

中国A股上市公司ESG评级分歧的影响因素分析

郭琨 边源 李奕冲 马丹丹 姬强*

摘要:随着可持续投资理念的不断发展,企业ESG信息已成为投资者考量企业发展潜力的重要维度。然而,不同评级机构的ESG评价标准存在较大差异,导致企业ESG评级存在较大分歧,制约其经营与发展。本文基于五家评级机构对2018—2021年A股上市公司的ESG评级数据,发现ESG分歧在中国上市公司普遍存在,并呈现逐年上升的趋势。同时,评级机构对相同上市公司内外部信息评价标准不统一,以及不同上市公司的ESG治理能力及对ESG信息关注度的较大差异是造成ESG评级分歧的主要原因。实证分析发现,拥有更多ESG突发事件、更高自主信息披露程度以及更高层级环境与管理层与气候风险关注度的企业,评级机构对其ESG评级的分歧越高;而企业管理层中女性董事占比、具有海外教育或工作经历的董事占比、学者型董事占比和中青年董事占比的提升则可以显著缓解ESG评级分歧。本文建议加快建立统一化、标准化的企业ESG数据标准和评价体系,推动形成规范的信息披露制度与环境友好的内部控制制度,有效降低ESG评级分歧带来的负面影响。

关键词:ESG评级体系;ESG评级分歧;自主信息披露;管理层特征

一、引言

随着全球环境问题的日益加剧,对可持续发展的关注度不断提高。2022年4月,政府间气候变化专门委员会(IPCC)发布《气候变化2022:减缓气候变化》,表示若延续当前全球温室气体排放的趋势,到21世纪末全球将升温3.2°C,会带来巨大的自然、社会和经济风险。党的二十大报告指出,推动经济社会发展绿色化、低碳化是实现高质量发展的关键环节,应当完善

*郭琨,中国科学院大学经济与管理学院,邮政编码:100190,电子信箱:guokun@ucas.ac.cn;边源,中国科学院大学经济与管理学院,邮政编码:100190,电子信箱:bianyuanbill@163.com;李奕冲,中国科学院大学经济与管理学院,邮政编码:100190,电子信箱:liyic0301@gmail.com;马丹丹,中国科学院科技战略咨询研究院,中国科学院大学公共政策与管理学院,邮政编码:100190,电子信箱:madandan2000@163.com;姬强(通讯作者),中国科学院科技战略咨询研究院,中国科学院大学公共政策与管理学院,邮政编码:100190,电子信箱:jqwxnjq@163.com。

本文系国家自然科学基金专项项目“中国及全球能源转型风险、金融风险、资源风险和气候损失等建模和预测研究”(72348003)的阶段性成果。感谢匿名审稿人提出的宝贵意见。文责自负。

支持绿色发展的财税、金融、投资、价格政策和标准体系,发展绿色低碳产业,推动形成绿色低碳的生产方式和生活方式。习近平总书记屡次提到“绿水青山就是金山银山”,为了践行这一理念,企业相继将E(Environmental,环境)、S(Social,社会)、G(Governance,治理)因素纳入生产经营与投资决策中,积极推动低碳转型发展。企业也逐渐认识到,关注ESG因素可以降低经营风险、改善长期业绩,并对社会和环境产生积极影响(张长江等,2021;杨菁菁、胡锦,2022)。为进一步推进我国ESG建设,2022年国务院国有资产监督管理委员会成立了社会责任局,用于指导和推动企业进行ESG建设,并联合中国证监会出台《上市公司投资者关系管理工作指引》和《提高央企控股上市公司质量工作方案》等文件,推动上市公司自主披露ESG信息。同时,投资者也越来越认可ESG发展理念,认为持续性的经济和社会发展需要更好地平衡经济增长、社会公平和环境保护等因素,ESG原则恰好提供了实现这一目标的框架,ESG投资也应运而生。作为一种综合考虑环境、社会和治理因素的投资方法,ESG投资在投资决策中将非财务因素纳入考量。ESG投资在21世纪初逐渐崭露头角。一些先锋投资者开始发起ESG整合的投资策略,试图将ESG因素与投资回报联系起来。截至2023年第三季度末,ESG投资基金(包括纯ESG、泛ESG基金)的规模已经达到5157.47亿元^①。ESG投资策略呈现出多样化的特征,包括ESG整合、排除高碳行业、投资符合可持续发展目标(SDGs)的公司等。2020年以后,ESG投资继续加速成为金融界的主流趋势。投资者要求公司披露ESG信息,监管机构加强对ESG披露和规范的监管。预计到2025年,ESG资产总额将达到53万亿美元^②。与传统的以财务指标为基础的投资方法相比,ESG投资强调企业的可持续发展、社会责任和长期价值创造,也日益成为企业获取资金的重要手段。

自1983年全球第一家ESG评级机构Vigeo Eiris成立以来,截至2023年全球的ESG评级机构已经超过600家(孙俊秀等,2024)。ESG评级机构为企业提供了有关企业环境或社会责任表现的评分和排名(Li et al., 2022)。这些评分和排名被越来越多的投资者、消费者和其他利益相关者所采纳和参考,以了解和评估企业的ESG表现。ESG评级的发展,不仅向市场提供了全面的ESG信息,还增加了企业的透明度和信任度,强化了企业的ESG管理和可持续发展,提高了融资能力并降低了融资成本。

然而,这些评级机构的评价方法和结果往往存在显著的差异,这一现象也广泛存在于中国的评级机构中。这种分歧可能源于各个评级机构的评价标准、数据来源、权重分配等方面(Berg et al., 2022),使得我国ESG体系完善面临诸多挑战(Jiang & Kim, 2020; Shan & Tang, 2023)。ESG评级分歧会带来多方面的负面影响。首先,投资者在面对差异较大的机构评级时,可能会对ESG评级持有怀疑态度,从而忽视或错误地利用这些信息(Anselmi & Petrella,

①数据来源:Wind数据库。

②数据来源:Bloomberg Intelligence。

2022),对投资者自身造成损失(Gibson et al., 2021; Avramov et al., 2022);其次,对于企业而言,这种分歧可能会降低公司获得外部融资的可能性(Christensen et al., 2022; Guo et al., 2024),限制了企业的经营和创新活动(方先明、胡丁,2023);最后,对于ESG评级机构自身来说,如果他们不能提供准确、可靠和一致的评分和排名,那么他们可能会失去利益相关者的信任和支持,从而面临业务和声誉的损失(Serafeim & Yoon, 2023)。然而,现有研究大多关注ESG分歧造成的影响,很少探究造成这种分歧的根本原因。因此,本文将探究ESG分歧产生的原因及影响因素,从微观企业层面解释ESG分歧产生的机制,为市场和政策制定者提供改进和完善ESG评级的方法和策略,进一步发挥ESG评级的监督治理作用。本文的贡献主要概括为以下两个方面:首先,从公司层面对ESG评级分歧程度进行了定量测度,并对当前ESG评级分歧的分布特征给出了较为全面和系统的描述性统计;其次,已有文献大多聚焦ESG分歧带来的不利影响,而本文从微观公司层面探讨了ESG分歧产生的主要原因,从公司内部信息披露、公司治理层面揭示了可能会影响企业ESG分歧的因素,在一定程度上补充了已有文献关于ESG分歧影响因素的研究空缺。

二、文献综述

ESG评级的影响和有效性已经引起了学界和业界的广泛关注,ESG评级也逐渐成为市场评判企业非财务绩效与韧性的重要因素。与此同时,越来越多的研究者开始注意到外部评级之间的差异,并试图解释其来源和后果。通过梳理相关文献,本文将相关的已有研究大致分为以下几类:第一类是有关ESG分歧存在性的相关研究;第二类是关于ESG分歧所导致的经济后果的相关研究;第三类是有关ESG分歧影响因素的相关研究。

大量已有文献从公司层面考察了影响ESG的因素。已有文献认为,高管的性别(Borghesi et al., 2014; McGuinness et al., 2017; 黄小莲、白世秀,2022; Dyck et al., 2023)、婚育状况(Cronqvist & Yu, 2017; Hegde & Mishra, 2019)、年龄(Borghesi et al., 2014)、教育背景(陈辉发、罗莎,2023;夏芸等,2023;孙亚东、张莉,2024)等均会影响企业ESG治理能力,进而左右企业ESG表现。同时机构持股比例(Borghesi et al., 2014; Gillan et al., 2021)、社会环境(Boubakri et al., 2016; Hsu et al., 2021)等外部因素也会影响企业ESG评级。由于各个ESG评级机构在指标范围和评价方式方面存在较大的差异,因此目前ESG评级体系仍然存在着许多问题。例如,不同的ESG评级机构对同一企业ESG表现评价结果之间仍存在较大分歧。已有文献表明,不同的ESG评级机构所给出的ESG评级之间存在着极大的差异,其相关性在0.3到0.7之间不等,这意味着各类ESG评级机构的可靠性会遭到质疑(Billio et al., 2021; Chatterji et al., 2016; Jørgensen & Ellingsen, 2021; Berg et al., 2022)。总体而言,ESG分歧主要来源于不同评级机构在评估ESG绩效时的不同态度以及方法论(Chatterji et al., 2016; Capizzi et al., 2021; Gibson et al.,

