

# 机构投资者网络对上市公司绿色治理的影响研究

韦 艺

上海理工大学管理学院, 上海

收稿日期: 2023年9月5日; 录用日期: 2023年10月23日; 发布日期: 2023年10月31日

## 摘 要

十四五规划以来, “绿色发展”成为了一系列建设的前提要求, 绿色逐渐演变成一种普遍形态。绿色治理为我国的绿色发展提供了新的理论指导, 机构投资者可以根据ESG标准更好地实现绿色投资, 从而影响到公司的绿色治理行为。本文以我国A股2020~2022年重污染行业上市公司为研究样本, 分别从环境、社会责任和公司治理三个维度实证基金投资者对公司绿色治理的影响, 旨在为证券市场的绿色发展提供思路。

## 关键词

ESG投资理念, 绿色治理, 机构投资者, 社会网络

# Research on the Impact of Institutional Investor Networks on Green Governance of Listed Companies

Yi Wei

School of Management, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai

Received: Sep. 5<sup>th</sup>, 2023; accepted: Oct. 23<sup>rd</sup>, 2023; published: Oct. 31<sup>st</sup>, 2023

## Abstract

Since the 14th Five Year Plan, “green development” has become a prerequisite requirement for a series of construction, and green has gradually evolved into a universal form. Green governance provides new theoretical guidance for China’s green development, and institutional investors can better realize green investment according to ESG standards, thereby having a certain impact on

the company's behavior. This article takes listed companies in the heavily polluting industry of China's A-share market from 2020 to 2022 as research samples, and empirically examines the impact of fund investors on corporate green governance from three dimensions: environment, social responsibility, and corporate governance. The aim is to provide ideas for the green development of the securities market.

## Keywords

ESG Investment Philosophy, Green Governance, Institutional Investors, Social Network

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

ESG 即环境(Environmental)、社会(Social)和公司治理(Governance)。南开大学绿色治理准则课题组在 2017 年首次提出绿色治理的概念,并与中国公司治理研究院研发定制了首只以绿色治理为核心理念的股票指数。作为 ESG 指数的升级版,该指数的发布既响应了国家绿色发展的内在需求,也进一步推动资本市场投资理念从对绿色投资、绿色消费等的关注上升到关注绿色治理的新阶段[1]。2020 年爆发的新冠肺炎疫情更在一定程度上引起了人们对社会责任问题的重视,推动了 ESG 理念的深化发展。外部机构投资者能否在绿色治理的框架下发挥其能动性,提升公司的 ESG 表现并为其带来新的治理效果,引发了国内外学者的关注。

从机构投资者的异质性出发,不同类型的外部机构投资者对于公司治理的出发动机和影响效果是不同的。有学者认为基金类投资者相对于银行类、保险类投资者更倾向于去挑战上市公司的管理层,能充分发挥其监督的职能[2]。机构投资者受到的外界投资压力,即众多的利益相关者和强制性的法律约束使其更关注公司战略行为中的环境责任因素,愿意牺牲一定的收益来换取和被投资公司在绿色治理层面观念上的契合。与此同时,一个有着较好社会责任意识的企业往往能够提升企业价值,带来基金收益[3]。

基于此,本文选取我国 A 股 2020 年至 2022 年重污染行业上市公司为研究对象实证机构投资者网络对公司绿色治理的影响。本文可能存在以下几个方面的贡献:第一,尝试完善机构投资者发挥公司治理效用的相关理论。在此前的文献中,机构投资者相关的研究成果主要与公司投资效率等财务指标相关[4]。第二,网络社会关系能够在一定程度上缓解企业在资本市场上的信息不对称问题。绿色治理需要利益相关者的认可来充分调集全社会的资源,相互推动绿色发展。因此作为公众利益实体的代表,也作为市场上重要中介的基金投资者,研究 ESG 理念在基金投资者网络中的嵌入会对公司治理产生怎样的治理效果是有价值的。

## 2. 理论分析与研究假设

### 2.1. 机构投资者的绿色治理角色

在公司治理过程中,政府、社会组织以及社会公众等利益相关者均可以分享股东的治理权。李维安认为企业管理层往往会倾向于关注短期的利益,这会打击公司进行绿色治理的积极性,因此需要中介进行规范与权衡,弥补各治理主体在治理过程中存在的不足[5]。基金投资者可以凭借其专业的投资知识和

丰富的市场信息资源，以股东身份对管理层进行监督，引导公司绿色治理行为。

## 2.2. 机构投资者的绿色治理动机

当下，我国机构投资者在选取被投资公司的标准上有所改变，基金投资者越来越关注被投资公司的投资理念，他们对超额收益的追求是推动公司参与绿色治理的经济型动机。对于持有长期投资理念的基金投资者而言，当下社会责任因素甚至超过了股票自身的流动性因素而成为外部机构投资者在选择投资对象时会重点考虑的重要因素。沈艺峰等人发现，机构投资者因受到社会规范的约束和来自利益相关者的外部压力而在尽量避免对重污染行业的投资，从中不难发现机构投资者同样具备参与公司绿色治理的社会型动机[6]。

