

机构投资者持股对企业可持续发展绩效的影响 ——基于CEO两职合一的调节效应研究

刘淑敏, 卢宁文*

东华大学旭日工商管理学院, 上海

收稿日期: 2025年11月6日; 录用日期: 2025年11月19日; 发布日期: 2025年12月16日

摘要

机构投资者作为企业重要股东类型之一,对企业战略规划有着重要且深远的影响,而CEO两职合一时,往往会造成权利过于集中,因此削弱机构投资者持股的促进作用。本文基于委托代理理论和利益相关者理论,基于2014年~2023年A股上市企业的经济数据,以CEO两职合一为调节变量,研究机构投资者持股对企业可持续发展绩效的影响。研究结果显示:机构投资者持股与企业可持续发展绩效呈正相关关系;CEO两职合一在机构投资者持股对企业可持续发展绩效的影响中发挥抑制作用。研究表明机构投资者持股对企业可持续发展绩效具有积极推动作用,而CEO两职合一会由于权力集中的问题,从而抑制这一推动作用,该研究对企业可持续发展具有重要意义。

关键词

机构投资者, 可持续发展绩效, CEO两职合一

The Impact of Institutional Investors' Shareholding on the Sustainable Development Performance of Enterprises —A Study on the Moderating Effects of CEO Duality

Shumin Liu, Ningwen Lu*

Glorious Sun School of Business and Management, Donghua University, Shanghai

Received: November 6, 2025; accepted: November 19, 2025; published: December 16, 2025

*通讯作者。

Abstract

As one of the important types of shareholders in enterprises, institutional investors have a significant and far-reaching impact on the strategic planning of enterprises. However, CEO Duality leads to an excessive concentration of power, thereby weakening the promoting effect of institutional investors' shareholding. Based on the principal-agent theory and the stakeholder theory, and taking into account the economic data of A-share listed companies from 2014 to 2023, this paper studies the impact of institutional investors' shareholding on the sustainable development performance of enterprises, with CEO Duality as the moderating variable. The research results show that institutional investors' shareholding is positively correlated with the sustainable development performance of enterprises. CEO Duality plays a restraining role in the impact of institutional investors' shareholdings on the sustainable development performance of enterprises. Research shows that institutional investors' shareholding has a positive promoting effect on the sustainable development performance of enterprises. However, CEO Duality may suppress this promoting effect due to the problem of power concentration. This research is of great significance to the sustainable development of enterprises.

Keywords

Institutional Investors, Sustainable Development Performance, CEO Duality

Copyright © 2025 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

自改革开放以来，我国经济呈快速发展的趋势，2023年国内生产总值超过了126万亿元，稳居世界第二大经济体，但发展质量却没有做到相应的突破。目前全球变暖、臭氧空洞问题，酸雨等环境污染已成为每个国家领导者和企业进行经济活动时亟需考虑的问题，这意味着我国经济增长将同时面临新的机遇和挑战，在经济整体向高质量发展转型的过程中将面临许多政策上的压力，但也可以拉动相关产业发展、倒逼行业技术创新，带来新的机遇[1]。

当前企业作为我国经济发展的重要主体之一，在日常经营活动中需要承担更多的环境责任与社会责任。因此在经济发展的同时提升企业社会效益与环境效益，即可持续性发展绩效已成为目前学术界与社会注重的焦点，在追求经济效益的同时平衡对社会和环境的影响是企业实现可持续发展的关键因素之一[2]。然而，当前企业在推动可持续性发展的道路上面临着污染治理和生产力水平提升的双重考验，在创新技术和管理模式上较其他国家仍有许多不足和落后之处[3]。因此对于长期战略规划而言，探索一个适合企业可持续性发展的管理模式是践行我国可持续发展理念的关键之一。

