

# 企业集团的资本要素异地配置与 投资效率优化研究

## ——基于全国统一大市场建设的新时代情境

胡芊芊<sup>1</sup>, 马新啸<sup>2</sup>, 栗宇丹<sup>3</sup>, 汤泰劼<sup>3</sup>

(1. 浙江大学 管理学院, 浙江 杭州 310058; 2. 中国海洋大学 管理学院/中国企业营运资金管理  
研究中心, 山东 青岛 266100; 3. 北京大学 光华管理学院, 北京 100871)

**摘要:**在双循环格局和全国统一大市场建设的新时代背景下,跨区域配置要素构成微观企业能否抓住发展机遇的关键选择。文章研究中国企业集团的资本要素异地配置对其整体投资效率的影响作用,研究发现:借助全国统一大市场的制度红利,企业集团的资本异地配置能够提升子公司层面的现金资源使用成效,从而对集团整体投资效率产生优化作用,具体表现为弥补投资不足和抑制投资过度;进一步研究发现,前述影响作用在集团内部信息流动通畅、内部管控水平较高以及金字塔结构较为扁平的情况下更加明显,而资本要素异地配置最终有助于提升集团整体的市场价值和生产能力。研究表明我国企业实施跨区域投资能够更好地融入以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局,这不仅有力支持党的二十大报告中“构建全国统一大市场”的改革方向,而且为双循环下我国企业集团更好地融入全国统一大市场以优化资本投资效率提供了实现路径。

**关键词:**全国统一大市场;资本要素异地配置;异地子公司;投资效率优化;过度投资;投资不足

中图分类号:F202 文献标识码:A 文章编号:1009-0150(2022)06-0018-14

### 一、引言

近年来,在加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的时代背景下,如何更好地以要素市场化配置促进我国微观企业的高质量发展,成为决策高层、社会实践以及学术研究领域共同关注的话题。一般而言,微观企业设立异地子公司成为其资本要素跨区域配置的主要实现形式,这不仅有助于其紧抓瞬息万变的发展机遇和提升核心竞争力,而且对不同地区优势互补和宏观经济社会高质量发展产生积极影响(曹春方等,2015;朱凯等,2019)<sup>①</sup>。2020年4月,习近平总书记在中央财经委员会第七次会议上论述国家中长期经济社会

收稿日期:2022-06-24

基金项目:国家自然科学基金重大项目(71790603)。

作者简介:胡芊芊(1997—),女,湖南邵阳人,浙江大学管理学院博士研究生;

马新啸(1993—),男,山东济宁人,中国海洋大学管理学院、中国企业营运资金管理研究中心副教授(通讯作者);

栗宇丹(1996—),女,山西临汾人,北京大学光华管理学院博士研究生;

汤泰劼(1993—),男,江苏苏州人,北京大学光华管理学院博士研究生。

<sup>①</sup>曹春方等(2015)指出我国制造业上市公司的子公司中超过四成在不同于母公司所在地的省份设立。

发展战略若干重大问题,明确指出要加快构建“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。2022年10月,习近平总书记在党的二十大报告中进一步指出要“构建全国统一大市场,深化要素市场化改革,建设高标准市场体系”。由此,以全国统一大市场为基础支撑的新发展格局为我国企业集团跨区域配置资本要素和发展壮大提供了良好的制度基础与时代机遇。在此情况下,我国企业集团能否借助全国统一大市场的制度红利来跨区域有效配置资源和实现高质量发展,已然成为在国家治理层面十分重要的研究话题。

针对企业集团异地配置资本经济后果的学术研究,国内外学者主要从成员企业之间委托代理问题及信息不对称的理论出发,指出异地子公司设置对集团整体的盈余管理活动(Shi等,2015;李彬等,2019)、内部控制质量(万红波和贾韵琪,2018)、社会责任承担(Shi等,2017)、股票市场回报(Garcia和Norli,2012)、管理决策(Landier等,2009)以及资本市场价值(Gao等,2008;李彬,2015)产生消极影响。然而,前述研究所采用的理论视角有所局限,亦鲜见对新时代中国特色社会主义的改革成就给予相应的关注,因此未能考虑当前全国统一大市场建设对企业集团异地配置资本成效的积极影响,这也导致其早期的研究结论可能偏离我国企业的发展实际。具体而言,全国统一大市场建设使得资本要素跨区域配置的流动成本降低、生产效率提升,我国企业集团在总部所在地以外的其他地区设置子公司并实际运营,能够更敏锐地感知当地市场变化,捕捉投资机遇,从而及时调整、优化集团整体的投资决策与行为,防止不同区域间信息流通不畅造成的投资机会流失现象,这在双循环格局和全国统一大市场建设下尤为重要。事实上,信息不对称引发的道德风险和逆向选择构成企业投资非效率的主要形成动因(Biddle等,2009),在企业投资机会有限的现实环境下,其在单一区域经营多年更易受到当地资源禀赋限制并加剧代理问题,进而在忽视外地投资机会的情况下错失发展机遇(张会丽和陆正飞,2012)。相对而言,在全国统一大市场的制度红利下,更高效率的资本异地配置有助于拓宽企业集团整体的经营边界,异地子公司能够更有效地获取当地投资信息和运用自有资源,从而优化集团整体的投资效率,有助于更好地应对市场分割和改善经营业绩(朱凯等,2019)。

2022年3月,中共中央、国务院发布《关于加快建设全国统一大市场的意见》,从全局和战略高度对加快建设全国统一大市场提出系统、全面的新时代要求,指出要“加快建立全国统一的市场制度规则,打破地方保护和市场分割,打通制约经济循环的关键堵点,促进商品要素资源在更大范围内畅通流动,加快建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场,全面推动我国市场由大到强转变,为建设高标准市场体系、构建高水平社会主义市场经济体制提供坚强支撑”。在此背景下,全国统一大市场建设能够实现区域间信息、交通、规章制度等方面的高标准联通,有效提升资本要素跨区域配置的市场化流动及生产效率,从而对我国企业集团的整体投资成效产生优化作用。因此,本文通过手工收集整理并核对上市公司在异地设置子公司的细致数据,基于加快建设全国统一大市场的制度情境,研究中国企业集团的资本要素异地配置对其整体投资效率的作用。本文发现:借助全国统一大市场的制度红利,企业集团的资本异地配置能够提升子公司层面的现金资源使用成效,从而对集团整体投资效率产生优化作用,具体表现为弥补投资不足和抑制投资过度;进一步研究发现,前述影响作用在集团内部信息流动通畅、内部管控水平较高以及金字塔结构较为扁平的情况下更加明显,而资本要素异地配置最终有助于提升集团整体的市场价值和生产能力。

