

# 资本市场开放与企业预期改善\*

刘洪愧

**内容提要:**资本市场开放是中国扩大高水平对外开放的重要方向,有助于推动构建更加完善的资本市场,提升金融服务实体经济的能力,进而改善企业预期。本文从制度环境演变视角分析资本市场开放对企业预期的影响及理论机制,并利用公司年报文本语调衡量企业预期,借助“沪股通”开通的准自然实验进行实证检验。结果发现:第一,基准回归和稳健性检验都显示“沪股通”开通使得标的企业的年报文本语调积极程度显著提高,表明资本市场开放作为一种积极的制度环境变化有助于改善企业预期;第二,“沪股通”开通主要通过投资者关注效应、融资约束缓解效应、股权结构多元化效应、收益提升效应来改善企业预期;第三,资本市场开放对企业预期改善的影响主要体现在国有企业、大企业和市场化程度较高地区的企业,而对非国有企业、中小企业和市场化程度较低地区的企业没有显著影响。本文的启示意义在于,资本市场开放对企业预期改善具有积极作用,未来我国应进一步推进资本市场制度型开放以促进资本市场体制机制不断完善,助推企业预期改善。

**关键词:**资本市场开放 企业预期 沪股通 文本语调

**作者简介:**刘洪愧,中国社会科学院经济研究所副研究员,100836。

**中图分类号:**F832.0 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2025)02-0034-18

## 一、引言

预期是影响当前及未来经济发展的重要变量。当前,中国经济面临的国内国际不确定因素显著增多,各类市场主体都存在预期转弱问题,如何有效改善企业预期已经成为学界和政策制定者关注的重要问题。对此,2018年7月中共中央政治局会议强调“要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作”。2021年,中央经济工作会议提出我国经济发展面临“预期转弱”压力,将“稳预期”作为未来一段时间经济工作的重点内容。习近平总书记在2022年中央经

\* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“数字贸易开放对出口竞争力的影响:理论研究、实证检验与政策建议”(72373161);国家自然科学基金面上项目“国际生产网络视角下技术创新促进产业升级的机制和路径研究”(72173132)。作者感谢匿名审稿专家提出的宝贵意见,文责自负。刘洪愧电子邮箱:lhyhnlly@126.com。

济工作会议上指出,“明年经济工作千头万绪,要从战略全局出发,抓主要矛盾,从改善社会心理预期、提振发展信心入手”。党的二十届三中全会明确提出“健全预期管理机制”。2024年中央经济工作会议强调,“扩大高水平对外开放”“稳定预期、激发活力”。其中,资本市场开放是扩大高水平对外开放的重要方向,企业预期改善是稳定社会预期的重要着力点。

在传统文献中,预期更多是宏观经济学的概念,考察的是加总预期而非微观企业预期。近年来,一些学者关注到企业的异质性预期及其影响(张成思等,2021; Boneva等,2020; Enders等,2022),也出现少量考察企业预期形成和决定因素的文献(徐捷等,2016; 黄送钦等,2020; 万海远等,2024; Coibion等,2018; Andrade等,2022),但直接相关研究还较少。预期可以定义为个人、机构或市场对未来经济变量的预测和判断(张成思,2017)。不同于企业家、管理者或消费者等个人预期,企业预期反映企业家基于对宏观经济形势、市场环境及企业发展情况的认识,所形成的对企业未来发展情况的综合判断(万海远等,2024),其建立在整个企业的信息、资源和决策机制上,对企业未来的生产经营活动有更大影响。在当前经济增长动力减弱、企业投资不足的背景下,如何改善企业预期尤为重要。企业是整个经济循环的中心环节,只有切实提高企业预期,其才有动力去扩大生产、增加投资、加强研发、雇佣更多劳动力,起到稳需求、稳投资、稳就业和稳增长的效果。各类刺激政策也需要企业的积极配合,如果企业预期不足,那么政策将难以收到预期效果。短期看,如果企业预期不足,那么其贷款和投资意愿不会很高,财政和货币政策的乘数效应就难以发挥,从而无法对实体经济产生促进作用。长期看,只有企业预期足够高,经济活动才能持续扩张,经济增长才具有更大内生动力。

那么,如何改善企业预期?一是短期的刺激政策,如货币政策和财政政策。刺激政策可以向企业发出政府发展经济、支持企业发展的积极信号,有望在短期内提振企业预期。但是,刺激政策的长期效果难以保证,一旦政策退出,企业预期可能再度受挫。二是深化改革开放,营造更加确定的市场环境,拓展中国与世界的联系,这对改善企业预期具有更加长期的作用。长期以来,对外开放是推动中国体制制度改革、完善市场环境、扩大市场需求的重要驱动因素,从而也对企业预期改善起到了非常重要的作用。中国货物贸易领域的对外开放程度已经很高,未来对外开放的重点将转向服务贸易领域,特别是资本市场开放近年来不断深化,有望对企业预期产生重要影响,但相关研究较少。理论上,资本市场开放会通过经济金融的影响而作用于企业预期。因此,本文首先从制度环境变化视角考察资本市场开放对企业预期的总体影响及理论机制,其次利用“沪股通”<sup>①</sup>开通的准自然实验进行识别和实证检验,最后提出相应的政策建议。研究发现,以“沪股通”为代表的资本市场开放可以显著改善企业预期,这种正向作用主要体现在国有企业、大企业和市场化程度更高地区的企业。进一步研究表明,投资者关注、融资约束缓解、股权结构多元化、收益提升是资本市场开放改善企业预期的重要机制。

本文可能的贡献包括以下三个方面。(1)从资本市场开放视角研究企业预期的影响因素,拓展了微观企业预期形成与影响因素的研究,也为改善企业预期指出新思路,具有重要的政策意义。如何改善企业预期是当前学界和政策制定者都关心的问题。资本市场开放是我国深化对外开放的重点领域,对企业投融资和生产经营活动具有重要影响,进而可能影响企业

<sup>①</sup> 相关概念包括“沪港通”和“深港通”,两者合称为“陆港通”其中,“沪港通”包括“沪股通”和“港股通”,“深港通”包括“深港通”和“港股通”,它们的具体含义见下文制度背景分析。

预期,但将两者结合的研究较少。本文利用“沪股通”开通的准自然实验进行识别,使用公司年报文本语调积极程度测算企业预期,进而实证检验资本市场开放对企业预期的影响。(2)厘清了资本市场开放改善企业预期的理论机制。本文首先从制度环境视角阐明资本市场开放改善企业预期的可能性,其次从投资者关注、融资约束缓解、股权结构多元化、收益提升等角度实证检验资本市场开放改善企业预期的机制。(3)从资本市场开放与企业发展的角度验证了对外开放对经济发展的积极作用,是对开放与发展相关文献的拓展。资本市场开放对企业预期改善的积极作用说明了推进资本市场开放的必要性和合理性,对扩大高水平对外开放具有借鉴意义。

