Sustainable Development 可持续发展, 2026, 16(11), 57-69
Published Online November 2026 in Hans. https://www.hanspub.org/journal/sd
https://doi.org/10.12677/sd.2026.1611358

Hans汉斯

跨境资本流动对企业投资效率的影响研究

熊　攀

云南财经大学金融学院，云南　昆明

收稿日期：2026年10月8日；录用日期：2026年11月4日；发布日期：2026年11月18日

摘　要

当前我国经济正由“规模驱动”转向“效率驱动”，非效率投资是制约我经济高质量发展的重要因素。本文以2014~2023年中国A股上市企业为样本考察跨境资本流动对企业投资效率的影响。研究结果发现，跨境资本流动能够改善企业非投资效率的问题。再进一步对跨境资本流动进行细分后，发现在不同类型的跨境资本流动中，跨境资本证券投资对企业投资效率的改善作用最明显。异质性分析表明，跨境资本流动对国有企业的非效率投资改善效用更显著。中介效应机制检验中发现，跨境资本流动会通过降低企业融资约束、降低企业代理成本来提高企业投资效率。因此建议政府部门有序推进资本账户开放，逐步放宽对跨境资本流动的管制，优化外资准入与产业导向，引导跨境流动资本投向高端制造、绿色低碳等实体经济领域，并加强多部门协同监管，以此提升企业投资效率。

关键词

跨境资本流动，企业投资效率，企业融资约束，代理成本

Research on the Impact of Cross-Border Capital Flows on Corporate Investment Efficiency

Pan Xiong

School of Finance, Yunnan University of Finance and Economics, Kunming Yunnan

Received: October 8, 2026; accepted: November 4, 2026; published: November 18, 2026

Abstract

China’s economy is transitioning from “scale-driven” to “efficiency-driven” growth, and inefficient investment constitutes a critical factor restricting the high-quality development of China’s economy. Using a sample of Chinese A-share listed firms from 2014 to 2023, this paper examines the impact

文章引用: 熊攀. 跨境资本流动对企业投资效率的影响研究[J]. 可持续发展, 2026, 16(11): 57-69.
DOI: 10.12677/sd.2026.1611358

of cross-border capital flows on corporate investment efficiency. The results show that cross-border capital flows help mitigate corporate inefficient investment. Further classification of cross-border capital flows reveals that among different types, cross-border portfolio investment exerts the most prominent improvement effect on corporate investment efficiency. Heterogeneity analysis indicates that the mitigating effect of cross-border capital flows on inefficient investment is more pronounced for state-owned enterprises. The mediating mechanism test suggests that cross-border capital flows raise corporate investment efficiency by easing financing constraints and reducing agency costs. Accordingly, it is recommended that government authorities advance the orderly opening of the capital account, gradually deregulate cross-border capital flows, optimize foreign investment access rules and industrial guidance, channel cross-border capital into the real economy such as high-end manufacturing and green and low-carbon sectors, and strengthen cross-departmental coordinated supervision, so as to improve corporate investment efficiency.

Keywords

Cross-Border Capital Flows, Corporate Investment Efficiency, Corporate Financing Constraints, Agency Costs

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.
This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).
http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/
Open Access

1. 引言

投资是驱动经济增长的核心引擎。改革开放以来，中国在很大程度上依靠大规模投资拉动了经济高速增长，但“重数量、轻效率”的粗放型经济发展模式在发展过程中使中国经济陷入了“低效循环”。在宏观层面，增量资本产出率(ICOR)从 2008 年的 2.84 攀升至 2023 年的 9.44[1]，意味着单位 GDP 的增长需耗费的投资增长了近三倍，资本回报率持续走低；全要素生产率增速(TFP)由 1992~2000 年的年均 5.15%回落至 2011~2020 年的 2.77%，增长动力显著衰弱[2]。中观产业层面，宏观杠杆率从 2007 年的 144.9%跃升至 2025 年的 302.4%[3]，大量资金沉淀于低效部门，加剧产能过剩与债务风险。粗放型经济发展模式下资源配置扭曲，挤出了企业创新动力，引发了过度投资与投资不足并存的结构性失衡，严重制约了经济高质量发展的内生动力与产业竞争力。当前，中国经济正处在从高速增长转向高质量发展的关键阶段，非效率投资已成为制约经济提质增效的重要障碍。面对这一现实挑战，近年来国家出台了一系列旨在引导企业投资提质增效的政策举措。《扩大内需战略规划纲要(2022~2035)》[4]、《关于进一步促进民间投资发展的若干措施》[5]等都表明政策导向已从单纯扩大投资规模转向注重投资效率与结构优化。与此同时，中国资本账户开放的步伐持续加快。从 2002 年合格境外机构投资者(QFII)制度的正式引入，到 2019 年全面取消 QFII 额度限制，再到沪深港通、债券通等互联互通机制的相继落地，跨境资本流动的规模与自由度均显著提升。

