

我国上市公司“小股民起义”现象的影响因素与经济后果

郑志刚^{1, 2}, 石丽娜¹, 黄继承^{1, 2}, 郭杰^{1, 3}

(1.中国人民大学财政金融学院; 2.中国财政金融政策研究中心; 3. 英国杜伦大学)

摘要: 利用近年来可以获得的中小股东通过提出不同于控股股东的新议案和否决控股股东提出的旧议案的“小股民起义”事件, 本文实证考察了我国上市公司“小股民起义”事件的影响因素和经济后果。通过揭示上述中小股东参与上市公司治理, 抑制控股股东隧道挖掘行为的具体实现路径, 本文一定程度打开了以往文献观察到的股权制衡有助于改善公司治理的“黑箱”。本文的研究表明, 当中小股东的力量相对较大, 可以和控股股东抗衡, 中小股东发起提案的可能性增加; 同时缺乏可以依靠的独立性较高的董事会同样是引发小股东发起提案的诱因; 中小股东行使投票表决权来否决控股股东提出的议案则主要受到公司绩效的影响。与此同时, 本文的研究发现, 与企业绩效等成为远因相比, 通过提出不同于大股东议案和否决大股东提出议案“小股民起义”则成为引起董事会成员变更的近因; 除了带给上市公司短期的负的市场反应外, “小股民起义”将通过促使董事会成员的变更实现改善公司治理结构, 最终提高公司长期绩效的目的; 而这一实现路径在非国有企业、股权结构更加分散、股权制衡度更高的企业中更加显著。因而, “小股民起义”成为我国资本市场进入股权分散时代重要的公司治理途径和潜在的公司治理机制之一。本文的讨论不仅丰富了正在形成中的分散股权时代公司治理模式研究的相关文献, 而且为我国上市公司治理实践中如何发挥“小股民起义”这一潜在的治理机制带来了丰富的政策含义。

关键词: 小股民起义; 股权分散; 提案; 否决; 董事会成员更迭。

一、引言

合计持有股份 3.15% 的个人股东王振华和梁树森于 3 月 31 日向深市 A 股上市公司东方宾馆提交了《关于罢免公司全体董事的议案》临时提案。在 4 月 15 日召开的 2013 年度东方宾馆股东大会上, 上述两位股东提交的罢免全体董事的议案虽然 (在控股股东主导下) 遭到股东大会的否决, 但东方宾馆投资大角山酒店的关联交易议案由于控股股东的回避表决同样在这次股东大会上被否决。值得注意的是, 在这一事件中, 提议罢免全体董事, 并主导关联交易议案否决的王振华和梁树森仅仅是两位个人股东。上述事件由于一改以往在公司治理实践中由控股股东主导、小股东被动选择“以脚投票”的印象, 不仅提出不同于控股股东的新的议案 (在东方宾馆案例中, 甚至提出罢免全体董事), 而且否决控股股东提出的议案 (在东方宾馆案例中, 控股股东提议的关联交易案遭到股东大会的否决), 而被一些媒体形象地称为“小股民起义”¹。借鉴媒体的相关表述和思想, 本文所谓的“小股民起义”同样指的是除第一大股东 (或控股股东) 以外的其他股东或者通过行使提案权提出临时议案, 或者通过在股东大会上行使投票权, 最终否决大股东所提出的议案的行为²。

¹在《南方周末》2014 年 7 月 4 日“股票就是选票, 股民也是股东”一文的报道中, 记者形象地把上述行为描述为“小股民起义”。参见网址: <http://search.infzm.com/search.php?q=小股民“起义”&site=search=infzm.com&page=0>。

²2013 年 12 月 28 日发布的新《公司法》第一百零二条规定, “单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东, 可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会; 董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东, 并将该临时提案提交股东大会审议。临时提案的内容应当属于股东大会职权范围, 并有明确议题和具体决议事项。”

我们看到，发生在东方宾馆的上述事件只是近年来发生在我国上市公司中众多的“小股东起义”事件之一。伴随着我国投资者权利保护环境的改善和中小股民权利意识的提高，“小股民起义”事件近年来呈现爆发式增长的趋势。按照本文的统计，从2010年到2015年我国上市公司中至少发生了207起所谓的“小股东起义”事件。我们理解，这些“小股民起义”事件不仅成为标志我国资本市场进入股权分散时代的典型事件之一³，而且将对我国上市公司治理实践产生深远持久的影响。

