

国有企业对民营企业的 ESG 示范引领效应

——基于共同股东网络的研究

翟华云 高雅馨

摘要：公有制为主体、多种所有制经济共同发展是我国的基本经济制度。国有企业是实现中国式现代化的战略支撑力量，承担着推动经济社会发展绿色化、低碳化等重要任务，更要带动和引领民营企业共同发展。本文从共同股东网络出发，以2009~2022年沪深A股上市公司为样本，检验了国有企业的ESG示范引领效应。结果表明，在共同股东网络下，国有企业的ESG表现存在溢出效应，能够促使民营企业ESG水平提升，且这种溢出效应主要是由于共同股东下的国有企业通过信息资源效应和竞争学习效应发挥了示范作用。经济后果研究表明，民营企业ESG水平的不断提高，不仅能够降低企业的经营风险，还能助力企业进行市值管理，并带动共同股东网络中企业群整体效率的提升。

关键词：国有企业；示范引领；ESG；共同股东；民营企业

中图分类号：F273 **文献标识码：**A **文章编号：**2095-8838(2025)03-0113-14

一、引言

随着国企改革不断推进，国有企业在引领经济发展、维护国家稳定、保护生态环境等方面发挥着“排头兵”的作用。《中国上市公司ESG研究报告(2024)》显示，国有上市公司2023年的ESG平均得分高于民营企业，彰显了国有企业ESG表现的整体优势。

2022年5月，国务院国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》，要求中央企业进一步完善ESG工作机制，提升ESG绩效，在资本市场中发挥带头示范作用；立足国有企业实际，积极参与构建具有中国特色的ESG信息披露规则、ESG绩效评级和ESG投资指引，为中国ESG发展贡献力量。通过借鉴央企的先进经验和做法，其他企业能够进一步强化自身的ESG表现，推动经济、社会和环境的协调发展，为实现可持续发展目标贡献力量。近年来，随着股权结构的多元化和金融市场改革的不断深化，共同股东网络作为一种新兴的股权关系模式，引起学术界的广泛关注。其中，机构投资者通过规模庞大的资本和专业管理能力，成为共同持股的主要力量，为企业间的交流和信息共享提供了新的渠道，促进企业间公司治理特征更加趋同(向元高和罗进辉, 2023)，并发挥协同治理效应，

收稿日期：2024-10-16

基金项目：国家社会科学基金重点项目(24AGL024)

作者简介：翟华云，通讯作者，中南民族大学管理学院教授，湖北省铸牢中华民族共同体意识研究基地负责人，博士(后)，博士生导师；
高雅馨，中南民族大学管理学院硕士研究生。

降低企业的盈余管理(杜勇等, 2021)、促进企业升级(杜勇等, 2023), 提高供应商的经营绩效和市场竞争能力(Cheung 等, 2020)。

企业践行 ESG 离不开大量的资源投入, 需要在多个层面进行资源的协调配置, 这与企业内部的管理理念和战略目标紧密相关。当企业管理层偏好追求短期财务业绩时, 往往会忽视长期 ESG 投资, 导致环境和社会责任的履行不足, 这在民营企业中尤为明显。那么, 当国有企业与民营企业建立共同股东网络后, 民营企业是否会更加重视自身 ESG 表现? 其中的作用机制是什么? 本文试图对上述问题展开讨论。

本文以共同股东网络为背景, 利用 2009~2022 年我国沪深 A 股上市公司数据, 探讨了国有企业 ESG 是否存在溢出效应, 并对其中的作用机理进行检验。结果表明, 在共同股东网络下, 国有企业 ESG 的确存在溢出效应, 能够促进民营企业 ESG 水平提升, 且这种溢出效应主要来源于国有企业的示范引领作用。机制研究表明, 在共同股东网络下, 国有企业的示范作用主要通过信息资源效应和竞争学习效应向民营企业传递。经济后果研究表明, 民营企业的 ESG 水平不断提高, 不仅能够降低企业的经营风险, 还会助力民营企业加强市值管理, 同时实现共同股东网络下企业群的整体效率提升。

相比已有文献, 本文的贡献主要分为以下两点: 一是为国有企业和民营企业的多元互动补充了相关证据。本文运用国有企业和民营企业共同股东网络的样本, 揭示了国有企业在该网络中对民营企业 ESG 表现的溢出效应, 为理解国有企业与民营企业在可持续发展领域的互动提供了新的理论视角, 拓展了国有企业与民营企业协同发展的相关理论。二是为国有企业如何发挥 ESG 示范引领作用提供了参考路径。本文从共同股东网络的视角出发, 不仅明确了其在国有企业和民营企业之间发挥的重要作用, 而且证实了信息资源效应和竞争学习效应是国有企业发挥示范引领作用的重要机制, 丰富了国有企业发挥示范引领作用的路径研究。

二、文献综述

(一) 国有企业示范引领效应研究

当前, 国有经济与民营经济共同发展, 两者产业链供应链合作不断深化, 然而民营企业在市场竞争和资源获取方面仍然受限。尽管有大量研究探讨了国有企业是否能够促进民营企业发展, 但学界对此尚未达成一致结论。

已有研究大多认为, 国有企业能够促进民营企业高质量发展。知识溢出是这种正外部性的重要表现。叶静怡等(2019)发现, 国有企业的知识溢出程度大于民营企业, 且能够提升民营企业创新产出水平。进一步的研究表明, 共同股东网络在这一过程中发挥了重要作用(赖烽辉和李善民, 2023)。在筹资方面, 曾贇和唐松(2023)研究发现, 国有企业能够帮助供应链上的民营企业获得更多信贷资源, 有效发挥融资支持作用。在投资方面, 国有企业的对外直接投资能够发挥示范效应和声誉效应, 使得民营企业进入海外市场的可能性增加(赵勇和初晓, 2021)。也有研究认为, 国有企业研发投入会抬高民营企业的创新成本, 抑制创新资源在企业间的合理流动, 进而削弱民营企业的创新意愿(杨治等, 2015)。还有研究认为, 当国企投资达到最高点时, 民企投资水平逐渐下降, 即国有企业投资与民营企业投资水平呈倒 U 型关系(刘井建等, 2021)。

(二) 股东网络的经济后果

上市公司是经济运行的重要组成部分, 是资本市场投资价值的源泉。随着我国资本市场的蓬勃发展, 投资机会日益增多, 许多投资者倾向于持有多家上市公司的股票, 以实现投资组合价值的最大化。因此, 共同股东在追求利益最大化的过程中可能发挥不同的作用, 进而对企业产生影响。已有研究主要从“治理效应”和“合谋舞弊”两个方面进行了探讨。

