

doi:10.19920/j.cnki.jmsc.2021.09.003

百股义士：投服中心行权与中小投资者保护^①

——基于投服中心参与股东大会的研究

郑国坚^{1,2}，张超^{1,2}，谢素娟^{3,4*}

(1. 中山大学管理学院, 广州 510275; 2. 中山大学现代会计与财务研究中心, 广州 510275;
3. 中国海洋大学管理学院, 青岛 266100; 4. 中国企业营运资金管理研究中心, 青岛 266100)

摘要: 2014年证监会牵头成立中证中小投资者服务中心,是我国资本市场投资者保护的重大制度创新.研究投服中心对中小投资者保护的切实所用,在理论和实践层面具有重大意义.鉴于此,本文使用手工整理的投服中心数据,系统分析投服中心的行权方式和运行规律,以及投服中心持股行权在中小投资者保护中的作用.研究结果显示:1)投服中心倾向关注财务状况较差、内部治理质量低、大股东和内部人控制程度低的民营企业;2)投服中心持股行权能够降低大股东和中小投资者间的信息不对称,且带动更多的中小投资者积极参与公司治理;3)投服中心关注某上市公司的公告能引起显著的市场反应,体现为被关注的公司受到更低的累计市场异常回报率.上述结果表明投服中心持股行权能够显著提高中小投资者保护.本研究首次系统地检验了投服中心持股行权的影响因素和经济后果,丰富了中小投资者保护的相关研究,对相关政策的制定者未来的政策研究与制定提供参考.

关键词: 投资者服务中心; 中小投资者保护; 公司治理

中图分类号: F23 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2021)09-0038-21

0 引言

中小投资者保护一直是各国国家政策、学术研究和资本市场关注的重要话题^[1-3].中小投资者保护机制是否能切实发挥效果是检验资本市场发展水平的重要标志,特别是近年来国家针对资本市场的一系列改革,如注册制改革等,在这一背景下研究中小投资者保护成效对促进资本市场改革尤为重要.在我国,由于股权的高度集中,“一股一票”使得公司的决策常常体现为大股东的意志,而中小投资者的意志得不到充分体现,其权益被大股东侵占这一问题屡见不鲜^[4-7].尽管针对中小投资者保护的法制建设^[8-10]、公司内部治理^[11]、以及投票制度有了长足发展^[6,12,13],但

是中小投资者依然在获取公司相关信息方面存在壁垒,从而在维护自身权益的道路上困难重重.

为了进一步加强对中小投资者的保护,2014年12月,证监会、投保局牵头成立了中证中小投资者服务中心(以下简称“投服中心”).投服中心具备教育和监督两大职能.从教育职能角度来说,投服中心为中小投资者自主维权提供法律、信息、技术等服务.从监督职能角度来说,投服中心通过二级市场交易购买上市公司1手(100股)股票,以普通股股东的身份依法行使股东权利;其具体方式为以下七种:发送股东建议函、参加股东大会、参加上市公司重组说明会、网上行权、公开发声、走访和诉讼^②.

纵观国际资本市场,投服中心并非我国独创

① 收稿日期:2020-02-29;修订日期:2021-03-05.

基金项目:国家自然科学基金资助重大项目(71790603);国家自然科学基金资助青年项目(71702197).

通讯作者:谢素娟(1986—),女,湖北荆门人,博士,副研究员. Email: xiesj@mail.sysu.edu.cn

② 这七种方式基于陈洁的观点整理得出,详见 <https://www.sohu.com/a/217643464_648952>.

的概念.不同于国外相对独立的投资者保护机构,投服中心具有监管机构(政府)背书这一特征.辛宇等^[14]通过案例研究发现这种半监管半公益的性质可以显著提高中小投资者保护水平.例如,在诉讼方面,个人投资者在投服中心的帮助下对恒康医疗实控人操纵市场进行诉讼,最终胜诉并得到了相应赔偿,开创了我国证券市场民事赔偿诉讼的先河,开辟了中小投资者维权新模式.在公开发声方面,2017年浙民投要约收购ST生化的过程中,投服中心公开表态支持市场化要约收购,公开建议中小投资者“用脚投票”支持要约发起方浙民投,促成了我国资本市场上第一起以公开要约收购方式成功取得上市公司控制权的事件,成为中小投资者集体行权并成功的典范^③.但上述案例只能从个别角度反映投服中心的作用,难以全面描述投服中心行权的效果.其次,其他关于投服中心的学术研究主要讨论投服中心的性质、法理基础以及权利与职责的边界^[15,16],没有系统性考察投服中心对中小投资者保护的影响,也缺乏有力的理论分析框架.

本研究基于委托代理理论、财务信息效用理论以及政府引导下的投资者保护视角对投服中心在中小投资者保护中潜在的影响机制进行分析.首先,投服中心的两大工作重点是为中小投资者维权提供教育等服务;以及通过公益性持股积极行权.从教育和服务的职能来看,投服中心通过提供技术支持,帮助中小投资者分析企业的经营等决策,可以有效提高中小投资者对企业的理性判断.从持股行权角度来说,投服中心通过上述七种行权方式,能够使得企业的信息更加清晰明确,从而能降低大小股东之间的信息不对称性.因此,教育和持股行权的职能都可能显著改善对中小股东的保护.其次,投服中心虽名义上为公益机构,但事实上属于监管机构的辅助机构,其对上市公司行权的一系列动作受到监管机构的支持,具有一定的行政监督色彩.因此,投服中心对上市公司的行权在很大程度上能够起到治理效果,降低大股东对中小股东的侵占行为.除此之外,投服中

心半监管机构的性质能够在中小股东中产生一定的信誉,使得更多的中小股东关注他们的行权活动,特别是当投服中心对上市公司的议案持反对意见时,更能引起其他中小投资者的关注.综上所述,投服中心对上市公司的关注与行权能够显著提升中小投资者保护水平.

为了检验上述假设,手工整理投服中心行权的数据,分析投服中心行权行为是否能影响其他中小投资者行权,进而提高我国投资者保护水平.具体来说,首先分析投服中心会关注哪类企业.实证研究发现投服中心关注的企业主要是财务状况较差,内部治理质量较低、大股东和内部人控制程度较低的民营企业.其次,分析投服中心行权所产生的影响,发现:1)投服中心参与某上市公司的股东大会并投票会显著增加其他中小投资者参与股东大会并投票的数量,并且投服中心的这种积极效应在上市公司会计信息质量较低时更加显著.2)投服中心参与某上市公司的股东大会还会显著提高其他中小投资者投反对票的概率.上述结果说明投服中心行权行为能够显著影响中小投资者的判断,使得中小投资者更加关注上市公司的经营治理情况.3)在投服中心宣布关注某个公司前后,相对于不被关注并行权的上市公司,被关注并行权的上市公司获得更低的累计市场异常回报(CAR).这说明投资者普遍不看好被投服中心关注并行权的上市公司.此外,当股东大会涉及重大资产重组的议案时,投服中心行权所引起的负向市场反应更加显著.上述实证研究结论表明投服中心行权行为起着一定的警示作用,能影响中小投资者的判断,从而影响企业的市场价值.

本研究的研究贡献主要体现在如下三个方面:首先,从投服中心持股行权出发,分析其影响中小投资者保护的具体路径,拓展了中小投资者保护机制的研究.我国中小投资者保护的现有文献主要考察了法律、公司治理等制度对中小投资者保护的作用,以及中小股东投票制度等维护自身利益的机制,但现有的这些保护机制还未能较好的解决大股东和中小股东之间信息不对称问

③ 关于上述案例的介绍详见:1)“投服中心首例市场操纵民事赔偿诉讼再获进展”<<https://finance.sina.com.cn/roll/2018-11-12/doc-ihnstwwq7602079.shtml>>; 2)“中证中小投资者服务中心:ST生化要约收购成功有标杆意义”<<http://finance.jrj.com.cn/2017/12/09052023766777.shtml>>.

题^[6,12]. 实证研究发现投服中心持股行权的行为不仅能够帮助中小股东进一步获取上市公司的相关信息,而且投服中心的具体投票行为能够帮助中小股东判断公司相关议案. 实证研究结果表明投服中心能够有效降低大股东和中小股东之间的信息不对称性. 其次,本研究总结的中小投资者保护工作的政府引导观,补充了现有投资者保护机构的研究. 目前国际主流的投资者保护中心多为独立的第三方中介机构,而在我国资本市场起步较晚,各项监管制度还不够完善的情况下,政府和监管部门牵头的投资者服务机构更能保证实行效果. 我国这一模式的有效性对其他具有相似特征的新兴发展市场具有重要的借鉴意义. 最后,系统性分析了投服中心保护中小投资者的具体方式、影响因素和经济后果,为政策制定者在制定投服中心未来工作规划上提供了经验研究证据.

1 制度背景

为进一步加强资本市场中小投资者保护,2014年12月,证监会、投保局牵头成立中证中小投资者服务中心(以下简称“投服中心”). 作为中国证监会批准并直接管理的全国性公益机构,其主要职责是为中小投资者自主维权提供教育、法律、信息、技术等服务. 具体包括两方面:其一,面向中小投资者开展公益性宣传和教育,并为中小投资者自主维权提供法律、信息、技术服务;其二,公益性持有证券等品种并积极行权:投服中心通过二级市场交易,购买上市公司1手(100股)股票,以普通股东的身份依法行使《公司法》、《证券法》等法律法规赋予投资者的权利,积极维护中小投资者的合法权益.

