

资本市场开放影响企业国际化吗

——基于“沪深港通”的经验证据

孔晓旭^{1,2}, 岳祖尔¹, 王传丽³

(1. 首都经济贸易大学 经济学院, 北京 100070; 2. 首都经济贸易大学 中国 ESG 研究院, 北京 100070;
3. 首都经济贸易大学 工商管理学院, 北京 100070)

摘要: 随着经济全球一体化程度的加深, 中国资本市场开放的程度不断扩大, 越来越多的中国企业进入国际市场参与全球竞争。本文以“沪深港通”为准自然实验, 采用多时点双重差分法, 以 2009—2024 年沪深 A 股上市公司为研究样本, 探究资本市场开放对企业国际化的影响及作用机制。研究结果表明: 资本市场开放显著促进了企业国际化; 资本市场开放通过提高企业资源配置效率、引入海外背景高管、改善企业信息透明度和增强企业研发能力四条路径显著促进企业国际化; 行业竞争程度削弱了资本市场开放与企业国际化之间的正向关系, 而在非国有企业和存在股权关联性的企业中增强了上述正向关系。本文研究对促进企业国际化发展有着重要的理论和实践意义, 同时为中国进一步推动资本市场开放提供了理论基础和政策启示。

关键词: 资本市场开放; 企业国际化; 资源基础观; 组织学习理论; 沪深港通
[中图分类号] F275 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4034(2026)01-0116-23

引言

自党的十八届五中全会明确提出打造“陆海内外联动、东西双向开放”的全面开放新格局以来, 资本市场成为中国与外界沟通的重要桥梁。中国始终坚持“引进

[收稿日期] 2024-07-22

[基金项目] 国家自然科学基金项目“党组织嵌入国有企业治理结构的微观机制及其治理效应”(72002141), 国家社会科学基金项目“‘双碳’目标下碳信息披露体系设计与效果研究”(22&ZD145), 北京市教育委员会科研计划一般项目“‘双碳’战略下北京市国有企业混合所有制改革对环境、社会、治理(ESG)绩效的影响研究”(SM202310038013), 首都经济贸易大学新入职青年教师科研启动基金项目“‘双碳’战略下国有企业践行 ESG 理念的机制与路径研究”(XRZ2023058)

[作者简介] 孔晓旭(1992—), 女, 吉林四平人, 首都经济贸易大学经济学院副教授、博士生导师, 研究方向: 低碳经济与可持续发展; 岳祖尔(2001—), 女, 安徽宿州人, 首都经济贸易大学经济学院硕士研究生, 研究方向: 跨国投资与经营; (通讯作者)王传丽(1999—), 女, 山东临沂人, 首都经济贸易大学工商管理学院博士研究生, 研究方向: 公司治理与可持续发展

来”与“走出去”并重，逐步建立起A股资本市场开放的新格局。2002年中国内地以合格境外投资者制度为开端，资本市场开放逐渐取得成效。此后，2014年中国内地推出沪港股票市场交易互联互通机制(简称“沪港通”)，2016年推出深港股票市场交易互联互通机制(简称“深港通”)，对促进中国资本市场双向开放起到了重要的作用。近年来，“沪深港通”交易制度进一步深化，迎来历史上最大规模的双向扩容。2023年3月，“沪股通”和“深股通”分别新纳入股票598只和436只，市值覆盖率分别达到90.94%和86%^①。2024年6月，沪深交易所公布《沪深港通业务实施办法》，明确规定进一步扩大“沪深港通”ETF标的范围。“沪深港通”交易制度作为中国资本市场迈向双向开放的关键一步，研究其对实体经济行为的影响机制，对于打造中国全面开放格局具有重大意义。

伴随着全球化进程的发展和对外开放进程的加快，国家之间的交流与合作变得越来越紧密，国际化成为许多企业发展的必然选择，越来越多的企业选择扩展国际市场，企业国际化成为一个严峻而现实的选择。以往研究多从制度距离(汪涛等，2018)、外交关系(汪涛等，2020)和数字金融发展(金祥义和张文菲，2024)等外部因素，以及企业董监高^②视角(王洁和张骁，2025；陈伟宏等，2021；方宏等，2021)和经营活动视角(程子昂等，2024；Mao和Yang，2024)探究其对企业国际化的影响。企业国际化是一个复杂的过程，资本市场开放给企业带来的机遇和挑战同样影响着企业能否实现国际化。资源基础观认为，企业具有的各种物质和非物质资源可以转化为独特的能力，这些资源与能力构成了企业竞争力的基础(Wernerfelt，1984)。资本市场开放给企业带来有价值的、稀有的、难以模仿的和不可替代的资源(Barney，1991；Penrose，1959)，通过提高企业资源配置效率和引入海外背景高管，进而促进企业国际化。同时，组织学习理论强调，企业不仅是被动适应环境的实体，更是能够通过学习不断积累关键知识、优化决策和实现组织战略转型的动态系统(Argyris和Schön，1978)。资本市场开放帮助企业获取、保留和转化学习经验(Dodgson，1993；Zangwill和Kantor，1998)，有效提高企业信息透明度和研发能力，进而促进企业国际化。

因此，系统研究资本市场开放与企业国际化的关系及作用机制具有重要的实践和理论价值。基于此，本文以“沪深港通”交易制度为基础，以2009—2024年沪深A股上市公司为研究对象，通过多时点双重差分模型系统研究资本市场开放对企业国际化的影响。研究结果显示，资本市场开放显著推动了企业国际化，分析检验了资源配置效率、引入海外背景高管、企业信息透明度和企业研发能力的中介作用。此外，企业国际化不仅受资本市场开放政策的驱动，还受企业外部环境 with 内部特征的影响。因此，本文将行业竞争程度、所有权性质和股权关联性纳入研究，探究资本市场开放推动企业国际化的情景因素。本文研究发现，行业竞争程度会削减资本

^①资料来源：证券日报网，http://epaper.zqrb.cn/html/2023-03/13/content_922930.htm (访问日期2025-04-25)。

^②董监高的含义为董事、监事和高管。

市场开放对企业国际化的积极影响,而在非国有企业和存在股权关联性的企业中,上述积极影响得到增强。在已有研究中,代彬和邓楠(2022)以2014年“沪港通”交易制度为准自然实验,以2010—2019年沪市A股上市公司为样本采用双重差分法,发现资本市场开放显著提升了企业国际化,且通过改善信息环境或缓解融资约束发挥作用。相较于已有研究,本文在研究设计和理论基础上实现进一步的突破和拓展。一方面,本文在“沪港通”交易制度的基础上叠加“深港通”交易制度,以2009—2024年沪深A股上市公司为研究样本构建多时点双重差分模型。这一研究设计会更加精准地捕捉和识别资本市场开放政策的影响,为政策制定者提供更全面的经验证据。另一方面,本文结合资源基础观和组织学习理论,系统分析资源配置效率、引入海外背景高管、企业信息透明度和企业研发能力的机制作用,丰富了资本市场开放促进企业国际化的内在逻辑和理论路径,为企业更好地融入国际市场提供更深入的实践启示。

相较于以往研究,本文的创新之处可能体现在以下方面:其一,区别于采用外资持股和合格境外投资者持股衡量资本市场开放的现有研究,本文采用“沪深港通”交易制度探究资本市场开放对企业国际化的影响,进一步深化了资本市场开放在微观层面的影响研究。其二,以往研究多基于国家管制、制度距离和高管特征等角度对企业国际化的影响因素进行分析,本文从“沪深港通”交易制度这一资本市场开放视角出发,发现资本市场开放能够显著促进企业国际化。该研究有助于丰富企业国际化驱动因素研究。其三,本文借助资源基础观和组织学习理论,发现了资本市场开放促进企业国际化的作用机制,有助于深入理解资本市场开放的经济含义及其影响企业国际化的内在机制。此外,本文引入包括行业竞争程度、所有权性质和股权关联性在内的情景变量,有助于加深对于资本市场开放与企业国际化之间关系的理解。

一、文献综述、理论分析和研究假说

(一)文献综述

1. 资本市场开放的制度背景及经济后果

2002年出台的合格境外投资者制度(QFII)、2006年出台的合格境内机构投资者制度(QDII)和2011年出台的人民币合格境外投资者制度(RQFII)构成了中国内地资本市场在单向开放阶段实现跨境证券交易的主要方式。但由于投资门槛、额度和资金汇出等限制,这些制度对中国内地资本市场的影响有限。此后,中国政府相继推出“沪港通”“深港通”等交易制度,中国资本市场进入双向开放阶段(卢锐等,2022)。“沪深港通”交易制度极大放宽了对境外投资者的投资限制,对内地资本市场产生了深远的影响(钟覃琳和陆正飞,2018)。具体而言,2014年11月17日,“沪港通”交易制度正式启动,允许香港与内地投资者分别通过香港联合交易所和上海证券交易所,跨境申报购买或出售规定范围的对方交易所上市公司股票,首批标的包含上证180指数成分股、上证380指数成分股及符合条件的A+H股上市公

