

# 注册制下中小股东行权意识的觉醒\*

陈运森 于 耀 韩慧云

**内容提要:**提升中小股东的市场主体地位和股东意识是注册制改革推动资本市场高质量发展的长效机制。本文利用手工收集的中小股东年度股东大会行权投票数据,探究注册制改革能否提升中小股东的行权意识。结果发现,相较于核准制上市公司,注册制上市公司中小股东参与年度股东大会投票的积极性显著提升。机制分析表明,注册制改革通过提升中小股东的参与治理动力和信息使用能力,最终促进了中小股东行权意识的觉醒。截面分析显示,当投资者情绪较低时,信息披露对中小股东的边际价值更大,进而行权意识显著提升。而当交易所外部监管和机构投资者外部治理作用更强时,更有助于激发中小股东的行权意识。本文结论从中小股东投票的视角丰富了注册制改革的经济后果,为全面注册制下建设“以投资者为中心”和“投融资两端协调发展”的资本市场提供了重要启示。

**关键词:**注册制 股东投票 中小股东行权 投资者保护

**作者简介:**陈运森,中央财经大学会计学院教授,100081;

于 耀,中央财经大学会计学院博士研究生,100081;

韩慧云(通讯作者),浙江工商大学会计学院讲师,310018。

**中图分类号:**F275,F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2025)05-0106-18

## 一、引言

党的二十大报告强调“健全资本市场功能,提高直接融资比重”。2024年国务院发布的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》强调要推动股票发行注册制走深走实,保证投融资结构趋于合理。资本市场具有融资与投资的双重功能,注册制作为资本市场的基础性制度改革,其核心内涵在于强化信息披露,实质是将更多的决策权从监管者手中交还给投资者,把选择权交给市场,将有效市场和有为政府更好地结合,形成以投资者为主导的市场环境。这种改

\* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“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”(72272168);国家自然科学基金青年项目“统一大市场建设与企业资源空间配置研究:区域一体化战略与社会网络的视角”(72402211);北京市社会科学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”(24DTR029)。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。韩慧云电子邮箱:hanhuiyuncufe@163.com。

革不仅优化了企业的融资渠道,促进了其有序扩张,还强化了资本市场的投资功能,确保其能够提升资本市场吸引力和投资者长期回报。然而,资本市场对注册制改革的评判存在分歧,部分批评指出IPO注册制“重融资,轻投资”的问题,忽视了投资者的切身利益。因此,判断注册制改革的效果和成败,不能仅依赖于IPO融资效率,还要从投资端角度去全面衡量,关注是否形成以投资者为中心的发展理念,能否持续提升资本市场吸引力和投资者长期回报,最终能否促进投融资两端协调发展。中国证监会在2024年系统工作会议中进一步突出了“以投资者为本”的理念。<sup>①</sup>在信息透明度较低和中小股东<sup>②</sup>自我行权意识相对薄弱的资本市场中(Ke和Zhang, 2021; Lennox和Wu, 2022; Duan等, 2024),如何更加有效地提升内部人与外部中小投资者的信息公平,建设以投资者为本的资本市场,是检验IPO注册制改革成效的关键(郑志刚等, 2022)。越来越多的案例表明,中小股东不再是后知后觉的局外人,而是积极行使股东权利的当家人<sup>③</sup>(赵瑞瑞、陈运森, 2023),这表明基础性的融资端改革已初显成效。本文聚焦IPO注册制改革下信息披露对中小股东行权意识的影响,探究中国特色现代资本市场的基础性制度环境变革能否唤醒中小股东的行权意识。这对理解资本市场从以企业融资为中心向以投资者利益为中心的转变过程,以及从投资端全面评价IPO注册制改革的经济后果具有重要的理论和现实意义。

股东的理性被动<sup>④</sup>(Rational Passivity of Shareholders)是公司法和治理理论研究的基本前提之一(Easterbrook和Fischel, 1983),该理论认为,股东特别是中小股东是否积极参与公司治理是基于成本-效益分析的结果。股东大会是中小股东积极行权、介入上市公司治理的关键渠道。我国股市中小投资者占比高达96%。<sup>⑤</sup>广大中小股东是资本市场最大的市情,其积极投票行权是市场功能正常发挥的重要支撑。与此同时,中小股东的积极行权也是建设私人实施机制的核心任务,对深化金融体制改革、完善资本市场监管体系具有重要作用。然而,在中国资本市场中,中小股东受信息获取成本较高和信息使用能力不足等限制,存在参会人数少、参会不投票、投票不理性等问题。<sup>⑥</sup>IPO注册制改革将核准制下较为模糊的实质性审查过程转变为更加明确、客观的市场化信息披露要求,使发行上市全过程更加规范、透明、可预期,为以中小股东投票为代表的私人实施机制提供了外部信息和监管环境的支持。在成熟的资本市场中,股东参与投票已经被证明能够发挥巨大的监管效力(Brav等, 2022)。但对中国资本市场的研究主要集中在公共实施机制,对逐渐觉醒的私人实施机制,特别是针对中小股东投票的研究却鲜有深入探讨。私人实施机制与受限于

① 《以投资者为本,证监会今年将这样做》,新华网,2024年1月27日, <http://www.news.cn/fortune/20240127/878a4b5f5ca94b23b3912615fa6bf18f/c.html>。

② 为使行文便于理解,本文中中小股东与中小投资者表意相同。

③ 例如,2022年6月,注册制上市公司品渥食品(股票代码:300892)召开年度股东大会,审议《关于购买公司及董监高责任险的议案》和《关于公司2022年度非独立董事薪酬和独立董事津贴的议案》时中小股东否决相关议案,最终该议案未获通过。

④ 股东的理性被动是指在某些情况下,股东选择不积极参与公司治理或监督公司管理层的决策过程,这种选择是基于成本-效益分析的结果。理性被动的股东认为,积极参与公司治理的成本(如时间、资源和潜在的冲突成本)超过了可能获得的收益。这种情况通常出现在中小股东中,他们认为自己对公司治理的影响力有限,而且获取信息和参与决策的成本相对较高。因此,即使他们可能对公司管理层的某些决策持有保留意见,也可能选择保持被动。

⑤ 《中国证监会与最高人民法院联合举行新闻发布会》,中国证监会网站,2025年2月21日, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7540415/content.shtml>。

⑥ 在某上市公司年度股东大会现场,除一名“内部股东”外,仅有投服中心的行权股东代表作为“外部股东”出席。议案审议过程中,宣读人全程对着投服中心代表读议案。由于董事会已审议通过议案,股东大会还是董事会“原班人马”,股东大会沦为“走过场”,股东大会制度未发挥应有的作用。详见《投服中心:部分中小股东参会行权不积极》,中国投资者网,2018年7月29日, [https://www.investor.org.cn/rights\\_interests\\_protection/exercise\\_service/exercise\\_news/gkfs/202011/t20201118\\_462981.shtml](https://www.investor.org.cn/rights_interests_protection/exercise_service/exercise_news/gkfs/202011/t20201118_462981.shtml)。

监管资源及人员特征的公共实施机制不同,它受到集体行动困难的制约(Jackson和Roe,2009;赵瑞瑞等,2023)。在中国等新兴资本市场,以中小股东投票为代表的私人实施机制仍以理论分析为主,以往研究集中讨论了网络投票制度的影响因素和经济后果,但是受限于中小股东数据可得性,在衡量中小股东的实际行权情况上有待改进(孔东民等,2013;孔东民、刘莎莎,2017;陈运森等,2024b)。虽然自2015年中小股东单独计票制度改革后其投票数据已公开披露,但由于从上市公司的大量披露中可靠地提取数据存在各种技术挑战,现有商业数据库中缺乏系统性的中小股东投票数据。为了弥补这一数据缺口,本文采用官方文件中定义的“中小股东”概念,构建了一个独特的中小股东投票数据集<sup>①</sup>,为全面评估注册制改革下私人实施机制的效果提出了重要见解。

从理论上说,公平的信息披露环境,以及基于信息披露机制所激发的中小股东参与治理的动力和信息使用能力,对中小股东的行权意识至关重要(孔东民、刘莎莎,2017;丁慧等,2018a)。首先,由于中小股东的投资观念尚不够成熟,在公司外部信息环境较差且中小股东信息获取成本较高的情况下,中小股东往往缺乏主动收集决策相关信息并进行理性投资的动力,而更容易选择成本较低的跟风炒作。其次,中小股东在信息解读方面处于弱势地位,尽管他们享有公司信息的知情权,但由于难以深入了解公司内部实际情况并准确解读信息内容,在与大股东等内部人利益博弈中容易受到侵害(Bar-Isaac和Shapiro,2020)。随着注册制改革的推进,市场信息环境的公平透明程度不断提升,中小股东的信息获取成本降低,使其理性投资观念和行权意识逐渐萌芽。一方面,审核问询的信息公开改善了注册制公司整体的信息环境,加之媒体的及时跟踪和广泛曝光,注册制改革通过降低信息获取成本和提升媒体关注度,提升了中小股东参与公司治理的动力。同时,注册制改革对二级市场的信息披露环境产生了显著的正面溢出效应(巫岑等,2022),进一步降低了中小股东的信息获取成本。另一方面,注册制公司的信息透明度显著提升,为中小股东主动收集和分析注册制上市公司的信息提供了重要基础,中小股东在信息互动和信息收集方面的主动性进一步提升,增强了中小股东的信息使用能力(丁慧等,2018a)。中小股东不仅能够通过注册制改革直接获取公司信息,还可以通过多种途径主动收集与注册制公司相关的信息,进一步整合和理解所获取的特质信息和深度信息,在此基础上更好地评估投资决策,从而提升中小股东的信息使用能力。综上,注册制改革通过提升中小股东参与治理的动力和信息使用能力,最终提高了中小股东的行权意识。<sup>②</sup>

本文基于手工收集的中小股东年度股东大会投票数据,选择注册制与核准制并行实施的时间段,以2019年7月22日科创板开板至2023年4月9日全面注册制开始推行前A股IPO公司为研究样本,从投资端视角探讨注册制改革对中小股东投票积极性的影响。实证结果发现,相较于核准制上市公司,注册制上市公司中小股东参与年度股东大会投票的积极性显著提升。机制分析显示,注册制改革通过提升中小股东参与治理的动力和信息使用能力,从而促进了其参与股东大会的积极性。相较于核准制上市公司,注册制上市公司的媒体报道更多、年报可读性更强。同时,注册制上市公司的投资者互动平台关于注册制的互动量更高、百度搜索量更大,表明注册制提升了投资者的信息使用能力。截面分析结果显示,当投资者情绪较低时,即在信息披露具有更大增量价值的情况下,中小股东表现出更强的参与公司治理的意愿。而当外部监管(交易所监管问询)和市场环境(机构投资者持股比例较高)赋能信息披露时,中小股东的行权意识显著提升。此外,本

① 此外,为确保数据的准确性和可靠性,本文数据还经过数十位研究助理的交叉核对。

② 沪深股市单日6场股东大会现否决议案,中小股东是投反对票的主力军。详见《沪深股市单日6场股东大会现否决议案》,新浪财经,2022年5月21日,<https://finance.sina.com.cn/roll/2022-05-21/doc-imizmscu2623079.shtml>。

文通过排除核准制与注册制的交互影响、更换关键变量的衡量方法、进行多种匹配检验以及更换样本等稳健性检验以保证结论的稳健可靠。

本文的潜在贡献如下。首先,本文从中小股东视角为注册制改革的经济后果研究提供了重要补充。以往针对注册制的研究大多聚焦IPO公司自身(赖黎等,2022;巫岑等,2022)和中介机构视角(罗进辉等,2023),却忽视了资本市场直接融资的主要提供者——中小股东。中小股东权益保护是衡量注册制改革成效的关键,也是资本市场的重要基石。相较于IPO核准制,IPO注册制更加强调以投资者需求为导向的信息披露和投资者的市场主体地位。本文发现注册制改革通过信息披露机制提升了中小股东参与治理的动力和信息使用能力,从根源上降低了中小股东行权的难度,提升了其行权意识,从投资端视角进一步完善了注册制改革经济后果的研究。其次,本文补充了如何提升中小股东行权意识的研究。中小股东投票表决作为资本市场重要的私人实施机制,对完善监管体制、补充公共监管资源、保障股东权益具有不可忽视的作用(陈运森等,2024a)。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投票参与的积极性,<sup>①</sup>但仅有少量文献从公司和股东特征的角度探讨中小股东网络行权的驱动因素(孔东民等,2013;黎文靖、孔东民,2013),而忽略了基础性的制度环境影响(Goranova和Ryan,2014)。注册制改革致力于重塑资本市场生态并通过促进信息披露和中介机构勤勉尽责来发挥市场机制作用,中小股东作为公司股东之一,积极行使投票权不仅体现了其作为市场主要参与者的基本权利,也是其承担市场主体责任的重要表现。本文研究发现,IPO注册制改革有助于中小股东发挥市场主体地位以行使股东权利。此外,以往研究大多通过股东网络投票或模型估计衡量中小股东行权意识,对准确定义中小股东实际投票情况存在改进空间,本文以中国证监会和证券交易所官方定义的中小股东为研究目标,更准确地检验注册制对中小股东行权意识的经济后果。最后,本文具有较为重要的政策启示。注册制改革作为中国特色现代资本市场的基础性制度改革,展现了国家对投资者主体地位的重视。加强信息披露作为全面注册制改革的核心目标,有助于从IPO公司的融资端和投资者的投资端角度全面改善资本市场的生态环境。不仅从供给源头上通过市场机制提高上市公司的信息披露质量,更重要的是从投资需求上提高投资者的信息使用能力,从而强化资本市场投资与融资功能相辅相成的动态平衡,成为推动资本市场高质量发展的长效机制,为监管部门和政策制定者全面实施注册制改革、推动中国特色现代资本市场建设提供重要的实践启示。

## 二、制度背景、理论分析与研究假设

### (一)制度背景

#### 1. IPO注册制与中小股东保护

自1990年A股成立至今,A股市场的发行制度经历了审批制、核准制和注册制三个主要阶段的转变,在此过程中,审核理念逐步从由政府主导转向市场机制发挥主要作用,信息披露也由“监管者导向”向“投资者导向”转变,显示出资本市场监管主体对提高信息透明度和保护投资者权益的重视。2013年,《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》首次明确提出推进股票发行注册制改革的战略指导思想,开启了中国资本市场制度的新篇章。此项改革旨在通过增强信息披

<sup>①</sup> 2024年两会期间,全国人大代表、中航光电董事长郭泽义表示,要进一步探索中小投资者参与公司治理方式,鼓励中小投资者参与公司决策以及治理。详见《全国人大代表、中航光电董事长郭泽义:进一步探索中小投资者参与公司治理方式》,中国期货业协会网站,2024年3月11日,[http://www.cfachina.org/industrydynamics/mediaviewoffuturesmarket/202403/t20240311\\_69349.html](http://www.cfachina.org/industrydynamics/mediaviewoffuturesmarket/202403/t20240311_69349.html)。

露的全面性与真实性来降低市场的信息不对称,同时强调发行人承担信息披露的首要责任,并始终坚持质量优先的原则。注册制改革自科创板启动以来,逐步扩展到创业板和北交所。2018年11月5日,习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立科创板并试点注册制,标志着注册制改革正式步入实施阶段。至2023年2月,沪深主板的全面注册制改革也已正式启动,开启了更为全面和深入的制度调整新篇章。不同于过去政府主导的核准制,注册制改革以“市场主导,政府监督”为核心特点,制定保护中小投资者权益的上市公司信息披露机制,并强化中介机构的信息责任,以此提高资本市场的运作效率并加强规范化治理。这种制度创新不仅提高了市场信息的透明度和公平性,还增强了市场的活力和韧性,为推进金融强国建设、服务中国式现代化大局奠定了坚实基础。

中国证监会把“能否更加有效地保护好广大中小投资者合法权益”作为衡量注册制改革成效的关键因素。<sup>①</sup>自2019年以来,中国证监会高度重视注册制的宣传与投资者教育工作,推出了一系列投资者教育活动,从保护投资者合法权益和维护市场稳定运行的角度,致力于提升中小股东获取和解读信息的能力。<sup>②</sup>2021年12月,中国证监会组织开展“读懂上市公司报告”投资者教育专项活动,推进以信息披露为核心的注册制改革,提高中小股东使用信息披露文件的能力。<sup>③</sup>2023年5月,在全国投资者保护宣传日活动中,上交所举办了“拥抱注册制,共享高质量”——2023年度“我是股东”活动启动仪式,旨在加强注册制下的投资者关系管理,提升投资者的股东权利意识。<sup>④</sup>此外,上市公司也举办了各种投资者教育活动,以提升投资者的信息解读能力。这些措施有效地展示了注册制改革背景下,市场各方联手采取多种措施以不断完善信息披露机制和加强投资者教育,致力于构建一个健康的市场生态系统。因此,注册制改革在促进投资者教育和保护方面扮演了至关重要的角色,同时也展示了市场参与者共同推动资本市场透明度提升、保障广大中小股东的合法权益、致力于实现注册制改革稳健发展的坚定决心和具体行动。这不仅标志着对提高市场效率和公正性的深层次承诺,也确保了中小股东能够在更加透明和公平的市场环境中得到有效的保护与支持。

## 2. 中小股东投票

在中国资本市场中,中小投资者的概念源于2004年1月《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中“社会公众投资者”一词,该意见强调保护投资者特别是社会公众投资者的合法权益。但国务院和中国证监会官方并未对社会公众投资者提供具体量化标准。2008年9月发布的《深圳证券交易所股票上市规则》(2008年修订)对社会公众股股东进行了明确规定,即除持有上市公司10%以上股份的股东及其一致行动人,以及上市公司的董事、监事、高级管理人员及其关联人以外的上市公司其他股东。此后,2015年2月发布的深圳证券交易所主板、创业板、中小企业板上市公司规范运作指引明确提出了中小投资者的定义,即除公司董事、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。后续官方文件和媒体报道均采用“中小投资者”这一术语进行描述。

<sup>①</sup> 证监会原副主席阎庆民在第四批全国证券期货投资者教育基地授牌活动中的发言。详见《午间重大事件汇总|时政新闻》,第1财经网站,2021年9月23日,<https://www.yicai.com/brief/101180855.html>。

<sup>②</sup> 《走近科创 你我同行》,中国证券业协会网站,<https://www.sac.net.cn/tzzzj/zxhd/zjkc/>。

<sup>③</sup> 《证监会组织开展“读懂上市公司报告”投资者教育专项活动》,中国证监会网站,2021年12月13日,<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100211/c1617278/content.shtml>。

<sup>④</sup> 《拥抱注册制 共享高质量 上交所2023年度“我是股东”活动启动》,上海证券报·中国证券网,2023年5月16日,[https://paper.cnstock.com/html/2023-05/16/content\\_1766416.htm](https://paper.cnstock.com/html/2023-05/16/content_1766416.htm)。

早在2004年,中小投资者投票制度便得到了政府和监管机构的高度关注。为了保障社会公众股东参与股东大会的权利,2004年12月,中国证监会发布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,鼓励上市公司提供网络投票平台为投资者提供便利,但并未对中小投资者投票进行单独计票并披露。2013年12月,国务院办公厅发布《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》,提出上市公司股东大会在审议影响中小投资者利益的重大事项时,对中小投资者表决应当单独计票并及时公开披露。在随后的2014年和2015年,中国证监会和证券交易所相继发布了规定,强调上市公司在审议影响中小投资者利益的重大事项时,应对除董事、监事、高级管理人员以及持有5%以上股份的股东以外的其他股东进行单独统计和公开披露。<sup>①</sup>

## (二)理论分析与研究假设

在股权集中度较高的中国资本市场中,中小股东的行权意识受到多重制约,注册制改革作为以信息披露为核心的资本市场基础性改革,使信息披露对中小股东行权意识的影响更加突出,成为提高上市公司质量和保护投资者权益的关键一环(Healy和Palepu,2001)。在IPO核准制下,拟发行人上市前审核过程是一个“黑箱”,投资者对发行人的了解较为有限,加之中小股东自身信息使用能力有限,许多中小股东往往选择放弃行使投票权,转而参与“炒新、炒小、炒概念”等不受信息使用能力制约的投机活动。这种行为不仅削弱了中小股东参与公司治理的积极性,也使其忽视了通过行使投票权影响公司决策并获取长期回报的潜在机会。相比之下,注册制改革通过重塑资本市场的信息环境,显著改善了中小股东的行权条件,推动其关注公司基本面和长期价值。注册制改革提升了新股定价效率,促使资本市场的投资风格趋向理性(赖黎等,2022;李松楠等,2023)。例如,新股上市前5个交易日无涨跌幅限制强化了市场的价格发现功能,而市场化的定价机制可以倒逼投资者更加理性地评估风险和收益,有效抑制中小股东的短期投机行为。那么,注册制改革究竟如何通过信息披露机制提升中小股东的行权意识?

一方面,注册制改革通过降低信息获取成本和提升媒体关注度,有效增强了中小股东参与公司治理的动力。首先,注册制改革要求上市公司披露更为全面的风险和特质信息(薛爽、王禹,2022;巫岑等,2022),并引入公开化的电子审核系统,使投资者能够实时查看发行人申请、受理、问询、回复等上市审核进度及相关信息。这种透明化的信息披露机制显著降低了中小股东获取关键信息的成本。相较于核准制下中国证监会IPO上会前审核内容几乎不公开的情况,中小股东获取注册制上市公司信息的便利性明显提高。同时,一级市场优质信息的供给对二级市场的信息环境也发挥了溢出效应。例如,注册制公司的年报可读性提升(巫岑等,2022),使投资者特别是中小股东能够以更低的阅读成本更全面地了解公司信息,从而进一步提升其参与股东大会了解公司的动力。其次,注册制改革通过提升媒体关注度,充分发挥了信息传播与示范带动效应,进一步激发了中小股东参与公司治理的积极性。由于中小股东的注意力有限,市场信息环境的改善并不一定直接转化为中小股东的信息关注和收集行为,而低感知成本和市场高度关注的信息通常会优先引起他们的注意(Peng和Xiong,2006)。IPO注册制改革自提出以来便引发了市场和媒体的广泛关注,有效降低了中小股东对注册制公司的信息感知成本(熊艳等,2011)。例如,媒体持续关注企业上市审核进展、信息披露问询内容及企业特质,突出强调了企业需对关键财务数据、技术优势等进行透明披露,这种高质量的信息传播促使中小股东能够更加轻松地获取与企业价值相关的披露细

<sup>①</sup> 限于篇幅,中小股东投票制度重大事件未展示,详见线上附录。

节。<sup>①</sup>此外,媒体对中小股东积极参与公司治理的报道发挥了重要的示范带动效应。例如,有关中小股东在年度股东大会上踊跃行权的报道,涵盖了年度报告审议、定增计划、高管选举等各个方面,<sup>②</sup>这些高曝光率的报道不仅提高了中小股东对公司治理参与行为的认可度,还激励了更多中小股东通过行使投票权等方式积极参与公司决策,从而形成了良性循环,进一步提升了中小股东在公司治理中的参与动力。

另一方面,注册制改革通过提升中小股东的信息互动和收集的主动性,显著增强了其信息使用能力。在信息经济学领域,Feltham和Demski(1970)将贝叶斯定理(Bayes Theorem)应用于会计问题来分析信息与投资者行为的关系,在投资者决策的全过程中,良好的信息披露有助于缓解中小股东与大股东的信息差。值得注意的是,信息成本的降低并不一定会转化为有效的行权行为,投资者仍然需要具备一定的信息使用能力才能将其融入投资决策中(Blankespoor等,2019)。注册制公司信息透明度显著提升,为中小股东主动收集和分析潜在注册制上市公司投资标的信息提供了重要基础(Antoniou等,2015)。例如,投资者互动平台为投资者与上市公司之间的直接沟通创造了条件,中小股东可以通过提问明确表达其信息需求,而上市公司则通过具有针对性的答复提高了信息透明度与准确性。这种双向互动行为不仅有效降低了中小股东对信息模糊的感知风险,还促进了投资者对复杂财务信息的深入理解(丁慧等,2018b;Lee和Zhong,2022)。这种主动信息收集和互动能力的提升,使中小股东能够获取更多特质信息和补充信息,并整合与吸收这些信息,从而更全面地评估公司的投资价值。最终,这种信息使用能力的增强直接转化为中小股东参与公司治理的动力,促使其更加积极地行使投票权、参与股东大会等治理活动。

综上,IPO注册制改革从整体上改善了资本市场的信息披露环境,引导中小股东向更加理性的投资行为转变,并更加关注公司的基本面信息,通过降低中小股东的信息收集成本和提升媒体关注度,注册制改革有效增强了中小股东参与公司治理的动力。同时,注册制改革进一步推动中小股东从被动接收信息向主动搜寻信息转变,提升了其信息使用能力,最终唤醒了中小股东的行权意识,显著提升了其参与股东大会投票的积极性。基于上述分析,本文提出如下研究假说。

H1:相较于核准制公司,IPO注册制公司的中小股东参与股东大会投票的积极性更高。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

科创板自2019年7月22日开板并实行注册制,创业板也自2020年8月24日起全面推行IPO注册制。全面注册制第一批新股的上市时间为2023年4月10日,在此之前,我国资本市场的新股发行存在核准制与注册制并行的局面。这为本文识别注册制改革对中小股东参与股东大会积极性的影响提供了良好的研究场景。由于新股发行制度的并行,核准制公司作为注册制公司天然的控制组,便于观察两类公司中小股东参与股东大会积极性的差异。为更好地识别注册制改革的政策效应,本文选取2019年7月22日至2023年4月9日在A股上市的公司作为基准回归样本,并从巨潮资讯

<sup>①</sup> 比如相关媒体报道,《不充分不规范不真实不准确 容百科技领科创板首份监管函》,上海证券报·中国证券网,2019年11月20日,<https://news.cnstock.com/kcb,tt-201911-4454345.htm>。

<sup>②</sup> 《中小股东踊跃“说不” 多家公司年度股东大会议案被否》,东方财富网,2024年6月13日,<https://finance.eastmoney.com/a/202406133102237984.html>。

网和 Wind 数据库收集 2020—2024 年召开的股东大会决议公告,手工整理中小股东参与股东大会的相关数据。本文删除了交叉上市<sup>①</sup>、上市当年召开年度股东大会<sup>②</sup>、ST、资不抵债、主要研究变量缺失的公司样本,共得到 2901 个“公司-年度”观测值。其他财务数据来自 Wind 数据库和 CSMAR 数据库。为了缓解异常值的影响,本文对主要连续变量进行了上下各 1% 的 Winsorize 处理。

(二)模型设定与变量说明

为了验证研究假说 H1,本文构建如下回归模型:

$$MSP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Reg_i + \alpha_2 Control_{i,t-1} + Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量  $MSP_{i,t}$  表示公司  $i$  的中小股东在  $t$  年的行权意识,以每家公司参与年度股东大会投票的中小股东持股情况进行衡量,考虑到不同公司股权结构的差异,本文使用公司上一年年末的总股份数进行标准化后作为基准回归的被解释变量(Li, 2021; 黄泽悦等, 2022; Lin 等, 2023; 马永强、陈伟忠, 2024)。

$$MSP_{i,t} = \frac{Minority\ Participate_{i,t}}{Total\ Share_{i,t-1}} \times 100 \quad (2)$$

其中,  $Minority\ Participate_{i,t}$  表示公司  $i$  在  $t$  年召开的年度股东大会上中小股东参与投票的持股数量,  $Total\ Share_{i,t-1}$  表示公司  $i$  在  $t-1$  年的总股份数。

解释变量  $Reg$  为注册制施行的哑变量(李松楠等, 2023; 罗进辉等, 2023; 吴锡皓、张弛, 2024), 若公司股票发行适用注册制,包括科创板上市公司和 2020 年 8 月 24 日及之后的创业板上市公司,则取值为 1;若公司股票发行适用核准制,包括沪深主板上市公司和 2020 年 8 月 24 日之前的创业板上市公司,则取值为 0。借鉴以往研究(黎文靖等, 2012; 周宏等, 2018; 祝继高等, 2021; Lin 等, 2023; 于耀等, 2025)并考虑注册制特征,本文设置了如下控制变量:公司规模( $Size$ )、资本结构( $Lev$ )、盈利能力( $ROA$ )、机构持股比例( $Insti$ )、产权性质( $SOE$ )、公司治理质量( $G-index$ )、审计质量( $Big4$ )以及年份固定效应( $Year$ )和行业固定效应( $Industry$ )。本文主要使用带稳健标准误的 OLS 模型进行估计。由于年度股东大会通常于次年 6 月 30 日之前召开,因此所有控制变量均进行了滞后一期处理。主要变量定义如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量	变量定义
被解释变量	
$MSP$	中小股东行权意识,即公司 $i$ 在 $t$ 年召开的年度股东大会上中小股东参与投票的持股数量/公司 $i$ 在 $t-1$ 年的总股份数 $\times 100$
解释变量	
$Reg$	注册制施行的哑变量,若公司股票发行时适用注册制则取 1,适用核准制则取 0

① 交叉上市的企业在股东大会决议公告中披露的投票情况是 A 股、B 股、H 股股东合计,无法准确识别中小股东的参与情况。

② 鉴于年度股东大会通常于上半年召开,本文采用会议召开年度前一年末的公司总股份数及中小股东持股数量作为标准化的基准。例如, A 公司在 2022 年 5 月 15 日召开 2021 年度股东大会,本文采用 2021 年 12 月 31 日的总股份数和中小股东持股数量作为被解释变量标准化的基准。为规避 IPO 上市年份召开股东大会可能导致上一财年缺乏股份数据的情形(如泰慕士公司,股票代码为 001234,于 2022 年 1 月 11 日注册制上市,2022 年 5 月 16 日召开 2021 年度股东大会),我们对样本进行了细致审查,发现此类情况仅限于 11 个样本观测。针对这一小部分样本,我们将其从样本中予以剔除。

续表 1

变量	变量定义
控制变量	
<i>Size</i>	公司规模,公司 <i>i</i> 在 <i>t-1</i> 年的总资产的自然对数
<i>Lev</i>	资本结构,公司 <i>i</i> 在 <i>t-1</i> 年的总负债/总资产
<i>ROA</i>	盈利能力,公司 <i>i</i> 在 <i>t-1</i> 年的净利润/总资产
<i>Insti</i>	机构持股比例,公司 <i>i</i> 在 <i>t-1</i> 年的机构投资者持股比例
<i>SOE</i>	产权性质,当公司 <i>i</i> 在 <i>t-1</i> 年的实控人性质为国有时取1,否则取0
<i>G-index</i>	公司治理质量,参考周宏等(2018)、Lin等(2023)的研究,我们对8个公司治理质量指标进行了主成分分析:(1)董事长和CEO是否为同一个人;(2)董事会规模;(3)监事会规模;(4)独立董事比例;(5)前3位高管总薪酬;(6)董事会持股比例;(7)高管持股比例;(8)第一大股东持股比例。 <i>G-index</i> 估计为第一主成分
<i>Big4</i>	审计质量,若为国际四大会计师事务所则取1,否则取0
<i>Year</i>	年份固定效应
<i>Industry</i>	行业固定效应

#### 四、实证结果与分析

##### (一)描述性统计

通过对数据进行初步分析,本文直观发现以下特征事实。从中小股东行权意识来看,样本期间内,中小股东平均行权率为5.003%,标准差为5.626,表明中小股东在年度股东大会上的行权意识普遍偏低,并且在不同公司间呈现较强的波动性和分散性。*Reg*的均值为0.646,表明样本中有64.6%的观测值为注册制上市公司,样本分布较为均匀。此外,其他变量的描述性统计结果与已有文献基本一致,在此不赘述。<sup>①</sup>

##### (二)基准回归结果

表2列示了不同固定效应下注册制改革对中小股东行权意识的影响。第(1)列展示了年份固定效应和行业固定效应下注册制改革对中小股东行权意识的影响。就经济意义而言,在注册制改革下,中小股东的行权意识比核准制公司提升1.251%。考虑到*MSP*的均值为5.003%,平均而言中小股东的行权意识提升了25%,具有显著的经济意义,说明注册制改革有助于提高中小股东参与股东大会的积极性,其行权意识显著提升,证明了本文的研究假说H1。同时,不同城市的市场环境和法律执行力度等方面存在差异,这些差异可能会对中小股东的决策过程产生系统性影响(潘越等,2022)。例如,一些城市的投资者保护政策更健全或信息获取渠道更便捷,从而可能影响中小股东的行权意识(刘金洋、叶康涛,2024)。本文通过进一步在模型中加入城市固定效应,以排除这些潜在因素的干扰。结果如第(2)列所示,核心解释变量*Reg*在1%的水平下与*MSP*显著正相关。尽管本文已控制行业固定效应以捕捉行业间的长期差异,但不同年份的外部环境变化可能对不同行业的中小股东行为产生不同的影响。通过引入年份与行业交乘的高维固定效应,本文能够捕捉行业随时间变化的动态效应,尤其是在特定年份由于政策、市场需求或技术变革等外部冲击对中小股东行权意识的影响。第(3)列和第(4)列分别为控制了年份固定效应、行业固定效应、年

<sup>①</sup> 限于篇幅,具体描述性统计结果未展示,详见线上附录。

份与行业交乘的高维固定效应以及在此基础上额外控制城市固定效应的回归结果,核心解释变量依然显著,本文的基准回归结果依然稳健。

表2 注册制改革与中小股东行权意识的基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>MSP</i>	<i>MSP</i>	<i>MSP</i>	<i>MSP</i>
<i>Reg</i>	1.251*** (5.82)	1.460*** (5.91)	1.239*** (5.63)	1.479*** (5.80)
<i>Size</i>	1.083*** (5.30)	1.098*** (5.01)	1.114*** (5.35)	1.149*** (5.14)
<i>Lev</i>	-0.776 (-1.00)	-0.453 (-0.54)	-0.768 (-0.97)	-0.442 (-0.51)
<i>ROA</i>	3.873* (1.81)	5.599** (2.51)	3.672* (1.65)	5.419** (2.32)
<i>Insti</i>	0.040*** (7.19)	0.036*** (6.46)	0.040*** (6.99)	0.036*** (6.14)
<i>SOE</i>	-0.177 (-0.40)	-1.190** (-2.40)	-0.147 (-0.33)	-1.202** (-2.37)
<i>G-index</i>	-0.317*** (-2.82)	-0.397*** (-3.08)	-0.284** (-2.50)	-0.372*** (-2.87)
<i>Big4</i>	-0.128 (-0.24)	0.143 (0.24)	-0.127 (-0.23)	0.219 (0.36)
常数项	-19.905*** (-4.69)	-20.340*** (-4.43)	-20.591*** (-4.77)	-21.450*** (-4.57)
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
城市固定效应	No	Yes	No	Yes
年份×行业固定效应	No	No	Yes	Yes
观测值	2901	2901	2901	2901
调整后的R <sup>2</sup>	0.100	0.169	0.096	0.167

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的水平下显著,括号内为t值;本文所有标准误均经过稳健性调整。下同。

### (三)机制检验

#### 1. IPO注册制改革与中小股东参与治理动力

在注册制改革过程中,发行上市审核以信息披露为核心,其中公开审核问询及回复函的重要考量是提高审核工作透明度,让发行人的信息披露和发行上市审核过程接受广泛的市场监督与舆论监督,<sup>①</sup>同时利用媒体对审核问询内容进行深入的剖析解读。<sup>②</sup>在信息“大爆炸”时代,处理信息的效率会受到有限关注的影响(Maćkowiak等,2023),投资者会将其有限的注意力优先分配到市场

① 《关于科创板在审企业媒体关注和信访举报处理的新闻问答》,上海证券交易所网站,2019年6月20日, [http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c\\_20190620\\_4843875.shtml](http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20190620_4843875.shtml)。

② 《有人五问还说不清,有人两问就过关,科创板审核问询藏着啥诀窍?》,“中国证券网”微信公众号,2019年8月4日, [https://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzIzNjI1OTIxMw==&mid=2247504569&idx=3&sn=d5026be51ea333e1e21707b0f98ec58c&source=41#wechat\\_redirect](https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzIzNjI1OTIxMw==&mid=2247504569&idx=3&sn=d5026be51ea333e1e21707b0f98ec58c&source=41#wechat_redirect)。

关注的热点(Peng和Xiong,2006)。注册制改革使得中小股东更容易关注注册制公司,并且为其提供了更为便捷的信息获取渠道,从而有助于降低投资者信息获取的成本(赖黎等,2022;巫岑等,2022)。本文采用新上市公司在上市当年<sup>①</sup>的新闻报道总数(*Totalnews*)、中性新闻报道数量(*Neunews*)加1取自然对数衡量投资者感知信息的成本(李培功、沈艺峰,2010;王木之、李丹,2016),结果如表3 Panel A所示。*Reg*的系数均在1%的水平下显著为正。这表明,与核准制上市公司相比,注册制上市公司无论是从新闻报道总数还是从分类型新闻报道数量的角度而言,均得到了市场的密切关注。基于有限注意力理论,投资者往往倾向于关注这些“聚光灯”下的公司,从而降低了获取相关信息的成本,进一步提升了其积极参与治理的动力。

表3 注册制改革与中小股东行权意识的机制检验

Panel A: IPO注册制改革与中小股东参与治理动力			
变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Totalnews</i>	<i>Neunews</i>	<i>Readability</i>
<i>Reg</i>	0.080*** (4.44)	0.188*** (7.65)	0.022*** (5.07)
控制变量/常数项	Yes	Yes	Yes
年份/行业固定效应	Yes	Yes	Yes
观测值	820	820	820
调整后的R <sup>2</sup>	0.205	0.198	0.123
Panel B: IPO注册制改革与中小股东信息使用能力			
变量	(1)	(2)	(3)
	<i>HuDongQ</i>	<i>HuDongA</i>	<i>Baidu</i>
<i>Reg</i>	0.342*** (4.53)	0.362*** (4.35)	0.451** (2.40)
控制变量/常数项	Yes	Yes	Yes
年份/行业固定效应	Yes	Yes	Yes
观测值	820	820	820
调整后的R <sup>2</sup>	0.138	0.073	0.584

注:新闻报道数据来源于CNRDS数据库,为防止其他因素干扰,只考虑截至上市当年末的新闻报道,并且由于上市当日有很多关于新股中签讨论的杂音,我们的观测排除上市日当天,此处仅匹配820个观测值。同时,为了保证结果的稳健性,我们也对正面新闻报道和负面新闻报道进行了检验,其结果均显著为正,但其经济显著性低于中性新闻报道。这表明,注册制改革在一定程度上减少了IPO过程中的媒体异化和媒体信息管理行为,提升了信息披露的客观性,缓解了IPO发行过程中投资者情绪的煽动行为。互动平台数据来源于CSMAR数据库和CNRDS数据库的交叉核对。为防止其他因素干扰,我们只考虑IPO公司上市当年互动问答和百度搜索情况,此处仅匹配820个观测值。该表控制变量与表2一致。下同。

同样,年报作为企业最重要的信息披露文件之一,其可读性直接关系到投资者,尤其是中小股东获取和理解公司运营情况的水平。参考孟庆斌等(2017)、王克敏等(2018)、Bonsall IV等(2017)的研究,我们采用文本分析的标准词典方法,计算公司年报中常用词、专业词、连接词的词频并生成综合指数(*Readability*)来衡量可读性。回归结果如表3 Panel A第(3)列所示,*Reg*的系数在1%的水平下显著为正,即注册制改革显著增加了年报中常用词词频,改善了年报可读性。这表明,注册制改革使

<sup>①</sup> 此外,本文也采用了新上市公司在上市后3个月内的新闻报道总数、正面新闻报道数量、中性新闻报道数量和负面新闻报道数量加1取自然对数衡量投资者被动信息获取能力,结果与表3基本一致。

年报更易于理解,从而降低了中小股东与内部人之间的信息不对称,提升了其参与治理的动力。

## 2. IPO注册制改革与中小股东信息使用能力

作为参与治理的重要影响因素,投资者的信息使用能力被认为是打开内部人信息“黑匣子”的一把钥匙。IPO注册制改革在提高信息披露的标准和透明度、降低中小股东信息获取成本的同时,也能够有效提升中小股东的信息使用能力(丁慧等,2018a)。因此,中小股东可能在注册制改革的影响下提升自身的信息使用能力,从而提升其行权意识。

上证e互动和深交所互动易作为官方的投资者互动平台,为投资者深入了解公司情况、解决信息不对称问题提供了绝佳的环境(Lee和Zhong,2022)。这些平台受到官方的严格监管,且信息质量受官方背书,互动内容具有公信力,能够更好地为投资者主动获取信息、解读公开信息提供便利。同时,百度搜索指数也是资本市场中股东意识到信息后,主动获取信息的重要衡量(俞庆进、张兵,2012)。本文预期相较于核准制上市公司,注册制上市公司中投资者信息互动和获取的能力更强。采用新上市公司在上市当年官方互动平台中关于注册制的提问情况(*HuDongQ*)、公司根据提问对注册制的回答情况<sup>①</sup>(*HuDongA*)以及投资者对新上市公司的百度搜索量(*Baidu*)加1取自然对数衡量投资者的信息互动和使用能力(Ben-Rephael等,2017)。结果如表3 Panel B所示,*Reg*的系数均显著为正。这表明,注册制改革显著提升了投资者的信息互动程度和信息使用能力。综上,注册制改革能够提升中小股东主动获取信息的积极性,并将其有效转化为参与股东大会的决策依据。这一结果进一步验证了注册制通过提升中小股东的信息使用能力,从而提升其行权意识。

### (四)截面分析

#### 1. 基于投资者情绪的截面分析

当投资者情绪较高时,中小股东更可能出现短视行为和投机倾向(韩立岩、伍燕然,2007),他们的决策更容易受到情绪驱动而非信息驱动,从而削弱了注册制信息披露机制的治理效应。相反,当投资者情绪较低时,中小股东更倾向于理性分析信息,注册制改革所带来的增量信息披露显著降低了信息不对称,提升了中小股东的行权意识。因此,本文预期在投资者情绪较低的情境下,注册制改革的治理效应更为显著。参考易志高和茅宁(2009)的研究,本文利用主成分分析法构建投资者情绪的综合指数,同时控制经济基本面因素对情绪的影响(*Emotion*)。按照年度中位数将样本分为投资者情绪较低组(*Emotion=0*)和投资者情绪较高组(*Emotion=1*)。结果如表4所示,在投资者情绪较低组,注册制改革显著提升了中小股东在年度股东大会的行权意识;而在投资者情绪较高组,*Reg*的系数不显著且绝对值相对较小。这表明,注册制改革的增量信息治理效应在投资者情绪低迷时更为显著。此时,投资者更依赖于公开信息进行理性决策,注册制提供的增量信息有效缓解了中小股东的信息不对称,帮助其更清晰地评估公司状况和风险,激励其行使股东权利参与治理。增量信息在信息不对称严重的情况下边际价值更高,引导投资者情绪趋于理性,促进其基于信息积极行权。

表4 注册制改革与中小股东参与的截面分析

变量	MSP		MSP		MSP	
	<i>Emotion=0</i>	<i>Emotion=1</i>	<i>Inquire=0</i>	<i>Inquire=1</i>	<i>InstiHolding=0</i>	<i>InstiHolding=1</i>
<i>Reg</i>	2.184*** (7.25)	0.445 (1.35)	1.054*** (4.00)	1.741*** (4.37)	0.293 (1.00)	2.070*** (6.51)
组间系数差异	1.739***		-0.687*		-1.777***	

① 用以检索投资者提问和公司回复中是否包含“注册制”“审核问询”“科创板”等相关信息。

续表 4

变量	MSP		MSP		MSP	
	Emotion=0	Emotion=1	Inquire=0	Inquire=1	InstiHolding=0	InstiHolding =1
控制变量/常数项	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份/行业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	1540	1361	2144	757	1452	1449
调整后的 R <sup>2</sup>	0.139	0.124	0.103	0.099	0.071	0.088

### 2. 基于交易所外部监管的截面分析

注册制改革通过信息披露机制提升了中小股东的行权意识,但考虑到中小股东参与公司治理是一种典型的私人实施机制(Private Enforcement),同时中小股东获取信息和理解信息需要一定的时间成本,其有效性通常依赖于公共实施机制的信息支持(Schantl 和 Wagenhofer, 2020; Hutton 等, 2022)。一方面,问询函中问题内容提供了更多的增量信息,降低了中小股东的信息不对称;另一方面,被问询公司向市场传递了公司可能存在问题的信号,激励中小股东为保护自身权益而更加积极地参与公司治理。因此,我们假设,在被问询公司中,注册制改革对中小股东行权意识的促进作用更强。为检验这一假设,本文参考陈运森等(2019)的研究,使用交易所问询函数据作为公共实施机制的代理变量。表 4 的分组回归结果显示,在被问询组(*Inquire*=1)中,IPO 注册制上市公司中小股东的行权意识相比核准制公司显著提升;而在未被问询组(*Inquire*=0)中,*Reg* 系数的绝对值相对较小。这表明,在注册制改革背景下,以交易所问询函为代表的公共实施机制能够为中小股东提供更为详尽的公司特质信息,因而相对于未被问询的公司,其政策效应更强。

### 3. 基于机构投资者外部治理的截面分析

相较于中小股东,机构投资者在信息处理方面更专业,具有更高的信息解读水平和整合能力(张宗新、杨通旻, 2014)。在注册制改革背景下,这些机构通过生成并公开调研报告和投资建议等信息,有效弥补了中小股东信息解读能力的不足(Chen 等, 2007)。此外,机构投资者的参与具有显著的示范效应。特别是在注册制改革下,机构投资者积极参与股东大会等治理行为,进一步强化了注册制所依赖的市场化监督机制,激励中小股东效仿,从而提升了其行权意识(Gillan 和 Starks, 2000)。参考丁慧等(2018b)、Bradley 等(2022)的研究,我们根据机构投资者持股比例的年度中位数将样本分为机构投资者持股比例低组(*InstiHolding*=0)和机构投资者持股比例高组(*InstiHolding*=1)。表 4 的分组回归结果显示,在机构投资者持股比例高组,相较于核准制上市公司,IPO 注册制上市公司中小股东的行权意识显著提升;在机构投资者持股比例低组,*Reg* 系数的绝对值相对较小。这表明,在注册制改革下,机构投资者在信息处理方面更为专业,能够为中小股东提供更多的特质信息,有效促进私人实施机制的发展,引导中小股东积极参与治理。

#### (五)稳健性检验<sup>①</sup>

(1)排除注册制与核准制并行期间的交互影响。考虑到在注册制与核准制并行期间,注册制的影响可能不仅仅局限于注册制上市公司本身,还会交互影响到核准制公司。为此,我们需要观察注册制改革对中小股东参与股东大会积极性的溢出效应。未报告的结果显示,注册制改革对同行业核准制公司中小股东参与股东大会的积极性有一定的溢出影响,但其影响效果远小于注册制改革对中小股东投票行为的直接效应。(2)替换中小股东投票的衡量方式。本文进一步将标准化

<sup>①</sup> 限于篇幅,稳健性检验结果未展示,详见线上附录。

指标替换为年度股东大会上中小股东参与投票的持股数量、公司流通股股数以及中小股东表决总股数进行稳健性检验。未报告的结果显示,本文研究结论不变。(3)基于不同匹配方法的检验结果。为了控制样本的选择性偏差问题,本文采用“一配一”“一配二”“一配四”的最近邻匹配法以及熵平衡匹配法进行稳健性检验。未报告的结果显示,在控制样本的选择性偏差后,主要结论依然成立。(4)基于样本公司范围限制的检验。亏损公司特殊的经营状况和财务压力,可能会带来额外变异性和噪声,从而影响对注册制改革效应的准确评估。未报告的结果显示,在剔除亏损公司后,基准回归结果稳健可靠。(5)基于 Bootstrap 法的检验。为避免样本量较少可能导致的 OLS 回归过度拟合问题,本文采用 Bootstrap 法对原始样本进行 1000 次重复抽样,以估算参数置信区间并检验显著性。未报告的结果显示,本文的结论未发生实质性改变。

## 五、结论与启示

党的二十大报告强调要坚持人民至上,充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。2024 年国务院发布资本市场历史上第三个“国九条”<sup>①</sup>,强调要推动资本市场高质量发展;中国证监会亦多次强调要建设“以投资者为本”的资本市场,关注中小股东的合法权益。注册制是深化资本市场改革的重要举措,相较于政府主导的核准制,注册制的特点是“市场主导,政府监督”,发行上市的审核主体由中国证监会转为交易所。能否改善信息披露,更加有效地保护广大中小股东的权益,是衡量注册制改革成效的关键,也是践行“监管人民性”的重要体现。本文利用独特的股东大会上中小股东投票数据,探究注册制改革能否提升中小股东的行权意识。研究表明,相较于核准制上市公司,注册制上市公司中小股东参与年度股东大会投票的积极性显著提升。机制分析表明,注册制改革通过提升中小股东的参与治理动力和信息使用能力,最终促进了中小股东行权意识的觉醒。截面分析显示,当投资者情绪较低时,信息披露对中小股东的边际价值更大,进而行权意识显著提升。而当交易所外部监管和机构投资者外部治理作用更强时,更有助于激发中小股东的行权意识。本文的研究丰富了注册制改革和中小股东参与积极性的文献,有利于理解市场化改革对中小股东积极行权的促进作用。同时,本文结论有利于充分认识信息披露在市场中如何促进中小股东的行权意识觉醒,助力中国特色现代资本市场形成“大投保”格局。本文的研究结论具有如下政策启示。

首先,监管部门要持续重视优化全面注册制下信息披露的水平与质量。研究发现,中小股东参与治理动力和信息使用能力的增强,是注册制改革提升中小股东行权意识和保护股东权益的关键途径,而这依赖于中小股东能够以较低的成本获取并理解增量信息。深入且高质量的信息披露能够显著激励中小股东积极行权,进而强化其在公司治理中的作用。2024 年国务院发布的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》,即“新国九条”指出,要加强信息披露和公司治理监管,从严加强募投项目信息披露监管,健全上市公司可持续信息披露制度。监管部门要坚持和完善信息披露标准与制度建设,设定明确的信息披露规范。此外,注册制改革对二级投资市场造成的影响同样深远,尤其是在促进投资者的专业化和长期价值投资方面。资本市场将更多地倾向于投资那些具有持续经营能力和创新潜力的企业,而非仅仅追求短期利益。这要求监管

<sup>①</sup> 2004 年和 2014 年,国务院相继发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》和《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,由于两个文件均由九部分构成,因而被市场称为“国九条”。2024 年国务院发布“新国九条”,在延续决策层对资本市场持续重视的基础上,更加突出强化信息披露,解决影响资本市场高质量发展的重大遗留问题,其中包含中小投资者的权益保护问题,强调要提高分红比例并引导价值投资。

机构和上市公司在信息披露中强化对信息质量的要求,改进信息披露的格式和结构。提高投资者对企业深度分析的能力,多渠道增强中小股东的信息分析能力,避免盲目跟风式投资行为。

其次,应当有序推进注册制下监管协同框架的建立。本文研究发现,注册制改革提升中小股东行权意识的效果显著受到交易所监管问询的协同影响。一方面,交易所通过问询机制释放明确的风险信号,提醒中小股东关注被问询公司的潜在问题,从而促使他们更加积极地行使股东权利。另一方面,作为外部监督的重要主体,交易所能够提供更为详尽的增量监管信息,帮助中小股东降低信息不对称,增强其参与治理动力和信息使用能力。2023年中央金融工作会议明确指出要打造监管协同的金融市场,这为全面注册制下优化外部监管框架指明了方向。因此,应强化交易所的外部监管职能,通过交易所问询等公共实施机制来进一步丰富公司特质信息,有效降低中小股东的信息获取成本,激励其积极参与公司治理。多层次的监管协同机制能够有效强化注册制改革的治理效应,激励中小股东基于增量信息更加积极地参与公司治理,推动资本市场健康发展。

最后,要重视培育理性投资文化和耐心资本,充分运用媒体的信息传播机制和机构投资者的示范带动效应,引导中小股东理性决策,推动其更加积极地参与公司治理。本文发现媒体的客观报道是降低中小股东信息获取成本、提升中小股东参与治理动力的关键渠道。因此,应充分发挥媒体的传播与示范作用。监管机构可以鼓励媒体围绕注册制公司信息披露的关键内容进行深度报道,让高质量的信息更具透明性和易理解性。同时,监管部门应引导机构投资者发挥示范效应,鼓励其长期持股并深度参与公司治理,引入“长期资本”“耐心资本”以引导中小股东专注于信息驱动的治理参与,做到投融资两端市场协调发展。此外,政府和监管机构应根据市场舆情的变化实施差异化的监管策略。针对情绪较低的市场环境,应鼓励注册制公司披露更为细致的增量信息,以降低中小股东的信息不对称,帮助其做出理性决策。而在情绪高涨的市场环境,应通过强化监管,与媒体的传播引导和机构投资者的外部治理机制协同,防范投机行为对中小股东理性判断的干扰,积极引导和完善以中小股东保护为核心的私人实施机制。推动建设“以投资者为本”的资本市场,有效保障投资者,特别是中小股东的合法权益。

#### 参考文献:

1. 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。
2. 陈运森、陆晨、于耀:《会计师事务所随机监管与中小股东异议:基于审计师议案的经验证据》,《管理评论》2024a年第12期。
3. 陈运森、于耀、赵瑞瑞:《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》,《管理世界》2024b年第12期。
4. 丁慧、吕长江、陈运佳:《投资者信息能力:意见分歧与股价崩盘风险——来自社交媒体“上证e互动”的证据》,《管理世界》2018a年第9期。
5. 丁慧、吕长江、黄海杰:《社交媒体、投资者信息获取和解读能力与盈余预期——来自“上证e互动”平台的证据》,《经济研究》2018b年第1期。
6. 韩立岩、伍燕然:《投资者情绪与IPOs之谜——抑价或者溢价》,《管理世界》2007年第3期。
7. 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。
8. 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。
9. 孔东民、刘莎莎、黎文靖、邢精平:《冷漠是理性的吗? 中小股东参与、公司治理与投资者保护》,《经济学(季刊)》2013年第1期。
10. 赖黎、蓝春丹、秦明春:《市场化改革提升了定价效率吗? ——来自注册制的证据》,《管理世界》2022年第4期。
11. 李培功、沈艺峰:《媒体的公司治理作用:中国的经验证据》,《经济研究》2010年第4期。
12. 黎文靖、孔东民:《信息透明度、公司治理与中小股东参与》,《会计研究》2013年第1期。
13. 黎文靖、孔东民、刘莎莎、邢精平:《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》,《金

融研究》2012年第3期。

14. 李松楠、刘玉珍、胡聪慧:《价格笼子、流动性与价格发现效率——基于创业板注册制改革的证据》,《管理世界》2023年第3期。

15. 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年第9期。

16. 罗进辉、董怀丽、李璐:《注册制改革是否强化了保荐人专业能力的作用?——基于首次公开发行股票审核进程视角的考察》,《管理世界》2023年第7期。

17. 马永强、陈伟忠:《中小股东积极主义能改善分析师盈余预测质量吗?》,《南开管理评论》,中国知网网络首发,2024年3月9日。

18. 孟庆斌、杨俊华、鲁冰:《管理层讨论与分析披露的信息含量与股价崩盘风险——基于文本向量化方法的研究》,《中国工业经济》2017年第12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. 王克敏、王华杰、李栋栋、戴杏云:《年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据》,《管理世界》2018年第12期。

21. 王木之、李丹:《资本市场中的媒体公关:来自我国企业IPO的经验证据》,《管理世界》2016年第7期。

22. 巫岑、饶品贵、岳衡:《注册制的溢出效应:基于股价同步性的研究》,《管理世界》2022年第12期。

23. 吴锡皓、张弛:《注册制改革对资本市场定价效率的影响研究——基于IPO抑价率的视角》,《南开管理评论》2024年第2期。

24. 熊艳、李常青、魏志华:《媒体“轰动效应”:传导机制、经济后果与声誉惩戒——基于“霸王事件”的案例研究》,《管理世界》2011年第10期。

25. 薛爽、王禹:《科创板IPO审核问询回复函与首发抑价》,《管理世界》2022年第4期。

26. 易志高、茅宁:《中国股市投资者情绪测量研究:CICSI的构建》,《金融研究》2009年第11期。

27. 俞庆进、张兵:《投资者有限关注与股票收益——以百度指数作为关注度的一项实证研究》,《金融研究》2012年第8期。

28. 于耀、陈运森、王浩宇、高毅达:《私人实施机制的治理效应研究:基于企业税法遵从的证据》,《税务研究》2025年第1期。

29. 张宗新、杨通旻:《盲目炒作还是慧眼识珠?——基于中国证券投资基金信息挖掘行为的实证分析》,《经济研究》2014年第7期。

30. 赵瑞瑞、陈运森:《蚩蚩撼大树? 中小股东诉讼的市场反应研究》,《财经研究》2023年第11期。

31. 赵瑞瑞、陈运森、孙迎秋:《股票与债务市场的跨市场联动:中小股东私人实施机制对企业债务融资的影响》,《财贸经济》2023年第12期。

32. 郑志刚、李逸、雍红艳、黄继承:《中小股东一致行动改善了公司治理水平吗?》,《金融研究》2022年第5期。

33. 周宏、周畅、林晚发、李国平:《公司治理与企业债券信用利差——基于中国公司债券2008—2016年的经验证据》,《会计研究》2018年第5期。

34. 祝继高、李天时、YANG Tianxia:《董事会中的不同声音:非控股股东董事的监督动机与监督效果》,《经济研究》2021年第5期。

35. Antoniou, C., Harris, R.D., & Zhang, R., Ambiguity Aversion and Stock Market Participation: An Empirical Analysis. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 58, 2015, pp. 57-70.

36. Bar-Isaac, H., & Shapiro, J., Blockholder Voting. *Journal of Financial Economics*, Vol. 136, No. 3, 2020, pp. 695-717.

37. Ben-Rephael, A., Da, Z., & Israelsen, R. D., It Depends on Where You Search: Institutional Investor Attention and Underreaction to News. *Review of Financial Studies*, Vol. 30, No. 9, 2017, pp. 3009-3047.

38. Blankespoor, E., Dehaan, E., Wertz, J., & Zhu, C., Why Do Individual Investors Disregard Accounting Information? The Roles of Information Awareness and Acquisition Costs. *Journal of Accounting Research*, Vol. 57, No. 1, 2019, pp. 53-84.

39. Bonsall IV, S.B., Leone, A.J., Miller, B.P., & Rennekamp, K., A Plain English Measure of Financial Reporting Readability. *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 63, No. 2-3, 2017, pp. 329-357.

40. Bradley, D., Mao, C.X., & Zhang, C., Does Analyst Coverage Affect Workplace Safety? . *Management Science*, Vol. 68, No. 5, 2022, pp. 3464-3487.

41. Brav, A., Cain, M., & Zytznick, J., Retail Shareholder Participation in the Proxy Process: Monitoring, Engagement, and

Voting. *Journal of Financial Economics*, Vol. 144, No. 2, 2022, pp. 492–522.

42. Chen, X., Harford, J., & Li, K., Monitoring: Which Institutions Matter? . *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, No. 2, 2007, pp.279–305

43. Duan, T., Li, K., Rogo, R., & Zhang, R., The Effects of a U.S. Approach to Enforcement: Evidence from China. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 59, No. 1, 2024, pp. 121–156.

44. Easterbrook, F.H., & Fischel, D.R., Voting in Corporate Law. *Journal of Law & Economics*, Vol. 26, No. 2, 1983, pp. 395–427.

45. Feltham, G.A., & Demski, J.S., The Use of Models in Information Evaluation. *Accounting Review*, Vol. 45, No. 4, 1970, pp. 623–640.

46. Gillan, S. L., & Starks, L. T., Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors. *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, No. 2, 2000, pp.275–305.

47. Goranova, M., & Ryan, L.V., Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review. *Journal of Management*, Vol. 40, No. 5, 2014, pp. 1230–1268.

48. Healy, P. M., & Palepu, K. G., Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 31, No. 1–3, 2001, pp. 405–440.

49. Hutton, A., Shu, S., & Zheng, X., Regulatory Transparency and the Alignment of Private and Public Enforcement: Evidence from the Public Disclosure of SEC Comment Letters. *Journal of Financial Economics*, Vol. 145, No. 1, 2022, pp. 297–321.

50. Jackson, H. E., & Roe, M. J., Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, No. 2, 2009, pp. 207–238.

51. Ke, B., & Zhang, X., Does Public Enforcement Work in Weak Investor Protection Countries? Evidence from China. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 38, No. 2, 2021, pp. 1231–1273.

52. Lee, C.M.C., & Zhong, Q., Shall We Talk? The Role of Interactive Investor Platforms in Corporate Communication. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 74, No. 2–3, 2022, 101524.

53. Lennox, C., & Wu, J.S., A Review of China-Related Accounting Research in the Past 25 Years. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 74, No. 2, 2022, 101539.

54. Li, N., Do Majority-of-Minority Shareholder Voting Rights Reduce Expropriation? Evidence from Related Party Transactions. *Journal of Accounting Research*, Vol. 59, No. 4, 2021, pp. 1385–1423.

55. Lin, J., Li, F., Zheng, S.X., & Zhou, M., Minority Shareholder Voting and Dividend Policy. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 148, 2023, 106748.

56. Maćkowiak, B., Matějka, F., & Wiederholt, M., Rational Inattention: A Review. *Journal of Economic Literature*, Vol. 61, No. 1, 2023, pp. 226–273.

57. Peng, L., & Xiong, W., Investor Attention, Overconfidence and Category Learning. *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 3, 2006, pp. 563–602.

58. Schantl, S.F., & Wagenhofer, A., Deterrence of Financial Misreporting When Public and Private Enforcement Strategically Interact. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 70, No. 1, 2020, 101311.

## **Awakening of Minority Shareholders' Rights Awareness under the Registration-based IPO System**

CHEN Yunsen, YU Yao (Central University of Finance and Economics, 100081)

HAN Huiyun (Zhejiang Gongshang University, 310018)

**Summary:** Enhancing minority shareholder participation is crucial for improving corporate governance and fostering the development of capital markets, particularly in emerging economies undergoing significant regulatory transitions. Historically, China's capital markets prioritized capital raising over investor

protection, resulting in passive minority shareholders—who represent over 96% of investor accounts—and limited engagement in corporate governance. This passivity has impeded market efficiency and growth. In response, China transitioned from an approval-based to a registration-based IPO system, aiming to strengthen investor protection through enhanced transparency and a more balanced investment-financing framework.

This study examines whether the registration-based IPO reform has effectively incentivized minority shareholders to participate more actively in corporate governance. Utilizing a unique, hand-collected dataset of voting records from Annual General Meetings (AGMs) of Chinese firms that went public between July 2019 and April 2023, we analyzed shareholder meetings held from 2019 to 2024, a period when both IPO systems coexisted. Our findings provide robust evidence that minority shareholders exhibit significantly higher voting participation under the registration-based system.

We identify two key drivers of this shift. First, the registration-based system reduces information acquisition costs, enhances the readability of annual reports, and increases media coverage, collectively encouraging minority shareholders to engage in corporate oversight. Second, the reform strengthens corporate disclosures and investor-firm communication, enabling shareholders to better collect and act on governance-related information. Further analysis reveals that the impact of enhanced transparency is particularly pronounced under specific conditions. Minority shareholders engage more in firms with low investor sentiment. Moreover, external factors such as stricter stock exchange oversight and higher institutional investor ownership amplify the reform's effect.

This study makes three key contributions to existing literature. First, it shifts attention to minority shareholders, a critical yet often overlooked force in capital markets, addressing a gap in understanding the governance implications of IPO reforms. Second, it introduces a novel approach to tracking shareholder voting behavior, using official classifications. Third, it highlights the pivotal role of institutional settings—particularly oversight and disclosure—in fostering private enforcement for effective corporate governance in emerging markets.

Our findings hold significant implications for policymakers. Regulators should prioritize enhancing the quality and accessibility of corporate disclosures under the registration-based IPO system, not only by strengthening disclosure requirements but also by equipping investors with the tools to utilize disclosed information effectively. Additionally a well-coordinated regulatory framework with stringent oversight—leveraging stock exchanges to narrow the information gap through rigorous inquiries—is essential. Finally, fostering an informed investor culture is imperative, and targeted media campaigns and proactive institutional investor leadership can promote sustained shareholder engagement.

Future research should explore whether the observed increase in shareholder activism translates into substantial governance improvements and firm performance. These insights are valuable for other emerging markets considering similar reforms.

**Keywords:** Registration-based IPO System, Shareholders Voting, Minority Shareholders' Exercise of Rights, Investor Protection

**JEL:** G38, G14, M41

责任编辑:非同