

# 资本市场开放会提高企业可持续发展能力吗?

## ——基于企业 ESG 表现的研究

王浩宇

(上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

**摘要:** 本文以 2009—2020 年我国沪深 A 股上市公司为研究样本, 基于沪深港通实施的准自然实验, 采用双重差分模型检验了资本市场开放对企业可持续发展能力的影响及作用机制。研究发现: 资本市场开放显著提高了企业可持续发展能力, 即企业 ESG 表现明显提升。机制分析结果表明, 资本市场开放主要通过抑制管理层短视行为、境内长期价值型机构投资者增持和提高资本市场关注度等三条路径影响企业可持续发展能力。异质性分析结果表明, 当企业内部控制水平较高、政府与市场关系较好时, 资本市场开放对企业可持续发展能力的提升效应更显著; 但在激烈的市场竞争下, 上述效应有所减弱。此外, 资本市场开放在提高企业可持续发展能力的同时也提升了企业绩效和企业商业信用获取能力。本文拓展了企业可持续发展能力影响因素及资本市场开放经济后果的相关研究, 对助力实现“双碳”目标, 推动资本市场制度型开放向纵深发展亦有重要启示。

**关键词:** 资本市场开放; 沪深港通; 企业 ESG 表现; 企业可持续发展能力

**中图分类号:** F270; F742 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-176X(2023)07-0116-14

### 一、问题的提出

随着经济社会的不断发展, 经济增长与自然环境的矛盾更加突出。全球变暖、空气污染以及新型冠状病毒感染疫情暴发, 促使资本市场投资者和企业开始重新审视传统经济增长模式。党的十九大报告指出, 我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段, 正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。坚定不移贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念, 把新发展理念贯穿发展全过程和各领域成为“十四五”规划和 2035 年远景目标的核心内容。企业 ESG 表现具体是指企业在经营管理和投资决策过程中综合考虑环境 (Environmental)、社会 (Social) 和治理 (Governance) 因素的价值理念, 它既反映了企业与国家战略及宏观经济发展相融合的理念, 也是企业可持续发展能力的重要标志。可见, 探究如何有效提升企业 ESG 表现, 增强企业可持续发展能力, 对于推动经济高质量发展具有重要的理论与实践意义。

改革开放四十多年的辉煌成就证明, “以改革促开放、以开放促发展”是我国现代化建设不断取得新成就的重要法宝。以沪深港通为代表的交易制度开启了境内外资本市场互联互通之先

收稿日期: 2023-02-24

基金项目: 国家自然科学基金项目“会计师事务所内部治理机制与审计风险控制”(72172076); 国家自然科学基金项目“合伙人代际传承与审计质量: 基于晋退双侧治理的研究”(72062020); 上海财经大学研究生创新基金项目“公平与效率: 会计师事务所内部薪酬差距与审计质量”(CXJJ-2021-309)

作者简介: 王浩宇 (1994-), 男, 山东潍坊人, 博士研究生, 主要从事公司财务和审计理论研究。E-mail: acwanghy@163.sufe.edu.cn

河,打破了长期以来境外投资者难以直接进入内地证券市场的困局,使我国资本市场日益成为全球资产配置的重要目的地。境外投资者的参与为我国资本市场发展注入源头活水,在改善投资者结构、降低市场投资风险以及优化资产配置方面发挥了重要作用,成为推进经济高质量、可持续发展的新生动力。那么,一个值得思考的问题是:资本市场作为连接实体经济与资本的纽带,其对外开放的创新性举措是否影响实体经济的可持续发展能力?如果答案是肯定的,那么其又是通过何种途径发挥作用的?鉴于此,本文选取2009—2020年我国沪深A股上市公司作为研究样本,借助沪深港通实施的准自然实验,检验了资本市场开放对企业可持续发展能力的影响。

本文可能的学术贡献主要体现在以下三个方面:

第一,本文从企业ESG表现出发研究资本市场开放对企业可持续发展能力的影响并系统地分析了其作用机制,这是对现有文献的重要补充。现有关于资本市场开放经济后果的研究主要聚焦于公司财务和公司治理,如资本市场开放可以降低资本成本<sup>[1]</sup>、提高企业价值<sup>[2]</sup>、提高股价信息含量<sup>[3]</sup>、提高投资效率和股利水平<sup>[4-5]</sup>和降低高管在职消费<sup>[6]</sup>等。然而,目前鲜有文献探讨资本市场开放如何对企业可持续发展能力产生影响,本研究试图聚焦于此并丰富相关文献。

第二,本文丰富和拓展了企业可持续发展能力(可用ESG表现作为体现)影响因素的相关文献。现有研究主要关注企业ESG表现对财务绩效<sup>[7]</sup>、融资能力<sup>[8]</sup>、投资决策<sup>[9]</sup>和市值<sup>[10]</sup>的影响,并发现ESG具有积极的经济后果。但对如何提升企业ESG表现的讨论较少,部分研究从外部制度压力<sup>[11]</sup>、《中华人民共和国环境保护税法》的实施<sup>[12]</sup>和党组织参与治理<sup>[13]</sup>角度进行了探讨,本文尝试基于沪深港通实施情境对资本市场开放如何影响企业ESG表现进行了深入分析,丰富了相关领域的研究成果。

第三,本文为我国进一步推动资本市场制度型开放向纵深发展提供了理论基础与政策启示。本文研究发现,资本市场开放不仅提升了沪深A股市场的国际化程度,还为我国实体经济实现绿色低碳转型、经济高质量和可持续发展提供了新动力,助推了资本市场开放和“双碳”目标的协同,也证明沪深港通实现了金融市场改革服务实体经济高质量发展的政策初心。

## 二、制度背景、理论分析与研究假设

### (一) 制度背景

近年来,我国一直致力于推动资本市场高水平对外开放,主要体现在合格境外机构投资者制度和沪深港通交易制度持续优化,投资范围不断扩大,境外资金持续稳步流入我国A股市场。这些措施不仅促进了资本市场规模扩大和质量提升,也使我国资本市场在全球资产配置中的重要性逐渐上升。具体来说,在沪深港通交易制度推行之前,合格境外机构投资者(QFII)制度和人民币合格境外机构投资者(RQFII)制度是境外机构投资者投资我国内地证券市场的主要遵循。其中,QFII制度于2002年11月在我国A股市场落地实施,其允许具备资格的境外机构投资者在中华人民共和国国家外汇管理局批准的投资额度内进行投资。借鉴QFII制度的推行经验,RQFII制度自2011年起开始实施,与QFII制度使用外币兑换成人民币再进行境内投资不同,RQFII制度允许境外机构投资者使用境外人民币直接投资于境内证券市场。

