

资本市场开放与企业高质量发展

——基于经济效率和可持续发展视角的检验

闫永生,李凌飞,刘慧侠

(西北大学 经济管理学院,陕西 西安 710127)

[摘要]基于可持续发展视角,以沪深港通交易制度实施为准自然实验,选取2010—2020年沪深A股上市公司数据,考察资本市场开放对企业高质量发展的影响机制。研究发现:沪深港通交易制度的实施提升了企业全要素生产率和ESG水平,促进了企业高质量发展,此结论经过一系列稳健性检验后仍成立;沪深港通交易制度可以通过技术创新效应、内部控制效应及外部监督效应促进企业高质量发展;基于地区制度环境、行业属性及产权性质的异质性检验发现,资本市场开放对制度环境水平较低地区、重污染行业及国有企业高质量发展的促进作用更大。研究为进一步扩大金融高水平对外开放与实现经济高质量发展提供了新证据。

[关键词]资本市场开放;全要素生产率;沪深港通;ESG;高质量发展;制度环境;公司治理

[中图分类号]F832.5;F062.2 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2023)05-0081-10

一、引言

实现高质量发展是中国式现代化的本质要求之一。党的十九大报告强调“必须坚定不移贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念”。企业高质量发展是经济高质量发展的微观基础,推动经济实现效率提升、结构优化、动力转换离不开微观企业的作用^[1]。在推动经济高水平对外开放的背景下,以开放促发展已成为新时期实现经济高质量发展的必由之路。“十四五”规划中提到,推进金融双向开放是“建立现代财税金融体制”的重要内容。资本市场开放是金融开放的主要内容之一,中国积极致力于推动资本市场开放,2014年11月17日,沪港通交易制度正式实施,上交所和香港联交所允许内地和香港投资者通过当地证券公司买卖规定范围内对方交易所上市的标的股票,资本市场开放迈向双向开放阶段。在沪港通平稳运行的基础上,2016年12月5日,深港通交易制度正式启动,深股通标的股包括市值60亿元人民币以上的深证成分指数和深证中小创新指数的成分股,以及深圳证券交易所上市的A+H股在内的881只股票。沪港通和深港通交易制度被认为是中国资本市场迈向双向开放的重要一步,具有里程碑意义^[2],对提高资本市场效率、支持实体经济健康发展具有重要实践意义。提升全要素生产率是促进经济高质量发展的关键因素,加强对环境、社会和治理的重视已成为我国经济可持续发展的重要抓手。因此,基于沪深港通交易制度背景,从经济效率和可持续发展视角探究资本市场开放对我国微观主体的影响,对深入推进我国金融高水平对外开放、提高企业生产效率、增强经济可持续性,实现企业高质量发展具有重要意义。

那么,如何促进微观企业实现高质量发展?已有研究表明,在制度层面,政府的制度供给是影响企业高质量发展的重要因素。建设服务型政府有助于降低企业的制度性交易成本,从而提升企业生产效率^[3]。此外,国家改革创新^[4]、营商环境优化^[5]、减税降费^[6]、低碳城市建设^[1]、智慧城市建设^[7]以及绿

[收稿日期]2023-04-10

[基金项目]陕西省社会科学基金项目(2023D350);西北大学研究生创新项目(CX2023038)

[作者简介]闫永生(1993—),男,甘肃武威人,西北大学经济管理学院博士生,主要研究方向为金融理论与政策;李凌飞(1993—)男,山东东营人,西北大学经济管理学院博士生,主要研究方向为金融数学;刘慧侠(1967—),女,陕西岐山人,西北大学经济管理学院教授,博士生导师,博士,主要研究方向为银行经营与管理,通讯作者,邮箱:lhux369@163.com。

色金融^[8]等政策均有助于为微观企业提供优良的制度环境,缓解企业融资困境,激发企业创新积极性,从而促使企业实现高质量发展。在企业层面,公司治理是影响企业高质量发展的关键因素。强化企业内部控制有助于优化企业内部治理结构,完善企业运行机制,提升企业运营效率,进而提高企业发展质量^[9]。此外,国有企业董事会多元化^[10]、董事网络^[11]及企业家精神^[12]均会对企业高质量发展产生积极影响。上述驱动企业高质量发展的方式主要限于内部制度改革。开放的中国不仅注重内部改革,而且也注重外部改革,以开放作为改革的外部推力,通过开放带来的正面效应倒逼资本市场改革,使得中国资本市场迈向成熟。随着境外投资者参与内地资本市场,内地企业将受到更大的监督,促使上市企业与国际标准接轨,有助于提升内地企业公司治理水平^[13]。

目前关于资本市场开放经济后果的影响的相关研究主要聚焦在资本市场运行与实体经济发展方面。资本市场开放引进成熟的境外投资者,有助于降低企业资本成本^[14]、提高股价信息含量^[15]、降低市场波动率^[16]和股价崩盘风险^[17]。此外,境外机构投资者的自由现金流,有助于提高上市公司资源配置效率^[18],缓解企业融资约束^[19],促进企业创新^[20],提升企业全要素生产率^[21]。

