

绿色投资者对企业ESG表现的影响研究

吴 珊

浙江理工大学经济与管理学院, 浙江 杭州

收稿日期: 2024年5月11日; 录用日期: 2024年9月23日; 发布日期: 2024年9月30日

摘 要

绿色发展是经济高质量发展的核心要义之一, 随着可持续发展理念的传播, 作为企业利益相关者之一的绿色投资者要求企业承担更多的环境责任。本文基于2010~2022年中国沪深上市企业的数据, 研究了绿色投资者对于企业ESG表现的影响及作用机制。研究表明, 绿色投资者可以提升企业ESG表现; 机制检验发现, 绿色投资者通过激励企业加大环保投资和提高公司透明度来从而影响企业的ESG表现; 异质性分析结果表明, 相比于非国有企业, 绿色投资者对于国有企业ESG表现的正向作用更为明显。此外, 本文在稳健性检验中滞后解释变量、替换解释变量以及被解释变量后, 结论依旧成立。本文不仅丰富了绿色投资者对可持续发展治理效应的研究, 也为企业ESG治理提供了理论指引。

关键词

绿色投资者, 环保投入, 公司透明度, ESG表现

Research on the Impact of Green Investors on ESG Performance of Enterprises

Shan Wu

School of Economics and Management, Zhejiang University of Technology, Hangzhou Zhejiang

Received: May 11th, 2024; accepted: Sep. 23rd, 2024; published: Sep. 30th, 2024

Abstract

Green development is one of the core principles of high-quality economic development. With the spread of sustainable development concepts, green investors, as one of the stakeholders of enterprises, demand that enterprises undertake more environmental responsibilities. This article is based on data from Chinese listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2010 to 2022, and studies the impact and mechanism of green investors on ESG performance of enterprises. Research has shown that green investors can enhance a company's ESG performance. Mechanism testing

文章引用: 吴珊. 绿色投资者对企业 ESG 表现的影响研究[J]. 电子商务评论, 2024, 13(4): 95-108.

DOI: 10.12677/ecl.2024.1341127

found that green investors influence the ESG performance of enterprises by incentivizing them to increase environmental investment and improve company transparency. The results of heterogeneity analysis indicate that compared to non-state-owned enterprises, green investors have a more significant positive effect on the ESG performance of state-owned enterprises. In addition, after lagged explanatory variables, replaced explanatory variables, and the dependent variable in the robustness test, the conclusion still holds. This article not only enriches the research of green investors on the governance effects of sustainable development, but also provides theoretical guidance for corporate ESG governance.

Keywords

Green Investors, Environmental Investment, Company Transparency, ESG Performance

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

2024 年是实现“十四五”规划目标的关键一年，在 1 月份召开的全国生态环境保护会议中强调了要改革创新，着力构建现代环境治理体系；这也符合党的二十大报告中“绿水青山就是金山银山”的理念。同时，实现高质量发展的关键环节就是推动经济社会发展绿色化和低碳化。近年来，ESG 概念逐渐兴起，其理念是促进经济、环境与社会可持续发展。越来越多的企业自主披露 ESG 报告，努力提升自身的 ESG 表现，这对于推进绿色发展，实现人与自然的和谐共存，有着重大的现实意义。

作为资本市场的重要参与者，机构投资者是公司治理的重要组成部分。因此，随着可持续发展理念的传播与发展，机构投资者对于企业的绿色治理情况也愈发关注，并且将绿色投资理念融入自身的投资决策之中。相比于公众和媒体舆论的监督方式，机构投资者拥有更加强大的信息获取与分析能力，可以有效监督企业将绿色治理实践落到实处，进而推动经济结构调整和企业转型升级。

本文基于我国鼓励经济效益及环境保护协同发展的背景下，从可持续治理的角度考察了绿色投资者对于企业 ESG 表现的影响，进一步展现了投资者对中国经济高质量发展的推动作用。研究发现，绿色投资者可以提升企业在环境、社会及治理方面的表现，主要机制为促进企业提升自身透明度、加大环保投入；同时，在国企中，绿色投资者对公司 ESG 绩效的促进效果更为显著。

