

监管型小股东与企业ESG表现

——来自投服中心试点的证据

汤旭东 张星宇 杨玲玲*

摘要:具有“半公共—半私人”特征的中证中小投资者服务中心(投服中心)是中国证券监管体系的一项重要制度创新。2016年2月,投服中心在上海、湖南、广东(深圳除外)三地开展行权试点,以上市公司小股东的身份行使投资者保护职能。基于这一试点政策,本文构建双重差分模型检验监管型小股东对企业ESG表现的影响。结果发现,试点地区上市公司的ESG表现显著提升,降低信息不对称、减少管理层短视与加强风险管理意识为其中的三条作用机制。此外,试点的效应在机构投资者持股比例较大、管理层能力较强、分析师关注度较高以及所在地区公众环境关注度较高的企业中更为明显。投服中心带来的ESG表现提升,也有助于企业降低经营风险,提升股票回报率。本研究丰富了有关投资者保护和企业ESG驱动因素的文献,对于进一步推进证券监管体制改革具有重要的参考意义。

关键词:投服中心 企业ESG表现 投资者保护

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1000-3894(2024)04-0173-20

一、引言

中小投资者是中国资本市场不断发展的重要推动力量。但由于中国上市公司的股权往往集中于少数大股东、中小股东缺乏专业性以及相关法律法规缺位,管理层和大股东对中小股东的利益侵占现象层出不穷,中小投资者的合法权益难以得到有效保护(李增泉等,2004;姜国华等,2006;Jian和Wong,2010)。党的二十大报告中明确提出:“加强和完善现代金融监管,强化金融稳定保障体系”,遏制金融乱象、保护中小股东权益刻不容缓。

为了保障中小股东权益,有关部门借鉴西方成熟资本市场,引入独立董事等保护中小股东权益的制度。但由于中国资本市场与西方资本市场在制度环境、文化传统等多个方面存在差异,这些治理机制并未达到预期效果(Berkman等,2010)。2014年,中国证监会成立了中证中小投资者服务中心

* 汤旭东,副教授,华南理工大学工商管理学院,电子邮箱:txd@scut.edu.cn;张星宇,硕士研究生,华南理工大学工商管理学院,电子邮箱:zxy221056@163.com;杨玲玲(通讯作者),博士研究生,厦门大学管理学院,电子邮箱:yang_lingling@foxmail.com。本文获国家自然科学基金(72202073)、教育部人文社科基金(21YJC630125)、国家社会科学基金(23CG017)、广东省自然科学基金(2021A151110150)、广东省社科规划学科共建项目(GD22XGL10)的资助。感谢西南财经大学金融学院李金娣的数据搜集工作。本文曾在第五届经管类本科生论文研讨会与首届中国ESG学术论坛报告,感谢与会者的意见与建议。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

(以下简称“投服中心”),旨在提高中小股东参与公司治理的程度。中国资本市场传统治理机制可以分为以证监会行政监管为主的公共实施机制和依靠市场力量的私人实施机制,而投服中心具有“半公共一半私人”实施机制的双重特征,被称为“监管型小股东”(陈运森等,2021)。

虽然在国际资本市场中,投资者保护机构已然存在,一些学者曾对马来西亚少数股东监督小组(Ameer和Rahman,2009)与韩国的参与式民主人民团结会(Jang和Kim,2002)展开过研究。但不同于国外相对独立的投资者保护机构,中国的投服中心由中国证监会批准设立并直接管理,是具有监管机构背书特征的证券金融类公益机构,其在中国特殊的资本市场制度环境下具有强大的震慑作用(郭雳,2019)。需要强调的是,这一制度设计是中国转变原来的全面“强监管”模式,以市场参与者身份进行市场治理的新尝试,富有新颖性与创新性,是中国完善市场经济体制过程中做出的有益探索,因此成为备受关注的热点议题。目前与投服中心相关的研究主要探究了投服中心设立是否在中小投资者利益保护方面产生了实际监管效果(辛宇等,2020;陈运森等,2021;郑国坚等,2021),另有一些研究检验了投服中心持股行权对上市公司财务重述(何慧华和方军雄,2021)、盈余管理(Ge等,2022)等方面的影响。然而投服中心作为一项重大的制度创新,是否会对当前投资者和监管部门都高度关注的企业 ESG 表现产生重要影响,还需要深入分析。

随着 ESG 理念与实践的发展,其成为投资者评价上市公司经营发展状况的一个重要指标。ESG 包括环境(Environmental)、社会(Social)和公司治理(Governance)三个维度,代表企业在可持续发展方面的综合能力(谢红军和吕雪,2022;毛其淋和王玥清,2023)。探究影响企业 ESG 表现驱动因素的实证研究不断涌现,从环境污染(潘玉坤和郭萌萌,2023)、共同机构投资者持股(雷雷等,2023)等角度阐述其对企业 ESG 表现的影响,但基于中小投资者保护视角的研究还相对欠缺。

为此,本文根据 2016 年 2 月中国证监会实施的投服中心试点计划构建准自然实验,利用 2013~2017 年中国上市公司数据,检验了投服中心的试点对于受影响地区上市公司 ESG 表现的影响。结果表明,投服中心试点显著提升了受影响地区上市公司的 ESG 表现,并且在经过一系列稳健性检验后该结论仍然成立。机制检验表明,投服中心试点通过降低信息不对称、减少管理层短视以及加强风险管理意识,促进了企业 ESG 表现的提升。异质性分析发现,投服中心试点对企业 ESG 表现的提升作用在机构投资者持股比例较大、管理层能力较强、分析师关注度较高以及所在地区公众环境关注度较高的企业中更为凸显。投服中心试点带来的 ESG 表现提升,也有利于企业降低经营风险、提升股票回报率,推动企业实现高质量发展。相较于既有研究,本文可能的研究贡献主要包括以下几个方面:

第一,从 ESG 表现角度补充了投服中心经济影响的相关研究。近些年相关学者主要探究了投服中心设立在中小投资者利益保护方面产生的积极效果(辛宇等,2020;陈运森等,2021;郑国坚等,2021),以及其对上市公司财务重述(何慧华和方军雄,2021)、盈余管理(Ge等,2022)等方面的影响,而对当前投资者和监管部门关切的上市公司 ESG 表现缺乏必要的关注。本文实证检验了投服中心试点对试点地区上市公司 ESG 表现的重要影响,扩展了投服中心经济后果的研究视角。

第二,从投资者保护层面扩展了企业 ESG 表现影响因素的学术认知。上市公司的 ESG 表现是投资者和监管部门关注的重要方面,也是学者们研究的热点话题。既有研究主要从空气污染压力(潘玉坤和郭萌萌,2023)、共同机构投资者持股(雷雷等,2023)等角度探究企业 ESG 表现的影响因素,而鲜有从中小投资者保护视角展开的研究。加强中小投资者保护是当前中国资本市场监管改革的主要方向,本文发现投服中心的试点显著提高了上市公司的 ESG 表现,是对企业 ESG 表现影响因素相关研究的有益补充。

第三,丰富了上市公司应对监管风险的相关文献。当公司面临潜在的经营风险时,往往会采取策略性的应对行为以扭转市场的负面预期。如既有研究发现面对因政府换届带来的政治不确定性风险、股权质押带来的控制权转移风险,以及年报问询函带来的负面影响时,企业会进行更多策略性的慈善捐赠(戴亦一等,2014;胡珺等,2020)、提高业绩预告质量(李晓溪等,2019)等有利于企业声誉塑造的行为。本文发现面对投服中心试点带来的潜在监管风险,企业会提升ESG表现,说明进行ESG投资也是企业应对负面影响的一种有效的策略性行为,这为研究上市公司应对监管风险的相关研究开拓了思路。

二、制度背景与理论分析

(一)制度背景

中小投资者是中国资本市场交易活动的主要参与者。保护中小投资者合法权益不仅是促进中国资本市场健康发展的必要条件,更是完善中国市场经济体制的内涵要求。中国资本市场的中小投资者呈现出数量众多、高度分散以及专业知识不足等显著特征(Chen等,2013),加之早期中国关于中小投资者保护的政策制定和实施存在缺位(Wang,2015),导致大股东恶意掏空、管理层财务舞弊等违法行为屡禁不止(Jiang等,2010;Li等,2020),严重侵害了中小投资者的合法权益。

为健全中小投资者权益保护机制,国务院办公厅在2013年出台了《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》。投服中心在此背景下由中国证监会于2014年在上海注册成立,2016年在上海、广东(不含深圳)、湖南三个地区开展持股行权试点,2017年5月开始在全国进行推广。投服中心采用市场化手段为小股东发声,通过持有上市公司100股股票,依法以投资者身份自行或联合其他投资者共同行使各项股东权利。投服中心行权方式可以分为两种,一是通过参加股东大会、参加上市公司重组说明会、走访等方式进行现场行权;二是通过发送股东建议函、公开发声等方式进行线上行权。