公司股票。2016年8月16日,国务院批准了“深港通”交易制度,同样支持香港与内地投资者通过各自交易所跨境买卖规定范围的对方交易所上市公司股票,首批标的包含深证成分指数成分股、深证中小创新指数成分股及符合条件的A+H股上市公司股票。截至2024年10月,参与“沪深港通”交易制度的股票数量为2788只,市值比例超过90%^①。“沪深港通”交易制度为本文提供了天然的实验组和对照组,有助于深入探讨其对企业国际化的影响。

随着研究方法的进步,大多数学者从宏观层面考察资本市场开放对市场和经济的影响转向微观层面对企业行为的影响。现有文献普遍认为资本市场开放能给企业带来较多的正面影响,主要体现在影响企业行为、加强公司治理和提高资本市场表现三个方面。首先,在企业行为方面,资本市场开放引入了更加成熟的境外投资者,有效减少了企业避税(Chen等,2023)和促进了企业创新(李小林等,2024; Moshirian等,2021; 朱琳和伊志宏,2020)。资本市场开放通过优化企业信息环境,有效促进了企业数字化转型(李成明等,2023)和减少了违规行为(邹洋等,2019)。此外,资本市场开放显著缓解了企业融资约束(Heller,2024; 李沁洋等,2023),引导企业从偏重金融资产投资转向实体投资(李小林等,2021)。其次,在公司治理方面,资本市场开放能够提高高管薪酬业绩敏感性(孙诗璐和汪文生,2020)同时抑制了高管的在职消费(孙泽宇和齐堡垒,2021)。王婉菁等(2021)研究发现,资本市场开放通过提高分析师关注和高管持股发挥外部监督和内部激励的改善作用,显著提高企业环境信息披露质量。最后,在资本市场表现方面,资本市场开放有效增加股价信息含量(钟覃琳和陆正飞,2018; 任灿灿等,2021)、降低股价同步性(Li等,2022)并降低股价崩盘风险(李沁洋和许年行,2019)。

2. 企业国际化的影响因素

企业国际化是基于企业自身优势开展对外扩张和进行经营活动的制度性安排(陈立敏,2014),受到外部因素、董监高特征和企业经营活动三个层面的影响。首先,在外部因素层面,现有研究已发现国家资本主义(Klishevich和Panibratov,2024)、外交关系(汪涛等,2020)、制度距离(汪涛等,2018)和数字金融发展(金祥义和张文菲,2024)等因素对企业国际化的影响。其次,在董监高特征层面,现有研究已发现存在未来时间焦点(王洁和张骁,2025)、强权(方宏等,2021)、过度自信(陈伟宏等,2021)和自恋人格(Nooshabadi等,2024)的管理者会更倾向于进行冒险和探索行为,强化企业国际化过程中的积极预期,加速推进企业国际化。此外,企业董监高具有强大的社会网络资源,如董事曾在政府部门任职(邓新明等,2014),管理层具有海外背景(刘传志等,2017)或企业拥有更高外资持股占比(钟熙等,2021),都会促进企业国际化。最后,在企业经营活动层面,企业数字化(程子昂等,2024)、供应链关系变动(Mao和Yang,2024)、期望差距(宋铁波

^①资料来源:中国证券报, https://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202411/t20241108_6452587.html (访问日期2025-04-25)。

等, 2017)、社会责任(王站杰和买生, 2019)和全球数字平台(郭敏敏等, 2025)等都会对企业国际化产生影响。

通过对上述文献的梳理, 可以发现资本市场开放给企业带来新的发展机遇。其中, 代彬和邓楠(2022)注意到“沪港通”交易制度对企业国际化的影响。本文在此基础上采用多时点双重差分模型系统检验“沪深港通”交易制度对企业国际化的总体效应, 并结合资源基础观和组织学习理论构建更具解释力的机制框架, 为理解资本市场开放与企业国际化之间的互动关系提供更加严谨的实证和理论支持。

(二) 理论分析和研究假说

第一, 资源基础观认为, 独特的资源和能力能够形成企业竞争优势(Wernerfelt, 1984)。其中, 具备价值性、稀有性、难以模仿性和不可替代性的资源是企业成长的重要源泉(Barney, 1991)。资本市场开放增加了企业获取资源的渠道, 有助于提高企业资源配置效率, 从而促进企业国际化。具体而言, 资本市场开放为企业提供了多元化的融资途径, 有助于企业获取国际资本、降低融资成本并缓解融资约束(Cheng和Zhu, 2024)。这使得企业可以将资金配置到其他经营活动中(Heller, 2024), 提高企业资源配置的灵活性与战略导向性, 有助于提高企业国际市场扩张能力。与此同时, 资本市场开放使得境外投资者发挥监督管理职能, 为企业注入新的监管力量, 有助于提高企业资源配置效率(任灿灿等, 2021), 促进企业国际化。一方面, 参与“沪深港通”交易制度的企业需要同时遵守内地证监会与香港证监会的双重监管, 有助于提高企业治理水平和内部控制质量(李成明等, 2023); 另一方面, 受外资持股的上市公司, 境外机构投资者通过行使投票权和参与董事会决策等方式发挥监督与约束作用, 有效降低代理成本(Wang, 2021), 促使企业更加理性和高效地配置资源。

第二, 资源基础观强调, 只有企业采取及时和适宜的战略行动, 才能实现相关资源的获取和有效利用, 从而最大限度地实现资源价值(Barney, 1991)。其中, 管理资源是企业重要的内部资源, 是企业成长的重要推动因素(Penrose, 1959)。资本市场开放是串联境内与境外资本市场的桥梁, 为企业引入具有海外背景的高管提供了契机。这些具备全球视野和跨文化沟通能力的高管可以为企业带来丰富的物质资源、人力资源和社会网络资源(周泽将等, 2017), 有助于加速社会资本积累, 帮助企业更好地把握国际市场机会和挑战(李云鹤和吴文锋, 2021), 从而促进企业国际化。与此同时, 依托具有海外背景高管的社会网络资源, 企业能够更好地建立与国际市场的战略联盟(刘传志等, 2017), 开拓新的业务领域, 优化全球供应链管理, 为企业在国际市场上争取更多的合作机会和资源支持, 帮助企业更好地适应国际市场。

第三, 组织学习理论强调, 企业不仅是被动适应环境的实体, 更是能够通过学习不断积累关键知识、优化决策和实现组织战略转型的动态系统(Argyris和Schön, 1978; March, 1991), 通过获取、保留和转化学习经验, 有助于企业提高认知能力与制度规范水平(Huber, 1991; Argote和Ingram, 2000)。资本市场开放为企业提

供了学习国外管理知识和经验的有效途径,有助于企业获取国际市场上的高质量信息(钟覃琳和陆正飞,2018),从而提高企业信息披露透明度(Chen等,2020),促进企业国际化。具体而言,“沪深港通”交易制度拓宽了资本市场的沟通渠道,参与“沪深港通”交易制度的企业有机会获取到国际市场上最新的信息。企业通过观察国际资本偏好、分析投资者行为以及实时获取行业趋势与政策动向,有助于形成持续的组织学习机制,进而提高信息透明度(Li等,2022)。与此同时,相较于内地投资者,由于文化差异使得境外投资者存在天然的信息劣势(李沁洋等,2023)。为了降低信息不对称,参与“沪深港通”交易制度的企业会披露更多更高质量的内部信息,提高企业信息透明度(王婉菁等,2021)。这些举措将有效提升企业信息透明度,降低资本市场的估值偏差和提高企业国际竞争力,有助于企业更好地融入国际市场。