一方面, 股东网络的存在有助于缓解企业内部的委托代理问题, 发挥治理效应。在公司治理方面, 已有研究表明, 共同股东向不同公司委派相同的董事、监事或高管的概率更高(Azar, 2022), 进而实现公司间的治理趋同(向元高和罗进辉, 2023)。同时, 股东网络的建立形成了一个信息共享渠道(Liu 等, 2018), 这种信息优势有助于抑制企业盈余管理行为(孙宸和庄新田, 2023), 改善信息披露质量(Jihwon 等, 2019; Santhosh 等, 2020)。在企业创新

方面,黄灿和蒋青嬗(2021)、彭正银和罗贯擎(2022)研究表明,股东关系网络作为一种“弱关系”,可以利用信息优势降低创新风险,进而促进企业创新水平的提高。此外,共同股东网络还能发挥知识溢出效应,推动国有企业知识溢出,提升民营企业的创新产出(赖烽辉和李善民,2023)。

另一方面,股东网络的存在也可能增加其“合谋”的动机。陈海强等(2023)的研究认为,股东网络的关联度越高,相关股东和内部人出现“掏空”行为的可能性越大,从而加剧企业的股价崩盘风险。从投资组合价值最大化的角度来看,共同股东更有动机推动同行企业采取一致的行动,以减少竞争和冲突(潘越等,2020)。基于“横向持股共谋论”,杜勇和孙帆(2023)认为,共同股东的存在使得高管薪酬对共同股东投资组合整体业绩的敏感性增强,并且显著提升持股企业的高管薪酬。

(三)文献述评

梳理已有文献可以发现,有关国有企业对民营企业影响效应的相关研究主要集中在企业创新、筹资活动以及投资活动等方面。国有企业既有可能带动和促进民营企业发展,也可能抑制其某方面的发展,即国有企业对民营企业的影响效应具有不确定性。对于股东网络的经济后果,大量文献围绕公司治理、企业创新等进行了深入探讨,但共同股东网络在企业中能否发挥治理作用亦尚未得到统一的研究结论。在当前背景下,国有企业和民营企业都要实现自身可持续发展,但鲜有文献探讨国有企业 ESG 表现对民营企业的溢出效应。尽管有部分文献从股权结构角度出发,如国有资本参股、机构投资者持股等方面探讨了 ESG 的影响因素,但少有文献从共同股东网络这一视角展开研究。

因此,本文基于国有企业和民营企业的共同股东网络,探讨了国有企业 ESG 表现对民营企业 ESG 表现的影响,并对其中的作用机制进行分析讨论。最后,对民营企业 ESG 提升的经济后果进行了进一步讨论。本文的研究结果不仅丰富了国有企业对民营企业的影响效应研究,也为促进企业高质量发展提供了研究证据。

三、理论分析与研究假设

结构洞理论认为,在社会网络中占据结构洞位置的个体有机会接触到更多知识和资源,相较于网络中其他位置的成员,他们拥有更强的竞争优势(Burt, 1980)。共同股东作为企业间社会网络的结构洞节点,不仅能够获取异质性信息,还有能力控制资源的跨企业流动。因此,在共同股东网络下,民营企业更容易通过与国有企业的互动与协作,获取更多资源,减少风险,降低成本。国有企业具有较高的政治性和社会性,自身的内部治理水平和信息披露质量较高,更容易获得政府信任(林润辉等,2015)。国有企业能够获得更多资源支持,通过提升环境信息披露水平(Li等,2022)、获取研发补助(王永贵和李霞,2023)等促进高水平的绿色创新,进而提升自身的 ESG 水平。而 ESG 作为一种高投入、高风险、回报周期长的投资,往往不符合民营企业所追求的经济目标,民营企业面临的资源稀缺问题往往也会使其忽视企业的可持续发展,没有足够的动力进行 ESG 投资,导致 ESG 水平相对较低。一方面,当共同股东同时持股国有企业和民营企业,出于投资组合价值最大化的目的,很有可能促进国有企业的资源优势向民营企业传递。民营企业通过与国有企业的交流协作,可以缓解信息不对称问题,降低对外界经济政策不确定性的感知,实现资源的高效协同利用,从而在 ESG 实践中实现成本和风险的有效控制。另一方面,共同股东的存在能够促使公司间的治理特征趋同(向元高和罗进辉,2023),优化民营企业的治理结构,有助于企业长期价值与 ESG 表现的提升。此外,与国有企业拥有共同股东,还能向市场传递企业发展良好的信号,吸引更多外部投资者的关注。因此,内外部双重压力促使民营企业愿意追随国有企业践行可持续发展理念,提升自身 ESG 水平,即存在溢出效应。基于此,提出如下假设:

H1a: 在共同股东网络下,国有企业的 ESG 表现可能存在溢出效应,推动民营企业 ESG 水平提升。

长远来看,企业进行 ESG 实践可以实现企业高质量发展(Ge等,2022),但如果缺乏有力的监管,共同股东也可能加剧企业的委托代理问题(陈海强等,2023)。一方面,ESG 是一项高投入、高风险、回报周期长的投资,管理层提升企业 ESG 表现的意愿并不强烈,往往更注重实现企业的经济目标,以获得更高的薪酬回报。即使共同股东能够为民营企业提供 ESG 发展所需的信息、资源和技术,但股东并不直接参与公司日常运作,已有资源能否得到有效

利用实际上取决于拥有企业经营实质执行权的管理层。相较于采取可持续发展战略，企业短期绩效的快速提升能给经理人带来更大的回报，因此其往往忽视企业的 ESG 表现。另一方面，资源诅咒理论认为，资源丰富的企业通常不是发展最好的企业，即企业内部可能存在资源浪费的行为。国有企业的 ESG 资源通过共同股东向民营企业传递，增加了管理层的可控资源，使其更有能力和动机采取短期行为，代理成本增加。这意味着，虽然共同股东网络为民营企业带来了更多的资源，但这些资源可能被管理层滥用，不利于企业 ESG 表现的提升，即存在资源的“稀释效应”。基于此，提出如下假设：

H1b：在共同股东网络下，国有企业的 ESG 表现可能存在“稀释效应”，不利于民营企业 ESG 水平的提升。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

随着 ESG 理念的发展与推广，我国的 ESG 评级体系逐步建立。华证 ESG 评级数据最早可追溯到 2009 年，是目前国内市场上可回溯时间最长的 ESG 评级体系。因此，本文选取 2009~2022 年沪深 A 股上市公司为研究样本，财务数据来源于国泰安 (CSMAR) 数据库，华证 ESG 评级数据来自 Wind 数据库。基于本文研究的需要，对数据进行了以下处理：(1) 剔除金融行业样本；(2) 剔除资不抵债，即资产负债率大于 1 的样本；(3) 剔除 ST、*ST 的样本；(4) 剔除关键变量缺失的样本。为了减少异常值对估计结果可能造成的影响，对连续变量在 1% 和 99% 水平上进行 Winsorize 处理。经过上述处理，最终得到 21 069 个有效样本。

