

# 资本市场国际化的鞭策效应： A股纳入MSCI指数与企业ESG表现

宋献中 潘婧 韩杰\*

**摘要：**经济全球化是时代发展趋势，资本市场国际化如何影响企业可持续经营理念备受关注。本文基于2018年6月A股正式纳入MSCI新兴市场指数(A股“入摩”)这一外生事件，使用多时点双重差分模型，探讨中国资本市场的国际化进程对企业ESG表现的影响与内在机理。研究发现，A股“入摩”对企业ESG表现产生了积极影响，主要提升了企业在环境(E)和治理(G)方面的表现。机制分析表明，这种积极影响源于企业对融资需求、境外投资者融入和外部关注压力三方面的考量。进一步分析表明，A股“入摩”对企业ESG提升存在溢出效应，且“入摩”后积极提升ESG的企业在后续经济绩效与治理水平方面均有显著提升。本文研究表明，深化中国资本市场国际化有助于提升企业管理者对ESG表现的关注，不仅进一步揭示了资本市场改革建设的积极作用，对于思考如何推动中国企业的ESG投入也具有重要启示意义。

**关键词：**A股 MSCI指数 资本市场国际化 ESG

**中图分类号：**F272 **文献标识码：**A **文章编号：**1000-3894(2024)04-0153-20

## 一、引言

发展资本市场，拥有强大金融功能是全球性大国的重要经济目标之一。随着各国在经济上的联系日益密切，国际化资本理念也逐渐融入各国的发展规划中。中国在推进资本市场进程中付出了许多努力，改革开放40多年来，中国在探索中前行，已进入“引进来”和“走出去”的双轮驱动发展阶段。沪港通、深港通以及A股纳入MSCI新兴市场指数(A股“入摩”)都是中国逐渐融入世界金融体系的重要举措，中国经济建设日益呈现出多元化形式。目前，中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，A股“入摩”使中国市场与全球市场的联动性增强，国际化程度进一步加深，将全方位影响中国资本市场的变革。

MSCI(Morgan Stanley Capital International)是世界上认可度最高的指数编制公司之一。据估计，在北美和亚洲，有超过90%的机构性国际资本资产以MSCI指数为标的。一国的股票市场若要成功纳入MSCI需要符合多项标准，市场投资收益、流动性和风险因素等均须经过专业评估。因此，

\* 宋献中，博士生导师，暨南大学管理学院教授、暨南大学人与自然生命共同体重点实验室主任，电子邮箱：tsxz@jnu.edu.cn；潘婧，博士研究生，暨南大学管理学院，电子邮箱：pjanjing001@163.com；韩杰（通讯作者），博士研究生，厦门大学管理学院，电子邮箱：han\_ovetk@foxmail.com。本文获得国家自然科学基金重点项目(72132002)的资助。感谢匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。

纳入MSCI指数意味着对一国经济市场的肯定。2013年,MSCI宣布启动中国A股纳入MSCI新兴市场指数的审议及征询工作,中国由此开始了“入摩”准备,随后中国因市场准入等相关问题,中途历经三次纳入失败,终于在2017年的第四次闯关中获得成功,确定了A股于2018年5月31日收盘后,正式纳入MSCI新兴市场指数。这是A股走向国际化的标志性事件,也是中国资本市场正逐渐扩大国际知名度和国际影响力的有力证明。

面对资本市场多元化这一宏观形势,学者们从不同角度展开探索,已有研究发现资本市场开放对现金股利水平、股价信息含量、企业投资等方面都有正向影响(钟覃琳和陆正飞,2018;陈运森等,2019;连立帅等,2019),可见资本市场开放带来的经济后果是多样性的。A股国际化,是催化中国资本市场逐步完善与成熟的关键。相较于沪深港通,A股“入摩”代表着A股真正融入国际市场,更深层次地增强了中国市场与全球市场的联动性,而新兴资本市场与成熟资本市场的融合将产生溢出效应,更多理性境外投资者的加入也将带来新的投资理念,影响到公司治理和信息环境等(Gul等,2010;Aggarwal等,2011;陈运森等,2019)。在商业发展进程中,经济发展与道德建设相辅相成,财富的创造已不仅仅来自传统的商业运作,可持续发展、回馈社会等理念也逐渐出现在资本运营中,企业的ESG表现已成为衡量企业优劣的重要指标。

环境、社会和治理(Environmental, Social, and Governance, ESG)倡导可持续发展的理念,引导企业关注社会责任、避免经济负外部性并重视其他利益相关者的权益,近年来受到社会各界广泛关注(邱牧远和殷红,2019)。企业的ESG评级表现成为国内外投资机构衡量企业潜力、筛选投资标的和指引资金流向的重要参考依据(谢红军和吕雪,2022;方先明和胡丁,2023;李增福和陈嘉滢,2023)。中国ESG目前还处于不断发展的阶段,相对于发达国家还存在着制度体系不够完善、信息披露质量不高、投资规模小等短板。而A股“入摩”使中国市场与全球市场的联动性增强,来自发达资本市场的投资者价值理念会传递到中国资本市场上,可能直接或间接影响企业ESG表现。此外,发达国家企业对ESG的重视和履行程度远大于中国企业,中国“入摩”企业为立足国际化市场,在资源配置方面需要进行合理规划和调整,可能也会重新规划自身的ESG战略。那么,A股纳入MSCI指数这一资本市场国际化事件将如何影响企业ESG表现?“入摩”企业是否会将ESG投资作为其国际化竞争的重要战略?本文据此展开研究。

本文以2013~2021年中国沪深A股上市公司为样本,使用多时点双重差分模型检验资本市场国际化对企业ESG表现的影响。研究发现,A股“入摩”这一资本市场国际化事件促进了企业ESG表现,尤其是环境(E)和治理(G)方面的表现,该结论在一系列稳健性测试后仍然成立。机制分析表明,这种积极效应主要是企业出于融资需求、境外投资者融入和外部关注压力三方面考虑带来的。异质性分析从企业内外部维度展开,在企业内部特征维度,A股“入摩”对企业ESG表现的积极促进作用在高管具有海外背景和重污染企业中更加明显;在企业外部维度方面,积极作用更多体现在行业竞争压力大、地区对外开放水平低、非沪深港通标的的企业中。后果分析发现,A股“入摩”对企业ESG提升存在溢出效应,且“入摩”后积极提升ESG的企业在后续经济绩效和治理水平上均有显著提升。

本文的贡献体现在:第一,借助A股“入摩”这一准自然实验,克服了研究资本市场发展领域普遍存在的反向因果等内生性问题,有效识别资本市场国际化与企业ESG表现之间的因果关系。第二,拓展了资本市场国际化对微观企业决策的相关研究。以往文献对资本市场的研究大多围绕股价信息视角(钟覃琳和陆正飞,2018)、企业投资(连立帅等,2019)、股利水平(陈运森等,2019)等,而本文从企业ESG角度切入,探讨中国资本市场发展趋于国际化对企业可持续经营理念,即ESG表现

的影响。进一步地,本文从融资需求、境外投资者融入和外部关注压力三个角度厘清了资本市场国际化影响企业 ESG 表现的内在机理,有助于补充企业 ESG 投资动因与驱动要素的研究,为深化中国企业可持续发展实践提供经验证据。第三,本文聚焦于 A 股纳入 MSCI 指数这一事件,为其影响提供了微观角度的实证证据。A 股“入摩”是中国资本市场融入国际市场的重要事件,为中国市场下一步的改革与发展提供了一定启示。如今,中国资本市场发展成效日益瞩目,如何规范市场体系,推动资本市场高质量发展及高水平对外开放,仍需不懈的探索和实践,因此全面分析 A 股“入摩”这一资本市场国际化事件对中国经济健康成熟发展具有重大意义。

## 二、制度背景、理论分析与研究假设

### (一)制度背景

中国的资本市场开放过程,是“引进来”和“走出去”共同发展的进程。1978~1990年的改革开放初期,中国以“引进来”为主,实施了兴办经济特区、开放沿海口岸等措施,促进经济焕新。1990~2001年,“引进来”小有成效,“走出去”也开始起步,中国开放区域逐渐由沿海转为内陆,并建立多个外向型工业园区,进一步丰富了开放平台。2001年加入 WTO,使中国进入了全面对外开放的新阶段。2008年,实施“两税合一”,推动引资政策由超国民待遇向中性政策转变,开始与国际投资接轨。2013年,党的十八届三中全会确立了新阶段下全面深化改革的路径,提出“一带一路”和自贸区战略。从2014年开始,中国对外投资规模大于引进外资规模,在当年开通了沪港通,又于2016年开通深港通,逐渐形成了双向投资驱动经济发展的格局。2018年6月,中国 A 股正式纳入 MSCI 新兴市场指数,为中国“走出去”增添了浓墨重彩的一笔,资本市场国际化水平进一步加深。