第四,组织学习理论强调,为了应对市场和技术的不确定性,企业通过组织学习能够改变自身认知、知识基础及应用能力,有效地促进了组织战略转型和可持续发展(Dodgson,1993;Zangwill和Kantor,1998)。资本市场开放有助于企业更好地整合优质资源,借助知识转移等方式引入和学习新技术,有效提高企业研发能力(Moshirian等,2021),从而促进企业国际化。“沪深港通”交易制度为企业提供了和国际资本市场深入交流的机会。通过此交易平台,企业可以获得更多的资金支持和技术资源,推动自身的技术创新和发展,有效缩减与境外企业的距离(Heller,2024),增强企业全球竞争力。与此同时,参与“沪深港通”交易制度的境外投资者大多来自发达国家或地区成熟的资本市场,包括专业的基金管理公司和投资银行,他们具备更丰富的投资经验和长期价值分析手段(Li等,2022;连立帅等,2019)。因此,除了企业财务绩效外,决定企业长期发展优势的研发能力也是国际资本的关注点(Wang,2021)。为了持续吸引外资并保持较高的持股比例,企业往往会增加研发投入,以塑造具备长期发展优势的形象。企业有意愿且有能力进行研发,将有效提高企业研发能力,缩短产品研发周期,帮助企业克服贸易壁垒,顺利进入国际市场(王站杰和买生,2019)。综上所述,本文提出以下假说:

假说 资本市场开放对企业国际化具有显著的促进作用。

二、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文以2009—2024年沪深A股上市公司为研究对象,考虑到2008年金融危机对投资者决策和企业国际化的影响,本文选择2009年作为研究样本的起始年份。2014年4月“沪港通”交易制度开通,2016年11月“深港通”交易制度开通,故该交易制度实施之后的样本期间为2014—2024年与2016—2024年。本文数据来源于中国经济金融研究数据库(China Stock Market & Accounting Research Database, CSMAR)^①,并对

^①数据来源:中国经济金融研究数据库(China Stock Market & Accounting Research Database, CSMAR), <https://data.csmar.com/>(访问日期2025-04-25)。

原始数据采取如下操作：剔除金融类上市公司，剔除ST和*ST公司；剔除主要财务数据指标缺失的样本。同时，为了减少数据异常值的干扰，本文对连续变量进行1%和99%水平的缩尾处理，最终得到32 326个样本数据。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

本文参考王站杰和买生(2019)、周泽将等(2017)的做法，企业国际化(*INTER*)采用企业当年海外营业收入占该企业当年总收入的比例度量。该值越大，表明企业国际化程度越强。

2. 解释变量

“沪深港通”标的虚拟变量(*SZHH*)是指被列入“沪深港通”名单的公司虚拟变量，反映了“沪深港通”交易制度的实施效果。本文参考连立帅等(2019)的做法，当“沪深港通”交易制度实施且被列为“沪股通”或“深股通”标的时赋值为“1”，否则赋值为“0”。

3. 控制变量

本文参考王站杰和买生(2019)、陈伟宏等(2021)的做法，在回归模型中加入影响企业国际化的控制变量：公司规模(*SIZE*)、上市时间(*AGE*)、存货占比(*INV*)、固定资产占比(*FIX*)、应收账款占比(*REC*)、现金流比率(*CASH*)、资产负债率(*LEV*)、总资产收益率(*ROA*)、总资产周转率(*ATO*)、两职合一(*DUAL*)、独董比例(*INDB*)、高管薪酬(*PAY*)、管理层持股比例(*MSHARE*)、机构持股(*INST*)、股权制衡度(*BALAN*)、QFII持股比例(*QFII*)以及是否被四大会计师事务所审计(*BIG4*，以下简称四大审计)^①。具体变量定义参见表1。

(三) 模型设定

考虑到“沪港通”和“深港通”交易制度实施时间不同，本文参考连立帅等(2019)、李沁洋等(2023)的做法，建立多时点双重差分回归模型检验资本市场开放对企业国际化的影响：

$$INTER_{i,t} = \alpha + \beta_0 SZHH_{i,t} + \beta_1 \sum CONTROL_{i,t} + INDU_i + YEAR_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式(1)中，*i*表示企业，*t*表示年份，*INTER_{i,t}*为被解释变量用于衡量企业国际化，*SZHH_{i,t}*为“沪深港通”标的虚拟变量，*CONTROL_{i,t}*为前文提到的一系列控制变量，*ε_{i,t}*为随机扰动项。此外，模型均控制了行业固定效应 *INDU_i* 和年份固定效应 *YEAR_t*。

三、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表1报告了描述性统计结果，*INTER*的标准差为22.890，平均数为16.120，说明样本企业海外营业收入平均占比为16.120%，且企业国际化两极分化较为严

^①四大审计包括普华永道中天会计师事务所、德勤华永会计师事务所、安永华明会计师事务所和毕马威华振会计师事务所。

重,企业海外营业收入存在较大差异。*SZHH* 的样本均值为 0.181,样本中有 18.1%的企业为“沪深港通”标的,为接下来的实证检验提供了良好的样本数据。

表 1 变量说明与描述性统计

变量	变量度量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>INTER</i>	海外营业收入/总收入	32 326	16.120	22.890	0.000	91.250
<i>SZHH</i>	“沪深港通”交易制度实施且被列为“沪股通”或“深股通”标的时赋值为“1”,否则为“0”	32 326	0.181	0.385	0.000	1.000
<i>SIZE</i>	期末总资产的自然对数	32 326	22.340	1.342	19.770	26.460
<i>AGE</i>	$\ln(\text{当年年份}-\text{上市年份}+1)$	32 326	2.229	0.768	0.693	3.401
<i>INV</i>	存货净额/总资产	32 326	0.137	0.117	0.000	0.630
<i>FIX</i>	固定资产净额/总资产	32 326	0.209	0.149	0.007	0.670
<i>REC</i>	应收账款净额/总资产	32 326	0.121	0.099	0.000	0.458
<i>CASH</i>	经营活动产生的现金流量净额/总资产	32 326	0.049	0.069	-0.157	0.249
<i>LEV</i>	总负债/总资产	32 326	0.439	0.207	0.060	0.957
<i>ROA</i>	净利润/总资产	32 326	0.033	0.070	-0.313	0.206
<i>ATO</i>	营业收入/总资产	32 326	0.629	0.422	0.075	2.563
<i>DUAL</i>	董事长与总经理兼任赋值为“1”,否则赋值为“0”	32 326	0.290	0.454	0.000	1.000
<i>INDB</i>	独立董事/董事会总人数	32 326	37.720	5.438	33.330	57.140
<i>PAY</i>	前三位高管薪酬总额的对数	32 326	14.670	0.747	12.790	16.700
<i>MSHARE</i>	管理层持股数量/总股数量	32 326	12.450	18.590	0.000	67.180
<i>INST</i>	机构投资者持股数量/总股数量	32 326	44.400	24.680	0.338	92.040
<i>BALAN</i>	第二至第十大股东持股比例/ 第一大股东持股比例	32 326	0.748	0.600	0.031	2.735
<i>QFII</i>	QFII 投资者持股数量/总股数量	32 326	0.116	0.419	0.000	2.750
<i>BIG4</i>	公司为四大事务所审计赋值为“1”, 否则赋值为“0”	32 326	0.072	0.259	0.000	1.000

(二) 基准回归结果

表 2 展示了资本市场开放对企业国际化的影响作用。列(1)至列(4)分别呈现了逐步增加控制变量和固定效应后的回归结果。具体而言,在未加入、分别加入和同时加入控制变量与固定效应时,*SZHH* 的回归系数均在 1%的水平上呈正向显著。综上可知,资本市场开放对企业国际化具有显著的促进作用,验证了本文假说。

表 2 基准回归的实证结果

项目	INTER			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>SZHH</i>	1.251 *** (5.473)	0.657 *** (2.579)	0.760 *** (2.879)	0.755 *** (2.852)
<i>SIZE</i>	—	0.909 *** (6.354)	0.556 *** (3.779)	0.562 *** (3.806)
<i>AGE</i>	—	-1.004 *** (-4.546)	-2.774 *** (-10.184)	-2.779 *** (-10.099)
<i>INV</i>	—	6.431 *** (6.166)	7.624 *** (7.274)	7.577 *** (7.224)
<i>FIX</i>	—	2.822 *** (3.400)	3.694 *** (4.418)	3.656 *** (4.370)
<i>REC</i>	—	-3.097 ** (-2.448)	-4.344 *** (-3.403)	-4.345 *** (-3.401)
<i>CASH</i>	—	7.403 *** (6.531)	7.268 *** (6.353)	7.246 *** (6.332)
<i>LEV</i>	—	-2.209 *** (-3.666)	-0.778 (-1.268)	-0.754 (-1.229)
<i>ROA</i>	—	-10.359 *** (-8.546)	-8.323 *** (-6.785)	-8.333 *** (-6.793)
<i>ATO</i>	—	1.589 *** (5.322)	1.822 *** (6.056)	1.828 *** (6.066)
<i>DUAL</i>	—	0.281 (1.386)	0.154 (0.763)	0.149 (0.737)
<i>INDB</i>	—	0.017 (0.976)	0.003 (0.159)	0.003 (0.169)
<i>PAY</i>	—	1.522 *** (9.205)	0.841 *** (4.732)	0.839 *** (4.720)
<i>MSHARE</i>	—	0.032 *** (3.690)	0.019 ** (2.121)	0.019 ** (2.108)
<i>INST</i>	—	0.003 (0.395)	0.008 (1.140)	0.008 (1.152)
<i>BALAN</i>	—	0.411 ** (2.125)	0.271 (1.397)	0.267 (1.376)
<i>QFII</i>	—	0.059 (0.342)	0.142 (0.828)	0.141 (0.822)
<i>BIG4</i>	—	3.001 *** (6.003)	3.174 *** (6.363)	3.176 *** (6.365)
常数项	18.311 *** (46.290)	-25.285 *** (-8.560)	-8.329 ** (-2.506)	-8.203 ** (-2.421)
年份固定效应	否	否	是	是
行业固定效应	否	否	否	是
样本量	32 326	32 326	32 326	32 326
R ²	0.001	0.014	0.016	0.016

