

# 中国主流 ESG 评级的再评估

孙俊秀<sup>1,2</sup>, 谭伟杰<sup>1</sup>, 郭峰<sup>1,2</sup>

(1. 上海财经大学 公共经济与管理学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学 富国 ESG 研究院, 上海 200433)

**摘要:** ESG 在推动可持续发展战略中发挥重要作用, 数据集成商对企业 ESG 相关信息的整合为投资者提供了可量化的参考, 但不同的 ESG 评级机构对同一企业的评级结果存在分歧, 这给使用者对公司信息的评判与投资决策带来困惑。文章聚焦覆盖中国 A 股上市公司的 8 家国内主流 ESG 评级机构, 基于 2009—2021 年各大机构 ESG 评级数据与上市公司数据, 运用质性研究与实证分析方法, 从科学性、可靠性、透明性、相关性和预测性五大维度对其评级体系进行再评估。结果表明, 国内部分主流 ESG 评级机构能够结合国际准则与中国国情, 构建科学的 ESG 评价体系; 各评级机构在数据源、方法论、评级信息披露透明度等方面存在较大差异, 这导致评级结果在相关性以及对风险和收益的预测性等方面存在分歧。文章的研究为投资者在面对多样化的 ESG 评级机构信息下的辩证性决策提供了参考, 也为推进兼顾国际化与本土化的中国 ESG 评级体系建设提供了启示。

**关键词:** ESG; ESG 评级; ESG 评级分歧; ESG 数据

**中图分类号:** F272 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2024)05-0004-16

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.20240413.102

## 一、引言

近年来, 可持续发展与气候危机已成为全球关注的焦点。环境、社会和治理(下文简称“ESG”)日益受到重视, 成为衡量企业可持续发展能力的重要方法与指引, 其相关理念与推动低碳化绿色转型和经济高质量发展的内涵高度契合。为了完善 ESG 及可持续发展的监督机制, 全球各地区政府和监管机构积极出台各类法律与规则。截至 2024 年 4 月, PRI<sup>①</sup>在全球范围内的签署方已突破 5 700 余家, 管理资金超过 121 万亿美元, 国际贸易及供应链对 ESG 与绿色发展的要求也日益规范与严格。因此, ESG 在引导可持续投资方面发挥着越来越重要的作用。然而, 由于企业 ESG 报告涵盖的信息具有非结构化与非标准化等特征, 投资者在评估公司的可持续发展能力并做出投资决策时, 无法直接依赖企业披露的 ESG 信息。因此, 数据集成商对相关信息的整合至关重要。当前, 国内外已有超过 600 家 ESG 专业评级机构, 其提供的 ESG 评级信息在政府监管部门的政策制定过程中, 以及奉行 ESG 理念的亲社会管理者和投资者的决策过程中发挥着重要作用(Riedl 和 Smeets, 2017; 蔡贵龙和张亚楠, 2023; 唐棣和金星晔, 2023)。例如, ESG 不

收稿日期: 2024-02-29

基金项目: 上海财经大学富国 ESG 研究院年度课题(SUFE-ESG-20230101)

作者简介: 孙俊秀(1983—), 女, 黑龙江齐齐哈尔人, 上海财经大学公共经济与管理学院副教授, 富国 ESG 研究院研究员;

谭伟杰(1998—)(通讯作者), 男, 广东江门人, 上海财经大学公共经济与管理学院博士研究生;

郭峰(1984—), 男, 河北邯郸人, 上海财经大学公共经济与管理学院教授, 富国 ESG 研究院研究员。

① PRI 即负责任投资原则(Principle of Responsible Investment), 加入 PRI 的投资者需要在做出投资决策时遵循 ESG 议题的相关标准, 并鼓励所投资的企业遵守和践行 ESG 的要求。

仅会影响投资者的行为和企业的竞争战略决策 (Galbreath, 2013; 李颖等, 2023; 肖红军等, 2024), 还在一定程度上反映企业的社会声誉 (Flammer 和 Bansal, 2017; 李小荣等, 2022)。

由于缺乏统一的 ESG 评价标准, 关注中国 A 股上市公司的评级机构在评级标准和评级体系方面存在较大差异, 不同 ESG 评级机构对同一公司的评级结果存在分歧的现象屡见不鲜, 这使中国 ESG 建设仍然面临诸多挑战 (Jiang 和 Kim, 2020; Shan 和 Tang, 2023)。表 1 列出了不同评级机构 (Wind、商道融绿、妙盈科技、华证) 对 3 家上市公司的 ESG 评级及得分 (百分制)。从中可以看出, 不同评级机构对同一公司的 ESG 评价存在显著差异。例如, 上市公司“星网宇达”在 Wind 的 ESG 评价体系下获得 A 级, 而在妙盈科技的 ESG 评价体系下获得 CC 级。即使评级机构给出的评级相同, 评分差异也非常大。例如, 上市公司“大禹节水”在 Wind 和华证的 ESG 评价体系下均获得 B 级, 但 Wind 的评分是 47.50 分, 而华证的评分是 73.45 分, 相差近 30 分。可见, 横向比较不同评级机构的评级结果并不可靠, 因为它们之间并不具有直接的可比性。这意味着在面对不同机构的评价结果时, 投资者难以判断其真实可靠性和准确性 (Chatterji 等, 2016; Berg 等, 2022)。这无疑削弱了评级结果在投资决策中的参考价值, 增加了投资的不确定性和风险。这一现象的根源在于各机构在行业分类标准、实质性议题指标体系构建、权重设置以及数据来源等方面存在显著差异。这些差异导致了各评级机构在底层逻辑上的分歧, 从而使评级结果之间难以进行有效比较。

表 1 不同机构对上市公司的 ESG 评级与得分差异示例

	Wind	商道融绿	妙盈科技	华证
星网宇达	A(73.70)	B-(48.38)	CC(35.07)	BB(75.36)
正川股份	A(72.20)	C+(44.88)	C(27.32)	CCC(69.31)
大禹节水	B(47.50)	B-(49.13)	CC(41.21)	B(73.45)

注: 括号内为具体得分(百分制), 评级及得分是2021年的结果。

大量文献探讨了 ESG 评级对企业投资效率、成长价值、财务绩效以及转型战略的积极经济效应 (Friede 等, 2015; 李增福和冯柳华, 2022; 方先明和胡丁, 2023; 胡洁等, 2023; 史永东和王湔淼, 2023)。但目前鲜有文献深入剖析 ESG 评价体系的可靠性与科学性以及由此导致的评级结果差异等问题。现有研究主要集中在国际 ESG 评级分歧的原因以及分歧导致的经济后果等方面。关于 ESG 评级分歧的来源, Liang 和 Renneboog (2017) 以及 Eccles 和 Strohle (2018) 将 ESG 评级分歧的原因归结为评级体系的构建标准不一、所关注议题的侧重点偏倚以及方法论欠缺等。进一步地, Berg 等 (2022) 基于 ESG 评级体系组成内容的角度, 通过对比 6 家国际主流 ESG 评级机构的数据, 发现 ESG 评级结果产生分歧的原因可以归结为 E、S、G 三大维度在范围或数量、测量方式、权重设置等方面的差异; Christensen 等 (2022) 以及 Kimbrough 等 (2024) 则从公司 ESG 信息披露透明度的角度出发, 指出 ESG 报告的披露质量、报告内容的长短和语调等可能导致 ESG 评级结果分歧; Lopez 等 (2020) 以及 Abhayawansa 和 Tyagi (2021) 认为, 评级机构的透明度不足是导致评级结果分歧的主要原因。从实践层面看, 2023 年欧盟委员会提出并推进了一项关于 ESG 评级提供者的法规协议, 旨在通过提高 ESG 评级提供者的透明度和诚信度来强化 ESG 评级的可靠性和可比性, 增强投资者对可持续产品的信心。<sup>①</sup>因此, 投资者应客观评估 ESG 评分模型的有效性, 辩证比较第三方评级机构所提供 ESG 数据的科学性 (Dorflleitner 等, 2015;

