

ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性

周泽将¹, 谷文菁¹, 伞子瑶²

- (1. 安徽大学商学院, 安徽 合肥 230601;
2. 首都经济贸易大学工商管理学院, 北京 100070)

摘要: ESG 评级是分析师盈余预测的重要参考依据, 然而不同评级机构提供的评级信息却存在较大分歧。基于此, 以中国资本市场 2009—2021 年 A 股上市公司为样本, 实证检验 ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的影响。研究发现: (1) ESG 评级分歧显著降低了分析师盈余预测准确性。(2) 机制检验显示, ESG 评级分歧通过增加分析师信息处理成本, 进而对盈余预测准确性产生负向影响。(3) 异质性分析表明, 经济政策不确定性会加剧 ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的消极影响, 而良好的内部控制能够缓解 ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的负向影响。(4) 经济后果检验揭示, ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的抑制作用加剧了企业融资约束。研究结论有助于深入理解 ESG 评级分歧的信息价值和经济后果, 同时丰富了分析师盈余预测质量影响因素的相关文献。

关键词: ESG 评级分歧; 分析师盈余预测准确性; 信息处理成本; 经济政策不确定性; 内部控制

中图分类号: F272 **文献标识码:** A **文章编号:** 1005-0566(2023)10-0164-13

ESG rating divergence and analysts' earnings forecast accuracy

ZHOU Zejiang¹, GU Wenjing¹, SAN Ziyao²

- (1. School of Business, Anhui University, Hefei 230601, China;
2. College of Business Administration, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China)

Abstract: ESG ratings are an important reference basis for analysts' earnings forecasts, yet there is a wide divergence in the rating information provided by different rating agencies. Based on this, this paper empirically examines the impact of ESG rating divergence on the accuracy of analysts' earnings forecasts using a sample of A-share listed companies in the Chinese capital market from 2009 to 2021. The research shows that: (1) ESG rating divergence significantly reduces analysts' earnings forecast accuracy. (2) Mechanism test shows that ESG rating divergence has a negative impact on earnings forecast accuracy by increasing the information processing cost of analysts. (3) Heterogeneity analysis shows that economic policy uncertainty will exacerbate the negative impact of ESG rating divergence on the accuracy of analysts' earnings forecasts, while good internal control can mitigate the negative impact of ESG rating divergence on the accuracy of analysts' earnings forecasts. (4) The economic consequences test reveals that the dampening effect of ESG rating divergence on the accuracy of analysts' earnings forecasts exacerbates corporate finance constraints. The findings contribute to a deeper understanding of the informational value and economic consequences of ESG rating divergence,

收稿日期: 2023-07-16 修回日期: 2023-09-26

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(72172001, 71772001); 安徽省自然科学基金优秀项目(2208085Y22); 安徽省高校杰出青年项目(2022AH020001); 首都经济贸易大学新入职青年教师科研启动基金项目(XRZ2022015)。

作者简介: 周泽将(1983—), 男, 安徽枞阳人, 安徽大学商学院教授、博士生导师, 管理学博士, 研究方向为资本市场会计与财务问题。
通信作者: 伞子瑶。

while enriching the literature on the factors influencing the quality of analysts' earnings forecasts.

Key words: ESG rating divergence; analysts' earnings forecast accuracy; information processing cost; economic policy uncertainty; internal control

ESG 评级是从环境、社会 and 治理 3 个维度对企业可持续发展能力进行综合评价的一种方式, 现已成为国际社会衡量企业绿色可持续发展水平的重要指标^[1]。目前, 环境和社会风险对金融机构和投资者造成的冲击不断加剧, 可持续发展理念成为广泛共识, 越来越多的投资者将 ESG 评级视为投资决策的参考依据^[2-4]。同时, 监管部门也对 ESG 展现出了极大的关注, 2022 年 4 月, 证监会发布《上市公司投资者关系管理工作指引》, 明确指出将 ESG 信息作为投资者关系管理中上市公司与投资者沟通的内容之一。显然, 资本市场参与者对企业 ESG 评级的重视程度日益提升。目前, 中国大约有 20 家评级机构对上市公司进行 ESG 评级^[5], 但不同评级机构对同一家企业 ESG 表现的评级存在较大分歧。以贵州茅台为例, 2021 年第三季度, MSCI 对贵州茅台的 ESG 评级是最低档——CCC 级, 而 Wind 给出的 ESG 评级则是 BB, 位于 7 档评级中的第 5 档。究其原因, ESG 信息披露不具备强制性, 且 ESG 信息披露制度和评价体系尚未达成共识, 缺乏统一的标准^[6], 所以各评级机构很容易因拥有的信息集不同或对信息的不同解释而产生分歧^[7]。现有研究指出, 不同评级机构的 ESG 评级之间的相关性仅在 0.38~0.71 范围内^[8], 这种 ESG 评级分歧可能会干扰信息的可靠性和价值, 削弱评级的有效性, 并且对风险收益权衡、社会效益^[9]、未来股票回报预测^[10]等产生消极影响, 进而影响投资者的判断和决策^[11]。鉴于此, 深入探究 ESG 评级分歧是否会对资本市场其他信息使用者的行为产生影响具有一定的现实意义。

作为资本市场重要的信息中介, 证券分析师在优化资本市场信息环境以及提高投资者决策质量方面发挥着积极作用, 进行盈余预测并提供专业建议则是其发挥作用的主要方式^[12]。分析师在盈余预测的过程中, 虽然主要利用的是企业公开披露的财务信息, 但对非财务信息的关注度也逐

渐提高^[13]。ESG 评级作为典型的非财务信息, 提供了企业可持续发展和未来价值等方面的增量信息, 是财务信息的有效补充^[14-15], 并且在当前投资者愈发重视企业 ESG 表现的背景下, 分析师对 ESG 的关注度也日益增加^[16-17]。换言之, ESG 评级是分析师盈余预测的重要参考。然而, 不同评级机构提供的 ESG 评级之间存在较大的分歧, 这会干扰分析师的判断, 进而影响盈余预测准确性。理论而言, ESG 评级存在分歧说明评级信息的复杂度和不确定性较高, 削弱了评级信息对盈余预测的参考价值^[18], 致使分析师需要付出更多的时间和精力去解读分析信息, 信息处理成本随之增加, 导致注意力有限的分析师对其他重要信息的关注和处理效率下降^[19], 进而影响盈余预测结果。依循此逻辑, ESG 评级分歧可能会降低分析师盈余预测的准确性。已有研究仅关注了某一个评级机构提供的 ESG 评级信息对分析师盈余预测准确性的影响, 尚未关注到评级分歧是否会影响盈余预测准确性, 这也为本文的研究提供了契机。

基于上述思考, 本文以中国资本市场 2009—2021 年 A 股上市公司为研究样本, 实证检验 ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的影响。研究表明, ESG 评级分歧通过增加分析师信息处理成本, 进而导致盈余预测准确性下降。此外, 由于外部宏观环境和企业内部治理环境均会对分析师信息获取和处理产生一定的影响^[20-21], 进而有可能作用于 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性之间的关系。基于此, 本文探讨了不同的外部和内部环境条件, 即经济政策不确定性和内部控制在其中发挥的调节作用。最后, 通过经济后果检验探究 ESG 评级分歧是否通过降低分析师盈余预测准确性进而增加企业融资约束。