MSCI 是股市指数行业的领跑者,MSCI 指数是最具权威性的证券指数。作为全球投资组合经理中最多采用的投资标的之一,受到全球投资人士、经纪交易商、交易所、投资组合经理、投资顾问、学者及金融媒体的广泛青睐。具体而言,MSCI 指数是经由专业人士研究各国的政治经济后,依据科学方法进行的编制,且能够统一各指数的计算公式,使其具有长期可比性和可参考性。在计价单位上,MSCI 同时编制本地货币计价指数和美元计价指数,便于国际投资人比较。此外,MSCI 每天的指数变动迅速通过众多媒体传播,保持公开透明性。据 MSCI 估计,全球超 90% 的国际股本资产是以 MSCI 指数为标的。不同于沪深港通实现了 A 股和港股的互通互投,A 股纳入 MSCI 是 A 股市场真正融入全球市场,具有里程碑意义的重大事件。

中国 A 股“入摩”是一个历经波折的过程。2013 年 MSCI 首次将 A 股选入可能纳入新兴市场指数审核名单,后经 2014 年至 2016 年三次闯关失败,直到 2017 年 6 月才拿到市场准入的入场券,确定了 2018 年 6 月 A 股正式纳入 MSCI 指数。在“入摩”初期,234 只 A 股股票首先进入 MSCI,随后又逐渐增加进入名额,至 2019 年年底已经有 264 只 A 股成功纳入 MSCI 指数,覆盖大盘股、中盘股和小盘股规模各区段。“入摩”的选取标准包括市值、流动性、股价稳定性和行业代表性等。A 股“入摩”,是 A 股国际化的重要一步,为更多中国企业进入世界舞台提供了机会,也吸引了大量境外投资者关注,其带来的国际理念和方向,从多方面协助改善境内资本市场架构(杜玉林,2016),有利于降低 A 股市场的价格波动性和市场换手率,引导价值投资(李江平,2018),促进中国资本市场与国际接轨。本文聚焦于研究 A 股“入摩”这一资本市场国际化事件对企业 ESG 表现的影响。

### (二)理论分析与研究假设

“义利之辨”从古至今都是国民探讨的热点话题。“天下熙熙,皆为利来;天下攘攘,皆为利往”,

以逐利性为目标的企业自然对“利”尤为看重。ESG倡导可持续发展的理念,引导企业关注责任投资、避免经济负外部性并重视其他利益相关者的权益,因此投入ESG是企业“负责任”的正面形象的表现。从战略规划角度,企业ESG是与企业、民众、宏观经济密切相关的部分,牵连到道德舆论、企业责任感、政治任务、资源分配、企业成本等复杂因素,企业管理者在不同环境和时机下对ESG投资可能存在明显差异。本文认为,在A股“入摩”这一资本市场国际化事件下,企业可能出于内部动机和外部鞭策两大角度的考虑加强ESG表现。

首先,内部动机角度。A股走向国际,境外广阔的资源带给企业更多增强实力的机会和更宽的融资渠道,从而不可避免地因企业的资本运营和规模扩张带来较大的资金缺口。这就意味着企业“入摩”后可能存在更高的融资需求,来更好地支撑后续发展。已有研究发现,企业融资机会与企业市场形象息息相关(张宗新等,2005;沈洪涛,2007),声誉能够发挥信息效应、资本效应和社会感效应,而企业的声誉效应也会影响到其融资支持(冯丽艳等,2016)、信贷评级(冷建飞和高云,2019)、信息传递(何枫和刘贯春,2022)、降低融资约束(李维安等,2015)等。这就意味着“入摩”企业需要增加和传递正面的声誉形象,从而为满足自身融资需求增加筹码,更好的ESG表现则为此提供了捷径。因此“入摩”企业可能出于对融资需求的考虑,选择加强ESG表现来进行“印象管理”。

其次,外部鞭策角度。A股“入摩”是中国A股国际化的重要事件,将会吸引大量境外投资者融入和外部关注,影响到企业的ESG表现。第一,境外投资者融入方面。A股纳入MSCI指数,实际上是引进海外游戏规则。ESG理念在国外起源与发展,经过多年的完善与规范已深入人心,对境外整体市场和投资者个体而言,ESG的践行也是他们对企业的重要要求之一。A股走向国际化舞台,境外投资者在融入的同时也带来了国际化的发展规则,促使A股市场规范运作(钟覃琳和陆正飞,2018;陈运森等,2019),其直接或间接传递出的成熟理性的国际化投资理念也会促使企业更为重视ESG,承担起对利益相关者的责任。此外,企业在ESG方面的良好表现有助于与利益相关者建立长期稳定友好的合作关系(王波和杨茂佳,2022;胡洁等,2023),企业为维系住现有的境外投资者也会“投其所好”地主动改进,积极投入ESG。因此综合来看,境外投资者的融入一方面为企业带来了重视ESG的理念;另一方面企业为维系投资关系也会主动地关注ESG,从而使企业提高ESG表现。第二,外部关注压力方面。纳入MSCI指数的企业不可避免地会吸引外界大量关注。一方面,结合信号传递理论,ESG表现可以帮助企业向外界传递积极信号,获取自身的差异化竞争优势(方先明和胡丁,2023)。因此,在外部关注压力下,“入摩”企业为了证明自己是“负责任”的优质企业,可能会更多投入ESG。另一方面,外部关注在给企业带来知名度和投资者关注度的同时,也对公司行为起到了监督作用(李春涛等,2014)。根据组织合法性理论,企业的战略与实践应与广泛的社会规范相一致,与企业合法性目标相一致(Ramanathan,1976)。那么在外关注和监督下,企业为维持现有的声誉地位和合法性管理,也可能会“被迫”成为慈善家,呈现出良好的ESG表现。综上,本文提出假设H1。

H1:与未纳入MSCI指数的企业相比,纳入MSCI指数的企业在“入摩”后ESG表现显著提高。

然而,企业的ESG表现也可能并不受A股“入摩”事件的影响。A股国际化是机遇也是挑战,在A股增加市值的同时,企业也面临巨大的国际竞争力。首先,因ESG的投入在时间和回报上都具有不确定性,在“入摩”初期,企业可能更多集中心思在资本运营中,暂时不会将过多精力投入到ESG这类外部性较强的额外支出。其次,不同于国外企业对ESG的格外重视,中国企业对ESG的认知普遍处于企业价值的工具性辅助层面,因此在A股“入摩”初期,投资ESG可能并非企业的第一选择。

此外,作为靠前批次纳入MSCI指数的A股企业,大多是综合实力靠前的行业龙头企业,本身就已向市场传达自身为“好公司”的信号,对进一步提升声誉的需求可能没有那么迫切。因此“入摩”对企业ESG表现的影响还需要实证检验。

### 三、研究设计

#### (一)样本数据

本文选取2013~2021年的非金融、非ST/PT的沪深A股上市公司作为研究样本,并剔除相关财务数据缺失的观测,删除纳入MSCI后又退出的企业等,最终得到了26712个公司/年度观测值。选择2013年为起始年是因为中国A股从2013年开始进行“入摩”准备。为控制异常值对回归结果造成的潜在影响,我们对所有连续变量进行了上下各1%的缩尾处理(Winsorise)。研究使用的ESG数据来自华证的ESG评级,其他数据来自CSMAR数据库和Wind数据库。

#### (二)模型设定及变量定义

A股“入摩”为本文探讨资本市场国际化的鞭策效应提供了一个很好的准自然实验,“入摩”的选取标准包括市值、流动性、股价稳定性和行业代表性等,ESG并非纳入标准,因而保证了政策冲击的外生性。基于此,本文采用多时点双重差分法,以A股“入摩”作为准自然实验,研究其对标的企业ESG表现的影响。构建如下多时点双重差分(Differences-in-Differences, DID)回归模型。

$$ESG_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MSCI_{i,t} + \delta Control_{i,t} + \mu_i + T_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,因变量 $ESG_{i,t}$ 是企业ESG表现评分指标。华证ESG评价数据具有贴近中国市场、覆盖范围广泛、时效性高等特点。本文参考王波和杨茂佳(2022)的做法,根据华证ESG评价体系,对企业的ESG评级由高到低依次赋分为“9~1”分,得分越高说明企业ESG表现越好。因华证的ESG评级是季度数据,且次年1月的评价披露蕴含前一年10~12月企业的相关信息(李增福和冯柳华,2022),因此本文选择企业在 $t$ 年4月、7月、10月以及 $t+1$ 年1月共4个月披露的评级赋分均值作为其在第 $t$ 年的ESG得分,得分越高说明ESG表现水平越高。

