

ESG 评级分歧与股价同步性

刘向强¹, 杨晴晴¹, 胡 珺²

(1. 西南大学经济管理学院, 重庆 400715; 2. 海南大学管理学院, 海南 海口 570228)

摘要: 随着对可持续发展的日益重视, ESG 评级结果已经成为投资者进行决策时的重要参考, 但目前国内外各 ESG 评级机构的评级结果各异, 存在较大分歧。以 2015—2021 年中国 A 股上市公司为样本, 使用商道融绿、和讯、润灵环球和彭博 4 家评级机构的评级结果构建 ESG 评级分歧衡量指标, 实证检验了 ESG 评级分歧对股价同步性的影响。研究发现: ESG 评级分歧显著提高了被评级企业的股价同步性, 表明 ESG 评级分歧存在“噪音效应”。在经过一系列稳健性检验后结论依然成立。进一步研究发现: ESG 评级分歧对股价同步性的正向影响在于加剧了市场信息不对称; 当上市公司信息环境较好, 以及投资者具备较强的信息解读和分析能力时, 可以缓解 ESG 评级分歧产生的“噪音效应”。研究结论为监管机构规范 ESG 评级标准, 推动资本市场定价效率提升提供政策建议。

关键词: ESG 评级分歧; 股价同步性; 噪音效应; 信息不对称

中图分类号: F832.0 **文献标识码:** A **文章编号:** 1005-0566(2023)08-0108-13

ESG rating divergence and stock price synchronicity

LIU Xiangqiang¹, YANG Qingqing¹, HU Jun²

(1. College of Economics and Management, Southwest University, Chongqing 400715, China;

2. School of Management, Hainan University, Haikou 570228, China)

Abstract: With the increasing emphasis on sustainable investment, ESG rating results have become an important reference for investors to make decisions, but at present, the rating results of ESG rating agencies exist wide divergence around the world. How will such divergence affect the information environment of capital markets? To this end, this paper takes China's A-share listed companies from 2015 to 2021 as samples, uses the rating results of four rating agencies, SynTao Green Finance, Hexun, Rankins CSR Ratings and Bloomberg, to construct an ESG rating divergence measurement index, and empirically tests the relationship between ESG rating and stock price synchronization. The research finds that ESG rating divergence significantly improves the stock price synchronization of rated companies. It indicates that there is a "noise effect" in the ESG rating divergence. The conclusion is still valid after a series of robustness tests. Further research shows that the positive impact of ESG rating divergence on stock price synchronization is that it intensifies the market information asymmetry. When the information environment of listed companies is better and investors have strong information interpretation and analysis ability, the "noise effect" caused by ESG rating

收稿日期: 2023-05-22 修回日期: 2023-07-26

基金项目: 国家自然科学基金项目“并购业绩补偿承诺的影响因素及其经济后果研究”(71902165); 国家自然科学基金地区项目“我国资本市场注册制改革的微观经济影响研究”(72062012); 重庆市社会科学规划项目“数字化转型推动市属国有制造业转型升级高质量发展研究”(2022NDYB56); 中央高校基本业务费项目“企业并购重组中的商誉减值及其风险防范研究”(SWU2109212)。

作者简介: 刘向强(1987—), 湖南邵阳人, 西南大学经济管理学院副教授, 管理学博士, 研究方向为资本市场与公司财务。通信作者: 胡珺。

differences can be alleviated. The conclusions of this paper provide policy suggestions for regulators to standardize ESG rating standards and promote the pricing efficiency of capital markets.

Key words: ESG rating divergence; Stock price synchronicity; Noise effect; Information asymmetry

党的二十大报告提出要“加快发展方式绿色转型,深入推进环境污染防治,提升生态系统多样性、稳定性、持续性以及积极稳妥推进碳达峰碳中和”。为实现这一发展理念,将环境(Environment)、社会(Social)和治理(Governance)(以下简称 ESG)因素纳入决策体系,既是从微观层面解决全球性社会问题的必要条件,也是实现经济社会低碳化、绿色化发展的有效手段。因此,ESG 已成为实务界和学术界讨论的热点与重点问题。ESG 旨在从环境、社会责任和公司治理等方面,更全面地评价一家企业的可持续发展能力。截至 2022 年 6 月,已有 1 431 家上市公司发布了 2021 年度 ESG 报告。为进一步规范 ESG 信息披露行为和建立信息披露体系,国资委于 2022 年 5 月印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》,明确要求央企控股上市公司探索建立健全 ESG 体系;同年 12 月中国证券监督管理委员会制定了《推动提高上市公司质量三年行动方案(2022—2025)》,明确提出要立足我国实际,推动建立健全可持续发展信息披露制度。

除监管机构和上市公司外,评级机构同样是资本市场 ESG 报告的重要参与主体。理论上,ESG 评级机构作为资本市场重要的金融中介,在对上市公司 ESG 信息进行解读、加工和转化的基础上,能够客观公正地评价企业环境、社会和公司治理 3 个方面的表现,为市场投资者提供决策参考。但是,由于每家评级机构都有各自的度量模型和方式,特别是对于人权、道德与反腐败等定性指标而言,度量方式具有很大的主观性,导致不同机构的评级结果存在较大差异。除此之外,各评级机构设定的评级范围和指标权重同样会对评级结果产生影响^[1],在缺乏统一的披露和评级标准的情况下,上市公司披露的 ESG 报告会引发评级机构之间的分歧^[2]。在理想情况下,即使由于评价指标和评价方法各异导致不同评级机构之间出现分歧,但这种分歧可以为投资者了解企业 ESG

实践提供更多维度的信息。但是,已有研究表明 ESG 评级分歧意味着不确定性,不仅导致市场无法对被评级公司的 ESG 表现做出确切评价,而且使得企业无法根据评级意见有针对性地进行改善^[1]。其次,ESG 评级分歧也无法为预测公司未来的 ESG 表现提供增量信息^[3],当 ESG 评级分歧越大时,上市公司股票的累计超额收益率和收益波动率会更高^[2]。当前,中国资本市场的 ESG 信息披露与机构评级仍处于起步阶段,那么 ESG 评级机构的分歧是能够为投资者提供增量信息,提高市场定价效率?抑或是 ESG 评级作为一种噪音,干扰投资者决策,进而降低市场效率?关于上述问题的探讨对提升中国资本市场 ESG 信息披露规范和评级体系建设具有重大的参考价值。

过高的股价同步性会降低资本市场资源配置效率,在一定程度上阻碍资本市场服务实体经济功能的实现。基于此,本文选择将股价同步性作为衡量市场效率的指标,研究 ESG 评级分歧对资本市场定价效率的影响。本文选用 2015—2021 年 A 股上市公司为研究样本,将商道融绿、和讯、润灵环球和彭博 4 家 ESG 评级机构评分的标准差视为 ESG 评级分歧。研究发现,ESG 评级分歧会提高股价同步性,即评级分歧存在“噪音效应”。进一步研究表明,ESG 评级分歧会恶化市场信息环境;当上市公司信息质量较高、投资者具备较强的信息解读和分析能力时,能够缓解 ESG 评级分歧对市场定价效率的负面影响。

本文可能产生的边际贡献如下:第一,拓展了 ESG 相关研究的视角。已有研究主要从单个评级机构的角度关注 ESG 评级结果对审计师与审计收费^[4-5]、企业价值^[6-7]、融资成本^[8]的影响,而本文则关注 ESG 评级分歧可能产生的经济后果,拓展了 ESG 的研究视角。第二,丰富了 ESG 评级分歧的研究文献。已有文献主要研究欧美资本市场 ESG 评级分歧形成的原因^[1,2,9-10],且较少关注评级分歧的经济后果,本文基于股价同步性的视角,

