

## 摘要

随着全球化的不断推进和市场竞争的加剧，国家对企业可持续发展也日益重视。上市公司作为我国经济的核心力量，其可持续发展不仅关系到公司的长期竞争力，还涉及到股东、员工、客户以及社会公众的利益。越来越多的机构投资者涌入我国资本市场，由于在管理经验、资金实力、信息分析能力等方面具有显著优势，成为了市场经济的“压舱石”。并可以通过投资决策和治理结构的影响，引导企业关注可持续发展。因此探讨机构投资者持股对企业可持续发展的影响，明确其影响机制。结合实际情况提出建设性意见，希望可以为促进企业高质量发展提供助力。

本文通过检索与查阅和内部控制、机构投资者、可持续发展有关的文献资料，具体介绍利益相关者理论、可持续发展理论、委托代理理论以及信号传递理论，为本文研究奠定理论基础。对内部控制、机构投资者持股和企业可持续发展三者的关系展开探讨，提出合理假设。以内部控制为切入点，分析推演了机构投资者对企业可持续发展的影响机制和路径。本文主要针对 A 股上市公司展开探讨，选择 2012 年到 2021 年作为研究区间，在对企业经济绩效以及环境社会责任绩效进行评价时选择可持续发展作为评价指标，并构建相应的回归模型。在就机构投资者持股对企业可持续发展造成的影响进行研究的过程中运用实证分析法，而在对内部控制具有的中介作用进行研究时选择逐步回归分析法。着重研究各种类型机构投资者持股、不同股权性质和行业性质下三者的关系。

本文取得的研究成果：（1）机构投资者持股有利于更好地实现可持续发展目标；（2）机构投资者持股有利于改善企业内部控制方面的不足，逐步增强企业内部控制能力；（3）内部控制的质量越高，企业具备的可持续发展能力就越强；（4）机构投资者有利于推动企业可持续发展，而且内部控制具有非常明显的中介作用；（5）当机构投资者类型有所差异时，对企业可持续发展造成的影响也有所差异，其中压力抵抗型具有明显的促进作用，而且内部控制发挥重要的中介作用，与之不同，压力敏感型将不会对可持续发展造成重大影响；（6）非国有企业中、制造业中，机构投资者持股对企业可持续发展能力的促进效果更为显著。

把文献综述和实证研究结果有机结合，归纳总结出本文的研究成果，以此为依据，由企业、机构投资者、监管机构等方面入手提出优化改进意见。本文研究

有利于促进企业长远稳定发展，并且针对企业现行治理结构提出优化方案，进一步研究怎样发挥监管以及政策的作用吸引越来越多的机构投资者，为促进企业长远稳定发展提供助力。通过这些研究，可以进一步丰富和完善相关理论体系，为企业和投资者提供更有价值的指导和建议。

**关键词：**企业可持续发展；机构投资者持股；内部控制；

## **Abstract**

With the continuous advancement of globalization and the intensification of market competition, the state attaches more and more importance to the sustainable development of enterprises. As the core strength of China's economy, the sustainable development of listed companies is not only related to the long-term competitiveness of the company, but also involves the interests of shareholders, employees, customers and the public. More and more institutional investors pour into China's capital market, because of their significant advantages in management experience, financial strength, information analysis ability, and so on, become the "ballast stone" of market economy. And it can guide enterprises to focus on sustainable development through the influence of investment decisions and governance structures. Therefore, this paper discusses the influence of institutional investors' shareholding on the sustainable development of enterprises and clarifies its influence mechanism. Combined with the actual situation to put forward constructive suggestions, hope to promote the high-quality development of enterprises to provide help.

This paper introduces stakeholder theory, sustainable development theory, principal-agent theory and signal transmission theory by searching literature related to internal control, institutional investors and sustainable development, which lays a theoretical foundation for this research. This paper discusses the relationship between internal control, institutional investor shareholding and enterprise sustainable development, and puts forward reasonable hypothesis. Taking internal control as the starting point, this paper analyzes and deduces the mechanism and path of institutional investors' influence on the sustainable development of enterprises. This paper mainly discusses A-share listed companies, chooses 2012 to 2021 as the research period, chooses sustainable development as the evaluation index when evaluating the economic performance and environmental and social responsibility performance of enterprises, and builds the corresponding regression model. In the process of studying the impact of institutional investors' shareholding on the sustainable development of enterprises, empirical analysis is used, and in the study of the intermediary role of internal control, step-by-step regression analysis is chosen. This paper focuses on the relationship

between the shareholding of various types of institutional investors, different equity properties and industry properties.

The results of this paper are as follows: (1) the shareholding of institutional investors is conducive to the realization of sustainable development goals; (2) The shareholding of institutional investors is conducive to improving the shortcomings of the internal control of enterprises and gradually enhancing the internal control ability of enterprises; (3) The higher the quality of internal control, the stronger the sustainable development ability of the enterprise; (4) Institutional investors are conducive to promoting the sustainable development of enterprises, and internal control has a very obvious intermediary role; (5) When the types of institutional investors are different, the impact on the sustainable development of enterprises is also different, in which the pressure resistance type has a significant promotion role, and internal control plays an important intermediary role, different from the pressure sensitive type will not have a significant impact on the sustainable development; (6) In the middle and manufacturing industries of non-state-owned enterprises, the shareholding of institutional investors has a more significant promoting effect on the sustainable development ability of enterprises.

Organic combination of literature review and empirical research results, summarized the research results of this paper, based on this, by enterprises, institutional investors, regulators and other aspects of the optimization and improvement suggestions. This study is conducive to promoting the long-term and stable development of enterprises, and proposes optimization plans for the current governance structure of enterprises, and further studies how to play the role of supervision and policies to attract more and more institutional investors, so as to provide assistance for promoting the long-term and stable development of enterprises. Through these studies, we can further enrich and improve the relevant theoretical system, and provide more valuable guidance and suggestions for enterprises and investors.

**Key words:** enterprise sustainable development; Shareholding by institutional investors; Internal control;

# 目 录

<b>第一章 绪论 .....</b>	<b>8</b>
第一节 研究背景与研究意义 .....	8
一、研究背景.....	8
二、研究意义.....	9
第二节 研究内容 .....	11
第三节 研究方法与技术路线图 .....	12
一、研究方法.....	12
二、技术路线图.....	14
第四节 研究创新 .....	15
<b>第二章 概念界定与文献综述 .....</b>	<b>16</b>
第一节 概念界定 .....	16
一、机构投资者.....	16
二、内部控制.....	17
三、企业可持续发展.....	18
第二节 文献综述 .....	20
一、机构投资者相关研究.....	20
二、内部控制相关研究.....	23
三、企业可持续发展相关研究.....	24
四、文献述评.....	25
<b>第三章 理论基础与研究假设 .....</b>	<b>26</b>
第一节 理论基础 .....	26
一、委托代理理论.....	26
二、利益相关者理论.....	27
三、信号传递理论.....	28
四、可持续发展理论.....	28
第二节 研究假设 .....	29
一、机构投资者与企业可持续发展.....	29

二、机构投资者与内部控制.....	31
三、内部控制与企业可持续发展.....	31
四、机构投资者持股、内部控制与企业可持续发展.....	32
<b>第四章 实证分析 .....</b>	<b>34</b>
第一节 研究设计 .....	34
一、数据来源与样本选择.....	34
二、变量设计.....	34
三、模型构建.....	37
四、方法选取.....	40
第二节 实证检验与结果分析 .....	40
一、描述性统计分析.....	41
二、相关性分析与多重共线性检验.....	42
三、回归结果及分析.....	44
<b>第五章 进一步分析与建议对策 .....</b>	<b>50</b>
第一节 稳健性检验与内生性分析 .....	50
一、稳健性检验.....	50
二、内生性分析.....	53
第二节 异质性分析 .....	55
一、基于机构投资者异质性分析.....	55
二、基于股权性质异质性分析.....	58
三、基于行业性质异质性分析.....	60
第三节 建议对策 .....	63
一、企业层面的建议.....	63
二、机构投资者层面的建议.....	63
三、政府层面的建议.....	64
<b>第六章 研究结论与展望 .....</b>	<b>65</b>
第一节 研究结论 .....	65
第二节 未来展望 .....	67
<b>参考文献 .....</b>	<b>68</b>

致 谢.....79

# 第一章 绪论

## 第一节 研究背景与研究意义

### 一、研究背景

在 21 世纪，可持续发展已经成为我国的一项总体战略，其初衷是为了保护生态环境。随着社会经济的迅猛发展，可持续发展的观念已经逐渐深入到各个领域各个行业中，成为驱动社会进步和发展的重要力量。企业是微观经济的核心主体，不仅是经济发展的基石，更是推动社会发展进步的重要力量。事实上，无论是哪个国家或地区的可持续发展战略，都离不开企业可持续发展的坚实支撑。企业的可持续发展已经成为了国民经济中重要的一环，对于推动经济增长、社会进步和民生改善具有至关重要的作用。由于我国经济的快速增长，生态环境遭受了严重破坏，大量资源被过度消耗。当前，面临着国际形势不确定性又遭受过新冠疫情的巨大冲击。此外，同时中国经济正处于结构性调整的关键阶段，经济下行压力明显增大。因此，企业要在复杂的宏观经济环境中实现长期、稳定的发展，就必须注重自身发展的可持续性。然而，在当今这个产品更新换代速度日新月异的时代，媒体频繁报道着企业破产倒闭和新兴企业的崛起。由此可见，无论是规模庞大的国有企业、灵活多变的小型私营企业还是治理规范的上市公司，真正能够实现可持续发展的企业凤毛麟角。因此，对于任何一家企业而讲，要在充满不确定性又竞争激烈的市场环境中达到持续经营和盈利的目标，最终实现企业可持续发展的蓝图是十分必要的。

在 20 世纪初期，伴随着工业革命历程的推进，企业规模的扩大和生产需求的增长对资金需求日益增大，在这一背景下机构投资者应运而生，为市场注入了强大的资本动力。我国机构投资者的起步阶段相对较晚，随着资本市场改革措施的逐步落地，机构投资者进入一个快速的发展阶段。其种类也变得多样化，形成了一个包括基金、证券公司、企业年金和信托公司等在内的多元化机构投资者结构，这一趋势的深化，机构投资者对被投资公司的影响力也逐步加强。此外，买方力量正不断壮大，相较于一般投资者来说，机构投资者持股不仅拥有更高的持股比例，而且他们的投资管理更具专业性，投资行为更加规范，投资组合的构建更合理，因此越来越多的个人投资者开始倾向将其资产交由这些专业机构进行管



