

蚍蜉撼大树? 中小股东诉讼的市场反应研究

赵瑞瑞, 陈运森

(中央财经大学 会计学院, 北京 100081)

摘要: 党的二十大报告强调“加强和完善现代金融监管, 强化金融稳定保障体系”, 而推动中小股东司法救济实践对于防范金融风险 and 促进资本市场高质量发展具有重要意义。为了解答资本市场如何看待中小股东司法救济实践这一重要问题, 文章考察了中小股东发起股东诉讼是否以及如何引起投资者市场反应。研究发现, 资本市场对中小股东诉讼的反应显著为负。区分案件类型显示, 市场对证券虚假陈述和共同诉讼案件的反应为负。对于案件特征, 当涉案金额和人数较多以及获得投服中心诉讼支持时, 市场反应更加负面。对于公司特征, 市场反应在违法违规风险较高、投资者保护意识较差、信息披露质量较低以及外部信息环境较好的公司中更加负面。进一步分析发现, 新《证券法》审议通过后, 中小股东诉讼各项特征的市场反应更加敏感, 说明加强资本市场法律基础建设有利于增强中小股东诉讼的震慑效应。此外, 市场反应越负面预示中小股东获得胜诉裁决的可能性越大。文章研究表明, 中小股东诉讼具有事后司法追责的震慑效应, 但其信息含量依赖于法律基础的夯实, 这为贯彻党的二十大报告中关于金融监管和规范资本市场发展的要求提供了启示。

关键词: 股东诉讼; 投资者保护; 新《证券法》; 事件研究

中图分类号: F23 文献标识码: A 文章编号: 1001-9952(2023)11-0065-15

DOI: [10.16538/j.cnki.jfe.20230517.101](https://doi.org/10.16538/j.cnki.jfe.20230517.101)

一、引言

践行中小投资者权益保护是维护资本市场平稳健康发展的核心任务。党的二十大报告中指出, “依法将各类金融活动全部纳入监管”, “加强和完善现代金融监管”。证监会强调完善证券执法司法体制机制, 持续“零容忍”打击证券违法违规活动, 将保护投资者合法权益贯穿于监管的各环节。在完善现代金融监管的过程中, 多层次的公共实施机制已经成为遏制证券违法违规活动、保护中小投资者合法权益的重要利器, 其中包括事前监管的证监会随机抽查(滕飞等, 2022)、事中监管的交易所问询函(陈运森等, 2019)和事后监管的证监会行政处罚(吴溪和张俊生, 2014)。而与公共实施机制的强震慑效应相比, 中国私人实施机制尚不完善, 其实施效果也不容乐观(Duan 等, 2023; 陈运森等, 2021)。根据《中国资本市场投资者保护状况蓝皮书(2022)》, 中国资本市场投资者已突破 2.02 亿, 而持股市值在 50 万元以下的中小投资者占比达 97%。虽然中小投资者人数众多, 但由于私人实施机制尚不完善, 其利益最容易受到侵害。证监

收稿日期: 2022-11-03

基金项目: 国家自然科学基金项目(72272168)

作者简介: 赵瑞瑞(1992-), 男, 山东东营人, 中央财经大学会计学院博士后;

陈运森(1985-)(通讯作者), 男, 江西赣州人, 中央财经大学会计学院教授, 资本市场监管与改革研究中心主任, 博士生导师。

会《法治政府建设工作情况》连续五年强调积极推动投资者赔偿救济实践,保护中小投资者合法权益。加强改善中小股东诉讼的法律基础建设,对于保护中小股东权益和推动资本市场健康高质量发展具有重要意义。

作为中国特色现代化资本市场重要的私人实施机制,中小股东诉讼已经受到政府的重视。那么,资本市场如何看待中小股东提起的诉讼?中国制度背景下中小股东诉讼是否引发资本市场关注存在一定争论。一方面,作为投资者事后司法救济的重要方式,中小股东诉讼以司法惩戒机制为支撑具有震慑效应(Cheng 等, 2010; Hutton 等, 2022)。而另一方面,中国尚缺乏完善的司法体系和执行机制来支撑中小股东诉讼,无法对上市公司的违法违规行为形成有效震慑(Duan 等, 2023)。另外,中小股东股权分散、持股比例低和法律知识缺失等特点导致中小股东诉讼效果不理想(辛宇等, 2020),被质疑为力量薄弱的“蚍蜉”不能撼动企业的违法违规行为。新《证券法》的审议通过对于加强中小投资者权益保护和健全中小股东诉讼司法体制机制具有里程碑式的意义,此次修订重点围绕注册制、提升违法违规成本、加强信息披露和增强投资者保护。新《证券法》的审议通过为完善投资者保护机制提供了法律基础,但其能否改变中小股东诉讼弱势地位、增强震慑效应却尚未得到解答。

本文以上市公司中小股东诉讼公告为样本,结合新《证券法》审议通过和实施的背景,探究了中小股东诉讼的市场反应。研究发现,中小股东诉讼的市场反应显著为负。从案件类型来看,与非证券虚假陈述和个体诉讼案件相比,证券虚假陈述和共同诉讼案件的市场反应更加负面。当涉案人数和金额较多以及投服中心提供诉讼支持时,市场反应更加负面。这说明市场关注到中小股东事后维权救济的广度与深度,且投服中心提供的公益诉讼服务得到了市场的重点关注。对于公司特征,当公司违法违规风险较高、投资者保护意识不足、信息披露质量较低以及外部信息环境较好时,市场反应更加负面。进一步研究发现,新《证券法》审议通过后,中小股东诉讼案件特征与公司特征的市场反应更加负面,说明法律基础建设是增强中小股东诉讼震慑效应的制度基础。此外,在新《证券法》审议通过日和《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》(以下简称《规定》)实施日,对于有中小股东诉讼历史的企业,市场反应更加负面。中小股东诉讼涉案的市场反应可以在一定程度上预测案件审理结果,市场反应越负面,股东获得诉讼索赔的概率越大。文章的研究反驳了中小股东无法撼动企业违规行为的质疑,初步证实了中小股东维权行为的有效性。