为 ESG 评级分歧的经济后果提供了来自新兴市场的经验证据。第三,丰富了股价同步性的影响因素研究。已有文献主要从媒体报道^[11]、微博^[12]、分析师^[13]、社会责任报告披露^[14-15]、年报语调^[16]和沪港通^[17]等角度研究非财务信息或资本市场制度变革如何影响股价同步性,本文则研究 ESG 评级分歧对股价同步性的影响,丰富了非财务信息与股价同步性相关领域的研究文献。

一、文献回顾与假说提出

(一) 股价同步性相关研究

Roll^[18]发现市场和行业因素只能解释个股收益率波动的一小部分, R^2 的差异可能由公司的特质性信息或其他偶发且与具体信息无关的因素所导致,从而开创了股价同步性研究的先河。关于股价同步性的研究,学术界存在两种不同的观点:一是信息效率观,认为股票价格中公司特质信息含量越多,股价同步性越低,即信息含量与股价同步性负相关^[19-21]。因此,增加公司特质信息可以降低股价同步性,已有文献从媒体报道^[11]、上市公司微博^[12]、分析师^[13]、披露社会责任报告^[14-15]、年报语调^[16]、实施沪港通政策^[17]、注册制改革^[22]等角度提供了证据,而公司治理水平越高的企业,信息透明度越高,因而股价同步性也越低^[23-24]。二是非理性行为观,与信息效率观相反,非理性行为观认为投资者在处理信息时存在非理性行为,较低的股价同步性并不代表股价中信息含量的增多,而是与不确定性和噪音有关,即信息含量与股价同步性正相关^[25-28]。

(二) ESG 评级分歧相关研究

已有文献主要关注 ESG 评级分歧形成的原因及产生的经济后果。就 ESG 评级分歧的成因来说,由于缺少统一的评级标准,各评级机构之间有着不同的度量方式,这是 ESG 评级形成分歧的主要原因^[9]。Berg 等^[1]将评级机构的具体评级指标进行拆分和对比,即将 ESG 评级机构间的分歧划分为范围、度量和权重 3 个方面,发现分歧主要来自于各评级机构评级范围和度量方法的不同。Kimbrough 等^[10]研究发现对于自愿发布 ESG 报告的公司来说,ESG 评级机构之间的分歧较低,并且关

于环境层面的披露、发布较长的报告有助于减少评级分歧,而 ESG 报告中使用积极语调或更多粘性单词会加剧评级分歧。与之相反,Christensen 等^[2]则认为公司 ESG 信息披露越多,评级分歧越大,这是因为目前尚未对企业的 ESG 表现形成统一的测量标准,各评级机构对于“什么属于良好的 ESG 表现”存在争议,导致评价具有主观性,因此公司披露的 ESG 信息越多,所产生的分歧就越大,和 Christensen 等^[2]的研究结论类似,Liu^[29]通过对中国 A 股上市公司的评级数据进行研究,发现 ESG 的定量信息披露越多,评级差异越大,这种分歧主要由环境和社会责任两个方面所导致。

就 ESG 评级分歧的后果来说,Serafeim 等^[3]研究了 ESG 评级结果与未来 ESG 新闻和市场反应的关系,发现具有共识的 ESG 评级结果可以预测公司未来的 ESG 新闻,而对于有分歧的评级结果来说,预测能力会下降。当 ESG 评级分歧较大时,由于上市公司的可持续发展存在更高的不确定性,阻碍公司的外部融资渠道,使得上市公司更多选择内部融资,并且累计超额收益率和收益波动率会更高^[2]。Brandon 等^[30]研究了 ESG 评级分歧与股票收益率的关系,发现评级分歧代表不确定性和风险上升,投资者会因此要求更高的风险溢价,从而提高了股票收益率。Avramov 等^[31]研究发现 ESG 评级的不确定性会导致更高的市场风险,降低投资者的投资意愿,这个问题从长远角度来看十分严重。Liu^[29]研究发现当一家公司的 ESG 评级结果具有分歧时,其未来的评级得分也会相对较低。

(三) 理论分析与研究假设

上市公司的 ESG 信息纷繁复杂,涵盖环境、社会责任和公司治理 3 个方面,信息渠道多种多样,收集和处理成本较高。因此,需要评级机构对企业的 ESG 表现进行综合而客观的评价,识别企业可持续发展过程中的机会与风险,为投资者提供可供参考的 ESG 信息。与债券信用评级机构和证券分析师类似,ESG 评级机构正逐渐成为资本市场重要的信息中介。依据前文对股价同步性影响因素相关文献的梳理,可以发现 ESG 评级分歧对

股价同步性产生何种影响,关键在于各评级机构给出的评级内容和评级结果是增加了公司层面的特质信息,抑或是没有增量的冗余信息。一方面,评级结果存在的较大差异,无法为投资者决策提供有效的 ESG 信息,可能会进一步加剧投资者与上市公司之间的信息不对称,即 ESG 评级分歧会产生“噪音效应”。另一方面,由于各评级机构的评级体系和侧重点各不相同,也有可能从更多角度对被评级企业的 ESG 表现进行评价,并帮助投资者从更多维度了解企业,从而降低信息不对称,发挥 ESG 评级的“信息效应”。因此,本文将从“噪音效应”和“信息效应”两个角度,论述 ESG 评级分歧对股价同步性可能产生的影响。

1. 噪音效应。

由于 ESG 仅在西方发展 20 余年,在我国也处于起步阶段,尚未对“什么是良好的 ESG 表现”形成统一认知。在这种情况下,ESG 评级作为市场中的新生事物,在整体信息环境不佳且主要以个人投资者为主体的市场中,评级分歧可能会进一步加剧信息不对称。首先,我国属于典型的新兴市场,法律制度尚不健全^[32],上市公司以损害信息质量为代表的盈余管理现象层出不穷^[33-34],严重危害了资本市场信息环境。其次,作为第三方鉴证机构的会计师事务所,本应对会计信息质量进行专业客观的判断,但其并没有完全保持应有的独立性,反而与上市公司“合谋”^[35-36],进一步恶化了信息环境。此外,Berg 等^[1]认为当评级机构存在分歧时,评级结果无法客观准确地反映企业的 ESG 表现,也无法对投资者的决策提供有效参考。投资者面对这种情况可能会感到无所适从,只能依靠自身去搜集和处理相关信息。而相比于专业的机构投资者而言,个人投资者往往缺乏搜集和处理信息的能力^[37-38],加之相对于传统财务信息来说,ESG 信息属于典型的非财务信息,获取较为困难。根据有限注意理论,投资者显然无法完全获取这些信息,因此会进一步加剧意见分歧。综上所述,由于我国资本市场 ESG 评级尚处于起步阶段,加之市场整体信息环境不佳且个人投资者仍占据市场的绝大多数,因而可能进一步加剧

上市公司和投资者之间的信息不对称程度,导致 ESG 评级分歧无法为投资者提供增量的特质信息,进而提升股价同步性。因此,本文提出假设 H1a:ESG 评级分歧会提高股价同步性。