综上所述,学者们从不同视角探究了资本市场开放对企业决策和绩效的影响。然而,已有文献多单独考察资本市场开放对企业高质量发展的某个侧面的影响,如生产率、企业价值、研发创新等变量均为企业高质量发展的单一维度,未能系统考察资本市场开放对企业高质量发展的综合影响。本文将经济效率和环境效益作为衡量微观主体高质量发展的指标,能够较为客观地反映企业综合发展水平,而且,将“沪深港通”制度视为一项准自然实验,可以深入探究资本市场开放对微观企业高质量发展的影响机制。

本文可能的边际贡献主要体现在:第一,基于经济效率与可持续发展视角探究资本市场开放对企业高质量发展的影响,可以丰富和拓展资本市场开放效应方面的文献,同时为评估“沪深港通”交易制度政策效应提供新证据,对继续深化我国资本市场改革具有一定启示。第二,剖析资本市场开放对企业高质量发展的影响机制,探索资本市场开放如何影响企业高质量发展的“黑箱”,有助于深入理解资本市场开放与实体经济高质量发展的关键节点。第三,从地区制度环境、行业属性及产权性质等方面开展异质性分析,探究资本市场开放对企业高质量发展的差异化影响。

二、理论分析与研究假说

沪深港通交易制度的实施,吸引了大量成熟的境外投资者,国际化的公司治理理念与内地企业的治理理念进行交流,将对内地公司治理水平提升产生积极影响^[22]。具有成熟国际投资经验和监督技巧的境外投资者,能够促使内地企业董事会结构更加合理,推动公司治理水平与国际接轨。境外投资者的自由现金流有助于缓解标的企业的融资约束程度,从而有更多的资金投入研发创新活动。境外成熟的投资者具有较强的规则意识,积极助推内地上市公司走向规范化,完善内部监督机制,健全企业社会责任规章制度,从而积极承担社会责任。此外,境外投资者拥有更先进的分析和沟通工具,拥有更强的信息处理能力。境外投资者为了避免因环保等事件导致的股价大跌风险,通过“用手投票”或“用脚投票”的方式对企业决策者的行为产生约束,从而有效监督企业的环境违规行为。在外部监督下,企业会将社会责任作为一种长期战略,积极关注利益相关者诉求,提高企业公司治理效能。具体地,本文从激励技术创新、强化内部控制和加强外部监督三条路径,论证资本市场开放对企业高质量发展的影响路径。

首先,资本市场开放有助于激励企业技术创新,进而促进企业高质量发展。从融资便利度来看,创新活动具有资金需求大、投资周期长、风险高等特点,仅靠内部资金难以弥补创新活动所需的资金缺口,融资约束成为制约企业创新的重要因素,较高的融资成本会抑制企业的创新积极性。沪深港通交易制度实施后,境外投资者能为上市企业带来境外银行的贷款,拓宽企业的融资渠道,从而降低企业的融资约束^[23]。同时,境外投资者的自由现金流入注入标的公司,有助于缓解企业的融资困境,从而促进企业创

新。也有研究表明,股权融资对企业创新的促进作用更大^[24]。从信息效率来看,境外投资者具有较强的信息处理能力和价值分析手段^[25],能够准确评估企业创新价值,通过市场交易将创新活动的真实价值反映到股价中,从而降低企业创新价值被低估的可能性,激发企业创新积极性。伴随着技术创新而来的生产工艺改进,能够大幅度提高生产效率。同时,创新技术的使用有助于帮助企业赢得社会认可,提升企业品牌价值,树立良好的社会形象,从而激发消费者的绿色购买行为,使得企业获得更好的财务绩效,进而促进企业可持续发展,实现高质量发展。

其次,资本市场开放有助于强化企业内部控制,进而促进企业高质量发展。资本市场开放在给国内资本市场带来益处的同时,也会增加潜在的风险^[26]。沪深港交易制度实施后,境外资本市场的风险事件更易波及内地资本市场,加剧了内地资本市场的风险传染效应。风险冲击会影响企业管理层业绩,为了对冲外部风险带来的冲击,避免内外部风险叠加引起的股价大幅波动,管理层会完善内部控制制度,从而缓冲风险^[27]。此外,随着资本市场开放,审计师面临的声誉和诉讼风险被放大,使其在审计标的公司时更加谨慎,审计程序更加规范,审计证据更加充分,审计独立性和质量将大幅提升^[28],从而督促企业完善内部控制机制,提高内部控制有效性。企业内部控制质量的提升能够降低企业的代理成本^[29],从而抑制高管违规行为,保证企业在法律允许的框架下合规经营^[30],进而促进企业高质量发展。

最后,资本市场开放有助于加强企业外部监督,进而促进企业高质量发展。由于内地资本市场存在着过度包装、投资者利益保护不足等问题,不断完善信息披露机制,加强投资者保护力度,强化对标的公司的外部监督格外重要。沪深港通交易制度的实施,标的公司的信息更能引起投资者的关注,可以提升企业信息的解读能力和私有信息的挖掘能力^[31],从而改善信息环境,降低信息不对称,对控股股东的行为产生一定监督效果。在较强的外部监督条件下,企业通过操作信息、粉饰财务报表等手段进行利益侵占的动机将被削弱^[32],从而提升公司治理质量。同时,企业倘若积极承担社会责任,注重绿色可持续发展,其信息亦可通过分析师传递给投资者,向市场传递积极信号,从而获得良好的社会声誉。因此,资本市场开放能够吸引更多专业分析师跟踪,强化外部监督机制,进而提升企业高质量发展水平。

