

可持续信息鉴证与资本市场定价效率 ——来自 H 股折价的证据

薛 爽¹, 陈嵩洁¹, 吴富中²

(1. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学 商学院, 上海 200433)

摘 要: 文章选取 2017—2022 年 A+H 股上市公司作为研究样本, 分析了可持续信息鉴证对 H 股折价程度的影响。研究发现, 经鉴证的可持续信息能够有效缓解中国内地与香港两地投资者之间的信息不对称问题, 从而显著降低 H 股相对于 A 股的折价幅度; 在鉴证服务由专业会计师事务所提供、鉴证范围界定清晰且涵盖更多环境议题或行业实质性议题的样本中, 鉴证对 H 股折价幅度的抑制作用更加显著; 此外, 在 ESG 认知分歧较大、绿色创新投入和环保资金投入较多、公司内外部治理水平较低的企业中, 可持续信息鉴证对 H 股折价的改善作用更加突出。文章的研究丰富了可持续信息鉴证经济后果及跨区域资本市场定价效率领域的相关文献, 也为监管机构制定可持续信息鉴证政策、上市公司提升信息披露质量以降低多地上市时的国别或地区折价提供了重要启示。

关键词: 可持续发展; ESG 鉴证; 市场分割; 定价效率; H 股折价

中图分类号: F830.9; F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2025)08-0125-14

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20250122.101

一、引 言

在金融全球化背景下, 双重乃至多重上市使企业能够在多个资本市场进行融资, 充分利用不同市场的制度优势以吸引更多广泛的投资者群体, 获取更多元化的融资渠道, 分散单一市场带来的政治或经济风险。长期以来, 中国香港资本市场凭借其国际金融中心地位及便利的融资环境, 吸引了众多已在 A 股上市的公司赴港上市。值得注意的是, 同一公司发行的 A 股与 H 股虽具有同股同权属性, 但与 A 股相比, H 股长期存在显著折价现象。针对这一现象, 现有文献从政策制度差异、两地投资者间的信息不对称、投资者结构差异以及流动性差异等视角展开研究。以市场互联互通机制来缩小 A 股与 H 股的价格差异曾被视为重要突破口。而遗憾的是, 在“沪港通”(2014 年 11 月)和“深港通”(2016 年 12 月)相继开通并提升跨境投资便利性后, H 股折价不仅未如预期逐步收窄, 反而呈现进一步扩大趋势。因此, 深入探究 H 股折价现象不仅具有重要的学术价值, 有助于揭示跨境资本市场中信息不对称对资产定价效率的影响机制, 还能为优化资本市场运行效率的政策制定提供实证依据, 从而促进两地资本市场的协同发展与深度融合。

收稿日期: 2024-09-19

基金项目: 国家自然科学基金项目(72572098, 72172076); 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(22JJD790094)

作者简介: 薛 爽(1971—), 女, 辽宁昌图人, 上海财经大学会计学院、会计与财务研究院教授;

陈嵩洁(1998—)(通讯作者), 女, 贵州贵阳人, 上海财经大学会计学院博士研究生;

吴富中(1976—), 男, 四川苍溪人, 上海财经大学商学院博士研究生。

随着可持续发展理念的深入人心,越来越多的投资者及利益相关方将企业可持续信息及其表现作为关键决策依据。在此背景下,全球主要资本市场监管机构日益重视上市公司可持续信息披露工作,相继出台各类政策要求或鼓励企业披露相关内容。Wind 数据库统计显示,2023 年我国全部 A 股上市公司中有 2 169 家(占比 40.6%)自愿披露了可持续发展报告(包括社会责任报告、ESG 报告等)。在港交所实施“不遵守就解释”的半强制披露政策下,2023 年 A+H 股上市公司的可持续报告披露率已达到 100%。然而,由于缺乏有效的监管机制,可持续信息的真实性、完整性、可比性、可靠性和可理解性难以得到充分保障。相较于财务信息在资产定价中的明确作用,可持续信息对定价的影响尚未形成广泛共识。例如,Christensen 等(2022)研究发现,可持续报告在缓解信息不对称方面的作用相对有限,甚至可能进一步加剧信息分歧。本文预期,作为独立的第三方增信机制,鉴证服务将成为改善企业可持续信息环境、降低 A 股与 H 股投资者间信息不对称的有效途径。基于此,本文旨在探究以下问题:在可持续信息披露缺乏统一标准的现实背景下,投资者如何有效利用可持续信息?第三方鉴证对可持续信息是否具有重要价值?哪些鉴证特征对提升定价效率的影响更加显著?

为了检验可持续信息披露及鉴证的价值相关性,A+H 股上市公司构成理想研究样本:一方面,这类公司的可持续信息披露与鉴证实践比例较高;另一方面,中国内地与香港资本市场对同一股票的定价长期存在显著差异。本文选取 2017—2022 年同时发行 A 股和 H 股的上市公司作为研究对象,探究可持续信息披露与鉴证对股票定价效率的影响。现有文献在考察可持续信息披露或鉴证对定价效率的影响时面临挑战:由于难以确定“合理”的股票基准价格,无论可持续信息是否影响股价及其具体影响方式,都难以准确评估其对市场定价效率的真实影响。然而,对于多地上市企业,信息不对称导致不同市场的定价存在差异,而可持续信息的披露或鉴证能够有效缓解这种不对称性。通过比较同一公司在不同市场的价格相对变化,可以更精准地检验信息披露对定价效率的影响。基于这一研究逻辑,在 A+H 股公司中,由于企业经营主要在内地,相较于 A 股投资者,H 股投资者处于信息劣势地位,而提升信息披露质量能够有效改善 H 股投资者在信息获取与解读方面的不利处境。本文以 H 股相对于 A 股的折价幅度作为被解释变量,系统考察可持续信息披露及鉴证对 H 股折价程度及定价效率的影响。

本文研究发现:第一,可持续信息披露对缓解 H 股相对于 A 股折价的作用不显著,但可持续信息鉴证能显著降低 H 股折价幅度;第二,相较于其他机构提供的鉴证服务,由会计师事务所出具的鉴证报告在降低 H 股折价幅度方面效果更加显著;第三,当鉴证报告明确界定鉴证范围、环境信息鉴证比例较高或行业实质性议题鉴证比例较高时,H 股折价幅度的降低更加显著;第四,在 ESG 评级分歧度较高、公司内外部治理水平较低、绿色创新和绿色投入较多的情境下,可持续信息鉴证对 H 股折价幅度的改善作用更加突出。

