

多个大股东对企业ESG的影响

胡新玥, 周莉莉

贵州大学管理学院, 贵州 贵阳

收稿日期: 2024年3月25日; 录用日期: 2024年4月23日; 发布日期: 2024年5月31日

摘要

在双碳政策背景下, 企业不能只关注经济效益, 需要关注企业的可持续发展, 全面提升企业的ESG水平, 以契合时代的发展。这篇文章选取2011年至2021年间在中国沪深A股上市的公司作为研究对象, 探讨了不同的大股东如何影响其ESG的表现。据研究结果, 首先, 众多的大股东对公司ESG的表现产生了显著的推动效果。其次, 多个大股东的影响力在企业ESG的表现上起到了调控的作用, 当管理层的能力提升时, 他们对企业ESG的积极影响将会减少。本文结论为提升企业ESG表现水平提供了一定的理论指导和管理启示。

关键词

多个大股东, 管理者能力, 企业ESG表现

The Influence of Multiple Major Shareholders on Corporate ESG

Xinyue Hu, Lili Zhou

School of Management, Guizhou University, Guiyang Guizhou

Received: Mar. 25th, 2024; accepted: Apr. 23rd, 2024; published: May 31st, 2024

Abstract

In the context of dual-carbon policy, enterprises should not only pay attention to economic benefits, but also pay attention to the sustainable development of enterprises and comprehensively improve the ESG level of enterprises to meet the development of The Times. In this paper, companies listed on Shanghai and Shenzhen A-shares between 2011 and 2021 are selected as research objects to explore how different major shareholders affect their ESG performance. According to the research results, first of all, many major shareholders have a significant effect on the company's

ESG performance. Secondly, the influence of multiple major shareholders plays a regulating role in the performance of enterprise ESG. When the ability of management improves, their positive impact on enterprise ESG will be reduced. The conclusion of this paper provides some theoretical guidance and management enlightenment for improving the ESG performance level of enterprises.

Keywords

Multiple Large Shareholders, Managerial Capabilities, Corporate ESG Performance

Copyright © 2024 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

眼下, 中国的经济发展模式由迅速扩展逐步演变为注重发展质量, 在此过渡期中, 中国遭遇了包括气候波动、环境污染和生态损害在内的多项持续发展难题, 这些都为国家的可持续发展前景投下了严峻的考验。二十届全国党代会文件强调, 应助力碧波蓝天事业的进展, 加强人类与环境的和谐相生, 并且强调应从促进人与自然协同生存的战略高度来规划和推动发展。各类公司作为推动我国绿色水务经济发展的关键微观支撑, 在转型为绿色水务的进程中扮演极为关键的角色。因而, 这些公司应当更加积极的提高对环境保护、社会责任以及绿色水务治理的认识, 并且恰当协调人类与自然环境及社会的相互关系, 以实现经济增长的持续性。鉴于这种状况, ESG (即环境、社交及管治的英文首字母缩略词)被视为一项重点在于评估公司在环保、社会责任及治理方面的表现, 而非仅仅关注传统的财务业绩的投资策略和商业评估准则, 它能够全面地反映出环境保护、社会贡献以及企业管理的多个方面。环境、社会、治理(ESG)的原则能够有效促使公司由单纯追求自身的最大经济利润转向追求最大的社会效益, 进而推动经济可持续发展的进程。因而迫切需要研究影响环境、社会及公司治理(ESG)成效的要素, 以推动我国持续性发展。

多个大股东作为中国上市公司一种普遍的股权结构, 对企业的行为具有显著的影响。根据研究发现, 多个大股东对企业的治理效应主要存在两个观点: 一方面, 监督治理效应。多个大股东由于持有公司较多的股份, 为了实现自身的利益, 会大力的约束大股东的利己行为防止利益侵占, 从而发挥监督治理效应。从另一角度来看, 存在着利益串通之势。若干大额股权持有者可能会为了各自的利益与主要控股者勾结, 从而侵害广大中小型股东的权益。多个大股东通常代表的是不同的利益相关方, 如投资者、员工、政府等, 因此多个大股东就可能来自不同利益相关者的压力, 为满足不同利益相关方的期望多个大股东对企业的 ESG 表现就可能产生影响。那么, 多个大股东是否会促进企业的 ESG 表现? 怎样促进企业的 ESG 表现呢? 这是一个值得深思的问题, 也是本文将要探讨的问题。

