

外资进入对本土企业风险承担的影响： 资本逐利还是风险规避

陈 帅¹, 陈 燊²

(1. 对外经济贸易大学 国际商学院, 北京 100029; 2. 福建江夏学院 会计学院, 福建 福州 350158)

[摘要] 外资自由化作为我国资本市场开放的重要内容,在促进境内外资本要素互联互通的同时,也深刻影响着微观企业行为。以我国 2007—2017 年 A 股上市公司作为研究样本,实证检验外资进入对我国本土企业风险承担的影响。研究发现:外资进入能够显著提升企业的风险承担水平。进一步地,外资进入对企业风险承担的促进效应在融资约束严重、股权集中度更高和市场化进程缓慢地区的企业中更加显著。此外,在不同资本市场开放水平,外资进入对企业风险承担的作用存在明显差异。

[关键词] 外资进入;企业风险承担;资本逐利;风险规避;微观企业行为;融资约束;股权集中度;市场化进程

[中图分类号] F276.6 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2021)05-0082-10

一、引言

企业风险承担反映了企业在追求经济增长过程中的风险偏好和风险承担意愿,具体表现为其对风险投资项目的选择态度。随着营商环境不断变化和经营业务日趋复杂,风险承担水平已然成为影响企业发展的重要因素。已有研究表明,一方面,企业风险承担水平的提升可以有效缓解经济政策不确定所带来的不利影响,降低资本市场系统性风险^[1];另一方面,企业风险承担有助于刺激企业资本性支出,激发研发创新积极性,提升企业价值^[2-3]。特别是在我国经济进入转轨期以来,由于经济政策在调整内容、调整方向和调整时机等方面仍存在诸多不确定性,提升企业风险承担水平显得尤为必要和迫切。

然而,囿于企业风险承担行为的特有属性,其不仅要求企业具备丰富的投资管理经验和商业知识积累,还需要依赖于大量的投资资金予以支撑。近年来,为促进境内外资本要素互联互通,改善金融供给环境,我国相继采取了放宽境外投资者投资范围和外资持股比例限制等外资自由化政策,以境外机构投资者为代表的新兴力量逐渐成为我国资本市场不容忽视的组成部分。根据国家统计局官方数据显示,截至 2018 年底,我国累计设立外商投资企业 960725 家,实际使用外商直接投资 21492 亿美元,且已连续两年成为全球第二大外资流入国。伴随我国外资引进规模的扩张,外资进入对本土企业微观行为的影响也逐渐凸显。已有文献表明,作为弥补我国金融供给相对不足的重要补充,外资进入在加速资本跨区域流动、缓解企业融资约束,以及促进技术外溢等方面均发挥着重要作用^[4]。不难发现,外资进入能够较好地联结东道国企业在投融资过程中所需要的资源要素,并影响着企业风险承担的意愿水平和能力。然而,现有关于企业风险承担的文献大多基于外部制度环境^[5-7]、企业内部治理和管理者特征^[8-9]

[收稿日期] 2021-01-11

[基金项目] 对外经济贸易大学研究生科研创新基金资助项目(202126);福建省中国特色社会主义理论体系研究中心项目(FJ2019ZTB044)

[作者简介] 陈帅(1992—),男,河南信阳人,对外经济贸易大学国际商学院博士生,主要研究方向为会计信息与资本市场,通讯作者,邮箱:chens182@163.com;陈燊(1980—),女,福建福州人,福建江夏学院会计学院副教授,主要研究方向为会计、审计与内部控制。

等视角展开,鲜有文献探讨外资进入这一因素对东道国本土企业风险承担行为的影响。

基于此,本文拟以2007—2017年我国沪深两市A股上市公司为样本,实证检验外资进入对企业风险承担的影响。本文可能的贡献主要体现在以下三个方面:首先,通过考察外资进入对企业风险承担行为的影响,拓展外资进入产生的经济后果方面的文献。现有研究大多以资本市场开放为切入点,围绕宏观经济增长和金融市场稳定^[10]、产业结构和行业竞争^[11-12]、企业融资成本和投资行为^[13-14],以及公司治理^[15-16]等方面进行展开,但鲜有文献考察外资进入对企业整体风险承担行为的影响。本文以企业风险承担为落脚点,拟研究外资进入对微观企业行为的影响。其次,基于外资进入视角,探讨外资进入与企业风险承担之间的关系,丰富了企业风险承担影响因素方面的文献。以往研究表明,企业风险承担水平与外部资源可获得性密切相关,比如政府补贴^[17]、产业政策^[18]、网络担保^[19],以及社会关系^[20]等可以通过直接或间接方式向企业提供风险承担所需要的资金资源支持,进而提升企业风险承担水平,但已有文献关于外资进入对本土企业风险承担的影响关注不足。最后,本文还具有一定的政策启示。在我国引资政策与投资环境不断完善的过程中,外资进入对本土企业与资本市场的影响也越加凸显。因此,本研究不仅有助于全面评估外资进入政策效果,也为我国目前外资自由化政策制定提供了启示。

