

ESG 评级分歧与股价崩盘风险:噪音效应还是信息效应?

邵 艳¹,张广冬¹,张园园²

(1. 浙江财经大学 会计学院,浙江 杭州 310018;2. 青岛大学 商学院,山东 青岛 266071)

[摘要]以 2015—2021 年沪深 A 股上市公司为样本,实证检验 ESG 评级分歧对股价崩盘风险的影响。研究发现,ESG 评级分歧能够显著降低公司未来的股价崩盘风险,支持 ESG 分歧的“信息效应”而非“噪音效应”。机制检验发现,公司信息透明度越低,ESG 评级分歧的“信息效应”越强,表明 ESG 评级分歧通过传递多维度信息降低了股价崩盘风险;ESG 评级分歧能够激发投资者的主观能动性,投资者会主动进行信息搜寻,对上市公司的检索量和网络互动平台的提问量均显著增加。异质性检验结果表明,ESG 评级分歧的“信息效应”具有边界条件,只有当投资者的信息能力较强时,ESG 评级分歧才能有效降低股价崩盘风险。

[关键词]ESG 评级分歧;股价崩盘风险;信息效应;噪音效应;市场波动

[中图分类号]F230;F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2025)01-0084-11

一、引言

随着 ESG 投资理念的兴起,为了吸引融资和促进公司的可持续发展,公司管理者积极践行 ESG,将 ESG 融入其经营理念,投资者也热衷于将践行 ESG 的公司作为投资标的。然而,当下我国 ESG 发展还处于起步阶段,ESG 市场尚不成熟,资本市场参与者的行为存在投机性。ESG 被管理者当作自利工具而非价值利器,ESG 概念的营造使得较多企业存在“漂绿”行为^[1-3],积累了大量“坏消息”,而投资者的盲目投资现象也较为普遍,容易被 ESG 概念吸引,从而可能会抬高公司股价,造成未来股价崩盘,严重影响我国资本市场的稳定性^[4-6]。与此同时,ESG 投资理念的兴起也催生了日益活跃的评级市场,ESG 评级成为投资者进行投资决策的重要参考^①。然而,由于 ESG 评级标准尚不完善,再加上 ESG 评级机构对评级的多元化看法、独立的评分方式等,市场上 ESG 评级分歧现象较为普遍^②。在存在分歧或多元化看法的情况下,ESG 评级如何影响投资者行为以及股票市场稳定性尚未可知。

一方面,依据传统分析师预测或信用评级分歧领域的研究,ESG 评级分歧可能会表现为“噪音效应”,无法为投资者决策提供有效的 ESG 信息,甚至会加剧公司与投资者之间的信息不对称^[7],投资者更加难以识别利用 ESG 进行“漂绿”的企业,从而加剧公司的股价崩盘风险。另一方面,ESG 评级分歧也可能会表现为“信息效应”,因为其究竟是否代表信息不对称也存在争议,由于 ESG 属于评价规则不太完善的新兴领域,更多的 ESG 信息披露可以为评级者创造对信息给予不同解释的机会,评级分歧更容易出现^[8-9],因此 ESG 评级分歧也可能只是代表不同评级机构对公司 ESG 表现的多维度评价,传递出更多的特质性信息。此外,相较于一致性评级,存在分歧的评级可能会激发投资者的主观能动性,引发投资者主动进行信息搜寻,并采用更加审慎的分析式信息加工方式^[10],在丰富投资者的信息库和降低信息不对称的同时,使得投资者对公司 ESG 投资更加谨慎,从而有效避免了 ESG 投资的盲目性,可能会缓解股价崩盘风险。因此,ESG 评级分歧究竟是加剧还是缓解股价崩盘风险,是一个需要实证检验的问题。

本文以沪深 A 股上市公司为样本,利用国内四家 ESG 评级机构的评级数据构建 ESG 评级分歧的多种指标,

[收稿日期]2024-05-28

[基金项目]浙江省哲学社会科学规划项目(23YJRC07ZD-2YB);国家自然科学基金青年项目(72202204)

[作者简介]邵艳(1992—),女,山西长治人,浙江财经大学会计学院讲师,博士,从事风险投资与公司财务研究;张广冬(1990—),男,山东济南人,浙江财经大学会计学院讲师,博士,从事行为会计与审计研究,通信作者,E-mail:wguangdong@163.com;张园园(1983—),女,山东济南人,青岛大学商学院副教授,博士,从事资本市场与公司财务研究。

①评级机构 Sustainalytics 在 2020 年的投资者调查报告显示,65% 的投资者至少一周一次使用 ESG 评级数据。

②据本文测算,国内主流的几家评级机构华证、商道融绿、万得、社会价值投资联盟的 ESG 评级相关系数均值仅为 0.398,表明 ESG 评级之间的相关性较低,存在较大分歧。

以检验 ESG 评级分歧与股价崩盘风险的关系。本文的可能贡献有以下几点:(1)相较于以往研究发现 ESG 评级分歧存在“噪音效应”^[7,11-12],本研究发现了 ESG 评级分歧的价值,即存在“信息效应”,能够降低股价崩盘风险,这证明了 ESG 评级市场多元化竞争存在的必要性与价值,对监管者认识和完善 ESG 评级市场具有启示作用。(2)本研究发现投资者在面对 ESG 分歧时存在主动的信息搜寻行为,从投资者主观能动性这一新颖视角对 ESG 评级分歧的“信息效应”提供了可能且合理的解释。(3)本文发现了 ESG 评级分歧发挥“信息效应”的边界条件,投资者只有具有较强的信息能力,才能对 ESG 评级分歧传递的多维度信息进行解读,且能发挥主观能动性搜寻更多的额外信息,有效降低股价崩盘风险。

二、文献回顾、理论分析与研究假设

(一)文献回顾

在 ESG 评级分歧产生的原因方面,有学者认为评级分歧主要归因于中外评级机构对不同所有制属性公司的看法存在差异^[13];即使不区分中外差异,由于对 ESG 的定义、衡量方式不同,不同评级机构的评级相关性也较低^[14];Berg 等^[15]将 ESG 评级存在分歧的原因细化为信息范围、衡量指标和权重三个因素,其中信息范围和衡量指标是产生分歧的主要原因,两者占比分别为 38% 和 56%;自愿披露 ESG 报告可以有效降低评级分歧^[16],而 Christensen 等^[8]却发现更多的 ESG 信息披露会导致更大的 ESG 评级分歧,原因是更多的信息披露会引发不同评级机构更多的解释空间。在经济后果方面,ESG 评级分歧表现为“噪音效应”,会提高股价同步性^[7]、降低分析师预测准确性^[17],投资者难以识别绿色公司,导致公司的资本成本增加^[11-12]。此外,Serafeim 和 Yoon^[18]认为一致的 ESG 评级能够预测未来的 ESG 消息,较大的分歧会削弱预测能力及相应的市场反应。

关于股价崩盘风险产生的原因,已有研究主要从代理问题和信息透明度视角进行了分析^[19-21]。由于股东和管理层之间存在信息不对称和代理冲突,管理层有动机隐藏、推迟披露“坏消息”,但当“坏消息”隐藏达到一定极限时,便会集中释放出来,从而导致股价崩盘。管理层隐藏、推迟披露“坏消息”的动机有“掏空”^[22]、提高期权价值^[23]、在职消费^[24]、获得政治晋升^[25]等,具体途径有避税^[22]、过度投资^[26]、金融化^[27]等。此外,分析师的乐观偏差及羊群效应等外部因素也会加剧企业股价崩盘风险^[28-29]。除分析股价崩盘风险的成因外,也有研究分析了能够有效降低股价崩盘风险的内外治理机制,包括大股东持股^[30]、董事会独立性^[31]、内部控制^[32]、分析师和机构投资者的外部监督^[33-34]等。

