

资本市场开放、ESG与企业风险承担

——基于“沪港通”的经验证据

陈楚汶, 姜苑, 刘林

江苏大学财经学院, 江苏 镇江

收稿日期: 2024年8月2日; 录用日期: 2024年8月26日; 发布日期: 2024年11月29日

摘要

推动资本市场高水平对外开放正成为锻造企业新质生产力的动力源泉和提升风险承担能力的重要手段。本文以“沪港通”实施为外生事件, 探究了资本市场开放对企业风险承担的影响。选取2003~2023年沪深A股上市公司数据, 建立DID双重差分模型, 探究资本市场开放对企业风险承担能力的影响及中介机制。实证结果发现: “沪港通”的施行有利于提升企业风险承担能力, 且上述结论在经过一系列稳健性检验后依然成立。机制分析结果表明: 资本市场开放通过提高企业ESG水平来提高企业的风险承担能力。本文揭示了“沪港通”通过改善企业ESG水平来提高风险承担能力的积极意义, 为坚定推行资本市场对外开放政策提供参考依据。

关键词

资本市场, 企业风险承担, 沪港通, ESG, 双重差分

Capital Market Opening, ESG and Corporate Risk Taking

—Empirical Evidence Based on the Shanghai-Hong Kong Stock Connect

Chuwen Chen, Yuan Jiang, Lin Liu

School of Finance and Economics, Jiangsu University, Zhenjiang Jiangsu

Received: Aug. 2nd, 2024; accepted: Aug. 26th, 2024; published: Nov. 29th, 2024

Abstract

Promoting high-level opening-up of the capital market is becoming a driving force for forging new-

文章引用: 陈楚汶, 姜苑, 刘林. 资本市场开放、ESG 与企业风险承担[J]. 电子商务评论, 2024, 13(4): 6018-6028.

DOI: 10.12677/ec.2024.1341842

quality productivity of enterprises and an important means to enhance risk-taking capacity. This paper takes the implementation of the Shanghai-Hong Kong Stock Connect as an exogenous event to explore the impact of capital market opening on corporate risk-taking. Data of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2003 to 2023 are selected to establish a DID double difference model to explore the impact of capital market opening on corporate risk-taking capacity and the intermediary mechanism. The empirical results show that the implementation of the Shanghai-Hong Kong Stock Connect is conducive to improving corporate risk-taking capacity, and the above conclusions are still valid after a series of robustness tests. The results of the mechanism analysis show that the opening of the capital market improves the risk-taking capacity of enterprises by improving the ESG level of enterprises. This paper reveals the positive significance of the Shanghai-Hong Kong Stock Connect in improving the risk-taking capacity by improving the ESG level of enterprises, and provides a reference for the firm implementation of the capital market opening-up policy.

Keywords

Capital Market, Corporate Risk-Taking, Shanghai-Hong Kong Stock Connect, ESG, Double Difference

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

党的二十届三中全会指出：“中国式现代化必将在改革开放中开辟广阔前景。”2014年11月17日，沪港通的正式实施，开辟了中国资本市场双向开放的新格局，成为我国对外开放的重要窗口。截至2023年3月，沪深港通北向累计成交金额为94.74万亿元，其中沪股通45.39万亿元，深股通49.34万亿元；南向累计成交金额为27.98万亿元。沪港通的正式开通，吸引大批境外优质投资者和资金[1]，对促进我国资本市场高质量发展，发挥资本市场资源配置作用[2] [3]具有重要实践意义。

近年来，企业ESG水平正愈来愈成为投资者关注的热点。资本市场开放不仅给国内市场带来充足的金融供给[4]，而且引进先进的管理和投资理念[5]。随着我国“碳中和、碳达峰”双碳目标的提出，可持续发展理念深入人心，这对新时代下企业发展的社会责任提出了更高的要求。已有研究表明，企业ESG评级，在促进企业创新[6]、改善企业投资效率[7] [8]等方面具有积极影响。企业ESG评级既是从微观层面解决全球性社会问题的必要[9]，也是实现我国经济转型、促进经济高质量发展的有效手段[10]-[13]，受到社会各界广泛关注。

然而，资本市场开放的不确定性亦会增加企业的风险承担。根据《中国企业风险报告(2020)》的分析，受新冠疫情和中美贸易战等不利因素的叠加冲击，国内宏观经济环境的不稳定性显著增加。资本市场亦给企业带来境外投资者“用脚投票”等不确定的风险[14]。在此背景下，我国是否要进一步扩大资本市场对外开放？抑或相反，关上国门发展经济？显然，这是一个亟待回答的问题。要回答这个问题，关键就是弄清资本市场开放与企业风险承担间的关系。现有文献较多关注资本市场开放的外部制度环境，鲜有文章从企业内部微观视角探讨资本市场开放这一因素对本土企业风险承担能力的影响。基于此，本文以“沪港通”表征资本市场开放，选取2003~2023年沪深A股上市公司数据，构建DID双重差分模型，实证资本市场开放对企业风险承担的影响。并以企业ESG为中介变量做进一步的机制分析，探讨资本市场开放对其风险承担能力的机理。