自变量 $MSCI_{i,t}$ 是用于估计A股“入摩”的影响。本文根据企业获批进入MSCI指数的时间设置MSCI指标,企业获批进入MSCI的当年及以后年度, $MSCI$ 指标赋值为1,否则赋值为0。本文将A股正式纳入MSCI指数的2018年作为“入摩”初始年。此外,考虑到A股纳入MSCI指数正式实施时间是在2018年6月,但在2017年MSCI已宣布纳入信息和预计纳入名单,A股企业可能会在接收到纳入消息时便会进行相应准备,因此本文在稳健性检验部分将2017年作为“入摩”第一年进行回归检验。为保证干净的样本检验,本文删除纳入MSCI后又退出的企业(陈运森等,2019;孙泽宇和齐保全,2021)。 $MSCI_{i,t}$ 是模型(1)的核心变量,如果A股“入摩”会增加标的企业的ESG表现,那么其估计系数 $\beta_1$ 应当显著为正。

$Controls_{i,t}$ 是公司 $i$ 在 $t$ 年的控制变量。本文参考权小锋等(2018)、戴鹏毅等(2022)等的做法,将控制变量设为企业规模( $SIZE$ )、财务杠杆( $LEV$ )、产权性质( $SOE$ )、公司资产收益率( $ROA$ )、上市年龄( $AGE$ )、董事会规模( $BOARD$ )、独董比例( $INDEP$ )、两职合一( $DUAL$ )、企业现金流( $CASH$ )、固定资产比率( $GD$ )、股权集中度( $TOP$ )等,并使用公司市值( $VALUE$ )、股票流动性( $SWING$ )、股票稳定性( $TURNOVER$ )、营业收入增速( $GROWTH$ )变量控制“入摩”标准(见表1)。此外,我们在模型中又控制了公司固定效应 $\mu_i$ 和年份固定效应 $T_t$ , $\varepsilon_{i,t}$ 是残差项。

表1 变量定义和计算方法

变量符号	变量名称	计算方法
<i>ESG</i>	ESG表现	<i>t</i> 年4月、7月、10月以及 <i>t</i> +1年1月共4个月披露的均值
<i>MSCI</i>	“入摩”政策效应	企业纳入MSCI之后,赋值为1,否则为0
<i>SIZE</i>	公司规模	年末企业总资产规模的自然对数
<i>AGE</i>	上市年龄	企业上市的时间加1的自然对数
<i>BOARD</i>	董事会规模	董事人数的自然对数
<i>INDEP</i>	独立董事比例	独立董事人数/董事会人数
<i>GD</i>	固定资产比率	固定资产/总资产
<i>ROA</i>	资产收益率	净利润/总资产
<i>LEV</i>	财务杠杆	总负债/总资产
<i>CASH</i>	企业现金流	经营活动产生的现金流量净额/营业收入
<i>SOE</i>	产权性质	国有企业取1,否则为0
<i>DUAL</i>	两职合一	董事长和总经理兼任取1,否则为0
<i>TOP</i>	股权集中度	第一大股东持股比例
<i>VALUE</i>	企业市值	股本与股价当期值交乘取对数
<i>SWING</i>	股票流动性	年内日均换手率
<i>TURNOVER</i>	股票稳定性	<i>T</i> 期(年)股票月收益率的标准差
<i>GROWTH</i>	营业收入增速	营业收入增长率

#### 四、结果与分析

##### (一)描述性统计

表2报告了对主要变量的描述性统计结果。其中,ESG评分表现(*ESG*)的均值为4.047,最大值为8,最小值为1,表明样本中各企业的ESG情况仍存在较大差异。*SOE*均值为0.321,表明样本中约32.1%为国有企业,其余大部分为非国有企业。公司营业收入增速的均值为0.326,中位数为0.143,说明公司保持了良好的成长性,但从最大值、最小值来看,样本公司的成长性情况差距较大。独立董事占比均值为0.384,符合国家规定1/3的标准。其他变量的描述性统计结果与现有文献基本一致。

表2 主要变量的描述性统计

变量符号	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>ESG</i>	26712	4.047	1.108	1.000	4.000	8.000
<i>MSCI</i>	26712	0.033	0.179	0.000	0.000	1.000
<i>SIZE</i>	26712	22.183	1.270	19.745	22.019	26.069
<i>AGE</i>	26712	2.930	0.302	2.079	2.944	3.466
<i>BOARD</i>	26712	2.285	0.256	1.609	2.303	2.890
<i>INDEP</i>	26712	0.384	0.074	0.250	0.375	0.600
<i>GD</i>	26712	0.430	0.203	0.045	0.415	0.903
<i>ROA</i>	26712	0.033	0.072	-0.338	0.036	0.194
<i>LEV</i>	26712	0.420	0.204	0.057	0.410	0.832
<i>CASH</i>	26712	0.091	0.191	-0.745	0.085	0.694
<i>SOE</i>	26712	0.321	0.467	0.000	0.000	1.000
<i>DUAL</i>	26712	0.293	0.455	0.000	0.000	1.000
<i>TOP</i>	26712	0.339	0.141	0.161	0.313	0.700
<i>VALUE</i>	26712	22.807	1.084	20.926	22.655	26.215
<i>SWING</i>	26712	0.136	0.075	0.042	0.117	0.505
<i>TURNOVER</i>	26712	3.147	3.011	0.256	2.162	16.097
<i>GROWTH</i>	26712	0.326	0.664	-0.735	0.143	2.859

(二)平行趋势检验

使用双重差分模型的必要条件是满足平衡趋势检验。参考 Beck 等(2010)、卞元超等(2019)的研究,我们通过设置各企业纳入 MSCI 指数前第 5 年、第 4 年、第 3 年、第 2 年、第 1 年和纳入 MSCI 指数后的当年、第 1 年、第 2 年、第 3 年的虚拟变量,并将其乘以是否纳入 MSCI 指数的虚拟变量,依此得到  $d_{-5}$ 、 $d_{-4}$ 、 $d_{-3}$ 、 $d_{-2}$ 、 $d_{-1}$ 、 $d_0$ 、 $d_1$ 、 $d_2$ 、 $d_3$ 。我们把纳入 MSCI 指数的前一年交乘( $d_{-1}$ )作为基准组,然后进行回归,回归结果显示(详见附表 1) $d_{-5}$ 、 $d_{-4}$ 、 $d_{-3}$ 、 $d_{-2}$  系数均不显著,这说明在纳入 MSCI 指数之前,处理组和对照组企业的 ESG 表现并不存在显著差异,图 1 同样说明通过了平衡趋势检验<sup>①</sup>。

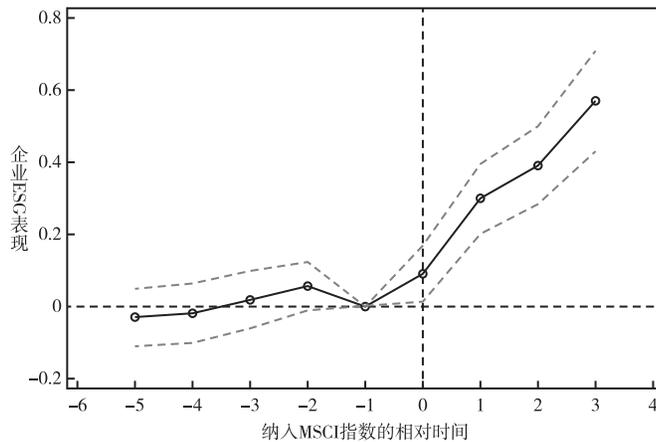


图 1 平行趋势检验

(三)回归检验与分析

本文用模型(1)检验假设 H1 是否成立,回归结果如表 3 所示。表 3 第(1)列是全样本没有加入控制变量,控制了年度和公司个体固定效应的回归结果, *MSCI* 的系数在 1% 水平上显著为正;第(2)列是全样本加入控制变量并同时控制了年度和公司个体固定效应,从回归结果可以看到,本文关注的核心变量 *MSCI* 的系数为 0.272,依然在 1% 水平上显著为正,说明 A 股纳入 MSCI 后,“入摩”企业

