

机构投资者持股与企业ESG表现的相互影响

秦忻田, 陈凌云

东华大学旭日工商管理学院, 上海

收稿日期: 2023年11月8日; 录用日期: 2023年12月19日; 发布日期: 2023年12月29日

摘要

本文以2010年到2020年沪深A股上市企业为研究对象, 考察了机构投资者持股和企业ESG表现的相互影响。实证结果表明: 1) 机构投资者会对被投资企业进行监督治理, 改善了企业ESG表现; 相对于交易型机构投资者, 稳定型机构投资者持股对于企业ESG表现的促进作用更强。2) 机构投资者对ESG表现良好的企业存在选择偏好, 即企业ESG表现越好, 机构投资者持股比例越高, 其中稳定型机构投资者持股的偏好作用更强。本文研究结果为企业、机构投资者和政府机构等利益相关方在促进负责任商业行为和应对ESG挑战以实现可持续增长方面提供了一定的参考。

关键词

机构投资者, 企业ESG表现, 监督治理, 选择偏好

The Interplay of Institutional Investors' Shareholding and Corporate ESG Performance

Xintian Qin, Lingyun Chen

Glorious Sun School of Business and Management, Donghua University, Shanghai

Received: Nov. 8th, 2023; accepted: Dec. 19th, 2023; published: Dec. 29th, 2023

Abstract

Based on Shanghai and Shenzhen A-shares listed firms from 2010 to 2020, this study investigates the interplay between institutional investor shareholding and corporate ESG performance. Key findings include: 1) Institutional investors supervise and govern their invested companies, enhancing corporate ESG performance. Compared to transactional institutional investors, stable institutional investors have a stronger promoting effect on corporate ESG performance through

their shareholding. 2) Institutional investors have a preference for companies with good ESG performance, that is, the better the ESG performance of the company, the higher the proportion of institutional investors holding shares. Among them, stable institutional investors have a stronger preference for holding shares. The research findings of this article provide some reference for stakeholders such as enterprises, institutional investors, and government agencies in promoting responsible business behavior and addressing ESG challenges to achieve sustainable growth.

Keywords

Institutional Investors, ESG Performance, Supervisory Governance, Selection Preferences

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

随着全球对可持续发展的关注日益增强,企业 ESG 表现成为关注的焦点。国内政府已出台《绿色金融发展指导意见》等宏观政策,推动企业提升 ESG 实践和透明度。尽管如此,企业在执行这些政策时仍面临诸多挑战。《2022 年中国上市公司 ESG 行动报告》显示,我国 A 股上市企业的 ESG 表现普遍不高,这反映出我国 A 股上市企业在 ESG 的理论和实践方面还有待提高。因此,除了政策引导,探索企业 ESG 内生动力也显得尤为重要。机构投资者作为资本市场的重要参与者,其与企业 ESG 表现的互动关系可能是解决这一问题的关键。本文旨在深入分析机构投资者与企业 ESG 表现的双向影响,以便为企业和政策制定者提供一定的参考。

关于机构投资者与上市企业 ESG 表现之间的关系,现有研究尚未形成统一的看法。一方面,机构投资者利用其自律性质和社群属性,对企业的 ESG 实践施加影响[1]。另一方面,企业的 ESG 表现也可能反向影响机构投资者的投资选择和策略[2]。同时,机构投资者并非一个目标和动机完全一致的群体。所谓“机构投资者”是一个包含多种类型和目标的广泛类别。因此,考虑到机构投资者的异质性,对于全面理解他们与企业 ESG 表现之间的复杂关系也是必要的。

现有研究主要关注机构投资者持股和企业 ESG 表现的单向关系,但关于两者的双向关系的研究仍相对缺乏。在此背景下,本文探讨了机构投资者持股与企业 ESG 表现之间的相互作用,以及异质机构投资者持股与企业 ESG 表现的相互影响。研究结果对政府在引导 ESG 体系建设方面的政策制定、企业提升 ESG 表现以实现可持续发展、机构投资者做出投资决策以确保未来收益都具有一定的意义。

2. 理论分析与研究假设

2.1. 监督治理假说

2.1.1. 机构投资者持股与企业 ESG 表现

从监督治理的角度出发,机构投资者凭借其作为主要股东的影响力、战略目标、行业经验和专业知识,在企业治理中扮演着积极的监督角色[3],通过各种方式影响上市企业的经营决策,以实现市场功能[4][5]。其中机构投资者推动企业提升 ESG 表现的动因可以归纳为三个方面:首先,良好 ESG 表现有助于建立企业的负责任形象,提升品牌知名度,赢得消费者的青睐,最终改善企业的财务绩效[6],提升企业价值[7]。机构投资者出于提高企业价值和获取更多投资回报的目的,会督促企业改善 ESG 表现。其次,当社会对企业社会责任的要求提高时,机构投资者可能会通过提升企业的 ESG 表现来吸引更多的社会资

