

机构投资者持股对企业 ESG 表现的影响

——基于产权性质的调节效应

李 念

摘 要：本文选取 2019—2021 年 A 股非金融类上市公司的机构投资者持股数据，分析其对企业环境、社会和公司治理（ESG）信息披露质量的影响，并使用软件 Stata 17.0 开展探索性实证研究。研究结果显示，机构投资者持股对企业 ESG 信息披露质量能够产生正向影响；在产权性质的调节作用下，国有企业能够抑制机构投资者持股对企业信息披露质量的正向影响。在异质性分析中将机构投资者按投资偏好划分为压力抑制型和压力敏感型，发现压力抑制型机构投资者持股对企业 ESG 信息披露产生正向影响，而压力敏感型机构投资者持股对企业 ESG 信息披露不存在显著影响。

关键词：机构投资者；信息披露；公司治理；ESG；产权性质

一、问题提出

中国以“碳中和”和“碳达峰”（“双碳”）为目标撬动环境、社会和治理（ESG）战略，引导市场资本发挥支持企业可持续发展的重要作用。ESG 责任投资作为传统企业社会责任投资的进一步延伸，更加重视投资者视角，认为企业应当将社会责任与商业策略紧密结合（宋科等，2022）。ESG 作为企业环境治理体系的基石，其信息披露问题已成为国内外学者研究和实践的热点课题。ESG 信息披露是指企业对环境、社会和治理三个方面的具体实践活动所进行的信息披露，是企业非财务信息的重要组成部分。企业在环境、社会和治理方面的良好表现具有正向外部性，可以有效降低企业财务风险、提升财务绩效、规范上市公司行为、提升企业价值，增强管理者提高信息披露质量的意愿（Lee et al., 2007）。2021 年 2 月中国证券监督管理委员会（简称证监会）发布的《上市公司投资者关系管理指引（征求意见稿）》中提到，上市公司需要和投资者沟通公司的 ESG 信息。2022 年 2 月证监会在《关于政协十三届全国委员会第四次会议第 2413 号（财税金融类 283 号）提案答复的函》中也明确提出，中国上市公司需要持续推进公司环境、社会和治理披露制度。标准化的 ESG 数据能够对中国投资市场的双向开发起到桥梁和促进作用，但目前中国公司的 ESG 信息披露尚没

作者单位：李念，首都经济贸易大学。

有统一的标准。当前学术界对机构投资者整体的研究已经取得了较大的成果，但大多是从财务信息角度进行研究，鲜有文献研究企业的非财务 ESG 信息披露问题。

综上所述，本文将研究以下几个问题：第一，机构投资者持股是否会影响企业 ESG 信息披露质量以及影响方式；第二，国有企业是否会抑制机构投资者持股对企业 ESG 信息披露的影响；第三，不同类型的机构投资者持股是否对企业 ESG 信息披露产生不同的影响。本文构建文本信息衡量指标，优化 ESG 报告的数据衡量指标，试图发现机构持股与企业 ESG 信息披露质量之间的关系，提出改善上市公司 ESG 信息披露质量的建议，以保护利益相关者的切身利益。

二、文献综述

（一）ESG 信息披露

企业的信息披露行为一直以来都是投资者和监管者重点关注的问题，在资本市场发展过程中发挥着重要作用。为了推动资本市场的供给侧结构性改革，企业应提升信息披露监管评估水平，增加有效信息供给和监管供给，维护投资者利益。中国企业的 ESG 信息披露主要包括环境污染强制披露、证券交易所自愿披露指引、上市公司自愿披露三部分。

ESG 信息披露报告有助于投资者理解公司的业绩表现，是展示公司能力的有效沟通工具，可以减少信息不对称，更利于债权人评估违约风险（Raimo et al., 2021）。但由于存在评价标准缺失、披露数据的获取限制等情况，ESG 信息披露的质量仍有较大的提升空间，市场参与者需要积极拓展 ESG 评价及应用，丰富 ESG 信息披露指标的监测体系。当前国内外学者对于 ESG 信息披露质量还没有形成统一的衡量标准。表 1 归纳了已有研究对于信息披露质量的量化方法以及优缺点。大部分企业信息披露的研究都是围绕着企业年报展开的，主要有两种形式。一种是关注企业年报中披露的内容，比如管理层讨论（薛爽等，2010）、社会责任报告（Dhaliwal et al., 2011）、内部控制报告（Hammersley, 2008）等。另一种研究方法是探讨公司年度报告的语言特性，包括文字的可读性和语调对于信息接收产生的影响，并分析这种语言特性产生的原因（谢德仁和林乐，2015，Loughran & McDonald, 2011）。英文报告大多采用迷雾（Fog）指数和股票交易量对收益率的影响系数（KV 指数）对信息披露的语言特征进行衡量。但是，王克敏等（2018）指出中文年报文本分析尚属探索性研究领域，中文年报文本信息披露的大样本研究还十分鲜见。只有在投资者有足够的动力和能力去接受并完全理解信息的时候，才会被看作是有效地完成了信息的传递（胡奕明和李忠良，2015；阎达五和孙蔓莉，2002）。