(二) 变量定义

本文主要变量定义如表 1 所示。

1. 被解释变量：ESG 水平

参考王波和杨茂佳 (2022) 的研究，采用华证 ESG 评级得分的季度平均数作为年度得分，以此衡量企业的 ESG 水平。华证 ESG 评级体系参考了国际主流方法和实践经验，构建了包含环境、社会和公司治理三个维度的评级结构，涵盖 16 个主题和 44 个关键指标，更新速度快、覆盖范围广。华证 ESG 评级共分为九档，从低到高分别为 C、CC、CCC、B、BB、BBB、A、AA、AAA，本文为九个等级依次赋值为 1~9，即评级为 C 时，ESG=1；评级为 CC 时，ESG=2；评级为 AAA 时，ESG=9；以此类推。

表 1 变量定义及说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	ESG 水平	ESG	根据华证 ESG 评级进行赋值，具体见正文
解释变量	共同股东网络	Common	国有企业与民营企业具有共同股东关联则赋值为 1，否则为 0
控制变量	公司规模	Size	$\ln$ (期末总资产)
	资产负债率	Lev	期末总负债 / 期末总资产
	独立董事比例	Indep	独立董事人数 / 董事会总人数
	现金流比率	Cashflow	经营活动净现金流 / 总资产
	固定资产占比	FIXED	固定资产净额 / 总资产
	无形资产占比	Intangible	无形资产净额 / 总资产
	管理层持股比例	Mshare	董监高持股数量 / 总股本
	机构投资者持股比例	INST	机构投资者持股数量 / 总股本
	股权制衡度	Balance1	第二大股东持股比例 / 第一大股东持股比例
	成立年限	FirmAge	$\ln$ (当年年份 - 公司成立年份 + 1)
	管理费用率	Mfee	管理费用 / 营业收入
	账面市值比	BM	账面价值 / 总市值
	年度固定效应	Year	年度哑变量
	个体固定效应	Firm	个体哑变量

2. 解释变量：共同股东网络

参考赖烽辉和李善民（2023）的研究，本文根据上市公司披露的十大股东文件确定与国有企业具有共同股东关联的民营企业。具体地，在每个季度，给定民营企业的前十大股东信息，识别其是否也在国有企业中持有股份。若在某年的任一季度中，某股东在国有企业和民营企业中同时持有股份，则该年 Common 赋值为 1，否则为 0。

3. 控制变量

参考马新啸等（2021）、杜勇等（2022）的研究，本文选取的控制变量如下：公司规模（Size）、资产负债率（Lev）、独立董事比例（Indep）、现金流比率（Cashflow）、固定资产占比（FIXED）、无形资产占比（Intangible）、管理层持股比例（Mshare）、机构投资者持股比例（INST）、股权制衡度（Balance1）、成立年限（FirmAge）、管理费用率（Mfee）、账面市值比（BM）。同时，本文还控制了个体固定效应（Firm）和年份固定效应（Year），并且对所有回归模型的标准误进行了公司层面的 Cluster 聚类调整。

（三）模型设计

为验证本文的研究假设，设计如下模型进行回归：

$$ESG = \beta_0 + \beta_1 Common_{i,t} + \beta_2 \sum Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型（1）中，下标 i 和 t 分别表示公司和年度。被解释变量 ESG 为民营企业的 ESG 水平；解释变量 Common 为民营企业与国有企业是否拥有共同股东；Controls 为一系列控制变量的集合， ε 为随机误差项。本文主要关注系数 β_1 ，如果 β_1 显著为正，则假设 1a 成立；如果 β_1 显著为负，则假设 1b 成立。

五、实证分析

（一）描述性统计与相关性分析

表 2 列示了主要变量的描述性统计。从结果可以看出，民营企业的 ESG 均值为 3.958，中位数为 4.000，说明民营企业整体的 ESG 水平不高，存在较大的提升空间。Common 的均值为 0.903，说明在本文的研究样本中，大部分民营企业都与国有企业之间存在共同股东，证明了共同股东关系的普遍性。

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
ESG	21 069	3.958	1.107	4.000	1.000	6.250
Common	21 069	0.903	0.296	1.000	0.000	1.000
Size	21 069	21.826	1.056	21.700	19.796	25.149
Lev	21 069	0.374	0.193	0.360	0.045	0.854
Indep	21 069	0.379	0.052	0.364	0.333	0.571
Cashflow	21 069	0.045	0.070	0.045	-0.170	0.248
FIXED	21 069	0.184	0.128	0.163	0.002	0.555
Intangible	21 069	0.042	0.039	0.033	0.000	0.244
Mshare	21 069	0.220	0.214	0.166	0.000	0.707
INST	21 069	0.357	0.246	0.329	0.001	0.899
Balance1	21 069	0.402	0.280	0.333	0.020	1.000
FirmAge	21 069	2.841	0.361	2.890	1.609	3.497
Mfee	21 069	0.092	0.071	0.074	0.010	0.426
BM	21 069	0.574	0.222	0.576	0.114	1.086

表 3 列示了主要变量的相关性分析结果。从表中可知，解释变量 Common 与被解释变量 ESG 在 1% 的显著性水平上呈正相关关系，初步验证了假设 1a。其他系数符号与预期基本一致，变量之间的相关系数大多小于 0.5，说明不存在严重的共线性问题。此外，本文还对所有核心解释变量和控制变量进行了 VIF 检验。未列示的结果显示，各变

量 VIF 值小于 2，均值为 1.32，排除了多重共线性的问题，进一步验证了变量选择的合理性。

表 3 相关性分析

变量	ESG	Common	Size	Lev	Indep	Cashflow	FIXED	Intangible	Mshare	INST	Balance1	FirmAge	Mfee	BM
ESG	1													
Common	0.088***	1												
Size	0.195***	0.121***	1											
Lev	-0.038***	0.070***	0.488***	1										
Indep	0.049***	0.0100	-0.055***	-0.020***	1									
Cashflow	0.095***	0.031***	0.070***	-0.158***	-0.00800	1								
FIXED	0.010	0.044***	0.018***	0.070***	-0.034***	0.196***	1							
Intangible	-0.018***	0.031***	0.007	0.025***	-0.00700	0.072***	0.165***	1						
Mshare	0.077***	-0.092***	-0.279***	-0.277***	0.069***	0.015**	-0.108***	-0.062***	1					
INST	0.015**	0.072***	0.280***	0.129***	-0.098***	0.098***	0.057***	0.024***	-0.615***	1				
Balance1	0.008	-0.062***	-0.049***	-0.074***	-0.021***	0.000	-0.056***	-0.030***	0.145***	-0.105***	1			
FirmAge	0.033***	0.020***	0.214***	0.181***	0.025***	0.038***	0.0110	0.024***	-0.201***	-0.017**	-0.009	1		
Mfee	-0.107***	0.016**	-0.314***	-0.225***	0.048***	-0.113***	-0.102***	0.084***	0.022***	-0.133***	0.031***	-0.082***	1	
BM	0.041***	-0.072***	0.386***	0.257***	-0.052***	-0.146***	0.022***	-0.017**	0.003	-0.019***	-0.026***	0.042***	-0.281***	1