本文的研究贡献主要体现在:第一,拓展了可持续鉴证经济后果的研究。本文检验了可持续信息鉴证在缓解市场分割引致的信息不对称问题中的关键作用。研究表明,虽然信息披露是降低信息不对称的必要条件,但非充分条件。在可持续信息可比性与可靠性均较低的情形下,单纯的信息披露对降低 H 股折价并无显著效果,而第三方鉴证通过增强信息可信度,能有效缓解两地投资者间的信息不对称,从而显著降低 H 股折价幅度。第二,本文进一步研究发现,相较于其他类型的独立鉴证机构,会计师事务所提供的增信服务效果更加显著;同时,鉴证范围与鉴证对象的差异对 H 股折价具有显著影响。这些发现不仅为上市公司合理确定可持续信息鉴证的范围与重点对象提供了重要实践参考,也为监管机构制定可持续信息鉴证准则及相关监管政策提供了有益启示。第三,本文揭示了资本市场对可持续信息鉴证的“正反馈”机制,这有助于吸引更多企业主动开展可持续信息鉴证实践,从而助力我国经济高质量发展。

二、可持续信息鉴证现状、理论分析与假说发展

（一）A+H 股公司可持续信息鉴证现状^①

目前，我国内地与香港地区虽尚未对可持续鉴证实施强制性要求，但随着可持续发展理念的深入人心及利益相关方关注度的持续提升，部分企业已主动引入第三方鉴证以增强可持续信息的可靠性。如图 1 所示，在披露可持续报告的样本企业中，A+H 股上市公司的鉴证比例从 2017 年的 20% 稳步提升至 2022 年的 30.56%。此外，当前为上市公司提供可持续信息鉴证服务的主要机构包括“四大”会计师事务所与其他第三方鉴证机构。由图 2 可见，2017—2022 年会计师事务所承接了超过半数的 A+H 股上市公司鉴证业务，但其市场份额呈现逐年下降的态势。

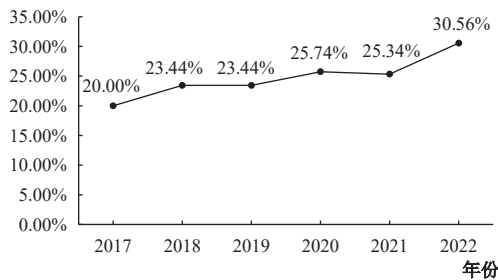


图 1 2017—2022 年 A+H 股公司可持续信息鉴证比例

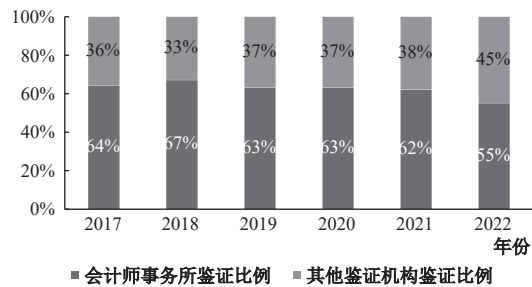


图 2 ESG 报告由会计师事务所鉴证的比例

除了数量增加外，可持续信息鉴证在质量方面亦显著提升(陈涛和沈洪涛, 2015)。鉴证服务提供方是否在报告中明确界定鉴证范围，是衡量鉴证报告严谨性的重要指标。如图 3 所示，受严格外部监管与行业自律规范的约束，会计师事务所出具的鉴证报告中披露鉴证范围的比例显著高于其他鉴证机构。在披露鉴证范围的样本中，2022 年 A+H 股上市公司平均对 27 项定量指标实施了鉴证。图 4 统计了环境(E)、社会(S)和治理(G)三个维度的鉴证指标数量。以 2022 年为例，A+H 股上市公司对 E、S、G 三类指标的平均鉴证数量分别为 9 个、17 个和 1 个。

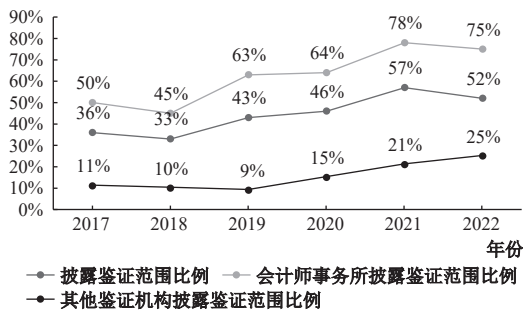


图 3 披露鉴证范围的比例

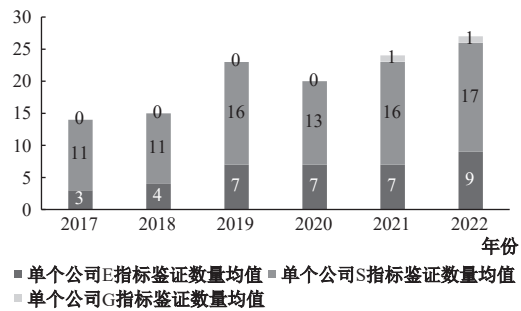


图 4 经鉴证的 E、S、G 指标数量(单位:个)

不同行业的实质性或重要性指标存在显著差异。本文基于 SASB 行业重要性指标地图，统计了经鉴证的重要性指标数量。如图 5 所示，以 2022 年为例，A+H 股上市公司平均对 5 个行业非实质性指标及 21 个行业重要性指标实施了鉴证。

（二）理论分析与假说发展

H 股折价是指同一公司的 H 股股票价格相对于 A 股股票价格的折价幅度。根据经济学中的“一价定律”，在无交易成本的理想状态下，同一商品在不同市场上应具有相同价格。因此，

① 相关数据根据公司公开披露的《可持续发展报告》《社会责任报告》等手工收集。

在高度有效且完全竞争的市场环境中，同一公司发行的同类股票在不同市场上的交易价格理应趋于一致。而现实中，尽管“沪港通”和“深港通”在一定程度上实现了两地资本市场的互联互通，但 A 股与 H 股之间仍存在显著价差。“本地偏差”理论中的信息不对称观点认为，地理距离(van Nieuwerburgh 和 Veldkamp, 2009)、会计准则差异(Bradshaw 等,

