

# 中国自由贸易试验区的设立加剧了企业财务风险吗

## ——兼论边疆地区企业的财务风险问题

李光辉, 徐文杰, 池武城

**摘要:** 自由贸易试验区建设是中国在新时代推进改革开放的一项重要战略举措, 是制度创新高地和制度型开放前沿。文章基于2010~2021年中国A股上市公司和城市样本, 采用多期双重差分模型检验自由贸易试验区设立对企业财务风险的影响。结果表明: 自由贸易试验区的设立会显著加剧企业财务风险, 且通过提高企业创新质量和抑制企业国际化广度的路径加剧企业财务风险。异质性分析发现, 这一影响在非国有企业、发明专利较多和对外开放程度较高地区的企业更显著。此外, 边疆自由贸易试验区的设立对企业财务风险影响的显著性弱于非边疆自由贸易试验区, 其背后的原因也是目前边疆自由贸易试验区和企业的发展桎梏所在, 亟须引起各界关注。研究结论为在统筹高水平开放与高水平安全背景下关注和防范企业财务风险提供了启示。

**关键词:** 自由贸易试验区; 制度创新; 企业财务风险; 边疆地区; 高水平开放与安全

**中图分类号:** F741.2      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1002-0594 (2025) 07-0055-17

**DOI:**10.13687/j.cnki.gjjmts.2025.07.002

### 一、引言及文献回顾

建设自由贸易试验区(简称自贸试验区)是中国在新形势下全面深化改革和扩大对外开放的重大战略举措, 是统筹高水平对外开放、高质量发展和高水平安全的重要支撑。党的二十大报告旗帜鲜明地提出“加快建设海南自由贸易港, 实施自由贸易试验区提升战略, 扩大面向全球的高标准自由贸易区网络”。自贸试验区成立十余年来, 始终坚持以制度创新为核心, 实施了一系列开放发展的新政策, 对制度创新进行了大量探索, 为企业转型和创新提供了“大胆闯、大胆试”的制度环境和广阔空间。

收稿日期: 2024-05-28

基金项目: 国家自然科学基金应急管理项目(72441006); 广西大学经济学院政策类项目(2024JK09); 广西高校人文社会科学重点研究基地中国边疆经济研究院创新培育项目(25ZGBJY03); 广西研究生教育创新计划项目(YCBZ2024018); 广西哲学社会科学基金“区域国别研究专题”项目(24QYGB04)

作者简介: 李光辉(1965-), 吉林农安人, 广西大学经济学院、中国边疆经济研究院教授, 对外经济贸易大学特聘教授、博士生导师, 研究方向为自贸试验区、边疆经济; 徐文杰(1999-), 广西玉林人, 广西大学经济学院硕士研究生, 研究方向为边疆经济; 池武城(2000-), 广西玉林人, 广西大学经济学院博士研究生, 研究方向为边疆经济、国际商务。

感谢匿名审稿专家提出的修改建议, 文责自负。

在企业创新尝试的过程中往往会面临更高的财务风险, 而高财务风险的企业会存在生产活动不连贯和经济效益不稳定的问题, 影响企业的持续经营, 并且单个企业的财务危机会通过供应网络影响到其他企业的财务安全和经营状况 (张世宇等, 2023)。如果因为过于重视自贸试验区提供的创新空间和便利市场, 而忽略其背后并存的财务风险, 那将可能适得其反, 甚至最终导致企业经营失败。同时, 基于目前中国资本市场发展不完善和上市公司股价对基本面信息的反应呈现出非对称性等问题, 更有必要对企业财务风险进行深入研究和考察。因此, 从自贸试验区设立的角度去观察企业财务风险的变化, 不仅对企业在新发展时期如何控制财务风险具有重要意义, 而且对自贸试验区提升战略的实施同样具有重要的理论意义和现实价值, 是高水平安全在微观企业层面的诠释。

现有自贸试验区的政策效应评价主要集中在区域经济和企业经济两个层面, 且研究比较丰富。在区域经济层面, 学者们主要聚焦经济增长、区域创新水平和产业结构。最初主要以单个自贸试验区研究为主, 例如上海自贸试验区的设立会显著促进地方经济增长 (王利辉、刘志红, 2017), 推动地区贸易和投资的自由化 (杨向东, 2014)。随着其他省份自贸试验区的陆续设立, 区域研究范围扩大, 研究进一步发现自贸试验区设立显著促进了外商直接投资 (隋广军等, 2023), 且能够显著促进区域经济增长和产业结构升级 (白仲林等, 2020)。此外, 自贸试验区对区域经济影响的差异性呈现出沿海省份实施效果优于内陆省份, 东北地区、东部省份经济效应优于西部地区、中部省份 (邱冬阳等, 2022)。近年来, 部分学者也在关注自贸试验区设立对资源配置效率 (王明益、姚清仿, 2022)、就业结构 (陈永胜等, 2023) 和城市数字经济水平 (高国珍等, 2023) 等的影响。同时, 也有部分学者认为自贸试验区政策对区域经济发展存在一定的负面影响, 即自贸试验区的设立会对周边地区的发展产生一定的挤出效应 (Polaski, 2006)。在企业经济层面, 现有研究主要聚焦企业绩效、企业创新、企业数字化转型和全要素生产率。例如, 在企业绩效方面, 自贸试验区内企业可以通过降低交易成本与缓解融资约束提高企业绩效 (刘军、史学睿, 2022)。在企业创新方面, 自贸试验区试点政策显著提高企业创新水平 (方云龙、刘佳鑫, 2021), 同时显著增加了企业创新搜索的深度和抑制了创新搜索的广度 (李光辉、孙浩骐, 2023)。在企业发展方面, 自贸试验区的设立能够显著促进企业数字化转型 (任晓怡等, 2022)。此外, 部分学者对企业价值、企业劳动也有一定的关注, 例如自贸试验区政策对企业具体行为的变化及价值产生影响, 能显著提升企业价值 (许江波等, 2022), 还能通过扩大企业实物资本投资和就业规模提升劳动生产率与劳动收入份额 (王为东等, 2023)。

鲜有文献从自贸试验区设立的层面探讨其对企业财务的影响, 现有相关研究也仅探讨其对企业债务的影响 (孟为、钟凯, 2022), 并侧重于考察自贸试验区与企业债务融资的关系, 对于企业财务风险的研究仍较为欠缺。基于此, 在已有研究的基础上, 本文以 2010~2021 年中国 A 股上市公司和相关城市的数据为样本, 研究自贸试验区的设立对企业财务风险的影响, 并探究其中的影响机制。本文边际贡献主