基于以上分析,本文提出如下假说:

假说:资本市场开放能够促进企业高质量发展。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选择2010—2020年沪深A股上市企业作为样本,并对样本做如下处理:(1)剔除金融类企业;(2)剔除ST、PT企业;(3)剔除资产负债率大于1的企业;(4)剔除样本期内退出沪港通和深港通的企业;(5)剔除经营期不满三年的企业;(6)剔除数据缺失的企业。ESG评级数据来自Wind数据库,其他区域数据和企业数据均来自CSMAR数据库和CNRDS数据库。为了消除极端值引起的估计偏误,本文对所有连续变量在上下1%水平下进行了缩尾处理。

(二) 变量选取

1. 被解释变量

学界关于企业高质量发展的度量主要采用单一指标、综合指标及多维指标^[3-4,6,10]。考虑到单一指标很难客观全面反映出企业高质量发展水平,本文借鉴王贞洁和王惠的做法^[1],基于经济效率和可持续性双重视角,利用双指标衡量企业高质量发展水平。

(1) 企业全要素生产率(TFP)。关于全要素生产率的测度,目前主要采用OLS法、OP法、LP法等进行测算,本文借鉴鲁晓东和连玉君的研究^[33],采用LP法测算企业全要素生产率,这可以纠正要素投入伴随的内生性问题,并且同时采用OP法进行稳健性检验。资本投入选用固定资产净额衡量,劳动力投入选用企业员工数衡量,企业增加值选用主营业务收入衡量。

(2) 企业发展可持续性(ESG)。本文选用华证 ESG 综合指标,该指标覆盖上市企业较多且数据较为可靠,华证 ESG 指标体系包括环境、社会和公司治理三大支柱,包含 26 个关键指标和 130 多个子指标。将所有上市公司 ESG 表现由低到高评为 9 档,C—AAA 九档评级分别赋值 1—9,数值越大表示企业 ESG 评级越高。此外,本文还选取彭博 ESG 评分及三个子指标作为稳健性检验的替代变量。

2. 核心解释变量

本文借鉴连立帅等学者的做法^[2],根据企业是否成为沪港通或深港通标的表示资本市场开放(HSSC)。具体地,将被纳入沪港通或深港通标的的企业设为处理组,其余为控制组。在时间上,被列为沪港通或深港通标的的当年及之后为 1,否则为 0。进一步,考虑到政策的时滞性,根据企业被纳入沪深港通标的的月份,将 7 月份(含)之后纳入的企业划归到次年。

3. 控制变量

考虑到其他因素对企业高质量发展的影响,本文选取企业规模、资产负债率等控制变量,定义见表 1。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量含义
被解释变量	企业全要素生产率	<i>tfp_lp</i>	以 LP 法测得
	企业 ESG 表现	<i>ESG</i>	华证 ESG 评级指数
核心解释变量	资本市场开放	<i>HSSC</i>	沪深港通交易制度实施且企业在某年被列为沪港通或深港通标的的当年及之后为 1,否则为 0
	企业规模	<i>size</i>	总资产,取对数
	资产负债率	<i>lev</i>	总负债/总资产
	总资产收益率	<i>roa</i>	净利润/总资产
	企业年龄	<i>age</i>	报告期 - 上市年份 + 1,取对数
	机构投资者持股比例	<i>mshare</i>	机构投资者持股占比
	股权集中度	<i>top1</i>	第一大股东持股占比
	企业成长性	<i>growth</i>	营业收入增长率
	托宾 Q 值	<i>tobinq</i>	(股票市值 + 总负债)/总资产
	两职合一	<i>dual</i>	董事长兼任 CEO 为 1,否则为 0
控制变量	董事会规模	<i>board</i>	董事会人数,取对数
	独立董事比例	<i>indep</i>	独立董事人数/董事会规模
	会计师事务所	<i>big4</i>	四大会计师事务所为 1,否则为 0
	地区人均 GDP 增长率	<i>gdp_grow</i>	各省人均生产总值的增长率

(三) 模型构建

为了检验资本市场开放对企业高质量发展的影响,本文构建如下实证模型:

$$H_quality_{it} = \beta_0 + \beta_1 HSSC_{it} + \gamma Control_{it} + Industry + Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型(1)中, $H_quality_{it}$ 为被解释变量,采用 LP 法测算的企业全要素生产率和企业 ESG 指数表示;资本市场开放(HSSC)为核心解释变量;Control 为控制变量的集合,Industry 为行业固定效应,Year 为年份固定效应, ε_{it} 为随机扰动项。