表 3 A 股纳入 MSCI 指数对企业 ESG 表现的影响

变量	(1)	(2)
	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>
<i>MSCI</i>	0.425*** (0.043)	0.272*** (0.043)
常数项	4.208*** (0.017)	0.095 (0.714)
个体固定效应	是	是
时间固定效应	是	是
控制变量	否	是
调整 R <sup>2</sup> 值	0.019	0.072
样本量	26712	26712

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著,括号内为聚类在企业层面的稳健标准误。

① 本文附录详见《数量经济技术经济研究》杂志网站,下同。

的ESG表现相对于未“入摩”企业显著增加,且这种相关关系比较稳定,不容易受到变量选择的影响。就经济意义而言,以第(2)列为例,A股“入摩”能够使标的公司的ESG表现提高6.72%,约提高了0.605个评级水平。综合来看,表3回归结果支持了本文的H1,即与未纳入MSCI指数的公司相比,纳入MSCI指数的公司在“入摩”后显著提高了企业ESG表现。

## 五、稳健性检验

### (一)倾向得分匹配法(PSM-DID)

考虑到纳入MSCI指数的A股企业可能并非随机,非MSCI成分股中部分公司与MSCI成分股的基本面可能有较大差异。为降低非随机选择造成的内生性问题,克服样本自选择偏差,我们采用倾向得分匹配法(Propensity Score Matching, PSM)和DID相结合的方法回归进行稳健性检验。具体而言,我们将控制变量作为匹配变量,在样本里的控制组中采用逐年1:1无放回匹配,从没有纳入MSCI指数的公司中选出相应的控制组,利用匹配后的样本重新对模型(1)进行检验。从表4列(1)可以看到经过PSM进行匹配处理后,回归模型的MSCI系数依然显著为正,支持前文结论。此外,考虑到沪深港通开通也是资本市场发展的重要事件,本文从沪深港通标的公司中寻找PSM的控制组,具体而言,我们对样本里的沪深A股上市公司采用逐年1:1无放回匹配(谭雅妃和朱朝晖,2022;钟覃琳和陆正飞,2018),从没有纳入MSCI指数的沪深港通标的公司中选出相应的控制组,然后利用匹配后的样本重新对模型(1)进行检验。从表4列(2)中MSCI的系数同样显著为正,通过了稳健性检验。

### (二)因变量替换

主回归中,我们使用的ESG评分来自华证数据库,在稳健性检验部分,本文将ESG评分分别替换为彭博和商道融绿的ESG评级进行回归。回归结果表4列(3)、列(4)显示,MSCI系数在1%水平上显著为正,证明了前文结论的稳健性。

### (三)样本选择的敏感性

主回归中我们将2018年作为纳入MSCI指数的初始年份,因为2018年6月为A股正式纳入MSCI指数的时间。考虑到2017年时已初步公布了2018年将纳入MSCI指数的企业预名单,企业可能在当时已经有所准备,为了保持稳健性,我们按照预名单将2017年作为“入摩”的初始年份进行回归,可以看到表4列(5)中MSCI的系数依然在1%水平上显著为正,为前文的研究提供了稳健性经验证据。

表4 稳健性检验

变量	(1) PSM+DID	(2) PSM-H+DID	(3) ESG_PB	(4) ESG_SDRL	(5) 初始年2017
MSCI	0.110** (0.053)	0.142*** (0.053)	0.102*** (0.013)	0.147*** (0.057)	0.270*** (0.042)
常数项	2.679** (1.358)	3.078** (1.353)	2.005*** (0.335)	1.394 (2.182)	0.106 (0.715)
个体固定效应	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是	是
调整R <sup>2</sup> 值	0.054	0.050	0.271	0.247	0.072
样本量	6120	6120	7852	3791	26712

注:同表3。

#### (四)安慰剂检验

考虑到可能存在不可观测特征的影响,本文采用了安慰剂检验。参考 La Ferrara 等(2012)和 Li 等(2016)的做法,本文通过随机分配“入摩”企业“入摩”时间分别进行回归,根据虚假实验得到基准回归估计系数的概率来判断结论的可靠性。为了进一步增强安慰剂检验的效力,我们将上述过程重复 1000 次,最后绘出估计系数分布图(见图 2、图 3)。估计系数分布图均支持了前文的研究结论。

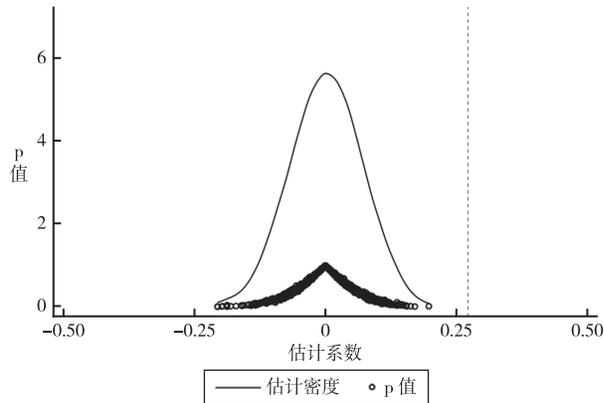


图 2 安慰剂检验:随机处理企业后的系数分布

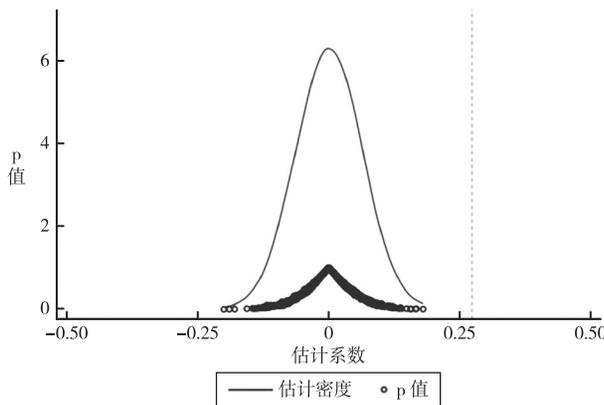


图 3 安慰剂检验:随机处理时间后的系数分布

#### (五)其他稳健性检验

考虑到在“预入摩”名单里但没有在最终“入摩”名单里的企业,与处理组企业在各方面指标上相似度可能更高,因此我们手工收集 2017 年“预入摩”的企业名单,与 2018 年实际“入摩”企业名单进行对比,得到“预入摩”但“未入摩”的企业,以此作为控制组,重新进行回归。考虑到企业每次准备“入摩”时,可能都会做一定准备,这可能造成对 ESG 得分的扰动,本文将闯关失败年份作为冲击年再次进行稳健性检验;此外,本文又使用有序 Logit 模型来重新回归。回归结果(详见附表 2)均支持了前文结果的稳健性。

## 六、机制分析

前文实证结果表明,A 股“入摩”这一事件有利于提升企业 ESG 表现。基于理论分析部分的逻

辑推导,企业可能出于内部动机和外部鞭策两大角度的考虑增加ESG表现。对此我们从以上两大角度检验资本市场国际化影响企业ESG表现的内在机制。

(一)内部动机

“入摩”企业进入国际竞技圈,将存在更为强烈的发展需求,融资需求也随之增加。而企业的ESG表现可以有效传递企业正面的声誉形象,从而为满足自身融资需求增加筹码。因此“入摩”企业可能出于满足后续发展壮大的融资需求目的,增加ESG表现。基于此,我们进一步分析A股纳入MSCI指数是否通过融资需求影响ESG表现。为检验这一路径,我们首先参考卢太平和张东旭(2014)衡量融资需求的做法,使用Demirgüç-Kunt和Maksimovic(1998)提出的计算公式: $(A_t - A_{t-1}) / (A_{t-1}) - ROE_t / (1 - ROE_t)$ ,其中A为资产规模,ROE为净资产收益率。该公式将企业成长性与可实现的内生增长之差作为融资需求,其值越大表示企业的融资需求越高,即当公司实际增长率与可持续增长率之差大于0时,表明公司处于超额增长中,需要对外融资。本文将因变量ESG替换为融资需求变量(DEF1)进行回归。其次,参考万华林等(2022)的做法,利用企业短期借款、长期借款和应付债券的年度变化值除以上年债务总和来衡量企业融资需求(DEF2),该指标越大,企业融资需求越高。回归结果在表5中第(1)、(2)列显示,可以看到MSCI的系数均在5%水平上显著为正,说明企业在A股“入摩”背景下,存在出于满足融资需求的考虑增加ESG表现。