在企业管理体系中，不同类型的所有权对公司治理有不同的影响[4]，不同类型的所有者对企业发展的态度和目标也不相同，基于不同的利益，呈现出不同的风险偏好和投资关注点[5]。机构持股作为股权结构中的重要组成部分，对企业的经营决策和绩效产生深远影响[6]。机构投资者的参与往往能够促进公司治理结构的完善，进而提升企业各类绩效，且机构投资者往往在企业社会责任履行和气候行动方面给予更多的关注和支持[7]。欧盟委员会颁布的绿色协议项目使得机构投资者也将可持续性纳入未来长期决

策所考虑的因素[8]企业外部环境的变化程度对企业可持续发展具有十分重要的影响，机构投资者往往存在跨越行业的投资组合，对外部市场环境的变化具有很强的敏感性[9]，因此为了减少市场波动等造成的系统性风险，机构投资者往往更重视企业的可持续发展而非短期利益[10]。因此关于机构投资者持股的影响研究对我国企业可持续发展具有重要研究价值。

在企业进行公司治理过程中，董事会也具有非常重要的地位，企业可持续发展战略的实施要求企业负担环境规制和社会治理等带来的额外治理费用，因此造成部分股东为了避免短期利益的损失而阻止可持续发展，董事会依据企业章程而非股东所赋予的权利行事，因此企业通过董事会等制度可以与不同关注点的股东群体相制衡，从而促进企业合理地结合经济、社会和环境进行可持续发展，而 CEO 与董事会主席两职合一时，往往造成权利过于集中，因此不利于发挥董事会的监督职能，从而抑制机构投资者持股对企业可持续发展绩效的促进作用，因此关于 CEO 二元性的调节作用研究也具有十分重要的现实意义。

综上所述，为了深入研究企业股权结构对可持续发展绩效的影响与作用机制，本文以 2014 年至 2023 年的 A 股上市公司作为调查对象，通过实证研究的方法深入分析机构投资者持股对企业可持续发展绩效的影响和机制，并进一步分析 CEO 两职合一如何调节机构投资者持股对可持续发展绩效的影响，从而有助于为我国企业向兼顾经济、社会和环境效益的可持续发展提供相关建议和理论。

2. 理论分析与研究假设

2.1. 概念鉴定

可持续发展绩效即为衡量企业可持续发展水平的一种绩效指标，该指标不仅指企业经济的可持续性，还意味着企业对环境和社会的可持续性的治理水平[11]。利益相关者理论和资源依赖理论认为，企业可以通过处理其对环境的影响，并承担相应的社会责任，从而获得可持续的经济能力，该途径主要基于提高企业的形象、声誉和品牌定位等无形资产价值方式，来建立企业优势和提高财务绩效[12]。国内学者认为可持续创新绩效是从财务、社会和环境维度对企业的活动效率和效果进行可持续发展评价[13]。从财务维度而言，可持续创新绩效包含了企业通过经营活动实现盈利水平的提升和财富的增长[14]。从社会维度而言，可持续创新绩效体现为企业对社会责任的履行和对利益相关者关系的维护，包括企业对政府机构、员工、客户、供应商以及社区等方面的责任[15]。从环境维度而言，可持续创新绩效强调企业日常经营活动对环境的影响，在可持续发展理念下，企业可以通过绿色创新、节能减排等措施，降低对环境的负面影响，积累道德资本，从而获取投资者的信任、吸引外部投资[16]，有效地缓解融资约束问题和促进行业竞争[17]。

2.2. 研究假设

2.2.1. 机构投资者持股与可持续发展绩效

机构持股作为股权结构中的重要组成部分，对企业的经营决策和绩效产生深远影响。机构投资者的参与往往能够促进公司治理结构的完善，进而提升企业各类绩效，且机构投资者往往在企业社会责任履行和气候行动方面给予更多的关注和支持[7]。欧盟委员会颁布的绿色协议项目使得机构投资者也将可持续性纳入未来长期决策所考虑的因素[18]机构投资者往往存在跨越行业的投资组合，因此为了减少市场波动等造成的系统性风险，机构投资者往往更重视企业的可持续发展而非短期利益[10]。委托代理理论认为，管理层作为理性经济人，在进行企业战略决策时更倾向于从自身利益的角度进行策略制定[19]，而机构投资者可以通过对企业管理者实行监督、参与股东大会、运用投票权发表意见等手段，从而促进企业

