

资本市场开放与公司 ESG 信息披露

——基于 A 股纳入 MSCI 指数准自然实验

段婷婷 张立光*

摘要: 本文以中国 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数的外生冲击为准自然实验,采用双重差分模型研究资本市场开放对公司 ESG 信息披露的影响。结果发现,A 股纳入 MSCI 指数显著促进了公司公开 ESG 信息披露。该效应在海外经营收入比例高的公司、民营企业、信息环境差以及无外资持股的公司中尤为明显。机制分析表明,A 股纳入 MSCI 指数促进了境外机构投资者对标的公司的积极实地调研,并通过境外投资者积极与上市公司进行信息沟通从而提升了标的公司的 ESG 信息披露水平。本文不仅丰富了公司 ESG 信息披露影响因素研究,而且为我国进一步推进资本市场与国际市场接轨以及提高公司 ESG 信息披露水平提供了参考。

关键词: 资本市场开放;MSCI 指数;ESG 信息披露;境外投资者

中图分类号: F832.51;F270

一、引言

ESG(环境、社会和公司治理)要求公司和投资者在经营和投资过程中不仅关注财务绩效,更要注重对于环境(Environmental)、社会(Social)和公司治理(Governance)的责任承担。在全球气候持续恶化的背景下,ESG 所传递的可持续发展理念受到国际社会的推崇。相比发达国家,中国的 ESG 信息披露制度有待完善,不仅未建立体系化的 ESG 信息披露框架和披露标准,也未实施强制性的 ESG 信息披露政策。在此背景下,如何提高公司的 ESG 信息披露水平,有待进一步深入研究。本文以 A 股纳入摩根士丹利资本国际公司(Morgan Stanley Capital International)新兴市场指数(以下简称 A 股纳入 MSCI 指数或 A 股“入摩”)为场景,探究资本市场开放是否以及如何影响公司的 ESG 信息披露。

随着中国资本市场准入制度的深化改革,中国 A 股部分上市公司于 2018 年 6 月正式纳入 MSCI 指数。MSCI 指数是全球机构投资者采用最多、全球影响力最大的基准指数,中国 A 股“入摩”标志着中国 A 股市场开放迈出重要一步。A 股纳入 MSCI 指数意味着中国资本市场与国际市场的直接接轨(谭雅妃、朱朝晖,2022),是中国资本市场开放的重大突破。随着 A 股纳入 MSCI 指数,境外投资者可跟踪 MSCI 指数投资中国资本市场(倪晓然、顾明,2020)。境外投资者以机构投资者为主(连立帅等,2019),并且境外投资者在国际上的投资

*段婷婷,西南财经大学会计学院,邮政编码:611130,电子信箱:duantingting_dtt@163.com;张立光(通讯作者),四川农业大学管理学院,邮政编码:611130,电子信箱:zlg1990zlg@163.com。

非常感谢匿名审稿专家提出的宝贵修改意见,当然文责自负。

经历使其具备更丰富的投资经验以及专业知识(Bae et al.,2012),我国投资者结构能够得到优化。更为重要的是,ESG 投资已成为境外投资者的主流投资策略,境外投资者成熟的 ESG 投资理念能够树立长期价值投资的导向,引导我国投资者将 ESG 因素纳入投资决策,为我国资本市场的高质量发展提供助力。鉴于此,本文以 2015—2020 年中国 A 股上市公司为研究样本,运用双重差分模型探究 A 股纳入 MSCI 指数对公司 ESG 信息披露的影响以及作用机制。本文的边际贡献主要集中在以下几个方面:

首先,本文聚焦 ESG 信息披露,不仅为境外投资者参与中国市场对公司公开信息披露的积极作用提供了证据,而且丰富了公司 ESG 信息披露研究。境外投资者参与对公司信息披露的作用仍存在争议,阮睿等(2021)、唐建新等(2021)主张境外投资者参与中国资本市场提高了公司的公开信息披露意愿和信息披露质量。然而,Yoon(2021)则提出境外投资者参与提高了公司的私人信息披露,而公司的公开信息披露并未增加。本文利用资本市场开放这一准自然实验,证明了境外投资者参与有利于提升新兴市场公司的公开信息披露。

其次,本文从境外投资者的信息沟通渠道深入揭示了境外投资者促进公司 ESG 信息披露的作用机制。大量文献从境外投资者的外部监督和产生的内部管理层激励效应,分析境外投资者参与对公司信息披露的作用机制(阮睿等,2021;唐建新等,2021),在之前研究的基础上,本文挖掘了境外投资者发挥作用的新机制。

再次,本研究为中国 A 股纳入 MSCI 指数对企业行为的影响提供了新的证据。现有文献主要从资本市场效率与稳定角度,探究了中国 A 股纳入 MSCI 指数的一系列反应(倪晓然、顾明,2020;冯天楚、邱保印,2020)。本文从上市公司的非财务信息披露视角,拓展了中国 A 股纳入 MSCI 指数的经济后果研究。

最后,本文还具备较强的实践价值。在我国缺乏强制 ESG 信息披露制度的背景下,本研究发现资本市场开放引入的境外投资者所发挥的信息沟通作用可以作为一种替代机制,推动公司 ESG 信息披露水平的提升,因而本文为我国资本市场高质量对外开放的继续推进提供了实证证据。

二、文献综述和研究假说

(一)文献综述

目前有关中国 A 股纳入 MSCI 指数的研究仍比较有限。倪晓然和顾明(2020)发现 A 股被纳入 MSCI 指数的标的公司在公告日前后的累计超额收益显著为正,并指出该公告效应是由于公司纳入 MSCI 指数向市场传递了企业未来前景的正面信息,支持了信息驱动假说。冯天楚和邱保印(2020)也指出 A 股纳入 MSCI 指数吸引了大量投资者投资标的公司,引发了正向的市场反应,并且长期来看,A 股纳入 MSCI 指数增强了分析师关注缓解资本市场信息不对称的作用。A 股纳入 MSCI 指数不仅提升了资本市场效率,也影响了标的公司的行为。谭雅妃和朱朝晖(2022)指出 A 股纳入 MSCI 指数提高了管理层从股价变动中学习公司特质信息,并利用这些信息进行投资决策的动机,提高公司投资-股价敏感性。A 股纳入 MSCI 指数对中国 A 股市场开放具有重要意义,但对于 A 股纳入 MSCI 指数将怎样影响公司非财务行为以及非财务披露,诸如 ESG 信息披露,仍有待进一步深入研究。

在企业社会责任(CSR)的基础上,ESG 明确包含公司治理因素,并强调了环境因素的重要性。ESG 信息披露进一步延伸了 CSR 披露的外延,引发了学者们的研究兴趣。Baldini 等