本文研究贡献体现在：第一，以往研究主要集中于对绿色投资者经济后果的研究，本文从可持续治理层面研究了绿色投资者对企业 ESG 表现的影响，拓宽了绿色投资者的社会和环境治理方面的研究；第二，在影响机制的研究中，探究了企业透明度和环保投入如何在绿色投资者对企业 ESG 表现影响中发挥作用，为企业可持续发展提供了实践上的指引；第三，本文为完善企业绿色治理体系和我国绿色金融蓬勃发展提供了理论上的支持。

2. 文献综述

现有文献主要研究了机构投资者对于企业环境治理和社会责任实践的影响。

机构投资者作为企业的利益相关者之一，能够通过发挥其改善公司治理效应、缓解融资约束效应和优化行业环境效应，缓解企业绿色创新所面临的动力不足与能力不足的问题，进而鼓励企业绿色投入[1]。还有学者研究发现，出于经济动因，机构投资者会督促企业履行社会责任以降低经营风险[2]。在进行投

资决策时，机构投资者也会出于规避风险的目的，寻求最优组会来整合资金[3]，因此，他们宁愿抛售重污染企业的股票，提高其资金成本，从而倒逼企业进行绿色转型[4]。

在机构投资者里面有一群以投资可持续性为目的的绿色投资者，他们是注重经济和社会双重价值的投资者[3]。与普通的机构投资者不同，绿色投资者是一类具有社会责任感的投资主体，它的目的是挑选对社会及环境负责的投资项目，并指导企业将自己的绿色理念融入进自身的日常经营活动之中[5]。既有文献侧重于研究绿色投资者所带来的经济后果。由于绿色投资的范围受限于环保、节能和绿色发展的领域，对投资者的经济收益会产生一定的负面影响[6]。但是，出于绿色投资者的绿色偏好，他们更青睐具有更低的环境风险和良好声誉的绿色企业，对投资业绩的敏感度比一般的机构投资者更低[7]。因此，短期内，绿色机构投资者可以接受成本小于收益，他们通过参与公司合理经营与发展，获得长期投资收益；因为绿色机构投资者谋求的是长期收益，并不在意短期投入[8]。有学者研究发现，绿色投资者的道德理念和投资策略可以提高污染企业的资本成本，倒逼其进行清洁化改革[9]。最终这使得这类企业获得卓越的长期财务绩效的同时，也使绿色投资产生更高的投资收益率[10]。

目前，关于绿色投资者对企业环境和社会治理效应的研究比较少，大部分的研究主要集中于探讨机构投资者对企业社会责任和环境责任的影响以及绿色投资者为企业带来的经济效应。本文以企业的 ESG 评级作为企业环境绩效、社会绩效以及治理绩效的替代变量，研究绿色投资者对企业 ESG 表现的影响及作用机制，以拓宽绿色投资者对于可持续发展治理方面的研究。

3. 理论分析与假设提出

3.1. 绿色投资者与 ESG 表现

基于利益相关者理论，企业进行可持续发展务必要与利益相关者保持良好的关系，绿色投资者作为利益相关者之一，对企业的治理行为起到了不容忽视的作用。首先，绿色投资者会受到自己的道德和伦理的约束，期望他们所投入的资金可以起到促进社会环境治理的效果，甚至愿意放弃一定的经济收益[11]；其次，出于投资收益的影响，企业的绿色治理行为可以推动企业长期健康发展，为企业带来经济价值，同时，投资者也可以从中获得财富[12]；因此从绿色投资者的角度来看，他们出于自身的绿色偏好和经济利益，会积极关注企业环境保护和社会责任的治理情况。企业为了巩固与利益相关者之间的关系，会努力向绿色投资者展现自己“绿色企业”的形象[13]，以此创造共享价值，实现经济、环境和社会的共同发展[14]。

基于此，本文提出假说 H1：绿色投资者可以提升企业的 ESG 表现。

3.2. 绿色投资者、环保投资与 ESG 表现

与普通机构投资者相比，绿色投资者对于环境污染等社会问题更为关注，他们可以通过投资决策影响企业的股票价格和企业行为[15]从而影响企业的绿色治理效果；因此，企业为了自身的长远发展需要满足绿色投资者的绿色偏好，在环保投入方面加大投资，加快企业的绿色转型。首先，企业可以通过在生产工程中加大对绿色设施的投入使用；其次，对已经形成的环境污染进行一定的整治，例如加大对于排污费和绿化费的投入。企业通过上述的环保投资加强了企业的绿色治理，满足了绿色投资者对于企业的期待[5]，不光提升了企业的环境绩效[16]，同时也增强了企业可持续发展能力，最终对外呈现出更好的 ESG 表现。

