

ESG评级机构分歧与基金投资策略选择

王 垒, 李 宽, 丁黎黎

(中国海洋大学 经济学院, 山东 青岛 266100)

摘要: ESG评级机构作为资本市场中的信息中介, 为基金提供配置资产的前瞻性观点, 但目前国内外普遍存在的ESG评级分歧现象影响了评级机构对基金投资的指引作用。为此文章以基金持股行为为研究对象, 实证检验国内外8家评级机构间ESG评级分歧信息效应的具体表现。研究发现: ESG评级分歧会显著降低基金的持股比例, 表明ESG评级分歧提高了信息的不确定性, 增加基金投资风险, 促使其抛售分歧较高的股票; 分样本检验发现, 国内评级机构之间产生的ESG评级分歧对基金持股行为的负向影响更大, 而对于ESG报告披露更加详细、普遍被基金重仓持股和被泛ESG基金持股的企业, 这种分歧的负面影响则得到有效缓解; 机制检验发现, ESG评级分歧与分析师预测、审计监督存在联动效应, 其分歧会增加分析师预测偏差与分歧、提高企业审计难度, 进一步加剧信息不确定性, 降低基金持股比例; 通过反事实推断发现, ESG评级分歧增加了基金持股获利的难度, 而基金的减持行为则有助于其在信息环境恶化的情况下规避风险。文章识别了ESG评级机构分歧的资本市场信息效应, 揭示了基金资金回流股市的潜在路径, 为监管部门尽早规范ESG评级机构尽职调研要求、充分发挥资本市场信息中介功能等提供理论指导。

关键词: ESG评级分歧; 基金投资; 信息中介; 分析师预测; 审计监督

中图分类号: F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2025)05-0093-15

一、引言

完善现代金融体系, 充分发挥资本市场在促进实体经济可持续发展中的作用, 是响应党的二十大“健全资本市场功能”号召, 加快推动高质量发展、推进中国式现代化建设的题中应有之义。作为现代金融体系的核心构成, 基金被赋予壮大耐心资本、稳定股票市场波动的使命。近年来, 尽管基金管理规模持续增长, 但“股弱债强”的趋势日益凸显, 截至2023年末, 股票型基金规模同比下降13.19%, 混合型基金规模同比下降21.59%^①, 这种资金逃离股市的现象, 使其并未达到预期的“压舱石”和“稳定器”作用, 对资本市场的整体健康发展构成不利影响。因此, 亟须探明基金回流股市以稳定市场信心的有效路径。作为资本市场的逐利者, 基金须依赖其对企业

收稿日期: 2024-12-16

基金项目: 国家社会科学基金项目“机构共同持股下的上市公司ESG‘漂绿’治理效应及机制研究”(23BGL108); 泰山学者工程专项经费资助(tsqn202306089); 山东省自然科学基金面上项目“ESG评级分歧与公司债券市场反应: 信息效应、影响机制与功能治理”(ZR2023MG013)。

作者简介: 王 垒(1986—), 男, 山东淄博人, 中国海洋大学经济学院教授;

李 宽(1995—), 男, 山东菏泽人, 中国海洋大学经济学院博士研究生;

丁黎黎(1978—), 女, 山东五莲人, 中国海洋大学经济学院教授(通信作者)。

①数据来源: 根据Choice数据库计算得到。

信息的掌握程度来精确判断买卖时机。在这一过程中,第三方信息中介通过二次传播企业信息,为基金等投资者获取信息提供了重要渠道,其公布信息的质量是保证资本市场稳定的重要防线。

在可持续投资理念盛行的当下,基金等投资者对以ESG评级为代表的第三方中介信息的需求激增^①,这引起了国内外监管机构的广泛关注,并出台了一系列相关政策法规以提升信息传递的准确性和有效性^②。由于信息不完全的存在,基金无法准确掌握企业ESG的真实表现,而作为资本市场的信息中介,ESG评级机构向社会公布的ESG评级在一定程度上释放了更多的企业ESG信息,成为基金投资的重要参考指标。然而,从投资结果来看,2024年热衷于ESG投资理念的基金全年平均收益率跑输沪深300指数近5个百分点^③,反映出在由ESG评级参与构建的信息环境下,基金投资收益表现并不理想,进一步降低了资本配置效率和资本市场稳定性。尤其是当前存在的ESG评级标准不一致和评级结果准确性较低的问题,使得“反ESG”的呼声愈演愈烈。针对普遍存在的ESG评级分歧现象^④,现有研究指出ESG界定标准的模糊性、测度方法的差异性、信息来源的多样性等都是引致ESG评级非趋同的动因(Chatterji等, 2016; Berg等, 2022; 王垒等, 2024a)。在此基础上,学者从信息加工的角度强调了ESG评级机构主观解读偏差对评级分歧的影响,发现企业ESG信息披露有效性的降低会增加机构的信息提取难度(赵婧璐等, 2024; Kimbrough等, 2024),诱发其主观解读偏差,加剧ESG评级分歧(Kotsantonis和Serafeim, 2019)。对此,联合国开发计划署可持续发展目标影响力指导委员会委员马蔚华指出,当前ESG评级不仅缺乏统一标准和高质量的数据基础,更缺少高效、公平的第三方评估机构。^⑤

在对良好ESG表现缺乏共识的情况下,尽管ESG评级分歧作为风险因子被广泛纳入资产定价模型(Brandon等, 2021; Avramov等, 2022),且其对股票市场的影响效应已受到学者的广泛关注,但是,现有研究大多从风险角度考察全体投资者反应,鲜有从信息视角深入探究ESG评级分歧这一不确定因素是如何被基金等ESG评级的主要使用者所采纳的。理论上,ESG评级分歧对基金持股可能会产生截然相反的影响。一方面,在信息总量视角下,各ESG评级机构掌握的企业私有信息存在差异,这导致它们向市场释放的企业信息各具特色(王垒等, 2024b)。随着分歧的增加,评级向社会公众传递的ESG信息也就更加全面和立体,提高了企业与基金之间的信息透明度,从而促进基金对企业认知的深化,从而提高投资管理的精准度,增强基金对该企业的持股偏好。另一方面,在信息不确定性视角下,ESG评级分歧虽然增加了市场中ESG相关信息的总量,但竞争性的ESG评级会加剧企业信息的不确定性,抑制市场正面预期(Serafeim和Yoon, 2023; 李晓艳等, 2023),提高基金的风险感知,进而降低基金的持股比例。那么,面对ESG评级分歧,基金究竟会作出怎样的投资策略选择?其行为逻辑又是什么?这些问题的回答对于充分发挥基金“稳定器”作用、提高资本市场资源配置效率、理顺信息中介功能具有重要意义。基于上述讨论,本文以2015—2023年沪深A股上市公司为样本,从信息视角出发检验ESG评

① 投资者向数据供应商(ESG评级机构)支付的ESG评级使用费从2014年的2亿美元增长至2018年的5亿美元(Christensen等, 2022)。

② 2024年11月上交所发布了《推动提高沪市上市公司ESG信息披露质量三年行动方案(2024—2026年)》,强调加强ESG信息披露监管,对违规的上市公司和中介机构等主体将采取自律措施。与此同时,欧盟则以法令形式发布对ESG评级机构的监管办法。在此之前,国际资本市场协会和香港证监会也陆续发布ESG评级和数据产品供应商行为准则。