2016年2月19日,投服中心实施持股行权试点方案,购买了首批持股行权试点上海、广东(不含深圳)、湖南等三个区域内所有上市公司的1手(100股)股票,并积极展开行权行动. 2016年5月11日,投服中心首次参加上市公司股东大会

(柘中股份,002346),就主营业务、利润的可持续性提出问题;并就中小投资者参与公司股东大会的便利性、改变募集资金投向、对待金融投资产品、投资风险、独立董事参与股东大会事项等提出建议. 从此个案可以看出,投服中心切实履行了股东的法定权利,如查阅权、质疑权和建议权等. 值得说明的是,投服中心参与股东大会并质疑、建议这一系列行为不仅发挥了监督作用,还发挥了一定的教育和示范作用. 此外,投服中心后续成立了持股行权专家委员会辅助行权工作的展开,旨在为中小投资者提供质量更高的持股行权教育服务,为世界证券发展历史上的一个创举^④. 近期,新版《证券法》专设一章“投资者保护”,其中明确投服中心诉讼、征集投票等权利不受其持股期限和持股比例的约束,即基于投服中心的公益属性,赋予其“特殊的普通股权利”.

基于2016年~2018年投服中心持股行权的手工整理数据(如表1所示),结果发现在行权方式上,投服中心主要通过发送股东建议函、参加股东大会、参加上市公司重组说明会、网上行权、公开发声、走访和诉讼这7种方式行使股东权利. 其中,参加股东大会是投服中心除发送股东建议函和质询函外最常使用的行权方式(53.36%)、其次是重组说明会(24.79%),网上行权(7.98%),公开发声(7.14%),诉讼(4.62%)以及走访(2.1%).

进一步,手工整理归纳了试点期间(2016年~2017年)投服中心在股东大会上提出的主要问题. 表2报告了投服中心关注的问题的分布情况. 投服中心重点关注的问题是重大资产重组(27.68%),其他经营问题(16.21%)和信息披露问题(15.21%). 更进一步,把投服中心关注的问题分为经营相关、公司治理、会计审计及其他四大类. 在经营相关层面,投服中心重点关重大资产重组、其他经营问题以及关联交易问题;在公司治理层面,投服中心重点关注不当反收购条款、国办110号文件的落实情况和控制权不稳定问题;在会计审计层面,投服中心主要关注上市公司的信息披露问题.

^④ 华东政法大学副校长顾功耘在中国证券报上指出持股行权工作是投保工作重大创举. 投服中心作为证监会批准成立并直接管理的公益性机构,通过持有沪深交易所A股所有上市公司(停牌除外)的一手股票,以最小单位普通股股东身份行使《公司法》、《证券法》赋予的基本权利,且成立持股行权专家委员会辅助行权,这在世界证券发展历史上也是一个创举. 详细信息见 <http://www.cs.com.cn/sylm/zjyl_1/201711/t20171107_5556040.html>.

表1 投服中心持股行权的方式汇总

Table 1 Summary of the ways that the Investment Service Center exercise rights

行权途径	总计		2016		2017		2018	
	数量/家	比例/%	数量/家	比例/%	数量/家	比例/%	数量/家	比例/%
参加股东大会	127	53.36	7	14.29	16	39.58	104	58.47
参加上市公司重组说明会	59	24.79	3	42.86	20	41.67	36	19.67
网上行权	19	7.98	0	0.00	0	0.00	19	10.38
公开发声	17	7.14	1	14.29	3	6.25	13	7.10
诉讼	11	4.62	2	28.57	6	12.50	3	1.64
走访	5	2.10	0	0.00	0	0.00	5	2.73
股东建议函和质询函	-	-	-	-	-	-	-	-
总计	238	100.00	7	100.00	48	100.00	183	100.00

注: 上述数据由作者从中国投资者网站(<https://www.investor.org.cn>)上整理得到, 其中股东建议函的数量和比例未披露是因为具体披露的发送股东建议函的数量与新闻报道的数量存在较大的差异, 因此本研究在此不作披露。但是根据新闻报道可知此方法为投服中心最频繁使用的行权方式。网上行权是指投服中心在股东大会网络投票上投票。

表2 投服中心关注的问题汇总

Table 2 Summary of issues investigated by the Investment Service Center

类别	2016年~2017年投服中心参加上市公司股东大会时披露关注的公司问题	频数	频率/%	总计	总计频率/%
经营相关	重大资产重组	111	27.68	199	49.63
	其他经营问题	65	16.21		
	关联交易	8	2.00		
	债务担保	7	1.75		
	募集资金使用	5	1.25		
	债务问题	2	0.50		
	筹资进展	1	0.25		
公司治理	设置不当的反收购条款	22	5.49	118	29.43
	没有落实国办110号文件 ^⑤	21	5.24		
	控制权不稳定	18	4.49		
	现金分红问题	15	3.74		
	独董履职	13	3.24		
	董监高减持	10	2.49		
	股权质押	9	2.24		
	股东大会在开会的程序合规性	4	1.00		
	董事勤勉义务	3	0.75		
	大股东掏空	1	0.25		
	董监高薪酬	1	0.25		
	股权激励	1	0.25		
会计审计	信息披露	61	15.21	81	20.20
	合规风险和法律风险	10	2.49		
	内部控制	9	2.24		
	审计单位聘任与更换	1	0.25		
其他	多次停牌	1	0.25	3	0.75
	避免公司退市	2	0.50		
总计		401	100.00	401	100.00

注: 上述数据由作者从中国投资者网(<https://www.investor.org.cn>)上整理得到。

⑤ 国办110号文件是指国务院2013年12月发布的《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》, 其中明确要引导和支持上市公司增强持续回报能力。上市公司应当完善公司治理, 提高盈利能力, 主动积极回报投资者。

综上所述,投服中心行权方式多样,关注问题范围较广.在此背景下,投服中心行权是否能显著改善中小投资者保护水平?下文首先对投资者保护的现有研究进行梳理,然后此基础上分析投服中心的行权影响中小投资者保护的潜在机理.

2 文献综述与研究假设

2.1 文献综述

中小投资者保护一直是公司治理研究的重点话题,文献中关于中小投资者保护机制的讨论大体可以分为“由上至下”和“由下至上”两种保护机制.其一,随着证券市场的发展,我国证券监管部门不断从法律和制度建设上完善中小投资者保护机制,形成由上至下的保护机制建设^[17, 18].其中,针对投资者保护的重要法律包括增加累积投票制度、内幕交易等违法行为的民事赔偿制度等^[8-10].已有研究表明这些针对投资者保护的法律制度能够有效抑制公司内部人的利益侵占问题^[19, 20].其次,在公司治理制度建设上,我国企业内部治理逐步完善.例如央企引进外部董事制度显著提升了央企上市子公司治理水平^[21, 22],从而降低了企业内部人的利益侵占.此外,深交所和上交所推出的投资者和上市公司网络互动平台为投资者了解公司、参与公司治理提供了平台^[23-25].然而,由于我国资本市场起步较晚,法律主要借鉴于发达国家,在落地过程中还需要因地制宜不断改善,因此无法在短期内形成高效的投资者保护制度^[26, 27].

其二,除了借助法律和公司治理制度维护其自身利益,中小投资者还可以主动参与公司治理,例如对股东大会的议案投票,积极维护自己的权益.在欧美等发达资本市场,股东投票已经发展的比较成熟,其中包括具有约束力的投票制度(binding vote)和非约束力的投票制度(non-binding advisory vote)^[28].然而,我国证券市场发展起步较晚,中小投资者投票制度还存在一定的不足,主要体现在中小投资者获取公司信息的能力有限

以及识别和判断公司信息能力不足.例如,黎文静等^[12]在研究我国中小投资者网络投票行为时,发现随着网络投票平台的发展,中小投资者参与投票的意愿明显增加;但中小股东参与度高的公司更倾向操纵盈余,并且当投资者整体教育水平较低时这种情况更容易发生^[29].这说明中小股东在获取、识别和判断公司信息的能力十分有限.此外,Chen等^[30]针对股权分置改革时的股权增发议案的研究也发现,中小投资者投票具有一定的治理效果,但是仅限于具有专业知识的机构中小投资者.

除了中小股东自身维权的方式外,投资者服务中介机构逐渐发展成保护中小投资者的中坚力量^[31].这类中介机构通过向投资者提供股东大会议案投票建议和咨询服务,提高投资者保护水平.在欧美国家,这类组织大多是独立于证监会和政策执行机构的中介方,他们对投资者咨询对股东大会投票、企业公司治理具有重大影响.然而在我国,此类投服中介机构还不存在.

综上所述,已有文献分别从由上至下的制度建设和由下至上的股东自治和投服中介的保护机制探索了可行的中小投资者保护机制.然而,法律和公司治理的制度建设通常需要长时间的反复论证、完善与落地实施,短时间内无法形成有效的投资者保护的机制.再者,中小股东虽然可以积极参与股东大会,通过投票维护自身利益,但正如已有文献指出的,中小股东积极参与股东大会这类方式仍不能从降低信息不对称方面维护中小投资者的利益.最后,虽然独立的投服中介在欧美已经较为普遍,但这类独立中介在我国还没有土壤,无法发挥保护中小股东利益的作用.

