

doi: 10.16104/j.issn.1673-1891.2022.04.005

机构持股、内部控制与国有企业财务绩效的关系 ——基于长三角国有企业的实证研究

李雨霖, 魏 遥, 钟 涛

(阜阳师范大学商学院, 安徽 阜阳 236037)

摘 要:基于国有企业混合所有制改革背景,选取长三角地区 2015—2020 年的国有企业为研究样本,运用混合 OLS 模型进行回归分析,研究在内部控制的影响下机构持股对国有企业财务绩效的影响。结果表明:机构持股提高了国有企业财务绩效,随着机构持股比例的增加,国有企业的内部控制变好,内部控制在机构持股与国有企业财务绩效之间起到了中介作用;进一步研究机构投资者的异质性时发现,引入证券投资基金机构投资者的效果最好。基于此,提出了国有企业需重视机构投资者的引进,同时完善自身内部控制的 3 点建议,为深入研究国有企业混合所有制改革提供参考。

关键词:国企混改;机构持股;内部控制;财务绩效

中图分类号:F832.51;F275 **文献标志码:**A **文章编号:**1673-1891(2022)04-0023-08

Institutional Shareholding, Internal Control and Financial Performance of State-owned Enterprises: An Empirical Study Based on State-owned Enterprises in the Yangtze River Delta

LI Yulin, WEI Yao, ZHONG Tao

(Business school, Fuyang Normal University, Fuyang, Anhui 236037, China)

Abstract: Based on the background of mixed ownership reform of SOEs, SOEs in the Yangtze River Delta region from 2015—2020 were selected as the research sample and regression analysis was conducted using the mixed OLS model to study the effect of institutional shareholding on the financial performance of SOEs under the influence of internal control. The results show that: institutional shareholding improves SOEs' financial performance, internal control of SOEs becomes better as the proportion of institutional shareholding increases, and internal control plays a mediating role between institutional shareholding and SOEs' financial performance; when further studying the heterogeneity of institutional investors, we found that the introduction of institutional investors in securities funds produces the best results. Based on this, three suggestions are proposed that SOEs need to value the introduction of institutional investors while improving their own internal control, which provide a reference for an in-depth study of SOEs' mixed ownership reform.

Keywords: mixed reform of state-owned enterprises; institutional shareholding; internal control; financial performance

0 引言

自 20 世纪 90 年代以来,我国开始进行国有企业混合所有制改革,其目的是改善国有企业一直存在的诸如市场行业垄断、所有者缺位、创新效率不足、资源配置不完善等问题^[1]。混合所有制改革是将各种所有制成分混合到一起

构成某种新型的所有制制度,而国企混改则是指通过在国家控股的公司中引入民间资本,使国有企业形成由多方持股的集合公司^[2]。国有企业混改的方式可分为并购、整体上市、引入外部投资者以及企业内部的员工与高管持股。机构投资作为引入外部投资者的一种重要手段,越来越受到广泛的关注。2001 年中国证监

收稿日期:2022-07-24

基金项目:安徽省哲学社会科学规划重点项目(AHSKZ:2019D003);阜阳师范大学校级科学研究重点项目(2021SKY08ZD)。

作者简介:李雨霖(1999—),男,安徽芜湖人,硕士研究生,主要研究方向:国有企业混合所有制改革、会计学。

会表示将鼎力支持各种类型的机构投资者发展,自此我国机构投资者迎来了快速发展,近年来《国有企业混合所有制改革三年行动方案》的实施也促进了机构投资者的发展。一方面,政府支持机构投资者投资国有企业,给企业带来了大量的民间资本,有利于国有企业财务绩效的提高。另一方面,在国有企业实行改革的过程中,机构投资者能参与进企业的管理,从而改善企业内部控制的质量^[3]。现有研究大多集中在机构持股与内部控制的关系上或机构持股与企业绩效的关系上,却较少将机构持股、内部控制与国有企业财务绩效结合在一起研究。本文针对上述研究的不足之处展开研究,实证检验机构持股对国有企业财务绩效的影响以及内部控制的中介作用。

机构持股可以促进企业的发展,但由于机构投资者存在异质性,在股权性质不同的企业中产生的影响也不同。李增福等^[4-5]认为机构持股有益于国有企业的发展,从真实盈余管理的角度来看,机构投资者可以削弱公司的盈余管理行为,机构持股比例的提升以及保持机构投资者股权的稳定性可以明显提高企业绩效并且降低企业生产经营中面临的风险。Boyd等^[6]指出机构持股不仅可以缓解因大股东股权集中导致的企业内部控制缺陷,还可以处置中小股东的管理动机不足问题。赵慧芳等^[3]将机构投资者分成了2类,分别为压力抵制型与压力敏感型,研究发现,后者对企业几乎没有帮助,并且机构投资者的作用在国有企业中会减弱。刘星等^[7]认为由于机构投资者存在异质性,对企业的作用也不同,证券投资基金机构投资者会促进企业绩效的提高,而境外机构投资者不会对企业产生影响。