2004)以及文化差异(Grinblatt 和 Keloharju, 2001)等因素导致境外投资者面临更高的信息获取成本，这种信息劣势使其感知更高投资风险，从而在对同一股票进行估值时给予更大折扣。相较于 H 股投资者，A 股投资者在获取、处理和验证上市公司信息方面具有天然的本地优势。对于信息获取，基于语言相通、文化相近以及地理毗邻的优势，A 股投资者能够以更低成本通过新闻报道、实地调研、管理层沟通等渠道获取本地上市公司信息并验证其真实性。Korniotis 和 Kumar(2013)研究发现，本地投资者可通过社交网络、信息泄露渠道以及内部人关系等途径以较低成本获取本地公司信息。对于信息理解与处理，凭借对中国特殊制度环境、传统文化背景以及法律法规体系的深刻理解，A 股投资者能够更准确地把握上市公司的可持续发展战略、业务模式以及公司与当地利益相关者之间的关系。Bae 等(2008)研究发现，本地分析师对企业盈余预测的准确性显著高于非本地分析师；Du 等(2017)发现，在追踪美国上市中国公司的美国分析师中，华裔分析师比非华裔分析师能提供更精准的预测。由此可以推断，相较于 A 股投资者，处于信息劣势的 H 股投资者将感知较高投资风险，从而给予股票相对较低的估值。

现有研究认为，A 股与 H 股投资者在可持续信息获取上的不对称性可能是导致 H 股折价的重要因素之一(Deng 等, 2021)。随着可持续发展理念的深入人心，国内外知名基金公司纷纷推出 ESG 主题基金，其他类型投资者也日益将企业可持续信息作为投资决策的关键考量因素。在可持续实践或信息披露方面存在缺陷时，企业将面临负面舆论压力、价值链合作伙伴的制约以及行政处罚等风险，从而产生显著的尾部风险。以碳排放指标为例，随着未来环保监管力度的持续加强，碳排放表现不佳的企业可能因违规而受到行政处罚，甚至面临停工停产，致使投资者蒙受重大损失。然而，仅披露可持续信息未必能有效降低 H 股投资者感知的风险，反而可能加剧不同信息使用者对企业可持续发展表现的分歧(Christensen 等, 2022)。其原因在于：第一，与财务信息不同，可持续报告包含大量定性数据，为信息使用者预留了较大的主观判断空间，增加了额外的信息处理成本；第二，即使报告中包含部分定量数据，也大多为可比性较弱、缺乏统一标准的非货币化数据，为投资者提供的增量决策信息相对有限；第三，由于外部监管不足，上市公司“为披露而披露”的可持续信息在可靠性和可比性方面普遍较差，且企业信息治理水平参差不齐；第四，可持续信息之间缺乏严密的逻辑勾稽关系，数据间难以形成闭环验证，识别信息真实性的难度较大，企业利用可持续信息披露进行“漂绿”行为的成本较低。因此，可持续报告的增量信息对信息劣势方的决策价值在很大程度上取决于信息质量，这凸显了第三方鉴证对提升可持续信息可信度的重要作用。

经过第三方鉴证的可持续信息能有效缓解两地投资者的信息不对称问题。一方面，可持续信息鉴证具有显著的外部信息认证功能。第三方鉴证机构凭借其独立性和专业性，提升了可持续信息的可靠性和公信力。这有助于处于信息劣势的 H 股投资者更精准地识别和管理相关风险，缩小两地投资者在信息验证成本上的差异。此外，可持续信息鉴证通常采用 ISAE3000/3410

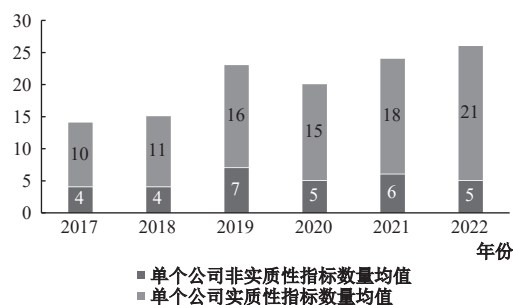


图 5 经鉴证的行业重要性指标数量 (单位:个)

或 AA1000 等国际通用标准。为了确保可持续信息顺利通过相关审计程序，企业倾向于采用普适性强的标准进行信息披露。这不仅能降低 H 股投资者的信息处理成本，还有助于消除两地投资者对同一信息的理解偏差。

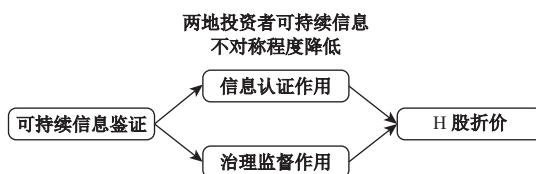


图6 可持续信息鉴证对 H 股折价的影响路径

另一方面，可持续信息鉴证具有重要的内部治理监督作用。鉴证服务提供方在鉴证过程中通常会协助企业审视并优化其可持续信息披露系统，推动企业在信息收集、整理和披露等环节实现更全面、系统、可核实与可追溯的管理，从而提升可持续信息的准确性和可验证性（陈嵩洁等，2024），并降低上市公司利用可持续报告进行“漂绿”的可能性。此外，企业主动寻求第三方鉴证的行为从侧面反映出公司高管层对可持续发展的认同与支持，从而在战略层面推动企业改善可持续发展实践与信息环境。综上所述，独立第三方鉴证通过发挥外部信息认证功能和强化内部治理监督作用，能弥合 A 股与 H 股投资者在可持续信息获取与理解层面的差异，降低两地投资者的信息不对称程度，从而缓解 H 股相对于 A 股的折价现象（见图 6）。基于此，本文提出以下假说：在其他条件相同时，经过第三方鉴证的可持续信息能够降低 H 股相对于 A 股的折价幅度。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

为了规避“沪港通”和“深港通”政策实施对研究结果的潜在干扰，本文选取 2017—2022 年 149 家 A+H 股上市公司作为初始研究样本。在剔除主要变量数据缺失的样本后，本文最终得到 756 个公司一年度观测值，其中包含 736 个披露可持续报告的样本。本文的股票交易数据来自 Wind 数据库，可持续相关信息通过查阅公司公告并手工整理获得，其他公司特征数据来自 CSMAR 数据库。为了控制极端值的影响，本文对所有连续变量进行了上下 1% 水平的缩尾处理。

（二）变量定义

1. 被解释变量：H 股折价。参考宋军和吴冲锋（2008）的研究，本文采用经汇率换算后的 A 股收盘价和 H 股收盘价的差值与 A 股收盘价的比值，衡量每个交易日的 H 股折价程度。鉴于上市公司的可持续发展报告通常与年度报告同步披露（即在下一年度 4 月 30 日前完成披露），本文计算该年度 5 月 1 日至 12 月 31 日所有交易日的 H 股折价均值。具体计算方法如下：

$$HDiscount_{jt+1} = \frac{1}{T} \sum_{d=1}^{d=T} \frac{P_{A,d,t+1} - P_{H,d,t+1} / I_{d,t+1}}{P_{A,d,t+1}} \quad (1)$$

