

doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2025.04.005

中小投资者保护制度创新与资本市场信息效率^{*}

闫珍丽¹ 彭翠珍² 卢亚静¹

(1. 上海对外经贸大学会计学院, 上海 201620; 2. 郑州铁路职业技术学院商学院, 郑州 451460)

摘 要: 投服中心作为中小股东与上市公司互动的平台, 通过实地参加股东大会行权监督, 构成提升公司治理水平及保护投资者权益的重要制度创新。本文利用投服中心行权这一准自然实验, 从资本市场信息效率视角评估其信息效应与治理效应。研究发现投服中心行权可显著降低股价同步性, 提升资本市场信息效率。机制检验表明, 投服中心行权通过信息效应和治理效应降低股价同步性。异质性分析发现, 在投资者关注度较高、机构投资者持股比例较大及分析师关注度较高的公司, 投服中心对资本市场信息效率的改善作用更明显。本文为投服中心行权的有效性提供了经验证据, 对通过资本市场的高效互动促进投资者保护制度创新和信息效率提升具有政策启示意义。

关键词: 投资者服务中心; 股价同步性; 信息效应; 治理效应

中图分类号: F272/F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095 — 8072(2025)04 — 0069 — 12

一、引言

在新兴市场中, 投资者法律保护制度普遍不健全, 控股股东“一股独大”是上市公司治理的普遍特征。这一结构在内部治理机制薄弱和外部监督缺位的双重作用下, 易引发控股股东对中小股东利益的侵占, 从而加剧第二类代理问题(叶康涛等, 2007)。尽管部分研究认为, 在制度环境较弱时, 大股东集中持股有助于降低代理成本(La Porta et al., 1999), 但实证研究表明, 中小股东因持股比例有限、信息获取能力不足, 难以实质性参与公司治理, 往往表现为“搭便车”或“用脚投票”(孔东民等, 2013; 郑国坚等, 2016)。因此, 构建具有威慑效应的外部治理机制以弥补中小股东治理能力不足是提升公司治理质量和资本市场效率的关键路径。在此背景下, 证监会与投保局于2014年设立中证中小投资者服务中心(以下简称“投服中心”), 并于2016年起分区域试点推行中小股东持股行权制度, 2017年在全国推广。投服中心通过持有100股上市公司股份, 依法行使股东建议、质询、表决、诉讼等权利, 兼具公共监管背景与公益股东属性, 实质上是政府监管与市场机制融合的制度创新。其目标在于提升中小股东治理能力, 促进信息披露规范化, 抑制控股股东与管理层的机会主义行为, 从而优化信息环境与治理结构。

股价同步性作为衡量资本市场信息效率的重要指标, 反映公司特有信息在股价中的体现程度。已有研究发现, 新兴市场由于投资者保护不足, 公司股价往往更多受市

^{*} 基金项目: 本文受国家社科基金青年项目“合规建设对企业生产效率的影响研究”(项目编号: 24CJY132)的资助。

场和行业波动驱动,特质信息反映不足,导致股价同步性偏高(Morck et al., 2000; Gul et al., 2010)。在此情形下,投服中心能否通过提升信息披露质量与强化治理约束来降低股价同步性是检验其制度效果的关键。

本文以2013~2017年沪深A股上市公司为研究样本,基于投服中心持股行权构建准自然实验,采用双重差分法识别其设立对股价同步性的影响。本文可能的边际贡献包括:第一,利用投服中心设立所带来的外生冲击,识别中小股东保护制度创新对信息效率的因果效应,丰富了投资者保护经济后果的研究。第二,拓展了关于投服中心实施效果的研究视角,首次从股价同步性切入,系统评估其在资本市场定价效率方面的影响机制。第三,对推动《证券法》实施背景下持股行权制度的完善、提升政府支持型外部治理机制效能提供了政策参考,具有重要的现实意义与制度推广价值。

二、文献综述与研究假说

(一) 文献综述

1. 中小股东治理的经济后果。已有研究表明,中小股东的实质性参与有助于改善公司治理、制衡控股股东权力。郑国坚等(2016)通过案例研究发现,投服中心积极行权可牵制大股东行为,提升治理效率。辛宇等(2020)指出,投服中心在司法保护缺位的情况下发挥了制度补充功能。实证层面,陈运森等(2021)、郑国坚等(2021)发现,投服中心倾向于介入治理机制较弱、监管关注度较高的公司,并可缓解信息不对称,激发中小股东治理参与意愿。此外,投服中心行权可显著减少财务重述(何慧华和方军雄,2021)、抑制盈余管理(Ge et al., 2022)、降低审计费用(刘馨茗等,2021)。以上研究结果反映出投服中心在提升信息质量与治理效率方面具有积极作用。

