

《金融市场研究》专家审稿单

初稿篇名： 证券投资者保护基金对券商风险承担的影响研究	
外 审 意 见	1. 引言的导入还需要好好修改，增强可读性，目前的版本较为口语化，逻辑性也较为欠缺。 2. 研究贡献还需要好好提炼，注意表达的方式、学术性等，突出理论贡献和现实意义。 3. 文献回顾不恰当，文章研究的是券商风险承担，应该重点回顾风险承担相关文献，这类文献非常多，而不是局限于风险承担的测度。 4. 文不对题，题目是“证券投资者保护基金对券商风险承担的影响研究”，但理论分析却是“证券投资者保护基金减少”，实证检验又是“证券投资者保护基金”高低组，三者并不是一回事。建议题目、研究问题和研究设计保持一致。 5. 关于研究设计： （1）如果根据三分位数对 treat 进行分组，则应该也是比较前三分之一分位数为 1，后三分位数为 0，中间三分位数删去。 （2）关于 Post，文中有两个下调证券投资者保护基金的政策时点，应该构造多时点 DID，而不是分成两个时间段分别回归。 （3）Z 值越大，表明企业破产风险越小，但如何能够推出其风险承担水平越高？类似地，证监会分类评级如何能代表风险承担水平？二者并无直接关系，之间的关系还需要更多论证。 （4）关于平行趋势，为何 post 后只有 1 期？ 6. 权力集中度跟本文没啥关系，做异质性检验太牵强。 7. 文章的拓展性分析有些松散，建议做证券投资者保护基金减少影响券商风险承担的机制，逻辑会更加聚焦。 8. 政策启示要结合本文的结论来提，不要过于发散。 9. 文章有很多错别字，例如“降低因资金不足而导致地损失”，作者需要好好校稿。 2024 年 6 月 30 日
作 者 回 复	1.引言重新撰写，增加了四段内容。 2.研究贡献重新提炼和总结，修改部分均已标红。。 3.文献综述分为两块，这样安排有合理性。关于风险承担的文献很多，大多研究对象为上市公司或者银行，本文研究视角为券商。因此，文献综述重点分析了与本文联系最为紧密的两支文献，一个是风险承担的测度，一个是金融机构外部经营成本与风险承担的关系，如此安排文献综述具有一定的合理性。此外，根据中国知网检索信息，按照券商风险承担这一主题搜索，共有两篇学术期刊和两篇学位论文。文献综述标红部分为修改内容。 4.题目修改为“证券投资者保护基金制度对券商风险承担的影响研究”。基于《管理办法》的证券投资者保护基金制度，包括基金公司职责、基金筹集、基金使用等内容，其中基金缴纳比例及其调整是一个核心内容。标题加上制度更恰当，相应的修改都已经标红。

5.研究设计

(1) 接受审稿人建议，将中间三分位数删去，加入稳健性检验中，详见表 9，其结论保持不变，进一步证明了基准回归结果的稳健性。

(2) 本文不符合多时点 DID 适用条件。多时点 DID 是传统 DID 的拓展，相较于传统 DID 方法中政策实施时点统一的特征，多时点 DID 适用于同一政策在影响群体中渐进实施。两次公告均是同时下调券商的证券投资者保护基金缴纳比例，考虑到两次下调背景、目的不同，且间隔的时间比较长，所以本文将样本划分为两个时间段，分别考察两次下调的影响。

(3) 统一采用风险承担概念，而不是风险承担水平、风险承担意愿，使用 Z-score 值作为风险承担的代理变量。风险承担、风险承担水平、风险承担意愿等概念有差异，风险承担是指个人或者机构在面对不确定性时，选择承担可能发生的损失或者不利结果，具有客观性。而风险承担水平指个人或机构在投资或经营活动中愿意承担的风险程度；风险承担意愿指个人或机构在面对风险时，愿意接受风险并进行投资或决策的意向，具有主观性。

本文参考关于风险承担的相关文献，选用使用最多的 Z-score 值来作为风险承担的代理指标，该指标和企业杠杆水平、盈利能力和盈利波动性息息相关，也是衡量企业经营风险的一个常见指标。对于稳健经营的企业或者破产风险较低的企业，往往具有良好的财务状况，倾向于避免从事高风险的投资和经营活动，从而具有较低的风险承担，这一点文中进行了补充说明。

