

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

论文题目 资本市场开放对上市公司环保投资的
影响研究——基于沪深港通的经验证据

研究生姓名: 刘悦

指导教师姓名、职称: 马润平教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融学

研究方向: 金融理论与政策

提交日期: 2023年6月9日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 刘悦 签字日期： 2023.06.09
导师签名： 马润平 签字日期： 2023.06.09

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 刘悦 签字日期： 2023.06.09
导师签名： 马润平 签字日期： 2023.06.09

**Research on Capital Market Opening and
Environmental Investment of Listed Companies:
Empirical Evidence Based on Shanghai
Shenzhen Hong Kong Stock Connect**

Candidate : LiuYue

Supervisor :Ma Runping

摘 要

中国资本市场改革进程“蹄疾而步稳”，进一步扩大对外开放对于推进资本市场改革和人民币国际化具有重要意义。我国坚定不移地实行对外开放政策，不断调整政策的导向和重点，是深化金融改革、增强国际竞争力、促进中国经济平稳健康发展的重要步骤。随着我国市场经济体制逐步建立和完善，环境保护任重道远，秉承着“污染防治，谁污染、谁治理”的原则，企业作为环境污染主要责任者，必须承担环保责任。环保投资作为企业战略的重要组成部分，也是企业承担环保责任的主要指标，资本市场的不断开放不可避免地对我国企业的环保投资产生影响。资本市场开放不但带来了先进的价值投资管理理念，为我国融入国际资本市场、拓宽投资渠道带来更多的机会；也吸引了更多投资者和分析师的关注、施加了更大的外部信息监督压力、提出了更高的法律法规要求，从而影响企业的微观行为；此外，作为世界上最大的发展中国家，我国所处的制度环境与欧美等发达国家有较大的差异，从而也会影响企业环境战略选择。

本文在梳理了资本市场开放沿革和探究企业环保投资现状的基础上，用价值投资理论、利益相关者理论、信号传递等理论刻画了资本市场开放与企业环保投资之间的关系。从外部监督和内部治理角度研究资本市场开放对环保投资的影响效应及其实现路径。实证检验中，利用“沪深港通”政策这一准自然实验，系统地探讨了资本市场开放对上市公司环保投资的影响。研究发现：资本市场开放有助于上市公司主动增加环保投资；以分析师跟踪为衡量指标的外部监督机制力量弱和以内部控制质量为衡量指标的内部治理机制力量弱的样本中，资本市场开放对环保投资规模的影响更为显著；在股权集中度更高的企业和非国有上市公司中，资本市场开放政策会显著促进企业的环保投资。据此，本文提出了相应的政策建议。本文丰富了资本市场开放经济后果和环保投资影响因素的相关研究，为进一步推动资本市场开放、提高信息披露质量、促进企业环保投资提供了一定的理论支撑与经验证据。

关键词：资本市场开放 环保投资 沪深港通

Abstract

The reform of China's capital market is stepping steadily, and further opening up is of great significance to the reform of capital market and the internationalization of RMB. China's unswervingly implementing the policy of opening up to the outside world and constantly adjusting the orientation and focus of the policy are important steps to deepen the financial reform, enhance international competitiveness and promote the steady and healthy development of China's economy. With the gradual establishment and improvement of the market economic system of our country, there is a long way to go for environmental protection. Adhering to the principle of "pollution prevention and control, whoever causes pollution shall be responsible for the treatment", enterprises, as the main responsible persons for environmental pollution, must bear the responsibility for environmental protection. As an important part of enterprise strategy, environmental investment is also the main indicator for enterprises to undertake environmental responsibility. The opening up of the capital market has not only brought advanced value investment management concepts, but also brought more opportunities for China to integrate into the international capital market and broaden investment channels; it has also attracted more investors and analysts' attention, exerted greater pressure on external information supervision, and raised higher requirements for laws and regulations, thus affecting the micro-behavior of enterprises; in addition, as the

largest developing country in the world, China's institutional environment differs greatly from that of developed countries such as Europe and the United States, thus affecting the environmental strategy choice of enterprises.

On the basis of analyzing the history of capital market opening and the current situation of environmental investment, this paper describes the relationship between capital market opening and environmental investment. From the perspective of external supervision and internal governance, this paper studies the impact of capital market opening on environmental investment and its realization path. In the empirical test, using the quasi-natural experiment of "Shanghai-Shenzhen-Hong Kong Stock Connect" policy, this paper systematically discusses the impact of capital market opening on environmental investment of listed companies. It is found that the opening up of the capital market helps listed companies to increase environmental protection investment on their own initiative; in the sample of weak external supervision mechanism based on analyst tracking and weak internal governance mechanism based on internal control quality, the impact of the opening up of the capital market on the scale of environmental protection investment is more significant; among enterprises with higher equity concentration and non-state-owned listed companies, the capital market opening policy will significantly promote the environmental protection investment of enterprises. Accordingly, this paper puts forward the corresponding policy recommendations. This paper enriches the relevant research on the economic consequences of capital market opening and

the influencing factors of environmental protection investment.

Keywords: Capital market opening; Environmental investment; Shanghai
Shenzhen Hong Kong Stock Connect

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与目的	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究目的	2
1.2 研究意义	2
1.2.1 理论意义	2
1.2.2 现实意义	2
1.3 文献综述	3
1.3.1 资本市场开放的经济后果研究	3
1.3.2 企业环保投资的影响因素研究	4
1.3.3 资本市场开放对企业环保投资的影响研究	5
1.3.4 文献评述	6
1.4 研究内容与研究方法	6
1.4.1 研究内容	6
1.4.2 研究方法	8
1.5 可能创新点与不足	9
1.5.1 可能创新点	9
1.5.2 不足之处	9
2 资本市场开放影响上市公司环保投资的理论分析	11
2.1 理论基础	11
2.1.1 金融发展理论	11
2.1.2 价值投资理论	11
2.1.3 信息不对称理论	12
2.1.4 信号传递理论	13
2.1.5 委托代理理论	14
2.1.6 利益相关者理论	14
2.2 研究假设	15

2.2.1 资本市场开放对企业环保投资的影响	15
2.2.2 外部监督的影响	17
2.2.3 内部治理的影响	17
2.2.4 产权性质的异质性	18
2.2.5 股权集中度的异质性	18
2.3 本章小结	19
3 资本市场开放与上市公司环保投资的现状分析	20
3.1 资本市场开放进程研究	20
3.1.1 发行外资股	20
3.1.2 资本市场单向开放	20
3.1.3 资本市场双向开放	21
3.2 企业环保投资分析	22
3.2.1 企业环保投资的规模分布	22
3.2.2 企业环保投资的行业特征	23
3.2.3 企业环保投资的产权特征	23
3.2.4 企业环保投资的股权特征	24
3.3 本章小结	25
4 资本市场开放影响上市公司环保投资的实证分析	26
4.1 变量选取与数据说明	26
4.1.1 变量选取	26
4.1.2 数据说明	27
4.2 模型建立	27
4.3 实证分析	28
4.3.1 描述性统计与相关性分析	28
4.3.2 基准回归分析	29
4.3.3 稳健性检验	30
4.3.4 影响机制检验	31
4.3.5 异质性分析	31
4.3.6 进一步分析	34

4.4 本章小结	35
5 结论及对策建议	37
5.1 研究结论	37
5.2 对策建议	38
5.2.1 政府管理角度	38
5.2.2 企业治理角度	39
5.2.3 投资者角度	41
参考文献	42
致谢	47

1 绪论

1.1 研究背景与目的

1.1.1 研究背景

改革开放四十多年来的实践证明,进一步扩大对外开放对于推进资本市场改革和人民币国际化具有重要意义,中国资本市场改革进程“蹄疾而步稳”,坚持在更大范围、更宽领域、更深层次,在市场、产品、机构层面不断提高开放水平。新时代赋予新使命,资本市场开放不仅是我国对外开放、深化金融体制改革的关键过程,也是一国资本市场成熟度和经济持续发展的内生动力。十八大以后,我国将继续实行“引进来”和“走出去”并重的政策,中国A股已步入了一个新的开放时期:2014年的11月“沪港通”的正式开通,标志着中国资本市场正式实现双向开放;随后,2016年的12月的“深港通”和2019年的6月“沪伦通”分别开始正式运行。三者的相继开放使得中国内地与香港、境内与境外的双向开放进程进一步加快。今后的发展方向应该是进一步加强我国的金融体制改革建设,提高财政对实体经济的支持力度。在我国的金融制度不断深入改革的过程中,资本市场的对外开放是一个重要方面,而沪深港通又是资本市场对外开放中的关键一步,通过研究资本市场的对外开放对中国经济造成的影响,已经成为学界关注的热点与重点问题。

随着我国市场经济体制逐步建立和完善,环境保护任重道远,环境被严重破坏、企业不合标准的排放,这些行为严重影响了我国经济可持续发展,与绿色发展理念相违背。十九大报告提到,我国经济从过去的高速增长转为高质量发展,这意味着不仅要重视经济的增长,更要重视环境等非经济因素的改善。我国环保投资结构以政府投资为主,但单纯依靠政府环保投资,企业环境意识及环境责任不成熟,会造成环境保护投资效率总体偏低,提升速度缓慢。秉承着“污染防治,谁污染、谁治理”的原则,企业作为环境污染主要责任者,必须承担环保责任,主动促进环境保护投入。因此,探究企业环保投资的影响因素,对保证企业履行社会责任,实现绿色发展,具有一定的理论和现实意义。

资本市场的对外开放,引进了更多关注公司长远发展的海外投资者,以及更加规范化的投资观念,环保投入是中长期价值投资的重要决策依据。同时,资本市场开放推动我国资本市场走向规范化发展的道路,对企业履行环保责任的要求也将有更明确的规定。据统计,资本市场开放后,上市公司更加注重环保行为,积极承担环保责任,主动披露

环境保护投资。所以，资本市场开放制度的建立可能会对企业环保投资产生影响。

1.1.2 研究目的

本文的主要研究目的是以“沪深港通”这一重大资本市场开放事件为契机，从资本市场的开放对上市公司的环境影响进行了剖析，并对现状问题进行了分析；并基于资本市场开放对企业环保投资的相关理论研究探究资本市场开放对企业环保投资的作用路径。健全资本市场开放的理论架构，为资本市场开放的进一步实施提供了积极的证据，为政策制定者完善和推出新政策提供参考，有助于为我国资本市场进一步推动扩大开放政策提供证据支持。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

(1) 延伸了资本市场开放的经济后果研究。目前的研究对资本市场开放的研究多数集中在宏观层面，较少关注微观企业的环境行为。自提出“构建社会主义和谐社会”以来，企业环保责任已经成为企业经营决策中的重要组成部分，各级政府对企业的行为提出了更高的要求。资本市场开放制度能否促使企业积极承担环保责任，主动增加环保投入成为学界关注的重点。因此，探讨这一问题是对现有资本市场开放后果研究文献的补充。

(2) 拓展了企业环保投资的影响因素研究。资本市场开放作为金融体制，改革金融行业、实现可持续发展的创新手段，致力于发展实体经济。本文以企业环境保护行为为切入点，通过探究“沪深港通”这一外生事件所代表的资本市场开放制度的建立对企业环保投资的影响效应，并对其影响路径和影响机制进行实证研究。本文使得企业投资行为在绿色化层面上得以结合和拓展，丰富了相关研究。

1.2.2 现实意义

(1) 资本市场开放不仅是我国对外开放、深化金融体制改革的关键过程，也是一国资本市场成熟度和经济持续发展的内生动力。本文对资本市场开放政策的研究对于我国微观企业乃至资本市场健康发展的重要性，为资本市场开放的进一步实施提供了积极的证据，为政策制定者完善和推出新政策提供参考。

(2) 企业作为经济组织，主要以盈利为目的，但与此同时也是环境污染的最大源头。在此背景下，论文研究了资本市场开放对企业环保投资的影响，在理论与经验数据

层面确定资本市场开放对企业环保投资的影响机制与程度，对于实现上市公司高质量发展具有一定的参考意义。

(3) 从实证角度验证资本市场开放对企业行为的影响，为后续研究提供了新的实证证据。利用“沪深港通”这一外生事件，本文发现资本市场开放有助于提升企业的环境保护投入，企业面临分析师跟踪的外部监督和内部控制质量的压力，促使企业向更为成熟市场的企业看齐。本文的实证证据有助于为我国资本市场进一步推动扩大开放政策提供证据支持。

1.3 文献综述

资本市场开放与公司环保投资存在着密切联系，因此本节将分别从资本市场开放的经济后果、环保投资的动因以及二者关系三个方面分别进行文献梳理与回顾。

1.3.1 资本市场开放的经济后果研究

(1) 宏观经济层面

资本市场开放与经济增长。西方学者 (Klein, 2008; Gamra, 2009) 认为市场开放可以利用国际渠道调节资本配置效率、分散风险、降低市场风险溢价，从而促进经济增长。也有学者从发展中国家的新兴市场视角证实这一结论 (Gregory Bauer, 2018)。自从我国资本市场双向开放的步伐明显加快，资本市场开放对经济增长的影响已初见端倪，部分学者开始从不同视角对这一政策的经济后果进行探讨，普遍得到了资本市场开放与经济增长正向相关的结论 (Huang, 2018; Xiaoqiu Wu, 2019)。另一方面，也有学者提供了负面证据，认为资本市场开放会增加经济波动、危害宏观经济稳定 (Kim, 2016)。