2.2 理论分析与研究假设

中小投资者保护机制是否能切实发挥效果是检验基本市场发展水平的重要标志;我国资本市场起步较晚,投资者保护机制仍不完善,如何建立和维护投资者的信心是推动我国资本市场发展的核心问题.由于我国上市公司股权相对高度集中,大股东一股独大、第二类代理问题成为公司治理的主要特征.为了缓解第二类代理问题、提高对中

小股东的保护,证监会等各部门参照西方的制度,推行了一系列旨在提高公司治理机制的法律制度,如独立董事、信息披露机制、中小股东网络投票等,但由于中小股东的维权意识欠缺和缺乏相关专业知识的实施效果有所折扣。2014年证监会、投保局牵头成立中小投资者服务中心,为中小投资者提供教育、法律、信息、技术等服务;同时通过公益性持有证券积极行权。辛宇等^[14]对投服中心多案例研究表明投服中心发起的证券支持诉讼可以改善虚假陈述案件的赔偿机制,并且更重要的是投服中心能够通过这种方式唤醒中小股东的维权意识,这说明投服中心的建立可以补充现有制度的缺陷。

首先,文献回顾指出降低大股东与中小股东之间的信息不对称性能够有效帮助中小投资者维护自身利益。以往研究发现第二类代理问题严重的公司通常具有较低的会计信息透明度。如Fan和Wong^[32]发现在投资者保护较弱的新兴市场,大股东倾向降低公司信息透明度以掩盖其利益输送行为。基于中国企业的研究也得出一致结论,例如王克敏等^[33]发现公司信息透明度低的公司更容易出现大股东资金占用的问题。2004年证监会设立中小股东投票制度,在一定程度上提高了中小股东参与公司治理的程度,但正如文献回顾中所指出的,中小股东投票制度还无法有效解决大股东和中小股东之间的信息不对称问题。

其次,在制度背景中,投服中心的两大工作重点是为中小投资者自主维权提供教育、法律、信息、技术等服务;其次,通过公益性持股积极在上市公司行权。投服中心的这两大职能可以从信息和技术支持、教育方面降低大股东与中小股东之间的信息不对称,从而有效提升中小投资者的利益。具体来说,《中证中小投资者服务中心〈持股行权工作规则〉试行》明确列出了投服中心行权的依据和关注重点,例如“中小投资者反映强烈的事项”、“舆论关注的重点、难点、热点事项”等。分散的中小投资者在信息获取和信息分析上没有明显优势。但是,当投服中心作为中小投

投资者的代表,向反映强烈的上市公司发送问询函、参与股东大会等可以发挥其信息获取功能,帮助中小投资者了解公司重点、难点以及热点事项。此外,投服中心作为专业的投资者服务机构,其分析相关信息的技术通常显著优于分散的中小投资者,通过定期的持股行权示范教育,可以提升中小投资者分析上市公司相关信息的能力。

第三,不同于欧美相对独立的投资者服务中介,投服中心属于监管机构的辅助机构,这种特殊的设立方式体现了我国证券市场监管制度的制度优势。已有研究表明在转型经济国家中,政府对各个经济主体的改革和发展有着重大影响^[34,35]。在我国经济转型时期,从20世纪80年代的乡镇企业^[36,37],到20世纪90年代开始的一系列国有企业股份制改革、公司治理改革以及最近的国有企业混合所有制改革,政府和监管部门都扮演着主导作用^[11]。虽然以往研究指出政府参与企业经营、改革等一系列活动会增加企业的政治成本、预算软约束以及寻租等问题^[38-40];但在经济转型时期,各项监管和约束经济主体的法律和各项制度安排,以及市场调节机制不完善的情况下,政府参与往往起着替代性的作用,保证经济转型的顺利进行^[41]。特别是在证券市场建设中,政府部门如国资委对上市公司的强监管,对我国证券市场建设的发展起了关键作用。值得一提的是,即使是在美国资本市场以自我监管为主的监管模式下,近年来由于企业违规现象的严重,也开始强调政府干预对资本市场建设的积极作用^[42]。投服中心虽然本质上是公益性机构,但事实上属于监管机构的辅助机构^[16]。在这一背景下,投服中心与其他第三方投资者保护机构对上市公司的影响力不同。例如在对中小投资者的教育活动中提供法律信息、技术等服务,由于是监管机构的辅助组织,中小投资者更倾向于相信投服中心的教育材料和信息。其次,投服中心选择行权和参与投票的行为可能在一定程度上代表监督机关的意志,对上市公司有一定的“震慑”作用,也会引起其他中小投资者的重视。

综上所述,投服中心在工作职能上能够通过为中小投资者提供信息、技术和教育服务,降低大股东与中小股东之间的信息不对称,有效维护中小投资者利益。同时,投服中心半监管半公益的这种性质使得他们在持股行权方面发挥切实效果,显著提升中小投资者保护水平。

研究假说 投服中心持股行权能显著提升中小投资者保护水平。

3 研究设计

3.1 样本选择与数据来源

为了检验主假设,实证研究分为两个部分:其一为投服中心参加股东大会行权的影响因素分析;其二为投服中心参加股东大会行权的经济后果分析。在样本选择上,从中国投资者网的行权动态专栏手工整理得到投服中心现场参加股东大会的相关数据,以此为初始样本。投服中心从2016年开始持股行权,因此选择2016年~2018年为研究窗口。在研究窗口期内,投服中心共现场参加124家上市公司的股东大会,其中包括10次临时股东大会和114次年度股东大会。

为了研究两个实证问题,选择没有被投服中心行权的企业作为控制组进行实证分析。由于被行权的处理组企业数量相对较少,采用倾向匹配法(propensity score matching, PSM)筛选与处理组企业在基本特征上相似的控制组样本,以期在一定程度上减轻潜在的样本选择偏差的问题。具体来说,以行业(按照证监会细分标准)、企业规模、以及没有被投服中心行权作为配比原则,采用1:3匹配方法进行匹配^⑥。在剔除了存在缺失值的样本后,最终得到384家公司一年观测值,其中包含96个处理组样本,288个控制组样本。

实证分析所使用的公司股票交易数据、公司财务数据和治理数据来源于国泰安(CSMAR)数据库,媒体报道数据来源于中国研究数据服务平

台(CNRDS)数据库。此外,为消除异常值的影响,对连续变量在1%和99%分位数上进行了缩尾处理。

3.2 模型设计与变量定义

3.2.1 实证问题一模型设计

对于实证研究一,即投服中心参加股东大会行权的影响因素分析,借鉴屈文洲和蔡志岳^[43]的研究,选择条件逻辑模型(conditional logit model)进行回归分析,具体研究如模型(1)所示。

$$\begin{aligned} Treat_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Private_{i-1} + \beta_2 Top1_{i-1} + \\ & \beta_3 Balance_{i-1} + \beta_4 Mshare_{i-1} + \\ & \beta_5 Dividend_{i-1} + \beta_6 AuditType_{i-1} + \\ & \beta_7 Forbidden_{i-1} + \beta_8 Nege_Media_{i-1} + \\ & \beta_9 Distance_{i-1} + \beta_{10} Size_{i-1} + \beta_{11} Lev_{i-1} + \\ & \beta_{12} ROA_{i-1} + \beta_{13} Q_{i-1} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

其中 t 为时间、 i 代表公司。被解释变量 $Treat$ 取1为2016年~2018年期间投服中心选择参加某上市公司的年度股东大会,否则取0。本研究主要从公司内部治理情况、公司外部治理情况两个维度考察哪类治理因素影响投服中心的关注。首先,在公司内部治理情况上,已有研究指出相关监管部门对国有企业的执法效率低下,监管效果欠佳^[44-46]。投服中心作为证监会下属单位,也有可能对国有企业监督较松,因此,产权性质($Private$)可能会影响投服中心的行权标选择。其中,产权性质为民营企业时取1,否则为0。第二,已有研究证明股权结构影响公司的代理成本及财务表现^[47],用第一大股东持股比例($Top1$)、股权制衡度($Balance$)、管理层持股比例($Mshare$)刻画股权结构。具体而言,当第一大股东持股比例越低,股权制衡度越高,管理层持股比例越低时,第一大股东和管理层对公司决策的影响能力可能有限,投服中心参与股东大会才可能有一定的影响力。否则,若公司完全被大股东或内部人控制,那么无论投服中心是否参加股东大会,都预期无法改善公司的治理和经营状况。第三,La

^⑥ 作者也按照1:5的比例匹配,原有结论保持不变。由于文章篇幅有限,不汇报基于1:5配对的结果。

Porta 等^[47, 48]指出,公司治理设计的目的是保证管理层将投资回报以股利的形式返还给股东而非满足个人私利,如在职消费、帝国构建等,当现金股利支付率 *Dividend* 越低,代理问题可能更严重。

考察的第二个维度为公司外部治理情况。具体而言,外部审计作为一种有效的投资者保护机制^[49, 50],具有识别中小投资者被侵害的功能,被出具非标审计意见的公司往往有更多的操纵性应计利润^[51]、更差的公司治理水平^[52]和内部控制质量^[53]。因此,使用审计意见哑变量 (*AuditType*) 作为外部治理情况的变量。其次,监管部门对上市公司违规行为的裁定也是保护中小投资者利益的一种机制^[44]。因此,使用违规哑变量 (*Forbidden*) 反应政府部门的监管行为。此外,除了上述治理因素外,投服中心的《持股行权工作规则(试行)》中明确表明其会重点关注舆论关注的重点、难点、热点事项,因此使用媒体负面关注度 (*Nege_Media*) 考察这一因素对投服关注的影响。最后,借鉴国资委与企业的球面距离影响国资委的权力实施和政治保护的研究^[54],控制投服中心和企业注册地的距离 (*Distance*),考察物理距离对投服中心关注的影响。

除了上述两个治理维度外,还控制了公司规模 *Size*、负债水平 *Lev*、资产收益率 *ROA* 和托宾 *Q* 值这些公司特征因素的影响因素。考虑到投服中心会根据上市公司上一年的业绩、公司治理等情况判断是否关注该企业以及参加年度股东大会,因此,解释变量和控制变量均为上一期的观测值^⑦。变量描述详见表 3。

3.2.2 实证研究问题 2 模型设计

对于实证研究问题 2,即投服中心行权的经济后果,作者分析投服中心参加股东大会的行为是否能带动更多的股东参加股东大会和积极行权(尤其是投反对票的情况)。首先,通过如下模型(2)考察投服中心参与股东大会对中小投资者参