表 2 描述性统计结果

变量	观察值	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>tfp_lp</i>	9764	16.273	1.194	16.142	13.853	19.137
<i>ESG</i>	9764	6.741	1.122	7.000	1.000	9.000
<i>HSSC</i>	9764	0.337	0.473	0.000	0.000	1.000
<i>size</i>	9764	22.707	1.440	22.493	20.248	26.951
<i>lev</i>	9764	0.429	0.200	0.425	0.057	0.849
<i>roa</i>	9764	0.053	0.049	0.046	-0.102	0.211
<i>age</i>	9764	2.180	0.686	2.303	0.693	3.258
<i>mshare</i>	9764	0.115	0.184	0.003	0.000	0.662
<i>top1</i>	9764	0.358	0.151	0.340	0.090	0.750
<i>growth</i>	9764	0.178	0.282	0.134	-0.400	1.412
<i>tobinq</i>	9610	2.066	1.302	1.632	0.858	8.144
<i>dual</i>	9764	0.014	0.118	0.000	0.000	1.000
<i>board</i>	9764	2.349	0.249	2.303	1.792	2.996
<i>indep</i>	9764	0.396	0.100	0.375	0.000	0.667
<i>big4</i>	9764	0.092	0.290	0.000	0.000	1.000
<i>gdp_grow</i>	9764	0.086	0.043	0.081	0.006	0.230

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计。企业全要素生产率的均值为 16.273,标准差为 1.194,最小值为 13.853,最大值为 19.137,表明各企业间全要素生产率存在一定差异。企业 ESG 表现的均值为 6.741,标准差为 1.122,最小值为 1,最大值为 9,表明各企业间 ESG 评级差异较大。HSSC 的均值为 0.337,说明样本中大约有 33.7% 的企业被纳入沪深港通标的。其余控制变量均存在一定差异。

(二) 基准回归结果

表3 报告了资本市场开放影响企业高质量发展水平的基准回归结果。列(1)和列(3)仅将资本市场开放纳入回归,核心解释变量资本市场开放(HSSC)的系数均在1%水平下显著为正。列(2)和列(4)为添加控制变量后的估计结果,核心解释变量资本市场开放(HSSC)的系数均在1%水平下显著为正。这表明资本市场开放有助于提升企业全要素生产率和企业 ESG 水平,实现企业高质量发展,从而支持了本文的假说。

(三) 稳健性检验^①

为了确保研究结论的可靠性,本文从以下几方面进行稳健性检验:

1. 平行趋势检验。使用双重差分模型的重要前提是满足共同趋势,即要求处理组和控制组在政策实施前其结果变量的趋势是一致的。为了检验这一假设条件,设置一系列虚拟变量:处理组公司被纳入沪深港通标的前第*i*年 *before(i)* 取值为1,否则为0;处理组公司被纳入沪深港通标的当年为1,其余为0;处理组公司被纳入沪深港通标的后第*i*年取值为1,否则为0,其中处理组公司被纳入沪深港通标的后第三年及以后取值为1,否则为0,本文以纳入前一年作为参照基准。经过平行趋势检验发现,公司被纳入沪深港通前各期的回归系数均不显著,这表明沪深港通交易制度实施前四年的处理组和控制组的变化趋势不存在差异,通过了平行趋势检验。沪深港通交易制度实施后各期的回归系数均显著为正。

2. 安慰剂检验。为了检验资本市场开放对企业高质量发展的影响是不是由其他随机因素引起的,本文进行安慰剂检验。通过1000次随机生成处理组,从而生成随机抽样估计结果,随机抽样的系数估计值分布在零附近,且服从正态分布。随机抽样的估计系数均小于本文的实际估计系数,符合安慰剂检验的预期。这表明,并非不可测的其他随机因素对企业高质量发展产生促进作用,前文的结论具有较强的稳健性。

3. PSM 和 EBM。考虑到被纳入沪深港通标的公司与其他公司在企业特征方面存在的差异,为了缓解此问题,本文采用倾向得分匹配(PSM)和熵平衡匹配(EBM)修正样本差异问题。选择模型(1)中的控制变量作为协变量,通过Logit模型计算企业被纳入沪深港通标的概率,采用有放回地1:3逐年近邻匹配法。经过倾向得分匹配(PSM)和熵平衡匹配(EBM)后的回归系数在1%水平下显著为正,结论依然稳健。

4. 遗漏变量问题。考虑到模型可能遗漏重要变量带来的估计误差,本文进一步控制其他可能对企

表3 基准回归结果

	(1) <i>tfp_lp</i>	(2) <i>tfp_lp</i>	(3) <i>ESG</i>	(4) <i>ESG</i>
<i>HSSC</i>	0.932 *** (35.38)	0.059 *** (3.61)	0.639 *** (19.94)	0.194 *** (5.61)
<i>size</i>		0.636 *** (91.59)		0.334 *** (26.33)
<i>lev</i>		1.124 *** (25.03)		-0.443 *** (-5.44)
<i>roa</i>		4.229 *** (28.58)		1.503 *** (5.06)
<i>age</i>		0.075 *** (7.04)		0.148 *** (6.97)
<i>mshare</i>		0.038 (1.20)		-0.013 (-0.20)
<i>top1</i>		0.102 ** (2.53)		0.045 (0.60)
<i>growth</i>		0.113 *** (4.71)		-0.193 *** (-4.94)
<i>tobinq</i>		-0.022 *** (-4.52)		0.043 *** (4.19)
<i>dual</i>		0.069 * (1.91)		0.101 (1.27)
<i>board</i>		-0.006 (-0.24)		-0.045 (-0.98)
<i>indep</i>		-0.118 ** (-2.11)		0.018 (0.16)
<i>big4</i>		0.023 (1.12)		0.017 (0.45)
<i>gdp_grow</i>		-0.431 ** (-2.18)		0.667 * (1.73)
常数项	15.959 *** (1257.08)	1.023 *** (6.64)	6.525 *** (447.18)	-1.154 *** (-4.07)
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9764	9610	9764	9610
r ² _a	0.386	0.835	0.159	0.259