一、文献回顾、理论分析与研究假设

(一) 文献回顾

1. ESG 评级分歧的成因及经济后果

各评级机构提供的 ESG 评级是衡量企业 ESG

表现的主要来源,现已成为实务界和学术界关注的重点。然而,最近的学术研究和媒体指出企业 ESG 评级存在较大分歧^[8,22]。基于此,国外学者开始关注 ESG 评级分歧的原因及经济后果。关于 ESG 评级分歧的形成原因:首先,由于 ESG 评价体系缺乏统一的标准,各评级机构在评价企业 ESG 表现时存在较强的主观判断。Berg 等^[8]结合 6 家著名评级机构的数据,研究发现不同评级机构在度量、范围和权重 3 个方面的差异导致了 ESG 评级分歧的产生,其中度量差异是主要驱动因素。其次,信息披露也是影响 ESG 评级分歧的重要因素,已有文献探究了企业 ESG 信息披露对 ESG 评级分歧的影响,得出了截然相反的结论。Christensen 等^[23]认为更多的 ESG 信息披露增加了评级机构采取不同的指标来评估同一问题的可能性,从而导致 ESG 评级分歧更大。而 Kimbrough 等^[18]则认为自愿提供 ESG 报告的公司向外界传递了更多的信息,因而有利于降低 ESG 评级分歧。关于 ESG 评级分歧的经济后果,学者们普遍认为 ESG 评级分歧会带来一系列负面后果。Avramov 等^[9]研究发现 ESG 评级分歧会导致更高的市场风险感知、更高的市场溢价和更低的投资需求,并且对风险回报权衡、社会效益和经济福利产生负面影响。刘向强等^[24]研究发现 ESG 评级分歧存在“噪音效应”,会显著提高企业股价同步性。此外,ESG 评级分歧会加大收益波动,导致企业从外部获取资金的难度增加,而更依赖于内部融资^[23]。

2. 分析师盈余预测准确性的影响因素

分析师进行盈余预测的前提是掌握信息,而信息获取和信息质量则与分析师个人特征和企业信息披露密切相关。从分析师个人层面来看,分析师的个人能力、工作经验以及行业专长可以帮助其获取并解读信息,有助于提高盈余预测的准确性^[25-27]。另外,分析师实地调研、参加管理层电话会议等能够使其获取更多真实可靠的信息,进而提高盈余预测的准确性^[28-29]。从企业信息披露层面来看,企业信息披露透明度越高,越有利于分析师获得量多质优的信息,进而提高盈余预

测准确性^[20]。已有研究证实,企业财务信息披露质量越高,分析师获得的信息越真实公允,盈余预测的准确性越高^[30]。Dhaliwal 等^[14]建设性地将研究视角转向非财务信息,以企业 CSR 报告披露为例,研究发现企业 CSR 报告披露能够提高分析师盈余预测的准确性,说明非财务信息可以作为财务信息的重要补充,为分析师盈余预测提供增量信息。在此基础上,学者们围绕非财务信息对分析师预测行为的影响展开了大量研究,如前瞻性信息、研发创新信息、ESG 评级信息等。刘瑶瑶等^[31]研究发现,前瞻性信息披露传递出企业发展的特质信息,能够缓解信息不对称、促进分析师调研,进而提高分析师预测准确性。与研发创新有关的信息披露,如授权前的专利信息披露、研发活动相关的文本信息披露均能够提高分析师预测准确性^[32-33]。此外,ESG 评级作为衡量企业非财务表现的关键指标,具备一定的信息价值,能够成为财务信息的有效补充,进而有利于提高分析师关注和盈余预测质量^[15]。

通过对上述相关文献的梳理,可以发现有关 ESG 评级分歧的研究仍较为缺乏,并且仅有部分国外学者关注了 ESG 评级分歧对投资者和企业融资的影响,国内学者则较少对 ESG 评级分歧这一领域展开深入探究。有关非财务信息披露对分析师预测行为的影响研究较为丰富,但已有研究仅根据某个评级机构提供的 ESG 评级来探究其对分析师盈余预测准确性的影响,忽略了 ESG 评级分歧可能会干扰分析师的判断,进而影响其预测行为,这也为本文提供了研究契机。

(二) 理论分析与研究假设

ESG 评级是资本市场参与者了解企业 ESG 表现的主要方式,提供了有关企业环境、社会和治理表现的增量信息,能够反映企业价值和可持续发展能力,具有较高的信息含量,因此分析师作为资本市场的信息中介,也会切实关注企业的 ESG 评级并将其作为盈余预测的参考^[34]。通常而言,ESG 评级高的企业,分析师盈余预测准确性更高^[15]。但是,由于缺乏统一的评价标准,不同的评级机构对同一企业的 ESG 表现有着不一致的理解

和评估,ESG 评级存在较大差异,分析师盈余预测的准确性可能会因此受到影响。

其一,当企业的 ESG 评级存在分歧时,评级结果很难准确反映企业实际的 ESG 表现^[8],阻碍了分析师对信息的理解和使用,这也意味着评级信息的有效性被削弱^[18],难以为盈余预测提供有价值的信息参考。因此,分析师需要付出更多的时间和精力去搜寻和解读企业实际 ESG 表现,随之增加的信息处理成本将会导致分析师盈余预测效率降低,准确性下降^[35]。

其二,基于信号传递理论,ESG 评级分歧蕴含的企业 ESG 表现不确定性可能会导致较高的市场感知风险^[9]和更大的收益波动^[24],使分析师难以根据以往经验做出正确判断,预测的难度和成本增加^[36],进而导致分析师对信息做出反应的灵敏度减弱,盈余预测准确性下降^[37]。

其三,基于有限关注理论,个体的注意力和能力是有限的,无法对所有事情都付诸同等的精力和精力^[38],接收过多的信息容易使其分心^[39]。分析师同样面临注意力有限问题,ESG 评级存在分歧意味着评级信息的复杂度和不确定性较高。一方面,这种含“噪音”的评级信息增加了分析师处理和解读的成本,会分散和消耗分析师有限的注意力,使其相对降低对其他有价值信息的关注度和处理效率^[19],进而造成盈余预测准确性下降;另一方面,ESG 评级存在分歧使得分析师面临较差的预测环境,难以完全解读不确定性高的评级信息^[40],这可能会使分析师更倾向于将有限的注意力分配给信息环境好的企业^[41],相对减少对评级分歧较大企业的精力投入,进而造成盈余预测准确性降低。

综上所述,本文合理预期 ESG 评级分歧会增加分析师的信息处理成本,进而导致盈余预测准确性下降。基于此,本文提出如下假设:

H1:限定其他条件,ESG 评级分歧越大,分析师盈余预测准确性越低。

二、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以中国资本市场 2009—2021 年 A 股上

市公司为研究样本,并按照惯例对样本进行如下处理:①剔除处于 ST、*ST 等异常交易状态的样本;②删除金融保险行业上市公司样本;③删除关键变量缺失的样本。对于分析师预测数据,仅保留分析师预测报告发布日在当年年报发布日之前与上一年年报发布日之后的样本;若同一分析师在同一年内对同一企业进行了多次盈余预测,则仅保留最后一次预测^[42],最终本文共获得 19 538 个公司—年度观测值。为了避免极端值的影响,对所有连续变量进行了 1% 和 99% 的 Winsorize 缩尾处理。数据来源方面,ESG 数据取自 Wind 数据库中华证 ESG 评级、彭博数据库、商道融绿 ESG 评级、和讯网以及 CNRDS 数据库,其他数据均来自于 CSMAR 数据库,统计分析软件为 Stata 16.0。

(二)模型设定与变量定义

为了检验 ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的影响,构建如下模型(1):

$$FERROR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGU_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 SOE_{i,t} + \beta_9 RET_{i,t} + \beta_{10} FIRST_{i,t} + \beta_{11} BIG4_{i,t} + \beta_{12} ANAT_{i,t} + \beta_{13} INST_{i,t} + \beta_{14} HORIZON_{i,t} + YEAR + FIRM + \varepsilon \quad (1)$$