沪深港通交易制度指上海证券交易所、深圳证券交易所分别和香港联合交易所有限公司通过技术连接的方式,使内地投资者和香港投资者能够买卖对方交易所上市的股票。2014年11月17日,沪港通交易制度正式实施,首批沪股通标的股票名单包括上证180指数成份股、上证380指数成份股和上海证券交易所上市的A+H股。2016年12月5日,深港通交易制度正式实施,首批深股通标的股票名单包括深证成份指数成份股、深证中小创新指数成份股和深圳证券交易所上市的A+H股。

沪深港通交易制度的实施是我国在持续推进资本市场开放向纵深发展过程中浓墨重彩的一

笔，它在一定程度上改变了我国证券市场相对封闭的状况，使外资进入内地证券市场的渠道进一步被放宽。相对于QFII制度和RQFII制度，沪深港通交易制度允许机构投资者和非机构投资者直接交易标的股票，同时该制度较大幅度地降低了对境外投资者的投资管制，更便于境外资金进出并进行市场交易，对我国资本市场产生的影响也更加显著。

## （二）理论分析与研究假设

为厘清资本市场开放是否以及如何影响企业可持续发展能力，本文从境外投资者引入抑制管理层短视、境内长期价值型机构投资者增持和资本市场关注度三方面出发，分析资本市场开放对企业可持续发展能力的影响与作用机理。

第一，资本市场开放后，境外投资者的引入能够优化公司治理结构，抑制管理层短视行为，进而增强企业开展ESG实践的意愿与能力，提高企业可持续发展能力。实务中，以ESG为中心的可持续发展理念意味着企业要在经营管理和投资决策过程中关注这些决策对环境、社会和治理等的影响。管理层作为日常管理活动的重要决策者，其主要意愿在很大程度上决定了企业ESG各方面的表现。然而，实务中企业对管理层的考核多采用财务指标。换言之，在既有的激励机制下，奉行业绩至上、利润优先的管理层较少关注能源效率、社区关系、公司治理等非财务指标的表现。原因在于，企业开展ESG实践不仅要付出成本、承担财务绩效下滑的压力，而且短期内难以产生效果，其结果是管理层将ESG理念融入经营管理和投资决策的动力不足，更多表现为短视行为。一方面，钟覃琳和陆正飞<sup>[3]</sup>研究发现，来自发达资本市场的境外投资者不仅具有相对先进的投资理念和投资者保护意识，而且在约束管理层机会主义行为、完善公司治理方面发挥着举足轻重的作用。具体来说，在中国香港等成熟的资本市场中，机构投资者持股比例较高，因而沪深港通交易制度实施后，进入沪深A股市场的境外投资者以专业基金管理公司或投资银行等机构投资者为主，其中不乏价值投资者<sup>[5, 14]</sup>。中国香港是全球三大国际金融中心之一，也是各大国际资本巨头的汇集地，机构投资者的投资理念与国际前沿接轨。2012年，香港证券交易所建议上市公司披露ESG信息；2015年，其公布了对ESG报告的进一步要求，将“建议披露”改为“不遵守就解释”，要求上市公司提升ESG理念、加强ESG管理以及落实ESG信息披露工作。因此，在我国资本市场对外开放后，进入沪深A股的境外机构投资者普遍具备ESG投资理念，更关心被投资对象的ESG表现。综上，境外机构投资者ESG理念更强，对ESG信息搜集和处理更具经验，为实现长远价值创造与保护自身权益不受侵害，有更强的意愿和能力来约束管理层的短视行为，促使投资标的企业加强ESG管理、提升公司ESG表现。另一方面，为提升企业形象，入选沪深港通的上市公司管理层也更加注重外资股东的意见和诉求，甚至会以大型投资银行为桥梁与重要的外资股东进行私人会议<sup>[5]</sup>，这意味着境外投资者的ESG理念能够有效传递至上市公司。对入选沪深港通的上市公司来说，它们既是我国资本市场连接世界、世界了解我国资本市场的先行者，又是我们学习并吸收境外投资者ESG理念、提高企业ESG表现、增强自身行业竞争优势、提升国际影响力的践行者。因此，境外投资者能够直接采取“用手投票”的方式展开积极的治理干预，被投资标的公司也会主动学习并将ESG理念融入日常经营管理之中，积极开展ESG实践，提高企业可持续发展能力。此外，由于境外投资者大多来自发达资本市场，具备更专业的信息搜集能力和处理能力<sup>[14]</sup>，其选择的投资标的对于其他投资者而言也具有重要的“风向标”作用。在此背景下，境外投资者也可通过“退出威胁”来要求企业管理层减少短视行为，并督促管理层更多地将ESG理念融入日常经营管理和投资决策之中。

第二，资本市场开放在引入境外投资者的同时，境内长期价值型机构投资者持股比例也会增加。二者合力将价值创造、可持续发展的ESG理念融入企业日常经营管理之中，提高企业的可持续发展能力。具体地，对境内机构投资者而言，境外投资者凭借其专业知识和成熟的投资理念所选的投资标的对其具有重要的参考价值。一些境内机构投资者会追随境外投资者，跟投外资机

构所持股的上市公司。其中,由于不同类型机构投资者在资金来源、资产性质、投资限制、行为方式和持股周期等方面存在差异,导致监督动机、监督能力和监督成本也存在差异,因而也会影响其治理效果。短期逐利型机构投资者看重投资产生的短期效益,较少采用价值投资或长期持股策略获取标的公司长远投资收益。相反,境内长期价值型机构投资者与境外投资者所持投资理念更为一致,同样看重企业在ESG实践等方面投入所带来的未来价值提升与可持续发展能力<sup>[15]</sup>。因此,境内长期价值型机构投资者更可能借助境外投资者的专业判断能力,增加对入选标的公司的持股比例,二者合力发挥监督治理效应,提高企业可持续发展能力。

第三,资本市场开放在引入境外投资者的同时,也提高了入选标的公司被分析师等资本市场关注的程度,使得企业面临的外部市场压力加大,进而增强了企业开展ESG实践的意愿,提高了企业可持续发展能力。具体来说,一方面,资本市场开放提高了标的公司的全球市场关注度,体现为境内外机构投资者对其调研次数增加,而机构投资者感兴趣的标的公司往往也是分析师关注的重点。另一方面,入选的标的公司在全球关注度提高的同时更倾向于向外界披露更多的信息,这也降低了分析师搜集信息的成本<sup>[16]</sup>。因此,在高信息需求和低信息搜集成本的驱动下,分析师会增加对入选沪深港通标的公司的关注。研究发现,分析师关注度越高,管理层隐藏负面消息的难度越大,从而抑制了管理层的盈余管理动机并减少了非理性投资行为<sup>[17]</sup>。也就是说,如果分析师发现上市公司存在“漂绿”行为、伪社会责任行为以及被环保处罚等问题,均会降低其对上市公司的估值,这在一定程度上能够约束企业的短视行为,增强企业ESG实践意愿。

