

资本市场开放与公司价值

——基于股权集中度的中介效应检验

庞 婕, 曾月明

东华大学, 上海

收稿日期: 2022年11月9日; 录用日期: 2022年11月18日; 发布日期: 2023年1月13日

摘 要

2014年4月10日, 上交所与香港联交所的互联互通机制“沪港通”正式获得中国证监会批准, 于同年11月17日正式开通。作为大陆资本市场对外开放的重要里程碑, 沪港通对我国资本市场发展的重要意义不言而喻, 受到业界和学界的广泛关注。本文梳理了国内外学者对于沪港通这一股票市场自由化的具体形式对公司价值影响的研究, 并在此基础上构建双重差分模型, 用实证研究的方式探究沪港通这一事件对所涉及的沪港通标的股票公司价值的影响。研究发现, 沪港通推出后, 标的公司价值显著提升; 通过共同趋势检验、安慰剂检验和重置实验发生时刻等稳健性测试, 结论依然显著; 进一步分析表明, 沪港通机制通过影响股权集中度来实现价值提升效应, 且股权集中度发挥部分中介作用。此研究结论不仅丰富了企业价值影响因素的分析范式, 同时也为探索我国股票市场开放对实体经济的影响提供了经验证据。

关键词

资本市场开放, 公司价值, 股权集中度, 沪港通

Capital Market Openness and Corporate Value

—Intermediate Effect Test Based on Ownership Concentration

Jie Pang, Yueming Zeng

Donghua University, Shanghai

Received: Nov. 9th, 2022; accepted: Nov. 18th, 2022; published: Jan. 13th, 2023

Abstract

On April 10, 2014, the Shanghai-Hong Kong Stock Connect, an interconnection mechanism between

文章引用: 庞婕, 曾月明. 资本市场开放与公司价值[J]. 金融, 2023, 13(1): 81-95.

DOI: 10.12677/fin.2023.131009

the SSE and the SEHK, was officially approved by the China Securities Regulatory Commission and officially launched on November 17, 2014. As an important milestone of the opening-up of the mainland capital market, the Shanghai-Hong Kong Stock Connect is of great significance to the development of our capital market, and has been widely concerned by the industry and academia. This paper combs the domestic and foreign scholars' research on the impact of stock market liberalization and the specific form of stock market liberalization on the company value, and on this basis constructs a dual difference model to explore the impact of the event of Shanghai-Hong Kong Stock Connect on the underlying stock company value of Shanghai-Hong Kong Stock Connect. The study finds that after the launch of the Shanghai-Hong Kong Stock Connect, the value of the target company has increased significantly; the results are still significant after the common trend test, placebo test, replacement test and other robustness tests; and further analysis shows that the Shanghai-Hong Kong Stock Connect mechanism realizes the value enhancement effect by affecting the concentration of equity, and the concentration of equity plays a part of intermediary role. This study not only enriches the analysis paradigm of the factors affecting firm value, but also provides empirical evidence for exploring the impact of stock market opening on real economy.

Keywords

Capital Market Openness, Corporate Value, Concentration of Ownership, Shanghai-Hong Kong Stock Connect

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 绪论

自从上个世纪 80 年代以来, 我们国家的资本市场都处在基本不对外开放的状态。市场的各项基本制度不太完善, 市场的模式行为也非常有所限制, 流动性极其不足。在经济全球化的发展下, 我国的资本市场逐渐显现出其内在需求, 对我们国家资本市场的开放提出更高的要求。

这几年, 资本市场对外开放的扩大成为中国金融领域改革中最重要的课题其中之一。尽管一系列措施, 例如: 交叉上市、合格境外投资者制度、人民币合格境外投资者制度等, 已经陆续实行, 但是我们国家的资本账户依然是相对封闭的, 投资规模中, 境外投资人占全球跨境资产的比例远低于西方发达的国家和其他发展较快的新兴市场。2014 年 4 月, 香港与上海股票市场被中国证监会批准可以开展互联互通交易业务试点, 简称“沪港通”, 同年 11 月该项政策正式开始实施, 这是中国资本市场在开放史中具有重大意义的发展。虽然沪港通政策实施时间不长, 实际交易量不大, 但这个政策对我们国家资本市场的配置, 效率和市场的经济主体产生了非常重大的影响, 分析这个政策带来的经济结果富有重要的现实意义和政策价值。

“沪港通”实施以来, 有很多学者研究了政策对市场造成的经济方面的影响, 对公司价值、公司治理等方面的影响被广泛地从理论角度与实证角度进行具体的分析讨论。在上述分析的背景下, 本文想要探究沪港通政策能否对沪市公司的价值造成影响, 具体是正向影响还是负向影响, 以及如何通过影响公司治理中的股权集中度进而作用于公司价值。

2. 文献综述

2.1. 资本市场开放相关理论

资本市场开放(Stock Market Liberalization 或者 Financial Openness)是指一国政府允许外国投资者投资

于本国股票市场的策略性选择(Henry, 2000a) [1]。新古典主义理论认为,金融市场的开放与经济的发展是具有正向相关的。Stulz (1999) [2]通过构建标准的跨国资产定价模型发现,资本市场的开放能够降低该国的股权融资成本。基于这一观点出发, (Henry, 2000b) [3]利用多个发展中国家资本市场开发为背景进行经验研究证实了这一论断,他认为资本市场开放主要从风险溢价和无风险利率两个方面来降低融资成本。一方面,资本市场开放使国外投资者与国内投资者之间能分担风险,降低了风险溢价,从而降低融资成本;资本市场开放另一方面也有助于资本流动,从而无风险利率也降低。