理与投资，以期获得可靠的投资回报。2001年，我国的证监会明确提出了“超常规发展机构投资者”作为战略指导方针。这一方针的核心目标在于充分激发机构投资者的投资方面理性和专业性，以优化投资结构与投资环境，并推动上市企业长期健康成长。通过引导机构投资者进行价值投资促进资本市场稳定。公募基金在推动科技创新产业发展方面中取得了显著效果。根据 Wind 数据统计显示，截至 2023 年 6 月 30 日，已有 8 只科创板公募基金产品成功设立，其总规模达到了 2026 亿元。到 2023 年 3 月为止，从科创板的实际数据看，目前专业机构投资者总数已经达到 57000 户，和 2022 年进行比较，涨幅达到 5.8%，并且持股比例保持在 40%左右，整体成交量占比大幅提升，已经突破 50%。以上所述，机构投资者的市场份额越来越重。资本市场的稳定性常常会受到宏观经济环境变动的深刻影响，表现出相当程度的不稳定性。得益于机构投资者的积极参与，股市的波动得到了显著的缓解，其波动所谓频率和幅度均出现了明显的降低，进一步证实了我国机构投资者在促进资本市场稳定和提高证券市场效率方面发挥着不可或缺的作用。

内部控制指企业为了达成预设的运营宗旨，守护资本的稳固与不缺，确保财会报告数据的精确性与信赖度，实现商业政策的有力施行，加上业务行为的节约性、高效性、成效性，所在企业内部实施的一整套自我管理、制约、策划、评估与监督流程与方案的统称。在全球经济融合的大环境中，企业内部控制的重要性愈发凸显。机构投资者持有股份时不仅意味着资本的注入，同时还将对企业内控机制造成影响，避免高层管理人员过度关注个人利益，防止出现对股东权益造成负面影响的情况，为企业长远稳定发展提供保障。

结合目前发展形势，参考已有研究成果，本文着重就机构投资者对企业未来发展造成的影响展开探讨，同时将对内部控制在这一过程中所起的中介作用进行考察和分析。

## 二、研究意义

机构投资者，作为汇集广大投资者力量的平台，构建了与中小股东及公司管理层在治理层面进行相互抗衡的重要机制。充分利用机构投资者的规模和专业优势，促进市场的繁荣和上市公司的长期发展已经成为世界各国共同关注和研究的重要议题。虽然在中国的资本市场上，国有企业所持有的产权所占的比重比较大，

且目前相关的法律和法规还需进一步完善,这使得对个体经营者和中小型股东的权益保护显得相对滞后。但是,与发达国家的机构性投资者相比,我国的机构性投资者在监管上市企业的任务上可能拥有更大的潜力。他们在推动资本市场的稳定发展、促进公司可持续性增长以及刺激整体实体经济增长的道路上,都具有不可或缺的影响。本文章以机构投资者持股情况为研究起点,深入探索内部控制在此过程中的关键作用机制,对于全面理解和揭示其对企业可持续发展的深远影响,不仅具有深厚的理论价值,同时也具备重要的现实意义。

### (一) 理论意义

首先,通过探索机构投资者对企业可持续发展的影响能够为完善企业治理理论提供重要的理论依据。传统的企业治理理论大都聚焦于股东、董事会以及管理层之间的权力分配和平衡上,往往忽视了其他利益相关者的重要角色和贡献。在追求可持续发展的宏观背景下,企业的各个利益方涵盖了股东、员工、供应商、客户、社区和环境等诸多方面。作为企业的主要股东,机构投资者所采取的行动和做出的决策都会对企业其他利益相关者产生深远的影响。因此,探究机构投资者对企业可持续发展的影响,有助于完善企业治理的理论体系,使企业治理更加注重利益相关者的权益和企业的长远发展。

其次,通过逻辑和理论模型分析丰富企业可持续发展的研究。现有研究关于企业可持续发展的研究大多数聚焦于其影响因素上,例如公司治理、创新能力、宏观政策环境以及高管特征等。然而,从机构投资者和内控质量的角度研究企业可持续发展的相关文献较少。因此,对这个领域的深入研究将有助于我们更全面地理解企业可持续发展的内涵和路径。基于此,本文以选择 A 股上市公司作为研究的对象,构建了一个“机构投资者持股—内部控制—企业可持续发展”的基本理论模型,以补充关于机构投资者与企业可持续发展之间的理论研究内容,为未来研究机构投资者以及企业可持续发展的研究提供了一定的研究思路和文献支持。

最后,就内部控制理论而言,着重探讨内部控制、机构持股和可持续发展之间的相关性,明确机构持股将会对企业可持续发展造成怎样的影响,为后续研究奠定理论基础。有助于进一步明确内部控制的作用和影响因素,并为企业内部控制理论的丰富和发展提供新的思路和方法。除了在研究角度方面进行创新,同时也为后续展开进一步研究奠定基础。

## （二）现实意义

从企业角度看，不仅能够帮助企业妥善处理其与各类利益相关者之间的关系。还能助力于企业的高层管理人员更加深入的理解机构投资者在完善公司治理结构中所充当的角色，这种理解推动企业全面审视内部存在的问题并积极寻求解决之道。同时，企业也能因此吸引与公司发展最有帮助最契合的机构进行投资，并且采取多种措施对机构投资者持股结构进行优化，从而使得机构投资者在提高企业价值上发挥最大的作用促进上市公司长期稳定地发展。企业还能够有效保护投资者、债权人等公司利益相关方，以便达到企业可持续发展的最终目标。

从投资者角度，有助于机构投资者更深入的认识并明确他们对于资本市场以及企业经营所肩负的责任。目前，我国正不断加快经济增长模式的创新变革进程，和西方国家进行比较，在社会环境制度方面依旧存在较大差异。在明确自身定位后，机构投资者能够更为谨慎的判断是否对公司持股以及持股后对该公司决策进行全面评估，有助于机构投资者更加积极的利用自身的信息优势、专业优势和资金优势等推动企业发展，为企业创造更为丰富的价值。本文旨在引入大量机构投资者，并且诚邀机构投资者积极参与到企业管理之中，促使其充分发挥监管作用。

从政府角度，有助于政府深入了解机构投资者对企业稳定发展的重要作用。随着企业之间的竞争日益激烈，为了维持市场竞争力，企业需要持续的优化和创新其商业策略和运营手段。在这个过程中，机构投资者的角色越来越重要。机构投资者不仅为企业提供财务支持，还为企业提供了行业内的建议和指导，帮助企业在财务、市场和战略等方面进行更为高效的管理。政府通过制定相关政策和法规，用来鼓励和支持机构投资者参与企业的治理和管理。例如，政府可以设立专门的机构来对机构投资者的行为进行监督，保护企业和投资者的合法权益。此外，为吸引更多的机构投资者参与到企业的治理与发展中去，政府可以考虑实施税收减免等政策。

## 第二节 研究内容

为了找出机构投资者持股、内部控制及其企业可持续发展之间的关系，本文研究过程中运用大量的研究方法，包括文献分析法、定量与定性分析法、实证分析法等。主要对企业股权性质、机构持股、行业异质化等方面展开研究，以期有效提高政府监管力度，促进企业长远稳定发展。本文研究主要包括六个部分，具

体表现为：

第一章，绪论。着重阐述研究背景、意义、内容，具体介绍运用的研究方法、创新点和不足等。研究背景主要从企业可持续发展的重要性出发，对当前的经济环境状况进行深入分析，并指出其中存在的一些问题。机构投资者数量的逐渐增加，认为在企业可持续发展过程中，机构持股意义重大，发挥举足轻重的作用。随后对本文研究内容、框架与方法展开探讨。同时总结本文的创新点与不足。

第二章，相关概念介绍与文献综述。首先对机构投资者、内部控制和企业可持续发展的内涵做出解释，以便本文的研究对象。接着对机构投资者的类别与经济效应、内部控制的影响因素及经济后果、企业可持续发展的影响因素的相关研究以及这三者关系进行系统的整理和分类，为本文的进一步研究指明了方向。

第三章，理论研究并提出假设。在文献综述的基础上，对和本议题有关的理论进行介绍，明确机构投资者的基本特征。通过理论研究，参考已有研究成果，得出本文假设。

第四章，实证研究。以前文的假设为基础，选择适宜的变量，获取所需数据信息，展开进一步研究。首先，构建回归模型，为后文研究提供依据；其次，对获取的数据展开描述性分析，明确基本特征。再次，开展皮尔逊相关性分析，对数据的相关性展开探讨；最后，展开基准回归分析，并明确中介效应。

第五章，进一步分析与建议对策。在进行稳健性检验和内生性分析后，着重就股权性质、机构投资者、行业异质性展开探讨，进行分组回归验证文的结论，由企业、机构投资者、监管机关等方面入手提出优化改进意见。

第六章，研究结论与展望。基于前文的分析得出结论，提出未来研究的展望。

### 第三节 研究方法与技术路线图

#### 一、研究方法

本文选择使用四种研究方法，下文将对这些方法进行简单介绍：

##### （一）文献分析法

文献分析法主要涉及对文献的搜集、鉴定和整理，并通过深入研究这些文献来形成对事实的科学理解。本研究主要是利用网站和国内外的文献电子数据库来搜集关于机构投资者、可持续发展与内部控制的文献以及专著，查阅中外学术界

已经取得的研究成果,在此基础上构建模型展开更深层次的研究。实际研究环节,及时获取相关资讯,了解学术界的最新动态,为提出本文观点提供依据。

## （二）定量分析法

定量分析法的精髓在于运用精确的数值和数学符号对研究对象进行量化描述和深入剖析。通过这种科学的手段,研究者可以对研究对象的属性、特征以及相互关系进行精确的度量刻画,进而揭示出研究对象内含的数量关系和动态变化规律。通过收集和分析数据,可以了解机构投资者的发展趋势与现状,对企业可持续发展指标进行度量,推断两者之间的关系。

## （三）定性分析法

定性分析方法,作为一种与定量分析方法相对的科学分析手段,专注于深入研究事物的质的规定性。该方法已广泛应用于自然科学、社会科学以及软科学等多个领域。定性分析其实就是为了对事物属性做出评估,确保准确识别相关事物,避免和其余事物混淆。通过定性分析,我们能够更深入地理解事物的本质特征,为后续的定量研究或决策提供有力的理论支撑。本文对我国机构投资者类别和机构投资者异质性进行了定性分析,并且对企业可持续发展的定义和相关理论进行了说明。