## 二、文献综述

### (一)企业预期的内涵、形成、测度及经济效应研究

第一,企业预期的内涵。预期早期出现在宏观经济学文献中,指加总预期而非单个企业预期,之后关于异质性企业的预期研究不断增多。凯恩斯较早指出了预期对经济波动的作用(Keynes, 1936),构成了宏观经济学的基础和重要概念,引起经济学家的持续广泛关注。但是,凯恩斯没有对预期形成做进一步研究,仅认为其依赖于“动物精神”,卢卡斯在此基础上推动形成了理性预期理论(Lucas, 1972)。总的来看,经济学中的预期可以定义为个人或机构对未来经济变量的预测和估计,与统计学中的“期望”概念密切相关(张成思, 2017)。万海远等(2024)认为,企业预期反映企业家基于对宏观经济政策、外部市场环境及自身发展情况的认识所产生的对企业发展前景的综合判断。第二,企业预期的形成和影响因素。Metzler(1941)较早提出外推型预期,认为任何变量的期望值都与其历史值以及近期趋势相关。Lucas(1972)提出了理性预期理论,认为人们会充分利用所有可用信息来进行预期而不会犯系统性错误。近期文献开始关注异质性企业的预期形成。Coibion等(2018)利用调查数据研究了企业预期的形成过程及其异质性;Enders等(2019)利用德国的企业调查数据发现货币政策冲击对企业预期形成有重要作用;Andrade等(2022)发现行业信息对企业的预期形成具有重要影响。徐捷等(2016)考察了企业经营预期和固定资产投资预期的形成过程;黄送钦等(2020)考察了新冠疫情对企业发展预期的影响;万海远等(2024)发现税收优惠政策可以通过缓解资金约束来改善企业发展预期。第三,企业预期的定量测度。早期研究一般通过调查获得关于预期的定性信息,并运用统计方法转换为定量指标,之后许多研究将企业家和消费者信心指数等作为预期的代理变量。例如,Barsky和Sims(2012)、Forni等(2017)、祝梓翔和邓翔(2020)将消费者信心指数、商业信心指数或标准普尔500指数作为预期的代理变量。但是,这类指数仍是加总预期,而不是个体企业预期,近年来一些文献开始利用微观调查数据测算企业预期(徐捷等, 2016;黄送钦等, 2020)。万海远等(2024)根据企业家对自身发展预期的主观判断衡量企业预期。值得注意的是,近年来的许多文献开始利用年报文本信息衡量企业预期。张成思等(2021)利用公司年报文本的情感倾向衡量公司对宏观经济形势的判断,构建了企业层面的宏观经济预期指数。杨兵和杨杨(2020)、陈小军(2024)也利用公司年报文本语调定量测算了企业预期。第四,企业预期的经济效应研究。凯恩斯很早就指出,预期对经济增长、资本市场稳定、企业投资和创新活动等均具有重要影响(Keynes, 1936),并得到了很多学者的佐证(Barsky和Sims, 2012; Boneva等, 2020)。企业对自身的发展预期也会直接影响其雇佣和生产行为,进而影响市场活力(Enders等, 2022)。张成思等(2021)发现,对宏观经济预期更乐观的企业会更积极地响应政策刺激,投融资会

显著增加。杨兵和杨杨(2020)、陈小军(2024)分别发现了企业预期对研发投入和企业并购决策的促进作用。

## (二)资本市场开放的经济效应研究

第一,从宏观和中观角度,现有研究发现资本市场开放对经济增长、资本市场稳定性、资本市场效率具有积极影响,从而可以改善企业预期。一是针对发展中国家的研究表明,资本市场开放有助于资金流入,使得证券价格上升和资金成本下降,引起各类投资增加和经济增长(Henry, 2000; Klein 和 Olivei, 2008; 连立帅等, 2019)。二是资本市场开放并不会引起股票市场波动率的上升,有利于金融市场稳定。针对中国的研究表明,外国机构投资者可以提升市场效率、减少投机性行为,对股票市场稳定有积极作用(Schuppli 和 Bohl, 2010)。以“沪股通”为代表的资本市场开放可以通过扩大投资者基础、优化投资者结构对股价稳定形成积极影响(刘海飞等, 2018),也可通过提高信息披露质量降低股价异质性波动(钟凯等, 2018)。三是针对“陆股通”的研究发现,资本市场开放有助于提高股票定价效率(Chan 和 Kwok, 2017)以及股价信息含量(钟覃琳、陆正飞, 2018),进而可以增强股价对资源配置的引导作用。第二,从微观角度,现有研究发现资本市场开放可以改善公司表现、提高公司治理水平,进而提振企业预期。Mittton(2006)研究发现,股票市场开放对公司销售额、投资、利润、效率和杠杆率都有积极作用。陈运森和黄健峤(2019)则发现,“沪股通”提高了上市公司信息质量和分析师预测准确度,使得标的公司投资效率和经营业绩有所提升。资本市场开放也有利于提高企业创新水平和绩效水平(于博、吴菡虹, 2020)。资本市场开放还伴随国外投资者的进入,可以带来先进的监管机制、公司治理理念以及信息披露机制,进而改善投资者预期(Aggarwal 等, 2011)。Bae 和 Goyal(2010)则指出,国外投资者偏好公司治理更加完善的企业,可以推动上市公司完善治理结构。国外投资者为了避免被侵占风险,会强化外部监督,防止大股东掏空行为,从而吸引更多小股东,增强公司表现(Ferreira 和 Matos, 2008; Huang 和 Zhu, 2015)。就“陆股通”的公司治理效应而言, Deng 等(2022)发现其显著提高了标的公司的审计需求和审计质量;阮睿等(2021)发现其有助于提高标的公司的信息披露质量;邹洋等(2019)发现其通过改善公司信息环境或优化公司治理结构而减少了公司违规行为。

## 三、制度背景和理论分析

### (一)制度背景

改革开放以来,中国一直根据经济发展的阶段稳步推进资本市场开放。在境外机构和个人投资国内证券市场方面,2002年11月,中国证监会颁布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》,标志着合格境外机构投资者(QFII)制度确立。2013年3月,中国证监会、中国人民银行和国家外汇管理局联合发布《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》,确立人民币合格境外机构投资者(RQFII)制度,允许更多境外机构投资者将境外人民币资金投资国内资本市场。但在QFII和RQFII制度下,境外投资者在投资门槛、额度与资金进出等方面仍受到诸多限制,对中国资本市场的影响比较有限。

为了更大程度地推进资本市场开放,中国证监会与香港证监会联合决定于2014年11月17日开通“沪港通”,即上海证券交易所和香港联合交易所允许两地投资者通过当地证券公司(或经纪商)买卖规定范围内的对方交易所上市的股票。其中,“沪港通”又分为“沪股通”和“港股通”,前者指允许香港地区的投资者买卖上海证券交易所规定范围内的股票(标的股



票),后者指允许境内投资者买卖香港市场的股票。2016年12月5日,“深港通”正式开通,制度安排类似于“沪港通”。其中,“沪港通”和“深港通”合称为“陆港通”,“沪股通”和“深股通”合称为“陆股通”。这一制度安排意味着境外的投资者可以通过香港证券交易所间接投资中国A股企业,是中国资本市场开放的里程碑事件。自“沪港通”开通以来,来自中国香港的资金大量进入中国A股市场,交易量和交易频率都非常可观,已经成为影响A股市场的重要力量。与QFII和RQFII制度相比,“陆股通”对北向投资者施加更少限制,面向香港地区的全部投资者开放,包括机构投资者、个人投资者、香港本地投资者、其他国家投资者。而且两地交易所和结算公司直接互联,省去了QFII制度中一系列资格认定和审批,激发了境外投资者投资A股市场的热情。“陆股通”使得境外投资者占中国股市的比重持续上升,占一些公司的流通股比重已经超过20%。2019年5月,境外资金占A股流通市值的比重只有2%,而截至2021年8月底,境外资金持有A股流通股市值总计约3.47万亿元,占A股流通市值的比重提高到4.7%。<sup>①</sup>

## (二)制度环境变化视角下的资本市场开放与企业预期

制度经济学认为,市场主体的行为是在特定制度环境中形成与塑造的,且会随着制度环境的变化而变化。企业预期反映企业家基于对宏观经济政策、市场环境及自身发展情况的认识,所形成的对企业未来发展情况的综合判断(万海远等,2024),是一种特殊的企业行为,更容易受到制度环境的影响。制度环境的改善会对企业预期形成正向的引导作用,而制度环境的恶化则会降低企业发展预期。相关研究指出,企业预期是动态变化的,由具体的经济活动或者情境决定,制度环境的积极变化会改变企业对未来经济活动的看法以及对自身的预期(万海远等,2024)。在市场经济条件下,资本市场是企业面临的重要制度环境,不仅影响企业的投融资成本和决策,而且会作用于公司股权结构,决定企业的实际生产经营活动和收益,从而对企业预期有重要影响。资本市场开放代表了一种制度环境的变化,不仅意味着资本市场国际化程度的提高,而且暗含国内资本市场制度和政策的改革。因为,任何的对外开放举措都需要国内的制度改革和完善作为基础。资本市场开放又会进一步引入国际因素,反过来对国内资本市场形成更大影响,推动其进行更大范围、更深层次、更高水平的改革,使得国内资本市场更加完善、股权结构和公司治理更加健全、监管体制更加公开透明、政策不确定性降低(Kose等,2009;戴鹏毅等,2021)。国外投资者也将引入先进的政府监管、公司治理及信息披露机制,产生良好示范效果,增强资本市场的有效性,提升市场信息质量和数量,有利于资源向优质公司流动,增强相关企业发展预期(Bae和Goyal,2010)。特别是在中国,对外开放(包括资本市场开放)通常被企业理解为推进改革开放的积极信号或者积极制度环境变化,对企业具有正向的激励和影响。这种正向的资本市场制度环境变化无疑会被企业所感知,并纳入其决策函数中,强化其对未来经济发展的乐观情绪,从而改善企业预期(张成思等,2021)。基于上述分析,本文提出假说1。