本文的研究贡献体现在:首先,为中国制度背景下中小股东诉讼的有效性提供了初步的实证证据。中小股东诉讼是投资者保护工作的重要议题,以往的国外文献讨论了欧美资本市场股东诉讼的有效性,存在有震慑效应与无震慑效应两种观点。由于中国制度背景下的私人实施机制实施效果不容乐观,探究其成因和经济后果的相关实证研究相对滞后(辛宇等, 2020; 陈运森等, 2021; 杨志强等, 2021)。这主要是由于诉讼实践样本数量的限制,实证研究存在难度。而随着法律基础的不断完善(如 2020 年新《证券法》的实施),中小股东诉讼活动日益活跃,这为实证检验提供了样本基础。杨志强等(2021)分析了集体诉讼对投资者调研的影响,检验了集体诉讼的市场反应,但尚未就市场为何对中小股东诉讼做出反应给予理论解释,也忽视了案件特征的异质性。本文则在此基础上,提出理论假设解答了为什么市场会关注中小股东诉讼。同时,本文从案件特征的异质性视角拓展了中小股东诉讼实证研究的深度,为验证中国制度背景下中小股东诉讼的震慑效应提供了增量证据。其次,丰富了资本市场立法影响力的研究。根据现有文献,中国尚待完善的法律基础导致中小股东诉讼不具有震慑效应(Ge 等, 2022; Duan 等, 2023)。本文认为,新《证券法》的审议通过与实施完善了中国资本市场的法律基础,显著增强了中小股东

诉讼的震慑效应。值得说明的是, Bailey 等(2022)分析了《规定》这一项代表人诉讼司法解释的影响力,但本文侧重于评估对资本市场更具基础性和系统性影响的《证券法》。本文不仅探究了新《证券法》的影响力,还检验了其实施效果,为完善资本市场法律体系提供了实证支撑。最后,本文的研究结论为完善中小股东权益保护机制、助力资本市场高质量发展提供了政策启示。如何提升中小股东诉讼的有效性,是维护资本市场稳定健康发展的重要问题。本文的研究为如何严厉打击证券违法违规行为和健全事后追偿制度提供了启示和参考,响应了党的二十大所强调的“加强和完善现代金融监管”。此外,本文的研究还为如何贯彻党的二十大报告中关于资本市场规范发展的要求提供了政策启示。

二、文献综述、制度背景与理论分析

(一)文献综述

证券监管执法主要分为公共实施机制的行政手段和私人实施机制的市场手段,学术界对于这两种手段孰更有效存在争议。公共实施机制是指政府作为代理人揭露并惩罚违法违规行为的行政手段,而私人实施机制是依靠市场机制参与公司治理或依法维权的行为,主要涵盖中小股东诉讼和参与股东大会(Jackson 和 Roe, 2009)。与私人实施机制相比,公共实施机制的优点在于政府行政手段的强制执行权、信息资源的优势地位和较强的威慑作用。然而,公共实施机制存在的问题是选择性执法和行政资源有限,需要以市场为基础的私人实施机制来弥补公共实施机制存在的上述问题(Chen 等, 2011; Hutton 等, 2022)。而与公共实施机制相比,私人实施机制的缺陷在于中小股东的地理分布分散、短视主义和治理动机缺位等,导致其实施效果不佳。此外,投资者保护体系不完善和关系导向的契约环境会导致私人实施机制的低效,此时则需要公共实施机制来惩戒违法违规行为(Ke 和 Zhang, 2021; Duan 等, 2023)。公共执行机制与私人执行机制并非独立,而是存在相互关联和相互弥补的关系。Schantl 和 Wagenhofer(2020)认为,公共实施机制与私人实施机制存在关联,公共实施机制为股东提起诉讼提供了初始证据。Hutton 等(2022)研究发现,公共实施机制为私人实施机制提供了有效的信息来源。

作为一种重要的私人实施机制,中小股东诉讼指的是公司董事、监事、高管或控制人侵犯公司或投资者合法权益时,为了维护公司或自身合法权益,中小投资者按法定程序对侵权者提起的诉讼。其目的在于利用司法手段追究相关责任人的责任,获得合法赔偿,强化公司治理,保护公司和股东利益。作为事后司法追责的重要手段,中小股东诉讼是否具有震慑效应引起了学术界的广泛讨论。对于成熟资本市场,部分学者通过检验股东诉讼的市场反应,发现其具有震慑效应。Francis 等(1994)以盈余公告披露日为事件日,发现有股东诉讼历史的公司市场反应显著为负。Johnson 等(2000)以美国私人证券诉讼改革法的颁布为研究场景,发现高诉讼风险公司的市场反应显著为正。Cheng 等(2010)研究发现,机构投资者领衔的股东诉讼比散户为主导的诉讼赔付率更高,且市场反应更加负面。Deng 等(2014)认为,股东诉讼市场反应为负的原因是声誉损失。Badawi 和 Chen(2017)发现,股东派生诉讼的市场反应为负,且市场参与者可以预测诉讼强度。对于长期市场反应,Obaydin 等(2021)发现股东诉讼增加了企业股价崩盘风险。

而欧美资本市场相比,在中国特色资本市场背景下,中小股东诉讼是否具有震慑效应是存在争议的话题。这是因为:一方面,中国中小股东诉讼的法律基础建设起步较晚,尚待完善的地方较多,这可能导致中小股东诉讼的执行效果不佳。另一方面,中国资本市场是中小股东数量庞大的“散户型”结构。而中小股东的特点是持股比例低、话语权小、地理分布零散和法律知识储备少(祝继高等, 2021; 陈德球和胡晴, 2022; 黄泽悦等, 2022),导致其处于诉讼弱势位置。因此,作为“以弱击强”的维权工具,中小股东诉讼的有效性有待商榷。

(二) 制度背景

自 1994 年《公司法》颁布以来,中小股东诉讼相关的法律基础经历了从无到有、从初步探索到不断完善的过程。1998 年的《证券法》对中小股东诉讼制度建设进行了初步探索。2002 年最高人民法院发布《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》,为审理证券虚假陈述案件和规范证券市场民事行为提供了法律依据。进一步地,2005 年修订的《公司法》和《证券法》确立了股东代表诉讼制度。2020 年新《证券法》的颁布关乎亿万投资者切身利益,专门增设投资者保护章节,为中小股东诉讼夯实了法律基础。为了完善新《证券法》下“一揽子”配套制度体系,2020 年最高人民法院出台《规定》,进一步对代表人诉讼制度做出司法解释;2022 年 1 月修订后的《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》,取消了行政处罚与刑事判决为前置程序的要求,这有利于降低中小股东提起诉讼的门槛。

新《证券法》出台特别代表人诉讼细则,规定投资者保护机构可以作为诉讼代表人,按照“明示退出”和“默示加入”的诉讼原则,依法为受害投资者提起民事损害赔偿诉讼。在康美药业财务造假案件中,投服中心作为 5 万余名中小股东的特别代表人参加诉讼,法院一审裁决投服中心代表的原告方胜诉,5.2 万名中小股东共获赔约 24.59 亿元。这是特别代表人诉讼在中国的第一案,是新《证券法》中投资者保护内容的具体实践,对于增强中小股东维权意识和完善投资者保护机制具有里程碑意义。而这并不说明中国中小股东诉讼的法律基础已经健全,中小股东诉讼的法律建设还有很长的路要走,相关的法律细则仍待完善。

