

投服中心持股行权能提升公司内部控制质量吗？

武恒光, 刘 洁, 高晓宇, 高春燕

(山东财经大学 会计学院, 山东 济南 250014)

[摘 要] 投服中心作为“监管型”小股东, 通过行权维护中小投资者合法权益。以 2016—2021 年 A 股上市公司为研究样本, 手工搜集投服中心行权相关数据, 采用 OLS 多元线性回归模型考察投服中心行权对公司内部控制质量的影响及作用机制。研究结果表明, 投服中心行权能够提升公司内部控制质量。机制分析发现, 投服中心行权通过信息效应和治理效应两条路径提升内部控制质量。进一步分析发现, 维权诉讼、网上行权和发送股东建议函三种行权方式会显著提升被行权公司的内部控制质量, 行权内容涉及控制环境问询和信息与沟通问询能够显著提升被行权公司的内部控制质量; 行权效果在信息透明度较差、压力抵制型机构投资者持股比例低的公司中更为显著。研究结论对进一步优化投服中心行权效果具有重要的现实意义。

[关键词] 投服中心行权; 内部控制质量; 媒体关注度; 中小投资者参与度; 信息透明度; 机构投资者

[中图分类号] F239.44 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2025)04-0074-10

一、引言

中小投资者保护是全球资本市场面临的重要问题。我国证券市场的主力军是中小投资者, 与机构投资者相比, 中小投资者在信息获取和自身利益保护方面处于弱势地位, 大股东与中小投资者之间的第二类代理问题比较严重^[1-2], 两者之间的利益冲突贯穿于公司治理的全过程。为缓解大股东对中小投资者利益的侵吞问题, 我国采取单向的行政监管和私人实施机制, 但效果仍未达到预期。为使中小投资者的利益诉求得到大股东的重视, 提高其发声分量, 达到保护中小投资者的目的, 2013 年 12 月国务院办公厅颁布了《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》, 2014 年 5 月国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》, 提出要“维护投资者特别是中小投资者合法权益”。在指导意见的引领下, 证监会成立了中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称“投服中心”), 按照证监会的要求, 公益性持有证券等资产份额, 以股东身份行权维权, 弥补行政监管的不足, 成为外部监管手段的有益补充^[3]。

投服中心保护中小投资者权益的行权方式包括维权诉讼、网上行权、参加媒体说明会、发送股东建议函、公开发声、参加股东大会等^[4]。理论上, 投服中心行权有利于督促公司规范运作, 强化公司内部治理, 震慑大股东利益侵占动机。内部控制作为公司内部治理机制的关键制度安排, 构建起公司稳健运营、管控风险的重要屏障, 一直受到管理层、中小投资者和监管机构等利益相关者的高度关注。然而, 内部控制的设计和运行是一个技术复杂、涉及面广、高度整合的系统工程, 任一要素或环节出现重大缺陷均可能影响内部控制目标的实现。那么, 投服中心行权能否改善公司内部控制质量? 其可能的影响机制是什么? 这些问题仍有待进一步探究。

在投服中心行权方面, 既有相关研究主要集中于大股东掏空动机等行权影响因素维度、股价同步性等市场反应维度、信息质量等公司财务决策维度, 探究行权制度设计及监管效果, 较少研究公司治理的相关问题。从现有关于内部控制的研究来看, 虽然涉及内部控制质量影响因素的成果已较为丰富, 但关于投服中心行权能否提升内部控制质量及其影响机制的研究较少。本文考察投服中心行权对内部控制质量的影响, 以期检验投服中心的行权效果、完善投资者保护机制、拓展内部控制质量的研究提供理论参考和经验证据。

[收稿日期] 2024-06-22

[基金项目] 山东省自然科学基金面上项目(ZR2022MG014); 山东省社会科学规划基金一般项目(23CGLJ19); 国家社科基金重点项目(23AGL012)

[作者简介] 武恒光(1979—), 男, 山东菏泽人, 山东财经大学会计学院教授, 博士生导师, 从事资本市场审计、内部控制研究, E-mail: hgwu@sdufe.edu.cn; 刘洁(1981—), 女, 山东德州人, 山东财经大学会计学院副教授, 硕士生导师, 从事资本市场审计研究, E-mail: old-bu@163.com; 高晓宇(1998—), 女, 山东东营人, 山东财经大学会计学院硕士研究生, 从事内部控制研究; 高春燕(1989—), 云南昆明人, 山东财经大学会计学院博士研究生, 从事内部控制与公司财务研究。

本文可能的边际贡献如下:第一,聚焦于投服中心持股行权如何影响公司内部控制质量,将投服中心持股行权的经济后果拓展至内部控制质量提升领域。作为一项重要的制度创新,投服中心行权能够缓解第二类代理问题,并对公司财务决策行为产生影响。与近些年相关研究主要集中在投服中心持股行权对公司的会计信息质量^[1,5-6]、ESG 表现^[7]、投资效率^[2,8]等财务决策方面的影响不同,本文从公司内部控制质量角度考察投服中心行权的成效,丰富了投服中心行权的治理效果和投资者保护机制的研究。第二,从信息效应和治理效应两条路径,探究了投服中心行权提升公司内部控制质量的内在机制,丰富了内部控制质量影响因素的理论研究。现有内部控制质量影响因素的相关研究主要聚焦于公司自身特征和外部监管等方面,本文从媒体关注度和中小投资者参与角度,考察其对内部控制质量的影响,为理解“股少言轻”的中小投资者如何提升公司内部控制质量提供了新颖视角和证据,亦为理解内部控制质量的外部影响机制提供了思路。第三,区分行权类型、行权内容、信息透明度和机构投资者,对投服中心行权效果开展异质性分析,这对进一步优化投服中心行权效果具有重要的现实意义。投服中心行权作为公司外部治理机制的补充和延伸,探究其在提升公司内部控制质量方面的积极作用,有助于市场各方更充分地理解其发挥作用的机理及效果,为政策制定者确定投服中心未来工作规划提供理论与经验参考。

