

# ESG 评级分歧与管理层异常积极语调

——基于管理层讨论与分析的文本研究

郝晓敏 王永海

**内容提要:**环境、社会和治理(ESG)逐渐成为广受认同的责任投资理念和价值投资标准,但 ESG 评级分歧却对资本市场产生了不利影响。本文以 2015—2022 年沪深 A 股上市公司为样本,研究 ESG 评级分歧对企业管理层异常积极语调的影响。研究结果显示,ESG 评级分歧提高了管理层讨论与分析(MD&A)异常积极语调。基于前景理论的机制检验发现,管理层较高的损失感知和风险偏好程度以及较低的公司治理水平会加剧 ESG 评级分歧对 MD&A 异常积极语调的不利影响。异质性检验结果表明,ESG 评级分歧对处于较低社会信任度地区、对 ESG 评级分歧敏感度较高、管理层能力较弱企业的 MD&A 异常积极语调影响明显。经济后果检验发现,管理层通过提高 MD&A 异常积极语调应对 ESG 评级分歧能够减少媒体负面报道和投资不足问题,但也加剧了资本市场的信息不对称程度。本文拓展了 ESG 评级分歧经济后果的研究边界,对推动构建企业 ESG 信息披露标准体系、增强企业风险识别能力、促进公司治理水平提高以及更好地发挥资本市场信息中介的作用具有启示意义。

**关键词:**ESG 评级分歧 管理层讨论与分析 异常积极语调 前景理论 公司治理

中图分类号:F272-0

文献标识码:A

文章编号:1000-7636(2024)12-0047-21

## 一、问题提出

面对日益严峻的环境污染、资源短缺等问题,中国于 2020 年提出了“双碳”目标,即力争于 2030 年前实现碳达峰,2060 年前实现碳中和。2024 年 2 月,中央全面深化改革委员会第四次会议审议通过了《关于促进经济社会发展全面绿色转型的意见》等文件,指出要以“双碳”工作为引领,协同推进降碳、减污、扩绿、增长,把绿色发展理念贯穿于经济社会发展全过程各方面。环境、社会和治理(ESG)由联合国于 2004 年首次作为单独概念提出,是一种关注企业在环境保护、社会责任履行和公司治理绩效而非财务绩效方面的投资理念和评价标准,已成为全球投资和企业管理的重要议题。ESG 的可持续发展理念与推动实现“双碳”目标高度契合,也为企业创造了新的发展机遇。良好的 ESG 表现有助于企业提升经营效率<sup>[1]</sup>、股票收益<sup>[2]</sup>和 risk 承担能力<sup>[3]</sup>,能够促进企业创新<sup>[4]</sup>和绿色转型<sup>[5]</sup>。

收稿日期:2024-02-22;修回日期:2024-09-02

基金项目:财政部全国会计重点科研课题“新时代中国特色审计理论研究”(2023KJB3-11)

作者简介:郝晓敏 湖北经济学院会计学院讲师,武汉,430205;

王永海 武汉大学经济与管理学院教授、博士生导师,武汉,430072。

作者感谢匿名审稿人的评审意见。

当前,ESG信息披露尚未形成统一的报告标准,这就使得投资者难以直接从企业的信息披露中可靠地获取和解释ESG信息。ESG评级机构向投资者提供简明的企业ESG表现指标,能够降低投资者的信息处理成本,是大部分投资者做出投资决策的主要依据<sup>[6]</sup>。但是现实中不同评级机构对于同一家企业的ESG评级有时 would 存在显著的差异,即ESG评级分歧,这也成为资本市场的新问题<sup>[7]</sup>。ESG评级分歧会给企业和资本市场带来不利的影响,如降低ESG信息的有效性,影响投资者的投资策略<sup>[8]</sup>;降低分析师盈余预测的准确性<sup>[9]</sup>、企业获得外部融资的可能性<sup>[7]</sup>和资本市场信息效率<sup>[10]</sup>,提高企业的审计费用<sup>[11]</sup>。信息披露是影响资本市场健康发展的重要因素之一,但目前关于ESG评级分歧如何影响企业信息披露行为的研究还不够深入。何太明等(2023)以深圳证券交易所发布的信息披露评级指数作为衡量企业自愿性信息披露水平的指标,发现ESG评级分歧提高了企业自愿性信息披露水平<sup>[12]</sup>。这一结论揭示了ESG评级分歧在企业信息披露方面发挥的治理作用,即ESG评级分歧提高了被纳入监管评价体系的信息披露质量。此外,在中国市场监管力度不断强化的背景下,企业操纵定量信息披露的成本和难度增加,可能会寻求通过操纵定性信息这一隐蔽性强、成本低的方式来满足利益需求<sup>[13]</sup>。那么,ESG评级分歧如何影响企业未被纳入监管评价体系的定性信息披露成为本文关注的问题。

语调反映了企业信息披露中积极或消极情绪语言的使用程度<sup>[14-15]</sup>,管理层使用语调来传达有关企业当前或未来预期业绩的私有信息,而投资者反过来会对这种语调做出反应<sup>[16]</sup>。当前,企业的信息披露语调未受到严格的监管,管理层在进行定性信息披露时拥有一定的自由裁量权,甚至会策略性地操纵语调,如信息披露的语调比企业基本面的真实情况更加乐观或积极,即异常积极语调<sup>[15]</sup>。管理层讨论与分析(MD&A)是企业年报中重要的定性信息组成部分,但是因其未经审计和受弱监管的特点使管理层操纵MD&A语调成为可能。MD&A异常积极语调在中国资本市场往往被视为一种信息操纵的表现,有损于投资者利益<sup>[13]</sup>,不利于资本市场的健康发展,因而探讨MD&A异常积极语调的影响因素就很有必要。有鉴于此,本文主要探讨ESG评级分歧这一资本市场的新现象是否会影响MD&A异常积极语调。

企业的ESG评级分歧使利益相关者对企业的不确定性感知增加,意味着企业面临的风险增加。基于管理层风险应对的视角,ESG评级分歧可能对MD&A异常积极语调在理论上产生截然相反的影响。一方面,基于前景理论,管理层在面对ESG评级分歧可能使企业负担更高的风险溢价成本时,会倾向于选择激进冒险的方式,通过提高MD&A异常积极语调来向市场传递积极的信号,以在较短的时间内扭转利益相关者的不利预期而获得收益;另一方面,基于合法性理论,因ESG评级分歧而使利益相关者对企业产生的不利预期增加了企业的合法性威胁,企业需要采取正当规范的行为去应对这种不利影响,因而会减少机会主义行为,降低MD&A异常积极语调以重新树立良好的形象,并减少因语调操纵而承担额外合法性压力的可能。因此,ESG评级分歧对MD&A异常积极语调的影响值得深入探讨。

本文以2015—2022年沪深A股上市企业为样本,研究企业ESG评级分歧对MD&A异常积极语调的影响以及可能的影响机制和经济后果。本文可能的边际贡献主要有三个方面。首先,补充了ESG评级分歧经济后果的研究。已有研究主要关注ESG评级分歧对投资者、分析师、债权人等利益相关者行为的影响,本文基于企业战略性信息披露行为的视角,进一步挖掘ESG评级分歧的经济后果,并与已有关于信息披露质量的研究<sup>[12]</sup>形成有效的互补。其次,丰富了MD&A异常积极语调影响因素的研究。已有研究从企业面临的制度规范<sup>[17]</sup>、市场压力<sup>[18]</sup>等方面探讨了影响管理层异常积极语调的因素。本文基于信息中介评级的视角和前景理论的分析框架,进一步发现管理层通过战略性操纵MD&A语调应对外部不利预期的证据。最后,提出了更具针对性的政策启示。本文的发现为政策制定机构推动构建企业ESG信息披露标准体系、监管机

构加强对企业的风险识别和促进公司治理水平的提高以及资本市场参与者审慎对待信息中介发布的信息具有启示意义。

## 二、文献回顾

### (一) ESG 评级分歧的相关研究

已有研究主要从 ESG 评级机构的特征、企业基本特征、信息披露等方面探讨了 ESG 评级分歧的形成原因。一是评级机构特征的影响。比利欧等 (Billio et al., 2021) 认为不同评级机构对 ESG 以及各分维度的定义不一致会导致对企业的评级结果有差异<sup>[19]</sup>。伯格等 (Berg et al., 2022) 进一步将 ESG 评级分歧的来源分解为三个维度:使用不同的指标(范围分歧)、对同一指标的衡量方式不同(度量分歧)和对指标的相对重要性赋予不同的权重(权重分歧),而范围分歧(38%)和度量分歧(56%)是 ESG 评级分歧的主要驱动因素<sup>[20]</sup>。二是企业基本特征的影响。规模较大的企业往往业务复杂度较高,可能会降低评级结果的一致性<sup>[21]</sup>。马文杰和余伯健(2023)基于中国资本市场的发现,发现产权性质会影响中外评级机构对企业的 ESG 评级分歧<sup>[22]</sup>。三是信息披露的影响。克里斯滕森等 (Christensen et al., 2022) 研究发现,企业高水平的 ESG 信息披露导致了更高的 ESG 评级分歧,其可能的解释是企业披露较多的 ESG 信息增加了评级机构对信息进行不同解读的机会<sup>[7]</sup>。金布罗等 (Kimbrough et al., 2024) 研究发现,自愿发布 ESG 报告的企业在评级机构之间的分歧较小,且 ESG 信息披露质量越高,其与评级分歧之间的关系越显著<sup>[23]</sup>,并指出与克里斯滕森等 (2022)<sup>[7]</sup> 的研究结论不一致的原因可能是,其研究基于是否自愿发布 ESG 报告的视角,实质上揭示了 ESG 信息披露质量对评级分歧的影响。冯钰婷等 (2024) 也发现,高质量的 ESG 信息披露能够缓解不同 ESG 评级机构之间的分歧<sup>[24]</sup>。