企业投资效率不仅与其内部治理和财务状况有关，还与企业所处的外部环境有关，如货币政策不确

[1]来源《中国金融新闻网》https://www.financialnews.com.cn/2026-02/09/content_443135.html：“投资于人：经济高质量发展的新引擎”。
[2]来源《中国经济新闻网》https://www.cet.com.cn/zkpd/10431609.shtml：“武义青：稳步提升全要素生产率——1991~2024 年我国 TFP 分析与‘十五五’提升建议。”
[3]https://www.financialnews.com.cn/2025-08/04/content_430668.html
[4]https://www.mee.gov.cn/zcwj/zyygwj/202212/t20221215_1007980.shtml
[5]https://www.mee.gov.cn/zcwj/gwywj/202511/t20251111_1132674.shtml

定性(刘兴华和陈赞松，2025) [1]、地方政府专项债(祁毓等，2025) [2]均会对企业投资效率产生影响。目前较少文献立足于开放经济视角探讨跨境资本流动的微观效应。跨境资本流动是实现全球要素资源配置的关键途径之一。一方面跨进资本流入总体上会增加我国银行存款，从而显著降低我国上市企业融资成本(韩乾等，2017) [3]；另一方面跨境资本还可以通过直接投资拓宽企业的融资渠道(卞雨晨和高水文，2025) [4]，这两方面都会影响企业的投资效率。

基于此，本文立足于金融双向开放与重视实体企业投资效率提升的现实背景，以中国 A 股上市企业为研究样本，将宏观跨境资本流动与微观企业投资效率结合起来分析，系统考察跨境资本流动对企业投资效率的影响效应、作用机制及异质性特征，以期在理论上丰富开放经济条件下企业投资决策的研究视角，在政策上为有序推进资本账户开放、优化跨境资本流动结构以提升企业部门投资效率提供经验依据。

2. 理论分析与假设提出

2.1. 跨境资本流动对企业投资效率的影响

在金融双向开放持续深化的制度背景下，跨境资本流动已然成为影响国内微观企业投融资环境、资本配置效率的重要外部因素。传统封闭经济框架下，国内金融市场长期存在信贷供需匹配失衡、信息不对称、代理冲突等市场摩擦，金融资源配置存在结构性失衡问题，致使实体企业普遍呈现出投资不足与过度投资并存的非效率投资特征。资本错配问题持续制约企业高质量发展。随着我国资本账户有序开放、跨境投融资机制持续完善，跨境资本要素的常态化双向流动打破了国内金融市场的资源配置壁垒，从资金供给、外部治理等多个维度影响企业投资决策，为矫正企业非效率投资、提升资本配置效率提供重要的外部支撑。非效率投资的本质是金融摩擦引起的资源配置失灵。一方面，国内商业银行出于风险审慎经营原则，偏好将信贷资源配置于大型国企与低风险企业，大量优质民营企业、成长型企业受融资渠道单一、抵押约束较强、信贷额度受限等因素影响，难以获取匹配其投资需求的外源资金，从而被迫放弃净现值为正的优质项目，形成持续性投资不足。另一方面，部分资源充裕的企业因外部监督缺失、内部治理不完善，管理层基于自利动机滥用自由现金流，引发企业过度投资问题。在封闭金融体系下，企业缺乏外部资金补充与外部治理约束，非效率投资行为难以通过市场机制自发矫正。

金融双向开放背景下，平稳有序的跨境资本净流入能够有效弥补封闭金融体系的配置缺陷，提升企业投资效率。首先，跨境资本流动拓宽了企业外源融资渠道，打破国内信贷供给的总量约束与结构约束，能有效缓解企业融资约束难题。充裕且多元的跨境资金供给，能够精准匹配企业实体项目投资需求，弥补国内信贷资金缺口，有效缓解因资金短缺引发的投资不足问题。其次，跨境资本流入附带显著的外部治理效应。境外机构投资者秉持长期价值投资理念，具备专业的信息甄别能力与独立的监督激励，能够有效介入企业治理体系，缓解股东与管理层、大股东与中小股东的多重代理冲突，约束管理层盲目扩张、在职消费等机会主义行为，抑制企业过度投资行为，规范企业投资决策。

由此提出假说 H1：跨境资本净流入能够改善企业投资效率。

2.2. 跨境资本流动影响企业投资效率的传导机制

2.2.1. 融资约束渠道

融资约束是制约企业投资效率提升的核心因素之一。国内信贷体系长期存在信息不对称、所有制歧视等结构性缺陷，商业银行基于风险管控与审慎经营原则，信贷资源多集中配置于大型国有企业与低风险成熟企业。大量民营企业、成长型企业虽具备优质实体投资项目，却普遍面临融资成本高，资金来源渠道单一等问题，其难以依托内源资金与国内信贷资金实现最优投资决策，最终导致投资不足、资本错配等非效率投资。而金融双向开放背景下的跨境资本流动，能够通过拓宽资金供给、降低信息摩擦、传