假说1:资本市场开放有助于改善企业预期。

## (三)资本市场开放改善企业预期的机制分析

本部分以“沪股通”为例,分析资本市场开放引起的制度环境变化改善企业预期的机理。

<sup>①</sup> 胡艳明:《“一行两会一局”高层重磅发声 透露未来金融对外开放的务实性举措》,经济观察网,2021年9月4日, <http://www.eeo.com.cn/2021/0904/503528.shtml>。

### 1. 投资者关注效应

“沪股通”的开通会使得标的公司获得更多投资者关注,产生一定程度的“光环效应”,不仅会引起境外投资者购买标的公司股票,而且会引导更多境内投资者购买,从而推高其股价,使得标的公司对未来发展预期也相应更高。一方面,“沪股通”的开通将提高标的公司的外资持股比例,而大部分境外投资者是机构投资者,一般被认为更加理性,具有信息处理、分析和投资经验等方面的优势,能够发掘更多市场尚未了解的公司信息,做出的交易决策质量更高(Bae等,2006,2012)。另一方面,境外投资者购买标的公司股票的行为会作为一种积极的信号被国内投资者所观察到,从而在信息不对称的市场中对众多个人投资者和中小型机构投资者起到引导作用,即引导投资者和资金向标的公司集聚,增强其在股票市场的关注度以及市场表现,从而改善标的公司发展预期。Liu等(2021)发现与具有类似特征的非标的公司相比,“沪股通”使得标的公司的成交量显著增加,股价在7天的公告窗口内升值1.8%。

### 2. 融资约束缓解效应

一方面,资本市场开放使得大量境外资金流入国内股票市场,增加了国内股票市场的资金充裕程度,可在一定程度上缓解企业的融资约束问题(Igan等,2020)。全球范围内有大量养老金、捐赠基金、主权财富基金、保险基金等,迫切需要找到能够保值增值的投资市场,“沪股通”给这些基金提供了进入中国股票市场的渠道。如果中国股票市场能够进一步完善,给国际投资者提供长期投资收益,无疑将扩大中国上市公司的资金供给来源,缓解它们的融资约束问题。另一方面,境外资金主要流向了“沪股通”标的公司,并且通过投资者关注效应引导国内资金也流向标的公司,这将进一步增加标的公司的资金供给,缓解其融资约束。充裕的资金流将使标的公司能够投资于有价值的项目,提高公司的人力资本水平,加强研发和创新活动,专注于长期发展问题,最终改善企业预期(Henry,2000)。

### 3. 股权结构多元化效应

股权集中程度较高以及随之存在的大股东掏空行为在中国股票市场中较为明显,是公司治理方面需要迫切完善的地方。“沪股通”开通使标的公司引进更多国际投资者,可使其股权结构更加多元化。而且国际投资者更多的是机构投资者,将对标的公司的治理水平提出更高要求,对公司的实际生产经营活动也更加关注(Mitton,2006;Bae和Goyal,2010),有望对企业发展产生积极作用,最终提振企业发展预期。一是国际投资者特别是机构投资者购买标的公司的股票,甚至还占一些公司流通股的相当大比重,本身就有助于改善标的公司的股权结构。二是国际投资者出于保护其投资收益的目的,会为了防止大股东掏空行为而要求上市公司完善股权结构。三是“沪股通”不是简单意义上的允许国际投资者投资中国股票市场,而是一套资本市场的制度型对外开放,要求上市公司进一步对接国际投资者对股权结构的要求,特别是对“沪股通”标的公司的股权结构要求将更加严格,从而倒逼标的公司完善股权结构。

### 4. 收益提升效应

“沪股通”引起的投资者关注、融资约束缓解、股权结构多元化都有利于提升企业收益,从而改善企业预期。一是“沪股通”引起的投资者关注效应会使标的公司在股票市场表现更好,吸引更多投资者并使其股价上升,从而增强其资本市场融资能力,对其收益提升有积极作用。二是融资约束的缓解将改善企业的现金流,对企业短期内的生产经营活动具有积极影响,有助于企业收益提

升。三是“沪股通”引起的标的公司股权结构的多元化可以有效防止大股东掏空行为,优化企业生产经营决策机制,使企业聚焦于长期发展问题,最终将提高企业收益。上述各方面都将有助于企业获取更多资源,进而扩大生产经营规模、加大研发创新活动、积极开发新产品,企业抵御风险的能力也将上升(于博、吴菡虹,2020),最终使得企业收益明显改善,对未来的发展预期将随之增强。基于上述分析,本文提出假说2。

假说2:资本市场开放将通过投资者关注效应、融资约束缓解效应、股权结构多元化效应、收益提升效应而改善企业预期。

#### 四、实证研究设计和数据说明

##### (一)实证模型和变量说明

“沪股通”是近年来中国资本市场开放的标志性事件,本文利用其开通作为准自然实验进行因果识别,实证检验资本市场开放能否改善企业预期。参考陈运森和黄健峤(2019)、戴鹏毅等(2021)的研究,本文将2014年被纳入“沪股通”标的的公司作为处理组,构建标准的单期双重差分(DID)模型进行实证检验。模型设计如下:

$$Exp_{it} = \beta_0 + \beta_1 Group_i \times Post_t + X'_{it}\gamma + \eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $i$ 和 $t$ 分别表示上市公司和年份, $\beta_0$ 、 $\beta_1$ 、 $\gamma$ 均是待估计的参数。 $Exp_{it}$ 表示企业预期, $Group_i$ 表示是否属于“沪股通”标的公司,若公司 $i$ 在2014年被纳入“沪股通”标的公司,则 $Group_i = 1$ ,否则 $Group_i = 0$ 。 $Post_t$ 表示受“沪股通”影响的时间虚拟变量,由于“沪股通”于2014年11月开通,本文在基准回归中设定2015年及之后年份 $Post_t = 1$ ,2014年及之前年份 $Post_t = 0$ 。<sup>①</sup>因此,交互项 $Group_i \times Post_t$ 是本文核心解释变量,表示上市公司 $i$ 在第 $t$ 年是否受“沪股通”影响,其估计系数若显著为正,则表明资本市场开放能改善企业预期。 $X'_{it}$ 为控制变量组, $\eta_i$ 和 $\lambda_t$ 分别表示企业和时间固定效应,分别控制随企业和年份变动的不可观测因素。 $\varepsilon_{it}$ 为随机扰动项,本文使用在企业层面聚类的稳健标准误。

##### 1. 处理组和控制组的选取

本文将2014年被纳入“沪股通”标的的公司作为处理组,其他公司为控制组。为了保证处理组和控制组公司在整个样本年份完全隔离,本文进行如下处理。(1)剔除2015年及以后年份新调入的“沪股通”标的公司。在稳健性检验中,本文将放回2014年之后新调入的“沪股通”标的公司,利用多期DID模型进行回归分析。(2)剔除调入后又调出的“沪股通”标的公司。(3)剔除在深圳证券交易所上市的公司,这是由于2016年12月“深股通”开通使得深圳证券交易所的上市公司不符合控制组的要求。而且,两个交易所的年报披露要求不完全一致,混合在一起进行估计可能会相互干扰。在稳健性检验中,本文将使用深圳证券交易所的公司样本,利用“深股通”开通进行回归分析。

##### 2. 被解释变量

被解释变量为 $Exp_{it}$ ,表示上市公司 $i$ 在第 $t$ 年的预期,参照张成思等(2021)、杨兵和杨杨(2020)

