

企业发展预期改善了资本跨区流动吗： 来自企业异地投资的经验证据

吉富星, 杨嘉欣, 王欣雨, 王向群
(中国社会科学院大学应用经济学院, 北京 102448)

摘要: 在不确定性日益增强的形势下, 微观市场主体的发展预期对投资, 尤其是异地投资具有深刻影响, 这不仅涉及企业扩张决策, 也关系到资本跨区域流动。采用 2010—2023 年我国 A 股上市公司数据, 考察企业发展预期对异地投资的影响。研究发现, 企业发展预期的积极性提高能够显著促进企业异地投资。作用机制表明, 企业发展预期通过提高企业债务融资、提升企业风险承担水平、增强管理层激励促进了异地投资。异质性分析显示, 企业发展预期对异地投资的促进作用在市场化程度更高、税收强度更大、外商直接投资程度更高、非国企样本中效果更为显著。进一步研究显示, 积极的发展预期不仅能够通过改善投资不足提升了企业投资效率, 还能有助于提升企业价值。研究结果为优化企业投资的营商环境、稳定企业预期、促进资本跨区域流动提供了有益启示。

关键词: 企业发展预期; 企业异地投资; 资本跨区流动

中图分类号: F812. 5; F257; F273

文献标识码: A

文章编号: 1005 - 0566(2025)09 - 0116 - 13

Do corporate development expectations enhance cross-regional capital flows: empirical evidence from corporate non-local investment

JI Fuxing, YANG Jiaxin, WANG Xinyu, WANG Xiangqun
(University of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 102448, China)

Abstract: Under growing uncertainty, micro-market entities' development expectations significantly influence investment, particularly non-local investment, affecting both corporate expansion and cross-regional capital flows in unified market development. Using 2010 - 2023 A-share listed company data, this study investigates how corporate expectations shape non-local investment decisions. Results indicate that positive development expectations substantially boost non-local investment through three mechanisms: improving debt financing, increasing risk-taking, and strengthening managerial incentives. Heterogeneity analysis reveals stronger effects in firms operating in higher marketization levels, higher tax intensity, greater foreign direct investment, and non-state-owned enterprises. Furthermore, optimistic expectations improve investment efficiency by reducing under-investment and elevate enterprise value. This research offers policy insights for optimizing the business environment for corporate investment, stabilizing corporate expectations, and optimizing cross-regional capital allocation.

Key words: corporate development expectations; non-local investment; cross-regional capital flows

收稿日期: 2025-06-08 修回日期: 2025-08-26

基金项目: 中国社会科学院大学卓越研究项目“发展预期、治理机制与企业并购”(20250143); 国家社会科学基金一般项目“网络视角下地方政府融资平台的债务风险传染及治理研究”(23BJY036)。

作者简介: 吉富星(1976—), 男, 湖北襄阳人, 中国社会科学院大学应用经济学院教授、博士, 研究方向为财政金融政策、投融资与债务。通信作者: 杨嘉欣。

资本跨区流动是优化资源配置、畅通国内经济循环、促进区域协调发展的关键^[1-2]。在这一宏观框架下,企业异地投资决策作为资本跨区流动最直接的微观载体与实现形式,其动态变化深刻影响着区域间资本配置的效率与布局。然而,当前复杂的经济环境带来了显著挑战。正如2025年《政府工作报告》所指出的,“外部环境变化带来的不利影响持续加深,国内长期积累的一些深层次结构性矛盾集中显现,内需不振、预期偏弱等问题交织叠加”。在此背景下,企业发展预期作为管理层对企业未来前景的综合判断显得尤为重要,它不仅是企业应对不确定性、制定战略决策的核心依据^[3],更是影响其空间资源配置行为的关键内驱力。

企业异地投资是资本跨区域流动的重要微观表征^[4]。异地投资本质上是企业基于利润最大化原则,在不同地区间重新配置资本要素的市场行为,直接体现了资本在区域间的流动。与此同时,企业异地投资决策受其主观预期的影响,因此探究影响企业异地投资的核心因素,尤其是企业自身的主观预期因素,对于揭示资本跨区流动的微观动力机制具有基础性意义。在全球不确定性加剧、国内市场一体化进程深化的背景下,企业如何通过积极预期优化资源配置、突破地域限制,既实现自身的业务扩张,又能促进资本跨区域流动,成为理论与实践亟待回答的问题。

与本文研究相关的文献主要分为两支。第一支文献聚焦于资本跨区域流动的影响因素,主要识别出制度性和市场性两大类阻碍。其中,制度性障碍主要源于行政干预、税收竞争等造成的制度性分割^[5],而市场性障碍则主要由市场摩擦、信息不对称及地理距离等因素导致的高交易成本构成^[6]。第二支文献探讨了企业发展预期的影响因素及经济效应。在内部因素方面,管理层人员特征及心理特质会直接影响企业发展预期^[7]。外部因素方面,宏观环境与政策信号,如资本市场开放、财税金融支持政策等对企业发展预期具有显著影响^[8]。尽管已有研究从制度环境、基础设施、社会网络等视角探讨了企业异地投资的外部制约条件,并考察了企业内外因素对其发展预期的影响,但鲜有文献关注企

业主观发展预期对其异地投资决策的影响。

考虑到数据可得性,参考范子英等^[4]的做法,本文使用2010—2023年我国A股上市公司数据,旨在探究企业发展预期对异地投资的影响。相较于以往研究,可能的边际贡献主要有以下几个方面。第一,从企业预期视角丰富了资本跨区流动的相关文献。既有文献多关注制度、地理等外生因素,本文从当期微观企业预期切入,揭示企业主观预期对异地投资的驱动作用,为资本跨区流动研究提供微观行为基础。第二,基于微观主体决策行为的主客观约束视角,更深入拓展了资本跨区流动的制约因素或作用路径研究。从企业债务杠杆、风险承担与管理层激励等机制展开分析,进一步打开了影响机理的“黑箱”。第三,从政企协同视角,进一步引入地区市场化程度与税收强度,揭示制度环境的异质性作用,有助于更精准提供决策支撑。此外,进一步分析投资效率、企业价值的影响,验证了企业预期的积极作用,丰富了经济后果分析。

本文后续章节安排如下:第一部分是政策背景与理论分析;第二部分是研究设计;第三部分是实证结果与分析;第四部分是机制检验和异质性分析;第五部是基于投资效果的进一步分析;第六部分是结论与建议。

一、政策背景与理论分析

(一)政策背景

当前,外部环境的复杂严峻与不确定性增强,显著影响了市场主体对经济形势的预期。2021年12月中央经济工作会议指出我国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力,随后的2022年《政府工作报告》再次强调“社会预期偏弱”问题。2010—2021年,我国企业发展预期整体偏弱且波动显著,尤其在经历重大突发公共卫生事件后一度降至低谷。预期转弱直接抑制了企业投资意愿,加剧了投资和消费需求不足,对经济增长和稳定发展构成挑战。