二、理论分析与研究假设

随着我国资本市场开放进程的加快,近年来以合格境外机构投资者制度(QFII)、人民币合格境外机构投资者制度(RQFII)以及“陆港通”等为代表的一揽子外资自由化改革实现了境内外资本要素的互联互通,并对我国资本市场资源配置与微观企业行为产生了深刻影响。整体而言,外资进入对本土企业风险承担的影响可从以下两个方面展开。

一方面,外资进入会加剧本土企业的资本逐利行为,提升企业风险承担水平。首先,外资进入可以通过拓宽融资渠道满足本土企业的外部融资需求,进而缓和企业融资约束,为企业风险承担提供资金支持。企业风险承担作为一项资源消耗性活动,往往需要充裕的资金支持予以支撑,风险承担水平越高,意味着企业在追求高额利润过程中所承担的业绩波动风险越大。一般而言,由于高风险项目对项目投入资金的规模和持续性提出了较高的要求,外部融资供给水平直接影响着企业风险承担的行为选择。已有研究表明,由于在我国相对滞后的金融市场体系中,有限的融资渠道使得我国企业普遍面临着融资约束问题,在面临投资机会时,融资约束企业往往会因为资金缺乏而放弃高收益的投资项目^[21-22]。在此背景下,外资进入作为联结境内外资本市场的重要举措,极大地促进了资本市场上的要素流动^[23]。因此,从金融供给的角度来看,境外投资者投资自由化和便利化改善了企业的外部融资环境,满足了企业在投资经营过程中外部融资需求与资本积累的需要。其次,外资进入可以为本土企业提供更为先进的技术和管理经验,通过加剧市场竞争,提升资源整合能力,为企业风险承担提供重要保障。以往研究表明,大规模的外资涌入会在行业范围内形成技术溢出和竞争效应^[24-25]。在此情形下,为获取竞争优势,本土企业有动机通过更多的创新活动来缩小与其他企业之间的差距。而且,由于以境外机构投资者为代表的外资力量主要来源于发达国家,与我国本土企业相比,外资投资者往往具有更为丰富的专业知识和技术分析能力,面对复杂多变的经营环境,其风险抵御能力更强。因此,外资进入可以通过直接或间接地影响向东道国企业提供先进技术与管理经验,增强本土企业对市场风险的管控能力。此外,境外投资者具有更多的国际网络资源和资源整合能力,可以快速地为企业对外投资活动筹集资金,从现金流敏感度来看,外资进入还会提高企业对未来投资失败的容忍度,加剧了企业的资本逐利行为。最后,外资进入可以通过优化公司治理结构,发挥境外投资者监督治理效应以降低管理层与股东间的代理冲突,迫使风险规避的管理层积极投资,促进企业风险承担。以往研究表明,受声誉机制影响,管理层在执业过程中具有天然的风险规避特征,即在既定的薪酬契约框架下,管理层在企业经营与投资活动中会

最大程度地降低风险,选择那些风险较小、收益相对偏低的投资项目^[26]。然而,区别于本土企业投资者,境外机构投资者与上市公司除了被投资关系外,其他联系相对较少,监管成本更低,因此,作为成熟的机构投资者,为确保投资回报,外资股东会通过“用脚投票”的治理方式来缓解股东与管理层之间的代理问题,增大价值投资力度^[27]。基于上述分析,本文提出以下研究假设。

H1a:在其他条件不变的情况下,外资进入会显著促进企业风险承担水平的提升。

另一方面,外资进入也可能会降低企业的风险承担水平。已有研究表明,企业投资决策对未来预期收益具有高度敏感性,随着外部环境不确定性的提高,企业管理层会选择暂缓研发创新等高风险项目以规避潜在的投资损失,从而减少企业创新活动^[28]。围绕资本市场开放的经济后果研究发现,外资自由化政策在促进境内外资本要素互联互通的同时,还会进一步刺激资本市场上的国际投机活动,加剧市场波动和宏观经济的不稳定性^[29]。基于信号传递理论,本文认为,作为企业投资决策的重要主体,管理层在面对资本市场对外开放带来的不确定性时,往往会出于流动性的谨慎考虑,选择延迟投资等行为,进而影响企业风险承担行为的决策倾向。

此外,根据委托代理理论,在控制权与经营权分离的情形下,出于职业发展需要,企业管理层有动机通过过度投资的方式进入一些高风险项目,进而实现短期的业绩增长,获取个人私利。而且该行为在内部治理较差的企业中更加严重,比如过度投资^[30]。但从外资进入的公司治理效应来看,由于境外机构投资者可以通过控股或参股形式改变企业现有股权结构,优化公司治理。而且,外资股东更加关注投资项目的长期价值而非短期收益,为确保自身长期收益的实现,外资股东会积极参与到公司治理中来,并对上市公司管理层进行监督,从而缓解由代理风险引致的管理层短视行为^[31]。因此,从该视角来看,外资进入也可能通过发挥治理效应降低企业风险承担水平。为此,本文提出以下假设。