本文可能的研究贡献在于:第一,基于全国统一大市场建设的新时代情境,理论分析并实证检验了企业集团异地配置资本的投资效率优化路径,拓展了现有的从代理问题及信息不对称角度探讨企业集团经济后果的研究边界。具体地,既有针对企业集团异地发展经济后果的文

献指出,资本要素的异地分布会因地理距离扩张而加剧集团内部的信息不对称程度,由此造成的代理问题最终导致财务信息质量、社会责任承担、股票市场回报以及资本市场价值等方面的消极后果(Gao等,2008;Shi等,2017)。然而,新时代中国特色社会主义具有不同于西方国家的独特制度情境,特别地,在近年来逆全球化思潮涌现、新冠肺炎疫情滞留不去等严峻挑战下,全国统一大市场建设的制度红利尤为重要,企业跨区域设置子公司有助于分散投资组合风险,不仅能够有效避免不定期贸易停滞、新常态下疫情防控导致的供应链断裂问题,而且能够充分发挥双循环下拓宽国内市场的良好效果。第二,从跨区域设置子公司的视角出发,研究企业集团如何借助全国统一大市场来实现资本异地配置的投资效率优化成效,从而拓展了微观企业投资效率影响因素的学术研究。一般地,企业投资效率受到代理成本和融资约束的基础性影响,但在现实投资机会有限的情况下,企业能否及时获取投资信息和规避投资风险对其投资决策的成败至关重要。具体到企业集团的跨区域经营上,异地董事、异地商会等内外部公司治理机制均有助于企业跨区域抓住发展机遇(刘春等,2015;曹春方和贾凡胜,2020),但也可能因集团内部的现金分散而加剧过度投资和降低整体投资效率(张会丽和陆正飞,2012)。基于此,本文聚焦集团内部资本要素异地配置,研究发现集团在全国统一大市场影响下设置异地子公司能够更好地分散投资风险和抓住发展机遇,从而优化其整体投资效率。

## 二、理论分析与假设提出

企业集团是构成世界范围内盈利性经济组织的重要组织形式,而其能否有效创造价值和实现高质量发展受到其整体投资效率的深刻影响。针对企业集团如何影响其投资效率,现有文献主要从母公司与子公司之间的集团资源分配视角进行研究,大体发现集团化经营相较于独立企业有助于改善整体投资效率。一方面,企业集团拥有的内部资本市场能有效缓解成员企业之间的委托代理问题,从而帮助集团成员更好地抓住投资机会和弥补投资不足,更好地应对外部资金成本骤升并及时调整投资行为(Yan等,2010);另一方面,集团控制能有效整合内部资源并引导其流向具备更好投资机会的成员企业,从而整体上提升投资效率(Stein,1997;辛清泉等,2007)。此外,集团的成员企业之间可通过互相担保等方式缓解各自的融资约束现象(Shin和Park,1999;潘红波和余明桂,2010),从而对集团层面的资源获取和投资扩张产生积极影响。

事实上,跨区域设置和运营子公司才是真正构成企业集团异地配置资本和实现自身发展的重要形式,我国企业集团亦不例外(曹春方等,2015,2019)。我国制造业上市公司的全部子公司中大约有42%在外省设立和运营(曹春方等,2015),这种异地配置资本要素的经济活动通常被寄予降低交易成本、开拓产品市场、分散经营风险以及助益获取各类资源的厚望(李彬和郑雯,2018;朱凯等,2019)。因此,在基于一般制度情境的相应理论研究的基础上,本文以我国“条块治理”格局下深受各地区市场分割和地方保护影响的企业为对象,分析其如何借助全国统一大市场建设的新时代改革机遇,进而实现资本异地配置对整体投资效率的积极影响。

总体而言,建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场是构建新发展格局的基础支撑和内在要求,其核心要义在于加快建立全国统一的市场制度规则,打破地方保护和市场分割,打通制约经济循环的关键堵点,促进商品要素资源在更大范围内畅通流动。在此基础上,我国企业集团能够充分享受全国统一大市场建设的制度红利,不仅可以降低其异地配置资本的经济成本和现实阻力,切实发挥跨区域运营子公司的投资风险分散及防范效应,而且能够更好地激发自身异地配置资本的信息捕捉潜力,提升跨区域设置子公司的收益实现能力。

第一,我国企业集团在全国统一大市场的制度保障下,能够以更低成本、更高效率地跨区域配置资本要素和独立自主运营子公司,由此得以更好地应对外部环境变化下地区间投资机会不平衡不充分的问题,在分散投资风险的过程中提升集团整体的投资效率。我国国内市场经过改革开放以来的持续高速发展,已然形成能够有效满足各地区差异化需求的产业链和供应链,但是在过往地方保护主义盛行和市场分割严重的环境下,资本要素无法市场化地配置到生产效率更高的地区,即使配置成功亦难以独立自主经营,从而不能发挥资本要素的理论生产潜力。实践中,前述现象在企业集团层面主要表现为跨区域设置子公司的行政审批时间过长、经济成本较高、制度流程繁琐等,以及后续运营异地子公司时面临的营商环境较差、政府不当干预、难与当地企业公平竞争等问题(曹春方等,2015;朱凯等,2019)。由此,在全国统一大市场建设水平较低的时期,我国企业集团难以跨区域“走出去”并“运营好”,其主要经济活动聚集在某一固定地区(Coval和Moskowitz,1999;Kang和Kim,2008),这不仅使前者在资金充裕的情况下受到当地高质量项目匮乏的掣肘,面临投资不足的难题,而且企业可能在代理冲突主导下更多地投资净现值为负的项目,由此造成的投资不足或投资过度现象最终损害集团整体的市场价值。