2. 信息效应。

ESG 评级分歧能否降低信息不对称,关键在于评级结果能否为投资者提供有效的增量信息。近年来,我国监管机构对企业环境信息披露的要求日趋严格。如证监会先后于 2016 年和 2017 年两次修订上市公司定期报告内容与格式准则,逐步完善了分层次的环境信息披露制度,强制要求属于重点排污单位的上市公司披露主要环境信息。除此之外,原中国银行业监督管理委员会于 2012 年发布了《绿色信贷指引》,规范了金融部门对环境信息披露的审查要求,而相关政策的颁布能够显著提升企业的环境信息质量^[39-40]。在强监管的背景下,虽然不同评级机构给出的评级结果存在分歧,但也可能为投资者了解企业提供更多维度的信息。此外,ESG 评级分歧意味着评级机构从不同角度对企业的 ESG 表现进行评价,实质上为投资者了解上市公司信息提供了更多的可能。与证券分析师类似,当分析师之间分歧越大,意味着不同分析师处理和加工的私有异质信息量越多^[41],因而能够更为全面和多角度地揭示公司的真实面貌,传递更多特质信息^[42-43]。就 ESG 评级机构而言,其在环境、社会责任和公司治理 3 个维度下设置了不同的议题,分别从不同角度对公司的 ESG 表现进行评价,进而从更多维度揭示企业的 ESG 信息。另外,当投资者收到来自不同评级机构形式各异的评级内容和评级结果时,也会发挥自身的主观能动性,付出更多的精力去搜集和分析上市公司的相关信息,这一过程可能会促使投资者挖掘更多的企业信息,减少投资者与上市公司之间的信息不对称,进而降低股价同步性。基于上述分析,本文提出假设 H1b:ESG 评级分歧会降低股价同步性。

二、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本研究选用沪深 A 股 2015—2021 年间商道

融绿、和讯、润灵环球和彭博四家评级机构的 ESG 评级结果作为样本,并对样本进行了以下筛选:剔除金融业的上市公司样本;剔除 ST 和 *ST 的样本;参考 Christensen 等^[2],保留有两家或两家以上评级的上市公司;剔除主要解释变量和控制变量数据缺失的样本。最终得到 1 491 家公司的 7 057 个公司年度观测值。为消除极端值的影响,本文对所有连续型变量进行了上下 1% 的缩尾处理。ESG 评级数据来源于国泰安和万得数据库,财务数据均来源于国泰安数据库。

(二)模型构建

为检验 ESG 评级分歧对上市公司股价同步性的影响,我们构建以下模型进行检验:

$$SYN_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Disagreement_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \beta_3 Year_t + \beta_4 Industry_j + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

在模型(1)中, SYN 为股价同步性, $Disagreement$ 为 ESG 评级分歧。我们需要关注 β_1 的大小和正负,如果 $\beta_1 > 0$ 且显著,支持假说 H1a;相反,如果 $\beta_1 < 0$ 且显著,则支持假说 H1b。 $Controls$ 是控制变量, $Year$ 和 $Industry$ 分别为年度和行业虚拟变量。考虑到评级机构通常在第 t 年末发布评级结果,因此选用第 $t + 1$ 年的股价同步性数据。

(三)变量的定义与度量

1. 被解释变量:股价同步性(SYN)。本文参考伊志宏等^[13]的研究,运用模型(2)估计个股的 R^2 ,再用模型(3)进行对数标准化处理,最后得到的变量 $SYN_{i,t}$ 即为第 i 家上市公司在第 t 年度的股价同步性。

$$R_{i,w,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{M,w,t} + \beta_2 R_{M,w-1,t} + \beta_3 R_{I,w,t} + \beta_4 R_{I,w-1,t} + \varepsilon_{i,w,t} \quad (2)$$

$$SYN_{i,t} = \ln\left(\frac{R_{i,t}^2}{1 - R_{i,t}^2}\right) \quad (3)$$

式(2)、式(3)中, $R_{i,w,t}$ 为股票 i 在第 t 年第 w 周考虑现金红利再投资的收益率, $R_{M,w,t}$ 为 A 股全部公司第 t 年第 w 周流通市值加权平均收益率, $R_{I,w,t}$ 为股票 i 第 t 年第 w 周所在行业剔除股票 i 后的其他股票流通市值加权平均收益率,行业分类以证监会 2012 年分类标准为依据; R_i^2 是模型(2)的拟合优度。

2. 解释变量:ESG 评级分歧($Disagreement$)。本文参考 Christensen 等^[2]的研究,用商道融绿、和讯、润灵环球和彭博四家评级机构对同一家公司评级分数的标准差作为 ESG 评级分歧的测度指标。

3. 控制变量。本文参考伊志宏等^[13]、巫岑等^[22]的研究,还加入了如下控制变量:总资产收益率(Roa)、公司规模($Size$)、资产负债率(Lev)、账市比(Mb)、股票换手率($Change$)、分析师关注度($Analyst$)、营业收入增长率(SG)、公司年龄(Age)、第一大股东持股比例(Ihr)和机构投资者持股比例($Inshare$)。具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义及说明

类型	名称	符号	测量方式
因变量	股价同步性	SYN	根据个股收益率与市场、行业收益率回归计算得到
自变量	ESG 评级分歧	$Disagreement$	商道融绿、和讯、润灵环球和彭博四家评级机构结果的标准差
控制变量	总资产收益率	Roa	上市公司的净利润与总资产之比
	公司规模	$Size$	上市公司总资产的自然对数
	资产负债率	Lev	上市公司的总负债与总资产之比
	账市比	Mb	上市公司账面价值与市场价值之比
	股票换手率	$Change$	当年交易的总股数占上市公司总股数的比例
	分析师关注度	$Analyst$	关注一家上市公司且发布分析报告的分析师人数
	营业收入增长率	SG	上市公司营业收入增长率
	公司年龄	Age	公司上市至今的年限
	第一大股东持股比例	Ihr	上市公司第一大股东持股数占总股数的比例
	机构投资者持股比例	$Inshare$	上市公司机构投资者持股数占总股数的比例

三、实证分析

(一)描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果。其中股价同步性变量 SYN 的均值为 -0.330 ,中值为 -0.269 ,标准差达到 0.918 ,可见不同上市公司的股价同步性存在显著差异;ESG 评级分歧 $Disagreement$ 的均值为 12.244 ,最小值为 0.627 ,最大值达到了 28.944 ,与 Christensen 等^[2]的分布较为接近,说明中国 A 股上市公司的 ESG 评级结果的确存在较大的分歧。其他主要变量的描述性统计与现有研究并未出现较大差异。

表 2 描述性统计

变量	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
SYN	7 057	-0.330	-0.269	0.918	-2.893	1.547
Disagreement	7 057	12.244	11.774	6.016	0.627	28.944
Roa	7 057	0.046	0.038	0.055	-0.155	0.196
Size	7 057	23.350	23.222	1.271	20.718	26.496
Lev	7 057	0.466	0.472	0.193	0.077	0.861
Mb	7 057	0.328	0.305	0.156	0.074	0.767
Change	7 057	2.389	1.602	2.716	0.001	12.352
Analyst	7 057	11.623	7.000	12.342	0.000	48.000
Age	7 057	14.200	15.000	7.179	1.000	27.000
SG	7 057	0.331	0.131	0.783	-0.639	5.114
Ihr	7 057	0.368	0.353	0.155	0.096	0.732
Inshare	7 057	0.542	0.573	0.228	0.027	0.915

(二) 基准回归结果

表 3 报告了 ESG 评级分歧与股价同步性的基准回归结果。第(1)列是未加入控制变量但控制行业和年度的回归结果, *Disagreement* 的系数为 0.007, 在 1% 的水平上显著; 第(2)列是加入控制变量并控制行业和年度的回归结果, *Disagreement*