(4) 对平行趋势图进行了补充完善。平行趋势检验关注的是政策实施前实验组和控制组是否存在显著差异，如果两者不存在显著差异，则满足平行趋势假设，DID 回归结果是稳健的、可信的。红色是新的说明内容。

6.采纳外审意见，删除了权力集中度的异质性分析内容。

7.结合外审意见，调整了部分结构。本文将原先的机制分析加入到实证回归结果分析中，将基准分析-稳健性分析-异质性分析-机制分析放在一个部分，拓展分析只保留了其他可能的经济后果。

8.政策启示根据研究结论进行了调整，更聚焦。红色是调整的部分。

9.对文章表述或者错别字进行了修改。

作者：周先平 皮永娟 向古月

2024 年 7 月 14 日

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。

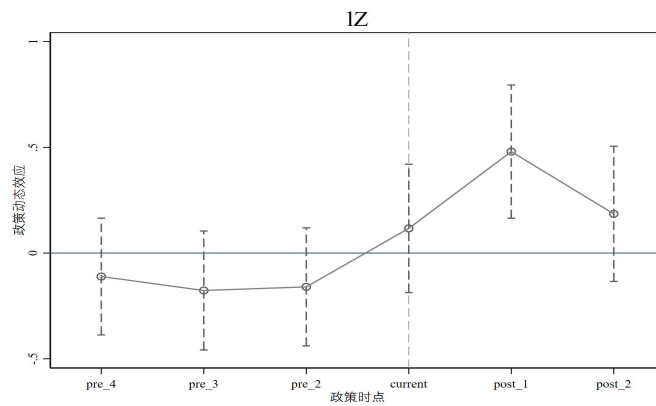


图1 降低基金缴纳比例的平行趋势检验

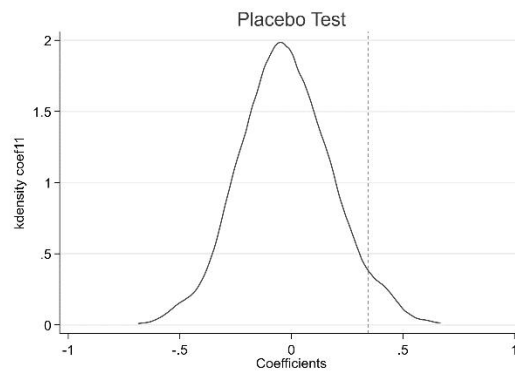


图2 SDID 安慰剂检验

表2 主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>lz</i>	1263	3.34	0.886	1.165	5.785
<i>size</i>	1263	14.553	1.603	10.579	18.056
<i>lev</i>	1263	0.676	0.166	0.027	0.876
<i>age</i>	1263	2.743	0.471	1.099	3.497
<i>rec</i>	1263	0.445	0.788	0.014	4.815
<i>gdpr</i>	1263	10.427	4.162	2.742	18.398
<i>fr</i>	1263	0.575	0.109	0.399	0.732
<i>M2GDP</i>	1263	1.936	0.141	1.745	2.202

表3 降低基金缴纳比例对券商风险承担的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	2019年	2019年	2019年	2013年	2013年	2013年
	<i>lz</i>	<i>lz</i>	<i>lz</i>	<i>lz</i>	<i>lz</i>	<i>lz</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.259**	0.301**	0.245*	0.041	0.045	0.029

	(2.203)	(2.423)	(1.913)	(0.303)	(0.330)	(0.212)
微观控制变量	NO	YES	YES	NO	YES	YES
宏观控制变量	NO	NO	YES	NO	NO	YES
个体效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	NO	YES	YES	NO
<i>N</i>	535	535	535	728	728	728
<i>R</i> ²	0.324	0.341	0.290	0.276	0.341	0.318
F	25.05	17.89	17.03	29.15	26.30	28.55

注：括号内为 t 值；***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平；以下各表同。

表 4 稳健性检验：替换被解释变量

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>PR</i>	<i>PR</i>	<i>grade</i>	<i>grade</i>
<i>Treat × Post</i>	-0.004*	-0.002**	0.838**	1.027***
	(-1.879)	(-2.050)	(2.482)	(3.199)
控制变量	NO	YES	NO	YES
个体效应	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	531	531	464	464
<i>R</i> ²	0.111	0.541	0.044	0.074
F	5.326	44.44	2.390	3.084