就 ESG 评级分歧的经济后果而言,不少研究发现 ESG 评级分歧产生了不利的后果。对于投资者而言,ESG 评级分歧降低了投资者处理 ESG 信息和比较企业间 ESG 绩效的能力,较大的 ESG 评级分歧会降低投资者解读负面 ESG 新闻的能力,并导致市场对负面 ESG 新闻的反应减弱,甚至会误导专业投资者的投资决策,从而降低其进行可持续投资的意愿<sup>[8]</sup>。对于信息中介而言,ESG 评级分歧提高了分析师盈余预测的误差<sup>[9]</sup>。对于资本市场表现而言,ESG 评级分歧提高了买卖价差和股票收益的波动性<sup>[7]</sup>,提高了企业的股价同步性,降低了资本市场信息效率<sup>[10]</sup>。对于企业而言,ESG 评级分歧还提高了企业的债务融资成本<sup>[25]</sup>、权益融资成本<sup>[7]</sup>和审计费用<sup>[11]</sup>。就 ESG 评级分歧如何影响企业的信息披露行为而言,何太明等 (2023) 发现 ESG 评级分歧提高了企业自愿性信息披露水平,即 ESG 评级分歧可能发挥公司治理的作用而改善企业的信息环境<sup>[12]</sup>。

### (二) 管理层异常积极语调的相关研究

已有研究对于管理层利用语调策略性信息披露的动机主要有两种竞争性的观点。一是信息增量观,即企业信息披露的语调可以向利益相关者传递增量信息。积极的语调一般被认为是具有信息优势的管理层对企业未来前景的有利预测<sup>[26]</sup>。管理层使用积极语调来向信息使用者传递财务报表中未能涵盖的关于企业基本面的信号,客观表达其对企业未来业绩和前景的看法<sup>[27]</sup>。二是印象管理观,即管理层会战略性地操纵披露的语调,以改变利益相关者对企业的看法。由于没有严格的披露规则和审计监督的“硬约束”,管理层操纵定性信息披露语调的成本较低,在企业操纵定量信息披露的成本和难度不断提高的背景下,管理层会寻求通过操纵定性信息以满足利益需求<sup>[13]</sup>。已有研究也表明,企业可能只是通过使用更积极的表达方式和有选择地详细描述良好的结果来隐藏负面信息,从而使投资者认为企业有良好的业绩或前景<sup>[28]</sup>。当企业



的业绩异常高或低时,管理层更有可能战略性地操纵信息披露的语调<sup>[29]</sup>。

管理层的异常积极语调往往被视为一种信息操纵的表现<sup>[30]</sup>。管理层出于提高股价、粉饰经营绩效或影响分析师预测行为的动机,会倾向于向上操纵语调<sup>[15]</sup>。管理层也会通过异常积极的语调来辅助其向上盈余管理的行为<sup>[31]</sup>。由于信息披露语调提供的增量信息通常是微妙的,这就使得资本市场上的普通投资者很难适当地解释和吸收这些线索,所以可能会作出过度反应,即投资者可能会被这种策略性的语调操纵行为所误导。异常积极语调会给企业在短期内带来更高的股票回报<sup>[32]</sup>,但是对企业未来收益和市场回报有负面影响<sup>[15]</sup>。同时,这可能预示着企业未来具有较高的风险<sup>[13]</sup>,降低了资本市场的定价效率<sup>[33]</sup>,不利于资本市场的健康发展。

企业面临的外部制度或内部规范在一定程度上能够抑制管理层的异常积极语调行为。例如,资本市场的卖空机制能够有效地约束管理层在文本信息披露中的语调操纵现象<sup>[17]</sup>。企业审计委员会的财务专业知识<sup>[34]</sup>和会计稳健性政策<sup>[35]</sup>也能够有效地降低管理层的异常积极语调。然而,上市公司董事、监事和高级管理人员(董监高)的责任险却促进了管理层异常积极语调的提高<sup>[36]</sup>。此外,企业面临的市场压力如业绩落差<sup>[18]</sup>、中小股东的负面情绪<sup>[37]</sup>等也加剧了管理层的异常积极语调行为。

### (三)文献述评

由上述文献梳理可知,关于 ESG 评级分歧经济后果的研究相对较少,且主要集中在投资者、分析师、债权人等利益相关者的视角。就 ESG 评级分歧如何影响企业的信息披露而言,尽管已有研究发现了 ESG 评级分歧对企业被纳入监管评价体系信息披露的治理效应,但仍缺乏对企业未被纳入监管评价体系信息披露的影响的研究。相比于操纵企业的定量信息,定性信息语调管理的成本更低、隐蔽性更强,因而企业可能会通过提高异常积极语调进行信息操纵。但是管理层的异常积极语调很有可能有害于利益相关者的利益,不利于资本市场的健康发展,因而探讨管理层异常积极语调的影响因素具有重要的理论和现实意义。那么,ESG 评级分歧这一资本市场的新问题如何影响管理层的异常积极语调?本文将深入探讨这一问题,与现有的文献形成互补,并进一步探讨可能的影响机制和经济后果。

## 三、理论分析与研究假设

ESG 评级分歧增加了利益相关者对企业的不确定性感知和潜在风险的担忧。首先,ESG 评级分歧现象的发生,一方面说明部分评级机构发现了其他评级机构可能未关注到的关于企业 ESG 的负面信息;另一方面也表明企业的 ESG 信息披露不透明或者企业刻意隐瞒了关键信息,使得评级机构对企业的 ESG 表现不能达成一致意见<sup>[38-39]</sup>。此外,ESG 评级分歧还可能会增加分析师盈余预测的误差<sup>[9]</sup>,加剧企业的信息不对称程度<sup>[10]</sup>,使利益相关者对企业环境的不确定性感知程度提高。其次,ESG 评级分歧还可能会使投资者和债权人对企业的真实经营情况和偿债能力产生担忧,并要求更高的风险溢价以补偿可能承担的风险损失。企业由此可能会承担更高的权益成本和债务融资成本<sup>[25]</sup>,以及更高的审计费用<sup>[11]</sup>。企业成本负担的提高会增加企业面临的经营风险和陷入财务困境的可能性。最后,ESG 评级分歧形成的一部分来源是客观存在的评级机构和评级体系的差异,因而也可能对管理层造成困惑,并增加决策失误的可能性<sup>[6]</sup>,进而加剧企业的经营风险。基于管理层风险应对的视角,ESG 评级分歧对 MD&A 异常积极语调的影响在理论上尚不明确。本文将分别基于前景理论和合法性理论分析加剧效应和抑制效应这两种可能存在的影响。

### (一) 加剧效应:基于前景理论的分析

前景理论基于有限理性的假设解释了当存在不确定性和风险时个体是如何做出决策的,其主要观点包括决策者在面对收益时往往会采取保守的行为进行风险规避,而在面对损失时却往往会采取激进的方式作出冒险的决策<sup>[40]</sup>。当企业的绩效低于行业平均水平时,企业会倾向于承担更高的风险<sup>[41]</sup>,甚至可能会通过机会主义行为向利益相关者传递虚假积极的信号以增强投资者的信心<sup>[42]</sup>。霍基森等(Hoskisson et al., 2017)进一步指出,决策者的冒险行为应该与未来潜在的成本和收益权衡有关,即风险承担后的收益很有可能抵消冒险行为带来的不利影响<sup>[43]</sup>。

首先,基于提高 MD&A 异常积极语调的预期收益分析。企业的内部管理层往往比外部投资者拥有更多关于企业的信息,管理层会在合适的时机向外部人传递信号,以区别于其他企业并获得利益相关者的支持<sup>[44]</sup>,信息披露是信号传递的基本要素<sup>[45]</sup>。然而,管理层可能会通过信息披露试图控制和操纵传递给信息使用者的印象<sup>[46]</sup>,因为操纵信息披露是管理层达到传递积极信号目的并改变利益相关者预期的一种更为简单可行的方式<sup>[47]</sup>。尤其是在定性信息披露方面,管理层拥有较多的自由裁量权,存在信息模糊的动机<sup>[38]</sup>,比如以更多的乐观词汇影响投资者的判断<sup>[48]</sup>,因为与定量信息相比,定性信息的操纵往往更难被识别,可操纵的空间也相对更大<sup>[18]</sup>。

MD&A 是上市企业年报中的重要定性信息,其主要内容为管理层对企业过去经营状况的阐述以及对未来发展趋势的前瞻性判断,能够弥补财务报表无法传达的一些重要事项和信息,并使信息使用者更清晰地了解企业的战略及面临的机遇和风险。但是企业年报中的 MD&A 部分不需要经过审计,且信息披露语调也没有受到严格的监管,这就为管理层在该部分发生机会主义行为提供了可能。因此,提高 MD&A 异常积极语调是管理层通过定性信息进行印象管理的常用手段,这种方式隐蔽性强、成本低,甚至专业的信息中介(如债券市场的信用评级机构)还可能会迎合<sup>[13]</sup>或者不能完全识别管理层的语调操纵行为<sup>[49]</sup>,因而能够在短时间内满足管理层的利益需求,如异常积极的语调可以引起有利的市场反应<sup>[15]</sup>,便于管理层进行内幕交易<sup>[50]</sup>,并最大限度地提高其基于股权的薪酬<sup>[51]</sup>。此外,相比于通过寻找分歧来源和提高 ESG 信息披露质量等方式有针对性地减少 ESG 评级分歧带来的不利影响,管理层战略性操纵 MD&A 语调更有可能在短期内获得收益以补偿因 ESG 评级分歧可能发生的损失。

其次,基于提高 MD&A 异常积极语调的预期成本分析。委托代理理论认为,企业中作为委托人的股东与作为代理人的管理层之间的目标函数存在差异,因而会产生委托代理问题<sup>[52]</sup>。管理层作为企业日常经营决策的制定者,往往更加了解企业的真实情况,而股东则不能全面了解企业的信息,这也导致了企业内外部的信息不对称问题。一方面,有限注意力理论认为注意力是一种有限的认知资源,投资者需要密切关注和处理信息后才可以消化和吸收,然后将信息纳入投资决策中,但是他们的时间精力有限,不能及时完全地吸收和处理海量的信息,因而投资者的注意力是有限的<sup>[53]</sup>。另一方面,有限注意力不仅存在于普通投资者中,也表现在分析师、机构投资者和贷款人之间<sup>[53-54]</sup>。因此,鉴于投资者、信息中介和其他利益相关者的有限注意力,管理层战略性地提高 MD&A 异常积极语调以应对 ESG 评级分歧可能带来的不利影响的机会主义行为不易被识别,因而战略性风险承担的预期成本较低。

综上所述,基于前景理论,面对 ESG 评级分歧可能会对企业带来的不确定性风险和预期损失的增加,管理层可能会选择更加冒险的机会主义行为去应对,而提高 MD&A 异常积极语调的预期收益很可能大于预期成本。