2. 股价同步性影响因素。股价同步性受信息环境、公司治理及资本市场参与主体等多重因素影响。首先,信息环境的改善有助于提升公司特质信息在股价中的体现,从而降低同步性。相关研究从盈余管理、信息披露、实地调研等角度提供了证据(于忠泊等,2013;李子健等,2022)。其次,公司治理完善能够提升信息透明度,进而减少同步性(宫晓莉等,2022;陈邑早等,2023)。最后,机构投资者、分析师、媒体等市场主体的参与亦可增强信息传播与监督功能,促进公司特质信息反映于价格之中(Piotroski & Roulstone, 2004; 朱红军等,2007)。

通过文献梳理发现,鲜有文献从资本市场信息效率角度对投服中心经济后果进行研究。投服中心设立的初衷在于通过中小投资者参与公司治理从而保护自身权益,而资本市场信息效率的高低是中小投资者利益保护程度的重要体现。在股价同步性影响因素的研究中,较少文献关注投服中心这一制度创新所产生的信息效应及治理效应对股价同步性的影响。本文从中小投资者保护视角出发,为探究资本市场信息效率影响因素的研究提供了增量证据,也对如何促使中小股东发挥积极主义,保护中小股东自

身权益具有一定的启示意义。

（二）研究假设

已有研究表明，投资者保护程度对微观企业具有重要影响。较弱的投资者保护不仅提高企业融资成本、降低企业价值等（Daouk et al., 2005；姜国华等，2006），也限制公司内部治理机制与外部监督机制的有效发挥（La Porta et al., 2000）。在投资者保护缺位的情况下，内部人可以完全攫取公司资源，而随着保护程度的增强，内部人行为受到更有效的约束。股价同步性反映公司特质信息融入股价的含量，信息质量越高，公司特质信息越容易被市场识别并反映在股价中，进而降低股价同步性。投资者保护通过抑制盈余管理行为提高会计信息质量（Leuz et al., 2003），进而改善股价信息含量，影响股价同步性。

投服中心设立的初衷在于通过持股行权、纠纷调解、诉讼维权等方式改造治理职能，从而实现对中小投资者权益的有效保护。魏明海等（2007）认为，中小投资者保护的关键在于解决两类问题：信息问题与代理问题。前者指投资者能否获得充分、有效的信息以支持其投资决策；后者则涉及如何有效约束控股股东以及管理层，保障投资者合法收益。投服中心的存在可以通过信息效应和治理效应两个渠道降低股价同步性，进而提升资本市场信息效率。

1. 信息效应渠道。投服中心的设立有助于加强对信息披露全流程的监管，从而提升会计信息质量。作为中小股东利益的代表，投服中心持续关注上市公司在信息披露中的违规行为（陈运森等，2021；何慧华和方军雄，2021），并对披露的及时性、准确性、完整性以及合规性进行监督。它通过发送股东建议函、参加股东大会等方式提出建议与质询（郑国坚等，2021），一旦发现重大问题，可及时与证监会、交易所等监管机构进行沟通。监管部门的关注与介入将显著提高信息披露违规行为的揭示概率与惩罚力度，从而形成更具威慑力的外部监督机制（孙泽宇等，2024），提升违规披露的成本，减少信息披露过程中的机会主义行为，最终改善会计信息质量。此外，对因信息披露问题而损害中小投资者合法权益的情形，投服中心还可以通过提起证券诉讼等方式强化法律追责，进一步增加公司信息披露违规的风险与成本，强化披露规范性。与此同时，投服中心的行权会引起分析师、新闻媒体和投资者的高度关注，从而放大其在信息披露中的影响力。行权事件带来的信息需求增加将促使分析师运用其专业优势深度挖掘公司特质信息，并通过研报等形式传导至市场；财经媒体亦因公共舆论关注而持续追踪被行权公司的经营行为（陈运森等，2021；何慧华和方军雄，2021）。因此，投服中心的设立不仅能促使企业优化信息披露策略，还有助于向外部投资者及时传递决策有用的增量信息，增强公司特质信息在股价中的反映程度，从而降低股价同步性。