(二)理论分析与研究假设

公司与投资者之间的信息不对称是股价崩盘风险形成的重要原因。信息不对称使得投资者无法知晓公司的真实经营情况,当公司出现负面消息时,管理层可能选择隐藏“坏消息”,投资者会被虚假的财务或非财务信息所蒙蔽,从而导致出现股价“泡沫”。然而,管理层对于“坏消息”的隐匿累积是有限度的,不可能永久隐瞒,因此当管理层意识到无法再掩饰这些“坏消息”时,“坏消息”被集中释放,信息不对称程度降低,投资者知晓了公司真实经营状况,“泡沫”破裂,股价便会暴跌。已有研究支持上述观点,对于透明度较低的公司,投资者无法知晓管理层是否隐匿了“坏消息”,管理层的信息管理行为更加容易,因此其未来股价崩盘的风险更大^[19,20,33]。叶康涛等研究发现,内部控制信息披露有利于降低投资者与公司之间的信息不对称,投资者能够及时了解公司内控存在的隐患,从而做出更明智的投资决策,使得股价能够更及时反映公司真实经营情况,从而避免了因股价虚高而导致的未来股价突然崩盘问题^[32]。基于此,本文主要从信息不对称的视角来分析 ESG 评级分歧对股价崩盘风险的影响。

1. ESG 评级分歧的“噪音效应”与股价崩盘风险

传统的分析师预测或信用评级分歧的相关研究普遍认为,更大的分歧代表更高的信息不对称程度^[35-36],而信息不对称是股价崩盘风险产生的主要原因。虽然分析师预测与信用评级主要聚焦于财务领域,但我们预期这一结论可能会蔓延到 ESG 非财务领域。公司的信息不对称程度越高,不同评级机构的评级分歧可能就越大,因此 ESG 评级分歧可能代表的是公司 ESG 信息的不对称。近些年来,ESG 概念的兴起引起了投资者的盲目追捧,我国 ESG 市场还处于起步阶段,公司为了吸引投资可能会营造大量的 ESG 概念,这可能与公司真正的 ESG 实践相悖,导致资本市场上大量“漂绿”行为的产生。“漂绿”现象的存在使得 ESG 可能成为部分公司掩饰“坏消息”进行印象管理的工具^[1-3],从而积累大量的“坏消息”,而较高的 ESG 评级分歧使得投资者无法识别利用 ESG 进行“漂绿”的企业。我国属于典型的新兴资本市场,个体投资者占据市场的绝大多数,这就意味着资本市场上

的投资者可能缺乏对 ESG 评级分歧做出正确解读的专业能力。即使是作为专业投资者的分析师,其面对 ESG 分歧也可能需要较高的信息处理成本,预测的准确性也会降低^[17]。因此,不管从直接信息来源还是从中介信息来源来讲,ESG 评级分歧都会负向影响投资者决策效率和准确性,“漂绿”行为产生的“坏消息”无法被有效释放,从而增大了公司的股价崩盘风险^[4-6]。

此外,基于投资者视角的股价崩盘风险相关研究认为,投资者预期的不一致是股价崩盘的重要原因^[37]。根据有限注意力理论,投资者在进行信息处理时受到有限注意力的约束,可能难以同时注意到多家评级机构的 ESG 评级^[38],由此不同投资者面对不同的 ESG 评级可能会产生意见分歧,从而对公司 ESG 表现形成不一致的预期,进而增大股价崩盘风险^[39-41]。因此,我们预期 ESG 评级分歧可能会存在“噪音效应”,无法为投资者决策提供有效的 ESG 信息,会进一步加剧投资者与上市公司之间的信息不对称,增大公司股价崩盘风险。

2. ESG 评级分歧的“信息效应”与股价崩盘风险

虽然 ESG 评级分歧的“噪音效应”更符合认知,但也存在竞争性理论。ESG 评级分歧可能会发挥“信息效应”,从而降低股价崩盘风险,主要体现在两个方面。

一方面,就 ESG 评级分歧本身来讲,其究竟是否代表信息不对称还存在争议。Christensen 等^[8]研究发现,更多的 ESG 信息披露不会降低反而更容易导致分歧,这是因为在评级规则不太完善的 ESG 领域,更多的披露为评级者创造了对信息给出不同解释的机会,因此更容易出现多元化评价现象^[9]。从这个角度来看,ESG 评级分歧也可能只是代表不同评级机构对公司 ESG 表现的多维度评价。当前我国 ESG 市场处于起步阶段,大多数投资者对 ESG 还不太熟悉,此时多维度的评价可能能够发挥信息效应^[42],为投资者的 ESG 投资决策提供更加综合的考量^[43]。因此我们认为,各评级机构从不同维度对公司 ESG 做出评级,向市场同时传递出好消息和坏消息,如果投资者能够正确解读相关信息,综合评价就有利于投资者及时调整投资预期和决策,有效避免 ESG 评级企业“漂绿”行为产生的股价泡沫,从而降低股价崩盘风险。

另一方面,在考察 ESG 评级分歧的影响时,需要更多地考虑投资者面对分歧时的主观能动性,虽然 ESG 评级分歧本身能够传递多维度信息,但这些评级是存在冲突和矛盾的,投资者可能面临决策的不确定性。根据心理学的线索一致性理论(Cue Consistency Theory),个体在决策时遵循充足原则,高效的信息加工必须在最小化认知努力和最大化决策自信中取得平衡,当信息线索一致时,能够获得充足的自信决策,个体倾向于采取简单快速的启发式信息加工方式;当线索不一致时,启发式处理不能使个体达到足够的决策自信水平,个体有动机寻找更多信息和线索,并采用分析式信息加工方式^[10]。鉴于 ESG 的高热度,ESG 评级分歧可能会激发投资者的主观能动性,当面对不一致的评级信息时,投资者有动机搜寻更多的信息进行佐证,并采用更加审慎的分析式信息加工方式,这一过程不仅有利于投资者认真解读 ESG 评级分歧传递的多维度信息,还能够通过额外的信息搜索获取更为全面的 ESG 信息,由此降低公司与投资者之间的信息不对称,从而降低股价崩盘风险。

综上,基于竞争性理论,本文提出以下竞争性假设:

H_{1a}: ESG 评级分歧存在“噪音效应”,会增大股价崩盘风险。

H_{1b}: ESG 评级分歧存在“信息效应”,会降低股价崩盘风险。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取 2015—2021 年中国沪深 A 股上市公司为样本,并根据研究所需进行以下处理:(1)剔除金融、保险行业上市公司;(2)剔除 ST、PT 等异常公司;(3)为计算股价崩盘风险,剔除每年交易周数小于 30 的样本;(4)为计算 ESG 评级分歧,保证同一家公司同一年度至少要被两家 ESG 评级机构覆盖;(5)剔除控制变量数据缺失的样本。最终,本文得到 10141 个公司-年度观测值。为控制异常值的影响,本文对连续变量在 1% 和 99% 分位数进行了 Winsorize 处理。ESG 评级数据来自 Wind 数据库,其他数据来源于 CSMAR 数据库。之所以选取 2015 年作为样本起始点,是因为计算 ESG 评级分歧要保证同一家公司同一年度至少被两家评级机构覆盖,最早开始评级的两家评级机构华证于 2009 年开始评级,商道融绿于 2015 年开始评级。

