

ESG 评级能抑制大股东掏空行为吗？

——基于我国 A 股上市公司的实证研究

李志辉¹, 魏斌¹, 陈海龙²

(1. 南开大学 经济学院, 天津 300071; 2. 中国工商银行 数字普惠中心, 浙江 杭州 310000)

[摘要]以 2011—2022 年沪深 A 股非金融上市公司为研究对象,从资金占用和关联交易两个角度实证检验 ESG 评级对大股东掏空行为的影响及作用机制。研究发现,ESG 评级能够显著抑制大股东掏空行为。机制检验结果表明,ESG 评级不仅可以通过提升信息透明度(激励内部信息披露和吸引分析师关注)、强化中小股东退出威胁等渠道抑制大股东掏空行为,还能够通过提高内部控制质量来抑制资金占用类掏空行为。异质性分析发现,在高质量法律环境和高股权制衡的情况下,ESG 评级对大股东掏空行为的抑制作用更加显著;在国有企业中,ESG 评级能够更加显著地抑制大股东通过关联交易掏空公司的行为。研究结论为加强股东治理、保护投资者提供了经验证据,对企业 ESG 实践和资本市场高质量发展具有重要意义。

[关键词]ESG 评级; 大股东掏空; 内部控制; 信息透明度; 中小股东退出威胁

[中图分类号]F832.5; F239.2 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2025)02-0073-12

一、引言

完善大股东治理是资本市场功能有效发挥的内在要求,也是上市公司和资本市场高质量发展的必由之路。党的二十大报告指出,要加强和完善现代金融监管,健全资本市场功能。2023 年 10 月中央金融工作会议进一步提出,更好发挥资本市场枢纽功能,消除监管空白和盲区,推动金融高质量发展。为贯彻落实党中央关于资本市场建设的要求,2024 年中国证监会系统工作会议强调,要优先保护投资者特别是中小投资者的合法权益,推动完善公司治理,建立对上市公司实际控制人等“关键少数”更加严密有效的监管制度。

在大股东等“关键少数”监管和资本市场功能亟待完善的背景下,ESG 实践与上市公司高质量发展、保护投资者利益等资本市场趋势高度契合,正逐步成为资本市场高质量发展的重要一环。与此同时,2024 年沪深北三大交易所同时发布《可持续发展报告(试行)(征求意见稿)》,构建了具有中国特色的上市公司可持续发展信息披露框架,也明确了环境、社会、公司治理披露议题。ESG 评级机构收集整理企业 ESG 实践信息并作出综合评价,能够将企业与外部市场连接起来,根据公司治理理论,这种来自外部的治理机制将深刻影响企业行为^[1]。因此,本文拟深入研究 ESG 评级对中国上市公司大股东掏空行为的影响及作用机制,这有助于进一步认识 ESG 评级可能产生的经济后果,为保护投资者利益和资本市场高质量发展提供一些有益借鉴。

公司治理尤其是股东治理,一直是监管机构和学术界关注的重点问题之一。从中国上市公司的股权结构来看,在股权分置改革之后,我国上市公司“一股独大”的局面虽然有所缓解,但并未得到根本性改变,依然呈现出股权结构高度集中的特点^[2]。与大股东相比,中小投资者是企业外部人,很难了解企业经营的具体真实信息。在这种情况下,大股东能够左右公司高管任免、控制公司资源,为了攫取更多私利,往往通过关联交易和资金占用等方式转移公司资源,损害中小股东利益^[3-4]。2005 年,证监会和国资委联合发布了《关于集中解决上市公司资金被占用和违规担保问题的通知》,试图规范和治理当时日益严峻的大股东掏空现象,但效果有限^[5]。2020 年 10 月,国务院发布的《关于进一步提高上市公司质量的意见》着重指出需要解决上市公司突出问题,要求控股股东、实际控制人及相关方不得以任何方式侵占上市公司利益。然而,当前大量上市公司仍存在资金占用、违规担保等严重的掏空问题。2022 年,证监会稽查的 20 起典型案例中涉及大股东等“关键少数”的案例有 7

[收稿日期]2024-05-27

[基金项目]国家自然科学基金项目(71973070); 国家社会科学基金项目(23BJY253); 浙江省哲学社会科学规划课题(23NDJC175YB)

[作者简介]李志辉(1959—),男,山东莱阳人,南开大学经济学院教授、财金研究所所长、博士生导师,博士,从事商业银行管理、金融风险管理和股票市场质量研究;魏斌(1994—),男,河南商丘人,南开大学经济学院博士研究生,从事商业银行管理和股票市场质量研究,E-mail:weibinwin@126.com;陈海龙(1987—),男,安徽阜阳人,中国工商银行数字普惠中心员工,从事商业银行管理和股票市场质量研究。

件,其中3件涉及大股东或实际控制人通过关联交易、违规担保占用等方式损害上市公司利益问题。可见,大股东掏空问题仍然是影响上市公司健康发展的“顽疾”,完善大股东监管制度对中国资本市场健康发展具有重要意义。

自我国资本市场建立以来,学术界以大股东为主题进行了大量研究,但目前未有文献确切地将 ESG 评级与大股东掏空行为联系起来。一方面,目前我国缺乏统一标准的 ESG 披露框架,ESG 评级在衡量企业 ESG 绩效、缓解投资者与企业间信息不对称等方面发挥了重要作用,为促进资本市场和企业可持续发展作出了重要贡献;另一方面,防范大股东掏空行为、维护市场公平正义是资本市场功能有效发挥的坚实基础,也是保护投资者特别是中小投资者合法权益的重要抓手,可以为深化金融供给侧结构性改革和加快建设金融强国提供战略支撑,因此探究 ESG 评级与大股东掏空行为的关系具有重要现实意义。鉴于此,本文以 2011—2022 年沪深 A 股非金融上市公司为研究对象,实证检验 ESG 评级对大股东掏空行为的影响及作用机制。

与已有研究相比,本文可能的边际贡献如下:首先,深化和拓展了大股东掏空行为的相关研究。本文立足资本市场第三方机构评级视角,从资金占用和关联交易两个方面切入,将大股东掏空行为影响因素的研究拓展至 ESG 领域,延伸了第二类代理问题的研究边界。其次,丰富了关于 ESG 的相关研究。本文在高质量发展理念的指导下,基于大股东掏空行为视角剖析 ESG 评级的经济后果,为今后探究 ESG 评级的微观效应提供了新的研究思路。最后,本文进一步研究了 ESG 评级对大股东掏空行为影响的作用机制及其异质性,并从多角度分析了 ESG 评级对大股东掏空行为的影响,在一定程度上为相关部门进一步完善 ESG 评级制度、加强大股东监管机制和促进中国资本市场高质量发展提供了有益参考。

二、文献回顾

从中国上市公司的股权结构来看,在股权分置改革之后,大多数上市公司中第一大股东持股比例仍占明显优势,呈现出股权高度集中的特点^[2]。因此,与英美等发达国家资本市场不同,中国资本市场上的代理问题主要是股权高度集中导致的大股东或控股股东转移掏空公司利益,即大股东掏空问题^[2]。上市公司大股东往往倾向于借助控制权采用各种方式来掏空上市公司^[6],包括资金占用、关联交易等手段^[3-4],严重侵害中小股东的合法权益。对于中国资本市场而言,研究如何治理大股东掏空行为具有重要的理论和现实意义。