(三) 理论分析

目前,中国中小股东诉讼的实施效果尚不明确,中小股东诉讼的市场反应是一个具有张力的研究话题。若中小股东诉讼具有震慑效应,则市场会对其做出负面反应;而若中小股东诉讼不具有震慑效应,则市场不会做出反应。

一方面,中小股东诉讼是针对严重侵害中小股东权益行为的司法救济方式,具有一定的震慑效应(Donelson 等, 2018; Hutton 等, 2022),市场会对此做出负面反应。从声誉角度分析,中小股东诉讼这一“坏消息”会诱发市场对公司产生信任危机,进而造成声誉损失(Deng 等, 2014; Liu 等, 2016)。中小股东诉讼会向外界传递企业存在侵害中小股东权益或者虚假信息披露行为的信号,外部投资者会认为企业依然存在损害投资者利益的可能,从而失去对企业的信任。同时,中小股东诉讼也会让投资者对企业的公司治理和合规经营情况缺乏信心,导致其“用脚投票”纷纷离场,引发短期股价下跌(Deng 等, 2014; Liao 和 Ouyang, 2019)。值得说明的是,在《规定》取消前置程序之前,证券虚假陈述案件可能会以证券监管部门的行政处罚作为上市公司违法违规或者侵害中小股东权益行为的初步证据。因此,证券虚假陈述案件所释放的负面信号是监管处罚信息的进一步延伸,这意味着上市公司已经从承担行政处罚责任上升为背负民事赔偿责任。吴溪和张俊生(2014)的研究表明,证监会的行政处罚公告会引发市场的负面反应。那么,证券虚假陈述案件会进一步延伸行政处罚的负面信号,导致市场反应为负。从成本角度分析,中小股东诉讼会使企业背负巨额的赔偿成本,导致经营性现金流恶化,市场会产生悲观预期(Deng 等, 2014; Badawi 和 Chen, 2017; Donelson 等, 2018)。因此,中小股东诉讼会加重企业的成本负担,对未来现金流产生负面影响。投资者会预期企业未来现金流减少,经营风险增加,从而导致折现率上升、企业估值下降。据此,本文提出以下假说:

假说 1a: 市场对中小股东诉讼有显著的负面反应。

另一方面,中小股东诉讼也可能不具有震慑效应,市场不会对此做出负面反应。从法定权利来看,中小股东诉讼并不具有证券监管公共实施机制的强监管权,其维权行为不具有行政手

段的强制力。即中小股东诉讼如“蚍蜉”力量薄弱，无法“撼动”违法违规行为并使市场对此做出反应(陈运森等, 2021)。对于诉讼成本，中小股东诉讼的法律基础尚待完善，证券民事类案件的赔偿范围设置不合理、审判效率较低等原因导致中小股东难以获得满意的赔偿(Duan 等, 2023; 辛宇等, 2020)。因此，诉讼赔偿机制的缺位会导致企业所应承担的赔付成本较低，对企业未来经营性现金流所产生的负面影响较小，市场不会产生悲观预期。从话语权来看，中小股东持股水平较低且分布分散，这导致其在资本市场中处于弱势地位(祝继高等, 2021; 陈德球和胡晴, 2022; 黄泽悦等, 2022)。因此，市场会认为中小股东诉讼缺乏威慑力而无视其“呐喊的声音”。此外，地方中级人民法院在审理此类案件时，出于维护地区经济稳定的考虑，可能会主动保护当地企业，减小此类案件对企业经营的影响(潘越等, 2015; 辛宇等, 2020)。因此，中小股东诉讼可能不会引发市场显著的负面反应。据此，本文提出以下假说：

假说 1b：市场对中小股东诉讼没有显著的负面反应。

如果中小股东诉讼可以引起市场“振动”，则其作用会受到案件特征与公司特征的影响。而如果中小股东诉讼未引起市场关注，则案件特征与公司特征不会造成市场的差异化反应。在证券虚假陈述案件中，上市公司信息的虚假记载、误导性陈述或重大遗漏导致上市公司股价大幅波动，给持有该公司股票的中小股东造成损失。证券虚假陈述案件更能体现资本市场民事责任中的重大性。因此，证券虚假陈述案件的市场反应更加负面。共同诉讼阐释是中小股东“抱团取暖”所产生的诉讼震慑效果。中小股东往往因股少言轻而被忽视，而共同诉讼的规模效应会提升诉讼的震慑效果。更重要的是，新《证券法》的实施确立了中国特色的特别代表人诉讼制度，这有利于发挥共同诉讼的示范和震慑作用。因此，共同诉讼案件的市场反应可能更大。对于涉案金额，中小股东起诉书中请求赔偿金额的量级代表上市公司违法违规行为对中小股东造成的损失程度，涉案金额越高，给中小股东造成的损失越大，上市公司潜在的赔偿金额也越多，资本市场的反应可能越负面。涉案人数代表维护自身合法权益的中小股东集体行动的规模，涉案人数越多，案件的影响力越大，市场反应可能越负面。对于董事会、监事会以及高级管理人员(董监高)连带责任，根据《民法典》，连带责任是中国重要的民事责任制度，其目的在于补偿救济，加重民事法律关系当事人的法律责任。新《证券法》也明确了违规行为主要实施者的过错推定。对于存在连带责任的案件，中小股东可以追究违规行为主要实施者的民事责任，有效保障中小股东的合法权益，市场反应可能更大。投服中心是近年来备受资本市场关注的半公共—半私人实施机制。若投服中心提供诉讼支持服务，则可有效提升中小股东诉讼案件的审理效率。这有利于诉讼案件合理定损，为中小股东合法获得赔偿提供保障。因此，投服中心参与的中小股东案件的关注度更高，中小股东获得赔偿的概率也更高，市场反应可能更大。

公司特征(如违法违规风险、投资者保护、信息披露质量和外部信息环境等)不同，中小股东诉讼的市场反应可能不同。值得注意的是，在新《证券法》实施后，中小股东的维权意识增强，中小股东诉讼的震慑作用得到提升，市场对投资者保护工作的关注度增加(李娜等, 2022)。陈运森等(2020)认为，法律基础的完善有助于加强投资者保护，增加企业违法违规风险。因此，新《证券法》审议通过后，中小股东诉讼的市场反应可能更大。