内部控制是保证企业持续经营的一个重要方面,不管是在民营企业还是带有特殊性质的国有企业,内部控制的水平越高,越有助于实现企业目标。从并购角度来看,内部控制会促进并购绩效的提高,陈小军等^[8]指出内部控制会显著提高企业的并购绩效,应当加强对内部控制的管控。叶陈刚等^[9]认为内部控制越好,越有利于企业提高绩效,但根据企业性质的不同,内部控制在国有企业和民营企业中的影响也不同,国有企业中内部控制的作用相比于民营企业不够显著。王新华等^[10]认为运用系统科学与系统思想可以促进国有企业内部控制的完善,将智能化的系统与国有企业的管理结构相结合,可以建设有国有企业特色的内部控制系统。

对机构持股、内部控制与国有企业财务绩效的

研究,大多数集中在机构持股与内部控制,内部控制与企业绩效,机构持股与企业绩效两两之间的关系研究,对3者之间关系研究的文献较少。赵惠芳等^[3]认为机构投资者对内部控制具有促进作用,但与非国有控股公司相比,国有控股会削弱机构投资者对国有企业内部控制的作用。上述观点主要分析了机构持股对内部控制的作用,并未深入分析机构投资者在影响国有企业财务绩效过程中,内部控制在二者之间的作用。

基于上述分析,本文在混合所有制改革的背景下,选取2015—2020年长三角地区的国有企业为研究对象,对机构持股、内部控制与国有企业财务绩效3者之间的关系展开研究,既对上述研究的已有观点展开分析,又对上述研究的不足试图弥补。研究得出,机构持股比例的增加会促进国有企业财务绩效的提高,随着机构持股比例的增加,国有企业的内部控制也会越好,在机构持股影响国有企业财务绩效的过程中,内部控制起到了中介作用。进一步分析不同类型的机构投资者的影响时发现,证券投资基金机构投资者对国有企业的促进作用最大。

1 理论分析与研究假设

1.1 机构持股与国有企业财务绩效

机构投资者作为国有企业混改的重要参与者,能有效监督国有企业,并且机构投资者拥有信息方面的优势以及更强的盈利能力,对企业而言可以提高企业的绩效。从并购角度来说,机构持股能够改善企业并购绩效,但机构持股对企业绩效的作用会受到许多外部因素的影响^[11]。从内部治理的角度来看,不同种类的机构投资者对公司业绩的促进作用也有所不同,机构投资者在总体上对企业的治理有明显的促进效果,但面对不同种类的机构投资者,结果也不一样,基金持股对企业业绩有明显的促进效果,而境外机构投资者在参与上市公司治理时几乎不产生影响^[7]。从盈余管理的视角看,机构投资者的作用也会因企业股权性质的不同而不同,有机构投资者和国有控股背景的公司,其正向盈余管理的水平会提高,但机构投资者的作用也会因企业的国有性质而受到制约^[12]。从机构投资者的分类来看,可将机构投资者分为长短期机构投资者^[13]、国内外机构投资者^[7]、压力抵制型与压力敏感型机构投资者^[3]。在这些机构投资者中,长期的、国内的、压力抵制型机构投资者可以提高企业的绩效。此外,从信息流通的角度来看,拥有一定比例的机构投资者可以有效缓解自身的融资约束问题,

并且可以让信息流动更加完善^[14]。因此基于上述分析,本文提出假设H1:机构持股提高了国有企业财务绩效。

1.2 机构持股与内部控制

企业进行内部控制是为了保证企业日常经营活动正常有序。内部控制可以约束管理层的投入不足和过度投资等问题,使国有企业的资产保值与升值,并且可以缓解国家有关审计资源缺乏的问题^[15]。从内部控制的角度看机构持股时发现,内部控制的质量越高,企业中机构持股的比例就越大。因为高质量的内部控制可以让机构投资者有理由相信企业内的决策是正确的,并且内部控制好时,机构投资者与企业之间的信息不对称也可以有效减少^[16]。内部控制质量越好时,企业的内部人控制问题就可以得到有效解决,避免因内部人控制导致机构投资者丧失话语权,从而产生“用脚投票”的消极行为^[17]。从机构投资者的角度看内部控制时发现,企业中引入机构投资者可以缓解大股东带来的内部控制缺陷问题并且可以减少中小股东参与公司治理的动机不足问题^[6]。管理层对企业盈余的操纵会随着机构持股比例的上升而下降,通过引入机构持股者使企业内部控制体系得到完善,从而对管理层产生有效的监督^[18]。在国际上,国外学者关于机构投资者是否可以提高企业的内部控制质量也做了大量的研究,认为拥有机构投资者的公司具有更高的内部控制质量,从而带来更好的运营绩效^[19]。基于上述分析,本文提出假设H2:机构持股提高了国有企业内部控制水平。