资本市场开放与市场效率。西方学者发现资本市场自由化可以提高发展中国家的资本配置效率 (Wurgler, 2010)，但自亚洲金融危机爆发之后，经济学者开始重新审视资本市场开放带来的国际资本投机活动 (Vicito, 2016)。此外，部分研究从市场运行效率、市场反应等多个角度探讨了资本市场开放的经济后果 (覃家琦等 2016; 钟覃琳等, 2018; 华鸣和孙谦, 2018; 庞家任, 2020)，并发现资本市场开放对市场经济有着积极影响。

(2) 实体经济层面

资本市场开放可以改善信息披露环境。通过对资本市场的对外开放，境外投资人具有信息优势，更好地发挥对企业的监督和经营职能，提升公司股价的信息含量 (Bae et al, 2012; 罗棧心, 2018)。此外，资本市场的不断开放有利于抑制企业的内部交易，促进

企业披露企业信息和提高信息公开度，提升了企业自愿性信息披露的意愿和精度（唐建新，2021），减少信息不对称程度。然而，也有学者提出相反结论：Choi et al.（2013）认为外资股东更倾向于增强自身的信息优势而非改进当地资本市场的信息环境。何佩励（2015）认为不同类型的外资对我国市场信息环境影响是不同的。Marcin（2020）发现境外投资者对价格的信息内容有很大的影响，可以提高价格信息的吸引力，从而会导致金融市场不稳定。

资本市场开放可以提升治理水平。国内外学者文献研究分别从公司治理质量和效应角度入手对资本市场开放的治理效应展开研究，发现对外开放可以提高公司治理能力（Leuz, 2009; Aggarwal, 2011）、影响公司治理结构（Huang, 2015; 钟凯, 2018）、抑制公司违规行为（邹洋等, 2019）。但是也有学者认为该机制促使管理者在短期内采取短视行为，甚至加重了上市公司的代理冲突（黄文青, 2017）。

1.3.2 企业环保投资的影响因素研究

环保投资追求的是经济、环境、社会效益的综合（彭峰, 2005），但是由于难以带来直观经济效益，企业开展环保行为的意愿不强（Costa Campi, 2017），因此外部影响因素对企业环保投资行为进行了硬性约束，而内部影响因素则直接产生影响。

（1）外部影响因素

资本市场与企业环保投资。企业管理层存在短视行为，一般缺乏主动进行环保投资的积极性（Maxwell, 2006; 唐国平, 2013）。已有的研究大多集中在两种资本市场制度对企业环保投资的影响。部分学者研究了放宽卖空管制制度的影响效果（毛丽娟, 2018; 孙泽宇, 2020），鼓励企业将更多的资金投入到环保领域，而且结果表明，在具有较高的股份集中程度的公司和较好的运营环境的区域，这种影响会更为显著；第二种是融资融券制度，通过融资融券系统，将公司在环境保护方面的市场反应进行了扩大，股票价格的变化会对公司的经营产生一定的冲击，进而会强化公司对管理者的监管（刘艳霞, 2020）。但研究资本市场开放对企业环保投资的影响却很少有学者关注到这一问题。

企业环保投资行为表现在对政府环境规制和社会监督的迎合（舒利敏, 2022）。政府环境规制政策是影响企业环境治理行为的首要外部因素（Stoeber, 2018），会对企业的环保投资决策产生影响。二者关系结论不一致，学者认为二者呈U型（唐国平等, 2013）、正相关（胡珺等, 2019; 张琦等, 2019）或负相关特征（马文超和唐勇军, 2018）。环境管制又分为包括国家环保政策、排污费、政府环境补助等的显性环境管制和社会关注

的隐形环境管制（甘远平，2020）。公众媒体关注可以弥补政府执行环境规制政策时存在的信息不对称问题（任广乾，2017），从而显著提升环保投资力度（王云，2017）。

外部利益相关者也是影响企业环保行为的重要影响因素（杨柳，2020）。利益相关者为了维护自身利益，对企业环保投资活动进行监督和控制，要求污染严重企业改善其环境行为（胡元林，2019）。社会公众作为企业生产中污染的最终承担者，人们对环境问题的重视程度不断提高，这就导致了在公司的环保投资决策中，社会公众也渐渐变成了一个关键的变量（任广乾，2017）。

（2）内部影响因素

环境信息披露是一种有效的信息传导手段，通过信号传递，能够促进企业对环境的投资与管理。环境信息披露能够提高资本市场的信息透明度，影响企业声誉、财务，甚至公司经营的合法性，从而对企业形成压力，迫使企业采取环境行为（Rezaee, 2017）。一方面，高质量的环境信息披露会促使企业通过较多的环保投资来实现价值增值，另一方面，进行环境保护投入的企业也会主动披露环境信息获取竞争优势，两个方向的研究均验证了环境信息披露与环保投资之间的正相关关系（唐久芳和李鹏飞，2008；唐勇军，2019）。

企业治理层面会通过股权、产权性质等对企业环境保护投入产生影响。股权结构在公司内部治理中处于核心地位，对企业投资决策产生影响（王维安，2006；唐国平，2021）。公司股权集中度较高，追求利润最大化，必然会忽视非经济项目投资问题（姜锡明，2015；YANG, 2019），外资参股和机构持股机制（王海妹，2014；祝敏，2019）可以缓解负面影响。由于中国制度背景的特殊性，产权性质问题不可忽视。国有企业应加强对环境和环境保护责任的承担，（唐国平，2013），以及更多的环境投资（刘常青，2017；周慧楠，2019）。但是也有一些人觉得，为了塑造一个良好的公司形象，以及降低对企业融资的约束，民营和私营公司也会主动承担起自身社会职责（李月娥，2018；谢智慧，2018），因此就国有和民营哪类企业更注重环保投资尚无定论。

1.3.3 资本市场开放对企业环保投资的影响研究

在当前的文献中，有关资本市场的开放对公司企业环保投资的影响，大部分是从企业社会责任投资的视角来展开研究的（Dyck, 2019）。然而企业社会责任包含环境、社会、员工等多个维度，环保是其中一部分，而企业环保行为和环境治理是国家非常关注的问题，因此可以从环境保护责任角度进行研究。中国政府把社会责任作为构建和谐社

会的伦理基础，认为其可以推动社会可持续发展（黎友焕，2006）。资本市场开放作为外部机制，同样在增强企业的社会责任意识上扮演着重要角色，推动企业社会责任投资（王海妹，2014）。资本市场开放可能会通过优化公司治理渠道间接地促进企业履行社会责任（何丹，2018；周爱民，2021），也有学者从信息不对称角度分析，从而通过增加信息透明度来促进企业社会责任投资（陈丽蓉，2021；黄国良，2022）。

1.3.4 文献评述

通过对上述文献进行梳理，可以看出：随着我国资本市场开放政策的逐步完善，越来越多的学者着眼于资本市场开放经济后果的研究，不过当前的研究主要集中在股价波动、市场效率等方面，较少文献从环保的角度来研究资本市场开放的经济后果。企业环保投资意愿性不强，需要外部强制性因素约束。环保投资受外部影响因素的硬性约束和信息披露、公司治理等内部影响因素的直接影响，而资本市场开放可以影响信息环境和治理效应，所以可能会对企业环保投资产生联系。现有的研究文献显示，在资本市场的开放过程中，可以促进企业社会责任投资，而公司的环保投资是社会责任投资的一个主要内容，所以可以从环境保护责任角度进行研究。但目前研究鲜有从环境保护角度分析资本市场开放的经济后果。因此，本文对资本市场开放与公司环保投资两者之间的联系进行了初步探索，认为本文的研究不但可以为资本市场开放提供新视角、丰富企业环保投资的影响因素，更能为资本市场服务于实体经济提供较宝贵的理论依据。

1.4 研究内容与研究方法

1.4.1 研究内容

（1）研究内容

资本市场双向开放是我国向国际投资者开放的重要举措，也是推动金融体制改革的重要举措。当前，我们正经历由高速发展转向高质量发展的过程，这就要求我们在关注经济发展的同时，更加关注生态等非物质条件的优化。论文主要是在资本市场开放这一制度背景下，分析“沪深港通”前后对企业环保投资的影响，针对性提出对策建议。论文的主要工作包括以下五个方面：

第一部分为绪论，这一章将主要对论文的选题背景及意义、相关的文献综述回顾、研究的方法与着力点、研究的内容与架构、研究的创新和缺陷，构建了一个研究的框架，以便在后面的章节中进行充分的论述。

第二部分主要是对资本市场的开放与公司环保投资的理论分析，这一章节用价值投资理论、利益相关者理论、信号传递等理论的基本内容刻画了资本市场开放与企业环保投资之间的关系为本论文的研究奠定坚实的理论基础。然后在此基础上，通过对我国上市公司环境保护投入的影响机制分析，并提出研究假设。

第三部分对资本市场开放进程和环保投资现状进行描述。首先，本文通过发行外资股阶段、单向境外资金投资阶段、双向互联互通阶段，分别介绍我国不同时期对外开放现状；其次，从整体规模、行业、产权、股权的不同角度描述我国企业目前环保投资情况。

第四部分是资本市场开放影响企业环保投资的实证设计部分，在这一章中，我们先明确了研究对象的选取及资料的来源，然后界定了研究对象的参数定义，建立了研究对象的数学模型。本文以“沪深港通”政策开通时的标的企业名单为划分基准，调入沪深港通名单的企业作为实验组，以未被调入该名单的公司作为对照组，利用双重差分模型（DID）来考察“沪深港通”机制对于公司环境保护投资的作用。同时以基准的回归分析进行研究，并从外部监督、内部治理、产权、股权角度对资本市场开放制度与企业环保投资之间的影响进行了深度的研究。最后，用稳健性检验来验证理论结论的准确性和可信性。

第五部分是结论与对策启示，该部分对文章的研究成果进行总结，并从政府、企业、投资者角度针对性提出对策建议。

（2）技术路线图

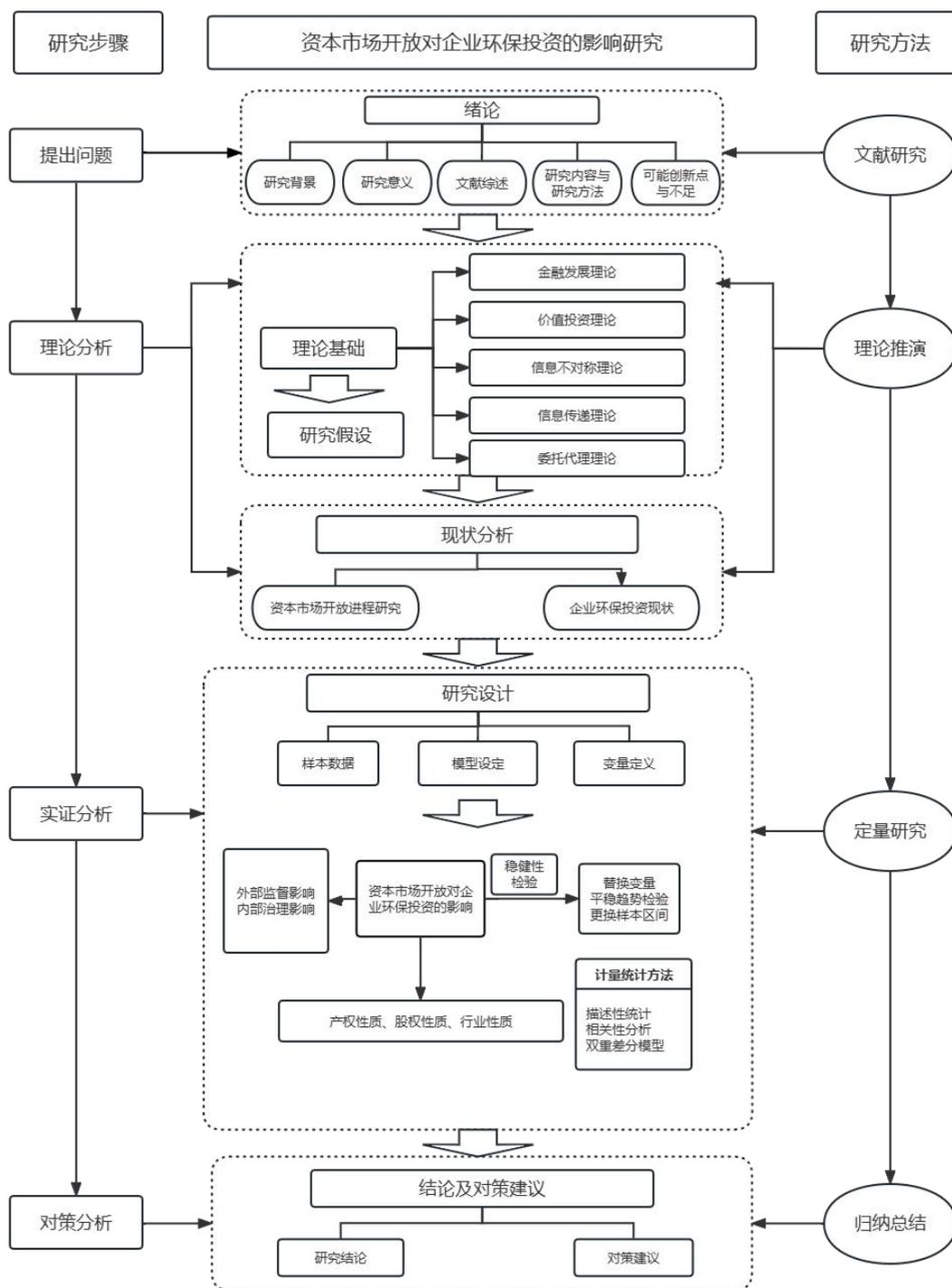


图 1.1 技术路线图

1.4.2 研究方法

本研究涉及的研究方法主要有：

- (1) 文献研究法。基于现有研究资本市场开放与公司环保投资的理论成果，进行

分类归纳，并在此基础上发现前人的研究中存在进一步拓展的可能，为研究资本市场开放对企业环保投资的影响奠定基础。

(2) 理论分析法。运用理论研究，简单地介绍和说明了这篇文章中所包括的信号传递理论、信息不对称理论等基本理论，并且在这些基本理论的基础上，对这篇文章中所涉及的资本市场的开放对公司环境保护投入的作用展开了分析，并以此为依据，给出了本文的研究假说。