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平下显著,括号内为T统计量;所有模型均考虑了异方差问题,采用稳健性标准误计算。下同。

^①限于篇幅,未列出相关回归表格,留存备案。

业高质量发展产生影响的因素。2016 年国家出台了《环境保护税法》,可能对企业绿色治理产生显著影响。本文将重污染行业作为处理组,2017 年为政策冲击时间,构造虚拟变量 $pollind \times post$,并纳入模型(1)中进行回归,此外,本文引进行业、省份与年份的交互项固定效应,基准回归结论仍稳健。

5. A + H 股的影响。考虑到 A + H 股同时在内地和香港上市交易,这可能会影响沪深港通交易制度对企业高质量发展产生的净效应。因此,本文剔除了 A + H 交叉股的样本进行检验,估计结果仍然稳健。

6. 考虑样本选择问题。本文采用 Heckman 选择模型检验是否存在企业非随机行为带来的样本选择偏误。选择企业规模、企业年龄、流动比率及企业成长性作为协变量,第一步使用 probit 模型估计企业是否受到观测的概率,并求出逆米尔斯比(IMR),第二步将 IMR 引入模型(1)进行回归,核心解释变量的系数仍在 1% 水平下显著为正,这表明样本选择问题并未导致估计偏误。

7. 替换被解释变量。考虑到企业全要素生产率和 ESG 衡量标准的差异可能会影响研究结论的可靠性,本文运用 OP 法重新测算企业全要素生产率,采用彭博 ESG 评级及分项指数作为被解释变量的替代变量,资本市场开放(HSSC)的系数均显著为正。进一步验证了基准回归结果的稳健性。

五、进一步研究

(一) 影响机制检验

为验证理论机制,本文借鉴温忠麟等学者的做法^[34],构建如下回归模型:

$$Med_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 HSSC_{it} + \gamma Control_{it} + Industry + Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$H_quality_{it} = \theta_0 + \theta_1 HSSC_{it} + \theta_2 Med_{it} + \gamma Control_{it} + Industry + Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中,中介变量(Med)分别为技术创新(*green_inno*)、内部控制质量(*DB*)及外部监督(*attention*)。技术创新采用企业绿色专利申请数加1的自然对数,内部控制质量采用迪博内部控制指数加1的自然对数,外部监督采用分析师关注数加1的自然对数。 θ_1 表示资本市场开放对企业高质量发展的直接效应,中介效应的大小由 $\alpha_1 \times \theta_2$ 表示。

表 4 影响机制检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>green_inno</i>	<i>tfp_lp</i>	<i>ESG</i>	<i>DB</i>	<i>tfp_lp</i>	<i>ESG</i>	<i>attention</i>	<i>tfp_lp</i>	<i>ESG</i>
<i>HSSC</i>	0.091 *** (2.68)	0.057 *** (3.50)	0.191 *** (5.51)	0.040 (1.47)	0.058 *** (3.57)	0.191 *** (5.54)	0.151 *** (6.46)	0.054 *** (3.24)	0.181 *** (5.24)
<i>green_inno</i>		0.022 *** (4.41)	0.035 *** (3.53)						
<i>DB</i>					0.019 ** (2.04)	0.074 *** (4.05)			
<i>attention</i>								0.038 *** (4.90)	0.085 *** (5.50)
常数项	-11.531 *** (-35.12)	1.280 *** (7.55)	-0.750 ** (-2.45)	5.434 *** (25.59)	0.919 *** (5.76)	-1.553 *** (-5.25)	-6.710 *** (-33.30)	1.278 *** (7.84)	-0.586 * (-1.95)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9610	9610	9610	9610	9610	9610	9610	9610	9610
r2_a	0.516	0.836	0.260	0.055	0.835	0.261	0.417	0.836	0.262

表 4 报告了资本市场开放对企业高质量发展影响渠道检验的回归结果。模型(2)的估计结果如列(1)、(4)和(7)所示。列(1)中,资本市场开放的估计系数在 1% 水平下显著为正,说明资本市场开放有助于激励企业绿色技术创新。列(4)中,资本市场开放的估计系数为正,但不显著。列(7)中,资本市场开放的估计系数在 1% 水平下显著为正,说明资本市场开放有助于强化外部监督,从而促使企业高质量发展水平提升。模型(3)的估计结果如列(2)(3)(5)(6)(8)(9)所示,列(2)、列(3)中绿色技术创新

的回归系数显著为正,这说明企业创新能力的提高有助于促进企业高质量发展水平提升。列(5)、列(6)中内部控制的回归系数均显著为正,这说明内部控制质量有助于促进企业高质量发展水平提升。列(8)、列(9)中外部监督的回归系数均显著为正,这说明强化外部监督有助于促进企业高质量发展水平提升。列(2)(3)(5)(6)(8)(9)中资本市场开放的系数绝对值较模型(1)均有所下降,从而验证了中介效应存在。为了确保中介效应的显著性,本文还采用 Bootstrap 法检验了中介效应的存在。

