

机构投资者持股与 ESG 绩效

夏 丽

云南民族大学管理学院（会计学院） 云南昆明

【摘要】双碳背景下，对于衡量一个企业的绿色可持续发展能力，环境、社会责任和公司治理（ESG）起到了尤为重要的作用。本文沪深 A 股主板上市公司 2018-2020 年平衡面板数据为样本，考察机构投资者对企业 ESG 绩效的影响。研究发现：机构投资者持股对企业 ESG 绩效有着非常明显的积极影响。与交易型机构投资者相比，稳定型机构投资者更加积极的参与公司生产经营决策，对 ESG 绩效的影响更显著。对此，本文就描述了机构投资者与 ESG 绩效之间的关系与影响，对于充分发挥机构投资者的作用提出了相关建议。

【关键词】机构投资者持股；投资者异质性；ESG 绩效

Institutional investor holdings and ESG performance

Li Xia

Yunnan Nationalities University School of Management (School of Accounting) Kunming, Yunnan

【Abstract】In the context of dual carbon, environment, social responsibility and corporate governance (ESG) play a particularly important role in measuring the green and sustainable development capability of an enterprise. In this paper, the 2018-2020 balanced panel data of listed companies on the main board of Shanghai and Shenzhen A-shares is used as a sample to examine the impact of institutional investors on corporate ESG performance. The study found that institutional investor stockholding has a very obvious positive impact on corporate ESG performance. Compared with transaction-oriented institutional investors, stable institutional investors are more actively involved in the company's production and operation decisions, and have a more significant impact on ESG performance. In this regard, this paper describes the relationship and impact between institutional investors and ESG performance, and puts forward relevant suggestions for giving full play to the role of institutional investors.

【Keywords】Institutional investor shareholding; Investor heterogeneity; ESG performance

1 文献综述

关于机构投资者与 ESG 的研究，ESG 是环境、社会责任、公司治理的简称。金缙（2022）发现我国机构投资者对绿色创新企业具有投资偏好，且投资者可以容忍具绿色创新能力的上市公司更低的当期超额收益率。吾买尔江·艾山（2021）等认为 ESG 绩效在机构投资者持股和企业价值之间发挥了部分中介作用。环境层面：黎文靖和路晓燕（2014）通过对重污染行业的上市公司研究发现，机构投资者持股比例受到了企业环境绩效带来的积极影响，对于环境绩效较好的公司，机构投资者能够带来更高的股票收益。社会责任层面：机构投资者对企业

社会绩效表现出偏好（2012）。公司治理层面：李维安和李滨（2008）发现在提升上市公司治理水平方面机构投资者发挥了重要的作用，降低了上市公司的代理成本。通过对文献的整理进而发现，目前学者主要研究机构投资者对三个维度的分别影响，对 ESG 整体的研究较少。

综上，既有文献分别从 E、S、G 三个方面探究了机构投资者对其影响，本文欲从机构投资者持股比例和持股稳定性角度分别探讨其对 ESG 绩效的影响。

2 理论分析与研究假设

2.1 机构投资者持股比例与企业 ESG 绩效

一般认为，机构投资者重点关注企业的经营成果，因此参与企业决策越多，其监督的企业违规环境污染的现象越少，甚至督促企业主动靠近双碳目标，避免因环境问题影响企业发展。其次，企业自愿性信息披露质量因机构投资者的监督得到了提升，特别是持股比例高者对于企业的长远发展更是尤为关心，进而提高了企业绩效，促使企业更加积极主动地履行社会责任，树立良好的企业形象。再者，为了企业经营稳定，机构投资者会关注公司治理结构的规范性，监督企业的内部治理制度，预防潜在治理问题。而这些举动均有利于企业 ESG 绩效的提升。目前来看，ESG 绩效主要由各方机构的 ESG 评级表达。企业的 ESG 评级会向市场传递其发展的积极信息，尤其是高评级更容易吸引投资者，并提升对该企业长远发展的信任水平，从而提高股票价值，继而提升企业价值。

综上所述，本文提出以下假设：

H1: 机构投资者对企业 ESG 绩效有显著正向影响。

2.2 机构投资者异质性与 ESG 绩效

现有文献一般将机构投资者的异质性分为两个方面：稳定性和独立性。本文认为，机构持股如果向着稳定的方向发展，表明其投资动机在于企业的长期发展能力，因而持股稳定的机构投资者会更加

积极地参与企业决策，对被投资企业进行更加有效的监督管理。在近年来的 ESG 改革中，“双碳”目标的提出进一步加强了国内企业对气候变化问题的关注，因而能持股稳定的机构投资者也将会更加关注 ESG 的治理作用，尽可能地发展企业 ESG 管理机制，让 ESG 绩效充分发挥作用，协助企业长远发展。据此，本文提出以下假设：