本, 扩大资本管理规模, 并提高未来潜在的投资回报。最后, ESG 评分低的企业面临更高的重大负面事件风险, 与利益相关者和消费者之间的信任也相对较弱。相反, ESG 评分高的企业在遭遇突发性负面事件时, 能展现出更强的抗风险能力[8], 从而降低投资风险[9]。因此机构投资者会推动企业改善 ESG 表现, 以降低投资风险, 确保投资收益的稳定性。基于上述分析, 本文提出以下的研究假设:

H1: 机构投资者持股越高, 企业 ESG 表现越好。

2.1.2. 异质机构投资者持股与企业 ESG 表现

本文参考已有研究[10] [11], 将机构投资者分类为稳定型和交易型两种。稳定型机构投资者通常长期持有企业股票, 而交易型机构投资者则倾向于短期持股并频繁交易。

从监督治理的角度看, 具有长期投资视野的稳定型机构投资者能够改善监管和信息质量, 减少代理成本和信息不对称问题。因此, 稳定型机构投资者在监督管理层方面的动力更强, 更能有效地发挥企业治理作用[12]。与追求短期利益的交易型机构投资者相比, 偏好长期回报的稳定型机构投资者更能显著提升企业治理质量[13]。短期行为导向的交易型机构投资者可能会对企业造成短期的业绩压力, 不会鼓励企业进行长期的、对环境和社会负责的投资。相反, 拥有长期视野的稳定型投资者的企业更有可能进行长期的社会责任投资, 以减少环境和社会问题, 实现长期价值的最大化[14]。

H2: 相对于交易型机构投资者, 稳定型机构投资者持股对于企业 ESG 表现的促进作用更强。

2.2. 选择偏好假说

2.2.1. 企业 ESG 表现与机构投资者持股

从选择偏好的角度看, 机构投资者持股对企业 ESG 表现存在选择偏好[15], 机构投资者在选择投资对象时会更关注企业的未来发展潜力, 偏好 ESG 表现良好的企业。机构投资者在面临投资决策时, 通常偏好选择那些具有较大未来发展潜力的企业, 以此来降低监督成本和投资风险。企业的 ESG 表现已成为评估其可持续发展能力的一个关键指标。随着全球对可持续发展的关注日益增强, ESG 投资的兴起及对非 ESG 投资的质疑促使机构投资者逐渐加大对企业社会责任表现的关注[16]。在进行投资决策时, 机构投资者会考虑 ESG 等非财务因素, 有些机构投资者对道德或社会问题尤为关心[17]。因此, 企业 ESG 表现的改善和价值效应的提升可能并非完全是机构投资者监督治理的结果, 而是企业本身的特征吸引了机构投资者[18]。由于机构投资者具有信息获取的优势, 他们更容易了解到企业的 ESG 相关信息, 并倾向于投资那些 ESG 表现良好的企业, 以确保未来潜在的收益。基于上述分析, 本文提出以下的研究假设:

H3: 企业 ESG 表现越好, 机构投资者持股比例越高。

2.2.2. 企业 ESG 表现与异质机构投资者持股

从选择偏好的角度看, 稳定型机构投资者更倾向于重视企业的长期价值。在挑选投资对象时, 他们会进行更为全面和细致的考察。除了评估企业的经营绩效外, 稳定型机构投资者还会将企业对员工的态度、与供应商的关系维护、税收支付情况以及企业活动对环境的影响等 ESG 问题纳入考虑。他们越来越认为, 在 ESG 方面表现出色的企业具有更低的风险, 更适宜于长期投资, 并且对未来的不确定性有更充分的准备。因此, 稳定型机构投资者在评估被投资企业时, 会特别关注其未来的发展潜力和 ESG 表现。基于上述分析, 本文提出以下的研究假设:

H4: 相对于交易型机构投资者, 企业 ESG 表现越好对稳定型机构投资者持股的促进作用越强。

3. 研究设计

3.1. 样本数据选取

本文选取 2010 年到 2020 年在深沪 A 股上市企业作为研究样本, 并对样本进行如下筛选: ① 排除

有些资料不能取得、财务数据不全的企业；② 排除金融行业企业；③ 排除*ST 以及 ST 企业，主要原因是该类企业对公开对外披露的财务报表数据进行盈余管理的可能性较大；④ 为了控制极端值的影响，对连续变量 1% 以下和 99% 以上的分位数进行了缩尾处理(Winsorize)，最终样本量为 22,908 个观测值，3313 家上市企业。ESG 表现数据来源于华证 ESG 指数，财务报表数据的主要来源于国泰安 CSMAR 数据库和 WIND 数据库。

3.2. 变量定义与构造

3.2.1. 企业 ESG 表现

本文参考相关学者的做法[6] [7]，采用华证 ESG 指数来衡量企业 ESG 表现。华证 ESG 指数采用 C 至 AAA 的九级评级体系，每个级别对应 1 至 9 的赋值。该评价体系融合了国际经验和中国国情，全方位评估企业在环境、社会和治理(ESG)三个方面的表现，覆盖面广、投资绩效突出且反应及时。

