

机构投资者偏好对企业ESG表现的影响研究

李晨曦

上海工程技术大学管理学院, 上海

收稿日期: 2023年6月20日; 录用日期: 2023年8月2日; 发布日期: 2023年8月9日

摘要

ESG衡量关于企业非财务绩效指标, 逐渐成为投资者投资决策的考量依据, 亦是学术界当前讨论的热点话题。本文以2009~2021年中国A股非金融类上市公司为样本, 探究机构投资者偏好对企业ESG的影响。研究发现, 机构投资者持股对于企业ESG表现有显著的正向影响。

关键词

机构投资者, ESG, 公司治理

Research on the Impact of Institutional Investor Preference on Enterprise ESG Performance

Chenxi Li

School of Management, Shanghai University of Engineering Science, Shanghai

Received: Jun. 20th, 2023; accepted: Aug. 2nd, 2023; published: Aug. 9th, 2023

Abstract

ESG measures the non-financial performance indicators of enterprises, which has gradually become the basis for investors' investment decisions, and is also a hot topic in academic circles. Based on the sample of China's A-share non-financial listed companies from 2009 to 2021, this paper explores the impact of institutional investor preference on ESG. The study found that institutional investors' shareholding has a significant positive impact on the performance of ESG.

Keywords

Institutional Investors, ESG, Corporate Governance

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

《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》提出，经济社会发展要以推动高质量发展为主题，倡议发展绿色金融，支持绿色低碳的发展模式转型，表明了党中央和政府对于环境保护的高度重视和坚定决心。党的二十大报告更是强调高质量发展是全面建设社会主义现代化的首要任务。企业作为经济发展的微观主体，如何推动我国经济迈向高质量发展阶段成为近年来学界关注的重要议题。2004 年，联合国规划署在《在乎者赢》(Who Cares Wins)报告中首次提出 ESG 概念，主张企业在注重经营的同时应该考虑环境保护(Environment)、社会责任(Social)和公司治理责任(Governance)三个方面的表现。ESG 是关于环境、社会和公司治理协调发展的新的可持续理念，是一种更加先进的公司治理理念，是实现经济高质量发展和企业可持续发展的有效抓手。

ESG 概念最早起源于责任投资，先后经历了伦理投资、早期社会责任投资、现代社会投资和 ESG 投资四个主要阶段。早在 1992 年联合国规划署就在金融倡议(UNEP FI)中提出，希望金融机构能够把环境、社会和公司治理纳入企业业务决策过程中。2018 年 6 月中国证监会发布了《上市公司治理准则》修订版，首次明确要求上市公司对环境、社会和公司治理方面的信息进行披露。在“双碳经济”背景的推动下，国内在 2021 年和 2022 年先后出台了《环境信息依法披露制度改革方案》和《企业环境信息依法披露格式准则》，加速了企业践行 ESG 的步伐，推动了我国 ESG 体系的建设与发展。

相较于欧美资本市场，我国机构投资起步较晚，且发展速度较慢，目前尚处于不成熟的发展阶段。但是机构投资者作为资本市场的重要参与者，其发挥的作用不容忽视。随着 ESG 理念的不断深化，已经逐渐成为企业界和金融界投资决策的考量依据和决策内容。ESG 是近年来新兴的企业非财务绩效评价指标，成为社会各界热门讨论的话题，而机构投资者作为资本市场的重要参与者，其在国内资本市场快速发展成为影响上市公司决策的重要因素，有关机构投资者投资偏好与企业 ESG 绩效提升的研究较为欠缺，因此，本文针对机构投资者投资偏好对企业 ESG 绩效提升进行理论分析和实证研究。

本文针对机构投资者与企业 ESG 绩效之间的关系进行探讨，区别于以往只关注机构投资者持股与单个环境绩效、社会责任、公司治理维度之间的影响研究，使得研究内容得到了拓展和丰富，将机构投资者进行异质性分类，探究不同机构投资者对企业 ESG 绩效的影响差异，面对不同产权性质的企业验证二者之间的差异影响，进一步丰富了研究内容。本文基于中国资本市场的环境下，以中国 A 股上市公司为研究样本，考察中国机构投资者与企业 ESG 绩效之间的关系，在一定程度上为监管部门合理引导机构投资者的投资行为和相关政策的制定提供证据。