2.2. 公司价值影响因素的文献

近年来,国内诸多学者也对企业价值的影响因素展开了研究。林长泉和汤谷良(2003) [4]发现从公司整体运营的角度来看,企业在经营过程中的每一个环节,都会对公司的长期价值造成影响,进而影响企业价值。刘淑莲(2004) [5]从经营和财务两个方面对公司价值的提升进行分析,研究发现销售增长率和经营利润的提高,销售收入比率、投资支出、资本成本、以及有效税率的降低都能够提升企业的公司价值。张凤莲和郭敏(2005) [6]企业价值最大化才是财务管理的最终目标,企业应该加强对现金流的管理与对成本的有效控制以及预算管理的实施,才能达成目标。田中禾和史青春(2006) [7]分类了对影响公司价值的主要因素,大致分为财务性与非财务性因素两类,其中能够比较好地反映经济增加值的先导指标,即经济增加值指标属于财务性驱动因素。而战略目标的达成程度、产品的质量、顾客对产品或服务的满意程度等则主要反映了非财务性驱动因素。在劳动价值论看来,创造价值的源泉是劳动,企业价值的提升是因为科技的快速发展,社会劳动方式的转变以及劳动工具的改进(郭天明和宋常, 2007) [8]。

2.3. 资本市场开放与公司价值的相关文献

经过许多文献的考察,这种经济后果对于实体经济以及市场效率方面的影响,经过实证研究之后,并未得出一致的结论,并且这已经成为国际上金融中最富有争议的话题其中之一(Fazeel 等, 2009) [9]。有效市场假说指出,开放资本市场后,更多的国际机构投资者能够有效地参与到价格的竞争当中,而且信息能够在交易中体现在股票的价格当中,股价的波动就会有效减少,能够有效提高资本市场的信息效率,从而影响实体经济,带来积极的影响。

资本市场的开放使得境外的投资者既可以进行短期的投机性交易策略,也可以选择长期的价值投资。投机性交易策略会使股票市场更加波动,资本市场的稳定性受到影响降低,而价值投资交易策略则更偏向于长期投资,会使资本市场更加稳定。李蕾、韩立岩(2013) [10]发现资本市场开放后进入我国境内的投资者多为偏向于长期的价值投资者,刘海飞等(2018) [11]发现沪港通政策有利于提高股票市场的稳定性,这也表明外国投资者更喜欢长期价值投资。因此,价值投资很有可能适合包括香港投资者在内的境外投资者的偏好。新兴经济体资本市场的开放吸引了更多发达地区的机构投资者,他们拥有理性的投资行为和成熟的理念,而且更加偏向价值投资,因而股价波动幅度会降低,市场更加稳定。

外国投资者的投资规模随着资本市场的开放呈增长态势,改善了证券市场的结构和质量,资本市场投资者从以个人投资者为主将转变为以机构投资者为主,在更大程度上外国投资者可以参与了新兴资本市场,参股内资企业。为了自身利益的最大化,他们会主动进行公司治理,对于公司的规范性会有比较高的要求,他们自身携带的投资理念也会改变本国市场的产权以及上市公司的股权结构,给本土公司的治理带来巨大变化。

2.4. 股权集中度角度

引进境外投资者是资本市场开放的主要内容。在沪港通交易制度推出前,国外投资者主要通过合格境外投资者制度(QFII)等参与到中国资本市场当中。李蕾、韩立岩(2013) [10]指出,在合格境外投资者制

度下, 虽然价值投资方式一直是外来投资者在我国市场的主要投资方式, 但因为投资的门槛、投资限额以及资金的汇入汇出等方面有很多门槛限制, 合格境外投资者制度在中国资本市场中所表现出的影响比较有限。钟覃琳、陆正飞(2018) [12]认为, 相对于合格境外投资者制度等, “沪港通”政策会在外国投资者的管制方面更加宽松, 使得外国投资者的资金汇入汇出更加便利, 市场交易操作更加方便, 会进一步对中国资本市场产生难以预测的影响。境外投资者的投资规模与资本市场开放的程度呈现正向相关, 并且资本市场投资者将从以个人投资者为主将转变为以机构投资者为主, 股权集中度提高。

Grinblatt 和 Keloharju (2000) [13]发现, “沪港通”开通后, 新进入资本市场的投资者比原先市场本来存在的投资者有更加完善的投资经验、更加专业的投资计划和更加强大的投资资金, 在整理所需信息和分析研究市场数据时也有更丰富的人力、财力资源和更成熟的技术。Bekaert 和 Harvey (1997) [14]研究证明, “沪港通”政策正式实行后, 境外的投资者能够使用自身获得的信息, 自主进行短期投机性交易策略或长期价值交易策略。投机性交易策略是短期内的资金快速进出获得利益, 会使股票市场更加波动, 资本市场的稳定性受到影响降低, 而价值投资交易策略则更偏向于长期投资, 注重企业的整体价值, 会使资本市场更加稳定。基于合格境外投资者制度, 李蕾和韩立岩(2013) [10]发现, 即使外国的投资者不通过主动治理公司来提升企业的价值, 他们也更偏好长期价值投资这个选择。“沪港通”政策的实施能够使股票市场更加稳定, 即境外投资者很大可能性是偏好长期投资的价值投资者(刘海飞等, 2018) [11]。因此, 钟覃琳、陆正飞(2018) [12]发现, “沪港通”开通以来, 境外投资者更容易获取到沪港通标的企业的内在价值信息。

根据交易成本理论和契约理论, 迫于市场压力, 企业为减少自身的交易成本, 都力求公司治理结构优化。Jensen 和 Meckling (1976) [15]指出持股比例越大, 公司的价值也越大, 股东所拥有的股份对公司价值有正向作用。针对我国上市公司的实证研究, Xu 和 Wang (1999) [16]认为股权集中有利于提升企业价值。

冯根福(2002) [17]等认为上市公司绩效的重要影响因素是股权集中度, 并通过对 1996~2000 年的资料进行分析后发现, 股权集中度与公司业绩呈显著正相关。股权集中度与 Tobin's Q 值显著正相关(肖作平, 2003) [18]。针对我国上市公司的实证研究, 潘福祥(2004) [19]发现公司治理水平对企业价值有高度显著的正向促进作用, 而且此作用存在逐年增强的趋势。刘运国(2007) [20]等实证证明, 股权越分散的公司的企业业绩越低, 并且认为一定程度的股权集中是非常合理的选择。

研读国内外文献后发现, 企业公司价值和公司治理之间究竟是否有关, 何种相关, 从实证研究和理论分析两个方面, 学者们都已经有了相当长时间的研究, 但得出的结论却不尽相同。但半数以上的学者认为, 公司价值与企业公司治理是显著正相关的。

