

网络关注下的 中小股东治理行为研究

Governance Behaviors of
Minority Shareholders under Online Attentions

胡茜茜 朱永祥/著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

本专著受到西南大学中央高校基本科研业务费创新团队项目 (SWU1709115)
以及一般项目 (SWU1609153、SWU1509506) 资助

网络关注下的中小股东 治理行为研究

Governance Behaviors of Minority Shareholders
under Online Attentions

胡茜茜 朱永祥 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

网络关注下的中小股东治理行为研究/胡茜茜, 朱永祥著.
—北京: 经济科学出版社, 2018. 5
ISBN 978 - 7 - 5141 - 9335 - 0

I. ①网… II. ①胡…②朱… III. ①互联网络 - 应用 -
上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246 - 39

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 088891 号

责任编辑: 黄双蓉

责任校对: 杨 海

责任印制: 邱 天

网络关注下的中小股东治理行为研究

胡茜茜 朱永祥 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 9.25 印张 200000 字

2018 年 5 月第 1 版 2018 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9335 - 0 定价: 41.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))



前 言

随着中国资本市场的发展演变，市场规模不断扩大，投资者数量与日俱增，对中小投资者的保护逐渐成为学术界关注的焦点。国内外学者们从各类内、外部公司治理主体出发，对中小投资者保护机制及其效果进行了广泛研究。但令人遗憾的是，这些保护机制仍不能很好满足中小投资者的现实需求。与此同时，近几年来，互联网突飞猛进的发展使得依赖于网络媒体平台关注公司信息的中小投资者得以更加充分地了解公司，中小投资者在互联网环境中逐渐展现出新的治理角色，从而更加引人注目。然而，网络关注所带来的决策信息是否能够引导中小股东更为积极地通过网络投票参与股东大会发声，抑或是通过卖出股票“用脚投票”？进一步地，这些治理行为究竟能否为保护中小股东权益产生积极影响？现有研究显然还未能给出满意答案，而这正是本书的研究需要解答的问题。

本书在系统回顾中小投资者保护、投资者关注、公司治理以及股东积极主义的相关理论与文献的基础上，结合我国互联网发展的背景，着重探讨以下两个问题：（1）网络关注对中小股东的治理行为有什么影响？（2）中小股东的治理行为对其自身利益保护如何？

针对上述问题，本书展开了以下研究，各部分主要内容如下：

第1章，首先介绍了研究背景和意义，并回顾和梳理了本书拟研究问题的国内外相关文献。在此基础上，介绍了研究思路和研究方法。最后，在展开正文之前，对网络关注、中小股东治理行为等

关键概念进行了界定。

第2章，回顾了相关基本理论。这部分为后文理论分析和逻辑推导的理论依据，是全书重要的理论基础。根据所要研究的对象，这一章首先回顾了投资者保护理论，这其中对以法律论和契约论两大分支分别进行了概括和梳理。另外，针对本书的主要研究对象——中小股东，为更好地将其区别于其他投资者，还回顾了中小投资者保护理论。其次，梳理了两类委托代理理论及其在中国的应用，这是公司治理问题产生的核心理论，也是本研究的逻辑起点。最后，本章还回顾了投资者关注理论和股东积极主义理论，并强调在互联网环境下，这两种理论在解决公司治理问题上的理论趋势。

第3章，分析了网络环境下的投资者关注及中小股东治理行为变革。这部分是全书的制度背景，为后文的实证研究作了不可或缺的铺垫。这部分首先对我国互联网发展环境和现状作了较为全面的分析。在此基础上，对互联网环境剧变背景下投资者关注的变化作了归纳总结；最后，进一步基于公司治理环境的变革，对中小股东进行公司治理的动机、手段进行了深入剖析。

第4章，实证分析了网络关注对中小股东治理行为的影响。这一部分主要围绕着中小股东的表决权和转让退出权，对投资者网络关注对中小股东治理行为的影响进行了实证研究。具体而言，本章在前面理论分析的基础上，实证检验了网络关注对中小股东“用手投票”、“用脚投票”及其行为偏好的影响，以揭示在互联网环境下，中小股东这一治理主体发生的治理角色转变。

第5章，从中小股东利益保护的角度，实证检验了中小股东治理行为的微观经济后果。具体而言，这部分在双重委托代理理论的框架下，分别对中小股东的“用手投票”和“用脚投票”两种治理行为是否能够有效降低公司的两类代理成本进行了实证检验，即从降低利益受损程度的角度进行了探讨。这部分间接揭示出中小股