2. 文献综述

2.1. ESG 的相关研究

ESG 在国外学界发展较成熟，相关理论研究已发展较大规模的体系。一是内涵辨析。ESG 概念最早

认为是伦理投资和社会责任投资。同时也是绿色投资和责任投资的丰富和延伸。John 认为企业绩效要看环境(E)、社会责任(S)、公司治理(G)三个方面,即三重底线的内涵。与传统股东利益最大化不同,企业还要考虑环境绩效和社会绩效。ESG、企业社会责任和可持续发展和社会环境治理被认为同义词,其由于 ESG 源自于企业社会责任(CSR),两者也可以互换。二是度量分析。ESG 计量是检验 WSG 实践有效性的基础,同时也是企业披露 ESG 信息的基础。衡量 ESG 整体及其各个维度的指数得分主要来自于 KLD 数据库、Bloomberg [1] (Yu *et al.*, 2021)、汤森路透 ASSET4 数据库[2] (Zhang *et al.*, 2020)。但在 ESG 度量上有一定的局限性,各个评级在测量维度和选择标准上有一定的差异,缺乏统一的测量标准会导致研究的偏差。三是理论基础。关于 ESG 研究理论主要集中在制度理论和利益相关者理论。基于制度理论的基础上,探讨公司合法性行为在可持续发展中的作用。ESG 评级有利于改善企业环境绩效,其风险防范作用也会在企业中产生影响,同时也会对企业高管有约束作用。基于利益相关者理论,ESG 同样与财务风险、财务绩效以及员工管理产生一定影响。对于利益相关者而言,更加青睐 ESG 表现好的企业。四是经济后果。ESG 绩效指数可能会澄清可持续投资和财务绩效之间的关系。研究 ESG 与企业绩效、企业价值之间的关系是学术界热门关注的话题,从不同角度衡量企业的可持续发展行为,其与企业绩效、企业价值之间的关系可分为正相关、负相关、非线性关系和间接关系。

ESG 理念作为一个“舶来品”,我国 ESG 起步相较于其他发达国家较晚,仍处于发展的初期,随着 ESG 理念深入人心,国内相关研究也逐渐兴起。一是 ESG 体系的完善和健全。国内对 ESG 报告披露采取“自愿 + 半强制”为主,香港交易所则是遵循强制披露的原则。ESG 信息仍呈碎片化信息分布在企业社会责任报告中。为建立符合中国本土国情和适应市场经济的 ESG 评价体系。中国工商银行绿色金融课题组[3] (2017)是首家建立 ESG 绿色评级体系的商业银行,其构建在国际评级机构的基础上,充分借鉴国外经验,以及结合国内绿色信贷和风险识别的实践,保证评级的可靠性和针对性,学者们采用与国际 ESG 评级框架类似的体系,基于研究背景对其中的具体指标进行了调整。目前国内已有一些研究机构、市场机构、专家学者建立 ESG 评级体系,国内大多数研究采用商道融绿[4] (龙海明和欧阳佳俊, 2022)、华证评级[5] (晓芳, 2021)等指数。总的来说就是整理碎片化的 ESG 信息滞后将其分为子类,赋予不同子类分数和权重,再将子类分为 ESG 三个维度,得到三个维度的得分,算出 ESG 总得分。不同测量方法的差异主要由不同评级机构使用不同指标衡量同一属性造成。二是 ESG 影响因素。较强的偿债能力、盈利能力、合理的资本结构,机构投资者[6] (周方召等, 2020)、高管持股也会对中国上市公司 ESG 实践产生影响[7] (王海妹等, 2014)。三是 ESG 产生的经济后果。ESG 会影响企业价值[8] (邱牧远和殷红, 2019)、企业绩效[9] (李井林等, 2021)、企业投资和股票回报[10] (高杰英, 2021),但对于研究的结论尚不统一,甚至还出现相反的结论。