表 1 信息披露质量的量化方式

方法	内容	优势	局限
根据报告建立可读性公式	提取平均句长、总字数、图表数量、报告页数等信息进行报告的可读性计算	构建方式简单，最终输出的是一篇报告的难度值	可选择的特征比较少，对报告可读性的预测效果比较差

表1(续)

方法	内容	优势	局限
Fog 迷雾指数	主要源于企业财务报告的词数、难度、完整思维、平均句长等文本内涵	计算简便且能用计算机实现	中国资本市场还未达有效市场，不能直接用于中文文本进行可读性测量
KV 指数	反映市场信息	投资者关于信息不对称程度进行客观评价	针对英语语境，不符合国内报告情况
ESG 评级	代表信息披露质量的考核等级	直观展现企业信息披露信息	评价时间较短，缺乏覆盖性

(二) 机构投资者

作为上市公司的股东，机构投资者与企业信息披露之间的关系一直都受到国内外学者的广泛关注（刘欢等，2020；柯剑和谢易颖，2014；杨海燕等，2012；Jiambalvo et al., 2002）。机构投资者在上市公司持有一定比例的股份，既制约公司其他股东，又监督上市公司治理结构，同时也会对上市公司的信息披露行为产生直接或间接的影响（柯剑和谢易颖，2014）。目前研究普遍认为机构投资者对企业信息披露产生了积极影响。黄顺武和陶华飞（2015）研究发现机构投资者持股能够提高上市公司信息披露质量。高敬忠等（2019）认为机构投资者持股比例的增加能够提升管理层盈余报告的精确性。丁方飞和范丽（2009）通过研究发现，机构投资者可以对资本市场信息质量的提高起到积极的推动作用，能够有效地发挥资本市场信号机制的作用。吉亚姆巴尔沃等（Jiambalvo et al., 2002）发现机构投资者持股能够提高上市公司信息公开性和透明度，使得内外部投资者之间的信息达到对称。不同类型的机构投资者由于投资理念和投资偏好等存在差异，对企业信息披露质量的影响可能不同。因此，有必要对不同类型的机构投资者进行区分。已有研究根据机构投资者的投资偏好、持股时间、监督成本以及与被投资公司是否存在商业关系，将机构投资者划分为不同类型，如表 2 所示。

表 2 已有研究关于机构投资者的分类

分类标准	机构投资者类型
投资偏好	稳定型
	交易型
持股时间	长期型
	短期型
监督成本不同	积极型
	消极型
与被投资公司是否存在商业关系	压力敏感型
	压力抑制型

三、研究假设

企业信息披露是将企业的环境绩效、经营活动、治理情况等呈现在投资者面前的一种方式。众多学者认为提高信息披露质量不仅可以吸引投资者关注、提高公司价值与内部治理水平，还可以改善公司业绩以及降低资本成本。杨丹等（2018）认为企业信息披露质量能够直接影响投资者信息接收与理解的效率和效果。ESG 信息披露可以反映出企业环境保护意识和治理意识，能够展示出企业对内外部利益相关者诉求的关注，维护并改善企业与利益相关者之间的关系。ESG 信息披露作为企业非财务信息的重要组成部分，也能够对企业财务信息起到必要的补充作用。ESG 信息的全面披露，可以展示出公司在 ESG 方面的执行程度，让外部债权人和投资者更好地理解公司的经营决策，进而减少公司的资金成本、控制公司的风险（黄珺等，2022）。拉伊莫等（Raimo et al., 2021）的研究也表明，ESG 信息透明度更高的企业可以更好地获得第三方财务资源。机构投资者作为企业的重要股东之一，其持股的变动情况能够向市场传递信息。机构投资者也能够参与公司治理当中，监督企业内部人员（高敬忠等，2019）。王化成等（2015）认为股东持股比例增加会产生更好的监督效应并有效减少管理层掏空效应，使公司治理效率趋于最大化。机构投资者可以运用信息获取和专业分析能力（柯剑和谢易颖，2014），通过外部监督促使高管披露高质量的信息。叶建芳等（2009）也证实了机构投资者持股能够有效提升上市公司信息透明度。基于此，本文提出如下假设：

