

DOI: 10.19361/j.er.2025.02.08

水中捞月还是卓有成效： ESG 评级与企业“漂绿”风险

胥文帅 吴云朗 李明 彭剑飞*

摘要：在企业 ESG 相关信息披露持续增长与漂绿行为时有发生的双重背景下，本文以商道融绿首次发布上市公司 ESG 评级作为外生冲击，考察 ESG 评级对企业漂绿风险的治理作用。研究结果显示，ESG 评级能够抑制企业漂绿风险，上述效应在非重污染企业、公司治理水平较低企业以及评级机构忙碌程度较低时更为显著。机制检验发现，ESG 评级通过触发企业评级管理需求、缓解委托代理冲突双管齐下地降低企业漂绿风险。经济后果检验表明，ESG 评级存在显著的溢出效应，进一步缓解了企业同省份和同行业其他企业的漂绿风险。本文研究结论厘清了 ESG 评级影响企业漂绿风险的内在逻辑，为构建与完善 ESG 评级市场以缓解企业漂绿行为提供了微观支持。

关键词：ESG 评级；漂绿风险；评级管理需求；公司治理

中图分类号：F270.3

一、引言

随着我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段以及《碳排放权交易管理暂行条例》《国家适应气候变化战略 2035》《企业可持续披露准则——基本准则（试行）》等的公布与实施，企业加强环境保护、承担社会责任与完善公司治理不仅成为普遍接受的商业惯例，更成为一种发展趋势。ESG（环境、社会和公司治理）理念迈向实践。据 Wind 数据库统计显示，2022 年有 1741 家上市公司发布了 ESG 相关报告，占比约为 34%，ESG 相关报告数量与发布比例持续增长。然而，由于 ESG 概念边界模糊以及信息披露标准不统一，企业报喜不报忧、多言寡行甚至无中生有、虚假宣传等“漂绿”现象时有发生（陈嵩洁等，2024）。这不仅降低了 ESG 报告的可靠性，也增加了各利益相关者信息处理和解读成本。尤其是在双碳目标提

*胥文帅，上海财经大学会计学院，邮政编码：200433，电子信箱：884106817@qq.com；吴云朗，上海财经大学会计学院，邮政编码：200433，电子信箱：yunlangwu@stu.sufe.edu.cn；李明，武汉大学经济与管理学院，邮政编码：430072，电子信箱：mingli2022@whu.edu.cn；彭剑飞（通讯作者），上海财经大学会计学院，邮政编码：200433，电子信箱：jianfeipeng@stu.sufe.edu.cn。

本文得到国家自然科学基金面上项目“外部冲击、金融内生性与系统性金融风险研究”（72173089）和中央高校基本科研业务费专项资金上海财经大学研究生创新基金项目“气候变化风险与企业金融资产配置”（CXJJ-2023-307）的资助。感谢匿名审稿专家提出的宝贵修改意见，文责自负。

出以及绿色金融快速发展阶段,企业漂绿事件频发,已严重干扰各类金融机构信贷决策,掣肘企业绿色低碳转型。在此背景下,寻求破解企业漂绿“综合征”的有效路径迫在眉睫。基于此,本文致力于研究 ESG 评级对企业漂绿风险的影响效应及其机理。

目前,国内 ESG 评级机构和评级方法呈现多元发展态势,越来越多的评级机构开始关注企业在 ESG 方面的行动蓝图、执行效果与信息披露问题,ESG 评级成为倒逼企业加快 ESG 建设的关键市场力量(胡洁等,2023)。与此同时,ESG 评级在企业 ESG 转型过程中的重要作用也受到高度重视。其中最具里程碑意义的是,《中共中央 国务院关于全面推进美丽中国建设的意见》明确提出,深化环境信息依法披露制度改革,探索开展环境、社会和公司治理评价。可见,ESG 评级已成为推动企业 ESG 转型的重要引擎和最大激励,将 ESG 评级纳入企业漂绿行为治理框架具有坚实的实践基础与政策依据。理论上,ESG 评级能够将企业与市场连接起来,降低企业与外部利益相关者之间的信息不对称,并触发企业对评级下调的担忧,有助于发挥市场外部监督机制与市场激励机制的作用,为企业改善 ESG 信息披露质量提供外在约束与内在动力。然而,ESG 转型具有前期投入成本高、建设周期长、经济回报不确定等特征(方先明、胡丁,2023)。面对评级压力,企业也有可能通过选择性披露、模糊用词、多言寡行、避重就轻等漂绿行为掩盖 ESG 业绩不足,以此迎合利益相关者关注。明确且统一的披露准则缺失又进一步增加了企业的漂绿空间。由此,ESG 评级抑制还是加剧企业漂绿风险是一个有待检验的实证问题。

基于此,本文以商道融绿首次公布上市公司 ESG 评级作为外生冲击,构建多时点双重差分模型实证检验 ESG 评级对企业漂绿风险的影响效应及其作用机制。研究结果显示,ESG 评级显著抑制了企业漂绿风险。相较现有研究,本文边际贡献如下:

第一,丰富了企业 ESG 评级经济后果研究。本文以商道融绿发布 ESG 评级为外生冲击,揭示了 ESG 评级压力对企业漂绿风险的治理作用。现有研究大多关注 ESG 评级对企业投融资决策(李增福、陈嘉滢,2023)与资本市场表现(李晓艳等,2023)的影响,对企业披露特征——漂绿行为的关注尚少。本文将 ESG 评级与公司漂绿风险纳入统一的分析框架,揭示了 ESG 评级对企业漂绿行为的影响,从底层逻辑加深了对 ESG 评级经济后果的认识,丰富和发展了 ESG 领域的相关研究。

第二,拓展了企业漂绿影响因素研究。现有研究多从绿色金融改革(苏冬蔚、刘子茗,2023)、银企关系(王嘉鑫等,2024)以及监管问询(Liao et al.,2023)等角度探究企业漂绿风险的影响因素,鲜有关注 ESG 评级对企业漂绿风险的治理作用。而 ESG 评级作为 ESG 生态的重要一环,是企业 ESG 转型的非正式环境规制,对企业战略和治理结构产生重要影响。因此,本文将 ESG 评级与企业漂绿风险联系起来,发现 ESG 评级压力显著抑制了企业漂绿行为,补充和拓展了企业漂绿风险领域的研究。

第三,在政策含义方面,面对中国通过各类金融手段落实双碳目标的现实背景,探究 ESG 评级对企业漂绿风险的影响具有重要的现实意义。绿色信贷政策与绿色金融改革创新试验区设立的初衷都是通过金融工具引导资金流向,在为绿色企业提供资源要素的同时,减少对重污染企业的资金供给,以此倒逼重污染企业加快绿色低碳转型(王馨、王营,2021;赵亚雄等,2023)。而企业 ESG 信息披露是评判企业绿色表现的基本准绳,其披露质量更是决定政策执行效果的“生命线”。本文证实了 ESG 评级对企业漂绿的治理作用,对我国通过