由此,本文提出假设 1a:ESG 评级分歧提高了 MD&A 异常积极语调。

## (二) 抑制效应:基于合法性理论的分析

合法性是指组织的行为在某种社会构建的规范、价值观、期望等系统中被认为是可取或适当的一种看法或假设<sup>[55]</sup>。合法性理论认为,合法性有利于企业获得利益相关者的支持和提高持续获取资源的能力,对企业的生存和发展至关重要。当企业的行动或实践与利益相关者的期望不一致时,就会使企业面临合法性威胁,企业需要采取合法化的策略以获得利益相关者的支持<sup>[56]</sup>,合法性水平的提高可以使企业获取更多的资源并改善其未来的业绩<sup>[57]</sup>。

ESG 评级分歧在资本市场中被视为一种坏消息,这在一定程度上会有损企业的形象,使企业面临较大的合法性压力。如果企业通过操纵 MD&A 语调来应对 ESG 评级分歧的不利影响,将会面临更高的合法性威胁。首先,基于信息供给的视角,企业 ESG 评级分歧的存在可能释放了企业整体信息披露质量较低的信号,在这种情况下管理层发生机会主义行为的成本和诉讼风险会提高,企业异常积极语调对投资者的误导可能会使企业后期面临诉讼风险<sup>[58]</sup>。其次,基于信息传递的视角,媒体往往倾向于关注热度较高的话题<sup>[59]</sup>,并且在日趋激烈的竞争环境下,会花更多的精力来进一步整理和发掘有吸引力的信息<sup>[60]</sup>。企业的 ESG 评级分歧可能会引发媒体的关注和报道,媒体不仅会就 ESG 评级分歧事件进行客观报道,还可能会主动挖掘涉及企业的相关信息丰富报道内容,以提高阅读量和关注度。因此,管理层操纵 MD&A 语调的行为也可能会被发现并报道,有损企业的声誉。

综上所述,基于合法性理论,管理层需要采取更规范的行为来应对 ESG 评级分歧可能对企业形成的合法性威胁,因而会减少 MD&A 语调的操纵。

由此,本文提出假设 1b:ESG 评级分歧降低了 MD&A 异常积极语调。

## 四、研究设计

### (一) 数据来源与样本选择

本文以 2015—2022 年沪深 A 股上市公司为样本,并对其进行如下整理和筛选:①删除 \*ST 和 ST 的企业样本;②删除金融业企业样本;③删除数据缺失的样本。经过上述整理和筛选后,得到 5 068 个企业-年度样本观察值。为避免极端值对结果的影响,本文对所有的连续变量进行 1% 和 99% 水平的缩尾处理。本文选取华证、万得(Wind)、盟浪、商道融绿、富时罗素和彭博六类 ESG 评级数据。2015 年,国内评级机构商道融绿率先发布了 ESG 评级数据,部分文献将这一事件作为 ESG 评级的外生冲击开展研究<sup>[5]</sup>,为了避免外生事件前后的差异对研究结论的影响,本文选择 2015 年为样本的起始年份。其中,华证、万得、盟浪、商道融绿、富时罗素的数据均来自万得数据库,彭博评级数据来自彭博终端数据平台。企业层面的财务数据和治理数据均来自深圳希施玛数据科技有限公司 CSMAR 中国经济金融研究数据库和上海经禾信息技术有限公司中国研究数据服务平台(CNRDS)。

### (二) 主要变量定义

#### 1. ESG 评级分歧

借鉴已有研究<sup>[11-12,61]</sup>,本文基于华证、万得、盟浪、商道融绿、富时罗素和彭博六类 ESG 评级数据构建 ESG 评级分歧指标。首先,将所有 ESG 评级数据统一为数值类型。将华证、万得、盟浪和商道融绿的类别数据转化为数值数据,将最低评级赋值为 1,并按照等级的增加依次赋值,如华证 ESG 评级按等级从低到高依



次为 C、CC、CCC、B、BB、BBB、A、AA、AAA, 则将其依次赋值为 1~9。富时罗素和彭博的数据为数值类型, 因而保留其原始数据。其次, 将 ESG 评级数据进行标准化处理。对每一评级机构, 基于其所有评级企业的数值型 ESG 得分按年度进行排序, 并对数据按照百分等级法处理后进行归一化<sup>①</sup>; 对每一企业, 计算任意两个 ESG 评级的标准差, 构成“ESG 评级对”, 计算所有“ESG 评级对”的均值作为该企业的 ESG 评级分歧 (ESGRD)<sup>②</sup>。此外, 直接根据所有评级机构归一化的数据计算标准差得到 ESGRD1, 将其作为衡量企业 ESG 评级分歧的替代指标进行稳健性检验。对不同评级机构的 ESG 评级数据进行标准化处理后的皮尔逊 (Pearson) 和斯皮尔曼 (Spearman) 相关系数最大值为 0.647 1, 最小值为 0.254 4, 说明在样本期内, 企业的 ESG 评级存在一定的分歧。

## 2. MD&A 异常积极语调

黄等人 (Huang et al., 2014) 将管理层语调分解为能够反映企业真实业绩的正常语调及通过企业目前经营情况无法解释的异常语调<sup>[15]</sup>。具体计算方法如下: 首先使用洛克伦和麦克唐纳 (Loughran & McDonald, 2011)<sup>[62]</sup> 构建的金融情感词典 (LM 词典), 基于公式 (1) 计算 MD&A 净语调 (Tone)。

$$Tone = \frac{Positive - Negative}{Positive + Negative} \quad (1)$$

其中, Positive 和 Negative 分别为 MD&A 中积极词汇和消极词汇的个数; Tone 越大, 说明管理层语调越积极。

然后, 基于模型 (2) 的残差来衡量异常积极语调 (ABTone)。

$$Tone = \alpha_0 + \alpha_1 ROA + \alpha_2 RET + \alpha_3 Size + \alpha_4 MTB + \alpha_5 RET\_sd + \alpha_6 ROA\_sd + \alpha_7 Age + \alpha_8 Loss + \alpha_9 D\_ROA + \alpha_{10} F\_ROA + Ind + Year + \theta \quad (2)$$

其中, ROA 为净利润与总资产平均余额的比值, RET 为股票持有到期收益率, Size 为企业总资产的自然对数, MTB 为市账比, RET\_sd 为股票月收益率标准差, ROA\_sd 为过去五年 ROA 的标准差, Age 为企业年龄, Loss 为是否发生亏损, D\_ROA 为本期 ROA 与上期 ROA 之差, F\_ROA 为未来一期的 ROA, Ind 和 Year 分别为行业和年份固定效应。θ 为残差项, 即 MD&A 异常积极语调 ABTone。

### (三) 模型设定

设定模型 (3) 进行回归, 以检验本文的研究假设:

$$ABTone = \beta_0 + \beta_1 ESGRD + \sum \beta Controls + Firm + Year + \varepsilon \quad (3)$$

其中, 被解释变量为 MD&A 异常积极语调 (ABTone), 解释变量为企业的 ESG 评级分歧 (ESGRD)。Controls 是一系列控制变量, 首先是企业经营层面特征变量, 包括企业规模 (Size)、资产负债率 (LEV)、净资产收益率 (ROE); 其次是企业治理层面特征变量, 包括第一大股东持股比例 (Share1)、独立董事占比 (Indirector)、董事会规模 (Board)、两权分离度 (Seperate)、管理费用率 (Mfee)、管理层持股比例 (MSH); 再次是其他可能会影响 MD&A 异常积极语调的因素, 包括产权性质 (Owner)、上市年限 (ListAge); 最后是控制企业层面不随时间变化的因素 (Firm) 以及控制不随个体变化的时间趋势因素 (Year)。ε 为残差项。在企业层面进行聚类以调整系数估计值的标准误。具体变量及定义见表 1。

① 将排序后的数据进行百分位数分组, 然后同时除以 100 进行归一化处理, 使数据均位于 [0, 1] 的区间内。归一化是数据标准化的一种方式。

② 为了减少因未能涵盖所有评级机构而造成衡量指标的偏差, 本文保留当年至少被 3 家评级机构评级的样本。

表 1 变量说明

变量名称	变量符号	变量定义
MD&A 异常积极语调	<i>ABTone</i>	基于公式(1)和模型(2)计算得出
ESG 评级分歧	<i>ESGRD</i>	基于华证、万得、盟浪、商道融绿、富时罗素和彭博六类 ESG 评级数据构建 ESG 评级分歧指标
企业规模	<i>Size</i>	总资产取自然对数
资产负债率	<i>LEV</i>	期末负债总额/资产总额
净资产收益率	<i>ROE</i>	净利润/股东权益平均余额
第一大股东持股比例	<i>Share1</i>	企业第一大股东持股比例
独立董事占比	<i>Indirector</i>	独立董事人数/董事会人数
董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数取自然对数
两权分离度	<i>Seperate</i>	实际控制人拥有上市企业控制权比例-实际控制人拥有上市企业所有权比例
管理费用率	<i>Mjee</i>	管理费用/营业收入
管理层持股比例	<i>MSH</i>	董监高持股数量/总股本数量
产权性质	<i>Owner</i>	国有企业取 1, 否则为 0
上市年限	<i>ListAge</i>	$\ln(\text{当年年份}-\text{上市年份}+1)$
企业	<i>Firm</i>	企业固定效应
年度	<i>Year</i>	年度固定效应

## 五、实证分析

### (一) 描述性统计分析

主要变量的描述性统计结果见表 2。其中, *ABTone* 的均值为-0.000 4, 标准差为 0.110 6, 最小值为-0.291 7, 最大值为 0.246 7, 表明样本企业的 MD&A 异常积极语调具有一定的差异, 且与已有研究<sup>[13]</sup>中 MD&A 异常积极语调的统计特征接近。 *ESGRD* 的均值为 0.183 7, 标准差为 0.090 3, 最大值为 0.457 3, 最小值为 0.009 4, 表明样本企业的 ESG 评级分歧具有一定的差异, 且与已有研究<sup>[11]</sup>中 ESG 评级分歧的统计特征接近。 *Size* 的均值为 23.591 7, 中位数为 23.466 5, 说明样本中的企业规模分布比较均匀。 *Owner* 的均值为 0.508 3, 说明样本中国有企业和非国有企业分布比较均衡。其余变量的统计结果分布基本处于预期的合理范围。