根据上文理论分析,本文预期 ESGU 的系数 β_1 显著大于 0,表明 ESG 评级分歧会增加分析师盈余预测偏差,即降低分析师盈余预测准确性。

(1)被解释变量:分析师盈余预测偏差(*FERROR*)。参考 Duru 等^[43]、褚剑等^[44]的研究,采用分析师盈余预测偏差来反映分析师盈余预测准确性,具体计算方式为:

$$FERROR_{i,t} = Abs (MeanFEPS_{i,t} - MEPS_{i,t}) / P_{i,t} \quad (2)$$

式(2)中,*MeanFEPS_{i,t}*为所有分析师在第 *t* 年对公司 *i* 每股收益预测的均值,*MEPS_{i,t}*为公司 *i* 第 *t* 年的实际每股收益,*P_{i,t}*为公司 *i* 第 *t* 年年初的股票价格。*FERROR* 越大,分析师预测偏差越大,准确性越低。

(2)解释变量:ESG 评级分歧(*ESGU*)。参考 Avramov 等^[9]的做法,采用 5 家评级机构的标准差来衡量 ESG 评级分歧。具体处理过程如下:①初始数据处理。将华证、彭博、商道融绿、和讯网以

及 CNRDS 对上市公司的 ESG 评级/评分结果统一为评分的形式,以确保各评级结果之间的可比性。②排序处理。按年对各评级机构所评价企业的 ESG 评分进行排序,得分越高的企业排名越大,得分相同的企业排名相同。③标准化处理。将各评级机构所评价企业的排名采用极差标准化法进行标准化处理。④形成成对评级分歧。计算某企业每两个评级机构标准化排名的标准差,作为成对评级分歧,由此形成 10 个评级者对,取这 10 个成对评级分歧的均值作为该企业该年度的 ESG 评级分歧(*ESGU1*)^①。此外,本文直接取 5 个评级机构标准化排名的标准差作为该年度该企业 ESG 评级分歧的另一种衡量方式(*ESGU2*)。

(3)控制变量。参考现有研究^[44-45],选择如下控制变量:①公司特征变量。企业规模 *SIZE*、资产负债率 *LEV*、盈利能力 *ROA*、成长能力 *GROWTH*、市账比 *MB*、上市年限 *AGE*、产权性质 *SOE*、年个股回报率 *RET*。②公司治理变量。股权集中度 *FIRST*、是否四大审计 *BIG4*、分析师跟踪 *ANAT*、机构投资者持股 *INST*。③分析师特征变量。预测区间 *HORIZON*。此外,本文还控制了年份固定效应和公司固定效应。详细的变量定义和说明如表 1 所示。

三、实证结果

(一)描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。*FERROR* 的均值为 0.024,标准差为 0.029,最小值为 0.000,最大值为 0.188,表明分析师对不同企业的盈余预测准确性差异较大。*ESGU* 的最小值为 0.004(0.004),最大值为 0.414(0.425),二者之间的差值较大,表明不同企业的 ESG 评级分歧存在较大差异。控制变量中,产权性质 *SOE* 的均值为 0.399,表明样本中有 39.9%的企业具备国有控股性质;股权集中度 *FIRST* 的均值为 0.361,表明上市公司“一股独大”现象较普遍;四大审计 *BIG4* 的

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	分析师盈余预测偏差	<i>FERROR</i>	分析师预测的每股收益与当年实际每股收益之差的绝对值,再除以预测年初的股票价格
解释变量	ESG 评级分歧	<i>ESGU1</i>	所有评级者对的成对评级分歧的均值
		<i>ESGU2</i>	当年对企业进行评级的所有评级机构所提供排名的标准差
控制变量	企业规模	<i>SIZE</i>	期末总资产的自然对数
	资产负债率	<i>LEV</i>	总负债/总资产
	盈利能力	<i>ROA</i>	净利润/总资产
	成长能力	<i>GROWTH</i>	(当年营业收入 - 上一年营业收入)/上一年营业收入
	市账比	<i>MB</i>	市场价值与账面价值的比值
	上市年限	<i>AGE</i>	企业成立年限加 1 后的自然对数
	产权性质	<i>SOE</i>	国有企业赋值为 1,非国有企业赋值为 0
	年个股回报率	<i>RET</i>	考虑现金红利再投资的年个股回报率
	股权集中度	<i>FIRST</i>	第一大股东持股数/总股数
	是否四大审计	<i>BIG4</i>	若公司为四大事务所审计则赋值为 1,否则为 0
	分析师跟踪	<i>ANAT</i>	跟踪公司的分析师人数加 1 的自然对数
	机构投资者持股	<i>INST</i>	机构投资者持股数量/总股数
	预测区间	<i>HORIZON</i>	分析师预测报告发布日距年报披露日间隔天数平均数的自然对数

表 2 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	1/4 分位	中位数	3/4 分位	最大值
<i>FERROR</i>	19 538	0.024	0.029	0.000	0.008	0.016	0.028	0.188
<i>ESGU1</i>	19 538	0.166	0.094	0.004	0.093	0.162	0.230	0.414
<i>ESGU2</i>	19 538	0.178	0.101	0.004	0.098	0.175	0.251	0.425
<i>SIZE</i>	19 538	22.507	1.346	20.166	21.527	22.310	23.302	26.525
<i>LEV</i>	19 538	0.431	0.200	0.054	0.270	0.428	0.583	0.858
<i>ROA</i>	19 538	0.049	0.051	-0.142	0.021	0.044	0.074	0.205
<i>GROWTH</i>	19 538	0.204	0.384	-0.456	0.011	0.134	0.300	2.414
<i>MB</i>	19 538	3.891	2.344	1.297	2.381	3.265	4.599	14.928
<i>SOE</i>	19 538	0.399	0.490	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>AGE</i>	19 538	2.158	0.758	0.693	1.609	2.303	2.833	3.296
<i>RET</i>	19 538	0.159	0.546	-0.562	-0.215	0.0250	0.379	2.351
<i>FIRST</i>	19 538	0.361	0.150	0.100	0.241	0.343	0.464	0.753
<i>BIG4</i>	19 538	0.081	0.273	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>ANAT</i>	19 538	2.050	0.909	0.693	1.386	2.079	2.773	3.871
<i>INST</i>	19 538	0.475	0.250	0.008	0.274	0.510	0.674	0.920
<i>HORIZON</i>	19 538	5.619	0.224	4.804	5.520	5.643	5.754	6.064

① 由于部分企业不是 5 个评级机构都对其进行评级,因此无法形成 10 个评级者对。具体地,对于只获得一个评级机构评价的企业,无法形成评级者对;对于获得两个评级机构评价的企业,则形成 1 个评级者对。以此类推,获得 5 个评级机构评价的企业,则形成 10 个评级者对。

均值为 0.081,说明平均有 8.1% 的上市公司选择四大事务所进行审计;分析师跟踪 *ANAT* 的均值为 2.050,表明平均每家公司大约有 $6(=e^{2.050}-1)$ 个分析师对其进行跟踪。其他控制变量的描述性统计与现有研究基本一致。

(二) Pearson 相关性分析

表 3 报告了主要变量的 Pearson 相关性分析结果。*FERROR* 与 *ESGU1*、*ESGU2* 之间的 Pearson 相关系数均在 1% 的水平上显著为正,基本表明 ESG 评级分歧与分析师盈余预测偏差之间存在正相关关系,即 ESG 评级分歧越大,分析师盈余预测偏差越大,准确性越低,初步支持了研究假设。二者之间的具体关系还需通过下文的回归分析进一步检验。