ESG 评级市场发展促进绿色金融改革落地、助力双碳目标实现具有重要的政策意义。

二、文献回顾、理论分析与研究假设

(一) 文献回顾

《巴黎协定》签署以来,可持续发展已成为全球共识,ESG 理念渐入人心,导致企业社会责任(简称“CSR”)的式微与 ESG 的崛起。与此同时,一些第三方评级机构根据企业 ESG 报告、监管部门公告、媒体报道等相关信息对企业进行 ESG 评级,企业 ESG 评级的经济后果也迅速成为学界关注的热点话题。现有研究发现,良好的 ESG 评级对外传递了企业负责任与可持续发展的积极信号,有助于企业获取投资者青睐,进而缓解融资约束(邱牧远、殷红,2019)、抑制短贷长投(李增福、陈嘉滢,2023)、促进企业创新(方先明、胡丁,2023)。同时,ESG 评级的信息沟通功能提高了企业信息透明度,降低了股东和其他利益相关者的监督难度与监督成本,有利于内外部公司治理机制的高效运行,进而提高委托代理效率,促进企业绿色创新与绿色转型(胡洁等,2023;李井林等,2024)。进一步地,随着全球变暖、流行性疾病肆虐与劳工矛盾激化,注重环境保护、履行社会责任与加强公司治理不再只是政府部门的强制要求,更是逐渐受到消费者和社会公众的重视(谢红军、吕雪,2022)。在信息不对称的情况下,消费者更倾向于购买 ESG 评级较高企业的产品,并愿为此支付更高的价格,以此作为对企业承担社会责任的奖励(Mohr and Webb,2005)。因此,良好的 ESG 评级有助于企业巩固和拓展客户资源,提高产品市场表现与供应链话语权(蒋德权、蓝梦,2022;李颖等,2023)。此外,亦有研究发现 ESG 评级有助于增强企业盈余持续性(席龙胜、赵辉,2022)、降低尾部风险(谭劲松等,2022)、提高企业财务绩效(李井林等,2021)等。

企业漂绿风险影响因素研究是本文的另一重要基础。从信息沟通的角度看,企业漂绿是指企业在 ESG 报告或相关信息披露中,对环境保护和资源利用作出言过其实的承诺和披露(Lyon and Maxwell,2011;Bowen and Aragon-Correa,2014)。现有研究主要从制度安排缺陷、塑造环保形象、绿色融资需求等方面考察了企业漂绿的影响因素。在制度缺陷方面,现有研究指出,企业是以盈利为目的的经济组织,在缺乏统一且明确的披露准则的情况下,漂绿成本往往很低,企业通常采取口头承诺、选择性披露等方式追求利润最大化(李大元等,2015)。而随着消费者对环境友好型产品需求持续增加与绿色金融的快速发展,企业在环境风险管理、环境信息披露以及环境绩效等方面的表现成为塑造市场竞争优势、获取绿色融资与政府环境补贴的关键,企业有动机进行漂绿以迎合消费者和金融机构。苏冬蔚和刘子茗(2023)研究发现,绿色金融改革创新试验区设立后,绿色表现成为企业获取信贷资金的必备条件,这可能引致企业漂绿行为,最终影响政策执行效果。Liao 等(2023)则关注监管问询对企业漂绿的影响,结果发现,当受到监管部门问询时,企业会增加 ESG 信息中的漂绿行为,并且问询力度越大,漂绿程度越高。

综上,现有文献对企业漂绿风险影响因素的考察,主要局限在正式规制框架内,基于合法性理论、权变理论聚焦政策法规对企业漂绿行为的影响。但影响企业漂绿行为的因素是多方位的,相较于正式规制的影响,以 ESG 评级为代表的市场软监管在推动企业 ESG 转型中发挥着越来越重要的作用(胡洁等,2023;刘柏等,2023),但考察 ESG 评级对企业漂绿风险影响的研究成果屈指可数。基于此,本文尝试将 ESG 评级纳入企业漂绿风险的治理框架,试图探寻一条自下而上的企业漂绿行为治理路径。

(二) 理论分析与研究假设

高效运行的公司治理机制是约束企业漂绿风险的“良药”(Grimmer and Bingham, 2013; Smith and Font, 2014)。ESG 评级为企业提高 ESG 相关信息披露质量提供了激励相容的市场化治理机制:一方面,ESG 评级具有明显的经济后果,低 ESG 评级或评级下调会对企业外部融资、市场声誉等带来消极影响,因此 ESG 评级压力会触发企业评级管理需求,为企业提高信息披露的合规性提供“内在激励”;另一方面,ESG 评级的信息沟通功能有助于提高企业信息透明度、改善公司治理,进而为抑制企业漂绿风险提供“外在约束”。接下来,本文基于这两个效应分析 ESG 评级影响企业漂绿风险的理论机制。

一是 ESG 评级会触发企业评级管理需求。良好的 ESG 评级对外传递了企业积极履责与可持续发展的积极信号,能帮助企业树立诚信可靠的市场声誉及负责任的公司形象,进而提高企业资源获取能力与产品市场表现(邱牧远、殷红, 2019; 蒋德权、蓝梦, 2022; 李增福、冯柳华, 2022)。而较低的 ESG 评级或 ESG 评级下调则会降低利益相关者对企业的正面预期,最终拖累股价或增加企业融资成本与融资难度(范云朋等, 2023; 李晓艳等, 2023)。进一步地,在我国推进 ESG 理念深化和行动落地的双重背景下,低 ESG 评级或 ESG 评级下调后,企业不仅会面临利益相关者对企业合法性的质疑,也可能引起监管机构的关注。此外,评级机构作为上市公司 ESG 信息的挖掘者、甄别者、加工者和传播者,能凭借其专业能力更好地识别上市公司不实宣传、故意隐瞒、多言寡行、数据操控等策略性行为,并通过发布评级信息或研究报告等方式让相关信息得以在资本市场快速传播,进而引发合规风险、法律风险、公众舆论危机等一系列连锁效应,使得企业通过漂绿以提高 ESG 评级或谋取私利的成本趋于增加。根据微观经济学理论可知,企业各项决策均需要权衡成本与收益,以实现利润最大化。因此,面对 ESG 评级压力以及评级机构的监督,企业会更加重视信息披露的合规性,主动将“漂绿”行为降低到次要或被忽视的地位,以此实现对评级下跌风险的策略性规避。