基于上述分析,本文提出以下研究假设:

**假设:**其他条件相同时,资本市场开放会提高企业可持续发展能力。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择与数据来源

考虑到ESG评级数据最早可回溯至2009年,本文以沪深A股上市公司2009—2020年度数据为初始研究样本,并进行如下筛选:(1)剔除金融保险类上市公司。(2)剔除样本期内曾被调出沪深港通标的名单的上市公司。(3)剔除被ST处理的上市公司。(4)剔除控制变量缺失的观测值。最终得到19140个公司一年度观测值。其中,ESG评级数据来自上海华证指数信息服务有限公司(下文简称“华证”),公司财务及治理数据来自CSMAR数据库。为避免极端值的影响,本文对所有连续变量进行了上下1%水平缩尾处理。

#### (二) 变量定义

##### 1. 被解释变量:企业可持续发展能力(ESG)

研究发现,企业ESG表现已成为评价企业可持续发展能力的重要参考标准。借鉴王禹等<sup>[12]</sup>的研究,本文采用华证ESG评价数据作为企业可持续发展能力的衡量指标。华证ESG评价体系分别给予沪深A股上市公司“AAA—C”的9档评级,本文相应地将其设置为“9分—1分”的9档得分,ESG得分越高,表示企业可持续发展能力越高。

##### 2. 解释变量:资本市场开放(Open)

我国资本市场沪港通交易制度和深港通交易制度分别于2014年和2016年开始实施,但进入沪股通和深股通名单的上市公司并非一次性确定且长期保持不变,而是遵循“分批扩容、动态管理”的基本原则。因此,本文设置资本市场开放(Open)虚拟变量,考虑对外开放政策发挥作用需要一定的时间,借鉴庞家任等<sup>[18]</sup>的做法,对上半年入选沪深港通的上市公司,在当年及其之后年度取值为1,否则取0;对下半年入选沪深港通的上市公司,在下一年及其之后年度取值为1,否则取0。未报告的结果中也考虑了将下半年进入沪深港通的上市公司取值为1,否则为0,研究结论保持不变。

### 3. 控制变量

借鉴已有研究<sup>[12-13]</sup>, 本文分别控制了企业规模 (Size)、资产负债率 (Debt)、流动比率 (Liq)、总资产报酬率 (ROA)、是否亏损 (Loss)、账市比 (BM)、企业成长性 (Growth)、上市年数 (Listyears)、产权性质 (SOE)、第一大股东持股比例 (Top1)、经营活动现金流量 (CF)、独董比例 (Indp)、两职合一 (CC)、股权制衡度 (Balc)、是否四大 (BIG4)、机构投资者持股比例 (Inst) 等公司财务和治理层面的变量。此外, 本文还控制了公司和年度固定效应。

### 4. 机制变量

本文在影响机制检验中采用了如下机制变量: 管理层持股 (Mshare)、企业创新 (Patent)、境内长期价值型机构投资者持股比例 (ValueInvest\_1 和 ValueInvest\_2)、分析师数量 (Analyst) 和分析师研报数量 (Report), 详细定义见后文机制检验部分。

主要变量定义及描述性统计结果, 如表 1 所示。由表 1 可知, 企业可持续发展能力 (ESG) 的均值为 6.474, 最大值为 9, 最小值为 1, 标准差为 1.069, 说明不同上市公司可持续发展能力存在一定差异; 资本市场开放 (Open) 的均值为 0.185, 表明入选沪港通和深港通的上市公司样本占全样本的 18.5%。其他控制变量分布与已有研究基本一致, 不再赘述。

表 1 主要变量定义及描述性统计结果 (N=19 140)

变量	符号	定义	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
企业可持续发展能力	ESG	华证评级 ESG 指数	6.474	1.069	6	1	9
资本市场开放	Open	定义见上文	0.185	0.388	0	0	1
企业规模	Size	年末总资产的自然对数值	22.060	1.387	21.802	19.654	26.408
资产负债率	Debt	负债与总资产的比值	0.419	0.210	0.407	0.051	0.912
流动比率	Liq	流动资产与流动负债的比值	2.597	2.794	1.691	0.292	18.010
总资产报酬率	ROA	净利润与总资产的比值	0.041	0.060	0.040	-0.237	0.204
是否亏损	Loss	当年亏损取值为 1, 否则为 0	0.092	0.289	0	0	1
账市比	BM	权益账面价值与权益市场价值的比值	0.425	0.315	0.342	0.032	1.721
企业成长性	Growth	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入	0.178	0.426	0.110	-0.568	2.808
上市年数	Listyears	公司上市的年数加 1 后取自然对数	2.157	0.775	2.303	0.693	3.332
产权性质	SOE	国企取值为 1, 否则为 0	0.360	0.480	0.000	0.000	1.000
第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持股比例 (%)	34.941	14.504	33.080	9.400	74.020
经营活动现金流量	CF	经营活动现金流量净额与总资产的比值	0.049	0.071	0.048	-0.165	0.249
独董比例	Indp	独立董事人数占董事会人数的比值	0.375	0.052	0.333	0.333	0.571
两职合一	CC	董事长与总经理两职合一取值为 1, 否则为 0	0.290	0.454	0	0	1
股权制衡度	Balc	第二至第五大股东持股之和与第一大股东持股的比值	0.745	0.610	0.589	0.029	2.829
是否四大	BIG4	会计师事务所为国际四大取值为 1, 否则为 0	0.067	0.250	0	0	1
机构投资者持股比例	Inst	机构投资者持股比例 (%)	5.832	6.798	3.293	0.000	31.834
管理层持股	Mshare	管理层持股比例 (%)	8.291	14.958	0.149	0.000	61.960
企业创新	Patent	发明、实用新型、外观设计授权数之和加 1 后取自然对数	1.392	1.483	1.099	0.000	5.749
境内长期价值型机构投资者持股比例	ValueInvest_1	定义见下文	0.628	1.450	0.000	0.000	8.740
	ValueInvest_2	定义见下文	0.809	1.623	0.000	0.000	9.094
分析师数量	Analyst	定义见下文	1.487	1.215	1.386	0.000	3.829
分析师研报数量	Report	定义见下文	1.825	1.493	1.792	0.000	4.754