2. 文献回顾

2.1. 企业 ESG 表现文献综述

现有文献主要从内外两个方面探究企业 ESG 表现的影响。已有研究多从内部和外部两个层面探讨 ESG 表现的作用机制。外部因素方面, 硬性的、模范效仿的行业规定施加的压力对公司履行其责任具有明显的积极作用, 而规章性的行业规定所造成的压力则对公司实施 ESG 责任产生了明显的逆效果^[1]; 参

与跨市场上市的公司更为重视 ESG 指标, 其 ESG 表现亦显得更为优异[2]; 产品市场竞争是企业 ESG 实践的重要驱动力, 产品市场竞争的加剧对新兴市场的 ESG 产生负面影响[3]。内部因素方面, 共同机构持股激励各企业相互勾结, 压缩市场的竞争性, 因而, 企业透过提升 ESG 成就以追求竞争优越性的动机减弱, 进而使企业的 ESG 执行水平下降[4]; 国企投资人的持股行为有助于显著增强公司的环境、社会和治理(ESG)绩效[5]; 公司管理者职位保持的年限愈久, 公司在 ESG 方面的表现愈是不佳[6]。

2.2. 多个大股东文献综述

多个大股东是公司治理体系中一种特殊的股权结构, 现有文献对多个大股东多带来的经济后果进行了研究, 研究表明了多个大股东对公司治理产生的积极与消极影响两方面。关于多个大股东的治理作用是积极的还是消极的, 到目前为止并无定论。支持多个大股东发挥消极影响的学者认为, 在多个大股东股权结构下, 其他大股东可能和第一大股东串通合谋, 联合谋取控制权, 为了一己私利, 侵害中小股东的利益[7]; 为了满足各自的个人喜好, 当大股东彼此之间展开纷争时, 这种行为将明显降低公司的整体管理效能, 并可能给管理者滥用职权以谋取私利留下机会[8]。提倡多个大股东起到正面作用的研究者持有以下观点, 多位主要投资者能够对公司的所有权格局以及外部审查施加影响, 进一步左右公司对环境保护投入的策略选择[9]; 多个大股东他们会对企业内部第一和第二代理问题产生作用, 进而左右企业对现金红利的分配政策, 换言之, 具备多位主要投资者的企业更可能进行现金红利的分配[10]; 在有多个主要股东存在的场合下, 其他主要股东必须投入特定资源以监管最大股东的行动, 此举有利于平衡大股东和小股东间的权益对立[11]。

2.3. 文献述评

通过文献整理, 可以发现对多个大股东的研究都集中在多个大股东多带来的经济结果, 缺少了对企业环境、社会、公司治理绩效这些非传统财务绩效指标的研究; 虽然有文献对企业 ESG 表现从内外两个方面进行了探究, 但 ESG 表现的驱动因素涉猎有限, 且企业的 ESG 表现属于企业内部的自发行为, 还是以内部驱动为主。多个大股东在公司治理决策方面起到重要的作用[12], 因此影响着企业 ESG 的表现。但对于多个大股东是否会影响到企业 ESG 表现, 缺乏相关研究, 有待进一步检验。针对公司 ESG 的投资决策中考察多个大股东的治理作用, 具有重要的现实意义。综上, 本文将重点探索多个大股东是否会对企业的 ESG 表现产生影响。