现有研究多从企业内部制度、外部市场建设和数字化手段等方面探究如何治理大股东掏空行为,包括董事会结构^[7]、内部控制制度^[8]、股权结构^[9]、法律制度^[10]、资本市场开放^[11]、投资者退出机制^[3,12]、数字技术应用^[13]等。当前,我国经济社会正处于绿色转型和高质量发展阶段,ESG 正逐步发展成为企业和资本市场高质量发展的重要组成部分,上市公司不断加强 ESG 建设、披露可持续发展信息,这可能会为治理大股东掏空行为提供新的思路 and 手段。但是,大多数企业的 ESG 信息是零碎的、定性的,甚至通过漂绿、可持续发展目标洗涤等 ESG 异化行为误导消费者和投资者^[14]。在这种情况下,ESG 评级作为第三方机构对企业在环境、社会责任和公司治理等方面表现的综合评价,能够向市场提供全面可比的数据^[15],将企业与外部市场连接起来,从而深刻影响企业行为^[11]。因此,探究 ESG 评级对大股东掏空行为的影响及作用机制是一个有意义的话题。

ESG 评级是对企业在环境、社会和公司治理方面的表现进行评价,是评价企业 ESG 建设情况的重要依据^[11]。已有关于 ESG 评级经济后果的研究发现,ESG 评级能够在企业价值、效率、绿色发展等方面发挥积极作用:一方面,ESG 评级会激励企业主动承担社会责任,加强可持续发展能力建设,向社会和资本市场释放积极信号^[16],有助于降低企业债务和股权成本,为企业长期发展和价值提升注入动力^[17];另一方面,ESG 评级有助于缓解企业与利益相关者之间的信息不对称,树立企业负责任的良好形象^[18],帮助利益相关者更好地了解企业可持续发展情况,不仅有利于企业财务绩效和投资效率的提升^[16],而且有助于降低监督管理层的成本,从而缓解企业股东和管理层的代理问题^[11]。同时,ESG 评级能够通过提高企业管理层的可持续发展意识,为企业创新活动提供各类要素支持^[19],最终提高企业整体创新能力^[20]、绿色技术创新和协同绿色创新能力^[21]。

通过对相关文献的回顾可以发现,关于 ESG 评级的研究多集中于企业财务、投资及绿色发展等方面,关于大股东掏空行为治理的研究主要聚焦于企业内部制度、外部市场建设和数字化手段等方面,鲜有研究考察 ESG 评级对大股东掏空行为的影响,因此本文从理论和实证方面探究 ESG 评级对大股东掏空行为的影响及作用机制。

三、理论分析与研究假设

(一) ESG 评级与大股东掏空行为

第三方评级机构根据上市公司在环境、社会和公司治理等方面的表现对其进行 ESG 评级,缓解了投资者难以有效处理零碎复杂的 ESG 信息问题^[14],将企业与外部市场连接起来,有效提升了上市公司非财务信息透明度,降低了企业与利益相关者之间的信息不对称程度^[1],有助于中小股东、外部投资者、监管机构及新闻媒体等市场参与者更好地了解企业的可持续发展理念践行情况,从而为防范大股东掏空行为提供市场化机制。一方面,根据信号传递理论,信息优势方能够通过“信号传递”方式将信息传递给信息劣势方,以降低信息不对称程度。因此,ESG 评级作为企业在环境、社会责任和公司治理等方面表现的“信号”,能够有效帮助外部投资者甄别企业是否遵循可持续发展理念,进而缓解企业与投资者之间的信息不对称^[21],有利于企业与投资者之间加强互动交流,以优化经营管理决策^[16],从而为防范大股东掏空行为提供激励相容的市场化管理机制。另一方面,ESG 评级能够更加有效地发挥利益相关者的监督作用,抑制大股东掏空行为。具体而言,ESG 评级能够有效缓解上市公司与各利益相关者之间的信息不对称,降低利益相关者对大股东或控股股东实施监督的成本,提高其监督积极性^[1]。因此,大股东会受到更多的监督和审查,其实施掏空行为的成本和难度大大增加。此外,根据市场压力假说,公众影响力会对企业产生巨大压力,进而倒逼企业改变相关行为^[14]。ESG 评级不仅满足了众多利益相关者的需求,而且会吸引大量新闻媒体和网络舆论的关注,由此产生的公众影响力可能会对大股东形成巨大的外部压力,从而抑制大股东掏空行为。据此,本文提出研究假设 1。

假设 1: ESG 评级能够显著抑制大股东掏空行为。

(二) ESG 评级、内部控制与大股东掏空行为

一是 ESG 评级能够提高企业内部控制质量。首先,ESG 评级体系中普遍设置了企业治理结构、内部监督、利益相关者等内部控制相关内容。一方面,ESG 评级不仅能够指出企业内部控制的缺陷所在,而且可以作为一种监督机制平衡和维护各利益相关者的权益^[17],缓解各种代理冲突,从而提升内部控制质量;另一方面,ESG 评级有助于引导企业构建基于 ESG 理念的内部控制架构,而 ESG 理念与企业可持续发展高度契合,因此有助于提升企业内部控制质量。其次,基于信号传递理论,ESG 评级是企业 ESG 投资的重要依据,能够向政府、资本市场及社会公众传递有利信号,因此有 ESG 评级且评级等级高的企业能够获得更多且成本更低的外部融资^[1]。为了获得更高的 ESG 评级来缓解融资约束,企业会更加注重将 ESG 经营理念与日常经营管理相融合,向市场传达企业在环境、社会责任和公司治理等方面的努力,提升内部控制质量。

二是良好的内部控制能够有效抑制大股东掏空行为。内部控制是企业通过一系列制度安排来提高经营效率和效果,促进发展战略目标的实现^[22]。高质量的内部控制在企业经营决策、管理监督等方面形成了相互协调制约的制度体系,能够有效制衡大股东权力,对大股东的资金占用和关联交易等行为进行严格的审查和监督,防范大股东掏空行为。张洪辉等研究发现,良好的内部控制制度能够抑制异常关联交易的发生^[8];耀友福认为,企业内部控制有效性与大股东掏空行为之间存在负相关关系^[23]。同时,良好的内部控制制度能够提高信息披露质量,降低财务报告舞弊和管理层隐藏坏消息的可能性^[24],不仅有利于中小投资者等利益相关群体对大股东的经营决策进行监督和制约,而且会提高大股东受到市场关注的可能性^[8],从而抑制大股东掏空行为。因此,本文提出研究假设 2。

假设 2: ESG 评级能够提升上市公司内部控制质量,从而抑制大股东掏空行为。

(三) ESG 评级、信息透明度与大股东掏空行为

一是 ESG 评级有利于提升上市公司信息透明度。首先,ESG 评级有助于企业 ESG 信息的传递,从而降低信息不对称程度。大多数企业的 ESG 信息是零碎的、定性的,难以作为投资者的决策依据^[14],而 ESG 评级是第三方机构通过整理分析企业在环境、社会责任和公司治理等方面的表现、理念和发展潜力而做出的综合评价,能够向市场提供比较全面可比的数据^[15],加快企业信息的扩散,从而有效改善企业的外部信息环境,降低企业与利益相关者之间的信息不对称程度^[1]。其次,ESG 评级能够提升企业信息披露数量和质量。根据市场压力假说和信号传递理论,一方面 ESG 评级能够吸引市场参与者(如分析师、媒体及投资者等)的关注,会对企业形成巨大压力^[14],从而倒逼企业管理者增加环境、社会责任和公司治理等非财务信息的披露;另一方面,为了吸引潜在的

ESG 投资者来缓解融资约束,企业更有动力向外部市场披露高质量的 ESG 信息以及公司追求绿色可持续发展的经营理念,向投资者传递有利信号,从各个维度提高企业信息披露透明度^[1]。