二、文献综述

本文从投服中心行权和内部控制质量的影响因素两个方面进行文献梳理。

(一)投服中心行权的相关研究

现有关于投服中心行权的研究主要围绕其影响因素、市场反应和治理效果展开探讨。影响因素方面,被监管机构处罚、收到非标审计意见、较少发放股利、大股东掏空动机较强的上市公司^[3],以及财务状况较差、大股东和内部人控制程度低的民营企业^[9]更容易引起投服中心的关注。市场反应方面,投服中心行权能够提升资本市场信息效率^[10],降低上市公司的累计异常回报率^[9]、股价崩盘风险^[6]及股价同步性^[11],引起媒体新闻报道和监管机构处罚跟进^[3],并提高分析师盈余预测质量^[12]。治理效果方面,投服中心持股行权能够降低上市公司财务重述的可能性^[1],提高信息披露质量^[6-7],抑制上市公司基于真实活动的盈余操控^[5]、非支持型股权质押^[13]与审计意见购买^[14],并通过发挥威慑作用、公司治理作用和信息治理作用,有效缓解上市公司非效率投资问题^[8],提升公司投资效率^[2]及 ESG 水平^[7]。

(二)内部控制质量影响因素的相关研究

内部控制质量指的是企业内部控制能力和对内部控制运行效果的综合度量,有关内部控制质量影响因素的研究主要基于公司内部和外部视角展开,审计委员会 IT 专长^[15]、有无内部人控制^[16]、卖空约束放松^[17]等公司自身特征以及法律制度环境^[18]、与内部控制相关的年报问询函^[19]、媒体关注度^[20]、内部控制审计^[21]、审计约谈制度^[22]、政府审计^[23]等外部监管因素,均会对内部控制质量产生不同程度的影响。

综上,既有研究认可投服中心行权对中小投资者的保护效应,从资本市场信息效率、分析师盈余预测质量等市场反应视角和信息质量、投资效率等公司财务决策行为视角验证了其治理效果,在一定程度上肯定了投服中心行权产生的威慑作用和示范作用。同时,已有研究揭示了影响内部控制质量的诸多内外部因素,为上市公司完善内部控制制度提供了丰富的理论依据,但从投服中心行权角度开展的内部控制质量研究相对较少,且鲜有研究将信息效应和治理效应纳入投服中心行权与公司内部控制质量的机制分析之中。基于此,本文拟实证检验投服中心行权对公司内部控制质量的影响及作用机制,为进一步理解投服中心行权的治理效果提供有益参考。

三、理论分析与假设提出

在中国资本市场中,第二类代理问题成为公司治理的主要特征,而第二类代理问题严重的公司往往存在信息不对称程度较高的情况^[9],再加上中小投资者在获取公司相关信息方面存在壁垒,同时面临“股少言轻”的困境,从而使得大股东主要通过两条途径侵占中小投资者利益:一是利用自身的信息优势,二是利用手中的控制权。

公司治理方面,完善内部控制制度、提升内部控制质量有助于缓解信息不对称,改善制约大股东利益侵占行为的微观制度环境,减少中小投资者利益损失。本文认为,投服中心能够凭借其信息效应和治理效应提升公司内部控制质量,并保护中小投资者利益免受侵占。一方面,投服中心由证监会主导成立并直接管理,具有获取公

公司内部信息的能力,是降低信息不对称、增加中小投资者信息来源的良好渠道;另一方面,投服中心行权具有行政监管色彩,为中小投资者服务,切实保护中小投资者合法权益,行权内容常涉及内部控制缺陷及其有效性,将规范内部控制建设、提升内部控制质量作为关注重点之一,可以有效约束大股东行为、减少公司违规机会。

(一) 信息效应

低质量的内部控制意味着内部控制存在易隐瞒信息的内部控制缺陷,会为大股东侵占中小投资者利益提供便利。中小投资者受制于自身知识结构与精力,难以有效地搜集公司信息、察觉现存问题和评估内部控制缺陷。投服中心设有调查监测部、研究部等专业部门,成立专家委员会以吸收富有经验的专家提供专业咨询,常聘请法务专家、律师事务所等专业机构开展专题研讨。由此我们推断,投服中心拥有专业优势突出、投资经验丰富的专业团队,有能力广泛搜集和深入分析公司内部信息,并通过行权向资本市场释放,能够提高被行权公司的信息透明度。

在行权制度设计中,投服中心与财经媒体开展战略合作,采取投服中心行权、媒体报道的模式扩散行权信息。根据从中国投资者和中小投资者服务中心等网站上手工搜集的数据可知,当投服中心以公开发声、媒体说明会、维权诉讼等方式行权时,媒体会持续跟踪报道。如 2018 年投服中心对 ST 中安股份补偿事宜、是否采取司法手段、是否收到业绩补偿款、有无采取督促履行承诺措施等问题进行维权诉讼,被中国投资者网、上海证券报、新浪财经等媒体相继报道;又如 2020 年投服中心对中曼石油的关联交易能否最终产生经济收益、交易目的和定价合理性存疑,针对勘探难度大、是否充分评估新资源法对标的公司未来经营影响、标的公司股权转让、转让定价是否合理等问题公开发声行权,第一财经媒体、新浪财经、网易等多家媒体进行持续跟踪报道。

可见,投服中心行权会获得广泛的媒体关注,而媒体报道是信息机制的重要组成部分,是投资者获取信息的重要渠道。投服中心的行权动态,借由媒体挖掘、传播详细的行权信息,能够有效缓解公司内部和外部存在的信息不对称,减少内部控制缺陷,促使被行权公司的内部控制制度更加规范、控制活动更为有效^[24-25]。同时,投服中心行权多针对公司目前存在的问题进行质询和揭露,因此媒体对被行权公司的报道会更倾向于负面,而被媒体负面报道的公司更容易引起资本市场的广泛注意和高强度信息传播,甚至招致监管部门的介入,增大了内部控制缺陷被发现的可能性^[26]。在投服中心行权产生的信息效应下,被行权公司出于维护自身声誉、降低被处罚风险等的考虑,会积极完善内部控制制度,修复内部控制缺陷,防范内部控制失效风险,被行权公司的经营决策和信息披露得以规范,大股东的信息掩盖空间被迫减小,内部控制质量得以改善。