递积极市场信号等多重路径，有效缓解企业外部融资约束，进而提升企业投资效率。

首先，跨境资本流动能够打破国内信贷市场的供给边界，拓宽企业多元化外源融资渠道。在封闭金融环境中，国内企业外部融资高度依赖于银行信贷，融资结构单一、供给弹性不足，极易造成企业资金缺口。跨境资本流动为企业引入了全新的市场化融资路径，包括跨境资本证券投资、金融衍生工具、直接投资等多元化融资方式，帮助企业摆脱对银行信贷市场的单一依赖。境外资本市场资金供给更加充裕、市场化定价特征更强，能够为受国内信贷约束的优质实体企业补充中长期稳定资金，覆盖企业实体项目投资的资金需求，从源头缓解因资金供给不足导致的非效率投资问题。其次，跨境资本流入能够改善企业信息环境，降低外部融资溢价。融资约束的根源在于银企信息不对称。企业信息披露不规范、经营透明度较低时，金融机构无法精准识别企业真实经营状况与项目风险，只能通过抬高风险溢价、收紧授信条件规避潜在违约风险，进一步加剧了企业融资困境。跨境资本以境外机构投资者为主体，具备专业的信息挖掘、价值甄别与外部监督能力。外资进入后会倒逼企业规范财务核算、提升信息披露质量，有助于提升企业信息透明度。信息不对称的缓解有效压缩了金融机构要求的风险补偿空间，推动企业外部融资成本下降，缓解高融资成本对实体投资的挤出效应。最后，跨境资本流入存在显著的市场信号认证效应。境外资本投资决策具备高度市场化、专业化与理性化特征，对企业经营质量、治理水平与发展前景的筛选标准更为严苛。跨境资本的入驻与投资行为，向国内资本市场传递了企业资质优良、项目价值可观的积极信号，形成权威的市场信用背书。国内商业银行与各类投资机构会依托该外部信号优化风险评估，下调企业风险评级，降低企业融资约束，形成外资赋能、内资跟进的良性融资格局，进一步降低企业融资约束，为企业优质投资提供稳定的资金保障。

由此提出假说 H2：跨境资本流动通过降低企业融资约束改善企业投资效率。

2.2.2. 代理成本渠道

委托代理理论以信息不对称为前提，以利益冲突为核心，系统揭示了现代企业中多重委托代理关系带来的效率损失。总的来说，企业存在的委托代理问题可以分为以下三种：企业所有者与管理者之间的代理冲突、债权人与债务人之间的代理冲突以及大、小股东之间的代理冲突。企业所有者追求股东财富最大化，而管理者追求个人利益最大化，这种根本目的的不一致，导致了他们之间的“委托——代理冲突”。企业所有者为了获取高回报，愿意承担合理的风险。但是若管理者为了保住职位和稳定的收入，过度规避风险，放弃有潜力但风险较高的投资项目，就可能会导致企业的投资不足；若管理者为了提升自身影响力，树立名声，就有可能投资于效益不高但能扩大个人权力和声誉的项目从而导致企业投资过度。债权代理冲突的本质是固定收益索取者与剩余收益索取者之间的风险转移博弈。债权人只希望收回固定的本金与利息，而企业股东追求的是公司价值的波动性收益，因此厌恶风险的债权人可能会对资金的用途做出严格的规定，从而导致企业放弃净现值为正但风险较高的项目，导致企业投资不足。张超和刘星(2015) [5]指出大股东可能通过采取占用与转移企业资金的方式来损害小股东权益，从而导致企业非效率投资。

首先，跨境资本流入能够通过缓解企业所有者与管理者之间的代理冲突，对企业的非效率投资行为进行矫正。在缺乏有效的外部监督的治理环境中，管理层出于在职消费、风险规避等自利动机，容易出现盲目扩张导致的低效投资或消极保守从而错失优质项目的现象，造成投资效率损失。境外机构投资者具备专业的信息研判能力与独立监督的优势，能够有效制衡管理层机会主义行为，约束自由现金流滥用与非理性投资决策，促使管理层立足于企业长期价值最大化来制定投资方案，缓解因管理层自利引发的投资错配问题。其次，跨境资本流入能够弱化企业与债权人之间的债务代理冲突，提升企业投融资匹配效率。传统信贷模式下，债权人因信息不对称难以精准识别企业真实经营风险，从而通过抬高信贷利率、

增设严苛限制性条款控制违约风险。企业受制于高强度债务监管，被迫压缩长期实体投资、放弃正净现值项目，引发投资不足问题。跨境资本流入拓宽了企业多元化融资渠道，优化了资本结构，降低企业对传统债务融资的依赖，缓解债权人风险规避带来的投资抑制效应，释放企业优质实体投资的空间。最后，跨境资本流入还可以抑制大股东与中小股东之间的代理冲突，减少资源错配。国内企业股权集中特征显著，大股东易通过资金占用、关联交易等行为侵占企业资源，挤占实体投资资金，扰乱正常投资计划。境外资本秉持成熟的公司治理理念，注重中小股东权益保护，约束大股东“掏空”行为，保障企业现金流稳定投向优质实体项目，进而改善企业整体投资效率。