表 3 ESG 评级分歧与股价同步性

变量	(1)	(2)
	SYN	SYN
<i>Disagreement</i>	0.007 *** (4.098)	0.005 *** (2.749)
<i>Roa</i>	—	0.479 ** (2.283)
<i>Size</i>	—	0.188 *** (15.269)
<i>Lev</i>	—	-0.263 *** (-3.108)
<i>Mb</i>	—	0.056 (0.648)
<i>Change</i>	—	0.060 *** (11.578)
<i>Analyst</i>	—	-0.001 (-1.255)
<i>SG</i>	—	0.007 *** (4.787)
<i>Age</i>	—	-0.013 (-0.994)
<i>Ihr</i>	—	0.092 (1.214)
<i>Inshare</i>	—	-0.146 ** (-2.557)
<i>Constant</i>	0.407 *** (2.909)	-4.262 *** (-15.048)
<i>Year</i>	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES
<i>N</i>	7 057	7 057
<i>Adjusted R²</i>	0.280	0.329

注: *** **、* 分别代表在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 和 $p < 0.10$ 上有统计学意义。下同。

的系数为 0.005, 在 1% 的水平上显著, 表明 ESG 评级分歧越大的上市公司, 其股价同步性越高。上述结果说明 ESG 评级分歧在市场上更可能是“噪音”, 即评级分歧进一步加剧了上市公司与投资者之间的信息不对称程度, 阻碍了公司层面特质信息融入股价, 进而提高了股价同步性, 支持假说 H1a, 即评级分歧存在“噪音效应”。

(三) 稳健性检验

1. 内生性问题

(1) 工具变量法

考虑到前文的结论可能存在反向因果导致的内生性问题, 即股价同步性高通常表示股价中公司特质信息含量较少, 从而导致各方机构对这些企业的分析不充分、不认真, 造成更高的 ESG 分歧。参考肖争艳等^[44]以及王化成等^[45], 此处用行业平均的 ESG 分歧作为工具变量来缓解可能存在的内生性问题。表 4 报告了使用行业平均 ESG 评级分歧作为工具变量的两阶段回归结果, *Disagreement* 的系数为 0.035, 且在 1% 的水平上显著, 与前文结论一致, 表明本文的研究结论较为稳健。

(2) 倾向性得分匹配

考虑到本文结果可能存在遗漏变量引起的内生性问题, 即 ESG 评级分歧可能源于公司其他特征的差异, 而这些特征差异同样会对股价同步性产生影响, 因此采用 PSM 倾向性得分匹配法, 对匹配后的样本再次进行回归。参考张永坤等^[46]的方法, 将 ESG 分歧取中位数, 把样本分为“ESG 评级分歧高”与“ESG 评级分歧低”两组, 并分别赋值为 1 与 0, 随后将所有控制变量作为协变量进行 1:1 近邻匹配。表 4 第(2)列报告了基于 PSM 匹配后样本的回归结果, 可以发现 *Disagreement* 的系数为 0.005, 且在 5% 的水平上显著, 表明在控制公司其他特征差异后, ESG 评级分歧仍然会提升股价同步性, 与前文研究结论一致。

(3) 固定效应模型

为进一步控制可能遗漏的不随时间改变的公司固定因素对回归结果的影响, 本文使用公司层面的固定效应模型进行回归。表 4 的第(3)列报

告了使用公司层面固定效应模型的回归结果,可以发现 *Disagreement* 与股价同步性依旧在 1% 水平上显著正相关。这说明本文的研究结果并不是因为遗漏了某些不随时间改变的解释变量所导致。

表 4 稳健性检验——内生性问题

变量	(1)	(2)	(3)
	工具变量	PSM	固定效应模型
	<i>SYN</i>	<i>SYN</i>	<i>SYN</i>
<i>Disagreement</i>	0.035 *** (3.132)	0.005 *** (2.836)	0.007 *** (3.514)
<i>Constant</i>	-4.342 *** (-12.355)	-4.136 *** (-13.712)	-6.441 *** (-5.096)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES
<i>Industry FE</i>	YES	YES	YES
<i>N</i>	7 057	6 491	6 880
<i>Adjusted R²</i>	0.326	0.319	0.559

2. 敏感性分析

(1) 更换被解释变量

为避免变量测度导致的结果偏差,本文借鉴朱红军等^[47]和王亚平等^[27]的股价同步性计算方式,按以下两种方式重新计算股价同步性 *SYN2* 和 *SYN3*,并对模型(1)进行回归。参考朱红军等^[47]的计算方式,使用回归模型(4)和模型(5)衡量股价同步性 *SYN2*:

$$r_{i,t} = \beta_0 + \beta \times r_{m,t} + \varepsilon \quad (4)$$

$$SYN2_i = \log\left(\frac{R_i^2}{1 - R_i^2}\right) \quad (5)$$

式(4)、式(5)中, $r_{i,t}$ 和 $r_{m,t}$ 分别为第 t 周的公司收益率和市场收益率, R_i^2 是模型(1)的拟合优度,其经济含义是个别公司的股票价格的变动能够被市场波动所解释的部分。

其次,参考王亚平等^[27]的计算方式,使用回归模型(6)和模型(7)衡量股价同步性 *SYN3*:

$$r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 r_{I,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$SYN3_i = \ln\left(\frac{R_i^2}{1 - R_i^2}\right) \quad (7)$$

式(6)、式(7)中, $r_{i,t}$ 为第 t 周的个股收益率, $r_{m,t}$ 为第 t 周的市场收益率, $r_{I,t}$ 为第 t 周的行业收益率; $r_{I,t}$ 是按中国证监会的行业分类标准,以公司流动市值作为权重,对 $r_{i,t}$ 加权平均计算出来的指标; R_i^2 是模型(6)的拟合优度。表5的第(1)列和第(2)列分别为更换被解释变量为 *SYN2* 和 *SYN3* 的

回归结果,*Disagreement* 回归系数均为正,并且均在 5% 的水平上显著,表明本文的研究结论不受被解释变量度量方式的影响。

(2) 加入公司聚类标准误

为减少估计系数的偏误,提高模型的可靠性和精确性,我们加入了公司聚类标准误后重新对模型(1)进行回归。表5的第(3)列为加入公司聚类标准误的回归结果,回归系数仍然在 1% 的水平上正向显著,表明本文的研究结论是稳健的。

(3) 保留更多的评级样本

考虑到个别评级机构仅对部分上市公司进行评级,会导致上市公司 ESG 评级数据的缺失。为尽可能避免缺失值的问题,仅保留至少获得 3 个及 3 个以上评级结果的上市公司作为研究样本,表5第(4)列报告了新样本的回归结果,可以发现 *Disagreement* 回归系数仍然显著为正,表明本文的研究结论不会受到个别评级机构的影响。

表 5 稳健性检验——敏感性分析

变量	更换被解释变量		聚类标准误	保留 3 及 3 个以上评级样本
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>SYN2</i>	<i>SYN3</i>	<i>SYN</i>	<i>SYN</i>
<i>Disagreement</i>	0.006 ** (2.489)	0.005 ** (2.497)	0.005 *** (2.606)	0.005 ** (2.389)
<i>Constant</i>	-3.291 *** (-7.329)	-4.860 *** (-11.976)	-4.262 *** (-11.784)	-3.887 *** (-10.082)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	7 057	7 057	7 057	6 380
<i>Adjusted R²</i>	0.411	0.325	0.329	0.277