本文可能的贡献如下：第一，首次从企业微观层面的ESG视角，探讨资本市场开放对企业风险承担

能力的影响,拓宽了资本市场开放在微观层面的经济后果研究;第二,以资本市场开放为出发点,丰富了企业风险承担影响因素研究。第三,本文研究对资本市场的进一步深化开放、继续实施“沪港通”交易制度具有重要的参考价值。本文的研究结果有助于进一步提升对资本市场开放带来的经济后果的认识,为我国后续资本市场扩大开放的政策实施提供参考依据。

2. 制度背景与研究假说

2.1. 制度背景

为促进我国资本市场双向对外开放以及健康发展,我国于2014年11月17日正式启动“沪港通”交易互联互通机制。作为第一座联通中国内地和香港的“资本桥”,“沪港通”的实施,首次构建起我国资本市场双向对外开放格局,虽是我国对外政策上的“一小步”,但却是资本市场发展的“一大步”。

“沪港通”是“沪港股票市场交易互联互通机制”的简称,是上海与香港股票市场交易的互联互通机制,指上海证交所和香港联交所允许中国内地与香港的投资者委托上海证交所会员或香港联交所参与者,在规定范围内买卖对方交易所上市公司的股票。来自港交所的数据显示,截至2019年,沪深港通北向累计成交超17万亿元人民币,累计8600亿元人民币净流入内地股票市场,中国香港和海外投资者通过沪深港通持有的内地股票总额不断增长,由2014年底的865亿元人民币,激增至12212亿元人民币。“沪港通”以最小的制度成本,带来了最大的市场成效,开创了全新的资本市场双向开放模式。“沪港通”是内地与香港资本市场互联互通的开山之作,更是中国资本市场国际化里程中的关键一步。

随着我国大陆资本市场发展逐渐成熟,“沪港通”交易制度在促进资本市场要素流动和加强风险监管方面也发挥着日益突出的作用。一方面,资本市场开放引入大量外资,外资的进入拓宽企业的融资渠道[15],有效缓解企业融资约束[16],进而影响企业投资行为[17][18]。企业风险承担是一项资源消耗性活动,而资本市场开放给予企业充裕的资金支持,满足企业外部融资和资本积累的需要,促进了资本市场要素当地流动[19]-[21]。另一方面,资本市场开放引入的境外投资者会通过“用脚投票”的方式发挥对企业的监管效应[22]。具体而言,境外投资者相比境内投资者拥有更广阔的国际视野和投资经验[23][24]。当其利益受损时会及时选择抛售公司股票来减少自身损失[25],从而约束公司行为。

2.2. 研究假说

1) 资本市场开放与企业风险承担

当前,较多学者从境外投资者发挥的作用来研究资本市场开放的效果,但目前主要分为积极和消极两种观点。积极的观点认为,通过资本市场开放,境外投资者不仅可以充裕本土公司的金融供给来缓解金融约束,而且还能发挥监督和治理效用。另一种消极观点认为,境外投资者可能偏好投机,更加看重公司的短期发展,并进一步加重管理者的短视行为,使其在风险投资上更加“激进”。而且境外投资者可能缺乏对国内市场本土认识,导致其参与公司治理的效果偏离预期,会降低企业的风险承担能力。

相关研究发现,沪港通的实施能够通过增强企业创新能力来增强企业风险承担能力。李小林、司登奎等人(2024)研究发现[2],沪港通的实施通过促进劳动技能的提升,最终助推企业的自主创新能力。另一方面,资本市场开放带来的外资,更多发挥“资本逐利”效应来强化市场对企业的金融供给,缓解其融资约束。基于此,本文提出以下研究假设:

H1a: 在其他条件不变的情况下,资本市场开放会显著增强企业风险承担能力。

2) 资本市场开放、企业 ESG 与风险承担

ESG 是从环境、社会责任和公司治理三方面衡量企业和组织可持续发展绩效的评价体系,可作为企业长期价值的评判依据之一。企业 ESG 表现有助于企业赢得金融机构、供应商、客户等利益关联者的信

