

国有企业ESG行为对投资者从众行为的影响

安柯华, 吴继忠

上海理工大学管理学院, 上海

收稿日期: 2024年9月24日; 录用日期: 2024年10月21日; 发布日期: 2024年10月30日

摘要

ESG理念不仅关注企业财务绩效, 还强调环境、社会和治理三方面的投资与治理, 已成为衡量企业高质量发展水平的重要标准。本文探讨了在国家强调国有企业实践ESG理念背景下, 国有企业响应国家政策是否会对投资者行为产生影响, 进而产生从众心理并提高国有企业股票收益。通过理论分析发现, 国有企业ESG表现对股票市场具有重要影响。研究结论显示, 在国有企业进行ESG改革后, 投资者对国有企业的从众行为并不显著。其原因是ESG投资的差异化、国有企业信息透明度以及国有企业长期投资的特点。本文建议投资者应深入分析企业ESG表现, 关注政策导向与行业发展, 并采用长期投资视角来避免从众行为。同时, 企业应加强ESG信息披露和透明度, 明确ESG目标以提升公众形象与市场竞争力。

关键词

ESG, 企业行为, 从众行为, CCK模型

The Impact of ESG Behavior of State-Owned Enterprises on Investor Conformity Behavior

Kehua An, Jizhong Wu

Business School, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai

Received: Sep. 24th, 2024; accepted: Oct. 21st, 2024; published: Oct. 30th, 2024

Abstract

The ESG concept not only focuses on corporate financial performance, but also emphasizes investment and governance in environmental, social, and governance aspects, and has become an important standard for measuring the high-quality development level of enterprises. This article explores whether the response of state-owned enterprises to national policies will have an impact on

investor behavior, leading to herd mentality and increased stock returns in the context of the country's emphasis on practicing ESG concepts in state-owned enterprises. Through theoretical analysis, it has been found that the ESG performance of state-owned enterprises has a significant impact on the stock market. The research conclusion shows that after ESG reform in state-owned enterprises, investors' conformity behavior towards state-owned enterprises is not significant. The reason is due to the differentiation of ESG investment, transparency of information in state-owned enterprises, and the characteristics of long-term investment in state-owned enterprises. This article suggests that investors should conduct in-depth analysis of corporate ESG performance, pay attention to policy orientation and industry development, and adopt a long-term investment perspective to avoid herd behavior. At the same time, companies should strengthen ESG information disclosure and transparency, clarify ESG goals to enhance public image and market competitiveness.

Keywords

ESG, Corporate Behavior, Conformity Behavior, CCK Model

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

在现如今的商业环境中,公司的成功与否不仅仅是依赖于公司的财务状况,还与其他因素息息相关。ESG 理念是指公司的决策者应关注公司对环境、社会和治理三方面的投资与治理,而并非财务绩效。随着 2021 年“碳达峰”和“碳中和”的“双碳”政策的提出,践行 ESG 的发展理念更加成为了企业、投资者与金融机构的共识。党的二十大报告中也明确提出“推进国有企业、金融企业在完善公司治理中加强党的领导”,以明确发展中国特色 ESG 体系。

环境、社会与公司治理(ESG)作为全球范围内衡量企业高质量发展水平的重要标准,对股票市场运行有着重要影响[1]。在现如今的公司治理中,公司的 ESG 表现和投资者之间有一种微妙的平衡,会对公司产生深远影响。对于投资者来讲,无论是个体投资者还是机构投资者,都拥有一种对于投资的从众心理。如果一家企业关注其公司业务对环境和社会的影响,在 ESG 方面的决策可以促进公司的长期价值和稳定性,引导公司建立更健康和可持续性的商业模式,来降低企业运营成本和风险。一家企业跟随政策进行积极的表态与行为,那么这家企业便可以此吸引更多的投资者加入成为合作伙伴带来更多的利益和回报。