要体现在以下三个方面: 第一, 本文将自贸试验区设立作为一项准自然实验, 采用城市和微观企业数据, 更为科学系统地验证了新时代背景下中国制度创新高地的建设会加剧企业财务风险。因此, 在自贸试验区政策优势的赋能下, 既要鼓励企业进行大胆改革创新, 更需要引导企业进一步加强对财务风险的关注和控制。第二, 本文评估了自贸试验区的设立对企业财务风险的直接影响, 丰富了对自贸试验区政策效应的认识, 拓展了关于企业财务风险的研究范畴, 并从不同角度进行稳健性检验, 发现结果具有可靠性。第三, 本文从企业层面的创新质量和国际化广度两个角度探讨了自贸试验区设立影响企业财务风险的作用机制, 并尽可能避免了二者是互相影响的逻辑链条关系, 更为清晰地检验其传导机制, 为深入推进自贸试验区提升战略和控制自贸试验区内企业财务风险提供理论基础。此外, 本文立足边疆经济视角, 拓展分析了边疆自贸试验区企业财务风险情况, 进一步检验和丰富边疆经济学理论, 探析边疆自贸试验区和企业面临的桎梏, 为充分发挥边疆自贸试验区引领作用、明晰边疆企业财务风险、促进边疆经济高质量发展和推进中国式现代化抛砖引玉, 呼吁寻求有效路径。

## 二、制度背景与研究假说

### (一) 制度背景

自贸试验区是习近平总书记亲自谋划、亲自部署、亲自推动的改革开放重大战略与重大决策。自贸试验区作为对高水平规则进行压力测试的试验田(孙忆, 2023), 其设立根植于一系列国内外政治经济背景、发展需求和改革进程。首先, 自1978年改革开放以来, 中国经济取得了显著的增长, 对外贸易量急剧上升。然而, 随着中国经济增长进入新常态, 传统的发展模式已经不再适用, 需要寻找新的发展动力。其次, 从中国的开放发展战略来看, 自贸试验区设立有助于促进内外联动, 推进共建“一带一路”倡议的落实, 并加快区域经济一体化进程。最后, 从中国的改革开放进程来看, 面对国内经济结构转型和产能过剩等压力, 自贸试验区是中国新时代深化改革开放、探索新型开放模式的重要实践。综上, 自贸试验区的设立是在国内外多重因素共同作用下, 为实现更高层次的开放型经济和更深层次的体制改革而设立的制度创新平台。

2013年9月27日, 国务院宣布在上海设立首个自贸试验区, 标志着中国开启了新一轮高水平对外开放的序幕。上海自贸试验区围绕政府职能、管理模式、贸易投资等方面内容进行先行先试, 如采用负面清单管理模式和实施“一线放开、二线管住、区内自由”的海关管理制度等。2015年4月, 广东、天津、福建三地自贸试验区挂牌运行, 结合各地特点, 在促进内地与港澳经济深度合作、推进京津冀协同发展、深化两岸经济合作等方面形成各具特色的“1+3”自贸试验区试点格局。2017年3月, 设立辽宁等7个自贸试验区, 各个自贸试验区的发展定位、开放范围等方面各有侧重, 服务并推动西部开发、东北振兴、中部崛起、长江经济带发展和

共建“一带一路”等国家战略的贯彻实施。2018年4月,习近平总书记宣布,党中央决定支持海南全岛建设自贸试验区,支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设。2019年、2020年、2023年相继在沿海、内陆和边疆等地全方位布局设立了10个自贸试验区,其中边疆9省区中,广西、云南、黑龙江、辽宁和新疆等5省区均已设立自贸试验区。至此,十年间22个自贸试验区形成了东西南北中全面开花、陆海统筹的新型战略性改革开放网络新格局。综上,自贸试验区是企业大胆创新尝试的沃土,是中国经济转型和升级的前沿阵地,更是中国构建制度型开放体系和参与全球经济治理的重要窗口。

## (二) 研究假说

企业财务风险是一个动态演变的过程,可以理解为由于企业在经营过程中产生内外部不可控因素,使公司最终财务成果与预期财务目标产生差距,进而导致公司无力承担财务义务的可能性。自贸试验区通过一系列针对性的政策调整和服务优化,为企业撑起大胆创新的“保护伞”,进一步消除企业的“后顾之忧”,让企业发展的步伐迈得更大了,从而直接加剧了企业的财务风险。企业财务风险产生的原因一般分为外因和内因。有学者认为,企业的财务风险变化产生的根本原因在于内部因素,如全要素生产率。企业全要素生产率越高,企业可持续经营能力越强,企业在公司治理、财务决策、运营流转方面就会做得更好,即拥有更强的抵御财务风险能力(赵娜等,2022)。外部原因是企业所处的复杂性环境所导致的,包括宏观经济因素、自然因素、政策因素等。宏观经济因素是企业面临的一类重要的系统性风险,企业的财务困境风险与宏观经济因素密切相关(卢永艳,2013)。例如,在高通货膨胀下,物价在一段时间内普遍性持续上涨,使得企业的资金供给短缺,进而导致企业产生不能履行财务义务的风险。综上所述,企业全要素生产率是企业财务风险变化的重要内因,但它们同时又受到企业财务风险的影响,二者之间的影响是双向的,即自贸试验区的设立通过影响企业研发投入和全要素生产率进而影响企业财务风险的逻辑链条并非单向的,且不一定是因为自贸试验区的设立而造成的影响。与此相反,自贸试验区的设立对企业创新质量和国际化广度影响效应是更为直接的、明显的(李光辉、孙浩骥,2023;陈芳芳,2020),且通过这一逻辑链条影响企业财务风险的方向是相对单向的。因此,本文将从企业创新质量和国际化广度两个渠道探究自贸试验区的设立对企业财务风险的影响。

一方面,自贸试验区以高水平自立自强为战略导向,秉持“创新是引领发展的第一动力”的核心理念,以“提质增效”为目标,系统推进关键核心技术攻坚、科技创新体制机制深化改革、创新链与产业链深度融合以及创新创业生态的持续优化,从而全面提升企业创新质量。例如,自贸试验区通过设立企业创新发展联合基金、构建大中小企业协同创新网络、搭建高水平科技创新平台等一系列制度创新举措,持续提升企业创新质量,抢占技术创新制高点,有效推动区内企业产生更多高质量科技创新成果(成程等,2024)。良好的营商环境和试错式发展的制度设计在降低

