

内部化外部性:地理共同机构所有权 与企业 ESG 表现*

吴晓晖 李佳玲 秦利宾

内容提要:机构所有权的联系是普遍的,明确地理共同机构投资者提升企业 ESG 表现的作用机制符合中国绿色资本市场发展的现实背景。其中,地理共同机构投资者是指同时持有 2 家及以上总部位于同一地理范围内上市公司的机构投资者。本文的实证结果表明,地理共同机构所有权会显著提升企业 ESG 表现。机制分析指出,地理共同机构所有权会增加投资组合风险敞口,增强与上市公司所在地的社会联系与互动,进而促使上市公司提升其 ESG 表现,以内部化外部性。与此同时,地理共同机构所有权会增强管理层的环境和社会意识,有利于企业 ESG 表现的提升。异质性分析表明,当上市公司周边利益相关者的社会责任关注度较高或者上市公司面临的风险较大时,地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的积极影响更显著。经济后果检验表明,地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的提升有利于增加投资者收益,符合利益最大化的目标。本文不仅将共同机构所有权的研究从行业特征拓展至地理特征,也从全新视角探讨了企业 ESG 表现的影响因素,为决策部门充分发挥资本市场作用、制定促进企业可持续发展和推动生态环境分区治理的相关政策提供了理论参考。

关键词:共同机构所有权 ESG 地理邻近 外部性

作者简介:吴晓晖,厦门大学管理学院教授,361005;

李佳玲,厦门大学管理学院博士研究生,361005;

秦利宾(通讯作者),中南财经政法大学会计学院讲师,430073。

中图分类号:F272 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2025)08-0162-19

一、引言

机构投资者是资本市场稳定发展的关键。2024 年出台的《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》明确要求“大力推动中长期资金入市,持续壮大长期投资力

* 基金项目:教育部青年基金项目“共同股东对供应链韧性的影响研究——基于横向、纵向持股视角”(24YJC630118)。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。秦利宾电子邮箱:qlb150@163.com。

量”,进一步强调了机构投资者在引入长期资金、优化市场结构和加强监管中的“压舱石”作用。在过去的二十多年间,中国资本市场上机构投资者力量持续壮大,投资者策略和运作模式日趋多元化。对此,大量针对机构投资者经济后果的研究逐渐从讨论单一机构投资者类型转向具有不同特征的机构投资者类型。其中,共同机构投资者因其市场普遍性和特殊性催生了一股研究热潮。截至2019年,超过34%的上市公司在其前十大股东中至少包含一位共同机构投资者(杜勇等,2021),共同机构所有权成为资本市场的普遍现象(雷雷等,2023)。一部分文献认为共同机构所有权会促使管理层将投资组合中的外部性内部化,以此提高产品市场势力和议价能力(即合谋效应),从而损害消费者剩余(Azar等,2018)。另一部分文献则发现共同机构所有权有利于共同机构投资者收集信息和积累经验,发挥协同治理效应(Lewellen和Lowry,2021),进而提升上市公司盈余信息质量(杜勇等,2021;吴晓晖等,2022)、提高创新效率(Li等,2023)、降低股价崩盘风险(Chen等,2024)等。上述研究主要关注基于行业特征的共同机构所有权,本文则从地理特征出发分析地理共同机构所有权对企业决策的影响。

ESG是企业决策的重要组成部分,其内涵与国家“双碳”目标高度契合。^①随着低碳战略的深入推进和绿色金融的快速发展,企业ESG表现作为衡量可持续性的重要指标受到实务界(如机构投资者)和学术界的密切关注。具体来看,企业在追求利润最大化的过程中可能会忽视可持续发展的长期目标,对其利益相关者施加各种负外部性。这种负外部性是指企业的经济活动对其他个人或组织造成的非市场化影响,即企业经济活动所产生的成本并不完全由企业自身承担。例如,有毒物质排放会损害人们的身心健康、加剧地区劳动力流出,会计欺诈会提高地区犯罪率,生产安全检查不规范、出售存在质量问题的产品会给员工和消费者带来潜在的危险,等等。在这种情况下,企业可以通过投资于ESG活动来内部化上述外部性,有利于提升企业的ESG表现。随着ESG表现的提升,企业能够获得声誉、增加销售收入、增强创新能力等(Arouri等,2019;Broadstock等,2020;Meng等,2023)。尽管既有研究强调了提升企业ESG表现的重要性,但是现实证据表明中国上市公司内部化负外部性的动机不强,上市公司ESG评分总体偏低。因此,一部分文献从法律制度、社会规范、利益相关者关注(如政府、机构投资者、客户、银行、员工等)和内部治理等角度分析如何推动企业提升ESG表现。但值得注意的是,鲜有研究深入分析地理共同机构所有权对企业ESG表现的影响。

为了检验地理共同机构所有权对企业ESG表现的影响,本文借鉴已有研究(Ye,2024;雷雷等,2023;Azar等,2018),计算地理共同机构所有权指标,包括地理共同机构投资者数量和持股比例。在指标构建过程中,本文选择上市公司总部所在城市作为划分同一地理范围的标准,具体原因如下。一是上市公司总部既是上市公司与投资者信息交流的中心,也是上市公司的核心经营活动区(Attig和Brockman,2017)。二是相对于县级和省级,城市级别的分类标准能够保证适中的地理半径和有效的行政管辖权。这里的行政管辖权主要是考虑到企业生产经营活动会受到地区监管机构的监管,如市场监管局、证监局、环保局等。此外,借鉴行业共同机构投资者相关研究的做法,本文将地理机构投资者限定在持股超过5%的机构投资者范围内。基于此,本文选择2011—2022年沪深A股上市公司为研究样本进行实证检验,研究发现地理共同机构所有权能够显著提升企业ESG表现。这一结论在替换地理共同机构所有权指标和ESG指标、剔除特殊样本、排除其他替代

^① 2020年9月,习近平主席在第七十五届联合国大会上正式提出“二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值,努力争取2060年前实现碳中和”的目标。参见《习近平在第七十五届联合国大会一般性辩论上发表重要讲话》,新华网,2020年9月22日。

性解释等稳健性检验,以及进行遗漏不可观测变量分析、匹配样本分析、工具变量等内生性处理后依然成立。在经济机制分析中,研究发现地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的积极作用随着地理距离的增加而减弱。此外,本文还发现上市公司通过地理共同机构投资者建立的社会联系程度越高,社会互动越频繁,企业提升 ESG 表现的动机越强。与此同时,本文发现地理共同机构所有权能够显著增强管理层的环境和社会意识。异质性分析表明,当上市公司及其利益相关者的社会责任关注度较高或者上市公司面临的风险较大时,地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的积极影响更显著。经济后果检验表明,随着地理共同机构所有权增加而提升的企业 ESG 表现会增加投资者收益。