其中， $P_{A,d,t+1}$ 和 $P_{H,d,t+1}$ 分别表示公司在 $t+1$ 年 4 月 30 日后第 d 个交易日 A 股和 H 股的价格， $I_{d,t+1}$ 表示当天的人民币兑港币的汇率， T 表示 $t+1$ 年 5 月 1 日至 12 月 31 日的交易天数。

2. 核心解释变量：可持续披露指标。本文从巨潮资讯网、披露易以及上市公司官网上，手工搜集了 2017—2022 年所有 A+H 股上市公司的可持续发展报告/ESG 报告/社会责任报告（下文统称为“可持续报告”）。若公司单独披露了可持续报告，则 $ESGDiscl$ 取值为 1，否则为 0；若可持续报告中包含由独立第三方机构出具的鉴证报告，则 $ESGAss$ 取值为 1，否则为 0。

3. 控制变量。借鉴宋顺林等（2015）的研究，本文控制了表 1 所列的控制变量，旨在更有效地排除流动性差异、风险偏好差异等因素对 H 股折价可能产生的影响。

（三）模型构建

参考 Casey 和 Grenier（2015）的研究，本文构建了如下模型：

$$HDiscount_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 ESGAss_{i,t} + \sum Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon \quad (2)$$

其中, *Controls* 表示控制变量, *Year* 和 *Ind* 分别表示年度固定效应和行业固定效应。行业按照证监会 2012 年行业分类标准进行划分, 其中制造业“C”开头代码取前两位, 其他行业取一位。若式(2)中的系数 β_1 显著为负, 则表明当 A+H 股公司对其可持续信息实施鉴证时, 其 H 股相对于 A 股的折价幅度将显著降低。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	H股折价	<i>HDiscout</i>	$t+1$ 年5月1日至12月31日所有交易日的H股折价均值
解释变量	披露独立可持续报告	<i>ESGDiscl</i>	若披露独立的可持续报告, 则 <i>ESGDiscl</i> 为1, 否则为0
	可持续报告鉴证	<i>ESGAss</i>	若可持续报告经过独立第三方鉴证, 则 <i>ESGAss</i> 为1, 否则为0
	会计师事务所鉴证	<i>Accounting</i>	若鉴证由会计师事务所提供, 则 <i>Accounting</i> 为1, 否则为0
	同一事务所提供财报和可持续信息鉴证	<i>SameAudit</i>	若由同一事务所提供财报审计和可持续鉴证服务, 则 <i>SameAudit</i> 为1, 否则为0
	是否披露鉴证范围	<i>ESGScope</i>	若鉴证报告披露鉴证范围, 则 <i>ESGScope</i> 为1, 否则为0
	环境指标鉴证比例	<i>ENum</i>	环境指标鉴证数量占总鉴证指标数量的比例
	社会指标鉴证比例	<i>SNum</i>	社会指标鉴证数量占总鉴证指标数量的比例
	治理指标鉴证比例	<i>GNum</i>	治理指标鉴证数量占总鉴证指标数量的比例
	实质性议题比例	<i>Material</i>	行业实质性议题数量占总鉴证指标数量的比例
	非实质性议题比例	<i>Immaterial</i>	行业非实质性议题数量占总鉴证指标数量的比例
控制变量	净资产收益率	<i>ROE</i>	t 年净利润/ t 年净资产
	公司规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
	公司成长性	<i>Growth</i>	t 年营业总收入变动/ $t-1$ 年营业总收入
	是否分配股利	<i>Dividend</i>	若派发现金股利, 则 <i>Dividend</i> 为1, 否则为0
	第一大股东持股比例	<i>First</i>	第一大股东持股数/ t 年总股数
	高管持股比例	<i>MShare</i>	高管持股数/ t 年总股数
	股权性质	<i>SOE</i>	若国有控股, 则 <i>SOE</i> 为1, 否则为0
	流通市值之比	<i>CS</i>	$t+1$ 年5月1日至12月31日的A股与H股市值比例均值
	换手率之比	<i>TR</i>	$t+1$ 年5月1日至12月31日的A股与H股换手率比例均值
	收益率标准差之比	<i>RBeta</i>	$t+1$ 年5月1日至12月31日的A股与H股收益率标准差之比
	年成交总金额之比	<i>Volume</i>	$t+1$ 年5月1日至12月31日的A股与H成交总金额之比
	两地指数涨跌幅之比	<i>AHMKT</i>	$t+1$ 年5月1日至12月31日的沪深300指数收益率与恒生指数收益率之比
	“十大”审计	<i>Big10</i>	若财报由当年排名前十的事务所审计, 则 <i>Big10</i> 为1, 否则为0
	分析师跟踪	<i>Analyst</i>	$\ln(t$ 年分析师跟踪人数 $+1)$
	能否卖空	<i>Short</i>	若H股允许卖空, 则 <i>Short</i> 为1, 否则为0
	QFII持股比例	<i>QFII</i>	t 年末QFII持股数/ t 年总股数 $\times 100$
	机构持股比例之比	<i>Institution</i>	t 年末中资机构持股比例/ t 年末中国香港及海外机构持股比例
	交易所	<i>Board</i>	若同时在中国香港和深交所上市, 则 <i>Board</i> 为1; 若同时在中国香港和上交所上市, 则 <i>Board</i> 为0

四、实证结果分析

(一)描述性统计^①

本文主要变量的描述性统计结果显示, *HDiscout* 的均值为 0.43, 表明同一公司同股同权的 H 股股票价格相对于 A 股存在 43% 的折价; *ESGDiscl* 的均值为 0.97, 表明样本中约 97% 的公司

① 受篇幅限制, 文中未报告描述性统计结果, 如有需要可向作者索取。

披露了独立的可持续报告; *ESGAss* 的均值为 0.25, 表明样本公司中约四分之一聘请了独立第三方对其可持续信息实施了鉴证。

(二) 基准回归分析

本文主要聚焦于可持续信息鉴证对异地资本市场定价效率的影响。为了区分可持续信息披露与鉴证的作用, 表 2 报告了可持续信息披露、可持续信息鉴证与 H 股折价的基准回归结果。列(1)结果显示, *ESGDiscl* 的系数不显著, 表明仅披露可持续信息对 H 股折价幅度无显著影响。列(2)同时纳入 *ESGDiscl* 和 *ESGAss*, *ESGDiscl* 的系数仍不显著, 而 *ESGAss* 的系数显著为负, 表明对可持续信息进行鉴证能显著降低 H 股折价幅度。列(3)仅保留披露可持续报告的样本, *ESGAss* 的系数与列(2)结果相似。从经济意义看, 与未鉴证可持续信息的公司相比, 经鉴证公司的 H 股折价幅度平均降低 5.6%; 本文样本的 H 股折价均值为 43%, 该影响幅度相当于折价水平的 13%。