二是 ESG 评级能发挥外部治理作用,缓解企业委托代理问题。公司制企业在推进社会分工、实现资源和平转移的同时也促生了代理问题(Jensen and Meckling, 1976)。自利的管理层可能受盈余水平、股价波动、薪酬考核和职位晋升的影响,更加关注公司短期业绩,倾向于选择期限短、收益高的投资项目(胡楠等, 2021)。ESG 转型具有投入高、产出不确定和收益跨期等特点(方先明、胡丁, 2023),对 ESG 项目的投资往往不能在短期内提升企业绩效,反而会带来人力和管理开支、生产与投资资源的减少,降低企业当前的盈利水平(Pástor et al., 2021)。因此,当管理层意识到 ESG 转型需要付出大量成本和其他代价时,可能会利用其掌握的资源和个人权威,减少企业 ESG 投资支出,试图通过成本更低的“漂绿”手段获得完美化的企业形象。而 ESG 评级对外传递了企业的非财务信息,降低了股东和利益相关者的监督难度和监督成本,有利于股东监督机制和外部市场治理机制发挥协同治理功能(胡洁等, 2023),促使管理层立足于企业长期利益进行决策,有利于增加企业 ESG 投资,为企业 ESG 信息披露提供坚实的基础,进而降低企业漂绿动机。因此,获得 ESG 评级的企业管理层会更加关注企业长远发展,有利于加快企业 ESG 转型步伐,进而在“做好”的基础上更好地披露 ESG 信息,最终抑制企业漂绿风险。

然而,ESG 评级也可能会强化企业印象管理动机,加剧企业漂绿风险。印象管理是指企业试图通过策略地展示语言和非语言行为,控制或操纵利益相关者对自己所形成印象的过程,进而形成理想的公众形象,并增加理想结果的可能性(吴梵等, 2022)。在可持续发展成

为共识的背景下,企业绿色表现成为获取资源和塑造竞争优势的重要前提,即便企业提高 ESG 评级所带来的收益可能不明显,但 ESG 评级下调带来的损失却显而易见。因此,面对 ESG 评级所带来的合法性压力与成本上升的两难,企业很可能选择漂绿表明其正朝着环境友好型方向前进,这为企业提供了一种不必增加 ESG 实际投入就可以降低 ESG 评级下行风险的捷径。同时,相较于强制力保证实施的政府硬监管,缺乏强制力的 ESG 评级软监管使得管理层相机抉择的空间更大,企业更容易出现投机取巧行为(刘柏等,2023)。即便评级机构具备更强的信息甄别能力,企业仍可以通过多定性少定量、多文字少数量等更隐蔽的方式进行漂绿,以此获得社会认可及融资的便利性。

基于以上分析,本文提出如下竞争性假设:

H1a:ESG 评级能够抑制企业漂绿风险。

H1b:ESG 评级能够加剧企业漂绿风险。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

考虑到商道融绿评级数据自 2015 年开始发布,且外部经济环境会显著影响企业信息披露决策(周林洁、汪泓,2020),因此,借鉴胡洁等(2023),本文选取 2010—2022 年 A 股上市公司作为初始研究样本。遵循研究惯例,对研究样本进行如下处理:(1)剔除金融、保险类上市公司;(2)剔除 ST、*ST 类上市公司;(3)剔除关键变量缺失的样本;(4)对连续变量进行首尾 1% 的缩尾处理。经过上述处理,最终得到 34925 个企业-年度观测值。本文所有财务数据来自 CSMAR 数据库、Wind 数据库与上市公司年报;宏观经济变量取自各省份统计年鉴。

(二) 变量定义

1. 被解释变量:企业漂绿风险(GW)

漂绿是指公司对其环境保护作出言过其实或者误导性陈述的策略性行为(Hu et al., 2023)。基于此,本文参考苏冬蔚和刘子茗(2023),将环境信息披露视为一种企业策略。如果企业通过定性描述披露环境信息,则该类披露属于模糊度较高、可操纵性强的象征性披露,存在较高的漂绿风险;相反,如果企业通过定量指标披露环境信息,则该类披露属于可核性、透明度与精确性较高的实质性披露,漂绿风险较低。基于此,企业漂绿风险定义为:

$$GW_{i,t} = \frac{\text{定性披露项目数量}_{i,t} - \text{定量披露项目数量}_{i,t}}{\text{已披露项目数量}_{i,t}} \quad (1)$$

(1)式中:披露项目数量为上市公司主动披露的环境负债、环境业绩与治理项目数。具体地,环境负债项目包括:废水、COD、SO₂、CO₂、烟尘和粉尘排放量以及工业固体废物产生量;环境业绩与治理项目涵盖废气减排治理情况、废水减排治理情况、粉尘烟尘治理情况、固废利用与处置情况、噪声光污染辐射等治理以及清洁生产实施情况。GW 取值越大,表明企业漂绿风险越高。

2. 解释变量:ESG 评级的影响(ESG_DID)

由于商道融绿是中国最早发布 ESG 评级数据的权威机构,也是中国责任投资论坛(China SIF)发起机构、中国金融学会绿色金融专业委员会(GFC)理事单位以及首家签署联合国责任投资原则(PRI)的中国机构,其发布的《A 股上市公司 ESG 评级分析报告》等相关

文件备受资本市场关注,具有较高的认可度和影响力(胡洁等,2023)。基于此,本文参考刘柏等(2023)、胡洁等(2023),以商道融绿首次发布 ESG 评级作为外生冲击,即企业 i 在被商道融绿发布评级数据的当年及以后年度, ESG_DID 取值为 1, 否则取值为 0。

3. 控制变量

为准确估计 ESG 评级对企业漂绿风险的影响,参考陈建宇等(2025)、Hu 等(2023),本文对如下变量进行控制:企业规模($Size$)、企业年龄(Age)、企业杠杆率(Lev)、营业收入增长率($Growth$)、总资产收益率(Roa)、董事会规模($Board$)、独立董事占比($Indep$)、两职合一($Dual$)、第一大股东持股($First$)、产权性质($STATE$)、产品市场竞争(HHI)、年份($Year$)与公司($Firm$)固定效应。

变量具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量	符号	变量定义
企业漂绿风险	GW	定性披露与定量披露项目数量差值占已披露项目数量的比重
ESG 评级的影响	ESG_DID	企业被评级当年及以后年度取值为 1, 否则为 0
企业规模	$Size$	企业资产总额的自然对数值
企业年龄	Age	上市公司年龄加 1 的自然对数值
企业杠杆率	Lev	负债总额/资产总计
营业收入增长率	$Growth$	(当年营业收入-上一年营业收入)/上一年营业收入
总资产收益率	Roa	净利润/资产总计
董事会规模	$Board$	董事会人数的自然对数值
独立董事占比	$Indep$	独立董事人数/董事会人数
两职合一	$Dual$	董事长与总经理一人兼任时取值为 1, 否则取值为 0
第一大股东持股	$First$	第一大股东持股数/总股数
产权性质	$STATE$	国有企业取值为 1, 否则取值为 0
产品市场竞争	HHI	企业营业收入为基础计算的赫芬达尔指数