对此,宏观政策层面将稳定预期置于突出位置。2024年中央经济工作会议继续强调“有效需求不足”和“预期转弱”两大问题,明确要求出台更多稳定预期、促进增长、保障就业的政策。其中,

稳定预期被置于“三稳”之首,是政策落地的重要基础。只有市场主体预期稳定、信心提振,各项促进消费、扩大投资、调整结构的政策才能发挥更大效用。与此同时,近年来一系列旨在优化营商环境、破除要素流动壁垒、促进区域协调发展的政策举措相继出台,其核心目标之一便是降低制度性交易成本,畅通国内经济循环。一方面,这些政策传递了国家稳定经济、支持企业发展的积极信号,有助于改善企业发展预期;另一方面,通过系统性降低跨区域投资与经营的制度障碍,为激发市场投资活力创造了有利条件。

在多项宏观政策的协同发力下,近年来我国企业发展预期实现较大回升,发展预期有所改善。与此同时,企业异地投资活动也呈现积极态势。尤其是,2020 年我国新增注册市场主体为 2 735.4 万家,设立同比增长 12.8%;同期,根据工商企业注册数据库初步统计,不论是上市公司还是非上市公司都积极开展了异地投资活动,估计设立子公司超过 20 万家。各类企业均展现出了积极发展预期,但异地设立子公司时出现了规模分化与行业集中特征。其中,小微公司也采取了大量异地投资行为,只是主要涉足于住宿餐饮、批发和零售业等“轻资产”行业。因此,深入探究企业发展预期如何影响其异地投资决策,不仅关乎微观主体资源配置效率的提升,更对理解复杂环境下促进资本等要素跨区域高效流动、进而推动经济高质量发展具有重要的理论与现实意义。

(二) 理论分析和研究假说

1. 发展预期与异地投资

异地投资是企业实现规模经济效应,分散经营风险的一个重要途径^[9]。通过在目标区域设立

分支机构,企业能够更有效地利用当地生产要素禀赋和区位优势,从而降低综合运营成本。具体而言,一方面,跨区域经营一方面助力企业整合利用各地多样化资源,优化生产布局以实现成本降低;另一方面,促使企业基于对营商环境和市场需求进行综合考量,使得企业能够更有效地响应多元化市场需求,进一步拓展市场空间,实现快速复制与扩张。总体而言,目标区域所提供的有利政策、资源禀赋、产业链配套等营商因素以及新的市场需求,为企业发展创造了有利条件,构成企业异地投资的核心驱动因素^[4]。

然而,异地投资对企业而言具有“双刃剑”特性,其固有的不确定性显著增加了投资风险,使得企业决策更为审慎。在此背景下,积极的发展预期成为驱动企业异地投资的关键主观因素。这种预期通常源于企业当前良好的市场表现与财务绩效,不仅能向外部传递积极信号,还能通过提升企业债务杠杆意愿,实质性增强其融资能力,从而缓解异地扩张面临的资金约束。更重要的是,积极预期显著提升了企业的风险承担意愿,促使其更倾向于将资源配置于回报周期长、风险较高,但潜在收益较高的异地投资项目。从内部激励机制看,积极的发展预期通常促使企业实施管理层薪酬激励计划,此类计划通过将管理层利益与企业增长目标紧密结合,有效激发其对外扩张的内生动力。由图 1 可见,总体来看,企业发展预期本身具有信号传递作用,由此可以通过现金流效应、风险意愿、收益共享等渠道,深入影响异地投资行为。

基于此,提出研究假说 1:企业积极的发展预期对其异地投资行为具有正向促进作用。

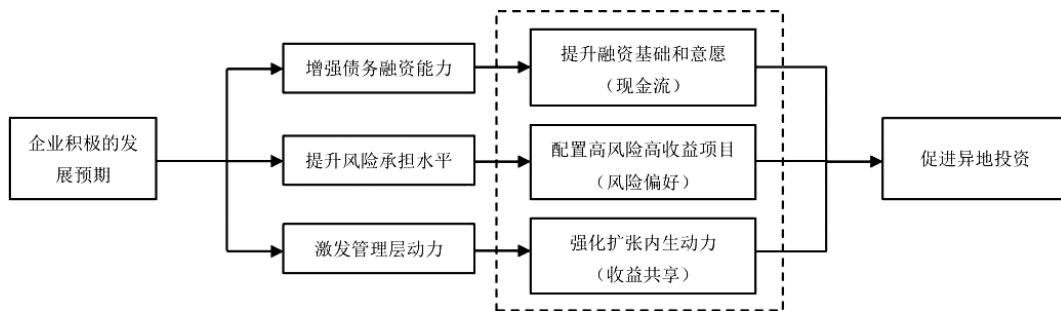


图 1 作用机制框架

2. 债务融资机制

充足的资金是企业启动与推进异地投资的必要前提^[10]。设立异地子公司不仅涉及土地购置、厂房建设、设备调试等高额固定成本,还伴随长期资本投入与不确定的回收周期,其规模与速度从根本上受制于企业的融资能力^[11]。债务融资作为企业获取大规模长期资本的核心渠道,通过主动增加债务杠杆,提高资产负债率,企业能够直接筹集异地子公司设立所需的土地购置、设备投入等沉没成本资金。此外,债务杠杆水平在一定程度上能够反映企业融资能力,较高的资产负债率也印证其融资约束较低、融资渠道通畅,拥有较强的融资能力^[12-13]。

在金融服务实体经济导向不断强化的背景下,企业债务融资决策已不仅仅取决于信贷额度、利率水平等外部供给条件,更与其内部对未来经营绩效的预期密切相关。企业年报是企业向公众展示过去一年经营成果与未来规划的重要文件,其中的发展预期部分蕴含丰富信息,具有多维度的信号作用。这意味着,企业具有积极发展预期,则其发展前景得到了审计机构、投资者较大程度的认可,具有积极的信号传递作用,这为企业进行债务融资奠定了良好基础。另外,企业的积极预期也反映出管理层对市场需求、盈利空间及政策环境等的乐观态度,从而可能增强其进行长期投资或对外扩张的意愿。而异地投资正是实现快速扩张的重要途径,因此在积极发展预期下,企业可能更倾向于主动提高杠杆水平以加大异地市场投入。反之,当企业预期转弱时,无论是金融机构还是企业管理层,都可能选择主动“去杠杆”以规避风险,进而抑制异地投资计划。

因此,企业积极的发展预期能够传递出有利信号,增强其扩大债务融资的基础和意愿,进而为异地投资提供资金支持。在信号传递与现金流效应的共同作用下,债务杠杆不仅是企业融资能力的体现,更是其战略预期转化为实际投资行为的关键传导媒介^[14]。

