

市场准入管制放松与企业长期投资

——兼论耐心资本的形成

杨仁发，陆瑶

〔摘要〕 企业长期投资是形成市场主导的有效投资内生增长机制的重要体现,是促进实体经济高质量发展的重要保障,对于培育发展企业新质生产力具有重要意义。本文在理论分析市场准入管制放松对企业长期投资影响的基础上,基于2016年开始实施的市场准入负面清单制度实践,运用交叠双重差分法进行实证检验,并进一步分析其对耐心资本形成的作用。结果发现,市场准入管制放松能够促进企业长期投资提升。异质性分析表明,市场准入管制放松对企业长期投资的提升作用在地方保护主义程度较高组别、行业壁垒较高组别、民营企业、风险承担能力较弱企业和信息不对称程度较高企业中显著。机制分析表明,市场准入管制放松通过增强企业市场预期、降低企业市场势力和优化要素配置效率三条渠道促进企业长期投资提升。进一步研究发现,市场准入管制放松引致的企业长期投资提升效应能够有效推动企业“脱虚向实”和增强投资者信心,进而促进耐心资本形成。本文不仅拓展了市场准入负面清单制度实施的效果评估范围,还从市场准入角度剖析了企业长期投资的驱动力,对持续深化市场制度改革、构建以市场为主导的有效投资内生增长机制以及发展耐心资本提供了经验证据和政策启示。

〔关键词〕 市场准入管制放松; 企业长期投资; 准自然实验; 耐心资本

〔中图分类号〕 F124 **〔文献标识码〕** A **〔文章编号〕** 1006-480X(2025)06-0159-19

一、引言

党的二十届三中全会提出,要深入破除市场准入壁垒,形成市场主导的有效投资内生增长机制,发展耐心资本。长期以来,地方保护主义、行业垄断、差异化监管等问题导致市场壁垒和区域市场分割现象普遍存在,增加了企业跨区域经营的差异化准入门槛,同时,由市场分割导致的要素流动障碍阻断了生产资源的最优配置路径。由于同一产品或服务在不同行政区域内适用不同的准入条件、监管标准及执行规定,难以实现全国性规模经济效应,因而企业进行战略性长期投资的内在激励被削弱。企业投资决策需要充分考虑未来政策环境、市场准入条件以及存在的不确定性风险。已有研究表明,由于市场存在隐性壁垒、供需结构波动、合规成本不透明、资本回报错配等不确定性风险,企业难以形成稳定预期,在投资决策时往往倾向于短期金融化投资而非中长期实业投资

〔收稿日期〕 2024-11-12

〔基金项目〕 国家社会科学基金后期资助一般项目“中国数字经济与制造业深度融合研究”(批准号21FJYB045)。

〔作者简介〕 杨仁发,安徽大学经济学院教授,博士生导师,经济学博士;陆瑶,安徽大学经济学院博士研究生。

通讯作者:陆瑶,电子邮箱:luyao6728@163.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

(Holmstrom and Tirole, 1997)。企业选择短期投资能够在不确定性风险规避下迅速变现,成本较低且更加灵活,同时侧重于快速回报,更关注当前的市场需求和盈利目标,而忽视未来发展和整体韧性,导致其实业投资减少,抑制其增长潜力和发展持续性(张成思和张步昙,2016)。2024年中央经济工作会议指出,当前外部环境变化带来的不利影响加深,中国经济运行仍面临不少困难和挑战,主要表现为国内需求不足、部分企业生产经营困难、群众就业和收入增长面临压力等。这可能造成企业投资回报预期下降,抑制长期投资需求。因此,采取措施激发投资需求、促进企业长期投资,不仅是推动企业适应未来市场变化以促进自身可持续发展的必然选择,也是实现稳投资和稳发展的重要举措。

改革开放以来,党中央持续推进社会主义市场经济体制改革,着力构建全国统一且高标准市场体系,这是实现高水平社会主义市场经济体制的内在要求,需要深入破除市场分割和地方保护主义,进一步深化市场化改革,增强市场活力和竞争力。党的十八大以来,为进一步建设现代化市场经济体系,党中央实施了一系列制度性和结构性改革,提高经济开放度,简化监管流程,促进经济可持续增长和高质量发展。党的二十届三中全会进一步强调,要完善市场准入制度,优化新业态新领域市场准入环境。市场准入负面清单制度划定限制或禁止市场准入的条件、程序和范围,确保在清单之外的所有领域对各类市场主体开放,不仅保障市场的公平性、透明性和开放性,还要优化市场主体的投资环境。然而,尽管已有相关文献研究了市场准入负面清单制度的政策效应,但其对企业长期的影响,特别是对企业长期投资的影响一直未给予充分关注。因此,市场准入负面清单制度是市场经济的一项重要制度创新,评估其对企业长期投资的影响以及在中国市场机制中的适用性与有效性,对于建设高水平社会主义市场经济体制具有重要的理论意义和实践价值。

回顾已有研究,与本文密切相关的文献可以分为两类:一类是围绕企业长期投资的相关研究,这类研究重点关注企业长期投资的概念、衡量与影响因素识别。目前,学术界对企业长期投资基本内涵的研究较为一致,认为其与短期投资不同,其侧重于资本性支出和研发性支出,具有投资周期长、资金占用大、潜在回报高等特点。衡量企业长期投资主要涉及回报、风险和时间价值的综合评估,而针对企业长期投资影响因素的分析主要从外部宏观环境、市场和企业内部视角展开。在外部宏观环境方面,已有文献主要从法治环境(万良勇,2013)、政治环境(Deng et al., 2020)和营商环境(赵勇和马珍妙,2023)角度考察对企业长期投资的影响。在市场因素方面,市场供求动态以及竞争格局在很大程度上影响着企业长期投资(Gupta et al., 2013;王菁和程博,2014)。在企业内部因素方面,已有文献主要从公司治理结构(李万福等,2011)、企业信息披露水平(Badertscher et al., 2013)以及管理者行为(胡楠等,2021)等因素进行分析。鲜有研究基于制度因素分析其对企业长期投资行为的影响。在构建高水平社会主义市场经济体制过程中,持续推进经济制度改革至关重要,因此有必要将制度因素纳入长期投资行为分析框架。另一类文献主要是关于市场准入管制放松的效应评估。这类研究发现,市场准入会对不同地区和企业产生各种重大经济影响。从地区层面看,市场准入管制放松能够对地区制造业产出(Aghion et al., 2008)和地区基础设施投资(Kim et al., 2011)产生影响。从企业层面看,市场准入管制放松有利于提升企业投资效率(王雄元和徐晶,2022)、企业垂直专业化分工(Pan et al., 2023)和企业全要素生产率(张宽等,2023)。可以看出,既往文献更多关注市场准入负面清单制度对企业生产、投资效率等行为的影响。市场准入负面清单制度作为中国推动制度改革的重要举措,是否具有长期效应需要重点关注,这对于激发制度潜能、推动经济高质量发展具有重要意义。

本文以2016年开始实施的市场准入负面清单制度实践表征市场准入管制放松,运用交叠双重

差分法(SDID)识别市场准入管制放松对企业长期投资的因果效应。与现有研究相比,本文的边际贡献体现在以下三个方面:①研究企业在市场准入管制放松后的长期投资决策效应,拓展了市场准入管制放松实施的效果评估范围。现有文献主要聚焦市场准入管制放松对企业行为的短期影响,鲜有文献从动态演化角度分析市场准入管制放松如何促进企业长期投资行为。当前,中央提出要增强经营主体活力,稳定市场预期,提振社会信心,这更需要长期视角的研究,凸显从长期视角评估制度变革效应的重要性。②从市场准入的充分性和公平性角度探讨其对企业长期投资的作用机制,丰富了企业长期投资行为的研究。本文分析制度改革对企业长期投资的影响效应,在促进市场准入充分性和公平性情境下,从企业市场预期、企业市场势力和要素配置效率三个方面揭示市场准入管制放松与企业长期投资之间的作用渠道,基于制度因素拓展了关于微观企业长期投资的研究边界。③对于形成市场主导的有效投资内生增长机制以及发展耐心资本具有一定的借鉴意义。基于中国制度背景和政策特征,量化分析市场准入负面清单制度对企业长期投资的影响,进而分析市场准入管制放松引致的企业长期投资对耐心资本的影响,这有助于理解破除市场准入壁垒与企业投资之间的关系,从而更加深刻理解有效市场和有为政府相结合,并为形成市场主导的有效投资内生增长机制以及发展耐心资本提供理论支持。