注：括号内为估计参数的 t 统计量，*、** 和 *** 分别表示估计系数在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。下表同。

(三) 稳健性检验

1. 平行趋势检验

本文采用平行趋势检验。在图1中,由于企业进入“沪深港通”交易制度之前的第1期为基准期,因此图中没有-1期的数据。由图1可知,政策时点之前的回归结果不显著,表明在“沪深港通”交易制度实施之前,处理组和对照组的变化趋势保持一致,没有显著差异。政策时点之后的回归结果显著为正,说明“沪深港通”交易制度给企业国际化带来了持续的正向作用。

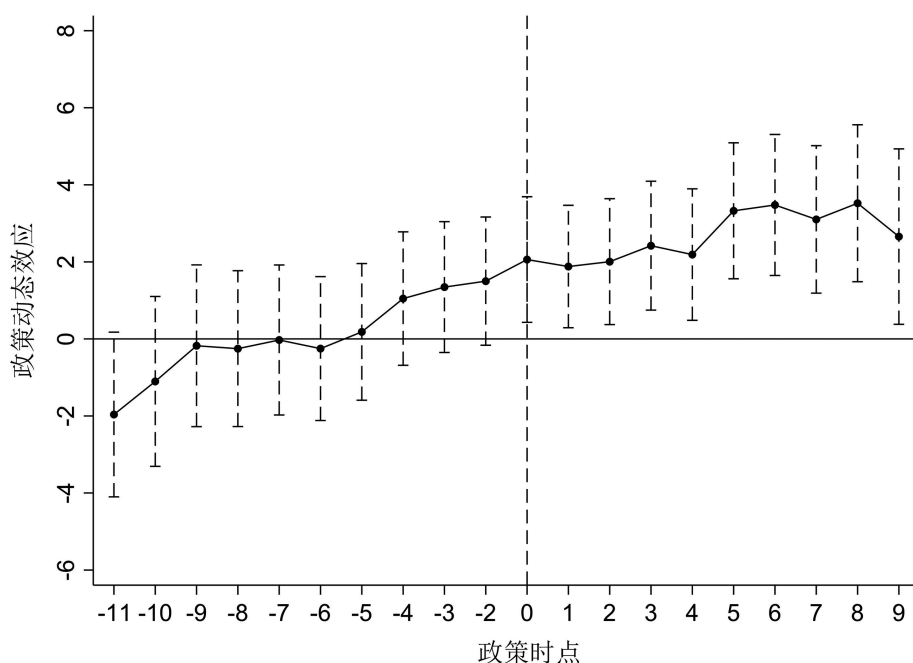


图1 “沪深港通”平行趋势检验图

2. 安慰剂检验

本文采用安慰剂检验对数据进行处理,构建虚拟的处理组和控制组。通过随机抽取的方法,进行了500次的重复实验,分析安慰剂结果系数与真实政策效果之间的差异。将其绘制在图中进行展示,直观地观察到二者是否存在系统性差异,当安慰剂结果与真实的政策效应具有显著不同时,可以排除其他随机因素的影响。如图2所示,通过随机抽样得到的估计系数分布在零附近服从正态分布,且置信区间无法涵盖表2列(4)的基准回归系数0.755。因此,“沪深港通”交易制度对企业国际化的正向作用并不是偶然得到的,并且不受其他政策或干扰因素影响,可以认为本文的估计结果可靠稳健。

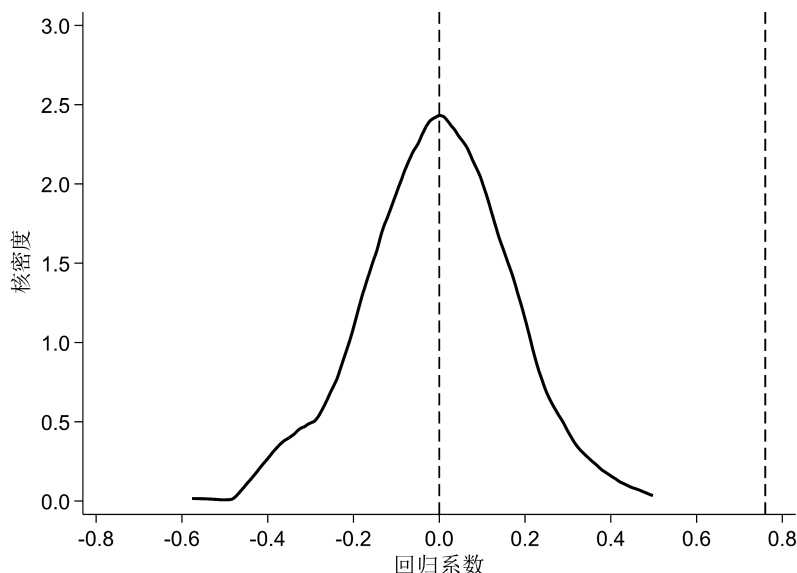


图2 安慰剂检验结果

3. 倾向得分匹配法

“沪深港通”标的企业名单并非随机生成，而是证券交易所根据量化标准筛选得出的。这种制度设计引发的非随机性选择造成了处理组与对照组之间的系统性偏差。为了避免潜在的样本自选择偏差对实证结果的影响，本文参考江轩宇和朱冰（2022）的做法，采用倾向得分匹配法进一步检验资本市场开放对企业国际化的影响。具体而言，依据公司规模、上市时间、存货占比和固定资产占比等前文提到的控制变量进行 Logit 回归，并计算倾向得分值。得到倾向得分后进行卡尺范围为 0.05 的 1 : 4 最近邻匹配，匹配后协变量的取值在两组间不存在显著差异，且偏差率的绝对值均小于 5%。根据匹配后得到的样本重新进行实证检验，结果如表 3 列(1)所示，*SZHH* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正。上述结果表明，在考虑了样本自选择偏差后，资本市场开放对企业国际化的正向作用仍然稳健。

4. Heckman 两阶段检验

为了解决实证结果中可能存在的样本选择偏差问题，参考李小林等（2021）的做法，本文使用 Heckman 两阶段回归进一步检验资本市场开放对企业国际化的影响。具体而言，第一阶段以企业是否成为“沪深港通”标的为被解释变量，并将所有控制变量作为解释变量进行 Probit 回归，估计出逆米尔斯比率 *IMR*。在第二阶段，将 *IMR* 作为额外的控制变量加入式(1)，以矫正非随机样本选择可能带来的偏差。实证结果如表 3 列(2)所示，*SZHH* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正，表明在考虑样本选择偏差问题后本文的研究结论仍然稳健。

表 3 稳健性检验的实证结果(一)