基于此,提出研究假说2:企业积极的发展预期有助于提升企业债务融资意愿和基础,进而促

进企业异地投资。

3. 风险承担机制分析

较高风险承担水平表明企业客观上具备更强的风险吸收与承受能力,使其能够在不确定性环境中维持运营并把握高收益机会^[15]。企业积极的发展预期来源于过往良好的业绩与未来乐观前景,这种预期不仅显著强化了管理层对未来现金流的信心,还提升了企业财务韧性。一方面,积极发展预期有利于增强企业内源性积累,预期向好促使企业保留更多盈余,留存收益的增加夯实了企业内部缓冲资本。另一方面,积极发展预期还能够提升企业外源性融资能力,乐观预期改善企业信用资质,同步扩张了债务容量与外部融资便利性。内外部财务能力的协同强化实质增厚了企业的“风险缓冲垫”,显著增强了其吸收潜在损失、抵御冲击的能力,从而系统性地提高了企业的整体风险承担水平。故而,当企业形成积极发展预期时,其对未来的乐观判断会显著提升风险承担水平^[16]。

异地投资天然伴随着高风险特征。在异地投资过程中,企业不仅需要克服地理距离、文化壁垒等固有挑战^[17-18],更需应对长期资本投入与复杂运营环境叠加所带来的额外不确定性,致使投资风险进一步加大。在此情境下,较高的风险承担水平对企业进行跨区域投资具有双重保障作用,其一,较高的风险承担能力赋予了企业更强的意愿去接受投资策略层面的更高波动性,从主观决策层面提高了企业进行异地投资可能性。其二,更高的风险承担水平意味着企业拥有更充足的财务缓冲空间和更灵活的应变机制。这使得企业在遭遇异地市场冲击时,能够迅速有效地调配资源、调整策略,从而确保持续投入并保障跨区域业务的稳定发展,继而从客观能力层面增加了企业异地投资的可行性。由此可见,强大的风险承担能力为企业在高风险、高不确定性的异地市场进行投资提供了不可或缺的支撑。

基于此,提出研究假说3:企业积极发展预期通过提升风险承担水平,进而促进异地投资。

4. 管理层激励机制分析

管理层薪酬激励机制是缓解现代企业委托—

代理冲突的核心治理机制,通过绑定高管收益与企业长期价值创造,在激励相容框架下显著激发管理层的战略进取意愿^[19]。当企业形成积极发展预期时,其蕴含的高增长前景与盈利确定性将会产生双重驱动效应。一方面,积极的发展预期有利于提升管理层激励机制的可行性。乐观预期增强股东对长期激励成本的承受能力,促使企业更有动机与财力实施薪酬激励计划。另一方面,薪酬激励计划又有助于重构管理层风险偏好,形成激励相容机制。由于管理层激励通常与未来收益挂钩,其凸性收益结构能显著放大潜在上行收益^[20],有效对冲管理层出于对声誉与职业风险的规避而固有的风险厌恶倾向^[21],形成“高风险承担—高预期回报”的激励相容机制。

企业异地投资的高风险特性使管理层面临“高风险厌恶—高战略价值”决策困境。在此情境下,管理层激励机制主要通过两个路径缓解这一决策困境。一是强化异地投资与管理层收益增长的关联性,激发管理层实施异地投资决策的意愿。二是利用期权激励的“损失有限,收益开放”特性,降低管理层决策的心理壁垒。由此缓解管理层的决策顾虑,提高企业异地投资决策实施的可能性。

基于此,提出研究假说 4:企业积极的发展预期有助于实施高管薪酬激励机制,进而推动企业异地投资。

二、研究设计

(一)样本与数据来源

本文使用的数据分为两部分。一是上市公司相关数据。上市公司相关数据来源于国泰安数据库,包括 A 股上市公司财务数据及子公司相关信息。为确保结论的稳健性和可靠性,本文在筛选上市公司样本时遵循以下标准:剔除金融行业上市公司;剔除当年 ST、PT 类企业。二是城市层面相关数据。城市层面相关数据主要来源于历年《中国城市统计年鉴》,包括人均 GDP、城镇化率、贸易依存度。为确保变量数据的可得性和可比性,本文采取以下措施:第一,将样本范围限定在地级及以上城市;第二,对于部分缺失值,本文通

过查阅历年国民经济和社会发展统计公报或使用线性插值进行补充;第三,对于缺失值较多且无法通过上述方法补全的样本,本文予以剔除。

本文以上市公司注册地所在城市和年份为标准,将上市公司相关数据与城市层面相关数据进行多对一匹配,得到 2010—2023 年一共 31 568 个观测值的非平衡面板数据。同时,为避免极端值的影响,本文对所有连续变量进行 1% 和 99% 分位数的缩尾处理。

(二)模型设定

根据前文分析,理论上企业发展预期对其异地投资具有积极的促进作用,为验证这一影响关系,同时控制个体和时间层面的固定效应,以消除不随时间或个体变化的潜在混杂因素影响,建立基于面板数据的双向固定效应模型为:

$$Invest_{it} = \beta_0 + \beta_1 Expect_{it} + \beta_2 \times Controls_{it} + u_i + \varphi_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式(1)中,下标 i 、 t 分别表示企业和年份。 $Invest$ 是被解释变量,表示企业异地投资; $Expect$ 是解释变量,表示企业的发展预期; $Controls$ 是企业 and 城市层面的控制变量; u_i 为企业个体固定效应, φ_t 为年度固定效应, ε_{it} 为随机误差项。本文关注的系数是企业发展预期的回归系数 β_1 ,如果 β_1 为正,说明企业发展预期和企业异地投资呈正相关关系,即企业发展预期越积极,越能够促进异地投资。

(三)变量定义与说明

1. 被解释变量

考虑到数据可得性,依循何凡^[2]、马光荣等^[22]的做法,使用上市公司异地投资子公司数量($Invest$)衡量异地投资。为了评估企业的异地投资活动,需明确企业间的投资联系,故而借助上市公司年报中“长期股权投资”科目的详细注释来获取其子公司的相关信息。异地投资数据源自 CSMAR 数据库,其中母公司所在城市依据上市公司的基本信息整理得出,而子公司数据则根据母公司年报“长期股权投资”注释整理,涵盖子公司名称、登记地点及母公司持股比例等关键信息。识别流程概述如下:首先筛选出母公司持股超过 50% 的国

内子公司,随后依据子公司登记地点信息将其与特定地区相匹配。针对未披露登记地点的子公司,采取以下3种验证方式:①根据子公司名称推测其地域分布,例如名称中包含“XX地区XX公司”;②利用中国工商企业注册数据库查询子公司登记地点;③若前两种途径无法确认,则借助“国家企业信用信息公示系统”“天眼查”等在线平台进一步检索。本文定义与母公司注册地不一致的国内子公司为“异地投资”。

2. 解释变量

本文利用企业年报信息披露情感分析后得到的情感语调来衡量企业发展预期。参照曾庆生等^[23]的研究思路,使用式(2)计算发展预期变量。

以《知网情感分析用词典》和L&M金融情感英文词汇列表为基础,统计出各企业年报文本中正面词汇数和负面词汇数,并按照如下计算方式进行计算:

$$Expect = \frac{Positive - Negative}{All} \quad (2)$$

式(2)中,Positive表示年报文本中的正面词汇数;Negative表示年报文本中的负面词汇数;All表示年报文本总词汇数。Expect越大,说明发展预期越为积极