由于投服中心有效的治理机制,其对于资本市场健康发展的重要意义逐渐得到认可。证监会在2018年修订的《上市公司治理准则》中明确了投服中心在资本市场的重要地位。2020年3月1日起施行的修订后《中华人民共和国证券法》中设立了信息披露、投资者保护两个专章,指出投服中心作为依法设立的投资者保护机构可以作为征集人,公开请求上市公司股东委托其代为出席股东大会,并代为行使提案权、表决权等股东权利。这一条款赋予了投服中心更大的治理权限,使之成为“特殊的普通股东”,能够通过公开征集、联合中小股东的方式实现豁免持股比例和期限对行权的限制,通过征集提案权和表决权等方式实质性地影响上市公司决策,并更加便捷地提起派生诉讼(郭雳,2019)。

随着投服中心不断发展,这一创新性监管机制在资本市场发挥的重要作用越发凸显。根据投服中心相关负责人对媒体披露的信息^①,投服中心在持股行权、纠纷调解和维权诉讼等方面成果斐然。截至2023年4月,投服中心共计持有5164家上市公司股票,共计行权3604场,累计行使股东权利4624次,通过解决1.33万件纠纷使投资者获赔约31.32亿元,通过提起诉讼帮助投资者获赔约25.2亿元。这体现投服中心在资本市场中发挥的巨大作用。

(二)文献综述

1. 中小投资者保护

保护中小股东权益对于上市公司长久健康发展至关重要,国内外相关学者对于中小投资者保

^① 来自证券时报的相关报道:<https://www.stcn.com/article/detail/865587.html>。

护议题已经积累了较为丰富的研究成果。中小投资者保护机制大致可以分为三种类型,分别是公共实施机制、私人实施机制和“半公共一半私人”实施机制。

在公共实施机制方面,既有研究主要关注了法律法规、新闻媒体等对中小投资者的保护。Shleifer 和 Vishny(1997)、La Porta 等(2000)指出,良好的法律环境可以有效地保护投资者。沈艺峰等(2004)通过比较中国中小投资者法律保护不同阶段的首次公开发行的初始收益率,验证了法律建设的强有力作用。在私人实施机制方面,境外的中小投资者保护机构是主要的研究对象。既有研究主要探讨了韩国的参与式民主人民团结会(PSPD)和马来西亚的少数股东监督小组(MSWG)的治理作用(Jang 和 Kim, 2002; Ameer 和 Rahman, 2009),表明私人性质的投资者保护机构能够在保护投资者权益中发挥积极作用。

中国的投服中心则是典型的“半公共一半私人”实施机制,目前关于该创新性的中小投资者保护机制的研究还处在基础阶段,主要可以概括为两个方面。一是聚焦于投服中心本身,从法律地位(郭雳, 2019)、自身性质与作用机制(辛宇等, 2020; 陈运森等, 2021; 何慧华和方军雄, 2021; 郑国坚等, 2021)等方面对投服中心监管作用进行剖析。二是关注投服中心设立的经济后果,发现投服中心能有效减少企业盈余管理(Ge 等, 2022)、降低股价崩盘风险(Hu 等, 2022; 陈克兢等, 2022; 汤旭东等, 2023)等。但鲜有学者基于可持续发展理念考察投服中心对企业的深层次影响。本文以 ESG 表现这一备受资本市场关注的新兴理念为研究对象,丰富了投服中心经济后果的相关研究。

2. 企业 ESG 表现

随着构建新发展格局、推动经济高质量发展逐渐转变为中国经济工作的重心,代表可持续发展能力的 ESG 理念的重要性也日渐凸显,成为当前市场关注的焦点议题。ESG 理念包括环境、社会与公司治理三大重要维度,通常被认为是企业社会责任(CSR)的延伸与拓展(潘玉坤和郭萌萌, 2023),但二者又存在明显区别。一方面,ESG 包括 CSR 未直接涉及的公司治理内容,因而内涵更广(Gillan 等, 2021);另一方面,区别于 CSR 强调的多利益相关方视角,ESG 的关注方主要是机构投资者和监督部门,以帮助他们确定投资方向和监督标准(翟胜宝等, 2022)。

既有关于 ESG 的研究大致可以分为三个方面。一是聚焦于 ESG 理念及其应用,如 ESG 在国际投资策略中的运用(Amel-Zadeh 和 Serafeim, 2018; 谢红军和吕雪, 2022)以及 ESG 不确定性对资本市场的复杂影响(Avramov 等, 2022; 史永东和王湜森, 2023)等;二是围绕 ESG 评价体系产生的经济后果,如企业 ESG 表现对财务绩效(Friede 等, 2015)、就业吸纳(毛其淋和王玥清, 2023)、创新能力(方光明和胡丁, 2023)、绿色转型(胡洁等, 2023)以及短债长用(李增福和陈嘉滢, 2023)等方面的影响;三是针对影响企业 ESG 表现的各种因素展开的研究。既有研究发现银企互动(Houston 和 Shan, 2022; 朱光顺和魏宁, 2023)、环境规制政策(王禹等, 2022; 王贞洁和王惠, 2022)、空气污染压力(潘玉坤和郭萌萌, 2023)以及共同机构投资者持股(雷雷等, 2023)等因素都对企业 ESG 表现具有重要影响。然而,目前却鲜有基于中小投资者保护视角展开的研究。本文以投服中心这一融合了政府监管和市场自治的创新机制为研究场景,从投资者保护视角扩展了企业 ESG 表现影响因素的研究。

(三)理论分析和研究假设

投服中心作为具有“半公共一半私人”特殊实施机制的投资者保护机构,兼顾了政府威慑力量与市场灵活手段,能够多方位发挥作用。基于对投服中心发挥作用方式的剖析以及对 ESG 表现驱动因素的探讨,我们认为投服中心试点通过降低企业信息不对称程度、减少管理层短视和加强风险管理意识三个机制促进了企业 ESG 表现的提升。

第一,投服中心试点有助于降低受影响地区上市公司与外部利益相关者之间的信息不对称,进而提升企业的 ESG 表现。信息披露问题是投服中心重点关注的方面(郑国坚等,2021),投服中心作为监管型小股东,能够与监管机构、司法部门、金融机构等开展深入合作。这种资源获取及整合上的优势有助于投服中心通过持股行权、纠纷调解、诉讼维权等方式发挥治理作用,形成威慑效应(辛宇等,2020),帮助提高上市公司信息披露的完整性和准确性(何慧华和方军雄,2021),降低与外部利益相关者之间的信息不对称程度。而信息不对称程度的降低不仅会使得企业有动机提升 ESG 表现,也会促使企业有能力提升 ESG 表现。一方面,随着 ESG 理念演变为全球经济发展的新趋势,企业 ESG 表现也逐渐成为政府、投资者、金融机构等利益相关方对企业经营发展前景的重要考量。这些利益相关方对企业 ESG 表现的关注对企业形成了巨大压力(Atan 等,2018)。信息不对称程度的降低意味着企业的利益相关方更加高效便捷地获取上市公司经营发展相关信息,进而实现更有效的监督、投资等行为(Healy 和 Palepu,2001)。信息不对称程度的降低增加了企业在 ESG 方面“不作为”的成本,从而使得企业有动机在 ESG 方面付诸行动。另一方面,既有文献发现,企业信息不对称程度的降低有助于外部资金供给者了解和监督企业,进而可以降低企业融资成本(Botosan,1997),扩大企业融资规模(李志军和王善平,2011),缓解企业融资约束问题(姜付秀等,2016)。因此,信息不对称降低带来的融资优势,也为企业提升 ESG 表现提供所需的资金支持。

第二,投服中心试点有助于减少受影响地区上市公司的管理层短视行为,进而提升企业的 ESG 表现。Narayanan(1985)提出,只要企业的管理层缺少充分监督,他们就更倾向于做出牺牲企业长远利益来换取个人短期利益的经营决策。管理层短视行为不利于企业的可持续发展,最终会损害企业的未来绩效(胡楠等,2021)。在管理层短视情况下,企业往往缺乏提升 ESG 表现的激励。一方面,ESG 实践具有资金需求大、投入周期长的特点,短时间不仅难以产生显性经济收益,还会影响企业当期经营业绩,使得企业可能短期处于竞争的不利地位。另一方面,ESG 实践一般具有正外部性,社会收益往往高于企业自身收益,在企业承担了 ESG 投入成本却没有获得全部收益的情况下,也会导致企业缺乏提升 ESG 表现的激励(雷雷等,2023)。而投服中心行权有利于降低管理层短视。投服中心由监管机构设立,体现了政府弹性监管色彩(辛宇等,2020),并且其出于保护中小投资者利益而对持股公司的行权举动具有较大的市场威慑作用(何慧华和方军雄,2021)。因此,投服中心能促使上市公司管理层和大股东自觉反省,减少侵害投资者利益的行为决策。并且,投服中心畅通并拓宽了中小投资者权益保护的渠道,改善了中小投资者“股少言轻”的劣势地位,能够唤醒中小投资者的维权意识,通过行使股东权利积极参与上市公司决策来达到维护自身利益的目的(陈运森等,2021;郑国坚等,2021)。基于此,本文认为无论是投服中心自身产生的市场威慑作用,还是带动中小投资者积极参与公司决策,都能促使管理层采取有利于中小股东利益保护的行为,注重可持续发展而减少短视决策,从而进行更多有利于企业 ESG 表现提升的决策行为,使企业 ESG 表现提升。