本文的研究贡献主要体现在以下三个方面。一是提供了关于共同机构所有权的全新研究视角,识别出了地理距离在负外部性传递中的重要作用。本文重点关注地理共同机构投资者,即同时持有 2 家及以上总部位于同一地理范围内上市公司的机构投资者。与行业共同机构投资者相比,地理共同机构投资者同样具备投资组合价值最大化的利润目标,但是强调投资组合内同一地理范围内企业之间的相互影响。在机制分析中,本文发现地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的提升效应会随着地理距离的增加而降低,侧面验证了负外部性的空间变化。二是丰富了企业 ESG 表现的影响因素研究。机构投资者和企业 ESG 表现的相关文献主要关注单一企业的决策行为,较少讨论投资组合内部企业行为的相互影响。本文则从地理特征出发讨论地理共同机构投资者对组合内同城市企业 ESG 表现的影响。实证研究指出,地理共同机构投资者在参与企业决策时并非独立、不受干扰的,而是在投资组合价值最大化的目标下对其组合内企业决策进行最优选择。此时,考虑到负外部性的存在,地理共同机构投资者会积极提升投资组合内企业的 ESG 表现。这一结论将地理共同机构投资者纳入企业 ESG 表现的研究范畴,是对企业 ESG 表现影响研究的有益补充。三是拓展了不同类别共同机构所有权对企业 ESG 表现的影响,实证检验了地理共同机构投资者影响企业 ESG 表现的潜在机制。具体地,实证结果表明,地理共同机构所有权会增加投资组合在该城市的风险敞口,加强地理共同机构投资者与该城市的社会联系和互动,同时增强管理层的环境和社会责任意识,进而有利于企业 ESG 表现的提升。这些研究发现揭示了共同机构投资者影响企业 ESG 表现的作用渠道,为推动绿色金融发展提供了新的理论证据。

二、理论分析与研究假设

Friedman(1970)主张“企业唯一的社会责任是增加利润”。当股东是单一企业的独立所有者时,股东价值最大化等同于企业价值最大化。此时,企业只对股东利润负责,不需要为其在追求利润最大化过程中产生的外部性做出额外的努力。部分研究也指出社会责任投资是长期且低效的,会降低企业现金流和未来的股息,削弱企业的市场竞争能力,进而损害企业价值(Welch 和 Yoon, 2023)。因此,企业会避免为其他利益相关者提供合同规定之外的社会福利,如污染控制、慈善捐赠、保障员工福利和安全等(Friedman, 1970)。然而,当股东投资于多家企业时,其利润目标可能会发生变化。以机构投资者为例,企业中的机构投资者是“共同所有者”,他们通常拥有长期稳定的、多元化的投资组合(Chen 等, 2024)。而这类机构投资者(如行业共同机构投资者和地理共同机构投资者)最为典型的特征是追求投资组合价值最大化的目标。其中,行业共同机构投资者是指同时持有 2 家及以上同行业上市公司的机构投资者,地理共同机构投资者则是指同时持有 2 家及以上总部位于同一地理范围内上市公司的机构投资者。

在投资组合价值最大化的目标下,同一投资组合内企业之间决策并非互不干扰、相互独立的(Lel等,2023;Chen等,2020)。现有研究指出机构所有权联系是普遍的,为负外部性在投资组合内的传递提供了潜在的渠道(Chen等,2020;Lel等,2023),如价格战对同行业企业超额利润的挤压(Azar等,2018)、环境污染导致的同一地区内个人或企业的生产力和社会福利损失(Currie等,2015;朱帮助等,2023)、财务欺诈造成的同一监管区域内企业的声誉风险和社会动荡等(Lel等,2023)。这意味着,机构投资者在参与组合内某一企业的决策时需要考虑该企业行为对组合内其他企业施加的负外部性,最大限度地降低整个投资组合的风险敞口(Chen等,2024),即同一行业或地区内某一企业相关的负外部性导致的投资组合价值损失风险。此时,行业共同机构投资者会促使投资组合内公司之间进行产品市场合谋,或者利用信息共享的便利性开展协同治理(吴晓晖等,2022)。以此类推,地理共同机构投资者可能会要求投资组合内公司投资于ESG活动以内部化负外部性,即通过提升ESG表现的方式实现投资组合价值最大化的目标。而当企业内地理共同机构投资者数量较多、持股比例较高时,地理共同机构投资者能够更加显著地影响企业ESG表现。鉴于此,本文提出假设1。

假设1:地理共同机构所有权会提升企业ESG表现。

与行业共同机构所有权相比,地理共同机构所有权隐含另一个重要假设,即投资组合内企业施加给其他企业的负外部性会随着地理距离的增加而减少(Ye,2024;欧阳艳艳等,2020)。从环境的角度来看,企业在其生产经营过程中排放出的有毒气体、污水、固体废弃物等会以企业为中心向四周扩散,增加同一地区企业的风险敞口。已有研究表明,环境污染的外部性会损害劳动者的身心健康,降低其劳动生产率,削弱地区劳动力供给能力,进而增加同城市企业的劳动力成本,增大同城市企业经营的不确定性,从而阻碍资本获得和技术创新等(Currie等,2015;陈帅、张丹丹,2020;朱帮助等,2023)。此时,在大规模、多元化的投资组合中,企业外部化的环境成本将由同一投资组合中的其他企业所承担。而从社会和治理的角度来看,同一地区企业之间紧密的网络关系使得企业更易观察、交流和学习本地其他企业的行为,如技术创新、相似的财务决策,甚至违规行为(陆蓉、常维,2018)。与此同时,位于同一地区的企业往往受到相同监管机构的共同监管,如地方性市场监管局、地方性证监局等。当企业出现产品质量低下、生产场所安全隐患、财务欺诈、性别歧视等问题时,位于同一地区的其他企业可以有效接收到此类信息,感知到被监察风险的增加(梅蓓蕾等,2021)。对此,投资者更有可能要求企业避免违规行为,降低投资组合暴露于负外部性之下的可能性。

基于上述内容,本文认为地理共同机构所有权会提升企业ESG表现。地理共同机构所有权越高,其投资组合暴露于地区负外部性的风险敞口越大。具体原因如下:一是负外部性会随着企业之间地理距离的增加而减少,此时投资组合内同一地区企业相对于非同一地区企业的风险敞口更大;二是地理共同机构所有权越高,通过地理共同机构投资者联结的同一地区企业数量越多,投资组合对地区外部性的暴露程度越高(Chen等,2024)。因此,当企业内存在较多的地理共同机构投资者和较高的地理共同机构持股比例时,地理机构投资者有充分的动机和能力要求企业提升自身的ESG表现以降低其投资组合的风险敞口,进而实现投资组合价值最大化的目标。基于上述分析,本文提出假设2。

假设2:地理共同机构所有权会增加投资组合在该地区的风险敞口,进而促使企业提升ESG表现。

企业ESG表现能够反映企业在不损害自身或他人未来利益的前提下满足当前发展需求的能力(Barros等,2023),包括但不限于污染治理、员工福利改善、健康与安全保障、多样性雇佣政

策、真实有效的信息披露等行为。现有研究指出,企业 ESG 表现根植于地理社区内部的社会规范和来自利益相关者的关注(Attig 和 Brockman, 2017)。沿着这一逻辑,与 ESG 相关的社会规范和压力同样能够塑造机构投资者的偏好。例如, Kim 等(2019)提出地方偏好假说,认为与当地社区联系紧密的本地机构投资者和遥远的异地机构投资者之间在减少污染方面存在异质性偏好。Lins 等(2024)指出,温斯坦#MeToo 事件之后,非性别歧视的企业中机构投资者的持股比例和股票回报率有所上升,这是因为#MeToo 运动后不断强化的消除性别歧视的社会规范改变了投资者的偏好。因此,本文认为与地方社区紧密联系和频繁互动的机构投资者能够更好地感知和了解到与 ESG 相关的地区法规、制度安排以及利益相关者的环境或道德偏好,进而渗透到机构投资者的监督决策之中。其中,地理共同机构投资者可能是这类投资者的重要组成部分。

