

# Qualified Foreign Institutional Investors, Equity Concentration and Firm Green Investment

Yao Wang, Qian Bi

School of Economics and Management, Southwest University, Chongqing  
Email: 2273741855@qq.com, tiqian@sina.com.cn

Received: Jun. 3<sup>rd</sup>, 2017; accepted: Jun. 24<sup>th</sup>, 2017; published: Jun. 27<sup>th</sup>, 2017

---

## Abstract

Green development is indispensable for ecological civilization development, is the inevitable requirement of building a beautiful China; green investment is the key to green development. Based on the empirical data of A-share listed companies of heavy pollution industry in China, it uses an empirical analysis to explore the relationship among QFII, equity concentration and firm green investment. It comes to the following conclusions: firstly, qualified foreign institutional investors (QFII) play a positive role in the promotion of firm green investment; secondly, considering equity concentration, the results show that the higher the degree of ownership concentration, the weaker the promotion role of qualified foreign institutional investors. The conclusions provide empirical evidence for the enhancement of firm green investment and provide evidence for the perfection and enhancement of relevant policies and institutions for qualified foreign institutional investors.

## Keywords

Qualified Foreign Institutional Investors, Equity Concentration, Green Investment

---

# 合格境外机构投资者、股权集中度与企业绿色投资

王 瑶, 毕 茜

西南大学经济管理学院, 重庆  
Email: 2273741855@qq.com, tiqian@sina.com.cn

收稿日期: 2017年6月3日; 录用日期: 2017年6月24日; 发布日期: 2017年6月27日

## 摘要

绿色发展是加快推进生态文明建设的必然举措,是建设美丽中国的必然要求,绿色投资是贯彻绿色发展理念的关键。基于2008~2015年中国A股重污染行业上市公司的相关数据,实证研究了合格境外机构投资者持股(QFII)、股权集中度与企业绿色投资之间的关系。实证结果表明:合格境外机构投资者对企业绿色投资行为起到了正面的促进作用;进一步考虑到股权特征因素后,结果发现当企业股权集中度越高时,合格境外机构投资者持股对企业绿色投资行为的推动作用将被削弱。该研究为如何提高企业绿色投资水平提供了经验证据,并为完善合格境外机构投资者的相关政策制度提供了实证支持。

## 关键词

合格境外机构投资者, 股权集中度, 企业绿色投资

Copyright © 2017 by authors and Hans Publishers Inc.

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

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



Open Access

## 1. 引言

近年来,我国经济与社会发展取得了长足的进步,但也因之前的粗放型发展方式引发了一系列环境问题,对人民生活和经济持续发展造成了巨大的影响。因此,环境问题已经成为我国政府亟待解决的重大民生问题。我国“十三五”规划中明确提出了“创新、协调、绿色、开放、共享”新的发展理念,把绿色发展作为五大发展理念之一,可以说中国政府把生态环保放在了空前的高度,绿色发展已成为当下的热门话题。根据我国《环境保护法》确定的“谁污染谁治理、谁开发谁保护”原则以及经济合作与发展组织(OECD)提出的“污染者付费”原则,企业作为国民经济的细胞、资源能源消耗者和环境污染制造者,实现绿色发展需要企业履行和承担更多的环境责任,明确自身的环保主体责任和强化绿色投资行为。

从20世纪90年代起,我国学者开始对环境会计展开研究,从现有的相关研究文献看,作为企业环境管理会计重要内容的企业绿色投资研究成果主要集中于政府层面和行业层面,而从企业层面探讨影响绿色投资的因素仍属于较新颖的话题,相关研究成果甚少。作为一种先进的投资理念和投资方式,企业绿色投资将环保因素融入投资策略,它追求的是涵盖经济效益、环境效益和社会效益的综合效益,其结果往往是环境效益和社会效益大于经济效益[1]。绿色投资活动需要企业前期投入大量的资金,如购置大型环保设备、引进尖端技术人才开发环保清洁生产技术和设置专门的环境机构等,而且很难给企业带来短期丰厚的经济回报,这使得企业开展环境治理与环保投资的意向很低[2],但毫无疑问,绿色投资是企业投资活动的重要方面。