## （四）实证分析方法

实证分析作为社会科学研究中的一个关键工具,专门用于深入地分析现今社会或某一学科领域的现实状况。它依靠实际事件和丰盛的实践经验,通过严格的逻辑分析从现实中提炼出普遍的规律和观点。这一技巧突出了理论与实践之间的紧凑结合,其目的是通过有系统的审视和分析,深入探讨社会事件的内在逻辑和本质,为社会科学进步奠定坚实基础。实际研究过程中,通过展开描述性统计分析的方式对所有变量展开分析,对已有数据的具体情况进行了了解。同时展开回归分析,结合已有研究成果,针对各类数据构建适宜的模型,在就机构持股占比对企业可持续发展造成的影响展开分析,其中运用 STATA17.0 统计软件;工具变量法,为避免内生性造成重大影响,确定工具变量是机构持股占比,同时对内生性展开验证。最后对异质性进行探讨,对在属性有所不同的情况下形成的差异展开进一步研究。

## 二、技术路线图

综合上述研究目标、研究内容、解决的关键问题与研究方法，论文采取“研究理论分析→模型构建→异质性分析→研究结论及成果”的技术路线进行研究，具体如图 1.1 所示。

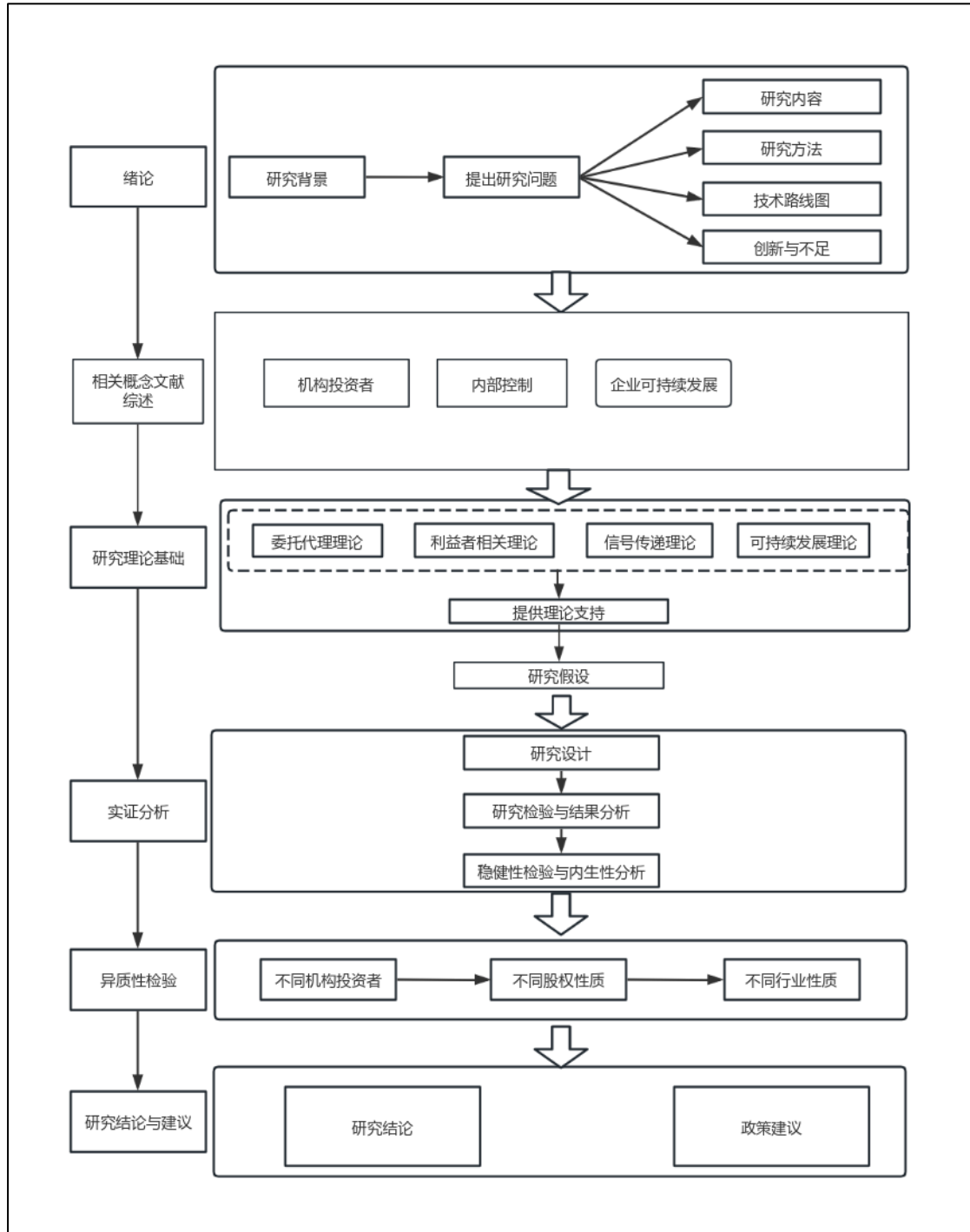


图 1.1 论文技术路线图

## 第四节 研究创新

本文以 A 股上市公司为研究的对象,通过实证分析来探究机构投资者持股、股、内部控制与企业可持续发展之间的影响关系,研究可能的创新点如下:

首先,本文的重点是在企业可持续发展上,并探究机构投资者持股对其产生的影响。尽管现有文献中,许多学者已经对机构投资者持股与企业绩效、企业收入或企业融资约束之间的关系进行了实证研究,对与企业可持续发展的具体影响关系研究,尚有不足。值得注意的是,企业可持续发展不仅仅局限于企业绩效、企业成长,它是一个长期的、持续的发展态势,最终目的是实现持续经营和盈利要求多个方面取得平衡。

其次,以往的研究只关注了企业内部因素对企业可持续发展的影响,忽略了外部因素的作用。本文将影响企业可持续发展能力的外部因素与内部因素相结合,综合探讨机构投资者持股这一重要的外在要素和内部控制这一核心的内在要素对企业可持续发展能力的综合效用,为对内部控制、机构持股、企业可持续发展之间的相关性进行探讨奠定基础。

再次,确定本文中介变量是内部控制,由内部控制与股权结构入手就机构投资者发挥的作用展开研究。得出结果显示,由于我国所处经济环境较为特殊,和发行总量进行比较,机构持股占比较高的情况下,对企业内部控制发挥的作用将更加显著,更有利于提升可持续发展水平。通过本文研究,以期对机构投资者的各类投资行为具有一定的参考价值。

## 第二章 概念界定与文献综述

### 第一节 概念界定

#### 一、机构投资者

##### （一）机构投资者的界定

机构投资者这一概念最早在欧美等发达国家出现，鉴于各国国情、法律背景以及机构投资者本身的不断演变，学术界没有对机构投资者提供一个统一的定义。在《企鹅分类词典：经济学》中明确了机构投资者的定义，认为就是通过银行存款、股市获利、其余合规渠道进行筹资的一类组织。这些实体倾向于积极参与多样化的投资活动，并在他们所涉足的领域以及操作的规模上，具备清晰的划界与细致的管理；在美国《Black 法律词典》中，大型投资组织，诸如共同基金、养老基金以及保险公司等机构，仅仅对其范围进行阐述；而在中国，权威的解读将机构投资者定义为团体投资者，以将他们与个人投资者区别开来，主要描述那些使用可调度资金或信托资产，在股票及其他持券方面进行投资的法人及非法人组织。

我国机构投资者的初步形态可追溯至 20 世纪 80 年代末，当时，中国四大银行等金融机构通过定向募集的方式，积极探索并设立了投资公司和基金公司。自 1997 年开始，我国证券市场机构投资者初步成型，为了市场更加政府推出了《证券投资基金管理暂行办法》，此后众多基金公司相继成立。到了 2001 年，我国资本市场开始逐步褪去稚嫩，走向规范化的发展道路。2002 年，我国政府有关部门发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，这一重要文件为证券市场健康有序发展提供了方向。随后几年，证券市场的各中政策和法规得到了持续的完善，同时投资者的保护机制也逐步建立。2013 年以来，我国资本市场步入创新发展阶段。这一时期，政府积极促进金融领域的创新，推出了大量的政策措施和产品，例如新三板、创业板和股指期货等，为机构投资者开辟了更多元化的投资渠道和提供了更广阔的发展空间。同时，机构投资者自身也在不断创新，推出了更多具有市场竞争力的产品和服务。



## （二）机构投资者的特征

相较于个人投资者，机构投资者具有如下特征：

第一，机构投资者拥有庞大稳定的资产储备。赋予了他们进行多元化投资业的能力，面临的风险较个人投资者小，这有助于降低因大规模投资失败而引发市场动荡的可能性。同时，机构持股占比较高的情况下，将促使其需要承担较大的退出成本，因此会更主动的参与到企业治理中并监管企业日常经营活动与高管决策。

第二，机构投资者的投资管理专业化与信息来源渠道多样化。机构投资者具有专业的团队他们的金融知识深厚、市场分析能力专业，用来负责市场研究、投资决策以及风险管理等方面的工作；另外，机构投资者与各类市场参与者有着密切的联系与合作，使得他们能够快速获取更多的内部消息和一手信息，参加各种商业活动也拓宽了他们信息来源的渠道。

第三，机构投资者追求对企业的长期价值投资。通过长时间股票持有，机构投资者能够降低因频繁交易带来的成本，并减少因市场不稳定而产生的风险。同时，有助于企业进一步遏制管理者能力提升而引发过度投资行为，从而提高企业的经营效率，进一步促进资本市场的健康发展。

## 二、内部控制

内部控制是企业自我调整和规范的重要工具，一直是学者们研究的热点对象。企业的内部控制质量良好在保障企业资产安全、提升经营效率、预防和控制风险以及促进企业可持续发展具有重要意义。然而，内部控制的缺乏可能会诱发一系列问题，导致在决策过程中缺乏科学的分析和评估，没有对企业管理层和大股东的行为进行约束。

内部控制起源于 20 世纪 30 年代的美国，在独立会计师在审核财务报表的过程中，通过执行内部控制来保障会计账目的真实准确。1992 年，美国审计准则委员会在其发布的《内部控制——整体框架》报告中明确指出，内部控制是企业在追求经营效率提升、资源合理配置到企业绩效目标，而在企业内部实施的一系列政策和程序。在 2008 年，我国正式颁布了《企业内部控制基本规范》，强调了完善内部控制制度是为了确保企业达成控制目标，承担完善内部控制的主体涵盖了