任,帮助企业以较低成本获得可靠的长期资本,从而缓解其融资约束。而融资约束正是企业风险承担的关键内容。资本市场开放引入的优质境外投资者,一方面,可以带来先进的公司治理理念以及投资理念,让公司在投资决策中更加注重价值投资和长期投资,企业更加注重企业 ESG 水平;另一方面,境外投资者所带来的监督和管理效益亦会减少公司管理者追求短期经济利益的短视行为,来提升企业的 ESG 水平。基于此,本文提出如下假设:

H1b: 在其他条件不变的情况下,资本市场开放通过提高企业 ESG 水平从而增强企业风险承担能力。

3. 研究设计

3.1. 样本选取

本文以 2003~2024 年沪深 A 股上市公司数据为初选样本,并进行以下筛选:删除在 2015 年后上市的企业;删除在样本期内出现过 ST、*ST、PT 的企业样本;剔除金融行业样本;删除主要变量数据缺失和财务数据异样的企业样本;最终得到 3802 个企业样本,35,386 个观测值,为防止异常值影响估计结果,对本文所有连续数据进行上下 1% 的 Winsorize 处理,数据来源为 CSMAR 中的资质认定数据库。

3.2. 模型设定

为验证假设 H1a,本文借助吴锡皓、潘钰子(2021)的研究[1],使用以下双重差分模型进行探究:

$$Risk_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Treat_{it} Post_{it} + \alpha_2 Controls + u_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

下标 i 和 t 分别为企业和年份。 $Risk$ 为企业风险承担。 $Treat$ 为“沪深港通”标的企业虚拟变量,若企业 i 被列为“沪股通”或“深股通”标的,取 1;否则,取 0。 $Post$ 为“沪深港通”标的企业时点虚拟变量,在企业 i 被调入“沪股通”或“深股通”名单当年及以后,取 1;否则,取 0。 $Controls$ 为控制变量。 u_i 和 γ_t 分别表示个体和时间固定效应。 ε_{it} 为随机扰动项。

3.3. 变量定义和度量

1. 企业风险承担能力($Risk$)。企业风险承担能力的衡量方法主要包括股票盈利波动率和收益波动率,鉴于我国股票市场波动性较大,且易受宏观政策影响,已有文献大多选择使用盈利波动性来衡量企业风险承担能力。因此,本文同样选择使用盈利波动性来衡量企业在观察期内的风险承担能力,包括以下两种:一是观察期内企业总资产收益率(ROA)的波动性,用 $Risk1$ 表示;二是观察期内企业总资产收益率的极差,用 $Risk2$ 表示。具体计算方法如下:

$$Risk1_{it} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{r=0}^{T-1} \left(adjROA_{it+r} - \frac{1}{T-1} \sum_{r=0}^{T-1} adjROA_{it+r} \right)^2} \quad T=3 \quad (2)$$

$$Risk2_{it} = MAX \left(adjROA_{it}, ROA_{it+1}, ROA_{it+T-1} \right) - MIN \left(adjROA_{it}, ROA_{it+1}, ROA_{it+T-1} \right) \quad T=3 \quad (3)$$

$$adjROA_{it} = \frac{EBIT_{it}}{aveAsset_{it}} - \frac{1}{n_{ijt}} \left(\sum_{k=1}^{n_{ijt}} \frac{EBIT_{jkt}}{avgAsset_{jkt}} \right) \quad (4)$$

其中, $adjROA_{it}$ 表示企业 i 在第 t 年经行业均值调整后的总资产收益率, $EBIT_{it}$ 表示企业 i 在第 t 年的息税前利润, $aveAsset_{it}$ 表示企业 i 在第 t 年的平均资产(企业期初资产和期末资产的均值), j 表示企业 i 所在行业, n_{ijt} 表示企业 i 第 t 年所在行业 j 的企业数量, $EBIT_{jkt}$ 表示企业 i 第 t 年所在行业 j 中企业 k 的息税前利润, $avgAsset_{jkt}$ 表示企业 i 第 t 年所在行业 j 中企业 k 的平均资产。 T 表示观察期,本文将观察期设定为 3 年。

2. 资本市场开放($Treat \times Post$)。 $Treat \times Post$ 是“沪深港通”的交互虚拟变量。 $Treat$ 代表沪深港通标的企业虚拟变量,如果样本在沪深港通标的企业中则为 1, 否则为 0。 $Post$ 代表沪深港通开启时点虚拟变量,若样本在沪深港通开启时点后则为 1, 否则为 0。