项目	倾向得分匹配法	Heckman 两阶段检验	替换被解释变量	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>INTER</i>	<i>INTER</i>	<i>SPEED</i>	<i>RHYTHM</i>
<i>SZHH</i>	0.885 *** (3.032)	0.690 *** (2.602)	0.031 ** (2.238)	-0.020 * (-1.655)
<i>SIZE</i>	-0.086 (-0.398)	2.703 *** (4.140)	0.056 *** (8.790)	-0.026 *** (-4.382)
<i>AGE</i>	-2.817 *** (-8.343)	-5.792 *** (-6.187)	-0.106 *** (-9.625)	-0.024 (-1.373)
<i>INV</i>	10.442 *** (6.045)	0.814 (0.359)	0.126 *** (2.707)	-0.034 (-0.861)
<i>FIX</i>	4.746 *** (3.861)	0.036 (0.026)	0.079 ** (2.168)	0.008 (0.242)
<i>REC</i>	-4.080 ** (-2.350)	1.358 (0.640)	0.367 *** (6.335)	0.105 ** (2.127)
<i>CASH</i>	11.175 *** (6.730)	20.638 *** (4.986)	-0.046 (-0.874)	-0.041 (-1.011)
<i>LEV</i>	-2.157 ** (-2.350)	-6.565 *** (-3.584)	-0.076 *** (-2.661)	-0.001 (-0.064)
<i>ROA</i>	-6.330 *** (-3.857)	-21.478 *** (-5.249)	-0.031 (-0.550)	0.266 *** (6.310)
<i>ATO</i>	1.843 *** (3.883)	0.753 * (1.714)	0.048 *** (3.602)	-0.051 *** (-4.522)
<i>DUAL</i>	0.190 (0.735)	1.015 *** (3.102)	0.025 *** (2.580)	0.026 *** (3.459)
<i>INDB</i>	-0.017 (-0.746)	0.027 (1.456)	0.001 (1.468)	-0.000 (-0.773)
<i>PAY</i>	1.772 *** (7.223)	4.296 *** (4.123)	0.001 (0.076)	-0.005 (-0.720)
<i>MSHARE</i>	0.003 (0.281)	0.015 * (1.703)	-0.000 (-0.215)	0.001 ** (1.993)
<i>INST</i>	0.019 ** (2.116)	-0.032 ** (-2.360)	-0.001 *** (-4.124)	0.001 *** (3.668)
<i>BALAN</i>	0.353 (1.370)	0.824 *** (3.231)	0.022 ** (2.430)	-0.011 (-1.459)
<i>QFII</i>	-0.056 (-0.280)	0.575 *** (2.681)	0.001 (0.132)	0.009 (1.354)
<i>BIG4</i>	2.435 *** (3.842)	1.675 ** (2.503)	-0.099 *** (-4.123)	-0.012 (-0.586)
<i>IMR</i>	—	8.614 *** (3.367)	—	—
常数项	-7.905 (-1.573)	-110.032 *** (-3.616)	-0.556 *** (-3.782)	1.935 *** (14.267)
年份固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
样本量	17 264	32 326	22 079	22 079
R ²	0.022	0.016	0.022	0.024

5. 替换被解释变量

本文参考钟熙等(2021)、陈伟宏等(2021)、Fu等(2024)的做法,使用企业国际化速度(*SPEED*)和企业国际化节奏(*RHYTHM*)作为因变量进行回归分析。其中,国际化速度(*SPEED*)关注一定时期内国际化水平的变化程度,用五年内企业海外销售收入的平均增长率测量,该数值越大则企业国际化的扩张速度越快。具体而言,本文通过在窗口期 $[t, t+4]$ 内建立年度时间与企业海外销售收入之间的线性回归模型计算,因此*SPEED*的样本范围为2009—2020年。国际化节奏(*RHYTHM*)聚焦于一定时期内海外扩张的连贯性与规律性,利用五年内企业海外销售收入增长率的变动情况测量,该数值越大则企业国际化的扩张节奏越不稳定。同样,*RHYTHM*的样本范围为2009—2020年。表3汇报了企业国际化度量替换的回归结果。由列(3)可知,*SZHH*的回归系数在5%的水平上显著为正,表明资本市场开放加速了企业国际化的扩张进程;由列(4)可知,*SZHH*的回归系数在10%的水平上显著为负,表明资本市场开放在一定程度上维持了企业国际化的稳定性。

6. 缩短样本区间

首先,疫情的暴发加剧了企业经营风险,可能会减缓企业国际化速度。为了排除疫情对研究结论可能产生的干扰,本文剔除2020年和2021年的样本观测值。根据表4列(1)可知,*SZHH*的回归系数在1%的水平上显著为正。其次,为了避免潜在政策时点判断造成的测量误差,本文剔除政策启动当年样本观测值(连立帅等,2019),即2014年和2016年。根据表4列(2)可知,*SZHH*的回归系数在1%的水平上显著为正。最后,2019年6月“沪伦通”交易制度启动,允许上海证券交易所与伦敦证券交易所上市公司跨境融资,可能影响企业国际化(李沁洋等,2023)。为了聚焦“沪深港通”交易制度的政策效应,本文剔除2019年样本。根据表4列(3)可知,*SZHH*的回归系数在1%水平上显著为正。综上所述,在缩短样本区间后,资本市场开放对企业国际化的正向作用依旧稳健。

7. 控制高维固定效应

本文参考江轩宇和朱冰(2022)的做法,在回归模型中分别控制了省份—年份、省份—行业和省份—年份—行业层面的固定效应,以更好地缓解遗漏变量问题。表4列(4)至列(6)汇报了控制高维固定效应的回归结果,*SZHH*的回归系数均在5%的水平上显著为正,表明在控制高维固定效应后本文的研究结论仍然稳健。

表 4 稳健性检验的实证结果(二)^①

项目	缩短样本区间			控制高维固定效应		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	INTER	INTER	INTER	INTER	INTER	INTER
SZHH	0.008 *** (2.760)	0.861 *** (3.066)	0.937 *** (3.380)	0.008 *** (2.846)	0.005 ** (2.007)	0.008 *** (2.724)
CONTROLS	是	是	是	是	是	是
常数项	-0.053 (-1.437)	-7.460 ** (-2.103)	-6.996 ** (-1.982)	0.055 (0.434)	-0.181 *** (-3.887)	0.059 (0.401)
年份固定效应	是	是	是	—	—	—
行业固定效应	是	是	是	—	—	—
省份—年份 固定效应	—	—	—	是	—	—
省份—行业 固定效应	—	—	—	—	是	—
省份—年份— 行业固定效应	—	—	—	—	—	是
样本量	26 904	28 613	29 866	32 326	32 326	32 326
R ²	0.016	0.016	0.016	0.047	0.019	0.144

四、进一步分析

(一) 影响机制检验

1. 资源配置视角

根据前文的理论分析可知,“沪深港通”交易制度拓宽了企业在全球范围内获取有价值的、稀缺的、难以模仿的和不可替代的资源途径,有效提高了企业资源配置效率。此外,资本市场开放为企业注入新的监管力量,企业不仅受到内地证监会的监管,还受到香港证监会和境外投资者的监管。这有效降低了高管机会主义行为和企业运营风险,进一步提高了资源配置效率(Cheng 和 Zhu, 2024),促进了企业国际化。资源配置效率是企业获取、整合和分配资源过程中的有效性,是实现资源价值的重要体现。本文参考李小林等(2021)、李小林等(2024)的做法,采用LP半参数法计算企业全要素生产率衡量企业资源配置效率(TFP)。本文利用式(2)和式(3)检验资源配置效率在资本市场开放与企业国际化之间发挥的作用,

^①篇幅所限,完整的稳健性检验结果备索。凡备索资料均可登录对外经济贸易大学学术刊物编辑部网站“在线阅读”栏目查询、下载。

其中采用滞后一期缓解资源配置效率机制存在的内生性问题。表5列(1)和列(2)汇报了 TFP 的检验结果, $L.SZHH$ 和 $L.TFP$ 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正。此外, 本文进一步采用 Bootstrap 法检验资源配置效率的中介效应, 进行重复有放回地抽样 500 次, 间接效应在 95% 统计水平下的置信区间为 $[0.187, 0.350]$, 直接效应的置信区间为 $[1.249, 2.631]$ 。根据以上实证结果可知, 资本市场开放通过提高企业资源配置效率从而促进企业国际化。

$$TFP_{i,t-1} = \alpha + \beta_0 SZHH_{i,t-1} + \beta_1 \sum CONTROLS_{i,t-1} + INDU_i + YEAR_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$INTER_{i,t} = \alpha + \beta_0 TFP_{i,t-1} + \beta_1 \sum CONTROLS_{i,t} + INDU_i + YEAR_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

2. 高管背景视角

根据前文的理论分析可知, “沪深港通”交易制度成了串联境内与境外资本市场的桥梁, 吸引了具备全球视野和跨文化沟通能力的高管参与到企业生产经营中, 帮助企业加速积累物质资源、人力资源和社会网络资源(刘传志等, 2017)。这有助于企业更好地把握国际市场和争取更多的资源支持, 从而促进企业国际化。具有海外背景的高管通常是指拥有海外学习或工作经验的高级管理人员。本文采用具有海外背景高管在所有高管中的比例衡量海外背景高管占比(TIE), 利用式(4)检验其在资本市场开放与企业国际化之间发挥的作用。表5列(3)汇报了 TIE 的检验结果, $SZHH$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为正, 表明资本市场开放通过引入海外背景高管从而促进企业国际化。

$$TIE_{i,t} = \alpha + \beta_0 SZHH_{i,t} + \beta_1 \sum CONTROLS_{i,t} + INDU_i + YEAR_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