四、机制检验

根据前文的理论分析和实证结果,可以发现 ESG 评级分歧会恶化市场的信息环境,进一步加剧上市公司与投资者之间的信息不对称程度,进而提高股价同步性,即 ESG 评级分歧会产生“噪音效应”。因此,这部分将从投资者和分析师两个角度,检验 ESG 评级分歧对市场信息环境的影响。

一方面,从我国资本市场投资者结构来看,仍然是个人投资者占绝大多数。个人投资者往往缺乏专业处理信息的能力^[38],会更加依赖评级机构的评级结果进行投资决策。当 ESG 评级分歧出现时,不仅无法有效为投资者提供可供决策参考的

信息,而且分歧本身也意味着企业未来发展不确定性上升^[30]。因此,投资者能够从评级分歧中获取和感知到的信息下降。已有研究认为,KV 指数能有效反映市场信息,是投资者关于信息不对称程度的客观评价^[48-49]。因此,本文借鉴林长泉等^[49]的研究,使用 KV 指数^[50],从投资者的角度检验 ESG 评级分歧对市场信息的影响。KV 指数的具体计算方式如下。

$$\ln |(\Delta P_t)/P_{t-1}| = \beta_0 + \beta(Vol_t - Vol_0) + \varepsilon \tag{8}$$

$$KV = \beta \times 1\,000\,000 \tag{9}$$

在模型(8)中, ΔP_t 是 P_t 与 P_{t-1} 的差值, P_t 是 t 日的收盘价, Vol_t 是 t 日的交易股数, Vol_0 是年度平均日交易量。 β 由最小二乘法回归得到,剔除 $\Delta P_t = 0$ 的交易日样本,以及当年交易日少于100天的样本。根据KV指数的度量原理,当市场信息不对称程度越高,投资者会更多依赖交易量信息进行决策,即KV值越大,信息不对称程度越高。

另一方面,分析师是资本市场重要的信息中介,具有信息挖掘和信息解读的能力^[13]。已有研究发现,除了分析师自身的专业技能之外,分析师所处的信息环境也会对其盈利预测准确性产生重要影响^[51]。当市场整体信息环境较好时,会显著降低分析师的预测偏误^[52-53]。上市公司ESG表现不仅反应了企业在环境、社会责任和公司治理等方面的重要信息,而且体现了企业的长期可持续发展能力。因此,分析师在对上市公司进行盈利预测时,会充分考虑企业的ESG信息,而ESG评级机构提供的评级结果是分析师获取企业ESG信息的一个重要渠道。因此,根据前文的分析,如果ESG评级分歧加剧了市场的信息不对称程度,那么可能会影响分析师盈余预测的准确性,即ESG评级分歧会增加分析师预测偏误。为检验上述机制是否成立,本文借鉴吴锡皓等^[54]的研究,使用分析师预测偏误作为分析师盈余预测准确性的度量指标,考察ESG评级分歧对市场信息环境的影响。分析师预测偏误($Error$)的计算公式为:

$$Error_{it} = \frac{|MEPS_{it} - AEPS_{it}|}{TA_{it}} \tag{10}$$

式(10)中, $MEPS_{it}$ 为所有分析师在第 t 年的最后一次每股盈余预测的中位数, $AEPS_{it}$ 为实际每股盈余, TA_{it} 为每股总资产。 $Error$ 的值越大,意味着分析师预测偏误越大。

表6报告了以KV指数和分析师预测偏误作为市场信息不对称的测度指标的回归结果,可以发现 $Disagreement$ 的系数均在5%的水平上显著为正,表明ESG评级分歧的确加剧了市场信息不对称程度,即ESG评级分歧存在“噪音效应”。

表6 机制检验——市场信息环境

序号	(1)	(2)
变量	KV	Error
<i>Disagreement</i>	0.001 ** (1.995)	0.016 ** (2.152)
<i>Roa</i>	1.066 *** (21.307)	-0.520 *** (-15.839)
<i>Lev</i>	0.037 *** (13.359)	-0.008 *** (-4.238)
<i>Size</i>	-0.027 *** (-4.835)	-0.027 *** (-7.380)
<i>SOE</i>	-0.055 *** (-3.150)	0.043 *** (3.714)
<i>Ihr</i>	-0.150 *** (-5.329)	-0.006 (-0.342)
<i>Inshare</i>	0.116 *** (7.402)	-0.034 *** (-3.479)
<i>HH</i>	-0.006 (-1.023)	-0.000 (-0.060)
<i>Dual</i>	0.010 (1.588)	0.003 (0.773)
<i>Indep</i>	0.001 (1.221)	0.000 (1.333)
<i>Big4</i>	0.003 (0.370)	-0.003 (-0.590)
<i>Constant</i>	-0.325 *** (-4.780)	0.194 *** (4.122)
<i>Year</i>	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES
<i>N</i>	6 802	6 077
<i>R²</i>	0.235	0.133

五、异质性分析

(一)上市公司信息质量

财务信息披露质量可以反映企业的信息透明度,及时、充分的信息披露能够缓解内部管理层和外部投资者之间的信息不对称,提高投资者对上

市公司的认知程度^[55]。相反,财务信息供给较少的企业,无疑会增加投资者对其他信息的依赖,进而对企业产生不合理的估值^[56]。除了企业自身选择披露多少信息外,属于第三方机构的会计师事务所也会对财务信息质量产生影响。已有研究认为,国际四大会计师事务所(以下简称“四大”)有着更严格的审计程序和丰富的审计经验,独立性相对较高,由四大审计的上市公司信息透明度显著高于其他上市公司^[57-58]。因此,对于信息透明程度不高的企业,投资者会更加依赖第三方评级机构的 ESG 评级结果,并且评级分歧也会恶化已有的信息不对称程度,使企业整体信息环境变差,减少公司特质信息含量。本文预计对于信息质量更差的企业来说,ESG 评级分歧对股价同步性的影响更加显著。

本文参考张新民等^[59]的做法,使用企业信息不透明度衡量财务信息披露情况,使用企业过去 4 年操纵性应计盈余的绝对值均值来衡量会计信息质量,根据计算结果取中位数,高于中位数的一组为会计信息质量低,变量取 1;低于中位数的一组为会计信息质量高,变量取 0。操纵性应计盈余为修正 Jones 模型中的操控性应计利润。其次,按企业聘请的会计师事务所是否属于国际四大,将样本分为“四大”和“非四大”两组,当上市公司聘请的会计师事务所为“四大”时,则认为会计信息质量高,反之则会计信息质量低。表 7 报告了按上市公司会计信息质量分组后的回归结果,可以发现在上市公司操控性应计利润较高和聘请的会计师事务所为非“四大”时,即上市公司会计信息质量较低时,ESG 评级分歧的“噪音效应”更为明显。

(二)投资者信息处理能力

ESG 从环境、社会责任和公司治理 3 个方面体现企业的可持续发展能力和长期价值,更受机构投资者和境外投资者的青睐。机构投资者特别是价值型机构投资者,往往倾向于选择长期持股,也更关注企业长远发展前景^[60]。相比于个人投资者,机构投资者更有能力和动机获取企业社会绩效和责任履行表现的相关信息,由此制定更加专业和全面的投资行为策略^[61]。此外,由于 ESG 理

