

机构投资者对企业国际化的影响研究

——来自2004~2007年制造业上市公司的证据

薛求知 李 茜

摘 要: 本文采用2004~2007年制造业上市公司的数据考察了机构投资者对企业国际化的影响。研究发现, 机构投资者的持股对制造业企业的国际化有促进作用; 并且不同类型的机构投资者的作用并不相同, 其中基金和QFII有显著的促进作用。这些研究结果表明机构投资者积极主义在我国制造业上市公司中有所体现, 机构投资者持股有利于我国制造业企业的国际化, 实施“走出去”战略。本文基于以上结论, 对我国发展不同类型的机构投资者提出了相应的建议。

关键词: 机构投资者; 国际化; 战略

中图分类号: F276.7 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2010)01-0017-11

机构投资者在全球资本市场中扮演越来越重要的角色。美国机构投资者的交易占到市场交易的近80%, 机构持股市值比重从1999年的54%上升到2004年第三季度的61%(何佳和何基报, 2007)。截至2006年底, 我国各类机构投资者的持股市值占流通市值的比重已超过30%。^①机构投资者与个人投资者相比, 拥有资源优势和专业能力, 在与上市公司管理层及大股东制衡中占据优势, 并通过征集代理投票权和提出股东议案等形式积极参与公司治理。国际化作为公司的重要战略之一, 能为企业降低经营风险, 并带来可能的投资收益。机构投资者会不会因此对公司管理层施加压力, 积极地促使企业国际化? 这就构成了本文的研究主题。

一、 相关文献回顾

机构投资者积极主义(Institutional Shareholder Activism)被认为是一种新的公司治理方式。Shleifer和Vishny(1986)通过模型分析了机构投资者在公司收购中的促进作用, 认为分散的小股东无法进行成本昂贵的监督, 机构投资者则有较大的动力监督经理人行为, 并能有效地发挥监督职能, 实现公司价值增值。例如在日本, 机构投资者投资的企业更倾向于更换表现不好的管理人员, 积极地参与公司治理(Kaplan和Minton, 1994; Kang和Shivdasani, 1995)。Thomsen和Pedersen(2000)则认为机构投资者会影响公司的股票价格和利润率, 但与销售额的增长没有什么关系。Bushee(2001)研究发现机构投资者会给经理人追求短期利益

收稿日期: 2009-12-07

基金项目: 本文系教育部985项目“中国经济国际竞争力”研究之企业子课题的阶段研究成果。

的压力。

在公司战略上, Hoskisson 和 Hitt(2002)研究美国公司治理和企业创新战略时发现, 不同的机构投资者均愿意选择创新战略。不同的是, 公共养老基金经理偏好内部创新, 而专业投资基金经理偏好外部创新。公司的研发战略方面, 研究结果表明无论是短期还是长期的机构投资者, 都会增加企业的研发投入(Baysinger, Kosnik 和 Turk, 1991; David, 2001)。综上所述, 国外的研究表明机构投资者不仅从单纯的制度层面参与公司治理, 越来越多机构投资者会影响公司的战略, 从公司的实际运营管理参与公司治理。

国内关于机构投资者的研究主要分为两类, 一类是机构投资者和单个企业的关系, 如机构投资者在公司治理中的角色, 对公司绩效和市场价值的影响等。王永海等(2007)和李青原(2003)通过数理模型界定了股权比例、监督成本和风险偏好 3 个因素影响机构投资者是否进行监督。吴晓晖和姜彦福(2006)发现引入机构投资者后, 独立董事治理效率显著提升, 表明机构投资者会促进独立董事制度建设。在公司的绩效上, 李维安和李滨(2008)考察了 2004~2006 年沪深两市 3 470 家上市公司显示, 机构投资者在提升上市公司治理水平方面发挥了重要作用, 并且降低了其代理成本。另一类是机构投资者在资本市场的投资特征以及对资本市场的影响。例如陈浩(2004)运用 LSV 方法进行检验, 发现羊群行为在机构投资者之间表现显著。周学农和彭丹(2007)认为机构投资者能够有效地降低股市的波动性, 但何佳和何基报(2007)研究结论是不同的机构投资者对市场波动影响并不一致。但我们还未发现国内学者关于机构投资者和公司战略之间关系的研究。