3. 控制变量($Controls$)。本文还控制了企业微观和宏观层面的控制变量,其中,微观层面的控制变量包括:企业年龄(Age),用企业成立年限的自然对数表示;企业规模($Size1$),用企业总资产取对数后表示;固定资产比率(Fix),用企业固定资产净额和总资产的比值表示;前十大股东持股比例($TOP10$),用前十大股东持股数和总股数的比值表示。宏观层面的控制变量包括:国内生产总值(ln_Gdp),用国内生产总值的自然对数表示。相关变量定义如表 1 所示。

Table 1. Variable definition
表 1. 变量定义

变量	符号	变量名称	度量方式
因变量	$Risk1$	企业风险承担水平	观测期内经行业调整的资产收益率的标准差
	$Risk2$		观测期内经行业调整的资产收益率的极差
解释变量	$Treat$	“沪港通”标的企业虚拟变量	若企业在样本期间被列为“沪股通”标的,该变量取 1;否则,取 0
	$Post$	“沪港通”标的企业时点虚拟变量	在企业被调入“沪股通”名单当年及以后,该变量取 1;否则,取 0
控制变量	Age	企业年龄	第 t 年企业成立年限的自然对数表示
	$Size1$	企业规模	第 t 年期末总资产的自然对数
	Fix	固定资产比率	第 t 年企业固定资产净额/第 t 年总资产
	$TOP10$	前十大股东持股比例	前十大股东持股数量占比
	ln_Gdp	国内生产总值	国内生产总值的自然对数表示

4. 实证结果与分析

4.1. 描述性统计

表 2 报告了主要变量描述性统计情况。根据统计结果,企业风险承担 $Risk1$ 的均值为 0.0359,标准差为 0.0457,最大值为 0.506,最小值为 0.000168。 $Risk2$ 的均值为 0.0679,标准差为 0.0856,最小值为 0.000331,最大值为 0.964。这与现有文献的研究结果基本一致。其中, $Risk1$ 的最大值是最小值的 3012 倍, $Risk2$ 的最大值是最小值的 2912 倍,说明我国不同企业间的风险承担水平差异较大。

4.2. 基准回归结果

表 3 描述了资本市场开放对企业风险承担的基准回归结果。在模型(1)和模型(2)中均加入了企业层面的控制变量,并对企业个体固定效应和时间固定效应进行了控制,且进一步在公司层面进行聚类处理(Cluster)。在模型(1)和模型(2)中, $Treat$ 与 $Post$ 间的交互项($Treat \times Post$)系数均在 1%水平上显著为负,表明“沪港通”的实施使得标的企业(处理组)风险承担水平相对于非标的企业(控制组)显著下降,其中 $Risk1$ 下降约 0.016 个单位, $Risk2$ 下降约 0.022 个单位,支持了前述假设 H1a。

在模型的控制变量中,企业规模($Size1$)、固定资产比例(Fix)、前十大股东持股比例($TOP10$)、国内生产总值(ln_Gdp)的系数均显著为负,说明企业资产规模越大,固定资产比例越高,董事会的独立性越强,越有利于提高企业风险承担的能力。企业年龄(Age)显著为正,分析其可能原因:企业年龄越大,公司

Table 2. Descriptive statistics
表 2. 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Risk1</i>	35,386	0.0359	0.0457	0.000168	0.506
<i>Risk2</i>	35,386	0.0679	0.0856	0.000331	0.964
<i>treated</i>	35,386	0.187	0.390	0	1
<i>time</i>	35,386	0.703	0.457	0	1
<i>Age</i>	35,386	10.47	6.930	2	33
<i>Size1</i>	35,386	22.08	1.372	10.84	28.70
<i>Fix</i>	35,383	0.229	0.168	0	0.971
<i>TOP10</i>	35,386	33.44	14.98	0.286	89.99
<i>ln_Gdp</i>	35,386	13.48	0.573	11.83	14.05

Table 3. Capital market opening and corporate risk taking
表 3. 资本市场开放与企业风险承担

变量	(1) <i>Risk1</i>	(2) <i>Risk2</i>
<i>Treat × Post</i>	-0.016*** (-5.63)	-0.022*** (-5.59)
<i>Age</i>	0.007*** (12.84)	0.013*** (13.12)
<i>Size1</i>	-0.016*** (-12.87)	-0.030*** (-12.96)
<i>Fix</i>	0.012*** (1.88)	0.023*** (1.85)
<i>TOP10</i>	-0.0005*** (-7.05)	-0.001*** (-6.95)
<i>ln_Gdp</i>	-0.049*** (-7.43)	-0.095*** (-7.67)
<i>Constant</i>	0.997*** (11.47)	1.927*** (11.73)
个体效应	YES	YES
时间效应	YES	YES
观测值	30,941	30,941
Adj.R ²	0.0805	0.0829