二是企业信息透明度上升会降低大股东掏空行为发生的可能性。首先,上市公司信息透明度提升有助于缓解中小股东与大股东之间的信息不对称,增加中小股东对企业内部实际运行情况的了解,大大提升大股东掏空行为被中小股东发现的可能性^[13],共同利益受到侵害的中小股东很容易形成利益联盟^[25],不仅会使得大股东的掏空决策更加谨慎^[26],而且能够增大否决掏空议案的可能性^[27],从而对大股东掏空行为产生抑制效应^[28]。其次,企业信息透明度上升将增大大股东掏空行为隐匿的难度,在这种情况下,大股东的掏空行为很容易被分析师、媒体及监管机构等外部监督者所识别^[29],导致大股东掏空的声誉成本和违规成本大大增加^[13],从而抑制大股东掏空行为。与此同时,较高的信息透明度有助于降低企业与投资者之间的信息不对称程度及互动成本,形成利益相关方互助互惠的市场信息环境,促使中小股东和投资者共同参与监督大股东的行动^[23],同时可以进一步引起外部监督者的关注和监管^[28],从而抑制大股东掏空行为。因此,本文提出研究假设 3。

假设 3:ESG 评级能够提升上市公司信息透明度,从而抑制大股东掏空行为。

(四) ESG 评级、中小股东退出威胁与大股东掏空行为

一是 ESG 评级能显著增强中小股东退出威胁。当前,企业 ESG 建设是市场关注的热点,ESG 评级能够助力企业吸引投资者的目光,这种正向的“曝光效应”可以提高股票交易的概率^[30],而且 ESG 评级能够帮助投资者、股东和政府等市场参与者甄别企业的可持续发展潜力,降低信息不对称程度^[13],从而提升股票流动性。随着股票流动性的上升,股票交易能够快速、低成本地完成,且不会对价格产生较大影响,此时中小股东采取退出行动的成本和难度越低^[31],其退出的可能性越大^[32]。因此,ESG 评级能够提高中小股东退出威胁的可信度。

二是中小股东退出威胁会对大股东掏空行为产生抑制效应。当下,中国企业中仍存在较为严重的一股独大问题,在大多数企业中,中小股东与大股东或控股股东之间存在较大悬殊^[2],加之上市公司治理机制和证券市场投资者保护法律制度尚需健全完善^[33],因此对大股东的监督成本较高。如果不能通过公司内部的相关治理机制(如股东大会、董事会)即“用手投票”的方式来约束大股东的私利行为,他们就可以选择“用脚投票”,卖出公司股票^[12]。当中小股东察觉到大股东的掏空行为时,其作为知情者可以通过实施退出威胁方式向市场传递企业经营好坏的信号,吸引利益相关者和第三方的关注^[23],从而提升大股东藏匿掏空行为的难度和成本,降低大股东掏空动机。与此同时,中小股东卖出股票的行为会向市场传递不利信号,非知情投资者可能会认为其行为蕴含着更多的信息而进行跟随,从而引发投资者的悲观情绪,甚至造成“羊群效应”^[34],对公司股票价格直接产生负面影响,这将直接损害持有较多公司股票的大股东的利益,受此威胁的影响,大股东在事前会有较强的动机减少掏空行为^[3,12]。因此,本文提出研究假设 4。

假设 4:ESG 评级能够强化中小股东退出威胁,从而抑制大股东掏空行为。

四、研究设计

(一) 模型设定

为检验 ESG 评级对大股东掏空行为的影响,参考方先明和胡丁的研究^[20],本文构建如下模型:

$$Occupation_{i,t+1}(Rpta_{i,t+1}) = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \gamma Controls_{it} + \zeta_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,下标 i 和 t 分别表示上市公司和年份; $Occupation_{i,t+1}$ 和 $Rpta_{i,t+1}$ 分别是采取资金占用和关联交易方式衡量的大股东掏空行为,参考方先明和胡丁的做法^[20],本文将被解释变量前置一期,以控制 ESG 评级对大股东掏空行为的滞后影响和逆向因果导致的内生性问题;解释变量 ESG_{it} 为华证 ESG 评级; $Controls_{it}$ 为控制变量,并控制个体和年份固定效应。同时,本文采用企业层面的聚类稳健标准误来消除异方差的影响。

为探究 ESG 评级影响大股东掏空行为的机制,本文借鉴温忠麟等提出的中介效应检验方法^[35],建立中介效应模型如下:

$$M_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \gamma Controls_{it} + \zeta_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Occupation_{i,t+1}(Rpta_{i,t+1}) = \gamma_0 + \gamma_1 ESG_{it} + \gamma_2 M_{it} + \gamma Controls_{it} + \zeta_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, $M_{i,t+1}$ 为中介变量,其余变量与模型(1)保持一致。本文采用温忠麟等的中介效应检验程序^[35],其中

与标准正态分布不同,5% 显著性水平上 Sobel 检验统计量的临界值为 0.97^[36]。

(二) 变量定义

1. 被解释变量:大股东掏空行为。本文从资金占用和关联交易两个方面衡量大股东掏空行为:第一,参考黄泽悦等的研究^[28],采用其他应收款与总资产的比值(*Occupation*)来测度大股东资金占用程度,衡量大股东掏空行为,该值越大,说明大股东掏空行为越严重;第二,参考侯青川等的研究^[37],采用经行业中位数调整的关联交易与期初企业总资产的比值(*Rpta*)来测度大股东关联交易程度,衡量大股东掏空行为,同时考虑到一些类型的关联交易可能是因企业日常经营活动而发生的,剔除合作项目、许可协议、研究与开发成果、关键管理人员报酬和其他事项等五类关联交易,该值越大,说明大股东掏空行为越严重。

2. 核心解释变量:ESG 评级。参考方先明和胡丁的研究^[20],本文选取华证 ESG 评级作为核心解释变量,对 C、CC、CCC、B、BB、BBB、A、AA、AAA 等 9 档评级赋值 1~9,值越大,表示评级水平越高。华证 ESG 评级是参考国际主流 ESG 评价框架并结合中国股票市场实际情况,对上市企业进行 ESG 评价,具有更新频率高、覆盖范围广等优点。

3. 控制变量。借鉴胡洁等^[1]、李志辉等^[38]的研究,本文选取如下控制变量:公司规模(*Size*),上市公司总资产;上市年限(*Age*),企业上市时长的对数;资产收益率(*Roa*),上市公司总资产收益率;托宾 Q(*Q*),托宾 Q 值的自然对数;资产负债率(*Lev*),总负债与总资产的比值;营业增长率(*Growth*),企业营业收入的年增长率;股权集中度(*Top*),第一大股东持股比例的对数;资本密度(*Pfixa*),企业人均固定资产净额;劳动生产率(*Psales*),企业人均营业收入;独立董事比例(*Indep*),企业独立董事数与董事总数之比。

(三) 数据来源

本文以沪深 A 股非金融类上市公司为研究对象,时间跨度为 2011—2022 年。根据研究所需,本文对样本进行处理如下:(1)剔除 ST、*ST、PT 公司以及非正常上市公司;(2)剔除数据过少或缺失严重的样本;(3)剔除当年上市的样本。为避免异常值的影响,本文对所有连续变量进行上下 1% 水平的缩尾处理。ESG 评级数据来自 Wind 数据库,内部控制数据来自迪博内部控制与风险管理数据库,其余数据来源于 CSMAR 数据库。

五、实证结果分析

表 1 主要变量的描述性统计结果

变量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Occupation</i>	2.1052	3.3013	0.0251	20.9733
<i>Rpta</i>	10.2517	25.5277	-16.2600	147.5533
<i>ESG</i>	4.0169	1.1952	1.0000	8.0000
<i>Size</i>	1.5362	4.0485	0.0425	30.2431
<i>Age</i>	2.1171	0.8867	0.0000	3.4657
<i>Roa</i>	3.2317	6.5822	-28.4263	19.4808
<i>Q</i>	0.5709	0.4934	-0.1805	2.1755
<i>Lev</i>	43.6148	20.5803	5.7837	91.2187
<i>Growth</i>	13.3391	32.6878	-59.1203	167.6783
<i>Top</i>	3.4186	0.4756	2.1258	4.3018
<i>Pfixa</i>	0.5726	0.9147	0.0110	6.3019
<i>Psales</i>	0.1679	0.2254	0.0169	1.5199
<i>Indep</i>	0.3767	0.0540	0.3333	0.5714

