

分类号 F23/1019
U D C

密级 公开
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 “国家队”机构投资者持股对
大股东掏空行为的影响研究

研究生姓名： 赵建琴

指导教师姓名、职称： 张鲜华 教授

学科、专业名称： 会计学

研究方向： 财务会计理论与方法

提交日期： 2024年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 赵建琴 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 张祥华 签字日期： 2024年6月1日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

- 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 赵建琴 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 张祥华 签字日期： 2024年6月1日

Research on the impact of Institutional Investor Shareholding of "National Team" on the Tunneling Behavior of Major Shareholders

Candidate: ZHAO Jian-qin

Supervisor: ZHANG Xian-hua

摘 要

2015年,A股资本市场遭遇了先上涨后直线下落的危机,随着“国家队”机构投资者资金的入场,使遭遇危机的A股资本市场股价回归平稳,恢复了市场流动性。救市使命完成后,投资者曾担忧“国家队”机构投资者会退出资本市场,证监会于当年的第21号公告中明确表示,“国家队”机构投资者将继续发挥其稳定资本市场的重要作用,使各界对“国家队”机构投资者参与上市公司治理寄予了厚望。那么,“国家队”机构投资者长期持股能否在企业微观层面发挥治理效应?又是通过怎样的路径来实现?尚待更多研究结果的验证。

本文以来自2015-2021年间A股上市公司的18,160个年度观测值为样本,选取大股东掏空行为作为观察视角,针对“国家队”机构投资者持股能否发挥治理效应展开了实证检验。结果表明,“国家队”机构投资者持股能够有效抑制大股东掏空行为,且持股比例越高,治理效应越显著。同时,相对于未被“国家队”机构投资者持股的样本公司,被“国家队”机构投资者持股的公司大股东掏空行为越少。同时,作用机制检验表明,“国家队”机构投资者持股的治理效应主要通过加强内部控制和改善信息环境而达成。进一步研究表明,在非国有、股权制衡度较低及媒体关注度较高的上市公司中,“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的抑制作用更为显著。

基于检验结果,本文提出:监管部门应当倡导以“国家队”为代表的机构投资者秉持长期投资观念,主动融入上市公司治理机制的建设中,深度挖掘并充分利用微观公司治理的积极作用;同时,监管部门应鼓励上市公司积极完善内部控制制度,提高信息披露质量,改善内外部信息环境,使“国家队”机构投资者持股更好地发挥对大股东掏空等行为的监督。本文的创新性体现在将“国家队”机构投资者宏观救市的经济后果研究拓展至长期的微观公司治理效应,并丰富了抑制大股东掏空行为的路径选择,且厘清了“国家队”机构投资者持股达成治理效应的作用机理,为缓解第二类代理问题贡献了经验证据和对策启示。

关键词: “国家队”持股 大股东掏空行为 公司治理 内部控制 信息环境

Abstract

In 2015, the A-share capital market suffered a crisis that first rose and then plummeted, and with the entry of the "national team" institutional investors, the share price of the A-share capital market suffered a crisis returned to a stable level and restored liquidity. After the completion of the rescue mission, investors were worried that the "national team" institutional investors will withdraw from the capital market, China Securities Regulatory Commission in the 21st Announcement of that year, clearly indicated that the "national team" institutional investors will continue to play a stabilizing role in the capital market, so that all walks of life to the "national team" institutional investors will continue to play a stabilizing role in the capital market. The participation of "national team" institutional investors in the governance of listed companies has raised high expectations. So, can the long-term shareholding of "national team" institutional investors play a governance effect at the micro level of enterprises? And through what path to realize? More studies are needed to verify the results.

In this paper, we take 18,160 annual observations from A-share listed companies during 2015-2021 as samples, and select the tunneling behavior of major shareholders as the observation perspective, and carry out empirical tests on whether the shareholding of "national team"

institutional investors can play a governance effect. The results show that the shareholding of "national team" institutional investors can effectively inhibit the tunneling behavior of major shareholders, and the higher the shareholding ratio, the more significant the governance effect. At the same time, compared with the sample companies that are not held by institutional investors of the "national team", the shareholding of institutional investors of the "national team" is less likely to result in the tunneling behavior of major shareholders. Meanwhile, the mechanism test shows that the governance effect of "national team" institutional investors' shareholding is mainly achieved by strengthening internal control and improving the information environment. Further research shows that the inhibitory effect of shareholding by "national team" institutional investors on the tunneling behavior of major shareholders is more significant in listed companies that are not state-owned, have lower equity checks and balances, and have higher media attention.

Based on the test results, this paper proposes that: regulators should encourage institutional investors represented by the "national team" to adhere to the long-term investment concept, actively participate in the construction of the governance mechanism of listed companies, and give full play to the effect of governance; at the same time, regulators should encourage listed companies to actively improve the internal control system, enhance the quality of information disclosure, and improve the

"internal and external information environment", so as to make the "national team" more effective. At the same time, the regulatory authorities should encourage listed companies to actively improve the internal control system, improve the quality of information disclosure, improve the internal and external information environment, so that the "national team" institutional investors shareholding better play a role in the supervision of the major shareholders to empty and other behaviors. The innovativeness of this paper is reflected in the expansion of the economic consequences of the macro rescue of the "national team" institutional investors to the long-term micro corporate governance effects, and enriched the path to curb the major shareholders' short-selling behavior, and clarified the role mechanism of the "national team" institutional investors to achieve the governance effects of shareholding. It also clarifies the mechanism of the governance effect of "national team" institutional investors' shareholding and contributes empirical evidence and countermeasures to alleviate the second type of agency problem.

Keywords: Shareholding of "National team"; Tunneling Behavior of major shareholders; Corporate governance; Internal control; Information environment

目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1 绪论 | 1 |
| 1.1 研究背景 | 1 |
| 1.2 研究目的及研究意义 | 3 |
| 1.2.1 研究目的 | 3 |
| 1.2.2 研究意义 | 4 |
| 1.3 研究内容、框架及方法 | 5 |
| 1.3.1 研究内容 | 5 |
| 1.3.2 研究框架 | 6 |
| 1.3.3 研究方法 | 8 |
| 1.4 创新之处 | 8 |
| 2 文献综述 | 10 |
| 2.1 “国家队”机构投资者的相关研究 | 10 |
| 2.1.1 “国家队”机构投资者的由来 | 10 |
| 2.1.2 “国家队”机构投资者对市场稳定的影响 | 11 |
| 2.1.3 “国家队”机构投资者对公司治理的影响 | 12 |
| 2.2 大股东掏空行为的相关研究 | 14 |
| 2.2.1 “掏空”的手段 | 14 |
| 2.2.2 “掏空”的后果 | 15 |
| 2.2.3 治理“掏空”的机制 | 16 |
| 2.3 文献述评 | 17 |
| 3 理论分析与研究假设 | 19 |
| 3.1 “国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的影响 | 19 |
| 3.2 “国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的影响路径 | 20 |
| 4 研究设计 | 23 |
| 4.1 样本选择与数据来源 | 23 |
| 4.2 变量界定 | 23 |

| | |
|-------------------------|-----------|
| 4.2.1 被解释变量 | 23 |
| 4.2.2 解释变量 | 24 |
| 4.2.3 中介变量 | 24 |
| 4.2.4 控制变量 | 25 |
| 4.3 模型设计 | 26 |
| 5 实证检验分析 | 28 |
| 5.1 描述性统计 | 28 |
| 5.2 相关性分析 | 29 |
| 5.3 回归分析 | 31 |
| 5.4 影响路径检验 | 32 |
| 5.4.1 基于内部控制的路径检验 | 32 |
| 5.4.2 基于信息环境的路径检验 | 34 |
| 5.5 稳健性检验 | 36 |
| 5.5.1 内生性问题讨论 | 36 |
| 5.5.2 替换被解释变量 | 42 |
| 6 进一步分析 | 43 |
| 6.1 产权异质性分析 | 43 |
| 6.2 股权制衡度异质性分析 | 43 |
| 6.3 媒体关注度异质性分析 | 44 |
| 7 结语 | 46 |
| 7.1 研究结论 | 46 |
| 7.2 政策建议 | 47 |
| 7.3 局限与展望 | 47 |
| 参考文献 | 49 |
| 致谢 | 56 |

1 绪论

1.1 研究背景

机构投资者是资本市场中重要的投资主体，也是理性投资者的代表（文雯和乔菲，2021）。自2001年我国证监会提出“超常规发展机构投资者”以来，特别是在2017年及其之后陆续出台的一系列政策支持下，我国机构投资者无论是在数量还是在资产管理规模上均快速增长，被称为“国家队”的特殊机构投资者也得以迅猛发展。2015年，A股资本市场遭遇了先上涨后直线下落的危机，随着“国家队”机构投资者资金的入场，股价逐步回归平稳，恢复了市场的流动性。救市使命完成后，投资者曾担心“国家队”机构投资者会退出资本市场，证监会于当年的第21号公告中明确表示，“国家队”机构投资者将继续发挥稳定资本市场的作用。根据WIND数据库显示，截至2023年一季度，具有国有资本背景的机构投资者已经出现在310只个股的流通股东榜单中，占据了前十大股东席位，合计持有5,351.19亿股，期末合计持股市值达到了25,461.77亿元（孙燕，2023）。不仅如此，国务院还在2020年10月发布了《关于进一步提高上市公司质量的意见》，提出了“健全机构投资者参与公司治理的机制”，使各界对包括“国家队”在内的机构投资者参与上市公司治理寄予了厚望。

与此同时，随着我国资本市场监管治理制度的不断完善和发展，上市公司中大股东一股独大、拥有绝对控制权的情况已得到一定程度的改善，特别是大股东持股比例超过50%的上市公司比例已有所下降。然而，从整体来看，个人大股东持股比例仍在不断创新高，且大股东拥有绝对控制权仍占主流。据统计，截至2021年末，A股上市公司中的个人大股东（占据了前十大股东席位的个人）持股市值达到5.4万亿元，占流通市值的比例已达到历史最高的7.2%^①。相关研究已验证，股权过度集中的所有权结构容易导致第二类代理问题的出现（许文彬和刘猛，2009），最为典型的是大股东掏空行为，即大股东凭借其控制权谋取私利，进而侵害其他利益相关者权益的行为（Johnson，2000）。在2016-2021年

^① 申万宏源研究.2022年投资者结构全景分析 A股投资者结构加速社会化、分散化[R].申万宏源研究所,2022-07-22.

间,已有多达 300 余家上市公司因其大股东的不当利益侵占行为而受到证监会及交易所的惩处,这类违规行为的处罚记录累计高达 761 次(陈静怡,2023)。而且,大股东掏空手段越来越隐蔽,包括但不限于对公司现金流、资产和所有者权益的掠夺(Atanasov,2008),其后果是损害了公司的盈利能力及长远价值(Jiang,2010),降低了信息透明度(Attig,2006)与资源配置效率(Lin,2011),进而损害了中小投资者的投资意愿,最终还可能导​​致资本市场投融资功能的丧失。由此,探寻可抑制大股东掏空的有效治理机制,已成为完善上市公司治理机制,进而带动我国资本市场高质量发展的现实诉求。

在学界,有关“国家队”机构投资者的研究,早期聚焦于其“救市”功能,验证了集资金、专业技术及政府背景于一体的“国家队”机构投资者可发挥降低股价异质性波动(李志生和金凌,2019)和尾部系统风险(李志生等,2019)的重要作用,从而稳定了股票市场,增强了投资者信心。近年来,该研究领域的关注焦点已从“国家队”机构投资者的宏观救市功能转向“国家队”机构投资者持股在企业微观层面可能发挥的治理效应。相关研究已表明,“国家队”机构投资者,其身份既为投资者又兼监管者之责,其持股行为对于企业合规经营及避税行为的抑制具有积极作用。其存在不仅有助于提升企业的治理水平,更能有效减少企业违规操作(孙伟艳和胡士集,2022),且有助于促进绿色创新实践,提高投资效率(冯晓晴和文雯,2022),降低企业整体的运营风险(文雯等,2021)。与此同时,鉴于大股东掏空行为可能导致的严重经济后果,学界对如何抑制大股东掏空行为的关注热度一直不减。相关研究结论已表明,从生成机制来看,不合理的股权结构(Shleifer,1997)、内部治理结构的不完善和法律制度的不健全(La Porta,1998)皆为大股东掏空行为提供了机会和可能。由于掏空可能带来的经济后果较为严重,学者们一直没有停止探寻能够抑制大股东掏空行为并保护中小股东等利益相关者的公司治理机制,而此种机制需要兼顾到内外部两个治理维度。学界对于外部治理机制的有效性已基本达成共识,包括但不限于完善的法律保护(Kim,2013)、竞争充分的产品市场(Gao,2008)、独立客观的媒体环境(Dyck,2004)、有公信力的外部审计制度(Francis,2008)、税率及征管强度合理的税收制度(王亮亮,2018)和相对放松的卖空约束(Massa,2012),不一而足。不过,学界对于什么样的内部治理机制会对大股东掏空行为达成有效

抑制，分歧较大，甚至结论完全相反。其中的原因可能在于，内部治理机制会受到机构投资者和上市公司等各方面异质性的影响；同时，外部治理机制是否有效，也至关重要，且外部治理机制的有效性又需要通过内部治理机制得以发挥（马超，2019）。由此，从发展趋势来看，相关研究日益倾向于将内部和外部治理机制视为一个相互关联、不可分割的有机整体进行综合考量，以期能够更为有效地制衡大股东掏空行为。

基于此，本文选取大股东掏空行为作为观察视角，探究“国家队”机构投资者持股能否在企业微观层面形成有效的抑制效应，并观察该种效应是否同样存在于特质迥异的上市公司中。本文的创新主要体现在：（1）验证了“国家队”机构投资者持股有助于形成抑制大股东掏空行为的制衡机制，将仅聚焦于“国家队”机构投资者宏观救市的经济后果研究拓展至长期的微观公司治理效应。（2）通过验证“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为存在抑制效应，丰富了缓解第二类代理问题的路径选择。（3）将上市公司的内外部治理机制视为整体，厘清了“国家队”机构投资者持股抑制大股东掏空行为的作用机理，即提升内部控制水平，改善内外部信息环境，使其微观治理效应得以发挥。

1.2 研究目的及研究意义

1.2.1 研究目的

本研究选取了2015年至2021年间A股上市公司作为样本，综合运用理论分析与实证检验的研究方法，旨在深入探讨以下几个关键问题：（1）“国家队”机构投资者持股能否发挥抑制大股东掏空等行为的公司治理效应？（2）“国家队”机构投资者通过怎样的路径实现公司治理效应？（3）“国家队”机构投资者所能够发挥的公司治理效应，在不同的产权性质、股权制衡度以及媒体关注等企业特征下有无异质性？

通过对以上问题的深入研究，为增强对“国家队”机构投资者长期治理效应的认知提供了经验证据。同时，验证了在我国资本市场情境下“国家队”机构投资者能够成为一种行之有效的公司治理方式，并厘清了“国家队”机构投资者发挥治理效应的作用机理。此外，还拓展了抑制大股东掏空行为的研究视角，为进一步研究奠定了基础。

1.2.2 研究意义

（1）理论意义

选取大股东掏空行为作为视角，针对“国家队”机构投资者持股的上市公司，检验“国家队”机构投资者持股是否具有治理效应，具有两方面的理论意义：

第一，有利于丰富“国家队”机构投资者持股相关领域的研究。现有关于“国家队”机构投资者的文献，多侧重于“国家队”的“救市”功能，较少关注对微观企业层面的影响，特别是对有损于资本市场健康发展的大股东掏空行为的影响。因此本文从“国家队”机构投资者持股出发，探讨其能否发挥公司治理作用。

第二，有利于拓展解决大股东代理问题的研究视角。现有文献大多关注大股东掏空动机、经济后果以及治理措施等几方面，也提出了许多在公司治理层面影响大股东掏空的因素，但大多囿于公司内部视角，也有文献引入机构投资者这一外部约束力量来证明其存在动机和能力参与公司治理并监督大股东掏空行为，但却少有文献研究“国家队”这一特殊机构投资者对大股东掏空行为的影响。因此，本文以“国家队”机构投资者作为切入点，研究其对大股东掏空行为的影响，拓宽了该领域的研究。

（2）现实意义

本文的研究结论将对上市公司、监管部门以及更广泛的利益相关各方，产生以下两方面的实践意义：

第一，有利于加深对“国家队”机构投资者持股的作用及效果的认知。近年来，机构投资者凭借其在资源和信息方面的专业优势，逐渐成为了企业股东队伍中的一支重要力量，在提高公司治理水平、优化企业决策等方面，发挥着不可或缺的积极作用。特别是“国家队”机构投资者身兼投资者与监管者双重角色，能够凭借其独特的价值投资视野和强大的监管能力，积极参与公司治理活动，有效监管并抑制大股东掏空行为。由此，研究“国家队”机构投资者持股的经济后果，将延伸既有研究，也将为后续研究提供经验证据。

第二，有利于在实践中探索如何抑制大股东掏空等有损于企业价值的大股东代理行为。自 Johnson 于 2000 年提出“掏空”概念以来，大股东通过关联交易、资金占用等方式进行的掏空行为便成为学术界关注的焦点。尤其是在法制监管尚不完善的新兴市场中，大股东凭借其控制权优势，往往利用资本市场信息不对称实施掏空行为。这种行为严重侵蚀了公司治理的基石，阻碍了资本市场的健康发

展。因此，深入探讨大股东掏空行为的成因、机制及影响，对于如何防范大股东掏空行为、如何有效抑制大股东掏空行为的负面效应，进而促进企业持续健康发展，维护我国整体金融市场的稳定有序具有重要意义。

1.3 研究内容、框架及方法

1.3.1 研究内容

选取沪深 A 股上市公司 2015-2021 的数据为样本，检验“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的影响。首先，充分回顾国内外学者对“国家队”机构投资者持股与大股东掏空行为相关研究成果，并对其进行梳理总结。作为具有国资背景的特殊机构投资者，除了危机时的救市职能外，“国家队”机构投资者持股对微观企业层面产生的治理效应成为一个值得研究的重要问题。其次，关于大股东掏空的治理机制大概可以分为两个层面，一个层面是完善公司内部制度，另一层面则是强化公司的外部监管与法律舆论环境（王亮亮，2018），由此构建中介效应逐步回归模型，检验内部控制和企业与外部之间的信息环境是否在“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的影响之中发挥了中介作用。此外，进一步探讨“国家队”机构投资者持股在内外环境异质性中，是否因企业产权性质、股权制衡度以及媒体关注的不同而表现出差异。最后得出文章结论，并提出相应的启示与建议。

主要章节结构安排如下：

第 1 章是绪论。对全文进行总体概述。包括论文的研究背景、研究目的、研究意义、研究思路、研究方法、论文创新和不足等基本情况做一个交代。

第 2 章是文献综述。在本章中，首先对国内外关于“国家队”机构投资者持股、大股东掏空行为相关文献进行梳理。在此基础上，对现有研究成果进行了归纳和总结，并着重指出了当前研究中存在的“未涉足领域”，突出本文的价值。

第 3 章是理论分析与研究假设。此部分根据“国家队”机构投资者对公司治理决策的影响，特别是对有损于资本市场健康发展的大股东掏空行为的影响，提出假设。最后，通过内部控制和企业信息环境对“国家队”机构投资者持股影响大股东掏空行为的作用机制进行了分析。

第 4 章是研究设计。首先阐述样本的选取原则，即以 2015 年至 2021 年间沪深 A 股上市公司为考察对象，并对所获取的数据进行了细致的筛选和处理。随

后,文章明确了研究所涉及的变量,并在附表中详细列出了所有变量的定义及其计算方式。在参考了众多学者关于“国家队”机构投资者持股以及大股东掏空行为的研究成果后,构建了用于本文分析的模型。

第5章是实证检验及分析。在此章节中,主要采用描述性统计和回归分析等手段,对前文提出的研究假设进行检验,并深入剖析检验结果。此外,为确保研究的稳健性,通过实施PSM倾向得分匹配、工具变量法等一系列稳健性检验,验证前述结论的可靠性,并进一步解决可能存在的样本选择性偏误、内生性问题等潜在数据问题,为研究的准确性提供有力支撑。

第6章是进一步分析。在前文分析的基础上,探讨“国家队”机构投资者持股与大股东掏空之间的关系是否因产权性质、股权制衡度和媒体关注的不同而具有异质性。

第7章是结论与政策建议。在总结部分,主要依据前面的理论分析和实证检验结果,归纳并提炼了文章的研究结论。针对这些结论所揭示的主要问题,提出针对性的政策建议,以期为解决相关问题提供有益的参考。最后,还对未来研究可能进一步拓展的方向进行简要的说明和展望,以期对相关领域的研究提供新的思路 and 方向。

1.3.2 研究框架

首先,本文全面回顾国内外关于大股东掏空行为和“国家队”机构投资者持股的研究文献,对已有成果进行深入总结,并指出当前研究中尚未充分探讨的“研究焦点”,从而凸显本文研究的独特价值和意义。接着,通过深入的理论剖析和严谨的逻辑推理,本文基于“国家队”机构投资者持股所产生的两种不同效应,提出具有针对性的研究假设,分析“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的影响,以及企业内部控制和信息环境在两者之间所发挥的中介作用。再次,一方面采用描述性统计分析、多元基础回归分析和中介机制检验等方法对前文提出的研究假设进行了深入检验,并对回归结果进行了细致分析;另一方面,采用多种稳健性检验方法,以确保前文回归分析结果和所提假设的稳健性。在此基础上,对前文的分析结果进行了更深入的研究和探讨。最终,综合文献综述、理论剖析以及实证检验的结果,得出了研究结论,并针对这些结论所揭示的问题,向相关方面提出了具有针对性的管理建议 and 对策。同时,也对本研究存在的不足之处 and 未来可能的研究方向进行了详细的阐述 and 展望。具体研究线路图,详见图1.1。

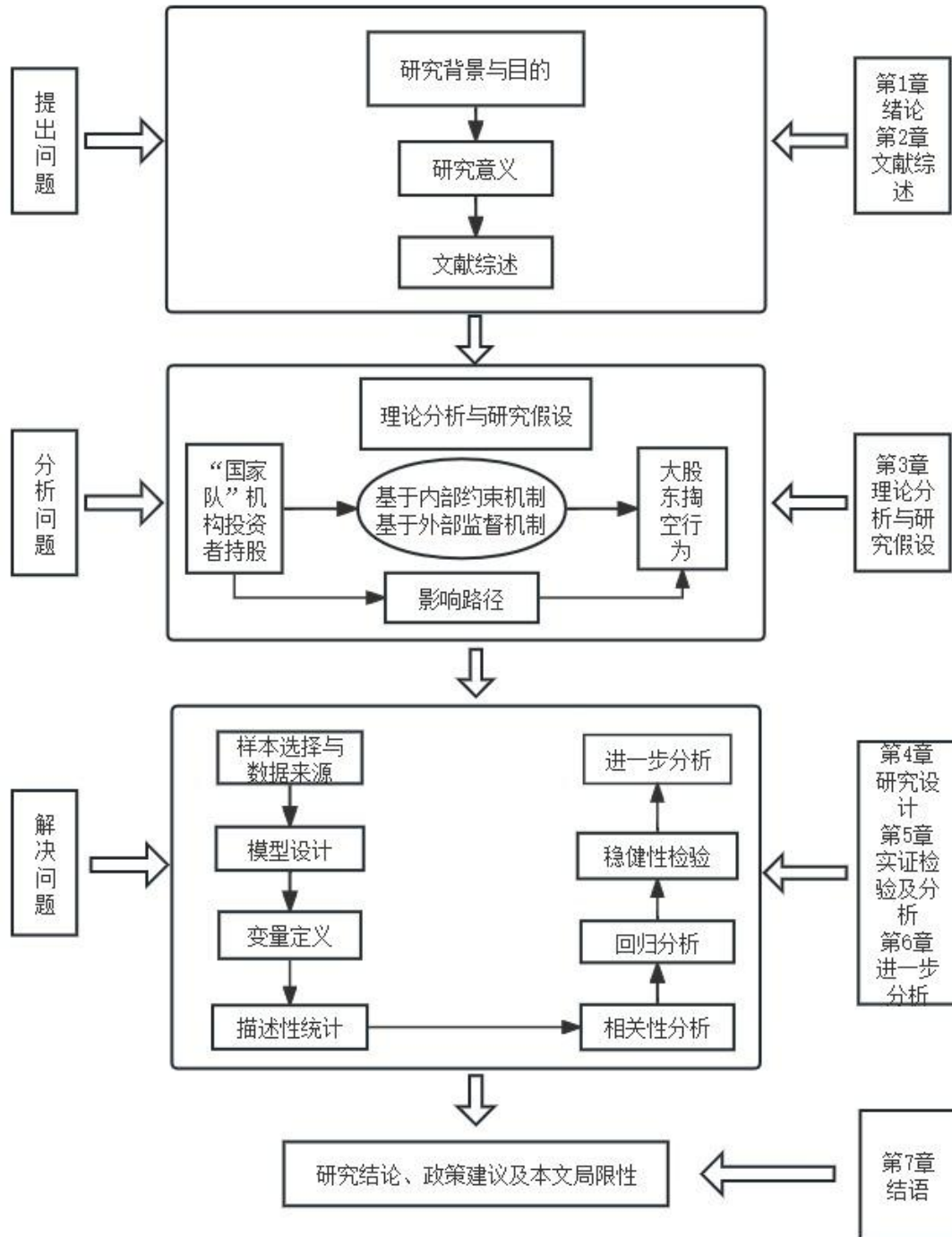


图 1.1 研究路线图

1.3.3 研究方法

本文综合运用规范分析与实证分析、定性分析与定量分析等多种研究方法，深入探讨了“国家队”机构投资者持股与大股东掏空行为之间的内在联系。在深入进行理论分析之后，进一步通过实证分析来验证这些理论推断的正确性，从而确保我们的研究结论既科学又合理，具有充分的实证支持。

(1) 规范研究法：规范研究方法是一种研究方式，它建立在特定的研究假设基础之上，通过深入探究事物之间的内在联系和逻辑链条，进而推导出科学、合理的结论。在详细回顾并整合了关于“国家队”机构投资者持股与大股东掏空行为的现有研究文献后，本文进行了深入的逻辑分析与推理，系统归纳了“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的潜在影响及其作用机制，并据此构建了本文的研究假设。

(2) 实证研究法：实证研究是一种科学的研究方法，它依赖于实际调查、观察和实验所获取的数据与资料。通过对这些数据和资料的深入分析，实证研究能够揭示事物的本质规律和内在机制，进而从特殊到一般地提炼出具有普遍适用性的结论。为探究“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的影响，本文选取 2015-2021 年间沪深 A 股上市公司的数据作为研究样本，通过设定统计回归模型，对所提出的研究假设进行了严谨且系统的实证检验。在具体操作过程中，首先进行描述性统计分析，直观展示“国家队”机构投资者持股情况、大股东掏空行为以及其他企业特征之间的关联。其次，利用 Pearson 相关性分析检验，深入探究“国家队”机构投资者持股、大股东掏空行为、企业内部控制、信息环境等重要变量之间的关联性。最后，在充分控制其他可能影响结果的因素后，本文基于所提出的研究假设，设定多元基础回归模型，进行深入的实证检验结果分析，并对不同实证检验测量方法所得结果的一致性进行比较。此外，为确保研究结论的稳定性和可靠性，还进行了全面而系统的稳健性检验。

1.4 创新之处

本文以大股东代理问题作为观察视角，探究“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为是否会形成约束，以及其中的作用机制。同时，针对产权性质、股权制衡度和媒体关注度不同的企业，比较“国家队”机构投资者持股对大股东掏

空行为约束影响的差异。本文可能的创新主要有：（1）丰富了“国家队”机构投资者持股所带来经济后果领域的研究。与以往研究主要聚焦于“国家队”机构投资者持股在救市方面不同，对其在微观企业层面可发挥的治理效应，相关研究还较为有限。本文将通过大样本研究，实证检验“国家队”机构投资者持股是否会对大股东掏空行为形成防范效应，将“国家队”机构投资者持股的经济后果研究拓展到约束大股东代理问题的治理领域。（2）选取特殊类别机构投资者的视角，对防范大股东掏空行为相关领域的研究做出了有益补充。既有研究考察了证券投资基金、合格的境外投资者（QFII）和券商等机构投资者及机构投资者抱团对大股东掏空行为的影响，但针对“国家队”作为机构投资者对大股东掏空行为影响的研究，难言丰硕。（3）厘清“国家队”机构投资者持股防范大股东掏空行为的作用机理。验证“国家队”机构投资者通过提升上市公司内部控制水平与信息环境实现对大股东掏空行为的约束，有助于缓解大股东代理问题，从而完善上市公司的治理机制，切实保护投资者的合法权益，进而维护资本市场的健康稳定发展，这些经验证据也为未来的治理实践提供了宝贵的借鉴和启示。

2 文献综述

本文以大股东代理问题作为观察视角，探究“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为是否会形成约束以及其中的作用机制，文献综述从“国家队”机构投资者和大股东掏空行为两方面展开：

2.1 “国家队”机构投资者的相关研究

以往学者们的研究主要聚焦于“国家队”这一类特殊机构投资者在股灾期间进入资本市场的短期效应，特别是其作为兼具投资者与监管者角色的存在。在这些特殊时期，“国家队”机构投资者通过大量购入股票，不仅有效提振了投资者信心，更在维护股市稳定方面发挥了压舱石作用。然而，近年来研究的视角开始发生转变，越来越多的学者开始关注“国家队”等机构投资者对资本市场中企业相关政策与经营决策产生的深远影响。凭借其庞大的投资规模和显著的信号效应，“国家队”机构投资者能够吸引更多的外部融资，有效缓解企业在融资方面的压力，进而推动企业的持续稳健发展。同时，作为股东和监管者的双重身份，“国家队”机构投资者还有助于解决公司管理层可能存在的短视问题，从而对企业的微观治理产生积极影响。

2.1.1 “国家队”机构投资者的由来

2015年，A股市场发生剧烈波动，出现了千股涨停和千股跌停等极端现象，被市场中投资者们称为“股灾”，此次严重的投资挫败使其投资信心大受打击。危机时刻，由国内21家券商组建的一个救市团队，其中包括中信证券、国信证券、海通证券、广发证券、华泰证券、方正证券等头部券商大举入市，后被称之为以证金公司为代表的“国家队”机构投资者。在大跌过程中，“国家队”机构投资者增持A股上市公司的股票，使股市下跌速度得以控制，发挥了稳定股票价格、增强投资者信心的重要作用，担当了维护资本市场稳定的重任。鉴于投资者对“国家队”机构投资者可能退出资本市场的担忧，证监会在2015年发布的第21号公告中，明确提及了“国家队”机构投资者将继续发挥稳定资本市场的

作用，为维护资本市场稳定运行贡献力量。

2015年7月6日是“国家队”机构投资者正式进场的第一天，距今也有8年之久。在资本市场中，“国家队”一词指代的是由政府投资或组织建立的投资平台、资产管理计划，其主要目的是维护资本市场平稳运行。关于“国家队”机构投资者的界定，多数文献均涉及中央汇金资产管理有限公司、中央汇金投资有限责任公司、中国证券金融股份有限公司、中证金融资产管理计划以及国家队五只公募基金等主体。此外，外管局旗下的投资平台亦被纳入这一范畴。也有文献认为“国家队”机构投资者也应包含全国社保基金（王华，2021；彭娅，2022）；本文从大股东代理问题的角度切入，深入探讨了“国家队”机构投资者持股对这一问题的影响。尽管全国社保基金在2015年以前就已经活跃在资本市场，但其在市场中的投资行为仍然对投资者及市场预期产生了积极的引导作用，并对稳定整个大盘发挥了重要作用。因此，本文认为，全国社保基金亦应被归入“国家队”的范畴之中。这一归类有助于更全面地理解“国家队”机构投资者的角色和影响，为资本市场的健康发展提供有益的参考。

2.1.2 “国家队”机构投资者对市场稳定的影响

“国家队”机构投资者自2015年入市，其主要目的就是维护资本市场平稳运行。故对于具有国资背景的特殊机构投资者，学术界早期研究也主要侧重于“国家队”的“救市”功能。李志生和金凌（2019）的研究表明，“国家队”机构投资者在优化市场环境、平抑投资者情绪方面扮演了重要角色，进而显著减轻了股票价格的异质性波动。李志生等（2019）发现“国家队”机构投资者的持股策略在股价随市场大盘急剧下跌的风险方面具有有效的抑制作用，同时也有助于减少股价的尾部系统风险。Huang et al.（2019）对“国家队”机构投资者在市场救市行动中的成本与收益进行了深入研究，发现这些机构投资者的购买行为，使得受助的非金融公司价值在扣除相关成本后显著的增加了2060亿元。短期内，公司价值的增长主要归功于股票需求的提升、违约风险的降低以及市场流动性的增强。然而，从长远视角来看，“国家队”机构投资者的持股策略可能诱发道德风险，进而对市场规则产生负面影响。Chi and Li（2019）观察到市场对“国家队”机构投资者救市举措的反应往往过度，这导致一些股票价格超出其真实价值。相较

于个人投资者，机构投资者在信息处理上具有明显优势，能够更迅速地响应救助相关信息。Brunnermeier et al. (2020) 通过理论模型进一步阐释了“国家队”机构投资者的作用，认为“国家队”的购买行为有效地为市场注入了流动性，在防止市场全面崩溃方面发挥了关键作用。不过也指出，“国家队”机构投资者的介入可能会降低股票定价的有效性，从而引发潜在的错误定价风险。王雄元和何雨晴 (2020) 研究指出，“国家队”机构投资者的持股对于股票市场的稳定具有积极作用，能够显著地减少所持股公司的股价波动，并且在媒体报道程度较高或权威性较大的公司中，其降低作用更加明显，同时“国家队”机构投资者持股具有“溢出效应”，其影响范围不仅局限于所持股公司，还波及同行业其他公司。具体而言，即便某些公司并未被“国家队”机构投资者直接持股，但由于处于同一行业，这些公司的波动性也会受到显著影响，呈现出降低的趋势。冯思齐 (2021) 研究指出相比于未被“国家队”机构投资者持股的样本企业，被“国家队”机构投资者持股的样本企业其未来的股价崩盘风险显著降低。俞乐天 (2022) 在其研究中发现，随着“国家队”机构投资者持股比例的不断提升，股价暴跌的风险得到了有效的缓解。这一降低风险的过程可以通过改进公司治理结构和加强信号传递机制来实现。

2.1.3 “国家队”机构投资者对公司治理的影响

近几年，学者们开始关注到“国家队”机构投资者对微观企业层面的治理效应。有学者关注到了其对公司决策和政策制定的影响：于雪航和方军雄 (2020) 针对“国家队”机构投资者持股情况和企业创新投资之间的相互关系进行了研究，发现“国家队”机构投资者的持股对企业的创新活动具有积极的促进作用。杨兴全和杨征 (2022) 深入探究了“国家队”机构投资者持股对企业金融化的影响。研究结果显示，“国家队”机构投资者的持股行为显著地遏制了企业投资金融化和利润金融化的趋势。该研究还发现，“国家队”机构投资者在抑制实体企业过度金融化的同时，能够积极促进企业对核心业务的投资，加大对研发的投入力度，并显著提升创新产出。这些发现证实了“国家队”所代表的金融资本在服务于实体经济方面的重要作用，即在削弱实体企业过度金融化的同时，促进实体企业回归核心业务并实现“脱虚向实”的转变。

同时，也有学者研究了“国家队”机构投资者参与公司治理的效应：文雯等学者（2021）在研究中发现，“国家队”机构投资者持股可以显著减少财务风险和股票市场风险。这种风险的降低主要通过几个关键途径来达成：首先，通过缓解企业的融资压力来降低财务风险；其次，通过提高投资效率来优化企业的资源配置；最后，通过改善企业的外部信息环境来减少信息不对称，从而降低股票市场风险。在另一项研究中，文雯和乔菲（2021）进一步发现，“国家队”这类特殊机构投资者的持股行为有助于提高公司的信息透明度，并能有效减少公司的违规行为。而且，这种抑制作用随着持股时间的延长而增强。孙伟艳与胡士集（2022）在研究中揭示，“国家队”机构投资者的持股行为能够明显减少企业避税行为。进一步的机制检验阐明了这一现象的内在逻辑：即“国家队”机构投资者的介入，不仅有效缓解了企业的融资难题，还优化了企业内部委托代理的关系，同时提高了企业与外部投资者之间信息交流的清晰度与透明度。

此外，部分学者还研究了“国家队”机构投资者持股对公司其他方面的影响：何慧华和方军雄（2021）的研究结果表明，“国家队”机构投资者的持股行为对上市公司的盈余质量起到了积极的监管治理作用，这不仅体现在对应计盈余管理的有效性上，也体现在对真实盈余管理的有效性上。文雯及张梦娇（2022）针对拥有政府背景的“国家队”这一特殊类别的机构投资者，深入探讨了其对上市公司非正常停牌行为的影响。研究发现，“国家队”机构投资者的持股行为对上市公司发生异常停牌的概率、频率及持续时间均有显著的降低作用；且此效果随其持股时间的延长而增强。此外，还阐明了“国家队”机构投资者持股之所以能够抑制企业的异常停牌行为，主要是通过优化信息环境和减轻代理问题来实现的。张恒瑞和陈超（2022）在研究中发现，那些以稳定市场为主要任务的“国家队”机构投资者更倾向于选择持有审计质量高的公司的股票。这主要是因为这些上市公司若拥有较高的审计质量，其未来面临股价崩盘风险的概率会相对较低。进一步的分析还揭示，当外部监管不足、公司内部代理问题较为突出以及股票交易成本较高时，这类审计质量高的公司更可能成为“国家队”机构投资者的优选投资目标。

2.2 大股东掏空行为的相关研究

大股东“掏空”，一直是公司治理和资本市场监管领域的难点问题（耀友福，2022）。在我国，上市公司普遍存在着控制性大股东的现象。同时，资本市场对于大股东行为的约束机制以及保护中小股东的法律体系仍有待进一步完善和强化，使得大股东利用其控股地位掏空上市公司的事件屡见不鲜（陈小运和陈娟，2023），严重损害了上市公司的治理质量和资本市场的健康发展。因此，深入研究大股东掏空行为，无疑具有重大意义。

2.2.1 “掏空”的手段

关于大股东掏空手段的研究，主要集中在最常用且较为隐蔽的几个方面，如资金占用、关联交易、违规担保、定向增发以及股权质押等。

在我国的上市公司中，股权分布通常较为集中，普遍存在单一或少数股东持有较大比例股份的情况。这使得大股东在公司内部往往掌握着实际的支配权，为其采取掏空行为提供了有利的条件（侯青川等，2017）。换言之，大股东凭借其显著的股份优势，更容易实施有损于公司和小股东利益的行为。大股东在公司内部侵占中小股东利益的行为在我国的资本市场中普遍存在（孙泽宇，2020），其主要原因在于，大股东持有的非流通股份数量庞大，难以直接从股票市场获得相应的利益，从而导致其有更强的动机去实施掏空行为。与此同时，由于相关法律法规在保护中小股东投资权益方面存在不足，这也相应地降低了大股东进行掏空操作时所需承担的成本。通常情况下，大股东倾向于采用一些难以被外部迅速察觉的手段来进行掏空行为，如资金占用、关联交易、违规担保、定向增发以及股权质押等。其中，自2003年证监会设立监管机制以来，大股东通过直接占款来掏空公司的途径已基本被阻断。因此，大股东转而采用其他更为隐蔽的手法，如关联交易和股权质押等，来实现其掏空行为的目的，这些手段已成为大股东最常用的掏空策略。Cheung（2019）的研究发现，关联交易常常成为股东掏空行为的高发区域。这主要是因为关联交易具有一定的隐蔽性，使得大股东倾向于利用这种方式来侵占小股东的利益。

现有的观点普遍认为，大股东的股权质押行为可以被视为一个及时且准确的

指标，用以反映其当前的财务约束状况，并进一步揭示其潜在的掏空行为倾向。（刘刚和朱佳悦，2021）。胡凯和漆圣桥（2020）指出尽管股权质押存在导致大股东掏空的潜在风险，然而法律法规以及公司内部监管机制在一定程度上对此类行为起到了一定的制约作用。翟胜宝（2020）的研究揭示了一个重要现象：股权质押会增强大股东的掏空动机，进而对融资约束产生显著影响。吴静（2016）提出了不同的观点，她认为控股股东选择股权质押并非一定是基于掏空动机。实际上，股权质押所释放传递出来的信号会因股权质押类型的不同而有所变化。例如，当质押所获得的资金用于支持上市公司运营时，这实际上传递出了一种支持公司的信号；相反，如果资金用于其他目的，则可能被视为一种侵占的信号。进一步地，吴育辉等（2013）研究发现，定向增发的对象不同，其结果也会有所不同。特别是当增发对象是公司股东时，折价率会显著上升。这一发现暗示了在定向增发过程中，股东侵占行为确实存在，且对折价率有着重要影响。

2.2.2 “掏空”的后果

在新兴市场中，由于投资者法制监管相对比较薄弱，大股东往往具有控制权优势，且资本市场信息不对称问题凸显。在这种情况下，大股东可能会利用其权力地位实施掏空行为，严重破坏公司的治理质量和资本市场的有序稳定健康发展。LaPorta et al.（2002）的研究揭示了一个重要现象：当外部投资者预期到某公司股东的掏空行为程度较低时，该公司的市值往往会上涨。这是因为完善的内控体系向外部投资者传递了一个信号，即高质量的内部控制体系会增大大股东进行掏空的难度，从而使投资者更愿意以较高的价格购买这类公司的股票。Bertrand（2002）则指出了另一个问题：为了掩盖其侵占行为，大股东往往会对公司财务信息进行人为修饰，实质上是对数据进行了粉饰。这种经过粉饰的财务数据，不仅扭曲了外界对企业实际经营状况的准确理解，而且使得市场难以对企业价值进行客观评估，同时也加剧了企业与投资者之间的信息不对称问题，使得投资者在决策时面临更大的不确定性和风险。王超恩和张瑞君（2015）研究发现大股东掏空会对影响公司未来的股价崩盘风险，两者之间呈显著的正相关关系，即公司内部的掏空程度越高，未来股价崩盘的风险也越大。吴红军和吴世农（2009）的研究认为大股东的掏空行为会对企业的正常运营产生负面影响，削弱企业的盈利能

力，影响企业的经营业绩。而且，大股东对上市公司的掏空程度越大，公司业绩下滑的幅度也就越大。

2.2.3 治理“掏空”的机制

掏空的治理应对措施大概可以分为三个层面，一是公司治理层面，二是外部监督机制，三是制度层面。

首先，在公司治理层面上，Cesari（2012）的研究表明，公司内部管理机制的完善程度对控股股东的掏空意愿具有反向影响。具体来说，随着公司内部制度的不断完善和逐步加强，大股东实施机会主义行为的难度将日益增大，进而对其潜在的掏空动机形成有效遏制。毛建辉（2018）的进一步研究发现，在实务操作中，独立董事的声誉与其对大股东掏空行为的制约能力呈现正相关关系。此外，外部审计机构在监管大股东掏空行为方面也发挥着积极作用。唐庆（2018）探讨了公司内部控制有效性对大股东掏空行为的影响。研究结果显示，内部控制质量越高，越能有效减少大股东掏空行为。

其次，在外部监督机制上，余玉苗（2012）的研究发现，严格的外部监管机制，如强化的外部审计、严格的外部审计机构和法律监督，能有效遏制大股东的掏空行为。这些措施增加了大股东实施掏空行为的难度和成本，从而限制了其机会主义行动。王凯等（2016）进一步指出，独立董事的监督也是约束大股东掏空行为的重要因素。特别是当独立董事具备更强的专业知识时，能够更有效地发挥监督作用，从而对大股东的掏空行为产生更强的抑制作用。李明和叶勇（2016）认为新闻媒体可以通过报道企业的负面事件，能够影响企业的声誉和形象，进而减少控股股东的掏空行为。这种外部媒体监督治理作用对于保护中小投资者利益和维护市场公平具有重要意义。然而，孟庆斌等（2015年）的研究表明，媒体的监督作用并非一直都是有效的，发现当大股东在公司内部的掏空程度较轻时，相关媒体报道并不会显著降低公司的价值。相反，在某些情况下，大股东可能会利用媒体报道的机会加大掏空程度以获取更多私利。杨侠和马忠（2020）研究发现，机构投资者对公司进行调研可以显著地遏制大股东对上市公司的掏空行为。尤其在公司治理水平相对低下或有形资产占比较高的情况下，这种抑制效果表现得更为显著。

最后，在制度层面，王亮亮（2018）从税制的视角切入，深入探讨了税率水平对大股东掏空动机的抑制作用，并揭示了税收征管强度对掏空行为同样具有明显的抑制作用。杨慧辉和刘伟（2018）则强调了市场上卖空交易机制的作用，认为这种机制能够提前识别财务报告中的错误信息，从而提高企业与外部投资者之间的信息透明度。侯青川等（2017）进一步指出，在卖空管制得到放宽后，市场中的中小股东可以借助卖空交易机制来压低股价。这种策略不仅为中小股东提供了一种有效的风险对冲手段，还可能对大股东的利益产生实质性影响。

2.3 文献述评

通过回顾“国家队”机构投资者持股和大股东掏空行为领域的相关文献，可以发现：

对于“国家队”机构投资者持股，早期研究侧重于其“救市”功能，近些年来开始聚焦于企业微观层面的影响，特别是“国家队”机构投资者持股对企业微观治理的影响。学界对此已取得的共识有（杨侠和马忠，2020）：一方面，由于“国家队”机构投资者庞大的投资规模、具有信号作用的投资行为和吸引外部融资等特点，会由此引发媒体报道和分析师关注发挥外部监督的效果；另一方面，“国家队”机构投资者作为公司股东，兼具监督职能，参与公司治理，有利于降低企业风险、减少违规以及盈余质量等行为，缓解管理层的短视问题。

同时，有关大股东掏空行为的研究，大多聚焦于大股东掏空行为的影响及其有效的治理机制。大股东利用关联交易、股权质押以及直接占用资金侵占上市公司及中小股东利益，往往是大股东利用信息不对称和绝对股权，采用不合法的手段，转移了上市公司资产，损害了中小股东的利益，负向影响公司价值。绝大多数研究认为，制约大股东掏空的因素除了涉及许多公司治理层面的因素，如分析师关注程度、独立董事监督作用、财务机制和管理层任职制度等之外，还有作为市场行为主体的机构投资者。不过，针对“国家队”这类特殊机构投资者对大股东掏空行为影响的研究，还为数不多。

由此，本文在已有研究的基础上，深入分析了“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的影响。具体来说，一方面，针对学界更多关注“国家队”机构投资者持股所能发挥的救市功能，而对其在企业微观层面可发挥的治理效应相关

研究还较为有限的现状，通过检验“国家队”机构投资者持股是否会对大股东掏空行为形成防范效应，可将“国家队”机构投资者持股的经济后果研究拓展到约束大股东代理问题的治理领域。另一方面，既有研究大多考察了证券投资基金、合格的境外投资者（QFII）、券商及机构投资者抱团对大股东掏空行为的影响。本文将“国家队”视为一类特殊的机构投资者，针对其对资本市场中屡见不鲜的大股东掏空行为可形成的治理效应展开研究，并通过厘清其中的作用机理，为缓解大股东代理问题，从而完善上市公司的治理机制，切实保护投资者的合法权益，进而维护资本市场健康发展提供宝贵的经验证据。

3 理论分析与研究假设

3.1 “国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的影响

相关研究结果已表明，与没有“国家队”机构投资者持股的公司相比，有“国家队”机构投资者持股的公司违规概率更低、违规次数更少。那么，具体到我国资本市场时有发生的大股东掏空侵害中小股东的行为，“国家队”机构投资者持股能否发挥类似的抑制效应呢？

首先，从外部监督机制来看。企业运营于一个公平的竞争环境中，而投资者的权利能够得到法律保护，是实现有效外部监督机制的最根本途径。除此之外，独立的外部审计、公正的媒体监督（李明和叶勇，2016；孟庆斌等，2015）以及专业的分析师跟踪都是法律保障的有效补充，构成了必不可少的外部监管措施。相较于一般的机构投资者，“国家队”机构投资者因拥有雄厚的资金实力、专业的团队支持和深远的投资策略而兼具三重身份：“能缓解融资约束的投资者”、“能改善信息环境的治理者”和“能减轻代理问题的监督者”（文雯等，2023）。仅从外部监督机制来看，集雄厚资金、专业技能和政府背景于一体的“国家队”，其投资动向往往社会影响较大，强烈的信号作用会引发媒体、分析师和投资者等各方关注，因而形成强大的外部监督合力，在提高了社会公众的关注度和信息透明度之后，对大股东掏空行为的监督力度也随之增大。与此同时，“国家队”机构投资者的特殊性通常又使其具有较强的独立性，与上市公司之间不存在紧密的利益纠葛或合作关系。尤其是，相较于证券机构投资者，养老保险基金、社保基金以及企业年金在投资时更注重长远的回报，因此它们往往更偏向于采用稳健而审慎的投资策略（陆瑶等，2012），这些都与大股东凭借控制权优势和信息不对称所采取的掏空行为格格不入，其意图也较易被拥有专业技能和信息优势的“国家队”分析师群体所识破。由此，“国家队”机构投资者持股可对上市公司发挥强有力的外部监督作用。

然而，仅依靠外部治理机制还无法实现抑制大股东掏空行为的治理目标，其核心原因在于外部治理机制未能将企业的异质性纳入考量范畴。加之，以法律制度为代表的外部治理机制也需通过企业内部治理机制才能充分发挥自身治理效

应。由于不合理的股权结构、较低的治理水平（吕长江，2008）以及管理层的短视都可能导致且助长大股东的掏空行为，因此，内部治理机制的抑制作用需通过优化公司内部制度安排才可能得以保障（Denis，2003）。与其他机构投资者和散户投资者相比，“国家队”往往为积极的机构投资者，即在不改变公司控制权的前提下，既有动力（作为企业股东）也有能力（拥有专业和信息优势）参与改善公司治理实践，并监督其有效运行，约束了大股东掏空和管理者短视等不当行为的发生，使持股收益得以提升（于雪航和方军雄，2020）。与此同时，大股东并不直接参与经营管理，其掏空行为需得到管理层的协助。因“国家队”机构投资者拥有强势话语权，可从企业内部抑制可能导致或助长大股东掏空行为的诱因。如，可通过“用手投票”的方式参与公司经营决策，也可通过“用脚投票”的方式影响公司股票价格，还可通过与管理层私下沟通的方式，甚至可直接向董事会提出异议，利用其特殊地位对大股东形成威慑，对其利益侵占行为形成制衡（赵国宇和禹薇，2018）。

基于以上分析，提出研究假设 1（H₁）：

H₁：在其他条件不变的情况下，“国家队”机构投资者持股会对大股东掏空行为形成抑制效应，且“国家队”机构投资者持股比例越高，对大股东掏空行为的抑制作用越强。

3.2 “国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的影响路径

已有研究表明，在外部监督机制有待完善的情况下，要达成公司治理的有效性，需依赖高质量的内部控制（Jensen，1993），才可能有效规范管理层的经营管理行为，降低其机会主义动机和大股东的掏空行为（陈作华和方红星，2019）。然而，企业高效的内部控制往往与控制环境、控制活动以及监督密切相关，就控制环境方面来说，企业股权结构能够影响大股东掏空的动机和能力，根据壕沟效应，集中的股权结构为大股东实施掏空行为提供了有利的条件和环境。另外，公司大股东的决策和行为能否得到有效监督与约束，进而防止其做出违法担保或损害中小股东及债权人利益的行为，直接取决于内部监督机制的独立性和有效性。因此，若要约束大股东掏空行为，则需从内部控制环境和内部监督机制等方面入手。

从内部控制的视角出发,唯有那些独立持股比例较高且致力于长期投资的机构投资者,才会有足够的动力去积极监督公司的运营,通过提高公司的经营管理效率,减少大股东掏空行为,进而实现公司长期价值的稳步增长(Chen, 2007)。由于“国家队”机构投资者持股的初衷更多在于稳定交易秩序、避免证券市场波动,这决定了“国家队”机构投资者通常拥有长远的投资视角,其目标并非追求短期的利益最大化,而是更加注重长期审慎的投资理念(曹丰等, 2015),在价值投资的指引下,会有足够的动力积极参与公司治理实践,并利用自身的专业优势,协助公司构建健全的内部控制制度,并通过优化控制环境,监督其有效执行,从而抑制大股东掏空行为。通过这些举措,“国家队”机构投资者也能约束管理者的短视决策,从而有效遏制大股东掏空行为的发生。此外,“国家队”机构投资者通过提升内部控制质量继而减少掏空行为的方式主要有三种:以股东身份直接参与董事会和股东大会决策、通过二级市场影响股票价格以间接表达,以及与管理层沟通达成共识、减少分歧(张萌等, 2020)。鉴于“国家队”机构投资者同时扮演着监管者的角色,因此其提出的意见和建议往往更容易获得管理层的认可与采纳,从而更加有效的遏制大股东掏空行为。

基于以上分析,提出研究假设 2 (H₂):

H₂: 通过提升企业内部控制质量,“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为形成抑制效应;

在信息环境方面,大股东相较于普通投资者掌握更多关于公司的详尽信息,这为其创造了信息优势。同时,大股东还可能通过延迟关键信息的披露,或发布一些对非专业人士而言难以辨识真伪的复杂信息,来误导中小股东。这种做法不仅使得大股东的掏空行为难以被及时发现,还降低了其机会主义行径被外界识破的可能性。因此,对于大股东掏空行为,或许有望通过改善企业信息环境来解决。

已有研究表明,具有政府干预色彩的“国家队”机构投资者持股会有助于降低信息不对称程度。究其原因,“国家队”机构投资者的投资规模通常相当庞大,其投资行为所释放的信号和引导作用往往会吸引大量证券分析师的密切关注。为了深入了解这些投资行为背后的逻辑和动机,分析师们会积极与管理层进行沟通,采用诸如电话会议、实地调研等多种交流方式(Amoozega, 2020),并发布研究报告向投资者提供相关信息,从而改善了企业所处的信息环境,也实现了外界

对管理层的间接监督（Chen, 2015）。除了分析师群体，中小投资者在我国证券市场中的占比虽高，但主动搜集公司信息的动机却不强（常嘉路, 2020），而“国家队”机构投资者因拥有较强的信息分析处理能力，可对公司公开披露的信息以及实地调研和问询函的结果展开分析（陈运森等, 2019），在发现潜在的舞弊以及掏空倾向时及时予以纠正。由此，“国家队”机构投资者持股不仅有助于向资本市场传递独特的信息，还能协助中小投资者更准确地评估投资价值，更能对大股东产生有效的制衡和威慑作用。此外，每季度，“国家队”机构投资者所公布的持仓数据总是备受各类机构的瞩目，不仅媒体会密切关注，证券分析师和机构投资者也会对其进行深入的分析 and 追踪，这些都有助于规范大股东日常行为决策，也会压缩大股东追求私利的空间，进一步提高外部监管与治理的有效性（彭浩东和范小玄, 2022）。

基于以上分析，提出研究假设 3（H₃）：

H₃：通过改善企业信息环境，“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为形成抑制效应。

4 研究设计

4.1 样本选择与数据来源

本文选取沪深 A 股上市公司 2015-2021 的数据为样本来检验“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的影响。鉴于我国“国家队”机构投资者正式进入资本市场是在 2015 年，因此本文将 2015 年作为样本期间的起点，2021 年是本文研究开始时可获得的最最新数据年份。在此基础上，为了获取真实完整和可靠的数据，对研究对象进行了严格的筛选，具体标准如下：首先，排除了金融等特殊行业的样本；其次，对于在样本期间被标记为 ST、*ST 或 PT 的上市公司，也将其从研究样本中剔除；最后，对于那些在样本期间相关数据缺失的样本，同样进行了剔除，以确保研究数据的完整性和准确性；最终样本涉及 3170 家上市公司，18160 个公司年度观测值。进一步，为了消除极端异常值对实证研究结果的潜在影响，对样本中的所有连续型变量执行了缩尾处理，具体是在 1%和 99%的水平上进行了缩尾（Winsorize）操作。文中关于大股东掏空行为、中介变量内部控制、信息环境以及控制变量等相关信息和数据均通过 WIND、CSMAR 和 CNRDS 等数据库获得，“国家队”机构投资者持股根据锐思（RESSET）数据库得到；实证检验部分经由计量分析软件 Stata16.0 完成。

4.2 变量界定

4.2.1 被解释变量

被解释变量为大股东掏空行为，在现有研究中，代理变量主要有三种表达方式，第一种是根据企业财务报表中的其他应收款或其他应收款与总资产的比值；第二种是依据大股东资金占用情况进行衡量；第三种是通过与关联方之间的关联交易来测度掏空行为。众多学者研究发现，关联交易是大股东掏空的主要实现方式之一，由此，本文借鉴侯青川（2017）、王垒等（2022）以及耀友福（2022）的研究，采用公司大股东及其关联方之间的关联交易作为评估大股东掏空行为程度的指标。具体来说，构建了两个测度指标。第一个是公司所有关联交易总额与

总资产之间的比率，记作 RPT1。第二个指标则是在计算关联交易总额时，剔除了研究与开发成果、合作项目、许可协议、关键管理人员报酬等五类可能存在一定干扰的交易类别，然后将剩余的关联交易总额与总资产进行比较，得到 RPT2。为了更好地反映公司大股东掏空行为的改善趋势，并考虑到不同行业间关联交易可能存在的差异性，对这两个掏空指标都进行了年度、行业中位数的调整。

4.2.2 解释变量

“国家队”机构投资者持股为解释变量。参考已有研究，“国家队”机构投资者持股的衡量指标主要有两种，一种是采用“国家队”机构投资者当年持股数量占公司总股数的比例；另一种是采用虚拟变量，即“国家队”机构投资者持股时取 1，否则取 0。为保证实验结果，本文借鉴文雯和乔菲（2021）、乔菲等（2022）以及杨兴全和杨征（2022）的做法，同时采用以上两个指标测度：其一是“国家队”机构投资者持股虚拟变量（NAT），若该样本公司当年被“国家队”机构投资者持股，则取值为 1；否则为 0；其二是“国家队”机构投资者持股比例（NAP），即“国家队”机构投资者持股数量除以公司总股数。

4.2.3 中介变量

相较于一般的机构投资者，“国家队”机构投资者兼具三重身份：“能缓解融资约束的投资者”、“能改善信息环境的治理者”和“能提升公司治理的监督者”（文雯等，2023）。由此，本文从外部监督机制出发，可以推断“国家队”机构投资者持股将通过提升企业信息环境约束大股东掏空行为；同时，从企业内部治理机制出发，可以推断“国家队”机构投资者持股将通过提升企业内部控制质量约束大股东掏空行为。由此，首先借鉴乔贵涛和杜英巧等（2023）学者的研究，从分析师关注度角度量化样本公司的信息环境（Info），对分析师跟踪人数加 1 取自然对数，即关注度越高，样本公司的信息环境越好。其次，参照卢佳友（2019）马新智等（2020）等学者的做法，选取迪博内控数据库发布的内控指数（Dib）作为代理变量，衡量样本公司内部控制的有效性，即内控指数越大，表明样本公司内部控制越完善，内部控制水平越高。

4.2.4 控制变量

为保证分析结果的有效性，需控制其他变量可能对结果形成的潜在影响，参照国内外类似研究（乔菲等，2022；文雯等，2023），对公司规模（Size）、资产负债率（Lev）、盈利能力（ROA）、现金流比率（Cashflow）、固定资产占比（FIXED）、企业成长性（Growth）和上市年限（Age）等样本公司的基本特征进行了控制。同时，控制了样本公司的第一大股东持股比例（Top1）、两职合一（Dual）、董事会规模（Board）和账面市值比（BM）等股权和治理结构特征，并进一步对时间（Year）和行业（Industry）也进行了控制。

实证检验部分所涉及的被解释变量、解释变量、中介变量及控制变量等详细的定义及解释说明详见表 4.1。

表 4.1 变量定义表

| 变量 | 指标 | 变量符号 | 变量定义说明 |
|-------|----------------|----------|---|
| 被解释变量 | 大股东掏空行为 | RPT1 | 采用年度关联交易总和 / 期初总资产，并经过年度、行业中位数调整。 |
| | | RPT2 | 采用剔除合作项目、许可协议、研究与开发成果、关键管理人员报酬、其他事项五类交易类别的年度关联交易之和 / 期初总资产，并经过年度、行业中位数调整。 |
| 解释变量 | “国家队”机构投资者持股 | NAT | 若该公司当年被“国家队”机构投资者持股，则取值为 1；否则为 0 |
| | “国家队”机构投资者持股比例 | NAP | “国家队”机构投资者持股占公司总股数的比例 |
| 中介变量 | 内部控制 | IC | 采用迪博内部控制指数加 1 取自然对数后的数据 |
| | 信息环境 | Info | 采用分析师跟踪人数加 1 取自然对数后的数据衡量 |
| 控制变量 | 规模 | Size | 样本公司年总资产的自然对数 |
| | 负债水平 | Lev | 资产负债率，公司年初总负债/公司年初总资产 |
| | 盈利能力 | ROA | 息税前利润/总资产 |
| | 现金流比率 | Cashflow | 经营活动产生的现金流量净额除以总资产 |
| | 固定资产占比 | FIXED | 固定资产净额与总资产比值 |
| | 成长性 | Growth | 营业收入增长率 |
| | 董事人数 | Board | 董事会人数取自然对数 |
| | 两职合一 | Dual | 董事长与总经理是同一个人 1，否则为 0 |
| | 股权集中度 | Top1 | 第一大股东持股比例 |
| | 账面市值比 | BM | 账面价值/总市值 |

续表 4.1 变量定义表

| 变量 | 指标 | 变量符号 | 变量定义说明 |
|----|------|----------|--------------|
| | 企业年龄 | Age | 企业上市年限，取自然对数 |
| | 时间效应 | Year | 年度虚拟变量 |
| | 行业效应 | Industry | 行业虚拟变量 |

4.3 模型设计

为了对前文提出的研究假设进行实证检验，参考乔菲等（2022）和耀友福（2022）的研究，设定回归模型（1）和（2），来检验“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的影响，即验证假设 1 是否成立，具体如下：

$$RPT1_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NAP/NAT_{it} + \alpha_i Control_{it} + Year + Ind + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$RPT2_{it} = \beta_0 + \beta_1 NAP/NAT_{it} + \beta_i Control_{it} + Year + Ind + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

需要解释说明的是，模型（1）和模型（2）中的 NAT 和 NAP 分别表示“国家队”机构投资者持股虚拟变量和持股比例，RPT1 和 RPT2 是大股东掏空行为的两种测度指标， α_0 和 β_0 表示常数项， $control_{i,t}$ 表示控制变量， i 、 t 表示第 i 家公司第 t 年。此外 Year 和 Ind 分别是用来控制经济周期和行业环境对回归结果影响的年度虚拟效应和行业虚拟效应， ε 为随机扰动项。依次对模型（1）、模型（2）进行回归，如果系数 α_1 和 β_1 显著为负，那么说明“国家队”机构投资者持股确实会减少大股东掏空行为，且该作用是较为明显的。

其次参照温忠麟和叶宝娟（2014）提出的中介效应检验程序，设计模型（3）-（5），以检验“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为之间的中介效应。中介效应可三个步骤进行检验：第一步，对模型（3）进行回归，如果系数 α_1 显著，说明“国家队”机构投资者持股确实会影响大股东掏空行为，那么进入下一步检验，否则停止检验；第二步，对模型（4）进行回归，如果系数 α_1 显著，说明“国家队”机构投资者持股会影响样本公司内部控制水平和信息环境，进入下一步检验；第三步，对模型（5）进行回归，如果系数 α_1 、 α_2 都显著，且 α_1 的回归结果绝对值较之模型（3）中 α_1 小，说明“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的影响至少一部分是通过提高内部控制水平和改善信息环境实现的，

即存在部分中介效应。在模型（5）中，如果 α_1 不显著，说明“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的影响过程中，内部控制和信息环境扮演了完全中介的作用。

$$RPT1/RPT2_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NAP/NAT_{it} + \alpha_i Control_{it} + Year_i + Ind_j + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$M_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NAT / NAP_{it} + \alpha_i Control_{it} + Year_i + Ind_j + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$RPT1/RPT2_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NAT / NAP_{it} + \alpha_2 M_{it} + \alpha_i Control_{it} + Year_i + Ind_j + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

此外，模型中的 NAT 代表虚拟变量“国家队”机构投资者是否持股，NAP 代表“国家队”机构投资者持股比例，RPT1 和 RPT2 代表大股东掏空行为的两种测量指标，M 代表中介变量，即内部控制（IC）或信息环境（Info），Control 为控制变量，具体变量定义如表 4.1 所示，Year 和 Industry 分别表示时间效应和行业效应。

5 实证检验分析

5.1 描述性统计

对样本进行描述性统计分析（见表 5.1），结果表明，经年度、行业调整的被解释变量大股东掏空行为（RPT1、RPT2）的均值分别为 0.15 和 0.14，即占总资产比重的 15%和 14%，与侯青川等（2017）学者的研究结论相似；解释变量“国家队”机构投资者持股（NAT）的均值为 0.30，说明平均 30%的样本企业存在“国家队”机构投资者持股；“国家队”机构投资者持股比例（NAP）最大值为 0.15，最小值为 0，说明全样本中“国家队”机构投资者持股存在一定差异；仅考虑“国家队”机构投资者持股样本时，“国家队”机构投资者的平均持股比例为 1.4%；内部控制（IC）和信息环境（Info）标准差分别为 1.25 和 1.20，表明样本企业中内部控制和信息环境存在着一定的差异。

从控制变量来看，股权集中度（Top1）最小值为 0.08，最大值为 0.74，说明第一大股东持股比例较高，且在样本企业中存在“一股独大”的现象；其余公司规模（Size）、资产负债率（Lev）、盈利能力（ROA）、现金流比率（Cashflow）、固定资产占比（FIXED）、成长性（Growth）和上市年限（Age）等样本公司的基本特征和两职合一（Dual）、董事会规模（Board）和账面市值比（BM）等股权和治理结构特征等的控制变量描述性统计结果与以往研究相似。

表 5.1 描述性统计分析

| 变量 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 中值 | 最大值 |
|----------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| RPT1 | 18160 | 0.15 | 0.41 | -0.46 | 0.01 | 2.21 |
| RPT2 | 18160 | 0.14 | 0.41 | -0.28 | 0 | 2.13 |
| NAP | 18160 | 0 | 0.01 | 0 | 0 | 0.15 |
| NAT | 18160 | 0.30 | 0.46 | 0 | 0 | 1 |
| IC | 18160 | 6.21 | 1.25 | 0 | 6.49 | 6.85 |
| Info | 18160 | 1.32 | 1.20 | 0 | 1.10 | 4.33 |
| Size | 18160 | 22.46 | 1.31 | 19.72 | 22.29 | 26.43 |
| Lev | 18160 | 0.44 | 0.20 | 0.05 | 0.44 | 0.91 |
| ROA | 18160 | 0.03 | 0.07 | -0.40 | 0.03 | 0.25 |
| Cashflow | 18160 | 0.05 | 0.07 | -0.18 | 0.04 | 0.26 |
| FIXED | 18160 | 0.20 | 0.16 | 0 | 0.17 | 0.71 |
| Growth | 18160 | 0.18 | 0.47 | -0.66 | 0.10 | 4.33 |

续表 5.1 描述性统计分析

| 变量 | 样本量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 中值 | 最大值 |
|-------|-------|------|------|------|------|-------|
| Board | 18160 | 2.12 | 0.20 | 1.61 | 2.20 | 2.71 |
| Dual | 18160 | 0.27 | 0.44 | 0 | 0 | 1 |
| Top1 | 18160 | 0.33 | 0.14 | 0.08 | 0.30 | 0.74 |
| BM | 18160 | 1.17 | 1.39 | 0.05 | 0.72 | 10.14 |
| Age | 18160 | 2.39 | 0.70 | 0 | 2.48 | 3.37 |

5.2 相关性分析

针对主要变量间展开相关性分析，表 5.2 表示各变量之间的 pearson 相关系数，从表中可以看出：

首先，被解释变量（RPT1/RPT2）与解释变量（NAP）相关系数分别为-0.052 和-0.051，均在 1%的水平上显著为负，说明无论是关联交易总和占总资产比重（RPT1）还是剔除特定项目的关联交易与总资产比重（RPT2），“国家队”机构投资者持股比例对大股东掏空行为具有抑制作用；被解释变量（RPT1/RPT2）与解释变量（NAT）相关系数分别为-0.057 和-0.056，均在 1%的水平上显著为负，说明无论是关联交易总和占总资产比重（RPT1）还是剔除特定项目的关联交易与总资产比重（RPT2），“国家队”机构投资者持股虚拟变量对大股东掏空行为具有抑制作用；故无论是“国家队”机构投资者持股比例还是“国家队”机构投资者持股虚拟变量均对大股东掏空行为形成抑制；假设 1 得到初步验证。

其次，中介变量企业内部控制（IC）与信息环境（Info）与大股东掏空行为（NAT/NAP）系数为负，且在 1%水平上显著。同时与“国家队”机构投资者持股系数为正，且在 1%水平上显著，说明“国家队”机构投资者持股能够正向影响样本企业内部控制和信息环境，继而对大股东掏空行为产生抑制作用。因此，假设 2 与假设 3 也得到初步验证。

最后，除大股东掏空 RPT1 与 RPT2 外，主要变量之间的相关系数均小于 0.5，多重共线的 VIF 检验结果也小于 5，说明多元回归变量间不存在严重的多重共线性问题，不会对模型的拟合优度产生影响。

表 5.2 相关性分析

| | RPT1 | RPT2 | NAP | NAT | IC | Info | Size | Lev | ROA | Cashflow | FIXED | Growth | Board | Dual | Top1 | BM | Age |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|-----|
| RPT1 | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| RPT2 | 0.997*** | 1 | | | | | | | | | | | | | | | |
| NAP | -0.052*** | -0.051*** | 1 | | | | | | | | | | | | | | |
| NAT | -0.057*** | -0.056*** | 0.764*** | 1 | | | | | | | | | | | | | |
| IC | -0.091*** | -0.091*** | 0.065*** | 0.076*** | 1 | | | | | | | | | | | | |
| Info | -0.096*** | -0.095*** | 0.311*** | 0.375*** | 0.146*** | 1 | | | | | | | | | | | |
| Size | 0.0005 | 0.006 | 0.239*** | 0.314*** | 0.078*** | 0.408*** | 1 | | | | | | | | | | |
| Lev | 0.268*** | 0.272*** | 0.030*** | 0.039*** | -0.116*** | -0.015** | 0.467*** | 1 | | | | | | | | | |
| ROA | -0.155*** | -0.157*** | 0.118*** | 0.155*** | 0.287*** | 0.370*** | 0.080*** | -0.325*** | 1 | | | | | | | | |
| Cashflow | -0.077*** | -0.076*** | 0.083*** | 0.121*** | 0.099*** | 0.217*** | 0.092*** | -0.157*** | 0.381*** | 1 | | | | | | | |
| FIXED | 0.041*** | 0.041*** | 0.025*** | 0.058*** | -0.038*** | -0.005 | 0.087*** | 0.035*** | -0.015** | 0.243*** | 1 | | | | | | |
| Growth | 0.024*** | 0.023*** | -0.014* | -0.013* | 0.057*** | 0.132*** | 0.041*** | 0.007 | 0.238*** | 0.012 | -0.072*** | 1 | | | | | |
| Board | -0.008 | -0.006 | 0.080*** | 0.115*** | 0.013* | 0.107*** | 0.270*** | 0.126*** | 0.043*** | 0.057*** | 0.121*** | -0.019** | 1 | | | | |
| Dual | -0.017** | -0.020*** | -0.037*** | -0.050*** | 0.016** | 0.021*** | -0.151*** | -0.085*** | 0.009 | -0.028*** | -0.084*** | 0.026*** | -0.176*** | 1 | | | |
| Top1 | 0.021*** | 0.022*** | 0.054*** | 0.148*** | 0.075*** | 0.084*** | 0.248*** | 0.074*** | 0.150*** | 0.113*** | 0.102*** | 0.004 | 0.043*** | -0.085*** | 1 | | |
| BM | 0.048*** | 0.053*** | 0.056*** | 0.062*** | -0.005 | -0.032*** | 0.639*** | 0.536*** | -0.136*** | -0.063*** | 0.030*** | -0.036*** | 0.150*** | -0.120*** | 0.147*** | 1 | |
| Age | 0.086*** | 0.091*** | 0.087*** | 0.099*** | -0.085*** | -0.070*** | 0.377*** | 0.277*** | -0.128*** | -0.006 | 0.089*** | -0.068*** | 0.169*** | -0.214*** | 0.002 | 0.312*** | 1 |

5.3 回归分析

在进行描述统计分析和相关性分析之后，需要进一步检验“国家队”机构投资者持股（NAT/NAP）对大股东掏空行为（RPT）的影响。按照模型（1）和（2）进行回归分析（见表 5.3），从列（1）和列（2）可以看出，无论是关联交易总和占总资产比重（RPT1）还是剔除特定项目的关联交易与总资产比重（RPT2），“国家队”机构投资者持股虚拟变量（NAT）的回归系数显著为负，表明相对于没有被“国家队”机构投资者持股的公司，被“国家队”机构投资者持股的公司大股东掏空行为更少；列（3）和列（4）中，“国家队”机构投资者持股比例（NAP）的回归系数均在 1%的水平上显著为负，说明“国家队”机构投资者持股比例越高，对大股东掏空行为的抑制作用越明显。上述结果支持本研究假设 1，“国家队”机构投资者持股有助于抑制大股东掏空行为，即拥有“国家队”机构投资者持股的公司，大股东掏空倾向更低，掏空行为次数更少，而且“国家队”机构投资者持股比例越高，其对大股东掏空行为的抑制作用越强。

表 5.3 “国家队”机构投资者持股和大股东掏空行为

| 变量 | (1) RPT1 | (2) RPT2 | (3) RPT1 | (4) RPT2 |
|----------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| NAT | -0.0269*** (-3.764) | -0.0268*** (-3.757) | | |
| NAP | | | -1.4443*** (-3.828) | -1.4413*** (-3.820) |
| Size | -0.0409*** (-11.735) | -0.0397*** (-11.394) | -0.0419*** (-12.286) | -0.0407*** (-11.937) |
| Lev | 0.7308*** (37.681) | 0.7280*** (37.537) | 0.7322*** (37.789) | 0.7294*** (37.644) |
| ROA | -0.2377*** (-4.865) | -0.2462*** (-5.037) | -0.2384*** (-4.879) | -0.2468*** (-5.052) |
| Cashflow | -0.1015** (-2.053) | -0.1001** (-2.025) | -0.1050** (-2.126) | -0.1036** (-2.097) |
| FIXED | 0.1051*** (4.637) | 0.1063*** (4.689) | 0.1053*** (4.642) | 0.1064*** (4.694) |
| Growth | 0.0393*** (6.087) | 0.0393*** (6.079) | 0.0395*** (6.120) | 0.0395*** (6.112) |
| Board | -0.0275* | -0.0264* | -0.0282* | -0.0271* |

续表 5.3 “国家队”机构投资者持股和大股东掏空行为

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|
| | RPT1 | RPT2 | RPT1 | RPT2 |
| | (-1.787) | (-1.713) | (-1.833) | (-1.759) |
| Dual | -0.0066 | -0.0070 | -0.0068 | -0.0071 |
| | (-0.978) | (-1.033) | (-0.998) | (-1.052) |
| Top1 | 0.1850*** | 0.1821*** | 0.1791*** | 0.1762*** |
| | (8.542) | (8.408) | (8.275) | (8.141) |
| BM | -0.0123*** | -0.0128*** | -0.0120*** | -0.0126*** |
| | (-3.838) | (-4.017) | (-3.755) | (-3.934) |
| ListAge | 0.0476*** | 0.0475*** | 0.0476*** | 0.0475*** |
| | (9.821) | (9.799) | (9.822) | (9.800) |
| Ind/year | Yes | Yes | Yes | Yes |
| _cons | 0.5675*** | 0.5366*** | 0.5861*** | 0.5552*** |
| | (7.414) | (7.009) | (7.777) | (7.366) |
| N | 18160 | 18160 | 18160 | 18160 |
| Adj-R ² | 0.1174 | 0.1160 | 0.1174 | 0.1160 |

注：* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$, 下同；括号内为 t 值

5.4 影响路径检验

通过上文分析结果可以验证，“国家队”机构投资者持股（NAT/NAP）能够抑制大股东掏空行为（RPT），在一定程度上表明“国家队”机构投资者能有效参与公司治理，发挥监督作用。那么，“国家队”机构投资者持股抑制大股东掏空行为的作用路径是什么？本文从“国家队机构投资者持股—完善企业内部控制制度—减少大股东掏空行为”和“国家队机构投资者持股—改善企业与外部的信息环境—减少大股东掏空行为”两条路径出发。进一步，为了检验以上两条路径是否成立，本文采用温忠麟等（2014）提出的中介效应检验方法，采用三步层次回归法检验中介路径是否成立。

5.4.1 基于内部控制的路径检验

第一步，对假设 2 所提出的企业内部控制（IC）中介效应进行检验（结果如表 5.4 所示）。其中，列（1）表明，“国家队”机构投资者是否持股虚拟变量（NAT）对企业内部控制（IC）同样具有显著的正向影响效应，即相比于没有被

“国家队”机构投资者持股的公司，被“国家队”机构投资者持股的公司企业内部控制质量更高；列（2）表明，无论是关联交易总和占总资产比重（RPT1）还是剔除特定项目的关联交易与总资产比重（RPT2），加入企业内部控制后，“国家队”机构投资者是否持股虚拟变量仍然负向影响大股东掏空行为，但相比于基准回归（ $\beta_2=-0.0269^{***}$ ， $t=-3.764$ ），“国家队”机构投资者持股回归系数明显有所降低，此外，企业内部控制（IC）对大股东掏空行为（RPT1/RPT2）也具有显著的负向影响效应。换言之，相比于未被“国家队”机构投资者持股的公司，被“国家队”机构投资者持股的公司能够通过提高企业内部控制质量进而减少大股东掏空行为。

同理，列（3）表明，“国家队”机构投资者持股比例（NAP）对企业内部控制（IC）具有显著的正向影响效应，即“国家队”机构投资者持股能够显著提升企业内部控制水平；列（4）表明，无论是关联交易总和占总资产比重（RPT1）还是剔除特定项目的关联交易与总资产比重（RPT2），加入企业内部控制后，“国家队”机构投资者持股仍然负向影响大股东掏空行为，但相比于基准回归（ $\beta_1=-1.4443^{***}$ ， $t=-3.828$ ），“国家队”机构投资者持股回归系数明显有所降低，此外，企业内部控制（IC）对大股东掏空行为（RPT1/RPT2）也具有显著的负向影响效应。由此，假设 2 得到验证，即“国家队”机构投资者持股能够通过完善企业内部控制制度进而减少大股东掏空行为。

表 5.4 基于内部控制中介效应检验结果

| 变量 | (1) | (2) | | (3) | (4) | |
|------|------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | IC | RPT1 | RPT2 | IC | RPT1 | RPT2 |
| NAT | 0.0431** (1.974) | -0.0265*** (-3.715) | -0.0265*** (-3.708) | | | |
| NAP | | | | 3.2030*** (2.779) | -1.4181*** (-3.759) | -1.4154*** (-3.752) |
| IC | | -0.0082*** (-3.381) | -0.0081*** (-3.348) | | -0.0082*** (-3.358) | -0.0081*** (-3.324) |
| Size | 0.0999*** (9.375) | -0.0401*** (-11.475) | -0.0389*** (-11.137) | 0.0996*** (9.560) | -0.0411*** (-12.021) | -0.0399*** (-11.675) |
| Lev | -0.5587*** (-9.430) | 0.7262*** (37.364) | 0.7235*** (37.222) | -0.5592*** (-9.447) | 0.7276*** (37.472) | 0.7249*** (37.330) |
| ROA | 4.1366*** | -0.2037*** | -0.2125*** | 4.1308*** | -0.2047*** | -0.2135*** |

续表 5.4 基于内部控制中介效应检验结果

| 变量 | (1) | (2) | | (3) | (4) | |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | IC | RPT1 | RPT2 | IC | RPT1 | RPT2 |
| | (27.705) | (-4.085) | (-4.260) | (27.677) | (-4.105) | (-4.280) |
| Cashflow | -0.1155 | -0.1024** | -0.1010** | -0.1128 | -0.1059** | -0.1045** |
| | (-0.765) | (-2.073) | (-2.045) | (-0.747) | (-2.145) | (-2.116) |
| FIXED | -0.2653*** | 0.1030*** | 0.1042*** | -0.2653*** | 0.1031*** | 0.1043*** |
| | (-3.830) | (4.541) | (4.593) | (-3.830) | (4.546) | (4.599) |
| Growth | -0.0316 | 0.0390*** | 0.0390*** | -0.0311 | 0.0392*** | 0.0392*** |
| | (-1.603) | (6.048) | (6.041) | (-1.578) | (6.082) | (6.075) |
| Board | -0.0242 | -0.0277* | -0.0266* | -0.0231 | -0.0284* | -0.0273* |
| | (-0.514) | (-1.801) | (-1.727) | (-0.491) | (-1.846) | (-1.772) |
| Dual | 0.0263 | -0.0064 | -0.0068 | 0.0264 | -0.0066 | -0.0069 |
| | (1.266) | (-0.946) | (-1.001) | (1.274) | (-0.966) | (-1.021) |
| Top1 | 0.1541** | 0.1863*** | 0.1834*** | 0.1650** | 0.1804*** | 0.1776*** |
| | (2.329) | (8.602) | (8.467) | (2.495) | (8.338) | (8.203) |
| BM | 0.0223** | -0.0121*** | -0.0127*** | 0.0222** | -0.0118*** | -0.0124*** |
| | (2.280) | (-3.781) | (-3.961) | (2.278) | (-3.699) | (-3.879) |
| ListAge | -0.1398*** | 0.0464*** | 0.0463*** | -0.1402*** | 0.0464*** | 0.0463*** |
| | (-9.450) | (9.563) | (9.543) | (-9.473) | (9.565) | (9.545) |
| Ind/year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Sobel Z 值 | | -1.705* | -1.701* | | -2.141** | -2.132** |
| _cons | 4.4019*** | 0.6037*** | 0.5724*** | 4.4065*** | 0.6221*** | 0.5908*** |
| | (18.823) | (7.813) | (7.407) | (19.139) | (8.175) | (7.763) |
| N | 18160 | 18160 | 18160 | 18160 | 18160 | 18160 |
| Adj-R ² | 0.0996 | 0.1179 | 0.1165 | 0.0998 | 0.1179 | 0.1165 |

5.4.2 基于信息环境的路径检验

与以上验证企业内部控制（IC）中介效应的原理、方法与步骤相同，进一步检验信息环境（Info）在“国家队”机构投资者持股与大股东掏空行为之间的中介效应，结果如表 5.5 所示。其中，列（1）表明，“国家队”机构投资者是否持股虚拟变量（NAT）对企业信息环境（Info）同样具有显著的正向影响效应，即相比于未被“国家队”机构投资者持股的公司，被“国家队”机构投资者持股的公司企业信息环境更好；列（2）表明，无论是关联交易总和占总资产比重（RPT1）还是剔除特定项目的关联交易与总资产比重（RPT2），加入企业信息环境（Info）后，“国家队”机构投资者是否持股仍然负向影响大股东掏空行为，但相比于基

准回归 ($\beta_2 = -0.0269^{***}$, $t = -3.764$), “国家队”机构投资者持股回归系数明显有所降低, 此外, 企业信息环境 (Info) 对大股东掏空行为 (RPT1/RPT2) 也具有显著的负向影响效应。换言之, 相比于未被“国家队”机构投资者持股的公司, 被“国家队”机构投资者持股的公司能够通过改善企业与外部之间的信息环境进而减少大股东掏空行为。

同理, 列 (3) 表明, “国家队”机构投资者持股 (NAP) 回归系数在 1% 的水平上显著为正, 即“国家队”机构投资者持股能够显著提高分析师关注度, 改善企业与外部之间的信息环境; 列 (4) 表明, 无论是关联交易总和占总资产比重 (RPT1) 还是剔除特定项目的关联交易与总资产比重 (RPT2), 加入企业信息环境后, “国家队”机构投资者持股仍然负向影响大股东掏空行为, 但相比于基准回归 ($\beta_1 = -1.4443^{***}$, $t = -3.828$), “国家队”机构投资者持股回归系数明显有所降低, 此外, 企业信息环境 (Info) 对大股东掏空行为 (RPT1/RPT2) 也具有显著的负向影响效应。由此, 假设 3 得到验证, 即“国家队”机构投资者持股能够通过改善企业信息环境进而减少大股东掏空行为。

表 5.5 基于信息环境中介效应检验结果

| 变量 | (1) | (2) | | (3) | (4) | |
|----------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | Info | RPT1 | RPT2 | Info | RPT1 | RPT2 |
| NAT | 0.4335*** (27.192) | -0.0215*** (-2.958) | -0.0216*** (-2.961) | | | |
| NAP | | | | 20.4923*** (24.228) | -1.1896*** (-3.104) | -1.1898*** (-3.105) |
| Info | | -0.0123*** (-3.699) | -0.0121*** (-3.652) | | -0.0124*** (-3.752) | -0.0123*** (-3.705) |
| Size | 0.6049*** (77.712) | -0.0335*** (-8.317) | -0.0324*** (-8.045) | 0.6269*** (81.961) | -0.0341*** (-8.547) | -0.0330*** (-8.273) |
| Lev | -0.0299 (-0.691) | 0.7304*** (37.675) | 0.7277*** (37.530) | -0.0578 (-1.331) | 0.7314*** (37.764) | 0.7287*** (37.619) |
| ROA | 3.3218*** (30.442) | -0.1969*** (-3.931) | -0.2059*** (-4.109) | 3.3539*** (30.621) | -0.1967*** (-3.927) | -0.2057*** (-4.106) |
| Cashflow | 1.1362*** (10.297) | -0.0875* (-1.766) | -0.0863* (-1.741) | 1.2019*** (10.855) | -0.0901* (-1.818) | -0.0888* (-1.794) |
| FIXED | -0.1726*** (-3.410) | 0.1030*** (4.544) | 0.1042*** (4.597) | -0.1751*** (-3.445) | 0.1031*** (4.546) | 0.1043*** (4.599) |
| Growth | 0.0509*** | 0.0399*** | 0.0399*** | 0.0453*** | 0.0401*** | 0.0400*** |

续表 5.5 基于信息环境中介效应检验结果

| 变量 | (1) | (2) | | (3) | (4) | |
|--------------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| | Info | RPT1 | RPT2 | Info | RPT1 | RPT2 |
| | (3.529) | (6.184) | (6.175) | (3.128) | (6.207) | (6.199) |
| Board | -0.0338 | -0.0279* | -0.0268* | -0.0223 | -0.0285* | -0.0274* |
| | (-0.982) | (-1.815) | (-1.740) | (-0.646) | (-1.852) | (-1.778) |
| Dual | 0.1068*** | -0.0053 | -0.0057 | 0.1091*** | -0.0054 | -0.0058 |
| | (7.043) | (-0.784) | (-0.841) | (7.166) | (-0.797) | (-0.854) |
| Top1 | -0.6339*** | 0.1772*** | 0.1744*** | -0.5427*** | 0.1724*** | 0.1696*** |
| | (-13.108) | (8.147) | (8.017) | (-11.185) | (7.939) | (7.809) |
| BM | -0.2601*** | -0.0155*** | -0.0160*** | -0.2660*** | -0.0153*** | -0.0158*** |
| | (-36.432) | (-4.672) | (-4.833) | (-37.163) | (-4.619) | (-4.780) |
| ListAge | -0.2774*** | 0.0441*** | 0.0441*** | -0.2765*** | 0.0441*** | 0.0441*** |
| | (-25.654) | (8.958) | (8.945) | (-25.467) | (8.957) | (8.944) |
| Ind/year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Sobel Z 值 | | -3.665*** | -3.619*** | | -3.708*** | -3.663*** |
| _cons | -11.2477*** | 0.4291*** | 0.3999*** | -11.6575*** | 0.4413*** | 0.4121*** |
| | (-65.810) | (5.038) | (4.695) | (-68.995) | (5.212) | (4.867) |
| N | 18160 | 18160 | 18160 | 18160 | 18160 | 18160 |
| Adj-R ² | 0.4779 | 0.1180 | 0.1166 | 0.4736 | 0.1180 | 0.1166 |

5.5 稳健性检验

为保证研究结论的稳健性，通过解释变量滞后回归，工具变量法、PSM 倾向性匹配法和替换变量等检验方法进行稳健性检验。

5.5.1 内生性问题讨论

“国家队”机构投资者持股与大股东掏空行为之间可能存在内生性问题。一方面，随着“国家队”机构投资者持股比例的攀升，能够增强股东之间的利益协同性和其在公司中话语权，从而对大股东掏空等行为进行更加严格的监督，继而增大掏空的难度，减少大股东掏空行为。另一方面，“国家队”机构投资者持股比例的上升也有可能是因为持股公司的本身所具有的特征，自身掏空行为较少或大股东掏空程度较低，才选择持有或增加持股比例。因此，为了缓解内生性问题可能带来的影响，采用解释变量滞后回归、引入工具变量并采用两阶段最小二乘法

(2SLS) 对基本回归的结果再次进行验证, 以保证研究结果的稳健性。

(1) 解释变量滞后回归

为解决本文基准回归中可能存在反向因果问题的干扰, 并考虑到滞后期“国家队”机构投资者持股不易受当期大股东掏空行为的影响, 因此将解释变量“国家队”机构投资者持股数据滞后一期、二期和三期进行检验。结果如表 5.6 所示, 可以发现, 无论是关联交易总和占总资产比重 (RPT1) 还是剔除特定项目的关联交易与总资产比重 (RPT2), 各滞后期“国家队”机构投资者持股回归系数均显著为负, 说明“国家队”机构投资者持股能够显著抑制大股东掏空行为。由此, 在克服可能存在的双向因果内生性问题后, 本文的主假设依然成立。

表 5.6 解释变量滞后检验结果

| 变量 | (1) | | | (2) | | |
|----------|-------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|
| | RPT1 _{t+1} | RPT1 _{t+2} | RPT1 _{t+3} | RPT2 _{t+1} | RPT2 _{t+2} | RPT2 _{t+3} |
| NAP | -1.5399*** (-3.860) | -1.2729*** (-2.964) | -0.9207* (-1.902) | -1.5394*** (-3.862) | -1.3175*** (-3.071) | -0.9406* (-1.945) |
| Size | -0.0413*** (-10.742) | -0.0433*** (-9.870) | -0.0402*** (-7.811) | -0.0399*** (-10.390) | -0.0424*** (-9.691) | -0.0395*** (-7.680) |
| Lev | 0.7077*** (32.326) | 0.6739*** (27.339) | 0.6514*** (22.906) | 0.7035*** (32.164) | 0.6741*** (27.377) | 0.6511*** (22.913) |
| ROA | -0.3400*** (-5.959) | -0.1720*** (-2.611) | -0.1718** (-2.124) | -0.3516*** (-6.169) | -0.1685** (-2.560) | -0.1695** (-2.097) |
| Cashflow | -0.2304*** (-4.174) | -0.2317*** (-3.773) | -0.2630*** (-3.721) | -0.2271*** (-4.117) | -0.2409*** (-3.928) | -0.2637*** (-3.734) |
| FIXED | 0.1408*** (5.610) | 0.1590*** (5.702) | 0.1482*** (4.641) | 0.1409*** (5.619) | 0.1611*** (5.783) | 0.1507*** (4.726) |
| Growth | 0.0201*** (2.879) | 0.0142* (1.924) | 0.0110 (1.374) | 0.0212*** (3.050) | 0.0139* (1.883) | 0.0111 (1.389) |
| Board | -0.0258 (-1.523) | -0.0216 (-1.146) | -0.0396* (-1.822) | -0.0241 (-1.420) | -0.0210 (-1.115) | -0.0393* (-1.809) |
| Dual | -0.0033 (-0.441) | -0.0049 (-0.578) | -0.0032 (-0.334) | -0.0029 (-0.381) | -0.0045 (-0.530) | -0.0039 (-0.402) |
| Top1 | 0.1600*** (6.717) | 0.1438*** (5.418) | 0.1398*** (4.587) | 0.1604*** (6.739) | 0.1432*** (5.404) | 0.1379*** (4.527) |
| BM | -0.0085** (-2.253) | -0.0000 (-0.004) | 0.0016 (0.265) | -0.0089** (-2.342) | -0.0004 (-0.077) | 0.0016 (0.266) |
| ListAge | 0.0424*** (7.872) | 0.0400*** (6.685) | 0.0392*** (5.688) | 0.0423*** (7.850) | 0.0402*** (6.734) | 0.0391*** (5.685) |
| Ind/year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |

续表 5.6 解释变量滞后检验结果

| 变量 | (1) | | | (2) | | |
|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | RPT1 _{t+1} | RPT1 _{t+2} | RPT1 _{t+3} | RPT2 _{t+1} | RPT2 _{t+2} | RPT2 _{t+3} |
| _cons | 0.6205*** (7.354) | 0.6616*** (6.887) | 0.6400*** (5.675) | 0.5863*** (6.956) | 0.6436*** (6.707) | 0.6226*** (5.525) |
| N | 14671 | 11848 | 9154 | 14671 | 11848 | 9154 |
| Adj-R ² | 0.1137 | 0.1017 | 0.0965 | 0.1121 | 0.1006 | 0.0952 |

(2) 工具变量法

尽管在前一步中使用解释变量滞后的数据有助于减少内生性问题,但仍不能完全排除可能的反向因果问题的干扰。为进一步缓解内生性问题,参考王垒等(2022)、唐松莲等(2015)的做法,选择两个变量分别作为“国家队”机构投资者持股变量的工具变量:一是以样本公司是否纳入沪深300和中证500指数而构造的虚拟变量 Index;二是“国家队”机构投资者持股比例滞后一期(NAP_lag);并采用二阶段最小二乘回归模型(2SLS)进行检验,结果见表5.7列(1)和列(2)。这是由于:证券交易所根据企业的市值和流动性标准来确定沪深300和中证500指数的成分股,这两个指数已成为投资者进行资产配置的关键参考。企业在这些指数中的变动会引导“国家队”机构投资者的投资策略做出相应调整。然而,需要明确的是,这种变动对于大股东的掏空行为并不产生直接的关联或影响;与此同时,“国家队”机构投资者持股比例滞后一期往往当期误差项并不存在相关关系,即“国家队”机构投资者持股比例滞后一期情况并不会对当年度大股东掏空行为产生直接影响。综上,沪深300、中证500指数和“国家队”机构投资者持股比例滞后一期能够较好地满足工具变量的“排他性”和“相关性”假设。结果表明,在考虑了内生性问题后,无论是关联交易总和占总资产比重(RPT1)还是剔除特定项目的关联交易与总资产比重(RPT2),解释变量“国家队”机构投资者持股(NAP)回归系数仍显著为负,与基准回归结果保持了一致。

表 5.7 工具变量 (2SLS) 检验结果

| 变量 | (1) | | (2) | |
|----------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | 工具变量: Index | | 工具变量: NAP_lag | |
| | RPT1 | RPT2 | RPT1 | RPT2 |
| NAP | -4.3044* (-1.6746) | -4.4071* (-1.7142) | -3.8111*** (-3.8459) | -3.8265*** (-3.8649) |
| Size | -0.0361*** (-5.7816) | -0.0346*** (-5.5553) | -0.0352*** (-8.2443) | -0.0337*** (-7.9072) |
| Lev | 0.7265*** (36.2831) | 0.7236*** (36.1284) | 0.7172*** (33.0799) | 0.7142*** (32.9677) |
| ROA | -0.2163*** (-4.1051) | -0.2239*** (-4.2492) | -0.2330*** (-4.4218) | -0.2422*** (-4.6005) |
| Cashflow | -0.0958* (-1.9133) | -0.0941* (-1.8783) | -0.1051* (-1.9125) | -0.0993* (-1.8087) |
| FIXED | 0.1045*** (4.6030) | 0.1056*** (4.6530) | 0.1304*** (5.1954) | 0.1305*** (5.2057) |
| Growth | 0.0369*** (5.3830) | 0.0368*** (5.3615) | 0.0337*** (4.3680) | 0.0340*** (4.4105) |
| Board | -0.0281* (-1.8264) | -0.0270* (-1.7519) | -0.0366** (-2.1484) | -0.0349** (-2.0523) |
| Dual | -0.0066 (-0.9719) | -0.0070 (-1.0256) | -0.0054 (-0.7214) | -0.0052 (-0.6897) |
| Top1 | 0.1747*** (7.9393) | 0.1717*** (7.7993) | 0.1821*** (7.6126) | 0.1804*** (7.5489) |
| BM | -0.0133*** (-3.9124) | -0.0139*** (-4.0947) | -0.0110*** (-3.2353) | -0.0114*** (-3.3727) |
| ListAge | 0.0486*** (9.8543) | 0.0485*** (9.8391) | 0.0585*** (9.7145) | 0.0583*** (9.6877) |
| Ind/year | yes | yes | yes | yes |
| _cons | 0.4753*** (3.8306) | 0.4403*** (3.5474) | 0.4410*** (4.6799) | 0.4059*** (4.3110) |
| N | 18,160 | 18,160 | 14,671 | 14,671 |
| R ² | 0.116 | 0.115 | 0.118 | 0.116 |
| 第一阶段 IV 系数 | | 0.0035*** (19.9850) | NAP_lag | 0.4013*** (56.2020) |
| F 值 | | 79.20*** | | 150.35*** |

(3) 倾向得分匹配检验 (PSM)

鉴于在研究样本中,被“国家队”机构投资者所持股的公司观测值大约占据了总样本的三分之一,为了有效地控制这些被持股公司与未被持股公司之间可能存在的系统性差异,本文采用倾向评分匹配法进行稳健性检验。

具体而言,使用 1:1 最邻近配对方法,在 0.05 半径内为被“国家队”机构投资者持股公司匹配一组在公司特征上最接近的未被“国家队”机构投资者持股公司。配对过程中,以前文全部控制变量作为匹配变量对样本进行配对,最终得到 3536 个实验组样本和 3536 个控制组样本,即 PSM 匹配样本总数为 7072。匹配后结果显示,控制组与实验组不存在显著差异,配对样本满足平衡性假设要求,并通过了平衡性检验,检验结果如表 5.8 所示。在满足 PSM 的平行假设时可以发现,以前文全部控制变量作为匹配变量,匹配后的标准化偏差均小于 5%,说明匹配后的样本公司在特征上更为接近。同时,t 检验结果说明,处理组与控制组并无系统性差异,联合检验的结果也不能拒绝原假设(LR chi2 值为 4.77, p 值为 0.942),表明通过了平行假设的检验。

表 5.8 平衡性检验结果

| 变量 | 样本匹配 | 均值 | | 标准化偏差 | T 检验 | |
|----------|-----------|---------|---------|-------|-------|-------|
| | | 实验组 | 控制组 | | T 值 | P 值 |
| Size | Unmatched | 23.083 | 22.188 | 69.6 | 44.62 | 0.000 |
| | Matched | 23.083 | 23.075 | 0.6 | 0.29 | 0.772 |
| Lev | Unmatched | 0.45498 | 0.43821 | 8.4 | 5.19 | 0.000 |
| | Matched | 0.45502 | 0.45383 | 0.6 | 0.32 | 0.747 |
| ROA | Unmatched | 0.04823 | 0.02339 | 35.7 | 21.10 | 0.000 |
| | Matched | 0.0482 | 0.04821 | -0.0 | -0.01 | 0.994 |
| Cashflow | Unmatched | 0.05859 | 0.04089 | 26.7 | 16.47 | 0.000 |
| | Matched | 0.05856 | 0.05808 | 0.7 | 0.38 | 0.703 |
| FIXED | Unmatched | 0.21699 | 0.19691 | 12.4 | 7.80 | 0.000 |
| | Matched | 0.21702 | 0.21997 | -1.8 | -0.91 | 0.362 |
| Growth | Unmatched | 0.16781 | 0.18115 | -2.9 | -1.75 | 0.080 |
| | Matched | 0.16782 | 0.17429 | -1.4 | -0.81 | 0.420 |
| Board | Unmatched | 2.1498 | 2.1 | 25.0 | 15.63 | 0.000 |
| | Matched | 2.1499 | 2.1468 | 1.5 | 0.80 | 0.426 |
| Dual | Unmatched | 0.23337 | 0.28188 | -11.1 | -6.80 | 0.000 |
| | Matched | 0.23341 | 0.2365 | -0.7 | -0.38 | 0.702 |
| Top1 | Unmatched | 0.35769 | 0.31149 | 32.0 | 20.16 | 0.000 |
| | Matched | 0.35766 | 0.35902 | -0.9 | -0.47 | -0.47 |
| BM | Unmatched | 1.3014 | 1.113 | 13.1 | 8.42 | 0.000 |
| | Matched | 1.3017 | 1.2786 | 1.6 | 0.86 | 0.86 |
| ListAge | Unmatched | 2.4974 | 2.347 | 22.5 | 13.42 | 0.000 |
| | Matched | 2.4973 | 2.4839 | 2.0 | 1.09 | 0.276 |

最后，使用匹配后的样本数据进行回归分析，结果见表 5.9。可以发现，无论是关联交易总和占总资产比重（RPT1）还是剔除特定项目的关联交易与总资产比重（RPT2），NAT 和 NAP 的回归系数均在 5%的置信水平上显著为负，与全样本回归结果高度一致，说明在对样本企业特征进行控制后，“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的抑制作用依然显著，即样本选择性偏差不会对结果产生显著影响。

表 5.9 PSM 匹配后检验结果

| 变量 | (1) | (2) | (4) | (3) | (5) | |
|----------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | RPT1 | RPT1 | RPT2 | RPT2 | 替换被解释变量 | |
| | | | | | RPT3 | RPT3 |
| NAT | -0.0227** (-2.369) | | -0.0228** (-2.375) | | -0.1523*** (-5.926) | |
| NAP | | -0.9669** (-1.979) | | -0.9679** (-1.979) | -5.9824*** (-4.401) | |
| Size | -0.0356*** (-6.453) | -0.0357*** (-6.487) | -0.0350*** (-6.350) | -0.0352*** (-6.384) | -0.0909*** (-7.241) | -0.1011*** (-8.228) |
| Lev | 0.7028*** (21.726) | 0.7047*** (21.793) | 0.7032*** (21.709) | 0.7051*** (21.776) | 1.2169*** (17.424) | 1.2291*** (17.608) |
| ROA | -0.0895 (-0.962) | -0.0878 (-0.944) | -0.0945 (-1.014) | -0.0929 (-0.996) | -2.0573*** (-11.690) | -2.0780*** (-11.805) |
| Cashflow | -0.2026** (-2.491) | -0.2051** (-2.521) | -0.2002** (-2.458) | -0.2027** (-2.489) | -1.8363*** (-10.318) | -1.8633*** (-10.472) |
| FIXED | 0.1307*** (3.732) | 0.1313*** (3.751) | 0.1290*** (3.680) | 0.1297*** (3.699) | -0.0245 (-0.301) | -0.0233 (-0.286) |
| Growth | 0.0319*** (2.991) | 0.0318*** (2.973) | 0.0301*** (2.817) | 0.0299*** (2.798) | -0.0559** (-2.402) | -0.0528** (-2.270) |
| Board | -0.0426* (-1.764) | -0.0429* (-1.774) | -0.0413* (-1.708) | -0.0416* (-1.718) | -0.1191** (-2.147) | -0.1232** (-2.220) |
| Dual | 0.0006 (0.057) | 0.0004 (0.038) | 0.0005 (0.046) | 0.0003 (0.028) | 0.0425* (1.738) | 0.0416* (1.701) |
| Top1 | 0.1714*** (5.255) | 0.1670*** (5.101) | 0.1704*** (5.217) | 0.1660*** (5.064) | 0.0121 (0.155) | -0.0181 (-0.232) |
| BM | -0.0030 (-0.617) | -0.0033 (-0.668) | -0.0033 (-0.675) | -0.0036 (-0.727) | -0.0112 (-0.974) | -0.0086 (-0.748) |
| ListAge | 0.0576*** (7.227) | 0.0577*** (7.240) | 0.0577*** (7.221) | 0.0578*** (7.233) | 0.1299*** (7.449) | 0.1292*** (7.402) |
| Ind/year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| _cons | 0.4381*** | 0.4343*** | 0.4186*** | 0.4148*** | 2.1859*** | 2.3772*** |

续表 5.9 PSM 匹配后检验结果

| | | | | | | |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | (3.588) | (3.557) | (3.423) | (3.393) | (7.930) | (8.755) |
| N | 7072 | 7072 | 7072 | 7072 | 18160 | 18160 |
| Adj-R ² | 0.1126 | 0.1124 | 0.1110 | 0.1108 | 0.0947 | 0.0939 |

5.5.2 替换被解释变量

虽然在基本回归检验中，分别采用了关联交易总和占总资产比重（RPT1）和剔除特定项目的关联交易与总资产比重（RPT2）来衡量大股东掏空行为，但由于大股东掏空手段隐蔽且多样，其衡量指标并不唯一，如果只采用一种指标进行衡量，结果可能不稳健。因此，通过进一步改变大股东掏空行为的测度方法，借鉴卢太平和马腾飞（2021）以及周泽将和高雅（2019）等的研究，采用样本公司关联交易总和与营业收入的比值来重新衡量大股东掏空行为（RPT3），检验结果如表 5.9 列（5）所示，无论是“国家队”机构投资者持股比例（NAT）还是“国家队”机构投资者是否持股虚拟变量（NAP）均在 1%的置信水平上显著为负，这表明“国家队”机构投资者持股能够减少大股东掏空行为，与基本回归检验结果一致，说明研究结论具有稳健性。

6 进一步分析

基于“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为可形成抑制效应的分析结果，进一步分析治理效应是否因被持股企业的产权性质、股权制衡度和媒体关注的不同而存在异质性。

6.1 产权异质性分析

根据罗纳德·科斯（Ronald Coase）在 1937 年提出的产权经济理论，首要的经济分析任务应当是明确界定产权。只有在产权得到清晰界定之后，才能进一步实现资源的有效和合理配置。通过合理的产权安排，可以优化资源配置，提高经济效率，实现经济的可持续发展。有研究表明，在国有企业中，由于其内控制度通常更为严谨规范，无论是公司章程的制定还是相关制度的执行，都相较于一般的非国有企业更为规范。这种规范性为机构投资者提供了更多获取企业经营信息的途径，并有助于发现并监督股东们可能存在的 unfair 关联交易等掏空行为。

基于此，将样本公司分为国有企业和非国有企业两组，并分别考察“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的抑制效应。结果表明（见表 6.1 中的列 1），在非国有企业中，“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的抑制作用表现得尤为显著。其原因可能在于，国有企业肩负着更多的社会责任，且往往是外部监督和社会舆论的焦点，大股东利用控股优势侵占投资者利益行为的动机不强，空间也不大。相较于国有企业，非国有企业的内部控制质量往往不高，大股东发生掏空行为的可能性更高，而“国家队”机构投资者持股对此类行为的抑制效应也会更为显著。

6.2 股权制衡度异质性分析

现有研究表明，上市公司的股权结构普遍较为集中。根据壕沟效应理论，股权集中度越高，大股东掏空公司的风险也越大。然而，一个合理的股权结构可以发挥有效的监督作用。当公司存在多位具有强大议价能力的大股东时，能够对大股东侵占公司利益的行为形成制约。此外，有学者的研究还发现，股权制衡程度

的提高与上市公司绩效的改善呈正相关，特别是在法律监管不力的情况下，多个大股东的存在有助于保护中小投资者的利益不受侵害。因此，从第二类代理冲突环境来看，股权制衡对大股东掏空行为具有重要影响（王化成等，2015），较低的股权制衡度无法对大股东掏空行为形成有效制约（党宏欣，2022）。

基于此，按照股权制衡度将样本分为制衡度高和低两组，分别考察“国家队”机构投资者持股与大股东掏空行为之间的关系。结果表明（见表 6.1 列 2），“国家队”机构投资者持股对两组样本公司的大股东掏空行为均显现出抑制效应，但对股权制衡度偏低一组的大股东掏空行为抑制效果更为显著。究其原因，股权制衡意味着上市公司的控制权并非由单一大股东独揽，而是由多位大股东共同分享。这种股权结构下，大股东之间形成了相互牵制的局面，从而能够对掏空行为形成有效的监督。同时，大股东难以轻易实施侵害中小股东利益的行为，也难以独享控制权带来的私利（柯艳蓉等，2020），通过“用脚投票”对其私利行为形成有效约束（姜付秀等，2018）。由此，“国家队”机构投资者持股会有助于形成合理的股权制衡机制，对大股东掏空行为形成更为显著的抑制作用。

6.3 媒体关注度异质性分析

对于媒体能否对上市公司发挥外部监督作用，学界至今未能达成共识。一种观点认为，媒体通过对其报道的公司内部人员的声誉产生影响，进而发挥其公司治理的作用，成为减少控制权私人收益的重要途径之一（Dyck，2004）；另一种观点认为，政府对媒体的干预以及媒体的自利行为均会削弱媒体的监督作用，其有效性取决于媒体的独立性和客观性（孔东民，2013）。

为验证媒体关注度异质性对“国家队”机构投资者抑制大股东掏空治理效应可能形成的影响，以媒体跟踪报道数量衡量样本公司所承受的外部监督压力，将其分为媒体关注高和低两个组，分别进行考察。结果表明（见表 6.1 列 3），当媒体关注程度足够高时，“国家队”机构投资者对大股东掏空的抑制作用更为显著。究其原因，大股东掏空行为是直接侵害中小投资者利益，在媒体关注程度高时，更易引发媒体等市场参与者的有效关注，而媒体通过报道向大众迅速传播大股东不法行为的做法，会迫使大股东减少对中小股东利益的侵害行为。同时，作为特殊的机构投资者，“国家队”的投资举动会吸引更多新闻媒体、投资者等市

场参与者的目光，使其更加关注公司的关联交易、资金占用等潜在的掏空行为。这种关注将促使相关信息得到更充分的披露，从而对大股东的掏空行为形成有力的集体监督压力，有助于维护市场的公平与透明，促进公司的健康发展。

表 6.1 异质性检验结果

| 变量 | (1) | | (2) | | (3) | |
|--------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|
| | 国有企业 | 非国有企业 | 股权制衡高 | 股权制衡低 | 媒体关注高 | 媒体关注低 |
| NAT | -0.0136 (-1.135) | -0.0332*** (-3.764) | -0.0232** (-2.293) | -0.0248** (-2.463) | -0.0367*** (-3.757) | -0.0185* (-1.750) |
| Size | -0.0304*** (-5.142) | -0.0485*** (-10.956) | -0.0434*** (-9.104) | -0.0426*** (-8.160) | -0.0541*** (-11.175) | -0.0300*** (-5.607) |
| Lev | 0.6137*** (17.209) | 0.8165*** (35.173) | 0.6903*** (25.980) | 0.7904*** (27.716) | 0.7190*** (25.423) | 0.7399*** (27.534) |
| ROA | -0.3139*** (-2.757) | -0.1836*** (-3.422) | -0.3179*** (-5.165) | -0.1102 (-1.387) | -0.1695** (-2.418) | -0.2990*** (-4.382) |
| Cashflow | 0.1479 (1.645) | -0.2067*** (-3.525) | -0.0480 (-0.711) | -0.1594** (-2.203) | -0.0640 (-0.902) | -0.1522** (-2.211) |
| FIXED | 0.1678*** (4.764) | 0.0457 (1.510) | 0.0353 (1.101) | 0.1768*** (5.487) | 0.0945*** (2.878) | 0.1290*** (4.122) |
| Growth | 0.0584*** (4.584) | 0.0229*** (3.101) | 0.0424*** (5.092) | 0.0310*** (3.066) | 0.0417*** (4.833) | 0.0346*** (3.503) |
| Board | 0.0040 (0.147) | -0.0436** (-2.344) | -0.0067 (-0.315) | -0.0516** (-2.321) | 0.0290 (1.300) | -0.0777*** (-3.647) |
| Dual | -0.0194 (-1.119) | -0.0038 (-0.513) | -0.0044 (-0.480) | -0.0045 (-0.446) | 0.0070 (0.719) | -0.0218** (-2.305) |
| Top1 | 0.2001*** (5.391) | 0.1709*** (6.013) | 0.2766*** (6.033) | 0.2389*** (6.729) | 0.2053*** (6.451) | 0.1808*** (6.055) |
| BM | -0.0038 (-0.843) | -0.0305*** (-5.896) | -0.0095** (-2.126) | -0.0129*** (-2.806) | -0.0033 (-0.766) | -0.0229*** (-4.717) |
| ListAge | 0.0887*** (8.528) | 0.0354*** (5.952) | 0.0391*** (5.762) | 0.0639*** (8.741) | 0.0532*** (7.321) | 0.0473*** (7.187) |
| Ind/year | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| _cons | 0.1384 (1.032) | 0.8260*** (8.386) | 0.5583*** (5.279) | 0.5901*** (5.291) | 0.6802*** (6.410) | 0.3707*** (3.057) |
| N | 6448 | 11712 | 9082 | 9078 | 9101 | 9059 |
| Adj-R ² | 0.1180 | 0.1405 | 0.1135 | 0.1294 | 0.1147 | 0.1248 |

7 结语

7.1 研究结论

一直以来，大股东掏空是公司治理领域和资本市场监管的难点问题，严重损害上市公司的治理质量和资本市场的健康发展，而“国家队”机构投资者持股被寄予可抑制大股东掏空行为的厚望。本文以 2015-2021 年间的 A 股上市公司作为样本，选取大股东掏空行为作为观察视角，针对“国家队”机构投资者持股能否发挥治理效应展开了实证检验。得到如下研究结论：

第一，“国家队”机构投资者持股能够有效抑制大股东掏空行为，且持股比例越高，治理效应越显著。同时相比于未被“国家队”机构投资者持股的样本公司，在被“国家队”持股的样本公司中，大股东掏空行为更少。

第二，作用机制检验表明，“国家队”机构投资者持股的治理效应主要通过加强内部控制和改善信息环境而对大股东掏空行为产生抑制作用。有效的内部控制制度和良好的信息环境能够显著降低大股东的掏空行为，随着“国家队”机构投资者持股比例的上升，具有充足的动力和能力对公司实施监督，通过提升企业内部控制质量和改善企业信息环境进而抑制大股东掏空行为的发生。

第三，在“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为产生抑制作用的基础上，进一步研究发现，在非国有、股权制衡度较低及媒体关注度较高的上市公司中，“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的抑制作用更为显著。原因在于，相较于国有企业，非国有企业的内部控制质量往往不高，大股东发生掏空行为的可能性更高，而“国家队”机构投资者持股对此类行为的抑制效应也会更为显著。另“国家队”机构投资者持股会有助于形成合理的股权制衡机制，故对大股东掏空行为形成更为显著的抑制作用。此外，“国家队”机构投资者持股也更易引发媒体等市场参与者的有效关注，大股东掏空等直接侵害中小投资者利益的行为也较易被外界发觉。

7.2 政策建议

基于以上研究结论，本文提出相关政策建议如下：

首先，通过验证“国家队”机构投资者对大股东掏空行为所能发挥的抑制治理效应，有助于监管部门从实践层面系统拓展对“国家队”机构投资者持股经济后果的认识，为防范和约束上市公司的大股东掏空等行为提供了新的路径选择。由此，监管部门应当倡导以“国家队”为代表的机构投资者秉持长期投资观念，主动融入上市公司治理机制的建设中，深度挖掘并充分利用微观公司治理的积极作用。

其次，“国家队”机构投资者持股的治理效应主要通过加强内部控制和改善信息环境而达成，监管部门在鼓励以“国家队”为代表的机构投资者积极发挥其治理作用的同时，还应敦促上市公司不断完善其内部控制制度，提升信息披露的准确性和透明度，以优化公司的内外部信息环境，使“国家队”机构投资者持股更好地发挥对大股东掏空等行为的监督。

最后，“国家队”机构投资者持股对大股东掏空行为的抑制效应，会受到上市公司股权性质、股权制衡度以及媒体关注度的影响。由此，监管部门需鼓励有条件的非国有上市公司吸引“国家队”机构投资者入股，提升股权制衡度，并提高媒体关注度，抑制大股东掏空等行为的发生，进而促成自身及资本市场的高质量发展。

7.3 局限与展望

尽管本文致力于确保逻辑性和合理性，但由于作者个人能力有限以及对大股东掏空行为的研究时间尚短，无法对所有相关文献进行全面细致的梳理。因此，文章不可避免地存在一些不足和局限性。为了进一步完善研究，需要从以下几个方面进行深入探讨和研究：

第一，研究样本的局限性。大量专家和学者已经对股东掏空这一领域开展了深入探究，并提出了众多代理指标来量化掏空的严重程度。然而，由于大股东掏空行为的隐蔽性和手段的多样性，再考虑到数据的可获取性，本文选择了关联交易与总资产的比值等指标来评估大股东的掏空行为。虽然在稳健性检验中也尝试

替换了变量以进行验证,但此种测量方法仍仅限于衡量大股东通过关联交易进行的掏空行为,而其他可能的掏空手段仍有待进一步研究和讨论。

第二,研究结论的局限性。“国家队”机构投资者持股与大股东掏空行为之间可能还存在着其他更为复杂的作用机制,但受限于作者个人能力及数据的限制,仅选择了从企业内部控制和信息环境两方面入手。鉴于两者之间可能存在其他作用机制以及模型的复杂性,未来的研究可以进一步验证其他的影响路径,丰富大股东掏空领域的相关研究。

参考文献

- [1] Adrian (Wai-Kong) Cheung, Wei Hu. Information disclosure quality: correlation versus precision[J]. *Accounting & Finance*,2019,59(2):1033-1053.
- [2] Amoozega A., Berge D., Cao X. L., et al. Earnings conference calls and institutional monitoring: evidence from textual analysis[J]. *The Journal of Financial Research*, 2020, 43(01):5-36.
- [3] Atanasov V. A., Black B. S., Ciccotello C. S. Unbundling and measuring tunneling[Z]. *ECGI-Finance Working Paper*, 2008.
- [4] Attig N., Fong W. M., Gadhoun Y. et al. Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity[J]. *Journal of Banking and Finance*, 2006(10):2875-2892.
- [5] Bertrand M, Mehta P, Mullainathan S. Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups[J]. *The Quarterly Journal of Economics*,2002,117(1):121-148.
- [6] Brunnermeier M K, Sockin M, Xiong W. China's Model of Managing the Financial System[J]. *The Review of Economic Studies*, 2022, 89(6): 3115-3153.
- [7] Cesari A D. Expropriation of minority shareholders and payout policy[J]. *The British Accounting Review*, 2012, 44(4):207-220.
- [8] Chi Y, Li X. Beauties of the emperor: An investigation of a Chinese government bailout[J]. *Journal of Financial Markets*,2019,44:42-70.
- [9] Chen T., Harford J., Lin C. Do analysts matter for governance? Evidence from natural experiments[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 115(02): 383-410.
- [10] Chen X, Hafod J, LI K. Monitoring: which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, 2007, 86(02):279-305.
- [11] Denis D. K., McConnell J. J. International corporate governance: A survey [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003(38):1-36.

- [12] Dyck A, Zingales L. Private benefits of control: An international comparison[J]. *The Journal of Finance*, 2004(02):537-600.
- [13] Francis J. R., Wang D. The joint effect of investor protection and big 4 audits on earnings quality around the world[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2008(01):157-191.
- [14] Gao L., Kling G. Corporate governance and tunneling: Empirical evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2008(05):591-605.
- [15] Huang Y, Miao J, Wang P. Saving China's Stock Market? [J]. *IMF Economic Review*, 2019, 67(2):349-394.
- [16] Jensen M C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems[J]. *The Journal of Financial*, 1993, 48(03):831-880.
- [17] Jiang G., Lee C., Yue H. Tunneling through incorporate loans: The China experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010(01):1-20.
- [18] Johnson S., La Porta R., Lopez -de-silanes F., et al. Tunneling[J]. *American Economic Review*, 2000(20):22-27.
- [19] Kim K. A., Chatjuthamard P. K., Nofsinger J. R. Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: Evidence from Europe [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013(05):859-880.
- [20] La Porta R., Lopez-de-silanes F., Shleifer A., et al. Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*, 1998(06):1113-1155.
- [21] Lin C., Ma Y., Malatesta P., et al. Ownership structure and the cost of corporate borrowing[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011(01):1-23.
- [22] Massa M., Zhang B., Zhang H. The invisible hand of short selling: Does short selling discipline earnings manipulation[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2012(06):1701-1736.
- [23] Shleifer A., Vishny R. W. A survey of corporate governance[J]. *The Journal of Finance*, 1997(02):737-783.
- [24] 曹丰, 鲁冰, 李争光, 等. 机构投资者降低了股价崩盘风险吗? [J]. *会计研究*, 2015(11):55-61+97.

- [25] 常嘉路,许荣,陆超等.管理层权力、外部治理与股价崩盘风险:来自中国股市的证据[J].系统科学与数学,2020,40(08):1384-1406.
- [26] 陈静怡. 大股东掏空行为的动因、方式及治理[D].南京信息工程大学,2023.
- [27] 陈小运,陈娟.资本市场开放的大股东掏空治理效应[J].财会月刊,2023,44(16):50-56.
- [28] 陈运森,邓祎璐,李哲.证券交易所一线监管的有效性研究:基于财务报告问询函的证据[J].管理世界,2019,35(03):169-185+208.
- [29] 陈作华,方红星.内部控制能扎紧董监高的机会主义减持藩篱吗.会计研究,2019(07):82-89.
- [30] 党宏欣.控股股东股权质押、掏空与公司财务困境[J].财会通讯,2022(3):61-64+78.
- [31] 翟胜宝,童丽静,伍彬.控股股东股权质押与企业银行贷款—基于我国上市公司的实证研究[J].会计研究,2020(06):75-92.
- [32] 冯思齐.“国家队”持股与股价崩盘风险—“盲从催化剂”还是“定价平稳器”? [D].上海财经大学,2021.
- [33] 冯晓晴,文雯.国有机构投资者持股能提升企业投资效率吗? [J].经济管理,2022,44(01):65-84.
- [34] 何慧华,方军雄.“国家队”持股与上市公司盈余质量[J].金融学季刊,2021,15(02):180-204.
- [35] 侯青川,靳庆鲁,苏玲,于潇潇.放松卖空管制与大股东“掏空”[J].经济学(季刊),2017,16(03):1143-1172.
- [36] 胡凯,漆圣桥.上市公司大股东股权质押是否损害了中小投资者利益? [J].兰州大学学报(社会科学版),2020,48(01):82-92.
- [37] 姜付秀,蔡欣妮,朱冰.多个大股东与股价崩盘风险[J].会计研究,2018(01):68-74.
- [38] 柯艳蓉,吴晓晖,李玉敏.控股股东股权质押、股权结构与股票流动性[J].国际金融研究,2020(07):87-96.
- [39] 孔东民,刘莎莎,应千伟.公司行为中的媒体角色:激浊扬清还是推波助澜[J].管理世界,2013(07):145-162.

- [40] 李明,叶勇.媒体负面报道对控股股东掏空行为影响的实证研究[J].管理评论,2016,28(01):73-82.
- [41] 李志生,金凌,张知宸.危机时期政府直接干预与尾部系统风险——来自 2015 年股灾期间“国家队”持股的证据[J].经济研究,2019,54(04):67-83.
- [42] 李志生,金凌.“国家队”救市、股价波动与异质性风险[J].管理科学报,2019,22(09):67-81.
- [43] 刘刚,朱佳悦.基于股权质押视角的民营企业大股东掏空行为研究[J].经济论坛,2021,612(07):82-92.
- [44] 卢佳友,李艳梅.机构投资者持股、内部控制与企业业绩——基于国有企业与非国有企业的划分[J].财会通讯,2019,812(12):76-81.
- [45] 卢太平,马腾飞.独立董事薪酬与大股东掏空:激励还是合谋[J].财贸研究,2021,32(12):94-105.
- [46] 陆瑶,朱玉杰,胡晓元.机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究.南开管理评论,2012,15(01):13-23.
- [47] 吕长江,张玉彪,肖成民.公司治理、大股东利益侵占与公司业绩[J].会计论坛,2008(01):22-39.
- [48] 马超.大股东掏空行为研究述评:兼论融资融券制度的公司治理作用[J].财会月刊,2019(23):32-42.
- [49] 马新智,王丽增,王丽娜.媒体关注、机构投资者持股与内部控制有效性——基于 A 股上市公司的实证研究[J].会计之友,2020,648(24):84-91.
- [50] 毛建辉.独立董事声誉能抑制大股东掏空行为吗?——基于中小板的经验数据[J].南京审计大学学报,2018,15(05):66-74.
- [51] 孟庆斌,汪昌云,张永冀.媒体监督与控股股东侵占——一个理论框架[J].系统工程理论与实践,2015,35(08):1905-1917.
- [52] 彭浩东,范小玄.“国家队”持股与上市公司股价崩盘风险的关系——基于公司治理与投资者情绪的证据[J].山东科技大学学报(社会科学版),2022,24(04):67-80.
- [53] 彭娅.疫情常态化背景下“国家队”持股对民营企业双创能力的研究——基于 3022 家 A 股上市民营企业分析[J].吉林金融研究,2022,485(06):15-21.

- [54] 乔菲,文雯,冯晓晴.“国家队”持股能促进企业绿色创新吗——重污染行业的异质性分析[J].科技进步与对策,2022,39(22):92-102.
- [55] 乔贵涛,杜英巧.“国家队”持股与实体企业高质量发展——基于金融化视角的经验证据[J].金融发展研究,2023,(07):23-32.
- [56] 孙伟艳,胡士集.“国家队”机构投资者持股与企业避税[J].金融与经济,2022(08):48-57.
- [57] 孙燕.国家队一季度最新操盘: 新进粤电力等 5 股前十大流通股东, 增仓 10 股[N].澎湃新闻,2023-04-30.
- [58] 孙泽宇,齐保垒,崔晓玉.资本市场开放与大股东掏空——基于沪深港通交易制度的经验证据[J].金融经济研究,2020,35(04):94-107.
- [59] 唐庆.内部控制对控股股东掏空行为的影响——来自中国上市公司的证据[J].财会月刊,2018(16):113-117.
- [60] 唐松莲,林圣越,高亮亮.机构投资者持股情景、自由现金与投资效率[J].管理评论,2015,27(01):24-35.
- [61] 王华.“国家队”持股对上市公司盈余质量的影响研究[D].内蒙古大学,2021.
- [62] 王化成,曹丰,叶康涛.监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险[J].管理世界,2015(02):45-57+187.
- [63] 王凯,武立东,许金花.专业背景独立董事对上市公司大股东掏空行为的监督功能[J].经济管理,2016,38(11):72-91.
- [64] 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.
- [65] 王亮亮.控股股东“掏空”与“支持”:企业所得税的影响[J].金融研究,2018(02):172-189.
- [66] 王雄元,何雨晴.国家队持股、媒体报道与股市稳定[J].中南财经政法大学学报,2020(06):3-12+158.
- [67] 王超恩,张瑞君.内部控制、大股东掏空与股价崩盘风险[J].山西财经大学学报,2015,37(10):79-90.
- [68] 温忠麟,叶宝娟.中介效应分析:方法和模型发展[J].心理科学进展,2014,22(05):731-745.

- [69] 文雯, 乔菲. “国家队”持股与公司违规[J].管理科学,2021,34(04):35-48.
- [70] 文雯, 施嘉妮, 张晓亮. 国有机构投资者能提升企业 ESG 表现吗——来自“国家队”持股的经验证据[J].金融与经济,2023(08):17-27+42.
- [71] 文雯,胡慧杰,李倩. “国家队”持股能降低企业风险吗? [J].证券市场导报,2021,351(10):12-22+78.
- [72] 文雯,张梦娇. “国家队”持股与上市公司异常停牌[J].外国经济与管理,2023,45(02):22-40.
- [73] 吴静.控股股东股权质押等于“掏空”吗? ——基于中国上市公司股权质押公告的实证分析[J].经济论坛,2016(08):65-70.
- [74] 吴育辉,魏志华,吴世农.时机选择、停牌操控与控股股东掏空——来自中国上市公司定向增发的证据[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2013,215(01):46-55.
- [75] 吴红军,吴世农.股权制衡、大股东掏空与企业价值[J].经济管理,2009,31(03):44-52.
- [76] 许文彬, 刘猛. 我国上市公司股权结构对现金股利政策的影响基于股权分置改革前后的实证研究[J]. 中国工业经济, 2009(12):128-138.
- [77] 杨慧辉,刘伟.融券机制对上市公司信息披露违规行为存在治理效应吗[J].财贸研究,2018,29(09):98-110.
- [78] 杨侠,马忠.机构投资者调研与大股东掏空行为抑制[J].中央财经大学学报,2020,392(04):42-64.
- [79] 杨兴全,杨征. “国家队”持股能抑制企业“脱实向虚”吗? ——实体企业金融化视角[J].财经论丛,2022,No.292(12):59-69.
- [80] 耀友福.关键审计事项披露能抑制大股东掏空行为吗? ——来自掏空关键事项的证据[J].上海财经大学学报,2022,24(05):92-107.
- [81] 于雪航, 方军雄. “国家队”持股与企业创新投资决策.国际金融研究, 2020(08):87-96.
- [82] 余玉苗,王宇生.法律制度变迁、审计师选择与企业价值——基于实际控制人掏空行为视角的实证研究[J].经济评论,2012,175(03):135-144.
- [83] 俞乐天. “国家队”持股与股价暴跌风险[D].西南财经大学,2022.
- [84] 张恒瑞,陈超.上市公司审计质量与“国家队”持股[J].财贸研

究,2022,33(09):94-110.

- [85] 张萌, 鲁桂华, 张永坤. 信息优势、机构投资者异常交易与解禁股减持. 管理评论,2020,32(03):265-278.
- [86] 赵国宇,禹薇.大股东股权制衡的公司治理效应—来自民营上市公司的证据 [J].外国经济与管理,2018,40(11):60-72.
- [87] 周泽将,高雅.独立董事本地任职抑制了大股东掏空吗? [J].中央财经大学学报,2019(07):103-114.

致谢

在撰写这篇硕士论文的过程中，我深感学术之路的艰辛与不易，但正是这些经历让我更加珍惜身边人的支持与帮助。

首先，我要深深感谢我的父母和家人。他们无微不至的关怀和坚定的支持，是我求学路上最坚实的后盾。他们的辛勤付出和无私奉献，使我能够专注于学业，追求自己的理想。在我面临困难与挑战时，他们总是给予我鼓励与信心，让我有勇气去面对一切。

其次，我要衷心感谢我的导师张鲜华老师。张老师严谨的学术态度、深厚的学术造诣和敏锐的学术洞察力，让我受益匪浅。在论文的写作过程中，张老师给予了我悉心的指导和耐心的帮助，从论文的选题、构思到撰写、修改，每一步都离不开张老师的悉心指导。张老师不仅是我学术上的引路人，更是我人生道路上的良师益友。

此外，我还要感谢我的男朋友和同学们。他们在学习和生活中给予了我很多的帮助和支持，我们共同度过了许多难忘的时光。他们的陪伴让我感受到了力量，他们的鼓励让我更加坚定了自己的信念。

最后，我要感谢所有给予我帮助和支持的人。是你们的关心和鼓励让我不断前行，是你们的帮助和支持让我能够顺利完成这篇硕士论文。在未来的日子里，我将继续努力，不辜负大家的期望。