

上市公司绿色并购与 ESG 评级分歧

李沁洋 刘向强

(西南大学 经济管理学院, 重庆 400715)

摘要:在中国大力推进绿色低碳转型战略的背景下,如何有效降低不同评级机构之间的 ESG 评级分歧,已成为评估企业绿色转型实践的重要考量。本文选用 2015—2022 年中国 A 股上市公司并购事件为研究对象,探讨上市公司绿色并购对 ESG 评级分歧的影响。研究发现:上市公司绿色并购会显著降低 ESG 评级分歧;机制检验发现,上市公司绿色并购会增加投资者 ESG 关注,即投资者网络互动平台上关于 ESG 的问答可以为评级机构提供更多相关信息,进而降低 ESG 评级分歧;异质性分析表明,当上市公司面临的外部压力较小、ESG 信息披露规范程度较低时,上市公司绿色并购降低 ESG 评级分歧的作用效果更为明显。本文不仅丰富了 ESG 评级分歧影响因素的理论研究,也为上市公司降低 ESG 评级分歧提供了经验借鉴。

关键词:绿色并购;ESG 评级分歧;绿色转型;信息披露

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2025)05-0017-10

一、引言

党的二十届三中全会对深化生态文明体制改革作出部署,提出“健全生态环境治理体系”“健全绿色低碳发展机制”。在这一战略背景下,企业作为核心实施主体,其环境、社会及治理(ESG)表现日益成为投资者决策、监管层关注和市场评价的重要依据。然而,我国 ESG 发展尚处于初级阶段,ESG 信息披露和评价体系尚未成熟,ESG 衡量方法不统一,导致不同评级机构对同一企业的 ESG 评级结果存在显著差异^[1]。ESG 评级分歧不仅加剧了市场信息冗杂与不对称^[2],更使得投资者难以准确评估企业可持续发展绩效。与此同时,上市公司亦面临 ESG 价值难以被公允认知的困境,严重制约了 ESG 理念的有效实践和资本市场的资源配置效率。

绿色并购作为企业获取绿色技术、实现绿色转型的重要战略手段^[3],在实现“双碳”目标过程中扮演着重要角色。绿色并购产生的大量环境与社会信息,理论上可以为 ESG 评级机构提供更丰富的信息依据。然而,现实中企业进行绿色并购的动机复杂多元,既可能是基于长期可持续发展的实质性转型^[4],亦可能是应对短期合法性压力的策略性“漂绿”行为^[5]。那么,一个亟待厘清的核心问题是:企业实施的绿色并购,究竟会缓解还是加剧其 ESG 评级分歧? 本文将对上述问题进行深入探究,这对

收稿日期:2024-11-12

基金项目:国家社会科学基金西部项目“产业转移视角下西部地区碳减排压力与企业投融资研究”(24XGL019)

作者简介:李沁洋(1988—),女,重庆人,西南大学经济管理学院教授,博士;

刘向强(1987—),男,湖南邵阳人,西南大学经济管理学院副教授,博士。

理解企业绿色战略与投资行为的经济效应,促进资本市场有效识别企业可持续发展能力,助力构建更高效的绿色金融生态具有重要的理论价值和现实意义。

本文的边际贡献体现在如下两个方面。第一,拓展了企业绿色并购经济效应的研究维度。现有文献主要考察了重污染企业绿色并购对绿色技术创新^[6]、企业绿色形象^[4]、环境绩效^[7]、研发投入^[8]的影响。不同于上述研究,本文从 ESG 评级分歧的视角切入,揭示了企业绿色并购对资本市场信息环境的影响。第二,丰富了 ESG 评级分歧影响因素的研究。现有研究对 ESG 评级分歧成因的探讨多聚焦于评级机构标准差异^[9]、被评级企业的绿色信息披露^[1]、市场和制度环境^[10]等,而对企业绿色行为如何影响 ESG 评级分歧的研究相对匮乏。本文以绿色并购为切入点,从企业绿色并购的视角揭示 ESG 评级分歧的治理机制,为降低 ESG 评级分歧提供了来自新兴市场的经验证据。

二、文献回顾与研究假设

(一)绿色并购的经济后果研究

绿色并购是指在公司并购决策中融入绿色理念,以获取绿色技术、绿色产品等竞争优势为目的的并购,实现经济效益和生态效益的统一。与环保投资相同,绿色并购也属于绿色投资行为。大量文献围绕绿色并购的经济后果展开了深入研究,大部分研究表明绿色并购有助于提升企业的环境和经济绩效。张尧等研究表明,绿色并购有助于塑造重污染企业的绿色形象^[4]。毕茜和陶瑶研究发现,绿色并购具有创新协同效应,能够显著提升企业的绿色创新能力^[6]。Lu 认为,绿色并购能够通过促进绿色创新、提高政府补贴和银行融资能力来提升企业出口绩效^[11]。Salvi 等发现绿色并购能够有效提升主并方的长期绩效^[12]。Zhao 等也指出,绿色并购显著提升了企业的环境治理能力,推动企业可持续发展^[13]。此外,某些特定条件下发生的绿色并购对企业的积极影响更明显。潘爱玲等研究发现,受儒家文化影响的企业实施的绿色并购有助于提升企业绿色创新绩效和财务绩效^[14]。吴烨伟等发现,受环境规制驱动的重污染企业实施的绿色并购改善了企业绿色创新水平与环境绩效^[7]。然而,也有少量研究表明,上市公司绿色并购也可能只为短期获利,并非实质性的转型升级。Yang 等认为,绿色并购可能只是重污染企业获取合法性的手段,并没有真正推动企业全面绿色转型^[5]。潘爱玲等研究发现,当面临媒体压力和融资压力时,重污染企业将绿色并购视为印象管理手段和信号工具,以便顺利渡过舆论危机、套取政策利益、缓解财务压力,并不会真正履行长期社会责任^[3]。