## 2.3. 研究假设

### 2.3.1. 机构投资者与环境信息维度

在 ESG 理念的推动下，公司在环境信息披露方面所做的努力能帮助企业拓展全新的市场并形成最新的竞争优势[7]。基金投资者对公司的关注程度是由其持仓量决定的，研究表明基金投资者持仓量越大，其对被投资公司的影响力程度就会越大。综上提出假设：

H1a: 机构投资者持仓量大时能够促进上市公司的环境信息披露行为。

H1b: 机构投资者持仓量大时能够提高上市公司的环境信息披露质量。

机构投资者网络可以缓解被投资公司面临的信息不对称等问题。宋思淼[8]等人发现，机构投资者网络能有效促进企业主动地进行信息披露。机构投资者的地位越趋近中心，其获取信息的质量和速度就会进一步提升。综上提出假设：

H1c: 机构投资者网络能够促进上市公司的环境信息披露行为。

H1d: 机构投资者网络能够提高上市公司的环境信息披露质量。

### 2.3.2. 机构投资者与社会责任维度

基金投资者作为对上市公司治理影响力最大的机构投资者，更加关注企业是否具有可持续发展前景，有充分的治理动机，因此认为基金投资者倾向于支持企业开展有利于增强企业社会责任意识的战略决策。同样地，企业之间的“羊群效应”使得机构投资者网络在一定程度上促进企业社会责任的履行[9]。综上提出假设：

H2a: 机构投资者持仓量大时能够促进上市公司的社会责任行为。

H2b: 机构投资者持仓量大时能够提升上市公司的社会责任绩效。

H2c: 基金投资者网络对基金重仓持股和被投资公司社会责任绩效之间的关系有正向推动作用。

### 2.3.3. 机构投资者与公司治理维度

企业面临的融资约束决定着企业能否长远发展。李琰指出，机构投资者持股规模越大，越能影响融资方案。机构投资者的地位越趋近中心，越能有效缓解企业融资约束[10]。综上提出假设：

H3a: 机构投资者持仓量大时能够缓解企业融资约束。

H3b: 基金投资者网络对基金重仓持股和被投资公司融资约束之间的关系有正向推动作用。

## 3. 研究设计

### 3.1. 样本与数据

本文选取 2020~2022 年 A 股上市重污染企业构建公募基金网络模型，十六类重污染行业的认定依据中国证券监督管理委员会 2012 年修订的《上市公司行业分类指引》。非指数型公募基金持仓数据来自 WIND

数据库，环境信息披露数据和企业社会责任数据通过企业公开披露的环境报告与社会责任报告等信息整理得到，公司治理水平选取企业融资约束指标进行衡量。共选取包括资产负债率、企业规模、机构投资者持股比例、营业收入比、企业成立时间、产权性质、企业第一大股东持股比、企业前五大股东持股比、企业职权是否分离、董事会规模以及独立董事比例在内的十一个控制变量，篇幅所限，此处不再详细列出。本文具体的解释变量和被解释变量见表 1。

**Table 1.** Explanation of main variables  
**表 1.** 主要变量解释

	变量名称	符号	定义	
被解释变量	环境	环境信息披露行为	ED	当年披露环境报告取 1，反之取 0
		环境信息披露质量	EDI	ESG 环境维度得分的自然对数
	社会	企业社会责任行为	CSR	当年披露企业社会责任报告取 1，反之取 0
		企业社会责任绩效	CSP	ESG 社会维度得分的自然对数
	治理	企业融资约束	SA	SA = -0.737Size + 0.043Size <sup>2</sup> - 0.04Age 取绝对值
解释变量	机构投资者持仓量	FUND	若某基金持有公司股份占净值 5%以上取 1，反之取 0	
	机构投资者网络中心度	CEN-B	中介中心度之和取均值	
		CEN-C	接近中心度之和取均值	
		CEN-D	程度中心度之和取均值	

