

境外投资者持股缓解了 控股股东掏空行为吗？

张 浩 谭雯倩 韩永辉

(广东外语外贸大学金融学院, 广东广州 510006;

中山大学国际金融学院, 广东珠海 519082;

广东外语外贸大学广东国际战略研究院, 广东广州 510420)

摘 要: 如何有效约束控股股东“掏空”行为, 是当下中国提升上市公司质量的重点。通过手工整理中国 A 股上市公司境外股东的持股比例和来源国(地区)信息, 本文考察了资本市场开放背景下境外投资者持股对于上市公司中控股股东“掏空”行为的影响及其内在机制。研究发现: (1) 境外投资者持股能够改善被投资企业的信息披露质量(“内部治理机制”), 提高分析师和媒体的关注与监督程度(“外部监督机制”), 从而有效抑制控股股东的“掏空”行为。(2) 来自高治理水平国家(地区)的境外投资者、境外直接投资者、境外机构投资者对于上市公司控股股东“掏空”行为的抑制作用会更强; 进一步划分境外机构投资者的类型, 独立境外机构投资者、稳定型境外机构投资者以及签署 UN PRI 的境外机构投资者的影响更大; 在非国有企业、自身治理水平较差的企业、经济政策不确定性较高的时期、法律监管水平较低的地区中, 境外投资者持股对控股股东“掏空”行为的抑制作用更加明显。(3) 持股比例 5% 及以上的境外投资者才能有效抑制控股股东的“掏空”行为。本文拓展了内部人行为治理的相关研究, 对进一步完善资本市场对外开放政策具有启示意义。

关键词: 境外投资者; 控股股东掏空行为; 资金占用; 公司治理

JEL 分类号: G15, G23, G32 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-7246(2024)10-0151-18

收稿日期: 2024-05-17

作者简介: 张 浩, 金融学博士, 教授, 广东外语外贸大学金融学院/金融开放与资产管理研究中心, 广州华南财富管理中心, E-mail: haozhang@gdufs.edu.cn.

谭雯倩, 博士研究生, 中山大学国际金融学院, E-mail: tanwq26@mail2.sysu.edu.cn.

韩永辉(通讯作者), 经济学博士, 教授, 广东外语外贸大学广东国际战略研究院, 广东省习近平新时代中国特色社会主义思想研究中心广东外语外贸大学基地, E-mail: hanyonghui2006@foxmail.com.

* 本文感谢国家自然科学基金面上项目(72373022)、国家自然科学基金重大项目(71991474)和广东金融学会基础课题项目(JCKT202308)的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见, 文责自负。

一、引言

当前,全球多数国家和地区上市公司的股权结构日益集中,控股股东与中小股东之间的代理问题愈加严重。相对于发达国家,由于正式治理制度不健全等问题,包括中国在内的发展中国家的上市公司,控股股东侵占中小股东利益的现象更为严重,中小股东与控股股东之间的代理成本已上升至 11% ~ 16%,使得公司治理趋于恶化(Jiang and Kim, 2020)。这一问题的根本原因在于控股股东与中小股东在经营决策上的话语权差异,控股股东往往利用话语权优势,通过占用企业资金、关联交易转移资产或利用企业信誉为自身提供借款担保等手段“掏空”上市公司资源(李百兴等,2023;Jiang et al., 2010)。因此,如何有效约束控股股东的“掏空”行为、维护企业正常运营并推动资本市场稳定发展,成为当下上市公司实现高质量发展的重中之重。

2020 年 10 月,国务院公布的《关于进一步提高上市公司质量的意见》为上市公司的发展指明了方向,其中指出,控股股东、实际控制人及相关方不得以任何方式侵占上市公司利益。已有研究表明,控股股东“掏空”行为会导致审计师决策受影响(Bertrand et al., 2002)、带来股价崩盘风险(王化成等,2015)和资本市场配置效率下降等问题,严重损害资本市场的健康发展。因此,有效制约控股股东的“掏空”行为对上市公司长远发展至关重要。现有研究围绕“被掏空方”的公司治理机制提出了多种治理途径:(1)在内部治理方面,独立董事监督、股权制衡和独立经理人能有效约束控股股东的“掏空”行为(叶康涛等,2007;李百兴等,2023;Jiang et al., 2010);(2)在外部治理方面,法律环境、政府干预、税收征管强度、外部审计和媒体监督被认为能有效抑制控股股东的“掏空”行为(章卫东等,2012;王亮亮,2018)。然而,内部治理易受控股股东干预而失灵,外部治理机制成为制约控股股东“掏空”行为的有效途径。但是多数外部治理机制侧重于事后制裁控股股东的“掏空”行为,对于已产生的损害难以挽回。因此,如何通过预防性措施有效遏制控股股东“掏空”行为,成为解决这一治理难题的关键。

2024 年中央经济工作会议强调,要扩大高水平对外开放。自改革开放以来,特别是中国加入 WTO 后,资本市场逐步开放使大量境外资本以合资、合作、参股等形式进入中国市场,为上市公司的治理注入了新动能。现有研究表明,境外投资者凭借自身资金实力和丰富的管理经验,能够有效提升被投资企业的治理水平,具体表现为:提升信息透明度(Tsang et al., 2019)、改善会计披露质量(Kim et al., 2019)、抑制盈余管理(Lel, 2019)、减少超额在职消费(Chen et al., 2022)、提高企业投资(连立帅等,2019)、增强创新能力(诸竹君等,2020)。这也是中国上市公司早期引入境外战略投资者和开放 QFII(合格境外机构投资者)的初衷。尽管从这一角度来看,境外投资者可以利用其先进的管理经验提升被投资企业的公司治理水平,但其是否能凭借自身优势监督和约束控股股东“掏空”行为?现有文献并没有深入、全面地探讨该问题。

本文通过手工收集 2003—2022 年中国上市公司前十大股东中境外股东的持股比例

和来源国(地区)信息,探讨境外投资者持股对控股股东“掏空”行为的影响及其作用机制。研究表明,境外投资者持股不仅可以提高企业信息披露质量(“内部治理机制”),还能够增强分析师和媒体的关注和监督程度(“外部监督机制”),从而在一定程度上抑制控股股东的“掏空”行为。分组分析表明,来自高治理水平国家和地区的境外投资者、境外直接投资者、境外机构投资者对于控股股东“掏空”行为的抑制作用会更强;进一步划分境外机构投资者的类型分析发现,独立境外机构投资者、稳定型境外机构投资者以及签署了 UN PRI 的境外机构投资者的影响更明显;在非国有企业、自身治理水平较差的企业、较高的经济政策不确定性时期、较低的法律监管水平地区中,境外投资者持股对控股股东“掏空”行为的影响更大。此外,境外投资者持股缓解控股股东“掏空”行为的作用发挥也存在一定的门槛,只有持股比例大于等于 5% 的境外投资者才能抑制控股股东“掏空”行为。