(3) 定量分析法。本文利用 Stata 软件构建相应的双重差分模型。双重差分模型可以降低以往研究难以解决的内生性问题的干扰。通过平行趋势检验等方法对双重差分模型得到的结果进行稳定性检验，验证结果的稳定性。

1.5 可能创新点与不足

1.5.1 可能创新点

本文采用了文献分析、理论分析、现状分析、实证分析等方式，对该课题展开了进一步的研究，力求从研究视角、研究范围、研究内容等多个角度寻求突破，主要有以下几个创新点：

(1) 研究视角上，学者在研究资本市场开放的经济后果时，微观层面将关注点更多地放在了股价波动、市场效率等经济类信息上。本文从环境保护也就是非财务层面研究资本市场开放建立对企业环保投资的影响。因此，本文对资本市场开放与公司环保投资两者之间的联系进行了尝试性探讨，一定程度上拓展了研究视角。

(2) 研究范围创新。通过对前期文献成果进行梳理，影响企业环保投资的因素主要从外部（资本市场、环境规制、外部利益相关者）和内部（环境信息披露、股权产权）层面进行研究。本文从资本市场的角度研究企业环保投资的影响因素，通过实证分析“沪深港通”这一外生冲击事件引起的资本市场开放变化带来的影响，进一步扩大了企业环保投资影响因素的研究范围。

(3) 研究内容上，本文在传统理论的指导下，本文从价值投资、社会责任和制度压力出发论述了资本市场开放如何影响环保投资。并从以分析师跟踪为衡量指标的外部监督机制和以内部控制质量为衡量指标的内部治理机制角度对资本市场开放影响企业环保投资进行梳理，并分别从产权、股权角度差异性进行讨论。

1.5.2 不足之处

(1) 因为“资本市场开放”是一个广义的范畴，它包含股票市场、债券市场的开放等。对于目前在中国对资本市场进行的各项开放政策措施来说，资本市场开放制度是属于一个逐渐渐进式的进程，改革内容各有重点，其政策产生的影响也各有差异，这导致目前还没有一个可以用来对资本市场开放程度进行度量的统一指标，也很难对其进行定量。因此，只以“沪深港通”这一指标来衡量我国市场的开放度，确实存在着一些缺陷。

(2) 本文由于资料所限研究未涉及“沪伦通”的企业。同时，在未来的研究中将会结合其他互联互通交易制度可能带来的影响，从而使本文所得出的结论更加可信。

2 资本市场开放影响上市公司环保投资的理论分析

2.1 理论基础

2.1.1 金融发展理论

对金融发展论的研究，以往学者以金融市场的运作机理为基础，这种研究方式这就导致了其研究更侧重于对市场微观结构即市场本身的揭露。金融发展理论通过对金融发展水平与经济增长的相互影响进行分析，解决了一个国家的金融与经济的相互影响关系、怎样才能更好地促进一个国家的金融发展这一问题。金融发展论是研究资本市场开放制度的基础，资本市场的对外开放的研究依据是“金融自由化”学说。“金融自由化”理论又被称之为“金融深化”理论，它与“金融抑制”理论互相呼应，“金融自由化”理论也是一种重要的“金融发展理论学说”。在金融自由化理论看来，通过从政府对金融业的过度控制的出发点进行变革，对其对金融中介和金融市场的控制进行松绑，并对一国家的金融业对外开放进行鼓励和引导，让外国投资者可以对其进行有效的进行投资，从而达到推动经济增长的效果。米军等人（2012年）指出，任何一个国家的经济发展都离不开“金融深化”这个过程，只不过是发达国家与发展中国家表现的形式不同而已。在发展中国家，它主要体现为逐渐开放的资本市场，从而达到金融自由化的目标。在西方发达国家，它主要体现为“后金融深化时代”，也就是金融创新。二者的共同目的，就是要通过开放金融市场，实现“以实促虚”的发展模式。

总体而言，本文研究重点是研究其自身资本市场的运作机制，以及市场对外开放会对一国经济所产生的冲击，其研究的出发点就是“资本市场”，因此，基于金融发展理论，资本市场开放会规范投资行为、重视企业非经济性投入，从而对于企业环保投资会积极影响。

2.1.2 价值投资理论

价值投资理论，其强调以价值分析理论为基础、以统计计算和现值计算为主要方法。由本杰明·格雷汉姆（1929）于美国大萧条时期提出，奠定了价值投资理论的起源。价值投资理论将基本面分析作为一种方法，将经济周期、宏观经济政策、行业特征和上市公司的基本财务情况作为准则，对其进行详细的研究，从而为其做出投资决策奠定了可靠基础。在价值投资中，为了获得一定的利润，投资者需要在适当的价位上购买适当的股份。价值投资理论认为，从长远来看，股价始终以其本身的价值为中心，不断地上下

浮动的。也就是说，投资者在挑选股票的时候，更加注重长期绩优、回报率高并具备高投资价值的股票，拒绝选择那些业绩差、有很大的泡沫的股票公司；同时提出，选购股票应从理性视角出发，研究技术面与基本面，从而选择一支适合长期投资的股票。值得注意的一点就是，由于中国股市的发展时间与西方相比较短，所以对价值投资理念进行分析和探讨的时间并不长。再加之，人们对“长期持有”的错误理解，所以，我国股票市场出现明显的周期性的大幅波动后，很多人也开始对价值投资丧失了信任。但是，真正实现股票价值的根源并不是持有时间的问题，而是如何掌握股票的真正价值以及股票的安全性。对此看法的支持来自“价值”的产生时间。投资理念是指投资者在进行投资之前，对于市场或者个股进行研究、分析、判断并做出投资决策的一系列行为或心理状态。投资者的投资理念直接决定了其能否成功，也直接决定了其在市场上所获得的收益。

因此，中国投资者对价值投资的片面理解，将理解简单停留在“长期持有”和“低买高卖”。投资者缺乏正确并规范的投资理念，将会严重阻碍了市场的良性发展。资本市场开放带来了先进的价值投资管理理念，促使投资者规范投资，为我国融入国际资本市场、拓宽投资渠道带来更多的机会。

2.1.3 信息不对称理论

信息不对称理论表明，在交易市场中，一方所掌握的消息必然要比另外一方所掌握的消息要多，那么，占据着信息优势的一方就可以通过自己掌握的消息来获得自己的个人收益。当这种信息非对称性出现时，就会严重地干扰市场的运行，从而可能产生“道德风险”和“逆向选择”的现象。所谓“逆向选择”，就是在一个市场上，信息量大的一方可以通过自己的信息量大赚一笔，而信息量小的一方却因为信息劣势而做出不正确的决定，从而损失自己的收益。“道德风险”是指信息优势方因为契约不完善，并不需要对自己的行为负责，从而会利用自己的信息优越性，进行利润操纵，只将对自己有利的消息，对自己的不利消息有所保留，选择性披露，不能够客观反映公司的实际运营，导致信息弱势方，不能够依据已知的消息，对公司将来的发展趋势进行比较精确的预估，进而影响到公司的内部管理，导致公司很难做出合理的投资决定。Myers 和 Majluf(1984)认为，行业的信息不对称存在于企业的内部和外部之间、债权人和股东之间，这就会造成融资费用的提高。高昂的融资费用让公司即便有投资机遇，也不得不将其所投资的项目舍弃，从而造成公司出现了投资不足的现象，从而降低了公司的投资效益。除此之外，如果债务人没有对资金的运用做出任何的限制，也没有对资金的运用进行任何的关心，

这时股东们就会为了获取额外的利润，而无视自己对债务人所承担的义务和责任，对那些有风险的项目进行投资，这就是道德风险。

中国资本市场有独特的制度背景，保障着广大投资者的权益。但现实的情况是，资本市场本身存在着严重的信息不对称现象，由于我国上市公司的大部分信息来自外部，外部评估机构对上市公司的价值判断需要借助上市公司提供的财务数据、经营业绩等资料加以判断。而这些资料往往是企业内部不愿意公开的，这就使得投资者难以获得真实的信息，也就难以做出有效的投资决策。随着资本市场开放制度的持续推进，证券交易所聚集了越来越多的具有较好信息搜集与处理水平的海外机构投资者，同时，由于资本市场的对外开放，还会推动国内监管部门进一步提升其对国内公司的披露标准，进而降低国内公司的低效披露行为。

2.1.4 信号传递理论

Michael Sbenzie（1972）首次提出信号传递理论，理论表明信号传递机制能够有效地减少委托管理双方因信息不对称而产生的冲击，从而使公司的资源得到了最大程度的优化和利用，从而避免了出现“资源错配”的问题。经营者是公司的受托人，他对公司的运作负有责任，所以能够更全面、更真实地了解公司的情况。股东是企业的委托者和外部投资者，但是由于其自身的职业和经验的局限，他们所能获得的公司经营情况的信息是不完整的，因此他们不能对经理人的运营决策行为做出正确的判断。在信息不对称的条件下，一家公司如果愿意将自己的企业相关信息主动公布给外界，就可以让投资者了解到公司的发展趋势，间接提升公司的股票价格，从而收获更多投资。所以，通过“信号传递”或者是“信息披露”，对于信息不对称的缓解，亦是相当有效的。

在企业环保投资的信息披露中，信号传递理论也有类似的作用。首先，环保信息披露需要付出一定的成本，而企业希望通过承担环保责任获得一定的收益，换句话说，对公司所承担的社会义务进行及时的公开，从而引起各利益相关方的注意，提高公司的社会地位和企业形象，最终为公司带来更多的资本。另一方面，通过主动地、充分地披露公司的环保投资信息，不仅可以降低企业内外信息不对称的问题，还可以降低机会成本，提升股东收益。所以，如果公司主动地承担起自己的环境保护责任，增加环保投资，并对自己的信息及时、充分的公开，就能够让投资者对公司的经济甚至是非经济状况有一个更为完整的了解，从而为公司的持续、健康发展奠定基础。

2.1.5 委托代理理论

根据委托—代理理论，当公司的所有权和控制权出现相分离的情况时，公司中的代理人和委托人出现利益矛盾，就存在委托与代理的关系。具体来说，在市场经济中，公司的所有者也就是股东和债权人提供为公司的经营工作中所需要的各种资金，只有他们才能决定公司的生产和管理；而公司管理层是公司的代表，他们对公司的生产和管理具有实施性，对各种资金进行了详细的运作和管理，所以，在公司中，企业的产权和管理权的分离导致了企业之间的“委托—代理”关系。管理者作为公司的真正运营主体，与股东和债权人相比较，他们对公司的真实运营状况了解得更多，当出现不对称的信息时，管理层作为理性人，可能会为了自身利益采取对公司股东不利的行为，因此会对管理层进行有效的监督，才能为股东的权益提供最好的保障。

基于委托—代理理论，企业作为环保问题的主要负责人，以自身利益最大化为目的，即相当于委托—代理分析框架中的代理人；而机构和社会公众对其环境保护行为拥有监管权力，相当于该框架中的委托人；二者之间存在信息不对称性，即公众只能观测到企业主动呈现出的行为，公司出于自身利益追求可能会实施一些对环境不利的行为。因此，资本市场开放加强了外部监管，能够在一定程度缓解代理成本，抑制代理冲突，一方面，降低了管理者机会主义动机，另一方面，使管理层在重视企业利益最大化的同时兼顾社会利益，从而实现社会价值最大化。

2.1.6 利益相关者理论

利益相关者指的是与企业的利益有着直接或间接关系的机构和个人。所有的企业都是由多个个体组成的，任何企业要想生存、发展、达到创收目标，这些个体都在其中产生着重要作用（Donaldson 和 Preston, 1995）。根据利益相关者理论的观点，由股东出资产生的企业应该对股东的投资负有责任，但是公司不仅仅要为股东的利益负责。公司如果仅仅只以股东的利益角度为出发点做出决定，那么，公司的利益就会受到其他利益相关者的左右，公司就会处于一种孤立无援的状态，因此，公司就必须就需要采用一种封闭的模式来运营。在现代公司的经营管理中，股东利益最大化是其重要的战略目标，企业要想得到生存与发展，就需要各方力量的共同支持。所以要想让公司的可持续发展成为可能，就必须站在公司的立场上，全面思考利益相关者的利益，主动承担相应的义务。

国家经济的蓬勃发展促使投资者开始高度重视企业社会责任和环保责任，“利益相

关者理论”为大众所接受，企业主动履行环保行为成为评价标准。通过对环境保护信息的披露，企业可以加深与投资人的联系、提升品牌价值。投资人更重视公司所承担的环境保护责任的相关信息（Epstein et al, 1994），这种情况下，企业必须积极公开企业发展的经济和非经济信息，尤其是公布环保责任信息（Gray 等，1995），从而能够让利益相关方对企业的信息满意，在公众面前建立深刻的社会印象，提升公司的信誉。

