

资本市场开放与企业风险承担

——基于北向资金持股的实证分析

张艺露 缪斌

中南民族大学

DOI:10.12238/ej.v8i3.2384

[摘要] 坚定不移推动资本市场的开放,将不断为实体经济的发展提供源源活水。本文以2017-2021年陆股通名单中的非金融上市公司为样本,以陆股通开通后,涌入内地市场的北向资金测度开放程度,实证检验了资本市场开放对于企业风险承担的影响。结果表明,北向资金进入内地资本市场后显著降低了企业的风险承担水平。本文的研究为进一步推进资本市场稳步开放,助力实体经济高质量发展的政策制定提供一定的理论参考和实践建议。

[关键词] 资本市场开放; 陆股通; 企业风险承担

中图分类号: F27 **文献标识码:** A

Capital market opening and enterprise risk-taking—Empirical analysis based on northbound capital holdings

Yilu Zhang Bin Miao

Central South University for Nationalities

[Abstract] Firmly promoting the opening of the capital market will continuously provide a source of vitality for the development of the real economy. This article takes non-financial listed companies listed on the Mainland China Stock Connect from 2017 to 2021 as samples, and measures the degree of openness by measuring the influx of northbound funds into the mainland market after the opening of the Mainland China Stock Connect. It empirically tests the impact of capital market opening on corporate risk-taking. The results indicate that the entry of northbound funds into the mainland capital market significantly reduces the risk-taking level of enterprises. This study provides theoretical references and practical suggestions for further promoting the steady opening of the capital market and formulating policies to support the high-quality development of the real economy.

[Key words] capital market opening; Stock Connect (Mainland China); Enterprise risk-taking

引言

党的二十大报告提出,要利用国内市场的规模优势,推动资本市场制度型开放,引入境外资金,激发经济活力。2023年中央金融工作会议也强调了金融市场全面开放,优化外资准入条件,为境外金融机构提供良好投资空间,支持经济高质量发展。

我国在资本市场开放方面取得了显著成果,如沪港通、深港通等,这些措施优化了资源配置,提高了公司股价定价效率^[1],降低了波动性,减少了崩盘风险,并提升了企业内部治理水平,促进了经济的高质量发展和共同富裕。

然而,我国实体经济面临结构性调整和下行压力,企业风险承担水平提升成为紧迫问题。资本市场开放有助于降低代理成本,提高信息透明度,提升融资效率。但资本市场开放对企业风

险承担水平的影响及其机制尚不明确。

本文的贡献在于:首先,从北向资金视角研究资本市场开放对企业风险承担的影响,拓展了研究视角;其次,选取2017至2021年数据,确保研究准确性;最后,以北向资金为指标,探讨资本市场开放对企业风险承担的影响机制,并进行异质性分析,为优化资本市场结构和推动金融与实体经济发展的理论支撑和参考建议。

1 理论分析与假设提出

1.1 影响企业风险承担的因素。企业风险承担指在不确定的经营环境中,企业愿意承担可能发生的损失。影响因素主要分为外部和内部两大类,外部包括货币政策、财政政策等,内部则涉及股权结构和公司治理等。

从微观角度看,企业的股权结构、薪酬结构、管理者特征和

股东行为等因素会影响其风险承担。例如，非国有股东参与国企治理能提高风险承担，因为他们可以通过提高高管薪酬和降低代理成本来实现。国有企业参股民企也能增强后者的风险承担能力。优化薪酬结构，如提高员工薪酬竞争力，也能提升企业风险承担。管理者的能力、职业经历和社会资本等个人特征也会影响企业的风险承担^[2]。股东行为，如大股东的股票质押和非控股股东的行权，也能正向影响企业的风险承担。

从宏观角度看，宏观经济政策，如财政政策和扩张政策，会影响企业的风险承担。财政政策通过激励企业研发降低创新风险^[3]，但过度的财政扩张可能导致信用违约，提高融资成本，削弱企业的风险承担能力。政策目标的不确定性调整，如提高长期债务比重或减少短期贷款长期投资，可以降低融资风险，从而提高企业的风险承担水平。

1.2 金融开放对企业的影响。金融开放的研究多聚焦于陆股通机制，采用双重差分法分析其对微观经济主体的影响，主要涉及三个方面：

首先，陆股通提高了股价定价效率，增强了信息准确性、充分性和同步性^[4]，减少了内幕交易，促进了交易公平。同时，减少了股价同步性，降低了股价波动带来的崩盘风险。

其次，陆股通为企业带来附加值，包括缓解融资约束、增加商誉溢价、推动国际化战略转型，提升企业在全价值链中的地位^[5]。此外，政府通过境外投资者获取信息，更有效地支持优质上市公司研发。

