

共同机构所有权是否会提升企业社会责任表现?

李晓庆, 易 菁

(南京信息工程大学 管理工程学院, 江苏 南京 210044)

[摘要] 基于我国 2010—2020 年的上市公司样本数据, 从企业社会责任视角, 实证检验共同机构所有权是否会提升我国上市公司的社会责任表现, 以及背后的作用机理。研究结果表明, 共同机构所有权会显著提高企业社会责任表现。在一系列稳健性检验后, 结论依然成立。机制分析表明, 共同机构所有权通过机构协同和监督治理效应改善企业社会责任表现。进一步讨论发现, 在长期持股、非成熟期企业、资本市场处于“熊市”阶段、非国有企业中, 共同机构所有权对企业社会责任表现提升作用更明显。

[关键词] 共同机构所有权; 企业社会责任; 反竞争; 协同治理; 资本市场; 公司治理

[中图分类号] F272 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2023)04-0051-09

一、引言

企业既是社会财富创造的主体, 也是社会财富分配的重要一环, 在创造社会财富的同时履行社会责任回馈社会, 对当前我国实现高质量发展中的共同富裕具有重要推动作用。2022 年 3 月 16 日, 国务院国资委宣布成立社会责任局, 抓好央企社会责任体系构建工作, 鼓励企业积极践行 ESG 理念, 主动适应和引领国际规则标准制定, 推动我国企业可持续发展。据统计, 我国企业社会责任报告发布数量自 2011 年到 2021 年增长近 1 倍。虽然我国的责任投资理念尚处于导入阶段, 但日趋严峻的环境和社会问题迫使投资者将企业社会责任纳入投资决策分析中。随着个体投资者让位于机构投资者的资本市场机构化趋势到来, 具有公司治理优势的机构投资者能否促进企业社会责任的提升? 有学者认为, 机构投资者会抑制企业社会责任^[1], 但也有研究表明, 机构投资者会显著提升企业社会责任表现^[2-3]。

随着我国经济进入新常态, 机构投资者并购事件越发频繁, 使得同一机构投资者同时持有多家上市公司(尤其是同行业的多家企业), 此即为共同机构所有权^[4]。在国外, 随着资产管理行业的整合和指数投资的增长, 共同机构所有权在过去三十年里大幅增加, 成为资本市场的普通现象。区别于一般机构投资者, 共同机构所有权投资者追求的目标是投资组合价值最大化而非单个企业价值最大化, 其投资组合中的企业彼此之间并非独立而是相互影响的。

为了达到利益最大化, 共同机构所有权希望被持有股权的同行业竞争性企业在产量、定价、产能以及研发等做出的决策, 就像寡头垄断市场下的卡特尔效应成员一样。共同机构所有权集中假设认为, 共同机构所有权会降低同行业公司之间的竞争程度^[5], 带来更高的机票价格, 给经济和消费者带来损失^[6-7]。反竞争效应还会导致同行业投资水平不足, 投资效率下降^[8]。正因为这种反竞争效应, 共同机构所有权会降低企业社会责任水平, 这在成熟企业、低劳动强度和客户敏感性低的企业中尤为明显^[9]。但也有学者认为, 与反竞争效应不同, 作为联结不同企业的重要纽带, 共同机构所有权为企业间的信息和资源流动提供了低成本的渠道, 有助于机构投资者信息收集和公司治理经验等优势发挥^[10]。通过对

[收稿日期] 2022-08-07

[基金项目] 国家社会科学基金一般项目(19BJY017)

[作者简介] 李晓庆(1979—), 女, 江苏徐州人, 南京信息工程大学管理工程学院副教授, 硕士生导师, 博士, 主要研究方向为公司金融, 邮箱: 001793@nuist.edu.cn; 易菁(1996—), 女, 安徽宣城人, 南京信息工程大学管理工程学院硕士生, 主要研究方向为公司金融。