因此,在国务院国资委明确指出将环境、社会和治理因素融入中央企业履行社会责任的核心任务之中,强调国有企业和中央企业应在构建 ESG 体系方面起到示范作用。本文旨在讨论在国家强调国有企业 ESG 的背景下,国有企业响应国家政策后是否会对投资者的行为产生影响,从而产生从众心理提高国有企业股票收益。

2. 理论研究

2.1. 企业行为

2.1.1. 企业 ESG

ESG 是英文 Environmental (环境)、Social (社会)和 Governance (治理)的缩写,其理念为公司的决策者应关注公司对环境、社会和治理三方面的投资与治理,而并非财务绩效[2]。对企业的评价从单纯的财务

绩效, 变成对企业 ESG 的综合考量, 是商业文明的一次里程碑式的变革行为。不仅仅从财务角度, 而是全方面的审视公司的商业模式及其运营模式, 对于企业内部的决策与运营做出优化与调整, 可以达到股东价值和社会价值的双赢[3]。

首先, 企业 ESG 表现有助于为其积累社会资本、增加企业竞争优势、降低代理运营成本、提高投资效率等。此外良好的 ESG 表现还有缓解信用风险压力和降低行政违规处罚的益处, 提高企业声誉从而提升企业的知名度。声誉代表了一家企业和社会公众心里的信任程度, 是对企业的综合评价, 是一种不可替代的无形资本[4]。

其次, 企业的 ESG 表现有利于缓解企业融资约束, 有助于企业获得政府、个人与机构投资者和银行等金融机构的金融资源。良好的 ESG 表现向市场与政府传递出企业注重环保、积极履行社会责任义务的信号。表现出的企业拥有完善的公司治理结构使得潜在合作伙伴心里的不确定性减弱。

2.1.2. 股东行为

股东行为指的是持有公司股份的股东为了达到某种目的而在公司活动中采取的某种或某些经营行为和决策[5]。股东行为包括投票表决、股票交易、参与公司治理、对公司经营决策的态度等方面。股东行为直接影响到公司的治理效率、股东权益保护和市场稳定性。股东行为包括投票表决、股票交易、参与公司治理、行使股东权益、行使股东投票权、股东激励、股东沟通等各种行为。其反映了股东对公司的关注程度、投资目标和治理态度, 对公司的发展和稳定起着重要作用。建立良好的股东关系, 增强公司治理的透明度和有效性, 保护股东权益, 可以促进公司的健康发展。投资者会根据自身投资目标来评估企业的风险, 理性分析股东行为对公司的影响, 做出明智的投资决策。因此, 股东行为通过股东积极响应国家和政府的政策与号召, 从而增大企业潜在投资者投资可能性的情况。

2.2. 投资者从众心理

2.2.1. 从众心理的定义及 ESG 表现

从众心理是一种常见现象, 无论意识到与否, 群体观点的影响足以动摇任何抱怀疑态度的人。群体力量很明显使理性判断失去作用。由于社会的无形压力, 投资者很容易在市场上受到暗示, 从而听从绝大多数人的意见, 或者跟随政府政策的导向进行决策。许多投资者的投资并不是理性思考后的选择, 更多的是盲目跟风的决定[6]。

人们将这种从众行为形象地称为“羊群效应”, 借以描绘在一个群体内部, 个体因受到周围同伴的影响而采取相似行为的现象。因此, “羊群效应”就是比喻人都有一种从众心理, 从众心理很容易导致盲从, 而盲从往往会陷入骗局或遭到失败。人们倾向于跟随他人或主流意见, 而不是基于个人独立的判断或信息, 这种行为类似于群体中的羊群行为。在金融市场、消费领域和社会行为中普遍存在羊群效应的现象。而在当今的群体中, 由于他们共享着相似的生活和学习工作环境, 以及相近的生理和心理特征, 这种“羊群效应”同样普遍存在。人们往往会在不经意间受到同伴的影响, 从而在行为、观念甚至价值观上产生趋同现象。

ESG 表现会对金融市场产生微观影响, 如降低信息不对称性、提高金融分析师的预测效果、增加投资者关注与持股意愿等[7]。良好的 ESG 表现对于降低股价崩盘风险具有积极作用, 加上投资者的从众心理。使得投资者更愿意随波逐流的投资相关企业以获得长期稳定的回报。

2.2.2. CCK 模型

在已有理论的基础上, 学者对从众心理进行了大量的实证研究。CCK 模型是基于分散度研究分析投资者从众心理行为的实证模型, 利用股票横截面绝对偏差(CSAD)来衡量从众行为[8]。其定义为:

$$CSAD_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N |R_{it} - R_{mt}| \quad (1)$$

CCK 模型讨论 $CSAD_t$ 指标与市场整体收益率 R_{mt} 指标之间的关系来验证从众行为的存在。当市场中不存在羊群行为时, 两个指标之间呈现线性关系。但如果市场中的投资参与者围绕市场共识做出决策, 那么此时两个指标的线性关系将发生改变, 甚至转变为非线性关系。基于此性质, 在模型中引入非线性项, 及市场收益的平方项 R_{mt}^2 来验证从众行为, 以此建立模型:

$$CSAD_t = \alpha + \beta |R_{mt}| + \gamma R_{mt}^2 + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中, 被解释变量 $CSAD_t$ 单股收益率对市场整体收益率的横截面绝对偏离度, 控制变量 $|R_{mt}|$ 是市场整体收益率的绝对值, 解释变量 R_{mt}^2 是市场整体收益率的平方值。 α 、 β 、 γ 是模型参数, ε_t 是随机扰动项。

在不同市场状态下, 从众行为可能存在非对称性, 即从众行为的存在性及强度存在差异。因此, 有必要研究从众行为在上涨和下跌两种市场状态下的差异[9]。此时将 $R_{mt} \geq 0$ 的市场定义为上涨市场; $R_{mt} < 0$ 的市场定义为下跌市场, 研究市场涨跌状态下的差异性, 则可得到如下模型:

$$CSAD_t^{up} = \alpha^{up} + \beta^{up} |R_{mt}^{up}| + \gamma^{up} (R_{mt}^{up})^2 + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$CSAD_t^{down} = \alpha^{down} + \beta^{down} |R_{mt}^{down}| + \gamma^{down} (R_{mt}^{down})^2 + \varepsilon_t \quad (4)$$

其中, 当系数 γ^{up} 或 γ^{down} 显著时, 便可认为响应市场状态下的从众行为显著。

3. 实证分析

3.1. 数据选取与处理

由于国务院强调国有企业和中央企业应在构建 ESG 体系方面起到示范作用, 国有企业会及时响应国家政策。因此文章选取相关国有企业进行讨论, 选取国电电力、华电国际、华能国际、南方航空、三峡水利、五矿发展、中国电建、中国东航、中国国航、中国铝业、中国神华、中国石化、中国石油、中国铁建、中国中铁共 15 家国有企业的 2021 年股票收盘价进行实证分析。通过公式 $\ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$ 得到企业的对数收益率

R_{it} 、通过平均权重法得到市场整体收益率 R_{mt} , 进而通过公式 $CSAD_t = \alpha + \beta |R_{mt}| + \gamma R_{mt}^2 + \varepsilon_t$ 得到收益的横截面绝对偏离度 $CSAD_t$, 最后根据公式 $CSAD_t = \alpha + \beta |R_{mt}| + \gamma R_{mt}^2 + \varepsilon_t$ 得到关系参数 β 值, 当 β 值显著, 则表明存在从众行为。

3.2. 实证分析

共收集 15 家上述家国有企业 21 年的收盘价日频数据并处理后, 得出整体市场、市场上涨阶段和市场下降阶段的指标的描述性统计和平稳性检验如表 1 和表 2 所示。