第三,投服中心试点有助于加强受影响地区上市公司的风险管理意识,进而提升企业的 ESG 表现。投服中心的存在增加了试点地区上市公司被行权的风险,而投服中心对持股公司行权往往说明该公司在过去可能存在损害投资者利益的行为,或者投资者利益在未来受到损害的风险较高,将会向市场传递负面信号(陈运森等,2021)。为了应对投服中心带来的潜在监管风险,试点地区的上市公司有动机通过塑造公司声誉、迎合市场关切、提升竞争力等方式来进行积极的风险管理。既有研究发现进行更多慈善捐赠(戴亦一等,2014;胡珺等,2020)、提高业绩预告质量(李晓溪等,2019)、

减轻避税程度(钱明等,2023)等都是上市公司在面临监管风险时采取的策略性应对行为。考虑到利益相关方对企业 ESG 表现的关注和进行 ESG 实践带来的诸多益处,进行 ESG 实践也可能是企业应对监管风险的一种选择(Galbreath,2013)。一方面,随着可持续发展意识的增强,企业 ESG 表现逐渐受到市场各方的广泛关注(方先明和胡丁,2023)。以 ESG 中的 E(环境)为例,由于推动企业绿色转型已经形成广泛共识,上市公司面临不同程度的环境规制压力。无论是资本市场中的投资者还是产品市场中的消费者,都存在明显的绿色偏好。在此背景下,如果企业环保较为落后,将会为此付出沉重代价(钱明等,2023)。另一方面,虽然企业提升 ESG 表现需要投入成本,会影响企业短期的经营业绩(雷雷等,2023),但既有研究发现较高的 ESG 评分对企业竞争力和长期价值等都具有积极影响(邱牧远和殷红,2019)。因此,本文认为在面对投服中心试点带来的潜在监管风险时,上市公司可能会采取成本虽然较高,但市场各方关切,且会带来诸多收益的 ESG 实践,以达到风险管理的目的。换言之,被行权风险敞口较大的企业为了避免监管风险带来的声誉损失而更可能提升 ESG 表现。

综合上述分析,本文提出以下研究假设:

H1:投服中心试点政策实施之后,试点地区的上市公司 ESG 表现显著提升。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取 2013~2017 年中国上市公司作为初始样本。投服中心试点计划于 2016 年 2 月开始实施,于 2017 年 5 月开始在全国范围内推广。为了实现双重差分(Difference-in-Differences, DID)的实证设计,参考何慧华和方军雄(2021)、Ge 等(2022)的研究,我们选取了试点前 3 年(2013~2015 年)、试点当年(2016 年)和试点后一年(2017 年)的样本进行分析。此外,由于试点计划仅授权投服中心购买和持有位于上海、湖南、广东(除深圳以外)三个地区的上市公司股份,所以我们将这三个省份的上市公司作为实验组。参考何慧华和方军雄(2021)的设计,在综合考虑经济、文化以及地理等因素的基础上,选择了与实验组相似的深圳、湖北以及浙江三地的上市公司作为对照组。

本文用于度量企业 ESG 表现的数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS),实证分析中使用的公司财务、治理结构以及地区层面等数据主要来自国泰安(CSMAR)、万得(Wind)数据库和《中国城市统计年鉴》。我们对原始样本进行了如下筛选后:(1)剔除金融行业样本;(2)剔除退市等非正常上市状态公司样本;(3)剔除资产负债率大于等于 1 或小于等于 0 的样本;(4)剔除主要变量数据缺失的样本;(5)上交所和深交所强制要求部分企业披露企业社会责任报告,为了避免这一事件影响第三方评级机构对企业 ESG 评级,我们剔除了被沪深交易所强制要求披露企业社会责任报告的公司样本。最终,本文共得到了 4177 个公司样本观测值。为避免极端值对研究结果的影响,我们对所有连续变量在 1% 以下以及 99% 以上分位数进行缩尾处理。

(二)模型构建与变量说明

本文基于双重差分(DID)的研究设计思路,构造了式(1)来检验投服中心对企业 ESG 表现的影响:

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Treat_i \times Post_t + Controls_{i,t} + FirmFE + YearFE + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, i 表示企业, t 表示年份; $ESG_{i,t}$ 代表企业的 ESG 表现; $Treat_i \times Post_t$ 反映投服中心试点的影

响,其系数 β_1 即为本文关注的重点; $Controls_{i,t}$ 代表一系列控制变量; $FirmFE$ 和 $YearFE$ 分别代表企业个体固定效应和年份固定效应; $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。此外,我们对回归分析的标准误在企业层面进行聚类调整。

1. 被解释变量

借鉴雷雷等(2023)的研究,本文使用CNRDS数据库提供的上市公司各个年度ESG评级数据来构建企业ESG表现的衡量指标。CNRDS数据库的ESG评级体系参照国际ESG披露标准和知名ESG数据库的设计思路,同时考虑了中国ESG信息披露的相关规定,更契合中国情景下的研究需要。具体而言,我们根据该数据库提供的上市公司当年ESG综合得分数据构建了 $ESGscore$ 变量,用以反映上市公司ESG表现的绝对水平, $ESGscore$ 值越大,说明该上市公司ESG表现越好。此外,该数据库还提供了上市公司各个年度在所有上市公司中的排名情况,我们通过对排名取对数构建了 $ESGrank$ 变量,用以反映上市公司ESG表现的相对水平, $ESGrank$ 值越小,说明上市公司ESG表现排名越靠前,ESG表现相对越好。

2. 解释变量

本文的解释变量为是否试点区域($Treat$)和试点时间前后($Post$)的交乘项。对于变量 $Treat$,当上市公司处于投服中心试点省份,即上海、广东(除深圳以外)、湖南三地时, $Treat$ 赋值为1;当上市公司处于与投服中心试点地区相似的非试点省份,即浙江、深圳、湖北三地时, $Treat$ 赋值为0。对于变量 $Post$,若观测年份为试点政策实施后的年份,即2016年和2017年时, $Post$ 赋值为1;若观测年份为试点政策实施前的年份,即2013~2015年时, $Post$ 赋值为0。

3. 控制变量

本文从企业基本信息、财务状况、治理结构等方面进行控制变量的选取。具体而言,本文控制了企业规模($Size$)、总资产回报率(Roa)、资产负债率(Lev)、固定资产比率(PPE)、上市年龄(Age)、产权性质(SOE)、股权制衡度($Balance$)、第一大股东持股比率($TOP1$)、管理层持股比例($Mhold$)、女性董事比例($Fedirector$)、女性高管比例($Femanager$)。此外,既有研究表明机构投资者持股比例(Wang等,2023)、数字化转型程度(王海军等,2023;王应欢和郭永祯,2023)以及地区空气质量(潘玉坤和郭萌萌,2023)是企业ESG表现的影响因素,因此本文加入了机构投资者持股比例($Institution$)、数字化转型程度($Digit$)与城市年平均空气质量(AQI)作为控制变量。

主要变量的具体定义与取值方法如附表1所示,主要变量的描述性统计如附表2所示^①。

四、实证结果与分析

(一) 基准回归结果

为了验证投服中心试点对受影响地区上市公司ESG表现的影响,本文对式(1)进行了回归分析,结果如表1所示。表1第(1)列是以企业ESG综合得分($ESGscore$)作为被解释变量的回归结果, $Treat \times Post$ 的系数在5%水平上显著为正,表明投服中心的试点促进了受影响地区上市公司ESG综合得分的增加。表1第(2)列是以企业ESG得分排名位次($ESGrank$)作为被解释变量的回归结果, $Treat \times Post$ 的系数在5%水平上显著为负,表明投服中心试点使受影响地区的上市公司ESG的位次在整体企业中提升。以上结果表明,投服中心的试点显著提升了试点地区上市公司ESG表现,验证了本文的假设H1。

^① 本文附录详见《数量经济技术经济研究》杂志网站,下同。

变量	主回归结果	
	(1)	(2)
	<i>ESGscore</i>	<i>ESGrank</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.863** (2.03)	-0.088** (-2.04)
控制变量	是	是
企业固定	是	是
年份固定	是	是
调整 R ² 值	0.684	0.698
样本量	4177	4177