2.2. 机构投资者的相关研究

国外学者对其研究主要从以下几个方面展开,一是概念辨析,国外对与机构投资者的定义有两种主流的看法。其一是来源于《新帕尔格雷夫货币与金融词典》的说法,其认为机构投资者是金融中介机构,机构的职能是管理某些特定基金,但特定基金涵盖的范围不全面。另一种则来自于美国的《Black 法律词典》,其将机构投资者视为大的投资者,包括但不限于保险公司以及共同基金等不通过自身基金进行投资的机构。总的来说,机构投资者不同于个人组织,机构投资者进行投资的资本来自募集资金或者是自有资金,目的是获取投资收益。二是投资者投资行为因素研究,主要立足于经济因素的影响进行探讨,例如企业规模、宏观经济因素、交易成本、净损失成本等。机构投资者更加偏向于资本控制状况持有税率、负担成本、经济发展状况。机构投资者在进行投资决策时,同样也更加偏好持有规模较大、增长较快、盈利水平较好、股权集中度较低的企业。Piccioni [11] (2012)选取拉美国家的基金作为数据样本,针

对国内外机构投资者的持股行为进行研究发现，境外投资者对新兴产业公司有更多的偏好，这类公司的共同特点是具有较强的流动性、市值大、且上市时间较短，而拉美地区的基金投资者则偏好较强的流动性、市值低、波动性小且上市时间长的企业。机构投资者更加偏好投资中立型企业，对于绿色企业和污染企业较少投资[12] (Fernando *et al.*, 2010)，其持股与企业的环境方面的表现负相关[13] (Chava, 2010)，机构投资者与也不太可能因为企业承担环境社会责任而投资企业股票。养老基金机构投资者也可能不会持有“罪恶股票”，以养老基金等为代表的长期稳定型机构投资者持股会促进企业社会责任承担、提高产品质量，机构投资者配置的投资组合避免关注有社会责任问题的股票，但并不意味着倾向有社会责任优势的股票。拥有更高 ESG 配置的公司更加青睐于投资期限更长的投资者，在机构投资者的股东积极主义和企业慈善理论视角下，Dyck 采用跨国公司数据作为研究样本发现，机构投资者持股能够提升企业的 ESG 表现和社会责任的得分。

随着资本市场金融中介和信托业的发展，机构投资者应运而生。我国机构投资者一般是指在资本市场从事证券投资的法人机构。国内学者围绕机构投资者也展开了大量研究，主要聚焦于公司并购[14] (周佳, 2017)、企业绩效[15] (周方召等, 2018)、企业创新[16] (李涛和陈晴, 2020)。关于机构投资者和环境绩效的影响，学者认为，机构投资者受到企业环境绩效的影响，机构投资者持股对于重污染企业在环境方面有改善作用，在不同企业经营范围，机构投资者持股比例越高，企业环境绩效越好，也就是说企业的环境绩效作为机构投资者偏好的条件之一。关于机构投资者和社会责任的研究。机构投资者在进行投资决策时会将企业社会责任绩效纳入考虑因素中，对于企业社会绩效表现较高的企业，机构投资者会表现出较强的偏好[17] (毛磊, 2012)；同时机构他投资者对企业的社会责任信息披露的完整度以及披露的质量也高度关注[18] (王昌锐和邹昕钰, 2016)。关于机构投资者和公司治理的研究。机构投资者作为资本市场的重要参与者，同样在公司治理中扮演着重要的角色。机构投资者在持有企业股份期间能够参与公司治理，改善公司内部治理机制，避免公司治理产生的一系列负面问题，使得公司结构更加趋于合理化[19] (纪纲, 2020)。机构投资者可以借助公司治理来发挥作用，将中国国情更好贯彻到企业制度中[20] (夏宁, 2019)，以此达到引导机构投资者参与公司治理的目标。