分析表 1, 企业 $CASD_t$ 均值在 0.0150 附近, 其中最大值为 0.0523, 最小值为 0.0044。在标准差方面, 可以看出, 无论是整体市场还是上涨和下跌阶段, 其 $CASD_t$ 指标的集中度偏小, 离散程度偏高。通过观察峰度和偏度数据, 其偏度系数均大于 0, 峰度系数均显著大于 3, 说明其市场整体、上涨和下跌阶段的 $CSAD_t$ 指标均服从正偏态分布。

综上所述, 其市场整体、上涨和下跌阶段的 $CSAD_t$ 指标呈现出集中趋势偏小、离散程度偏大的正偏态分布统计特征。

分析表 2, 所有变量均在 1% 的水平下显著, 因此这些数据为平稳的时间序列数据, 可以直接进行回归分析。

Table 1. Descriptive statistics of indicator $CSAD_t$
表 1. $CSAD_t$ 指标的描述性统计

	整体市场 $CSAD_t$	市场上涨阶段 $CSAD_t^{up}$	市场下跌阶段 $CSAD_t^{down}$
均值	0.0150	0.0160	0.0141
最大值	0.0523	0.0512	0.0523
最小值	0.0044	0.0044	0.0522
标准差	0.0075	0.0074	0.0075
偏度	1.5922	1.2331	2.0098
峰度	7.2368	6.1494	8.9268
样本量	242	118	124

Table 2. Stability test of each variable
表 2. 各变量的平稳性检验

变量	ADF 检验值	1%	5%	10%	结论
$CSAD_t$	-14.448	-3.993	-3.431	-3.131	平稳
$ R_{mt} $	-14.657	-3.993	-3.431	-3.131	平稳
R_{mt}^2	-14.226	-3.993	-3.431	-3.131	平稳
$CSAD_t^{up}$	-7.550	-4.034	-3.448	-3.148	平稳
$ R_{mt}^{up} $	-9.413	-4.034	-3.448	-3.148	平稳
$(R_{mt}^{up})^2$	-9.063	-4.034	-3.448	-3.148	平稳
$CSAD_t^{down}$	-7.875	-4.032	-3.447	-3.147	平稳
$ R_{mt}^{down} $	-10.920	-4.032	-3.447	-3.147	平稳
$(R_{mt}^{down})^2$	-11.525	-4.032	-3.447	-3.147	平稳

根据处理过的数据,对国有企业 ESG 行为后整体市场、市场上涨阶段和市场下跌阶段的从众心理分别进行实证检验,回归结果如表 3 所示。

分析表 3,在回归系数方面,可以发现在市场整体、上涨和下跌阶段,其回归系数 γ 、 γ^{up} 和 γ^{down} 在 1%的条件下均不显著,说明在国务院强调国有企业和中央企业应在构建 ESG 体系方面起到示范作用后,市场整体、上涨和下跌阶段,投资者对于国有企业的投资均不存在从众行为。

Table 3. Descriptive statistics of indicator $CSAD_t$
表 3. $CSAD_t$ 指标的描述性统计

参数	参数值	T 值	P 值	R ²
α	0.021	14.27	0.000	0.178
β	0.216	1.96	0.051	
γ	2.707	1.03	0.306	
α^{up}	0.012	10.26	0.000	0.279
β^{up}	0.312	2.28	0.024	
γ^{up}	1.380	0.45	0.651	
α^{down}	0.012	9.80	0.000	0.080
β^{down}	-0.115	0.62	0.538	
γ^{down}	3.472	0.69	0.493	