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著；括号内为经企业层面聚类的 t 值。

(二)稳健性检验

1. 平行趋势检验

为了保证研究结论的可靠性,我们分别对被解释变量 *ESGscore* 和 *ESGrank* 进行平行趋势检验。图 1 展现了 *ESGscore* 和 *ESGrank* 的系数在 90% 置信区间下的动态趋势[数值详见附表 3 的第(1)、(2)列]。可以看出,投服中心试点政策实施前,处理组和控制组的企业 ESG 表现变动存在共同趋势,而投服中心试点政策的实施对企业 ESG 表现的促进作用在当期就显现了。总之,处理组与对照组在投服中心试点政策实施前不存在明显差异,满足平行趋势假定。

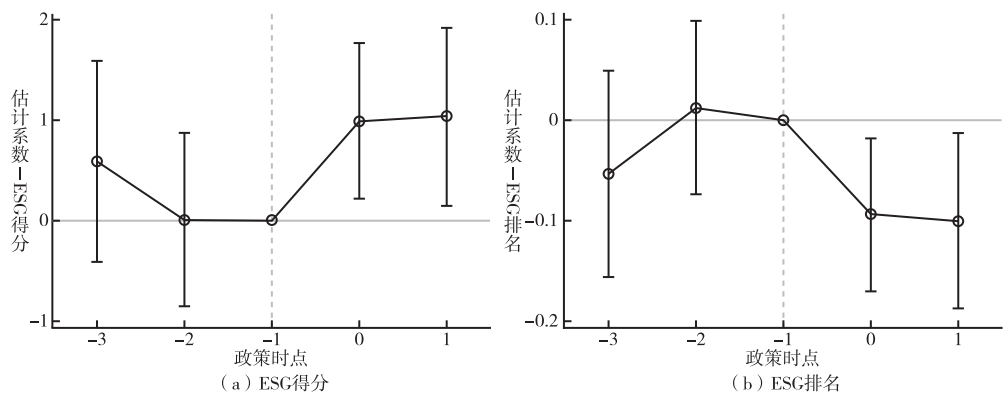


图 1 *ESGscore* 与 *ESGrank* 平行趋势检验

2. 调整研究样本

(1) 纳入 2018 年样本。由于投服中心试点区域自 2017 年 5 月起拓展至全国,因此在基准回归中,我们将样本期设定在了 2017 年及之前。如果投服中心的试点确实能提升受影响区域上市公司的 ESG 表现,那么随着全国推广,实验组[上海、广东(除深圳以外)、湖南三地上市公司]和对照组(浙江、湖北以及深圳三地上市公司)之间 ESG 表现的差异也将随之消失。参考 Ge 等(2022)、周卉和谭跃(2023)的做法,我们将样本期间扩展到 2018 年,并设置新的代表试点前后的时间变量 *Post2*。同时我们还设置了投服中心全国推广的时间变量 *After*,若观测值年份为 2018 年时,*After* 赋值为 1,否则赋值为 0。将 *Treat*×*After* 加入式(1)中重新进行回归分析,结果呈现在附表 3 的第(3)、(4)列中。

$Treat \times Post2$ 的系数在第(3)列中显著为正,在第(4)列中显著为负,而 $Treat \times After$ 的系数在两列中均不显著,说明当投服中心试点范围扩大到全国后,实验组和对照组的 ESG 表现不再具有显著差异,验证本文基准回归结果的稳健性。

(2)剔除 2017 年样本。为了避免 2017 年 5 月投服中心试点区域拓展至全国这一事件对结果产生的干扰,我们将 2017 年样本剔除后重新进行回归分析,并且重新设置了代表试点前后的时间变量 $Post3$ 。由附表 3 的第(5)、(6)列可见, $Treat \times Post3$ 的系数分别显著为正和显著为负,说明排除了试点区域拓展至全国这一事件的潜在影响后,投服中心试点促进受影响地区上市公司 ESG 评分提高和 ESG 排名提升的效应仍然存在。

(3)改变对照组样本。为了避免对照组的选择导致研究结论的偶然性,我们又在综合考虑经济、文化、地理等因素的基础上,重新选择北京、四川、山东三地上市公司作为对照组样本,并重新设置了是否试点地区的处理变量 $Treat2$ 。由附表 3 的第(7)、(8)列可见,当因变量是 $ESGscore$ 时, $Treat2 \times Post$ 的系数显著为正;当因变量是 $ESGrank$ 时, $Treat2 \times Post$ 的系数显著为负,再次说明了本文主要研究结论的稳健性。

3. 安慰剂检验

参考周茂等(2018)的研究,我们将把自变量 $Treat \times Post$ 随机打乱,然后重新进行回归分析,并使这个随机过程重复 1000 次。最后画出经过 1000 次重新回归得到的 $Treat \times Post$ 对 $ESGscore$ 的回归系数分布图,如图 2 所示。在 $Treat \times Post$ 随机打乱的情况下,回归系数基本呈现以 0 为中轴的正态分布,显然异于本文基准回归的回归系数(0.863),并且基本上 P 值都大于 0.1。这些结果表明基准回归的结果并不是偶然得到,具有较好的稳健性。

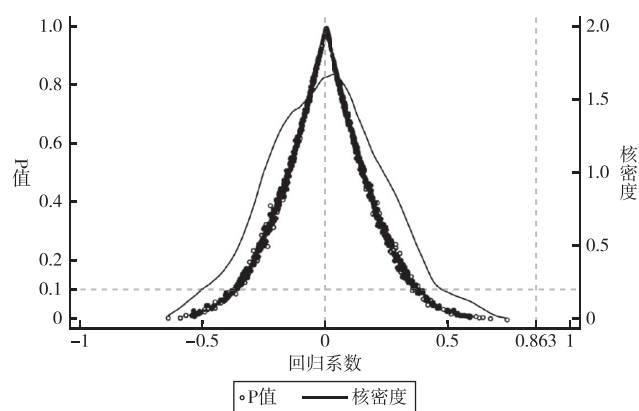


图2 安慰剂检验

4. 替换被解释变量

参考 Yu 和 Luu(2021),我们通过将企业 ESG 综合得分、ESG 排名位次减去企业所属行业 ESG 综合得分、ESG 排名位次的平均值获得企业 ESG 综合得分经行业调整后的值($ESGind$)与企业 ESG 排名位次经行业调整后的值($RESGind$),作为新的被解释变量重新回归分析。回归结果列示在附表 4 的第(1)、(2)列中,与基准回归结果保持一致。

5. 考虑潜在遗漏变量

为了避免企业所在地区的经济、人口等因素对研究结论产生影响,参考李增福和冯柳华(2022)

的研究,我们在式(1)中加入了企业所在城市 GDP 总额的自然对数(Gdp)、人均 GDP 的自然对数($Pergdp$)、城镇登记失业率($Unemploy$)以及人口密度的自然对数($Popdensity$)作为额外的控制变量。回归结果列示在附表 4 的第(3)、(4)列,结果显示当因变量是 $ESGscore$ 时, $Treat \times Post$ 的系数显著为正;当因变量是 $ESGrank$ 时, $Treat \times Post$ 的系数显著为负。这一结果说明在考虑地区层面的影响因素后,本文的主要研究结论依然稳健。此外,我们也通过控制更为严谨的固定效应的方式缓解潜在的遗漏变量问题。在基准回归中,我们控制的是企业个体固定效应和年度固定效应,参考雷雷等(2023)的做法,我们将年份固定效应替换为年份 $\times$ 行业的固定效应,以逐年控制各个行业潜在的不可观测变量的影响。结果如附表 4 第(5)、(6)列的所示,在考虑潜在的行业特征的影响之后,本文的主要研究结论依然稳健。

6. 改变模型设定

在基准回归中,我们对回归系数的标准误进行了公司层面的聚类调整。为了研究结论的可靠性,我们对回归系数的标准误在行业层面进行聚类调整以观察研究结果的变化。附表 4 的第(7)、(8)列显示, $Treat \times Post$ 的系数方向和显著性与基准回归结果保持一致。

7. 试点地区选择的外生性

投服中心试点地区的选择可能存在内生性问题。为解决该问题,参考孙天阳等(2020)、陈诗一等(2021),我们收集了与投服中心开展试点政策相关的政策文件,如投服中心于 2016 年 2 月发布的《持股行权试点工作方案》等,从中梳理、筛选出可能影响投服中心试点区域的前定变量:工业化水平 Ind_level (工业增加值/地区生产总值)、人口密度 $Pop_density$ (地区总人口数/地区行政区划面积)与政府干预程度 Gov_level (财政支出/地区生产总值)。我们将前定变量在 2015 年的值与时间虚拟变量 $Post$ 的交乘项纳入式(1)进行回归分析。结果列示在附表 4 的第(9)列与第(10)列。加入前定变量与 $Post$ 的交乘项后,回归结果依然与基准回归保持一致。

(三) 机制检验

前文已经证实投服中心的试点能提升受影响地区上市公司的 ESG 表现,但其中的影响机制仍需要进一步验证。根据前文的理论分析,我们认为投服中心提升企业 ESG 表现主要通过降低企业信息不对称、减少管理层短视、加强风险管理意识三条机制发挥作用。