与股东大会的影响。由于被解释变量,参与股东大会的股东人数,为计数变量(count variable),因此选择泊松回归(Poisson Regression)分析上述变量之间的关系。

$$\text{Poisson}(\text{Number}_{i,t/t+1}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Treat}_{i,t} + \beta_2 \text{Controls}_{i,t} + \text{IndustryFE} + \text{YearFE} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中被解释变量 Number_i 为参加本年股东大会的股东人数,可以直接观测投服中心是否带动了更多的股东参加股东大会; $\text{Number}_{i,t+1}$ 为参加下一年度股东大会的股东人数,可以进一步考察投服中心影响的持久性。解释变量 *Treat* 为投服中心行权哑变量,其余变量为控制变量。参考前文投服中心关注研究设计部分,选择上文的公司内部治理维度变量和公司财务特征变量作为控制变量,变量描述详见表 3。

其次,通过如下模型(3)考察投服中心参与股东大会对股东大会议案否决率的影响。

$$\text{Tobit}(\text{Withheld}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Treat} + \beta_2 \text{Controls} + \text{IndustryFE} + \text{YearFE} + \varepsilon \quad (3)$$

其中鉴孔东民等^[55, 56]的研究,使用议案否决率 (*Withheld*) 为因变量。具体计算方式见如下的公式(4)。具体来说,由于在年度股东大会中会针对多个议案进行投票,因此首先计算整场会议的支持率的平均值 (*Voted for*)、反对的率平均值 (*Voted against*) 和弃权的率平均值 (*Voted abstain*),以反映本次股东大会的投票结果情况。然后计算反对率和弃权率占所有投票的比例。由于 *Withheld* 变量为取值为 0 - 1 的截尾变量(censored variable)且分布为右偏分布,参考潘越等^[57]的研究,采用 Tobit 模型进行回归。

$$\% \text{Withheld} = \frac{(\text{Voted against} + \text{Voted abstain})}{(\text{Voted for} + \text{Voted against} + \text{Voted abstain})} \quad (4)$$

⑦ 本研究也选择当期作为稳健型测试,原结果保持不变。由于篇幅有限,不汇报此表格。

表3 主要变量定义

Table 3 Main variable definition

研究设计	变量类别	变量符号	定义
影响因素分析	被解释变量	<i>Treat</i>	处理组哑变量,当公司为投服中心行权对象时,赋值为1,否则赋值为0
		<i>Private</i>	产权性质哑变量,当公司为民营企业时赋值为1,否则为0
	内部治理维度解释变量	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
		<i>Balance</i>	股权制衡度,为第二大股东到第十大股东的持股比例之和除以第一大股东持股比例
		<i>Mshare</i>	管理层持股比例,为管理层持股数量除以总股数
		<i>Dividend</i>	现金股利支付率,为现金股利支付金额除以净利润
		<i>AuditType</i>	审计意见哑变量,当公司被出具非标意见时,赋值为1,否则为0
	外部治理维度解释变量	<i>Forbidden</i>	违规哑变量,当公司在当年至少发布一次违规公告,赋值为1,否则为0
		<i>Nege_Media</i>	媒体负面关注度,计算方式为 $\ln(\text{每年度上市公司被媒体负面报道的次数}+1)$
		<i>Distance</i>	投服中心物理距离,为投服中心总部距离上市公司注册地的球面距离的自然对数
		公司特征变量	<i>Size</i>
	<i>Lev</i>		负债水平,用负债总额除以资产总额
	<i>ROA</i>		资产收益率,用税前净利润除以资产总额
	<i>Q</i>		成长水平,计算公式($\text{流通股股数} \times \text{年末每股股价} + \text{非流通股数} \times \text{每股净资产} + \text{负债总额}$)/总资产
经济后果分析	教育功能	<i>Number</i>	参加股东大会的股东人数
		<i>Withhold</i>	股东大会议案否决率,计算方式见公式(3)
	监督功能	<i>CAR(-5,5)</i>	股东大会召开日前后5天的累计超额收益率
		<i>CAR(-10,10)</i>	股东大会召开日前后10天的累计超额收益率

4 实证结果分析

4.1 描述性统计

表4为主要变量的描述性分析.其中,第一栏为总体情况,第二栏为处理组的描述性统计分析,第三栏为对照组的描述性统计分析,第四栏为处理组和对照组的均值差异检验结果.值得说明的是,由于仅根据行业相同和规模接近原则选择控制组样本,因此在关键变量上存在差异是符合作者的预期.

首先,从内部治理维度对比分析处理组和对照组之间的差异.如表4所示,第一,在产权结构角度,处理组约有69.8%的样本为民营企业,而对照组仅有60.1%的样本为民营企业;二者差异在10%的水平上显著.第二,在股权结构角度,处理组的第一大股东持股比例均值为28.3%,股权制衡度均值为1.221,管理层持股比例均值为8.9%;而对照组的第一大股东持股比例均值为

32.9%,股权制衡度均值为0.985,管理层持股比例均值为15.0%,且均在统计意义上差异显著.这表明相较于对照组,处理组公司的大股东和内部人(管理层)均对公司决策的控制有限,投服中心可能更倾向于选择决策权讨论空间较大的公司作为参加股东大会行权的对象.第三,在代理问题角度,对照组的现金股利支付率均值(28.926)约为处理组的现金股利支付率均值(15.364)的两倍,二者差异在1%的水平上显著.这说明投服中心倾向于选择存在较为严重的代理问题的公司作为参加股东大会行权的对象.

在外部治理维度上,处理组中约有10.4%的公司上一年被外部审计的会计师事务所出具非标意见,约为对照组(2.10%)的五倍;处理组中约有28.1%的公司上一年被监管机构认定存在违规行为,而对照组仅有11.8%的公司被认定违规,且上述两个变量在处理组和对照组之间的差异均通过了99%置信水平上的均值差异检验.这表明,投服中心倾向于选择存在问题的公司作为

参加股东大会行权的对象. 媒体负面关注度 *Nege_Media*和投服中心权力距离 *Distance* 不显著 说明这些因素可能对投服中心持股行权标的选择无影响.

表4 主要变量的描述性统计分析

Table 4 Descriptive statistical analysis of main variables

	总体		处理组		控制组		MeanDiff test
	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>N</i>	<i>Mean</i>	
<i>Private</i>	384	0.625	96	0.698	288	0.601	0.097 *
<i>Top1</i>	384	0.318	96	0.283	288	0.329	-0.047 ***
<i>Balance</i>	384	1.044	96	1.221	288	0.985	0.236 **
<i>Mshare</i>	384	0.135	96	0.089	288	0.150	-0.060 ***
<i>Dividend</i>	384	25.535	96	15.364	288	28.926	-13.562 ***
<i>AuditType</i>	384	0.042	96	0.104	288	0.021	0.083 ***
<i>Forbidden</i>	384	0.159	96	0.281	288	0.118	0.163 ***
<i>Nege_Media</i>	384	4.292	96	4.317	288	4.284	0.032
<i>Distance</i>	384	6.299	96	6.281	288	6.305	-0.024
<i>Size</i>	384	22.170	96	22.159	288	22.174	0.015
<i>Lev</i>	384	0.407	96	0.462	288	0.389	0.073 ***
<i>ROA</i>	384	0.0506	96	0.037	288	0.055	-0.018 ***
<i>Q</i>	384	3.274	96	3.369	288	3.242	-0.128
<i>Number_t</i>	384	28.794	96	38.771	288	25.469	13.302 **
<i>Number_{t+1}</i>	384	28.896	96	38.750	288	25.611	13.139 **
<i>Withhold</i>	384	0.015	96	0.035	288	0.008	0.028 ***

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

针对控制变量,处理组的资产负债率的均值(46.2%)显著大于对照组(38.9%),而处理组的资产收益率的均值(3.7%)显著小于对照组(5.5%).这表明投服中心倾向于选择财务绩效较差、财务风险较高的公司作为参加股东大会行权的对象.综上所述,初步认为投服中心倾向于选择财务绩效、公司治理水平较差且大股东和内部人控制程度较低的公司作为参加股东大会行权的对象.

表4反应投服中心关注带来的影响:无论是当期还是下一期,处理组的股东大会参与人数的均值约为38,而处理组约为25,两者差异在5%的水平上显著,这一结果初步说明投服中心可以带动更多的股东参加股东大会和参与公司治理,并且这一影响具有持续性.更进一步,处理组的议案否决率均值(3.5%)显著大于对照组(0.8%),鉴于投服中心行权标的多为公司治理较差的公司,这说明股东可以在投服中心的教育示范作用下更积极的“用手投票”.

表5报告了主要变量的Pearson相关性分析结果.在公司内部治理情况维度,投服中心选择参与股东大会行权 *Treat* 与产权性质 *Private*、股权制衡度 *Balance* 正相关,与第一大股东持股比例 *Top1*、管理层持股比例 *Mshare*、与股利收益率 *Dividend* 负相关.在公司外部治理情况维度,投服中心选择参与股东大会行权 *Treat* 与被出具非标意见 *AuditType*、被认定发生违规行为 *Forbidden* 正相关.在控制变量维度,投服中心选择参与股东大会行权 *Treat* 与控制变量资产负债率 *Lev* 正相关,与资产收益率 *ROA* 负相关.最后,投服中心参与股东大会与股东大会参与人数 (*Number_t*, *Number_{t+1}*)、议案反对率 (*Withhold*) 正相关.相关性分析的基本结果与描述性分析的基本结果保持一致,即投服中心倾向于选择财务绩效、公司治理水平较差且大股东和内部人控制程度较低的公司作为参加股东大会行权的对象;此外投服中心关注可以引起更多的中小股东关注且对中小股东议案投票上有切实影响.