<sup>①</sup> 详见 [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:1243bcf3-0ac8-11ee-b12e-01aa75ed71a1.0001.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:1243bcf3-0ac8-11ee-b12e-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF), <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-16711-2023-INIT/en/pdf>。

Brandon 等, 2021; 马文杰和余伯健, 2023)。关于 ESG 评级分歧的经济后果, Avramov 等(2022)以及 Christensen 等(2022)研究发现, 企业在资本市场上的融资成本和风险回报会受到 ESG 评级分歧的影响, 因为评级分歧会降低 ESG 信息向投资者传递的效率, 使投资者难以准确了解企业的 ESG 实际表现(Chatterji 等, 2016); Serafeim 和 Yoon(2023)指出, 如果存在 ESG 评级分歧, 评级结果难以准确反映和预测企业未来的市场信息。

综上所述, ESG 评级分歧降低了信息传递效率, 给市场投资带来了摩擦。然而, 鲜有文献对国内主流专业机构的评级体系的有效性进行科学评估与比较。在 ESG 评级领域, 与国际主流评级机构相比, 国内主流评级机构的评级结果相关性较低。本文提出以下值得深入思考的问题: 国内主流 ESG 评级机构在构建 ESG 评级体系过程中具体指标的选取是否具有科学性? 所依据的数据基础是否具有可靠性? 相关信息披露是否具有透明性? 评级结果之间是否具有相关性? 评级结果对于企业发展是否具有预测性? 本文旨在通过质性对比与实证分析, 客观准确地回答上述问题。本文的研究为投资者在不同情境下的批判性决策提供了实际参考。投资者通过深入了解 ESG 评级机构的运作过程以及评级结果的相关性与预测性, 可以更加科学地评估企业的可持续发展能力, 为长期投资提供有价值的参考。同时, 本文的研究对于推进中国 ESG 评级体系建设也具有重要的借鉴意义, 有助于提高中国 ESG 评级机构的评价质量和发展水平。

本文从科学性、可靠性、透明性、相关性和预测性等方面构建了“3+1+1”的“五性”再评估体系, 基于 2009—2021 年各大机构 ESG 评级数据与上市公司数据, 运用质性分析与实证分析相结合的方法, 对覆盖中国 A 股上市公司的国内 8 家主流机构的 ESG 评级进行了再评估。结果表明, 妙盈科技的 ESG 评级在科学性、可靠性、相关性和预测性方面的表现较好, 而在透明性方面有待提升; 商道融绿的 ESG 评级在可靠性、透明性和相关性方面的表现较好, 未来需要更加关注指标体系的科学性和评级结果的预测性; Wind 的 ESG 评级在可靠性、透明性和预测性方面的表现较好, 在科学性和相关性方面需要进一步加强对评级体系的相关披露并完善方法论; 中诚信绿金的 ESG 评级在科学性和相关性方面展现出优势, 华证和中证的再评估结果则比较接近。

本文的研究贡献主要体现在: 在理论框架方面, 针对目前普遍存在的 ESG 评级分歧现象, 构建了“3+1+1”的“五性”再评估体系, 从评级体系构建的科学性、数据的可靠性、信息披露的透明性、评级结果的相关性和预测性等方面探究了背后的原因, 对国内 8 家主流机构的 ESG 评级进行了再评估。这不仅对 ESG 投资者具有实践意义, 也为学者利用 ESG 评级数据提供了参考依据, 扩展了 ESG 领域的研究话题。在实证分析方面, 本文通过采购与协议提供相结合的方式, 获取了国内 8 家主流机构的 ESG 评级数据, 构建了 ESG 评级及评估数据库。本文深入探究了 ESG 评级机构的评价标准、操作过程和运作机制, 为学者和投资者进行批判性思考提供了新的视角, 也为未来的实证分析奠定了基础。这不仅有助于推动 ESG 领域的学术研究向更加全面、深入的方向发展, 也有助于推动 ESG 评级机构在信息公开、指标构建等方面逐步完善, 为建立更加科学、透明的评级体系提供理论支持和实践指导。

## 二、ESG 评级再评估的体系与方法

### (一)再评估框架

本文基于 ESG 的核心内涵与国内外相关主流准则, 构建了“3+1+1”的“五性”ESG 评级再评估体系, 在此基础上全面评估了 8 家国内主流 ESG 评级机构对 A 股上市公司的评级情况。其中, “3”是指 ESG 评级体系的底层基础: 一是科学性, 即对各机构的 ESG 评级标准与所选指标体系进行科学性评判。各评级机构在选取 ESG 议题和指标时, 首先要遵循的是科学性原则, 即

建立一套科学合理、便于操作、行之有效的综合评价指标体系，以确保所选的议题和指标符合国际组织、证券交易所等的披露要求(Liang 和 Renneboog, 2017; Eccles 和 Strohle, 2018; 宋献中等, 2024)。二是可靠性，即着重对现有评级机构的数据来源与数据处理方法进行可靠性评估。评级机构在构建 ESG 评级体系时，除了需要重视参考准则、议题指标选取和权重设置等方面的科学性外，数据的可靠性也非常重要。可靠性是指在构建 ESG 评级体系时，评级机构要充分考虑底层数据来源是否全面、准确、及时和可靠，并借助大数据技术来保证数据质量的可靠性；同时，在数据收集过程中也要重视数据处理方法是否得当，以确保数据能够符合和反映所确定的科学议题指标(刘柏等, 2023)。ESG 评级机构在数据采集与使用中的不规范操作会引发一系列问题，从而影响评级结果的准确性(Berg 等, 2022)。三是透明性，即评估各机构在 ESG 评级过程中信息透明度方面存在的问题。透明性是建立公众信任和确保评级结果稳健的基石。ESG 评级机构通过清晰的指标体系、数据披露、研究方法介绍以及不确定性权衡等(Lopez 等, 2020; Abhayawansa 和 Tyagi, 2021)，能够与公众进行有效的沟通。这样做可以避免因不确定性而导致投资者对评级结果产生不信任的情况发生，还能使 ESG 评级过程更加明确和灵活。