1.3 机构持股、内部控制与国有企业财务绩效

在国企混改的背景下,国企中非国有性质的股东参与进管理层治理可以促进国有企业提高内部控制的质量,从而提高企业的绩效。但相关学者认为这种促进作用只存在于竞争性的国有企业与地方性的国有企业中^[20-21]。国有企业中有时也存在着一些“一股独大”的情况,所以内部控制水平低的国企,机构投资者拥有的话语权就越少,产生了“用脚投票”的现象^[3]。对于这种情况,就需要提高国有企业的内部控制水平,给机构投资者一个良好的内部环境,让机构投资者的作用充分发挥。通过完善国有企业的内部控制水平,国有企业中机构持股同样可以促进企业绩效的增长^[6]。但是引入机构投资者不是盲目引入,在治理结构方面,异质性机构投资者对国有企业效率的影响也不相同。基于上述分析,本文提出假设H3:内部控制在机构持股与国有企业财务绩效中起到了中介作用。

2 研究设计

2.1 样本选取与数据来源

本文选取2015—2020年长三角地区的国有企业为研究对象,主要数据来源为国泰安(CSMAR)财经研究数据库、万得(Wind)金融数据库、迪博(DIB)数据库、国有企业2015—2020年年报。其中内部控制指数数据来自迪博(DIB)数据库,机构持股比例来自万得(Wind)金融数据库,其他数据来自国泰安(CSMAR)财经研究数据库,并在此基础上对原始数据经过了如下的处理:(1)剔除了长三角地区的民营企业;(2)剔除了企业年份缺失的数据;(3)剔除无机构持股和内部控制存在严重缺陷的样本;(4)剔除了交叉上市的企业。最终筛选出1 617个样本,采用的运算工具主要是Stata15.1。

2.2 变量定义

本文参考姜付秀等^[22-24]对国有企业财务绩效的研究方法,采用企业总资产收益率(Roa)为指标,认为总资产收益率与其他指标相比,能更好地反映企业绩效。参考赵惠芳等^[3]对内部控制的衡量标准,采用学术界普遍认可的内部控制指数反映企业内部控制质量。因此,本文采用总资产收益率作为被解释变量,内部控制指数为中介变量。变量定义如表1所示。

1)被解释变量

国有企业财务绩效(Roa):本文选取总资产收益率(Roa)衡量,公式为资产收益率=净利润/总资产平均余额。

2)解释变量

机构持股(Inst):国有企业通过对外转让股份,引入非国有制资本,吸引机构投资者投资,本文选取长三角国企2015—2020年机构持股比例作为衡量指标,主要指标来自Wind数据库。

3)中介变量

内部控制(IC):为了使企业内部控制作为本文的中介变量,选取学术界常用的迪博(DIB)内部控制指数的自然对数衡量。

4)主要控制变量

公司规模(Size):在一定条件下,公司规模越大,公司就发展越好,但企业不能无限制扩张,本文选取国有企业总资产的自然对数作为参考指标。

资本结构(Lev):国有企业的资本结构反应国有企业目前参与改革的情况,本文选取资产负债率作为衡量指标。

第1大股东持股比例(Top1),第1大股东持股

比例会影响机构持股计划的进行,第 1 大股东持股比例会影响国企混改的深度。

企业成长性(Growth):企业成长越好,表明企业参与国企混改的效果越明显,未来企业的绩效和发展能力呈正相关关系,本文选取营业收入增长率作为参照指标。

两职合一(Dual):两职合一公司治理的特色,采取两职合一可以提供一种激励,有利于提高企业的绩效。

表 1 变量定义表

| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 变量含义 |
|-------|-------------|--------|-----------------------|
| 被解释变量 | 国企混改绩效 | Roa | 总资产收益率 |
| 解释变量 | 机构持股 | Inst | 国企机构持股比例 |
| 中介变量 | 内部控制 | IC | 迪博内部控制指数 |
| 控制变量 | 公司规模 | Size | 期末总资产数 |
| | 资本结构 | Lev | 资产负债率 |
| | 第 1 大股东持股比例 | Top1 | 第 1 大股东持股比例 |
| | 企业成长性 | Growth | 营业收入增长率 |
| | 两职合一 | Dual | 同时担任董事长和总经理时取 1,否则取 0 |