(三) 模型设定

本文设计如下多期双重差分模型检验 ESG 评级对企业漂绿风险的影响:

$$GW_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_DID_{i,t} + \alpha_i Controls_{i,t} + Year_t + Firm_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(2) 式中:模型被解释变量为企业漂绿风险(GW),解释变量为 ESG 评级的影响(ESG_DID), $Controls$ 为企业层面控制变量, $Year$ 与 $Firm$ 分别为年份与公司固定效应。本文重点关注 ESG_DID 的估计系数 α_1 。若 α_1 显著小于零,表明 ESG 评级会抑制企业漂绿风险,支持研究假设 H1a;相反,若 α_1 显著大于零,表明 ESG 评级会加剧企业漂绿风险,支持研究假设 H1b。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

主要变量描述性统计结果如表 2,可以发现,企业漂绿风险(GW)的平均值、标准差、最小值、中位数及最大值分别为 0.154、0.562、-1、0、1,标准差 3.65 倍于平均值,表明不同企业漂绿风险存在较大差异,为本文的研究提供了基础。核心解释变量 ESG_DID 的平均值为 0.186,与胡洁等(2023)的研究较为接近。

表 2 描述性统计结果

变量名	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>GW</i>	0.154	0.562	-1	0	1
<i>ESG_DID</i>	0.186	0.389	0	0	1
<i>Size</i>	22.180	1.304	19.867	21.984	26.230
<i>Age</i>	2.933	0.314	2.079	2.944	3.611
<i>Lev</i>	0.418	0.207	0.051	0.409	0.894
<i>Growth</i>	0.372	0.972	-0.675	0.132	6.893
<i>Roa</i>	0.039	0.062	-0.251	0.039	0.195
<i>Board</i>	2.124	0.198	1.609	2.197	2.708
<i>Indep</i>	0.376	0.053	0.333	0.364	0.571
<i>Dual</i>	0.289	0.453	0	0	1
<i>First</i>	0.344	0.149	0.086	0.323	0.749
<i>STATE</i>	0.349	0.477	0	0	1
<i>HHI</i>	0.094	0.087	0.015	0.067	0.473

(二) 基准回归结果分析

表 3 报告了基准回归检验结果。

表 3 基准回归结果

变量	<i>GW</i>	
	(1)	(2)
<i>ESG_DID</i>	-0.048 *** (-3.679)	-0.056 *** (-4.147)
<i>Size</i>		0.028 *** (3.837)
<i>Age</i>		-0.090 (-1.428)
<i>Lev</i>		0.077 *** (2.699)
<i>Growth</i>		-0.004 (-1.174)
<i>Roa</i>		-0.151 *** (-2.577)
<i>Board</i>		-0.019 (-0.588)
<i>Indep</i>		0.147 (1.481)
<i>Dual</i>		-0.011 (-1.183)
<i>First</i>		-0.067 (-1.350)
<i>STATE</i>		0.017 (0.873)
<i>HHI</i>		-0.146 *** (-3.151)
<i>Constant</i>	0.161 *** (45.444)	-0.210 (-0.820)
年份固定效应	控制	控制
公司固定效应	控制	控制
样本量	34925	34925
<i>Adj.R²</i>	0.272	0.273

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

本文采取递进式回归策略。表3第(1)列仅控制了年份与公司固定效应,结果显示, ESG_DID 的系数为-0.048,显著性水平为1%,表明ESG评级显著抑制了企业漂绿风险,支持了研究假设H1a。第(2)列是进一步添加控制变量的回归结果, ESG_DID 的系数仍在1%水平上显著为负,基本结论保持不变。

(三) 稳健性检验

1. 平行趋势趋势检验

满足平行趋势是双重差分模型有效的基本前提。因此,本文进行平行趋势检验。检验结果如表4第(1)列所示, ESG^{-5} 、 ESG^{-4} 、 ESG^{-3} 、 ESG^{-2} 的系数未通过显著性检验,说明在商道融绿发布评级之前,处理组和对照组的漂绿风险不存在显著差异,平行趋势得到验证。

2. 安慰剂检验

在平行趋势检验通过的基础上,本文进行安慰剂检验以排除随机因素和遗漏变量等问题的干扰。具体地,本文随机筛选被商道融绿评级的企业和评级的首次发布时间,构造虚假政策变量 $Fasle_ESG_DID$,并将虚假政策变量 $Fasle_ESG_DID$ 替换基准模型(2)中的 ESG_DID 进行回归。将上述过程重复500次,绘制 $Fasle_ESG_DID$ 的回归系数分布图。结果发现,虚假政策变量的回归系数基本符合以0为中心的正态分布,安慰剂检验通过。

3. PSM-DID 检验

本部分进一步使用PSM-DID增强处理组与对照组企业的可比性。具体地,本文使用所有控制变量作为匹配变量,分别运用无放回的1:1、1:2与1:3最近邻匹配方法寻找与处理组特征最为接近的对照组,并以匹配后的样本进行检验。基于匹配后的样本进行DID回归的基本结果如表4第(2)~(4)列所示, ESG_DID 的估计系数分别为-0.070、-0.045、-0.051,至少在5%水平上显著为负,基本结论保持稳健。

4. 第三方评级外生性检验

评级机构可能主动选择漂绿风险较低的企业发布评级信息,使得评级冲击不外生,继而影响本文研究结论。为验证第三方评级相对于企业漂绿风险的外生性,本文检验企业漂绿是否影响商道融绿评级发布时间。具体而言,借鉴刘柏等(2023)的研究,本文以2010—2015年作为样本区间,以商道融绿首次发布ESG评级时间与观测年份之差的自然对数衡量企业ESG评级发布的预期时间($\ln Year$)^①。若 GW 对 $\ln Year$ 的影响不显著,则表明企业漂绿不会影响商道融绿评级发布的预期时间,即第三方评级相对于企业漂绿是外生的。检验结果如表4第(5)列所示, GW 的系数未通过显著性检验,表明企业漂绿不会影响第三方评级发布时间,证明了ESG评级冲击的外生性。