3.2.2. 机构投资者持股及异质性

$$\begin{cases} SD_{i,t} = \frac{INVH_{i,t}}{STD(INVH_{i,t-3}, INVH_{i,t-2}, INVH_{i,t-1})} \\ INVW_{i,t} = \begin{cases} 1, SD_{i,t} \geq MEDIAN_{i,j}(SD_{i,j}) \\ 0, \text{其他} \end{cases} \end{cases} \quad (1)$$

本文借鉴之前的方法[11] [19]，运用模型(1)从时间和行业两个维度对机构投资者进行分类。模型(1)中的 $INVH_{i,t}$ 表示 i 企业在 t 年的机构投资者持股比例； $STD(INVH_{i,t-3}, INVH_{i,t-2}, INVH_{i,t-1})$ 表示 i 企业前三年机构投资者持股比例的标准差； $SD_{i,t}$ 表示 i 企业在 t 年的机构投资者持股比例与其过去三年机构投资者持股比例标准差的比值； $SD_{i,j}$ 表示 j 行业在 t 年的机构投资者持股比例与其过去三年机构投资者持股比例标准差的比值； $MEDIAN_{i,j}(SD_{i,j})$ 表示 t 年的 j 行业的 $SD_{i,j}$ 的年度中位数； $INVH_{i,t}$ 是哑变量，作为机构投资者稳定性的标识，当 $SD_{i,t} \geq MEDIAN_{i,j}(SD_{i,j})$ 时，取值为 1，表示 i 企业在 t 年的机构投资者为稳定型机构投资者，否则取值为 0，表示 i 企业在 t 年的机构投资者为交易型机构投资者。

3.2.3. 控制变量

本文在模型中引入资产收益率(ROA)、每股盈余(EPS)、托宾 Q (TobinQ)、资产负债率(LEV)、企业规模(SIZE)、市账比(MB)、产权性质(SOE)、独立董事占比(DDBL)、两职兼任(POWER)、股权集中度(TOPSQ)等指标作为控制变量。本文涉及的主要变量及解释说明如表 1 所列。

Table 1. Main variables and descriptions

表 1. 主要变量及说明

变量符号	变量定义	变量定义描述
ESG	ESG表现	取自华证ESG指数，分为C~AAA九档评级，分别赋值1~9
INVH	机构投资者持股比例	机构投资者持股股数/总股数
INVW	机构投资者稳定性	哑变量，取值为1，稳定型机构投资者；否则取值为0，交易型机构投资者。具体计算详见公式(1)
ROA	总资产收益率	净利润/平均总资产，其中平均总资产 = (本年末总资产 + 上年末总资产)/2
EPS	每股盈余	净利润/(总股数 - 其中优先股股数)

Continued

TobinQ	托宾Q	(股权市值 + 负债账面价值)/总资产, 其中股权市值 = 每股市价 × 流通股股数 + 每股净资产 × 非流通股股数
LEV	资产负债情况	负债总额/资产总额
SIZE	企业规模	企业总资产的自然对数
MB	市账比	股权市值/股权账面价值
SOE	产权性质	国有企业取值为1, 否则为0
DDBL	董事会独立性	独立董事/董事人数
POWER	两职兼任	存在董事长与总经理兼任情况取值为1, 否则为0
TOPSQ	股权集中度	第一大股东持股比例平方
INDUSTRY	所属行业	根据中国证监会行业分类标准二级行业代码进行编号和赋值

3.3. 模型构建

1) 采用模型(2)检验机构投资者持股对企业 ESG 表现的监督治理, 即假设 1。

$$ESG_{i,t} = \alpha + \beta INVH_{i,t-1} + \sum \gamma_i Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

2) 采用模型(3)检验异质机构投资者持股对企业 ESG 表现的监督治理, 即假设 2。

$$ESG_{i,t+1} = \alpha + \beta INVW_{i,t} + \sum \gamma_i Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

3) 采用模型(4)检验企业 ESG 表现对机构投资者持股的选择偏好, 即假设 3。

$$INVH_{i,t} = \alpha + \beta ESG_{i,t} + \sum \gamma_i Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

本文将全部样本按稳定型机构投资者和交易型机构投资者进行分类, 再将分类后的两组子样本采用模型(4)分别回归, 检验企业 ESG 表现对异质机构投资者持股的选择偏好, 即假设 4。