三、研究设计

(一) 样本选取

本文以 2006—2022 年 A 股上市公司中小股东诉讼的涉案数据作为初始研究样本，数据来源是上市公司披露的中小股东诉讼公告。为了缓解重复计算和噪音问题，本文将样本数据分为涉

案数据和结案数据。涉案数据的收集过程如下：(1)在上市公司所有与诉讼相关的公告中，检索原告方为股东的相关案件信息。(2)验证案件的原告方与被告方信息。要求原告方为上市公司股东或者投资者，被告方为上市公司(其他被告方可以连带公司高管、监事会和董事会成员)，并剔除原告方中股东持股超过 5% 的案件，即保留原告方为中小股东的样本。(3)根据《民事案件案由规定》对案件内容进行确认，保留涉及欺诈虚假信息责任纠纷、证券虚假陈述、信息披露违规、股权确认、公司章程撤销、盈余分配、知情权、股份收购请求权、董事会决议撤销、股东大会决议撤销以及董事会决议撤销的案件。(4)结合 Wind 和 CSMAR 数据库中的诉讼数据，对上述信息进行核验和补充。(5)保留一审第一次披露的涉案公告，剔除案件进展与二审的涉案公告。结案数据指的是案件一审最终的司法结果，包括法院判决结果、原告是否撤诉或者和解。

本文剔除了以下观测值：(1)金融行业上市公司；(2)已经退市的上市公司；(3)涉案公告日前 30 天公告过中小股东诉讼的样本；(4)事件日附近区间 $[-3, 3]$ 内包含其他影响股价重大事件(包括业绩说明会、并购重组、股票回购与增发、证监会处罚和交易所问询等)的观测值；(5)事件日附近区间 $[-3, 3]$ 内停牌或者无交易数据的观测值；(6)交易日不足 200 天的观测值；(7)财务数据缺失的观测值。经过上述筛选，本文最终得到 456 个样本观测值。本文使用的财务数据和股票交易数据主要来自国泰安数据库。为了控制极端值的影响，本文对所有连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。

(二)模型构建

本文采用事件研究法来考察中小股东诉讼公告日附近的短期市场反应。本文利用模型(1)来检验中小股东诉讼不同类型案件的差异化市场反应。被解释变量是采用市场模型计算的事件窗口的累计超额回报($CAR[-1, 1]$)，估计窗口为 $[-210, -11]$ 。案件类型(SL_type)从两个方面进行分类：第一种分类为是否证券虚假陈述案件(SL_fraud)，证券虚假陈述案件取值为 1，否则为 0；第二种分类为是否共同诉讼案件(SL_class)，共同诉讼案件取值为 1，否则为 0。参考吴溪和张俊生(2014)、陈运森等(2018)、刘杰等(2019)以及刘行和陈澈(2021)等文献，本文加入了公司规模($Size$)、资产负债率(Lev)、公司业绩(ROA)、股票持有收益($Momentum$)、公司价值($TobinQ$)、其他重点诉讼案件($Litigation$)以及企业性质(SOE)等控制变量。此外，本文还控制了行业与年份固定效应。变量定义见表 1。所有控制变量取滞后一期值。

$$CAR[-1, 1] = \beta_0 + \beta_1 SL_type_t + \beta_2 Size_{t-1} + \beta_3 Lev_{t-1} + \beta_4 ROA_{t-1} + \beta_5 Momentum_{t-1} + \beta_6 TobinQ_{t-1} + \beta_7 Litigation_{t-1} + \beta_8 SOE_{t-1} + Ind + Year + \varepsilon \quad (1)$$

本文利用模型(2)来检验中小股东诉讼案件特征的影响。案件特征($SL_feature$)包括以下四个方面：涉案金额(SL_amount)、涉案人数(SL_people)、董监高连带责任(SL_BM)和投服中心诉讼支持(SL_IS)。

$$CAR[-1, 1] = \beta_0 + \beta_1 SL_feature_t + \beta_2 Size_{t-1} + \beta_3 Lev_{t-1} + \beta_4 ROA_{t-1} + \beta_5 Momentum_{t-1} + \beta_6 TobinQ_{t-1} + \beta_7 Litigation_{t-1} + \beta_8 SOE_{t-1} + Ind + Year + \varepsilon \quad (2)$$

本文还关注对于不同特征的公司，中小股东诉讼的市场反应是否存在异质性，具体从违法违规风险、投资者保护、信息披露质量和外部信息环境四个角度进行分析。在违法违规风险方面，本文利用模型(3)进行检验，违法违规风险($VioRisk$)采用两种方式进行度量：第一，公司上一年是否被证监会行政处罚($Sanction$)；第二，公司上一年是否收到交易所问询函($Letter$)。

$$CAR[-1, 1] = \beta_0 + \beta_1 VioRisk_{t-1} + \beta_2 Size_{t-1} + \beta_3 Lev_{t-1} + \beta_4 ROA_{t-1} + \beta_5 Momentum_{t-1} + \beta_6 TobinQ_{t-1} + \beta_7 Litigation_{t-1} + \beta_8 SOE_{t-1} + Ind + Year + \varepsilon \quad (3)$$

表 1 变量定义

变量类别	变量名称	变量符号	变量定义
市场反应	累计超额回报	$CAR[-1, 1]$	窗口 $[-1, 1]$ 内的 CAR (市场模型)
中小股东诉讼	证券虚假陈述	SL_fraud	证券虚假陈述案件取值为1, 非证券虚假陈述案件为0
	共同诉讼	SL_class	共同诉讼案件取值为1, 个体诉讼案件为0
	涉案金额	SL_amount	中小股东诉讼涉案金额取对数
	涉案人数	SL_people	中小股东诉讼涉案人数取对数
	董监高连带责任 投服中心诉讼支持	SL_BM SL_IS	被告人中有董监高时取值为1, 否则为0 投服中心为案件提供诉讼维权服务时取值为1, 否则为0
违法违规风险	证监会行政处罚	$Sanction$	上一年度受到证监会行政处罚时取值为1, 否则为0
	交易所问询函	$Letter$	上一年度收到交易所问询函时取值为1, 否则为0
投资者保护	大股东掏空	$Occupy$	上一年度大股东的其他应收款除以资产总额
	股利分配	Div	上一年度每股税后现金股利
信息披露质量	应计盈余管理	Abs_DA	上一年度应计盈余管理程度, 采用Jones模型计算可操纵性应计利润
	真实盈余管理	REM	上一年度真实盈余管理程度, 参考Roychowdhury(2006)模型, 使用异常生产成本减去异常现金流量水平和异常酌量性费用来衡量真实盈余管理水平
外部信息环境	分析师跟踪	$Analysts$	上一年度分析师跟踪人数取对数
	媒体报道	$News$	上一年度报道上市公司的网络媒体文章数取对数
控制变量	公司规模	$Size$	上一年末资产总额取对数
	资产负债率	Lev	上一年末负债总额除以资产总额
	盈利能力	ROA	上一年末净利润除以资产总额
	托宾Q	$TobinQ$	上一年末市场价值除以资产总额
	购入持有收益	$Momentum$	上一年末的购入持有收益
	其他重大诉讼 企业性质	$Litigation$ SOE	上一年度中小股东诉讼之外的重大诉讼案件数加1后取对数 国有上市公司取值为1, 否则为0