2. 治理效应渠道。投服中心设立显著提升了实际控制人侵占中小股东利益的成本和诉讼预期。一方面，作为监管型小股东，投服中心拥有广泛的行权线索和舆情资

源,并依法享有知情权、质询及查阅权,能够对涉嫌财务造假、利益输送等问题实施有效监督。其与监管部门的信息共享与联合执法机制,进一步增强了对控股股东机会主义行业的识别与约束能力,有助于抑制掏空行为的发生。此外,投服中心还具有政策示范效应(何慧华和方军雄,2021),可提高中小股东参与公司治理的积极性,形成联合监督效应,增强对实控人的制衡能力。专业性更强的投服中心与中小股东共同施加监督,有助于更有效地揭示和曝光上市公司不当行为。另一方面,投服中心的存在提高了实际控制人面临的法律诉讼成本,改变了中小股东维权能力弱的局面。当控股股东或管理层存在侵权行为时,投服中心可发起或支持中小股东提起证券诉讼,强化民事赔偿机制,加大其面临的经济与声誉风险。在更高诉讼成本及潜在声誉损失的双重压力下,实控人掏空动机将显著受到抑制,治理效率得以提升,进而降低股价同步性。综上所述,投服中心成立通过提升信息披露质量与约束控股股东机会主义行为,缓解了公司治理中第二类代理冲突,有效减少了隧道挖掘行为的发生,提升了公司特质信息在股价中的反映程度。因此,本文提出如下研究假设:

假设1:在其他条件一定的情况下,投服中心试点后,试点地区上市公司的股价同步性显著下降。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

中国投服中心行权始于2016年,本文以沪深两市2013~2017年A股上市公司为研究对象,并进行了如下筛选:1)剔除被ST和*ST的上市公司;2)剔除金融行业上市公司;3)剔除数据缺失样本的上市公司。最终,共获得4674个公司年度观测样本。投资者注意力配置数据来自CNRDS数据库,上市公司其他的相关数据均来自国泰安经济金融研究数据库(CSMAR)。为了排除极端值的影响,对所有连续变量进行了缩尾处理。

(二) 模型设计与变量

借鉴何慧华和方军雄(2021)等的研究,采用双重差分法(DID)检验投服中心持股行权对股价同步性的平均处理效应,同时,考虑到政策实施这个准自然实验包含了多个实验组和期间,因此加入公司固定效应、年度固定效应控制一些不可观测因素的影响。基准回归模型如下:

$$Syn = \alpha_0 + \alpha_1 Treat \times Post + \sum Control + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

其中, Syn 为股价同步性,借鉴Morck et al.(2000),采用日度个股收益率与市场收益率的回归 R^2 进行对数转换后得到 $Syn1$;借鉴Durnev et al.(2004),采用日度个股收益率、日度市场收益率和经流通市值加权求得的行业收益率的回归 R^2 进行对数转换后得到 $Syn2$ 。变量 $Treat$ 表示是否为实验组样本,具体地,参照何慧华和方军雄(2021),当上市公司处于投服中心试点省市时(上海市、广东省除深圳市、湖

南省), *Treat*取值为1, 而当上市公司处于投服中心试点邻近省市时(浙江省、深圳市、湖北省), *Treat*取值为0。变量*Post*表示投服中心持股行权实施时间, 本文定义试点地区持股行权当年和后一年(即2016年和2017年) *Post*=1。本文关注的系数 α_i 是“净影响”, 该系数估计了双重差分的效果。根据前文的研究假设, 预期回归系数 α_i 显著为负意味着投服中心成立以后能降低公司的股价同步性, 从而提升资本市场信息效率。

借鉴卞世博(2022)等的研究, 引入如下控制变量: 公司规模(*Size*)、账面市值比(*BM*)、杠杆率(*Lev*)、总资产收益率(*Roa*)、收益率(*Return*)、波动率(*Volatility*)、成交量(*Volume*)、可操纵性应计(*DA*)、审计师质量(*Big4*)、分析师跟踪人数(*Analyst*)以及机构投资者持股比例(*Institution*)。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表1报告了主要变量的描述性统计结果。其中, 股价同步性 *Syn1* (*Syn2*) 的最大值为0.932 (1.093), 最小值为-3.476 (-2.800), 说明不同上市公司之间的股价同步性相差较大; 变量*Treat*均值为 0.467, 说明有46.7%的公司一年度样本是实验组, 变量*Post*均值为0.446, 表明有44.6%的样本处于投服持股行权试点政策实施后。其他控制变量的描述统计结果与以往研究文献类似, 不再赘述。