<sup>①</sup> 在稳健性检验中,本文将设定2014年及之后年份 $Post_t = 1$ ,2013年及之前年份 $Post_t = 0$ 。

的方法,用上市公司年报文本语调的积极程度来衡量。<sup>①</sup>一般而言,上市公司年报文本语调越积极,反映其对当前和未来的发展前景越乐观,即企业预期越积极。相关数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS)的上市公司年报文本语气数据库(Annual Report's Tone Database, ARTD)。ARTD采用包括LM词典和台湾大学情感词典在内的词典,运用多种方法计算年报文本语调积极程度,为企业预期研究提供了数据支撑。<sup>②</sup>本文首先基于LM词典计算上市公司年报文本的积极词汇和消极词汇数,并计算出两个指标来衡量企业预期。其中, $Exp1=100\times(\text{积极词汇数}-\text{消极词汇数})/\text{年报总词汇数}$ , $Exp2=100\times(\text{积极词汇数}-\text{消极词汇数})/(\text{积极词汇数}+\text{消极词汇数})$ ,这两个指标的值越大,表明年报文本语调越积极,意味着企业预期更好。在稳健性检验部分,本文也将使用基于台湾大学《中文情感极性词典》计算的积极和消极词汇数来衡量企业预期变量( $Exp\_TD$ )。同样, $Exp\_TD1=100\times(\text{积极词汇数}-\text{消极词汇数})/\text{年报总词汇数}$ , $Exp\_TD2=100\times(\text{积极词汇数}-\text{消极词汇数})/(\text{积极词汇数}+\text{消极词汇数})$ 。

### 3. 控制变量

$X_{it}$ 表示企业层面的控制变量组,参照陈运森和黄健峤(2019)、戴鹏毅等(2021)的研究,本文选取公司年龄( $\ln Age$ ,用公司自然年龄的自然对数衡量)、公司规模( $\ln Size$ ,用公司资产的自然对数衡量)、资产收益率( $ROA$ ,用公司净利润与总资产的比值衡量)、成长性( $Growth$ ,用公司营业收入的增长率衡量)、资产负债率( $Lev$ ,用公司年末总负债与年末总资产的比值衡量)、营业现金比率( $Cash$ ,用公司经营活动产生的现金流量净额与营业总收入的比值衡量)、董事会规模( $Board$ ,用公司年末董事会总人数的自然对数衡量)、第一大股东持股份额( $Top$ ,为第一大股东持股份额)作为控制变量。

### (二)数据来源和样本选取

在基准回归中,本文选取2011—2019年中国A股上海证券交易所的上市公司为样本,之所以将2019年作为截止年份,主要是为了规避新冠疫情对实证结论的干扰。本文样本根据三套企业层面的数据匹配而成:国泰安“沪股通”和“深股通”标的公司信息数据库,包括上市公司被纳入“沪股通”和“深股通”的年份和相关信息;CNRDS上市公司年报文本语调数据库(ARTD),包括文本语调积极程度相关数据;国泰安上市公司数据库(CSMAR),包括主要控制变量的信息。其中,第一大股东持股份额( $Top$ )数据来自CNRDS。本文根据股票代码和年份将上述三个来源的数据进行匹配,获得实证研究的数据集。此外,本文根据以下原则对初始样本进行筛选:(1)剔除样本期间ST和\*ST公司的观测值;(2)剔除相关财务数据缺失的观测值;(3)为了避免异常观测值对估计结果造成较大干扰,对公司层面的连续变量在1%和99%的水平上进行缩尾处理。

<sup>①</sup> 张成思等(2021)、杨兵和杨杨(2020)都利用上市公司年报文本的情感倾向构建了企业层面的预期指数,本文使用类似方法。原因包括:(1)虽然公司年报主要是企业对过去财务周期中的经营状况进行总结,但会对未来的经济形势和发展前景进行展望,且根据预期形成理论,企业预期依赖于过去的经营状态。张成思等(2021)指出,相关部门会要求上市公司年报披露回顾与展望两部分内容,展望部分内容包括公司未来发展状况、发展战略、经营计划、可能的风险,以及与公司业务相关的宏观经济发展趋势。(2)年报文本包含企业家、管理团队以及利益相关者的综合判断,且需向市场公开发布,并经过审计、受到法律法规的约束,相比个别企业家或经理人的主观判断更加客观科学,由此得到的企业预期变量也更加客观科学。(3)资本市场开放能够提高信息披露质量,由此计算出来的其他变量(包括企业预期)也更加客观科学。综合来看,年报文本相对而言包含企业发展的全面客观信息,可能是衡量企业预期的较好方法,未来希望结合大语言模型更全面测算企业预期。

<sup>②</sup> ARTD以Loughran和McDonald(2011)提供的金融情感英文词汇列表为基础,依据有道词典和金山词霸对LM词典中的英文词汇进行翻译,保留与该英文词汇表达的中文情感最相关的中文词汇,获得2080个消极词,1076个积极词。



## (三)描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果如表1所示,与  $Exp1$  和  $Exp2$  相比,  $Exp\_TD1$  和  $Exp\_TD2$  的均值更大,说明基于台湾大学《中文情感极性词典》计算的公司年报文本语调更加积极,可能高估公司年报文本的积极程度。因此在基准回归中,本文基于 LM 词典计算公司年报文本语调。 $Group$  的均值为 0.5534,说明有 55.34% 的样本公司被纳入“沪股通”;  $Group \times Post$  的均值为 0.3133,说明有 31.33% 的观测值受到“沪股通”开通的影响。

表 1 主要变量的描述性统计

变量符号	变量定义	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
$Exp1$	基于 LM 词典的企业预期=100×(积极词汇数—消极词汇数)/年报总词汇数	7808	-0.1651	0.9882	-2.467	2.398
$Exp2$	基于 LM 词典的企业预期=100×(积极词汇数—消极词汇数)/(积极词汇数+消极词汇数)	7808	-1.0158	7.2758	-17.216	19.363
$Exp\_TD1$	基于台大词典的企业预期=100×(积极词汇数—消极词汇数)/年报总词汇数	7808	3.6814	0.7858	1.8902	5.648
$Exp\_TD2$	基于台大词典的企业预期=100×(积极词汇数—消极词汇数)/(积极词汇数+消极词汇数)	7808	38.3425	10.0514	19.128	60.586
$Group \times Post$	上市公司 $i$ 在第 $t$ 年是否受“沪股通”影响	7808	0.3133	0.4639	0	1
$Group$	是否属于“沪股通”标的公司	7808	0.5534	0.4972	0	1
$Post$	受“沪股通”影响的时间虚拟变量	7808	0.6278	0.4834	0	1
$\ln Age$	公司年龄的自然对数	7804	2.9266	0.297	1.9459	3.4965
$\ln Size$	公司资产的自然对数	7732	22.6618	1.7791	19.4278	28.8431
$Growth$	公司营业收入的增长率	7798	15.0468	45.8516	-63.4085	319.6466
$ROA$	公司净利润与总资产的比值	7808	3.678	5.7666	-19.8679	21.1023
$Lev$	公司年末总负债与年末总资产的比值	7808	49.6738	21.8451	7.4178	96.5825
$Cash$	公司经营活动产生的现金流量净额与营业总收入的比值	7805	7.0929	39.2431	-231.8194	147.3048
$Board$	公司年末董事会总人数的自然对数	7807	2.1816	0.2121	1.6094	2.7726
$Top$	第一大股东持股份额	7731	37.0908	15.7614	7.83	75.73

## 五、实证结果与分析

## (一)基准回归结果

表2给出了基准回归结果,第(1)、(2)列仅控制企业固定效应和年份固定效应,而没有纳入控制变量;第(3)、(4)列进一步纳入企业层面的控制变量。可以发现,当以  $Exp1$  衡量企业预期时,无论是否纳入控制变量,  $Group \times Post$  的估计系数均显著为正。虽然以  $Exp2$  衡量企业预期时,在不纳入控制变量的情况下,  $Group \times Post$  的估计系数不显著,但在纳入控制变量后,  $Group \times Post$  的估计系数显著为正。回归结果表明,相比非标的公司,“沪股通”标的公司在年报中更多使用积极词汇,表明对企业未来发展持有更加乐观态度。基准回归结果验证了上文理论分析的推断,即以“沪股通”为代表的资本市场开放能显著提升企业预期,假说1得以成立。