作为以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的关键支撑,新时代全国统一大市场建设能够有效降低我国企业集团异地配置资本和后续运营的制度成本,显著激发其跨区域运营子公司的投资风险分散效应,最终优化集团整体的投资效率。一方面,全国统一大市场建设对资本要素异地配置的过程优化提出新要求,包括但不限于严禁各地区各部门自行发布具有市场准入性质的负面清单、建立全国统一的登记注册数据标准、制定全国通用性资格清单、统一规范评价程序及管理办法等方面,由此我国企业集团得以更低成本、更高效率地跨区域配置资本要素,有效化解单一地区经营导致的特质性投资风险。另一方面,全国统一大市场建设亦对资本要素异地配置后的营商环境提出新要求,主要采取健全公平竞争制度框架和政策实施机制、完善反垄断法律规则体系和公平竞争审查制度、清理废除各地区含有地方保护和市场分割等妨碍统一市场和公平竞争的政策、动态发布不当干预全国统一大市场建设问题清单等做法,这使得我国企业集团能够真正独立自主地运营跨区域设立的诸多子公司,在面对不同时期、不同区域的不确定性冲击时可以借助投资组合分散风险,有效提升自身实体投资风险的承担能力,进而对集团整体的投资效率产生优化作用。

第二,通过享受全国统一大市场建设的制度红利,企业集团能够在异地配置资本的全过程中以更低成本、更加及时地获取各区域经济社会发展和市场需求变化的信息,有效提升其跨区域设立和运营子公司的投资机会获取以及收益实现能力,从而优化集团整体的投资效率。在过去全国统一大市场建设水平较低的时期,区域间劳动力、信息、技术等生产要素的流动性较差,企业集团无法以较低成本、较少延误地获得各地区的社会文化、产业政策、法治环境以及市场需求等“软信息”(Ivković和Weisbenne,2005;Teo,2009),从而降低了异地配置资本的投资机会获取及收益转化能力,如企业在跨区域设立子公司后才发现当地市场行情出现较大变化,投资机会已然消失,而这将损害集团整体的投资效率。在此基础上,我国进入新时代后加快建设全国统一大市场,能够显著提升我国企业集团异地配置资本全过程的信息捕捉能力,在促进其更好地把握各地投资机会并转化为经济收益的过程中优化集团整体的投资效率。实践中,全国统一大市场建设对资本要素异地配置全过程的信息流通体系提出新要求,包括但不限于完善知识产权法院跨区域管辖制度、编制出台全国公共信用信息基础目录、依法依规编制出台全国失信惩戒措施基础清单、推动国家物流枢纽网络建设、培育一批有全球影响力的数字化平台

企业和供应链企业、完善国家综合立体交通网、推进多层次一体化综合交通枢纽建设、实现全国产权交易市场联通、推动各领域市场公共信息互通共享以及推进同类型及同目的信息认证平台统一接口建设等方面。由此,企业集团得以在跨区域设置子公司的初始决策及后续运营的全流程中及时、准确地捕捉各地市场信息,从而提升自身异地配置资本的投资机会获取和收益实现能力,最终改善集团整体的投资效率。综上,本文提出如下研究假设:

假设1a:在其他条件一定的情况下,我国企业集团在异地配置资本能够提升投资效率。

与此同时,尽管全国统一大市场建设给予微观主体不可多得的跨区域发展机遇,但在我国企业集团治理水平存在较大差异的现实情况下,设置异地子公司的资本配置模式亦可能对集团整体投资效率产生消极影响,已有文献主要从集团内部的委托代理问题展开讨论。总体而言,企业集团的内部市场并非总是有效的,各成员企业均拥有自身独特的目标追求,而这在集团成员之间利益分歧较大以及信息不对称广泛存在的情况下造成委托代理问题,由此导致的成员企业间恶性竞争、寻租腐败等现象会扭曲集团内部资源配置成效,最终损害集团整体的投资效率(Scharfstein和Stein, 2000; Rajan等, 2000)。此外,成员企业的控股股东与中小股东之间的代理问题亦因集团控制而更为严重,控股股东可以通过集团控制下的关联交易、大额担保等方式攫取成员企业资金,从而在规避外部资源约束的情况下过度投资以最大化控制权私有收益,这同样对集团整体的投资效率产生消极影响(陈艳利等, 2014)。

进一步地,较低的公司治理水平导致企业集团异地配置资本后的内部代理成本显著上升,这不仅可以消弭全国统一大市场建设带来的外部制度红利,甚至可能占据主导地位而对集团整体投资效率产生消极影响。现有文献指出,企业集团中母公司与子公司之间的较大地理距离会激发更多盈余管理活动(Shi等, 2015; 李彬等, 2019)、降低集团内部控制水平和审计质量(万红波和贾韵琪, 2018)、妨碍社会责任承担(Shi等, 2017)以及恶化银行贷款质量(Goetz等, 2013),进而对集团整体的经营绩效(汪建成和毛蕴诗, 2006)和市值(Gao等, 2008; 李彬, 2015)产生消极影响。同时,在集团治理水平较低的情况下,母子公司间地理距离的扩张会加剧信息不对称程度,异地子公司的管理层可能出于规避监督、谋求私利等个人目标而减少与集团总部之间的有效信息沟通,这亦导致集团整体层面因无法获得最优决策信息而损失投资效率。基于此,本文提出如下对立假设:

假设1b:在其他条件一定的情况下,我国企业集团在异地配置资本会降低投资效率。

### 三、研究设计

#### (一)模型设定与变量定义

本文构建如下回归模型以检验企业集团资本异地配置对其整体投资效率的影响作用:

$$\begin{aligned} INVESTEFFI_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 OFFSITE\_SUB_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SOE_{i,t} \\ & + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 CONCENTRATE_{i,t} + \beta_8 AGE_{i,t} + \beta_9 FCF_{i,t} \\ & + \beta_{10} CASH_{i,t} + \beta_{11} BOARDSIZE_{i,t} + \beta_{12} INDEP_{i,t} + \beta_{13} DUAL_{i,t} \\ & + \beta_{14} SALARY_{i,t} + \beta_{15} AGENCY_{i,t} + \sum INDUSTRY_i + \sum YEAR_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

首先, *INVESTEFFI* 是本文的被解释变量, 衡量样本企业的投资效率。本文参照 Richardson (2006) 的模型测度投资效率, 以回归所得残差的绝对值衡量样本企业的非效率投资水平 (*ALLINVEST*)。进一步地, 前述回归残差为正的样本企业存在投资过度现象, 本文以回归残差衡量该类企业的过度投资 (*OVERINVEST*) 水平; 而前述回归残差为负的样本企业存在投资不足现象, 本文以回归残差的绝对值衡量该类企业的投资不足水平 (*UNDERINVEST*)。

其次, *OFFSITE\_SUB* 是本文的解释变量, 其含义是样本企业的资本异地配置水平。具体而言, 参照曹春方等 (2015, 2019) 的做法, 本文以样本企业当年在省外实际运营的控股子公司数量占全部控股子公司数量的比例衡量其资本异地配置水平 (*OFFSITE\_SUB*)。通过在省外运营异地子公司, 样本企业可以借助全国统一大市场抓住当地投资机遇, 这构成其异地配置资本的主要实践方式。