简评：通过对已有文献进行梳理可知，国内外学者分别针对机构投资者以及 ESG 从多个角度进行多方面的研究，但鲜有学者关注机构投资者偏好对企业 ESG 绩效的影响。一在研究内容上，大多学者仅是研究机构投资者对企业环境、社会责任、公司治理单方面绩效的影响，或是加入一些控制变量进行研究。有学者将机构投资者进行分类，展开异质性的探讨，鲜有文献直接针对机构投资者与企业 ESG 绩效的关系展开研究。二是在研究方法上，由于国内没有建立统一的 ESG 评级标准，在一定程度上不能真实的反应企业 ESG 绩效水平。以往的研究针对 ESG 的评级只是单一指标模型的建立，对其有效性难以验证。

3. 理论分析与假设提出

机构投资者作为资本市场的重要参与者，近年来我国高度重视机构投资者所发挥的积极作用，其作为资本市场的重要组成部分，能够优化资本配置、提高资本市场的运作效率，其决策影响以及发展备受瞩目。机构投资者从之前的“用脚投票”到追求长期利益的持续发展，转变为“用手投票”，机构投资者区别于个人投资者，有着更加专业的资源储备以及资金实力，更加关注企业长期发展，偏好于长期投资。机构投资者对 ESG 的影响主要在于其可以凭借信息优势以及股票权力对管理层实施有效的监督。从收益方面长期来看，企业良好的 ESG 表现，积极承担社会责任能够提高企业绩效，从而给机构投资者带来更高的投资收益。从成本原则来看，传统的“用脚投票”会给机构投资者带来较高的交易成本，从而其会更加积极地参与到公司治理中来。由于委托代理冲突，管理层可能会做出损害公司长远利益的决策。

机构投资者为了实现自身的投资收益，有动力对管理层的行为决策实行监督，最大限度地降低其可能面临的风险。

机构投资者有能力也有动机通过影响公司治理，监督管理层的行为决策，无论机构投资者是出于自身优势还是追求利益的目标需求，都可以通过参与公司治理等内部渠道以及影响股票价格的外部机制推动企业积极实现 ESG 活动。因此本文提出以下假设：

假设：机构投资者持股比例越高，企业 ESG 表现越好。即机构投资者偏好与企业 ESG 表现呈正相关关系。

4. 研究设计

4.1. 样本选取与数据来源

本文选取 2009~2020 年中国 A 股上市公司数据作为初始研究样本，并对初始数据进行以下筛选：1) 删除金融类上市公司；2) 删除处于 ST、*ST 等异常交易状态的公司；3) 删除关键变量缺失的样本。为缓解极端值可能造成的影响，本文对所有连续变量在 1% 和 99% 分位上进行了 winsorize 处理，最终得到 25,400 个样本。本文使用的企业 ESG 表现数据来自 Wind 数据库，其他数据均来自国泰安数据库 (CSMAR)。

4.2. 变量定义

1) 被解释变量：ESG 表现(ESG)，本文采用华证指数度量企业的 ESG 表现，从优到劣依次为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。参考已有文献，将上述评级从低到高依次赋值为 1~9。

2) 解释变量：机构投资者投资偏好(Hold)，选取机构投资者投资比例度量。

3) 控制变量。参考已有文献，本文控制了其他变量，各主要的变量的具体描述详见表 1。

Table 1. Variable definition table

表 1. 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	ESG 表现	ESG	华证评级
解释变量	机构投资者偏好	Hold	机构投资者持股比例
控制变量	公司规模	Size	年末总资产的自然对数
	公司年龄	Age	研究年份与公司成立年份的差值取自然对数
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	净资产收益率	ROE	净利润/平均总资产
	现金流动比率	Cashflow	经营性现金径流量/营业收入
	董事会规模	Board	董事会人数的自然对数
	两职合一	Dual	虚拟变量，若董事长和经理由一人兼任赋值为 1，否则为 0

4.3. 模型构建

为检验机构投资者偏好对 ESG 的影响，建立如下模型：

$$ESG_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Hold_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum ind + \sum year + \varepsilon_{i,t}$$