投资者保护的检验模型与模型(3)类似, 其中投资者保护(*InvestorProtect*)采用公司上一年的大股东掏空情况(*Occupy*)和利润分红(*Div*)进行度量。参考陈运森等(2021)的研究, 本文采用应计盈余管理程度(*Abs_DA*)和真实盈余管理程度(*REM*)来衡量信息披露质量(*InfoQuality*)。对于外部信息环境, 分析师跟踪和媒体报道在资本市场中发挥重要的信息中介作用(罗进辉, 2018; 何贵华等, 2021)。因此, 本文采用分析师跟踪(*Analysts*)和媒体报道(*News*)来衡量外部信息环境(*InforEnvir*)。

(三)描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果见表2。可以看到, $CAR[-1, 1]$ 的均值为-0.012。证券虚假陈述和共同诉讼案件的均值分别为0.879和0.726, 表明多数中小股东诉讼为证券虚假陈述和共同诉讼案件。 $Sanction$ 的均值为0.182, 表明有18.2%的上市公司在诉讼前一年因违法违规而被处罚; $Letter$ 的均值为0.336, 表明有33.6%的上市公司在诉讼前一年收到交易所问询函。这表明被诉讼的上市公司存在较高的违法违规风险。其他变量的描述性统计结果与现有文献基本一致。

表 2 主要变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$CAR[-1, 1]$	-0.012	0.036	-0.190	-0.019	0.096
SL_fraud	0.879	0.396	0	1	1

续表 2 主要变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>SL_class</i>	0.726	0.464	0	1	1
<i>SL_amount</i>	10.518	7.250	0	13.712	22.363
<i>SL_people</i>	2.004	1.954	0	1.792	8.852
<i>SL_BM</i>	0.053	0.221	0	0	1
<i>SL_IS</i>	0.050	0.216	0	0	1
<i>Sanction</i>	0.182	0.378	0	0	1
<i>Letter</i>	0.336	0.474	0	0	1
<i>DA</i>	-0.048	0.166	-0.752	-0.022	0.454
<i>REM</i>	0.069	0.054	0	0.064	0.389
<i>Analysts</i>	3.691	2.389	0	4.575	7.956
<i>News</i>	0.408	0.770	0	0	3.689
<i>Occupy</i>	0.086	0.125	0	0.028	0.429
<i>Div</i>	0.090	0.132	0.005	0.047	0.900

注：受篇幅限制，表中未列示控制变量的描述性统计结果。

四、实证结果分析

(一) 中小股东诉讼公告日附近的市場反应

图 1 展示了中小股东诉讼的市場反应，其中横轴为事件日前后各 7 天的交易日，纵轴为基于市場模型計算的市場累计超额回报。从中可以看到，从公告发布前 1 天到公告发布后第 7 天，市場反应一直为负，说明市場对中小股东诉讼做出了负面反应。图 1 初步佐证了本文的假说 1a。从经济意义来看， $CAR[-1, 1]$ 的均值为 -0.012，在 1% 的水平上显著，而样本公司的平均市值为 79.2 亿元，所以中小股东诉讼使上市公司市值在窗口 $[-1, 1]$ 内平均每天减少约 0.95 亿元。

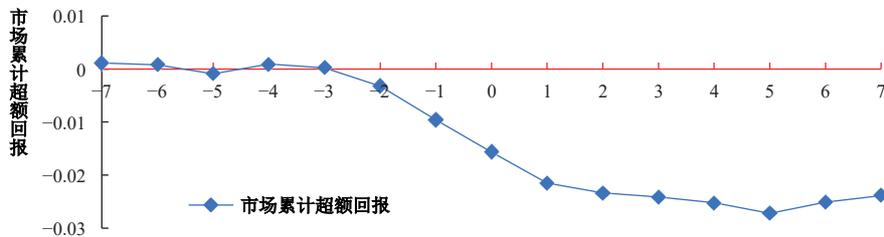


图 1 中小股东诉讼公告日附近窗口 $[-7, 7]$ 内的市場累计超额回报

(二) 中小股东诉讼的案件特征分析

本文分析了市場对不同案件类型和案件特征的异质性反应，其中案件类型包括证券虚假陈述和非证券虚假陈述以及个体诉讼和共同诉讼，案件特征将分析涉案金额、涉案人数、董监高连带责任以及投服中心诉讼支持的影响。表 3 中列(1)结果显示，证券虚假陈述 *SL_fraud* 的系数为 -0.007，在 1% 的水平上显著；列(2)结果显示，共同诉讼 *SL_class* 的系数为 -0.005，在 5% 的水平上显著；列(3)结果显示，涉案金额 *SL_amount* 的系数为 -0.0003，在 5% 的水平上显著；列(4)结果显示，涉案人数 *SL_people* 的系数为 0.001，在 5% 的水平上显著；列(5)结果显示，董监高连带责任 *SL_BM* 的系数不显著；列(6)结果显示，投服中心诉讼支持 *SL_IS* 的系数为 -0.006，在 5% 的水平上显著。对于是否存在董监高连带责任，市場反应并没有显著差异，其原因可能在于：第一，压紧压实“关键少数”主体责任的工作有待进一步加强；第二，尚待完善的資本市場法律基础和中小股东“股微言轻”的特征削弱了董监高连带责任的治理效果。

表 3 中小股东诉讼案件特征与市场反应

	(1) CAR[-1, 1]	(2) CAR[-1, 1]	(3) CAR[-1, 1]	(4) CAR[-1, 1]	(5) CAR[-1, 1]	(6) CAR[-1, 1]
<i>SL_fraud</i>	-0.007*** (-2.64)					
<i>SL_class</i>		-0.005** (-2.38)				
<i>SL_amount</i>			-0.000** (-2.26)			
<i>SL_people</i>				-0.001** (-2.47)		
<i>SL_BM</i>					0.003 (0.66)	
<i>SL_IS</i>						-0.006** (-2.32)
控制变量和常数项	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i> 和 <i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	456	456	456	456	456	456
<i>R</i> ²	0.101	0.100	0.100	0.100	0.096	0.100