东这一新的治理主体通过表决权和转让退出权对自身收益权的保护。进一步地，在上述结果的基础上，还对中小股东治理行为的治理机制进行了检验。

第6章，针对上述研究结果，概括了研究结论、政策启示和研究不足。首先，肯定了网络关注对中小股东治理行为的积极促进作用以及相应的治理效应，其次，在研究结论的基础上，针对监管部门、网络媒体以及上市公司分别给出了政策启示；最后，归纳了研究局限，为未来研究工作的改进和完善指明了方向。

在研究过程中，本书采用了演绎推理和归纳总结等研究方式，还辅以对行为金融学和心理学理论进行逻辑推理。在理论研究基础的铺垫下，使用了多元回归的实证研究方法对具体问题进行了检验。在实证研究中，使用爬虫技术收集了网络公开数据，并结合我国互联网的新形势，构建了多元回归模型进行检验，分别采用了描述性统计、工具变量、系统GMM估计等方法，并进行了各种稳健性检验，以保证研究结果的可靠性。最后，本研究主要得到如下结论：

第一，网络关注促进了中小股东的治理行为。具体而言：（1）中小股东参与公司治理的行为，无论是“用手投票”还是“用脚投票”，都随着网络关注程度的提高而显著增加。（2）网络关注程度会影响中小股东治理行为的相对偏好，即随着网络关注程度增加，中小股东对“用手投票”的偏好程度相对于“用脚投票”逐渐上升，反之，则对“用脚投票”相对于“用手投票”的偏好程度逐渐上升。上述结论表明，在投资者网络关注的推动下，随着信息不对称程度的减弱，中小股东的公司治理行为逐渐多元化，中小股东逐渐开始采用积极的方式（用手投票）进行发声，这反映出在网络新形势下，中小股东已不再满足于做一个“冷漠的搭便车者”。这一发现为完善公司治理机制揭示了新的参与主体，也为投资者保护理论增添了新的保护机制。

第二,中小股东“用手投票”和“用脚投票”分别通过行政介入机制和市场压力机制发挥了治理作用,可以有效降低经理的代理成本,但是对减少大股东利益侵占无明显效果。具体如下:(1)中小股东“用手投票”能够较好地提升经理代理能力和降低经理在职消费,而用脚投票仅有助于约束经理在职消费行为。(2)中小股东“用手投票”对经理代理能力的提升作用在国有企业中体现得更为突出,反映出这其中存在着行政介入机制;“用脚投票”对经理在职消费的抑制作用在非国有企业中体现得更为显著,反映出这其中存在市场压力机制。(3)中小股东治理行为对来自大股东的利益侵占行为未见有显著的约束作用。这些结论表明,中小股东的治理行为对于缓解第一类委托代理问题有积极作用,不同治理行为的作用机制反映出我国几轮国有企业改革和系列反腐措施已初显成效,对未来发展提供了理论指导。

对于上述研究,在前人的研究基础上,本研究有如下创新:

第一,本研究突破现有从行为金融视角研究投资者关注经济后果的范式,从公司治理视角探讨了投资者网络关注对中小股东治理行为的影响,拓宽了投资者关注理论的应用范围。

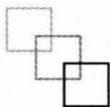
第二,本研究基于中小股东的权益体系(知情权、表决权、退出权和收益权),探讨了网络关注对中小股东各种治理行为产生的影响,丰富了中小股东权益体系的理论内涵和投资者保护理论。

第三,本研究尝试构建了中小股东治理行为的研究分析框架,并将其“用手投票”和“用脚投票”两种正式治理行为纳入同一个框架中进行了实证检验,能够更为客观地刻画中小股东这一治理主体的治理行为及其治理效应。