基于此，本文提出假说 H2：绿色投资者通过促使企业加大环保投入，从而提升企业 ESG 表现。

3.3. 绿色投资者、企业透明度与 ESG 表现

基于信息不对称理论，缩小企业与投资者之间的信息差距，提高沟通效率，有利于投资者优化自身

的投资组合,基于此,投资者会更期待企业提升自身的透明度,帮助投资者对企业进行更为准确的估值,从而将投资收益最大化[17]。因此,提高企业透明度可以使企业与投资者保持良好的合作关系。环境信息是绿色投资者期望企业向外界披露的信息之一,利于投资者了解企业的绿色治理情况。再者,投资者可以通过股东提案、抛售股票等行为影响企业的经营绩效[18],企业出于回应绿色投资者的期待和降低经营成本的目的,更会积极披露企业的信息,提高公司透明度。机构投资者具有广泛的信息获取渠道和专业的信息分析能力[19],加上企业信息透明度的提升,更有利于绿色投资者对于企业环境治理状况的监督,加强企业的绿色治理,同时也降低了企业与绿色投资者之间的沟通成本,提升了企业的经济和环境效益,利于企业拥有更优秀的 ESG 水平。

基于此,本文提出假说 H3: 绿色投资者通过促使企业提高其公司透明度,从而提升企业 ESG 表现。

4. 研究设计

4.1. 样本选取与数据来源

本文以 2010~2022 年沪深 A 股上市公司为研究对象,剔除金融行业、特殊状态、异常数据以及有缺失数据后,共获得 19,007 条观测值。此外,本文对连续型变量做了 1%和 99%的上下缩尾处理。ESG 数据和其他财务数据分别来自 Wind 数据库和 CSMAR 数据库。

4.2. 变量定义

(1) 被解释变量

ESG 表现(ESG)。本研究以华证 ESG 评价指标作为标准用来度量公司的 ESG 绩效,对上市公司的 ESG 表现进行量化。评级结果从劣到优分别为 C~AAA。本文参考已有研究[20],将上述评级赋值为 1~9,并选取上市公司的一年内 4 个季度的 ESG 评级的均值来衡量其当年的 ESG 表现。

(2) 解释变量

绿色投资者(Green)。本文参照已有研究[21],基于上市公司的基金明细表,人工检索“投资目标与范围”中是否包含“节能”“环保”“可持续”等与环保相关的词语;若存在,则视为该公司拥有了绿色投资者,接着加总得出企业本年绿色投资者的规模,再以企业本年度的绿色投资者个数加 1 取自然对数来衡量本文的绿色投资者变量。

(3) 中介变量

环保投资(Invest)。参照已有研究[22],从企业年报的在建工程中,将脱硫、脱销节能等项目的支出数据进行汇总,得出本年度环保投资数据,然后用年末总资产对企业环保投资进行标准化处理,接着讲标准化后的环保投资均乘以 100 后来衡量企业的环保投资规模。

信息透明度(Trans)。参照已有研究[23],选取调整后的盈余质量指标(Dd)、信息披露评分值(Dscore)、分析师跟踪人数(Aanlyst)、分析师盈余(Accuracy)和是否聘请四大审计师审计(Big4)五个指标百分等级的平均值来衡量。

(4) 调节变量

产权性质(Soe)。企业为国有企业时, Soe 取值为 1, 否则为 0。

(5) 控制变量

本文参照现有研究[15][21],引入控制变量:公司年龄(Age)、企业成长性(Growth)、有形资产比率(Tar)、资产收益率(Roa)、董事会规模(Board)、股权集中度(Top1)、领导权结构(Dual)和人均国内生产总值(GDP)。各主要变量的具体表述见表 1。