5. 敏感性测试

在前文变量定义中,当企业环境负债项目或环境业绩与治理项目存在缺失或未披露时,本文将上述项目赋值为0。出于稳健性考虑,本文进一步将未披露环境负债项目以及环境业绩与治理项目的样本剔除,重新进行回归检验。结果如表4第(6)列所示, ESG_DID 的系数在1%水平上显著为负,基本结论保持稳健。进一步地,本文仅保留同时存在定性与定量披露环境负债项目以及环境业绩与治理项目的样本进行检验。结果如表4第(7)列所示, ESG_DID 的系数为-0.065,显著性水平为1%,ESG评级抑制企业漂绿风险的基本结论未发

①若样本区间内,商道融绿始终未对企业发布评级,则将其评级发布时间视为2022年。

生改变。进一步地,遵循 Koh 和 Reeb(2015)的建议,定义虚拟变量 *Dummy*,当企业缺少环境负债项目或环境业绩与治理项目时取值为 1,否则取值为 0。将 *Dummy* 置于基准回归模型(2)重新进行检验,结果如表 4 第(8)列所示,*ESG_DID* 的回归系数仍在 1%水平上显著为负,基本结论保持稳健。

表 4 稳健性检验结果

变量	GW	GW	GW	GW	lnYear	GW	GW	GW
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>ESG</i> ⁻⁵	0.032 (1.433)							
<i>ESG</i> ⁻⁴	0.007 (0.324)							
<i>ESG</i> ⁻³	0.010 (0.437)							
<i>ESG</i> ⁻²	0.004 (0.159)							
<i>ESG</i> ⁰	-0.063 *** (-2.828)							
<i>ESG</i> ⁺¹	-0.047 * (-1.954)							
<i>ESG</i> ⁺²	-0.107 *** (-4.387)							
<i>ESG</i> ⁺³	-0.094 *** (-3.526)							
<i>ESG</i> ⁺⁴	-0.195 *** (-7.758)							
<i>ESG_DID</i>		-0.070 *** (-2.660)	-0.045 ** (-2.037)	-0.051 ** (-2.541)		-0.069 *** (-3.256)	-0.065 *** (-2.711)	-0.061 *** (-4.750)
<i>GW</i>					-0.001 (-0.242)			
<i>Dummy</i>								-0.553 *** (-62.295)
<i>Constant</i>	-0.324 (-1.261)	-0.453 (-0.754)	-0.394 (-0.806)	-0.693 (-1.596)	2.829 *** (10.182)	0.503 (1.043)	-0.269 (-0.334)	0.842 *** (3.532)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	34925	7752	11618	14262	12501	17648	3426	34925
<i>Adj. R</i> ²	0.275	0.254	0.245	0.246	0.906	0.381	0.253	0.382

五、拓展性分析

(一) 作用机制检验

1. 强化企业 ESG 评级管理需求

理论分析部分强调,ESG 评级通过强化企业评级管理需求抑制企业漂绿风险。本文并不能直接测量企业 ESG 评级管理需求,但该路径建立在 ESG 评级下调不利后果的基础之上。如果公司存在外部融资需求,较低的 ESG 评级会直接降低投资者对企业负责任的正面

预期,进而提高让渡资金使用权所要求的风险溢价,使企业面临更高的融资成本与融资难度。而此情境下的第三方评级将对企业行为有直接的修正和激励作用,可以大幅提升企业评级管理需求,促使其主动提高 ESG 信息披露的合规性。进一步地,合法性是组织生存和资源获取的先决条件。现有研究发现,地区环境关注使得社会公众对企业伪社会责任更为敏感、包容性更低(陶云清等,2024)。当地区环境关注较高时,ESG 评级下调可能会引发社会公众的环保声讨、产品抵制等行为,并导致社会舆论危机、环保处罚等系列连锁反应。因此,地区环境关注会强化企业 ESG 评级管理需求,以此实现对低评级风险的策略性规避。

基于以上分析,本文参考郭俊杰和方颖(2023)、陶云清等(2024),以企业外部融资需求和地区环境关注间接度量企业 ESG 评级管理需求,以分组回归侧面验证这一机制。具体地,外部融资需求是企业经营活动现金流与新增投资支出、营运资本增加额的差值;地区环境关注为各地级市公众对环境相关词条的日均搜索量。企业外部融资需求越大、地区环境关注越高,低 ESG 评级或 ESG 评级下调的消极后果越明显,企业 ESG 评级管理需求越大;反之则越小。本文根据企业外部融资需求、地区环境关注的平均数对研究样本进行分组检验。若 ESG 评级通过触发企业 ESG 评级管理需求进而抑制企业漂绿风险,那么相较于低外部融资需求、低地区环境关注企业组,高外部融资需求与高地区环境关注企业组更容易观察到 ESG 评级对企业漂绿风险的治理作用。

检验结果如表 5 所示。第(1)列和第(2)列是基于企业外部融资需求的分组检验结果,第(1)列高外部融资需求企业组中,ESG_DID 的系数为-0.070,显著性水平为 1%;第(2)列低外部融资需求企业组中,ESG_DID 的系数为-0.024,未通过显著性检验;且两组系数在 10%水平上存在显著差异,说明 ESG 评级对高外部融资需求企业漂绿风险的抑制作用更强。第(3)列和第(4)列报告了基于地区环境关注的分组检验结果,第(3)列高环境关注企业组中,ESG_DID 的系数为-0.063,在 1%水平上显著为负;而在第(4)列低环境关注企业组中,ESG_DID 的系数未通过显著性检验;且基于 Bootstrap 的系数差异检验的 P 值低于 1%,这意味着,在高地区环境关注企业组中,ESG 评级对企业漂绿风险的负向影响更为显著。以上结果表明,在高评级管理需求企业组,ESG 评级对漂绿风险的治理作用更为明显,验证了“ESG 评级→(触发)评级管理需求→(抑制)企业漂绿风险”的作用路径。

表 5 ESG 评级管理需求机制检验

变量	GW			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高外部融资需求	低外部融资需求	高地区环境关注	低地区环境关注
ESG_DID	-0.070*** (-3.519)	-0.024 (-1.107)	-0.063*** (-3.260)	0.016 (0.614)
Constant	0.580 (1.468)	-1.064** (-2.360)	-0.645* (-1.921)	0.720 (1.104)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	19363	14741	22515	12071
Adj. R ²	0.284	0.274	0.282	0.345
系数差异检验	P-Values = 0.064*		P-Values = 0.008***	

2. 缓解委托代理冲突

在理论分析部分,本文指出 ESG 评级通过缓解委托代理问题降低企业漂绿风险。借鉴田利辉和王可第(2019)、王正文等(2023),本文分别以管理费用率和管理者短视作为 ESG 评级缓解委托代理冲突的作用空间。具体地,以管理费用与营业收入之比、研发投入削减情况作为度量指标,并以平均数为界对样本进行分组检验。如果企业管理费用率和管理者短视程度较高,则表示企业委托代理冲突较大,管理层有充足的理由和空间通过漂绿塑造完美化的企业形象,而此情形下 ESG 评级的治理作用将对管理层行为有直接的修正,可以大幅降低其漂绿倾向。反之,如果公司代理冲突较低,ESG 评级公司治理的边际效果较低,对企业漂绿的抑制作用有限。因此,若 ESG 评级通过提高委托代理效率抑制企业漂绿风险,那么相较代理成本较低和管理者短视程度较低的企业组,代理成本较高和管理者短视程度较高的企业组更容易观察到 ESG 评级对企业漂绿风险的抑制作用。