表 2 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Exp1	Exp2	Exp1	Exp2
$Group \times Post$	0.1180** (2.3340)	0.5240 (1.4394)	0.1509*** (2.9384)	0.7711** (2.0890)
常数项	0.3337*** (13.4467)	2.5516*** (14.1805)	-0.1082 (-0.0926)	2.5080 (0.2979)
控制变量	No	No	Yes	Yes
固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	7808	7808	7718	7718
R <sup>2</sup>	0.4171	0.4122	0.4331	0.4282

注：括号内为稳健性t值；\*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的水平下显著，包括企业固定效应和时间固定效应。下同。

(二)稳健性检验

1. 平行趋势检验

双重差分估计的前提条件是处理组和控制组满足平行趋势假定,本部分对此进行检验。做法如下：(1)生成年份虚拟变量 $year\_t(t=2011—2019)$ ,当年份为 $t$ 时, $year\_t=1$ ,否则 $year\_t=0$ ;(2)将所有 $year\_t$ 与是否为“沪股通”标的企业变量( $Group$ )进行交乘,得到 $Group \times year\_t$ ;(3)用所有交乘项 $Group \times year\_t(t=2011—2019)$ 替换 $Group \times Post$ ,<sup>①</sup>并放入式(1)中重新估计;(4)取 $Group \times year\_t$ 的点估计值和95%的置信区间作出图1和图2。结果表明,不管是用 $Exp1$ 还是用 $Exp2$ 衡量企业预期,在“沪股通”开通前(2011年、2012年和2013年), $Group \times year\_t$ 的估计系数均不显著,表明处理组和控制组企业的预期在政策实施前无显著差异。虽然“沪股通”产生影响当年 $Group \times year\_2015$ 的估计系数不显著,但从2016年开始, $Group \times year\_t$ 的估计系数显著为正。以上结果表明,处理组和控制组的平行趋势假定得到了较好满足。从图1的动态效应中还可看出,被纳入“沪股通”标的后,企业预期明显更乐观,且具有一定持续性。

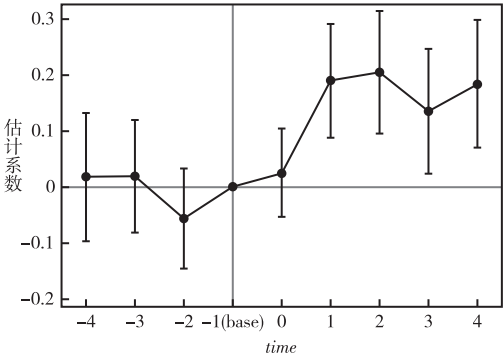


图 1 平行趋势检验:被解释变量为  $Exp1$

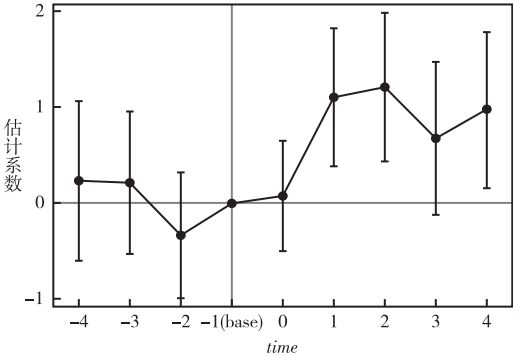


图 2 平行趋势检验:被解释变量为  $Exp2$

2. 替换被解释变量:基于台湾大学《中文情感极性词典》测度企业预期

基于LM词典计算的年报文本语调以Loughran和McDonald(2011)提供的金融情感英文词汇列表为基础,将LM词典中的相关词汇翻译成中文,进而与上市公司年报文本进行对照。其可能存在的问题是,LM词典不能完全准确刻画中文词汇情感,存在测量偏差问题。因此,接下来使用台湾

① 在平行趋势检验时以政策产生影响的前一年(2014年)为基准期,因此回归时剔除了 $Group \times year\_2014$ 。

大学《中文情感极性词典》简称“台大词典”统计上市公司年报中的积极和消极词汇数,进而测度企业预期。表3第(1)、(2)列给出了相应的估计结果,不难发现,基于台大词典衡量企业预期时, $Group \times Post$ 的估计系数仍然显著为正,且估计系数值还有所增大,说明本文的估计结果是稳健的。

### 3. 将“沪股通”开通当年设定为政策影响当年

因为2014年11月17日“沪股通”才正式启动,所以本文在基准回归中设定为2015年“沪股通”能够处理组企业产生实际影响,并将2015年设定为政策影响当年。但是,“沪股通”也有可能早在2014年就对企业产生影响,特别是可能影响企业的预期,使得企业在2014年就对未来发展更加乐观,并体现在年报文本语调中。因此,本文将2014年设定为政策影响当年进行稳健性检验,表3第(3)列给出了相应回归结果。可以发现, $Group \times Post$ 的估计系数依然显著为正,且与表2基准回归的估计系数基本一致,表明本文估计结果是稳健的。

### 4. 使用多期双重差分模型进行估计

基准回归中为了规避“沪股通”标的公司的调入和调出对处理组和控制组造成干扰,本文使用单期DID模型进行估计,因此剔除了2014年以后调入和调出的标的公司。本文进一步将2014年以后调入“沪股通”的标的公司纳入样本中(但仍剔除调入后又调出的标的公司),使用多期DID模型进行估计,结果见表3第(4)列。在多期DID模型中,本文用 $SHHK_{it}$ 表示上市公司 $i$ 在第 $t$ 年是否受“沪股通”影响,若受影响,则 $SHHK=1$ ,否则 $SHHK=0$ 。可以发现, $SHHK$ 的估计系数仍然显著为正,与基准回归结果的估计系数无明显差异,再次验证了本文估计结果的稳健性。

### 5. 剔除面临较大冲击年份的样本或2014年后上市的公司

首先,为了规避新冠疫情冲击对估计结果的影响,进一步剔除2019年的样本,相应估计结果见表3第(5)列。其次,为了避免2015年股灾冲击对估计结果的干扰,剔除2015年的样本,估计结果见表3第(6)列。最后,为了使所有企业都有“沪股通”开通前各年份的对照样本,剔除2014年后上市的公司,估计结果见表3第(7)列。可以发现,在剔除面临较大冲击年份样本或2014年后上市的公司后, $Group \times Post$ 的估计系数仍显著为正,估计系数大小也与基准回归结果无明显差异,再次表明本文的估计结果是稳健的。

### 6. 利用“深股通”和深圳证券交易所的上市公司样本进行回归

基准回归利用了“沪股通”开通以及上海证券交易所的上市公司样本。在“沪股通”顺利运行基础上,2016年12月“深股通”开通,因此本文也使用深圳证券交易所的公司样本,利用“深股通”开通进行稳健性检验。此时,实证研究模型、处理组和控制组的选取标准以及变量定义等均与基准回归中的处理一样。表3第(8)、(9)列为“深股通”和深圳证券交易所的公司样本下,单期和多期DID模型的回归结果。不难发现, $Group \times Post$ 和 $SHHK$ 的估计系数都显著为正,表明“深股通”开通同样使得深圳证券交易所的标的公司的年报文本语调积极程度更高,表明资本市场开放可以改善企业预期,再次验证了本文结论的稳健性。

表3 稳健性检验的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	台大词典	台大词典	调整政策 影响年份	多期 DID 模型	剔除 2019 年样本	剔除 2015 年样本	剔除 2014 年后上市 的公司	“深股通” 单期 DID 模型	“深股通” 多期 DID 模型
变量	$Exp\_TD1$	$Exp\_TD2$	$Exp1$	$Exp1$	$Exp1$	$Exp1$	$Exp1$	$Exp1$	$Exp1$
$Group \times Post$	0.1997*** (5.1222)	1.9024*** (5.5072)	0.1252** (2.3745)		0.1413*** (2.7850)	0.1789*** (3.1835)	0.1523*** (2.9526)	0.0571** (2.0515)	