从2002年合格境外机构投资者制度设立以来,国家对合格境外机构投资者的相关政策开始放宽,政府审批程序逐步简化,审批速度也相应加快,为更多外资机构投资者进入中国资本市场创造了机会。2017年1月17日,国务院正式发布《国务院关于扩大对外开放积极利用外资若干措施的通知》(国发[2017]5号),通知中明确提出:支持外资依法依规以特许经营方式参与基础设施建设,包括环保、能源等。国家外汇管理局数据显示,截止到2016年12月28日,获合格境外投资者资格的境外机构中有278家机构获得投资额度,已批准合格境外机构投资者的投资额度累计达873.09亿美元。当前,全球跨国投资呈现新趋势,

我国经济深度融入世界经济, 经济发展进入新常态, 利用外资也面临着新形势。合格境外机构投资者已经成为中国资本市场上不可或缺的一员, 具有极强的影响力。那么, 合格境外机构投资者是否会影响到企业绿色投资行为呢? 现有文献尚未对此问题给予回答。此外, 本文还将大股东控制力纳入到分析框架, 以考察会对企业投资决策产生重要影响的大股东是否又会影响这两者之间的关系。

本文可能的贡献是: 第一, 国内外还鲜有学者从企业股东层面研究绿色投资的影响因素, 作为资本市场新兴力量的合格境外机构投资者对企业绿色投资影响的研究更是缺乏, 与以往集中在政府与行业层面研究绿色投资不同, 本文结合企业股权特征, 从企业层面探讨了影响绿色投资的因素, 既拓展了绿色投资研究的视野, 又丰富了环境管理会计方面的学术文献。第二, 本文为逐步放宽对合格境外机构投资者的政策限制、完善公司的股权结构, 以促进企业更好地进行绿色投资, 承担环境责任提供了有益的启示。

本文其余部分安排如下: 第二部分是相关研究评述与假设, 第三部分是本文的研究设计, 第四部分报告了实证研究结果, 最后是本文的结论和启示。

## 2. 研究评述与假设的提出

### 2.1. 合格境外机构投资者(QFII)与企业绿色投资行为

国内外学者分别从环境税[3]、环境规制[4] [5]和国民经济发展[6] [7]等方向探讨了企业的绿色投资行为。目前, 我国上市公司普遍存在绿色投资额总量不足、效率低下、投资流向不明和结构不合理等问题[3], 企业绿色投资规模处于低水平状态, 具有不同程度的行业差异、地区差异、产权差异和股权差异, 整体上, 绿色投资对企业来说还是一种“被动”行为[8]。企业的投资决策会受到股东的影响, 因为他们既能以“用脚投票”, 又能以“用手投票”的表决权方式影响企业的投资决策[9]。

为了顺应国际资本市场的发展形势和活跃本国资本市场, 2002年11月证监会和中国人民银行发布了《境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》, 随后外汇管理局、沪深交易所和证券登记结算公司也相继颁布一系列相关规章制度, 合格境外机构投资者在中国得以正式确立, 此后其在我国资本市场上取得了较快的发展, 对我国资本市场的影响力也越来越强并成为我国资本市场上不可或缺的投资者类型之一。合格境外机构投资者凭借其雄厚的经济实力、丰富的投资经验和强大的信息挖掘与分析处理优势影响着资本市场, 对完善资本市场和推进公司治理起着至关重要的积极作用。国内外许多研究成果表明机构投资者持股会对公司产生多方面的经济后果, 如抑制控股股东掏空行为[10]、股东投票权[11]、监督“大股东”并抑止盈余管理[12]、保护少数股东权益[13]等。