许小年(1997) [21]研究发现公司经营业绩与股权集中程度呈正相关。公司的绩效与股权的集中程度的关系是非线性的(孙永祥和黄祖辉, 1999) [22], 并因此导出存在基于公司价值最大化的所有权结构。公司绩效越高, 股权的集中程度越高(张红军, 2000) [23]。通过对三个行业进行细致的分析, 陈晓和江东(2000) [24]研究了不同竞争环境下多元化股权结构对 ROE 的影响; 在摒除第一大股东的所有权性质对托宾 Q 值和 ROE 的影响后, 徐晓东和陈小悦(2003) [25]还考虑到了一些治理公司机制, 包括变更 CEO、变更第一大股东、高层管理人员的薪酬以及董事会结构等所受的影响。

2.5. 文献评述

通过研读国内外学者的研究分析, 发现不论是理论推导还是实证研究, 关于资本市场自由化与公司价值的关系多从资本成本角度进行研究。半数以上学者研究发现, 市场自由化会使市场本身的风险分散开来, 降低了投资者的风险溢价, 资本成本也受到影响降低, 进而通过净现值增加和实体投资上升这两

种直接和间接的方式提高企业的公司价值。同时,也有少数研究表明,资本市场开放没有对资本成本造成影响,更没有提高公司价值。

研读国内外文献后发现,企业公司价值和公司治理之间究竟是否有关,何种相关,从实证研究和理论分析两个方面,学者们都已经有了相当长时间的研究,但得出的结论却不尽相同。但半数以上的学者认为,公司价值与企业公司治理是显著正相关的。企业公司治理中的股权集中度与公司价值的关系大多数学者也通过实证发现其正相关。资本市场开放与股权集中度的关系也有很多学者研究并得出结论为正相关,但未发现有学者研究股权集中度对资本市场开放与公司价值的中介作用。

根据上述研究,本文将用实证研究的方式,探索“沪港通”开通对于资本市场开放的影响,对公司价值的影响效果,以及股权集中度在这其中的中介效果,对资本市场开放对市场的影响进行更深一步的分析,给资本市场自由化与公司治理相关方面提供更多的理论研究,为资本市场开放程度和公司价值之间的研究理论提供更多的角度分析,更具体相关的理论依据。

3. 理论基础与假设建立

3.1. 理论基础

1) 资本账户开放理论

资本账户开放理论,即将过去封闭的资本账户制度改变成开放的资本账户体质的政府决策和过程。这种决策和过程是经济自由化和金融自由化的一部分,使得原先本不能自由进出国境的资本而变成可以自由进出的资本。资本账户开放理论认为,在实现经济自由化的同时发展中国家应开放资本账户。

在投资自由化方面,我国资本市场自由化是从B股开始的,接着先后实施了单向开放阶段的合格境外投资者制度、合格境内投资者制度和人民币合格境外投资者制度、银行间债券市场特殊机构准入,以及双向开放阶段的沪港通、深港通、内地与香港基金互认、债券通等资本市场投资开放措施。

2) 金融全球化理论

金融业跨国发展,金融活动按全球同一规则运行,同质的金融资产价格区域等同,巨额国际资本通过金融中心在全球范围内迅速运转,从而形成全球一体化的趋势,即金融全球化理论。现如今,世界经济全球化的趋势势不可挡,全球的资金在重新分配放置,发达的西方金融市场被这股浪潮推着走,正在发展经济的新兴市场国家也会获得经济发展的资金。金融全球化让各国之间的联系更加紧密,因此发展中国家的金融外部环境得到了很大的改变。怎么凭借着金融全球化的浪潮发展本国的经济,并且如何避免全球化带来的金融风险是现阶段主要讨论的问题。合格境外投资者制度、人民币合格境外投资者制度、“沪港通”等制度的产生使本国证券市场渐进地融入并最终参与国际资本市场竞争与合作。

3) 有效市场假说

“有效市场”是指,在这个市场中,投资者可以得到所以可得信息,证券价格能够充分且准确地反映全部相关信息。证券价格所反映的信息有三类:第一类为历史信息,资本市场交易时发生的相关历史资料,比如成交量、历史股价等等;第二类是公开信息,可以在网站或市场上公开获得的有关上市公司财务及其未来前景等方面的信息;第三类是内部信息,只有公司的内部人员才能得到的内部信息。

有效市场假说的要点有:a) 现有资本市场上的投资者都是富有理性的投资者,他们会把公司相关的所有信息通过理性的基本面分析变成根据现有的现金流量关于证券价格的估计。也可以说,市场上的投资者没有一刻不在观察市场动向,并且对现有投资进行风险评估和收益评价,资本市场上每一支股票的价格都是公允的。b) 资本市场中的投资者对买入和卖出的需求是相当的,有多少想卖出证券的人就有多少想买入证券的人。高估证券价格和低估证券价格的人数也基本持平,当价格不合理时,市场中的套利

行为也会促使证券价格尽快回归公允。c) 资本市场上的价格全面的反映了所有公开信息, 并且信息反馈非常及时, 任何市场信息变化都会及时体现在价格里, 信息公开后不会再对证券价格造成影响。

在实际交易时, 市场信息是不完全对称的, 市场制度也没有非常完善, 完全理性是投资人不可能做到的, 所以有效市场是一种完美理想主义。与个人投资者相比较, 因为市场开放进入的机构投资者, 在其他条件相同时, 他们购买证券的经验更加丰富, 关于如何投资更加专业, 有更加理性的头脑, 相对的, 获得所需投资信息和分析数据的效率更高, 传递信息的效率也更快, 而且对代理人有监督管理的作用, 能够有效改善公司有限的资源分配。