表 3 主要变量的 Pearson 相关性分析

变量	<i>FERROR</i>	<i>ESGU1</i>	<i>ESGU2</i>
<i>FERROR</i>	1	—	—
<i>ESGU1</i>	0.074 ***	1	—
<i>ESGU2</i>	0.071 ***	0.989 ***	1

(三) 主回归分析

为了克服个体效应对研究结论的影响,本文采用固定效应模型进行回归分析,结果如表 4 所示。第(1)列、第(3)列为仅控制年份和公司固定效应的回归结果。具体地,*ESGU1* 与 *FERROR* 在 1% 的水平上显著正相关(系数 = 0.033, *t* 值 = 9.795),*ESGU2* 与 *FERROR* 在 1% 的水平上显著正相关(系数 = 0.031, *t* 值 = 9.485)。第(2)列、第(4)列报告了加入控制变量后的回归结果。具体地,*ESGU1* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正(系数 = 0.024, *t* 值 = 8.768),*ESGU2* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正(系数 = 0.023, *t* 值 = 8.835)。上述结果联合表明,ESG 评级分歧增加了分析师预测偏差,显著降低了分析师盈余预测准确性,研究假设 H1 得到支持。其原因主要在于,ESG 评级分歧削弱了评级信息对分析师盈余预测的参考价值,并且意味着评级信息的“噪音”和复杂性较大,这增加了分析师处理和解读信息的成本,使注意力有限的分析师对其他有价值的信息的关注和分析不足,由此导致盈余预测准确性下降。

表 4 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性

变量	<i>FERROR</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>ESGU1</i>	0.033 *** (9.795)	0.024 *** (8.768)	—	—
<i>ESGU2</i>	—	—	0.031 *** (9.485)	0.023 *** (8.835)
<i>SIZE</i>	—	-0.000 (-0.004)	—	-0.000 (-0.118)
<i>LEV</i>	—	0.005 (1.433)	—	0.005 (1.466)
<i>ROA</i>	—	-0.335 *** (-27.341)	—	-0.336 *** (-27.390)
<i>GROWTH</i>	—	-0.002 *** (-3.753)	—	-0.002 *** (-3.721)
<i>MB</i>	—	0.001 *** (2.899)	—	0.001 *** (2.863)
<i>SOE</i>	—	0.003 (1.237)	—	0.003 (1.238)
<i>AGE</i>	—	-0.004 *** (-3.577)	—	-0.004 *** (-3.590)
<i>RET</i>	—	0.005 *** (7.532)	—	0.005 *** (7.547)
<i>FIRST</i>	—	-0.005 (-1.158)	—	-0.005 (-1.153)
<i>BIG4</i>	—	-0.002 (-0.971)	—	-0.002 (-0.985)
<i>ANAT</i>	—	0.001 * (1.929)	—	0.001 * (1.908)
<i>INST</i>	—	-0.009 *** (-3.229)	—	-0.009 *** (-3.221)
<i>HORIZON</i>	—	0.010 *** (10.443)	—	0.010 *** (10.445)
<i>Constant</i>	0.019 *** (11.410)	-0.016 (-0.896)	0.020 *** (12.171)	-0.014 (-0.752)
<i>YEAR/FIRM</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	19 538	19 538	19 538	19 538
<i>Adj_R²</i>	0.080	0.307	0.080	0.307

注:***、**、* 分别表示在 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.10$ 有统计学意义;括号内的 *t* 值均经过公司层面的 cluster 调整。下同。

(四) 稳健性检验

1. 工具变量法

分析师发布的盈余预测报告具有一定的信息含量,可能会成为评级机构评级的参考,进而影响各评级机构对企业的 ESG 评级,因此 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性之间可能存在互为因果的内生性问题。参考刘向强等^[24]的做法,选择同年度同行业 ESG 评级分歧的均值以及同年度同地区 ESG 评级分歧的均值作为工具变量,采用两阶段最小二乘法进行内生性检验。Kleibergen-Paap rk Wald F 的统计量均明显大于相应的 Stock-Yogo 临界值,说明不存在弱工具变量问题。Kleibergen-Paap rk LM 统计量对应的 *P* 值均为 0.000,显著拒绝不可识别的原假设,表明不存在工具变量无法识别的问题。表 5 第(1)列、第(2)列的回归结果显示,

ESGU1 和 ESGU2 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正,以上结果表明控制内生性问题后,ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性之间的负向关系依然稳定存在,进一步支持了本文的研究假设。

2. 倾向得分匹配法

本文进一步采用倾向得分匹配法(PSM)来缓解模型中可能存在的样本自选择问题。具体地,以 ESG 评级分歧(ESGU)的中位数为界,将高于中位数的样本组设为 1,低于中位数的样本组设为 0;依据企业规模 SIZE、资产负债率 LEV、盈利能力 ROA、市账比 MB、分析师跟踪 ANAT、机构投资者持股比例 INST、预测区间 HORIZON 以及年份和行业虚拟变量进行 Logit 回归,并计算倾向得分值,然后按照 1:1 最近邻匹配法进行匹配。表 5 第(3)列、第(4)列报告了匹配后的回归结果,ESGU1 和 ESGU2 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正,表明在控制样本自选择偏差后,本文的研究结论依然成立。

表 5 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性:
工具变量法与倾向得分匹配法

变量	工具变量法		倾向得分匹配法	
	FERROR		FERROR	
	(1)	(2)	(3)	(4)
ESGU1	0.024 *** (3.772)	—	0.026 *** (6.465)	—
ESGU2	—	0.021 *** (3.611)	—	0.025 *** (6.536)
Constant	-0.016 (-0.900)	-0.014 (-0.775)	-0.000 (-0.003)	0.003 (0.111)
Controls	YES	YES	YES	YES
YEAR/FIRM	YES	YES	YES	YES
Kleibergen-Paap rk Wald F	1 599.587	1 563.176	—	—
Kleibergen-Paap rk LM (P 值)	547.915 (0.000)	541.832 (0.000)	—	—
N	19 538	19 538	10 513	10 513
Adj_R ²	0.188	0.188	0.322	0.322

3. 排除干扰因素的影响

研究表明,地理距离会对分析师的预测行为产生较大的影响^[46],而分析师的工作地点大多位于北上广深地区,因此本文剔除注册地为这 4 个城市的上市公司样本后重新检验 ESG 评级分歧对分

析师盈余预测准确性的影响,回归结果如表 6 第(1)列、第(2)列所示,ESGU1 和 ESGU2 的回归系数依然在 1% 的水平上显著为正,表明本文的研究结论稳健。

4. 更换回归样本

根据样本分布^②,仅获得两家评级机构评价的样本量最大,因此为保证研究结论的稳健性,本文剔除仅有两家评级机构评价的企业样本重新进行回归,结果如表 6 第(3)列、第(4)列所示,ESGU1 和 ESGU2 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正,说明本文的研究结论未发生实质性改变。

表 6 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性:
排除干扰因素的影响与更换回归样本

变量	排除干扰因素		更换回归样本	
	(1) FERROR	(2) FERROR	(3) FERROR	(4) FERROR
ESGU1	0.025 *** (7.347)	—	0.040 *** (6.762)	—
ESGU2	—	0.023 *** (7.330)	—	0.036 *** (6.670)
Constant	-0.029 (-1.311)	-0.026 (-1.192)	-0.034 (-1.200)	-0.032 (-1.134)
Controls	YES	YES	YES	YES
YEAR/FIRM	YES	YES	YES	YES
N	13 997	13 997	9 372	9 372
Adj_R ²	0.291	0.291	0.266	0.266