具体来看,地理共同机构所有权隐含地理共同机构投资者与该地理社区、利益相关者之间紧密的社会联系。这种联系既可能来自地理共同机构投资者对同一地区内上市公司投资所形成的股权网络(Lel 等, 2023),也有可能来自地理共同机构投资者与其持股企业互动过程(如实地调研)中形成的私人关系。在上述过程中,来自该地区的社会规范和利益相关者的环境或道德偏好会催生机构投资者的 ESG 偏好,进而增强投资者监督企业提升 ESG 表现的动机(Lins 等, 2024; Kim 等, 2019)。进一步地,持有更多同一地区上市公司的机构投资者能够同时调研多家位于同一地区的上市公司,减少机构投资者在不同地区间的流动,有利于投资者将更多精力投入投资组合的管理中,进而加强机构投资者与组合内上市公司之间的互动。这也意味着该类机构投资者会拥有更多的软信息和隐性知识,能够降低与提升 ESG 表现相关的监督和谈判成本(Kim 等, 2019)。总的来说,地理共同机构投资者与对应地区的社会联系越强、互动程度越高,其接收到的本地利益相关者的期望和信息越多,提升企业 ESG 表现的意愿也越强。这种意愿通常会随着企业内地理共同机构投资者数量的增加和地理共同机构投资者持股比例的提高而增强。综上所述,本文提出假设 3。

假设 3: 地理共同机构所有权会加强投资者在该地区的社会联系与互动,进而促使企业提升 ESG 表现。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文的初始样本为 2011—2022 年中国沪深 A 股上市公司。其中,机构投资者持股数据来自 Wind 数据库,上市公司总部所在地数据来自国泰安数据库(CSMAR),机构投资者所在公司总部所在地数据来自天眼查数据库。在此基础上,本文利用百度地图对上述地址信息进行经纬度转换。企业 ESG 评级数据分别来自彭博数据库、Wind 数据库和 DataGo 数据库。铁路营业里程、人均地区生产总值和政府环境关注度数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS)。其余数据均来自国泰安数据库。在此基础上,本文对样本数据进行了如下筛选:剔除金融业公司;剔除年度股票名称中包含 ST 和*ST 的观测值;剔除存在缺失值的观测值;剔除回归时仅存在一个观测值的公司。最终,本文的研究样本为 9328 个公司-年度观测值。需要注意的是,在具体回归分析中,由于模型中变量可能不同,实际用到的样本也会存在一定差异。

(二) 变量构建和模型设计

1. 地理共同机构所有权

地理共同机构所有权是指企业内地理共同机构投资者的数量以及持股情况,用于表示同一

地理范围内企业之间的所有权联系。在指标构建过程中,本文选择城市作为地理区划的标准,并且以5%持股比例为限筛选机构投资者。进一步地,本文借鉴已有研究(Ye, 2024; 雷雷等, 2023; 杜勇等, 2021)的做法,从两个方面构造地理共同机构所有权指标:一是地理共同机构投资者数量(*GcoNum*),计算季度层面上上市公司内部地理共同机构投资者数量,再取季度指标的均值作为年度指标;二是地理共同机构投资者持股比例(*GcoOwn*),计算季度层面上上市公司内部地理共同机构投资者持股比例,再取季度指标的均值作为年度指标。一般而言,地理共同机构投资者数量越多、持股比例越高,地理共同机构所有权越大。

2. 企业 ESG 表现

借鉴已有文献(潘玉坤、郭萌萌, 2023; Avramov 等, 2022),本文从彭博数据库中收集企业 ESG 评分信息,以衡量企业参与 ESG 的表现。ESG 评分越高,企业参与 ESG 的表现越好。

3. 模型设定

为了检验地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的影响,本文构建如下模型:

$$ESG_{i,t} = \alpha_1 + \alpha_2 Common_{i,t} + \alpha_3 X_{i,t} + \gamma_t + \tau_i + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

其中, *Common* 是地理共同机构所有权指标,分别代表企业内地理共同机构投资者数量(*GcoNum*)和地理共同机构投资者持股比例(*GcoOwn*)。ESG 是企业环境、社会和治理表现评分。同时,借鉴已有文献(杜勇等, 2021; 雷雷等, 2023; 潘玉坤、郭萌萌, 2023),本文控制了以下变量:企业规模(*Size*)、总资产净利润率(*ROA*)、资产负债率(*Lev*)、固定资产占比(*PPE*)、账面市值比(*BM*)、股权集中度(*Top*)、管理层持股比例(*ManHold*)、管理层薪酬(*Salary*)、机构股东持股比例(*IntShr*)、董事会规模(*Board*)、独立董事比例(*IndRate*)、是否为国企(*SOE*)、行业集中度(*IndHHI*)、交通发展水平(*Railway*)和经济发展水平(*GDP*)。①此外,本文还控制了公司和年份固定效应,以控制不随时间变化的个体效应和不随个体变化的宏观效应。在此基础上,本文对所有连续变量进行上下1%的缩尾处理,对系数的标准误在公司层面进行聚类调整。

四、实证分析

(一)描述性统计

表1为主要变量的描述性统计结果。在被解释变量方面,企业 ESG 表现的均值和标准差分别为 28.964 和 9.122,最小值为 11.983,最大值为 57.288。这说明样本上市公司整体 ESG 评分偏低,且企业间 ESG 评分差异较大。在解释变量方面,地理共同机构投资者数量(*GcoNum*)和持股比例(*GcoOwn*)的均值分别为 0.241 和 0.056,标准差分别为 0.471 和 0.138,平均来看上市公司不论是地理共同机构投资者数量还是持股比例都存在较大的差异。其他控制变量与已有文献(杜勇等, 2021; 吴晓晖等, 2022)保持一致,这里不再赘述。

表 1		描述性统计结果						
变量	观测值	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
ESG	9328	28.964	9.122	11.983	22.955	27.875	33.226	57.288
GcoNum	9328	0.241	0.471	0.000	0.000	0.000	0.250	2.000