H2: 稳定型机构投资者对企业 ESG 绩效的影响比交易型机构投资者更为显著。

3 研究设计

3.1 样本选择

经过对沪深 A 股主板上市公司 2018-2020 年平衡面板数据研究处理，最终得到 6411 个观测值。本文研究中使用的数据中，机构投资者持股来自 WIND 数据库，财务部分来自 CSMAR 数据库，通过 EXCEL2016 进行基础数据处理，使用 STATA14.0、SPSS24.0 等软件进行具体分析。

3.2 变量定义

(1) ESG 绩效

目前国内评级体系机构多样，本文选择覆盖范围最广、更新频率最高的华证 ESG 评级数据，欲借助其评级体系中九档等级，将其划分的 AAA-C 赋值 0.9-0.1 作为 ESG 绩效。变量符号表示 ESG。

表 1 变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	计算方法
被解释变量	ESG	ESG 绩效	借华证 ESG 评级结果 AAA-C 九档等级赋值 0.9-0.1 作为 ESG 绩效
解释变量	INST	机构投资者持股比例	机构投资者持股总额/流通股总额
	INWV	机构投资者异质性	机构持股稳定时取值 1，否则取 0
控制变量	SIZE	公司规模	期末总资产的自然对数
	AGE	上市年限	公司成立年龄+1 的自然对数
	LEV	资产负债率	年末负债总额/年末资产总额
	ROE	盈利能力	净利润/所有者权益平均余额
	FIRST	股权集中度	第一大股东的持股百分比
	YEAR	年份虚拟变量	如 2018 年时，YEAR1=1；2019 年时，YEAR2=1，否则为 0。以此类推。
	INDUSTRY	行业虚拟变量	证监会发布的《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》，共 19 类。行业虚拟变量取值 1，否则为 0。

(2) 控制变量

本文借鉴相关研究选择公司规模、上市年限、资产负债率、盈利能力、股权集中度、年份、行业作为控制变量。

3.3 模型设计

为验证 H1, 即机构投资者持股比例对 ESG 绩效的影响, 本文构建了模型 (1)。

$$ESG_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 INST_{i,t} + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 AGE + \alpha_4 LEV + \alpha_5 ROE + \alpha_6 FIRST + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

为验证 H2, 即机构投资者异质性的对 ESG 绩效的影响, 本文构建了模型 (2)。

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROE + \beta_5 GROWTH + \beta_6 STSTE + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

4 实证结果分析

4.1 相关性分析

变量之间相关性的分析结果如表 2 所示。其中, 自变量机构投资者持股比例 (INST) 与 ESG 绩效 (ESG) 显著正相关, 与公司规模 (SIZE)、上市年限 (AGE) 等控制变量显著正相关。这表明 ESG 绩效高的公司以及大规模、高年限、低负债、高盈利能力和高成长性的公司将更受机构投资者的青睐。其他变量间的相关性亦为合理。此外, 变量之间 VIF 检验多重共线性的值都小于 5, 因此多重共线性不会影响回归结果, 由此进一步做回归分析。

4.2 回归结果分析

从表 3 中可以看出, 在全样本中, 模型 (1) 的 F 值为 279.706, 调整后的 R^2 为 0.207, 模型拟合程度较好。机构投资者持股比例 (INST) 与 ESG 绩效 (ESG)

之间存在显著的正相关关系, 系数为 0.053。这表明, 机构投资者持有上市公司股份, 并在一定程度上发挥了监督管理的作用。因而, 假设 1 得到了证实。

根据分组回归结果, 稳定型机构投资者持股 (INW=1) 对企业 ESG 绩效有显著正向影响, 而交易型机构投资者持股 (INW=0) 不能改善企业 ESG 绩效, 甚至无显著影响。由此可见, 长期以来, 稳定型机构投资者持股比例越高, 更有可能对公司管理层进行监督和影响, 运用其专业知识和治理经验为公司重大决策提供建议。因此, 稳定型机构投资者持股比例越高, 越能监督公司重视环境、履行社会责任、改善公司治理, 有利于提升企业 ESG 绩效; 而频繁交易使交易型机构投资者无暇顾及公司管理层的监督, 主要的投资目的是为了赚取买卖价差, 消极对待管理层的短视投资行为及自利行为, 因而企业 ESG 绩效并不受投机型机构投资者持股的影响。因而, 基于本文的实证结果, 假设 2 得到了证实。

4.3 稳健性检验

机构投资者持股能够促进企业 ESG 绩效, ESG 评级高的公司也会吸引机构投资者参股, 因此本文结论可能存在内生性问题。为了控制影响, 实证部分参考 Cornett et al. (2007) 等一众学者的研究, 采用滞后一阶的解释变量和控制变量来缓解内生性问题的影响和部分局限。

为了进一步控制潜在的内生性问题, 参考温军和冯根福 (2012) 的做法, 选择同行业上市公司的各机构投资者的平均持股水平作为各类机构投资者持股的工具变量。作为工具变量, 应满足相关性和外生性。

