

分类号: _____

单位代码: 10300

密 级: _____

学 号: 20211226003

南京信息工程大学

硕士专业学位论文



论文题目: 机构投资者持股对企业 ESG 表现影响的机理研究——经验证据与案例分析

申请人姓名: 顾宇鹏

指导教师: 贾创雄

类别名称: 会计

领域名称: _____

培养学院: 商学院

提交时间: 2023. 6. 15

二〇二三年六月

目 录

第一章 绪论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.2.1 理论意义.....	2
1.2.2 现实意义.....	2
1.3 研究思路及技术线路图.....	3
1.3.1 研究思路.....	3
1.3.2 技术线路图.....	4
1.4 研究方法.....	5
1.5 研究创新点.....	5
第二章 概念界定和文献综述	6
2.1 概念界定.....	6
2.1.1 ESG 与 ESG 评价体系.....	6
2.1.2 机构投资者.....	6
2.2 文献综述.....	7
2.2.1 ESG 相关研究	7
2.2.2 机构投资者相关研究.....	8
2.2.3 机构投资者与 ESG 相关研究	9
2.2.4 文献评述.....	10
第三章 理论基础和研究假设	11
3.1 理论基础.....	11
3.1.1 利益相关者理论.....	11
3.1.2 信息不对称理论.....	11
3.1.3 可持续发展理论.....	11
3.2 研究假设.....	12
3.2.1 机构投资者与企业 ESG 表现	12
3.2.2 融资约束的中介效应.....	12
3.2.3 信息披露质量的中介效应.....	13
第四章 机构投资者持股对企业 ESG 表现影响的实证研究.....	14
4.1 研究设计.....	14
4.1.1 样本选择与数据来源.....	14
4.1.2 变量设计	14
4.1.3 模型设置.....	16
4.2 描述性统计与相关性分析	16

4.2.1 描述性统计	16
4.2.2 相关性分析	17
4.3 回归结果分析	17
4.4 稳健性检验	18
4.4.1 分样本回归	18
4.4.2 滞后一期回归	19
4.5 进一步的研究	19
4.6 实证研究小结	21
第五章 机构投资者持股对企业 ESG 表现影响的案例研究	22
5.1 案例选择与行业概况	22
5.1.1 案例选择	22
5.1.2 华菱钢铁公司概况	22
5.1.3 钢铁行业概况	23
5.2 华菱钢铁机构投资者持股情况分析	24
5.2.1 华菱钢铁引入机构投资者动因	24
5.2.2 机构投资者参与华菱钢铁债转股的原因	26
5.2.3 华菱钢铁机构投资者持股比例变化情况	26
5.3 机构投资者持股对华菱钢铁融资约束的影响	28
5.3.1 华菱钢铁融资约束变化情况	28
5.3.2 华菱钢铁融资情况分析	30
5.3.3 融资约束的中介作用分析	33
5.4 机构投资者持股对华菱钢铁信息披露质量的影响	33
5.4.1 华菱钢铁整体信息披露质量变化情况	33
5.4.2 华菱钢铁 ESG 信息披露变化情况	34
5.4.3 信息披露质量的中介作用分析	35
5.5 机构投资者持股对华菱钢铁 ESG 表现的影响	35
5.5.1 华菱钢铁 ESG 表现概况	35
5.5.2 华菱钢铁环境保护(E)表现	38
5.5.3 华菱钢铁社会责任(S)表现	40
5.5.4 华菱钢铁公司治理(G)表现	41
5.6 案例研究小结	43
第六章 结论与展望	45
6.1 研究结论	45
6.2 政策与建议	46
6.3 不足与展望	48
参考文献	50

摘要

近年来，ESG（环境、社会责任和公司治理）作为评价企业可持续发展能力的框架理念脱颖而出。同时，我国资本市场上的投资机构也随着市场经济的发展不断完善，机构投资者结构趋于多样化和稳定。目前，我国已经形成了由基金、合格境外机构投资者、券商、保险、社保基金、信托、银行等组成的机构投资者，作为企业公司治理的参与者，能够影响企业 ESG 表现。因此，本文通过研究机构投资者持股对企业 ESG 表现的影响，以期正确认识机构投资者对公司治理发挥的效用，引导企业重视并利用其对 ESG 表现的正向影响，提高可持续发展能力。

本文在现有研究的基础上，选取 2011 年至 2021 年沪深 A 股制造业的上市企业作为样本，实证研究了机构投资者持股对企业 ESG 表现的影响，结果显示，机构投资者持股对企业 ESG 表现有正面影响。进一步研究发现，融资约束和信息披露质量在机构投资者持股和企业 ESG 表现的关系中发挥部分中介效应，具体表现为机构投资者持股降低了企业的融资约束，同时提高了企业信息披露质量，进而提升了企业的 ESG 表现。

在实证研究的基础上，本文选择华菱钢铁作为案例研究对象，在华菱钢铁开展市场化债转股的背景下，分析了华菱钢铁引入机构投资者对其融资约束、信息披露质量和企业 ESG 表现的影响，结果发现，随着华菱钢铁机构投资者持股比例的提高，华菱钢铁的融资约束有所降低，同时企业的内源融资和外源融资状况均得到改善；华菱钢铁的信息披露质量评级明显提高，ESG 信息披露状况也有所改善；企业 ESG 表现也随之提高。据此，本文针对不同主体提出了相关建议，旨在为完善公司治理提供建议，提高企业 ESG 表现，促进企业可持续发展。

关键词：机构投资者，融资约束，信息披露质量，ESG

Abstract

In recent years, ESG (Environmental, Social Responsibility, and Corporate Governance) stands out as a framework concept for evaluating the sustainable development capability of enterprises. At the same time, the investment institutions in China's capital market are constantly improving with the development of the market economy, and the structure of institutional investors is becoming more diversified and stable. At present, China has formed institutional investors consisting of funds, Qualified Foreign Institutional Investor, securities firms, insurance, social security funds, trusts, banks, etc. As participants in corporate governance, they can affect the ESG performance of enterprises. Therefore, this article studies the impact of institutional investor shareholding on corporate ESG performance, in order to correctly understand the utility of institutional investors in corporate governance, guide enterprises to value and utilize their positive impact on ESG performance, and improve sustainable development capabilities.

On the basis of existing research, this article selects listed companies in the Shanghai and Shenzhen A-share manufacturing industry from 2011 to 2021 as samples to empirically study the impact of institutional investor shareholding on ESG performance of enterprises. The results show that institutional investor shareholding has a positive impact on ESG performance of enterprises. Further research finds that financing constraints and information disclosure quality play a part of the mesomeric effect in the relationship between institutional investor shareholding and enterprise ESG performance, specifically, institutional investor shareholding reduces the financing constraints of enterprises, while improving the quality of enterprise information disclosure, thereby improving enterprise ESG performance.

On the basis of empirical research, this article selects Hualing Iron and Steel as the case study object. Against the background of Hualing Iron and Steel's market-oriented debt to equity swap, it analyzes the impact of Hualing Iron and Steel's introduction of institutional investors on its financing constraints, information disclosure quality, and ESG performance. The results show that with the increase of Hualing Iron and Steel's institutional investor shareholding ratio, Hualing Iron and Steel's financing constraints have decreased, At the same time, the internal and external financing situation of enterprises has been improved; Valin Steel's information

disclosure quality rating has significantly improved, and the ESG information disclosure situation has also improved; The ESG performance of enterprises has also improved accordingly. Based on this, this article proposes relevant suggestions for different entities, aiming to provide suggestions for improving corporate governance, improving ESG performance of enterprises, and promoting sustainable development of enterprises.