两个“1”之一是相关性。相关性是指各大机构的评级结果应具有较高的相关程度，能够反映企业可持续发展能力的趋势。ESG 评级机构在评级体系的科学性、可靠性与透明性方面的差异是利益相关者在资本市场投资交易中最为关注的焦点。然而，不同评级机构在对同一公司进行 ESG 打分和评级时，出现显著差异的现象十分常见。国际主流 ESG 评级结果间的平均相关性不足 50%(Brandon 等, 2021)，而国内各机构间的评级结果则更加离散，本文样本中的 8 家主流评级机构的平均相关性仅为 39%。因此，提高 ESG 评级产品之间的相关性是关键。虽然 ESG 评级是衡量企业可持续发展的多维度评价指标，但是需要制定一个标准化范式(方先明和胡丁, 2023)，使得各类 ESG 评级的结果具有一定的相关性，便于直接比较。两个“1”之二是预测性。预测性是指有效的 ESG 评级结果既能帮助投资者预测未来企业的营业收益和成长价值，又有助于投资者预测并规避未来的潜在风险。在可持续发展的背景下，ESG 被视为反映公司业务韧性与竞争力的重要指标，投资者逐渐开始重视 ESG 因素在投资考量体系中的地位。现有研究也指出，准确的 ESG 评级结果应与股票价格和股票交易存在正相关关系(Dimson 等, 2015; Sherwood 和 Pollard, 2018)，而且 ESG 特征较强的企业具有较低的诉讼风险、下行风险和信用风险(Barth 等, 2022)。因此，各评级机构的 ESG 评级结果对企业发展应具有预测性。

为了量化“五性”再评估体系，本文考虑到相关数据信息的可得性，将“五性”一级指标细化为 18 个二级指标(见表 2)。

## (二)再评估方法

### 1. 研究模型与再评估步骤

针对“3+1+1”ESG 评级再评估体系，本文采用混合研究方法对各主流 ESG 评级机构的详细资料及数据进行质性和量化分析。针对“3”中的科学性、可靠性和透明性，本文采

表 2 ESG 评级再评估指标体系

一级指标	二级指标
科学性	与国际准则的一致性 定量、定性指标搭配 权重的科学性 中国国情的适用性
可靠性	公司披露信息来源 是否涉及 NGO、新闻报道 相关诉讼来源 独特的方法论
透明性	方法学披露的详细程度 各层指标公布的详细程度 数据来源陈述的详细程度 评级数据的易得性
相关性	平均相关性分析 分维度相关性分析 区分企业性质的相关性分析 区分行业的相关性分析
预测性	评级对于预期收益的预测性 评级对于 ESG 风险的预测性

用如下研究方法步骤:首先,通过政策文件、学术论文、评级机构官网与公开资料以及社交媒体等途径获取各机构的相关资料,初步拟定每个分维度评价特性下的指标选项。其次,采用德尔菲法,以匿名方式征询专家对初拟指标的意见和建议,经多轮修改、汇总和反馈,得到比较一致的标准评价方案,据此构建 ESG 评级再评估指标体系。再次,在人工汇总各机构相关资料信息形成具体描述后,邀请多位专家顾问以匿名和背对背的方式对二级指标进行评分(0-10 分)。最后,将二级指标得分直接简单平均汇总到一级指标层面,依据各机构的总得分进行排名,其中排名前三的机构评定为 A 等级,排名四至六的评定为 B 等级,剩下两家评定为 C 等级。

针对“1”中的相关性,本文采用皮尔逊相关性检验方法,该方法是目前应用最为广泛的相关性检验方法,适用于线性相关连续变量间关联关系的分析。首先,计算各机构之间 ESG 总评级结果的平均相关性、分维度(E、S、G)评分的平均相关性、分行业的平均相关性、区分企业性质的平均相关性。然后,根据上述四个方面的相关性结果进行排名,其中排名前三的机构评定为 A 等级,排名四至六的评定为 B 等级,剩下两家评定为 C 等级。

针对“1”中的预测性,为了检验各机构的 ESG 评级结果对于企业预期收益和企业风险的预测性,本文参考 Dorfleitner 等(2015)以及 Brandon 等(2021)的做法,构建了如下计量模型:

$$Profit_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{i,t-1} + \alpha_2 Controls_{i,t-1} + \theta_j + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量  $Profit_{i,t}$  表示企业  $i$  在  $t$  年的收益和资本市场表现。本文使用每股收益和营业净利率来反映企业的收益情况;而对于资本市场表现指标,借鉴宋敏等(2021)的研究,以流动性比率、非流动性比率以及反转指标的第一主成分作为股票信息透明度的代理变量。 $Controls_{i,t-1}$  表示控制变量,本文参考 Dorfleitner 等(2015)的研究,选取企业的资产负债率( $lev$ )、资产回报率( $roa$ )、年龄( $age$ )、现金流比率( $cash$ )、无形资产占比( $intangible$ )、账面市值比( $mb$ )、两职合一( $dual$ )、第一大股东持股比例( $top1$ )、机构持股比例( $insitu$ )、分析师跟踪人数( $Ana$ )和研报跟踪数量( $Report$ )等因素。 $\theta_j$ 和 $\gamma_t$ 分别表示行业与年份固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 表示随机扰动项。

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 Controls_{i,t-1} + \theta_j + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,被解释变量  $Risk_{i,t}$  表示企业  $i$  在  $t$  年的潜在风险,本文采用两种方法进行测算:一是以企业在每一观测时段内经行业调整后的资产回报率波动性来衡量风险水平;二是以企业 ESG 争议事件数量与环境处罚风险来反映企业 ESG 风险。解释变量  $ESG_{i,t-1}$  表示各机构对 A 股上市公司的 ESG 评分情况。最后,结合 ESG 评级对企业收益和未来潜在风险的预测结果对各机构进行排名,其中排名前三的机构评定为 A 等级,排名四至六的评定为 B 等级,剩下两家评定为 C 等级。

## 2. 数据来源

本文选取 2009-2021 年中国 A 股上市公司年度数据和 8 家国内主流 ESG 评级机构数据作为研究样本。其中,8 家主流评级机构包括 Wind、华证、商道融绿、中证、润灵环球、中诚信绿金、妙盈科技和 CNRDS。上市公司 ESG 数据来自各大评级机构数据库,上市公司的基本面数据、股票收益与交易数据来自国泰安(CSMAR)数据库。在预测性的分析中,本文对初始样本做了如下处理:剔除上市不足一年、经营状况异常的上市公司,剔除金融和房地产行业样本;为了减少离群值对研究结论的干扰,对公司层面的所有连续性变量进行上下 1% 的缩尾处理。

## 三、ESG 评级再评估结果分析

### (一)科学性评估结果

本文结合各个机构的相关资料,依据表 2 中科学性原则下的四大维度进行评估。总体而言,8 家国内主流 ESG 评级机构在评级标准和指标体系建设等方面与国际准则或国内证监会的

要求基本一致，但仍存在部分问题而导致各个机构的评级体系在科学性表现上存在较大差异。本文从科学性原则下的四大维度进一步展开分析，结果见图1。

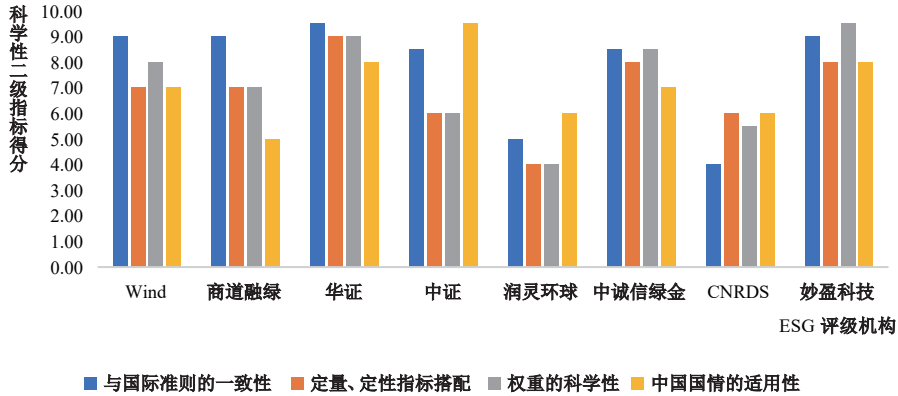


图1 科学性二级指标得分情况

从与国际准则的一致性角度看，国内主流评级机构在构建 ESG 评级体系时与国际组织所发布的相关准则保持一致，这是影响评级体系科学性、与国际 ESG 评级体系对接的重要因素。8 家评级机构大多能够以主流国际准则为基础，并结合国内相关政策指引与证券交易所要求，形成具有鲜明特色的差异化指标体系。华证、妙盈科技、Wind、商道融绿和中诚信绿金等机构的 ESG 指标议题体系建立在对标国际准则方面表现较好。例如，作为中国本土首家数据登录彭博终端的 ESG 评级机构，商道融绿的指标选取标准与 GRI、SASB 国际准则具有较好的贴合性。此外，部分机构的 ESG 评级体系虽考虑了国际准则，关注的重要议题也比较相近，但尚未考虑到部分重要指标，因而仍有进一步完善的空间。

从指标搭配的角度看，各大机构的指标选取基本遵循“定量+定性”的指标组合原则，但囊括的数据指标数量、定量指标的占比情况却各有差异。根据本文搜集的公开资料，妙盈科技、华证和中诚信绿金等机构对于定量数据的考量比较积极，多采用量化数据，将主观性判断最小化，而且底层数据指标比较全面、广泛和准确。例如，华证的底层数据中定量指标占比近 70%，妙盈科技的底层指标更是超过 700 个。而其他机构则主要是以定性指标为主，或者定量指标占比情况不明晰，而且在部分议题上指标数量差异较大，因而有待进一步完善指标体系的科学性。

指标搭配与其权重设定、行业属性等联系紧密。从行业指标权重设置的角度看，各评级机构大多基于 GICS 行业分类或申万行业分类标准来划分行业，在此基础上设定行业评级模型，分行业来设置议题或指标权重。华证、妙盈科技和中诚信绿金等机构对于每个行业都有差异化的 ESG 实质性议题设置与评价模型，而且包含部分具有行业区分度的代表性指标。例如，妙盈科技拥有自研的妙盈行业分类系统(MICS)，分为 62 个二级行业，同时考虑公司具体业务、所处行业和地理位置，确定各议题的风险权重。其他部分机构依然存在议题归属维度不够精准、行业特色不够凸显或者介绍比较模糊等问题。

从与中国国情的适配性角度看，国内主流 ESG 评级机构基本都考虑了中国国情，在国际 ESG 核心要义指标的基础上引入具有中国特色的指标。中证、妙盈科技和华证等机构设置了乡村振兴、共同富裕等“中国式现代化建设”议题，这对于构建中国 ESG 评级体系具有重要参考价值。

## (二) 可靠性评估结果

本文结合各个机构的相关资料，依据表 2 中可靠性原则下的四大维度进行评估。总体而言，8 家 ESG 评级机构在数据来源与数据处理方法方面，大多都具有比较明显的技术特色且遵

循数据科学原则，但仍存在部分问题而导致各机构的评级体系在可靠性表现上存在较大差异。本文从可靠性原则下的四大维度进一步展开分析，结果见图 2。

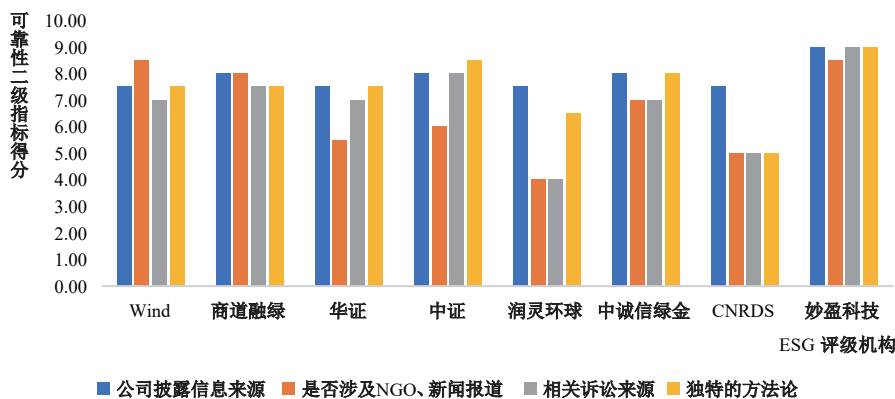


图 2 可靠性二级指标得分情况

一方面，可靠的数据来源是 ESG 评级最为关键的底层逻辑，各大机构的数据来源主要包括企业主动披露数据（如企业年度报告和 ESG 报告等）和被动披露数据（如政府监管数据等）。从企业主动披露数据的角度看，各大机构基本都能从公开渠道获取上市公司的基本市场面信息，但对其具体来源的介绍存在明显差异。据本文搜集的公开资料所知，商道融绿、中证、中诚信绿金和妙盈科技对数据信息的具体来源介绍得更加清晰和可靠，且不单纯依赖主动披露，也会借助大数据技术进行补充。而其他机构对企业自主披露数据来源的介绍则比较宽泛，有待进一步补充说明。从企业被动披露数据的角度看，8 家机构在获取企业被动数据时主要考虑了政府监管机构的相关诉讼信息，但对其他非官方组织或社会媒体的关注较少，这会导致对企业 ESG 争议事件监控的精确度不足和实效性较低。例如，润灵环球在 ESG 评级中鲜少涉及舆情信息、违规等负面信息，CNRDS 的指标体系对 ESG 争议事件的关注度则较低。而妙盈科技、商道融绿、中证和 Wind 的数据来源比较全面可靠。妙盈科技从政府网站、监管机构、非营利性组织、学术组织和新闻舆情中监控企业 ESG 争议事件，而且重视社交媒体中的 ESG 隐藏风险因子。除了覆盖政府及监管部门外，Wind 还关注新闻媒体、网络舆情信息源以及行业协会、NGO 等。

另一方面，独特且科学可靠的方法论是保证 ESG 评级结果准确性的重要工具。因此，评估各主流 ESG 评级机构所采用的方法论是否具有可靠性，对于鉴别 ESG 评级结果具有重要意义。总体而言，8 家机构都在积极探索构建中国 ESG 评级体系，方法论都极具特色，具有重要的参考和实践意义，但多元化的方法论与评级标准不利于评级结果之间的比较。据本文搜集的资料所知，妙盈科技、中证和中诚信绿金在方法论的独特性与科学可靠方面表现较好。除了特色数据（如 AI 碳估算、气候在险价值、企业隐含温升等）占比不低外，妙盈科技还借助自研的 ESGhub 软件，及时敦促企业反馈缺失数据。中证测算了绿色收入、绿色产出和社会贡献值等特色数据，并搭建了碳估计模型来补充缺失数据，对于积极实施低碳转型的也有加分项。华证、Wind 和商道融绿主要涉及 ESG 主动管理和 ESG 风险暴露等方面的基本信息，特别是更加重视 ESG 风险预警和量化。其他机构则主要在常规性方法论的基础上引入部分本土化特色指标，缺乏创新评估方法的引入。