3. 信息披露视角

根据前文的理论分析可知, “沪深港通”交易制度为企业提供了学习国外管理知识的途径, 通过获取、保留和转化学习经验, 有助于完善企业信息披露制度, 提高企业信息透明度, 降低投资者与企业之间的信息不对称(王婉菁等, 2021), 从而促进企业国际化。企业信息透明度是指企业在对外披露经营活动、财务状况、战略决策和风险信息等方面的清晰度、完整性与可获得性。本文参考 Li 等(2022)和伊志宏等(2019)的做法, 采用股票价格同步性衡量企业信息透明度($SYNCH$)。利用模型式(5)检验信息透明度在资本市场开放与企业国际化之间发挥的作用。表5列(4)汇报了 $SYNCH$ 的检验结果, $SZHH$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为负, 表明“沪深港通”交易制度有效降低了股票价格同步性。综上所述, 资本市场开放通过改善企业信息透明度从而促进企业国际化。

$$SYNCH_{i,t} = \alpha + \beta_0 SZHH_{i,t} + \beta_1 \sum CONTROLS_{i,t} + INDU_i + YEAR_t + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

4. 研发能力视角

根据前文的理论分析可知, “沪深港通”交易制度为企业提供了和海外企业交流合作的机会, 通过组织学习企业获得更多的技术资源(Heller, 2024), 有效推动了自身的技术发展(Moshirian 等, 2021), 从而促进企业国际化。此外, 企业为了

持续吸引外资持股，往往会增加研发投入以塑造具备长期发展优势的形象。作为企业重要的无形资产，研发能力能够帮助企业突破国际市场准入标准的限制，从而促进企业国际化。企业研发能力是指企业获取、吸收、整合和应用科技知识以进行持续技术创新的综合能力，体现了企业在研究与开发活动中的知识创造、技术转化和创新输出水平。本文参考朱琳和伊志宏(2020)的做法，采用企业研发投入占销售收入的比例衡量研发能力(*RD*)。利用式(6)和式(7)检验研发能力在资本市场开放与企业国际化之间发挥的作用，采用滞后一期缓解企业研发能力机制存在的内生性问题。表5列(5)和列(6)汇报了*RD*的检验结果，*L. SZHH*和*L. RD*的回归系数在1%的水平上显著为正。此外，本文进一步采用 Bootstrap 法检验企业研发能力的中介效应，进行有放回地重复抽样 500 次，间接效应在 95%统计水平下的置信区间为[0.442, 0.693]，直接效应的置信区间为[0.905, 2.375]。综上所述，资本市场开放通过增强企业研发能力从而促进企业国际化。

$$RD_{i,t-1} = \alpha + \beta_0 SZHH_{i,t-1} + \beta_1 \sum CONTROLS_{i,t-1} + INDU_i + YEAR_t + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$INTER_{i,t} = \alpha + \beta_0 RD_{i,t-1} + \beta_1 \sum CONTROLS_{i,t} + INDU_i + YEAR_t + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

表 5 资本市场开放对企业国际化影响机制的实证结果①

项目	资源配置视角		高管背景视角	信息披露视角	研发能力视角	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>L. TFP</i>	<i>INTER</i>	<i>TIE</i>	<i>SYNCH</i>	<i>L. RD</i>	<i>INTER</i>
<i>L. SZHH/SZHH</i>	0.781 *** (20.763)	—	0.008 *** (5.542)	-0.027 *** (-8.109)	2.041 *** (11.085)	—
<i>L. TFP</i>	—	0.197 *** (5.493)	—	—	—	—
<i>L. RD</i>	—	—	—	—	—	0.058 *** (6.165)
<i>CONTROLS</i>	是	是	是	是	是	是
常数项	-17.777 *** (-50.571)	-3.947 (-1.077)	-0.172 *** (-10.103)	0.163 *** (4.409)	-10.122 *** (-4.612)	-7.131 ** (-1.987)
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	28 734	28 734	32 326	32 326	28 734	28 734
R ²	0.577	0.016	0.091	0.192	0.435	0.016

①篇幅所限，完整的机制实证结果备案。

(二) 异质性检验

1. 行业竞争程度

行业竞争程度通常指特定行业内各个企业间的竞争激烈程度和竞争态势,包括市场上存在的竞争对手数量、竞争对手的市场份额、产品和服务的相对差异等因素的综合评估。资本市场开放会加剧对企业的考验,相较于处于低竞争行业中的企业,处于高竞争行业中的企业受到资本市场开放的影响更大,资源竞争更强烈(李小林等, 2021)。此时企业面临更大的经营和管理风险,企业管理层倾向于控制风险,采取更加稳健的投资策略(李沁洋等, 2023),从而对企业国际化产生负面影响。因此,行业竞争程度会削弱资本市场开放对企业国际化的积极作用。为了检验行业竞争程度对资本市场开放与企业国际化之间关系的影响,本文在式(1)的基础上加入“沪深港通”交易制度($SZHH$)与行业竞争程度($COMPE$)的交乘项 $SZHH \times COMPE$ 。本文参考李小林等(2024)的做法,使用行业内各企业营业收入占整个行业总收入比重的平方和衡量行业竞争程度($COMPE$),该指标数值越高,代表行业市场集中度越高,企业间的竞争程度越低。回归结果如表6列(1)所示, $SZHH$ 的回归系数在1%的水平上显著为正, $SZHH \times COMPE$ 的回归系数也在1%的水平上显著为正,表明在行业竞争程度较低的企业中,资本市场开放与企业国际化的正向关系被加强。

2. 所有权性质

国有企业由政府出资、管理和监管,其决策和运营受到政府的指导和干预,更多地关注社会责任、就业和国家战略性目标。非国有企业由私人或集体所有、控制和管理,更多地以盈利为目标,追求市场份额和资本回报率。国有企业的性质决定其行为相较于非国有企业更加追求稳定,在资源配置效率、引入海外背景高管、企业信息透明度和企业研发能力方面弱于非国有企业,进而不利于推进企业国际化。为了检验所有权性质对资本市场开放与企业国际化之间关系的影响,本文在式(1)的基础上加入“沪深港通”交易制度($SZHH$)与所有权性质(SOE)的交乘项 $SZHH \times SOE$ 。本文将所有权性质(SOE)划分为国有企业和非国有企业两类,其中国有企业赋值为“1”,非国有企业赋值为“0”。回归结果如表6列(2)所示, $SZHH$ 的回归系数在1%的水平上显著为正, $SZHH \times SOE$ 的回归系数在10%水平上显著为负,表明所有权性质削弱了资本市场开放对企业国际化的积极作用。换言之,相较于国有企业,在非国有企业中资本市场开放与企业国际化的正向关系得到了强化。

3. 股权关联性

股权关联性是指通过股权关系产生的权利和义务,对企业在资本、管理和战略等方面产生的影响(顾海峰, 2014)。存在股权关联的企业通常依托股东间的紧密联系,存在高效的信息交流机制,可以实现资源在更大范围的共享与调度,有效降低企业代理成本和促进企业长期发展。因此,存在股权关联的企业在资源配置效