(三) 模型设定

为检验资本市场开放对企业可持续发展能力的影响,本文借鉴连立帅等<sup>[4]</sup>的做法,构建以下基准模型:

$$ESG_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Open_{it} + \sum_{j=2}^{17} \alpha_j Controls_{jit} + Year_t + Firm_i + \gamma_{it} \quad (1)$$

为了进一步分析资本市场开放如何影响企业可持续发展能力,本文从资本市场开放主要通过境外投资者引入抑制管理层短视、境内长期价值型机构投资者持股比例变化以及资本市场关注三个角度出发,借鉴江艇<sup>[19]</sup>的研究方法,在基准模型(1)的基础上构建影响机制模型(2),对上述三条影响路径逐一进行机制检验:

$$Mechanism_{it} = \beta_0 + \beta_1 Open_{it} + \sum_{j=2}^{17} \beta_j Controls_{jit} + Year_t + Firm_i + \gamma_{it} \quad (2)$$

其中,在模型(1)和模型(2)中,i和t分别表示企业和年份。被解释变量ESG表示企业可持续发展能力,ESG得分数值越高,表示企业可持续发展能力越好;解释变量Open表示资本市场开放,即上市公司是否入选沪深港通;Mechanism为机制变量;Controls为所有控制变量;年度固定效应(Year)包含了政策的时间变化,公司固定效应(Firm)则包含了实验组(即“沪股通”“深股通”标的公司)和控制组(即非“沪股通”和非“深股通”标的公司)的公司特征;γ为残差值。需要注意的是,由于基准模型(1)中被解释变量ESG得分为离散变量,本文采用有序逻辑(Ordered Logit)模型进行估计。

四、实证分析

(一) 基准回归结果与分析

资本市场开放与企业可持续发展能力的基准回归结果如表2所示。表2列(1)为仅控制了公司与年度固定效应的回归结果,Open的回归系数在1%的水平上显著为正。列(2)为进一步纳入相关控制变量的回归结果,Open的回归系数依然在1%的水平上显著为正。从经济意义上分析,本文对资本市场开放影响企业可持续发展能力的平均边际效应(Marginal Effects)进行计算,当其他解释变量处于均值时,入选沪深港通的上市公司ESG得分为1的概率下降-0.001,得分为2的概率下降-0.002,得分为3的概率下降-0.008,得分为4的概率下降-0.027,得分为5的概率下降-0.080,得分为6的概率下降-0.137,得分为7的概率上升0.081,得分为8的概率上升0.145,得分为9的概率上升0.030。上述结果说明,无论从统计还是经济意义上而言,资本市场开放均能显著提高企业可持续发展能力,即企业ESG表现显著提升。本文的假设得以验证。

表2 基准回归结果

变 量	ESG		变 量	ESG	
	(1)	(2)		(1)	(2)
Open	1.310*** (11.598)	1.051*** (9.119)	Top1		0.002 (0.251)
Size		0.394*** (4.508)	CF		-0.619 (-1.551)
Debt		-1.013*** (-2.948)	Indp		-1.100 (-1.498)
Liq		-0.010 (-0.582)	CC		-0.117 (-1.312)
ROA		1.956*** (2.618)	Balc		-0.174 (-1.351)
Loss		-0.200** (-2.034)	BIG4		-0.012 (-0.041)
BM		0.529*** (3.047)	Inst		0.004 (0.741)
Growth		-0.065 (-1.270)	企业/年度 FE	控制	控制
Listyears		-0.436*** (-2.593)	Pseudo.R <sup>2</sup>	0.055	0.073
SOE		0.042 (0.188)	观测值	19 140	19 140

注:(1)括号内为经公司层面聚类整后的z值。(2)\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下表同。

## (二) 内生性检验

第一, 平行趋势检验。模型(1)多期DID方法估计无偏的一个前提条件是实验组和控制组之间满足平行趋势假定, 即在沪深港通开通之前, 两类样本企业的可持续发展能力应呈现相同的变化趋势, 否则DID方法可能会高估或低估资本市场开放的政策影响。为了验证平行趋势假定, 本文考察资本市场开放影响标的公司可持续发展能力的动态效应。借鉴饶品贵等<sup>[20]</sup>的研究, 采用双向固定效应估计方法, 以入选沪深港通当年Open(0)作为基期, 设置哑变量Open(-3)、Open(-2)和Open(-1), 分别代表入选沪深港通前三年、前两年和前一年; 设置哑变量Open(1)、Open(2)和Open(3), 分别代表入选沪深港通后第一年、第二年和第三年。检验结果表明, 平行趋势假定得以满足, 为本文DID估计的有效性提供了有力支持, 也进一步说明资本市场开放产生的政策效应能够提高入选标的公司的可持续发展能力。

第二, 倾向得分匹配检验(PSM)。考虑到资产规模较大、盈利能力较强的企业可持续发展能力更好, 同时也更容易进入资本市场开放所考虑的标的公司名单。为解决这一原因导致的内生性问题, 本文基于1:1无放回的倾向得分匹配方法形成的配对样本进行内生性检验。其中, 平稳性检验结果显示, 匹配后实验组与对照组的匹配变量不存在显著差异, 说明匹配效果较好。

第三, 安慰剂检验。为进一步验证本文的研究发现是源于资本市场开放的政策效果, 而非其他因素, 本文借鉴连立帅等<sup>[4]</sup>研究方法, 采用安慰剂方法进行检验。在检验中, 沪深股通标的公司选择保持不变, 但将沪深港通交易制度的实施时间尝试向前推进三年, 并设置新的变量Open\_placebo代替主回归模型中解释变量Open。如果本文结论主要由沪深港通交易制度所致, 则采取以上安慰剂检验方法不会获得与前文相一致的研究结论。

内生性检验结果如表3所示, 结果表明, 在缓解内生性后, 本文研究结论依旧稳健。

表3 内生性检验结果

变 量	平行趋势检验	倾向得分匹配检验 (PSM)	安慰剂检验
	(1)	(2)	(3)
Open (-3)	0.224 (0.793)		
Open (-2)	0.047 (0.242)		
Open (-1)	-0.147 (-1.038)		
Open (+1)	0.568*** (4.515)		
Open (+2)	0.612*** (3.165)		
Open (+3)	0.885*** (3.118)		
Open		0.768*** (4.362)	
Open_placebo			0.065 (0.518)
控制变量	控制	控制	控制
企业/年度FE	控制	控制	控制
Pseudo.R <sup>2</sup>	0.151	0.123	0.059
观测值	19 140	5372	19 140