本文的贡献主要体现在以下三个方面:第一,本文为控股股东“掏空”行为治理提供了新的思路。以往研究探讨了资本市场开放对控股股东“掏空”行为的影响,证实了沪港通和深港通的开放显著抑制了大股东的“掏空”行为(孙泽宇等,2020)。然而,这类文献是定性地考察沪港通和深港通开放前后的大股东“掏空”行为变化,且只能考虑 2014—2016 年,通过北上资金进入 A 股二级市场的投资者的影响,不仅无法定量评估资本市场开放对大股东“掏空”行为的实质性影响,也无法区分不同类型的境外投资者对控股股东“掏空”行为的不同作用路径和效果。本文利用手工收集的境外股东持股数据,定量考察境外投资者持股比例的增加在多大程度上能影响控股股东的“掏空”行为;对比研究 FDI 和 QFII、境外机构与境外个人、不同持股比例规模、不同类型的境外机构投资者以及不同来源国特征的境外投资者对企业控股股东“掏空”行为的影响,为多维度考察境外投资者在资本市场中的作用提供了新的经验证据。第二,本文丰富了境外投资者持股影响的相关文献。以往研究主要集中于境外投资者对企业价值(Bena et al., 2017)、财务报告质量(Kim et al., 2019)、管理层超额在职消费(Chen et al., 2022)、企业投资(连立帅等,2019)以及企业创新效率(诸竹君等,2020)的影响,且对于境外投资者持股的影响并没有形成一致的结论。一部分研究认为引入境外投资者如同“引狼入室”,境外投资者在新兴市场就像“蝗虫”一样逐利,并不会考虑企业的长期发展(Chen et al., 2013);另一部分研究认为引入境外投资者如同“筑巢引凤”,境外投资者会输出其先进的管理经验,提高被投资企业的治理水平(Bena et al., 2017)。本文的研究结果支持 Bena et al. (2017) 的观点,即境外投资者发挥着积极的治理效应,并进一步发现了来自高治理水平国家和地区、参与公司治理意愿更强的境外投资者对于控股股东“掏空”行为的抑制作用会更强。第三,现有研究对我国境外投资者的界定主要聚焦于 QFII,未能全面考察境外投资者对企业行为的影响。一方面,境外投资者可以通过多种途径持有中国上市公司的股份,如建立中外合资企业、进行跨国并购、组建国际战略联盟等,而 QFII 只是其中一种方式。另一方面,QFII 不仅具有外资属性,还具有机构投资者的特征,这可能导致对境外投资者行为特征的描述出现一定偏差。基于此,本文手工收集上市公司境外投资者的持股比例和来源国(地区)

数据进行研究,更准确地刻画外资对控股股东“掏空”行为的影响。

本文结构安排如下:第二部分是理论分析与研究假设提出,第三部分是变量说明、描述性统计和实证模型设定,第四部分是实证结果分析,包括基准回归、稳健性检验和机制渠道分析,第五部分是分组分析,第六部分为本文的结论与启示。

二、理论分析与研究假设

由于控股股东与中小股东在公司经营决策中的话语权存在显著差异,控股股东可以通过“地下行为”来转移企业的资源,损害了其他股东的利益。为了保护自身利益不受侵害,境外投资者有动机且有能力去监督和约束控股股东“掏空”行为。在治理动机上,首先,控股股东非法占用公司资本,导致用于推动企业发展的运营资金减少,削弱了企业的财务健康和市场竞争力,进而影响企业的长期发展和股价表现。为了避免自身投资收益遭遇损失,境外投资者有动机去约束和防范控股股东“掏空”行为;其次,控股股东的“掏空”行为可能会引发市场恐慌和股价的大幅波动,损害了其他股东的利益,故而境外投资者有动机去积极监督控股股东的“掏空”行为。在治理能力上,一方面,境外投资者能够输出先进的管理经验从而改善公司治理水平,促进被投资企业的持续发展,提高企业的长期价值(Kim et al., 2019);另一方面,境外投资者在信息获取、投资经验、估值模式与专业性方面具有一定优势(Deng et al., 2018),这有利于他们更准确地识别控股股东“掏空”行为的早期迹象,及时采取风险规避措施,并通过法律和市场手段保护自己的投资免受损害(Chen et al., 2022)。基于上述分析,本文提出假设 1。

假设 1:在其他条件一定的情况下,境外投资者持股可以抑制控股股东“掏空”行为。

境外投资者作为上市公司股东,可以通过行使股东权利直接参与公司治理,提高企业信息披露质量,进而对控股股东“掏空”行为产生一定的治理效应,这种效应可以称为“内部治理机制”。基于委托代理理论,控股股东因其绝对或相对控制权主导上市公司的重大经营决策,使得其有能力操纵企业盈余信息,向外部投资者隐瞒真实业绩,并从中攫取不当利益。由于文化、地理距离、法律环境和政府监管的差异,境外投资者获取企业信息的成本相应提高(Aggarwal et al., 2011)。相对于企业内部股东而言,境外投资者缺乏境内投资者所拥有的私下沟通渠道和机制,因此更依赖年报等公开信息披露(阮睿等, 2021)。为了减轻其代理成本,境外投资者会积极推动管理层披露更多与公司运营、财务状况、未来发展策略及潜在风险有关的信息(连立帅等, 2019),从而更好地监督企业的治理状况,约束控股股东“掏空”行为。因此,本文提出假设 2。

假设 2:在其他条件一定的情况下,境外投资者持股可以通过提高被投资公司的信息披露质量,从而抑制控股股东“掏空”行为。

境外投资者的入股可以提升企业的外部关注度,进而对控股股东“掏空”行为产生一定的治理效应,这种效应可以称为“外部监督机制”。首先,境外投资者凭借全球化的业务布局与深厚的资本市场运作经验,其选股能够传递一种价值信号(阮睿等, 2021),可能