假设 H1：企业 ESG 信息披露质量与机构投资者持股正相关。

国有控股企业的双重属性决定了企业不仅需要承担经济责任，还要承担社会责任。这使得国有控股企业受到了来自外部的更严格监管，即便是在国有资本不参与公司治理的情况下，也会尽量提高对环境保护的披露。一些国有控股企业因存在代理问题可能会导致缺乏追求经济利益的动力，对管理层监管不足，从而发生产权主体缺位和管理层机会主义行为等不良现象。一些国有控股企业缺乏主观能动性，增大了管理层谋利的可能性，机会主义行为发生频率有所增加（李朋林和程钰，2020）。因此，国有企业的机构投资者无法有效地发挥其监督治理的作用，反而增加了其与管理层或股东合谋的可能性。而政府对非国有控股的上市公司干预程度较低，机构投资者为了利益最大化会更积极地参与到公司治理中（李涛和陈晴，2020），能够充分发挥监督职能和治理效应（吴先聪和刘星，2011），机构投资者更有动机和能力促进公司披露 ESG 信息。基于此，本文提出如下假设：

假设 H2：相比于非国有控股企业，国有控股的企业减弱了机构投资者持股对公司 ESG 信息披露质量的正向影响。

本文的理论模型如图 1 所示。

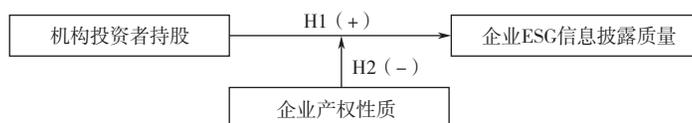


图 1 理论模型

四、研究设计

（一）数据来源

本文将 2019—2021 年中国 A 股非金融类上市公司作为研究对象，并对数据进行如下处理：（1）剔除所有 ST、*ST 样本以及数据缺失的样本；（2）剔除资产负债率小于等于 0 的样本；（3）为了防止极端值影响，对所有连续变量进行前后 1% 的缩尾处理。研究数据均来源于国泰安中国经济金融数据库（CSMAR）以及华证 ESG 评级。

（二）变量定义

1. 被解释变量：企业 ESG 信息披露质量

为了增加企业 ESG 评级的覆盖性，本文采用华证 ESG 评级作为衡量企业信息披露质量的关键指标。ESG 评级分为九个等级，从优至次分别为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C。AAA 赋值为 9，AA 为 8，以此类推。接下来计算华证 ESG 四个季度评级的平均数，并将最后得到的数值记为 *ESG*。

2. 解释变量：机构投资者持股

本研究的机构投资者持股数据均来源于国泰安中国经济金融数据库，机构投资者包括境外投资者（QFII）、保险公司、券商、社保基金、证券投资基金、企业年金、信托公司等。本文将机构投资者的持股比例之和记为 *Inst*。

3. 调节变量：产权性质

产权性质是依据上市公司的实际控制人判定的。国有控股的上市公司取值为 1，非国有上市公司取值为 0，记为 *Soe*。

4. 控制变量

（1）资产负债率（*Lev*）。随着上市公司资产负债率的提高，管理层会采取更多措施缓解债务压力，从而忽视 ESG 信息披露的程度，也会影响企业 ESG 信息披露质量。

（2）独立董事比例（*Indep*）。独立董事的独立性较强，可以在一定程度上对公司的管理层进行监督，影响企业 ESG 信息披露质量。

（3）第一大股东持股比例（*Top1*）。大股东持股可能会对机构投资者和管理层产生一些制约和影响，从而对机构投资者参与公司治理的动机和能力产生影响。

（4）企业规模（*Size*）。上市公司规模越大，外部关注和监督越多，越需要完备的公司治理制度，管理层越倾向于做出完善的 ESG 信息披露决策，从而影响企业 ESG 信息披露质量。