4) 委托代理理论

20 世纪的 30 年代, 美国学者米恩斯和伯利研究发现公司的所有人和管理经营的人为同一人不利于公司的发展, 在经过各种理论和实证研究之后发表了委托代理理论。自此现代公司治理理论就把委托代理理论作为自己的基本理论。公司的所有人应该把经营管理的权利委托给代理人, 所有权与经营权应该分割开来, 这才是企业应该有的结构。但由于公司的所有人和代理人的利益天生有冲突, 而且所获取的信息也不对称, 所以能够构建一个既激励代理人积极为公司做贡献又能使代理人自身的利益达到最大的最优代理模式是委托代理理论的追求目标。

委托代理关系是委托代理理论一直关注的内容。根据契约一个或多个行为主体雇佣另一行为主体, 为自身服务, 即委托代理关系。代理人受到所有人的雇佣, 并在一定程度上有独立决策的权力, 所有人根据代理人的服务质量给代理人发放薪水。在生产力和不断发展的当今社会, 专业化的分工越来越多。公司的所有人没有足够的精力或者能力有限而没有办法亲自管理企业的经营业务, 所以雇佣代理人来替自己打理。代理人追求高工资和长假期, 而委托人追求财富最大化, 委托人和代理人的激励机制, 所以天生有利益冲突, 为了平衡雇佣者与被雇佣者之间的利益关系, 公司必须建立既能使企业战略决策能力提高, 又能有效约束代理人, 为投资者创造价值的管理激励兼容的制度。

5) 投资者认知假说

根据不完全信息条件下的市场均衡模型, 投资者认知假说认为由于市场的分割, 市场上的投资者对信息的熟悉程度和掌握范围是不同的, 在其他条件相同时, 通常投资者更喜欢对已经熟悉掌握的企业进行投资(Merton, 1987) [26]。

投资者认知假说提出, 在其他条件相同时, 大多数投资者更偏向于选择自己已经熟悉掌握了解的金融产品。越来越多的投资者对企业熟知, 能够使得证券知名度有效提高企业的“影子成本”有效降低, 投资者的期望收益率有效降低, 进而证券的市场价值得到提高。在现实生活中, 能够有效快速增加企业知名度的捷径就是企业境外上市。市场自由化会使更多的境外投资者进入我国市场交易, 公司能够接触到外国投资者的几率大大提高, 企业知名度上升, 外国投资者对我国企业的投资也会进一步加深他们对公司的了解, 降低成本, 提高公司价值。

Foerster 和 Karolyi (1999) [27]对投资者认知假说有了进一步的补充和改进, 提高公司知名度后, 股东数量会上升, 这能够有效分散企业的经营风险, 融资方面也有了更强的后盾, 企业成本有效下降。

6) 约束假说理论

Mitton (2006) [28]认为资本市场自由化有“治理效应”, 公司治理在一定程度上会得到显著提升。首先, 资本市场自由化吸引众多发达地区的外国机构投资者进入市场, 他们观察我国上市企业的信息, 买入或卖出我国上市企业的证券。这些机构投资者拥有较强的投资者保护意识及较成熟的投资理念。积极参与上市公司治理可以维护自身利益, 有效避免侵占风险, 他们可能会要求高层管理者给出更加透明的财务信息。其次, 资本市场自由化使得我国上市公司的国际知名度得到有效提升, 与此同时, 众多供应

商、管理审计、跟踪分析师等中介机构也会关注公司活动业务,能够对高层管理者的盈余管理动机进行有效约束,监督上市公司的经营活动,企业所处的信息环境也会改变。这是约束假说理论的精髓所在(Coffee, 1999) [29]。

3.2. 研究假设

基于以上的理论,资本市场自由化对资本市场本身和投资者的交易范围都有了明显的扩张,投资者所承担的风险被有效分散,特别是市场系统风险,相应的,投资者所期望的风险溢价也随之下降,资本成本下降。关于资本成本的下降,首先,通过未来现金流的折现率的下降直接降低净现值来提升企业价值;其次,资本成本的下降能够有效刺激实体经济投资上升,二者共同作用于企业价值使得其提高。另外,资本市场开放之后,境外投资者进入市场,企业被更多的投资者所熟知,降低了投资者预期报酬,提升企业价值。而且,境外投资者进入公司扩大了股东基础,分散了公司特有风险,进而降低资本成本。最后,资本市场投资者从以个人投资者为主转变为以机构投资者为主,境外投资者在新兴资本市场和发展中国家资本市场参与投资企业后,对于公司的治理有更严格、更规范的要求,他们自身携带的投资理念也会改变本国市场的产权以及上市公司的股权结构,给本土公司的治理带来巨大变化。基于上述分析,本文提出第一个假设:

H1: 资本市场开放与公司价值呈正相关。

为了更深入地分析资本市场开放对公司价值的影响,进一步分析发现,“沪港通”政策的实施对外国投资者的投资限制会有比较大地降低,外国投资者的资金进出与市场交易更加便利,国外机构投资者持股上升,且机构投资者增持公司股份会明显高于个人投资者,股权集中度提高。新进入资本市场的投资者比原先市场本来存在的投资者有更加完善的投资经验、更加专业的投资计划和更加强大的投资资金,在整理所需信息和分析研究市场数据时也有更丰富的人力、财力资源和更成熟的技术。这些机构投资者拥有较成熟的投资理念及较强的投资者保护意识,会积极参与上市公司治理,要求管理层提供更加透明的财务信息,约束管理层盈余管理动机,改善公司信息环境,提高公司价值。所以,本文初步提出第二个假设:

H2: 资本市场开放影响股权集中度进而影响公司价值。

4. 基于事件研究法的实证设计

4.1. 样本数据的选择

双重差分模型是本文用来检验沪港通政策对公司价值影响的主要模型。2014 年底沪港通政策正式实施,由于企业价值的上升具有一定的时滞性,所以本文决定将 2015 年作为政策冲击时间的起始点。本文以 2013~2016 年为检验期间,控制组为沪深两市未进入该名单的公司,实验组为纳入沪股通标的名单的公司,并对样本公司数据进行了有效的筛选,删除了 ST 公司、金融类上市公司、样本数据期间被剔除出“沪港通”名单的公司以及部分财务数据有所缺失的公司,最终本文得到了 7241 个年度观测值。所有财务数据均来自国泰安数据库(CSMAR)。