表 2 主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>ABTone</i>	5 068	-0.000 4	0.007 5	0.110 6	-0.291 7	0.246 7
<i>ESGRD</i>	5 068	0.183 7	0.179 1	0.090 3	0.009 4	0.457 3
<i>Size</i>	5 068	23.591 7	23.466 5	1.285 1	20.798 2	27.961 7
<i>LEV</i>	5 068	0.488 5	0.498 8	0.199 3	0.039 5	0.978 9
<i>ROE</i>	5 068	0.066 3	0.080 5	0.185 2	-1.292 6	0.619 8
<i>Share1</i>	5 068	0.355 9	0.333 6	0.155 4	0.071 8	0.773 8
<i>Indirector</i>	5 068	0.378 6	0.363 6	0.057 0	0.300 0	0.666 7
<i>Board</i>	5 068	2.163 0	2.197 2	0.205 6	1.609 4	2.833 2
<i>Seperate</i>	5 068	0.052 4	0.001 1	0.077 4	0.000 0	0.330 6
<i>Mjee</i>	5 068	0.070 0	0.053 2	0.062 3	0.006 0	0.615 1
<i>MSH</i>	5 068	0.059 4	0.000 5	0.125 2	0.000 0	0.582 7
<i>Owner</i>	5 068	0.508 3	1.000 0	0.500 0	0.000 0	1.000 0
<i>ListAge</i>	5 068	2.722 3	2.833 2	0.472 7	1.386 3	3.401 2



## (二) 基准回归

ESG 评级分歧对 MD&A 异常积极语调影响的基准回归结果见表 3。其中,列(1)只控制企业层面特征变量,列(2)同时控制企业层面特征及企业和年度固定效应,结果显示 *ESGRD* 的系数均显著为正,表明企业 ESG 评级分歧越高,MD&A 异常积极语调越高,即 H1a 得到验证。就经济意义而言,ESG 评级分歧每增加一个标准差,MD&A 异常积极语调提高约 3.429 1%个标准差(0.042 0×0.090 3÷0.110 6)。上述结果表明,ESG 评级分歧提高了 MD&A 异常积极语调,验证了基于前景理论的加剧效应。可能的原因是,监管机构对于企业 ESG 信息披露尚没有统一的标准和强制鉴证的要求,因而 ESG 评级分歧目前只是资本市场出现的一种新问题,而不是违反相关法律、政策和监管要求的结果,尚不会受到监管机构的处罚。ESG 评级分歧对企业的不利影响可能更多是源自利益相关者对企业在社会责任和道德规范层面的负面感知。因此,相比于企业受到证监会的行政处罚<sup>[63]</sup>、交易所的问询<sup>[64]</sup>等可以定性的事件,ESG 评级分歧对企业机会主义行为的威慑效应较小。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)
<i>ESGRD</i>	0.076 7*** (3.005 7)	0.042 0** (2.382 8)
<i>Size</i>	-0.012 1*** (-4.169 3)	-0.013 7** (-2.074 2)
<i>LEV</i>	-0.017 5 (-1.057 9)	0.021 8 (1.003 1)
<i>ROE</i>	-0.037 3*** (-3.277 6)	-0.032 9*** (-3.225 9)
<i>Share1</i>	0.007 1 (0.372 9)	0.002 7 (0.066 0)
<i>Indirector</i>	0.104 0** (1.998 1)	0.004 7 (0.102 2)
<i>Board</i>	-0.002 9 (-0.188 1)	-0.009 2 (-0.579 2)
<i>Seperate</i>	-0.011 2 (-0.305 9)	-0.010 2 (-0.254 4)
<i>Mfee</i>	-0.013 8 (-0.277 0)	-0.111 9** (-2.370 7)
<i>MSH</i>	-0.006 6 (-0.279 0)	-0.032 0 (-0.689 2)
<i>Owner</i>	0.018 9*** (2.746 1)	0.032 1** (2.167 8)
<i>ListAge</i>	-0.021 7*** (-3.360 5)	0.004 0 (0.134 4)
常数项	0.298 7*** (4.064 3)	0.307 1* (1.842 7)
企业	未控制	控制
年度	未控制	控制
样本量	5 068	4 995
$\overline{R^2}$	0.037 2	0.645 1

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%及 1%的水平下显著,括号中为双尾检验的 *t* 值。标准误在企业层面进行聚类处理。列(2)的样本量减少的原因是控制固定效应的回归方法在回归时自动剔除了单样本。后表同。

## (三) 机制检验

借鉴已有研究<sup>[65-66]</sup>,本文进一步基于前景理论的分析框架设定如下模型,分别从损失感知、风险偏好和公司治理视角检验 ESG 评级分歧影响 MD&A 异常积极语调的交互机制。

$$ABTone = \lambda_0 + \lambda_1 ESGRD \times M + \lambda_2 ESGRD + \lambda_3 M + \sum \lambda Controls + Firm + Year + v \quad (4)$$

其中,*M*为衡量交互机制的代理变量,*v*为残差项。

### 1. 基于损失感知的视角

前述理论分析认为,ESG 评级分歧会增加企业面临的风险,并使企业承担额外的风险溢价成本。根据前景理论,决策选择与决策者的主观价值相关联,而当企业面临的风险较高时,管理层会放大对预期损失的感知和增加对损失的厌恶程度,进而提高冒险行为的动机。陈奉先和董静怡(2024)的研究表明,企业的特质风险加剧了高管的机会主义减持行为,而当企业本身的风险负担较高时,这种影响更加显著<sup>[67]</sup>。由此可以预期,ESG 评级分歧可能会增加管理层的损失感知,而前期面临风险较高的企业对 ESG 评级分歧产生的预期损失感知程度更高,因此提高 MD&A 异常积极语调的可能性更大。本文基于损失感知的视角,并结合前述 ESG 评级分歧可能对企业风险产生的影响分析,分别从经营风险

和财务风险两个视角检验 ESG 评级分歧提高 MD&A 异常积极语调的影响机制。

(1)经营风险。本文使用盈利的波动性衡量企业的经营风险<sup>[68]</sup>,具体方法为基于企业前四年经资产标准化后的息税折旧摊销前利润计算滚动标准差,得到经行业均值调整的企业经营风险(*OR*)指标,*OR*越大,企业的经营风险越高。

(2)财务风险。本文使用阿尔特曼(Altman, 1968)<sup>[69]</sup>构建的 *z* 值模型来衡量企业的财务风险,该值越大,公司面临的财务风险越小。具体计算方法如下: $z = 1.2 \times (\text{净营运资本} / \text{总资产}) + 1.4 \times (\text{留存收益} / \text{总资产}) + 3.3 \times (\text{息税前利润} / \text{总资产}) + 0.6 \times (\text{股权市场价值总额} / \text{总负债}) + 0.999 \times (\text{营业收入} / \text{总资产})$ 。本文采用基于上一年度相关数据计算的 *z* 值取相反数后得到经行业均值调整的企业财务风险(*FR*)指标,*FR*越大,企业的财务风险越高。

由表 4 列(1)和列(2)可知,*ESGRD*×*OR* 和 *ESGRD*×*FR* 的回归系数显著为正,说明 ESG 评级分歧导致的管理层损失感知效应是促使其提高 MD&A 异常积极语调可能的交互机制。

## 2. 基于风险偏好的视角

前景理论认为,决策者在面对预期损失时会提高风险偏好程度而增加冒险的行为。王雪等(2024)的研究也表明,传统企业业绩压力的提升会强化管理层的风险偏好并更倾向于进行数字并购<sup>[70]</sup>。同时,管理层的冒险意愿除了受到预期损失的影响,还与自身的风险偏好有关,而风险偏好型的管理层更加具有冒险意识<sup>[71]</sup>。由此可以预期,ESG 评级分歧可能会提高管理层的风险偏好程度,而前期风险偏好程度较高的企业冒险意识更强,因此提高 MD&A 异常积极语调的可能性更高。本文借鉴何瑛等(2019)<sup>[72]</sup>的方法,采用主成分分析方法构建管理层风险偏好的综合指标。具体如下,基于企业上一年度资产结构(风险资产占比)、偿债能力(资产负债率)、盈利能力(核心盈利比率)、利润分配(留存收益率)和现金流量(自身资金满足率和资本支出率),选取六项指标,并将核心盈利比率、留存收益率和自身资金满足率这三个逆向指标取相反数,然后运用主成分分析法通过方差贡献率加权求和计算得到 *RP*,该值越大,表明管理层的风险偏好程度越高。

由表 4 列(3)可知,*ESGRD*×*RP* 的回归系数显著为正,说明 ESG 评级分歧导致的管理层风险偏好效应是促使其提高 MD&A 异常积极语调可能的交互机制。

## 3. 基于公司治理的视角

霍基森等(2017)<sup>[43]</sup>在卡尼曼和特沃斯基(Kahneman & Tversky, 1973)<sup>[40]</sup>提出的前景理论分析框架下进一步指出,在分析决策者面对损失时的机会主义行为时,应考虑其未来潜在的成本和收益的权衡。当企业的内外部治理水平较高时,对管理层形成的感知威慑力较强,管理层发生机会主义行为的预期成本可能会超过预期收益,因此会减少机会主义冒险行为<sup>[73-74]</sup>。由此可以预期,当前期公司治理水平较低时,更有可能使管理层形成发生机会主义行为后收益大于成本的预期,管理层提高 MD&A 异常积极语调的可能性越高。

本文分别采用如下两个指标衡量公司治理水平:一是基于迪博内部控制与风险管理数据库中的内部控制指数,采用企业上一年度内部控制指数加 1 取自然对数后再取相反数,衡量企业的内部治理水平(*IG*),该值越大,表明企业的内部治理水平越低;二是基于企业机构投资者持股占企业总股数的比例,采用企业上一年度机构投资者持股比例的相反数衡量企业外部治理水平(*EG*),该值越大,表明企业的外部治理水平越低。