检验结果如表 6 所示。第(1)列和第(2)列是基于管理费用率的分组检验结果,第(1)列高管理费用率企业组中,ESG_DID 的系数为-0.089,显著性水平为 1%;第(2)列低管理费用率企业组中,ESG_DID 的系数为-0.030,未通过显著性检验。此外,第(1)列中 ESG_DID 系数的绝对值是第(2)列中的 2.97 倍,这说明,在经济意义上,ESG 评级对高管理费用率企业漂绿风险的影响较之低管理费用率企业大得多;统计意义上,两组系数在 5%水平上存在显著差异。这意味着 ESG 评级主要降低了高管理费用率企业漂绿风险。第(3)列和第(4)列报告了基于管理者短视的分组检验结果,第(3)列管理者短视程度较高企业组中,ESG_DID 的系数为-0.080,且在 1%水平上显著,而在第(4)列管理者短视程度较低企业组中,ESG_DID 的系数为-0.029,未通过显著性检验;且基于 Bootstrap 的系数差异检验的 P 值低于 10%,这意味着,在管理者短视程度较高企业组中,ESG 评级对企业漂绿风险的负向影响更为显著。以上结果佐证了“ESG 评级→(缓解)代理冲突→(抑制)企业漂绿风险”的作用路径。

表 6 缓解代理冲突机制检验

变量	GW			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高管理费用率	低管理费用率	高管理者短视程度较高	低管理者短视程度较低
ESG_DID	-0.089*** (-4.164)	-0.030 (-1.540)	-0.080*** (-4.230)	-0.029 (-1.254)
Constant	0.172 (0.467)	-0.763* (-1.770)	-0.188 (-0.561)	-0.284 (-0.543)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	17483	16785	20024	13939
Adj. R ²	0.290	0.285	0.258	0.294
系数差异检验	P-Values = 0.020**		P-Values = 0.066*	

(二) 异质性分析

1. 行业属性

近年来,我国推出了一系列旨在促进企业绿色低碳转型的金融政策,在为绿色企业提供

要素资源、优化营商环境的同时,也对重污染企业产生了限制、压力和淘汰。例如,绿色金融改革创新试验区利用金融工具实现信贷资源在重污染企业与绿色企业之间的重新配置,以引导资金流向的方式倒逼重污染企业通过购买减污设备、增加环境风险信息披露等方式加快绿色转型(崔惠玉等,2023)。作为对一系列规制政策的策略性适应,重污染企业可能主动提高信息披露的合规性,以此提高绿色资金的可得性。因此,若一系列政策举措已发挥良好的外部治理作用,ESG评级在边际上产生的治理效果可能相对有限,进而抑制ESG评级对重污染企业漂绿风险的治理作用。

为验证ESG评级对企业漂绿风险的治理作用是否呈现行业异质性,本文根据企业是否为重污染企业将样本分为重污染企业组与非重污染企业组进行检验。结果如表7所示,第(1)列重污染企业中,ESG_DID的系数未通过显著性检验;第(2)列非重污染企业中,ESG_DID的系数在1%水平上显著为负;且两组系数在5%水平上存在显著差异。以上结果表明,ESG评级对非重污染企业漂绿风险的治理作用更为明显。

2. 公司治理水平

企业绿色转型具有周期长、成本高、回报不确定等特征,出于薪酬考核与职位晋升压力,短视的管理层可能转向成本更低的“漂绿”获得完美化的公司形象。而良好的公司治理机制能对高管行为纠偏,使其立足于企业长期利益进行决策,减轻其信息披露决策的扭曲。根据边际效应递减规律,如果公司治理水平较低,高管缺乏必要的监督与约束,出于对外部压力的策略性回应,其有充足的理由进行漂绿,而此情境下的ESG评级将对高管信息披露决策有直观的修正作用,可以大幅降低高管漂绿倾向。反之,如果公司治理水平较高,ESG评级的治理的边际效果可能较低。基于此,本文预期ESG评级对低公司治理水平企业漂绿风险的治理作用更强。

借鉴周茜等(2020),采用主成分分析法,从监督、激励、决策等多方面构造公司治理水平综合指数^①,并以平均数为界进行分组检验。结果如表7所示,第(3)列高公司治理水平企业组中,ESG_DID的系数为-0.034,显著性水平为10%;第(4)列低公司治理水平企业组中,ESG_DID的系数在1%水平上显著为负;且两组系数在5%水平上存在显著差异。以上结果表明,ESG评级对低公司治理水平企业漂绿风险的抑制作用更为显著。

3. 评级机构“忙碌”程度

行为金融学理论强调,注意力是一种稀缺资源,在注意力分散的情况下,人们对相关刺激的反应会下降(Barber and Odean,2008)。具体到ESG评级机构,如果评级机构同时处理多个任务,集中的信息会分散注意力,致使将部分注意力分配到无关信息上,导致对有关信息反应不足,掣肘ESG评级的外部治理作用;与之相对,当评级机构执行单一任务时,注意力能实现最优化配置,从而提高ESG评级的信息含量。因此,当评级机构同一年度内对相同行业的多个上市公司进行评级追踪时,会造成注意力分散,影响ESG评级的外部治理作用。进一步地,当评级机构同时发布同行业多家公司的评级信息时,竞争性信息也可能分散信息使用者的注意力,降低市场对公司评级信息的反应,进而影响企业ESG评级管理需求。基于

^①主成分分析使用的公司治理指标包括:高管薪酬、管理层持股、董事会规模、独立董事比例、机构投资者持股、股权制衡度、两职合一。

此,本文预期当评级机构忙碌程度较高时,ESG 评级对漂绿风险的治理作用会被弱化。

为验证这一猜想,本文根据相同年内商道融绿对同一行业企业发布 ESG 评级数量作为评级机构忙碌衡量指标,并根据平均数进行分组检验。结果如表 7 所示,第(5)列高忙碌组中,ESG_DID 的系数为-0.023,未通过显著性检验;第(6)列低忙碌组中,ESG_DID 的系数为-0.080,显著性水平为 1%;且两组系数在 5%水平上存在显著差异。以上结果表明,ESG 评级机构同时执行多任务会降低 ESG 评级对企业漂绿风险的治理作用。