会增加公司在国际市场上的知名度和曝光度,进而吸引大量分析师和新闻媒体的关注(李春涛等,2018);其次,境外投资者所引致的信息披露质量的增强,为分析师和新闻媒体提供了更为便利的渠道以获取准确、全面的公司信息,进而促进了其对公司的深入跟踪与研究。作为资本市场的信息中介,证券分析师可以快速、准确地发现上市公司控股股东的利益侵占行为(陈少凌等,2024),而媒体凭借其传播广泛性和及时性的优势可以迅速地将控股股东不良行为信息传递给广大投资者(汝毅等,2022),从而对其利益侵占行为产生一定的威慑作用,弱化控股股东的“掏空”行为。综合以上分析,本文提出假设3。

假设3:在其他条件一定的情况下,境外投资者持股会引发更多的分析师和新闻媒体关注,从而对控股股东的“掏空”行为产生外部监督效应。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文在巨潮资讯数据平台手工收集中国A股上市公司前十大股东的信息,筛选其中的境外投资者持股份额,然后再通过查询证监会网站、新浪、百度或致电上市公司等方式来搜索和整理境外投资者的来源国信息。上市公司数据来自国泰安数据库。鉴于合格境外机构投资者(QFII)制度于2002年11月正式确立,这标志着境外投资者进入中国资本市场迈入了制度化阶段。因此,本文选取2003年作为研究的起始年份,研究样本区间为2003—2022年,共有20835个有效观测值,并遵循以下规则对样本进行数据处理:(1)剔除ST和PT类上市公司;(2)剔除金融类上市公司;(3)剔除数据缺失的观测值;(4)所有连续变量进行上下1%的缩尾处理。

(二)模型与变量

借鉴王化成等(2015)、李百兴等(2023)的研究,本文构建模型(1)考察境外投资者持股对控股股东“掏空”行为的影响:

$$Tunnel_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FO_{i,t-1} + \beta_2 Controls_{i,t-1} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

其中,为缓解互为因果导致的内生性问题,本文将解释变量和控制变量滞后一期。 $Tunnel_{i,t}$ 为上市公司*i*在*t*期的控股股东“掏空”程度,衡量方式为上市公司其他应收款与总资产的比值(叶康涛等,2007); $FO_{i,t-1}$ 为上市公司*i*在*t*-1期的境外投资者持股比例,衡量方式为境外投资者持有股票数量除以总流通股股票数量; $Controls_{i,t-1}$ 是对控股股东“掏空”存在潜在影响的控制变量(叶康涛等,2007;李百兴等,2023),包括国内机构投资者持股比例(*DO*)、公司规模(*Size*)、公司年龄(*Age*)、资产负债率(*Lev*)、账面市值比(*BM*)、盈利能力(*ROA*)、现金持有水平(*Cash*)、两职合一(*Dual*)、独立董事比例(*Dd*)、成长性(*Growth*)。*Ind*和*Year*为行业固定效应和年份固定效应。

(三)描述性统计

表1是主要变量的描述性统计结果。资金占用变量(*Tunnel*)的均值为1.87%,标准差为2.35,说明控股股东“掏空”程度取值范围较大,不同企业“掏空”程度存在较大差

异。境外投资者持股比例(*FO*)的均值为 3.85% ,说明我国境外投资者比例偏低,持股比例还有待提高。其他控制变量的描述性统计与以往研究基本相一致(李百兴等,2023; Chen et al. ,2022)。

表 1 主要变量的描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>Tunnel</i> (%)	29595	1.8745	2.3508	0.0178	22.3747
<i>FO</i> (%)	29595	3.8465	9.9473	0.0000	92.3900
<i>DO</i> (%)	29595	3.9349	7.0269	0.0000	80.1296
<i>Size</i>	29595	22.1146	1.3184	19.8096	26.4382
<i>Age</i>	29595	1.9920	0.8889	0.0000	3.3673
<i>Lev</i>	29595	0.4261	0.2025	0.0506	0.9087
<i>BM</i>	29595	0.3473	0.1596	0.0526	0.7982
<i>ROA</i>	29595	0.0432	0.0557	-0.2516	0.1970
<i>Dual</i>	29595	0.2464	0.4309	0.0000	1.0000
<i>Dd</i>	29595	0.3685	0.0516	0.2857	0.5714
<i>Cash</i>	29595	0.0514	0.0721	-0.1735	0.2534
<i>Growth</i>	29595	0.3262	0.8755	-0.7160	5.9798

四、实证结果及实证分析

(一)基准回归结果分析

表 2 报告了基准回归结果。第(1)列为单变量回归结果,第(2)列为引入控制变量、行业和年度固定效应的多变量回归结果, *FO* 的系数均在 1% 的水平下显著为负,且影响程度小于前者。这说明在行业和时间层面存在其他对控股股东“掏空”产生影响的因素,在剔除了可能的混淆因素之后,境外投资者持股能够在一定程度上抑制控股股东的“掏空”行为,即境外投资者持股比例提高 1 个标准差,控股股东资金占用比例下降 8.49%。此外,本文为了控制随不同公司变化的因素,在第(3)列加入了公司固定效应,可以发现结果依然稳健。本文假设 1 得以验证。

表 2 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Tunnel</i>	<i>Tunnel</i>	<i>Tunnel</i>
<i>FO</i>	-0.0335 *** (-9.6699)	-0.0160 *** (-7.5386)	-0.0121 *** (-5.2716)

续表

变量	(1) <i>Tunnel</i>	(2) <i>Tunnel</i>	(3) <i>Tunnel</i>
<i>DO</i>		-0.0073 ** (-2.1078)	-0.0047 (-1.5691)
控制变量	No	Yes	Yes
年份固定效应	No	Yes	Yes
行业固定效应	No	Yes	No
公司固定效应	No	No	Yes
样本数	29595	29595	29595
调整的 R ²	0.0200	0.1853	0.4273

注:括号内为经过公司层面聚类调整的 t 统计量,***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著水平下显著,下表同。