表 1 描述性统计

变量	N	Mean	Std	Min	P25	P50	P75	Max
<i>Syn1</i>	4674	-0.870	0.916	-3.476	-1.408	-0.816	-0.220	0.932
<i>Syn2</i>	4674	-0.581	0.791	-2.800	-1.073	-0.578	-0.051	1.093
<i>Treat</i>	4674	0.467	0.499	0	0	0	1	1
<i>Post</i>	4674	0.446	0.497	0	0	0	1	1
<i>Size</i>	4674	22.103	1.253	19.684	21.195	21.976	22.823	25.884
<i>Lev</i>	4674	0.414	0.202	0.0505	0.250	0.402	0.564	0.879
<i>BM</i>	4674	0.530	0.227	0.0820	0.357	0.518	0.692	1.049
<i>Roa</i>	4674	0.041	0.050	-0.160	0.0170	0.0388	0.0652	0.187
<i>Return</i>	4674	0.001	0.002	-0.003	-0.001	0.001	0.003	0.010
<i>Volatility</i>	4674	0.031	0.011	0.013	0.023	0.0287	0.037	0.062
<i>Volume</i>	4674	15.847	0.947	13.786	15.178	15.831	16.486	18.297
<i>DA</i>	4674	0.077	0.101	0.001	0.022	0.049	0.094	0.765
<i>Big4</i>	4674	0.060	0.237	0	0	0	0	1
<i>Analyst</i>	4674	1.566	1.110	0	0.693	1.609	2.485	3.664
<i>Institution</i>	4674	0.427	0.241	0.004	0.218	0.449	0.622	0.886

(二) 基本回归结果

本文采用双重差分模型探讨投服中心成立对公司股价同步性的影响。回归模型(1)的结果见表2。第(1)和(3)列为不加控制变量的结果, 第(2)和(4)列为

添加控制变量的结果。第（1）～（4）列的结果显示，*Treat_Post*的回归系数均显著为负。从经济意义上看，在投服中心成立后，公司股价同步性降低了0.088和0.078，这分别相当于股价同步性均值的10.1%（0.088/0.87）和13.4%（0.078/0.581）。由此可见，中小投资者保护制度创新在改善资本市场信息效率中的重要作用。上述结论表明，投服中心成立可以降低公司股价同步性，从而验证了本文研究假设。

（三）稳健性检验

1. 平行趋势检验

双重差分模型的一个重要前提假设就是“平行趋势假设”。据此，以2013年为基准年，构造*Pre2*（2014年）、*Pre1*（2015年）、*Current*（2016年）、*Post1*（2017年）4个虚拟变量，并与*Treat*进行交乘，参照陈胜蓝等（2023）的方法对基准模型重新估计。表3的平行趋势检验回归结果显示：投服中心持股行权之前交乘项*Treat*×*Pre2*、*Treat*×*Pre1*的系数均不显著；在行权以后，交乘项*Treat*×*current*、*Treat*×*Post1*的系数开始变得显著为负，满足平行趋势假设，表明投服中心持股有助于降低股价同步性。

2. 安慰剂检验

①行权时间提前。为进一步缓解内生性问题，本文采用安慰剂检验以识别投服中心持股行权对试点地区公司股价同步性的真实影响。安慰剂检验的模型设定和主回归模型相同，参考何慧华和方军雄（2021），将政策实施时间虚拟设定为2012年，即将整体样

表 2 投服中心与资本市场信息效率

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Syn1</i>	<i>Syn1</i>	<i>Syn2</i>	<i>Syn2</i>
<i>Treat_Post</i>	-0.084** (-2.02)	-0.088** (-2.49)	-0.077* (-1.90)	-0.078** (-2.25)
<i>Size</i>		-0.123*** (-2.73)		-0.152*** (-3.52)
<i>Lev</i>		-0.072 (-0.54)		-0.033 (-0.27)
<i>BM</i>		1.060*** (8.61)		1.011*** (8.95)
<i>Roa</i>		1.337*** (4.17)		1.144*** (4.14)
<i>Return</i>		-85.676*** (-14.60)		-81.785*** (-14.85)
<i>Volatility</i>		-5.305** (-2.23)		-3.796* (-1.72)
<i>Volume</i>		0.102*** (4.02)		0.116*** (4.73)
<i>DA</i>		-0.117 (-1.25)		-0.123 (-1.47)
<i>Big4</i>		0.106 (1.20)		0.102 (0.93)
<i>Analyst</i>		0.053*** (3.24)		0.066*** (4.23)
<i>Institution</i>		-0.566*** (-3.92)		-0.496*** (-3.58)
Constant	-0.853*** (-99.05)	0.112 (0.13)	-0.565*** (-67.37)	0.716 (0.86)
Firm & Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	4674	4674	4674	4674
Adj-R ²	0.628	0.690	0.572	0.644