注：括号内的数字为 t 值，***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

治理和投资经验越多，更加倾向于投资风险较高的项目，加重了企业潜在的风险。

5. 稳健性检验

5.1. 平行趋势检验

使用双重差分法对政策实行的有效性进行评估的前提是，实验组和控制组在受到政策冲击前具有相

同的增长趋势。图 1 显示, 在 2014 年“沪港通”政策实施之前, 实验组和控制组具有相同的发展趋势, “沪港通”政策实施后, 实验组的风险承担显著低于控制组, 因此, 可以判断实证模型满足平行趋势假设。

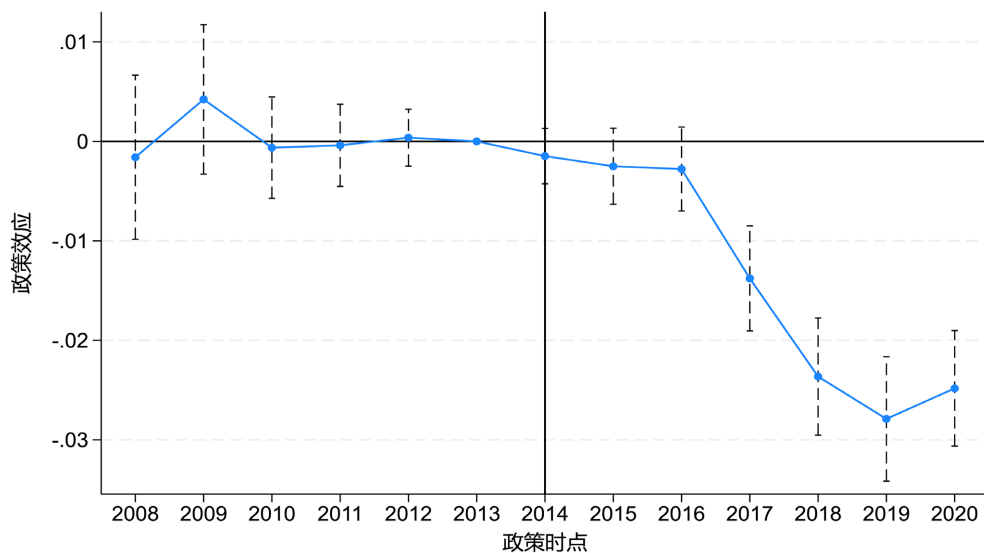


Figure 1. Parallel trend test of the impact of Shanghai-Hong Kong stock connect on corporate risk-taking
图 1. “沪港通”对企业风险承担的平行趋势检验

5.2. 安慰剂检验

为了检验上述结果是否受到其他不可观测的特征的影响, 本文通过随机筛选“沪港通”标的企业并随机产生政策时间, 据此构造了政策时间—企业两个层面随机实验。本文将上述过程重复 500 次, 最后绘出系数 $Treat \times Post$ 的估计系数分布图, 来验证 A 股上市企业风险承担是否受到“沪港通”政策实施以外因素的影响。从图 2 和图 3 估计系数分布图可看出, 虚假的双重差分项的估计系数集中分布于 0