(一) 描述性统计

表 1 报告了变量的描述性统计结果。资金占用程度的均值为 2.1052,标准差为 3.3013,最小值与最大值的差为 20.9482,意味着不同企业的资金占用程度差异较大。关联交易程度(行业调整)的均值为 10.2517,标准差为 25.5277,最小值和最大值的差为 163.8133,说明企业关联交易在行业中位数以上的情况更多,且不同上市公司的关联交易差异较大^[37]。*ESG* 的均值为 4.0169,最小值和最大值分别为 1 和 8,说明大部分企业的 ESG 评级处于中等水平,且不同企业的差异较大。在控制变量方面,企业规模的均值为 1.5362,最小值和最大值分别为 0.0425 和 30.2431,说明样本中包含不同规模的企业;企业总资产收益率的均值为 3.2317%,企业资产负债率的均值为 43.6148%,与胡洁等的统计结果基本一致^[1];股权集中度的均值为 3.4186,意味着第一大股东平均持股比例约为 30.5266%,说明 A 股上市公司整体股权集中度较高,大股东普遍具有较大的控制能力和影响力。

(二) 基准回归结果

表 2 是基准模型的回归结果。由列(1)至列(3)可知,ESG 评级对上市公司资金占用程度的系数均显著为负,列(3)的结果进一步表明,在加入一系列控制变量后,ESG 评级与资金占用程度在 1% 水平上显著负相关,说明 ESG 评级能够降低上市公司资金占用程度,即抑制大股东通过资金占用的方式掏空企业。由列(4)至列(6)可知,ESG 评级对上市公司关联交易程度的系数显著为负,列(6)的结果进一步表明,在加入一系列控制变量后,ESG 评级与关联交易程度在 5% 水平上显著负相关,说明 ESG 评级能够降低上市公司关联交易程度,即抑制

大股东通过关联交易的方式掏空企业。综上,表 2 的结果表明 ESG 评级对大股东掏空行为具有显著的负向抑制作用,假设 1 成立。

在控制变量方面,首先,资产负债率(*Lev*)的系数均显著为正,说明企业负债率越高,大股东掏空行为越严重,即大股东利用资金占用和关联交易攫取私利;其次,在资金占用程度的回归结果中,资产规模(*Size*)的系数显著为正,资产收益率(*Roa*)、营业增长率(*Growth*)的系数显著为负,表明规模大但盈利成长能力差的企业资金占用程度更高;最后,在关联交易程度的回归结果中,资产规模(*Size*)的系数显著为负,资产收益率(*Roa*)、营业增长率(*Growth*)的系数显著为正,表明规模大但盈利成长能力差的企业关联交易程度更高。控制变量的回归结果表明,企业微观特征会影响大股东实施掏空行为的方式。

表 2 基准回归结果

变量	资金占用			关联交易		
	(1) <i>Occupation</i>	(2) <i>Occupation</i>	(3) <i>Occupation</i>	(4) <i>Rpta</i>	(5) <i>Rpta</i>	(6) <i>Rpta</i>
<i>ESG</i>	-0.2053 *** (-7.5002)	-0.1670 *** (-6.3190)	-0.1518 *** (-5.8377)	-0.6112 *** (-3.3849)	-0.4484 ** (-2.5148)	-0.4174 ** (-2.3562)
<i>Size</i>		0.0670 *** (2.6114)	0.0557 ** (2.1229)		-0.5491 *** (-3.5656)	-0.5799 *** (-3.8044)
<i>Age</i>		0.3643 *** (5.2247)	0.1460 ** (2.0480)		-1.0020 * (-1.8445)	-1.4343 ** (-2.4179)
<i>Roa</i>		-0.0752 *** (-12.6074)	-0.0647 *** (-10.4788)		-0.1538 *** (-4.0574)	-0.0921 ** (-2.4224)
<i>Q</i>		0.2921 *** (2.9712)	0.2908 *** (2.9461)		6.0250 *** (9.0999)	6.2211 *** (9.6011)
<i>Growth</i>		-0.0023 *** (-3.2188)	-0.0031 *** (-4.4388)		0.0003 (0.0569)	-0.0011 (-0.2209)
<i>Psales</i>			0.4303 (1.0986)			-5.1169 *** (-2.7769)
<i>Pfixa</i>			-0.1345 * (-1.9307)			-0.5553 (-0.9251)
<i>Lev</i>			0.0148 *** (4.8324)			0.1097 *** (4.9612)
<i>Top</i>			-0.7079 *** (-4.4920)			3.5259 *** (3.3143)
<i>Indep</i>			0.6128 (0.8847)			0.8909 (0.1990)
常数项	2.6091 *** (22.0292)	2.2313 *** (15.5528)	4.0906 *** (6.2436)	10.5689 *** (11.4950)	9.2533 *** (8.6374)	-6.9909 * (-1.6739)
样本量	27067	26447	26437	28337	27714	27703
Adj. R ²	0.0151	0.0474	0.0537	0.0027	0.0133	0.0188
年份固定	是	是	是	是	是	是
个体固定	是	是	是	是	是	是

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

(三) 稳健性检验

1. 双重差分模型。本文采用双重差分估计法缓解可能存在的内生性问题。目前,中国股票市场 ESG 评级数据主要由第三方评级机构发布,这为相关研究提供了丰富的准自然实验数据^[16]。商道融绿是中国首家签署联合国责任投资原则(UNPRI)的服务机构,也是最早发布 ESG 评级数据的机构^[1,14],不仅收集企业自愿披露的信息,还从媒体、监管机构和其他来源收集企业信息,并运行实时在线监测系统^[21],其评级结果受到多方认可。同时,作为第三方评级机构,商道融绿以沪深 300 成分股、中证 800 成分股为目标公司,确保其覆盖范围外生独立^[21],形成了市场对企业可持续发展过程的软监管机制,为构建渐进双重差分模型提供了依据^[39]。因此,本文参考已有文献的做法^[1,16,39],基于商道融绿首次公布上市公司 ESG 评级数据这一外生冲击事件,利用多时点双重差分法构建如下模型:

$$Occupation_{i,t+1}(Rpta_{i,t+1}) = \beta_0 + \beta_1 ESG_DID_{it} + \gamma Controls_{it} + \zeta_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中,*ESG_DID_{it}*为解释变量,若商道融绿发布了企业 *i* 在第 *t* 年的评级数据,则 *ESG_DID_{it}* = 1, 否则 *ESG_DID_{it}* = 0。其余变量设定与模型(1)保持一致。

回归结果如表 3 所示,ESG 评级(*ESG_DID*)与资金占用程度(*Occupation*)在 1% 水平上显著负相关,ESG 评级(*ESG_DID*)与关联交易(*Rpta*)在 5% 水平上显著负向相关,说明 ESG 评级能够降低上市公司资金占用程度和关联交易程度,即抑制大股东通过资金占用和关联交易的方式掏空企业。参考胡洁等^[1]、Wang 等^[21]的做法,本文进一步采用平行趋势检验和安慰剂检验方法来确保双重差分模型的合理性,结果(未列示,备索)表明平行趋势假定成立且安慰剂检验结果符合预期,因此本文结论稳健。

2. 倾向得分匹配法(PSM)。考虑到样本选择偏差会影响回归结果,本文进一步采用 PSM 方法进行稳健性检验,PSM 方法能够降低因样本选择偏误而导致的内生性问题。参考黄泽悦等^[28]、李志辉等^[40]的做法,本文构

表 3 双重差分模型回归结果

变量	资金占用	关联交易
	(1) <i>Occupation</i>	(2) <i>Rpta</i>
<i>ESG_DID</i>	-0.3064 *** (-3.8571)	-1.4292 ** (-2.2441)
控制变量	控制	控制
年份固定	控制	控制
个体固定	控制	控制
样本量	26437	27703
Adj. R ²	0.0522	0.0188