（5）审计机构类型（*Big4*）。审计作为提高公司的信息披露质量和信息透明度的有效外部监督措施，能够约束管理层的自利举动，四大会计师事务所的审计结果相对而言更具说服力，利益相关者也可以获得

更多真实有效的信息。

本文将资产负债率、独立董事比例、第一大股东持股比例、企业规模、审计机构类型分别用 *Lev*、*Indep*、*Top1*、*Size* 和 *Big4* 表示，如表 3 所示。

表 3 变量设定

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	机构投资者持股	<i>Inst</i>	机构投资者持股数量合计百分比
解释变量	ESG 信息披露质量	<i>ESG</i>	华证四季度 ESG 得分平均值
调节变量	产权性质	<i>Soe</i>	国有企业取值为 1，非国有企业取值为 0
控制变量	资产负债率	<i>Lev</i>	总负债/总资产
	独立董事比例	<i>Indep</i>	独董人数/董事会总人数
	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股数/总股数
	企业规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数是企业规模的变量定义
	审计机构类型	<i>Big4</i>	是否在四大审计机构进行审计，是审计机构类型的变量定义

(三) 模型设计

本文构建以下回归模型来检验机构投资者持股比例对企业 ESG 信息披露质量产生的影响，以及产权性质对该影响机制的调节作用。

首先，设定模型 (1) 作为基准模型。

$$ESG_{it} = \alpha + \beta_2 Soe_{it} + \beta_j \sum C_{v_{i,t}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， ESG_{it} 代表 i 公司在 t 年的信息披露质量， Soe_{it} 代表 i 公司在 t 年的产权性质， $\sum C_{v_{i,t}}$ 代表所有的控制变量， ε_{it} 为随机扰动项。

其次，构建模型 (2)，用来检验机构投资者持股对企业 ESG 信息披露质量的影响。

$$ESG_{it} = \alpha + \beta_1 Inst_{it} + \beta_2 Soe_{it} + \beta_j \sum C_{v_{i,t}} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， $Inst_{it}$ 代表 i 公司在 t 年的机构投资者持股比例，如果模型 (2) 中 β_1 显著为正，则假设 H1 成立，即机构投资者持股与企业 ESG 信息披露质量正相关。

最后，构建模型 (3)，用来检验产权性质的调节作用。

$$ESG_{it} = \alpha + \beta_1 Inst_{it} + \beta_2 Inst_{it} \times Soe_{it} + \beta_j \sum C_{v_{i,t}} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中，引入机构投资者持股比例与企业产权性质的交互项 $Inst_{it} \times Soe_{it}$ ，如果模型 (3) 中 β_2 显著为负，则假设 H2 成立，即相比于非国有控股企业，国有控股的企业减弱了机构投资者持股对公司 ESG 信息披露质量的正向影响。

五、实证结果

(一) 描述性统计

为了初步了解机构投资者持股比例、ESG 披露状况、企业产权性质等变量的基本情况，本文对所有解

释变量、被解释变量、调节变量和控制变量进行描述性统计，如表 4 所示。

从被解释变量来看，2019—2021 年华证 ESG 评分的平均值为 4.438，说明中国对 ESG 信息披露的重视程度较低，上市公司对 ESG 的披露及履行要求还有待提高。

从解释变量来看，机构投资者持股比例 (*Inst*) 在资本市场上总体占比较高，均值达到 11.180。最大值与最小值之间差距较为明显，因此监管部门应充分发挥作用，提供良好的监管和治理环境。

从调节变量来看，产权性质 (*Soe*) 的均值和标准差分别为 0.483 和 0.500，总体相差不大，波动范围均在合理范围内。

从控制变量来看，独立董事比例 (*Indep*) 均值为 37.900，表明上市公司中独立董事的分布数量合情合理；标准差为 5.702，说明公司间差异较大。公司第一大股东持股比例 (*TOP1*) 均值为 35.490，说明公司第一大股东会对公司的经营决策产生较大影响。审计机构类型 (*Big4*) 的均值仅为 0.143，说明受各种原因影响，只有极少数的公司会聘请四大审计机构来进行审计，不同的公司在审计力度上存在着比较显著的差异。