(二)外部鞭策

1.境外投资者融入

A股“入摩”,实际上是引进海外游戏规则。境外投资者在融入的同时带来了国际新规则和价值投资理念,促使企业更为重视ESG;同时企业为维持住已有的境外投资者也会关注ESG建设,以维系双方关系枢纽。因此我们预测,纳入MSCI指数的企业受到境外投资者的影响会有更好的ESG表现。本文设置境外投资者(OUTINVEST)变量,将样本企业股份中有境外投资者的赋值为1,其他企业赋值为0,替换原始因变量ESG进行回归。回归结果在表5中第(3)列中显示,MSCI系数在1%水平上显著为正,支持了我们的预测。此外,我们又使用境外投资者比例(INVEST\_H)来衡量境外投资者融入程度,由表5第(4)列看出MSCI回归系数同样在1%水平上显著为正。综合表5中第(3)列和第(4)列的回归结果,说明企业在A股“入摩”事件背景下,会因境外投资者的融入增加其ESG表现。

表5 机制分析

变量	融资需求		境外投资者		外部关注压力	
	DEF1	DEF2	OUTINVEST	INVEST_H	ANALYST	ATTENTION
MSCI	0.033** (0.017)	0.107** (0.050)	0.033*** (0.009)	0.393*** (0.105)	0.353*** (0.036)	0.048** (0.022)
常数项	5.182*** (0.259)	0.093 (0.802)	0.463*** (0.141)	8.749*** (1.732)	-10.603*** (0.640)	5.770*** (0.295)
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是	是	是
调整R <sup>2</sup> 值	0.130	0.038	0.038	0.055	0.265	0.587
样本量	26712	26712	26712	26712	26712	26712

注:同表3。

## 2. 外部关注压力

前文所述,企业在A股“入摩”背景下可能存在关注压力,外部关注带来的信号传递放大作用和监督作用,均会促使企业增加ESG表现。为了验证这一路径,我们使用分析师跟踪数(*ANALYST*)和投资者关注程度(*ATTENTION*)来衡量企业关注压力,替换原有的因变量ESG进行回归。首先,本文从CSMAR数据库获取企业每年被分析师跟踪数,加1取对数衡量分析师跟踪数(*ANALYST*);其次,参考陈晓珊和刘洪铎(2023)的做法,采用CNRDS网络搜索指数数据库中投资者使用上市公司股票代码、公司简称、公司全称等为关键字的搜索值之和,同样加1取对数计算投资者关注程度(*ATTENTION*)。回归结果在表5的第(5)列和第(6)列中显示,可以看到*MSCI*的系数分别在1%和5%水平上显著为正,说明在关注压力较高的标的企业中,A股“入摩”更能发挥对企业ESG表现的治理效应,企业在“入摩”背景下增加ESG表现存在外部关注压力方面的考虑。

## 七、进一步分析

本文主要基于A股“入摩”这一外生事件,研究其对企业ESG表现的影响,认为“入摩”企业可能出于内部动机和外部鞭策两大角度的考虑增加ESG表现。虽然前文的实证结果证明了本文的假设预期,但ESG由环境(E)、社会(S)和治理(G)三大部分构成,企业因“入摩”所提升的ESG分项也可能存在区别。因此,本文区分E、S、G三方面的表现进行回归。其次,在不同情景下,企业增加ESG表现的动机和强度可能存在一定差异。如在内部特征方面,企业的高管特征以及环境属性特征,都可能影响企业对ESG的规划;而在外部因素方面,企业所面临的市场竞争程度、地区开放水平和当年是否为沪深港通标的,也均可能影响企业在“入摩”背景下的ESG决策。因此本文分别选择高管海外经历、是否重点排污企业、市场竞争程度、地区开放水平和是否为沪深港通标的等异质性特征,对A股“入摩”与企业ESG表现的关系展开异质性分析,以更为全面地揭示两者间的关系。此外,本文也进一步排除其他资本市场开放事件(A股纳入富时罗素)对本文结论的影响。

### (一)区分E、S、G的表现

ESG分为环境(E)、社会(S)和治理(G)三大部分。华证评价体系对企业的“E”、“S”和“G”三大分项均有评级,本文对企业的ESG评级三个分项由高到低依次赋分为“9~1”分,然后将企业在*t*年4月、7月、10月以及*t*+1年1月共4个月披露的三个分项评级均值分别作为其在第*t*年的分项得分,得分越高说明企业该分项表现越好。随后,本文将因变量ESG表现区分为E(环境)、S(社会)、G(治理)的三部分表现分别进行回归。回归结果在表6列示。可以看到*MSCI*系数在E列是5%水平上显著为正,在G列是1%水平上显著为正,说明企业在“入摩”背景下主要增加了环境(E)和治理(G)方面的表现。S列不显著的原因可能在于,中国政府近年来都有推动企业重视社会责任,对入摩和非入摩企业而言,均须承担社会责任,因此“入摩”这一事件对S因素的影响不大。此外相对于社会因素(S),国际投资者可能对环境因素(E)更为敏感,企业入摩后首选提升E,且企业在E方面的表现已经可以带来声誉效应,因此可能对S方面的提升不太明显。

### (二)异质性分析

#### 1. 企业内部特征维度

一是高管海外经历的影响。高管特征是决定企业战略和规划的重要因素之一。经济全球化背景下,不但各国贸易交往频繁,人才国际化教育也逐渐普遍,越来越多的企业高管具有海外背景。

相比于国内市场,国外资本市场对ESG是非常重要的,并有一套相对成熟的体系来规范企业ESG表现。企业管理者在海外工作学习中,可能会受到国外管理标准的熏陶,更多地关注广泛利益群体的需求,从而格外重视ESG表现(Slater和Dixon-Fowler,2009)。A股“入摩”的过程,也是逐渐按照国际标准规范自身的过程,具有海外经历的高管更能够把握国际市场的需求、更加熟悉海外企业的运作模式和ESG的实践方式,因此更可能“西为中用”,帮助企业提升ESG绩效(文雯和宋建波,2017),推进企业国际化战略的实施(周泽将等,2017)。综上,本文预测管理者具有海外背景的“入摩”企业可能会有更好的ESG表现。

本文接下来对此进行检验。具体而言,从CSMAR数据库获取高管海外背景数据,设置SEA变量来衡量高管的海外背景,企业董监高成员中有海外背景的,SEA=1;高管无海外背景的企业,SEA=0,引入交互项SEA×MSCI进行回归,回归结果如表6所示。表6第(4)列中,SEA×MSCI系数在5%水平上显著为正,说明相对于其他企业,A股“入摩”对企业ESG表现的促进作用在高管具有海外背景的企业中更显著。

表6 ESG分项、高管海外经历、污染企业的影响

变量	(1)	(2)		(3)	(4)	(5)
	E	区分ESG分项		G	异质性分析—内部维度	
		E	S		ESG	ESG
MSCI	0.096** (0.045)	0.048 (0.072)		0.450*** (0.060)	0.133 (0.086)	0.208*** (0.049)
SEA					-0.006 (0.020)	
SEA×MSCI					0.177** (0.089)	
IFHP						0.075 (0.072)
IFHP×MSCI						0.233*** (0.086)
常数项	-1.247** (0.607)	-6.977*** (1.055)		5.819*** (0.999)	0.090 (0.714)	-0.012 (0.714)
个体固定效应	是	是		是	是	是
时间固定效应	是	是		是	是	是
控制变量	是	是		是	是	是
调整R <sup>2</sup> 值	0.056	0.093		0.190	0.072	0.073
样本量	26712	26712		26712	26712	26712

注:同表3。

二是是否重点排污企业的影响。环境是ESG中的重要部分,企业的环境属性特征可能会影响“入摩”企业对ESG方面的决策。考虑到重点排污企业由于容易给外部环境造成污染而更可能受到外部关注,同时此类企业也更容易在市场监管下加大社会责任投入和环境保护投资,以扭转市场对“污染”先入为主的观念。因此,本文预期“入摩”对重点排污企业ESG表现的提升作用会

更大。

本文设置企业污染性质变量(*IFHP*),根据原环保部在2010年发布《上市公司环境信息披露指南(征求意见稿)》的行业划分标准与中国证券监督管理委员会2012年修订的《上市公司行业分类指引》的行业代码,筛选出受严格资本市场环境规制的重污染行业16类<sup>①</sup>。将企业区分为污染企业与非污染企业进行回归,污染企业*IFHP*赋值为1,反之则为0,引入交互项*IFHP*×*MSCI*进行回归,回归结果如表6所示。表6第(5)列中,*IFHP*×*MSCI*系数在1%水平上显著为正,说明相对于其他企业,A股“入摩”对企业ESG表现的促进作用在重点排污企业中更显著。