(二)ESG 评级分歧的影响因素研究

现阶段,不同评级机构对同一公司的 ESG 评级存在较大的分歧^[15]。深入剖析 ESG 评级分歧的成因,主要可归结为评级机构自身因素、被评级企业特征以及市场与制度环境这三个维度。首先,不同 ESG 评级机构采用的指标体系各异,是导致评级分歧的关键因素。Berg 等研究发现评级机构在 ESG 的评级范围、测量方法、度量指标以及权重方面有很大差异,导致不同 ESG 评级机构可能得出完全相反的结论^[9]。Gangi 等通过对三家主要的评级机构的 ESG 评级数据进行比较分析后发现,不同机构的评级之间的一致性很低,并且评级过程不透明是造成评级分歧的重要原因^[16]。其次,企业 ESG 信息披露的数量和质量是影响评级分歧的重要因素。Christensen 等发现,较多的 ESG 信息披露通常会加剧 ESG 评级分歧^[1]。Liu 进一步研究发现,如果 ESG 披露是标准化和可比的,那么更多的数值信息会减少机构的评级分歧,否则 ESG 定量信息披露越多,评级差异越大^[17]。马文杰和余伯健针对中国本土企业的研究表明,国有企业承担的隐性社会责任难以得到国外 ESG 评级机构的评价,加强信息披露能够显著降低中外 ESG 评级机构对国有企业的评级分歧^[18]。此外,企业的发展战略也会对 ESG 评级分歧产生影响。Wang 和 Liu 研究发现,发行绿色债券的企业在不同评级机构间的 ESG 评级分歧更大^[19];韩一鸣等发现企业数字化转型能有效降低评级分歧^[20]。最后,市场与制度环境同样会影响 ESG 评级分歧。Rubino 等从市场价值、行业敏感性和制度环境等角度展开研究,发现市场价值较高的公司、处于关键行业的企业,以及位于制度环境较好的国家的公司,其 ESG 评级分歧较低^[10]。Sun 等认为资本市场开放会加剧 ESG 评级分歧^[21]。

现有文献对绿色并购的经济后果及 ESG 评级分歧的影响因素分别展开了丰富研究。在绿色并购方面,众多学者从社会文化、企业自身、利益相关者等多个角度,探讨了其正面和负面效应。关于 ESG 评级分歧成因的研究,现有文献从 ESG 评级机构、企业、市场与制度环境等维度深入剖析了评级分歧产生的原因。然而,绿色并购作为企业绿色转型发展的重要举措,其实施过程中会产生诸多与 ESG 评级有关的信息,进而影响 ESG 评级分歧。已有文献未能将两者有效关联,缺乏对绿色并购如何影响 ESG 评级分歧的探究。因此,深入探讨绿色并购对 ESG 评级分歧的影响,可以有效弥补现有文献的不足,对推动企业绿色转型和 ESG 评级的规范、健康发展具有重要价值。

(三)理论分析与研究假设

ESG 评级分歧源于不同评级机构在指标体系、数据来源和评估方法上的差异。企业的信息披露数量和质量是影响这种分歧的重要因素^[1]。绿色并购作为企业一项重大的战略性投资行为,其实施过程中会产生大量与环境(E)、社会(S)相关的增量信息。这些信息如何被市场尤其是评级机构接收和利用,是理解绿色并购如何影响 ESG 评级分歧的关键。基于此,本文分别从信息增量的“澄清效应”和策略性披露的“噪音效应”进行理论推演。

一方面,上市公司实施绿色并购可能通过提供实质性的增量信息和吸引投资者 ESG 关注度,从而降低 ESG 评级分歧。第一,绿色并购为评级机构提供了实质性绿色增量信息。绿色并购的核心目标是获取绿色技术、绿色资产或进入绿色市场^[3]。并购交易本身,例如公告、尽职调查、交割以及并购后的整合运营,必然会产生大量具体的、可验证的环境与社会活动信息,包括新增的绿色产能、节能减排技术应用、绿色供应链管理等。这些信息超越了常规的、可能流于形式的年度 ESG 报告披露,为评级机构提供了更丰富、更具象化、更不易被操纵的“硬信息”,从而有助于弥合因数据缺失或模糊导致的分歧^[9]。第二,绿色并购通过提升投资者 ESG 关注度,间接激活公共信息平台的 ESG 信息供给与验证功能。绿色并购作为重要事件,天然会吸引市场投资者的关注,尤其是对 ESG 议题敏感的投资者。这种关注会显著增加投资者对 ESG 信息的需求。我国深交所和上交所分别开通的投资者网络互动平台“互动易”和“上证 e 互动”为这种信息需求提供了低成本、高效率且公开透明的渠道。投资者可以在上述平台就绿色并购的属性、目标公司的环保合规性、产生的环境效益等问题向上市公司提问^[22]。与此同时,上市公司基于交易所的监管要求,有义务对这些问题进行及时且客观的回应^[23]。网络互动平台上的问答记录是投资者质询和公司确认的增量信息披露,它为标准化的评级过程补充了情境化、动态化的细节^[24]。更重要的是,这些信息对所有评级机构都是公开、可获取的,这提高了 ESG 评级基础的一致性,减少了评级机构间因私有信息渠道差异导致的分歧,从而降低 ESG 评级分歧。