二、制度背景与理论分析

1. 制度背景

推进市场经济体制改革和建设高水平社会主义市场经济体制,面临的一个核心问题是如何统筹有效市场和有为政府的关系。市场准入管理制度的完善不仅是实现市场调节与政府干预平衡的关键举措,更是推动有效市场与有为政府有机结合的重要制度保障。针对市场经济体制建设过程中产生的市场秩序不规范、市场规则不统一和市场激励不足等问题,实施了一系列市场准入改革,但以正面清单为主导的管理制度仍然存在局限。例如,管理措施之间缺乏协调、审批流程复杂、隐性壁垒较多等问题限制了市场主体的自由选择,进而削弱了市场的整体活力。党的十八届三中全会明确提出,要实行统一的市场准入制度,在制定负面清单基础上,各类市场主体可依法平等进入清单之外领域。这为中国市场准入管理制度的现代化改革奠定了理论和实践基础。在之后的改革过程中,2015年发布《国务院关于实行市场准入负面清单制度的意见》(国发〔2015〕55号),2016年印发《市场准入负面清单草案(试点版)》,标志着中国市场准入负面清单制度正式启动。市场准入负面清单制度是一项针对性制度安排,旨在消除地方保护主义和行业垄断导致的市场分割现象,发挥市场在资源配置中的决定性作用,真正实现“非禁即入”,激发市场主体活力,推动相关的审批体制、投资体制、社会信用体系、商事登记制度改革。

2016年11月,天津、上海、福建和广东率先启动第一批试点。这些地区作为中国经济改革开放的前沿阵地,依托各自较为成熟的市场环境和较强的经济承载能力,为制度的试点实施提供了良好的实验平台。2017年6月,湖南、重庆、辽宁、浙江、河南、湖北、四川、贵州、陕西、吉林和黑龙江加入第二批试点,进一步扩大改革的覆盖范围。逐步推进的试点机制,为探索适应不同区域经济特征的市场准入管理措施提供实践经验,并为全面推行该制度积累重要范例和依据。2018年12月,国家发展和改革委员会、商务部印发《市场准入负面清单(2018年版)》(发改经体〔2018〕1892号),标志着中国全面实施市场准入负面清单制度。市场准入负面清单制度在推行实施过程中,直接衔接了最新版《产业结构调整指导目录》和《政府核准的投资项目目录》,取消了一批地方性措施,推进“全

国一张清单”管理模式,营造更加稳定、公平、透明、可预期的准入环境,有效约束地方政府设置市场准入障碍的自由裁量权,降低信息不对称导致的准入不透明、政策执行不一致以及行政审批程序复杂化等非显性市场壁垒。市场准入管理发生重大变化,极大地优化了投资环境,提升了各类主体投资积极性,进而促进投资增长。据统计,全社会固定资产投资从2016年的37.20万亿元增长到2023年的50.97万亿元,其中,民间固定资产投资相应从19.50万亿元增长到25.35万亿元。

总体看,市场准入管理制度从传统的正面清单模式向负面清单模式的转变标志着中国市场治理体系的重大创新与突破,这一改革在多个层面取得显著成效,尤其是有助于进一步理顺政府和市场的关系,推动有效市场和有为政府更好结合。市场准入负面清单制度通过明确市场主体可以自由进入的领域以及禁止和限制准入的事项,充分发挥市场的资源配置作用,促进政府职能转变,增强有为政府职能,成为深化政府职能转变与创新监管模式的重要制度保障。同时,该制度注重激发市场主体活力与强化市场监管之间的有机统筹,在推动公平竞争、优化资源配置的同时,加强对重点领域和关键环节的有效管控,为构建更加开放公平和规范有序的市场环境奠定坚实基础。这不仅使市场机制的优势得以充分发挥,也增强了政府治理的精准性和有效性。作为深化改革的关键举措,市场准入负面清单制度不仅为优化市场环境提供强有力的工具,更为中国市场经济体系的长远发展注入可持续发展的动力,为实现高水平社会主义市场经济体制建设目标提供重要支撑。

2. 理论分析

企业长期投资的目的是增强其长期竞争力,包括企业通过获得长期资产来增加物质基础和拓展生产能力的资本性支出,以及企业在技术创新、新产品开发等方面的研发性支出。随着市场准入从正面清单制度转变为负面清单制度,未列入清单的领域对所有市场主体平等开放,体现出“非禁即入”的市场准入规则,企业可以自由进入和开展经营活动(郭冠男和李晓琳,2015)。因此,市场准入负面清单制度可以被视为市场准入管制放松的一种具体实施形式。这一政策变化对企业的长期投资决策会产生多方面影响,尤其是对企业资本性支出和研发性支出。^①

市场准入管制放松对企业长期投资的影响主要通过以下几个方面体现:①市场准入管制放松能够降低市场壁垒,为企业提供更宽松的市场环境。市场壁垒是长期投资面临的主要痛点之一。市场准入负面清单制度能够减少隐性壁垒和行政干预,简化审批流程和程序,降低企业进入市场的合规性成本。同时,企业将获得更大的市场空间和机会,通过投资增设工厂、购置机器设备及完善生产设施,进一步扩大生产规模,以满足更大市场需求。市场准入管制放松带来的市场扩容使得企业能够通过扩大产能和增加市场份额发挥规模经济效应,促使企业进行更多的资本性支出。市场环境的改善能降低企业创新活动的市场风险,减少试错成本并增强研发收益预期,从而促进企业进行更多的研发投入(Khan et al., 2020)。②市场准入管制放松能够提高市场开放度,激发市场活力,促进企业间跨区域合作(白俊等,2024)。跨区域合作会使企业在不同地域增加资本性支出,投入更多的资源建设基础设施、购置生产设备或设立新的子公司或工厂。同时,企业通过与其他企业或研究机构合作,开展联合研发项目或开放创新模式,从而增加企业研发性支出。③实施负面清单制度能够提升政策公开性和稳定性,使得企业更清晰地识别各领域的合法投资机会,改善企业投资预期(谭小芬和张文婧,2017)。基于良好的投资预期和信心,企业在某些长期获益的行业进行大量的资

^① 资本性支出通常用于购置或升级固定资产,如机器设备、生产设施或基础设施,具有较长的使用寿命并在未来多年的经营活动中发挥重要作用。通过这些投入,企业能够提高生产效率、扩大产能,获得长期的竞争优势,并且反映企业的长期战略目标和业务扩展计划。研发性支出反映企业在创新、技术开发和新产品上的投入,能够保持和提升企业在行业中的竞争力,为企业未来长期发展奠定基础。

本性支出,将有限的资源集中投入到高潜力领域,并且企业根据政策导向选择创新研发投资方向,减少无效的研发支出,提高研发投资效率和成功率。市场准入负面清单制度不仅能够有效解决企业长期投资面临的痛点和堵点,还通过制度创新与企业长期投资需求的匹配,形成良性循环,为企业长期投资提供更广阔的投资空间。基于上述分析,本文提出:

假说1:市场准入管制放松能够促进企业长期投资。

在此基础上,本文进一步分析市场准入管制放松对企业长期投资的作用渠道。市场准入管制放松通过拓展市场广度和深度提升企业市场预期以体现市场充分性,通过削弱既有垄断优势降低非正当市场势力以保障竞争公平性,以及通过促进生产要素自由流动优化要素配置效率。这三重机制共同作用于企业长期投资决策优化,推动企业在动态不确定性环境中实现可持续性发展。

(1)增强企业市场预期效应。企业预期作为微观主体对未来经济状况和企业发展的前瞻性判断,其形成机制中存在着明显的政策导向维度(万海远,2024)。从制度经济学视角看,企业对市场预期的形成是一个复杂的认知过程,涉及信息处理、不确定性评估与制度信任构建。在市场准入管制放松情境下,政府政策透明度与双边信任关系构成企业形成稳定市场预期的微观基础,进而影响其长期投资行为。一方面,市场准入负面清单制度的实施意味着市场准入规则公开透明化,这种政策透明度的提升有助于降低市场政策的信息不对称程度,使得企业能够基于更完备的信息集合形成预期,减少由信息缺失导致的预期偏差(申志轩等,2025),从而构建更具前瞻性的预期框架,并将预期质量的提升直接转化为投资决策的时间跨度延展。另一方面,市场准入负面清单制度通过降低事前审批门槛,将监管重心由行为控制转向结果导向,其体现的市场准入管制放松实质是政府向企业传递的信任信号,促使政府角色从干预型向服务型转变。与此同时,企业对政府的信任随之增强,表现为政策可预见性提升带来的确定性预期、寻租空间缩减导致的制度公平感增强,以及制度性交易成本降低引发的营商环境改善感知。由市场准入管制放松带来的双边信任关系能够促进政府政策意图与企业预期形成协同效应,并通过降低企业信息摩擦和制度成本,使其倾向于长期投资(王海等,2024)。企业构建稳定且持续的市场预期,具体表现如下:一是对未来制度环境不确定性感知降低,减少企业决策中的风险溢价考量,增强未来投资信心;二是战略规划周期延展,正面的市场预期使企业能够将战略视野从短期扩展到更长周期,转向长期战略布局。因此,企业基于稳定的市场预期,对长期投资项目的风险评估改善,将资源配置于具有长期收益特征的项目,从而促进企业持续创新和长期价值创造。基于上述分析,本文提出:

假说2a:市场准入管制放松将通过增强企业市场预期促进企业长期投资。

(2)降低企业市场势力效应。就市场结构而言,市场准入管制放松使得市场准入门槛降低,市场主体更加多元化。传统市场准入表现出审批复杂、限制多、流程慢等特点,导致企业面临较高的市场进入门槛,限制了新企业的进入,抑制了市场竞争与创新活力(孙伟增等,2024)。市场准入管制放松的实施极大地减少了行政审批障碍,降低市场准入门槛,使更多企业能够参与到更多行业的市场竞争中,进而降低市场集中度和企业市场势力。就市场竞争环境而言,市场准入负面清单制度为代表的市场准入管制放松将通过明确被限制或禁止领域,同时对未限制的领域实行平等待遇,推动市场竞争的公平性。这种公平性有助于打破部分行业的垄断格局,使得市场竞争环境更加公正透明,降低企业市场势力,促进企业市场竞争动态均衡。基于市场准入管制放松对企业市场势力的影响,企业市场势力地位变化影响其长期投资主要体现在以下三个方面:一是长期战略性发展。基于波特的竞争战略理论,企业为应对市场竞争环境的动态变化,需要通过差异化、成本领先或市场细分等策略来强化市场势力(Davies and Ellis,2000)。这些策略通常需要大量的长期投资,如在差

异化战略下,企业在品牌、技术、生产设施等方面进行大量投入,以增强竞争优势。二是倒逼企业建立竞争优势。根据逃离竞争效应,在竞争激烈的市场环境下,企业为了避免激烈竞争所带来的利润压缩和生存压力,保持竞争优势或快速适应市场变化以避免被淘汰,往往会采取积极的投资策略,通过长期投资来提升其竞争力。三是激励创新和技术进步。熊彼特创新理论指出,市场竞争促使企业通过创新以防止自身被“创造性破坏”所淘汰,并保持竞争优势以提升市场势力。由于创新通常需要大量的前期资本性支出和研发性支出,企业长期投资在这一过程中发挥关键作用。此外,市场竞争环境中产生的技术扩散和学习效应(Bloom et al., 2016),使得企业在竞争环境中相互学习和借鉴技术应用,形成技术扩散和知识溢出的正反馈机制,进一步驱动企业长期投资尤其研发性支出。基于上述分析,本文提出:

假说 2b:市场准入管制放松将通过降低企业市场势力促进企业长期投资。

(3)优化要素配置效率效应。地方保护主义、价格管制等因素对市场资源的干预会造成要素市场扭曲。这不仅会直接影响企业投资成本,还会改变企业投资意愿,导致企业的投资行为倾向短视(胡楠等,2021)。制度经济学中的“有限政府干预”理论指出,政府应保持干预的适度性,不应通过过度管控限制市场主体的自由决策(North,1990)。市场准入负面清单制度作为一种政府管理经济活动的制度安排,符合有限政府干预理论的核心思想,并将有效市场与有为政府相结合。具体看,一方面,市场准入负面清单制度明确政府干预的边界,保持市场主导地位,有利于提高要素市场化配置效率。政府通过列出明确的禁止事项或限制范围,对这些领域实施管控,而在负面清单之外,政府不进行额外干预。同时,市场准入负面清单制度允许清单以外的领域充分竞争,使得市场机制在这些行业中的资源配置过程中保持主导地位。相应地,政府的角色从“全盘控制”转变为“规则制定者”,在市场的边界之外提供稳定的制度框架。这一制度能够减少行政审批等阻碍市场资源配置的因素,提升要素配置效率,促进企业能够根据市场信号自主决定投资方向,从而激发企业的投资和创新活力,增强企业对长期投资的信心。另一方面,在有效政府干预下,市场准入负面清单制度通过限制那些低效、污染严重或具有显著负外部性的行业进入市场和盲目扩张,从而避免要素在低效领域的过度积累,确保资源进入最具经济效益的领域。这种资源错配的减少可以提升经济整体的要素配置效率,进而增强企业对高效领域的长期投资意愿。此外,企业作为市场主体,市场准入管制放松能够通过改善市场主体获取要素的环境和优化要素利用,提升企业的要素配置效率。基于资源编排视角,高效的企业要素配置效率能够突破信息流和资源流在固定时空条件下调配转移的路径依赖(Wernerfelt,1984),提高企业长期投资的回报预期。并且,企业要素配置效率提高能够增强其风险管理能力及应对市场不确定性的能力。在面临外部冲击或市场波动时,企业通过灵活地整合与利用内外部资源降低投资风险,从而促进长期投资(金钊等,2024)。基于上述分析,本文提出:

假说 2c:市场准入管制放松将通过优化要素配置效率促进企业长期投资。

三、研究设计

1. 模型构建

本文将市场准入负面清单制度的实施视为市场准入管制放松的一项准自然实验,通过比较政策实施前后的企业长期投资行为变化识别其因果关系。进一步,为检验市场准入管制放松对企业长期投资的影响,构建SDID模型如下:

$$Linvest_{ikt} = \alpha_0 + \alpha_1 Open_{ikt} + \delta X_{ikt} + \sigma_k + \mu_t + \varepsilon_{ikt} \quad (1)$$

其中, i 表示地区; k 表示企业; t 表示年份; $Linvest_{ikt}$ 表示*i*地区*k*企业在*t*时期的企业长期投资; $Open_{ikt}$ 表示*k*企业所在*i*地区*t*时期的政策变量,其估计系数 α_1 的显著性是本文的关注点,通过表征处理组与控制组前后变化之差来反映政策实施的净效应; X_{ikt} 为控制变量集合; σ_k 为个体固定效应; μ_t 为年份固定效应; ε_{ikt} 为随机误差项。

2. 变量设定^①

(1)被解释变量:企业长期投资($Linvest$)。参考胡楠等(2021)的做法,选取企业资本性支出、研发性支出与总资产的比值衡量企业长期投资。资本性支出和研发性支出分别代表企业在固定资产和技术创新方面的投入,二者的结合可以全面反映企业的长期投资战略,评估企业未来的增长潜力和市场竞争能力。

(2)核心解释变量:市场准入管制放松($Open$)。本文将市场准入负面清单制度实施作为一项准自然实验,以市场准入负面清单制度的试点地区作为处理组,非试点地区作为控制组。若*k*企业所在*i*地区*t*时期及以后受到市场准入负面清单制度的影响, $Open_{ikt}$ 赋值1,否则为0。

(3)控制变量:为减少遗漏变量对模型的影响,参考已有文献的做法,本文分别选取企业和地区层面变量控制影响企业长期投资的因素。企业层面控制变量包括盈利能力(Roe)、财务杠杆(Lev)、现金持有水平($Cash$)、托宾Q值(Tq)、管理层持股($Manr$)、董事会规模($Board$)和两职合一($Dual$)。地区层面控制变量包括工业化水平($Industry$)、金融化水平($Finance$)、市场化水平($Market$)、基础设施水平(Inf)和地方财政支出(Gov)。

3. 样本选择与数据来源

市场准入负面清单制度于2016年、2017年相继试点,并于2018年12月在全国范围内展开。考虑到2020年公共卫生事件的影响,并且政策实施效果具有时间滞后性,因此,本文的样本区间截至2019年,^②并选取2010—2019年沪深A股上市企业作为研究样本。同时,本文对初始数据做如下处理:①为排除潜在的异常样本,剔除ST、*ST以及SST等状况异常的企业样本,并剔除会计指标异常及财务数据缺失的样本;②基于金融行业的特殊性和具有特殊的会计处理差异,剔除金融类企业样本;③考虑到样本期间企业归属地区的变化会影响政策识别,剔除注册地发生变化的企业样本;④为避免极端观测值的不利影响以及提高数据质量,对主要连续型变量做上下1%缩尾处理。本文涉及的企业层面主要数据通过国泰安(CSMAR)和万得(Wind)数据库获取。