表 7 异质性分析——上市公司信息质量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	操纵性应计 盈余低	操纵性应计 盈余高	“四大”	非“四大”
	SYN	SYN	SYN	SYN
<i>Disagreement</i>	0.002 (0.890)	0.006 ** (2.309)	-0.003 (-0.539)	0.008 *** (4.305)
<i>Roa</i>	0.714 * (1.931)	0.748 ** (2.202)	0.300 (0.377)	0.936 *** (3.817)
<i>Size</i>	0.215 *** (8.463)	0.140 *** (5.986)	0.110 *** (3.049)	0.212 *** (14.220)
<i>Lev</i>	-0.404 ** (-2.504)	0.063 (0.396)	0.414 (1.333)	-0.228 ** (-2.364)
<i>Mb</i>	-0.164 (-0.976)	0.370 ** (2.238)	0.438 (1.588)	0.241 ** (2.546)
<i>Change</i>	0.056 *** (7.170)	0.063 *** (7.342)	0.141 *** (8.849)	0.125 *** (29.277)
<i>Analyst</i>	-0.003 * (-1.813)	-0.002 (-1.036)	0.002 (0.874)	-0.000 (-0.118)
<i>SG</i>	0.007 ** (2.269)	0.005 * (1.857)	0.005 (1.182)	0.003 ** (1.986)
<i>Age</i>	-0.019 (-0.979)	0.026 (0.948)	0.044 (1.026)	-0.034 ** (-2.241)
<i>Ihr</i>	0.084 (0.585)	0.003 (0.023)	0.369 * (1.653)	0.232 ** (2.533)
<i>Inshare</i>	-0.216 ** (-2.162)	-0.082 (-0.732)	-0.108 (-0.514)	-0.063 (-0.931)
<i>Constant</i>	-4.585 *** (-8.511)	-3.565 *** (-6.925)	-4.726 *** (-4.483)	-5.579 *** (-16.695)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	3 051	3 056	940	6 117
<i>Adjusted R²</i>	0.302	0.340	0.241	0.162

念起源并发展于国外,在我国建设起步较晚,所以来自境外的投资者在进行投资决策时通常也会更加关注企业的 ESG 信息和表现,并且境外投资者也具有更加丰富的投资经验、强大的投资团队和专业化的投资能力,在信息搜集、处理与分析方面更具备经验和技术优势,并拥有更多的全球性私有信息^[62]。因此,即使面临 ESG 评级分歧,价值型机构投资者和境外投资者也能利用自身的信息渠道和信息加工优势,挖掘更多公司层面的特质信息,有效减少信息不对称,降低 ESG 评级分歧的干扰。

本文参考 Ferreira^[63]的研究,将合格境外投资者、基金以及社保视为价值型机构投资者,并加总持股比例,根据样本企业机构投资者持股按类型进行细分,如果价值型机构投资者持股比例高于中位数,则认为价值型投资者持股比例高;反之,

则认为价值型投资者持股比例低。另外,按上市公司是否属于沪深港通标的企业对样本进行分组。表8报告了按投资者能力分组后的回归结果,可以发现在价值型投资者持股比例低和非沪深港通标的组, *Disagreement* 的系数显著为正;而在价值型投资者持股比例高和沪深港通标的组, ESG 评级分歧对股价同步性的影响并不显著。上述结果表明当投资者具备较强的信息分析和处理能力时,能够有效缓解 ESG 评级分歧的负面效应。

表 8 异质性分析——投资者能力

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	价值型 投资者 持股比例高	价值型 投资者 持股比例低	沪深港 通标的	非沪深港 通标的
	SYN	SYN	SYN	SYN
<i>Disagreement</i>	0.004 (1.571)	0.011 *** (4.364)	0.002 (0.346)	0.009 *** (5.139)
<i>Roa</i>	0.394 (1.186)	1.322 *** (4.000)	0.809 (0.929)	1.015 *** (4.189)
<i>Size</i>	0.175 *** (9.029)	0.196 *** (10.197)	0.085 (1.565)	0.203 *** (14.757)
<i>Lev</i>	-0.185 (-1.484)	-0.079 (-0.570)	0.252 (0.805)	-0.194 ** (-2.034)
<i>Mb</i>	-0.000 (-0.003)	0.387 *** (2.912)	0.751 ** (2.026)	0.192 ** (2.079)
<i>Change</i>	0.119 *** (19.628)	0.130 *** (22.881)	0.117 *** (7.531)	0.127 *** (29.846)
<i>Analyst</i>	-0.000 (-0.010)	0.003 (1.060)	0.005 (1.230)	-0.001 (-0.484)
<i>SG</i>	0.009 *** (4.031)	-0.001 (-0.306)	0.007 (1.239)	0.002 (1.000)
<i>Age</i>	-0.023 (-1.114)	-0.035 * (-1.824)	-0.021 (-0.430)	-0.025 * (-1.685)
<i>Ihr</i>	0.031 (0.267)	0.523 *** (4.194)	0.202 (0.714)	0.267 *** (3.038)
<i>Inshare</i>	0.040 (0.476)	-0.308 *** (-3.178)	0.383 * (1.899)	-0.134 ** (-2.015)
<i>Constant</i>	-5.087 *** (-10.829)	-5.089 *** (-12.103)	-3.176 ** (-2.553)	-5.334 *** (-17.058)
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	3 527	3 528	518	6 539
<i>Adjusted R²</i>	0.149	0.193	0.194	0.166

六、拓展性分析

为进一步探究哪个维度的分歧会产生更多噪音,进而提高股价同步性。我们将 ESG 评级分歧拆分为 E(环境)、S(社会责任)和 G(公司治理)3 个维度,并根据各评级机构的各单项得分,计算各个维度的标准差,分别用 *Disagree_E*、*Disagree_S* 和 *Disagree_G* 表示。表 9 报告了将 ESG 拆分为各单

项评级分歧后的回归结果,可以发现 E、S、G 3 个维度的分歧都会提升股价同步性,但仅仅只有社会责任层面的分歧(*Disagree_S*)在 1% 的水平上显著为正,因此社会责任层面的分歧会带来更多的噪音信息。对于上述结果的解释,可能源于监管机构近年来对信息环境的要求更加严格,强制要求属于重点排污单位的上市公司披露主要环境信息,而相关政策的颁布能够显著提升企业的环境信息质量^[39-40],从而缓解环境评级分歧的干扰。此外,由于公司治理的发展历程更为悠久,相关信息较为规范^[2]。投资者可以从上市公司年报等其他渠道获取相应信息作为补充,也可以在一定程度上缓解公司治理的评级分歧,因而公司治理的评级分歧噪音更小。

表 9 单项指标评级分歧与股价同步性

序号	(1)	(2)	(3)
变量	SYN	SYN	SYN
<i>Disagree_E</i>	0.001 (0.720)	—	—
<i>Disagree_S</i>	—	0.005 *** (3.281)	—
<i>Disagree_G</i>	—	—	-0.002 (-1.365)
<i>Roa</i>	0.938 *** (3.228)	0.867 *** (2.961)	0.905 *** (3.116)
<i>Size</i>	0.185 *** (9.865)	0.187 *** (10.050)	0.214 *** (10.822)
<i>Lev</i>	-0.061 (-0.481)	-0.054 (-0.433)	-0.125 (-0.985)
<i>Mb</i>	0.370 *** (3.042)	0.350 *** (2.889)	0.329 *** (2.720)
<i>Change</i>	0.149 *** (30.395)	0.149 *** (30.292)	0.146 *** (29.642)
<i>Analyst</i>	0.003 * (1.892)	0.002 * (1.702)	0.003 ** (2.318)
<i>SG</i>	0.005 ** (2.429)	0.005 ** (2.459)	0.005 ** (2.442)
<i>Age</i>	-0.015 (-0.789)	-0.015 (-0.827)	-0.015 (-0.829)
<i>Ihr</i>	0.380 *** (3.361)	0.368 *** (3.252)	0.373 *** (3.314)
<i>Inshare</i>	-0.046 (-0.555)	-0.047 (-0.562)	-0.055 (-0.660)
<i>Constant</i>	-3.274 *** (-9.533)	-3.396 *** (-10.235)	-3.175 *** (-9.057)
<i>Year</i>	YES	YES	YES
<i>Industry</i>	YES	YES	YES
<i>N</i>	5 559	5 559	5 559
<i>Adjusted R²</i>	0.196	0.198	0.200