注：括号内为经公司层面聚类调整的*t*统计量，*、**和***分别表示在10%、5%和1%水平上统计显著，后表同。

表 3 投服中心制度创新平行趋势检验

	(1)	(2)
	<i>Syn1</i>	<i>Syn2</i>
<i>Treat_pre2</i>	-0.041 (-0.81)	0.001 (0.02)
<i>Treat_pre1</i>	-0.005 (-0.10)	0.032 (0.68)
<i>Treat_current</i>	-0.091* (-1.82)	-0.077* (-1.67)
<i>Treat_post1</i>	-0.116** (-2.32)	-0.056 (-1.22)
Controls	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes
N	4674	4674
Adj-R ²	0.690	0.644

本窗口前移4年，设定2012~2013年为“虚假”政策实施期（ $Post=1$ ），2010~2011年为对照期（ $Post=0$ ）。表4的回归结果显示， $Treat \times Post$ 系数在统计上均不显著，说明行权时间提前不会对试点地区上市公司的股价同步性产生显著影响，即本文的回归结果并不是由不可观测因素导致的，验证了本文主回归结果的稳健性。

②设立随机政策时间点。本文还通过设定政策时间点进行安慰剂检验。设立随机模拟时间变量 $Post_r$ ，将试点时间随机分配到各个公司，并保持 $Post_r$ 在样本中所占比例与实际 $Post$ 变量一致，然后以 $Treat \times Post_r$ 替代主回归模型（1）中的交互项重新进行回归。如果股价同步性的降低确由投服中心成立引起，那么用随机模拟的时间变量回归将不会得到显著的回归结果。据此，本文进行1000次的安慰剂检验，结果发现其大多集中在零附近，符合正态分布特征。回归系数的核密度分布亦集中于0附近，表明随机政策时间点下并未显著影响股价同步性。这进一步增强了本文关于投服中心成立改善资本市场信息效率结论的稳健性。

3. PSM-DID

考虑到处理组与对照组在公司特征上可能存在系统性差异，进而影响DID估计结果的有效性，进一步采用倾向得分匹配双重差分（PSM-DID）方法进行稳健性检验。具体而言，以上海、广东（不含深圳）、湖南地区上市公司为处理组，非试点地区公司为潜在对照组，采用最邻近匹配法进行1:2匹配，最终获得5469个观测值。表5显示，核心变量 $Treat_Post$ 的回归系数在5%显著性水平下为负，说明在控制可观测变量的差异后，主实证结论依然成立，进一步验证了结果的稳健性。

4. 调整事件时间窗口

由于投服中心持股行权在2017年5月就从试点地区推广到了全国，这可能导致本文DID的研究设计不够干净。为此，进一步剔除2017年样本，仅保留2016年样本作为政策实施期，以增强估计结果的稳健性。具体地，重新定义 $Post1$ 变量，当年份为2013~2015年时， $Post1$ 取值为0，当年份为2016年时， $Post1$ 取值为1，并在此基础上重新进行回归。表6显示， $Treat \times Post1$ 的估计系数依然显著为负，实证结论未发生实质性变化。

表4 安慰剂检验：投服中心制度创新与资本市场信息效率

变量	(1)	(2)
	$Syn1$	$Syn2$
$Treat_Post$	0.040 (1.34)	0.033 (1.14)
Controls	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes
N	3425	3425
Adj- R^2	0.578	0.566

表5 投服中心制度 PSM-DID

	(1)	(2)
	$Syn1$	$Syn2$
$Treat_Post$	-0.080** (-2.15)	-0.077** (-2.19)
Controls	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes
N	5469	5469
Adj- R^2	0.694	0.656

表6 剔除 2017 年的稳健性检验

	(1)	(2)
	$Syn1$	$Syn2$
$Treat_Post1$	-0.072* (-1.73)	-0.077* (-1.95)
Controls	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes
N	3569	3569
Adj- R^2	0.699	0.680