Key words: Institutional investors, Financing constraints, Quality of information disclosure, ESG

第一章 绪论

1.1 研究背景

近年来，可持续发展已经成为全球经济社会的热门话题。在可持续发展的观点下，企业既需要考虑其经营活动对环境和社会的造成的影响，也需要建立完善的公司治理机制^[1]。ESG（环境、社会责任和公司治理）作为评价企业可持续发展能力的框架理念脱颖而出。2018年6月，我国证监会颁布了《上市公司治理准则》修订版，引进了目前国际上普遍推行的ESG理念，旨在加强上市企业在环保、社会责任方面的带头作用，建立ESG信息披露制度，推动企业可持续发展。

伴随着新时代的到来，绿色发展和可持续发展理念深入人心。党的十八大将生态文明建设列入了“五位一体”总体布局，“十四五”规划也强调要推动我国绿色发展，习近平总书记在党的二十大报告中指出，推动绿色发展，要加快发展方式绿色转型，积极稳妥推进碳达峰、碳中和。这些都彰显出中国对于走绿色发展、可持续发展之路的坚定态度。在此背景下，投资者的投资目标逐渐倾向于探索绿色高质量、可持续发展战略的企业，而ESG是一种全新的投资理念和企业评估标准，与传统只关注企业财务绩效的理念不同，ESG注重的是企业的在环境、社会责任和公司治理方面的综合表现，因此ESG理念成促进绿色可持续发展的强力抓手，企业的ESG表现也成为评价企业可持续发展能力的重要依据。对于外部治理而言，ESG理念与我国绿色发展、高质量发展的目标相契合，可以有效助力产业结构升级转型，推动碳达峰、碳中和；对于企业而言，2021年数据显示，1400多家企业发布了社会责任报告或环境、社会责任和公司治理报告，ESG理念已经逐步融入企业发展，尤其是高能耗、高污染企业，ESG能推进企业生产经营活动中的环境保护、节能减排，同时加大企业绿色技术研发与创新，在保证企业自身高质量发展的同时，兼顾各方利益相关者，推动企业与市场的可持续发展。

我国ESG相较于发达国家起步较晚，但是随着国内市场的发展和特点的变化，许多国内机构已经开始借鉴国际机构的成熟框架，并在具体指标设计上进行改进。目前，国内著名的ESG评级机构包括上海华证指数（简称“华证”）、润灵环球（RKS）、商道融绿、社投盟、嘉实基金、中央财经大学绿色金融国际研究院和中国证券投资基金业协会等。

随着经济“双循环”发展格局的推进，宏观层面，我国市场经济不断完善，货币市场和资本市场日益成熟；映射至微观层面，我国资本市场上的投资机构也随着市场经济

的完善不断发展，2018年，证监会发表声明，明确指出“引导更多保险、社保等增量中长期资金入市”；2021年，第十三届全国人大常委会表决通过关于国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要的决议，提出要深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善资本市场基础制度，健全多层次资本市场体系，大力发展机构投资者，提高直接融资特别是股权融资比重；进入21世纪以来，中国证监会开始积极发展机构投资者，其数量逐年增多，结构也趋于多样化和稳定。目前，我国已经形成了由基金、合格境外机构投资者、券商、保险、社保基金、信托、银行等组成的机构投资者。

ESG是衡量企业可持续发展的核心理念，也是投资者在投资时考量的重要因素，而机构投资者是经济发展的重要力量，是企业的利益相关者之一，能够影响企业的经营决策并产生一定的经济后果。申万宏源研究所2021年A股研究报告显示，近十年来，我国A股市场的机构投资者持股比例呈稳定上升趋势，2021年该比例达到22.4%，机构投资者的话语权持续提高，对我国上市企业的影响也在逐年加深。鉴于此，我们提出疑问，机构投资者持股会对企业的ESG表现产生何种的影响？机构投资者又是通过何种方式对企业ESG表现产生影响的？本文通过对这些问题的研究，可以为我国ESG评价指标体系的发展提供一定的理论指导，对于企业完善公司治理、提升ESG表现、促进可持续发展有一定的现实意义。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

第一，进一步拓展机构投资者的研究视角和内容。现有文献的研究集中在机构投资者持股对企业绩效、企业风险和企业创新的影响，本文从机构投资者持股的角度出发，研究其对企业ESG表现的影响，并进一步分析了影响的中介效应，为以后其他学者的研究提供新的角度。

第二，进一步丰富企业ESG表现影响因素的相关研究。现有研究大多以企业ESG表现作为自变量来研究其对企业价值、股价表现等的影响，突出ESG表现对企业的重要作用，但很少有学者研究影响企业ESG表现的因素，以及如何提升企业ESG表现；同时，大部分学者对ESG的研究都集中在环境和社会责任角度，本文将企业ESG表现作为因变量来研究机构投资者对企业ESG表现的影响，将为ESG的研究提供新的角度和方向。

1.2.2 现实意义

企业 ESG 表现是衡量企业可持续发展能力的重要因素，且现有的大量研究都已经证实良好的 ESG 表现对企业价值有着正向提高作用，而机构投资者作为企业的重要利益相关者，对企业的经营决策有着举足轻重的作用。因此，本文的研究有如下的现实意义：

第一，保障市场经济可持续发展的需要。一直以来，机构投资者对于企业绩效、企业的创新的影响有目共睹，近年来，可持续发展成为热点话题，而 ESG 作为衡量企业可持续发展的核心理念，越来越受到企业、投资者以及市场的重视，本文在这样的背景下，研究机构投资者持股对企业 ESG 表现的影响，旨在助力企业提高其 ESG 表现，推动其可持续发展。这将有助于企业和市场监管机构正确认识机构投资者的作用，从而保障市场经济的平稳运行与可持续发展。

第二，规范公司治理结构的需要。目前，我国很多企业公司治理结构不够完善，而企业能否保障自身可持续发展，在很大程度上依赖公司治理结构的合理性。其中就包括股权结构，股权结构决定了企业的股权集中度与大股东的权力，导致大股东行使权力的方式和后果存在差异，进而影响公司治理结构；机构投资者是股权结构的重要环节，虽然拥有大量资金，但受到我国上市企业持股比例的约束，一般不可能成为控股股东，也无法直接参与董事会、监事会和经理层，减少了机构投资者利用关联交易等方式进行利益输送的机会，因此机构投资者更注重价值投资，对企业的可持续发展有着很大的影响。本文对于机构投资的研究，对于企业优化股权结构、完善公司治理结构有一定的参考意义。

第三，规避风险的需要。上市公司为实现自身利益最大化，偏向于将自身产生的矛盾和负面影响转移到外部，易导致风险的积累与系统性风险的爆发，不论是对企业还是整个市场都会产生不利影响。而外部投资者的加入与 ESG 理念的深入有助于规范上市企业行为，增强资本市场制衡，规避企业经营产生的风险，也有助于投资者保护自身资产安全，防范系统性风险带来的损失，对监管部门监控市场风险也有一定意义。

1.3 研究思路及技术线路图

1.3.1 研究思路

本文主要分为七部分。

第一部分是绪论，介绍研究背景、研究意义、研究思路和方法以及本文的创新点。

第二部分是相关概念和文献综述，主要介绍 ESG、ESG 评价体系、机构投资者等相关概念和国内外研究现状。

第三部分是理论基础和研究假设，本章阐述本研究的理论基础，并在此基础上提出了本文的研究假设。

第四部分是实证分析，对机构投资者持股比例与企业 ESG 表现之间的关系进行了实证研究，并进一步分析了融资约束、信息披露质量在这种关系中的中介效应。

第五部分是案例分析，本文选择湖南华菱钢铁集团有限责任公司（简称“华菱钢铁”）作为案例分析的对象进行案例研究，分析了华菱钢铁引入机构投资者对其融资约束、信息披露质量和企业 ESG 表现的影响。