H1b:在其他条件不变的情况下,外资进入会显著降低企业风险承担水平。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文以2007—2017年A股上市公司作为研究对象,在进一步对金融保险类公司、ST公司以及财务指标数据缺失的样本进行剔除后,本研究最终得到21599个公司年度观测值。样本筛选情况如表1所示。本文外资持股数据来自于Wind数据库,所有财务数据均来自于国泰安数据库。为避免极端异常值对主要研究结论的干扰,本文还对连续变量在1%和99%处进行了Winsorize处理。本文采用Stata15.0软件进行数据分析。

表1 样本筛选情况

筛选过程	剩余样本
2007—2017年样本观测值	27711
剔除金融类的企业样本(696)	27015
剔除被ST的企业样本(676)	26339
剔除相关财务数据缺失的样本(4740)	21599
合计	21599

(二) 变量定义

1. 被解释变量

企业风险承担为本文的被解释变量。参考已有研究^[5],企业风险承担水平主要采用盈余波动性衡量,具体计算方法如下:首先,基于模型(1)计算出每家样本公司实际 Roa 与所在行业 Roa 均值之间的平减差额,从而得到经行业调整后的样本公司 Roa_{in} 。在模型(1)中, $EBITDA_{in}$ 表示上市公司当期税息折旧及摊销前利润, $ASSET_{in}$ 表示上市公司当期期末总资产, M 表示上市公司所在行业的公司数量总额, k 表示上市公司所在行业的第 i 家公司。其次,基于模型(2)计算在盈余波动观测窗口期为5年的标准差,进而计算得到风险承担水平 $Risk_{in}$ 。

$$Roa_{in} = \frac{EBITDA_{in}}{ASSET_{in}} - \frac{1}{M} \sum_{k=1}^M \frac{EBITDA_{kn}}{ASSET_{kn}} \quad (1)$$

$$Risk_{in} = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N \left(Roa_{in} - \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N Roa_{in} \right)^2} \mid N = 5 \quad (2)$$

2. 解释变量

外资进入为本文的核心解释变量。从已有文献来看,部分研究采用上市公司所在城市或省份的外商直接投资规模对外资进入强度进行度量,然而,有研究指出,利用宏观经济的加总数据变量对微观企业层面的变量进行回归会造成回归结果有偏^[32]。因此,本文借鉴已有文献^[33],将企业期末通过 QFII、RQFII 以及“陆股通”持有股票金额总量占该股票流通市值的比例作为外资进入本土企业强度的衡量方式。

3. 控制变量

为控制其他因素对企业风险承担水平的影响,在参考相关研究的基础上^[9],本文还对以下变量进行了控制,具体包括公司总资产规模 (*Size*)、净资产收益率 (*Roe*)、资产负债率 (*Lev*)、经营活动现金流 (*Cashflow*)、公司年龄 (*Age*)、产权性质 (*Soe*)、两职合一 (*Dual*)、股权集中度 (*Top1*) 和审计质量 (*Big4*)。相关变量定义如表 2 所示。

表 2 相关变量定义

变量符号	变量名称	变量说明
<i>Risk</i>	企业风险承担水平	观测期内经行业调整的资产收益率的标准差,具体计算方式见模型(1)与模型(2)
<i>Foreign</i>	外资持股	第 <i>t</i> 年期末 QFII、RQFII 以及“陆股通”持有股票金额总量占该股票流通市值的比例 (%)
<i>Size</i>	公司规模	第 <i>t</i> 年期末总资产的自然对数
<i>Roe</i>	净资产收益率	第 <i>t</i> 年净利润 / 第 <i>t</i> 年期末净资产
<i>Lev</i>	资产负债率	第 <i>t</i> 年总负债 / 第 <i>t</i> 年期末总资产
<i>Cashflow</i>	经营活动现金流	第 <i>t</i> 年经营活动现金流量 / 第 <i>t</i> 年期末资产总计
<i>Age</i>	公司年龄	公司上市年限加 1 后取自然对数
<i>Soe</i>	产权性质	虚拟变量,若为国有企业,则取值 1,反之为 0
<i>Dual</i>	两职合一	虚拟变量,若董事长与总理由一人兼任则取值 1,反之为 0
<i>Top1</i>	股权集中度	第一大股东持股数量占比
<i>Big4</i>	审计质量	虚拟变量,若公司外部审计师为国际“四大”则取值 1,反之为 0

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 3 报告了主要研究变量的描述性统计结果。由统计结果可知,企业风险承担变量 *Risk* 的均值为 0.181、标准差为 0.234,说明不同企业之间的风险承担水平存在较大差异。外资进入变量 *Foreign* 的均值为 0.145,说明我国上市公司中,外资持股比例整体水平相对较低。在其他控制变量方面,本文的描述性统计结果与已有相关研究基本一致。

(二) 基准回归结果

表 4 报告了外资进入对我国本土企业风险承担影响的基本回归结果。表 4 第(1)列是仅加入

行业与年度控制变量的回归结果,结果显示,核心解释变量 *Foreign* 的回归系数在 1% 水平上显著为正,这一结果初步表明,外资的进入有助于提升本土企业的风险承担水平。第(2)列是在加入其他所有控