1. 降低信息不对称

投服中心作为具有政府背景的监管型小股东,能够通过参与公司治理、产生监管威慑等作用改善上市公司信息披露环境(何慧华和方军雄,2021)、降低信息不对称程度(Ge 等,2022;Hu 等,2022)。而在 ESG 表现备受关注的资本市场中,信息不对称程度的降低将促进企业进行 ESG 实践。

我们采用财务重述次数与非流动性比率两个指标,分别从信息披露质量与股票市场反应两个方面来反映企业信息不对称程度。一方面,财务重述是企业管理者进行操纵会计信息、隐藏负面消息的重要手段,加剧了企业内外部的信息不对称程度(Kinney 和 McDaniel,1989;何威风和刘启亮,2010)。财务重述发生次数越少,信息披露质量越高,说明企业对利益相关者提供的信息越准确,缓解了信息不对称问题。因此,借鉴曹丰等(2015),我们利用企业当年季度财务报告在未来年份被重述次数之和($Restatenum$)作为信息不对称程度的代理变量。另一方面,资产的信息不对称程度是影响资产流动性的重要因素,信息不对称程度越高,资产的流动性也就越差。我们采用 Amihud(2002)构建的非流动性比率(ILL)衡量企业信息不对称程度。非流动性比率越大,表明股票流动性越差,即企业信息不对称水平较高。表 2 第(1)列与第(2)列分别列示了回归结果, $Treat \times Post$ 的回

归系数均显著为负,体现投服中心试点能有效减少企业财务重述次数、降低非流动性比率,验证了降低信息不对称机制。

2.减少管理层短视

投服中心行权试点后,由于其强大的监管威慑与市场带动作用,增强了管理层受到的监督,使其降低短视程度,从而有利于企业 ESG 表现的提升。

我们采用管理层对短期资产的偏好与管理者短视主义词频两个指标,分别从资产配置与文本语义两个方面来共同反映管理层短视程度。一方面,借鉴虞义华等(2018)的研究,本文使用企业当前短期投资与期初企业总资产的比例来度量企业管理层短视程度(*Shortinv*),比例越大,则管理层短视程度越大。其中,企业短期投资采用“交易性金融资产”“可供出售金融资产净额”和“持有至到期投资净额”三个科目之和来度量。另一方面,借鉴胡楠等(2021)的研究,从 WinGO 财经文本数据平台^①获得上市公司年报“管理层讨论与分析”中出现与“短期视域”有关的词汇频率(*Myopia*),频率越高,则管理层短视程度越大。表2的第(3)列与第(4)列分别是 *Shortinv* 和 *Myopia* 作为被解释变量的回归结果,其中 *Treat*×*Post* 的回归系数均显著为负,验证了减少管理层短视的作用机制。

3.加强风险管理意识

投服中心的试点给受影响地区的上市公司带来了更大的监管风险,可能会强化企业的风险管理意识,进而使得企业更关注利益相关者的诉求,加强 ESG 实践。

参考郑国坚等(2021)和陈运森等(2021)对投服中心选择行权企业倾向性问题的研究,以及考虑到投服中心的《公开征集股东权利业务规则(试行)》中明确表明其在行权线索分析过程中,会重点关注严重损害中小投资者合法权益的现象,或者被舆论高度关注,且具有典型性、示范性的现象。因此,我们认为投服中心倾向选择未行权前大股东掏空动机较强、媒体负面报道较多的企业,并从这两个角度对风险管理机制进行实证检验。我们利用企业2015年大股东掏空程度来衡量企业被投服中心行权的内部风险敞口。参考 Bae 等(2002)和李增泉等(2004)的做法,我们采用企业其他应收款与总资产的比值作为大股东掏空程度的衡量变量。我们根据投服中心试点前一年(2015年)企业大股东掏空程度的中位数将样本分成两组。当企业在2015年大股东掏空程度高于当年样本所有企业大股东掏空程度的中位数时,视为被投服中心行权风险高的企业(*Tun_high*);否则视为被投服中心行权风险低的企业(*Tun_low*)。

我们还将企业在2015年被媒体负面报道的次数作为衡量企业被投服中心行权的外部风险敞口。根据企业在2015年被媒体负面报道的多少将样本分成两组。当企业在2015年被媒体负面报道次数大于当年样本所有企业被媒体负面报道次数的中位数时,视为被投服中心行权风险高的企业(*Neg_high*);否则视为被投服中心行权风险低的企业(*Neg_low*)。

加强风险管理意识机制的检验结果列示在表2中。表2的第(5)列和第(7)列的结果显示,当 *ESGscore* 作为被解释变量,对于在2015年大股东掏空程度较大、负面新闻较多的企业, *Treat*×*Post* 的回归系数分别在5%水平上显著为正。但对于内外部风险敞口较小的企业, *Treat*×*Post* 的系数则并不显著。*ESGrank* 作为被解释变量的回归结果与 *ESGscore* 一致(见附表5),都表明在被投服中心行权的内外部风险敞口较大的企业样本中,投服中心试点对企业 ESG 表现的提升作用更显著,验证了加强风险管理意识的作用机制。

^① WinGO 财经文本数据平台: <http://www.wingodata.com>。

表 2 机制检验

变量	降低信息不对称		减少管理层短视		加强风险管理意识			
	(1)	(2)	(3)	(4)	<i>Tun_high</i>	<i>Tun_low</i>	<i>Neg_high</i>	<i>Neg_low</i>
	<i>Restatenum</i>	<i>ILL</i>	<i>Shortinv</i>	<i>Myopia</i>	<i>ESGscore</i>	<i>ESGscore</i>	<i>ESGscore</i>	<i>ESGscore</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	-0.111** (-2.08)	-0.002* (-1.72)	-0.016* (-1.83)	-0.009** (-2.04)	1.443** (2.43)	0.206 (0.35)	1.191* (1.78)	0.482 (0.86)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
企业固定	是	是	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是	是	是
调整 R ² 值	0.177	0.560	0.664	0.429	0.673	0.692	0.674	0.680
样本量	4177	4167	2260	4177	1781	2394	1628	2502

注:同表 1。

五、进一步研究

为了更深入剖析投服中心试点对受影响地区上市公司 ESG 表现的影响,本文围绕影响企业 ESG 决策的股权结构、管理层特征、市场关注与社会舆论,分析了投服中心促进试点地区企业 ESG 表现提升在不同情景中的异质性。此外,本文还从经营风险与市场绩效两个方面,对投服中心试点政策提升企业 ESG 表现的经济后果进行了分析。

(一)异质性分析

1.股权结构与 ESG 表现——机构投资者持股比例

已有文献发现,机构投资者对企业 ESG 表现具有一定的影响(雷雷等,2023)。相比个人投资者,机构投资者往往更理性,看重企业长期价值而不是短期利益,并且具有资金量大、专业性强等特点(杜勇等,2023)。因此,机构投资者有动机与能力促使企业增加可持续发展投资,提升企业 ESG 表现。我们推测在机构投资者持股比例较大的企业中,投服中心试点政策对其 ESG 表现的提升作用比机构投资者持股比例较小的企业更显著。

为验证上述推测,我们根据企业的机构投资者持股比例将样本企业分组。当样本中企业机构投资者持股比例大于当年同行业所有企业机构投资者持股比例的中位数时,认为该公司的机构投资者持股比例较大(*Ins_high*);否则,认为该公司的机构投资者持股比例较小(*Ins_low*)。检验结果如表 3 第(1)列至第(4)列所示。在机构投资者持股比例较大的样本企业中,投服中心试点政策对企业 ESG 表现的提升作用更显著,验证了我们的推测。

2.管理层特征与 ESG 表现——管理层能力

前文中,我们验证了抑制管理层短视是投服中心试点政策提升企业 ESG 表现的机制,而管理层能力也可能是影响这一效应实现的重要因素,即企业管理层能力的高低可能影响其进行 ESG 实践的有效性。相比管理层能力较低的企业,在管理层能力较高的企业中,管理者计划、组织等能力更强,更有可能做出最优的决策选择,进而能有效地执行 ESG 相关战略,表现出更强的 ESG 表现提升效应。我们推测在管理者能力较强的企业中,投服中心试点政策对其 ESG 表现的提升作用比管理者能力较弱的企业更显著。

为验证上述推测,我们参考 Demerjian 等(2012)、张铁铸和沙曼(2014)的方法对管理层能力进

行了度量。为了避免投服中心试点政策对管理层能力的影响,利用企业在试点政策前一年(2015年)的管理层能力是否高于或低于当年样本企业管理层能力的中位数,将样本分为管理层能力较强企业(*Ma_high*)与管理层能力较弱企业(*Ma_low*),然后分别进行回归。实证检验结果如表3第(5)列至第(8)列所示,在管理层能力较高的样本企业中,投服中心试点政策对企业 ESG 表现的提升作用更显著,验证了我们的推测。