续表3

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	台大词典	台大词典	调整政策 影响年份	多期 DID 模型	剔除 2019 年样本	剔除 2015 年样本	剔除 2014 年后上市 的公司	“深股通” 单期 DID 模型	“深股通” 多期 DID 模型
变量	<i>Exp_TD1</i>	<i>Exp_TD2</i>	<i>Exp1</i>	<i>Exp1</i>	<i>Exp1</i>	<i>Exp1</i>	<i>Exp1</i>	<i>Exp1</i>	<i>Exp1</i>
<i>SHHK</i>				0.1224*** (3.2915)					0.0535** (2.2075)
常数项	2.2207** (2.1949)	26.3527*** (2.9495)	-0.2423 (-0.2071)	0.1155 (0.1114)	0.1981 (0.1557)	-0.2066 (-0.1701)	-0.1430 (-0.1119)	2.2734*** (3.8513)	2.3781*** (4.3805)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	7718	7718	7718	8900	6624	6909	6677	12195	13451
R <sup>2</sup>	0.6256	0.8259	0.4320	0.4151	0.4149	0.4451	0.4397	0.2999	0.2929

注：本文也用*Exp2*作为企业预期的代理变量，回归结果依然稳健。限于篇幅，没有展示，备索。

六、机制检验与异质性分析

(一)机制检验

上文机制分析部分表明,以“沪股通”为代表的资本市场开放可以使得标的公司获得更多的投资者关注,也将缓解企业融资约束,完善企业股权结构,促进企业收益提升,最终起到改善企业预期的作用,下文对此进行实证检验以验证假说2。本文在识别出“沪股通”可以改善企业预期后,寻找对企业预期具有直接且明显影响的中介变量。机制检验模型设定如下:

$$Mech_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Group_i \times Post_t + X'_{it} \gamma_m + \eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \tag{2}$$

其中,*Mech*表示机制变量,分别为:股东总数(*lnGDS*)和股价年变动率(*priceCh*);公司融资约束程度指数(*SA*指数);公司前五位大股东持股比例的平方和(*Herfindahl5*)和前十位大股东持股比例的平方和(*Herfindahl10*);基本每股收益(*EPS*)。

1. 投资者关注效应

“沪股通”会使标的公司获得更多投资者关注,不仅会引起境外投资者购买标的公司股票,而且会引导境内投资者购买,进而推高其股价。因此,本文以股东总数(*lnGDS*)和股价年变动率(*priceCh*)衡量投资者关注。其中,*lnGDS*为当年股东总数的自然对数值,*priceCh*=100×(年收盘价-年开盘价),数据来源于CSMAR。股东总数和股价年变动率是投资者“用脚投票”的结果,能比较客观地反映上市公司是否受到了更多投资者关注并实质性持股。表4第(1)、(2)列给出了投资者关注效应的估计结果,可以发现*Group*×*Post*的估计系数都显著为正,表明上市公司被纳入“沪股通”标的后,股东总数显著上升且股价年变动率显著为正,意味着资本市场开放使得标的公司获得了更多投资者关注。这种积极的投资者关注有助于形成“光环效应”,强化企业对未来的发展预期。

2. 融资约束缓解效应

融资约束是许多企业发展过程中面临的难题,影响企业生产经营的各个方面,制约企业发展预期的提升。“沪股通”使得大量境外资金流向标的公司,而且会通过投资者关注效应引导国内资金也流向标的公司,有助于缓解其融资约束问题,增强其盈利能力,从而提高企业发展预期。融资



约束的缓解进一步可使企业专注于长期发展,提高公司人力资本水平,加强研发和开展创新活动。参考连立帅等(2019),本文采用SA指数衡量企业融资约束程度,计算公式如下:SA指数 $=-0.737 \times \text{Size} + 0.043 \times \text{Size}^2 - 0.04 \times \text{Age}$ 。其中,Size为企业总资产(单位:百万元)的自然对数,Age为企业年龄,等于观测年份与企业成立年份的差值,数据来自国泰安(CSMAR)。经计算,SA指数均为负数,均值为-3.7856,其绝对值越大,表明企业面临的融资约束程度越高。表4第(3)列给出了相应估计结果,可以发现 $\text{Group} \times \text{Post}$ 的估计系数显著为正,表明上市公司被纳入“沪股通”标的后,其融资约束程度得到显著缓解。

### 3. 股权结构多元化效应

资本市场开放吸引了更多境外投资者,有助于完善上市公司的股权结构。相比非标的公司,“沪股通”标的公司将吸引更多国内外投资者关注,股东构成将更加多元化,进而可促进标的公司吸收国际先进的管理经验和公司治理理念,优化企业生产经营决策机制和效率,对改善企业预期有积极作用。本文利用上市公司持股比例的赫芬达尔指数衡量股权多元化程度,包括公司前五位股东持股比例的平方和( $\text{Herfindahl5}$ )和公司前十位大股东持股比例的平方和( $\text{Herfindahl10}$ ),数据来源于CNRDS。这两个指标数值越小,表明公司股权集中程度越低,股东构成更加多元化。表4第(4)、(5)列给出了估计结果, $\text{Group} \times \text{Post}$ 的估计系数均显著为负,说明以“沪股通”为代表的资本市场开放显著提高了标的公司的股权多元化程度。

### 4. 收益提升效应

被纳入“沪股通”后投资者关注度的提升、融资约束的缓解、股权结构的多元化都有助于标的公司改善生产经营活动,促进其收益提升,最终提升企业对未来发展的乐观预期。因此,本文使用基本每股收益(EPS)衡量企业收益水平,考察收益提升的作用。相应估计结果见表4第(6)列。可以发现, $\text{Group} \times \text{Post}$ 的估计系数显著为正,说明被纳入“沪股通”标的可以促使企业收益提升,最终起到改善企业预期的作用。

### 5. 排除股价波动率上升的负面效应

资本市场开放也可能存在一定程度的负面效应。虽然许多文献发现资本市场开放不会加剧股票市场波动,甚至可提高中国股票市场的稳定性(Schuppli和Bohl,2010;刘海飞等,2018;钟凯等,2018),但也有一些文献发现境外资金的频繁买入和卖出可能加剧股票市场波动,进而给企业预期带来负面影响(Angkinand等,2010;戴鹏毅等,2021)。因此,本文也检验了资本市场开放对公司股价波动率的影响。本文利用股票回报的方差(RVAR)衡量股价波动率,RVAR等于 $t$ 年5月到 $t+1$ 年4月各月度股票回报方差的平均值(乘以100),月度股票回报方差等于当月内日个股回报(经市场调整)的方差乘以当月交易天数(数据来源于CSMAR)。表4第(7)列的回归结果显示,资本市场开放并没有显著提升股价波动率,一定程度上排除了资本市场开放通过加剧股票价格波动而给企业预期造成负面影响的可能性。

表4 机制检验的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	投资者关注		融资约束缓解	股权结构多元化		收益提升	股价波动
变量	lnGDS	priceCh	SA	Herfindahl5	Herfindahl10	EPS	RVAR
$\text{Group} \times \text{Post}$	0.1058*** (3.1567)	3.5854* (1.8623)	0.0588*** (8.4256)	-0.0060*** (-3.6505)	-0.0061*** (-3.7303)	0.0664*** (2.6837)	-0.1759 (1.1954)

续表 4

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	投资者关注		融资约束缓解	股权结构多元化		收益提升	股价波动
变量	lnGDS	priceCh	SA	Herfindahl5	Herfindahl10	EPS	RVAR
常数项	5.6335*** (7.4268)	461.1556*** (7.1201)	-3.4754*** (-13.5419)	-0.0744 (-1.5724)	-0.0738 (-1.5529)	-0.2912 (-0.4550)	13.9839*** (5.5936)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	7715	7715	7718	7718	7718	7718	7715
R <sup>2</sup>	0.1213	0.2650	0.6495	0.8642	0.8630	0.3401	0.0130

(二)异质性分析

1. 区分企业产权性质

对于不同产权性质的企业,股权和公司治理结构、管理水平都不同,受到外资关注的程度也不同,因而“沪股通”对其影响程度也可能不同。本文根据控制权性质将样本企业分为国有和非国有企业,检验资本市场开放对不同产权性质企业的异质性影响。相应回归结果见表5第(1)、(2)列,可以发现,对于国有企业,  $Group \times Post$  的估计系数显著为正;而对于非国有企业,  $Group \times Post$  的估计系数不显著。可能的解释是“沪股通”开通前,国有企业的股权集中度更高,开通后境外资本的引入可以提高国有企业的股权多元化程度,提高其市场关注程度,倒逼其提高公司治理水平,进而对企业经营产生积极作用,从而提升其发展预期。对于非国有企业,其股权多元化程度已经较高,受到市场关注的程度也较高,甚至已经有境外资本持股,因而“沪股通”开通对其影响相对有限,无法进一步提振其发展预期。