共同持有企业的监管,共同机构所有权提升了高管识别被持股企业发展机会的能力,可以有效缓解企业代理冲突^[11]。因为同行业企业之间的技术和知识等的共享性产生了溢出效应,使得共同机构所有权投资人可以更好地进行协同治理。而在具体治理渠道上,可以通过利用委派董事或者管理层参与企业经营管理等方式,消除信息壁垒、加强合作,更好地发挥其协同治理效应^[4]。也就是说,共同机构所有权借助丰富的经验、信息和资源,通过监督和协同来优化公司治理^[8],如提高管理层薪酬契约有效性^[12-13]、提高企业自愿信息披露意愿^[14]、强化企业股价信息有效性^[15]、改善企业财务报表质量进而抑制盈余管理^[16,4]、提高会计信息可比性^[17]。通过协同治理效应,共同机构所有权可以减少投融资中的逆向选择、抑制企业金融化^[18-19]以及提升企业产能利用率^[20]。综上,随着共同机构所有权的出现,一些文献探讨了共同机构所有权对企业盈余管理、会计信息质量、企业金融化、风险承担水平等的影响,但鲜有文献探讨共同机构所有权是否会对我国上市企业的社会责任产生影响。仅有学者基于美国数据的研究发现,共同机构所有权会抑制企业社会责任表现^[9]。本文的研究贡献可能有以下几方面:(1)为机构投资者与企业社会责任的关系研究提供新的视角。区别于现有研究,本文主要探讨了共同机构所有权如何通过机构协同和监督治理效应来影响企业社会责任。(2)完善了共同机构所有权领域的研究。共同机构所有权的研究成果尚不丰富,且结论并未达成一致,即共同机构所有权可能会有合谋舞弊的负面效应,也可能会有协同治理的积极效应。本文的结论支持后一种观点,即协同治理的积极效应。(3)本文的研究结论为我国政府部门制定相关监管政策提供了依据。如发现只有长期共同机构所有权才能改善企业社会责任,在“熊市”阶段、非国有企业和非成熟企业中,共同机构所有权的作用更明显。

二、理论分析与研究假设

(一) 反竞争假设——共同机构所有权抑制企业社会责任表现

首先,共同机构所有权希望被持股企业能像寡头垄断市场下的卡特尔成员在产量、定价、产能以及研发等方面做出有利于资产组合价值最大化的行为决策。为应对同行业其他企业的竞争和行业外企业的进入威胁,企业会形成“合谋同盟”^[20]。当共同机构所有权降低了行业竞争后,在对比履行社会责任的高昂成本与潜在收益后,企业发现可能没有太多的经济效益。企业社会责任的实施可能对投资组合中的其他企业带来负外部性,为了组合价值最大化,共同机构所有权会促使被持股企业降低社会责任表现。

其次,要提高企业竞争力,提高社会责任表现也是一种策略选择。当行业竞争度下降时,管理层难以通过提升企业社会责任表现来获得竞争优势,那么管理层就不太愿意花费高昂代价提升企业社会责任表现。毕竟企业社会责任往往被认为是管理层的自愿投资,股东会担心增加企业成本,短期来看可能会降低企业盈利和公司价值。因此,企业可能会抑制社会责任表现。共同机构所有权在企业治理中,可能会存在有效监督、利益冲突和战略合谋等不同情况。鉴于资本的逐利性,共同机构所有权的监督不是“绝对的善”。共同机构所有权主要是获取最大化收益,而非持股企业的公司治理。面对行业竞争度的下降,控股股东和管理层可能会更在意自身私利的获取,如“掏空”和“在职消费”等,而不是社会责任表现。当共同机构投资者与他们“合谋舞弊”后,如果收益大于成本,共同机构所有权就没有动机监督企业履行社会责任。通过“话语权”利用“退出威胁”机制来对管理层施压以达到目的,内化竞争行为的外部性,减少行业竞争,压缩企业社会责任支出,从而更符合其投资预期。因此,本文提出如下假设:

H1a:共同机构所有权会抑制企业的社会责任表现。

(二) 协同治理假设——共同机构所有权改善企业社会责任表现

首先,从协同效应来看,共同机构所有权有动机和能力通过促进被持股企业间的协同提高企业社会责任。作为同行业多家企业的“连锁股东”,共同机构所有权在投资组合决策中,对长期可持续持股的选择可能是一种风险管理手段。为了避免投资组合暴露于企业负外部性的风险下,积极影响投资组合公司的社会责任承担并将其整体成本降至最低是共同机构所有权的最优选择。例如,当机构投资者仅投资于某一

家环境方面的企业时,可能更关注利润指标,而非解决气候影响问题,但当机构投资者又投资了同行业其他企业时,为了降低组合资产的负外部性,那么他们可能更关心这种投资对环境的影响。此外,相比于企业的单打独斗及“搭便车”问题,共同机构所有权通过协同效应促进被持股企业在环境和社会问题上的合作,在经济上是有效的,并有利于同行业的所有企业。为了实现资产组合价值最大化,在财务绩效和社会责任方面的双重目标下,共同机构所有权通过推动被持股的企业间信息共享与战略协作,产生溢出效应,避免同行业企业间的无效竞争,提高协作水平,在成本最小化下,促进联结企业的社会责任履行。