3. 控制变量

本文参考刘秉镰等^[24]、何凡等^[2]、彭远怀等^[10]的做法,在模型中加入了可能影响企业异地投资的企业层面控制变量和城市层面控制变量。企业层面控制变量包括企业规模(Size)、资产负债率(Lev)、总资产净利润率(ROA)、第一大股东持股比例(Top1)、董事会规模(Board)、独董占比(Indep)、大股东资金占用(Occupy)、托宾Q值(TobinQ)、总资产周转率(TAT)。城市层面控制变量包括人均国内生产总值(PGDP)、城镇化率(Urban)、外贸依存度(Open)。考虑到数据可得性,本文选取2010—2023年企业层面数据。为保证数据的可靠性和避免极端值的影响,本文对数据做如下处理:剔除金融业企业,剔除ST、PT企业,对所有连续变量进行1%和99%分位数的缩尾处理(见表1)。

表1 变量说明

变量符号	变量名称	度量方法
Invest	企业异地投资	t 年度企业异地子公司数量加一的自然对数
Expect	企业发展预期	(年报正面词汇数 - 年报负面词汇数)/年报所有词汇数
Size	企业规模	企业总资产的自然对数
Lev	资产负债率	企业总负债与总资产之比
ROA	总资产净利润率	企业期末净利润与总资产之比
Top1	第一大股东持股比例	第一大股东持股数量与总股数之比
Board	董事会规模	企业董事会人数的自然对数
Indep	独董占比	企业独立董事与董事总人数之比
Occupy	大股东资金占用	企业其他应收款除以总资产
TobinQ	托宾Q值	企业市场价值与资产重置成本之比
TAT	总资产周转率	企业营业收入/((企业当年总资产 + 企业上一年总资产)/2)
PGDP	人均地区生产总值	人均地区生产总值的自然对数
Urban	城镇化率	地区城镇人口与总人口之比
Open	外贸依存度	地区进出口贸易总额与国内生产总值之比

三、实证结果与分析

(一)描述性统计分析

表2汇报了本文各变量的均值、标准差、最小值和最大值,根据汇报结果可以看出,所有变量的分布比较恰当。其中,企业异地投资水平(Invest)的平均值为1.5788,标准差为1.1304,最大值为4.5747,最小值为0,说明尽管企业异地投资比较普遍,但是不同企业的异地投资水平仍存在比较大的差异;企业发展预期(Expect)的均值是0.0356,标准差是0.0155,最大值是0.072,最小值是-0.0037,说明我国企业的发展预期整体比较保守,并且不同企业的发展预期存在较大差异,但企业发展预期的波动程度较小。

表2 描述性统计结果

变量	观测值	平均数	标准差	最小值	最大值
Invest	31 568	1.578 8	1.130 4	0.000 0	4.574 7
Expect	31 568	0.035 6	0.015 5	-0.003 7	0.072 0
Size	31 568	22.273 9	1.296 1	19.941 0	26.277 2
Lev	31 568	0.422 4	0.204 3	0.056 6	0.892 7
ROA	31 568	0.039 4	0.063 4	-0.220 5	0.216 6
Board	31 568	2.120 1	0.200 0	1.609 4	2.708 1
Indep	31 568	37.643 9	5.341 3	33.330 0	57.140 0
Top1	31 568	0.339 3	0.148 6	0.082 6	0.733 5
TobinQ	31 568	2.041 7	1.313 2	0.837 6	8.514 5
Occupy	31 568	0.014 0	0.020 9	0.000 2	0.128 2
TAT	31 568	0.642 3	0.445 1	0.076 5	2.678 2
Open	31 568	0.565 3	0.476 7	0.013 3	2.295 6
Urban	31 568	0.767 0	0.145 5	0.384 2	1.000 0
PGDP	31 568	11.498 6	0.503 4	10.051 0	12.207 5

(二) 基准回归分析

表 3 展示了发展预期对企业异地投资行为影响的基准回归结果。表 3 列(1)汇报了仅包含解释变量且未控制年度和企业固定效应的回归结果,表 3 列(2)为加入企业和城市层面控制变量后的回归结果,表 3 列(3)为加入企业和城市层面控制变量、年度固定效应和企业固定效应后的回归结果。根据表 3 列(1),核心解释变量 *Expect* 的系数在 1% 水平上显著为正,说明积极的发展预期能够显著促进企业异地投资。根据列(2)、列(3),在逐步加入企业和城市层面控制变量、年度和企业固定效应后,核心解释变量 *Expect* 的系数均显著为正。这表明,企业对自身未来发展预期越积极,企业异地投资水平越高。可能是企业对发展前景持有的积极预期,极大地增强了其开拓市场和扩大业务的信心,有动力推动企业寻求新的增长机遇,而设立异地子公司进行异地投资是企业实现这一目标的有效途径。

表 3 企业发展预期对企业异地投资影响的基准回归

变量	(1)	(2)	(3)
	Invest	Invest	Invest
<i>Expect</i>	3.286 0*** (3.712 8)	2.240 4*** (2.832 7)	1.071 3** (2.337 9)
<i>Size</i>	—	0.441 7*** (29.252 2)	0.486 8*** (20.190 3)
<i>Lev</i>	—	-0.262 1*** (-3.009 7)	0.116 2 (1.629 9)
<i>ROA</i>	—	-1.267 3*** (-6.820 9)	-0.764 7*** (-6.839 7)
<i>Top1</i>	—	-1.132 6*** (-11.121 2)	-0.498 0*** (-4.021 4)
<i>Board</i>	—	-0.412 9*** (-4.387 2)	0.010 1 (0.149 3)
<i>Indep</i>	—	-0.005 4* (-1.789 4)	-0.001 3 (-0.688 9)
<i>Occupy</i>	—	7.044 0*** (10.928 3)	1.849 7*** (5.890 6)
<i>TobinQ</i>	—	0.061 6*** (6.758 5)	0.021 0*** (3.190 6)
<i>TAT</i>	—	0.198 9*** (4.759 6)	0.035 2 (0.934 3)
<i>PDGP</i>	—	0.151 5*** (3.559 4)	-0.080 2 (-1.459 2)
<i>Urban</i>	—	0.386 0** (2.109 1)	-0.179 6 (-0.925 9)
<i>Open</i>	—	0.086 6** (2.195 4)	-0.034 7 (-0.691 3)
<i>Constant</i>	—	-9.153 6*** (-16.624 1)	-8.137 0*** (-9.436 5)
企业固定效应	未控制	未控制	控制
年度固定效应	未控制	未控制	控制
<i>N</i>	31 568	31 568	31 568
<i>R</i> ²	0.002 0	0.261 2	0.848 6

注:括号内值为 *t* 统计值;*、**、*** 分别表示在 $p < 0.10$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.01$ 有统计学意义。下同。