基于上述分析,本文提出如下假设 H1a:上市公司绿色并购会降低 ESG 评级分歧。

另一方面,若上市公司进行绿色并购主要出于应对合法性压力、转移负面关注等策略性动机,则更可能引入噪音和质疑,从而加剧 ESG 评级分歧。第一,企业会在绿色并购中披露较多“软信息”,增加评级机构的验证难度与主观解读空间。企业为应对外部压力,如媒体负面报道、环境规制收紧等,可能在并购过程中刻意强调其“绿色”属性,但披露的多是宏大的绿色愿景、模糊的承诺等难以量化、验证的“软信息”,缺乏具体的实施路径、可衡量的目标或实质性的资源投入证据^[3]。这为评级机构提供了更大的主观解读空间。不同评级机构可能对上述信息的真实性和重要性形成不同的判断,从而加剧 ESG 评级分歧^[1]。第二,策略性动机引发的绿色并购会产生“漂绿”嫌疑,破坏信息披露作为评估基础的有效性。当评级机构怀疑企业绿色并购的动机是“漂绿”时,其披露的所有 ESG 信息的可信度会受到质疑^[25]。评级机构在面对可信度存疑的信息时,可能更依赖自身的评估模型、数据来源或对行业风险的特定判断。这种对非标准化的信息源和主观判断,会放大评级机构之间评估方法和标准的固有差异,加剧 ESG 评级分歧。

基于以上分析,本文提出如下假设 H1b:上市公司绿色并购会增加 ESG 评级分歧。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取 2015—2022 年沪深 A 股上市公司的并购事件为研究对象,参考潘爱玲等的研究^[3],对样本进行以下筛选:(1)剔除业务类型为资产剥离、资产置换、债务重组、股份回购的并购样本;(2)只保留股权收购,剔除土地、资产购置等资产收购交易;(3)剔除收购金额小于 100 万元和收购比例小于 30%的样本;(4)剔除已经持有标的企业股权比例高于 30%的并购样本;(5)剔除交易失败或数据缺失的并购样本;(6)对同一企业在同一年份进行多次并购且并购标的相同的样本进行合并;(7)对同一企业在同一年份进行多次并购且并购标的不同的样本仅保留交易金额最大的、收购比例最高的样本。经过上述筛选后,共获得 1257 个并购样本。在此基础上,为消除极端值的影响,对主要连续变量进行上下 1%的缩尾处理。并购交易、财务指标,以及润灵环球和商道融绿的 ESG 评级数据均来自 CS-MAR 数据库;华证和 Wind 的 ESG 评级数据来源于 Wind 数据库;Bloomberg 和 MSCI 的 ESG 评级数据来源于各评级机构的官网。

(二)构建模型

为检验上市公司绿色并购对 ESG 评级分歧的影响,本文设定如下实证模型:

$$\text{Disagree}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Greenma}_{i,t} + \beta_2 \text{Controls}_{i,t} + \beta_3 \text{Year} + \beta_4 \text{Industry} + \epsilon_{i,t}$$
 (1)

在模型(1)中,i 和 t 分别表示企业和年度,Disagree 为 ESG 评级分歧,Greenma 为绿色并购。本文重点关注 β_1 的回归系数,它代表了绿色并购对 ESG 评级分歧产生的实际影响,若 β_1 的回归系数显著为负,说明绿色并购有助于降低 ESG 评级分歧,支持本文的假设 H1a;若 β_1 的回归系数显著为正,则说明绿色并购会加剧 ESG 评级分歧,支持本文的假设 H1b。Controls 是控制变量,Year 和 Industry 分别为年度和行业虚拟变量。

(三)变量定义

1.被解释变量。本文的被解释变量为 ESG 评级分歧(Disagree),选用 MSCI、Bloomberg、Wind、润灵环球、华证和商道融绿等六家机构的评级数据。参考 Christensen 等的研究^[1],使用上述六家 ESG 评级机构对同一家上市公司评级分数的标准差测度 ESG 评级分歧。

2.解释变量。本文的解释变量为绿色并购(Greenma),参考潘爱玲等的做法^[3],对上市公司的并购公告,采用文本分析法,对每次并购的背景和目的、主并企业和标的企业的经营范围进行综合分析,判断该项并购事件是否为绿色并购,若该并购事件为绿色并购则取值为 1,否则取 0。