① 限于篇幅,变量定义的具体内容未展示,详见线上附录。

续表 1

变量	观测值	均值	标准差	最小值	25% 分位数	中位数	75% 分位数	最大值
<i>GcoOwn</i>	9328	0.056	0.138	0.000	0.000	0.000	0.013	0.601
<i>Size</i>	9328	23.313	1.310	19.447	22.396	23.200	24.098	27.377
<i>ROA</i>	9328	0.043	0.062	-0.368	0.015	0.037	0.071	0.218
<i>Lev</i>	9328	0.490	0.197	0.054	0.341	0.503	0.639	0.997
<i>PPE</i>	9328	0.230	0.179	0.001	0.086	0.185	0.337	0.718
<i>BM</i>	9328	0.676	0.279	0.103	0.460	0.689	0.906	1.184
<i>Top</i>	9328	0.379	0.158	0.088	0.255	0.364	0.496	0.751
<i>ManHold</i>	9328	0.043	0.107	0.000	0.000	0.000	0.010	0.638
<i>Salary</i>	9328	15.320	0.821	12.387	14.782	15.292	15.853	17.206
<i>IntShr</i>	9328	0.593	0.192	0.078	0.452	0.611	0.739	0.962
<i>Board</i>	9328	2.183	0.201	1.609	2.079	2.197	2.197	2.708
<i>IndRate</i>	9328	0.375	0.055	0.300	0.333	0.364	0.417	0.571
<i>SOE</i>	9328	0.557	0.497	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>IndHHI</i>	9328	0.145	0.148	0.021	0.064	0.096	0.160	0.913
<i>Railway</i>	9328	0.353	0.192	0.050	0.180	0.360	0.500	0.830
<i>GDP</i>	9328	11.093	0.506	9.478	10.715	11.126	11.481	12.011

(二) 基准回归结果

表 2 为地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的回归结果。从回归结果来看,列(1)~列(4)中地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的回归系数均在 1% 的统计水平下显著为正,表明地理共同机构所有权能够显著提升企业 ESG 表现。^①从经济意义来看,以列(2)和列(4)的回归结果为例,地理共同机构投资者数量(*GcoNum*)或持股比例(*GcoOwn*)每增加一个标准差(0.471 或 0.138),企业 ESG 表现会提升标准差(9.122)的 5.12% 或 5.34%。^②

表 2 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>
<i>GcoNum</i>	1.101*** (4.53)	0.992*** (4.26)		
<i>GcoOwn</i>			3.661*** (4.15)	3.530*** (4.12)
常数项	28.698*** (490.45)	-21.842*** (-3.37)	28.757*** (577.66)	-21.696*** (-3.34)
控制变量	否	是	否	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
<i>N</i>	9328	9328	9328	9328
调整后的 R ²	0.006	0.037	0.004	0.037

注:***、**和*分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平下显著,括号内为 t 值,标准误经过公司层面的 Cluster 调整。下同。

① 限于篇幅,地理共同机构所有权对企业 ESG 表现子项的相关结果未展示,详见线上附录。

② 计算公式分别为:(*GcoNum* 的系数 0.992×*GcoNum* 的标准差 0.471)/*ESG* 的标准差 9.122=5.12%;(*GcoOwn* 的系数 3.530×*GcoOwn* 的标准差 0.138)/*ESG* 的标准差 9.122=5.34%。

(三)稳健性检验^①

1. 考察不同类型地理共同机构所有权的影响

本文考察了如下三种不同分类标准下地理共同机构所有权与企业 ESG 表现之间的因果关系,以进一步确定不同机构投资者类型对基准回归结果的影响。一是按照金融机构与非金融机构进行分类,其中金融机构包括但不限于 QFII、保险公司、信托公司、券商、基金公司、银行、陆股通等,非金融机构包括一般法人和非金融类上市公司,由此计算得到地理共同金融机构所有权和地理共同非金融机构所有权。二是按照机构投资者是否签署负责任投资原则(PRI)来区分机构投资者的 ESG 偏好,由此计算得到 ESG 偏好的地理共同机构所有权和非 ESG 偏好的地理共同机构所有权。三是单独考察实业机构投资者是否也通过地理共同机构所有权发挥对企业 ESG 表现的提升作用。本文从一般法人和非金融类上市公司类型的机构投资者中进一步分析实业机构投资者,由此计算地理共同实业机构所有权。结果表明,尽管机构投资者类型不同,地理共同机构所有权都能够促使企业提升 ESG 表现,但是金融机构和偏好 ESG 的机构投资者在企业 ESG 表现上能够发挥更明显的提升作用。

2. 排除其他替代性解释

本文尝试排除上市公司与机构投资者同城市或者同行业共同机构持股对实证结果的影响。首先,本文分别构建本地机构投资者持股比例以及基于剔除与上市公司总部同城市的机构投资者数据重新计算的地理共同机构投资者数量和持股比例,以此排除机构投资者本地优势对回归结果的替代性解释。其次,考虑到地理共同机构所有权可能与行业共同机构所有权存在交集,本文尝试讨论行业共同机构所有权对实证结果的影响。对此,本文剔除同城市且同行业的机构投资者持股情况并重新计算地理共同机构投资者数量和持股比例,即持有 2 家及以上处于同城市但不同行业上市公司的机构投资者数量和持股比例。最后,本文构建行业地理共同机构所有权指标,即地理共同机构所有权和行业共同机构所有权的交集。其中,行业地理共同机构投资者是指持有 2 家及以上处于同行业且同城市上市公司的机构投资者。从回归结果来看,本文的基准回归结果并未受到上市公司总部与机构投资者总部同城市的影响。此外,尽管将行业特征纳入地理共同机构所有权的考虑范围,地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的正向影响依然稳健。

3. 其他稳健性检验

首先,为了缓解指标的不同计算方法对实证结果的影响,本文提供了地理共同机构所有权和企业 ESG 表现的替代性指标,并且重新进行回归分析。其一,本文利用上市公司是否存在共同机构股东的虚拟变量,以及分别基于国泰安数据库中前十大股东季度持股情况数据和 Wind 数据库中年末机构投资者持股数据重新计算的地理共同机构所有权,作为地理共同机构所有权的替代性指标。其二,本文从 Wind 数据库和 DataGo 数据库中收集企业 ESG 评分(包括华证、Wind 和 DataGo 的 ESG 评分),以其对数值作为企业 ESG 表现的替代性指标。其次,为了避免金融机构地区集聚和特殊事件对回归结果的混淆,本文通过构建两个子样本的方式来重新检验地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的积极影响。其一,由于中国上市公司和金融机构具有明显的集聚特征,本文剔除总部位于北京、上海、深圳和广州的上市公司样本。其二,考虑到上交所和深交所分别于 2017 年 9 月和 12 月加入联合国可持续证券交易所倡议,本文剔除 2018 年之后的上市公司样本。最后,为了控制地区层面的特征对回归结果的影响,本文增加了控制城市固

^① 限于篇幅,稳健性检验相关结果未展示,详见线上附录。

定效应、城市 $\times$ 年份固定效应的回归分析。综上分析,地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的正向影响依然显著。

(四)内生性问题^①

1. 遗漏不可观测变量分析

本文虽然在回归模型中控制了足够多的混淆变量以及公司和年份固定效应,但可能仍然无法避免不可观测变量对结果造成的影响。为此,本文借鉴 Altonji 等(2005)、Oster(2019)的方法来检验遗漏不可观测变量问题的严重性。结果表明,地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的影响受遗漏不可观测变量的影响较小。

2. 匹配样本分析

为了缓解模型设定错误可能引入的偏差,本文采用倾向得分匹配法和熵平衡匹配法来缓解上述内生性问题。其中,倾向得分匹配法的步骤如下:一是根据企业是否拥有地理共同机构投资者构造虚拟变量,并将其对所有控制变量进行 Probit 回归;二是根据倾向得分进行 1:1、1:2、1:3 的可重复近邻匹配,并将卡尺距离设为 0.03;三是为进一步缩小控制变量的组间差异,利用匹配后样本重新估计式(1)。进一步地,本文使用熵平衡匹配法来控制协变量的高阶差异。在本文中,熵平衡匹配主要根据是否拥有地理共同机构投资者虚拟变量来最小化以下变量的差异:一是所有控制变量(权重 1);二是所有控制变量及其交互项、二次项、三次项(权重 2)。结果表明,本文的结论受函数形式错误设定导致的内生性问题较弱。