企业国际化是公司重要的战略选择之一, 然而关于国际化和绩效之间的关系并没有一致的结论。例如 Mikhail 和 Shawky(1979)利用 Jensen 风险调整方法度量了企业的绩效, 认为国际化企业的市场表现高于平均水平。但也有研究表明国际化对企业的绩效没有影响, 或者负面作用(Brewer, 1981; Michel 和 Shaked, 1986; Daniels 和 Bracker, 1989)。Lu 和 Beamish(2004)对日本企业国际化经营发现: 国际化初期随着渐增的国际化, 企业的绩效下降, 随着不断增加的地理多元化, 国际化和绩效之间存在正相关, 在此后一个非常高的国际化程度时, 国际化和绩效又呈现负相关。国内薛有志和周杰(2007)利用 2002~2004 年 3 年的混合样本发现国际化和多元化这两种战略对公司绩效的直接影响并不显著, 但对公司绩效的间接影响存在着互补效应。

国外学者对机构投资者和国际化的关系也进行了一些实证研究。Tihanyi 和 Johnson(2003)通过 197 家美国企业研究了机构投资者、董事会、技术机会和国际化之间的关系, 发现机构投资者^②和国际化显著正相关。从机构投资者促进企业国际化的动因来看, 研究者认为机构投资者在外国环境中面临资本流动、体制限制和信息不对称等障碍, 不愿意对外国进行直接投资, 而更愿意投资于本土公司并促使其进一步国际化(Agmon 和 Lessard, 1977; Doukas 和 Travlos, 1988)。Doukas 和 Travlos(1988)实证分析了 1975~1983 年期间美国发生并购的 301 家企业, 发现股东在企业宣布进行国际购并后会获得显著的异常收益, 特别是企业进入新产业、新市场或者比美国欠发达市场时, 异常收益会更加显著。

二、研究内容和设计

1. 理论分析与研究假设 机构投资者作为代理投资的一个基本特征是控制权和所有权

分离以及信息不对称、契约不完备所导致的委托—代理问题。委托—代理问题主要有两类：第一类是投资者和机构投资者之间的委托代理问题；第二类是机构投资者和企业管理层之间的委托代理问题。在我国金融体制改革初期，多数上市公司的股权结构特征并非股权分散，而是相对集中或高度集中，所以国内学者关注的焦点是解决第一类委托—代理问题，解决大股东对中小股东的利益掠夺，以及机构投资者作为中间力量对小股东的保护程度。例如姚颐和刘志远(2007)对我国股权分置改革中，机构投资者持股对中小投资者利益保护的影响进行了实证研究，认为机构投资者并没有保护中小投资者的利益。

然而随着我国股权分置改革的深入，非流通股一股独大的现象渐渐消除，机构投资者的第二类委托—代理问题日益受到关注。机构投资者在资本市场中的地位不断上升，也极大地影响到上市公司的治理过程，主要原因有以下几方面：首先，持股比例的上升，提高了机构投资者对于上市公司治理监督和控制的权力，为机构投资者参与公司治理提供了条件。其次，较高的持股比例使得“用脚投票”的成本大大上升，外部投资机构若采用“用脚投票”的方式会对上市公司的股票价格产生显著的影响，极可能出现股价大幅度下跌而蒙受损失。第三，机构投资者由专业人员进行管理，这些专业人员大多经过相应的培训，具有丰富的管理技能和运营经验，具备对所投资的公司进行监督和参与治理的能力。最后，一些企业越来越重视和机构投资者的沟通，以保持公司经营的透明度，增加公司的良好形象。正是因为以上的这些原因，机构投资者越来越积极地参与上市公司的综合治理过程。

战略管理理论认为企业国际化是企业的一种成长战略和市场多元化行为。国际化经营会影响企业的绩效，一方面是企业的财务绩效会发生变化，另一方面企业进入国际市场会影响到企业的知识积累和技能获取(Barkema 和 Vermeulen, 1998)。机构投资者可能会积极地促使企业的国际化，有以下3个方面的原因：(1) 获得超额的异常收益。机构投资者的基本投资战略是通过追求买入卖出企业股票价格的差价，追求投资收益。而企业宣布国际购并的信息后，企业的股票价格会上涨(Doukas 和 Travlos, 1988)，机构投资者可能会因此促使企业国际化。(2) 分散投资风险和投资成本。国际投资可以在空间上分散风险和节省成本，然而机构投资者在外国投资环境中面临资本流动、体制限制和信息不对称等障碍，从而转向投资本国企业并促使其国际化。例如我国在2002年12月，才颁布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》允许境外机构投资者进入国内资本市场。(3) 获得长期稳定的投资收益。国际化可以通过对国际范围内的知识学习和获取，增加企业价值。有些机构投资希望通过国际化获得长期稳定的收益，例如Tihanyi 和 Johnson(2003)研究发现美国的养老保险基金更倾向于国际化以获得长期的投资收益。