## (三) 稳健性检验

### 1. 变量替代检验

为了避免变量度量方法的选择影响研究结论, 本文分别采用华证ESG评价的具体得分数据(ESG\_HZscore)、彭博ESG评级指标(ESG\_Bloomberg)和Wind ESG评级指标(ESG\_Wind)替代测度企业可持续发展能力, 以增强本文结论的稳健性。需要注意的是, 彭博ESG评级和Wind ESG评级并未覆盖全部沪深A股上市公司、时间窗口较短, 会导致样本缺失较大。变量替代性检验结果与基准回归结果一致, 表明本文结论稳健。稳健性检验结果未在正文列出, 留存备案。

## 2. 改变样本选择标准

第一, 区分沪港通交易制度与深港通交易制度。沪港通交易制度是A股市场与香港市场互联互通的首次尝试, 且市场及投资者对政策的接受和熟悉存在反应时间, 其制度推行产生的经济效果也需要时间积累<sup>[18]</sup>。而2016年推出的深港通制度, 其机制设计和配套监管措施在借鉴沪港通的基础上更加完善, 制度推行产生的经济效果可能更快更好。因此, 为检验本文研究结论是否存在交易所差异与政策时效性而引发的问题, 本文将总样本依据上市地点划分为“沪港通”样本和“深港通”样本, 同时考虑DID实证设计的对称性原则, “沪港通”样本期设定为2009—2018年, “深港通”样本期设定为2011—2020年。检验结果表明, 交易制度的差异不会影响资本市场开放与可持续发展能力之间的关系, 表明本文结论稳健。

第二, 剔除潜在干扰样本。(1) 考虑到我国上市公司具有明显的股权再融资偏好<sup>[21]</sup>, 而企业突出的ESG表现能够降低融资成本<sup>[8]</sup>, 因此, 为避免再融资上市公司进行ESG操纵来谋求降低融资成本的问题, 本文剔除当年发生股权再融资的上市公司进行稳健性检验。(2) 在沪深港通交易制度推出之前, 2002年实施的QFII制度是境外投资者进入我国A股市场的主要渠道。虽然在QFII制度下, 投资额度、资金汇出等受限较多, 且QFII制度等对我国资本市场的影响较为有限<sup>[22]</sup>, 但也不能排除其对企业ESG表现产生影响。另外, A+H股公司在香港和内地上市, 同时受香港证券交易所监管和外资股东监督。存在的一种可能性是, 本文研究的结论主要受QFII持股和A+H股公司影响, 而并非受沪深港通交易制度影响。因此, 本文剔除QFII持股和A+H股公司进行稳健性检验。(3) 考虑到2020年暴发的新冠疫情对上市公司经营活动、财务行为以及ESG理念可能产生系统性影响<sup>[23]</sup>, 基于此, 本文剔除2020年样本进行稳健性检验。剔除干扰样本后, 检验结果仍与基准回归保持一致, 表明本文结论稳健。

### (四) 机制检验

#### 1. 抑制管理层短视行为

根据理论分析, 资本市场开放为上市公司引入了境外投资者, 公司外部治理压力能够减少管理层短视行为, 增强企业开展ESG实践的意愿与能力, 从而提高企业可持续发展能力。同时, 考虑到管理层短视难以直接衡量, 本文借鉴钟宇翔等<sup>[24]</sup>的研究, 采用管理层持股(Mshare)和企业创新Ln(Patent+1)测度管理层短视行为。其中, 企业创新Ln(Patent+1)为发明、实用新型、外观设计授权数之和加1后取自然对数。具体来说, 一方面, 管理层持股比例越高, 表明管理层和股东利益越一致, 管理层做决策时更可能从企业的长远利益出发, 减少短视行为。另一方面, 持续的创新是企业存续和扩张、保持内生增长动力的源泉, 也是实现可持续发展的必备条件。但由于创新活动投资周期长、投入高、风险高等特征, 短视主义的管理层为了最大化短期财务业绩和提高股票价格, 通常会选择削减创新投入, 进而影响创新产出效率、损害企业长远利益。简言之, 为检验“抑制管理层短视行为”这一影响路径是否成立, 本文采用Mshare和Patent作为机制变量(Mechanism)进行检验与分析。

结果如表4列(1)和列(2)所示, Open的回归系数均在1%的水平上显著为正, 说明相较于未入选沪深港通的上市公司, 入选的上市公司管理层持股比例、企业创新产出会显著提高。这一机制检验结果说明, 有效约束管理层短视行为、增强管理层开展ESG实践意愿是资本市场开放提高企业可持续发展能力的一条重要影响路径。

#### 2. 境内长期价值型机构投资者增持

根据前文的理论分析, 第二条影响路径是资本市场开放提高了入选标的公司被境内长期价值型机构投资者增持的意愿。境内长期价值型机构投资者同样可以促使管理层将价值创造、可持续发展的ESG理念融入企业日常经营管理之中, 提高企业的可持续发展能力。本文借鉴黎文靖和路晓燕<sup>[15]</sup>的研究, 依据境内各机构投资者的总买入或总卖出计算各机构流动率, 然后基于所有



机构过去一年的换手率计算平均流动率。根据平均流动率的高低将样本分为三组，最低的一组即为价值型机构投资者，其合计持股比例记作 ValueInvst\_1；此外，本文还借鉴温军和冯根福<sup>[25]</sup>的研究，将境内机构投资者中社保基金、QFII、保险基金视为长期价值型机构投资者，其合计持股比例记作 ValueInvst\_2。简言之，为检验“境内长期价值型机构投资者增持”这一影响路径是否成立，本文采用 ValueInvst\_1 和 ValueInvst\_2 作为机制变量（Mechanism）进行检验与分析。

结果如表4列（3）和列（4）所示，Open的回归系数均在1%的水平上显著为正，说明相较于未入选沪深港通的上市公司，入选的上市公司境内长期价值型机构投资者持股比例显著提高，境内长期价值型机构投资者增持促使管理层开展ESG实践意愿上升，是资本市场开放提高企业可持续发展能力的另一重要影响路径。

### 3. 提高资本市场关注度

根据前文的分析，第三条影响路径是资本市场开放提高了入选标的公司被资本市场关注的程度，使得企业面临的市场压力增强，进而提高了企业开展ESG实践的意愿，增强了企业可持续发展能力。作为资本市场中信息的挖掘者、传递者以及企业未来经营的预测者，分析师扮演了重要的信息中介角色，而对于企业信息的深入挖掘和专业解读也使分析师跟踪成为企业重要的外部监督机制<sup>[26]</sup>。因此，本文借鉴刘笑霞和李明辉<sup>[27]</sup>的研究，分别采用分析师数量（Analyst）和分析师研报数量（Report）测度资本市场关注度。其中，分析师数量为当年跟踪企业的分析师数量加1后取自然对数；分析师研报数量为当年分析师发布研报数量加1后取自然对数。简言之，为检验“资本市场关注度”这一影响路径是否成立，本文采用 Analyst 和 Report 作为机制变量（Mechanism）进行检验与分析。