最后, 参照现有文献的做法 (张会丽和陆正飞, 2012; 刘慧龙等, 2014), 本文控制诸多企业财务与治理特征, 这些因素可能对样本企业的投资效率和资本异地配置均产生影响。本文还在模型中控制行业和年度固定效应, 并采用公司层面聚类的稳健标准误, 连续型变量均在1%水平上进行缩尾处理, 各变量定义见表1。

表1 变量定义

变量类型	变量名	变量定义
被解释变量	<i>ALLINVEST</i>	非效率投资水平, 参照Richardson(2006), 以回归估计得到的残差的绝对值来衡量
	<i>OVERINVEST</i>	投资过度水平, 参照Richardson(2006), 仅保留回归残差大于0的样本组, 并以残差绝对值来衡量
	<i>UNDERINVEST</i>	投资不足水平, 参照Richardson(2006), 仅保留回归残差小于0的样本组, 并以残差绝对值来衡量
解释变量	<i>OFFSITE_SUB</i>	异地子公司比例, 以企业当年在省外设立的控股子公司数量除以全部控股子公司数量得到
控制变量	<i>SIZE</i>	公司规模, 公司年末总资产的自然对数
	<i>LEV</i>	公司资产负债率, 即总负债除以总资产
	<i>ROA</i>	公司盈利能力, 以总资产收益率表示
	<i>SOE</i>	产权性质, 国有企业取值为1, 否则为0
	<i>GROWTH</i>	成长性, 公司营业收入增长率
	<i>CONCENTRATE</i>	公司股权集中度, 以前五大股东持股比例平方和进行衡量
	<i>AGE</i>	公司上市年限加1后取自然对数
	<i>FCF</i>	自由现金流量, 公司当年经营活动现金流量净额除以总资产
	<i>CASH</i>	现金持有水平, 公司当年现金及现金等价物除以总资产
	<i>BOARDSIZE</i>	公司董事会规模, 董事会总人数取自然对数
	<i>INDEP</i>	公司董事会独立性, 独立董事占董事会总人数的比例
	<i>DUAL</i>	两职合一, 董事长和总理由一人兼任为1, 否则为0
	<i>SALARY</i>	高管薪酬, 前三位高管人员薪酬的自然对数
	<i>AGENCY</i>	管理费用率, 公司当年管理费用除以营业收入

## (二) 数据来源与样本选择

为研究企业集团的资本要素异地配置对其投资效率的影响作用, 本文选取2006—2019年沪深两市上市公司为研究对象。在数据来源上, 上市公司地理数据和财务数据来自于CSMAR数据库; 子公司数据来源于CNRDS数据库, 该数据库披露了上市公司子公司的注册地址信息, 以此识别子公司注册地省份。其中, 对于注册地缺失的子公司样本, 本文根据子公司名称 (例如某某市某某公司) 进行省份层面的追溯, 其他无法以名称进行追溯注册地的子公司则通过百度搜索等方式进行补充, 本文进而将这部分的注册地与CSMAR提供的上市公司母公司所在地进行匹配, 从而识别出是否为异地子公司及其占比。本文剔除金融行业、财务数据异常以及变量数据缺失的样本, 最终获得26 272个上市公司—年度观测值。

## 四、实证结果与分析

### (一) 描述性统计分析

表2汇报了主要变量的描述性统计结果。一方面, 样本企业非效率投资的平均值和标准差

分别为0.031和0.030,其标准差为均值的1倍,表明不同企业的投资效率存在一定差异;另一方面,样本企业资本异地配置程度的平均值为0.450,表明其在省外运营的子公司数量占比约为45%,可见异地配置资本构成我国企业广泛采用的经营实践方式。

表2 主要变量描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>ALLINVEST</i>	26272	0.031	0.030	0.0002	0.022	0.166
<i>OVERINVEST</i>	10753	0.038	0.040	0.0001	0.024	0.197
<i>UNDERINVEST</i>	15519	0.026	0.021	0.0003	0.021	0.103
<i>OFFSITE_SUB</i>	26272	0.450	0.325	0.000	0.429	1.000

### (二) 基本回归结果

表3展示了企业集团的资本异地配置对其投资效率的基本回归结果。从中可以发现,列(1)和列(2)中*OFFSITE\_SUB*的系数均在1%水平上负显著,表明资本异地配置能够降低企业集团的整体非效率投资水平;列(3)和列(4)中*OFFSITE\_SUB*的系数仍在1%水平上负显著,表明资本异地配置可以抑制企业集团的过度投资行为;同时,列(5)和列(6)中*OFFSITE\_SUB*的系数依旧在1%水平上负显著,表明资本异地配置还可以弥补企业集团的投资不足。由此,本文的假设1a得到支持,中国企业集团在异地运营子公司确实能够借助全国统一大市场的制度红利改善其投资效率。

表3 基本回归结果

变量	<i>ALLINVEST</i>		<i>OVERINVEST</i>		<i>UNDERINVEST</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>OFFSITE_SUB</i>	-0.002***(-2.71)	-0.002***(-3.27)	-0.003***(-2.64)	-0.004***(-3.00)	-0.002***(-3.30)	-0.002***(-3.00)
控制变量	否	是	否	是	否	是
年度固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	26272	26272	10753	10753	15519	15519
调整后R <sup>2</sup>	0.030	0.059	0.027	0.059	0.048	0.096

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为t-value或z-value。下同。

### (三) 稳健性检验

1. 缓解度量误差。为缓解变量度量误差对研究结论的干扰,本文更换被解释变量和解释变量的度量方式再进行回归。在更换被解释变量度量方式上,本文采用Biddle等(2009)的模型重新测度样本企业的整体非效率投资水平(*ALLINVEST2*)、过度投资程度(*OVERINVEST2*)以及投资不足水平(*UNDERINVEST2*),将其作为被解释变量进行回归,结果如表4所示,可以发现*OFFSITE\_SUB*的回归系数仍在1%水平上负显著,表明缓解被解释变量的测量误差后结果保持不变。

而在更换解释变量度量方式上,借鉴曹春方等(2015),本文以企业当年在省外运营的子公司数量加1后取自然对数衡量其资本异地配置水平(*LN\_OFFSITE\_SUB*),将其作为解释变量的回归结果如表5所示,可以发现列(1)至列(3)中*LN\_OFFSITE\_SUB*的系数均在1%水平上显著为负,表明缓解解释变量的度量误差后,本文结论保持不变。

