



国有机构投资者是否更关注 ESG?

——ESG 文献点评

2024 年 9 月 13 日

核心观点

- **文献导读：**近几年，我国绿色低碳发展取得历史性成就，为全球可持续发展做出重要贡献，国内环境、社会和治理（ESG）相关政策也在加速出台。今年 5 月 27 日，财政部发布了《企业可持续披露准则—基本准则（征求意见稿）》，将 ESG 信息披露要求的覆盖范围从上市公司扩展到非上市公司，从大型企业扩展到中小企业，并明确要求企业在信息披露时要符合可靠性、相关性、可比性、可验证性、可理解性和及时性原则，这标志着中国统一的可持续披露准则体系正在逐步建成。中共中央和国务院于 7 月 31 日发布了《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，标志着我国社会的全面绿色化、低碳化转型路径已经明确，绿色转型的顶层设计已经成型。

我国经济社会全面绿色转型、ESG 生态逐步健全的进程中，国有企业发挥了引领作用。国务院国资委社会责任局副局长汪洋表示，对国有企业而言，ESG 理念契合我国绿色发展、碳达峰碳中和、现代化治理、共建人类命运共同体等一系列发展要求，国有企业应率先行动，推进 ESG 理念的本土化。

对于机构投资者来说，ESG 是一个十分有力的投资工具。ESG 投资完全从“投资者”立场出发，指投资者在做投资决策时，除考虑企业的财务传统因素外，还要考虑非财务因素。**当前，大部人认同国际上具有重大影响力的机构投资者在投资决策中确实会纳入 ESG 因素，然而，仍会怀疑我国的 ESG 投资是否仍停留于概念层面，机构投资者会真的关注 ESG 因素吗？国有机构投资者是否发挥了更大的作用？**

- **文献摘要：**为解答以上问题，文献作者探讨了我国市场机构投资者在投资决策和投票过程中是否注重环境、社会和公司治理（ESG）因素，国有机构投资者是否比其他类型的机构投资者更为关注。研究发现，西方市场通常由私人机构推动 ESG 发展，而中国的国有机构投资者在这一领域扮演着关键作用。具体来看，文献将中国 A 股上市公司为研究样本，研究发现国有和外资机构投资者的持股比例与公司 ESG 评分呈正相关，这一关系在控制了所有机构投资者的持股比例后依然显著。结果显示，在中国市场，国有 ESG 机构投资者不仅承担推动 ESG 发展的责任，还可能引领相关政策的执行，这一发现对制定 ESG 相关政策具有重要启示。
- **文献来源：**标题：Do state-owned institutional investors care more about ESG? Evidence from China, 作者：James Si Zeng, Shaoxiang Jiang, 期刊：Finance Research Letters.
- **风险提示：**ESG 政策实施不及预期的风险；文献理解不到位的风险。

分析师

马宗明

☎：18600816533

✉：mazongming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070001

肖志敏

☎：13581725586

✉：xiaozhimin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080004

相关研究

1. 【银河 ESG】ESG 标准化进程加快，中国 ESG 开启新篇章
2. 【银河 ESG】ESG 地方体系建设持续推进——上海、北京、苏州三地区域 ESG 政策的新探索
3. 【银河 ESG】A 股 ESG 将进入规范披露新时代：可持续信息披露指引正式发布，推动上市公司高质量发展
4. 【银河 ESG】数字经济赋能 ESG：全方位助力 ESG 可持续发展
5. 【银河 ESG】上市公司可持续发展披露纳入监管，ESG 报告规范性有望进一步提升
6. 【银河 ESG】新年新里程：三大交易所发布《上市公司自律监管指引——可持续发展报告（试行）（征求意见稿）》
7. 【银河 ESG】《关于全面推进美丽中国建设意见》重磅发布，催化 ESG 因子市场行情
8. 【银河 ESG】中特估视角下看 ESG：ESG 因子阿尔法属性有望加强
9. 【银河 ESG】厚积薄发，志存高远——ESG 投资策略解析与优化构建

一、文献导读

近几年，我国绿色低碳发展取得历史性成就，为全球可持续发展作出重要贡献，国内和环境、社会和治理（ESG）相关政策也在加速出台。今年 5 月 27 日，财政部发布了《企业可持续披露准则—基本准则（征求意见稿）》，将 ESG 信息披露要求的覆盖范围从上市公司扩展到非上市公司，从大型企业扩展到中小企业，并明确要求企业在信息披露时要符合可靠性、相关性、可比性、可验证性、可理解性和及时性原则，这标志着中国统一的可持续披露准则体系正在逐步建成。中共中央和国务院于 7 月 31 日发布了《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，标志着我国社会的全面绿色化、低碳化转型路径已经明确，绿色转型的顶层设计已经成型。