由表 4 列(4)和列(5)可知,*ESGRD*×*IG* 和 *ESGRD*×*EG* 的回归系数均显著为正,说明较低的公司治理水

平强化了管理层提高 MD&A 异常积极语调应对 ESG 评级分歧的动机。

表 4 机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>ESGRD</i> × <i>OR</i>	0.012 1* (1.799 2)				
<i>ESGRD</i> × <i>FR</i>		0.031 9* (1.832 2)			
<i>ESGRD</i> × <i>RP</i>			0.081 3*** (2.594 9)		
<i>ESGRD</i> × <i>IG</i>				0.022 1** (2.256 0)	
<i>ESGRD</i> × <i>EG</i>					0.116 2* (1.720 8)
<i>ESGRD</i>	0.026 7 (1.379 5)	0.067 9*** (2.766 0)	0.027 6 (1.551 0)	0.179 2*** (2.888 5)	0.107 6** (2.500 0)
<i>OR</i>	-0.001 3 (-0.741 4)				
<i>FR</i>		-0.006 4 (-1.366 8)			
<i>RP</i>			-0.020 6*** (-2.859 2)		
<i>IG</i>				-0.005 3** (-2.536 4)	
<i>EG</i>					0.001 6 (0.066 4)
常数项	0.517 9*** (3.024 5)	0.408 7** (2.371 0)	0.569 7*** (3.243 9)	0.322 4* (1.945 6)	0.287 7* (1.728 7)
样本量	4 574	4 853	4 645	4 994	4 995
$\overline{R^2}$	0.649 7	0.645 2	0.653 1	0.645 7	0.645 4

注:控制变量以及企业和年度固定效应均已控制,后表同。

## 六、内生性与稳健性检验<sup>①</sup>

### (一) 内生性检验

#### 1. 多维固定效应

本文进一步分别控制了行业-年度和省份-年度交互固定效应,以控制行业层面和地区层面随时间变化因素的影响。回归结果表明,前文的研究结论不变。

<sup>①</sup> 限于篇幅,本部分省略具体回归结果,备索。



## 2. 欧斯特遗漏变量检验

欧斯特(Oster, 2019)<sup>[75]</sup>基于处理效应与未观测到变量的关系可以由处理效应与已观测到变量的关系推出这一假设,完善了遗漏变量偏差的稳健性检验方法,该方法也被应用于会计和经济学等相关研究中<sup>[76]</sup>。具体而言,当模型可能有未观测到的遗漏变量时,可基于估计量计算真实系数的一致估计。其中, $R_{\max}$ 的含义是,当未观测到变量被观测到时的回归模型拟合优度的上限,欧斯特建议 $R_{\max}$ 取值为回归模型中 $R^2$ 的1.3000倍; $\delta$ 的含义是,与已观测到变量相比,未观测到变量的效应多大时才能使回归模型中的处理效应为0,欧斯特建议的取值为1,意味着已观测到变量和未观测到变量对处理效应具有同等重要的影响。基于本文的研究问题,具体检验如下:(1) $\delta$ 取1, $R_{\max}$ 取0.8386(0.6451 $\times$ 1.3000),计算 $\beta^*$ 。如果 $\beta^* = \beta^*(R_{\max}, \delta)$ 位于主回归中 $ESGRD$ 回归系数的95%置信区间内则通过检验。(2) $R_{\max}$ 取0.8386,计算当 $\beta=0$ 时 $\delta$ 的取值,若 $\delta$ 大于1,则通过检验。回归结果显示,考虑遗漏变量的稳健性检验结果通过了检验。

## 3. 工具变量法

借鉴已有研究<sup>[10]</sup>,本文选取企业所在年度、行业和城市的ESG评级分歧均值作为 $ESGRD$ 的工具变量( $ESGRD\_IV$ )进行回归。一方面,评级分歧的一部分来源是企业信息披露的不透明,而企业的信息披露行为对于同行业、同地区的企业往往具有溢出效应,因而 $ESGRD\_IV$ 与 $ESGRD$ 具有很强的相关性。第一阶段回归结果显示, $ESGRD\_IV$ 的回归系数在1%的水平下显著为正,第一阶段的 $F$ 统计值为11091.7100,远大于10,表明 $ESGRD\_IV$ 与 $ESGRD$ 之间高度相关;弱工具变量沃尔德(Wald)检验结果在5%的水平下显著,说明不存在弱工具变量的问题。因此,选取的工具变量是合适的。第二阶段回归结果显示, $ESGRD$ 的回归系数仍然在10%的水平下显著为正,这进一步验证了前文的结论。

## 4. 广义矩估计方法

考虑到管理层的语调操纵行为可能存在一定的连续性或传染性,即当年MD&A语调可能受到前期MD&A语调的影响,可能存在反向因果问题。为进一步缓解内生性问题,本文将被解释变量滞后一期和滞后二期加入模型(3),将基准回归模型转化为动态面板数据模型,采用两步系统广义矩估计(SYS-GMM)方法重新进行估计。回归结果显示,AR(1)显著,而AR(2)和汉森(Hansen)检验结果均不显著,说明动态模型存在一阶自相关,但不存在二阶自相关和过度识别的问题。总体来看,采用此方法估计的结果是有效的。动态面板模型中, $ESGRD$ 的回归系数在10%的水平下显著为正,说明基准回归结果具有较好的稳健性。

## 5. 熵平衡法

为了避免不同ESG评级分歧的企业在一些可观测的企业特征上存在显著的差异而导致模型设定偏误,本文使用熵平衡法在控制企业可观测特征的差异后重新回归。与倾向得分匹配法不同的是,熵平衡法通过加权的方法实现处理组和控制组之间协变量的平衡,能够减少样本量的损耗。根据 $ESGRD$ 的中位数,大于中位数的定义为ESG评级分歧较高组(处理组),否则为ESG评级分歧较低组(控制组)。基于熵平衡法的回归结果显示, $ESGRD$ 的回归系数在5%的水平下显著为正,因而基于匹配变量控制企业可观测的异质性后研究结论保持不变。

## (二) 稳健性检验

### 1. 替换解释变量衡量指标

本文采用如下两种方法重新衡量ESG评级分歧:一是前文构建的指标 $ESGRD1$ ;二是借鉴已有研究<sup>[20,22]</sup>,使用 $z$ 标准化方法对不同评级机构的数值型ESG得分按年度进行标准化。具体计算方法为,首先

是将 ESG 得分减去各自得分的均值,再除以各自得分的标准差,最终转化为均值为 0、方差为 1 的数值;其次是计算任意两个 ESG 评级的标准差,构成“ESG 评级对”,然后计算所有“ESG 评级对”的均值,构建衡量 ESG 评级分歧的指标 *ESGRD2*。替换解释变量衡量指标后的回归结果与主回归结果基本保持一致。

## 2. 替换被解释变量衡量指标

本文使用两种方法重新衡量 *ABTone*:一是基于 LM 词典,使用(积极词汇+消极词汇)/(词汇总数)的方法重新计算净语调后,基于模型(2)构建 *ABTone1*;二是使用姚加权等(2021)<sup>[77]</sup>构建的正式用语的中文金融情感词典,基于公式(1)和模型(2)构建 *ABTone2*。替换被解释变量衡量指标后的回归结果与主回归结果基本保持一致。

## 3. 改变样本区间

考虑到 2020 年发生的新冠疫情事件可能对企业行为和 ESG 评级机构产生影响,本文剔除了 2020 年的样本并重新回归。改变样本区间后的回归结果与主回归结果基本保持一致。

## 4. U 型关系检验

前述分析认为 ESG 评级分歧对企业 MD&A 异常积极语调的影响在理论上正反两种可能,即二者之间也可能存在非线性关系,因而本文在模型(3)的基础上进一步引入 *ESGRD* 的二次项( $ESGRD^2$ )重新回归。回归结果显示,*ESGRD* 与  $ESGRD^2$  的回归系数均不显著,说明 ESG 评级分歧与 MD&A 异常积极语调之间不存在非线性关系。这一结果在一定程度上缓解了因模型设定偏误引起的对研究结论可靠性的担忧。

## 5. 安慰剂检验

为了进一步排除未观测的因素可能对结果造成的影响,本文采用安慰剂检验的方法,在[0.009 4, 0.457 3]的区间内对 *ESGRD* 随机赋值并定义为 *Placebo\_ESGRD*,基于模型(3)重复回归 1 000 次。回归结果显示,*Placebo\_ESGRD* 的回归系数显著为正和显著为负的占比较小,且基本服从正态分布;*ESGRD* 的真实回归系数远大于 *Placebo\_ESGRD* 回归系数的均值,且未落入安慰剂检验估计系数的区间。上述结果表明,前文得到的结果并不是随机产生的,进一步增强了结果的稳健性。

# 七、进一步分析

## (一) 异质性分析

### 1. 基于企业所处地区社会信任程度视角

前述分析认为,由于不能将 ESG 评级分歧定性为违反相关法律、政策和监管要求的结果,利益相关者可能将企业的 ESG 评级分歧视为一种不符合社会责任和道德规范的现象,因而没有对企业的机会主义行为形成有效的约束。社会信任是社会成员彼此信任的总体水平,高社会信任度地区可以解释为一个有着一系列可以规范生产和企业行为的社会准则的地区<sup>[78]</sup>。市场参与者通常会下意识地认为处于高社会信任程度地区企业的信任水平也高,即企业在一开始就被寄予了较高的信任预期,而一旦企业经历负面声誉事件,会在公众心理上产生更大的期望落差<sup>[79]</sup>。此外,社会信任还会将企业的负面声誉信号通过“喇叭效应”迅速在“圈子”中扩散,进而导致处于高社会信任程度地区的企业面临更高的惩罚成本<sup>[80]</sup>。因此,处于社会信任程度较高地区的企业,利益相关者对其有更高的道德规范预期,因而管理层会更倾向于通过正当合法的途径去应对 ESG 评级分歧的不利影响。由此可以预期,ESG 评级分歧对 MD&A 异常积极语调的加剧效应在低社会信任地区的企业中明显。

借鉴已有在会计与财务领域关于地区社会信任程度的衡量指标<sup>[81]</sup>的方法,基于中国综合社会调查(CGSS)相关数据构建地区社会信任度指标。具体构建方法为:基于调查问卷中关于“社会态度”项目的子问题“总的来说,您同不同意在这个社会上,绝大多数人都是可以信任的”的回答。将“非常同意”“比较同意”“说不上同意不同意”“比较不同意”“非常不同意”分别赋值为5、4、3、2、1,然后分地区计算2015年和2017年的平均值,得到地区社会信任度(*Trust*)。根据该变量中位数将样本分为高社会信任组和低社会信任组,采用模型(3)进行分组回归。表5结果显示,处于低社会信任组的企业,*ESGRD*的系数显著为正,而在高社会信任组的企业,*ESGRD*的回归系数不显著,与预期一致。