2.3 模型构建

为了检验机构持股与国有企业财务绩效的关系,构建了模型(1)验证本文的假设 H1。

$$Roa_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Inst_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Top1_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \alpha_6 Dual_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

为了检验机构持股与国有企业内部控制的关系,构建了模型(2)验证本文的假设 H2。

$$IC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Inst_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Top1_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \alpha_6 Dual_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

为了检验内部控制在机构持股与国有企业财务绩效中的中介作用,构建了模型(3)验证本文的假设 H3。

$$Roa_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Inst_{i,t} + \alpha_2 IC_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 Top1_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \alpha_7 Dual_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

在式(1)、(2)、(3)中, $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5, \alpha_6, \alpha_7$ 表示各变量的系数, $\varepsilon_{i,t}$ 表示随机误差项。

3 实证分析

3.1 描述性统计分析

通过表 2 的描述性统计分析可知,国有企业财务绩效的最小值为-0.360 8,最大值为 0.228 2;并且中位数要小于平均值,标准差为 0.051 2。描述性统计结果说明大部分国企公司绩效都在平均水平之下,也从一方面反映了混合所有制改革的必要性。机构持股比例的最大值为 93.33%,最小值为 0.36%,说明在长三角国企中机构投资者投资国有企业的情况差别明显,中位数和均值分别为 53.60%、52.58%,说明大部分的国企机构持股比例都要高于平均水平。内部控制采用迪博内部控制指数取对数为衡量标准,中位数和均值分别为 6.508 9、6.490 8,最大值与最小值差异较小,说明大多数长三角的国有企业的内部控制水平都在平均水平之上。

表 2 长三角国有企业描述性统计分析

| 变量 | 样本量 | 最小值 | 最大值 | 中位数 | 均值 | 标准差 |
|--------|-------|----------|----------|----------|----------|---------|
| Roa | 1 617 | -0.360 8 | 0.228 2 | 0.030 8 | 0.033 6 | 0.051 2 |
| Inst | 1 617 | 0.003 6 | 0.933 3 | 0.536 0 | 0.525 8 | 0.187 9 |
| IC | 1 617 | 5.067 3 | 6.847 3 | 6.508 9 | 6.490 8 | 0.147 4 |
| Size | 1 617 | 19.976 6 | 29.704 2 | 22.786 6 | 23.038 0 | 1.560 6 |
| Lev | 1 617 | 0.049 1 | 1.149 8 | 0.484 7 | 0.485 9 | 0.202 6 |
| Top1 | 1 617 | 0.049 9 | 0.827 0 | 0.361 7 | 0.377 9 | 0.143 0 |
| Growth | 1 617 | -0.948 5 | 82.791 9 | 0.065 1 | 0.231 9 | 2.563 6 |
| Dual | 1 617 | 0 | 1 | 0 | 0.137 9 | 0.344 9 |

3.2 相关性统计分析

通过表3的相关性统计分析可知,机构持股比例与国企财务绩效的相关性系数为0.221,且在1%水平上数据差异有统计学意义,说明机构持股比例与国企财务绩效之间存在正向关系,初步验证了本文的假设H1。内部控制指数与国企财务绩效的相关性系数为0.321,且在1%水平上数据差异有统计学意义,说明内部控制与国有企业财务绩效之间也存在正向关系,初步验证了本文的假设H3。国有企业财务绩效与机构持股、内部控制均存在正向关系,且变量的相关系数基本都在0.5以下,初步说明了存在多重共线性的可能性较低。

3.3 回归分析

在进行多元回归之前,针对模型(1)、(2)、(3)

可能存在的多重共线性问题进行了检验。结果显示VIF方差膨胀因子都不大于2,再次证明了模型中没有严重的多重共线性问题。

表4列出了3种模型的混合OLS回归结果,模型(1)验证的是机构持股比例与国企财务绩效之间的关系,机构持股比例与国企财务绩效的系数为0.0317,且在1%水平上数据差异有统计学意义,说明随着国有企业中机构投资者的比例增加,机构持股对国有企业财务绩效的促进作用越显著,验证了本文的假设H1。模型(2)验证的是机构持股与内部控制之间的关系,机构持股与内部控制的系数为0.0413,并且在10%水平上数据差异有统计学意义,表示了随着机构持股比例的增加,内部控制水平也越来越高,验证了本文的假设H2。