表 7 异质性检验结果

变量	GW					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	重污染企业组	非重污染企业组	高公司治理组	低公司治理组	高忙碌组	低忙碌组
ESG_DID	-0.007 (-0.205)	-0.073 *** (-4.994)	-0.034 * (-1.943)	-0.095 *** (-4.011)	-0.023 (-0.856)	-0.080 *** (-3.990)
Constant	1.005 (1.510)	-0.421 (-1.505)	-0.298 (-0.736)	0.645 * (1.695)	-0.795 (-1.174)	-0.255 (-0.754)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	8510	26367	18732	15717	11000	23485
Adj.R ²	0.292	0.278	0.258	0.322	0.381	0.279
系数差异检验	P-Values = 0.040 **		P-Values = 0.023 **		P-Values = 0.033 **	

(三) 经济后果检验:ESG 评级溢出效应分析

ESG 评级作为市场软监管的核心力量,其对企业形成的规范性压力不仅会对企业漂绿产生治理作用,而且可能会对组织外的企业带来影响。因此,本文进一步设计模型(3)研究 ESG 评级是否存在溢出效应。

$$Spillover_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_DID_{i,t} + \alpha_i Controls_{i,t} + Year_t + Firm_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(3)式中:Spillover 表示 ESG 评级的溢出效应,借鉴刘柏等(2023),本文分别采用剔除企业自身的行业平均漂绿风险(GW_Ind)和同省份企业平均漂绿风险(GW_Prov)进行衡量。结果如表 8 所示,ESG_DID 的系数至少在 5%水平上显著为负,表明 ESG 评级存在溢出效应,同步降低了同行业和同省份其他企业的漂绿风险。

表 8 溢出效应检验

变量	(1)	(2)
	GW_Ind	GW_Prov
ESG_DID	-0.009 *** (-3.662)	-0.018 ** (-2.466)
Constant	0.057 (0.979)	0.103 (0.680)
控制变量	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
公司固定效应	控制	控制
样本量	34911	31456
Adj.R ²	0.389	0.254

六、研究结论与政策建议

本文以2010—2022年A股上市公司为样本,考察ESG评级对企业漂绿风险的治理作用。研究发现:(1)ESG评级显著抑制了企业漂绿风险,在控制可能的内生性问题后,这一结论仍然稳健。(2)异质性研究发现,ESG评级对非重污染与低公司治理水平企业漂绿风险的缓释效应更强;当评级机构忙碌程度较低时,ESG评级对漂绿风险的治理效应更为凸显。(3)机制检验表明,ESG评级通过触发企业评级管理需求、缓解委托代理冲突等渠道抑制企业漂绿风险。(4)ESG评级具有显著的溢出效应,即ESG评级同步降低了同行业和同省份其他企业的漂绿风险。基于以上研究结论,提出如下政策建议:

第一,推动ESG评级市场平稳且高质量发展。ESG信息披露有助于提高企业信息透明度、降低市场交易成本,是驱动经济社会绿色低碳转型和高质量发展的重要引擎和最大激励。然而,由于ESG是一个多维度的综合性概念,市场主体存在一定的感知模糊性,且ESG报告存在大量定性信息,这为管理层通过漂绿进行信息操纵提供了空间。企业漂绿不仅降低了ESG信息的可靠性,也严重掣肘双碳目标的实现。本文发现ESG评级通过触发企业评级管理需求、缓解委托代理冲突等渠道抑制了企业漂绿风险。且ESG评级软监管对企业漂绿的治理作用具有明显的溢出效应,即ESG评级同步降低了被评级企业、同行业以及同省份其他企业的漂绿风险。因此,政府部门应高度重视第三方评级的外部治理功能,加快制定符合我国国情的ESG评级体系;对不同规模、不同行业的企业出台针对性的ESG评级应用指南,确保ESG评级的信息含量;推动评级机构对评级体系的深化应用,协同驱动被评级企业以及同行业、同地区企业ESG信息披露质量的改善。

第二,充分识别ESG评级与各治理机制的协同演变。异质性检验结果发现,ESG评级对重污染和高公司治理水平企业漂绿风险的治理作用相对有限。从治理角度看,绿色金融政策以及良好的公司治理有效压缩了重污染和高公司治理水平企业漂绿空间,显著降低了其漂绿风险。因此,相关部门一是可以考虑根据行业、公司治理特征逐步规范ESG信息披露;二是强化ESG评级这一市场软监管与各公司治理机制的协同配合,为破解企业漂绿“综合征”提供内在激励和外部约束;三是绿色金融、绿色金融改革创新试验区等制度举措已然产生良好的治理效果,相关部门要一以贯之,通过金融工具合理引导资金流向,在为绿色低碳企业提供要素资源、优化营商环境的同时,提高重污染或者绿色表现较差企业的融资难度和融资成本,倒逼其提高ESG信息披露的合规性。此外,第三方评级机构忙碌程度高、力有不逮是影响其外部治理功能的重要作用条件。因此,应加强第三方评级机构能力建设与人才储备,不断提高其专业胜任能力。否则,第三方评级的治理作用难以发挥,无法保证公司提供高质量的ESG信息。

参考文献:

- 1.陈建宇、沈娇、蔡闰东,2025:《关键审计事项披露能否抑制企业“漂绿”行为?——基于A股重污染上市公司的证据》,《审计与经济研究》第1期。
- 2.陈嵩洁、薛爽、张为国、胥文帅,2024:《会计师事务所可持续发展业务的影响因素与对策——基于11家会