3.控制变量。本文参考 Christensen 等和邓九生等的研究^{[1][26]},加入如下控制变量:财务杠杆(Lev)、盈利能力(Roa)、企业规模(Size)、成长机会(TobinQ)和账面市值比(BTM)等企业内部特征,分析师关注度(Analyst)、行业赫芬达尔指数(Diversification)、机构投资者持股(Insownership)、ESG 评级(ESG)等企业外部特征。此外,本文还控制了行业 and 年度固定效应。具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义

变量名称	符号	变量定义
ESG 评级分歧	Disagree	MSCI、Bloomberg、Wind、润灵环球、华证和商道融绿等评级结果的标准差
绿色并购	Greenma	进行绿色并购则取值为 1,反之则为 0
财务杠杆	Lev	总负债与总资产之比
盈利能力	Roa	净利润与总资产之比
企业规模	Size	总资产的自然对数
成长机会	TobinQ	所有者权益和负债的市场价值之和占账面总资产的比例
账面市值比	BTM	账面价值与权益价值之比
分析师关注度	Analyst	发布上市公司分析报告的分析师人数的自然对数
行业赫芬达尔指数	Diversification	行业中各市场竞争主体收入占行业总收入百分比的平方和
机构投资者持股	Insownership	机构投资者持有上市公司股份的比例之和
ESG 评级	ESG	各评级机构对上市公司 ESG 评级的平均数
年度	Year	年度虚拟变量
行业	Industry	行业虚拟变量

四、实证结果分析

(一)描述性统计

表 2 报告了本文主要变量的描述性统计结果。其中 ESG 评级分歧 Disagree 的均值为 13.390,最小值为 0.636,最大值达到了 37.406,与 Christensen 等的研究较为接近^[1],说明中国 A 股上市公司的 ESG 评级结果的确存在较大分歧;绿色并购 Greenma 的均值为 0.259,表明在研究期间,约有 25.9%的并购事件为绿色并购,上市公司总体参与绿色并购的程度较低。其他变量的描述性统计结果与现有研究并无较大差异,不再赘述。

表 2		描述性统计			
变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
Disagree	1257	13.390	6.520	0.636	37.406
Greenma	1257	0.259	0.438	0.000	1.000
Lev	1257	0.401	0.196	0.048	0.912
Roa	1257	0.044	0.056	-0.275	0.276
Size	1257	23.645	1.208	21.257	28.517
TobinQ	1257	2.118	1.457	0.856	13.366
BTM	1257	0.610	0.249	0.075	1.168
Analyst	1257	1.429	1.193	0.000	3.989
Diversification	1257	0.153	0.155	0.019	1.000
Insownership	1257	44.565	24.994	0.048	77.044
ESG	1257	45.244	12.368	30.197	80.839

(二)基准回归结果

表 3 报告了绿色并购与 ESG 评级分歧的基准回归结果。第(1)列是只控制了行业和年度固定效应的回归结果,可以发现 Greenma 的回归系数为-1.101,且在 1%的水平上显著。第(2)列是加入控制变量且控制行业和年度固定效应后的回归结果,可以发现 Greenma 的回归系数为-1.160,仍然在 1%的水平上显著为负,表明企业绿色并购每增加一个标准差,ESG 评级分歧平均减少 7.79%^①。上述结果表明绿色并购与 ESG 评级分歧之间存在显著的负相关关系,绿色并购作为企业践行绿色发展理念的重要举措,能够使企业的 ESG 相关信息更加清晰,降低评级机构在评估过程中因信息模糊或误解而产生的分歧,本文的假设 H1a 得以验证。

(三)稳健性检验

1.工具变量。本文使用同年度同地区其他上市公司绿色并购的均值(Greenma_province)作为工具变量来缓解可能存在的内生性问题。该工具变量符合相关性与外生性的约束条件,一方

表 3		基准回归结果	
变量		(1)	(2)
		Disagree	Disagree
Greenma		-1.101 *** (-2.63)	-1.160 *** (-2.77)
Lev			-2.105 * (-1.82)
Roa			-15.522 *** (-4.40)
Size			0.530 ** (2.11)
TobinQ			-0.041 (-0.20)
BTM			-3.272 ** (-2.28)
Analyst			0.190
Diversification			2.176 (1.51)
Insownership			0.005 (0.68)
ESG			-0.271 ** (2.03)
Constant		12.865 *** (7.03)	1.688 (0.29)
Observations		1257	1257
R ²		0.139	0.161
Year FE		YES	YES
Industry FE		YES	YES

注：*、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平,括号内为 t 值,下表同。

面,同年度同地区其他上市公司受当地政策影响具有高度相似性,因而上市公司绿色并购行为会具有一定的趋同性;另一方面,同年度同地区的其他上市公司的绿色并购并不会对上市公司 ESG 评级分歧造成影响,因此选取该工具变量是合适的。表 4 第(1)列报告了使用同年度同地区其他公司的绿色并购的均值作为工具变量的两阶段回归结果,Greenma 的回归系数仍在 10%的水平上显著为负,表明本文的研究结论较为稳健。