气候转型风险信息披露[20]，并且通过提高会计信息质量，增强高管薪酬业绩敏感度[21]。并且机构投资者持股对中小企业创新活动具有促进作用，且这种促进作用在制造业和信息技术服务业上更显著[22]。因此本文提出如下假设：

H1：机构投资者持股对企业可持续发展绩效有显著正向影响。

2.2.2. CEO 两职合一与可持续发展绩效

CEO 两职合一指的是 CEO 同时担任董事会主席的情况，这种情况可能对公司治理结构和绩效产生影响。研究表明，CEO 两职合一可能会增加 CEO 的权力集中，从而影响公司的决策过程和绩效[23]。然而，这种影响可能是双刃剑，一方面，权力集中可能提高决策效率；另一方面，它也可能增加代理问题和减少董事会的监督作用，CEO 两职合一通过影响银行的风险承担，对银行绩效产生影响[8]。刘俊海学者讨论了职工参与公司治理的体系化设计，这包括对董事会结构的调整，以增强公司治理的现代化与民主化，而 CEO 两职合一可能导致权力过于集中、削弱董事会对管理层的监督作用，从而对公司治理的民主化和效率产生影响，尤其是在权力集中可能导致的代理问题和监督不足方面[24]，进而影响企业可持续发展决策。因此本文提出以下假设：

H2：CEO 二元性在机构投资者持股与企业可持续发展绩效之间发挥负向调节作用。

3. 研究设计

3.1. 样本选取与数据来源

本文利用 CSMAR 和华证网等数据库资源，选取 2014~2023 年 A 股上市公司数据为样本。在进行数据分析之前，本文剔除了 ST、*ST、金融保险类以及数据缺失程度严重的样本，最终共得到 4587 家上市公司的 29,982 个样本数值。本文采用 Stata17.0 进行数据处理，为避免异常值对实证结果产生不利影响，本次对所有连续采用 1% 缩尾处理。

3.2. 变量选取

3.2.1. 被解释变量

本文参考魏涛、田会杰学者[2]的研究，用财务绩效(ROA)和社会、环境绩效(ENVI)来综合衡量企业的可持续发展绩效(CSP)。其中财务绩效用企业的总资产报酬率来表示。社会绩效和环境绩效用华证 ESG 评级来表示，具体公式为：

$$CSP = [(1 - |ROA - ENVI|) * (ROA \times ENVI)^{1/2}] / 1$$

3.2.2. 解释变量

本文参考杜剑等学者[20]的研究，用机构投资者持股总数占上市公司总股份的比例来表示机构投资者持股(INST)。

3.2.3. 调节变量

CEO 两职合一，即董事长与总经理两职合一(Dual)用虚拟变量来表示，两职合一为 1，否则为 0。

3.2.4. 控制变量

企业成长性(Growth)，即为企业营业收入同比增长率；固定资产占比(Fixed)，即为固定资产占总资产的比重；资产负债率(LEV)，即为企业负债总额与资产总额的比值；总资产周转率(ATR)，即为销售收入与资产总额的比值；企业年龄(AGE)，即为当前年份与企业成立年份的差值；托宾 Q 值(TobinQ)，即为企业市场价值与资产重置成本的比值；本文选取上述变量作为控制变量，本文的变量