③ 数据来源:每日经济新闻(<https://m.nbd.com.cn/articles/2025-01-05/3710318.html>)。

④ 例如在2020年,美的集团获得了社会价值投资联盟(以下简称“社投盟”)评级的“A+”,而仅获得商道融绿的“B-”,在中财绿网更只是获得了“D+”的结果。

⑤ 数据来源:第二届ESG全球领导者峰会。

级分歧对基金投资的影响效应,深入挖掘其投资决策的行为逻辑。

相对于已有文献,本文的边际贡献主要体现在以下三个方面:一是深化了信息要素在基金价值投资体系中的关键作用,为回答基金等机构投资者未能较好发挥金融稳定器作用的现实问题提供了新思路。在大力倡导可持续发展和实现新时代中国特色社会主义经济高质量发展的背景下,基金作为重要的中长期资金来源,承担着优化资源配置的关键枢纽作用。现阶段,社会各界都在积极探索如何吸引基金力量来助推资本市场和实体经济高质量发展。尽管学者们从改善企业基本面、健全资本市场运行机制等方面作出了较多讨论,但仍未有效缓解基金投资所呈现的“股弱债强”的态势。本文从信息视角出发,基于可持续发展理念,结合ESG评级机构间的分歧这一新兴信息要素,探究了ESG评级分歧对基金投资策略选择的影响。与以往研究不同,本文还明确了在既定分歧背景下基金面对多家ESG评级综合得分的反应。这一探索不仅为解决资本市场信息不完全问题提供了新思路,还从理论上对于如何引导基金价值投资有所启示。

二是从资本市场多方信息主体出发,厘清了当面对ESG评级分歧时基金的行为逻辑及反应边界,为识别三方信息中介的联动效应、探索ESG评级分歧冲击的缓解路径提供了新证据。第三方信息机构(如ESG评级机构、证券分析师、审计师等)构成了集评估、解读和验证功能于一体的信息传递体系,三者形成的多源异构信息是我国基金进行投资决策时面临的客观现实(田高良等, 2024)。然而,已有关于基金行为逻辑的研究,鲜有考虑资本市场各类信息中介的信息传递特征,本文则分别立足分析师的信息扩散功能和审计师的信息验证功能,明确了ESG评级分歧对分析师预测与审计监督的联动效应,阐明了其对基金投资的影响路径。与此同时,考虑上述影响逻辑链条中的核心主体,从ESG评级机构、基金和企业三方面明晰了基金经理对ESG评级分歧的异质性反应,细化了对ESG评级分歧影响边界的理解,为缓解ESG评级分歧的负面影响提供参考。

三是明确了ESG评级分歧背景下基金投资收益率的变动情况,深挖了基金在风险规避与价值投资之间的选择逻辑,为破解企业耐心资本培育困境提供了政策启示。本文发现ESG评级分歧会加大基金投资获利的难度,及时的抛售策略有助于其规避风险,明确了在倡导可持续发展和ESG信息不确定性的双重背景下,基金仍会以风险规避作为其核心投资原则,补充了ESG主题基金收益率低迷的成因,更证实了信息环境恶化引发的资本退出现象将加剧市场资源配置效率损失。上述结论为完善资本市场信息中介功能、厘清中介机构权责边界、健全ESG监管框架以强化基金的股市“稳定器”功能提供了政策启示,同时为引导基金发挥专业优势、整合多源异构信息以培育企业耐心资本指明了实践路径。

二、理论分析与假说提出

作为资本市场的中坚力量,基金等机构投资者的持股偏好对引导市场资金流向、优化市场资源配置具有重要的作用(王垒等, 2024c)。作为逐利的投资者,基金经理的投资偏好不仅有赖于投资者保护机制(Giannetti和Koskinen, 2010; 李凤羽等, 2015)、市场信息环境(王菊仙等, 2021)、利益相关者监督(蔡贵龙和张亚楠, 2023)等外部环境因素,还与基金经理能够获取到的企业信息总量和不确定性密切相关。一方面是基础层面,即信息总量,涵盖信息的丰富度和全面性;另一方面是更深层次的考量,即信息的不确定性,涉及信息的清晰度和可靠性(朱星姝和胡玥, 2024)。这两个层面相互交织,共同决定了信息对基金投资决策的支持程度。近年来,随着社会各界对社会责任、环境保护投入等非财务信息的关注(张学勇等, 2023),相较于资产负

债率、净利润增长率等传统财务信息(李辰颖, 2016), 企业的非财务信息更有助于投资者规避环境风险(Friede等, 2015), 增加了基金经理对ESG表现优异企业的投资偏好。

作为不同评级机构对同一家企业的ESG表现所作出的不一致评价, ESG评级分歧影响着企业信息透明度的高低(赵云辉等, 2024; 陈宏韬等, 2024)。理论上, ESG评级分歧可能会释放更多的信息, 拓宽信息的丰富度, 但从基金经理面临的实际情况来看, ESG评级分歧可能会增加基金对ESG信息不确定性的感知。其中, 从信息发出端来看, ESG评级分歧可能会增加市场中企业ESG的信息含量, 改善企业信息透明度。首先, ESG评级机构作为信息中介, 具有普通投资者无法获取的信息渠道优势和信息加工优势(Chatterji等, 2009), 不仅有能力对市场中公开的企业信息进行专业化分析, 还能掌握更贴合公司实际的私有信息, 通过发布ESG评级结果将企业的私有信息转化为公共信息, 从而增加市场信息总量, 提高企业透明度。信息加工理论指出, 不同的信息加工者会注意、选择、接收不同的信息, 并通过差异化的信息处理形成不同决策(Peterson等, 1991)。因此, 当多个ESG评级机构跟踪评价同一企业时, 由于衡量标准和评级体系的差异, 评级机构收集的企业信息和掌握的私有信息含量均有所不同, 导致机构公布的ESG评级出现分歧。但这种ESG评级分歧包含了不同层面、不同渠道的企业特质信息, 可以向市场中的信息使用者释放企业不同层次的信号。

然而, 现实中ESG评级机构间的分歧往往会催生竞争性信息的出现, 致使有效信息相互抵消, 增加企业ESG信息的复杂度和不确定性, 从而加剧投资者对企业经营不确定性的预期。信息不确定性是指对影响企业价值的信息认识比较模糊(Zhang, 2006), 难以通过现有知识和经验对企业未来表现进行有效预判而产生的不确定性, 它与信息有限、企业所处商业与运营环境等密切相关(沈华玉和吴晓晖, 2018)。具体而言, 一方面, 一致性和准确性作为评估信息不确定性的核心维度, 对评级体系的效能起着关键作用。而ESG评级分歧传递出的最直观信号就是ESG评级的不一致, 这种不一致会导致市场中出现竞争性的多类信息, 削弱评级信息的有效性, 加剧企业信息的不确定性(Chatterji等, 2009)。另一方面, ESG评级分歧意味着市场难以获得企业ESG表现的明确信息, 加剧了投资者对企业可持续发展不确定性的感知。理想状态下, 如果一个企业ESG表现全面, 能够适应多种ESG评级标准, 即能够获得所有ESG评级机构的一致好评, 那么多重的ESG评级能够显著降低信息的不确定性, 并助力企业获得更多的市场认可。但实际上, 由于企业和社会角色和分工上的差异, 它们在ESG发展方面的侧重点也有所不同, 增加了投资者获取准确ESG信息的难度, 而ESG评级分歧进一步强化了投资者对企业经营信息不确定性的预期, 降低了对企业可持续发展能力的评估准确性, 引发投资者对其经营能力和偿债能力的担忧, 凸显了信息的不确定性问题。