根据以上所述，我们认为机构投资者可能会促进企业国际化，但是不同类型的机构投资者对国际化的影响不同，提出假设如下：

假设一：机构投资者和企业国际化水平显著正相关

假设二：不同机构投资者和企业国际化水平的相关关系不同

2. 样本选择和数据来源 选用2007年12月31日之前在沪深两家证券交易所上市的制造业企业为总体样本，数据来自Wind数据库。时间跨度为2004~2007年，均为每年年报数据，删除数据缺失的样本后共得到606个有效样本。

3. 变量选择(表1)

(1) 国际化程度变量。国际化指数反映了跨国公司海外经营活动的经济强度，是衡量

海外业务在公司整体业务中地位的重要指标。联合国跨国公司与投资公司(1998)使用的跨国化指数由3个指标构成:国外资产比率、国外销售额比率和国外雇佣员工比例。

表1 变量定义及说明

类型	代码	变量名称	备 注
被解释变量	INT	国际化指数	主营业务国外销售 / 总销售
解释变量	TNS	机构持股比例	机构持股比例总和
	FUND	基金持股比例	
	SECE	券商持股比例	
	QFII	QFII 持股比例	
	INSU	保险公司持股比例	
	PUBL	社保基金持股比例	
控制变量	IND	企业所属产业	哑变量, 所属证监会行业代码
	SIZE	企业规模	企业总资产对数值
	ROA	会计绩效	总资产收益率
	TBQ	长期绩效	企业托宾 Q 值
	LEV	资产负债率	负债与总资产比率
	CCS	流通 A 股比例	流通 A 股 / 总股本
	HHI	股权集中度	前五大股东持股比例平方和
	SOE	是否为国企	哑变量, 企业控股权是否为国有
	SG	股权分置改革	哑变量, 企业该年是否公告股改

Geringer, Tallman 和 Olsen(2000)考察 1977~1993 年间日本制造业跨国公司的研究时, 以出口销售额占总销售额的比例作为国际化的衡量指标, 认为企业在国际化运营的早期, 以该比例来衡量国际化程度更合适。中国企业与欧美大型跨国公司相比, 国际化程度较低, 属于国际化初级阶段, 因此本文使用 2007 年报的主营业务国外销售额 / 总销售额的比值数据来测量企业的国际化程度。

(2) 机构投资者变量。本文中的机构投资者包括基金、券商、QFII、保险公司、社保基金、商业银行、企业年金等, 即 Wind 数据库中机构投资者持股比例总和, 时间跨度为 2004~2007 年。

(3) 控制变量。企业的绩效会通过影响国际化动因影响其国际化程度(薛求知和朱吉庆, 2008)。薛有志和周杰(2007)认为公司的会计绩效与市场价值是反映公司经营好坏的两种判断标准, 以往研究仅仅用单一的会计绩效衡量公司的经营状况, 但是公司的市场价值反映了企业的运营预期, 是长期绩效的表现。本文用总资产收益率(ROA)衡量会计绩效, 长期绩效则仿照薛有志和周杰的研究, 使用 Tobin's Q。其理论为公司市场价值和重置成本之比, 即股权市场价值与负债的市场价值之和与重置成本的比值。我们采用账面价值计算负债的市场价值, 另外我国上市公司股票包括流通股和非流通股, 非流通股的市场价值难以确定, 但 Chen 和 Xiong (2002)的研究发现, 我国非流通股相对于流通价格而言, 平均具有 78%~86% 的折价。本文利用 78% 对非流通股价格进行折算来计算非流通股的价值。具体计算公式如下:

$$TBQ = (\text{流通股本} \times \text{流通股价} + \text{非流通股本} \times \text{流通股价} \times (1 - 78\%) + \text{负债}) / \text{总资产}$$

资产负债率体现了企业偿债能力, 也作为控制变量; 企业规模在先前关于国际化的研究中也有所体现(Tallman 和 Li, 1996), 本文用企业总资产的对数值衡量; 企业所属产业可

能会对国际化水平有所影响,例如原材料等市场要素的供给、市场特征以及政府政策等都会作用于企业的国际化决策,用证监会行业代码描述所处行业;企业流通股比例和股权集中度刻画了企业的股权结构,流通股比例考察了我国资本市场不完全市场化中,非流通股股东拥有控股地位,可能会影响企业决策的因素,用流通A股比例测量;股权集中度对企业业绩有较显著的影响(徐莉萍,辛宇和陈工孟,2006;于东智,2001),进而可能会影响企业的国际化战略,唐跃军(2007)用前五大股东持股比例平方和,即Herfindahl-Hirschmann Index (HHI)测量该变量,本文也采用同样的方法;企业的股权性质,是否为国有企业也会对上市公司国际化产生影响,用哑变量来衡量企业的控股权是否为国有;最后,2004~2007年正处于我国上市公司股权分置改革进程中,股改公告可能会影响企业国际化行为,用哑变量测量企业在该年是否有股改公告。