第六部分是结论与建议，这一章对本文的研究结果做出总结，并根据研究结果针对不同主题提出相关建议，同时指出了本文的不足之处与展望。

第七部分是参考文献。

1.3.2 技术线路图

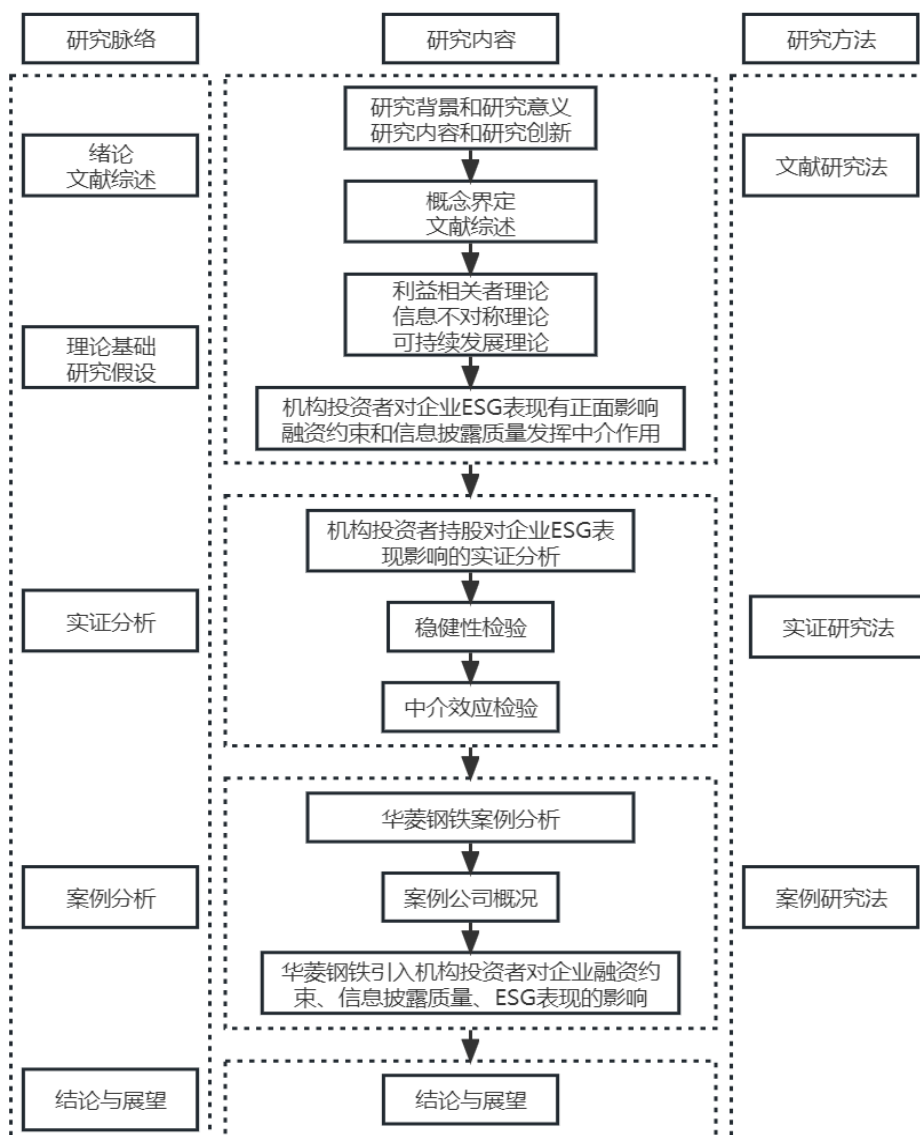


图 1-1 技术线路图

1.4 研究方法

本文主要运用文献研究法、实证研究法、案例研究法进行研究。

第一，文献研究法。本文首先收集大量关于 ESG、公司治理、机构投资者、融资约束、信息披露质量等方面的相关文献，深入研究学习现有文献的研究成果和研究方法，并思考本文的创新点以及合适的研究方法。

第二，实证研究法。本文选择 2011 年至 2021 年沪深 A 股制造业的上市企业为研究样本，利用 Stata16.0 建立相关实证模型，定量分析机构投资者持股对企业 ESG 表现的影响，并进一步研究融资约束、信息披露质量在这种关系中的中介效应。

第三，案例研究法。本文选择湖南华菱钢铁集团有限责任公司（简称“华菱钢铁”）作为案例分析的对象进行案例研究，分析了华菱钢铁引入机构投资者对其融资约束、信息披露质量和企业 ESG 表现的影响。

1.5 研究创新点

相比于现有文献，本文具有如下创新之处：

第一，拓宽了企业 ESG 表现影响因素的研究。现有研究大多突出 ESG 表现对企业的重要作用，主要以企业 ESG 表现作为自变量来研究其对企业价值、股价表现等的影响，但很少有学者研究影响企业 ESG 表现的因素。因此，本文的研究具有一定创新性。

第二，拓宽了机构投资者的研究视角和内容。现有文献的研究集中在机构投资者持股对企业绩效、企业创新和企业风险的影响，而本文从机构投资者的视角出发，研究其对企业 ESG 表现的影响，为接下来其他学者的研究提供了新的角度和思路，也是本文的创新之处。

第二章 概念界定和文献综述

2.1 概念界定

2.1.1 ESG 与 ESG 评价体系

ESG 是一种重要的价值理念，它将环境、社会和公司治理作为三个重要维度，以此来评估企业可持续发展的金融价值，而不仅仅局限于财务绩效。ESG 提供了一种投资策略和评价工具，以便更好地实现企业的长期发展目标。

2004 年，UN 环境规划署首次提出了 ESG 概念，但是在国内，ESG 的发展却相对落后，直到 2013 年我国才出现了第一支以 ESG 为主题的基金。但近年来，在碳达峰与碳中和目标的背景下，我国不断完善 ESG 相关的指导政策，国内企业对 ESG 报告披露的数量和质量也呈现上升的趋势；同时，投资者对于 ESG 的重视程度也不断提高，通过关注企业环境保护、社会责任等非财务领域的风险践行 ESG 投资理念，规避高风险投资。

ESG 评级是 ESG 的关键环节，但由于全球各地的制度、文化背景等差异，目前尚未形成统一的标准来衡量公司 ESG 表现。国际上对于企业 ESG 表现的评级起步较早，已有较为完善的评级体系，其中最为知名评级机构有富时罗素、汤森路透、道琼斯、明晟以及晨星这五家。国内 ESG 评级机构主要有商道融绿、社投盟可持续发展价值评级、华证 ESG 和润灵 ESG 等，这些机构均在借鉴国际机构成熟框架的基础上，加入了本土化的具体指标，但由于在定位、覆盖范围、数据来源等方面的差异，国内 ESG 评价标准尚未统一，各机构的评价结果也存在一定差异。ESG 评级是衡量公司综合管理能力的重要指标，同时可以协助投资者更好地了解公司发展状况。通过 ESG 评级结果，投资者可以判断资金投入是否指向可持续发展能力更好的企业。此外，ESG 评价体系的进一步发展也为量化研究提供了重要的数据支持，从而更好地指导公司的未来发展方向。

2.1.2 机构投资者

虽然机构投资者在资本市场上是一个常见的名词，但对这一名词理论上的界定却并不统一，目前，机构投资者的界定主要分为广义与狭义。

从广义上来看，机构投资者是指用自有资金或者从分散的公众手中筹集的资金专门进行有价证券投资活动的法人机构。这类投资者通常拥有较大的投资规模，并且可以有效搜集和分析信息。由于这种投资活动对证券市场的作用极其重大，机构投资者不得不格外重视财产的安全，以便有效分散投资风险。这类定义在外国使用较多。

在国内,被广泛使用的是狭义上的机构投资者,主要包括基金、合格的境外投资者、券商、保险、社保、信托、财务公司、银行这一类金融机构。与一般持股者相比,这类机构拥有更为丰厚的资本市场背景,并在融资和参股流程中积累了丰厚的融资经历和 market 洞察力,能够更好地应对各种机遇和挑战,例如提供投融资建议、完善企业管理体系、提升公司治理水平等。