建虚拟变量 *Treat*, 当 ESG 评级大于年度行业中位数时取值为 1, 否则为 0, 选取企业规模、总资产收益率、换手率、管理层持股、机构持股比例等作为协变量, 采用 1:4 近邻匹配法进行匹配。经过倾向得分匹配 (PSM) 之后, 所有协变量间的差异不再显著, 通过了多变量 T 检验, 说明处理组与控制组之间不存在系统性差异。在剔除不满足共同支撑假设的样本后, 本文使用基准模型重新进行检验, 回归结果如表 4 列(1)和列(2)所示, ESG 评级的回归系数均至少在 5% 水平上显著为负, 表明 ESG 评级对大股东掏空行为具有显著的抑制作用, 本文结论可靠。

3. Heckman 模型。为进一步解决可能存在的样本自选择问题, 参考李志辉等^[40]的研究, 本文利用 Heckman 两阶段模型处理内生性问题。考虑到商业银行在中国融资体系中的重要地位及其对企业经营管理行为的影响, 在既有控制变量的基础上, 本文进一步加入商业银行景气指数来构建 ESG 评级的选择模型, 并计算出逆米尔斯比率 (*IMR*); 然后, 本文将逆米尔斯比率 (*IMR*) 加入基准模型中进行重新回归, 回归结果如表 4 列(3)和列(4)所示, 核心解释变量的系数显著为负, 逆米尔斯比率的系数在 1% 水平上显著, 说明结论稳健。

4. 改变样本区间。首先, 考虑到 2015—2016 年资本市场波动剧烈, 2015 年发生“股灾”, 2016 年也受到此余波的较大影响, 所以本文剔除了 2015—2016 年的公司样本后进行稳健性检验, 回归结果如表 5 列(1)和列(2)所示, ESG 评级与资金占用和关联交易至少在 5% 水平上显著负相关。其次, 新冠疫情暴发对整个社会的运行都产生了巨大影响, 在新冠疫情期间各经济主体的行为不可避免地受到影响。为了消除新冠疫情的可能干扰, 本文剔除了 2020 年之后的样本, 使用基准模型重新进行检验, 结果如表 5 列(3)和列(4)所示, ESG 评级的回归系数显著为负。以上结果与基准回归结果一致, 本文结论稳健。

5. 替换变量。首先, 替换被解释变量。考虑到资金占用可能是企业日常经营活动产生的, 也不完全由第一大股东占用, 因此本文以资金占用程度为因变量进行回归后得到的残差 (异常资金占用程度) 作为大股东掏空行为 (*Netoccupation*) 的衡量指标^[41]; 参考侯青川等的做法^[37], 不再剔除五类关联交易, 采用所有关联交易之和度量大股东掏空行为 (*Rpta_all*)。其次, 替换解释变量。采用华证 ESG 综合得分 (*ESG_Score*) 作为 ESG 评级的代理变量。回归结果如表 6 列(1)至列(4)所示, 无论是替换被解释变量还是替换解释变量, ESG 评级的回归系数均至少在 5% 水平上显著为负, 与基准回归结果一致, 本文结论稳健。

表 4 倾向得分匹配与 Heckman 两阶段模型回归结果

变量	PSM 结果		Heckman 两阶段模型	
	资金占用	关联交易	资金占用	关联交易
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Occupation</i>	<i>Rpta</i>	<i>Occupation</i>	<i>Rpta</i>
<i>ESG</i>	-0.1515*** (-5.7487)	-0.3732** (-2.1010)	-0.1416*** (-5.5234)	-0.3724** (-2.1196)
<i>IMR</i>			9.2675*** (6.5984)	40.2224*** (4.2798)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定	控制	控制	控制	控制
个体固定	控制	控制	控制	控制
样本量	25513	26734	26437	27703
Adj. R ²	0.0545	0.0193	0.0600	0.0208

表 5 改变样本区间的回归结果

变量	资金占用	关联交易	资金占用	关联交易
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Occupation</i>	<i>Rpta</i>	<i>Occupation</i>	<i>Rpta</i>
<i>ESG</i>	-0.1484*** (-5.2155)	-0.3966** (-2.1035)	-0.1374*** (-4.8584)	-0.3572* (-1.8009)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定	控制	控制	控制	控制
个体固定	控制	控制	控制	控制
样本量	21776	23054	21740	21446
Adj. R ²	0.0575	0.0188	0.0540	0.0229

表 6 替换变量的检验结果

变量	替换被解释变量		替换解释变量	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Netoccupation</i>	<i>Rpta_all</i>	<i>Occupation</i>	<i>Rpta</i>
<i>ESG</i>	-0.1166*** (-4.4886)	-0.4074** (-2.2922)		
<i>ESG_Score</i>			-0.0348*** (-5.8206)	-0.0875** (-2.2454)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定	控制	控制	控制	控制
个体固定	控制	控制	控制	控制
样本量	24305	27703	25748	27016
Adj. R ²	0.0265	0.0187	0.0499	0.0188

六、机制检验

(一) 内部控制的传导渠道检验

内部控制通过一系列制度安排提升了企业经营效率和效果^[22], 在企业经营决策、管理监督等方面形成了相互协调制约的制度体系。为了能够全面且准确地反映公司内部控制质量, 本文参考李志辉等的研究^[38], 采用迪

博内部控制与风险数据库中的内部控制指数(IC)作为上市公司内部控制质量的代理指标,该指数值越大说明公司内部控制水平越高。

表7展示了内部控制的传导渠道检验结果。列(1)中ESG评级对内部控制的回归系数显著为正,表明ESG评级能够提升上市公司内部控制质量。在列(2)ESG评级与内部控制质量对资金占用的影响中,核心解释变量ESG评级的系数显著为负,且这一系数相比基准模型明显下降,内部控制质量的系数在1%水平上显著为负,说明内部控制质量在ESG评级对资金占用的影响中具有不完全中介效应。在列(3)ESG评级与内部控制质量对关联交易的影响中,核心解释变量ESG评级的系数显著为负,内部控制质量的系数不显著,因此需要通过Sobel检验来判断中介效应的显著性。Sobel检验的Z值为0.0586且不显著,说明内部控制质量在ESG评级对关联交易的影响中不存在中介效应。综合以上结果发现,ESG评级能够通过提高内部控制质量抑制资金占用类的大股东掏空行为,而无法抑制关联交易类的大股东掏空行为,假设2部分成立。

(二)信息透明度的传导渠道检验

本文从上市公司内部信息披露与外部信息环境两个方面衡量企业信息透明度。首先,考虑到会计信息是企业基本面情况最重要的反映,高质量的会计信息能够显著提升上市公司的信息透明度。因此,本文将会计信息质量(Compacc)作为上市公司信息透明度的第一个代理变量^[42],使用会计信息可比性指标来衡量企业会计信息质量,即计算企业与同行业其他企业预期盈余的差值,并按从大到小顺序进行排列,将前四个值的平均值作为会计信息可比性指标,该值越大表明会计信息可比性越高,则上市公司信息透明度越高。其次,考虑到股票市场中存在大量散户投资者,他们缺乏足够的专业投资知识,更多是依靠分析师获取企业信息,而作为连接上市公司与投资者的纽带,分析师对上市公司的准确分析及密切关注将显著提升上市公司的信息透明度^[38]。因此,本文使用分析师关注度(Analyst)作为上市公司信息透明度的第二个代理变量,分析师关注度越高,则上市公司信息透明度越高。