4.2. 被解释变量的选择和计算

在选取被解释变量时,基于上文中对公司的价值评估模型的分析,本文选用最常用的相对数指标——托宾 Q 值作为公司价值的衡量,相比较净资产收益率、总资产收益率等比值财务指标,托宾 Q 值能够预测企业未来现金流量,且可以从市场反应与公司盈利两个维度体现企业价值,具有管理层不易操控等特点。 $Tobin's\ Q = (\text{总市值} + \text{负债账面价值}) / \text{资产总额}$ 是计算公式。

基于对研究样本完整性的维持,在收集数据时遇到的有缺失总市值的个别公司样本数据,本文使用最近可以得到的总市值数据来代替,保证了在保持实验公允的前提下样本量的最大化。

4.3. 变量的选取与定义

4.3.1. 解释变量

衡量公司是否加入“沪港通”虚拟变量为 Treat 沪港通变量,若在样本期间内企业加入“沪股通”,则 Treat 取值为 1,未纳入为 0;衡量公司是否在“沪港通”开通的时间内虚拟变量 Post,如果属于企业进入沪股通名单之后的年度,即 2015 年,那么 Post 取值为 1,否则之前为 0。

4.3.2. 控制变量

Morck 等(1988) [30]证明,在公司的企业特征方面,企业的发展规模越大,公司企业价值越低,公司上市了几年对公司企业价值也有较为直接的影响,所以本文将公司规模(Size)控制加入控制变量;池国华等(2013) [31]指出,在财会方面,市场投资的效率不同会带来企业价值的不同,所以本文将投资水平(Inv)将纳入控制变量;在公司的治理层面,公司的股权制衡度体现在大股东持股比例方面(姜付秀和黄继承, 2011) [32],在董事会中,独立董事所占比例也会影响到企业治理内部机制,因此本文将股权集中度(Top10)、独立董事比例(Dir)将纳入控制变量;在市场方面,市场对公司未来业绩的期望能够通过净资产收益反映,因此本文控制了净资产收益率(ROE)。此外,公司成长性(Growth)通过营业收入增长率来衡量,并且也控制了年度固定效应(Year)。解释变量、被解释变量和控制变量的定义如表 1 所示。

Table 1. The definition of the variable

表 1. 变量的定义

变量名称	变量符号	变量定义
公司价值	Tobin's Q	(股权市值 + 债务市值) ÷ 期末总资产
沪港通公司变量	Treat	若公司在样本期间被纳入沪港通名单,则 Treat = 1, 否则 Treat = 0
沪港通时间变量	Post	若属于公司进入沪港通名单之后的年度,则 Post = 1, 否则 Post = 0
公司规模	Size	上市企业资产负债表中总资产的自然对数
成长性	Growth	公司营业收入增长率
投资水平	Inv	固定资产、无形资产、其他长期资产之和的变化与年初总资产之比
净资产收益率	ROE	税后利润除以净资产得到的百分比率
独立董事比例	Dir	独立董事人数与董事会中人数之比
股权集中度	Top10	前十大股东持股比例之和
年度	Year	年度虚拟变量

4.4. 模型设计

本文借鉴了 Chan 等(2012) [33]提出的双重差分模型来检验上述假设,具体模型形式如下:

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{Treat}_i + \beta_2 \text{Post}_{i,t} \times \text{Treat}_i + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{Inv}_{i,t} + \beta_5 \text{Growth}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{ROE}_{i,t} + \beta_7 \text{Top10}_{i,t} + \beta_8 \text{Dir}_{i,t} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \tag{1}$$

模型中,本文的测试变量是沪港通指标,刻画了沪港通标的公司在事件前后企业价值变化与非标的公司在事件前后变化的差异即政策的净效应是交乘项系数 β_2 , 是本文的关注重点,预计沪港通政策可以

提升了企业价值, 即 β_2 显著为正。

关于中介效应, 本文根据胡松明(2019) [34] 的实验设计, 参考温忠麟等(2004) [35] 提出的检验方法, 设定以下三个模型:

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{i,t} = & c_0 + c_1 \text{Treat}_i + c_2 \text{Size}_{i,t} + c_3 \text{Inv}_{i,t} + c_4 \text{Growth}_{i,t} \\ & + c_5 \text{ROE}_{i,t} + c_6 \text{Dir}_{i,t} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Path A}) \end{aligned} \tag{2}$$

$$\begin{aligned} \text{Top10}_{i,t} = & a_0 + a_1 \text{Treat}_i + a_2 \text{Size}_{i,t} + a_3 \text{Inv}_{i,t} + a_4 \text{Growth}_{i,t} \\ & + a_5 \text{ROE}_{i,t} + a\beta_6 \text{Dir}_{i,t} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Path B}) \end{aligned} \tag{3}$$

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{i,t} = & c_0 + c_1 \text{Treat}_i + c_2 \text{Size}_{i,t} + c_3 \text{Inv}_{i,t} + c_4 \text{Growth}_{i,t} + c_5 \text{ROE}_{i,t} \\ & + b \text{Top10}_{i,t} + c_6 \text{Dir}_{i,t} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{Path C}) \end{aligned} \tag{4}$$

通过回归分析观察 PathA 中系数 c_1 , PathB 中系数 a_1 , PathC 中系数 b 和系数 c_1 是否显著判断资本市场开放对公司价值的影响中股权集中度发挥的中介效应。

5. 实证结果与分析

5.1. 描述性统计

主要变量的描述性统计结果如表 2 所示。Treat 的均值为 0.0600, 从沪港通变量来看, 表明样本中最终成为沪股通标的公司约有 6.0% 的公司, 说明加入“沪港通”机制的公司并不多; 托宾 Q 均值为 2.522, 从公司价值变量来看, 标准差为 4.162, 说明样本期内企业的价值分布呈现比较离散的状态, 对于不同的公司, 市场的估值差异比较大; 成长性(Growth)均值为 0.630, 并均值远远大于中位数, 从控制变量来看, 说明了上市公司符合新兴市场特点, 有一定的成长性; 独立董事比例(Dir)均值为 0.375, 其与公司法中独立董事比例不得低于 1/3 的规定正好可以吻合。