表 2 相关性分析结果

	INST	ESG	SIZE	LEV	ROE	AGE	FIRST
INST	1						
ESG	.308***	1					
SIZE	.455***	.408***	1				
LEV	.158***	.082***	.471***	1			
ROE	.120***	.126***	.120***	-.112***	1		
AGE	.230***	.175***	.274***	.207***	-.043***	1	
FIRST	.552***	.191***	.208***	.026**	.125***	-.055***	1

注: ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 的置信水平上显著。

表3 回归结果分析

	全样本	INVW=1	INVW=0
c	-0.23*** (-8.178)	-0.235*** (-8.342)	0.906 (2.082)
INST	0.053*** (6.393)	0.054*** (6.308)	0.805 (1.266)
SIZE	0.036*** (26.785)	0.036*** (26.777)	-0.013 (-0.598)
LEV	-0.081*** (-9.744)	-0.079*** (-9.404)	-0.155* (-2.022)
ROE	0.04*** (4.390)	0.038*** (4.219)	0.182 (1.781)
AGE	0.018*** (6.618)	0.018*** (6.748)	0.023*** (0.927)
FIRST	0.051*** (4.352)	0.052*** (4.357)	-0.103** (-1.060)
YEAR	控制	控制	控制
INDUSTRY	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.207	0.208	0.087
F	279.706	276.268	2.872
N	6411	6292	119

注：***、**、*分别表示在 0.01、0.05、0.1 的置信水平上显著。括号内为 t 值。

经进一步检验，回归结果与前基本一致，研究结果较为稳健。

5 结论和建议

本文沪深 A 股主板上市公司 2018-2020 年平衡面板数据为样本，考察机构投资者对企业 ESG 绩效的影响。研究发现：机构投资者持股对企业 ESG 绩效有显著正向影响。稳定型机构投资者对企业 ESG 绩效的影响比交易型机构投资者更为显著。

从目前的情况来看，社会对 ESG 的关注度已经远远超过了 CSR（企业社会责任）。虽然企业社会责任是 ESG 的概念本源，但 ESG 在资本市场情景中的使用频率更高。这可能促使企业披露名为“ESG 报告”的报告数量将大幅增加。因此建议：鼓励机构投资者投资中小企业并加强其监督治理作用。通过本文研究，机构投资者对公司的持股可以显著提升 ESG 绩效。对政府部门而言，要完善有关法律法規，在 ESG 投资越来越重要的阶段，鼓励机构投资

者投资中小企业，发挥其专业技能和投后管理能力，有效参与公司治理，提高 ESG 绩效，提升企业未来价值，放眼可持续发展。

参考文献

- [1] 金缦. 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(01):65-75.
- [2] 吾买尔江·艾山, 艾力扎提·吐尔洪, 郑惠. 机构投资者持股对企业价值的影响研究——基于 ESG 绩效的中介效应分析[J]. 价格理论与实践, 2021(03).
- [3] 黎文靖, 路晓燕. 机构投资者关注企业的环境绩效吗?——来自我国重污染行业上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2015(12):97-112.
- [4] 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(03).
- [5] 李维安, 李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI-(NK) 的经验研究[J]. 南开管理评

- 论,2008(01).
- [6] 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(3).
- [7] 尹开国,施婷婷,汪莹莹.利益相关者对企业社会责任信息披露影响研究[J].财会通讯,2015(01).
- [8] 冯照桢,宋林.异质机构、企业性质与企业社会责任信息披露[J].山西财经大学学报,2013,35(12).
- [9] 周绍妮,张秋生,胡立新.机构投资者持股能提升国企并购绩效吗?——兼论中国机构投资者的异质性[J].会计研究,2017(06).
- [10] 李争光,赵西卜,曹丰,卢晓璇.机构投资者异质性与企业绩效——来自中国上市公司的经验证据[J].审计与经济研究, 2014, 29(05).
- [11] 夏常源、贾凡胜.控股股东股权质押与股价崩盘:“实际伤害”还是“情绪宣泄”[J].南开管理评论,2019(5).
- [12] Cornett M M, Marcus A J, Saunders A, et al. The impact of institutional ownership on corporate operating performance[J]. Journal of Banking & Finance,2007,31(6).
- [13] 温军,冯根福.异质机构、企业性质与自主创新[J].经济研究,2012,47(03).

收稿日期: 2022年4月2日

出刊日期: 2022年5月17日

引用本文: 夏丽, 机构投资者持股与ESG绩效[J]. 国际金融进展, 2022, 4(1):68-72
DOI: 10.12208/j.aif.2022021

检索信息: RCCSE 权威核心学术期刊数据库、中国知网 (CNKI Scholar)、万方数据 (WANFANG DATA)、Google Scholar 等数据库收录期刊

版权声明: ©2022 作者与开放获取期刊研究中心 (OAJRC) 所有。本文章按照知识共享署名许可条款发表。<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



OPEN ACCESS