表 4 主要变量的描述性统计结果

变量	样本	均值	标准差	最小值	最大值
<i>ESG</i>	3 491	4.438	1.235	1.000	8.000
<i>Inst</i>	3 498	11.180	11.720	0.000	89.940
<i>Soe</i>	3 498	0.483	0.500	0.000	1.000
<i>Size</i>	3 409	23.530	1.237	20.000	26.450
<i>Lev</i>	3 409	0.470	0.191	0.054	0.894
<i>Indep</i>	3 409	37.900	5.702	28.570	57.140
<i>TOP1</i>	3 409	35.490	15.730	8.087	73.980
<i>Big4</i>	3 409	0.143	0.351	0.000	1.000

(二) 相关性分析

为保证变量之间的可靠性和准确性，本文进行了皮尔逊 (Pearson) 相关分析，具体结果如表 5 所示。ESG 信息披露质量 (*ESG*) 与机构投资者持股比例 (*Inst*) 之间的相关系数为 0.084，且在 1% 的水平上呈现出显著的正相关关系，说明机构投资者持股对企业 ESG 信息披露质量具有正向影响，与本文的假设 H1 相符合。从调节变量来看，机构投资者持股比例 (*Inst*) 与企业产权性质 (*Soe*) 在 5% 的水平上存在显著的相关关系。这说明不同的产权性质可能会使机构投资者对企业 ESG 信息披露产生影响，需要进行多元回归分析后进一步梳理和确认。

除资产负债率外，企业 ESG 信息披露质量 (*ESG*) 与本文所选控制变量均在 1% 的水平上呈现出显著的相关关系，且变量间的相关性系数都小于 0.5，说明没有严重的共线性。

表 5 主要变量的相关性分析结果

变量	<i>ESG</i>	<i>Inst</i>	<i>Soe</i>	<i>Size</i>	<i>Lev</i>	<i>Indep</i>	<i>TOP1</i>	<i>Big4</i>
<i>ESG</i>	1							

表5(续)

变量	ESG	Inst	Soe	Size	Lev	Indep	TOP1	Big4
Inst	0.084***	1						
Soe	0.185***	-0.046**	1					
Size	0.263***	0.076***	0.254***	1				
Lev	0.0220	-0.064***	0.204***	0.496***	1			
Indep	0.112***	-0.0230	0.028*	0.068***	0.0170	1		
TOP1	0.173***	-0.049***	0.312***	0.241***	0.066***	0.073***	1	
Big4	0.145***	0.069***	0.059***	0.335***	0.067***	0.063***	0.151***	1

注：*、**、*** 分别代表在 10%、5%和 1%的统计水平上显著。后表同。

(三) 回归分析

为了进一步验证机构投资者持股对企业 ESG 信息披露质量的影响以及产权性质的调节作用，本文基于前文所述的理论模型进行了多元线性回归分析，结果如表 6 所示。

列 (1) 为基准模型，列 (2) 引入机构投资者持股比例 (*Inst*)，用来验证假设 H1。可以看出，机构投资者持股比例的系数为 0.006，且在 1%的水平上显著正相关，说明机构投资者比例能够影响企业 ESG 信息披露质量，且机构投资者持股比例越高，企业 ESG 信息披露质量越好。由此，假设 H1 成立，即上市公司应重视机构投资者的参与和治理作用。列 (3) 引入机构投资者持股比例与企业产权性质的交乘项 (*Inssoe*)，用来验证假设 H2。结果表明，机构投资者持股比例与企业产权性质的交乘项 (*Inssoe*) 系数为 -0.010，且在 1%的水平上显著。这说明相比于非国有控股企业，国有控股的企业减弱了机构投资者持股对公司 ESG 信息披露质量的正向影响。由此，假设 H2 成立，即国有控股企业对机构投资者的积极作用起到了一定约束。

表 6 模型回归分析结果

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Inssoe</i>			-0.010*** (-2.880)
<i>Inst</i>		0.006*** (3.440)	0.012*** (4.370)
<i>Soe</i>	0.249*** (6.020)	0.255*** (6.170)	0.365*** (6.500)
<i>Size</i>	0.258*** (13.200)	0.250*** (12.680)	0.248*** (12.570)
<i>Lev</i>	-0.877***	-0.831***	-0.810***

表6(续)