3. 理论分析与研究假设

3.1. 多个大股东与企业 ESG 表现

多个大股东是指上市公司存在两个及以上持股比例超过 10% 的大股东。近年来, 上市企业中多个大股东的股权结构愈发常见, 企业普遍存在多个大股东现象。依照利害攸关方的观点, 公司能否持续成长与其对所有相关方利益期望的满足程度息息相关, 此过程超越了股东的利益范畴, 故公司需留心关照各方的利益诉求[13]。随着企业的所有权与经营权的分类, 出现了信息不对称, 委托代理冲突等问题, 对企业的经营决策产生负面的影响。控股股东为了实现自身利益的最大化, 可能会忽略利益相关者甚至损害中小股东的利益[14]。当企业中存在多个大股东时, 多个大股东作为公司利益的股东往往代表着不同的利益相关者, 例如员工、供应商、消费者等。他们会关注企业的 ESG 问题, 这些问题与他们的利益密切相关[15]。多个大股东可能会对控股股东权力进行制衡, 对企业的决策和行为提出批评和建议, 以此提升企业在环境、社会和治理方面的综合性表现, 满足不同利益相关者的期望。基于监督治理效应, 多个大股东可以提供更多的监督和责任制约, 他们可以对管理层的行为进行监督, 确保企业在 ESG 问题上的表现

符合规标准和最佳实践[16]。因此, 基于此提出本文的第一个假设:

H1: 多个大股东能提高企业的 ESG 表现水平。

3.2. 多个大股东、管理者能力与企业 ESG 表现

决策者身为组织人力资源的关键, 其在涉及企业重大抉择时, 会将自己的志向与价值观融入到公司策略之中。作为管理者特有素质中的一项, 能力能够对公司决策施加影响。依托于委托代理理念, 领导层通常将自身利益视为优先考虑的事项, 倾向于重视短期业绩以赢得投资人的信任与拥护, 并伴随着对风险的规避倾向, 所以倾向于回避那些未来表现存在变数的机会。此外, 当管理者能力越强时, 多个大股东可能会更加依赖管理者来管理企业, 减少了他们直接监督和控制的要求, 同时, 当管理者能力越强时, 他们更可能掌握更多, 更准确的信息, 对内部的权力和控制更强, 此时管理者可能更关注自身的利益, 更关注实现短期利益和个人目标。提升企业的 ESG 表现需要耗费大量资金, 且未来的收益未知[17]。因为, 基于以上分析, 提出本文第二个假设:

H2: 当管理者能力越强时, 多个大股东对企业 ESG 表现的正向作用会被削弱。

4. 研究设计

4.1. 样本数据与来源

此研究采用 2011 至 2022 年间中国沪深两市 A 股公司为原始样本, 在此前提下, 执行以下步骤: 排除金融和 ST 类公司; 移除任何缺漏数据; 对全部数值型变量实施 1% 的顶底值截断处理。最终本文得到 8906 个公司年度观测值。本文数据来源于彭博数据库与 CSMAR 数据库。

4.2. 变量设计

4.2.1. 多个大股东

参考罗宏和黄婉的方法[18], 将持股比例超过 10% 的股东定义为大股东, 将样本企业存在两个及以上大股东界定为“多个大股东”则 MLS 值为 1, 否者为 0。

4.2.2. 企业 ESG 表现

参照潘玉坤等的研究[19], 采用彭博 ESG 评级得分来衡量上市公司的 ESG 表现。

4.2.3. 管理者能力

参考 Dermerjian 等的思路[20], 本文分两阶段分别运用数据包分析方法(DEA)和 Tobit 模型计算出管理者能力 MA。

4.2.4. 其他控制变量

本文的其他变量定义如表 1 所示。

4.2.5. 模型设计

本文构建模型(1)、模型(2), 分别用于检验假设 1 和假设 2:

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Multi_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Multi_{i,t} + \beta_2 MA_{i,t} + interact + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, ESG 表示企业 ESG 表现; Multi 表示多个大股东; MA 表示管理者能力; Controls 表示控制变量; Year、Industry 表示控制年份与行业; ε 表示随机误差项。