2021)。评级标准的异质性可能导致不同机构对同一公司产生截然相反的意见(Billio et al., 2021)。Berg等(2022)将ESG分歧总结为不同机构对于纳入何种ESG事件的范围分歧、使用不同指标衡量相同ESG事件的测量分歧以及对于不同ESG事件重视程度的权重分歧,并发现ESG评级分歧主要由测量分歧引起,其次是范围分歧,而权重分歧影响最小。Capizzi等(2021)研究了ESG的三个子项目评分,发现ESG分歧主要来源于E、S、G三个子项目评分之间的权重分歧。

ESG评级的分歧无论是对企业还是投资者都有着巨大的影响。对于投资者而言,股票回报与ESG评级分歧呈正相关,表明ESG评级分歧更大的公司存在更高的风险溢价(Gibson et al., 2021; Avramov et al., 2022)。但也有研究认为,在受到分析师、媒体和公众更多关注的公司中,ESG评级分歧对股票回报和波动性的负面影响更大(Tan & Pan, 2023),ESG评级分歧似乎会误导专业投资者的投资决策,进而阻碍他们关注和参与ESG相关投资。对于企业而言,ESG评级分歧会对企业的财务状况产生不同程度的影响(Billio et al., 2021)。这种分歧越大,公司的绝对价格波动性就越大,获得外部融资的可能性也就越小(Christensen et al., 2022; 范云朋等, 2023; 张云齐等, 2023),还会导致投资者情绪下降,进而导致股票回报率下降(Wang et al., 2024)。这种分歧也会通过放大企业的融资约束并减少其人力资本,进而抑制企业经营与创新(方先明、胡丁, 2023)。ESG的分歧也会削弱好的ESG表现对于降低股价崩盘风险的作用(Luo et al., 2023)。而环境维度的分歧会通过代理成本和企业信息不透明机制来增加企业未来“漂绿”的概率,并且这一情况在污染严重的企业更为明显(Hu et al., 2023)。除此之外,ESG评级分歧也会使评级机构丧失对未来ESG新闻预测的准确度,进而影响机构的声誉(Serafeim & Yoon, 2023),给审计师带来诉讼风险(蔡利、张翼凌, 2022)。由此可见,ESG分歧可能通过影响企业在外部利益相关者心中的形象从而影响企业未来经营与发展,而研究如何从企业经营治理的角度缓解上述ESG分歧将助力企业可持续发展。

ESG分歧受到地区法规、公司治理等多种因素的影响。不同地域的公司所表现出的ESG分歧存在差异,欧洲的评级机构之间的意见分歧保持相对稳定,而在美国这一分歧有所扩大(Anselmi & Petrella, 2022)。企业自主信息披露同样会影响ESG分歧,Wang和Liu(2024)使用绿色债券的发行作为信息披露的代理变量,发现中国上市公司发行绿色债券会导致ESG评级分歧大幅增加。Christensen等(2022)的研究表明更加频繁的ESG披露通常会加剧不同ESG评级之间的分歧,不同公司之间的ESG报告披露的差异越大,ESG的分歧也越大(Cheng, et al., 2023)。相反, Kimbrough等(2024)指出自愿发布ESG报告的公司,ESG评级分歧较小,并且关于环境和社会方面的信息披露有助于减少E和S得分的分歧。此外,篇幅较长的报告会减小ESG分歧,而语调更积极的报告则加剧了这种分歧。Rubino等(2024)也检验了其他的公司特征对于ESG分歧的影响,市场价值越高(托宾Q值)、属于环境敏感行业(如石油和天然

气、能源、工业等行业)且位于制度环境较好的国家的公司,ESG分歧程度越低。

三、不同外部机构的ESG评级与分歧

本部分基于国内主要ESG评级机构对上市公司的ESG评级数据,通过描述性统计验证了ESG评级分歧的分布特征,并根据阈值筛选出存在ESG评级分歧的样本,基于分歧样本评估了不同评级机构之间的ESG评级分歧,最后对不同时间、行业、公司类型和地区的ESG评级分歧水平进行了统计描述。

(一)ESG评级数据收集与预处理

综合考虑数据的可得性和样本范围,本文基于国内五家评级机构(以下称作评级机构A、评级机构B、评级机构C、评级机构D、评级机构E)的ESG评级数据,剔除缺失值后得到了覆盖2018—2021年3985家A股上市公司的ESG评级数据集,共13920个样本。考虑到不同评级机构采用不同尺度的字母或数字评级体系,为了将不同的评级数据标准化为可比较的评价指标,本文将原始的ESG评级或得分映射到统一的1~7之间的整数评分尺度。评分越高,代表ESG表现越好。ESG评级数据均来源于Wind数据库或各第三方评级机构官方数据库。

(二)各评级机构ESG评级对比

图1的直方图展示了五家评级机构的ESG评级分布。可以看出大多数公司的评级位于中间水平,只有少数公司的评级位于较低或较高级别。不同ESG评级具有不同的分布特征,说明不同机构表现出不同的评级倾向。具体来说,评级机构A和评级机构B给出的ESG评级整体较高,评级为4和5的样本数最多,主要分布范围为3~6。而评级机构E给出的ESG评级整体较低,评级为3和4的样本数最多,多数样本集中在2~5的范围内。从峰度来看,评级机构C和评级机构D给出的ESG评级呈尖峰分布,约八成样本评级为3和4,而评级机构B和评级机构E给出的ESG评级的峰态较为平缓,分布更为分散。从偏度来看,各评级机构ESG评级的分布都比较对称,其中评级机构A给出的ESG评级呈现轻微的左偏态,说明其评级较为乐观,有更大的概率给出较高的评级。

图2展示了不同ESG评级的均值和变异系数^①随时间的变化,其中纵轴表示ESG评级均值,每个点的数值表示该年某评级机构的平均评级,点的大小表示变异系数的大小。从图2可以观察到,评级机构B、评级机构D和评级机构E三家机构的ESG评级均值呈现上升趋势。这一趋势可能与利益相关者对ESG议题的日益关注以及国内上市公司越来越注重履行ESG责任的事实相关联。与此不同,评级机构A的ESG评级均值基本保持稳定,没有明显的上升或下降趋势。而评级机构C的评级均值则在一段时间内先上升后下降。这种不同评级之间

^①变异系数定义为变量标准差与其均值的比值。

的时间趋势差异可能是评估模型存在差异所导致的结果。从变异系数来看,只有评级机构B的ESG评级波动呈轻微上升趋势,其他机构评级的波动基本保持不变。

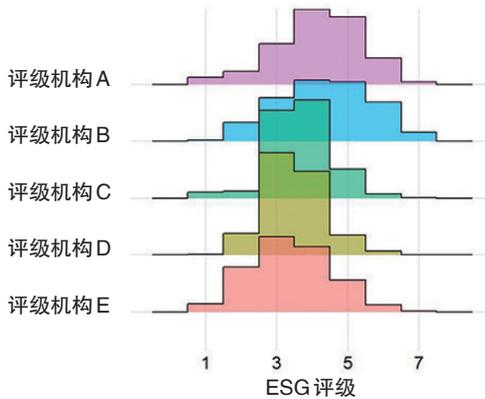


图1 各评级机构的ESG评级分布

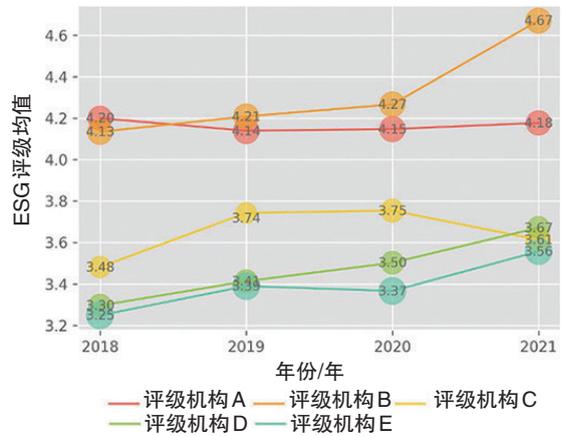


图2 ESG 评级均值与变异系数时间变化

表1展示了不同ESG评级机构针对各上市公司评级的相关系数。其中,评级机构D和评级机构E的ESG评级相关性最高,达到0.735,其次是评级机构A和评级机构D,为0.303,其余评级机构之间均有着较低的相关性。相关系数最低的是评级机构C和评级机构E,仅为0.010,以上结果表明不同评级机构对于ESG评分存在显著差异。