注：***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的统计水平上显著。

此外，本文还对样本企业进行分组，以观察组间主要解释变量均值、中位数差异的显著性。以变量 Common 取值为 0 的组作为基准组，取值为 1 的组作为实验组，进一步了解与国有企业建立共同股东网络的民营企业 and 未建立共同股东网络的民营企业之间是否存在 ESG 表现的显著性差异。检验结果如表 4 所示，两组样本的均值和中位数均存在一定差异，与国有企业建立共同股东网络的民营企业的 ESG 表现更好，初步验证了溢出效应的存在。

表 4 主要变量差异性检验

变量	Common=0			Common=1			均值差异 T 检验	中位数差异 Z 检验
	Number	Mean1	Median1	Number	Mean2	Median2		
ESG	2 043	3.660	4	19 026	3.990	4	-12.832***	-9.932***
Size	2 043	21.440	21.280	19 026	21.870	21.750	-17.722***	-18.718***
Lev	2 043	0.333	0.307	19 026	0.379	0.367	-10.225***	-10.412***
Indep	2 043	0.377	0.364	19 026	0.379	0.364	-1.514	0.870
Cashflow	2 043	0.039	0.041	19 026	0.046	0.045	-4.445***	-3.641**
FIXED	2 043	0.167	0.145	19 026	0.186	0.164	-6.422***	-6.326***
Intangible	2 043	0.039	0.031	19 026	0.043	0.033	-4.522***	-4.783***
Mshare	2 043	0.280	0.286	19 026	0.213	0.153	13.483***	14.291***
INST	2 043	0.303	0.249	19 026	0.363	0.337	-10.461***	-10.269***
Balance1	2 043	0.456	0.398	19 026	0.397	0.330	9.035***	9.807***
FirmAge	2 043	2.818	2.890	19 026	2.843	2.890	-2.965***	-2.638**
Mfee	2 043	0.089	0.075	19 026	0.093	0.074	-2.346**	-0.056
BM	2 043	0.623	0.635	19 026	0.569	0.570	10.446***	10.851***

注：T 检验报告的是 T 统计量，Z 检验报告的是 Z 统计量；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的统计水平上显著。

(二) 基准回归

本文根据模型 (1) 对样本数据进行回归分析，结果如表 5 所示。第 (1) 列为不含控制变量且未控制固定效应的回归结果，第 (2) 列为加入控制变量但未控制固定效应的回归结果，第 (3) 列为含控制变量且控制了个体、年度固

定效应的结果,结果显示,Common的系数均在1%的水平上显著为正。这表明在共同股东网络下,国有企业ESG表现存在溢出效应,促使民营企业的ESG水平提升,证实了假设1a。

(三)稳健性检验

1. 内生性问题

基准回归结果证实在共同股东网络下,国有企业的ESG表现存在溢出效应,能够提升民营企业的ESG表现,但是该结果可能受到内生性问题的干扰。一方面,国有企业的股东可能基于快速回笼资金的目的主动持有盈利能力较好但ESG表现较弱的民营企业,使得这类民营企业在获得资源、受到国有企业的影响后,ESG提升的边际效益更大,即存在样本自选择问题。另一方面,可能存在尚未观测到的因素使得实证结果呈现正相关关系。因此,本文进行如下检验。

(1) 双重差分模型(DID)检验。本文采用双重差分模型,将国有企业与民营企业首次建立共同股东网络作为外生冲击,以缓解可能存在的样本自选择问题。以国有企业和民营企业首次建立共同股东网络的年份为基准,设立事前事后项Post,其中,该事件之后年份Post取值为1,之前年份Post取值为0。根据国有企业与民营企业是否拥有过共同股东,设置处理组和对照组,若二者从未拥有过共同股东,则Treat赋值为0,否则为1。重点关注处理组虚拟变量Treat与事前事后项Post的交乘项,结果如表6列(1)所示,交乘项系数在1%的水平上显著为正,这表明共同股东网络的建立有助于国有企业的ESG溢出,进而提升民营企业ESG水平,进一步证实了研究结论的稳健性。

(2) 平行趋势检验。平行趋势假设是双重差分模型识别因果效应的前提。如果拥有与国有企业共同股东的民营企业与其他民营企业在共同股东持股之前的ESG水平就

存在显著差异,则本文的研究结果存在内生性问题。因此,本文对双重差分模型的回归结果进行平行趋势检验。参照Beck等(2010)、刘胜等(2023)的做法,对冲击事件发生前后三期的回归系数和置信区间去中心化,平行趋势检验结果如图1所示,在国有企业与民营企业建立共同股东网络之前,处理组与对照组之间不存在显著差异;二者建立共同股东网络之后,处理组和对照组产生显著差异,平行趋势假设成立。该结果支持了本文的结论。

(3) 安慰剂检验。为验证研究结论并非随机结果,本文进行安慰剂效应检验。具体做法如下:将样本数据集的所有解释变量的取值全部提取,再将这些数值逐个随机地分配到每一个被观测企业,然后重新对模型(1)进行回归,重复此过程500次。结果如图2所示,模拟所得回归系数呈现以零为中心的正态分布,且远小于真实回归系数(0.285),即通过了安慰剂检验。

2. 排除其他政策影响

2013年12月,中组部出台了《关于改进地方党政领导班子和领导干部政绩考核工作的通知》,可能会对企业的

表5 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)
	ESG	ESG	ESG
Common	0.329*** (12.832)	0.267*** (10.641)	0.285*** (9.487)
Size		0.295*** (32.282)	0.445*** (16.050)
Lev		-0.846*** (-18.451)	-0.527*** (-6.031)
Indep		1.170*** (8.309)	0.944*** (3.669)
Cashflow		0.467*** (4.148)	-0.332*** (-2.703)
FIXED		0.161*** (2.702)	0.760*** (5.840)
Intangible		-0.338*** (-1.786)	1.467*** (3.627)
Mshare		0.740*** (15.760)	0.656*** (6.248)
INST		0.148*** (3.706)	0.079 (0.840)
Balance		0.004 (0.156)	-0.210*** (-3.253)
FirmAge		0.066*** (3.081)	0.179 (1.063)
Mfee		-0.868*** (-7.631)	-0.217 (-1.012)
BM		-0.170*** (-4.503)	-0.657*** (-9.812)
Cons	3.660*** (150.078)	-3.106*** (-15.641)	-6.548*** (-9.247)
Firm	No	No	Yes
Year	No	No	Yes
N	21 069	21 069	21 069
Adj R ²	0.008	0.089	0.443