2.倾向得分匹配。为进一步控制内生性问题的影响,本文根据企业是否进行绿色并购,使用倾向得分匹配法(PSM)将进行绿色并购的上市公司视为处理组,没有发生绿色并购的上市公司则视为控制组,对样本进行可重复的 1:1 最近邻匹配。表 4 第(2)列报告了基于 PSM 匹配后样本的回归结果,可以发现 Greenma 的回归系数仍然在 5%的水平上显著为负,表明在控制公司其他特征差异后,上市公司绿色并购仍然会降低 ESG 评级分歧,本文研究结论没有实质性改变。

3.控制区域影响。参考潘爱玲等的研究^[14],考虑地区因素对上市公司绿色并购行为或 ESG 评级分歧的影响,本文进一步控制主并企业所在省份。表 4 第(3)列报告了控制省份效应后的回归结果,Greenma 的回归系数仍然在 1%的水平上显著为负,表明控制了地区因素这一潜在影响因素后,绿色并购对 ESG 评级分歧的负向影响依然存在,说明绿色并购确实能够显著降低 ESG 评级分歧。

4.增加控制变量。为了进一步排除遗漏变量的影响,本文进一步控制支付方式、收购比例和是否关联交易等并购交易特征变量。表 4 第(4)列显示 Greenma 的回归系数在 1%的水平上显著为负,表明本文主要研究结论依然稳健。

5.排他性检验。考虑到披露质量的高低直接影响评级机构对企业 ESG 表现的认知^[27],尤其在“多言寡行”情形下,即企业在 ESG 报告中发布大量政策、承诺或目标,但实际行动与之不匹配,这种策略性披露本质上是一种机会主义行为^[28]。因此,上市公司 ESG“多言寡行”实质上也是一种漂绿行为。借鉴李哲的研究^[28],对 ESG 信息披露构造“多言”虚拟变量,若 i 上市公司第 t 年的 ESG 信息披露得分高于同年度同行业中位数,则表明多言(Say=1),而低于中位数则表明少言(Say=0);同理,对 ESG 实践构造“寡行”虚拟变量,若 i 公司 t 年 ESG 实践得分低于同年度同行业中位数,则表明寡行(Act=1),而高于中位数则表明多行(Act=0)。因此,通过结合“多言”和“寡行”两个变量,构造变量 GW(等于 Say×Act),如果该变量为 1,则表明上市公司存在 ESG 漂绿行为。表 4 第(5)列报告了绿色并购与漂绿之间的回归结果,可以发现 Greenma 的回归系数不显著,即可以排除上市公司通过绿色并购进行漂绿。

表 4		稳健性检验					
变量	(1)		(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	工具变量		PSM	控制区域	增加变量	排他性检验	变更样本
	Greenma	Disagree	Disagree	Disagree	Disagree	GW	Disagree
Greenma_province	4.425 ***						
	(16.46)						
Greenma		-0.991 *	-1.336 **	-1.239 ***	-1.168 ***	0.024	-0.729 **
		(-1.66)	(-2.29)	(-2.92)	(-2.78)	(0.51)	(-1.99)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Province FE	NO	NO	NO	YES	NO	NO	NO
Observations	1229	1229	506	1257	1257	1257	3081
R ²		0.158	0.224	0.185	0.162	0.081	0.159

6.变更样本。本文在基准回归中仅保留了对同一企业同一年份进行多次并购且并购标的不同的样本,同时仅保留交易金额最大的、收购比例最高的样本,在此基础上再判断上市公司是否进行了绿色并购,这可能会导致一部分绿色并购样本被剔除。为此,本文在保留研究设计提及的前 6 步样本

选择不变的前提下,不剔除其他金额或收购比例的并购事件,利用文本分析对绿色并购重新进行判定。表4第(6)列报告了新样本的回归结果,可以发现 Greenma 的回归系数仍然在 5%的水平上显著为负,表明本文的研究结论不受样本选择的影响。

五、机制检验

根据上文的理论分析和实证结果,上市公司绿色并购可能通过增加绿色信息披露,进而降低 ESG 评级分歧。绿色并购会引起市场投资者的关注,相应增加投资者对上市公司的信息需求。投资者网络互动平台作为一种有效的沟通机制,可以作为传播上市公司信息的补充渠道,投资者可以直接向公司询问有关绿色并购的具体问题,上市公司需客观回应相关问题,因而可能引发更多的参与或对话^[22]。投资者在网络互动平台上关于 ESG 的问答数量越多,上市公司通过投资者互动平台向市场提供的 ESG 增量信息也随之越多。