第三，陆股通影响了企业内部治理，提高了企业全要素生产率，增加了对高素质劳动力的需求，激发了创新活力，优化了资源配置。同时，拓宽了融资渠道，降低了融资成本，提高了投资效率^[6]。

现有文献多将陆股通视为准自然实验，探讨资本市场开放对企业的影响，而少有研究北向资金的“聪明钱”效应。北向资金作为长期价值投资的代表，吸引其流入能提高股票流动性，但也可能降低新兴国家股票市场的流动性^[7]。北向资金的配置型持股特征可能降低股票交易的活跃程度。

综上所述，资本市场开放，在一定程度上会通过缓解企业融资约束和提高企业信息披露质量的方式，对于公司的内部治理产生积极的促进作用。但很少有学者直接研究北向资金对于企业内部治理的影响，本文以沪深股通政策的实施作为背景，将北向资金作为资本市场开放程度的研究测度，通过实证分析北向资金持股对于企业风险承担的影响。结合已有文献，提出如下假设：

H1：资本市场开放框架下，北向资金持股可以缓解企业融资约束，提高企业信息披露质量等渠道提升企业的风险承担水平。

2 研究设计

2.1 数据处理。为确保研究结果的可靠性，本文选取2017至2021年沪深股通标的上市公司数据作为样本，以深港通开通为时间节点。处理样本时，排除了行业代码为J开头的样本、退市风险警示(ST)样本，以及曾进入陆股通名单后退出和在北向资金持股始终为0的企业。对连续变量进行缩尾处理后，得到1693家上市公司5年的非平衡面板数据，共8465个观测值，样本数据

来源于东方财富数据终端。

2.2 变量选择。

2.2.1 被解释变量——企业风险承担(Risk-m)。企业风险承担指在不确定的经营环境中，企业愿意并能够承担潜在损失的行为，涉及风险水平、意愿和能力。现有研究多从风险水平角度进行描述和测量，包括股票市场表现和企业财务表现。由于我国股市有效性较低，股票价格波动对企业风险承担的解释力有限，本文采用企业财务报表的内在表现，以资产收益率(ROA)波动性作为风险承担水平的衡量指标。为减少行业周期影响，本文计算了企业年度ROA与行业平均ROA的差值，并以此为基础，以三年为窗口期，计算(t, t+2)年间调整后的ROA标准差作为风险承担指标，记作Risk-m。

2.2.2 核心解释变量——北向资金(BXZJ)。现有研究通常将陆股通政策实施作为准自然实验，利用多期双重差分等方法研究资本市场开放。本文从陆股通开通后产生的信息出发，使用北向资金作为资本市场开放的指标，探讨其对微观经济主体的影响。为避免企业规模差异影响，本文未采用北向资金持股数量，而是选取北向资金持股占企业流通股比例的年度数据作为代理变量，记为BXZJ，以研究资本市场开放程度与企业风险承担之间的关系。

2.2.3 控制变量。本文选取了如下控制变量：企业规模(size)、企业年龄(age)、资产负债率(zcfg)、营业收入与上期营业收入比(yln1)、流动比率(lb1)、有形资产比率(yxzc)、两合一(lzhy)等，变量定义的具体内容及描述性统计详见下表：

表1 描述性统计

变量名称	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
risk_m	8465	0.013	0.067	-0.99	0.125
BXZJ	8465	0.903	1.392	0	5.13
size	8465	9.169	1.34	0	14.82
age	8465	2.54	0.605	1.099	3.497
zcfg	8465	0.439	0.188	0.008	0.989
yln1	8465	1.532	7.078	-1.413	424
lb1	8465	8.829	109.8	0	7507
yxzc	8465	0.983	0.036	0.467	1

2.2.4 模型设定。为研究资本市场开放对企业风险承担的影响，本文构建基准回归模型如下：

$$Risk_m_{i,t} = \alpha + \beta_1 BXZJ_{i,t} + \beta_2 Control_{i,t} + Industry_k + Year_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

在上述回归方程中，企业，会计期间，行业分别用i, t, k表示，被解释变量Risk_m_{i,t}表示陆股通标的公司i在第t年到t+2年经过行业调整后的ROA的标准差；BXZJ_{i,t}表示公司i在第t年北向资金占其流通股的比例；Control_{i,t}表示控制变量，本文通过设计Industry_k行业固定效应和Year_t时间固定效应，避免面板数据分析过程中出现遗漏变量偏差等问题的出现；\epsilon_{i,t}为随机误差项。

3 实证分析

3.1 基准回归。为验证资本市场开放对企业风险承担的影响,采用模型(1)进行面板回归,结果如下表所示:

数据显示北向资金持股显著提升了企业风险承担水平。列(1)中BXZJ系数在1%水平下显著为正,显示北向资金持股增强了企业风险承担。列(2)至(4)加入控制变量和双向固定效应后,影响系数虽降低,但仍显著为正,表明北向资金持股对企业风险承担有正面影响。控制变量表明,规模较大、资产负债率低、盈利能力强的企业更能通过北向资金提升风险承担,可能是因为这些企业能有效利用资本市场开放带来的北向资金,从而提高风险承担水平。

表2 基准回归结果

	-1	-2	-3	-4
被解释变量	Risk-m	Risk-m	Risk-m	Risk-m
BXZJ	0.011***	0.013***	0.010***	0.008***
	-26.36	-24.46	-23	-12.45
控制变量	NO	NO	YES	YES
常数项	0.002***	-0.021***	0.016	-0.077***
	-2.6	(-2.69)	-1.11	(-2.62)
行业和时间固定	NO	YES	NO	YES
样本数	8,465	8,465	8,376	8,376
拟合优度	0.056	0.104	0.153	0.153

注:表中括号内数值代表标准误,***、**、*分别表示在10%、5%、1%水平上显著。下同。

3.2 稳健性检验

3.2.1 解释变量滞后一期。为了检验解释变量当期对被解释变量的影响是否会传递到下一期,即北向资金的持股会对企业的风险承担水平的影响是否存在滞后性。本文对解释变量进行滞后一期处理,表3列(1)列(2)分别展示加入控制变量前后的回归结果:结果显示解释变量均在1%水平显著为正,进一步证明了结论的稳健性。

3.2.2 缩尾处理。在之前的基准回归分析中,本文已经针对相应的变量进行(0,95)区间内的缩尾处理,为了避免极端异常值可能产生的噪音影响,在该部分的数据处理中本文对控制变量中的连续变量进行前后2.5%的缩尾处理,其结果如表3中列(3)(4)所示,未加入控制变量时,北向资金持股回归系数在1%水平下显著为正,加入控制变量后,北向资金持股仍然能够显著提高企业的风险承担水平,这也进一步印证了结论的稳健性。

4 结论及建议

稳步推进资本市场开放是我国金融发展的关键,通过制度型开放引入境外资金,有助于完善现代金融体系。北向资金流动

对上市公司影响深远,本文以2017至2021年沪深股通公司为研究对象,发现北向资金持股提升了企业风险承担水平,研究为理解资本市场开放提供了新视角,并为政策制定提供理论支持。

表3 稳健性检验结果

	-1	-2	-3	-4
被解释变量	Risk-m	Risk-m	Risk-m	Risk-m
L. BXZJ (BXZJ)	0.012***	0.006***	0.010***	0.006***
	-17.4	-7.02	-23.57	-11.79
常数项	0.006***	-0.053	0.005***	-0.070**
	-5.45	(-1.39)	-5.77	(-2.15)
控制变量	NO	YES	NO	YES
行业和时间固定	NO	YES	NO	YES
样本数	6,706	6,631	8,465	8,329

政策建议包括:一是继续推进资本市场稳步开放,总结“引进来”政策经验,探索“走出去”道路,适度放宽境外投资者准入条件,为企业提供更多融资途径。二是营造健康高效的融资环境,建立民营企业定向融资机制,解决融资难题,通过财政手段减轻科创企业负担,支持企业稳定发展。三是树立区域典型,培育优质企业群,形成价值投资热力圈,提高资源配置效率,确保资金流入稳定性,推动区域经济高质量发展。

【参考文献】

[1] Bae K H, Ozoguz A, TAN H, Wirjanto, T S. Do Foreigners Facilitate Information Transmission in Emerging Markets?[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 105: 209-227.

[2] 何瑛, 于文蕾, 戴逸驰. 高管职业经历与企业创新[J]. 管理世界, 2019, 35(11): 174-192.

[3] Mamuneas T P, Nadiri M I. Public R&D Policies and Cost Behavior of the US Manufacturing Industries[J]. Journal of Public Economics, 1996, 63(1).

[4] 钟罩琳. 资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验[J]. 管理世界, 2018, 34(1): 169-179.

[5] 王静. 资本市场开放与企业全球价值链地位提升——基于中国上市公司的经验证据[J]. 金融论坛, 2023, 28(03): 32-39.

[6] 陈运森, 黄健峤. 股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 金融研究, 2019(08): 151-170.

[7] 杨何灿, 吴隽豪. 北向资金与境内股票市场流动性——基于高频数据的传导机制[J]. 经济研究, 2023, 58(5): 190-208.

作者简介:

张艺露(2000--),女,满族,辽宁省阜新市人,硕士在读,中南民族大学。

缪斌(1997--),男,汉族,江苏省徐州市人,硕士在读,中南民族大学。