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的统计水平上显著,括号内数值为t值,下同。

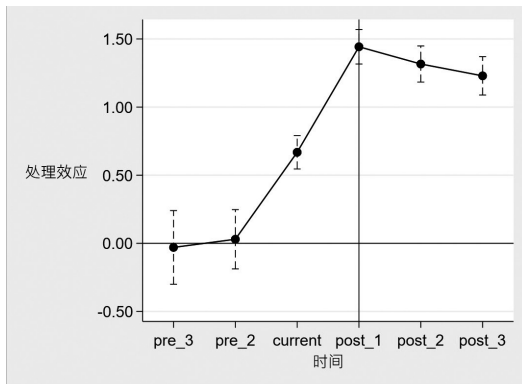


图1 平行趋势检验

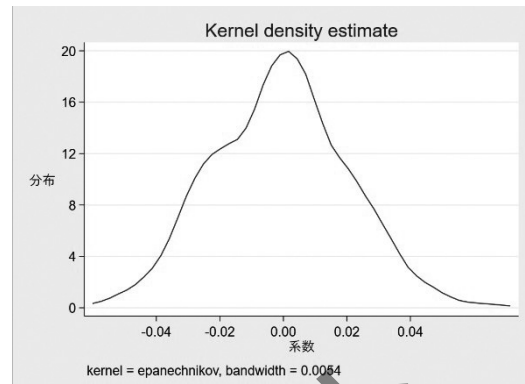


图2 安慰剂检验回归系数分布

ESG 表现产生冲击。为避免样本期间内外部相关政策对本文研究结论的影响, 本文将样本区间缩小至 2009~2013 年重新进行回归, 结果如表 6 列 (2) 所示, Common 的系数仍在 10% 水平上显著, 说明在考虑相关外部政策影响后, 研究结论依然成立。

3. 替换关键变量

本文将分别替换被解释变量和解释变量以检验结论的稳健性。首先, 采用以下两种方式对解释变量进行替换。第一, 保留持股比例在 2% 以上的共同股东; 第二, 对每家民营企业, 在季度上计算其股份被共同股东持有的比例之和, 再求年度平均, 生成持股比例变量。替换共同股东网络的衡量方式的回归结果如表 6 中列 (3)、列 (4) 所示, 均在 1% 水平上显著, 与基准回归结果保持一致。这表明民营企业被共同股东持股的比例越高, 国有企业的 ESG 溢出效应越明显, 说明本文的结论是稳健的。其次, 采用中国研究数据服务平台 (CNRDS) 中的上市公司 ESG 评级数据替换被解释变量。CNRDS 数据库中的 ESG 评级体系包含 3 项一级指标、14 项二级指标、39 项三级指标, 并考虑了我国 ESG 信息披露的相关政策和基本国情。替换被解释变量后的回归结果如表 6 列 (5) 所示, 结果显示, Common 系数在 1% 水平上显著为正, 与前文的研究结果一致。

表 6 稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	DiD	排除其他政策影响	替换解释变量		替换被解释变量
Treat × Post	0.746*** (14.297)				
Common		0.172* (1.871)			0.560*** (2.885)
Common2			0.071*** (2.927)		
CommonRatio				0.024*** (4.495)	
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21 069	4 079	11 637	21 069	21 069
Adj R ²	0.486	0.383	0.492	0.451	0.672

(四) 溢出效应的实质: “示范” 还是 “模仿”

前文中已经验证, 国有企业的 ESG 表现具有溢出效应, 能够促进民营企业提升 ESG 水平, 那么这种溢出效应的实质究竟来自 “示范” 还是 “模仿” 值得进一步探讨。ESG 是一项投入成本较高、回报周期较长的投资, 其带来的

短期业绩的上升可能不具有稳定性，一旦发现收效甚微，企业就需要面对较大的沉没成本。因此，对大多企业来说，ESG 投资是一种风险行为。如果是模仿效应占据主要地位，那么财务状况较好、能力较强的民营企业会主动观察模仿国有企业的 ESG 战略；而如果是示范效应起主导作用，那么共同股东网络中的国有企业往往被认为是“标杆”，民营企业会参照国有企业的 ESG 实践和标准，学习并应用到自身经营中，从而提升 ESG 水平。

具体而言，从企业自身特征来看，若国有企业能够真正发挥示范作用，那么即使企业的经济政策不确定性感知较高，也愿意克服困难进行 ESG 投资。通常情况下，当企业感知到较高的经济政策不确定性时，往往会倾向于减少风险性投资，增加现金持有量，以应对潜在的经济波动。而共同股东网络中国有企业的示范作用可能会缓解这种不确定性感知带来的负面影响，如通过提供明确的政策信号、增强市场信心等途径促进企业的 ESG 投资。同时，规模较小的企业也愿意克服困难进行 ESG 投资。规模较小的企业通常资源有限，抗风险能力较弱，但在共同股东网络中国有企业的示范作用下，不仅能明确自身的投资方向，还能通过共享国企资源、技术等方式克服投资过程中的困难，提高 ESG 水平。从地区特征来看，外部环保压力较高地区的民营企业有足够的动机主动完成环境绩效，受国有企业示范作用的影响较小，更多体现为民营企业的主动模仿，而外部环保压力较低的地区，民营企业践行 ESG 理念的动力不足，来自共同股东网络中国有企业的示范作用就显得尤为重要。国有企业的良好 ESG 表现能够为民营企业提供明确的参考标准和实践范例，引导民营企业提升自身的 ESG 水平。值得注意的是，企业的 ESG 表现存在同群效应，即民营企业可能会受到其他同行的影响，企业之间可能会相互模仿，从而使得民营企业主动提高 ESG 水平，使得实证结果呈现出正向关系。

因此，为了识别溢出效应主要来自“示范”还是“模仿”，本文借鉴聂辉华等（2020）的方法计算企业不确定性感知指标；借鉴田峰和杨阿阳（2023）的研究，使用省级环保处罚案件数测度企业面临的环保压力。上述指标均根据民营企业所在行业一年度中位数进行分组检验，并对回归系数进行了组间系数差异检验，结果如表 7 列（1）~（6）所示。实证结果表明，对于经济政策不确定性感知较高、规模小以及环保压力小的民营企业，国有企业 ESG 表现的溢出效应对其 ESG 水平的提升作用更显著。这说明溢出效应主要是由于国有企业真正发挥了示范作用，使得这类企业能够克服自身困难，改善 ESG 表现。此外，本文还使用同行业民营企业 ESG 的均值检验了其对企业自身 ESG 的影响，结果如表 7 列（7）所示。同行民营企业对企业自身的 ESG 表现的影响不显著，说明民营企业 ESG 提升的效应更多源自国有企业的的影响，排除了民营企业之间相互模仿的假说，进一步证实了国有企业示范作用的存在。