以往研究表明，在我国上市公司，控股股东与外部分散股东之间存在严重的利益冲突，控股股东以关联交易、应收账款和其他应收款等形式对外部分散股东进行“隧道挖掘”（张华等，2004；李增泉等，2005；姜国华等，2005；Jiang等，2010）。除了董事会独立性、法律环境以及媒体税务实施等法律外制度（叶康涛等，2007；李培功和沈艺峰，2010），计量上采用第一大股东与第2到5大股东的比例来刻画股权制衡同样被证明是抑制控股股东隧道挖掘的潜在治理机制之一（李增泉等，2004；陈信元和汪辉，2004；白重恩等，2005）。然而，股权制衡是如何通过具体的实现机制来抑制控股股东的隧道挖掘行为的问题对于公司治理理论和实务依然还是一只尚未打开的“黑箱”。近年来，黎文靖等（2012）、孔东民等（2013）利用中小股东网络投票参与度开展的相关考察有助于我们形成中小股东如何参与上市公司治理的直觉。

本文关注我国上市公司“小股民起义”事件的影响因素和经济后果。利用近年来可以获得的非第一大股东通过提出不同于控股股东的新的议案和否决控股股东提出的议案的“小股民起义”事件，我们可以更加清晰完整地揭示了中小股东参与上市公司治理，抑制控股股东隧道挖掘行为的具体实现途径，从而一定程度打开了股权制衡如何改善公司治理的“黑箱”。本文的研究表明，当中小股东的力量相对较大，可以和控股股东抗衡，中小股东发起提案的可能性增加；同时缺乏可以依靠的独立性较高的董事会成为引发小股东发起提案的诱因；而中小股东行使投票表决权来否决控股股东提出的议案则主要受到公司绩效的影响。上述结果意味着主动参与意识相对较弱的中小股东只有在切实利益受到威胁时才更愿意站出来维护自己的权益。从动机转变为现实一定程度与我国资本市场进入股权分散时代，股东力量对比发生显著变化有关。这反过来支持了一些学者认为我国资本市场开始进入股权分散时代的观点。

在检验了影响因素的基础上，我们进一步实证考察了“小股民起义”事件可能带给相关上市公司的经济后果。基于事件研究的结果发现，我国资本市场对“小股民起义”事件发生当天的直接市场反应显著为负。我们理解，这一定程度与“小股民起义”所暴露出的公司内部意见分歧以及由此产生的不确定性使投资者短期对公司的信心受挫有关；基于“小股民起义”是否引发董事会成员变更和提升企业长期绩效等更为直接经济后果的考察发现，中小股东通过提出人事任免类议案，促成董事会成员的变更，以此最终实现改善公司治理结构，提高公司绩效的目的。而这一实现路径在非国有控股、股权结构更加分散、股权制衡度更高的上市公司中更加显著。本文的考察一定程度为揭示“小股民起义”事件所扮演的潜在公司治理机制的实施路径和影响机制提供了证据。

本文从以下几个方面构成对公司治理文献新的贡献。第一，本文实证考察了我国上市公司中小股东是如何通过行使提案权和投票表决权来主动参与公司治理，一定意义上打开了股

³我国上市公司股东权利保护的事实改善和风险分担的意识加强使得原控股股东倾向于选择股权分散的股权结构；而从2005年到2007年进行的股权分置改革使股票的自由流通，甚至控制权变更成为可能；随着可以投资股票等资金比例上限不断提高，险资等机构投资者开始大举进入资本市场，甚至通过在二级市场公开举牌一度成为一些上市公司的第一大股东。上述三个因素使我国资本市场在不知不觉中进入股权分散时代。而影响持续深远的2015年万科股权之争的爆发标志着我国资本市场开始进入股权分散时代。参见郑志刚，“在分散股权时代如何选择公司治理模式？”，《证券市场导报》，2016年第12期。