在我国经济社会全面绿色转型、ESG 生态逐步健全的进程中，中央和国有企业发挥了主力军的作用。国务院国资委社会责任局副局长汪洋表示，对中央和国有企业而言，ESG 理念契合我国绿色发展、碳达峰碳中和、现代化治理、共建人类命运共同体等一系列发展要求，中央企业应率先行动，推进 ESG 理念的本土化。

对于机构投资者来说，ESG 是一个十分有力的投资工具。ESG 投资完全从“投资者”立场出发，指投资者在做投资决策时，除考虑企业的财务传统因素外，还要考虑非财务因素。当前，大部分人认同国际上具有重大影响力的机构投资者在投资决策中确实会纳入 ESG 因素，然而，仍会怀疑我国的 ESG 投资是否仍停留于概念层面，机构投资者会真的关注 ESG 因素吗？国有机构投资者是否发挥了更大的作用？

为解答以上问题，本文作者探讨了我国市场机构投资者在投资决策和投票过程中是否注重环境、社会和公司治理（ESG）因素，国有机构投资者是否比其他类型的机构投资者更为关注。研究发现，西方市场通常由私人机构推动 ESG 发展，而中国的国有机构投资者在这一领域扮演着关键作用。具体来看，文献将中国 A 股上市公司为研究样本，研究发现国有和外资机构投资者的持股比例与公司 ESG 评分呈正相关，这一关系在控制了所有机构投资者的持股比例后依然显著。意味着，在中国市场，国有 ESG 机构投资者不仅承担推动 ESG 发展的责任，还可能引领相关政策的执行，这一发现对制定 ESG 相关政策具有重要启示。

二、文献摘编

（一）文献回顾假设

现有文献通常将上市公司的股东分为家族股东、国有股东、管理层股东和机构投资者。许多研究表明，机构投资者在做出投资和投票决定时会考虑公司 ESG 表现。然而，不同类型的机构投资者在 ESG 问题上的关注度存在差异，尤其是在中国，关于机构投资者是否会在投资中考虑 ESG 因素的研究结果尚不统一。本文从国有机构投资者与私人机构投资者的区别入手，提出了三项假设：

- (1) 国有机构投资者持股比例较高的公司，ESG 评分会更高；
- (2) 外资机构投资者持股比例较高的公司，ESG 评分也会更高；
- (3) 机构投资者总持股比例较高的公司，ESG 表现会更好。

（二）数据与变量定义

（1）数据样本来源

本文的研究样本包括中国 A 股上市公司，时间跨度为 2010 年至 2022 年。数据来源：国泰安金融数据库（CSMAR）数据库：用于获取上市公司的股东结构数据，特别是机构投资者持股信息，具

体包括前十大股东的持股比例。彭博数据库：用于获取公司的 ESG 评分。ESG 评分涵盖三个方面：环境（E）、社会责任（S）和公司治理（G），评分范围为 0 到 100，数值越高表示公司在相应领域的表现越好。Sinofin 数据库：由中国经济研究中心开发，用于将机构投资者分类，包括证券公司、商业银行、共同基金、信托、保险公司等，帮助确定机构投资者的性质。

（2）变量定义

被解释变量：每家公司的年度 ESG 评分，评分范围为 0 到 100，越高代表公司在环境、社会责任及公司治理方面表现越好。本文还细分为环境评分、社会评分和公司治理评分。

核心解释变量：

国有机构投资者（State inst investor）：由国有机构持有的股份比例。通过两步法确定国有机构投资者的身份。第一步是使用 CSMAR 数据库标注国有法人股及是否由国家或国有法人持股；第二步是利用爱企查平台（Aiqicha）进一步验证是否为国有控股。

外资机构投资者（Foreign inst investor）：外资机构持有的股份比例，依据 CSMAR 数据库确定外资机构身份。

所有机构投资者（Total inst investor）：所有机构投资者合计持股比例。

控制变量：为了控制其他因素对 ESG 评分的影响，本文引入了多项公司层面的控制变量，包括：抗压型机构投资者持股比例（Pressure-resistant institutional investors）：根据 Brickley 等（1988）定义，抗压型机构投资者包括公募基金和共同基金等，而易受压力影响的机构包括保险公司、银行等。