(二) 治理效应

低质量的内部控制意味着公司缺乏有效的监督与制约机制,此类公司的大股东对经营决策有着较强的干预能力,侵占中小投资者利益也较为便利。中小投资者通常缺乏与大股东抗衡的强大力量,即使知悉公司存在内部控制缺陷,成本高昂的诉讼风险也会遏制其参与公司治理的动力,导致“搭便车”或“用脚投票”成为常态。投服中心关注资产重组、资金占用、董监高履职情况等内部控制业务流程重大重要缺陷,设立的调查研究专业部门以及经验丰富的专家委员能够提供专业咨询,有利于精准识别公司内部制度、业务运作等方面存在的问题;通过行使质询、查阅、建议、表决等权力参与公司治理,指出公司内部控制存在的不足之处并督促整改。由此我们推断,市场化的股东行权融合官方监管背景,投服中心行权通过精准监督及其产生的威慑效应,将促进公司内部控制质量提升。显然,投服中心行权兼具投资者保护和监管职能,能够引领中小投资者参与公司治理,提高其维护自身利益的积极性,促使其通过行使表决权提出健全公司内部控制制度的要求,进而改善公司内部控制质量。

关联方交易、转移公司资金、占用公司资产等既是内部控制的重要内容,也是大股东谋取个人私利的常用手段,为此,大股东有动机降低内部控制质量,为侵占中小投资者利益营造空间^[27]。由于中小投资者持股比例较低,股权分散问题广泛存在,单个中小投资者面对较高的维权成本,难以积极参与公司治理和有效抑制大股东掏空行为。投服中心不仅会针对损害中小投资者合法权益的事项行权,还会针对关联方交易的定价、执行、报告等公司内部控制问题行权^[9],示范、引领中小投资者主动维权,提高中小投资者维权意识和参与公司治理的积极性,带动中小投资者要求公司健全内部控制制度、提升内部控制质量。

具体来说,中小投资者在投服中心行权的影响下,其参与公司治理的积极性得到提高,会加强对公司内部控制相关信息的搜集和整理,以保证其在参与股东大会时,能够针对公司内部控制的设计与执行缺陷提出合理议案,督促公司检查内部控制状况,及时修复内部控制缺陷,强化内部控制中的制衡机制,在控制环境和业务流程

层面完善内部控制设计,提高内部控制执行有效性,达到凭借高质量的内部控制监督和制衡大股东行为的目的。

综上,投服中心行权产生的信息效应和治理效应有助于提高中小投资者的监督能力,规范大股东行为,通过及时修复内部控制缺陷,加强内部控制的有效性,促进内部控制质量的提升。因此,本文提出假设 H。

H:在其他条件一定的情况下,投服中心行权有助于提升公司内部控制质量。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

投服中心 2016 年开始行权,本文以 2016—2021 年 A 股上市公司作为研究对象,剔除金融类上市公司以及数据缺失的样本,共获得 19798 个全样本观测值。其中,被解释变量是内部控制质量(IC),数据来源于迪博数据库的“迪博·中国上市公司内部控制指数”;解释变量是投服中心行权(TOUFU),通过中国投资者网、巨潮资讯网、中证中小投资者服务中心网站,手工搜集投服中心行权相关数据(包括行权类型、行权提问问题、行权时间等);其他数据来自 CSMAR 数据库、WIND 数据库、CNRDS 数据库。为控制异常值的影响,本文对样本期间内所有连续变量按 1% 进行 Winsorize 处理。

(二)变量度量与模型设定

1. 内部控制质量

借鉴聂萍等^[19]的研究,内部控制质量(IC)的具体衡量方法为:采用“迪博·中国上市公司内部控制指数”加 1 并取自然对数后,第 t 年内部控制指数减去第 $t-1$ 年内部控制指数的变化值。

2. 投服中心行权

借鉴郑国坚等^[9]的研究,本文采用公司是否被投服中心行权(TOUFU)这一虚拟变量衡量投服中心行权,即在样本期间内,上市公司被投服中心行权赋值为 1,否则为 0。

3. 控制变量

根据研究所需,本文选择如下控制变量:(1)公司特征方面的变量有公司规模(Size)、账面市值比(BM)、股权集中度(Top1)、产权性质(SOE)、上市年限(Age);(2)财务指标方面的变量有资产负债率(LEV)、资产报酬率(ROA)、营业收入增长率(Growth);(3)公司治理方面的变量有董事会规模(Board)、独立董事比例(Indep)、管理层持股比例(SHA)、两职合一(Dual);(4)其他控制变量有审计意见(Opinion)、审计机构是否为四大(Big4)、是否收到问询函(Inquiry);(5)控制了行业效应(Ind)和年度效应(Year)。相关变量的具体定义如表 1 所示。

4. 模型设计

为检验假设 1,借鉴已有研究^[18-19,28-29],本文构建模型(1)如下:

$$IC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TOUFU_{i,t} + \beta_2 controls_{i,t} + Ind_i + Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,IC 为内部控制质量;TOUFU 为投服中心行权,预期系数为正;controls 为控制变量。

五、回归结果及分析

(一)描述性统计

主要变量的描述性统计结果见表 2。投服中心行权(TOUFU)的均值为 0.051,最大值和最小值分别为 1 和 0,

表 1 变量定义表

变量类别	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	内部控制质量	IC	“迪博·中国上市公司内部控制指数”加 1 取自然对数后,第 t 年内部控制指数减去第 $t-1$ 年内部控制指数
解释变量	投服中心行权	TOUFU	样本期间内上市公司被投服中心行权赋值为 1,否则为 0
控制变量	公司规模	Size	总资产取自然对数
	账面市值比	BM	个股总市值/总账面
	股权集中度	Top1	第一大股东持股数/总股数
	产权性质	SOE	国有企业取值为 1,否则为 0
	上市年限	Age	公司上市年限取自然对数
	资产负债率	LEV	负债总额/资产总额
	资产报酬率	ROA	净利润/资产总额
	营业收入增长率	Growth	(本年营业收入总额 - 上年营业收入总额)/上年营业收入总额
	董事会规模	Board	董事会人数取自然对数
	独立董事比例	Indep	独立董事人数/董事会总人数
	管理层持股比例	SHA	管理层持股数/总股数
	两职合一	Dual	董事长与总经理为同一人取值为 1,否则为 0
	审计意见	Opinion	公司当年的财务报告被出具标准审计意见取值为 1,否则为 0
	审计机构是否为四大	Big4	四大会计师事务所审计取值为 1,否则为 0
	是否收到问询函	Inquiry	公司当年是否收到沪深交易所年报问询函
	行业	industry	行业虚拟变量
	年度	year	年度虚拟变量

其中 1003 家公司被投服中心行权,占所统计公司的 5.1%,说明我国投服中心行权程度较低。内部控制质量(IC)的均值为 0.468,最大值为 6.579,最小值为 -6.434,标准差为 2.135,与聂萍等^[19]的研究结果基本一致。