2. 缓解反向因果导致的内生性问题。理论上,本文存在一种可能的反向因果的解释,即企业的投资效率越高,表明其管理层的战略判断力越强,而在企业未来发展壮大的过程中,异地

表4 更换被解释变量

变量	<i>ALLINVEST2</i>	<i>OVERINVEST2</i>	<i>UNDERINVEST2</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>OFFSITE_SUB</i>	-0.002*** (-3.34)	-0.005*** (-3.17)	-0.003*** (-4.97)
样本量	26272	10219	16053
调整后R <sup>2</sup>	0.062	0.061	0.180

注:控制变量、年度固定效应和行业固定效应均已控制,下同。

表5 更换解释变量

变量	<i>ALLINVEST</i>	<i>OVERINVEST</i>	<i>UNDERINVEST</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>LN_OFFSITE_SUB</i>	-0.001*** (-4.65)	-0.002*** (-3.63)	-0.001*** (-5.94)
样本量	26272	10753	15519
调整后R <sup>2</sup>	0.059	0.059	0.098

配置资本成为规避风险、掌握市场信息的重要手段,因此集团在制定战略规划时更可能会考虑异地扩张的发展模式,由此导致异地子公司的占比上升。对此,本文采用工具变量进行二阶段回归。参照Pang和Wang(2020)的做法,本文以样本企业所在行业其他公司当年的资本异地配置

表6 缓解反向因果

变量	<i>OFFSITE_SUB</i>	<i>ALLINVEST</i>	<i>OVERINVEST</i>	<i>UNDERINVEST</i>
	<i>First-step</i>	<i>Second-step</i>	<i>Second-step</i>	<i>Second-step</i>
<i>OFFSITE_SUB</i>		-0.041*** (-6.34)	-0.047*** (-3.98)	-0.039*** (-5.52)
<i>INDMEAN_SUB</i>	0.958*** (15.43)			
样本量	26272	26272	10753	15519
调整后R <sup>2</sup>	0.080	-	-	-

水平均值(*INDMEAN\_SUB*)作为工具变量。一方面,组织学习理论指出企业需要不断学习才能维持竞争优势和获取核心竞争力,同一行业内的企业通常面临相似经营模式、组织结构及各类知识,因此当行业内其他企业在异地频繁设立子公司来实现自身发展时,样本企业会积极学习其异地配置资本的行为;另一方面,样本企业的资本配置行为受到同行压力的影响,同行企业在异地设立和运营子公司会对其资本配置行为产生压力,迫使其实施类似行为以维持相对竞争优势。此外,企业的投资效率更多地受到其自身经营与治理特征的影响,与其同行企业的资本配置行为关联度较低。因此,前述工具变量可以较好地满足外生性和相关性标准。进一步地,使用工具变量二阶段回归的结果如表6所示,可以发现第一阶段中*INDMEAN\_SUB*的系数在1%水平上显著为正,第二阶段中*OFFSITE\_SUB*的回归系数均在1%水平上负显著,表明缓解反向因果问题后结论保持稳健。

3. 缓解样本选择。本文的实证结果还可能受到样本自选择的影响,以控制变量中的企业规模为例,规模更大的企业更有可能实施异地发展模式,而前者同时在一定程度上具有更高的投资效率。为缓解样本选择偏误对

表7 缓解样本选择

变量	<i>ALLINVEST</i>	<i>OVERINVEST</i>	<i>UNDERINVEST</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>OFFSITE_SUB</i>	-0.003*** (-3.28)	-0.005** (-2.40)	-0.002* (-1.81)
样本量	8175	3179	4996
调整后R <sup>2</sup>	0.057	0.054	0.095

结论造成的干扰,本文采用倾向性得分匹配(PSM)的方法,按照样本企业当年是否运营省外控股子公司,采用卡尺为0.05的近邻匹配方法进行有放回的1:1的倾向性得分匹配,均衡性检验显示匹配后各控制变量在试验组和对照组间基本均衡,匹配效果较好。进一步地,本文仅保留匹配后的研究样本重新进行回归,结果如表7所示,可以发现列(1)至列(3)中*OFFSITE\_SUB*的回归系数仍至少在10%水平上负显著,表明缓解样本选择偏误后结论保持稳健。



## 五、进一步研究

### (一) 机制检验

前文发现,我国企业集团借助全国统一大市场的制度红利,通过异地配置资本能够优化其整体投资效率,本文进一步对其中的作用机理进行研究。具体地,张会丽和陆正飞(2012)指出企业集团内部的母子公司之间

表 8 机制检验

变量	<i>ALLINVEST</i>	<i>OVERINVEST</i>	<i>UNDERINVEST</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>SUB_CASH</i> × <i>H_SUB</i>	-0.004** (-2.04)	-0.006*** (-2.64)	-0.002** (-2.08)
样本量	26272	10753	15519
调整后R <sup>2</sup>	0.036	0.096	0.062

存在一定的代理问题,当集团将过多的现金资源分配给子公司后,后者在缺乏良好投资机会的情况下仍会过度使用现金资源,进而导致集团整体层面的投资效率恶化。在此基础上,全国统一大市场影响下的企业集团的资本异地配置行为则提供了良好的解决路径,在省外设立和运营子公司可以更好地获取当地投资信息、打破投资壁垒并且抓住投资机会,从而有助于提升子公司层面的现金资源使用效率,最终改善企业集团整体层面的投资效率和遏制过度投资现象。理论上,如果能够发现在异地子公司占比更高的情况下,子公司现金持有对集团投资效率的消极影响得到抑制,那么就表明资本要素异地配置可以降低子公司层面现金资源使用的负面作用,从而提升集团整体投资效率。参照张会丽和陆正飞(2012)的做法,本文以企业集团合并报表与母公司报表的现金差额计算出子公司现金持有水平占集团全部现金总额的比率(*SUB\_CASH*),并按照样本企业的省外控股子公司占比相较于分行业分年度中位数的高低构造出衡量较高资本异地配置水平的虚拟变量(*H\_SUB*)。进一步地,通过设置较高资本异地配置水平(*H\_SUB*)与子公司持现比率(*SUB\_CASH*)的交乘项作为解释变量,从而进行机制检验。回归结果如表8所示,可以发现列(1)至列(3)中*SUB\_CASH* × *H\_SUB*的系数至少在5%水平上负显著,表明资本要素异地配置可以缓解子公司现金持有对企业集团整体非效率投资、过度投资以及投资不足的消极影响,从而改善其投资效率。因此,在全国统一大市场的制度保障下,企业集团在异地配置资本可以更好地发挥子公司层面的现金使用成效,从而优化整体投资效率。