企业创新过程中试错成本的同时,也进一步提高了自贸试验区内企业家的风险容忍水平(方云龙、刘佳鑫,2021),促使其更专注于创新质量提升与技术突破,忽视创新活动的高不确定性与长周期特征,从而加剧资金链压力,放大财务脆弱性,最终引发企业财务风险的显著上升。从逆向传导机制来看,企业财务风险状况对企业创新质量的影响呈现显著的弱关联性。财务风险主要通过对现金流稳定性、融资成本及投资效率的短期冲击影响企业经营决策,而创新质量的形成则更多依赖于长期技术积累、研发投入强度以及创新生态系统的协同效应,二者间的因果关系呈现出非对称性与路径依赖性。因此,自贸试验区的设立显著提升了企业创新质量,通过提振企业创新信心,降低对财务风险感知的敏感性,从而以提高创新质量为传导机制加剧了企业财务风险。

另一方面,自贸试验区通过“放管服”改革显著优化了区域营商环境。其中,“负面清单制度”与“证照分离”改革作为“放管服”改革的核心举措,有效降低了市场准入门槛与制度性交易成本;同时,法治化营商环境的完善进一步减少了交易过程中的违约风险与契约执行成本,从而激励企业在自贸试验区内设立子公司,并对毗邻区域企业的投资行为产生显著的空间溢出效应,为全国统一大市场的建设提供了重要的实践参考(聂正彦等,2022;黄俊等,2021)。然而,随着企业国内子公司数量的增加,其资源配置重心逐渐向国内市场倾斜,导致企业国际化广度受到抑制,进而导致市场集中度显著上升、风险分散效应弱化和政策依赖性增强等,将显著加剧企业财务风险。例如,国内市场需求疲软或政策收紧可能导致企业营收大幅下滑,而国际化广度较低的企业难以通过其他市场收入弥补损失,从而加剧现金流波动性与偿债压力。从逆向传导机制来看,企业财务风险状况对企业国际化广度的直接影响较弱,这一传导路径具有明显的单向性特征,表明财务风险更多是国际化战略调整的结果而非动因。因此,自贸试验区的设立显著抑制了企业国际化广度,并以降低国际化广度为传导机制,加剧了企业财务风险。由此,本文提出以下假说。

H1: 自贸试验区的设立会加剧企业财务风险。

H2: 自贸试验区的设立以提升企业创新质量为传导机制加剧企业财务风险。

H3: 自贸试验区的设立以降低企业国际化广度为传导机制加剧企业财务风险。

### 三、研究设计

#### (一) 模型设计

自贸试验区的设立过程是逐步推进、分期批复的,各地区设立自贸试验区的时间因其批次的不同而不同。同时,考虑到城市被选为自贸试验区试点的非随机性,自贸试验区试点会更加倾向于选择那些承担着新形势下推进改革开放重大任务的开放城市和地区,其中经济发展和外商投资水平等是重要的选择标准。例如,第一个中国自贸试验区设立在经济发达、开放水平高的上海。这些政策选择可能会导致估

计结果的偏差。采用多期 DID 方法能够更好地衡量其时间变化趋势及净效应的影响。因此, 为缓解这些潜在的问题, 本文在构建多期双重差分模型的基础上, 进一步控制了政策实施前的城市特征, 以期得到更加精准的估计结果, 具体模型如下:

$$DD_{ijt} = a + \beta_1 FTZ_{jt} + \beta_2 \sum Z_{ijt} + [X_j \times f(t)] \theta + \beta_3 \sum id + \beta_4 \sum year + \beta_5 \sum industry + \beta_6 \sum city + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中,  $i$  表示企业个体;  $j$  表示地级 (直辖) 市;  $t$  表示年份;  $DD_{ijt}$  为企业财务风险;  $FTZ_{jt}$  则为自贸试验区设立的虚拟变量, 即传统双重差分法中的交互项;  $Z_{ijt}$  则为控制变量;  $X_j$  为需要控制的政策发生前的城市特征。本文借鉴 Li et al. (2016)、郭峰等 (2023)、方师乐等 (2024) 的实证策略, 在进行识别时引入了城市特征与时间趋势项  $t$ 、 $t^2$ 、 $t^3$  的交互项, 以控制影响城市被选为试点的特征给城市自贸试验区试点带来的时间效应。另外,  $id$ 、 $year$ 、 $industry$ 、 $city$  表示企业、年份、行业和城市固定效应, 用来控制时间变量和行业变量等因素对企业财务风险的影响;  $\varepsilon_{ijt}$  为随机扰动项。模型估计中的标准误在企业层面进行聚类处理。

通过上文理论分析, 本文借鉴黄先海、高亚兴 (2023) 采用的传导机制模型, 重点关注解释变量对机制变量的影响, 认为企业创新质量和国际化广度在自贸试验区的设立影响企业财务风险中起到了传导作用, 在此基础上设立以下模型:

$$Med_{ijt} = \alpha + \beta_1 FTZ_{jt} + \beta_2 \sum Z_{ijt} + \beta_3 \sum id + \beta_4 \sum year + \beta_5 \sum industry + \beta_6 \sum city + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

其中, 解释变量与控制变量定义和测度方式与基准回归一致,  $Med_{ijt}$  为机制变量。相对于基准回归分析, 通过机制检验模型分析变量之间相互影响的过程和机制, 可以得到更加深入的结果来探索企业创新质量和国际化广度与财务风险之间的影响关系。

## (二) 变量定义

1. 被解释变量: 企业财务风险。为了更好地衡量和直观地体现企业财务风险变化, 本文借鉴盛灵、王新光 (2024) 等诸多学者在研究中所使用的 Merton DD 模型度量企业财务风险 (Bharath & Shumway, 2008)。相对于大多数文献使用的 Altman Z 值、O 值模型等, Merton DD 模型计算的是一个市场化指标, 对外部市场环境的变化更为敏感, 并且不会受到企业信息披露质量的影响, 同时也是一个概率指标, 更能刻画出企业陷入财务困境的可能性 (王诗雨、陈志红, 2018; 杨海燕、张浩玮, 2024)。

Merton DD 模型的基本思想是从企业市场价值中减去企业债务面值, 并除以估计的企业价值波动率。两个假设如下: 一是企业价值符合几何布朗运动 (GBM), 即服从表示为式 (3) 的随机微分方程, 其中  $V$  为企业价值总额,  $\mu$  为预期资产收益率,  $\sigma_v$  为企业价值的波动率,  $dW$  是一个标准 Wiener 过程; 二是企业在  $T$  时期内仅有一项到期负债, 此时, 企业权益价值通过定价模型 (BS) 即式 (4) 计算得出。

$$dV = \mu V d_1 + \sigma_v V dW \quad (3)$$

$$E = VN(d_1) - e^{-rT}FN(d_2) \quad (4)$$

其中,  $E$  为企业权益的市场价值;  $F$  为企业负债的账面价值;  $r$  为即期无风险利率;  $N(d)$  为累计标准正态分布函数;  $d_1$  和  $d_2$  分别为:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + (r + 0.5\sigma_v^2)T}{\sigma_v\sqrt{T}} \quad (5)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma_v\sqrt{T} = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + (r - 0.5\sigma_v^2)T}{\sigma_v\sqrt{T}} \quad (6)$$