其次,机构投资者对企业监督不足将直接降低企业社会责任评级^[21]。从监督效应来看,共同机构所有权通过衡量成本与收益,确保代理人不会盲目地增加企业社会责任或者存在短期主义,而是采取降低成本高昂事件风险的企业社会责任战略。依据委托代理理论,共同机构所有权凭借“连锁股东”的行业优势收集信息。同时,为降低代理成本,共同机构所有权要求企业尽可能多地披露公司相关信息,尤其是企业社会责任履行情况,以有助于市场对企业公司价值做出合理估值。也就是说,共同机构所有权的信息桥梁作用提高了企业信息透明度。与普通机构投资者相比,共同机构所有权更了解也更注重同行业企业的社会责任信息,通过发挥监督效应改善企业社会责任问题,鼓励企业积极履行社会责任,以此获得更多的长期投资收益,实现投资组合价值的最大化。

最后,从治理效应来看,凭借雄厚的资金实力和高额持股比例,共同机构所有权对被持股企业具有重要的话语权,为了实现资产组合价值最大化的目标,主动参与公司治理。在公司治理中,共同机构所有权具有更强的动机与能力实施股东积极主义,对代理人行为决策进行有效监督,对不当决策投反对票,甚至替换绩效水平不佳的高管。共同机构所有权通过委派代表自己利益的董事,积极参与管理层治理,影响企业政策制定,尤其是利用管理层互动来影响企业社会责任政策。鉴于社会责任履行对企业正向外部的影响,为防止代理人的短视和自利行为减少社会责任投入,降低企业市场价值,共同机构所有权往往会积极参与公司治理,促进被持股企业履行社会责任。

综上,不管是为了得到财务和社会上的双重回报,还是为了减少负面企业社会责任问题带来的风险,与普通机构投资者相比,共同机构所有权具有更强的行业信息收集能力,使得同行业被持股企业间的技术和知识具备共享性,产生溢出效应,带动协同治理,为实现投资组合价值的最大化,也更关注企业社会责任信息。因此,本文提出与假设 H1a 相对立的假设:

H1b:共同机构所有权会改善企业的社会责任表现。

三、研究设计

(一) 数据来源

本文选取 2010—2020 年中国全部 A 股上市公司为研究样本,并按如下原则对样本进行筛选:(1)剔除金融行业样本;(2)剔除 ST 和 *ST 样本;(3)剔除上市不满一年和已退市的样本;(4)剔除主要变量缺失的样本。最终得到 14632 个企业年度数据。本文用到的变量数据主要来自 CSMAR 数据库和 WIND 数据库。为排除极端值干扰,本文对所有连续变量在 1% 水平进行缩尾处理。

(二) 变量定义

1. 被解释变量:企业社会责任(*Score*)。本文采用和讯网发布的企业社会责任评分来测度企业社会责任,评分的数值越大,代表企业社会责任表现越好。

2. 核心解释变量:共同机构所有权(*Coz*)。参照已有文献^[8],共同机构投资者被界定为在同行业两家及以上公司中均持有不低于 5% 股份的机构投资者;*Coz* 表示一家上市公司当年被所有共同机构投资者持股比例的总和。首先使用季度数据计算公司的所有共同机构投资者持股比例之和,再通过对季度指标取平均值作为年度指标数据。本文还使用共同机构所有权其他量化指标用以稳健性检验。(1)虚拟量(*Coz_dum*),如果当年有共同机构投资者持有该上市公司股票,*Coz_dum* 为 1,否则为 0。(2)联结

程度(*Coz_cross*),表示上市公司共被几家共同机构投资者所共同持有,并加1取自然对数。

3. 控制变量:借鉴 Cheng 等的研究^[9],本文对公司年龄(*Age*)、总资产报酬率(*Roa*)、营业收入增长率(*Growth*)、资产负债率(*Lev*)、资产规模(*Size*)、研发投入占营业收比(*Rd*)、现金持有量(*Cash*)、现金流量利息保障倍数(*Cover*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、独立董事占比(*InBoard*)等既会影响企业社会责任又会共同机构所有权持股行为的变量进行控制,同时还控制了行业和年度固定效应。

(三) 模型设定

为验证共同机构所有权对企业社会责任影响,本文构建如下模型验证 H1a 和 H1b:

$$Score_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Coz_{it} + Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,*Controls*表示控制变量,同时控制行业和年度固定效应,并聚类到个体层面。