选取见表1。

Table 1. Variable selection table**表 1. 变量选取表**

变量类型	变量名称	符号	衡量方式
被解释变量	可持续发展绩效	CSP	采用熵值法具体衡量各企业可持续发展绩效水平
解释变量	机构持股	INST	机构持股占上市公司总股份比例
调节变量	CEO 二元性	DUAL	“1”表示 CEO 是否也担任董事长职位，“0”表示其他变量
	企业成长性	Growth	营业收入同比增长率
	固定资产占比	Fixed	固定资产占总资产的比重
控制变量	资产负债率	LEV	负债总额/资产总额
	总资产周转率	ATO	销售收入/资产总额
	企业年龄	AGE	当前年份 - 企业成立年份
	托宾 Q 值	TobinQ	市场价值与其资产重置成本的比率

3.3. 模型构建

为验证上述假设是否成立，本文采用以下回归模型，其中 i 表示企业， t 表示年份，模型(1)以解释变量系数 β_1 的显著性程度为研究重点，若 β_1 显著为正，则表明机构投资者持股对企业可持续发展绩效起促进作用，若显著为负，则起抑制作用，模型(2)以交互项系数 β_2 的显著性程度为研究重点，若 β_2 显著为正，则表明 CEO 两职合一在机构投资者持股与可持续发展绩效之间的关系中起正向调节作用，若显著为负，则起负向调节作用。

$$CSP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$CSP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 INST_{i,t} * Dual_{i,t} + \beta_3 Dual_{i,t} + \beta_4 Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

4. 实证分析

4.1. 描述性统计与相关性分析

表2为各变量的描述性统计结果，由此可见，企业可持续发展绩效的平均水平在0.53，总体表现呈中等水平；机构投资者持股平均比例较高，且波动差异大；31%的企业存在CEO与董事长两职合一的现象。

Table 2. Descriptive statistics**表 2. 描述性统计**

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
CSP	29,982	0.53	0.16	0	1
INST	29,982	0.43	0.25	0.003	0.91
Dual	29,982	0.31	0.46	0	1
Growth	29,982	0.15	0.37	-0.57	2.21
Fixed	29,982	0.21	0.15	0.002	0.67
LEV	29,982	0.42	0.20	0.066	0.89
AGE	29,982	20.18	6.23	3	69
ATO	29,982	0.3	0.41	0.08	2.50
TobinQ	29,982	2.07	2.09	0.61	122.19

根据表3, 企业可持续发展绩效与机构投资者持股水平显著正相关, 表明机构投资者可以通过监督和长期投资导向, 来推动企业承担更多社会责任。

Table 3. Correlation analysis**表3.** 相关性分析

	CSP	INST	Dual
CSP	1	0.08***	0.03***
INST	0.08***	1	-0.19***
Dual	0.03***	-0.19***	1

注: ***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

4.2. 主效应分析

机构投资者持股对可持续发展绩效的影响的基准回归结果如表4所示, 机构投资者持股对企业可持续发展绩效的回归系数在1%水平上显著为正, 因此机构投资者持股起着积极促进作用, 假设H1成立。

Table 4. Main effects analysis**表4.** 主效应分析

变量	CSP
INST	0.07*** (18.91)
Growth	0.01*** (4.74)
Fixed	-0.04*** (-6.12)
ATO	0.04*** (16.37)
LEV	-0.18*** (-38.28)
AGE	-0.001*** (-9.12)
TobinQ	-0.008*** (-18.99)
Constant	-0.08*** (-9.98)
Year Fixed Effect	Yes
Firm Fixed Effect	Yes
Observations	29,982
R ²	0.10

注: ***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

4.3. 调节效应分析

CEO 与董事会长两职合一在机构投资者持股和企业可持续发展绩效之间的调节作用结果如表 5 所示，该表显示两职合一和机构投资者持股的交互项系数在 1% 水平上显著为负，因此假设 H2 成立。这主要是因为 CEO 两职合一会导致董事会决策更倾向于管理层权益，为了提升企业经济绩效容易忽视社会和环境绩效。因此 CEO 两职合一导致权力过于集中，从而干扰机构投资者的监督和决策功能，起反向抑制作用。