变量	(1)	(2)	(3)
	(-7.490)	(-7.070)	(-6.880)
<i>Indep</i>	0.018***	0.018***	0.018***
	(5.260)	(5.370)	(5.270)
<i>TOP1</i>	0.005***	0.006***	0.006***
	(4.130)	(4.350)	(4.550)
<i>Big4</i>	0.140**	0.133**	0.138**
	(2.390)	(2.260)	(2.360)
常数项	-2.185***	-2.096***	-2.125***
	(-4.970)	(-4.760)	(-4.830)
样本量	3 405	3 405	3 405
R^2	0.114	0.117	0.119

(四) 稳健性检验

为了增强研究结论的可靠性和说服力,本文替换被解释变量企业 ESG 信息披露质量的衡量方式。为了消除极端值的影响,本文将华证 ESG 四季度评分的中位数作为变量引入。检验结果如表 7 所示。由列(2)可知,机构投资者持股比例(*Inst*)系数为 0.006,且在 1%的水平上显著,说明假设 H1 仍成立,即机构投资者持股比例会促进企业 ESG 信息披露水平。由列(3)可知,机构投资者持股比例与企业产权性质的交乘项(*Inssoe*)系数为-0.010,且仍在 1%的水平上显著,说明假设 H2 仍然成立,即国有控股会减弱机构投资者对企业 ESG 信息披露质量的影响。以上结果表明,实证结果有效。

表 7 稳健性检验结果分析

变量	(1)	(2)	(3)
<i>Inssoe</i>			-0.010***
			(-2.870)
<i>Inst</i>		0.006***	0.013***
		(3.490)	(4.400)
<i>Soe</i>	0.255***	0.262***	0.375***
	(5.960)	(6.110)	(6.450)
<i>Size</i>	0.261***	0.252***	0.250***
	(12.900)	(12.380)	(12.270)
<i>Lev</i>	-0.910***	-0.862***	-0.840***
	(-7.520)	(-7.080)	(-6.900)
<i>Indep</i>	0.018***	0.019***	0.018***
	(5.270)	(5.370)	(5.270)

表7(续)

变量	(1)	(2)	(3)
<i>TOP1</i>	0.005*** (3.930)	0.006*** (4.150)	0.006*** (4.350)
<i>Big4</i>	0.138** (2.280)	0.130** (2.150)	0.136** (2.240)
常数项	-2.261*** (-4.970)	-2.166*** (-4.760)	-2.196*** (-4.830)
样本量	3 405	3 405	3 405
R^2	0.109	0.112	0.114

(五) 异质性分析

牛建波等(2013)依据投资期限和偏好将机构投资者划分为两种,分别是压力抵制型和压力敏感型,发现压力抵制型机构投资者比压力敏感型机构投资者更容易自愿进行信息披露。董建萍(2016)认为,与敏感型机构投资者相比,抵制型机构投资者在感知到股价的崩盘风险较高之后会及时抑制管理者的代理行为,促使管理者提升信息披露质量,从而防止股价产生崩盘风险。黄顺武和陶华飞(2015)研究表明,当机构股权集中时,抵制型机构投资者持股比例与信息披露质量显著正相关,敏感型机构投资者与信息披露质量显著负相关。基于此,本文提出如下假设:

假设 H3: 压力抵制型机构投资者对企业 ESG 信息披露具有正向影响。

假设 H4: 压力敏感型机构投资者对企业 ESG 信息披露具有负向影响。

本文将压力抵制型机构投资者持股用证券持股、社保基金和 QFII 持股比例之和表示,记为 *Pri*,将压力敏感型机构投资者持股用保险持股和信托持股比例之和表示,记为 *Psi*,回归结果如表 8 所示。其中,压力抵制型机构投资者的回归系数为 0.025,且在 1%的水平上显著,假设 H3 得到验证,即压力抵制型机构投资者对企业 ESG 信息披露具有正向影响。压力敏感型机构投资者的回归系数为-0.006,但不显著,说明压力敏感型机构投资者不会对企业 ESG 信息披露产生影响,即假设 H4 不成立。

同时,本文将企业 ESG 信息披露衡量方式替换为华证季度评分的中位数,所得结果与回归结果一致,压力抵制型的机构投资者能够作为公司治理的外部监督者,对企业 ESG 信息披露产生影响,而压力敏感型机构投资者往往不会对企业 ESG 信息披露的决策信息发表意见。

表 8 异质性分析结果

变量	基础回归		稳健型检验	
	压力抵制型机构投资者	压力敏感型机构投资者	压力抵制型机构投资者	压力敏感型机构投资者
<i>Pri</i>	0.025*** (3.330)		0.025*** (3.270)	