表1 各评级机构ESG 评级的相关系数矩阵

| 评级机构 | 评级机构 A | 评级机构 B | 评级机构 C | 评级机构 D | 评级机构 E |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 评级机构 A | 1.000 | | | | |
| 评级机构 B | 0.195 | 1.000 | | | |
| 评级机构 C | 0.180 | 0.221 | 1.000 | | |
| 评级机构 D | 0.303 | 0.235 | 0.141 | 1.000 | |
| 评级机构 E | 0.221 | 0.169 | 0.010 | 0.735 | 1.000 |

(三)存在 ESG 分歧样本的界定

在收集 ESG 评级数据集后,本文采用极差指标筛选出存在明显 ESG 分歧的样本,即对于每一个上市公司某一年的评级,如果不同机构给出的 ESG 评级极差大于等于3,那么认为该样本存在明显的 ESG 分歧。通过样本筛选,本文得到了 5790 个存在 ESG 分歧的样本,覆盖了 2018—2021 年间的 2912 家公司。

图3(a)展示了 ESG 分歧样本占比随时间的变化。可以发现,ESG 分歧样本占比在 2018—2020 年基本保持不变,维持在 40% 上下。这表明在这段时间内,评级机构间对于 ESG 评级的分歧情况相对稳定。然而,在 2021 年,存在分歧的样本占比大幅上升,达到 47%。这可能反

映了在中国,随着人们对ESG的日益关注,不同利益相关者和第三方对于良好的ESG表现可能存在不同看法,增加了ESG议题的复杂性,使得评级机构在ESG评级上的分歧进一步扩大。

图3(b)展示了不同行业的ESG分歧样本占比。各评级机构对房地产、金融和日常消费行业公司的ESG表现存在较大的分歧,ESG分歧样本占比分别为77%、60%和52%。这可能反映了这些行业在ESG方面存在更多的挑战和多样性,因此评级机构对其ESG表现的看法更加分散。ESG分歧样本占比最小的行业依次为信息技术、医疗保健和公用事业,分别为31%、34%和37%。在这些行业中,评级机构对其ESG表现的看法相对更一致。

图3(c)展示了不同类型的企业的ESG分歧样本占比。评级机构对国有企业的ESG分歧最大,中央和地方国有企业ESG分歧样本占比分别为47%和46%。这可能是由于国有企业复杂的治理结构增加了其ESG表现的不确定性。相比之下,民营企业和外资企业的ESG分歧样本占比较低,分别为38%和39%。

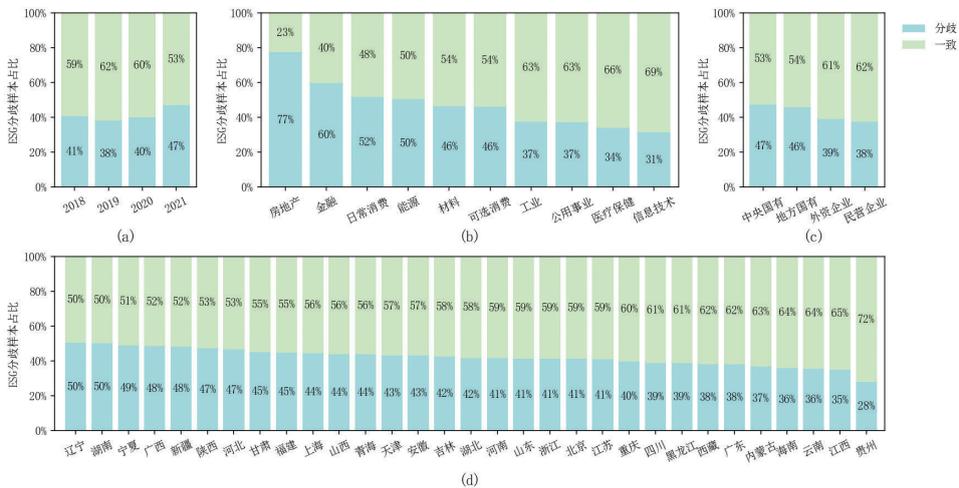


图3 ESG分歧样本占比

图3(d)展示了不同地区(不包含港澳台地区)公司的ESG分歧样本占比。占比位列前三的依次为辽宁省、湖南省和宁夏回族自治区,分别为50%、50%和49%。占比最小的依次为贵州省、江西省和云南省,分别为28%、35%和36%。这可能反映了不同地区在ESG认知、实践和监管方面的差异,从而导致了ESG评级分歧。

(四)ESG分歧的测度

进一步对上市公司每一年的ESG评级分歧程度进行定量测度。如式(1)所示,本文采用标准差测量不同评级机构对同一样本的ESG评级之间的差异,作为ESG分歧的代理变量(Avramov et al., 2022)。标准差越大,表示评级之间的差异程度越大,ESG分歧越大,反之亦然。

此外,如式(2)所示,本文还根据各评级机构ESG评级之间的相对一致性来计算ESG加权

平均评级,测量样本的ESG综合水平。首先,计算每个评级机构ESG评级与其他评级机构ESG评级之间的相关系数,并计算均值得到每个ESG评级的平均相关系数,该系数衡量了每个评级机构与其他评级机构ESG评级的相对一致性。接着,对这些平均相关系数进行标准化处理,使它们的总和等于1,从而得到一组权重,将这些权重用于计算ESG加权平均值,从而减小偏差较大的ESG评级对ESG平均评级的影响。

$$ESGDisagreement_{it} = \sigma\{ESG_{ijt}, j = 1, 2, 3, 4, 5\} \quad (1)$$

$$Weighted\ ESG_{it} = \sum_{j=1}^5 r_j^{adj} ESG_{ijt}, \forall j \in \{1, 2, 3, 4, 5\}, r_j^{adj} = AdjustMean\{r_{jk}, k = 1, 2, 3, 4, 5 \text{ 且 } k \neq j\} \\ (\forall j \in \{1, 2, 3, 4, 5\}, \sum_k r_{jk} = 1) \quad (2)$$

其中, i 、 j 和 t 分别表示公司、评级机构和年份,例如 ESG_{ijt} 表示评级机构 j 在年份 t 给公司 i 的ESG评级。 $\sigma\{\}$ 表示 $\{\}$ 中各元素的标准差; $AdjustMean\{\}$ 表示 $\{\}$ 中各元素调整后的均值,具体来说其等于任意一家评级机构 j 与其他四家评级机构ESG评级相关系数调整后(使其和为1)的均值;以该均值为评级机构 j 的权重,与其在年份 t 给公司 i 的ESG评级进行加权求和,得到公司 i 在年份 t 的ESG加权评级 $Weighted\ ESG_{it}$ 。

图4展示了在不同的ESG加权平均评级下ESG分歧的样本分布差异,小提琴图的宽度表示该区间内数据的密度,箱形的上下边界和中间线分别表示数据的上下四分位数和中位数,细线表示数据的极值。可以观察到,当平均ESG评级处于较低水平时,即平均评级为1~2,样本主要分布在ESG分歧较低的区间内,说明不同评级机构通常会一致地为ESG表现较差的企业打出较低的评级。当ESG评级处于较高水平时,即平均评级大于5,与ESG评级较低的样本分布类似,样本也主要分布在ESG分歧较低的区间内,但有更高的极值,说明通常而言,不同评级机构会一致地为ESG表现较好的企业打出较高的评级,但仍存在一些特别的样本公司得到了差异化的评级,表明了潜在的“漂绿”风险。