合格境外机构投资者提倡价值投资的理念, 注重公司的长期价值与可持续发展, 通常倾向于长期持股, 相对于其他股东而言更加关注企业的可持续发展能力和长远发展前景, 并且其有更大的能力和更强的动机去获取公司价值相关的信息, 可以凭借相对于其他股东的经济信息优势和强势的投票权利对于管理层的决策产生影响[14]。随着我国对合格境外机构投资者政策的放宽, 越来越多的外国投资者投资于中国企业, 其中很多是来自欧美等对企业社会责任比较重视的国家与地区, 经济全球化进程也加强了亚洲地区企业的社会责任参与水平[15]。王海妹等[16]的研究发现外资参股和机构持股与企业的社会责任是显著的正相关关系。Oh等[17]和Soliman等[18]的研究结果均表明外国投资者与企业社会责任评级之间存在显著正相关关系。Barako等[19]的研究表明外资股东持股越高, 企业社会责任信息披露程度越高。同时, 合格境外机构投资者的持股可以提高公司的社会责任参与程度, 进而增强其竞争优势[20]。因此, 有理由相信, 合格境外机构投资者能够对企业管理层起到监督作用, 降低企业的信息不对称程度, 保护广大利益相关者的权益, 确保企业环境责任的履行, 进行绿色投资, 倾向于支持企业承担企业环境责任的战略决策。基于此, 在其他条件不变的情况下, 本文提出如下研究假设:

假设 H1: 合格境外机构投资者持股比例与企业绿色投资规模之间具有正相关关系。

## 2.2. 股权集中度、合格境外机构投资者和企业绿色投资行为

股权结构是决定公司治理机制有效性的最重要的因素[21], 必然影响上市公司环境责任的履行。中国正处于经济转型的特殊时期, 资本市场和法律体系仍然很不完善, 上市公司股权结构普遍呈现出“一股独大”的特征, 多数上市公司处于控制性大股东的超强控制状态[22]。公司全部股东分为对公司的经营管理有投票权的内部股东和没有投票权的外部股东, 各股东之间主要通过持股比例来确立在公司中的地位和发挥公司治理的作用[23]。Barnea 和 Rubin [24]从企业股权结构视角观察企业社会责任的履行情况。不同的股权结构决定了不同的代理问题类型, 在高度集中的股权结构中, 代理问题就会从管理层与所有者之间的第一类代理问题转向控股股东与少数股东之间的第二类代理问题, 拥有高持股比例的控股股东掌握着企业大部分的资源、拥有战略经营管理和投融资决策的权力[25]。基于前文的研究假设 H1, 即合格境外机构投资者秉承的是一种长远的价值投资理念, 可以推动企业从事绿色投资, 但是如果企业股权高度集中, 则境外机构投资者对企业的投资经营决策的话语权将被削弱, 本文预期其对企业绿色投资行为的影响也变小。据此本文提出假设 H2:

假设 H2: 若其他条件不变, 当企业股权高度集中时, 合格境外机构投资者对企业绿色投资的正向影响将被削弱。

## 3. 研究设计

### 3.1. 样本选择与数据来源

重污染行业公司因其高能耗、高污染而受到巨大的公共压力, 与非重污染行业相比, 重污染行业公司基于信息传递理论与合法性理论, 故其更愿意进行环境信息披露, 而且社会责任报告披露更为充分、连续[26]。本文以 2008~2015 年为样本期间, 选择沪深交易所重污染行业的上市公司为研究对象。重污染行业的选取主要依据环保部 2010 年公布的《上市公司环境信息披露指南》(征求意见稿), 包括火电、钢铁、水泥、电解铝、煤炭、冶金、化工、石化、建材、造纸、酿造、制药、发酵、纺织、制革和采矿业, 具体按照《上市公司环保核查行业分类管理名录》(环办函[2008]373 号)认定。另外, 剔除了 ST、\*ST 公司观察值、某些控制变量缺失且无法补全的观察值和数据不完整的样本。经过以上筛选过程, 本文最终获得 1169 公司-年度观测值。企业绿色投资规模评分数据来源于企业社会责任报告, 并全部由笔者手工下载并整理, 合格境外机构投资者持股、股权集中度以及控制变量的数据主要来源于国泰安(CSMAR)数据库和 Wind 资讯。为了控制极端异常值的影响, 本文对所有连续变量进行了上下 1%分位数的 Winsorize 处理。