(二) 变量定义

1. 股价崩盘风险。参考 Kim 等^[22-23]、许年行等^[28]的研究,本文基于股票周收益率计算了两个指标来衡量

股价崩盘风险。

首先,计算股票周收益率($W_{i,t}$)。

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $R_{i,t}$ 为*i*股票第*t*周考虑现金红利再投资的回报率, $R_{m,t}$ 为A股所有股票第*t*周经流通市值加权的平均收益率。本文在模型(1)中加入市场收益的滞后项和超前项,以调整股票非同步性交易的影响,残差 $\varepsilon_{i,t}$ 为*i*股票第*t*周的收益率未能被市场收益率解释的部分。股票*i*在第*t*周的公司特有收益为 $W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ 。

其次,基于 $W_{i,t}$ 计算负收益偏态系数($NCSKEW_{i,t}$)和收益上下波动比率($DUVOL_{i,t}$)。

$$NCSKEW_{i,t} = - [n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3] / [(n-1)(n-2) (\sum W_{i,t}^2)^{3/2}] \quad (2)$$

$$DUVOL_{i,t} = \log \{ [(n_u - 1) \sum_{DOWN} W_{i,t}^2] / [(n_d - 1) \sum_{UP} W_{i,t}^2] \} \quad (3)$$

其中, n 为*i*股票每年的交易周数, n_u (n_d)为*i*股票的周特有收益大于(小于)年平均收益的周数。 $NCSKEW_{i,t}$ 的值越大,表示偏态系数负的程度越严重,股价崩盘风险越大; $DUVOL_{i,t}$ 的值越大,表示收益率分布越倾向于左偏,股价崩盘风险越大。

2. ESG 评级分歧。目前国内 ESG 评级机构仅 20 家左右,大部分评级机构刚刚起步,如嘉实基金、润灵环球、中证、和讯网等^①。综合考虑 ESG 评级机构的主流性与数据的可得性,本文最终选取了华证、商道融绿、万得、社会价值投资联盟(简称“社投盟”)四家评级机构^②。在衡量评级分歧之前,我们首先统一量纲,使其具有可比性,参考 Christensen 等^[8]、Serafeim 和 Yoon^[18]、Brandon 等^[11]、Kimbrough 等^[16]的研究,本文采用三种方法:(1)不同评级取最小公倍数,其中华证 ESG 评级从低到高赋值为 1-9^[44],商道融绿评级从低到高赋值为 1-10,万得评级有相应综合得分,社投盟评级从低到高赋值为 0.5-10。

(2)不同评级各自进行标准化。(3)不同评级按年度取百分位数,排序值也符合投资者将不同公司 ESG 评级做对比的实践。统一量纲后,我们采用两种方法衡量 ESG 评级分歧:第一,取不同评级标准差;第二,取每两家评级机构评级差异绝对值的平均值。由此生成六种衡量评级分歧的方式,主回归中采用按评级最小公倍数取标准差(SD_G)和评级取最小公倍数后两两差异绝对值的平均值(DIF_G)两种方式,其余四种衡量方式用于稳健性检验。

3. 控制变量。参考 Kim 等^[22-23]、许年行等^[28]、权小锋等^[4]的研究,本文控制了影响股价崩盘风险的常见变量,同时控制了评级机构数量(Num)。此外,考虑到即使评级机构数量一致,也可能面对不同的评级机构,为避免不同评级机构特征的影响,如声誉、规模等,我们在模型中控制了评级机构固定效应($Agency$),同时对年度($Year$)和行业(Ind)固定效应进行了控制。具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	超前一期的股价崩盘风险	F_NCSKEW	超前一期的负收益偏态系数
		F_DUVOL	超前一期的收益上下波动比率
自变量	ESG 评级分歧	SD_G	ESG 评级取最小公倍数后求标准差
		DIF_G	ESG 评级取最小公倍数后两两差异绝对值的均值
控制变量	评级机构数量	Num	ESG 评级机构的数量
	股价崩盘风险	$NCSKEW$	负收益偏态系数
		$DUVOL$	收益上下波动比率
	月平均超额换手率	$Turnover$	股票 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年与 <i>t</i> -1年月平均换手率的差
	市场波动	$Sigma$	股票 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年周特有收益的标准差
	公司特有收益	Ret	股票 <i>i</i> 第 <i>t</i> 年的平均周特有收益率
	企业规模	$Size$	总资产的自然对数
	市值账面比	MB	权益市值价值/权益账面价值
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	资产报酬率	ROA	净利润/期初期末总资产均值
公司透明度	DA	可操控应计绝对值,采用修正 Jones 模型估计	
第一大股东持股比例	$Top1$	第一大股东持股数/总股数	
独立董事比例	$Indep$	独立董事人数/董事会总人数	

①部分国内评级机构如润灵环球、和讯网早期对 CSR 进行评级,CSR 与 ESG 有一定相似性但属于不同概念,两家评级机构分别于 2019 年和 2020 年才开始转型做 ESG 评级,与本文样本区间重合度较低,因此没有纳入 ESG 评级分歧计算范围。此外,一些国外评级机构也对 A 股公司进行 ESG 评级,如明晟、彭博、富时罗素,由于中外 ESG 评级机构存在文化、价值观等方面的差异,如酒文化、共同富裕、国有企业的社会和治理议题、党组织治理等,本身就会产生分歧,无法准确捕捉 ESG 评级分歧的信息效应,可能会干扰本文结果,因此也没有纳入 ESG 评级分歧计算范围。出于稳健性考虑,本文在后续通过更换评级机构组合来检验指标和结果的稳健性。

②华证 2009 年开始 ESG 评级,覆盖全部 A 股上市公司,评级从高到低 AAA 至 C 共 9 个等级;商道融绿 2015 年开始 ESG 评级,覆盖沪深 300 和中证 500 上市公司,评级从高到低 A+ 至 D 共 10 个等级;万得 2018 年开始 ESG 评级,覆盖全部 A 股上市公司,评级从高到低 AAA 至 CCC 共 7 个等级,综合得分为 0-10;社投盟 2016 年开始 ESG 评级,覆盖沪深 300 上市公司,评级从高到低 AAA 至 D 共 20 个等级。