Table 1. Variable definition
表 1. 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述
被解释变量	ESG 表现	ESG	本年度 ESG 季度得分的均值
解释变量	绿色投资者	Green	企业绿色投资者数量加 1 后取自然对数
中介变量	企业环保投资	Invest	在建工程中环保金额与总资产的比值
	公司透明度	Trans	透明度综合指标
调节变量	产权性质	Soe	国有企业取 1，否则取 0
控制变量	公司年龄	Age	报告年份减去成立年份后加 1 取自然对数
	企业成长性	Growth	企业总资产的年增长率
	有形资产比率	Tar	企业有形资产与总资产的比值
	资产收益率	Roa	企业净利润与总资产的比值
	董事会规模	Board	董事会人数加 1 取自然对数
	股权集中度	Top1	第一大股东持股比例
	领导权结构	Dual	董事长与总经理兼任时取 1，否则取 0
	人均 GDP	GDP	人均国内生产总值

4.3. 模型设定

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Green_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \Sigma Year + \Sigma Ind + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

模型(1)为验证假说 H1 的模型，因变量为企业 ESG 表现，自变量为绿色投资者。

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Green_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \Sigma Year + \Sigma Ind + \varepsilon_{i,t} \tag{2}$$

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Green_{i,t} + \beta_2 Invest_{i,t} + \beta_3 Controls_{i,t} + \Sigma Year + \Sigma Ind + \varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

模型(1)、(2)和(3)为验证假说 H2 的模型，中介变量为企业环保投资规模。

$$Trans_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Green_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \Sigma Year + \Sigma Ind + \varepsilon_{i,t} \tag{4}$$

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Green_{i,t} + \beta_2 Trans_{i,t} + \beta_3 Controls_{i,t} + \Sigma Year + \Sigma Ind + \varepsilon_{i,t} \tag{5}$$

模型(1)、(4)和(5)为验证假说 H3 的模型，中介变量为公司透明度。

5. 实证检验与结果分析

5.1. 描述性统计

表 2 为描述性统计结果，ESG 的均值为 4.144，标准差为 0.978，说明不同企业之间的 ESG 表现差异较大；绿色投资者规模(Green)的最大、最小值分别为 2.833 和 0，标准差为 0.778，说明不同企业之间绿色投资者的规模有很大的差距。其余变量的描述性结果均在正常范围之内。

5.2. 基本回归结果

表 3 汇报了绿色投资者规模对企业 ESG 表现的影响结果。列(1)控制了年份和行业后，绿色投资者(Green)的系数为 0.27 且显著；列(2)在列(1)的基础上加入了前文所说的控制变量，绿色投资者(Green)的系数为 0.199 且显著，说明绿色投资者对企业 ESG 表现有促进效应，假设 H1 得以验证。

Table 2. Full sample descriptive statistics
表 2. 全样本描述性统计

变量	最大值	最小值	均值	中位数	标准差	样本量
ESG	6.25	1.5	4.144	4	0.978	19,007
Green	2.833	0	0.607	0	0.778	19,007
Trans	0.873	0.005	0.361	0.355	0.183	19,007
Invest	0.566	0	0.082	0.043	0.107	19,007
Age	3.526	1.792	2.91	2.944	0.327	19,007
Growth	2.378	−0.253	0.193	0.106	0.354	19,007
Tar	1	0.527	0.914	0.946	0.093	19,007
Roa	0.213	−0.181	0.043	0.039	0.057	19,007
Board	2.708	1.609	2.141	2.197	0.195	19,007
Top1	0.743	0.094	0.345	0.324	0.147	19,007
Dual	1	0	0.255	0	0.436	19,007
GDP	17.54	2.123	7.321	6.587	3.537	19,007

Table 3. Green investors and corporate ESG performance
表 3. 绿色投资者与企业 ESG 表现

	(1) ESG	(2) ESG
Green	0.27*** (17.718)	0.199*** (10.7)
Age		−0.118*** (−3.03)
Growth		−0.132*** (−6.643)
Tar		0.917*** (3.598)
Roa		2.541*** (11.974)
Board		0.109** (2.313)
Top1		0.385*** (3.707)
GDP		0.024*** (5.238)
Dual		−0.09*** (−4.02)

续表

Year	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes
_cons	3.477*** (260.842)	2.47*** (11.884)
N	19,007	19,007
Pseudo R ²	0.091	0.133