表3 长三角国有企业相关性统计分析

| 变量 | Roa | Inst | IC | Size | Lev | Top1 | Growth | Dual |
|--------|-----------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|--------|------|
| Roa | 1 | | | | | | | |
| Inst | 0.221*** | 1 | | | | | | |
| IC | 0.321*** | 0.162*** | 1 | | | | | |
| Size | 0.057** | 0.439*** | 0.139*** | 1 | | | | |
| Lev | -0.296*** | 0.075*** | -0.026 | 0.546*** | 1 | | | |
| Top1 | 0.166*** | 0.474*** | 0.143*** | 0.132*** | -0.009 | 1 | | |
| Growth | 0.021 | 0.0038 | 0.045* | 0.049** | 0.072*** | 0.032 | 1 | |
| Dual | -0.050** | -0.143*** | -0.030 | -0.079*** | 0.002 | -0.120*** | 0.035 | 1 |

注:***,**, *分别表示1%,5%,10%情况下的数据差异有统计学意义。

为了验证内部控制在机构持股与国有企业财务绩效之间的中介作用,模型(3)中共同引入了机构持股与内部控制,机构持股与国有企业财务绩效的系数为0.0279,且在1%水平上数据差异有统计学意义;内部控制与国有企业财务绩效的系数为0.09,且在1%水平上数据差异有统计学意义,说明国有企业内部控制越好时,越会促进机构投资者投资国有企业,进而提高国有企业的财务绩效。当国有企业内部控制水平高时,可以有效缓解“内部人控制”问题,机构投资者参与公司的管理时,能更充分地发挥作用,避免因话语权小而产生“用脚投票”的现象。并且在中介模型的检验中,Sobel - Z值统计量在10%水平上数据差异有统计学意义,说明内部控制在机构持股与国有企业财务绩效之间发挥着中介作用。模型(3)回归结果验证了本文的假设H3。

3.4 稳健性检验分析

为再次验证本文实证结果的可靠性,参考王晓艳等^[25-26]对企业财务绩效进行稳健性检验的方法,用净资产收益率(Roe)代替了总资产收益率(Roa)进行回归分析。本文选用替换核心变量指标法,将衡量国企财务绩效的关键指标更换为净资产收益率。通过表5可知,机构持股与国有企业财务绩效之间存在正向关系,机构持股与国有企业财务绩效的回归系数为0.0636,且在1%水平上数据差异有统计学意义。另外,在机构持股、内部控制与国有企业财务绩效的中介作用模型中,机构持股与国有企业财务绩效的系数为0.0521且在5%水平上数据差异有统计学意义,内部控制与国有企业财务绩效的系数为0.2666,且在1%水平上数据差异有统计学意义。在中介模型的检验中,Sobel - Z值统计量在10%水平上数据差异有统计学意义,说明内部控制在机构持股与国有企业财务绩效之间发挥着中

表 4 机构持股、内部控制与国有企业财务绩效回归结果

| 变量 | 模型(1) | 模型(2) | 模型(3) |
|----------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | Roa | IC | Roa |
| Inst | 0.031 7*** (0.007 9) | 0.041 3* (0.024 5) | 0.027 9*** (0.007 6) |
| IC | | | 0.090 0*** (0.007 7) |
| Size | 0.007 5*** (0.001 0) | 0.016 0*** (0.031) | 0.006 1*** (0.001 0) |
| Lev | -0.109 0*** (0.007 0) | -0.090 5*** (0.021 6) | -0.100 8*** (0.006 7) |
| Top1 | 0.026 7*** (0.010 1) | 0.096 1*** (0.028 6) | 0.000 2** (0.000 1) |
| Growth | 0.000 8* (0.000 5) | 0.002 5* (0.001 4) | 0.000 5 (0.000 4) |
| Dual | -0.001 1 (0.003 4) | 0.000 03 (0.010 5) | -0.001 1 (0.003 3) |
| Constant | -0.113 5*** (0.020 3) | 6.107 9*** (0.062 9) | -0.663 2*** (0.051 0) |
| N | 1 617 | 1 617 | 1 617 |
| R ² | 0.180 1 | 0.050 6 | 0.243 9 |
| Sobel-Z | | 1.667* | |