## 2. 基于行业 ESG 评级分歧敏感度的视角

基于有限注意力理论,由于投资者的时间和精力有限,不能及时完全地吸收和处理海量的信息,只有被投资者关注到的信息才可能通过投资者的交易行为对资产定价发挥作用<sup>[82]</sup>。有鉴于此,ESG 评级分歧对 MD&A 异常积极语调的影响可能会因利益相关者对企业 ESG 评级分歧关注度的不同而有所差异。对于重污染行业而言,利益相关者对其 ESG 表现会更加关注,当 ESG 评级存在分歧时,利益相关者的评价会更负面,因此管理层的预期损失感知程度也会更高。由此可以预期,ESG 评级分歧对 MD&A 异常积极语调的加剧效应在重污染行业的企业中明显。

借鉴郭晔等(2019)<sup>[83]</sup>定义重污染行业的方法,将中国证券监督管理委员会2012年发布的《上市公司企业行业分类指引》中的如下行业代码定义为重污染行业:B06至B12、C13、C15、C17、C19、C22、C25至C32、D44、D45。表5结果显示,重污染行业企业的*ESGRD*的回归系数显著为正,而非重污染行业企业的*ESGRD*的回归系数不显著,与预期一致。

## 3. 基于管理层战略风险承担意愿的视角

管理层提高 MD&A 异常积极语调以应对 ESG 评级分歧可能带来的不利影响属于战略风险承担的表现,而基于高阶梯队理论,管理层的战略风险承担意愿还与管理层的特征有关<sup>[43]</sup>。管理层能力是管理层有效率地利用企业资源创造价值的能力,是其过去努力的累积,是管理层声誉的重要来源<sup>[84]</sup>。在其他条件一定的情形下,相比于低能力的管理层,高能力的管理层自我要求更高,更加爱惜自己的“羽毛”<sup>[85]</sup>,并注重维护自身的良好声誉,发生机会主义行为的可能性更低。傅俊辉等(2022)的研究也表明,能力越强的管理层越倾向于选择偏保守的战略,因而战略风险承担的意愿也越低<sup>[86]</sup>。由此可以预期,ESG 评级分歧对 MD&A 异常积极语调的加剧效应在管理层能力较弱的企业明显。

借鉴已有研究<sup>[84]</sup>,使用数据包络分析(DEA)与截尾回归(Tobit)模型计算管理层能力衡量指标,具体计算步骤如下:

第一,通过 DEA 方法分行业计算企业投入产出效率。投入变量包括:固定资产净额、无形资产净额、商誉、研发支出、营业成本(包括销售和管理费用);产出变量为营业收入。第二,建立 Tobit 模型。由于企业的基本特征和管理层的能力均会对企业的投入产出效率产生影响,进一步基于 Tobit 模型剔除企业层面的影响因素。Tobit 模型中所控制的企业层面的变量包括:企业规模——企业资产总额的自然对数;市场份额——企业营业收入与行业总营业收入的比值;自由现金流——如果企业有正的自由现金流,则取1,否则为0;企业年龄——企业成立时间的自然对数;国际化程度——海外营业收入与总营业收入的比值;多元化程度——各业务部门收入与企业总收入平方和的比值。第三,构建管理层能力指标。基于 Tobit 模型回归得到残差,并从小到大排序分为四组,分别赋值1、2、3、4,构建管理层能力指标(*MA*),该值越大,表示管理层能力越强。当上一年度管理层能力取值为3或4时,定义为高管理层能力组;当管理层能力取值为1或2时,定



义为低管理层能力组。表 5 结果显示, *ESGRD* 的回归系数在低管理层能力组显著为正,而在高管理层能力组则不显著,与预期一致。

表 5 异质性分析回归结果

变量	地区社会信任程度		重污染行业		管理层能力	
	高	低	是	否	强	弱
<i>ESGRD</i>	0.028 2 (1.172 7)	0.057 2** (2.151 5)	0.069 4*** (2.700 8)	0.030 2 (1.294 4)	0.024 5 (0.810 1)	0.065 7*** (2.670 7)
常数项	0.337 3 (1.468 5)	0.117 8 (0.446 7)	0.418 6 (1.498 2)	0.186 8 (0.911 3)	0.083 4 (0.300 7)	0.510 8** (2.377 9)
样本量	2 896	1 926	1 820	3 163	2 088	2 338
$\overline{R^2}$	0.640 0	0.660 7	0.621 7	0.651 7	0.646 5	0.665 8

## (二) 经济后果分析

前文的实证检验结果表明,管理层可能会通过提高 MD&A 异常积极语调来应对 ESG 评级分歧可能给企业带来的不利影响,那么这种应对行为的经济后果如何? 本文首先基于媒体报道和投资效率的视角检验管理层是否达到了预期的目的;其次基于分析师盈余预测乐观偏差和误差度的视角,进一步探讨管理层通过操纵 MD&A 语调的风险应对行为如何影响资本市场的信息不对称程度,以检验其如何影响利益相关者的利益。本文设定如下模型进行经济后果分析。

$$Outcomes = \gamma_0 + \gamma_1 ESGRD \times ABTone + \gamma_2 ESGRD + \gamma_3 ABTone + \sum \gamma Controls + Firm + Year + \mu \quad (5)$$

其中, *Outcomes* 为衡量经济后果的代理变量,  $\mu$  为残差项。

### 1. 基于管理层预期目的是否达成的检验

(1) 媒体报道。当企业的 ESG 评级存在分歧时,利益相关者尤其是中小投资者的信息搜寻和信息处理成本提高,而此时就更需要依赖信息中介提供的信息<sup>[87]</sup>。本文进一步探讨作为重要信息中介的媒体是否会“迎合”企业的异常积极语调以检验管理层是否达到了预期目的。本文使用 CNRDS 中网络财经新闻关于企业负面报道新闻的数量之和加 1 取自然对数,记为 *MNF*,该值越大,表明媒体负面报道的数量越多。

如表 6 列(1)所示, *ESGRD*×*ABTone* 的回归系数显著为负,表明企业通过提高 MD&A 异常积极语调应对 ESG 评级分歧减少了媒体负面报道的数量,而新闻报道是利益相关者获取企业信息的重要来源,因此可能会进一步减少利益相关者的不利预期,这就可能使企业减少因 ESG 评级分歧而承受的损失,在一定程度上达到了管理层的预期目的。

(2) 投资效率。ESG 评级分歧可能会降低投资者对企业的投资意愿,导致企业的融资成本提高、融资可得性下降,而这些问题会降低企业的资源配置效率并增加企业承担额外损失的可能性<sup>[88]</sup>。本文选取投资效率这一指标,并重点关注企业的投资不足问题以检验管理层是否达到了预期目的。本文基于理查森(Richardson, 2006)<sup>[89]</sup>模型估算企业的投资效率,将回归残差取绝对值,记为 *INVEFF*,用来衡量公司的投资效率水平,该值越大表示投资效率越低;将大于零的残差项取绝对值表示过度投资(*OI*),该值越大表示过度投资越严重;将小于零的残差项取绝对值表示投资不足(*UI*),该值越大表示投资不足越严重。

如表 6 所示, *ESGRD*×*ABTone* 的回归系数在列(2)和列(4)中显著为负,而在列(3)中不显著,说明当企

业存在 ESG 评级分歧时提高 MD&A 异常积极语调减少了企业的投资不足问题,这也可能使企业减少因 ESG 评级分歧而承受的损失,在一定程度上达到了管理层的预期目的。

## 2. 基于资本市场信息不对称程度的检验

尽管大部分的研究认为管理层异常积极语调是一种信息操纵的表现,即支持印象管理观<sup>[13]</sup>,但也有一些研究发现管理层异常积极语调能够降低企业的股价崩盘风险,验证了信息增量观<sup>[90]</sup>。本文进一步基于信息不对称的视角,检验管理层通过提高 MD&A 异常积极语调在一定程度上达到预期目的的行为如何影响利益相关者的利益,试图从管理层应对 ESG 评级分歧的视角更好地理解语调操纵的动机。

信息不对称的降低有利于促进资本市场的健康发展,分析师作为重要的信息中介,能够通过对企业信息的挖掘、解读和传播,降低企业与外部利益相关者的信息不对称程度<sup>[91]</sup>。本文基于分析师盈余预测的数据构建如下两个指标衡量信息不对称程度。一是分析师盈余预测乐观偏差度,使用分析师每股盈余预测均值与实际每股盈余之差除以期初股票价格后得到 *FOPT*,该值越大,分析师盈余预测的乐观偏差度越大,信息不对称程度越高;二是分析师盈余预测误差度,使用分析师每股盈余预测均值与实际每股盈余之差的绝对值除以期初股票价格后得到 *FERROR*,该值越大,分析师盈余预测误差度越大,信息不对称程度越高。

如表 6 列(5)—列(6)所示,*ESGRD*×*ABTone* 的回归系数均显著为正,说明企业较高的 ESG 评级分歧和异常积极语调可能增加分析师预测的乐观偏差和误差度,进一步加剧了资本市场的信息不对称程度。

经济后果分析结果表明,管理层通过提高 MD&A 异常积极语调影响了市场情绪,在一定程度上扭转了利益相关者的不利预期,避免了因 ESG 评级分歧可能导致的资源获取能力的下降和融资成本的提高而发生投资不足的问题,这就可能会减少企业因 ESG 评级分歧而承担的损失。因此,管理层通过提高 MD&A 异常积极语调来应对 ESG 评级分歧可能给企业带来的不利影响的方式基本达到了预期目的;而基于资本市场信息不对称的经济后果检验发现,企业较高的 ESG 评级分歧和异常积极语调会进一步加剧资本市场的信息不对称程度,可能会损害利益相关者的利益,上述结果支持了管理层提高 MD&A 异常积极语调的印象管理观。