### 3.2. 模型设计

分别构建如下模型检验上述假设。

$$H1a、H1b: ED_{i,t}/EDI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FUND_{i,t-1} + \beta_{i,t-1} Controls_{i,t-1} + \sum Year + \epsilon_{i,t}$$

$$H1c、H1d: ED_{i,t}/EDI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CEN-X_{i,t-1} + \beta_i Controls_{i,t-1} + \sum Year + \epsilon_{i,t}$$

$$H2a、H2b: CSR_{i,t}/CSP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FUND_{i,t-1} + \beta_i Controls_{i,t-1} + \sum Year + \epsilon_{i,t}$$

$$H2c: CSP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FUND_{i,t-1} + \beta_2 CEN-X_{i,t} + \beta_3 FUND_{i,t-1} * CEN-X_{i,t-1} + \beta_i Controls_{i,t-1} + \sum Year + \epsilon_{i,t}$$

$$H3a: SA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FUND_{i,t-1} + \beta_i Controls_{i,t-1} + \sum Year + \epsilon_{i,t}$$

$$H3b: SA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FUND_{i,t-1} + \beta_2 CEN-X_{i,t} + \beta_3 FUND_{i,t-1} * CEN-X_{i,t-1} + \beta_i Controls_{i,t-1} + \sum Year + \epsilon_{i,t}$$

## 4. 实证结果与分析

### 4.1. 描述性统计

由表 2 可知，大多数重污染企业会公开披露环境信息报告和社会责任报告，但是对于披露的内容是否具体、完善，不同企业之间存在较大差距。数据显示，我国重污染企业面临的融资约束较大，各企业间融资约束程度有很大差异。基金重仓持股的平均数仅为 0.097，表明基金投资者会考虑到社会风险这一潜在的影响因素而尽量避免对重污染行业上市公司的投资。

**Table 2.** Descriptive statistical results  
**表 2.** 描述性统计结果

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
ED	1,223	0.569	0.374	0	1
EDI	1,223	0.463	0.244	0	1.04
CSR	1,223	0.398	0.49	0	1
CSP	1,223	0.674	0.12	0	1.04
SA	1,223	3.134	1.076	2.572	13.221

Continued

FUND	1,223	0.097	0.296	0	1
CEN-B	1,223	0.003	0.011	0	0.226
CEN-C	1,223	1.605	5.137	0	102.3
CEN-D	1,223	0.723	3.158	0	70.14

## 4.2. 机构投资者与环境信息维度

### 4.2.1. 机构投资者网络与环境信息披露行为

表 3 的结果表明机构投资者持仓量大时能够促进上市公司的环境信息披露行为，基金是否重仓持股与环境信息披露行为在 1%水平上显著正相关。第(2)列至第(4)列可检验假设 H1c，表明机构投资者网络带来的网络效应同样会影响企业的环境信息披露行为。

Table 3. Regression results for hypothesis H1a and H1c

表 3. H1a 和 H1c 的回归结果

	ED			
	(1)	(2)	(3)	(4)
FUND	0.119*** (0.034)			
CEN-B		3.866*** (0.028)		
CEN-C			0.008*** (0.029)	
CEN-D				0.009*** (0.031)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-2.533*** (0.254)	-2.491*** (0.251)	-2.444*** (0.248)	-2.521*** (0.258)
Observations	1,223	1,223	1,223	1,223
R-squared	0.214	0.232	0.214	0.232

注：\*\*表示在 5%的水平下显著，\*\*\*表示在 1%的水平下显著，下同。

### 4.2.2. 机构投资者网络与环境信息披露质量

机构投资者网络与环境信息披露质量的回归结果表明，H1b 和 H1d 的检验结果均不显著，假设均未得到验证。环境信息披露的行为与质量之间出现此种本不应相悖的检验结果，反映了目前投资者只在意公司是否存在环境信息披露的行为，而对披露的内容是否完善并不关注，表明当下机构投资者在绿色治理方面存在的缺陷和不足，这为后续充分发挥机构投资者在绿色金融上的专业作用、积极鼓励和引导机构投资者进行战略性投资的实践指明了方向。

## 4.3. 机构投资者与社会责任维度

基金是否重仓持股在 1%的水平上与企业社会行为和企业社会绩效均有显著正相关关系，表明假设 H2a 和 H2b 均成立，即我国机构投资者会更加关注其重仓持股的公司是否积极传递了正确且完善的社会责任投资理念，能够提升上市公司的社会责任绩效。

表 4 的回归结果表明机构投资者网络对基金重仓持股和被投资公司社会责任绩效之间的关系有正向推动作用，假设 H2c 得到验证。机构投资者的地位越趋近中心时，机构投资者参与公司治理所能产生的影响越大，企业需要履行的绿色压力也越大，此时企业管理层和机构投资者对于公司治理的理念往往趋同，能为企业打开双赢的局面。