为检验上市公司绿色并购是否会增加投资者 ESG 关注,进而为市场提供更多的 ESG 增量信息,本文借鉴李卫兵和李铭洋的研究方法^[29],从中国研究数据服务平台(CNRDS)上获取了深交所和上交所网络互动平台的投资者提问数据。为精确捕捉投资者对 ESG 的关注,我们依据联合国责任投资原则组织(PRI)发布的研究和指南来定义和筛选 ESG 相关的问题。PRI 作为全球领先的 ESG 研究组织,在其官网上公布了详细的 ESG 关键词和主题,其定义和分类被广泛认可和使用^[19]。具体而言,我们关注的环境问题包括“可持续的土地利用、生物多样性、循环经济、塑胶问题、水资源管理、甲烷排放”等;社会问题涉及“体面的工作、多样性、公平和包容”等;治理问题则包括“税收公平、负责任的参与、网络安全、高管薪酬、企业宗旨、反腐败、举报和董事提名”等。本文使用文本分析方法和正则表达式匹配关键词,并对每一个匹配项进行人工复核,以确保 ESG 信息分类的准确性。为检验绿色并购是否引起了投资者更多的 ESG 关注,本文用两个指标来测度投资者 ESG 关注:一是用投资者互动平台上投资者提及 ESG 问题的绝对数量(Question)作为投资者 ESG 关注的绝对指标;二是用投资者互动平台上投资者提及 ESG 问题的数量除以同时期投资者互动平台所有问题的数量(Attention)作为投资者 ESG 关注的相对指标。

表5列(1)和列(2)分别报告了以 Question 和 Attention 作为投资者 ESG 关注的测度指标的回归结果,Greenma 的回归系数分别为 2.425 和 0.014,且均在 1%的水平上显著正,表明绿色并购增加了投资者 ESG 关注。上述结果表明,在上市公司发生绿色并购后,投资者会在网络互动平台上提出更多涉及 ESG 的具体问题,进而引发更多参与和对话,评级机构也能从这些互动问答中获取更多公开的 ESG 信息。这些经过投资者质询和公司确认的 ESG 增量信息,为标准化的评级过程补充了情境化、动态化的细节,能帮助评级机构更加准确、全面地评估企业的 ESG 状况,最终有助于降低企业 ESG 评级分歧。

六、异质性分析

根据上文的理论分析和机制检验,本文发现上市公司绿色并购可以通过提供更多 ESG 信息来降低评级分歧。为进一步探究在不同情境下企业绿色并购对 ESG 评级分歧的影响,本文从上市公司绿色并购动机和 ESG 信息披露规范程度两个维度进行异质性分析。

(一)上市公司绿色并购动机

上市公司绿色并购动机的差异,会影响绿色并购在降低 ESG 评级分歧方面作用的大小。根据上文理论分析,上市公司绿色并购可能存在两种截然不同的动机。一方面,企业绿色并购的动机是为了

表 5	影响机制检验	
	(1)	(2)
变量	Question	Attention
Greenma	2.425 *** (2.59)	0.014 *** (3.90)
Controls	YES	YES
Year FE	YES	YES
Industry FE	YES	YES
Observations	1227	1227
R ²	0.156	0.183

进行实质性绿色转型,旨在通过整合资源、优化流程,实现环境效益与经济效益的双赢,这种绿色并购有助于缓解 ESG 评级分歧。另一方面,企业进行绿色并购可能出于应对合法性压力、转移负面关注等策略性动机,这反而不利于降低 ESG 评级分歧。当外部压力较小时,企业绿色并购更可能出于实质性绿色转型动机,对 ESG 评级分歧的降低效果更显著;而当外部压力较大时,企业绿色并购作为策略工具的可能性增加,因此几乎不会对 ESG 评级分歧产生影响。

本文认为,重污染行业企业和媒体关注度较高的企业面临外部压力更大。原因在于重污染行业的企业承受了较大的舆论压力,甚至可能面临环境诉讼风险^[30],导致重污染行业的外部融资面临更严厉的监管,甚至遭受“信贷歧视”,绿色并购很可能成为企业获得组织合法性的一种策略。媒体关注度较高的企业,在“市场压力假说”下,迫于媒体压力实施的绿色并购可能仅仅是转移媒体关注的策略工具,并非实质性绿色转型。因此,本文按照上市公司是否属于重污染行业,以及媒体负面报道数量中位数对全样本进行分组回归,以验证当上市公司面临外部压力较大时,绿色并购是否能有效降低 ESG 评级分歧。表 6 列(1)~列(4)分别报告了按上市公司是否为重污染行业企业和媒体负面报道数量分组回归的结果,可以发现在非重污染行业和媒体负面报道少的上市公司,Greenma 的回归系数均至少在 5%的水平上显著为负;而对处于重污染行业和媒体负面报道多的上市公司而言,绿色并购与 ESG 评级分歧之间的关系并不显著。上述结果表明,当上市公司进行实质性绿色转型,而非迫于外部压力选择绿色并购策略时,绿色并购对 ESG 评级分歧的降低作用更显著。

(二)上市公司 ESG 信息披露规范程度

在信息披露层面,公司 ESG 信息披露不规范现象普遍存在^[31]。当 ESG 信息披露规范程度较低的企业开展绿色并购时,由于原本信息披露基础薄弱,绿色并购带来的增量信息则相对突出,能有效地缓解信息不对称,对 ESG 评级分歧的影响也就更显著。而绿色信息披露规范程度较高的企业,其日常绿色信息披露已较为完善,绿色并购带来的 ESG 增量信息相对有限,对缓解信息不对称和降低 ESG 评级分歧的作用可能不那么明显。