4. 回归模型建立 本文考察了机构投资者持股比例对国际化的影响,但也可能出现另一种假设,即国际化较好的企业更容易受到机构关注,机构也更愿意持有国际化水平较高的企业。^⑨所以,首先考察国际化对机构投资者持股的影响,考虑该影响可能会有一定时期的滞后,我们分别用当期和前一期的国际化数据进入模型检验,建立模型一:

模型一: $INS_t = f(INDU, SIZE, ROA, TBQ, LEV, CCS, HHI, SOE, SG, INT_{t-i}) \quad i=0, 1$

其次,考虑机构投资者持股比例对国际化的影响,同样考虑该影响可能会有一定时期的滞后,分别用当期、前一期、前二期和前三期的机构投资者持股比例进入模型检验,建立模型二:

模型二: $INT_t = f(INDU, SIZE, ROA, TBQ, LEV, CCS, HHI, SOE, SG, INS_{t-i}) \quad i=0, 1, 2, 3$

最后考察不同类型机构投资者对国际化的影响,依次为基金、券商、QFII、保险公司和社保基金这5类机构投资者,建立模型三:

模型三: $INT_t = f(INDU, SIZE, ROA, TBQ, LEV, CCS, HHI, SOE, SG, FUND_{t-i}, SECU_{t-i}, QFII_{t-i}, INSU_{t-i}, PUBL_{t-i}) \quad i=0, 1, 2, 3$

三、实证结果

1. 变量的描述统计结果 表2是变量的描述统计结果,我国制造业企业的国际化水平从0%到99%不等,国际化水平的均值为13.5%。机构投资者的持股比例逐年上升,从2004年8.7%上升至2007年20.9%。基金作为第一大机构投资者,每年投资比例均占机构投资者投资总额的50%以上,2004~2007年也有迅速的增长。券商、QFII、保险公司和社保基金持股比例均较小,其中除券商持股比例逐年下降外,其他3类机构投资者没有明显的变化趋势。

2. 变量的相关系数矩阵 本次研究中解释变量涉及的年份较多,所以只选用2006年的数据进行相关系数分析(表3)。相关系数矩阵表明,企业的国际化水平可能和企业规模正相关,和机构投资者及基金的持股比例可能正相关。

3. 回归结果 表4是模型一的回归结果,模型具有显著意义($p < 0.01$)。结果表明,企业的国际化水平对机构投资者持股在当期以及后一期均没有显著影响,由此说明机构也更愿意持有国际化水平较高企业的假设并不成立。

表5为模型二的回归结果,模型具有显著意义($p < 0.05$),模型的VIF值小于2,多重共线性较小。结果表明,机构投资者持股比例(INS)和当期国际化程度没有显著相关关系,和滞后

表2 变量的主要描述统计结果 (SPSS 15.0)

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INT	606	0.0000	0.9900	0.1351	0.2017
SIZE	606	9.6928	15.9428	12.2171	1.0004
ROA	606	-31.9000	35.3600	2.5272	5.9363
TBQ	606	0.7214	9.6074	1.6562	0.9821
LEV	606	7.6103	99.3808	51.7954	17.1633
CCS	606	3.4417	85.8434	46.4593	14.8753
HHI	606	0.0128	0.6746	0.1799	0.1147
机构持股比例变量					
MEAN(%)	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	
INS	20.88	13.37	9.75	8.70	
FUND	11.78	7.92	6.40	6.02	
SECU	0.34	0.49	0.74	0.89	
QFII	0.33	0.58	0.44	0.10	
INSU	0.30	0.41	0.13	0.00	
PUBL	0.22	0.61	0.49	0.28	

表3 主要变量的相关系数矩阵 (SPSS 15.0)

Spearman's rho	INT	INDU	SIZE	ROA	TBQ	LEV	CCS	HHI	SOE	INS	FUND	SECU	QFII	INSU
INDU	-0.01													
SIZE	.14**	-0.03												
ROA	0.06	0.01	.24**											
TBQ	-0.02	0.05	-.32**	.29**										
LEV	0.01	0.02	.26**	-.25**	-.16**									
CCS	-0.07	-0.01	0.01	-.09*	-.21**	-0.02								
HHI	0.02	0.00	.14**	.18**	0.04	0.00	-.52**							
SOE	0.04	0.04	.16**	-0.02	-.09**	0.03	-0.01	.20**						
INS	.09*	.12**	.41**	.53**	.29**	0.00	-0.03	.18**	0.01					
FUND	.126**	0.06	.49**	.49**	.23**	-0.05	-0.04	.17**	.10*	.77**				
SECU	0.01	0.04	.12**	.12**	0.03	0.00	0.03	0.07	0.03	.30**	.22**			
QFII	.10*	0.03	.23**	.35**	.20**	-0.05	-0.02	0.08	0.03	.38**	.36**	0.01		
INSU	0.05	-0.01	.31**	.27**	0.08	0.00	0.04	0.06	0.00	.35**	.35**	.13**	.12**	
PUBL	0.04	.15**	.25**	.32**	.21**	0.00	-0.02	.12**	0.02	.46**	.48**	0.05	.20**	.22**

注: **, * 分别代表在 0.01 和 0.05 的水平上显著(2-tailed)。

表4 模型一的回归结果 (SPSS 15.0)

	控制变量		当期国际化水平		前一期国际化水平	
	B	t	B	t	B	t
CON	-88.03***	-9.14	-88.81***	-9.18	-88.18***	-9.11
IND	1.04***	3.88	1.06***	3.94	1.04***	3.88
SIZE	7.06***	9.27	7.04***	9.23	7.06***	9.23
ROA	1.02***	7.80	1.02***	7.77	1.02***	7.79
TBQ	7.60***	10.12	7.65***	10.16	7.61***	10.09
LEV	0.15***	3.44	0.15***	3.48	0.15***	3.44

(续表)

	控制变量		当期国际化水平		前一期国际化水平	
	B	t	B	t	B	t
CCS	-0.10**	-1.98	-0.10**	-1.85	-0.10**	-1.92
HHI	-0.20	-0.03	0.44	0.06	-0.03	0.00
SOE	-0.92	-0.66	-0.92	-0.66	-0.92	-0.66
SG	-6.68	-1.52	-6.69	-1.52	-6.62	-1.50
INT			2.86	0.87	0.55	0.17
Model R ²	0.42		0.43		0.42	
Adj R ²	0.42		0.42		0.41	
Model F	48.83***		44.04***		43.88***	
N	606		606		606	

注: ***, **, * 分别代表在 0.01, 0.05 和 0.1 的水平上显著(2-tailed); 模型的 VIF 值均小于 2.0。

三期内的国际化程度均有显著的正相关关系($p < 0.05$), 由此验证了假设一。说明机构投资者对企业的国际化进程有促进作用, 并且这种促进作用会在机构投资者投资后的 1~3 年内体现出来。

表 5 模型二的回归结果 (SPSS 15.0)

	当期的机构持股水平		前一期的机构持股水平		前二期的机构持股水平		前三期的机构持股水平	
	B	t	B	t	B	t	B	t
CON	0.31	2.42	0.42	3.08	0.48	3.64	0.40	3.07
IND	-0.01**	-2.18	-0.01**	-2.41	-0.01**	-2.38	-0.01**	-2.14
SIZE	0.00	0.46	0.00	-0.23	-0.01	-0.82	0.00	-0.32
ROA	0.00	0.33	0.00	0.09	0.00	-0.06	0.00	0.31
TBQ	-0.02*	-1.90	-0.03***	-2.63	-0.03***	-3.08	-0.02**	-2.31
LEV	0.00	-1.31	0.00	-1.28	0.00	-0.96	0.00	-0.97
CCS	0.00***	-3.17	0.00***	-3.56	0.00***	-3.57	0.00***	-3.42
HHI	-0.23***	-2.60	-0.25***	-2.87	-0.24***	-2.77	-0.22**	-2.57
SOE	0.00	0.13	0.01	0.33	0.01	0.40	0.01	0.35
SG	0.01	0.14	0.00	-0.05	0.00	0.07	0.00	0.04
INT	0.00	0.87	0.00**	2.26	0.00***	3.63	0.00**	2.50
Model R ²	0.03		0.04		0.05		0.04	
Adj R ²	0.02		0.02		0.04		0.02	
Model F	1.98**		2.43***		3.26***		2.55***	
N	606		606		606		606	

注: ***, **, * 分别代表在 0.01, 0.05 和 0.1 的水平上显著(2-tailed); 模型的 VIF 值均小于 2.0。

表 6 为模型三回归的结果, 除了当期国际化水平的回归模型不显著外, 其他模型均有显著意义($p < 0.05$)。由于样本在前三期机构持股水平, 即 2004 年没有保险公司持股的企业, 所以模型三没有考虑该年保险公司持股比例的影响。结果表明, 不同的机构投资者和国际化程度的关系不同: 其中基金持股比例和企业 1~3 年内的国际化程度显著正相关; QFII 的持股比例和后一期的国际化程度显著正相关; 保险公司的持股比例和第三期的国际化程度显著负相关; 券商和社保基金的持股比例则和企业国际化程度没有显著相关关系。可见基金对企业国际化的影响程度最高, 其次为 QFII, 两者均对企业的国际化有促进作用。而在前二期的机构持股水