表8(续)

变量	基础回归		稳健型检验	
	压力抵制型机构投资者	压力敏感型机构投资者	压力抵制型机构投资者	压力敏感型机构投资者
<i>Psi</i>		-0.006 (-0.920)		-0.007 (-1.030)
<i>Soe</i>	0.265*** (6.350)	0.250*** (6.030)	0.272*** (6.310)	0.256*** (5.970)
<i>Size</i>	0.250*** (12.500)	0.261*** (13.200)	0.249*** (12.070)	0.264*** (12.920)
<i>Lev</i>	-0.845*** (-7.160)	-0.873*** (-7.450)	-0.870*** (-7.160)	-0.905*** (-7.470)
<i>Indep</i>	0.018*** (5.220)	0.018*** (5.210)	0.018*** (5.220)	0.018*** (5.210)
<i>TOP1</i>	0.006*** (4.490)	0.005*** (4.040)	0.005*** (4.020)	0.005*** (3.830)
<i>Big4</i>	0.146** (2.480)	0.137** (2.340)	0.132** (2.190)	0.135** (2.210)
常数项	-1.392*** (-3.220)	-2.230*** (-5.040)	-2.028*** (-4.410)	-2.312*** (-5.050)
样本量	3 405	3 405	3 405	3 405
R^2	0.110	0.114	0.112	0.109

六、结论及展望

(一) 研究结论

本文实证分析机构投资者持股对企业 ESG 信息披露质量的影响，以及产权性质在两者之间起到的调节作用，所得结论与研究假设相符合。

首先，企业 ESG 信息披露与机构投资者持股存在正相关关系。机构投资者能够对企业的治理与发展起到监管作用。企业应充分发挥机构投资者的外部监管职能，进一步完善企业管理模式，逐步提高信息披露水平，做到信息公开化，防止黑天鹅等事件的发生。

其次，产权性质会影响机构投资者持股对企业 ESG 信息披露的作用机制，国有控股企业会减弱机构投资者持股对企业信息披露的正向影响。因此，需要推进混合所有制改革，促进市场化进程，推动机构投资者更好地发挥治理作用。

最后,将机构投资者进一步划分为压力抑制型和压力敏感型后,研究表明压力抑制型的机构投资者,如证券持股、社保基金和QFII等机构,能够对企业ESG信息披露起到正向影响作用;压力敏感型的机构投资者,如保险持股和信托等机构,不会对企业ESG信息披露产生影响。

(二) 不足及未来展望

第一,本文在异质性分析中对异质机构投资者进行了划分,但对机构投资者进行分类的标准有很多,本文只是选择了其中一种。本文使用的划分标准还比较简单,未来可以从投资偏好、持股时间、监督成本等角度,对机构投资者进行更加细致的分类。同时,还可以考虑机构内部存在的委托代理问题,进一步研究机构投资者发挥的治理作用。

第二,本文选用ESG评级作为信息披露质量的替代指标,缺乏全面性和覆盖性。未来研究应该寻找更准确的信息披露质量衡量指标。

第三,本文主要使用产权性质的调节效应模型来检验机构投资者持股对企业ESG信息披露质量产生影响的作用途径。未来研究可以考虑其他因素的中介效应和调节效应,全面系统地分析机构持股发挥作用的机制。

参考文献:

- DHALIWAL D S, LI O Z, TSANG A, et al., 2011. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: the initiation of corporate social responsibility reporting[J]. *The Accounting Review*, 86(1): 59-100.
- HAMMERSLEY M, 2008. Troubles with triangulation[M]//BERGMAN M M. *Advances in mixed methods research*. London: Sage: 22-36.
- JAMBALVO J, RAJGOPAL S, VENKATACHALAM M, 2002. Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings[J]. *Contemporary Accounting Research*, 19(1): 117-145.
- LEE K W, LEV B, YEO G, 2007. Organizational structure and earnings management[J]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(2): 293-331.
- LOUGHRAN T, MCDONALD B, 2011. When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks[J]. *The Journal of Finance*, 66(1): 35-65.
- RAIMO N, CARAGNANO A, ZITO M, et al., 2021. Extending the benefits of ESG disclosure: the effect on the cost of debt financing[J]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4): 1412-1421.
- 丁方飞,范丽,2009.我国机构投资者持股与上市公司信息披露质量——来自深市上市公司的证据[J]. *软科学*,23(5):18-23.
- 董建萍,2016.机构投资者、信息披露质量与股价崩盘风险[J]. *会计之友*, (5):81-86.
- 高敬忠,彭正银,王英允,2019. IPO制度改革、盈余透明度与投资者异质信念[J]. *外国经济与管理*,41(2):112-124.
- 胡奕明,李忠良,2015.非上市商业银行信息披露的调查与分析——基于巴塞尔协议Ⅲ的要求[J]. *上海金融*, (4):55-62.
- 黄珺,汪玉荷,韩菲菲,等,2022. ESG信息披露:内涵辨析、评价方法与作用机制[J/OL]. *外国经济与管理*[2022-04-26]. <https://doi.org/10.16538/j.cnki.fem.20221018.202>.
- 黄顺武,陶华飞,2015.机构投资者持股、股权特征和信息披露质量[J]. *征信*,33(5):74-77.