权制衡如何改善公司治理的“黑箱”，构成相关文献的重要补充和扩展。对于公司治理始终关注的中小股东的利益保护问题，以往文献更多从董事会独立性、法律对投资者权力保护以及媒体税务实施等法律外制度环境等视角来考察其抑制控股股东隧道挖掘行为的作用（Wu等，2009；叶康涛等，2007；王鹏，2008；李培功和沈艺峰，2010）。虽然有研究表明，其他股东对第一大股东的股权制衡同样是抑制控股股东隧道挖掘的潜在治理机制之一（李增泉等，2004；陈信元和汪辉，2004；白重恩等，2005），但股权制衡是如何通过具体的实现机制来抑制控股股东的隧道挖掘行为的问题对于公司治理理论和实务依然是一只尚未打开的“黑箱”。近年来，随着在我国资本市场逐渐进入分散股权时代，“小股民起义”开始成为我国资本市场目前阶段十分独特的现象。本文利用我国资本市场近期出现“小股民起义”事件提供了中小股东提出新议案和否决旧议案，抗衡控股股东（第一大股东），主动参与公司治理以维护自身利益的经验证据，从而在一定意义上打开了股权制衡如何改善公司治理的“黑箱”，构成相关文献的重要补充和扩展。

第二，本研究将为我国资本市场进入分散股权时代上市公司如何形成合理的治理模式带来丰富的政策含义。传统上，“一股独大”被认为是我国上市公司治理模式的典型特征（冯根福等，2002；白重恩等，2005）。面对上市公司“一股独大”，控股股东包揽一切的局面，以往中小股东更多选择逆来顺受，甚至被动地“以脚投票”。本文利用我国上市公司目前出现的有限的“小股民起义”事件，实证考察了中小股东如何通过行使提案权和投票表决权，抗衡控股股东，主动参与公司治理。本文的研究表明，制衡的股权结构是小股民提出不同于大股东议案和否决大股东提出议案的先决条件；缺乏独立性的董事会等无法成为有效的治理机制成为小股东被迫起义的现实原因；而糟糕的企业绩效更容易唤醒中小股东参与公司治理的自觉，通过提出新议案和否决旧议案来避免自身的利益受到损害。对“小股民起义”的分类回归分析显示，在缺乏特殊政治经济影响力的非国有控股公司以及股权更为分散、抗衡度更高的公司中，“小股民起义”对上市公司的上述效应更加显著。我国资本市场仓促进入股权分散时代，无论公司治理理论还是实务界，对于股权分散时代公司治理特征均缺乏系统性的知识。本文的上述讨论则有助于理论界与实务界形成“小股民起义”发生的先决条件和现实原因的认识，不仅丰富了正在形成中的分散股权时代公司治理模式研究的相关文献，而且为我国上市公司治理实践中如何发挥“小股民起义”这一潜在的治理机制带来了丰富的政策含义。

第三，采用得分倾向匹配法（PSM）和一阶差分方法（DID）来控制可能存在内生性问题，本文为潜在公司治理机制的治理效果评估提供了较为信服的证据，从而构成了以往治理机制治理效果评估文献的重要补充（Pfeffer, 1972; Pugliese 等, 2009; Fama and Jensen, 1983; 白重恩等, 2005; 郑志刚等, 2007; 李维安, 牛建波和宋笑扬, 2009）。对于潜在公司治理机制的治理效果的评估，由于在治理机制与治理效果之间或者受到双向因果关系的影响，或者共同受到其他缺失变量的影响，相关实证结果很大程度受到内生性问题的困扰。通过采用上述方法控制了内生性问题后，本文的研究一定程度信服地表明，“小股民起义”成为我国资本市场进入股权分散时代中十分重要的公司治理机制，它通过提出不同于控股股东的议案和否决控股股东提出的议案，来抑制大股东的掏空行为，以此实现企业长期绩效的改善。

第四，本文通过对“小股民起义”事件所引发的董事会成员变更等直接经济后果的考察一定程度揭示“小股民起义”在分散股权时代扮演公司治理角色可能的作用路径和实现机制，从而构成董事会成员变更相关文献的重要补充和扩展。在以往围绕董事会成员变更的文献中，差的企业绩效等（Eriksson 等, 2001; Cornelli and Karakas, 2012; Parrino, 1997; Acharya 等, 2013）被认为是导致董事会成员变更的重要影响因素。而本文的研究则表明，除了差的企业绩效等远因，通过提出不同于大股东议案和否决大股东提出议案“小股民起义”则成为引起董事会成员变更的近因。本文的研究同时表明，中小股东通过提出不同与大股东提出的新的

人事任免类议案，使董事会成员发生变更，由此改善公司治理结构，促进公司长期绩效的改善。因而，“小股民起义”成为我国资本市场进入股权分散时代重要的公司治理途径和潜在的公司治理机制之一。