### （三）透明性评估结果

本文结合各个机构的相关资料，依据表 2 中透明性原则下的四大维度进行评估。总体而言，8 家国内主流 ESG 评级机构在评级体系公开、数据信息披露和研究模型方法介绍等方面遵

循了公开性原则，但与国际主流 ESG 评级机构相比，在公开标准和公开范围方面仍存在部分问题。这些问题导致各大机构的评级体系在透明性表现上存在较大差异。本文从透明性原则下的四大维度进行深入分析，结果见图 3。

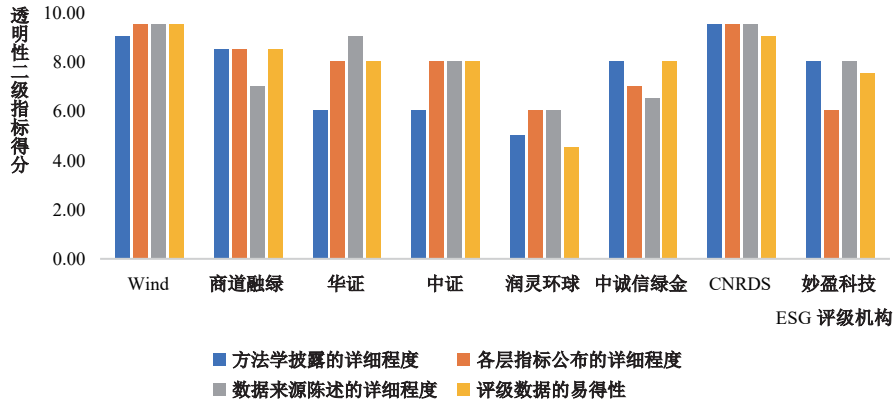


图 3 透明性二级指标得分情况

从评级体系方法学披露的详细程度看，各机构对评级体系方法学的透明度重视不足，呈现出两极分化的现象，需要进一步提高重视程度。作为国内出色的数据提供商，CNRDS 和 Wind 两家机构有赖于其突出的数据服务优势，方法学披露的透明性表现较好。CNRDS 披露的方法学内容更加详细，包括权重分配的具体计算方法、行业调整计算方法和指标整合方法。Wind 的评估方法和模型也很公开透明，具体议题和不同维度的权重均有比较详细的说明。商道融绿、中诚信绿金和妙盈科技的方法学透明性表现次之，评级标准和指标赋分流程说明均比较详细，评分方法框架也比较清晰，但具体计算公式或者标准化方式却无说明。其他机构所披露的评级方法则比较简略，大多只涉及评级步骤、关键指标议题组成，对其他内容的披露不足。

从指标组成与数据来源的透明度看，8 家机构在较低层级指标数据方面的透明度较低，难以满足投资者对于具体 ESG 评级数据与结果的公开性和科学性诉求。CNRDS 和 Wind 两家数据服务商的各级指标透明度较高，可以查阅到个股的具体明细数据及指标的详细得分。商道融绿、华证、中证和中诚信绿金四家机构虽没有公布底层明细指标数据，但公开了三级指标的评分信息。其他机构则大多只公布 E、S、G 三大维度或议题单元的评分结果。此外，有些评级机构对于其评级所需数据的具体来源解释比较笼统，说明不充分。Wind 和 CNRDS 在数据来源陈述方面的透明性表现较好，以自身庞大精细的数据库为依托，每个具体底层指标的来源都很透明清晰。华证和妙盈科技的表现则次之，虽然没有对每个底层指标数据来源进行详细说明，但是披露了主要数据来源所占比重，比较客观地反映了其 ESG 指标体系的数据结构。其他机构仅简单介绍了整体数据的主要来源，但是缺乏精细度。

从评级数据的易得性角度看，各大大专业机构对于评分结果和具体评级数据的披露不够充分，数据可得性也不高，对中小投资者而言获取门槛较高。Wind 和 CNRDS 两家数据服务提供商的评级结果与具体评级数据的易得性表现较好，能够在其数据库网站上批量下载。华证、中证和妙盈科技三家机构的表现则次之，评级数据虽然及时更新，但是对普通投资者或其他用户却非完全公开，数据可得性有待进一步提高。部分机构的评级结果与议题得分均不对外公开，评级数据的透明性表现较差。

#### （四）相关性评估结果

本文结合各机构对 A 股上市公司的 ESG 评级数据，依据表 2 中相关性原则下的四大维度进行评估。总体而言，8 家国内主流 ESG 评级机构在 ESG 综合得分平均相关性、分维度得分相



关性、区分行业与企业性质的相关性等方面表现各异。与国际主流 ESG 评级机构相比,各机构两两之间的平均相关系数较低。这进一步印证了国内主流 ESG 评级机构的评级风格与结果存在较大差异。本文从相关性原则下的四大维度进行深入分析。

从 ESG 综合得分和分维度得分的平均相关性看,图 4 的 ESG 综合得分相关性结果显示,8 家评级机构对上市公司的 ESG 综合评分结果的两两之间平均相关系数为 0.39,相关性仍有待提高。这不仅与 Brandon 等(2021)结合 7 家国际主流 ESG 评级机构得出的相关系数 0.447 存在一定差距,更是远低于穆迪投资者服务公司和标准普尔发布的信用评级之间的平均相关系数。主要原因在于,8 家国内主流评级机构的 ESG 评级体系存在较大差异,导致评级结果的相关性较低。而与整体相关性相比,一些 ESG 评级机构两两之间的相关性相对较高。例如,妙盈科技与商道融绿之间以及中诚信绿金与中证之间的 ESG 综合得分相关系数均超过 0.65。此外,分维度得分的相关系数矩阵结果同样支持了上述结论。<sup>①</sup>

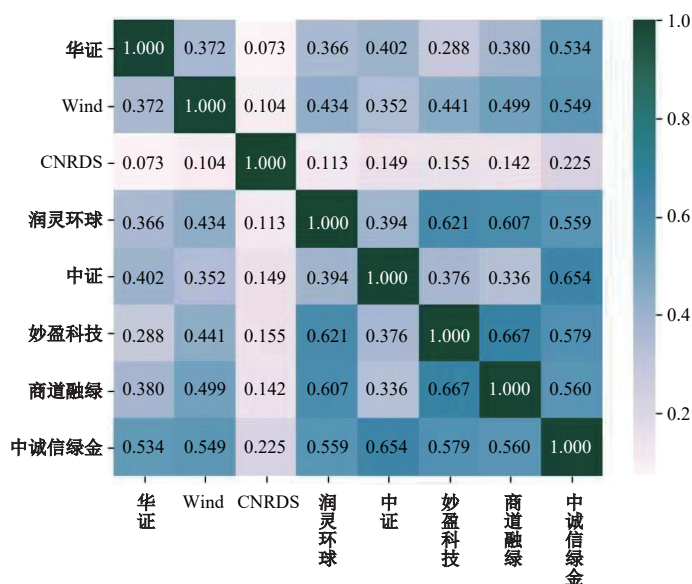


图 4 ESG 综合得分的相关系数矩阵

从区分企业性质的平均相关性看,表 3 结果显示,与民营企业相比,华证、Wind、中证、妙盈科技、商道融绿和中诚信绿金对国有企业的 ESG 综合得分的平均相关系数较高。这可能是因为与民营企业相比,国有企业更加关注社会责任承担、保障民生就业和环保减排等非经济目标(马文杰和余伯健,2023)。这种非经济责任能够更好地得到国内 ESG 评级机构的认可。此外,各评级机构在对污染型企业的 ESG 评分上具有共识。这可能是因为评级机构在评估污染型企业的 ESG 表现时均比较注重环境维度的评分。