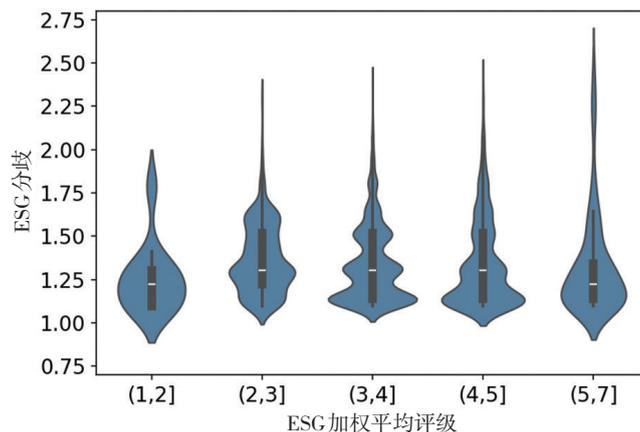


图4 不同ESG评级水平的ESG分歧分布

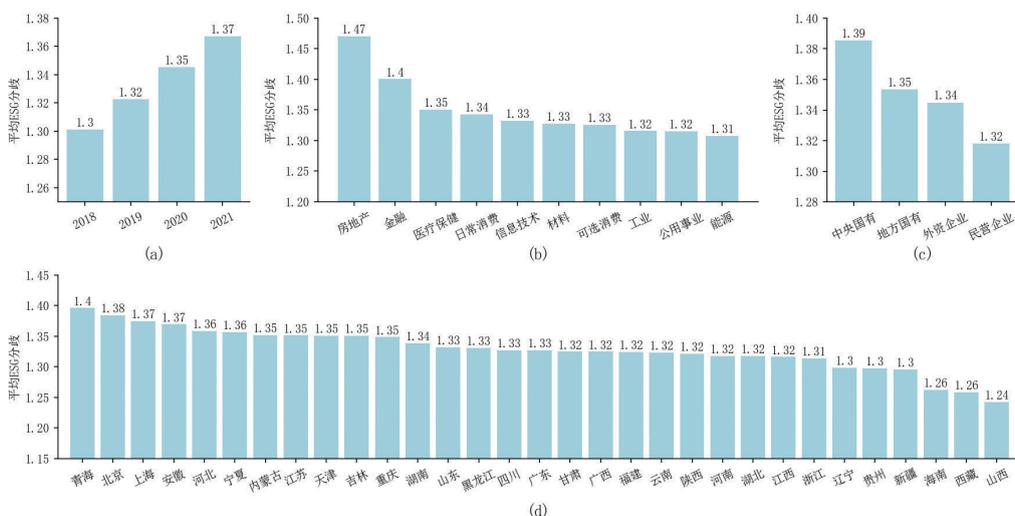


图5 ESG评级分歧水平

将极值大于等于3的样本定义为存在较高ESG评级分歧的上市公司样本,考察不同维度的ESG评级分歧水平差异,如图5所示。图5(a)展示了ESG分歧水平随时间的变化,可以发现,ESG分歧水平逐年增加,平均标准差从2018年的1.3上升到2021年的1.37。这一发现与Christensen等(2022)基于海外评级机构的发现一致。随着国内ESG信息披露的发展,更多的信息披露增加了各评级机构对于同一信息进行不同解释的机会,从而使得ESG分歧扩大。图5(b)展示了各行业的ESG分歧水平。与图3(b)类似,房地产和金融行业有较高的ESG分歧水平,平均标准差分别为1.47和1.4。然而,ESG分歧样本占比与ESG分歧水平并不总是一致。例如,在图3(b)中,医疗保健和信息技术行业的ESG分歧样本占比最小,但是它们却有相对较高的分歧水平,在图5(b)中分别位列第三和第五。能源行业ESG分歧样本占比较高,位列第四,但ESG分歧水平较低,在所有行业中处于最低水平。图5(c)展示了不同类型企业的ESG分歧水平,与图3(c)一致,中央国有企业和地方国有企业ESG分歧水平最高,平均标准差分别为1.39和1.35,民营企业 and 外资企业的ESG分歧水平最低,平均标准差分别为1.32和1.34。图5(d)展示了各地区的ESG分歧水平,ESG分歧水平最高的地区分别为青海省、北京市和上海市,ESG分歧水平最低的地区依次为山西省、西藏自治区和海南省,地区间的ESG分歧水平差异与地区的经济、社会、行业和监管特点等多个因素有关。

四、ESG评级分歧影响因素分析

一方面,评级机构对相同上市公司内部和外部信息的评价标准不统一(Berg et al., 2022);另一方面,不同上市公司的ESG治理能力和对ESG信息的关注程度也存在较大差别(Christensen et al., 2022),这两类因素共同造成了上市公司层面ESG评级分歧普遍存在。因此,本

部分选取ESG突发事件作为衡量外部信息的表征,选取自主信息披露情况衡量企业内部对ESG信息的关注和披露程度,选取上市公司管理层特征衡量企业内部的ESG治理能力,从这三个视角进一步探讨ESG分歧的影响因素。

(一)理论分析与假说提出

1.ESG突发事件与ESG评级分歧

ESG突发事件是影响评级机构评估上市公司ESG表现的重要维度。当企业陷入较多的负面ESG事件冲击(如环境行政处罚等)时,企业的ESG评级将受到不利影响,而尚未有研究对这类外部事件与ESG评级分歧之间的关系展开研究。本文认为,当负面的ESG突发事件未发生或较少时,评级机构可获得信息相对较少,因此评级机构更倾向于用统一规范的评级范式对上市公司ESG表现进行评估(Christensen et al., 2022),更有可能得出相对来说一致的评级。相反,大量突发事件的冲击反而会干扰评级机构对涉事上市公司ESG表现的判断,不同评级机构对争议事件后果和影响的判定存在较大的差异,进而导致评级机构无法对该公司ESG表现得出统一的评价。因此,本文认为负面的ESG突发事件会进一步加剧各评级机构对上市公司ESG评级之间的分歧。据此,本文提出如下假说:

假说1:当企业面临更多ESG突发事件冲击时,各评级机构给出的ESG评级分歧会更加明显。

2.自主信息披露与ESG分歧

上市公司环境信息披露是评级机构对其ESG表现进行评估的重要依据(Christensen et al., 2022)。由于环境、社会和治理的标准很难定义,并且受制于企业所披露的信息,因此不同评级机构在对公司进行ESG评级时,评级结果通常存在较大分歧。

对于信用评级来说,已有研究大多认为良好的信息披露可以有效缓解环境分析师之间的分歧,换句话说,信息披露越多,信息透明度越高,分歧也越少(Lang & Lundholm, 1996)。然而,与信用评级不同,ESG评级相较于传统的财务评级缺乏统一的评级规范和模型。因此,当信息披露较少时,评级机构更倾向于使用相似法则或插补法来对企业ESG表现进行评估(Christensen et al., 2022)。此外,通常来说,ESG表现较好的企业才乐意主动披露信息,而ESG表现较差的企业则更倾向于隐瞒相关信息,或认为这方面信息对投资者并不重要,所以披露较少,此时不同机构可获得的数据和信息有限,在对信息的处理与加工方式之间难以产生较大的差异,评级机构更容易得出统一的结论。更直观的逻辑是在极限情况下,企业完全不进行ESG相关信息披露时评级机构只能认为企业并不具备良好的ESG表现,此时ESG分歧便难以出现。而当企业ESG相关信息披露较为充分时,这一类信息披露通常属于无监督企业主动行为,存在信息偏误乃至“漂绿”的可能,可能导致评级机构对这类信息的处理与加工方式存在较大的差异,评级机构则需要主观判断该信息的真实性、优劣性和影响,从而导致更大的评级分歧出现。而社会学相关文献也证明了在评估规则和规范不太完善的新兴领域,可能会出现多种评估方式(Lamont, 2012)。综上,本文认

为自主信息披露程度的提升并不会缓解评级机构之间的ESG分歧,反而会加剧这种分歧。据此,本文提出如下假说:

假说2:当企业自主信息披露程度提升时,各评级机构给出的ESG评级分歧会更加明显。

3.管理层特征与ESG分歧

已有研究说明,企业的ESG表现与管理层特征具有密切联系(McGuinness et al., 2017; Gillan et al., 2021),但尚未有文献揭露企业管理层特征与ESG评级分歧之间的联系,本文的工作或可以在一定程度上填补这一部分的文献空缺。本文分别从管理层的环境关注度、董事性别、教育或工作经历、年龄等角度探讨管理层特征与ESG评级分歧的关系。

公司管理层对环境关注度越高,表明公司从战略层面对于ESG问题更加重视,这个时候其管理层更容易制定或披露企业未来对于环境和社会责任事业努力的大方向和定位,此时可能会向外部利益相关者传递出ESG的正面信息。但与此同时,企业管理层对于ESG的愿景也存在着较大的差异和不确定性,甚至可能有“粉饰”动机,此时对于评级机构来说,其很难就管理层的意见和表态形成统一化、客观化的评价,这时各ESG评级机构更容易产生分歧。