注：括号内为 t 值，*p < 0.10，**p < 0.05，***p < 0.01。

5.3. 稳健性检验

5.3.1. 滞后解释变量

由于绿色投资者对于企业 ESG 表现的影响可能需要一定的时间才能有所体现，因此，为解决时间偏差的问题，本文将绿色投资者变量滞后一个年度，以滞后一期的企业绿色投资者规模(L_Green)表示，回归结果如表 4 所示，L_Green 的系数为 0.181 且显著，再次验证了绿色投资者对于企业 ESG 表现有促进作用。

Table 4. Lagged explanatory variables for one period
表 4. 滞后一期解释变量

	(1) ESG
L_Green	0.181*** (13.742)
Age	-0.124*** (-3.131)
Growth	-0.111*** (-5.421)
Tar	0.93*** (3.614)
Roa	2.825*** (14.979)
Board	0.118** (2.577)
Top1	0.37*** (3.486)
GDP	0.024*** (5.26)
Dual	-0.087*** (-3.9)

续表

Year	Yes
Ind	Yes
_cons	2.431***
	(11.224)
N	19006
Pseudo R ²	0.131

注：括号内为 t 值，*p < 0.10，**p < 0.05，***p < 0.01。

5.3.2. 更换解释变量度量方式

本文借鉴已有研究[5]，以 Green_2 来替换原有的解释变量，若企业存在绿色投资者，则 Green_2 为 1，否则为 0。回归结果如表 5 所示，Green_2 的系数为 0.237 且显著，表明绿色投资者对于企业 ESG 表现有显著的正向影响。

Table 5. Replacement of explanatory variables
表 5. 更换解释变量

	(1) ESG
Green_2	0.237***
	(10.207)
Age	-0.121***
	(-2.962)
Growth	-0.122***
	(-6.116)
Tar	0.935***
	(3.346)
Roa	2.852***
	(14.612)
Board	0.118**
	(2.453)
Top1	0.365***
	(3.481)
GDP	0.025***
	(5.539)
Dual	-0.093***
	(-3.977)
Year	Yes
Ind	Yes
_cons	2.417***

续表

	(10.325)
<i>N</i>	19,007
<i>Pseudo R</i> ²	0.125

注：括号内为 *t* 值，**p* < 0.10，***p* < 0.05，****p* < 0.01。

5.3.3. 更换被解释变量度量方式

前文中，我们将企业的 ESG 表现量化并赋值 1~9，本文在稳健性检验中以 ESG_2 来替换原有的被解释变量 ESG；当 ESG 评级为 A 类、B 类和 C 类时，ESG_2 分别取值 3、2 和 1。回归结果如表 6 所示，Green 的系数显著为正，说明绿色投资者对企业 ESG 表现有正向作用。

Table 6. Replacing the dependent variable
表 6. 更换被解释变量

	(1) ESG_2
Green	0.057*** (8.097)
Age	−0.015 (−1.031)
Growth	−0.027** (−2.593)
Tar	0.260*** (3.183)
Roa	0.685*** (8.689)
Board	0.046** (2.509)
Top1	0.127*** (3.419)
GDP	0.006*** (3.776)
Dual	−0.021** (−2.733)
Year	Yes
Ind	Yes
_cons	1.497*** (21.977)
<i>N</i>	19,007
<i>Pseudo R</i> ²	0.067

注：括号内为 *t* 值，**p* < 0.10，***p* < 0.05，****p* < 0.01。

5.4. 中介效应分析

基于前文分析，绿色投资者能促使企业增加环保投资和提高公司透明度来促进企业的 ESG 表现。

5.4.1. 环保投资(Invest)

从环保投资的角度来看，企业出于满足绿色投资者的环境保护偏好，会在环保投资上加大投入，使得企业获得更为优秀的环境绩效，同时也促进了企业的绿色转型，获得长期经济收益，对企业的 ESG 表现起到正向影响。如表 7 所示，列(2)报告了绿色投资者对于企业环境投资的影响，绿色投资者(Green)的

Table 7. Mechanism testing results of environmental protection investment
表 7. 环保投资的机制检验结果

