

DOI: 10.19361/j.er.2023.03.10

投资者关注具有治理功用吗?

——基于公司违规行为的考察

肖奇 吴文锋*

摘要: 公司违规问题威胁着中国资本市场的长期健康发展。本文以2012—2019年中国A股上市公司为样本,考察投资者关注对公司违规行为的影响。研究发现,投资者关注通过发挥信息效应与监督效应抑制公司违规行为。进一步分析发现,在信息不对称程度更高和投资者监督动机更强的企业中,投资者关注对公司违规行为的抑制作用更为明显;此外,投资者关注有助于缩短违规行为被稽查的时间。本文的研究结论为监管部门充分发挥和调动广大投资者的公司治理功用提供了理论支持,也为研究公司违规行为与投资者关注的文献提供了有益补充。

关键词: 投资者关注;公司违规;公司治理

中图分类号: F830.9

一、引言

尽管我国资本市场的各项监管措施在不断完善,但近年来发生的康美药业、康得新、獐子岛等上市公司重大违规案例^①表明上市公司违规问题仍然严峻,违规程度也令人惊叹。学术界一直对公司违规行为进行关注与研究,现有研究主要从分析师(Chen et al., 2016)、媒体(Dyck et al., 2010)、机构投资者(Wu et al., 2016)、审计(Dyck et al., 2010)、法律制度(曹春方等, 2017)等外部治理以及董事会特征(梁上坤等, 2020)、高管个人特质(Chen et al., 2018; Luo et al., 2020)、公司战略(孟庆斌等, 2018)等公司内部视角探究公司违规行为的抑制因素,但鲜有文献从个人投资者关注的视角探寻其对公司违规行为的影响。

与机构投资者相比,一般认为持股数量较少的个人投资者信息来源较少,信息分析能力也处于劣势。因此,现有文献忽视了广大个人投资者可能存在的违规治理作用。在中国资本市场,个人投资者占较大比重,一家上市公司的个人投资者往往多达数万人甚至数十万人,这些投资者中可能有公司的顾客、供应商、前雇员或现员工,也可能有与公司高管存在各种关系的个人,而其中少数个人投资者的信息优势可能并不逊色于机构投资者、媒体或分析

* 肖奇,上海立信会计金融学院会计学院、上海交通大学安泰经济与管理学院,邮政编码:201620、200030;吴文锋(通讯作者),上海交通大学安泰经济与管理学院,邮政编码:200030,电子信箱:wfwu@sjtu.edu.cn。

本文得到国家社会科学基金重大项目“新发展格局下金融有效支持实体经济的体制机制研究”(批准号:21ZDA047)的资助。感谢匿名审稿专家与编辑部给予的宝贵意见,作者文责自负。

① 详情可参见中国证券监督管理委员会官网对康美药业、康得新、獐子岛的行政处罚决定书。

师等主体,甚至专业机构的信息也可能来源于这些与上市公司拥有各种联系的个人,Ang等(2021)指出个人投资者能够提供关于上市公司的一些独特增量信息。而在信息分析能力方面,广大个人投资者中不乏财务与业务方面的专家。以往被个人投资者质疑进而揭发的违规案例也表明个人投资者有能力、有经验去识别上市公司的违规行为。此外,互联网的全面普及与近年来社交媒体的迅速发展,使得个人投资者能够低成本、高效率获取与传播公司的各种信息。倘若广大个人投资者联合起来,对公司可能侵害股东利益的违规行为随时进行关注与识别,发现异常后将相关信息通过社交媒体等渠道迅速传播或直接向监管部门举报,这对公司管理层的机会主义行为无疑是一种巨大的威慑力。

公司违规行为暴露可能产生管理层声誉受损、受到谴责与处罚,甚至高管职位变更等后果。公司及管理层在从事违规行为时除了考虑违规行为带来的收益外,也不得不考虑违规行为被发现的可能性以及违规的难易程度(孟庆斌等,2018)。上市公司的违规行为一方面源于公司及管理层与外部利益相关者之间的信息不对称(卜君、孙光国,2020),信息的高度不对称使得外部利益相关者无法及时、全面获取公司生产经营等方面的真实情况,这为公司及管理层或大股东从事违规行为提供了更多机会;另一方面,违规行为的产生源于公司管理层等内部人的代理问题,当内外部监督机制较弱时,内部人从事违规行为的收益会更高。

投资者关注恰好能够发挥加速信息流动、降低信息不对称以及监督约束公司及管理层的作用,由于时间与精力的有限性,投资者会更加积极搜索其所关注公司的相关信息,这可能导致高关注公司的违法违规活动更容易被及时发现和迅速传播;同时,投资者也可以在信息搜索的基础上结合自身专业能力,向资本市场提供“增量信息”。此外,数量庞大且拥有各种身份背景的个人投资者有动机、有能力、也有经验对公司的日常生产经营活动进行监督约束,即投资者关注可以发挥持续、频繁、全方位的监督作用。个人投资者也可以通过卖出公司股票、传播公司潜在的违规信息、向监管部门举报等方式对公司产生监督约束作用,这无疑有助于公司规范日常生产经营活动,也使得公司从事违规行为的收益降低。因此,投资者关注通过发挥信息与监督作用,增加公司违规成本并降低违规收益,进而促使公司合法合规经营。

本文以2012—2019年中国A股上市公司为样本,通过实证检验探究投资者关注是否能够发挥违规治理作用及其背后的原因与不同情境下作用效果的差异等问题。研究发现,投资者关注能够抑制公司违规行为,在控制了内生性、替换关键变量、改用Bivariate Probit模型、区分违规类型等一系列稳健性测试后,该结论依然成立。投资者关注能够发挥信息效应与监督效应,从而抑制公司违规行为。进一步分析发现,在信息不对称程度更高以及投资者监督动机更强的企业中,投资者关注对公司违规行为的抑制作用更为明显;此外,对于确实存在违规行为的公司,投资者关注有助于缩短违规行为被稽查的时间。

本文的贡献主要体现在:首先,现有研究认为个人投资者处于信息劣势地位和缺乏信息分析处理能力,且较为分散,难以形成合力对上市公司进行监督治理,因而忽视了个人投资者可能存在的公司治理作用,而本文的研究发现了投资者关注对公司违规行为的影响,指出了投资者影响公司行为的新途径。

其次,现有文献更多探讨投资者关注对资产定价的影响,而本文主要探讨投资者关注的公司治理作用以及这种治理作用的异质性,并结合中国资本市场的投资者结构、投资者与其他治理主体的差异等方面特征,从信息效应、监督效应探寻投资者关注发挥公司治理作用的

具体路径,有助于充分认识与利用广大个人投资者的公司治理作用,提升公司治理水平和保护投资者利益,也为后续投资者关注治理功用的研究提供了一个新的视角。

最后,本文发现投资者关注的治理功用有一定的针对性,投资者关注对公司违规行为的抑制作用主要存在于信息不对称程度较高以及监督动机较强的公司中;同时,本文将违规类型、违规稽查等因素纳入研究框架,对投资者关注与公司违规行为的关系进行了较为全面的梳理与论证,为监管部门引导和发挥投资者关注的治理功用提供了依据。

本文的研究有助于促进监管部门重视和发挥个人投资者的违规治理功用,促使我国资本市场长期健康发展;同时,也为在分析师与媒体等其他治理机制较弱的情境下,充分发挥广大投资者约束与监督上市公司违规行为的作用提供了理论依据。此外,对于广大投资者来讲,为避免因上市公司的违规行为而遭受重大投资损失,应该回避分析师与媒体等其他治理机制较弱且投资者关注程度也较低的公司。但对于监管部门来讲,由于这类公司出现违规行为的可能更大,应该把有限的时间与精力投入到这类公司的监管中,从而实现分类监管、精准监管的目的。

二、文献评述与研究假说

(一) 违规行为影响因素的相关研究

现有研究发现更好的内外部治理机制有助于提升公司治理水平,从而降低公司违规的可能,但具体作用的大小,在不同环境中存在差异。外部治理方面,机构投资者持股有助于抑制公司违规行为(Wu et al., 2016),但这种作用受到机构投资者类型与违规类型等因素的影响(陆瑶等, 2012);分析师有助于抑制上市公司的违规倾向,但却降低了上市公司违规行为被发现的可能(马奔、杨耀武, 2020);媒体监督有助于抑制公司的违规行为(Dyck et al., 2010);政府部门的监管是抑制上市公司违规行为最有效的措施(Kedia and Rajgopal, 2011),但中国资本市场的法治环境相对较弱,司法独立性的提升能够加大公司违规被稽查的可能(曹春方等, 2017)。

内部治理方面,逯东等(2017)发现高校官员型独立董事降低了公司的违规倾向;Chen等(2018)发现当上市公司实际控制人没有境外居留权时,公司更不容易违规;梁上坤等(2020)研究发现董事会断裂带(董事会不同子群体的差异性)能够抑制公司违规行为,且这种作用对不同处罚程度的公司均存在;Luo等(2020)研究了CFO性别对公司违规行为的影响,发现CFO为女性的公司发生财务报告相关违规行为的可能性更低。

(二) 投资者关注的相关研究

由于投资者时间、精力等方面的有限性,以及卖空限制等制度因素,投资者更容易在他们关注的公司中进行交易,因此,投资者的关注行为往往先于交易行为,并对交易行为具有预测作用。现有文献对投资者关注的研究主要集中在投资者关注的度量指标、投资者关注对资产定价的影响以及基于投资者关注的投资策略(Da et al., 2011)等领域。对于个人投资者可能存在的治理功用,也有个别文献进行了初步探索。Ang等(2021)使用股票论坛上的发帖与点击阅读等信息,发现个人投资者能够通过股票论坛提供及解读与公司价值有关的增量信息,他们对损值型并购行为的负面评价能够提升这类并购决策被撤销的概率,说明个人投资者同样能够发挥公司治理功用。杨晶等(2017)使用股票论坛数据,发现个人投资者积极主义有助于提升被关注公司的派现意愿与水平,从而起到公司治理作用。除股票论坛

相关数据外,相关研究普遍采用网络搜索量来度量投资者关注,由于机构投资者信息来源相对更广,因此,网络搜索量主要代表个人投资者对上市公司的关注(张继德等,2014)。总的来看,投资者关注的现有研究聚焦在投资者关注的资产定价功用,也有文献探讨了投资者关注在降低信息不对称(胡玮佳、张开元,2019)、加速信息流动(Hirshleifer et al.,2008)等方面的作用,但鲜有文献从投资者关注视角探寻个人投资者可能存在的公司治理功用。

(三) 研究假说的提出

个人投资者有非常强烈的动机去发现公司可能存在的违规行为。上市公司的违规行为被发现与披露后,往往会出现公司声誉受损、股价暴跌等严重后果,给投资者带来巨大的直接损失。近年来,监管部门不断倡导价值投资,网络论坛中经常出现个人投资者讨论公司财务数据、经营情况等方面问题的现象,公司质量、公司治理等公司基本面信息越发受到个人投资者重视。个人投资者也有能力和经验去发现公司可能存在的违规行为。广大个人投资者中不乏财务和公司业务方面的专家,也可能有与上市公司所在行业相关的从业者,自然有能力、有经验去发现公司可能存在的虚列资产、虚构利润、重大遗漏等违规问题。

除了动机、能力与经验外,要想发现公司隐瞒的违规行为,还需要足够的信息来源。由于事关切身利益,上市公司的各种信息都有大量投资者通过各种渠道千方百计地去打听,这就大大增加了个人投资者发现公司违规问题的可能。个人投资者的信息来源实际上非常广泛,不仅可以通过搜索公司财务报告等公司财务数据获取公司相关信息,也可以通过实地调研、询问供应商与顾客等方式获取公司相关经营情况、财务情况等方面的信息,还可以与其他公司的相关数据进行对比分析进而发现疑点;此外,投资者可能与上市公司位于同一地区,个别投资者可能与公司的员工、供应商、主要客户等相关人员存在某些联系。在这个自媒体迅速发展的时代,任何一条与上市公司违规行为相关的负面信息都有机会通过各类社交媒体迅速传播,并引起相关监管部门的关注。

信息的高度不对称是上市公司出现违规行为的重要原因之一,而投资者关注的主要作用在于减少投资者与上市公司之间的信息不对称。投资者在互联网上对上市公司进行搜索的行为能够传递信息,从而有助于降低信息不对称(胡玮佳、张开元,2019)。投资者关注的重要作用在于促进信息融入资产价格,比如,盈余公告后的价格偏移现象正是由于投资者的有限关注,导致盈余信息只能随着关注到该信息的投资者逐步增加而逐渐融入股价(Hirshleifer et al.,2008)。上市公司相关的信息即使被媒体进行了报道,但并不代表投资者阅读了这些信息(Da et al.,2011),相较于媒体报道等方式的信息披露,投资者的搜索行为更能表明投资者主动对上市公司进行了关注;同时,投资者可以对其搜索到的信息进行分析解读,并与其他公司的信息进行对比,也可以结合投资者通过其他渠道获取的信息进行再加工,并且投资者的观点或分析结论可能形成增量信息并进一步在资本市场传播,Ang等(2021)也指出个人投资者可以提供关于上市公司的一些增量信息。因此,投资者关注不仅可以加速信息流动,也可能增加市场中关于上市公司的信息,发挥信息效应。这不仅有助于降低外部利益相关者与公司管理层之间的信息不对称程度,而且削弱了公司违规的信息优势,增加了公司违规的成本与风险,从而对公司违规行为产生抑制作用。

