

连锁股东、分析师关注与企业 ESG 表现

——信息透明度的调节作用

新疆财经大学工商管理学院 王海芳 章 昱^①

【摘要】企业 ESG 表现已成为高质量发展的重要推动器,但其影响因素研究仍方兴未艾。以 2011—2021 沪深 A 股上市公司为样本,实证检验连锁股东与企业 ESG 表现的关系、具体作用机制以及情景机制。研究发现,连锁股东正向影响企业 ESG 表现。通过作用机制检验,发现连锁股东通过传递信号吸引分析师关注形成“监督效应”与“保险效应”,从而促进企业 ESG 表现。基于情境机制分析,发现信息透明度直接正向调节连锁股东与企业 ESG 表现的关系,进一步研究发现,信息透明度会对“连锁股东→分析师关注→企业 ESG 表现”这一作用路径产生正向调节作用,且主要对主效应及后半路径产生影响。研究结果对于企业 ESG 表现的影响因素和外部机制探讨具有一定理论意义,同时对如何提升企业 ESG 表现提供参考。

【关键词】连锁股东; ESG; 分析师关注; 信息透明度

【中图分类号】F272 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-5937(2024)09-0082-10

一、引言

党的二十大报告提出,“推动社会发展绿色化、低碳化是实现高质量发展的关键环节。”其中,绿色是高质量发展的必要条件,而实现经济、社会和环境的可持续发展是绿色发展的基本目标。在此背景下,E(Environment,环境)S(Social,社会责任)G(Governance,公司治理)因其协调企业经济效益和社会效益的发展观,打造企业可持续发展商业格局的理念,已然成为高质量发展的重要抓手^①。然而,碳排放、全球变暖等环境问题,长生疫苗、统一酸菜事件等社会责任问题以及瑞幸咖啡财务造假等公司治理问题,均说明在社会实践,企业 ESG 表现仍处于亟待提升的阶段。鉴于此,深入探讨企业 ESG 表现的影响因素极具现实意义。

ESG 表现是企业经济效益与社会效益的综合体现,但学术界对其影响因素的探讨仍方兴未艾。宏观层面,已有研究发现制度压力^②,营商环境会对企业 ESG 表现产生积极作用^③。企业层面,相关研究证明,党组织成员加入企业董事会及管理层^④,董事会规模与独立董事比例^⑤与企业 ESG 表现呈正向关系。具体到连锁股东,尽管现有研究证明,连锁股东可能通过降低投资组合内企业之间的竞争,

降低企业提升 ESG 表现动力^⑥,也有可能通过提升企业治理水平、缓解企业融资约束,对企业 ESG 表现发挥促进效应^⑦,但并未得出一致结论。同时,证券分析师作为市场信息传递机制,可以通过向市场传递增量信息,保障连锁股东相关信息被投资者所获取,加快企业社会效益行为被市场认可的速度提高企业进行 ESG 行为积极性。因此,分析师关注的机制作用值得进一步研究。此外,高信息透明度会降低分析师信息获取成本并提升分析师的报告质量,降低企业与投资者之间的信息不对称,引发更多企业外部利益相关者的关注。因此,信息透明度的情境机制检验也值得关注。

本研究可能的贡献在于:第一,通过社会网络理论重新探讨连锁股东与企业 ESG 表现的关系,为连锁股东的协同治理效应提供进一步证明。现有研究对于连锁股东与企业 ESG 表现的关系尚无定论,本文基于社会网络理论,从连锁股东的动机与能力视角,对连锁股东与企业 ESG 表现的关系提供进一步证明。第二,从分析师关注视角拓宽了连锁股东与企业 ESG 表现的路径研究。已有研究多集中于连锁股东对企业内部因素的影响,本文基于信号传递理论,以企业外部的分析师关注作为切入点探讨连锁股

【基金项目】新疆维吾尔自治区社会科学基金项目“新发展理念视域下新疆数字经济与实体经济融合路径研究”(22VZX017);新疆维吾尔自治区天山英才基金项目“数字赋能新疆畜牧企业转型升级的机制与路径研究:供应链韧性视角”(2022TSYCCX0091)

【作者简介】王海芳(1977—),女,新疆乌鲁木齐人,博士,新疆财经大学工商管理学院教授、博士生导师,研究方向:战略管理、财务管理;章昱(1998—),男,四川德阳人,新疆财经大学工商管理学院硕士研究生,研究方向:财务管理

^①章昱为通讯作者。

东与企业 ESG 表现的作用路径。第三,从信息透明度视角考察不同情境下,分析师关注在连锁股东与企业 ESG 表现之间作用路径的差异性。通过有调节的中介模型,检验在具体情景机制下,分析师关注在连锁股东与企业 ESG 表现间机制作用变化。