## 2. 企业外部因素维度

一是市场竞争程度的影响。企业面临的外部风险会影响其策略选择,也自然会影响到“入摩”企业的ESG表现。当国内市场竞争程度很强时,企业可能更看重国际市场,更会抓住“入摩”机会获取资源和市场,增加企业投入ESG的积极性。本文使用赫芬达尔指数来衡量企业面临的国内行业市场竞争程度(*HHI*),赫芬达尔指数越小,说明企业受到的市场竞争程度越大。我们根据赫芬达尔指数的中位数区分企业市场竞争程度,面临行业竞争程度较小的企业,*HHI*赋值为1,否则赋值为0。引入交互项*HHI*×*MSCI*进行回归,回归结果如表7所示。表7第(1)列中,*HHI*×*MSCI*系数在5%水平上显著为负,说明相对于其他企业,A股“入摩”对企业ESG表现的促进作用在市场竞争程度较强的企业中更显著。

二是地区开放水平的影响。A股纳入MSCI是中国资本市场发展的重要一步,地区环境是区域资本市场发展的重要依托,也是影响企业决策的重要宏观因素。地区的对外开放水平反映了该地区与国外市场联系的紧密程度,其信息接纳、资源运转、价值理念传递等都会对当地企业产生不同程度的影响。在对外开放水平较高地区的企业,其接触的国际合作者较多,可能对ESG已更加重视。因此本文推测,A股“入摩”对ESG的促进作用在开放水平不同的地区会存在一定差异,可能对开放水平较低地区的企业影响更为明显。本文设置地区开放水平变量(*TRADE*),参考洪俊杰和石丽静(2017)的做法,使用各省进出口总额占GDP的比重作为其代理变量,然后将高于中位数的省份定义为地区开放水平较高的省份,若企业位于地区开放程度较高的省份,则将*TRADE*赋值为1,否则赋值为0,引入交互项*TRADE*×*MSCI*进行回归。表7第(2)列显示了回归结果,交互项*TRADE*×*MSCI*系数在1%水平上显著为负。说明A股“入摩”对ESG的促进作用对地区开放水平较低地区的企业影响更加显著,也说明了A股“入摩”能够带动低开放水平地区企业的积极性,使其重视起ESG投入。

三是沪深港通的影响。沪深港通交易制度是A股市场对外开放的重要举措,也在一定程度上推动了后续中国A股成功纳入MSCI新兴市场指数,对中国资本市场国际化做出了重要贡献。沪港通、深港通交易制度分别于2014年和2016年实施,考虑到沪深港通标的企业的公司治理受到境外投资者的投资理念和技术经验的影响,可能已重视起利益相关者权益,因此A股“入摩”对企业ESG表现的冲击可能对非沪深股通标的企业来说更加明显。本文参考连立帅等(2019)设置沪深股通标的企业虚拟变量(*HSSC*),当沪深港通交易制度实施且被列为沪股通或深港通标的时*HSSC*赋值为1,否则赋值为0。引入交互项*HSSC*×*MSCI*进行回归,表7第(3)列显示了回归结果,交互项*HSSC*×

<sup>①</sup> 分别是B06煤炭开采和洗选业,B08黑色金属矿采选业,B09有色金属矿采选业,C13农副食品加工业,C17纺织业,C19皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业,C22造纸和纸制品业,C25石油加工、炼焦和核燃料加工业,C26化学原料和化学制品制造业,C27医药制造业,C28化学纤维制造业,C30非金属矿物制品业,C31黑色金属冶炼和压延加工业,C32有色金属冶炼和压延加工业,C33金属制品业,D44电力、热力生产和供应业。

MSCI系数在1%水平上显著为负。说明A股“入摩”对ESG的正向影响在非沪深港通标的企业中影响更显著。

表7 市场竞争、地区开放水平、沪深港通的影响

变量	(1)	(2)	(3)
	ESG	异质性分析-外部因素	
	ESG	ESG	ESG
<i>MSCI</i>	0.371*** (0.054)	0.363*** (0.055)	0.279*** (0.043)
<i>HHI</i>	-0.097*** (0.033)		
<i>HHI</i> × <i>MSCI</i>	-0.159** (0.072)		
<i>TRADE</i>		0.032 (0.076)	
<i>TRADE</i> × <i>MSCI</i>		-0.225*** (0.080)	
<i>HS</i>			0.802*** (0.098)
<i>HSSC</i> × <i>MSCI</i>			-0.487*** (0.097)
常数项	0.157 (0.713)	0.029 (0.716)	0.292 (0.704)
个体固定效应	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
控制变量	是	是	是
调整R <sup>2</sup> 值	0.073	0.073	0.081
样本量	26712	26712	26712

注:同表3。

### (三)排除其他资本市场开放事件

继A股“入摩”之后,富时罗素公司也正式纳入A股。在本文的样本期间内,存在“入摩”与“入富”公司重合的情况,可能会对主要研究结论产生一定的噪声。因此,本文手工收集了A股“入富”的公司名单,与“入摩”名单进行对比,并进行两个回归检验排除“入富”因素的影响。第一,我们剔除了主回归样本中“入富”的企业样本,将剩余样本区分实验组为“仅入摩”的样本,控制组为“未入摩”且“未入富”的样本;第二,我们单独考虑了入富事件的影响,剔除主回归样本中“入摩”的企业样本,重新将“入富”企业作为实验组,其他企业作为控制组。从回归结果(详见附表3)可以看出,仅“入富”对企业ESG表现并未有太大影响。因此综合来看,ESG表现的提高效应是来自“入摩”事件。

## 八、经济后果分析

### (一)A股“入摩”的溢出效应

考虑到企业间存在同辈压力,“入摩”企业的行为可能对同行业或者同地区其他未“入摩”企业

产生影响,促使其调整发展战略,本文将此种现象定义为企业间的溢出效应。本文从“入摩”企业的同行业溢出效应和同城市溢出效应进行分析,使用1:1无放回倾向得分匹配法,得到与“入摩”企业市值最相近的同行业或者同城市未“入摩”企业,重新定义处理组和控制组。行业溢出效应分析中,核心变量为  $Spill\_peer$ ,我们把从未进入MSCI的企业中当年有市值相近的同行企业进入MSCI的情况赋值为1;把从未进入MSCI的企业中,除上述处理组外的其他企业赋值为0。城市溢出效应分析中,核心变量为  $Spill\_city$ ,我们把从未进入MSCI的企业中当年有市值相近的同城市企业进入MSCI的情况赋值为1;把从未进入MSCI的企业中,除上述处理组外的其他企业赋值为0。因变量为企业下一年度的ESG表现。表8中第(1)列和第(2)列回归结果显示,  $Spill\_peer$  和  $Spill\_city$  的系数均在1%水平上显著为正,进一步验证A股“入摩”存在溢出效应,即“入摩”企业对ESG表现的重视会带动其他未“入摩”且市值相近的同行业、同城市企业提升后续ESG表现。说明A股“入摩”不仅对标的企业产生了显著的治理效应,亦能发挥溢出效应,提升其近邻或同行企业的ESG表现。

表8 “入摩”的经济后果分析

变量	(1) $ESG\_f1$	(2) $ESG\_f1$	(3) $E\_value$	(4) $G\_value$
$Spill\_peer$	0.059*** (0.023)			
$Spill\_city$		0.069*** (0.024)		
$ACT$			0.293** (0.139)	0.042*** (0.010)
常数项	3.362*** (0.565)	3.360*** (0.563)	13.746*** (3.679)	0.401* (0.239)
个体固定效应	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是
调整R <sup>2</sup> 值	0.094	0.094	0.649	0.721
样本量	23652	23652	3060	3060

注:同表3。

### (二)“入摩”企业的ESG态度与企业绩效

本文将“入摩”后企业对ESG表现的态度进一步进行区分,为探讨“入摩”企业所持对ESG的不同态度如何对其企业绩效产生异质性影响,设定如下模型:

$$Value_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 ACT_{i,t} + \gamma_i Control_{i,t} + \mu_i + T_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