违规行为产生的另一方面原因是公司监督机制薄弱(卜君、孙光国,2020)、治理水平低下带来的公司业绩不佳等问题,使得公司从事违规行为产生的收益较大。在A股市场,交易一家上市公司股票的个人投资者往往数以万计,甚至数十万计,数量如此庞大的个人投资者

中不乏精通公司业务或财务的个人,其中也不乏有各种独特信息来源的投资者,部分投资者在信息挖掘与分析解读能力方面可能并不逊色于专业机构,因而能够及时发现公司及管理层的不当行为。当公司及其内部人处于投资者高度关注的环境中时,为避免个人或企业声誉受损,他们工作会更加勤勉认真,减少只增加个人利益而有损公司利益的帝国构建行为,使得公司的经营及财务活动等方面更加规范。权小锋和吴世农(2012)的研究表明投资者关注有助于限制管理层盈余操纵行为,从而发挥监督作用。而从关注的时间分布来看,广大投资者的关注行为可能分布在一年当中的任何时间,这种持续、频繁且多方位的关注行为有助于使公司的不当行为迅速被发现,压缩了公司的违规空间,形成公司违规行为的外在压力,从而对公司违规行为产生约束作用。因此,投资者关注有助于约束与督促公司及其内部人,降低公司经营不佳或投资失败的可能,从而降低违规收益,进而抑制违规行为。

综上所述,广大投资者有动机、有能力、也有经验和信息来源去发现公司可能存在的违规行为,投资者关注的信息效应有助于加速公司信息流动和提供增量信息,削弱公司违规的信息优势,增加违规成本。而投资者关注的监督效应则是在信息效应的基础上,在信息挖掘的过程中,发现公司的不当行为,形成对公司日常生产经营活动监督的外部压力,督促管理层勤勉认真工作,降低公司出现生产经营不佳或投资失败等问题的可能,从而降低违规收益。通过信息效应与监督效应的相互补充,投资者关注增加了违规成本与风险,降低了违规收益,从而抑制违规行为。基于上述分析,本文提出研究假说1:

假说1:投资者关注对公司违规行为具有抑制作用。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

考虑到度量投资者关注使用的百度搜索量数据从2012年开始相对比较完整,本文选取2012—2019年中国A股上市公司为样本,在此基础上:(1)剔除数据存在缺失的样本;(2)剔除金融行业上市公司的样本。经过上述筛选,最终得到18488个公司年度观测值。此外,为减小极端值对研究结论可能产生的影响,对所有连续变量进行上下1%的缩尾处理。本文的数据来源于Wind数据库、CSMAR数据库与中国研究数据库(CNDRS)。

(二) 变量定义

1.公司是否违规(*Violation*):根据CSMAR提供的数据,违规公告中提及的违规年度往往涉及到公告日之前的多个年度,参考Chen等(2018),只要公司在违规公告中提及的某个年度存在违规行为,则*Violation*取1,否则为0。

2.投资者关注(*AT*):对国外证券市场的研究主要使用谷歌搜索量数据构建投资者关注指标,而国内文献大多采用百度搜索量数据构建投资者关注指标。不同上市公司在规模和知名度等方面存在差异,可能导致其百度搜索量相差较大,比如,知名度高的公司可能本身搜索量就较大,而知名度低的公司本身搜索量就较小;同时,绝对搜索量指标难以体现投资者关注在时间序列上的变化。因此,投资者关注领域的相关研究更多采用相对指标,即采用当期搜索量减去正常搜索量得到超额搜索量或采用搜索量的变化(前后两期投资者关注度的增量)来度量投资者关注(罗琦等,2020;Kumar et al.,2022)。搜索量的变化表明投资者相较往常表现出了更多(更少)的关注行为,可以在一定程度上避免不同公司由于知名度、规模等因素导致的搜索量差异,这一指标更能体现投资者关注在时间序列上的变化,也是近年来

相关研究采用的指标。本文借鉴 Kumar 等(2022),使用 AT 表示投资者关注,计算方法为公司当年与前一年百度搜索量的比值,再取自然对数。用 AT_all 表示基于股票代码与公司名称的搜索量数据构建的投资者关注指标,而用 AT_code 表示仅基于股票代码搜索量数据构建的投资者关注指标。

3.违规稽查时长 ($Duration$):参考陆瑶和李茶(2016),使用每次违规行为开始至违规被稽查的月份数作为违规稽查时长的度量。

4.控制变量选取:参考现有文献(陆瑶等,2012;Chen et al.,2018;Luo et al.,2020),本文控制了公司基本特征与公司治理等方面的变量,主要包括:公司规模($Size$)、资产负债率(Lev)、总资产收益率(ROA)、托宾 Q (Tq)、董事会规模($Boardsize$)、独立董事比例($Indep$)、第一大股东持股比例($Top1$)、市场风险($Mktrisk$)、行业违规倾向($Indfraud$)及是否为国有企业($State$)。此外,本文还控制了年度与行业效应。

变量的具体定义见表 1。

表 1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
公司违规	$Violation$	公司当年被披露有违规行为时取 1,否则取 0
投资者关注	AT_all/AT_code	公司当年与前一年百度搜索量的比值,再取自然对数
违规稽查时长	$Duration$	每次违规行为开始至违规被稽查的月份数
公司规模	$Size$	公司总资产的自然对数
资产负债率	Lev	公司总负债/总资产
总资产收益率	ROA	净利润/总资产
托宾 Q	Tq	公司市值/资产重置成本
董事会规模	$Boardsize$	董事会总人数
独立董事比例	$Indep$	独立董事人数/董事会总人数
第一大股东持股比例	$Top1$	第一大股东持股数量/总股数
市场风险	$Mktrisk$	股票收益年波动性
行业违规倾向	$Indfraud$	当年同行业违规被稽查公司数量/同行业公司总数
是否为国有企业	$State$	上市公司为国有企业时取 1,否则为 0
行业哑变量	$Industry$	控制行业间差异,依据证监会颁布的《上市公司行业分类指引(2012)》分类,其中,制造业按二级代码进行分类,其余行业按一级代码进行分类
年度哑变量	$Year$	控制年份间差异

(三) 实证模型

为检验研究假说 1,本文构建 Probit 模型,见式(1):

$$Violation_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 AT_{i,t} + \beta Controls_{i,t} + Year + Industry + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

若投资者关注能够抑制上市公司的违规行为,则系数 β_1 应显著为负,表明投资者关注能够降低公司违规行为发生的概率。

四、实证结果及分析

(一) 描述性统计

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果,发现样本中公司违规的比例约为 20%,这与卜君和孙光国(2020)汇报的结果基本一致,说明上市公司的违规现象并不罕见。此外,违规行为发生至被稽查出的时间长度平均约为 29.55 个月。其余变量特征与现有文献基本一致。