(二) 回归结果分析

表 3 报告了投服中心行权与内部控制质量的回归结果。列(1)是控制公司财务治理、公司治理层面变量的回归结果,列(2)是增加控制公司外部治理层面变量的回归结果,TOUFU 的系数分别为 0.188 和 0.233,均在 1% 水平上显著为正。可见,投服中心行权能够有效提升内部控制质量,假设 H 得以验证。从经济意义来看,投服中心行权后,内部控制质量大约能够提升 23.3%。

(三) 稳健性检验

为解决遗漏变量、样本选择和互为因果等内生性问题,本文采用以下方法来验证结论的可靠性。

1. PSM

借鉴张永坤等^[30]、何慧华和方军雄^[1]等的研究,本文采用倾向得分匹配法(PSM)进行验证,选取资产负债率(LEV)、营业收入增长率(Growth)、是否并购(M&A)、股权集中度(Balance)、审计意见(Opinion)、董事会规模(Board)为匹配变量计算倾向得分,以最近邻匹配法进行 1:1 匹配,以此缓解因样本选择偏误而导致的内生性问题。PSM 检验结果见表 4 列(1),投服中心行权与内部控制质量的回归系数为 0.456,在 1% 水平上显著,H 得证。

2. 调整事件时间窗口

因投服中心 2016 年开始在全国进行试点行权,行权效果可能不太明显,借鉴何慧华和方军雄^[1]的做法,本文采用调整事件时间窗口的方式,将行权时间调整至 2017—2021 年进行回归,结果见表 4 列(2),投服中心行权与内部控制质量的回归系数为 0.222,在 1% 水平上显著,说明投服中心在试点行权后续年份仍对内部控制质量具有正向影响。

3. 多维面板固定效应

借鉴任曙明等^[31]的做法,本文对模型(1)进行年份、行业及公司层面的多维面板固定效应回归,同时控制公司层面的聚类稳健标准误。回归结果如表 4 列(3)所示,投服中心行权与内部控制质量的回归系数为 0.151,在 5% 水平上显著,说明在多维面板固定效应以及控制聚类稳健标准误的情况下,投服中心行权仍能显著提升公司的内部控制质量。

4. 更换解释变量

参照李晓溪等^[32]的研究,本文选取投服中心行权时提问被行权公司问题的数量作为投服中心行权的替代变量,回归结果见表 4 列(4),新的解释变量投服中心行权的回归系数为 0.109,在 1% 水平上显著为正,说明投服中心行权时提问被行权公司问题的数量越多,被行权公司的内部控制质量越高,即替换解释变量后,研究结论依然稳健。

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
IC	19798	0.468	2.135	0.003	-6.434	6.579
TOUFU	19798	0.051	0.219	0.000	0.000	1.000
Size	19798	22.330	1.312	22.16	19.740	26.360
BM	19798	1.146	1.321	0.716	0.091	8.132
Top1	19798	0.327	0.144	0.303	0.084	0.721
SOE	19798	0.308	0.462	0.000	0.000	1.000
Age	19798	2.248	0.783	2.303	0.000	3.466
LEV	19798	0.431	0.207	0.420	0.064	0.957
ROA	19798	0.033	0.080	0.0369	-0.354	0.226
Growth	19798	0.188	0.471	0.114	-0.631	3.114
Board	19798	2.107	0.196	2.197	1.609	2.639
Indep	19798	0.379	0.054	0.364	0.333	0.571
SHA	19798	0.131	0.188	0.099	0.000	0.674
Dual	19798	0.296	0.457	0.000	0.000	1.000
Opinion	19798	0.946	0.226	1.000	0.000	1.000
Big4	19798	0.058	0.234	0.000	0.000	1.000
Inquiry	19798	0.288	0.453	0.000	0.000	1.000

表 3 投服中心与内部控制质量的回归结果

变量	(1)	(2)
	IC	IC
TOUFU	0.188 *** (2.80)	0.233 *** (3.44)
Size	-0.060 *** (-4.07)	-0.087 *** (-5.66)
BM	0.044 *** (3.37)	0.045 *** (3.44)
Top1	-0.180 * (-1.79)	-0.202 ** (-2.01)
SOE	0.476 *** (13.67)	0.422 *** (12.11)
Age	-1.479 *** (-48.39)	-1.454 *** (-47.63)
LEV	-0.091 (-0.96)	0.054 (0.56)
ROA	2.377 *** (9.89)	1.815 *** (7.65)
Growth	-0.059 * (-1.79)	-0.061 * (-1.87)
Board	0.191 ** (2.14)	0.187 ** (2.10)
Indep	0.327 (1.12)	0.306 (1.05)
SHA	-0.656 *** (-6.43)	-0.695 *** (-6.81)
Dual	0.035 (1.07)	0.031 (0.95)
Opinion		0.700 *** (6.84)
Big4		0.107 ** (2.00)
Inquiry		-0.029 (-0.90)
_cons	4.455 *** (11.67)	4.367 *** (10.92)
N	19798	19798
Adj_R ²	0.253	0.258
F	89.915	83.608
industry	Yes	Yes
year	Yes	Yes

注:括号内为 t 值,***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。下同。

5. 动态模型

借鉴 Mullainathan 和 Bertrand^[33]、郑国坚等^[9]的研究,本文采用动态模型检验投服中心行权与内部控制质量是否存在反向因果关系。首先,构建三个哑变量,分别代表某公司在某年份是否被投服中心行权。*TOUFU_pre* 取值为 1 代表某公司将在下一年被投服中心行权,否则为 0;*TOUFU* 取值为 1 代表某公司在当年被投服中心行权,否则为 0;*TOUFU_last* 取值为 1 代表某公司在上一年被投服中心行权,否则为 0。其次,将上述三个哑变量与模型(1)中的 *TOUFU* 变量置换。如果投服中心行权与内部控制质量之间存在反向因果关系,则 *TOUFU_pre* 的系数显著。回归结果如表 5 所示,*TOUFU_pre* 对内部控制质量无显著影响,*TOUFU* 的回归系数为 0.233,在 1% 水平上显著,表明关键变量间不存在反向因果关系。值得注意的是,*TOUFU_last* 的系数不显著,可能的原因是:公司被行权引起了管理层一定程度的重视,其会积极解决内部控制中存在的问题^[9],从而降低了后续一年被投服中心行权对内部控制质量的改善程度。