平, 保险公司的持股比例和国际化负相关, 该年样本中有保险公司持股的企业数仅为 34 个, 造成这一结果可能是样本量较小的缘故。券商作为二级市场的主要力量, 其短期投机行为更为显著, 而对企业的公司治理、战略的制定和实施等影响不大, 和企业国际化程度没有显著关系, 该结果和我国券商的投资特征较吻合。另外, 我国社保基金的投资策略首先考虑的是资金的安全性, 然后才是盈利性,^⑨代理理论认为国际化虽然能够带来收益, 但也伴随着高风险(Carpenter, Sanders 和 Gregersen, 2001), 社保基金可能因此对企业的国际化没有明显的偏好。

对于控制变量的回归结果表明, 国际化和企业的长期绩效显著负相关。同时, 国际化程度和流通 A 股比例及企业股权集中度显著负相关, 说明流通 A 股比例越低企业的国际化程度反而越低, 而股东权益越集中则企业的国际化程度越低。

表 6 模型三的回归结果 (SPSS 15.0)

	当期的机构持股水平		前一期的机构持股水平		前两期的机构持股水平		前三期的机构持股水平	
	B	t	B	t	B	t	B	t
CON	0.28	2.07	0.39	2.86	0.45	3.47	0.40	3.09
IND	-0.01**	-2.07	-0.01**	-2.09	-0.01**	-2.01	-0.01**	-1.95
SIZE	0.01	0.66	0.00	-0.08	-0.01	-0.65	0.00	-0.43
ROA	0.00	0.33	0.00	0.10	0.00	-0.10	0.00	0.30
TBQ	-0.02	-1.64	-0.03**	-2.39	-0.04***	-3.40	-0.02**	-2.30
LEV	0.00	-1.32	0.00	-1.17	0.00	-0.92	0.00	-0.88
CCS	0.00***	-3.11	0.00***	-3.33	0.00***	-3.38	0.00***	-3.19
HHI	-0.22**	-2.50	-0.23***	-2.62	-0.21**	-2.43	-0.221**	-2.35
SOE	0.00	0.10	0.00	0.17	0.01	0.30	0.01	0.39
SG	0.00	0.08	0.00	0.08	0.01	0.14	0.00	0.04
FUND	0.00	0.26	0.00*	1.82	0.00***	4.25	0.00**	2.31
SECU	0.01	1.00	0.00	0.17	0.00	-0.85	0.00	0.34
QFII	0.00	0.76	0.01***	3.02	0.00	0.47	0.01	1.22
INSU	0.00	-0.08	0.00	-0.58	-0.02*	-1.81	/	/
PUBL	0.00	0.58	-0.01	-1.52	-0.01	-1.17	0.00	-0.07
Model R ²	0.03		0.05		0.07		0.04	
Adj R ²	0.01		0.03		0.04		0.02	
Model F	1.51		2.41***		3.02***		2.09**	
N	606		606		606		606	

注: ***, **, * 分别代表在 0.01, 0.05 和 0.1 的水平上显著(2-tailed);模型的 VIF 值均小于 2.0。

四、 结论与启示

1. 主要结论 虽然国内机构投资者持股比例和国外同行相比仍较低, 但自 1997 年 11 月国家颁布实施《证券投资基金管理暂行办法》至今, 我国的机构投资者得到了快速发展。2004 年初《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》指出, 要通过机构投资者的介入改善我国股票市场的投资者结构, 进一步推动上市公司的发展。

本文运用 2004~2007 年我国制造业上市公司的数据, 考察了机构投资者对企业国际化

战略的影响作用。实证研究结果主要有:(1)机构投资者会促进制造业企业的国际化。(2)不同类型的机构投资者对制造业企业国际化的作用不同。具体来说,在同等条件下基金会对持股后一至三期的国际化有促进作用,QFII则会促进后一期的国际化水平,而券商、保险公司和社保基金则没有显著影响。

2. 若干启示 这些结果证实了机构投资者积极主义在我国制造业上市公司中有所体现,机构投资者和企业重大战略具有显著关系,会促进制造业企业的国际化进程。我国政府应大力促进机构投资者的发展,使其为我国企业“走出去”起到积极的作用。具体措施有:

(1)促使基金投资者健康发展。虽然对基金持股的管制不断放松,但一直受制于《证券投资基金管理暂行办法》,使得证券投资基金持有单独一只上市交易股票不允许超过该基金资产净值的10%,也不允许同一个基金管理人管理的全部基金持有单独一只上市交易股票超过该证券的10%,这两个10%的规定约束着基金对上市公司进一步持股。我国应该完善和稳定相关法规制度,在合理适度的范围内逐步放宽对基金投资范围和投资比例的约束。