(三) 稳健性检验

1. 倾向匹配得分

以年份和行业代码为分组标准,计算得到每组企业发展预期的中位数,并以此作为实验组和控制组的划分标准。将发展预期大于中位数的企业划分为处理组,将发展预期小于中位数的企业划分为控制组,然后依次使用近邻 1:1、1:2、1:3、1:4 匹配方法进行匹配。表 4 是使用匹配后的样本重新回归的结果,即在依次使用 1:1、1:2、1:3、1:4 近邻匹配方法选取样本,并对选取出的样本重新回归后,*Expect* 的估计系数仍显著,说明企业发展预期能够促进异地投资这一结论具有稳健性。

表 4 使用匹配后样本重新回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	近邻 1:1 匹配	近邻 1:2 匹配	近邻 1:3 匹配	近邻 1:4 匹配
	Invest	Invest	Invest	Invest
<i>Expect</i>	1.224 4** (2.275 0)	1.220 3** (2.569 5)	1.016 1** (2.182 4)	1.039 6** (2.245 6)
控制变量	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	17 060	24 744	28 270	29 942
<i>R</i> ²	0.864 6	0.854 8	0.850 1	0.849 4

2. 替换核心解释变量

根据前文理论分析,本文使用年报语调作为企业发展预期的衡量,参照谢德仁等^[25]对企业年报语调的衡量方式,将原核心解释变量的计算公式更换成为:

$$Expect_ = \frac{Positive - Negative}{Positive + Negative} \quad (3)$$

式(3)分子表示企业年报内容中积极词汇与消极词汇之差,分母表示企业年报内容中积极词汇与消极词汇之和。表 5 列(1)汇报了更换核心解释变量后的回归结果,根据回归结果可以看出 *Expect_* 的系数在 1% 置信水平上显著,表明企业积极的发展预期会显著促进企业异地投资的结论稳健。

3. 替换被解释变量

参考彭远怀等^[10]的做法,使用企业异地子公司注册额取对数作为原被解释变量的替换,并令缺失值等于 0,重新进行回归。表 5 列(2)汇报了更换被解释变量后的回归结果,根据回归结果可

以看出 *Expect* 的系数在 5% 置信水平上显著,表明企业积极的发展预期会显著促进企业异地投资。

4. 解释变量滞后一期

考虑到企业发展预期和异地投资之间可能存在反向因果而导致内生性问题,本文参考顾夏铭等^[26]的做法,将解释变量和控制变量滞后一期后重新进行回归估计。回归结果如表 5 列(4)所示,在解释变量和控制变量滞后一期后,*Expect* 的系数在 5% 显著性水平上显著,本文主要结论仍然成立。

5. 进一步控制企业所在城市层面变量的影响

在原基准回归的基础上,添加城市 - 年份交互固定效应以控制城市层面的时变变量进行检验,结果如表 5 列(3)所见。根据回归结果可以看出,在控制母公司所在城市和年份的交互固定效应后,*Expect* 的系数在 5% 置信水平上显著,说明在考虑母公司所在城市层面可能的遗漏变量的影响下,企业积极的发展预期仍会显著促进企业异地投资。

6. 中断时间序列

企业发展预期受宏观环境影响。在本文涵盖的时间范围内,2020 年暴发公共卫生事件作为外生冲击,系统性导致企业发展预期转向消极。因此,若假说 1 成立,在该外生冲击下,企业异地投资应会减少。为检验主回归结论的稳健性,本文参

照於莉等^[27]做法,将 2020 年的突发公共卫生事件作为影响发展预期的宏观外生冲击,使用中断时间序列,研究其对企业异地投资的影响。本文在式(1)的基础上构造式(4)进行检验。

$$Invest_{it} = \beta_0 + \beta_1 Time + \beta_2 Post_{2020} + \beta_3 Time \times Post_{2020} + \beta_4 Controls_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

式(4)中,*Time* 代表相对于 2020 年的时间趋势变量;*Invest_{it}* 代表第 *t* 年 *i* 企业异地投资;*Post₂₀₂₀* 是突发公共卫生事件的二分变量,其中 2020 年前取 0,2020 年及之后取 1;*Controls_{it}* 是公司和城市层面的控制变量;*u_i* 是企业固定效应。值得注意的是,由于式(4)中解释变量为时变变量,加入时间固定效应后会导致解释变量被吸收,因此式(4)中未加入时间固定效应。

检验结果如表 5 第(5)列 ~ 第(6)列所示,其中列(5)为未加入控制变量和固定效应的回归结果,列(6)则加入了控制变量和企业固定效应。

第(5)列回归结果表明,*Time* 的系数为正且在 1% 显著性水平上显著,表明公共卫生事件发生前,企业异地投资随时间呈上升趋势。*Post* 系数为负且在 1% 显著性水平上显著,表明公共卫生事件发生后,企业异地投资水平显著下降。同时,*Time × Post* 的系数在 1% 显著性水平上显著为负,表明在公共卫生事件发生后,企业异地投资随时间呈下降趋势。这一结果说明,2020 年突发公共卫生事件引发

表 5 其他稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Invest	Invest_	Invest	Invest	Invest	Invest
<i>Expect_</i>	0.2493*** (4.2370)	—	—	—	—	—
<i>Expect</i>	—	0.9999** (2.0743)	1.0807** (2.2180)	—	—	—
<i>L. Expect</i>	—	—	—	1.1068** (2.1927)	—	—
<i>Time</i>	—	—	—	—	0.0908*** (27.6039)	0.0355*** (6.5973)
<i>Post</i>	—	—	—	—	-0.0282*** (-2.6101)	-0.0110 (-0.8767)
<i>Time × Post</i>	—	—	—	—	-0.0299*** (-5.5024)	-0.0079 (-1.5064)
控制变量	控制	控制	控制	控制	未控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制	未控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	未控制	未控制
城市 - 年度固定效应	未控制	未控制	控制	未控制	未控制	未控制
<i>N</i>	31568	31568	31568	26151	31486	31486
<i>R</i> ²	0.8487	0.8186	0.8664	0.8431	0.0509	0.1131

的消极预期抑制了企业异地投资,从而反证了主回归“积极预期促进异地投资”这一核心结论。在加入控制变量和企业固定效应后, *Time* 系数的方向和显著性保持不变, *Post* 和 *Time × Post* 的系数不显著但其方向仍为负,说明消极预期对异地投资的抑制作用在方向上依然存在。因此,虽统计显著性有所减弱,但系数方向的一致性仍能在一定程度上支持本文主要结论。

四、机制检验和异质性分析

(一) 基于企业内外部制约因素的机制分析

本文参照江艇^[28]的做法,使用式(5)对影响机制进行检验。

$$Mediator_{it} = \beta_0 + \beta_1 Expect_{it} + \beta_2 \times Controls_{it} + u_i + \varphi_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

式(5)中, *Mediator* 是机制变量,包括债务杠杆 (*Lev*)、风险承担 (*CRT*) 和高管薪酬激励 (*Pay*)。

1. 债务融资

本文参考唐松等^[29]的做法,使用资产负债率作为债务杠杆的代理变量,从企业资本结构角度研究发展预期的作用机制。如表 6 列(1)所示, *Expect* 的估计系数为正且在 1% 显著性水平上显著,说明企业积极的发展预期能够显著提高其债务杠杆。企业积极的发展预期增强了企业加债务杠杆的基础和意愿^[14]。当企业对自身前景和 market 机会持乐观态度时,其更倾向于利用债务杠杆来获取扩张所需的资金,而融资可得性为企业进行资本密集型活动提供了必要的流动性支持,有助于企业异地投资。

2. 风险承担

本文参照余鹏翼等^[30]的研究,使用年化日收益率标准差的对数作为企业风险承担的代理变量,从企业风险吸收与承受能力的角度探究发展预期的作用机制。如表 6 列(2)所示, *Expect* 的估计系数显著为正且在 5% 显著性水平上显著,表明企业积极的发展预期能够显著提升其客观风险承担水平。积极的发展预期通过改善企业内外部融资条件,增强了财务韧性并提升了风险承担水平,使企业在应对不确定性时,具备更灵活的资源调配空间,从而为异地投资提供关键支撑。

3. 管理层激励

本文参考尹美群等^[31]的研究,使用管理层年度薪酬总额的对数作为管理层激励的代理变量,从企业内部治理角度研究发展预期的作用机制。回归结果如表 6 第(3)列所示,发展预期 *Expect* 的估计系数为正且在 1% 显著性水平上显著,说明企业发展预期能够显著促进企业实施管理层薪酬激励。当企业对未来发展持有更为积极的发展预期时,企业通常会实施管理层激励计划来提高管理层薪酬水平^[19]。而管理层薪酬激励具有较强的扩张内生动力,通过提高管理层风险承担^[20],有助于推进异地投资决策制定和实施。

表 6 基于企业内外部制约因素的机制分析结果

变量	(1)	(2)	(3)
	Lev	CRT	Pay
<i>Expect</i>	0.510 2 *** (6.177 7)	0.289 9 ** (2.340 2)	1.040 5 *** (3.635 7)
控制变量	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制
<i>N</i>	31 568	31 568	31 557
<i>R</i> ²	0.837 0	0.627 4	0.831 2

(二) 基于政企关系视角的异质性分析

1. 地区市场化程度

一般而言,市场化程度更高的地区通常意味着拥有更完善的法律制度、更为开放和有活力的市场环境,以及更为有效的资源配置机制^[32],从而能够促进企业的投资决策,推动企业异地投资。本文参照樊纲等^[33]对于市场化指数的构造方式,计算得到 2010—2023 年地级及以上城市的市场化指数。选取各年份所有地级市市场化指数的中位数作为标准,将当年市场化指数高于中位数的城市视作市场化程度高的地区,将当年市场化指数低于中位数的城市归类为市场化程度低的地区。回归结果如表 7 列(1)所示, *Expect* 的估计系数在市场化程度高的组中为正,并在 5% 置信水平上显著,而在市场化程度低的组不显著。这表明企业积极的发展预期对其异地投资的促进作用在市场化程度高地区更为明显。

2. 地区税收强度

税收作为区域经济政策的重要工具,其强度可能直接影响企业到企业发展预期和异地投资决策。税收直接影响企业异地投资的制度性交易成

本^[34],低税收强度地区通过减免企业所得税、增值税留抵退税等优惠政策形成“税收洼地”,能够降低当地企业的制度成本,提升当地企业的边际收益,从而可能抑制当地资本外流;而对于处在高税收强度地区的企业,其制度成本相对较高,更可能出现异地投资的情况。参照谢贞发^[35]的做法,本文使用式(6)计算各城市每年实际税率。

$$Tax = \frac{\text{增值税} + \text{营业税} + \text{企业所得税} + \text{城市维护建设税}}{\text{第二产业增加值} + \text{第三产业增加值}} \quad (6)$$

选取各年份所有城市实际税率的中位数作为标准,将当年实际税率高于中位数的城市视作税收强度高的地区,将当年实际税率低于中位数的城市归类为税收强度低的地区。回归结果如表7列(2)所示,税收强度高的组中 *Expect* 的估计系数为正,且在10%显著性水平上显著,但税收强度低的组中 *Expect* 的估计系数不显著。这表明,在税收强度高的地区中,企业积极的发展预期对其异地投资的促进作用更为明显。

3. 企业产权属性

企业产权属性对于企业异地投资存在多方面

影响。本文将上市公司大股东的股权性质分为国有和非国有两类,并引入虚拟变量 *SOE*,用以标识企业的产权属性。回归结果如表7列(3)所见。根据实证结果可知,国企组中 *Expect* 的估计系数不显著,而非国企组中 *Expect* 的系数为正且在5%显著性水平上显著。这说明相较于国企而言,非国企积极的发展预期对其异地投资的促进作用更为明显。

4. 外商直接投资程度

外商直接投资(*FDI*)可以促进技术转移、提高管理效率和增加就业机会,为我国经济高质量发展注入了新动力,继而为其扩张和异地投资提供了基础^[29]。计算 *FDI* 变量的均值并作为分组标准,将当年外商直接投资高于均值数的城市视作外商直接投资程度高的地区,当年外商直接投资低于均值数的城市视作外商直接投资程度低的地区。回归结果如表7列(4)所示, *Expect* 的估计系数在外商直接投资程度高的组中为正但不显著,而在外商直接投资程度低的组中为正且在5%显著性水平上显著。这说明发展预期对企业异地投资的促进作用在外商直接投资程度较低的地区更为明显。

表7 基于政企关系视角的异质性分析结果

变量	市场化程度(1)		税收强度(2)		产权属性(3)		外商直接投资程度(4)	
	高	低	高	低	国企	非国企	高	低
	Invest		Invest		Invest		Invest	
<i>Expect</i>	1.2656** (2.0268)	0.8257 (1.3651)	1.0838* (1.8680)	1.0613 (1.4928)	1.1305 (1.5994)	1.1622** (1.9854)	1.0320 (1.4161)	1.3085** (2.2816)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	15693	15875	18588	12980	12124	19444	12546	19022
<i>R</i> ²	0.8577	0.8580	0.8526	0.8672	0.8478	0.8518	0.8533	0.8458

五、基于投资效果的进一步讨论

(一) 发展预期对企业投资效率的影响

前文探讨了企业对未来发展的积极预期能够显著促进异地投资,然而,这一投资行为的性质及其对企业整体效益的影响还需进一步剖析。具体而言,企业基于积极发展预期而做出的投资决策,究竟是属于盲目乐观下的过度投资,还是战略权衡后的理性投资?这一投资行为究竟是导致了企业的非效率投资,还是有效提升了企业的投资效

率?为深入探究这些问题,本文将在现有研究基础上,进一步讨论企业发展预期对其投资效率的影响。

参考毛捷等^[36]、代昀昊等^[37]的做法,本文使用式(7)估算投资效率。

$$Invest_{it} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{it} + \beta_2 NEG_{it-1} + \beta_3 Growth_{it-1} \times NEG_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \quad (7)$$