4. 实证结果与分析

4.1. 描述性统计

Table 2. Descriptive statistical analysis

表 2. 描述性统计分析

Panel A 全样本描述性统计								
变量名	样本量	均值	标准差	最小值	Q1	中位数	Q3	最大值
ESG	22,908	6.533	1.147	3.000	6.000	6.000	7.000	9.000
INVH	22,908	0.370	0.225	0.000	0.175	0.377	0.546	0.860
INVW	22,908	0.506	0.500	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
ROA	22,908	0.034	0.070	-0.483	0.011	0.033	0.064	0.231
EPS	22,908	0.326	0.594	-2.591	0.073	0.242	0.518	3.573
TobinQ	22,908	2.133	1.590	0.791	1.227	1.638	2.415	17.982
LEV	22,908	0.455	0.205	0.052	0.296	0.452	0.609	0.934
SIZE	22,908	22.355	1.291	19.478	21.461	22.192	23.092	26.516
MB	22,908	0.616	0.260	0.056	0.414	0.611	0.815	1.265

Continued

SOE	22,908	0.413	0.492	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
DDBL	22,908	0.375	0.054	0.300	0.333	0.357	0.429	0.600
POWER	22,908	0.233	0.423	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
TOPSQ	22,908	0.099	0.109	0.000	0.013	0.061	0.151	0.562

Panel A子样本描述性统计

变量	稳定型机构投资者			交易型机构投资者			差异性检验	
	均值	中位数	标准差	均值	中位数	标准差	均值	中位数
ESG	6.679	6.000	1.160	6.383	6.000	1.114	19.664 ^{***}	19.822 ^{***}
INVH	0.444	0.452	0.195	0.293	0.254	0.228	54.012 ^{***}	51.305 ^{***}
ROA	0.036	0.034	0.064	0.031	0.033	0.074	5.551 ^{***}	2.253 ^{**}
EPS	0.363	0.256	0.604	0.289	0.229	0.581	9.423 ^{***}	7.188 ^{***}
TobinQ	2.180	1.648	1.699	2.084	1.629	1.469	4.577 ^{***}	0.741 ^{**}
LEV	0.465	0.465	0.204	0.444	0.439	0.205	7.860 ^{***}	7.972 ^{***}
SIZE	22.477	22.323	1.339	22.231	22.063	1.226	14.472 ^{***}	14.567 ^{***}
MB	0.616	0.607	0.268	0.617	0.614	0.251	-0.240	-0.741 ^{**}
SOE	0.501	1.000	0.500	0.322	0.000	0.467	28.074 ^{***}	27.604 ^{***}
DDBL	0.375	0.357	0.055	0.376	0.357	0.054	-1.473	-1.814 [*]
POWER	0.195	0.000	0.396	0.273	0.000	0.446	-14.028 ^{***}	-13.968 ^{***}
TOPSQ	0.123	0.089	0.114	0.075	0.032	0.099	33.533 ^{***}	42.172 ^{***}
观测值		11596			11312			

注：稳定型机与交易型机构投资者两个独立子样本之间进行了 t 检验(均值)和 Wilcoxon 双侧检验(中位数)。“***”、“**”和 “*” 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。下同。

如表 2 Panel A 所示, ESG 的均值(中位数)为 6.533 (6.000), 标准差较大, 说明不同企业的 ESG 表现存在较大的差距。机构投资者持股比例 INVH 的均值(中位数)为 37.0% (37.7%), 说明机构投资者的持股比例总体较高。

表 2 的 Panel B 分别报告了稳定型机构投资者和交易型机构投资者等两类机构投资者的特征分析, 并对两类机构投资者相关变量的组间均值和中位数进行了差异性检验。从均值和中位数差异性检验的这两列中, 我们发现两类机构投资者在除董事会独立性(DDBL)以外的变量上都存在显著差异其中稳定型机构投资者在机构投资者持股比例(INVH)、总资产收益率(ROA)、每股盈余(EPS)、托宾 Q (TobinQ)、资产负债情况(LEV)、企业规模(SIZE)、股权集中度(TOPSQ)等变量上的均值(中位数)都显著大于交易型机构投资者, 这充分说明不同类型的机构投资者之间存在显著差异。

4.2. 相关性分析

为了检验机构投资者持股、异质机构投资者持股对企业绩效的影响, 我们首先进行了单变量之间的相关性分析, 表 3 报告了相关变量之间的相关性分析。INVH、INVW 与 ESG 显著正相关(0.238^{***}, 0.129^{***}), 说明了机构投资者持股比例越高, 企业 ESG 表现越好; 与交易型机构投资者相比, 稳定型机构投资者对企业 ESG 表现的影响更加显著。ESG 与 INVH 显著正相关(0.239^{***}), 说明了企业 ESG 表现越好, 机构