表6 行业竞争程度、所有权性质和股权关联性的检验结果

项目	行业竞争程度	所有权性质	股权关联性
	(1)	(2)	(3)
	<i>INTER</i>	<i>INTER</i>	<i>INTER</i>
<i>SZHH</i>	0.816 ^{***} (3.080)	0.958 ^{***} (3.287)	0.828 ^{***} (3.117)
<i>COMPE</i>	-10.896 ^{***} (-6.388)	—	—
<i>SZHH</i> × <i>COMPE</i>	11.873 ^{***} (4.831)	—	—
<i>SOE</i>	—	-0.560 (-1.620)	—
<i>SZHH</i> × <i>SOE</i>	—	-0.900 [*] (-1.721)	—
<i>EQUIT</i>	—	—	0.200 (1.070)
<i>SZHH</i> × <i>EQUIT</i>	—	—	1.470 ^{***} (3.236)
<i>SIZE</i>	0.565 ^{***} (3.835)	0.561 ^{***} (3.801)	0.562 ^{***} (3.806)
<i>AGE</i>	-2.733 ^{***} (-9.936)	-2.743 ^{***} (-9.930)	-2.772 ^{***} (-10.073)
<i>INV</i>	7.469 ^{***} (7.127)	7.502 ^{***} (7.149)	7.587 ^{***} (7.235)
<i>FIX</i>	3.686 ^{***} (4.410)	3.683 ^{***} (4.401)	3.677 ^{***} (4.396)
<i>REC</i>	-4.441 ^{***} (-3.479)	-4.280 ^{***} (-3.350)	-4.304 ^{***} (-3.369)
<i>CASH</i>	7.225 ^{***} (6.320)	7.227 ^{***} (6.315)	7.282 ^{***} (6.364)
<i>LEV</i>	-0.820 (-1.337)	-0.772 (-1.256)	-0.727 (-1.184)
<i>ROA</i>	-8.558 ^{***} (-6.980)	-8.375 ^{***} (-6.826)	-8.355 ^{***} (-6.811)
<i>ATO</i>	1.820 ^{***} (6.044)	1.824 ^{***} (6.054)	1.827 ^{***} (6.065)
<i>DUAL</i>	0.155 (0.766)	0.112 (0.550)	0.149 (0.735)
<i>INDB</i>	0.002 (0.121)	0.002 (0.119)	0.003 (0.152)
<i>PAY</i>	0.876 ^{***} (4.932)	0.824 ^{***} (4.634)	0.835 ^{***} (4.695)
<i>MSHARE</i>	0.018 ^{**} (2.008)	0.016 [*] (1.840)	0.019 ^{**} (2.128)
<i>INST</i>	0.007 (1.096)	0.008 (1.261)	0.008 (1.174)
<i>BALAN</i>	0.275 (1.419)	0.276 (1.423)	0.296 (1.507)
<i>QFII</i>	0.126 (0.734)	0.131 (0.767)	0.147 (0.857)
<i>BIG4</i>	3.129 ^{***} (6.275)	3.197 ^{***} (6.406)	3.175 ^{***} (6.363)
常数项	-6.889 ^{**} (-2.029)	-7.803 ^{**} (-2.302)	-8.250 ^{**} (-2.429)
年份固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
样本量	32 326	32 326	32 326
R ²	0.045	0.016	0.016

率、引入海外背景高管、企业信息透明度和企业研发能力方面强于不存在股权关联的企业,进而有利于推进企业国际化。为了检验股权关联性对资本市场开放与企业国际化之间关系的影响,本文在式(1)的基础上加入“沪深港通”交易制度($SZHH$)与股权关联性($EQUIT$)的交乘项 $SZHH \times EQUIT$ 。本文采用企业前十大股东是否存在关联衡量企业股权关联性($EQUIT$),其中存在关联赋值为“1”,不存在关联赋值为“0”。回归结果如表6列(3)所示, $SZHH$ 的回归系数在1%的水平上显著为正, $SZHH \times EQUIT$ 的回归系数也在1%的水平上显著为正,表明股权关联性增强了资本市场开放对企业国际化的积极作用。换言之,相较于不存在股权关联性的企业,在存在股权关联的企业中资本市场开放与企业国际化之间的正向关系得到了加强。

五、结论与启示

本文从理论和实证层面分析了资本市场开放对企业国际化的影响和作用机制,为进一步开放资本市场,帮助企业开展国际化和提升经济效益提供了理论依据。本文借助“沪深港通”交易制度,基于2009—2024年A股沪深上市公司数据,采用多时点双重差分模型探究资本市场开放与企业国际化之间的关系。研究结果表明,资本市场开放显著促进了企业国际化。在经过平行趋势检验、安慰剂检验、倾向得分匹配法和Heckman两阶段检验等一系列稳健性检验后,上述研究结论仍然成立。影响机制检验揭示了资源配置效率、引入海外背景高管、企业信息透明度和企业研发能力的中介作用。异质性分析表明,行业竞争程度削弱了资本市场开放对企业国际化的正向关系,而在非国有企业和存在股权关联性的企业中上述正向关系得到增强。基于上述实证结果,本文得出以下启示:

第一,本文研究结果表明,资本市场开放显著促进了企业国际化,对中国企业的经济行为产生影响。“沪深港通”交易制度实施后,内地投资者可以更便捷地进行海外投资,加快内地金融资产走向全球的速度,内地资本市场与国际资本市场的联系日益紧密。因此,需坚持高水平对外开放,持续推进“沪港通”“深港通”“沪伦通”“中欧通”等制度,有秩序地逐步开放,放宽资本市场的准入条款,深化资本市场改革,鼓励更多国际长期资本参与到中国资本市场建设,以优化企业资本结构,提升资本市场的融资效率和服务能力。

第二,本文从资源基础观和组织学习理论出发,揭示了资源配置效率、引入海外背景高管、企业信息透明度和企业研发能力的中介作用。在资源配置方面,对政府而言,需充分挖掘国内市场潜力,通过引导、弥补和规制等手段健全社会主义市场经济体制,促进资源的合理配置和有效使用;对于企业而言,要提升获取稀缺资源的意识,制定合理的股权分红制度,维持充足的现金流储备,全面提升企业资源使用效率,实现高质量发展。在人才引进方面,对政府而言,需加大海外高层次人才引进计划的实施力度,完善签证与居留政策,鼓励海外专业人才归国发展,同时加强本土人才的职业培训和技能提升,提高国际化视野,满足不同领域的技能和人才需求;对于企业而言,要建立多元化的招聘渠道和人才培养机制,优化人力资源

结构,提高人才薪酬待遇,以增强企业跨文化管理能力。在信息披露方面,资本市场监管者应加强与投资者的沟通和互动,及时处理投资者提出的合理诉求,降低信息不对称性,同时监管机构应逐步规范企业信息披露,强化对虚假披露行为的监管处罚;对于企业而言,需建立规范的信息披露流程,增强披露信息的真实性、及时性和完整性,以提高投资者信任和国际市场形象。在研发能力方面,对政府而言,可继续推行研发费用加计扣除等税收优惠政策,设立专项资金支持关键技术攻关,提升“中国创造”硬实力;对于企业而言,应加大研发投入,完善研发激励机制,强化技术创新与海外市场需求的连接,推动企业由技术跟随向技术引领转型。

第三,异质性分析表明,在行业竞争程度较低、非国有企业和存在股权关联性的企业中,“沪深港通”交易制度对企业国际化的正向作用更为显著。首先,政策制定者应重视资本市场协调发展,鼓励行业资源整合与知识共享,推动社会资源流动和产业协同创新,提高整体产业国际竞争力。对于企业而言,通过建立战略合作关系,共享资源、知识和管理经验,实现合作共赢,提高行业整体竞争力,推动企业国际化。其次,在深化资本市场高水平开放的过程中,应在合理范围内给予非国有企业更多的发展机遇,鼓励中小企业和民营企业对外投资,提高非国有企业治理能力与资本运作水平。最后,企业应强化董事会治理,优化内部控制机制,实现与国际治理标准接轨,尤其在股权关系复杂的企业中,要通过提升透明度与治理效率,增强企业国际市场的应对能力。

[参考文献]

- [1] 陈立敏. 国际化战略与企业绩效关系的争议——国际研究评述[J]. 南开管理评论, 2014, 17(5): 112-125+160.
- [2] 陈伟宏, 钟熙, 蓝海林, 等. 范围、速度与节奏——高管过度自信对国际化进程的影响[J]. 管理评论, 2021, 33(3): 233-243.
- [3] 程子昂, 方齐云, 赵当如. 供应链数字化建设如何赋能企业国际化——基于供应链创新与应用试点工作的准自然实验[J]. 国际贸易问题, 2024(8): 19-35.
- [4] 代彬, 邓楠. 资本市场开放与企业国际化战略[J]. 河海大学学报(哲学社会科学版), 2022, 24(1): 75-82+111-112.
- [5] 邓新明, 熊会兵, 李剑峰, 等. 政治关联、国际化战略与企业价值——来自中国民营上市公司面板数据的分析[J]. 南开管理评论, 2014, 17(1): 26-43.
- [6] 方宏, 王益民, 孙晨. CEO 权力与国际化速度——TMT 风险注意力的中介作用[J]. 管理评论, 2021, 33(9): 260-273.
- [7] 顾海峰. 股权关联性、增发认购选择权与上市公司财富效应——基于会计新规的分析视角[J]. 经济学(季刊), 2014, 13(4): 1615-1636.
- [8] 郭敏敏, 衣长军, 李楚薇. 倍道而进还是循序渐进: 数字平台企业国际化速度研究[J]. 世界经济研究, 2025(5): 90-102+137.
- [9] 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, 22(4): 1101-1124.
- [10] 金祥义, 张文菲. 数字金融发展促进了企业国际化水平提升吗[J]. 世界经济研究, 2024(1): 105-119+137.