“入摩”企业对ESG的态度使用变量  $ACT$  来进行衡量。具体而言,将企业态度积极设定两个条件:(1)计算了“入摩”后,入摩企业每年的ESG评分均值,然后将入摩企业中,每年的ESG评分均高于年度均值的企业默认为态度积极企业,  $ACT$  赋值为1;(2)将“入摩”后,存在2年或者2年以上比前一年ESG表现提升的企业定义为入摩后ESG态度积极企业,  $ACT$  赋值为1;除以上两种情况之外的其他企业定义为态度一般企业,  $ACT$  赋值为0。企业绩效方面,本文主要考察了企业后一年的经济绩效和管理绩效。参考陈晨等(2021)使用托宾Q(TQ)来衡量经济绩效( $E\_value$ ),该值越高说明

经济效益越好。参考张会丽和陆正飞(2012)、范合君等(2023)构建公司治理指数来衡量管理绩效,该值越大说明管理绩效越好。具体而言,我们对管理绩效的计算步骤为,选取第一大股东持股比例、第二至第十大股东的股权集中度、高管持股比例、是否国有控股、董事长和总经理两职合一、独立董事比例、是否在B或H股同时上市、是否拥有母公司这8个公司治理变量,运用主成分分析法,寻找上述8个变量的线性组合,并将主成分分析法得到的第一主成分定义为反映公司治理水平的公司治理指数( $G\_value$ )。其他控制变量与主检验保持一致。表8的列(3)和列(4)回归结果显示,ESG表现更积极的企业,后续年度的经济绩效和管理绩效均有显著提升,态度一般的企业则没有显著影响。这进一步说明,“入摩”企业积极提升自身ESG表现能够发挥正向的价值提升效应,在资本市场开放的国际化机遇下,企业需长远布局,注重可持续发展,积极投入ESG才能稳定立足于国际市场。

## 九、结论与政策建议

经济全球化背景下,各国往来密切,贸易多元共进的国际市场布局不断优化。A股纳入MSCI新兴市场指数是中国资本市场国际化的重要进程,吸引了国内外大量关注,同时也改善了A股市场参与者结构,其带来的国外价值理念、资源技术、信息融合等均有助于促进中国资本市场成熟健康发展。A股“入摩”为提高资本市场优胜劣汰、优化资源配置、规范国内市场提供了一个契机,也是实务界和学术界关注的重要问题。而随着经济的发展,社会各界对企业提出了更高要求,资本和道德需相辅相成已逐渐成为社会的共同期望,A股纳入MSCI指数所带来的多方面效应可能进一步增加了国内企业对利益相关者责任的关注,我们由此产生A股“入摩”这一资本市场国际化事件如何影响企业ESG表现的思考。

本文以2013~2021年中国沪深A股上市公司为样本,基于A股“入摩”这一外生事件,采用多时点双重差分的方法研究资本市场国际化对企业ESG表现的影响。研究发现,A股“入摩”对企业ESG表现产生了显著的正向影响,主要提升企业在E和G方面的表现。机制分析表明,这种影响主要是企业出于融资需求、境外投资者融入和外部关注压力三方面考虑。异质性分析从企业内外部维度展开,企业内部因素方面,发现A股“入摩”对企业ESG表现的积极促进作用在高管具有海外背景和重污染企业中更加明显;从企业外部因素方面,促进作用更多体现在行业竞争压力大、地区对外开放水平较低、非沪深港通标的的企业中。后果分析部分则进一步发现,A股“入摩”对企业ESG提升存在溢出效应,“入摩”后积极提升ESG的企业后续绩效表现会更好。

本文的研究结论具有如下政策启示:

第一,中国应持续提高市场发展质量,积极推进国际化进程。A股成功纳入MSCI指数,证明中国A股已逐渐获得国际认可,在国际市场上发挥着越来越重要的作用,也向国内市场传达了其稳步走向国际化的正向信号。境外投资者的融入带来了大量资金、先进投资理念、成熟管理模式等多方面资源,在提升市场交易活力的同时也增强了企业战略投资意识,引导企业追求可持续发展。本文发现A股“入摩”不仅会使企业自身ESG表现增加,而且对其近邻或同行企业也会产生溢出效应,带动相近企业ESG表现的提升,这将有助于社会整体福利提升和资本市场成熟发展,有利于缩小中国与发达国家的差距。因此,中国政府应积极对外开放,持续提高市场发展质量,从而使A股市场纳入MSCI指数的比例不断增大,实现内外部经济相互促进的良性循环。

第二,企业应该把握机遇,借助国际化平台提升自身实力,兼顾在国内外市场的长远发展。对企业而言,纳入MSCI指数能够吸纳大量的有益资源,是一次全面革新与进步的机会。一方

面,企业应重视境外投资者带来的先进投资理念,学习规范化和科学化的管理理念,逐步完善公司治理架构,提高自身竞争力。另一方面,可持续发展理念正在成为投资人决策不可忽视的重要因素,企业应重视起 ESG 战略的重要作用,将 ESG 建设视为必要的价值投资,而非工具性的简单投入,将 ESG 理念真正融入企业治理机制中,追求“商”“德”齐驱并进。企业在提升主业业绩的同时,也需注重外部性因素的影响,积极投入 ESG 并主动披露 ESG 信息,展现出负责任且可持续发展的企业形象,获取市场和利益相关者的更大支持,吸引更多投资者以推动后续高质量发展。

第三,对市场规则制定者来说,A股“入摩”引入了国际标准,是一次全面改善境内资本市场架构和制度建设的契机。监管部门应鼓励企业积极吸纳国际化带来的境外投资者与先进的价值理念,并结合中国本土治理机制,充分发挥鞭策效应,引导 ESG 成为上市公司健康发展的动力来源。一方面,监管部门未来需加大对 ESG 表现的检查与监督力度,将企业 ESG 因素纳入考核评价体系之中,以提高企业 ESG 意识、规范 ESG 核查为重点,稳步推进监管政策和市场环境的改善。另一方面,监管者也可以制定灵活的辅助性政策,采取更多的奖励机制来对 ESG 表现良好的企业给予一定的资源鼓励,充分调动其投资意愿,发挥治理作用。各级政府也应从中汲取经验并付诸实际行动,逐步完善金融政策、改革交易制度、规范 ESG 体系等来助力中国资本市场国际化。虽然近年来中国有关部门陆续出台了 ESG 相关内容的规定,但并没有制定系统性的披露标准,由第三方评级机构发布的评级体系又存在较大差异,导致相同企业在不同机构的评级结果存在差异,也给信息使用者造成一定程度的困惑。因此,政府也应注重其 ESG 评级体系的建设,尽快出台科学统一的披露标准,规范化 ESG 领域的核心架构。借助 A 股“入摩”等资本市场国际化的契机,逐步形成与国际接轨的 ESG 标准体系,促进中国 ESG 实践与国际的交流,实现资本市场高质量发展及高水平的对外开放。

### 参考文献

- [1]卞元超,吴利华,白俊红.高铁开通是否促进了区域创新?[J].金融研究,2019,(6):132~149.
- [2]陈晨,孟越,苏牧.国家创新型政策对企业绩效的影响——“信号”抑或“扶持”作用?[J].南方经济,2021,(9):90~111.
- [3]何枫,刘贯春.数字媒体信息传播与企业技术创新[J].数量经济技术经济研究,2022,39(12):111~131.
- [4]陈晓珊,刘洪铎.投资者关注影响上市公司 ESG 表现吗——来自网络搜索量的经验证据[J].中南财经政法大学学报,2023,(2):15~27.
- [5]陈运森,黄健峤,韩慧云.股票市场开放提高现金股利水平了吗?——基于“沪港通”的准自然实验[J].会计研究,2019,(3):55~62.
- [6]戴鹏毅,杨胜刚,张少勇,袁礼.外资机构持股能提升股票定价效率吗?——来自 A 股纳入明晟新兴市场指数的经验证据[J].证券市场导报,2022,(8):60~69.
- [7]杜玉林.新兴股票市场与发达股票市场融合动态研究——基于韩国股指纳入 MSCI-EM 指数的实证分析[J].价格理论与实践,2016,(12):131~134.
- [8]范合君,吴婷,何思锦.企业数字化的产业链联动效应研究[J].中国工业经济,2023,(3):115~132.
- [9]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.
- [10]冯丽艳,肖翔,程小可.社会责任对企业风险的影响效应——基于我国经济环境的分析[J].南开管理评论,2016,19(6):141~154.
- [11]洪俊杰,石丽静.自主研发、地区制度差异与企业创新绩效——来自 371 家创新型企业的经验证据[J].科

学研究,2017,35(2):310~320.

[12]胡洁,于宪荣,韩一鸣.ESG评级能否促进企业绿色转型?——基于多时点双重差分法的验证[J].数量经济技术经济研究,2023,40(7):90~111.