5. 更换被解释变量

(1) 替换分析师盈余预测准确性的衡量方式

为了控制关键变量度量误差对研究结论可能产生的偏差,本文对分析师盈余预测准确性重新进行度量,具体参考褚剑等^[44]的做法,采用当年实际每股收益的绝对值作为分母计算分析师盈余预测准确性(FERROR2),即 $FERROR2_{i,t} = Abs(MeanFEPS_{i,t} - MEPS_{i,t}) / AbsMEPS_{i,t}$;采用所有分析师当年最后一次每股收益预测的中位数替代均值计算分析师盈余预测准确性(FERROR3),即 $FERROR3_{i,t} = Abs(MedianFEPS_{i,t} - MEPS_{i,t}) / P_{i,t}$ 。回归结果如表 7 第(1)列~第(4)列所示,第(1)列、第(2)列中 ESGU1 和 ESGU2 与 FERROR2 均至少在 10% 的水平上显著正相关,第(3)列、第(4)列中 ESGU1 和 ESGU2 与 FERROR3 均在 1% 的水平上显著正相

② 同时具备 2 家评级机构评价的企业—年度观测值为 10 166 个,同时具备 3 家评级机构评价的企业—年度观测值为 3 584 个,同时具备 4 家评级机构评价的企业—年度观测值为 4 052 个,同时具备 5 家评级机构评价的企业—年度观测值为 1 736 个。

关,上述结果联合表明,替换分析师盈余预测准确性的衡量方式后本文的研究结论仍然稳健。

(2)以分析师预测分歧度作为被解释变量的检验

现有文献大多将分析师盈余预测准确性和预测分歧度作为预测质量的代理变量^[45,47],为了进一步检验 ESG 评级分歧对分析师预测质量的影响,本文替换被解释变量为分析师预测分歧度,重新进行回归。具体地,采用以下方式计算分析师预测分歧度($FDISP$): $FDISP_{i,t} = Sd(FEPS_{i,t})/P_{i,t}$,其中, $Sd(FEPS_{i,t})$ 为所有分析师在第 t 年对公司 i 每股收益最后一次预测的标准差,其余变量定义与前文一致, $FDISP$ 越大,分析师预测分歧度越大。回归结果如表 7 第(5)列、第(6)列所示, $ESGU1$ 和 $ESGU2$ 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正,说明 ESG 评级分歧增加了分析师预测的分歧度,降低了分析师盈余预测的质量。

表 7 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性: 更换被解释变量

变量	<i>FERROR2</i>		<i>FERROR3</i>		<i>FDISP</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>ESGU1</i>	0.621 ** (2.137)	—	0.022 *** (8.215)	—	0.004 *** (3.265)	—
<i>ESGU2</i>	—	0.509 * (1.839)	—	0.022 *** (8.288)	—	0.004 *** (3.203)
<i>Constant</i>	-1.756 (-0.900)	-1.707 (-0.875)	-0.015 (-0.847)	-0.013 (-0.713)	0.015 (1.481)	0.015 (1.528)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>YEAR/FIRM</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	19 538	19 538	19 538	19 538	16 746	16 746
<i>Adj_R²</i>	0.076	0.076	0.307	0.307	0.135	0.135

四、进一步分析

(一)机制检验

基于前文的理论分析可知,ESG 评级存在分歧意味着信息的复杂度和不确定性较高,削弱了评级信息的有效性和可使用价值,致使分析师需要耗费更多的成本去分析和解读信息,这不仅降低了分析师对信息的反应速度,而且分散了分析师有限的注意力,使之对其他有用信息的关注和处理效率下降,进而造成盈余预测准确性下降。由此推测,分析师信息处理成本的增加可能是 ESG 评级分歧降低分析师盈余预测准确性的作用机制。基于此,本文构建如下模型(3),以检验 ESG 评级分歧降低分析师盈余预测准确性的作用机制。

$$FERROR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGU_{i,t} + \beta_2 ESGU_{i,t} \times$$

$$IPC_{i,t} + \beta_3 IPC_{i,t} + \beta_k Controls_{i,t} + YEAR + FIRM + \varepsilon \tag{3}$$

式(3)中, IPC 表示信息处理成本,采用企业信息不透明度来衡量,信息不透明度越高,信息处理成本也越高^[48],具体参考孙晶慧等^[19]和 Kothari 等^[49]的做法,采用修正琼斯模型计算所得的操纵性应计利润的绝对值来衡量信息不透明度,该指标越大表明企业的信息不透明度越高,相应地分析师信息处理成本则越高。回归结果如表 8 所示,ESG 评级分歧与信息处理成本的交乘项均在 5% 的水平上显著为正,说明信息处理成本越高,ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的抑制作用越

表 8 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性:机制检验

变量	<i>FERROR</i>	
	(1)	(2)
<i>ESGU1</i> × <i>IPC</i>	0.076 ** (2.175)	—
<i>ESGU2</i> × <i>IPC</i>	—	0.077 ** (2.438)
<i>IPC</i>	0.027 *** (4.233)	0.026 *** (4.175)
<i>ESGU1</i>	0.018 *** (5.205)	—
<i>ESGU2</i>	—	0.017 *** (5.270)
<i>SIZE</i>	0.000 (0.383)	0.000 (0.279)
<i>LEV</i>	0.004 (1.073)	0.004 (1.104)
<i>ROA</i>	-0.336 *** (-28.578)	-0.336 *** (-28.656)
<i>GROWTH</i>	-0.003 *** (-5.193)	-0.003 *** (-5.157)
<i>MB</i>	0.001 *** (2.773)	0.001 *** (2.744)
<i>SOE</i>	0.002 (1.220)	0.002 (1.222)
<i>AGE</i>	-0.004 *** (-3.728)	-0.004 *** (-3.750)
<i>RET</i>	0.005 *** (7.578)	0.005 *** (7.589)
<i>FIRST</i>	-0.006 (-1.309)	-0.006 (-1.303)
<i>BIG4</i>	-0.002 (-1.069)	-0.002 (-1.085)
<i>ANAT</i>	0.001 * (1.760)	0.001 * (1.752)
<i>INST</i>	-0.009 *** (-3.256)	-0.009 *** (-3.253)
<i>HORIZON</i>	0.010 *** (10.421)	0.010 *** (10.423)
<i>Constant</i>	-0.024 (-1.291)	-0.021 (-1.154)
<i>YEAR/FIRM</i>	YES	YES
<i>N</i>	19 378	19 378
<i>Adj_R²</i>	0.319	0.319

强。以上结果总体证实了分析师信息处理成本的机制作用,即 ESG 评级分歧通过增加分析师信息处理成本进而降低了盈余预测准确性。

(二) 异质性分析

企业外部宏观环境和内部治理环境关系到分析师处理所获信息的成本,是分析师盈余预测准确性的重要影响因素。从外部宏观环境来看,经济政策不确定会增加信息的模糊性,导致分析师利用和处理信息的难度增大^[50]。从内部治理环境来看,良好的内部控制能够提高信息的可靠性,降低分析师解读信息的成本^[21]。因此,本文进一步检验外部宏观环境(经济政策不确定性)和内部治理环境(内部控制)对 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性之间关系的影响。