3. 工具变量

Kuchler 等(2022)的研究指出,在控制地理距离和其他潜在因素的前提下,投资者更有可能投资于与其所在地网络联系密切的区域内的企业。由此,本文认为当某一地区的网络发展程度更高时,该地区的上市公司更可能被共同机构投资者持有。本文选取 1984 年邮局数量的自然对数来构造工具变量。一方面,历史邮电业务发展与信息网络基础建设紧密正相关(黄群慧等,2019);另一方面,1984 年各城市邮局数量是历史数据,其对经济发展的影响日渐式微,难以直接影响当地企业的 ESG 表现。然而,1984 年邮局数量是截面数据,需要引入地区层面的移动网络流量这一时变变量共同构造工具变量。回归结果表明,地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的正向影响依然显著为正,均通过了弱工具变量检验。

五、进一步分析

(一)经济机制分析

1. 不同范围的地理共同机构所有权与 ESG 表现

相对于地理位置遥远的个人或组织,地理邻近的个人或组织可能更多地面临企业经济活动的负外部性。基于此,本文认为地理共同机构投资者持有的上市公司之间的距离越近,负外部性对组合内周边企业的影响越大,此时地理共同机构投资者为实现投资组合价值最大化而提升企业 ESG 表现的意愿越强。为了检验不同范围的地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的差异化影响,本文参考已有文献(Kim 等,2019;Ye,2024)构造不同范围的地理共同机构所有权指标。本文利用上市公司总部所在地的经纬度计算上市公司之间的距离,并且分别以 100km、150km 和

^① 限于篇幅,内生性问题相关结果未展示,详见线上附录。

200km 为分界点构建上市公司分布圈。在此基础上,遵循基准回归中地理共同机构所有权指标的计算步骤。第一,计算上市公司中地理共同机构投资者数量,即 *GcoNum100*、*GcoNum150* 和 *GcoNum200*。第二,计算上市公司中地理共同机构投资者持股比例,即 *GcoOwn100*、*GcoOwn150* 和 *GcoOwn200*。其中,地理共同机构投资者是指同时持有 2 家及以上与上市公司总部距离 100km (150km 或 200km) 以内,且持股比例均在 5% 以上的机构投资者。本文将上述指标代入基准回归模型中,回归结果如表 3 所示。结果表明,地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的回归系数均在 1% 的统计水平下显著为正,但是地理共同机构所有权的系数随着上市公司之间地理距离的增加而下降。这说明,地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的提升效应随着地理距离的增加而降低。

表 3 不同范围地理共同机构所有权与企业 ESG 表现的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>
<i>GcoNum100</i>	0.766*** (4.78)					
<i>GcoNum150</i>		0.563*** (3.82)				
<i>GcoNum200</i>			0.551*** (3.81)			
<i>GcoOwn100</i>				3.242*** (4.52)		
<i>GcoOwn150</i>					2.430*** (3.35)	
<i>GcoOwn200</i>						2.405*** (3.49)
常数项	-21.748*** (-3.36)	-22.131*** (-3.41)	-22.140*** (-3.41)	-21.869*** (-3.38)	-21.911*** (-3.38)	-21.932*** (-3.38)
控制变量	是	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	9328	9328	9328	9328	9328	9328
调整后的 <i>R</i> ²	0.038	0.036	0.036	0.037	0.035	0.035

2. 地理共同机构所有权的社会联系与互动

本文认为机构投资者与该城市内个人或组织之间频繁的互动,有利于 ESG 相关信息和利益相关者期望的传递(Kim 等,2019;You,2023),进而增强地理共同机构投资者提升企业 ESG 表现的意愿。基于以上分析,本文参考雷雷等(2023)的做法,构建地理共同机构投资者社会联系指标。一是企业通过地理共同机构投资者联结的同城市上市公司数量的年末数值(*NumConect*);二是企业内一个地理共同机构投资者联结的同城市上市公司数量的当年季度均值(*AvgNum*)。在此基础上,本文将上述两个绝对数指标扩展为联结数量(*NumConect* 和 *AvgNum*)与该城市上市公司总数的比值(*ConectShr* 和 *AvgShr*)以及企业通过地理共同机构投资者联结的上市公司总市值与该城市上市公司总市值之比(*ConectMV*)。本文将上述社会联系指标替换基准模型中的解释变量,回归结果如表 4 所示。列(1)~列(5)的回归系数均在 1% 的统计水平下显著为正,说明地理共同机构投资者社会联系的加强会显著提升企业 ESG 表现,符合本文预期。

表4 社会联系与互动的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ESG	ESG	ESG	ESG	ESG
<i>AvgNum</i>	0.459*** (5.52)				
<i>NumConect</i>		0.341*** (5.29)			
<i>ConectShr</i>			23.397*** (4.25)		
<i>AvgShr</i>				24.515*** (3.94)	
<i>ConectMV</i>					5.134*** (4.51)
常数项	-19.831*** (-3.09)	-20.352*** (-3.16)	-21.146*** (-3.26)	-20.840*** (-3.22)	-20.396*** (-3.15)
控制变量	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
<i>N</i>	9328	9328	9328	9328	9328
调整后的 R ²	0.042	0.042	0.037	0.037	0.037

本文通过计算一年中上市公司被机构投资者实地调研的次数(*Nvisit*),以讨论地理共同机构所有权与实地调研之间的潜在关系。更进一步地,本文考虑地理共同机构所有权是否会增加对应机构投资者在该城市的实地调研次数。为了实现以上检验,本文构建模型(2):

$$CNvisit_{i,t} = \alpha_1 + \alpha_2 ComDum_{i,t} + \gamma_t + \tau_{i,c} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,*ComDum*表示机构投资者是否同时持有2家及以上总部位于同一城市的上市公司且持股比例均在5%以上,即是否为该城市的共同机构投资者。*CNvisit*表示地理共同机构投资者在对应城市的实地调研次数。此外,本文还控制了机构投资者×城市固定效应和年份固定效应,并且在机构投资者-城市层面进行标准误的聚类。由于机构投资者详细数据的限制,模型(2)中没有加入其他控制变量。回归结果如表5所示,列(1)~列(3)的回归系数至少在10%的统计水平下显著为正,表明地理共同机构所有权会促使地理共同机构投资者增加对上市公司的实地调研活动,特别是对应城市的调研,符合本文预期。

表5 上市公司实地调研的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Nvisit</i>	<i>Nvisit</i>	<i>CNvisit</i>
<i>GcoNum</i>	6.704** (2.00)		
<i>GcoOwn</i>		17.236* (1.83)	

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Nvisit</i>	<i>Nvisit</i>	<i>CNvisit</i>
<i>ComDum</i>			4.745*** (3.09)
常数项	-588.627*** (-7.54)	-587.829*** (-7.52)	3.608*** (1496.16)
控制变量	是	是	否
公司固定效应	是	是	否
年份固定效应	是	是	是
机构投资者 × 城市固定效应	否	否	是
<i>N</i>	9328	9328	233970
调整后的 R ²	0.062	0.061	0.001