企业的所有者和管理层，自此学术界普遍采用这一规范。

内部控制体系由五大要素构成。第一是控制环境，它是对企业内部控制体系建立和运行过程中关键影响因素的综合体现。它不仅确立了被审计单位内部控制基石，也形成了对内部控制的理解和看法。通常涉及到组织的结构、权力的分配、公司的文化氛围、管理策略、人事政策等多方面的内容和维度；第二是风险评估，它是识别和分析对组织目标实现产生影响风险的过程。在这一过程中，不仅要识别出潜在的风险，还要对风险发生的可能性和影响程度进行评估，为后续的风险应对措施提供依据；第三是控制活动，以风险评估取得的结果为依据，凭借全面实行各类管控措施，确保风险始终处于合理范围。其目的是确保管理层指令的执行，包括但不限于审核、授权、批准、权衡、绩效审查、资产保护以及工作分配等；四是信息与沟通，内部控制需要确保企业内部的信息能够及时、准确地收集、传递和使用。这不仅包括内部信息，还包括与外部环境的沟通和反馈。良好的信息与沟通机制有助于提高企业的决策效率和效果，也有助于及时发现和纠正内部控制的缺陷；五是内部监督，这是一种针对公司内控的连续性和有效性的监控和评估过程。内部监督有助于揭露控制机制中的瑕疵，并且能够适时地对其进行优化。同时，内部监督也是对内部控制制度的一种再控制，确保内部控制制度始终能够反映企业的经营需求和变化。这五个要素相互关联、相互影响，共同构成了内部控制体系。它们不仅适用于企业，也适用于政府机构和非营利组织等各类组织。建立健全的内部控制体系需要全面考虑这五个要素，确保它们之间的协调一致，以实现有效的内部控制。

汇总前文所述理念，本研究将内部控制界定为以下概念：内部控制是指企业为了达成预设的目标，保护财产安全与完整，确保财务报告数据的精确性与信赖度，保障管理策略得到有效的实施，同时优化运营活动中的成本效益及成效而采用的所在企业内部实施的一整套自我管理、制约、策划、评估与监督流程与方案的统称。是当代经济环境中企业必不可少的一部分。

### 三、企业可持续发展

#### （一）企业可持续发展的概念

早在 1972 年，联合国就已经组织人类问题大会，在这次会议上率先提到可

持续发展理念，并且要求在全球范围内推广。之后在《我们共同的未来》报告中对可持续发展的定义做出具体说明，要求不仅可以确保当代人的实际需求得到满足，还应确保后代人的实际需求也可得到满足。作为社会经济结构中的重要部分，企业在推动社会的可持续发展发挥了至关重要的作用。为了促进社会的繁荣和进步，企业不仅需为经济增长提供必要的资本支持，还需积极承担社会责任，促进经济、环境和社会三大领域的和谐发展。为确保社会可持续发展的推进，也需要实现企业的可持续发展。目前，国内外学者在已有研究成果的基础上，结合自身的研究需要，对企业可持续发展的概念和内涵进行了广泛而深入的探讨，但研究结论学术界尚未形成一致的共识。大致可以分为两大类。一种所包括的范围比较窄，仅考虑企业的财务指标。例如，Higgins（1977）对企业可持续发展的定义是：一家公司在不消耗完其全部财务资源的情况下，达到销售额的最大增长速度。陈育俭（2010）则认为企业的可持续发展意味着企业需要全面规划其财务资源，确保企业发展与战略规划的实现。另一种是结合环境、社会责任，企业谋求经济增长的同时与社会、生态环境和谐共存。例如，姜太平等（2000）企业可持续发展并非只追求经济效益，而是社会、生态和经济的综合效益。肖红军等（2020）认为在追求自身的盈利和效益增长的过程中，企业需要确保环境、人口和生态三者之间的和谐发展。

## （二）企业可持续发展的维度

在本研究里，研讨企业持续发展的概念为：当企业致力于获取商业利润时，主动履行其对于自然和社会的责任，尽力满足所有利益相关者合理的期望，并且不断地建立及保持公司的竞争力，以此达到企业的长久进步。因此，本研究使用了一个包含环境社会责任表现和经济绩效评估的复合度量指标(即两者熵权和)作为评价企业可持续发展的工具。

### （1）经济可持续发展

经济可持续发展，指的是企业在长期运营过程中维持稳定经济表现的能力，实现可持续盈利的目标。为了达到这一目标，企业需要致力于优化成本结构与提高效益来增强自身的竞争力和市场地位。除此之外，企业需要合理管理财务资源，恪守商业道德和法律法规来实现长期的经济稳定和增长。经济可持续性对于企业的生存和发展来说至关重要，它是决定企业命运的关键因素。

## （2）环境社会责任可持续发展

环境社会责任，是指组织或个体在从事生产、经营及其他各类活动中，应该承担环境保护、资源节约、能源利用、污染减少排放的等方面的责任。它不仅要求企业在追求经济效益的同时，也要对环境社会责任的影响深思熟虑，积极采取相应措施，以保护环境、履行社会责任与实现经济发展共存为主要目的。具体而言，环境社会责任的内涵非常丰富，包括但不限于：尽一切可能给减少生产活动对环境的负面影响，如提高技术、减少污染物的排放；提高资源利用效率，避免资源的浪费；参与公益活动，为社会公益事业贡献一份力量；公开信息，受公众监督，增强信息的透明度与可信力。

## 第二节 文献综述

### 一、机构投资者相关研究

#### （一）机构投资者的异质性分析

近年来，学者对于机构投资者的研究呈现出日益增长的趋势。然而，机构投资者能否在公司治理中发挥积极作用，进而推动企业可持续发展的论点尚未达成一致的看法。造成这种分歧的主要原因在于机构投资者之间存在着异质性。

（1）以机构投资者和被投资方的业务体系、商业体系之间的关联性为依据，认为机构投资者可划分成两类：第一，压力敏感型，通常与其投资公司维持紧密的商业联系，因为在利益方面存在一定的冲突，因此极有可能不愿主动参与企业治理；第二，压力抵抗型，和企业生产运营之间关联性不强，仅在投资方面有所关联。所以极为注重成本收益情况，针对企业可能出现的相关机会主义行为，如掏空等。会实施更为严格细致的监督和管理（Brickleyetal, 1988）。压力抵抗型机构投资者可以对公司研发投入（张丽，2017）、企业绩效（李玉辉等，2018）、与企业创新（王甄等，2021）产生积极影响。相比之下，压力敏感型机构投资者与公司研发投入没有显著关联性，对企业业绩提升效与企业创新方面均有抑制作用。

（2）基于机构投资者的行为特征，可以依据交易频率、股票持有的时长，以及投资组合构成成分成三类，分别是短期型、长期型以及准指数型。其中，短期型大部分都是频繁进行交易，实际持有时间不长，更倾向于多元化投资。倾向采

用“买好卖坏”，买卖价差获得收益；长期型高度关注长期价值，希望可以发现明显被低估且存在较大发展潜力的企业。倾向于保持平衡投资策略，不会频繁变动其投资组合，向所投公司提供持续且稳定的投资；与之类似的是，准指数型的投资方式也热衷多样化投资，但在对投资的组合变动做出决策时更为审慎，也就是采取一种保守的方式来执行广泛范围内的投资计划（Bushee, 2001）。

（3）以机构持股时长与企业所处行业为依据进行分类，一般分成两类，一是稳健型，二是交易型。稳健型机构投资者致力于进行长期的价值投资，关注企业的管理和治理情况，旨在通过公司价值的增长和分红来获利。相比之下，交易型机构投资者主要利用短期股市波动来谋求利润。由于投资理念的差异，稳定型投资者往往更倾向于对企业管理层进行监督，可能通过增加自愿信息公开来提升公司治理和市场表现。而交易型投资者则可能选择与管理层合作，通过限制或选择性地发布信息来影响股价，从而实现盈利（牛建波，2013）。相比于交易型机构投资者来说，稳定型机构投资者在企业价值（王鲜霞，2017）、企业盈利能力（张菊，2019）等方面更有促进作用。

## （二）机构投资者的经济效应

机构投资者对于上市企业的影响，主要聚焦于机构投资者如何发挥公司治理的作用。

（1）通过持有的股份，机构投资者可以对管理层的运营方式进行监控，从而减少公司盈余管理的行为。根据 Hirschman（1970）的观点，机构投资者可能会把对公司的投资和压力管理作为主动监控。股东有多种策略向管理层和董事会施加压力，以改变公司的盈余管理行为。股东施加压力的主要渠道是写信、代理权之争、诉讼、宣传活动、与公司管理层或董事会对话、在年度股东大会上提问、正式的股东提案和对薪酬的发言权投票（Obermann & Velte, 2018；Velte & Obermann, 2021）。盈余管理是一种管理层通过操纵财务报告以误导外部利益相关者的行为。一方面，机构投资者可以强化外部监督，限制管理层在财务报告编制过程中的自由裁量权，从而有效抑制盈余管理行为的发生（于忠泊等，2011）。另一方面，机构投资者还能通过行使投票权，对不诚实的管理层进行更换，从根本上解决盈余管理问题（齐二石，2020）。

（2）机构投资者所持股份比例高，公司信息披露的治理程度也高

(Connelyetal, 2010)。机构投资者通常被认为是市场上具有信息优势的交易者(Bushee&Goodman, 2007),他们更容易获取“软信息”,从而减少了信息不对称。秦嫦娥(2022)从企业社会责任的角度出发,实证表明机构投资者持有企业的股份越多,该企业披露信息的质量与自觉性都高。之后,宋明永等(2023)从企业环境的角度出发,发现处在网络中心水平的机构投资者显著增强了其信息披露质量。

(3) 机构投资者持股能够提高企业现金持有价值。当企业遭遇现金流不稳定性、市场的激烈竞争或信贷的限制时,为了避免风险,他们可能会选择持有更多的现金或其他形式的流动资产(Haushalter et al., 2007; Bates et al., 2009; Harford et al., 2014)。然而,现金的运用在很大程度上依赖于管理者的自主决策权,而机构投资者抑制了管理自由裁量权的代理成本。胡亚峰(2022)基于机构投资者异质性分析,实证得出压力抵制型机构投资者持股对现金持有价值有显著的促进作用。