五、影响机制与进一步分析

（一）潜在影响机制检验

前文实证结果表明，投服中心持股行权显著降低了上市公司的股价同步性。本部分进一步探讨其背后的作用机制，主要聚焦信息效应与治理效应两个路径。

首先，信息效应渠道。如前所述，投服中心的设立有助于强化信息披露约束，提升企业信息透明度，从而增强投资者获取公司特质信息的能力，降低股价对行业和市场因素的过度反应，最终实现股价同步性的下降。若该机制成立，则投服中心应能够实质性改善会计信息质量。为此，本文采用经修正的JONES模型计算的应计利润残差绝对值（DA）作为会计信息质量的反向指标，DA值越小，表明会计信息质量越高。表7第（1）列回归结果显示，关键交互项 $Treat \times Post$ 的系数在10%显著性水平下为负，说明投服中心行权显著提升了会计信息质量，支持其通过信息效应改善资本市场信息效率的作用路径。

其次，治理效应渠道。既有研究认为，中小股东积极参与公司治理有助于缓解代理冲突，遏制控股股东侵占行为，提升治理效率（Bebchuk, 2004）。投服中心作为中小股东代表，通过制度化、持续性的行权活动强化对控股股东行为的监督约束，可能抑制大股东掏空行为，间接提升公司特质信息在股价中的体现。为检验该机制，采用大股东占款指标 $Tunneling$ 衡量掏空程度。表7第（2）列结果显示， $Treat \times Post$ 的系数为-0.003，在5%水平上显著为负，表明投服中心设立后能有效抑制大股东侵占行为，从治理层面提升信息效率，降低股价同步性。

表7 投服中心改善资本市场信息效率的影响机制检验

	(1)	(2)
	DA	Tunneling
$Treat_Post$	-0.012* (-1.65)	-0.003** (-2.30)
Controls	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes
N	4674	4672
Adj-R ²	0.089	0.527

（二）进一步分析

为进一步揭示投服中心降低股价同步性的作用机制，从信息中介参与程度出发，围绕投资者注意力配置、机构投资者持股比例以及分析师跟踪数量三方面展开异质性分析。

1. 区分投资者注意力配置程度

投服中心通过提升信息披露质量和公司治理水平，向市场传递更多公司特质信息，进而降低股价同步性。该信息效应的实现有赖于投资者对企业的关注与响应。公众投资者可通过社交媒体、论坛等渠道聚焦上市公司投资者保护议题，而投服中心作为具有政府背景的监管型小股东，其外部治理效应亦可在投资者高度关注的情境下被进一步放大，从而对大股东行为形成更强约束，推动信息透明度提升。因此，本文预期投服中心对股价同步性的治理效应在投资者关注度较高的样本中更显著。参考施炳展和金祥义（2019），采用互联网搜索频数衡量公司层面的投资者关注度，以中位

数为界将样本划分为高关注组与低关注组，利用模型（1）分别进行回归。表8显示，在高关注组中， $Treat \times Post$ 系数为-0.123和-0.122，均在5%水平上显著为负，而在低关注组中均不显著，说明投服中心对股价同步性的抑制作用在投资者关注度较高的样本中更为显著。

表 8 投资者注意力对投服中心与资本市场信息效率关系的影响

	(1) 高注意力配置组		(2) 低注意力配置组	
	<i>Syn1</i>	<i>Syn2</i>	<i>Syn1</i>	<i>Syn2</i>
<i>Treat_Post</i>	-0.123** (-2.31)	-0.122** (-2.38)	-0.073 (-1.31)	-0.041 (-0.76)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2287	2287	2287	2287
Adj-R ²	0.696	0.663	0.637	0.557

2. 区分不同的机构持股比例

机构投资者在缓解信息不对称和监督公司治理方面发挥关键作用。持股比例较高、独立性较强的机构具有更强的监督动机和信息获取能力，可通过财务报表、调研活动以及与管理层沟通等方式，深入挖掘企业特质信息，进而降低股价同步性（黄俊和郭照蕊，2014；Piotroski & Roulstone, 2004）。相较之下，持股比例较低或依附于大股东的机构投资者则监督意愿较弱。据此，以机构投资者持股比例的中位数为界，将样本划分为高持股组与低持股组，并基于模型（1）进行分组回归。表9显示，高持股组中 $Treat \times Post$ 的系数分别为-0.123和-0.101，显著为负，而低持股组结果不显著，表明机构投资者的深度参与可增强投服中心的信息效应，进而更有效地抑制股价同步性。

表 9 机构持股比例对投服中心与资本市场信息效率关系的影响

	(1) 高机构投资者持股组		(2) 低机构投资者持股组	
	<i>Syn1</i>	<i>Syn2</i>	<i>Syn1</i>	<i>Syn2</i>
<i>Treat_Post</i>	-0.123** (-2.41)	-0.101** (-2.02)	-0.053 (-1.03)	-0.061 (-1.22)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2337	2337	2337	2337
Adj-R ²	0.695	0.660	0.690	0.652