女性、具有海外教育或工作经历、学者和中青年通常被认为更具社会责任感,因此会更可能关注公司的非财务绩效(Borghesi et al., 2014)。这类人群通常具有更高的环保意识和社会责任意识,因此其在担任公司高管时会将这些意识纳入到公司决策中,并将相关法规和措施向公司管理层其他成员传递,督促公司按照年报、企业社会责任(CSR)报告等相关媒介所披露的环境保护决心及社会责任承担的具体措施去实施相关ESG实践,从而使公司更注重非财务绩效,保持“言行一致”,向外界树立一个更加确定一致的公司形象,这时公司获得的ESG评级也更容易趋于一致。

综上,本文提出如下假说:

假说3:当企业管理层更加关注环境问题时,各评级机构给出的ESG评级分歧会更加明显。

假说4:当公司董事会中女性董事、具有海外教育或工作经历的董事、学者型董事和中青年董事占比更高时,各评级机构给出的ESG评级分歧会更低。

(二)变量与数据

基于前文提出的假说,本文采用的变量如表2所示。其中,被解释变量为ESG评级分歧,本文用五家评级机构给出的ESG评级的标准差作为代理变量。根据前文的分析,将核心解释变量分为三类,包括ESG突发事件、ESG相关信息披露和管理层特征。其中,ESG突发事件和环境行政违法事件的罚款来衡量企业面临的ESG突发事件;是否披露CSR报告和是否披露环境污染物排放明细来衡量企业环境信息披露程度;管理层环境关注度、女性董事占比、海外经历董事占比、学者型董事占比和中青年董事占比五个维度来刻画企业管理层特征。变量的具体定义详见表2。

考虑到大部分评级机构的ESG评级覆盖期间起始于2018年,本部分以2018—2021年所有沪

深A股上市公司作为初始样本,并对其进行如下处理:由于经营性质的特殊性,剔除了银行、证券、保险等金融行业的上市公司样本;剔除“特殊处理”类(ST和ST*)的公司样本;剔除ESG评级或主要变量缺失的样本。经过上述处理,最终得到由3193家上市企业组成、样本容量为9263的非平衡面板数据。企业层面的基本信息和财务数据均来源于Wind数据库和CSMAR数据库。

(三)回归模型

为考察ESG表现是否能够在一定程度上反映企业的真实环境表现,本文首先构建以下基础模型:

$$Disagree_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Factor_{i,t} + \eta X_{i,t} + \lambda_j + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

式中,下标*i*表示第*i*家上市公司,*t*表示所处年份。*Disagree_{i,t}*为模型的被解释变量,代表上市公司*i*在*t*年的ESG评级分歧。本文采用五家评级机构提供的ESG评级(或得分)的标准差作为ESG分歧的代理变量(Avramov et al., 2022)。为了消除量纲的影响,本文将所有评级机构给出的评级均转到1~7之间的整数(Serafeim & Yoon, 2023)。*Factor_{i,t}*表示核心解释变量,包括ESG突发事件、ESG信息披露以及管理层特征。*X_{i,t}*为模型的控制变量,包括企业规模、资产负债率、有形资产比例、总资产收益率、现金比率、董事会人数、独立董事占比、双联合一、固定资产比率和是否国企等。 λ_j 表示行业固定效应, γ_t 表示年份固定效应,模型采用聚类稳健的标准误。

表2 变量定义表

| 变量 | | 符号 | 定义 |
|----------|--|---|---|
| 被解释变量 | ESG 评级分歧 | <i>Disagree</i> | 五家评级机构 ESG 评级的标准差 |
| 解释变量 | | | |
| ESG 突发事件 | ESG 争议事件 环境行政处罚款 | <i>Shock</i> <i>Fine</i> | 企业 Wind ESG 争议事件得分 ^① 企业环境行政违法罚款的对数 |
| ESG 信息披露 | CSR 报告 环境污染物排放明细 | <i>CSR</i> <i>Disclosure</i> | 若企业披露了 CSR 报告则值为 1, 否则为 0 若企业披露了环境污染物排放明细则值为 1, 否则为 0 |
| 管理层特征 | 管理层环境关注度 女性董事占比 海外经历董事占比 学者型董事占比 中青年董事占比 | <i>MCA</i> <i>Female</i> <i>Oversea</i> <i>Research</i> <i>Youth</i> | 参考 Lei 等 (2023), 构建企业管理层环境关注度指数 女性董事人数/企业董事总数 具有海外教育或工作经历的董事人数/企业董事总数 在高校或研究机构任职的董事人数/企业董事总数 45 岁以下的中青年董事人数/企业董事总数 |
| 控制变量 | 企业规模 资产负债率 总资产收益率 是否国企 现金比率 固定资产比率 独立董事占比 董事会人数 双联合一 | <i>Size</i> <i>Lev</i> <i>ROA</i> <i>SOE</i> <i>Cash</i> <i>Fix</i> <i>Indep</i> <i>Board</i> <i>Dual</i> | 企业总资产的对数 (总负债/总资产)×100 (税后净利润/总资产)×100 若上市公司为国有企业则值为 1, 否则为 0 (现金及其等价物/流动负债)×100 (固定资产/总资产)×100 (独立董事人数/董事会人数)×100 (独立董事人数/董事会总人数)×100 若存在董事与经理兼任的情况则赋值为 1, 否则为 0 |

①Wind ESG 争议事件得分评估了企业受到的监管处罚、法律诉讼、新闻舆情等,反映了企业面临的短期突发事件等影响。

(四)数据描述性统计

表3提供了本文所使用变量的主要描述性统计结果。通过表3可以发现,用标准差度量的评级分歧均值为0.9710,相较于所有评级的均值,全样本中不同评级机构给出的评级浮动平均为25.24%,可见评级分歧在当前ESG评级体系中较为显著。

就企业面临的ESG突发事件来看,在2018—2021年间,上市公司ESG争议事件得分的均值为2.9089,单次环境行政违法罚款平均值为79.4434万元。就企业ESG相关信息披露来看,2018—2021年约有25.69%的上市公司披露了CSR报告,约有2.81%的上市公司披露了环境污染物排放明细。由此可见,ESG信息披露在我国上市公司样本中仍具有起步晚、覆盖少的特征,绝大部分企业并未通过上述方式披露相关的ESG信息。就企业管理层特征来看,上市公司管理层对环境的关注度指数均值为0.0153,上市公司女性董事占比约为20.47%,具有海外教育或工作背景的董事占比约为7.83%,具有高校或研究机构任职的董事占比约为21.12%,45岁以下中青年董事占比约为30.32%。

表3 主要变量描述性统计结果

| 变量 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 下四分位数 | 中位数 | 上四分位数 | 最大值 |
|-------------------|------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| <i>Disagree</i> | 9263 | 0.9710 | 0.3410 | 0.0000 | 0.7071 | 0.8944 | 1.1402 | 1.8166 |
| <i>Shock</i> | 9263 | 2.9089 | 0.1189 | 1.1850 | 2.8800 | 2.9400 | 2.9800 | 3.0000 |
| <i>Fine</i> | 9263 | 1.5510 | 4.0613 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 18.9536 |
| <i>CSR</i> | 9263 | 0.2569 | 0.4370 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| <i>Disclosure</i> | 9263 | 0.0281 | 0.1652 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 |
| <i>MCA</i> | 9263 | 0.0153 | 0.0123 | 0.0007 | 0.0073 | 0.0113 | 0.0188 | 0.1086 |
| <i>Female</i> | 9263 | 0.2047 | 0.1164 | 0.0000 | 0.1176 | 0.1905 | 0.2778 | 0.7222 |
| <i>Oversea</i> | 9263 | 0.0783 | 0.0920 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0556 | 0.1176 | 0.7692 |
| <i>Research</i> | 9263 | 0.2112 | 0.1164 | 0.0000 | 0.1304 | 0.2000 | 0.2778 | 0.7619 |
| <i>Youth</i> | 9263 | 0.3032 | 0.1659 | 0.0000 | 0.1765 | 0.2857 | 0.4118 | 0.9444 |
| <i>Size</i> | 9263 | 10.4860 | 1.7584 | 6.1441 | 9.3424 | 10.4645 | 11.5943 | 15.6484 |
| <i>Lev</i> | 9263 | 41.6516 | 18.7529 | 6.8951 | 26.9678 | 41.2617 | 55.1483 | 91.5241 |
| <i>ROA</i> | 9263 | 7.2054 | 5.6363 | -23.9189 | 3.5829 | 6.1198 | 9.7658 | 27.1304 |
| <i>SOE</i> | 9263 | 0.1050 | 0.3066 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 |
| <i>Cash</i> | 9263 | 15.4350 | 10.8542 | 0.7617 | 7.6133 | 12.5509 | 20.3809 | 53.6949 |
| <i>Fix</i> | 9263 | 19.7310 | 14.7550 | 0.1389 | 8.1445 | 16.8122 | 28.1083 | 66.5876 |
| <i>Indep</i> | 9263 | 37.6802 | 5.2698 | 33.3333 | 33.3333 | 36.3636 | 42.8571 | 57.1429 |
| <i>Board</i> | 9263 | 18.6842 | 4.7923 | 11.0000 | 15.0000 | 18.0000 | 21.0000 | 35.0000 |
| <i>Dual</i> | 9263 | 0.2927 | 0.4550 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 |