表 6异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	重污染行业	非重污染行业	媒体负面报道多	媒体负面报道少	参照 GRI	未参照 GRI	沪深港通	非沪深港通
	Disagree	Disagree	Disagree	Disagree	Disagree	Disagree	Disagree	Disagree
Greenma	-1.229 (-1.51)	-1.102** (-2.20)	0.175 (0.32)	-2.144*** (-3.45)	1.214 (1.06)	-1.349*** (-3.02)	1.353 (0.69)	-1.469*** (-3.38)
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	302	955	617	610	109	1148	109	1148
R ²	0.182	0.173	0.229	0.194	0.502	0.165	0.335	0.168
组间差异 P 值	0.896		0.008***		0.010***		0.016**	

本文认为参照 GRI 编制社会责任报告和沪深港通标的上市公司的 ESG 信息披露较为规范。参照 GRI 编制社会责任报告的企业,具有良好的品牌形象,具备更高水平的绿色信息披露规范^[32]。因此,相较于参照 GRI 编制社会责任报告的企业而言,那些没有参照 GRI 编制社会责任报告的企业,信息披露规范程度更低。香港等成熟资本市场通常具有更严格的绿色信息披露规范,来自这些资本市场的境外投资者也更加关注公司的绿色信息披露质量。因此,相较于沪深港通标的公司而言,非沪深港通标的公司的绿色信息披露规范程度较低,在绿色并购中披露的相关信息对于降低 ESG 评级分歧的增量效应更大。因此,本文按上市公司是否参照 GRI 编制社会责任报告,以及是否为沪深港通标的公司进行分组回归,以验证当上市公司 ESG 信息披露规范程度较低时,绿色并购是否会有助于降低 ESG 评级分歧。表 6 列(5)~列(8)报告了按信息披露规范程度分组后的回归结果,结果显示在未

参照 GRI 编制社会责任报告以及非沪深港通标的上市公司中,Greenma 的回归系数均在 1%的水平上显著为负;而在参照 GRI 编制社会责任报告以及为沪深港通标的上市公司中,绿色并购对 ESG 评级分歧的影响并不显著。上述结果表明,当上市公司 ESG 信息披露规范程度较低时,绿色并购带来的 ESG 信息增量更为突出,这些增量信息能够填补原本信息披露的空白,有效缓解信息不对称,对降低 ESG 评级分歧产生显著的影响。

七、结论与建议

本文利用 2015—2022 年中国沪深 A 股上市公司的并购数据,实证检验了上市企业绿色并购对 ESG 评级分歧的影响。研究发现,上市公司绿色并购会显著降低 ESG 评级分歧,该结论在经过一系列内生性检验和稳健性检验后仍然成立。影响机制检验发现,上市公司绿色并购会增加投资者的 ESG 关注,为评级机构提供更多 ESG 相关信息,进而降低 ESG 评级分歧。异质性分析表明,非重污染企业及媒体负面报道较少的企业,其外部压力较小,更可能开展实质性绿色并购,因此对 ESG 评级分歧的降低作用更显著;当企业未参照 GRI 编制社会责任报告或非沪深港通标的企业时,因其原有的 ESG 信息披露规范程度较低,绿色并购的增量信息验证效应更为突出,对 ESG 评级分歧的降低效果更明显。

本文的研究结论揭示了绿色并购作为信息桥梁在降低 ESG 评级分歧中的作用,基于上述研究结论,本文提出如下政策建议。

第一,针对绿色并购通过增加投资者 ESG 关注,进而降低 ESG 评级分歧的机制,本文认为上市公司应完善投资者互动平台,设立“ESG 并购专题板块”,要求上市公司及时回应投资者关于绿色并购、环境效益等问题,并建立 ESG 问答信息共享机制,形成信息库并向评级机构和投资者开放,提高上市公司 ESG 信息披露的规范性和完备性。

第二,针对外部压力的异质性分析结果,本文建议对非重污染行业、媒体关注度低等外部压力较小的企业,给予绿色并购专项政策支持;而对重污染行业、媒体负面报道多等外部压力较大的企业,可实施绿色并购实质性审查机制,要求上市公司签订环境效益承诺书并由第三方核查,遏制上市公司通过绿色并购实施漂绿等行为。

第三,根据信息披露规范的异质性分析结果,本文建议对未参照 GRI 编制社会责任报告的企业或非沪深港通标的等 ESG 信息披露规范程度较低的上市公司,可定期开展 ESG 信息披露标准化培训,鼓励其披露绿色并购 ESG 整合报告,细化 ESG 相关信息披露。

第四,构建全链条监管体系,抑制上市公司策略性并购行为。相关政府部门应出台绿色并购认定指引,设定硬性指标,引导上市公司开展实质性绿色并购。当上市公司完成绿色并购后,将其纳入环境绩效动态监测名单,验证其环境绩效,对未达目标的企业取消相关资质。

注释:

①Greenma 的经济显著性为 7.79%(等于 $1.160 \times 0.438 / 6.520$)。其中,1.160 为基准回归结果中 Greenma 的回归系数,0.438 为 Greenma 的标准差,6.520 为 Disagree 的标准差。

参考文献:

[1] 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.

[2] 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.

[3] 潘爱玲,刘昕,邱金龙,等.媒体压力下的绿色并购能否促使重污染企业实现实质性转型[J].中国工业经济, 2019(2):174—192.