二、理论分析与研究假设

(一)连锁股东与企业 ESG 表现

就连锁股东提升企业 ESG 表现的动机而言,连锁股东由于投资组合的多元化,其目标函数并非单一企业价值最大化,而是投资组合整体价值最大化,连锁股东会通过权衡其参与企业治理所付出的成本及收益而进行理性选择^[7]。根据社会网络理论,连锁股东作为社会网络中的连接点,可以获取同投资组合内其他企业的治理信息及成功经验,因此,可以降低参与治理的成本投入^[8]。同时,连锁股东持有多家企业股份,当面临外部冲击性事件需要进行减持行为时,连锁股东拥有更灵活的减持选择,可以避免退出已投入过多监督精力的企业^[9],因此,对于其投入监管精力的企业,会更关注企业的未来发展能力。基于此,连锁股东有动机提升企业 ESG 表现以提升企业可持续性。

就连锁股东提升企业 ESG 表现的能力而言,一方面,连锁股东可以发挥资源赋予效应,缓解企业融资约束,使其有能力履行 ESG 行为。从间接资源赋予角度,连锁股东拥有相对信息优势,可以提升企业的信息披露质量,缓解企业内外部逆向选择风险,帮助企业获得更多元的投资渠道^[9]。从直接资源赋予角度,连锁股东通过充当多家企业间决策信息和投融资决策信息的桥梁,使得投资组合内之间的投资信息共享,在获取企业投资发展的机会时具有更强的信息优势,从而拓展企业的投资机会^[10]。另一方面,连锁股东可以发挥信息协同效应,通过监督压力和非制度压力提升企业 ESG 表现。从监督压力角度,连锁股东参与多家企业的管理活动,具有丰富的行业专长、治理经验,有能力对管理层的不良决策进行纠正^[11],提高企业 ESG 表现从而获取长期价值。从非制度压力角度,连锁股东在投资多家企业的过程中,可以作为信息中介传播投资组合内企业的经营战略、投资决策等企业运营信息,核心企业可以借鉴其他企业履行 ESG 行为的成功经验^[9],从而提升本企业 ESG 表现。综上,本文提出假设 1。

H1:在其他条件保持不变的情况下,连锁股东会促进企业 ESG 表现。

(二)连锁股东、分析师关注与企业 ESG 表现

根据信号传递理论,企业内部与外部市场存在信息不对称现象,需要企业通过传递有效信息作为信号,以缓解投资者与企业间的信息不对称情况,提升企业市场价值^[12]。但是,连锁股东对企业产生的治理效应并不会直接体现在财务信息及公司公开信息中,产生的治理效应信号难以直接被投资者所接收,而分析师因其专业的信息处理能力,可以将连锁股东的治理信号传递到资本市场。因此,本文认为分析师在连锁股东的信号传递过程中具有信号传递节点的作用。

具体到连锁股东提升分析师关注的过程,本文分别从投资者需求与分析师供给两个角度进行分析。从投资者需求角度而言,当投资者对企业信息的理解需要分析师的专业解读时,市场对分析师预测的需求则增加^[13]。由于连锁股东对企业的治理行为都是在企业内部进行,其行为信号难以直接被外界投资者所获取,因此需要专业的信息跟踪者及分析师对企业内部情况进行解读及传播,从而吸引更多分析师进行关注。从分析师供给角度而言,分析师的预测准确度依赖于企业的公开信息披露,更高的预测准确度才能为分析师带来更高的收益,分析师更倾向于对信息更加完善的企业进行关注^[14]。一方面,连锁股东为获取投资组合内企业股票流动性和资本成本降低所带来的价值增长,会提升企业信息披露意愿^[9],降低分析师获取信息难度;另一方面,连锁股东通过在投资组合中其他企业获取的信息及经验进行协同治理,可以提升企业的信息披露质量^[15]。

同时,具体到分析师对企业 ESG 表现的影响,本文认为分析师主要发挥提升资源变现速度的“保险效应”以及提升市场压力的“监督效应”以促进企业 ESG 表现。具体而言,企业积极践行 ESG 活动可以提升企业在政府及市场层面的合法性以获取企业发展所需的各种资源,但是这种价值变现需要得到社会各界利益相关者认可^[9]。分析师通过对企业进行 ESG 表现的追踪及分析,可以向市场传递相应信息,提升企业实施 ESG 行为被外界利益相关者认可速度,获得企业发展所需的相关资源,表现为“保险效应”。与此同时,分析师的存在降低了企业与外部投资者的信息不对称,使企业行为更容易受到市场的关注和监