四、实证分析

(一) 描述性统计

本文对主要变量做了描述性统计。企业社会责任得分均值为 24.06,标准差为 15.76,最大值为 73.68,最小值为 -3.57,这表明不同企业社会责任表现差异较大。共同机构所有权虚拟变量均值为 0.133,共同机构所有权的持股比例仅为 0.0338,这与杜勇等计算的 2007—2019 年间的持股比例 0.0326 较为接近^[4]。这说明,我国共同机构所有权持股现象还不是很普遍。控制变量的统计结果与现有文献结论基本一致,在此不再赘述。由于篇幅有限,变量描述性统计结果未列出,留存备索。

(二) 基准回归

表 1 为模型(1)的回归结果。由表 1 可知,无论是否控制行业、年份和其他变量,变量共同机构所有权(*Coz*)的回归系数都显著为正,且在 1% 水平上显著,表明共同机构所有权对企业社会责任具有正向影响,支持了共同机构所有权的协同治理效应,即本文的 H1b 假设。需要指出的是,表 1 的结果与基于美国企业数据的结论相反^[9],即共同机构所有权会抑制美国企业的社会责任履行,支持共同机构所有权的反竞争观点,对此,本文将在进一步讨论中予以解释。

(三) 稳健性检验

由于遗漏变量偏误、选择偏误和联立性偏误(互为因果)等内生性问题可能会导致研究结论有偏且不一致,无法保证研究结论的可靠性,鉴于此,本文通过工具变量法、Heckman 两阶段法、PSM 法、更换关键变量等方法进行稳健性检验。

1. 工具变量法。为了解决反向因果关系导致的内生性问题,借鉴杜勇等的做法^[4],选用沪深 300 指数成分股作为工具变量(*IV*)进行 2SLS 回归。若样本企业属于沪深 300 指数成分股则取 1,否则取 0。从表 2 列(1)和列(2)可知,工具变量回归第二阶段的 F 统计量值为 16.946,大于经验值 16.380,回归结果通过了弱工具变量检验。在第二阶段回归结果中,*Coz*的系数显著为正。这说明,在使用工具变量法控制内生性后,结论依然成立。

2. Heckman 两阶段法。同行业企业可能存在某些相似或者相同的特征,使得共同机构投资者更偏向于这些公司,而不具备这些特征的企业就不会被选择。如何解决这类内生性问题?本文借鉴潘越等和杜勇等的思路^[8,20],使用 Heckman 两阶段法进行检验,回归结果见表 2 列(3)所示。逆米尔斯比率(*IMR*)的系数具有统计显著性,说明存在共同机构所有权的样本选择偏差,用 Heckman 两阶段模型

表 1 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Score</i>	<i>Score</i>	<i>Score</i>	<i>Score</i>
<i>Coz</i>	10.6204 *** (7.2564)	5.6892 *** (4.0239)	9.2771 *** (6.4495)	5.6941 *** (4.1604)
控制变量	No	Yes	No	Yes
行业/年份 <i>fe</i>	No	No	Yes	Yes
样本量	14632	14632	14632	14632
R ²	0.0049	0.2276	0.1420	0.3321

注:括号内为 t 值,*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著。下同

检验样本自选择偏差是必要的。在控制自选择性偏差一定程度上消除内生性后,本文的结论依然成立。

3. PSM 法。为进一步缓解选择偏差问题,本文选取模型(1)中的所有控制变量为协变量,通过 Logit 回归估计倾向得分值,以拥有共同机构所有权的样本企业为处理组,采用无放回 1:1 最近邻匹配方法寻找与处理组有相似特征的控制组。由表 2 列(4)可知,在 PSM

表 2 稳健性检验

	工具变量法		Heckman 两阶段	PSM
	(1) 一阶段 Coz	(2) 二阶段 Score	(3) 二阶段 Score	(4) Score
Coz		4. 2014 *** (3. 9408)	5. 7422 *** (4. 6273)	5. 5434 *** (3. 8198)
d300	0. 0303 *** (4. 7200)			
IMR			-8. 7357 *** (-9. 7575)	
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份 fe	Yes	Yes	Yes	Yes
Anderson canon. corr. LM statistic		17. 037		
Cragg-Donald Wald F statistic		16. 946		
样本量	14632	14632	10631	5159
R ²	0. 215		0. 353	0. 3431