(二)稳健性检验

本文进行了如下稳健性检验:(1)为了缓解可能存在的内生性问题,本文利用两个工具变量分别进行两阶段最小二乘法回归,一是上市公司所在省份是否存在过殖民地或租借地 (*British*) (Ang et al., 2014; 寇宗来等, 2015), 二是截至 1920 年末基督教传教士在中国各省份创办的中小学的数量¹ (*Concession*)。(2)为了排除自选择问题带来的估计偏误,采用 Heckman 两阶段法进行检验。(3)为进一步排除样本选择性偏误的影响,采用 1:1、不允许重复抽样且卡尺值为 0.01 的最近邻匹配法对样本进行倾向得分匹配。(4)利用“沪港通、深港通交易制度”的实施作为外生冲击事件,构建多期 DID 模型进行检验(连立帅等, 2019)。(5)考虑境外投资者持股的多种度量,如把前十大流通股东中有来自中国港澳台地区的境外投资者剔除、把前十大流通股东中有来自美国、英国和中国香港的境外投资者剔除。(6)使用净资金占用、年度净应收款增量、关联交易作为控股股东“掏空”的替代变量(郑国坚等, 2013)。(7)加入行业固定效应与年份固定效应的交互项。(8)剔除国际金融危机期间的样本重新进行回归。经过上述检验后,本文回归结果仍旧稳健。限于篇幅,具体稳健性检验结果备索。

同时,本文还发现在基准回归和稳健性检验中,国内机构投资者的持股比例(DO)和境外投资者的持股比例(FO)显著为负,但 DO 的系数比 FO 的系数小,这说明了在排除国内机构投资者可能带来的干扰效应后,境外投资者持股对于控股股东的“掏空”行为仍具有显著的抑制作用,且境外投资者对控股股东“掏空”行为的约束作用更强。

(三)境外投资者持股影响控股股东“掏空”行为的机制分析

一方面作为上市公司股东,境外投资者可以直接行使股东权利参与公司决策,提高企业的信息披露质量,监督控股股东的“掏空”行为,即“内部治理机制”。另一方面,境外投

1 该数据从中华续行委员会(China Continuation Committee)手工收集整理得到。

投资者的持股会吸引外部利益相关者的关注,从而对控股股东的“掏空”行为形成一定的约束,即“外部监督机制”。基于此,本文采用中介效应模型的第一阶段进行检验。具体而言,使用交易量波动依存法来衡量企业的信息披露质量(周开国等,2011),并参考李春涛等(2018)的方法,利用分析师关注度(*Analyst*)和媒体关注度(*Media*)来衡量企业的外部关注度。当企业信息披露质量越高时, *KV* 值越小。表 3 的检验结果显示,境外投资者持股不仅显著提升了被投资公司的信息披露质量,发挥了有效的内部治理作用(连立帅等,2019),还吸引了更多分析师和媒体的关注与跟踪报道(李蕾和韩立岩,2014;阮睿等,2021)。因此,控股股东的“掏空”行为更容易被揭露,从而对其行为形成一定的威慑。本文的假设 2 和假设 3 得以验证。

表 3 境外投资者持股影响控股股东“掏空”行为的机制分析

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>KV</i>	<i>Analyst</i>	<i>Media</i>
<i>FO</i>	-0.0203 ***	0.0266 ***	1.3094 ***
	(-6.3646)	(2.6778)	(2.8778)
<i>DO</i>	-0.0001	0.0185	-0.3947
	(-0.0346)	(1.1676)	(-1.3187)
控制变量	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes
样本数	29595	29595	29595
调整的 R ²	0.1955	0.4595	0.2620

五、分组分析

(一)基于境外投资者的分组分析

由于境外投资者来源国(地区)的治理水平及其公司治理经验和意愿存在差异,“监督效应”可能有所不同。鉴于此,本文将探讨当境外投资者来源国(地区)背景和境外投资者类型存在差异时,境外投资者持股对控股股东“掏空”行为的抑制效应是否存在差异性。

1. 境外投资者来源国(地区)的差异性影响

受到来源地背景的影响,境外投资者的治理能力可能会有所不同。本文基于以下两个标准来区分境外投资者来源国(地区)的治理水平,进一步探讨来源于不同治理水平国家(地区)的境外投资者对公司控股股东“掏空”行为的影响。一是根据境外投资者来源国(地区)的信息披露水平划分国家(地区)的治理水平。与信息披露水平较低的国家(地区)相比,高信息披露水平的国家(地区)整体的透明度较高,投资者的治理能力也较强。

本文参考 Bushman et al. (2004) 的方法,根据 R&D、资本支出、子公司信息、产品细分市场、地区细分市场和会计政策披露项目评分的平均值来计算投资者来源国的信息披露指数;二是根据境外投资者来源国的盈余管理指数划分国家(地区)的治理水平。来源于盈余管理水平较低国家(地区)的投资者通常更加关注投资企业的长期发展,并致力于约束上市公司的盈余管理行为(Kim et al. ,2019)。Leuz et al. (2003)通过 31 个国家的跨国比较发现,不同国家在盈余管理方面存在显著的差异,且这种差异在很大程度上受到投资者保护机制的影响。本文借鉴 Leuz et al. (2003) 的研究,通过计算每个来源国(地区)公司盈余管理的平均水平构建了国家(地区)层面的盈余管理指数。本文分别以上述两个指数的中位数为标准,将境外投资者划分为来源于高信息披露水平国家(*FO_hDiscl*)和来源于低信息披露水平国家(*FO_lDiscl*)、来源于低盈余管理水平国家(*FO_lEMS*)和高盈余管理水平国家(*FO_hEMS*)。表 4 的检验结果表明,来源于信息披露水平较高和盈余管理水平较低国家(地区)的境外投资者持股对上市公司控股股东“掏空”行为具有显著的抑制作用,而来源于低信息披露水平和高盈余管理水平国家(地区)的境外投资者持股并没有明显的影响。

表 4 基于境外投资者来源国背景的分组检验

变量	信息披露水平		盈余管理水平	
	高 (1)	低 (2)	低 (3)	高 (4)
<i>FO_hDiscl</i>	-0.0178 *** (-7.5551)			
<i>FO_lDiscl</i>		-0.0035 (-0.9950)		
<i>FO_lEMS</i>			-0.0185 *** (-7.6809)	
<i>FO_hEMS</i>				-0.0035 (-0.9836)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	29595	29595	29595	29595
调整的 R ²	0.1856	0.1813	0.1858	0.1813