2.2 研究假设

2.2.1 资本市场开放对企业环保投资的影响

首先，资本市场发展提倡投资者具备长期价值投资理念。投资者为了拥有长久而又稳固的收入来源，资本市场为了建立长久而又健康的发展基础，都必须青睐长期价值投资。2022年上交所多家单位共同发布《资本市场价值投资与长期投资倡议》，提倡长期投资、绿色投资和责任投资理念。资本市场开放机制是实现跨境投资方式的重要创新机制，将原本封闭的国内股市与国际接轨。通过继续加大对外开放的力度，放松对海外投资者的控制，实现投资者资金相对自由地进出，也会将更加完善的投资观念引入到我国的股市中。虽然在我国股市交易中，私人投资者占有了很大的比重，但他们更多的是为了获取短暂的经济利润而开展的快速的投机性行为（连立帅，2019）。随着资本市场持续不断地扩大开放，越来越多的投资者开始重视企业的长期价值，投资理念也变得越来越规范化，这也帮助了国内投资者建立起一种具有长远价值的投资观念，促使投资者重新回归长期价值投资（潘慧峰，2018）。企业环保投入是投资者中长期价值投资的重要决策依据（毛磊，2012；周曙光，2016），所以具有长期价值投资理念的投资者会更偏向于选择环保投入高的企业。因此，资本市场开放通过吸引成熟的价值投资者会促使企业主动增加环保投资。

其次，评价公司承担社会责任的一项重要标准就是企业环境保护的投入。本文认为资本市场开放制度会通过促进企业履行承担社会责任来提高企业环境保护投入。基于前文对委托—代理理论的论述，企业作为环境污染事件的主要负责人，始终以自身利益最大化为目的，相当于委托—代理分析框架中的代理人；而机构和社会公众对企业实行环保行为拥有监管权力，相当于该框架中的委托人；二者之间存在信息不对称性，也就是相对于委托人（公众），代理人（公司）可以获取关于公司的更多信息，公众只能观测到企业主动呈现出的行为，公司出于自身利益追求可能会实施一些对环境不利的行为。因此，资本市场开放制度可以对企业高效规制、切实监督，促使公司公布更多有关社会

责任的资料,从而做到对社会责任投资的监督。此外,以利益相关者理论的论述为基础,一方面,投资者更为重视公司所承担的社会责任信息,促使企业必须积极开展信息披露,在公众面前建立深刻的社会印象,提升公司的信誉;另一方面,股东也会要求公司为企业的长远利益而履行其社会责任。最后,环保投入是考察企业承担社会责任行为的重要参考依据,公司能够真正承担起社会责任就必须增加在环境保护方面的投资。因此可以说,资本市场开放通过监督企业社会责任的履行,从而对其环保投资具有促进作用。

最后,企业的环境战略选择受中国特有的制度环境和制度压力影响(缙倩雯,2015)。国内外资本市场之间双向互联互通促进了我国资本市场基础制度的建设。在国际上,发达国家的资本市场交易制度相对比较健全,有着相对成熟的交易制度、监管条例和投资理念。由于资本市场不断对外开放,国外投资者十分重视规则意识,他们担任起更重要的市场监管角色(Khanna,2000)。一些先进的国家通过多种强制性条例来规范企业的环境保护责任,这对于我国的环境保护工作起到了很好的借鉴作用。资本市场开放形成新的制度监督环境,将推动我国的资本市场朝着规范的方向发展。在对外开放的过程中,我们通过完善市场规则、监管机制,更加清晰的界定公司环境保护责任细则。此外,随着资本市场的不断开放,我国逐步出台了多条与企业环保责任相关的法律和条例。《新环境保护法》自2015年开始施行以来,对公司的环保行为提出了九项主要的环保义务。十九大的工作也对公司的社会责任做出了清晰的规定。2015年起实施的《新环境保护法》规定了企业环境保护的九大责任。十九大报告明确阐述了企业的社会义务。《环境信息依法披露制度改革方案》是于2020年获得批准的一项重要法律文件。作为环保责任的主体,企业的行动依赖于其所处的外部制度环境。在市场监督管理体系日益健全和对公司环保的需求日益增加的当下社会,企业除了在寻求自身利益最大化的同时,必须根据市场现行的规章制度,合法、合理地进行自身发展。总而言之,我国开放的资本市场放大市场参与者对企业环保投资不足的反应,因此在现有的制度压力下,为了最大限度地降低发生环境危机的概率和出于企业声誉的考虑,企业试图通过积极承担环保责任,补偿对社会造成的负外部性,以获得投资者的认同。企业形成环境压力认知,主动调整自身战略和发展目标,更加关心企业环境行为,从而会增加企业的环保投资(徐建中,2017)。

综上所述,资本市场开放有利于促使企业增加环保投资。由此提出假设1。

假设H1:资本市场开放对企业环保投资的影响显著正相关。

2.2.2 外部监督的影响

作为外部监督力量，分析师跟踪有助于缓解资本市场的信息不对称问题，减少道德风险。但是外部评估机构对上市公司的价值判断需要借助上市公司提供的财务数据、经营业绩等资料加以判断。而这些资料往往是企业内部不愿意公开的，这就使得外部监督力量存在薄弱。资本市场开放可以弥补外部监督机制的不足，当外部监管力量比较薄弱的时候，资本市场对外开放可以有效地抑制管理者利用内部利润进行操控的投机行为。资本市场的对外开放机制让外国投资者前来国内进行投资，他们具有信息优势、丰富的投资经验和规范投资理念（邹阳，2019），他们容易辨识出与环保业绩相关的资讯并将反映到股价中，增大负面信息公布后股价下行的压力，从而通过拓宽国内市场信息渠道，改善企业信息环境（郭阳生，2018），规范企业经营行为。

综上所述，资本市场开放对企业环保投资的作用效果的会因基于分析师跟踪指标的外部监督机制的强弱而有所区别。当企业外部监督力量较弱时，企业所处的信息环境比较薄弱，投资人很难利用公共信息对公司的财务情况进行全面的认识，并对公司的未来走向进行评估；当外部监督力量较强时，利益相关者可以以较低的成本了解公司内部状况，信息的可靠性和相关性越强，投资者所面临的未知风险更少。因此，起到外部监督作用的分析师跟踪，对资本市场开放与企业环保投资的关系有着负向调节作用。通过上述分析，可以提出研究假设：

假设 H2：相比外部监督机制强的企业，资本市场开放对企业环保投资的促进关系在外部监督机制弱的企业中表现更强。

2.2.3 内部治理的影响

前文的委托—代理理论中提到，管理层与股东的二者之间存在信息不对称和委托代理问题。管理层基于个人的私利做出损害环境的行动，是导致公司环保投资动机不足的主要原因之一，但是内部治理机制可以对委托代理关系的不完备进行补充。也就是说高质量的内部治理可以减少管理人员对“坏消息”的隐瞒和投机行为（张宏亮等，2018），但不是所有的公司都具有高质量的内部治理水平。资本市场开放可以弥补内部治理机制的不足，当内部治理相对薄弱的时候，资本市场对外开放可以有效地抑制管理者利用内部利润进行操控的投机行为，倒逼企业主动履行环保责任。这是因为投资者重视企业信息披露，上市公司为了吸引境外资金流入也会有动机提高环保投资从而树立良好的企业形象。（Bae K.H, 2006; Yoon A, 2017）。而内部控制可以作为内部治理的衡量指标，

可以限制管理层的控制权，提高经营效率，减少信息不对称（陈汉文和周中胜，2014）。

综上所述，资本市场开放对企业环保投资的作用效果的会因基于内部控制指标的内部控制机制的强弱而有所区别。因此，作为内部治理指标的内部控制质量，对资本市场开放与企业环保投资的关系有着负向调节作用。通过上述分析，可以提出研究假设 3：

假设 H3：相比高质量内部治理的企业，资本市场开放对企业环保投资的促进作用在内部治理薄弱的企业中表现更强。

2.2.4 产权性质的异质性

鉴于中国特有的体制环境，其产权属性是不容置疑的。一方面，国有企业与政府联系密切，会主动回应国家的呼吁，对环境问题给予更多重视。受政府干预，国有企业承担更多社会责任和环境保护责任（唐国平，2013），对于环保投入规模更大（刘常青，2017；周慧楠，2019），而民营企业的经营更加灵活，相对于国有企业相比，不需要承担起那么多社会责任，在环保方面投入较少。另一方面，国企相对于其它的民营私营公司来说，规模更加的庞大，拥有更多的政策优惠和政府补贴，所以国企的资本也要充足得多。民企由于市场化程度高以及“理性经济人”经营，受政府直接影响较小，比国企更有利于发挥外部治理的作用（Shleifer, 1997；薄仙慧，2009），因此资本市场开放对环保投资的促进效果在民营企业更明显。基于此，本文提出假设 4：

假设 H4：相比于国有企业，资本市场开放对环保投资的促进作用在非国有企业更明显。

2.2.5 股权集中度的异质性

从目前中国上市公司的股权结构来看，企业股权集中高已经成为股市的显著特征，存在于控股股东与中小股东之间的代理冲突尤为突出。如果大股东掌握了公司的大部分控制权，则其更倾向于创造出其他股东无法共享的“私有化利润”。因此，当股权集中度提高时，存在于控股股东与中小股东之间的代理问题突出，因此不能改善公司的经营水平（崔腾达，2021）。公司股权集中度越高，大股东股权越集中化，他们对公司运营的控制权就越强，与小股东的冲突和矛盾就越多，也就拥有更为严重的“委托—代理”问题。

资本市场开放后，拥有信息优势的境外投资者可以更好地监督大股东是否存在侵占行为。如果大股东确实存在侵占行为，国外投资人可以威胁大规模抛售治理水平差的公司的股票，导致上市公司股价大幅下降，从而间接促使上市公司提高公司治理水平

(Aggarwal 等, 2011)。因此, 资本市场开放引入的国外投资人可以有效监督大股东行为, 也就是对资本市场开放与企业环保投资的关系有着正向调节作用。即资本市场对外开放对公司环保投资的影响在股权集中高的公司中更为显著。所以, 得出了假设 5:

假设 H5: 相比于股权集中度低的企业, 资本市场开放对企业环保投资的促进作用在股权集中度更高的公司中更加显著。

2.3 本章小结

本章首先介绍了相关理论基础, 主要介绍了信息不对称、委托—代理理论、信号传递等经典理论。在传统理论的指导下, 本文从价值投资、社会责任和制度压力出发论述了资本市场开放如何影响环保投资。通过理论分析发现, 以分析师跟踪为衡量指标的外部监督机制和以内部控制质量为衡量指标的内部治理机制, 二者对减少信息不对称现象和委托代理问题起到重要作用, 分析得出相比外部监督机制或内部治理机制较强的企业, 资本市场开放对企业环保投资的促进作用在外部监督或内部治理薄弱的企业中表现更强。并从产权性质和股权集中度角度进行异质性分析, 得到: 相比于国有企业, 资本市场开放对环保投资的促进作用在非国有企业更明显; 相比于股权集中度低的企业, 资本市场开放对企业环保投资的促进作用在股权集中度更高的公司中更加显著。

3 资本市场开放与上市公司环保投资的现状分析

3.1 资本市场开放进程研究

随着中国的人民币国际化发展和“一带一路”的提出，进一步的对外开放已经成为资本市场改革的主要内容。中国正在逐步推进资本市场的对外开放，这是一个渐进式过程。按照开放过程的特征，可以将其划分为三个时期：发行外资股——资本市场单向开放——资本市场双向开放阶段。

3.1.1 发行外资股

作为中国资本市场对外开放的试点，B股帮助上市企业对外融资以解决资金需求。此阶段的特殊之处是A股与B股市场完全分割：内地仅可投资于A股，国外仅可投资于B股。A股与B股市场彼此独立投资不仅可以确保资本市场相对开放，还可以避免因境外资金流入而给尚未完全完善的A股带来的负面冲击。随后的香港H股和QFII制度所发挥的作用逐渐将B股取代，但B股市场毋庸置疑是中国资本市场的进一步开放和国际化进程的开端。

尽管B股的设立中使得资金短缺现象得到了一些改善，但是由于B股的公司都是在国内的，只是以境外投资人为主，所以对于国外的资本的需求并没有得到很好的满足。H股不但能缓解以上的融资难题，而且能反映出中国政府对香港市场经济前景的看好。大陆公司在香港的股票市场发展，亦是非常重要的的一环。这将有助于进一步拓展香港股票的市场，改善香港股票市场组织结构以及保持香港作为区域内的国际经济枢纽的位置。同时，国家也将H股的发展当作一项重大举措，以促进中国的经济社会发展。H股的出现，标志着中国资本市场在走向全球化的过程中，再一次的寻求和改革，由此开始了国内公司的海外市场，这也是国内公司在海外市场除了进行直接的融资以外，第一次利用国外资本来筹集资金和使用，这不仅有利于中国公司境外融资，也有利于港市的发展，同时也有利于香港国际经济体的建设。H股的上市，既是维持和推动香港股市蓬勃发展的“助推器”，又为国内企业融资，为企业改革和健全现代企业体系提供了宝贵的实践资料，并为其今后的发展打下了坚实的基础。

3.1.2 资本市场单向开放

在改革开放的最初阶段，因为目前中国的资本市场存在着一些不成熟的投资理念、不完善的公司机制等问题，所以有关部门就对允许外商对中国的股票进行有限度的投资

进行了探讨。

(1) 向外资开放国内金融市场 (QFII)

合格境外机构投资者 QFII,是指在货币尚未完全兑换、资本账户尚未开放的条件下,对国内资本市场有限制地吸引外资的制度。QFII 制度作为资本账户尚未开放的过渡性制度,不直接参与管理,所以属于部分资本账户开放。合格境外机构投资者制度不仅可以推动所在国的资本市场国际化,也可以有效约束境外投资,从而尽最大可能地削弱跨境资金流动对资本市场的影响。

(2) 允许境内投资者进入国外金融市场 (QDII)