四、实证分析

1. 基准回归

表1展示了市场准入管制放松与企业长期投资的基准回归结果,均采用企业层面聚类稳健标准误。其中,第(1)列是不考虑控制变量的回归结果;第(2)列是同时加入控制变量和固定效应的回归结果;第(3)列则是加入基期控制变量与时间趋势(T)交乘项的回归结果。结果发现,不论是否加

① 变量定义和描述性统计结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

② 考虑到市场准入负面清单制度自2019年在全国范围内全面推广,为进一步探讨制度在全面推行后是否仍然对企业长期投资具有提升作用,本文延长样本窗口期至2022年进行实证检验,结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

表 1 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Linvest</i>	<i>Linvest</i>	<i>Linvest</i>
<i>Open</i>	0.0070*** (3.4250)	0.0075*** (3.6090)	0.0048** (2.3337)
常数项	0.0528*** (95.7114)	0.5048** (2.3570)	0.0452 (1.1198)
控制变量	否	是	否
控制变量× <i>T</i>	否	否	是
个体/年份固定效应	是	是	是
N	16637	16637	16637
调整 R ²	0.3828	0.3953	0.3920

注: *、**和***分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平;括号内为 t 值;聚类标准误为企业层面。以下各表同。

入控制变量及其时间趋势交乘项,市场准入负面清单制度的政策变量(*Open*)系数均显著为正,表明市场准入管制放松能够促进企业长期投资。在经济意义上,以第(2)列结果为例,政策变量(*Open*)的估计系数为 0.0075,表明市场准入管制放松使得处理组企业相较控制组企业,其每增加 1 个标准差,长期投资水平相对于其平均值提升了 6.09%。据此,验证了假说 1。

2. 稳健性检验^①

(1)平行趋势检验。为确保模型估计的准确性,需验证其核心前提条件,即满足事前平行趋势假设。基于此,本文通过事件分析法进行平行趋势假设检验。结果表明,市场准入负面清单制度作为识别策略满足平行趋势假设。

(2)平行趋势敏感性分析。考虑到依赖处理前的趋势检验存在局限性,采用诚实双重差分方法(Honest DID),对违反平行趋势的敏感性进行检验分析,并在设置最大偏离度基础上检验政策处理后系数是否偏离该趋势。结果表明,系数估计具有较好的稳健性。

(3)安慰剂检验。为排除市场准入负面清单制度实施产生的处理效应偶然性,构建随机化的政策实施时点和处理组样本,并执行 500 次安慰剂测试。结果表明,估计系数均聚集于零值周围且呈正态分布特征,数值明显低于基准模型系数并无统计显著性,证实基准估计结果的稳健性。

(4)Goodman-Bacon 分解检验。考虑到交叠双重差分的应用中可能产生“坏”控制组问题,本文采用 Goodman-Bacon 分解检验方法,将原始的双重差分估计分解为所有可能的两两组比较,并分别计算其双重差分估计值。结果发现,双重差分估计的主体效应来源于从未受政策处理样本作为控制组,而可能带来偏误的以较早受政策处理个体为控制组的权重较小,说明本文使用交叠双重差分估计结果是可靠的。

(5)异质性处理效应。由于交叠 DID 中可能会存在异质性处理效应负权重问题,导致估计结果偏误,本文采用插补估计方法处理异质性问题。结果显示,回归系数依然显著为正。这说明,在考虑异质性处理效应引致的估计偏误后,市场准入管制放松能够促进企业长期投资,从而验证本文结论的稳健性。

(6)排除其他政策性干扰。为排除同期相关政策可能带来的干扰,本文从以下两个方面进行检验:①排除影响企业长期投资的其他政策干扰,如“宽带中国”战略、低碳城市试点以及公共数据开

^① 稳健性检验结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

放;②排除与市场开放相关的其他政策可能对研究结果的叠加影响,如自由贸易试验区建设和共建“一带一路”。结果发现,在模型中引入其他政策的虚拟变量以排除这些政策干扰后的估计结果与基准回归并无显著区别,验证了基准回归的稳健性。

(7)其他稳健性检验。为验证基准回归结果是否可靠,本文还使用了替换变量、变量维度分解、传统双重差分模型、PSM检验、控制行业一年份固定效应、剔除政策发生后上市样本、更换标准误差类层级和更换估计模型等方法进行稳健性检验。结果显示,这些均通过稳健性检验。

3.异质性分析^①

(1)地方保护主义。地方保护主义是制约企业长期投资战略实施的重要障碍。参考汪克亮等(2021)的做法,采用财政分权程度(即各地区人均财政收入与中央人均财政收入比值)衡量地方保护主义程度,并以企业所在地区财政分权程度中位数为基准,将样本分为地方保护主义程度较高和较低两组进行回归分析。结果表明,市场准入管制放松对企业长期投资的提升效应在地方保护主义程度较高的组别中显著,而在地方保护主义程度较低的组别中不显著。可能的原因是,对于地方保护主义较高地区,其原有的市场分割程度更严重,市场准入管制放松将打破长期形成的地方壁垒,能够产生更大的政策边际效应,政策转变的对比度将提高企业投资决策的响应强度。同时,这也将打破地方垄断结构、改善资源错配状况,为地方保护主义较高的企业创造更具竞争性的环境,扩大资源优化配置的空间,并向其传递政府深化市场化改革的可信承诺,降低企业所面临的政策风险和制度不确定性,增强投资环境的稳定性预期,从而促进企业长期投资。

(2)行业壁垒。行业壁垒的高低决定市场准入难度和差异化竞争,使得企业呈现不同的风险偏好和回报预期,进而影响企业投资决策。本文采用行业平均固定成本衡量行业壁垒,具体参考符大海和鲁成浩(2021)的做法,以行业平均的企业销售费用、财务费用和管理费用之和衡量行业固定成本,并以中位数进行分组。结果表明,市场准入管制放松对行业壁垒较高组别中企业长期投资的影响显著,而对行业壁垒较低组别中企业长期投资的影响不显著。可能的原因是,行业壁垒较高通常意味着较高的进入成本和竞争限制,当市场准入管制放松时,潜在竞争者的进入威胁增加,倒逼企业通过增加长期投资以维持竞争优势或抢占市场份额。同时,行业壁垒较高往往与资本密集型或技术密集型行业相关,市场准入管制放松通过降低政策不确定性,增强企业对未来收益的预期,从而激励其进行更多的长期投资。此外,高壁垒行业的在位企业通常具备更强的资源禀赋和融资能力,能够更有效地将政策红利转化为实际投资,从而对长期投资的提升作用更为显著。

(3)企业产权。民营企业是市场经济的重要主体之一。民营企业的投资环境面临较多制约因素,如更高的融资约束、市场壁垒和政策不确定性,并且民营企业与国有企业在发展基础、经营模式和政策环境等多方面存在显著差异。参考潘越等(2013)的做法,根据企业实际控制人的信息,将样本划分为中央国有企业、地方国有企业和民营企业,并分别进行回归。结果表明,市场准入管制放松使得民营企业长期投资显著提升,而对中央国有企业和地方国有企业长期投资作用不显著,说明市场准入管制放松对民营企业长期投资的提升作用更强。可能的原因是,市场准入管制放松意味着增强市场机制在资源配置中的作用,民营企业对市场信号更为敏感,具有更强的激励机制以及更大的自由度,能够更加迅速地识别并抓住市场机会,并使其能够进入新的行业和市场,做出灵活的投资决策。相比之下,国有企业的风险承担机制受限于任期考核目标等因素影响,通常难以在短期

^① 异质性分析结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

内迅速做出长期投资决策。

(4)企业风险承担能力。企业风险承担能力体现了企业应对外部冲击的韧性与适应能力,是决定企业能否持续推进长期投资战略的关键因素。参考何瑛等(2019)的做法,采用3年企业资产回报率(ROA)波动程度衡量企业风险承担能力,并根据年度中位数,将其分为风险承担能力较强和较弱两组样本进行实证检验。结果表明,市场准入管制放松对风险承担能力较弱企业的长期投资提升效应显著,而对风险承担能力较强企业的长期投资影响不显著。这可能是由于,风险承担能力较弱的企业对政策环境的波动性更为敏感,市场准入管制放松能够改变其投资激励结构与战略决策环境,降低风险弱势群体的风险评估偏差,形成稳定预期,并使其更愿意将有限资源集中于核心业务的长期投资,更愿意进行具有更长回报周期但潜在收益更高的资本投入。