2. 境外投资者属性的影响

本文将境外投资者的属性从不同维度做如下划分:第一,境外投资者可以划分为境外直接投资者和合格境外机构投资者。境外直接投资者(FDI)主要通过设立子公司和并购

等方式直接投资于实体企业¹，会在企业中投入大量资源，如技术、管理经验和市场渠道等，以获得长期经营收益和战略合作。因此，FDI 有强烈的动机直接参与企业管理，优化公司治理结构；而合格境外机构投资者（QFII）通过在二级市场购买股票持股上市公司，更关注短期收益和市场流动性（李春涛等，2018）。这种短期投资策略导致 QFII 缺乏参与企业治理和监督控股股东“掏空”行为的动力。基于此，本文分别计算境外直接投资者持股比例（*FO_FDI*）和合格境外机构投资者的持股比例（*FO_QFII*），进行分组检验。表 5 列（1）、列（2）的检验结果表明，境外直接投资者在更大程度上抑制了控股股东的“掏空”行为，发挥的“监督效应”更强。第二，境外投资者可以分为境外机构投资者和境外个人投资者。相比境外个人投资者，境外机构投资者具有管理、技术、人力资源等方面的优势，拥有更多的股份和更长期的投资策略，有动机也有能力积极参与公司治理，对控股股东的行为进行有效监督（Chen et al. ,2022）。表 5 列（3）、列（4）的检验结果表明，相比境外个人投资者（*FO_per*），境外机构投资者（*FO_inst*）约束控股股东“掏空”行为的能力更强。

表 5 基于境外投资者属性的分组检验

变量	(1) <i>FDI</i>	(2) <i>QFII</i>	(3) 境外机构投资者	(4) 境外个人投资者
<i>FO_FDI</i>	-0.0160 *** (- 7.4609)			
<i>FO_QFII</i>		0.0024 (0.0872)		
<i>FO_inst</i>			-0.0170 *** (- 7.4397)	
<i>FO_per</i>				-0.0049 (- 1.6359)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	29595	29595	29595	29595
调整的 R ²	0.1853	0.1813	0.1855	0.1813

3. 境外投资者持股规模的影响

本文进一步探索境外投资者持股规模与控股股东“掏空”两者间的差异性影响。根据《中华人民共和国证券法》（2019 年修订）第五十一条的规定，持有公司 5% 以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员，均属于证券交易内幕信息的知情人。同时，《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》（2014 年修订）规定，“当投资企业直接或通过子公司

1 FDI 投资中国上市公司的渠道有以下三种：一是建立中外合资企业；二是并购本地企业；三是国际战略联盟。

间接拥有被投资单位 20% 以上但低于 50% 的表决权时，一般认为对被投资单位具有重大影响”。基于此，本文预计境外投资者持股与控股股东“掏空”之间并不是简单的线性关系，按照境外投资者持股比例的大小分为四组，分别进行回归，表 6 中的回归结果表明，持股比例大于等于 5% 的境外投资者才能对控股股东“掏空”产生实质性的抑制作用。可能的原因是，当境外投资者持股比例低于 5% 时通常追求短期高额利润，缺乏监督公司治理的动力；而当持股比例高于 5% 时，他们更关注企业的长期发展，具备足够的话语权参与重要决策，从而有效抑制控股股东的“掏空”行为。

表 6 基于境外投资者持股规模的分组检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
$FO(<1\%)$	-0.0862 (-1.3326)			
$FO(\geq 1\% \text{ 且 } <5\%)$		-0.0204 (-1.5611)		
$FO(\geq 5\% \text{ 且 } <20\%)$			-0.0187*** (-5.6215)	
$FO(\geq 20\%)$				-0.0107*** (-5.1187)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	29595	29595	29595	29595
调整的 R ²	0.1815	0.1814	0.1824	0.4271

4. 境外机构投资者类型的影响

(1) 境外机构投资者可以进一步划分为独立境外机构投资者和灰色境外机构投资者 (Chen et al., 2022)。由于独立境外机构投资者与公司之间不存在业务关系，且不受公司管理层的影响，通常能够更有效地监督公司治理，推动企业进行信息披露，抑制控股股东的行为，主要包括基金公司、投资公司和资产管理公司。相反，灰色境外机构投资者的投资行为更多地受到公司业务关系的影响，缺乏足够的独立性来有效监督管理层，主要包括银行、信托、保险公司。本文逐一核查样本的境外机构投资者类型，手工统计了独立境外机构投资者 (FO_{indep}) 和灰色境外机构投资者 (FO_{grey}) 的持股比例。检验结果如表 7 列 (1) 和列 (2) 所示，相较于灰色境外机构投资者，独立境外机构投资者能更有效地抑制控股股东的“掏空”行为，可以发挥更强的“监督效应”。

(2) 境外机构投资者可以划分为稳定型境外机构投资者和交易型境外机构投资者。交易型境外机构投资者更关注企业的短期盈利和股价波动，通过低买高卖赚取价差收益，具有明显的短视行为。相反，稳定型境外机构投资者通常换手率较低、持股时间较长，更

注重企业的可持续发展能力,往往更为积极地参与公司治理、监督控股股东利益侵占行为,更有意愿提供资源和信息以帮助企业成长。参考吴先聪等(2016)的研究,本文把上市公司中连续持股 4 个季度以上的境外机构投资者定义为稳定型境外机构投资者;连续持股低于 4 个季度的境外机构投资者定义为交易型境外机构投资者,并手工统计了稳定型境外机构投资者(*FO_stable*)和交易型境外机构投资者(*FO_trading*)的持股比例。检验结果如表 7 列(3)和列(4)所示,相较于交易型境外机构投资者,稳定型境外机构投资者更有动力和能力参与公司治理,对控股股东的“掏空”行为的监督和约束作用更大。

表 7 基于境外机构投资者类型的分组检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	独立投资者	灰色投资者	稳定型投资者	交易型投资者	签署 UN PRI	未签署 UN PRI
<i>FO_indep</i>	-0.0122 *** (-4.6553)					
<i>FO_grey</i>		-0.0031 (-1.0738)				
<i>FO_stable</i>			-0.0160 *** (-7.8186)			
<i>FO_trading</i>				0.0067 (0.4119)		
<i>FO_pri</i>					-0.0252 *** (-10.5470)	
<i>FO_nonpri</i>						-0.0024 (-1.0155)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	29595	29595	29595	29595	29595	29595
调整的 R ²	0.4271	0.4267	0.1852	0.4267	0.1871	0.1814