同时, 企业的价值波动率也与其权益相关。在 Merton 假设下, 权益价值是企业价值和时间的函数, 符合伊藤引理  $\sigma_E = \left(\frac{V}{E}\right)\frac{\partial E}{\partial V}\sigma_v$ ; 结合 BS 公式  $\frac{\partial E}{\partial V} = N(d_1)$ , 可以进一步得出:  $\sigma_E = N(d_1)\left(\frac{V}{E}\right)\sigma_v$ , 其中  $\sigma_E$  是权益价值的波动性。对各参数进行赋值后, 可以代入 Merton 的距离计算公式:

$$DD = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + (\mu - 1/2\sigma_v^2)T}{\sigma_v\sqrt{T}} \quad (7)$$

$DD$  值描述了企业离财务困境的距离, 值越大距离越远, 企业就越安全。参数赋值有多种方法, 为了增强研究结论的可靠性, 本文在稳健性检验部分使用  $DD_{KMV}$  和  $DD_{Bhsh}$  值重新衡量企业财务风险。其中,  $DD_{KMV}$  采用 KMV 公司对违约距离的定义, 为公司资产价值远离违约点的标准差倍数;  $DD_{Bhsh}$  参考 Bharath & Shumway (2008) 的研究, 将 Merton DD 简化并赋值计算。

2. 核心解释变量: 自贸试验区的设立。引入虚拟变量  $FTZ_{jt}$  作为本文的核心解释变量, 当地级市  $j$  在第  $t$  年设立自贸试验区以后, 赋值为 1, 否则为 0。

3. 控制变量。为更好地控制其他因素对企业财务风险的影响, 本文进一步对相关主流文献进行回顾。黄贤环等 (2018)、冯素玲等 (2021)、吴文洋等 (2022)、杨海燕和张浩玮 (2024) 在研究设计中控制了企业规模、成长能力、盈利能力、财务杠杆、两职合一、高管薪酬、独立董事规模、现金流状况、股权集中度、上市年限、行业竞争程度、区域发展水平、省份 GDP 等主要变量。综上所述, 本文筛选出上述高频出现的、重要的影响因素, 且考虑本文被解释变量衡量方法中涉及的变量, 最终得到以下控制变量。

企业层面变量: 托宾 Q 值 ( $TobinQ$ ), (流通股市值 + 非流通股股份数 × 每股净资产 + 负债账面值) / 总资产; 成长能力 ( $Growth$ ), (本期营业收入 - 上期营业收入) / 上期营业收入; 金融资产配置 ( $Finratio$ ), 金融资产 / 资产总计; 高管薪酬 ( $lnPay$ ), 高管前三名薪酬总额的自然对数; 两职合一 ( $Dual$ ), 董事长与总经理是否兼任, 兼任取 1, 否则取 0; 企业规模 ( $Size$ ), 员工数 (千人); 前五大股东持股

比例 (*TOP5*), 前五大股东持股数量/总股数; 董事会人数 (*lnBoard*), 董事会人数取自然对数。城市层面变量: 城市经济发展水平 (*lnGDP*), 人均 GDP 的自然对数; 城市产业结构 (*INS*), 第三产业增加值/地区生产总值; 城市外商直接投资 (*FDI*), 实际利用外资额/地区生产总值。

4. 机制变量。根据上文研究假说, 本文预期自贸试验区的设立能够通过提升企业创新质量和降低企业国际化广度两个传导机制影响企业财务风险。本文选择参考曹春方和张超 (2020)、宋铁波等 (2017) 对于机制变量的定义: 企业创新质量 (*Ln*), 下一年企业申请专利的平均他引次数加 1 的自然对数; 企业国际化广度 (*OSTS*), 海外子公司占全部子公司的比重。

### (三) 数据来源

考虑到数据的可得性, 本文选取中国相关城市及 A 股上市公司 2010~2021 年的数据为研究样本, 并对数据进行了如下处理: (1) 剔除金融类公司样本, 排除与其他类公司相差较大的财务风险关系; (2) 为了更加全面准确地评价自贸试验区设立效果, 本文剔除了第六批设立时间过短的自贸试验区和 2019 年以后上市时间较短的公司样本; (3) 为了剔除极端值的影响, 对主要的连续性变量进行 1% winsorize 缩尾处理; (4) 剔除关键数据指标缺失的公司样本。经过以上处理, 得到了 20284 个观测值, 并采用 Stata17.0 对数据进行实证分析。本文企业数据来自国泰安 (CSMAR) 数据库, 城市数据来源于《中国城市统计年鉴》。

### (四) 主要变量的描述性统计

表 1 是主要变量的描述性统计结果。就结果来看, 企业财务风险变量 (*DD*) 的标准差为 3.509, 最小值与最大值分别为 2.339 与 19.388, 说明上市公司之间的财务风险存在较大差异, 两极分化较为严重; 平均数为 7.815, 各项数值与已有文献中企业财务风险系数的数值基本一致, 说明数据正常。在控制变量方面, 大部分控

表 1 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
DD	20284	7.815	3.509	2.339	7.149	19.388
FTZ	20284	0.264	0.441	0.000	0.000	1.000
TobinQ	20284	2.052	1.465	0.802	1.584	16.647
Growth	20284	0.159	0.421	-0.653	0.095	3.808
Finratio	20284	0.047	0.087	-0.000	0.012	0.972
lnPay	20284	14.465	0.756	9.287	14.446	18.197
Dual	20284	0.210	0.407	0.000	0.000	1.000
Size	20284	6.064	10.728	0.061	2.535	71.736
TOP5	20284	0.500	0.151	0.177	0.496	0.892
lnBoard	20284	2.143	0.201	1.609	2.197	2.708
lnGDP	20284	11.390	0.533	8.881	11.457	13.056
INS	20284	0.547	0.133	0.098	0.529	0.839
FDI	20284	0.027	0.018	0.000	0.023	0.229