	(1) ESG	(2) Invest	(3) ESG
Green	0.199*** (10.7)	0.006*** (3.942)	0.197*** (10.595)
Invest			0.288*** (3.867)
Age	-0.118*** (-3.03)	-0.007* (-1.8)	-0.116*** (-2.965)
Growth	-0.132*** (-6.643)	0.020*** (4.953)	-0.137*** (-6.701)
Tar	0.917*** (3.598)	0.081*** (4.205)	0.893*** (3.529)
Roa	2.541*** (11.974)	-0.132*** (-8.156)	2.579*** (12.156)
Board	0.109** (2.313)	0.016 (1.669)	0.104** (2.293)
Top1	0.385*** (3.707)	0.024** (2.121)	0.378*** (3.665)
GDP	0.024*** (5.238)	-0.002*** (-7.295)	0.024*** (5.378)
Dual	-0.09*** (-4.02)	0.004* (1.832)	-0.091*** (-4.132)
Year	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes
_cons	2.47*** (11.884)	-0.02 (-1.336)	2.476*** (11.989)
N	19,007	19,007	19,007
Pseudo R ²	0.133	0.088	0.134

注：括号内为 t 值，*p < 0.10，**p < 0.05，***p < 0.01。

系数为 0.006 且显著，说明绿色投资者可以促进企业加大环保方面的投资。列(3)以企业 ESG 表现为因变量，绿色投资者和环境投资的系数均为正向显著，说明环境投资存在部分中介效应，说明绿色投资者可以通过促进企业加大环保投资从而提升企业的 ESG 绩效。

5.4.2. 公司透明度(Trans)

从公司透明度的角度来看，由于公司透明度的提升可以节约企业与投资者之间的沟通成本，由于经济效益，以及为了满足绿色投资者希望企业积极披露自身情况的期待，企业会主动提升自身透明度，帮助绿色投资者加深对企业了解，方便其对企业的绿色治理进行监督，从而推动企业提升自身的 ESG 表现。如表 8 所示，列(2)为绿色投资者(Green)对于公司透明度(Trans)的影响结果，绿色投资者变量(Green)

Table 8. Mechanism testing results of company transparency
表 8. 公司透明度的机制检验结果

	(1) ESG	(2) Trans	(3) ESG
Green	0.199*** (10.7)	0.095*** (36.847)	0.089*** (6.811)
Trans			1.158*** (10.835)
Age	-0.118*** (-3.03)	0.01 (0.927)	-0.13*** (-3.502)
Growth	-0.132*** (-6.643)	-0.008** (-2.36)	-0.122*** (-6.037)
Tar	0.917*** (3.598)	-0.022 (-1.461)	0.942*** (3.827)
Roa	2.541*** (11.974)	0.955*** (39.84)	1.435*** (6.037)
Board	0.109** (2.313)	0.08*** (10.738)	0.016 (0.397)
Top1	0.385*** (3.707)	0.124*** (8.385)	0.242*** (3.004)
GDP	0.024*** (5.238)	0.004*** (6.628)	0.019*** (3.775)
Dual	-0.090*** (-4.02)	-0.014*** (-4.777)	-0.073*** (-3.485)
Year	Yes	Yes	Yes
Ind	Yes	Yes	Yes
_cons	2.47*** (11.884)	-0.001 (-0.02)	2.471*** (12.945)
N	19,007	19,007	19,007
Pseudo R ²	0.133	0.388	0.162

注：括号内为 t 值，*p < 0.10，**p < 0.05，***p < 0.01。

的系数为 0.095 且显著；列(3)汇报了绿色投资者(Green)和公司透明度(Trans)对于企业 ESG 表现的影响结果，影响系数分别是 0.089 和 1.158，且都显著；说明绿色投资者可以促使企业提升自身透明度来提高 ESG 绩效。

6. 异质性分析

绿色投资者对于企业 ESG 表现的影响作用可能因企业性质的不同而有所区别。因此，本文将探讨不同的产权性质下，绿色投资者对企业 ESG 治理的影响。本文以 Soe 来代表企业的产权性质，当企业是国有企业时，Soe 取值为 1，否则为 0；并且设定如下模型来检验产权性质的调节作用。

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Green_{i,t} + \beta_2 Green_{i,t} \times Soe_{i,t} + \beta_3 Soe_{i,t} + \beta_4 Controls_{i,t} + \Sigma Year + \Sigma Ind + \varepsilon_{i,t}$$

(6)