由此，提出假说 H3：跨境资本流动通过降低企业代理成本改善企业的投资效率。

3. 实证设计

3.1. 样本数据来源

本文以 2014~2023 年 A 股上市企业为研究对象，并参考现有研究的做法进行样本筛选：第一，剔除金融业样本；第二，剔除 ST 和 ST*样本。最终本文取得 30,159 个非平衡面板观测值，同时为减少异常值对实证结果的影响，对连续变量进行 5%~95%的缩尾处理。本文微观层面的数据来自国泰安数据库(CSMAR)，宏观层面的数据来自国家外汇管理局和国家统计局。

3.2. 基准回归方程与变量定义

3.2.1. 基准回归方程

为对研究假说 H1 进行验证，本文参考卞雨晨和高水文(2025) [4]的研究，构建式(1)所示基准回归模型进行实证检验。

$$\text{Inveff}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Flow}_t + X_{i,t} + Z_t + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

其中 i 和 t 分别为企业和年份；$\text{Inveff}_{i,t}$ 为企业投资效率；Flow_t 为核心解释变量跨境资本流动；$X_{i,t}$、Z_t 和分别为企业和宏观层面的控制变量；μ_i 为企业固定效应；$\varepsilon_{i,t}$ 为残差；α_1 为核心解释变量的系数。同时，考虑到跨境资本流动是时间序列变量，因此为了避免多重共线性，本文未加入年份固定效应。

3.2.2. 变量定义

(1) 被解释变量：企业投资效率(Inveff)

本文参照 Richardson (2006) [6]、倪婷婷和王跃堂(2022) [7]的研究，使用下述回归方程来拟合企业预期内投资规模。回归残差 $\varepsilon_{i,t}$ 表示企业非预期投资规模，即实际投资规模与预期内投资规模的差值。残差绝对值越大，表示企业实际投资偏离预期内投资幅度越大，即投资效率越低。

$$\begin{aligned}\text{Invest}_{i,t} = {} & \beta_0 + \beta_1 \text{Invest}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Return}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Growth}_{i,t-1} \\ & + \beta_5 \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Age}_{i,t-1} + \lambda_j + \nu_t + \varepsilon_{i,t}\end{aligned}$$

其中 j 为行业，Invest 为企业投资，Lev 为资产负债率，Return 为股票收益率，Growth 为成长性，Cash 为现金持有水平，Age 为年龄，λ_j 和 ν_t 分别为行业与年份固定效应。以残差度量企业投资效率的偏离，若残差为正，Over_Inveff 取值等于残差，表示企业投资过度；若残差为负，表示企业投资不足，此时 Over_Inveff 取值为 0。

(2) 核心解释变量：跨境资本流动(Standard_Cap_total)

参照现有研究，本文使用国际收支平衡表中非储备性质金融账户净值进行测度。同时选取该账户的子账户净值对跨境资本证券投资(Standard_Cap_stock)、跨境资本金融衍生工具(Standard_Cap_derivation)、跨境资本直接投资(Standard_Cap_direct)和跨境资本其他投资(Standard_Cap_others)进行测度，进一步分析

不同类型的跨境资本对企业投资效率的影响。

(3) 控制变量

借鉴雷光勇等(2014) [8]、卞雨晨和高水文(2025) [4]的研究，选取的控制变量包括：盈利能力(Profit)、非债务税盾(Ndts)、现金流量(CF)、资产负债率(Lev)、存货占比(Li)、固定资产占比(Ta)、资产规模(Lnsize)、股权集中度(Top1)、董事会规模(B_S)、独立董事占比(ID)、两职合一(Dual)、年龄(Lnage)、地区金融发展水平(FD)。控制变量的具体含义如下表 1 所示。

Table 1. Definition and description of control variables
表 1. 控制变量定义与说明

变量名	变量符号	变量说明
盈利能力	Profit	净利润/净资产
非债务税盾	Ndts	折旧摊销/总资产
现金流量	Cf	经营活动现金净流量/总资产
资产负债率	Lev	总负债/总资产
存货占比	Li	存货总量/总资产
固定资产占比	Ta	固定资产/总资产
资产规模	Lnsize	总资产的自然对数形式
股权集中度	Top1	第一大股东持股比例
董事会规模	B_S	董事会人数的自然对数形式
独立董事占比	ID	独立董事人数/董事会总人数
两职合一	Dual	CEO 兼任董事长时记为 1，否则为 0
年龄	Lnage	企业上市时长的自然对数形式
地区金融发展水平	FD	地区存贷款余额/地区 GDP