[13]冷建飞,高云.融资约束下企业社会责任信息披露质量与创新持续性——中小板企业数据分析[J].科技进步与对策,2019,36(11):77~84.

[14]李春涛,宋敏,张璇.分析师跟踪与企业盈余管理——来自中国上市公司的证据[J].金融研究,2014,(7):124~139.

[15]李江平.纳入明晟指数究竟会带给A股什么——基于深港通制度的反事实评估方法研究[J].金融经济学研究,2018,33(4):77~86.

[16]李维安,王鹏程,徐业坤.慈善捐赠、政治关联与债务融资——民营企业与政府的资源交换行为[J].南开管理评论,2015,18(1):4~14.

[17]李增福,冯柳华.企业ESG表现与商业信用获取[J].财经研究,2022,48(12):151~165.

[18]李增福,陈嘉滢.企业ESG表现与短债长用[J].数量经济技术经济研究,2023,40(12):152~171.

[19]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.

[20]卢太平,张东旭.融资需求、融资约束与盈余管理[J].会计研究,2014,(1):35~41+94.

[21]潘越,翁若宇,刘思义.私心的善意:基于台风中企业慈善捐赠行为的新证据[J].中国工业经济,2017,(5):133~151.

[22]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.

[23]权小锋,徐星美,许荣.社会责任强制披露下管理层机会主义行为考察——基于A股上市公司的经验证据[J].管理科学学报,2018,21(12):95~110.

[24]沈洪涛.公司特征与公司社会责任信息披露——来自我国上市公司的经验证据[J].会计研究,2007,(3):9~16+93.

[25]孙泽宇,齐保垒.资本市场开放与高管在职消费——基于沪深港通交易制度的准自然实验[J].会计研究,2021,(4):130~144.

[26]谭雅妃,朱朝晖.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[J].世界经济研究,2022,(4):120~134+137.

[27]万华林,朱凯,于雪彦.资本市场开放促进了资本市场公平吗?:基于“沪港通”开放事件的准自然实验研究[J].世界经济研究,2022,(4):91~104+137.

[28]王波,杨茂佳.ESG表现对企业价值的影响机制研究——来自我国A股上市公司的经验证据[J].软科学,2022,36(6):78~84.

[29]文雯,宋建波.高管海外背景与企业社会责任[J].管理科学,2017,30(2):119~131.

[30]谢红军,吕雪.负责任的国际投资:ESG与中国OFDI[J].经济研究,2022,57(3):83~99.

[31]张会丽,陆正飞.现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J].管理世界,2012,(3):141~150+188.

[32]张宗新,张晓荣,廖士光.上市公司自愿性信息披露行为有效吗?——基于1998—2003年中国证券市场的检验[J].经济学(季刊),2005,(1):369~386.

[33]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.

[34]周方召,潘婉颖,付辉.上市公司ESG责任表现与机构投资者持股偏好——来自中国A股上市公司的经验证据[J].科学决策,2020,(11):15~41.

[35]周泽将,刘中燕,伞子瑶.海归背景董事能否促进企业国际化?[J].经济管理,2017,39(7):104~119.

- [36] Aggarwal R., Erel I., Ferreira M., Matos P., 2011, *Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors* [J], *Journal of Financial Economics*, 100 (1), 154~181.
- [37] Beck T., Levine R., Levkov A., 2010, *Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States* [J], *Journal of Finance*, 65 (5), 1637~1667.
- [38] Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V., 1998, *Law, Finance, and Firm Growth* [J], *Journal of Finance*, 53 (6), 2107~2137.
- [39] Gul F. A., Kim J. B., Qiu A. A., 2010, *Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China* [J], *Journal of Financial Economics*, 95 (3), 425~442.
- [40] La Ferrara E., Chong A., Duryea S., 2012, *Soap Operas and Fertility: Evidence from Brazil* [J], *American Economic Journal: Applied Economics*, 4 (4), 1~31.
- [41] Li P., Lu Y., Wang J., 2016, *Does Flattening Government Improve Economic Performance? Evidence from China* [J], *Journal of Development Economics*, 123, 18~37.
- [42] Ramanathan K. V., 1976, *Toward a Theory of Corporate Social Accounting* [J], *Accounting Review*, 51 (3), 516~528.
- [43] Slater D. J., Dixon-Fowler H. R., 2009, *CEO International Assignment Experience and Corporate Social Performance* [J], *Journal of Business Ethics*, 89 (3), 473~489.

### **Incentive Effect of Capital Market Internationalization: A-shares into MSCI and Corporate ESG Performance**

SONG Xianzhong<sup>1</sup> PAN Jing<sup>1</sup> HAN Jie<sup>2</sup>

(1.School of Management, Jinan University; 2.School of Management, Xiamen University)

**Summary:** Developing capital markets and having a strong financial function is a core economic goal of global powers. With the increasing economic ties between countries, the concept of international capital is gradually integrated into the development planning of various countries. In the past 40 years of reform and opening-up, China has made a lot of efforts to promote the capital market. The opening of the Shanghai-Hong Kong Stock Connect and the Shenzhen-Hong Kong Stock Connect and the inclusion of A-shares in the MSCI Emerging Markets Index are important measures for China to gradually integrate into the world's financial system, and China's economic construction is increasingly having a diversified form. At present, China's economy has shifted from the stage of high-speed growth to high-quality development. The inclusion of A-shares in the MSCI index will enhance the linkage between the Chinese market and the global market and further deepen the degree of internationalization, which will also have an all-round effect on the reform of China's capital market. The investor value concept from the developed capital market will be transmitted to the Chinese capital market, which may directly or indirectly affect the ESG performance of enterprises. In addition, enterprises in developed countries attach more importance to and implement ESG than Chinese enterprises. To succeed in the international market, Chinese enterprises included in MSCI need to make reasonable planning and adjustment in resource allocation and may re-plan their own ESG strategies. Therefore, how will the inclusion of A-shares in the MSCI index—a capital market internationalization event—affect the ESG performance of enterprises? Will companies included in the MSCI Index make ESG investing an important strategy for their

international competition? This study focuses on these issues.

Based on the exogenous event of A-shares inclusion in the MSCI Emerging Markets Index (“A-shares into MSCI”) in June 2018, this study explores the impact of the internationalization of China’s capital market on corporate ESG performance and the underlying mechanisms. The main findings are as follows: (1) A-shares into MSCI has a positive impact on corporate ESG performance, mainly in the areas of environment (E) and governance (G). (2) The mechanism analysis reveals that this positive impact is due to three considerations—corporate demand for financing, integration of foreign investors, and pressure for attention. (3) In the internal dimension, the positive effect of A-shares into MSCI on ESG performance is more pronounced among companies whose executives have an overseas background and heavy pollution industry, while in the external dimension, the positive effect is more pronounced among companies with high competitive pressure in the industry, low regional openness, and not in the Shanghai-Hong Kong Stock Connect program or not Shenzhen-Hong Kong Stock Connect program. (4) Further analysis reveals that there is a spillover effect of A-shares into MSCI on ESG improvement, and companies that actively improve their ESG after joining MSCI see a significant improvement in their economic performance and governance level. This study indicates that deepening the internationalization of China’s capital market has helped to raise the attention of corporate managers to ESG performance, which not only further reveals the positive effects of capital market reform and construction but also has important implications for determining how to promote ESG investment in Chinese companies.

The contributions of this study are as follows. (1) By using the quasi-natural experiment of the inclusion of A-shares in MSCI index, it overcomes endogenous problems such as reverse causality, which are common in the research of capital market development, and effectively identifies the causal relationship between the internationalization of capital market and the ESG performance of enterprises. (2) It expands research on the impact of capital market internationalization on microenterprise decision-making. From the perspective of enterprise ESG, it discusses the impact of the internationalization of China’s capital market on enterprises’ sustainable management concepts, further clarifies the internal mechanism of the impact of capital market internationalization on enterprises’ ESG performance, and provides empirical evidence for deepening the sustainable development practice of Chinese enterprises. (3) This study focuses on the inclusion of A-shares in MSCI index, providing empirical evidence for its impact from a micro perspective. The inclusion of A-shares in the MSCI index is an important event for the integration of China’s capital market into the international market and provides certain enlightenment for the next step of the reform and development of the Chinese market. Therefore, a comprehensive analysis of the inclusion of A-shares in the MSCI index—an international event of the capital market—is of great significance for the healthy and mature development of China’s economy.

**Keywords:** A-shares; MSCI Index; Capital Market Internationalization; ESG

**JEL Classification:** D21; F18; G30

(责任编辑:唐跃桓)