### (二) 企业集团内部结构的异质性影响

本文的理论分析部分指出,尽管全国统一大市场建设给予微观主体不可多得的跨区域发展机遇,但在企业集团内部结构存在较大差异的现实情况下,设置异地子公司的资本配置模式亦不必然对集团整体投资效率产生积极影响。一般而言,信息透明度较高、代理问题较轻的企业投资效率较高,而治理结构可以对信息不对称以及代理问题产生抑制作用,现有文献指出公司治理机制主要通过提升管控水平、强化组织结构有效性以及加强信息流通等方式对集团内部的代理问题进行遏制(李维安等,2019),从而可能对异地子公司设置的投资效率优化作用产生异质性影响。基于此,本文从信息流程度、管控水平和组织结构三方面展开研究。

1. 集团内部信息流程度。理论上,母子公司间良好的信息沟通水平有助于增强资本异地配置对集团整体投资效率的积极影响,全国统一大市场建设对区域间信息流通提出了更高要求。具体而言,异地子公司构成企业集团获取当地投资信息和抓住发展机遇的“雷达”(徐向艺和方政,2015),当其与集团母公司更好地进行信息交流和人员往来时,后者可以更充分地使用汇总信息并作出最优投资决策,从而提升集团整体投资效率(李茫茫等,2021)。因此,本文认为在集团内部信息流通更好的情况下,资本要素异地配置对投资效率的积极影响更加明显。在此

基础上,既有文献指出数字化程度可以较好地表征企业内部的信息流通水平(赵宸宇, 2021; 祁怀锦等, 2020),因此本文以数字化程度衡量样本企业集团的内部信息流通水平,按照数字化词频相较于分年度分行业中位数的高低将样本企业划分为内部信息流通较好组(*HIGH\_DG*)和内部信息流通较差组(*LOW\_DG*),从而进行分组回归。回归结果如表9所示,可以发现列(1)、列(3)和列(5)中*OFFSITE\_SUB*的系数虽为负但不显著,列(2)、列(4)和列(6)中*OFFSITE\_SUB*的系数均在1%水平上负显著,并且组间系数差异均显著,表明资本要素异地配置的投资效率优化作用在集团内部信息流通程度更高的情况下更为明显。

表9 集团内部信息流通的影响

变量	<i>ALLINVEST</i>		<i>OVERINVEST</i>		<i>UNDERINVEST</i>	
	<i>LOW_DG</i> (1)	<i>HIGH_DG</i> (2)	<i>LOW_DG</i> (3)	<i>HIGH_DG</i> (4)	<i>LOW_DG</i> (5)	<i>HIGH_DG</i> (6)
<i>OFFSITE_SUB</i>	-0.00002 (-0.03)	-0.004*** (-4.82)	-0.001 (-0.25)	-0.006*** (-3.66)	-0.001 (-0.87)	-0.003*** (-3.96)
样本量	10234	16038	3981	6772	6253	9266
调整后R <sup>2</sup>	0.070	0.065	0.059	0.064	0.109	0.109
组间系数差异	9.19***(0.002)		3.21*(0.073)		4.15**(0.042)	

2. 集团内部管控水平。理论上,企业集团的良好内部管控水平有助于提升资本异地配置对其整体投资效率的积极影响,全国统一大市场建设对微观主体依法依规经营发展提出更高要求。具体而言,企业集团能否通过异地子公司较好地抓住发展机遇,受到其对后者监督治理成效的影响,集团母公司既需要加强对异地子公司内部人控制、商业腐败等行为的监督治理,又需要充分激发异地子公司把握投资机会、获取良好项目的内在动机,由此才能切实发挥资本要素异地配置改善集团整体投资效率的理论成效(李维安等, 2019)。因此,本文认为在集团内部管控水平更好的情况下,资本要素异地配置对投资效率的积极影响更加明显。在此基础上,鉴于内部控制可以全面刻画企业的治理环境、风险意识以及监控活动,本文以样本企业的内部控制质量衡量其集团管控水平,并按照其迪博内部控制指数相较于分行业分年度中位数的高低划分为内部管控水平较好组(*HIGH\_IC*)和内部管控水平较差组(*LOW\_IC*),通过分组回归进行异质性检验。回归结果如表10所示,从中可以发现,列(1)、列(3)和列(5)中*OFFSITE\_SUB*的系数虽为负但不显著,列(2)、列(4)和列(6)中*OFFSITE\_SUB*的系数均在1%水平上负显著,并且组间系数差异均显著,表明资本要素异地配置的投资效率优化作用在集团管控水平较好的情况下更为明显。

3. 集团内部组织结构。企业集团的组织结构亦会影响资本异地配置对其整体投资效率的优化作用,当企业集团的金字塔结构层级较多时,金字塔底部的异地企业需要经过多层传递才能将当地投资信息提交给母公司,而这一过程通常存在信息失真、传递及时性不足等问题(Fan等, 2013),因此过多的金字塔层级会抑制异地子公司“信息雷达”作用的发挥,从而降低资本异地配置对集团整体投资效率的优化作用。由此,本文认为在集团组织结构更加扁平的情况下,资本要素异地配置对投资效率的积极影响更明显。在此基础上,本文以样本企业全部省外控股子公司中孙公司及更低层次公司所占比率衡量其组织结构扁平化水平,并按照后者相较于分行业分年度中位数的高低划分为金字塔结构狭长组(*HIGH\_SUN*)和金字塔结构扁平组(*LOW\_SUN*),通过分组回归进行异质性检验。回归结果如表11所示,从中可以发现,列(1)、列(3)和列(5)中*OFFSITE\_SUB*的系数均不显著,列(2)、列(4)和列(6)中*OFFSITE\_SUB*的系数均

在1%水平上负显著,并且组间系数差异均显著,表明资本要素异地配置的投资效率优化作用在集团金字塔结构扁平的情况下更为明显。

表 10 集团内部管控水平的影响

变量	ALLINVEST		OVERINVEST		UNDERINVEST	
	LOW_IC (1)	HIGH_IC (2)	LOW_IC (3)	HIGH_IC (4)	LOW_IC (5)	HIGH_IC (6)
OFFSITE_SUB	-0.0004 (-0.48)	-0.003*** (-4.12)	-0.001 (-0.73)	-0.005*** (-3.34)	-0.001 (-0.83)	-0.003*** (-3.61)
样本量	13 131	13 141	5 031	5 722	8 100	7 419
调整后R <sup>2</sup>	0.050	0.071	0.042	0.078	0.080	0.117
组间系数差异	7.13*** (0.008)		3.15* (0.076)		4.10** (0.043)	

表 11 集团组织结构的影响

变量	ALLINVEST		OVERINVEST		UNDERINVEST	
	HIGH_SUN (1)	LOW_SUN (2)	HIGH_SUN (3)	LOW_SUN (4)	HIGH_SUN (5)	LOW_SUN (6)
OFFSITE_SUB	0.002 (1.48)	-0.003*** (-3.29)	0.001 (0.26)	-0.005*** (-3.47)	0.001 (0.67)	-0.002*** (-2.73)
样本量	5 933	20 339	2 588	8 165	3 345	12 174
调整后R <sup>2</sup>	0.084	0.053	0.088	0.053	0.116	0.087
组间系数差异	8.03*** (0.005)		2.92* (0.087)		2.97* (0.085)	

### (三) 经济后果检验

在全国统一大市场的制度保障下,企业集团通过异地配置资本改善整体投资效率后,其市场价值和生产能力能否得到切实提升,即资本要素异地配置能否产生良好的经济后果?本文对

此进行研究,如果资本要素异地配置能够通过改善投资效率优化集团的绩效特征,那么在集团整体投资效率更低的情况下,这种作用应当更为明显。因此,本文分别以样本企业的托宾Q值和LP方法测度的全要素生产率刻画其市场价值(TOBINQ)和生产能力(TFP\_LP),按照企业集团整体非效率投资程度(ALLINVEST)相较于分行业分年度中位数的高低设置衡量较低投资效率的虚拟变量HAINV,进而以资本要素异地配置与较低投资效率的交互项(OFFSITE\_SUB × HAINV)为解释变量,进行经济后果检验。回归结果如表12所示,可以发现列(1)和列(2)中OFFSITE\_SUB × HAINV的系数均显著为正,表明资本要素异地配置可以通过改善投资效率的机理来提升企业集团的市场价值和生产效率,由此具有良好的社会经济影响。

表 12 经济后果检验

变量	TOBINQ	TFP_LP
	(1)	(2)
OFFSITE_SUB × HAINV	0.135** (2.05)	0.061** (1.99)
样本量	26 272	26 272
调整后R <sup>2</sup>	0.406	0.607

## 六、结论与启示

在加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的背景下,我国企业如何借助全国统一大市场的制度红利实现高质量发展,成为决策高层、社会实践以及学术

研究领域共同关注的话题。本文通过手工收集整理并核对上市公司在异地设置子公司的细致数据,基于加快建设全国统一大市场的时代情境,研究中国企业集团的资本要素异地配置对其整体投资效率的作用。本文研究发现:借助全国统一大市场的制度红利,企业集团的资本异地配置能够提升子公司层面的现金资源使用成效,从而对集团整体投资效率产生优化作用,具体表现为弥补投资不足和抑制投资过度;进一步研究发现,前述影响作用在集团内部信息流动通畅、内部管控水平较高以及金字塔结构较为扁平的情况下更加明显,而资本要素异地配置最终有助于提升集团整体的市场价值和生产能力;此外,经过诸多稳健性检验后结论不变。

本文具有如下三方面启示:首先,在政策优化层面,本文回应党的二十大报告中“构建全国统一大市场,深化要素市场化改革,建设高标准市场体系”的新要求,建议决策高层继续深入推进要素市场化配置体制机制的建设与完善,为资本、劳动力、技术等各类要素依法自由流动提供坚实的制度保障。本文的研究结论表明,在加快建设全国统一大市场的发展历程中,我国企业可以通过异地配置资本即在省外运营子公司的模式来优化整体投资效率,进而提升集团整体的市场价值和生产能力,这充分显示出资本要素市场化流动对我国企业抓住投资机遇和实现高质量发展的重要意义。其次,在促进资本要素异地配置的实践方面,我国企业应当更多地学习通过运营异地子公司来谋求投资发展的成功经验,从而切实做强做优做大自身:第一,集团可以通过在总部设置“商情办公室”“企业发展谏言信箱”等方式广开言路,促进母子公司之间沟通渠道畅通;第二,集团可以对标同类龙头企业的内部控制方案,全面提升自身的治理环境、风险意识以及监控活动;第三,集团应当优化自身组织结构,在确保集团整体控制力的前提下采用更扁平化的发展模式,这对优化投资效率大有裨益。最后,各地政府应当坚决贯彻落实党中央加快建设全国统一大市场的决策部署,通过建立统一的市场制度规则促进资本要素在更大范围内自由流动,从而实现新发展格局的有效构建。

#### 主要参考文献:

- [1] 曹春方, 贾凡胜. 异地商会与企业跨地区发展[J]. 经济研究, 2020, (4).
- [2] 曹春方, 夏常源, 钱先航. 地区间信任与集团异地发展——基于企业边界理论的实证检验[J]. 管理世界, 2019, (1).
- [3] 曹春方, 周大伟, 吴澄澄, 等. 市场分割与异地子公司分布[J]. 管理世界, 2015, (9).
- [4] 陈艳利, 乔菲, 孙鹤元. 资源配置效率视角下企业集团内部交易的经济后果——来自中国资本市场的经验证据[J]. 会计研究, 2014, (10).
- [5] 李彬. 母子公司距离、内部控制质量与公司价值[J]. 经济管理, 2015, (4).
- [6] 李彬, 郭菊娥, 马晨. 母子公司距离、实际活动盈余管理与公司价值[J]. 管理工程学报, 2019, (1).
- [7] 李彬, 郑雯. 母子公司距离、风险承担与公司效率[J]. 经济管理, 2018, (4).
- [8] 李茫茫, 王红建, 吴静桦. 政策不确定性、信息传递成本与集团公司财务资源分布规律——基于Jensen and Meckling(1995)授权理论框架的分析[J]. 世界经济文汇, 2021, (1).
- [9] 李维安, 郝臣, 崔光耀, 等. 公司治理研究40年: 脉络与展望[J]. 外国经济与管理, 2019, (12).
- [10] 刘春, 李善民, 孙亮. 独立董事具有咨询功能吗?——异地独董在异地并购中功能的经验研究[J]. 管理世界, 2015, (3).
- [11] 刘慧龙, 王成方, 吴联生. 决策权配置、盈余管理与投资效率[J]. 经济研究, 2014, (8).
- [12] 潘红波, 余明桂. 集团化、银行贷款与资金配置效率[J]. 金融研究, 2010, (10).
- [13] 祁怀锦, 曹修琴, 刘艳霞. 数字经济对公司治理的影响——基于信息不对称和管理者非理性行为视角[J]. 改革, 2020, (4).
- [14] 万红波, 贾韵琪. 母子公司地理距离对审计质量影响研究——基于内部控制的中介作用[J]. 审计与经济研究, 2018, (2).