### 3.2. 变量选取与定义

#### 3.2.1. 被解释变量

企业绿色投资规模(EI)。本文采用“内容分析法”来定量企业的绿色投资规模。内容分析法常用在社会责任和环境信息披露研究中, 通过对公司已公开披露的各类报告, 进行客观系统的定量分析来确定每一个特定项目的分值, 最终得出总的评价。本文按照毕茜和于连超[3] (2016)的方法对企业的绿色投资规模进行量化。具体来说, 首先, 根据《环境信息公开办法(试行)》等文件的规定, 将公司所披露的绿色投资分类为 4 种细分投资(各个细分投资都有相应的二级指标, 例如环境整理管理投资包括认证及复核投资额; 节能、节水投资包括识别来源、测量、记录和报告用量、采取节约措施、寻找可行机会等)。由于采用内容分析法, 本文需要对 4 种细分投资分别进行客观的评分, 评分的总的规则是年报和社会责任报告



中无绿色投资行为描述的赋值为 0, 一般定性描述绿色投资行为的赋值为 1, 详细定量描述绿色投资行为的赋值为 2, 兼有定性与定量描述绿色投资行为的赋值为 3; 通过打分及整理便得到公司的绿色投资额的分数, 每项赋值 0~3 分, 分别代表无投资、投资较少、投资中等和投资充分。与直接将企业披露的环保支出、节能减排支出当作企业绿色投资额相比, 此方法能够有效避免各个年度绿色投资额的异常, 更真实地反映企业绿色投资额的变化趋势以及相对大小。评价体系如表 1 所示。

### 3.2.2. 解释变量与调节变量

本文的主要解释变量为合格境外机构投资者持股。借鉴王海妹等[16]的研究, 采用外资持股比例(QFIIR = 外资持股数/流通 A 股数量)。借鉴李志斌[27]的方法, 调节变量股权集中度采用两个指标来衡量: (1) 第一大股东持股比例(Top1); (2) Herfindahl 指数(Herfindahl5), 计算公式如下:

$$\text{Herfindahl5} = \sum_{i=1}^5 \text{Share}_i^2 \tag{1}$$

其中, Herfindahl5 表示的是公司前 5 位大股东持股比例的平方和, Share<sub>i</sub> 为第 i 大股东的持股比例, 如果 Herfindahl5 的值越大, 则表示公司股权越集中。

借鉴现有的研究, 本文纳入了如下的控制变量: 盈利能力(ROA)、成长性(Growth)、财务杠杆(Lev)、机会成本(TobinQ)、企业规模(Size)、现金流量(CFO)、资本支出(Inv)、独立董事比例(Idd)以及年度(Year)和行业(Industry)效应, 具体变量定义如表 2 所示。

### 3.3. 模型设定

由于合格境外机构投资者持股与企业绿色投资之间的关系可能存在内生性问题, 亦即合格境外机构投资者可能倾向于持有社会责任感高以及绿色投资多的公司股票, 同时合格境外机构投资者也可能促进上市公司绿色投资的完善和发展。为此, 本文借鉴唐国平等[8] (2013)、毕茜、于连超[3] (2016)的研究, 将所有自变量和控制变量滞后一期, 从而在一定程度上缓解了内生性问题。为了检验 H1, 设定模型(2)如下:

$$\begin{aligned} EI = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{QFIIR} + \alpha_2 \text{ROA} + \alpha_3 \text{Growth} + \alpha_4 \text{Lev} + \alpha_5 \text{TobinQ} + \alpha_6 \text{Size} \\ & + \alpha_7 \text{CFO} + \alpha_8 \text{Inv} + \alpha_9 \text{Idd} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \end{aligned} \tag{2}$$

为了检验股权集中度对合格境外机构投资者(QFII)与企业绿色投资(EI)之间关系的调节效应, 本文在模型(2)的基础上增加了合格境外机构投资者持股与股权集中度的交乘项(QFIIR\*Top1, QFIIR\*Herfindahl5), 设定模型(3)、(4)。根据前文假设 H2 的分析, 本文预期交乘项的估计系数 α<sub>3</sub> 显著小于 0。

**Table 1.** Enterprises' green investment evaluation system

**表 1.** 企业绿色投资规模评价体系

项目	二级指标	项目	二级指标
环境整理管理投资	认证及复核投资额	节能、节水投资	寻找可行机会
	污染及废物识别		
污染投资	测量、记录及报告源头	气候变化投资 (温室气体)	识别排放源头
	采取污染控制措施		测量、记录及报告排放量
	识别来源		减排措施
节能、节水投资	测量、记录及报告用量		避免或减少不良影响
	采取节约措施		生产及业务过程中考虑变化