随着国家的货币储备的日益增多和居民的财产的日益增长,国内投资者到国外进行投资的需求日益增强。与合格境外机构投资者相对应的是合格境内机构投资者即 QDII,它是指在资本项目尚未完全开放,限制境内资金进行海外投资的制度,同样属于部分资本账户开放。QDII 制度可以使境内机构投资境外资本市场、合理配置境外资金,拓宽了投资选择和渠道,不仅可以推动所在国的资本市场国际化,也可以有效对资金流动进行限制,减少对资本市场的影响。

(3) 进一步向外资开放国内金融市场 (RQFII)

在零八年金融危机、美元贬值的背景下,参考 QFII 制度,人民币境外合格机构投资者于 2011 年正式推出,允许国外投资人用人民币货币在境内的证券市场进行投资,用来缓解投资路径少的问题。此后投资总额规定多次松绑,RQFII 对外资吸引力进一步增强。此后投资总额规定多次松绑并最终取消投资额度管理,使得 RQFII 对境外投资者的吸引力进一步增强。

QFII、QDII、RQFII 制度是资本市场开放初期实现 A 股市场的对外开放的手段,QFII 和 RQFII 的“引进来”和 QDII 的“走出去”都是在我国改革开放的基础上,不断深化与发展的。尽管这只属于资本市场单向开放阶段,但中国资本市场国际化进程逐步加快。

3.1.3 资本市场双向开放

QFII、QDII 与 RQFII 三项制度的建立,表明我国市场开放处于单向开放阶段,这个状态下的对外开放还处于“探索”状态。与上述三项制度单向开放不同,陆港通是一项具有双向对外开放性质的制度安排。“沪港通”制度(2014 年 11 月)从根本上打破了境内外市场单方面的对外开放局面,成为实现双向对外开放的一个重要标志。“深港通”(2016 年 12 月)使得沪深港股市呈现“三位一体,三线相连”的发展态势,进一

步提高了大陆和香港作为区域金融枢纽的国际影响力，大幅提高了我们国家的整体竞争力，并将逐渐构筑起符合世界市场规则和中国特点的国家和社会新的经济和社会生活方式。香港股票和内地股票的互联互通，不仅能够加强两地股市的整体力量，拓宽两地投资者的投资途径，而且能够支持内地逐步开放的资金账户，提升中国在世界货币的位置。

资本市场的对外开放制度发展仍是进行时，“沪伦通”（2019年6月）的相继开通，中国双向开放进程逐步加快。陆股通体系的确立并被纳入国际主流指数，这意味着国际主流机构开始认可我国的资本市场制度，对外开放速度将会进一步提升。自2018起，中国A股先后被MSCI、富时罗素、标普道琼斯纳入，成为资本市场开放的重要标志。此后，中国资本市场进程加速放宽。例如，央行公布了11条明确的举措，并制定了相应的执行计划，以进一步加大金融市场的开放力度。这些措施的出台，表明了我们国家坚持对外开放政策不动摇，为我们国家更好地实现了对国际资本市场的开放，以及更好地促进国际资本市场交易提供坚实保障。

3.2 企业环保投资分析

3.2.1 企业环保投资的规模分布

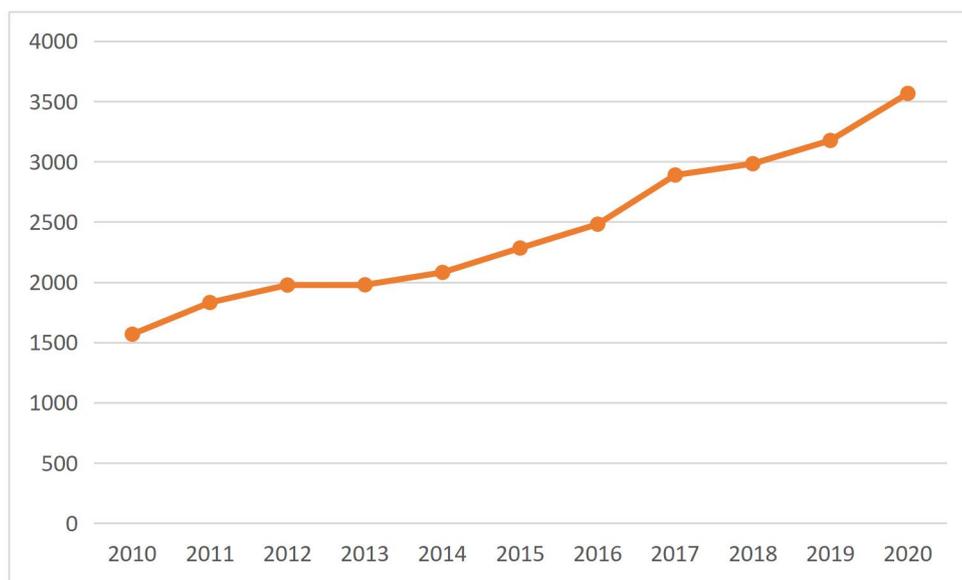


图 3.1 2010-2020 年企业环保投资样本数

数据来源：CSMAR 数据库

企业的环保投资行为属于社会责任履行范畴，一般会在环境信息部分披露。随着《上市公司社会责任指引》（2006年）和《上市公司环境信息披露指引》（2008年）等鼓励公司主动披露社会责任的文件陆续出台，越来越多的企业开始公布社会责任报告以及在报告中公开企业环境治理行为的有关信息。本章节以于CSMAR数据库中统计的2010年—2020年A股企业环保数据为基础，以采用环保投资总额的对数形式的度量上市企业的环保投资规模，进而讨论企业间环保投资的现状分布。图3.1中我国企业披露环保投资报告的样本量在逐年上升说明企业的环保意识逐渐加强，开始主动增加环保投入。

3.2.2 企业环保投资的行业特征

由于经营特点、市场环境和国家政策等因素的作用，在进行投资时，需要将产业的差异化因素纳入考量（徐磊，2007），经营领域不同的企业在环保投资上也一定会有很大的差别。从“十一五”提出的“因地制宜、分区规划”到“十四五”的“分区管控、协同治理”，企业环保行为深受国家生态环境保护的规划的影响，公司所在的行业性质以及行业异质性会对公司的生产运营以及公司的投资活动造成很大的影响。本小节基于产业属性，将A股上市公司按是否属于重污染行业进行划分。对重污染行业的界定，本文参考《上市公司行业分类指引》《上市公司环保核查行业分类管理名录》以及《上市公司环境信息披露指南》，将16类行业（采矿业、化工、钢铁等）划定为重污染行业。

表 3.1 上市公司环保投资规模的行业分析

行业性质	N	均值	标准差	最小值	最大值
非重污染	7,188	0.155	1.088	0.000	17.963
重污染	19,624	0.615	2.227	0.000	18.736
全样本	26,812	0.278	1.496	0.000	18.736

数据来源：CSMAR 数据库（2010，2020）

通过分析表3.1中分类行业的环保投入，样本数方面重污染行业超过非重污染行业，并且重污染行业的环保投入规模远远超过非重污染业也说明重污染企业更加重视环保投入。重污染行业的环保投入规模远远高于全样本平均值，非重污染行业低于整体水平。上述统计表明，企业环境保护的投入具有明显的行业分布特征，与行业污染程度正相关。

3.2.3 企业环保投资的产权特征

鉴于中国特有的体制环境，其产权差异性是不容置疑的。国企是我国经济发展的支

柱，在享受更多的政策优势的同时，也要担负更多的社会义务（汤国平，2013），而私营国企具有更高的市场化程度和更轻的社会负担。因此产权性质很大程度影响企业的投资行为。

表 3.2 中，产权性质对环保投资的影响尤为明显，样本量方面国企是非国有的两倍多，平均规模也大于非国有企业这是因为：国有产业相对投入更多的环保资金，承担更多的环保责任。并且不管是国有非国有企业，环保投入存在个体性差异，最小值与最大值差异明显。国企环保投入规模高于全样本平均水平，非国企低于整体水平。上述统计表明，企业环境保护的投入具有明显的产权分布特征。

表 3.2 上市公司环保投资规模的产权特征分析

产权性质	N	均值	标准差	最小值	最大值
国有企业	18,532	0.434	1.897	0.000	18.736
非国有企业	8,280	0.209	1.270	0.000	17.963
全样本	26,812	0.278	1.496	0.000	18.736

数据来源：CSMAR 数据库（2010，2020）

3.2.4 企业环保投资的股权特征

股权差异导致了公司所需的组织架构和管理架构不尽相同，从而对公司的投资产生重要的作用。“股权分置改革”显著改变股权高度集中的现象，但大股东仍对企业有较大的控制（徐磊，2007），从而左右企业环境治理行为。如果大股东掌握了公司的大部分控制权，则其更倾向于创造出其他股东无法共享的“私有化利润”。因此，环保投入行为必然会受到大股东的影响。

表 3.3 上市公司环保投资规模的股权特征分析

股权性质	N	均值	标准差	最小值	最大值
股权分散	14,009	0.301	1.558	0.000	18.736
股权集中	12,803	0.256	1.430	0.000	13.159
全样本	26,812	0.278	1.496	0.000	18.736

数据来源：CSMAR 数据库（2010，2020）

通过表 3.3 的统计结果表明，股权分散企业占比更高，环保投入规模远远高于股权

集中企业和整体水平。上述统计表明，企业环境保护的投入具有明显的股权分布特征。

3.3 本章小结

本章通过论述资本市场开放进程，表明我国始终坚持对外开放政策不动摇且开放力度逐年加大。同时以 2010—2020 年 A 股企业的环保投资对数形式衡量指标为数据基础，分别探讨环保投入在行业、产权、股权的分布特征，发现环境保护投入企业逐年上升但分布特征存在不同程度的差异：企业环境保护的投入具有明显的行业分布特征，与行业污染程度正相关；国企环保投入规模高于全样本平均水平，非国企低于整体水平；环保投入行为必然会受到大股东的影响。针对研究结果，本文尝试从资本市场开放角度，研究资本市场开放对企业环保投资的影响。

4 资本市场开放影响上市公司环保投资的实证分析

4.1 变量选取与数据说明

4.1.1 变量选取

(1) 被解释变量

被解释变量环保投入的数据来自企业社会责任报告，使用企业环保投资的对数进行衡量。在稳健性检验中，通过替换环保投资的衡量指标，用企业环保投资与营业收入的比值来衡量（李强，2016）。

(2) 解释变量

因为“资本市场开放”是一个广义的范畴，并且目前一个逐渐渐进式的进程，改革内容各有重点，其政策产生的影响也各有差异，这导致目前还没有一个可以用来对资本市场开放程度进行度量的统一指标，也很难对其进行定量。本文参考华鸣（2018）、陈云森（2019）、曹瑜强（2021）等人的做法，以“沪深港通”代表资本市场开放水平。将区分实验组和对照组的虚拟变量记为 $Treat$ ，始终保持在“沪深港通”名单的公司取值为 1，否则为 0；“沪深港通”制度是否实施的虚拟变量记为 $Post$ ，实施以后取值为 1，实施前取值为 0；二者的交乘项 $Treat \times Post$ 也就是沪深港通的政策效应，记为资本市场开放 $Open$ ，即实验组处于“沪深港通”制度实施之后取 1，其他情况时为 0。

(3) 控制变量

本文的控制变量选取总资产净利率（ Ro_a ）、总资产周转率（ Ato ）、固定资产占比（ $Fixed$ ）等变量，同时控制行业及年份来研究资本市场开放对企业环保投资的影响。具体的变量定义见表 4.1 所示

表 4.1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量计算公式
被解释变量	EI	企业环保投资+1 的对数
解释变量	$Treat$	沪深港通试点企业，若公司股票在“沪深港通”标的名单范围内，则为 1，否则为 0
	$Post$	沪深港通建立时间，若在试点开放后，则为 1，否则为 0
	$Open$	交互项 $Treat \times Post$ ，若实验组在试点开放后，则为 1，否则为 0

续表 4.1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量计算公式
分组变量	AnaAttention	被分析师关注度，分析师跟踪实际人数+1 的对数
	IC	内部控制指数并除以 100
	State	产权性质的虚拟变量，国有企业取 1，否则为 0
控制变量	Owncon	股权集中度，前十股东持股比例
	Roa	总资产净利润率，企业当年净利润/总资产平均余额
	Ato	总资产周转率，营业收入/平均资产总额
	Fixed	固定资产净额与总资产比值
	FirmAge	公司成立年限，（当年年份-公司成立年份+1）的对数
	Firm Size	年总资产的自然对数

4.1.2 数据说明

文章数据来自 CSMAR 国泰安数据库和手工整理的“沪深港通”名单。样本数据取自 2010—2020 年的 A 股上市公司。检验软件使用的是 Stata 软件同时处理了初始数据：

- （1）剔除中途被调出“沪深港通”名单的企业；
- （2）根据行业代码，剔除金融行业（J 开头）；
- （3）对连续变量采取了上下各 1% 的 Winsorize 缩尾处理。

4.2 模型建立

参考 Ashenfelter 和 Card（1985）提出的双重差分模型（DID）构建的基本形式如下：

$$EI_{it} = \beta_0 + \beta_1 Open_{it} + \sum \beta_j Control_{jt} + \sum \beta_a Firm_a + \sum \beta_b Year_b + \varepsilon_{it}$$

其中，被解释变量 EI 是环保投资的相对指标（企业环保投资/资产），主要解释变量 Open 是企业是否属于沪深港通的政策效应，实验组处于“沪深港通”制度实施之后取 1，其他情况时为 0。Firm 代表企业的个体固定效应，Year 代表时间固定效应。研究重点关注资本市场开放 Open 的回归系数 β_1 ， β_1 的大小代表了资本市场开放制度的实施对于企业环境保护投资的作用效果：若该回归系数显著为正，则表明资本市场开放能促进企业环保投资，即假设 H1。使用双重差分的优点在于 DID 模型可以有效处理内生性问题，通过将样本数据分为实验组与对照组可以评估资本市场开放政策的实施效应；也可以解决遗漏变量问题。