(4) 机构投资者持股可以减少企业环境成本的支出。环境成本涵盖内部和外部两个方面,涉及所有与环境破坏与保护相关的经济投入。其中,环境保护成本主要包括预防污染、废物处理、规划措施、控制排放、行动转移以及损害修复等方面的费用支出。这些成本发生在企业,但影响可能会涉及到人民与政府。基于对环境成本的影响分析,Krueger(2020)的调查显示,机构投资者应该有强烈的动机来监测和积极影响企业的环境成本。同时,Flammer(2021)证实,长期机构投资者参与公司的运营和管理,其环境行动主义增加了气候变化风险的自愿披露。

(5) 机构投资者持股提升企业创新能力。在市场不能对各项管理活动进行监测的情况下,由于存在道德风险,促使管理人员不愿意选择一部分成本与风险都高的项目,其中就包括创新项目(Hart, 1983; Bertr, 2003)。对企业资本进行优化整合时,作为企业监督方,机构投资者凭借主动干预方式增加研发支出提升创新能力从而创造公司价值(Shleifer, 1986; Winton, 1998)。在张宏亮(2023)的研究里,机构投资者持股与企业创新质量之间存在倒 U 型的非线性关系。李强等(2024)经过对 2010 年至 2020 年期间沪深 A 股上市公司的数据进行分析,企业面临机构投资者退出风险越大时,越能推动企业绿色创新能力的发展。

## 二、内部控制相关研究

### （一）内部控制影响因素

内部控制的影响因素对于企业稳定运营至关重要，其价值不可忽视。关于对其的学术研究集中下三个方面：公司自身因素的影响、内部治理机制的影响和外部因素的影响。

（1）公司自身因素影响方面。内部控制的有效性与公司治理机制、企业财务风险以及法律法规的合规性有关（Laux, 2012）。张丽（2016）通过文献综述得出，公司规模及其成立时间与企业内部控制显著正相关。裴晓瑜（2020）认为企业文化建设、应收账款以及人力资源是影响企业内部控制有效性的重要因素。

（2）内部治理机制影响方面。首先，首席执行官是公司管理层主要的战略决策者，CEO任期（Lin et al., 2014）和股权激励（Balsam et al., 2014）对企业内部控制都有正向影响。其次，审计委员会是有效公司治理结构的重要制度安排。审计委员会的规模（Khoo et al., 2020）、成员的独立性（Krishnan, 2005）、会计专业知识（Lisic et al., 2019）、信息技术专业知识（Haislip et al., 2016）、任期长、审计师与公司的地理距离近（Chen et al., 2016）都与企业的内部控制呈显著正相关。最后，高质量的内部控制质量离不开良好的公司治理机制（Krishnan, 2007）。

（3）外部因素影响方面。市场化程度、政府媒体监督以及民族文化（Kanagaretnam, 2016）都是企业内部控制的外部环境影响因素。Chen（2020）发现媒体的关注和机构投资者的持股可以提高内部控制质量。Liu（2012）发现，在信息透明度极高的制度环境中，激烈的市场竞争成为了推动公司不断提升内部控制能力的重要动力。在这样的背景下，企业更具备了自主改善内部管理的实力与积极性。这种改善不仅提升了公司的运营效率，更在源头上有效遏制了管理层在内部控制方面可能出现的不规范行为。

### （二）内部控制经济后果

企业内部控制乃董事会、高管以及所有成员共同落实与履行的管理程序，旨在维护企业经营与管理工作的。文章将从多个维度细致分析内部控制在经济上的影响进。

（1）内部控制可以提升企业会计信息质量。内部控制作为企业会计信息系

统的重要组成部分(王婷, 2010),其质量直接影响到企业各项经济活动的开展。通过实施有效的内部控制措施,企业可以确保会计信息的真实、完整和及时传递,降低财务风险(肖佩等, 2023),提高投资者和债权人的信心。同时,高质量的内部控制还能提升企业的诚信形象(董特, 2022),为企业赢得良好的市场口碑。

(2) 内部控制质量好可以降低委托代理问题。企业内部普遍存在委托代理问题,即所有者与管理者之间的利益冲突。有效的内部控制机制可以约束代理行为,降低代理成本,提高企业效益。通过建立激励与约束机制,企业可以促使管理者更加关注企业价值最大化,实现所有者与管理者之间的利益共赢。徐一婷(2023)认为委托代理理论是内部控制实施的基础。

(3) 内部控制有效可以提升企业价值。内部控制作为企业价值创造的重要手段,能够提升企业的市场竞争力,为企业带来更大的市场份额。通过优化企业资源配置、提高企业运营效率、降低企业风险,企业可以实现持续稳定的发展,创造更大的经济价值。王小红等(2023)基于上市公司的经验数据实证了有效的内部控制可以促进企业价值的提升。

### 三、企业可持续发展相关研究

可持续发展指的是变化、增长、进步、提高生活质量、保护自然资源(Ciegis, 2009)。可持续发展的本质是通过实施以下目标实现经济和社会关系与环境保护的共存(Ciegis et al., 2008; Gonzalez-Cabezas et al., 2018)。企业的可持续发展意味着企业经营的定量和定性条件的改善,这一目标的实现,既依赖于各个方面的综合影响。结合前文的分析,从经济效益、环境保护以及社会责任这三个方面对影响企业可持续发展的影响进行综述:

第一,经济效益是企业生存和发展的基础,只有当公司获得了充分的经济利益时,它们才能持续地为创新、研究开发和市场扩张等领域投入资源,确保其竞争力并走向可持续的发展道路。靳曙畅(2019)得出了企业的债务异质性越高,其可持续发展的能力也就越强的结论。赵立韦等(2020)研究发现,负债融资在某种程度上可能会限制企业的可持续发展。岳静纯(2020)认为,合理的业务结构、有效性的财务规划以及平衡的现金流是企业可持续发展的财务基础。

第二,对环境的保护可以帮助企业增强其市场竞争能力。环保产品不仅能有效减少污染物排放,而且可以降低能源消耗及生产成本。随着消费者对环境保护



意识的逐渐增强，更多的人开始偏向于选择环境友好的产品和服务，如绿色金融服务（郑亦钦，2023）、绿色物流（邵安春，2023）、绿色营销（贾翔宇，2023）。在这种背景下，环保产业（孟菲，2019）应运而生并得到迅速发展。因此，如果企业能够主动实施环境保护措施并研发环境友好的产品，那么他们将能更有效地满足消费者的各种需求，并在市场上获得更大的份额。此外，环境保护措施也能助力企业减少生产开销，增强资源的使用效率，并推动企业走向可持续的发展道路。易晓明（2023）的研究表明，环境保护税的政策与企业的可持续发展有着明显的正向关联。

第三，企业的社会责任对其持续发展产生了全面的影响。企业在追求利润最大化时往往忽视了社会责任，从而导致了诸多问题。企业通过积极地承担社会职责，使其有能力塑造正面的品牌形象（肖含，2021），吸引并保留杰出的人才，增强风险管理技巧（余茂琦，2021），激发创新意识，提升资源的使用效率。同时，还能够增强消费者信心、增加就业机会、减少环境污染等。这些因素共同助力企业达到全方位和持久的可持续增长。夏春晓（2023）基于医药企业的数据，实证得出了，企业在履行政府和公益职责时，可以有效地增强其可持续发展的能力。

#### 四、文献述评

本研究探讨了机构投资者如何影响企业的可持续发展，以及内部控制在这两者关系中所扮演的角色。关于机构投资者、内部控制和企业的可持续发展这三个方面，学术研究的数量正在逐渐增加。从机构投资者的角度来看，可以根据与企业的商业和业务体系的关联度、股票持有的时间长度、所投资的行业、股票持有的时间长度以及投资的行业来进行分类。与此同时，机构投资者在公司治理中的积极参与，从企业角度看，在减少企业盈余管理、提高现金持有量、公开披露治理信息、减少环境成本支出以及增强企业的创新能力上，都产生了正面的效果。就内部控制来看，关于对其影响因素的学术研究集中下三个方面：公司自身因素的影响、内部治理机制的影响和外部因素的影响。就机构投资者与内部控制带给企业的效益，同时也是企业实现可持续发展的需要。然而，直接将机构投资者与企业可持续发展拿来研究的文献却很少。

## 第三章 理论基础与研究假设

### 第一节 理论基础

#### 一、委托代理理论

在现代企业理论之中，委托代理理论是必不可少的一部分，主要研究在信息不对称的条件下，如何构建和设计委托代理关系，以确保代理人的行为符合委托人的利益。委托代理理论不仅适用于企业组织，还广泛应用于非营利组织等领域。

委托代理关系是指一个或多个委托人将特定的决策权授予一个或多个代理人，并要求代理人按照委托人的利益进行决策的行为关系。这种关系的基础是信息不对称，即委托人无法完全掌握代理人的信息。因此，需要设计一系列机制来保护委托人的利益。

信息不对称是委托代理问题的根源。在信息不对称的条件下，代理人可能拥有比委托人更多的信息，这可能导致代理人利用信息优势谋取私利，损害委托人的利益。在委托代理关系中，委托人需要将风险分担给代理人。这种风险分担需要考虑代理人的风险承受能力和激励机制设计。委托人需要通过降低代理成本来保护自己的利益。代理成本包括监督成本、履约成本和剩余损失。

在企业组织中，股东将决策权委托给职业经理人，希望他们能够按照股东的利益进行决策。然而，由于信息不对称和激励不兼容，职业经理人可能追求个人利益而损害股东的利益。因此，需要设计有效的激励机制和监督机制来保护股东的利益；政府机构通过法律法规的形式规定了公民的权利和义务，公民将自己的权利委托给政府机构来维护公共利益。然而，由于政府机构可能滥用权力或追求个人利益，公民需要监督政府机构的行为并要求其承担相应的责任；非营利组织通过接受捐赠或服务社会的方式实现其目标。捐赠者将资金和资源委托给非营利组织来执行特定的任务。然而，由于信息不对称和激励不兼容，非营利组织可能滥用捐赠者的资金或追求个人利益。因此，需要设计有效的监督机制来保护捐赠者的利益。结合本文研究内容，本文认为，一方面，机构投资者通常拥有专业的

投资团队和丰富的投资经验，他们具备深入的行业分析和研究能力，能够更好地把握市场机会和风险。通过专业化的投资管理，机构投资者可以减少代理人的道德风险和逆向选择问题，提高投资效率和回报。另一方面，机构投资者通常具有严格的内部管理和监督机制，可以对代理人的行为进行有效的监督和约束。通过定期的审计、报告和信息披露等手段，机构投资者可以确保代理人的行为符合投资策略和风险管理要求，减少代理问题的发生。