2.2 文献综述

2.2.1 ESG 相关研究

ESG 表现代表了企业的可持续发展能力,国内外学者分别从企业 ESG 实践或表现的经济后果和影响 ESG 表现的因素两方面进行了研究。

Cahan 等(2015)指出,ESG 表现的提高能够为公司提供传播效益,而新闻媒体对 ESG 实践的有效报道也是 ESG 表现作用的重要因素之一,唯有将这两者结合起来,才能实现更高的公司价值^[2]。Chelawat 和 Trivedi(2016)通过实证研究发现,印度公司的 ESG 业绩对其长期利益和财务绩效有重要影响。优秀的 ESG 绩效能够提升公司的整体绩效,并为公司带来更多的收益^[3]。Ghoul 等(2017)对 53 个国家的企业进行评估,调查表明,在一些市场经济体系不健全的国家,企业 ESG 表现与其价值之间存在正相关联系^[4]。根据 Fatemi 等(2017)的研究结果,公司在 ESG 领域方面的优势可以显著提高其价值,而 ESG 领域方面的劣势则会导致企业价值的下降。此外,完善的信息披露也能够缓解负面影响,并增强优势所带来的积极效果^[4]。根据 Li 等(2018)的研究结果,提高 ESG 信息发布的完善性和透明度,包括增强投资者对公司的信心,都能够有效地提高经济效益,而 CEO 能力越大,ESG 信息对经济效益的作用也会更加显著^[5]。Bohyun 等(2018)在研究中证实,企业 ESG 实践对企业产生了显著影响。特别是在那些对环境不敏感的行业,ESG 实践所带来的经济效益更大^[6]。MirallesQuirós 等(2019)研究发现,在 2008 年金融危机之后,英美各国企业的社会责任活动与股票交易定价之间的关系变得更为紧密,这说明 ESG 表现在投资决策中的重要性日益提高。这种关联在金融危机结束后变得越来越明显,并且 ESG 在投资决策中的地位也越来越重要^[7]。Broadstock 等(2020)通过事件研究法得出结论,在新冠疫情时期,ESG 评级较高的投资风险组合具备更强的抗风险功能,而且 ESG 表现优秀的公司股价起伏更小^[8]。Velte(2016)通过对德国和奥地利企业的高层队伍进行分析,发现女性在 ESG 绩效中扮演着重要角色,并且这种影响是显著的^[9]。

我国 ESG 与发达国家相比起步较晚,国内学者对 ESG 的研究相对来说也处在不太

成熟的阶段。黄世忠（2021）深入探讨了 ESG 三大理论支柱的核心思想，并对其中包含的启示性观点作出了详细分析^[10]；王凯等（2022）在对十四家知名 ESG 评价公司的体系加以比较分析后，发现中国目前 ESG 评价系统存在信息披露质量低下、评价结论不一致等问题，因此，必须加强对 ESG 体系的改进，以提高评价效率和准确性^[11]；陈银飞等（2022）通过对 2018-2020 年沪深 300 指数成分股 209 家上市企业研究发现，企业 ESG 表现显著正向影响企业价值，但由于经营目标、社会期望和投入成本等原因，使得 ESG 表现的促进作用存在异质性，非国有企业和非污染企业的 ESG 表现显著正向影响企业价值，国有企业和污染企业的 ESG 表现对企业价值没有显著影响^[12]。陶建宏等（2022）通过对 2010-2019 年 A 股市场制造业上市公司进行研究，发现企业 ESG 表现越好，股价崩盘的风险越小^[13]；根据吴鹏琳（2022）通过对 2014-2020 年 A 股上市公司高管的海外背景的研究显示，企业的 ESG 表现受到其高管海外背景的影响^[14]；李晓静等（2022）对 2010 -2020 年沪深 A 股上市公司中家族企业研究后发现，家族涉入程度越大，企业的 ESG 评级表现越好，进而有助于企业发展，但这种促进关系受到了二代涉入的抑制，而市场化指数和儒家文化两者都能够正向调节家族涉入与企业 ESG 表现之间的关系^[15]；任紫娴等（2021）研究了 2015 年至 2019 年我国 A 股重污染行业的上市公司，发现企业 ESG 表现的提高显著促进了企业 EVA^[16]；黄国良等（2022）利用熵值法构建了上市企业的 ESG 评级，并运用双重差分模型证实了资本市场开放对企业 ESG 表现的促进作用^[17]；王波等（2022）通过研究 A 股上市公司，研究发现，企业 ESG 表现通过降低融资成本、提升了市场关注程度的机制促进了企业价值的提高，企业的 ESG 表现具有的价值效应在东部地区更强^[18]；杨承新格（2022）研究证实，上市企业 ESG 表现与绿色创新绩效显著正相关，同时，企业内部控制质量在两者之间起调节作用^[19]；王晓红等（2022）运用双向固定效应模型研究发现，企业 ESG 表现在企业研发投入对其市场价值的提升作用中起到了部分中介作用^[20]。

2.2.2 机构投资者相关研究

国内外学者对于机构投资者的探讨主要从其企业绩效、创新等方面的影响进行。

现有研究已经证实了机构投资者对企业绩效的正面影响。Marwan（2015）基于社会责任制度理论和利益相关者理论研究后发现，机构投资者可以正向调节企业 CSR 活动对企业绩效的促进作用，影响企业从 CSR 活动中获益的程度^[21]；Zhang 等基于国内 2005-2015 年的样本研究后发现，基金等机构投资者对企业 CEO 的薪酬绩效有正面影响，但机构投资者监控角色的有效性取决于其身份、控股股东和机构环境^[22]。周绍妮等（2019）

通过对 2010 至 2016 年国内 A 股发生并购交易的企业研究后得出,机构投资者可以有效抑制高管权力对企业并购绩效的负面影响,且这种影响在非国有企业中更为明显^[23]。王垒等(2020)认为,在企业绩效良好时,专注型机构投资者可以有效减少企业资产剥离,且在国有企业中这种监督动机更为明显^[24];章卫东等(2020)认为机构投资者可以促进正向定向增发企业的公司绩效,且这种促进作用在国有企业中更明显^[25];吾买尔江(2021)基于沪深 A 后 2015 至 2019 年的样本研究后发现,稳定型机构投资者对企业经营决策的参与度更高,对企业价值的正面影响更显著^[26];朱文莉等(2022)运用面板模型回归后得出,机构投资者持股可以调节金融化水平与企业绩效之间的负面关系^[27]。

部分学者研究了机构投资者对企业创新的影响。Omer 等(2019)研究发现,机构投资者可以促进制药企业的创新,同时通过为公司高管提供创新失败的保险,充当积极的监控者^[28];周方召等(2021)基于国内上市企业样本证实,机构投资者更偏好对创新型企业持股^[29];王海芳等(2021)从营商环境的视角出发,证实机构投资者对企业探索式的创新和价值的提高都有显著的促进作用^[30];王婧等(2022)实证分析了我国创业板公司,发现机构投资者能显著促进我国中小企业的创新活动^[31];毕鹏等(2023)认为,机构投资者网络对企业的创新质量和创新效率都有显著的促进作用^[32]。

2.2.3 机构投资者与 ESG 相关研究

由于 ESG 理念发展时间较短,国内外学者对于机构投资者与企业 ESG 整体表现的研究较少,大部分研究集中于机构投资者对 ESG 各个单项维度上。

环境方面。代文等(2016)发现,机构投资者调节了企业环境信息披露质量与企业价值之间的关系^[33];王垒等(2019)通过对我国 2013-2017 年沪深 A 股高污染样本研究后发现,机构投资者投资组合集中度可以有效改善企业环境信息披露质量,其机理是提高了独立董事的有效性^[34];聂志萍等(2022)证实,企业环境信息披露质量越差,企业股价崩盘风险越高,但机构投资者可以一定程度上抑制企业环境信息披露和股价崩盘风险之间的负相关^[35]。

社会责任方面。Aditi 等(2018)通过对马来西亚的样本研究后发现,机构投资者对企业的社会绩效有促进作用,因为机构投资者倾向于投资于新兴市场,基于他们对企业表现出市场中性策略的能力的感知,即长期可持续的关注、沟通和透明度以及企业规模^[36]。袁雅静等(2021)基于美国股市的样本研究发现,机构投资者和企业社会责任呈现 U 型关系,机构投资者在一定程度上可以提高企业履行社会责任的表现,但当机构投资者持股比例过高时,反而会抑制企业社会责任的履行^[37];宋岩等(2021)研究发现,机