表 2 主要变量的描述性统计结果

变量	样本量	均值	标准差	最小值	25%分位数	中位数	75%分位数	最大值
<i>Violation</i>	18 488	0.207	0.405	0	0	0	0	1
<i>AT_all</i>	18 488	0.048	0.598	-1.018	-0.288	-0.038	0.267	3.221
<i>AT_code</i>	18 488	0.056	0.785	-0.944	-0.319	-0.067	0.219	4.707
<i>Duration</i>	3 827	29.551	23.690	1.967	12.167	22.333	40.533	118.167
<i>Size</i>	18 488	22.214	1.309	19.540	21.303	22.058	22.967	26.179
<i>Lev</i>	18 488	0.389	0.217	0.012	0.215	0.374	0.545	0.925
<i>ROA</i>	18 488	0.034	0.062	-0.288	0.013	0.034	0.063	0.192
<i>Tq</i>	18 488	2.142	1.538	0.872	1.246	1.641	2.414	10.500
<i>Boardsize</i>	18 488	8.619	1.688	5	7	9	9	15
<i>Indep</i>	18 488	0.375	0.053	0.333	0.333	0.333	0.429	0.571
<i>Top1</i>	18 488	0.344	0.149	0.084	0.227	0.322	0.445	0.748
<i>Mktrisk</i>	18 488	0.029	0.010	0.012	0.022	0.027	0.033	0.062
<i>Indfraud</i>	18 488	0.209	0.044	0.074	0.188	0.213	0.229	0.333
<i>State</i>	18 488	0.381	0.486	0	0	0	1	1

(二) 基础关系检验

表 3 是基准回归结果。

表 3 投资者关注与公司违规:基础关系检验

	(1)	(2)
	<i>Violation</i>	<i>Violation</i>
<i>AT_all</i>	-0.094 *** (-3.826)	
<i>AT_code</i>		-0.082 *** (-4.679)
<i>Size</i>	-0.001 (-0.060)	-0.004 (-0.245)
<i>Lev</i>	0.370 *** (4.653)	0.369 *** (4.640)
<i>ROA</i>	-2.623 *** (-12.397)	-2.598 *** (-12.279)
<i>Tq</i>	0.016 (1.415)	0.014 (1.189)
<i>Boardsize</i>	0.002 (0.144)	0.002 (0.194)
<i>Indep</i>	-0.420 (-1.327)	-0.407 (-1.285)
<i>Top1</i>	-0.820 *** (-6.813)	-0.811 *** (-6.728)
<i>Mktrisk</i>	13.978 *** (6.233)	14.273 *** (6.540)
<i>Indfraud</i>	3.371 *** (8.359)	3.357 *** (8.320)
<i>State</i>	-0.299 *** (-8.053)	-0.301 *** (-8.112)
<i>Constant</i>	-1.885 *** (-4.177)	-1.829 *** (-4.065)
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Pseudo R²</i>	0.058	0.059
<i>N</i>	18 488	18 488

注:括号内数字为经公司层面聚类稳健标准误调整后的z值(或t值),*、**和***分别代表在10%、5%和1%水平下显著。下同。

表 3 的回归结果表明,两个度量投资者关注指标(AT_all 和 AT_code) 的回归系数均在 1%水平下显著为负,表明投资者关注程度越高的公司,违规概率越低,上述结果支持了本文的假说 1。控制变量方面, Lev 、 $Mktrisk$ 、 $Indfraud$ 等指标与 $Violation$ 显著正相关,而 ROA 、 $Top1$ 、 $State$ 等变量与违规概率显著负相关,说明资产负债率越高、市场风险越大、行业违规比例越高、盈利能力越差、第一大股东持股比例越低以及非国有的公司更容易违规;而董事会规模、独立董事比例等变量的回归系数不显著,表明董事会方面的设计对抑制上市公司违规行为的作用有限。同时,回归模型中变量的方差膨胀因子(VIF)均低于 10,说明变量间不存在严重的多重共线性问题。

(三) 信息效应检验

投资者关注有助于降低信息不对称、加速信息流动,也可能提供关于上市公司的增量信息(胡玮佳、张开元,2019;Ang et al.,2021),从而发挥信息效应,削弱公司及其内部人从事违规行为的信息优势、加大公司从事违规行为的成本与风险。为验证投资者关注能否发挥信息效应来降低公司违规发生的可能,借鉴蔡贵龙等(2022),采用股价同步性(SYN)度量企业信息透明度^①,股价同步性越高表明公司股价中融入的公司特质信息越少,公司信息不对称程度越高,信息透明度越低。表 4 的回归结果显示, AT_all 与 AT_code 的系数均在 1%水平下显著为负,说明投资者关注程度越高,公司的信息不对称程度越低。因此,投资者关注可以通过发挥信息效应缓解上市公司与投资者之间的信息不对称,从而对公司违规行为产生抑制作用。

表 4 信息效应检验结果

	SYN	
	(1)	(2)
AT_all	-0.045 *** (-15.504)	
AT_code		-0.026 *** (-13.202)
Controls	Yes	Yes
Constant	-0.042 (-0.296)	0.005 (0.033)
Year	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
Adj. R^2	0.309	0.306
N	18 488	18 488

(四) 监督效应检验

投资者持续、频繁的关注行为能够使公司的不当行为迅速被发现,形成监督公司日常生产经营活动的外部压力,发挥监督效应,督促管理层勤勉认真工作、完善公司内部治理,降低公司出现生产经营不佳或投资失败等问题的可能,从而降低公司从事违规行为的收益。为验证投资者关注带来的监督压力能否降低违规行为发生的可能,借鉴罗进辉等(2017),采用 $Occupy$ (其他应收款占总资产的比例)度量企业治理质量。表 5 的回归结果显示, AT_all 与 AT_code 的系数均在 1%水平下显著为负,说明投资者关注程度越高,企业治理质量越好。因此,投资者关注带来的监督压力能够促使公司提升治理水平,从而对公司违规行为产生抑制作用。

^①此外,借鉴郑建明等(2015),采用 DIS (每股盈余预测分歧)度量企业信息透明度并进行相关检验,得到了一致的结论。

表 5 监督效应检验结果

	Occupy	
	(1)	(2)
<i>AT_all</i>	-0.001 *** (-3.931)	
<i>AT_code</i>		-0.001 *** (-3.543)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-0.002 (-0.207)	-0.001 (-0.059)
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Adj.R²</i>	0.123	0.122
<i>N</i>	18 488	18 488

五、进一步分析

(一) 不同信息透明度的影响

投资者关注对公司违规行为的抑制作用主要体现在信息与监督方面,投资者关注缓解了企业内外间的信息不对称,并对企业形成了持续的监督,压缩了公司违规的空间。因此,投资者关注对公司违规行为的抑制作用应该在信息不对称程度更高以及监督动机更强的企业中更加明显。

分析师是资本市场信息挖掘与传递的重要角色,也是上市公司外部治理机制的重要组成部分。在分析师关注较高的环境中,信息不对称程度相对更低。考虑到投资者时间、精力的有限性,在分析师关注程度较高的环境中,由于有分析师这类专业人士把关,投资者不需要过于关心上市公司是否守法合规经营等问题。反之,在分析师关注程度相对较低的环境中,信息不对称程度相对更高,也缺乏分析师这类重要监督机制的约束,投资者更有动机去关注和质疑上市公司是否存在违规行为。因此,可以预期,在信息不对称程度较高的公司中,投资者关注通过缓解信息不对称和提供增量信息发挥信息效应的作用应该更大,投资者关注对违规行为的治理功用应该更加明显。

表 6 报告了根据分析师跟踪人数的年度行业中位数对全样本进行分组回归的结果。

表 6 按分析师关注分组的检验结果

	Violation			
	低分析师关注	高分析师关注	低分析师关注	高分析师关注
<i>AT_all</i>	-0.121 *** (-3.599)	-0.038 (-1.094)		
<i>AT_code</i>			-0.135 *** (-5.239)	-0.034 (-1.497)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-3.527 *** (-5.167)	-2.682 *** (-4.385)	-3.500 *** (-5.125)	-2.651 *** (-4.338)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Pseudo R²</i>	0.056	0.058	0.057	0.058
<i>N</i>	9 121	9 367	9 121	9 367

表 6 表明,在分析师关注程度较高(信息不对称程度较低)的子样本中,投资者关注对公司违规行为的抑制作用不明显,而在分析师关注程度较低(信息不对称程度较高)的子样本中,投资者关注的回归系数在 1%的水平下显著为负,说明投资者关注在信息不对称程度较高的环境中发挥的治理作用更强。

资本市场上能够发挥信息挖掘与传递作用的另一重要角色是媒体,现有文献普遍认可媒体能够发挥公司治理功用。如果上市公司处于媒体的高度关注下,其信息不对称程度相对较低,财务与经营等方面的数据应该更不容易出问题,投资者即使对公司进行了关注,也没必要花较多的时间与精力去监督上市公司是否存在虚增资产、虚构利润等违规行为。但对于媒体关注程度相对较低的公司,其信息不对称程度相对更高,受到的外部监督相对较弱,这类公司可能更容易出问题,投资者应该更有动机去关注这类公司是否存在违规行为。因此,可以预期,在媒体关注程度较低的公司中,投资者关注通过缓解信息不对称和提供增量信息发挥信息效应的作用应该更大,投资者关注对违规行为的治理功用应该更加明显。

借鉴现有研究的普遍做法,依据新闻标题划分的新闻报道数量,采用 *Media*(新闻报道数量加 1 后取对数)度量媒体关注。表 7 报告了根据媒体关注的年度行业中位数对全样本进行分组回归的结果。在媒体关注程度较高(信息不对称程度较低)的子样本中,投资者关注对公司违规行为的抑制作用不显著,而在媒体关注程度较低(信息不对称程度较高)的子样本中,投资者关注的回归系数在 1%水平下显著为负,说明投资者关注在信息不对称程度较高的环境中发挥的治理作用更强。基于分析师关注与媒体关注分组回归的结果进一步支持了投资者关注能够通过发挥信息效应抑制公司违规行为的观点。

表 7 按媒体关注分组的检验结果

	Violation			
	低媒体关注	高媒体关注	低媒体关注	高媒体关注
<i>AT_all</i>	-0.096 *** (-2.926)	0.021 (0.481)		
<i>AT_code</i>			-0.079 *** (-3.499)	0.032 (0.958)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-1.499 ** (-2.092)	-0.103 (-0.189)	-1.443 ** (-2.011)	-0.093 (-0.172)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Pseudo R</i> ²	0.052	0.069	0.053	0.069
<i>N</i>	9 118	9 367	9 118	9 367

(二) 不同监督动机的影响

投资者关注可以通过发挥监督效应,抑制公司违规行为,但个人投资者的时间与精力是有限的,对于不同类型的公司,其关注的重点可能会存在差异。对于股价泡沫程度较高的公司,公司潜在的违规行为导致股价下跌的空间可能更大,因此,个人投资者更有动机去警惕这类公司可能存在的违规行为。借鉴潘越等(2011),采用市销率(*PS*)作为股价泡沫的度量,其中,市销率的计算方法为股价除以每股销售收入。根据市销率是否高于年度行业中位数进行分样本回归,结果如表 8 所示。从表 8 可知,投资者关注对公司违规行为的抑制作用在股价泡沫较高(监督动机较强)的公司中显著,而在股价泡沫较低(监督动机较弱)的公司

中不显著,说明投资者关注的治理功用有一定的针对性。这一结果进一步支持了投资者关注通过发挥监督效应抑制公司违规行为观点。

表 8 按股价泡沫分组的检验结果

	Violation			
	低 PS	高 PS	低 PS	高 PS
AT_all	-0.061 (-1.368)	-0.091 *** (-2.989)		
AT_code			-0.045 (-1.382)	-0.084 *** (-3.929)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-1.381 ** (-2.222)	-2.694 *** (-4.141)	-1.332 ** (-2.155)	-2.636 *** (-4.050)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.071	0.060	0.071	0.060
N	9 119	9 369	9 119	9 369

(三) 投资者关注与违规稽查时长

出于帝国构建的目的,加之违规成本较低、监管制度不完善等原因,上市公司高管具有从事违规行为的动机。由于公司在实施侵害投资者利益等违规行为时,往往会采用各种手段掩盖其违规行为,这使得上市公司的违规行为通常难以被及时稽查与处罚,个别上市公司从实施违规行为到被监管部门发现和处罚甚至长达 10 年的时间。正如前文所述,广大投资者中不乏财务与业务方面的专家,也有与上市公司处在同一地域或同一行业的人员,甚至还有与上市公司的供应商、客户等主体关系密切的个人。因此,当有更多的投资者随时关注着上市公司的一举一动时,众目睽睽之下,公司实施的虚列资产、虚构利润等违规行为更有可能被投资者及时发现与质疑,甚至引起媒体、做空机构等各类主体搜集相关证据去证实,使得更多的公司层面信息能够展示给监管机构并引起监管部门重视,加之大量投资者的关注与质疑也是一种巨大的舆论压力,这无疑有利于缩短违规行为被发现与稽查的时间。

表 9 报告了投资者关注与违规稽查时长的回归结果,其中,(1)、(2)列为 OLS 回归的结果,同时,考虑到被解释变量为非负整数,本文还采用了负二项回归的方法进行估计,(3)、(4)列为负二项回归的结果。

表 9 投资者关注与违规稽查时长回归结果

	Duration			
	(1)	(2)	(3)	(4)
AT_all	-2.453 *** (-2.782)		-0.081 ** (-2.536)	
AT_code		-1.488 ** (-2.230)		-0.048 * (-1.96)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	38.043 * (1.779)	39.941 * (1.914)	2.712 *** (4.489)	2.774 *** (4.597)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ² / Pseudo R ²	0.045	0.045	0.008	0.007
N	3 827	3 827	3 827	3 827

由表 9 可知, *AT_all* 和 *AT_code* 均与 *Duration* 显著负相关, 说明投资者关注程度越高, 公司违规行为从发生到被稽查的时间越短, 这可能是由于更多的投资者关注形成了更大的舆论压力, 有助于缩短违规行为被监管部门稽查的时间。这一结果进一步支持了投资者关注对公司违规行为的治理作用。

六、稳健性检验

(一) 内生性问题

前文的分析发现投资者关注与公司违规行为存在显著的负向关系, 但也有可能是因为公司违规导致投资者减少关注。为缓解可能存在的内生性问题, 本文使用两阶段最小二乘法进行回归。采用广告支出作为工具变量, 上市公司的广告能够吸引投资者关注^①, 因而满足工具变量的相关性要求; 同时, 没有证据表明广告支出会对公司的违规行为产生影响, 因而满足工具变量的外生性要求。表 10 的结果表明, 第一阶段的回归结果中, 工具变量的系数与投资者关注显著正相关, 而在第二阶段的回归结果中, 投资者关注的系数依然显著为负, 说明考虑内生性问题后, 投资者关注对公司违规行为仍具有抑制作用, 即本文的主要结论依然成立。

表 10 工具变量检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>AT_all</i>	<i>Violation</i>	<i>AT_code</i>	<i>Violation</i>
<i>IV_all</i>	0.000 *** (6.133)			
<i>AT_all</i>		-1.343 ** (-2.320)		
<i>IV_code</i>			0.000 *** (5.747)	
<i>AT_code</i>				-1.066 *** (-2.841)
<i>Constant</i>	-0.870 *** (-7.705)	-2.395 *** (-4.918)	-0.271 (-1.522)	-1.414 *** (-3.727)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Pseudo R</i> ²	-	0.097	-	0.077
<i>N</i>	18 488	18 488	18 488	18 488

为缓解互为因果的内生性问题, 本文还使用当期投资者关注程度与滞后一期违规行为进行回归, 回归结果如表 11 所示。由表 11 可知, 投资者关注的回归系数依然在 1% 的水平下显著为负, 进一步支持了投资者关注能够抑制公司违规行为的结论。

①A 股市场有数量过亿的个人投资者, 这表明消费者中也有相当数量的投资者, 因而广告能够吸引投资者关注。但考虑到广告可能仅吸引消费者而非投资者的关注, 剔除可能存在大量消费者仅为消费目的而对公司名称进行搜索的餐饮、服饰、酒水饮料、医药制造、食品制造、汽车制造、零售、娱乐、住宿等行业后重新进行两阶段最小二乘法回归, 发现结论依然一致。此外, 由于本文还采用了仅基于股票代码的搜索量数据构建投资者关注指标 (*AT_code*), 一般来讲, 对股票代码进行搜索的人员更有可能是投资者而非仅以消费为目的的消费者, 因此, 本文的投资者关注指标能够衡量广告所吸引的投资者对公司进行搜索的行为。

表 11 被解释变量滞后一期的回归结果

	<i>F_Violation</i>	
	(1)	(2)
<i>AT_all</i>	-0.086 *** (-3.239)	
<i>AT_code</i>		-0.059 *** (-3.247)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-0.430 (-0.914)	-0.361 (-0.771)
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Pseudo R</i> ²	0.049	0.049
N	15 259	15 259

此外,本文还使用倾向得分匹配方法来处理违规样本分布不均衡可能导致模型存在潜在偏误的问题。根据倾向得分使用 1 : 1 的最邻近匹配法匹配控制组与实验组,协变量为主回归使用到的所有控制变量。接着,根据构建的新样本重新进行回归。未报告的平衡性检验结果表明匹配后所有协变量的标准化偏差均小于 5%,并且 *t* 检验结果不拒绝实验组与控制组无系统差异的原假设。从表 12 可知,投资者关注的回归系数依然显著为负。因此,考虑样本自选择偏误后,本文的主要结论依然成立。

表 12 倾向得分匹配结果

	<i>Violation</i>	
	(1)	(2)
<i>AT_all</i>	-0.076 ** (-2.275)	
<i>AT_code</i>		-0.075 *** (-3.174)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-0.593 (-1.015)	-0.547 (-0.939)
<i>Year</i>	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes
<i>Pseudo R</i> ²	0.002	0.003
N	7 654	7 654

(二) Bivariate Probit 回归

有关公司违规的研究通常面临只能观测到存在违规行为且被稽查出的公司的问题,但实际上并不是所有公司的违规行为都能被查出。考虑到存在已经发生违规行为,但尚未被稽查出的公司,采用 Probit 模型估计出的参数可能存在一定偏差,因此,借鉴 Chen 等(2018),使用部分可观测的 Bivariate Probit 模型,引入违规倾向(*Fraud*)与违规稽查(*Detect*)两个潜变量进行回归。其中,*Fraud_{it}*表示公司 *i* 在 *t* 年度的违规倾向;*Detect_{it}*表示公司 *i* 在 *t* 年度存在违规行为且被揭露的可能性。

参考陆瑶等(2012),对违规倾向与违规稽查分别加入两组不同的控制变量 *Controls*1 与 *Controls*2,其中,*Controls*1 包含的控制变量为 *State*、*Boardsize*、*Duality*(董事长与 CEO 是否两职合一)、*Indep*、*Tq*、*Top1*,*Controls*2 包含的控制变量为 *Size*、*ROA*、*Lev*、*Mktrisk*、*Indfraud*、*Proportion*(机构投资者持股比例)。回归结果如表 13 所示,由表可知,投资者关注与违规倾向的系数显著为负,而与违规稽查的系数显著为正,表明投资者关注程度越高的公司,

违规倾向越低,违规被稽查的概率越高。整体上看,一方面,投资者关注有助于提升公司治理水平,降低公司违规的倾向;另一方面,当违规行为实际发生后,投资者关注程度的增加可能更容易引起监管部门的注意并增加监管部门工作的舆论压力,从而提升了公司违规被稽查的概率。故本文的主要结论得到进一步验证。

表 13 Bivariate Probit 检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Fraud</i>	<i>Detect</i>	<i>Fraud</i>	<i>Detect</i>
<i>AT_all</i>	-0.611 *** (-7.493)	0.306 ** (2.209)		
<i>AT_code</i>			-0.471 *** (-6.920)	0.302 *** (2.587)
<i>Controls1</i>	Yes		Yes	
<i>Controls2</i>		Yes		Yes
<i>Constant</i>	1.630 * (1.945)	-1.872 *** (-3.230)	1.209 (1.360)	-1.630 ** (-2.544)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	18 488	18 488	18 488	18 488

(三) 基于违规行为类别以及违规严重程度的检验

违规行为按照违规的内容与违规的严重程度可以进行不同的划分,因此,本文进一步探讨投资者关注是否对不同类型的违规行为都具有抑制作用。参考陆瑶等(2012),本文将公司违规划分为信息披露违规(*Vio_Dis*)、经营违规(*Vio_Oper*)与领导人违规(*Vio_Lead*)三种类型^①。若上市公司当年因信息披露违规受到处罚,则*Vio_Dis*取1,否则为0;若上市公司当年因经营违规受到处罚,则*Vio_Oper*取1,否则为0;若上市公司当年因领导人违规受到处罚,则*Vio_Lead*取1,否则为0。将投资者关注分别与这三种类型的违规行为进行回归,回归结果如表14所示,发现投资者关注对这三种类型的违规行为均存在显著的抑制作用。这一结果进一步验证了投资者关注的违规治理作用。

表 14 投资者关注对不同类型违规行为的影响(一)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Vio_Dis</i>	<i>Vio_Oper</i>	<i>Vio_Lead</i>	<i>Vio_Dis</i>	<i>Vio_Oper</i>	<i>Vio_Lead</i>
<i>AT_all</i>	-0.115 *** (-4.227)	-0.050 * (-1.848)	-0.103 *** (-3.472)			
<i>AT_code</i>				-0.100 *** (-5.108)	-0.040 ** (-2.079)	-0.111 *** (-4.947)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-1.659 *** (-3.428)	-2.200 *** (-4.406)	-5.932 *** (-10.896)	-1.593 *** (-3.301)	-2.167 *** (-4.356)	-5.871 *** (-10.613)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Pseudo R</i> ²	0.065	0.054	0.052	0.066	0.054	0.053
N	18 488	18 488	18 488	18 488	18 488	18 488

①信息披露违规包括虚列资产、虚构利润、虚假记载、重大遗漏、推迟披露、披露不实与一般会计处理不当等情形;经营违规包括出资违规、占用公司资产、欺诈上市、擅自改变资金用途、违规担保以及其他违规等情形;领导人违规包括内幕交易、操纵股价与违法违规买卖股票等情形。

此外,参考梁上坤等(2020),将公司违规行为按照处罚方式区分为一般违规(*General_Vio*)与严重违规(*Serious_Vio*)。若公司当年存在一般违规行为,则 *General_Vio* 取 1,否则为 0;若公司当年发生严重违规行为,则 *Serious_Vio* 取 1,否则为 0。将投资者关注分别与两类违规行为进行回归,回归结果如表 15 所示,发现投资者关注与一般违规和严重违规的回归系数均在 1%的水平下显著,本文的主要结论得到进一步支持。

表 15 投资者关注对不同类型违规行为的影响(二)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>General_Vio</i>	<i>General_Vio</i>	<i>Serious_Vio</i>	<i>Serious_Vio</i>
<i>AT_all</i>	-0.098 *** (-2.713)		-0.091 *** (-3.556)	
<i>AT_code</i>		-0.069 *** (-2.801)		-0.076 *** (-4.129)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-2.322 *** (-3.482)	-2.256 *** (-3.395)	-1.220 *** (-2.581)	-1.163 ** (-2.464)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Pseudo R</i> ²	0.112	0.112	0.057	0.057
<i>N</i>	18 488	18 488	18 488	18 488

(四) 更换关键变量的度量

为进一步增加本文结论的可靠性,在投资者关注的度量指标方面,改用以下方式:(1)改用流通股日均换手率(权小锋、吴世农,2012)度量投资者关注。(2)考虑到“搜索增量”可能来源于对违规事件本身的关注,并不能客观反映投资者日常关注的治理作用,剔除违规处罚公告日及前后 7 天(共 15 天)的搜索量数据后,重新计算投资者关注指标。(3)进一步考虑过去几年公司平均搜索量水平构建投资者关注指标,采用当年搜索量取对数减过去三年搜索量均值取对数,重新计算投资者关注指标。(4)若投资者对公司所在行业的关注增加,行业整体搜索量增加也可能带来公司搜索量增加,因此,采用考虑行业搜索的超额搜索量构建投资者关注指标,具体计算方法为:(当期搜索量取对数-当期行业平均搜索量取对数)-(上期搜索量取对数-上期行业平均搜索量取对数)。整体上看,一系列更换关键变量度量的相关检验结果进一步支持了本文的主要结论^①。

(五) 其他稳健性检验

本文还采用了以下检验方法:(1)基于公司当年违规次数进行检验,发现投资者关注与违规次数显著负相关,表明投资者关注有助于降低公司违规次数,进一步支持投资者关注对公司违规行为的治理作用。(2)采用剔除*ST 与 ST 公司后的样本重新进行回归,结果依然支持本文主要结论。(3)考虑到违规处罚有助于降低股价同步性(顾小龙等,2016),在信息效应检验(表 4)的回归中增加违规处罚相关的控制变量 *Penalty*,若公司过去五年曾因违规行为被处罚,则 *Penalty* 取 1,否则为 0,重新回归后发现,投资者关注依然能够降低股价同步性,进一步支持信息效应;同时,采用剔除过去五年曾被违规处罚公司的样本后进行回归,发现结论依然一致。总之,一系列稳健性检验^②进一步证实了本文的主要结论,即投资者关注对公司违规行为存在显著的抑制作用。

①版面所限,相关检验结果留存备案。

②版面所限,相关检验结果留存备案。

七、研究结论与启示

现有研究证实了投资者关注对资产定价的重要作用,本文则实证检验了投资者关注的违规治理功用及其背后的原因,同时发掘了投资者关注治理作用的异质性。研究结果表明,投资者关注能够对公司违规行为产生抑制作用。在控制了内生性、改用 Bivariate Probit 模型、更换关键变量度量、区分违规行为类别及违规严重程度等一系列稳健性检验后,上述结论依然成立。作用路径分析发现,投资者关注通过发挥信息效应与监督效应,对公司违规行为产生抑制作用,投资者关注在加速信息流动、降低信息不对称以及监督约束公司及管理层等方面发挥着重要作用。异质性分析发现,在信息不对称程度较高以及投资者监督动机较强的公司中,投资者关注的违规治理作用更明显,进一步支持投资者关注通过发挥信息效应与监督效应抑制公司违规行为的结论,也说明投资者关注是分析师与媒体等其他治理机制的重要补充。此外,本文还发现,投资者关注有助于缩短违规行为被稽查的时间。本文的研究结论证实了投资者关注对公司违规行为具有显著的治理效应,在分析师与媒体等其他治理机制较为薄弱的情境中能够发挥重要的公司治理功用。

本文的研究结论有助于充分认识和发挥投资者关注的公司治理作用,政策启示与实践价值主要在于:(1)进一步完善《证券法》与《公司法》等相关法律法规中与发挥投资者治理功用相关的规定,为广大中小投资者深入监督上市公司提供良好的法律支持,比如,可以通过提高举报奖励标准、扩大奖励范围等方式完善举报奖励制度,提升投资者监督上市公司违规行为的动力,激励投资者提供更为及时有效的信息与线索。(2)进一步创造普通投资者深入接触上市公司的机会,加强普通投资者走进上市公司、投资者接待日等活动的开展,加强各类新媒体平台建设,不断丰富普通投资者与上市公司的沟通渠道与内容,增强个人投资者发挥公司治理作用的可能。(3)充分利用新媒体、机构营业场所等渠道加强投资者教育,特别是对上市公司重大违规案例的深入解读,提升个人投资者识别公司违规行为的专业水平,以便于充分发挥与利用广大个人投资者的智慧与力量。(4)投资者关注的治理功用在信息不对称程度更高、监督动机更强的环境中更为明显,因此,要引导个人投资者对其他治理机制较薄弱的公司进行重点监督,更好地发挥投资者的监督治理功用,也能够实现分类监管、精准监管的目的,从而使得各方力量能够发挥协同作用,共同提升上市公司治理水平,促进资本市场长期健康发展。

参考文献:

- 1.卜君、孙光国,2020:《投资者实地调研与上市公司违规:作用机制与效果检验》,《会计研究》第5期。
- 2.蔡贵龙、张亚楠、徐悦、卢锐,2022:《投资者-上市公司互动与资本市场资源配置效率——基于权益资本成本的经验证据》,《管理世界》第8期。
- 3.曹春方、陈露兰、张婷婷,2017:《“法律的名义”:司法独立性提升与公司违规》,《金融研究》第5期。
- 4.顾小龙、辛宇、滕飞,2016:《违规监管具有治理效应吗——兼论股价同步性指标的两重性》,《南开管理评论》第5期。
- 5.胡玮佳、张开元,2019:《投资者关注与年报问询函市场反应——价格压力还是信息传递》,《经济管理》第10期。
- 6.梁上坤、徐灿宇、王瑞华,2020:《和而不同以为治:董事会断裂带与公司违规行为》,《世界经济》第6期。
- 7.逯东、谢璇、杨丹,2017:《独立董事官员背景类型与上市公司违规研究》,《会计研究》第8期。
- 8.陆瑶、李茶,2016:《CEO对董事会的影响力与上市公司违规犯罪》,《金融研究》第1期。
- 9.陆瑶、朱玉杰、胡晓元,2012:《机构投资者持股与上市公司违规行为的实证研究》,《南开管理评论》第1期。
- 10.罗进辉、黄泽悦、朱军,2017:《独立董事地理距离对公司代理成本的影响》,《中国工业经济》第8期。

11.罗琦、游学敏、吕纤,2020:《基于网络数据挖掘的资产定价研究述评》,《管理学报》第1期。

12.马奔、杨耀武,2020:《视而不见? 证券分析师与上市公司欺诈关系研究——基于考虑部分可观测的Bivariate Probit估计》,《南开经济研究》第2期。

13.孟庆斌、李昕宇、蔡欣园,2018:《公司战略影响公司违规行为吗》,《南开管理评论》第3期。

14.潘越、戴亦一、陈梅婷,2011:《基金经理的投资经验、交易行为与股市泡沫》,《中国工业经济》第1期。

15.权小锋、吴世农,2012:《投资者注意力、应计误定价与盈余操纵》,《会计研究》第6期。

16.杨晶、沈艺峰、熊艳,2017:《“散户”积极主义与公司现金股利政策——以舆论关注为研究视角》,《厦门大学学报(哲学社会科学版)》第2期。

17.张继德、廖微、张荣武,2014:《普通投资者关注对股市交易的量价影响——基于百度指数的实证研究》,《会计研究》第8期。

18.郑建明、黄晓蓓、张新民,2015:《管理层业绩预告违规与分析师监管》,《会计研究》第3期。

19.Ang, J. S., C. Hsu, D. Tang, and C. Wu. 2021. “The Role of Social Media in Corporate Governance.” *The Accounting Review* 96(2):1-32.

20.Chen, D., Y. Chen, O. Z. Li, and C. Ni. 2018. “Foreign Residency Rights and Corporate Fraud.” *Journal of Corporate Finance* 51(8):142-163.

21.Chen, J., D. Cumming, W. Hou, and E. Lee. 2016. “Does the External Monitoring Effect of Financial Analysts Deter Corporate Fraud in China?” *Journal of Business Ethics* 134(4):727-742.

22.Da, Z., J. Engelberg, and P. Gao. 2011. “In Search of Attention.” *The Journal of Finance* 66(5):1461-1499.

23.Dyck, A., A. Morse, and L. Zingales. 2010. “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?” *The Journal of Finance* 65(6):2213-2253.

24.Hirshleifer, D. A., J. N. Myers, L. A. Myers, and S. H. Teoh. 2008. “Do Individual Investors Cause Post-Earnings Announcement Drift? Direct Evidence from Personal Trades.” *The Accounting Review* 83(6):1521-1550.

25.Kedia, S., and S. Rajgopal. 2011. “Do the SEC’s Enforcement Preferences Affect Corporate Misconduct?” *Journal of Accounting and Economics* 51(3):259-278.

26.Kumar, A., Z. Lei, and C. Zhang. 2022. “Dividend Sentiment, Catering Incentives, and Return Predictability.” *Journal of Corporate Finance* 72:1-26.

27.Luo, J. H., C. Peng, and X. Zhang. 2020. “The Impact of CFO Gender on Corporate Fraud: Evidence from China.” *Pacific-Basin Finance Journal* 63(10):1-13.

28.Wu, W., S. A. Johan, and O. M. Rui. 2016. “Institutional Investors, Political Connections, and the Incidence of Regulatory Enforcement Against Corporate Fraud.” *Journal of Business Ethics* 134(4):709-726.

Does Investor Attention Have Corporate Governance Function?
Evidence from Corporate Violation

Xiao Qi^{1,2} and Wu Wenfeng²

(1: School of Accounting, Shanghai Lixin College of Accounting and Finance;

2: Antai College of Economics and Management, Shanghai Jiao Tong University)

Abstract: Corporate violation is a huge threat to the healthy development of capital markets. This paper examines the effect of investor attention on corporate violation using data of Chinese A-share listed companies from 2012-2019. The results show that investor attention can restrain corporate violation through information effect and monitoring effect. Further analysis find that, the effect of investor attention on corporate violation is more pronounced in companies with higher information asymmetry and stronger investor monitoring incentives. Furthermore, investor attention helps to shorten the time for violation to be inspected. The findings of this paper provide theoretical support for the regulatory authorities to mobilize the corporate governance function of individual investor, and also contribute to the literature on corporate violation and investor attention.

Keywords: Investor Attention, Corporate Violation, Corporate Governance

JEL Classification: G30, G34, M40

(责任编辑:陈永清)