

文章编号:1004-8308(2024)01-0014-13

DOI:10.13581/j.cnki.rdm.20230027



机构投资者网络团体如何影响企业 ESG 表现?

王凯^{1,2}, 丁宁², 高皓³, 王臣博⁴

(1.首都经济贸易大学 中国 ESG 研究院, 北京 100070; 2.首都经济贸易大学 工商管理学院, 北京 100070;
3.清华大学 五道口金融学院, 北京 100083; 4.首都经济贸易大学 经济学院, 北京 100070)

摘要:近年来,证券市场中的机构投资者扮演着越来越重要的角色,它们可能通过共同持股关系形成网络团体,采取一致行动。基于中国2010—2020年A股上市公司数据,构建了机构投资者网络团体,结合社会网络理论与代理理论,探究网络团体持股对企业ESG表现的影响。研究表明:网络团体持股可以有效提升企业ESG表现;网络团体持股能够缓解2类代理问题,通过提升信息透明度以及抑制大股东私利促进了企业ESG表现;在缓解了内生性问题,并进行了稳健性检验后,网络团体持股提升企业ESG表现的结论仍成立。进一步研究的结果表明,网络团体的特征会影响企业的ESG表现,即团体数量更多、规模越大、背景越丰富,持股越稳定,相对力量越强,企业ESG表现越好。研究结论既丰富了机构投资者网络团体的后果研究和企业ESG表现影响因素的研究,也为上市公司、机构投资者和政府提供了一定的实践启示。

关键词:机构投资者;机构投资者网络团体;ESG表现;信息透明度;大股东私利

中图分类号:F272.3

文献标识码:A

0 引言

为积极应对气候变化,中国在2020年提出了“双碳”目标,展现了大国担当^[1]。党的二十大报告也提出了“推动绿色发展”,对绿色低碳发展做出了系统部署。作为发展绿色经济的微观基础,企业尤其是上市公司是践行“双碳”战略的重要主体,而ESG是推动“双碳”目标实现的重要抓手。不同于关注财务绩效的传统理念,ESG是关注企业环境、社会、治理绩效的投资和经营理念。基于这一理念所形成的框架体系不仅为企业低碳发展提供了综合的评价标准,也为企业实现可持续发展提供了有效的方向指引^[2]。因此,提升企业ESG表现对于我国实现经济社会全面绿色低碳转型、推动可持续发展具有重要意义。

企业开展ESG实践需要全面转型升级自身的经营理念 and 运营模式,但在实际情况中企业往往面临驱动力不足的问题。与此同时,学术界也围绕企业ESG表现的影响因素进行了研究。已有研究发现,机构投资者这类重要的利益相关者能够影响企业ESG表现^[3]。然而,随着对机构投资者研究的逐步深入,现有文献发现机构投资者并不是单独行动的,它们可能通过持股关系形成网络团体从而发挥作用^[4]。已有研究表明,机构投资者网络团体会影响企业非效率投资程度^[5]、创新决策^[6]、大股东^[7]和高管的行为^[8],还会影响企业面临的风险^[9]。

此外,近年来发生的机构投资者共同行动的事件也引起了实务界的关注。一方面,联系密切的机构投资者会集体否决不公平的股权转让方案以维护其权益^[7]。例如:2010年3月双汇发展放弃多家参股公司优先受让权的议案被多个基金公司联合否决;2012年5月鹏华基金与耶鲁大学共同推选的格力董事获任;2018年多家机构投资者联合提议审计致生联发信息技术股份有限公司账目并且派驻两名代表进入公司董事会等。另一方面,它们也会与企业高管合谋进行高价减持套现从而导致内幕交易“窝案”^[8],还可能在股市中“抱团”以谋取私利。例如:2018年5月广联达的董事会秘书向五家基金公司透露内幕消息

收稿日期:2023-01-08;修改日期:2023-12-29。

基金项目:教育部人文社会科学研究青年基金项目“机构投资者网络团体对上市公司ESG表现的影响研究”(23YJC630176)。

第一作者:王凯(1989—),男,博士,教授,研究方向为公司治理与公司金融,wangkai@cueb.edu.cn。

通信作者:高皓(1982—),男,博士,副研究员,研究方向为公司金融、绿色金融,gaoh@pbcfsf.tsinghua.edu.cn。

以共同获利;2023年7月31日恒瑞医药遭遇机构资金集体出逃而逼近跌停;2021年4月申万菱信基金经理与长江证券研究员联手交易“锦泓集团”未公开的信息。因此,在实践中,机构投资者在共同行动中可能会相互沟通和交流,进而影响公司行为。

这一背景下,尚未有学者关注机构投资者网络团体的持股行为对企业ESG表现的影响效应及作用机制。而厘清该问题对于发掘企业ESG实践的驱动力具有重要意义,本文尝试对此问题进行深入分析。基于已有研究,本文认为机构投资者网络团体持股有助于提升企业ESG表现,通过结合社会网络理论与代理理论,探明了机构投资者网络团体持股影响企业ESG表现的两个机制——提升信息透明度和抑制大股东私利。为验证研究假设,基于2010—2020年A股上市公司机构投资者持股数据,以5%为标准筛选出机构投资者网络,并使用LOUVAIN算法^[10]提取网络团体。然后,运用OLOGIT模型验证了网络团体持股与企业ESG表现间的关系。此外,引入了信息透明度和大股东私利两个中介变量,采用中介效应模型进行检验。

本文可能的创新点如下。①拓宽了机构投资者网络团体持股和企业ESG表现这一新兴交叉研究领域。以往有关机构投资者与ESG表现的研究大部分将机构投资者视为独立的个体,从机构网络团体的角度出发,既丰富了对机构投资者的后果研究,也拓展了对企业ESG表现驱动因素的认识。②厘清了机构投资者网络团体持股影响企业ESG表现的内在逻辑和驱动机制,不仅拓展了社会网络理论的应用情境,也为解决公司治理的第一类问题和第二类问题提供了新的参考依据。③基于网络团体的数量、规模和背景特征,持股稳定性以及相对力量特征这3个方面,进一步探讨了机构投资者网络团体其他的重要特征对企业ESG表现的影响,对机构投资者网络团体进行了更深入的分析。