(4) 中介变量

① 企业融资约束：参考罗子媛和靳玉英(2018) [9]的研究，采用其根据 63 个国家(地区) 13 年间的数据衡量的 SA 指数模型来计算企业的融资约束(SA)。

$$SA = -0.955 \times SIZE + 0.005 \times SIZE^2 - 0.248 \times Age$$

其中，SIZE 为公司总资产的自然对数，Age 是公司上市时间。SA 指数的值越大，表示企业面临的融资约束问题越严峻。

② 代理成本：借鉴 Ang *et al.*(2020) [10]的做法，代理成本(AC)使用管理费用与营业收入的比值进行衡量。

4. 实证分析

4.1. 描述性统计

表 2 为主要变量的描述性统计结果。其中非效率投资(Over_Inveff)最大值为 0.06、最小值为 0、均值为 0.01，标准差为 0.01。跨境资本总流动(Standard_Cap_total)最大值为 1.24、最小值为−3.93、均值−0.86，标准差为 1.5，中位数为−0.42。

Table 2. Descriptive statistics
表 2. 描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值	中位数	样本量
Over_Inveff	0.01	0.01	0	0.06	0	30,159
Standard_Cap_total	−0.86	1.5	−3.93	1.24	−0.42	30,159
Profit	0.06	0.09	−0.19	0.2	0.07	30,159
CF	0.05	0.06	−0.07	0.16	0.05	30,159
Ndts	0.02	0.01	0	0.05	0.02	30,159
Lev	0.41	0.2	0.1	0.78	0.4	30,159
Li	0.12	0.09	0	0.36	0.1	30,159
Ta	0.19	0.14	0.01	0.51	0.16	30,159
Size	22.25	1.19	20.46	24.78	22.07	30,159
Top1	33.29	13.9	12.57	60.95	31.11	30,159
B_S	2.28	0.23	1.95	2.71	2.3	30,159
ID	0.38	0.07	0.27	0.5	0.38	30,159
Dual	0.31	0.46	0	1	0	30,159
Age	3	0.28	2.4	3.43	3.04	30,159

4.2. 基准回归

在理论分析中提出，跨境资本流动可以改善企业的非效率投资。根据表 3 基准回归检验结果可知 Over_Inveff 的系数为−0.0005527，且在 1%的水平上显著，说明跨境资本流动对企业非效率投资会产生负向作用，即跨境资本流入会改善企业的非效率投资。

Table 3. Benchmark regression results
表 3. 基准回归检验结果

变量	Over_Inveff
Standard_Cap_total	−0.0005527***
	(−9.26)
常数项	−0.0678347***
	(−11.48)
控制变量	是
企业固定效应	是
观测值	30,159
R^2	0.0242

注：括号内为 t 值，***、**、*分别代表在 1%、5%、10%的水平上显著，下同。

考虑到不同类型的跨境资本其流动特征及投资主体不同，由此可能会对企业的投资效率产生影响，因此本文进一步分析直接投资(Standard_Cap_direct)、跨境资本证券投资(Standard_Cap_stock)、金融衍生工具(Standard_Cap_derivation)和其他投资(Standard_Cap_others)这四类不同的跨境资本流动类型对企业投

资效率的影响。表 4 列(1)~(4)中，跨境资本直接投资(Standard_Cap_direct)的系数为−0.0011673，跨境资本证券投资(Standard_Cap_stock)的系数为−0.007161，跨境资本衍生品投资(Standard_Cap_derivation)的系数为−0.0042467，跨境资本其它投资(Standard_Cap_others)的系数为−0.0003593，它们均在 1%的水平上显著。以上结果表明，不同类型的跨境资本都会对企业的非效率投资产生改善作用，不过相对而言跨境资本证券投资对企业非效率投资的改善作用最大。这可能是因为跨境资本证券投资与仅缓解融资约束的 FDI 和信贷不同，跨境证券投资(尤其股票)引入了境外机构投资者的外部监督，能有效抑制管理层过度投资，并通过提升股价信息倒逼企业提高透明度，从根源上优化决策。同时，股权资金期限更长，能缓解“短贷长投”的期限错配。因此，其通过“融资 + 治理”双重路径，对企业投资效率的改善效果显著优于其他资本形式。

Table 4. Test results of the impact of different types of cross-border capital flows on corporate investment efficiency
表 4. 不同类型跨境资本流动对企业投资效率影响的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Over_Inveff	Over_Inveff	Over_Inveff	Over_Inveff
Standard_Cap_direct	−0.0011673***			
	(−7.71)			
Standard_Cap_stock		−0.007161***		
		(−6.02)		
Standard_Cap_derivation			−0.0042467***	
			(−2.20)	
Standard_Cap_others				−0.0003593***
				(−4.59)
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
样本量	30,159	30,159	30,159	30,159
R^2	0.0231	0.022	0.0207	0.0213