表 2 可持续信息披露、鉴证与 H 股折价

	<i>HDiscount</i>		
	(1)全样本	(2)全样本	(3)仅保留披露样本
<i>ESGDiscl</i>	-0.039 (-1.163)	-0.032 (-0.955)	
<i>ESGAss</i>		-0.058*** (-2.847)	-0.056*** (-2.755)
<i>Constant</i>	1.733*** (10.987)	1.556*** (9.174)	1.551*** (9.037)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
<i>N</i>	756	756	736
<i>Adj. R²</i>	0.685	0.694	0.690

注: 括号内为公司层面聚类后的 *t* 值, *, ** 和 *** 分别表示回归系数在 10%、5% 和 1% 的水平上显著, 下表同。

(三) 稳健性检验

本文开展了一系列稳健性检验, 具体包括: (1) 调整被解释变量的计算区间; (2) 控制公司的可持续发展实践与信息披露水平; (3) 采用倾向得分匹配 (PSM) 方法; (4) 运用工具变量法。

1. 调整 H 股折价的计算区间。在基准回归中, 本文基于上市公司可持续报告通常于下一年度 4 月 30 日前完成披露的假设, 计算了次年 5 月 1 日至 12 月 31 日的 H 股平均折价作为被解释变量。为了增强结论的稳健性, 本文通过手工搜集上市公司可持续报告在 A 股和 H 股的具体披露日期, 分别采用两地较早的报告发布日后 30 个、60 个和 90 个交易日的 H 股平均折价作为替代指标重新进行回归, 结果见表 3 列(1)至列(3)。 *ESGAss* 的系数均在 5% 的水平上显著为负, 表明研究结论具有稳健性。

2. 控制公司的可持续发展实践与信息披露水平。本文主要结论可能存在一种替代性解释: 对可持续报告进行鉴证的公司通常开展了更多可持续发展实践, 或披露了更丰富的可持续信息, 因而基准回归结果可能反映的是企业可持续发展实践或信息披露数量对 H 股折价的影响, 而非鉴证本身的作用。为了排除这种替代性解释, 本文借鉴 Christensen 等 (2022) 的研究方法, 选取不同 ESG 评级机构评级结果的均值作为企业可持续发展实践与信息披露水平的代理变量。具体而言, 以华证、Wind、商道融绿、盟浪、彭博与富时罗素六家国内外机构评级结果的均

值(*ESG_Avg*)作为控制变量,衡量公司的可持续发展实践与信息披露水平。如表 3 列(4)所示,在加入变量 *ESG_Avg* 后,主要研究结论保持稳健。

表 3 稳健性检验^①

	<i>HDiscount</i> 报告发布日后 30个交易日	<i>HDiscount</i> 报告发布日后 60个交易日	<i>HDiscount</i> 报告发布日后 90个交易日	<i>HDiscount</i>	<i>HDiscount</i> PSM	<i>ESGAss</i> IV	<i>HDiscount</i> IV
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>ESGAss</i>	-0.049** (-2.340)	-0.050** (-2.371)	-0.051** (-2.446)	-0.057*** (-2.849)	-0.038** (-2.111)		-0.112** (-2.03)
<i>ESG_Avg</i>				0.000 (0.001)			
<i>Attention</i>						2.678*** (-2.81)	
<i>Constant</i>	1.701*** (9.687)	1.704*** (9.877)	1.682*** (9.748)	1.607*** (7.856)	1.490*** (4.267)	-38.403*** (-3.91)	1.680*** (7.36)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	736	736	736	482	345	554	554
<i>Pseudo R²/Adj. R²</i>	0.673	0.679	0.681	0.684	0.631	0.504	0.742

注:列(6)括号内为公司层面聚类后的 z 值,其他列括号内为公司层面聚类后的 t 值。

3. 倾向得分匹配(PSM)检验。基准回归结果可能存在样本自选择偏误。本文将鉴证样本设为处理组,以模型(2)中的所有控制变量及年度作为匹配变量,采用半径为 0.01 的半径匹配方法,缓解可观测变量的系统性差异带来的内生性问题。如表 3 列(5)所示,PSM 匹配后的回归结果依然支持上文结论。

4. 工具变量法:上市公司所在地级市环境规制强度。为进一步缓解不可观测遗漏变量引致的内生性问题,本文选取公司所在地级市环境规制强度(*Attention*)作为工具变量,检验可持续信息鉴证对 H 股折价的影响。具体而言,本文采用地级市政府工作报告中环境相关词汇出现频率占报告全文总词频的比例来测度当地的环境规制强度。一方面,地方政府的环境监管压力或约束会对企业的环境信息披露或鉴证行为产生影响(沈洪涛和冯杰,2012);另一方面,上市公司所在地环境规制强度与其 H 股折价之间不存在直接的因果关联,符合工具变量的外生性要求。如表 3 列(6)和列(7)所示,可持续信息鉴证与公司 H 股折价在 5% 的水平上显著负相关,主要结论保持稳健。此外,工具变量通过了不可识别检验和弱工具变量检验。

(四)进一步研究

1. 可持续信息鉴证对 A 股和 H 股股价的不同影响。上文研究表明,第三方鉴证显著降低了 H 股折价幅度。而这一结果可能存在另一种解释:H 股折价的降低并非源自 H 股股价上涨,而是由 A 股股价下跌所致。为了排除这种替代性解释,本文检验了 A 股与 H 股市场对于可持续信息鉴证的不同反应。具体而言,本文分别以下一年 5 月 1 日至 12 月 31 日的日均收益率(*AveR_A* 和 *AveR_H*)及窗口期内的购买并持有超额收益率(*BHAR_A* 和 *BHAR_H*)作为被解释变量,对 *ESGAss* 进行回归分析。表 4 列(1)至列(4)显示, H 股股价对可持续信息鉴证呈现显著正向反