从信息接收端来看, 基金作为理性投资人, 往往偏好信息获取成本低且信息透明度高的企业, 而较高的信息不确定性则会抑制其持股偏好。随着资产管理机构对ESG评级信息的依赖度持续提升(Christensen等, 2022), 作为专业第三方信息中介的ESG评级机构, 其输出的结构化数据凭借高度专业化与可视化特征, 既有效降低了基金经理在ESG绩效评估中的信息处理成本, 又为投资主体验证企业经营基本面信息提供了可交叉核实的参照体系。与此同时, 为避免因ESG评级相关信息的变动导致基金购买者大量赎回基金份额, 进而加剧基金赎回压力的现象, 基金亦有较强的动机关注ESG评级机构的评价结果。然而, ESG评级分歧引致的信息不确定可能会导致基金在准确接收评级信息时存在一定阻碍, 从而使其减少对这些企业股票的持有。其一, 相对于个人投资者, 基金虽然可以掌握更多的内部信息和更加专业的投资知识, 但基金的投资决策最终还是由有限理性的基金经理作出的。当信息不确定性上升时, 基金经理需要进一

步消耗有限的精力来解码企业ESG表现,这不仅增加了基金经理获取企业ESG信息的成本,也无法保证解码结果的准确性,从而增加了投资风险。同时,信息不确定性的上升还会导致投资者依据自身经验和知识获取的私有信息准确度降低,并使其在投资决策中表现出谨慎的态度(张光利等,2021),进而减少基金持股。其二,根据实物期权理论,投资延迟期权的价值与信息不确定性正相关(吕佳宁等,2023)。换言之,基金投资企业股票可以将其视为投资者持有的看涨期权。信息不确定性越高,基金面临的投资风险越大,该期权的价值就越大。此时基金会选择延迟投资以等待更多信息的到来,把握更好的投资机会,从而降低当前的持股比例。基于此,本文提出如下研究假说:

假说: ESG评级分歧会降低基金持股比例。

三、研究设计

(一)数据来源与样本选择

本文以2015—2023年中国沪深A股上市公司为初始研究样本,剔除ST或ST*、金融行业以及核心变量缺失的数据,并对连续变量进行上下1%的缩尾处理。需要说明的是,一方面,就评级机构选择而言,鉴于投资者更关注知名度较高的机构,本文选取华证、商道融绿、和讯、润灵、社投盟、万得、明晟、富时罗素8家国内外主流机构的ESG评级数据,作为度量评级分歧的初始数据源。另一方面,针对样本时间范围,因ESG评级分歧的测度基于不同评级间的标准差,需确保所选年份至少覆盖两家机构数据。其中,商道融绿自2015年起开启评级服务,且和讯在2015年及之后亦同步更新数据,故将2015年确定为初始年份。各评级数据来自WIND数据库、国泰安CSMAR数据库、Bloomberg数据库以及官网公布数据,其余数据来自国泰安CSMAR数据库,并用RESSET数据库对基金数据进行补充。

(二)变量选择

1. ESG评级分歧。本文的核心解释变量为ESG评级分歧(DIS_ESG),借鉴Avramov等(2022)的测度,将不同ESG评级结果的标准差作为企业ESG评级分歧的代理变量,其测量步骤如下:首先,根据各自数据提供者的原始评级量表涵盖的所有企业进行排序,并对各ESG原始数据进行百分等级法和归一化处理。其次,计算任意两个ESG评级结果的标准差,构成ESG评级对。最后,将所有评级对的均值作为最终的企业ESG评级分歧。

2. 基金投资。本文仅关注股票型和混合型基金,并且只考察主动型基金的持股情况,通过计算这类基金持有企业股票数量占企业总股数的比例来度量基金投资行为($FUND$)。

3. 其他控制变量。一方面,基金投资决策可能会受到市场给予企业ESG表现的总体评价影响;另一方面,鉴于评价企业ESG表现的机构数量一定程度上反映了信息总供给量,可能影响基金投资决策,本文将企业获得的ESG市场综合评级(ESG)和评级机构数量($NUMBER$)纳入模型。此外,借鉴何贤杰等(2014)、王菊仙等(2021)的研究,本文在财务特征方面控制了企业规模($SIZE$)、成立年限(AGE)、资产负债率(LEV)、营业收入增长率(GRO)、有形资产比(TA)、企业绩效(ROA)、可持续增长率(SGR);在治理特征方面控制了是否国企(SOE)、股东集中度($TOP10$)、两职合一(DUL)、独立董事比例($INDR$)、会计师事务所($AFIRM4$)、审计意见($OPINION$),并进一步控制股票交易量(VOL)、每股净资产($BVPS$)、股票收益波动率($YISY$)企业股权特征的相关变量。

(三)模型设计

为考察ESG评级分歧对基金投资的影响,本文采用如下模型进行检验:

$$FUND_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 DIS_ESG_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t} + \beta_3 CONTROL_{i,t} + \delta_t + \gamma_j + \mu_g + \varepsilon_{i,t+1} \quad (1)$$

在模型(1)中,下标*i*、*t*、*j*、*g*分别表示企业、年份、行业及城市, *DIS_ESG*表示企业ESG评级分歧, *ESG*表示企业ESG市场综合评级, *FUND*表示基金持股比例, *CONTROL*表示控制变量, δ 、 γ 和 μ 分别表示年份、行业及城市固定效应, ε 为未观测到的随机误差项。

(四)描述性统计

表1的Panel A报告了主要变量的描述性统计结果。可以看出, ESG评级分歧的均值为0.1867, 大于中位数, 呈右偏分布, 说明存在部分ESG评级分歧较大的企业。基金持股比例方面, 在我国主动型投资基金中, 股票型和混合型基金的持股数量占A股上市公司总股本的2.80%, 但结合中位数(0.62%)可以看出, 基金持股偏好集中在少数部分上市企业中。