制变量在样本企业中呈现出较大差异, 例如托宾 Q 值和企业规模等, 说明企业财务风险有可能受到企业控制变量的影响。

#### 四、实证分析

##### (一) 基准回归

为了检验自贸试验区的设立对企业财务风险影响的实际效应, 本文对模型 (1) 进行了基准回归。如表 2 所示, 列 (1) 是不加入任何控制变量的结果, *FTZ* 的估计系数为 -0.1987, 在 5% 的水平下显著; 在列 (2) 中加入控制变量后, *FTZ* 的估计系数为 -0.1939, 在 5% 的水平下显著; 在列 (3) ~ (5) 中依次加入了城市特征与时间趋势项  $t$ 、 $t^2$  和  $t^3$  的交互项, 发现 *FTZ* 估计系数始终在 5% 的水平下显著为负, 且均对企业、年份、行业和城市进行固定, 估计结果具有较好的稳健性。结果表明, 自贸试验区的设立显著加剧了企业财务风险, 符合上文理论分析的预期。

表 2 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	企业财务风险				
<i>FTZ</i>	-0.1987** (0.0885)	-0.1939** (0.0869)	-0.2212** (0.0886)	-0.2044** (0.0891)	-0.1934** (0.0897)
City_control* $t$	否	否	是	是	是
City_control* $t^2$	否	否	否	是	是
City_control* $t^3$	否	否	否	否	是
控制变量	否	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是
$R^2$	0.6713	0.6802	0.6803	0.6805	0.6805
$N$	20284	20284	20284	20284	20284

注: \*\*、\*和<sup>\*</sup> 分别表示 1%、5% 和 10% 水平的统计显著性, 括号内为聚类到企业层面的稳健性标准误。下同。

##### (二) 平行趋势检验

使用多期双重差分方法需要满足平行趋势假设。为此, 构建模型如下:

$$DD_{ijt} = \lambda_0 + \lambda_1 Pre3_{jt} + \lambda_2 Pre2_{jt} + \lambda_3 Now0_{jt} + \lambda_4 Now1_{jt} + \lambda_5 Now2_{jt} + \lambda_6 Now3_{jt} + \lambda_7 \sum Z_{ijt} + \lambda_8 \sum id + \lambda_9 \sum year + \lambda_{10} industry + \beta_{11} \sum city + \varepsilon_{ijt} \quad (8)$$

其中,  $Pre3_{jt}$ 、 $Pre2_{jt}$ 、 $Now0_{jt}$ 、 $Now1_{jt}$ 、 $Now2_{jt}$ 、 $Now3_{jt}$  分别是自贸试验区设立前 3 年、前 2 年、当年、后 1 年、后 2 年、后 3 年的虚拟变量。为避免多重共线性, 删除政策设立前一期的数据。 $Z_{ijt}$  为控制变量, 且模型固定了企业、年份、行业和城市效应。平行趋势检验结果如表 3 所示, 可见回归系数在自贸试验区设立之前均未显著异于零, 在自贸试验区设立之后显著为负, 即总体上满足平行趋势假设。

##### (三) 稳健性检验

1. 安慰剂检验。为了排除偶然性因素对结论造成的影响, 保证 DID 估计结果的有效性, 还需要确保自贸试验区的设立对企业财务风险的影响具有真实唯一性。

因此, 本文构建安慰剂检验模型来进一步验证结果的稳健性。具体而言, 将是否设立自贸试验区随机分配给样本企业, 作为样本库里的“伪实验组”, 样本库的其他企业视为“伪控制组”; 对这些经过伪处理的对照组进行基准回归估计, 同时保持控制变量不变, 并将这个过程重复 500 次。结果如图 1 所示, 实验得到的回归系数基本分布在 0 点附近, 大多数的 P 值大于 0.1, 且本文基准回归的真实估计系数 (-0.1934) 在 500 次模拟回归系数分布的左侧。这说明基准回归结果没有受到其他偶然因素的影响, 即结论具有稳健性。

表 3 平行趋势检验

	(1)
	DD
Pre3	0.0583 (0.0945)
Pre2	-0.0219 (0.0723)
Now0	-0.2505*** (0.0721)
Now1	-0.2779*** (0.0846)
Now2	-0.2287** (0.1162)
Now3	-0.2807** (0.1404)
控制变量	是
固定效应	是
R <sup>2</sup>	0.6814
N	20284

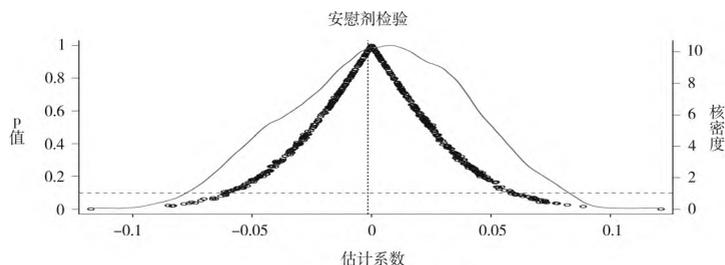


图1 安慰剂检验

2. PSM 检验。由于自贸试验区选址并非随机分配, 因此处理组和对照组企业间仍可能存在系统性差异, 为克服样本自选择偏误引起的内生性问题, 本文采用倾向得分匹配方法对样本进行匹配来缓解内生性问题。具体而言, 本文运用半径匹配方法和核匹配方法对原始数据进行重新匹配, 并对筛选后的数据再进行回归分析。

结果如表 4 所示, 列 (1) ~ (2) 中 *FTZ* 的估计系数均在 5% 水平下显著, 即在考虑了样本选择偏误影响后, 基准回归结果依然成立。

表 4 PSM 检验

	(1)	(2)
	半径匹配	核匹配
<i>FTZ</i>	-0.1948 ** (0.0869)	-0.1943 ** (0.0869)
控制变量	是	是
固定效应	是	是
R <sup>2</sup>	0.6802	0.6802
N	20257	20277

3. 其他稳健性检验。除采用安慰剂检验和 PSM 检验进行稳健性检验外, 为增强假说 H1 的可信度, 本文还基于以下方法进行稳健性检验。第一, 将 *DD* 的测算方式更换为  $DD_{KMV}$  和  $DD_{Bhsh}$ 。结果如表 5 列 (1) ~ (2) 所示, 自贸试验区的设立对企业财务风险的加剧作用仍然稳健。第二, 更改样本。由于第五批自贸试验区为 2019 年设立, 建设时间过短, 可能对企业财务的影响并未显现, 从而影响实证结果的有效性, 为此将自贸试验区样本缩小到前四批设立的自贸试验区。结果如表 5 列 (3) 所示, *FTZ* 系数依旧显著为负, 支持基准回归结论。第三, 采用联合固定效应。在回归中加入行业\* 年份趋势交互固定效应, 控制行业层面随时间变化的不可观测因素, 通过更高维度的固定进行检验, 进一步确保结果的稳健性。结果如表 5 列 (4) 所示, *FTZ* 系数依旧显著为负, 进一步支持基准回归结论。