表5 主要变量的Pearson相关系数表

Table 5 Pearson correlation matrix of main variables

Vars	Treat	Private	Mshare	Top1	Balance	Dividend	AuditType	Forbidden	Nege_Media	Distance	Size	Lev	ROA	Q	Number _t	Number _{t+1}
Private	0.087*															
Mshare	-0.143***	0.479***														
Top1	-0.142***	-0.147***	-0.074													
Balance	0.128**	0.197***	0.158***	-0.718***												
Dividend	-0.186***	0.014	0.057	0.111**	-0.07											
AuditType	0.181***	0.054	-0.122**	-0.108**	0.018	-0.074										
Forbidden	0.193***	0.072	-0.073	-0.132***	0.123**	-0.096*	0.230***									
Nege_Media	0.013	-0.037	-0.098*	0.004	0.05	-0.099*	0.156***	0.079								
Distance	-0.007	-0.076	-0.055	0.024	-0.008	-0.081	0.008	-0.011	0.06							
Size	-0.005	-0.272***	-0.324***	0.212***	-0.099*	0.068	-0.135***	0.001	0.128**	0.042						
Lev	0.153***	-0.291***	-0.329***	0.136***	-0.202***	-0.083	0.193***	0.08	0.087*	0.090*	0.524***					
ROA	-0.151***	0.084*	0.139***	0.168***	-0.048	0.127**	-0.312***	-0.159***	-0.115**	-0.122**	0.092*	-0.230***				
Q	0.02	0.282***	0.239***	-0.132***	0.151***	-0.098*	0.222***	0.014	0.077	-0.053	-0.756***	-0.483**	0.027			
Number _t	0.106**	-0.081	-0.119**	0.062	-0.078	0.013	0.143***	0.056	0.096*	-0.108**	0.218***	0.083	0.145***	-0.131**		
Number _{t+1}	0.104**	-0.08	-0.118**	0.063	-0.078	0.013	0.140***	0.055	0.097*	-0.105***	0.218***	0.083	0.142***	-0.131***	1.000***	
Withhold	0.216***	-0.035	-0.093*	-0.065	-0.007	-0.058	0.116**	0.122**	0.054	0.055	0.004	0.068	-0.013	-0.037	0.202***	0.201***

摇摇注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

4.2 回归分析结果

4.2.1 投服中心持股行权的影响因素

表6报告了影响投服中心持股行权因素的回归结果。在内部治理维度,如表6第(1)列所示,投服中心更倾向于关注民营企业(*Private*),更倾向于选择管理层持股比例低(*Mshare*)、现金股利支付率低(*Dividend*)较低的公司,这说明投服中心更倾向于关注第一类代理问题严重的公司。在

外部治理维度,如表6第(2)列所示,投服中心更倾向于选择存在违规问题的公司(*Forbidden*)。第(3)列将内部、外部治理变量都加入到模型后,上述结果基本保持一致;此外,股东制衡度较高(*Balance*)的公司容易被选择为行权标的,这说明投服中心更倾向于选择大股东和内部人控制程度较低的公司。控制变量方面,财务风险越高的公司越容易成为投服中心参加股东大会行权的对象。

表6 投服中心持股行权的影响因素分析

Table 6 Determinants of the Investment Service Center's exercising rights

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Treat</i>	<i>Treat</i>	<i>Treat</i>
<i>Private</i>	1.022 *** (3.118)		0.949 *** (2.852)
<i>Mshare</i>	-2.660 *** (-2.736)		-2.702 *** (-2.707)
<i>Top1</i>	-1.000 (-0.721)		-0.775 (-0.544)
<i>Balance</i>	0.331 (1.427)		0.398 * (1.675)
<i>Dividend</i>	-0.015 ** (-2.376)		-0.016 ** (-2.452)
<i>AuditType</i>		0.859 (1.237)	1.074 (1.354)
<i>Forbidden</i>		0.828 *** (2.585)	0.703 ** (2.044)
<i>Nege_Media</i>		-0.169 (-1.073)	-0.164 (-0.943)
<i>Distance</i>		-0.039 (-0.410)	-0.067 (-0.649)
<i>Size</i>	0.476 (0.684)	0.501 (0.739)	0.699 (0.914)
<i>Lev</i>	3.043 *** (3.270)	2.310 *** (2.695)	2.817 *** (2.837)
<i>ROA</i>	-3.564 (-1.167)	-5.692 ** (-1.990)	-3.100 (-0.972)
<i>Q</i>	0.108 (1.026)	0.169 * (1.681)	0.097 (0.837)
<i>Observations</i>	384	384	384
Pseudo <i>R</i> ²	0.210	0.123	0.240

注: **p* < 0.1, ***p* < 0.05, ****p* < 0.01, 括号内为*t*值。

4.2.2 投服中心行权对中小投资者保护

1) 基于股东大会视角的分析

实证研究问题2主要分析投服中心参与上市公司股东大会如何影响中小投资者参与股东大会

的积极性及其投票行为。表7的第(1)列~第(3)列使用当期参与股东大会人数作为因变量(*Number_{it}*)。第(1)列没有控制其他因素的影响,第(2)列在第一列基础上加入了控制变量。从第

(1)列~第(2)栏可以看出,无论是否引入控制变量,*Treat* 的回归系数均为正,且均在 5% 的水平上显著. 由于投服中心参与的股东大会主要涉及重大重组议案(如表 2 所示),进一步加入某一股东大会是否涉及重大重组议案(*M&A*)与投服中心参与股东大会行权(*Treat*)的交乘项考察投服中心的影响. 从第(3)列可以看出,当公

司股东大会议案涉及并购重组这一重大话题时,更多的中小股东会追随投服中心参与股东大会. 第(4)列~第(6)列使用下一期参与股东大会人数作为因变量($Number_{t+1}$),与上述结果保持一致. 这说明投服中心现场参与的可以提高股东大会的参与度,且在短期内具有一定的持续性.

表 7 投服中心行权后果分析:股东大会参与人数和议案反对率

Table 7 Analysis of the economic consequences of the Investment Service Center exercising rights:
The number of participants in the shareholders meeting and the rate of veto to the proposal

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	$Number_t$	$Number_t$	$Number_t$	$Number_{t+1}$	$Number_{t+1}$	$Number_{t+1}$	$Withheld_t$	$Withheld_t$	$Withheld_t$
<i>Treat</i>	0.420 ** (2.012)	0.530 ** (2.307)	0.355 (1.409)	0.414 ** (1.987)	0.524 ** (2.289)	0.348 (1.387)	0.037 *** (3.913)	0.027 *** (2.995)	0.024 ** (2.339)
<i>Private</i>		-0.140 (-0.725)	-0.195 (-1.104)		-0.140 (-0.726)	-0.194 (-1.104)		-0.003 (-0.399)	-0.003 (-0.423)
<i>Mshare</i>		-0.129 (-0.259)	-0.139 (-0.259)		-0.118 (-0.237)	-0.129 (-0.240)		-0.025 (-1.612)	-0.027 * (-1.772)
<i>Top1</i>		-1.577 * (-1.781)	-1.511 * (-1.761)		-1.559 * (-1.774)	-1.494 * (-1.754)		-0.041 (-1.381)	-0.041 (-1.352)
<i>Balance</i>		-0.415 *** (-2.708)	-0.410 *** (-2.860)		-0.413 *** (-2.709)	-0.409 *** (-2.862)		-0.002 (-0.452)	-0.002 (-0.419)
<i>Dividend</i>		0.000 (0.026)	0.000 (0.083)		0.000 (0.030)	0.000 (0.082)		-0.000 (-0.748)	-0.000 (-0.748)
<i>Size</i>		0.458 *** (4.718)	0.453 *** (4.770)		0.460 *** (4.735)	0.455 *** (4.787)		0.002 (1.547)	0.000 (0.392)
<i>Lev</i>		-0.811 (-1.495)	-0.937 (-1.596)		-0.796 (-1.470)	-0.917 (-1.567)		0.008 (0.482)	0.011 (0.668)
<i>ROA</i>		-0.199 (-0.133)	-0.224 (-0.158)		-0.185 (-0.123)	-0.211 (-0.148)		-0.095 (-1.632)	-0.093 (-1.635)
<i>Q</i>		0.082 ** (2.304)	0.098 *** (2.993)		0.082 ** (2.309)	0.098 *** (2.995)		-0.001 (-0.715)	-0.001 (-0.855)
<i>Treat × M&A</i>			0.859 * (1.926)			0.860 * (1.927)			0.019 (0.830)
<i>M&A</i>			0.021 (0.100)			0.014 (0.065)			-0.007 (-0.691)
<i>Constant</i>	2.789 *** (10.508)	-6.688 *** (-3.007)	-6.796 *** (-3.145)	2.786 *** (10.474)	-6.761 *** (-3.035)	-6.868 *** (-3.174)	-0.010 (-1.556)	-0.018 *** (6.823)	0.056 *** (3.447)
<i>Observations</i>	384	384	384	384	384	384	384	384	384
<i>Pseudo R²</i>	0.176	0.296	0.319	0.176	0.298	0.32	0.082	0.105	0.106

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

表 7 的第(7)列~第(9)列使用当期股东大会平均议案反对率($Withheld_t$)为因变量,考察投服中心行权对议案反对率的影响. 结论发现,无论是否引入控制变量,*Treat* 的回归系数均在 1% 的

水平上显著为正. 这说明投服中心关注某一个企业能够显著提高其股东大会反对票的数量;然而议案内容重要性并不影响中小投资者的投票决策. 基于这些结果,作者认为投服中心参与股东大会

会和行权能够引起其他中小投资者对该公司和公司议案的关注,增强对自身的保护。

稳健性检验. 基于前人文献^[58], 使用动态模型检验投服中心关注与中小投资者参与股东大会、以及投票行为是否存在反向因果关系. 具体来说, 首先建立三个哑变量分别代表某一公司在某一年份是否被投服中心行权. $Treat \times Year - 1$ 取值为 1 代表某个企业将在下一年被投服中心行权, 否则为 0; $Treat \times Year 0$ 取值为 1 代表某个企业在当年被投服中心行权, 否则为 0; $Treat \times Year + 1$ 取值为 1 代表某个企业在上一年被投服中心行权, 否则为 0. 接着, 将上述三

个哑变量与模型(3)~模型(4)中的 $Treat$ 变量置换. 如果投服中心行权与中小投资者参与股东大会、以及投票行为存在反向因果, 则 $Treat \times Year - 1$ 的系数显著. 实证分析结果如表 8 所示, $Treat \times Year - 1$ 对中小投资者参与股东大会、以及投反对票均无显著影响, $Treat \times Year 0$ 的系数在两个模型中显著为正; 这表明关键变量之间不存在反向因果关系. 值得注意的是 $Treat \times Year + 1$ 系数在两个模型中均不显著, 可能说明在被行权后, 上市公司引起一定重视, 积极改善存在问题, 在后续一年被中小投资者关注和投反对票的概率降低.