1 文献回顾与研究假设

1.1 文献回顾

1.1.1 ESG表现的影响因素 有关企业开展ESG实践的驱动因素研究主要从宏观、金融中介以及微观3个方面进行了探讨。首先,在宏观层面,制度环境是重要的影响因素,例如《中华人民共和国环境保护税法》^[11]与低碳城市试点政策^[12],而非正式制度的社会道德感^[13]也会产生影响。此外,地方政府也发挥着重要作用^[14]。其次,资本市场上的金融中介也会对企业ESG表现产生影响。例如,分析师关注^[15]、券商公众号报道^[16]以及银行^[17]都对企业ESG产生影响。最后,在微观层面,企业特征会影响ESG表现,如企业规模^[18]和是否交叉上市^[15]等。同时,利益相关者也会产生影响,如外部的公众关注度^[19],以及企业内部的高管^[20]和董事^[21]均会对ESG表现产生影响。此外,企业内部的股东也发挥着重要作用,学者们尤其关注机构投资者^[3]。其中,那些距离有毒物质更近的机构投资者能改善企业ESG表现^[22],但也有学者认为机构投资者不利于企业社会绩效的提升^[23]。然而,机构投资者可能持有多家公司股票,学者们还从共同持股的角度研究了其在ESG方面发挥的作用^[2]。上述文献主要关注机构投资者个体和共同持股行为对企业ESG表现的影响,但最近实务界和学术界均发现机构投资者可能会基于共同持股关系形成机构投资者网络团体,网络团体通过共同行动影响企业行为。

1.1.2 机构投资者网络团体的相关研究 由于早期受到“双十”政策^②的限制,机构投资者持股比例较低且在企业中话语权有限,它们彼此间可能形成合作关系,通过联合行动打破这种局面。基于互惠的合作机制认为,合作更可能出现在频繁发生交互作用的个体间,而机构投资者之间主要通过共同持股建立合作关系^[24],网络密度会显著影响彼此间的合作关系。高度聚集的网络有利于促进信息传递并加强交互关系,从而提升合作概率^[25]。因此,根据网络密度,机构投资者网络可以被分为规模不同的网络社区。那些联系更紧密的网络社区更容易产生合作关系,最终形成网络团体^[4]。网络团体结构如图1和图2所示,其

①一种以模块度为基础的社区发现算法,通过最大化社会网络模块度来发现层次性的社区结构,具有良好的效率和效果表现。

②中国证券监督管理委员会令第87号《证券公司客户资产管理业务管理办法》于2012年8月1日中国证券监督管理委员会第21次主席办公会议审议通过,自公布之日起施行。其中,第三十一条规定指出证券公司将其所管理的集合资产管理计划投资于一家公司发行的证券,不得超过该证券发行总量的10%。一个集合资产管理计划投资于一家公司发行的证券不得超过该计划资产净值的10%。中国证监会另有规定的除外。

中的圆点表示机构投资者,三角形代指被投资的上市公司,实线代表机构投资者之间的连接,而虚线则说明机构投资者持有上市公司的股票。在图 1 中,某个个体与其他个体之间均建立了连接,形成了一个联系紧密的网络团体,信息传递更高效。而在图 2 中,A 是其他节点获得信息的“中枢”,信息传递耗费的时间更长。因此,图 1 中的网络结构就是最优结构。目前,最常用的社区划分算法是 LOUVAIN 算法^[10],该算法通过最大化模块度划分出最优的网络社区。

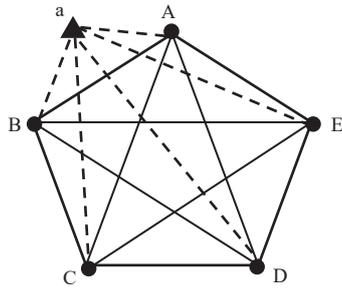


图 1 机构投资者网络团体

Fig. 1 Institutional investor cliques

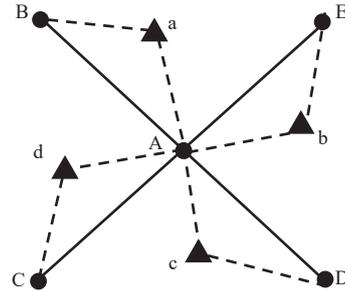


图 2 非机构投资者网络团体

Fig. 2 Non-institutional investor cliques

目前,学术界对机构投资者网络团体的后果研究主要形成了积极效应和消极效应两种观点。已有研究发现网络团体通过“用手投票”发挥了积极的治理作用^[4],但这一结论并不适用于股权集中度高的我国。在我国,积极治理效应认为,在信息披露方面,机构投资者网络团体能提升信息透明度^[26],促进前瞻性信息的披露^[27];在大股东行为方面,机构投资者网络团体能抑制大股东私利^[7],提高现金股利分配水平^[28];此外,机构投资者网络团体还能促进企业创新^[6]、降低违约风险^[9]。而机构投资者网络团体消极治理效应则认为,机构投资者网络团体会削弱机构投资者“退出威胁”而增大企业股价崩盘风险^[29];它们甚至可能与大股东合谋,加剧企业非效率投资^[5];或与管理层合谋,导致严重的高管超额薪酬^[8]。综上所述,已有研究表明机构投资者网络团体在不同的治理情景中所发挥的作用有所差异。随着 ESG 理念不断深入,越来越多的机构投资者更加关注企业 ESG 表现。然而,上述研究并没有关注机构网络团体持股对企业 ESG 表现的影响,本文尝试对此问题进行回答,并厘清机构投资者网络团体持股影响企业 ESG 表现的影响机制。

1.2 研究假设

从监督的角度来说,机构投资者网络团体持股可能会提升企业的 ESG 表现。基于社会网络理论和代理理论,本文从监督的角度,深入分析了机构投资者网络团体持股对 ESG 的影响。社会网络理论表明在社会情境下,个体的行为会被其所处的社会网络影响,即彼此间的纽带关系会使其具有相似的和行事方式^[30]。相对于团体外部的机构投资者而言,网络团体成员的联系更紧密^[4]。基于持股利益,它们相互沟通、交流、学习和模仿,以相似的方式思考和行事,从而达成同进同退的合作机制^[7]。在合作的情境下,网络团体成员的整合观念更容易被激发,它们更关注且更能感知到彼此的相似性,进而促进合作关系。同时,合作的情景使得网络团体成员更关注长远利益^[31]。此外,已有研究表明机构投资者网络团体持股能降低企业违约风险^[9],还能促进企业创新^[6],而这都有助于企业的长期发展。因此,本文认为合作机制使得机构投资者网络团体更趋于稳定,相比机构投资者个体,它们更注重企业的长远发展。

此时,为了满足机构网络团体的长期主义诉求,企业会努力提升其 ESG 表现。基于共同持股关系,团体成员能达成同进同退的合作机制^[7],这有助于其更好地应对代理问题。一方面,网络团体的合作机制有利于信息传递,降低了信息搜集成本,增强了机构网络团体的信息搜集意愿和能力^[26]。信息透明度的提升有利于缓解第一类代理问题,团体成员通过积极搜集信息,能有效监督管理层的短视行为,促进管理层重视企业的 ESG 表现。另一方面,合作机制还强化了内部成员相对于大股东的持股力量,降低了机构投资者网络团体的监督成本,增强了其监督动机和能力^[7]。对大股东监督动力和能力的增强有助于缓解第二类代理问题,这能够有效避免资源被侵占,促使企业将更多资源投入到企业的 ESG 中,提升自身的 ESG 表现。