表 5 其他稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$DD_{KMV}$	$DD_{Bhsh}$	缩小样本范围	联合固定效应
<i>FTZ</i>	-0.1496 ** (0.0726)	-0.1559 * (0.0940)	-0.2649 ** (0.1060)	-0.2343 *** (0.0853)
控制变量	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
R <sup>2</sup>	0.6946	0.6828	0.6775	0.7120
N	20284	20284	16191	20227

#### (四) 机制检验

表 6 列 (1) 结果表明自贸试验区设立的系数在 1% 的水平下显著为正, 说明自贸试验区的设立对于企业创新质量有显著促进作用。假说 H2 得证, 即自贸试验区的设立通过提高企业创新质量加剧企业财务风险。表 6 列 (3) 结果表明, 自贸试验区设立的系数在 5% 的水平下显著为负, 说明自贸试验区的设立对于企业国际化广度存在显著抑制作用。假说 H3 得证, 即自贸试验区通过抑制企业国际化广度加剧企业财务风险。

表6 机制检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	企业创新质量	基准回归	企业国际化广度	基准回归
FTZ	0.0242 *** (0.0092)	-0.2239 ** (0.0950)	-0.0065 ** (0.0027)	-0.2095 ** (0.0869)
控制变量	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
R <sup>2</sup>	0.6047	0.6858	0.8229	0.6798
N	17231	17231	19973	19973

## 五、进一步分析

### (一) 基于产权性质的异质性分析

在企业层面, 本文将样本按不同产权划分为国有企业和非国有企业进行回归。从表7列(1)~(2)结果来看, 自贸试验区的设立在5%水平下加剧了非国有企业财务风险, 而对国有企业的财务风险无显著性影响。原因可能在于自贸试验区所实施的一系列措施更倾向于为企业提供一个“大胆闯、大胆试”的制度环境和广阔空间, 而非国有企业拥有更多的自主发展和选择权, 更易于及时适应新的环境, 国有企业因其独特的属性, 在发展过程能够获得更多的金融支持, 因此相较于国有企业, 自贸试验区的设立对非国有企业财务风险的影响会更大。

### (二) 基于发明专利的异质性分析

在地区层面, 发明专利情况在一定程度上代表了一个地区的整体创新情况。从表7列(3)~(4)结果来看, 自贸试验区的设立在5%水平下加剧了发明专利较多地区的企业财务风险。原因可能在于: 一方面, 自贸试验区的设立能够通过制度创新推动产出发明专利, 发明专利本身较多的地区依靠其更优良的条件可进一步产出更多的发明专利, 从而出现地区企业扎堆进行发明创新的现象, 加剧了企业财务风险; 另一方面, 发明专利本身较少的地区即使受到自贸试验区的设立影响, 但因其处于起步发展阶段, 产出的发明专利可能正逐步缓慢增加。因此, 自贸试验区的设立加剧了发明专利较多地区企业的财务风险。

### (三) 基于对外开放程度的异质性分析

地区对外开放程度在一定程度上反映了企业国际化竞争程度。从表7列(5)~(6)结果来看, 自贸试验区的设立在1%水平下加剧了对外开放程度较高地区企业的财务风险。原因可能在于在高水平开放的地区, 自贸试验区往往会在更宽领域、更深层次进行对外开放, 企业面临的国际化竞争加大, 进而加剧了企业财务风险; 对外开放程度较低的地方需要渐进式的逐步开放, 因此其不能快速达到高水平开放, 也就没有面临较大的国际竞争, 不会加剧其企业财务风险。综上, 自贸试验区的设立加剧了对外开放程度较高地区企业的财务风险。

表7 企业和地区异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	国有企业	非国有企业	发明专利较多地区	发明专利较少地区	对外开放程度较高地区	对外开放程度较低地区
FTZ	-0.1137 (0.1249)	-0.3046** (0.1389)	-0.2855** (0.1139)	-0.1281 (0.1481)	-0.4314*** (0.1267)	0.1697 (0.1299)
控制变量	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
R <sup>2</sup>	0.6986	0.6372	0.6923	0.7002	0.6895	0.6884
N	9924	10357	12082	7954	10108	10022

## 六、拓展性分析：边疆地区企业的财务风险问题

2024年12月，习近平总书记在中共中央政治局第十八次集体学习时指出，“坚持以改革开放增动力、添活力，发挥边疆地区沿海、沿边等优势，打造形态多样的开放高地，形成陆海内外联动、东西双向互济的全面开放格局”。自贸试验区既是引领东部沿海发达地区新一轮改革开放的试验田，更是边疆地区从改革开放末梢转向前沿的重要助推器，肩负着以边疆高水平开放推动边疆经济高质量发展的使命。治国必治边，边疆地区作为与周边国家接壤的地区，在“双循环”新发展格局中具有重要地位（李计广等，2024），而自贸试验区是衔接国内国际双循环的重要节点，也就意味着未来的自贸试验区建设重点离不开中国边疆地区，离不开与俄罗斯、东盟等周边国家和组织的国际经贸合作（李光辉、池武城，2023）。目前，已有超过一半的边疆省份设立了自贸试验区，而边疆地区企业对于边疆地区经济发展的重要性更是不言而喻。综上，结合本文研究主线，本部分进一步拓展分析边疆自贸试验区企业财务风险的情况，以期探析自贸试验区未来建设发展重点地区与方向，揭示当前边疆地区企业财务风险，准确找出边疆企业财务困境所在，以期引起地方和中央的关注与重视，加大对边疆地区的支持力度，扩大边疆自贸试验区引领边疆经济高质量发展的辐射能力，统筹发展和安全，进而降低边疆地区企业财务风险，为边疆地区企业创新发展保驾护航，为助力“双循环”新发展格局、全国统一大市场建设注入强大动能。

上文证实了自贸试验区的设立会加剧企业财务风险，但边疆自贸试验区的设立对边疆地区企业财务风险的影响依旧是如此吗？如若不是，在自贸试验区设立的背景下边疆地区企业将如何在扩大创新的同时控制好自身财务风险呢？为此，下面将深入剖析边疆自贸试验区对企业财务风险的作用情况，进一步拓展企业财务风险分析的边界与深度。基于国务院对各个自贸试验区批复时间、功能定位、实施内容以及自贸试验区所属的区域资源禀赋不同，结合边疆经济学理论（李光辉、张练，2022），本文在拓展分析中将样本划分为两类：一类为边疆地区企业，即边疆9省区企业；一类为非边疆地区企业，即除了边疆9省区之外地区企业。从表8回归结果