结果如表4列（5）和列（6）所示，Open的回归系数均在1%的水平上显著为正，说明相较于未入选沪深港通的上市公司，入选的上市公司分析师数量、分析师研报数量会显著提高，资本市场关注度提升产生的市场压力效应提高了管理层开展ESG实践的意愿，是资本市场开放提高企业可持续发展能力的另一重要影响路径。

表4 影响机制检验结果

变 量	抑制管理层短视行为		境内长期价值型机构投资者增持		资本市场关注度	
	Mshare	Patent	ValueInvst_1	ValueInvst_2	Analyst	Report
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Open	0.008*** (4.863)	0.168*** (7.636)	0.375*** (9.640)	0.162*** (2.990)	0.230*** (11.852)	0.302*** (12.473)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业/年度 FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$\bar{R}^2$	0.843	0.769	0.427	0.729	0.755	0.754
观测值	18 446	19 140	19 140	19 140	19 140	19 140

## 五、进一步分析

### （一）异质性分析

#### 1. 微观层面：企业内部控制的调节作用

从企业内部控制角度来看，高质量的内部控制在公司治理中发挥了重要作用。一方面，良好的内部控制不仅能减少大股东掏空、约束管理层的机会主义行为，还能优化公司管理流程与决策机制，进而保证境外投资者进入和境内长期价值型机构投资者增持所产生的外部治理效应可以有效发挥。另一方面，良好的内部控制可以提高企业的信息披露质量，改善由于地理位置、时差、文化差异等原因，境外投资者不能掌握更多企业特有信息的劣势处境。基于上述分析，微观层面

上,企业内部控制质量对资本市场开放与企业可持续发展能力之间的关系有显著强化作用。

本文采用迪博内部控制指数衡量内部控制质量(IC),表5列(1)报告了采用内部控制质量(IC)作为调节变量的检验结果,可见资本市场开放(Open)和内部控制质量(IC)的交互项(Open×IC)系数在1%的水平上显著为正,说明高水平的内部控制增强了资本市场开放对企业可持续发展能力的提升作用。这一结果与上文理论分析一致,即企业高质量的内部控制有助于增强资本市场开放所衍生的外部治理效应,保障企业ESG表现与可持续发展相关投资执行的顺利执行。同时,促使企业兼顾外部利益相关者与自身的共同利益、增强环保投入和社会责任投资自觉性,注重企业的长远发展与可持续价值创造能力的提升。

### 2.中观层面:市场竞争的调节作用

从市场竞争角度来看,一种观点认为,市场竞争是一种有效的公司外部治理机制,它能够有效约束管理层懈怠行为。尤其当企业所处行业竞争较为激烈时,管理层为提高持续经营能力和保住职位、维护自身声誉,会努力提高经营效率、减少自利性行为<sup>[28]</sup>。但另一种观点认为,激烈的市场竞争也可能促使管理层更加重视短期的经营效率与业绩表现,而ESG表现与可持续发展投资可能在短期内不会产生立竿见影的经济效益,甚至会占用企业部分现金流,这降低了管理层将ESG理念融入经营管理和投资决策中的意愿。基于上述分析,中观层面上,市场竞争对资本市场开放与企业可持续发展能力之间既可能存在强化作用,也可能存在弱化作用。

借鉴黄继承和姜付秀<sup>[29]</sup>的研究,本文采用以企业主营业务收入为基础计算的赫芬达尔指数(HHI)度量行业竞争程度,并设置衡量行业竞争的虚拟变量(HHI\_dum),若企业所处行业的HHI小于年度中位数,表明所处行业竞争程度较高,则HHI\_dum取1,否则取0。表5列(2)报告了采用行业竞争程度(HHI\_dum)作为调节变量的检验结果,可见资本市场开放(Open)与行业竞争程度(HHI\_dum)的交互项(Open×HHI\_dum)系数在5%的水平上显著为负,说明激烈的行业竞争弱化了资本市场开放对企业可持续发展能力的提升作用。这一结果印证了上文理论分析中的第二种观点,即市场竞争作为一种外部治理机制未能进一步增强资本市场开放所衍生的外部治理效应;相反,激烈的市场竞争使管理层更加重视短期内能够产生直接效益的经济项目,忽视能够创造长远价值的ESG表现与可持续发展投资,降低了企业的可持续发展能力。

### 3.宏观层面:政府与市场关系的调节作用

因地理位置、自然条件以及历史基础等方面的差异,我国各地区市场化发展程度不均衡。其中,政府与市场关系是衡量市场化程度的重要指标之一,该项指标的差异能够体现出我国资本市场的地区性差异。一方面,当政府与市场的关系较差时,当地政府部门对企业的干预较多,市场在配置经济资源方面的能力就比较弱。研究发现,政府对市场的干预会降低企业自愿性信息披露的意愿与可信度,加剧投资者与企业之间的信息不对称,影响外部投资者对企业真实情况的判断<sup>[30]</sup>。另一方面,政府对企业干预的增加会导致企业对政府产生依赖性,不利于企业自身可持续发展能力的提升,降低企业ESG表现与可持续发展投资意愿。基于上述分析,宏观层面上,较好的政府与市场关系对资本市场开放与企业可持续发展能力之间的关系有显著的强化作用。

借鉴游家兴等<sup>[31]</sup>的研究,本文采用市场化指数中的“政府与市场的关系”(MarkGov)指标作为调节变量,如果当年企业所在地区“政府与市场关系”排名位于中位数之前,说明该地区政府与市场关系较好,MarkGov取1,否则取0。表5列(3)报告了采用政府与市场关系作为调节变量的检验结果,可见资本市场开放(Open)与政府与市场关系(MarkGov)的交互项(Open×MarkGov)系数在5%的水平上显著为正,说明较好的政府与市场关系增强了资本市场开放对企业可持续发展能力的提升作用。这一结果与上文理论分析一致,即较好的政府与市场关系为企业与境内外投资者创造了良好的营商环境,不仅保障了境外投资者进入和境内长期价值型机构投资者增持所产生的外部治理效应得以有效发挥,还提高了企业主动开展ESG实践与可持续发展投

资的意愿。

表5 异质性分析检验结果

变 量	微观：企业内部控制	中观：市场竞争	宏观：政府与市场关系
	(1)	(2)	(3)
Open	0.551*** (3.923)	1.227*** (8.524)	0.875*** (6.664)
IC	0.166*** (3.037)		
Open×IC	0.704*** (5.746)		
HHI_dum		0.163 (1.633)	
Open×HHI_dum		-0.363** (-2.169)	
MarkGov			0.428*** (4.566)
Open×MarkGov			0.391** (2.490)
控制变量	控制	控制	控制
企业/年度FE	控制	控制	控制
Pseudo.R <sup>2</sup>	0.083	0.074	0.078
观测值	17 598	19 140	19 140