表 1 主要变量描述性统计

Panel A						
变量	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>DIS_ESG</i>	15859	0.1867	0.1682	0.1259	0.0037	0.5537
<i>ESG</i>	15859	0.5266	0.5298	0.2142	0.0752	0.9436
<i>NUMBER</i>	15859	2.7648	2.0000	1.4531	2.0000	8.0000
<i>FUND</i>	15859	0.0280	0.0062	0.0450	0.0000	0.2105
<i>SIZE</i>	15859	22.4545	22.2565	1.3417	20.1478	26.4958
<i>AGE</i>	15859	2.9960	3.0445	0.2899	2.1972	3.5553
<i>LEV</i>	15859	0.4068	0.3998	0.1932	0.0602	0.8554
<i>GRO</i>	15859	0.1808	0.1250	0.3440	-0.4917	1.9986
<i>TA</i>	15859	0.9218	0.9546	0.0920	0.5306	0.9999
<i>ROA</i>	15859	0.0655	0.0601	0.0696	-0.2067	0.2842
<i>SGR</i>	15859	0.0548	0.0542	0.0940	-0.3665	0.3701
<i>SOE</i>	15859	0.3207	0.0000	0.4668	0.0000	1.0000
<i>TOP10</i>	15859	0.5999	0.6083	0.1501	0.2502	0.9131
<i>DUL</i>	15859	0.3112	0.0000	0.4630	0.0000	1.0000
<i>INDR</i>	15859	0.3826	0.3750	0.0741	0.2500	0.6000
<i>AFIRM4</i>	15859	0.0766	0.0000	0.2659	0.0000	1.0000
<i>OPINION</i>	15859	0.9851	1.0000	0.1213	0.0000	1.0000
<i>VOL</i>	15859	3.5797	2.8101	2.7109	0.3444	13.9208
<i>BVPS</i>	15859	6.3593	5.1191	4.6747	0.9194	28.7221
<i>YISY</i>	15859	0.0322	0.0276	0.0242	0.0122	0.2112

Panel B							
变量	观测值	均值	中位数	变量	观测值	均值	中位数
国内ESG分歧	13674	0.1868	0.1630	国内ESG综合评级	13674	0.5233	0.5707
国内外ESG分歧	2185	0.1860	0.1861	国内外ESG综合评级	2185	0.5804	0.5780

当前, 国内外评级机构均已形成一定的规模, 但其对投资者的参考价值可能不同。为此, 本文将样本分为仅获国内评价和同时获国内外评价两组, 分析其ESG评级分歧及综合评级差异, 结果如表1的Panel B所示。不难发现, 国内评级机构组的ESG评级分歧均值与中位数差距更大, 说明国内机构间的观点分歧更明显, 凸显了加快建设本土化ESG评级体系的重要性。

(五) 不同评级机构ESG评级结果的相关性分析^①

为进一步明确各评级机构间ESG评级结果的差异程度,本文对不同机构的ESG评级进行了相关性分析。结果表明,8家机构的ESG评级一致性仅为36.66%。从两两机构关系来看,润灵与社投盟之间的相关系数最高,为0.6174,和讯与富时罗素之间的相关关系表现最差;从各评级机构与其他7家机构相似程度的均值来看,商道融绿和社投盟与其他评级机构的一致性整体最优。不难发现,即使采用差异化较大的评级模型,也可能得出较高的一致性,而使用较多相似指标的机构也可能出现较大的分歧,说明分歧的形成是多方面因素综合的结果。

四、实证分析

(一) 基准回归结果

表2报告了ESG评级分歧对基金投资的影响。列(1)在固定行业、年份和地区的基础上,仅考虑ESG评级分歧与基金持股的关系,结果表明ESG评级分歧越大,基金的持股比例越低,初步验证了上述假说。考虑到在可持续投资理念盛行的背景下,ESG市场综合评级可能会对ESG评级分歧的冲击效应产生影响。为排除这一干扰,列(2)进一步纳入ESG市场综合评级,结果显示,ESG评级分歧的回归系数依旧显著为负,而ESG市场综合评级对基金持股具有显著的正向影响,表明基金在配置股票时确实存在ESG偏好。在此基础上,列(3)控制了企业财务、治理及股权等特征,结果仍显著负相关,再次证实了假说的成立。^②

表 2 ESG评级分歧对基金投资影响的回归结果

变量	总样本			高综合评级	低综合评级
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>DIS_ESG</i>	-0.0101*** (-3.5115)	-0.0073*** (-2.5801)	-0.0085*** (-3.2948)	-0.0052 (-0.8836)	-0.0095*** (-3.3395)
<i>ESG</i>		0.0313*** (13.9330)	0.0070*** (2.9935)	-	-
<i>NUMBER</i>			0.0036*** (7.2716)	0.0022*** (2.7107)	0.0041*** (7.1103)
控制变量	否	否	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是
观测值	15 859	15 859	15 859	4 303	11 556
<i>Adj. R</i> ²	0.114	0.133	0.247	0.235	0.263
组间P值	-	-	-	0.002	

注:***、**、*分别表示系数在1%、5%、10%的水平上显著。括号内的数值是经企业层面聚类调整后的T值。组间系数差异检验的P值采用费舍尔组合检验(1000次抽样)计算得到。固定效应表示年份、行业、城市的固定效应。下同。

为进一步明确基金面对ESG市场综合评级是否具有不同的持股反应,本文以ESG市场综合评级的行业地区年度中位数为标准分为高综合评级组和低综合评级组,检验结果如表2列(4)和列(5)所示。从中可以看出,高综合评级组的*DIS_ESG*系数绝对值更小,这可能是因为市场综合评级较高的企业通常是行业或地区中的龙头企业,企业本身受投资者的关注度较高,具有更好的信息环境和市场信心,在面对ESG评级分歧时,基金受到的干扰更小。^③

①限于篇幅,结果未列示,留存备案。

②在证实“信息不确定性”假设成立的同时,本文还对信息增量相关内容展开初步验证。具体做法是将评价公司ESG表现的机构数量(*NUMBER*)作为核心解释变量,以基金持股比例为被解释变量进行回归。进一步地,全文控制*NUMBER*,表明即使考虑信息增量的基础上,信息不确定性观点依旧稳健。

③感谢审稿专家的宝贵意见。考虑到分组变量是基准回归的控制变量,为避免偏误,未控制*ESG*。

(二)分样本检验

1.评级机构方面。不同类型的评级机构在评级标准和评级度量中存在较大差异,且在市场中的权威性和受到的关注度也有所不同,这可能导致基金经理作出不同的投资决策。具体而言,国外评级机构如明晟、富时罗素等,因其评价体系成熟、透明度高,并主动与企业沟通,享有较高的国际认可度。相比之下,国内ESG评级体系尚不成熟,认可度和客观性相对较低。已有研究指出,在信息不确定的环境下,投资者更依赖权威信息源避险(张宗新和叶润, 2024)。因此,面对ESG评级分歧,基金可能更重视国际认可度高的国外机构评级,忽略或降低其他评级的参考价值,以降低信息不确定性的影响。需要说明的是,即使国际主流机构间亦存在分歧,但相较于多家国内机构分歧,关注少数国外机构分歧可减轻基金经理有限关注约束,从而降低信息不确定性感知。相反,在仅被国内机构评级的企业中,由于缺少客观且具有国际影响力的ESG评级作为参考(王垒等, 2024b),加之国内评级的透明度较低,基金面临的信息不确定性更大。基于此,我们推测,仅国内评级机构的ESG评级分歧对基金持股的影响可能更大。本文将样本划分为仅被国内ESG评级机构评价和被国内外机构同时评价两组分别进行检验,回归结果如表3列(1)和列(2)所示。从中可以看出,仅国内组ESG评级分歧的影响系数显著为负,验证了上述猜想;同时,也表明中国亟须构建一套符合客观实际的不掺杂过多主观因素的本土权威性评级体系。