(5)企业信息不对称程度。企业信息不对称是影响企业投资决策的重要因素。参考陈骏和徐捍军(2019)的做法,本文以修正后的琼斯(Jones)模型计算的盈余管理水平表征信息不对称程度,并按照年度中位数将其分为信息不对称程度较高和较低两组样本进行实证检验。结果表明,市场准入管制放松对信息不对称程度较高企业的长期投资提升效应显著,而对信息不对称程度较低企业作用不显著。可能的原因是,信息不对称程度较高企业在传统审批制下,其长期投资决策面临更严重的政策预期不确定性,市场准入管制放松能够有效降低企业的投资决策信息成本,规避政策不确定性,将更多资本配置到研发、设备更新等长期投资活动中,形成更稳定的长期投资。

五、机制检验

1.企业市场预期

市场准入管制放松通过增强市场透明度,降低企业与市场的信息摩擦,同时增强企业持续正面预期,提高对未来市场发展前景的积极判断,从而激励企业增加长期投资意愿和规模。因此,本文从企业信息摩擦和企业对政策的正面预期两个方面检验企业市场预期机制:①参考王海等(2024)的研究,采用经行业调整的销售费用率与财务费用率之和(*Trancost*)量化企业与市场间的信息摩擦;②参考聂辉华等(2020)、姜富伟等(2021)构建的表示经济政策的词表以及中文金融情感词典,通过文本挖掘对企业净正面管理者语调进行测度,^①并采用其3年滚动平均值表征企业持续性正面预期。具体公式如下:

$$\begin{aligned} Tone_{kt} &= \frac{(Positive_{kt} - Negative_{kt})}{(Positive_{kt} + Negative_{kt})} \\ Tone_long_{kt} &= \frac{Tone_{kt} + Tone_{kt-1} + Tone_{kt-2}}{3} \end{aligned} \quad (2)$$

其中, $Positive_{kt}$ 为*k*企业在*t*时期年报中经济政策正面语调词语数占总词语数的比重; $Negative_{kt}$ 为*k*企业在*t*时期年报中经济政策负面语调词语数占总词语数的比重; $Tone_{kt}$ 为净政策正面语调; $Tone_long_{kt}$ 为净政策正面语调3年滚动平均值,该指数越大,说明企业对政策预期更为积极、正面,企业对市场预期信心更强。

① 文本处理使用的2个词典包括经济政策词典和中文金融情感词典。在使用编程语言Python爬取时,规则为:如果一个句子中同时出现政府政策等内容相关的词和表示正面(负面)的词,则将其计为表示政策正面(负面)语调词语数量。

表2报告了企业市场预期机制的回归结果。由第(1)列结果可知,市场准入管制放松能够降低企业信息摩擦。由第(2)列结果可知,企业信息摩擦的降低能够促进企业长期投资。由第(3)列结果可知,市场准入管制放松能够提高企业对政策的正面预期。由第(4)列结果可知,企业正面预期增强能够促进企业长期投资。由此可见,市场准入管制放松对企业长期投资的影响能够通过增强企业市场预期实现。验证了假说2a。

表2 机制检验一:企业市场预期

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Trancost</i>	<i>Linvest</i>	<i>Tone_long3</i>	<i>Linvest</i>
<i>Open</i>	-0.0844*** (-2.8981)		0.0030* (1.7293)	
<i>Trancost</i>		-0.0039*** (-4.0379)		
<i>Tone_long3</i>				0.0386*** (2.7814)
常数项	-3.3903 (-1.0780)	0.4951** (2.3163)	-0.4161** (-2.2528)	0.2089 (0.9364)
控制变量	是	是	是	是
个体/年份固定效应	是	是	是	是
N	16637	16637	12463	12463
调整 R ²	0.6919	0.3956	0.2737	0.4210

2. 企业市场势力

本文选取企业所处行业的赫芬达尔—赫希曼指数(*HHI*)和体现市场势力的价格—成本边际指标(*PCM*)作为衡量企业市场势力的代理变量。参考吴昊旻等(2012)的做法,*PCM*采用折旧及息税前利润与销售额比值衡量。在实际计算过程中,折旧采用企业固定资产期末累计折旧衡量,息税前利润采用企业利润总额衡量,销售额采用企业营业收入衡量。企业市场势力机制的实证结果如表3所示。可以看出,第(1)、(3)列的政策变量系数均显著为负,表明市场准入管制放松能够降低市场准入壁垒,使更多的企业进入市场,整体市场竞争环境得以提升,进而降低企业市场势力。进一步,从第(2)、(4)列可知,市场势力降低能够促进企业长期投资,说明市场竞争环境将会激励企业长期投资行为,即市场势力降低能够有效促进企业长期投资。验证了假说2b。

3. 要素配置效率

本文从地区和企业两个层面衡量要素配置效率:①参考白俊红和刘宇英(2018)的做法,选取地区要素错配指数作为要素配置效率的反向代理指标,并对要素错配指数进行绝对值处理,将劳动要素错配指数和资本要素错配指数进行加权平均处理,得到相应指标(*Fac*);②借鉴Richardson(2006)的思想,通过构建包含企业规模、成长机会、盈利水平等变量的投资预测模型,①利用模型中的残差绝对值衡量资本配置偏离效率边界的程度,以反向表征企业层面要素配置效率(*Ineff*)。

① 被解释变量以固定资产净额与总资产比值作为企业投资指标,解释变量的具体指标包括企业总资产对数、总资产净利润率、营业收入增长率和股票收益率。

表 3 机制检验二:企业市场势力				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>HHI</i>	<i>Linvest</i>	<i>PCM</i>	<i>Linvest</i>
<i>Open</i>	−0.0087** (−2.2977)		−0.0173*** (−3.0128)	
<i>HHI</i>		−0.0112* (−1.9353)		
<i>PCM</i>				−0.0312*** (−4.8024)
常数项	−0.0968 (−0.2362)	0.5075** (2.3676)	0.8246 (1.3412)	0.5340** (2.5275)
控制变量	是	是	是	是
个体/年份固定效应	是	是	是	是
N	16637	16637	16637	16637
调整 R ²	0.7449	0.3946	0.8024	0.3969

表 4 汇报了要素配置效率机制的回归结果。其中,由第(1)、(2)列结果可知,政策变量和地区要素错配的系数均显著为负,说明从地区层面看,市场准入管制放松将促进各类要素能够在更广泛的市场范围内更加自由地流动和配置,优化地区间要素配置,并促进企业在更广泛的市场范围内进行长期投资。由第(3)、(4)列结果可知,政策变量和企业要素配置效率的系数均显著为负,说明市场准入管制放松能够提升企业要素配置效率,使企业更容易获得生产要素,并带来更多市场和技术合作机会,促进企业长期投资,从而验证了假说 2c。

表 4 机制检验三:要素配置效率				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Fac</i>	<i>Linvest</i>	<i>Ineff</i>	<i>Linvest</i>
<i>Open</i>	−0.0752*** (−18.3210)		−0.0044* (−1.6939)	
<i>Fac</i>		−0.0236*** (−3.4685)		
<i>Ineff</i>				−0.0689*** (−5.8693)
常数项	−3.9575*** (−10.1575)	0.4143* (1.9272)	0.1040 (0.3593)	0.5156** (2.4026)
控制变量	是	是	是	是
个体/年份固定效应	是	是	是	是
N	16637	16637	16637	16637
调整 R ²	0.9568	0.3953	0.5460	0.3976

六、进一步讨论：耐心资本的形成

2024 年 4 月召开的中共中央政治局会议提出,要壮大耐心资本;同年 7 月,党的二十届三中全会强调,要发展耐心资本。此后,学者们从不同角度阐释耐心资本内涵,对此普遍形成共识,认为耐

心资本强调长期导向,注重长期回报而不追求短期收益,具有较高的风险承担能力和不受市场短期波动的干扰,关注社会效益和更高的失败包容度。可以看出,耐心资本的核心要义在于摒弃短期收益最大化导向,建立在长期价值积累基础之上,表现出对系统性与非系统性风险的较高耐受阈值,从而实现资本的稳健增值与可持续收益。耐心资本与追求短期套利和快速回报的短期资本不同,并且相较于一般的长期资本,不仅体现在持有周期上,还强调对风险的较高承受能力、对市场短期波动的忍耐以及对投资长期发展的坚定信心。因此,耐心资本是一种多维度考量的特定资本形式,其内涵主要包括三个方面:①从稳定性看,耐心资本通过长期持有的承诺、审慎的投资决策与长期眼光以及对企业的深度参与,形成应对市场波动的定力,即使在市场剧烈震荡时期依然保持投资定力,为支撑企业和经济的稳定发展提供强大动力源;②从战略性看,耐心资本的投资决策高度契合国家战略导向和企业发展规划,是建立在对未来趋势的科学预判和对市场变化的深刻理解基础上的战略性资本形式;③从能动性看,耐心资本不仅是资金提供方,也是企业长期合作伙伴、管理者和战略顾问,积极参与企业战略决策和价值创造过程,对被投资企业精心培育,同心成长(洪银兴和姜集闯,2024)。