Table 1. Variable definition

表 1. 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业ESG表现	ESG	ESG表现评级得分
解释变量	多个大股东	Multi	持股比例超过10%的股东定义为大股东, 将样本企业存在两个及以上大股东界定为“多个大股东”, 即MLS = 1, 否则界定为“单一大股东”, MLS = 0。
调节变量	管理者能力	MA	起初步骤中, 运用数据包络法对公司生产输出和所有输入指标进行考察, 进而按照行业类别对全部样本计算全因素生产效率(θ 值)。将实体资产的净值、非实体资产的净值、商誉值、经营消耗、研究开发投入以及销售及管理开支纳入作为输入因素, 而把营业收入设定为输出因素, 借助数据包络法来测算公司的运营效率。在进入第二步时, 对管理层的才干进行评估。鉴于企业效能的评估结果, 所采用的数据包络分析法, 会同时反映公司与其管理层的影响, 故此我们使用Tobit模型进行回归分析, 以便从中分离出管理者对效能所产生的效应。在进行回归分析时纳入的变量有企业的规模、挂牌时间、业务的多样性、市场占有率、现金流的自由度及全球化的水平, 而从回归中得出的误差值 ϵ 可以作为评价管理人员能力的指标。
控制变量	企业规模	Size	企业总资产的自然对数
	企业年龄	Age	企业成立年数
	产权性质	Soe	国有企业为1, 否则为0
	盈利能力	Roa	总资产收益率
	两职合一	Dual	CEO兼任董事为1, 否则为0
	杠杆水平	Lev	企业总负债/总资产
	企业成长性	Growth	营业收入增长率
	股权集中度	Lhr	第一大股东持股比例
	董事会规模	Board	董事会人数的自然对数

5. 实证分析

5.1. 描述性统计

表 2 展示了关键变量的概括性统计数据。ESG 得分(即 ESG)的平均值是 28.46, 最低值是 11.79, 而最高值是 56.20, 由此可以看出我国企业在 ESG 表现上存在显著的差异, 企业之间的悬殊较大, 且总体上表现偏低。至于变量“拥有多个主要股东”(简称 Multi)的平均值是 0.277, 这说明在调研的公司当中, 拥有两位或两位以上大股东的情况约占 27.70%。

Table 2. Descriptive statistics

表 2. 描述性统计

Variable	N	Mean	SD	Min	p50	Max
ESG	8906	28.46	9.014	11.79	27.48	56.20
Multi	8906	0.277	0.447	0	0	1
Size	8906	23.29	1.342	18.59	23.16	28.55
Age	8906	19.02	6.035	2.500	19.08	54.67
Soe	8906	0.475	0.499	0	0	1
Roa	8906	0.0470	0.0680	-0.965	0.0400	0.604

续表

Dual	8906	0.219	0.413	0	0	1
Lev	8906	0.483	0.199	0.00800	0.494	0.996
Growth	8906	2.036	157.8	-0.953	0.120	14883
Lhr	8906	0.374	0.160	0.0410	0.357	0.900
Board	8906	2.169	0.203	1.099	2.197	2.890

5.2. 回归分析

研究的基础回归成果在表 3 中有展示, 表中第(1)栏目阐释了众多大型股东在企业 ESG 绩效上的总体作用, 其中多位股东的回归系数值达到了 0.713, 并在 1% 的置信水平下显著性地呈正向效果; 第(2)、(3)、(4)列分别表示多个大股东对环境、社会、治理、企业这三个 ESG 维度的影响, 第(2)和第(3)所展示的回归系数均显示出在 1% 的显著水平上的正向效应, 而且, 第(3)的回归系数也在 10% 的显著水平上表现为正值。这些结果印证了之前提出的假设 H1, 也就是指出企业中存在多位大股东有助于提升企业的环境、社会和治理(ESG)绩效。