Table 2. Main variables

表 2. 主要变量含义

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	企业绿色投资规模	EI	内容分析法下的企业绿色投资规模
	外资持股比例	QFIIR	外资持股数/流通 A 股数量
解释变量	第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持股数/总股数
	Herfindahl 指数	Herfindahl5	前 5 位大股东持股比例的平方和
	盈利能力	ROA	净利润/平均总资产
	成长性	Growth	主营业务收入增长率
	财务杠杆	Lev	期末总负债/期末总资产
	机会成本	TobinQ	托宾 Q 值
	企业规模	Size	企业总资产的自然对数
	控制变量	现金流量	CFO
资本支出		Inv	(经营租赁所支付的现金+购建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额)/总资产
独立董事比例		Idd	独立董事人数/董事会总人数
年度变量		Year	若属于该年度则取值为 1; 否则为 0
行业变量		Industry	若属于该行业则取值为 1; 否则为 0

$$EI = \alpha_0 + \alpha_1 QFIIR + \alpha_2 Top1 + \alpha_3 QFIIR * Top1 + \alpha_4 ROA + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Lev + \alpha_7 TobinQ + \alpha_8 Size + \alpha_9 CFO + \alpha_{10} Inv + \alpha_{11} Idd + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (3)$$

$$EI = \alpha_0 + \alpha_1 QFIIR + \alpha_2 Herfindahl5 + \alpha_3 QFIIR * Herfindahl5 + \alpha_4 ROA + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Lev + \alpha_7 TobinQ + \alpha_8 Size + \alpha_9 CFO + \alpha_{10} Inv + \alpha_{11} Idd + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (4)$$

本文之所以没有选择非线性回归模型, 是因为在模型中加入合格境外机构投资者(QFII)的平方项后, 结果显示其并不显著, 故两者不存在非线性关系。所以, 本文采用以上的线性回归模型来估计合格境外机构投资者对企业绿色投资的影响。

## 4. 实证检验与结果分析

### 4.1. 描述性统计

表 3 为企业绿色投资规模的基本统计量。从各年的合计统计值来看, 企业绿色投资规模的最小值与最大值相差了 19 个单位, 标准差为 4.623, 这说明在不同的企业中企业绿色投资规模呈现较大的差距; 从各个年度来看, 企业绿色投资规模呈现逐年上升的发展趋势, 最小值、最大值与标准差特征与各年的合计数相应特征基本表现一致。

表 4 为主要变量的描述性统计。从表 4 中可以看出, 企业绿色投资规模(EI)的最小值为 9、最大值为 28、标准差为 4.623, 表明我国企业绿色投资水平整体较低, 呈现出绿色投资额不足的现状。合格境外投

**Table 3.** Statistical description of green investment  
**表 3.** 企业绿色投资规模的基本统计量

年份	观测值	均值	标准差	中位数	最大值	最小值
2007	141	12.128	2.220	12	20	9
2008	140	14.064	2.354	14	24	9
2009	148	15.966	2.503	16	28	10
2010	148	17.703	2.565	18	26	10
2011	149	19.403	2.861	20	28	10
2012	150	20.940	3.079	21	28	12
2013	150	22.120	3.010	23	28	13
2014	143	23.727	2.996	24	28	14
合计	1169	18.311	4.623	18	28	9

**Table 4.** Statistical description of main variables  
**表 4.** 主要变量的统计描述

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
EI	1169	18.311	4.623	9	18	28
QFIIR (%)	1169	0.195	0.611	0	0	3.630
Top1	1169	0.404	0.153	0.075	0.408	0.737
Herfindahl5	1169	0.206	0.127	0.017	0.189	0.550
ROA	1169	0.053	0.056	-0.089	0.041	0.254
Growth	1169	0.114	0.481	-0.658	0.042	3.275
Lev	1169	0.516	0.194	0.084	0.531	0.883
TobinQ	1169	2.162	1.518	0.867	1.631	9.385
Size	1169	22.918	1.340	20.618	22.803	26.285
CFO	1169	0.071	0.071	-0.130	0.066	0.273
Inv	1169	0.073	0.057	0.004	0.060	0.269
Idd	1169	0.364	0.054	0.273	0.333	0.571