注:***, **, *分别表示 1%, 5%, 10% 情况下的数据差异有统计学意义, 括号内为标准误差。

介作用, 再次证明了假设 H3 成立。稳健性检验的回归结果与前文的回归结果基本一致, 证明了本文的研究结论具有可靠性。

4 进一步研究

4.1 证券投资基金持股与境外持股

机构持股在内部控制的中介作用下对国有企业财务绩效有正向作用, 但关于不同类型的机构投资者对国有企业财务绩效研究涉及不多, 为了进一步分析机构投资者的异质性, 根据刘星等^[7]的做法, 首先将机构投资者分为以证券投资基金持股为代表的国内机构投资者和境外机构投资者。证券投资基金投资者是我国第 1 大机构投资者, 具有代表性, 而境外机构投资者已成为除证券投资基金持股外的第 2 大机构投资者。

由表 6 可知, 证券投资基金机构投资者(JJST)的系数为 0.236 且在 1% 水平上数据差异有统计学意义, 说明证券投资基金机构投资者与国有企业的财务绩效呈正相关关系; 而境外机构投资者(QFII)的系数为 -0.877 且数据差异无统计学意义, 说明境外机

表 5 稳健性检验回归结果

| 变量 | 模型(1) | 模型(2) | 模型(3) |
|----------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | Roe | IC | Roe |
| Inst | 0.063 6*** (0.021 7) | 0.041 3* (0.024 5) | 0.052 1** (0.020 7) |
| IC | | | 0.266 6*** (0.021 3) |
| Size | 0.020 4*** (0.002 7) | 0.016 0*** (0.031) | 0.016 5*** (0.002 7) |
| Lev | -0.129 8*** (0.019 1) | -0.090 5*** (0.021 6) | -0.109 7*** (0.018 4) |
| Top1 | 0.033 4 (0.025 2) | 0.096 1*** (0.028 6) | 0.000 1 (0.000 2) |
| Growth | 0.003 1** (0.001 2) | 0.002 5* (0.001 4) | 0.002 5** (0.001 2) |
| Dual | -0.001 1 (0.009 3) | 0.000 03 (0.010 5) | 0.001 4 (0.008 8) |
| Constant | -0.390 6*** (0.055 4) | 6.107 9*** (0.062 9) | -2.024 2*** (0.141 0) |
| N | 1 616 | 1 616 | 1 616 |
| R ² | 0.079 9 | 0.050 6 | 0.163 9 |
| Sobel-Z | | 1.764* | |

注:***, **, *分别表示 1%, 5%, 10% 情况下的数据差异有统计学意义, 括号内为标准误差。

构投资者没有发挥出投资的价值。境外机构投资者由于境外投资政策的不同, 面临较大国际风险, 且来自不同性质的投资主体; 参与公司治理时, 往往需要付出更多的成本才能影响到公司治理。因此对于国有企业而言, 应更多地引入证券投资基金机构投资者。引入境外机构投资者时, 支持和引导境外机构投资者参与企业的日常管理, 而不只是单纯的投资。

4.2 不同类型的国内机构投资者

在分析国内机构投资者时, 为了进一步验证国内不同类型的机构投资者的作用, 参照赵慧芳等^[3]的做法, 将国内机构投资者划分为压力抵制型与压力敏感型, 并且在压力抵制型机构投资者中细分为 2 类: 证券投资基金持股与社保基金持股; 在压力敏感型机构投资者中细分为 5 类: 券商持股、保险持股、信托持股、财务公司持股和银行持股。由表 7 可知, 压力抵制型机构投资者比压力敏感型机构投资者更能促进国有企业财务绩效的提高。在压力抵制型机构投资者中, 证券投资基金持股的系数为 0.236 且在 1% 水平上数据差异有统计学意义, 而社保基金持股系数为 -0.037 4 且与财务绩效没有相关性, 说明

表6 证券投资基金持股与境外持股

| 变量 | JJST | QFII |
|----------------|--------------------------|--------------------------|
| Inst | 0.236 0*** (0.030 9) | -0.877 (0.118 2) |
| Size | 0.008 6*** (0.001 1) | 0.018 9*** (0.003 0) |
| Lev | -0.117 3*** (0.006 8) | -0.190 4*** (0.021 1) |
| Top1 | 0.051 5*** (0.008 2) | 0.011 2** (0.032 8) |
| Growth | 0.000 8* (0.000 4) | 0.036 3*** (0.011 1) |
| Dual | -0.002 5 (0.003 3) | -0.013 8 (0.012 5) |
| Constant | -0.134 7*** (0.018 8) | -0.313 5*** (0.063 1) |
| N | 1 600 | 183 |
| R ² | 0.204 7 | 0.372 1 |

注:***,**, *分别表示1%,5%,10%情况下的数据差异有统计学意义,括号内为标准误差。

引入证券投资基金机构投资者比引入社保基金机构投资者更有效。在压力敏感型机构投资者中,券商持股、保险持股、信托持股与财务公司持股的系数都为负数,银行持股的系数为0.331 5但数据差异无统计学意义,总体来说压力敏感型机构投资者对国有