表 3 ESG评级分歧对基金投资影响的分样本检验

变量	评级机构		基金				企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	国内外	国内	重仓	非重仓	泛ESG	非泛ESG	GRI	非GRI
<i>DIS_ESG</i>	0.0024 (0.1322)	-0.0107*** (-4.1535)	0.0056 (0.4682)	-0.0116*** (-5.0064)	0.0011 (0.1111)	-0.0096*** (-4.0563)	0.0134 (1.3520)	-0.0094*** (-3.5404)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	2 185	13 674	2049	13 810	2 794	13 065	1 762	14 086
<i>Adj.R</i> ²	0.423	0.207	0.292	0.225	0.255	0.235	0.449	0.225
组间P值	0.000		0.000		0.000		0.000	

2.基金方面。就基金重仓持股而言,基金的重仓持股行为可能会重塑企业的信息环境,进而影响基金对ESG评级分歧的反应。对于普遍被基金重仓持有的企业,基金的监督职能及其与企业管理层的密切沟通,使基金经理能够获取更多的内部信息,这有助于降低信息不确定性并减少ESG评级分歧带来的信息干扰。也就是说,这些企业整体被市场解读的程度相对充分,信息透明度较高,使基金能够凭借其信息优势来对冲评级分歧的风险。同时,基于投资者信息网络,私有信息会在基金机构间(尤其是共同重仓该股的基金经理之间)快速流动(Pareek, 2012),这进一步提升了企业的透明度,降低其对ESG评级分歧的敏感性。相反,对于未普遍被基金重仓持有的企业,由于其信息环境相对较差,ESG评级分歧会进一步放大信息不确定性,导致基金减持行为更为显著。综合上述分析,我们推测,未普遍被基金重仓持有的企业受ESG评级分歧的影响可能更大。本文采用如下分类方法来检验不同重仓程度下,ESG评级分歧对基金持股的影响:首先,将所持仓位占每只基金净值5%以上的股票作为每只基金的重仓股(陈胜蓝和李璟, 2021)^①;其次,计算出每只股票被基金重仓持有的户数;再次,分年度、行业、

① 本文还将阈值设为3%进行检验,结果依旧稳健。

地区计算出企业被重仓持有户数的中位数,大于中位数的被视为重仓持股组(普遍被基金重仓持有的样本组),反之为非重仓持股组;最后,利用模型(1)重新进行回归。其回归结果如表3列(3)和列(4)所示。

就泛ESG基金持股而言,企业是否被泛ESG基金普遍持有可能会影响其经营信息的传递,从而改变基金在面对ESG评级分歧时的策略。一方面,出于“合作型信息共享”动机和“引导型信息共享”动机(Crawford等,2017)^①,同属泛ESG的基金经理之间会增加私有信息的共享,因此,普遍被泛ESG基金持有的企业具有更加良好的信息环境,从而使基金经理在面对ESG评级分歧时受到的影响更小。另一方面,持有泛ESG投资理念的基金普遍会重仓相同或相似的股票,进一步加强泛ESG基金经理间的信息交流,降低信息不确定性,从而缓解ESG评级分歧的负面影响。相反,没有被泛ESG基金普遍持有的企业,未能形成较好的市场信息网络,基金经理掌握的企业信息有限,在面对ESG评级分歧时,难以利用自身信息及基金网络信息对企业实际ESG表现进行精准识别,从而加剧基金经理的投资风险,降低其持股比例。综合上述分析,我们推测,未被泛ESG基金普遍持有的企业受ESG评级分歧的影响可能更大。具体检验过程沿用了普遍被基金重仓持有的计算方法,但将标准从基金重仓的户数更改为泛ESG基金持有的户数。其中,泛ESG基金的界定参照商道融绿公布的名单进行筛选。^②其回归结果如表3列(5)和列(6)所示。

从表3列(3)–(6)可以看出,非重仓持股组和非泛ESG组的回归系数在1%的置信水平上显著为负,而重仓持股组和泛ESG组的结果不显著,表明基金的私人信息优势和基金网络信息优势能够降低其面临的企业信息不确定性,有效对冲ESG评级分歧带来的信息干扰,同时也进一步从信息视角印证了基金对ESG评级分歧持股反应的存在性,为推动基金积极挖掘企业特质信息以缓解ESG评级分歧的负面冲击提供理论依据。

3.企业方面。企业披露ESG信息的规范性和详细程度影响着基金获取信息的效率和质量,进而改变他们面临的信息不确定性。全球报告倡议组织(GRI)为企业提供了ESG信息披露的框架,保证了企业ESG信息披露的完整性和规范性(马文杰和余伯健,2023)。具体而言,从披露的规范性来看,在投资者有限关注的约束下,规范的信息披露有助于基金经理迅速找到关键信息(叶陈刚等,2015),以较低成本获取企业ESG表现的准确认知。当ESG评级出现分歧时,基金经理能够利用这些规范披露的信息快速获取所需数据,减少信息不确定性,缓解评级分歧的冲击。从披露的完整性来看,详尽的ESG信息披露为基金经理提供了丰富的原始数据,使他们能够对存在分歧的评级领域进行深入分析,从而明确企业的ESG表现,进一步减少信息的不确定性。相反,如果企业的ESG信息披露过于简单或缺乏可读性,基金经理将难以利用这些信息来抵消ESG评级分歧带来的不确定性,进而可能遭受更大的负面影响。基于此,我们推测未参照GRI标准的企业可能更容易受到ESG评级分歧的负面冲击。本文以企业是否按照国际GRI标准披露ESG报告为依据进行检验,回归结果如表3列(7)(8)所示。可以看出,仅非GRI组的ESG评级分歧系数显著为负,表明详细规范的ESG信息披露有助于降低基金面临的信息不确定性,缓解ESG评级分歧的负面影响。同时,这也为企业积极披露ESG信息以获取更多的市场资源提供启示。

①“合作型信息共享”是指投资者期望通过信息共享获得专业反馈,进而优化其投资策略;“引导型信息共享”是指限于资金不足,发现市场错误定价的投资者需要通过共享信息吸引同行资金,加速价格发现。

②根据《中国责任投资年度报告》(2019、2020、2021、2022、2023)及《中国责任投资十年报告》披露的基金名单进行选取。其中,2018年泛ESG基金名单在2019年名单的基础上剔除获得。

(三) 稳健性检验^①

1. 多时点双重差分模型。为缓解ESG评级分歧与基金投资之间的内生性问题, 本文构造外生事件冲击, 并利用多时点双重差分模型进行检验。具体而言, 企业是否被评级取决于独立的第三方信息机构。当企业仅被某一家机构评级时, 该评级结果会成为基金经理的唯一参考, 而当企业被两家及以上的评级机构评价时, 基金经理会面临更多的选择, 出现信息不确定的现象(李晓艳等, 2024)。因此, 本文设置 ESG_DID 哑变量, 当企业 i 在第 t 期开始受到两家及以上的评级机构评价时, ESG_DID 赋值为1, 否则为0。为满足多时点双重差分模型的假设, 本部分将样本数据的起始年份提前至2010年。经检验, 结论依旧稳健。

2. 增加固定效应维度。一是固定企业个体效应, 以应对企业特征中未量化或遗漏的变量; 二是固定评级机构组合效应, 以控制不同机构组合特征的差异影响。经检验, 结论依旧稳健。