Table 3. Regression results
表 3. 回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ESG	E	S	G
Multi	0.713*** (0.163)	1.016*** (0.321)	0.779*** (0.166)	0.488* (0.271)
Size	1.39*** (0.124)	2.112*** (0.244)	1.902*** (0.126)	0.308 (0.206)
Age	1.675*** (0.026)	1.625*** (0.052)	0.689*** (0.027)	2.657*** (0.044)
Soe	-0.541 (0.367)	-0.755 (0.716)	0.122 (0.371)	-1.129* (0.608)
Roa	2.029** (0.895)	6.922*** (1.749)	2.096** (0.906)	-3.613** (1.482)
Dual	0.28* (0.166)	0.596* (0.325)	-0.152 (0.168)	0.419 (0.274)
Lev	-3.173*** (0.558)	-3.381*** (1.094)	-1.872*** (0.566)	-5.412*** (0.925)
Growth	0 (0)	0 (0.001)	-0.001** (0)	0 (0)
Lhr	3.185*** (0.796)	4.072*** (1.562)	1.402* (0.806)	4.745*** (1.319)
Board	-0.56 (0.432)	-1.022 (0.845)	-1.894*** (0.438)	1.661** (0.716)

续表

_cons	-31.72*** (3.191)	-63.286*** (6.302)	-37.258*** (3.229)	4.147 (5.288)
Year	是	是	是	是
Industry	是	是	是	是
Observations	8906	8815	8873	8906
R-squared	0.703	0.372	0.313	0.728

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。括号内是估计系数的稳健标准误。下同。

5.3. 稳健性检验

5.3.1. 内生性检验

文章将公司依据是否实行联合大股东制度划分为不同类别，随后运用 1:1 的无重复倾向评分匹配法重新组合，以检验其影响因素。根据回归分析数据表 4 第(1)列显示，在考虑并减少多大股东存在可能造成的组别不同之后，联合大股东所有权结构对公司环境、社会及公司治理(ESG)的绩效仍有正向推动作用。

Table 4. Robustness test

表 4. 稳健性检验

	PSM (1)	滞后一期 (2)	换被解释变量(Wind) (3)
	ESG	ESG	ESG
Multi	0.661*** (0.252)		0.118*** (0.041)
L.Multi		0.742*** (0.182)	
_cons	-31.209*** (5.806)	-81.523*** (5.474)	-2.372** (1.043)
Year	是	是	是
Industry	是	是	是
Observations	4190	7622	3683
R-squared	0.705	0.697	0.151

5.3.2. 滞后一期解释变量

研究旨在减轻潜在的内在问题效应，故将解释性指标中的多数大股东及控制指标延后一个时期进行分析。观察表 4 第(2)列数据可知，L.Multi 的系数值为 0.182，在统计上 1%的水平具有显著性，这支持了假说 1 的有效性。

5.3.3. 替换被解释变量

为检验主回归结果的稳健性，本研究对被解释变量用 Wind ESG 评价进行了替换，其分析结果与基准回归分析结果一致，如表 4 第(3)列所示。即多个大股东对企业 ESG 表现仍然起促进作用，假设 1 仍然成立。

5.4. 调节效应检验

本文中介效应检验结果如表 5 所示。此表说明在加入管理者能力这一调节变量后, 多个大股东对企业的环境、社会和治理(ESG)绩效的统计相关系数依旧在 1% 的显著性标准线以上稳定显现。即当管理者能力越强时, 多个大股东对企业 ESG 表现的正向作用会被削弱。

Table 5. Mediation effect test

表 5. 中介效应检验

管理者能力调节作用	
	(1)
	ESG
Multi	0.653*** (0.168)
MA	0.039 (0.522)
intearct	-1.777** (0.818)
_cons	-31.273*** (3.269)
Year	是
Industry	是
Observations	8364
R-squared	0.701

5.5. 异质性检验

5.5.1. 企业性质的异质性分析

企业的性质对企业 ESG 表现可能产生影响, 因此本篇研究根据所有制性质, 将调研对象区分为国有及非国有两大类, 以便对比分析。归纳分析的数据显示于下方表 6。在非国有企业群体中, Multi 系数呈现正值, 且在统计学上以 1% 的概率级别具显著性; 反观国有企业, 则此系数表现不具备显著性。这一现象的潜在解释是, 与国有企业相比, 非国企因其所有权结构更为机动, 于市场激战中更能够自主运营并做出决策, 故能够更有效地识别并处理 ESG (环境、社会与治理) 相关的风险与机会。非国有企业经营在竞争激励的市场环境中, 必须具备较好的经营能力和创新能力, 才能在市场上生存和发展, 为了提升竞争力, 非国有企业更注重 ESG 管理和实践, 以获得投资者和消费者的认可和信任。