① 受篇幅限制,表中未报告 PSM 平衡性测试结果、工具变量不可识别及弱工具变量检验结果,如有需要可向作者索取。

应,而 A 股市场未表现出显著反应。这表明 H 股折价幅度的降低主要源于 H 股股价的相对上涨,而非 A 股股价的下跌。

表 4 进一步研究:可持续信息鉴证与两地收益率、股价同步性及机构投资者持股变动

	<i>AveR_A</i>	<i>AveR_H</i>	<i>BHAR_A</i>	<i>BHAR_H</i>	<i>Syn_A</i>	<i>Syn_H</i>	<i>Local</i>	<i>NonLocal</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>ESGAss</i>	0.002 (1.362)	0.002 [*] (1.765)	0.014 (0.512)	0.064 ^{**} (2.306)	-0.366 ^{**} (-2.392)	-0.369 ^{**} (-2.087)	-0.332 (-0.397)	2.873 ^{**} (2.605)
<i>Constant</i>	1.013 ^{***} (122.521)	1.007 ^{***} (205.776)	0.653 ^{***} (3.066)	0.231 (1.510)	-4.363 ^{**} (-2.484)	-7.650 ^{***} (-4.186)	-20.667 ^{***} (-3.495)	20.663 ^{**} (2.269)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	736	736	736	736	736	736	736	736
<i>Adj. R²</i>	-0.006	0.037	0.038	0.120	0.238	0.340	0.169	0.090

A 股投资者对可持续信息鉴证未表现出显著的市场反应,也可能源于其未将该信息视为决策相关信号并纳入股价形成过程。为了排除这种替代性解释,本文进一步探究了可持续鉴证与两地股价同步性的关联。如表 4 列(5)和列(6)所示,鉴证样本的 A 股与 H 股股价同步性(*Syn_A*和*Syn_H*)均呈现下降趋势。可见,经过第三方鉴证的可持续信息不仅有效提升了 H 股市场的定价效率,也使 A 股股票价格蕴含了更多公司特质性信息。

2. 可持续信息鉴证与机构投资者持股变动。上文理论分析指出,地理距离较远、文化背景差异较大的中国香港及国际投资者,因信息劣势而面临较高的不确定性,而可持续信息鉴证能够有效降低其信息获取成本与风险感知水平。为此,本文考察了可持续信息鉴证对异地机构投资者(*NonLocal*组)和本土机构投资者(*Local*组)持股决策的异质性影响。如表 4 列(7)和列(8)所示,可持续信息鉴证显著提高了中国香港及国际机构投资者的持股比例,但对本土机构投资者的决策行为未产生显著影响。这间接表明异地投资者通过可持续信息鉴证获取了更多增量信息。

3. 鉴证服务提供方与 H 股折价。会计师事务所依托其成熟的审计方法体系、严格的监管机制与行业自律规范,能够有效衔接财务信息与非财务信息,因而预期其提供的鉴证服务能更显著地降低 H 股折价(陈高洁等, 2024)。表 5 列(1)显示,会计师事务所实施的鉴证(*Accounting*)与 H 股折价在 1% 的水平上显著负相关,表明其鉴证服务能有效缓解信息不对称问题;列(3)剔除了变量 *ESGAss* 以避免多重共线性, *Accounting* 的系数仍显著为负;列(5)仅保留了 *ESGAss*=1 的样本,结论依然成立。可见,会计师事务所提供的鉴证服务显著降低了 H 股折价幅度。

表 5 进一步研究:鉴证服务提供方与 H 股折价

	<i>HDiscout</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>ESGAss</i>	-0.010 (-0.492)	-0.011 (-0.578)				
<i>Accounting</i>	-0.110 ^{***} (-3.778)	-0.148 ^{***} (-3.831)	-0.118 ^{***} (-4.167)		-0.053 ^{**} (-2.050)	
<i>SameAudit</i>		0.055 (1.546)		-0.054 [*] (-1.769)		0.012 (0.463)

续表 5 进一步研究：鉴证服务提供方与 H 股折价

	HDiscount					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constant	1.377*** (7.415)	1.380*** (7.473)	1.386*** (7.603)	1.601*** (8.604)	2.163*** (9.009)	2.323*** (11.258)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	736	736	736	736	192	192
Adj. R ²	0.702	0.704	0.703	0.685	0.814	0.806

Maso 等(2020)研究指出,财务审计与可持续信息鉴证之间存在知识溢出效应,同一会计师事务所同时提供两项服务能够提升审计准确性。而表 5 列(2)、列(4)和列(6)显示, *SameAudit* 的系数仅在列(4)中显著为负,缺乏稳健的经验证据表明由同一事务所同时提供财务审计与可持续信息鉴证服务能有效降低 H 股折价。

4. 鉴证范围与 H 股折价。由于当前可持续鉴证领域缺乏统一的规范标准,鉴证服务质量存在显著差异(陈嵩洁等, 2023)。在 A+H 股样本中,仅部分会计师事务所与少数其他鉴证机构披露了鉴证数据的范围,而多数鉴证报告对此表述模糊。本文检验了鉴证范围披露(*ESGScope*)对 H 股折价的影响。表 6 列(1)显示, *ESGScope* 的系数在 10% 的水平上显著为负;列(2)显示,环境指标鉴证数量占比(*ENum*)对 H 股折价的影响显著为负,而社会指标(*SNum*)和治理指标(*GNum*)的影响不显著。为了控制多重共线性的影响,列(3)和列(4)剔除了 *ESGAss*, 上述结论依然成立。这表明环境信息鉴证在缓解 H 股折价方面具有更显著的作用,这反映出中国香港及国际投资者对环境议题的高度关注。列(5)和列(6)仅保留了第三方鉴证样本,研究结果保持稳健。

表 6 进一步研究:鉴证范围、指标类型与 H 股折价

	HDiscount					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>ESGAss</i>	-0.042* (-1.930)	-0.040* (-1.813)				
<i>ESGScope</i>	-0.046* (-1.869)		-0.067*** (-2.873)		-0.037** (-2.149)	
<i>ENum</i>		-0.105** (-2.044)		-0.131*** (-2.725)		-0.108** (-2.151)
<i>SNum</i>		-0.027 (-0.684)		-0.045 (-1.154)		-0.016 (-0.441)
<i>GNum</i>		0.008 (0.041)		-0.009 (-0.046)		-0.034 (-0.174)
Constant	1.493*** (8.714)	1.489*** (8.612)	1.576*** (9.874)	1.565*** (9.698)	2.238*** (10.589)	2.178*** (9.924)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	736	736	736	736	192	192
Adj. R ²	0.692	0.693	0.689	0.690	0.813	0.816