(3) 境外机构投资者可以划分为是否签署联合国责任投资原则(Principles for Responsible Investment, UN PRI)。由于 UN PRI 旨在推动投资机构将企业在环境保护、社会责任和公司治理等三方面的表现纳入投资决策中,签署了 UN PRI 的境外机构投资者会将 ESG 因素纳入其投资决策和投资管理流程中。因此,相较于未签署 UN PRI 的境外机构投资者,签署了 UN PRI 协议的境外机构投资者具备更好的公司治理实践和素质,更关心被投资公司的治理问题。本文根据 UN PRI 名录手工统计了签署 UN PRI(*FO_pri*)和未签署 UN PRI(*FO_nonpri*)的境外机构投资者持股比例,并进行分组检验。检验结果如表 7 列(5)和列(6)所示,相对而言,签署了 UN PRI 的境外机构投资者对企业控股股东“掏空”行为的抑制作用更强。

(二) 基于上市公司产权性质和治理水平的分组分析

鉴于上市公司本身有较大的差别,境外投资者的影响也可能存在不同。本文探究了在不同产权性质和治理环境的公司中,境外投资者持股对控股股东“掏空”行为的抑制效应是否存在差异,以及境外投资者持股与公司现有治理水平之间的关系。

首先,非国有企业的控股股东多为自然人或家族,主要关注公司利润和个人经济利益,“掏空”动机更强(陈泽艺等,2022)。而国有企业的控股股东通常为政府或国有资产管理机构,承担着维持就业和稳定经济等目标,其行为受到更多的监管约束,“掏空”动机较低(王立章等,2016)。基于此,本文将企业划分为国有和非国有两组。结果如表 8 列(1)和列(2)所示,在非国有企业中,境外投资者可以利用其话语权和影响力,积极参与公司治理,更加有效监督控股股东的“掏空”行为。

其次,较低的信息透明度和不完善的监督机制意味着企业治理能力较弱,从而导致外部投资者难以准确了解企业的真实财务状况,这使得控股股东更容易实施利益转移行为(章卫东等,2012)。本文借鉴王亮亮(2018)的研究,使用企业过去三年的可操作性应计利润的绝对值总和来衡量信息不对称程度,同时参考田利辉和王可第(2017)的方法,选取第一大股东持股比例、第二至第五大股东持股比例之和、独立董事比例、机构投资者持股比例、董事长与总经理是否兼任、董事会规模、监事会规模、董事会会议次数、监事会会议次数这 9 个变量通过主成分分析计算得出监督机制的度量指标,并以其行业年度中位数为标准进行分组。表 8 列(3)至列(6)的结果表明,境外投资者持股对控股股东“掏空”的制约作用在自身治理水平更差的公司中更大,即“监督效应”更强,境外投资者的治理效应更多是对公司原有治理能力的替代,而非补充。

表 8 基于产权性质和治理水平的分组检验

变量	产权性质		信息透明度		监督水平	
	非国有 (1)	国有 (2)	低 (3)	高 (4)	低 (5)	高 (6)
FO	-0.0153 *** (-5.0256)	-0.0019 (-0.2706)	-0.0267 *** (-9.1495)	-0.0023 (-1.3198)	-0.0227 *** (-8.7133)	-0.0025 (-1.0793)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	16570	13025	15633	13962	15104	14491
调整的 R ²	0.4243	0.4637	0.2748	0.1270	0.2236	0.1303

(三) 基于上市公司外部环境的分组分析

一方面,经济政策不确定性上升时,企业将面临更大的外部风险和经营压力,这使得控股股东可能承受更高的资金压力和经营挑战。此时,他们可能更倾向于利用其控制权

转移企业资源或利润,以攫取个人利益(宋科等,2022)。为此,本文使用 Baker et al. (2016)构建的经济政策不确定性指数,并以其中位数为标准进行分组。表 9 列(1)和列(2)的结果表明,在经济政策不确定性较低时期,监管机构通常会提供更加稳定的政策指引,市场的信息透明度较高,使得控股股东“掏空”行为更难以隐蔽,降低了“掏空”行为的发生概率,这在一定程度上降低了境外投资者的监督压力。另一方面,法律监管不仅是一种正式制度,也是提升公司治理水平的外部约束力量(郑国坚等,2013)。本文借鉴姜广省等(2021)的研究,使用“市场中介组织的发育和法律制度环境”指数衡量地区法律监管水平,并以其中位数为标准进行分组。表 9 列(3)和列(4)的结果表明,在法律监管水平较高的地区,控股股东如果实施“掏空”可能会面临着更高的法律风险和经济成本,从而降低其“掏空”倾向,因此境外投资者对控股股东“掏空”行为的抑制作用相对较弱。表 9 结果综合表明,在外部约束机制薄弱时,境外投资者能够在一定程度上替代不完善的外部监管机制,有效维护公司治理结构的稳定,抑制控股股东的“掏空”行为。

表 9 基于上市公司外部环境的分组检验

变量	经济政策不确定性		法律监管水平	
	高	低	低	高
	(1)	(2)	(3)	(4)
FO	-0.0169 *** (-5.4566)	-0.0037 (-1.6376)	-0.0298 *** (-8.9684)	-0.0019 (-0.9381)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本数	15,556	14,039	15,923	13,672
调整的 R ²	0.6441	0.1708	0.2529	0.1320

六、结论与启示

自中国资本市场对外开放以来,境外投资者通过多种途径进入中国资本市场,并不同程度地持股中国上市公司,并对中国上市公司的治理结构产生影响。鉴于控股股东“掏空”问题一直是中国上市公司治理的顽疾,因此探讨境外投资者持股是否能够有效抑制控股股东“掏空”行为具有重要意义。本文系统梳理了控股股东“掏空”和境外投资者的相关文献,深入考察了境外投资者持股在企业中产生的治理效应。

研究发现,境外投资者持股可以提高企业信息披露质量(“内部治理机制”)、增强分析师和媒体的关注和监督(“外部监督机制”),进而有效约束控股股东的“掏空”行为。进一步研究发现,来自高治理水平国家和地区的境外投资者、境外直接投资者、境外机构

投资者对于控股股东“掏空”行为的抑制作用会更强；划分境外机构投资者的类型分析发现，独立境外机构投资者、稳定型境外机构投资者、签署了 UN PRI 的境外机构投资者的影响更大。境外投资者持股对控股股东“掏空”行为的抑制作用在非国有企业、自身治理水平较低的公司、高经济政策不确定性时期、法律监管水平较低的地区中会更强。此外，本文还发现境外投资者持股与控股股东“掏空”行为之间并不是简单的线性关系，只有持股比例大于等于 5% 的境外投资者才能抑制控股股东“掏空”行为。

基于研究结论，本文提出了以下对策建议。第一，继续加大资本市场开放力度。党的二十大报告强调，要稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放，构筑起资本市场双向开放的新格局，助力经济实现高质量发展。在强调资本市场服务于实体经济的背景下，继续加大资本市场开放力度，鼓励具有丰富治理经验的境外投资者参与中国资本市场的发展和上市公司的治理，约束控股股东“掏空”行为及其他不良经营活动。第二，治理相对不足的企业要充分发挥境外投资者对公司治理能力的提升作用。本文研究结果表明，境外投资者持股对控股股东“掏空”行为的制约作用在自身治理水平更差的公司中更大，即“监督效应”更强。因此，治理不足的企业要积极接纳优质的境外投资者，不断提升治理水平，有效抑制控股股东的私利行为，保护中小股东利益。第三，对优质境外投资者给予适当优惠。考虑到境外投资者也有优劣之分，政府及相关企业在引入外资时应认真甄别其投资目的，必要时可设置最低持股比例与最短持股时长，特别是对于来自治理水平较高的国家或签署 UN PRI 的境外投资者，应考虑予以适当的优惠和优先措施。

参 考 文 献

[1] 陈少凌、周开国、杨海生和钟嘉颖,2024,《分析师利空关注与公司投资效率:“萝卜”加“大棒”》,《金融研究》第 1 期,第 150 ~ 168 页。

[2] 陈泽艺、李常青和李宇坤,2022,《对外担保与企业创新投入》,《金融研究》第 4 期,第 133 ~ 150 页。

[3] 姜广省、卢建词和李维安,2021,《绿色投资者发挥作用吗?——来自企业参与绿色治理的经验研究》,《金融研究》第 5 期,第 117 ~ 134 页。

[4] 寇宗来、盘宇章和刘学悦,2015,《中国的信用评级真的影响发债成本吗?》,《金融研究》第 10 期,第 81 ~ 98 页。

[5] 李百兴、高蕴哲和王鹏宇,2023,《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》,《会计研究》第 3 期,第 61 ~ 82 页。

[6] 李春涛、刘贝贝、周鹏和张璇,2018,《它山之石:QFII 与上市公司信息披露》,《金融研究》第 12 期,第 138 ~ 156 页。

[7] 李蕾和韩立岩,2014,《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》,《经济学〈季刊〉》第 1 期,第 351 ~ 372 页。

[8] 连立帅、朱松和陈关亭,2019,《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》,《管理世界》第 8 期,第 136 ~ 154 页。

[9] 阮睿、孙宇辰、唐悦和聂辉华,2021,《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》,《金融研究》第 2 期,第 188 ~ 206 页。

[10] 汝毅、吴昊婧和薛健,2022,《媒体记者与公司管理层沟通提高了新闻报道质量吗?——基于公司调研活动的实证研究》,《金融研究》第 2 期,第 189 ~ 206 页。

[11] 宋科、徐蕾、李振和王芳,2022,《ESG 投资能够促进银行创造流动性吗?——兼论经济政策不确定性的调节效

- 应》,《金融研究》第 2 期,第 61 ~ 79 页。
- [12] 孙泽宇、齐保奎和崔晓玉,2020,《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》,《金融经济学研究》第 4 期,第 94 ~ 107 页。
- [13] 田利辉和王可第,2017,《社会责任信息披露的“掩饰效应”和上市公司崩盘风险——来自中国股票市场的 DID - PSM 分析》,《管理世界》第 11 期,第 146 ~ 157 页。
- [14] 王亮亮,2018,《控股股东“掏空”与“支持”:企业所得税的影响》,《金融研究》第 2 期,第 172 ~ 189 页。
- [15] 王化成、曹丰和叶康涛,2015,《监督还是掏空:大股东持股比例与股价崩盘风险》,《管理世界》第 2 期,第 45 ~ 57 页。
- [16] 王立章、王咏梅和王志诚,2016,《控制权、现金流权与股价同步性》,《金融研究》第 5 期,第 97 ~ 110 页。
- [17] 吴先聪、张健和胡志颖,2016,《机构投资者特征、终极控制人性质与大股东掏空——基于关联交易视角的研究》,《外国经济与管理》第 6 期,第 3 ~ 20 页。
- [18] 叶康涛、陆正飞和张志华,2007,《独立董事能否抑制大股东的“掏空”?》,《经济研究》第 4 期,第 101 ~ 111 页。
- [19] 章卫东、张洪辉和邹斌,2012,《政府干预、大股东资产注入:支持抑或掏空》,《会计研究》第 8 期,第 34 ~ 40 页。
- [20] 郑国坚、林东杰和张飞达,2013,《大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据》,《管理世界》第 5 期,第 157 ~ 168 页。
- [21] 周开国、李涛和张燕,2011,《董事会秘书与信息披露质量》,《金融研究》第 7 期,第 167 ~ 181 页。
- [22] 诸竹君、黄先海和王毅,2020,《外资进入与中国式创新双低困境破解》,《经济研究》第 5 期,第 99 ~ 115 页。
- [23] Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira, and P. Matos, 2011, “Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors”, *Journal of Financial Economics*, 100(1), pp. 154 ~ 181.
- [24] Ang, J., Y. Cheng, and C. Wu, 2014, “Does Enforcement of Intellectual Property Rights Matter in China? Evidence from Financing and Investment Choices in the High - Tech Industry”, *Review of Economics and Statistics*, 96(2), pp. 332 ~ 348.
- [25] Baker, S. R., N. Bloom, and S. J. Davis, 2016, “Measuring Economic Policy Uncertainty”, *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), pp. 1593 ~ 1636.
- [26] Bena, J., M. A. Ferreira, P. Matos, and P. Pires, 2017, “Are Foreign Investors Locusts? The Long - Term Effects of Foreign Institutional Ownership”, *Journal of Financial Economics*, 126(1), pp. 122 ~ 146.
- [27] Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan, 2002, “Ferretting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups”, *Quarterly Journal of Economics*, 117(1), pp. 121 ~ 148.
- [28] Bushman, R. M., J. D. Piotroski, and A. J. Smith, 2004, “What Determines Corporate Transparency?”, *Journal of Accounting Research*, 42(2), pp. 207 ~ 252.
- [29] Chen, L., M. H. Han, Y. Li, W. L. Megginson, and H. Zhang, 2022, “Foreign Ownership and Corporate Excess Perks”, *Journal of International Business Studies*, 53(1), pp. 72 ~ 93.
- [30] Chen, Z., J. Du, D. Li, and R. Ouyang, 2013, “Does Foreign Institutional Ownership Increase Return Volatility? Evidence from China”, *Journal of Banking and Finance*, 37(2), pp. 660 ~ 669.
- [31] Deng, B. J., Z. F. Li, and Y. Li, 2018, “Foreign Institutional Ownership and Liquidity Commonality around the World”, *Journal of Corporate Finance*, 51, pp. 20 ~ 49.
- [32] Jiang, F. and K. A. Kim, 2020, “Corporate Governance in China: A survey”, *Review of Finance*, 24(4), pp. 733 ~ 772.
- [33] Jiang, G., C. M. Lee, and H. Yue, 2010, “Tunneling through Intercompany Loans: The China Experience”, *Journal of Financial Economics*, 98(1), pp. 1 ~ 20.
- [34] Kim, J. B., M. Pevzner, and X. Xin, 2019, “Foreign Institutional Ownership and Auditor Choice: Evidence from Worldwide Institutional Ownership”, *Journal of International Business Studies*, 50(1), pp. 83 ~ 110.
- [35] Lel, U., 2019, “The Role of Foreign Institutional Investors in Restraining Earnings Management Activities Across