表 6 经济后果分析回归结果

变量	管理层预期目的				资本市场信息不对称	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>ESGRD</i> × <i>ABTone</i>	-1.548 2*	-0.158 1**	-0.181 9	-0.183 6**	0.300 8*	0.312 2*
	(-1.662 3)	(-2.533 4)	(-1.179 5)	(-2.526 0)	(1.744 7)	(1.846 7)
<i>ESGRD</i>	0.161 7	-0.010 6	-0.004 7	-0.013 8	0.012 4	0.011 4
	(1.433 6)	(-1.185 1)	(-0.235 0)	(-1.219 1)	(0.736 9)	(0.705 6)
<i>ABTone</i>	-0.025 2	0.031 9**	0.031 2	0.041 9**	-0.122 1***	-0.114 6***
	(-0.128 8)	(2.200 5)	(1.059 8)	(2.505 9)	(-3.321 7)	(-3.185 5)
常数项	-2.545 7**	0.239 8**	0.161 0	0.279 6*	-0.752 6***	-0.564 2***
	(-2.354 4)	(2.110 4)	(0.916 7)	(1.712 0)	(-3.995 3)	(-3.064 5)
样本量	4 807	4 711	1 685	2 461	4 186	4 186
$\bar{R}^2$	0.811 8	0.324 3	0.380 6	0.305 1	0.363 0	0.386 9

注:列(1)—列(6)的被解释变量分别为 *MNF*、*INVEFF*、*OI*、*UI*、*FOPT* 和 *FERROR*。

## 八、研究结论与政策启示

本文以2015—2022年A股上市企业为样本,实证检验了企业ESG评级分歧对MD&A异常积极语调的影响。研究表明,企业的ESG评级分歧提高了MD&A异常积极语调,这一结论在考虑内生性问题和一系列稳健性检验之后依然成立。基于前景理论,分别从损失感知、风险偏好和公司治理的视角进行了机制检验,管理层较高的损失感知和风险偏好程度以及较低的公司治理水平会加剧ESG评级分歧对MD&A异常积极语调的不利影响。异质性分析结果表明,ESG评级分歧对处于较低社会信任度地区、对ESG评级分歧敏感度较高、管理层能力较弱企业的MD&A异常积极语调加剧效应明显。经济后果分析发现,管理层提高MD&A异常积极语调以应对ESG评级分歧预期不利影响的方式在一定程度上达到了管理层的预期目的,但同时加剧了资本市场的信息不对称程度。

根据研究结论,本文得到如下政策启示:第一,政策制定机构应推动构建企业ESG信息披露标准体系并考虑行业的差异性。统一的ESG信息披露规范要求有助于提高企业ESG信息披露的透明度和可比性,进而降低企业的ESG评级分歧和减少机会主义行为的发生,也有利于投资者的保护。此外,在构建ESG信息披露标准体系时还应该考虑行业的差异性。第二,监管机构应重点关注企业的风险和治理水平,以更好地维护利益相关者的利益。监管机构应加强对企业的风险识别并致力于促进公司治理水平的提高,同时将风险水平较高和治理水平较低的企业作为监管重点,以减少企业有损利益相关者利益行为的发生。第三,资本市场参与者应审慎对待媒体和分析师所发布的信息。信息中介是资本市场的重要组成部分,在降低企业内外部信息不对称方面发挥着举足轻重的作用,资本市场参与者需要理性客观地参考媒体和分析师发布的信息。

本文的不足之处如下。第一,尽管本文在实证检验中尽可能尝试缓解内生性问题并进行稳健性检验,但是仍有可能存在一些内生性问题未能解决,未来可以继续寻找合适的因果识别策略来缓解还可能存在的内生性问题。第二,本文借鉴已有文献的常用做法,选取了国内外六种不同的ESG评级数据构建了ESG评级分歧指标,并通过改变衡量方法进行了稳健性检验,未来在数据可得的情况下,可以进一步涵盖更多的ESG评级数据以补充和丰富相关的研究。

### 参考文献:

- [1] HOUSTON J F, SHAN H Y. Corporate ESG profiles and banking relationships[J]. *The Review of Financial Studies*, 2022, 35(7): 3373-3417.
- [2] 张慧. 企业ESG信息披露质量与股票市场表现——基于双重代理成本的视角[J]. *首都经济贸易大学学报*, 2023, 25(3): 73-88.
- [3] 谭劲松, 黄仁玉, 张京心. ESG表现与企业风险——基于资源获取视角的解释[J]. *管理科学*, 2022, 35(5): 3-18.
- [4] 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.
- [5] 胡洁, 于宪荣, 韩一鸣. ESG评级能否促进企业绿色转型? ——基于多时点双重差分法的验证[J]. *数量经济技术经济研究*, 2023, 40(7): 90-111.
- [6] 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.
- [7] 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.



- [8] 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.
- [9] 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.
- [10] 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.
- [11] 周泽将, 丁晓娟, 伞子瑶. ESG 评级分歧与审计风险溢价[J]. *审计研究*, 2023(6): 72–83.
- [12] 何太明, 李亦普, 王峥, 等. ESG 评级分歧提高了上市公司自愿性信息披露吗? [J]. *会计与经济研究*, 2023, 37(3): 54–70.
- [13] 林晚发, 赵仲匡, 宋敏. 管理层讨论与分析的语调操纵及其债券市场反应[J]. *管理世界*, 2022, 38(1): 164–180.
- [14] DAVIS A K, TAMA-SWEET I. Managers' use of language across alternative disclosure outlets: earnings press releases versus MD&A [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2012, 29(3): 804–837.
- [15] HUANG X, TEOH S H, ZHANG Y L. Tone management[J]. *The Accounting Review*, 2014, 89(3): 1083–1113.
- [16] 谢德仁, 林乐. 管理层语调能预示公司未来业绩吗? ——基于我国上市公司年度业绩说明会的文本分析[J]. *会计研究*, 2015(2): 20–27.
- [17] 张璇, 胡婧, 李春涛. 卖空机制与管理层语调操纵——业绩说明会文本分析的证据[J]. *经济科学*, 2022(4): 138–153.
- [18] 姜绍静, 彭以忱, 彭纪生. 绩效落差对企业年报异常积极语调的影响[J]. *管理学报*, 2023, 20(2): 191–199.
- [19] BILLIO M, COSTOLA M, HRISTOVA I, et al. Inside the ESG ratings: (dis)agreement and performance[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2021, 28(5): 1426–1445.
- [20] BERG F, KÖLBEL J F, RIGOBON R. Aggregate confusion: the divergence of ESG ratings[J]. *Review of Finance*, 2022, 26(6): 1315–1344.
- [21] GIBSON BRANDON R, KRUEGER P, SCHMIDT P S. ESG rating disagreement and stock returns[J]. *Financial Analysts Journal*, 2021, 77(4): 104–127.
- [22] 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, 49(6): 124–136.
- [23] 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.
- [24] 冯钰婷, 郭雪萌, 曾晓亮. ESG 信息披露与 ESG 评级分歧: 众口一词还是莫衷一是? ——兼论中国 ESG 的制度规范[J]. *会计研究*, 2024(1): 49–63.
- [25] 张云齐, 杨溟宇, 张笑语. ESG 评级分歧与债务资本成本[J]. *金融评论*, 2023, 15(4): 22–43.
- [26] TETLOCK P C, SAAR-TSECHANSKY M, MACSKASSY S. More than words: quantifying language to measure firms' fundamentals[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(3): 1437–1467.
- [27] MAYEW W J, SETHURAMAN M, VENKATACHALAM M. MD&A disclosure and the firm's ability to continue as a going concern[J]. *The Accounting Review*, 2015, 90(4): 1621–1651.
- [28] BLOOMFIELD R. Discussion of “Annual report readability, current earnings, and earnings persistence” [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 45(2/3): 248–252.
- [29] ALLEE K D, DEANGELIS M D. The structure of voluntary disclosure narratives: evidence from tone dispersion[J]. *Journal of Accounting Research*, 2015, 53(2): 241–274.
- [30] 曾庆生, 周波, 张程, 等. 年报语调与内部人交易: “表里如一”还是“口是心非”? [J]. *管理世界*, 2018, 34(9): 143–160.
- [31] 王华杰, 王克敏. 应计操纵与年报文本信息语气操纵研究[J]. *会计研究*, 2018(4): 45–51.
- [32] BLAU B M, DELISLE J R, PRICE S M. Do sophisticated investors interpret earnings conference call tone differently than investors at large? Evidence from short sales[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 31: 203–219.
- [33] 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.
- [34] LEE J, PARK J. The impact of audit committee financial expertise on management discussion and analysis (MD&A) tone [J]. *European Accounting Review*, 2019, 28(1): 129–150.
- [35] D' AUGUSTA C, DEANGELIS M D. Does accounting conservatism discipline qualitative disclosure? Evidence from tone management in the MD&A