表 8 投服中心行权、股东大会参与人数和议案反对率: 动态模型检验

Table 8 The Investment Service Center's exercising rights, the number of participants in the meeting of shareholders and the rate of veto to the proposal: A dynamic model test

	(1)	(2)
	面板 Tobit 回归	面板 logistic 回归
	$Number_t$	$Withheld_t$
$Treat \times Year - 1$	0.054 (0.167)	0.067 (1.274)
$Treat \times Year 0$	0.491 *** (4.580)	0.027 *** (3.646)
$Treat \times Year + 1$	0.115 (0.291)	0.016 (0.296)
<i>Private</i>	-0.114 (-1.028)	-0.003 (-0.433)
<i>MShare</i>	0.195 (0.593)	-0.026 (-1.122)
<i>Top1</i>	-1.558 *** (-3.391)	-0.044 (-1.346)
<i>Balance</i>	-0.224 *** (-2.791)	-0.003 (-0.495)
<i>Dividend</i>	0.001 (0.644)	-0.000 (-0.575)
<i>Size</i>	0.458 *** (9.533)	0.001 (0.310)
<i>Lev</i>	-0.383 (-1.226)	0.009 (0.424)
<i>ROA</i>	0.107 (0.272)	-0.096 *** (-2.869)
<i>Q</i>	0.078 *** (2.994)	-0.001 (-0.612)
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-6.635 *** (-2.979)	-0.011 (-0.141)
<i>Observations</i>	381	384
<i>Log likelihood</i>	0.238	-0.106

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

机制分析. 在理论分析部分,介绍了投服中心影响中小投资者参与股东大会积极性的原因是其能降低大股东和中小投资者之间的信息不对称. 本部分对此进行检验,其中使用会计信息违规、是否被四大会计事务所审计两个变量代表上市公司的信息透明度. 若上市公司当年有会计信息违规行为,则其信息透明度比没有违规行为的公司要低,如果投服中心关注这类企

业且使得更多的中小投资者参与股东大会,则可以说明投服中心的关注帮助中小股东进一步了解这类公司的信息. 同理,当年不是由四大审计事务所审计的企业在信息透明度上可能相对低一些,如果投服中心关注这类企业且提高了中小股东参与股东大会的数量,也能够放映投服中心的关注降低了大股东和中小投资者之间的信息不对称.

表9 投服中心行权与中小股东参与股东大会:降低信息不对称性的机制检验

Table 9 The Investment Service Center's exercising rights and the participation of minority shareholders in the shareholders' meeting:

A potential influencing mechanisms of the reduced information asymmetry

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Number_t$	$Number_t$	$Withheld_t$	$Withheld_t$
<i>Treat</i>	0.502 ** (2.072)	0.657 ** (2.448)	0.027 *** (2.939)	0.029 *** (3.050)
<i>Treat × Fraud</i>	1.297 ** (2.128)		0.056 (0.945)	
<i>Fraud</i>	1.094 *** (4.059)		0.006 (0.465)	
<i>Treat × Big4</i>		-1.416 * (-1.721)		-0.015 (-1.100)
<i>Big4</i>		0.770 * (1.724)		-0.002 (-0.290)
<i>Private</i>	-0.237 (-1.308)	-0.107 (-0.497)	-0.005 (-0.575)	-0.004 (-0.500)
<i>Mshare</i>	-0.162 (-0.416)	-0.084 (-0.171)	-0.028 * (-1.680)	-0.028 * (-1.698)
<i>Top1</i>	-0.918 (-1.109)	-1.324 (-1.627)	-0.039 (-1.250)	-0.038 (-1.224)
<i>Balance</i>	-0.270 ** (-2.232)	-0.377 *** (-2.663)	-0.003 (-0.521)	-0.003 (-0.601)
<i>Dividend</i>	0.000 (0.099)	-0.001 (-0.247)	-0.000 (-0.338)	-0.000 (-0.477)
<i>Size</i>	0.382 *** (3.793)	0.383 *** (3.464)	0.003 (0.922)	0.004 (1.010)
<i>Lev</i>	-0.869 (-1.507)	-0.761 (-1.388)	-0.002 (-0.112)	-0.002 (-0.096)
<i>ROA</i>	-0.101 (-0.098)	-0.211 (-0.126)	-0.101 * (-1.677)	-0.097 (-1.612)
<i>Q</i>	0.050 * (1.828)	0.044 (1.146)	-0.000 (-0.219)	-0.000 (-0.274)
<i>Constant</i>	-5.124 ** (-2.274)	-4.945 ** (-1.961)	0.058 *** (-0.797)	0.058 *** (-0.874)
<i>Observations</i>	384	384	384	384
Pseudo R^2	0.278	0.235	0.081	0.078

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

回归结果如表9所示,其中第(1)列~第(2)列为当期参与股东大会人数作为因变量的实证结果,第(3)列~第(4)列为使用当期股东大会平均议案反对率($Withheld_t$)为因变量的实证结果.从第(1)列可以看出,当公司当年被监管部门认定为财务

欺诈时,即会计信息质量较低时,更多的中小股东会追随投服中心参与股东大会;从第(2)列可以看出,当公司当年是由四大会计师事务所审计时,即财务信息质量较高时,会降低中小股东会追随投服中心参与股东大会的积极性.针对议案反对率,从

第(3)列~第(4)列可以看出,投服中心行权与投票决策的关系不受到会计信息质量的影响. 总的来说,从参与度来看,投服中心关注确实可以降低大股东和中小投资者之间的信息不对称.

2) 基于市场反应的考察

进一步,通过投服中心现场参加股东大会的市场反应(CAR)来检验投服中心监督职能是否切实有效. 累计异常收益率CAR,是指公司股票价格在一段时间内由于受到所研究事件的影响,而出现的预期正常收益之外的收益率. 具体计算过程如下:第一步,确定事件窗口期. 选择上市公司召开股东大会为基准日($t=0$),分别将各次股东大会召开前后5天、前后10天($t \in \{[-10, 10], [-5, 5]\}$)作为事件窗口期. 第二步,利用市场模型计算预期正常收益. 具体而言,先选择股东大会召开前的第120至第30个交易日作为估计窗口期($t \in [-120, -30]$),以各分市场的市场日收益对个股收益分别进行回归;然后根据回归系数,拟合得到事件窗口期($t \in \{[-10, 10], [-5, 5]\}$)个股的预期正常收益 $\hat{R}_{i,t}$. 回归方程如公式

(5)所示.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \tag{5}$$

其中 $R_{i,t}$ 是股票*i*在交易日*t*的个股回报率; $R_{m,t}$ 为交易日*t*对应分市场的日市场回报率; α_i 与 β_i 为对应股票的回归系数; $\varepsilon_{i,t}$ 是回归残差.

第三步,计算累计异常收益. 首先,根据每日实际收益与预期正常收益的差值,确定股票*i*在交易日*t*的异常收益 $AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t}$. 然后,将事件窗口期 $[T1, T2]$ 内股票*i*的异常收益 $AR_{i,t}$ 进行累加,计算个股的累计异常收益 $CAR_i = \sum AR_{i,t}$. 最后,通过比较对照组和处理组的市场反应差异,即累计异常收益CAR考察投服中心的监督作用.

表10的第(1)列~第(2)列为处理组和对照组的市場反应比较结果. 从中可知,处理组的CAR(-5,5)、CAR(-10,10)显著低于对照组. 这说明,当投服中心关注某企业时,投资者认为该企业存在一定的问题,短期内不看好该企业. 从这一层面来说,投服中心的监督发挥了一定的作用,可以引导中小企业识别潜在存在问题的企业.

表10 投服中心监督职能考察

Table 10 The test on the supervision function of the Investment Service Center

	(1)	(2)	(3)	(4)
	CAR(-5,5)	CAR(-5,5)	CAR(-10,10)	CAR(-10,10)
<i>Treat</i>	-0.033 *	-0.014	-0.054 **	-0.029
	(-1.836)	(-0.763)	(-2.232)	(-1.259)
<i>M&A</i>		-0.027		0.001
		(-1.245)		(0.035)
<i>Treat × M&A</i>		-0.107 **		-0.149 *
		(-2.022)		(-1.774)
<i>Size</i>	-0.007	-0.005	-0.019	-0.018
	(-0.656)	(-0.463)	(-1.327)	(-1.284)
<i>Lev</i>	-0.000	0.008	0.016	0.023
	(-0.010)	(0.170)	(0.253)	(0.361)
<i>ROA</i>	0.221	0.237	0.407 **	0.441 **
	(1.400)	(1.531)	(1.975)	(2.170)
<i>Q</i>	-0.002	-0.002	-0.005	-0.005
	(-0.344)	(-0.455)	(-0.686)	(-0.815)
<i>Constant</i>	0.186	0.151	0.473	0.479
	(0.720)	(0.584)	(1.447)	(1.445)
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	384	384	384	384
<i>Adj R²</i>	0.022 6	0.057 5	0.041 5	0.060 3

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

更进一步,由于投服中心参与的股东大会主要涉及重大重组议案(如表2所示),进一步加入某一股东大会是否涉及重大重组议案(M&A)与投服中心参与股东大会行权(Treat)的交乘项考察投服中心的影响。回归结果如表10第(3)列~第(4)列所示,交乘项 $Treat \times M\&A$ 显著为负,这说明针对容易诱发侵占中小投资者利益的资产重组行为,投服中心可以引导投资者识别其中的潜在问题和风险。

5 结束语

中小投资者保护一直是政策机构、学术研究和资本市场关注的重要话题。为进一步加强资本市场中小投资者保护,2014年证监会和投保局牵头建立中证中小投资者服务中心,其主要职责为向中小投资者自主维权提供教育、法律等咨询服务;以及公益性持有上市公司股份并积极行权。投服中心的建立,及其教育与监督职能是否能够有效促进中小投资者保护是目前值得重点研究的问题,然而现有关于投服中心的研究大多从法理角度出发,探讨投服中心组织性质与权利边界。使用手工整理的投服中心相关数据,首次从实证层面分析投服中心在中小投资者保护上的实际效果。

首先对投服中心关注哪些上市公司进行描述分析,并进一步通过回归分析发现投服中心倾向于关注财务状况较差、内部治理质量低、大股东和内部人控制程度低的民营企业。其次,对投服中心行权经济后果的分析发现:1)投服中心参与某上市公司的股东大会并投票会显著增加其他中小投资者参与股东大会并投票的数量,且当上市公司会计信息质量较低时,投服中心对其的关注能够显著提升中小股东参与股东大会的程度。2)投服中心参与某上市公司的股东大会还会显著提高其他中小投资者投反对票的概率。这些结果说明投服中心行权行为对中小投资者具有显著的教育作用,使得中小投资者更加关注上市公司的经营和治理情况。3)通过计算投服中心宣布参与上市公

司股东大会当日以及前后几日的累计市场异常回报(CAR),发现相对于其他不被投服中心关注并行权利的上市公司,被投服中心关注和行权的上市公司的累计市场异常回报更低,说明投资者普遍不看好被投服中心关注并行权的上市公司。此外,当股东大会涉及重大资产重组的议案时,投服中心行权所引起的负累计市场异常回报率更加显著;说明投服中心可以引导投资者识别其中的潜在问题和风险。

本研究首次就投服中心在中小投资者保护的问题上进行了系统的分析。从理论层面上说,为现有中小投资者保护的文献提供了新的视角。具体来说,具有官方属性的投资者保护机构在教育职能上,能够通过参与股东大会、问询、走访、公开发声等方式,帮助中小投资者获取企业的信息,消除原先在获取企业信息上的壁垒,并教育示范如何行使自身合法权益。其次,具有官方背书的投资者保护机构在监督企业方面,能够引起其他股东的关注,通过企业市值的改变调整市场对问题企业的认知。从实践角度上看,首次检验了投服中心保护中小投资者的效果。与欧美发达国家的独立性投服中介机构相比,我国半监督半公益性质的投服机构在投资者保护上取得了较显著的积极影响。这说明国家引导下的投资者保护机构能够在投资者关注度、参与股东大会和投票行为上保护中小投资者的利益。

此研究具有一定的局限性。首先,发现投服中心的投资者保护职能具有一定的积极效果,但是由于难以获得投服中心教育、监督行为的直接观测,导致实证研究结果可能存在估计偏差。后续针对投服中心的研究需要针对上述问题进一步研究,全面考察投服中心实践中取得的效果和可能存在的问题。其次,由于数据可得性的原因,重点分析了投服中心参与股东大会这一种行权方式;基于这种行权方式的研究结果具有一定的局限性,不能直接引申至其他行权方式有同样效果的结论。同时,鼓励后续研究深入分析股东建议函、重组说明会、网上行权等其他行权方式对中小投资者保护的作用。

参考文献:

- [1] Claessens S, Djankov S, Lang L H. The separation of ownership and control in East Asian corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1-2): 81-112.
- [2] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. *Journal of Finance*, 1999, 54(2): 471-517.
- [3] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52: 737-783.
- [4] Jian M, Wong T J. Propping through related party transactions[J]. *Review of Accounting Studies*, 2010, 15(1): 70-105.
- [5] Jiang G, Lee C, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: The China experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98: 1-20.
- [6] 姚 颀, 刘志远. 投票权制度改进与中小投资者利益保护[J]. *管理世界*, 2011, 3: 144-153.
Yao Yi, Liu Zhiyuan. Improvement of voting right system and protection of small and medium investors' interests[J]. *Management World*, 2011, 3: 144-153. (in Chinese)
- [7] 郑国坚, 蔡贵龙, 卢 昕. “深康佳”中小投资者维权: “庶民的胜利”抑或“百日维新”? ——一个中小投资者参与治理的分析框架[J]. *管理世界*, 2016, 12: 145-188.
Zheng Guojian, Cai Guilong, Lu Xin. An analytical framework of minority shareholders governance: The case study on Konka Group[J]. *Management World*, 2016, 12: 145-188. (in Chinese)
- [8] 沈艺峰, 许年行, 杨 熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验[J]. *经济研究*, 2004, 9: 90-100.
Shen Yifeng, Xu Nianhang, Yang Yi. An empirical test of the historical practice of legal protection for small and medium investors in China[J]. *Economic Research*, 2004, 9: 90-100. (in Chinese)
- [9] 沈艺峰, 肖 珉, 黄娟娟. 中小投资者法律保护与公司权益资本成本[J]. *经济研究*, 2005, 6: 115-124.
Shen Yifeng, Xiao Min, Huang Juanjuan. Legal protection for small and medium investors and the cost of equity capital[J]. *Economic Research*, 2005, 6: 115-124. (in Chinese)
- [10] 柳建华, 魏明海. 投资者保护的内涵与分析框架[J]. *中山大学学报(社会科学版)*, 2010, (3): 198-205.
Liu Jianhua, Wei Minghai. Connotation and analytical framework of investor protection[J]. *Journal of Sun Yat-sen University (Social Science Edition)*, 2010, (3): 198-205. (in Chinese)
- [11] Jiang F, Kim K A. Corporate governance in China: A modern perspective[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 32: 190-216.
- [12] 黎文靖, 孔东民, 刘莎莎, 等. 中小股东仅能“搭便车”么? ——来自深交所社会公众股东网络投票的经验证据[J]. *金融研究*, 2012, (3): 156-169.
Li Wenjing, Kong Dongmin, Liu Shasha, et al. Can small and medium shareholders only “Free-riding”? Empirical evidence from online voting by the public shareholders[J]. *Journal of Financial Research*, 2012, (3): 156-169. (in Chinese)
- [13] 陈玉罡, 许金花, 李善民. 对累积投票制的强制性规定有效吗? [J]. *管理科学学报*, 2016, 19(3): 34-47.
Chen Yugang, Xu Jinhua, Li Shanmin. Is the mandatory requirement for cumulative voting valid? [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2016, 19(3): 34-47. (in Chinese)
- [14] 辛 宇, 黄欣怡, 纪蓓蓓. 投资者保护公益组织与股东诉讼在中国的实践——基于中证投服证券支持诉讼的多案例研究[J]. *管理世界*, 2020, 1: 69-87.
Xin Yu, Huang Xinyi, Ji Beibei. The practice of investor protection public interest organizations and shareholder litigation in China: A multi-case study based on CSI securities support litigation[J]. *Management World*, 2020, 1: 69-87. (in Chinese)
- [15] 白 江. 中证中小投服者服务中心有限责任公司的地位职责和权限问题研究[J]. *投资者*, 2018, (4): 141-157
Bai Jiang. Research on the status, responsibilities, and authority issues of CSI small and medium investor service center [J]. *Investor*, 2018, (4): 141-157. (in Chinese)
- [16] 邓 峰. 论投服中心的定位、职能与前景[J]. *投资者*, 2018, (2): 89-109.