(三) 模型设定

为检验 ESG 评级分歧对股价崩盘风险的影响,本文构建模型(4)如下:

$$CrashRisk_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_Dis_{i,t} + Controls_{i,t} + Year + Ind + Agency + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $CrashRisk_{i,t+1}$ 代表因变量超前一期的股价崩盘风险,分别采用超前一期的负收益偏态系数 (F_NCSKEW) 和收益上下波动比率衡量 (F_DUVOL)。 $ESG_Dis_{i,t}$ 代表自变量 ESG 评级分歧,采用按评级最小公倍数取标准差 (SD_G) 和评级取最小公倍数后两两差异绝对值的平均值 (DIF_G) 衡量。本文主要关注系数 α_1 的符号及显著性,若 α_1 显著为正,则 H_{1a} 得到验证,ESG 评级分歧会增大股价崩盘风险;若 α_1 显著为负,则 H_{1b} 得到验证,ESG 评级分歧会降低股价崩盘风险。此外,所有回归模型都采用稳健型标准误估计方法,对方差进行调整以获得较为准确的统计量估计值。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 2 列示了变量的描述性统计结果。反映股价崩盘风险的指标 F_NCSKEW 和 F_DUVOL 的均值分别为 -0.374 和 -0.245,与以往中国情境下上市公司股价崩盘风险的研究结果类似^[27-28];反映 ESG 评级分歧指标的均值分别为 0.100 和 0.137(计算分歧时用最小公倍数除以 100),表明不同评级机构之间 ESG 评级存在较大分歧;评级机构数量 Num 的取值范围为 2—4,均值为 2.385,说明大多数样本都只被 2 家评级机构覆盖,少数样本被 2 家以上评级机构覆盖;资产负债率 Lev 的均值为 0.428,表明样本企业的平均资产负债率为 42.8%;资产报酬率 ROA 的均值为 0.039,整体来看样本公司的盈利水平不高;独立董事比例 $Indep$ 的均值为 0.379,最小值为 0.333,符合上市公司独立董事占比至少为 1/3 的要求;第一大股东持股比例 $Top1$ 的均值为 0.338,表明我国上市公司的股权集中度较高,“一股独大”现象较为严重。

(二) 回归分析与假设检验

表 3 列示了 ESG 评级分歧与股价崩盘风险的回归结果。从列(1)和列(2)中可以看出,对于因变量股价崩盘风险两个指标 F_NCSKEW 和 F_DUVOL ,自变量 ESG 评级分歧 SD_G 的系数分别为 -0.375 和 -0.227,且均在 1% 的水平上显著,自变量 SD_G 每增加一个标准差,因变量 F_NCSKEW 和 F_DUVOL 将分别降低 6.8% 和 6.3%,说明 ESG 评级分歧显著降低了股价崩盘风险, H_{1b} 得以验证,表明 ESG 评级分歧存在“信息效应”而非“噪音效应”。从列(3)和列(4)中可以看出,自变量

表 2 变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
F_NCSKEW	10141	-0.374	0.718	-2.510	-0.326	1.564
F_DUVOL	10141	-0.245	0.463	-1.378	-0.244	0.908
SD_G	10141	0.100	0.068	0.002	0.088	0.306
DIF_G	10141	0.137	0.095	0.003	0.117	0.432
Num	10141	2.385	0.666	2	2	4
$NCSKEW$	10141	-0.352	0.751	-2.521	-0.318	1.920
$DUVOL$	10141	-0.242	0.477	-1.379	-0.246	1.076
$Turnover$	10141	-0.070	0.483	-2.176	0.004	1.055
$Sigma$	10141	0.047	0.018	0.016	0.045	0.105
Ret	10141	-0.001	0.001	-0.006	-0.001	0
$Size$	10141	22.52	1.409	20.08	22.30	26.66
Lev	10141	0.428	0.194	0.069	0.422	0.866
ROA	10141	0.039	0.071	-0.289	0.038	0.225
MB	10141	2.855	2.434	0.475	2.153	15.28
DA	10141	0.060	0.062	0.001	0.041	0.338
$Indep$	10141	0.379	0.055	0.333	0.364	0.571
$Top1$	10141	0.338	0.148	0.084	0.313	0.740

表 3 ESG 评级分歧与股价崩盘风险

变量	(1)		(2)		(3)		(4)	
	F_NCSKEW	F_DUVOL	F_NCSKEW	F_DUVOL	F_NCSKEW	F_DUVOL	F_NCSKEW	F_DUVOL
SD_G	-0.375 ***	-0.227 ***						
	(-3.372)	(-3.201)						
DIF_G					-0.275 ***	-0.166 ***		
					(-3.435)	(-3.262)		
Num	-0.000	0.026	-0.002	0.025				
	(-0.013)	(1.399)	(-0.077)	(1.342)				
$NCSKEW/DUVOL$	0.034 ***	0.022 **	0.034 ***	0.022 **				
	(3.434)	(2.178)	(3.430)	(2.174)				
$Turnover$	-0.011	-0.009	-0.011	-0.009				
	(-0.737)	(-0.840)	(-0.728)	(-0.832)				
$Sigma$	6.192 ***	2.894 ***	6.190 ***	2.892 ***				
	(4.738)	(3.599)	(4.736)	(3.598)				
Ret	84.374 ***	46.512 ***	84.351 ***	46.497 ***				
	(3.902)	(3.484)	(3.901)	(3.483)				
$Size$	0.022 **	-0.008	0.022 **	-0.008				
	(2.107)	(-1.096)	(2.107)	(-1.096)				
Lev	-0.129 **	-0.040	-0.129 **	-0.040				
	(-2.493)	(-1.183)	(-2.492)	(-1.182)				
ROA	0.227 *	0.132 *	0.226 *	0.131 *				
	(1.897)	(1.705)	(1.888)	(1.696)				
MB	0.028 ***	0.015 ***	0.028 ***	0.015 ***				
	(7.595)	(6.164)	(7.609)	(6.177)				
DA	-0.005	-0.071	-0.005	-0.071				
	(-0.044)	(-0.907)	(-0.041)	(-0.904)				
$Indep$	-0.068	-0.006	-0.068	-0.006				
	(-0.519)	(-0.072)	(-0.521)	(-0.074)				
$Top1$	-0.039	-0.034	-0.039	-0.034				
	(-0.755)	(-1.029)	(-0.751)	(-1.025)				
固定效应	控制	控制	控制	控制				
$_cons$	-1.372 ***	-0.377 **	-1.366 ***	-0.373 **				
	(-5.495)	(-2.321)	(-5.467)	(-2.296)				
N	10141	10141	10141	10141				
adj. R ²	0.034	0.039	0.034	0.039				

注:括号内为 t 值,***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。下同。

ESG 评级分歧 DIF_G 的系数分别为 -0.275 和 -0.166 ,且均在 1% 的水平上显著,说明自变量 DIF_G 每增加一个标准差,因变量 F_NCSKEW 和 F_DUVOL 将分别降低 7.0% 和 6.4%, H_{1b} 再次得到验证。

在控制变量方面,评级机构数量 Num 的系数不显著,说明其对股价崩盘风险的影响不大;当年股价崩盘风险指标 $NCSKEW$ 和 $DUVOL$ 与未来股价崩盘风险存在显著的正相关关系; σ 、 Ret 、 $Size$ 、 MB 的系数均显著为正,表明市场波动大、特有收益高、规模大、市值账面比高的企业未来股价崩盘风险更高,这与已有研究保持一致^[4,20,22-23,28]; Lev 的系数显著为负,说明资产负债率高的企业未来股价崩盘风险反而更低,这与 Kim 等^[22-23] 的研究结果一致;资产报酬率 ROA 与未来股价崩盘风险显著正相关;公司透明度 DA 、独立董事比例 $Indep$ 和第一大股东持股比例 $Top1$ 的回归系数均不显著。