- [11]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.
- [12]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[J]. 世界经济研究, 2023(4): 87-102+136.
- [13]李沁洋,许年行. 资本市场对外开放与股价崩盘风险——来自沪港通的证据[J]. 管理科学学报, 2019, 22(8): 108-126.
- [14]李小林,司登奎,王可心. 我国资本市场开放能否促进企业自主创新——基于“沪深港通”交易制度的经验证据[J]. 统计研究, 2024, 41(5): 51-63.
- [15]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.
- [16]李云鹤,吴文锋. 供给侧结构性改革下海归高管与企业创新——来自公司并购的证据[J]. 系统管理学报, 2021, 30(6): 1088-1105.
- [17]连立帅,朱松,陈关享. 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, 2019, 35(8): 136-154.
- [18]刘传志,杨根宁,余兴发. 海外背景董事对企业国际化程度的影响研究——来自中国上市公司的证据[J]. 国际商务——对外经济贸易大学学报, 2017(1): 140-150.
- [19]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[J]. 会计研究, 2022(2): 164-178.
- [20]任灿灿,郭泽光,田智文. 资本市场开放、股价信息含量与企业全要素生产率——基于“沪深港通”的准自然实验[J]. 国际商务——对外经济贸易大学学报, 2021(2): 141-156.
- [21]孙诗璐,汪文生. 资本市场开放与高管薪酬契约有效性——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 国际商务——对外经济贸易大学学报, 2020(4): 144-156.
- [22]宋铁波,钟熙,陈伟宏. 期望差距与企业国际化速度: 来自中国制造业的证据[J]. 中国工业经济, 2017(6): 175-192.
- [23]孙泽宇,齐保奎. 资本市场开放与高管在职消费——基于沪深港通交易制度的准自然实验[J]. 会计研究, 2021(4): 130-144.
- [24]汪涛,贾煜,崔朋朋,等. 外交关系如何影响跨国企业海外市场绩效[J]. 中国工业经济, 2020(7): 80-97.
- [25]汪涛,贾煜,王康,等. 中国企业的国际化战略: 基于新兴经济体企业的视角[J]. 中国工业经济, 2018(5): 175-192.
- [26]王洁,张骁. 管理者时间焦点对企业国际化扩张的影响研究[J]. 管理学报, 2025, 22(4): 638-645.
- [27]王婉菁,朱红兵,张兵. 资本市场开放与环境信息披露质量[J]. 管理科学, 2021, 34(6): 29-42.
- [28]王站杰,买生. 企业社会责任、创新能力与国际化战略——高管薪酬激励的调节作用[J]. 管理评论, 2019, 31(3): 193-202.
- [29]伊志宏,杨圣之,陈钦源. 分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究[J]. 中国工业经济, 2019(1): 156-173.
- [30]钟覃琳,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.
- [31]钟熙,宋铁波,陈伟宏,等. 外资持股、期望落差与企业国际化进程[J]. 管理评论, 2021, 33(8): 245-255+313.
- [32]周泽将,刘中燕,伞子瑶. 海归背景董事能否促进企业国际化[J]. 经济管理, 2017, 39(7): 104-119.

- [33]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,2020,42(2):40-57.
- [34]邹洋,张瑞君,孟庆斌,等.资本市场开放能抑制上市公司违规吗——来自“沪港通”的经验证据[J].中国软科学,2019(8):120-134.
- [35]ARGOTE L, INGRAM P. Knowledge Transfer: A Basis for Competitive Advantage in Firms[J]. Organizational Behavior and Human Decision Processes, 2000, 82(1): 150-169.
- [36]ARGYRIS C, SCHÖN D. Organizational Learning: A Theory of Action Perspective[M]. MA: Addison-Wesley Publishing Company, 1978.
- [37]BARNEY J. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage[J]. Journal of Management, 1991, 17(1): 99-120.
- [38]CHEN Y, HUANG J, LI X, et al. Financial Market Opening and Corporate Tax Avoidance: Evidence from Staggered Quasi-natural Experiments[J]. Finance Research Letters, 2023, 54: 103770.
- [39]CHEN Y, WANG Y, HU D, et al. Government R&D Subsidies, Information Asymmetry, and the Role of Foreign Investors: Evidence from a Quasi-natural Experiment on the Shanghai-Hong Kong Stock Connect[J]. Technological Forecasting and Social Change, 2020, 158: 120162.
- [40]CHENG Z, ZHU Y. Does Stock Market Liberalization Increase Company TFP? Evidence from the Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect Program in China[J]. Economic Systems, 2024, 48(3): 101240.
- [41]DODGSON M. Organizational Learning: A Review of Some Literatures[J]. Organization Studies, 1993, 14(3): 375-394.
- [42]FU Y, WU X, WANG Z. Internationalization Rhythm and Innovation Performance: The Effects of Internationalization Speed, Organizational Slack, and Competitive Intensity[J]. International Business Review, 2024, 33(4): 102274.
- [43]HELLER D. Financial Market Integration and the Effects of Financing Constraints on Innovation[J]. Research Policy, 2024, 53(4): 104988.
- [44]HUBER G P. Organizational Learning: The Contributing Processes and the Literatures[J]. Organization Science, 1991, 2(1): 1-147.
- [45]KLISHEVICH D, PANIBRATOV A. The Omnipresence of the State and Its Effect on the Internationalization of Companies: The Russian Variety of State Capitalism[J]. Journal of International Management, 2024, 30(4): 101154.
- [46]LI Q, LIU X, CHEN J, et al. Does Stock Market Liberalization Reduce Stock Price Synchronicity—Evidence from the Shanghai-Hong Kong Stock Connect[J]. International Review of Economics & Finance, 2022, 77: 25-38.
- [47]MAO J, YANG S. Changes in Supply Chain Relationships and the Enterprise Internationalization Process[J]. Research in International Business and Finance, 2024, 67: 102148.
- [48]MARCH J G. Exploration and Exploitation in Organizational Learning[J]. Organization Science, 1991, 2(1): 71-87.
- [49]MOSHIRIAN F, TIAN X, ZHANG B, et al. Stock Market Liberalization and Innovation[J]. Journal of Financial Economics, 2021, 139(3): 985-1014.
- [50]NOOSHABADI J E, MOCKAITIS A I, CHUGH R. Chief Executive Officer's Dark Triad Personality and Firm's Degree of Internationalization: The Mediating Role of Ambidexterity[J]. International Business Review, 2024, 33(4): 102296.
- [51]PENROSE E. The Theory of the Growth of the Firm[M]. New York: Oxford University Press, 1959.

- [52] WANG S. How does Stock Market Liberalization Influence Corporate Innovation? Evidence from Stock Connect Scheme in China[J]. *Emerging Markets Review*, 2021, 47: 100762.
- [53] WERNERFELT B. A Resource-based View of the Firm[J]. *Strategic Management Journal*, 1984, 5(2): 171–180.
- [54] ZANGWILL W I, KANTOR P B. Toward a Theory of Continuous Improvement and the Learning Curve[J]. *Management Science*, 1998, 44(7): 879–1020.

Does Capital Market Opening Affect Enterprise Internationalization — Empirical Evidence from the “Shanghai–Hong Kong and Shenzhen–Hong Kong Stock Connect Programs”

KONG Xiaoxu^{1,2}, YUE Zuer¹, WANG Chuanli³

(1. School of Economics, Capital University of Economics and Business, Beijing, 100070;

2. China Environmental, Social, and Governance Institute, Capital University of Economics
and Business, Beijing, 100070;

3. College of Business Administration, Capital University of Economics and Business, Beijing, 100070)

Abstract: With the deepening of economic globalization, China’s capital market opening has continued to expand, enabling more Chinese enterprises to enter the international market and participate in global competition. Taking the “Shanghai–Hong Kong and Shenzhen–Hong Kong Stock Connect Programs” as a quasi-natural experiment, this paper used a multi-period difference-in-differences (DID) method and took A-share listed companies on the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges from 2009 to 2024 as the research sample to explore the impact of capital market opening on enterprise internationalization and its mechanism of action. The results show that capital market opening significantly promotes enterprise internationalization; this promotion effect is achieved through four paths: improving enterprises’ resource allocation efficiency, introducing senior executives with overseas backgrounds, enhancing enterprises’ information transparency, and strengthening enterprises’ R&D capabilities; the degree of industry competition weakens the positive relationship between capital market opening and enterprise internationalization, while this positive relationship is strengthened in non-state-owned enterprises and enterprises with equity linkages. This study holds important theoretical and practical significance for promoting the internationalization of enterprises and provides a theoretical basis and policy implications for China to further advance capital market opening.

Keywords: Capital Market Opening; Enterprise Internationalization; Resource-based View; Organizational Learning Theory; Shanghai–Hong Kong and Shenzhen–Hong Kong Stock Connect Programs

(责任编辑 祝子白 白光)