4.3. 稳健性分析

选择使用 Biddle 等(2009) [11]提出的企业投资效率的模型更换企业投资效率的测量方法。通过更换被解释变量的衡量方式重新进行回归得到表 5 的检验结果。其中跨境资本总流动(Standard_Cap_total)的系数为−0.0017979，在 1%的水平上显著，再次证明跨境资本流入会改善企业的非效率投资，与基准回归研究结论一致。

Table 5. Robustness test results
表 5. 稳健性检验结果

变量	B_Over_Inveff
Standard_Cap_total	−0.0017979***
变量	B_Over_Inveff
	(−12.71)

续表

常数项	0.0375352***
	(−3.47)
控制变量	是
企业固定效应	是
观测值	30,158
R^2	0.0582

4.4. 内生性检验

为了避免遗漏重要变量等内生性问题，本文参考顾海峰和曹玉成(2025) [12]的研究采取年度名义汇率的日变动率作为跨境资本流动的工具变量，并使用两阶段最小二乘法模型进行回归。在国际金融市场中，名义汇率的波动会影响跨境资本流动的收益进而影响跨境资本的流动方向；另一方面，名义汇率难以直接对我国企业投资效率产生影响，因此其符合工具变量的相关性与外生性两大要求，内生性检验结果如表 6 所示。

Table 6. Endogeneity test
表 6. 内生性检验

变量	第一阶段	第二阶段
	Standard_Cap_total	Over_Inveff
IV	−268.3167***	
	(−84.34)	
Standard_Cap_total		−0.0058***
		(−15.55)
不可识别检验(LM)	2666.37***	
	(0.000)	
弱工具变量检验(F)		7113.474***
		(16.38)
常数项	−0.727***	−0.0247***
	(−4.67)	(−9.95)
固定效应(企业)	Yes	Yes
观测值	30,513	30,513
R^2		0.01618

注：弱工具变量检验(F)统计量括号内数值为 Stock-Yogo 在 10%水平上的临界值；不可识别检验使用 Kleibergen-Paaprk LM 统计量，括号内是对应统计量的 P 值。其余括号内为 Z 值，***、**、*分别代表在 1%、5%、10%的水平上显著。

第一阶段结果显示，F 统计量为 7113.474，远大于弱工具变量检验 F 值在 10%水平上的临界值 16.38，表明不存在弱工具变量问题。LM 统计量在 1%水平上显著，说明不存在不可识别问题。第二阶段回归结果表明，在缓解内生性问题后，跨境资本流动(Standard_Cap_total)对过度投资(Over_Inveff)具有显著的抑制作用，核心研究假设得到进一步验证。

4.5. 异质性检验

根据企业所有权性质构造虚拟变量，虚拟变量 0 代表民营企业，1 代表国企。在表 7 列(1)与列(2)报告的两组回归结果中，跨境资本流动(Standard_Cap_total)的系数分别为−0.005294 和−0.0005815，说明跨境资本流入对民营企业与国有企业的非效率投资均会产生改善作用，其中对国有企业的改善效果更明显。这可能是因为国企存在更大的治理改善空间和更强的边际效应。首先，国企普遍面临“所有者缺位”和内部控制问题，代理成本远高于民营企业。境外机构投资者的进入，提供了强有力的外部监督，能有效约束管理层过度投资或追求个人利益。而民企所有者与管理者高度统一，监督带来的改善空间本就有限。其次，国企融资渠道通畅、信贷成本低，跨境资本在缓解融资约束上只是“锦上添花”。但其在提升信息透明度、优化决策机制方面的“治理红利”，恰好填补了国企的制度短板。最后，境外资金更青睐受政策支持的国企，其长期投资属性与国企的长期项目相匹配，能有效抑制短视行为。这种“治理改善+精准匹配”的组合效应，使得跨境资本在国企身上发挥了比民企更大的价值。

Table 7. Heterogeneity test results
表 7. 异质性检验结果

变量	(1)	(2)
	民营企业	国有企业
	Over_Inveff	Over_Inveff
Standard_Cap_total	−0.0005294***	−0.0005815***
	(−6.67)	(−6.48)
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
样本量	20,334	9825
R^2	0.0331	0.0193

5. 进一步分析

5.1. 融资约束渠道机制分析

跨境资本流动将丰富企业外源融资渠道，丰富资金供给；同时境外机构投资者投资企业后，会倒逼企业规范财务核算，提升企业信息透明度，改善信息不对称下企业面临的融资困境。通过缓解企业的融资约束，提升企业资金可得性，降低企业资金成本，推动企业优化投资决策，进而改善投资效率。采用式(2)，式(3)检验融资约束(SA)在跨境资本流动对企业投资效率影响中的中介作用。

$$SA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Flow_t + X_{i,t} + Z_t + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Inveff_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Flow_t + \alpha_2 SA_{i,t} + X_{i,t} + Z_t + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