表3 异质性分析——机构投资者持股比例与管理层能力

变量	(1) <i>Ins_high</i> <i>ESGscore</i>	(2) <i>Ins_low</i> <i>ESGscore</i>	(3) <i>Ins_high</i> <i>ESGrank</i>	(4) <i>Ins_low</i> <i>ESGrank</i>	(5) <i>Ma_high</i> <i>ESGscore</i>	(6) <i>Ma_low</i> <i>ESGscore</i>	(7) <i>Ma_high</i> <i>ESGrank</i>	(8) <i>Ma_low</i> <i>ESGrank</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	1.159* (1.71)	0.704 (1.34)	-0.129* (-1.82)	-0.063 (-1.25)	1.647** (2.42)	0.278 (0.49)	-0.185*** (-2.84)	-0.023 (-0.36)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
企业固定	是	是	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是	是	是
调整 R ² 值	0.683	0.689	0.682	0.722	0.599	0.727	0.617	0.735
样本量	2088	2089	2088	2089	1624	2356	1624	2356

注:同表1。

3. 市场关注与 ESG 表现——分析师关注度

分析师发布的与企业相关研究报告对市场上投资者的决策产生直接的影响,而企业为了进一步吸引投资者,有动机提升 ESG 表现以凸显可持续发展能力(潘玉坤和郭萌萌,2023)。并且投服中心作为监管型小股东,能挖掘企业隐私信息,并作为信息中介向资本市场中其他利益相关者传达。在被分析师关注度较大的企业中,这种信息传达更为迅速有力,投服中心发挥的作用也被放大,其促使企业提升 ESG 表现的作用更显著。而分析师关注度较低的企业,较少受到分析师的研报分析,可能缺乏来自市场的激励去改善其 ESG 表现,投服中发挥的作用也可能相对不显著。因此,我们推测在受到分析师关注度较大的企业中,投服中心试点政策对其 ESG 表现的提升作用比受到分析师关注度较小的企业更显著。

我们根据上市公司在一年内被分析师发布的研究报告分析的次数将样本分成两组。当样本中企业被分析师研报关注次数大于当年同行业企业被分析师研报关注次数的中位数时,认为该公司受到的分析师关注度较高(*An_high*);否则认为该公司受到的分析师关注度较低(*An_low*)。检验结果如表4第(1)列至第(4)列所示,在受到分析师关注度较高样本企业中,投服中心试点政策对企业 ESG 表现的提升作用更显著,验证了我们的推测。

4. 社会舆论与 ESG 表现——公众环境关注度

公众通过社交媒体、网络论坛等多种渠道表达对 ESG 问题的关切,已成为企业不容忽视的现实。尤其在数字时代,信息传播更加便捷,公众的声音更容易传播和扩散(郑挺国等,2023)。因此,企业必须更加积极地关注和回应公众的 ESG 关切。并且投服中心作为政府背景的监管型小股东,拥有更多的信息和资源,能更好地响应公众的关切,并将这些关切传达给企业。在这种情况下,企业可能会主动采取措施,以满足社会期望和避免声誉风险(何枫和刘贯春,2022),投服中心发挥的作用也就更为显著。而所属地区公众环境关注度较低的企业,可能缺乏来自社会的激励去改善其

ESG 表现,投服中发挥的作用也可能相对不显著。因此,我们推测所在地区公众环境关注度较大的企业中,投服中心试点政策对其 ESG 表现的提升作用比所在地区公众环境关注度较小的企业更显著。

参考吴力波等(2022),我们根据全国各城市以环保关键词为核心的搜索指数来衡量各城市的公众环境关注强度,并依据其将样本分成两组。当样本中企业所在城市公众环境关注度大于当年同行业企业所在城市公众环境关注度的中位数时,认为该公司所在城市公众环境关注强度较高(Pu_high);否则认为该公司所在城市公众环境关注强度较低(Pu_low)。检验结果如表 4 第(5)列至第(8)列所示,所在城市公众环境关注度较高样本企业中,投服中心试点政策对企业 ESG 表现的提升作用更显著,验证了我们的推测。

表 4 异质性分析——分析师关注与公众环境关注

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变量	An_high	An_low	An_high	An_low	Pu_high	Pu_low	Pu_high	Pu_low
	ESGscore	ESGscore	ESGrank	ESGrank	ESGscore	ESGscore	ESGrank	ESGrank
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	1.443** (2.19)	0.483 (0.77)	-0.129* (-1.83)	-0.056 (-0.89)	1.315** (2.12)	0.984 (1.46)	-0.115* (-1.81)	-0.101 (-1.38)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
企业固定	是	是	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是	是	是
调整 R ² 值	0.672	0.699	0.693	0.705	0.682	0.692	0.710	0.694
样本量	1992	2185	1992	2185	2034	2143	2034	2143

注:同表 1。

(二)经济后果分析

投服中心的试点能够通过降低信息不对称、减少管理层短视与加强风险管理意识来提升受影响地区上市公司的 ESG 表现,紧接着一个值得探讨的问题是这给企业带来怎样的经济影响? 现有研究认为企业 ESG 表现的提升有助于增强企业融资能力(邱牧远和殷红,2019;李增福和冯柳华,2022)、提高企业全要素生产率(李甜甜和李金甜,2023)。那么综合来看,投服中心试点政策促进企业 ESG 表现提升这一效应可能进一步帮助企业健康发展,从而降低了企业经营风险,并且在股票市场上反映出来。

我们从经营风险与市场绩效两个角度进行实证检验。具体而言,我们通过构建 *Treat*×*Post* 与 *ESGscore* 的交互项 *Treat*×*Post*×*ESGscore* 来综合体现投服中心试点政策提升企业 ESG 表现这一效应的综合影响。参考 Dhaliwal 等(2012)、刘行和赵晓阳(2019)的做法,我们采用企业三年(当年及未来两年)的总资产回报率的标准差,即盈利波动性衡量企业的经营风险(*OR*)。参考李文贵等(2017),我们采用考虑现金红利再投资的年个股回报率来衡量企业市场绩效(*Yretwd*)。实证检验结果如表 5 所示。表 5 的第(1)列体现了企业盈利波动性显著缓解、经营风险显著降低。表 5 的第(2)列体现了企业个股回报率被显著提高、市场绩效提升。这些结果表明投服中心试点政策促使企业 ESG 表现提升,进而能降低经营风险,提升市场绩效,反映了其促进企业高质量发展的重要意义。

表 5 经济后果分析

变量	(1)	(2)
	OR	Yretwd
<i>Treat</i> × <i>Post</i> × <i>ESG</i> <i>scoe</i>	-0.001*** (-3.08)	0.007*** (3.45)
控制变量	是	是
企业固定	是	是
年份固定	是	是
调整 R ² 值	0.400	0.454
样本量	4134	3734

注：同表 1。

六、结 论

投服中心的设立是我国加强中小投资者保护过程中一项重要的制度创新,其独特的“半公共—半私人”实施机制,在资本市场中起到了积极的重要作用,也为其他领域的改革做出有益的探索。本文发现,投服中心的试点对受影响地区上市公司而言,通过降低企业信息不对称、减少管理层短视以及加强风险管理意识使上市公司的 ESG 表现得到提升。而这种提升作用在机构投资者持股比例较大、管理层能力较强、分析师关注度较高以及所在地区公众环境关注度较高的企业中更为凸显。并且投服中心试点政策提升 ESG 表现后,能降低企业经营风险,提升企业个股回报率。

由以上结论,本文得到如下政策启示:

第一,相关部门应结合中国资本市场制度背景,继续创新中小股东参与公司治理的长效机制,切实保障中小股东的合法权益。在中国资本市场中,管理层和大股东对中小股东的利益侵占问题尤为突出,限制了上市公司的健康稳定发展。本文发现,投服中心的试点有助于降低企业信息不对称、减少管理层短视行为以及加强风险管理意识,进而促进了受影响地区上市公司的 ESG 表现的提升。因此,政府监管部门应积极创新中小股东权益保护机制,为推动经济高质量发展提供支撑。并且,投服中心的成功经验表明,监管与市场的融合是有效推动资本市场改革的关键。今后可以进一步深化监管与市场的融合,鼓励各方积极参与市场机制的建设和运行,形成市场自律与监管威慑的良性互动,实现效率的最优。总的来说,在深化改革和完善制度的过程中,应充分考虑市场的需求和参与,注重市场与监管的协同发展,以实现资本市场更高水平的健康发展。

第二,企业应围绕资本市场关注焦点,主动完善中小股东利益保护机制,注重提升企业 ESG 表现。保障中小股东合法权益是当前“强监管”背景下的重点监管内容,企业应警惕“强监管”下的风险敞口,积极完善公司治理以应对潜在的经营风险。此外,证监会在 2022 年 4 月发布的《上市公司投资者关系管理工作指引》中提到,在与投资者沟通的内容中增加上市公司的环境、社会和治理(ESG)信息,说明 ESG 议题备受投资者的关注。并且本文发现投服中心试点对受影响地区上市公司 ESG 表现的提升也有助于降低企业经营风险、提升市场绩效。这启示企业应积极响应资本市场关切,进行更多 ESG 方面的实践。而且,企业应当将中小股东利益保护和 ESG 表现作为战略发展的一部分,而不仅仅是法规要求的义务。注重中小股东的利益保护,有助于构建一个公正、透明的公司治理结构,增强投资者信心,推动公司持续稳健的发展。与此同时,积极倡导企业社会责任,建设