匹配后的回归中,共同机构所有权与企业社会责任在 1% 水平上显著为正,本文结论稳健。

4. 更换关键变量的量化方法。首先,采用更换 Score 量化方法来检验基准回归结果的可靠性。分别使用股东责任、员工责任、供应商责任、客户责任以及使用彭博企业社会责任披露指数中的 ESG(环境、社会责任和公司治理)综合得分和社会责任得分来分别代替 Score。为了区别企业社会责任的提高是共同机构所有者对社会责任报告披露行为的外在引导,还是从根本上促进企业履行社会责任,使用企业慈善捐赠代替 Score。其次,对核心解释变量进行替换,即分别使用虚拟变量、联结程度、连锁股东持股比例以及滞后一期等进行回归。最后,为了尽可能体现个体企业的差异,以及各年份不同产业政策的影响,在回归模型中控制个体、年份固定效应以及行业的时间趋势。以上稳健性检验的结果均未发生实质性改变,说明本文的研究结论稳定。由于篇幅有限,此处就不再列示,留存备索。

五、机制检验

(一) 机构协同效应检验

1. 机构协同效应检验。共同机构可以通过促进被持股企业间的协同及协同企业间的溢出效应来改善企业社会责任。共同机构在同一行业的市场势力越大,就越能缓解高成本和被其他企业“搭便车”的问题,也会积极影响企业社会责任,避免暴露在企业负外部性的风险之下。参照潘越等和杜勇等的做法^[8,4],本文通过计算每家上市公司每个季度所有共同机构投资者持股的同行业上市公司的个数,再计算各年度平均值,分别加 1 取自然对数,得到共同机构所有权同行业势力指标(Coz_power)。由表 3 列(1)可知,Coz_power 的回归系数在 1% 水平上显著为正,说明共同机构所有权在同一行业的市场势力越大,就越能通过协同效应督促被持股企业履行社会责任。这一结果为机构协同效应假设提供了有力证明。

2. 反竞争效应假设不成立的验证。如果能够验证共同机构所有权并没有显著降低行业竞争度,也可以验证反竞争效应假设不成立。本文使用行业集中度^①(CR4)刻画企业所在行业集中程度,该指标越高,表示行业内竞争程度越低。由表 3 列(2)可知,变量 Coz 的回归系数为 0. 0014,但不显著。这表明,没有实证数据支持共同机构所有权的反竞争效应观点。

(二) 监督治理效应检验

1. 监督效应。在监督治理效应假设中,共同机构所有权的信息桥梁作用提高了企业信息透明度。信

①行业集中度为行业前四名份额集中度指标,该指标越高,表示行业内竞争程度越低。

息透明度的提高,尤其是包含了非财务因素的社会责任报告的透明性报道,会对企业形成一种“倒逼”压力。为了降低社会责任表现不佳带来的负外部性风险,企业可能会主动或被动提高社会责任表现。本文构建企业信息透明度(*Trans*)^①为中介变量的中介效应模型:

$$Trans_{it} = \beta_0 + \beta_1 Coz_{it} + Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Score_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Trans_{it} + \gamma_2 Coz_{it} + Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

由于篇幅有限,逐步回归中介效应检验步骤不再详述。由表3列(3)和列(4)可知,企业信息透明度在共同机构所有权提高企业社会责任中发挥了重要的中介作用,验证了本文的监督效应假设。

2. 治理效应。在监督治理效应假设中,本文认为,共同机构所有权通过积极委派代表自己利益的董事,参与管理层治理,影响企业政策制定,尤其是通过管理层互动来影响企业社会责任政策。同监督效应的机制检验方法,本文构建有无委派

表3 作用机制检验

	机构协同效应		监督效应		治理效应	
	(1) Score	(2) CR4	(3) Trans	(4) Score	(5) Director	(6) Score
<i>Coz_power</i>	0.0197 *** (5.2913)					
<i>Coz</i>		0.0014 (0.3304)	0.1394 *** (8.2799)	3.2894 ** (2.5176)	0.7976 *** (3.5702)	5.5457 *** (4.0486)
<i>Trans</i>				17.2519 *** (25.3767)		
<i>Director</i>						0.1861 *** (3.6347)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份 <i>fe</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	14632	14632	14632	14632	14632	14632
R ²	0.3318	0.9047	0.3321	0.2859	0.3238	0.3328

管理层(*Director*)^②为中介变量的中介效应模型,方法不再赘述,结果见表3列(5)和列(6)。由表3列(5)和列(6)可知,变量 *Coz* 与变量 *Director* 和变量 *Score* 的回归系数均显著为正。这说明共同机构所有权通过委派代表自己利益的董监高直接参与公司治理,督促企业积极履行社会责任,验证了本文的治理效应假设。