4. 结论和建议

4.1. 结论

在国有企业进行 ESG 改革后，投资者对于国有企业的从众行为不显著，可逆的原因有以下几个方面：

1) ESG 投资差异化

国家政府鼓励国有企业响应 ESG 政策，但不同的国有企业在执行 ESG 战略时的行业领域与重点执行方向并不相同。例如能源行业可能更注重碳减排与清洁能源的使用，制药业可能更注重生产效率等。由于不同国有企业的 ESG 侧重点不同，投资者无法将国有企业视为同一类资产，使得各个国有企业的股票投资的独立性较强，避免了从众行为的产生。

2) 信息透明度

随着 ESG 信息披露的日益完善，投资者获取信息更加充分和透明，使得投资者可以根据企业具体的 ESG 表现和财务数据做出更加独立的投资决策，而不是被其他投资者的选择影响。并且国有企业在 ESG 的实践中的公开报告，相对于私有企业信息更加透明，进一步减少市场信息的不对称性，从而降低从众行为。

3) 国有企业长期投资

与私有企业不同，国有企业通常被认为是长期投资的对象，对于积极响应国家 ESG 政策的企业，其代表着对于未来企业规划的可持续性发展。这样的行为会吸引更多偏好长期投资的投资者，减少短期投机性投资者的投资，这种长期投资倾向使得国有企业的短期从众投资行为减弱。

4.2. 建议

1) 投资者角度

首先，作为投资者，要深入分析企业的 ESG 表现。由于不同国有企业的领域与进展不同，投资者对各个企业应进行深入研究，而不是单纯地根据市场其他投资者的行为做出决策。

其次, 关注政策导向与行业发展。由于国家政策对不同行业的 ESG 标准不同, 如能源和制造业等行业的 ESG 要求会更加严格, 政策偏好也会倾向于这些领域。这些都会对相关企业的股票产生影响, 投资者应寻找适合政策风向的投资机会。

最后, 投资者应具有长期投资视角。从众行为性的投资是短期套利, 而 ESG 投资的本质是长期可持续性发展。投资者应关注具有长期成长潜力且持续改进 ESG 行为的企业投资。

2) 企业角度

首先, 要加强 ESG 信息披露和透明度。企业应积极响应国家政策, 定期发布详细 ESG 报告。不仅可以吸引投资者的投资, 还可以提升企业的公众形象, 带来市场信任度。

并且, 要明确 ESG 目标。国有企业在执行 ESG 政策时, 应明确自身的战略方向和重点, 定制长期可持续性发展的目标。这不仅可以满足国家政策要求, 还可以提升行业竞争力。

参考文献

- [1] 尹海员, 胡项淼. 创业板上市公司 ESG 表现与股票定价效率——基于我国多层次资本市场体系的研究[J]. 上海财经大学学报, 2024, 26(1): 48-63.
- [2] 罗浩. ESG 绩效对上市公司的影响路径与启示[J]. 中国农业会计, 2023, 33(9): 68-71.
- [3] 严伟祥, 赵誉, 孟德锋. ESG 评级对上市公司财务绩效影响研究[J]. 南京审计大学学报, 2023, 20(6): 71-80.
- [4] 李颖, 吴彦辰, 田祥宇. 企业 ESG 表现与供应链话语权[J]. 财经研究, 2023, 49(8): 153-168.
- [5] 许可. 公司控制权: 股权结构和股东属性的耦合效应[J]. 经济与管理评论, 2014, 30(2): 81-86.
- [6] 周亮, 刘剑锋. 从众心理在环境资源商业合理利用中的应用研究[J]. 环境科学与管理, 2018, 43(9): 186-189.
- [7] 李瑾. 我国 A 股市场 ESG 风险溢价与额外收益研究[J]. 证券市场导报, 2021(6): 24-33.
- [8] 李铭. 投资者情绪对中国股票市场羊群效应的影响研究[D]: [硕士学位论文]. 南京: 南京信息工程大学, 2023.
- [9] 崔海蓉, 李铭, 储小俊. 中国股票市场羊群效应的非对称性研究[J]. 阅江学刊, 2023, 15(2): 123-134+174.