表 9 为异质性分析结果，绿色投资者(Green)与产权性质(Soe)交乘项的系数为 0.068 且显著，说明对比于非国有企业，国有企业的绿色投资者对企业 ESG 表现的促进作用更强。原因可能在于，国有企业面临更严格的环境规制，内部控制措施也更为完善，对于与利益相关方的沟通更为积极，更倾向于满足绿色投资者的环境偏好的要求，因此，绿色投资者对于国有企业 ESG 表现的提升作用更为明显。

Table 9. Heterogeneity analysis results
表 9. 异质性分析结果

	ESG
Green	0.19*** (12.254)
Soe * Green	0.068** (2.294)
Soe	0.216*** (3.318)
Age	-0.183*** (-4.549)
Growth	-0.118*** (-5.648)
Tar	0.82*** (3.101)
Roa	2.757*** (13.085)
Board	0.008 (0.182)
Top1	0.254*** (3.152)
GDP	0.023*** (4.9)
Dual	-0.042** (-2.497)

续表

Year	Yes
Ind	Yes
_cons	2.85***
	(10.931)
N	19007
Pseudo R ²	0.142

注：括号内为t值，*p < 0.10，**p < 0.05，***p < 0.01。

7. 研究结论与启示

本文以 2010~2022 年的沪深 A 股上市公司为研究对象，探讨绿色投资者对于企业 ESG 表现的影响效应，并且分析检验了企业环保投入和公司透明度在其中发挥的中介作用。研究结果表明：第一，绿色投资者对于企业的 ESG 表现有显著的正向影响；第二，机制检验结果显示，绿色投资者通过鼓励企业加大环保投资和提高公司透明度从而对企业的 ESG 表现起到正向的影响作用；第三，异质性检验结果发现，绿色投资者对于国有企业 ESG 表现的促进作用大于非国有企业。此外，本文还通过滞后解释变量以及替换解释变量、被解释变量进行稳健性检验，最终结果依然成立。

基于以上结论，本文提出如下启示：

(1) 投资者方在看重企业的经济效益的同时，更应关注企业在环境以及社会方面的治理效应，以影响企业在承担环境责任方面的决策，提高企业绿色治理的参与度，引导企业实施清洁化生产，督促企业承担保护环境的社会责任，加快企业绿色转型的进度。在鼓励企业加大绿色投资的过程中，提升公司透明度，督促企业披露真实、有效的非财务信息，帮助其他利益相关者更好地监督企业绿色行为的落实。投资方也应提升辨别企业绿色治理效果的能力，不断拓宽搜集信息的渠道，防止企业“漂绿”行为的干扰，营造绿色发展的合作氛围，将绿色发展理念融入企业的经营氛围之中，为促进我国经济和社会的可持续发展做出自己的贡献。

(2) 政府部门要加强社会责任意识，促进社会责任实践。在此基础上，建立统一的 ESG 信息披露准则，并由此激励重要产业进行 ESG 信息披露，鼓励他们对外展示外部环境影响报告、社会责任履行、公司治理等方面的社会责任数据。在保证信息披露真实透明的前提下，构建健全的审计和惩戒机制，增强投资者对公司 ESG 绩效的认识和信任，推动 ESG 投资的发展。政府还应加大对于绿色投资者的支持，壮大绿色投资者的队伍，鼓励其发挥对企业的监督治理作用。另外，构建一套涵盖环境风险、社会影响和治理能力等多个维度的详细 ESG 评价指标，便于投资者识别和选择适合自己的投资项目。政府也应鼓励投资者选择可持续性高的投资项目，共同推动社会经济高质量发展。

(3) 企业要健全自己的 ESG 治理结构与管理制度，塑造公司的良好形象与外部形象，通过绿色投资来提高自身的可持续发展能力，提升公司的透明度减少与利益相关者之间的信息不对称程度。持续推进企业绿色创新与产业升级转型，改善公司资讯披露品质，持续履行公司社会责任。与此同时，还要重视利益相关者的要求，完善和利益相关者的交流方式主动将自己真实、有效的财务和非财务信息都公布出来增强公司和外部的交流能力，以此来维持和各利益相关者的和谐、稳定的合作，达到可持续发展的目的。

参考文献

[1] 王建新, 高玲玲, 牛彪. 共同机构投资者对企业绿色创新的影响[J]. 财会月刊, 2024, 45(1): 34-39.