督¹⁰。通过提升外界利益相关者对企业的关注度,促进企业ESG表现,表现为关注压力下的“监督效应”。综上,本文提出假设2。

H2: 分析师关注在连锁股东对企业ESG表现的影响中发挥机制作用。

(三)信息透明度的调节作用

信号传递理论认为,信号的传输环境会对信号的传递质量产生巨大影响,不同环境下信号的作用可能具有差异性的变化,影响信号接收者对于信号的解读与认可¹¹。高信息透明度意味着企业向市场提供更全面、综合的财务信息,直接降低分析师信息获取成本,提升分析师的跟踪动力以及对企业经营状况的分析质量¹²。连锁股东对企业的治理效应需要通过分析师向市场进行传播,高信息透明度直接提升分析师对连锁股东信号的获取能力,从而提升了连锁股东的信号质量,强化了分析师在信号传输过程中的影响作用。同时,高信息透明度可以减少企业与投资者之间的信息不对称,引发更多企业外部利益相关者的关注,弥补企业监督和激励机制不足,与分析师关注共同形成更强的合力,促进企业的ESG表现。从激励机制上而言,一方面,信息透明度高的企业会向市场提供更多的企业增量信息,减少投资者和企业间信息差,吸引政府、市场中的投资者等各方利益相关者关注,降低企业的融资约束¹³,使企业更有能力履行ESG行为。另一方面,更高的信息透明度可以提升企业履行ESG行为在政府和市场中的合法性,以获取企业发展所需的相应资源,从而激励企业更积极履行ESG行为¹⁴。从监督机制上而言,信息透明度的提升会增强政府及市场投资主体对管理层的监督,提升管理层积极承担绿色责任的主动性,增强企业ESG表现¹⁵。综上,本文提出假设3。

H3: 信息透明度对分析师在连锁股东与企业ESG表现之间的机制作用产生正向调节作用。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

为检验连锁股东与企业ESG表现之间的关系及具体作用路径,本文以2011—2021年A股上市公司数据为研究样本,并进行筛选和处理。(1)剔除金融保险类企业样本;(2)剔除ST、*ST、PT类及相关数据缺失样本;(3)通过对连续变量在1%和99%分位进行Winsorize处理,以避

免极端数值对结果的影响。通过筛选,本文最终得到数据样本10346个。本文ESG评分数据主要来自彭博数据库,其他数据均来源于国泰安(CSMAR)数据库。

(二)主要变量说明与实证模型

被解释变量。参考方先明等¹⁶的研究,采用彭博ESG评级数据对企业ESG表现进行衡量。选择该数据库的原因在于,一方面,彭博数据库是国际上主流的ESG评分数据库之一,对企业ESG表现具有全面的评价能力,具有可比性、全面性、专业性特征。另一方面,彭博数据库每年都对企业的相关信息收集,具有及时性特征。

解释变量。主要参考Chen et al.¹⁷、潘越等¹⁸相关研究,用三个指标对连锁股东(Cross)进行衡量。通过企业当季前十大股东持股数据,在5%持股水平上计算在本公司及同行业持股比例大于等于5%股东个数的自然对数(Cross_mean),是否存在连锁股东哑变量(Cross_dum)以及按5%持股比例计算季度层面上连锁股东持股比例和年度均值(Cross_share)。

机制变量主要参考李春涛等¹⁹的研究,采用跟踪企业的分析师人数加1取对数(Analyst_F)。调节变量参考方军雄²⁰研究,计算企业过去三年操纵性应计项目绝对值之和(Opaque)。其他控制变量主要参考现有研究进行选择²¹。此外,为避免行业差异及宏观因素的影响,对年度和行业固定效应进行控制。

主要变量定义如表1所示。

为了检验连锁股东与企业ESG表现之间的关系,本文参考相关研究,构建如下实证模型,检验连锁股东与企业ESG表现之间的关系。

$$ESG_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Cross_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (1)$$

为检验分析师在连锁股东与企业ESG表现间的机制作用,本文构建如下中介检验模型,证明分析师关注的中介作用。

$$Analys_F_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cross_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (2)$$

$$ESG_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Cross_{i,t} + \gamma_2 Analys_F_{i,t} + \gamma_3 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