表8展示了信息透明度的传导渠道检验结果。列(1)和列(4)中ESG评级对企业会计信息质量和分析师关注度的回归系数均在1%水平上显著为正,表明ESG评级能够提升上市公司信息透明度。在列(2)和列(5)ESG评级与信息透明度对资金占用的影响中,核心解释变量ESG评级的系数显著为负,且这一系数相比基准回归结果略有下降,信息透明度的系数均在1%水平上显著为负,说明信息透明度在ESG评级对资金占用的影响中具有不完全中介效应。在列(3)

和列(6)ESG评级与信息透明度对关联交易的影响中,核心解释变量ESG评级的系数相比基准回归结果有所下降,信息透明度的系数均至少在5%水平上显著为负,说明信息透明度在ESG评级对关联交易的影响中具有中介效应。综合以上结果发现,ESG评级能够通过提高企业信息透明度抑制大股东掏空行为,包括资金占用和关联交易,假设3成立。

(三)中小股东退出威胁的传导渠道检验

参考陈克兢的做法^[43],本文采用股票流动性与中小股东竞争程度的交乘项(Exit_T)作为中小股东退出威

表7 内部控制传导渠道检验结果

变量	内部控制 (1) IC	资金占用 (2) Occupation	关联交易 (3) Rpta
ESG	0.0074 *** (4.6394)	-0.1153 *** (-4.6670)	-0.4181 ** (-2.3468)
IC		-0.6380 *** (-3.5881)	-0.0655 (-0.0586)
控制变量	控制	控制	控制
年份固定	控制	控制	控制
个体固定	控制	控制	控制
样本量	27257	25805	27014
Adj. R ²	0.0404	0.0433	0.0195

表8 信息透明度传导渠道检验结果

变量	会计信息质量 (1) Compacc	资金占用 (2) Occupation	关联交易 (3) Rpta	分析师关注 (4) Analyst	资金占用 (5) Occupation	关联交易 (6) Rpta
ESG	0.0431 *** (6.0631)	-0.1340 *** (-4.4393)	-0.3182 (-1.3415)	0.3569 *** (5.9873)	-0.1427 *** (-5.4474)	-0.3432 * (-1.9216)
Compacc		-0.4886 *** (-4.2154)	-1.5286 ** (-2.1344)			
Analyst					-0.0124 *** (-3.6381)	-0.0992 *** (-3.9782)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体固定	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	18307	14874	16138	28042	26437	27703
Adj. R ²	0.0735	0.0357	0.0172	0.1576	0.0545	0.0197

胁的代理变量,并对其进行对数化处理。具体而言,本文选择指标 Amihud 比率(每日股票收益率绝对值与成交金额比值的年度均值)的倒数刻画多维的股票流动性,值越大,股票流动性越强,而高流动性有助于中小股东快速、低成本地实现退出,会增大股东的退出威胁作用;采用赫芬达尔指数的形式构造中小股东竞争程度,值越大,中小股东竞争越激烈。当股票流动性越强、中小股东竞争越激烈时,中小股东的退出威胁越高。

表 9 展示了中小股东退出威胁的传导渠道检验结果。列(1)中 ESG 评级对中小股东退出威胁的回归系数显著为正,表明 ESG 评级能够提高中小股东退出威胁的可能性。在列(2) ESG 评级与中小股东退出威胁对资金占用的影响中,核心解释变量 ESG 评级的系数显著为负,且这一系数相比基准回归结果略有下降,中小股东退出威胁的系数在 5% 水平上显著为负,说明中小股东退出威胁在 ESG 评级对资金占用的影响中具有不完全中介效应。在列(3) ESG 评级与中小股东退出威胁对关联交易的影响中,核心解释变量 ESG 评级的系数显著为负,中小股东退出威胁的系数不显著,因此需要通过 Sobel 检验来判断中介效应的显著性。Sobel 检验的 Z 值为 1.2139 且

显著,说明中小股东退出威胁在 ESG 评级对关联交易的影响中具有不完全中介效应。综合以上结果发现,ESG 评级能够通过提高中小股东退出威胁抑制大股东掏空行为,包括资金占用和关联交易,假设 4 成立。

表 9 中小股东退出威胁传导渠道检验结果

变量	中小股东退出威胁		
	资金占用	关联交易	
	(1)	(2)	(3)
	<i>Exit_T</i>	<i>Occupation</i>	<i>Rpta</i>
ESG	0.0311*	-0.1489***	-0.4056**
	(1.8785)	(-5.7354)	(-2.2863)
<i>Exit_T</i>		-0.0431**	-0.1569
		(-2.1003)	(-1.5906)
控制变量	控制	控制	控制
年份固定	控制	控制	控制
个体固定	控制	控制	控制
样本量	28035	26430	27695
Adj. R ²	0.1076	0.0539	0.0189

七、异质性分析

(一) 基于法律环境的分析

防范大股东掏空行为需要外部监督的配合,而法律保护是其中重要的组成部分^[3],这可能会对 ESG 评级与大股东掏空行为之间的关系产生影响。完善的法律制度能够为中小股东提供法律力量,当中小股东发现大股东存在掏空行为时,其通过法律手段进行索赔会增加大股东掏空风险和成本。已有文献发现,完善的法律制度有助于抑制大股东掏空行为^[3,6]。那么,法律制度的完善是否有助于进一步发挥 ESG 评级的监督效应?从理论上讲,当企业处于外部法律环境较好地区时,由于 ESG 评级增加了大股东掏空行为被发现的可能性,中小股东更容易通过法律手段对大股东的违法违规行为进行索赔,这会进一步提升大股东的法律风险和成本,从而降低大股东掏空动机。

为了检验 ESG 评级的作用是否在处于法律环境较好地区的企业中更大,本文参考姜付秀等的研究^[3],采用樊纲等所编制的市场化指数分项指标中的“市场中介组织的发育和法律制度环境指数”衡量企业所处地区法律环境,该指数越高,则表明地区法律环境越好^[44],并按照法律环境的不同将样本划分为高法律环境组和低法律环境组,进行分组检验。表 10 列(1)和列(2)结果显示,ESG 评级对资金占用的影响系数在两组样本中均显著为负,其中高法律环境组中 ESG 评级的回归系数绝对值更大,采用似无相关检验方法得到的经验 P 值为 0.0002,表明上述差异在统计上显著。表 10 列(3)和列(4)结果显示,ESG 评级对关联交易的影响系数在高法律环境组中显著为负,在低法律环境组中不显著。以上结果说明 ESG 评级对资金占用和关联交易等大股东掏空行为的抑制作用在高法律环境中更加有效,意味着完善法律制度能够增强 ESG 评级的作用,进一步抑制大股东掏空行为。

表 10 基于法律环境视角的异质性检验

变量	资金占用		关联交易	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	低法律环境 <i>Occupation</i>	高法律环境 <i>Occupation</i>	低法律环境 <i>Rpta</i>	高法律环境 <i>Rpta</i>
ESG	-0.0745**	-0.2143***	-0.3844	-0.4397*
	(-2.4728)	(-5.5047)	(-1.6061)	(-1.7979)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定	控制	控制	控制	控制
个体固定	控制	控制	控制	控制
样本量	16774	9658	16511	11187
Adj. R ²	0.0466	0.0511	0.0245	0.0166

(二) 基于股权制衡的分析

良好的内部监督能够有效制衡和监督大股东,防止企业被“掏空”,而股权结构则是其高质量运作的重要因素^[45],可能会对 ESG 评级与大股东掏空行为之间的关系产生影响。相较于中小股东,非控股大股东和机构投资者

者不仅专业性更强,而且为保护自己的利益更有动机监督其他大股东,所以适度制衡的股权结构能够有效提升诸多大股东间的制衡能力^[9]。同时,当利益受到侵害时,非控股股东容易与中小股东结成利益联盟^[25],这增加了控股股东或第一大股东的合谋成本,从而对大股东掏空行为产生制衡作用^[43]。有研究发现,企业通过引入其他大股东完善股权结构、防止被实质性控制达到了“多股同大”的目的,进而提升了诸多大股东间的制衡能力,抑制了大股东的掏空行为^[9]。那么,股权制衡是否有助于进一步发挥 ESG 评级的监督效应?从理论上讲,在股权制衡度较高的上市公司中,当 ESG 评级暴露出可能存在的大股东掏空行为时,其他大股东与中小股东更容易联合起来共同抑制大股东掏空行为。