(2018)从政治、劳工和文化三个层面的国家制度角度,探究了公司 ESG 信息披露的影响因素,研究发现:政治制度(法律框架的强度)、文化制度(社会凝聚力和机会公平水平)均与公司 ESG 信息披露显著负相关。劳工制度(劳动保护程度和失业率)与公司 ESG 信息披露存在正相关关系。Yu 和 Luu(2021)则主张腐败和政治权利等国家制度对公司 ESG 信息披露的影响较小,公司特征对公司 ESG 信息披露起到关键作用。董事会规模较大、内部人持股较少、独立董事和机构投资者比例较高、交叉上市的公司披露更多的 ESG 信息。Husted 和 De Sousa-Filho(2019)研究了董事会特征对公司 ESG 信息披露的影响,他们发现公司董事会规模扩大和独立董事比例增加能够提高公司的治理水平,从而显著促进公司的 ESG 信息披露。而董事会中女性董事的存在降低了公司 ESG 信息披露水平。他们解释该负向效应是由于文中所采用的样本董事会女性人数过少并且考虑到拉丁美洲的集体主义文化,女性董事无法对公司 ESG 信息披露产生积极作用。Masi 等(2021)同样探究了女性董事对公司 ESG 信息披露的作用,发现当女性董事达到临界水平时,即女性董事人数由一至两人提高到至少三人时,公司的 ESG 信息披露水平得到提升。Huang 等(2022)则以美国公司为研究样本,提出在自然灾害灾区附近的公司显著增加了 ESG 信息披露,这是因为管理层通过增加 ESG 信息披露以战略性应对投资者风险感知的变化。

上述研究主要基于发达国家和跨国样本,少有研究提供新兴市场的证据,并且中国 ESG 信息披露的文献仍主要集中于环境、社会、公司治理单独各部分的披露(倪娟、孔令文,2016;王婉菁等,2021),有关于 ESG 整体披露的研究仍有待丰富。

(二) 研究假说

我国的 ESG 实践起步较晚,国内投资者对 ESG 的重视程度不足,导致其对 ESG 信息的需求水平较低。对公司而言,面临投资者的低 ESG 信息要求,公司进行 ESG 信息披露的收益较低。此外,ESG 信息披露可能帮助公司的竞争对手掌握公司的产品安全、绿色专利技术等机密信息从而产生专有成本(Ilhan et al.,2023)。ESG 信息披露水平是公司经过收益和成本权衡的结果(Huang et al.,2022),因而在 A 股纳入 MSCI 指数前,公司披露 ESG 信息的动机不足。

资本市场开放为中国资本市场引入了大量来自发达国家的境外投资者(倪晓然、顾明,2020)。境外投资者多为坚持价值投资理念的价值投资者(连立帅等,2019),除了关注公司的财务信息,他们十分重视能够反映企业长期价值、可持续发展能力的 ESG 信息。尤其境外投资者在投资新兴市场时,公司 ESG 信息披露提供了对境外投资者决策有用的增量信息(Chauhan and Kumar,2019)。ESG 信息的重要价值在于其不仅有助于投资者评估企业的经济业绩,也向投资者传递了公司可能面临的潜在风险(王婉菁等,2021)。投资者可以通过分析 ESG 信息加强对上市公司发展前景的把握,从而提升其投资决策效率和收益,因而境外投资者有动机获取更多的 ESG 信息。相比境内投资者,境外投资者与被投资企业存在较远的地理距离,在法制以及文化方面也存在差异(Baik et al.,2013),并且境外投资者缺乏获得“软信息”的渠道(Gormley et al.,2012),其与国内公司的信息不对称程度更高。为了缓解信息不对称程度,境外投资者会主动督促上市公司提升公开信息披露的数量和质量(Tsang et al.,2019)。综合上述分析,境外投资者具有强烈的 ESG 信息需求并且处于信息劣势,因而境外投资者倾向于督促上市公司提升公开的 ESG 信息披露水平。

于公司而言,一方面,从信息不对称角度,公司的非财务信息披露可以缓解公司与投资

者之间的信息不对称以降低公司的融资成本。面对境外投资者的信息需求和主动的信息沟通,公司将提高 ESG 信息披露以满足投资者的信息需求,从而获取融资的便利。另一方面,基于声誉理论,公司 ESG 信息披露可以作为一种印象管理工具,帮助企业塑造良好的声誉(Xie et al., 2019)。在 A 股纳入 MSCI 指数后,标的公司在国外的关注度显著提升。为了今后在海外的经营和发展,公司更倾向于提升 ESG 信息披露以改善企业声誉。在 A 股纳入 MSCI 指数后,标的公司进行 ESG 信息披露的收益提升,从而促使公司的 ESG 信息披露倾向提高。

综上所述,我们提出如下假说:

在其他条件相同的情况下,中国 A 股纳入 MSCI 指数提高了公司的公开 ESG 信息披露水平。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文以 2015—2020 年的沪深 A 股上市公司为研究样本。2018 年 6 月,摩根士丹利资本国际公司(MSCI)正式将 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数。首批被正式纳入 MSCI 指数的中国上市公司总计 226 家^①。随后,于 2018 年 8 月、2019 年 5 月和 11 月又经过三次扩容,共计纳入中国公司 472 家^②。本文将纳入 MSCI 指数的上市公司作为实验组,其余公司为控制组。我们按照以下原则对样本进行处理:(1)剔除金融保险行业的公司;(2)剔除 ST 或*ST 公司;(3)剔除财务数据缺失的观测值;(4)删除资产负债率大于 1 以及存在缺失值的观测值。同时,为了避免极端值对回归结果的干扰,本文在 1%和 99%的水平上对连续变量进行了 Winsorize(缩尾)处理。最终,我们共得到 6 049 个观测值。

借鉴 Huang 等(2022),本文从彭博数据库(Bloomberg)获取了 ESG 信息披露数据。彭博数据库对中国 A 股的部分公司进行了跟踪,其根据上市公司的年报、可持续性发展报告、第三方的研究以及媒体报道等公开渠道收集的环境、社会和公司治理信息对上市公司 ESG 信息披露数量进行评分。若上市公司未披露任何 ESG 相关的信息,则评分为 0。ESG 信息披露综合评分与环境、社会和公司治理三方面披露评分的分布范围为(0,100),机构投资者访问和业绩说明会数据源自中国研究数据服务平台(CNRDS),本文通过人工核对机构投资者的名字以确定境外投资者调研情况。此外,我们采用 Python 对业绩说明会上投资者的提问和管理层的回答文字内容进行了文本分析。首先,我们参考了 Kimbrough 等(2022)的 ESG 词典,并人工阅读了五千条提问数据和五千条回答数据,从而归纳出我们的 ESG 词典^③。随后我们利用 Python 进行关键词搜索提取出业绩说明会提问和回答文本中包含 ESG 关键词的句子,然后统计出包含 ESG 相关关键词的句子数量。本文其他公司财务数据均来

①2018 年 5 月,MSCI 宣布:234 家中国 A 股公司将被纳入 MSCI 指数体系。但是,东方园林、海南橡胶、中国中铁、太钢不锈、康得新和中兴通讯因停牌被剔除,而上海建工和西南证券因被移出沪港通标的,也被剔除。最终,226 家公司正式被纳入 MSCI 指数体系。

②MSCI 在每年的 2 月、5 月、8 月、11 月,宣布对纳入指数标的公司进行新增和剔除调整,为了避免剔除公司对本文结论的干扰,将剔除的公司从样本中删除。

③我们的 ESG 词典包含:ESG,环境、社会和公司治理,社会责任,低碳,污染,环保支出,消费者保护,员工福利,慈善,扶贫,公益,监事会,董事会,独立董事,审计,内部控制等 89 个关键词。限于篇幅,留存备案。