投资者持股比例越高。其他变量之间的相关系数大部分都在 0.5 以下, 说明不存在严重的多重共线性问题。为了控制其他因素的影响, 本文将进行多元回归分析。

Table 3. Correlation analysis

表 3. 相关性分析

	ESG	INVH	INVW	ROA	EPS	TOBINQ	LEV	SIZE	MB	SOE	DDBL	POWER	TOPSQ
ESG	1.000	0.239***	0.131***	0.140***	0.253***	-0.174***	0.089***	0.356***	0.174***	0.262***	-0.007	-0.110***	0.189***
INVH	0.238***	1.000	0.339***	0.078***	0.201***	-0.034***	0.146***	0.302***	0.034***	0.346***	-0.048***	-0.173***	0.808***
INVW	0.129***	0.336***	1.000	0.015**	0.047***	0.005	0.053***	0.096***	-0.005	0.182***	-0.012*	-0.092***	0.279***
ROA	0.176***	0.111***	0.037***	1.000	0.842***	0.248***	-0.371***	0.024***	-0.248***	-0.100***	-0.034***	0.031***	0.004
EPS	0.241***	0.198***	0.062***	0.759***	1.000	-0.038***	-0.078***	0.319***	0.038***	0.038***	-0.032***	-0.016**	0.103***
TOBINQ	-0.122***	0.023***	0.030***	0.114***	0.016**	1.000	-0.419***	-0.620***	-1.000***	-0.255***	0.027***	0.130***	-0.066***
LEV	0.078***	0.141***	0.052***	-0.307***	-0.095***	-0.274***	1.000	0.461***	0.419***	0.246***	-0.012*	-0.104***	0.127***
SIZE	0.374***	0.312***	0.095***	0.072***	0.295***	-0.456***	0.451***	1.000	0.620***	0.290***	-0.008	-0.139***	0.217***
MB	0.179***	0.040***	-0.002	-0.163***	-0.002	-0.762***	0.402***	0.625***	1.000	0.255***	-0.027***	-0.130***	0.066***
SOE	0.261***	0.343***	0.182***	-0.026**	0.057***	-0.168***	0.246***	0.297***	0.258***	1.000	-0.061***	-0.279***	0.336***
DDBL	-0.008	-0.044***	-0.010	-0.034***	-0.023***	0.052***	-0.006	0.013*	-0.024***	-0.054***	1.000	0.110***	-0.010
POWER	-0.109***	-0.172***	-0.092***	0.005	-0.014**	0.084***	-0.102***	-0.133***	-0.130***	-0.279***	0.112***	1.000	-0.140***
TOPSQ	0.182***	0.732***	0.216***	0.069***	0.125***	-0.044***	0.101***	0.247***	0.085***	0.306***	0.016**	-0.124***	1.000

注: 左下角(右上角)为 pearson (spearman)相关系数; “***”、“**”和 “*” 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

4.3. 回归结果分析

4.3.1. 监督治理假说

Table 4. Institutional investors and corporate ESG performance

表 4. 机构投资者持股、异质机构投资者持股与企业 ESG 表现

	全样本	
	(1)	(2)
	ESG	
INVH _{t-1}	0.267*** (5.159)	
INVW _{t-1}		0.125*** (7.381)
ROA	1.155*** (4.795)	1.143*** (4.752)
EPS	0.069** (2.205)	0.071** (2.277)
TobinQ	0.000 (0.028)	0.000 (0.034)

Continued		
LEV	-0.720 ^{***} (-9.253)	-0.721 ^{***} (-9.286)
SIZE	0.352 ^{***} (21.303)	0.359 ^{***} (22.275)
MB	-0.274 ^{***} (-3.298)	-0.296 ^{***} (-3.573)
SOE	0.349 ^{***} (10.050)	0.347 ^{***} (10.058)
DDBL	0.143 (0.650)	0.116 (0.526)
POWER	-0.050 [*] (-1.880)	-0.053 ^{**} (-1.976)
TOPSQ	0.143 (1.077)	0.330 ^{**} (2.576)
Cons	-1.608 ^{***} (-4.422)	-1.743 ^{***} (-4.874)
年度效应	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes
观测值	22908	22908
Adj R ²	0.277	0.278

表 4 报告了假设 1、假设 2 的检验结果。第(1)列报告了假设 1 的检验结果, 我们可以发现 INVH 与 ESG 之间正相关, 且都在 1% 的水平上显著, 这说明了机构投资者持股比例越高, 对企业的监督治理作用越明显, 企业 ESG 表现越好。第(2)列报告了假设 2 的检验结果, 我们可以发现机构投资者异质性标识变量 INVW 与企业 ESG 表现之间正相关, 都在 1% 的水平上显著, 这说明与交易型机构投资者相比, 稳定型机构投资者更能积极发挥监督治理作用, 对企业 ESG 表现的影响更加显著, 支持了假设 2。

4.3.2. 选择偏好假说

Table 5. Corporate ESG performance and institutional investors
表 5. 企业 ESG 表现与机构投资者持股、异质机构投资者持股

	全样本	INVW = 1	INVW = 0
	(1)	(2)	(3)
	INVH		
ESG	0.006 ^{***} (3.517)	0.007 ^{***} (3.331)	0.003 (1.423)
ROA	-0.051 (-1.331)	-0.006 (-0.121)	-0.090 ^{**} (-2.207)