## 二、利益相关者理论

现如今，越来越多的独资企业逐渐转变成股份制企业，经营发展过程中牵涉到的并非单纯只是个人利益，同时还涵盖产业链上的所有供应商、政府、员工等，从而提出利益相关者的定义。在上世纪 50 年代，大家普遍觉得股东才是和企业利益紧密相连的一方；上世纪 60 年代，学术界第一次提到利益相关者，认为就是为企业未来发展和长久生存提供支持的关联方；直至 80 年代，该定义不断延展，Freeman（1984）提出所谓利益相关者就是会对企业生产运营环节造成影响的全部群体，涵盖社会、生态环节、居民个体以及组织机构等；到 90 年代后，Clarkson（1995）以实际贡献为依据明确利益相关者的定义，即针对生产运营进行投资，同时需要承担相应风险的一些群体；进入 21 世纪后，陈宏辉（2007）表示对于利益相关者来说，除了要求提供资金支持，同时还需要担负相应的风险，当企业获得股权之后，还将具备相应的投票权，因此具备投资以及投票两个特征；由此可见，利益相关者定义在逐步完善，并非单纯注重股东对企业造成的影响，同时还延伸至其余群体上，何杰等（2010）表示对企业来说，尽管依旧是为了达成利润最大化目标，但因为利益相关者的原因，还应注意其余各个群体的权益；由莉颖等（2010）表示，在社会中，企业并非单独存在，实际生产运营环节牵涉到诸多关联方，比如投资者进行投资，管理人员展开管理，员工完成岗位职责，国家维持和平稳定等，只有各个群体共同协作，才可以促使企业维持长远健康发展，因此对企业来说，这些均是利益相关者。

机构投资者是利益者相关理论的重要参与者：机构投资者作为企业的股东或债权人，是企业的重要利益相关者之一。他们的投资决策和行为直接影响企业的经营和发展；机构投资者的投资决策需要考虑其他利益相关者的利益：在做出投

资决策时，机构投资者需要考虑其他利益相关者的利益，如员工、供应商、客户等。这符合利益者相关理论的要求，即企业在追求自身利益的同时，需要兼顾其他利益相关者的利益；机构投资者对企业的监督作用：机构投资者通常具有较大的资金规模和专业的投资团队，可以对企业的经营和管理进行监督。这种监督作用有助于企业提高经营效率和管理水平，实现企业价值最大化。

### 三、信号传递理论

信号传递理论认为，信息传递是影响个人和组织行为决策的重要因素。当信息不对称时，信号传递可以帮助信息接收者更好地了解信息发送者的真实意图和能力。在市场经济中，信号传递有助于减少信息不对称，提高市场效率。早在 1977 年，罗斯即已经构建 Ross 模型。投资者应结合被投资企业实际运营情况做出深入研究，并对风险展开合理评估，在此基础上进行决策。在这个阶段，企业各类信息都将转变成信号传达至投资者，投资者通过获取的信息进行分析再决定能否进行投资，并对投资风险做出评估。从信号传递理论看，信号是否有效很大程度上由下述条件决定：第一，可选择性，对于信号来说，必须具备非强制的基本特征；第二，不易模仿性，企业必须构建科学高效的内控系统，促使传递的信息具有较强的不易模仿性，提高企业对外披露信息的积极性，全面且准确的披露各类信息，确保企业和投资者之间形成合作共赢的关系。

通过本文研究发现，凭借参与企业管理，干预战略决策，优化资源配置等方式，并对企业管理层进行严格监管，有利于机构投资者对管理层的各项行为活动进行管控，有效提升“信号”的真实性与可靠性，对投资者做出正确的决策提供参考。与此同时，从机构投资者角度看，它的相关行为活动同样是一类“信号”，也将对其余投资者的最终决策造成一定影响。

### 四、可持续发展理论

早在 1983 年就已经组建世界环境与可持续发展委员会，强调世界各国都应当制定可持续发展目标。改变传统生存理念，逐渐转变成发展，最后形成可持续发展，由此可见，经济社会发展已经不再只关注速度，反而更关注质量。可持续发展是指在满足当前世代需求的同时，不危及子孙后代满足其需求的能力。它强

调在发展过程中，要综合考虑经济、社会和环境三个方面的因素，实现全面、协调、可持续的发展。

可持续发展理论的内涵包括以下几个方面：一是公平性，强调在发展过程中，要实现代际公平和代内公平。代际公平要求当前世代在满足自身需求的同时，不危及子孙后代满足其需求的能力；代内公平要求在资源分配和财富分配方面实现公平，避免贫富差距过大。二是持续性，强调在发展过程中，要确保资源的可持续利用和生态环境的可持续保护。这意味着在经济发展过程中，要注重资源节约和环境保护，避免对生态环境造成不可逆的破坏。三是共同性，强调全球范围内的共同责任和合作。在应对全球性挑战时，各国应共同努力，采取协同行动，实现全球可持续发展。

可持续发展理论的重要性：可持续发展理论要求转变传统的以资源消耗和环境污染为代价的经济发展方式，推动绿色低碳循环发展，实现经济可持续发展；可持续发展理论强调在发展过程中实现社会公平，缩小贫富差距，提高人民生活水平，促进社会和谐稳定；可持续发展理论要求在发展过程中注重环境保护和资源节约，保护生态环境，实现人与自然的和谐共生；可持续发展理论强调全球范围内的共同责任和合作，推动各国在全球治理、气候变化、生物多样性保护等领域加强合作，共同应对全球性挑战。

企业可持续发展是指企业在追求经济效益的同时，积极履行社会责任，保护环境，提高员工福利，实现企业长期稳定发展的过程。它强调企业在发展过程中，要平衡经济效益、社会和环境责任，实现企业的长期稳定发展。

## 第二节 研究假设

### 一、机构投资者与企业可持续发展

利益相关者理论的出现带来了对经济、环境和社会互动关系的关注。企业在追求可持续发展的过程中，不仅要满足股东的期望，还应对环境和社会承担起积极的责任。这种全面的责任认知，涉及了企业在经济和环境社会两个层面的持续关注，以实现全面可持续性（解学梅等，2021）。

就经济绩效而言，机构投资者持股有助于改善公司的治理结构和管理水平。

机构投资者通常会积极参与公司治理，关注公司的业绩和长期发展，通过行使股东权利、提出建议等方式，推动公司改进管理和提高业绩。这有助于提升公司的竞争力和市场地位，进而对经济绩效产生积极影响。王磊（2016）提到，企业经营绩效很大程度取决于研发投入，这两者之间具有正相关性，当机构持股占比较高时，也将促使企业加大研发领域的投资，进而有效提升经营绩效，由此可见，机构持股和业绩提高之间存在明显正相关性；周婷（2019）表示机构投资者可以有效提高企业业绩，这是因为机构投资者具备完善的投资管理团队，具有较高的专业性；温东子与王晓艳（2020）表示，机构投资者将促使企业不断拓宽业务范畴，加大各类新项目的投资力度，从而对企业业绩造成重大影响。

就环境社会责任绩效而言，机构投资者与企业社会环境绩效之间存在密切关系。首先，机构投资者作为重要的投资者，其投资行为和决策对企业社会环境绩效产生影响。机构投资者通常具有规模庞大、专业化程度高、资源雄厚的特点，他们参与投资决策的行为对企业绩效产生着重要影响。机构投资者通常会关注企业的社会和环境表现，并将其纳入投资决策的考虑因素中。如果机构投资者选择投资于具有良好社会和环境表现的企业，这将有助于推动企业改善其社会和环境绩效，实现可持续发展；其次，机构投资者还可以通过行使股东权利、提出建议等方式，推动企业加强社会和环境管理，提高其社会和环境绩效。机构投资者作为企业的股东，有权参与企业的决策和管理，他们可以通过提出建议、投票表决等方式，促使企业采取更加积极的社会和环境管理措施，提高其社会和环境绩效；然而，机构投资者的投资行为也可能受到市场波动、政策变化等因素的影响，从而对社会和环境绩效产生不确定性。此外，一些机构投资者可能只关注短期利益，忽视公司的长期社会和环境影响，导致公司的行为短期化，不利于可持续发展。因此，需要综合考虑各种因素，深入研究机构投资者与企业社会环境绩效之间的关系。这有助于我们更好地理解机构投资者在推动可持续发展中的作用，为企业和机构投资者提供有益的参考和启示。同时，也需要加强对机构投资者的引导和教育，提高其社会责任意识，推动其更加关注企业的长期社会和环境表现。

因此，本文认为机构投资者对企业的可持续发展至关重要，它有助于企业平衡其经济绩效和环境社会责任绩效。与此同时，机构投资者一般都配备优质的信息分析团队，不同机构投资者间加强交流互动，形成和谐友好的合作关系，实现

信息共享，并且每个机构投资者都将把资金投入至不同的企业，能够由其余企业获取这个企业的信息，从而掌握企业的真实运营情况，尽可能减少信息不对称的情况，除此之外，机构投资者一般都会要求企业尽可能详细的披露财务信息，有效改变在信息方面股东处于劣势的局面，有效提升投资者的信赖值，对推动企业长远健康发展极为有利。结合上文研究，提出下述假设：

H1: 机构投资者持股与可持续发展绩效之间存在正相关关系，机构投资者持股比例越高就越能促进可持续发展绩效的提升。

## 二、机构投资者与内部控制

机构投资者作为公司的股东，会关注公司的内部控制。他们的投资决策和监督行为会影响到公司的内部控制体系的建设和执行。一方面，机构投资者可以通过行使股东权利，参与公司治理，对公司的内部控制提出建议和改进要求，帮助公司完善内部控制体系，提高内部控制的有效性。另一方面，机构投资者也可以通过外部监管和舆论监督等途径，对公司内部控制存在的问题进行揭示和曝光，促使公司采取措施加以改进；同时，内部控制也会影响到机构投资者的行为和决策。一个健全的内部控制体系可以提高企业的经营效率和风险管理水平，降低企业面临的各种风险，从而保护投资者利益。如果企业内部控制存在缺陷或者执行不力，可能会导致企业经营不善、财务舞弊等问题，增加机构投资者的投资风险。在这种情况下，机构投资者可能会采取谨慎的投资策略或者加强对公司的监督，以确保自己的投资安全。