源于国泰安数据库(CSMAR)。

(二) 模型设定

由于 A 股的上市公司分批纳入 MSCI 指数,为了检验中国上市公司纳入 MSCI 指数对公司 ESG 信息披露的影响,本文借鉴 Beck 等(2010)构建多期双重差分模型(1)进行回归分析。

$$ESG_DIS_{it}=\beta_0+\beta_1MSCIA_{it}+\gamma Controls+\sum FIRM+\sum YEAR+\varepsilon_{it}\tag{1}$$

(1)式中:被解释变量 *ESG_DIS* 为公司 ESG 信息披露水平的衡量指标。*MSCIA* 是公司当年是否属于 MSCI 新兴市场指数标的公司的虚拟变量,若 A 股上市公司被纳入 MSCI 新兴市场指数,当年以及之后年度,*MSCIA* 取值为 1,否则取值为 0。根据前文的理论分析,我们预期 β_1 将显著为正。参考 Yu 和 Luu (2021)、Huang 等(2022),本文选取了公司规模(*SIZE*)、公司资产负债率(*LEV*)、公司的盈利能力(*ROA*)、企业上市年龄(*AGE*)、托宾 *Q* 值(*TQ*)、公司第一大股东持股比例(*TOP1*)、董事会规模(*BOARD*)、公司独立董事的比例(*INDEP*)、公司两职合一(*DUAL*)和机构投资者持股比例(*INS*)作为控制变量(*Controls*)。同时,我们控制了公司固定效应以及年度固定效应。表 1 的变量说明表详细阐述了各变量的具体定义。

表 1 变量说明

变量名称	变量定义说明
<i>ESG_DIS</i>	公司 ESG 信息披露水平,综合公司环境、社会、公司治理三个方面的公开信息披露情况,彭博数据库对中国上市公司的 ESG 信息披露数量进行评分,评分范围为(0,100)
<i>MSCIA</i>	公司当年是否属于 MSCI 新兴市场指数标的公司的虚拟变量,A 股上市公司被纳入 MSCI 新兴市场指数当年以及之后年度, <i>MSCIA</i> 取值为 1,否则取值为 0
<i>SIZE</i>	公司规模,公司资产总额的自然对数
<i>LEV</i>	资产负债率,公司的负债总额除以资产总额
<i>ROA</i>	盈利能力,公司净利润除以资产总额
<i>AGE</i>	公司上市年龄,上市年限加 1 的自然对数
<i>TQ</i>	托宾 <i>Q</i> 值,公司市值除以总资产
<i>TOP1</i>	股权集中度,公司第一大股东的持股比例
<i>BOARD</i>	董事会规模,董事会人数的自然对数
<i>INDEP</i>	独立董事的比例,独立董事人数除以董事会总人数
<i>DUAL</i>	两职合一,董事长兼任总经理,取值为 1,否则为 0
<i>INS</i>	机构投资者持股比例,机构投资者持股数量合计/总股本

(三) 描述性统计

表 2 为本文主要变量的描述性统计。其中,ESG 信息披露(*ESG_DIS*)的均值为 30.174,表明我国上市公司的 ESG 信息披露数量水平整体偏低。ESG 信息披露中位数 28.438,最小值和最大值分别为 18.177 和 54.200,可见中国上市公司 ESG 信息披露水平差异较大。ESG 信息披露的三个方面:环境信息披露(*ENV_DIS*)的中位数为 1.933,最小值和最大值分别为 0 和 50.649,公司环境信息的披露水平普遍较低,且不同公司间差异较大。社会信息披露(*SOC_DIS*)的均值和中位数分别为 12.541 和 10.611,社会信息披露的整体水平偏低,但公司间差异较小。公司治理信息披露(*GOV_DIS*)的均值为 69.252,最小值是 39.286,最大值为 89.284,表明我国公司治理披露的水平相对较高。此外,纳入 MSCI 指数之后年度的公司样本占全样本的 15.8%。其余控制变量的分布与之前的文献基本一致。

表 2		描述性统计						
VARIABLES	N	MEAN	SD	MIN	P25	P50	P75	MAX
ESG_DIS	6 049	30.174	6.955	18.177	26.003	28.438	32.703	54.200
ENV_DIS	6 049	8.843	11.781	0	0.423	1.933	14.618	50.649
SOC_DIS	6 049	12.541	6.412	3.204	7.830	10.611	15.175	34.734
GOV_DIS	6 049	69.252	8.503	39.286	64.419	69.747	74.202	89.284
MSCIA	6 049	0.158	0.365	0	0	0	0	1
SIZE	6 049	23.325	1.282	20.668	22.447	23.193	24.032	27.121
LEV	6 049	0.476	0.195	0.079	0.324	0.486	0.623	0.882
ROA	6 049	0.045	0.059	-0.178	0.016	0.037	0.072	0.219
AGE	6 049	2.565	0.658	0	2.197	2.773	3.045	3.332
TQ	6 049	2.035	1.494	0.816	1.114	1.511	2.308	9.163
TOP1	6 049	0.365	0.159	0.087	0.241	0.352	0.477	0.770
BOARD	6 049	2.166	0.204	1.609	2.079	2.197	2.197	2.708
INDEP	6 049	0.376	0.055	0.308	0.333	0.364	0.429	0.571
DUAL	6 049	0.220	0.414	0	0	0	0	1
INS	6 049	0.540	0.221	0.038	0.390	0.569	0.707	0.929

四、实证分析

(一) 基准回归分析

表 3 报告了 A 股纳入 MSCI 指数与公司 ESG 信息披露的回归结果。

	基准回归结果		
	(1)	(2)	(3)
	ESG_DIS	ESG_DIS	ESG_DIS
MSCIA	1.935*** (8.22)	1.387*** (5.95)	1.395*** (5.98)
SIZE		0.880*** (3.62)	0.740*** (2.89)
LEV		-1.686** (-2.01)	-1.567* (-1.86)
ROA		1.356 (1.06)	1.200 (0.94)
AGE		1.537*** (3.26)	1.640*** (3.47)
TQ		0.325*** (4.93)	0.318*** (4.78)
TOP1			1.174 (0.87)
BOARD			0.618 (0.85)
INDEP			3.959* (1.85)
DUAL			0.031 (0.14)
INS			1.142 (1.11)
CONSTANT	26.980*** (242.59)	3.037 (0.56)	2.104 (0.36)
FIRM	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes
N	6 049	6 049	6 049
Adj.R ²	0.373	0.389	0.390

注:(1)括号中报告值是经公司层面聚类稳健标准误调整后的 *T* 值;(2) *、**、*** 分别表示 10%、5%、1%显著性水平。下表同。

回归(1)在不加入控制变量,仅控制了公司和年度固定效应的情况下进行了回归分析,回归结果显示变量 *MSCIA* 的系数在 1%水平上显著为正,表明 A 股纳入 MSCI 指数显著提高了标的公司的 ESG 信息披露。回归(2)在回归(1)的基础上加入了企业基本财务指标作为控制变量,结果发现变量 *MSCIA* 的系数为 1.387 且在 1%水平上显著为正。回归(3)进一步添加了公司治理相关控制变量,结果显示变量 *MSCIA* 的系数为 1.395,仍然在 1%水平上显著。表 3 回归(1)—(3)证明了本文的假说,随着 A 股纳入 MSCI 指数,公司的 ESG 信息披露水平显著提升。