2. 区分企业规模

不同规模企业的股权和公司治理结构、管理水平、市场关注程度存在较大差异,因而“沪股通”的影响也会存在差异。由于信息不对称问题,外资通常更加关注大企业,也主要更多持有大企业的股票,因而“沪股通”可能对大企业产生更大影响。而对于中小企业,外资持股比例较低,“沪股通”对其影响也较小。因此,本文根据企业规模大小将样本分为大企业 and 中小企业,其中公司资产规模大于平均值的为大企业,小于平均值的为中小企业。相应回归结果展示于表5第(3)、(4)列,可以发现,对于大企业样本,  $Group \times Post$  的估计系数显著为正,而对于中小企业样本,  $Group \times Post$  的估计系数不显著,验证了上文的推断。

3. 区分公司所在地的市场化程度

理论上,市场化程度更高地区的企业能够更好适应资本市场开放的要求,进而将吸引更多境外资本持股。因此,境外资本会更多投资于市场化程度更高地区的企业,而更少投资于市场化程度较低地区的企业。而只有外资持股规模达到一定门槛后,才能引起足够的市场关注,并实质性影响企业的股权结构和生产经营活动,进而才能影响企业预期。据此,本文根据樊纲等构建的市场化指数,将上市公司所在地划分为市场化程度较高组和较低组,考察资本市场开放对不同市场化程度地区的上市公司的影响差异。表5第(5)、(6)列给出了相应估计结果,可以发现,对于市场化程度较高地区的样本,  $Group \times Post$  的估计系数显著为正,而对于市场化程度较低地区的样本,  $Group \times Post$  的估计系数不显著,说明“沪股通”对企业预期的积极影响主要发生在市场化程度较高地区。

表 5 异质性分析的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	国企	非国企	大企业	中小企业	市场化程度高	市场化程度低
$Group \times Post$	0.1506** (2.3957)	0.1244 (1.3276)	0.2700** (2.4139)	0.0786 (1.1964)	0.1810** (2.5739)	0.1210 (1.5652)
常数项	-0.6089 (-0.4049)	1.2536 (0.6903)	0.7976 (0.3109)	-0.4247 (-0.2915)	-1.1214 (-0.7317)	1.2053 (0.6562)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	4871	2802	3405	4313	4575	3143
R <sup>2</sup>	0.4314	0.4372	0.3752	0.4678	0.4340	0.4450

注：表中被解释变量为  $Exp1$ ，本文也用  $Exp2$  作为企业预期的代理变量，回归结果依然稳健。限于篇幅，没有展示，备索。

七、结论和建议

在当前市场预期转弱、需求收缩、国际不确定性因素增多的背景下，如何有效改善企业预期是迫切需要解决的问题，也是学界和政策制定者关心的焦点问题。长期以来，对外开放在改善企业预期方面发挥了重要作用，中国资本市场开放程度的不断深化有望成为改善企业预期的新因素，但相关研究较少。因此，本文研究中国资本市场开放能否有效改善企业预期，首先从制度环境演变视角分析资本市场开放对企业预期的总体影响以及可能的理论机制；其次利用上市公司年报文本语调积极程度衡量企业预期，基于“沪股通”开通的准自然实验和上市公司样本，实证检验资本市场开放对企业预期的影响；最后提出政策建议。研究发现：第一，企业预期受到制度环境的显著影响，资本市场开放作为一种积极的制度环境变化，有助于提振企业预期。本文基准回归结果和稳健性检验都证实，以“沪股通”为代表的资本市场开放显著提高了上市公司年报文本语调的积极程度，显著改善了企业预期。第二，从理论机制看，“沪股通”有助于标的企业获得更多投资者关注、缓解企业融资约束、完善企业股权结构，进而对其生产经营活动与长远发展产生积极作用，助推企业收益提升，最终改善企业预期。第三，“沪股通”对企业预期的影响存在异质性，对国有企业、大企业和市场化程度较高地区的企业预期具有显著的改善作用，而对非国有企业、中小企业和市场化程度较低地区的企业没有显著影响。

本文的政策启示意义在于，未来我国要进一步推进资本市场制度型开放以促进资本市场体制机制不断完善，助推企业预期改善。第一，稳步推进资本市场制度型开放，扩大资本市场对外开放的广度和深度。要完善跨境投融资自由化、便利化各项制度安排，持续深化中国资本市场与更多境外资本市场互联互通，推动资本市场向更高水平双向开放迈进。第二，完善上市公司各项监管制度，特别是股权结构和公司治理机制。本文研究表明，股权结构的完善是资本市场开放改善企业预期的重要机制。因此，监管部门要进一步完善上市公司各项监管制度，持续改善资本市场信息披露制度，引导企业加快对接发达国家先进的股权制度，提升中国资本市场对外资的吸引力。第三，鼓励企业特别是中小企业充分利用资本市场开放来促进自身发展、建立更多国际市场关联。要鼓励企业利用资本市场开放的良好契机来完善股权结构和公司治理架构，展现中国企业负责任的良好形象。这有助于中国企业引入更多国外机构投资者和战略投资者，从而与国外市场和投资者建立

更多的联系,推动企业高质量“走出去”获取更多国际资源,更好参与全球产业链供应链,开拓更多国际市场。第四,引导市场化程度较低地区的企业积极吸引外资。本文研究表明,资本市场开放对企业预期的提振作用主要体现在市场化程度较高地区,而对市场化程度较低地区的企业没有显著影响。其中,中西部地区的市场化程度较低,为了使资本市场开放的积极作用惠及更多企业,要加快推进中西部地区的市场化改革,推动中西部地区的企业完善股权结构和公司治理机制,从而吸引更多外资。第五,引导外资有序进入中国资本市场,防止外资“大进大出”的负面影响。虽然本文研究表明资本市场开放可以改善企业预期,但是一些研究表明,在发展中国家资本市场不完善的情况下,外资特别是投机性资金的“大进大出”会对一国经济和资本市场稳定造成负面影响。因此,要旗帜鲜明地引导外资有序进入中国市场,鼓励外资耐心资本和战略性投资者进入实体企业。同时,要审慎监管短期投机性资本的“大进大出”,防止其对中国金融市场稳定造成负面影响。

#### 参考文献:

1. 陈小军:《发展预期会影响企业并购吗?——基于中国A股上市企业的经验证据》,《管理评论》2024年第3期。
2. 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》,《金融研究》2019年第8期。
3. 戴鹏毅、杨胜刚、袁礼:《资本市场开放与企业全要素生产率》,《世界经济》2021年第8期。
4. 黄送钦、吕鹏、范晓光:《疫情如何影响企业发展预期?——基于压力传导机制的实证研究》,《财政研究》2020年第4期。
5. 连立帅、朱松、陈关亨:《资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于沪深港通交易制度的经验证据》,《管理世界》2019年第8期。
6. 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》,《管理科学学报》2018年第1期。
7. 阮睿、孙宇辰、唐悦、聂辉华:《资本市场开放能否提高企业信息披露质量?——基于“沪港通”和年报文本挖掘的分析》,《金融研究》2021年第2期。
8. 万海远、张尉、陈基平、辛柯均:《税收政策支持与企业预期转变》,《经济研究》2024年第4期。
9. 徐捷、袁铭、郭红:《企业预期形成与预期偏误——基于企业层面调查数据的经验研究》,《金融研究》2016年第1期。
10. 杨兵、杨杨:《企业家市场预期能否激发税收激励的企业研发投入效应——基于上市企业年报文本挖掘的实证分析》,《财贸经济》2020年第6期。
11. 于博、吴菡虹:《沪港通的绩效增长与反向选择效应——兼论实现高质量增长的资本市场改革路径》,《财贸经济》2020年第2期。
12. 张成思:《预期理论的演进逻辑》,《经济学动态》2017年第7期。
13. 张成思、孙宇辰、阮睿:《宏观经济感知、货币政策与微观企业投融资行为》,《经济研究》2021年第10期。
14. 钟凯、孙昌玲、王永妍、王化成:《资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据》,《金融研究》2018年第7期。
15. 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》,《管理世界》2018年第1期。
16. 祝梓翔、邓翔:《信心、预期和中国经济周期波动》,《财贸经济》2020年第2期。
17. 邹洋、张瑞君、孟庆斌、侯德帅:《资本市场开放能抑制上市公司违规吗?——来自“沪港通”的经验证据》,《中国软科学》2019年第8期。
18. Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P., Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors. *Journal of Financial Economics*, Vol.100, No.1, 2011, pp.154-181.
19. Andrade, P., Coibion, O., Gautier, E., & Gorodnichenko, Y., No Firm Is an Island? How Industry Conditions Shape Firms' Expectations. *Journal of Monetary Economics*, Vol.125, 2022, pp.40-56.
20. Angkinand, A. P., Sawanggoenyuang, W., & Wihlborg, C., Financial Liberalization and Banking Crises: A Cross-Country Analysis. *International Review of Finance*, Vol.10, No.2, 2010, pp.263-292.
21. Bae, K. H., Bailey, W., & Mao, C. X., Stock Market Liberalization and the Information Environment. *Journal of International*