1. 经济政策不确定性的调节作用

已有研究表明,不确定性不仅会降低信息的可辨别性^[50],而且会增加预测环境的复杂性,加剧分析师与企业之间的信息不对称程度,降低企业所披露信息的可靠性^[51],致使分析师需要付出更多的时间和成本去搜寻其他可供预测使用的信息,抑或是耗费更多精力处理和解读不确定的信息,即分析师信息处理的成本进一步增加^[52],从而导致 ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的不利影响增大。此外,当面临经济政策不确定性时,企业的投融资策略不稳定,导致盈余波动增强,此时分析师预测任务的复杂度更高,这将会进一步增加分析师信息处理的难度和成本^[37,50],由此 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性之间的负向关系进一步增强。综合上述分析,经济政策不确定性的增加会强化 ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的影响。

为了检验经济政策不确定性对 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性之间关系的影响,本文在模型(1)的基础上加入 ESG 评级分歧 $ESGU$ 与经济政策不确定性 EPU 的交乘项 $ESGU \times EPU$,构建如下模型(4):

$$FERROR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGU_{i,t} + \beta_2 ESGU_{i,t} \times EPU_{i,t} + \beta_3 EPU_{i,t} + \beta_k Controls_{i,t} + YEAR + FIRM + \varepsilon \quad (4)$$

本文采用 Baker 等^[53]构建的月度中国经济政策不确定指数,并参考顾夏铭等^[54]的做法,将月度经济政策不确定指数进行算术平均转换成年度数据再除以 100 来衡量经济政策不确定性(EPU),其他变量与模型(1)保持一致,回归结果如表 9 第(1)列、第(2)列所示,ESG 评级分歧与经济政策不确定性的交乘项均在 1% 的水平上显著为正。上述结果表明经济政策不确定性强化了 ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的抑制作用。换言之,当经济政策不确定性较高时,ESG 评级分歧降低分析师盈余预测准确性的作用会进一步增强。

2. 内部控制的调节作用

内部控制较完善的企业经营管理效果更好,能够提供更高质量的信息,促进及时有效的沟通,从而提高信息透明度,此时分析师解读信息所受到的阻碍以及所需的佐证材料较少^[21,55],信息处理成本得到一定程度的降低,进而有助于缓解 ESG 评级分歧因增加分析师信息处理成本而对盈余预测准确性造成的负面影响。此外,当企业内部控制水平较高时,管理层会更加重视经营风险的评估与应对,有利于降低企业因经营风险而导致的盈余波动^[56-57],此时分析师处理信息的难度和成本将有所下降,从而有助于改善 ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的不利影响。综合上述分析,良好的内部控制能够在一定程度上削弱 ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的抑制作用。

为了检验内部控制对 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性之间关系的调节作用,本文在模型(1)的基础上加入 ESG 评级分歧 $ESGU$ 与内部控制 IC 的交乘项 $ESGU \times IC$,构建如下模型(5):

$$FERROR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGU_{i,t} + \beta_2 ESGU_{i,t} \times IC_{i,t} + \beta_3 IC_{i,t} + \beta_k Controls_{i,t} + YEAR + FIRM + \varepsilon \quad (5)$$

本文采用迪博内部控制指数除以 100 来衡量企业的内部控制(IC),该指标越大企业的内部控制越好。其他变量与模型(1)保持一致,回归结果如表 9 第(3)列、第(4)列所示,ESG 评级分歧与内部控制的交乘项均在 10% 的水平上显著为负。上述结果表明良好的内部控制削弱了 ESG 评级分歧

对分析师盈余预测准确性的抑制作用。换言之,当企业内部控制质量较高时,ESG 评级分歧降低分析师盈余预测准确性的作用会有所减弱。

表 9 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性:
异质性分析

变量	FERROR			
	(1)	(2)	(3)	(4)
ESGU1	0.010 ** (2.326)	—	0.056 *** (2.818)	—
ESGU1 × EPU	0.004 *** (3.506)	—	—	—
ESGU1 × IC	—	—	-0.005 * (-1.673)	—
ESGU2	—	0.013 *** (3.220)	—	0.055 *** (2.892)
ESGU2 × EPU	—	0.003 *** (2.748)	—	—
ESGU2 × IC	—	—	—	-0.005 * (-1.731)
EPU	0.003 *** (4.445)	0.003 *** (4.602)	—	—
IC	—	—	-0.002 *** (-3.412)	-0.002 *** (-3.315)
SIZE	-0.000 (-0.104)	-0.000 (-0.196)	0.001 (0.607)	0.000 (0.490)
LEV	0.005 (1.549)	0.005 (1.568)	0.005 (1.367)	0.005 (1.399)
ROA	-0.336 *** (-27.440)	-0.336 *** (-27.447)	-0.317 *** (-25.639)	-0.317 *** (-25.679)
GROWTH	-0.002 *** (-3.767)	-0.002 *** (-3.724)	-0.002 *** (-3.015)	-0.002 *** (-2.986)
MB	0.001 *** (2.821)	0.001 *** (2.785)	0.001 *** (2.742)	0.001 *** (2.705)
SOE	0.003 (1.259)	0.003 (1.263)	0.003 (1.255)	0.003 (1.259)
AGE	-0.004 *** (-3.351)	-0.004 *** (-3.314)	-0.004 *** (-3.472)	-0.004 *** (-3.466)
RET	0.005 *** (7.496)	0.005 *** (7.512)	0.005 *** (7.774)	0.005 *** (7.798)
FIRST	-0.005 (-1.148)	-0.005 (-1.151)	-0.004 (-1.006)	-0.004 (-1.004)
BIG4	-0.002 (-0.973)	-0.002 (-0.981)	-0.002 (-0.860)	-0.002 (-0.873)
ANAT	0.001 * (1.942)	0.001 * (1.907)	0.001 ** (2.142)	0.001 ** (2.125)
INST	-0.009 *** (-3.204)	-0.009 *** (-3.193)	-0.009 *** (-3.149)	-0.009 *** (-3.137)
HORIZON	0.010 *** (10.457)	0.010 *** (10.466)	0.010 *** (10.206)	0.010 *** (10.216)
Constant	-0.017 (-0.987)	-0.016 (-0.902)	-0.014 (-0.774)	-0.012 (-0.651)
YEAR/FIRM	YES	YES	YES	YES
N	19 538	19 538	19 536	19 536
Adj_R ²	0.307	0.307	0.314	0.314

(三)经济后果检验

研究表明,ESG 评级分歧通过增加分析师信息处理成本进而导致盈余预测准确性下降。作为资本市场的信息中介,分析师通过提供盈余预测帮助投资者了解企业的风险水平和发展情况,进而影响企业的融资情况。分析师盈余预测准确性

越高,投资者越能够获得有效信息用于投资决策,越有利于降低企业融资成本、缓解企业的融资约束^[58-59]。因此,本文合理推测,ESG 评级分歧通过降低分析师盈余预测准确性,进而导致企业融资约束增加,并构建如下模型(6)和模型(7)加以检验:

$$WW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FERROR_{i,t} + \beta_k Controls_{i,t} + YEAR + FIRM + \varepsilon \quad (6)$$

$$WW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGU_{i,t} + \beta_2 FERROR_{i,t} + \beta_3 ESGU_{i,t} \times FERROR_{i,t} + \beta_k Controls_{i,t} + YEAR + FIRM + \varepsilon \quad (7)$$