第四,将中小股东视为积极治理主体进行了研究,并基于互联网的新环境,给出了有异于传统公司治理文献中关于中小股东“冷漠”假设的经验证据,这进一步丰富了公司治理理论。

目 录

CONTENTS



第 1 章 导论 / 1

1.1 研究背景及意义	1
1.2 国内外研究动态综述	5
1.3 研究思路与研究方法	18
1.4 基本概念的界定	20
1.5 创新之处	23

第 2 章 相关基本理论 / 25

2.1 投资者保护理论	25
2.2 委托代理理论	33
2.3 投资者关注理论	38
2.4 股东积极主义理论	43

第 3 章 网络环境中的投资者关注及中小股东治理 行为变革 / 49

3.1 互联网发展总体概况	49
3.2 网络环境发展与投资者关注的变化	58
3.3 网络环境下的中小股东治理变革	60

第 4 章 网络关注对中小股东治理行为的影响 / 65

4.1 问题的提出	65
4.2 理论分析与研究假设	65
4.3 研究设计	69
4.4 实证检验	74

第 5 章 中小股东治理行为对其利益的影响 / 89

5.1 问题的提出	89
5.2 理论分析与研究假设	89
5.3 样本选择与模型设计	95
5.4 实证检验	100
5.5 进一步的讨论：二者的作用机制	110
5.6 实证检验的结果与分析	117

第 6 章 结论、政策启示及研究局限 / 118

6.1 主要研究结论	118
6.2 政策启示	120
6.3 研究局限	121

参考文献	122
------------	-----

后记	137
----------	-----

第 1 章

导 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

中小投资者是资本市场的重要参与者，也是上市公司重要的资金提供者，其权益保护关系到投资者的信心，也关系到公司的财务状况和发展潜力，更关系到资本市场的健康发展和活力。中国资本市场经过多年的发展，规模和效率都得到了极大提升。2015 年度中国证券登记结算公司对中国证券市场的统计显示，中国内地 A 股市场股票账户约为 2.1 亿户（包括深圳、上海两地的全部有效账户），当年新开户投资人 2616 万人，当年 A 股成交额超过 250 万亿元人民币。

从我国资本市场的发展现状来看，中小投资者个人持股数量少，但持股人数众多。2015 年中国大陆流通市值中，“散户”（即自然人持股）超过 90% 的持股市值在 50 万元以下档次，而机构投资者中只有不到四成处于该档次。此外，从年末投资者人数来看，截至 2015 年底，自然人投资者占 99.87%，而机构投资者个数仅占 0.03%。因此，中小投资者的权益保护一

直以来都是监管层、实务界和学术界亟待解决的核心问题，创造公开、公平、公正的投资环境对于促进市场发展具有重要意义。对此，我国政府高度重视中小投资者的利益保护工作，出台了一系列政策法规和配套措施。2015年，先后发布了《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》和《关于加强证券期货投资者教育基地建设的指导意见》及配套指引，从政策导向上明确了全方位保护中小股东权益的决心。

但是中国资本市场中中小投资者数量极其庞大，且在市场一直处于弱势地位，并且这种状况长期存在。根据投保基金公司发布的《中国资本市场投资者保护状况白皮书——2015年度A股上市公司投资者保护状况评价报告》的总体情况来看，投资者保护评价得分和投资者满意度指数较2014年均有所下降，反映出我国中小投资者在公司治理中因处于信息劣势且治理成本高而受到公司内部人利益侵占的现象较为严重，抗风险能力和自我保护能力明显不足。因此，中小投资者的公司治理参与程度不高，其权益保护仍有较大提升空间。

令人欣慰的是，随着互联网几十年的发展，互联网新闻行业逐步进入了相对成熟的发展阶段，为向社会公众提供信息发挥了重要的传播作用。作为最早一批互联网应用，互联网新闻见证了网民从PC互联网到移动互联网的迁徙，经历了早期简单的新闻媒体“报道上网”到各类新闻网站和商业门户网站引领网络新闻潮流、微博、微信等社交平台信息传播以及移动新闻应用快速发展的阶段。根据互联网信息中心数据显示，互联网新闻市场已经形成庞大的用户规模，截至2016年6月，互联网新闻用户已达5.79亿户，最近半年网民使用比例为81.6%，每天上网看新闻的网民比例高达61.9%，其中，财经新闻占网民评论新闻的20%，占网民转发新闻的16.3%^①，这反映出通过互联网了解新闻资讯已成为网民的日常习惯，互联网新闻已成网络高频应用。新的信息技术为网络新闻传播带来了巨大深远的影响，原有单一、线性的传播形态被彻底颠覆，网络新闻传播的影响力从广度到深度都前所未有地得到了提升。同时，互联网渗透网民的日常生活日益加深，移动端即时