表 3 区分企业性质的 ESG 综合得分平均相关系数

企业类型	华证	Wind	CNRDS	润灵环球	中证	妙盈科技	商道融绿	中诚信绿金
国有企业	0.352	0.428	0.113	0.428	0.413	0.487	0.470	0.543
民营企业	0.329	0.379	0.150	0.443	0.352	0.409	0.429	0.502
重污染企业	0.395	0.454	0.153	0.484	0.419	0.491	0.489	0.531
非重污染企业	0.329	0.368	0.127	0.447	0.369	0.427	0.439	0.519

① 受篇幅限制,分维度得分的相关系数矩阵结果未列示,备索。

从区分行业的平均相关性看，图 5 结果显示，ESG 综合得分的平均相关性在社会服务业中最低，这可能是由 S 维度和 G 维度的两两之间低相关性（基本均低于 0.4）所驱动的。<sup>①</sup>采掘业、交通运输与仓储业、金融保险业、电力行业的 ESG 综合得分则表现出较高的相关性。这表明国内 ESG 数据提供商对这四个行业企业的评级意见分歧较小。

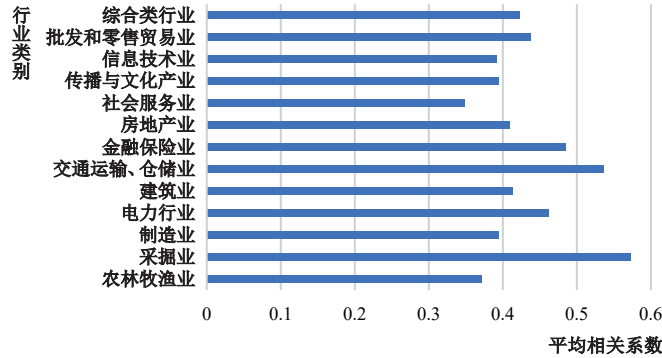


图 5 区分行业的 ESG 综合得分平均相关性

#### （五）预测性评估结果

本文依据表 2 中预测性原则下的两大维度进行评估。总体而言，8 家国内主流 ESG 评级机构的评级结果对企业未来预期收益和风险水平的预测能力较弱，特别是在对企业未来潜在风险的预测能力上，各评级机构比较接近。这从侧面印证了国内主流 ESG 评级机构的评级体系尚未成熟，评级结果需要重新审视。

首先，在预测企业收益与资本市场表现方面，表 4 中 Panel A 和 Panel B 分别汇报了各大机构的 ESG 综合评分对企业未来一期每股收益和营业净利率的影响结果。可以发现，各大机构的 ESG 评分对上述企业收益的估计系数基本上显著为正。通过对比估计系数及显著性水平，妙盈科技和中证的 ESG 评分能够显著预测并提高企业未来一期的收益，中诚信绿金、Wind 和商道融绿次之，而其他机构 ESG 评分的预测性较弱。上述结果从侧面揭示了各评级机构的 ESG 体系构建标准存在较大差异，评级机构在揭示企业成长与盈利能力的同时兼顾了很多其他相关话题，从而导致对企业未来收益的预测性有所减弱。

Panel C 汇报了各机构的 ESG 评级对企业资本市场表现的影响结果。可以发现，各大机构的 ESG 评级对股票市场信息不对称指标的估计系数均在 1% 的水平上显著为正，说明各机构的 ESG 评级能够显著提高企业未来一期的股票信息质量和流动性。而股票流动性是资本市场价格发现、信息匹配和资源配置的重要体现，在很大程度上反映了企业的经营活力（陈辉和顾乃康，2017）。通过对比估计系数及显著性水平，妙盈科技 ESG 评级的预测性更加突出，中证、润灵环球、Wind 和中诚信绿金次之。可以认为，各大机构所发布的 ESG 评级信息能够向市场投资者展示特质信息，增加企业的“曝光效应”，显著提高股票交易概率。

其次，在预测企业未来潜在经营风险与争议事件方面，本文分别选取企业经营风险、ESG 争议事件数量和企业受环境监管处罚情况。表 5 中 Panel A 汇报了以企业经营风险（使用 3 年内企业资产回报率的波动性来衡量）作为被解释变量的回归结果。可以发现，各大机构的 ESG 评级对企业未来一期经营风险的回归系数基本上显著为负，这意味着各专业机构的评级结果能够在一定程度上预测并降低企业未来的经营风险。通过对比估计系数及显著性水平，妙盈科技和

<sup>①</sup> 受篇幅限制，分维度的相关系数图未展示，备案。

表 4 ESG 评级结果对企业未来收益的预测结果

Panel A: 被解释变量为企业每股收益								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	华证	Wind	CNRDS	润灵环球	中证	妙盈科技	商道融绿	中诚信绿金
ESG	0.0060*** (0.0008)	0.0281*** (0.0106)	0.0004 (0.0005)	0.0696** (0.0276)	0.3376*** (0.0453)	0.6676*** (0.1169)	0.0128*** (0.0041)	0.0300*** (0.0020)
Observations	22 044	7 870	22 045	1 227	2 909	9 944	2 985	2 949
Adjusted R <sup>2</sup>	0.3189	0.3165	0.3163	0.4150	0.3801	0.3193	0.3567	0.4079
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind/Year FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Panel B: 被解释变量为企业营业净利率								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	华证	Wind	CNRDS	润灵环球	中证	妙盈科技	商道融绿	中诚信绿金
ESG	0.0029*** (0.0003)	0.0129*** (0.0037)	0.0002 (0.0002)	0.0072 (0.0053)	0.0853*** (0.0126)	0.1348*** (0.0300)	0.0027*** (0.0010)	0.0066*** (0.0006)
Observations	22 114	7 928	22 115	1 227	2 933	10 013	3 013	2 974
Adjusted R <sup>2</sup>	0.1548	0.1508	0.1497	0.2370	0.2666	0.1467	0.2349	0.2573
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind/Year FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Panel C: 被解释变量为企业股票信息透明度								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	华证	Wind	CNRDS	润灵环球	中证	妙盈科技	商道融绿	中诚信绿金
ESG	0.0057*** (0.0003)	0.0443*** (0.0040)	0.0019*** (0.0002)	0.0603*** (0.0097)	0.2011*** (0.0185)	0.6268*** (0.0446)	0.0101*** (0.0015)	0.0127*** (0.0008)
Observations	22 124	7 929	22 125	1 227	2 933	10 015	3 013	2 974
Adjusted R <sup>2</sup>	0.5160	0.5306	0.5104	0.5242	0.5346	0.5360	0.5156	0.5553
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Ind/Year FE	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制

注: Controls包括企业的资产负债率(*lev*)、资产回报率(*roa*)、年龄(*age*)、现金流比率(*cash*)、无形资产占比(*intangible*)、账面市值比(*mb*)、两职合一(*dual*)、第一大股东持股比例(*top1*)、机构持股比例(*insitu*)、分析师跟踪人数(*Ana*)和研报跟踪数量(*Report*)。如无特殊说明,下表同。