检验结果如表 8 所示。列(1)结果中跨境资本流动的系数在 1%的显著水平上为负，说明跨境资本流入会缓解企业的融资约束。列(2)检验了融资约束(SA)在跨境资本流动与企业投资效率之间的中介作用，核心解释变量跨境资本流动(Standard_Cap_total)系数显著为负，且中介变量融资约束的系数显著为正，说明跨境资本流动能够缓解企业的融资约束，提升企业投资效率，证实融资约束(SA)的中介作用存在。

Table 8. Test results for the financing constraint channel
表 8. 融资约束渠道机制检验

变量	(1)	(2)
	SA	Over_Inveff
Standard_Cap_total	−0.0115198***	−0.0005398***
	(−9.48)	(−9.05)
SA		0.0011178***
		(2.91)
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
样本量	30,159	30159
R^2	0.9376	0.0246

5.2. 代理成本渠道机制分析

跨境资本流动主要由境外机构投资者主导，机构投资者通过其专业知识及外部独立监督的优势督促并帮助企业优化投资效率，制衡管理层机会主义行为；同时跨境资本流入拓宽了企业融资渠道，降低企业对传统融资渠道的依赖，缓解了企业因债权人风险回避带来的投资抑制效应。同时境外投资者秉持成熟的公司治理理念，约束大股东“掏空”行为，缓解大股东与小股东之间的代理冲突，形成有效的外部股权制衡。从理论分析中得出跨境资本流动可以通过降低上述三类代理成本改善企业的投资效率。采用式(4) (5)来检验代理成本(AC)在跨境资本流动对企业投资效率的影响中所发挥的中介作用。

$$AC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Flow_t + X_{i,t} + Z_t + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$Inveff_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Flow_t + \alpha_2 AC_{i,t} + X_{i,t} + Z_t + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

表 9 报告代理成本渠道的检验结果。列(1)显示，跨境资本流入(Standard_Cap_total)对代理成本(AC)的回归系数为−0.0025，在 1%水平上显著，表明跨境资本流入显著降低了企业的代理成本。列(2)将跨境资本流入与代理成本同时纳入对非效率投资(Over_Inveff)的回归中，结果显示 AC 的系数为 0.0088，在 1%水平上显著为正，表明代理成本的上升会显著加剧非效率投资；且此时跨境资本流动对企业非效率投资的系数显著为负。按照江艇(2022) [13]提出的的两步法中介效应检验流程，代理成本的中介效应成立，即跨境资本流入通过降低代理成本改善了企业的投资效率。

Table 9. Test results for the agency cost channel
表 9. 代理成本渠道机制检验结果

变量	(1)	(2)
	AC	Over_Inveff
Standard_Cap_total	−0.0025478***	−0.0005303***
	(−18.99)	(−8.83)
AC		0.0088267***
		(0.003)
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
样本量	30,155	30,155
R^2	0.2632	0.0246

6. 结论与政策启示

6.1. 结论

提升企业投资效率是推动中国经济高质量发展的必要条件。当前在我国金融逐渐开放的背景下，跨境资本流动在改善企业非效率投资方面发挥了重要作用。研究发现：跨境资本流动能够改善企业投资效率，并且通过进一步分析发现，在不同类型的跨境资本流动中，跨境资本证券投资对企业投资效率的改善作用最明显。异质性分析表明，跨境资本流动对国有企业的非效率投资改善效用更显著。在机制检验中发现，跨境资本流动会通过缓解企业融资约束、降低企业代理成本来提高企业投资效率。

6.2. 政策启示

6.2.1. 对企业部门的建议

(1) 积极利用跨境资本拓宽融资渠道，缓解融资约束。

企业应主动拓宽国际视野，积极利用境外债券市场、跨境银行贷款及股权融资等多元化渠道，降低对国内单一融资体系的过度依赖。具备一定规模和信用评级的企业可探索在境外发行债券，获取成本相对较低的长期资金；中小型创新企业可引入境外风险投资或私募股权基金，在不增加财务杠杆的前提下获得稳定的权益资本支持。多元化的资金来源不仅能为高回报投资项目提供充足的资金保障，还能分散融资风险，增强企业抵御国内信贷周期波动的能力。此外，企业应主动关注国家外汇管理政策的动态调整，及时把握政策窗口期，灵活运用各类跨境融资工具，将境外资金优势转化为企业发展的现实动力。

(2) 适度引入境外机构投资者，优化治理结构以降低代理成本。

企业应在合适阶段主动引入境外机构投资者，优化股权结构，形成多元化的治理格局。境外机构投资者拥有丰富的投资经验、专业的分析能力和成熟的治理理念，其进入不仅能够通过持股参与企业重大决策，还能对管理层的经营行为形成有效的外部监督，借助其专业监督治理能力能有效降低管理层与股东之间的代理成本，抑制管理层过度投资或投资不足等机会主义行为，使投资决策更加契合企业长期价值最大化的目标。同时，企业应建立与境外投资者的常态化沟通机制，充分吸收其在公司治理、风险管理及行业研判等方面的先进经验，持续完善企业内部控制与投资决策流程。