企业财务绩效不具有显著影响。因此,压力抵制型机构投资者对国有企业财务绩效帮助更多,而其中证券投资基金机构投资者起到的效果最好。

5 结论与建议

选取2015—2020年度长三角地区国有企业作为研究对象,实证检验了机构持股、内部控制与国有企业财务绩效之间的关系,并进一步分析机构投资者的异质性,研究得出以下结论:(1)机构持股比例与国有企业财务绩效之间存在正向关系,机构持股比例的增加可以帮助国有企业提高财务绩效。机构投资者带来了民间资本,给国有企业带来大量的资金流入,有效缓解了国有企业资金不足或资金周转的问题,为国有企业的发展创造了良好的环境。(2)机构持股与内部控制之间存在正向关系,随着国有企业机构持股比例的增加,国有企业内部控制质量变好,机构投资者会推动企业内部控制质量的完善。(3)随着内部控制程度越来越好,国有企业的内部人控制现象会得到有效控制,机构投资者更加愿意去投资国有企业。当国有企业内部控制制度完善时,机构投资者可以更加充分地参与公司的治理,机构投资者会更加倾向于投资内部控制制度完善的公司。(4)机构投资者的性质也会对国有企业产生影响。在提高财务绩效方面,境外机构投资者对国有企业几乎没有影响,而国内机构投资者

表7 国内不同类型机构持股

| 变量 | 压力抵制型 | | | 压力敏感型 | | | |
|----------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|------------------------|
| | 证券投资基金持股 | 社保基金持股 | 券商持股 | 保险持股 | 信托持股 | 财务公司持股 | 银行持股 |
| Inst | 0.236 0*** (0.030 9) | -0.037 4 (0.145 2) | -0.131 1* (0.073 9) | -0.247 5*** (0.071 7) | -0.028 4 (0.055 3) | -0.527 4 (0.894 8) | 0.331 5 (0.254 4) |
| Size | 0.008 6*** (0.001 1) | 0.005 3*** (0.001 8) | 0.011 *** (0.012) | 0.006 7*** (0.001 7) | 0.007 7*** (0.001 7) | 0.044 5*** (0.007 5) | 0.006 4 (0.014 8) |
| Lev | -0.117 3*** (0.006 8) | -0.106 9*** (0.126 2) | -0.128 3*** (0.009 4) | -0.099 2*** (0.013 9) | -0.111 9*** (0.012 1) | -0.273 9*** (0.052 2) | -0.264 5* (0.124 8) |
| Top1 | 0.051 5*** (0.008 2) | 0.021 5 (0.015 2) | 0.043 1*** (0.011 2) | 0.019 7 (0.019 3) | 0.035 7** (0.014 6) | -0.658 0 (0.092 3) | 0.004 6 (0.104 7) |
| Growth | 0.000 8* (0.000 4) | 0.000 6 (0.000 7) | 0.008 0*** (0.002 6) | 0.001 7 (0.002 1) | 0.005 6* (0.003 1) | 0.019 5 (0.016 7) | -0.012 1 (0.041 2) |
| Dual | -0.002 5 (0.003 3) | 0.002 4 (0.005 9) | -0.006 9 (0.005 0) | -0.009 1 (0.007 5) | -0.008 0 (0.005 5) | 0.002 2 (0.132 6) | -0.047 3 (0.052 5) |
| Constant | -0.134 7*** (0.018 8) | -0.032 7 (0.038 7) | -0.174 6*** (0.026 8) | -0.065 3* (0.007 5) | -0.104 9*** (0.034 8) | -0.809 2*** (0.154 3) | 0.020 3 (0.316 1) |
| N | 1 600 | 346 | 624 | 312 | 506 | 14 | 20 |
| R ² | 0.204 7 | 0.193 9 | 0.272 7 | 0.225 2 | 0.187 4 | 0.941 4 | 0.445 5 |

注:***,**, *分别表示1%,5%,10%情况下的数据差异有统计学意义。括号内为标准误差。

中,证券投资基金投资者对国有企业财务绩效的作用最明显。

为深化国有企业混合所有制改革,本文提出如下建议:(1)对国有企业而言,需要重视机构投资者的引进,要制定鼓励机构投资的政策,对机构投资者的条件要适当放宽。(2)要完善企业自身的内部控制水平,机构投资者更加倾向于投资内部控制完善的国有企业,内部控制完善的企业可以有效缓解