为检验信息透明度对“连锁股东→分析师关注→企业ESG表现”作用路径的调节作用,本文构建如下有调节的

表 1 变量定义

| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 变量说明 |
|-------|-----------|-------------|---|
| 被解释变量 | ESG 表现 | ESG | 彭博 ESG 评级 |
| 解释变量 | 连锁股东 | Cross_mean | 按照前十大股东季度持股数据计算在本公司及同行业持股比例大于或等于 5%的股东个数的自然对数 |
| | | Cross_dum | 按照 5%持股比例,如果存在连锁股东则为 1,否则为 0 |
| | | Cross_share | 按照前十大股东季度持股数据计算连锁股东持股比例之和的年度均值 |
| 机制变量 | 分析师关注 | Analyst_F | 跟踪企业的分析师人数加 1 取对数 |
| 调节变量 | 信息不透明程度 | Opaque | 计算企业过去三年操纵性应计项目绝对值之和 |
| 控制变量 | 企业规模 | Size | 企业期末总资产取对数 |
| | 资产负债率 | Lev | 企业年末总负债除以年末总资产 |
| | 总资产净利润率 | Roa | 企业年末净利润总额除以年末总资产 |
| | 营业收入增长率 | Growth | 本年营业收入除以上年营业收入减 1 |
| | 董事人数 | Board | 董事会人数取对数 |
| | 独立董事比例 | Indep | 独董人数除以董事人数 |
| | 两职合一 | Dual | 董事长与总经理是同一人取 1,否则为 0 |
| | 第一大股东持股比例 | Top1 | 第一大股东持股数除以总股数 |
| | 股权性质 | Soe | 企业为国企取 1,否则为 0 |
| | 上市年限 | ListAge | 公司上市年限取对数 |
| | 管理层持股 | Mshare | 管理层持股数除以总股本 |
| | 管理层费用率 | Mfee | 管理费用除以营业收入 |

中介检验模型,以证明信息透明度对分析师在连锁股东与企业 ESG 表现之间中介机制的调节作用。

$$ESG_{i,t} = a_0 + a_1 Cross_{i,t} + a_2 Opaque_{i,t} + a_3 Cross_{i,t} \times Opaque_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (4)$$

$$Analys_F_{i,t} = b_0 + b_1 Cross_{i,t} + b_2 Opaque_{i,t} + b_3 Cross_{i,t} \times Opaque_{i,t} + b_4 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (5)$$

$$ESG_{i,t} = c_0 + c_1 Cross_{i,t} + c_2 Opaque_{i,t} + c_3 Analys_F_{i,t} + c_4 Cross_{i,t} \times Opaque_{i,t} + c_5 Analys_F_{i,t} \times Opaque_{i,t} + c_6 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (6)$$

其中,ESG 为彭博 ESG 评级,Cross 分别用连锁股东数量(Cross_mean)、连锁股东哑变量(Cross_dum)、连锁股东

持股比例(Cross_share)进行衡量,Analyst_F 为分析师关注,Opaque 为信息不透明度,Control 为控制变量,∑ Year 为年度固定效应,∑ Industry 为行业固定效应,ε 为随机扰动项。具体到主效应检验,若显著为正,则 H1 得到验证;具体到中介效应检验,若 β₁、γ₂ 显著为正或 β₁、γ₁、γ₂ 均显著为正,则分析师关注具有中介效用。具体到有调节的中介效应检验,首先检验模型 4,若 a₃ 显著为正,说明存在直接调节效应;其次,检验模型 5 中的 b₁、b₃ 是否显著;最后,检验模型 6 中 c₄、c₅ 是否显著。若 b₁c₅、b₃c₃、b₃c₅ 三组中至少有一组成立,则表明中介效应受到调节,并且 b₁c₅、b₃c₃、b₃c₅ 系数检验分别对应调节“连锁股东→

分析师关注→企业 ESG 表现”的后半路径、前半路径以及前后路径。

(三)描述性统计

表 2 为主要变量的描述性统计结果。其中,企业 ESG 表现(ESG)最大值为 68.92,最小值为 6.198,说明不同企业的 ESG 表现存在较大差异,企业 ESG 表现具有进一步提升的空间。连锁股东数量(Cross_mean)最大值为 1.609,说明部分企业拥有 6 名连锁股东,均值为 0.176,高于中位数 0,说明企业普遍拥有一定数量的连锁股东。连锁股东哑变量(Cross_dum)均值为 0.253,说明约 25%的上市公司拥有连锁股东。连锁股东持股比例(Cross_share)最大值为 0.964,最小值为 0,说明不同企业间连锁股东持股数量差异较大。其余变量与相关研究基本一致。