注：列(3)使用机构投资者层面数据进行回归,这使得列(3)中样本与主回归不一致。

3. 地理共同机构所有权与管理层 ESG 意识

作为企业内部重要的经营决策者,管理层的 ESG 意识决定着企业是否投资于有利于 ESG 表现提升的项目。对此,本文将管理层讨论与分析中与环境、社会 and 治理相关的词频占总词数的比重作为代理指标,并且将管理层 ESG 意识划分为环境和社会意识(*ESWord*)、治理意识(*GWord*)。表 6 的结果显示,地理共同机构所有权对管理层的环境和社会意识具有显著强化作用,对管理层的治理意识没有显著的影响。

表 6 地理共同机构所有权对管理层 ESG 意识的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ESWord</i>	<i>GWord</i>	<i>ESWord</i>	<i>GWord</i>
<i>GcoNum</i>	0.024* (1.86)	-0.016 (-1.39)		
<i>GcoOwn</i>			0.128** (2.01)	-0.049 (-0.90)
常数项	-0.229 (-0.59)	0.791*** (2.60)	-0.225 (-0.57)	0.789*** (2.59)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
<i>N</i>	9328	9328	9328	9328
调整后的 R ²	0.008	0.003	0.008	0.003

(二)异质性分析

1. 社会责任关注度

来自利益相关者的社会期望会渗透企业边界,通过政府、企业高管、员工和社区公众对企业

ESG 表现产生影响 (Kim 等, 2019; You, 2023)。本文认为, 上市公司总部所在地的公众、政府和员工社会责任关注度越高, 地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的积极影响越显著。为了验证上述内容, 本文从不同利益相关者角度构建四个指标: 一是采用该地区政府工作报告中提及保护和改善环境以及推进生态文明建设关键词的数量与总词数的比值再乘以 100 来衡量政府的环境关注度 (*ProWord*); 二是采用该城市是否开展低碳城市试点 (*Pilotrt*) 来衡量政策偏好; 三是采用 65 岁及以上人口占总人口的比重来衡量地区 ESG 偏好 (*Aging*); 四是采用上市公司员工中本科及以上学历人员占比 (*UnderEdu*) 来衡量员工 ESG 偏好。从表 7 的回归结果来看, 当上市公司面临更大的来自利益相关者的社会期望时, 地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的积极作用总体更显著, 符合本文预期。

表 7 基于社会责任关注度的异质性回归结果

Panel A: 主要解释变量为 <i>GcoNum</i>				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>
<i>GcoNum</i>	-0.910 (-1.18)	0.377 (1.10)	0.662* (1.73)	-0.092 (-0.16)
<i>GcoNum</i> × <i>Aging</i>	0.166** (2.55)			
<i>GcoNum</i> × <i>UnderEdu</i>		1.304** (2.17)		
<i>GcoNum</i> × <i>Pilotrt</i>			0.445 (1.07)	
<i>GcoNum</i> × <i>ProWord</i>				0.637* (1.93)
<i>Aging</i>	0.035 (0.40)			
<i>UnderEdu</i>		0.940* (1.87)		
<i>Pilotrt</i>			-0.134 (-0.37)	
<i>ProWord</i>				-0.042 (-0.27)
常数项	-22.469*** (-3.41)	-23.911*** (-3.54)	-21.797*** (-3.35)	-21.761*** (-3.36)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
<i>N</i>	9328	8717	9328	9328
调整后的 R^2	0.040	0.042	0.037	0.038

续表 7

Panel B: 主要解释变量为 *GcoOwn*

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>
<i>GcoOwn</i>	-4.247 (-1.41)	0.826 (0.62)	0.588 (0.47)	-3.281* (-1.66)
<i>GcoOwn</i> × <i>Aging</i>	0.685*** (2.64)			
<i>GcoOwn</i> × <i>UnderEdu</i>		6.753*** (2.64)		
<i>GcoOwn</i> × <i>Pilotrt</i>			4.000*** (2.85)	
<i>GcoOwn</i> × <i>ProWord</i>				4.042*** (3.63)
<i>Aging</i>	0.020 (0.23)			
<i>UnderEdu</i>		0.930* (1.89)		
<i>Pilotrt</i>			-0.320 (-0.89)	
<i>ProWord</i>				-0.084 (-0.55)
常数项	-23.290*** (-3.53)	-23.960*** (-3.55)	-21.624*** (-3.33)	-21.337*** (-3.30)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
<i>N</i>	9328	8717	9328	9328
调整后的 <i>R</i> ²	0.040	0.042	0.038	0.039

注:由于上市公司员工的学历构成是自愿披露项目,这部分数据缺失使得 Panel A 和 Panel B 中列(2)的回归样本与主回归不一致。

2. 外部风险

ESG 是投资者风险管理的重点。一系列实证研究指出,企业开展 ESG 活动有助于抵御下行风险(Lins 等,2017)。本文认为当投资组合内上市公司面临较大的下行风险时,地理共同机构投资者更有可能关注企业 ESG 表现。因此,本文构建四个风险指标。一是采用经济政策不确定性虚拟变量来衡量地区宏观风险(*EpuDum*),即当经济政策不确定性对数值大于其年度中位数时取值为 1,否则取值为 0。其中,经济政策不确定性指数采用 Yu 等(2021)的计算方法,根据中国 31 个省份的主流报纸文章来构建。二是采用平均法计算的行业经营杠杆来衡量行业风险水平(*IndLev*)。三是采用经过行业调整后的上市公司过去 5 年的销售收入标准差来衡量企业环境不确定性(*EU*)。

四是采用商誉净资产比(*Reput*)来衡量企业未来的减值风险。从表8的回归结果来看,当企业面临更大的外部风险时,地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的提升作用总体更显著,符合本文预期。

表 8 基于外部风险的异质性回归结果

Panel A: 主要解释变量为 <i>GcoNum</i>				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>
<i>GcoNum</i>	0.225 (0.71)	0.880*** (3.71)	0.698** (2.01)	0.923*** (3.80)
<i>GcoNum</i> × <i>EpuDum</i>	0.542** (1.99)			
<i>GcoNum</i> × <i>IndLev</i>		0.083** (2.26)		
<i>GcoNum</i> × <i>EU</i>			0.162* (1.93)	
<i>GcoNum</i> × <i>Reput</i>				1.558 (1.23)
<i>EpuDum</i>	-0.198 (-1.50)			
<i>IndLev</i>		-0.065*** (-2.85)		
<i>EU</i>			0.001 (0.02)	
<i>Reput</i>				-1.401* (-1.88)
常数项	11.658 (0.90)	-21.744*** (-3.35)	-20.869*** (-2.80)	-22.539*** (-3.45)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
<i>N</i>	4803	9328	7972	9328
调整后的 <i>R</i> ²	0.010	0.038	0.037	0.038
Panel B: 主要解释变量为 <i>GcoOwn</i>				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>
<i>GcoOwn</i>	0.070 (0.07)	3.212*** (3.62)	2.255* (1.94)	3.261*** (3.81)
<i>GcoOwn</i> × <i>EpuDum</i>	2.149** (2.27)			
<i>GcoOwn</i> × <i>IndLev</i>		0.181** (2.03)		
<i>GcoOwn</i> × <i>EU</i>			0.492* (1.73)	
<i>GcoOwn</i> × <i>Reput</i>				13.352*** (2.96)
<i>EpuDum</i>	-0.194 (-1.51)			