(二) 平行趋势分析

为了检验多期 DID 的适用性,本文参考 Beck 等(2010)构建模型(2)进行平行趋势检验。

$$ESG_DIS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BEFORE2_{it} + \alpha_2 BEFORE1_{it} + \alpha_3 AFTER0_{it} + \alpha_4 AFTER1_{it} + \alpha_5 AFTER2_{it} + QControls + \sum FIRM + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \tag{2}$$

(2)式中:*BEFORE1* 为年度虚拟变量,公司纳入 MSCI 指数的前一年取值为 1,其他年度取值为 0。同理,*BEFORE2* 表示公司纳入 MSCI 指数前两年的虚拟变量,取值方法同 *BEFORE1*。*AFTER0* 则是公司纳入 MSCI 指数当年的虚拟变量。公司纳入 MSCI 指数当年,*AFTER0* 取值为 1,其他年度取值为 0。*AFTER1*、*AFTER2* 则为公司纳入 MSCI 指数之后第一年、第二年的虚拟变量。此外,因为我们的样本期为 2015—2020 年,A 股部分公司首次纳入 MSCI 指数为 2018 年,此类首批纳入 MSCI 指数的公司不存在早于纳入 MSCI 指数前三年的样本值,所以我们将其他公司纳入 MSCI 指数前三年之前的时间归并至第三年(*BEFORE3*),并将 *BEFORE3* 作为基期。其余变量同(1)式。

表 4 报告了平行趋势分析的结果。

表 4 平行趋势检验结果

	<i>ESG_DIS</i>
<i>BEFORE2</i>	0.112 (0.53)
<i>BEFORE1</i>	0.337 (1.20)
<i>AFTER0</i>	1.035 *** (3.15)
<i>AFTER1</i>	2.167 *** (5.41)
<i>AFTER2</i>	2.804 *** (5.25)
<i>CONSTANT</i>	4.515 (0.76)
<i>Controls</i>	Yes
<i>FIRM</i>	Yes
<i>YEAR</i>	Yes
系数差异 (<i>P-value</i>):	
<i>AFTER1-AFTER0</i>	0.0001 ***
<i>AFTER2-AFTER0</i>	0.0001 ***
<i>AFTER0-BEFORE1</i>	0.0001 ***
N	6 049
<i>Adj.R</i> ²	0.396

变量 *BEFORE2* 和 *BEFORE1* 的系数均不显著,表明在中国 A 股纳入 MSCI 指数前,实验组与控制组无明显差异。变量 *AFTER0*、*AFTER1*、*AFTER2* 的系数均正向显著,且 *AFTER1*、*AFTER2* 与 *AFTER0* 的系数差异均显著为正, *AFTER0* 与 *BEFORE1* 的系数差异也在 1% 的水平上显著。说明中国 A 股纳入 MSCI 指数后,标的公司的 ESG 信息披露水平显著提高,满足平行趋势检验。

(三) 内生性问题与稳健性检验

1. 内生性问题

公司是否被纳入 MSCI 指数并非是随机的,为了缓解潜在的内生性问题,本文采用倾向性得分匹配法(PSM)并进行了安慰剂检验,检验结果见表 5。

表 5 内生性处理

	(1)	(2)	(3)
	<i>ESG_DIS</i>	<i>ESG_DIS</i>	<i>LIST</i>
<i>MSCIA</i>	0.937^{***} (3.13)	1.009^{**} (2.35)	
<i>ESG_DIS</i>			0.021 (1.09)
<i>CONSTANT</i>	20.954 ^{**} (2.47)	17.893 [*] (1.72)	-70.872 ^{***} (-11.81)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>FIRM</i>	Yes	Yes	No
<i>IND</i>	No	No	Yes
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes
N	2 906	2 654	977
<i>Adj.R²</i>	0.369	0.394	0.516

表 5 回归(1)中,我们借鉴谭雅妃和朱朝晖(2022),为纳入 MSCI 指数的公司样本配对非 MSCI 指数标的样本。具体而言,我们将控制变量作为匹配变量并采用 Logit 模型,计算倾向得分,随后采用倾向得分最邻近原则进行 1:1 不放回配对并采用配对后样本进行回归,结果发现 *MSCIA* 的系数在 1% 水平上显著为正^①。表 5 回归(2)中,由于混合匹配可能存在“入摩”后的实验组匹配到“入摩”前的实验组,我们重新进行了逐年 PSM 匹配。结果显示, *MSCIA* 的系数依旧显著为正^②。为了进一步排除“入摩”标的选取非随机对结论的干扰,我们进行了安慰剂检验。在保持 A 股“入摩”时间不变的前提下,我们将原来纳入 MSCI 指数的公司作为新的控制组,并根据 *t* 年有 *n* 个公司被纳入 MSCI 指数的事实,从当年以及之前年度未纳入 MSCI 指数的原控制组中随机抽取 *n* 个公司作为实验组。随后,我们利用新样本重新估计模型(1)。最后,将该过程重复 1 000 次,得到变量 *MSCIA* 的 1 000 个估计系数。图 1 报告了 1 000 次随机抽取实验组的估计系数和 *p* 值,估计系数的概率密度基本呈现正态分布,并且估计系数集中分布在 0 值左右,远小于表 3 基础回归 *MSCIA* 的系数 1.395。该结

①为了保证匹配是合理的,我们进行了协变量平衡性检验,检验结果留存备索。我们发现在 PSM 之后,各协变量在实验组和控制组样本中无显著差异,通过了平衡性检验。

②各年度逐年 PSM 平衡性检验结果均显示,在匹配后,匹配变量在实验组和控制组之间均无显著差异,并且匹配后的标准偏差绝对值均明显小于 20%,因而我们的逐年 PSM 匹配是可靠的,匹配结果留存备索。

果说明对于随机生成的“入摩”标的公司,A 股纳入 MSCI 指数促进标的公司 ESG 信息披露的效应并不存在。此外,考虑到被纳入 MSCI 指数的公司可能本身就是 ESG 信息披露表现优异的公司,我们将公司滞后一期的 ESG 信息披露水平作为解释变量,并将模型(1)中的控制变量滞后一期作为控制变量。同时,我们构建 Logit 模型并控制行业和年度固定效应以探究公司是否被纳入 MSCI 指数(*LIST*)的影响因素。表 5 回归(3)中,我们的回归结果显示 *ESG_DIS* 的系数不显著,说明并不是被纳入 MSCI 指数的公司本身就是 ESG 信息披露表现好的公司。上述检验结果均进一步表明本文结论的可靠性。