3. 区分不同的分析师跟踪数量

证券分析师作为资本市场的重要信息中介，具备专业的信息处理和解读能力，可通过研究报告将公开与私有渠道获取的信息传递至市场，从而提升信息透明度，降低信息不对称（陈冬华和姚振晔，2018）。若投服中心通过改善信息质量降低股价同步性，则在分析师关注度高的公司中，该效应更易被识别和放大。以分析师跟踪数量的中位数为标准，将样本划分为高关注组与低关注组，并根据模型（1）进行回归。表

10显示,高关注组中 $Treat \times Post$ 的系数为-0.123和-0.122,均在5%水平上显著为负,而低关注组结果不显著。该结果支持分析师在促进信息传播和反映特质信息于价格中的中介作用,进一步印证了投服中心通过提升信息效率实现其治理效应。

表 10 分析师关注度对投服中心与资本市场信息效率关系的影响

	(1) 高分分析师关注组		(2) 低分析师关注组	
	<i>Syn1</i>	<i>Syn2</i>	<i>Syn1</i>	<i>Syn2</i>
<i>Treat_Post</i>	-0.123** (-2.52)	-0.122** (-2.53)	-0.077 (-1.26)	-0.050 (-0.86)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm & Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2514	2514	2160	2160
Adj-R ²	0.690	0.649	0.701	0.660

六、结论与政策启示

本文以投服中心行权试点为准自然实验,采用双重差分模型考察其对资本市场信息效率的影响及作用机制。研究发现,投服中心的设立显著降低了股价同步性,表明其有助于提升资本市场的信息效率。机制检验显示,投服中心通过增强信息披露(信息效应)与强化公司治理(治理效应)两条路径发挥作用。此外,这一效应在投资者关注度高、机构投资者持股比例大以及分析师关注度强的公司中更为显著。

本文研究具有以下三方面的政策启示:第一,实证验证了投服中心作为外部治理机制的有效性,为持续推进以其为代表的投资者保护制度创新提供了理论依据和经验证据。通过提升信息透明度和治理水平,投服中心有助于强化中小投资者的维权意识,引导其知权、行权,从而优化资本市场信息环境,促进其健康发展。第二,从中小投资者保护视角出发,为提升资本市场信息效率提供了新的思路。考虑到我国中小投资者占比较高且相关法律制度仍不完善,如何提升信息效率始终是监管重点。本文发现,投服中心的行权行为能够有效降低股价同步性,这表明调动中小股东参与治理、改善信息披露质量,是破解信息效率低下问题的重要路径。第三,研究发现,机构投资者和分析师等外部成熟投资者的参与能够增强投服中心对信息效率的改善效应,这表明应推动投服中心与分析师、机构投资者等外部治理力量协同合作,形成保护中小股东利益的合力机制,不断拓展中小投资者权益保障的实现路径。

参考文献

[1] 卞世博,陈曜,汪训孝.高质量的互动可以提高股票市场定价效率吗?——基于“上证E互动”的研究[J].经济学(季刊), 2022(3): 749-772.

[2] 陈冬华,姚振晔.政府行为必然会提高股价同步性吗?——基于我国产业政策的实证研究[J].经济研究, 2018(12): 112-128.

[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): 169-185+208.

