对外投资与企业异质性产能利用率[J]. 世界经济, 2017(5): 73 - 97.
- [26] 何有良, 陆文香. 对外直接投资与中国制造业企业产能利用率[J]. 世界经济与政治论坛, 2020(5): 128 - 153.
- [27] 李天籽, 谢沐芳. 对外直接投资与制造业企业产能利用率——影响与机制[J]. 世界经济文汇, 2020(4): 102 - 120.
- [28] 杨振兵, 严兵. 对外直接投资对产能利用率的影响研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2020(1): 102 - 121.
- [29] 马铁群. 技术进步、政府干预与制造业产能过剩[J]. 中国科技论坛, 2017(1): 60 - 68.
- [30] 葛海燕, 丁晓强. 国际产业链地位提升如何影响企业产能利用率——兼论对畅通国内大循环的启示[J]. 南开经济研究, 2023(8): 63 - 80.
- [31] 毛其淋, 杨晓冬. 破解中国制造业产能过剩的新路径: 外资开放政策的视角[J]. 金融研究, 2022(7): 38 - 56.
- [32] 齐荻. “沪深港通”机制与企业创新研究——基于多期 DID 的实验证据[J]. 当代财经, 2020(2): 76 - 88.
- [33] 张立民, 彭雯, 钟凯. “沪港通”开通提升了审计独立性吗? ——基于持续经营审计意见的分析[J]. 审计与经济研究, 2018(5): 35 - 45.
- [34] 沈悦, 李朝前, 赵欣悦, 等. 重大风险事件下全球股票市场风险传染效应研究[J]. 国际经贸探索, 2023(4): 82 - 99.
- [35] 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[J]. 南京审计大学学报, 2021(6): 51 - 60.
- [36] 方红星, 陈作华. 高质量内部控制能有效应对特质风险和系统风险吗? [J]. 会计研究, 2015(4): 70 - 77 + 96.
- [37] 李兵, 岳云嵩, 陈婷. 出口与企业自主创新: 来自企业专利数据的经验研究[J]. 世界经济, 2016(12): 72 - 94.
- [38] 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(12): 108 - 121.
- [39] 江轩宇, 朱冰. 资本市场对外开放与劳动收入份额——基于沪深港通交易制度的经验证据[J]. 经济学(季刊), 2022(4): 1101 - 1124.
- [40] 辛大楞. 金融市场发展、跨境资本流动与国家金融安全研究[M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2023.
- [41] 乔翠霞, 杨晨曦. 双向 FDI 协同与工业结构升级——基于省级面板数据的空间计量分析[J]. 山东师范大学学报(社会科学版), 2024(1): 74 - 90.
- [42] 王红建, 过江明, 吴甜甜. 金融科技能够提升实体企业产能利用率吗? [J]. 审计与经济研究, 2023(6): 86 - 96.

[责任编辑: 杨志辉]

Openness Promotes Efficiency: Research on the Effect of Capital Market Liberalization on the Capacity Utilization Rate of Enterprises: Based on the Quasi-natural Experiment of Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect

XIN Daleng, ZHOU Xiaoxuan

(School of Economics, Shandong Normal University, Jinan 250358, China)

Abstract: The enhancement of production capacity utilization through capital market liberalization plays a crucial role in supporting supply-side structural reforms and promoting high-quality economic development. This paper comprehensively analyzes the theoretical mechanisms by which capital market liberalization affects corporate production capacity utilization from the perspectives of innovation effects, internal control effects, and export expansion effects. Based on data from Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2010 to 2021, and using the “Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect” trading system as exogenous events to construct a quasi-natural experiment, this study thoroughly examines the impact of capital market liberalization on corporate production capacity utilization and its operative channels. The research findings indicate that the implementation of the “Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect” trading system has significantly improved corporate production capacity utilization levels. This effect is mainly achieved through enhancing corporate innovation capabilities, strengthening internal control, and promoting export expansion. Heterogeneity analysis reveals that the implementation of the “Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect” trading system has a more pronounced effect on improving production capacity utilization in non-state-owned enterprises, enterprises in the eastern region, high customer volatility enterprises, and low-pollution enterprises. Furthermore, the increase in production capacity utilization driven by capital market liberalization is beneficial for enhancing corporate profitability and reducing financial risk. The study’s conclusions provide important policy insights for steadily advancing high-level capital market liberalization to support supply-side structural reforms.

Key Words: Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect; capacity utilization rate; innovation effect; internal control effect; export expansion effect; capital market liberalization; enterprise innovation capability; supply-side structural reform