Continued			
EPS	0.014 ^{***}	0.017 ^{***}	0.012 ^{**}
	(2.615)	(2.898)	(2.040)
TobinQ	0.012 ^{***}	0.009 ^{***}	0.010 ^{***}
	(7.218)	(5.517)	(4.348)
LEV	0.031 ^{***}	0.017	0.028 ^{**}
	(2.649)	(1.339)	(2.143)
SIZE	0.042 ^{***}	0.033 ^{***}	0.044 ^{***}
	(15.252)	(11.237)	(14.159)
MB	-0.165 ^{***}	-0.137 ^{***}	-0.164 ^{***}
	(-13.383)	(-10.978)	(-9.885)
SOE	0.047 ^{***}	0.022 ^{***}	0.053 ^{***}
	(9.227)	(4.176)	(8.919)
DDBL	-0.207 ^{***}	-0.148 ^{***}	-0.233 ^{***}
	(-6.336)	(-4.142)	(-6.566)
POWER	-0.026 ^{***}	-0.019 ^{***}	-0.023 ^{***}
	(-5.783)	(-3.676)	(-4.960)
TOPSQ	1.318 ^{***}	1.107 ^{***}	1.478 ^{***}
	(60.805)	(53.584)	(46.611)
Cons	-0.613 ^{***}	-0.391 ^{***}	-0.672 ^{***}
	(-10.640)	(-6.278)	(-10.340)
年度效应	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes
观测值	22908	11596	11312
Adj R ²	0.613	0.588	0.614

表 5 报告了假设 3、假设 4 的检验结果。第(1)列报告了假设 3 的检验结果,我们可以发现 ESG 与 INVH 之间正相关,且在 1%的水平上显著,这说明了,企业 ESG 表现越好,对机构投资者的选择偏好作用越明显,机构投资者持股比例越高。第(2)列、(3)列,报告了假设 4 的检验结果,我们可以发现在稳定型机构投资者(INVW = 1)下,ESG 与 INVH 之间正相关,在 1%的水平上显著。在交易型机构投资者(INVW = 0)下,ESG 与 INVH 之间没有存在显著关系。这说明与交易型机构投资者相比,稳定型机构投资者更能发挥选择偏好作用,对机构投资者的吸引力更大,对机构投资者持股的影响更加显著,支持了假设 4。

4.4. 稳健性检验

为了检验机构投资者与企业 ESG 表现之间的关系的可靠性,本文选择用拉长时间窗口作为机构投资者异质性的替代变量进行稳健性检验。本文借鉴之前的做法[19] [20],拉长时间窗口来考察机构投资者的稳定性,即用企业机构投资者当年持股比例除以其前 5 年的机构投资者持股比例的标准差作为从时间维度度量机构投资者稳定性的指标,行业维度不变,INVW2 用以替代 INVW 进行回归,回归结果如表 6、表 7 所示。

表 6 中的回归结果与表 4 得出的结论一致。我们可以发现 INVH 与 ESG 之间正相关, 且都在 1% 的水平上显著, 这说明了机构投资者持股比例越高, 对企业的监督治理作用越明显, 企业 ESG 表现越好。机构投资者异质性标识变量 INVW2 与企业 ESG 表现之间正相关, 都在 1% 的水平上显著, 这说明与交易型机构投资者相比, 稳定型机构投资者更能积极发挥监督治理作用, 对企业 ESG 表现的影响更加显著。

Table 6. Robustness test of the supervisory governance hypothesis (changes in shareholding over 5 years)

表 6. 监督治理假说稳健性检验(考虑 5 年持股比例变化)

	全样本	
	(1)	(2)
	ESG	
INVH _{t-1}	0.421*** (3.800)	
INVW2 _{t-1}		0.187*** (8.085)
ROA	1.359*** (4.925)	1.337*** (4.886)
EPS	0.035 (0.955)	0.034 (0.950)
TobinQ	0.008 (0.728)	0.008 (0.789)
LEV	-0.802*** (-8.444)	-0.814*** (-8.630)
SIZE	0.389*** (20.012)	0.401*** (21.523)
MB	-0.229** (-2.357)	-0.275*** (-2.903)
SOE	0.381*** (9.455)	0.367*** (9.160)
DDBL	0.349 (1.334)	0.293 (1.130)
POWER	-0.071** (-2.087)	-0.076** (-2.247)
TOPSQ	-0.023 (-0.103)	0.469*** (2.875)
Cons	-2.304*** (-5.410)	-2.475*** (-5.963)
年度效应	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes
观测值	16106	16106
Adj R ²	0.299	0.303