表 2 主要变量描述性统计

| | 样本量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 中位数 | 最大值 |
|-------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| ESG | 10 346 | 28.040 | 9.001 | 6.198 | 27.130 | 68.920 |
| Cross_mean | 10 346 | 0.176 | 0.322 | 0 | 0 | 1.609 |
| Cross_dum | 10 346 | 0.253 | 0.435 | 0 | 0 | 1 |
| Cross_share | 10 346 | 0.073 | 0.162 | 0 | 0 | 0.964 |
| Analyst_F | 10 346 | 1.991 | 1.180 | 0 | 2.197 | 3.912 |
| Opaque | 10 346 | 0.177 | 0.144 | 0.016 | 0.149 | 1.448 |
| Size | 10 346 | 23.180 | 1.291 | 19.550 | 23.090 | 26.430 |
| Lev | 10 346 | 0.476 | 0.199 | 0.031 | 0.487 | 0.925 |
| ROA | 10 346 | 0.051 | 0.062 | -0.398 | 0.042 | 0.254 |
| Growth | 10 346 | 0.176 | 0.411 | -0.660 | 0.113 | 4.330 |
| Indep | 10 346 | 0.376 | 0.055 | 0.286 | 0.364 | 0.600 |
| Board | 10 346 | 2.177 | 0.201 | 1.609 | 2.197 | 2.708 |
| Dual | 10 346 | 0.208 | 0.406 | 0 | 0 | 1 |
| Top1 | 10 346 | 0.379 | 0.157 | 0.083 | 0.365 | 0.758 |
| SOE | 10 346 | 0.519 | 0.500 | 0 | 1 | 1 |
| ListAge | 10 346 | 2.458 | 0.690 | 0 | 2.639 | 3.367 |
| Mshare | 10 346 | 0.100 | 0.200 | 0 | 0 | 0.736 |
| Mfee | 10 346 | 0.077 | 0.066 | 0.007 | 0.060 | 0.766 |

四、实证结果分析

(一)连锁股东与企业 ESG 表现

表 3 对连锁股东与企业 ESG 表现的回归结果进行报告,并在企业层面进行聚类标准误。列(1)—列(3)分别为连锁股东数量(Cross_mean)、连锁股东哑变量(Cross_dum)、连锁股东持股比例(Cross_share)与企业 ESG 表现的回归结果,系数均在 1%水平上显著为正,说明在控制其他影响因素的情况下,连锁股东对企业 ESG 表现具有正向影响,支持本文 H1。

(二)分析师关注的机制作用

表 4 对分析师关注在连锁股东与企业 ESG 表现间的机制作用进行报告。列(1)、列(3)和列(5)是模型 2 的检验结果,可以看出,系数分别在 1%和 10%水平上显著为正,说明连锁股东会显著提升分析师关注。列(2)、列(4)和列(6)是模型 3 的检验结果,可以看出连锁股东的系数均在 1%水平上显著为正,分析师关注系数分别在 5%和 1%水平上显著为正,说明分析师关注具有部分中介作用。综上,机制检验结果表明,分析师关注在连锁股东与企业 ESG 表现中具有部分中介作用,即连锁股东通过提升分析师关注,进而提升企业 ESG 表现,支持本文 H2。

(三)信息透明度的调节作用

表 5 对信息透明度在“连锁股东→分析师关注→企业 ESG 表现”这一作用路径的调节作用进行报告。根据回归结果,三个交乘项均在 1%水平上显著为负,说明信息不透明度会负向调节主效应结果,具有直接调节作用,即信息透明度越高,连锁股东对企业 ESG 表现的正向效应越显著。基于列(2)、列(5)和列(8)回归结果,可以看出连锁股东变量均正向显著,同时在列(3)、列(6)和列(9)中,分析

表 3 连锁股东与企业 ESG 表现回归结果

| | (1) ESG | (2) ESG | (3) ESG |
|--------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Cross_mean | 5.041*** (9.682) | | |
| Cross_dum | | 3.179*** (8.919) | |
| Cross_share | | | 8.281*** (7.745) |
| _cons | -33.603*** (-8.602) | -35.712*** (-8.984) | -36.266*** (-8.821) |
| N | 10 346 | 10 346 | 10 346 |
| Adj.R ² | 0.580 | 0.574 | 0.573 |
| Controls | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes |
| Year | Yes | Yes | Yes |

注：*、**、*** 分别表明系数在 10%、5%、1%水平上显著，括号内为经过公司层面聚类标准误调整后的回归系数 t 值。下同。

师关注与信息不透明度的交乘项 (Analyst_F × Opaque) 也均显著负相关。根据有调节的中介检验模型,信息透明度

对分析师在连锁股东与企业 ESG 表现的作用路径具有调节作用,且主要调节后半路径。可能的原因在于,连锁股东对企业的协同治理效应包含信息环境改善,导致连锁股东的协同治理效应与企业高信息透明度存在替代效应。在后半路径,由于高信息透明度的企业会传递更多的相关信息,外界利益相关者的关注度会更高,与分析师形成更强合力,促进企业 ESG 表现。

五、稳健性检验

(一) Heckman 两阶段回归

考虑到连锁股东是由于投资者对上市公司的股票进行交易从而形成的投资网络,因此,投资者在进行投资目标选择时存在投资偏好的可能性,表现为投资组合内企业存在某些共同特征驱使连锁股东持股该企业,导致本文可能存在样本自选择问题。为缓解样本自选择问题所带来的估计偏差,本文参考潘越等^[9]的研究,通过 Heckman 两阶段法对该问题进行讨论。在第一阶段模型中,通过 Probit 模型检验可能影响企业形成连锁股东的因素与企业是否存在连锁股东之间的相关性。在此基础上,计算逆米尔斯比率(IMR)以观察这些影响因素是否会影响企业连锁股