(二) 异质性检验

1. 地区制度环境异质性

在制度环境较好地区,市场化水平较高,各项法规比较健全,企业面临的资源边界约束较为宽松,资本市场开放对制度环境较好地区企业生产率提升的边际效用较小。而在制度环境较低地区,市场化、法制化制度仍需完善,企业面临的融资约束较大,资本市场开放后,通过引进境外投资者可以缓解企业融资困境,更有助于促进企业高质量发展。

基于以上分析,本文选取王小鲁等测度的市场化指数^[35]作为地区制度环境的代理变量^①。在此基础上,分别以地区制度环境按照中位数将样本分为两组进行检验。检验结果如表5所示,列(1)、列(2)为以全要素生产率为被解释变量的分组结果,资本市场开放(HSSC)的回归系数在制度环境水平较低组中更大,列(3)、列(4)为以企业 ESG 表现为被解释变量的分组结果,资本市场开放(HSSC)的回归系数均显著为正,但在制度环境水平较低组中,资本市场开放(HSSC)的回归系数的绝对值大于制度环境水平较高组中的回归系数,表明资本市场开放(HSSC)对制度环境水平较低地区企业 ESG 水平的正向影响更大,且通过组间系数差异检验。

2. 行业差异

在新发展理念指引下,重污染行业面临较为严格的环境规制,迫于政府的压力会更加重视环境治理问题,更加积极通过环境战略提升环境绩效,降低环境风险。在沪深港通交易制度实行后,重污染行业企业会受到境外投资者的关注,污染企业会更加注重绿色治理,积极承担社会责任,不断提升公司治理能力,向市场传递绿色转型的积极信号。因此,本文预期资本市场开放对重污染行业企业高质量发展的影响更大。

借鉴刘运国和刘梦宁的研究^[36],本文将采矿业、制造业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业定义为重污染行业,其余行业为非污染行业^②。检验结果如表6所示,列(1)、列(2)为以全要素生产率为被解释变量的分

表5 异质性检验:制度环境

	(1) 较高 tfp_lp	(2) 较低 tfp_lp	(3) 较高 ESG	(4) 较低 ESG
HSSC	0.037 * (1.71)	0.092 *** (3.58)	0.172 *** (3.95)	0.205 *** (3.60)
常数项	1.956 *** (7.60)	0.917 *** (3.97)	-2.707 *** (-5.58)	-1.430 *** (-3.23)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4850	4760	4850	4760
r2_a	0.846	0.832	0.302	0.238
组间系数差异 P 值	0.031		0.062	

表6 异质性检验:行业属性

	(1) 重污染 tfp_lp	(2) 非重污染 tfp_lp	(3) 重污染 ESG	(4) 非重污染 ESG
HSSC	0.083 ** (2.44)	0.051 *** (2.76)	0.284 *** (3.70)	0.175 *** (4.58)
常数项	0.908 ** (2.33)	0.799 *** (4.09)	1.092 (1.49)	-2.827 *** (-7.77)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2227	7383	2227	7383
r2_a	0.809	0.846	0.171	0.294
组间系数差异 P 值	0.086		0.004	

①由于市场化指数数据截至2016年,本文根据以往年份指数的平均增长率外推计算了2017—2020年的数据。

②参照刘运国和刘梦宁的做法^[36],将B07、B08、B09、C17、C19、C22、C25、C26、C28、C29、C30、C31、C32和D44定义为重污染行业,其余为非重污染行业。

组结果,列(3)、列(4)为以企业 ESG 表现为被解释变量的分组结果,两组中资本市场开放(*HSSC*)的回归系数均显著为正,但在重污染行业组中,资本市场开放(*HSSC*)的回归系数的绝对值大于非重污染行业组中的回归系数,表明资本市场开放(*HSSC*)对重污染行业企业高质量发展的正向影响更大。这也表明,资本市场开放能够推进重污染行业深化改革,实现企业高质量发展,且通过组间系数差异检验。

3. 产权性质差异

在不同产权性质下,资本市场开放会对企业高质量发展产生差异化影响。国有企业生产效率较低,内在公司治理水平较低,且拥有较大的市场垄断力。而非国有企业面临更大的融资约束和市场竞争压力,势必会提高自身生产效率,从而获得市场占有率。沪深港通交易制度实行后,境外机构投资者利用其信息优势提高国有企业股价信息含量,规范国有企业内部治理机制,提高国有企业的长期价值。由此,相较于非国有企业,国有企业高质量发展对沪深港通制度更加敏感。为了检验以上推理,本文根据企业实际控制人股权性质,将样本分为国有企业组和非国有企业组。检验结果如表 7 所示,列(1)、列(2)为以全要素生产率为被解释变量的分组结果,列(3)、列(4)为以企业 ESG 表现为被解释变量的分组结果,通过比较,在国有企业组中,资本市场开放(*HSSC*)的回归系数均在 1% 水平下显著为正,表明资本市场开放(*HSSC*)对国有企业高质量发展的正向影响更明显,且通过组间系数差异检验。