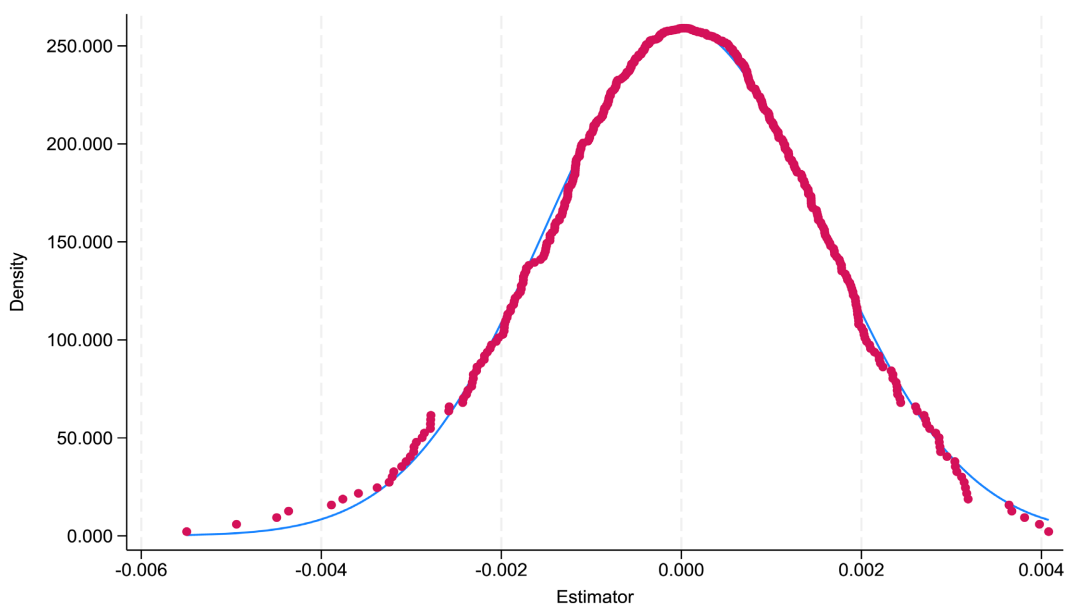


Figure 2. Placebo test for Risk2
图 2. Risk2 的安慰剂检验

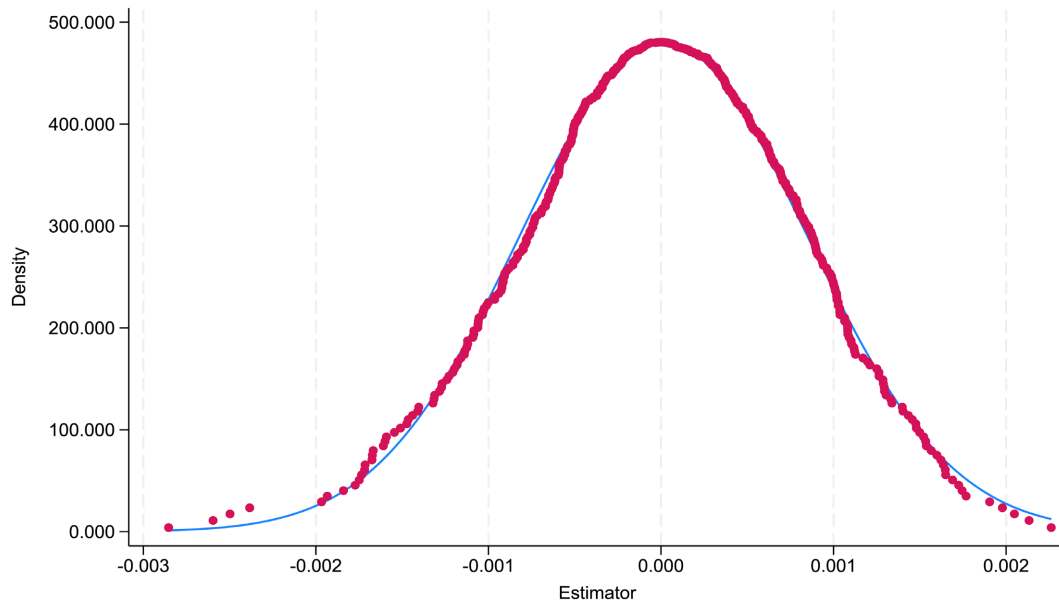


Figure 3. Placebo test for *Risk1*
图 3. *Risk1* 的安慰剂检验

附近，表明在模型设定中并不存在严重的遗漏变量问题，核心结论仍旧稳健。

5.3. 内生性检验

考虑到“沪港通”交易制度实施前，实验组与控制组可能已存在一定的差异，本文采用倾向得分匹配方法(PSM)来减少内生性问题导致的自选择估计偏差。具体而言，采用 Logit 模型计算每个样本对应的倾向得分，接着运用卡尺匹配为“沪港通”标的企业寻找配对样本。对于配对成功的样本重新采用双重差分法(DID)对资本市场开放与企业风险承担能力之间的因果关系进行识别。结果发现， $Treat \times Post$ 的回归系数依然显著为负。由此表明，我国资本市场“沪港通”的实施，有利于降低企业的风险承担水平。

6. 影响机制分析

为验证假说 H1b，基于“企业 ESG 评级调整”的机制路径进行实证检验。具体研究模型如下：

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Treat_{it} Post_{it} + \beta_i Controls + u_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$ESG_{it} = \delta_0 + \delta_1 Treat_{it} Post_{it} + \delta_i Controls + u_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$Risk_{it} = \theta_0 + \theta_1 Treat_{it} Post_{it} + \theta_2 ESG_{it} + \theta_i Controls + u_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