表 4 机制检验结果

| | (1)Analyst_F | (2)ESG | (3)Analyst_F | (4)ESG | (5)Analyst_F | (6)ESG |
|--------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|
| Cross_mean | 0.190*** (2.966) | 4.993*** (9.542) | | | | |
| Cross_dum | | | 0.185*** (8.128) | 3.135*** (20.931) | | |
| Cross_share | | | | | 0.104* (1.701) | 8.247*** (20.610) |
| Analyst_F | | 0.251** (2.187) | | 0.238*** (3.680) | | 0.324*** (5.018) |
| _cons | -7.293*** (-14.456) | -31.773*** (-8.015) | -7.225*** (-28.786) | -33.994*** (-19.867) | -7.561*** (-30.096) | -33.820*** (-19.726) |
| N | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 |
| Adj.R ² | 0.422 | 0.581 | 0.424 | 0.574 | 0.420 | 0.574 |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |

表 5 调节检验结果

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) |
|-------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|
| | ESG | Analyst_F | ESG | ESG | Analyst_F | ESG | ESG | Analyst_F | ESG |
| Cross_mean× Opaque | -9.544*** (-7.000) | -0.071 (-0.336) | -9.111*** (-6.653) | | | | | | |
| Cross_dum × Opaque | | | | -6.577*** (-6.396) | -0.174 (-1.105) | -6.230*** (-6.034) | | | |
| Cross_share × Opaque | | | | | | | -16.464*** (-6.125) | -0.315 (-0.767) | -15.743*** (-5.854) |
| Analyst_F × Opaque | | | -1.066*** (-2.880) | | | -1.100*** (-2.949) | | | -1.290*** (-3.468) |
| Analyst_F | | | 0.428*** (4.798) | | | 0.418*** (4.641) | | | |
| Opaque | 0.202 (0.434) | -0.025 (-0.342) | 2.275*** (2.660) | 0.172 (0.361) | 0.003 (0.037) | 2.303*** (2.663) | | | |
| Cross_mean | 6.546*** (22.151) | 0.201*** (4.408) | 6.411*** (21.591) | | | | | | |
| Cross_dum | | | | 4.231*** (19.007) | 0.213*** (6.259) | 4.115*** (18.378) | | | |
| Cross_share | | | | | | | 10.874*** (18.640) | 0.154* (1.720) | 10.694*** (18.320) |
| _cons | -33.258*** (-20.174) | -7.279*** (-28.638) | -32.002*** (-18.585) | -35.323*** (-21.357) | -7.214*** (-28.560) | -34.218*** (-19.808) | -35.898*** (-21.716) | -7.547*** (-29.843) | -34.145*** (-19.730) |
| N | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 |
| Adj.R ² | 0.582 | 0.422 | 0.583 | 0.576 | 0.424 | 0.576 | 0.574 | 0.421 | 0.576 |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |

东持股选择,从而缓解本文潜在的样本自选择问题。在第二阶段模型中,将逆米尔斯比率作为控制变量加入主效应回归模型中,回归结果如表 6 所示。根据表 6 回归结果,逆米尔斯比率(IMR)与企业 ESG 表现(ESG)均在 1%水平上显著,表明确实存在样本自选择偏差,同时,在控制该问题后,连锁股东各变量(Cross_mean、Cross_dum、Cross_share)仍与企业 ESG 表现(ESG)在 1%水平上显著正相关,说明在缓解样本自选择问题后,本文结论仍成立。

(二)PSM-DID

虽然上文已经缓解部分样本自选择问题,但连锁股东与企业 ESG 表现之间的关系仍可能受到因不可观测的遗漏变量所产生的影响。为控制样本自选择和遗漏变量的问题,本文通过倾向得分匹配法下的双重差分估计模型

(PSM-DID)进行处理。首先,本文以上市公司是否存在连锁股东进行处理组与控制组划分,存在为处理组,不存在为控制组。其次,以 1:1 最近邻匹配方法进行匹配,匹配变量包含主效应的所有控制变量,在完成匹配后,用模型 7 进行 DID 检验。

$$ESG_{i,t} = d_0 + d_1 Time \times Treated_{i,t} + d_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \mu_i + \varepsilon \quad (7)$$

其中,Time 为首次出现连锁股东的年份及之后的年份,若存在连锁股东,则当年及以后年份均为 1,否则为 0。Treated 为连锁股东虚拟变量,存在为 1,否则为 0,为公司个体效应。Time × Treated_{i,t} 主要用来衡量相对于非连锁股东组,存在连锁股东对企业 ESG 表现的影响。回归结果如表 6 列(4)所示,根据回归结果,Time × Treated_{i,t} 与 ESG 表