^① 数据来源于互联网信息中心发布的《2016年中国互联网新闻市场研究报告》。

便捷的特征满足了用户获取新闻资讯的信息需求,网络媒体已成为网民获取信息、表达观点的重要渠道,也为同为网民身份的中小投资者获取公司或市场信息、增强其知情权、改进投资决策起到了极其重要的作用。

与此同时,互联网的迅速发展还推动了中小投资者在公司治理中更为积极地行使表决权。虽然自2004年起,我国深交所就发布了《上市公司股东大会网络投票实施细则》,并持续修订至2016年,以维护中小股东表决权,为中小股东更好地参与公司治理创造条件。但事实上,在互联网尚未完全普及的早期,网络投票对于绝大多数中小投资者都存在一定障碍,网络使用成本和网络风险问题使得这一便利的治理方式变得可望而不可即。而数据表明,从2009年开始,我国移动互联网和智能终端进入了突飞猛进的发展阶段,这一时期无论是网络使用费还是终端购置费均逐年下降,再加上网络基础设施的不断完善和网络风险控制技术的不断革新,越来越多的中小投资者得以通过网络投票参加股东大会行使表决权,中小股东积极地参与公司治理成为可能。

因此,在互联网及网络媒体飞速发展的背景下,中小股东的治理成本大幅降低。网络关注下中小股东能否成为新的治理主体?其治理效应如何?显然,现有理论和大多数经验研究忽视了网络这一重要的现实背景,因为缺乏有力的经验证据而无法回答前述问题。因此,本研究将为此展开探索寻找相关经验证据。

1.1.2 研究意义

有效地保护中小股东权益在于良好的公司治理机制。为此,需要多种因素一起作用。一方面,公司控股股东和管理层需要勤勉尽责,另一方面,中小股东也要积极介入,维护自身权益。而网络的发展为中小股东提供了一个便利参与治理的契机。网络关注使得中小股东获得了必要的决策信息,使其能够更为理性地使用“用手投票”(通过互联网进行股东大会投票)或者“用脚投票”(通过网络进行股票交易)的方式发挥其公司治理作用、约束和限制大股东的不当行为。因此,我们认为无论在理论研究还是指导现实方

面,基于网络关注视角研究中小股东治理行为的问题都具有研究意义。

(1) 理论价值

首先,探讨投资者网络关注对中小股东治理参与的影响,将投资者关注理论延伸到解决公司治理问题上,能够拓宽投资者关注理论的应用范围。本研究从公司治理角度,将投资者网络关注以及中小股东治理参与二者之间形成逻辑关联,理论分析并实证检验影响效应及作用机制,深刻揭示网络关注对中小股东治理行为产生影响的深层次原因。

其次,立足于互联网新环境,研究中小股东公司治理行为对两类代理成本的影响,能够进一步丰富公司治理理论和股东积极主义理论。现有文献在中小股东的公司治理作用问题上存在着一定的偏见和分歧。本研究通过对中小股东治理是否能够降低代理成本进行检验,发现来自新形势下的重要经验证据,以增加公司治理机制相关研究积累,并为后续研究提供基础。

(2) 现实意义

完善公司治理机制、加强投资者保护对于完善我国资本市场具有极为重要的现实意义。本研究有助于相关部门对网络关注下的中小投资者治理行为进行正确的认识和理解。此外,本研究所取得的结论对于资本市场监管部门、资本市场的投资者、上市公司和其他利益相关者都具有极为重要的实践价值。

首先,对资本市场监管部门而言,本书的研究结论为其在制定资本市场的监管法规和优化制度安排,以便于中小投资者参与公司治理,提供了丰富的理论依据和翔实的经验证据。此外,对于研究所表明的网络关注的治理作用,市场监管者应当重视网络的作用,深化、细化市场监管,严格约束市场违法违规的行为,并借助网络的力量创新投资者保护和监管机制。

其次,对于市场参与主体的上市公司而言,相关研究结论证实:网络关注会以一种无形监督的方式形成“外部的非正式治理”效应,形成对中小投资者参与公司治理“吸引力”,公司在内外两种治理效应下,有助于对其控制人和管理层的约束,重视中小投资者的利益,减少对投资人利益的侵害。

最后,对于中小股东来说,本书的研究结论能够帮助其肯定自身参与公司治理的积极意义,增强其治理行为对公司内部人利益侵占的约束能力。此

外,还可有助于强化他们对网络媒体的认知和关注度,借助网络媒体信息有效识别上市公司。

1.2 国内外研究动态综述

本书主要研究网络关注下的中小股东治理行为,这其中探讨了“网络关注对中小股东治理行为的影响”和“中小股东治理行为对其利益的保护”两个具体问题。而投资者网络关注实质上是以网络媒体为载体而衍生出来的一种治理机制,因此,本研究主要梳理了“中小股东治理行为的影响因素”“中小股东的治理效应”以及“投资者关注对中小股东治理行为的影响”三个方面的文献。

1.2.1 中小股东治理行为的影响因素研究

随着互联网环境的剧变,李维安(2014)认为,传统的公司治理模式也随之发生了重大变革——中小股东等积极治理主体应运而生,公司治理成本大幅降低,新的治理手段开始出现,信息自披露和非官方披露得到强化。此外,从逻辑上判断,中小股东作为被大股东利益侵占的对象,对其自身利益的保护本就有着最为直接的诉求。因此,近年来,中小股东参与公司治理逐渐引起社会各界的关注,有关中小股东治理行为的影响因素和形成机制的研究也在逐渐兴起。由于国内外的制度环境和股权结构存在巨大差异,中外学者在对中小股东治理行为的影响因素的研究上也存在较大区别。

(1) 国外相关文献回顾

由于国外二级市场以机构投资者为主,个人投资者仅占极少比例,因此,国外学者主要以机构投资者为对象进行了研究,并且与此类问题相关的研究主要体现在股东积极主义方面的文献中(Chen et al., 2010)。股东积极主义的影响因素主要包括公司层面因素、积极主义者因素和环境特征因素三大类,但其中绝大多数实证研究集中于公司层面因素,并使用了代理理论

框架 (Goranova, Maria Ryan & Lori Verstegen, 2014)。因此, 考虑到本书的研究重点, 此处仅讨论公司层面因素。

许多学者都将公司规模和业绩作为股东积极行为的影响因素进行了检验。他们的研究结果表明, 积极的股东更倾向于以那些股票市场表现次优的公司为目标公司 (Bradley et al., 2010; Ertimuretal., 2011; Smith, 1996)。但也有研究表明, 以大公司为目标时, 股东的积极行为往往能够创造更多的价值 (DelGuercio & Hawkins, 1999), 因为大公司对于股东而言更加难以被有效监督, 因而更容易招致代理问题。还有研究发现, 公司规模、负债水平和机构投资者数量与股东行为正相关, 而公司业绩与治理行为负相关 (Karpoff, Malatesta & Walking, 1996)。史密斯 (Smith, 1996) 也认为, 公司规模和机构投资者所有权与股东积极参与正相关。但是, 对冲基金不同于其他积极股东, 因为它偏好收益更高、财务更健康的公司 (Brav et al., 2008; Klein & Zur, 2009)。有研究表明, 公司的盈利能力和现金持有量与对冲基金的积极行为正相关, 而负债水平与之负相关 (Klein & Zur, 2009)。此外, 还有学者发现, 公司的资产流动性、Tobin's Q 值、杠杆率以及研发费用都与对冲基金的参与行为负相关 (Edmans, Fang & Zur, 2013)。

在以公司治理为导向的因素中, 作为股东和经理之间的利益一致程度的代理变量——经理持股水平也是被研究得较多的因素之一 (Ryan, Buchholtz & Kolb, 2010)。有着较高持股水平的经理被认为能够更多地为其决策后果负责, 因此, 经理持股水平较高的公司也不容易吸引积极股东 (Faleye, 2004)。布雷夫等 (Brav et al., 2008) 研究发现, 对冲基金的目标和市场价格、Tobin's Q 值以及股利负相关, 但是与机构投资者持股以及治理评分正相关。此外, 公司业绩和经理薪酬之间的失调也会引起股东的不满, 因为它意味着丧失了缓解代理问题的机会 (Ertimuretal., 2011; Ferri & Sandino, 2009; Cai & Walkling, 2011)。蔡和沃克林 (Cai & Walkling, 2011) 研究发现, 公司规模、忙碌的独董、独立的机构持股以及与业绩相关的薪酬敏感度都与股东参与行为正相关。然而, 薪酬激励可能并不足以解决代理问题, 甚至会引发新的问题 (Ferri & Sandino, 2009), 因此, 董事会和股东的监督便成为了必要。

此外,部分学者还认为,独董也是公司层面的一个重要的影响因素。独董越多,可能会制约经理的代理能力(Beatty & Zajac, 1995),并且从股东利益出发进行更多监督(Desai, Kroll & Wright, 2005)。但有趣的是,学者们发现,有着更多独董的公司似乎更能吸引积极股东(Ertimur et al., 2011)。CEO薪酬、公司规模和董事独立性都与股东积极行为正相关,而公司绩效和利益侵占指数与之负相关(Ertimur et al., 2001)。

(2) 国内相关文献回顾

不同于国外二级市场的投资者构成情况,国内二级市场以个人投资者的“散户”为主,因此,国内学者大多对此问题以个人投资者作为中小股东进行了研究。这类文献中有一部分学者采用了理论研究或案例研究法。徐向艺(2004)通过理论分析认为,除司法救济制度之外,股东的投票权(用手投票)和退出权(用脚投票)是其在公司治理活动中实现收益、对代理人进行控制的两种手段,并指出网络技术的进步对中小股东参与公司治理具有激励作用。郑秀田(2015)通过理论模型分析认为,中小股东的行为选择会受到中小股东对上市公司的持股比例、监督成本、存在或不存在中小股东监督时的上市公司治理结构完善概率、中小股东抛售公司股票时遭遇价格下降的损失、为重新寻找适合的投资渠道所需要投入的成本等众多因素的影响。张玮玮(2015)通过案例研究发现,互联网环境下,中小股东的信息劣势地位和监督成本较高的问题得到了缓解,提高了其参与公司治理的积极性,而这一功能的充分发挥还需要管理层和大股东的配合。虽然,理论研究可以为实证研究起到重要的理论支撑作用,但依然存在研究结论缺少经验证据的缺陷。而案例研究的结论也无法适用于大样本,因此,其研究的有效性和适用性仍有待检验。

而另一些学者选择使用实证研究法对中小股东治理行为的影响因素进行探讨,但是受制于网络投票直接数据的非公开性,国内此类文献非常有限。这其中,黎文靖、孔东民等学者的一系列研究较有代表性。黎文靖、孔东民等(2012)研究发现,当控股股东存在严重的代理问题,而在该上市公司中机构投资者具有较高的持股比例,中小投资人参与网络投票的比例就会较高。此后,黎文靖、孔东民等(2013)还发现,当上市公司的信息透明度水平与中

小股东投票的积极性负相关时,中小投资人参与投票的比率也会受到股权结构的影响,并且当信息越不透明时,前述的负相关关系更趋显著。

公司股权结构也会影响中小股东的投票参与率,且在信息透明度更差的公司更显著。孔东民等(2013)进一步发现,公司治理水平与中小股东的网络投票参与率负相关,投资者情绪与中小股东的网络投票参与率正相关。此外,汪炜、叶建宏(2015)的研究结果表明,投票议案的信息不对称程度和利益相关性是投资者参与投票的重要动因。

(3) 对现有文献的评述

上述国内外研究对揭示中小股东治理行为的影响因素起到了不可或缺的作用。国外的相关文献较为丰富,但由于制度环境和公司股权结构特征上的差异,其结论在我国的适用性有待进一步检验;国内研究起步较晚,并且许多文献研究样本区间涉及了全流通之前,中小股东投票权尚未具有完备性^①,因而研究结论的时效性受到影响;此外,国内外大多数文献只是侧重于从积极治理方式(如用手投票)的角度进行探讨,较少将“用手投票”和“用脚投票”两种方式纳入同一个治理框架内进行考虑,对二者关系的探讨也显得不足;在互联网日趋普及的背景下,网络信息大大降低了中小股东的监督成本,信息不对称程度减弱,这相当于放松了许多传统文献中中小股东的监督成本和治理成本较高的隐含假设,也使得上述部分公司治理文献对现实世界的解释力受到限制。

基于此,以互联网普及环境为背景,对中小股东的两种治理行为的影响因素进行探讨,是在新形势下对既往研究的重要补充和完善,也是我国互联网新环境下的中小股东维护自身权利的理论指导,对提升投资者信心和资本市场活力有着重要的现实意义。

1.2.2 中小股东治理效应研究

赫希曼(Hirschman, 1970)较早地提出了股东的发声和退出策略,其

^① 根据李雪峰(2003)对于中小股东投票权完备性的观点,在当时的时代背景下,中国并不存在真正意义上的接管机制且市场投机具有一致性,因此,股东“用脚投票”的权利并不完备。