(五)实证结果与分析

本部分分别以ESG突发事件、ESG相关信息披露和管理层特征为视角,对ESG分歧影响因素的回归结果进行分析。

1.ESG突发事件对ESG评级分歧的影响

本文分别采用Wind公布的上市公司ESG争议事件得分(*Shock*)和上市公司环境行政处罚款(*Fine*)来衡量上市公司面临的ESG突发事件强度。具体来说,*Shock*表示上市公司ESG争议事件得分,该得分越高,则说明上市公司面临的ESG争议事件越少;*Fine*表示上市公司在当年受到的环境行政处罚款总和的对数。表4的回归结果显示,第(1)列中*Shock*的回归系数在1%的水平上显著为负,因此上市公司面临的ESG突发事件越多,评级机构对其ESG表现的分歧就越大;第(2)列中*Fine*的回归系数在10%的水平上显著为正,说明上市公司受到的环境行政处罚越多,评级机构对其ESG表现的分歧越大。这主要是因为部分评级机构可能并未将上述信息纳入评级体系中,且不同机构对于同一突发事件的评估方式也存在差异,所以在ESG突发事件的冲击下,上市公司所面临的ESG分歧会更加显著。据此,假说1成立。

表4 ESG突发事件对ESG评级分歧的影响

| 变量 | <i>Disagree</i> | |
|---------------------|-------------------------|------------------------|
| | (1) | (2) |
| <i>Shock</i> | -0.0935*** (-2.7569) | |
| <i>Fine</i> | | 0.0017* (1.8819) |
| <i>Size</i> | 0.0095*** (3.7898) | 0.0093*** (3.6955) |
| <i>Lev</i> | 0.0010*** (3.9954) | 0.0010*** (4.1250) |
| <i>ROA</i> | 0.0031*** (4.3116) | 0.0031*** (4.3439) |
| <i>SOE</i> | -0.0018 (-0.1478) | -0.0034 (-0.2798) |
| <i>Cash</i> | 0.0012*** (3.3885) | 0.0012*** (3.4306) |
| <i>Fix</i> | 0.0010*** (3.6386) | 0.0010*** (3.4912) |
| <i>Indep</i> | 0.0017** (2.5477) | 0.0018*** (2.6713) |
| <i>Board</i> | 0.0023*** (2.8248) | 0.0024*** (2.9268) |
| <i>Dual</i> | 0.0007 (0.0970) | 0.0014 (0.1844) |
| 常数项 | 0.8221*** (11.0797) | 0.6545*** (17.1843) |
| 行业固定效应 | 是 | 是 |
| 年份固定效应 | 是 | 是 |
| 样本量 | 9263 | 9263 |
| 可调整的 R ² | 0.0792 | 0.0786 |

注:括号内为双尾检验的t值;***、**和*分别代表在1%、5%和10%水平上显著,下表同。

2.ESG 相关信息披露对 ESG 评级分歧的影响

由于不同评级机构对企业主动披露的 ESG 相关信息的处理与加工方式存在差异,这类信息反而可能进一步加剧不同评级机构对同一企业 ESG 评级之间的分歧。针对上述分析,本文分别采用企业社会责任报告(CSR)披露和企业环境污染物排放明细披露两个指标来检验信息披露对 ESG 分歧的影响。

企业社会责任报告(CSR)作为企业披露 ESG 信息的重要手段,是其将履行社会责任的理念、战略、方式方法,其经营活动对经济、环境、社会等领域造成的直接和间接影响、取得的成绩及不足等信息,进行系统的梳理和总结,并向利益相关方进行披露的重要方式,也是评级机构数据与信息的重要来源。为了研究企业是否披露 CSR 报告对 ESG 分歧的影响,本文定义了是否披露 CSR 报告的虚拟变量(*CSR*):当年企业披露了 CSR 报告则取值为 1,否则为 0。表 5 第(1)列的回归结果显示,*CSR* 的系数在 1%的水平上显著为正,证明了对于披露了 CSR 报告的企业,其当年的 ESG 分歧会显著增加。

此外,企业污染物排放的种类与强度愈来愈成为投资者评价企业低碳转型与社会环境责任承担的重要因素。《关于构建现代环境治理体系的指导意见》曾明确要求,“排污企业应通过企业网站等途径依法公开主要污染物名称、排放方式、执行标准以及污染防治设施建设和运行情况,并对信息真实性负责”。由此可见,污染物排放明细也是企业环境信息披露的重要手段之一。为了研究企业是否披露环境污染物排放明细对 ESG 分歧的影响,本文定义了是否披露环境污染物排放明细的虚拟变量(*Disclosure*):当年企业披露了环境污染物排放明细则取值为 1,否则为 0。表 5 第(2)列的回归结果显示,*Disclosure* 的系数在 1%的水平上显著为正,证明了对于披露了环境污染物排放明细的企业,其当年的 ESG 评级分歧会显著增加。据此,假说 2 成立。

表 5 ESG 相关信息披露对 ESG 评级分歧的影响

| 变量 | <i>Disagree</i> | |
|-------------------|-----------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) |
| <i>CSR</i> | 0.0796*** (9.1729) | |
| <i>Disclosure</i> | | 0.0638*** (2.8339) |
| <i>Size</i> | 0.0048* (1.9032) | 0.0092*** (3.7101) |
| <i>Lev</i> | 0.0011*** (4.2745) | 0.0010*** (4.1983) |
| <i>ROA</i> | 0.0033*** (4.5462) | 0.0031*** (4.3008) |
| <i>SOE</i> | -0.0060 (-0.5024) | -0.0040 (-0.3359) |
| <i>Cash</i> | 0.0011*** (3.2449) | 0.0012*** (3.3413) |

续表 5

ESG 相关信息披露对 ESG 评级分歧的影响

| 变量 | <i>Disagree</i> | |
|---------------------|------------------------|------------------------|
| | (1) | (2) |
| <i>Fix</i> | 0.0010*** (3.6515) | 0.0010*** (3.6243) |
| <i>Indep</i> | 0.0017** (2.4837) | 0.0019*** (2.7696) |
| <i>Board</i> | 0.0013 (1.6240) | 0.0025*** (3.0194) |
| <i>Dual</i> | 0.0041 (0.5381) | 0.0017 (0.2218) |
| 常数项 | 0.7063*** (18.4818) | 0.6514*** (17.1603) |
| 行业固定效应 | 是 | 是 |
| 年份固定效应 | 是 | 是 |
| 样本量 | 9263 | 9263 |
| 可调整的 R ² | 0.0871 | 0.0791 |

3.管理层特征对 ESG 评级分歧的影响

根据前文分析,企业管理层特征也是影响 ESG 评级分歧的重要因素。管理层对于环境的关注度越高,评级机构之间的 ESG 分歧就更大;而企业董事会中女性、具有海外教育或工作经历董事、学者和中青董事则可以帮助企业缓解评级机构对于公司内部“言行不一”的顾虑,降低 ESG 不确定性,进而更容易得出相对一致的评级。

为了验证假说 3,本文首先参考 Lei 等(2023),基于上市公司年报中“管理层分析与讨论”部分,采用文本分析的方法构造了管理层环境关注度指标(*MCA*),用于衡量企业管理层对环境问题的关注程度^①。表 6 第(1)列的回归结果显示,*MCA* 的系数在 10%的水平上显著为正,因此企业管理层对环境问题的关注度越高,评级机构给出的 ESG 评级之间的分歧越显著。因此,假说 3 得证。

表 6 管理层特征对 ESG 评级分歧的影响

| 变量 | <i>Disagree</i> | | | | |
|----------------|---------------------|------------------------|------------------------|-----|-----|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| <i>MCA</i> | 0.7349* (1.8960) | | | | |
| <i>Female</i> | | -0.0660** (-2.1720) | | | |
| <i>Oversea</i> | | | -0.0790** (-2.3185) | | |

^①Lei 等(2023)在构建企业层面环境关注度时采用的关键词包括了大量与环境相关的词汇(如碳排放、污染相关的词汇),并且企业层面对环境问题的关注度是衡量企业环境关注度的重要方面,因此本文认为该指标能够较好地反映管理层对环境问题的关注度。