表 3 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数
<i>Risk</i>	21599	0.181	0.234	0.059	0.122	0.226
<i>Foreign</i>	21599	0.145	0.837	0.000	0.000	0.000
<i>Size</i>	21599	21.981	1.364	21.066	21.828	22.735
<i>Roe</i>	21599	0.119	5.736	0.028	0.068	0.114
<i>Lev</i>	21599	0.501	1.720	0.278	0.446	0.616
<i>Cashflow</i>	21599	0.042	0.452	0.001	0.041	0.085
<i>Age</i>	21599	2.150	0.766	1.609	2.303	2.773
<i>Soe</i>	21599	0.431	0.495	0.000	0.000	1.000
<i>Dual</i>	21599	0.236	0.425	0.000	0.000	0.000
<i>Top1</i>	21599	0.353	0.154	0.231	0.333	0.458
<i>Big4</i>	21599	0.057	0.232	0.000	0.000	0.000

制变量后的回归结果,结果显示,*Foreign* 的系数仍显著为正,这说明在控制其他可能影响企业风险承担的影响因素后,基准检验结果依然不变。由此可见,外资进入能够显著提升我国本土企业的风险承担水平,而非抑制企业风险承担行为,即 H1a 得到验证。其可能的原因在于:首先,作为传统融资方式的重要补充,外资进入能够通过改善本土企业的外部融资环境,为企业高投入、高风险项目提供充裕的资金支持,提高了其风险容忍度。其次,外资进入具有技术溢出效应和竞争效应^[24-25],通过向本土企业提供更为先进的管理经验和技術,一定程度上增强了企业实施风险投资项目的意愿和水平,比如开展更多的企业创新活动等。最后,外资进入还具有积极的公司治理效应。受声誉成本影响,管理层往往具有天然的风险厌恶特征,而外资进入则可以通过优化公司治理结构,发挥境外投资者监督治理效应以降低管理层与股东间的代理冲突,促进企业风险承担行为。值得注意的是,尽管外资股东为确保自身利益不受损害,会通过抑制企业过度投资等行为来降低其风险承担水平,但总体而言,由于我国资本市场尚处于发展的初级阶段,外资持股比例总体较低,因此,从该视角来看,外资进入并未能明显抑制企业风险承担行为。

五、进一步分析与稳健性检验

(一) 进一步分析

尽管基准回归检验结果为外资进入对企业风险承担的促进作用提供了证据支持,但考虑到外资自由化对微观企业行为的影响还需要建立在企业本身的财务状况、内部治理水平与外部金融供给环境的基础上,因此,本文还作了以下进一步分析。

1. 融资约束的影响

融资约束代表着企业在投资经营活动中所面临的财务约束程度。尤其是对于资金需求量大、周期长和风险高的项目而言,融资约束对企业风险承担行为的影响更为凸显,比如,以往研究表明,面临融资约束的公司,往往会因资金供给不足而终止开展创新活动^[22]。因此,融资约束严重的企业进行风险承担的能力和意愿整体上更低。基于以上分析,本研究将考察融资约束对外资进入与企业风险承担之间关系的影响。参考已有研究^[34],本文基于企业融资约束变量进行衡量,而且当企业融资约束程度高于当期行业均值时,将样本设定为融资约束程度较高组,反之设定为融资约束程度较低组。

表 5 报告了融资约束对外资进入与企业风险承担之间关系的影响。结果表明,在融资约束程度较高的样本组中,*Foreign* 变量的回归系数显著为正,而在融资约束程度较低的样本组中并不显著,而且分组回归系数存在显著差异。这表明,相对于非融资约束企业而言,融资约束企业对外资进入的需求更为强烈,对外资进入提供的资金支持也更为敏感,因此,在融资约束严重的企业中,外资进入对企业风险承担的正向促进效应更强。

2. 股权集中度的影响

股权集中度反映了企业所有权的集中程度和大股东对企业重大投资经营决策的影响控制能力。已有研究表明,股权集中度越高,意味着大股东根据个人风险偏好进行资源配置的能力越强,其通过增加风险投资项目以增加公司收益的机会越多^[35]。而且,当股权集中度达到一定程度时,大股东会以牺牲小股东和企业整体利益为代价进行大量的过度投资行为,即形成防御效应。尽管外资进入可以通

表 4 外资进入与企业风险承担

变量名	(1)	(2)
<i>Foreign</i>	0.0085 *** (2.58)	0.0066 ** (2.22)
<i>Size</i>		0.0149 *** (2.83)
<i>Roe</i>		0.0017 *** (2.79)
<i>Lev</i>		0.0136 * (1.91)
<i>Cashflow</i>		-0.0097 (-1.10)
<i>Age</i>		0.0148 *** (2.81)
<i>Soe</i>		-0.0247 *** (-2.91)
<i>Dual</i>		0.0030 (0.50)
<i>Top1</i>		0.0163 (0.73)
<i>Big4</i>		-0.0167 (-1.18)
常数项	-0.0437 * (-1.74)	-0.3773 *** (-3.64)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
Adj. R ²	0.0315	0.0488
观测值	21599	21599