六、进一步讨论

共同机构所有权通过发挥协同治理效应提升企业社会责任表现。但协同治理效应的发挥可能受到内外部因素的影响,如持股期限、企业生命周期阶段、产权性质和资本市场环境等。因此,本文进行分组回归,使用费舍尔组合检验的 *bdiff* 命令检验组间系数差异。

1. 共同机构所有权持股期限的异质性影响。随着 ESG 投资理念的深入,越来越多的机构投资者将企业社会责任纳入投资决策。相比于短期共同机构所有权,长期共同机构所有权可能更关注企业社会责任表现,企业社会责任表现受“协同效应”影响的时间更长。因此,我们推测,长期共同机构所有权有更强的动机和能力去发挥对同行业企业的机构协同和监督治理效应。根据持股期限是否超过1年,将共同机构所有权划分为短期和长期两大类。由于持股期限不同,本文对子样本——存在共同机构所有权企业分为持股期限超过1年和持股期限小于等于1年两组,并进行分组回归。对比表4列(1)和列(2)发现,长期持有组的 *Coz* 回归系数为8.3295,而短期持有组的 *Coz* 回归系数为2.2844,两组的 *Coz* 回

①参考 Dechow 和 Dichev 的模型计算的盈余质量^[22]、深交所上市公司信息披露考评结果、分析师跟踪人数、分析师盈余预测准确性、是否为国际“四大”审计这5个指标的百分等级的平均值构建公司透明度指标。

②考虑到共同机构投资者可能会对其持股公司委派多名管理人员,将股东委派的董事界定为“在持股机构任职且在被持股单位担任董监高职位的员工”,手工搜集样本期内共同机构投资者向上市公司委派董监高的数量,作为共同机构投资者参与公司治理的程度。

归系数差为 6.0451。费舍尔组合检验组间系数差异统计量的 p-value 小于 0.01, 通过组间系数差异检验。这说明, 长期共同机构所有权更能发挥企业社会责任改善功能。

2. 企业生命周期的异质性影响。初创期和成长期的企业生存压力更大, 为了抓住市场机会和避免财务危机, 需要吸引外部投资者和优秀人才的加盟, 此时, 外部投资者和员工是企业最重要的社会责任履行对象。为了树立良好的市场声誉, 该生命阶段的企业更重视环境责任和合法合规性等, 防止负外部性风险。投资于这个阶段的企业, 共同机构所有权会更关注组合资产的社会责任表现, 为实现组合资产价值最大化, 既会协同企业积极履行社会责任, 也会积极有效地监督和治理企业, 避免社会责任履行不佳的消极影响。在初创期和成长期的企业中, 共同机构所有权可以更好地发挥机构协同和监督治理效应来提高企业社会责任。本文参考 Cheng 等的思路^[9], 采用公司年龄的自然对数来衡量企业的成熟度, 根据年龄中位数进行分组回归, 结果见表 4 列(3)和列(4)。未成熟组 *Coz* 回归系数(15.319)显著大于成熟组的系数(3.2747), 且通过组间系数差异检验。这说明, 在未成熟企业中, 共同机构所有权更能提升企业社会责任表现。

3. 产权性质的异质性影响。相较于国有企业, 非国有企业面临的融资约束更高, 很难有充足的资金履行社会责任, 因履行社会责任而减少其他项目投资可能性较低。同时, 非国有企业更关注利润的获取, 只有在受到压力或者有利可图时, 才会承担社会责任。但社会责任投资的经济效益存在不确定性, 即使从长期来看可以给企业带来好处, 但是从短期来看, 存在融资约束的企业履行社会责任则意味着其将资金投资于收益不确定或是回报期长的项目上, 以至于牺牲企业本可以配置到其他优质投资项目的重要组织资源。从企业自身利益出发, 非国有企业可能难以积极履行社会责任。因此, 本文推测, 在非国有企业中, 共同机构所有权会对被持股企业进行协同发展, 架起企业与资本市场之间的信息桥梁, 积极参与企业公司治理, 提升其社会责任表现。由表 4 列(5)和列(6)可知, 共同机构所有权能更好地督促非国有企业的社会责任履行。