企业长期投资是企业基于长期视角的投资行为决策,代表着企业长期战略性规划和未来发展潜力,能够吸引偏好长期回报的投资者和同样具有长期投资目标的资本,促进形成具有长期导向和战略发展特征的耐心资本。为考察市场准入负面清单制度引致的企业长期投资是否促进耐心资本的形成,本文借鉴王茂斌等(2024)的做法,构建如下模型:^①

$$Pc_{kt+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \gamma_{Linvest} t_{kt} + \delta X_{kt} + \sigma_k + \mu_t + \varepsilon_{kt} \quad (3)$$

其中, Pc 为耐心资本指数; $\gamma_{Linvest}$ 由基准回归中的系数求得,表示市场准入管制放松引致的企业长期投资提升效应; X 为可能影响耐心资本形成的控制变量集合^②。由于政策实际产生的经济后果往往具有滞后性,对解释变量做滞后一期处理。

关于耐心资本指标的测度,本文结合耐心资本的内涵,在借鉴姜中裕和吴福象(2024)的做法基础上,对战略型股权(Seo)、稳定性股权(Seq)和关系型债务(Rdb)三个指标进行标准化处理(均为正向指标),并采用主成分分析法计算得到耐心资本指数(Pc)。其中,战略型股权采用长期机构投资者持有比例衡量,具体做法是:通过对机构投资者半年度买卖股票总资产的平均换手率进行排序,将换手率最低的组别标识为长期机构投资者,计算其持有股票总量与企业流通股总量之比,得到长期机构投资者持股比例。稳定性股权指标采用企业机构投资者持股比例除以该企业前3年持股占比的标准差得到的比值衡量,该比值反映了投资者对企业长期发展的信心水平,进而揭示了股权的稳定性。关系型债务强调与企业的长期合作关系,采用企业长期负债与负债总额的比值衡量。

表5第(1)、(2)列分别报告了是否加入控制变量下市场准入管制放松引致的企业长期投资与耐心资本的回归结果。可以看出,市场准入管制放松引致的企业长期投资 $\gamma_{Linvest}$ 与耐心资本的回归系数均显著为正。由第(2)列可知,市场准入管制放松引致的企业长期投资每提高1个单位,将促进耐心资本提高0.8592个单位,说明由市场准入管制放松引致的企业长期投资提升能够对耐心资本的形成产生积极影响,推动耐心资本的积累。

① 考虑到模型可能存在潜在的内生性,本文对式(3)做工具变量的内生性检验,具体结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

② 在基准回归基础上,考虑耐心资本特征,进一步纳入企业年龄、企业规模及高管金融背景等控制变量。

表 5 市场准入管制放松引致的企业长期投资与耐心资本

变量	(1)	(2)
	P_c	P_c
$\gamma_{Linvest}$	0.8001* (1.8790)	0.8592** (2.0619)
常数项	0.0758*** (139.7055)	0.7425* (1.9255)
控制变量	否	是
个体/年份固定效应	是	是
N	11658	11658
调整 R ²	0.5971	0.6099

在此基础上,本文进一步探讨市场准入管制放松引致的企业长期投资促进耐心资本形成的机制。市场准入管制放松带来企业长期投资的提升能够推动企业“脱虚向实”,培育形成耐心资本。市场准入管制放松将增强市场竞争充分性和竞争性,优化资源配置效率,从而提升企业长期投资,将资源投入到生产性资产、市场扩展和研发创新等实体经济领域,能够有效减少企业金融化,促进企业从短期金融收益转向长期竞争力,推动企业“脱虚向实”,专注实体投资。具体看,随着市场准入壁垒降低,企业增加长期投资能够强化企业在实体经济领域的资本积累,增强其实业基础并形成市场竞争优势,有助于促进其在实业领域的可持续发展。同时,市场准入管制放松激励企业减少短期主义倾向,引导企业资源配置向实体产业倾斜。长期投资通常涉及更高的沉没成本和回报周期,这促使企业更加重视实业领域的长期回报,而非短期的金融收益。企业在实体领域投资的增加需要大量长期资金的注入,这类资金在投资过程中积累并形成实际资产,促使资金的长期积累和增值,从而促进耐心资本的形成。进一步地,当市场准入管制放松使更多企业将资本用于实业投资时,资本流入实体产业所带来的生产力提升和长期回报促进经济体系“脱虚向实”,能够减少对短期投机性金融活动的依赖,进而壮大和发展耐心资本。

市场准入管制放松带来企业长期投资的提升能够增加投资者对企业未来表现的信心,促进耐心资本发展。一方面,市场准入管制放松使得企业倾向于长期投资,能够为投资者提供清晰的战略方向,增强透明性与可预测性;另一方面,企业能够逐步积累技术优势、市场份额和品牌影响力等,提高其应对市场波动的韧性,使投资者更有信心长期持有,增强投资者与企业的信任关系。当更多企业注重长期投资并转向实体领域时,市场对长期投资回报的认知逐步增强,资本市场的整体信心得到提升,倾向于投入更多资本追求长期回报,促进耐心资本的形成和发展。

为考察市场准入管制放松引致的企业长期投资对耐心资本的作用渠道,构建以下计量模型:

$$\begin{aligned} VTR_{kt+1}/IC_{kt+1} &= \alpha_2 + \beta_2 \gamma_{Linvest}_{kt} + \delta X_{kt} + \sigma_k + \mu_t + \varepsilon_{kt} \\ PC_{kt+1} &= \alpha_3 + \beta_3 VTR_{kt+1}/IC_{kt+1} + \delta X_{kt} + \sigma_k + \mu_t + \varepsilon_{kt} \end{aligned} \quad (4)$$

其中, VTR_{kt} 为企业“脱虚向实”程度,参考郭飞等(2022)的做法,通过比较企业当年与上一年的实业资产投资率和金融资产投资率变化衡量“脱虚向实”程度;^① IC_{kt} 为投资者信心,参考李宾等

① 企业实业资产投资率采用固定资产、在建工程、工程物资、生产性生物资产、油气资产、无形资产、开发支出、长期待摊费用的净额之和除以总资产衡量;企业金融资产投资率采用交易性金融资产、买入返售金融资产、发放贷款及垫款、可供出售金融资产、衍生金融工具、投资性房地产和持有至到期投资净额的总和除以总资产衡量。若企业当年相较于上一年的实业资产投资率上升,且金融资产投资率下降, $VTR=(\text{实业资产投资率上升绝对值}+\text{金融资产投资率下降绝对值})\times 100\%$;若企业本年度的实业资产投资率下降,且金融资产投资率上升,则 $VTR=-(\text{实业资产投资率下降绝对值}+\text{金融资产投资率上升绝对值})\times 100\%$ 。

(2021)的做法,采用企业营业收入增长率、每股收益增长率、机构投资者持股比例、年度平均换手率与市净率五个指标,使用主成分分析法得到投资者信心指数。其他变量与式(3)相同。

表6报告了市场准入管制放松引致的企业长期投资促进耐心资本形成机制的回归结果。可以看出,市场准入管制放松带来的企业长期投资提升对“脱虚向实”和投资者信心的回归系数分别在10%和5%的水平上显著为正,且企业“脱虚向实”和投资者信心对耐心资本的回归系数均显著为正。以上实证结果说明,市场准入管制放松带来的企业长期投资提升效应有助于企业“脱虚向实”和增强投资者信心,进而促进耐心资本的形成。

表6 市场准入管制放松引致的企业长期投资促进耐心资本形成机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	VTR	Pc	IC	Pc
γ_{Invest}	0.9014* (1.9337)		1.1621** (2.1430)	
VTR		0.0143* (1.7175)		
IC				0.0559*** (8.3886)
常数项	0.4923 (1.5508)	0.7443* (1.9299)	0.9001* (1.8667)	0.7005* (1.8278)
控制变量	是	是	是	是
个体/年份固定效应	是	是	是	是
N	11658	11658	11658	11658
调整R ²	0.0347	0.6097	0.2884	0.6139