表 7 进一步分析回归结果

	(1) 感知高	(2) 感知低	(3) 规模小	(4) 规模大	(5) 压力小	(6) 压力大	(7) 同行民企影响
Common	0.304*** (6.693)	0.199*** (4.444)	0.300*** (7.553)	0.223*** (4.422)	0.335*** (6.545)	0.226*** (5.671)	
mean_ESG							0.009 (0.218)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	No	No	No	No	No	No	Yes
N	10 334	10 368	10 556	10 868	8 281	11 400	21 069
Adj R ²	0.460	0.476	0.377	0.504	0.502	0.455	0.157
组间系数差异	0.106		0.077		0.110		
经验 P 值	0.008		0.020		0.000		

（五）进一步研究

1. 机制分析

前文已经验证，国有企业 ESG 表现的溢出效应主要是由于其真正发挥了示范作用，但其中的作用机制仍需进

一步检验。因此，为深入理解国有企业 ESG 示范作用的发挥机制，本部分从信息资源效应及竞争学习效应两方面进行深入探讨。

(1)信息资源效应。国有企业往往被其他企业视为标杆，其 ESG 决策依据和路径对民营企业具有很强的借鉴意义，而共同股东网络能够起到资源中介的作用，促进异质性信息在不同企业之间流通，发挥信息资源效应(罗栋梁等，2023)。当共同股东网络下的国有企业和民营企业处于同一地区时，国有企业履行社会责任、注重环境问题的行为更容易在企业间自然形成传染效应。这使得民营企业能够获取更多关于 ESG 投资的前沿信息，缓解资源稀缺问题，降低外部环境不确定性带来的投资风险，进而提升 ESG 投资决策质量。此外，地区数字基础设施建设水平决定了信息资源的流通效率。当民营企业所在地区数字基础设施建设程度更高时，能够放大共同股东网络的信息资源价值，加速知识、技术的传播和吸收，从而改善民营企业所处的信息环境，提升其 ESG 水平。为此，本文参考薛成等(2020)、周程等(2024)的研究，在基准回归中加入自变量与同一省份国有企业数量、数字基础设施建设水平(以企业是否处在“宽带中国”试点城市衡量)的交乘项进行回归，结果如表 8 Panel A 所示，交乘项系数分别在 1% 和 10% 的水平上显著，表明在共同股东网络下，国有企业能够通过信息资源效应发挥其 ESG 示范作用，推动民营企业 ESG 水平提升。

(2)竞争学习效应。积极履行 ESG 责任是一种向外界传递积极信号的手段，能够吸引更多市场关注，进而提高企业的市场价值(王波和杨茂佳，2022)。当同行业国有企业积极践行 ESG 时，民营企业会迅速捕捉到这一信号，并倾向于释放相同信号以降低同行市场竞争压力，以获得更多投资者的认可。特别是对于所处行业竞争程度较高的民营企业而言，实施绿色创新能够在一定程度上缓解价格竞争压力。同时，在共同股东网络下，国有企业向民营企业的知识溢出效应更加明显(赖烽辉和李善民，2023)。民营企业受国有企业示范作用的影响，能够积极学习和利用现有知识，推动更多 ESG 创新技术的产生，从而更有能力履行 ESG 责任，实现“国民共进”。如果竞争学习效应可以发挥作用，民营企业在受到国有企业示范作用的影响后，会利用获取的异质性知识和资源加大绿色研发投入，从而保证企业自身在行业竞争中的稳定地位。这既能减轻行业竞争的影响，也会使得民营企业的 ESG 水平有所提升。特别地，当民营企业属于高科技行业时，企业的学习、创新能力更强，能够在更大程度上践行 ESG 责任。

为此，本文借鉴李青原和王露萌(2019)、杨兴哲和周翔翼(2020)的研究，在基准回归中加入自变量与行业竞争度(采用行业内公司主营业务收入计算的赫芬达尔指数衡量)、是否为高科技行业的交乘项进行回归，结果如表 8 Panel B 所示，交乘项系数均在 5% 的水平上显著，表明在共同股东网络下，当民营企业所处行业竞争度较高或企业属于高科技行业时，国有企业发挥示范作用更加明显。

考虑到上述机制分析是通过设置部分场景识别的，为使本文的机制分析的结果更加稳健，进一步使用替代变量衡量，采用中介效应三步法进行回归，并结合 Bootstrap 方法检验了机制的稳健性。一方面，由于 ESG 是一项高投入、

表 8 机制检验

	Panel A 信息资源效应		Panel B 竞争学习效应	
	同一地区国有企业数量	数字基础设施建设水平	行业竞争度	高科技行业
Common	0.305*** (9.566)	0.207*** (3.774)	0.283*** (9.421)	0.177*** (3.125)
Provnum	-0.001 (-1.116)			
Common × Provnum	0.002*** (2.602)			
Pilotcity		0.014 (0.088)		
Common × Pilotcity		0.109* (1.657)		
Competition			-0.064 (-1.449)	
Common × Competition			0.077** (1.985)	
HighTech				-0.094 (-0.961)
Common × HighTech				0.153** (2.268)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	21 069	21 069	21 051	21 069
Adj R ²	0.456	0.455	0.443	0.443

高风险的投资,对于民营企业而言,大部分资源通常会被分配给生产经营活动。只有当企业拥有充足的额外资金和资源时,才更有可能积极履行 ESG 责任。共同股东网络的建立能够带给企业更多可控的财务资源,缓解资源约束问题,改善财务状况,发挥信息资源效应。另一方面,民营企业在受到国有企业示范作用的影响后,可能会主动寻求技术进步,更加重视创新。

因此,本文选取财务风险 Z-score 模型作为民营企业财务状况的代理变量,该值越大,企业的财务状况越好;使用研发投入占营业收入的比重作为创新投入的代理变量进行回归检验。未展示的回归结果显示,与国有企业建立共同股东网络后,民营企业的财务状况得到了显著改善,在获取异质性知识和资源后,民营企业加大创新投入,从而有更充足的资源和动力履行 ESG 责任。这与前文的研究结论一致,并通过了 Bootstrap 检验,验证了信息资源效应和竞争学习效应。

2. 经济后果检验

前文的检验结果表明,在共同股东网络下,国有企业能够发挥示范作用,促进民营企业提升 ESG 水平。本文将进一步探讨民营企业 ESG 提升所带来的经济后果。考虑到二者之间的关系可能存在滞后效应,本文采用当期和滞后 1 至 2 期的方法进行检验,并构建如下模型进行回归:

$$\text{Consequence} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ESG}_{i,t} + \alpha_2 \text{Common}_{i,t} + \alpha_3 \sum \text{Controls}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, Consequence 为被解释变量,具体包括以盈利波动性 Profits Volatility、TobinQ 值以及企业群效率 web_TFP 进行衡量,控制变量与前文保持一致。