然而,从合谋的角度来说,机构投资者网络团体可能会降低企业的 ESG 表现。为谋取更多私利,机构

投资者网络团体可能与企业管理层和大股东合谋,采取互惠互利行为^[8]。持股比例的集中增加了其与大股东和管理层等内部人接触的机会,且团体成员可以充分利用资金、信息、影响力等有利条件,放大合谋的谈判优势^[5]。此时,网络团体为了超额收益可能与管理层合谋^[8],也可能联合大股东挤占企业在ESG方面的资源投入,这都不利于提升企业ESG的表现。我国虽存在机构投资者网络团体与管理层或大股东合谋的案例,但已有研究表明近二十年来我国内幕交易执法力度和效率整体上呈快速上升态势^[32]。自2020年以来,证监会依法启动操纵市场案件调查90起、内幕交易160起,罚没金额累计超过50亿元。因此,机构投资者网络团体与管理层或大股东合谋所付出的成本较高,它们更可能在企业中扮演监督者的角色。综上所述,本文提出如下假设。

H1 机构投资者网络团体持股能提高企业的ESG表现。

具体而言,一方面,机构投资者网络团体持股能通过提高信息透明度提升被持股企业的ESG表现。基于社会网络理论,机构投资者网络团体中的成员具有共同的持股利益,以相似的方式思考和行事,彼此间能够形成紧密的合作关系^[7]。已有研究表明,激烈的竞争环境抑制了竞争中投资者搜集信息的动机,减少了单个机构投资者为搜寻信息所付出的努力^[33]。然而,网络团体内部的合作机制降低了内部成员的信息搜集成本,增强了成员们搜集信息的意愿。同时,机构投资者网络团体能够集中资源且优势互补,这增强了它们获取、分析以及处理信息的能力。因此,网络团体有动机也有能力搜寻获得更多信息,以改善企业的信息环境^[26]。提升信息透明度能有效缓解第一类代理问题,强化利益相关者的监督,促使管理层重视多方相关主体的利益进而提升企业ESG表现。已有研究表明了管理层短视使得企业难以将注意力集中于长期活动,降低了精准扶贫这类社会责任活动的参与度^[34]。而提升信息透明度有助于揭示和防止管理层盈余操纵等短视行为,使管理层能够将注意力从当下的业绩和股票表现等短期利益转移到企业长期的可持续发展上来^[35]。因此,管理层更关注多方主体的利益,通过积极主动开展ESG实践活动来满足它们的诉求^[19],从而提高企业ESG表现。因此,本文提出如下假设。

H2 机构投资者网络团体持股通过提升信息透明度提高了企业ESG表现。

另一方面,机构投资者网络团体持股能够抑制大股东私利行为,提升被持股企业的ESG表现。已有研究表明,与社会公众相比,机构投资者具有较强的甄别能力,能有效抑制大股东的私利行为。机构投资者网络团体成员达成“同进同退”的合作机制后,集中了个体的力量和优势。这不仅提高了网络团体的持股力量,强化其“退出威胁”或并提高其“用手投票”的话语权^[7];还集中了个体的专业优势,降低了网络团体的监督成本^[26]。虽然网络团体难以形成与控股大股东势均力敌的抗衡局面,但是其具有更强的动机和能力监督大股东,并积极揭露大股东侵占行为^[7]。抑制大股东私利能有效缓解第二类代理问题,这有利于避免企业资源被侵占,促使企业将资源积极投入ESG实践以改善其ESG表现。具体而言,预防和遏止大股东以权谋私的行为能够有效避免企业资源被大股东过度占用^[36]。而ESG的落地执行需要企业的业务战略、职能战略和运营系统等深度融合,短期需要投入大量资源进行整体布局,中期要进行持续的创新和风险防范^[37]。所以,充足的资源能够为企业ESG活动提供保障,降低ESG活动停止或中断的风险。因而,抑制大股东私利能够减少企业ESG决策过程中的资源束缚,使企业将更多资源投入ESG实践,最终提升企业的ESG表现。因此,本文提出如下假设。

H3 机构投资者网络团体通过抑制大股东私利提高了企业ESG表现。

本文的研究框架如图3所示。

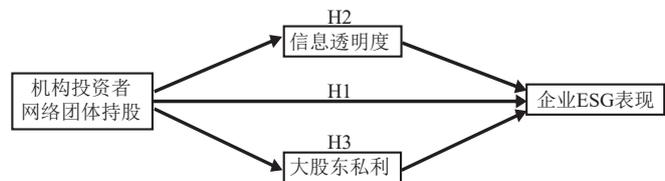


图3 研究框架

Fig. 3 Research framework

2 研究设计

2.1 样本选择与数据来源

考虑到ESG评级数据的可得性,本文选取2010年作为起始年份,以2010—2020年所有A股上市公司为样本,剔除金融行业、被ST类、主要变量缺失的样本。根据CSMAR的分类,文中所统计的机构投资者

不包括其他一般法人和非金融类上市公司^[7]。本文采用Python软件构建机构投资者网络并使用LOUVAIN算法提取机构投资者网络团体,运用STATA计算团体持股比例^[4]。经过筛选,最终得到3 024家企业的20 531个年度—企业层面的面板观测值。机构投资者持股数据、华证ESG评级数据和盟浪ESG评级数据均源于WIND数据库,其他财务数据源于CSMAR数据库。为避免极端值产生的影响,对连续变量进行上下1%的缩尾。

2.2 变量定义与模型设定

2.2.1 因变量ESG表现(ESG) 选用华证ESG评级数据作为衡量企业ESG表现的指标,华证是国内最早开始进行ESG评级且评级覆盖范围最广的机构,其评级指标已得到业界和学术界的认可和应用^[38]。本文将ESG评级的9个等级“C到AAA”从低到高依次赋值为“1”到“9”^[39]。

2.2.2 自变量机构投资者网络团体持股(own 、 $top1$ 、 hhi) 首先,以5%为标准筛选出机构投资者个体。其次,根据上述个体是否具有共同持股关系建立了机构投资者网络(可用两两连接的邻接矩阵表示),并用LOUVAIN算法提取出机构投资者网络团体。再次,计算出某年公司层面的机构投资者网络团体的持股比例。最后,将所有持有公司*i*的网络团体的持股比例相加得到整体持股比例 $own_{i,t}$,将网络团体持股比例中的最大值定义为网络团体的最大持股比例 $top1_{i,t}$,将每个网络团体的所有成员持股比例之和的平方和定义为网络团体的赫芬达尔指数 $hhi_{i,t}$ 。我国机构投资者的数量自2003年开始大幅增长,而网络团体个数以及网络团体机构数随着机构投资者总数的增长也有所增加,但是网络团体整体的持股比例与网络团体规模则经历了先上升后略有下降的阶段。这说明机构投资者网络团体的“羽翼”在逐渐丰满,其在资本市场中的地位逐步提升。