本文以下部分的内容组织如下。第二节在相关文献回顾的基础上提出本文待检验的假设；第三节识别和揭示“小股民起义”事件背后的影响因素；第四节实证考察“小股民起义”事件的经济后果；最后简单总结全文。

二、文献回顾与假设发展

2.1 文献回顾

公司治理传统上关注的是现代公司由于所有权与经营权的分离产生的经理人与股东之间的利益冲突问题，这集中体现在从 Jensen and Meckling（1976）开始提出的“代理成本”研究范式。即围绕（由于所有权与经营权分离所导致的）生产经营管理的信息不对称，存在委托代理关系的股东和经理人之间如何形成合理的公司治理结构来降低经理人的代理成本。然而，La Porta 等（LLS，1999）的研究发现，在 27 个发达国家或地区中，大企业的股权集中地控制在大股东手中，因而他们郑重地提醒公司治理理论界与实务界，“全球大企业中最重要代理问题已经转为如何限制大股东剥削小股东利益的问题”。之后，Claessens 等（2000）对东亚 9 个国家和地区、Faccio and Lang（2002）和 Berglof and Pajuste（2003）对欧洲的研究，以及张华、张俊喜和宋敏（2004）对中国的研究都表明，在很多国家，大股东与小股东之间存在严重的利益冲突，成为十分重要和突出的新的公司治理问题。外部中小股东的“双重委托人”身份（无论对于经理人还是控股股东，由于处于生产经营管理信息的劣势，而成为委托人）决定了保护“处于（信息分布）弱势”的外部分散股东成为公司治理政策制定的逻辑出发点。

我国很大比例的上市公司往往具有持股比例远超其他股东的控制性股东。控股股东“一股独大”以及一些控股股东的国有性质由此被认为是我国上市公司重要的治理特征（冯根福等，2002；白重恩等，2005）。面对控股股东的“一股独大”，如何避免控股股东借助“金字塔”结构、交叉持股等实现现金流权与控制权分离（Johnson 等，2000；Claessens 等，2000），以及对小股东的利益进行“隧道挖掘”成为我国公司治理理论和实务需要思考的重要问题。基于我国上市公司的证据表明，以关联交易和以应收账款和其他应收款等形式实现的资金占用成为控股股东对外部分散股东进行“隧道挖掘”的重要形式（张华等，2004；李增泉等，2005；姜国华和岳衡，2005；Jiang 等，2010），而董事会独立性（叶康涛等，2007）、法律环境（Wu 等，2009；王鹏，2008）以及媒体税务实施等法律外制度（李培功和沈艺峰，2012）则被认为有助于抑制控股股东“隧道挖掘”行为的潜在治理机制。

单纯从经验证据看，一些研究表明，股权制衡同样能在一定程度上抑制控股股东侵害中小股东的掏空行为，有利于公司业绩和价值的提升（Shleifer and Vishny，1986；La Porta 等，1999；Bennedsen and Wolfenzon，2000；Maury and Pajuste，2005；李增泉等，2004；陈信元和汪辉，2004；白重恩等，2005）。在实证分析中，以往文献往往采用第一大股东与第 2 到 5 大股东（部分文献是从第 2 到第 10 大股东）的比例来刻画股权制衡。容易理解，基于上述刻画的股权制衡在统计上与控股股东隧道挖掘行为显著的负相关关系仅仅刻画了一种可能性，其实现机制无论在理论还是证据依然停留在“黑箱”阶段，我们并不能清楚地揭示股权制衡是通过怎样具体的实施路径来抑制控股股东的隧道挖掘行为的。

近年来学术界一直试图打开股权制衡如何改善公司治理的“黑箱”。黎文靖等（2012）基于中小股东网络投票参与度的研究表明，中小股东的积极参与能够提高公司财富，保护自身利益，但中小股东参与程度受大股东代理问题严重程度的影响。孔东民等（2013）进一步

研究表明,中小股东的“冷漠”整体而言是非理性的,损害了其自身利益,因而该研究主张中小股东应该更加主动地参与到上市公司治理中来。

本文利用近年来可以获得的中小股东通过提出不同于控股股东的新议案和否决控股股东提出的旧议案的“小股民起义”事件,更加清晰完整地揭示了中小股东参与上市公司治理,抑制控股股东隧道挖掘行为的具体实现途径,从而构成了上述文献的重要补充和扩展。