构投资者持股可以促进企业的声誉，其机制在于提高了企业社会责任的表现^[38]；全晶晶（2022）研究发现，机构投资者持股比例可以促进企业社会责任报告的披露并提高报告质量^[39]。

ESG 整体角度。Qasem 等（2022）基于沙特阿拉伯样本研究发现，机构投资者可以促进企业 ESG 报告的披露^[40]；白雄等（2022）研究发现，机构投资者更偏好于对 ESG 表现更好的企业持股，且可以容忍这类企业短期内较差的绩效^[41]；何青等（2023）研究发现，持有同行业两家及两家以上企业股份的机构投资者能够发挥治理和协同效应促进企业 ESG 的提升^[42]。

2.2.4 文献评述

通过上述对企业 ESG 表现和机构投资者相关文献的梳理发现，国内外学者对于 ESG 的研究多数集中于企业 ESG 实践或表现对企业的影响上，而对于影响企业 ESG 表现因素的研究仍不够完善；对于机构投资者的影响则集中于其对企业绩效和创新的正面促进作用，以及与 ESG 单项指标的关系，如其对于环境信息披露、社会责任履行等方面的正面促进作用，而关于机构投资者持股与企业 ESG 整体表现关系的研究还较少，因此，本文从机构投资者这一角度出发，探究其对企业 ESG 表现的影响，并进一步分析影响机理，具有一定的研究意义。

第三章 理论基础和研究假设

3.1 理论基础

3.1.1 利益相关者理论

1963年，斯坦福大学研究院第一次明确定义了利益相关者，他认为利益相关者是参与组织发展的基础团体，没有这些团体的支持，就不可能有组织的生存。1984年，美国学者弗里曼进一步深入探讨了利益相关者的概念，他指出利益相关者是组织实现目标的关联方，具体包括所有者、债主、雇员、消费者、公众以及社会社区等。利益相关者理论指出，公司是由各方利益相关者一起参与形成的复杂集体，他们的行动会直接或间接地对企业发展和经营发生重要作用，而企业不得不考虑除了股东之外其他利益相关者的需求。

ESG作为衡量企业可持续发展的重要指标，要求企业兼顾社会各方利益相关者，而机构投资者是企业重要的利益相关之一，受到我国上市企业持股比例的约束，一般不可能成为控股股东，因此机构投资者更注重价值投资，对企业的经营决策有着很大的影响。因此，机构投资者对于企业ESG表现的影响正是基于利益相关者理论。

3.1.2 信息不对称理论

在市场条件下，信息不对称理论指出，各种利益相关者对目标公司所了解的信息内容存有显著差异，这种差异可能会导致他们无法全面了解公司，因此，仅凭调查很难获得准确的消息。由于信息不对称的情况存在，大股东可以通过利益输送手段掏空中小股东利益，导致公司治理问题出现，进而影响企业可持续发展；而机构投资者通过对企业持股从外部参与公司治理，相较于其他投资者而言势必会掌握更为完善的企业信息，对企业价值和可持续发展做出投资判断，影响企业在ESG方面的实践投入。

3.1.3 可持续发展理论

可持续发展理论认为，在满足当代人的需求的时候，也要保证不会对下一代人产生不可挽回的损害。因此，ESG报告也被称为可持续发展报告，除了因为它提供了可用于评估企业可持续发展的信息外，还因为它所提出的理念源自可持续发展理论。可持续发展理论强调政府和其他组织应该注重制度安排的变革和创新，以保证公司治理层能够有效地解决社会、经济发展和环境保护的可持续发展问题，而不仅仅是简单地关注公司绩效。ESG报告中的G可被视作一个有效的激励机制，以实施可持续发展理论研究政策建议，从而促进社会可持续发展。

从机构投资者的角度来看，由于机构投资者无法参与到董事会、监事会和管理层，与大股东“合谋”的机会较少，因此，机构投资者会更关注企业的价值，而现有研究也证实机构投资者具有 ESG 偏好，关注企业可持续发展。

3.2 研究假设

3.2.1 机构投资者与企业 ESG 表现

机构投资者是企业重要的利益相关者之一，其投资目的是价值最大化，因此，机构投资者更倾向于长期投资，以分享企业成长的红利，而随着 ESG 作为衡量企业可持续发展能力的框架脱颖而出以及其在我国的重视程度不断上升，机构投资者更具有意愿去推动企业进行 ESG 实践、提高企业 ESG 表现，一方面，良好的 ESG 表现可以向外部展现企业的可持续发展能力，缓解信息不对称带来的弊端，吸引更多投资者，同时，ESG 表现的提高对于企业价值、效益具有正向影响，良好的 ESG 表现可以促进企业可持续发展进而使机构投资者获得更稳定的回报。

而据信息不对称理论，相较于散户投资者，机构投资者能获得更为完善的企业内部信息，拥有更强的监管能力，可以通过加强与企业之间的交流或投票表决等方式推动企业加大 ESG 投入，提高企业 ESG 表现。

同时，现有研究也已经证实机构投资可以提高企业价值、促进企业创新，也能够改善企业的环境信息披露质量，推动企业履行社会责任，提高社会责任表现。基于此，本文做出假设 H1：

H1：机构投资者持股比例与企业 ESG 表现呈现正相关关系。

3.2.2 融资约束的中介效应

企业的 ESG 实践需要大量资金投入。在环境方面，包括环境保护投入、水资源保护、绿色技术革新、低碳减排管理等等；在社会责任方面，包括扶贫助学、乡村振兴、社区公益、员工关怀等等；在公司治理方面，包括员工培训、治理结构建设等等。ESG 实践的高投入、长周期使得企业在面临其他经营项目时往往会存在一些资金方面困难，而不得不放弃在环境与社会责任的投入（Bhandari & Javakhadze, 2017）^[43]，而企业在这种情况下往往会有意愿寻求外部融资。

企业融资约束的困难主要源于信息不对称理论与委托代理问题，而机构投资者可以很好地解决这两类问题。一方面，机构投资者通过现场调研、与企业直接沟通、参与公司治理等方式，拥有更广泛的信息获取渠道，也能获得更为完善的信息，同时，机构投资者可以利用其丰富的投资经验对获得的信息进行整合研判，并以自身的投资行为向市

场进行信号的传递，降低企业融资成本，缓解融资约束；另一方面，机构投资者为了实现自身投资价值最大化，更有意愿对企业进行监督，或通过加强与企业的直接交流以及投票表决等方式参与公司治理，抑制大股东攫取自身利益的行为，缓解企业代理问题。因此，本文认为，机构投资者可以降低企业融资约束，进而促进企业 ESG 表现的提高，并据此提出假设 H2a：

H2a：融资约束在机构投资者持股比例和企业 ESG 表现的关系中起中介作用。

3.2.3 信息披露质量的中介效应

企业信息披露的质量影响着企业受监管的程度。当企业信息披露质量较低时，外界难以了解企业真实的经营状况，使得大股东拥有更多利益输送的机会。机构投资者拥有更广泛的信息获取渠道，也能获得更为完善的信息，并以自身作为企业和市场的纽带，提高企业信息透明度。魏文君等（2023）研究发现，机构投资者可以通过提高企业信息披露质量，从而抑制企业杠杆操控^[44]；全晶晶（2022）研究发现，机构投资者通过持股提高了企业社会责任信息的披露^[39]；刘迪（2021）认为机构投资者基于提高自身利益和退出成本的考虑，更有意愿利用自身优势参与公司治理和影响公司表现来提高信息披露水平^[45]。

同时，信息披露质量又直接影响着企业 ESG 表现，高质量的信息披露是 ESG 理念的核心要求之一，企业协调所有利益相关者之间利益关系的机制会对企业可持续经营产生重要影响，其中就包括企业的信息披露质量，信息披露的可信度是企业 ESG 表现的外部鉴证。基于此，本文提出假设 H2b：