(四) 机制检验

1. 信息效应

参考顾奋玲和高娜^[34]的做法,本文采用媒体报道总数(*MediaTo*)和负面报道数(*MediaNeg*)两个指标来衡量媒体关注度(*Media*)。其中,*MediaTo* 为当年上市公司被投服中心行权后的媒体报道总数取对数,*MediaNeg* 为当年上市公司被投服中心行权后的负面报道总数取对数。媒体报道数据来源于中国上市公司财经新闻数据库(*CFND*),该数据库既包括和讯网、新浪财经、东方财富网、腾讯财经、网易财经等主流网络财经媒体的新闻报道,也包含投服中心网站的跟踪报道以及转载的媒体报道。

2. 治理效应

参考陈克兢等^[35]、马滢清等^[2]的研究,本文采用中小投资者出席股东大会的比例来衡量中小投资者参与度(*Attend_r*),将其作为投服中心行权影响内部控制质量的另一个中介变量。首先,因中小投资者参与股东大会的数据披露不完善,本文借鉴学界将持股 5% 及以上的股东定义为大股东的通行做法,用出席股东大会总股份数除以公司总股份数,再减去大股东持股比例,作为中小投资者出席股东大会股份数的替代变量(*Attend*);其次,为消除未出席股东大会的投资者对中小投资者参与股东大会比例的影响,进一步构建中小投资者参与股东大会的相对程度指标 *Attend_r*。具体计算公式为: $Attend = (\text{出席股东大会总股份数} / \text{公司总股份数}) - \text{大股东持股比例}$, $Attend_r = Attend / (1 - Attend)$ 。

在模型设计方面,本文参考温忠麟等^[36]的做法,分别针对媒体关注度(*Media*)和中小投资者参与度(*Attend_r*)设置递归方程进行识别检验,即除前文所述的模型(1)外,进一步构建模型(2)和模型(3):

$$M_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TOUFU_{i,t} + \alpha_2 controls_{i,t} + Ind_i + Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$IC_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 M_{i,t} + \gamma_2 TOUFU_{i,t} + \gamma_3 controls_{i,t} + Ind_i + Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

回归结果如表 6 所示。列(1)和列(3)显示,投服中心行权对媒体关注度 *MediaTo*、*MediaNeg* 的回归系数分别为 0.176 和 0.209,均在 1% 水平上显著,表明投服中心通过公开发声、召开媒体说明会等方式行权会增加媒体关注度,提高上市公司信息披露程度,扩大媒体报道信息覆盖面。列(2)和列(4)显示,媒体关注度 *MediaTo*、*MediaNeg* 的回归系数分别为 0.086 和 0.064,均在 1% 水平上显著;投服中心行权的回归系数分别为 0.199 和 0.201,均在 1% 水平上显著,且与模型(1)中的系数 0.233 相比明显变小,说明部分中介效应显著,即投服中心行权会吸引更多的媒体关注,通过影响媒体报道数量和报道情绪,有效提升了公司内部控制质量。列(5)中,投服中心行权对中小投资者参与公司治理的回归系数为 0.112,在 1% 水平上显著,表明公司被投服中心行权后,中小投资者参与公司治理的积极性显著提升。列(6)中,中小投资者参与公司治理的回归系数为 0.042,在 1% 水平上显著;投服中心行权的回归系数为 0.222,在 1% 水平上显著,相较于模型(1)中的系数 0.233 明显变小,

表 4 稳健性检验结果

变量	(1) PSM	(2) 调整时间窗口	(3) 多维聚类	(4) 替换变量
<i>TOUFU</i>	0.456 *** (4.18)	0.222 *** (3.17)	0.151 ** (2.14)	0.109 *** (3.16)
N	1882	17134	19405	19798
Adj_R ²	0.204	0.248	0.333	0.257
F	13.71	70.718	541.914	83.554
<i>industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>firm</i>			Yes	

表 5 动态模型检验结果

变量	动态模型
<i>TOUFU_pre</i>	-0.017 (-0.23)
<i>TOUFU</i>	0.233 *** (3.45)
<i>TOUFU_last</i>	0.011 (0.18)
N	19798
r ²	0.257
F	79.530
<i>controls</i>	Yes
<i>industry</i>	Yes
<i>year</i>	Yes

说明部分中介效应显著,即投服中心行权通过影响中小投资者参与公司治理的程度,有效提升了公司内部控制质量。借鉴温忠麟和叶宝娟^[37]的做法,本文对中介效应进行 Bootstrap 检验,结果(未列示,备索)表明媒体关注度和中小投资者参与度的中介效应具有稳健性,媒体报道信息效应和中小投资者参与治理效应的部分中介作用得以验证。

六、进一步分析

本文的理论分析指出,投服中心作为监管型小股东,可通过多种行权方式作用于公司内部的控制,机制检验结果验证了行权的信息效应和治理效应两大核心机制。在此基础上,本部分进一步考察投服中心行权类型、行权内容特征差异对内部控制质量的影响是否存在异质性,以及当公司信息透明度和机构投资者特征不同时,投服中心行权对公司内部控制的提升效果是否存在异质性。

(一) 行权类型

投服中心采取的行权方式主要有维权诉讼、网上行权、参加媒体说明会、发送股东建议函、公开发声、参加股东大会、并购和其他等八类,本文以此对投服中心行权进行分类,分别以全样本和投服中心行权样本为研究对象,探究不同行权类型对内部控制质量的异质性影响,构建模型(4)如下:

$$IC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WQSS_{i,t} + \beta_2 WSXQ_{i,t} + \beta_3 MTSMH_{i,t} + \beta_4 GDJYH_{i,t} + \beta_5 GKFS_{i,t} + \beta_6 GDDH_{i,t} + \beta_7 BG_{i,t} + \beta_8 QT_{i,t} + \beta_9 controls_{i,t} + Ind_i + Year_t + \varepsilon_{i,t} \tag{4}$$