注:括号内的数字为 t 值,***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。下同。

过改变公司股权结构的形式改善公司治理,但由于外资持股比例水平整体较低,仍难以对大股东形成股权制衡和监督效应。在此情形下,与股权相对分散的公司相比,股权集中度越高,外资进入对企业风险承担的促进效应越明显。本文基于第一大股东持股比例是否高于行业年度均值,将全样本分为高低两组。

表6报告了股权集中度对外资进入与企业风险承担之间关系的影响。结果显示,在股权集中度较高的样本组中,变量 *Foreign* 的回归系数在1%的水平上显著为正,而在股权集中度较低的样本中并不显著。这意味着,高股权集中度会加强外资进入对企业风险承担的促进效应。原因在于:股权集中度代表着大股东与中小股东之间因持股比例差异所呈现的股权结构状态,股权集中度越高,说明大股东对公司投资经营活动的决定权越大,因此,当中小股东难以或无法对大股东形成有效制衡约束时,大股东追求高风险高回报投资项目的动机越强,收益波动性越大,企业风险承担水平也相对更高。

表5 外资进入、融资约束与企业风险承担

变量名	融资约束程度较高组 融资约束程度较低组	
	(1)	(2)
<i>Foreign</i>	0.0099*** (2.98)	0.0017 (0.90)
<i>Size</i>	0.0291*** (8.23)	0.0072** (2.49)
<i>Roe</i>	0.0034** (2.44)	0.0015*** (3.02)
<i>Lev</i>	0.0133** (2.02)	0.0127*** (2.67)
<i>Cashflow</i>	0.0527 (1.38)	-0.0107 (-1.26)
<i>Age</i>	-0.0200*** (-3.52)	-0.0263*** (-4.80)
<i>Soe</i>	-0.0205*** (-3.78)	0.0316*** (10.95)
<i>Dual</i>	-0.0059 (-1.24)	0.0103** (1.98)
<i>Top1</i>	0.0239 (1.25)	0.0025 (0.18)
<i>Big4</i>	-0.0290*** (-2.94)	-0.0090 (-1.02)
常数项	-0.6125*** (-8.92)	-0.2505*** (-4.15)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
Adj. R ²	0.0424	0.0714
P值		0.013
观测值	10654	10945

表6 外资进入、股权集中度与企业风险承担

变量名	股权集中度较高组 股权集中度较低组	
	(1)	(2)
<i>Foreign</i>	0.0081*** (2.78)	0.0034 (1.31)
<i>Size</i>	0.0236*** (8.94)	-0.0001 (-0.03)
<i>Roe</i>	-0.0046 (-1.58)	0.0016*** (3.19)
<i>Lev</i>	0.0154* (1.80)	0.0108*** (3.22)
<i>Cashflow</i>	-0.0195 (-0.61)	-0.0099 (-1.36)
<i>Age</i>	-0.0342*** (-7.72)	-0.0008 (-0.10)
<i>Soe</i>	0.0145*** (5.65)	0.0082 (1.23)
<i>Dual</i>	0.0032 (0.73)	0.0054 (0.86)
<i>Big4</i>	-0.0238*** (-2.95)	-0.0004 (-0.03)
常数项	-0.5500*** (-10.04)	-0.0758 (-1.08)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
Adj. R ²	0.0642	0.0347
P值		0.038
观测值	14608	6991

3. 市场化进程的影响

市场化进程代表着不同地区的经济发展水平和资本要素自由流动的程度,一般而言,市场化程度越高的地区,由于相关法律机制较为健全,要素市场和产品市场的流动性更强,该地区的企业更容易通过市场资源配置获取相应的资源支持,而在市场化程度较低的地区,由于融资渠道相对更少,融资需求难以得到及时满足。因此,该地区的企业对外资流入的需求会更高,而外资进入对企业风险承担所发挥的增量效应也会更大。为考察市场化程度对外资进入与企业风险承担之间关系的影响,本文采用上市公司所在地市场化程度得分对当地市场化进程进行度量。若市场化程度得分低于行业年度均值时,设定

为市场化程度较低组,反之,设为市场化程度较高组。

表7报告了市场化进程对外资进入与企业风险程度之间关系的影响。结果显示,在市场化进程越为缓慢的地区,外资进入对企业风险承担的促进效应越明显,而且,两样本组间的回归系数存在显著差异。这表明,当本土企业所处地区的市场化水平越低,企业越难通过外部市场机制获取金融资源,企业获得信贷的可得性越低,在此情形下,企业对外资的依赖性更高。因此,在市场化进程较慢的地区,外资进入的增量效应会得到放大,对企业风险承担的促进效应更强。

4. 不同资本市场开放水平的影响

随着我国资本市场开放进程的加快,为更好地促进境内外资本要素互联互通,改善金融供给环境,外资自由化政策也在不断地进行渐进调整。在此基础上进一步考察不同资本市场开放水平下外资进入对本土企业风险承担的影响差异具有一定的现实意义。因此,本文基于QFII、RQFII、沪港通与深港通外资政策重要调整期,将样本划分为以下四组,并进行重新回归检验。如表8所示,研究发现,在2014年沪港通和2016年进一步开启深港通之后的样本组中,外资进入(*Foreign*)的回归系数均在5%的水平上显著为正,而在其他样本组中并不显著。这表明随着近年来我国资本市场开放程度的提高,外资进入对企业风险承担的促进作用也更为凸显。其可能的原因在于:在资本市场开放早期,作为新兴资本市场,我国相应的资本市场制度尚不健全,受外资进入管制的影响,外资机构投资者的持股比例相对较低,其对我国资本市场资源配置与微观企业行为的影响较为有限。相较而言,以陆港通等为代表的外资管制放宽政策则有利于通过资金支持、技术经验以及加剧行业竞争的渠道,促进企业的风险承担行为。