Table 5. Moderating effect analysis
表 5. 调节效应分析

变量	CSP
INST	0.08*** (18.07)
INST*Dual	-0.03*** (-4.19)
Dual	0.003* (1.69)
Growth	0.01*** (4.70)
Fixed	-0.04*** (-6.02)
ATO	0.04*** (16.44)
LEV	-0.18*** (-38.18)
AGE	-0.001*** (-8.89)
TobinQ	-0.008*** (-19.02)
Constant	-0.08*** (-10.15)
Year Fixed Effect	Yes
Firm Fixed Effect	Yes
Observations	29,982
R ²	0.10

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

4.4. 稳健性检验

为了进一步验证机构投资者持股对企业可持续发展绩效的影响，以及董事会特征的调节作用的稳健

性, 本文使用增加控制变量的方法进行稳健性检验。

企业可持续发展绩效受到许多因素的影响, 除了现有控制变量之外, 本文在稳健性检验部分增加现金流动比率(CashFlow)这一控制变量, 以减少企业短期偿债能力对可持续发展绩效的影响。结果如表 6 所示, 机构投资者持股与可持续发展绩效的回归系数仍显著为正, 因此验证了结果的稳健性。

Table 6. Robustness test
表 6. 稳健性检验

变量	CSP
INST	0.06*** (16.86)
Growth	0.01*** (4.19)
Fixed	-0.07*** (-9.90)
Cashflow	0.28*** (20.64)
ATO	0.03*** (12.18)
LEV	-0.16*** (-33.09)
AGE	-0.001*** (-9.51)
TobinQ	-0.008*** (-19.80)
Constant	-0.08*** (-9.94)
Year Fixed Effect	Yes
Firm Fixed Effect	Yes
Observations	29,982
R ² _within	0.11

注: ***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

5. 研究结论与建议

本文从企业视角出发, 深入研究了机构投资者持股与企业可持续发展绩效之间的关系, 以及 CEO 两职合一对机构投资者与企业可持续发展绩效之间关系的调节作用, 得到以下结论: 第一, 机构投资者持股对企业可持续发展绩效起促进作用; 第二, CEO 两职合一对机构投资者与企业可持续发展绩效之间关系起负向抑制作用。

因此，本文提出以下建议。第一，优化企业股权结构，充分发挥机构投资者的监督功能，来缓解委托代理问题，促进企业从长期发展角度规划布局，重视企业经营活动对环境和社会造成的影响，将环境绩效和社会绩效同事纳入企业考量范围之内，从而促进企业可持续发展；第二，改善治理结构，缓解董事会权利过于集中的问题，提高董事会治理的效率。