为检验研究假设 H2，即相比外部监督强的企业，资本市场开放对企业环保投资的促进关系在外部监督弱的企业中表现更显著。本文将分析师关注度，根据中位数将样本

分为分析师关注度高和分析师关注度低两个样本。回归结果重点关注资本市场开放 $Open$ 的回归系数 β_1 ，如果 $Open$ 系数显著不同，就可以说明外部监督机制（被分析师关注）能够显著调节资本市场开放对企业环保投资的影响。

为检验研究假设 H3 即相比内部治理强的企业，资本市场开放对企业环保投资的促进关系在内部治理弱的企业中表现更显著。本文将内部控制质量根据中位数将样本分为内部控制质量高和内部控制质量低两个样本。回归结果重点关注资本市场开放 $Open$ 的回归系数 β_1 ，如果 $Open$ 系数显著不同，就可以说明内部治理机制（内部控制质量）能够显著调节资本市场开放对企业环保投资的影响。

为检验研究假设 H4 即相比于国有企业，资本市场开放对环保投资的促进作用在非国有企业更明显。本文根据产权性质将样本分为国有企业和非国有企业两个样本。回归结果重点关注资本市场开放 $Open$ 的回归系数 β_1 ，如果 $Open$ 系数显著不同，就可以说明产权性质能够显著调节资本市场开放对企业环保投资的影响。

为检验研究假设 H5 即相比于股权集中度低的企业，资本市场开放对企业环保投资的促进作用在股权集中度更高的公司中更加显著。本文将股权集中度，根据中位数将样本分为股权集中度高和股权集中度低两个样本。回归结果重点关注资本市场开放 $Open$ 的回归系数 β_1 ，如果 $Open$ 系数显著不同，就可以说明股权集中度能够显著调节资本市场开放对企业环保投资的影响。

4.3 实证分析

4.3.1 描述性统计与相关性分析

表 4.2 变量的描述性统计分析

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
EI	26,812	0.278	1.496	0	18.736
Open	26,812	0.0840	0.277	0	1
Size	26,812	22.06	1.536	13.76	31.14
ROA	26,812	0.0412	0.202	-9.117	20.79
ATO	26,812	0.648	0.574	-0.0479	12.37
FIXED	26,812	0.203	0.161	0.05	0.971
FirmAge	26,812	2.837	0.369	0	4.143

从描述性统计结果可知，环保投资 EI 作为相对指标最大值（18.726）与最小值（0）

说明最大最小值的差距明显说明不同企业的环保行为存在较大差别。企业规模 SIZE 均值为 22.06，最大值（31.14）与最小值（13.76）相差 17.38，说明样本企业规模存在一定差距。总资产周转率 ATO 的均值为 0.648，总体水平偏低、运营资产较弱，最大值（12.37）与最小值（-0.0479）相差非常大，说明企业的创收能力差距较大。总资产收益率 ROA 均值 0.0412，最大值为 20.79，最小值为-9.117，说明样本企业的盈利能力总体不大，样本差异性明显。固定资产占比 FIXED 均值为 0.203，最大值与最小值相差大。

表 4.3 报告了本文主要变量的相关系数矩阵。此外，解释变量与控制变量之间的相关系数都小于 0.5，说明模型中不存在多重共线性。资本市场制度对环保投资的回归系数显著为正，初步证实了以“沪深港通”制度为度量的资本市场开放对标的上市公司的环保投资具有促进作用。

表 4.3 相关性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) EI	1.000						
(2) Open	0.121	1.000					
	0.000						
(3) ROA	0.008	0.036	1.000				
	0.166	0.000					
(4) ATO	0.032	0.017	0.061	1.000			
	0.000	0.006	0.000				
(5) FIXED	0.107	0.012	-0.041	0.020	1.000		
	0.000	0.055	0.000	0.001			
(6) FirmAge	0.049	0.094	-0.049	-0.021	0.017	1.000	
	0.000	0.000	0.000	0.001	0.004		
(7) Size	0.137	0.370	-0.006	-0.031	0.016	0.162	1.000
	0.000	0.000	0.310	0.000	0.007	0.000	

4.3.2 基准回归分析

表 4.4 表示使用双重差分模型研究资本市场开放对企业环保投资的影响结果，两列分别表示在不加和加入控制变量的情况下的回归结果，我们主要关注的是资本市场开放制度 OPEN 的系数。从表中第一列可以看到，资本市场开放（OPEN）对企业环保投资（EI）的回归系数为 0.591，显著为正。第（2）的资本市场开放制度 OPEN 的系数（0.355）

在 1% 的显著水平下显著为正，这意味着在资本市场开放制度实施后，企业的环保投资提高了，这表明资本市场对外开放会促进企业环境保护投入。总体来看，资本市场开放制度对企业环保投资具有显著的促进作用，从而印证了本文的研究假设 H1。

表 4.4 资本市场开放对企业环保投资的回归结果

变量	(1) EI	(2) EI
Open	0.591*** (0.0339)	0.355*** (0.0351)
ROA		0.0358 (0.0440)
ATO		0.0698*** (0.0168)
FirmAge		0.0464* (0.0274)
Size		0.148*** (0.00723)
Constant	0.229*** (0.00936)	-3.339*** (0.173)
Observations	26,812	26,812
R-squared	0.049	0.071
industry	Yes	Yes
year	Yes	Yes

注：*** $p < 0.01$ ，** $p < 0.05$ ，* $p < 0.1$ ；括号内的数据为标准误

4.3.3 稳健性检验

(1) 更换样本区间

我们把样本区间从 2010—2020 年缩短至 2011—2019 年，重新对资本市场与企业环保投资的关系进行验证。由表 4.5 检验 (1) 可见资本市场开放制度 OPEN 的系数 (0.374) 在 1% 的显著水平下显著为正，这意味着在资本市场开放制度实施后，企业的环保投资提高了，这表明资本市场对外开放会促进企业环保投资。本文的主要研究结果保持不变。

(2) 更换企业环保投资的衡量指标

在稳健性检验中，通过替换环保投资的衡量指标，用企业环保投资与营业收入的比值来衡量 (李强, 2016)。表 4.5 检验 (2) 中，交乘项 Open 的系数仍然在 1% 的显著性水平下显著为正，说明模型的结果具有稳健性。

表 4.5 稳健性检验

	(1) 更改样本区间	(2) 更换衡量指标
变量	EI	EI
Open	0.374*** (0.0408)	0.0022*** (0.0004)
ROA	0.0746 (0.0516)	0.0002 (0.0005)
ATO	0.0710*** (0.0189)	0.0006*** (0.0002)
FIXED	0.803*** (0.0754)	0.0016** (0.0007)
FirmAge	0.0525 (0.0321)	-0.0004 (0.0003)
Size	0.150*** (0.00828)	-0.0002** (0.0001)
Constant	-3.392*** (0.199)	0.0046** (0.0020)
Observations	21,678	26,264
R-squared	0.077	0.003
industry	Yes	Yes
year	Yes	Yes

注：*** $p < 0.01$ ，** $p < 0.05$ ，* $p < 0.1$ ；括号内的数据为标准误

4.3.4 影响机制检验

(1) 外部监督的影响

分析师关注度是衡量外部监督的重要指标。本文将分析师关注度根据中位数将样本分为分析师关注度高和分析师关注度低两个样本。在分析师关注度高的子样本中，交乘项资本市场开放 OPEN 的回归系数（0.157）在 10%的水平下显著为正；在分析师关注度低的子样本中，Open 的回归系数（0.485）在 1%水平下显著为正，关注度低的子样本 Open 系数（0.485）大于关注度高的子样本 Open 系数（0.157）。这可能是由于，作为外部监督力量，分析师跟踪有助于缓解资本市场的信息不对称问题，减少道德风险。当外部监管力量比较薄弱的时候，资本市场对外开放可以有效地抑制管理者利用内部利润进行操控的投机行为，规范企业经营行为。上述实证研究结果说明，资本市场开放机制建立主要影响分析师关注度低的试点企业的环保投资额，研究假设 H2 成立。

(2) 内部治理的影响

内部控制水平是衡量内部控制的重要指标。本文将内部控制水平根据中位数将样本分为内控水平高和内控水平低两个样本。在内控水平高的子样本中，交乘项资本市场开放 OPEN 的回归系数 (0.337) 在 5% 的水平下显著为正；在内控水平低的子样本中，Open 的回归系数 (0.353) 在 1% 水平下显著为正，内部控制水平低的子样本 Open 系数 (0.353) 大于内部控制水平高的子样本 Open 系数 (0.337)。这可能是由于，内部治理机制可以对委托代理关系的不完备进行补充，可以减少管理人员对“坏消息”的隐瞒和投机行为。当内部治理相对薄弱的时候，资本市场对外开放可以有效地抑制管理者利用内部利润进行操控的投机行为，倒逼企业主动履行环保责任。上述实证研究结果说明，资本市场开放机制建立主要影响内部控制水平低的试点企业的环保投资额，研究假设 H3 成立。

表 4.6 外部监督与内部治理的影响

变量	(1)	(2)	(1)	(2)
	分析师关注度高	分析师关注度低	内控水平高	内控水平低
	EI	EI	EI	EI
Open	0.157* (0.0808)	0.485*** (0.0469)	0.337** (0.1354)	0.353*** (0.0484)
ROA	-0.0117 (0.0871)	0.0429 (0.0517)	0.122 (0.0819)	-0.00319 (0.0523)
ATO	-0.000760 (0.0195)	0.148*** (0.0265)	0.0564** (0.0222)	0.0871*** (0.0256)
FIXED	0.373*** (0.100)	0.872*** (0.0848)	0.682*** (0.0907)	0.787*** (0.0957)
FirmAge	0.0156 (0.0408)	0.0401 (0.0357)	0.0592 (0.0387)	0.0271 (0.0389)
Size	0.131*** (0.0103)	0.158*** (0.00970)	0.140*** (0.00965)	0.162*** (0.0110)
Constant	-2.862*** (0.260)	-3.569*** (0.224)	-3.205*** (0.238)	-3.575*** (0.253)
Observations	8,655	18,157	13,400	13,412
R-squared	0.063	0.077	0.064	0.083
industry	Yes	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes	Yes

注：*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1; 括号内的数据为标准误

4.3.5 异质性分析

(1) 产权性质的影响

通过对上市公司产权性质的分析，将上市公司分为国企与非国企两类，采用了分类分析的方法。表 4.7 结果显示，在非国有企业样本组中，资本市场开放制度 OPEN 的回归系数（0.532）在 1%的水平下显著为正；明显高于国有企业样本交乘项的回归系数（0.0604），说明了资本市场对外开放对企业环保投资的促进作用在国有企业中受到了限制，资本市场开放对环保投资的促进效果在非国有企业更明显，这也从企业产权角度进行分析，研究假设 H4 成立。

这可能是由于中国制度背景的特殊性，国有企业受政府干预，承担更多社会责任和环境保护责任，对于环保投入规模更大，而民营企业的经营更加灵活，相对于国有企业相比，不需要承担起那么多社会责任，在环保方面投入较少；国企拥有更多的政策优惠和政府补贴，所以国企的资本也要充足得多，因此资本市场开放对环保投资的促进效果在非国有企业更明显。

表 4.7 产权性质和股权性质的影响

	(1) 国企	(2) 非国企	(1) 高股权集中度	(2) 低股权集中度
变量	EI	EI	EI	EI
Open	0.0604 (0.0677)	0.523*** (0.0409)	0.569*** (0.0506)	0.113** (0.0490)
ROA	0.194 (0.184)	0.0243 (0.0394)	0.0137 (0.0523)	0.0641 (0.0924)
ATO	0.0983*** (0.0378)	0.0558*** (0.0174)	0.0928*** (0.0303)	0.0503*** (0.0193)
FIXED	0.757*** (0.128)	0.590*** (0.0770)	0.807*** (0.101)	0.695*** (0.0855)
FirmAge	0.0113 (0.0718)	0.0308 (0.0276)	0.0221 (0.0404)	0.0750** (0.0369)
Size	0.164*** (0.0149)	0.123*** (0.00856)	0.111*** (0.0104)	0.194*** (0.0101)
Observations	8,280	18,532	12,803	14,009
R-squared	0.089	0.063	0.080	0.083
industry	Yes	Yes	Yes	Yes
year	Yes	Yes	Yes	Yes

注：*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1; 括号内的数据为标准误

(2) 股权性质的影响

通过对上市企业股权集中度（前十大股东占比）的分析，将上市公司分为股权集中度高与股权集中度低两类，采用了分类分析的方法。表 4.7 结果显示，在股权集中度高样本组中，资本市场开放制度 OPEN 的回归系数（0.569）在 1%的水平下显著为正；明显高于股权集中度低的样本交乘项的回归系数（0.113），说明资本市场开放对环保投资的促进效果在股权集中度低的企业更明显，这也从企业股权角度进行分析。研究假设 H5 成立。

这可能是因为：公司股权集中度越高，对公司运营的控制权就越强，与小股东的冲突和矛盾就越多，也就拥有更为严重的“委托—代理”问题。资本市场开放后，拥有信息优势的境外投资者可以更好地监督大股东是否存在侵占行为。资本市场对外开放对公司环保投资的影响在股权集中高的公司中更为显著。

4.3.6 进一步分析

根据《上市公司行业分类指引》《上市公司环保核查行业分类管理名录》以及《上市公司环境信息披露指南》，将 16 类行业（采矿业、化工、钢铁等）划定为重污染行业。本小节将企业缩短至重污染行业，研究发现重污染行业下资本市场开放对企业环保投资的影响在 5%的水平下显著为正，说明资本市场开放对重污染企业的环保投资具有正向作用。