表 4 异质性检验 1

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	长期持有	短期持有	非成熟期	成熟期	非国企	国企
	Score	Score	Score	Score	Score	Score
<i>Coz</i>	8.3295 *** (3.5327)	2.2844 (0.1418)	15.3190 *** (4.6237)	3.2747 ** (2.1769)	9.2332 *** (3.7276)	6.8837 *** (4.6373)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业/年份	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	1816	132	6999	7633	8984	5648
R ²	0.370	0.638	0.342	0.371	0.341	0.352

注: 分组系数差异通过了费舍尔组合检验, Permutation 和 Bootstrap 的 1000 次经验 p 值均小于 0.01。

4. 资本市场环境的异质性影响。当股市处于“牛市”时, 宏观经济环境较好, 上市公司的外部生存和融资环境都较为宽松, 市场对企业价值预期比较乐观, 履行社会责任对企业市场价值提升作用并不明显, 在成本和收益权衡下, 共同机构所有权持股企业提高企业社会责任表现的动力不足。相反, 若股市处于“熊市”时, 宏观经济形势严峻, 市场融资环境较差, 企业生存压力大。为了改善融资环境和树立企业品牌形象, 提高企业市场价值, 共同机构所有权可能会通过机构协同和监督治理来激励被持股企业积极履行社会责任。因为企业社会责任的声誉效应可以使得在危机中拥有较好声誉的企业遭受的损失相对更小。本文将市场平均收益率超过无风险利率的阶段界定为“牛市”, 反之则为“熊市”。由表 5 列(1)和列(2)可知, 在“熊市”环境下, 共同机构所有权更能促进企业履行社会责任。

上文的实证结果表明, 共同机构所有权通过协同治理效应提升企业社会责任。但该结论与 Cheng 等的结论^[9]相反。深入分析发现, 样本期间, 即在 2010—2020 年间, 我国共同机构所有权比例平均约为

3.38%,远低于1991—2015年共同机构所有权比例平均约为50%的美国上市公司。会不会是共同机构所有权存在某一临界点,共同机构所有权在一定范围内会发挥机构协同治理作用,产生正外部性,提高企业社会责任,当超越该临界点后,共同机构所有权反而产生负外部性,降低企业社会责任,即二者呈现非线性关系?为了验证这一猜测,本文将共同机构所有权的平方项代入模型(1)重新回归,结果见表5列(3)。共同机构所有权持股比例的平方项系数在5%水平上显著为负。这意味着,随着共同机构所有权持股比例的上升,企业社会责任先呈显著上升趋势,当共同机构所有权持股比例超过临界点34%时,企业社会责任反而开始下降,即二者为倒U形关系。样本期间我国共同机构所有权持股比例平均仅为3.38%,远低于临界点。从目前中国和美国数据来看,我国的共同机构所有权持股比例远低于临界点,而美国则远超过临界点,这可能是本文研究结论与Cheng等的研究结论^[9]相反的原因。

表5 异质性检验2和倒U形关系

	(1)	(2)	(3)
	熊市	牛市	倒U形
	Score	Score	Score
Coz	11.6256*** (6.4644)	6.7279*** (3.5814)	18.0157*** (3.9095)
Coz_2			-26.6039** (-2.5027)
控制变量	Yes	Yes	Yes
行业/年份	Yes	Yes	Yes
样本量	8962	5670	14632
R ²	0.300	0.370	0.196

注:分组系数差异通过了费舍尔组合检验,Permutation和Bootstrap的1000次经验p值均小于0.05。

七、结论性评述

在我国资本市场,共同机构所有权现象愈发普遍,而学术界对共同机构所有权带来的影响至今尚无定论,可能是“合谋舞弊”亦可能是“协同治理”。本文基于我国2010—2020年的上市公司样本数据,从企业社会责任视角,实证检验共同机构所有权是否会提升企业社会责任表现,以及背后的作用机理。研究表明,共同机构所有权能显著改善企业社会责任表现。为保证研究结论的稳健性,本文通过工具变量、Heckman两阶段、PSM、更换关键变量等方法进行再检验,结论依然可靠。机制分析显示,共同机构所有权通过发挥机构协同效应和监督治理效应提升企业社会责任表现。异质性分析表明,共同机构所有权提升企业社会责任表现在长期共同机构所有权、非成熟期企业、资本市场处于“熊市”阶段、非国有企业中更为明显。综上,本文提出如下政策建议:一是企业要因势利导,积极引入共同机构所有权,尤其是长期型投资者,充分发挥其协同治理效应。二是政府部门要积极推动共同机构所有权市场发展,尤其是在“熊市”环境下,完善相关监管法规。三是政府部门要积极引导共同机构所有权投资于非成熟企业、民营企业等,倡导可持续发展,实现企业与社会资本共赢。