表7 外资进入、市场化进程与企业风险承担

变量名	市场化程度较低组	市场化程度较高组
	(1)	(2)
<i>Foreign</i>	0.0167*** (3.27)	0.0018 (1.29)
<i>Size</i>	0.0192*** (5.76)	0.0113*** (4.00)
<i>Roe</i>	0.0053 (1.63)	0.0012*** (5.30)
<i>Lev</i>	0.0158** (2.03)	0.0119 (1.61)
<i>Cashflow</i>	-0.0022 (-0.94)	-0.0962*** (-6.20)
<i>Age</i>	0.0196*** (6.04)	0.0113*** (3.03)
<i>Soe</i>	-0.0112** (-2.00)	-0.0367*** (-6.64)
<i>Dual</i>	0.0036 (0.68)	0.0015 (0.32)
<i>Big4</i>	0.0397** (2.30)	0.0061 (0.39)
<i>Top1</i>	-0.0036 (-0.28)	-0.0119 (-1.53)
常数项	-0.4794*** (-7.10)	-0.2922*** (-5.24)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
Adj. R ²	0.0566	0.0579
P值		0.006
观测值	9748	11851

表8 不同资本市场开放水平对企业风险承担的影响

变量名	2007—2010年	2011—2013年	2014—2015年	2016—2017年
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Foreign</i>	0.0008 (0.23)	0.0075 (1.43)	0.0264** (2.03)	0.0059** (2.37)
<i>Size</i>	0.0044 (0.76)	0.0187*** (2.67)	0.0189*** (2.85)	0.0140** (2.28)
<i>Roe</i>	0.0055* (1.79)	0.0013*** (6.32)	0.0074 (1.02)	0.0003 (0.56)
<i>Lev</i>	0.0120** (2.02)	0.0976* (1.82)	0.0607** (2.24)	0.0325 (1.29)
<i>Cashflow</i>	-0.0072 (-1.32)	-0.0619* (-1.89)	-0.1068* (-1.75)	0.0413 (0.47)
<i>Age</i>	0.0201*** (3.20)	0.0140* (1.95)	-0.0085 (-1.01)	0.0096 (1.36)
<i>Soe</i>	-0.0152 (-1.34)	-0.0377*** (-3.38)	-0.0283** (-2.49)	-0.0160 (-1.46)
<i>Dual</i>	0.0031 (0.28)	0.0030 (0.31)	0.0086 (1.00)	-0.0037 (-0.49)
<i>Top1</i>	0.0250 (0.83)	0.0305 (1.03)	-0.0084 (-0.25)	0.0235 (0.92)
<i>Big4</i>	-0.0074 (-0.44)	-0.0312* (-1.74)	-0.0332* (-1.65)	0.0107 (0.55)
常数项	-0.1998* (-1.77)	-0.3063** (-2.07)	-0.2218 (-1.54)	-0.1970 (-1.56)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.0777	0.0663	0.0393	0.0310
观测值	4600	6539	4864	5596

(二) 稳健性检验

为确保研究结论的稳健性,本文还进行了以下稳健性测试:(1)为避免度量偏误引致的内生性问题,本文分别替换了外资进入和企业风险承担水平的衡量方式。具体定义如下:当上市公司的境外投资者持股比例大于0时,则赋值外资进入的替代变量为1,反之赋值为0;同时,本文采用滞后三期的企业风险承担水平来替换主检验模型中的被解释变量。结果发现,在将替换后的变量分别代入主检验模型后,本文主要研究结论依然不变。(2)Heckman 两阶段回归模型检验。由于相较于防御型企业,风险承担水平较高的公司可能更容易吸引外资机构投资者,因此在讨论外资进入与企业风险承担水平之间关系的同时,可能存在互为因果的内生性问题。基于此,本文选取影响外资进入的工具变量,利用 Heckman 两阶段模型进行控制。具体而言,在第一阶段中,本文首先基于境外机构投资者持股比例是否大于0,构造虚拟变量,即外资是否进入(*Investment*),如果上市公司中的境外机构投资者持股比例大于0,则 *Investment* 取值为1,反之取值为0;然后,以外资是否进入作为因变量,以市场化程度(*Market*)作为工具变量和解释变量,构造 Probit 模型,并计算出逆米尔斯比率(*IMR*)。在第二阶段中,将 *IMR* 作为控制变量代入主检验回归模型。结果显示,在控制 *IMR* 和其他控制变量的基础上,外资进入(*Foreign*)的回归系数依然显著为正。(3)加入行业-年度联合固定效应。在基准回归模型中,本文只控制了时间与年度固定效应,但是这些并不足以控制各个行业中随时间变化的一些政策干扰和其他影响因素。为控制不同行业与周期性变化趋势可能会对企业风险承担行为产生的影响,本文还控制了行业与年度交乘的固定效应。结果表明,在控制行业-年度联合固定效应之后,检验结果与基准回归结果并无显著差异。综上所述,在系列稳健性检验之后,本文主要研究结论并未发生实质性改变。囿于文章篇幅所限,上述稳健性检验的数据结果未披露,备索。