2.2 假设发展

理论上,大股东在公司治理中扮演的角色是一把“双刃剑”。一方面,大股东存在有助于解决小股东在监督经理人问题上的“搭便车”行为,因而对于解决由所有权与经营权分离引发的经理人代理成本,大股东扮演重要的公司治理角色(Shleifer and Vishny, 1986)。这同样是在一些法律对投资者权利保护不足的国家 and 地区,上市公司股权结构趋向于集中,并形成股权集中的治理模式背后的原因(La Porta 等, 1998; Burkart 等, 2003)。另一方面,在简单多数的表决机制下,第一大股东由于持有较多的股份,因而能对公司重大决策产生举足轻重的影响。特别是借助“金字塔”结构、交叉持股等实现现金流权与控制权分离,控股股东可以关联交易和以应收账款和其他应收款等形式实现的资金占用对小股东的利益进行“隧道挖掘”(Johnson 等, 2000; Claessens 等, 2000; 张华等, 2004; 李增泉等, 2005; 姜国华和岳衡, 2005; Jiang 等, 2010)。

传统上,一股独大被认为是我国上市公司治理模式的典型特征(冯根福等, 2002; 白重恩等, 2005)。面对以往上市公司“一股独大”控股股东包揽一切的局面,以往中小股东更多选择逆来顺受,甚至被动地“以脚投票”。近些年,随着在我国资本市场逐渐进入分散股权时代,中小股东与第一大股东的股权制衡的力量对比发生变化,中小股东借助法律赋予自己的提案权、投票表决权维护自己的利益不仅成为可能,而且变为现实。因此,以提出不同于控股股东的新议案和否决控股股东提出的旧议案的“小股民起义”事件在我国上市公司开始涌现,并成为我国资本市场目前阶段十分独特的现象。

黎文靖等(2012)、孔东民等(2013)的研究表明,中小股东的“冷漠”整体而言是非理性的,将损害其自身利益。然而,一个基本事实是,中小股东无论提出不同于控股股东的新议案,还是否决控股股东提出的旧议案,获得投票通过,很大程度上取决于中小股东与第一大股东的股权制衡力量的对比。因此,相对分散的股权结构成为小股民可以“起义”的先决条件。理论上,如果来自外部利益中性声誉卓越的独立董事能够切实维护中小股东的利益,也许并不会迫使中小股东出“起义”这一“下策”。因而,我们猜测,中小股东被迫无奈选择“起义”,与设定保护中小股东利益的独董不作为有关。按照2001年证监会发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》的相关规定,上市公司董事会成员中应当至少包括1/3。理论上,占董事会比例越低,董事会独立性越差,人微言轻的独董的相关提议更不会受到控股股东主导的董事会的重视。基于以上讨论我们提出待检验研究假设1。

研究假设1: 相对分散的股权结构是提出不同与控股股东议案的先决条件,而缺乏可以依靠的独立性较高的董事会同样是引发小股东发起提案的诱因。

与提出不同与控股股东议案这一类型的“小股民起义”事件不同,否决控股股东提出的议案实现的条件通常更加苛刻。除了一些涉及关联交易事项的表决,当事的控股股东需要回避这一有利因素外,议案往往需要激起大多数股东的共鸣,使中小股东纷纷说不,才有可能撼动控股股东主导的议事结果。而能够引起广大小股东共鸣的最大公约数无疑是差强人意的绩效表现。特别是由于差的绩效表现而使中小股东切身利益蒙受损害时,中下股东将群起而攻之,此时否决控股股东提出的有损中小股东利益的议案的可能性大增。基于以上讨论,我

们提出待检验研究假设 2。

研究假设 2：差强人意的公司绩效表现使切身利益受到损害中小股东群起攻之，此时否决控股股东提出的议案的可能性增大。

在考察了我国上市公司“小股民起义”事件的影响因素后，我们将进一步检验“小股民起义”事件带给我国上市公司的经济后果。

董事会成员变更由于被认为既是公司治理的结果，同时是公司治理的过程，在公司治理实践中具有举足轻重的作用。而通过在董事会的人事布局贯彻和体现相关股东的意志在我国上市公司的治理实践中同样是重要环节。以往文献的研究表明，差的企业绩效等(Eriksson 等, 2001; Cornelli and Karakas, 2012; Parrino, 1997; Acharya 等, 2013) 是导致董事会成员变更的重要影响因素。我们猜测，除了差的企业绩效等远因，通过提出不同于大股东议案和否决大股东提出议案“小股民起义”则成为引起董事会成员变更的近因。