(2)积极引入QFII,增加其投资额度。合格境外投资者在我国上市公司中持股比例并不高,总体上我国QFII的投资风格偏向于稳健、注重价值投资,这无疑有利于培育良好的竞争环境,使得我国资本市场健康发展。同时QFII发展历史悠久,长期经验积累丰富,对我国上市公司在管理、经营以及信息披露、财务制度的发展和完善方面均有积极作用。

(3)提高上市公司的持续发展能力。上市公司有没有持续投资的价值,有没有较强的持续发展能力,使股东们能有一个比较理想的长期投资收益,这是市场健全发展的基础,也是培育机构投资者的重要市场条件。只有上市公司的内部治理不断优化、企业价值的不断提高,才会吸引更多健康的机构投资者,保持资本市场的良好发展。

最后,本文仍存在一定局限性,首先本文的数据仅依赖于2004~2007年制造业的上市公司,主要反映了机构投资者对制造业国际化的影响,信息技术业、服务业等其他行业的影响可能并不一样。同时机构投资者对公司其他战略影响,例如R&D战略、创新战略等也是值得进一步研究的。

(作者单位:复旦大学)

注 释:

- ① 中国证监会官方网站, <http://www.csrc.gov.cn>。
- ② Tihanyi 和 Johnson(2003)这篇文章主要考察了美国两种代表性的机构投资者:专业机构投资基金和养老保险基金。
- ③ 针对内生性问题,本文增加了对模型一的检验,结果表明国际化水平对机构持股的影响不显著。并且在模型二中,对机构投资者持股比例和残差做了相关性检验,两者之间相关系数不显著且 <0.01 ,说明模型对机构投资者持股比例没有遗漏信息,不需要对该变量增加工具变量。
- ④ 中国社会保障网, http://www.cnss.cn/sbjjaqjy/gcsy/200705/t20070517_123277.html#。

参考文献:

- [1] Agmon Tamir and Lessard Donald R. Investor Recognition of Corporate International Diversification [J]. Journal of Finance 1977, 32(4): 1049~1055.
- [2] Barkema Harry G. and Vermeulen Freek International Expansion through Start-up or Acquisition: A Learning Perspective[J]. Academy of Management Journal 1998, 41(1):7~26.
- [3] Baysinger Barry D., Kosnik Rita D. and Turk Thomas A. Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy[J]. Academy of Management Journal 1991, 34(1):205~214.

- [4] Brewer H. L. Investor Benefits from Corporate International Diversification[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis 1981, 16(1): 113~126.
- [5] Bushee Brian J. Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?[J]. Contemporary Accounting Research 2001, 18(2):207~246.
- [6] Daniels J. D. and Bracker J. Profit Performance: Do Foreign Operations Make a Difference? [J]. Management International Review 1989, 29(1):46~56.
- [7] Carpenter Mason A., Sanders Wm. Gerard and Gregersen Hal B., Bundling Human Capital with Organizational Context: the Impact of International Assignment Experience on Multinational Firm Performance and CEO Pay[J]. Academy of Management Journal 2001, 44(3): p493~511.
- [8] David Parthiban, Hitt Michael A. and Gimeno Javier The Influence of Activism by Institutional Investor on R&D[J]. Academy of Management Journal 2001, 44(1):144~157.
- [9] Doukas John and Travlos Nickolaos G. The Effects of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions[J].Journal of Finance 1988, 43(5):1161~1175.
- [10] Geringer J.Michael,Tallman Stephen and Olsen David M.,Product and international diversification among Japanese multinational firms[J]. Strategic Management Journal 2000, 21(5): 51~80.
- [11] Hoskisson Robert E., Hitt Michael A., Johnson Richard A. and Grossman Wayne Conflicting Voices: The Effects of Institutional Ownership Heterogeneity and Internal Governance on Corporate Innovation Strategies[J]. Academy of Management Journal 2002, 45(4): 697~716.
- [12] Kang Jun-Koo and Shivdasani Anil Firm performance,corporate governance, and top executive turnover in Japan[J].Journal of Financial Economics 1995, 38(1): 29~58.
- [13] Kaplan Steven N. and Minton Bernadette A. Appointments of Outsiders to Japanese Boards Determinants and Implications for Managers[J].Journal of Financial Economics 1994,36(2):225~258.
- [14] Lu Jane W. and Beamish Paul W. International Diversification and Firm Performance: The S-curve Hypothesis[J].Academy of Management Journal 2004, 47(4): 598~609.
- [15] Michel Allen and Shaked Israel Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: Financial Performance and Characteristics[J].Journal of International Business Studies 1986,17(3):89~100.
- [16] Mikhail Azmi D. and Shawky Hany A. Investment Performance of U.S.-Based Multinational Corporations[J].Journal of International Business Studies 1979, 10(1): 53~66.
- [17] Andrei Shleifer and Robert W. Vishny Large shareholders and corporate control[J]. The Journal of Political Economy 1986, 94: 461~488.
- [18] Tallman Stephen and Li Jiatao, Effects of International Diversity and Product Diversity on the Performance of Multinational firms[J].Academy of Management Journal 1996, 39(1):179~196.
- [19] Thomsen Steen and Pedersen Torben Ownership structure and economic performance in the largest European companies[J].Strategic Management Journal 2000, 21(6): 689.
- [20] Tihanyi Laszlo, Johnson Richard A., Hoskisson Robert E. and Hitt Michael A. Institutional Ownership Differences and International Diversification: The Effects of Boards of Directors and Technological Opportunity[J]. Academy of Management Journal 2003, 46(2): 195~211.
- [21] 陈浩.中国股票市场机构投资者羊群行为实证研究[J].南开管理评论,2004,(02).
- [22] 何佳,何基报,王霞,翟伟丽.机构投资者一定能够稳定股市吗? [J].管理世界,2007,(08).
- [23] 李青原.论机构投资者在公司治理中角色的定位及政策建议[J].南开管理评论,2003,(02).
- [24] 李维安,李滨.机构投资者介入公司治理效果的实证研究[J].南开管理评论,2008,(01).
- [25] 唐跃军,徐飞.独立董事保护了中小股东权益吗? [J].经济管理,2007,(07).
- [26] 吴晓晖,姜彦福.机构投资者影响下独立董事治理效率变化研究[J].中国工业经济,2006,(05).
- [27] 徐莉萍,辛宇,陈工孟.股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J].经济研究,2006,(01).
- [28] 薛求知,朱吉庆.中国企业国际化经营: 动因、战略与绩效[J].上海管理科学,2008,(01).
- [29] 姚颐,刘志远,王健.股权分置改革、机构投资者与投资者保护[J].金融研究,2007,(11).
- [30] 于东智.股权结构、治理效率与公司绩效[J].中国工业经济,2001,(05).