参考文献:

- [1] Cronqvist H, Yu F. Shaped by their daughters: Executives, female socialization, and corporate social responsibility[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 126(3): 543-562.
- [2] Dyck A, Karl V, Lins L R, et al. Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence[J]. Journal of Financial Economics, 2018, 131(3): 693-714.
- [3] 宋岩,刘悦婷,张鲁光. 异质机构投资者持股与企业声誉——基于企业社会责任的中介效应检验[J/OL]. 中国管理科学, <https://doi.org/10.16381/j.cnki.issn1003-207x.2021.0070>.
- [4] 杜勇,孙帆,邓旭. 共同机构所有权与企业盈余管理[J]. 中国工业经济, 2021(6): 155-173.
- [5] Schmalz M C. Recent studies on common ownership, firm Behavior, and market outcomes[J]. The Antitrust Bulletin, 2021, 66(1): 12-38.
- [6] Azar J, Schmalz M C, Tecu I. Anti-competitive effects of common ownership[J]. The Journal of Finance, 2018, 73(4): 1513-1565.

- [7]于左,张容嘉,付红艳.交叉持股、共同股东与竞争企业合谋[J].经济研究,2021(10):172-188.
- [8]潘越,汤旭东,宁博,等.连锁股东与企业投资效率:治理协同还是竞争合谋[J].中国工业经济,2020(2):136-164.
- [9]Cheng X, Wang H, Wang X. Common institutional ownership and corporate social responsibility[J]. Journal of Banking and Finance, 2022(136):1-23.
- [10]Kang J K, Luo J, Na H S. Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors? [J]. Journal of Financial Economics, 2018, 128 (3):576-602.
- [11]杜善重,马连福.连锁股东对企业风险承担的影响研究[J].管理学报,2022(1):27-35.
- [12]He J, Huang J, Zhao S. Internalizing governance externalities: The role of institutional cross-ownership[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 134 (2):400-418.
- [13]李世刚.连锁股东与高管薪酬契约有效性[J].当代财经,2021(11):89-100.
- [14]Park J, Sani J, Shroff N. Disclosure incentives when competing firms have common ownership[J]. Journal of Accounting and Economics, 2019, 67(2-3):387-415.
- [15]Jang I J, Kang N, Yezegel A. Common ownership, price informativeness, and corporate investment[J]. Journal of Banking and Finance, 2022(135):1-21.
- [16]Ramalingegowda S, Utke S, Yu Y. Common institutional ownership and earnings management[J]. Contemporary Accounting Research, 2021, 38(1):208-241.
- [17]周冬华,黄沁雪.共同所有权与会计信息可比性——来自中国资本市场的经验证据[J].会计与经济研究,2021(4):3-22.
- [18]Chen H, Xu Y, Yang J. Systematic risk, debt maturity, and the term structure of credit spreads[J]. Journal of Financial Economics, 2021, 139 (3):770-799.
- [19]杨兴全,张记元.连锁股东与企业金融化:抑制还是促进[J].中南财经政法大学学报,2022(2):27-40.
- [20]杜勇,孙帆,胡红燕.共同机构所有权与企业产能利用率[J].财经研究,2022(10):49-63.
- [21]Chen T, Hui D, Chen L. Institutional shareholders and corporate social responsibility[J]. Journal of Financial Economics, 2020, 135 (2):483-504.
- [22]Dechow P M, Dichev D I. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors[J]. The Accounting Review, 2002(77):35-59.

[责任编辑:高 婷]

Will Common Institutional Ownership Improve the Corporate Social Responsibility?

LI Xiaoqing, YI Wei

(School of Management Science and Engineering, Nanjing University of Information Science & Technology, Nanjing Jiangsu 210044, China)

Abstract: Based on the sample data of listed companies in China from 2010 to 2020, and on the perspective of corporate social responsibility, this paper discusses the influence of common institutional ownership on listed companies and its mechanism. The results show that common institutional ownership can significantly improve the performance of CSR. After a series of robustness tests, the conclusion still holds. Mechanism analysis shows that common institutional ownership improves corporate social responsibility performance through institutional synergy and supervisory governance effects. Further discussion shows that common institutional ownership plays a more significant role in promoting CSR performance in long-term shareholding, immature enterprises, capital market in the “bear market” stage, non-state-owned enterprises and manufacturing enterprises.

Key Words: common institutional ownership; corporate social responsibility; anti-competition; collaborative governance; capital market; corporate governance