尽管存在持有较少的股份导致的话语权有限、董事会成员的提名制度、以及总经理等高管层的选聘制度等现实因素的掣肘，但以提出不同于大股东议案和否决大股东提出议案为特征的“小股民起义”无疑不同与消极被动的“以脚投票”。它将更加真实直接地揭示了中小股东的意愿，有助于上市公司重新思考相关议案的合理性，集思广益，形成与股东价值最大化的经营决策和策略调整。因而，从长远看，“小股民起义”将带来企业长期绩效的改善。但短期来看，“小股民起义”也暴露出了公司内部的分歧、昭示着公司短期内经营管理将面临不确定性，因而市场会形成相对负面的反应。基于以上讨论，我们提出待检验研究假设 3。

研究假设 3：相对于未发生“小股民起义”事件的公司，发生公司的董事会成员发生变更的可能性增大，虽然短期的市场反应为负，但从长期看，将带来绩效明显的改善。

除了“一股独大”，控股股东国有性质是我国很多上市公司重要的治理特征(冯根福等, 2002; 白重恩等, 2005)。对于控股股东为国有性质的上市公司，不仅受到来自市场的经济力量的影响，同时受到政治力量的影响。例如，国有上市公司主要高管是由中国共产党上级组织部门至上而下任命的。这意味，“小股民起义”对于国有上市公司董事会成员变更的影响力有限。相比较而言，盈利动机更强的非国有控股上市公司更加注重市场导向的管理团队和董事会成员的选聘。给定其他条件相同，我们有理由相信，“小股民起义”对非国有上市公司的相关效应更加显著。而股权结构更加分散、股权制衡度更高同样意味着第一大股东信息和控制力的削弱，将有助于中小股东在股东大会上提出新议案和否决旧议案的表决通过。因而，股权结构更加分散、股权制衡度更高如同缺乏政治影响力的非国有上市公司一样，有助于中小股东通过“小股民起义”在董事会成员变更等公司治理结构完善方面扮演更加积极的角色。这事实上从新的角度检验了“小股民起义”扮演公司治理角色的先决条件，即小股民必须有足够的力量对比与控股股东(无论是国有还是非国有)形成制衡。基于以上讨论，我们提出待检验研究假设 4：

研究假设 4：在非国有企业、股权结构更加分散、股权制衡度更高的企业，“小股民起义”事件导致董事会成员变更的公司治理效应更加显著。

三、“小股民起义”事件的影响因素

本小节考察引发我国一些上市公司“小股民起义”事件的原因。按照我们第 1 节的定义，“小股民起义”事件事实上包括“提出不同于控股股东的新议案”和“否决控股股东提出的旧议案”两类事件。我们看到，虽然表现形式不同，但这两类事件都是从维护自身的利益出发，捍卫中小股东权利的行为。在本小节，我们将分别考察这两类“小股民起义”事件的影响因素。

3.1 模型设定与变量定义

按照本文第 2 节提出的待检验假设 1 和 2，表征中小股东更加积极主动参与公司治理的提出议案类“小股民起义”事件的发生主要受到股权结构和董事会独立性的影响，而中小股东行使投票表决权否决议案类的“小股民起义”事件则更多受到公司绩效等公司特征的影响。因此我们设定 (1)、(2) 式的 logit 模型来分别考察“提出不同于控股股东的新议案”和“否决控股股东提出的旧议案”两类事件的影响因素。

$$Event1 = \alpha + \beta_1 Top1 + \beta_2 Top2_10 + \beta_3 Independence + \sum Control Variables + \varepsilon \quad (1)$$

$$Event2 = \alpha + \beta_1 Performance + \sum Control Variables + \varepsilon \quad (2)$$

在 (1) 式中，被解释变量为是否发生提出不同于控股股东的新议案的虚拟变量 (*Event1*)，是为 1，否则为 0。主要解释变量为第一大股东持股比例 (*Top1*)、第二至十股东持股比例之和 (*Top2_10*) 和董事会独立性 (*Independence*) 等。在 (2) 式中，被解释变量为是否发生否决议案的虚拟变量 (*Event2*)，是为 1，否则为 0。主要解释变量为公司绩效等公司特征。本文采用公司的总资产收益率 (*Roa*) 作为会计绩效的度量指标，采用托宾 Q (*TQ*) 作为市场绩效的度量指标。