(1)降低经营风险。当企业 ESG 水平较高时,绩效也能得到相应提升(李井林等, 2021),此时抗风险能力更强,能够维持企业平稳运行。因此,本文选取盈利波动性 Profits Volatility 作为经营风险的代理变量,与企业 ESG 水平进行回归检验。结果如表 9 Panel A 所示, t 期、t+1 期的检验结果在 1% 的水平上显著为负,说明在共同股东网络下,民营企业 ESG 提升能够降低企业当期和下期的经营风险,有助于企业稳定发展。

(2)助力市值管理。市值管理是对内在价值和市场价值的综合管理(张济建和苗晴, 2010)。民营企业改善 ESG 表现,能在更大程度上提升企业价值,进而能够帮助企业实现市值管理的目的,稳定自身的市场地位。因此,本文采用托宾 Q 值衡量企业市值,该值越大,表明企业市值越高;反之则越低。将托宾 Q 值与民营企业 ESG 水平进行回归分析,结果如表 9 Panel B 所示, t 期、t+2 期的检验结果在 1% 的水平上显著为正,说明在共同股东网络下,民营企业 ESG 能够提升企业当期的市值水平,并对滞后 2 期的市值水平产生正向影响。

(3)提升共同股东网络内企业群整体效率。社会网络理论认为,各行为主体之间知识、资源的交换和传递能够帮助企业以较低成本获取更多资源,即具有资源配置效应(成程等, 2023)。共同股东的存在使企业之间自然联结形成社会网络,使网络内的企业在不同程度上受益。国有企业能够在网络群体中发挥 ESG 表现的示范作用,带动网络内企业的 ESG 水平整体提高,为企业营造良好的发展环境,进而促进整个网络内企业群效率的提升。因此,参考赵

表 9 经济后果检验

	Panel A 经营风险			Panel B 市值管理			Panel C 企业群效率		
	Profits Volatility	F. Profits Volatility	F2.Profits Volatility	TobinQ	F.TobinQ	F2.TobinQ	web_TFP	F.web_TFP	F2.web_TFP
ESG	-0.005*** (-11.649)	-0.007*** (-15.592)	-0.001 (-1.132)	0.021*** (3.415)	-0.003 (-0.288)	0.077*** (6.976)	0.011** (2.132)	0.015*** (2.733)	0.018*** (2.960)
Common	-0.005*** (-3.735)	-0.002 (-1.014)	-0.002 (-1.163)	0.009 (0.522)	0.039 (1.412)	-0.009 (-0.257)	0.334*** (17.550)	0.079*** (4.051)	0.003 (0.146)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	20 051	159 87	13 303	21 069	16 813	14 011	18 761	14 921	12 600
Adj R ²	0.342	0.338	0.375	0.790	0.664	0.639	0.532	0.519	0.517

健宇和陆正飞(2018),本文采用LP法测算的全要素生产率衡量企业效率,将共同股东网络中所有企业的全要素生产率均值与民营企业ESG水平进行回归,结果如表9 Panel C所示,t期的检验结果在5%的水平上显著为正,t+1、t+2期的检验结果均在1%的水平上显著为正,这意味着在共同股东网络下,随着民营企业ESG逐步提高,共同股东网络中企业群的整体效率也会随之提高,且在未来两期内仍能持续发挥正向促进作用。

六、结论与启示

本文利用2009~2022年我国沪深A股上市公司数据,以共同股东网络为背景,探讨了国有企业ESG表现是否存在溢出效应,带动民营企业提升ESG水平。研究表明,在共同股东网络下,国有企业的ESG表现存在溢出效应,能促使民营企业的ESG水平显著提升。机制研究表明,在共同股东网络下,国有企业通过信息资源效应和竞争学习效应发挥了示范作用。经济后果研究表明,随着民营企业ESG水平不断提高,不仅能够降低企业的经营风险,还能助力企业进行市值管理,提升共同股东网络中企业群的整体效率,实现高效协同发展。

本文的结论可以提供以下启示:

第一,在多种所有制经济共同发展的背景下,应不断提升国有企业带动和促进民营企业发展的能力与水平。一方面,需继续深化国有企业改革,推动绿色发展方式转型,提高创新水平,加快形成新质生产力,推动国有企业做大做强,真正发挥“排头兵”的示范引领作用;另一方面,民营企业的发展仍然面临不少困难和问题,自身践行ESG理念的意愿和能力不足,为推动高质量发展,政府部门应当加大对民营企业的帮扶力度,国有企业要对民营企业伸出援手,以高质量发展的确定性应对外部环境的不确定性。

第二,为促进资本市场健康发展,各利益相关者应充分利用共同股东网络的资源效应和信息优势。民营企业和国有企业被共同股东持股往往能向外界传递出积极信号。对于投资者而言,可以深入分析关联企业的业务、技术和市场情况,阅读机构投资者或分析师的研究报告,以获取更全面的信息,发现更多潜在的投资机会;对于上市公司而言,应利用共同股东网络获取更多关于市场趋势和政策变化的信息,以便及时调整投资策略,降低试错成本,在追求企业价值最大化的过程中积极践行ESG理念,助力经济高质量发展。

第三,随着生态文明建设的不断推进,相关部门应进一步加强ESG评级体系和制度建设,规范企业ESG信息披露,使ESG理念深入人心。当前,一些企业的经营目标仍局限于经济利益层面,忽视了环境和社会责任的重要性,然而,ESG表现已经成为影响金融机构和投资者决策的重要因素。因此,完善ESG相关法律法规和制度体系,不仅能推动可持续发展战略有效落地,也能促使企业提升自身ESG表现,提高企业市场价值。

主要参考文献:

- [1] 陈海强,陈阳,丁逸非,等.股东网络“太关联”是否加剧崩盘风险?——基于A股市场的经验证据[J].经济学(季刊),2023,23(3):1070-1087.
- [2] 成程,田轩,徐照宜.供应链金融与企业效率升级——来自上市公司公告与地方政策文件的双重证据[J].金融研究,2023,(6):132-149.
- [3] 杜勇,孙帆.共同大股东与投资组合高管薪酬激励——兼论公司薪酬契约的“横向持股共谋理论”[J].财贸经济,2023,44(11):106-121.
- [4] 杜勇,孙帆,曹磊.共同机构所有权可以促进企业升级吗?[J].数量经济技术经济研究,2023,40(10):181-201.
- [5] 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.
- [6] 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,2022,48(10):49-63.
- [7] 黄灿,蒋青檀.股东关系网络与企业创新[J].南开经济研究,2021,(2):67-87.
- [8] 赖烽辉,李善民.共同股东网络与国有企业创新知识溢出——基于国有企业考核制度变迁的实证研究[J].经济研究,2023,58(6):119-136.