2.2.3 中介变量 ①信息透明度(RAN)。鉴于交易所的信息披露考评结果较为权威、客观且全面^[40],采用交易所信息披露考评级别(RAN)衡量企业信息透明度,将上市公司当年考评结果“优秀、良好、合格、不合格”分别赋分为4、3、2、1。②大股东私利(OCC)。证监会严格监管控股股东资金占用情况,目前关联交易已经成为大股东侵占的常用手段^[36]。因此,本文采用经过行业、年度调整之后的关联交易额与营业收入之比作为大股东私利的代理变量^[41]。此外,高度集中的股权结构和较高的两权分离度为大股东通过关联交易等渠道进行侵占提供了可能,本文还将股权集中度和两权分离度作为控制变量加入回归模型中。

2.2.4 控制变量 在现有研究的基础上结合我国证券市场的实际情况^[37,39,42],本文控制了如下变量:①在企业基本特征层面,主要有资产负债率(LEV)、企业规模(SIZ)、企业年龄(AGE)等;②在内部治理层面,主要有股权集中度(TOP)、独董比例(IBR)、董事会规模(IBS)等;③在外部治理层面,主要有机构投资者持股比例(INS)、是否四大(BIG)、审计意见(OPI)等。此外,为了消除年度间和行业间差异的影响,本文还增加了年度(YEA)和行业(IND)虚拟变量。所有的变量定义及说明如表1所示。

2.3 模型设定

为了验证H1且考虑到被解释变量为多元定序变量,本文采用了OLOGIT回归模型。

$$FESG_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 clique_share_{i,t-1} + \varphi_1 Ctl_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (1)$$

其中,*i*表示公司,*t*表示年份,被解释变量 $FESG_{i,t}$ 为ESG表现,解释变量 $clique_share_{i,t-1}$ 从网络团体的整体持股比例(own)、网络团体的最大持股比例($top1$)、网络团体持股比例的赫芬达尔指数(hhi)3个角度衡量。 $Ctl_{i,t-1}$ 表示控制变量, $\varepsilon_{i,t-1}$ 是残差项,本文还采用了企业层面聚类(firm-level cluster)的稳健标准误估计。

进一步地,为了验证H2,构建了式(2),采用OLS回归模型;同时,在式(1)中加入了 $RAN_{i,t-1}$,构建了式(3),采用OLOGIT回归模型。

$$RAN_{i,t-1} = \alpha_2 + \beta_2 clique_share_{i,t-1} + \varphi_2 Ctl_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (2)$$

$$FESG_{i,t} = \alpha_3 + \beta_3 clique_share_{i,t-1} + \gamma_3 RAN_{i,t-1} + \varphi_3 Ctl_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad (3)$$

其中,被解释变量 $RAN_{i,t}$ 为信息透明度,其余变量的定义与式(1)保持一致。

为了验证H3,构建了式(4),采用OLS回归模型;同时,在式(1)中加入了 $OCC_{i,t-1}$,构建了式(5),采用OLOGIT回归模型。

续表

变量	ESG	own	top1	hhi	RAN	OCC	LEV	SIZ	AGE	SOE	ROE	TOB	GRO	TOP
OCC	-0.047***	-0.076***	-0.067***	-0.052***	-0.163***	1								
LEV	0.116***	-0.083***	-0.092***	-0.087***	-0.097***	0.198***	1							
SIZ	0.362***	0.077***	0.050***	-0.009	0.171***	0.052***	0.532***	1						
AGE	0.061***	-0.163***	-0.163***	-0.147***	-0.051***	0.098***	0.175***	0.168***	1					
SOE	0.274***	-0.090***	-0.097***	-0.100***	0.101***	0.014**	0.297***	0.359***	0.202***	1				
ROE	0.147***	0.232***	0.215***	0.160***	0.304***	-0.177***	-0.166***	0.095***	-0.038***	-0.028***	1			
TOB	-0.100***	0.202***	0.179***	0.144***	0.021***	-0.008	-0.309***	-0.387***	-0.022***	-0.183***	0.048***	1		
GRO	0.011	0.236***	0.224***	0.177***	0.106***	0.045***	0.023***	0.051***	-0.098***	-0.149***	0.263***	0.097***	1	
TOP	0.105***	0.051***	0.069***	0.062***	0.147***	-0.053***	-0.034***	0.184***	-0.158***	0.032***	0.166***	-0.107***	0.046***	1
SEP	0.025***	-0.006	-0.016**	-0.024**	0.023***	0.034***	0.081***	0.085***	0.045***	-0.060***	0.028***	-0.026***	-0.014**	0.086***
IBR	-0.004	0.021***	0.020***	0.025***	-0.019**	0.013*	-0.014**	0.002	-0.024***	-0.079***	-0.007	0.044***	0.013*	0.048***
IBS	0.151***	0.013*	0.006	-0.012*	0.089***	-0.004	0.166***	0.281***	0.040***	0.299***	0.028***	-0.145***	-0.043***	0.033***
SUP	0.174***	-0.046***	-0.054***	-0.066***	0.040***	0.001	0.220***	0.295***	0.096***	0.428***	0.002	-0.147***	-0.088***	0.023***
DUA	-0.113***	0.054***	0.061***	0.057***	-0.024**	-0.018**	-0.146***	-0.187***	-0.107***	-0.313***	0.011	0.093***	0.073***	0.004
FEM	-0.087***	0.011	0.016**	0.035***	-0.040***	0.015**	-0.133***	-0.203***	0.040***	-0.242***	-0.018***	0.124***	0.030***	-0.018**
MEE	-0.066***	0.028***	0.030***	0.024***	-0.106***	0.191***	0.221***	0.152***	0.013*	-0.110***	-0.051***	-0.046***	0.182***	-0.017**
COM	0.037***	-0.011	-0.011	-0.006	0.023***	0.007	0.078***	0.075***	0.037***	0.039***	0.008	-0.063***	0.007	0.028***
INT	0.022**	0.085***	0.079***	0.061***	0.002	-0.004	-0.032***	0.072***	-0.049***	-0.131***	0.021***	0.066***	0.031***	0.068***
INS	0.246***	0.119***	0.102***	0.066***	0.144***	0.021***	0.234***	0.455***	0.088***	0.439***	0.121***	-0.088***	-0.016**	0.510***
BIG	0.090***	-0.004	-0.011	-0.017**	0.070***	-0.020***	0.060***	0.208***	-0.044***	0.081***	0.018**	-0.045***	-0.015**	0.136***
OPI	0.116***	0.061***	0.059***	0.035***	0.263***	-0.099***	-0.089***	0.039***	-0.044***	0.032***	0.245***	-0.049***	0.085***	0.058***
ER	0.086***	0.056***	0.061***	0.043***	0.029***	-0.002	0.004	0.032***	-0.116***	0.050***	0.028***	0.041***	0.048***	0.023***
PUB	0.011	0.024***	0.022***	0.014*	0.052***	-0.026***	-0.042***	0.010	-0.005	-0.071***	0.026***	0.063***	0.059***	0.012*
均值	6.548	0.051	0.028	0.004	3.079	0.374	0.426	22.240	2.867	0.398	0.056	2.231	0.142	0.538
标准差	1.134	0.082	0.044	0.011	0.607	1.189	0.205	1.284	0.346	0.489	0.145	1.463	0.246	0.149
最小值	1	0	0	0	1	-1.027	0.055	19.270	1.609	0	-1.038	0.893	-0.276	0.212
最大值	9	0.444	0.228	0.073	4	7.247	0.875	25.800	3.497	1	0.479	9.297	1.424	0.881
变量	SEP	IBR	IBS	SUP	DUA	FEM	MEE	COM	INT	INS	BIG	OPI	ER	PUB
SEP	1													
IBR	-0.084***	1												
IBS	0.061***	-0.491***	1											
SUP	0.029***	-0.115***	0.350***	1										
DUA	-0.065***	0.123***	-0.190***	-0.183***	1									
FEM	-0.041***	0.085***	-0.196***	-0.156***	0.150***	1								
MEE	0.028***	0.025***	-0.012*	-0.041***	0.023***	0.066***	1							
COM	-0.031***	0.011	0.047***	0.052***	-0.017**	-0.023***	0.040***	1						
INT	-0.021***	0.015**	0.048***	-0.051***	0.049***	0.021***	0.079***	0.002	1					
INS	0.311***	-0.064***	0.241***	0.265***	-0.216***	-0.168***	-0.023***	0.041***	0.020***	1				
BIG	-0.022***	0.054***	0.049***	0.065***	-0.033***	-0.070***	-0.017**	0.033***	0.068***	0.128***	1			
OPI	0.004	-0.002	0.006	0.019***	0.006	-0.019***	-0.029***	0.002	0.001	0.031***	0.015**	1		
ER	0.010	-0.010	0.043***	0.042***	-0.024***	-0.034***	-0.011	0.001	0.025***	0.056***	0.038***	0.007	1	
PUB	-0.052***	-0.002	-0.036***	-0.047***	0.035***	0.023***	0.009	0.002	0.064***	-0.052***	0.012*	0.018**	0.076***	1
均值	0.047	0.375	8.578	3.562	0.265	0.188	3.296	3.946	0.630	0.444	0.009	0.977	0.004	4.578
标准差	0.074	0.054	1.701	1.022	0.441	0.115	1.719	0.437	0.483	0.246	0.095	0.150	0.001	0.903
最小值	0	0.167	5	3	0	0	1	2	0	0.003	0	0	0.001	0
最大值	0.279	0.571	15	7	1	0.500	9	5	1	0.904	1	1	0.007	5.236