借鉴以往文献，在 (1)(2) 式中，我们还对可能对两类“小股民起义”事件爆发产生影响的变量加以控制，包括公司基本特征变量：公司规模 (*Size*)、公司上市年限 (*Age*)、公司的杠杆率 (*Leverage*)、总资产增长率 (*Growth*)、第一大股东持股比例 (*Top1*)、第二至十股东持股比例 (*Top2_10*)、管理层持股比例 (*Mng_hold*)、两权分离度 (*Separation*)、公司的国有性质 (*State*)；公司治理变量：董事会规模 (*Board_size*)、董事会独立性 (*Independence*)、董事长是否兼任总经理 (*Duality*)。另外，为降低内生性影响，主要解释变量与控制变量均取滞后一期。相关变量具体定义见下表 1。

表 1 “小股民起义”现象经济后果主要变量定义

含义	变量名	计算方法
Panel A 被解释变量		
发生提出议案类事件	Event1	虚拟变量，董事会决议增加临时议案，取 1，否则为 0
发生否决议案类事件	Event2	虚拟变量，股东大会否决议案取 1，否则为 0
Panel B 主要解释变量		
第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持股数量/总股本
第二至十股东持股比例	Top2_10	第二至十股东持股数量之和/总股本
董事会独立性	Independence	独立董事人数/董事总人数
绩效指标	Roa	净利润/总资产

相对价值指标	TQ	市值/总资产
Panel C 控制变量		
公司基本特征变量		
公司规模	Firm_size	公司总资产对数值
公司年龄	Firm_age	公司上市年数
财务杠杆	Leverage	用资产负债率表示：总负债/总资产
成长能力	Growth	用总资产增长率表示：(期末总资产-上年期末总资产)/上年期末总资产
公司治理特征变量		
董事会规模	Board_size	公司董事会人数
两职兼任	Duality	虚拟变量，董事长兼任总经理时取 1，否则取 0
管理层持股比例	Mng_hold	管理层持股数量/总股本
两权分离度	Separation	实际控制人控制权与所有权的差值
产权性质	State	虚拟变量，公司实际控制人为国有公司、机构或事业单位，取 1，否则为 0
行业效应	Industry	行业控制变量
年份效应	Year	年度控制变量

3.2 研究样本与统计描述

本文选取 2010 年 1 月 1 日-2015 年 6 月 30 日发生过“小股民起义”事件 A 股上市公司作为初始研究样本。这是因为在 2010 年之前鲜有中小股东提出临时议案或否决议案的事件发生。本文研究涉及“小股民起义”两类事件的数据主要来自 Wind 资讯金融客户端和凤凰财经网站，董事会成员变更情况主要来自新浪财经网站，其余公司股权结构以及主要的公司和治理特征数据来自国泰安 (CSMAR) 数据库。在“小股民起义”事件提出议案类事件——董事会决议增加临时议案的事件，仅包含除第一大股东以外的其他股东提出的临时议案。我们同时剔除各年度的 ST 公司，最后得到 207 家公司样本期间发生的共 213 次“小股民起义”事件。

表 2 报告 213 家次“小股民起义”事件涉及的相关议案类型。从表 2 我们看到，中小股东提出新的议案共 113 家次，而否决议案共 100 家次。其中，两类“小股民起义”事件涉及关联交易议案占比最大 (19.72%)，而在涉及关联交易议案的小股民起义事件中，绝大多数 (超过 70%) 属于否决议案类事件。这与我们形成的关联交易往往成为大股东掏空上市公司的重要手段的印象一致 (李增泉等, 2004; Jianget al., 2010)。其次是人事任免相关议案，占比达 17.37%。不同与关联交易议案，这类议案中大多数 (超过 75%) 是属于提出新议案的小股民起义类型。容易理解，中小股东只有通过提出人事任免相关议案，影响人事布局安排 (而非仅否决相关议案) 来反映自身的诉求和保护自身的利益。表 2 的统计结果表明，中小股东倾向于直接否决侵害切身利益的关联交易 (包括担保) 议案，同时提出人事任免议案来间接保护自己的利益。

表 2 “小股民起义”事件相关议案类型的描述性统计

议案类型	Event1		Event2		合计	
	频次	占比	频次	占比	频次	占比
关联交易 ⁴	11	9.73%	31	31.00%	42	19.72%
利润分配	18	15.93%	9	9.00%	27	12.68%