**Table 4.** Regression results for hypothesis H2c  
**表 4.** H2c 的回归结果

	CSP		
	(1)	(2)	(3)
FUND	0.145 <sup>***</sup> (2.95)	0.143 <sup>***</sup> (2.91)	0.144 <sup>***</sup> (3.01)
CEN-B	-12.168 <sup>**</sup> (2.55)		
CEN-B*FUND	12.127 <sup>**</sup> (1.85)		
CEN-C		-0.031 <sup>***</sup> (-3.11)	
CEN-C*FUND		0.028 <sup>**</sup> (2.49)	
CEN-D			-0.054 <sup>***</sup> (-2.58)
CEN-D*FUND			0.048 <sup>**</sup> (2.22)
Controls	Yes	Yes	Yes
Constant	0.366 <sup>***</sup> (0.014)	0.374 <sup>***</sup> (0.019)	0.492 <sup>**</sup> (0.023)
Observations	1,223	1,223	1,223
R-squared	0.04	0.037	0.038

#### 4.4. 机构投资者网络与公司治理维度

根据假设 H3a 的检验回归结果，机构投资者重仓持股与 SA 指数的绝对值在 1%的水平上呈正相关，表明机构投资者持仓量大能够缓解企业融资约束。

类似地，由表 5 可知，网络中心度越高，机构投资者重仓持股对企业融资约束产生的影响就越大。当企业所承载的机构投资者网络中心度越大时，机构投资者就越需要主动地去运用自身专业知识以及资源优势对被投资公司进行监督，帮助缓解企业的融资约束问题，从而保证自身的基金收益。

**Table 5.** Regression results for hypothesis H3a  
**表 5.** 假设 H3a 的回归结果

	SA		
	(1)	(2)	(3)
FUND	0.788 <sup>***</sup> (7.87)	0.743 <sup>***</sup> (6.91)	0.744 <sup>***</sup> (6.01)
CEN-B	-116.93 <sup>***</sup> (8.38)		
FUND*CEN-B	108.88 <sup>***</sup> (7.85)		
CEN-C		-0.231 <sup>***</sup> (-9.95)	
FUND*CEN-C		0.128 <sup>***</sup> (8.49)	
CEN-D			-0.094 <sup>***</sup> (-8.58)
FUND*CEN-D			0.348 <sup>***</sup> (7.22)
Controls	Yes	Yes	Yes
Constant	-14.366 <sup>***</sup> (-17.314)	-14.374 <sup>***</sup> (-16.989)	-14.492 <sup>***</sup> (-17.323)
Observations	1,223	1,223	1,223
R-squared	0.04	0.043	0.048

## 5. 结论

结合上述实证分析，得到如下结论：机构投资者持仓量大和机构投资者网络能够促进重污染行业上市公司环境信息披露行为，但对于环境信息披露的内容是否具体、完整还需要进一步关注。机构投资者重仓持股能够促进上市公司的社会责任行为、提升其社会责任绩效并缓解企业融资约束，且机构投资者网络在基金重仓持股和被投资公司社会责任绩效、基金重仓持股和被投资公司融资约束之间均起到正向推动作用。



基于实证研究的建议如下：第一，要充分发挥机构投资者在绿色金融上的专业性，积极鼓励和引导机构投资者进行战略性投资，确保机构投资者可长期稳定地参与对企业绿色治理的有效监督。政府监管部门应完善相关法律法规，为其创造良好的治理环境。第二，企业应完善 ESG 信息建设，坚持可持续发展，意识到绿色治理长期对提升自身价值的重要性，尽力维护好与外部投资者之间的关系，利用机构投资者的专业知识以及资源优势获得两方的协同发展，创造双赢局面。

## 参考文献

- [1] 南开大学绿色治理准则课题组. 《绿色治理准则》及其解说[J]. 南开管理评论, 2017(5): 4-22.
- [2] 赵玉珍, 乔亚杰. 机构投资者异质性、碳信息披露与企业价值关系研究[J]. 价格理论与实践, 2019(10): 87-90.
- [3] 朱爱萍, 江岚. ESG 理念下基金投资者网络对公司绿色治理的影响研究[J]. 哈尔滨师范大学社会科学学报, 2021(2): 91-98.
- [4] 陈晓芳, 李琴. 机构投资者网络中心性与公司投资效率[J]. 财会月刊, 2021(2): 31-41.
- [5] 李维安. 顺应绿色发展需要制定绿色治理准则[J]. 南开管理评论, 2017(5): 1.
- [6] 沈艺峰, 李培功. 社会规范、资本市场与环境治理: 基于机构投资者视角的经验证据[J]. 世界经济, 2011(6): 126-146.
- [7] 唐跃军, 宋渊洋. 价值选择 VS 价值创造——来自中国市场机构投资者的证据[J]. 经济学, 2010(2): 609-632.
- [8] 宋思淼, 梁雯. 基金投资者网络与企业自愿性信息披露——来自中国证券市场的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2020(6): 78-87.
- [9] 王营, 曹廷求. 董事网络下企业同群捐赠行为研究[J]. 财经研究, 2017(8): 69-81.
- [10] 李琰, 张立民. 机构投资者、持续经营审计意见与融资约束——基于非国有企业的证据[J]. 经济研究, 2016(6): 58-67.