性地回应社会关切,有助于树立企业良好的公共形象,提升品牌价值。值得注意的是,在制定与实施中小股东保护机制和提升 ESG 表现的策略时,企业需要全面考虑公司的战略目标、长期愿景以及所处行业的特点。通过积极回应市场关切与进行 ESG 实践,企业不仅可以吸引更多的投资者,还能够为社会和环境可持续发展做出积极贡献。这种全面性的企业发展战略有助于构建一个健康、稳健的资本市场生态,推动企业实现可持续的、共赢的发展。

第三,投资者应注重使用中小投资者保护相关的监管机制,积极参与上市公司治理,完善资本市场投资环境。为了缓解中小投资者处于“股少言轻”、专业能力不足、信息获取困难等劣势地位,中国进行了多项改革举措,其中设立投服中心就是一次重要的机制创新。投服中心在保护中小投资者利益方面发挥着重要作用,投资者在日常活动中,应当擅于利用投服中心来保障自身合法权益。投资者对市场的敏感性和监管机制的主动利用,有助于发现市场异常和不当行为。通过及时向监管部门举报违规行为,投资者不仅能够保护自己的权益,也能为整个市场的健康发展贡献力量。监管部门的存在和作用市场稳定和发展的基石,而投资者的合作和参与对于构建一个诚信、规范的市场环境至关重要。

参 考 文 献

- [1]曹丰,鲁冰,李争光,徐凯.机构投资者降低了股价崩盘风险吗?[J].会计研究,2015,(11):55~61+97.
- [2]陈克兢,熊熊,杨国超,张维.投服中心行权与投资者信息劣势缓解:基于股价崩盘的视角[J].世界经济,2022,45(9):204~228.
- [3]陈诗一,张建鹏,刘朝良.环境规制、融资约束与企业污染减排——来自排污费标准调整的证据[J].金融研究,2021,(9):51~71.
- [4]陈运森,袁薇,李哲.监管型小股东行权的有效性研究:基于投服中心的经验证据[J].管理世界,2021,37(6):142~158+9+160~162.
- [5]戴亦一,潘越,冯舒.中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗?——来自市委书记更替的证据[J].经济研究,2014,49(2):74~86.
- [6]翟胜宝,程妍婷,许浩然,童丽静,曹蕾.媒体关注与企业 ESG 信息披露质量[J].会计研究,2022,(8):59~71.
- [7]杜勇,孙帆,曹磊.共同机构所有权可以促进企业升级吗?[J].数量经济技术经济研究,2023,40(10):181~201.
- [8]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.
- [9]郭雳.作为积极股东的投资者保护机构——以投服中心为例的分析[J].法学,2019,(8):148~159.
- [10]何枫,刘贯春.数字媒体信息传播与企业技术创新[J].数量经济技术经济研究,2022,39(12):111~131.
- [11]何慧华,方军雄.监管型小股东的治理效应:基于财务重述的证据[J].管理世界,2021,37(12):176~195.
- [12]何威风,刘启亮.我国上市公司高管背景特征与财务重述行为研究[J].管理世界,2010,(7):144~155.
- [13]胡洁,于宪荣,韩一鸣.ESG 评级能否促进企业绿色转型?——基于多时点双重差分法的验证[J].数量经济技术经济研究,2023,40(7):90~111.
- [14]胡珺,彭远怀,宋献中,周林子.控股股东股权质押与策略性慈善捐赠——控制权转移风险的视角[J].中国工业经济,2020,(2):174~198.
- [15]胡楠,薛付婧,王昊楠.管理者短视主义影响企业长期投资吗?——基于文本分析和机器学习[J].管理世界,2021,37(5):139~156+11+19~21.
- [16]姜付秀,石贝贝,马云飙.信息发布者的财务经历与企业融资约束[J].经济研究,2016,51(6):83~97.
- [17]姜国华,徐信忠,赵龙凯.公司治理和投资者保护研究综述[J].管理世界,2006,(6):161~170.
- [18]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.

- [19]李甜甜,李金甜.绿色治理如何赋能高质量发展:基于ESG履责和全要素生产率关系的解释[J].会计研究,2023,(6):78~98.
- [20]李文贵,余明桂,钟慧洁.央企董事会试点、国有上市公司代理成本与企业绩效[J].管理世界,2017,(8):123~135+153.
- [21]李晓溪,饶品贵,岳衡.年报问询函与管理层业绩预告[J].管理世界,2019,35(8):173~188+192.
- [22]李增福,陈嘉滢.企业ESG表现与短债长用[J].数量经济技术经济研究,2023,40(12):152~171.
- [23]李增福,冯柳华.企业ESG表现与商业信用获取[J].财经研究,2022,48(12):151~165.
- [24]李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J].会计研究,2004,(12):3~13+97.
- [25]李志军,王善平.货币政策、信息披露质量与公司债务融资[J].会计研究,2011,(10):56~62+97.
- [26]刘行,赵晓阳.最低工资标准的上涨是否会加剧企业避税?[J].经济研究,2019,54(10):121~135.
- [27]毛其淋,王玥清.ESG的就业效应研究:来自中国上市公司的证据[J].经济研究,2023,58(7):86~103.
- [28]潘玉坤,郭萌萌.空气污染压力下的企业ESG表现[J].数量经济技术经济研究,2023,40(7):112~132.
- [29]钱明,吕明晗,沈弋,徐光华.企业环境规制压力影响企业避税吗——基于年报环保语调的证据[J].会计研究,2023,(3):145~158.
- [30]邱牧远,殷红.生态文明建设背景下企业ESG表现与融资成本[J].数量经济技术经济研究,2019,36(3):108~123.
- [31]沈艺峰,许年行,杨熠.我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验[J].经济研究,2004,(9):90~100.
- [32]史永东,王湫森.企业社会责任与公司价值——基于ESG风险溢价的视角[J].经济研究,2023,58(6):67~83.
- [33]孙天阳,陆毅,成丽红.资源枯竭型城市扶持政策实施效果、长效机制与产业升级[J].中国工业经济,2020,(7):98~116.
- [34]汤旭东,常海暇,任保增,彭镇.监管型小股东与股价崩盘风险——来自投服中心行权的证据[J].系统工程理论与实践,2023,43(6):1610~1629.
- [35]王海军,王淦正,张琛,郭龙飞.数字化转型提高了企业ESG责任表现吗?——基于MSCI指数的经验研究[J].外国经济与管理,2023,45(6):19~35.
- [36]王应欢,郭永祯.企业数字化转型与ESG表现——基于中国上市企业的经验证据[J].财经研究,2023,49(9):94~108.
- [37]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.
- [38]王贞洁,王惠.低碳城市试点政策与企业高质量发展——基于经济效率与社会效益双重视角的检验[J].经济管理,2022,44(6):43~62.
- [39]吴力波,杨眉敏,孙可弢.公众环境关注度对企业和政府环境治理的影响[J].中国人口·资源与环境,2022,32(2):1~14.
- [40]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.
- [41]辛宇,黄欣怡,纪蓓蓓.投资者保护公益组织与股东诉讼在中国的实践——基于中证投服证券支持诉讼的多案例研究[J].管理世界,2020,36(1):69~87+235.
- [42]虞义华,赵奇锋,鞠晓生.发明家高管与企业创新[J].中国工业经济,2018,(3):136~154.
- [43]张铁铸,沙曼.管理层能力、权力与在职消费研究[J].南开管理评论,2014,17(5):63~72.
- [44]郑国坚,张超,谢素娟.百股义士:投服中心行权与中小投资者保护——基于投服中心参与股东大会的研究[J].管理科学学报,2021,24(9):38~58.
- [45]郑挺国,靳炜,方匡南,林洪伟.媒体信息、预期冲击与经济周期波动——基于中文财经类报刊数据[J].数量经济技术经济研究,2023,40(2):202~220.
- [46]周卉,谭跃.小股东能否发挥大作用?——基于投服中心持股行权与企业违规的研究[J].外国经济与管

理, 2024, 46(2): 19~34.

[47]周茂, 陆毅, 杜艳, 姚星. 开发区设立与地区制造业升级[J]. 中国工业经济, 2018, (3): 62~79.

[48]朱光顺, 魏宁. 负责任的银行贷款与上市公司 ESG 表现[J]. 数量经济技术经济研究, 2023, 40(12): 133~151.

[49] Ameer R., Rahman R. A., 2009, *The Impact of Minority Shareholder Watchdog Group Activism on the Performance of Targeted Firms in Malaysia* [J], Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance, 5 (1), 67~92.