因内部人控制导致的机构投资者话语权小,参与公司治理时发挥作用受到限制的问题。(3)针对机构投资者的引入,应当考虑企业需要引进机构投资者的类型。不同类型的机构投资者对企业的作用也不相同,对国有企业而言,应当重视证券投资基金机构投资者的引进。引入境外机构投资者时,要支持和引导境外投资者参与公司治理,避免投入资本却不参与治理的现象出现。

参考文献:

- [1] 杨红丽,郭舒.混合所有制改革对国有企业绩效的影响及作用机制[J].现代经济探讨,2021(1):31-38.
- [2] 何瑛,杨琳.改革开放以来国有企业混合所有制改革:历程、成效与展望[J].管理世界,2021,37(7):44-60+4.
- [3] 赵惠芳,向桂玉,张璇.机构投资者对内部控制有效性的影响[J].华东经济管理,2015,29(3):132-138.
- [4] 李增福,林盛天,连玉君.国有控股、机构投资者与真实活动的盈余管理[J].管理工程学报,2013,27(3):35-44.
- [5] 张涤新,屈永哲.机构投资者持股持续性对我国上市公司业绩及风险的影响研究[J].系统工程理论与实践,2018,38(2):273-286.
- [6] BOYD J H, SMITH B D. The Co-evolution of the real and financial sectors in the growth process[J]. World Bank Economic Review, 1996, 10(2): 371-396.
- [7] 刘星,吴先聪.机构投资者异质性、企业产权与公司绩效——基于股权分置改革前后的比较分析[J].中国管理科学,2011,19(5):182-192.
- [8] 陈小军,吉富星.客户关系管理、内部控制与企业并购绩效测度综合评价——基于多元线性回归模型分析[J].管理评论,2021,33(8):256-262.
- [9] 叶陈刚,裘丽,张立娟.公司治理结构、内部控制质量与企业财务绩效[J].审计研究,2016(2):104-112.
- [10] 王新华,罗焱,万建国,等.基于系统科学的国有企业内部控制体系研究[J].系统科学学报,2020,28(4):103-107+113.
- [11] 尚航标,满鑫,李卫宁,等.机构持股与企业并购绩效——基于上市公司的实证研究[J].软科学,2017,31(4):52-56.
- [12] 薄仙慧,吴联生.国有控股与机构投资者的治理效应:盈余管理视角[J].经济研究,2009,44(2):81-91+160.
- [13] PING-SHENG K. Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters [J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2007, 26(3): 267-299.
- [14] 甄红线,王谨乐.机构投资者能够缓解融资约束吗?——基于现金价值的视角[J].会计研究,2016(12):51-57+96.
- [15] 郭榕楠,倪静洁.内部控制对国企资产保值增值的影响研究——国家审计的协同治理效应[J].软科学,2021,35(2):79-84.
- [16] 邓德强,温素彬,潘琳娜,等.内部控制质量、机构投资者异质性与持股决策:基于自选择模型的实证研究[J].管理评论,2014,26(10):76-89.
- [17] 高群,黄谦.机构投资者持股对内部人控制与盈余管理关系的影响——基于中国上市公司的经验分析[J].北京工商大学学报(社会科学版),2010,25(2):52-57+67.
- [18] 李越冬,严青.机构持股、终极产权与内部控制缺陷[J].会计研究,2017(5):83-89+97.
- [19] LI Z, WANG B, WU T L, et al. The influence of qualified foreign institutional investors on internal control quality: evidence from China[J]. International Review of Financial Analysis, 2021, 78:101916.
- [20] 刘运国,郑巧,蔡贵龙.非国有股东提高了国有企业的内部控制质量吗?——来自国有上市公司的经验证据[J].会计研究,2016(11):61-68+96.
- [21] 李万福,赵青扬,张怀,等.内部控制与异质机构持股的治理效应[J].金融研究,2020(2):188-206.
- [22] 姜付秀,朱冰,王运通.国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗?[J].管理世界,2014(9):143-159.
- [23] 李争光,赵西卜,曹丰,等.机构投资者异质性与企业绩效——来自中国上市公司的经验证据[J].审计与经济研究,2014,29(5):77-87.
- [24] MARCIA M C, ALAN J. M, ANTHONY S, et al. The impact of institutional ownership on corporate operating performance[J]. Journal of Banking and Finance, 2006, 31(6): 1771-1794..
- [25] 王晓艳,温东子.机构投资者异质性、创新投入与企业绩效——基于创业板的经验数据[J].审计与经济研究,2020,35(2):98-106.
- [26] GUAN J, GAO Z, TAN J, et al. Does the mixed ownership reform work? Influence of board chair on performance of state-owned enterprises[J]. Journal of Business Research, 2021, 122:51-59.