H2b：信息披露质量在机构投资者持股比例和企业 ESG 表现的关系中起中介作用。

第四章 机构投资者持股对企业 ESG 表现影响的实证研究

4.1 研究设计

4.1.1 样本选择与数据来源

本文选择 2011 年至 2021 年沪深 A 股制造业的上市企业作为研究样本,将华证 ESG 评级作为衡量企业 ESG 表现的标准;并根据以下标准进行筛选处理:(1)剔除研究期内 ST、*ST 和退市的上市企业;(2)剔除了财务数据披露不全和华证 ESG 评级不全的上市企业;(3)为了去除异常值的影响,对变量 1%以下和 99%以上的分位数进行缩尾处理;最终得到了 1026 家沪深 A 股制造业上市企业的观测样本。本文的数据均来源于国泰安 CSMAR 数据库、Wind 数据库和上市公司年报。

4.1.2 变量设计

(1) 因变量

企业 ESG 表现 (ESG)。本文采用华证指数对企业 ESG 绩效的评级结果来衡量企业 ESG 表现。华证指数参考国际主流方法和实践经验,借鉴国际 ESG 核心要义,结合中国国情与资本市场特点,构建华证 ESG 评级体系,向市场提供中国 A 股及发债主体等证券发行人的 ESG 评级结果。华证 ESG 评级由高至低分为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 九档,代表企业 ESG 的表现由好至差,本文依次将这九档评级赋值为 9 至 1,作为企业 ESG 表现的衡量指标。

(2) 自变量

机构投资者持股比例 (INP)。本文参考国内主流研究方法和国泰安数据库分类,选取企业当期基金、合格的境外投资者、券商、保险、社保、信托、财务公司、银行持股比例之和作为衡量企业机构投资者持股比例的指标。

(3) 中介变量

融资约束 (WW)。本文选择 WW 指数作为衡量企业融资约束的指标。计算公式为 $WW = -0.091CF - 0.062DivPos + 0.021Lev - 0.044Size + 0.102ISG - 0.035SG$ 。其中:CF 为现金流与总资产比率;DivPos 为现金股利支付哑变量,当期如果派发现金股利则为 1,否则为 0;Lev 为长期负债与资产比率;Size 为总资产的自然对数;ISG 为行业平均销售增长率;SG 为销售收入增长率。WW 指数越大,表明企业受融资约束程度越高。

信息披露质量 (INFO)。本文参考现有研究与国泰安数据库的定义,选取国内学者普遍运用的深交所、沪交所披露的 A 股上市企业信息披露质量等级作为企业信息披露

质量的指标，由低到高分别为 D（不及格）、C（及格）、B（良好）、A（优秀）。为了便于研究，本文对 D 至 A 四个等级分别赋值 1 到 4。

（4）控制变量

根据以往的文献，本文选择了如下控制变量：

企业规模（Size）。本文采用总资产的自然对数来衡量企业规模。规模大的企业相对拥有更多资源，更愿意注重自身 ESG 表现，ESG 表现也会更好（纪孟汝等，2022）^[46]。

资产负债率（Lev）。资产负债率是企业年末负债总额与资产总额的比率，该指标衡量了企业的债务风险，反映了企业的偿债能力，对机构投资者和企业 ESG 表现都有一定影响。

董事会规模（DN）。本文选择企业年末董事会成员总数来衡量董事会规模，企业董事会规模越大，意味着董事会的构成更加多样化，可以为企业决策带来更多参考经验，协调企业财务目标和非财务目标，从而提升企业的 ESG 表现（吴鹏琳，2022）^[15]。

企业产权性质（SOE）。本文选择企业产权性质作为控制变量，当企业为国有企业时，SOE 取 1，非国有企业时取 0。

地区虚拟变量（province）。企业所在地区不同，营商环境、法律法规等经济、文化、法律背景都会有所差异，对机构投资者持股和企业 ESG 表现都会产生一定影响，故本文针对样本企业所在的 30 个省份，加入了 29 个地区虚拟变量。

年度虚拟变量（year）。对于 2011 年至 2021 年这 11 年研究窗口期，加入 10 个年份虚拟变量。

具体的变量定义与说明如表 4-1 所示。

表 4-1 变量定义与说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
因变量	企业 ESG 表现	ESG	华证 ESG 评级数据，C-AAA，对 9 个等级分别赋值 1-9
自变量	机构投资者持股比例	INP	企业当期基金、合格的境外投资者、券商、保险、社保、信托、财务公司、银行持股比例之和
中介变量	融资约束	WW	WW 指数
	信息披露质量	INFO	深交所、沪交所信息披露质量，D-A，分别赋值 1-4
控制变量	企业规模	Size	总资产的自然对数
	资产负债率	Lev	年末负债总额/资产总额
	董事会规模	DN	企业年末董事会成员总数

续表 4-1 变量定义与说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
	企业产权性质	SOE	国有企业取 1，非国有企业取 0
控制变量	地区虚拟变量	province	针对样本企业所在的 30 个省份，加入 29 个地区虚拟变量
	年度虚拟变量	year	针对 11 年研究窗口期，加入 10 个年度虚拟变量

4.1.3 模型设置

为了验证研究假设 H1a 和 H1b，本文设置如下模型（1）和模型（2）进行检验：

$$ESG = \alpha_0 + \alpha_1 INP + \alpha_2 Size + \alpha_3 Lev + \alpha_4 Growth + \alpha_5 DN + \alpha_6 SOE + \sum province + \sum year + \varepsilon \quad (1)$$

为了验证研究假设 H2a，本文设置如下模型（2）和（3）进行检验：

$$WW = \alpha_0 + \alpha_1 INP + \alpha_2 Size + \alpha_3 Lev + \alpha_4 Growth + \alpha_5 DN + \alpha_6 SOE + \sum province + \sum year + \varepsilon \quad (2)$$

$$ESG = \alpha_0 + \alpha_1 INP + \alpha_2 WW + \alpha_3 Control + \sum province + \sum year + \varepsilon \quad (3)$$

为了验证研究假设 H2b，本文设置如下模型（4）和（5）进行检验：

$$INFO = \alpha_0 + \alpha_1 INP + \alpha_2 Size + \alpha_3 Lev + \alpha_4 Growth + \alpha_5 DN + \alpha_6 SOE + \sum province + \sum year + \varepsilon \quad (4)$$

$$ESG = \alpha_0 + \alpha_1 INP + \alpha_2 INFO + \alpha_3 Control + \sum province + \sum year + \varepsilon \quad (5)$$

4.2 描述性统计与相关性分析

4.2.1 描述性统计

本文首先利用 Stata16.0 对主要变量进行了描述性统计，描述性统计的结果如表 4-2 所示。

表 4-2 描述性统计结果

变量	样本数	均值	方差	最小值	最大值
ESG	11,286	6.475	1.131	1	9
INP	11280	6.598	7.143	0	59.079
WW	10273	-1.028	0.291	-24.34	-0.659
INFO	11286	3.069	0.637	1	4
Size	11,286	22.37	1.253	17.64	27.55
Lev	11,286	0.450	0.312	0.00708	18.84
Growth	11,286	0.319	7.698	-0.967	665.5
SOE	11,088	0.435	0.496	0	1
DN	11,286	8.682	1.627	4	18

从表 4-2 可以看出，企业 ESG 表现的均值为 6.475，相当于 BBB 级水平，由此可见

样本企业总体 ESG 表现较好,同时,企业 ESG 表现的最小值为 1,最大值为 9,表明企业之间 ESG 表现有较大差异。机构投资者持股比例最大为 59.079%,但样本均值仅为 6.598%,表明制造业内样本企业机构投资者持股比例差异较大。WW 指数最小值为-24.34,最大值为-0.659,说明不同企业受融资约束程度波动很大。信息披露透明的均值为 3.069,相当于 B 的水平,表示企业整体信息披露质量较高。