可知, 自贸试验区的设立在 10% 水平下显著加剧了非边疆地区企业的财务风险, 但对于边疆地区企业的财务风险影响并没有显著性。

综上, 边疆自贸试验区的设立并不会显著加剧边疆地区企业财务风险, 而财务风险的未显著加剧并不必然意味着政策效果的积极性或优化性。通过机制分析可以知道, 可能的原因是边疆地区企业创新质量不足, 且吸引大型企业设立子公司在边疆地区的能力不足。这揭示了边疆地区企业创新开放发展的桎梏所在, 如何通过深化制度创新或其他途径去打破此桎梏就成为当前面临的亟须解决的问题。根据上述分析, 本文目前仅建议通过边疆自贸试验区联动边疆开发开放平台创新发展, 将制度创新成果落到实处, 并推动边疆与非边疆地区间的企业联动发展, 进一步扩大市场开放、创新跨境合作模式和吸引外资等, 或从企业层面提升其创新质量、数字化转型能力、产品出口质量等, 进而推动高质量发展。否则, 这将可能成为阻碍边疆自贸试验区和企业未来可持续发展的隐患所在, 希望本部分拓展分析可以起到抛砖引玉的作用, 期盼未来各界能够加大对边疆地区、边疆自贸试验区和边疆地区企业的研究力度, 提供更为全面系统的理论依据与微观证据。

表 8 拓展性分析

	(1)	(2)
	非边疆地区企业	边疆地区企业
FTZ	-0.1719* (0.0938)	-0.2080 (0.2669)
控制变量	是	是
固定效应	是	是
R <sup>2</sup>	0.6802	0.6965
N	17904	2375

## 七、结论与政策启示

本文基于 2010~2021 年中国 A 股上市公司和城市数据, 通过多期双重差分自然试验方法, 系统评估了自贸试验区的设立与企业财务风险之间的关系, 并对其内在机制进行实证检验和拓展分析。研究发现: 第一, 自贸试验区的设立会加剧企业财务风险, 结论在理论分析和实证检验中均得到证实; 第二, 在机制检验中发现, 自贸试验区能够通过提高企业创新质量和抑制企业国际化广度的路径显著加剧企业财务风险; 第三, 自贸试验区的设立会更显著加剧非国有企业、发明专利较多和对外开放程度较高地区企业的财务风险, 具有非对称性; 第四, 拓展分析中发现, 边疆自贸试验区不会显著加剧边疆企业财务风险。基于上述研究结论, 本文政策启示为以下三方面内容。

第一, 大力实施自贸试验区提升战略, 统筹推进高水平开放与高水平安全。在高水平开放领域, 持续扩大自贸试验区的实施范围, 进一步推进制度型开放和深化

改革创新, 发挥自贸试验区制度创新在企业发展过程中的引领作用; 同时, 在高水平安全领域, 建立自贸试验区企业预警机制, 财务风险的加剧本身并非绝对的“坏事”, 但需要将企业财务风险的加剧把控在合理安全的范围内, 避免因创新或投资而导致“舍本逐末”。第二, 构建“自贸试验区-城市协同-企业创新开放”发展新模式、新机制。将自贸试验区制度实施的落脚点落在“质”的提升上, 激发企业创新活力, 锚定质量目标, 建构创新质量提升体系。加强与所在城市政府部门的协同能力, 共同为企业投资提供制度保障; 寻找政府调控与市场发展的最佳组合点, 淘汰发展不良企业, 提高资源配置效率。鼓励自贸试验区内企业纵深拓展国际化广度, 有序推进企业国际化进程, 逐步提升国际化广度, 减轻企业财务风险压力。第三, 差异化实施自贸试验区制度创新举措。在总结自贸试验区建设既有创新经验的基础上, 需要考虑企业产权与地区差异, 做好后续自贸试验区系统集成创新和试点经验的复制推广工作; 给予边疆地区企业更大的支持力度和发展空间, 通过增强与非边疆地区企业的联动发展等多方面的途径, 激活边疆自贸试验区制度创新能力, 助推边疆企业高质量发展。最终, 确保全国各地企业都能在制度保障下大胆闯、大胆试, 推动边疆地区渐进式开放、沿海地区高水平开放, 全方位助力中国全国统一大市场建设、制度型开放、“双循环”新发展格局, 实现高水平开放和高水平安全的统筹发展。

(通信作者 池武城电子邮箱: 1258825717@qq.com)

参考文献:

- 白仲林, 孙艳华, 未哲. 2020. 自贸试验区设立政策的经济效应评价和区位选择研究[J]. 国际经贸探索(8): 4-22.
- 曹春方, 张超. 2020. 产权权利束分割与国企创新——基于中央企业分红权激励改革的证据[J]. 管理世界(9): 155-168.
- 陈芳芳. 2020. 自贸试验区建设对上海市制造企业国际化程度的影响研究[D]. 江苏大学.
- 陈永胜, 崔日明, 李丹. 2023. 自由贸易试验区设立对城市就业结构的影响[J]. 中国人口科学(3): 35-50.
- 成程, 王一出, 田轩, 等. 2024. 对外开放制度创新、全球创新网络嵌入与中国科技国际影响力[J]. 管理世界(10): 16-43.
- 方师乐, 韩诗卉, 徐欣南. 2024. 电商发展与农村共同富裕[J]. 数量经济技术经济研究(2): 89-108.
- 方云龙, 刘佳鑫. 2021. 自由贸易试验区设立能促进企业创新吗? ——来自创业板上市公司的经验证据[J]. 国际金融研究(9): 25-33.
- 冯素玲, 赵书, 吴昊悦. 2021. 金融科技对企业财务风险的影响及其内在机理——兼论金融监管的门槛效应[J]. 改革(10): 84-100.
- 高国珍, 胡金森, 常裕琦. 2023. 自由贸易试验区促进了城市数字经济发展吗? ——来自准自然实验的证据[J]. 云南财经大学学报(7): 28-41.
- 郭峰, 曹友斌, 熊云军, 等. 2023. 国家级新区设立与企业空间布局: 基于镇级面板数据的分析[J]. 经济研究(8): 191-208.
- 黄俊, 赵宇, 胡丹奇, 等. 2021. 司法改善与企业投资——基于我国巡回法庭设立的经验研究[J]. 经济学(季刊)(5): 1521-1544.
- 黄先海, 高亚兴. 2023. 数实产业技术融合与企业全要素生产率——基于中国企业专利信息的研究[J]. 中国经济(11): 118-136.