5. 实证结果分析

描述性统计

表 2 报告了本文主要变量的描述性统计结果。结果显示, ESG 的均值为 4.117, 表明样本企业评级处于 B~BB 之间, 总体来看, 样本企业 ESG 表现一般。ESG 最小值为 1, 最大值为 8, 标准差为 1.093, 意味着样本企业 ESG 表现差别较大。机构投资者持股的均值和中位数分别为 0.377 和 0.38, 最小值和最大值分别为 0 和 0.88, 说明不同企业机构投资者持股比例差异较大。其他控制变量的统计分布较为合理, 与现有文献基本保持一致。

Table 2. Descriptive statistical table

表 2. 描述性统计表

variable	N	mean	sd	min	p50	max
ESG	35,023	4.123	1.093	1	4	8
Hold	35,023	0.377	0.238	0	0.380	0.880
Size	35,023	22.15	1.292	19.85	21.95	26.16
Age	35,023	2.038	0.921	0	2.197	3.332
Lev	35,023	0.422	0.208	0.0510	0.414	0.889
ROE	35,023	0.0670	0.130	-0.639	0.0760	0.359
Cashflow	35023	0.0460	0.0700	-0.164	0.0460	0.243
Board	35,023	2.128	0.200	1.609	2.197	2.708
Dual	35,023	0.283	0.451	0	0	1

表 3 是基准回归模型的回归结果, 第(1)列显示, 解释变量 Hold 的回归系数为 0.146, 且通过了 1% 水平的统计显著性检验, 显著水平较高。回归结果表明, 机构投资者持股能有效促进企业 ESG 表现的提升, 有显著的正相关关系。为了进一步检验假设的稳健性, 将 ESG 重新赋值为三档, 重新回归, 结果报告于表 3 的第(2)列中, 解释变量的回归系数为 0.04, 在 1% 水平上显著正相关, 表明本文的假设依旧成立。

Table 3. Multiple regression analysis table

表 3. 多元回归分析表

	(1)	(2)
	ESG	ESG2
Hold	0.146 ^{***} (0.026)	0.040 ^{***} (0.011)
Size	0.291 ^{***} (0.006)	0.087 ^{***} (0.002)
Age	-0.234 ^{***} (0.007)	-0.089 ^{***} (0.003)
Lev	-0.915 ^{***} (0.035)	-0.322 ^{***} (0.015)

Continued

ROE	1.066 ^{***} (0.054)	0.342 ^{***} (0.021)
Cashflow	0.098 (0.083)	0.083 ^{**} (0.034)
Board	-0.083 ^{***} (0.028)	-0.011 (0.012)
Dual	-0.067 ^{***} (0.012)	-0.022 ^{***} (0.005)
_cons	-1.426 ^{***} (0.131)	0.180 ^{***} (0.053)
N	35023	35023
R ²	0.189	0.131
行业 FE	YES	YES
年度 FE	YES	YES

注：***、**、*分别表示显著性水平为 1%、5%、10%。括号内为 t 值。

6. 研究结论与启示

与西方发达国家相比，我国机构投资者目前发展还处于不成熟的阶段，相关政策也不完善，中国机构投资者的产生是为了适应国家政策调控，而西方国家则更多是出于个人和机构的需求，在机构投资者产生的动因上国内与国际上存在着差异，因此国际上的学者针对机构投资者的相关研究并不一定符合中国本土国情。因此，本文以 2009~2021 年我国 A 股上市公司的为主要研究对象，实证检验了机构投资者对 ESG 的影响。研究结果显示，机构投资者有利于企业积极参与 ESG 活动，提高 ESG 绩效。本文为研究机构投资者对 ESG 的影响提供了经验证据。肯定了中国资本市场上机构投资者对上市公司 ESG 表现的促进作用。

基于上述研究结论，本文提出以下几点建议：第一，我国应该加大政策支持，鼓励机构投资者发展，赋予其在企业 ESG 行为中更大的话语权。第二，对于企业自身来说，要重视 ESG 的责任履行。ESG 是实现可持续发展的有效抓手，要贯彻 ESG 投资理念，有利于提升实体企业价值和发展效率。