3. 替换变量。(1) 替换被解释变量。为从动态视角更直观地反映基金投资的变化, 本文采用持股比例的增量值($FUND2$)进行再检验; 同时, 还采用被基金持股的家数($FUND3$)和重仓的家数($FUND4$)进行稳定性检验。(2) 替换核心解释变量。其一, 替换计算方法。考虑到部分基金经理可能仅关注单一企业的评级而忽视排名的相对高低, 本文将不考虑排序问题, 仅在去量纲的基础上重新计算标准差。其二, 替换数据样本。和讯评级被各界广泛用于衡量企业ESG表现, 但鉴于其属于传统的企业社会责任评价体系, 可能对结果产生干扰。对此, 本文剔除和讯指数后重新检验, 结果依旧稳健。

4. 排除其他可能的解释。(1) 剔除疫情年份。考虑到可能因突发的新冠肺炎疫情导致基金减持的现象, 本文剔除了2020年的样本重新进行检验。(2) 剔除ESG市场综合评级变动因素干扰。为排除基金经理因ESG市场综合评级得分下降而抛售股票的可能性, 本文进一步控制了ESG市场综合评级变动(ΔESG)因素。(3) 剔除企业ESG漂绿因素干扰。基金减持行为还可能是源于企业自身披露了不确定性信息的干扰, 而本文主要探讨评级机构层面的评级分歧对基金投资的信号作用, 这可能会削弱该效应的解释力。基于此, 本文采用企业ESG漂绿(GWL)作为干扰性的度量指标^②, 并对其进行控制, 回归结果依旧稳健。

五、拓展性分析

(一) 作用机制检验

上述研究尚未明晰ESG评级分歧对基金投资决策的影响机制。事实上, 投资者在股票市场中通常同时接收并处理多种信息。第三方机构如ESG评级机构、证券分析师和审计师, 构成了集评估、解读和验证功能于一体的信息传递体系, 将信息传递给基金等投资者。ESG评级机构整合复杂数据, 提供结构化的评级结果; 证券分析师基于评级和其他信息, 塑造企业投资价值并重新解读ESG评级, 充当信息扩散者; 审计师则将非财务信息纳入考量, 辅助验证企业财务表现的真实性, 作为ESG评级的验证者, 建立投资者信任。那么, 在ESG评级分歧的信息传递中, 分析师和审计师的枢纽作用和验证作用究竟发挥了何种效应仍有待明确。

^①限于篇幅, 结果留存备索。

^②借鉴黄溶冰等(2020)的“漂绿”度量方法, 按以下步骤计算: 首先, 基于国泰安数据库构建应披露而未披露的9项ESG相关信息指标体系, 明确已披露信息是否含具体数值; 其次, 依次确定企业未披露事项数、象征性披露(无具体数值)与实质性披露(有具体数值)事项数; 最后, 用改进公式 $GWL = [(GWL_S + 1) \times (GWLE + 1)]^{1/2}$ 识别ESG漂绿, 其中 $GWL_S = 100 \times (1 - \text{已披露}/\text{应披露事项数})$, $GWLE = 100 \times \text{象征性披露数}/(\text{已披露} + 1)$ 。原公式中均不含“+1”, 改进的原因在于: 一是避免结果偏差, 如当企业披露全部信息时 GWL_S 为0, 此时无论企业是否进行实质性披露, GWL 均为0; 二是避免分母为0。

1. 分析师预测方面。分析师作为资本市场信息中介的重要主体, 主要对企业的盈利能力进行评估, 其预测结果为投资者提供了重要参考。随着可持续发展理念的普及, 分析师开始将 ESG 等非财务信息纳入考量范围。然而, ESG 评级分歧的增加使得市场中关于企业的有效信息减少。在有效信息匮乏的情况下, 分析师的预测更多的是依赖个人的信息渠道和评估能力, 由于分析师间存在异质信念, 其预测结果可能带有主观性, 导致预测分歧增大, 影响预测的准确性。已有研究表明, 一致的分析师预测有利于基金的集中持股 (戴方贤和尹力博, 2016), 分析师预测偏差的增加则会降低相关企业的有效信息, 加剧市场情绪的波动, 增加股价崩盘风险 (肖土盛等, 2017), 降低持股意愿。由此, 当 ESG 评级分歧导致的分析师预测偏差和分歧加大时, 基金经理出于理性人考虑, 会因识别企业信息难度的加大而减少股票持有。基于此, 本文借鉴王玉涛和王彦超 (2012) 对分析师预测偏差 (*FERROR*) 和分析师预测分歧 (*FDISP*) 的度量, 检验 ESG 评级分歧对分析师预测的影响, 回归结果如表 4 列 (1) 和列 (2) 所示。从中可知, ESG 评级分歧加大了分析师预测的偏差, 恶化了基金的有效信息集, 降低了基金持股比例。同时, 该结果也凸显了资本市场中信息中介的联动效应。此外, 学者们普遍将分析师预测分歧作为信息不确定性的代理变量, 从这一层面看, 该结果较为直接地证明了 ESG 评级分歧加剧了信息的不确定性。

表 4 ESG 评级分歧对基金投资的作用机制检验

变量	分析师预测		审计监督	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>FERROR</i>	<i>FDISP</i>	<i>AQ</i>	<i>AF</i>
<i>DIS_ESG</i>	0.9307*** (2.7757)	0.4758** (2.5243)	-0.0176** (-2.0926)	0.0540* (1.8604)
控制变量	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
观测值	12 850	11 547	14 991	15 614
<i>Adj.R</i> ²	0.079	0.080	0.219	0.711

2. 审计监督方面。审计师作为资本市场的信息鉴定者, 主要对企业的经营风险和财务错报风险进行识别, 并通过审计活动向市场传递企业信息, 从而影响投资者的决策。其中, 投资者接收的审计信号主要有两种: 审计报告的鉴定结果和审计过程的复杂程度, 前者直观反映企业风险, 后者则通过信息识别的复杂性间接揭示潜在风险。研究表明, 仅参考一家 ESG 评级机构的评级时, ESG 评级的公布有利于降低审计费用并获取良好意见 (晓芳等, 2021)。然而, 在面对多家 ESG 评级机构的分歧时, 审计师面临的企业信息环境恶化, 这不仅加剧了审计师审计失误的风险, 降低审计报告质量, 还增加了审计师调整审计计划、投入调研精力等新成本, 从而提高审计费用。已有研究指出, 基金等投资者倾向于投资审计质量较高、审计表现较好的企业, 这些企业被认为具有较低的会计信息虚假披露风险、良好的发展前景和价值稳定性 (张恒瑞和陈超, 2022)。相对而言, 审计报告质量较差会增强投资者的信息不确定性感知, 降低其持股意愿。同时, 企业较高的审计费用支出可能使投资者感知到潜在的经营风险, 导致其减少对这些企业股票的持有。基于此, 本文利用审计质量 (*AQ*) 和审计费用 (*AF*) 检验 ESG 评级分歧对审计监督的影响, 进而明晰 ESG 评级分歧对基金投资的作用机制。其中, 审计质量的测度参考董小红和孙文祥 (2021) 的方法, 该值越大, 表明审计质量越高; 审计费用则采用企业审计费用的自然对数来衡量。回归结果如表 4 列 (3) 和列 (4) 所示, 可以看出, ESG 评级分歧显著增加了企业审计费用, 降低了审计质量, 进而抑制基金持股偏好; 同时, 这表明审计师会将 ESG 评级分歧转化为审计结果进行二次信息传递。