投资者持股比例(QFIIR)最小值为0、最大值为3.63%、均值为0.195%，表明目前我国企业外资持股比例都普遍较低。股权集中度的两个衡量指标：(1) 第一大股东持股比例(Top1)的最小值为0.075、最大值为0.737、均值为0.404；(2) Herfindahl5 指数的最小值是0.017、最大值为0.550、均值为0.206，以上表明中国上市公司股权集中程度处于较高水平。控制变量方面，盈利能力ROA的均值为0.053，成长性Growth的均值为0.114，说明重污染行业上市公司成长性相对偏低，样本中资产负债率平均值为51.6%。

#### 4.2. 多元回归分析

表5为合格境外机构投资者与企业绿色投资的回归结果的回归结果。如表5所示，在模型(1)的回归结果中，QFIIR的系数为0.234，t值为2.498，在0.05的水平上显著，系数的显著性表明合格境外机构投

**Table 5.** Regression results  
**表 5.** 回归结果

		(1)	
		EI	
QFIIR	0.234** (2.498)	CFO	1.383 (1.117)
ROA	-2.881 (-1.429)	Inv	2.972** (2.141)
Growth	-0.174 (-1.415)	Idd	-1.771 (-1.378)
Lev	1.154** (2.154)	_cons	-2.043 (-1.162)
TobinQ	-0.127* (-1.757)	Year&Industry	控制
		F	141.778
Size	0.762*** (9.769)	Adj_R <sup>2</sup>	0.761
		N	1169

注: \*、\*\*、\*\*\*分别代表 10%、5%、1%的显著性水平, 括号中数值为对应的 t 统计量。

投资者持股(QFIIR)与企业绿色投资规模(EI)呈显著正相关关系, 与本文预期相符, 即随着我国对合格境外机构投资者市场准入政策的放宽和完善, 企业外资持股比例的提高对企业绿色投资水平的提高有正向的促进作用, 因此假设 H1 得到验证。根据模型(1)的回归结果, 发现其整体拟合显著。同时结果显示, 公司规模(Size)在 0.01 的水平上显著为正, 财务杠杆(Lev)和资本支出(Inv)在 0.05 的水平上显著为正, 机会成本(TobinQ)在 0.1 的水平上显著为负, 盈利能力(ROA)、成长性(Growth)、现金流量(CFO)和独立董事比例(Idd)的回归不显著, 说明企业的绿色投资规模会随着公司规模、财务杠杆、资本支出的增加而显著提高, 机会成本对企业绿色投资产生负向影响。

表 6 为股权集中度、合格境外机构投资者与企业绿色投资的回归结果。从表 6 中可以看出 QFIIR 的估计系数分别为 0.681、0.529, t 值分别为 2.380、2.731, 且分别在 0.05、0.01 的水平上显著, 本文重点关注的是交乘项 QFIIR\*Top1 和 QFIIR\*Herfindahl5, 其中 QFIIR\*Top1 的估计系数为-1.128, t 值为-1.689, 在 0.1 的水平上通过统计检验; QFIIR\*Herfindahl5 的估计系数为-1.493, t 值为-1.788, 也在 0.1 的水平上通过检验。该结果说明随着股权集中程度的增加, 合格境外机构投资者对企业绿色投资的正向影响将被削弱, 因此假设 H2 得到验证。

## 5. 稳健性检验

为验证本文实证检验结果的可靠性, 本文进行了以下的稳定性测试: ① 用外资持股家数(QFIIS)来替换外资持股比例(QFIIR); ② 将股权集中度变量 Herfindahl5 指数替换为 Herfindahl10 指数; ③ 用绿色投资规模的自然对数代替变量 EI, 以消除内容分析法中打分主观误差的影响。研究表明, 本文的实证结果是稳健的<sup>1</sup>。