4.2.2 相关性分析

相关性分析的结果如表 4-3 所示,从表中发现,机构投资者持股比例 INP 和企业 ESG 现象显著正相关,初步验证本文假设 H1; INP 和 WW 及信息披露质量 INFO 分别呈显著的负相关和正相关,ESG 和 WW 以及信息披露质量 INFO 同样分别呈显著负相关与正相关,与中介效应假设 H2a 和 H2b 提出的理论基础相吻合。同时,各变量间系数都小于 0.7,表明本文的变量间不存在明显的多重共线性问题。

表 4-3 相关性分析结果

	ESG	INP	WW	INFO	Size	Lev	SOE	DN
ESG	1							
INP	0.144 ***	1						
WW	-0.065 ***	-0.067 ***	1					
INFO	0.341 ***	0.210 ***	-0.101 ***	1				
Size	0.341 ***	0.229 ***	-0.229 ***	0.229 ***	1			
Lev	-0.01	-0.037 ***	-0.024 **	-0.140 ***	0.190 ***	1		
SOE	0.228 ***	-0.226 ***	-0.047 ***	-0.085 ***	0.244 ***	0.137 ***	1	
DN	0.147 ***	0.042 ***	-0.054 ***	0.068 ***	0.229 ***	0.098 ***	0.227 ***	1

注:***表示 $p < 0.01$,**表示 $p < 0.05$,*表示 $p < 0.1$

4.3 回归结果分析

表 4-4 展示了模型 (1) 的回归结果, 在模型中控制了地区和年份效应, 可以看到机构投资者持股比例 INP 和 ESG 在 1% 的水平上显著, 系数为 0.010, 表明两者呈显著的正相关关系, 即机构投资者持股比例越高, 企业 ESG 表现越好, 假设 H1 得到验证。

此外, 表 4-4 还展示了控制变量与企业 ESG 表现之间的关系, 结果表明, 企业规模与董事会规模均与企业 ESG 表现显著正相关, 企业规模更大代表企业拥有相对更多的资源, 董事会规模更大则意味着企业在协调财务目标和非财务目标时拥有更多的参考经验, 企业能更好地致力于 ESG 表现的提升; 同时, 产权性质也与企业 ESG 表现显著正相关, 说明国有参股可以有效提高企业的 ESG 表现。而企业的资产负债率和 ESG 有着显著的负面影响, 越高的资产负债率意味着越差的 ESG 表现。

模型 (1) 的 R^2 分别为 20.6%, 说明模型的拟合优度良好。

表 4-4 模型回归结果分析

	(1)
INP	0.010*** (6.21)
Size	0.282*** (22.59)
Lev	-0.323** (-2.31)
SOE	0.333*** (14.40)
DN	0.035*** (5.52)
province/year	控制
R^2	0.206

注: 括号内数值为 t 值; ***表示 $p < 0.01$, **表示 $p < 0.05$, *表示 $p < 0.1$

4.4 稳健性检验

4.4.1 分样本回归

考虑到企业产权性质的差异, 国有企业拥有政府的支持, 在政策和资源等方面具备一定优势, 相关政策的出台也会要求国有企业起到带头作用, 因此国有企业相比于非国有企业可能会更注重自身 ESG 表现的提高, 而削弱机构投资者对 ESG 表现的促进作用,

因此,为了证明结论的稳健性,本文将研究样本分为国有企业和非国有企业后进行分样本回归,回归结果如表 4-5 所示。结果发现,滞后一期回归后的自变量系数方向仍与上文研究结果保持一致,且是显著的,证明本文的结论是稳健的、可靠的;同时,通过分样本回归可以发现,机构投资者持股对企业 ESG 表现的促进作用在非国有企业中表现得更为明显。

4.4.2 滞后一期回归

考虑到投资者持股对企业 ESG 表现的影响可能存在滞后性,为了检验模型的稳健性,本文对模型(1)的投资者持股比例进行滞后一期处理后再进行回归分析,回归结果如表 4-5 所示。结果发现,滞后一期回归后的自变量系数方向仍与上文研究结果保持一致,且是显著的,再次说明本文的结论具有稳健性与可靠性。

表 4-5 稳健性检验

	分样本回归		滞后一期回归
	国有企业	非国有企业	(1)
INP	0.005** (2.07)	0.012*** (6.03)	0.010*** (5.71)
控制变量	控制	控制	控制
R ²	0.242	0.160	0.219

注:括号内数值为 t 值;***表示 $p < 0.01$,**表示 $p < 0.05$,*表示 $p < 0.1$

4.5 进一步的研究

为了检验融资约束与信息披露质量在机构投资者持股与企业 ESG 表现关系中的中介效应,本文分别构建了模型(2)、(3)和模型(4)、(5)进行检验,表 4-6 展示了融资约束和信息披露质量两者中介效应的逐步回归结果。

模型(2)为融资约束指标 WW 与机构投资者持股比例的回归结果,系数为-37.847 且在 1%的水平上显著,说明机构投资者持股比例的上升能够显著降低企业的融资约束;模型(3)为企业 ESG 表现、机构投资者持股比例与融资约束指标 WW 的回归结果,其中,WW 的系数为-6.073 且在 1%的水平上显著,说明机构投资者持股降低了企业融资约束,从而促进了企业 ESG 表现的提高。

模型(4)为信息披露质量 INFO 与机构投资者持股比例的回归结果,系数为 1.418 且在 1%的水平上显著,说明机构投资者持股比例的上升能够显著提高企业的信息披露质量;模型(5)为企业 ESG 表现、机构投资者持股比例与信息披露质量 INFO 的回归

结果，其中，INFO 的系数为 0.431 且在 1%的水平上显著，说明机构投资者持股降提高了企业信息披露质量，从而提高了企业 ESG 表现。

表 4-6 逐步回归结果分析

	融资约束			信息披露质量	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
INP	0.010*** (6.21)		0.005*** (3.23)		0.004** (2.14)
WW		-37.847*** (-16.38)	-6.073*** (-14.97)		
INFO				1.418*** (11.18)	0.431*** (18.22)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.206	0.121	0.227	0.134	0.251

考虑到逐步回归检验法存在的统计效力弱等问题，本文参考温忠麟等（2014）的方法，对两个中介变量分别进行 Bootstrap 检验，直接检验模型系数乘积以验证中介效应。Bootstrap 检验的主要原理是对样本进行 500 次的随机抽样，利用抽样的样本进行上述模型的中介效应检验，得到 500 组模型系数乘积并根据大小排序，由序列估计值的 2.5% 和 97.5%分位处构成系数乘积的 95%置信区间，若该置信区间不含 0，说明中介效应显著；若含 0，则不存在中介效应^[47]。

表 4-7 是融资约束的 Bootstrap 检验结果。其中，间接效应和直接效应的置信区间均不包含 0，表明融资约束在机构投资者持股与企业 ESG 表现关系中发挥部分中介效应，假设 H2a 得到验证。同时，系数乘积符号为正，说明模型（2）、（3）系数同号，即机构投资者持股降低了企业融资约束，而企业融资约束的降低促进了企业 ESG 表现的提高。

表 4-7 融资约束 Bootstrap 检验结果

	Observed Coef.	Bootstrap std. err.	[95% conf. interval]	
间接效应	0.005	0.0006	0.0034666	0.0057155
直接效应	0.007	0.002	0.0036971	0.0100352

表 4-8 是信息披露质量的 Bootstrap 检验结果。其中，间接效应和直接效应的置信区间均不包含 0，表明信息披露质量在机构投资者持股与企业 ESG 表现关系中发挥部分中介效应，假设 H2b 得到验证。同时，系数乘积符号为正，说明模型（4）、（5）系数同号，

即机构投资者持股提高了企业信息披露质量，进而提高了企业 ESG 表现。

表 4-8 信息披露质量 Bootstrap 检验结果

	Observed Coef.	Bootstrap std. err.	[95% conf. interval]
间接效应	0.006	0.0006	0.004894 0.0075472
直接效应	0.005	0.002	0.0011382 0.0082418

4.6 实证研究小结

本章以 2011-2021 年 A 股制造业上市公司为样本，聚焦机构投资者持股，实证研究了其对企业 ESG 表现的影响，并分析了融资约束和信息披露质量在两者关系中发挥的中介效应，同时，通过分样本回归法和滞后一期回归法对实证结果进行了稳健性检验。具体研究结果如下：