表 7 异质性检验:产权性质

	(1) 国有 <i>tfp_lp</i>	(2) 非国有 <i>tfp_lp</i>	(3) 国有 <i>ESG</i>	(4) 非国有 <i>ESG</i>
<i>HSSC</i>	0.106 *** (3.68)	0.017 (0.85)	0.293 *** (5.39)	0.064 (1.39)
常数项	2.134 *** (8.78)	0.527 ** (2.43)	0.143 (0.35)	-1.207 *** (-2.81)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3834	5775	3834	5775
r2_a	0.829	0.821	0.315	0.202
组间系数差异 P 值	0.000		0.000	

六、结论性评述

沪深港通交易制度是中国特色金融发展之路的重要实践,具有深远意义。本文利用 2010—2020 年沪深 A 股上市公司数据,考察了资本市场开放对企业高质量发展的影响机制,得出以下结论:第一,沪深港交易制度的实施提升了企业全要素生产率和企业 ESG 水平,促进了企业高质量发展,此结论在经过一系列稳健性检验后仍成立。第二,沪深港通交易制度可以通过技术创新效应、内部控制效应及外部监督效应促进企业高质量发展水平提升。第三,基于地区制度环境、行业属性及产权性质的异质性检验发现,企业所在地区制度环境水平越低时,资本市场开放对企业高质量发展的促进作用更大。资本市场开放对重污染行业企业的高质量发展水平的影响更大。相较于非国有企业,国有企业被纳入沪深港标的对企业高质量发展的影响更明显。

根据以上结论,本文提出如下建议:第一,要积极总结沪深港通交易制度实施以来的成功经验,逐步扩大资本市场开放深度。适当增加沪深港通标的公司,进一步扩大开放的额度。同时要积极探索推进与其他成熟资本市场实现互联互通,构筑起资本市场双向开放的新格局,助力经济实现可持续高质量发展。第二,政府要进一步加大对创新的支持力度,通过组合式政策激励企业创新积极性,为企业创新营造良好的外部环境。要完善公司治理方面相关规章制度,加强企业内部控制,构建外部风险防范机制,化解企业内外部风险。同时要强化对企业信息披露的制度约束,增强企业信息披露质量,提升企业治理透明度。引导企业转变发展方式,提高生产效率,树立长期可持续发展观,积极履行社会责任和义务。第三,在确定沪深港通标的公司时应向制度质量较低地区、重污染行业及国有企业侧重,通过市场化手段促使其实现高质量发展,同时也要持续优化制度质量较高地区营商环境,积极助推非重污染行业

企业高质量发展迈向更高水平,要为非国有企业打好“政策组合拳”,为其建立融资平台和激励机制,助力其实现高质量发展。

囿于数据可得性和研究重点选择,本文也存在一定不足有待深入探究。一方面,受限于数据可得性,本文选择了上市企业作为研究对象,未考虑资本市场开放对中小企业高质量发展的影响,未来期望获得中小企业微观数据进行考察。另一方面,本文聚焦于技术创新、内部控制及外部监督三个机制探究资本市场开放的高质量发展效应,也可能存在其他影响渠道尚未被关注,有待进一步挖掘。

参考文献:

- [1]王贞洁,王惠. 低碳城市试点政策与企业高质量发展——基于经济效率与社会效益双视角的检验[J]. 经济管理,2022(6): 43-62.
- [2]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[J]. 管理世界, 2019(8):136-154.
- [3]张思涵,张明昂,王雨坤. 服务型政府建设与企业高质量发展[J]. 财经研究,2022(9):109-123.
- [4]付奎,张杰. 国家全面创新改革如何引领企业高质量发展——基于政策驱动和制度激励双重视角[J]. 现代经济探讨,2022(8):102-114.
- [5]邵传林. 地区营商环境与民营企业高质量发展:来自中国的经验证据[J]. 经济与管理研究,2021(9):42-61.
- [6]段姝,刘霞,殷蓉,等. 减税降费赋能企业高质量发展了吗? [J]. 经济问题,2022(1):20-30.
- [7]刘伟丽,刘宏楠. 智慧城市推进企业高质量发展的机制与路径[J]. 深圳大学学报(人文社会科学版),2022(1):95-106.
- [8]胡天杨,涂正革. 绿色金融与企业高质量发展:激励效应与抑制效应[J]. 财经科学,2022(4):133-148.
- [9]张广胜,孟茂源. 内部控制、媒体关注与制造业企业高质量发展[J]. 现代经济探讨,2020(5):81-87.
- [10]李雄飞. 董事会多元化对国有上市公司高质量发展的影响研究[J]. 经济问题,2022(6):85-93.
- [11]吴成颂,程茹枫. 董事网络与制造业企业高质量发展——基于金融发展门槛效应的实证分析[J]. 安徽大学学报(哲学社会科学版),2021(4):144-156.
- [12]王新平,周彩霞. 企业家精神与企业高质量发展——基于被调节的链式中介模型[J]. 调研世界,2022(8):55-66.
- [13]万华林,朱凯,于雪彦. 资本市场开放促进了资本市场公平吗? ——基于“沪港通”开放事件的准自然实验研究[J]. 世界经济研究,2022(4):91-104.
- [14]Henry P B. Do stock market liberalizations cause investment booms? [J]. Journal of Financial economics, 2000, 58(1): 301-334.
- [15]戴鹏毅,杨胜刚,袁礼. 资本市场开放与企业全要素生产率[J]. 世界经济,2021(8):154-178.
- [16]张广婷,郑文锋. 资本市场开放下外资持股公司有更好的市场表现吗? 基于“沪深港通”的经验证据[J]. 世界经济研究, 2020(12):19-30.
- [17]李沁洋,许年行. 资本市场对外开放与股价崩盘风险——来自沪港通的证据[J]. 管理科学学报,2019(8):108-126.
- [18]王建新,丁亚楠. 沪深港通背景下的资本市场开放与资源配置效率——基于信息透明度的中介效应研究[J]. 云南社会科学,2020(4):122-128.
- [19]李沁洋,何银莹,刘向强,等. 资本市场开放对企业融资约束的影响机制研究:基于“沪深港通”的经验证据[J]. 世界经济研究,2023(4):87-102.
- [20]罗宏,陈小运. 资本市场对外开放促进公司创新了吗——基于“沪港通”交易制度的经验证据[J]. 当代财经,2020(8):66-77.
- [21]杨胜刚,戴鹏毅,袁礼,等. 资本市场开放与全要素生产率:基于国内金融市场与机制转换的双重逻辑[J]. 世界经济研究, 2022(12):88-100.
- [22]陈作华,陈娇娇,吴大新. 资本市场开放抑制了高管机会主义减持行为吗? ——基于“陆港通”的经验证据[J]. 证券市场导报,2022(5):35-46.
- [23]Mitton T. Stock market liberalization and operating performance at the firm level[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 81(3): 625-647.
- [24]胡恒强,范从来,杜晴. 融资结构、融资约束与企业创新投入[J]. 中国经济问题,2020(1):27-41.
- [25]Bailey W, Mao C X, Sirodom K. Investment restrictions and the cross-border flow of information: Some empirical evidence[J]. Journal of International Money and Finance, 2007, 26(1): 1-25.