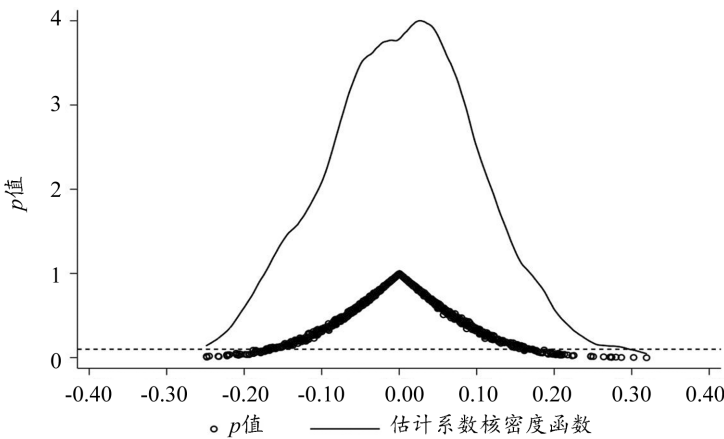


图 1 安慰剂检验

2.稳健性检验

为了证明本文结论的可靠性,本文采用替换被解释变量、更换样本期、改变控制变量、以及排除其他潜在解释和事件冲击的方法进行了稳健性检验(见表 6)。

表 6 稳健性检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>ESGREPORT</i>	<i>ESG_DISG</i>	<i>ESG_DIS</i>	<i>ESG_DIS</i>	<i>ESG_DIS</i>
<i>MSCIA</i>	0.185^{***} (3.10)	0.352^{**} (2.12)	1.442^{***} (5.92)		1.392^{***} (5.96)
<i>ESGRATE_PRESSURE</i>				-0.408^{**} (-2.04)	
<i>FTSEA</i>					0.350 (0.53)
<i>S&PA</i>					0.101 (0.11)
<i>CONSTANT</i>	-9.204 ^{***} (-5.45)	-1.548 (-0.32)	1.328 (0.21)	-33.277 (-0.90)	2.190 (0.37)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>GINDEX</i>			0.105 (0.80)		
<i>FIRM</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>YEAR</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	6 049	5 602	5 622	959	6 049
Adj. <i>R</i> ²	0.115	0.228	0.389	0.479	0.390

表 6 回归(1)中,我们采用公司 ESG 或 CSR 报告页码数量加 1 的自然对数

(ESGREPORT)来衡量公司的 ESG 信息披露水平,结果发现变量 *MSCIA* 的系数为 0.185 且在 1%水平上显著为正。回归(2)中,我们将公司当年 ESG 信息披露水平与上一年度 ESG 信息披露水平的差值(*ESG_DISG*)作为公司 ESG 评分增长的衡量指标,结果显示 *MSCIA* 系数在 5%水平上显著为正。回归(3)中,我们基于高管薪酬、高管持股比例、独立董事比例、董事会规模、机构持股比例、股权制衡度、董事长是否兼任总经理这七个指标,利用主成分分析法构建了公司治理指数(*GINDEX*)。我们控制了财务指标和公司治理指数后进行回归,结果依然表明 A 股纳入 MSCI 指数显著促进了公司 ESG 信息披露水平的提升。回归(4)中,为了排除本文的结果仅是纳入 MSCI 标的公司因担忧 ESG 评级较低被剔除指数而被迫进行披露的解释,本文构建了 ESG 评级压力指标(*ESGRATE_PRESSURE*)^①以衡量公司因 ESG 评级过低而被剔除的潜在风险。我们将 *ESGRATE_PRESSURE* 滞后一期作为解释变量,并将公司的 ESG 信息披露水平作为被解释变量进行回归。研究发现变量 *ESGRATE_PRESSURE* 的系数在 5%水平上显著为负,表明公司的 ESG 评级越低,潜在的被剔除风险越高,公司未来一年的 ESG 信息披露越少。该结果排除了纳入 MSCI 标的公司因担忧 ESG 评级较低被剔除指数而被迫提高 ESG 信息披露的假说。此外,A 股在 2019 年纳入富时罗素指数、标普道琼斯指数。这两次指数调整也被涵盖在本文的样本期内,可能对本文 A 股“入摩”与公司 ESG 信息披露的关系产生冲击。为了缓解 A 股纳入富时罗素指数、标普道琼斯指数事件对本文结论的干扰,本文以设计 A 股纳入 MSCI 指数变量 *MSCIA* 的方式,构建 A 股纳入富时罗素指数变量(*FTSEA*)和 A 股纳入标普道琼斯指数变量(*S&PA*)。随后,将变量 *FTSEA* 和 *S&PA* 作为控制变量重新进行回归以排除其他事件干扰。如回归(5)所示:变量 *MSCIA* 的系数依旧显著为正,A 股纳入富时罗素指数变量(*FTSEA*)和 A 股纳入标普道琼斯指数变量(*S&PA*)的系数均正向不显著,说明在控制 A 股纳入其他国际指数后,A 股“入摩”与公司 ESG 信息披露的积极关系依旧成立。

由于 A 股纳入 MSCI 指数是分批次进行的,我们采用了多期双重差分模型。但是多期双重差分模型存在异质性处理效应问题。正如 Goodman-Bacon (2021)指出,多期双重差分模型在处理时点上存在差异,早期接受处理的样本会成为晚期接受处理样本的控制组,所以很可能带来估计偏误。为了缓解估计偏误对本文结论的干扰,我们进行了 Bacon 分解与异质性稳健 DID 估计。根据 Bacon 分解的结果,我们发现不合适的处理效应:后期处理与早期处理、所有处理与已经处理的估计值分别为 0.058 和 -0.151,权重分别为 3.8%和 0.2%,影响均较为微弱。总的 DID 估计量主要由合适的处理效应:所有处理与从未处理、早期处理与后期处理所导致,两者的估计值分别为 2.124 和 0.875,权重分别为 89.2%和 6.8%,总权重高达 96.0%,说明 A 股纳入 MSCI 指数实施时点的不同所导致的偏误比较微弱。此外,为了进一步验证基准回归的稳健性,我们采用两种更稳健的估计量。首先,借鉴 Callaway 和 Sant' Anna (2021)的方法重新估计模型(1),结果发现 A 股纳入 MSCI 指数的平均处理效应(ATT)依旧显著为正。其次,本文参考 Gardner (2021)两阶段 DID 方法进行估计,结果发现,A 股纳入 MSCI 指数(*MSCIA*)的系数在 1%水平上显著为正。^② 综上所述,本文的基准回归是稳健的。

①当公司 MSCI ESG 评级为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC 时,*ESGRATE_PRESSURE* 分别取值为 1、2、3、4、5、6、7。

②限于篇幅,Bacon 分解与异质性稳健 DID 估计的结果均留存备索。

五、进一步分析

(一) 机制检验

1.A 股纳入 MSCI 指数、境外机构投资者调研与公司 ESG 信息披露

A 股纳入 MSCI 指数为标的公司提供了被境外投资者认识的机会。若境外投资者对标的公司感兴趣,就需要了解潜在的被投资公司。实地调研是投资者与公司直接沟通(Jiang et al.,2022)、了解公司真实情况的重要方式(Cheng et al.,2016)。我们预期 A 股纳入 MSCI 指数将促使境外机构投资者对公司调研次数的增加。表 7 回归(1)报告了 A 股纳入 MSCI 指数对境外机构投资者调研的影响,我们将境外机构投资者实地调研公司次数加 1 的自然对数(*FORSITEVISIT*)作为被解释变量,结果发现 A 股纳入 MSCI 指数显著提升了境外机构投资者的调研次数。说明 A 股纳入 MSCI 指数,引起了境外投资者的关注和投资兴趣,促使境外机构投资者增加实地调研次数。