因此，机构投资者和内部控制之间是一种相互影响、相互促进的关系。机构投资者可以通过积极参与公司治理和监督，促进企业加强内部控制建设；而健全的内部控制体系则可以保障企业长远健康发展以及投资者经济效应。结合上文研究，提出下述假设：

H2: 机构投资者与内部控制之间存在正相关关系，即机构投资者持股比例越高就越能提高内部控制的质量。

## 三、内部控制与企业可持续发展

作为达成企业运营与管理目的的关键手段，内部控制在推动企业执行管理任

务中具有重要作用，它也是确保公司管理与生产高效运营的核心支撑。针对公司的可持续发展方向，内部监控在以下几个领域中起到了决定性的角色：

首先要明确，内部管理控制在确保公司财产的安全性上具有极其重要的作用。企业可以通过构筑并执行高效的内部监控机制，预先鉴别和处理可能危及资产安全的各种风险，这确保了企业资产的完好性和安全稳定性，为企业持续发展提供了坚实的物质支撑。其次，加强内部控制机制在提升企业运营效能方面具有明显的益处。利用内部的管理控制手段，公司能够对其内部程序进行改进、调和不同部门的商业活动、削减成本、增加经营的效率，并从而提高其在市场上的竞争实力和持续的发展潜力。此外，实施内部管理策略也有助于减少公司的全面风险程度。通过对公司的整体管理和监控，其内部控制系统能助企业识别并应对潜在的风险，这包括企业的运营风险及财务风险，确保公司的稳定与健康经营。最后，内部控制机制在帮助企业成功实现其战略目标中也扮演了决定性的角色。企业可以通过构建一个完善的内部监管系统，更为准确地设定和执行其长远的发展策略和商业目标，这将为公司的持续增长创造稳固的后盾。

从上述情况来看，内部控制对于企业实现持续发展起到了关键作用，它不仅确保了企业财务的稳固，增强了管理效益，降低了潜在的风险，同时也助力于企业战略目标的顺利达成。因此，企业应当高度关注内部控制系统的构建和持续优化，为促进企业长远稳定发展提供助力。结合上文研究，提出下述假设：

**H3：**内部控制和企业可持续发展两者间呈现正相关性，换言之，有效的内部控制有利于推动企业可持续发展。

#### **四、机构投资者持股、内部控制与企业可持续发展**

机构投资者的持股对企业可持续发展的影响远非单纯的直接效应，还依赖于一些中介变量的传导机制。而关于机构投资者与内部控制之间的关系，学术界尚未进行深入探讨。同时，在机构投资者对企业可持续发展造成影响的过程中，也应对内部控制发挥的作用展开更深层的探讨。为正确认识内部控制具有的中介作用，我们可以从以下几个方面进行深入分析：

首先，机构投资者等外部力量对内部控制的构建和发展产生影响。为了构建内部控制，公司的利益相关方通常会倾向于选择最符合自己利益的方式。目前，



上市公司普遍面临着控股股东权力过大和内部控制者问题。在股东持股占比提高的情况下，极有可能发挥控制权的作用干预企业内部控制，促使委托代理关系受到影响，因此内部控制无法发挥作用。与此同时，因为中小股东持股占比不高而且相对分散，他们往往缺乏监督公司内部控制建设和完善的动力和意愿。正如之前提到的，作为所有权结构的组成部分，机构投资者倾向于投资那些拥有高效内部控制的公司。这样的公司能够提供一个稳定且持续的投资环境，从而增加机构投资者的投资回报。鉴于机构投资者自身持有较大比例的股份并具备强大的资金实力，具备较强的管理能力，因此将督促被投资企业构建更加完善的内控系统，避免投资决策出现失误。

其次，机构投资者凭借不同方式对内部制造造成影响。他们可以借助自身的专业能力和经验，帮助企业完善内部控制体系，提高管理水平和风险防范能力，促进企业的可持续发展。机构投资者可以选择那些有着良好治理结构的企业进行投资，或者通过股东大会和提案等方式，推动企业改善治理结构和加强企业文化建设；可以针对企业的战略规划、财务报告和合规性等方面提供专业意见和建议，帮助企业发现潜在的风险和问题；可以向企业提出改善内部控制的建议，或者通过参与企业的审计委员会等机构，加强对企业内部控制的监督和检查；可以通过与企业和管理层的交流和沟通，获取更加全面和准确的信息。同时，他们也可以通过公开场合或社交媒体等途径，向企业和管理层提出自己的意见和建议，促进信息的有效传递和沟通；可以参与企业的内部审计和外部审计工作，对企业内部控制的有效性和合规性进行监督和评估。

最后，企业之所以进行内部控制就是为了保证各项生产经营活动合法合规、资金的安全性、财务报告的可靠性以及经营效率的提高。这些目标与机构投资者的利益高度一致。

综上所述，企业内部控制发挥作用时，机构投资者凭借参与各项经管活动逐步完善内部控制体系，确保内部控制全面贯彻落实，逐步提升企业内控水平，在此基础上，逐步增强企业可持续发展能力。所以，本文认为内部控制发挥较强的中介作用。结合上文研究，提出下述假设：

**H4：**在机构投资者持股对企业可持续发展造成影响的过程中，内部控制发挥重要的中介作用。

## 第四章 实证分析

### 第一节 研究设计

#### 一、数据来源与样本选择

选取了 2012-2021 年所有在 A 股市场成功上市的企业展开探讨，选取 A 股上市企业。因为 B 股市场对于企业财务指标有不同的要求，且 B 股是我国资本市场在特定条件下为了吸引外资而设立的，随着金融市场的不断发展，B 股的历史使命已经逐步完成，逐渐退出历史舞台。因此没有把 B 股企业纳入研究范围。同时对获取的数据展开下述处理：

(1) 选取在 2012 年之前上市的公司并剔除在样本时间区间退市的公司。

(2) 对标记了 ST、\*ST 的上市公司予以剔除，带有 ST、\*ST 的公司不仅面临着经营风险还面临着退市风险，为了保障实证结果的可信度将其剔除。

(3) 提出金融保险类企业，此类企业运用的会计核算制度有所差异，且对外披露的财报也有所差异，为了结果的可靠性，所以将其剔除。

(4) 最后把存在异常或缺失的数据样本剔除。

本文的原始数据从国泰安（CSMAR）数据库、迪博数据库以及和讯网数据库采集，经过上述处理后最终得到 15556 个样本数据。为解决数据出现极端值，消除异常值对研究结果的影响，使用 Winsor2 对连续的样本进行 1%和 99%缩尾处理。本文对数据进行处理和分析所使用的工具是 STATE17.0 和 EXCEL。

#### 二、变量设计

##### (一) 被解释变量

将企业可持续发展（简称 SGR）作为被解释变量。结合上文研究，发现可持续发展涵盖两层含义，一是环境社会责任绩效，二是经济绩效。借鉴解学梅等（2021）、姜燕（2022）等和 zheng 等（2022）的研究，通过熵权法对上述两个维度的权重值进行计算。在经济绩效指标选取上，不同学者研究方向不同，衡量企业经济绩效指标的维度也不同。如基于市场方法测量，使用 TobinQ 值（马桂芬，2019）；基于会计方法测量，使用净资产收益率（ROE）、总资产收益率（ROA）。从经济绩效方面来说，更为注重的是盈利能力，参考吕长江以及邵帅取得的研究

成果,认为应当选择总资产收益率来对经济绩效进行评估。从环境社会责任绩效方面来说,参考解学梅与贾兴平(2021)取得的研究成果,认为应当选择企业社会责任总得分来进行评估。在这之中,具体包括五个核心指标。通过这些指标具体反映企业所需承担的环境与社会责任。将总评分除以100得以标准化来提高实验数据的精确度。

一般综合指标的计算采用确定的指标权重来对指标进行加权平均,然而,认为设定这些权重缺少客观性和科学性,易受到权重设定者个人观点的影响,导致指标权重在科学性方面的不足,无法准确反映公司的业绩表现。因此,本文分析过程中主要参考席龙胜等学者(2022)运用的方法,通过熵权法进行计算,明确经济效益以及环境社会责任绩效两方面的权重值,在此基础上对可持续发展的相关指标进行测算。

## (二) 解释变量

确定机构投资者比例(简称INS)作为本文解释变量。通过国泰安数据库可以发现,其中涵盖各种不同类型机构投资者实际持股状况,包括证券机构、信托、基金、财务公司、外商直接投资、银行等,同时也涵盖上市企业和其他机构的持股比例。但考虑到银行、非金融类上市公司和其他机构持股的高度不确定性,研究中将这些投资者排除在外。因此,借鉴Brickleyetal(1988)、博仙慧等(2009)和王新红等(2016)和的研究机构投资者主要包括符合要求的境外投资者、保险机构、信托、基金、证券机构、社保基金、财务公司。

## (三) 中介变量

本研究使用的中介变量为内部控制(IC)。内部控制是指企业内部的运作控制,评价指标采用迪博数据库的内部控制指数。该指数包括内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、内部监督。迪博数据库的内部控制指数最高为1000,为便于实证分析,参考周咏梅、周雯雯等(2023)的做法,将指数除以100进行标准化处理。

## (四) 控制变量

企业规模(SIZE)。一般通过对资产总额取自然对数的方式进行评估。首先,企业规模较大的情况下便将具备大量可供自由支配的资源,这些资源可以用于吸

引高质量人才，进行技术革新，并有效地抵御市场风险。对经济社会发展的推动作用也会更强。其次，对于利益相关者而言希望公司稳定健康的发展使得自身获得可观的收益，规模较大的公司在满足利益相关者的期待方面可能更有优势，因为它们通常有更强大的财务实力和更广泛的市场影响力，能够更好地保障各方的利益。因此，规模较大的公司可能使得企业可持续发展越好。

综合杠杆（RISK）。是用来衡量企业风险的一种方式，该指标越大就直接反映企业的风险就越大，意味着企业存在着经营和财务状况面临着严重的挑战。利益相关者们就会减少或者停止对该公司的投入来避免自身的损失，从而导致企业损失宝贵的资源致和发展机会。

企业偿债能力（LEV）。用资产负债率来表示，是用来衡量企业未来偿还债务能力的重要指标，也是用来评估企业财务风险水平的重要工具。资产负债率越大，面临的财务风险就越高。就可能引发债权人的警觉，出于对自身利益的考量就很可能会对企业的行为进行监管，甚至采取收回资金等措施来避免损失。因此，资产负债率关乎着企业的稳定经营与可持续发展。