五、稳健性检验

(一) 内生性处理

1. 以评级机构出现作为外生事件。股价崩盘风险较低的公司可能是“好公司”,可能被更多的评级机构覆盖,从而更容易产生评级分歧,故存在反向因果的内生性问题,尽管因变量采用超前一期的股价崩盘风险缓解了此种可能性,但我们仍然选取新评级机构出现这一外生事件来解决内生性问题,因为公司不能决定评级机构什么时间出现。本文的样本区间内两次出现新评级机构,一次是 2016 年社投盟开始评级,另一次是 2018 年万得开始评级,我们选取 2018 年万得开始评级作为外生事件,因为万得评级针对的是全部 A 股上市公司,而社投盟的评级对象为沪深 300,有可能存在评级对象的选择问题,所以以万得开始评级作为外生事件是比较理想的选择。

本文以万得评级机构开始评级为外生事件,设立万得评级变量 $Wind$,公司当年 ESG 被万得评级取值为 1,否则取值为 0。新评级机构的出现带来了新的评级视角,我们预期 ESG 评级分歧可能会增大。从表 4 列(1)和列(3)中可以看出, $Wind$ 的系数均在 1% 的水平上显著为正,说明新评级机构的出现确实增大了 ESG 评级分歧。列(2)和列(4)进一步加入评级分歧和万得评级交乘项进行检验,发现当因变量为 F_NCSKEW 时,交乘项 $SD_G \times Wind$ 的系数在 5% 水平上显著为负,表明万得开始评级通过增大评级分歧对股价崩盘风险产生了增量影响,即进一步降低了股价崩盘风险。综合以上结果,在控制了反向因果的内生性问题后,ESG 评级分歧与股价崩盘风险的关系得以增强^①。

2. 控制公司固定效应。ESG 评级分歧有可能捕捉的是公司层面的某些特征,而这些特征可能会影响股价崩盘风险,针对可能存在的遗漏变量问题,本文在回归中对公司固定效应进行控制。从表 5 中可以看出,当因变量为 F_NCSKEW 时, SD_G 和 DIF_G 的系数均为负, p 值分别为 0.132 和 0.117,为边际显著;当因变量为 F_DUVOL 时, SD_G 和 DIF_G 的系数仍然显著为负,说明在控制了公司层面的潜在遗漏变量后,本文结论依然稳健。

(二) 替换主要变量衡量方式

1. 替换因变量衡量方式。本文在主回归中计算股价崩盘风险时,市场收益率采用综合市场流通市值加权平均

表 4 以万得评级机构出现作为外生事件

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	SD_G	F_NCSKEW	SD_G	F_DUVOL
$Wind$	0.021 *** (10.087)	0.029 (0.633)	0.021 *** (10.091)	-0.004 (-0.122)
$SD_G \times Wind$		-0.935 ** (-1.978)		-0.322 (-0.966)
SD_G		0.573 (1.248)		0.118 (0.362)
Controls	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
$_cons$	0.196 *** (11.452)	-1.017 *** (-5.237)	0.196 *** (11.441)	-0.254 ** (-1.994)
N	10141	10141	10141	10141
adj. R ²	0.095	0.018	0.095	0.014

表 5 控制公司固定效应的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	F_NCSKEW	F_DUVOL	F_NCSKEW	F_DUVOL
SD_G	-0.301 (-1.508)	-0.225 * (-1.760)		
DIF_G			-0.225 (-1.567)	-0.166 * (-1.809)
Controls	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
$_cons$	-3.564 *** (-3.447)	-1.643 ** (-2.511)	-3.554 *** (-3.436)	-1.637 ** (-2.501)
N	10141	10141	10141	10141
adj. R ²	0.153	0.146	0.153	0.146

①稳健性检验和进一步分析部分仅列示了自变量为 SD_G 的回归结果,当自变量为 DIF_G 时,结果不变,控制变量的结果也均未列出,留存备索。

法计算得到,稳健性检验中我们采用综合市场总市值加权平均法进行估计。此外,我们还设立了股价崩盘风险哑变量 F_CRASH ,公司年度内至少一周发生股价崩盘事件取 1,否则取 0。回归结果见表 6 列(1)至列(3),可以发现, SD_G 的系数仍然显著为负,本文结论稳健。

2. 替换自变量衡量方式。稳健性检验中,我们分别采用评级百分位数的标准差(SD_R)、每两家评级机构评级百分位数差异绝对值的平均值(DIF_R)、评级标准化后取标准差(SD_S)、每两家评级机构评级标准化差异绝对值的平均值(DIF_S)四种方式来衡量 ESG 评级分歧。回归结果见表 6 列(4)至列(7),可以发现,自变量的系数均至少在 5% 水平上显著为负,本文结论稳健。

3. 更换评级机构组合。本文在主回归中计算 ESG 评级分歧时采用华证、商道融绿、万得、社投盟四家评级机构的数据,而已有研究还普遍使用和讯、明晟、彭博、富时罗素、润灵环球等评级机构的评级结果^[7,17,45-46]。为了检验指标计算和回归结果的稳健性,本文将以上九家评级机构全部纳入考量范围,通过动态调整实现不同的评级机构组合,以此重新计算 ESG 评级分歧并进行回归分析。回归结果见表 7,可以发现,在更换评级机构组合后,自变量 ESG 评级分歧的不同指标至少在 10% 的水平上显著为负,表明本文结论是稳健的^①。

(三) 标准误按公司聚类调整

在主回归中我们采用稳健型标准误估计方法,本部分采用更为严格的标准误估计方法,按照公司层面聚类调整,以获取更为准确的统计量估计值。结果见表 8,可以发现,标准误在按公司聚类调整后,自变量 SD_G 和 DIF_G 的系数仍然均在 1% 的水平上显著为负,证明了本文结论的稳健性。

(四) 2018 年外生事件冲击的影响

证监会在 2018 年公布的《上市公司治理准则》中首次确立了 ESG 的基本框架,要求上市公司依法披露 ESG 三个维度的信息,因此本文以 2018 年 ESG 基本框架的确立作为外生事件冲击进行稳健性检验。虽然 2018 年确立了 ESG 的基本框架,但在缺乏 ESG 评级监管、尚未统一评级标准的背景下,市场中关于 ESG 信息的冗余加大了 ESG 评级机构信息选择的裁量空间,更多的 ESG 信息披露也为评级者创造了对信息给出不同解释的机会,可能

表 6 替换主要变量衡量方式的检验结果

变量	替换因变量			替换自变量			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	$F_NCSKEW1$	F_DUVOL1	F_CRASH	F_NCSKEW	F_NCSKEW	F_NCSKEW	F_NCSKEW
SD_G	-0.372 *** (-3.339)	-0.220 *** (-3.120)	-0.893 * (-1.768)				
SD_R				-0.133 ** (-2.516)			
DIF_R					-0.097 ** (-2.533)		
SD_S						-0.047 *** (-2.856)	
DIF_S							-0.034 *** (-2.907)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	-1.428 *** (-5.693)	-0.424 *** (-2.594)	-0.901 (-0.538)	-1.403 *** (-5.636)	-1.399 *** (-5.618)	-1.412 *** (-5.667)	-1.406 *** (-5.643)
N	10141	10141	10141	10141	10141	10141	10141
adj. R ²	0.035	0.040	0.021	0.033	0.033	0.034	0.034