表 5 稳健性检验：基于合成控制双重差分法（SDID）的估计结果

	(1)	(2)	(3)
	<i>lZ</i>	<i>lZ</i>	<i>lZ</i>
<i>Treat × Post</i>	0.346**	0.345**	0.304*
	(2.104)	(1.991)	(1.791)
微观控制变量	NO	YES	YES
宏观控制变量	NO	NO	YES
<i>N</i>	392	392	392

表 6 稳健性检验：改变回归区间

	(1)	(2)
	2016-2020 年	
	<i>lZ</i>	<i>lZ</i>
<i>Treat × Post</i>	0.449***	0.473***
	(2.799)	(2.905)
控制变量	NO	YES
个体效应	YES	YES
时间效应	YES	YES
<i>N</i>	419	419
<i>R</i> ²	0.266	0.303

F	14.22	13.96
---	-------	-------

表 7 稳健性检验：反事实检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	政策起效时间为2019年		政策起效时间为2018年	
	<i>lZ</i>	<i>lZ</i>	<i>lZ</i>	<i>lZ</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.171	0.130	0.052	0.025
	(0.777)	(0.612)	(0.301)	(0.145)
控制变量	NO	YES	NO	YES
个体效应	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	260	260	330	330
<i>R</i> ²	0.194	0.224	0.187	0.206
F	8.385	5.236	8.007	7.144

表 8 稳健性检验：强度 DID 模型估计

	(1)	(2)	(3)
	<i>lZ</i>	<i>lZ</i>	<i>lZ</i>
<i>YSqiangdu</i>	0.104**	0.082*	0.121**
	(2.444)	(1.949)	(2.522)
控制变量	NO	YES	YES
个体效应	YES	NO	YES
时间效应	YES	YES	YES
<i>N</i>	535	535	535
<i>R</i> ²	0.324	-	0.340
F	28.71	-	19.52

表 9 稳健性检验：改变分组方式

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	2019年	2019年	2019年	2013年	2013年	2013年
	<i>lZ</i>	<i>lZ</i>	<i>lZ</i>	<i>lZ</i>	<i>lZ</i>	<i>lZ</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.402**	0.528**	0.459**	0.0672	0.269	0.222
	(2.150)	(2.567)	(2.153)	(0.416)	(1.537)	(1.251)
微观控制变量	NO	YES	YES	NO	YES	YES
宏观控制变量	NO	NO	YES	NO	NO	YES
个体效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	NO	YES	YES	NO
<i>N</i>	341	341	341	501	501	501
<i>R</i> ²	0.388	0.404	0.349	0.233	0.314	0.283
F	19.24	13.51	12.90	14.73	14.58	15.18

表 10 异质性检验回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	规模大小		上市与否	
	大	小	上市	非上市
<i>Treat × Post</i>	1.371***	0.302*	0.557***	0.139
	(5.700)	(1.676)	(3.781)	(0.659)
控制变量	YES	YES	YES	YES
个体效应	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	178	357	310	225
<i>R</i> ²	0.453	0.281	0.339	0.215
F	15.34	17.05	16.40	12.68

表 11 逆周期调节政策与券商风险承担：Z 值各构成因素的分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>NCAR</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA_SD</i>	<i>ERSD</i>	<i>RRSD</i>
<i>Treat × Post</i>	-0.796***	0.454**	-0.321***	0.495***	3.163***
	(-2.947)	(2.037)	(-4.072)	(6.853)	(6.434)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES
个体效应	YES	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	1049	1263	1138	903	1034
<i>R</i> ²	0.966	0.385	0.153	0.147	0.095
F	2936.6	79.46	22.98	17.20	11.99

表 12 拓展分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>SA</i>	<i>SA</i>	<i>SD</i>	<i>SD</i>
<i>Treat × Post</i>	-0.085***	-0.043***	15.06**	11.98*
	(-9.347)	(-8.516)	(2.414)	(1.802)
控制变量	NO	YES	NO	YES
个体效应	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	535	535	535	535
<i>R</i> ²	0.538	0.876	0.441	0.446
F	60.93	244.8	47.38	30.49