续表 8

Panel B: 主要解释变量为 <i>GcoOwn</i>				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>	<i>ESG</i>
<i>IndLev</i>		-0.062*** (-2.91)		
<i>EU</i>			0.006 (0.12)	
<i>Reput</i>				-1.530** (-2.13)
常数项	11.834 (0.91)	-21.416*** (-3.30)	-21.139*** (-2.83)	-22.299*** (-3.41)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
<i>N</i>	4803	9328	7972	9328
调整后的 <i>R</i> ²	0.010	0.038	0.035	0.038

注:由于地区层面的经济政策不确定性数据存在缺失值,并且企业环境不确定性利用过去5年销售收入标准差进行计算会导致部分样本缺失,Panel A 和 Panel B 中列(1)和列(3)的回归样本与主回归不一致。

(三)经济后果检验^①

为了检验随着地理共同机构所有权提升的企业 ESG 表现能否给投资者带来收益,本文构建经济后果模型(3):

$$Value_{i,t} = \alpha_1 + \alpha_2 ESG_{i,t} + \alpha_3 ESG_{i,t} \times Common_{i,t} + \alpha_4 Common_{i,t} + \alpha_5 X_{i,t} + \gamma_t + \tau_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,地理共同机构所有权和企业 ESG 表现的交乘项(*ESG*×*GcoNum* 和 *ESG*×*GcoOwn*)是重要关注对象,控制变量、固定效应与基准回归模型保持一致。关于被解释变量,本文分别选取每股收益(*EPS*)、每股净资产(*NAPS*)和市值(*MktValue*)作为投资者市场收益的代理指标。从回归结果来看,交乘项的系数均显著为正,说明地理共同机构所有权提升的企业 ESG 表现能够给投资者带来更多的收益,符合价值最大化的目标。

六、结论与启示

提升企业 ESG 表现事关可持续发展的重要目标。本文基于 2011—2022 年中国沪深 A 股上市公司数据,考察地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的影响及其作用机制。研究发现,地理共同机构所有权能够有效提升企业 ESG 表现。在经济机制分析中,研究发现公司在生产经营过程中产生的负外部性会给地理邻近的上市公司带来更大的负面影响,由此地理共同机构投资者内部化负外部性的动机更强,进而有利于企业 ESG 表现的提升。此外,地理共同机构所有权越大,地理共同机构投资者与对应城市的社会联系越紧密,其内部化负外部性的动机越强,越有利于提升企业 ESG 表现。与此同时,本文还发现地理共同机构所有权会增强管理层的环境和社会意识。在异质性分析中,本文发现上市公司周边利益相关者的社会责任关注度或者上市公司面临的外部风险越

^① 限于篇幅,经济后果检验相关结果未展示,详见线上附录。

高,地理共同机构所有权对企业 ESG 表现的提升作用越大。经济后果检验表明,随着地理共同机构所有权提升的企业 ESG 表现有利于增加投资者收益。由此,本文提出如下政策启示。

第一,完善 ESG 信息披露制度和评级体系,积极引导资本向绿色领域流动。在治理效应的分析框架下,地理共同机构投资者会通过提升企业 ESG 表现实现投资组合价值最大化的目标。这可能要求地理共同机构投资者能够及时准确地获取投资组合内企业 ESG 相关的信息与市场态度(如具体的管理实践或 ESG 评级)。因此,政策制定者应当建立完善的 ESG 信息披露制度,逐步增强信息披露的强制性,不断扩大适用主体的范围,同时建立 ESG 信息查询和反馈平台,方便投资者快速查询和获取相关信息并进行监督。此外,联合机构投资者、数据提供商等主体制定统一的 ESG 评分体系,加强对评级机构的监管,实现评分标准、评分过程和评分结果的透明化,进而为共同机构投资者评估企业 ESG 表现提供重要依据。

第二,充分增强利益相关者的监督意愿,借助多方力量推动企业绿色转型。本文研究指出地理共同机构所有权能够加强投资者与被投资地区的社会联系和互动,强化投资者对社会期望的感知和了解,有利于提升企业 ESG 表现。该结论强调了利益相关者群体在形成外部合法性约束中的重要作用,因此政策制定者应加强 ESG 宣传和教育平台建设,提高当地社区对环境污染、产品质量低下、不安全生产等行为所带来的不良影响的认识,培养和树立社会公众的 ESG 意识。同时,合理利用新闻媒体、官方媒体(如公众号)等渠道实现处罚公告的联合报道,增加企业违规行为对利益相关者群体(如员工、社区、共同机构投资者等)的曝光度。

第三,搭配使用“命令控制型”“市场型”“自愿型”治理政策,增强政府对可持续发展的推动力。一是根据本文的实证研究结果,建议进一步推广低碳城市试点,加大已有低碳试点城市的执行力度(包括低碳生产和低碳消费),加快良性可持续的能源生态体系建设步伐。具体包括建立统一的绿色产品标准、认证、标识体系和运营机制,建立和完善本地区碳排放交易市场监管体系与登记注册系统,为清洁能源利用、绿色环保技术等项目提供融资或税收减免。二是在外部风险较高的地区或行业中,采用优化投资环境、政府引导基金等方式吸引更多的共同机构投资者,鼓励其提高持股比例。

参考文献:

1. 陈帅、张丹丹:《空气污染与劳动生产率——基于监狱工厂数据的实证分析》,《经济学(季刊)》2020年第4期。
2. 杜勇、孙帆、邓旭:《共同机构所有权与企业盈余管理》,《中国工业经济》2021年第6期。
3. 黄群慧、余泳泽、张松林:《互联网发展与制造业生产率提升:内在机制与中国经验》,《中国工业经济》2019年第8期。
4. 雷雷、张大永、姬强:《共同机构持股与企业 ESG 表现》,《经济研究》2023年第4期。
5. 陆蓉、常维:《近墨者黑:上市公司违规行为的“同群效应”》,《金融研究》2018年第8期。
6. 梅蓓蕾、郭雪寒、叶建芳:《问询函的溢出效应——基于盈余管理视角》,《会计研究》2021年第6期。
7. 欧阳艳艳、黄新飞、钟林明:《企业对外直接投资对母国环境污染的影响:本地效应与空间溢出》,《中国工业经济》2020年第2期。
8. 潘玉坤、郭萌萌:《空气污染压力下的企业 ESG 表现》,《数量经济技术经济研究》2023年第7期。
9. 吴晓晖、李玉敏、柯艳蓉:《共同机构投资者能够提高盈余信息质量吗》,《会计研究》2022年第6期。
10. 朱帮助、邓雅薇、王平、代昀昊、张三峰:《空气污染会抑制企业全要素生产率吗?》,《系统工程理论与实践》2023年第10期。
11. Altonji, J. G., Elder, T. E., & Taber, C. R., Selection on Observed and Unobserved Variables: Assessing the Effectiveness of Catholic Schools. *Journal of Political Economy*, Vol.113, No.1, 2005, pp.151-184.
12. Arouri, M., Gomes, M., & Pukthuanthong, K., Corporate Social Responsibility and M&A Uncertainty. *Journal of Corporate Finance*, Vol.56, 2019, pp.176-198.