- 计师事务所的调研访谈》,《审计研究》第 1 期。
3. 崔惠玉、王宝珠、徐颖,2023:《绿色金融创新、金融资源配置与企业污染减排》,《中国工业经济》第 10 期。
 4. 范云朋、孟雅婧、胡滨,2023:《企业 ESG 表现与债务融资成本——理论机制和经验证据》,《经济管理》第 8 期。
 5. 方先明、胡丁,2023:《企业 ESG 表现与创新——来自 A 股上市公司的证据》,《经济研究》第 2 期。
 6. 郭俊杰、方颖,2023:《绿色信贷政策、信贷歧视与企业债务融资》,《经济学(季刊)》第 6 期。
 7. 胡洁、于宪荣、韩一鸣,2023:《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》,《数量经济技术经济研究》第 7 期。
 8. 胡楠、薛付婧、王昊楠,2021:《管理者短视主义影响企业长期投资吗?——基于文本分析和机器学习》,《管理世界》第 5 期。
 9. 蒋德权、蓝梦,2022:《企业社会责任与产品市场表现》,《财经研究》第 2 期。
 10. 李大元、贾晓琳、辛琳娜,2015:《企业漂绿行为研究述评与展望》,《外国经济与管理》第 12 期。
 11. 李井林、阳镇、陈劲,2024:《ESG 表现如何赋能企业绿色技术创新?——来自中国上市公司的微观证据》,《管理工程学报》第 5 期。
 12. 李井林、阳镇、陈劲、崔文清,2021:《ESG 促进企业绩效的机制研究——基于企业创新的视角》,《科学学与科学技术管理》第 9 期。
 13. 李晓艳、梁日新、李英,2023:《ESG 影响股票流动性吗?——基于 ESG 评级和评级分歧的双重视角》,《国际金融研究》第 11 期。
 14. 李颖、吴彦辰、田祥宇,2023:《企业 ESG 表现与供应链话语权》,《财经研究》第 8 期。
 15. 李增福、陈嘉滢,2023:《企业 ESG 表现与短债长用》,《数量经济技术经济研究》第 12 期。
 16. 李增福、冯柳华,2022:《企业 ESG 表现与商业信用获取》,《财经研究》第 12 期。
 17. 刘柏、卢家锐、据涛,2023:《形式主义还是实质主义:ESG 评级软监管下的绿色创新研究》,《南开管理评论》第 5 期。
 18. 邱牧远、殷红,2019:《生态文明建设背景下企业 ESG 表现与融资成本》,《数量经济技术经济研究》第 3 期。
 19. 苏冬蔚、刘子茗,2023:《绿色金融改革是否影响企业绿色绩效与漂绿风险?》,《国际金融研究》第 4 期。
 20. 谭迪松、黄仁玉、张京心,2022:《ESG 表现与企业风险——基于资源获取视角的解释》,《管理科学》第 5 期。
 21. 陶云清、侯婉玥、刘兆达、阳镇,2024:《公众环境关注如何提升企业 ESG 表现?——基于外部压力与内部关注的双重视角》,《科学学与科学技术管理》第 7 期。
 22. 田利辉、王可第,2019:《“罪魁祸首”还是“替罪羊”?——中国式融资融券与管理层短视》,《经济评论》第 1 期。
 23. 王嘉鑫、刘雪娜、于鑫雨、周泽将,2024:《银企 ESG 一致性与贷后企业策略性 ESG 行为》,《财经研究》第 4 期。
 24. 王馨、王营,2021:《绿色信贷政策增进绿色创新研究》,《管理世界》第 6 期。
 25. 王正文、李委铮、但钰宽、耿志祥,2023:《全面风险管理与企业融资约束》,《经济评论》第 5 期。
 26. 吴芄、陈依旋、顾焱扬,2022:《企业社交媒体会计叙述的印象管理策略及其影响研究——来自微博的证据》,《会计研究》第 9 期。
 27. 席龙胜、赵辉,2022:《企业 ESG 表现影响盈余持续性的作用机理和数据检验》,《管理评论》第 9 期。
 28. 谢红军、吕雪,2022:《负责任的国际投资:ESG 与中国 OFDI》,《经济研究》第 3 期。
 29. 赵亚雄、王修华、刘锦华,2023:《绿色金融改革创新试验区效果评估——基于绿色经济效率视角》,《经济评论》第 2 期。
 30. 周林洁、汪泓,2020:《乘势而进还是逆势而上:盈余管理的周期性检验》,《南开管理评论》第 6 期。
 31. 周茜、许晓芳、陆正飞,2020:《去杠杆,究竟谁更积极与稳妥?》,《管理世界》第 8 期。
 32. Barber, B. M., and T. Odean. 2008. "All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors." *Review of Financial Studies* 21(2): 785-818.

33. Bowen, F., and J. A. Aragon-Correa. 2014. "Greenwashing in Corporate Environmentalism Research and Practice: The Importance of What We Say and Do." *Organization and Environment* 27(2): 107-112.
34. Grimmer, M., and T. Bingham. 2013. "Company Environmental Performance and Consumer Purchase Intentions." *Journal of Business Research* 66(10): 1945-1953.
35. Hu, X., R. Hua, Q. Liu, and C. Wang. 2023. "The Green Fog: Environmental Rating Disagreement and Corporate Greenwashing." *Pacific-Basin Finance Journal* 78, 101952.
36. Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
37. Koh, P. S., and D. M. Reeb. 2015. "Missing R&D." *Journal of Accounting and Economics* 60(1): 73-94.
38. Liao, F., Y. Sun, and S. Xu. 2023. "Financial Report Comment Letters and Greenwashing in Environmental, Social and Governance Disclosures: Evidence from China." *Energy Economics* 127, 107122.
39. Lyon, T. P., and J. W. Maxwell. 2011. "Greenwash: Corporate Environmental Disclosure under Threat of Audit." *Journal of Economics and Management Strategy* 20(1): 3-41.
40. Mohr, L. A., and D. J. Webb. 2005. "The Effects of Corporate Social Responsibility and Price on Consumer Responses." *Journal of Consumer Affairs* 39(1): 121-147.
41. Pástor, L., R. F. Stambaugh, and L. A. Taylor. 2021. "Sustainable Investing in Equilibrium." *Journal of Financial Economics* 142(2): 550-571.
42. Smith, V. L., and X. Font. 2014. "Volunteer Tourism, Greenwashing and Understanding Responsible Marketing Using Market Signalling Theory." *Journal of Sustainable Tourism* 22(6): 942-963.

Fishing for the Moon in the Water or Being Effective: ESG Ratings and Corporate Green-Washing Risk

Xu Wenshuai¹, Wu Yunlang¹, Li Ming² and Peng Jianfei¹

(1: School of Accounting, Shanghai University of Finance and Economics;
2. School of Management and Economics, Wuhan University)

Abstract: In the context of the increasing prevalence of corporate ESG disclosures alongside recurring instances of green-washing, this study examines the role of ESG ratings in mitigating green-washing risk. Specifically, we leverage the exogenous shock of the inaugural ESG ratings released by SynTao Green Finance for listed companies. The findings indicate that ESG ratings significantly reduce corporate green-washing risk, with the effect being more pronounced in non-heavy-polluting firms, firms with lower governance quality, and when rating agencies are less busy. Mechanism tests further reveal that ESG ratings mitigate green-washing risk by stimulating demand for rating management and addressing principal-agent conflicts. Furthermore, the study identifies substantial spillover effects, as ESG ratings reduce green-washing risk not only within the rated company but also among its peers within the same province and industry. These results elucidate the underlying mechanisms through which ESG ratings influence corporate green-washing behavior, providing empirical evidence and micro-level support for the development and refinement of the ESG rating market to curb green-washing practices.

Keywords: ESG Ratings, Green - Washing Risk, Rating Management Demand, Corporate Governance

JEL Classification: D22, Q56, G24

(责任编辑:彭爽)