表 7 中的回归结果与表 5 得出的结论一致。我们可以发现 ESG 与 INVH 之间正相关, 且在 1% 的水平上显著, 这说明了企业 ESG 表现越好, 对机构投资者的选择偏好作用越明显, 机构投资者持股比例越高。此外, 在稳定型机构投资者(INVW2 = 1)下, ESG 与 INVH 之间正相关, 在 1% 的水平上显著。在交易型机构投资者(INVW2 = 0)下, ESG 与 INVH 之间没有存在显著关系。这说明与交易型机构投资者相比, 稳定型机构投资者更能积极发挥选择偏好作用, 对机构投资者的吸引力更大, 对机构投资者持股的影响更加显著。

Table 7. Robustness tests of the selection preference hypothesis (changes in shareholding over 5 years)
表 7. 选择偏好假说稳健性检验(考虑 5 年持股比例变化)

	全样本	INVW2 = 1	INVW2 = 0
	(1)	(4)	(5)
	INVH		
ESG	0.007*** (3.758)	0.009*** (3.890)	0.002 (0.939)
ROA	-0.032 (-0.756)	0.014 (0.250)	-0.058 (-1.261)
EPS	0.020*** (3.552)	0.019*** (3.098)	0.015** (2.260)
TobinQ	0.010*** (5.752)	0.006*** (2.726)	0.013*** (5.326)
LEV	0.026** (1.987)	0.021 (1.436)	0.013 (0.861)
SIZE	0.037*** (12.260)	0.029*** (8.754)	0.042*** (11.343)
MB	-0.143*** (-10.569)	-0.139*** (-9.339)	-0.131*** (-7.466)
SOE	0.041*** (7.323)	0.021*** (3.468)	0.045*** (6.354)
DDBL	-0.149*** (-4.223)	-0.092** (-2.368)	-0.193*** (-4.651)
POWER	-0.031*** (-6.250)	-0.027*** (-4.340)	-0.028*** (-5.109)
TOPSQ	1.277*** (50.541)	1.116*** (43.729)	1.416*** (40.288)
Cons	-0.503*** (-8.071)	-0.322*** (-4.604)	-0.595*** (-7.953)
年度效应	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes
观测值	16106	8296	7810
Adj R ²	0.613	0.578	0.642

5. 结论与建议

5.1. 研究结论

在我国, 上市企业普遍缺乏 ESG 相关的理论知识和实践经验。在证券市场中, 具有关键作用的机构投资者不仅能从治理角度对企业进行监督, 还倾向于选择特定的企业进行投资。本文选取沪深 A 股上市企业作为研究对象, 探讨了机构投资者持股与企业 ESG 表现之间的相互影响, 还考察了异质机构投资者持股与企业 ESG 表现之间的相互影响的关系。通过实证研究, 本文得出以下结论。

1) 机构投资者对企业 ESG 表现存在监督治理的作用, 即机构投资者的持股比例与企业 ESG 表现正相关, 且这种正向关系在稳定型机构投资者中更为显著。机构投资者认为良好的 ESG 表现能够提升企业的长期价值, 通常会参与到企业治理中, 推动企业采取更为负责任的行为, 以减少潜在的投资风险并提高企业的市场竞争力, 进而获得投资收益。稳定型机构投资者由于其长期持有股票的特性, 其对企业 ESG 表现的正向影响更为显著。相反, 交易型机构投资者倾向于追求短期利益, 因此他们对企业 ESG 表现的积极影响较为有限。

2) 机构投资者对企业 ESG 表现存在选择偏好的表现, 即企业 ESG 表现与机构投资者的持股比例正相关, 且这种正向关系在稳定型机构投资者中更为显著。机构投资者倾向于选择 ESG 表现良好的企业进行投资, 这种趋势在稳定型机构投资者中尤为明显, 因为他们认为良好的 ESG 表现预示着企业的长期发展潜力和可持续性。随着全球对可持续发展的关注增强, ESG 投资已经成为主流, 机构投资者更加重视企业的 ESG 表现, 视其为减少监督成本和投资风险的有效途径, 以确保长远收益。稳定型机构投资者在评估投资目标时, 不仅考虑企业的即时财务状况, 会更关注其未来的发展潜力和 ESG 表现。

5.2. 政策与建议

基于本文的实证研究结果, 结合机构投资者与企业 ESG 表现的现实情况, 提出以下建议和启示:

1) 企业应将 ESG 目标融入到其核心业务战略中。这一过程涉及制定明确且可量化的目标, 例如降低碳排放量、优化劳工政策以及提升管理层的多元化。通过这些 ESG 目标与企业的整体业务目标相融合, 不仅可以促进可持续发展模式的形成, 还能显著提高企业在 ESG 方面的表现。其次, 建立一个全面而透明的 ESG 报告体系对企业同样至关重要。这包括定期发布包含关键成功案例和改进需求的详尽 ESG 表现报告。这些报告应遵循国际认可的标准, 如全球报告倡议组织(GRI)或可持续会计准则委员会(SASB), 以确保信息的一致性和可比较性。通过持续的审计、利益相关方的参与, 以及对新兴 ESG 趋势和法规的适应, 企业能够实现持续的改进。这种透明度不仅有助于建立与机构投资者的信任关系, 也展现了企业对于不断提升 ESG 表现的坚定承诺。