*Money and Finance*, Vol.25, No.3, 2006, pp.404–428.

22.Bae, K. H., & Goyal, V. K., Equity Market Liberalization and Corporate Governance. *Journal of Corporate Finance*, Vol.16, No.5, 2010, pp.609–621.

23.Bae, K. H., Ozoguz, A., Tan, H., & Wirjanto, T. S., Do Foreigners Facilitate Information Transmission in Emerging Markets? . *Journal of Financial Economics*, Vol.105, No.1, 2012, pp.209–227.

24.Barsky, R. B., & Sims, E. R., Information, Animal Spirits, and the Meaning of Innovations in Consumer Confidence. *American Economic Review*, Vol.102, No.4, 2012, pp.1343–1377.

25.Boneva, L., Cloyne, J., Weale, M., & Wieladek, T., Firms' Price, Cost and Activity Expectations: Evidence from Micro Data. *Economic Journal*, Vol.130, No.627, 2020, pp.555–586.

26.Chan, M. K., & Kwok, S., Risk-Sharing, Market Imperfections, Asset Prices: Evidence from China's Stock Market Liberalization. *Journal of Banking & Finance*, Vol.84, 2017, pp.166–187.

27.Coibion, O., Gorodnichenko, Y., & Kumar, S., How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence. *American Economic Review*, Vol.108, No.9, 2018, pp.2671–2713.

28.Deng, Y., Hope, O. K., Wang, C., & Zhang, M., Capital Market Liberalization and Auditors' Accounting Adjustments: Evidence from a Quasi-Experiment. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.49, No.1–2, 2022, pp.215–248.

29.Enders, Z., Hünnekes, F., & Müller, G. J., Monetary Policy Announcements and Expectations: Evidence from German Firms. *Journal of Monetary Economics*, Vol.108, 2019, pp.45–63.

30.Enders, Z., Hünnekes, F., & Müller, G. J., Firm Expectations and Economic Activity. *Journal of the European Economic Association*, Vol.20, No.6, 2022, pp.2396–2439.

31.Ferreira, M. A., & Matos, P., The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors around the World. *Journal of Financial Economics*, Vol.88, No.3, 2008, pp.499–533.

32.Forni, M., Gambetti, L., Lippi, M., & Sala, L., Noisy News in Business Cycles. *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol.9, No.4, 2017, pp.122–152.

33.Henry, P. B., Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms? . *Journal of Financial Economics*, Vol.58, No.1–2, 2000, pp.301–334.

34.Huang, W., & Zhu, T., Foreign Institutional Investors and Corporate Governance in Emerging Markets: Evidence of a Split-Share Structure Reform in China. *Journal of Corporate Finance*, Vol.32, 2015, pp.312–326.

35.Igan, D., Kutan, A. M., & Mirzaei, A., The Real Effects of Capital Inflows in Emerging Markets. *Journal of Banking & Finance*, Vol.119, 2020, 105933.

36.Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Palgrave Macmillan, 1936.

37.Klein, M. W., & Olivei, G. P., Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth. *Journal of International Money and Finance*, Vol.27, No.6, 2008, pp.861–875.

38.Kose, M. A., Prasad, E. S., & Terrones, M. E., Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth? . *Journal of International Money and Finance*, Vol.28, No.4, 2009, pp.554–580.

39.Liu, C., Wang, S., & Wei, K. C., Demand Shock, Speculative Beta, and Asset Prices: Evidence from the Shanghai-Hong Kong Stock Connect Program. *Journal of Banking & Finance*, Vol.126, 2021, 106102.

40.Loughran, T., & McDonald, B., When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries and 10-Ks. *The Journal of Finance*, Vol.66, No.1, 2011, pp.35–65.

41.Lucas, R. E., Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, Vol.4, 1972, pp.115–138.

42.Metzler, L., The Nature and Stability of Inventory Cycles. *Review of Economics and Statistics*, Vol.23, 1941, pp.113–129.

43.Mitton, T., Stock Market Liberalization and Operating Performance at the Firm Level. *Journal of Financial Economics*, Vol.81, No.3, 2006, pp.625–647.

44.Schuppli, M., & Bohl, M. T., Do Foreign Institutional Investors Destabilize China's A-Share Markets? . *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol.20, No.1, 2010, pp.36–50.

## Capital Market Openness and Enterprise Expectations Improvement

LIU Hongkui (Institute of Economics, Chinese Academy of Social Sciences, 100836)

**Summary:** Expectations represent a key variable that influences both current and future economic development. Capital market openness is a key direction of China's high-level openness, contributing to the development of a more complete capital market and thus improving enterprise expectations. This paper studies whether China's capital market opening can effectively improve enterprise expectations. We analyze the overall impact of capital market opening on enterprise expectations and the potential theoretical mechanisms from the perspective of institutional environment evolution. We also take the tone of annual reports from Chinese listed companies as an indicator of enterprise expectations, and empirically tests the impact of capital market opening on enterprise expectations by using a quasi-natural experiment based on the launch of the "Shanghai-Hong Kong Stock Connect" and a sample of Chinese listed companies.

The findings are as follows: First, Capital market opening helps boost enterprise expectations. Both baseline regression results and robustness tests confirm that it significantly increased the positive tone of listed companies' annual reports, thereby improving enterprise expectations. Second, capital market opening helps target companies gain more investor attention, alleviate financing constraints, and optimize their ownership structure, bringing about improved corporate earnings and ultimately improving enterprise expectations. Third, capital market opening has a significant positive impact on the expectations of state-owned enterprises, large enterprises, and companies in regions with a relatively high degree of marketization, but has no significant effect on non-state-owned enterprises, small and medium-sized enterprises, and companies in less marketized regions.

The potential contributions of this paper are: (1) It expands the study of factors influencing enterprise expectations from the perspective of capital market openness, extending research on the formation and influencing factors of micro-level enterprise expectations, and provides new insights for improving enterprise expectations, which has important policy implications. (2) It clarifies the theoretical mechanisms through which capital market openness improves enterprise expectations. The paper explains the potential for capital market openness to improve enterprise expectations from the perspective of institutional environment. It also discusses and empirically tests the mechanisms of improved enterprise expectations through factors such as investor attention, alleviated financing constraints, diversified ownership structures, and increased earnings. (3) It validates the positive role of openness in economic development from the perspective of capital market openness and enterprise development, expanding the literature on openness and development.

The policy implications of this paper are as follows: First, China should further promote institutional capital market opening and improve the regulatory system for listed companies, especially in terms of ownership structure and corporate governance. Second, China should encourage enterprises, particularly small and medium-sized enterprises, to fully utilize capital market openness to promote their own development and establish more international market connections. Third, China should guide enterprises in regions with a low level of marketization to actively attract foreign investment.

**Keywords:** Capital Market Openness, Enterprise Expectations, Shanghai-Hong Kong Stock Connect, Tone of Annual Report Text

**JEL:** F21, G1, D21

责任编辑: 馨 兰