其中， ESG 是企业 ESG 得分的年均值，数据来自华证 ESG 评级。华证指数自 2009 年开始对 A 股上市公司进行 ESG 表现评估。 $Treat$ 、 $Post$ 代表沪深港通开启时点虚拟变量， $Controls$ 为控制变量，同前文设定一致。模型(5)中 $Treat \times Post$ 的系数 β_1 反映了“沪港通”的实施对企业风险承担的总效应。模型(6)中 $Treat \times Post$ 的系数 δ_1 反映了“沪港通”的实施对企业 ESG 评级的影响。基于理论分析，预计 $Treat \times Post$ 的系数 δ_1 为正，说明“沪港通”的实施提高了企业 ESG 水平。模型(7)在模型(5)的基础上添加了企业 ESG 指标 ESG ，此时 $Treat \times Post$ 的系数 θ_1 表示“沪港通”的实施对企业风险承担的直接效应，而 ESG 的系数 θ_2 表示控制 $Treat \times Post$ 后企业 ESG 水平对企业风险承担的影响。

中介效应模型的逐步回归结果如表 4 所示。其中，(1)和(2)列表明“沪港通”的实施显著降低了企业的

风险承担。(3)列表明,“沪港通”的实施显著提高了企业 ESG 水平。(4)和(5)列中, $Treat \times Post$ 的回归系数均显著为负,ESG 的系数也显著为负。进一步对中介效应进行检验,由 Sobel 检验和 Goodman 检验得知,部分中介效应存在。以上结果验证了沪港通的实施通过提高企业 ESG 水平从而降低企业的风险承担。

Table 4. Mechanism analysis 1
表 4. 机制分析 1

变量	(1) <i>Risk1</i>	(2) <i>Risk2</i>	(3) <i>ESG</i>	(4) <i>Risk1</i>	(5) <i>Risk2</i>
$Treat \times Post$	-0.016*** (-5.63)	-0.022*** (-5.59)	0.262*** (6.83)	-0.009*** (-4.51)	-0.017*** (-4.47)
<i>ESG</i>				-0.009*** (-13.73)	-0.016*** (-13.71)
<i>Constant</i>	0.997*** (11.47)	1.927*** (11.73)	4.607*** (3.04)	1.037*** (12.08)	2.002*** (12.34)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES
个体效应	YES	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES	YES
观测值	30,941	30,941	30,941	30,941	30,941
Adj.R ²	0.0805	0.0829	0.0430	0.1055	0.1082
Sobel				-0.0018***	-0.0016***
Goodman-1				-0.0018***	-0.0016***
Goodman-2				-0.0018***	-0.0016***

注：括号内的数字为 t 值，***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。下同。

7. 研究结论与政策启示

本文以资本市场开放为出发点,以“沪港通”交易制度的实施为外生冲击,利用 2003~2023 年我国 A 股上市公司数据,探究资本市场开放对企业风险承担的影响。研究结论概述如下:以“沪港通”实施为表征的资本市场开放能够显著降低 A 股上市公司的风险承担,该结论在经过平行趋势检验、安慰剂检验等一系列稳健性检验后,本文主要研究结论依然成立。进一步影响机制分析发现,企业 ESG 水平的提高是资本市场开放提升企业风险承担能力的重要机制。本文基于我国资本市场从单项开放到双向开放的政策变迁考察资本市场开放对企业风险承担行为的影响,不仅丰富了企业风险承担影响因素方面的研究,同时为资本市场开放引致企业 ESG 水平提升提供了微观层面的证据。

本文的政策启示主要体现以下三个方面:

第一,为我国进一步扩大资本市场高水平对外开放、推进外资自由化、便利化政策提供了理论依据。研究结果表明,资本市场的开放利大于弊。资本市场开放不仅能够吸引优质的境外投资者,为我国市场提供充裕的资金供给,还能带来先进的管理和投资经验,为我国企业深化体制机制改革、高质量发展带来新机遇。

第二,将企业 ESG 评级放在企业风险评估的核心地位。政府应进一步建立健全企业 ESG 评级体系,完善相关评级标准,引导更多企业参与 ESG 评级。研究表明,企业 ESG 不仅能够增强企业的环境效益、增强企业的社会责任感、强化企业内部治理,还能在一定程度上增强企业风险承担的能力。随着我国对外开放的大门越开越大,增强企业应对外在不稳定风险的能力至关重要。

第三, 发扬“沪港通”交易制度实施经验。政府应以“沪港通”实施为成功范例, 进一步建立我国资本市场同发达国家、发达经济体间互联互通机制。历经近 10 年的发展, “沪港通”股票数量已达 1192 只, 增强了我国资本市场的竞争性、流动性, 有效减轻了我国企业风险承担的水平, 开辟我国资本市场高水平双向开放的先河。未来, 政府应创新更多类似“沪港通”的交易制度, 增强金融市场的活力, 从而促进经济高质量发展。