（三）实证模型

文献使用了多元回归模型来分析国有机构投资者对公司 ESG 评分的影响。模型如下：

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 State_{inst\ investor_{i,t}} + \beta_2 Foreign_{inst\ investor_{i,t}} + \beta_3 Total_{inst\ investor_{i,t}} + \beta Contols_{i,t} + \phi_f + \mu_t + \varepsilon_{i,t}$$

其中，因变量是公司的 ESG 评分，自变量为国有机构投资者、外资机构投资者和所有机构投资者的持股比例，控制变量为公司层面因素，包括公司规模、资产负债率、资产回报率等。此外，模型还控制了行业固定效应和年度固定效应，以减少不同年份和行业对回归结果的干扰。为了提高稳健性，本文还引入了滞后一期的自变量和控制变量，以观察滞后期对 ESG 表现的影响。

（四）实证结果

国有机构在推动 ESG 发挥了更大作用：实证分析的结果表明，国有机构投资者持股比例与公司 ESG 评分显著正相关，尤其是在环境责任方面的表现尤为突出。此外，外资机构投资者持股比例同样与公司 ESG 评分正相关。相较于国内私人机构投资者，国有机构在推动公司环境治理、社会责任等方面发挥了更大的作用。这验证了文献提出的第一和第二个假设。相反，所有机构投资者的总持股比例与 ESG 评分呈负相关，表明私人机构投资者可能更多关注短期财务回报，而非 ESG 表现。

中央和地方政府推动环境责任趋势一致：为了进一步探讨国有机构投资者对公司 ESG 表现的影响，文献区分了中央和地方政府控制的机构投资者。结果显示，中央政府和地方政府控制的机构投资者对公司 ESG 评分的影响均显著为正，特别是在环境责任方面。这说明，不论是中央还是地方政府，都有推动环境保护和可持续发展的动机，这也与中国近年来将环保作为国家政策优先级的趋势一致。

通过滞后效应分析，印证了国有机构投资者推动公司 ESG 表现的积极性：为了探讨国有机构投资者是否主动推动公司 ESG 表现的提升，文献引入了核心变量的一期滞后值。结果显示，国有机构投资者对公司 ESG 表现的提升具有持续性影响，尤其是在环境保护方面，这与政府政策导向一致。

此结果排除了仅仅因公司本身 ESG 表现较好而吸引国有投资者的可能性，进一步表明国有机构确实在积极推动公司 ESG 表现的提升。

消除潜在选择偏差后，假设依然成立：为减轻选择偏差的影响，本文采用了倾向得分匹配 (PSM) 方法，将国有机构投资者的持股公司与非国有机构持股公司进行匹配。通过控制公司资产、负债率等变量，确保研究结果的稳健性。匹配结果表明，即使在消除潜在选择偏差后，国有机构投资者持股比例与公司 ESG 评分的正相关性仍然显著，这进一步支持了文献的假设。

多次稳健性检验均成立：为了确保实证结果的稳健性，文献进行了多项补充检验。首先，放宽了行业层面的聚类标准；其次，对依赖变量 ESG 分数进行了不同层次的去极值处理，以避免异常值的干扰；最后，使用了替代的国有持股比例变量，进一步验证了国有机构投资者在提升公司 ESG 表现方面的积极作用。所有稳健性检验的结果均支持了文献的核心结论。

（五）结论

国内 ESG 投资已经有实质进展，由于 ESG 投资与我国可持续发展政策和“双碳”目标高度契合，国有机构投资者积极响应国家发展战略，在推动中国市场 ESG 投资方面发挥了重要作用，尤其是在环境责任领域。这一发现突显了政府政策对公司可持续发展的强大推动力。此外，外资机构投资者也对公司 ESG 表现有正面影响。然而，私人机构投资者由于更加注重财务回报，未能在 ESG 表现上发挥显著的积极作用。因此，政策制定者需要更多依靠外部监管和政策措施，而不能完全依赖于市场自发的公司治理机制来推动 ESG 发展。

三、风险提示

ESG 政策实施不及预期的风险；文献理解不到位的风险。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

马宗明：中国银河证券 ESG 研究负责人。

肖志敏：中国银河证券 ESG 分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn