

青 江 大 学

本科毕业生论文

资本市场开放与中小股东利益保护

--来自“沪港通”的经验证据

**Capital Market Liberalization and the Protection of
Minority Shareholders' Interests**

--Evidence from the Shanghai-Hong Kong Stock Connect

院 系 财经学院金融学系

专 业 金融学 CFA 年级 2021 级

学生姓名 李根 学号 210203010203

指导教师 张永春 教授

完成日期 2025 年 5 月 16 日

诚信责任书

本人郑重声明：本人所呈交的毕业论文（设计），是在导师的指导下独立进行研究所取得的成果。毕业论文（设计）中凡引用他人已经发表或未发表的成果、数据、观点等，均已明确注明出处。除文中已经注明引用的内容外，不包含任何其他个人或集体已经发表或在网上发表的论文。

特此声明。

论文作者签名: 李根 日期: 2025年5月16日

资本市场开放与中小股东利益保护

—来自“沪港通”的经验证据

摘要

坚持高水平对外开放、完善投资者保护体系，是我国推进资本市场高质量发展的关键路径。本文从中小股东利益保护视角出发，以沪港通实施作为准自然实验构建多时点双重差分模型，实证检验了资本市场开放对大股东掏空的治理效应。研究结果发现：（1）沪港通的实施显著抑制了大股东掏空行为，该结论在进行了安慰剂检验等一系列稳健性检验后依然成立，表明资本市场开放有利于保护中小股东利益。（2）机制分析表明，资本市场开放主要通过两个渠道产生治理效应：其一，沪港通实施提高了机构投资者的持股比例，机构投资者通过“用手投票”和“用脚投票”的方式约束大股东掏空行为；其二，沪港通带来了分析师关注度的提升，加强了对大股东行为的外部监督，从而对其掏空行为起到威慑效应。（3）异质性分析发现沪港通对大股东掏空行为的抑制效应在非国有企业、大型企业及所在地市场化程度高的企业中更为显著，在所在地市场化程度低的企业中抑制效应较弱，而对国有企业与中小型企业的抑制效应则在统计上不呈现显著性。本文研究结果为评估资本市场开放的治理成效提供了微观证据，也为完善中小股东权益保护机制提供了政策启示。

关键词：资本市场开放；中小股东利益保护；沪港通

Capital Market Liberalization and the Protection of Minority Shareholders' Interests

--Evidence from the Shanghai-Hong Kong Stock Connect

Abstract

Maintaining high-level opening-up and improving investor protection are key to China's capital market development. Using a multi-period DID model with the Shanghai-Hong Kong Stock Connect as a quasi-natural experiment, this study empirically tested the governance effect of capital market liberalization on major shareholders' tunneling behaviors from a minority shareholder protection perspective. The results of the study found that: (1) The Stock Connect significantly curbs major shareholders' tunneling, a finding robust to various tests, suggesting capital market openness protects minority shareholders. (2) Mechanism analysis reveals two governance channels: First, it boosts institutional ownership, enabling them to curb tunneling through active/passive monitoring; Second, enhanced analyst coverage strengthens external oversight, deterring such behaviors. (3) The effect is stronger in non-SOEs, large-size enterprises, and those in high-marketization regions, but weaker in low-marketization areas and insignificant for SOEs and small and medium-sized enterprises. The results of this paper provide micro evidence for assessing the governance effectiveness of capital market liberalization and policy implications for improving the mechanism of protecting the interests of minority shareholders.

Keywords: Capital Market Liberalization; Protection of Minority Shareholders' Interests; Shanghai-Hong Kong Stock Connect

目 录

第一章 绪论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.2.1 理论意义.....	2
1.2.2 现实意义.....	2
1.3 文献综述.....	3
1.3.1 有关资本市场开放的文献综述.....	3
1.3.2 有关中小股东利益保护的文献综述.....	4
1.3.3 有关资本市场开放对中小股东利益保护影响的文献综述.....	5
1.3.4 文献评述.....	5
1.4 研究思路.....	6
1.5 可能的创新点.....	7
第二章 制度背景、理论基础与研究假说.....	9
2.1 制度背景.....	9
2.2 理论基础.....	10
2.2.1 委托代理理论.....	10
2.2.2 大股东掏空理论.....	11
2.2.3 信息不对称理论.....	11
2.3 研究假说.....	12
2.3.1 资本市场开放对中小股东利益保护的总体影响.....	12
2.3.2 资本市场开放对中小股东利益保护的影响机制.....	13
第三章 研究设计.....	15
3.1 模型设定.....	15
3.2 数据来源与样本说明.....	15
3.3 变量设定与描述性统计.....	16
3.3.1 变量设定.....	16
3.3.2 描述性统计.....	17
第四章 实证分析及检验.....	19

4.1 基准回归结果及分析.....	19
4.2 稳健性检验.....	19
4.2.1 平行趋势检验.....	19
4.2.2 替代被解释变量.....	21
4.2.3 安慰剂检验.....	21
4.2.3 PSM-DID	22
4.3 机制分析.....	26
4.3.1 基于机构投资者持股视角.....	26
4.3.2 基于分析师关注视角.....	27
4.4 异质性分析.....	27
4.4.1 基于企业产权性质的异质性分析.....	27
4.4.2 基于企业规模的异质性分析.....	28
4.4.3 基于所在地市场化程度的异质性分析.....	28
第五章 结论与建议.....	30
5.1 研究结论.....	30
5.2 研究建议.....	30
参考文献.....	32
致谢.....	36
附录 A 正文省略表格完整结果	37

第一章 绪论

1.1 研究背景

在全球化和市场一体化的背景下，资本市场对外开放已成为推动金融改革和经济发展的关键环节。资本市场的开放不仅有助于吸引国际投资，提升市场的流动性和竞争力，还能促进国内市场的结构性改革和资源优化配置。习近平总书记在党的二十大报告中明确指出，“中国坚持对外开放的基本国策，坚定奉行互利共赢的开放战略”并强调要“推进高水平对外开放”。近年来，中国在资本市场开放方面取得了显著进展，从 QFII（合格境外机构投资者）等制度的逐步放开，到沪港通（沪港股票市场交易互联互通机制，本文采用简称“沪港通”、“SHSC”¹）、深港通（深港股票市场交易互联互通机制，本文采用简称“深港通”）等跨境交易机制的建立，这些政策措施都体现了中国资本市场对外开放的不断深化。通过引入国际投资者和市场机制，资本市场的开放不仅提升了市场的透明度，还增强了市场的国际化程度，为我国经济的高质量发展提供了坚实支撑。

与此同时，中小股东利益保护问题始终是资本市场健康发展的核心关注点。由于中小股东在公司治理中的相对弱势，他们的利益很容易受到大股东或管理层的侵害。中小股东的权益保护不仅涉及市场的公平性和透明度，还直接影响到投资者的信心及市场的长期稳定。因此，各国资本市场均采取了不同措施来保障中小股东的权益，以确保他们在市场中的公平对待。在中国，随着资本市场的快速发展和投资者结构的多元化，中小股东的权益保护问题愈发突出。尽管我国在公司治理、信息披露和股东权利保护方面进行了诸多改革，但在实际操作中，中小股东依然面临信息不对称、治理结构不完善等挑战。2023 年 7 月中共中央政治局会议明确提出要“活跃资本市场，提振投资者信心”，在此背景下，完善公司治理机制、切实保护各类投资者权益已成为当前市场建设的重点任务。

因此，研究资本市场开放是否会对中小股东利益保护产生影响具有重要的理论和实践意义。一方面，资本市场的对外开放可能通过引入更多外资和国际化治理标准，推动市场机制的完善，从而提升中小股东的权益保护水平。另一方面，资本市场开放也可能为中小股东带来新的挑战，如市场竞争的加剧和国际投资者参与方式及治理标准的差异等。因此，探究资本市场开放对中小股东利益保护的

¹ Shanghai-Hong Kong Stock Connect 的简称

实际影响，有助于揭示资本市场开放与公司治理之间的复杂关系，为政策制定者提供科学依据，从而促进资本市场的健康发展。

本文基于沪港通实施的准自然实验，探索了资本市场开放是否有助于中小股东利益保护，并进一步分析其影响机制，以望为理解资本市场开放对中小股东利益保护的实际影响提供有力的实证证据，并为政策制定者和市场参与者提供宝贵的参考。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

本文的理论意义主要体现在两个方面。首先，本文扩展了资本市场开放的经济后果的研究。尽管已有大量文献探讨了资本市场开放对股东结构、企业投融资、创新和信息披露等方面的影响，但关于资本市场开放对股东利益保护的影响研究相对较少。因此，本文通过探讨资本市场开放对上市公司股东利益保护的影响，进一步丰富了资本市场开放经济后果的研究领域。其次，本文对股东利益保护的影响因素进行了扩展。现有文献多集中于内部治理机制（如高管持股、薪酬结构和董事会组成等）以及外部治理机制（如法律环境和外部审计等）的影响，而鲜少有研究从资本市场对外开放的角度进行分析。本文从这一新的宏观政策视角出发，为股东利益保护的影响因素研究提供了新的理论视野。

1.2.2 现实意义

在现实意义方面，本文具有两个主要贡献。首先，本文从上市公司治理的视角出发，探讨资本市场开放对中小股东利益保护的实际效果，不仅能够验证开放政策在微观企业层面的实施效果，还可为政策制定者优化资本市场制度提供实证依据，助力资本市场高质量对外开放。其次，本文为投资者利益保护提供了新的思路，研究分析了资本市场开放引入境外投资者对治理环境的改善作用，并探讨了这种开放是否有助于促进中小股东利益保护及其作用机制，进而为完善投资者保护制度提供理论依据。

1.3 文献综述

1.3.1 有关资本市场开放的文献综述

资本市场开放是指一个国家或地区逐步取消对跨境资本流动的限制，允许外国投资者自由参与本国资本市场，同时允许本国投资者进入国际资本市场的过程。其核心是通过减少或消除行政管制、外汇管制、投资壁垒等措施，促进资本的双向流动，实现资本要素的全球化配置。

资本市场开放对经济的影响历来受到了许多学者的重视。早期的研究多集中于宏观层面，且存在一定的争议。一方面，如新古典主义经济学学派所认为的，发展中国家的资本市场相较于发达国家更为封闭，必须通过金融自由化促进金融深化和经济增长。大量实证研究也验证了资本市场开放对宏观经济的积极影响，如 Bekaert 等（2007）发现，资本市场的开放帮助境内上市公司吸引外资，推动企业扩张并促进经济增长；Iwata 和 Wu（2009）指出，资本市场的开放使得国际风险分担更加高效，从而降低了经济中的资本成本；Funke（2002）认为资本市场的开放激发了本国市场投资者和消费者的积极性；Bekaert 等（2011）则从国际分配效率和社会全要素生产率的角度对资本市场开放带来的经济效应进行了论证。然而，另一方面，也有学者认为资本市场开放会带来新的风险，增加资本市场的不稳定性（汪新芽和蔡彤，1996），特别是 20 世纪 90 年代的金融危机爆发后，学者们越来越关注其负面影响。沈坤荣和相文燕（2001）在对东南亚危机的分析中，提出国际资本往往具有短期险和投机性，会对发展中国家的资本市场、汇率稳定、外汇储备以及金融体系造成显著冲击；李巍和张志超（2008）发现资本账户开放（无论是完全开放还是部分开放）都会带来国内经济增长的不稳定性；李学峰和文茜（2012）认为新兴市场国家若过快推进资本市场开放，反而可能削弱国内市场的有效性。此外，还有学者认为对新兴经济体而言，资本市场开放对股市的影响存在不确定性，一国能否从开放进程中真正获益，需要单独考虑到其经济基本面、市场结构特征、机构质量和社会制度等重要因素（Jayasuriya, 2005）。

随后，越来越多学者逐步转向微观层面的研究。在微观层面，关于资本市场开放的研究普遍认为其对企业有积极促进作用，特别是在“沪港通”和“深港通”等制度相继实施后，学者们开始关注这些政策的微观效应。程利敏等（2019）认为资本市场开放能够降低企业资本成本，缓解融资约束，并优化资本结构；刘晓群等（2023）指出，开放市场有助于提高上市公司股价信息含量、股票流动性，减少了股价信息风险；李小林等（2022）认为，资本市场开放可以通过优化投资者结构和提高信息披露质量以及抑制企业金融化来降低企业风险承担，发挥改善

企业投融资期限错配问题并提升资源配置效率的作用；此外，李小林等（2024）还发现了资本市场开放能够通过优化投资者结构、降低企业风险承担水平以及推动劳动力技能升级来有效促进企业自主创新能力提升的作用。支晓强等（2021）则从公司治理角度出发，发现资本市场开放不仅有助于提升公司治理水平、抑制高管避税寻租动机，还能改善企业信息质量、提高企业避税成本，从而降低企业避税水平；唐建新等（2021）的研究则指出资本市场开放会通过增强外部信息需求和强化管理层激励来显著提升企业自愿性信息披露的意愿和精度；在陈运森等（2019）看来，资本市场开放能够通过提高公司对外披露质量和降低股价异质性来提升投资效率。此外，潘慧峰等（2018）的研究发现，资本市场开放通过引入海外成熟投资者和扩展境内投资者投资标的，有助于引导投资者回归价值投资，并促使股价在短期内更趋于合理。

1.3.2 有关中小股东利益保护的文献综述

投资者利益保护一直是资本市场中的重要议题，随着资本市场的开放和发展，保护中小股东利益的需求愈发突出。大量研究表明，由于股权高度集中与相关法律制度不完善，使包括中国在内的东亚国家资本市场的主要问题集中在大股东与中小股东之间的冲突，大股东凭借在公司中拥有的控制权优势，中小股东的利益经常受到侵害（何慧华和方军雄，2021；李增泉等，2004）。现有文献主要从外部治理与内部治理两大维度展开，分析与中小股东利益保护的有关的因素。

首先，外部治理是影响中小股东利益保护的关键因素之一。郑秀田和许永斌（2013）提出，在面对大股东攫取私利时，中小股东往往表现出“理性冷漠”或“用脚投票”的行为，政府部门应当努力营造激励中小股东维权和监督意愿的制度与法律环境；Chen等（2013）认为，必须增加控股股东与管理层违法违规行为的惩戒力度，同时要完善上市公司的内部治理机制，才能对投资者形成有效保护；Jia等（2018）指出，建立完善的法律制度对遏制大股东掏空行为、保护中小股东利益具有至关重要的作用；王月萍（2011）提出，监管部门需要不断提升监管效率，并建立健全中小股东维权机制，从而为中小股东提供更有效的法律与制度保障；岑维等（2016）认为，投资者关注度的提高能够有效减少控股股东的利益侵占与非效率投资行为，从而对中小股东利益起到有效保护作用。

其次，内部治理是影响中小股东利益保护的另一个关键因素。李芳等（2023）认为中小股东可以利用网络表达来对大股东和管理层进行监督管理，通过施压抑制其进行盈余管理；孔东民和刘莎莎（2017）则发现实际中小股东参与度更高的公司会更倾向于进行盈余操纵，因此必须全方面完善投资者保护制度，否则即使

中小股东积极参与公司治理，也可能无法有效保障自身权益；叶康涛等（2007）的研究发现，独立董事制度的引入有效抑制了大股东的恶性资金占用行为，保护外部投资者的正当利益；姚文英（2019）指出现金分红政策可以减少大股东侵占的资金，从而有效保护中小股东利益；徐宁等（2019）提出，提升子公司管理者能力能有效抑制母公司的利益侵占行为，从而保护子公司中小股东的利益。

1.3.3 有关资本市场开放对中小股东利益保护影响的文献综述

虽然当前学术界对资本市场开放与公司治理之间关系的研究已有一定积累，但聚焦于中小股东利益保护的研究仍相对有限。已有文献多从合格境外机构投资者（QFII）或交叉上市等角度出发，探讨外资进入对于公司治理和代理问题的影响。Chen 等（2022）认为来自治理与司法更完善的地区的境外投资者具有更强的监督能力，其持股能对公司起到纪律作用，有效减少在中国上市公司中的企业超额在职消费行为并改善运营绩效；Huang 和 Zhu（2015）认为，QFII 的引入能够对国有企业发挥积极的治理作用，QFII 由于较少受政治压力影响，更有可能参与国有企业的谈判和监督，从而缩短了改革的持续时间，增加了对中小股东的补偿，并缓解了内部人控制与利益侵占问题，从而在一定程度上保护了中小股东的利益；Zhang 等（2017）则指出，QFII 对企业内部利益侵占的治理效应并非线性增强，而呈现出倒 U 型特征：当其持股比例偏低时，企业内部利益侵占行为反而随持股比例的增加而有所加剧，而在其持股比例达到一定规模后，其监督效应开始能逐步显现，内部利益侵占行为也随持股比例的提升而下降；吴思和陈震（2018）的研究发现，企业通过交叉上市可以置身于更好的法律、市场和信息环境中，同时面临着更广泛更专业的投资者监督，从而会显著提高管理层谋取私利的成本，有效抑制管理层自利行为，进而缓解了代理冲突并保护了中小股东利益。

1.3.4 文献评述

首先，在资本市场开放领域的研究中，虽然宏观经济层面的研究较为成熟，并形成了资本市场开放促进经济增长与深化金融市场的共识，但关于微观层面影响的探讨还有待补充。尽管一些研究逐步将重点转移到企业层面，探讨资本市场开放对公司治理、资本成本、创新能力等的积极作用，但具体到投资者利益保护，尤其是中小股东的利益保护，现有文献的研究较为空缺。

其次，在中小股东利益保护的研究中，尽管学者们对外部治理与内部治理两个主要维度进行了大量探讨并积累了丰富的理论和实证成果，但现有研究更多集中于单一治理措施的有效性，对资本市场开放的背景下可能带来的有关中小股东利益保护复杂影响的讨论尚显不足。

综上所述，现有文献为资本市场开放与中小股东利益保护的研究提供了良好的理论基础和经验支持，但在研究视角与方法上仍有一定完善空间。沪港通的实施作为我国资本市场开放的重要一步，本文将以自 2014 年实施的沪港通政策为基础，重点分析资本市场开放是否能有效保护中小股东利益，并探讨其具体作用机制。通过这一研究，本文不仅丰富了资本市场开放对中小股东利益保护影响方面的研究，也为推动我国资本市场开放政策优化与健康发展提供支持。

1.4 研究思路

本研究按照“绪论—理论分析—研究设计—实证检验—结论建议”的逻辑结构，围绕“资本市场开放对中小股东利益保护的影响”这一核心议题展开，如图 1 所示。

首先，在绪论部分，本文从研究背景和意义入手，阐明资本市场开放对推动金融改革和经济发展的重要作用，以及保护中小股东利益在资本市场健康发展中的重要地位。通过梳理国内外相关研究成果，识别当前文献的不足，明确本文的研究方向。

其次，在理论分析部分，结合沪港通实施的背景，以委托代理理论、大股东掏空理论和信息不对称理论等相关理论为基础，系统分析资本市场开放可能对中小股东利益保护产生的影响，并提出本文的研究假设，包括资本市场开放对中小股东利益保护的总体影响及其作用机制。

然后，在研究设计部分，本文根据沪港通政策所呈现出的分批试点开放的准自然实验特点，利用沪港通政策的实施这一有关资本市场开放的重大事件作为冲击，设计了多时点双重差分模型，以考察资本市场开放带来的影响。在数据选取上，本文采用沪深 A 股上市公司的面板数据，并对重要变量进行定义与描述性统计，为后续实证分析奠定基础。

接着，在实证检验部分，本文遵从“现象确认→结果可信→机理挖掘→情境拓展”的逻辑，基于上述模型依次开展基准回归分析、稳健性检验、机制分析及异质性分析。通过基准回归分析验证总体影响，确立本文的核心结论；通过稳健性检验验证核心结论的可靠性；通过机制分析进一步探索资本市场开放影响中小股东利益保护的具体路径；通过异质性分析揭示不同企业特征对政策的反应差异。

最后，本文结合理论分析与实证结果，总结本研究得到的重点结论，并提出相关建议，旨在完善我国资本市场的开放体系，进一步优化治理结构，为推动资本市场开放的健康发展提供支持。

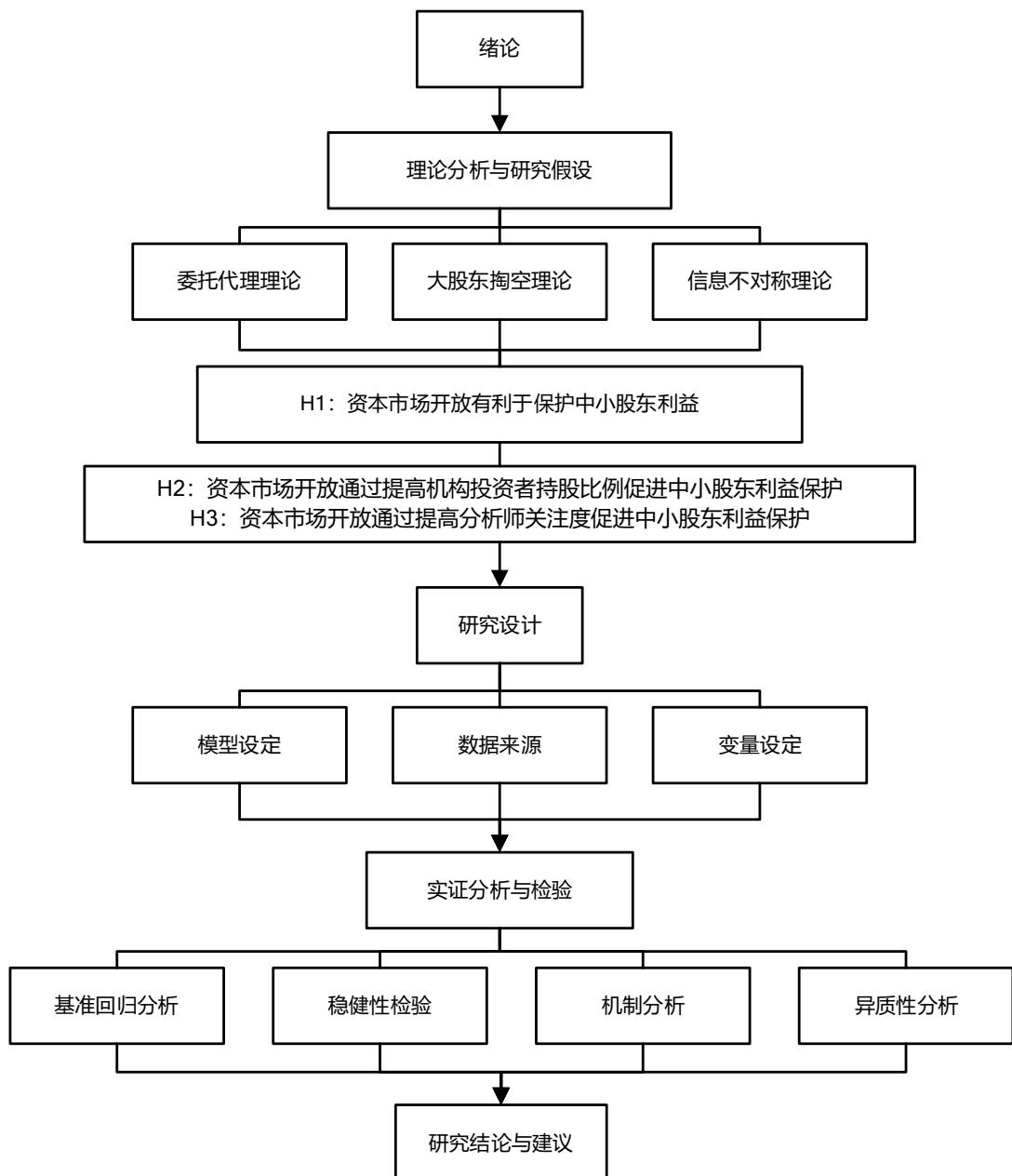


图 1 研究框架

Fig.1 Research framework

1.5 可能的创新点

第一，在研究视角上，本文的创新点在于深入探讨了资本市场开放与中小股东利益保护之间的内在联系，为相关领域的研究提供了新的思路。现有文献多聚焦于资本市场开放对宏观经济或市场效率的影响，而本文则另辟蹊径，从中小股东权益保护的微观视角切入，揭示了资本市场开放如何通过改善公司治理、增强

市场监督等机制，切实保障中小投资者的利益。这一研究不仅丰富了关于资本市场开放经济后果的讨论，还进一步厘清了其具体作用路径，为政策制定者和市场监管者提供了更具针对性的理论依据。

第二，在研究方法上，本文采用了多时点双重差分模型（DID），以沪港通政策的实施作为准自然实验，不仅较好解决了资本市场开放的识别问题，而且有效缓解内生性的问题。从现实逻辑来看，国家层面的宏观政策（如沪港通）具有外生性特征，很难被微观上的单个上市公司直接影响，因此沪港通实施后，大股东掏空行为得到有效抑制只能是公司的微观行为受宏观政策影响的逻辑。

第二章 制度背景、理论基础与研究假说

2.1 制度背景

在全球经济一体化浪潮推动下，中国自 20 世纪 90 年代起逐步构建起多层次、渐进式的资本市场开放体系。这一进程既遵循国际资本市场开放的一般规律，又立足于新兴市场国家的特殊国情，形成了具有中国特色的“渐进式开放+风险管控”双轨机制。表 1 系统梳理了我国资本市场开放进程中的重大制度创新，其演进路径可划分为三个特征鲜明的阶段。

表 1 我国资本市场开放重大事件概览

Table 1 Overview of major events in the liberalization of China's capital markets

阶段	时间	主要事件及内容
发行外资股	1992 年 2 月	设立 B 股市场，允许境外投资者以外币交易境内上市公司股票
资本市场单向开放	2002 年 12 月	实施合格境外机构投资者（QFII）制度，允许外资通过审批额度投资境内资本市场
	2006 年 4 月	实施合格境内机构投资者（QDII）制度，允许境内机构投资境外资本市场
	2011 年 12 月	推出人民币合格境外机构投资者（RQFII）制度，便利境外人民币资金投资境内市场
	2014 年 11 月	实施沪港通，上交所与香港联交所允许投资者买卖规定范围内对方交易所上市的股票
资本市场双向开放	2016 年 12 月	实施深港通，深交所与香港联交所允许投资者买卖规定范围内对方交易所上市的股票
	2019 年 6 月	实施沪伦通，支持中英企业可以发行存托凭证并在对方市场上市交易

第一阶段 B 股市场的设立是我国资本市场开放过程中的里程碑式探索，通过设立独立交易板块、限定外币结算等制度设计，实现了资本市场开放的“风险隔离”，为后续开放积累了重要监管经验。

第二阶段开始尝试进行单向开放，通过 QFII、QDII、RQFII 三项制度，形成渐进式开放体系，该阶段采用额度审批等审慎监管措施，在扩大开放的同时有效管控了风险。

随后，沪港通的启动标志着我国资本市场开放迈入双向开放的新阶段。相较于前期的开放制度（如 QFII），沪港通通过交易所直接建立技术连接的方式，显著提升了跨境投资便利性，实现了内地资本市场与香港资本市场的有效对接。同

时，沪港通独特的制度设计也有效解决了资本自由流动与风险管控的平衡难题：一是采用“资金闭环”机制，境内投资者通过港股通买卖港股时，资金全程以人民币结算且仅在专用账户内划转，避免资本跨境无序流动；二是设置每日额度限制，通过动态调整交易规模控制短期投机风险；三是实行“投资者属地监管”，跨境交易行为由本地交易所按属地规则监管，降低制度摩擦成本。这一创新模式在保障资本账户审慎管理的前提下，使得境内外投资者能够直接参与对方市场交易，这也成为后续深港通、沪伦通等机制的核心模板。

在诸多资本市场开放事件中，本文选取沪港通作为资本市场开放政策效应的研究对象，主要基于以下三个原因。第一，制度设计的首创性：沪港通是我国首个也是现阶段较为成熟的互联互通机制，其创新性的“交易直连、闭环清算”的制度设计，为后续开放实践提供了核心制度模板。第二，政策效应的纯粹性：相较于前期QFII等主动审批管理型的开放政策，沪港通通过交易所直连、在二级市场直接交易的形式，最大限度减少了行政干预对于市场信号的扭曲。第三，实证研究的适配性：其“渐进扩容”特征形成了天然的准实验场景，为评估资本市场开放政策对市场微观主体的影响提供了理想观测窗口。

2.2 理论基础

2.2.1 委托代理理论

委托代理理论作为公司治理领域的重要理论基础，最早源于企业所有权与控制权的分离问题。现代企业中，股东作为所有者通常不参与日常经营管理，而将经营决策权授予专业管理层，这就在所有者（委托人）与管理层（代理人）之间产生了委托代理关系。而由于双方在决策目标、风险承担以及利益分配等方面存在差异，管理层在执行公司事务时难免会出现追求自身利益最大化的倾向，从而存在发生道德风险和逆向选择的可能，侵犯股东和公司的利益。这一类代理问题，被称为第一类代理问题，常出现在美英等西方国家的上市企业中，其分散的股权结构常出现所有权与控制权的分离，从而引发第一类代理问题。

随着委托代理理论研究的不断深化，学者们逐渐认识到，除了所有者与管理层之间存在的代理问题外，由于现代公司治理中控制权和现金流权的进一步分离，大股东与中小股东之间也会产生代理冲突。在股权结构高度集中的企业中，中小股东因持股比例较低、话语权有限以及相较于控股股东处于信息劣势地位，往往难以对大股东形成有效监督和制衡，从而掌握公司控制权的大股东可能利用其优势地位操纵企业决策，通过牺牲中小股东利益来谋取私人利益。这一类代理问题，

则被称为第二类代理问题，常见于新兴市场，大股东往往通过金字塔持股或交叉持股等方式高度掌握着企业的控制权。在这种股权高度集中的企业中，核心矛盾也由股东与管理层之间的利益冲突转变为大股东与中小股东之间的利益冲突。

中国上市公司普遍存在“一股独大”的股权集中现象，这种特殊的股权结构为第二类代理问题提供了滋生土壤，从而使得中小投资者保护成为公司治理与监管政策的核心议题（陈克兢等，2024）。

2.2.2 大股东掏空理论

大股东掏空由 Johnson 等（2000）提出，是公司治理中基于大股东与中小股东代理冲突的核心问题，主要体现为大股东利用其在公司治理中的支配地位，通过一系列隐蔽或直接的手段，将公司的资源、利润和未来价值转移到自身手中，从而侵害中小股东的利益。这种掏空行为不仅包括通过非正当交易、资产特殊价格转让、兼任与过高薪酬安排、以公司资产做抵押担保和否决公司发展机遇等直接手段实现资源抽离，也涵盖了利用内幕交易、阶段性收购、小股东买断和发行稀释性股票等间接途径提升自身持股收益的方式。大股东通过这些方式，将公司的资产和利润转化为私有化利益，实质上也降低了其他股东的价值和公司未来的发展潜力。

由于法律环境和经济制度的不同，中国上市公司的治理结构和代理问题与发达国家成熟资本市场之间存在显著差异，具体而言，这些差异主要体现在两个方面：在股权结构方面，我国上市公司普遍呈现高度集中的特征，“一股独大”现象尤为突出，这种股权集中度使得大股东能够通过持股优势主导股东大会表决，进而掌控董事会构成和高管任免，同时在此类治理结构下，公司决策往往演变为大股东的“一言堂”，董事会和管理层普遍缺乏独立性，形成明显的人身依附关系（郑志刚等，2016）；在利益分配方面，大股东往往利用其控制地位实施机会主义行为，使得资金占用（赵玉芳等，2012）、非公允关联交易（魏明海等，2013）以及异常股利分配（黄娟娟和沈艺峰，2007）等现象频发，严重损害着中小股东的利益。由此可见，治理大股东掏空行为不仅是缓解我国特殊股权结构下代理冲突的核心任务，更是重塑上市公司治理生态、实现中小股东利益实质性保护的关键举措。

2.2.3 信息不对称理论

信息不对称理论揭示了不同主体在经济活动中对相关信息的掌握上存在着差异性。具体而言，不同主体在信息数量、信息质量、获取渠道及获取时点上往往存在显著区别，使得一方能够凭借更充足、更及时的信息优势，在交易决策中

占据有利地位，而信息不足的一方则容易陷入劣势。正因如此，信息不对称不仅引发了道德风险和逆向选择等问题，还成为市场失灵、交易成本上升的重要原因。

发生委托代理问题的本质原因也在于信息不对称。在股权结构较为集中的企业中，大股东凭借其持股优势在决策权和信息资源上都有着主导地位，其不仅能够通过人事任免权组建与自身利益一致的管理团队，还可以通过内部渠道获取更充分、更及时的经营信息。相较而言，中小股东一方面由于持股比例有限，难以有效参与公司治理，另一方面其想要了解有关企业的经营状况基本只能通过查看外部公布的信息，这种权力与信息不对称的格局导致中小股东在企业决策中普遍采取“搭便车”依附大股东决策的行为，从而进一步加大了大股东在企业决策中的优势地位。此时如果加之企业内部治理机制不健全、外部监管缺失与违法成本过低的话，便为掏空行为创造了有利条件，会诱发大股东掏空行为的出现。

2.3 研究假说

2.3.1 资本市场开放对中小股东利益保护的总体影响

在我国资本市场的发展进程中，股权高度集中与公司治理机制不完善长期并存，形成了典型的大股东主导型治理模式，这种特殊的治理结构导致大股东与中小股东之间的代理问题尤为突出。由于信息不对称和监督机制缺位，大股东往往能够凭借其控制权优势，通过一系列隐蔽或直接的手段，将公司的资源、利润和未来价值转移到自身手中，严重损害了中小股东的合理利益。

我国资本市场对外开放进程的持续推进为改善这一局面提供了新契机。资本市场开放所带来的一个明显变化就是引入了具有成熟投资理念和丰富治理经验的境外投资者。与境内散户投资者相比，这些境外投资者通常具备三个显著特征：首先，他们大多来自公司治理环境更为成熟的国际市场，对信息披露和投资者保护有着更高要求（李春涛等，2018）；其次，他们普遍采用价值投资理念，更关注企业的长期可持续发展（李蕾和韩立岩，2014）；最后，他们拥有更强的信息处理能力和专业的分析工具，能够更准确地识别公司治理风险（张浩等，2024）。因此，在境外投资者进入我国市场之后，对上市公司的透明度、信息披露、公司治理等方面提出更高要求，使得公司整体治理水平有望得到提升，从而有效地遏制大股东通过掏空行为侵害中小股东利益的可能性。基于以上分析，本文提出研究假说H1：

H1：资本市场开放能够有效抑制大股东掏空行为，从而保护中小股东利益。

2.3.2 资本市场开放对中小股东利益保护的影响机制

资本市场开放带来的影响并非直接产生，而是通过优化公司治理结构和改善市场环境间接实现的。基于此，本文提出两个可能的核心传导机制。

（1）机构投资者持股

沪港通实施后，以机构投资者为主的境外投资者群体迅速进入内地市场（连立帅等，2019），其参与不仅带来了国际成熟市场的治理经验，也引发了国内机构投资者的积极跟进（李沁洋等，2024）。境外机构投资者普遍拥有较高的专业水平和较强的监督能力，他们在投资决策中注重企业的发展前景和成长潜力（连立帅等，2019），这使得其的参与不仅会为标的企业吸引更多优质资本，也会促使企业不断完善内部治理机制（卢锐等，2022）。

在企业治理过程中，机构投资者发挥着至关重要的作用。首先，机构投资者可以通过直接行使股东权利——即“用手投票”，积极参与董事会选举、议案表决以及与管理层的沟通交流，从而对大股东利用关联交易、资金占用等方式实施的自利行为形成有效的监督和约束（李玉敏等，2024；孙光国等，2015）。机构投资者凭借其在信息、资金及专业知识等方面的优势，既有能力也有动力对企业信息披露状况及管理层行为实施有效监督（Crane 等，2019），这种直接参与使得大股东在谋求私利时更难回避来自专业投资者的监督压力，同时也推动企业逐步引入先进的治理制度，提高信息披露质量（谭劲松和林雨晨，2016），降低代理成本（王谨乐和史永东，2016）。

其次，机构投资者还通过“用脚投票”的市场退出机制加大对大股东掏空行为的约束。当发现企业大股东存在侵害其他股东利益的行为时，机构投资者可以通过大规模减持或退出，促使股价下跌，甚至会产生“羊群效应”引发其他投资者的抛售行为（周爱民等，2021），从而大幅增加大股东实施掏空行为的成本，形成潜在退出威胁以约束大股东私利行为（姜付秀等，2015）。

综上，沪港通的实施一方面引入了以境外专业机构投资者为代表的优质资本，这些投资者凭借其丰富的海外市场经验和独立的投资判断，直接参与企业治理；另一方面，其影响效应也促使国内机构投资者跟进，从而整体上提高了上市公司中机构投资者的持股比例。随着机构投资者在治理中的作用日益凸显，其对大股东掏空行为的制约作用也将更加明显，这不仅改善了企业的治理环境，降低了代理成本，同时也更好地保护了中小股东的合法权益。基于以上分析，本文提出研究假说H2：

H2: 资本市场开放会通过提高机构投资者持股比例抑制大股东掏空行为，从而保护中小股东利益。

(2) 分析师关注

沪港通实施后，被纳入沪港通标的的上市公司产生“光环效应”，从而普遍受到更多的外部关注（刘洪愧，2025），其中证券分析师作为资本市场的重要信息中介，对标的公司的关注度也明显提高。这一现象不仅传递出外部监督加强的信号，同时也对大股东的掏空行为形成了有效约束。

首先，沪港通的实施使得境外投资者能够进入并参与内地公司治理，一方面境外投资者凭借其国际化的业务布局和丰富的资本市场经验，其选股行为不仅能向外界传递出良好的价值信号（刘洪愧，2025），同时也提升了上市公司的知名度与曝光率，使得大量分析师开始对这些公司进行持续关注（刘晓群等，2023；李春涛等，2018）。另一方面，随着境外投资者参与到公司治理，上市公司信息披露的透明度与规范性显著提升（阮睿等，2021），为分析师开展深度研究与持续跟踪提供了更为全面准确的信息基础。

其次，作为资本市场的重要信息中介，证券分析师扮演着信息的挖掘者和传递方的角色，可以通过跟踪定期报告、参与电话会议、实地调研等方式深度挖掘和解读企业内部信息（Chen 等，2015），能够及时发现上市公司的违规行为（李琳和张敦力，2017），并将这些信息传递到市场，起到了放大镜的作用（Sun 和 Liu，2016）。

综上，沪港通的实施能够提高分析师关注度，从而增强来自外部的信息挖掘能力，对大股东行为产生显著的“外部监督效应”（卢锐等，2022）。这种监督效应使得大股东掏空行为更易被揭露，从而形成有效威慑（张浩等，2024），抑制了大股东的掏空行为、保护了中小股东利益。基于以上分析，本文提出研究假说 H3：

H3：资本市场开放会通过提高分析师关注度抑制大股东掏空行为，从而保护中小股东利益。

第三章 研究设计

3.1 模型设定

沪港通作为我国资本市场开放的标志性事件，其试点先行、逐步推进的特点，使得被纳入沪港通标的范围和未被纳入其标的范围的企业之间构成了天然的处理组和控制组，从而为本研究提供了良好的研究观测窗口。因此，本文利用沪港通所呈现出的分批试点开放的政策性准自然实验特点，将沪港通实施作为冲击事件，设计了多时点双重差分模型来评估沪港通实施对大股东掏空行为影响的政策效应，以反映资本市场开放是否有利于保护中小股东利益。构建的多时点双重差分模型的具体形式如模型（1）所示。

$$RPT_{it} = \beta_0 + \beta_1 Treat_{it} + \sum_k \beta_k Control_{it} + \delta_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，被解释变量 RPT_{it} 表示 i 企业在 t 年的大股东掏空程度。核心解释变量 $Treat_{it}$ 表示接受处理的虚拟变量，若 i 企业在 t 年归属于沪港通标的企企业范围，则 $Treat_{it}$ 取 1，否则其值为 0。控制变量 $Control_{it}$ 选取了一系列可能影响大股东掏空程度的因素，包括企业特征与企业治理相关变量。 δ_i 和 η_t 分别表示企业固定效应和年份固定效应， ε_{it} 表示随机扰动项。

β_1 为本研究关注的重点，表示了沪港通实施对大股东掏空程度所产生的平均处理效应，若 β_1 显著为负，则表示沪港通实施有效抑制了大股东的掏空行为，从而说明资本市场开放有利于保护中小股东的利益。

3.2 数据来源与样本说明

本文选取沪深 A 股上市公司为研究样本。由于深港通于 2016 年 12 月开始实施，为最大限度保有有效样本量并减小深港通对本研究的冲击，本研究选取数据截止至 2016 年，并为保持样本接受处理前后的时间长度相匹配，选择 2012 年至 2016 年作为研究窗口期。本文使用的沪港通标的名单及其他企业相关数据均来自 CSMAR 数据库。

为保证研究的准确性，对样本数据做如下处理：（1）鉴于金融行业财务状况的特殊性，剔除金融行业的公司；（2）剔除 ST 和 PT 类企业；（3）剔除 A+H 股

的企业；（4）剔除存在被移出沪港通标的情形的企业；（5）为避免深港通影响，剔除 2016 年被纳入深港通标的范围的企业；（6）剔除主要变量存在数据缺失的样本；（7）为避免极端值影响，对所有连续变量进行 1% 的双边缩尾处理。由此得到了 2012-2016 年沪深两市 2009 家上市公司的 6782 个年度观测值。

3.3 变量设定与描述性统计

3.3.1 变量设定

（1）被解释变量：大股东掏空程度

由于法律环境和经济制度的不同，我国上市公司的治理结构和代理问题与发达资本市场之间存在显著差异，具体表现为股权的高度集中。许多企业存在“一股独大”现象，大股东通过掌控董事会和管理层来支配公司资源，并往往通过资金占用、关联交易、超额股利等手段谋取私利，严重损害着中小股东的利益（马云飚等，2018）。由于大股东掏空行为具有隐蔽性和多样性，其具体实施方式往往难以直接观测。现有文献中学者们通常从大股东对上市公司的资金占用（李百兴等，2023；黄泽悦等，2022）或关联交易（陈克兢等，2024；郑志刚等，2023；王垒等，2022）等角度来间接衡量大股东掏空程度。

随着《证券法》、《会计监管风险提示第 9 号——上市公司控股股东资金占用及其审计》等法律法规的修订完善，我国监管部门对控股股东资金占用行为的管控日益严格，大股东通过资金占用等方式掏空企业的难度显著增加，因此传统的资金占用指标可能已不再适用于衡量股东掏空行为（张阳和徐向艺，2023）。因此本文参考王垒等（2020）及程序（2020）的研究，选取关联交易中销售商品、资产和股权以及提供劳务的规模之和与上市公司总资产的比值 (RPT_{it}) 来衡量大股东掏空程度。为提高跨行业样本的可比性，本文还对该比值进行了行业中位数调整，该比值代表了大股东通过关联交易进行利益输送的程度，数值越高，上市公司的掏空程度越大。

（2）核心解释变量：沪港通处理变量

本文构造了多时点双重差分模型，核心解释变量用一个随时间和企业变化的沪港通政策的处理变量 $Treat_{it}$ 替代标准双重差分模型中的交乘项。对于处理组样本，若 i 企业在 t 年被列入沪港通标的企业名单，则 $Treat_{it}$ 取 1，否则其值为 0；而对照组样本的 $Treat_{it}$ 全部取 0。

（3）控制变量

为了控制其他因素对于大股东掏空程度的影响，结合李小林等（2024）、戴

鹏毅等（2021）等学者的研究，本文在企业特征层面选取了上市年龄（*Age*）、企业规模（*Size*）、托宾 Q 值（*TobinQ*）、资产收益率（*ROA*）、经营现金流（*CFO*）、资产负债率（*Lev*）、营业收入增长率（*Growth*）作为控制变量；在企业治理层面，选取第一大股东持股（*Top1*）、管理层持股（*MShare*）、两权分离度（*Seperation*）、董事会规模（*BoardSize*）、监事会规模（*SupSize*）、独立董事比例（*IndDirRatio*）作为控制变量；此外，本文还加入了企业固定效应和年份固定效应，以减轻模型可能存在的内生性问题。具体变量定义如表 2 所示。

表 2 控制变量说明
Table 2 Description of control variables

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Age</i>	上市年龄	会计年度与上市年份之差加 1 的自然对数
<i>Size</i>	企业规模	总资产的自然对数
<i>TobinQ</i>	托宾 Q 值	市值与总资产的比值
<i>ROA</i>	资产收益率	净利润与总资产的比值
<i>CFO</i>	经营现金流	经营活动的现金流量净额与总资产的比值
<i>Lev</i>	资产负债率	总负债与总资产的比值
<i>Growth</i>	营业收入增长率	本年营业收入与上年营业收入的比值减 1
<i>Top1</i>	第一大股东持股	公司第一大股东持股比例
<i>MShare</i>	管理层持股	公司管理层持股比例
<i>Seperation</i>	两权分离度	实际控制人拥有公司控制权与所有权之差
<i>BoardSize</i>	董事会规模	董事会总人数加 1 的自然对数
<i>SupSize</i>	监事会规模	监事会总人数加 1 的自然对数
<i>IndDirRatio</i>	独立董事比例	独立董事人数占董事会总人数的比例

3.3.2 描述性统计

表 3 展示了本文主要变量的描述性统计结果。其中，经过行业中位数调整后的大股东掏空程度（*RPT*）均值为 0.069，最小值为 -0.098，最大值为 0.980，标准差为 0.189，可以看出不同的上市公司之间的大股东掏空程度存在着较大的差异，这一结果与侯青川（2017）的研究相似。沪港通处理变量（*Treat*）的平均值为 0.074，说明沪港通运行后在其标的范围内的上市公司样本占总样本的 7.4%。此外，可以观察到第一大股东持股比例（*Top1*）平均为 36.11%，最大值达 75.05%，反映出我国上市公司股权集中度普遍较高的情况；两权分离度（*Seperation*）的均值为 5.241%，最大值为 28.37%，表明我国上市公司面临较高的控制权与所有权分离现象；独立董事比例（*IndDirRatio*）平均为 37.22%，仅略高于我国法律规定的最低要求（33.33%），以上数据进一步表明了我国上市公司存在着较高的大股东掏空风险。展示的其余变量分布均处于合理范围内。

表 3 主要变量描述性统计
Table 3 Descriptive statistics of main variables

变量名	样本容量	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>RPT</i>	6782	0.069	0.189	-0.098	0.980
<i>Treat</i>	6782	0.074	0.262	0	1
<i>Age</i>	6782	2.173	0.839	0	3.296
<i>Size</i>	6782	22.08	1.174	19.99	25.80
<i>TobinQ</i>	6782	2.200	1.412	0.832	8.335
<i>ROA</i>	6782	0.031	0.052	-0.266	0.188
<i>CFO</i>	6782	0.041	0.069	-0.154	0.239
<i>Lev</i>	6782	0.449	0.212	0.060	0.914
<i>Growth</i>	6782	0.147	0.424	-0.573	2.370
<i>Top1</i>	6782	36.11	15.02	9.310	75.05
<i>MShare</i>	6782	9.524	17.38	0	68.18
<i>Seperation</i>	6782	5.241	7.833	0	28.37
<i>BoardSize</i>	6782	2.260	0.168	1.792	2.708
<i>SupSize</i>	6782	1.513	0.204	1.386	2.079
<i>IndDirRatio</i>	6782	37.22	5.217	33.33	57.14

第四章 实证分析及检验

4.1 基准回归结果及分析

表4报告了沪港通实施对上市公司大股东掏空程度的平均处理效应。第(1)列和第(2)列分别是模型中不添加控制变量和添加控制变量的估计结果。处理变量*Treat*的系数为研究关注的重点，无论是否添加控制变量，处理变量*Treat*的系数均在1%的水平上显著为负。具体而言，在控制了其他大股东掏空影响因素的情况下，相较对照组的上市公司，沪港通政策实施后作为处理组的沪港通标的上市公司的大股东掏空程度平均降低了3个百分点，表明沪港通机制在整体上有效抑制了大股东的掏空行为。以上结果表明，资本市场开放可以抑制大股东掏空行为，保护中小股东利益，研究假说H1得到验证。

表4 沪港通实施对大股东掏空的影响

Table 4 Effect of the SHSC on the tunneling by the major shareholders

变量	(1)	(2)
	RPT	RPT
<i>Treat</i>	-0.042*** (0.010)	-0.030*** (0.009)
常数项	0.055*** (0.003)	0.740*** (0.276)
控制变量	否	是
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	6782	6782
调整后R ²	0.008	0.028

注：括号内为企业层面的聚类稳健标准误；***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著，下表同。

4.2 稳健性检验

4.2.1 平行趋势检验

无论是传统双重差分模型还是多时点双重差分模型，平行趋势假定都是回归结果可靠的关键前提。在本文的研究中，满足平行趋势假设意味着：在沪港通政策实施之前，处理组（沪股通标的公司）和对照组（非沪股通标的公司）的大股

东掏空程度（*RPT*）应具有相同的变化趋势。若政策实施前两组样本大股东掏空程度的变化趋势保持一致，而政策实施后处理组的大股东掏空程度与对照组相比出现了显著的变化，则该变化可以更可靠地归因于沪港通的影响。

为验证平行趋势假设，参考 Beck 等（2010）的研究，构建双向固定效应的动态变化模型来观察沪港通政策是否满足平行趋势假设。由于沪港通于 2014 年 11 月开始启动并逐年扩大标的范围，而所用数据为 2012-2016 年，因此本文考虑将窗口长度选择为 7 期，包含沪港通实施前 4 年、沪港通实施当年和沪港通实施后 2 年。具体形式如模型（2）所示。

$$RPT_{it} = \beta_0 + \sum_j \alpha_j D_{it}^j + \sum_k \beta_k Control_{it} + \delta_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， D_{it}^j 为年份虚拟变量， D_{it}^1 为沪港通实施前 4 年， D_{it}^5 为沪港通实施当年， D_{it}^7 为沪港通实施后 2 年，以此类推；在当前年度与虚拟变量代表年度相一致时， D_{it}^j 取 1，否则取 0。本文将沪港通实施前 1 年 (D_{it}^4) 剔除出模型避免多重共线性的影响，并以其作为基期。其余变量含义与模型（1）相同。

为直观表示结果，本文根据模型（2）的回归结果²绘制出平行趋势图如图 2 所示。

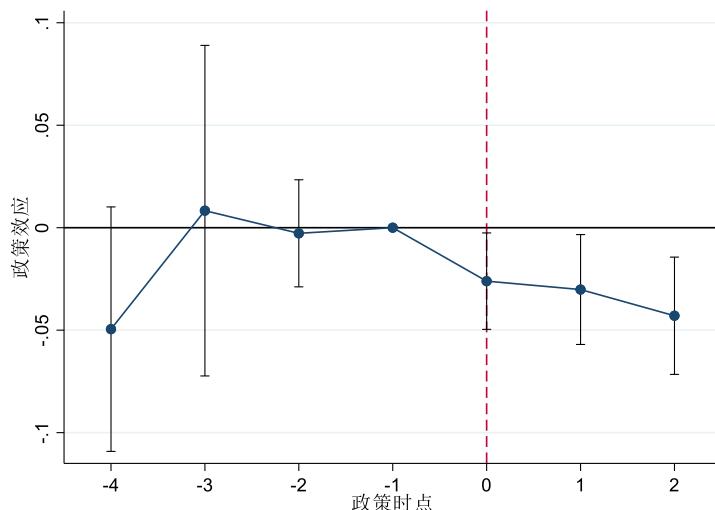


图 2 大股东掏空平行趋势图
Fig.2 Parallel trend test for the tunneling by the major shareholders

结果显示，在沪港通实施以前处理组和对照组之间对应的系数均无显著差异；而在沪港通实施的当年及后两年，以大股东掏空程度为被解释变量的虚拟变量的系数均在 5% 的水平上显著为负，表明沪港通实施后，标的上市公司的大股东掏

² 正文中不再列示，完整回归结果见附录。

空程度得到了显著抑制，且抑制效应持续有效。因此，本研究的处理组和对照组之间满足平行趋势假定，可以认为是由沪港通实施的冲击带来了大股东掏空程度的显著下降。

4.2.2 替代被解释变量

本文选用关联交易中销售商品、资产和股权以及提供劳务的规模之和与上市公司总资产的比值作为大股东掏空程度的代理变量，但学术界也常用全部关联交易总和与总资产的比值以及剔除了合作项目、许可协议、研究与开发成果、关键管理人员报酬和其他事项这五类噪音交易事项后的关联交易之和与总资产的比值³作为大股东掏空程度的代理变量（黄健峤，2024；何熙琼等，2023；陈胜蓝和卢锐，2017）。因此，本文分别使用这两种口径衡量并经行业中位数调整的大股东掏空程度作为被解释变量进行稳健性检验，结果如表 5 所示。表 5 的第（1）列是以全部关联交易总和与总资产的比值作为大股东掏空程度的回归结果，第（2）列是以剔除五类噪音项目后关联交易之和与总资产的比值作为大股东掏空程度的回归结果，两个回归中沪港通虚拟变量 *Treat* 均在 5% 的水平上显著为负，说明沪港通实施有效减少了上市公司大股东掏空程度，符合前文结论。

表 5 不同大股东掏空衡量方法的稳健性检验

Table 5 Robustness test of different measures of the tunneling by the major shareholders

变量	(1)	(2)
	RPT	RPT
<i>Treat</i>	-0.047** (0.024)	-0.048** (0.024)
常数项	2.076*** (0.676)	2.100*** (0.675)
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	6782	6782
调整后 R ²	0.036	0.033

4.2.3 安慰剂检验

本部分通过安慰剂检验来验证基准回归结果的可靠性。该检验的核心逻辑是：如果确实是由沪港通实施起到了抑制大股东掏空的作用，那么当我们随机选择样本公司作为处理组及随机设定政策时间时，应该不会观察到显著的政策效应。反

³ CSMAR 数据库中将关联交易划分为 21 个类别，这些类别中的合作项目、许可协议、研究与开发成果、关键管理人员报酬、其他事项被认为是可能存在一定噪音的交易类别（侯青川等，2017）。

之，如果在虚假实验中仍能观察到显著的政策效应，则说明基准结果可能受到其他因素的干扰。

具体而言，本文随机抽取与真实处理组数量相同的公司作为虚假处理组，并随机分配政策实施时间，从而模拟得到一个随机政策冲击，使用相同模型进行回归后记录*Treat*的估计系数及其显著性，重复上述过程 500 次，并绘制分布图如图 3 所示。可以观察到：首先，虚假估计系数的核密度曲线集中在零附近，呈现近似正态分布；其次，真实估计系数 -0.0304 明显偏离该分布，位于核密度曲线左侧的尾部；最后，绝大部分的虚假估计系数对应的 p 值大于 0.1。因此可以验证随机分配的政策冲击大概率不会产生显著影响，从而证实基准回归中观察到的政策效应确实来自沪港通实施，而非其他随机因素。

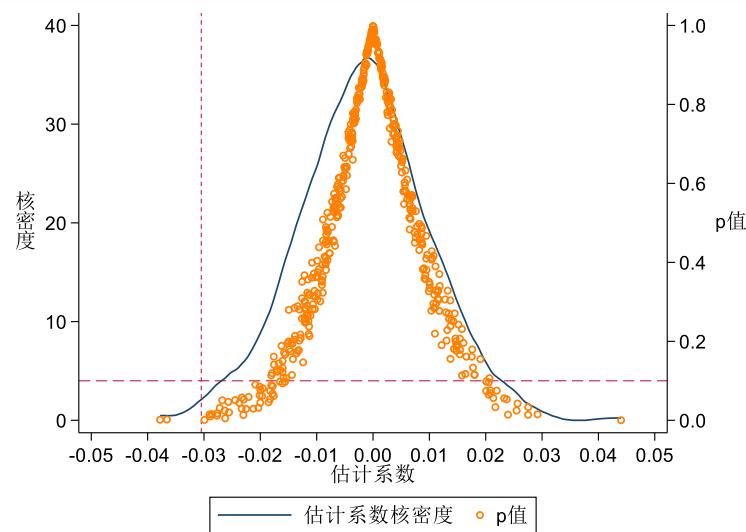


图 3 随机政策冲击安慰剂检验
Fig.3 Placebo test for randomized policy shocks

安慰剂检验从反事实的角度验证了基准回归结果的可靠性：如果不存在真实的政策效应，我们几乎不可能通过随机实验得到如此显著的负向系数。因此，可以确定沪港通实施确实对大股东掏空行为产生了抑制作用。

4.2.3 PSM-DID

沪港通在试点初期阶段的标的股票范围主要为上证 180 指数、上证 380 指数成分股及沪市 A+H 股上市公司⁴。这一标准导致处理组样本在规模、流动性及行业代表性等维度上可能系统性优于对照组，由此产生的样本自选择偏差可能干扰政策效应的准确估计。因此本文采用倾向得分匹配法（PSM）来重新选取与实

⁴ 信息来自上交所发布的《上海证券交易所沪港通试点办法》

验组样本企业特征更加相似的样本作为新的对照组，从而更好地分离出沪港通实施的政策效应。本文以所有控制变量为匹配变量，采用 1:1 的近邻匹配并做有放回处理，卡尺值选择为 0.01。

本文首先对 PSM 的匹配效果进行了检验⁵。表 6 给出了经过 PSM 后匹配样本的平衡性检验结果，可见所有匹配变量标准差的绝对值在匹配后均小于 10%，说明本文选取的匹配变量与匹配方法是合适的。同时，匹配后的 t 统计量均不显著，表明在完成匹配后新的对照组与对照组之间在匹配变量上已不存在显著差异，通过了平衡性假设检验。

表 6 匹配样本平衡性检验
Table 6 Matched sample balance test

变量	样本	均值		标准误(%)	标准误绝对值减少(%)	T 检验	
		处理组	控制组			t 统计量	p 值
<i>Age</i>	匹配前	2.445	2.151	36.1	72.60	7.570	0.000
	匹配后	2.442	2.522	-9.9		-1.790	0.074
<i>Size</i>	匹配前	23.17	21.99	103.7	96.40	22.37	0.000
	匹配后	23.15	23.11	3.7		0.560	0.573
<i>TobinQ</i>	匹配前	2.018	2.215	-15.1	88.20	-3.010	0.003
	匹配后	1.989	1.966	1.8		0.280	0.777
<i>ROA</i>	匹配前	0.049	0.030	39.7	95.30	7.970	0.000
	匹配后	0.048	0.049	-1.9		-0.320	0.749
<i>CFO</i>	匹配前	0.062	0.039	32.8	84.00	7.220	0.000
	匹配后	0.061	0.065	-5.3		-0.820	0.411
<i>Lev</i>	匹配前	0.492	0.445	23.4	76.80	4.740	0.000
	匹配后	0.494	0.505	-5.4		-0.890	0.375
<i>Growth</i>	匹配前	0.137	0.147	-2.6	21.80	-0.510	0.611
	匹配后	0.137	0.130	2.0		0.340	0.736
<i>Top1</i>	匹配前	39.03	35.88	20.1	55.50	4.530	0.000
	匹配后	38.93	37.52	9.0		1.390	0.166
<i>MShare</i>	匹配前	4.495	9.926	-36.2	84.10	-6.760	0.000
	匹配后	4.548	3.685	5.8		1.250	0.211

⁵ 有效的倾向得分匹配需满足以下两个关键假设条件：（1）平衡性假设：匹配后处理组与对照组在所有匹配变量上无显著性差异；（2）共同支撑假设：处理组与对照组的倾向得分分布存在充分重叠区域。

续表 6

Continued Table 6

变量	样本	均值		标准误(%)	标准误绝对值减少(%)	T 检验	
		处理组	控制组			t 统计量	p 值
<i>Separation</i>	匹配前	5.279	5.238	0.5	-71.60	0.110	0.909
	匹配后	5.333	5.404	-0.9		-0.140	0.886
<i>BoardSize</i>	匹配前	2.300	2.256	25.5	93.20	5.550	0.000
	匹配后	2.300	2.297	1.7		0.260	0.791
<i>SupSize</i>	匹配前	1.569	1.508	27.8	88	6.410	0.000
	匹配后	1.570	1.563	3.3		0.490	0.622
<i>IndDirRatio</i>	匹配前	37.21	37.22	-0.2	-1241	-0.050	0.957
	匹配后	37.19	37.02	3.3		0.530	0.598

图 4 直观给出了匹配变量的标准化偏差在匹配前后的变化，可见大部分变量的标准化偏差的绝对值均明显缩小，证明匹配有效。

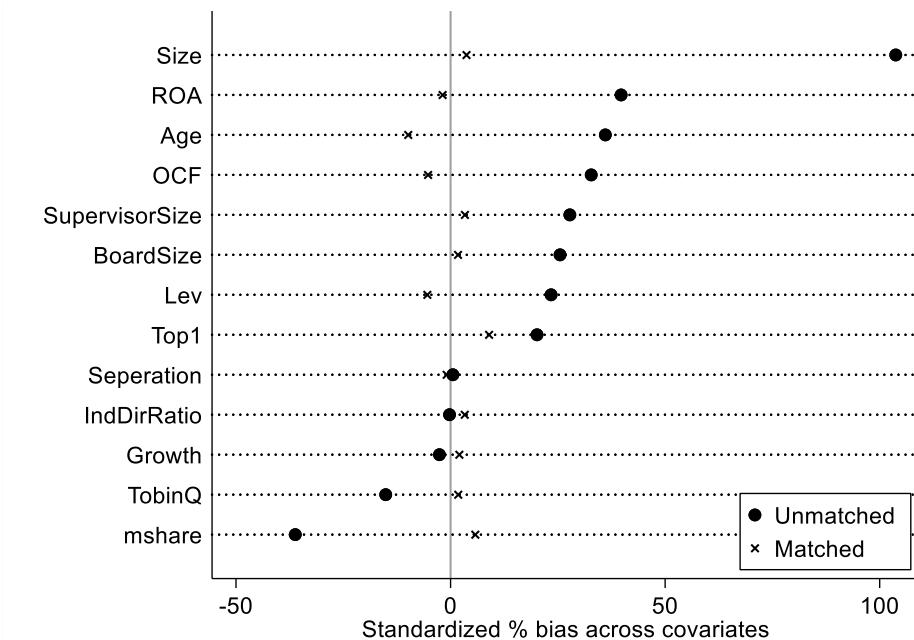


图 4 各变量匹配前后标准化偏差分布

Fig.4 Distribution of standardized deviation before and after matching for each variable

图 5 展示了匹配前后处理组与对照组的核密度图。匹配前（左图），处理组的倾向得分整体高于对照组，两者重合度较小；匹配后（右图），两组分布基本重合，表明共同支撑假设满足且匹配效果良好。综上，本文通过有效的倾向得分匹配方法使得处理组和对照组之间更具备可比性。

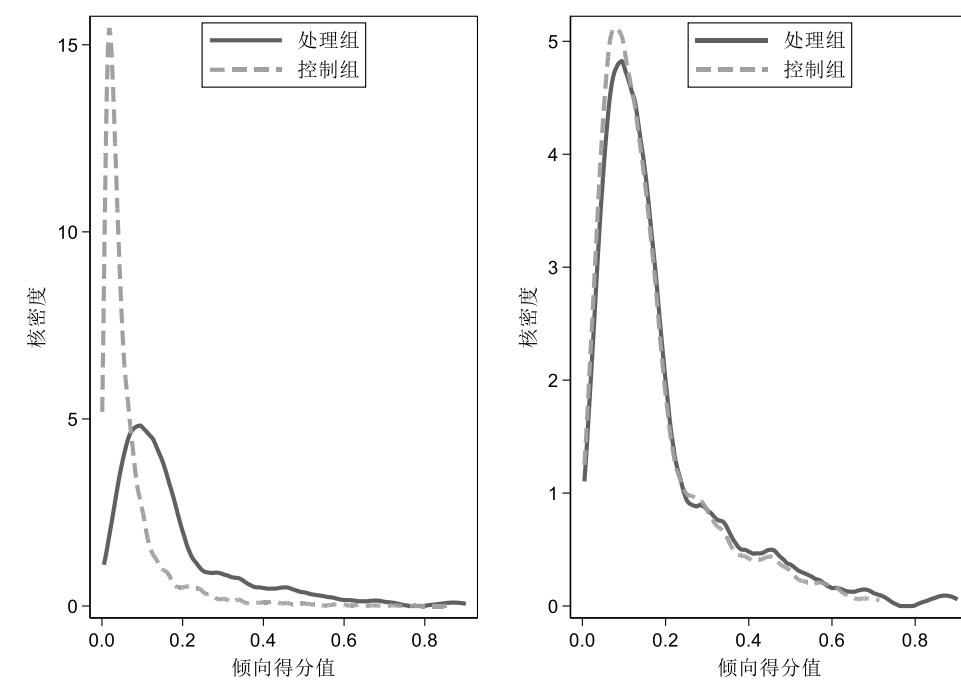


图 5 匹配前后处理组与对照组的倾向得分值对比

Fig.5 Comparison of propensity score values before and after matching

表 7 给出了进行倾向得分匹配后样本重新估计模型得到的结果，在不添加控制变量的情况下，处理变量 *Treat* 的系数均在 5% 的水平上显著为负；在添加控制变量的情况下，处理变量 *Treat* 的系数均在 10% 的水平上显著为负。这表明沪港通实施对大股东掏空确实起到了抑制作用，与匹配前基准回归结果相一致。

表 7 PSM-DID 结果
Table 7 PSM-DID results

变量	(1) <i>RPT</i>	(2) <i>RPT</i>
<i>Treat</i>	-0.055** (0.027)	-0.042* (0.024)
常数项	0.067*** (0.020)	-0.717 (0.664)
控制变量	否	是
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	872	872
调整后R ²	0.023	0.057

4.3 机制分析

沪港通作为中国资本市场开放的重要里程碑，其政策作用不仅体现为直接的跨境资本流动，更通过优化公司治理生态影响企业行为。基于前文理论分析，沪港通的实施可能通过提高机构投资者持股比例与加强分析师关注度两个渠道抑制大股东掏空行为。下面本文参考江艇（2022）关于中介效应检验的建议，在基准回归结果的基础上通过模型（3）来对沪港通实施影响大股东掏空程度的机制进行检验和分析。

$$M_{it} = \beta_0 + \beta_1 Treat_{it} + \sum_k \beta_k Control_{it} + \delta_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中， M_{it} 为中介变量，其余变量含义与模型（1）相同。

4.3.1 基于机构投资者持股视角

为了验证机构投资者持股机制，本文以上市公司的机构持股比例为中介变量用模型（3）进行回归，结果如表 8 的第（1）列所示。沪港通虚拟变量 $Treat$ 的系数在 1% 的水平上显著为正，表明沪港通实施能够有效提高机构投资者持股比例，而机构投资者凭借其专业能力与资源优势，一方面通过积极行使股东权利，包括否决管理层不当议案、更换低效管理者等“用手投票”方式对上市公司进行积极监督治理（李玉敏等，2024），另一方面通过抛售股份的“用脚投票”方式，形成潜在退出威胁以约束大股东私利行为（姜付秀等，2015），从而有效抑制了大股东掏空行为、保障了中小股东的利益。因此，本文的研究假说 H2 得以验证。

表 8 沪港通实施对大股东掏空程度影响的机制检验

Table 8 Mechanistic test of the effect of SHSC on the tunneling by the major shareholders

变量	(1)	(2)
	<i>InsHold</i>	<i>Analyst</i>
<i>Treat</i>	1.708*** (0.574)	1.816*** (0.650)
常数项	77.270*** (10.431)	3.411 (11.752)
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	5171	6781
调整后 R ²	0.109	0.021

4.3.2 基于分析师关注视角

为了验证分析师关注机制，本文以上市公司的分析师关注度为中介变量用模型（3）进行回归，采用的分析师关注度指标参考张洪辉等（2024）的做法，用一年内对该公司进行过跟踪分析的分析师团队数量来衡量。由表8的第（2）列结果可知，沪港通虚拟变量*Treat*的系数在1%的水平上显著为正，表明被纳入沪港通标的的上市公司会引发更多的分析师关注，从而增强了来自外部的信息挖掘能力，对大股东行为产生显著的“外部监督效应”（卢锐等，2022）。这种监督效应使得大股东掏空行为更易被揭露，从而形成有效威慑（张浩等，2024），抑制了大股东的掏空行为、保护了中小股东利益。因此，本文的研究假说H3得以验证。

4.4 异质性分析

4.4.1 基于企业产权性质的异质性分析

为了探究沪港通实施对大股东掏空的抑制作用在不同产权性质的企业中的差异，本文根据上市公司的产权性质将样本划分为了国有和非国有企业两组，并对两组样本分别进行回归以检验资本市场开放对不同产权性质企业的异质性影响。

表9 基于企业所有性质的异质性检验

Table 9 Heterogeneity test based on nature of business ownership

变量	非国企 (1)	国企 (2)
<i>Treat</i>	-0.046*** (0.014)	-0.018 (0.013)
常数项	0.932** (0.376)	0.783* (0.440)
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	3777	3005
调整后R ²	0.043	0.027

由表9的回归结果可知，非国有企业组中的*Treat*系数在1%的水平上显著为负，而在国有企业组中，*Treat*的系数不再显著，表明沪港通实施对大股东掏空的抑制作用主要存在于非国有企业当中。可能的解释是国有企业因其特殊的政企关联属性，受到更为严格的行政监管和制度约束，大股东实施利益输送的空间相对有限；相比之下，非国有企业普遍存在股权高度集中的治理特征，大股东凭借其

信息优势与决策主导权，更易实施掏空行为，因此在沪港通实施后其掏空行为受到沪港通的抑制作用更明显。

4.4.2 基于企业规模的异质性分析

由于不同规模的企业在股权和治理结构、管理水平及受市场关注度等方面存在较大差异，因此本文根据企业规模（*Size*）的中位数将样本划分为了大型企业和中小型企业两组：规模大于中位数的企业归入大型企业组，小于等于中位数的企业归入中小型企业组。随后，对两组样本分别进行回归以检验资本市场开放对不同规模企业的异质性影响。

表 10 基于企业规模的异质性检验
Table 10 Heterogeneity test based on firm size

变量	中小型企业		大型企业 (2)
	(1)		
<i>Treat</i>	-0.009 (0.029)		-0.029*** (0.011)
常数项	1.520*** (0.578)		0.299 (0.347)
控制变量	是		是
企业固定效应	是		是
年份固定效应	是		是
样本数	3366		3416
调整后R ²	0.035		0.029

由表 10 的回归结果可知，大型企业组中的*Treat*系数在 1% 的水平上显著为负，而在中小型企业组中，*Treat*的系数不再显著，表明沪港通实施对大股东掏空的抑制作用主要存在于大型企业当中。可能的解释是由于大型企业通常具有更高的信息披露透明度、更完善的公司治理结构以及更强的市场流动性，境外投资者在投资决策时往往更倾向于关注和持有大型企业的股票。此外，大型企业的大股东掏空行为往往面临更高的曝光成本和更强的外部监管威慑。因此在沪股通实施引入大量境外投资者并进一步强化外部监管机制的情况下，沪股通对大型企业的大股东掏空行为产生了显著的抑制作用，而中小型企业由于受关注度更小且信息隐蔽性更高则受其影响相对有限。

4.4.3 基于所在地市场化程度的异质性分析

由于不同地区的市场化程度差异会影响企业的治理环境、监管效率及投资者保护水平，因此本文根据企业所在地的市场化程度将样本划分为了高市场化程度和低市场化程度组两组：企业所在地的市场化程度以樊纲等（2021）编制的中国

分省份市场化指数衡量，按所在地市场化程度大于中位数的企业归入高市场化程度组，小于等于中位数的企业归入低市场化程度组。随后，对两组样本分别进行回归以检验资本市场开放对不同所在地市场化程度企业的异质性影响。

表 11 基于所在地市场化程度的异质性检验

Table 11 Heterogeneity test based on the degree of marketization of the location

变量	市场化程度低	市场化程度高
	(1)	(2)
<i>Treat</i>	-0.027* (0.014)	-0.029** (0.014)
常数项	0.669* (0.396)	0.733* (0.433)
控制变量	是	是
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	3251	3330
调整后R ²	0.025	0.030

由表 11 的回归结果可知，沪港通虚拟变量*Treat*的系数在两组样本中均显著，但相较于低市场化程度组，高市场化程度组中*Treat*系数的更显著且绝对值更大，表明沪港通实施对大股东掏空的抑制作用在市场化程度高的地区更强。可能的解释是高市场化地区既有的制度环境（如司法效率、执行力度等）与沪港通带来的外部治理强化产生了协同效应，一方面境外投资者更倾向于选择制度环境良好的地区进行投资，另一方面当地较强的法律执行力和信息披露要求也使得外部监督作用能够得到更充分的发挥；而低市场化地区因制度基础较薄弱，政策效果未能充分释放。

第五章 结论与建议

5.1 研究结论

本文以沪港通作为研究切入点，基于 2012-2016 年沪深 A 股上市公司数据，运用多时点双重差分模型来评估沪港通实施对大股东掏空行为的影响，以反映资本市场开放是否有利于保护中小股东利益，主要得出了以下结论：

首先，基准回归结果表明，沪港通政策的实施显著抑制了大股东掏空行为，有效保护了中小股东利益。这一结论在经过平行趋势检验、安慰剂检验等一系列稳健性检验后依然成立，证实了资本市场开放对抑制大股东掏空行为、保护中小股东利益所起到的积极作用。

其次，机制分析表明，沪港通可以通过两个渠道发挥治理效应：第一，沪港通实施显著提高了标的公司的机构投资者持股比例，机构投资者不仅可以通过否决不当议案等“用手投票”方式对上市公司进行积极监督治理，还可以通过抛售股票的“用脚投票”方式形成潜在退出威胁以约束大股东私利行为；第二，沪港通加强了标的公司的分析师关注度，增强了来自外部的信息挖掘能力，对大股东行为产生显著的“外部监督效应”，从而对其掏空行为形成有效威慑。上述两个治理渠道的共同作用使得上市公司的大股东掏空行为受到显著抑制，进而保护了中小股东利益。

最后，异质性分析表明，沪港通对大股东掏空行为的抑制效应会因企业产权性质、企业规模和所在地市场化程度的不同而有所差异，这种抑制效应主要存在于非国有企业、大型企业和所在地市场化程度高的企业中，对于所在地市场化程度低的企业这种抑制效应较弱，而对于国有企业和中小型企业则在统计上不呈现显著性。

5.2 研究建议

基于本文的研究结论，并结合我国资本市场深化改革的发展需求，现从政府部门、上市公司及投资者三个维度提出以下建议：

对政府部门而言，需要完善多层次资本市场开放体系。首先，沪港通的成功实践验证了资本市场开放对改善公司治理的有效性，可以将这一制度经验推广至

其他互联互通机制，并逐步扩大标的股票范围，将更多优质中小盘股纳入开放标的。其次，应深化与国际监管机构的合作，建立跨境监管协作机制，重点加强对异常资金流动和大股东违规行为的联合监控。再次，应当积极培育多元化机构投资者队伍，通过税收优惠等政策引导长期资金入市，促进形成以价值投资为主导的市场生态。最后，还应着力发展金融中介服务体系，加强对证券分析师行业的规范管理，充分发挥其外部监督职能，并建立健全上市公司信息披露标准，提升市场信息透明度。

对上市公司而言，需要主动适应资本市场开放带来的治理环境变化。首先，应当全面提升信息披露质量，在满足法定披露要求的基础上，主动增加自愿性披露内容，完善英文信息披露渠道。其次，公司管理层应当加强对国际资本市场规则的学习，定期开展投资者关系管理培训，提升与境外投资者的沟通效能。最后，上市公司应当建立与大股东行为约束相关的内部制度，完善关联交易审查机制，并定期评估大股东行为合规性。

最后，对投资者而言，需要全面提升跨市场投资的专业能力。首先，要树立保持长期投资与价值投资的理念，注重对于公司基本面的分析，减少对短期市场波动的过度反应。其次，应当充分认识到资本市场开放带来的投资风格转变，主动学习境外投资者的分析框架与估值方法。最后，需要加强跨境投资风险防范意识，在进行跨市场交易时，要特别注意两地市场在交易机制、会计标准和监管规则等方面差异。

总之，资本市场开放可以成为改善公司治理的重要途径，但需要通过政策协同与企业自身改革相结合以形成合力。未来应持续评估开放政策效果，动态调整实施路径，以实现完善投资者权益保护与促进资本市场高质量发展的双重目标。

参考文献

- [1] 岑维,童娜琼,何潇悦.投资者关注度与中小股东利益保护——基于深交所“互动易”平台数据的实证研究[J].证券市场导报,2016,(02):54-62.
- [2] 陈克兢,姜林,熊熊,等.小股东能监督大股东吗——来自“监管型小股东”的证据[J].会计研究,2024,(01):152-163.
- [3] 陈胜蓝,卢锐.卖空压力与控股股东私利侵占——来自卖空管制放松的准自然实验证据.管理科学学报,2018,21(04):67-85.
- [4] 陈运森,黄健峤.股票市场开放与企业投资效率——基于“沪港通”的准自然实验[J].金融研究,2019,(08):151-170.
- [5] 程利敏,唐建新,徐飞,等.资本市场开放与上市公司资本结构调整——基于陆港通的实验检验[J].国际金融研究,2019,(10):86-96.
- [6] 程序.外国机构投资者与我国上市公司治理研究[D].华中科技大学,2020.
- [7] 戴鹏毅,杨胜刚,袁礼.资本市场开放与企业全要素生产率[J].世界经济,2021,44(08):154-178.
- [8] 樊纲,胡李鹏,王小鲁.中国分省份市场化指数报告(2021) [M].北京:社会科学文献出版社,2021.
- [9] 何慧华,方军雄.监管型小股东的治理效应:基于财务重述的证据[J].管理世界,2021,37(12):176-195.
- [10] 何熙琼,刘昊,顾湘.“股权质押新规”能抑制上市公司控股股东的私利侵占行为吗[J].会计研究,2023,(06):99-117.
- [11] 侯青川,靳庆鲁,苏玲,等.放松卖空管制与大股东“掏空” [J].经济学(季刊),2017,16(03):1143-1172.
- [12] 黄健峤.新《证券法》实施能抑制大股东掏空吗[J].会计研究,2024,(10):82-94.
- [13] 黄娟娟,沈艺峰.上市公司的股利政策究竟迎合了谁的需要——来自中国上市公司的经验数据[J].会计研究,2007,(08):36-43+95.
- [14] 黄泽悦,罗进辉,李向昕.中小股东“人多势众”的治理效应——基于年度股东大会出席人数的考察[J].管理世界,2022,38(04):159-185.
- [15] 江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J].中国工业经济,2022,(05):100-120.
- [16] 姜付秀,马云飙,王运通.退出威胁能抑制控股股东私利行为吗? [J].管理世界,2015,(05):147-159.
- [17] 孔东民,刘莎莎.中小股东投票权、公司决策与公司治理——来自一项自然试验的证据[J].管理世界,2017,(09):101-115+188.
- [18] 李百兴,高蕴哲,王鹏宇.连锁非控股股东的内部治理效应研究——基于控股股东掏空视角[J].会计研究,2023,(03):61-82.
- [19] 李春涛,刘贝贝,周鹏,等.它山之石:QFII 与上市公司信息披露[J].金融研究,2018,(12):138-156.
- [20] 李芳,于寅健,王松.中小股东网络表达会影响审计师风险应对行为吗?——基于公司盈余管理的中介效应检验[J].财经论丛,2023,(04):69-79.

- [21] 李蕾,韩立岩.价值投资还是价值创造?——基于境内外机构投资者比较的经验研究[J].经济学(季刊),2014,13(01):351-372.
- [22] 李琳,张敦力.分析师跟踪、股权结构与内部人交易收益[J].会计研究,2017,(01):53-60+96.
- [23] 李沁洋,石玉阶,何丽萍,等.资本市场开放与伪羊群行为-基于沪深港通的证据[J].管理科学,2024,37(03):138-158.
- [24] 李巍,张志超.不同类型资本账户开放的效应:实际汇率和经济增长波动[J].世界经济,2008,(10):33-45.
- [25] 李小林,刘冬,葛新宇,等.中国资本市场开放能否降低企业风险承担? ——来自“沪深港通”交易制度的经验证据[J].国际金融研究,2022,(07):77-86.
- [26] 李小林,司登奎,王可心.我国资本市场开放能否促进企业自主创新? ——基于“沪深港通”交易制度的经验证据[J].统计研究,2024,41(05):51-63.
- [27] 李学峰,文茜.资本市场对外开放提升了市场有效性吗?——一项国际比较研究[J].国际金融研究,2012,(08):85-96.
- [28] 李玉敏,吴晓晖,秦利宾,等.共享的力量: 共同机构投资者与股价同步性[J].管理科学学报,2024,27(11):78-101.
- [29] 李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J].会计研究,2004,(12):3-13+97.
- [30] 连立帅,朱松,陈关亭.资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于沪深港通交易制度的经验证据[J].管理世界,2019,35(08):136-154.
- [31] 刘洪愧.资本市场开放与企业预期改善[J].财贸经济,2025,46(02):34-51.
- [32] 刘晓群,余柳春,陈海强.资本市场开放能否有效降低 A 股股价信息风险?——基于“沪港通”推出的准自然实验研究[J].系统工程理论与实践,2023,43(12):3407-3425.
- [33] 卢锐,赵家悦,刘畅,等.资本市场开放的公司治理效应: 基于控股股东股权质押的视角[J].会计研究,2022,(02):164-178.
- [34] 马云飙,石贝贝,蔡欣妮.实际控制人性别的公司治理效应研究 [J].管理世界,2018,34(07):136-150.
- [35] 潘慧峰,刘曦彤,周轩宇.资本市场对外开放促使价值投资回归了吗?——来自沪港通的证据[J].国际金融研究,2018,(11):77-86.
- [36] 阮睿,孙宇辰,唐悦,等.资本市场开放能否提高企业信息披露质量?——基于“沪港通”和年报文本挖掘的分析[J].金融研究,2021,(02):188-206.
- [37] 沈坤荣,相文燕.资本市场开放与经济稳定增长——对东南亚国家的实证分析及其启示 [J].经济理论与经济管理,2001,(01):57-62.
- [38] 孙光国,刘爽,赵健宇.大股东控制、机构投资者持股与盈余管理[J].南开管理评论,2015,18(05):75-84.
- [39] 谭劲松,林雨晨.机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据[J].南开管理评论,2016,19(05):115-126+138.
- [40] 唐建新,程利敏,陈冬.资本市场开放与自愿性信息披露——基于沪港通和深港通的实验检验[J].经济理论与经济管理,2021,41(02):85-97.
- [41] 汪新芽,蔡彤.资本流动、投资与经济增长——资本市场开放对宏观经济的影响[J].国际金融研究,1996,(10):35-39.
- [42] 王谨乐,史永东.机构投资者、代理成本与公司价值——基于随机前沿模型及门槛回归的实证分析[J].中国管理科学,2016,24(07):155-162.

- [43] 王垒,曲晶,赵忠超,等.组织绩效期望差距与异质机构投资者行为选择: 双重委托代理视角[J].管理世界,2020,36(07):132-153.
- [44] 王垒,沙一凡,康旺霖.同心协力抑或明争暗斗: 机构投资者抱团与大股东掏空行为[J].金融评论,2022,14(06):37-57+122-123.
- [45] 王月萍.中小股东权益保护的制度影响研究[D].华南理工大学,2011.
- [46] 魏明海,黄琼宇,程敏英.家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角[J].管理世界,2013,(03):133-147+171+188.
- [47] 吴思,陈震.交叉上市、股权制衡与企业成本粘性[J].当代财经,2018,(02):124-133.
- [48] 徐宁,张阳,徐向艺.“能者居之”能够保护子公司中小股东利益吗——母子公司“双向治理”的视角[J].中国工业经济,2019,(11):155-173.
- [49] 姚文英.产权性质、现金股利与中小股东权益保护[J].求是学刊,2019,46(03):90-97.
- [50] 叶康涛,陆正飞,张志华.独立董事能否抑制大股东的“掏空”? [J].经济研究,2007,(04):101-111.
- [51] 张浩,谭雯倩,韩永辉.境外投资者持股缓解了控股股东掏空行为吗? [J].金融研究,2024,(10):151-168.
- [52] 张浩,杨炜妮,谭雯倩.境外投资者持股与企业投融资期限错配[J].国际金融研究,2024,(10):87-96.
- [53] 张洪辉,熊浩君,章琳一.无控股股东之殇:来自管理层股票交易超额收益的经验证据[J].会计研究,2024,(07):58-69.
- [54] 张阳,徐向艺.高声誉子公司能够抵御母公司利益侵占行为吗? ——基于资源依赖理论的视角[J].管理评论,2023,35(11):305-320.
- [55] 赵玉芳,夏新平,刘小元.定向增发、资金占用与利益输送——来自中国上市公司的经验证据[J].投资研究,2012,31(12):60-70.
- [56] 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,(06):11-16.
- [57] 郑志刚,雍红艳,胡晓霁,等.实际控制人超额委派董事与公司控制[J].南开管理评论,2023,26(02):84-95.
- [58] 郑志刚,郑建强,李俊强.任人唯亲的董事会文化与公司治理——一个文献综述[J].金融评论,2016,8(05):48-66+124-125.
- [59] 支晓强,王瑶,侯德帅.资本市场开放能抑制企业避税吗——基于沪港通的准自然实验[J].经济理论与经济管理,2021,41(02):70-84.
- [60] 周爱民,廖明,彭俊华.资本市场开放能促进企业履行社会责任吗? ——基于“沪港通”效应的实证检验[J].投资研究,2021,40(03):58-78.
- [61] Beck T, Levine R, Levkov A. Big bad banks? The winners and losers from bank deregulation in the United States[J]. The Journal of Finance, 2010, 65(5): 1637-1667.
- [62] Bekaert G, Harvey C R, Lundblad C, et al. Global growth opportunities and market integration[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(3): 1081-1137.
- [63] Bekaert G, Harvey C R, Lundblad C. Financial openness and productivity[J]. World Development, 2011, 39(1): 1-19.
- [64] Chen L, Han M, Li Y, et al. Foreign ownership and corporate excess perks[J]. Journal of International Business Studies, 2022: 1-22.
- [65] Chen T, Harford J, Lin C. Do analysts matter for governance? Evidence from natural

- experiments[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 115(2): 383-410.
- [66] Chen Z, Ke B, Yang Z. Minority shareholders' control rights and the quality of corporate decisions in weak investor protection countries: A natural experiment from China[J]. The Accounting Review, 2013, 88(4): 1211-1238.
- [67] Crane A D, Koch A, Michenaud S. Institutional investor cliques and governance[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 133(1): 175-197.
- [68] Funke N. Stock market developments and private consumer spending in emerging markets[R]. IMF Working Paper, 2002, wp02238.
- [69] Huang W, Zhu T. Foreign institutional investors and corporate governance in emerging markets: Evidence of a split-share structure reform in China[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 32: 312-326.
- [70] Iwata S, Wu S. Stock market liberalization and international risk sharing[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 2009, 19(3): 461-476.
- [71] Jayasuriya S. Stock market liberalization and volatility in the presence of favorable market characteristics and institutions[J]. Emerging Markets Review, 2005, 6(2): 170-191.
- [72] Jia N, Shi J, Wang Y. Value creation and value capture in governing shareholder relationships: Evidence from a policy experiment in an emerging market[J]. Strategic Management Journal, 2018, 39(9): 2466-2488.
- [73] Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, et al. Tunneling[J]. American Economic Review, 2000, 90(2): 22-27.
- [74] Sun J, Liu G. Does analyst coverage constrain real earnings management?[J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 2016, 59: 131-140.
- [75] Zhang X, Yang X, Strange R, et al. Informed trading by foreign institutional investors as a constraint on tunneling: Evidence from China[J]. Corporate Governance: An International Review, 2017, 25(4): 222-235.

致 谢

行文至此，才惊觉本科生涯已悄然行至终点。回头望，那些曾以为平凡的瞬间，如今都成了闪着微光的记忆。这一路走来，遇见的每一个人、经历的每一件事，都在无声地塑造着今天的我。

一朝沐杏雨，一生念师恩。首先感谢我的毕业论文导师张永春老师，您给予我的不仅是学术上的信任与自由，更是一种从容的引导，您的支持让我敢于尝试，也学会了为自己的研究负责。特别感谢姜圆老师，您带我参加的研讨会，像一扇突然打开的窗，让我第一次真正触摸到科研的脉络，那段密集思考、反复推翻原有知识体系又重建的日子，让我体会到科研的严谨与魅力。齐姗老师和许彬老师则如暗夜里的微光，那些不时的关心和鼓励，总让我感到格外温暖。

谁言寸草心，报得三春晖。我的父母是浙江农村最普通的劳动者，木屑与针线是他们生活的底色，他们从未读过书，却教会了我最珍贵的东西——踏实与坚韧。他们不善言辞，却用最朴实的行动默默支持着我的一切。每周雷打不动的一通电话，寥寥数语，“吃了吗？”“钱够用吗？”，成了我们之间最深的牵挂。他们从未束缚我的脚步，只是默默站在身后，让我有勇气走得更远。

山河不足重，重在遇知己。与挚友李培基并肩竞赛的日夜，至今想起仍觉热血沸腾，那些深夜畅谈的人生哲理，都让我受益匪浅，在我低谷的时候，总是你给我帮助，如今你远赴英伦，愿异国的风雨淬炼出更璀璨的你。挚友吕洲是我见过最“不安分”的人，但这真实又是恰恰我最欣赏你的一点，你教会我要尽早提高眼界，让我不敢苟且于身边和眼前，而是抬头望向更远的天，祝你申博顺利。和室友张楷、冶志城、冀鹏程四年的朝夕相处，我们一起吹过牛、打过游戏，也一起为考试焦头烂额，你们让这间小小的寝室成了我在青海的第二个家，那些琐碎而温暖的日常，拼凑成了我最不舍和怀念的时光。

同样感谢所有未能逐一提及的师友：班主任、各位老师、师兄师姐、同级同学、夏令营与实习中结识的好友，我总能在你们身上看到值得学习的东西，你们都教会了我许多，让我成长了许多。

最后感谢这段缺憾与收获并存的成长。我曾因不够尽力而遗憾，因追趕不上他人而焦虑，但或许正是这些未竟之事，成了助推我向前的手。

人生是旷野，我厌恶被预设的轨道。未来的路或许会有需要孤注一掷的时刻，但无论走向何方，愿自己能拥有割断绳索的勇气，像青海高原的风一样，坦荡地吹向更辽阔处。

2025年5月

附录 A 正文省略表格完整结果

表 A1 沪港通实施对大股东掏空的影响

Table A1 Effect of the SHSC on the tunneling by the major shareholders

变量	(1)	(2)
	<i>RPT</i>	<i>RPT</i>
<i>Treat</i>	-0.042*** (0.010)	-0.030*** (0.009)
<i>Age</i>		0.006 (0.011)
<i>Size</i>		-0.033*** (0.012)
<i>TobinQ</i>		0.012*** (0.004)
<i>ROA</i>		0.122 (0.092)
<i>CFO</i>		0.015 (0.045)
<i>Lev</i>		0.013 (0.042)
<i>Growth</i>		0.031*** (0.008)
<i>Top1</i>		0.000 (0.001)
<i>MShare</i>		-0.001** (0.000)
<i>Seperation</i>		0.001 (0.001)
<i>BoardSize</i>		-0.002 (0.031)
<i>SupSize</i>		0.005 (0.040)
<i>IndDirRatio</i>		-0.000 (0.001)
<i>Constant</i>	0.055*** (0.003)	0.740*** (0.276)
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	6782	6782
调整后R ²	0.008	0.028

注：括号内为企业层面的聚类稳健标准误；***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著，下表同。

表 A2 大股东掏空平行趋势检验结果
Table A2 Parallel trend test for the tunneling by the major shareholders

变量	(1) <i>RPT</i>
D_{it}^1	-0.050 (0.030)
D_{it}^2	0.008 (0.041)
D_{it}^3	-0.003 (0.013)
D_{it}^5	-0.026** (0.012)
D_{it}^6	-0.030** (0.014)
D_{it}^7	-0.043*** (0.015)
<i>Age</i>	0.006 (0.011)
<i>Size</i>	-0.033*** (0.012)
<i>TobinQ</i>	0.012*** (0.004)
<i>ROA</i>	0.120 (0.092)
<i>CFO</i>	0.016 (0.045)
<i>Lev</i>	0.014 (0.042)
<i>Growth</i>	0.031*** (0.008)
<i>Top1</i>	0.000 (0.001)
<i>MShare</i>	-0.001** (0.000)
<i>Seperation</i>	0.001 (0.001)
<i>BoardSize</i>	-0.003 (0.031)
<i>SupSize</i>	0.003 (0.041)
<i>IndDirRatio</i>	-0.000 (0.001)
<i>Constant</i>	0.756*** (0.278)
企业固定效应	是
年份固定效应	是
样本数	6782
调整后R ²	0.028

表 A3 不同大股东掏空衡量方法的稳健性检验

Table A3 Robustness test of different measures of the tunneling by the major shareholders

变量	(1)	(2)
	RPT	RPT
<i>Treat</i>	-0.047** (0.024)	-0.048** (0.024)
<i>Age</i>	0.005 (0.030)	0.002 (0.029)
<i>Size</i>	-0.092*** (0.029)	-0.093*** (0.029)
<i>TobinQ</i>	0.008 (0.008)	0.006 (0.008)
<i>ROA</i>	-0.070 (0.200)	-0.078 (0.198)
<i>CFO</i>	0.132 (0.097)	0.117 (0.096)
<i>Lev</i>	0.468*** (0.082)	0.461*** (0.081)
<i>Growth</i>	0.039*** (0.014)	0.039*** (0.014)
<i>Top1</i>	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
<i>MShare</i>	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
<i>Seperation</i>	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)
<i>BoardSize</i>	-0.047 (0.083)	-0.042 (0.083)
<i>SupSize</i>	-0.037 (0.102)	-0.038 (0.102)
<i>IndDirRatio</i>	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)
<i>Constant</i>	2.076*** (0.676)	2.100*** (0.675)
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	6782	6782
调整后R ²	0.036	0.033

表 A4 PSM-DID 结果
Table A4 PSM-DID results

变量	(1)	(2)
	<i>RPT</i>	<i>RPT</i>
<i>Treat</i>	-0.055** (0.027)	-0.042* (0.024)
<i>Age</i>		0.003 (0.022)
<i>Size</i>		0.033 (0.029)
<i>TobinQ</i>		0.018 (0.017)
<i>ROA</i>		0.402* (0.232)
<i>CFO</i>		-0.062 (0.086)
<i>Lev</i>		0.019 (0.122)
<i>Growth</i>		0.008 (0.027)
<i>Top1</i>		0.001 (0.001)
<i>MShare</i>		-0.000 (0.002)
<i>Seperation</i>		0.002 (0.002)
<i>BoardSize</i>		-0.006 (0.078)
<i>SupSize</i>		-0.032 (0.107)
<i>IndDirRatio</i>		-0.000 (0.001)
<i>Constant</i>	0.067*** (0.020)	-0.717 (0.664)
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	872	872
调整后R ²	0.023	0.057

表 A5 沪港通实施对大股东掏空程度影响的机制检验

Table A5 Mechanistic test of the effect of SHSC on the tunneling by the major shareholders

变量	(1)	(2)
	<i>InsHold</i>	<i>Analyst</i>
<i>Treat</i>	1.708*** (0.574)	1.816*** (0.650)
<i>Age</i>	2.294*** (0.667)	2.202*** (0.820)
<i>Size</i>	-3.527*** (0.451)	2.125*** (0.477)
<i>TobinQ</i>	-1.017*** (0.132)	0.200 (0.147)
<i>ROA</i>	-10.086*** (2.958)	-0.223 (3.121)
<i>CFO</i>	-0.359 (1.714)	1.604 (1.565)
<i>Lev</i>	4.155*** (1.316)	-1.687 (1.390)
<i>Growth</i>	-0.200 (0.261)	-0.316 (0.250)
<i>Top1</i>	-0.040* (0.021)	-0.086** (0.034)
<i>MShare</i>	0.018 (0.019)	0.056* (0.030)
<i>Seperation</i>	0.047 (0.038)	-0.027 (0.039)
<i>BoardSize</i>	1.142 (1.386)	-1.267 (1.687)
<i>SupSize</i>	0.713 (1.735)	-1.124 (2.071)
<i>IndDirRatio</i>	0.029 (0.036)	-0.043 (0.043)
<i>Constant</i>	77.270*** (10.431)	3.411 (11.752)
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	5171	6781
调整后R ²	0.109	0.021

表 A6 基于企业所有权性质的异质性检验

Table A6 Heterogeneity test based on nature of business ownership

变量	非国企 (1)	国企 (2)
<i>Treat</i>	-0.046*** (0.014)	-0.018 (0.013)
<i>Age</i>	-0.020 (0.015)	0.014 (0.020)
<i>Size</i>	-0.031** (0.016)	-0.049** (0.021)
<i>TobinQ</i>	0.012** (0.005)	0.006 (0.005)
<i>ROA</i>	-0.015 (0.124)	0.208 (0.130)
<i>CFO</i>	0.046 (0.066)	-0.010 (0.062)
<i>Lev</i>	-0.006 (0.055)	0.047 (0.066)
<i>Growth</i>	0.030*** (0.011)	0.037*** (0.009)
<i>Top1</i>	-0.001 (0.001)	0.002* (0.001)
<i>MShare</i>	-0.001 (0.000)	0.000 (0.002)
<i>Seperation</i>	0.001 (0.001)	0.001 (0.002)
<i>BoardSize</i>	-0.012 (0.044)	0.022 (0.043)
<i>SupSize</i>	-0.075 (0.061)	0.098** (0.048)
<i>IndDirRatio</i>	-0.001 (0.001)	0.000 (0.001)
<i>Constant</i>	0.932** (0.376)	0.783* (0.440)
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	3777	3005
调整后R ²	0.043	0.027

表 A7 基于企业规模的异质性检验
Table A7 Heterogeneity test based on firm size

变量	中小型企	大型企
	(1)	(2)
<i>Treat</i>	-0.009 (0.029)	-0.029*** (0.011)
<i>Age</i>	-0.014 (0.020)	0.008 (0.012)
<i>Size</i>	-0.058** (0.026)	-0.014 (0.016)
<i>TobinQ</i>	0.008 (0.005)	0.009 (0.007)
<i>ROA</i>	0.094 (0.121)	0.192 (0.136)
<i>CFO</i>	-0.008 (0.079)	0.039 (0.051)
<i>Lev</i>	0.141** (0.067)	-0.095* (0.055)
<i>Growth</i>	0.028** (0.013)	0.036*** (0.009)
<i>Top1</i>	-0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
<i>MShare</i>	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)
<i>Seperation</i>	0.000 (0.002)	0.000 (0.001)
<i>BoardSize</i>	-0.048 (0.064)	0.018 (0.031)
<i>SupSize</i>	-0.082 (0.098)	0.008 (0.044)
<i>IndDirRatio</i>	-0.001 (0.002)	-0.000 (0.001)
<i>Constant</i>	1.520*** (0.578)	0.299 (0.347)
企业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
样本数	3366	3416
调整后R ²	0.035	0.029

表 A8 基于所在地市场化程度的异质性检验

Table A8 Heterogeneity test based on the degree of marketization of the location

变量	低市场化程度		高市场化程度 (2)
	(1)		
<i>Treat</i>	-0.027*		-0.029**
	(0.014)		(0.014)
<i>Age</i>	0.002		-0.001
	(0.015)		(0.016)
<i>Size</i>	-0.033*		-0.032*
	(0.017)		(0.019)
<i>TobinQ</i>	0.011*		0.006
	(0.006)		(0.005)
<i>ROA</i>	0.210		-0.002
	(0.137)		(0.135)
<i>CFO</i>	0.037		-0.035
	(0.078)		(0.058)
<i>Lev</i>	-0.011		0.083
	(0.066)		(0.054)
<i>Growth</i>	0.031**		0.030***
	(0.013)		(0.010)
<i>Top1</i>	-0.001		0.000
	(0.001)		(0.001)
<i>MShare</i>	-0.001		-0.001*
	(0.001)		(0.001)
<i>Seperation</i>	0.001		0.001
	(0.001)		(0.002)
<i>BoardSize</i>	-0.016		0.042
	(0.041)		(0.050)
<i>SupSize</i>	0.080*		-0.072
	(0.043)		(0.080)
<i>IndDirRatio</i>	0.001		-0.000
	(0.001)		(0.001)
<i>Constant</i>	0.669*		0.733*
	(0.396)		(0.433)
企业固定效应	是		是
年份固定效应	是		是
样本数	3251		3330
调整后R ²	0.025		0.030