六、结论性评述

外资进入作为我国资本市场对外开放的重要内容,其在促进国内外资本要素互联互通过程中扮演着重要角色,尤其是在我国逐步放宽境外机构投资者投资范围与持股比例限制的背景下,外资成为我国上市公司股权结构中的重要组成部分,并深刻影响着微观企业行为。本文利用2007—2017年我国上市公司外资持股比例数据,考察外资进入对我国本土企业风险承担水平的影响。结果发现,外资进入有助于促进我国本土企业风险承担水平的提高,这表明,外资进入本土企业后,更多的是发挥“资本逐利”效应,而非“风险规避”效应。进一步地,外资进入与企业风险承担之间的正相关关系在融资约束严重、股权集中度较高与市场化程度更低的公司中更为显著,此外,在不同资本市场开放水平,外资进入对企业风险承担的作用亦存在明显差异。而且,在改变相关变量度量方式、采用 Heckman 两阶段回归,以及控制行业-年度联合固定效应等稳健性测试之后,本文主要研究结论依然成立。本文基于我国外资自由化政策变迁背景考察外资进入对本土企业风险承担行为的影响,不仅丰富了企业风险承担影响因素方面的文献,同时也为外资进入引致的“资本逐利”效应提供了微观层面的证据。

契合我国资本市场对外开放与企业防范化解重大风险的现实实践来看,本文研究结论还具有一定的政策含义。政策启示意义主要体现在以下三个方面:首先,为我国目前取消外资持股比例限制,进一步推进外资自由化、便利化政策提供了实践依据与理论支持。本文的研究结果表明,外资进入可以通过缓解企业融资约束、提供技术管理经验和加剧行业竞争渠道促进本土企业风险承担水平的提升。因此,从资本市场要素流动与金融供给的视角来看,外资进入有助于弥补我国金融供给体系相对滞后的不足,同时,通过优化资本市场资源配置,以 RQFII 等为代表的境外资本流入较好地弥补了企业投资需求与金融供给服务之间的供需矛盾。其次,为深入理解外资自由化政策在提振经济活力方面的增量效应提供了新的视角。长期以来,由于我国各地区经济发展水平参差不齐,区域市场化进程并不均衡,因此,对于融资约束企业而言,位于不同地域的企业其利用外资的紧迫性与敏感程度也存在较大差异。本文拓展

性分析表明,受外部融资渠道单一、金融供给相对不足等限制性因素的影响,外资进入对处于市场化程度较低地区的上市公司具有更强的增量效应,即在市场化进程较为缓慢的区域,外资进入对企业风险承担的促进效应更明显,而对于市场化程度较高地区的上市公司并不能产生显著的“资本逐利”效应。因此,为充分发挥外资作用,外资引入政策必须“因地制宜”,注重引导外资流向与本土市场制度环境的有机结合。比如,为有效缓解企业融资约束问题,充分发挥境外资本对企业风险承担水平的促进作用,政府可适度地放宽市场化程度较低地区的外资政策限制。最后,对我国经济转型背景下企业提升风险承担能力,助力政府、企业防范化解重大风险具有重要意义。企业在追求经济增长过程中往往并存着经济不确定性,需要企业具备权衡投资机会与投资风险的能力,而境外资本在流入我国本土企业过程中则可以利用自身丰富的管理经验和先进的技术优势为本土企业风险识别与风险抵御提供支持,同时,境外资本与境外投资者机构还在优化我国金融机构体系,推动我国当前金融供给侧结构性改革方面发挥着积极作用。因此,在充分评估外资开放经济后果的基础上,政府或企业可以积极利用境外资本,维护金融市场的整体稳定,从而促进经济高质量发展。

参考文献:

- [1]潘攀,邓超,邱煜. 经济政策不确定性,银行风险承担与企业投资[J]. 财经研究,2020(2):67-81.
- [2]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.
- [3]Efthymiou C V. Do risk-taking incentives induce CEO's to invest? Evidence from acquisitions [J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 32(1):1-23.
- [4]诸竹君,黄先海,王毅. 外资进入与中国式创新双低困境破解[J]. 经济研究,2020(5):99-115.
- [5]Boubakri N, Mansi S A, Saffar W. Political institutions, connectedness, and corporate risk-taking[J]. Journal of International Business Studies, 2013, 44(3):195-215.
- [6]Li K, Griffin D W, Yue H, et al. National culture and capital structure decisions: Evidence from foreign direct investment in China [J]. Journal of International Business Studies, 2011, 42(4):477-503.
- [7]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(6):15-27.
- [8]潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究,2013(1):149-163.
- [9]宋建波,文雯,王德宏. 海归高管能促进企业风险承担吗——来自中国A股上市公司的经验证据[J]. 财贸经济,2017(12):111-126.
- [10]Karthik B, Rahul V, Verrecchia R E. Foreign competition for shares and the pricing of information asymmetry: Evidence from equity market liberalization[J]. Journal of Accounting and Economics, 2019, 67(1):80-97.
- [11]毛毅. 外资进入、市场竞争与中国工业行业价格变动[J]. 产业经济研究,2017(4):93-103.
- [12]肖琬君,冼国明,杨芸. 外资进入与产业结构升级:来自中国城市层面的经验证据[J]. 世界经济研究,2020(3):33-45.
- [13]毛其淋. 外资进入自由化如何影响了中国本土企业创新? [J]. 金融研究,2019(1):72-90.
- [14]李善民,李昶. 跨国并购还是绿地投资? ——FDI进入模式选择的影响因素研究[J]. 经济研究,2013(12):134-147.
- [15]Anwar S, Sun S. Can the presence of foreign investment affect the capital structure of domestic firms? [J]. Journal of Corporate Finance, 2015,30(2):32-43.
- [16]Liao L, Pan Y K, Yao T. Capital market liberalization and corporate social responsibility[J/OL]. SSRN Electronic Journal, 2020.
- [17]毛其淋,许家云. 政府补贴、异质性与企业风险承担[J]. 经济学(季刊),2016(4):1533-1562.
- [18]张娆,路继业,姬东骅. 产业政策能否促进企业风险承担? [J]. 会计研究,2019(7):3-11.
- [19]张龔,程六兵,王竹泉. 担保网络、经济周期与企业风险承担——基于我国上市公司的经验证据[J]. 山西财经大学学报,2019(12):62-79.
- [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]李磊,包群. 融资约束制约了中国工业企业的对外直接投资吗? [J]. 财经研究,2015(6):120-131.
- [22]刘胜强,林志军,孙芳城,等. 融资约束、代理成本对企业R&D投资的影响——基于我国上市公司的经验证据[J]. 会计研究,2015(11):62-68.

- [23] Lin H. Foreign bank entry and firms' access to bank credit: Evidence from China[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2011, 35(4):1000-1010.
- [24] Arnold J M, Javorcik B S. Gifted kids or pushy parents? Foreign direct investment and plant productivity in Indonesia[J]. *Journal of International Economics*, 2009, 79(1):42-53.
- [25] 傅元海,林剑威. FDI 和 OFDI 的互动机制与经济增长质量提升——基于狭义技术进步效应和资源配置效应的分析[J]. *中国软科学*, 2021(2):133-150.
- [26] 周泽将,马静,胡刘芬. 高管薪酬激励体系设计中的风险补偿效应研究[J]. *中国工业经济*, 2018(12):152-169.
- [27] 黄文青. 境外股东持股对大股东利益侵占约束——基于中国上市公司的经验证据[J]. *财经理论与实践*, 2014(3):49-54.
- [28] 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.
- [29] 钟覃琳,陆正飞. 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(1):169-179.
- [30] 方红星,金玉娜. 公司治理、内部控制与非效率投资:理论分析与经验证据[J]. *会计研究*, 2013(7):63-69.
- [31] Kwon K H, Lee N R. A case study on big bath earnings management with large shareholder changes with a focus on the setting of loan loss allowances for a savings bank[J]. *Journal of Applied Business Research*, 2016, 32(6):1793-1808.
- [32] Moulton B R. An illustration of a pitfall in estimating the effects of aggregate variables on micro units[J]. *Review of Economics and Statistics*, 1990, 72(2):334-338.
- [33] 魏熙晔,李梦雨,贾晓月,等. 外资持股降低了股票交易成本吗? [J]. *中央财经大学学报*, 2020(5):21-32.
- [34] Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(5):1909-1940.
- [35] Faccio M, Marchica M T, Mura R. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 39(1):193-209.

[责任编辑:高 婷]

The Impact of Foreign Capital Entry on the Risk-taking of Domestic Enterprises: Profit-Seeking Capital or Risk Aversion

CHEN Shuai¹, CHEN Shen²

(1. Business School, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China;

2. School of Accounting, Fujian Jiangxia University, Fuzhou 350108, China)

Abstract: As an important part of China's capital market opening, the liberalization of foreign capital not only promotes the interconnection of capital elements at home and abroad, but also has a profound impact on micro enterprise behavior. Taking China's A-share listed companies from 2007 to 2017 as the research sample, this paper empirically tests the impact of foreign capital entry on the risk-taking of domestic enterprises. The results show that foreign capital entry can significantly improve the risk-taking level of enterprises. Further research shows that the promotion effect of foreign capital entry on enterprise risk-taking is more significant in enterprises in areas with severe financing constraints, higher equity concentration and slow marketization process. In addition, in different levels of capital market opening, the effect of foreign capital entry on enterprise risk-taking is significantly different.

Key Words: foreign capital entry; corporate risk taking; profit-seeking capital; risk aversion; micro enterprise behavior; financing constraints; ownership concentration; process of marketization