5.5.2. 企业融资约束的异质性分析

企业的融资约束程度也可能对企业 ESG 表现产生影响, 因而, 本篇论文根据企业财务融资的限制性强弱, 把样本区分为高融资限制与低融资限制两个类别以执行分类验证。回归分析的成果如表 6 所示。众多变项参数的系数皆为正数, 且在 1% 的置信度下显示出统计重要性。然而, 融资受限的小团体所示的 Multi 参数系数超过了融资限制较大团体的相应系数, 表明融资约束小的企业对企业 ESG 表现的促进作用更强。可能原因在于: 融资约束小的企业通常能够更便利地获得融资, 有足够的资金投入用于环保、

社会责任和治理方面的项目；融资约束小的企业更容易进行长期的风险管理和规避，包括 ESG 风险、通过 ESG 方面的投资和改进，他们可以减少环境、社会和治理风险对企业的潜在影响。相比之下，融资约束大的企业可能更注重短期经营和财务风险的管理，对 ESG 风险的关注度较低。

Table 6. Heterogeneity test
表 6. 异质性检验

	产权异质性		融资约束	
	非国有企业	国有企业	融资约束小	融资约束大
	ESG	ESG	ESG	ESG
Multi	0.752*** (0.212)	0.431 (0.268)	0.883*** (0.274)	0.665*** (0.227)
_cons	-38.404*** (4.303)	-35.898*** (5.149)	-46.322*** (6.052)	-28.246*** (3.903)
Year	是	是	是	是
Industry	是	是	是	是
Observations	4673	4233	3906	4867
R-squared	0.663	0.737	0.677	0.723

Standard errors are in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

6. 研究结论与启示

本研究聚焦 2010 年至 2020 年间，在沪深两市挂牌的 A 股企业，考察了众多大股东对公司 ESG 绩效的作用。研究结果表明：首先，众多大股东对提升公司的 ESG 成效起到了正向推动作用。其次，管理者能力在多个大股东与企业 ESG 表现之间起负向调节作用。

基于此，本文提出以下建议：一、对企业而言，企业一方面要关注公司的股权结构，合理的改革公司的股权结构。上市公司应该重视股权集中的影响，加强对第一大股东的约束，充分利用多个大股东的信息优势，发挥多个大股东对企业的监督作用，促使企业更加关注利益相关者的利益，积极承担更多社会责任，主动披露 ESG 信息。另一方面，企业应该建立有效的监督机制，确保管理者在实施 ESG 策略时遵循最佳实践和道德标准，充分发挥管理者的能力，使大股东和管理者对企业的 ESG 表现有着共同的认知。二、对政府而言，政府要加速完善正规的体制环境，如市场环境和法制环境，营造了有利于我国企业践行 ESG 义务的外围商业氛围。同时，政府部门应该建立统一的 ESG 信息披露标准，引导我国上市公司的 ESG 披露逐步从自愿转向强制性披露。

基金项目

本文系贵州省哲学社会科学规划办公室一般课题“数字经济赋能视角下贵州企业 ESG 高质量发展的影响因素及实现路径研究”（课题编号：23GZYB35）的阶段性成果。

参考文献

- [1] 张慧, 黄群慧. 制度压力、主导型 CEO 与上市公司 ESG 责任履行[J]. 山西财经大学学报, 2022, 44(9): 74-86. <https://doi.org/10.13781/j.cnki.1007-9556.2022.09.006>
- [2] Bosco, B.D. and Misani, N. (2016) The Effect of Cross-Listing on the Environmental, Social, and Governance Perfor-