中证两家机构的 ESG 评级表现出较强的降低经营风险的能力, Wind、润灵环球、华证、中诚信绿金和商道融绿次之, 而 CNRDS 对企业风险的监控与预测能力需要进一步强化。这可能与不同机构的评级体系对风险信息的重视程度密切相关。

仅以企业经营风险来分析 ESG 评级对企业所面临不同风险的预测性可能并不全面, 表 5 中 Panel B 汇报了以 ESG 争议事件数量作为被解释变量的回归结果, 以进一步揭示各大机构的 ESG 评级结果对企业多元化 ESG 风险的预测能力。可以发现, 妙盈科技和中证的评级结果对 ESG 争议事件数量的回归系数均显著为负且数值较大, 说明这两家机构对企业 ESG 整体争议风险的预测能力较好, Wind 和润灵环球的预测性次之, 其他机构的预测性则较弱。

最后, 本文还从未来一期受环境监管处罚风险的角度来进一步解释预测性。表 5 中 Panel C 汇报了以企业受环境监管处罚情况作为被解释变量的回归结果。可以发现, 只有妙盈科技和商道融绿两家机构的 ESG 评级对企业未来受环境监管处罚的概率具有风险提示作用; 而其他机构评级的回归系数虽大多为负, 但显著性较低或绝对值较小, 表明这些机构对企业未来环境风险的预测能力有待进一步提高。

表 5 ESG 评级结果对企业风险的预测结果

Panel A: 被解释变量为企业经营风险								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	华证	Wind	CNRDS	润灵环球	中证	妙盈科技	商道融绿	中诚信绿金
<i>ESG</i>	-0.0012*** (0.0001)	-0.0057*** (0.0008)	-0.0000 (0.0000)	-0.0024* (0.0012)	-0.0167*** (0.0038)	-0.0364*** (0.0072)	-0.0007*** (0.0002)	-0.0010*** (0.0002)
<i>Observations</i>	21 432	7 704	21 433	1 212	2 933	9 742	2 939	2 925
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.1991	0.2808	0.1828	0.2597	0.2022	0.2393	0.1987	0.2105
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind/Year FE</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Panel B: 被解释变量为ESG争议事件数量								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	华证	Wind	CNRDS	润灵环球	中证	妙盈科技	商道融绿	中诚信绿金
<i>ESG</i>	-0.0498*** (0.0090)	-0.2199*** (0.0554)	0.0069 (0.0068)	-0.2359** (0.1130)	-0.6396*** (0.1730)	-1.9936*** (0.5698)	-0.0364*** (0.0104)	-0.0703*** (0.0081)
<i>Observations</i>	2 989	2 986	2 989	608	2 933	2 989	3 013	2 974
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.0975	0.0886	0.0846	0.0678	0.0918	0.0867	0.0785	0.1116
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind/Year FE</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Panel C: 被解释变量为环境监管处罚金额的自然对数								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	华证	Wind	CNRDS	润灵环球	中证	妙盈科技	商道融绿	中诚信绿金
<i>ESG</i>	-0.0038* (0.0022)	-0.0295 (0.0182)	0.0055*** (0.0016)	0.0135 (0.0333)	-0.0439 (0.0882)	-0.9095*** (0.1914)	-0.0197*** (0.0056)	-0.0018 (0.0038)
<i>Observations</i>	11 955	7 923	11 956	1 223	2 929	9 995	2 984	2 972
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.1215	0.0992	0.1223	0.2009	0.0571	0.1137	0.0625	0.0604
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind/Year FE</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制

#### (六) ESG 评级再评估总体结果

根据上述对国内 8 家主流 ESG 评级机构在“3+1+1”的“五性”分维度上的讨论与评估,表 6 汇报了再评估的最终结果。可以发现,8 家主流评级机构的 ESG 评级在“五性”表现上各有优劣势。妙盈科技的 ESG 评级再评估结果最好(4A1B),特别是在科学性、可靠性、相关性和预测性上均被评为 A 等级,但是其在透明性上有待提升。Wind 和商道融绿的再评估结果同样表现较好(3A2B),尤其是在可靠性和透明性上表现较好,而在科学性、相关性和预测性上存在不足之处。Wind 在科学性与相关性上需要进一步加强评级体系的相关披露并完善相关方法论,商道融绿则应更加关注其指标体系的科学性和评级结果的预测性。中诚信绿金凭借较好的科学性与相关性也具有不错的表现(2A3B)。华证和中证的再评估结果比较相近,但各具优势。华证在科学性上表现更好,而中证则具有较好的预测性,但是与其他机构相比存在比较明显的短板。润灵环球和 CNRDS 的再评估结果则不尽如人意,润灵环球对于从 CSR 评价体系向 ESG 评级体系的转变需要进行更多的思考,CNRDS 的 ESG 评级可能仍有较多需要完善的地方,以更加贴切地反映中国上市公司的 ESG 表现。

表 6 ESG 评级再评估总体结果

评级机构名称	科学性	可靠性	透明性	相关性	预测性	总体结果
妙盈科技	A	A	B	A	A	4A1B
商道融绿	B	A	A	A	B	3A2B
Wind	B	A	A	B	A	3A2B
中诚信绿金	A	B	B	A	B	2A3B
中证	B	B	C	B	A	1A3B1C
华证	A	B	B	C	C	1A2B2C
CNRDS	C	C	A	C	C	1A4C
润灵环球	C	C	C	B	B	2B3C

#### 四、结论与政策建议

ESG 已经成为实现可持续发展的重要抓手。在评估公司可持续发展能力和做出投资决策时，投资者并不能直接依赖企业披露的信息。数据集成商对相关信息的整合至关重要。而囿于统一的 ESG 评级标准尚未形成，国内不同数据机构对同一公司的 ESG 评级通常具有较大的分歧。本文从科学性、可靠性、透明性、相关性、预测性方面构建了“3+1+1”的“五性”再评估体系，基于 2009—2021 年各大机构 ESG 评级数据与上市公司数据，运用质性分析与实证分析相结合的方法，对覆盖中国 A 股上市公司的 8 家国内主流机构的 ESG 评级进行了再评估。结果表明，妙盈科技的 ESG 评级在科学性、可靠性、相关性和预测性上表现较好，但是其在透明性上有待提升；商道融绿的 ESG 评级在可靠性、透明性和相关性上表现较好，未来应更加关注其指标体系的科学性和评级结果的预测性；Wind 在可靠性、透明性和预测性上表现较好，在科学性和相关性上需要进一步加强其评级体系的相关披露并完善相关方法论；中诚信绿金在科学性和相关性上展现出优势；而华证和中证的再评估结果比较接近；CNRDS 和润灵环球的 ESG 评级在不同方面有待进一步完善。针对上述再评估结果，本文提出以下政策建议：

第一，积极制定并完善与国际标准对标且贴合中国国情的 ESG 评级标准体系，规范国内 ESG 评级机构行为，以确保评级结果的一致性和可比性。政府亟须成立囊括学术界、实务界和评级机构代表的专门机构或委员会，牵头推动 ESG 评价体系建设；学术界应利用相关理论为丰富 ESG 内涵框架与推进标准化评级工作提供学术支持；实务界应加强信息披露，积极为评级机构和投资者提供数据信息支撑，提高 ESG 信息价值。同时，监管部门应搭建上市公司 ESG 信息交流平台以改善信息环境，完善企业 ESG 信息强制披露的相关规范与自律准则，并督促企业主动推进会计师事务所的 ESG 鉴证，从而减少不同 ESG 评级机构对企业的评级分歧。