[50] Amel-Zadeh A., Serafeim G., 2018, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey* [J], Financial Analysts Journal, 74 (3), 87~103.

[51] Amihud Y., 2002, *Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects* [J], Journal of Financial Markets, 5 (1), 31~56.

[52] Atan R., Alam M. M., Said J., Zamri M., 2018, *The Impacts of Environmental, Social, and Governance Factors on Firm Performance: Panel Study of Malaysian Companies* [J], Management of Environmental Quality: An International Journal, 29 (2), 182~194.

[53] Avramov D., Cheng S., Lioui A., Tarelli A., 2022, *Sustainable Investing with ESG Rating Uncertainty* [J], Journal of Financial Economics, 145 (2), 642~664.

[54] Bae K. H. H., Kang J. K., Kim J. M., 2002, *Tunneling or Value Added? Evidence from Merger by Korean Business Groups* [J], Journal of Finance, 57 (6), 2695~2740.

[55] Berkman H., Cole R. A., Fu L. J., 2010, *Political Connections and Minority-shareholder Protection: Evidence from Securities-market Regulation in China* [J], Journal of Financial and Quantitative Analysis, 45 (6), 1391~1417.

[56] Botosan C. A., 1997, *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital* [J], Accounting Review, 72 (3), 323~349.

[57] Chen Z., Ke B., Yang Z., 2013, *Minority Shareholders' Control Rights and the Quality of Corporate Decisions in Weak Investor Protection Countries: A Natural Experiment from China* [J], Accounting Review, 88 (4), 1211~1238.

[58] Demerjian P., Lev B., McVay S., 2012, *Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests* [J], Management Science, 58 (7), 1229~1248.

[59] Dhaliwal D. S., Radhakrishnan S., Tsang A., Yang Y. G., 2012, *Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure* [J], Accounting Review, 87 (3), 723~759.

[60] Friede G., Busch T., Bassen A., 2015, *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies* [J], Journal of Sustainable Finance & Investment, 5 (4), 210~233.

[61] Galbreath J., 2013, *ESG in Focus: The Australian Evidence* [J], Journal of Business Ethics, 118, 529~541.

[62] Ge W., Ouyang C., Shi Z., Chen Z., 2022, *Can a Not-for-Profit Minority Institutional Shareholder Make a Big Difference in Corporate Governance? A Quasi-Natural Experiment* [J], Journal of Corporate Finance, 72, 102125.

[63] Gillan S. L., Koch A., Starks L. T., 2021, *Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance* [J], Journal of Corporate Finance, 66, 101889.

[64] Healy P. M., Palepu K. G., 2001, *Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature* [J], Journal of Accounting and Economics, 31 (1-3), 405~440.

[65] Houston J. F., Shan H., 2022, *Corporate ESG Profiles and Banking Relationships* [J], Review of Financial Studies, 35 (7), 3373~3417.

[66] Hu Y., Jin S., Gu Q., Tang Z., 2022, *Can a Not-for-Profit Minority Institutional Shareholder Impede Stock Price Crash Risk: Evidence from China* [J], Finance Research Letters, 47, 102961.

[67] Jang H., Kim J., 2002, *Nascent stages of Corporate Governance in An Emerging Market: Regulatory Change, Shareholder Activism and Samsung Electronics* [J], Corporate Governance: An International Review, 10 (2), 94~105.

[68] Jian M., Wong T. J., 2010, *Propping through Related Party Transactions* [J], Review of Accounting Studies, 15, 70~105.

- [69] Jiang G., Lee C. M. C., Yue H., 2010, *Tunneling through Intercorporate Loans: The China Experience* [J], *Journal of Financial Economics*, 98 (1), 1~20.
- [70] Kinney Jr W. R., McDaniel L. S., 1989, *Characteristics of Firms Correcting Previously Reported Quarterly Earnings* [J], *Journal of Accounting and Economics*, 11 (1), 71~93.
- [71] La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., 2000, *Investor Protection and Corporate Governance* [J], *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 3~27.
- [72] Li K., Lu L., Qian J., Zhu J. L., 2020, *Enforceability and the Effectiveness of Laws and Regulations* [J], *Journal of Corporate Finance*, 62, 101598.
- [73] Narayanan M. P., 1985, *Managerial Incentives for Short-term Results* [J], *Journal of Finance*, 40 (5), 1469~1484.
- [74] Shleifer A., Vishny R. W., 1997, *A Survey of Corporate Governance* [J], *Journal of Finance*, 52 (2), 737~783.
- [75] Wang L., 2015, *Protection or Expropriation: Politically Connected Independent Directors in China* [J], *Journal of Banking & Finance*, 55, 92~106.
- [76] Yu E. P., Luu B. V., 2021, *International Variations in ESG Disclosure—Do Cross-Listed Companies Care More?* [J], *International Review of Financial Analysis*, 75, 101731.

Regulatory Minority Shareholder and Corporate ESG Performance: Evidence from a Quasi-natural Experiment

TANG Xudong¹ ZHANG Xingyu¹ YANG Lingling²

(1.School of Business Administration, South China University of Technology;

2.School of Management, Xiamen University)

Summary: Small and medium-sized investors are an important driving force in the continuous development of China's capital market. However, the legitimate rights and interests of small and medium-sized investors are difficult to effectively protect because the shareholdings of Chinese listed companies are often concentrated among a few major shareholders and there is a lack of professionalism among small and medium-sized shareholders. In 2014, to further protect the legitimate rights and interests of small and medium-sized investors, the China Securities Regulatory Commission (CSRC) established the China Securities Investor Services Center (ISC) to increase the participation of small and medium-sized shareholders in corporate governance. On the one hand, the traditional governance mechanism of China's capital market can be divided into a public implementation mechanism based on the administrative supervision of the CSRC and a private implementation mechanism that relies on market forces. On the other hand, ISC is a special market entity that combines market and regulatory functions and has the dual characteristics of a "semi-public-quasi-private" implementation mechanism, which is known as the "regulatory mechanism." It is characterized by both "semi-public and semi-private" implementation mechanisms and is called "Regulatory Minority Shareholders." Unlike relatively independent investor protection organizations in foreign countries, ISC was approved and is directly managed by the CSRC, which has a strong deterrent effect in China's special capital market institutional environment. This institutional design is a new attempt by China to change the original comprehensive "strong regulation" mode and conduct market governance as a market participant, which is novel, innovative, and a useful exploration in the process of improving China's market economic system. ISC has become a hot research

topic. Current research on ISC mainly explores whether its establishment has had practical regulatory effects in protecting the interests of small and medium-sized investors, but whether ISC, as a major institutional innovation, has had a significant impact on corporate ESG performance, which is of great concern to both investors and regulators, needs to be analyzed in depth through empirical studies. This study constructs a quasi-natural experiment based on the pilot program of ISC implemented by the CSRC in February 2016 and empirically examines the impact of the establishment of ISC on the ESG performance of listed companies in the pilot region using data from 2013 to 2017. As the pilot program only authorizes ISCs to purchase and hold shares of listed companies located in Shanghai, Hunan, and Guangdong (except Shenzhen), we take listed companies in these three provinces and cities as the experimental group. Based on comprehensive consideration of economic, cultural, and geographical factors, listed companies in Zhejiang Province, Hubei Province, and Shenzhen City, which are similar to the experimental group, were selected as the control group. The results reveal that the establishment of ISC significantly enhances the ESG performance of listed companies in the pilot region, and the conclusion still holds after a series of robustness tests. The mechanism tests indicate that ISC promotes corporate ESG performance by reducing information asymmetry, reducing management myopia, and enhancing risk management awareness. The heterogeneity analysis reveals that the enhancement effect of ISC on corporate ESG performance is more prominent among firms with a larger proportion of institutional investor shareholding, higher management competence, higher analysts' attention, and higher attention to the public environment of the region where they are located. Compared with existing studies, the contributions of this study include the following. First, it complements studies on the economic impact of ISC from the perspective of environmental, social, and corporate governance performance. In recent years, scholars have mainly explored the positive effects of the establishment of ISC on the protection of small and medium-sized investors' interests, as well as their impact on financial restatements and surplus management of listed companies, while lacking the necessary attention to the ESG performance of listed companies, which is a concern for current investors and regulators. Second, it expands academic knowledge on the factors influencing corporate environmental, social, and governance performance from the investor protection perspective. Existing studies have mainly explored the influencing factors of corporate ESG performance from the perspectives of air pollution pressure and common institutional investors' shareholding, while few studies have been conducted from the perspective of small and medium-sized investor protection. Third, it enriches the literature on listed companies' response to regulatory risk. This study finds that in the face of potential regulatory risks caused by the establishment of ISC, firms will improve their ESG performance, indicating that making ESG investments is also an effective strategic behavior for firms to cope with negative impacts, which opens up a new area of research on firms' response to regulatory risks.

Keywords: Investor Services Center; Corporate ESG Performance; Investor Protection

JEL Classification: G38; M14; O17

(责任编辑:陈星星)