- [15] 汪建成, 毛蕴诗. 中国上市公司扩展的业务、地域多元化战略研究[J]. 管理世界, 2006, (2).
- [16] 辛清泉, 郑国坚, 杨德明. 企业集团、政府控制与投资效率[J]. 金融研究, 2007, (10).
- [17] 徐向艺, 方政. 子公司信息披露研究——基于母子公司“双向治理”研究视角[J]. 中国工业经济, 2015, (9).
- [18] 张会丽, 陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J]. 管理世界, 2012, (3).
- [19] 赵宸宇. 数字化发展与服务化转型——来自制造业上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2021, (2).
- [20] 朱凯, 潘怡麟, 张舒怡, 等. 管制下的市场分割与租值耗散——基于企业集团跨地区经营的视角[J]. 财经研究, 2019, (4).
- [21] Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency?[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2-3): 112-131.
- [22] Coval J D, Moskowitz T J. Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(6): 2045-2073.
- [23] Fan J P H, Wong T J, Zhang T Y. Institutions and organizational structure: The case of state-owned corporate pyramids[J]. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 2013, 29(6): 1217-1252.
- [24] Gao W L, Ng L, Wang Q H. Does geographic dispersion affect firm valuation?[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14(5): 674-687.
- [25] García D, Norli Ø. Geographic dispersion and stock returns[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 106(3): 547-565.
- [26] Goetz M R, Laeven L, Levine R. Identifying the valuation effects and agency costs of corporate diversification: Evidence from the geographic diversification of U. S. banks[J]. *The Review of Financial Studies*, 2013, 26(7): 1787-1823.
- [27] Ivković Z, Weisbenner S. Local does as local is: Information content of the geography of individual investors' common stock investments[J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(1): 267-306.
- [28] Kang J K, Kim J M. The geography of block acquisitions[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(6): 2817-2858.
- [29] Landier A, Nair V B, Wulf J. Trade-offs in staying close: Corporate decision making and geographic dispersion[J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22(3): 1119-1148.
- [30] Pang C J, Wang Y. Stock pledge, risk of losing control and corporate innovation[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 60: 101534.
- [31] Rajan R, Servaes H, Zingales L. The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(1): 35-80.
- [32] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2): 159-189.
- [33] Scharfstein D S, Stein J C. The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(6): 2537-2564.
- [34] Shi G F, Sun J F, Luo R. Geographic dispersion and earnings management[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2015, 34(5): 490-508.
- [35] Shi G F, Sun J F, Zhang L, et al. Corporate social responsibility and geographic dispersion[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2017, 36(6): 417-428.
- [36] Shin H H, Park Y S. Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean 'chaebols'[J]. *Journal of Corporate Finance*, 1999, 5(2): 169-191.
- [37] Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources[J]. *The Journal of Finance*, 1997, 52(1): 111-133.
- [38] Teo M. The geography of hedge funds[J]. *The Review of Financial Studies*, 2009, 22(9): 3531-3561.
- [39] Yan A, Yang Z H, Jiao J. Conglomerate investment under various capital market conditions[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2010, 34(1): 103-115.

## Off-site Allocation of Capital Elements and Optimization of Investment Efficiency in Enterprise Groups: Based on the New Era Situation of the Construction of a Unified National Market

Hu Qianqian<sup>1</sup>, Ma Xinxiao<sup>2</sup>, Li Yudan<sup>3</sup>, Tang Taijie<sup>3</sup>

(1. School of Management, Zhejiang University, Zhejiang Hangzhou 310058, China; 2. Management College / China Business Working Capital Management Research Center, Ocean University of China, Shandong Qingdao 266100, China; 3. Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China)

**Summary:** Under the background of the new era of dual-cycle pattern and the construction of a unified domestic market, how to better promote the high-quality development of micro-enterprises in China with the market-oriented allocation of factors has become a topic of common concern in the fields of decision-making, social practice and academic research. In general, the establishment of off-site subsidiaries by micro-enterprises has become the main form of cross-regional allocation of their capital factors, which not only helps them seize the ever-changing development opportunities and enhance their core competitiveness, but also has a positive impact on the complementary advantages of different regions and the high-quality development of macro economy and society. Based on this background, this paper studies the impact of the off-site allocation of capital factors in enterprise groups on their overall investment efficiency. The study finds that, the capital allocation of enterprise groups in different places can improve the effectiveness of the use of cash resources at the subsidiary level, thereby optimizing the overall investment efficiency of the group, which is embodied in making up for insufficient investment and restraining excessive investment. Further research finds that, the aforementioned impact is more obvious when the internal information flow is smooth, the internal control level is high, and the pyramid structure is relatively flat. Internal information communication, internal control level, and the flattening of the pyramid structure help remote subsidiaries to transfer cutting-edge business opportunities to the parent company as soon as possible, thereby helping the group company to optimize investment decisions. The off-site allocation of capital factors will ultimately help to improve the overall market value and production capacity of enterprise groups. At the theoretical level, this paper expands the research on the economic consequences of the allocation of capital factors in different regions, and expands the influencing factors of corporate investment efficiency from the perspective of operating subsidiaries across regions. At the practical level, it echoes the new development requirements of “the domestic cycle being the main body and the domestic and international dual cycles promoting each other”. The conclusion not only supports the active exploration of decision-making executives to strengthen the construction of a unified national market, but also proposes that attention should be paid to the system of setting up subsidiaries in different regions, and the efficiency of factor circulation and resource allocation should be optimized by improving the cross-regional information communication mechanism and reducing transaction costs, so as to effectively build a new development pattern.

**Key words:** a unified national market; off-site allocation of capital factors; off-site subsidiaries; investment efficiency optimization; over-investment; under-investment

(责任编辑: 王西民)