2) 机构投资者应专注于长期稳定的投资回报, 优先投资于 ESG 表现出色的企业。这些企业更可能实现长期的可持续增长。投资者应将 ESG 因素融入投资分析和决策中, 确保投资组合企业的可持续性。同时, 应与被投资企业就 ESG 问题进行沟通, 鼓励他们取得进步, 并在必要时提供支持。与此同时, 与其他机构投资者合作, 共同推动 ESG 最佳实践, 促进行业内企业采取更负责任的行为。

3) 政府部门应制定相关法律、法规和政策, 鼓励企业改善 ESG 表现。实施强制性 ESG 报告要求, 确保透明度和问责制。设计激励机制, 奖励在 ESG 管理上有显著贡献的企业。加强监督和信息披露, 确保企业遵守规定, 并对违规行为进行处罚。制定明确的 ESG 信息披露标准, 帮助机构投资者准确评估企业表现。为监管者、企业高管、审计师、分析师及其他相关人员提供专业培训, 提高他们对 ESG 问题的理解, 增强实施有效 ESG 管理和监督的能力。

参考文献

- [1] 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, 58(9): 190-208.
- [2] 金纁. 机构投资者的 ESG 偏好对绿色创新价值的影响[J]. 金融理论与实践, 2022(1): 65-75.
- [3] Bebchuk, L.A., Cohen, A. and Hirst, S. (2017) The Agency Problems of Institutional Investors. *The Journal of Economic Perspectives*, **31**, 89-102. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2982617>
- [4] 梁上坤. 机构投资者持股会影响企业费用粘性吗? [J]. 管理世界, 2018, 34(12): 133-148.
- [5] 杨海燕, 韦德洪, 孙健. 机构投资者持股能提高上市企业会计信息质量吗?——兼论不同类型机构投资者的差异[J]. 会计研究, 2012(9): 16-23.
- [6] 席龙胜, 王岩. 企业 ESG 信息披露与股价崩盘风险[J]. 经济问题, 2022(8): 57-64.
- [7] 王琳璘, 廉永辉, 董捷. ESG 表现对企业价值的影响机制研究[J]. 证券市场导报, 2022(5): 23-34.
- [8] Nofsinger, J.R., Sulaeman, J. and Varma, A. (2019) Institutional Investors and Corporate Social Responsibility. *Journal of Corporate Finance*, **58**, 700-725. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.012>
- [9] Ilhan, E., Sautner, Z. and Vilkov, G. (2020) Carbon Tail Risk. *Review of Financial Studies*, **34**, 1540-1571. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa071>
- [10] 冯钰婷, 李军林, 郭雪萌, 等. “兼济天下”与“独善其身”: 机构投资者持股对企业社会责任的影响研究[J]. 金融与经济, 2021(6): 75-83.
- [11] 牛建波, 吴超, 李胜楠. 机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露[J]. 管理评论, 2013, 25(3): 48-59.
- [12] Attig, N., Cleary, S., El Ghoul, S., et al. (2013) Institutional Investment Horizons and the Cost of Equity Capital. *Financial Management*, **42**, 441-477. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2012.01221.x>
- [13] 史永东, 王谨乐. 中国机构投资者真的稳定市场了吗? [J]. 经济研究, 2014, 49(12): 100-112.
- [14] Erhemjamts, O. and Huang, K. (2019) Institutional Ownership Horizon, Corporate Social Responsibility and Shareholder Value. *Journal of Business Research*, **105**, 61-79. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.05.037>
- [15] 周方召, 潘婉颖, 付辉. 上市企业 ESG 责任表现与机构投资者持股偏好——来自中国 A 股上市企业的经验证据[J]. 科学决策, 2020(11): 15-41.
- [16] Durand, R., Paugam, L. and Stolowy, H. (2019) Do Investors Actually Value Sustainability Indices? Replication, Development, and New Evidence on CSR Visibility. *Strategic Management Journal*, **40**, 1471-1490. <https://doi.org/10.1002/smj.3035>
- [17] Renneboog, L., Ter Horst, J. and Zhang, C. (2011) Is Ethical Money Financially Smart? Nonfinancial Attributes and Money Flows of Socially Responsible Investment Funds. *Journal of Financial Intermediation*, **20**, 562-588. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2010.12.003>
- [18] Smith, M.P. (1996) Shareholder Activism by Institutional Investors—Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, **51**, 227-252.
- [19] 李争光, 赵西卜, 曹丰, 等. 机构投资者异质性与企业绩效——来自中国上市企业的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2014, 29(5): 77-87.
- [20] Elyasiani, E., Jia, J.J. and Mao, C.X. (2010) Institutional Ownership Stability and the Cost of Debt. *Journal of Financial Markets*, **13**, 475-500. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2010.05.001>