为了检验 ESG 评级的作用是否在股权制衡度较高的企业中更大,本文参考孙兆斌的研究^[45],采用第一大股东与第二大股东持股的比值衡量上市企业股权制衡度,该比值越大,说明企业股权制衡度越低,并按照股权制衡度将样本划分为高股权制衡组和低股权制衡组,进行分组检验。表 11 列(1)和列(2)结果显示,ESG 评级对资金占用的回归系数在两组样本中均显著为负,其中高股权制衡组中 ESG 评级的回归系数绝对值更大,采用似无相关检验方法得到的经验 P 值为 0.0522,表明上述差异在统计上显著。表 11 列(3)和列(4)结果显示,ESG 评级对关联交易的回归系数在高股权制衡组中显著为负,在低股权制衡组中不显著。以上结果说明 ESG 评级对资金占用和关联交易等大股东掏空行为的抑制作用在高股权制衡度的企业中更加有效,意味着适度制衡的股权结构能够增强 ESG 评级的作用,进一步抑制大股东掏空行为。

(三)基于产权性质的分析

我国不同产权性质的企业所承担的社会压力和政策压力存在显著差异^[46],而且在治理结构、经营目标等方面也大有不同^[16],这可能会对 ESG 评级与大股东掏空行为之间的关系产生影响。相较于民营企业,国有企业承担着更多社会责任,在贯彻落实政府 ESG 政策方面的参与度更高,在推动环境与社会责任的落实方面发挥着引领示范作用^[46],往往更有动力对大股东进行监督。同时,国有企业通常受到国有资产监管部门的定期清查,这进一步增大了大股东掏空行为实施的难度。那么,国有企业是否更能发挥 ESG 评级的监督效应?从理论上讲,在国有企业中,当 ESG 评级暴露出可能存在的大股东掏空行为时,为了保持国有企业的示范形象和防止国有资产流失,企业内部和相关监管部门会迅速进行调查,从而抑制大股东掏空行为。

为了检验 ESG 评级的作用是否在国有企业中更大,本文根据企业产权性质将样本划分为国有企业组和非国有企业组,进行分组检验。表 12 列(1)和列(2)结果显示,ESG 评级对资金占用的回归系数在两组样本中均显著为负,采用似无相关检验方法得到的经验 P 值为 0.8171,表明上述差异在统计上不显著。表 12 列(3)和列(4)结果显示,ESG 评级对关联交易的回归系数在非国有企业中不显著,在国有企业中显著为负且系数绝对值更大。以上结果说明 ESG 评级对资金占用类掏空行为的影响在两组样本中无显著差异,而对关联交易类掏空行为的抑制作用在国有企业中更加显著。

表 11 基于股权制衡视角的异质性检验

变量	资金占用		关联交易	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	低股权制衡 <i>Occupation</i>	高股权制衡 <i>Occupation</i>	低股权制衡 <i>Rpta</i>	高股权制衡 <i>Rpta</i>
ESG	-0.0965 *** (-3.0183)	-0.1966 *** (-4.8479)	-0.3026 (-1.1613)	-0.6073 ** (-2.4372)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定	控制	控制	控制	控制
个体固定	控制	控制	控制	控制
样本量	13299	13137	13975	13727
Adj. R ²	0.0301	0.0701	0.0144	0.0165

表 12 基于产权性质视角的异质性检验

变量	资金占用		关联交易	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	国企 <i>Occupation</i>	非国企 <i>Occupation</i>	国企 <i>Rpta</i>	非国企 <i>Rpta</i>
ESG	-0.1149 *** (-3.1262)	-0.1460 *** (-4.2333)	-0.9578 *** (-2.9736)	-0.1525 (-0.7057)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定	控制	控制	控制	控制
个体固定	控制	控制	控制	控制
样本量	9875	16072	10340	16819
Adj. R ²	0.0193	0.0742	0.0220	0.0232

八、结论与政策建议

坚持以投资者为本的理念,保护投资者特别是中小投资者的合法权益,不仅是资本市场高质量发展的应有之义,而且是贯彻落实 ESG 理念的重要一环。本文从资金占用和关联交易两个角度实证研究了 ESG 评级对大股东掏空行为的具体效应和影响机制,得到的主要结论为:(1) ESG 评级能够显著抑制大股东掏空行为,包括降

低大股东资金占用程度和关联交易程度,这符合 ESG 评级非正式监管的初衷;(2)ESG 评级能够通过提升信息透明度和中小股东退出威胁抑制大股东掏空行为,而且能够通过提高内部控制质量抑制资金占用类掏空行为,其中 ESG 评级能够通过激励内部信息披露和吸引分析师关注等内外两种方式提升信息透明度;(3)异质性分析发现,高质量的法律环境和高制衡的股权结构更有利于发挥 ESG 评级对大股东的治理效应,而且在国有企业中,ESG 评级能够更加显著地抑制大股东通过关联交易掏空公司的行为。

基于以上结论,本文提出以下政策建议:第一,持续完善 ESG 评级机制,构建中国特色的 ESG 体系。坚持建立与国际接轨、符合中国国情的 ESG 信息披露标准、评价标准和管理标准,引导和规范我国企业的 ESG 行为,推进中国 ESG 实践的发展,推动企业经营治理的透明化、规范化和社会化,充分发挥 ESG 的公司治理效应,促进企业 and 市场高质量发展。第二,持之以恒完善公司治理政策。良好的公司治理对推动企业和资本市场高质量发展有一定的积极作用,要从国家政策和资本市场层面鼓励引导上市公司构建相互协调制约的内部控制体系,构建适度制衡的股权结构,加强股东治理,同时强化企业信息披露质量,保护中小投资者,完善关于上市公司治理的法律法规,全面提升上市公司治理水平。第三,鼓励企业加强 ESG 实践,提升 ESG 表现。企业应将 ESG 理念根植于企业经营理念,融合于企业发展战略,并贯穿于企业的经营治理过程。企业应当大力加强 ESG 实践,将 ESG 建设作为一种“价值投资”而非“成本投入”,加大 ESG 投入,提升 ESG 表现。第四,内部治理与外部监督并重。监管部门要强化对上市公司信息披露的监督,不断完善相关法律法规,同时引入更多的优质专业主体参与市场管理,增强外部监督力量,建设成熟和专业的资本市场,推动资本市场高质量发展。

参考文献:

- [1] 胡洁,于宪荣,韩一鸣. ESG 评级能否促进企业绿色转型?——基于多时点双重差分法的验证[J]. 数量经济技术经济研究,2023(7):90-111.
- [2] Jiang F, Kim K A. Corporate governance in China: A survey[J]. Review of Finance, 2020, 24(4): 733-772.
- [3] 姜付秀,马云飙,王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗? [J]. 管理世界, 2015(5): 147-159.
- [4] 郑国坚,蔡贵龙,卢昕.“深康佳”中小股东维权:“庶民的胜利”抑或“百日维新”?——一个中小股东参与治理的分析框架[J]. 管理世界, 2016(12): 145-158+188.
- [5] Li K, Lu L, Qian J, et al. Enforceability and the effectiveness of laws and regulations[J]. Journal of Corporate Finance, 2020, 62: 101598.
- [6] 郑国坚,林东杰,张飞达. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据[J]. 管理世界, 2013(5): 157-168.
- [7] 叶康涛,陆正飞,张志华. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”? [J]. 经济研究, 2007(4): 101-111.
- [8] 张洪辉,章琳一,张蕊. 内部控制与关联交易:基于效率促进观和掏空观分析[J]. 审计研究, 2016(5): 89-97.
- [9] Dhillon A, Rossetto S. Ownership structure, voting, and risk[J]. The Review of Financial Studies, 2015(2): 521-560.
- [10] Gopalan R, Jayaraman S. Private control benefits and earnings management: Evidence from insider controlled firms[J]. Journal of Accounting Research, 2012, 50(1): 117-157.
- [11] 白雅洁,张铁刚. 资本市场开放与大股东掏空抑制——掏空动机及约束的调节效应[J]. 宏观经济研究, 2021(10): 36-49.
- [12] Hope O K, Wu H, Zhao W. Blockholder exit threats in the presence of private benefits of control[J]. Review of Accounting Studies, 2017, 22: 873-902.
- [13] 张嘉伟,王钊州,蒋影. 数字经济与大股东掏空行为:技术治理的新视角[J]. 经济管理, 2023(4): 64-81.
- [14] 刘柏,卢家锐,琚涛. 形式主义还是实质主义:ESG 评级软监管下的绿色创新研究[J]. 南开管理评论, 2023(5): 16-28.
- [15] Buallay A. Is sustainability reporting(ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector[J]. Management of Environmental Quality: An International Journal, 2019, 30(1): 98-115.
- [16] 史永东,王溟森. 企业社会责任与公司价值——基于 ESG 风险溢价的视角[J]. 经济研究, 2023(6): 67-83.
- [17] 谢红军,吕雪. 负责任的国际投资:ESG 与中国 OFDI[J]. 经济研究, 2022(3): 83-99.
- [18] 李泽浩,杨振,陈传龙. ESG 信息披露提升了企业投资效率吗?——非财务信息披露的财务作用[J]. 审计与经济研究, 2024(4): 71-80.
- [19] Lins K V, Servaes H, Tamayo A. Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis[J]. The Journal of Finance, 2017, 72(4): 1785-1824.
- [20] 方先明,胡丁. 企业 ESG 表现与创新——来自 A 股上市公司的证据[J]. 经济研究, 2023(2): 91-106.
- [21] Wang J, Ma M, Dong T, et al. Do ESG ratings promote corporate green innovation? A quasi-natural experiment based on SynTao Green Finance's ESG ratings[J]. International Review of Financial Analysis, 2023, 87: 102623.
- [22] 李万福,林斌,宋璐. 内部控制在公司投资中的角色:效率促进还是抑制? [J]. 管理世界, 2011(2): 81-99+188.
- [23] 耀友福. 企业数字化转型对大股东掏空行为的影响[J]. 当代财经, 2022(11): 137-148.
- [24] Donelson D C, Ege M S, McInnis J M. Internal control weaknesses and financial reporting fraud[J]. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 2017, 36(3): 45-69.
- [25] 郑志刚,石丽娜,黄继承,等. 中国上市公司“小股民行动”现象的影响因素与经济后果[J]. 世界经济, 2019(1): 170-192.

- [26] 郝云宏,朱炎娟,金杨华. 大股东控制权私利行为模式研究:伦理决策的视角[J]. 中国工业经济,2013(6):83-95.
- [27] Levit D. Soft shareholder activism[J]. The Review of Financial Studies,2019(7):2775-2808.
- [28] 黄泽悦,罗进辉,李向昕. 中小股东“人多势众”的治理效应——基于年度股东大会出席人数的考察[J]. 管理世界,2022(4):159-185.
- [29] Barber B M, Odean T. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors[J]. The Review of Financial Studies,2008,21(2):785-818.
- [30] Liu S. Investor sentiment and stock market liquidity[J]. Journal of Behavioral Finance,2015,16(1):51-67.
- [31] Bhide A. The hidden costs of stock market liquidity[J]. Journal of Financial Economics,1993,34(1):31-51.
- [32] Edmans A, Fang V W, Zur E. The effect of liquidity on governance[J]. The Review of Financial Studies,2013,26(6):1443-1482.
- [33] 史永东,宋明勇,李凤羽,等. 控股股东股权质押与企业债权人利益保护——来自中国债券市场的证据[J]. 经济研究,2021(8):109-126.
- [34] 余怒涛,张华玉,刘昊. 非控股大股东与企业金融化:蓄水池还是套利工具[J]. 南开管理评论,2023(2):96-107.
- [35] 温忠麟,张雷,侯杰泰,等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报,2004(5):614-620.
- [36] MacKinnon D P, Lockwood C M, Hoffman J M, et al. A comparison of methods to test mediation and other intervening variable effects[J]. Psychological Methods,2002,7(1):83.
- [37] 侯青川,靳庆鲁,苏玲,等. 放松卖空管制与大股东“掏空”[J]. 经济学(季刊),2017(3):1143-1172.
- [38] 李志辉,陈海龙,魏斌,等. 内部控制能抑制股票市场操纵吗?——基于日内高频交易数据的检验[J]. 证券市场导报,2023(5):49-59.
- [39] Li J, Xu X. Can ESG rating reduce corporate carbon emissions? An empirical study from Chinese listed companies[J]. Journal of Cleaner Production, 2024,434:140226.
- [40] 李志辉,魏斌,陈海龙,等. 第一大股东持股与股票市场操纵:加剧还是抑制? [J]. 证券市场导报,2024(2):45-55+78.
- [41] Wang K, Xiao X. Controlling shareholders' tunneling and executive compensation: Evidence from China[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2011,30(1):89-100.
- [42] 唐雪松,蒋心怡,雷啸. 会计信息可比性与高管薪酬契约有效性[J]. 会计研究,2019(1):37-44.
- [43] 陈克兢. 非控股大股东退出威胁能降低企业代理成本吗[J]. 南开管理评论,2019(4):161-175.
- [44] 樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数:各地区市场化相对进程 2011 年报告[M]. 北京:经济科学出版社,2011.
- [45] 孙兆斌. 股权集中、股权制衡与上市公司的技术效率[J]. 管理世界,2006(7):115-124.
- [46] 毕鹏,单书进. 企业 ESG 表现缓解了股价延迟吗?——基于我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 审计与经济研究,2024(3):87-96.

[责任编辑:王丽爱]

Do ESG Ratings Inhibit Tunneling Behavior of Major Shareholders? An Empirical Study on A-share Listed Companies in China

LI Zhihui¹, WEI Bin¹, CHEN Hailong²

(1. School of Economics, Nankai University, Tianjin 300071, China; 2. Digital Inclusive Center, ICBC, Hangzhou 310000, China)

Abstract: Protecting the legitimate rights and interests of investors, especially small and medium-sized investors, is an inevitable requirement for the high-quality development of the capital market. Taking A-share non-financial listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2011 to 2022 as the research object, we empirically examine the impact of ESG ratings on major shareholders' tunneling behaviors and its influence mechanism from the perspectives of capital appropriation and connected transactions. It is found that ESG ratings can significantly inhibit major shareholders' tunneling behaviors. The impact mechanism test shows that ESG ratings can inhibit major shareholders' tunneling behaviors by enhancing information transparency (incentivizing internal disclosure and attracting analysts' attention), strengthening the threat of exit for small and medium-sized shareholders, and improving the quality of internal control in order to inhibit capital misappropriation type of tunneling behaviors. Heterogeneity analysis finds that ESG ratings have a more significant inhibitory effect on major shareholders' tunneling behaviors in a high-quality legal environment and high equity checks and balances, and that ESG ratings can more significantly inhibit major shareholders' tunneling behaviors of the company through connected transactions in state-owned enterprises. The findings provide empirical evidence for strengthening shareholder governance and investor protection, and have great significance for corporate ESG practices and the high-quality development of the capital market.

Key Words: ESG ratings; major shareholder tunneling; internal control; information transparency; minority shareholders exit threats