表6 Heckman 两阶段回归及 PSM-DID 检验

| | (1) ESG | (2) ESG | (3) ESG | (4) ESG |
|--------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|
| Treated × Time | | | | 0.778** (2.390) |
| Cross_mean | 5.018*** (24.892) | | | |
| Cross_dum | | 3.190*** (21.425) | | |
| Cross_share | | | 8.248*** (20.653) | |
| IMR | 6.677*** (8.013) | 7.120*** (8.482) | 6.787*** (8.074) | |
| _cons | -82.135*** (-13.091) | -87.395*** (-13.850) | -85.584*** (-13.531) | -29.148*** (-4.474) |
| N | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 3 690 |
| Adj.R ² | 0.583 | 0.577 | 0.575 | 0.711 |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes |

现系数在 5%水平上显著为正,说明在控制遗漏变量后,本文结论仍成立。

(三)工具变量法

考虑到连锁股东可能倾向于持股 ESG 表现更好的企业,可能存在着“互为因果”的内生性问题,本文选择工具变量进行两阶段回归,以缓解本文内生性问题。从理论上而言,同行业企业的连锁股东并不会对本企业的 ESG 表现产生影响,但同行企业与本企业面临相同的营商环境和类似的经营风险,因此,变量满足相关性和外生性特征。参考梁日新等^[20]的研究,本文以同行业、同年度其他企业的连锁股东数量均值(Cross_IV)作为工具变量,回归结果如表 7 所示。根据第一阶段回归结果列(1)、列(3)、列(5),可以看出同行业、同年度其他企业连锁股东数量均值(Cross_IV)与连锁股东各变量均在 1%水平上显著正相关,且 F 统计量分别为 112.847、116.101、32.201,均远大于临界

表7 工具变量检验

| | (1) Cross_mean | (2) ESG | (3) Cross_dum | (4) ESG | (5) Cross_share | (6) ESG |
|--------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Cross_IV | 0.981*** (10.353) | | 1.297*** (10.030) | | 0.256*** (5.291) | |
| Cross_mean | | 7.105*** (3.423) | | | | |
| Cross_dum | | | | 5.375*** (3.356) | | |
| Cross_share | | | | | | 27.193*** (3.197) |
| _cons | -1.828*** (-23.566) | -29.787*** (-7.084) | -2.240*** (-21.168) | -30.732*** (-7.627) | -0.798*** (-20.132) | -21.063*** (-2.968) |
| N | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 |
| Adj.R ² | 0.228 | 0.576 | 0.212 | 0.565 | 0.204 | 0.480 |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| F—stat | 112.847 | | 116.101 | | 32.201 | |

值 10,说明并非弱工具变量。在第二阶段回归中,通过工具变量估计得出的连锁股东与企业 ESG 表现关系均在 1%水平上显著为正,说明在降低内生性问题后,本文结论仍成立。

(四)替换解释变量

根据潘越等^[10]的研究,以 10%的持股比例重新定义连锁股东,即同时在两家及两家以上的企业持股 10%及以上的股东为连锁股东。在此基础上,根据前文计算方式重新构建连锁股东相关变量。表 8 中列(1)—列(3)为重新回归后结果,结果显示,在提高持股门槛后,连锁股东各变量(Cross_mean2、Cross_dum2、Cross_share2)与企业 ESG 表现(ESG)均在 1%水平上显著为正,说明在重新界定连锁股东的衡量方式后,连锁股东仍显著提升企业 ESG 表现,与主效应一致,进一步提升了本文结果稳健性。

(五)替换被解释变量

参考雷雷等^[9]的做法,以华证 ESG 评级为被解释变量

重新对连锁股东与企业 ESG 表现的关系进行检验。华证 ESG 根据企业行为及相关信息披露水平,将企业 ESG 表现分为 9 个等级,分别从 1—9 给予相应评分,并据此向市场提供相关信息。本文通过重新构建被解释变量,重新对连锁股东与企业 ESG 表现的关系进行检验,回归结果如表 8 列(4)—列(6)所示。根据回归结果,连锁股东对企业 ESG 表现分别在 1%和 10%水平上显著为正,与前文结论一致,说明本文结果并没有受到不同 ESG 评级机构评分差异的影响。

六、结论与建议

本文以 2011—2021 年沪深 A 股非金融类上市公司为样本,实证检验连锁股东与企业 ESG 表现的关系、作用机制以及情境因素。研究发现,连锁股东正向影响企业 ESG 表现。通过作用机制检验,发现分析师关注是连锁股东与企业 ESG 表现的中间机制。基于情境机制分析,发现信息透明度不仅直接正向调节连锁