式(7)中,下标 *i* 和 *t* 分别表示企业和年份; *Invest*、*Growth*、*NEG* 分别表示投资总额、营业收入

增长率、营业收入增长率虚拟变量。其中,当营业收入增长率为负数时令 $NEG = 1$,当营业收入增长率不为负数时令 $NEG = 0$ 。使用式(7)估算得到的残差的绝对值作为企业投资效率($Inveffi$)的代理变量,该数值越小说明企业投资效率越高。检验结果如表 8 列(1)所见, $Expect$ 的系数显著为负,说明企业积极的发展预期能够显著提高企业投资效率。

投资效率可以分为过度投资和投资不足两类。为了进一步探究发展预期对投资效率改善的具体方向,本文参考申志轩等^[38]、代昀昊等^[37]的做法,将式(7)估计得到的残差进行分组,将残差大于 0 的投资分类为过度投资($Overinv$),将残差小于 0 的投资分类为投资不足($Underinv$),并对残差取绝对值,分样本检验企业预期对投资效率的影响。结果如表 8 列(2)、列(3)所示,在过度投资组中,发展预期的估计系数为正但不显著;在投资不足组中,发展预期的估计系数显著为负,说明企业发展预期对投资效率的改善作用主要体现在投资不足侧。可见,提高企业发展预期积极性不仅能够显著促进其异地投资,还通过改善投资不足,提高了企业的投资效率。

(二)企业异地投资对其市场价值的影响

市场价值是企业运行中的关键指标,其重要性体现在不仅反映企业当前的价值评估,还体现了企业未来的增长潜力^[39]。基于此,本文进一步探究企业异地投资与其市场价值之间的关系。选用托宾 Q 值($TobinQ$)作为企业价值的代理变量,分析企业异地投资对市场价值的影响,结果见表 8 第(4)列。 $Invest$ 的估计系数为正,且在 1% 显著性水平上显著。这表明,增加企业异地投资能够显著提升其市场价值。

表 8 基于投资效果的进一步讨论

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Inveffi$	$Overinv$	$Underinv$	$TobinQ$
$Expect$	-0.056 7* (-1.747 4)	0.075 0 (0.824 6)	-0.107 1*** (-5.103 3)	—
$Invest$	—	—	—	0.001 8*** (2.667 9)
控制变量	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	30 508	11 375	19 132	31 568
R^2	0.278 5	0.447 8	0.370 6	0.684 5

六、结论与建议

(一)结论

企业积极的发展预期能够显著提升异地投资水平。这一结论在使用工具变量法、倾向匹配得分、替换核心解释变量与被解释变量、进一步控制企业所在城市与年份的交互固定效应、中断时间序列进行稳健性检验后仍然成立。这表明,企业发展预期对于资本跨区流动具有显著促进作用,进而有助于全国统一大市场的构建。作用机制结果表明,发展预期通过提高债务杠杆、提升风险承担、增强管理层薪酬激励 3 个路径提高异地投资水平。此外,异质性分析显示,企业发展预期对异地投资的促进作用对于非国有企业和位于市场化程度较高、地区税收强度较大和外商投资竞争程度高地区的企业而言更为显著。最后,发展预期能够提升企业投资效率,且这一影响主要通过改善投资不足来实现。同时,企业能够通过异地投资提升市场价值。

(二)政策建议

第一,稳定企业预期,强化政策协同与预期引导。聚焦于稳定企业预期,需要进一步加大政策逆周期调节力度,加强各项政策协同发力,持续扩大内需,营造稳定透明可预期的政策环境。具体而言,面对当前经济发展形势,应当实施积极的财政政策和稳健的货币政策。通过财政政策和货币政策的协同配合,与就业、产业、投资等政策形成合力,确保宏观政策取向的一致性。同时,通过稳定的宏观政策与透明的市场规则,减少宏观政策的不确定,优化营商环境,增强企业对未来发展的信心,提高资本市场活力。在预期引导方面,政府应当强化预期管理职能,通过积极释放政策信号、及时准确地对政策内容进行解读、提高政策的透明性与稳定性,从而有效进行预期引导。通过政策实施与预期引导的协同作用,提高企业发展预期的积极性,打破资本跨区流动的内部阻碍,推动建设统一的资本市场。

第二,适度加大企业融资支持力度,畅通异地投资融资渠道。聚焦于引导企业适度、稳健地提升债务杠杆水平,需要精准优化融资环境、强化风

险管控并提振发展信心,为企业在异地投资中有效利用债务资本提供支持。具体而言,面对企业异地投资所面临的资本约束与融资难题,应深化金融供给侧结构性改革,完善多层次资本市场,优化债务融资政策。通过积极的信贷支持政策与财税激励政策协同发力,显著降低企业异地债务融资成本与门槛。同时,通过建立健全审慎包容的监管框架、透明的信用评级体系以及高效的债务风险预警与处置机制,在适度提升杠杆空间的同时,有效管控系统性风险,增强企业对债务融资风险的可控预期与抵御能力。在信心引导方面,政府应当强化对宏观经济发展前景和企业异地投资战略价值的正面宣导,通过稳定透明的产业政策、区域协调发展战略解读以及成功案例示范,引导企业形成对异地投资回报的积极预期,从而增强其主动运用债务杠杆扩大投资的意愿。通过优化融资环境、完善风控体系与强化信心引导的协同作用,有效支持企业基于发展预期适度提升债务杠杆水平,打破异地投资的资本约束瓶颈,推动资本跨区流动。

第三,加强风险分担和政策支持,提升企业风险承担意愿,激发其投资或异地投资活力。聚焦于提升企业风险承担意愿与能力,需要着力构建鼓励创新、包容试错的制度环境,并通过精准的政策支持和市场机制优化,为企业开展高风险、高收益的异地投资活动提供坚实保障。具体而言,面对企业异地投资面临的固有风险与不确定性,应系统性地完善风险补偿与分担机制,优化多层次资本市场服务,并深化要素市场化改革。通过金融与保险支持政策、财税激励政策以及产权保护、公平竞争等基础性制度的协同发力,显著降低企业异地投资的边际风险成本。同时,通过建立清晰、稳定且可预期的市场规则与监管框架,减少制度环境的不确定性,从而降低企业异地投资的不确定性。此外,正如党的二十届三中全会提出鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资,更好发挥政府投资基金作用,发展耐心资本,能让企业安心承担创新风险,完成关键跨越。通过典型案例宣传、政策解读辅导、优化破产重组机

制等方式,引导企业形成积极的风险认知和审慎的风险管理能力。通过制度保障、政策支持与风险认知引导的协同作用,有效提升企业主动承担战略性风险的意愿与能力,从而促进企业异地投资。

第四,进一步优化营商环境,切实降低企业不合理成本负担。优化营商环境是激发市场主体活力、推动经济高质量发展的关键,降低企业不合理税费负担则是减轻企业负担、增强企业竞争力的重要举措。具体而言,政府应着力减少行政审批事项,优化审批流程,推动行政服务数字化与便捷化,降低企业的制度性交易成本。同时,建立健全公平竞争审查机制,加强反垄断执法,打破行业垄断、地方分割和市场保护壁垒,营造公平竞争的市场环境,提升市场开放度和活力。此外,落实税收优惠政策,杜绝“过头税费”,确保企业充分享受税收减免,切实降低企业税费负担。