- [2] Kordsachia, O., Focke, M. and Velte, P. (2021) Do Sustainable Institutional Investors Contribute to Firms' Environmental Performance? Empirical Evidence from Europe. *Review of Managerial Science*, **16**, 1409-1436. <https://doi.org/10.1007/s11846-021-00484-7>
- [3] Barnea, A., Heinkel, R. and Kraus, A. (2005) Green Investors and Corporate Investment. *Structural Change and Economic Dynamics*, **16**, 332-346. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2004.04.002>
- [4] 李培功, 沈艺峰. 社会规范、资本市场与环境治理: 基于机构投资者视角的经验证据[J]. 世界经济, 2011, 34(6): 126-146.
- [5] 姜广省, 卢建词, 李维安. 绿色投资者发挥作用吗?——来自企业参与绿色治理的经验研究[J]. 金融研究, 2021(5): 117-134.
- [6] Silva, F. and Cortez, M.C. (2016) The Performance of US and European Green Funds in Different Market Conditions. *Journal of Cleaner Production*, **135**, 558-566. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.06.112>
- [7] Muñoz, F. (2019) The “Smart Money Effect” among Socially Responsible Mutual Fund Investors. *International Review of Economics & Finance*, **62**, 160-179. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.03.010>
- [8] 曾爱民, 吴伟, 吴育辉. 中小股东积极主义对债券持有人财富的溢出影响——基于网络投票数据的实证研究[J]. 金融研究, 2021(12): 189-206.
- [9] 彭斌, 彭绯. 绿色投资者对企业资本成本的影响[J]. 北京理工大学学报(社会科学版), 2017, 19(4): 97-104.
- [10] Auer, B.R. (2014) Do Socially Responsible Investment Policies Add or Destroy European Stock Portfolio Value? *Journal of Business Ethics*, **135**, 381-397. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2454-7>
- [11] Lewis, A. and Mackenzie, C. (2000) Support for Investor Activism among UK Ethical Investors. *Journal of Business Ethics*, **24**, 215-222. <https://doi.org/10.1023/a:1006082125886>
- [12] El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y. and Mishra, D.R. (2011) Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital? *Journal of Banking & Finance*, **35**, 2388-2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>
- [13] 温梦瑶, 周舒鹏. 绿色投资者能否激励企业绿色创新?——基于我国上市公司绿色专利数据的证据[J]. 新金融, 2023(12): 45-49.
- [14] Porter, M.E. and Kramer, M.R. (2014) The Big Idea: Creating Shared Value How to Reinvent Capitalism—And Unleash a Wave of Innovation and Growth. *Harvard Business Review*, **89**, 62-77.
- [15] 张云, 韩云, 吕纤. 机构投资者绿色关注的减排作用与溢出效应[J]. 经济学动态, 2023(10): 90-107.
- [16] 陈羽桃, 冯建. 企业绿色投资提升了企业环境绩效吗?——基于效率视角的经验证据[J]. 会计研究, 2020(1): 179-192.
- [17] Chen, T., Dong, H. and Lin, C. (2020) Institutional Shareholders and Corporate Social Responsibility. *Journal of Financial Economics*, **135**, 483-504. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.007>
- [18] 蔡宏标, 饶品贵. 机构投资者、税收征管与企业避税[J]. 会计研究, 2015(10): 59-65+97.
- [19] Healy, P.M. and Palepu, K.G. (2001) Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics*, **31**, 405-440. [https://doi.org/10.1016/s0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/s0165-4101(01)00018-0)
- [20] 邢洋. 内部控制、互联网沟通与 ESG 绩效[J]. 中国注册会计师, 2023(9): 49-55.
- [21] 王辉, 林伟芬, 谢锐. 高管环保背景与绿色投资者进入[J]. 数量经济技术经济研究, 2022, 39(12): 173-194.
- [22] 张琦, 郑瑶, 孔东民. 地区环境治理压力、高管经历与企业环保投资——一项基于《环境空气质量标准(2012)》的准自然实验[J]. 经济研究, 2019, 54(6): 183-198.
- [23] 辛清泉, 孔东民, 郝颖. 公司透明度与股价波动性[J]. 金融研究, 2014(10): 193-206.