参考文献

- [1] 吴锡皓, 潘钰子. 资本市场开放对企业风险承担的影响研究——来自“沪港通”的经验证据[J]. 海南大学学报(人文社会科学版), 2021, 39(6): 168-178.
- [2] 李小林, 司登奎, 王可心. 我国资本市场开放能否促进企业自主创新?——基于“沪深港通”交易制度的经验证据[J]. 统计研究, 2024, 41(5): 51-63.
- [3] 李小林, 刘冬, 葛新宇, 等. 中国资本市场开放能否降低企业风险承担?——来自“沪深港通”交易制度的经验证据[J]. 国际金融研究, 2022(7): 77-86.
- [4] 高杰英, 褚冬晓, 廉永辉, 等. ESG 表现能改善企业投资效率? [J]. 证券市场导报, 2021(11): 24-34+72.
- [5] Zhao, P., Yao, X. and Shen, R. (2024) Capital Market Internationalization and Firms' ESG Performance: Evidence from the Inclusion of China A-Shares in the MSCI Emerging Market Index. *Energy Economics*, **133**, Article 107415. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2024.107415>
- [6] 方先明, 胡丁. 企业 ESG 表现与创新——来自 A 股上市公司的证据[J]. 经济研究, 2023, 58(2): 91-106.
- [7] 李井林, 阳镇, 易俊玲. ESG 表现有助于降低企业债务融资成本吗?——来自上市公司的微观证据[J]. 企业经济, 2023, 42(2): 89-99.
- [8] 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, 42(9): 71-89.
- [9] 黄世忠. ESG 报告的“漂绿”与反“漂绿” [J]. 财会月刊, 2022(1): 3-11.
- [10] 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, 36(3): 108-123.
- [11] Wu, Y., Zhou, R. and Zhang, C. (2024) Size and ESG Premiums: Evidence from Chinese A-Share Market. *The North American Journal of Economics and Finance*, **74**, Article 102246. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2024.102246>
- [12] Yin, Z., Li, X., Si, D. and Li, X. (2023) China Stock Market Liberalization and Company ESG Performance: The Mediating Effect of Investor Attention. *Economic Analysis and Policy*, **80**, 1396-1414. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.10.022>
- [13] Sun, Z., Du, Q., Du, A.M., Li, Z. and Yang, T. (2024) The Information Environment and Ecological Environment Perspectives: Capital Market Openness and Firm ESG Rating Divergence. *Research in International Business and Finance*, **71**, Article 102475. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102475>
- [14] Wang, X. and Wang, M. (2024) Geopolitical Risk and Corporate Innovation: Evidence from Risk Preference and Risk-Taking Capacity Perspectives. *Economics Letters*, **241**, Article 111820. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2024.111820>
- [15] 陈帅, 陈桑. 外资进入对本土企业风险承担的影响: 资本逐利还是风险规避[J]. 南京审计大学学报, 2021, 18(5): 82-91.
- [16] 杜建华, 周林莹. 资本市场开放与企业慈善捐赠——基于“沪深港通”的准自然实验[J]. 财会月刊, 2022(12): 55-64.
- [17] 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[J]. 金融研究, 2019(8): 151-170.
- [18] 连立帅, 朱松, 陈关享. 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, 35(8): 136-154.
- [19] 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, 34(1): 169-179.
- [20] Lu, C. and Yang, X. (2024) Capital Market Opening and Insider Trading Profitability: Empirical Evidence in the Context of 'Mainland of China-Hong Kong SAR Stock Connect'. *Journal of Asian Economics*, **94**, Article 101768. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2024.101768>
- [21] Sha, Y., Zhang, P., Wang, Y. and Xu, Y. (2022) Capital Market Opening and Green Innovation—Evidence from Shanghai-Hong Kong Stock Connect and the Shenzhen-Hong Kong Stock Connect. *Energy Economics*, **111**, Article 106048.

<https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.106048>

- [22] 郭吉涛, 王子晋, 孙晓康. 资本市场开放、数字金融与企业风险承担——基于沪深港通的经验证据[J]. 武汉金融, 2022(3): 44-52.
- [23] Wang, W. and Qu, Z. (2024) Capital Market Opening and Commercial Bank Risk: Evidence from “Shanghai—Hong Kong Stock Connect”. *Finance Research Letters*, **59**, Article 104827. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104827>
- [24] Zhang, R., Fu, W. and Lu, T. (2023) Capital Market Opening and Corporate Environmental Performance: Empirical Evidence from China. *Finance Research Letters*, **53**, Article 103587. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103587>
- [25] Zhang, P., Sha, Y., Wang, Y. and Wang, T. (2022) Capital Market Opening and Stock Price Crash Risk—Evidence from the Shanghai-Hong Kong Stock Connect and the Shenzhen-Hong Kong Stock Connect. *Pacific-Basin Finance Journal*, **76**, Article 101864. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101864>