Table 2. Descriptive statistics of the main variables
表 2. 主要变量的描述性统计

	样本量	均值	标准差	最小值	最大值	25分位	中位数	75 分位
Tobin's Q	7241	2.522	4.162	0.699	259.1	1.383	1.892	2.798
Treat	7241	0.060	0.238	0	1	0	0	0
Size	7241	22.15	1.303	15.58	28.51	21.25	21.97	22.86
Growth	7241	0.630	22.79	-0.911	1878	-0.0410	0.0870	0.248
Inv	7241	0.091	1.699	-0.661	133.5	-0.00400	0.0180	0.0690
ROE	7241	0.060	0.188	-4.084	6.686	0.0210	0.0600	0.108
Dir	7241	0.375	0.0560	0.182	0.800	0.333	0.357	0.429
Top10	7241	57.70	15.30	1.320	101.2	47.06	58.45	69.28

5.2. 多元回归分析

基本假设的回归结果如表 3 所示。沪港通变量与托宾 Q 值回归如第(1)列所示, 从表中可以看出, 交乘项 Treat*Post 系数为 0.599, 在 1% 水平上显著。表明在资本市场自由化以后, 标的企业的价值有显著增加, 且在没有加入控制变量的情况下, 这种关系依然显著成立, 证明了本文的第一个假设, 资本市场开放与公司价值呈正相关。进一步考虑控制年份的影响, 从第(2)列可知, Treat*Post 的回归系数为 0.741,

并在 1%的水平上通过了显著性检验。第(3)列进一步考虑相关控制变量的影响, Treat*Post 的回归系数为 0.056, 并在 1%的水平上通过了显著性检验。第(4)列既考虑相关控制变量的影响又控制年份, Treat*Post 的回归系数为 0.211, 并在 1%的水平上通过了显著性检验。

Table 3. Regression analysis results
表 3. 回归分析结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q
Treat	-0.631** (-2.03)	-0.678** (-2.07)	1.679*** (3.59)	1.667*** (3.54)
Post	0.079 (-0.36)	-0.205 (-0.63)	0.453*** (5.03)	0.178* (1.36)
Treat*Post	0.599*** (3.82)	0.741*** (4.00)	0.056*** (3.08)	0.211*** (3.31)
控制变量	否	否	是	是
_cons	2.682*** (13.25)	2.188*** (14)	24.312*** (6.58)	24.790 *** (6.68)
控制年份	否	是	否	是
N	9505	9505	7241	7241
R-squared	0.0001	0.0022	0.1002	0.1194

注: 括号内为 t 检验值, **、*和*分别代表在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著。

从控制变量来看, 公司规模(Size)、投资水平(Inv)、股权集中度(Top10)与 Tobin's Q 值负相关; 而公司成长性(Growth)、净资产收益率(ROE)与 Tobin's Q 值正相关。

5.3. 中介效应分析

本文进一步检验资本市场开放影响公司价值的机制。一方面, 开放使得境外投资者的资金进入市场交易, 国外机构投资者持股上升, 他们拥有更丰富的投资经验和投资能力, 并且积极参与上市公司治理, 改善公司信息环境, 提高公司价值; 另一方面, 机构投资者为加强对企业内部的监督, 改善公司治理, 派遣董事进入企业董事会, 直接参与企业决策制定, 以及采取提高独立董事席位的方式, 以降低股东和经理人的代理问题。因此, 本文试图考察股权集中度在资本市场自由化对公司价值二者间是否发挥了中介效应。

资本市场开放和公司治理与公司价值间存在天然联系, 境外投资者的投资规模与资本市场开放的程度呈现正向相关, 并且资本市场投资者将从以个人投资者为主将转变为以机构投资者为主, 证券市场结构与质量发生明显的变化与改善, 股权集中度提高。外国投资者可以参股内资企业, 进行公司治理, 对于公司的规范性会有比较高的要求, 他们自身携带的投资理念也会改变本国市场的产权以及上市公司的股权结构, 从而影响公司价值。

根据上文中的模型检验, 首先, 对 Path A 进行多重线性回归, 在中介变量不参与回归的情况下, 判断资本市场自由化对公司价值的影响, 如果 c_1 显著, 表明资本市场开放对公司价值的总效应存在, 可以

继续进行 Path B；Path B 考察资本市场开放对股权集中度的影响；最后，将中介变量加入 Path A 中，即对 Path C 进行多重线性回归，如果 Path B 中解释变量的系数 a_1 以及 Path C 中介变量的系数 b 均显著，说明中介效应存在，此时再观察 Path C 中系数 c_1 ，若不显著表明中介变量存在完全中介效应，显著则表明中介变量发挥了部分中介效应。

股权集中度的中介效应检验结果如表 4 所示。Path A 中 Tobin's Q 和 Treat 的系数在 1%的水平显著为正。Path B 考察了资本市场开放对股权集中度影响。可以发现，资本市场开放会显著增加股权集中度 (Top10 与 Treat 的系数在 1%的水平显著为正)。Path C 回归结果显示：股权集中度与公司价值显著正相关，股权集中度的升高在资本市场开放增加公司价值的关系中起到了显著的部分中介作用。

Table 4. Mediating effect path analysis
表 4. 中介效应路径分析

	Path A		Path B		Path C	
	Tobin's Q		Top10		Tobin's Q	
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t
Treat	1.737***	3.22	3.143***	3.51	1.778***	3.25
Size	-1.075***	-6.35	1.886***	12.60	-1.050***	-6.39
Growth	0.001**	2.15	0.019***	5.50	0.002***	2.49
Inv	-0.015**	-1.98	0.253	1.47	-0.012**	-2.06
ROE	0.233	0.65	7.046***	3.28	0.326	0.89
Dir	2.192***	4.06	9.451***	2.85	2.316***	4.24
Top10					-0.013***	-3.84
_cons	24.677***	6.65	12.207***	3.55	24.837***	6.64
控制年份	是		是		是	
N	7241		7241		7241	
R-squared	0.1167		0.0458		0.1189	