七、结论与政策建议

(一) 结论

第一,被评级企业的 ESG 评级分歧越大,其股价同步性就越高,该结论在经过更换被解释变量、工具变量法等稳健性检验后依然成立。

第二,通过机制检验发现,ESG 评级分歧会进一步加剧市场信息不对称,进而提高其股价同步性。

第三,当上市公司信息环境较好、投资者具备较强的信息解读和分析能力时,可以缓解 ESG 评级分歧产生的“噪音效应”。上述结论对于完善中国上市公司 ESG 信息披露制度和 ESG 表现评级标准提供了经验证据。

(二) 政策建议

第一,政府部门进一步完善 ESG 评级标准体系,有效反映上市公司 ESG 实践。ESG 评级分歧在全球范围内广泛存在,这给投资者决策带来很大的干扰。政府部门应建立科学的 ESG 评级标准体系,全面有效地对上市公司绿色转型与可持续发展成效进行评级,这将为投资者评估企业绿色与可持续发展表现提供重要依据;应完善 ESG 评级体系,兼顾国际规则与本土特色,谋求信息披露标准的可比性、兼容性和一致性。

第二,上市公司积极搭建 ESG 信息交流平台,改善信息环境。ESG 信息披露的制度建设和中国“双碳”战略息息相关,近年来逐步被纳入金融机构的业务管理流程和风险管理体系。ESG 评级分歧会恶化信息环境,降低资本市场定价效率。上市公司可设立投资者 ESG 信息交流平台,在聚焦主业的基础上,积极践行企业社会责任、环境和公司治理活动,加强与投资者的信息沟通,降低上市公司和投资者之间的信息不对称。

第三,设置 ESG 分类评级指标,提高评级透明度。资本市场对不同行业 ESG 信息披露及其分歧的关注度和关注点不同,以及上市公司不同的污染形式和不同的信息披露形式也会对评级分歧产生影响。因此,评级机构应有针对性的设计分类评级指标体系,以避免对于不同类型企业采用同样评级体系所造成的分歧,特别是在清洁能源、绿色制造、低碳交通和农业科技等重点 ESG 投资领

域,需要设计更为合理的评价指标,以引导资源支持上述行业的绿色转型。

参考文献:

- [1] BERG F, KOELBEL J F, RIGOBON R. Aggregate confusion: the divergence of ESG ratings [J]. *Review of finance*, 2022, 26(6): 1315-1344.
- [2] 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.
- [3] SERAFEIM G, YOON A. Stock price reactions to ESG news: the role of ESG ratings and disagreement [J]. *Review of accounting studies*, 2022: 1-31.
- [4] BURKE J J, HOITASH R, HOITASH U. Auditor response to negative media coverage of client environmental, social, and governance practices [J]. *Accounting horizons*, 2019, 33(3): 1-23.
- [5] 晓芳,兰风云,施雯,等. 上市公司的 ESG 评级会影响审计收费吗:基于 ESG 评级事件的准自然实验 [J]. *审计研究*, 2021(3): 41-50.
- [6] 王琳璘,廉永辉,董捷. ESG 表现对企业价值的影响机制研究 [J]. *证券市场导报*, 2022(5): 23-34.
- [7] 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.
- [8] 陈若鸿,赵雪延,金华. 企业 ESG 表现对其融资成本的影响 [J]. *科学决策*, 2022(11): 24-40.
- [9] CHATTERJI A, DURAND R, LEVINE D, et al. Do ratings of firms converge? implications for managers, investors and strategy researchers. [J]. *Strategic management*, 2016(8): 1597-1614.
- [10] KIMBROUGH M D, WANG X, WEI S, et al. Does voluntary ESG reporting resolve disagreement among ESG rating agencies [J]. *European accounting review*, 2022: 1-33.
- [11] 黄俊,郭照蕊. 新闻媒体报道与资本市场定价效率:基于股价同步性的分析 [J]. *管理世界*, 2014(5): 121-130.
- [12] 胡军,王甄. 微博、特质性信息披露与股价同步性 [J]. *金融研究*, 2015(11): 190-206.
- [13] 伊志宏,杨圣之,陈钦源. 分析师能降低股价同步性吗:基于研究报告文本分析的实证研究 [J]. *中国工业经济*, 2019(1): 156-173.
- [14] 李新丽,万寿义,张雪梅. 企业社会责任能降低股价同步性吗?:基于强制披露企业社会责任报告的准自然实验 [J]. *科学决策*, 2018(9): 1-27.
- [15] 王艳艳,于李胜,安然. 非财务信息披露是否能够改

善资本市场信息环境:基于社会责任报告披露的研究[J]. 金融研究,2014(8):178-191.

[16]许晨曦,杜勇,鹿瑶. 年报语调对资本市场定价效率的影响研究[J]. 中国软科学,2021(9):182-192.

[17]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.

[18]ROLL R. R^2 . [J]. Journal of finance,1988,43(3):541-566

[19]MORCK R, YEUNG B, YU W. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? [J]. Journal of financial economics, 2000, 58(1/2): 215-260.

[20]JIN L, MYERS S C. R^2 around the world: new theory and new tests[J]. Journal of financial economics, 2006, 79(2): 257-292.

[21]HUTTON A P, MARCUS A J, TEHRANIAN H. Opaque financial reports, R^2 , and crash risk[J]. Journal of financial economics, 2009, 94(1): 67-86.

[22]巫岑,饶品贵,岳衡. 注册制的溢出效应:基于股价同步性的研究[J]. 管理世界,2022,38(12):177-202.

[23]侯宇,叶冬艳. 机构投资者、知情人交易和市场效率:来自中国资本市场的实证证据[J]. 金融研究,2008(4):131-145.

[24]BUSHMAN R M, PIOTROSKI J D, SMITH A J. What determines corporate transparency? [J]. Journal of accounting research, 2004, 42(2): 207-252.

[25]WEST K D. Dividend innovations and stock price volatility [J]. Econometrica: journal of the econometric society, 1988,56(1): 37-61.

[26]LEE D W, LIU M H. Does more information in stock price lead to greater or smaller idiosyncratic return volatility? [J]. Journal of banking & finance, 2011, 35(6): 1563-1580.

[27]王亚平,刘慧龙,吴联生. 信息透明度、机构投资者与股价同步性[J]. 金融研究,2009(12):162-174.

[28]周林洁. 公司治理、机构持股与股价同步性[J]. 金融研究,2014(8):146-161.

[29]LIU M. Quantitative ESG disclosure and divergence of ESG ratings[J]. Frontiers in psychology, 2022: 4591.

[30]BRANDON R G, KRUEGER P, SCHMIDT P S. ESG rating disagreement and stock returns[J]. Financial analysts journal, 2021, 77(4): 104-127.

[31]AVRAMOV D, CHENG S, LIOUI A, et al. Sustainable investing with ESG rating uncertainty[J]. Journal of financial

economics, 2022, 145(2): 642-664.