- mance of Firms. *Journal of World Business*, **51**, 977-990. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2016.08.002>
- [3] Martins, H.C. (2022) Competition and ESG Practices in Emerging Markets: Evidence from a Difference-in-Differences Model. *Finance Research Letters*, **46**, Article 102371. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102371>
- [4] 雷雷, 张大永, 姬强. 共同机构持股与企业 ESG 表现[J]. *经济研究*, 2023, 58(4): 133-151.
- [5] 文雯, 施嘉妮, 张晓亮. 国有机构投资者能提升企业 ESG 表现吗——来自“国家队”持股的经验证据[J]. *金融与经济*, 2023(8): 17-27+42. <https://doi.org/10.19622/j.cnki.cn36-1005/f.2023.08.002>
- [6] Mcbrayer, G.A. (2018) Does Persistence Explain ESG Disclosure Decisions? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, **25**, 1074-1086. <https://doi.org/10.1002/csr.1521>
- [7] Maury, B. and Pajuste, A. (2002) Multiple Large Shareholders and Firm Value. *SSRN Electronic Journal*, **29**, 1813-1834.
- [8] 朱红军, 汪辉. “股权制衡”可以改善公司治理吗?——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究[J]. *管理世界*, 2004(10): 114-123+140. <https://doi.org/10.19744/j.cnki.11-1235/f.2004.10.014>
- [9] Wei, F. and Zhou, L. (2020) Multiple Large Shareholders and Corporate Environmental Protection Investment: Evidence from the Chinese Listed Companies. *China Journal of Accounting Research*, **13**, 387-404. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2020.09.001>
- [10] 魏锋, 陈莹莹. 多个大股东与现金股利分配研究[J]. *重庆大学学报(社会科学版)*, 2022, 28(3): 82-96.
- [11] 马影, 王满, 马勇, 等. 监督还是合谋: 多个大股东与公司内部控制质量[J]. *财经理论与实践*, 2019, 40(2): 83-90. <https://doi.org/10.16339/j.cnki.hdxbcjb.2019.02.012>
- [12] 郑鹏. 多个大股东与企业现金持有[J]. *管理现代化*, 2024, 44(1): 42-51.
- [13] 刘洪彬, 赵运运, 覃予. 多个大股东对企业短贷长投的影响研究——基于监督效应和资源效应视角[J]. *上海金融*, 2023(12): 34-45. <https://doi.org/10.13910/j.cnki.shjr.2023.12.003>
- [14] 熊凌云, 方远, 杨李娟. 多个大股东的监督治理效应——来自企业违规的经验证据[J]. *财经论丛*, 2023(11): 69-80. <https://doi.org/10.13762/j.cnki.cjlc.2023.11.005>
- [15] 孙亚东, 张莉. 高管海外背景、环保投资与 ESG 表现——基于建筑工程企业的实证研究[J]. *财会通讯*, 2024(6): 42-47. <https://doi.org/10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2024.06.021>
- [16] 王群勇, 孟雅婧, 庞瑞芝. 企业 ESG 表现对供应链网络地位影响研究: 路径检验与机制分析[J]. *现代财经(天津财经大学学报)*, 2024(4): 36-55. <https://doi.org/10.19559/j.cnki.12-1387.2024.04.003>, 2024-03-23.
- [17] 邓楚瑶, 林志军, 张启迪. 机构投资者持股会影响企业 ESG 表现吗?——来自中国上市公司的证据[J/OL]. <http://kns.cnki.net/kcms/detail/43.1542.n.20240320.1618.004.html>, 2024-03-23.
- [18] 罗宏, 黄婉. 多个大股东并存对高管机会主义减持的影响研究[J]. *管理世界*, 2020, 36(8): 163-178. <https://doi.org/10.19744/j.cnki.11-1235/f.2020.0125>
- [19] 潘玉坤, 郭萌萌. 空气污染压力下的企业 ESG 表现[J]. *数量经济技术经济研究*, 2023, 40(7): 112-132. <https://doi.org/10.13653/j.cnki.jqte.20230517.003>
- [20] Demerjian, P.R., Lev, B., Lewis, M.F. and McVay, S.E. (2013) Managerial Ability and Earnings Quality. *The Accounting Review*, **88**, 463-498. <https://doi.org/10.2308/accr-50318>