(二) 基于反事实推断的经济后果：基金收益率

基金收益率是基金配置资产的最终落脚点。明晰ESG评级分歧下基金减持股票行为对收益率的影响,既能客观评价基金经理投资决策,也能再检验其所处企业信息环境。通常而言,基金经理投资收益依赖对企业经营状况的了解程度,其掌握信息越准确,就越易把握企业价值偏差,从而越有利于提升盈利概率。但在ESG评级存在分歧的情况下,基金经理面临的信息环境相对复杂,若未及时减持评级分歧较高的股票,信息不确定性的增加可能会引发市场情绪波动(黄波和方茜, 2019),不利于股价增长,并导致基金的投资者赎回基金份额,造成基金流动性问题,被迫低价卖股(李凤羽等, 2015),从而降低持股收益;且信息不确定性的加剧对继续持股的基金经理交易择时能力提出更高要求,加剧持股收益率的不稳定性。反之,及时减持则能减轻ESG评级分歧引发的市场不确定性对股价的冲击,帮助基金凭先行优势规避损失。由此,本文借鉴屈源育和吴卫星(2014)对基金收益率(RE)的测度,并进一步聚类到企业层面,以考察在ESG评级分歧的背景下,基金经理减持股票的行为能否帮助其规避损失。

理论上,可以通过对比基金经理减持前后的收益来考察ESG评级分歧下减持行为的影响,但难点在于我们无法观测到未减持情况下的反事实收益。针对反事实缺失难题,即现实中有面对评级分歧不减持的基金,借助倾向得分匹配法,观察其收益分布可模拟“反事实”情形。该方法的核心是匹配处理组(减持基金)与控制组(未减持基金),寻找特征相似的控制组模拟处理组反事实状态。具体流程为:首先,以基础回归控制变量为协变量,把减持基金归为事实组,未减持归为反事实组,用logit模型计算倾向值;其次,按倾向值1:1近邻匹配处理组与控制组,并通过条件独立性检验匹配效果;最后,估计两组平均处理效应(ATT),对比基金收益差距。回归结果如表5所示。

表 5 经济后果检验

变量	处理效应	事实组	反事实组	净效应	T值
RE	匹配前	0.0265	-0.0445	0.0710	4.06
	ATT	0.0272	-0.0408	0.0681	2.96

表5的经济后果检验结果表明,处理组与控制组匹配效果良好,匹配后标准差小于5%,且事实组收益率比反事实组高0.0681,意味着基金经理及时抛售可维护自身利益,也印证了ESG评级分歧加剧信息不确定性,加大了继续持有分歧较大股票的基金获利难度。从基金经理角度考虑,面对ESG评级分歧减持股票是一种理性行为,能规避潜在损失。但从资本市场发展看,ESG评级分歧降低了基金经理配置意愿,推高企业融资成本,引发市场资源错配,对ESG表现好却评级分歧大的企业影响更甚,阻碍企业耐心资本培育和资本市场良性发展。

六、结论和建议

本文利用2015—2023年沪深A股上市公司数据,考察了ESG评级分歧对基金投资的影响,主要研究结论为:(1)ESG评级分歧加剧了信息不确定性,显著降低基金的持股比例,尤其是当ESG市场综合评级较低时,ESG评级分歧的负面作用更强。(2)异质性分析表明,在仅具有国内机构评级、未被基金普遍重仓且不属于泛ESG基金持仓范围以及未遵循GRI标准的企业中,ESG评级分歧与基金投资之间的负向关系更为显著。(3)机制检验发现,ESG评级分歧会增加分析师预测和审计监督的难度,造成分析师预测的偏差和分歧增大,审计质量降低、审计费用增加,进而降低基金持股偏好。(4)反事实推断发现,ESG评级分歧背景下基金的减持行为能够

帮助其降低风险,符合理性人行为,但ESG评级分歧导致的普遍减持增加了企业的融资成本,不利于资本市场的良性发展。

本文具有较强的政策涵义:第一,相关部门应进一步厘清信息中介职责边界,完善资本市场信息中介功能。明确ESG评级机构评估企业可持续发展能力、分析师评价企业盈利能力、审计师鉴定企业财务信息真实水平的角色定位,督促信息中介职责归位,建立权责匹配的信息中介评估体系,形成精细化、深入化、专业化的信息中介发展模式,发挥好信息中介提升资本市场资源配置的基础功能。第二,相关监管部门应加快构建ESG监管体系,优化股票市场信息环境。借鉴具有广泛国际影响力的评级机构体系,构建以客观指标体系为主、融入评级机构与企业沟通的评价机制,提高评级的准确性,打造具有国际权威的本土化评级体系;加快推进ESG评级机构自律协会建设进程,并从法律法规层面建立ESG评级机构信息披露准则,要求准确披露其评级过程中使用的评级方法、数据来源等信息,形成可供投资者有效利用的ESG评级分歧信息。第三,基金等机构投资者要充分利用专业优势,发挥好资本市场“稳定器”作用。基金经理应秉持审慎投资原则,强化价值与长期投资理念,在ESG评级分歧等模糊信息中保持理性,提高对企业的风险容忍度,助力实体企业积累耐心资本;充分利用基金网络中的信息共享途径以及与上市公司沟通交流的优势渠道,尤其是对于重仓持股的企业,在必要时可运用股东权利做好与企业的直接沟通,减少ESG分歧带来的信息干扰,以专业机构投资者的身份优化股票市场信息环境,发挥机构投资者引领作用。此外,企业也应积极提升ESG治理水平,详尽且规范地披露ESG报告,尽可能缓解因外界不可抗力因素导致的资源错配。第四,资本市场中不同类型评级机构之间应充分发挥联动效应,合理吸收不同机构之间的相关信息。关注不同类型信息中介的联动效应与风险传染效应,明晰一类信息中介参考其他类信息中介相关信息的来源,建立信息源错误的纠错机制;同时分析师、审计师等第三方机构需提升专业能力,对市场其他信息中介释放的信息进行深层次挖掘,而非简单地挪用或解释,避免给市场信息环境的恶化带来二次冲击。

主要参考文献:

- [1] 蔡贵龙,张亚楠.基金ESG投资承诺效应——来自公募基金签署PRI的准自然实验[J].经济研究,2023,(12).
- [2] 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. <https://doi.org/10.16538/j.cnki.jfe.20240116.101>,2024-07-15/2025-04-16.
- [3] 陈胜蓝,李璟.基金网络能够提高投资绩效吗?[J].金融研究,2021,(6).
- [4] 戴方贤,尹力博.分析师目标价预测是否引导了基金集中持股行为?[J].投资研究,2016,(11).
- [5] 董小红,孙文祥.企业金融化、内部控制与审计质量[J].审计与经济研究,2021,(1).
- [6] 何贤杰,孙淑伟,朱红军,等.证券背景独立董事、信息优势与券商持股[J].管理世界,2014,(3).
- [7] 黄波,方茜.市场情绪波动会影响企业投资吗?——兼议股价情绪敏感度的异质效应[J].经济管理,2019,(9).
- [8] 黄溶冰,谢晓君,周卉芬.企业漂绿的“同构”行为[J].中国人口·资源与环境,2020,(11).
- [9] 李辰颖.独立机构投资者持股偏好研究——基于中国上市公司的经验数据[J].中央财经大学学报,2016,(2).
- [10] 李凤羽,史永东,杨墨竹.经济政策不确定性影响基金资产配置策略吗?——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J].证券市场导报,2015,(5).
- [11] 李晓艳,梁日新,李英.ESG影响股票流动性吗?——基于ESG评级和评级分歧的双重视角[J].国际金融研究,2023,(11).
- [12] 李晓艳,梁日新,吴秋生.ESG评级如何影响企业投融资期限错配?——基于ESG不确定性的视角[J].南开管理评论,2024,(9).
- [13] 吕佳宁,宋衍衡,宋云玲.财务共享会影响投资效率吗?——基于上市公司建立财务共享服务中心的经验证据[J].证券市场导报,2023,(11).

- [14] 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).
- [15] 屈源育,吴卫星.基金家族的造星策略——基于共同持股股票收益率差异视角[J].财经研究,2014,(4).
- [16] 沈华玉,吴晓晖.信息不对称、信息不确定与定向增发中的利润承诺[J].世界经济,2018,(3).
- [17] 田高良,曹纳,齐保垒,等.注册制改革进程中市场信息中介机构行为研究——基于分析师和审计师视角[J].证券市场导报,2024,(10).
- [18] 王菊仙,徐瑞遥,王慧敏,等.市场前期关注度与基金持股行为——基于舆情指标的实证检验[J].中央财经大学学报,2021,(11).
- [19] 王垒,李宽,丁黎黎.破解中国式现代化进程中的ESG评级之惑:分歧表征、差异成因及治理逻辑[J].中国石油大学学报(社会科学版),2024a,(6).
- [20] 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,2024b,(3).
- [21] 王垒,牛文正,丁黎黎.机构纵向持股与商业信用扭曲治理——来自供应链层面的证据[J].经济研究,2024c,(7).
- [22] 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).
- [23] 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).
- [24] 肖土盛,宋顺林,李路.信息披露质量与股价崩盘风险:分析师预测的中介作用[J].财经研究,2017,(2).
- [25] 叶陈刚,王孜,武剑锋,等.外部治理、环境信息披露与股权融资成本[J].南开管理评论,2015,(5).
- [26] 张光利,薛慧丽,高皓.企业IPO价值审核与股票市场表现[J].经济研究,2021,(10).
- [27] 张恒瑞,陈超.上市公司审计质量与“国家队”持股[J].财贸研究,2022,(9).
- [28] 张学勇,冯盼盼,魏旭.上市公司精准扶贫信息披露对基金投资的信号作用[J].经济研究,2023,(4).
- [29] 张宗新,叶润.创新价值审核与资本市场定价效率——基于科创板IPO审核问询的经验证据[J].经济管理,2024,(10).
- [30] 赵婧璐,林子昂,张超敏.ESG报告可读性与ESG评级分歧[J].证券市场导报,2024,(12).
- [31] 赵云辉,孙源,冯泰文,等.供应商ESG评级分歧何以影响企业运营韧性[J].中国工业经济,2024,(11).
- [32] 朱星姝,胡玥.地理距离与专项债限额分配[J].财政研究,2024,(2).
- [33] Avramov D, Cheng S, Lioui A, et al. Sustainable investing with ESG rating uncertainty [J]. *Journal of Financial Economics*, 2022, 145(2): 642–664.
- [34] Berg F, Kölbel J F, Rigobon R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings [J]. *Review of Finance*, 2022, 26(6): 1315–1344.
- [35] Brandon R G, Krueger P, Schmidt P S. ESG rating disagreement and stock returns [J]. *Financial Analysts Journal*, 2021, 77(4): 104–127.
- [36] 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.
- [37] Chatterji A K, Levine D I, Toffel M W. How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? [J]. *Journal of Economics & Management Strategy*, 2009, 18(1): 125–169.
- [38] 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.
- [39] Crawford S S, Gray W R, Kern A E. Why do fund managers identify and share profitable ideas? [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2017, 52(5): 1903–1926.
- [40] Friede G, Busch T, Bassen A. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies [J]. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015, 5(4): 210–233.
- [41] Giannetti M, Koskinen Y. Investor protection, equity returns, and financial globalization [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2010, 45(1): 135–168.
- [42] Kimbrough M D, Wang X, Wei S J, et al. Does voluntary ESG reporting resolve disagreement among ESG rating agencies? [J]. *European Accounting Review*, 2024, 33(1): 15–47.

- [43] Kotsantonis S, Serafeim G. Four things no one will tell you about ESG data [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2019, 31(2): 50–58.
- [44] Pareek A. Information networks: Implications for mutual fund trading behavior and stock returns[J]. *SSRN Electronic Journal*, 2012.
- [45] Peterson G W, Sampson Jr J P, Reardon R C. Career development and services: A cognitive approach[M]. Pacific Grove, CA: Thomson Brooks/Cole Publishing Co, 1991.
- [46] 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.
- [47] Zhang X F. Information uncertainty and stock returns [J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(1): 105–137.

Divergence among ESG Rating Agencies and Fund Investment Strategy Selection

Wang Lei, Li Kuan, Ding Lili

(School of Economics, Ocean University of China, Shandong Qingdao 266100, China)

Summary: Enhancing the modern financial system and fully leveraging the “stabilizer” role of funds constitute a critical foundation for accelerating high-quality economic development. The accessibility of sufficient and accurate corporate information emerges as a pivotal determinant of fund investment behavior. This paper examines fund shareholding behavior using data from A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen (2015–2023), empirically investigating the informational effect of ESG rating divergence among eight domestic and international rating agencies. The findings reveal that ESG rating divergence significantly reduces fund ownership, particularly for firms with lower composite ESG market ratings. This suggests that rating divergence amplifies information uncertainty, elevates investment risks, and prompts funds to divest high-divergence stocks. Further subsample analyses indicate that ESG rating divergence among domestic agencies exerts a more pronounced negative impact on fund holdings. However, this adverse effect is mitigated for firms with more detailed ESG disclosures, those heavily held by funds, or those included in “pan ESG” fund portfolios. Mechanism testing demonstrates that ESG rating divergence reduces fund ownership by increasing analyst forecast errors/disagreements and raising audit complexity. Counterfactual inference confirms that ESG rating divergence heightens the difficulty of profitable fund investments, while fund investments help mitigate risks amid deteriorating information environments. This paper identifies the capital market informational effect of ESG rating divergence and uncovers potential pathways for fund capital reallocation into equities. It provides theoretical guidance for financial regulators to standardize due diligence requirements for ESG rating agencies and enhance the informational intermediation function of capital markets.

Key words: ESG rating divergence; fund investments; information intermediary; analyst forecast; audit supervision

(责任编辑: 王西民)