## 6. 结论与启示

本文基于 2008~2015 年中国 A 股重污染行业上市公司的经验数据, 尝试性地探讨了合格境外机构投资者、股权集中度与企业绿色投资行为之间的关系, 明确合格境外机构投资者以及股权集中度对于企业实施绿色投资活动的作用效果。实证结果发现: 合格境外机构投资者持股对于企业绿色投资有显著的正

<sup>1</sup> 限于篇幅, 未报告稳健性①、②、③的结果。



**Table 6.** Regression results  
**表 6.** 回归结果

	(1)	(2)
	EI	EI
QFIIR	0.681** (2.380)	0.529*** (2.731)
QFIIR*Top1	-1.128* (-1.689)	
QFIIR*Herfindahl5		-1.493* (-1.788)
Top1	1.885*** (3.871)	
Herfindahl5		2.120*** (3.461)
ROA	-2.581 (-1.289)	-2.496 (-1.242)
Growth	-0.195 (-1.600)	-0.185 (-1.528)
Lev	1.258** (2.354)	1.280** (2.382)
TobinQ	-0.125* (-1.731)	-0.136* (-1.893)
Size	0.717*** (9.434)	0.706*** (9.267)
CFO	1.091 (0.884)	1.088 (0.881)
Inv	3.398** (2.424)	3.432** (2.449)
Idd	-1.639 (-1.294)	-1.629 (-1.291)
_cons	-1.903 (-1.100)	-1.332 (-0.774)
Year& Industry	控制	控制
F	137.952	137.676
Adj_R <sup>2</sup>	0.763	0.763
N	1169	1169

注：\*、\*\*、\*\*\*分别代表 10%、5%、1%的显著性水平；括号中数值为对应的 t 统计量。

向影响，合格境外机构投资者参与公司治理会促使上市公司更加积极地进行绿色投资，提高其绿色投资水平；进一步考虑到股权特征因素后，结果发现在公司股权高度集中的背景下，合格境外机构投资者对于企业绿色投资决策的影响力会被削弱，经过一系列的稳健性检验，上述研究结论依然成立。

本文研究的启示在于：第一，本文研究结果显示合格境外机构投资者参与公司治理，可以有效促进企业绿色投资，因此，在加强合格境外机构投资者投资活动监管的基础上，可以适当逐步放宽对外国投资者的政策限制，营造良好的外商投资环境，提高外资在我国上市公司的持股比例，支持外资依法依规参与环保行业的建设发展。第二，本文发现股权集中度削弱了合格境外机构投资者对企业绿色投资的正向作用，因此，应该通过合理构筑和完善股权结构模式，以促进企业进行绿色投资。

本研究具有以下局限性：第一，研究对象选取重污染行业上市公司，代表性较强，但并未考虑非重污染行业上市公司，主要由于现阶段非重污染上市公司并不强制要求披露环境相关的数据，数据的可获得性限制了本文的研究。第二，考虑到社会责任报告等独立报告数据的准确性，本文未直接应用其中披露的数据，而是采用“内容分析法”定量分析企业绿色投资，具有一定的主观性。