注：括号内为*t*值，*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。受篇幅限制，控制变量结果未列示。下表同。

(三) 中小股东诉讼的公司特征分析

表 4 中列(1)结果显示，证监会行政处罚 *Sanction* 的系数为-0.007，在 1% 的水平上显著；列(2)结果显示，交易所问询函 *Letter* 的系数为-0.007，在 1% 的水平上显著。这表明对于违法违规风险高的公司，中小股东诉讼的市场反应更加负面。列(3)结果显示，大股东掏空 *Occupy* 的系数为-0.026，在 1% 的水平上显著；列(4)结果显示，股利分配 *Div* 的系数为 0.067，在 1% 的水平上显著。这表明对于投资者保护好的公司，中小股东诉讼的市场反应更加正面。列(5)结果显示，上市公司应计盈余管理 *Abs_DA* 的系数为-0.004，在 5% 的水平上显著；列(6)结果显示，上市公司真实盈余管理 *REM* 的系数为-0.007，在 1% 的水平上显著。这表明较高的信息披露质量有利于缓解中小股东诉讼的负面市场反应。列(7)结果显示，分析师跟踪人数 *Analysts* 的系数为-0.018，在 10% 的水平上显著；列(8)结果显示，媒体报道 *News* 的系数为-0.028，在 1% 的水平上显著。这表明对于外部信息环境好的公司，中小股东诉讼的市场反应更加敏感。

表 4 中小股东诉讼公司特征与市场反应

	(1) CAR	(2) CAR	(3) CAR	(4) CAR	(5) CAR	(6) CAR	(7) CAR	(8) CAR
<i>Sanction</i>	-0.007*** (-2.88)							
<i>Letter</i>		-0.007*** (-3.07)						
<i>Occupy</i>			-0.026*** (-3.54)					
<i>Div</i>				-0.067*** (-3.58)				

续表 4 中小股东诉讼公司特征与市场反应

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	CAR	CAR	CAR	CAR	CAR	CAR	CAR	CAR
<i>Abs_DA</i>					-0.004** (-2.45)			
<i>REM</i>						-0.007*** (-4.73)		
<i>Analysts</i>							-0.018* (-1.94)	
<i>News</i>								0.028*** (2.62)
控制变量和常数项	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i> 和 <i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	456	456	456	456	456	456	456	456
<i>R</i> ²	0.102	0.103	0.105	0.105	0.100	0.112	0.099	0.101

(四)新《证券法》审议通过对中小股东诉讼的影响

1. 新《证券法》审议通过前后案件特征差异分析

表 5 为新《证券法》通过日前后中小股东诉讼市场反应的回归结果, 关注对象为各项案件特征与新《证券法》审议通过的交乘项, 其中新《证券法》审议通过的虚拟变量为 *NSL*, 2019 年 12 月 28 日审议通过后取值为 1, 审议通过之前为 0。结果显示, 新《证券法》审议通过显著提高了中小股东诉讼市场反应对案件特征的敏感度, 印证了法律基础建设是增强中小股东维权震慑效应的必要条件和制度基础。而涉案金额和董监高连带责任在新《证券法》审议通过前后没有显著的影响差异, 主要原因是新《证券法》主要对信息披露责任和代表人诉讼制度做出重大修订, 尚未对诉讼案件赔偿金额的推定进行详细修改。对于董监高连带责任, 虽然新《证券法》明确了发行人及其实际控制人、董事、监事以及高级管理人员违反信息披露规定和公开承诺应承担法律责任, 但是连带责任的落实可能有待加强, 尚未达到预期效果。

表 5 新《证券法》审议通过、中小股东诉讼案件特征与市场反应

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR[-1, 1]	CAR[-1, 1]	CAR[-1, 1]	CAR[-1, 1]	CAR[-1, 1]	CAR[-1, 1]
<i>SL_fraud</i>	-0.004 (-1.15)					
<i>SL_fraud</i> × <i>NSL</i>	-0.009* (-1.76)					
<i>SL_class</i>		-0.001 (-0.43)				
<i>SL_class</i> × <i>NSL</i>		-0.010** (-2.36)				
<i>SL_amount</i>			-0.000** (-2.29)			
<i>SL_amount</i> × <i>NSL</i>			0.000 (0.81)			

续表 5 新《证券法》审议通过、中小股东诉讼案件特征与市场反应

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SL_people</i>				-0.000 (-0.42)		
<i>SL_people</i> × <i>NSL</i>				-0.002* (-1.93)		
<i>SL_BM</i>					0.001 (0.10)	
<i>SL_BM</i> × <i>NSL</i>					0.004 (0.40)	
<i>SL_IS</i>						-0.001 (-0.18)
<i>SL_IS</i> × <i>NSL</i>						-0.010* (-1.83)
控制变量和常数项	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i> 和 <i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	456	456	456	456	456	456
<i>R</i> ²	0.103	0.104	0.100	0.103	0.097	0.102

2. 新《证券法》审议通过前后公司特征差异分析

本文通过分析新《证券法》审议通过前后公司违法违规风险对中小股东诉讼市场反应的影响,发现新《证券法》审议通过改善了公共实施机制的执法效果,中小股东诉讼的市场反应更加负面;在新《证券法》审议通过后,对于投资者保护较好的公司,中小股东诉讼具有更加正面的市场反应;在新《证券法》审议通过后,信息披露质量较差的公司在面临中小股东诉讼时会有更加负面的市场反应,表明新《证券法》增强了市场对上市公司信息披露质量的重视;在新《证券法》审议通过后,分析师跟踪人数越多的上市公司,中小股东诉讼的市场反应越负面,但媒体报道的相关结果不显著。其潜在原因是媒体报道存在噪音和偏差,新《证券法》审议通过后上述问题依然存在。^①

3. 新《证券法》通过日的市场反应

本文通过分析 2019 年 12 月 28 日新《证券法》审议通过日涉及中小股东诉讼公司的市场反应,检验了法律基础建设对中小股东诉讼的影响。结果显示,在新《证券法》通过日,涉及中小股东诉讼公司的市场反应更加负面,且当案件为证券虚假陈述和共同诉讼时,市场反应更加负面。诉讼涉案金额和原告人数越多,市场反应也越负面。上述结果间接验证了新《证券法》的影响力,为陈运森等(2020)有关证券立法如何影响资本市场高质量发展的研究提供了进一步证据。

为了夯实新《证券法》的配套制度建设,2020 年 7 月 31 日最高人民法院及时出台《规定》,对新《证券法》代表人诉讼制度进行了细化解释,提高了代表人诉讼制度的可操作性。本文将《规定》实施日确定为事件日,观测了中小股东诉讼的市场反应,以检验法律基础建设对中小股东诉讼的影响。结果显示,在《规定》实施日,涉及中小股东诉讼公司的市场反应更加负面,且当案件为证券虚假陈述和共同诉讼时,市场反应更加负面。诉讼涉案金额和原告人数越多,市场反应

^① 受篇幅限制,文中未列示相关实证结果,留存备案。

也越负面。这表明《规定》是新《证券法》的有力补充，是中国特色投资者保护制度的基础性法律解释。这也为 Bailey 等(2022)有关《规定》影响力的研究提供了进一步的证据。

五、进一步分析与稳健性检验

(一)中小股东诉讼裁判结果的案件特征分析

诉讼立案是民事案件审理程序中的初始一步，而案件裁判是整个程序的结果。除了诉讼的立案公告外，还需要关注诉讼的裁决结果。本文还分析了中小股东裁判结果的市场反应，结果依然证实了主要研究结论。这说明市场会同时关注中小股东诉讼的立案与裁判结果，且对中小股东获得赔偿(胜诉)的裁判结果反应更加敏感。^①

(二)诉讼的市场反应对裁判结果的预测分析

中小股东诉讼的涉案公告会引发市场负面反应，那么资本市场反应能否在一定程度上预测案件裁决结果？如果投资者会基于案件详情调整企业价值预期，那么中小股东诉讼的市场反应可以在一定程度上预测案件的裁判结果。资本市场反应越敏感，法院可能对案件的审理越谨慎和公平，中小股东诉讼获得公正裁决的概率越高，获得赔偿的概率也越高。结果显示，市场反应越负面，中小股东越可能在法院裁判中获得赔偿。

(三)稳健性检验

本文还做了以下稳健性检验：增强事件日的识别程度、改变样本区间和事件区间、更换累计超额回报计算模型、替换投资者保护指标以及安慰剂检验等，研究结果未发生实质性改变。其中，增强事件日识别程度的检验是为了排除诉讼案件特征和公司特征与市场超额回报在没有发生中小股东诉讼的情况下可能存在相关性的问题。借鉴 Ayers 等(2002)以及陈运森等(2020)的做法，本文检验了事件区间与对照区间的差异。结果表明，与对照区间相比，中小股东诉讼的案件特征和公司特征在事件区间的实证结果更加显著，这证实了本文主要回归结果的稳健性。

六、结论与启示

党的二十大报告强调“加强和完善现代金融监管”，“加大关系群众切身利益的重点领域执法司法力度”。而完善中小股东诉讼的法律基础涉及广大中小股东切身利益，是完善现代金融监管的重要保障，也是严格执法的重要环节。然而，中国中小股东诉讼的法律基础尚待完善，诸多声音质疑中小股东诉讼是否具有震慑效应。为了解答这一问题，本文研究了中小股东诉讼案件的市场反应。研究发现，中小股东诉讼会引起负面的市场反应。对于案件特征，证券虚假陈述和共同诉讼案件具有更加负面的市场反应。涉案人数和金额越多，市场反应也越负面。对于公司特征，当公司的违法违规风险较高、投资者保护意识不足、信息披露质量较低以及外部信息环境较好时，中小股东诉讼的市场反应更加负面。本文还发现新《证券法》审议通过后，中小股东诉讼案件特征的市场反应更加负面。上述结果表明，完善投资者保护的体系有利于改变中小股东维权震慑力不足和市场漠视中小股东的现状，原来的“蚍蜉”可以借助事后的司法追责来惩戒企业这一“大树”的违法违规行为。本文的研究具有以下重要启示：

第一，持续完善投资者保护的制度建设，优化资本市场环境。基于法律制度建设对于投资者保护的重要性，《证券法》还需进一步完善投资者保护机制，不断细化相关制度细节。在本文实证检验中，董监高连带责任的市场反应并不显著，表明有关连带责任的法律条款有待进一步

^① 受篇幅限制，文中未列示进一步分析与稳健性检验结果，留存备索。

完善,且监管部门应压实“关键少数”主体责任,提高连带责任人的处罚力度,利用连带责任对侵害中小股东权益的行为形成威慑。同时,监管部门应加强纵向与横向的工作联动,以高质量发展为根本来优化监管机制,提升投资者保护制度的“质量”,保障相关法律高效执行与落地。

第二,扩大公益诉讼规模,提高司法资源配置效率。积极响应党的二十大报告所指出的“完善公益诉讼制度”,加快推进代表人诉讼制度建设,让投服中心等公益组织适度扩大服务广度,帮助更多中小股东了解代表人诉讼,避免个体诉讼存在的顽疾(如流程复杂、时间长、成本高和举证难等),节省司法资源,提高投资者保护效益。同时,为了避免滥诉所带来的股价波动和资本市场风险,监管部门与投服中心应鼓励中小股东进行普通代表人诉讼与特别代表人诉讼,实现诉讼资源的高效利用。

第三,上市公司应不断提高公司治理水平,降低中小股东诉讼风险。提高信息披露质量和完善投资者保护机制是抑制诉讼负面影响的重要手段,也是提高公司治理水平和推动企业高质量发展的关键抓手。上市公司应积极改善公司治理机制,提高信息披露质量,减小诉讼的负面影响。同时,上市公司应积极加强投资者关系管理。2022年5月15日证监会发布《上市公司投资者关系管理工作指引》,为上市公司投资者管理提供了全面系统的意见。因此,上市公司应主动完善投资者关系管理制度,丰富与中小股东有效沟通的渠道,缓解信息不对称,发挥中小股东监督作用,提高上市公司治理水平。

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[J].管理世界,2022,(6):213-240.
- [2]陈运森,邓祎璐,李哲.非处罚性监管具有信息含量吗?——基于问询函的证据[J].金融研究,2018,(4):155-171.
- [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[J].管理世界,2019,(3):169-185.
- [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[J].财经研究,2020,(10):79-92.
- [5]陈运森,袁薇,李哲.监管型小股东行权的有效性研究:基于投服中心的经验证据[J].管理世界,2021,(6):142-158.
- [6]何贵华,崔宸瑜,高皓,等.名义价格幻觉——基于证券分析师目标价格预测的经验证据[J].金融研究,2021,(6):189-206.
- [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[J].管理世界,2022,(4):159-185.
- [8]李娜,张括,石柱峰.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[J].财经研究,2022,(8):139-153.
- [9]刘行,陈澈.消费税征收环节后移对企业的影响——来自股票市场的初步证据[J].经济研究,2021,(3):100-115.
- [10]刘杰,陈佳,刘力.投资者关注与市场反应——来自中国证券交易所交易公开信息的自然实验[J].金融研究,2019,(11):189-206.
- [11]罗进辉.媒体报道与高管薪酬契约有效性[J].金融研究,2018,(3):190-206.
- [12]潘越,潘健平,戴亦一.公司诉讼风险、司法地方保护主义与企业创新[J].经济研究,2015,(3):131-145.
- [13]滕飞,夏雪,辛宇.证监会随机抽查制度与上市公司规范运作[J].世界经济,2022,(8):109-132.
- [14]吴溪,张俊生.上市公司立案公告的市场反应及其含义[J].会计研究,2014,(4):10-18.
- [15]辛宇,黄欣怡,纪蓓蓓.投资者保护公益组织与股东诉讼在中国的实践——基于中证投服证券支持诉讼的多案例