参考文献

- [1] 董延芳, 张津铭. 数字金融提升企业 ESG 表现的机制研究——基于“环境-社会-治理”三维绩效分析[J]. 西部论坛, 2024, 34(4): 66-81.
- [2] 魏涛, 田会杰. 资产结构错配影响企业可持续发展绩效的效应分析与对策建议[J]. 宏观经济研究, 2025(3): 98-116.
- [3] 王博, 康琦. 数字金融与企业可持续发展绩效——异质性特征、微观机制与宏观调节作用[J]. 南开经济研究, 2024(5): 162-176.
- [4] 何琳洁, 谢志华, 邓芳, 常璐. 企业股权网络结构与股价暴跌风险——来自中国市场的证据[J]. 系统工程理论与实践, 2024, 44(3): 836-852.
- [5] 贾瑞罡, 顾宇鹏, 贾创雄. 关联交易、股权制衡与企业 ESG 表现[J]. 企业经济, 2024, 43(12): 111-120.
- [6] 陈德球, 侯欣昊. 有限合伙协议构架与企业创新——来自中国创业板上市公司的证据[J]. 当代财经, 2023(9): 83-96.
- [7] Castañer, X., Goranova, M., Hermes, N., Kavadis, N. and Zattoni, A. (2022) Ownership and Corporate Governance across Institutional Contexts. *Corporate Governance: An International Review*, **30**, 638-655. <https://doi.org/10.1111/corg.12491>
- [8] Khan, M.H., Bitar, M., Tarazi, A., Hassan, A. and Fraz, A. (2024) Corruption and Bank Risk-Taking in Dual Banking Systems. *Corporate Governance: An International Review*, **32**, 984-1015. <https://doi.org/10.1111/corg.12579>
- [9] 陈江, 胡楠, 袁雅娜. 数字领导力对企业可持续发展绩效的影响研究[J]. 烟台大学学报(哲学社会科学版), 2025, 38(2): 109-119.
- [10] 王志芳, 李心月, 谭丽娜. 机构投资者持股与企业 ESG 信息策略性披露[J]. 经济问题, 2025(6): 73-85.
- [11] 胡宏兵, 赵春旭. 耐心资本与企业可持续发展绩效提升——基于险资持股视角[J]. 宏观经济研究, 2025(9): 94-113.
- [12] 孙永河, 李盼盼, 王洪静眩. 碳交易政策对企业声誉的影响机制研究——基于绿色创新的中介效应检验[J]. 昆明理工大学学报(自然科学版), 2024, 49(5): 170-184.
- [13] 陈曙光. 数字化转型对中华老字号企业可持续发展绩效的影响[J]. 商业经济研究, 2024(19): 119-122.
- [14] 王海花, 谭钦瀛, 李烨. 数字技术应用、绿色创新与企业可持续发展绩效——制度压力的调节作用[J]. 科技进步与对策, 2023, 40(7): 124-135.
- [15] 宋经纶, 张琪睿. 新能源企业研发投入对可持续发展绩效影响研究——基于技术创新视角[J]. 经济问题, 2023(12): 123-129.
- [16] 吴宗法, 翟一雯, 曾宇飞洋. 低碳城市试点政策对企业可持续发展绩效的影响研究[J]. 上海经济研究, 2024(11): 53-64+91.
- [17] 施添峰, 龙凤, 段昱明, 葛察忠. ESG 表现对企业绩效的影响与激励机制研究[J]. 中国环境管理, 2024, 16(4): 34-43.
- [18] Boretti, A. (2025) Green Façades, Enduring Dependencies: European Union's Battery and Hydrogen Strategies as Modern Neocolonialism. *International Journal of Hydrogen Energy*, **129**, 193-198. <https://doi.org/10.1016/j.ijhydene.2025.04.260>
- [19] 邓楚瑶, 林志军, 张启迪. 管理层激励与企业可持续发展的实现途径——内外双重路径检验[J]. 湖南师范大学自然科学学报, 2025, 48(1): 94-102.
- [20] 杜剑, 滕丹妮, 杨杨. 机构投资者持股能刺激企业气候转型风险信息披露吗?——基于企业年报文本的实证分析[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2023, 43(6): 56-77.
- [21] 王永妍, 周莹莹. 高质量审计如何影响高管薪酬业绩敏感度? [J]. 科学决策, 2023(10): 205-229.
- [22] 王婧, 张秋艳, 杜志英. 异质机构投资者、股权集中与中小企业创新[J]. 统计与决策, 2022, 38(11): 169-173.

-
- [23] Bednar, M.K., Westphal, J.D. and McDonald, M.L. (2022) Birds of a Feather Flock (even More) Together: An Intergroup Relations Perspective on How # MeToo-Related Media Coverage Affects the Evaluation of Prospective Corporate Directors. *Strategic Management Journal*, **43**, 2313-2350. <https://doi.org/10.1002/smj.3405>
 - [24] 刘俊海. 论新《公司法》的四项核心原则[J]. 北京理工大学学报(社会科学版), 2022, 24(5): 1-19.