5. 鉴证指标重要性与 H 股折价。鉴于同一可持续发展议题对不同行业企业的重要性不同(Khan 等, 2016), 本文基于 SASB 的行业实质性议题地图, 将 A+H 股公司披露的鉴证指标划分为行业重要性议题与行业非重要性议题, 并分别测算了行业重要性议题占比(*Material*)与非重要性议题占比(*Immaterial*)。如表 7 所示, *Material* 的系数显著为负, 而 *Immaterial* 的系数不显著。这表明只有当鉴证范围涵盖更多行业重要性议题时, 可持续信息鉴证才能显著降低 H 股折价。

(五) 机制检验

1. 可持续信息鉴证与公司可持续信息不对称程度。本文的理论分析指出, 可持续信息鉴证能够通过信息认证与治理监督双重机

制, 有效降低两地投资者的信息不对称水平, 从而降低 H 股折价。作为资本市场中关键的可持续信息中介, ESG 评级机构通过公开或私有渠道收集、处理并转化上市公司披露的可持续信息, 并借助一系列评价指标体系来评估企业的可持续发展绩效。现有研究表明, 资本市场信息中介的分歧程度可作为衡量信息不对称水平的重要代理变量。遵循这一逻辑, 本文采用 ESG 评级分歧度作为可持续信息不对称程度的测度指标, 深入探究可持续信息鉴证与可持续信息不对称之间的关系。具体而言, 本文选取华证、Wind、商道融绿、盟浪、彭博和富时罗素六大机构的 ESG 评级数据, 对评级结果进行标准化赋值并计算其标准差, 以此度量企业的可持续信息不对称程度。为了避免因 ESG 评级机构数量过少而可能导致的度量偏差, 本文进一步剔除跟踪评级机构少于 4 家的样本公司, 最终保留 482 个有效观测值。本文基于年度 ESG 评级分歧度的均值进行分组回归, 结果如表 8 列(1)和(2)所示, *ESGAss* 的系数均为负, 但仅在 ESG 评级分歧度较高组显著, 这与信息不对称理论的预期一致。

2. 可持续信息鉴证的信息认证作用。可持续信息鉴证有助于投资者将企业的可持续发展实践与相关信息披露相互印证, 从而更有效地降低两地投资者之间的信息不对称程度。当企业开展更多绿色创新活动并增加绿色投入时, 信息劣势方需要承担更高的信息搜集与验证成本, 这将导致两地投资者面临更为严重的信息不对称问题。绿色专利申请数量与绿色费用分别表征企业的绿色创新行为与绿色投入水平。本文采用企业当年的绿色专利申请数量来衡量其绿色创新行动, 通过汇总上市公司财务报表附注中管理费用明细项下与环保相关的费用支出, 测算得到企业当年的绿色费用总额。本文基于这两个变量的年度均值进行分组回归, 结果如表 8 列(3)至列(6)所示, 当企业在当年提交更多绿色专利申请并产生更高绿色费用时, 可持续信息鉴证能够更有效地缓解两地投资者间的信息不对称状况, 从而显著降低 H 股折价幅度。

3. 可持续信息鉴证的治理监督作用。作为一种增信机制, 可持续信息鉴证在上市公司内外部治理相对薄弱时将发挥更加显著的治理监督作用。管理层持股能够有效缓解代理冲突, 是完善公司内部治理机制的重要途径(高雷和张杰, 2011); 从外部治理视角看, 分析师跟踪人数(李春涛等, 2014)可作为衡量公司所受外部监督强度的代理变量。本文分别根据管理层持股比例和分析师跟踪人数的年度均值进行分组回归, 结果如表 8 列(7)至列(10)所示, 可持续信息鉴证对

表 7 进一步研究: 鉴证指标重要性与 H 股折价

	<i>HDiscount</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>ESGAss</i>	-0.040* (-1.831)		
<i>Material</i>	-0.054* (-1.764)	-0.076*** (-2.680)	-0.057** (-2.075)
<i>Immaterial</i>	-0.039 (-0.872)	-0.052 (-1.162)	-0.001 (-0.016)
<i>Constant</i>	1.488*** (8.608)	1.565*** (9.713)	2.239*** (10.626)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
<i>N</i>	736	736	192
<i>Adj. R²</i>	0.693	0.689	0.816

H 股折价的缓解作用主要体现在管理层持股比例较低、分析师跟踪人数较少的样本中，且组间系数差异通过了显著性检验。

表 8 机制检验

	<i>HDiscount</i>									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	ESG 评级 分歧度低	ESG 评级 分歧度高	绿色专利 申请少	绿色专利 申请多	绿色 费用少	绿色 费用多	管理层持股 比例低	管理层持股 比例高	分析师跟踪 人数少	分析师跟踪 人数多
<i>ESGAss</i>	-0.024 (-1.022)	-0.099*** (-3.434)	-0.022 (-1.019)	-0.077** (-2.511)	-0.032 (-1.437)	-0.076*** (-2.902)	-0.082*** (-3.705)	-0.024 (-0.767)	-0.083** (-2.368)	-0.028 (-1.188)
经验 <i>P</i> 值	0.003***		0.011**		0.031**		0.007***		0.011**	
<i>Constant</i>	1.860*** (7.734)	1.443*** (6.096)	1.629*** (6.877)	1.946*** (9.020)	1.617*** (8.425)	1.550*** (6.724)	1.804*** (10.244)	0.139 (0.371)	1.543*** (7.501)	1.854*** (7.064)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	253	229	410	326	418	318	400	336	369	367
<i>Adj. R²</i>	0.722	0.700	0.725	0.714	0.728	0.638	0.785	0.650	0.686	0.660

注：系数组间差异检验的 *P* 值采用费舍尔组合（抽样 1000 次）得到。

五、结论与启示

企业的可持续行动实践是中国经济高质量发展的基础。可持续报告的核心目标在于向利益相关方真实、完整地呈现企业的可持续发展表现。但由于可持续信息涵盖范围广、专业性强且标准体系不统一，这制约了利益相关方对相关信息的信任度与有效利用。作为提升可持续信息可信度与有效性的重要手段，第三方鉴证具有重要实践价值。本文以 2017—2022 年同时在 A 股和 H 股市场上市的公司为样本，考察了可持续信息鉴证与 H 股折价之间的关系。研究发现，可持续信息鉴证能够显著降低 H 股相对于 A 股的折价幅度，有效提升股票在异地资本市场的定价效率。当鉴证服务由专业会计师事务所提供、鉴证范围明确界定、环境指标鉴证比例较高或行业重要性议题经过鉴证时，H 股相对 A 股的折价幅度更低。在 ESG 评级分歧度较高、企业绿色创新较多、绿色投入较大以及内外部治理相对薄弱的样本中，可持续信息鉴证与 H 股折价幅度之间的负向关联更加显著。这表明可持续信息鉴证能够通过信息认证和治理监督双重渠道，缓解两地投资者之间的信息不对称，从而降低 H 股折价幅度并提升 H 股定价效率。