表 4.8 行业影响

变量	(1) 非重污染	(2) 重污染
	EI	EI
Open	1.003*** (0.0986)	0.101** (0.0451)
ROA	0.159 (0.277)	0.0253 (0.0333)
ATO	0.181*** (0.0491)	0.000180 (0.0145)
FIXED	0.792*** (0.174)	0.274*** (0.0636)
FirmAge	0.104 (0.0825)	0.0323 (0.0232)
Size	0.166*** (0.0214)	0.137*** (0.00624)
Constant	-3.829*** (0.509)	-3.001*** (0.150)

Observations	7,186	19,624
R-squared	0.099	0.053
industry	Yes	Yes
year	Yes	Yes

注：*** $p < 0.01$ ，** $p < 0.05$ ，* $p < 0.1$ ；括号内的数据为标准误

参考黄国良和夏奕欣（2022）研究方法，将全样本划分为重污染行业组和非重污染行业组，并进行分组检验。通过分析表 4.8，结果显示，在非重污染样本组中，资本市场开放制度 OPEN 的回归系数（1.003）在 1%的水平下显著为正；明显高于重污染的样本交乘项的回归系数（0.101），说明资本市场开放对环保投资的促进效果在非重污染行业更明显，这也从行业角度进行分析。

这可能是由于经营特点、市场环境和国家政策等因素的作用，公司所在的行业性质以及行业异质性会对公司的生产运营以及公司的投资活动造成很大的影响，对资本市场开放与环保投入的关系也会产生不同程度的影响。就行业而言，企业是否处在重污染行业对研究成果的影响是不同的。相比于非重污染行业的企业，重污染行业的污染程度高、市场监管强、环境治理耗时长，非重污染行业对环保行为关注度低，市场监管宽松、进行环保投资也较少。资本市场的对外开放后，非重污染行业受到的环保监管加强，环保责任意识也加强。因此，相比重污染行业，非重污染行业资本市场开放对企业环保投资的影响更大。

4.4 本章小结

本章为资本市场开放制度对公司环保投资行为的实证分析，首先选取变量搭建双重差分模型，为本文实证分析奠定基础。然后通过基准回归分析发现，资本市场开放制度对企业环保投资具有显著的促进作用，从而验证了假设 1。本章探究资本市场开放影响公司环保投资行为的其他角度，发现外部监督和内部治理会对资本市场开放影响公司的环保投资产生了显著作用：外部监督或内部治理力量薄弱时，资本市场开放对企业环保投资的促进作用更显著，即被分析师关注和内部控制能够显著影响资本市场开放对企业环保投资的促进作用，从而验证了假设 2 和假设 3。在进一步分析中，分别从产权、股权角度进行研究，在非国有、股权集中度高的企业，资本市场开放对企业环保投资的促进作用更强。进一步分析了在重污染和非重污染行业下的区别：相比重污染行业，非重污染行业资本市场开放对企业环保投资的影响更大。最后，本章通过平稳趋势检验、改变样本区间、更换被解释变量衡量指标（环保投资与营业收入的比值）等方法对前文的

实证结果进行稳健性检验以支持前文对资本市场开放与环保投资之间关系的分析结果。

5 结论及对策建议

5.1 研究结论

随着国家加快推进资本市场对外开放的进程和构建人与自然和谐相处的社会主义生态文明建设，企业积极承担社会责任，主动吸引境外投资者前来投资，并加大环境保护投入。本文首先通过对已有文献进行梳理发现，当前的研究主要集中在资本市场开放的经济后果和企业环保投资的影响因素，但是较少文献将二者进行结合，从环保的角度来研究资本市场开放的经济后果。其次，通过现状分析，可以看出，中国资本市场开放程度不断加深，未来将持续进一步对外开放；环保投资的企业数目虽然逐年增加但投保投入的整体水平偏低并且在行业、地区、产权性质等分布均存在不同程度的差异。因此本文基于利益相关者、信息不对称、委托代理等理论基础，利用 Ashenfelter 和 Card(1985)提出的双重差分模型（DID），从外部监督、内部治理等角度检验资本市场开放制度对企业环境保护投入的影响，得到如下结论：

资本市场开放可以有效促进企业主动增加环保投资。原因在于：资本市场开放不但带来了先进的价值投资管理理念，为我国融入国际资本市场、拓宽投资渠道带来更多的机会；也吸引了更多投资者和分析师的关注、施加了更大的外部信息监督压力，促使企业主动承担环保责任，从而影响企业的微观行为；此外，作为世界上最大的发展中国家，我国所处的制度环境与欧美等发达国家有较大的差异，也会影响企业环境战略选择。

外部监督薄弱时，资本市场开放对企业环保投资的促进作用更显著。本文探讨了外部监督对资本市场开放促进企业环保投资作用的影响，结果显示被分析师关注度能够显著影响资本市场开放对企业环保投资的促进作用。因此，外部监督机制（分析师关注度）能够显著调节资本市场开放对企业环保投资的影响。

内部治理薄弱时，资本市场开放对企业环保投资的促进作用更显著。本文探讨了内部治理对资本市场开放促进企业环保投资作用的影响，结果显示内部控制质量能够显著影响资本市场开放对企业环保投资的促进作用。因此，内部治理机制（内部控制质量）能够显著调节资本市场开放对企业环保投资的影响。

通过区分产权性质发现，资本市场开放对非国有企业环保投资的促进作用更显著。与国有企业相比，非国有企业始终以利益为发展目标，社会责任和环保意识不足，政策优惠和政府补贴也相比国企少，资金不充裕。所以，在非国有企业中，更有利于发挥资本市场开放作用，促使企业为了提升自身形象吸引投资者关注而主动增加环保投入。

股权集中度高时，资本市场开放对企业环保投资的促进作用更显著。股权集中度高的企业的大股东掌握了控制权，更倾向于创造出其他股东无法共享的“私有化利润”。当股权集中度提高时，存在于控股股东与中小股东之间的代理问题突出，因此不能改善公司的经营水平。所以在股权集中度高的公司，资本市场开放可以更好地监督大股东是否存在侵占行为，对环保投资的正向作用。

5.2 对策建议

通过以上研究分析，本文就如何平稳推动资本市场开放制度、维护资本市场稳定，督促企业增加环保投资的角度，提出如下建议，以期为我国资本市场对外开放制度的稳定发展以及生态文明和环境建设提供参考。

5.2.1 政府管理角度

(1) 持续推进对外开放政策

中国资本市场的双向开放对于提高资金配置、价值增值的有效性和加强境内外市场的双向交流与合作具有十分重要的意义，为中国资本市场和上市公司规范化的发展起到了很好的借鉴和推动效果。在目前国际形势发生百年未有之大变局的情况下，我们必须进一步加大对资本市场的双向开放力度，对接国内与国外市场，从而加速构建以国内大循环为主体、国内国际双循环互相推动的新发展格局，为我们的经济发展注入新的力量。

政府作为参与市场治理的主体力量，必须完善资本市场对外开放制度的相关法律法规，为我国资本市场的健康发展提供了良好的指导。政府相关部门要坚持对外开放政策，进一步扩大开放力度，推动资本市场能够稳定健康发展。随着中国资本市场改革的深入，吸引了越来越多的外国投资者前来进行投资，应对境外投资者进行甄别与指导，尽量将价值投资者引入资本市场，优化投资者结构。相关部门应完善制度安排同时加强持续监管，进而拓展外国投资者人民币投资路径，为其提供一个良好的竞争环境，对投资者结构进行改善，规范国内投资风格，从而实现资本市场高质量开放。

(2) 健全绿色政策体系和环境治理机制

环境遭受严重污染、企业随意排放污水，这些行为严重环境污染问题、企业环境污染事件却日益加剧，已成为影响了我国经济可持续发展，与绿色发展理念相违背的重要因素。环境保护任重道远。要想有效地处理好这些问题，就离不开对环境污染问题的投资，而企业既是污染问题的重要来源，又是环境问题的重要参与者，因此，它们在这些问题中所起到的重要角色也越来越多。然而，在环境保护方面，公司常常缺少积极性和

积极性

前文研究表明,我国企业环保投资水平偏低,加强对环境执法的力度,环境规制势在必行。因此,我们国家应该对相关的环境法律和法规进行健全,对公司的环境污染违规进行严厉的监管和控制,并对公司的环境违规进行严厉的处罚,从而对公司的环境行为进行强制规范。此外,完善企业环保投资信息披露机制,公开环保信息,以制度压力迫使企业加大环保投资。与资本市场进行合作共建环境治理体系,通过政府规制角度和市场监督管理角度鼓励企业实施环境治理行为,实现人与自然和谐相处的美好目标。

(3) 引导外部监督机构健康发展

分析师作为外部监督评估机构,可以发挥监督治理和信息传达效应,削弱市场上出现的“委托代理”和“信息不对称”问题,从而推动企业主动承担环保责任、增加环境保护投入。一方面,政府相关部门必须正确引导对外部评估行业进行合理发展,助力良性发展。证监会等有关监管部门应该主动对分析师的团队进行扩充,对其进行完善,以保证他们的独立客观地评估企业发展状况。构建外部评估机构的相关引导培训制度,全面提高了分析人员的专业水平、解读政府公告和企业披露信息的水平,对国家环保政策的敏感度和长期的价值观的建立产生积极作用,从而促进分析师对公司的社会价值进行全面的披露。完善分析师的高效监督机制,对其参与公司的管理模式进行规范,保证其信息的传输品质,并对其对公司的绩效造成的影响加以控制,以此规范上市公司行为,以达到对各利益相关方的预期,推动我国的环保事业发展。另一方面,市场部门对违背了环保责任等信息披露相关规定的行为,加大了对其的惩罚力度,使其可以在一定程度上,对其进行了积极的对外公开,从而给公司和股票持有人提供了一个好的信息沟通的氛围,保证了投资者可以得到关于公司长期发展的相关信息,从而推动了投资者的价值投资。

5.2.2 企业治理角度

(1) 积极承担环保责任

企业主动披露自己的环保责任相关信息,这既是一种立足自身可持续发展的战略目标,也是一种适应当代经济变动和主动参加市场竞争的需求。公司对其进行的环境保护责任的信息披露,在很大程度上是在国家的指导下进行的。所以,作为重要的社会组织,公司应该主动履行自己的环境保护义务,这既是它实现了自身全球化的一大步骤,也是它对国家高质量发展战略做出的回应。为了响应双向开放的号召,公司应该以环保责任

意识来面对越来越多的市场竞争,并将新发展理念付诸实践。企业要提升内部控制水平、公开客观披露环保责任信息,规范自身发展行为,积极地将公司的信息传递给资本市场,从而获得更多的投资人的认可,实现企业可持续发展。首先,企业应遵守环保责任公开发布的基本规范。公司不但要强化自我约束,承担起自己的环境保护责任,将自己的环保责任和环境治理行为的执行结果进行公布,同时,公司也要对投资者和债权人一视同仁,保证信息的真实性与准确性。其次,因为环保责任信息是一种非财务信息,所以很难用金钱来衡量,一些数据通常是用一些专业指标来表达的,使得投资者等社会公众无法准确辨析指标所代表的特定意义。因此,为了让公司公开的环境保护责任信息能够被社会公众所认可,公司应该对环保责任指标的标准做出统一的解释。

(2) 畅通企业信息披露渠道

本文研究表明,分析师跟踪通过对公司进行监管和信息披露,可以帮助公司实现对公司的监管和控制,有助于公司更好地评价公司的长远利益,减轻公司内部的委托冲突,促使公司更多地关注公司的环保投入。在对被预估企业进行深入研究的过程中,分析师将利用自己对所预估企业的资料进行深入的发掘和加工,对所预估的企业进行相关的分析。通过对企业相关数据的分析,为投资者带来更多有意义的参考,从而帮助他们做出合理的投资决定,推动股价向自身价值的方向发展。在此基础上,我们认为,在某种意义上,分析师通过公布研报推动市场资讯传导,提升公司资讯质量,同时也可以帮助降低公司内部的信息不对称,促使公司股价更好地回到自身的真实价值,进而实现公司内部资源优化分配。

因此,公司需要建立一个企业与分析师沟通平台,使公司能够更好地控制公司的短期利益,约束管理层短视行为,减少公司内部的委托代理冲突。公司的环保资讯可以成为公司承担环保义务的正面讯号,可以展现公司的环保形象,累积环保信誉,对公司的价值提高具有无法衡量的正向影响。因此,企业应当主动公开企业的环境信息,充分发挥分析人员的信息媒体作用,来对公司的外部世界进行正面的环保讯号,以达到公司的价值增值。分析师也要加强自身职业培训,提升其在从业中的独立诚实能力,并对有关的法律、法规进行更多的改进,让其能够更好地起到信息传递与监督的功能,从而推动资本市场的良性发展。

(3) 提高企业内部治理水平

企业按照有关的法律和法规,不断改进和加强公司内控体系,提升公司的内控水平,

完善了公司治理结构，对管理层进行思想文化指导，提高了公司治理结构的稳定性。成立专门的内部控制机构，对其进行内控，并加强其独立性，以实现公司的最大利益最大化。各个部门间也要建立起一个相互的监管制度，并将内部控制的要求融入到公司的业绩评估中，从而构建出一个更加合理、更加科学、更加高效的内部控制监督制度，从而杜绝将内部控制部门变成一个形同虚设的状态，让它能够真正地起到自己的效果。此外，公司还应该将环保问题纳入公司的内部控制体系中，对环保的监管制度进行加强，充分地将董事会的监管功能充分地体现出来，让管理层的环境意识和长期的发展前景得到强化，从而提升对环保的承担能力，从而保证公司的绿色竞争力。