5.4. 稳健性检验

5.4.1. 共同趋势检验

为验证沪港通标的股票与非沪港通标的股票样本的趋势一致性假设，本文对两组样本的因变量均值趋势进行了分析，观察图 1 两条线的走势可以发现，在样本研究期间内，加入“沪港通”的企业价值均值和未加入“沪港通”的企业价值均值的走势在整体上基本保持一致。

5.4.2. 安慰剂检验思想

即使在政策实施之前实验组和控制组的趋势相同，仍然要担心是否有同时期其他可能能够影响趋势变化的政策发生。因此，本文选取了已知的并不受“沪港通”政策实施影响的群组的控制组来进行回归。在不同虚构方式下，如果回归结果依旧显著，那么原来的估计结果很可能有偏误。

本文借鉴了 Chen 等(2015) [36]的研究方法，使用安慰剂检验思想来识检验资本市场自由化对企业价值的影响，具体模型如下所示：

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{Post}_{i,t} + \text{Control} + \varepsilon_{i,t} \tag{5}$$

其中，沪港通时间虚拟变量 *Post*，若属于公司进入沪股通名单之后的年度，即 2015 年，那么 *Post* 取值为 1，若在年度之后取值为 0；控制组中数据的取值与配对样本相同，控制组的控制变量也与模型(1)相同。依照安慰剂检验的方法，根据模型(5)分别对实验组和控制组进行多重线性回归，回归结果如表 5 所示，在实验组中，*Post* 系数在 5%水平上显著为正，证明资本市场自由化后，公司的企业价值升高了；控制组中，*Post* 系数在统计上不显著，证明这个政策对控制组公司的企业价值没有显著影响。另，除了公司的企业价值外，实验组和控制组在控制变量方面没有明显的差异。

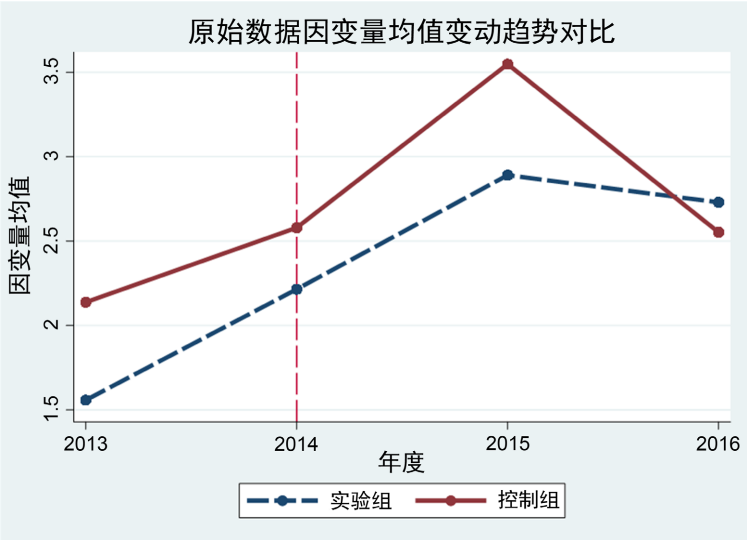


Figure 1. Comparison of the trend of mean change of the dependent variable of the raw data
图 1. 原始数据因变量均值变动趋势对比

Table 5. Placebo test
表 5. 安慰剂检验

	(1)	(2)
	实验组	控制组
Post	0.335** (2.35)	0.182 (1.37)
控制变量	是	是
_cons	39.927*** (3.06)	22.806*** (6.03)
控制年份	是	是
N	438	6, 803
R-squared	0.1748	0.1136

5.4.3. 实验发生时刻的重新选择

参照肖浩和孔爱国(2014) [37]的实验研究，本文将“沪港通”政策的实施时间提前一个会计区间，假设 2013 年 11 月“沪港通”政策开始实行，使实验分析的样本区间变到政策真实实行之前，对此数据再次进行双重差分模型分析。分析结果如表 6 所示。在此数据模型下，交乘项 *Treat*Post* 的系数不再显著，

这说明公司的企业价值升高确实是资本市场自由化所影响的。

Table 6. Robustness testing
表 6. 稳健性测试

	Coef.	t
Treat	1.403	3.37
Post	0.824	1.37
Treat*Post	-0.598	-0.98
Size	-1.049	-6.40
Growth	0.002	2.36
Inv	-0.012	-1.96
ROE	0.318	0.87
Dir	2.318	4.24
Top1	-0.013	-3.86
_cons	24.744	6.71
控制年份	是	
N	7241	
R-squared	0.1198	

6. 主要结论与政策建议

6.1. 主要结论

逐步开放金融资本市场是经济全球化的必然发展趋势，在未来还有沪伦通、A 股纳入 MSCI 新兴市场指数等一系列政策等待实行，资本市场自由化所造成的经济影响不论在理论分析还是实证研究方面，都是炙手可热。通过双重差分模型分析“沪港通”政策对公司企业价值的影响，既丰富了文献研究，也响应了现实需求。

本文通过双重差分模型证实，在控制其他影响因素之后，“沪港通”这一资本市场开放政策的实施对公司的企业价值确实呈现显著正向相关，更具体地分析股权集中度对这一效应的中介作用，发现其在资本市场开放和公司价值增加的关系中起到了显著的部分中介效用。

6.2. 政策建议

研究资本市场开放对于公司价值的影响有很重大的意义，本篇研究文献从理论和现实两个层面的意义价值来分析。探讨沪港通在很大程度上发挥了预期的作用，为后面实行的“深港通”、“沪伦通”等一系列的新政策对于现有资本市场的影响研究有一定的指引意义，针对股票市场自由化对提上资本市场效率的作用，本文有以下几点建议：

- 1) 政府角度。首先，通过政策试点范围的扩展和有效在规模内控制风险，让资本市场自由化在市场价格提升和信息完善方面得到充分的发挥；其次，应该进一步对我国现有的资本市场进行清查管理，提高市场的基础配置，引进更多的境外投资，提高上市公司知名度，让实体经济也能获得所需资金。
- 2) 上市公司角度。股权集中度能增加企业价值，是公司治理的主要体现，所以我国上市公司在跟踪分析师、境外投资者等新进入市场的监督下，主动学习先进投资者的投资理念，改变本国市场的信息透