(1) 机构投资者持股与企业 ESG 表现呈显著的正相关关系，机构投资者持股比例越大，企业 ESG 表现越好；同时，这种促进作用在非国有企业中更明显。

(2) 融资约束在机构投资者持股与企业 ESG 表现关系中发挥了分中介效应，机构投资者持股降低了企业融资约束，而企业融资约束的降低促进了企业 ESG 表现的提高。

(3) 信息披露质量在机构投资者持股与企业 ESG 表现关系中发挥部分中介效应，机构投资者持股提高了企业信息披露质量，进而提高了企业 ESG 表现。

(4) 企业规模、董事会规模以及产权性质均与企业 ESG 表现显著正相关。企业规模更大代表企业拥有更多的资源；董事会规模更大则意味着企业在协调财务目标和非财务目标时拥有更多的参考经验；同时，国有参股也可以有显著提高企业的 ESG 表现。

第五章 机构投资者持股对企业 ESG 表现影响的案例研究

5.1 案例选择与行业概况

5.1.1 案例选择

本文选择了湖南华菱钢铁股份有限公司（简称“华菱钢铁”）进行案例分析，主要原因如下：首先，钢铁行业属于重污染行业，对于企业 ESG 要求较高，更易观察到企业在 ESG 实践方面的变化；其次，华菱钢铁近年来经营状况良好，企业对于 ESG 投入较多；同时，华菱钢铁于 2018 年至 2019 年间引入了六家机构投资者对其三家控股子公司华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管进行增资，开展市场化债转股，机构投资者持股比例有所提高。因此，本文选择华菱钢铁作为案例研究对象，分析其引入机构投资者前后企业融资约束、ESG 表现等变化情况，具有一定典型性。

5.1.2 华菱钢铁公司概况

湖南华菱钢铁股份有限公司（简称“华菱钢铁”）由湖南省人民政府批准设立，由湖南华菱钢铁集团有限责任公司牵头发起，并与长沙市矿物冶炼研究所等机构合作，于 1999 年 8 月在深圳证券交易所挂牌。企业致力于制造和营销优质的钢材产品，具有先进的工艺技术装置，包括炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧材、钢管深机械加工等全工艺流程，其主体设备和工艺处于行业领先地位，为客户提供优质的商品和服务。企业位于湖南长沙，拥有五大专业化分工的基地，依次位于湘潭、娄底、衡阳和广东阳江市，是中国南方最具竞争性的精品钢材生产基地，其规模和盈利能力均居于中国钢铁企业的领先。华菱钢铁秉承“做精更强、区域引领”的战略，不断提升生产效率，实现销售与研发一体化，并为“三大战略支撑体系”提供优质的营销服务，以适应全球用户的需要，专注于细分市场，着眼于标志性工程和行业领先者。华菱钢铁致力于为工业用钢方面提供优质的服务，以适应未来中国制造业转型升级的需要。华菱钢铁的主要产品分为宽厚板、热冷轧薄片、线棒料和无缝型钢四个产品线，总计近万条商品尺寸。同时，宽厚板现已发展成为航空板、锅炉压力容器板、大桥及高建板、管线钢、耐磨钢、海洋平台用钢六大产品线；冷热轧薄板系列产品现已成功开发出高强薄各种规格工程机械用钢、耐磨钢、中高碳合金钢、电工钢、汽车用钢、镀锌家电用钢等多种类型，而无缝钢管生产覆盖大、中、小全组距，可满足各种客户的需求。企业拥有多种系列的管道，包含油气管道、压力容器管道和机加工管道。凭借出色的产品质量和超出预期的服务，在电力与油气、航空和海洋工程、建筑设备和大桥、汽车等行业建立了优势。

目前，华菱钢铁的组织架构由上至下主要包括股东大会、监事会、董事会、执委会、总经理和副总经理和其他高管；其中董事会内设战略委员会、审计委员会、提名与薪酬考核委员会、关联交易审核委员会，总经理管理六个部门以及九个子公司；六个部门包括公司办公室（企业文化部）、战略发展部（安全环保部）、证券部、人力资源与企业管理部、财务部和内控审计部（法律事务部）；九个子公司包括华菱湘钢（下含阳春新钢）、华菱涟钢、华菱衡钢、VAMA（华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司）、采购中心、财务公司、电子商务公司、华菱香港国贸公司，具体组织架构图见图 5-1。

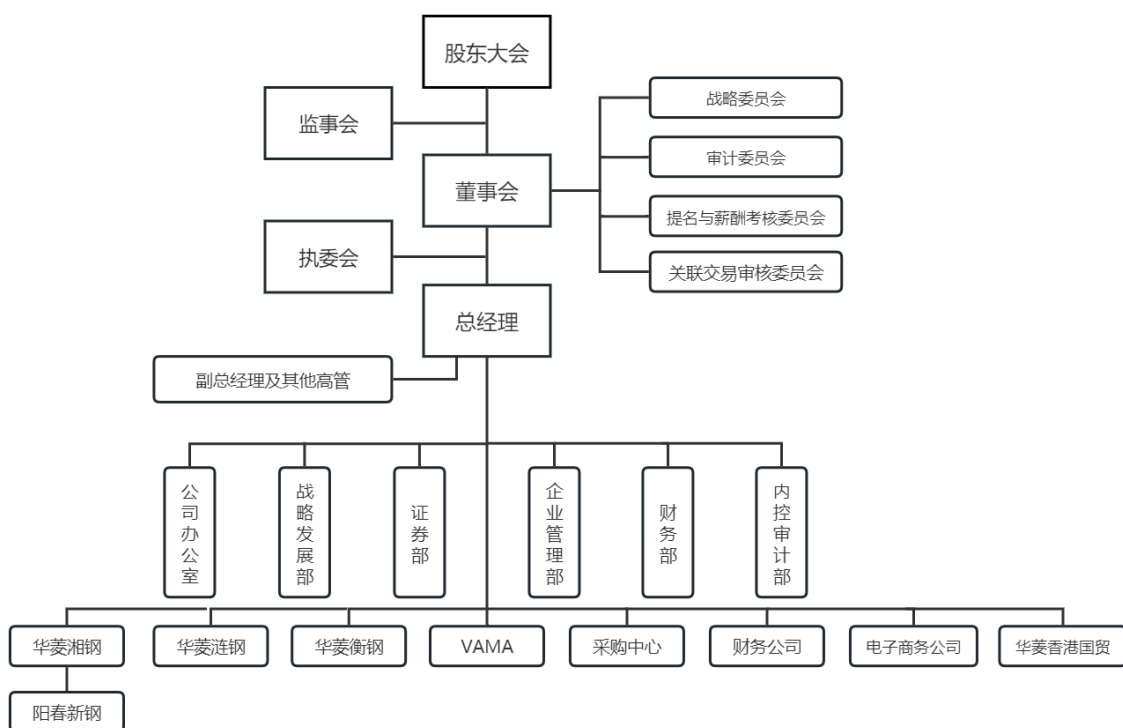


图 5-1 华菱钢铁组织架构图（数据来源：华菱钢铁年报）

5.1.3 钢铁行业概况

我国钢铁行业在社会发展，经济建设，税收，财政方面都占据了非常重要的作用，在一定程度上保障着国民的经济，做出了非常重大的贡献，但是钢铁行业在发展的过程中体现出来的矛盾也是非常明显的，比如产业集中度过低，高端产品不足，环保问题，产能过剩，区域分布不合理等。在房地产行业的推动之下，国内钢铁的价格也出现了明显的上涨，但钢铁市场的竞争是非常激烈的。在利润的驱使之下，国内的钢铁生产出现了严重的产能过剩，钢铁企业普遍面临着非常大的压力，一些中小型企业处于一个相对过剩的状态。

同时，随着“双碳”目标进入发展新阶段，中国钢铁行业正在迎来全新的绿色发展

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/377005201046006042>