机构投资者的实地调研发挥了积极的外部监督作用,改善了公司的治理水平(Cao et al.,2022)。随着公司治理水平的完善,公司的 ESG 信息披露水平将明显提升,因而境外机构投资者的实地调研可以通过提升公司的治理水平促进公司的 ESG 信息披露。此外,境外投资者在投资新兴市场时偏好于决策有用的 ESG 信息(Chauhan and Kumar,2019),因而境外机构投资者的实地调研活动应该对公司 ESG 信息披露水平的提升发挥积极的作用。在 A 股纳入 MSCI 指数提高了公司境外机构投资者实地调研的基础上,我们预计 A 股纳入 MSCI 指数提高公司 ESG 信息披露的作用在境外机构投资者实地调研次数多的公司中更为明显。本文将公司的 ESG 信息披露水平作为被解释变量,*MSCIA* 和 *FORSITEVISIT* 的交互项作为主要的解释变量,进行回归估计。表 7 回归(2)报告了回归结果。我们发现,*MSCIA* 和 *FORSITEVISIT* 的交互项系数为 0.301,且在 5%水平上显著,表明在境外机构投资者实地调研次数多的公司中,A 股纳入 MSCI 指数提升公司 ESG 信息披露水平的作用更为显著。

表 7 回归(1)证明了 A 股纳入 MSCI 指数提升了境外机构投资者的实地调研。回归(2)进一步表明相较于其他公司,A 股纳入 MSCI 指数提高公司 ESG 信息披露的作用在境外机构投资者实地调研次数多的公司中更为明显。因而我们的实证结果支持了境外机构投资者实地调研的增加是 A 股纳入 MSCI 指数提升公司 ESG 信息披露水平的重要机制。

表 7 境外机构投资者调研机制检验结果

	(1)	(2)
	<i>FORSITEVISIT</i>	<i>ESG_DIS</i>
<i>MSCIA</i>	0.253 *** (4.93)	1.052 *** (4.26)
<i>MSCIA</i> × <i>FORSITEVISIT</i>		0.301 ** (2.12)
<i>FORSITEVISIT</i>		0.060 (0.59)
<i>CONSTANT</i>	-4.405 *** (-4.21)	2.809 (0.48)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>FIRM</i>	Yes	Yes
<i>YEAR</i>	Yes	Yes
N	6 049	6 049
<i>Adj. R</i> ²	0.078	0.392

2.A 股纳入 MSCI 指数与 ESG 信息沟通

在 A 股纳入 MSCI 指数后,由于境外投资者对 ESG 信息的重视以及国内投资者学习境外投资者的投资经验,导致 A 股市场投资者整体对公司 ESG 信息的需求迅速增加。我们预期积极的投资者通过业绩说明会等公开的信息渠道展开 ESG 信息的咨询并期待管理层披露更多 ESG 信息。表 8 报告了 A 股纳入 MSCI 指数与投资者、管理层间信息沟通的实证结果,回归(1)中,我们将投资者对公司 ESG 信息的提问数量(*ESG_QUESTION*),即投资者提问中包含 ESG 关键词的句子数量/投资者提问总句子数 $\times 100\%$ 作为被解释变量,结果显示,A 股纳入 MSCI 指数之后,投资者在业绩说明会上显著增加了对标的公司 ESG 相关信息的提问数量。表明在 A 股纳入 MSCI 指数后,投资者对标的公司 ESG 信息需求增加并通过业绩说明会进行积极的询问。回归(2)中,我们以管理层 ESG 信息的回答数量(*ESG_ANSWER*),即管理层回答中包含 ESG 关键词的句子数量/管理层回答总句子数 $\times 100\%$ 作为被解释变量,结果发现 *MSCIA* 的系数在 5%水平上显著,表明在 A 股纳入 MSCI 指数之后的业绩说明会上,标的公司管理层显著增加了 ESG 信息的回答数量,进一步证明了本文的主结论:在 A 股纳入 MSCI 指数之后,标的公司倾向于进行更多的公开 ESG 信息披露。

表 8 ESG 信息沟通机制检验结果

	(1)	(2)
	<i>ESG_QUESTION</i>	<i>ESG_ANSWER</i>
<i>MSCIA</i>	2.205 ** (1.98)	1.384 ** (2.52)
<i>CONSTANT</i>	-51.144 ** (-2.12)	-26.593 ** (-2.31)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>FIRM</i>	Yes	Yes
<i>YEAR</i>	Yes	Yes
N	6 049	6 049
<i>Adj. R</i> ²	0.139	0.142

(二) 异质性检验

1. A 股纳入 MSCI 指数与公司 ESG 信息披露:基于公司披露动机视角

当公司成为 MSCI 指数标的公司,其在海外的知名度提升。标的公司提高 ESG 信息披露有助于树立绿色、可持续发展的良好形象以拓展海外市场,因而出于海外经营动机,海外收入比例高的公司在“入摩”后可能倾向于披露更多的 ESG 信息。此外,公司增加信息披露的重要动机就是获取融资,民营企业的融资渠道更为受限,因而 A 股纳入 MSCI 指数对公司 ESG 信息披露的作用在民营企业中应该更为明显。表 9 探究了公司披露动机如何影响 A 股纳入 MSCI 指数对公司 ESG 信息披露的作用。回归(1)和回归(2)中,我们按海外营业收入与公司营业收入的比值,即海外经营收入比例(*OVERSEAS_INCOMERATIO*)的中位数将样本分为海外经营收入比例高和海外经营收入比例低两个子样本,并且分别进行回归分析。结果发现,在海外经营收入比例高的样本中,*MSCIA* 的系数更加正向显著,且组间系数差异显著,表明当公司的海外市场更为重要时,A 股纳入 MSCI 指数对公司 ESG 信息披露的促进作用更明显。回归(3)和回归(4)探究了 A 股纳入 MSCI 指数对不同公司产权属性的公司 ESG 信息披露的影响,我们发现 A 股纳入 MSCI 指数对公司 ESG 信息披露的提高作用在民营企业中更加显著。相较之下,民营企业的融资需求更为强烈。境外投资者的投资能为公司提供所需资金,因而民营企

业标的公司在“入摩”之后倾向于披露更多的 ESG 信息以赢得境外投资者的青睐。

表 9 公司 ESG 信息披露动机异质性的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	海外经营收入 比例低	海外经营收入 比例高	民营企业	国有企业
	ESG_DIS	ESG_DIS	ESG_DIS	ESG_DIS
MSCIA	0.753 ** (2.28)	1.735 *** (5.32)	1.806 *** (5.45)	0.846 ** (2.56)
CONSTANT	5.054 (0.65)	-5.116 (-0.51)	-5.144 (-0.60)	0.142 (0.02)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
MSCIA 系数差异(P 值):	0.02 **		0.01 ***	
FIRM	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3 025	3 024	3 114	2 935
Adj. R ²	0.376	0.404	0.378	0.407