## (二) 经济效应分析

资本市场开放既然能够通过外部治理效应与市场压力效应的发挥提高企业可持续发展能力，那么另外一个值得思考的问题是：资本市场开放在提高企业可持续发展能力，即提升企业 ESG 表现的同时能否为企业的利益相关者带来积极的经济效应。

为探究这一潜在的经济效应，本文从以下两个角度进行分析：（1）基于市场投资者视角，本文检验资本市场开放在提升企业 ESG 表现的同时能否提升企业绩效。借鉴李文贵等<sup>[32]</sup>的研究方法，本文采用公司股票年度回报衡量企业绩效（Performance）。（2）基于供应链关系视角，本文检验资本市场开放在提升企业 ESG 表现的同时能否提升企业商业信用的获取能力。本文借鉴黄贤环等<sup>[33]</sup>的研究，采用“（应付账款+预收账款+应付票据-应收账款-预付账款-应收票据）/资产总额”衡量企业商业信用（NTC）。

表6报告了经济效应分析的检验结果。表6列（1）结果显示，资本市场开放（Open）与可持续发展能力（ESG）的交互项（Open×ESG）系数在1%的水平上显著为正，表明资本市场开放在提升企业 ESG 表现的同时显著提升了企业绩效。列（2）结果显示，交互项（Open×ESG）系数在10%的水平上显著为正，表明资本市场开放在提升企业 ESG 表现的同时也显著提升了企业供应链商业信用的获取能力。综上可知，资本市场开放不仅能够增强企业的可持续发展能力，而且这种可持续发展能力也获得了资本市场投资者、供应商与客户等利益相关者的正面回应与积极认可，表现为企业绩效和企业商业信用获取能力的提升，这一结果同样为金融市场改革能够服务实体经济和优化资源配置提供了另一重要证据。

表6 经济效应分析检验结果

变 量	企业绩效（Performance）	商业信用（NTC）
	(1)	(2)
Open	0.024 (1.330)	-0.004 (-1.594)
ESG	-0.009 (-0.785)	0.001 (0.399)
Open×ESG	0.066*** (3.395)	0.005* (1.692)
控制变量	控制	控制
企业/年度FE	控制	控制
$\bar{R}^2$	0.546	0.747
观测值	17 599	19 140

## 六、研究结论与启示

### (一) 研究结论

随着资本市场开放步伐的进一步加快,创新驱动和“双碳”目标亦不断推进,如何实现企业高质量、可持续发展成为当前资本市场关注的焦点。本文以2009—2020年沪深A股上市公司为研究样本,基于沪深港通交易制度实施的准自然实验,检验了资本市场开放对企业可持续发展能力的影响及作用机制。研究发现:资本市场开放显著提高了企业可持续发展能力,即企业ESG表现明显提升。对上述影响的机制分析表明,资本市场开放主要通过境外投资者引入抑制管理层短视、境内长期价值型机构投资者增持产生的外部治理效应以及资本市场关注度上升形成的市场压力效应等三条路径影响企业可持续发展能力。异质性分析发现,当企业内部控制水平较高、地区政府与市场关系越好时,资本市场开放对企业可持续发展能力的提升效应更显著;但在激烈的市场竞争下,上述效应有所减弱。此外,资本市场开放在提高企业可持续发展能力的同时提升了企业绩效和企业商业信用获取能力。

### (二) 启示

本文的研究具有重要的理论与现实意义。在理论上,本文的研究拓展和丰富了企业可持续发展能力影响因素及资本市场开放经济后果的相关文献,揭示了资本市场开放影响企业ESG表现的作用机理。同时,本文的研究也有重要的政策启示:(1)对政府来说,应坚持推动资本市场开放向纵深发展,适度提升外资参与市场的广度和深度。金融市场改革是持续提升实体经济效能的有效途径,资本市场开放产生的外部治理效应和市场压力效应能够帮助企业在优化内部治理的同时,提高自身可持续发展能力。而坚持更高水平的开放将更有利于上市公司借助沪深港通这一平台与境外投资者深入学习交流ESG理念,进一步提升企业ESG表现。(2)对证监会、交易所等监管部门来说,应坚持优化和完善内地与香港股票市场互联互通机制。相关监管部门应加强对上市公司尤其是入选沪深港通标的公司的监管力度,积极督促、引导上市公司提高信息披露质量,努力降低上市公司与境外投资者之间潜在的信息不对称,营造有利于境外投资者进入的市场环境。(3)对企业来说,应积极建立完善的内部控制体系,并在管理层的业绩考核中纳入ESG表现评价指标,注重企业长期价值创造。同时,入选沪深港通标的企业应在改善ESG表现的同时,总结自身在ESG实践过程中的经验与教训,引领行业及上下游供应商、客户不断提高环境保护、社会责任承担等ESG表现。(4)对资本市场投资者来说,应将企业ESG表现纳入投资分析和决策过程中,降低短期收益预期、追求稳定且可持续的长期投资收益。一方面,资本市场投资者可以借助沪深港通等资本市场开放制度,与境外投资者进行更深入的交流和学习,加强自身对ESG的认知、提升ESG投资意识,更好地服务于实体经济的高质量、可持续发展。另一方面,资本市场投资者在践行ESG投资理念的过程中,应通过股东提案权、表决权行使,积极参与公司内部治理,推动企业提升ESG表现。

### 参考文献:

- [1] BEKAERT G, HARVEY C R. Foreign speculators and emerging equity markets[J]. The journal of finance, 2000, 55(2): 565-613.
- [2] FERREIRA M A, MATOS P. The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world[J]. Journal of financial economics, 2008, 88(3): 499-533.
- [3] 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.
- [4] 连立帅, 朱松, 陈关亭. 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[J].