- 柯剑,谢易颖,2014. 机构投资者持股对上市公司信息披露质量的影响[J]. 北京工商大学学报(社会科学版),29(2):70-77.
- 李朋林,程钰,2020. 异质性机构投资者、公司治理与信息披露[J]. 会计之友,(12):96-105.
- 李涛,陈晴,2020. 异质机构投资者、企业性质与科技创新[J]. 工业技术经济,39(3):30-39.
- 刘欢,李志生,孔东民,2020. 机构持股与上市公司信息披露质量——基于主动型和被动型基金影响差异的视角[J]. 系统工程理论与实践,40(6):1520-1532.
- 牛建波,吴超,李胜楠,2013. 机构投资者类型、股权特征和自愿性信息披露[J]. 管理评论,25(3):48-59.
- 宋科,徐蕾,李振,等,2022. ESG 投资能够促进银行创造流动性吗?——兼论经济政策不确定性的调节效应[J]. 金融研究,(2):61-79.
- 王化成,曹丰,叶康涛,2015. 监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. 管理世界,(2):45-57.
- 王克敏,王华杰,李栋栋,等,2018. 年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据[J]. 管理世界,34(12):120-132.
- 吴先聪,刘星,2011. 机构投资者参与公司治理的研究综述——起源、机制和效应[J]. 软科学,25(9):116-120.
- 谢德仁,林乐,2015. 管理层语调能预示公司未来业绩吗?——基于我国上市公司年度业绩说明会的文本分析[J]. 会计研究,(2):20-27,93.
- 薛爽,肖泽忠,潘妙丽,2010. 管理层讨论与分析是否提供了有用信息?——基于亏损上市公司的实证探索[J]. 管理世界,(5):130-140.
- 阎达五,孙蔓莉,2002. 深市 B 股发行公司年度报告可读性特征研究[J]. 会计研究,(5):10-17,64.
- 杨丹,黄丹,黄莉,2018. 会计信息形式质量研究——基于通信视角的解构[J]. 会计研究,(9):3-10.
- 杨海燕,韦德洪,孙健,2012. 机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗?——兼论不同类型机构投资者的差异[J]. 会计研究,(9):16-23,96.
- 叶建芳,李丹蒙,丁琼,2009. 真实环境下机构投资者持股与公司透明度研究——基于遗漏变量与互为因果的内生性检验分析视角[J]. 财经研究,35(1):49-60.

The Impact of Institutional Investor Shareholding on ESG Performance —Moderating Effect of Property Rights

LI Nian

Abstract: This paper selected the institutional investor shareholding data of A-share non-financial listed companies from 2019 to 2021, analyzed its impact on the Environment, Society and corporate governance (ESG) information disclosure of enterprises, and used Stata 17.0 to carry out the empirical research. The results show that the shareholding of institutional investors can have a significant positive impact on the quality of ESG information disclosure. Under the moderating effect of property rights, state-owned enterprises can suppress the positive influence of institutional investors' shareholding on the quality of corporate information disclosure. After the heterogeneous analysis divides institutional investors into pressure-inhibited and pressure-sensitive types, it can be found that the shareholding of pressure-inhibited institutional investors has a positive impact on ESG information disclosure, while the shareholding of pressure-sensitive institutional investors has no significant impact on ESG information disclosure.

Keywords: institutional investor; information disclosure; corporate governance; ESG; property right nature

(责任编辑:沈娟)