Countries”, *Journal of International Business Studies*, 50(6), pp. 895 ~ 922.

[36] Leuz, C., D. Nanda, and P. D. Wysocki, 2003, “Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison”, *Journal of Financial Economics*, 69(3), pp. 505 ~ 527.

[37] Tsang, A., F. Xie, and X. Xin, 2019, “Foreign Institutional Investors and Corporate Voluntary Disclosure around the World”, *The Accounting Review*, 94(1), pp. 319 ~ 348.

Foreign Ownership and Controlling Shareholder’s Tunneling

ZHANG Hao TAN Wenqian HAN Yonghui

(School of Finance, Guangdong University of Foreign Studies;

International School of Business Finance, Sun Yat – sen University;

Guangdong Institute for International Strategies, Guangdong University of Foreign Studies)

Summary: There is a significant information asymmetry between controlling shareholders and minority shareholders, which may result in controlling shareholders exploiting their effective control to transfer the firm’s assets and profits, thereby undermining the interests of minority shareholders. Due to unique historical reasons and institutional backgrounds, Chinese listed companies are characterized by a concentrated ownership structure, as opposed to the dispersed ownership structure prevalent in Western capital markets. As a result, controlling shareholders have effective control over the company, which provides convenience for tunneling activities. Therefore, how to effectively curb the tunneling of controlling shareholders and effectively protect the interests of minority shareholders has thus become a critical focus for promoting the high – quality development of listed companies in China.

Since China’s accession to the WTO, the gradual opening up of the capital market has enabled a large number of foreign companies to enter the Chinese market through joint ventures, cooperation and equity participation, thereby injecting fresh impetus into the governance of listed companies. Given their strong financial resources and rich investment management expertise, foreign investors play a crucial role in improving the corporate governance of the companies, including improved information transparency, enhanced quality of accounting disclosure and reduced earnings management. However, the question remains: can foreign investors use their advantages to effectively monitor and constrain the tunneling of controlling shareholders? The existing literature has not thoroughly and comprehensively explored this issue.

Based on the aforementioned ideas, we manually collect data on the top ten shareholders of Chinese A – share listed companies from 2003 to 2022, and comprehensively examine the impact and mechanism of foreign investor ownership on the tunneling behavior of controlling shareholders under the background of capital market liberalizing. The main findings are as follows. First, foreign ownership can improve the quality of information disclosure in the firms they invest in and increase the attention of analysts and media, thereby effectively constraining the tunneling behavior of controlling shareholders. Second, foreign ownership from countries with high governance standards, as well as foreign direct investors and foreign institutional investors, have a stronger inhibitory effect on the tunneling behavior of controlling shareholders. Third, independent foreign institutional

investors, stable foreign institutional investors, and foreign institutional investors who have signed the UN Principles for Responsible Investment (UN PRI) have a more pronounced impact. Finally, in non – state – owned firms, firms with poor governance, periods of high economic policy uncertainty, and in regions with poor legal regulation, the impact of foreign ownership is more significant.

Our paper makes the following three key contributions. First, we provide a novel approach to addressing the governance of controlling shareholders’ tunneling. Previous studies qualitatively examined the changes in controlling shareholders’ tunneling before and after the opening of the Shanghai – Hong Kong Stock and Shenzhen – Hong Kong Stock Connect programs, but were unable to distinguish between different types of foreign investors. We quantitatively assess the extent to which increases in foreign ownership can influence controlling shareholders’ tunneling. In addition, we compare the effects of FDI and QFII, foreign institutional investors versus foreign individual investors, different ownership scales, different types of foreign institutional investors, and foreign investors from different countries on the tunneling of controlling shareholders. This enriches the literature on the governance of insider behavior. Second, we provide a new perspective for studying the impact of foreign ownership. Previous studies have not reached a consistent conclusion on the impact of foreign ownership. Some studies argue that foreign investors in emerging markets act like “locusts”, prioritizing short – term profits without regard for long – term corporate development. Conversely, other studies suggest that foreign investors export their advanced management experience to improve corporate governance of the firms. We confirm that foreign ownership can play a regulatory role, exerting a positive governance effect, which contribute to a deeper understanding of the economic implications of capital market openness policies. Third, existing literature on foreign investors in China has primarily focused on QFIIs, lacking a comprehensive examination of the influence of foreign capital on corporate governance. We manually collected data on the shareholding ratios and their origin countries of foreign investors in listed companies to provide a more accurate characterization of the impact of foreign capital on controlling shareholders’ tunneling.

Keywords: Foreign Investors, Tunneling Behaviors, Funds Embezzlement, Corporate Governance

JEL Classification:G15, G23, G32

(责任编辑:李文华)(校对:LH)