- [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2020, 37(4): 2287-2318.
- [36] RU Y, ZHAO W, SU Z H. Faithful or fearless: directors' and officers' liability insurance and management discussion and analysis tone manipulation[J/OL]. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 2023 [2024-02-20]. <https://doi.org/10.1080/16081625.2023.2225536>.
- [37] 刘建秋,徐雨露. 中小股东群体负面情绪对管理层讨论与分析语调管理的影响[J]. *首都经济贸易大学学报*, 2024, 26(2): 98-112.
- [38] MELLONI G, CAGLIO A, PEREGO P. Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in integrated reports[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2017, 36(3): 220-238.
- [39] 郭雪萌,冯钰婷,曾晓亮. ESG 评级分歧与资本市场信息效率——基于股价同步性的研究[J]. *当代会计评论*, 2023, 16(1): 13-41.
- [40] KAHNEMAN D, TVERSKY A. On the psychology of prediction[J]. *Psychological Review*, 1973, 80(4): 237-251.
- [41] WISEMAN R M, CATANACH C. A longitudinal disaggregation of operational risk under changing regulations: evidence from the savings and loan industry[J]. *Academy of Management Journal*, 1997, 40(4): 799-830.
- [42] 姜富伟,丁慧,靳馥境. 参照点效应、公司治理与上市公司财务重述[J]. *经济研究*, 2023, 58(10): 191-208.
- [43] HOSKISSON R E, CHIRICO F, ZYUNG J, et al. Managerial risk taking: a multitheoretical review and future research agenda[J]. *Journal of Management*, 2017, 43(1): 137-169.
- [44] SPENCE M. Job market signaling[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1973, 87(3): 355-374.
- [45] LYS T, NAUGHTON J P, WANG C. Signaling through corporate accountability reporting[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2015, 60(1): 56-72.
- [46] CLATWORTHY M, JONES M J. The effect of thematic structure on the variability of annual report readability[J]. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2001, 14(3): 311-326.
- [47] HARRIS J, BROMLEY P. Incentives to cheat: the influence of executive compensation and firm performance on financial misrepresentation[J]. *Organization Science*, 2007, 18(3): 350-367.
- [48] BAGINSKI S, DEMERS E, WANG C, et al. Contemporaneous verification of language: evidence from management earnings forecasts[J]. *Review of Accounting Studies*, 2016, 21(1): 165-197.
- [49] 李荣,王越凤,张玉明. 信用评级机构利用管理层语调吗? ——来自发债上市公司长期信用评级的证据[J]. *财经论丛*, 2022(2): 69-78.
- [50] XU W H, QI D. Abnormal tone in management earnings forecast, media negative coverage, and insider trading[J]. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 2022, 29(4): 939-963.
- [51] ARSLAN-AYAYDIN Ö, BOUDT K, THEWISSEN J. Managers set the tone: equity incentives and the tone of earnings press releases[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2016, 72: S132-S147.
- [52] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [53] KOESTER A, LUNDHOLM R, SOLIMAN M. Attracting attention in a limited attention world: exploring the causes and consequences of extreme positive earnings surprises[J]. *Management Science*, 2016, 62(10): 2871-2896.
- [54] CAMPBELL D, LOUMIOTI M, WITTENBERG-MOERMAN R. Making sense of soft information: interpretation bias and loan quality[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2019, 68(2/3): 101240.
- [55] SUCHMAN M C. Managing legitimacy: strategic and institutional approaches[J]. *Academy of Management Review*, 1995, 20(3): 571-610.
- [56] FERNANDO S, LAWRENCE S. A theoretical framework for CSR practices: integrating legitimacy theory, stakeholder theory and institutional theory[J]. *Journal of Theoretical Accounting Research*, 2014, 10(1): 149-178.
- [57] 解学梅,朱琪玮. 企业绿色创新实践如何破解“和谐共生”难题? [J]. *管理世界*, 2021, 37(1): 128-149.
- [58] ROGERS J L, VAN BUSKIRK A, ZECHMAN S L C. Disclosure tone and shareholder litigation[J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(6): 2155-2183.
- [59] CALL A C, EMETT S A, MAKSYMOW E, et al. Meet the press: survey evidence on financial journalists as information intermediaries[J]. *Journal*

- of Accounting and Economics, 2022, 73(2/3): 101455.
- [60] 陈冬华, 姚振晔. 政府行为必然会提高股价同步性吗?——基于我国产业政策的实证研究[J]. 经济研究, 2018, 53(12): 112-128.
- [61] AVRAMOV D, CHENG S, LIOUI A, et al. Sustainable investing with ESG rating uncertainty[J]. Journal of Financial Economics, 2022, 145(2): 642-664.
- [62] LOUGHRAN T, MCDONALD B. When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks[J]. The Journal of Finance, 2011, 66(1): 35-65.
- [63] 顾小龙, 辛宇, 滕飞. 违规监管具有治理效应吗——兼论股价同步性指标的两重性[J]. 南开管理评论, 2016, 19(5): 41-54.
- [64] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 证券交易所一线监管的有效性研究: 基于财务报告问询函的证据[J]. 管理世界, 2019, 35(3): 169-185.
- [65] 姜绍静, 刘春林, 彭纪生. 数字技术运用如何影响企业战略动态? [J]. 经济与管理研究, 2023, 44(12): 100-116.
- [66] CHEN L, LIAO C H, TSANG A, et al. CEO career concerns in early tenure and corporate social responsibility reporting[J]. Contemporary Accounting Research, 2023, 40(3): 1545-1575.
- [67] 陈奉先, 董静怡. 企业特质风险与高管机会主义减持——基于行为代理模型的实证考察[J]. 系统工程理论与实践, 2024, 44(7): 2155-2174.
- [68] 王竹泉, 王贞洁, 李静. 经营风险与营运资金融资决策[J]. 会计研究, 2017(5): 60-67.
- [69] ALTMAN E I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy[J]. The Journal of Finance, 1968, 23(4): 589-609.
- [70] 王雪, 潘爱玲, 王慧. 业绩压力与传统企业数字并购: 促进还是抑制? [J]. 财经论丛, 2024(4): 81-90.
- [71] 龚光明, 龙立. 投资者情绪与上市公司盈余管理: 理性迎合抑或情绪偏差[J]. 当代财经, 2017(8): 112-122.
- [72] 何瑛, 于文蕾, 戴逸驰, 等. 高管职业经历与企业创新[J]. 管理世界, 2019, 35(11): 174-192.
- [73] BECKER G S. Crime and punishment: an economic approach[J]. Journal of Political Economy, 1968, 76(2): 169-217.
- [74] BUCHANAN J L, COMMERFORD B P, WANG E. Auditor actions and the deterrence of manager opportunism: the importance of communication to the board and consistency with peer behavior[J]. The Accounting Review, 2021, 96(3): 141-163.
- [75] OSTER E. Unobservable selection and coefficient stability: theory and evidence[J]. Journal of Business & Economic Statistics, 2019, 37(2): 187-204.
- [76] 马双, 赵文博. 方言多样性与流动人口收入——基于 CHFS 的实证研究[J]. 经济学(季刊), 2019, 18(1): 393-414.
- [77] 姚加权, 冯绪, 王赞钧, 等. 语调、情绪及市场影响: 基于金融情绪词典[J]. 管理科学学报, 2021, 24(5): 26-46.
- [78] COLEMAN J S. Social capital in the creation of human capital[J]. American Journal of Sociology, 1988, 94: S95-S120.
- [79] 雷宇. 声誉机制的信任基础: 危机与重建[J]. 管理评论, 2016, 28(8): 225-237.
- [80] 廖佳, 苏冬蔚. 上市公司负面声誉与分析师关注: “趋之若鹜”抑或“避之若浼”[J]. 会计研究, 2021(8): 38-53.
- [81] 孟庆斌, 施佳宏, 鲁冰, 等. “轻信”的注册会计师影响了审计质量吗——基于中国综合社会调查(CGSS)的经验研究[J]. 会计研究, 2019(7): 12-20.
- [82] PENG L, XIONG W. Investor attention, overconfidence and category learning[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80(3): 563-602.
- [83] 郭晔, 苏彩珍, 张一. 社会责任信息披露提高企业的市场表现了吗? [J]. 系统工程理论与实践, 2019, 39(4): 881-892.
- [84] DEMERJIAN P, LEV B, MCVAY S. Quantifying managerial ability: a new measure and validity tests[J]. Management Science, 2012, 58(7): 1229-1248.
- [85] 张铁铸, 沙曼. 管理层能力、权力与在职消费研究[J]. 南开管理评论, 2014, 17(5): 63-72.
- [86] 傅俊辉, 杨佳伟, 夏宇佳, 等. 管理者能力与企业战略风险承担: “迎难而上”还是“遇险而退”? [J]. 财经论丛, 2022(8): 69-79.
- [87] BUSHMAN R M, WILLIAMS C D, WITTENBERG-MOERMAN R. The informational role of the media in private lending[J]. Journal of Accounting Research, 2017, 55(1): 115-152.
- [88] 申慧慧, 于鹏, 吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率[J]. 经济研究, 2012, 47(7): 113-126.
- [89] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2/3): 159-189.
- [90] 原东良, 李燕. 年报语调向上操纵与股价崩盘风险: 信息增量还是印象管理? [J]. 经济与管理研究, 2022, 43(12): 101-117.
- [91] ROULSTONE D T. Analyst following and market liquidity[J]. Contemporary Accounting Research, 2003, 20(3): 552-578.

## ESG Rating Divergence and Management's Abnormally Positive Tone

### —Textual Analysis Based on Management Discussion and Analysis

HAO Xiaomin<sup>1</sup>, WANG Yonghai<sup>2</sup>

(1. Hubei University of Economics, Wuhan 430205;

2. Wuhan University, Wuhan 430072)

**Abstract:** ESG rating divergence may negatively impact firms and capital markets, and such divergence can increase stakeholders' perceptions of uncertainty and potential risks. Thus, this paper aims to explore whether management discussion and analysis (MD&A) tone is strategically manipulated in response to stakeholders' unfavorable expectations. Based on a sample of A-share listed firms from 2015 to 2022, this paper examines the impact of firms' ESG rating divergence on MD&A abnormally positive tone.

The results show that ESG rating divergence increases MD&A abnormally positive tone. This finding holds after considering endogeneity issues and conducting a series of robustness tests. In terms of economic significance, for every one standard deviation increase in ESG rating divergence, MD&A abnormally positive tone increases by about 3.4% standard deviation. Based on prospect theory, the paper conducts a mechanism test from the perspectives of loss perception, risk preference, and corporate governance, respectively, and finds that management's higher degrees of loss perception and risk preference and lower corporate governance level exacerbate the adverse effect of ESG rating divergence on MD&A abnormally positive tone. The heterogeneity test indicates that ESG rating divergence has a pronounced effect on MD&A abnormally positive tone for firms located in regions with lower social trust, and those having higher sensitivity to ESG rating divergence and lower management competence. The economic consequences test reveals that management's response to ESG rating divergence by increasing MD&A abnormally positive tone reduces negative media coverage and underinvestment. However, it also increases the optimism bias and error of analysts' earnings forecasts, exacerbating the information asymmetry in capital markets.

The possible marginal contributions are as follows. First, this paper complements studies of the economic consequences of ESG rating divergence. Existing studies focus on the impact of ESG rating divergence on the behavior of stakeholders, while this paper emphasizes the perspective of firms' strategic disclosure behaviors and effectively complements existing studies about disclosure quality. Second, this paper enriches the research on the factors influencing MD&A abnormally positive tone. Based on the perspective of infomediary ratings and the analytical framework of prospect theory, this paper finds further evidence that management responds to unfavorable external expectations through strategically manipulating MD&A tone. Finally, the findings offer valuable policy implications. Specifically, policymakers should continue to promote the construction of a standard system for corporate ESG disclosure. Regulators should enhance the identification of firms' risks and facilitate improvements in corporate governance. Capital market participants should be cautious about the information released by information intermediaries.

**Keywords:** ESG rating divergence; management discussion and analysis; abnormally positive tone; prospect theory; corporate governance

责任编辑:蒋 琰