13. Attig, N., & Brockman, P., The Local Roots of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, Vol.142, 2017, pp.479–496.
14. Avramov, D., Cheng, S., Lioui, A., & Tarelli, A., Sustainable Investing with ESG Rating Uncertainty. *Journal of Financial Economics*, Vol.145, No.2, 2022, pp.642–664.
15. Azar, J., Schmalz, M. C., & Tecu, I., Anticompetitive Effects of Common Ownership. *The Journal of Finance*, Vol.73, No.4, 2018, pp.1513–1565.
16. Barros, V., Matos, P. V., Sarmento, J. M., & Vieira, P. R., High-Tech Firms: Dividend Policy in a Context of Sustainability and Technological Change. *Technological Forecasting and Social Change*, Vol.190, 2023, 122434.
17. Broadstock, D. C., Matousek, R., Meyer, M., & Tzeremes, N. G., Does Corporate Social Responsibility Impact Firms' Innovation Capacity? The Indirect Link between Environmental & Social Governance Implementation and Innovation Performance. *Journal of Business Research*, Vol.119, 2020, pp.99–110.
18. Chen, S., Ma, H., Wu, Q., & Zhang, H., Common Institutional Ownership and Stock Price Crash Risk. *Contemporary Accounting Research*, Vol.41, No.1, 2024, pp.679–711.
19. Chen, T., Dong, H., & Lin, C., Institutional Shareholders and Corporate Social Responsibility. *Journal of Financial Economics*, Vol.135, No.2, 2020, pp.483–504.
20. Currie, J., Davis, L., Greenstone, M., & Walker, R., Environmental Health Risks and Housing Values: Evidence from 1,600 Toxic Plant Openings and Closings. *American Economic Review*, Vol.105, No.2, 2015, pp.678–709.
21. Friedman, M., The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, September 13, 1970.
22. Kim, I., Wan, H., Wang, B., & Yang, T., Institutional Investors and Corporate Environmental, Social, and Governance Policies: Evidence from Toxics Release Data. *Management Science*, Vol.65, No.10, 2019, pp.4901–4926.
23. Kuchler, T., Li, Y., Peng, L., Stroebe, J., & Zhou, D., Social Proximity to Capital: Implications for Investors and Firms. *The Review of Financial Studies*, Vol.35, No.6, 2022, pp.2743–2789.
24. Le, U., Martin, G. S., & Qin, Z., Delegated Monitoring, Institutional Ownership, and Corporate Misconduct Spillovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.58, No.4, 2023, pp.1547–1581.
25. Lewellen, K., & Lowry, M., Does Common Ownership Really Increase Firm Coordination? . *Journal of Financial Economics*, Vol.141, No.1, 2021, pp.322–344.
26. Li, X., Liu, T., & Taylor, L. A., Common Ownership and Innovation Efficiency. *Journal of Financial Economics*, Vol.147, No.3, 2023, pp.475–497.
27. Lins, K. V., Roth, L., Servaes, H., & Tamayo, A., Sexism, Culture, and Firm Value: Evidence from the Harvey Weinstein Scandal and the #MeToo Movement. *Journal of Accounting Research*, Vol.62, No.5, 2024, pp.1989–2035.
28. Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A., Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *The Journal of Finance*, Vol.72, No.4, 2017, pp.1785–1824.
29. Meng, G., Li, J., & Yang, X., Bridging the Gap between State-Business Interactions and Air Pollution: The Role of Environment, Social Responsibility, and Corporate Governance Performance. *Business Strategy and the Environment*, Vol.32, No.4, 2023, pp.1872–1884.
30. Oster, E., Unobservable Selection and Coefficient Stability: Theory and Evidence. *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol.37, No.2, 2019, pp.187–204.
31. Welch, K., & Yoon, A., Do High-Ability Managers Choose ESG Projects That Create Shareholder Value? Evidence from Employee Opinions. *Review of Accounting Studies*, Vol.28, No.4, 2023, pp.2448–2475.
32. Ye, Q., Internalizing Environmental Externalities: The Role of Geographic Common Ownership. The American Financial Association, 2024.
33. You, L., The Impact of Social Norms of Responsibility on Corporate Social Responsibility Short Title: The Impact of Social Norms of Responsibility on Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 2023, pp.1–18.
34. Yu, J., Shi, X., Guo, D., & Yang, L., Economic Policy Uncertainty (EPU) and Firm Carbon Emissions: Evidence Using a China Provincial EPU Index. *Energy Economics*, Vol.94, 2021, 105071.

Internalizing Externalities: Geographic Common Institutional Ownership and ESG Performance

WU Xiaohui, LI Jialing (Xiamen University, 361005)

QIN Libin (Zhongnan University of Economics and Law, 430073)

Summary: Given the prevalence of common institutional ownership, understanding how geographic common institutional investors improve portfolio firms' ESG performance is both timely and relevant against the backdrop of China's push for green capital market development. Over the past two decades, institutional investors have gained increasing influence in China's capital markets, adopting diversified investment strategies and operational models. Studies on the economic impact of common institutional ownership have gradually expanded from one single type of institutional investors to several types with different characteristics. On this basis, this study analyzes the impact of geographic common institutional ownership on firms' ESG performance from the perspective of geographic distance. Using a sample of companies that were listed in Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2011 to 2022, we find that geographic common institutional ownership significantly improves ESG performance.

The economic mechanism analysis reveals that this positive effect diminishes as the geographic distance increases. We also find that the stronger social ties listed companies have through geographic common institutional ownership, the more frequent their social interaction is, and the more motivated they are to improve their ESG performance. Furthermore, geographic common institutional ownership is positively correlated to management's heightened ESG awareness. Heterogeneity analysis shows that such a positive impact on ESG performance is more pronounced when listed companies and their stakeholders are more aware of their social responsibilities and listed companies face greater risks. Finally, the economic consequence test shows that the enhanced ESG performance driven by geographical common institutional ownership is translated into higher investor returns.

This paper contributes to existing literature mainly in the following three aspects. First, it provides a new research perspective on common institutional ownership and identifies the important role of geographic distance in the transmission of negative externalities. It focuses on geographic common institutional investors, that is, institutional investors who simultaneously hold two or more listed companies headquartered in the same geographic area, which is an indicator of common institutional ownership constructed based on different characteristics. Second, it enriches research on the influencing factors of ESG performance. This paper discusses the impact of geographic common institutional ownership on the ESG performance of portfolio companies in the same city from the perspective of geographic distance. Third, it expands the impact of different types of common institutional ownership on corporate ESG performance, and empirically tests the potential mechanism via which geographic common institutional ownership affects corporate ESG performance. These findings reveal the channel through which common institutional investors affect corporate ESG performance and provide new theoretical evidence for promoting the development of green finance.

Keywords: Common Institutional Ownership, ESG, Geographic Proximity, Externality

JEL: G23, G32, Q50

责任编辑: 非同