[32]胡元木,谭有超. 非财务信息披露:文献综述以及未来展望[J]. 会计研究,2013(3):20-26,95.

[33]杜勇,孙帆,邓旭. 共同机构所有权与企业盈余管理[J]. 中国工业经济,2021(6):155-173.

[34]龚启辉,吴联生,王亚平. 两类盈余管理之间的部分替代[J]. 经济研究,2015,50(6):175-188,192.

[35]谢获宝,刘芬芬,惠丽丽. 能力不足还是独立性缺失:基于污点审计师审计质量的实证检验[J]. 审计研究,2018(3):71-79.

[36]凌华,徐怀宁,李珮,等. 企业数字化转型能抑制审计风险吗? [J]. 科学决策,2022(10):33-47.

[37]徐浩峰,侯宇. 信息透明度与散户的交易选择:基于深圳证券交易所上市公司的实证研究[J]. 金融研究,2012(3):180-190,192,191.

[38]胡聰慧,刘玉珍,吴天琪,等. 有限注意、行业信息扩散与股票收益 [J]. 经济学(季刊), 2015, 14(3): 1173-1192.

[39]毕茜,彭珏,左永彦. 环境信息披露制度、公司治理和环境信息披露[J]. 会计研究,2012(7):39-47,96.

[40]刘亦文,阳超,周韶成,等. 绿色信贷政策对企业环境信息披露的影响研究[J]. 统计研究,2022,39(11):73-87.

[41]BARRON O E, KIM O, LIM S C, et al. Using analysts' forecasts to measure properties of analysts' information environment[J]. Accounting review, 1998,73(4): 421-433.

[42]LOUIS H, SUN A X, URCAN O. Do analysts sacrifice forecast accuracy for informativeness? [J]. Management science, 2013, 59(7): 1688-1708.

[43]徐高彦,高歌. 分析师预测分歧是市场情绪洪流的“漫水桥”吗:基于股价崩盘风险的视角[J]. 现代经济探讨,2022(2):52-67.

[44]肖争艳,谢聪,陈彦斌. 股票网络平台中的噪音会影响股价同步性吗[J]. 经济理论与经济管理,2021,41(10):65-80.

[45]王化成,张修平,侯粲然,等. 企业战略差异与权益资本成本:基于经营风险和信息不对称的中介效应研究[J]. 中国软科学,2017(9):99-113.

[46]张永坤,李小波,邢铭强. 企业数字化转型与审计定价[J]. 审计研究,2021(3):62-71.

[47]朱红军,何贤杰,陶林. 中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗:基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J]. 金融研究,2007(2):110-121.

[48]周开国,李涛,张燕. 董事会秘书与信息披露质量[J]. 金融研究,2011(7):167-181.

[49]林长泉,毛新述,刘凯璇. 董秘性别与信息披露质量:

- 来自沪深 A 股市场的经验证据[J]. 金融研究, 2016(9): 193-206.
- [50] KIM O, VERRECCHIA R E. The relation among disclosure, returns and trading [J]. *The accounting review*, 2001, 76(4): 633-654.
- [51] 孟祥革, 陆阳. 宏观经济政策、会计信息可比性与分析师预测[J]. 科学决策, 2023(5): 24-41.
- [52] HOPE O. Analyst following and the influence of disclosure components, IPOs and ownership concentration[J]. *Asiatic journal of accounting & economics*, 2003, 10(2): 117-141.
- [53] 方军雄. 我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测[J]. 金融研究, 2007(6): 136-148.
- [54] 吴锡皓, 胡国柳. 不确定性、会计稳健性与分析师盈余预测[J]. 会计研究, 2015(9): 27-34, 96.
- [55] 辛清泉, 孔东民, 郝颖. 公司透明度与股价波动性[J]. 金融研究, 2014(10): 193-206.
- [56] 徐寿福, 徐龙炳. 信息披露质量与资本市场估值偏误[J]. 会计研究, 2015(1): 40-47, 96.
- [57] 王艳艳, 陈汉文. 审计质量与会计信息透明度: 来自中国上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2006(4): 9-15.
- [58] 史永, 李思昊. 关联交易、机构投资者异质性与股价崩盘风险研究[J]. 中国软科学, 2018(4): 123-131.
- [59] 张新民, 金瑛, 刘思义, 等. 互动式信息披露与融资环境优化[J]. 中国软科学, 2021(12): 101-113.
- [60] JO H, HARJOTO M A. The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility [J]. *Journal of business ethics*, 2012, 106(1): 53-72.
- [61] 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.
- [62] 连立帅, 朱松, 陈关亭. 资本市场开放、非财务信息定价与企业投资: 基于沪深港通交易制度的经验证据[J]. 管理世界, 2019, 35(8): 136-154.
- [63] FERREIRA M A, MATOS P. The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world [J]. *Journal of financial economics*, 2008, 88(3): 499-533.

(本文责编: 海 洋)

(上接第 42 页)

- [21] BASKIN K. Corporate DNA: organizational learning, corporate co-evolution [J]. *Emergence*, 2000, 2(1): 34-49.
- [22] AURIK J C, JONK G J, WILLEN R E. Rebuilding the corporate genome: unlocking the real value of your business [M]. New York: John Wiley & Sons, 2003: 1-6.
- [23] VOHORA A, WRIGHT M, LOCKETT A, et al. Critical junctures in the development of university high-tech spinout companies [J]. *Research policy*, 2004, 33(1): 147-175.
- [24] FERNANDEZ-ALLES M, CAMELO-ORDAZ C, FRANCO-LEAL N, et al. Key resources and actors for the evolution of academic spin-offs [J]. *Journal of technology transfer*, 2015, 40(6): 976-1002.
- [25] HOSSINGER S M, CHEN X, WERNER A, et al. Drivers, barriers and success factors of academic spin-offs: a systematic literature review [J]. *Management review quarterly: systematic literature reviews, meta-analyses, and replication studies*, 2020, 70(2): 97-134.
- [26] VISINTIN F, PITTINO D. Founding team composition and early performance of university-based spin-off companies [J]. *Technovation*, 2014, 34(1): 31-43.
- [27] BASKIN K. DNA for corporations: organizations learn to adapt or die [J]. *Futurist*, 1995, 29(1): 68.
- [28] 李钢. 基于企业基因视角的企业演化机制研究 [D]. 上海: 复旦大学, 2006: 31-48.
- [29] 薛晓芳, 孙林岩, 霍晓霞. 多种群协同进化策略下的虚拟企业基因重组 [J]. *运筹与管理*, 2009, 18(3): 138-143.
- [30] 潘超平, 傅贤治. 中小企业成长的遗传与变异过程 [J]. *华东经济管理*, 2007(8): 87-90.
- [31] TIMMONS J A, SPINELLI S. New venture creation: entrepreneurship for the 21st century [M]. Boston: McGraw-Hill/Irwin, 2004: 43-53.
- [32] 毛基业, 陈诚. 案例研究的理论构建: 艾森哈特的新洞见: 第十届“中国企业管理案例与质性研究论坛(2016)”会议综述 [J]. *管理世界*, 2017(2): 135-141.
- [33] YIN R K. Case study research: design and methods [M]. California: Sage, 2009: 40-45.
- [34] JAIN S, GERARD G, MARK M, et al. Academics or entrepreneurs? Investigating role identity modification of university scientists involved in commercialization activity [J]. *Research policy*, 2009, 38(6): 922-935.

(本文责编: 润 泽)