(3) 强化风险防控意识，防范跨境资本异常流动的负面冲击。

企业在享受跨境资本带来的融资便利和治理改善的同时，必须高度重视其潜在风险。第一，提升信息披露透明度，主动、及时、准确地披露跨境资本的来源结构、规模变动及具体用途，增强外部投资者对企业的信任度，降低信息不对称可能引发的恐慌性撤资风险。第二，将跨境资本波动纳入投资项目的敏感性测试框架，在制定投资计划时充分考虑资本流动逆转的极端情景，提前规划应急融资方案和流动性储备，避免在资本流入期因资金充裕而盲目扩张、在资本流出期因资金紧张而过度收缩，有效平滑跨境资本周期对企业投资行为的扰动，确保企业在任何资本流动环境下都能保持相对稳定的投资节奏。

6.2.2. 对政府部门的建议

(1) 有序推进资本账户开放，为实体经济引入多元化长期资金。

政府应科学评估跨境资本流动的收益与风险，充分认识到跨境资本流动对改善企业投资效率的积极作用，在风险可控前提下逐步放宽对跨境资本流动的行政管制，扩大企业境外融资与外资进入的合法渠道。具体措施包括：简化审批流程；进一步拓宽沪深港通、债券通等互联互通机制的覆盖范围与交易品种；适度放宽对境内企业境外发行债券和上市融资的限制。通过有序开放，使更多企业享受到金融全球化带来的资源配置红利，为实体经济注入多元化的长期资金。

(2) 优化外资准入与产业导向，确保跨境资本精准服务实体经济。

政府部门应完善外资准入管理制度，制定并动态调整外资产业指导目录，通过税收优惠、财政补贴等政策工具，引导跨境资本优先投向高端制造、绿色低碳、数字经济、生物医药等国家战略重点领域和关键技术攻关环节，使外资真正服务于实体经济高质量发展。同时，建立多部门联动的跨境资本流动监管协调机制，实现数据共享、风险共担和政策协同，形成对跨境资本“宏观审慎 + 微观合规”的全链条监管体系，有效防范短期投机资本的异常大额进出对金融稳定和企业投资决策造成的负面冲击，切实维护国家经济金融安全。

(3) 建立开放政策的动态评估机制，实现制度优化的闭环管理。

政府在对跨境资本流动逐步放松管制的同时，必须同步加强对各项开放政策实施效果的全过程审查与动态评估。建立开放政策的事前论证、事中监测与事后反馈的闭环管理机制。事前充分论证政策的必要性、可行性与潜在风险，开展压力测试和情景分析；事中密切监测政策实施对企业融资成本、投资效率、行业结构及金融稳定的实际影响，建立风险预警指标体系；事后根据监测数据对政策效果进行系统评估，及时识别政策偏差与制度缺陷，并据此动态调整政策工具与实施节奏。通过科学化、精准化的动态调控机制，确保金融开放在提升企业投资效率的轨道上稳步推进，实现对外开放与金融稳定的良性互动与动态平衡。

参考文献

[1] 刘兴华, 陈赞松. 货币政策不确定性如何影响企业投资效率——来自中国上市企业的经验证据[J]. 南方经济, 2025(1): 53-72.

[2] 祁毓, 尹傲雪, 刘雪欣, 等. 地方政府专项债对企业投资效率的影响研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2025, 42(11): 66-86.

[3] 韩乾, 袁宇菲, 吴博强. 短期国际资本流动与我国上市企业融资成本[J]. 经济研究, 2017, 52(6): 77-89.

[4] 卞雨晨, 高水文. 跨境资本流动能否改善企业投资效率[J]. 金融经济学研究, 2025, 40(5): 53-68.

[5] 张超, 刘星, 田梦可. 货币政策传导渠道、宏观经济增长与企业投资效率[J]. 当代财经, 2015(8): 108-119.

[6] Richardson, S. (2006) Over-investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, **11**, 159-189. https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1

[7] 倪婷婷, 王跃堂. 区域行政整合、要素市场化与企业资源配置效率[J]. 数量经济技术经济研究, 2022, 39(11): 136-156.

[8] 雷光勇, 邱保印, 王文忠. 社会信任、审计师选择与企业投资效率[J]. 审计研究, 2014(4): 72-80.

[9] 罗子嫄, 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.

[10] Ang, J.S., Cole, R.A. and Lin, J.W. (2000) Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, **55**, 81-106. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00201

[11] Biddle, G.C., Hilary, G. and Verdi, R.S. (2009) How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, **48**, 112-131. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001

[12] 顾海峰, 曹玉臣. 跨境资本流动与银行特许权价值[J]. 现代金融研究, 2025, 30(8): 61-73.

[13] 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.