第二，加强 ESG 评级机构的授权和监管。借鉴欧盟经验，政府可以设立专门的机构或部门，负责对 ESG 评级机构的职责和义务、评级过程和方法等进行监管。监管机构可以要求评级机构定期向其报告评级活动的情况，包括评级方法、数据来源、评级结果等，以便进行审查和验证。此外，政府还应敦促评级机构向公众提供评级方法和目标，以满足最低透明度要求。政府可以设立评级机构注册制度，加强对评级机构执照和注册的审查，确保其具有足够的专业能力和资质，在评级报告中向投资者和企业详细说明评级方法和数据来源，并定期进行自我审查和公开披露。对于不符合要求的评级机构，政府可以暂停或撤销其执照，以保护投资者和企业的利益。

第三，鼓励机构间的合作和良性竞争。在合作方面，政府可以通过提供类似 GRI 标准的评级指南和工具，帮助评级机构共同理解和应用评级方法，具体可以包括 ESG 评级的详细解释和操作指南，以及数据收集、分析的工具和模板。此外，政府还可以组织评级机构间的 ESG 合作项目，共同对一些重点企业进行评级，在此过程中加强评级机构间的信息与评级理念交流。在

竞争方面，相关行业协会或其他第三方机构可以对国内 ESG 评级机构设立排行榜。这不仅有利于投资者鉴别评级机构的数据可靠性，也有利于机构间的良性竞争以提高评级结果的准确性。

基于上述发现与总结，本文提出以下研究展望：一方面，考虑到各评级机构对不同行业 and 不同类型企业评级的侧重点有所差异，在研究中国企业 ESG 表现的影响因素与经济后果时，应关注各机构评级数据在具体问题、具体分析上的有效性和评级共识。例如，可以选择评级体系更具科学性、可靠性和相关性的 ESG 数据，降低研究结论的偏误风险。另一方面，ESG 实践中对企业收益和风险的预测是社会各界关注的焦点，投资者和学者在不同的实践与研究场景中应客观分析并准确运用合适的评级结果，以保证投资决策与研究结论的有效性。例如，关于企业 ESG 风险的投资与相关研究问题，应综合企业 E、S、G 三个维度的风险事件进行分析，选择预测性更好的评级数据来制定投资组合与开展学术研究。

#### 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): 22-40.
- [2]陈辉, 顾乃康. 新三板做市商制度、股票流动性与证券价值[J]. 金融研究, 2017, (4): 176-190.
- [3]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, (2): 91-106.
- [4]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, (7): 90-111.
- [5]李小荣, 徐腾冲. 环境-社会责任-公司治理研究进展[J]. 经济学动态, 2022, (8): 133-146.
- [6]李颖, 吴彦辰, 田祥宇. 企业 ESG 表现与供应链话语权[J]. 财经研究, 2023, (8): 153-168.
- [7]李增福, 冯柳华. 企业 ESG 表现与商业信用获取[J]. 财经研究, 2022, (12): 151-165.
- [8]刘柏, 卢家锐, 琚涛. 形式主义还是实质主义: ESG 评级软监管下的绿色创新研究[J]. 南开管理评论, 2023, (5): 16-28.
- [9]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.
- [10]史永东, 王湜淼. 企业社会责任与公司价值——基于 ESG 风险溢价的视角[J]. 经济研究, 2023, (6): 67-83.
- [11]宋敏, 周鹏, 司海涛. 金融科技与企业全要素生产率——“赋能”和信贷配给的视角[J]. 中国工业经济, 2021, (4): 138-155.
- [12]宋献中, 潘婧, 韩杰. 资本市场国际化的鞭策效应: A 股纳入 MSCI 指数与企业 ESG 表现[J]. 数量经济技术经济研究, 2024, (4): 153-172.
- [13]唐棣, 金星晔. 碳中和背景下 ESG 投资者行为及相关研究前沿: 综述与扩展[J]. 经济研究, 2023, (9): 190-208.
- [14]肖红军, 沈洪涛, 周艳坤. 客户企业数字化、供应商企业 ESG 表现与供应链可持续发展[J]. 经济研究, 2024, (3): 54-73.
- [15]Abhayawansa S, Tyagi S. Sustainable investing: The black box of environmental, social, and governance (ESG) ratings[J]. *The Journal of Wealth Management*, 2021, 24(1): 49-54.
- [16]Avramov D, Cheng S, Lioui A, et al. Sustainable investing with ESG rating uncertainty[J]. *Journal of Financial Economics*, 2022, 145: 642-664.
- [17]Barth F, Hübel B, Scholz H. ESG and corporate credit spreads[J]. *The Journal of Risk Finance*, 2022, 23(2): 169-190.
- [18]Berg F, Kölbl J F, Rigobon R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings[J]. *Review of Finance*, 2022, 26(6): 1315-1344.
- [19]Brandon R G, Krueger P, Schmidt P S. ESG rating disagreement and stock returns[J]. *Financial Analysts Journal*, 2021, 77(4): 104-127.

- [20]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.
- [21]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.
- [22]Dimson E, Karakaş O, Li X. Active ownership[J]. *The Review of Financial Studies*, 2015, 28(12): 3225–3268.
- [23]Dorflleitner G, Halbritter G, Nguyen M. Measuring the level and risk of corporate responsibility: An empirical comparison of different ESG rating approaches[J]. *Journal of Asset Management*, 2015, 16(7): 450–466.
- [24]Eccles R G, Strohle J C. Exploring social origins in the construction of ESG measures[R]. SSRN Working Paper 3212685, 2018.
- [25]Flammer C, Bansal P. Does a long-term orientation create value? Evidence from a regression discontinuity[J]. *Strategic Management Journal*, 2017, 38(9): 1827–1847.
- [26]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.
- [27]Galbreath J. ESG in focus: The Australian evidence[J]. *Journal of Business Ethics*, 2013, 118(3): 529–541.
- [28]Jiang F X, Kim K. Corporate governance in China: A survey[J]. *Review of Finance*, 2020, 24(4): 733–772.
- [29]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.
- [30]Liang H, Renneboog L. On the foundations of corporate social responsibility[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(2): 853–910.
- [31]Lopez C, Contreras O, Bendix J. Disagreement among ESG rating agencies: Shall we be worried?[R]. MPRA Paper No.103027, 2020.
- [32]Riedl A, Smeets P. Why do investors hold socially responsible mutual funds?[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(6): 2505–2550.
- [33]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.
- [34]Shan C Y, Tang D Y. The value of employee satisfaction in disastrous times: Evidence from COVID-19[J]. *Review of Finance*, 2023, 27(3): 1027–1076.
- [35]Sherwood M W, Pollard J L. The risk-adjusted return potential of integrating ESG strategies into emerging market equities[J]. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2018, 8(1): 26–44.

## Reassessment of the Leading ESG Ratings in China

Sun Junxiu<sup>1,2</sup>, Tan Weijie<sup>1</sup>, Guo Feng<sup>1,2</sup>

(1. School of Public Economics and Administration, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China; 2. Fullgoal Institute for ESG Research, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Summary:** The significance of ESG principles in corporate governance is becoming increasingly evident. However, the absence of unified ESG rating standards in China results in substantial divergence in ESG ratings for the same company among various domestic professional institutions. This inconsistency diminishes

(下转第 78 页)