- [26] Bai Y, Chow D Y P. Shanghai-Hong Kong Stock Connect: An analysis of Chinese partial stock market liberalization impact on the local and foreign markets[J]. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2017, 50(6): 182 - 203.
- [27] 田雪丰,徐成凯,田昆儒. 资本市场开放与公司内部控制质量——基于“沪港通”的证据[J]. *南京审计大学学报*,2021(6):51 - 60.
- [28] 张立民,彭雯,钟凯.“沪港通”开通提升了审计独立性吗? ——基于持续经营审计意见的分析[J]. *审计与经济研究*,2018(5):35 - 45.
- [29] 权小锋,肖斌卿,尹洪英. 投资者关系管理能够抑制企业违规风险吗? ——基于A股上市公司投资者关系管理的综合调查[J]. *财经研究*,2016(5):15 - 27.
- [30] 毛新述,孟杰. 内部控制与诉讼风险[J]. *管理世界*,2013(11):155 - 165.
- [31] 马亚明,马金娅,胡春阳. 资本市场开放可以提高上市公司治理质量吗——基于沪港通的渐进双重差分模型检验[J]. *广东财经大学学报*,2021(4):81 - 95.
- [32] 卢锐,赵家悦,刘畅,等. 资本市场开放的公司治理效应:基于控股股东股权质押的视角[J]. *会计研究*,2022(2):164 - 178.
- [33] 鲁晓东,连玉君. 中国工业企业全要素生产率估计:1999—2007[J]. *经济学(季刊)*,2012(2):541 - 558.
- [34] 温忠麟,张雷,侯杰泰,等. 中介效应检验程序及其应用[J]. *心理学报*,2004(5):614 - 620.
- [35] 王小鲁,樊纲,余静文. 中国分省份市场化指数报告(2016)[M]. 北京:社会科学文献出版社,2017.
- [36] 刘运国,刘梦宁. 雾霾影响了重污染企业的盈余管理吗? ——基于政治成本假说的考察[J]. *会计研究*,2015(3):26 - 33.

[责任编辑:黄燕]

Capital Market Opening and High-quality Development of Enterprises: Test Based on the Perspective of Economic Efficiency and Sustainable Development

YAN Yongsheng, LI Lingfei, LIU Huixia

(School of Economics and Management, Northwestern University, Xi'an 710127, China)

Abstract: Based on the perspective of sustainable development, using the implementation of the Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect trading system as a quasi-natural experiment, this study selected data from A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen stock market from 2010 to 2020 to examine the impact mechanism of capital market opening on high-quality development of enterprises. The research finds that the implementation of the Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect trading system has improved the total factor productivity and ESG level of enterprises, and promoted the high-quality development of enterprises. This conclusion is still valid after a series of robustness tests; The trading system of the Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect can promote high-quality development of enterprises through technological innovation effects, internal control effects, and external supervision effects; Based on the heterogeneity test of regional institutional environment, industry attributes, and property rights, it was found that the opening of the capital market has a greater promoting effect on the high-quality development of regions with lower institutional environment, heavily polluted industries, and state-owned enterprises. This article provides new evidence for further expanding high-level financial openness to the outside world and achieving high-quality economic development.

Key Words: capital market opening; total factor productivity; Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect; ESG; high-quality development; institutional environment; corporate governance