模型(6)检验的是分析师盈余预测准确性对企业融资约束的影响,本文采用 WW 指数来衡量企业融资约束水平(WW),WW 越大,企业融资约束越严重。模型(7)则在模型(6)的基础上进一步考虑 ESG 评级分歧的影响,并加入 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性的交互项(ESGU × FERROR),进而探究在 ESG 评级分歧的作用下,分析师盈余预测准确性下降会对企业融资水平产生怎样的影响。表 10 报告了经济后果检验的结果。第(1)列的结果显示,FERROR 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,说明分析师盈余预测准确性越低,越不利于企业获得融资;在第(2)列、第(3)列中,ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性的交互项(ESGU1 × FERROR 和 ESGU2 × FERROR)的系数均在 5% 的水平上显著为正,且交互项的系数与第(1)列中 FERROR 的系数符号相同,这说明 ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的抑制作用会加大企业的融资约束,不利于企业经营、投资活动的推进。

五、结论与启示

研究发现,ESG 评级分歧显著降低了分析师盈余预测的准确性,分析师信息处理成本的增加构成了 ESG 评级分歧降低分析师盈余预测准确性的中间机制。较低的经济政策不确定性和较好的内部控制可以削弱 ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的抑制作用。此外,ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的抑制作用将不利于企业获得融资。本文的研究结论表明,ESG 评级分歧削弱了信息的有效性,增加了分析师处理信息的难

表 10 ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性：
经济后果检验

变量	WW		
	(1)	(2)	(3)
<i>FERROR</i>	0.073 *** (7.490)	0.039 ** (2.083)	0.038 ** (1.992)
<i>ESGU1</i> × <i>FERROR</i>	—	0.170 ** (2.086)	—
<i>ESGU1</i>	—	0.004 (1.091)	—
<i>ESGU2</i> × <i>FERROR</i>	—	—	0.161 ** (2.037)
<i>ESGU2</i>	—	—	0.004 (1.055)
<i>SIZE</i>	-0.048 *** (-57.461)	-0.048 *** (-57.511)	-0.048 *** (-57.548)
<i>LEV</i>	0.019 *** (5.130)	0.019 *** (5.227)	0.019 *** (5.236)
<i>ROA</i>	-0.165 *** (-19.798)	-0.164 *** (-19.673)	-0.164 *** (-19.710)
<i>GROWTH</i>	-0.044 *** (-37.492)	-0.044 *** (-37.468)	-0.044 *** (-37.451)
<i>MB</i>	0.001 *** (4.307)	0.001 *** (4.191)	0.001 *** (4.180)
<i>SOE</i>	-0.002 (-0.794)	-0.002 (-0.856)	-0.002 (-0.848)
<i>AGE</i>	0.004 *** (2.591)	0.003 ** (2.517)	0.003 ** (2.525)
<i>RET</i>	-0.001 * (-1.807)	-0.001 * (-1.768)	-0.001 * (-1.752)
<i>FIRST</i>	-0.012 ** (-2.434)	-0.013 ** (-2.508)	-0.012 ** (-2.501)
<i>BIC4</i>	0.002 (1.144)	0.002 (1.112)	0.002 (1.113)
<i>ANAT</i>	-0.001 ** (-1.966)	-0.001 ** (-2.045)	-0.001 ** (-2.046)
<i>INST</i>	0.002 (0.557)	0.002 (0.574)	0.002 (0.574)
<i>HORIZON</i>	0.001 (1.019)	0.001 (1.043)	0.001 (1.050)
<i>Constant</i>	0.025 (1.422)	0.027 (1.513)	0.028 (1.560)
<i>YEAR/FIRM</i>	YES	YES	YES
<i>N</i>	17 409	17 409	17 409
<i>Adj_R²</i>	0.687	0.687	0.687

度和成本,从而降低了分析师对信息的反应速度,导致发布的盈余预测报告出现偏差,不利于提高资本市场运行效率。

本文主要的政策启示如下:第一,ESG 评级分歧会引致一系列负面的经济后果,如降低分析师盈余预测质量、增加企业融资约束等。因此,就评级机构和监管机构而言,应当采取措施解决 ESG 评级分歧问题。具体地,各评级机构应当提高 ESG 评级的透明度,监管机构可以针对 ESG 评级的范围、权重和度量制定一个统一的标准,同时建立统一规范的 ESG 信息披露体系,从而减少评级机构的主观看法而导致的评级差异。第二,重视

外部宏观环境和企业内部治理环境对 ESG 评级分歧影响分析师盈余预测准确性的异质性作用。较低的经济政策不确定性和良好的内部控制有助于削弱 ESG 评级分歧对分析师盈余预测准确性的抑制作用。因此,就政府部门而言,在制定经济政策时应加强对政策的解读,减少经济政策内涵和实施的不确定性,保持资本市场的稳定性,为分析师识别和利用信息提供稳定的环境。就企业而言,应当完善内部控制体系建设,提高内部控制质量,促进分析师与企业之间及时有效的沟通,从而降低分析师解读信息所需付出的成本,提升盈余预测质量。

参考文献:

[1] BAKER E D, BOULTON T J, BRAGA-ALVES M V, et al. ESG government risk and international IPO underpricing [J]. *Journal of corporate finance*, 2021(67):101913.

[2] 刘柏,卢家锐,琚涛. 形式主义还是实质主义:ESG 评级软监管下的绿色创新研究[J/OL]. *南开管理评论*:1-24.

[3] BOLTON P, KACPERCZYK M. Do investors care about carbon risk? [J]. *Journal of financial economics*, 2021, 142(2): 517-549.

[4] 顾海峰,朱慧萍. 履行社会责任是否会影响商业银行风险承担?:基于关联交易、贷款集聚及绿色信贷渠道[J]. *中国软科学*,2023(2):136-145.

[5] 王凯,张志伟. 国内外 ESG 评级现状、比较及展望[J]. *财会月刊*,2022(2):137-143.

[6] 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.

[7] COOKSON J A, NIESSNER M. Why don't we agree? evidence from a social network of investors [J]. *Journal of finance*, 2020, 75(1): 173-228.

[8] BERG F, KOLBEL J F, RIGOBON R. Aggregate confusion: the divergence of ESG ratings [J]. *Review of finance*, 2022, 26(6): 1315-1344.

[9] AVRAMOV D, CHENG S, LIOUI A, et al. Sustainable investing with ESG rating uncertainty [J]. *Journal of financial economics*, 2022, 145(2): 642-664.

[10] SERAFEIM G, YOON A. Stock price reactions to ESG news: the role of ESG ratings and disagreement [J]. *Review of accounting studies*, 2022.

[11] 李小荣,徐腾冲. 环境—社会责任—公司治理研究进展[J]. *经济学动态*,2022(8):133-146.