七、结论与启示

市场准入负面清单制度作为一种“法无禁止即可准入”的管理模式,为市场主体提供明确的边界指引和透明的准入标准,能够对企业投资决策产生影响。本文在理论分析市场准入管制放松对企业长期投资的影响基础上,以市场准入领域实施的负面清单管理制度为准自然实验,利用2010—2019年沪深A股上市企业面板数据,构建交叠双重差分模型做实证检验,并进一步分析耐心资本的形成机制。结果发现,市场准入管制放松能够有效促进企业长期投资提升,该结论在经过一系列稳健性检验后仍然成立。异质性分析发现,市场准入管制放松对企业长期投资的提升作用在地方保护主义程度较高组别、行业壁垒较高组别、民营企业、风险承担能力较弱企业和信息不对称程度较高企业中显著。作用机制分析发现,市场准入管制放松主要通过增强企业市场预期、降低企业市场势力和优化要素配置效率三条渠道促进企业长期投资。进一步对耐心资本形成的分析发现,市场准入管制放松引致的企业长期投资提升效应,能够有效促进企业“脱虚向实”和增强投资者信心,进而促进耐心资本的形成。基于以上研究结论,本文得到如下政策启示:

(1)加快完善市场准入领域制度建设,进一步激发企业长期投资动力。本文的研究结论表明,市场准入管制放松能够有效促进企业长期投资。为此,应优化市场准入管制政策设计,明确和统一市场准入条件,减少区域间政策差异,降低企业制度性交易成本;进一步开放服务业、高技术制造业

等领域,适时将新业态新领域纳入负面清单,增强企业长期投资信心;根据行业发展需求与变化趋势,动态调整市场准入负面清单,保持政策的灵活性和前瞻性。同时,强化政策执行的透明性和公平性。推进“放管服”改革,减少不必要的行政审批程序,建立高效、便捷的市场准入服务体系;建立统一的数据公开平台,确保市场准入政策透明易得,减少企业信息不对称和政策性成本;定期对市场准入负面清单制度执行效果进行评估,确保实施的公平性和一致性。此外,进一步完善市场基础性制度和配套支持政策,加强政府引导和构建企业长期投资激励机制,增强政策与企业需求的匹配度,构建和完善适于促进企业长期投资的综合配套体系。

(2)充分发挥增强企业市场预期、降低市场势力和优化要素配置效率等机制作用,畅通促进企业长期投资的传导渠道。为提高企业市场预期,应通过建立政策渐进调整机制、完善解读指引以及增强政策稳定期信号,提升政策透明度与可预见性,使企业能够基于稳定预期进行长期投资决策;应构建常态化政企沟通机制,实现政策信息的双向流通,降低信息不对称带来的预期偏差;通过跨部门协同、制定长期规划及建立连贯性评估机制以增强政策连贯性与协调性,完善风险补偿与适应机制以期在制度层面为企业预期管理提供缓冲空间。为促进市场竞争,应加强对市场中存在的垄断行为或过度集中的市场势力监管,防止市场势力挤压中小企业的生存空间,保障所有企业的平等参与;设立跨区域市场监管合作机制,制定完善的竞争政策体系,确保负面清单实施后市场资源配置更高效公正。为提高要素配置效率,应推进要素市场尤其是数据要素市场的改革,促进要素自由流动,破除阻碍要素流动的体制障碍;加快基础设施一体化建设,构建支持企业长期投资的生态系统。

(3)在深入实施市场准入负面清单制度时,根据其对企业长期投资影响的区域、行业和个体层面异质性,细化针对不同类型的差异化政策。就区域层面异质性而言,对于地方保护主义程度较高地区,应采取措施促进该地区市场一体化程度,强化地方政府绩效考核中市场开放度的权重;建立跨区域协调机制,确保准入负面清单在各地统一执行,消除地方隐性壁垒;对于率先打破地方保护主义的区域,应给予政策倾斜。针对行业层面异质性,对于壁垒较高的行业,制定阶段性目标和时间表,在保障安全和质量的前提下,逐步放宽准入条件;同时,完善配套支持政策,通过制定行业标准、提供专业培训等方式,帮助企业适应开放环境下的竞争与发展。此外,建立健全市场准入负面清单执行情况的评估和反馈机制,定期监测不同类型企业不同行业和区域的投资变化,及时调整优化政策实施方案,最大化市场准入管制放松对企业长期投资的提升效应。对于个体层面异质性,应重点关注民营企业发展,深入市场准入改革,简化民营企业准入手续和流程;建立分级分类的企业扶持机制,对民营企业给予税收优惠、融资支持和技术创新补贴,激发其长期投资潜力;完善国有企业的风险承担和考核机制,以发挥市场准入管制放松对长期投资的提升作用。对于企业层面异质性,需要构建分层次风险补偿机制和差异化财税政策,缓解弱势企业的投资压力;建立信息服务平台和政企沟通渠道,有效减轻信息不对称问题;动态优化清单内容并增强政策可预期性,降低制度性交易成本;完善知识产权保护 and 行业标准体系,为企业长期投资提供稳定预期。

(4)引导市场主体加强实体投资,增强投资者未来信心,发展耐心资本。通过强化稳定性股权、战略型股权和关系型债务促进耐心资本的发展。政府通过政策引导和支持促使企业吸引长期战略投资者;推动企业强化股权激励和合作机制,鼓励长远战略目标的共同发展;设立担保基金、出台监管政策等,促进债务融资的长期化与灵活性,推动银行等金融机构与企业建立长期的资金合作关系;建立长期投资的科学评价体系,促进机构投资者掌握被投资企业的长期价值,形成长期投资理念,促进耐心资本的发展。完善政策激励机制,支持长期性实体投资。政府可以为长期持有企业股票或资产的投资者提供税收减免或延迟税收征收的政策,降低短期投资的吸引力,鼓励资本向长

期、实体产业领域流动;加大对高技术产业、基础设施项目以及战略性新兴产业的优惠政策和研发补贴,促进企业加大长期战略投资力度;设立专项产业基金或发展基金,通过政府引导资金、私人资本参与等方式支持长期投资。优化资本市场环境,增强市场透明度,提升投资者信心。通过推进股权分置改革、优化企业上市制度、鼓励长期投资者持股等方式,促进资本市场的稳定和健康发展;鼓励企业发布可持续发展报告,加强信息披露制度,增强投资者信心;强化金融监管,规范债券市场,优化长期投资市场环境,建立长期稳定的投资机制,为培育发展耐心资本提供更好的投资机会和条件。此外,应有效引导耐心资本和新质生产力的协同发展方向,优化各类规则、政策和执行体系,着力稳定和提振资本市场信心,充分调动各类主体积极性,以政策定力激发耐心资本活力,不断发展壮大耐心资本,为经济高质量发展提供稳定的资本保障。

未来的改进方向:①扩大样本探究范围。后续研究可尝试纳入非上市企业数据,通过识别和量化其长期投资决策因素,更加全面评估市场准入管制放松对不同类型企业长期投资行为的差异化影响。②深化政策效应的动态分析。后续研究可以聚焦市场准入负面清单不同版本间具体领域和行业准入门槛的调整变化,深入剖析政策实施的长期动态效应,为政策优化提供更具针对性的决策依据。