表 7 更换评级机构组合的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	F_NCSKEW	F_DUVOL	F_NCSKEW	F_DUVOL
SD_G	-0.329 ** (-2.057)	-0.188 * (-1.831)		
DIF_G			-0.322 *** (-2.593)	-0.184 ** (-2.308)
Controls	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
_cons	-1.885 *** (-5.629)	-0.688 *** (-2.870)	-1.877 *** (-5.596)	-0.684 *** (-2.846)
N	10141	10141	10141	10141
adj. R ²	0.033	0.039	0.033	0.039

表 8 标准误按公司聚类调整的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	F_NCSKEW	F_DUVOL	F_NCSKEW	F_DUVOL
SD_G	-0.375 *** (-3.420)	-0.227 *** (-3.256)		
DIF_G			-0.275 *** (-3.486)	-0.166 *** (-3.317)
Controls	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
_cons	-1.372 *** (-5.676)	-0.377 ** (-2.387)	-1.366 *** (-5.647)	-0.373 ** (-2.361)
N	10141	10141	10141	10141
adj. R ²	0.034	0.039	0.034	0.039

①本文只列示了以九家评级机构计算 ESG 评级分歧进行回归的结果,动态调整评级机构组合后,涉及的不同评级机构组合种类较多,结果未列示,留存备索。

会加剧 ESG 评级分歧^[8,46]。本文以 2018 年为分界点,构建虚拟变量 *Shock*,将其与自变量 ESG 评级分歧交乘。结果见表 9,可以发现,当因变量为 *F_NCSKEW* 时,交乘项 *SD_G* × *Shock* 系数在 10% 水平上显著为负,表明 2018 年 ESG 基本框架的确立通过增大评级分歧对股价崩盘风险产生了增量影响,即进一步降低了股价崩盘风险。

六、进一步分析

(一) 机制检验

1. ESG 评级分歧与多维度信息传递

本文研究发现 ESG 评级分歧能够降低股价崩盘风险,即 ESG 评级分歧存在“信息效应”,理论分析认为 ESG 评级分歧传递了多维度信息,被投资者正确解读,降低了信息不对称,从而降低了股价崩盘风险。若该理论成立,则当公司信息透明度较低时,由于投资者无法有效获取 ESG 信息进行 ESG 投资,因此 ESG 评级分歧传递的多维度信息效应会更加明显,我们采用截面分组回归的方法对此机制进行检验。对于公司信息透明度 (*Trans*),参考 Zhong 的研究^[47],本文从财务报告质量、会计准则使用和外部信息环境质量三个方面予以衡量,包括应计平滑利润程度 (*Smooth_Ratio*)、利润平滑相关系数 (*Smooth_Corr*)、总应计 (*Abs_Accr*)、国际会计准则 (*Int_GAAP*)、分析师跟踪数量 (*Analyst*)、分析师预准确度 (*Accuracy*) 6 个指标,取 6 个指标百分位数的平均值,以中位数为标准对样本进行分组。

表 10 列示了分组回归结果,从列(1)和列(3)中可以看出,当公司信息透明度较高时,自变量 *SD_G* 的系数均不显著,而从列(2)和列(4)中可以看出,当公司信息透明度较低时,自变量 *SD_G* 的系数均在 1% 的水平上显著为负,并且分组回归的系数至少在 10% 的水平上存在显著差异,说明 ESG 评级分歧对股价崩盘风险的降低作用在公司信息透明度较低时更明显。以上结果表明当公司信息透明度较低时,投资者无法有效获取 ESG 信息进行 ESG 投资,ESG 评级分歧能够为投资者带来多维度信息,因而更能有效降低股价崩盘风险^①。

2. ESG 评级分歧与投资者信息搜寻

关于 ESG 评级分歧的“信息效应”,除了 ESG 评级本身可能会传递多维度信息外,本文的理论分析表明,ESG 评级分歧还可能会激发投资者的主观能动性,引发投资者主动进行信息搜寻,获取更多的 ESG 信息,从而降低股价崩盘风险,本部分将检验当投资者面对 ESG 评级分歧时,是否存在主动的信息搜寻行为。已有研究通常采用百度指数或谷歌搜索指数衡量投资者的信息搜寻及关注行为^[48-49],我们首先利用上市公司网络搜索指数衡量投资者信息搜寻,该指数捕捉投资者对于上市公司全称、简称、股票代码等关键词的搜索情况,构建的两个指标为上市公司关键词总搜索量加 1 取对数 *Search₁* 和上市公司平均关键词搜索量加 1 取对数 *Search₂*。此外,我们通过对投资者网络互动(互动易、e 互动)情况进行刻画来衡量投资者的信息搜寻,因为社交媒体逐渐成为投资者与公司管理层互动、获取信息的有力工具^[41,50]。构建的两个指标为投资者在网络互动平台上的提问数量加 1 取对数 *Que₁*、与 ESG 相关的提问数量加 1 取对数 *Que₂*。上市公司网络搜索指数及投资者网络互动数据均来源于 CNRDS 数据库。

表 9 以 2018 年作为外生事件

变量	(1)	(2)
	<i>F_NCSKEW</i>	<i>F_DUVOL</i>
<i>SD_G</i> × <i>Shock</i>	-0.841 *	-0.238
	(-1.805)	(-0.730)
<i>SD_G</i>	0.460	0.018
	(1.015)	(0.057)
<i>Shock</i>	0.071	0.028
	(1.483)	(0.836)
<i>Controls</i>	控制	控制
固定效应	控制	控制
<i>_cons</i>	-0.829 ***	-0.042
	(-3.516)	(-0.273)
N	10141	10141
adj. R ²	0.020	0.017

表 10 ESG 评级分歧与多维度信息传递

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>F_NCSKEW</i> 信息透明度高	<i>F_NCSKEW</i> 信息透明度低	<i>F_DUVOL</i> 信息透明度高	<i>F_DUVOL</i> 信息透明度低
<i>SD_G</i>	-0.072	-0.592 ***	-0.086	-0.343 ***
	(-0.443)	(-3.861)	(-0.817)	(-3.538)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	-1.480 ***	-1.331 ***	-0.629 ***	-0.114
	(-4.135)	(-3.258)	(-2.757)	(-0.439)
系数差异检验	$\chi^2 = 5.43 (P = 0.020)$		$\chi^2 = 3.24 (P = 0.072)$	
N	5304	4837	5304	4837
adj. R ²	0.037	0.031	0.043	0.037

①由于本文关注 ESG 信息,因此同时采用 ESG 信息透明度进行分组检验。ESG 信息透明度采用彭博 ESG 披露得分进行衡量,公司披露的 ESG 信息越多,ESG 披露得分越高^[8],当 ESG 信息透明度较低时,ESG 评级分歧对股价崩盘风险的降低作用更明显,结论仍然成立。

回归结果见表 11,可以发现,对于上市公司网络搜索指数的两个指标 $Search_1$ 和 $Search_2$,自变量 SD_G 的系数分别为 1.666 和 1.626,且均在 1% 的水平上显著,表明 ESG 评级分歧确实增加了投资者对于上市公司相关信息的检索;同样,对于投资者网络互动的两个指标 Que_1 和 Que_2 ,自变量 SD_G 的系数均在 1% 水平上显著为正,表明 ESG 评级分歧不仅增加了投资者在网络互动平台上的提问数量,还增加了与 ESG 相关的提问数量。以上结果表明,ESG 评级分歧确实引发了投资者主动的信息搜寻,从而降低了股价崩盘风险。