注: *表示p<0.1,**表示p<0.05,***表示p<0.01,下同。

3.2 回归结果

3.2.1 机构投资者网络团体持股与 ESG 表现 表 3 展示了机构投资者网络团体持股与企业 ESG 表现的回归结果,表 3 第(1)列仅加入了控制变量,表 3 的第(2)~第(4)列是网络团体持股与 ESG 表现的回归结果。其中,控制变量的回归系数未发生明显变化。网络团体持股与 ESG 表现的回归系数分别为 1.244、1.644 与 4.274,分别在 1%、1% 以及 5% 的水平上显著,说明团体持股比例越高、最大团体的持股比例越高、持股力量更集中,企业 ESG 表现越好,支持了 H1。

表 3 主回归和机制检验

Tab. 3 Main regressions and mechanism test

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>FESG</i>	<i>FESG</i>	<i>FESG</i>	<i>FESG</i>	<i>RAN</i>	<i>RAN</i>	<i>RAN</i>	<i>FESG</i>
<i>own</i>		1.244*** (4.249)			3.190*** (10.157)			0.997*** (3.333)
<i>top1</i>			1.644*** (3.197)			5.387*** (9.814)		
<i>hhi</i>				4.274** (2.246)			14.109*** (6.849)	
<i>RAN</i>								0.720*** (15.265)
<i>OCC</i>								
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YEA</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>IND</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	17 144	17 144	17 144	17 144	15 686	15 686	15 686	12 501
<i>R²</i>	0.109	0.110	0.110	0.110	0.131	0.131	0.127	0.117
变量	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
	<i>FESG</i>	<i>FESG</i>	<i>OCC</i>	<i>OCC</i>	<i>OCC</i>	<i>FESG</i>	<i>FESG</i>	<i>FESG</i>
<i>own</i>			-0.695*** (-5.310)			1.197*** (4.033)		
<i>top1</i>	1.184** (2.258)			-0.988*** (-4.182)			1.565*** (3.012)	
<i>hhi</i>		3.335* (1.754)			-2.881*** (-3.364)			3.975** (2.056)
<i>RAN</i>	0.725*** (15.350)	0.729*** (15.428)						
<i>OCC</i>						-0.073*** (-3.298)	-0.075*** (-3.358)	-0.075*** (-3.401)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>YEA</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>IND</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	12 501	12 501	20 143	20 143	20 143	16 778	16 778	16 778
<i>R²</i>	0.116	0.116	0.112	0.111	0.110	0.111	0.111	0.111

注:括号内为 t 值,下表同。

3.2.2 机制检验 ①信息透明度。表 3 第(5)~第(7)列中的结果显示,机构投资者网络团体与信息透明度的回归系数分别为 3.190、5.387 和 14.109,其显著性水平均为 1%。这表明网络团体能够提升信息透明度。表 3 第(8)~第(10)的结果显示,在加入信息透明度这一变量之后,信息透明度与企业 ESG 表现的回归系数显著为正,且网络团体持股与企业 ESG 表现的回归系数显著为正,均小于主回归中的系数。此外,为了缓解中介检验中的内生性问题,本文将自变量和控制变量滞后两期,将中介变量滞后一期进行检验,检验结果与上文保持一致。上述结果表明信息透明度发挥了部分中介的作用,机构投资者网络团体持股

通过提升信息透明度,提高了企业的ESG表现,支持了H2。②大股东私利。表3第(11)~第(13)列的结果显示,机构投资者网络团体持股与大股东私利的回归系数分别为-0.695、-0.988和-2.881,其显著性水平均为1%。这表明网络团体持股能够抑制大股东私利行为。表3第(14)~第(16)列的结果显示,在加入大股东私利之后,大股东私利与企业ESG表现的回归系数均显著为负,且网络团体持股与企业ESG表现的回归系数显著为正,均小于主回归中的系数。此外,为了缓解中介检验中的内生性问题,本文将自变量和控制变量滞后两期,将中介变量滞后一期进行检验,检验结果与上文保持一致。上述结果表明大股东私利发挥了部分中介的作用,机构投资者网络团体持股通过抑制大股东私利,提高了企业的ESG表现,支持了H3。本文的Boostrap检验和Sobel检验结果因篇幅限制留存备索。

3.3 内生性检验

首先,为了缓解反向因果对结论的影响,本文采用2004年10月颁布的《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》构造工具变量^[29],具体计算方式如下。若在2004年之前,记 $after$ 为0,否则为1;如果某机构在2004年后与保险公司共同持股记 δ_k 为1,否则为0。基于此,计算与机构 $i(i=1,2,\dots,N)$ 建立连接的保险机构数($\delta_k=1$)占有连接机构总数之比,再与机构 i 持有企业 j 的股份比例相乘,并将企业 j 的 N 个持股机构均进行上述计算并求和得到 IV 。 IV 乘以 $after$ 则是本文的工具变量,选择该变量的原因在于:①该项政策的颁布时间和内容是由国家机关决定而非机构投资者选择;②该政策允许保险机构投资者入市,能改变机构投资者网络团体的结构和数量。第一阶段的回归结果如表4前三列所示, IV_after 的回归系数均在1%的水平上显著为正,说明了其与网络团体持股高度相关(该变量通过了弱工具变量、过度识别和识别不足检验,检验结果留存备索)。第二阶段的回归结果如表4第(4)~第(6)列所示,网络团体持股的估计值与ESG表现均在1%的水平上显著正相关,这说明在采用工具变量法进行两阶段回归后,H1仍然成立。

表4 内生性检验
Tab. 4 Endogenous test

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
	<i>own</i>	<i>top1</i>	<i>hhi</i>	<i>FESG</i>	<i>FESG</i>	<i>FESG</i>	<i>FESG</i>	<i>FESG</i>	<i>FESG</i>	<i>Cdum</i>	<i>FESG</i>	<i>FESG</i>	<i>FESG</i>
<i>IV_after</i>	2.900*** (3.620)	1.676*** (4.140)	0.420*** (5.320)										
<i>IV_own</i>				1.152*** (3.600)									
<i>IV_top1</i>					1.993*** (3.820)								
<i>IV_hhi</i>						7.961*** (4.097)							
<i>own</i>							1.208*** (4.131)				1.305*** (4.413)		
<i>top1</i>								1.592*** (3.097)				1.764*** (3.391)	
<i>hhi</i>									4.140** (2.180)				4.659** (2.421)
<i>IMR</i>											1.281*** (5.370)	1.259*** (5.285)	1.235*** (5.198)
<i>ZZC</i>										0.179** (2.339)			
<i>Cil</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES							
<i>YEA</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES							
<i>IND</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES							
<i>N</i>	17 144	17 144	17 144	17 144	17 144	17 144	16 975	16 975	16 975	20 292	16 942	16 942	16 942
<i>R²</i>	-	-	-	0.219	0.218	0.216	0.107	0.107	0.106	0.240	0.108	0.108	0.108

其次,模型可能存在由样本自选择偏误引发的内生性问题。首先,本文以2011年12月16日发布的《关于实施〈基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法〉的规定》为外生

冲击,与这类机构投资者存在网络联结的样本记为处理组。其次,将文中的控制变量作为协变量,并按照半径匹配法进行筛选配对(平衡性检验的结果留存备案)。基于该样本重新回归,结果如表4第(7)~(9)列所示,PSM后机构投资者网络团体持股与ESG表现仍显著正相关。

最后,本文还采用Heckman二阶段模型缓解样本自选择问题,通过加入排他性的约束变量——800成分股变动(*ZZC*),构造了上市公司是否被网络团体持股的Probit模型^[43]。若某上市公司当年入选800成分股则为1,没有变动为0,从800成分股中退出为-1。是否属于中证800成分股是证券交易所根据企业市值和流动性决定的,该标准会影响网络团体的投资行为,但并不会直接影响企业ESG表现。将上述变量与因变量回归,结果表明该变量与因变量不存在相关关系(因篇幅限制,结果留存备案)。第一阶段的结果如表4第(10)列所示,该约束变量与自变量显著正相关,满足相关性假定。然后,将第一阶段计算出的IMR代入原模型中重新进行回归,第二阶段的结果如表4第(11)~(13)列所示,在缓解了样本自选择偏误后,机构投资者网络团体持股与企业ESG表现仍显著正相关。

3.4 稳健性检验

首先,为减少网络连接构建标准的偏误本研究结果的影响,分别以3%、2.5%、2%以及1%的持股比例为标准,重新构建网络团体。其次,将ESG表现划分为3个等级^[42],并将盟浪ESG评级“C到AAA”从低到高依次赋值为1到9,分别代入原方程回归。再次,本文还采用了OLS模型和GOLOGIT模型。最后,为了避免股灾年份“假抱团”的现象^[5],删除了2015年的样本。此外,考虑到滞后效应,本文将自变量和控制变量滞后两期。结果表明,在进行上述处理后,网络团体持股与企业ESG表现仍显著正相关(具体结果留存备案)。

3.5 进一步研究

已有研究发现,大股东数量和彼此间的相对力量会影响其合谋或监督动机^[44]。首先,研究了机构投资者网络团体的数量(*size_tnum*)、第一大团体的规模(*top1_num*)和背景特征(*top1_back*)对企业ESG表现的影响。回归结果表明,网络团体数量越多、第一大团体的规模越大且背景越丰富,企业ESG表现越好。其次,探究了不同类型的团体对企业ESG表现的影响。根据稳定型机构投资者的计算方式划分了稳定型和交易型网络团体^[45],并计算出公司层面稳定型网络团体数量(*sins_num*)、占总数的比例(*sins_ratio*)和是否稳定型网络团体持股比例更高(*type_dum*)。回归结果表明,稳定型网络团体数量、占比和稳定型网络团体持股比例更大,企业ESG表现更好。最后,分别构建了机构投资者网络团体整体持股(*owner_TOP1*)、前五大(*top5_TOP1*)、前三大(*top3_TOP1*)与第一大股东的相对力量指标^[5]。回归结果表明,网络团体的相对持股力量越大,企业ESG表现越好(具体结果均留存备案)。

4 结论与讨论

4.1 研究结论

本文基于社会网络理论和代理理论,实证分析了机构投资者网络团体持股对企业ESG表现的影响效应和作用机制,主要结论如下。①机构投资者网络团体持股可以有效提升企业ESG表现。②机构投资者网络团体持股主要通过提升信息透明度^[26]和抑制大股东私利^[7]影响企业ESG表现。③具有不同特征的机构投资者网络团体对企业ESG表现的影响作用不同,不同于已有研究^[5],除了数量与相对力量外,还刻画了第一大网络团体的规模、背景特征和团体的持股稳定性。研究发现,网络团体数量越多、第一大团体规模更大且背景更丰富,网络团体持股更稳定,以及在网络团体相对力量更强的情况下,企业ESG表现越好。

4.2 理论贡献

本文的理论贡献如下。①从机构投资者网络团体持股的角度入手,探究了网络团体持股对企业ESG表现的影响效应。现有文献发现,机构投资者可能会通过持股关系形成网络团体发挥作用^[4],但已有关于网络团体持股的研究尚未达成一致意见。本文不仅丰富了网络团体经济后果的研究,也对企业ESG表现的影响因素研究进行了补充和延伸。②结合了代理理论与社会网络理论,从信息透明度和大股东私利2个维度探究了网络团体持股对企业ESG表现的影响机制,拓展了社会网络理论和代理理论的应用情境。同时,结合中国独特的制度背景,本文为解决公司治理的第一类问题和第二类问题提供了参考,也为监管机构投资

者交易行为提供了政策指导。③进一步探讨了机构投资者网络团体非持股特征对企业 ESG 表现的影响。已有研究重点关注了网络团体数量和相对力量^[5],本文还挖掘了网络团体的规模和背景特征以及持股稳定性等特征,探究其对企业 ESG 表现的影响,为深入了解和认识机构投资者网络团体提供了有益的参考。

4.3 政策启示

传统的研究普遍认为机构投资者是独立且同质的个体,随着研究的逐步深入,越来越多的学者开始关注机构投资者的异质性^[45]。然而,它们还可能通过持股关系共同影响其直接持股企业的行为,这不仅为上市公司的经营决策提供了某些思路 and 角度,也给机构投资者的投资决策带来启发,还为政府制定相关政策明确了新方向。

基于此,本文提出如下政策建议。①对于上市公司而言,要理性认识机构投资者网络团体的作用,重视并充分利用机构投资者网络团体的力量。此外,上市公司应积极披露相关信息以提升企业信息环境的透明度,并建立良好的公司治理机制以防止大股东掏空行为,从而有效提升企业 ESG 表现,促进企业的长效发展。②对于机构投资者而言,受到早期“双十”政策的限制,单个机构投资者力量有限。机构个体可以通过借助网络团体的力量,积极地与网络团体中的其他成员沟通,进一步深化和落实 ESG 投资的理念,增强网络团体的长期投资导向。在实现长期投资的同时,有效促进企业绿色转型,最终实现社会绿色可持续发展。③对于政府部门而言,要充分考虑到机构投资者网络团体在企业 ESG 实践中所发挥的重要作用。政府需完善与机构投资者发展相关的制度和政策,继续扩大合格机构投资者的规模,但也要警惕网络团体在其他方面带来的风险。同时,政府应正确引导其构建和维护社会网络团体,为经济高质量发展提供微观支持和充足动力。此外,政府机构应积极培育机构投资者的长期价值导向,回归价值投资理念。

4.4 研究展望

本文有如下局限性。①虽然对机构投资者网络团体的其他特征进行了简单的分析,但未深入研究不同类型的机构投资者网络团体对企业的经营决策和治理方面的影响是否存在差异。②未进一步关注机构投资者网络团体持股对 ESG 的 3 个细分维度、ESG“背离”以及 ESG 评价分歧等方面的影响。③仅考察了基于持股关系而形成的机构投资者网络团体带来的影响,尚未考察持股关系与其他社会关系是否会产生相互作用,未来可以基于复杂的社会人视角对网络团体所带来的影响进行研究。

参 考 文 献

- [1] 谢红军,吕雪. 负责任的国际投资:ESG与中国 OFDI[J]. 经济研究, 2022, 57(3): 83-99.
- [2] 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.
- [3] 陈晓珊,刘洪铎. 机构投资者持股与公司 ESG 表现[J]. 金融论坛, 2023, 28(9): 58-68.
- [4] CRANE A D, KOCH A, MICHENAUD S. Institutional investor cliques and governance[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 133(1): 175-197.
- [5] 郭晓冬,王攀,吴晓晖. 机构投资者网络团体与公司非效率投资[J]. 世界经济, 2020, 43(4): 169-192.
- [6] 翟淑萍,缪晴,甦叶. 机构投资者网络团体与企业创新[J]. 证券市场导报, 2022(8): 39-47.
- [7] 刘新争,高闯. 机构投资者抱团能抑制控股股东私利行为吗——基于社会网络视角的分析[J]. 南开管理评论, 2021(4): 141-154.
- [8] 刘新民,沙一凡,王垒,等. 机构投资者抱团与高管超额薪酬[J]. 财经论丛, 2021(7): 90-100.
- [9] 翟淑萍,缪晴,甦叶. “同治”还是“同谋”:机构投资者抱团与企业违约风险[J]. 南方经济, 2022(12): 42-59.
- [10] BLONDEL V D, GUILLAUME J L, LAMBIOTTE R, et al. Fast unfolding of communities in large networks [J/OL]. Journal of Statistical Mechanics: Theory and Experiment, 2008 [2023-12-29]. DOI: 10.1088/1742-5468/2008/10/P10008.
- [11] 王禹,王浩宇,薛爽. 税制绿色化与企业 ESG 表现——基于《环境保护税法》的准自然实验[J]. 财经研究, 2022, 48(9): 47-62.
- [12] 王治,彭百川,郭晶晶,等. 低碳转型能否提升企业环境-社会-治理表现? ——基于“低碳城市试点”的准自然实验[J]. 财经理论与实践, 2023, 44(1): 139-145.
- [13] 郑琴琴,陆亚东. “随波逐流”还是“战略选择”:企业社会责任的响应机制研究[J]. 南开管理评论, 2018,

- 21(4): 169 - 181.
- [14] 孟祥慧, 李军林. 地方政府绩效考核与企业 ESG 表现: 一个政策文本分析的视角[J]. 改革, 2023(8): 124 - 139.
- [15] BALDINI M, MASO L D, LIBERATORE G, et al. Role of country-and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure[J]. *Journal of Business Ethics*, 2018, 150: 79 - 98.
- [16] 陈洪涛, 何任翔, 高小然, 等. 券商公众号报道对企业 ESG 表现的影响研究[J]. 管理学报, 2023, 20(12): 1762 - 1770.
- [17] HOUSTON J F, SHAN H. Corporate ESG profiles and banking relationships [J]. *Review of Financial Studies*, 2022, 35(7): 3373 - 3417.
- [18] DREMPETIC S, KLEIN C, ZWERGEL B. The influence of firm size on the ESG score: corporate sustainability ratings under review[J]. *Journal of Business Ethics*, 2020, 167(2): 333-360.
- [19] 陶云清, 侯婉玥, 刘兆达, 等. 公众环境关注如何提升企业 ESG 表现? ——基于外部压力与内部关注的双重视角[J/OL]. 科学学与科学技术管理: 2023 [2023-10-20]. <http://kns.cnki.net/kcms/detail/12.1117.G3.20230705.1834.002.html>.
- [20] WELCH K, YOON A. Do high-ability managers choose ESG projects that create shareholder value? Evidence from employee opinions [J/OL]. *Review of Accounting Studies*, 2022 (2022-07-02) [2023-12-29]. DOI: 10.1007/s11142-022-09701-4.
- [21] 梁强, 章佳媚, 詹玉欣, 等. 女性董事参与会促进企业社会责任表现吗? ——性别平等观念与家族企业的情境作用[J]. 研究与发展管理, 2022, 34(1): 120 - 132.
- [22] KIM I, WAN H, WANG B. Institutional investors and corporate environmental, social, and governance policies: evidence from toxics release data[J]. *Management Science*, 2019, 65(10): 4901 - 4926.
- [23] ALUCHNA M, ROSZKOWSKA-MENKES M, KAMINSKI B, et al. Do institutional investors encourage firm to social disclosure? The stakeholder salience perspective[J]. *Journal of Business Research*, 2022, 142: 674 - 682.
- [24] EDMANS A, HOLDERNESS C G. Blockholders: a survey of theory and evidence [R/OL]. CEPR Discussion Paper Series, 2016[2023-12-29]. DOI: 10.2139/SSRN.2820976.
- [25] ASSENZA S, GÓMEZ-GARDEÑES J, LATORA V. Enhancement of cooperation in highly clustered scale-free networks[J/OL]. *Physical Review E. Statistical, Nonlinear, and Soft Matter Physics*, 2008[2023-12-29]. DOI: <https://doi.org/10.1103/PhysRevE.78.017101>.
- [26] 刘新争, 高闯. 机构投资者抱团、外部治理环境与公司信息透明度[J]. 中南财经政法大学学报, 2021(3): 26 - 35.
- [27] 张俊瑞, 仇萌, 张志超. 机构投资者抱团与公司前瞻性信息披露[J]. 统计与信息论坛, 2023, 38(5): 53 - 66.
- [28] 李学峰, 蔡新怡. 机构投资者抱团如何影响上市公司现金股利政策[J]. 上海金融, 2023(1): 25 - 37.
- [29] 吴晓晖, 郭晓冬, 乔政. 机构投资者抱团与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济, 2019(2): 117 - 135.
- [30] GRANOVETTER M. Economic action and social structure: the problem of embeddedness [J]. *American Journal of Sociology*, 1985, 91(3): 481 - 510.
- [31] 王晓明, 王亚如, 庞晓文, 等. 时间限制对合作的影响: 有调节的链式中介模型[J]. 心理科学, 2022(2): 425 - 432.
- [32] 彭志, 肖土盛, 赵园. 中国资本市场 20 年内幕交易行为案例综述[J]. 财经研究, 2017, 43(12): 100 - 120.
- [33] 王江元, 孔东民. 竞争抑制了机构投资者信息搜寻努力吗? ——基于卖空约束解除与投资者访问的证据[J]. 经济评论, 2020(3): 131 - 148.
- [34] 张恒源, 刘益, 夏成程. 是什么阻碍了民营企业参与扶贫? ——基于管理层注意力的视角[J]. 商业经济与管理, 2023(2): 17 - 36.
- [35] LIN Y, SHI W, PRECOTT J E, et al. In the eye of the beholder: top managers' long-term orientation, industry context, and decision-making processes[J]. *Journal of Management*, 2019, 45(8): 3114 - 3145.
- [36] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?[J]. 管理世界, 2015(5): 147 - 159.
- [37] 张莉艳, 张春钢. 企业董事会结构性权力与 ESG 表现[J/OL]. 软科学, 2023[2023-08-12]. <https://kns.cnki-net.webvpn.cueb.edu.cn/kcms/detail/51.1268.G3.20230807.1033.002.html>.
- [38] LIN Y, FU X Q, FU X L. Varieties in state capitalism and corporate innovation: evidence from an emerging economy [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021[2023-12-29]. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101919>.
- [39] 柳学信, 李胡扬, 孔晓旭. 党组织治理对企业 ESG 表现的影响研究[J]. 财经论丛, 2022(1): 100 - 112.
- [40] 黄新飞, 叶梓南, 王升泉. 反倾销与中国资本市场信息效率——基于股价同步性的研究[J]. 经济学(季刊), 2023, 23(5): 1954 - 1972.

- [41] 周泽将, 雷玲, 王彪华. 高管廉洁抑制了大股东掏空吗? ——来自中国国有上市公司的经验证据[J]. 管理评论, 2022, 34(4): 279 - 292.
- [42] 周方召, 潘婉颖, 付辉. 上市公司 ESG 责任表现与机构投资者持股偏好——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 科学决策, 2020(11): 15 - 41.
- [43] 周微, 吴君凤, 刘宝华. 机构投资者交叉持股能提高会计信息可比性吗?[J]. 会计与经济研究, 2021(2): 18 - 37.
- [44] 姜付秀, 王运通, 田园, 等. 多个大股东与企业融资约束——基于文本分析的经验证据[J]. 管理世界, 2017(12): 61 - 74.
- [45] 卿小权, 董启琛, 武瑛. 股东身份与企业杠杆操纵——基于机构投资者视角的分析[J]. 财经研究, 2023(2): 138 - 153.

How Institutional Investor Cliques Influence ESG Performance of Enterprises?

WANG Kai^{1,2}, DING Ning², GAO Hao³, WANG Chen-bo⁴

(1. *China ESG Institute, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China;*

2. *College of Business Administration, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China;*

3. *PBC School of Finance, Tsinghua University, Beijing 100083, China;*

4. *School of Economics, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China)*

Abstract: In recent years, institutional investors in the securities market have played an increasingly important role. They may form cliques through common shareholding relationships and take concerted action. Based on the data of A-share listed companies in China from 2010 to 2020, an institutional investor clique was constructed to explore the impact of cliques stockholding on corporate ESG performance, combining social network theory and agency theory. The research findings show that cliques shareholding effectively enhances the ESG performance of enterprises, i.e., the greater the proportion of cliques shareholding, the better the ESG performance of the enterprise; cliques shareholding alleviates two types of agency issues by improving information transparency and restraining the self-interest of large shareholders, thus promoting the ESG performance of enterprises; after addressing endogeneity issues and conducting robustness tests, the conclusion that cliques shareholding enhances the ESG performance of enterprises remains valid. The results of further research indicate that the characteristics of cliques affect the ESG performance of enterprises. Specifically, a greater number of cliques, larger scale, richer backgrounds, more stable holdings, and stronger relative power are associated with better ESG performance of enterprises. The research findings not only enrich the study of the consequences of institutional investors' cliques and the influencing factors of ESG performance of enterprises, but also provide practical insights for listed companies, institutional investors, and the governments.

Keywords: institutional investor; institutional investor clique; ESG performance; information transparency; large shareholder occupy