- Deng Feng. On the position, functions and prospects of investment service centers[J]. *Investor*, 2018, (2): 89 – 109. (in Chinese)
- [17] 陈汉文, 刘启亮, 余劲松. 国家、股权结构、诚信与公司治理——以宏智科技为例[J]. *管理世界*, 2005, (8): 140 – 148.
- Chen Hanwen, Liu Qiliang, Yu Jinsong. State, shareholding structure, integrity and corporate governance: Taking Hongzhi Technology as an example[J]. *Management World*, 2005, (8): 140 – 148. (in Chinese)
- [18] 杨晓兰, 王伟超, 高 媚. 股市政策对股票市场的影响——基于投资者社会互动的视角[J]. *管理科学学报*, 2020, 23(1): 15 – 32.
- Yang Xiaolan, Wang Weichao, Gao Mei. The impacts of stock market policy on stock market: Based on the perspective of investor social interaction[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2020, 23(1): 15 – 32. (in Chinese)
- [19] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A, et al. Legal determinants of external finance[J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(3): 1131 – 1150.
- [20] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6): 1113 – 1155.
- [21] Cai G, Xie S, Xu Y, et al. Ultimate parent’s board reform and controlling shareholder entrenchment: Evidence from a quasi-natural experiment in China[J]. *Emerging Markets Review*, 2019, 38: 389 – 403.
- [22] Xie S, Xu Y, Zeng Y, et al. Ultimate parent board reform and corporate overinvestment: A quasi-natural experiment study [J]. *Accounting and Finance*, 2019, 58(5): 1469 – 1501.
- [23] 部 慧, 解 峥, 李佳鸿, 等. 基于股评的投资者情绪对股票市场的影响[J]. *管理科学学报*, 2018, 21(4): 86 – 101.
- Bu Hui, Xie Zheng, Li Jiahong, et al. The impact of investor sentiment based on stock reviews on the stock market[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2018, 21(4): 86 – 101. (in Chinese)
- [24] 岑 维, 李士好, 童娜琼. 投资者关注度对股票收益与风险的影响——基于深市“互动易”平台数据的实证研究 [J]. *证券市场导报*, 2014, (7): 40 – 47.
- Gen Wei, Li Shihao, Tong Naqiong. The impact of investor’s attention on stock returns and risks: An empirical study based on the Shenzhen stock exchange’s “interaction” platform[J]. *Securities Market Herald*, 2014, (7): 40 – 47. (in Chinese)
- [25] 岑 维, 童娜琼, 何潇悦. 投资者关注度与中小股东利益保护——基于深交所“互动易”平台数据的实证研究[J]. *证券市场导报*, 2016, (2): 54 – 62.
- Gen Wei, Tong Naqiong, He Xiaoyue. Investor attention and protection of small and medium shareholders’ interests: An empirical study based on the Shenzhen Stock Exchange’s “interaction” platform[J]. *Securities Market Herald*, 2016, (2): 54 – 62. (in Chinese)
- [26] Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1): 57 – 116.
- [27] Pistor K, Xu C. Governing emerging stock markets: Legal VS. administrative governance[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2005, 13(1): 5 – 10.
- [28] Armstrong C, Gow I, Larcker D. The efficacy of shareholder voting: Evidence from equity compensation plans[J]. *Journal of Accounting Research*, 2013, 51: 909 – 950.
- [29] 孔东民, 刘莎莎. 中小股东投票权、公司决策与公司治理——来自一项自然试验的证据[J]. *管理世界*, 2017, (9): 101 – 115.
- Kong Dongmin, Liu Shasha. Small and medium shareholders’ voting rights, corporate decisions and corporate governance: Evidence from a natural experiment[J]. *Management World*, 2017, (9): 101 – 115. (in Chinese)
- [30] Chen Z, Ke B, Yang Z. Minority shareholders’ control rights and the quality of corporate decisions in weak investor protection countries: A natural experiment from China[J]. *The Accounting Review*, 2013, 88(4): 1211 – 1238.
- [31] Malenko N, Shen Y. The role of proxy advisory firms: Evidence from a regression-discontinuity design[J]. *The Review of Financial Studies*, 2016, 29(12): 3394 – 3427.

- [32] Fan J P H, Wong T J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2002, 33: 401 – 425.
- [33] 王克敏, 姬美光, 李薇. 公司信息透明度与大股东资金占用研究[J]. *南开管理评论*, 2009, 4: 83 – 91.
Wang Kemin, Ji Meiguang, Li Wei. Corporate information transparentness and large shareholder' expropriation[J]. *Nankai Management Review*, 2009, 4: 83 – 91.
- [34] Naughton B, Tsai K S. *State Capitalism, Institutional Adaptation, and the Chinese Miracle*[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2015.
- [35] 李志生, 金凌. “国家队”救市、股价波动与异质性风险[J]. *管理科学学报*, 2019, 22(9): 67 – 81.
Li Zhisheng, Jin Ling. “National Team” rescue, stock price volatility and heterogeneity risk[J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2019, 22(9): 67 – 81. (in Chinese)
- [36] Oi J C. Fiscal reform and the economic foundations of local state corporatism in China[J]. *World Politics*, 1992, 45(1): 99 – 126.
- [37] Oi J C. The role of the local state in China's transitional economy[J]. *The China Quarterly*, 1995, 144: 1132 – 1149.
- [38] Shleifer A, Vishny R W. Politicians and firms[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4): 995 – 1025.
- [39] Shleifer A. State versus private ownership[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 1998, 12(4): 133 – 150.
- [40] Qian Y. Enterprise reform in China: Agency problems and political control[J]. *The Economics of Transition*, 1996, 4(2): 427 – 447.
- [41] Xu C. The fundamental institutions of China's reforms and development[J]. *The Journal of Economic Literature*, 2011, (49)4: 1076 – 1151.
- [42] Coglianesi C, Kagan R. *Regulation and Regulatory Processes*[M]. Pennsylvania: Ashgate Publishing, 2007.
- [43] 屈文洲, 蔡志岳. 我国上市公司信息披露违规的动因实证研究[J]. *中国工业经济*, 2007, (4): 96 – 103.
Qu Wenzhou, Cai Zhiyue. An empirical study on the causes of violation of information disclosure of listed companies in China[J]. *China's Industrial Economics*, 2007, (4): 96 – 103.
- [44] 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 等. 政治关联影响投资者法律保护的执法效率吗? [J]. *经济学(季刊)*, 2013, (2): 5 – 38.
Xu Nianhang, Jiang Xuanyu, Yi Zhihong, et al. Do political connections affect the efficiency of law enforcement of investor legal protection? [J]. *Economics (Quarterly)*, 2013, (2): 5 – 38. (in Chinese)
- [45] 沈红波, 杨玉龙, 潘飞. 民营上市公司的政治关联、证券违规与盈余质量[J]. *金融研究*, 2014, (1): 194 – 206.
Shen Hongbo, Yang Yulong, Pan Fei. Political connectivity, securities violations and earnings quality of private listed companies[J]. *Journal of Financial Research*, 2014, (1): 194 – 206. (in Chinese)
- [46] 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, (3): 169 – 185.
Chen Yunsen, Deng Yilu, Li Zhe. Study on the effectiveness of frontline supervision of stock exchanges: Evidence based on financial report inquiry letters[J]. *Management World*, 2019, (3): 169 – 185. (in Chinese)
- [47] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305 – 360.
- [48] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 323 – 329.
- [49] Fan J P, Wong T J. Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia[J]. *Journal of Accounting Research*, 2005, 43(1): 35 – 72.
- [50] Watts R L, Zimmerman J L. Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence[J]. *The Journal of Law and Economics*, 1983, 26(3): 613 – 633.
- [51] Bartov E, Goldberg S R, Myung-Sun K. The valuation-relevance of earnings and cash flows: An international perspective[J]. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 2001, 12(2): 103 – 132.
- [52] 张立民, 李琰. 持续经营审计意见、公司治理和企业价值——基于财务困境公司的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2017, 32(2): 13 – 23.

- Zhang Limin, Li Yan. Going-concern opinion, corporate governance and corporate value-based on empirical evidence of companies in financial distress[J]. *Journal of Audit & Economics*, 2017, 32(2): 13–23. (in Chinese)
- [53] 杨德明, 胡 婷. 内部控制, 盈余管理与审计意见[J]. *审计研究*, 2010, (5): 90–97.
Yang Deming, Hu Ting. Internal control, earnings management and audit opinions[J]. *Audit Research*, 2010, (5): 90–97. (in Chinese)
- [54] Du F, Tang G, Young S M. Influence activities and favoritism in subjective performance evaluation: Evidence from Chinese state-owned enterprises[J]. *The Accounting Review*, 2012, 87(5): 1555–1588.
- [55] 孔东民, 刘莎莎, 黎文靖, 等. 冷漠是理性的吗? 中小股东参与、公司治理与投资者保护[J]. *经济学(季刊)*, 2013, (1): 5–32.
Kong Dongmin, Liu Shasha, Li Wenjing, et al. Is indifference rational? Small and medium shareholder participation, corporate governance and investor protection[J]. *Economics (Quarterly)*, 2013, (1): 5–32. (in Chinese)
- [56] Aggarwal R, Dahiya S, Prabhala N R. The power of shareholder votes: Evidence from uncontested director elections[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 133(1): 134–153.
- [57] 潘 越, 潘健平, 戴亦一. 公司诉讼风险、司法地方保护主义与企业创新[J]. *经济研究*, 2015, (3): 133–147.
Pan Yue, Pan Jianping, Dai Yiyi. Corporate litigation risk, judicial local protectionism and enterprise innovation[J]. *Economic Research Journal*, 2015, (3): 133–147. (in Chinese)
- [58] Bertrand M, Mullainathan S. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences[J]. *Journal of Political Economy*, 2003, 111: 1043–1075.

Hundred-equity righteous: The role of the Investor Service Center in protecting minority investors

ZHENG Guo-jian^{1, 2}, ZHANG Chao^{1, 2}, XIE Su-juan^{3, 4*}

1. School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;
2. Center for Accounting, Finance and Institutions, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;
3. Management College, Ocean University of China, Qingdao 266100, China;
4. China Business Working Capital Management Research Center, Qingdao 266100, China

Abstract: In 2014, the China Securities Regulatory Commission set up the CSI minority the Investor Service Center, which is a major institutional innovation in corporate governance and investor protection in China's capital market. This paper uses hand-collected data from the Investor Service Center to examine if the operation of the center can effectively improve the protection of the minority investors. The following results are found. 1) The Investor Service Center is more inclined to focus on privately-controlled enterprises with poor financial status and low corporate governance. 2) The participation of the center in the shareholder meeting of the listed company led more minority shareholders to actively participate in corporate governance, accompanied by a higher veto rate; this positive influence is more pronounced when firms have low accounting information quality. 3) The announcement by the center to pay attention to the announcement of a listed company causes significant market reactions, and the company's accumulated market abnormal return during the event period is significantly lower than other companies that are not concerned. Findings of this study contribute to the research on the protection of minority investors, and also provide relevant policy makers with potential future work plan for the Investor Service Center.

Key words: the Investor Service Center; protection of minority investors; corporate governance