(二) 异质性分析

虽然本文结论表明 ESG 评级分歧存在“信息效应”,但该结论可能存在很强的前提条件,即 ESG 评级分歧的“信息效应”具有边界。对于 ESG 传递的多维度特质性信息,普通个体投资者可能无法做出有效解读,且普通个体投资者的信息搜寻能力也较弱,从而限制了 ESG 评级分歧“信息效应”的发挥,因此本文预期只有当投资者的信息能力较强时,才能有效利用 ESG 评级分歧传递的多维度信息,并且能够有效发挥主观能动性,进行更有效的信息搜索,这样 ESG 评级分歧的“信息效应”才能有效发挥,从而降低股价崩盘风险^[41]。

我们采用机构投资者持股比例来衡量投资者的信息能力,因为相较于个体投资者,机构投资者的信息处理和搜寻能力更强,机构投资者持股比例越高,ESG 评级分歧的“信息效应”应该越明显^[51]。

表 12 列示了按照投资者信息能力进行分组回归的结果,从列(1)和列(3)中可以看出,当投资者的信息能力较强时,自变量 SD_G 的系数均在 1% 的水平上显著为负,而从列(2)和列(4)中可以看出,当投资者的信息能力较弱时,自变量 SD_G 的系数都不显著,并且分组回归的系数在 5% 水平上存在显著差异,这说明 ESG 评级分歧对股价崩盘风险的降低作用在投资者信息能力较强时更明显。以上结果表明,ESG 评级分歧的“信息效应”具有一定的边界条件,只有当资本市场上的投资者信息能力较强时,才能有效发挥作用,进而降低股价崩盘风险。

七、研究结论与启示

本文以 2015—2021 年沪深 A 股上市公司为样本,检验 ESG 评级分歧对股价崩盘风险的影响。研究发现,ESG 评级分歧能够显著降低公司未来的股价崩盘风险,并且该效应的经济意义明显,表明 ESG 分歧存在“信息效应”。机制检验发现,当公司信息透明度较低,投资者难以做出有效的 ESG 投资决策时,ESG 评级分歧对股价崩盘风险的降低作用更明显,表明 ESG 评级分歧确实传递了多维度信息;ESG 评级分歧能够激发投资者的主观能动性,投资者会主动进行信息搜寻,对上市公司的检索量和在网络互动平台上的提问量均显著增加。异质性结果表明,ESG 评级分歧的“信息效应”具有边界条件,只有当资本市场上的投资者具有较强的信息能力时,ESG 评级分歧才能有效降低股价崩盘风险。

本研究结论对投资者及监管者具有一定的启示作用。目前,资本市场上的投资者进行 ESG 投资可能存在一定的盲目性,容易受到公司大肆渲染的 ESG 概念的影响,从而哄抬股价造成资本市场的不稳定。因此,一方面,投资者在依据 ESG 评级做出决策时,不能仅依靠单一评级,否则有可能被误导,因为单一的高 ESG 评级可能难以揭示 ESG“漂绿”行为,投资者需要多参考几家评级机构的评级结果。如果投资者能够辩证综合地看待不同评级机构的评级结果,或许能够利用 ESG 评级分歧中传递的多维度信息,降低 ESG 投资的盲目性,从而做出

表 11 ESG 评级分歧与投资者信息搜寻的检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Search_1$	$Search_2$	Que_1	Que_2
SD_G	1.666 *** (4.681)	1.626 *** (4.740)	0.445 *** (3.218)	0.440 *** (2.779)
Controls	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
$_cons$	-0.059 (-0.074)	0.519 (0.678)	-3.114 *** (-8.979)	-4.453 *** (-11.567)
N	10141	10141	10141	10141
adj. R ²	0.233	0.176	0.240	0.200

表 12 投资者信息能力异质性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	F_NCSKEW 信息能力强	F_NCSKEW 信息能力弱	F_DUVOL 信息能力强	F_DUVOL 信息能力弱
SD_G	-0.642 *** (-4.290)	-0.082 (-0.490)	-0.392 *** (-4.092)	-0.053 (-0.501)
Controls	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
$_cons$	-1.385 *** (-3.423)	-1.312 *** (-3.881)	0.004 (0.016)	-0.517 ** (-2.313)
系数差异检验	$\chi^2 = 6.29 (P = 0.012)$		$\chi^2 = 5.67 (P = 0.017)$	
N	5064	5077	5064	5077
adj. R ²	0.032	0.037	0.036	0.044

更加科学的 ESG 投资决策。另一方面,面对 ESG 评级分歧,投资者可以发挥主观能动性,通过额外的信息搜索对公司 ESG 表现做出更加精准判断,从而提高决策质量。对于监管者而言,一方面,随着 ESG 概念的兴起,监管者面临对 ESG 及评级机构如何监管的问题,事实上,我国对于 ESG 的重视程度正逐渐增强,也加强了一些必要的监管,如 2022 年 4 月证监会发布了《上市公司投资者关系管理工作指引(2022)》,首次将 ESG 纳入上市公司投资者关系管理的内容中。上交所与深交所于 2022 年年初修订了《股票上市规则》,明确了社会责任报告等非财务信息的披露要求。然而,目前由于 ESG 评级分歧较大,市场抱怨 ESG 评级缺乏统一的标准、ESG 评级机构缺乏监管,ESG 评级分歧确实给资本市场带来了一定的噪音,但本文研究结果表明,评级机构之间的竞争多元化导致的评级分歧存在“信息效应”,会给投资者及资本市场带来益处。因此,监管者需要对 ESG 评级持开放态度,权衡收益与成本,综合评价 ESG 评级的有效性,采取更加正确的监管方式引导我国 ESG 市场健康平稳发展,这对于我国实现“双碳”目标和绿色发展的经济转型具有重要意义。另一方面,本文虽然验证了 ESG 评级分歧的“信息效应”,但该效应存在边界条件,只有当资本市场中投资者的信息能力较强时,ESG 评级分歧的“信息效应”才能更好地得以实现,因此监管者在完善评级市场时除了考虑评级机构外,还要强化对投资者的教育,通过开展 ESG 宣传与培训增强投资者的信息处理能力,以使投资者能够正确解读 ESG 评级分歧中传递的多维度信息,同时还要具备主动搜寻信息的能力,从而优化资本市场资源配置,提升资本市场稳定性。

参考文献:

[1] Raghunandan A, Rajgopal S. Do ESG funds make stakeholder-friendly investments? [J]. *Review of Accounting Studies*, 2022, 27(3): 779-821.

[2] Basu S, Vitanza J, Wang W, et al. Walking the walk? Bank ESG disclosures and home mortgage lending[J]. *Review of Accounting Studies*, 2022, 27(3): 864-896.

[3] Thomas J K, Yao W, Zhang F, et al. Meet, beat, and pollute[J]. *Review of Accounting Studies*, 2022, 27(3): 1038-1078.

[4] 权小锋, 吴世农, 尹洪英. 企业社会责任与股价崩盘风险:“价值利器”或“自利工具”? [J]. *经济研究*, 2015(11): 49-64.

[5] 田利辉, 王可第. 社会责任信息披露的“掩饰效应”和上市公司崩盘风险——来自中国股票市场的 DID-PSM 分析[J]. *管理世界*, 2017(11): 146-157.

[6] 曹海敏, 孟元. 企业慈善捐赠是伪善吗——基于股价崩盘风险视角的研究[J]. *会计研究*, 2019(4): 89-96.

[7] 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.