参考文献

- [1] Yu, E.P. and Luu, B.V. (2021) International Variations in ESG Disclosure—Do Cross-Listed Companies Care More? *International Review of Financial Analysis*, 75, Article ID: 101731. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101731>
- [2] Zhang, Q., Loh, L. and Wu, W. (2020) How Do Environmental, Social and Governance Initiatives Affect Innovative Performance for Corporate Sustainability. *Sustainability (Switzerland)*, 12, Article No. 3380. <https://doi.org/10.3390/su12083380>
- [3] 中国工商银行绿色金融课题组, 张红力, 周月秋, 等. ESG 绿色评级及绿色指数研究[J]. 金融论坛, 2017, 22(9): 3-14.
- [4] 龙海明, 欧阳佳俊. 国内企业 ESG 绩效对资本结构动态调整的影响[J]. 南方金融, 2022(12): 33-44.
- [5] 晓芳, 兰风云, 施雯, 熊浩, 沈华玉. 上市公司的 ESG 评级会影响审计收费吗?——基于 ESG 评级事件的准自然实验[J]. 审计研究, 2021(3): 41-50.
- [6] 周方召, 潘婉颖, 付辉. 上市公司 ESG 责任表现与机构投资者持股偏好——来自中国 A 股上市公司的经验证据

- [J]. 科学决策, 2020(11): 15-41.
- [7] 王海妹, 吕晓静, 林晚发. 外资参股和高管、机构持股对企业社会责任的影响——基于中国 A 股上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2014(8): 81-87.
- [8] 邱牧远, 殷红. 生态文明建设背景下企业 ESG 表现与融资成本[J]. 数量经济技术经济研究, 2019, 36(3): 108-123.
- [9] 李井林, 阳镇, 陈劲, 崔文清. ESG 促进企业绩效的机制研究——基于企业创新的视角[J]. 科学学与科学技术管理, 2021, 42(9): 71-89.
- [10] 高杰英, 褚冬晓, 廉永辉, 郑君. ESG 表现能改善企业投资效率吗? [J]. 证券市场导报, 2021(11): 24-34+72.
- [11] Piccioni Jr., J.L., Sheng, H.H. and Lora, M.I. (2012) Mutual Fund Managers Stock Preferences in Latin America. *International Review of Financial Analysis*, **24**, 38-47. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2012.07.003>
- [12] Fernando, C.S., Sharfman, M.P. and Uysal, V.B. (2010) Does Greenness Matter? The Effect of Corporate Environmental Performance on Ownership Structure, Analyst Coverage and Firm Value. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1571596>
- [13] Chava, S. (2010) Environmental Externalities and Cost of Capital. Social Science Electronic Publishing, Rochester. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1677653>
- [14] 周佳. 机构投资者, 公司治理与跨国并购绩效[J]. 财会通讯, 2017(36): 67-70.
- [15] 周方召, 李凡, 张泽南. 机构投资者异质性与公司绩效——基于中国上市公司的经验研究[J]. 商业研究, 2018(3): 48-56.
- [16] 李涛, 陈晴. 异质机构投资者, 企业性质与科技创新[J]. 工业技术经济, 2020, 39(3): 30-39.
- [17] 毛磊, 王宗军, 王玲玲. 机构投资者持股偏好, 筛选策略与企业社会绩效[J]. 管理科学, 2012, 25(3): 21-33.
- [18] 王昌锐, 邹昕钰. 社会责任信息披露与机构投资者决策相关性研究[J]. 统计与决策, 2016(22): 148-151.
- [19] 纪纲, 程昔武. 大数据背景下机构投资者异质性的影响[J]. 哈尔滨师范大学社会科学学报, 2020, 11(4): 68-71.
- [20] 夏宁, 邢南楠. 公司治理, 机构投资者与股价[J]. 郑州航空工业管理学院学报, 2019, 37(2): 57-67.