- 管理世界,2019(8):136-154.
- [5] 陈运森,黄健峤,韩慧云.股票市场开放提高现金股利水平了吗?——基于“沪港通”的准自然实验[J]. 会计研究,2019(3):55-62.
- [6] 孙泽宇,齐保奎.资本市场开放与高管在职消费——基于沪深港通交易制度的准自然实验[J]. 会计研究,2021(4):130-144.
- [7] 李井林,阳镇,陈劲,等.ESG促进企业绩效的机制研究——基于企业创新的视角[J]. 科学学与科学技术管理,2021(9):71-89.
- [8] 邱牧远,殷红.生态文明建设背景下企业ESG表现与融资成本[J]. 数量经济技术经济研究,2019(3):108-123.
- [9] PEDERSEN L H, FITZGIBBONS S, POMORSKI L. Responsible investing: the ESG-efficient frontier[J]. Journal of financial economics, 2021, 142(2): 572-597.
- [10] WONG W C, BATTEN J A, MOHAMED-ARSHAD S B, et al. Does ESG certification add firm value?[J]. Finance research letters, 2021, (39): 101593.
- [11] 张慧,黄群慧.制度压力、主导型CEO与上市公司ESG责任履行[J]. 山西财经大学学报,2022(9):74-86.
- [12] 王禹,王浩宇,薛爽.税制绿色化与企业ESG表现——基于《环境保护税法》的准自然实验[J]. 财经研究,2022(9):47-62.
- [13] 柳学信,李胡扬,孔晓旭.党组织治理对企业ESG表现的影响研究[J]. 财经论丛,2022(1):100-112.
- [14] CHEN Z, DU J, LI D, et al. Does foreign institutional ownership increase return volatility? Evidence from China[J]. Journal of banking finance, 2013, 37(2): 660-669.
- [15] 黎文靖,路晓燕.机构投资者关注企业的环境绩效吗?——来自我国重污染行业上市公司的经验证据[J]. 金融研究,2015(12):97-112.
- [16] 郭阳生,沈烈,郭枚香.沪港通改善了上市公司信息环境吗?——基于分析师关注度的视角[J]. 证券市场导报,2018(10):35-43.
- [17] 李春涛,宋敏,张璇.分析师跟踪与企业盈余管理——来自中国上市公司的证据[J]. 金融研究,2014(7):124-139.
- [18] 庞家任,张鹤,张梦洁.资本市场开放与股权资本成本——基于沪港通、深港通的实证研究[J]. 金融研究,2020(12):169-188.
- [19] 江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济,2022(5):100-120.
- [20] 饶品贵,王得力,李晓溪.高铁开通与供应商分布决策[J]. 中国工业经济,2019(10):137-154.
- [21] 黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究,2001(11):12-20+27.
- [22] 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.
- [23] BROADSTOCK D C, CHAN K, CHENG L T W, et al. The role of ESG performance during times of financial crisis: evidence from COVID-19 in China[J]. Finance research letters, 2021, 38(1): 101716.
- [24] 钟宇翔,吕怀立,李婉丽.管理层短视、会计稳健性与企业创新抑制[J]. 南开管理评论,2017(6):163-177.
- [25] 温军,冯根福.异质机构、企业性质与自主创新[J]. 经济研究,2012(3):53-64.
- [26] IRANI R M, OESCH D. Monitoring and corporate disclosure: evidence from a natural experiment[J]. Journal of financial economics, 2013, 109(2): 398-418.
- [27] 刘笑霞,李明辉.税收激进度、外部监督机制与非标准审计意见[J]. 管理评论,2020(6):280-291.
- [28] 陈胜蓝,马慧.卖空压力与公司并购——来自卖空管制放松的准自然实验证据[J]. 管理世界,2017(7):142-156.
- [29] 黄继承,姜付秀.产品市场竞争与资本结构调整速度[J]. 世界经济,2015(7):99-119.
- [30] 李慧云,刘镝.市场化进程、自愿性信息披露和权益资本成本[J]. 会计研究,2016(1):71-78.
- [31] 游家兴,于明洋,伍翕婷.地方政府施政风格与经济高质量发展——基于股价崩盘风险的研究视角[J]. 经济学(季刊),2022(2):485-504.
- [32] 李文贵,余明桂,钟慧洁.央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效[J]. 管理世界,2017(8):123-135.
- [33] 黄贤环,贾敏,王瑶.产业链中的话语权与非金融企业金融投资——基于产业链中商业信用水平的视角[J]. 会计研究,2022(5):118-130.

## Does Capital Market Liberalization Improve Enterprises' Sustainable Development Capacity? A Study Based on Enterprises' ESG Performance

WANG Hao-yu

(School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Summary:** With the setting of strategic goals of capital market liberalization, innovation-driven development and dual carbon, capital market reform has been expected to play an important role in promoting high-quality and sustainable development of enterprises. However, existing literature on economic consequences of capital market liberalization mainly focuses on the impact on corporate finance and corporate governance, with little attention given to how capital market liberalization affects sustainable development capabilities of enterprises (ESG performance).

Taking A-share listed companies in the Chinese capital market from 2009 to 2020 as samples and based on the quasi-natural experiment of "Shanghai-Hong Kong" and "Shenzhen-Hong Kong" stock connect, this paper examines the impact of capital market liberalization on enterprises' sustainable development capacity. We find that the capital market liberalization significantly improves the sustainable development capacity of enterprises, that is, their performance of ESG is significantly improved. The mechanism analysis shows that the reduction of managers' short-sightedness, the increased stock holdings of long-term investors, and the increased analyst tracking are the mediating factors by which capital market liberalization works. Further research shows that the effect of capital market liberalization on enterprises' sustainable development capacity is more significant when the property rights are state-owned and the quality of internal control is high, but the above effect is weakened under fierce market competition. In addition, the economic consequences analysis shows that capital market liberalization not only improves the sustainable development capabilities of enterprises but also enhances their performance and ability to obtain business credit.

Compared with previous literature, this paper has the following contributions. First, it investigates the impact of capital market liberalization on the sustainable development capabilities of listed companies from the perspective of corporate ESG practice and systematically analyzes its mechanisms, serving as an important complement to existing literature on economic consequences of capital market liberalization. Second, this paper provides an in-depth analysis of how the implementation of the "Shanghai-Hong Kong" and "Shenzhen-Hong Kong" stock connect affects the ESG performance of enterprises in the context of capital market liberalization, enriching existing literature on influencing factors of sustainable development capabilities (ESG performance).

This paper, to some extent, demonstrates that the capital market liberalization policy has provided new impetus for China's real economy to achieve green and low-carbon transformation, as well as high-quality and sustainable development, realizing the synergistic effect of capital market opening policies and national strategic goal of "dual carbon". It aligns with the policy intent of financial market reform to serve the high-quality development of the real economy.

**Key words:** capital market liberalization; "Shanghai - Hong Kong" and "Shenzhen - Hong Kong" stock connect; enterprises' ESG performance; enterprises' sustainable development capacity

(责任编辑:徐雅雯)

[DOI]10.19654/j.cnki.cjwtyj.2023.07.010

[引用格式]王浩宇. 资本市场开放会提高企业可持续发展能力吗? ——基于企业 ESG 表现的研究[J]. 财经问题研究, 2023(7): 116-128, 封三.