5.2.3 投资者角度

随着 CSR 活动的深入，单纯依赖于政府与公司的绿色投入，已经不足以应对日趋复杂的环境问题。当前，在国内的绿色投资和价值投资理念一般都比较缺乏，因此，公司对绿色投资的效率理念还没有形成共识，因此，公司的绿色投资活动还处于粗放阶段。投资者对环保信息披露的重视和环保理念，让公司的环境等非经济信息变成了除了财务信息之外，让社会加深了解的另外一个关键指标。投资者对公司的环境保护问题的重视，则可以促进公司对其进行持续的绿色投入，从而促进公司主动承担自己的环保投入义务。因此，对环境保护的投资与效益，必须引起投资者与债权人的重视与监管。投资人是公司融资的重要来源，他们除了关心公司的经济表现之外，更应该关心公司的社会与环保表现。对一些缺乏环保责任和环保意识的公司，可以通过进行减少投资，这样就可以变成一种促进公司继续履行环保责任、增加环保投资的一种主要动力。同时，也需要让投资者自觉地拥有环境保护的意识，并将对环保的关注转变成对公司环境保护的投入和效益的监管，投资者的绿色理念，将推动公司的绿色投入与环保行为。

参考文献

- [1] Aggarwal R, Erel I, Ferreira M, et al. Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(1): 154-181.
- [2] Bae K H, Ozoguz A, Tan H, et al. Do Foreigners Facilitate Information Transmission in Emerging Markets?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 105(1): 209-227.
- [3] Choi J J, Lam K C K, Sami H, et al. Foreign Ownership and Information Asymmetry[J]. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 2013, 42(2): 141-166.
- [4] Costa-Campi M T, García-Quevedo J, Martínez-Ros E. What Are the Determinants of Investment in Environmental R&D?[J]. *Energy Policy*, 2017, 104: 455-465.
- [5] Dyck A, Lins K V, Roth L, et al. Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 131(3): 693-714.
- [6] Gamra S B. Does Financial Liberalization Matter for Emerging East Asian Economies Growth? Some New Evidence[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2009, 18(3): 392-403.
- [7] Bauer G, Pasricha G, Sekkel R, et al. The Global Financial Cycle, Monetary Policies, and Macprudential Regulations in Small, Open Economies[J]. *Canadian Public Policy*, 2018, 44(2): 81-99.
- [8] Huang W, Zhu T. Foreign Institutional Investors and Corporate Governance in Emerging Markets: Evidence of a Split-share Structure Reform in China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 32: 312-326.
- [9] Huang Y. Proactively and Steadily Advancing China's Financial Opening[J]. *China Economic Journal*, 2018, 11(1): 1-13.
- [10] Kim J B, Wang Z, Zhang L. CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2016, 33(4): 1720-1749.
- [11] Klein M, Olivei G. Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth[J]. *Journal of International Money and Finance*, 2008, 27(6): 861-875.
- [12] Maxwell J W, Decker C S. Voluntary Environmental Investment and Responsive

- Regulation[J]. *Environmental and Resource Economics*, 2006, 33: 425-439.
- [13]Stoever J, Weche J P. Environmental regulation and Sustainable Competitiveness: Evaluating the Role of Firm-level Green Investments in the Context of the Porter Hypothesis[J]. *Environmental and Resource Economics*, 2018, 70: 429-455.
- [14]Wu X. Reform and Evolution of Finance in China: Evidence from China's Reform and Opening-up in the Past 40 Years[J]. *Economic and Political Studies*, 2019, 7(4): 377-412.
- [15]Vieito J P, Wong W K, Chow S C. Stock Market Liberalizations and Efficiency: The Case of Latin America[J]. *Mpra Paper*, 2016, 6: 1-33.
- [16]Wurgler J. Financial Markets and the Allocation of Capital[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1-2): 187-214.
- [17]Zhang Y M, Zhang J J, Cheng Z. Stock Market Liberalization and Corporate Green Innovation: Evidence from China[J]. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 2021, 18(7): 3412.
- [18]曹瑜强,刘慧芬,李承霖.资本市场开放与企业社会责任——基于陆股通制度实施的实证[J].*统计与决策*,2021,37(08):181-184.
- [19]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(08):151-170.
- [20]陈丽蓉,黄明凤,孙昭愚.资本市场开放促进企业履行社会责任吗?——基于产品市场竞争与股权异质性的调节效应[J].*云南财经大学学报*,2021,37(02):54-68.
- [21]崔腾达. 资本市场开放对上市公司融资行为的影响[D].山东财经大学,2021.
- [22]薄仙慧,吴联生.国有控股与机构投资者的治理效应:盈余管理视角[J].*经济研究*,2009,44(02):81-91+160.
- [23]缙倩雯,蔡宁,信瑶瑶.企业环境行为脱耦的成因研究——基于制度逻辑视角[J].*浙江社会科学*,2019(02):19-27+155-156.
- [24]郭阳生.生态效益审计评价指标体系的构建——基于模糊数学视角[J].*南京审计学院学报*,2010,7(03):37-42.
- [25]郭苑.企业环境信息披露、融资约束与环保投资研究[D]. 江西财经大学,2020.
- [26]黄国良,夏奕欣.资本市场开放与企业 ESG 表现研究——基于“深港通”的经验证据[J].*会计之友*,2022(12):126-134.

- [27]胡珺,汤泰劼,宋献中.企业环境治理的驱动机制研究:环保官员变更的视角[J].南开管理评论,2019(2):89-103.
- [28]胡元林,崔丹.企业环保投资影响因素的实证研究[J].生态经济,2019,35(01):161-166.
- [29]甘远平,上官鸣.环境管制对企业环保投资的影响研究[J].生态经济,2020,36(12):135-140.
- [30]华鸣,孙谦.外国投资者降低了新兴市场股价崩盘风险吗——来自“沪港通”的经验证据[J].当代财经,2018(01):57-67.
- [31]黄国良,夏奕欣.资本市场开放与企业 ESG 表现研究——基于“深港通”的经验证据[J].会计之友,2022(12):126-134.
- [32]黄文青.境外股东异质性、企业性质与公司治理效率——基于中国上市公司的实证检验[J].财经理论与实践,2017,38(01):74-79.
- [33]何丹,汤婷,陈晓涵.制度环境、机构投资者持股与企业社会责任[J].投资研究,2018,37(02):122-146.
- [34]李维安,李汉军.股权结构、高管持股与公司绩效——来自民营上市公司的证据[J].南开管理评论,2006(5):4-10.
- [35]李月娥,李佩文,董海伦.产权性质、环境规制与企业环保投资[J].中国地质大学学报,2018,18(6):36-49.
- [36]黎友焕.论企业社会责任建设与构建和谐社会[J].西北大学学报,2006(05):44-47.
- [37]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,2019,35(08):136-154.
- [38]连立帅,朱松,陈超.资本市场开放与股价对企业投资的引导作用:基于沪港通交易制度的经验证据[J].中国工业经济,2019(03):100-118.
- [39]刘常青,崔广慧.产权性质、新会计准则实施与企业环保投资——基于重污染行业上市公司的经验研究[J].财会通讯,2017(6):20-22.
- [40]卢昊.环境管制、政治关联与企业环保投资[D].浙江大学,2021.
- [41]罗棫心,伍利娜.资本市场开放对公司审计的影响——基于“陆港通”背景的实证研究[J].审计研究,2018(05):65-73.
- [42]姜锡明,许晨曦.环境规制、公司治理与企业环保投资[J].财会月刊,2015(27):9-13.
- [43]马文超,唐勇军.省域环境竞争、环境污染水平与企业环保投资[J].会计研究,2018

(8):72-79

- [44]毛丽娟,周悦琪.放松卖空管制与企业环保投资——基于重污染企业的准自然实验[J].财会通讯,2018(21):112-115.
- [45]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.
- [46]潘慧峰,刘曦彤,周轩宇.资本市场对外开放促使价值投资回归了吗?——来自沪港通的证据[J].国际金融研究,2018(11):77-86.
- [47]任广乾.基于公司治理视角的企业环保投资行为研究[J].郑州大学学报,2017,50(03):66-71+159.
- [48]沈宇峰,徐晓东.制度环境、政治关联与企业环保投资——来自A股上市公司的经验证据[J].系统管理学报,2019,28(03):415-428.
- [49]舒利敏,廖菁华.末端治理还是绿色转型?——绿色信贷对重污染行业企业环保投资的影响研究[J].国际金融研究,2022(04):12-22.
- [50]孙泽宇,齐保垒.放松卖空管制与企业社会责任——基于融资融券制度的准自然实验[J].当代财经,2020(02):125-137.
- [51]覃家琦.中国H+A交叉上市的动机与经济后果——历史考察与理论预测[J].制度经济研究,2016(03):87-113.
- [52]唐国平,李龙会,吴德军.环境管制、行业属性与企业环保投资[J].会计研究,2013,(06):83-89+96.
- [53]唐国平,李龙会.股权结构、产权性质与企业环保投资——来自中国A股上市公司的经验证据[J].财经问题研究,2013(03):93-100.
- [54]唐建新,程利敏,陈冬.资本市场开放与自愿性信息披露——基于沪港通和深港通的实验检验[J].经济理论与经济管理,2021,41(02):85-97.
- [55]唐勇军,夏丽.环保投入、环境信息披露质量与企业价值[J].科技管理研究,2019,(10):256-264.
- [56]田双双,李强.管理者私人收益、产权性质与企业环保投资——考虑制度压力的影响[J].财会月刊,2016(21):21-26.
- [57]王云,李延喜,马壮,宋金波.媒体关注、环境规制与企业环保投资[J].南开管理评论,2017,20(06):83-94.

- [58]王海妹,吕晓静,林晚发.外资参股和高管、机构持股对企业社会责任的影响——基于中国 A 股上市公司的实证研究[J].会计研究,2014(8):81-87.
- [59]吴战箴,党昭澜.资本市场开放能提高企业社会责任水平吗[J].财会月刊,2021(08):123-132.
- [60]谢智慧,孙养学,王雅楠.环境规制对企业环保投资的影响——基于重污染行业的面板数据研究[J].干旱区资源与环境,2018,32(3):12-16.
- [61]徐建中,贯君,林艳.制度压力、高管环保意识与企业绿色创新实践——基于新制度主义理论和高阶理论视角[J].管理评论,2017,29(09):72-83.
- [62]严佳佳,郭明华,何乐融.人民币国际化的制约:资本账户未开放还是金融市场欠发达[J].经济学家,2018(08):67-74.
- [63]杨柳.外部监督、内部治理与企业环保投资[D].中南财经政法大学,2018.
- [64]张琦,郑瑶,孔东民.地区环境治理压力、高管经历与企业环保投资——一项基于《环境空气质量标准(2012)》的准自然实验[J].经济研究,2019(6):183-198.
- [65]张三峰,卜茂亮.环境规制、环保投入与中国企业生产率——基于中国企业问卷数据的实证研究[J].南开经济研究,2011,(2):129-146.
- [66]周爱民,廖明,彭俊华.资本市场开放能促进企业履行社会责任吗?——基于“沪港通”效应的实证检验[J].投资研究,2021,40(03):58-78.
- [67]周曙光.让企业环保投入成为价值投资——股权交易制度改革下增强企业治污内生动力探索[J].环境保护,2016,44(02):71-72.
- [68]钟凯,孙昌玲,王永妍.资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据[J].金融研究,2018(7):174-192.
- [69]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(01):169-179.
- [70]周慧楠.内部控制、环境政策与企业环保投资——来自重污染行业上市公司的经验证据[J].财会通讯,2019(6):88-91.
- [71]祝敏,宁金辉,苑泽明.机构投资者异质性、环境规制与企业环保投资[J].金融发展研究,2019(7):12-20.
- [72]邹洋,张瑞君,孟庆斌,侯德帅.资本市场开放能抑制上市公司违规吗?——来自“沪港通”的经验证据[J].中国软科学,2019(08):120-134.

致 谢

成此篇者，吾终业也。文末搁笔，百感交集。岁月匆匆，时过境迁，如水滴入海，无声无影。

当我写到致谢时，我也深深明白学生时代至此告一段落。此年终，我已经不再是一个学生了，我要以一种全新的姿态，来迎接未来的生活。人生学业累计 19 年，此乃人生最乐之时，亦是人生中最难忘之时，更是人最宝贵之时间。当我向学校道别的时候，心情五味杂陈，有高兴、有兴奋、有释然，也有依依不舍。回顾这些年，我感觉自己像是在踢一场球赛，每一分每一秒都在拼命地奔跑，尽自己最大的努力的同时，也留下了遗憾。虽复万般不舍，犹怀感激。

三生有幸，得遇良师。我很清楚，没有马润平老师的帮助，我就像是一棵没有阳光和雨露的禾苗，也不可能有今天的进步。我的导师，他每次上课都会身着西装、梳洗整齐，他让我明白教书育人是一项神圣的职业，每一节课的认真对待，是对学生的尊敬，也是对自己职业的尊敬。这也激励我在以后的岁月里不断提高与完善自己，让自己成为一名优秀的学生。

树高千尺，不忘根深沃土。最要感恩的人是我的爸妈，考研第一年的失败是你们坚定地说：“没事，咱们再考一年。”我才能最后成为研究生。我的父母从来不信读书无用论，他们一直为女儿感到自豪。何其幸运能遇到你们！

山水一程，三生有幸。感谢论文期间我的舍友李雯昕和蒙亚宁以及我的男朋友李林健，我们互相督促、互相鼓励，才能让这篇论文完成。就业形势严峻，就业的压力和论文的压力一度让我很情绪崩溃，是他们一路帮助着我、鼓励着我。

谢谢这一路给予我帮助的人们，未来这段回忆我会倍感珍惜！