续表6 管理层特征对ESG评级分歧的影响

| 变量 | Disagree | | | | |
|---------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| <i>Research</i> | | | | -0.0828*** (-2.7869) | |
| <i>Youth</i> | | | | | -0.1339*** (-5.9742) |
| <i>Size</i> | 0.0096*** (3.8585) | 0.0097*** (3.9135) | 0.0105*** (3.5007) | 0.0104*** (4.1819) | 0.0084*** (3.3768) |
| <i>Lev</i> | 0.0010*** (4.0167) | 0.0010*** (4.1279) | 0.0010*** (4.2196) | 0.0010*** (4.1538) | 0.0011*** (4.3160) |
| <i>ROA</i> | 0.0032*** (4.3758) | 0.0032*** (4.3593) | 0.0031* (1.9028) | 0.0031*** (4.3511) | 0.0032*** (4.4826) |
| <i>SOE</i> | -0.0030 (-0.2500) | -0.0044 (-0.3673) | -0.0033 (-0.1308) | -0.0004 (-0.0345) | -0.0133 (-1.0875) |
| <i>Cash</i> | 0.0012*** (3.4540) | 0.0012*** (3.3482) | 0.0012*** (5.5449) | 0.0012*** (3.3307) | 0.0011*** (3.0405) |
| <i>Fix</i> | 0.0010*** (3.3672) | 0.0010*** (3.5383) | 0.0010** (2.2835) | 0.0010*** (3.4259) | 0.0009*** (3.0206) |
| <i>Indep</i> | 0.0019*** (2.7591) | 0.0019*** (2.8065) | 0.0018*** (3.1223) | 0.0019*** (2.7538) | 0.0018*** (2.6929) |
| <i>Board</i> | 0.0025*** (3.0123) | 0.0023*** (2.8320) | 0.0024*** (4.8565) | 0.0024*** (2.9204) | 0.0020** (2.3675) |
| <i>Dual</i> | 0.0017 (0.2198) | 0.0023 (0.3027) | 0.0015 (0.1487) | 0.0016 (0.2008) | 0.0069 (0.8869) |
| 常数项 | 0.6401*** (16.8059) | 0.6638*** (17.1500) | 0.6488*** (11.9968) | 0.6613*** (17.2408) | 0.7167*** (18.1858) |
| 行业固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 年份固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 样本量 | 9263 | 9263 | 9263 | 9263 | 9263 |
| 可调整的 R ² | 0.0786 | 0.0786 | 0.0785 | 0.0789 | 0.0818 |

接着,本文构建了女性董事占比变量(*Female*),具体定义为董事会中女性成员总数与董事会人数的比值。表6第(2)列的回归结果显示,*Female*的回归系数为负,且在5%的水平上显著,因此女性担任董事可以显著降低评级机构间的ESG分歧。为了评估管理层具有海外教育或工作经历对评级机构ESG分歧的影响,本文构建海外经历董事占比指标(*Oversea*),具体定义为董事会中在海外留学或工作过的人数与董事会人数的比值。表6第(3)列的回归结果显示,*Oversea*的回归系数为负,且在5%的水平上显著,因此董事具有海外教育或工作经历可以显著降低评级机构间的ESG分歧。为了验证学者型董事对评级机构ESG分歧的影响,

本文构建学者型董事占比指标 (*Research*), 具体定义为董事会中在高校或研究机构任职的人数与董事会人数的比值。表6第(4)列的回归结果显示, *Research* 的回归系数为负, 且在1%的水平上显著, 因此学者型董事可以显著降低评级机构间的ESG分歧。为了研究中青年董事对评级机构ESG分歧的影响, 本文构建中青年董事占比指标 (*Youth*), 具体定义为董事会中年龄在45岁以下的人数与董事会总人数的比值。表6第(5)列的回归结果显示, *Youth* 的回归系数为负, 且在1%的水平上显著, 因此中青年董事的任职更有可能降低评级机构间的ESG分歧。综上, 假说4成立。

4. 稳健性检验

在前文的分析中, 本文采用了不同的方法来衡量上市公司面临的ESG突发事件和上市公司自主环境信息披露, 这在一定程度上为实证结果提供了稳健性支撑。为了进一步保证结论可靠, 本文采用了不同的方式来衡量企业面临的ESG评级分歧, 即ESG评级的极差(最高评级与最低评级之差的绝对值, 记为 *Range*), 重新对模型进行回归。

表7的回归结果显示, 更改被解释变量为ESG评级的极差后, 不同影响因素的系数正负与前文的回归结果依然保持一致, 且均在统计意义上具备显著性, 因此前文结论具有较强的稳健性。

表7 改变被解释变量的稳健性检验

| 变量 | <i>Range</i> | | | | | | | | |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|
| | ESG 突发事件 | | 自主信息披露 | | 上市公司管理层特征 | | | | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) |
| <i>Shock</i> | -0.0673* (-1.6533) | | | | | | | | |
| <i>Fine</i> | | 0.0046*** (4.0091) | | | | | | | |
| <i>CSR</i> | | | 0.1039*** (9.7071) | | | | | | |
| <i>Disclosure</i> | | | | 0.0866*** (3.2541) | | | | | |
| <i>MCA</i> | | | | | 1.5502*** (3.1334) | | | | |
| <i>Female</i> | | | | | | -0.1433*** (-3.5323) | | | |
| <i>Oversea</i> | | | | | | | -0.0945** (-2.6879) | | |
| <i>Research</i> | | | | | | | | -0.0813** (-2.0745) | |
| <i>Youth</i> | | | | | | | | | -0.2260*** (-7.5945) |
| 控制变量 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 行业固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 年份固定效应 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 样本量 | 9137 | 9137 | 9137 | 9137 | 9137 | 9137 | 9137 | 9137 | 9137 |
| 可调整的 R ² | 0.0790 | 0.0803 | 0.0879 | 0.0798 | 0.0798 | 0.0800 | 0.0790 | 0.0792 | 0.0849 |

五、结论和政策建议

本文基于五家评级机构对2018—2021年A股上市公司的ESG评级数据,实证研究了ESG评级分歧的现状与影响因素。研究发现,ESG分歧在中国上市公司普遍存在,并呈现逐年上升的趋势。本文还通过描述性统计,发现ESG分歧在不同的行业和企业性质等维度存在较为直观的差异。具体来说,ESG分歧在国有企业样本中表现更加明显;从行业维度来看,相较于工业,服务行业通常更容易出现ESG分歧。此外,进一步分析中,本文以ESG分歧为被解释变量,通过回归分析发现更多的ESG突发事件、更高的自主信息披露程度以及更高的管理层环境与气候风险关注度会进一步加剧评级机构间的ESG分歧,而女性董事占比、具有海外教育或工作经历的董事占比、学者型董事占比和中青年董事占比的提升则可以显著缓解ESG分歧。

本文的结论具有重要的现实意义:首先,ESG分歧已成为威胁ESG评级可靠性的重要因素之一,因此建立统一化、标准化的企业ESG信息评价体系是降低ESG分歧负面作用、保证ESG评级结果有效的重要基石;其次,鉴于不同性质、不同行业的企业所面临的ESG分歧存在明显差异,因此对于评级机构来说,当前对所有企业一概而论的ESG评价方法已不完全适用,应当针对企业特征积极探索针对性的ESG评价模型;再次,本文的结论表明,公司ESG治理能力与信息披露差异是导致ESG分歧的重要原因,因此监管机构应当加快建立完善统一的信息披露制度,以弱化信息披露和处理差异导致的ESG分歧上升;最后,公司管理层作为ESG战略的制定者与执行者,其环境保护意识的提升与公司能否有效落实ESG相关措施具有密切联系,进而缓解企业所面临的ESG分歧,因此应当在公司管理层内部引入一定比例具有较高环境意识的人员(例如女性、具有海外背景的、学者型以及中青年人群等),以推动企业向外界树立更加ESG表现友好的公司形象。

参考文献:

- [1] 蔡利,张翼凌. 财务和非财务信息非对称性、舞弊风险与审计师应对行为[J]. 会计研究, 2022(6): 178-192.
- [2] 范云朋,孟雅婧,胡滨. 企业ESG表现与债务融资成本——理论机制和经验证据[J]. 经济管理, 2023, 45(8): 123-144.
- [3] 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(02): 91-106.
- [4] 陈辉发,罗莎. 高管海外背景、ESG表现与绿色创新——基于2011—2021年沪深A股上市公司数据的分析[J]. 财会研究, 2023(12): 63-74.
- [5] 黄小莲,白世秀. 管理者特性(高管成员特征)与ESG信息披露关系研究[J]. 企业科技与发展, 2022(02): 177-180.