成立年限（AGE）。它能够反映企业所处的某一阶段和发展历程，对于了解企业的经营理念、发展战略以及市场竞争地位来说比较重要。成立时间较长的公司积累了多年的市场经验拥有了相对稳定的市场份额，逐渐进入成熟阶段，建立起了相对完善的管理体系展，面对市场波动和风险挑战时，抵抗风险的能力也比较强。

独董比例（INSD）。即独立董事人数占董事会总人数的比重，是衡量董事会独立性的指标。独立董事一般都是聘请外面专业能力强和经验丰富的专家，他不仅可以独立行使监督权并对公司事务做出的客观、公正判断。这个值较大时，代表董事会具有较强的独立性，将对企业进行严格监管，更有利于推动企业长远健康发展。

第一大股东持股比例（TOP1）。指持有公司股份最多股份的股东所持有股份数量占该公司总股份数量的比值，可以用来衡量公司的股权结构。该比例大小直接影响了第一大股东参与经营活动、战略制定的动机，该值越大第一大股东参与公司治理，战略指标制定的积极性就越高，从而对企业的健康发展产生积极的推动作用。

表 4.1 变量定义表

变量类型	变量中文名称	变量简称	变量定义
被解释变量	企业可持续发展	SGR	通过熵权法进行计算后获取的指标，具有综合性特征
解释变量	机构投资者持股	INS	符合要求的境外投资者、保险、信托、基金、券商、保社基金和财务公司持股占比之和
中介变量	内部控制	IC	迪博内部控制指数/100
	企业规模	SIZE	资产总额的自然对数
	综合杠杆	RISK	综合杠杆=财务杠杆×经营杠杆
	偿债能力	LEV	资产负债率=企业期末总负债/期末总资产
控制变量	成立年限	AGE	企业成立年限=ln(统计年限-成立年限+1)
	独董比例	INDS	即和董事会总人数进行比较，独立董事占比情况
	第一大股东持股比例	TOP1	第一大股东持股占比情况
	年度虚拟变量	year	控制
	行业虚拟变量	industry	控制

### 三、模型构建

深入探究解释变量机构投资者持股（INS）对被解释变量企业可持续发展（SGR）的影响机制时，如果机构投资者持股（INS）通过影响变量内部控制（IC）来间接影响企业可持续发展（SGR），则称内部控制（IC）为中介变量（mediating variable或 mediator)(Judd&Kenny, 1981; Baron&Kenny, 1986)。这种由机构投资者持股（INS）通过中介变量内部控制（IC）对企业可持续发展SGR产生的间接影响就是中介效应（mediation effect)。为直观了解这一过程，中介变量示意图及检验程序图如下所示：

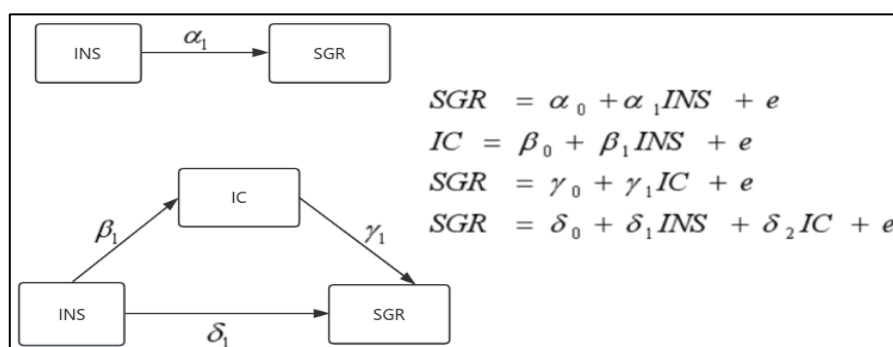


图 4.1 中介变量示意图

本文借鉴温忠麟（2014）年改良版的因果逐步回归法，检验内部控制在机构投资者持股对企业可持续发展发挥的中介作用。具体步骤如下：

第一步，检验解释变量机构投资者持股（INS）与被解释变量企业可持续发展（SGR）的回归系数 $\alpha_1$ 。当回归系数 $\alpha_1$ 显著，说明存在中介效应；当回归系数 $\alpha_1$ 不显著，说明存在遮掩效应。

第二步，检验解释变量和中介变量的回归系数 $\beta_1$ 、中介变量内部控制（IC）与被解释变量企业可持续发展（SGR）的回归系数 $\gamma_1$ 。若 $\beta_1$ 、 $\gamma_1$ 都显著，则报告 $\beta_1 \times \gamma_1$ 的置信区间，说明间接效应显著；若 $\beta_1$ 、 $\gamma_1$ 之中出现不显著的情况，需要对 $\beta_1 \times \gamma_1$ 进行检验，主要采用 Bootstrap 法；如果 $\beta_1 \times \gamma_1$ 最终结果是显著，代表间接效应非常明显，如果最终结果是不显著，代表间接效应也不明显。

第三步，检验解释变量机构投资者持股（INS）、中介变量内部控制（IC）与被解释变量企业可持续发展（SGR）的回归系数 $\delta_1$ ，如果取得的 $\delta_1$ 提示不显著，代表没有较为明显的直接效应，反而具有一定的中介效应。如果取得的 $\delta_1$ 提示显著，代表具有较为明显的直接效应，而且还需考虑其余中介变量。在此基础上，需要对 $\beta_1 \times \gamma_1$ 和 $\delta_1$ 进行对比，如果两者同号，代表具有一定的中介效应；若 $\beta_1 \times \gamma_1$ 与 $\delta_1$ 不同号，则说明存在遮掩效应，报告 $|\beta_1 \times \gamma_1 / \delta_1|$ ，按遮掩效应解释结果。

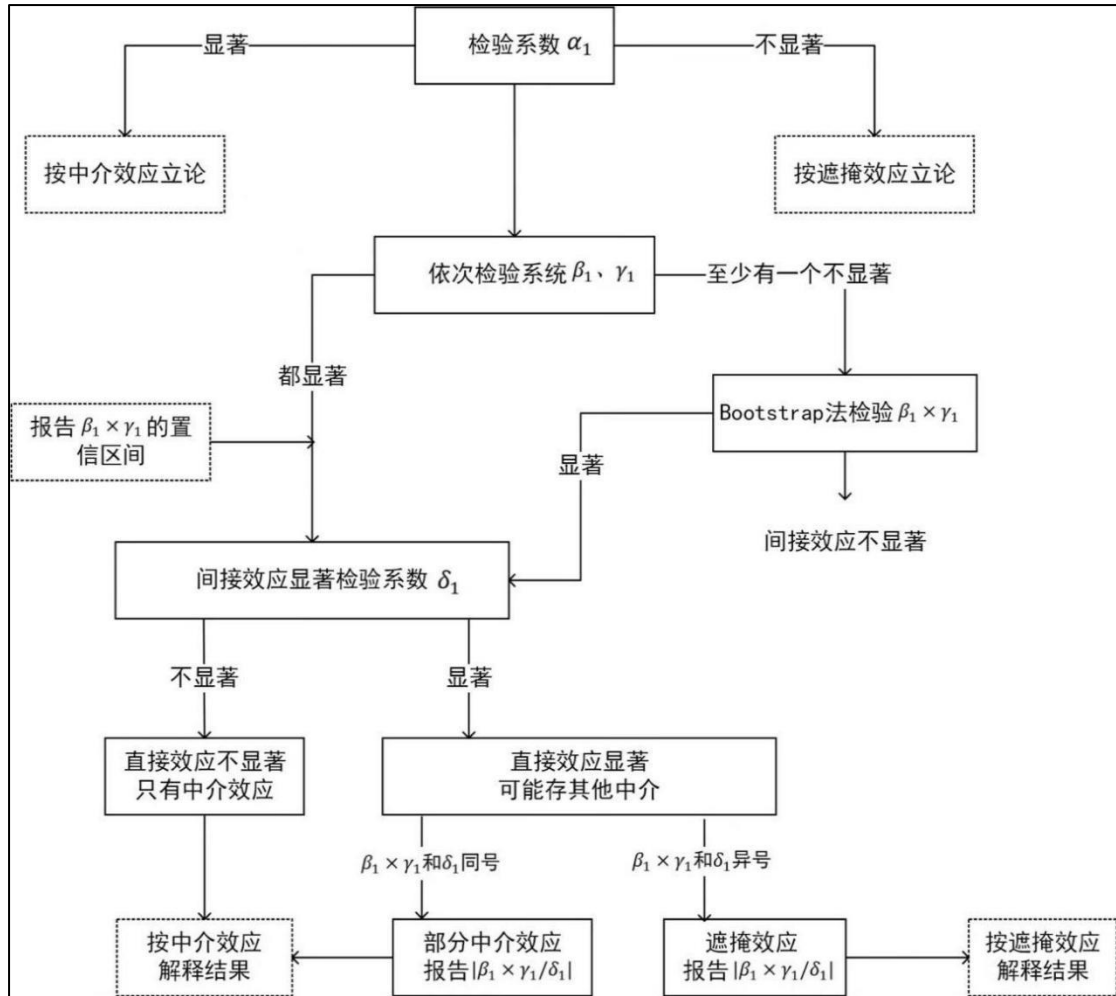


图 4.2 中介效应检验程序示意图

第一步，为检验假设 H1,构建出机构投资者持股与企业可持续发展之间的模型。具体模型如下：

$$\begin{aligned}
 SGR_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 INS_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 RISK_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \\
 & \alpha_5 AGE_{i,t} + \alpha_6 INDE_{i,t} + \alpha_7 TOP1_{i,t} + \sum industry + \sum year + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (4.1)$$

机构投资者持股 ( $INS_{i,t}$ ) 是解释变量,  $\alpha_1$  为其系数。被解释变量为企业可持续发展 ( $SGR_{i,t}$ ), 其他变量是控制变量其系数为  $\alpha_i, (i = 2, 3 \dots, 7)$ ,  $\alpha_0$  是常数项,  $\varepsilon_{i,t}$  为随机扰动项。

第二步，为检验 H2, 构建机构投资者持股与内部控制之间的模型。具体模型如下：

$$\begin{aligned}
 IC_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 INS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 RISK_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \\
 & \beta_5 AGE_{i,t} + \beta_6 INDE_{i,t} + \beta_7 TOP1_{i,t} + \sum industry + \sum year + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (4.2)$$

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/055143230204012021>