2. A 股纳入 MSCI 指数与公司 ESG 信息披露:基于外资信息需求和沟通作用视角

对于信息环境较差的公司,投资者难以了解公司的真实状况,而境外投资者对此类公司的 ESG 需求水平更高,我们预期出于信息需求,境外投资者有强烈的动机督促此类上市公司进行 ESG 信息披露。表 10 回归(1)和回归(2)中,借鉴阮睿等(2021),本文采用中国 A 股纳入 MSCI 指数的前一年(2017 年)的公司股价信息同步性(SYN)的中位数,将样本公司信息环境分为信息环境好和信息环境差两组,发现在“入摩”前信息环境差的公司样本中, MSCIA 的系数更加正向显著,且组间系数差异显著。该结果表明了中国 A 股纳入 MSCI 指数确实有助于公司 ESG 信息披露的改善,且在信息环境较差的组中,境外投资者发挥了更加积极的作用。

表 10 信息环境和外资持股异质性的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	信息环境差	信息环境好	有外资持股	无外资持股
	ESG_DIS	ESG_DIS	ESG_DIS	ESG_DIS
MSCIA	1.678 *** (5.48)	1.102 *** (3.20)	0.814 ** (2.54)	1.753 *** (4.95)
CONSTANT	11.028 (1.15)	-1.932 (-0.25)	-8.148 (-0.79)	8.000 (1.16)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
MSCIA 系数差异(P 值):	0.05 **		0.001 ***	
FIRM	Yes	Yes	Yes	Yes
YEAR	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3 017	3 011	2 872	3 177
Adj. R ²	0.389	0.395	0.426	0.355

与国际市场接轨前,境外投资者在其未持股公司未发挥积极的信息沟通作用从而此类公司与国际资本市场的信息不对称程度更高。之前无境外投资者持股的公司纳入 MSCI 指数后,ESG 信息披露的信号传递作用更大,因而此类公司更加积极地披露 ESG 信息。本文预期,在无外资持股的公司,A 股纳入 MSCI 指数对公司的 ESG 信息披露的作用更加显著。回归(3)和回归(4)报告了外资持股对 A 股纳入 MSCI 指数与公司 ESG 信息披露之间

关系的作用。我们根据样本期内中国 A 股纳入 MSCI 指数之前(2015—2017 年),公司前十大股东有无外资(*FOREIGN_OWN*),将样本分为有外资持股和无外资持股组。结果发现,A 股纳入 MSCI 指数提高公司 ESG 信息披露的作用在无外资持股的组内更加显著,且组间系数差异在 1%水平上显著,进一步证明 A 股纳入 MSCI 指数主要是通过境外投资者的信息沟通作用提高公司的 ESG 信息披露。

(三)拓展性分析^①

1.具体披露内容分析

ESG 信息披露包含公司环境信息披露(*ENV_DIS*)、公司社会信息披露(*SOC_DIS*)和公司治理信息披露(*GOV_DIS*)三个维度,我们进一步探究中国 A 股纳入 MSCI 指数对公司 ESG 信息披露各个维度的影响。研究发现中国 A 股纳入 MSCI 指数提升了环境信息披露和社会信息披露。然而,A 股“入摩”降低了公司治理信息披露。Aluchna 等(2022)指出投资者对 ESG 不同维度信息披露的关心程度不同。境外投资者对环境和社会信息披露的重视日益增加(Ilhan et al.,2023),公司增加环境和社会信息披露可以获得更多的收益。相对于环境信息和社会信息披露,我国上市公司的公司治理信息披露水平本身较高,公司适当减少公司治理信息披露的损失较小。对于公司而言,其通过收益和成本的权衡会增加环境和社会信息披露并减少公司治理信息披露。

2.A 股纳入 MSCI 指数的经济后果

Yoon(2021)发现资本市场开放带来的境外投资者参与促使公司增加了与境外投资者的私人沟通,但却并未增加公开的信息披露,这很可能促使投资者间信息不对称程度的提高。若公司单独向境外投资者披露更多 ESG 信息,那么我们预计投资者间的信息不对称程度会增加。此外,A 股纳入 MSCI 指数引入了境外投资者,境外投资者对 MSCI 指数标的公司的投资增加很可能有助于公司融资约束的缓解。我们探究了 A 股纳入 MSCI 指数对公司投资者之间信息不对称程度和融资约束的影响。首先,我们采用经行业均值调整后的知情交易概率 *PIN* 值来衡量投资者之间的信息不对称程度,并将其作为被解释变量,研究发现在 A 股纳入 MSCI 指数后,投资者之间的信息不对称程度降低,说明不同投资者掌握 ESG 信息的信息不对称程度下降,排除了公司向境外投资者披露更多 ESG 信息的可能。其次,本文采用 *SA* 指数的绝对值作为企业融资约束的衡量指标,并将其作为被解释变量进行回归分析。结果发现随着 A 股“入摩”,标的公司的融资约束程度显著下降。上述结果表明 A 股纳入 MSCI 指数在缓解标的公司投资者之间信息不对称程度和公司融资约束方面发挥了积极的作用。

六、结论与政策建议

本文采用多期双重差分法研究了中国 A 股纳入 MSCI 指数是否以及如何影响公司的 ESG 信息披露,研究发现,中国 A 股纳入 MSCI 指数以后,公司显著提高了 ESG 信息披露水平,而且该促进作用在海外经营收入比例高的公司、民营企业、信息环境差以及境外投资者未持股公司中更加显著;境外机构投资者的实地调研、同上市公司进行 ESG 信息的积极沟通是 A 股纳入 MSCI 指数促进公司 ESG 信息披露的主要路径;此外,A 股纳入 MSCI 指数可以缓解投资者间的信息不对称与公司的融资约束。

^①限于篇幅,拓展性分析部分的实证结果均留存备索。

根据上述结论,本文提出以下三点政策建议。首先,中国应该积极推进 A 股资本市场开放的进程。党的二十大报告强调,推进高水平对外开放。鉴于中国 A 股“入摩”的信息促进效应日益显现,在考虑风险的基础上,中国政府可以积极丰富外资引入机制,正确引导和推进资本市场与实体经济的融合、协调发展。其次,政府监管部门需要完善中国的 ESG 信息披露制度。目前,中国鼓励公司进行 ESG 信息披露,但未实施强制性的 ESG 信息披露政策。公司很可能进行策略性披露,包括选择性披露、延迟披露 ESG 信息等。中国也未制定较为统一的 ESG 信息披露标准,导致中国公司的 ESG 报告形式多样,可比性较差,因而政府监管部门应该逐步颁布强制性 ESG 信息披露政策,并制定统一的披露标准。最后,公司应意识到 ESG 并不是公司的负担。在“双碳目标”下,公司积极参与 ESG 实践可以实现公司与社会的双赢。为了公司的长期可持续发展,公司应将 ESG 理念贯穿于生产、经营决策中并提升公司的 ESG 信息披露水平。

参考文献:

1. 冯天楚、邱保印, 2020:《A 股入摩的信息治理效应:立竿见影还是厚积薄发?》,《外国经济与管理》第 4 期。
2. 连立帅、朱松、陈关享, 2019:《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》,《管理世界》第 8 期。
3. 倪娟、孔令文, 2016:《环境信息披露、银行信贷决策与债务融资成本——来自我国沪深两市 A 股重污染行业上市公司的经验证据》,《经济评论》第 1 期。
4. 倪晓然、顾明, 2020:《资本市场国际影响力提升效应研究——来自 A 股纳入明晟(MSCI)新兴市场指数的证据》,《金融研究》第 5 期。
5. 阮睿、孙宇辰、唐悦、聂辉华, 2021:《资本市场开放能否提高企业信息披露质量?——基于“沪港通”和年报文本挖掘的分析》,《金融研究》第 2 期。
6. 谭雅妃、朱朝晖, 2022:《资本市场国际化与投资-股价敏感性:基于 A 股纳入 MSCI 指数准自然实验的研究》,《世界经济研究》第 4 期。
7. 唐建新、程利敏、陈冬, 2021:《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》,《经济理论与经济管理》第 2 期。
8. 王婉菁、朱红兵、张兵, 2021:《资本市场开放与环境信息披露质量》,《管理科学》第 6 期。
9. Aluchna, M., M. Roszkowska-Menkes, B. Kamiński, and D. Bosek-Rak. 2022. “Do Institutional Investors Encourage Firm to Social Disclosure? The Stakeholder Salience Perspective.” *Journal of Business Research* 142: 674-682.
10. Bae, K.H., A. Ozoguz, H. Tan, and T.S. Wirjanto. 2012. “Do Foreigners Facilitate Information Transmission in Emerging Markets?” *Journal of Financial Economics* 105(1): 209-227.
11. Baik, B., J. Kang, J. Kim, and J. Lee. 2013. “The Liability of Foreignness in International Equity Investments: Evidence from the U.S. Stock Market.” *Journal of International Business Studies* 44: 391-411.
12. Baldini, M., L.D. Maso, G. Liberatore, F. Mazzi, and S. Terzani. 2018. “Role of Country- and Firm-Level Determinants in Environmental, Social, and Governance Disclosure.” *Journal of Business Ethics* 150(1): 79-98.
13. Beck, T., R. Levine, and A. Levkov. 2010. “Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States.” *The Journal of Finance* 65(5): 1637-1667.
14. Callaway, B., and P.H. Sant’Anna. 2021. “Difference-in-Differences with Multiple Time Periods.” *Journal of Econometrics* 225(2): 200-230.
15. Cao, J., H. Wang, and S. Zhou. 2022. “Soft Activism and Corporate Dividend Policy: Evidence from Institutional Investors Site Visits.” *Journal of Corporate Finance* 75, 102221.
16. Chauhan, Y., and S.B. Kumar. 2019. “The Value Relevance of Nonfinancial Disclosure: Evidence from Foreign Equity Investment.” *Journal of Multinational Financial Management* 52, 100595.
17. Cheng, Q., F. Du, X. Wang, and Y. Wang. 2016. “Seeing Is Believing: Analysts’ Corporate Site Visits.” *Review of Accounting Studies* 21: 1245-1286.
18. Gardner, J. 2021. “Two-Stage Difference-in-Differences.” <https://doi.org/10.48550/arXiv.2109.05913>.

19. Goodman – Bacon, A. 2021. “Difference – in – Differences with Variation in Treatment Timing.” *Journal of Econometrics* 225 (2): 254–277.
20. Gormley, T. A., B.H.Kim, and X. Martin. 2012. “Do Firms Adjust Their Timely Loss Recognition in Response to Changes in the Banking Industry?” *Journal of Accounting Research* 50 (1): 159–196.
21. Huang, Q., Y. Li, M. Lin, and G. Mcbrayer. 2022. “Natural Disasters, Risk Salience, and Corporate ESG Disclosure.” *Journal of Corporate Finance* 72, 102152.
22. Husted, B.W., and J.M. De Sousa–Filho. 2019. “Board Structure and Environmental, Social, and Governance Disclosure in Latin America.” *Journal of Business Research* 102: 220–227.
23. Ilhan, E., P. Krueger, Z. Sautner, and L. T. Starks. 2023. “Climate Risk Disclosure and Institutional Investors.” *The Review of Financial Studies* 36(7): 2617–2650.
24. Jiang, Y., C. Wang, S. Li, and J. Wan. 2022. “Do Institutional Investors’ Corporate Site Visits Improve ESG Performance? Evidence from China.” *Pacific–Basin Finance Journal* 76, 101884.
25. Kimbrough, M. D., X. Wang, S. Wei, and J. Zhang. 2022. “Does Voluntary ESG Reporting Resolve Disagreement among ESG Rating Agencies?” *European Accounting Review*, <https://doi.org/10.1080/09638180.2022.2088588>.
26. Masi, S.D., A. Somka–Gobiowska, C. Becagli, and A. Paci. 2021. “Toward Sustainable Corporate Behavior: The Effect of the Critical Mass of Female Directors on Environmental, Social, and Governance Disclosure.” *Business Strategy and the Environment* 30(4): 1865–1878.
27. Tsang, A., F. Xie, and X. Xin. 2019. “Foreign Institutional Investors and Corporate Voluntary Disclosure around the World.” *The Accounting Review* 94(5): 319–348.
28. Xie, J., W. Nozawa, M. Yagi, H. Fujii, and S. Managi. 2019. “Do Environmental, Social, and Governance Activities Improve Corporate Financial Performance?” *Business Strategy and the Environment* 28(2): 286–300.
29. Yoon, A.S. 2021. “The Role of Private Disclosures in Markets with Weak Institutions: Evidence from Market Liberalization in China.” *The Accounting Review* 96(4): 433–455.
30. Yu, P.Y., and B.V. Luu. 2021. “International Variations in ESG Disclosure–Do Cross–Listed Companies Care More?” *International Review of Financial Analysis* 75, 101731.

Stock Market Liberalization and Corporate ESG Information Disclosure: A Quasi–natural Experiment Based on A–shares Inclusion in MSCI Index

Duan Tingting¹ and Zhang Liguang²

(1: School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics;
2: College of Management, Sichuan Agricultural University)

Abstract: This paper takes the exogenous shock of China A shares’ inclusion into MSCI Emerging Markets index as a quasi–natural experiment to examine the impact of stock market liberalization on corporate ESG information disclosure by the DID model. We find that the inclusion of A shares in the MSCI index significantly promotes corporate ESG information disclosure. This effect is particularly pronounced in companies with higher overseas operating income ratio enterprises, private enterprises and worse information environment enterprises as well as no pre–existing foreign ownership enterprises. Mechanism analysis results show that the inclusion of A shares into MSCI index improves corporate ESG information disclosure through improving foreign institutional investors’ corporate site visits and active information communication between foreign investors and companies’ managers. This paper enriches the research on the influencing factors of corporate ESG information disclosure and provides policy reference for China to expedite the process of capital market integration with the global market and improve corporate ESG information disclosure.

Keywords: Stock Market Liberalization, MSCI Index, ESG Disclosure, Foreign Investors

JEL Classification: G14, G18, F02

(责任编辑:彭爽)