〔参考文献〕

- 〔1〕白俊,袁勋,乔君.放松市场准入管制与企业跨地区投资——基于负面清单制度试点的准自然实验[J].财经研究,2024,(4):64-78.
- 〔2〕白俊红,刘宇英.对外直接投资能否改善中国的资源错配[J].中国工业经济,2018,(1):60-78.
- 〔3〕陈骏,徐捍军.企业寻租如何影响盈余管理[J].中国工业经济,2019,(12):171-188.
- 〔4〕符大海,鲁成浩.服务业开放促进贸易方式转型——企业层面的理论和经验[J].中国工业经济,2021,(7):156-174.
- 〔5〕郭飞,马睿,谢香兵.产业政策、营商环境与企业脱虚向实——基于国家五年规划的经验证据[J].财经研究,2022,(2):33-46.
- 〔6〕郭冠男,李晓琳.市场准入负面清单管理制度与路径选择:一个总体框架[J].改革,2015,(7):28-38.
- 〔7〕何瑛,于文蕾,杨棉之.CEO复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J].中国工业经济,2019,(9):155-173.
- 〔8〕洪银兴,姜集闯.培育和壮大耐心资本推动新质生产力发展[J].经济学家,2024,(12):5-14.
- 〔9〕胡楠,薛付婧,王昊楠.管理者短视主义影响企业长期投资吗?——基于文本分析和机器学习[J].管理世界,2021,(5):139-156.
- 〔10〕姜富伟,孟令超,唐国豪.媒体文本情绪与股票回报预测[J].经济学(季刊),2021,(4):1323-1344.
- 〔11〕姜中裕,吴福象.耐心资本、数字经济与创新效率——基于制造业A股上市公司的经验证据[J].河海大学学报(哲学社会科学版),2024,(2):121-133.
- 〔12〕金钊,谢晨裕,王曦.同业市场波动、银行信贷与企业长期投资[J].管理世界,2024,(8):177-199.
- 〔13〕李宾,彭牧泽,杨济华,曾雅婷.雾霾降低了企业投资者信心吗——基于Ohlson模型的检验[J].会计研究,2021,(10):97-107.
- 〔14〕李万福,林斌,宋璐.内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制[J].管理世界,2011,(2):81-99.
- 〔15〕聂辉华,阮睿,沈吉.企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置[J].世界经济,2020,(6):77-98.
- 〔16〕潘越,王宇光,戴亦一.税收征管、政企关系与上市公司债务融资[J].中国工业经济,2013,(8):109-121.
- 〔17〕申志轩,祝树金,文茜,汤超.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.
- 〔18〕孙伟增,张柳钦,万广华,王傲.政务服务一体化对资本流动的影响研究——兼论政府在全国统一大市场建设中

- 的作用[J].管理世界,2024,(7):46-68.
- [19]谭小芬,张文婧.经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析[J].世界经济,2017,(12):3-26.
- [20]万海远,张尉,陈基平,辛柯均.税收政策支持与企业预期转变[J].经济研究,2024,(4):24-42.
- [21]万良勇.法治环境与企业投资效率——基于中国上市公司的实证研究[J].金融研究,2013,(12):154-166.
- [22]汪克亮,赵斌,丁黎黎,吴戈.财政分权、政府创新偏好与雾霾污染[J].中国人口·资源与环境,2021,(5):97-108.
- [23]王海,叶帅,尹俊雅.公共数据开放如何提振企业有效投资——基于产能利用视角[J].中国工业经济,2024,(8):137-153.
- [24]王菁,程博.外部盈利压力会导致企业投资不足吗?——基于中国制造业上市公司的数据分析[J].会计研究,2014,(3):33-40.
- [25]王茂斌,叶涛,孔东民.绿色制造与企业环境信息披露——基于中国绿色工厂创建的政策实验[J].经济研究,2024,(2):116-134.
- [26]王雄元,徐晶.放松市场准入管制提高了企业投资效率吗?——基于“市场准入负面清单”试点的准自然实验[J].金融研究,2022,(9):169-187.
- [27]吴昊旻,杨兴全,魏卉.产品市场竞争与公司股票特质性风险——基于我国上市公司的经验证据[J].经济研究,2012,(6):101-115.
- [28]张成思,张步县.中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J].经济研究,2016,(12):32-46.
- [29]张宽,雷卓骏,李后建.市场准入管制与企业全要素生产率:来自负面清单的证据[J].世界经济,2023,(5):152-176.
- [30]赵勇,马珍妙.营商环境对企业长期投资决策的影响[J].改革,2023,(9):110-128.
- [31]Aghion, P., R. Burgess, S. J. Redding, and F. Zilibotti. The Unequal Effects of Liberalization: Evidence from Dismantling the License Raj in India[J]. American Economic Review, 2008, 98(4): 1397-1412.
- [32]Badertscher, B., N. Shroff, and H. D. White. Externalities of Public Firm Presence: Evidence from Private Firms' Investment Decisions[J]. Journal of Financial Economics, 2013, 109(3): 682-706.
- [33]Bloom, N., M. Draca, and J. Van Reenen. Trade Induced Technical Change? The Impact of Chinese Imports on Innovation, IT, and Productivity[J]. Review of Economic Studies, 2016, 83(1): 87-117.
- [34]Davies, H., and P. Ellis. Porter's Competitive Advantage of Nations: Time for the Final Judgement[J]. Journal of Management Studies, 2000, 37(8): 1189-1214.
- [35]Deng, L., P. Jiang, S. Li, and M. Liao. Government Intervention and Firm Investment[J]. Journal of Corporate Finance, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.07.002>, 2020.
- [36]Gupta, P. D., S. Guha, and S. S. Krishnaswami. Firm Growth and Its Determinants[J]. Journal of Innovation and Entrepreneurship, <https://doi.org/10.1186/2192-5372-2-15>, 2013.
- [37]Holmstrom, B., and J. Tirole. Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector[J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(3): 663-691.
- [38]Khan, M. A., X. Qin, K. Jebran, I. Ullah. Uncertainty and R&D Investment: Does Product Market Competition Matter[J]. Research in International Business and Finance, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101167>, 2020.
- [39]Kim, J., K. Yunhee, G. Noel, L. Romain, K. Yeonbae, D. Flacher. Access Regulation and Infrastructure Investment in the Mobile Telecommunications Industry[J]. Telecommunications Policy, 2011, 35(11):907-919.
- [40]North, D. C. Institutions, Institutional Change and Economic Performance[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- [41]Pan, C., Y. Huang, and L. Jin. Market Entry Deregulation and Corporate Vertical Specialization: Evidence from China[J]. Economic Modelling, <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106534>, 2023.
- [42]Richardson, S. Over-Investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, (11): 159-189.
- [43]Wernerfelt, B. A Resource-based View of the Firm[J]. Strategic Management Journal, 1984, (5): 171-180.

Market Access Deregulation and Corporate Long-term Investment: On the Formation of Patient Capital

YANG Ren-fa, LU Yao

(School of Economics, Anhui University)

Abstract: Corporate long-term investment is crucial for fostering the high-quality development of the real economy and is essential for cultivating new quality productive forces within firms. However, significant uncertainties, stemming from implicit market barriers, volatile supply-demand structures, opaque compliance costs, and misallocation of capital returns, often lead firms to favor short-term projects over long-term investments. The Negative List for Market Access policy, a pivotal institutional reform, aims to mitigate these uncertainties. By clearly defining prohibited and restricted sectors for market entry, it effectively reduces market uncertainty, optimizes the investment environment, and stimulates investment vitality across all market entities.

Using a sample of A-share listed companies in China, this study treats the implementation of the Negative List for Market Access as a quasi-natural experiment of market entry deregulation and employs a staggered difference-in-differences (SDID) model to identify the causal effect of this deregulation on corporate long-term investment. The findings indicate that market access deregulation has a significant positive impact on corporate long-term investment, a result that remains robust across multiple tests. Heterogeneity analysis reveals that the positive effect on long-term investment is more pronounced for firms in regions with greater local protectionism, in industries with higher entry barriers, for private enterprises, for firms with lower risk-bearing capacity and higher degrees of information asymmetry. Mechanism analysis suggests that market access deregulation stimulates long-term investment by enhancing firms' market expectations, reducing their market power, and improving factor allocation efficiency. Further analysis shows that the increase in long-term investment induced by deregulation effectively encourages firms to shift from financial speculation to real-sector activities (de-financialization) and boosts investor confidence, thereby fostering the formation of patient capital.

This paper makes several marginal contributions to existing literature. First, it expands the scope of evaluation for market entry deregulation by focusing on its long-term effects on corporate investment. Second, it enriches relative literature on corporate long-term investment by examining the mechanisms from the perspectives of market completeness and fairness. Finally, this paper clarifies the relationship between dismantling market entry barriers and corporate investment, offering a deeper understanding of the synergy between an "efficient market and active government". Additionally, it provides theoretical support for developing a market-led endogenous growth mechanism for investment and cultivating patient capital.

Based on these findings, this paper proposes the following policy implications. First, the government should continue to deepen market access reforms by establishing a more open and transparent system to create a favorable institutional environment for long-term corporate investment. Second, policymakers should fully leverage the identified mechanisms to strengthen the transmission channels that promote long-term investment. Third, when implementing the Negative List for Market Access policy, targeted support measures should be tailored for different types of firms, considering the heterogeneous effects observed across regions, industries, and firm characteristics. Fourth, market entities should be guided to increase their investment in the real economy and bolster investor confidence, which will facilitate the development of patient capital.

Keywords: market access deregulation; corporate long-term investment; quasi-natural experiment; patient capital

JEL Classification: O38 D22 D25

[责任编辑:崔志新]