- [9] 李井林, 阳镇, 陈劲, 等. ESG 促进企业绩效的机制研究——基于企业创新的视角[J]. 科学学与科学技术管理, 2021, 42(9): 71-89.
- [10] 李青原, 王露萌. XBRL 财务报告提高了会计信息可比性吗? [J]. 东南大学学报(哲学社会科学版), 2019, 21(6): 61-75.
- [11] 林润辉, 谢宗晓, 李娅, 等. 政治关联、政府补助与环境信息披露——资源依赖理论视角[J]. 公共管理学报, 2015, 12(2): 30-41.
- [12] 刘井建, 李惠竹, 郝康鑫. 国有企业投资影响民营企业的机理与效应——基于同侪效应的仿效投资机制[J]. 管理评论, 2021, 33(3): 41-53.
- [13] 刘胜, 温锡峰, 陈秀英. 循环经济政策与中国企业环境绩效: 助推器抑或绊脚石? [J]. 经济学报, 2023, 10(2): 175-210.
- [14] 罗栋梁, 孟永涛, 刘春燕, 等. 连锁股东持股背景下企业绩效的社群效应分析[J]. 经济管理, 2023, 45(7): 154-172.
- [15] 马新啸, 汤泰劼, 蔡贵龙. 非国有股东治理与国有企业去僵尸化——来自国有上市公司董事会“混合”的经验证据[J]. 金融研究, 2021, (3): 95-113.
- [16] 聂辉华, 阮睿, 沈吉. 企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置[J]. 世界经济, 2020, 43(6): 77-98.
- [17] 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.
- [18] 彭正银, 罗贯擎. 股东网络能提高企业创新绩效吗? ——两类代理成本的中介效应研究[J]. 商业经济与管理, 2022, (5): 28-45.
- [19] 孙震, 庄新田. 企业股东网络对盈余管理行为影响的研究[J]. 管理学报, 2023, 20(3): 358-366.
- [20] 田峰, 杨阿阳. 资金约束与企业环保投资决策——来自重污染行业上市公司的经验证据[J]. 经济问题, 2023, (8): 51-59.
- [21] 王波, 杨茂佳. ESG 表现对企业价值的影响机制研究——来自我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 软科学, 2022, 36(6): 78-84.
- [22] 王永贵, 李霞. 促进还是抑制: 政府研发补助对企业绿色创新绩效的影响[J]. 中国工业经济, 2023, (2): 131-149.
- [23] 向元高, 罗进辉. 共同股东与公司治理趋同[J]. 系统工程理论与实践, 2023, 43(6): 1568-1596.
- [24] 薛成, 孟庆奎, 何贤杰. 网络基础设施建设与企业技术知识扩散——来自“宽带中国”战略的准自然实验[J]. 财经研究, 2020, 46(4): 48-62.
- [25] 杨兴哲, 周翔翼. 治理效应抑或融资效应? 股票流动性对上市公司避税行为的影响[J]. 会计研究, 2020, (9): 120-133.
- [26] 杨治, 闫泽斌, 余林徽, 等. 国有企业研发投入对民营企业创新行为的影响[J]. 科研管理, 2015, 36(4): 82-90.
- [27] 叶静怡, 林佳, 张鹏飞, 等. 中国国有企业的独特作用: 基于知识溢出的视角[J]. 经济研究, 2019, 54(6): 40-54.
- [28] 曾增, 唐松. 新冠肺炎疫情下国有企业对民营企业的融资支持作用——基于供应链的视角[J]. 财经研究, 2023, 49(2): 125-137.
- [29] 周程, 王红建, 舒玉婷. 共同股东视角下绿色产业政策的溢出效应——基于绿色工厂评定的准自然实验[J]. 财务研究, 2024, (4): 78-92.
- [30] 张济建, 苗晴. 中国上市公司市值管理研究[J]. 会计研究, 2010, (4): 82-88.
- [31] 赵健宇, 陆正飞. 养老保险缴费比例会影响企业生产效率吗? [J]. 经济研究, 2018, 53(10): 97-112.
- [32] 赵勇, 初晓. “国进民退”: 国有企业在对外直接投资中的作用[J]. 世界经济, 2021, 44(5): 53-78.
- [33] Beck, T., Levine, R., Levkov, A. Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States[J]. The Journal of Finance, 2010, 65(5): 1637-1667.
- [34] Burt, R. S. Models of Network Structure[J]. Annual Review of Sociology, 1980, 6(1): 79-141.
- [35] Cheung, Y., Haw, I., Hu, B., et al. Common Institutional Investors and Supplier Performance in Supply Chains [J]. Journal of Operations Management, 2020, 66(6): 670-696.
- [36] Ge, G., Xiao, X., Li, Z. Z., et al. Does ESG Performance Promote High-Quality Development of Enterprises in China? The Mediating Role of Innovation Input [J]. Sustainability, 2022, 14(7): 3843-3843.
- [37] José, A. Common Shareholders and Interlocking Directors: The Relation between Two Corporate Networks [J]. Journal of Competition Law & Economics, 2022, 18(1): 75-98.
- [38] Li, G. Q., Xue, Q., Qin, J. H. Environmental Information Disclosure and Green Technology Innovation: Empirical Evidence from China [J]. Technological Forecasting & Social Change, 2022, 176: 121453.
- [39] Liu, Q., Li, H., Liu, X., et al. Information Networks in the Stock Market Based on the Distance of the Multi-attribute Dimensions

- Between Listed Companies [J]. *Physica A : Statistical Mechanics and its Applications*, 2018, 496 : 505-513.
- [40]Park, J., Sani, J., Shroff, N., et al. Disclosure Incentives when Competing Firms have Common Ownership [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2019, 67 (2/3) : 387-415.
- [41]Ramalingegowda, S., Utke, S., Yu, Y. Common Institutional Ownership and Earnings Management [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2020, 38 (1) : 208-241.

The ESG Demonstration and Leading Effect of State-owned Enterprises on Private Enterprises

——A Study Based on Common Shareholder Networks

ZHAI Huayun, GAO Yaxin

Abstract: China's basic economic system is one with public ownership serving as its main body but allowing for the development of all types of ownership. State-owned enterprises serve as a strategic pillar in achieving Chinese modernization. They bear critical responsibilities, including fostering the green and low-carbon transformation of the economy and society, while also guiding and promoting the collaborative development of private enterprises. This study examines the ESG demonstration and leading effect of SOEs through the lens of common shareholder network, using a sample of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2009 to 2022. The results show that under the common shareholder network, the ESG performance of SOEs has a spillover effect, which can promote the improvement of the ESG level of private enterprises. This spillover effect is mainly due to the SOEs under the common shareholders playing a demonstration role through the information resource effect and competitive learning effect. The economic consequences research shows that the continuous improvement of the ESG level of private enterprises can not only reduce the operating risks of enterprises, but also help enterprises with market value management and drive the overall efficiency improvement of the group of enterprises in the common shareholder network.

Key words: state-owned enterprises; demonstration and leading effect ; ESG ; common shareholder networks ; private enterprises

(责任编辑 杨亚彬)