- 黄贤环, 吴秋生, 王瑶. 2018. 金融资产配置与企业财务风险“未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J]. 财经研究(12): 100-112 + 125.
- 李光辉, 池武城. 2023. 以自贸试验区为引领深化中俄经贸合作[J]. 东北亚经济研究(6): 107-119.
- 李光辉, 孙浩骥. 2023. 自由贸易试验区设立对企业创新搜索战略的影响研究[J]. 财贸研究(3): 28-41.
- 李光辉, 张练. 2022. 新时代中国边疆经济学理论体系构建研究——基于“五大理论”的创新[J]. 经济纵横(3): 28-38 + 137.
- 李计广, 李冬晴, 张华. 2024. 中国沿边开发开放政策促进企业全要素生产率了吗[J]. 国际经贸探索(6): 4-18.
- 刘军, 史学睿. 2022. 自贸试验区对企业绩效的影响——基于逐年倾向得分匹配和多期双重差分模型[J]. 软科学(12): 89-96.
- 卢永艳. 2013. 宏观经济因素对企业财务困境风险影响的实证分析[J]. 宏观经济研究(5): 53-58.
- 孟为, 钟凯. 2022. 自由贸易试验区建设与企业财务杠杆治理——基于区域制度创新的研究视角[J]. 山西财经大学学报(12): 107-121.
- 聂正彦, 秦文宇, 陈凯达. 2022. 自贸试验区设立对企业资本流动的影响——来自中国上市公司的经验证据[J]. 改革(7): 127-143.
- 邱东阳, 曹奥臣, 甘珈蔚. 2022. 设立自贸试验区促进经济增长存在地区差异吗? ——基于准自然实验的实证研究[J]. 投资研究(11): 65-81.
- 任晓怡, 苏雪莎, 常曦, 等. 2022. 中国自由贸易试验区与企业数字化转型[J]. 中国软科学(9): 130-140.
- 盛灵, 王新光. 2024. 共同机构投资者与企业财务风险衍化[J]. 商业研究(1): 103-110.
- 宋铁波, 钟熙, 陈伟宏. 2017. 期望差距与企业国际化速度: 来自中国制造业的证据[J]. 中国工业经济(6): 175-192.
- 隋广军, 江英, 王浩. 2023. 中国自贸试验区建设是否促进外资流入——基于空间外溢的视角[J]. 国际经贸探索(10): 42-59.
- 孙忆. 2023. 中国自贸区战略的历史演进与实践转向——基于国家实力与国际压力共同影响的分析[J]. 国际经贸探索(7): 86-102.
- 王利辉, 刘志红. 2017. 上海自贸试验区对地区经济的影响效应研究——基于“反事实”思维视角[J]. 国际贸易问题(2): 3-15.
- 王明益, 姚清仿. 2022. 自由贸易试验区建设如何影响城市资源配置效率[J]. 国际贸易问题(6): 38-54.
- 王诗雨, 陈志红. 2018. 企业财务风险衍化及其产业效应——基于规制环境和竞争环境的双重情境分析[J]. 会计研究(11): 56-62.
- 王为东, 张钰, 王笑楠. 2023. 自贸试验区试点政策对企业劳动收入份额的影响研究[J]. 华东经济管理(8): 71-81.
- 吴文洋, 唐绅峰, 韦施威. 2022. 社会责任、媒体关注与企业财务风险——基于中国上市公司的经验证据[J]. 管理学报(1): 124-141.
- 许江波, 董启琛, 卿小权. 2022. 自贸试验区政策如何影响企业价值——“双循环”视角下的分析与检验[J]. 会计研究(10): 85-98.
- 杨海燕, 张浩玮. 2024. 国有股权参与与家族企业财务风险[J]. 会计研究(7): 90-103.
- 杨向东. 2014. 中国(上海)自由贸易试验区的经济与政治效应关系初探——以国民待遇为视角[J]. 上海财经大学学报(6): 97-104.
- 张世宇, 张勇, 陈丽娜. 2023. 非国有股东治理与企业财务风险——基于国有企业混合所有制改革的经验证据[J]. 财政科学(1): 85-103.
- 赵娜, 宋子祥, 李珺, 等. 2022. 数字化转型对企业财务风险的影响[J]. 科学决策(12): 21-36.
- Bharath S T, Shumway T. 2008. Forecasting default with the Merton distance to default model[J]. The Review of Financial Studies 21(3): 1339-1369.
- Li P, Lu Y, Wang J. 2016. Does flattening government improve economic performance? Evidence from China[J]. Journal

of development economics 123:18–37.

Polaski S. 2006. The Employment Consequences of NAFTAZ[J]. Carnegie Endowment for International Peace(11):1–24.

## **Does the Establishment of China’s Pilot Free Trade Zones Intensify Financial Risks of the Enterprises: With a Discussion on Financial Risks of the Enterprises in Border Areas**

LI Guanghui, XU Wenjie, CHI Wucheng

**Abstract:** The construction of pilot free trade zones (FTZs) is an important strategic initiative for China to advance reform and opening-up in the new era, serving as a highland for institutional innovation and a frontier for institutional opening up. Based on the samples of Chinese A-share listed companies and the cities in China from 2010 to 2021, this paper employs a multi-period DID model to examine the impact of the establishment of pilot FTZs on financial risks of the enterprises. The results show that the establishment of pilot FTZs will significantly intensify financial risks of the enterprises by improving the innovation quality of the enterprises and constraining the internationalization breadth of the enterprises. The heterogeneity analysis reveals that this impact is more significant in non-state-owned enterprises, the enterprises in the areas with more invention patents and the enterprises in the areas with higher level of opening-up. Additionally, the impact of the establishment of border pilot FTZs on financial risks of the enterprises is statistically significantly weaker than that of the establishment of non-border pilot FTZs, reflecting the current development constraints faced by border pilot FTZs and the enterprises in these areas, which urgently needs attention from all sectors. These findings provide insights for paying attention to and preventing financial risks of the enterprises under the background of coordinating high-standard opening up and high-level security.

**Key words:** pilot free trade zones; institutional innovation; financial risks of the enterprises; border areas; high-standard opening up and high-level security

**Recommended citation:**

LI G H, XU W J, CHI W C. 2025. Does the Establishment of China’s Pilot Free Trade Zones Intensify Financial Risks of the Enterprises: With a Discussion on Financial Risks of the Enterprises in Border Areas[J]. International Economics and Trade Research 41(7):55–71.

(责任编辑 周雯 责任校对 袁群华)