## 基金项目

本文得到国家自然科学基金项目“技术-制度”双解锁视角下高碳产业低碳转型动力机制及引导策略研究(编号：G031201)的资助。

## 参考文献 (References)

- [1] 彭峰, 李本东. 环境保护投资概念辨析[J]. 环境科学与技术, 2005, 28(3): 72-74.
- [2] Orsato, R.J. (2006) Competitive Environmental Strategies: When Does It Pay to Be Green. *California Management Review*, **48**, 127-143. <https://doi.org/10.2307/41166341>
- [3] 毕茜, 于连超. 环境税的企业绿色投资效应研究[J]. 中国人口、资源与环境, 2016, 26(3): 76-82.
- [4] Xing, Y. and Kolstad, C.D. (2002) Do Lax Environmental Regulations Attract Foreign Investment? *Environmental and Resource Economics*, **21**, 1-22. <https://doi.org/10.1023/A:1014537013353>
- [5] Portugal-Perez, A. (2011) Environmental Regulation and Investment: Evidence from European Industries. *Ecological Economics*, **70**, 759-770. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2010.11.013>
- [6] 刘绍君. 区域环保投资与经济可持续发展研究——基于我国区域面板数据比较分析[J]. 企业经济, 2012, 2012(1): 136-140.
- [7] 朱建华, 徐顺青, 逯元堂, 吴舜泽. 中国环保投资与经济增长实证研究——基于误差修正模型和格兰杰因果检验[J]. 中国人口、资源与环境, 2014, 24(3): 100-103.
- [8] 唐国平, 李龙会, 吴德军. 环境管制, 行业属性与企业环保投资[J]. 会计研究, 2013, 2013(6): 83-89.
- [9] 郑秀田, 许永斌. 控股股东攫取私利下中小股东的行为选择——“理性冷漠”还是“积极监督”?[J]. 经济评论, 2013(6): 11-16.
- [10] 王琨, 肖星. 机构投资者持股与关联方占用的实证研究[J]. 南开管理评论, 2005, 8(2): 27-33.
- [11] Li, K., Ortiz-Molina, H. and Zhao, X. (2008) Do Voting Rights Affect Institutional Investment Decisions? Evidence from Dual-Class Firms. *Financial Management*, **37**, 713-745. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2008.00032.x>
- [12] 高雷, 张杰. 公司治理, 机构投资者与盈余管理[J]. 会计研究, 2008, 2008(9): 64-72.
- [13] Huang, W. and Zhu, T. (2015) Foreign Institutional Investors and Corporate Governance in Emerging Markets: Evidence of a Split-Share Structure Reform in China. *Social Science Electronic Publishing*, **32**, 312-326. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.013>
- [14] Schnatterly, K., Shaw, K.W. and Jennings, W.W. (2008) Information Advantages of Large Institutional Owners. *Strategic Management Journal*, **29**, 219-227. <https://doi.org/10.1002/smj.654>
- [15] Chapple, W. and Moon, J. (2005) Corporate Social Responsibility (CSR) in Asia a Seven-Country Study of CSR Web Site Reporting. *Business & Society*, **44**, 415-441. <https://doi.org/10.1177/0007650305281658>
- [16] 王海妹, 吕晓静, 林晚发. 外资参股和高管, 机构持股对企业社会责任的影响——基于中国 A 股上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2014(8): 81-87.
- [17] Oh, W.Y., Chang, Y.K. and Martynov, A. (2011) The Effect of Ownership Structure on Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, **104**, 283-297. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0912-z>
- [18] Soliman, M., Din, M. and Sakr, A. (2012) Ownership Structure and Corporate Social Responsibility (CSR): An Empirical Study of the Listed Companies in Egypt. *Social Science Electronic Publishing*, **5**, 63-74.
- [19] Barako, D.G., Hancock, P. and Izan, H.Y. (2006) Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies. *Corporate Governance: An International Review*, **14**, 107-125. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00491.x>
- [20] Mcguinness, P.B., Vieito, J.P. and Wang, M. (2017) CSR Performance in China: The Role of Board Gender and Foreign Ownership. *Journal of Corporate Finance*, **2017**, 75-99. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.001>
- [21] 吴敬琏. 控股股东行为与公司治理[J]. 中国审计, 2001(8): 23-24.
- [22] 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(1): 90-100.
- [23] Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, **3**, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [24] Barnea, A. and Rubin, A. (2010) Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, **97**, 71-86. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>
- [25] Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1986) Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, **94**, 461-488. <https://doi.org/10.1086/261385>
- [26] 沈洪涛, 黄珍, 郭昉汝. 告白还是辩白——企业环境表现与环境信息披露关系研究[J]. 南开管理评论, 2014, 17(2): 56-63.
- [27] 李志斌. 内部控制, 股权集中度与投资者关系管理——来自 A 股上市公司投资者关系调查的证据[J]. 会计研究, 2013(12): 72-78.

**期刊投稿者将享受如下服务：**

1. 投稿前咨询服务 (QQ、微信、邮箱皆可)
2. 为您匹配最合适的期刊
3. 24 小时以内解答您的所有疑问
4. 友好的在线投稿界面
5. 专业的同行评审
6. 知网检索
7. 全网络覆盖式推广您的研究

投稿请点击：<http://www.hanspub.org/Submission.aspx>

期刊邮箱：[jlce@hanspub.org](mailto:jlce@hanspub.org)