- 研究[J]. *管理世界*, 2020, (1): 69–87.
- [16]杨志强, 彭韵, 石水平. “瞒天过海”: 集体诉讼与投资者调研——基于新《证券法》颁布的事件研究[J]. *外国经济与管理*, 2021, (10): 135–152.
- [17]祝继高, 李天时, Yang T X. 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[J]. *经济研究*, 2021, (5): 180–198.
- [18]Ayers B C, Cloyd C B, Robinson J R. The effect of shareholder-level dividend taxes on stock prices: Evidence from the revenue reconciliation act of 1993[J]. *The Accounting Review*, 2002, 77(4): 933–947.
- [19]Badawi A B, Chen D L. The shareholder wealth effects of Delaware litigation[J]. *American Law and Economics Review*, 2017, 19(2): 287–326.
- [20]Bailey W, Ma H, Yuan R L, et al. Does the threat of securities class actions add value for shareholders? Evidence from China’s 2020 adoption of securities class actions[R]. Working Paper, 2022.
- [21]Chen D H, Jiang D Q, Liang S K, et al. Selective enforcement of regulation[J]. *China Journal of Accounting Research*, 2011, 4(1–2): 9–27.
- [22]Cheng C S A, Huang H H, Li Y H, et al. Institutional monitoring through shareholder litigation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 95(3): 356–383.
- [23]Deng S Y, Willis R H, Xu L. Shareholder litigation, reputational loss, and bank loan contracting[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2014, 49(4): 1101–1132.
- [24]Donelson D C, Hopkins J J, Yust C G. The cost of disclosure regulation: Evidence from D&O insurance and nonmeritorious securities litigation[J]. *Review of Accounting Studies*, 2018, 23(2): 528–588.
- [25]Duan T H, Li K, Rogo R, et al. The effects of a U.S. approach to enforcement: Evidence from China[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2023, doi: 10.1017/S0022109023000352.
- [26]Francis J, Philbrick D, Schipper K. Shareholder litigation and corporate disclosures[J]. *Journal of Accounting Research*, 1994, 32(2): 137–164.
- [27]Ge W X, Ouyang C Y, Shi Z Y, et al. Can a not-for-profit minority institutional shareholder make a big difference in corporate governance? A quasi-natural experiment[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2022, 72: 102125.
- [28]Hutton A, Shu S S, Zheng X. Regulatory transparency and the alignment of private and public enforcement: Evidence from the public disclosure of SEC comment letters[J]. *Journal of Financial Economics*, 2022, 145(1): 297–321.
- [29]Jackson H E, Roe M J. Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(2): 207–238.
- [30]Johnson M F, Kasznik R, Nelson K K. Shareholder wealth effects of the private securities litigation reform act of 1995[J]. *Review of Accounting Studies*, 2000, 5(3): 217–233.
- [31]Ke B, Zhang X J. Does public enforcement work in weak investor protection countries? Evidence from China[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2021, 38(2): 1231–1273.
- [32]Liao Q F, Ouyang B. Shareholder litigation risk and real earnings management: A causal inference[J]. *Review of Accounting and Finance*, 2019, 18(4): 557–588.
- [33]Liu C, Aharony J, Richardson G, et al. Corporate litigation and changes in CEO reputation: Guidance from U.S. Federal Court lawsuits[J]. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2016, 12(1): 15–34.
- [34]Obaydin I, Zurbrugg R, Hossain N, et al. Shareholder litigation rights and stock price crash risk[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2021, 66: 101826.
- [35]Schantl S F, Wagenhofer A. Deterrence of financial misreporting when public and private enforcement strategically interact[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2020, 70(1): 101311.

Overrating One's Own Strength? A Research on the Market Reaction to Minority Shareholder Litigation

Zhao Ruirui, Chen Yunsen

(School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Summary: Safeguarding the rights of minority investors is a crucial task in maintaining the healthy development of the capital market. The report to the 20th National Congress of the Communist Party of China emphasized the need to strengthen and improve modern financial supervision. In the process of enhancing modern financial supervision, a multi-level public enforcement mechanism has been established to deter securities violations, including administrative supervision and inquiry letters. However, compared to the strong deterrent effect of the public enforcement mechanism, the private enforcement mechanism in China is still imperfect, and its effectiveness is not optimistic. Enhancing the legal infrastructure for minority shareholder litigation is of significant importance in protecting the rights of minority shareholders and promoting the healthy and high-quality development of the capital market.

This paper aims to investigate how the capital market perceives the practice of judicial relief for minority shareholders. The findings reveal that the capital market has a significantly negative reaction to shareholder litigation. This negative reaction is more pronounced for cases related to securities misrepresentation and class actions. Additionally, the market reaction becomes increasingly negative as more money and more people being involved, and lawsuit support from China Securities Investor Services Center being obtained. The market reaction is also more negative for companies with higher risks of violations, lower awareness of investor protection, lower quality of information disclosure, and better external information environment. Further analysis shows that after the approval of the new "Securities Law", the market reaction to the characteristics of minority shareholder litigation becomes more sensitive, which indicates that the legal construction in the capital market can improve the deterrent effect of minority shareholder litigation. The conclusions show that minority shareholder litigation has a deterrent effect, but its information content depends on the consolidation of legal infrastructure.

The marginal contributions are as follows: First, this paper provides empirical evidence on the effectiveness of minority shareholder litigation under the background of Chinese system. Second, this paper enriches the research on the legislative impact on the capital market. The study suggests that the implementation of the new "Securities Law" improves the legal infrastructure of the capital market. Third, this paper offers policy implications for improving the mechanisms of protecting the rights of minority shareholders and promoting the high-quality and healthy development of the capital market. Importantly, it provides policy insights on how to implement the requirements outlined in the report to the 20th National Congress of the Communist Party of China regarding the standardized development of the capital market.

Key words: shareholder litigation; investor protection; the new "Securities Law"; market reaction

(责任编辑 康健)