表 8 替换变量检验

| | (1)ESG | (2)ESG | (3)ESG | (4)ESG2 | (5)ESG2 | (6)ESG2 |
|--------------------|------------------------|------------------------|------------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| Cross_mean2 | 6.445*** (10.499) | | | | | |
| Cross_dum2 | | 4.133*** (9.432) | | | | |
| Cross_share2 | | | 8.628*** (7.794) | | | |
| Cross_mean | | | | 0.179*** (2.874) | | |
| Cross_dum | | | | | 0.134*** (2.931) | |
| Cross_share | | | | | | 0.225* (1.706) |
| _cons | -32.653*** (-8.563) | -34.332*** (-8.918) | -36.383*** (-8.889) | 0.004 (0.007) | -0.025 (-0.046) | -0.147 (-0.274) |
| N | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 | 10 346 |
| Adj.R ² | 0.586 | 0.581 | 0.573 | 0.158 | 0.159 | 0.157 |
| Controls | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Industry | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |

股东与企业 ESG 表现的关系,还会对“连锁股东→分析师关注→企业 ESG 表现”这一机制路径产生正向调节作用。

本研究对企业提升可持续发展能力、专业分析师对企业的关注重点以及监管部门的监管重点提出建议。首先,企业应重视连锁股东对企业的积极效应,并将这种治理信号传达到市场上被外界利益相关者所接收,以促进企业经济效益和社会效益的平衡,实现企业可持续发展。其次,分析师作为市场专业分析者,应向市场传递增量信息以减弱企业内外信息不对称。连锁股东投资所传递的信号和具体的治理信息都需要分析师通过私有信息渠道进行传播,这不仅能提升连锁股东行为被市场认可的速度,同时强化了连锁股东所在企业的监督压力,促进企业 ESG 表现,还能实现利益相关者与企业的价值共创。最后,根据本文对信息透明度调节作用的研究,信息透明度会正向影响连锁股东与企业 ESG 表现的关系。因此,监管部门等应该对企业的信息透明度提出更高要求,对企业信息披露质量进行进一步监督。同时,应该对连锁股东在投资组合内企业间的合谋行为进行约束,保障连锁股东在企业内的积极影响得以落实。●

【参考文献】

- [1] 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.
- [2] 周泽将,雷玲.营商环境优化与企业 ESG 表现[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2023,73(5):43-56.
- [3] 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.
- [4] HUSTED B W,DE SOUSA-FILHO J M.Board structure and environmental,social,and governance disclosure in Latin America[J].Journal of Business Research,2018,102(9):220-227.
- [5] 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.
- [6] 何青,庄朋涛.共同机构投资者如何影响企业 ESG 表现?[J].证券市场导报,2023(3):3-12.
- [7] HANSEN R G,LOTT J R.Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder consumers[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,1996,31(1):43-68.
- [8] 向元高,罗进辉.共同股东的治理效应:文献述评与研究展望[J].外国经济与管理,2023,45(4):38-53.
- [9] CHEN Y,LI Q,NG J,et al.Corporate financing of investment opportunities in a world of institutional cross-ownership[J].Journal of Corporate Finance,2021,69(8).
- [10] 潘越,汤旭东,宁博,等.连锁股东与企业投资效率:治理协同还是竞争合谋[J].中国工业经济,2020(2):136-164.
- [11] HE J,HUANG J,ZHAO S.Internalizing governance externalities:the role of institutional cross-ownership [J].Journal of Financial Economics,2019,134(2):400-418.
- [12] NDOFOR H A,LEVITAS E.Signaling the strategic value of knowledge[J].Journal of Management,2004,30(5):685-702.
- [13] 李丹蒙.公司透明度与分析师预测活动[J].经济科学,2007(6):107-117.
- [14] 方军雄.我国上市公司信息披露透明度与证券分析师预测[J].金融研究,2007(6):136-148.
- [15] KANG J K,LUO J,NA H S.Are Institutional investors with multiple blockholdings effective monitors? [J].Journal of Financial Economics,2018,128(3):576-602.
- [16] 李春涛,宋敏,张璇.分析师跟踪与企业盈余管理——来自中国上市公司的证据 [J]. 金融研究,2014,409(7):124-139.
- [17] 钟凯,程小可,张伟华.货币政策、信息透明度与企业信贷期限结构[J].财贸经济,2016(3):60-77.
- [18] BERRONE P,FOSFURI A,GELABERT L,et al.Necessity as the mother of ‘green’ inventions:institutional pressures and environmental innovations [J].Strategic Management Journal,2013,34(8):891-909.
- [19] 方先明,胡丁.企业 ESG 表现与创新——来自 A 股上市公司的证据[J].经济研究,2023,58(2):91-106.
- [20] 梁日新,李英.连锁股东影响审计师定价决策吗[J].会计研究,2022(6):165-177.