(下转第32页)

- [13] 骆旭旭. 世贸组织反倾销谈判及中国的立场[J]. 国际贸易问题, 2006, (6).
- [14] 肖旭. 我国企业应诉国外反倾销的瓶颈制约及应对策略[J]. 经济师, 2005, (8).
- [15] 阳益盛等. “经济转型时期的行业协(商)会职能考察”课题报告[R]. 浙江省社科联学会处, 2005.
- [16] 杨仕辉, 熊艳. 国际反倾销趋势、特点、成因与我国对策研究[J]. 管理世界, 2002, (3).

The Characteristics of Anti-dumping against China and Collective Providing Strategies of Responding Public Goods

ZHANG Zheng-rong

Abstract: The paper summarized the status of the Anti-dumping cases against China. We analyse the characteristics dumping and responding in Anti-dumping as public goods, and the reason why China is prone to be initiated Anti-dumping suits and taken measures. By normative analysis, we discuss that low industry degree of concentration, and the price competition status of China's medium and small exporting enterprise is the main cause of high dumping suits incidence rate and low responding to them. We discuss indicate that the founding and reinforcing the functions of industrial organizations, as chamber of commerces and guilds is important strategies to respond Anti-dumping suits against China.

Key words: anti-dumping; public goods; collective providing; industrial organization; degree of concentration

(上接第 26 页)

- [31] 周学农, 彭丹. 机构投资者对中国股市波动性影响的实证研究[J]. 系统工程, 2007, (12).
- [32] 薛有志, 周杰. 产品多元化、国际化与公司绩效——来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. 南开管理评论, 2007, (03).
- [33] 王永海, 王铁林, 李青原. 机构投资者参与公司治理积极性的分析[J]. 南开管理评论, 2007, (02).
- [34] Chen, Z. W., X. Peng. The Illiquidity Discount in China. International Center for Financial Research, Yale University, 2002.

Internationalization under the Influence of Institutional Investor: Empirical Evidence from China's 2004–2007 Listed Manufacturing Firms

XUE Qiu-zhi, LI Qian

Abstract: This paper examines the role of institutional investors in relation to firms' internationalization. In data on China's 2004–2007 listed manufacturing firms, we find that significant positive relationship between institutional ownership and internationalization, and internationalization is more interested by funds and QFII. The results suggest that institutional shareholder activism is existing in Chinese firms, and institutional investors may help them to go abroad to carry on the “go-out” strategy. Finally, this paper gives corresponding recommendations to develop different types of institutional investors.

Key words: institutional investor; internationalization; strategy