本文基于信息不对称理论视角，探讨了可持续信息质量影响 A+H 股股价差异的内在机理，丰富了可持续信息鉴证经济后果的研究文献。实践层面，本文的研究结论对监管机构、鉴证机构以及上市公司具有重要启示。第一，在信息披露标准尚未统一的情况下，可持续信息的核心价值依赖于其可靠性而非单纯披露行为。随着 2024 年 5 月 1 日《上市公司可持续发展报告指引》的正式施行，A 股上市公司迈入可持续信息披露新阶段。面对可持续信息披露数量的持续增长，防范“漂绿”行为将成为监管机构未来工作重点。作为提升可持续信息真实性与可靠性的关键途径，可持续信息鉴证尤为重要，特别是会计师事务所实施的鉴证对强化可持续信息可靠性具有更加显著的作用。第二，当前 A 股上市公司可持续信息独立鉴证比例仍处相对低位，尽管 A 股公司可持续报告的披露数量持续攀升，但未来仍需适时构建可持续信息鉴证的渐进式要求体系。特别建议有境外上市或发债需求的企业主动开展可持续信息鉴证，这既可有效规避相

关监管风险,也能通过降低国别折价来提升市场竞争力。第三,上市公司应成为可持续发展理念的积极践行者,通过切实行动彰显可持续发展承诺,从而赢得投资者和资本市场的认可。

主要参考文献:

- [1]陈高洁,薛爽,张为国.可持续发展报告鉴证:准则、现状与经济后果[J].财会月刊,2023,(13):12-23.
- [2]陈高洁,薛爽,张为国,等.会计师事务所可持续发展业务的影响因素与对策——基于11家会计师事务所的调研访谈[J].审计研究,2024,(1):28-40.
- [3]陈涛,沈洪涛.我国企业社会责任报告鉴证的最新进展研究——基于2010-2013年的数据[J].中国注册会计师,2015,(8):65-70.
- [4]高雷,张杰.代理成本、管理层持股与审计质量[J].财经研究,2011,(1):48-58.
- [5]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.
- [6]沈洪涛,冯杰.舆论监督、政府监管与企业环境信息披露[J].会计研究,2012,(2):72-78.
- [7]宋军,吴冲锋.国际投资者对中国股票资产的价值偏好:来自A-H股和A-B股折扣率的证据[J].金融研究,2008,(3):103-116.
- [8]宋顺林,易阳,谭劲松.AH股溢价合理吗——市场情绪、个股投机性与AH股溢价[J].南开管理评论,2015,(2):92-102.
- [9]Bae K H, Stulz R M, Tan H P. Do local analysts know more? A cross-country study of the performance of local analysts and foreign analysts[J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(3): 581-606.
- [10]Bradshaw M T, Bushee B J, Miller G S. Accounting choice, home bias, and U.S. investment in non-U.S. firms[J]. *Journal of Accounting Research*, 2004, 42(5): 795-841.
- [11]Casey R J, Grenier J H. Understanding and contributing to the enigma of corporate social responsibility (CSR) assurance in the United States[J]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2015, 34(1): 97-130.
- [12]Christensen D M, Serafeim G, Sikochi A. Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings[J]. *The Accounting Review*, 2022, 97(1): 147-175.
- [13]Deng L, Liao M Q, Luo R, et al. Does corporate social responsibility reduce share price premium? Evidence from China's A- and H-shares[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2021, 67: 101569.
- [14]Du Q Q, Yu F, Yu X Y. Cultural proximity and the processing of financial information[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017, 52(6): 2703-2726.
- [15]Grinblatt M, Keloharju M. How distance, language, and culture influence stockholdings and trades[J]. *The Journal of Finance*, 2001, 56(3): 1053-1073.
- [16]Khan M, Serafeim G, Yoon A. Corporate sustainability: First evidence on materiality[J]. *The Accounting Review*, 2016, 91(6): 1697-1724.
- [17]Korniotis G M, Kumar A. State-level business cycles and local return predictability[J]. *The Journal of Finance*, 2013, 68(3): 1037-1096.
- [18]Maso L D, Lobo G J, Mazzi F, et al. Implications of the joint provision of CSR assurance and financial audit for auditors' assessment of going-concern risk[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2020, 37(2): 1248-1289.
- [19]van Nieuwerburgh S, Veldkamp L. Information immobility and the home bias puzzle[J]. *The Journal of Finance*, 2009, 64(3): 1187-1215.

Sustainable Information Assurance and Pricing Efficiency in Capital Markets: Evidence from H-Share Discounts

Xue Shuang¹, Chen Songjie¹, Wu Fuzhong²

(1. School of Accountancy, Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China; 2. College of Business, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Summary: Cross-listed companies leverage dual or multiple listings to access diversified capital markets, expand their investor base, and optimize risk allocation. Despite sharing identical ownership rights, A-shares and H-shares of the same firm persistently exhibit significant price disparities, a phenomenon termed “H-share discounts”. Prior studies attribute this anomaly to cross-market regulatory divergence, information asymmetry, heterogeneous investor structures, and liquidity gaps. This paper pioneers an investigation into whether sustainable information assurance—a mechanism to enhance disclosure credibility—can mitigate the information asymmetry between A-share and H-share investors.

Focusing on A+H dual-listed firms from 2017 to 2022, this paper employs a two-way fixed effects model to empirically test the hypothesis that sustainable information assurance reduces H-share discounts. The results demonstrate that the assurance significantly narrows the price gap, with the effect magnified under three conditions: Assurance providers are accounting firms with professional auditing expertise; assurance scope is verified explicitly; and a higher proportion of environmental or industry-specific material indicators are assured. Heterogeneity analysis further reveals a stronger effect in firms characterized by higher ESG rating divergence, more green innovation, higher green expenses, and lower internal and external governance levels.

Theoretically, this paper extends the literature on the economic consequences of sustainable information assurance by identifying its role in harmonizing cross-market pricing efficiency through information asymmetry reduction. Practically, it provides actionable insights for regulators to make sustainable information assurance standards or policies, urges listed firms to adopt high-quality assurance practices, and informs global investors about assurance’s signaling value in assessing cross-listed equity risks and returns.

Key words: sustainable development; ESG assurance; market segmentation; pricing efficiency; H-share discounts

(责任编辑 康健)