[4] 张尧,刘晨,杨小伟.绿色并购有助于重污染企业塑造绿色形象吗? [J]. 财经理论与实践,2024(1):74—82.

[5] Yang, Y., Chi, Y. Path Selection for Enterprises' Green Transition: Green Innovation and Green Mergers and Acquisitions[J]. Journal of Cleaner Production,2023,412:1—11.

- [6] 毕茜,陶瑶.绿色并购与企业绿色创新[J].财会月刊,2021(16):38—45.
- [7] 吴烨伟,周霖钰,刘宁.环境规制、绿色并购与环境绩效[J].系统工程理论与实践,2023(5):1267—1286.
- [8] 凌润泽,潘爱玲,张国珍.绿色并购与重污染企业创新投资——基于合法性视角的分析[J].商业经济与管理,2024(5):55—67.
- [9] Berg, F., Koelbel, J. F., Rrgobon, R. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings [J]. Review of Finance, 2022, 26(6):1315—1344.
- [10] Rubino, M., Mastroiocco, I., Garegnani, G. M. The Influence of Market and Institutional Factors on ESG Rating Disagreement[J]. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2024, 31(5): 3916—3926.
- [11] Lu, J.Green Merger and Acquisition and Export Expansion:Evidence from China's Polluting Enterprises [J]. Sustainable Production and Consumption,2022,30(3):204—217.
- [12] Salvi, A., Petruzzella, F., Giakoumelou, A. Green M&A Deals and Bidders' Value Creation: The Role of Sustainability in Post-Acquisition Performance[J].International Business Research,2018,11(7):96—105.
- [13] Zhao, X. Y., Jia, M. Sincerity or Hypocrisy: Can Green M&A Achieve Corporate Environmental Governance? [J]. Environmental Science and Pollution Research,2022,29(18):27339—27351.
- [14] 潘爱玲,王慧,邱金龙.儒家文化与重污染企业绿色并购[J].会计研究,2021(5):133—147.
- [15] Gibson, B. R., Krueger, P., Schmidt, P. S. ESG Rating Disagreement and Stock Returns[J]. Financial Analysts Journal, 2021, 77(4):104—127.
- [16] Gangi, F., Varrone, N., Daniele, L. M., et al. Mainstreaming Socially Responsible Investment: Do Environmental, Social and Governance Ratings of Investment Funds Converge? [J]. Journal of Cleaner Production, 2022, 353: 131684.
- [17] Liu, X., Liu, J., Liu, J., et al. Can Investor-Firm Interactions Mitigate ESG Rating Divergence? Evidence from China[J]. International Review of Financial Analysis, 2024, 96: 103612.
- [18] 马文杰,余伯健.企业所有权属性与中外 ESG 评级分歧[J].财经研究,2023(6):124—136.
- [19] Wang, X., Liu, Q. Information Disclosure and ESG Rating Disagreement: Evidence from Green Bond Issuance in China[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2024, 85: 102350.
- [20] 韩一鸣,胡洁,于宪荣.企业数字化转型与 ESG 评级分歧[J].财经论丛,2024(7):59—69.
- [21] Sun, Z., Du, Q., Du, A. M., et al. The Information Environment and Ecological Environment Perspectives: Capital Market Openness and Firm ESG Rating Divergence[J]. Research in International Business and Finance, 2024, 71: 102475.
- [22] Cade, N. L. Corporate Social Media: How Two-Way Disclosure Channels Influence Investors[J]. Accounting, Organizations and Society, 2018(68): 63—79.
- [23] Yuan, R., Jin, W., Lisha, L. Information Processing Costs and Credit Ratings: Evidence from Investor Interactive Platforms in China[J]. The European Journal of Finance, 2024(1): 1—20.
- [24] Elliott, W. B., Grant, S. M., Hobson, J. L. Trader Participation in Disclosure: Implications of Interactions with Management[J]. Contemporary Accounting Research, 2020, 37(1):68—100.
- [25] 曾维琴.企业“漂绿”研究综述:行为识别、动机分析和经济效应[J].财会月刊,2024(10):64—70.
- [26] 邓九生,焦睿聪,覃宇.良好的 ESG 表现能够降低企业股价崩盘风险吗? [J].国土资源科技管理,2023(6):91—105.
- [27] Xiouros, C., Zapatero, F. Disagreement, Information Quality and Asset Prices[J]. Journal of Financial Economics, 2024,153: 103774.
- [28] 李哲.“多言寡行”的环境披露模式是否会被信息使用者摒弃[J].世界经济,2018(12):167—188.
- [29] 李卫兵,李铭洋.投资者互动与上市公司股票长期停牌——基于“互动易”的经验证据[J].中南财经政法大学学报,2023(5):80—94.
- [30] 王瑶,徐道胜,冯晓晴.ESG 评级分歧与企业劳动雇佣[J].中南财经政法大学学报,2024(4):135—147.
- [31] 张越,范从来,高洁超.中国企业 ESG 表现与外资持股[J].中南财经政法大学学报,2025(3):29—41.
- [32] Kimbrough, M. D., Wang, X., Wei, S., et al. Does Voluntary ESG Reporting Resolve Disagreement among ESG Rating Agencies [J]. European Accounting Review,2022:1—33.

(下转第 39 页)