[4] 陈胜蓝,王鹏程,马慧,等.《中小企业促进法》的稳就业效应——基于政府信用体系建设视角[J].管理

- 世界, 2023(9): 52-68+88+69-70.
- [5] 陈邑早,陈艳,黄诗华,等.高管薪酬契约参照效应对公司股价同步性的影响[J].管理学报, 2023(2): 287-296.
- [6] 宫晓莉,王智恒,熊熊.独立董事网络与股价同步性[J].系统工程理论与实践, 2022(8): 2049-2070.
- [7] 黄俊,郭照蕊.新闻媒体报道与资本市场定价效率——基于股价同步性的分析[J].管理世界, 2014(5): 121-130.
- [8] 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(12): 176-195.
- [9] 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): 1-28.
- [10] 刘馨茗,吴浩翔,胡锋,等.中小投资者行权会影响审计费用吗?——基于多时点双重差分模型的实证研究[J].审计研究, 2021(6): 80-89.
- [11] 李子健,李春涛,冯旭南.非财务信息披露与资本市场定价效率[J].财贸经济, 2022(9): 38-52.
- [12] 姜国华,徐信忠,赵龙凯.公司治理和投资者保护研究综述[J].管理世界, 2006(6): 161-170.
- [13] 施炳展,金祥义.注意力配置, 互联网搜索与国际贸易[J].经济研究, 2019(11): 71-86.
- [14] 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.
- [15] 魏明海,陈胜蓝,黎文靖.投资者保护研究综述:财务会计信息的作用[J].中国会计评论, 2007(1): 131-150.
- [16] 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+235.
- [17] 于忠泊,田高良,张咏梅,等.会计稳健性与投资者保护:基于股价信息含量视角的考察[J]. 管理评论, 2013(3): 146-158.
- [18] 叶康涛,陆正飞,张志华.独立董事能否抑制大股东的“掏空”?[J].经济研究,2007(4):101-111.
- [19] 郑国坚,蔡贵龙,卢昕.“深康佳” 中小股东维权:“庶民的胜利”抑或“百日维新”?[J].管理世界, 2016(12): 145-158+188.
- [20] 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.
- [21] 朱红军,何贤杰,陶林.中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据[J].金融研究, 2007(2): 110-121.
- [22] Bebchuk, L. A., “The Case for Increasing Shareholder Power” , *Harvard Law Review*, 2004, 3(118): 833-914.
- [23] Durnev, A., R. Morck, and B. Yeung, “Value-Enhancing Capital Budgeting and Firm-Specific Stock Return Variation” , *The Journal of Finance*, 2004, 59(1): 65-105.
- [24] Daouk, H., M. C. L. Charles, and D. Ng., “Capital Market Governance: How Do Security Laws Affect Market Performance?” , *Journal of Corporate Finance*, 2005, 12(3): 560-593.
- [25] Ge, W. X., C. Y. Ouyang, Z. Y. Shi, et al., “Can a Not-for-profit Minority Institutional Shareholder Make a Big Difference in Corporate Governance? A Quasi-natural Experiment” , *Journal of Corporate Finance*, 2022, 72.
- [26] Gul, F. A., J. B. Kim, and A. A. Qiu, “Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China” , *Journal of Financial Economics*, 2010, 95(3): 425-442.
- [27] Leuz, C., D. Nanda, and D. P. Wysocki, “Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison” , *Journal of Financial Economics*, 2003, 69(3): 503-527.
- [28] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, et al., “Investor Protection and Corporate Governance” , *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1-2): 3-27.
- [29] Morck, R., B. Yeung, and W. Yu, “The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets

- Have Synchronous Stock Price Movements?” , *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1-2): 215-260.
- [30] Piotroski, J. D., and D. T. Roulstone, “The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-specific Information into Stock Prices” , *Accounting Review*, 2004, 79(4): 1119-1151.

【作者简介】 闫珍丽：上海对外经贸大学会计学院讲师，管理学博士。研究方向：公司治理与公司财务。

彭翠珍：郑州铁路职业技术学院商学院助教。研究方向：资本市场与会计信息质量。

卢亚静：上海对外经贸大学会计学院硕士研究生。研究方向：公司治理与资本市场。

Small and Medium Investors Protection System Innovation and Capital Market Information Efficiency

YAN Zhen-li¹, PENG Cui-zhen² & LU Ya-jing¹

(1. Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China; 2. Zhengzhou Railway Vocational & Technical College, Zhengzhou 451460, China)

Abstract: As an institutional innovation aimed at enhancing corporate governance and protecting investor rights, the China Securities Investor Services Center (ISSC) serves as a platform facilitating engagement between minority shareholders and listed companies through active participation in shareholder meetings. Leveraging the ISSC's shareholder activism as a quasi-natural experiment, this paper evaluates its impact on capital market information efficiency, focusing on both informational and governance effects. Empirical results show that ISSC engagement significantly reduces stock price synchronicity, indicating improved information efficiency. Further mechanism analysis reveals that this effect operates through enhanced accounting information quality and the suppression of tunneling activities by controlling shareholders. Heterogeneity analysis suggests that the improvement in information efficiency is more pronounced in firms with greater investor attention, higher institutional ownership, and stronger analyst coverage. Overall, this study provides robust empirical evidence on the effectiveness of the ISSC's shareholder activism and offers policy implications for promoting investor protection and enhancing capital market efficiency through interactive institutional arrangements.

Keywords: investor service center; stock price synchronicity; information effect; governance effect

(责任编辑：吴素梅)