

【公司金融】

中小股东诉讼的治理效应研究

——基于大股东利益侵占的证据

陈运森 于 耀 赵瑞瑞

【摘 要】本文立足中国特色现代资本市场的重要私人实施机制,手工搜集上市公司中小股东诉讼数据,检验中小股东诉讼的实际治理效应。结果发现:上市公司中小股东诉讼具有增量治理效应,能够显著抑制大股东利益侵占行为。分析中小股东诉讼强度发现,原告涉案人数、涉案金额以及案件关注度越高,治理效应越强;此外,中小股东诉讼的治理效应因企业内部股权结构、治理特征、外部治理环境和所处行业特征的不同而变化。事件研究发现,被中小股东诉讼的公司股价会经历显著的下跌,而市场反应越负面,中小股东诉讼的治理效果越明显。基于中小股东诉讼特征分析发现,当中小股东诉讼的案件诉由直接与大股东利益侵占相关、被告包含公司的大股东、受理法院是金融法院时,对大股东利益侵占行为的治理效果更为显著。最后,法律基础建设对提升中小股东诉讼的治理效应具有促进作用。本文结果表明中小股东诉讼对大股东利益侵占具有实际的治理作用,为完善中国特色现代资本市场监管及投资者保护提供了启示。

【关键词】股东诉讼;证券监管;投资者保护;大股东利益侵占

【作者简介】陈运森,中央财经大学会计学院、中央财经大学中国管理会计研究与发展中心;于耀,中央财经大学会计学院;赵瑞瑞(通讯作者),北京化工大学经济与管理学院。

【原文出处】《管理世界》(京),2024.12.200~215

【基金项目】本项研究得到国家自然科学基金“随机监管的资本市场经济后果及监管联动性研究:基于证监会双随机检查的准自然实验”(基金号:72272168)、北京社科基金青年学术带头人项目“证券监管效率提升与企业高质量发展”(基金号:24DTR029)的资助。

一、引言

中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》,明确要求“健全投资者保护机制”以及“完善大股东、实际控制人行为规范约束机制”。保障广大中小股东合法权益是中国特色现代资本市场的必然要求,更是践行党的二十大“坚持以人民为中心的发展思想”的重要举措。2023年党中央、国务院颁布《党和国家机构改革方案》组建国家金融监督管理总局,加强和完善现代金融监管并履行投资者保护职责便是落实以人民为中心重要体现。目前,中国资本市场投资者已达2.25亿,中小投资者占比超99%,保护广大中小投资者的合法权益

已成为资本市场监管的重中之重,也是证监会最重要的中心任务^①。以证监会、证券交易所等监管机构为主导的公共实施机制(Public enforcement mechanism)受限于监管资源有限与执法力度不足,难以充分发挥作用(段等,2024)。而中小股东诉讼作为典型的私人实施机制(Private enforcement mechanism),通过市场主导的社会监管手段,有力地补充了公共实施机制的监管效能,这对于深化金融体制改革、完善资本市场监管体系建设具有重要作用(伦诺克斯、吴,2022)。在投资者保护相对滞后和中小股东自我维权意识薄弱的背景下(柯、张,2021),完善中小股东诉讼司法体系更是建设中国特色现代资本市场私人实施机制的核心任务,对推动证券市场高质量发展具有

关键性作用。然而,尽管证券监管机构和资本市场各方参与者高度重视如何提升中小股东诉讼的有效性,学术界却未予以充分关注和重点讨论。现有的股东诉讼治理效应研究主要集中在发达资本市场中股东与管理层之间的代理问题上,而对于社会主义市场经济条件下资本市场中大股东与中小股东之间的代理问题,相关研究仍然不足。本文聚焦于中国制度背景下第二类代理问题,探究在公共实施机制日益发展的资本市场中,以中小股东诉讼为代表的私人实施机制对大股东利益侵占的增量治理效果。

如何审慎监督大股东利益侵占行为一直是投资者保护和证券监管的重点工作,是维护资本市场健康发展的关键任务。2022年国务院金融工作情况报告强调要加强大股东行为监管,坚决纠正违规关联交易。2023年国务院办公厅出台的《关于上市公司独立董事制度改革的意见》强调对关联交易进行监督,重点保护中小股东合法权益。证监会与交易所近年来也采取多项措施治理大股东利益侵占行为,其中2022年证监会全年办理案件603件,将“掏空”行为作为重点打击对象,办理大股东资金占用、违规担保案件64件。虽然监管机构的执法强度与执法效率不断提升,但是受限于公共实施机制的固有限制,大股东利益侵占事件依旧频发。例如,创业板一代“股王”乐视网连续7年未依法披露与大股东相关的关联交易与担保信息,2021年5月,11名中小股东提起诉讼,然而截至2023年6月此案尚在审理之中,可见中小股东“股少言轻”的地位可能较难逆转(黄泽悦等,2022)。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的规定(五)》的规定,关联交易需要满足程序合法合规和交易条件的公允性,且以实质正当为最终判断标准。这表明即使大股东的关联交易符合公司章程规定的程序要求,但如果交易实质上损害了股东利益,中小股东也可提起诉讼,这扩大了中小股东诉讼的适用范围,将因关联交易实质损害公司利益的行为纳入可诉范畴。2023年《中华人民共和国公司法》(以下简称新《公司法》)在股东权益保护方面新增和完善多项规定,对于中小股东的权益保护具有重大影响。然而,保护中小股东权益不能仅仅停留在立法层面,更应当体现在法

律的适用过程中。这需要广大中小股东积极行使自己的权利,维护自己的合法权益。本文通过中小股东诉讼数据实证检验其对大股东利益侵占的影响,有利于推动国内中小股东诉讼的发展。

从理论上来说,中小股东诉讼是针对大股东为自身利益而损害中小股东利益行为的司法追责手段,是中小股东自我维权的最后一道保障(辛宇等,2020)。相对于以证监会、证券交易所等监管机构为主导的公共实施机制,中小股东诉讼以市场机制为载体,由中小股东自愿发起,具有灵活性、独立性等市场特性(杰克逊、罗,2009)。然而,中小股东诉讼是否能震慑大股东的利益侵占行为在理论上尚未得到一致结果。一方面,中小股东诉讼作为事后司法追责方式,对大股东利益侵占行为具有直接的司法裁决震慑作用(拉波塔等,1998;郑等,2010)。其次,中小股东诉讼的兴起促进了内部信息流动,使得大股东的侵害行为更容易被察觉和监督。再次,诉讼引发的社会关注和负面舆论会损害大股东的市场声誉,进一步抑制其侵占动机。最后,基于信号理论,中小股东诉讼会引发其他投资者和分析师的热议和关注,他们会通过外部监督挖掘私有信息,抑制大股东的利益侵占行为。因此,中小股东诉讼作为一种私人实施机制,能够对大股东利益侵占行为产生治理作用。而另一方面,中小股东也可能因“股少言轻”导致其弱势地位无法改变,加之其缺乏专业知识难以撼动大股东的利益(孔东民、刘莎莎,2017)。值得注意的是,薄弱的诉讼文化和地区司法环境也可能削弱中小股东诉讼司法裁决的震慑作用(柯、张,2021)。综上,中小股东诉讼能否抑制大股东的利益侵占行为是一个具有研究张力的实证问题。

本文手工搜集了2007~2021年上市公司公告中有关中小股东诉讼的数据,并对诉讼案件特征进行细分,考察不同案件特征对于大股东利益侵占的影响,探究其治理效应的异质性结果。通过构建公司一年度双向固定效应的多期双重差分模型(Staggered DID),本文发现:中小股东诉讼能显著抑制大股东利益侵占行为,相比于没有被中小股东诉讼的企业,被中小股东诉讼的企业大股东利益侵占行为至少下降17.94%。同时,诉讼的原告涉案人数、涉

案金额以及案件关注度越高,中小股东诉讼对大股东利益侵占的治理效应也越强。基于内部股权结构特征发现:当公司股权结构为单一大股东和股权制衡度较低时,中小股东诉讼的治理效应更显著;基于内部治理特征发现:当公司两权分离度与信息不对称程度越高时,中小股东诉讼对大股东利益侵占的抑制作用越明显;基于外部治理环境特征发现:当媒体监督程度越高、地区法治水平越好时,中小股东诉讼对大股东利益侵占的抑制效果越明显;当公司所处行业属于高诉讼风险行业时,中小股东诉讼的治理效应更明显。中小股东诉讼的事件研究表明,当公司被中小股东诉讼后,股价会经历显著下跌,且市场反应越大,对大股东利益侵占的治理效果越明显。基于中小股东诉讼特征的分析发现,当案件诉由直接与大股东利益侵占相关、被告包含公司的大股东、受理法院是金融法院时,中小股东诉讼对大股东利益侵占的抑制作用更明显;《中华人民共和国证券法》(以下简称新《证券法》)的实施对提升中小股东诉讼治理效应具有积极作用。最后,本文通过机器学习、双重机器学习、培根分解、堆叠 DID(Stacked DID)、工具变量等一系列稳健性检验,排除潜在的内生性、行政处罚前置、双向固定效应下双重差分估计量偏误以及中小股东诉讼案件重叠等问题,以保证结论的稳健可靠。总体而言,中小股东诉讼作为中国特色现代资本市场的私人实施机制,有效缓解了中小股东与大股东的代理冲突,是补充公共实施机制和完善资本市场监管的重要手段。

本文的潜在贡献如下:首先,本文基于中国特色现代资本市场,探究了在第二类代理问题突出的情况下中小股东诉讼的治理效果。在中国,中小股东诉讼虽然作为私人实施机制的一部分,但因法律制度起步晚和“股少言轻”等因素,其效果备受质疑(林,2016;柯、张,2021;段等,2024)。现有股东诉讼研究也多基于成熟资本市场股东和管理层利益冲突的第一类代理问题,这与中国资本市场下突出的第二类代理问题完全不同(伦诺克斯、吴,2022),且研究结论也存在争议(霍普金斯,2018;杨等,2021;多纳尔森等,2022b)。而目前中国资本市场的研究主要聚焦于对投服中心(半公共一半私人实施机制)所主

导的股东诉讼进行事件研究(李娜等,2022)或者少数个案的案例研究(辛宇等,2020)。其核心逻辑是基于公共监管主导下的股东干预,本质是公共实施机制的威慑力(陈运森等,2021)。在公共实施机制日益完善的“强监管”背景下,探究中小股东诉讼的治理效应更符合中国资本市场的实际需求。

其次,本文从不同于已有中小股东研究的角度,提供了关于大股东利益侵占治理效果的实证证据。在新兴资本市场中,已有研究主要集中于中小股东参与股东大会和异议投票对大股东利益侵占的影响(李,2021;黄泽悦等,2022),然而这两种方式与中小股东诉讼在事件性质、监管途径等层面存在较大差异。参与股东大会与异议投票是中小股东常态化参与公司治理的方式,属于事前与事中监管,而中小股东诉讼体现的是正式制度下的司法介入,是惩戒违法违规行为的最后一道防线,具有强制性和事后监管作用,尤其在公共实施机制和法律基础建设逐渐完善的背景下,事后监管的法律震慑作用尤为凸显(伦诺克斯、吴,2022)。

最后,本文的结论具有重要的政策启示。党的二十届三中全会发布的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》明确强调了“完善大股东、实际控制人行为规范约束机制”和“健全投资者保护机制”,本文发现中小股东诉讼作为中国特色现代资本市场的私人实施机制,在现有公共实施机制的基础上,可以充分发挥市场机制的灵活性,对大股东进行有效的监督。结论直接响应了党的二十届三中全会精神以及2024年证监会等六部门发布的《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》中提出“加大对控股股东、实际控制人组织实施财务造假、侵占上市公司财产等行为的刑事追责力度”的号召,为监管部门如何建设中国特色现代资本市场的监管体系提供了重要启示。

二、制度背景与文献回顾

(一)制度背景

中小股东诉讼是“法与金融”领域重点关注的一种旨在保护中小股东利益的法律安排(拉波塔等,1998;林等,2021;郭锋,2023)。本文结合法理层面、监管机构层面以及法与金融文献3个层面来对中小

股东诉讼进行详细定义。具体而言:《公司法》与《证券法》赋予全体股东提起诉讼的权利。监管机构的官方文件明确将中小股东定义为“除公司董事、监事、高级管理人员以及单独或者合计持有公司5%以上股份的股东以外的其他股东”,并将中小股东保护列为证券监管的重中之重。因此,本文界定中小股东诉讼是指除上市公司董事、监事、高级管理人员以及单独或者合计持有公司5%以上股份的股东以外的其他股东,在其自身合法权益受到侵害时,依据法定程序对公司或大股东提起的诉讼^②。其目的在于利用司法手段追究相关责任人的责任,追回合法赔偿,保护股东自身利益。

1993年颁布的《公司法》标志着中国资本市场股东诉讼的法律体系建设从无到有。2003年最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》表示:“投资人以自己受到虚假陈述侵害为由,依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书,对虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼,符合民事诉讼法第一百零八条规定的,人民法院应当受理。”2005年,修订后的《公司法》与《证券法》明确了股东诉讼的法律地位和适用条件。2020年3月,新《证券法》的实施完善了股东诉讼制度的基础,新增投资者保护章节强调维护中小股东的诉讼权利。2022年1月最高人民法院《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》指出“人民法院不得仅以虚假陈述未经监管部门行政处罚或者人民法院生效刑事判决的认定为由裁定不予受理”。这项法律修订标志着诉讼前置程序的正式取消,降低了中小投资者维护自身权益、提起诉讼的门槛。根据本文统计,行政处罚与提起诉讼之间平均间隔超过两年。行政处罚作为一种外部监管手段,其影响力可能随着时间推移而衰减,而后续的中小股东诉讼可以有效弥补因间隔时间过长所导致的震慑效果衰减。因此推动中小股东诉讼以补充行政监管效力尤为重要。《管理世界》网络发行版附录附表1归纳了股东诉讼制度的发展历程。

尽管股东诉讼制度自2005年正式纳入法律体系,但案件数量未见明显增长。实践中,符合民事赔

偿条件的案件起诉依然困难,原因在于中小股东法律知识和维权意识不足(黄辉,2013;孔东民、刘莎莎,2017;陈德球、胡晴,2022;黄泽悦等,2022)。诉讼门槛高导致多数侵权案件无法立案,即使立案,维权成本高、诉讼时间长、维权程序烦琐等问题仍然阻碍中小股东维权。直至党的十八大之后,《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》等政策强调完善投资者保护组织体系,随着公共实施机制和法律基础建设的逐步完善,中小股东的维权意识也在不断增强,标志着以中小股东诉讼为代表的中国特色现代资本市场的私人实施机制正在逐步建立。《管理世界》网络发行版附录附表2展示了2007~2021年非金融上市公司中小股东诉讼案件数量趋势的变化。

(二)文献回顾

证券监管执法手段主要分为公共实施机制的行政手段、私人实施机制的市场手段和“半公共—半私人”实施机制的综合手段:已有研究对以问询函为代表的公共实施机制的有效性和治理效应展开大量研究(陈运森等,2019;李晓溪等,2019)。同时,陈运森等(2021)以投服中心为切入点,证实了“半公共—半私人”实施机制在中国资本市场的有效性。然而随着中国资本市场的不断发展,公共实施机制和“半公共—半私人”实施机制在行政监管资源方面的问题逐渐暴露,无法及时有效地覆盖所有违规行为,因此需要以市场为基础的私人实施机制积极参与,提升执法效率。

拉波塔等(1998)认为,允许股东对上市公司提起诉讼是股东维权的重要前提。尽管近年来中国中小股东诉讼有所增加,相较于美国等成熟资本市场,数量仍不足。现有私人实施机制的研究聚焦于参与股东大会以及异议投票对大股东利益侵占行为的影响(李,2021;黄泽悦等,2022)。然而,中小股东诉讼与参与股东大会在事件性质上存在显著差异:前者通过司法途径介入公司治理,具有强制性和正式性;后者则是常态化的权利行使,反映的是日常参与公司治理。聚焦于正式制度框架下的私人实施机制运作效果更能体现证券监管对大股东利益侵占的抑制作用,有助于推动公司治理向更加公平的法律和司法

判决方向转变,以此完善证券监管制度建设。

现有关于股东诉讼的研究主要聚焦于第一类代理问题突出的发达资本市场:学者们利用法律环境变化的外生冲击研究股东诉讼的治理效应(布尔沃等,2018;杨等,2021),但研究场景的内生性使得其结论有效性存在争议(多纳尔森等,2022b)。另外有一批学者利用股东派生诉讼和集体诉讼研究股东诉讼的治理效应,发现其在提升董事会治理能力等方面具有显著的积极作用(费里斯等,2007;郑等,2010;麦克蒂尔、沃尔德,2011;布罗切、斯里尼瓦桑,2014)。综上,现有股东实际诉讼的治理文献主要探讨其对于董事和高管的治理效应,体现了第一类代理问题的本质。但是,在私人实施机制发达的成熟资本市场中发现的研究结论可能不会延伸到中国弱私人实施机制的资本市场,需要基于以公共实施机制为主导的中国制度背景,分析中小股东诉讼的有效性(伦诺克斯、吴,2022)。目前,中国资本市场上的股东诉讼研究主要对投服中心(半公共一半私人实施机制)所主导的股东诉讼进行事件研究(李娜等,2022)和案例分析(辛宇等,2020),缺乏基于中小股东诉讼的实证研究。而中国资本市场股权高度集中,大股东凭借控制权优势侵占中小股东利益,导致中国第二类代理问题更为突出(姜等,2010),中小股东诉讼在中国是否对大股东利益侵占行为具有治理效应有待商榷。

三、理论分析与研究假设

中小股东诉讼作为一种私人实施机制,能够在震慑不当行为、解决纠纷、保护中小股东利益等方面发挥独特的治理效应。本文预期中小股东诉讼可以通过司法裁决的震慑效果直接抑制大股东的利益侵占行为:首先,中小股东诉讼是针对严重侵害中小股东利益行为的事后司法追责方式。当中小股东的合法权益受到侵害时,可以依法向人民法院提起诉讼,进行追责(郑等,2010)。在中国新兴资本市场中,由于股权结构的高度集中,大股东往往通过关联交易等方式侵占中小股东的利益。这种侵权行为正是引发中小股东诉讼的重要原因。根据约束假说(Disciplining hypothesis),中小股东诉讼的司法追责特性会惩戒和威慑违法违规行为实施者(林等,2021)。当公

司被中小股东诉讼后,司法机关和中小股东将深入调查关联交易等利益侵占行为,大股东及其他责任人将承担相应的法律责任。出于对司法追责的畏惧,大股东侵占中小股东利益的动机降低。因此,中小股东诉讼的法律惩戒作用会直接抑制大股东利益侵占行为。

其次,随着中小股东诉讼的不断发展和股东维权意识的觉醒,中小股东群体内部的异质性和专业性也相应增强。这种变化促进了信息的流动和处理,使得中小股东对大股东侵害行为有了更清晰的认知。因此,大股东利益侵占行为被察觉的可能性增加,迫使大股东减少利益侵占行为(黄泽悦等,2022)。尤其是在企业违规行为被揭露后,中小股东通过挖掘信息起诉大股东,降低了内部人信息优势,揭示了大股东所隐藏的负面信息。

最后,中小股东诉讼作为司法事件,具有显著的传播效应,引起社会的广泛关注(多纳尔森等,2022a)。企业和大股东非常重视其在市场中的声誉。声誉受损会带来一系列负面后果,可能导致投资者信心下降、股价下跌,甚至引发监管机构的进一步调查和处罚(辛清泉等,2013;辛宇等,2020)。此外,法院的判决可能导致大股东承担经济赔偿,进一步削弱其对公司的控制力。为了规避这些负面影响,大股东可能会主动减少其利益侵占行为,以避免被诉讼和曝光(拉波塔等,1998)。因此,中小股东诉讼的威慑作用通过增加大股东的行为成本,促使其行为更加规范。

中小股东诉讼也可能通过间接的信号作用,向外部利益相关者传递监管信号,引发机构投资者、其他中小股东、分析师对公司治理问题的关注与监督,具体而言:机构投资者更倾向于选择长期投资策略,且拥有更多的信息优势、人才优势、资源优势,有更强的动机去治理公司来获得长期收益。因此,当上市公司被中小股东诉讼后,机构投资者不会选择“用脚投票”,而是更加积极地参与公司治理,促进企业的长期发展,以避免再次违规或被起诉。对于其他中小投资者而言,在股东意识不断觉醒和加强股东权利保护的背景下,他们会通过参与股东大会行使投票权,监督大股东的关联交易等利益侵占行为,提

高公司治理水平(黄泽悦等,2022)。最后,分析师会重点跟踪被起诉公司以防止因错误荐股而带来的风险。中小股东诉讼是资本市场长期关注的热点话题,公司被中小股东诉讼后,分析师不断挖掘公司私有信息(艾斯梅尔等,2023),降低内外部投资者的信息不对称程度,加强外部监督以抑制大股东利益侵占的动机(多纳尔森等,2022b)。基于上述分析,本文提出以下假说:

H1a: 中小股东诉讼具有治理作用,能够抑制被诉讼公司的大股东利益侵占行为。

但另一方面,中小股东的应诉能力不足、诉讼文化的缺乏以及司法执法的不足,可能共同削弱中小股东诉讼的治理效果(林,2016),导致大股东继续进行利益侵占行为。首先,由于缺乏专业知识和资源,中小股东往往难以对抗拥有专业法律团队支持的企业和大股东,导致“法律资源不对等”。这种能力和资源上的不对等使中小股东在庭审和维权的过程中受到压制,他们的合法权益难以得到充分的法律保护(柯、张,2021)。其次,与大股东的控制权优势相比,中小股东“人微言轻”使他们即便在诉讼中胜诉,也无法对企业决策产生实质性影响(孔东民、刘莎莎,2017;陈德球、胡晴,2022;黄泽悦等,2022)。胜诉后,即使获得了赔偿,中小股东在公司治理中的弱势地位未得到实质性改变,仍可能面临大股东的漠视。这使得赔偿成为一种“表面的修复”,中小股东诉讼的威慑力被削弱。最后,中国的诉讼文化与司法执法效果也可能影响诉讼的效果。中国的资本市场仍然处于快速发展和完善阶段,诉讼文化和其他私人实施机制尚不成熟(柯、张,2021;段等,2024)。并且地方法院在审理中小股东诉讼时倾向于保护公司利益,削弱了中小股东诉讼的威慑效果(潘越等,2022)。当地区司法执法效果不佳时,中小股东诉讼的司法追责威慑效果也会被削弱。基于上述分析,本文提出以下假说:

H1b: 中小股东诉讼不具有治理作用,无法抑制被诉讼公司的大股东利益侵占行为。

四、研究设计

(一)样本和数据来源

本文手工搜集了2007~2021年上市公司重大诉

讼公告中涉及中小股东诉讼的数据,初始样本包括728件诉讼涉案数据^③,根据中小股东诉讼标准筛选后得到631件中小股东诉讼案件。由于同一公司的两例中小股东诉讼可能时间间隔较短,案件重叠可能会对结论带来一定噪声。因此,为了更准确地观测中小股东诉讼的治理效应,对于同一个公司而言仅保留第一起中小股东诉讼案例(多纳尔森等,2022a;库比克、汤因比,2023)。在仅保留每家上市公司首次被中小股东诉讼的案件后,得到147家上市公司的147件中小股东诉讼案件^④。同时保留了中小股东首次诉讼事件前后3年的数据,这样既不会存在观察窗口过短导致识别不足的问题,也不会带来因观察窗口过长导致其他事件影响带来的噪声,同时还可以对中小股东诉讼治理效应的持续性进行检验(邓等,2014;游家兴等,2023)。去除金融、保险行业,退市和相关数据缺失的观测值后,最终得到20571个公司一年度观测值。为减少极端值的影响,对所有连续变量进行上下各1%的缩尾处理。

(二)模型与变量定义

考虑到各公司存在的固有特征可能会影响关联交易,本研究在回归模型中采用了公司个体固定效应。通过此方法,模型在估计解释变量对关联交易行为的影响时,能够有效控制每个公司不随时间变化的特征。同时,为了控制不同公司之间与时间相关的不变的特性或影响,本文在模型中控制时间固定效应。综上,本文使用公司一年度双向固定效应的多期DID模型检验中小股东诉讼对大股东利益侵占的影响,如模型(1)所示:

$$RPT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SL_{i,t} + \sum Controls_{i,t-1} + \mu_i + \omega_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

根据邓等(2014)、多纳尔森等(2022a)、陈克兢等(2022)、库比克和汤因比(2023)、游家兴等(2023)的研究,解释变量中小股东诉讼(SL)为公司*i*首次发生中小股东诉讼事件当年及之后赋值为1,在中小股东诉讼发生前赋值为0。诉后(诉前)期为中小股东诉讼发生起(前)3年期间。稳健性检验中改变诉前和诉后窗口期并不影响结果。SL相当于经典DID模型中的Treat×Post,其中Treat是样本期内上市公司是否被中小股东诉讼过的虚拟变量,Post为是否处于被中小股东首次诉讼后年份的虚拟变量,由于Treat和Post

分别被公司固定效应和年度固定效应吸收,无须单独控制 Treat 和 Post。关键解释变量 SL 的设定示意图如图 1 所示。

借鉴余明桂和夏新平(2004)、姜付秀等(2015)、侯青川等(2017)、霍普和路(2020)的相关研究,大股东利益侵占(RPT)采用上市公司与所有关联企业的非市场定价关联交易总额占期末资产总额的比重,并经过行业中位数调整衡量^⑤。在稳健性检验中,采用以下 3 种方法衡量大股东利益侵占:剔除合作项目、许可协议、研究与开发成果、关键管理人员报酬、其他事项等 5 类交易类别的年度关联交易总额除以资产总额,并经过行业中位数调整(刘新争、高闯,2021);

异常关联交易(简、黄,2010);大股东占款(黄泽悦等,2022)。

借鉴姜等(2010)和黄泽悦等(2022)的做法,本文控制了公司基本特征和治理特征等变量。本研究中债务诉讼和公共实施机制也会对大股东利益侵占产生影响(王彦超等,2016;陈运森等,2019),所以加入债务诉讼(Loanlitigation)、行政处罚(Penalty)和非处罚性监管(Letter)作为控制变量。所有控制变量均滞后一期。变量定义如表 1 所示。

五、实证结果

(一)描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。RPT

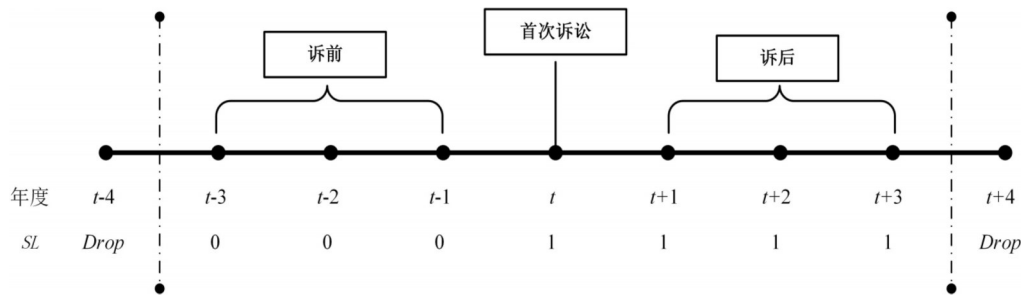


图 1 关键解释变量中小股东诉讼(SL)设定示意图

表 1 变量定义及说明

变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量		
大股东利益侵占	RPT	公司 i 在 t 年关联交易总和除以资产总额,并经过行业中位数调整
解释变量		
中小股东诉讼	SL	公司 i 首次中小股东诉讼当年及之后赋值为 1,否则为 0
原告涉案人数	SL_people	公司 i 首次中小股东诉讼的原告总人数加 1 取对数
涉案金额	SL_amount	公司 i 首次中小股东诉讼的涉案金额加 1 取对数
案件关注度	SL_attention	公司 i 首次中小股东诉讼的案件关注度加 1 取对数
控制变量		
公司规模	Size	公司 i 在 t 年资产总额取对数
上市年龄	Age	公司 i 截至 t 年已上市的年数加 1 取对数
资产负债率	Lev	公司 i 在 t 年年末负债总额除以资产总额
盈利能力	ROA	公司 i 在 t 年净利润除以资产总额
市账比	MB	公司 i 在 t 年市场价值除以账面价值
债务诉讼	Loanlitigation	公司 i 在 t 年发生的债务诉讼案件数量加 1 取对数
行政处罚	Penalty	公司 i 在 t 年受到行政处罚取值为 1,否则为 0
非处罚性监管	Letter	公司 i 在 t 年受到交易所问询取值为 1,否则为 0
第一大股东持股比例	Top1	公司 i 在 t 年第一大股东持股比例
机构投资者	Inst	公司 i 在 t 年机构投资者持股比例
董事会规模	Board	公司 i 在 t 年董事会总人数加 1 取对数
独立董事占比	Indep	公司 i 在 t 年独立董事人数占董事会总人数的比值
两职合一	Dual	公司 i 在 t 年董事长和总经理为同一人时取值为 1,否则为 0

的均值为0.133,表明样本中关联交易占资产总额的比重为13.3%,与侯青川等(2017)的结果类似。SL的均值为0.022,表明受中小股东诉讼影响的观测值占比为2.2%。Penalty和Letter的均值分别为0.020和0.073,表明当年受证监会行政处罚的样本占比为2.0%,收到交易所问询函的样本占比为7.3%。

(二)基本结果

表3报告了中小股东诉讼对大股东利益侵占影响的检验结果。根据第(1)列结果可知,中小股东诉讼(SL)的回归系数为-0.082,且在1%的统计水平下显著,并且该结果具有显著的经济意义。参考李建发等(2023)的做法,考虑到被中小股东诉讼企业关联交易的均值(标准差)为0.162(0.457),相比于没有被中小股东诉讼的企业而言,被中小股东诉讼后企业的大股东利益侵占行为下降50.62%(17.94%)^⑥。平行趋势假设是双重差分模型的重要前提,即在事件冲击前实验组和对照组的大股东利益侵占行为具有一致的变化趋势,从而确保利用双重差分模型评估事件冲击效果的恰当性和可靠性。本文设置事件发生的虚拟变量:Before3, Before2, Before1, Current, After1, After2, After3在对应的年份取值为1,否则为0。Before(After)n表示当年距离公司首次被中小股东诉讼前(后)n年。本文以中小股东首次诉讼前一年(Before1)作为基准组,检验平行趋势假定是否成立并考察动态趋势效应。由第(2)列可知,Treat×Before的系数均不显著,表明在中小股东诉讼前,实验组和对照组样本之间利益侵占行为不存在明显差异,满足平行趋势假设。公司被中小股东诉讼的当期(Treat×Current)和随后两期(Treat×After1、Treat×After2)系数显著为负,但第三期(Treat×After3)不显著,表明中小

股东诉讼对大股东利益侵占行为虽然具有明显的抑制作用,然而随着时间的推移,这种显著性不再出现,表明中小股东诉讼的治理效应可能仅限于短期内,而非具有长期的持续性。

(三)中小股东诉讼强度的影响

为了更好地刻画中小股东诉讼对不同涉诉企业强度的影响,使用连续型双重差分的研究设计探究中小股东诉讼强度对大股东利益侵占的影响(纳恩、钱,2011;李青原等,2022):

$$RPT_{i,t}=\beta_0+\beta_1Intensity_{i,t}\times Post_{i,t}+\sum Controls_{i,t-1}+\mu_i+\omega_t+\varepsilon_{i,t}$$

(2)

关键解释变量从是否被中小股东诉讼的虚拟变量(SL)改为中小股东诉讼强度(Intensity),包括公司首次被中小股东诉讼的原告涉案人数(SL_people)、公司首次被中小股东诉讼的涉案金额(SL_amount)、公司首次被中小股东诉讼的案件关注度(SL_attention)^⑦。其余变量与模型(1)相同。表4第(1)~(3)列中,原告涉案人数(SL_people)、涉案金额(SL_amount)、案件关注度(SL_attention)的系数均显著为负。以上结果表明,伴随着原告涉案人数、涉案金额和案件关注度的增加,中小股东诉讼对大股东利益侵占的抑制作用更加明显,这种做法有助于清晰识别诉讼强度的治理效果。

(四)稳健性检验与内生性问题

1. 培根分解

公司一年度双向固定效应的多期DID估计量可能会产生估计偏误(古德曼-培根,2021;贝克等,2022)。本文采用培根分解来观察估计量的偏误程度,并据此诊断该偏误在多大程度上影响最终的估计结果。具体结果如表5所示:总体DID估计量主要

表2 主要变量描述性统计

变量名称	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
RPT	0.133	0.409	-1.547	0.002	2.528
SL	0.022	0.148	0	0	1
SL_people	0.053	0.428	0	0	6.246
SL_amount	0.217	1.801	0	0	19.323
SL_attention	0.047	0.406	0	0	5.948
Loanlitigation	0.006	0.076	0	0	1.792
Penalty	0.020	0.140	0	0	1
Letter	0.073	0.260	0	0	1

表3 中小股东诉讼与大股东利益侵占:基准回归

变量	(1)	(2)
	RPT	RPT
SL	-0.082*** (-2.91)	
Treat×Before3		-0.039 (-0.82)
Treat×Before2		0.015 (0.33)
Teart×Current		-0.077* (-1.75)
Treat×After1		-0.106*** (-2.72)
Treat×After2		-0.113*** (-2.66)
Treat×After3		-0.062 (-1.25)
Size	-0.062*** (-6.40)	-0.062*** (-6.38)
Age	0.004 (0.37)	0.004 (0.37)
Lev	0.356*** (9.03)	0.356*** (9.03)
ROA	-0.293*** (-4.62)	-0.292*** (-4.60)
MB	0.005 (1.27)	0.005 (1.28)
Loanlitigation	0.045 (1.11)	0.043 (1.08)
Penalty	-0.030* (-1.73)	-0.031* (-1.80)
Letter	0.017 (1.38)	0.017 (1.39)
Top1	-0.047 (-0.71)	-0.047 (-0.72)
Inst	-0.047** (-2.57)	-0.048** (-2.57)
Board	-0.066* (-1.86)	-0.066* (-1.86)
Indep	-0.042 (-0.91)	-0.042 (-0.91)
Dual	0.003 (0.23)	0.003 (0.25)
截距项	1.519*** (7.22)	1.518*** (7.21)
公司/年度固定效应	Yes	Yes
样本量	20571	20571
调整 R ²	0.447	0.447

注: *、**、***分别表示10%、5%和1%的显著性水平,括号中的数值为t值。所有检验的标准误均经过企业层面聚类调整,下同。回归方程的VIF值为1.29,且每个变量的VIF值均低于1.96,表明模型不存在严重的多重共线性问题。

由时变处理组 vs 从未处理组的处理效应所驱动(占比高达99.40%),且估计系数符号没有发生反转,说明本文公司一年度双向固定效应的多期DID估计量

的估计结果偏误较小。

2. 双重机器学习

为了缓解潜在的内生性问题,参考王红建等(2023)的做法,采用双重机器学习对模型进行重新估计。相较于传统因果推断计量模型,双重机器学习在变量筛选和模型构建上展现出显著优势,有效克服了传统回归分析中的“维度诅咒”及多重共线性难题。该方法实现了在高维控制变量集里选出有效变量组合的目的,显著降低了由于控制变量选择受限所引发的核心参数估计偏差,从而提升了参数估计的准确性。具体地,本文采用随机森林算法训练的双重机器学习模型重新估计中小股东诉讼与大股东利益侵占的因果关系。结果如表6所示:在控制双向固定效应的基础上,第(1)列为加入控制变量一次项的结果,第(2)列则为加入控制变量一次项和二次项的结果。核心解释变量系数(SL)均显著为负,说明利用双

表4 中小股东诉讼案件强度与大股东利益侵占

变量	(1)	(2)	(3)
	RPT	RPT	RPT
SL_people	-0.021** (-2.31)		
SL_amount		-0.003** (-1.97)	
SL_attention			-0.024** (-2.39)
控制变量/截距项	Yes	Yes	Yes
公司/年度固定效应	Yes	Yes	Yes
样本量	20571	20571	20571
调整 R ²	0.447	0.447	0.447

表5 多期DID 培根分解

DID 估计量分解对比	权重	平均 DID 估计量
先处理组 vs 后处理组	0.003	-0.139
后处理组 vs 前处理组	0.003	0.015
时变处理组 vs 从未处理组	0.994	-0.046
总 DID 估计量		-0.047

表6 双重机器学习法

变量	(1)	(2)
	RPT	RPT
SL	-0.061** (-2.58)	-0.060** (-2.55)
控制变量一次项	Yes	Yes
控制变量二次项	No	Yes
截距项	Yes	Yes
公司/年度固定效应	Yes	Yes
样本量	20571	20571

重机器学习缓解内生性问题后,中小股东诉讼依然能显著抑制大股东利益侵占。

3. 排除行政处罚影响的替代性假设分析

基于中国民事诉讼制度,有不少中小股东诉讼往往会以监管机构的行政处罚作为上诉依据对上市公司提起诉讼。根据本文统计,行政处罚与提起诉讼之间平均间隔超过两年,虽然行政处罚的影响力可能随着时间推移而衰减,但中小股东诉讼的治理效应仍然可能会受到监管机构处罚的影响。本文采用以下3种方法缓解行政处罚对中小股东诉讼治理效应的影响。首先,为了明确中小股东诉讼相比于行政处罚的增量治理效应,仅保留样本区间内受过行政处罚的企业作为研究样本。确保实验组和对照组观测值在是否被行政处罚这一特征上的一致性^⑧。此时中小股东诉讼SL的系数直接体现了在缓解行政处罚后中小股东诉讼的增量治理效应。其次,本文进行了更严格的样本筛选:使用受到行政处罚当年及以后年度的观测值作为研究样本,以更干净地缓解行政处罚的影响,观察中小股东诉讼的增量治理效应。最后,在未受到行政处罚以及中小股东诉讼的样本中,采用机器学习方法预测潜在的中小股东诉讼风险,检验中小股东诉讼风险是否能够抑制大股东利益侵占行为^⑨。

表7第(1)~(3)列的结果表明,中小股东诉讼(SL)和潜在诉讼风险(SL-risk)的系数显著为负,表明在缓解行政处罚前置程序的影响后,中小股东诉讼和潜在诉讼风险能够显著抑制大股东利益侵占行为,中

小股东诉讼依然具有显著的增量治理作用。在2022年最高人民法院出台《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》取消前置程序之前,司法实践中以行政处罚为基础的公共实施机制为中小股东提起诉讼提供了关键证据,中小股东诉讼作为重要的私人实施机制补充了公共实施机制的治理效应。

4. 排除中小股东诉讼案件重叠的干扰

基准回归中仅保留公司首次被中小股东诉讼前后3年的样本观测进行检验,但考虑到该观测期间内仍可能存在被中小股东多次诉讼的公司观测,中小股东诉讼的治理效应可能会受到多次诉讼案件的重叠混淆影响,从而产生估计偏差。为了缓解案件重叠的干扰,本文采用以下两种方法缓解案件重叠干扰:首先,参考陈克兢等(2022)保留样本区间内仅发生一次中小股东诉讼的观测数据进行回归,将样本区间限定在中小股东诉讼冲击的前后3年 $[t-3, t+3]$ 。实证结果如《管理世界》网络发行版附录附表7Panel A所示,中小股东诉讼与大股东利益侵占显著为负。

其次,参考坚吉兹等(2019),使用堆叠DID方法将多期事件视为一个整体来进行分析,在一定程度上克服因重复事件导致的估计偏误,可以更准确地识别出中小股东诉讼对大股东利益侵占的影响。使用堆叠DID的基本做法是为受处理时点相同的处理组寻找未受处理的“干净”控制组并形成数据集,再将受处理时点不同的所有数据集堆叠进行回归。《管理世界》网络发行版附录附表7Panel B列示的堆叠DID结果与基准回归中的平行趋势检验基本一致,表明主要结果稳健。

5. 其他稳健性检验

最后,为了确保结果的稳健性,本文对中小股东诉讼对大股东利益侵占的治理效应进行了一系列稳健性检验,具体包括:安慰剂检验、PSM-DID再检验、熵平衡匹配、替换关键变量和更换窗口期检验、工具变量法、双向聚类法、增加私人实施机制、半公共一半私人实施机制相关的控制变量。这些检验结果均未推翻已有发现,说明本文结论具有较好的稳健性,具体结果详见《管理世界》网络发行版附录四附表8~附表13以及附图2。

表7 排除行政处罚影响的替代性假设分析

变量	(1)	(2)	(3)
	RPT	RPT	RPT
SL	-0.085** (-2.56)	-0.112** (-2.44)	
SL-risk			-1.119** (-2.01)
控制变量/截距项	Yes	Yes	Yes
公司/年度固定效应	Yes	Yes	Yes
样本量	4239	2118	7835
调整R ²	0.391	0.478	0.551

注:第(1)列的回归样本以样本区间内受过行政处罚的企业作为研究样本;第(2)列的回归样本以受到行政处罚当年及以后年度的观测值作为研究样本;第(3)列回归样本为剔除样本区间内受到行政处罚和发生中小股东诉讼的观测值。

(五)异质性分析

1. 公司股权结构

为了有效防止大股东侵占中小股东的利益,制衡的股权结构至关重要。股东之间的制衡不对等,大股东侵占中小股东权益的风险将加大,进一步加剧第二类代理问题。因此,本文预期中小股东诉讼的治理效应在股权结构为单一大股东、股权制衡度较低的公司中更加显著。本文根据公司上一年末是否存在多个持股5%以上的股东,将样本公司划分为多个大股东组和单一大股东组。此外,参考曾艺等(2024)的研究,本文根据公司上一年末第二至第五大股东持股比例除以第一大股东持股比例的行业年度中位数将样本公司划分为股权制衡度较高组和股权制衡度较低组。根据表8中Panel A的结果,在单一大股东和股权制衡度较低的组中,SL的系数显著为负,并且统计显著性和经济显著性均高于多个大股东和股权制衡度较高的组别。这表明,在缺乏股权制衡大股东利益侵占行为的公司中,中小股东诉讼的治理效应更显著,与我们的理论预期相一致。

2. 公司内部治理结构

当大股东的控制权与现金流权分离程度越高时,大股东更容易掏空上市公司,中小股东受到的损害程度越严重。同样,当企业信息不对称程度较高时,大股东更容易掏空上市公司。借鉴范和黄(2002),使用实际控制人控制权与现金流权的比值衡量两权分离度。同时参考柳光强和王迪(2021)的研究,选择截面修正Jones模型计算公司盈余管理程度的绝对值作为信息不对称的代理变量。本文按照公司上一年末的两权分离度(盈余管理程度)是否大于行业年度中位数划分为两权分离度较高组(信息不对称较高组)和两权分离度较低组(信息不对称较低组)。根据表8中Panel B的结果,在两权分离度较高(盈余管理程度较高)的组中,SL的系数显著为负,而在两权分离度较低(盈余管理程度较低)的组中SL系数不显著,并且经济显著性较低,这表明中小股东诉讼的治理作用在内部治理较差的公司中更加显著。

3. 公司外部治理环境

媒体监督是企业外部利益相关者对企业的评价。当媒体监督水平较高时,中小股东诉讼对企业

声誉的影响更大,约束大股东为个人利益掏空上市公司的不道德行为的动机也越强。本文使用公司上一年末媒体新闻关注度是否高于行业年度中位数进行异质性分析。此外,地区法治水平建设水平较高时,当地政府对法律判决的干预较少,所在地区法律服务保障体系建设较为完备,民事案件可以得到较为公平的判决(潘越等,2022)。本文使用公司上一年末所在地区市场中介组织的发育与法律环境指数是否高于年度中位数进行异质性分析。根据表8中Panel C的结果,在媒体监督较高和地区法治水平较高的组中,SL的系数显著为负,而在媒体监督较低和地区法治水平较低的组中SL系数显著性较低,且经济显著性较低,证实了外部治理环境提升对中小股东诉讼治理效应的促进作用。

4. 公司所处行业特征

不同行业在股权结构、治理模式、资本结构和监管环境等方面存在显著差异,本文预期在高诉讼风险行业,由于外部监管和法律监督更为严格,中小股东诉讼对大股东利益侵占的约束可能更显著。为防止仅依赖行业分类可能导致的遗漏变量问题(金、斯金纳,2012),我们首先通过机器学习基于行业层面对中小股东诉讼风险进行预测,根据预测结果进行预测性分组检验。同时,我们参考相关文献和诉讼实践经验,基于经验性诉讼风险进行分组检验。具体而言,本文参考陈等(2022)的研究,采用RUSBoost模型计算不同行业内的中小股东诉讼风险,并依据上一年末公司所处行业的中小股东诉讼风险中位数将样本划分为高诉讼风险行业和低诉讼风险行业。其次,根据股东诉讼相关研究和诉讼实践经验,将卫生业、医药制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、批发业、零售业、房地产业、商务服务业和其他服务业等界定为高诉讼风险行业(金、斯金纳,2012;多纳尔森等,2022a),其余行业则定义为低诉讼风险行业。根据表8Panel D的实证结果,在预测性诉讼风险和经验性诉讼风险较高的行业中,SL的系数显著为负,而在预测性诉讼风险和经验性诉讼风险较低的行业组别中SL系数显著性较弱,并且经济显著性较低,说明中小股东诉讼的治理效应在诉讼风险较高的行业中较为显著。

表 8 中小股东诉讼治理效应的异质性分析

Panel A:公司股权结构的异质性分析				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	多个大股东	单一大股东	股权制衡度较高	股权制衡度较低
SL	-0.077* (-1.70)	-0.142*** (-3.87)	-0.031 (-0.89)	-0.108** (-2.36)
控制变量/截距项	Yes	Yes	Yes	Yes
组间系数差异	-0.065*		-0.077***	
公司/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	11140	9431	10377	10194
调整 R ²	0.526	0.392	0.496	0.458
Panel B:公司内部治理结构的异质性分析				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	两权分离度较高	两权分离度较低	信息不对称较高	信息不对称较低
SL	-0.087** (-2.31)	-0.045 (-1.06)	-0.089** (-2.46)	-0.048 (-1.17)
控制变量/截距项	Yes	Yes	Yes	Yes
组间系数差异	0.042*		0.041*	
公司/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	10004	10567	10314	10257
调整 R ²	0.438	0.493	0.435	0.456
Panel C:公司外部治理环境的异质性分析				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	媒体监督较高	媒体监督较低	地区法治水平较高	地区法治水平较低
SL	-0.145*** (-3.87)	0.001 (0.02)	-0.112*** (-2.65)	-0.065* (-1.74)
控制变量/截距项	Yes	Yes	Yes	Yes
组间系数差异	0.146***		0.047*	
公司/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	9936	10635	10284	10287
调整 R ²	0.481	0.434	0.549	0.425
Panel D:公司所处行业的异质性分析				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	高预测性中小股东 诉讼风险行业	低预测性中小股东 诉讼风险行业	高经验性中小股东 诉讼风险行业	低经验性中小股东 诉讼风险行业
SL	-0.124*** (-3.23)	-0.035 (-0.61)	-0.118** (-2.54)	-0.045 (-1.27)
控制变量/截距项	Yes	Yes	Yes	Yes
组间系数差异	0.089*		0.073***	
公司/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	11485	5937	7936	12635
调整 R ²	0.512	0.502	0.438	0.480

注:由于部分预测变量观测值缺失,RUSBoost模型所使用的样本量少于基准回归中的样本量,因此,Panel D中针对中小股东诉讼风险的预测性分组检验的总体样本数量低于基准回归的样本量。进行组间系数差异检验时,使用Bdif循环1000次得到差异显著性。

(六)进一步分析

1. 基于中小股东诉讼的事件研究
股票市场反应是有效度量诉讼事件影响程度的

重要方式,中小股东诉讼的市场反应越负面,表明其
对被诉讼公司造成的净成本越高(傅等,2020)。本文
采用市场模型计算每个事件窗口的累计超额回报

表9 中小股东诉讼市场反应与大股东利益侵占

Panel A: 中小股东诉讼案件事件日市场反应		
事件日	(1)	(2)
	SL_CAR[0, +1]	SL_CAR[0, +2]
均值	-0.027	-0.025
T值	-2.231	-2.511
事件数量	147	147
Panel B: 中小股东诉讼市场反应与大股东利益侵占		
变量	(1)	(2)
	RPT	RPT
SL_CAR[0, +1]×SL	0.207** (1.97)	
SL_CAR[0, +2]×SL		0.338** (2.05)
SL	-0.080*** (-2.80)	-0.078*** (-2.67)
控制变量/截距项	Yes	Yes
公司/年度固定效应	Yes	Yes
样本量	20571	20571
调整R ²	0.447	0.447

(包含[0, +1]与[0, +2]两个事件窗口), 估计窗口为[-210, -30]。如表9Panel A中所示, 中小股东诉讼的两日累计超额回报(SL_CAR[0, +1])均值为-0.027, T-test的值为-2.231, 3日累计超额回报(SL_CAR[0, +2])均值为-0.025, T-test的值为-2.511, 以上结果表明中小股东诉讼的市场反应显著为负。

其次, 参考多纳尔森等(2022a)的做法, 将中小股东诉讼市场反应原值与中小股东诉讼(SL)交乘作为解释变量, 检验市场反应程度对大股东利益侵占的影响。如表9Panel B中所示, 中小股东诉讼市场反应程度的交乘项(SL_CAR[0, +1]×SL和SL_CAR[0, +2]×SL)与大股东利益侵占(RPT)显著为正, 表明市场反应越负面, 大股东利益侵占程度越低。

2. 基于中小股东诉讼特征的进一步分析

大股东为了追求私人利益, 可能采取关联交易、资金占用、盈余操纵和信息披露操纵等手段侵害中小股东的权益。因此, 中小股东诉讼案件本质上反映了大股东对中小股东利益的侵占。首先, 本文进一步通过中小股东案件诉由的相关信息, 将中小股东诉讼案件分为直接与大股东利益侵占相关的案件和间接与大股东利益侵占相关的案件, 检验不同案件诉由的异质性影响。其次, 当中小股东直接起诉

大股东时, 法律责任直接落在大股东个人身上, 增加了其法律风险和成本, 从而更有效地抑制其利益侵占行为。最后, 司法审判的专业性对于保护中小投资者合法权益和完善司法制度发挥着重要作用。为提供专业化的金融司法救济, 我国于2018年和2021年分别在上海和北京试点设立专门审理金融案件的金融法院。当中小股东的诉讼案件由专业能力较强的金融法院受理时, 这些法院能够深入挖掘大股东的自利行为, 对大股东的利益侵占行为形成更强的法律震慑, 从而更加有效地抑制其不当行为。具体而言, 当中小股东诉讼案由涉及的关键词包括关联交易、关联担保、资金占用、违规担保、大股东违规减持等相关词语时, 这些案件被归类为与大股东利益侵占直接相关的中小股东诉讼案件; 而其他案件则被分类为与大股东利益侵占间接相关的中小股东诉讼案件(例如盈余操纵、信息披露违规等)。根据表10第(1)列的实证结果, 直接与大股东利益侵占相关的中小股东诉讼案件(SL_MajorTun)的系数在1%水平上显著为负, 经济显著性高于间接与大股东利益侵占相关的中小股东诉讼案件(SL_nonMajorTun), 且组内系数差异显著。结果表明, 不论中小股东诉讼案件的诉由如何, 都会对大股东利益侵占产生治理效应。同时, 相比中小股东诉讼中与大股东利益侵占间接相关的案件, 与大股东利益侵占直接相关的中小股东诉讼案件对大股东利益侵占行为的治理作用更强。同理, 根据表10第(2)列的实证结果, 无论中小股东诉讼的被告主体是谁, 都对大股东利益侵占行为产生治理效应。但相比于中小股东不直接起诉大股东的案件, 直接起诉大股东的案件对其利益侵占行为的治理作用更显著, 体现了直接法律约束在解决代理问题上的有效性, 与我们理论分析中关于中小股东诉讼具有直接威慑效应的解释相一致。最后, 参考刘金洋和叶康涛(2024)的研究, 通过中小股东诉讼的案件受理法院类型将中小股东诉讼案件分为由金融法院受理案件和非金融法院受理案件。根据表10第(3)列的实证结果, 无论受理法院的类型差异, 中小股东诉讼都对大股东利益侵占行为产生治理效应。但相比于非金融法院受理的中小股东诉讼案件, 金融法院受理的中小股东诉讼案件对大股东

利益侵占行为的治理作用更显著,这体现了司法审判专业化的有效性。

3.法律基础建设的进一步分析

2020年实施的新《证券法》重点围绕投资者合法权益保护作出重大修订,就证券民事赔偿等问题作出诸多适应资本市场现状的重大制度创新,是证券领域法律基础建设的里程碑(陈运森等,2020)。本文基于新《证券法》的实施,检验法律基础建设对中小股东诉讼治理效应的增强效果。具体而言,SecLaw在新《证券法》实施后的年份赋值为1,否则为0。根据表10第(4)列的结果,SL×SecLaw的系数显著为负,表明新《证券法》的实施有利于提升中小股东诉讼的治理效应。

六、结论与启示

党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》要求“健全投资者保护机制”以及“完善大股东、实际控制人行为规范约束机制”。实际上,投资者保护是推动中国特色现代资本市场健康与高质量发展的根基。鉴于深化法治改革、完善中国特色社会主义法治体系的现实需要,以及探索新兴资本市场私人实施机

制效果的理论需求,本文聚焦中小股东诉讼视角研究私人实施机制是否具有增量治理效应,能否有效抑制大股东利益侵占。

(一)研究结论

首先,在现有公共实施机制的基础上,中小股东诉讼具有事后司法追责的治理效应,能够显著降低大股东利益侵占行为。当公司被提起诉讼的原告涉案人数、涉案金额和案件关注度越高时,中小股东诉讼对大股东利益侵占的治理作用越强。在单一大股东、股权制衡度较低等股权结构较为集中的企业中,中小股东诉讼的治理效应更显著。同时,在两权分离度较高与信息不对称程度较高等内部治理结构较差的企业中,中小股东诉讼对大股东利益侵占的抑制效果更强;而当公司的外部治理环境较好时,中小股东诉讼对大股东利益侵占的抑制效果更明显。进一步分析发现,当案件诉由直接与大股东利益侵占相关、中小股东直接诉讼大股东和案件由专业性较强的金融法院受理时,对大股东利益侵占行为的治理效应更显著。最后,2020年新《证券法》实施后中小股东诉讼抑制大股东利益侵占的作用显著增强,说明私人实施机制有效性的提升依赖于法治基础建设的完善。

表 10 基于中小股东诉讼特征、新《证券法》实施的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	RPT	RPT	RPT	RPT
SL_MajorTun	-0.159*** (-3.27)			
SL_nonMajorTun	-0.061* (-1.84)			
SL_MajorDefendant		-0.142*** (-4.36)		
SL_nonMajorDefendant		-0.066* (-1.94)		
SL_Financialcourt			-0.162*** (-3.20)	
SL_nonFinancialcourt			-0.072** (-2.38)	
SL×SecLaw				-0.071* (-1.69)
SL				-0.052 (-1.37)
组内系数差异 p-value	0.093	0.091	0.097	
控制变量/截距项	Yes	Yes	Yes	Yes
公司/年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	20571	20571	20571	20571
调整 R ²	0.447	0.447	0.447	0.447

(二)理论贡献

首先,本文聚焦公共实施机制日益完善的资本市场中逐渐兴起的中小股东诉讼现象,补充了私人实施机制在新兴资本市场下的增量治理效应。以往文献对于中国私人实施机制的有效性持怀疑态度(柯、张,2021;段等,2024),而股东诉讼文献多集中于发达资本市场的第一类代理问题研究。在中国第二类问题较为突出的新兴资本市场,监管文献聚焦于公共实施机制(陈运森等,2019)和半公共一半私人实施机制的治理效应(辛宇等,2020;陈运森等,2021;李娜等,2022)。本文将中小股东诉讼作为私人实施机制的重要手段纳入新兴资本市场监管研究中,对其治理效应进行较早的探索。通过对中小股东诉讼的强度、特征的考察,本文为理解新兴资本市场的私人实施机制有效性提供了理论支撑,有助于理论界形成对中国新兴资本市场私人实施机制的较为全面的认识。

其次,区别于以中小股东参与股东大会和中小股东异议投票为视角的治理效应研究,本文从中小股东诉讼的角度提供了关于大股东利益侵占治理效果的实证证据。以往研究主要从中小股东参与(黄泽悦等,2022)、中小股东异议投票(李,2021)分别考察中国和印度新兴资本市场中私人实施机制对于大股东利益侵占的治理效应。本文则从具有司法威慑的中小股东诉讼介入,探讨正式制度框架下中小股东诉讼对大股东利益侵占的治理作用,有助于推动公司治理向更加公平的法律和司法判决方向转变。本文由此为大股东利益侵占的治理拓展了新的研究视角。

(三)政策启示

本文的研究结论为完善中国特色现代资本市场的私人实施机制和推动资本市场高质量发展提供了政策启示。首先,监管执法部门应当强化对大股东的直接法律约束,降低中小股东诉讼的实施障碍。本文发现中小股东诉讼对大股东利益侵占具有直接的治理作用。然而,中小股东在诉讼过程中可能面临高昂的成本、复杂的程序以及缺乏法律知识等困境,这限制了中小股东诉讼的治理效应。因此,立法、执法部门应当完善相关法律法规,不仅依靠诉讼前置程序的取消,更应当进一步简化诉讼流程,降低中小股东起诉的门槛。这与2024年六部门发布的

《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》中所提出的指导精神高度契合,特别是其中关于“推动完善民事追责支持机制,简化登记、诉讼、执行等程序,完善示范判决机制”的要求。同时,应对中小股东提供法律援助和指导,设立专门的中小股东维权基金,减轻其诉讼负担,鼓励中小股东依法维权。这不仅能增加大股东的法律风险和成本,有效遏制其不当行为,还能帮助中小股东克服实际操作中的障碍。这一举措不仅契合了党的二十大报告中关于完善公益诉讼制度的明确要求,同时也符合国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》中“完善证券民事诉讼和赔偿制度,大幅提高相关责任主体违法违规成本”的部署要求。

其次,应推进司法审判的专业化进程,扩大金融法院的覆盖范围。本文结论显示金融法院的专业审判有助于提升中小股东诉讼的治理效果,而地区较高的法治水平也有利于治理效果的提升。因此,政府应当逐步推进金融法院的覆盖范围,提升司法人员的专业素养,确保中小股东诉讼案件得到公正、高效的审理。这将增强法律对大股东利益侵占行为的震慑力,帮助中小股东克服审判专业性不足的障碍,加快建设公正高效权威的社会主义司法制度。同时,金融法院可以加大示范判决的信息公开力度,推进数字法院建设,以响应证监会提出的“推广示范判决机制,依法用好先行赔付、当事人承诺等,更加有力地支持投资者获得赔偿救济”的要求。通过数字化手段实现在线立案、调解和庭审,使中小股东能够更加便捷地参与诉讼过程,不再受时间和空间的限制。这不仅能提高诉讼效率,也有效降低了中小股东在起诉过程中面临的困难。

最后,应完善法律基础建设,为中小股东权益保护保驾护航。本文结果发现新《证券法》的实施提升了中小股东诉讼的治理效应,这表明法律基础设施建设能够显著促进中小股东诉讼的治理效应,抑制大股东的利益侵占行为。同时,2023年新修订的《公司法》重点之一是加强对中小股东合法权益的保护。为确保这一目标的实现,立法部门应进一步细化相关条款,及时发布司法解释,明确中小股东的诉讼权利和赔偿机制,增强中小股东知情权,防止大股东利用法律漏洞

侵害中小股东的权益。健全投资者保护机制,依靠健全的法律实施机制,在公共实施机制日益完善的基础上,充分发挥私人实施机制的治理作用^⑩。

感谢中央财经大学法学院周游副教授、华东政法大学商学院陈秧秧副教授对于文章法理性内容的建设性建议。感谢外审专家和终审专家的宝贵意见。

注释:

①数据来源:《证监会新闻发布会》,http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100029/c7473708/content.shtml。

②中小股东诉讼案件举例详见《管理世界》网络发行版附录二。本文中中小股东诉讼的定义来源于法理层面、监管机构层面以及法与金融文献3个层面的有机结合。其中法理层面主要是《公司法》第21条、第22条、《证券法》《中华人民共和国民事诉讼法》《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》中关于股东直接诉讼的理论概念。监管机构的官方文件《上市公司规范运作指引》明确了中小股东的定义,并将中小股东保护列为证券监管的重中之重。大股东定义来源于证监会2016第1号公告《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》。法与金融的文献对中小股东诉讼的概念与司法权力进行更为详细的诠释,具体定义解析详见《管理世界》网络发行版附录三附表4~附表6。

③具体数据搜集过程如下:(1)手工收集比对巨潮资讯网、中国裁判文书网和Wind重大事项诉讼仲裁库中,所有非金融行业上市公司的重大诉讼公告,以核验及补充公司涉诉案件信息。保留一审第一次涉案披露的涉案公告,剔除二审的涉案公告以及刑事、行政、仲裁类案件。(2)剔除样本区间已经退市企业发生的诉讼案件。(3)检查案件的原告方、被告方和诉讼目的。案件需要满足以下条件才被认定为中小股东诉讼:1.原告方为上市公司除上市公司董事、监事、高级管理人员以及单独或者合计持有公司5%以上股份以外的其他股东(有多个股东起诉的情况下只保留原告全部为中小股东的诉讼案件,即删除原告为多个股东,但包含非中小股东的样本观测);2.被告方包含上市公司本身、大股东(不包含被告仅为董事、监事、高级管理人员的第一类代理问题诉讼案件)。诉讼目的是维护原告中小股东自身权益(自益权)。(4)为了更好地突出中小股东与大股东的第二类代理问题利益冲突,剔除投股中心(半公共—半私人实施机制)为代表的特别代表人诉讼案件和股东代表公司为了公司利益起诉董事、高级管理人员的股东派生诉讼(第一类代理问题诉讼案件)。(5)与其他财务以及公司治理数据匹配后,剔除财务与公司治理数据存在缺失的样本。

④最终回归样本中与中小股东诉讼相关的大类案由包含:证券虚假陈述责任纠纷、股东会或者股东大会和董事会决议效力纠纷、公司盈余分配纠纷、公司章程、章程条款撤销纠纷和股东知情权纠纷等。

⑤关联交易总额排除了上市公司与其子公司之间的交易,以及上市公司与其合资企业之间的交易,因为这些交易可能有利于公司或具有战略目的(范、俞,2022)。

⑥相比于没有被中小股东诉讼的企业而言,被中小股东诉讼后企业的大股东利益侵占行为下降50.62%(0.082(DID系数)/0.162(实验组关联交易的均值)=0.5062);相比于没有被中小股东诉讼的企业而言,被中小股东诉讼后企业的大股东利益侵占行为下降17.94%(0.082(DID系数)/0.457(实验组关联交易的标准差)=0.1794)。

⑦案件关注度来自巨潮资讯网上上市公司公布的重大的诉讼案件公告浏览量。

⑧具体而言,受行政处罚且被中小股东提起诉讼的实验组观测值为127家上市公司(787公司—年度观测值),受行政处罚但未被中小股东提起诉讼的控制组观测值为325家(3452公司—年度观测值)。在行政处罚发生后的样本观测中,后续被中小股东提起诉讼的实验组观测值为127家上市公司(531公司—年度观测值),受行政处罚但未被中小股东提起诉讼的控制组观测值为325家(1587公司—年度观测值)。本研究涉及诉讼前无行政处罚的数量为20,占上市公司首次案件数量比例的13.6%(20/147)。中小股东诉讼与行政处罚的平均间隔年限超过两年,间隔时间较长。

⑨参考陈等(2022)的研究,本文采用RUSBoost模型计算中小股东诉讼的风险,这种模型能够缓解样本数据不平衡带来的估计偏误。参考李等(2023)研究所使用的特征变量,本文从财务重述、信息披露质量、财务绩效、资本市场表现、文本分析等维度选取特征变量构建预测模型,具体变量的描述性统计如《管理世界》网络发行版附录五附表14所示。经统计,RUSBoost模型的准确率为93.7%,表明RUSBoost模型能够有效预测中小股东诉讼风险。

⑩中外文人名(机构名)对照:段(Duan);伦诺克斯(Lennox);吴(Wu);柯(Ke);张(Zhang);杰克逊(Jackson);罗(Roe);拉波塔(La Porta);郑(Cheng);林(Lin);霍普金斯(Hopkins);杨(Yang);多纳尔森(Donelson);李(Li);布尔沃(Bourveau);费里斯(Ferris);麦克蒂尔(McTier);沃尔德(Wald);布罗切(Brochet);斯里尼瓦桑(Srinivasan);姜(Jiang);艾斯梅尔(Esmer);库比克(Kubic);汤因比(Toynbee);邓(Deng);霍普(Hope);路(Lu);简(Jian);黄(Wong);纳恩(Nunn);钱(Qian);古德曼-培根(Goodman-Bacon);贝克(Baker);坚吉兹(Cengiz);范(Fan);金(Kim);斯金纳(Skinner);陈(Chen);傅(Fu);俞(Yu);李(Lee)。

参考文献:

[1]陈德球、胡晴:《数字经济时代下的公司治理研究:范式创新与实践前沿》,《管理世界》,2022年第6期。

[2]陈克兢、熊熊、杨国超、张维:《投股中心行权与投资者信息劣势缓解:基于股价崩盘的视角》,《世界经济》,2022年第9期。

[3]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》,《管理世界》,2019年第3期。

[4]陈运森、袁薇、兰天琪:《法律基础建设与资本市场高质量发展——基于新《证券法》的事件研究》,《财经研究》,2020年第10期。

[5]陈运森、袁薇、李哲:《监管型小股东行权的有效性研究:基于投股中心的经验证据》,《管理世界》,2021年第6期。

[6]郭锋:《新虚假陈述司法解释适用探讨》,《法律适用》,2023年第9期。

[7]侯青川、靳庆鲁、苏玲、于潇潇:《放松卖空管制与大股东“掏空”》,《经济学(季刊)》,2017年第3期。

[8]黄辉:《法学实证研究方法及其在中国的运用》,《法学研究》,2013年第6期。

[9]黄泽悦、罗进辉、李向昕:《中小股东“人多势众”的治理效应——基于年度股东大会出席人数的考察》,《管理世界》,2022年第4期。

[10]姜付秀、马云飙、王运通:《退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?》,《管理世界》,2015年第5期。

[11]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》,《管理世界》,2017年第9期。

[12]李建发、袁璐、李文文、陈文川:《政府财会监督与企业税收规避——来自财政部会计信息质量随机检查的证据》,《管理世界》,2023年第8期。

[13]李娜、张括、石桂峰:《中国特色证券特别代表人诉讼的溢出效应——基于康美药业的事件研究》,《财经研究》,2022年第8期。

[14]李青原、陈世来、陈昊:《金融强监管的实体经济效应——来自资管新规的经验证据》,《经济研究》,2022年第1期。

[15]李晓溪、饶品贵、岳衡:《年报问询函与管理层业绩预告》,《管理世界》,2019年第8期。

[16]柳光强、王迪:《政府会计监督如何影响盈余管理——基于财政部会计信息质量随机检查的准自然实验》,《管理世界》,2021年第5期。

[17]刘金洋、叶康涛:《中小投资者司法保护的信息治理效应:基于司法审判专业性的视角》,《南开管理评论》,2024年。

[18]刘新争、高闯:《机构投资者抱团能抑制控股股东私利

行为吗——基于社会网络视角的分析》,《南开管理评论》,2021年第4期。

[19]潘越、谢玉湘、宁博、梁师赫:《数智赋能、法治化营商环境建设与商业信用融资——来自“智慧法院”视角的经验证据》,《管理世界》,2022年第9期。

[20]王红建、张科、李青原:《金融科技的经济稳定器作用:金融加速器理论的视角》,《经济研究》,2023年第12期。

[21]王彦超、姜国华、辛清泉:《诉讼风险、法制环境与债务成本》,《会计研究》,2016年第6期。

[22]辛清泉、黄曼丽、易浩然:《上市公司虚假陈述与独立董事监管处罚——基于独立董事个体视角的分析》,《管理世界》,2013年第5期。

[23]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——基于中证投股证券支持诉讼的多案例研究》,《管理世界》,2020年第1期。

[24]游家兴、林慧、蓝永泉:《税收稽查的震慑效应:一个多期博弈模型及其经验检验》,《经济研究》,2023年第12期。

[25]余明桂、夏新平:《控股股东、代理问题与关联交易:对中国上市公司的实证研究》,《南开管理评论》,2004年第6期。

[26]曾艺、周小昶、冯晨:《税收中性与产业链重塑:基于企业专业化视角》,《世界经济》,2024年第6期。

[27]Baker A. C., Larcker D. F. and Wang, C. C. Y., 2022, "How Much Should We Trust Staggered Difference-in-Differences Estimates?", Journal of Financial Economics, vol. 144(2), pp. 370 ~ 395.

[28]Bourveau, T., Lou, Y. and Wang, R., 2018, "Shareholder Litigation and Corporate Disclosure: Evidence from Derivative Lawsuits", Journal of Accounting Research, vol. 56(3), pp. 797 ~ 842.

[29]Brochet, F. and Srinivasan, S., 2014, "Accountability of Independent Directors: Evidence from Firms Subject to Securities Litigation", Journal of Financial Economics, vol. 111(2), pp. 430 ~ 449.

[30]Cengiz, D., Dube, A., Lindner, A. and Zipperer, B., 2019, "The Effect of Minimum Wages on Low-wage Jobs", Quarterly Journal of Economics, vol. 134(3), pp. 1405 ~ 1454.

[31]Chen, X., Cho, Y. H. T., Dou, Y. and Lev, B., 2022, "Predicting Future Earnings Changes Using Machine Learning and Detailed Financial Data", Journal of Accounting Research, vol. 60(2), pp. 467 ~ 515.

[32]Cheng, C. S. A., Huang, H. H., Li, Y. and Lobo, G., 2010, "Institutional Monitoring through Shareholder Litigation", Journal of Financial Economics, vol. 95(3), pp. 356 ~ 383.

[33]Deng, S., Willis, R. H. and Xu, L., 2014, "Shareholder Litigation, Reputational Loss, and Bank Loan Contracting", Journal

of Financial and Quantitative Analysis, vol. 49(4), pp. 1101 ~ 1132.

[34]Donelson, D. C., Flam, R. W. and Yust, C. G., 2022a, "Spillover Effects in Disclosure-Related Securities Litigation", *The Accounting Review*, vol. 97(5), pp. 275 ~ 299.

[35]Donelson, D. C., Kettell, L., McInnis, J. and Toynbee, S., 2022b, "The Need to Validate Exogenous Shocks: Shareholder Derivative Litigation, Universal Demand Laws and Firm Behavior", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 73(1), 101427.

[36]Duan, T., Li, K., Rogo, R. and Zhang, R., 2024, "The Effects of a U.S. Approach to Enforcement: Evidence from China", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 59(1), pp. 121 ~ 156.

[37]Esmer, B., Ozel, N. B. and Sridharan, S. A., 2023, "Disclosure and Lawsuits Ahead of Initial Public Offerings", *The Accounting Review*, vol. 98(2), pp. 123 ~ 147.

[38]Fan, J. P. H. and Wong, T. J., 2002, "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33(3), pp. 401 ~ 425.

[39]Fan, J. P. H. and Yu, X., 2022, "Do Founding Families Downgrade Corporate Governance? The Roles of Intra-family Enforcement", *Journal of Corporate Finance*, vol. 73, 102190.

[40]Ferris, S. P., Jandik, T., Lawless, R. M. and Makhija, A., 2007, "Derivative Lawsuits as a Corporate Governance Mechanism: Empirical Evidence on Board Changes Surrounding Filings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 42(1), pp. 143 ~ 165.

[41]Fu, R., Kraft, A., Tian, X., Zhang, H. and Zuo, L., 2020, "Financial Reporting Frequency and Corporate Innovation", *The Journal of Law and Economics*, vol. 63(3), pp. 501 ~ 530.

[42]Goodman-Bacon, A., 2021, "Difference-in-Differences with Variation in Treatment Timing", *Journal of Econometrics*, vol. 225(2), pp. 254 ~ 277.

[43]Hope, O. K. and Lu, H., 2020, "Economic Consequences of Corporate Governance Disclosure: Evidence from the 2006 SEC Regulation on Related-party Transaction", *The Accounting Review*, vol. 95(4), pp. 263 ~ 290.

[44]Hopkins, J., 2018, "Do Securities Class Actions Deter Misreporting?", *Contemporary Accounting Research*, vol. 35(4), pp. 2030 ~ 2057.

[45]Jackson, H. E. and Roe, M. J., 2009, "Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-based Evidence", *Journal of Financial Economics*, vol. 93(2), pp. 207 ~ 238.

[46]Jian, M. and Wong, T. J., 2010, "Propping through Related

Party Transactions", *Review of Accounting Studies*, vol. 15, pp. 70 ~ 105.

[47]Jiang, G., Lee, C. M. C. and Yue, H., 2010, "Tunneling through Intercompany Loans: The China Experience", *Journal of Financial Economics*, vol. 98(1), pp. 1 ~ 20.

[48]Ke, B. and Zhang, X., 2021, "Does Public Enforcement Work in Weak Investor Protection Countries? Evidence from China", *Contemporary Accounting Research*, vol. 38(2), pp. 1231 ~ 1273.

[49]Kim, I. and Skinner, D. J., 2012, "Measuring Securities Litigation Risk", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 53(1 ~ 2), pp. 290 ~ 310.

[50]Kubic, M. and Toynbee, S., 2023, "Regulator Continuity and Decision-making Quality: Evidence from SEC Comment Letters", *The Accounting Review*, vol. 98(1), pp. 365 ~ 398.

[51]La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W., 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, vol. 106(6), pp. 1113 ~ 1155.

[52]Lee, M., Naughton, P., Zheng, X. and Zhou, D., 2023, "Predicting Litigation Risk via Machine Learning", Working Paper, No. 3740954.

[53]Lennox, C. and Wu, J. S., 2022, "A Review of China-related Accounting Research in the Past 25 Years", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 74(2 ~ 3), 101539.

[54]Li, N., 2021, "Do Majority-of-Minority Shareholder Voting Rights Reduce Expropriation? Evidence from Related Party Transactions", *Journal of Accounting Research*, vol. 59(4), pp. 1385 ~ 1423.

[55]Lin, C., Liu, S. and Manso, G., 2021, "Shareholder Litigation and Corporate Innovation", *Management Science*, vol. 67(6), pp. 3346 ~ 3367.

[56]Lin, S. W., 2016, "Private Enforcement of Chinese Company Law: Shareholder Litigation and Judicial Discretion", *China Legal Science*, vol. 4(3), pp. 73 ~ 96.

[57]McTier, B. C. and Wald, J. K., 2011, "The Causes and Consequences of Securities Class Action Litigation", *Journal of Corporate Finance*, vol. 17(3), pp. 649 ~ 665.

[58]Nunn, N. and Qian, N., 2011, "The Potato's Contribution to Population and Urbanization: Evidence from a Historical Experiment", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126(2), pp. 593 ~ 650.

[59]Yang, J., Yu, Y. and Zheng, L., 2021, "The Impact of Shareholder Litigation Risk on Equity Incentives: Evidence from a Quasi-natural Experiment", *The Accounting Review*, vol. 96(6), pp. 427 ~ 449.