[12] CALL A C, SHARP N Y, WONG P A. Changes in

- analysts' stock recommendations following regulatory action against their brokerage [J]. *Review of accounting studies*, 2019, 24(4): 1184-1213.
- [13] 刘璐, 洪剑峭. 分析师对创新相关信息的关注能提高预测准确性吗? [J]. *证券市场导报*, 2023(5): 37-48.
- [14] DHALIWAL D S, RADHAKRISHNAN S, TSANG A, et al. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: international evidence on corporate social responsibility disclosure [J]. *Accounting review*, 2012, 87(3): 723-759.
- [15] 孙光国, 曹思宇, 安家鹏. 企业 ESG 表现能提高分析师盈余预测质量吗: 来自 A 股上市公司的经验证据 [J]. *财经论丛*, 2023(5): 68-77.
- [16] BALDINI M, DAL M L, LIBERATORE G, et al. Role of country and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure [J]. *Journal of business ethics*, 2018, 150(1): 79-98.
- [17] 武鹏, 杨科, 蒋峻松, 等. 企业 ESG 表现会影响盈余价值相关性吗? [J]. *财经研究*, 2023, 49(6): 137-152, 169.
- [18] KIMBROUGH M D, WANG X, WEI S, et al. Does voluntary ESG reporting resolve disagreement among ESG rating agencies? [J]. *European accounting review*, 2022.
- [19] 孙晶慧, 苏苒然, 齐保全. 股市传闻对证券分析师预测行为的影响研究 [J]. *中央财经大学学报*, 2022(7): 61-70, 99.
- [20] NAGAR V, SCHOENFELD J, WELLMAN L. The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures [J]. *Journal of accounting and economics*, 2019, 67(1): 36-57.
- [21] 董望, 陈俊, 陈汉文. 内部控制质量影响了分析师行为吗?: 来自中国证券市场的经验证据 [J]. *金融研究*, 2017(12): 191-206.
- [22] CHATTERJI A K, DURAND R, LEVINE D I, et al. Do ratings of firms converge? implications for managers, investors and strategy researchers [J]. *Strategic management journal*, 2016, 37(8): 1597-1614.
- [23] CHRISTENSEN D M, SERAFEIM G, SIKOCHI A. Why is corporate virtue in the eye of the beholder? the case of ESG ratings [J]. *Accounting review*, 2022, 97(1): 147-175.
- [24] 刘向强, 杨晴晴, 胡珺. ESG 评级分歧与股价同步性 [J]. *中国软科学*, 2023(8): 108-120.
- [25] CLEMENT M B. Analyst forecast accuracy: do ability, resources, and portfolio complexity matter? [J]. *Journal of accounting and economics*, 1999, 27(3): 285-303.
- [26] 刘永泽, 高嵩. 信息披露质量、分析师行业专长与预测准确性: 来自我国深市 A 股的经验证据 [J]. *会计研究*, 2014(12): 60-65, 96.
- [27] BRADLEY D, GOKKAYA S, LIU X. Before an analyst becomes an analyst: does industry experience matter? [J]. *Journal of finance*, 2017, 72(2): 751-792.
- [28] CHENG Q, DU F, WANG X, et al. Seeing is believing: analysts' corporate site visits [J]. *Review of accounting studies*, 2016, 21(4): 1245-1286.
- [29] BOWEN R M, DAVIS A K, MATSUMOTO D A. Do conference calls affect analysts' forecasts? [J]. *Accounting review*, 2002, 77(2): 285-316.
- [30] BYARD D, SHAW K W. Corporate disclosure quality and properties of analysts' information environment [J]. *Journal of accounting, auditing & finance*, 2003, 18(3): 355-378.
- [31] 刘瑶瑶, 路军伟. 前瞻性信息披露与分析师盈余预测: 基于文本分析和机器学习的证据 [J/OL]. *外国经济与管理*: 1-15.
- [32] BEYHAGHI M, KHASHABI P, MOHAMMADI A. Pre-grant patent disclosure and analyst forecast accuracy [J]. *Management science*, 2023, 69(5): 3140-3155.
- [33] 李岩琼, 姚颐. 研发文本信息: 真的多说无益吗?: 基于分析师预测的文本分析 [J]. *会计研究*, 2020(2): 26-42.
- [34] 唐凯桃, 宁佳莉, 王垒. 上市公司 ESG 评级与审计报告决策: 基于信息生成和信息披露行为的视角 [J]. *上海财经大学学报*, 2023, 25(2): 107-121.
- [35] JENNINGS J, LEE J, MATSUMOTO D A. The effect of industry co-location on analysts' information acquisition costs [J]. *Accounting review*, 2017, 92(6): 103-127.
- [36] 何熙琼, 尹长萍. 企业战略差异度能否影响分析师盈余预测: 基于中国证券市场的实证研究 [J]. *南开管理评论*, 2018, 21(2): 149-159.
- [37] 戴泽伟, 杨兵. 宏观经济政策不确定性对证券分析师预测效果影响研究 [J]. *中国软科学*, 2020(1): 171-183.
- [38] 郇金梁, 何诚颖, 廖旦, 等. 舆论影响力、有限关注与过度反应 [J]. *经济研究*, 2018, 53(3): 126-141.
- [39] HIRSHLEIFER D, LIM S S, TEOH S H. Driven to distraction: extraneous events and underreaction to earnings news [J]. *Journal of finance*, 2009, 64(5): 2289-2325.
- [40] ZHANG X F. Information uncertainty and analyst forecast behavior [J]. *Contemporary accounting research*, 2006, 23(2): 565-590.
- [41] DRISKILL M, KIRK M P, TUCKER J W. Concurrent earnings announcements and analysts' information production

- [J]. Accounting review, 2020, 95(1): 165-189.
- [42]周开国,应千伟,陈晓娴. 媒体关注度、分析师关注度与盈余预测准确度[J]. 金融研究,2014(2):139-152.
- [43]DURU A, REEB D M. International diversification and analysts' forecast accuracy and bias [J]. Accounting review, 2002, 77(2): 415-433.
- [44]褚剑,秦璇,方军雄. 中国式融资融券制度安排与分析师盈利预测乐观偏差[J]. 管理世界,2019,35(1):151-166, 228.
- [45]王玉涛,王彦超. 业绩预告信息对分析师预测行为有影响吗[J]. 金融研究,2012(6):193-206.
- [46]MALLOY C J. The geography of equity analysis[J]. Journal of finance, 2005, 60(2): 719-755.
- [47]刘静,吴启富,康漫,等. 社会信任可以提升分析师盈余预测质量吗:来自中国市场的证据[J]. 数理统计与管理,2022,41(3):554-570.
- [48]FREDERICKSON J R, ZOLOTOTY L. Competing earnings announcements: which announcement do investors process first? [J]. Accounting review, 2016, 91(2): 441-462.
- [49]KOTHARI S P, LEONE A J, WASLEY C E. Performance matched discretionary accrual measures [J]. Journal of accounting and economics, 2005, 39(1): 163-197.
- [50]王建新,丁亚楠. 经济政策不确定性对市场定价效率影响研究:股票论坛应用下的互联网社交媒体调节作用[J]. 经济管理,2022,44(4):153-174.
- [51]CHEN M, ZHU Z B, HAN P W, et al. Economic policy uncertainty and analyst behaviours: evidence from the United Kingdom[J]. International review of financial analysis, 2022 (79):101906.
- [52]廖明情,凌冬宁,邓路. 公司跨界经营、信息披露与分析师预测[J]. 系统工程理论与实践,2019,39(2): 330-345.
- [53]BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J. Measuring economic policy uncertainty [J]. Quarterly journal of economics, 2016, 131(4): 1593-1636.
- [54]顾夏铭,陈勇民,潘士远. 经济政策不确定性与创新:基于我国上市公司的实证分析[J]. 经济研究,2018,53(2):109-123.
- [55]程子健,陈韵竹,白雪莲. 借壳上市还是 IPO:上市方式影响分析师预测行为吗? [J]. 会计与经济研究,2022, 36(3):111-128.
- [56]李姝,梁郁欣,田马飞. 内部控制质量、产权性质与盈余持续性[J]. 审计与经济研究,2017,32(1):23-37.
- [57]陈菁,汪伟,路军伟. 信息披露一线监管模式变更与审计师定价决策[J]. 当代会计评论,2022,15(3):79-100.
- [58]黄波,王满,于浩洋. 分析师预测质量影响了债务融资成本吗:来自我国上市公司的经验证据[J]. 金融评论, 2018,10(2):56-72, 124.
- [59]许奎,王帆,邹梦琪. 关键审计事项、信息环境改善与企业投资效率[J]. 科学决策,2023(5):1-23.

(本文责编:默 黎)