当然,出于数据可得性等因素,本文侧重于上市公司层面研究,实际上还需要关注大量风险承受能力相对较弱的中小微企业的异地投资行为。政府除了需要为所有企业都创造稳定、公平、透明、可预期的环境外,可能还要为大量中小微企业提供扩大内需、减税降费、提高融资可得性等方面更大力度、更多“真金白银”的支持,进一步改善、提升其发展预期,进而激发其资本跨区流动,这也是未来急需深入研究的地方。

参考文献:

- [1]刘志彪,孔令池. 从分割走向整合:推进国内统一大市场建设的阻力与对策[J]. 中国工业经济, 2021(8): 20-36.
- [2]何凡,陈波,黄炜. 行业规范标准化与资本跨区流动:基于企业异地投资的研究[J]. 管理世界, 2024(7): 204-225.
- [3]张成思,孙宇辰,阮睿. 宏观经济感知、货币政策与微观企业投融资行为[J]. 经济研究, 2021, 56(10): 39-55.
- [4]范子英,周小昶. 财政激励、市场一体化与企业跨地区投资:基于所得税分享改革的研究[J]. 中国工业经济, 2022(2): 118-136.
- [5]王凤荣,苗妙. 税收竞争、区域环境与资本跨区流动:基于企业异地并购视角的实证研究[J]. 经济研究, 2015, 50(2): 16-30.

- [6]唐为,王媛. 行政区划调整与人口城市化:来自撤县设区的经验证据[J]. 经济研究, 2015, 50(9): 72-85.
- [7]LIU M, JI D. An overview of the literature on upper echelons[J]. Accounting perspectives, 2022, 21(2): 331-386.
- [8]刘洪愧. 资本市场开放与企业预期改善[J]. 财贸经济, 2025, 46(2): 34-51.
- [9]王红建,汤泰劼,刘梓微. 最终控制人投资组合与企业风险分担:转嫁还是共担[J]. 财贸经济, 2018, 39(8): 66-80.
- [10]彭远怀,胡军. 政府数据开放与资本区际流动:企业异地投资视角[J]. 数量经济技术经济研究, 2024, 41(10): 89-110
- [11]沈红波,寇宏,张川. 金融发展、融资约束与企业投资的实证研究[J]. 中国工业经济, 2010(6): 55-64.
- [12]徐思,何晓怡,钟凯. “一带一路”倡议与中国企业融资约束[J]. 中国工业经济, 2019(7): 155-173.
- [13]唐松,伍旭川,祝佳. 数字金融与企业技术创新:结构特征、机制识别与金融监管下的效应差异[J]. 管理世界, 2020, 36(5): 52-66, 9.
- [14]张晓朴. 系统性金融风险研究:演进、成因与监管[J]. 国际金融研究, 2010(7): 58-67.
- [15]刘志远,王存峰,彭涛,等. 政策不确定性与企业风险承担:机遇预期效应还是损失规避效应[J]. 南开管理评论, 2017, 20(6): 15-27.
- [16]李健,崔雪,陈传明. 家族企业并购商誉、风险承担水平与创新投入:基于信号传递理论的研究[J]. 南开管理评论, 2022, 25(1): 135-146.
- [17]刘毓芸,严翠欣,陈强远. 信息壁垒与资本空间配置:方言的视角[J]. 世界经济, 2024, 47(6): 201-224.
- [18] KRUGMAN P, COOPER R N, SRINIVASAN T N. Growing world trade: causes and consequences[J]. Brookings papers on economic activity, 1995, 1995(1): 327-377.
- [19]刘绍妮,万大艳. 高管薪酬与公司绩效:国有与非国有上市公司的实证比较研究[J]. 中国软科学, 2013(2): 90-101.
- [20]张敏,童丽静,许浩然. 社会网络与企业风险承担:基于我国上市公司的经验证据[J]. 管理世界, 2015(11): 161-175.
- [21]刘万丽. 高管短期薪酬、风险承担与研发投入[J]. 中国软科学, 2020(7): 178-186.
- [22]马光荣,程小萌,杨恩艳. 交通基础设施如何促进资本流动:基于高铁开通和上市公司异地投资的研究[J]. 中国工业经济, 2020(6): 5-23.
- [23]曾庆生,周波,张程,等. 年报语调与内部人交易:“表里如一”还是“口是心非”? [J]. 管理世界, 2018, 34(9): 143-160.
- [24]刘秉镰,袁博,刘玉海. 数字基础设施如何畅通区域间资本要素流动:基于企业注册大数据的证据[J]. 数量经济技术经济研究, 2025, 42(1): 72-92.
- [25]谢德仁,林乐. 管理层语调能预示公司未来业绩吗?:基于我国上市公司年度业绩说明会的文本分析[J]. 会计研究, 2015(2): 20-27, 93.
- [26]顾夏铭,陈勇民,潘士远. 经济政策不确定性与创新:基于我国上市公司的实证分析[J]. 经济研究, 2018, 53(2): 109-123.
- [27]於莉,王秋石. 中国地方预算执行管理改革及其效果评估[J]. 财政研究, 2021(3): 28-40.
- [28]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.
- [29]唐松,伍旭川,祝佳. 数字金融与企业技术创新:结构特征、机制识别与金融监管下的效应差异[J]. 管理世界, 2020, 36(5): 52-66, 9.
- [30]余鹏翼,敖润楠,陈文婷. CEO 年龄、风险承担与并购[J]. 经济理论与经济管理, 2020(2): 87-102.
- [31]尹美群,盛磊,李文博. 高管激励、创新投入与公司绩效:基于内生性视角的分行业实证研究[J]. 南开管理评论, 2018, 21(1): 109-117.
- [32]陈俊华,刘娜,吴莹. 地方政府偿债压力、企业异地投资与资本要素市场一体化[J]. 中国工业经济, 2024(7): 162-180.
- [33]樊纲,王小鲁,马光荣. 中国市场化进程对经济增长的贡献[J]. 经济研究, 2011, 46(9): 4-16.
- [34]许伟,陈斌开. 税收激励和企业投资:基于 2004—2009 年增值税转型的自然实验[J]. 管理世界, 2016(5): 9-17.
- [35]谢贞发. 中国式分税制的税收增长之谜[J]. 中国工业经济, 2016(5): 92-108.
- [36]毛捷,管星华. 地方政府纾困政策的效应研究:来自上市公司的证据[J]. 经济研究, 2022, 57(9): 82-98.
- [37]代昀昊,孔东民. 高管海外经历是否能提升企业投资效率[J]. 世界经济, 2017, 40(1): 168-192.
- [38]申志轩,祝树金,文茜,等. 以有为政府赋能有效市场:政府数字治理与企业投资效率[J]. 世界经济, 2025(2): 166-195.
- [39]张叶青,陆瑶,李乐芸. 大数据应用对中国企业市场价值的影响:来自中国上市公司年报文本分析的证据[J]. 经济研究, 2021, 56(12): 42-59.

(本文责编:希 文)