- [6] 孙俊秀, 谭伟杰, 郭峰. 中国主流 ESG 评级的再评估[J]. 财经研究, 2024, 50(5): 4–18, 78.
- [7] 孙亚东, 张莉. 高管海外背景、环保投资与 ESG 表现——基于建筑工程企业的实证研究[J]. 财会通讯, 2024(06): 42–47.
- [8] 夏芸, 蔡可, 林子昂. CEO 学术经历对企业 ESG 表现的影响研究——来自中国上市公司的经验数据[J]. 工业技术经济, 2023, 42(12): 42–53.
- [9] 杨菁菁, 胡锦. ESG 表现对企业绿色创新的影响[J]. 环境经济研究, 2022, 7(02): 66–88.
- [10] 张长江, 张玥, 陈雨晴. ESG 表现、投资者信心与上市公司绩效[J]. 环境经济研究, 2021, 6(04): 22–39.
- [11] 张云齐, 杨淇宇, 张笑语. ESG 评级分歧与债务资本成本[J]. 金融评论, 2023, 15(4): 22–43, 124.
- [12] Anselmi, G., G. Petrella. ESG Ratings: Disagreement across Providers and Effects on Stock Returns[R]. 2022.
- [13] Avramov, D., S. Cheng, A. Lioui, et al. Sustainable Investing with ESG Rating Uncertainty[J]. Journal of Financial Economics, 2022, 145: 642–664.
- [14] Berg, F., J. F. Koelbel, R. Rigobon. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings[J]. Review of Finance, 2022, 26: 1315–1344.
- [15] Billio, M., M. Costola, I. Hristova, et al. Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and Performance[J]. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2021, 28: 1426–1445.
- [16] Boffo, R., R. Patalano. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges[R]. 2020.
- [17] Borghesi, R., J. F. Houston, A. Naranjo. Corporate Socially Responsible Investments: CEO Altruism, Reputation, and Shareholder Interests[J]. Journal of Corporate Finance, 2014, 26: 164–181.
- [18] Boubakri, N., S. E. Ghoul, H. Wang, et al. Cross-listing and Corporate Social Responsibility[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 41: 123–138.
- [19] Capizzi, V., E. Gioia, G. Giudici, et al. The Divergence of ESG Ratings: An Analysis of Italian Listed Companies[J]. Journal of Financial Management, Markets and Institutions, 2021, 09: 2150006.
- [20] Chatterji, A. K., R. Durand, D. I. Levine, et al. Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers[J]. Strategic Management Journal, 2016, 37: 1597–1614.
- [21] Cheng, Q., Y. Lou, M. Yang. ESG Reporting Divergence[R]. 2023.
- [22] Christensen, D. M., G. Serafeim, A. Sikoichi. Why is Corporate Virtue in the Eye of the Beholder? The Case of ESG Ratings[J]. Accounting Review, 2022, 97: 147–175.
- [23] Cronqvist, H., F. Yu. Shaped by Their Daughters: Executives, Female Socialization, and Corporate Social Responsibility[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 126(3): 543–562.
- [24] Dyck, A., K. V. Lins, L. Roth, et al. Renewable Governance: Good for the Environment? [J]. Journal of Accounting Research, 2023, 61: 279–327.
- [25] Gibson B. R., P. Krueger, P. S. Schmidt. ESG Rating Disagreement and Stock Returns[J]. Financial Analysts Journal, 2021, 77: 104–127.
- [26] Gillan, S. L., A. Koch, L. T. Starks. Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance[J]. Journal of Corporate Finance, 2021, 66: 101889.
- [27] Guo, K., Y. Bian, D. Zhang, et al. ESG Performance and Corporate External Financing in China: The Role of Rating Disagreement[J]. Research in International Business and Finance, 2024, 69: 102236.
- [28] Hegde, S. P., D. R. Mishra. Married CEOs and Corporate Social Responsibility[J]. Journal of Corporate Finance, 2019, 58: 226–246.
- [29] Hsu, P. H., H. Liang, P. Matos. Leviathan Inc. and Corporate Environmental Engagement[J]. Management Science, 2021, 69(12): 7719–7758.

- [30] Hu, X., R. Hua, Q. Liu, et al. The Green Fog: Environmental Rating Disagreement and Corporate Greenwashing [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2023, 78: 101952.
- [31] Jiang, F. X., K. Kim. Corporate Governance in China: A Survey[J]. *Review of Finance*, 2020, 24(4): 733-772.
- [32] Jørgensen, E. N. J., T. H. Ellingsen. ESG Disagreement: Determining Factors and Impact on Stock Performance[R]. 2021.
- [33] Kimbrough, M. D., X. Wang, S. Wei, et al. Does Voluntary ESG Reporting Resolve Disagreement among ESG Rating Agencies? [J]. *European Accounting Review*, 2024, 33: 15-47.
- [34] Lamont, M. Toward a Comparative Sociology of Valuation and Evaluation[J]. *Annual Review of Sociology*, 2012, 38: 201-221.
- [35] Lang, M., R. Lundholm. Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior[J]. *Accounting Review*, 1996, 71(4): 467-492.
- [36] Lei, L., D. Zhang, Q. Ji, et al. A Text-Based Managerial Climate Attention Index in China[J]. *Finance Research Letters*, 2023, 55: 103911.
- [37] Li, C., M. Wu, X. Chen, et al. Environmental, Social and Governance Performance, Corporate Transparency, and Credit Rating: Some Evidence from Chinese A-share Listed Companies[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2022, 74: 101806.
- [38] Luo, D., J. Yan, Q. Yan. The Duality of ESG: Impact of Ratings and Disagreement on Stock Crash Risk in China[J]. *Finance Research Letter*, 2023, 58: 104479.
- [39] McGuinness, P. B., J. P. Vieito, M. Wang. The Role of Board Gender and Foreign Ownership in the CSR Performance of Chinese Listed Firms[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 42: 75-99.
- [40] Rubino, M., I. Mastrococco, G. M. Garegnani. The Influence of Market and Institutional Factors on ESG Rating Disagreement[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2024, 31(5): 2787.
- [41] Serafeim, G., A. Yoon. Stock Price Reactions to ESG News: The Role of ESG Ratings and Disagreement[J]. *Review of Accounting Studies*, 2023: 28: 1500-1530.
- [42] Shan, C. Y., D. A. Y. Tang. The Value of Employee Satisfaction in Disastrous Times: Evidence from COVID-19 [J]. *Review of Finance*, 2023, 27(3): 1027-1076.
- [43] Tan, R., L. Pan. ESG Rating Disagreement, External Attention and Stock Return: Evidence from China[J]. *Economics Letters*, 2023, 231: 111268.
- [44] Wang, J., S. Wang, M. Dong, et al. ESG Rating Disagreement and Stock Returns: Evidence from China[J]. *International Review of Financial Analysis*, 2024, 91: 103043.
- [45] Wang, X., Q. Liu. Information Disclosure and ESG Rating Disagreement: Evidence from Green Bond Issuance in China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2024, 85: 102350.

Influencing Factors on ESG Rating Divergence of Chinese A-share Listed Companies

Guo Kun^a, Bian Yuan^a, Li Yichong^a, Ma Dandan^{b,c}, Ji Qiang^{b,c}

(a: School of Economics and Management, University of Chinese Academy of Sciences;

b: Institutes of Science and Development, Chinese Academy of Sciences;

c: School of Public Policy and Management, University of Chinese Academy of Sciences)

Abstract: With the development of sustainable investment, ESG information has become an important dimension for investors to assess the development potential of an enterprise. However, due to the significant differences in the ESG evaluation criteria of different rating agencies, there exists substantial disagreement among ESG rating agencies, which hinders the operations and development of enterprises. Based on ESG ratings from five agencies in China from 2018 to 2021, we uncover that ESG disagreement is widespread among Chinese listed companies and is on the rise year by year. Meanwhile, rating agencies' various information evaluation methods, as well as companies' different ESG governance abilities and attention, are main factors of ESG rating disagreements. Empirical results show that companies with more ESG incidents, more voluntary information disclosure, and higher attention to environmental problems experience higher ESG disagreements. Moreover, introducing more scholars, women, youngsters and people with overseas experience into board of directors could perhaps mitigate this disagreement. It is recommended to accelerate the establishment of unified and standardized corporate ESG data standards and evaluation methodology, promote standardized information disclosure systems and environmentally friendly internal control system, effectively reduce the negative impacts of ESG divergences.

Keywords: ESG Rating System; ESG Rating Disagreement; Voluntary Information Disclosure; Management Characteristics

JEL Classification: D22, G32, Q56

(责任编辑:卢 玲)