其中, *WQSS* 为维权诉讼, *WSXQ* 为网上行权, *MTSMH* 为参加媒体说明会, *GDJYH* 为发送股东建议函, *GKFS* 为公开发声, *GDDH* 为参加股东大会, *BG* 为并购, *QT* 为其他行权方式。回归结果如表 7 所示,当投服中心以维权诉讼(*WQSS*)、网上行权(*WSXQ*)和发送股东建议函(*GDJYH*)的方式行权时,其对内部控制质量的回归系数显著为正。维权诉讼即投服中心对损害投资者利益的行为依法向人民法院提起诉讼;网上行权即投服中心在股东大会网络投票平台上投票,是行权类型中占比较大的一项;发送股东建议函是所有行权类型中占比最大的一项,即投服中心针对公司重大经营决策、上市公司收购方案等以股东名义发送建议函,被行权公司在收到建议函后,通常会认真对待并积极整改。总之,投服中心以维权诉讼、网上行权和发送股东建议函三种方式行权能够有效约束大股东和管理层的行为,迫使被行权公司尽快完善公司治理机制,提升内部控制质量;而投服中心以其他方式行权对内部控制质量的回归系数并不显著,说明其他行权方式对内部控制质量的提升效果有限。

(二) 行权内容

内部控制五要素构成公司内部控制的的基本框架,对内部控制建设具有重要影响。根据手工整理的投服中心行权事项可知,行权内容多涉及内部控制问题。本文参照财政部等五部委颁布的《企业内部控制基本规范》对内部控制五要素的界定,分析投服中心行权的文本内容,将行权内容划分为控制环境问询(*Ctlenw*)、风险评估问询(*Riskness*)、控制活动问询(*Ctract*)、信息与沟通问询(*Inform*)、内部监督问询(*Monitor*)五个方面,考察行权内容对投服中心行权与内部控制质量关系的异质性影响,构建模型(5)如下:

表 6 机制检验结果

变量	(1) <i>MediaTo</i>	(2) <i>IC</i>	(3) <i>MediaNeg</i>	(4) <i>IC</i>	(5) <i>Attend_r</i>	(6) <i>IC</i>
<i>OUFU</i>	0.176 *** (6.27)	0.199 *** (2.96)	0.209 *** (6.82)	0.201 *** (2.98)	0.112 *** (2.995)	0.222 *** (2.961)
<i>MediaTo</i>		0.086 *** (5.49)				
<i>MediaNeg</i>				0.064 *** (4.54)		
<i>Attend_r</i>						0.042 ** (2.150)
<i>N</i>	19426	19426	19426	19426	14231	14231
<i>Adj_R²</i>	0.578	0.233	0.502	0.233	0.127	0.254
<i>F</i>	649.516	65.905	484.684	65.800	46.68	60.14
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

表 7 行权类型对内部控制质量的影响

变量	(1) <i>IC</i> 行权样本	(2) <i>IC</i> 全样本
<i>WQSS</i>	0.861 ** (2.02)	1.070 *** (2.68)
<i>WSXQ</i>	0.383 * (1.68)	0.301 ** (2.43)
<i>MTSMH</i>	0.229 (0.69)	0.226 (0.94)
<i>GDJYH</i>	0.497 ** (2.10)	0.273 ** (2.32)
<i>GKFS</i>	-0.001 (-0.00)	0.209 (0.80)
<i>GDDH</i>	0.307 (1.14)	-0.004 (-0.02)
<i>BG</i>	-0.176 (-0.67)	0.015 (0.08)
<i>QT</i>	0.082 (0.37)	0.080 (0.40)
<i>N</i>	1003	19798
<i>Adj_R²</i>	0.198	0.258
<i>F</i>	3.556	71.113
<i>controls</i>	Yes	Yes
<i>industry</i>	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes

$$IC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ctlenv_{i,t} + \beta_2 Riskness_{i,t} + \beta_3 Ctract_{i,t} + \beta_4 Inform_{i,t} + \beta_5 Monitor_{i,t} + \beta_6 controls_{i,t} + Ind_i + Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

回归结果见表8,由列(1)可见,当以行权样本为研究对象时,控制环境问询(*Ctlenv*)、信息与沟通问询(*Inform*)的回归系数分别为0.399、0.353,分别在1%、5%水平上显著,其他行权内容的回归系数不显著;由列(2)可见,当以全样本为研究对象时,控制环境问询(*Ctlenv*)、信息与沟通问询(*Inform*)的回归系数分别为0.286、0.313,均在1%水平上显著,其他行权内容的回归系数不显著。检验结果表明,当行权内容涉及督促管理层完善控制环境及信息与沟通时,内部控制质量的提升效果最为显著。

(三)异质性分析

1. 信息透明度

信息经济学指出,信息对市场中的所有经济活动的参与主体都具有深刻影响,是经济活动参与者作出更优抉择的必要条件^[38]。根据前文分析,之所以投服中心行权能改善内部控制质量,一个重要原因是投服中心能够帮助中小投资者广泛搜集和多维分析公司内部信息,迫使被行权公司减少信息披露过程中的机会主义行为,改善公司内部信息环境,缓解资本市场中的信息不对称。因此,信息透明度作为公司一项非常重要的内部机制,会影响投资者的决策。有研究发现,当公司处于信息透明度越高的制度环境中时,越有动力主动完善内部控制制度,管理层的不规范行为越能得到有效抑制^[18];相对来讲,当公司处于信息透明度较低的制度环境中时,管理层有较强动机实施侵害中小投资者利益的机会主义行为。由此本文推断,公司信息透明度越低,投服中心行权越能揭示公司存在的内部控制问题,越有利于中小投资者监督公司内部控制不规范行为,即投服中心行权效果在信息透明度较低的公司中更加显著。

本文根据沪交所、深交所披露的上市公司信息透明度等级分组标准,如果评级在及格及以上,认为信息透明度(*Transp*)相对较高,赋值为1,否则为0。表9列(1)是信息透明度较低子样本的回归结果,投服中心行权(*TOUFU*)的回归系数为0.339,在1%水平上显著;列(2)是信息透明度较高子样本的回归结果,投服中心行权(*TOUFU*)的回归系数为0.074,但不显著;两组组间回归差异检验显著。检验结果说明在信息披露较差的公司中,投服中心行权提升内部控制质量的效果更好,即信息透明度较低的公司更需要投服中心行权这种外部治理机制。

2. 机构投资者

机构投资者是资本市场的重要参与者,不同类型机构投资者参与被投资公司治理的程度存在差异^[39],如压力敏感型机构投资者易受到公司高管及大股东的制约,对公司决策基本上持支持态度,难以保持外部股东应有的独立性,干预管理者决策的能力受限^[40],而压力抵制型机构投资者具有较为客观的投资理念和科学的价值偏好,能够保持较强的独立性,有充足的动力参与被投资公司的治理工作,对公司高管及大股东能够起到有效的监督与制衡作用^[41]。由此本文推断,若公司的压力抵制型机构投资者持股比例较低,其治理能力相对有限,则大股东针对中小投资者的“隧道挖掘”行为可能更多,更需要投服中心来保护中小投资者利益,即投服中心行权对此类公司内部控制质量的影响作用更大;而压力抵制型机构投资者持股比例越高,公司内部控制质量往往越好,此时投服中心行权对内部控制质量改善的增量作用会相对较小。因此,本文预期投服中心的行权效果在压力抵制型机构投资者持股比例较低的上市公司中更加显著。按照 Brickley 等^[42]和杨海燕等^[39]对机构投资者的分类

表8 行权内容对内部控制质量的影响

变量	(1) IC 行权样本	(2) IC 全样本
<i>Ctlenv</i>	0.399 *** (2.77)	0.286 *** (2.71)
<i>Riskness</i>	-0.055 (-0.33)	0.084 (0.55)
<i>Ctract</i>	0.010 (0.06)	0.045 (0.34)
<i>Inform</i>	0.353 ** (2.39)	0.313 *** (2.58)
<i>Monitor</i>	-0.011 (-0.06)	0.074 (0.38)
N	1003	19798
Adj_R ²	0.202	0.258
F	3.885	76.033
<i>controls</i>	Yes	Yes
<i>industry</i>	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes

表9 异质性回归结果

变量	(1) IC 信息 透明度低	(2) IC 信息 透明度高	(3) IC 压力抵制型机构 投资者持股比例低	(4) IC 压力抵制型机构 投资者持股比例高
<i>TOUFU</i>	0.339 *** (3.83)	0.074 (0.88)	0.324 *** (4.38)	-0.048 (-0.45)
N	10456	9342	14156	5642
Adj_R ²	0.280	0.232	0.251	0.291
F	108.220	75.164	122.795	63.515
<i>controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Chow Test	12.390		2.890	
P-Value	0.000		0.000	

方法,本文采用(基金持股数量+社保基金持股数量+QFII 持股数量)/公司 A 股总股数来衡量压力抵制型机构投资者持股比例,以压力抵制型机构投资者持股比例的年度平均数为界限,若压力抵制型机构投资者持股比例高于平均数,则赋值为 1,反之为 0。回归结果见表 9 列(3)和列(4),可见投服中心行权对内部控制质量的提升作用在压力抵制型机构投资者持股比例较低的上市公司中更为显著,投服中心行权在此类公司中更能发挥外部治理作用,进而提升被行权公司的内部控制质量。

七、研究结论与启示

中小投资者在与大股东的利益博弈中始终处于弱势地位,投服中心的成立扭转了这一不利局面。作为中国特色的监管型小股东,投服中心拥有多种行权方式工具箱,一方面,通过强大的信息挖掘、分析能力和信息扩散能力,为资本市场提供被行权公司的特定信息;另一方面,凭借典型的官方监管背景以及灵活多样的市场化行权方式,直接参与公司内部治理,助力完善公司内部控制制度。本文以 2016—2021 年 A 股上市公司为研究对象,考察投服中心行权对被行权公司内部控制质量的影响,发现投服中心行权确实能够提升公司内部控制质量;机制检验结果表明,投服中心行权提升内部控制质量的途径主要是信息效应和治理效应;进一步分析发现,当投服中心行权方式为维权诉讼、网上行权和发送股东建议函,或行权内容涉及控制环境问询和信息与沟通问询时,被行权公司的内部控制质量会得到显著提升,行权效果在信息透明度较差、压力抵制型机构投资者持股比例较低的公司中更为明显。

本研究为投服中心行权助力改善公司内部控制质量提供了有力的经验证据支持,并对中小投资者保护具有重要的启示意义。首先,政府部门应在立法层面赋予投服中心更多的权力,巩固和加强其法律地位,敦促其更好地发挥专业优势,力求认真履行信息搜集、分析与决策职能,加大向中小投资者提供公司内部信息的力度,提高发现公司内部控制缺陷、治理公司不规范行为的能力,为投服中心保护中小投资者利益、改善公司内部控制质量提供制度保障。其次,投服中心应加强与财经媒体、商业媒体等的深度合作,充分发挥对公司内部控制缺陷的识别和抑制作用;同时,鉴于当投服中心使用维权诉讼、网上行权和发送股东建议函等方式行权时,公司内部控制质量会得到显著提升,因此投服中心应增加使用这几种方式行权的频率,做到精准行权,为中小投资者谋求合法利益最大化。最后,被行权公司应积极配合投服中心的行权工作,认真回复投服中心行权提出的问题,不宜敷衍或故意隐瞒,应借助投服中心行权这一契机,主动提升内部治理水平,切实改善内部控制质量。

参考文献:

- [1]何慧华,方军雄.监管型小股东的治理效应:基于财务重述的证据[J].管理世界,2021(11):1-19.
- [2]马滢清,孙泽月,徐寿福.中小股东积极主义与上市公司投资效率[J].金融理论与实践,2021(1):76-87.
- [3]陈运森,袁薇,李哲.监管型小股东行权的有效性研究:基于投服中心的经验证据[J].管理世界,2021(6):142-158.
- [4]周卉,谭跃.小股东能否发挥大作用?——基于投服中心持股行权与企业违规的研究[J].外国经济与管理,2024(2):19-34.
- [5]熊家财,童大铭.投服中心与投资者保护:来自信息披露的证据[J].江西财经大学学报,2022(1):32-46.
- [6]陈克兢,熊熊,杨国超,等.投服中心行权与投资者信息劣势缓解:基于股价崩盘的视角[J].世界经济,2022(9):204-228.
- [7]汤旭东,张星宇,杨玲玲.监管型小股东与企业 ESG 表现——来自投服中心试点的证据[J].数量经济技术经济研究,2024(4):173-192.
- [8]袁明硕,魏成龙.中小投资者保护制度创新与上市公司非效率投资缓解——基于投服中心持股行权的证据[J].证券市场导报,2024(8):37-47.
- [9]郑国坚,张超,谢素娟.百股义士:投服中心行权与中小投资者保护——基于投服中心参与股东大会的研究[J].管理科学学报,2021(9):38-58.
- [10]孙泽宇,孙凡.投服中心持股与上市公司股价同步性——基于一项准自然实验[J].管理评论,2024(2):194-209.
- [11]李姝,金振,谢雁翔,等.监管型小股东对股价同步性的影响研究[J].管理学报,2024(2):269-277.
- [12]欧阳才越,王治立,赵健梅,等.中小投资者保护与分析师盈余预测质量——基于投服中心持股试点的经验证据[J].金融监管研究,2024(10):77-94.
- [13]余怒涛,苗瑞晨,张华玉.投服中心行权保护中小股东利益了吗:基于控股股东股权质押视角[J].会计研究,2024(6):87-101.
- [14]江雅婧,郭炯.中小投资者保护何以抑制审计意见购买——基于投服中心行权视角[J].山西财经大学学报,2024(3):111-126.
- [15]Ashraf M, Michas P N, Russomanno D. The impact of audit committee information technology expertise on the reliability and timeliness of financial reporting[J]. The Accounting Review, 2020, 95(5): 23-56.
- [16]章琳一,张洪辉.无控股股东、内部人控制与内部控制质量[J].审计研究,2020(1):96-104.
- [17]褚剑,方军雄.卖空约束放松与内部控制质量改善——基于中国融资融券制度的证据[J].财贸研究,2020(2):68-79.
- [18]刘启亮,罗乐,何威风,等.产权性质、制度环境与内部控制[J].会计研究,2012(3):52-61.
- [19]聂萍,潘再珍,肖红英.问询函监管能改善公司的内部控制质量吗?——来自沪深交易所年报问询的证据[J].会计研究,2020(12):153-170.

- [20] 逯东,付鹏,杨丹. 媒体类型、媒体关注与上市公司内部控制质量[J]. 会计研究,2015(4):78-85.
- [21] Defond M L,Lennox C S. Do PCAOB inspections improve the quality of internal control audits? [J]. Journal of Accounting Research,2017,55(3):591-627.
- [22] 林钟高,邱悦旻. 审计约谈有效吗?——基于企业内部控制质量的实证检验[J]. 财经理论与实践,2019(2):99-105.
- [23] 池国华,郭芮佳,王会金. 政府审计能促进内部控制制度的完善吗——基于中央企业控股上市公司的实证分析[J]. 南开管理评论,2019(1):31-41.
- [24] 梁上坤. 媒体关注、信息环境与公司费用粘性[J]. 中国工业经济,2017(2):154-173.
- [25] 陈志军,董美彤,马鹏程,等. 媒体与机构投资者关注对内部控制的交互作用——来自国有企业的经验数据[J]. 财贸研究,2020(9):99-110.
- [26] Miller G S. The press as a watchdog for accounting fraud[J]. Journal of Accounting Research,2006,44(5):1001-1033.
- [27] 潘攀,张立光,刘智超,等. 一致行动人的治理效能研究:基于真实盈余管理视角[J]. 中国软科学,2024(7):191-199.
- [28] 张传财,陈汉文. 产品市场竞争、产权性质与内部控制质量[J]. 会计研究,2017(5):75-82.
- [29] 周冬华,方瑄,黄文德. 境外投资者与高质量审计需求——来自沪港通政策实施的证据[J]. 审计研究,2018(6):56-64.
- [30] 张永坤,李小波,邢铭强. 企业数字化转型与审计定价[J]. 审计研究,2021(3):62-71.
- [31] 任曙明,许梦洁,王倩,等. 并购与企业研发:对中国制造业上市公司的研究[J]. 中国工业经济,2017(7):137-155.
- [32] 李晓溪,饶品贵,岳衡. 年报问询函与管理层业绩预告[J]. 管理世界,2019(8):173-188+192.
- [33] Mullainathan S,Bertrand M. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences[J]. Journal of Political Economy,2003,111(5):1043-1075.
- [34] 顾奋玲,高娜. 审计师地理距离、媒体关注与内部控制质量[J]. 中国注册会计师,2022(3):31-38.
- [35] 陈克兢,姜林,熊熊,等. 小股东能监督大股东吗——来自“监管型小股东”的证据[J]. 会计研究,2024(1):152-163.
- [36] 温忠麟,张雷,侯杰泰. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报,2004(5):614-620.
- [37] 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(5):731-745.
- [38] 姜双双,刘光彦. 风险投资、信息透明度对企业创新意愿的影响研究[J]. 管理学报. 2021(8):1187-1194.
- [39] 杨海燕,韦德洪,孙健. 机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗?——兼论不同类型机构投资者的差异[J]. 会计研究,2012(9):16-23+96.
- [40] 潘越,戴亦一,魏诗琪. 机构投资者与上市公司“合谋”了吗:基于高管非自愿变更与继任选择事件的分析[J]. 南开管理评论,2011(2):69-81.
- [41] 陈爱华. 异质性、机构投资者与会计稳健性[J]. 审计与经济研究,2014(6):75-82.
- [42] Brickley J A,Lease R C,Smith C W. Ownership structure and voting on antitakeover amendments[J]. Journal of Financial Economics,1988(20):267-291.

[责任编辑:王丽爱]

Do China Securities Investor Services Center's Exercise of Rights Improve Internal Control Quality of Enterprises?

WU Hengguang, LIU Jie, GAO Xiaoyu, GAO Chunyan

(School of Accounting, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China)

Abstract: China Securities Investor Services Center (ISC), acting as a regulatory minority shareholder, safeguards the legitimate rights and interests of minority investors through exercising their rights. Taking A-share listed companies from 2016 to 2021 as research samples, the paper investigates the impact and mechanism of ISC's exercise of rights on internal control quality of enterprises. The study found that ISC can improve internal control quality. Mechanism testing shows that ISC improves internal control quality through two paths: information effect and governance effect. Further analysis shows that when ISC exercises its rights in the form of rights protection litigation, online exercise and sending shareholders' suggestion letters, the internal control quality will be significantly improved. When the exercise content involves control environment inquiry and information and communication inquiry, internal control quality will be significantly improved. The exercise effect is more significant in companies with poor information transparency and low shareholding ratio of pressure resistant institutional investors. The research conclusion has important practical significance for further optimizing the exercise effect of the services center.

Key Words: ISC's exercise of rights; internal control quality; media attention; small and medium investors participation; information transparency; institutional investors