[8] 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.

[9] Lamont M. Toward a comparative sociology of valuation and evaluation[J]. *Annual Review of Sociology*, 2012, 38(1): 201-221.

[10] Maheswaran D, Chaiken S. Promoting systematic processing in low-motivation settings: Effect of incongruent information on processing and judgment[J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1991, 61(1): 13-25.

[11] Brandon G R, Krueger P, Schmidt P S. ESG rating disagreement and stock returns[J]. *Financial Analysts Journal*. 2021, 77(4): 104-127.

[12] Avramov D, Cheng S, Lioui A, et al. Sustainable investing with ESG rating uncertainty[J]. *Journal of Financial Economics*, 2022, 145(2): 642-664.

[13] 马文杰, 余伯健. 企业所有权属性与中外 ESG 评级分歧[J]. *财经研究*, 2023(6): 124-136.

[14] Chatterji A K, Durand P, 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.

[15] Berg F, Kölbl J F, Rigobon R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings[J]. *Review of Finance*, 2022, 26(6): 1315-1344.

[16] Kimbrough M D, Wang X, Wei S, et al. Does voluntary ESG reporting resolve disagreement among ESG rating agencies? [J]. *European Accounting Review*, 2024, 33(1): 15-47.

[17] 周泽将, 谷文菁, 伞子瑶. ESG 评级分歧与分析师盈余预测准确性[J]. *中国软科学*, 2023(10): 164-176.

[18] Serafeim G, Yoon A. Stock price reactions to ESG news: The role of ESG ratings and disagreement[J]. *Review of Accounting Studies*, 2023, 28(3): 1500-1530.

[19] Jin L, Myers S C. R² around the world: New theory and new tests[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(2): 257-292.

[20] Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque financial reports, R², and crash risk[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 94(1): 67-86.

[21] Zhu W. Accruals and price crashes[J]. *Review of Accounting Studies*, 2016, 21(2): 349-399.

[22] Kim J B, Li Y H, Zhang L. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011a, 100(3): 639-662.

[23] Kim J B, Li Y H, Zhang L. CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011b, 101(3): 713-730.

[24] Xu N, Li X, Yuan Q, et al. Excess perks and stock price crash risk: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2014, 25: 419-434.

[25] Piotroski J D, Wong T J, Zhang T. Political Incentives to suppress negative information: Evidence from Chinese listed firms[J]. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53(2): 405-459.

- [26] 江轩宇, 许年行. 企业过度投资与股价崩盘风险[J]. 金融研究, 2015(8): 141-158.
- [27] 彭俞超, 倪晓然, 沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 经济研究, 2018(10): 50-66.
- [28] 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 等. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. 经济研究, 2012(7): 127-140.
- [29] 许年行, 于上尧, 伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2013(7): 31-43.
- [30] 王化成, 曹丰, 叶康涛. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2015(2): 45-57+187.
- [31] 梁权熙, 曾海舰. 独立董事制度改革、独立董事的独立性与股价崩盘风险[J]. 管理世界, 2016(3): 144-159.
- [32] 叶康涛, 曹丰, 王化成. 内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗? [J]. 金融研究, 2015(5): 192-206.
- [33] 潘越, 戴亦一, 林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. 金融研究, 2011(9): 138-151.
- [34] Callen J L, Fang X. Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? [J]. Journal of Banking and Finance, 2013, 37(8): 3047-3063.
- [35] Hope K. Accounting policy disclosures and analysts' forecasts[J]. Contemporary Accounting Research, 2003, 20(2): 295-321.
- [36] Morgan D P. Rating banks: Risk and uncertainty in an opaque industry[J]. American Economic Review, 2002, 92(4): 874-888.
- [37] Hong H, Stein J C. Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes[J]. Review of Financial Studies, 2003, 16(2): 487-525.
- [38] Hirshleifer D, Teoh S H. Limited attention, information disclosure, and financial reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 36(1-3): 337-386.
- [39] Chen J, Hong H, Stein J C. Forecasting crashes: Trading volume, past returns and conditional skewness in stock prices[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 61(3): 345-381.
- [40] 陈国进, 张贻军. 异质信念、卖空限制与我国股市的暴跌现象研究[J]. 金融研究, 2009(4): 80-91.
- [41] 丁慧, 吕长江, 陈运佳. 投资者信息能力: 意见分歧与股价崩盘风险——来自社交媒体“上证 e 互动”的证据[J]. 管理世界, 2018(9): 161-171.
- [42] Sun M. How does the variance of product ratings matter[J]. Management Science, 2012, 58(4): 696-707.
- [43] Mullainathan S, Shleifer A. The market for news[J]. The American Economic Review, 2005, 95(4): 1031-1053.
- [44] 谢红军, 吕雪. 负责任的国际投资: ESG 与中国 OFDI[J]. 经济研究, 2022(3): 83-99.
- [45] 陈宏韬, 殷海锋, 张天舒, 等. ESG 评级分歧影响资本市场定价效率吗? ——基于上市公司股价同步性的研究[J/OL]. 财经研究, (2024-07-15) [2024-10-11]. <https://doi.org/10.16538/j.cnki.jfe.20240116.101>.
- [46] 王垒, 刘青德, 李宽. ESG 评级分歧与公司债券定价: 信息挖掘还是信息恶化[J]. 国际金融研究, 2024(3): 87-96.
- [47] Zhong R. Transparency and firm innovation[J]. Journal of Accounting and Economics, 2018, 66(1): 67-93.
- [48] Da Z, Engelberg J, Gao P. In search of attention[J]. Journal of Finance, 2011, 66(5): 1461-1499.
- [49] 俞庆进, 张兵. 投资者有限关注与股票收益——以百度指数作为关注度的一项实证研究[J]. 金融研究, 2012(8): 152-165.
- [50] 谭松涛, 阚铄, 崔小勇. 互联网沟通能够改善市场信息效率吗? ——基于深交所“互动易”网络平台的研究[J]. 金融研究, 2016(3): 174-188.
- [51] 丁慧, 吕长江, 黄海杰. 社交媒体、投资者信息获取和解读能力与盈余预期——来自“上证 e 互动”平台的证据[J]. 经济研究, 2018(1): 153-168.

[责任编辑: 王丽爱]

ESG Rating Divergence and Stock Price Crash Risk: Noise Effect or Information Effect?

SHAO Yan¹, ZHANG Guangdong¹, ZHANG Yuanyuan²

(1. School of Accounting, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou, 310018, China;

2. School of Business, Qingdao University, Qingdao 266071, China)

Abstract: Based on the sample of Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2015 to 2021, this paper empirically tests the impact of ESG rating divergence on the stock price crash risk. Our study finds that ESG rating divergence can significantly reduce the company's future stock price crash risk, supporting the “information effect” rather than the “noise effect”. The mechanism test finds that when the company's information transparency is lower, the “information effect” is stronger, indicating that ESG rating divergence reduces the stock price crash risk through transmitting multi-dimensional information. In addition, ESG rating divergence can stimulate investors' subjective initiative. Investors will conduct active information search, and the number of searches for listed companies and questions on online interactive platforms will increase significantly. The heterogeneity results show that the “information effect” of ESG rating divergence has boundary conditions. When investors' information ability is stronger, ESG rating divergence can effectively reduce the stock price crash risk.

Key Words: ESG rating divergence; stock price crash risk; information effect; noise effect; market fluctuation