明度以及上市公司的股权结构, 积极参与公司治理, 约束管理层盈余管理等行为, 改善公司信息环境, 从而增加企业价值。

3) 投资者角度。股票市场开放后, 外部新进入的投资者会带来新的投资经验、投资计划和投资资金, 在整合信息、分析市场时也会有学到更成熟的技术, 接触到更丰富的资源。本国投资者要以包容的态度, 积极主动学习新进入投资者的理念和意识, 积极地参加到公司治理中去, 提高公司价值。

参考文献

- [1] Henry, P.B. (2000) Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms? *Journal of Financial Economics*, **58**, 301-334. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00073-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00073-8)
- [2] Stulz, R.M. (1999) Globalization and the Cost of Equity Capital. Dice Center, Reno.
- [3] Henry, P.B. (2000) Stock Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Prices. *Journal of Finance*, **55**, 529-564. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00219>
- [4] 汤谷良, 林长泉. 打造 VBM 框架下的价值型财务管理模式[J]. 会计研究, 2003(12): 23-27.
- [5] 刘淑莲. 企业价值评估与价值创造战略研究——两种价值模式与六大驱动因素[J]. 会计研究, 2004(9): 67-71.
- [6] 郭敏, 张凤莲. 基于价值创造的财务管理体系建构[J]. 管理世界, 2005(5): 156-157.
- [7] 史青春, 田中禾. 基于 EVA 的价值驱动要素分析[J]. 开发研究, 2006(1): 126-128.
- [8] 宋常, 郭天明. 企业间合作绩效及其影响机制研究[J]. 财经问题研究, 2007(4): 87-91.
- [9] Jaleel, F.M. and Samarakoon, L.P. (2009) Stock Market Liberalization and Return Volatility: Evidence from the Emerging Market of Sri Lanka. *Journal of Multinational Financial Management*, **19**, 409-423. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2009.07.006>
- [10] 李蕾, 韩立岩. 价值投资还是价值创造?——基于境内外机构投资者比较的经验研究[J]. 经济学(季刊), 2014, 13(1): 351-372.
- [11] 刘海飞, 柏巍, 李冬昕, 许金涛. 沪港通交易制度能提升中国股票市场稳定性吗?——基于复杂网络的视角[J]. 管理科学学报, 2018, 21(1): 97-110.
- [12] 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, 34(1): 169-179.
- [13] Grinblatt, M. and Keloharju, M. (2000) The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland's Unique Dataset. *Journal of Financial Economics*, **55**, 43-67. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00044-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00044-6)
- [14] Bekaert, G. and Harvey, C.R. (1997) Emerging Equity Market Volatility. *Journal of Financial Economics*, **43**, 29-77. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00889-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00889-6)
- [15] Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, **3**, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [16] Xu, X. and Wang, Y. (1999) Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies. *China Economic Review*, **10**, 75-98. [https://doi.org/10.1016/S1043-951X\(99\)00006-1](https://doi.org/10.1016/S1043-951X(99)00006-1)
- [17] 冯根福, 韩冰, 闫冰. 中国上市公司股权集中度变动的实证分析[J]. 经济研究, 2002(8): 12-18.
- [18] 肖作平. 股权结构、资本结构与公司价值的实证研究[J]. 证券市场导报, 2003(1): 71-76.
- [19] 潘福祥. 公司治理与企业价值的实证研究[J]. 中国工业经济, 2004(4): 107-112.
- [20] 刘运国, 高亚男. 我国上市公司股权制衡与公司业绩关系研究[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2007, 47(4): 102-108.
- [21] 许小年. 以法人机构为主体 建立公司治理机制和资本市场[J]. 改革, 1997(5): 27-33.
- [22] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. 经济研究, 1999(12): 23-30.
- [23] 张红军. 中国上市公司股权结构与公司绩效的理论及实证分析[J]. 经济科学, 2000(4): 34-44.
- [24] 陈晓, 江东. 股权多元化、公司业绩与行业竞争性[J]. 经济研究, 2000(8): 28-35+80.
- [25] 徐晓东, 陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析[J]. 经济研究, 2003(2): 64-74+93.
- [26] Merton, R.C. (1987) Presidential Address: A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Informa-

- tion. *Journal of Finance*, **42**, 483-510. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04565.x>
- [27] Foerster, S.R. and Karolyi, G.A. (1999) The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States. *Journal of Finance*, **54**, 981-1013. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00134>
- [28] Mitton, T. (2006) Stock Market Liberalization and Operating Performance at the Firm Level. *Journal of Financial Economics*, **81**, 625-647. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.09.001>
- [29] Coffee, J.C. (1999) The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications. Social Science Electronic Publishing, Rochester, New York, 641-707. <https://doi.org/10.2139/ssrn.142833>
- [30] Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1988) Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, **20**, 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- [31] 池国华, 王志, 杨金. EVA 考核提升了企业价值吗?——来自中国国有上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2013(11): 60-66.
- [32] 姜付秀, 黄继承. 经理激励、负债与企业价值[J]. 经济研究, 2011, 46(5): 46-60.
- [33] Chan, L.H., Chen, K.C.W., Chen, T.-Y. and Yu, Y. (2012) The Effects of Firm-Initiated Clawback Provisions on Earnings Quality and Auditor Behavior. *Journal of Accounting & Economics*, **54**, 180-196. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.05.001>
- [34] 胡松明, 邓衢, 江婕, 郑飞虎. 股价崩盘风险与企业资本成本——基于公司价值和破产风险的中介效应检验[J]. 金融论坛, 2019, 24(9): 69-80.
- [35] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 刘红云. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报, 2004, 36(5): 614-620.
- [36] Chen, T., Harford, J. and Lin, C. (2015) Do Analysts Matter for Governance? Evidence from Natural Experiments. *Journal of Financial Economics*, **115**, 383-410. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.002>
- [37] 肖浩, 孔爱国. 融资融券对股价特质性波动的影响机理研究: 基于双重差分模型的检验[J]. 管理世界, 2014(8): 143-158.