⁴关联交易类议案包含担保类议案，重大经营决策类议案包含重组收购议案。

规章制度	19	16.81%	9	9.00%	28	13.15%
人事任免	28	24.78%	9	9.00%	37	17.37%
证券发生与回购	5	4.42%	12	12.00%	17	7.98%
重大经营决策	15	13.27%	19	19.00%	34	15.96%
薪酬制定	3	2.65%	5	5.00%	8	3.76%
其他	14	12.39%	6	6.00%	20	9.39%
合计	113	1	100	1	213	1

注：数据来源为 Wind 数据库，并由作者整理。

表 3 报告发生“小股民起义”事件公司的控股股东性质。对于控股股东为国有性质的上市公司，不仅受到来自市场的经济力量的影响，同时受到政治力量的影响。我们预测，相对于国有企业，“小股民起义”事件对非国有企业相关效应更加显著。从表 3 我们看到，无论是提出议案类事件还是否决议案类事件，国有企业均占三分之一左右，非国有企业占三分之二左右。

表 3 “小股民起义”事件公司性质统计描述

事件公司类型	Event1		Event2		合计	
	频次	占比	频次	占比	频次	占比
国有	35	33.33%	35	34.31%	70	33.82%
非国有	70	66.67%	67	65.69%	137	66.18%
合计	105	1	102	1	207	1

注：数据来源为 CSMAR 数据库，并由作者整理。

图 1 进一步报告了两类“小股民起义”事件的年度分布状况⁵。从图 1 看到，我国资本市场从 2012 年开始，进入小股民起义的高发期。两类事件发生的频次明显增加。这一程度与 2008 年全球金融危机爆发在政府的各种救市措施的负面效应从 2012 年开始显现，我国经济发展进入新常态有关。投资者们逐渐意识到所面临投资回报增加的挑战不仅与外部市场环境有关，而且与公司各项经营管理决策的制定密切相关。投资者从仅仅关心上市公司的股价转向同时关注上市公司的经营治理状况。与此同时，政府在不断出台各种政策维护市场秩序、保护中小股东的利益，甚至在 2013 年对《公司法》进行修订。内在防范风险意识的增强和外部法律环境的改善两方面共同激发了中小股东通过积极参与公司治理而不仅仅是消极地“以脚投票”来维护自身的权益的热情。因此，从 2012 年开始，“小股民起义”事件整体表现出一种稳定上升趋势。

图 1 “小股民起义”事件的年度分布状况

⁵2015 年的“小股民起义”事件统计截至到 2015 年 6 月 31 日，其他年份则均是从 1 月 1 日至 12 月 31 日。



表 4 报告了提出议案类事件的各年度提案股东持股排名的中位数状况。由于提案权的行使需要满足“3%”地最低持股要求，因此，提案股东大多在上市公司持股比例排名中居于前列。从表 4 我们可以看到，提案股东的中位数为名列第三的股东，而且在整个样本期保持稳定。需要说明的是，并非所有提出新议案的股东全部都是持股比例较大的股东。在我们的 207 家样本公司中，有 4 家公司的提案股东来自非前十股东。由于提案股东无法形成与第一大股东的有效抗衡，不难想象，该股东提出临时议案获得通过的几率十分渺茫（事实上，在 4 家公司中，只有 1 家公司的临时提案最终获得通过）。表 4 从新的角度提醒我们，要想“起义”（无论提出新议案，还是否决旧议案）获得成功，提案股东与第一大股东的力量对比并不能悬殊太大。

表 4 提案股东排名状况

年份	提案股东排名中位数	事件数量
2010	2	19
2011	3	15
2012	3	29
2013	2.5	18
2014	3	23
2015	3	1
合计	3	105

图 2 报告了提出议案类事件是联合还是单独提案，以及机构还是个人提案的分布情况。其中，联合提案指有多名股东联合向董事会提出临时议案；单独提案指只有一名股东向董事会提出临时议案。有趣的是，图 2A 表明，我国上市公司中小股东更倾向于单独提出议案。在提出的 105 项议案中，单独提案占比高达 85%，而联合提案仅占 15%。这一定程度与联合提案需要付出更高的沟通、协调成本，而提出议案这类事件本身就具有很高的不确定性有关。图 2B 则表明，个人股东占比将近一半，机构股东占比略高于一半，在机构与个人间的分布并无明显区别。让我们颇感意外的是，机构股东并没有像想象的一样扮演更加积极的股东角色。

图 2A 联合提案 VS 单独提案

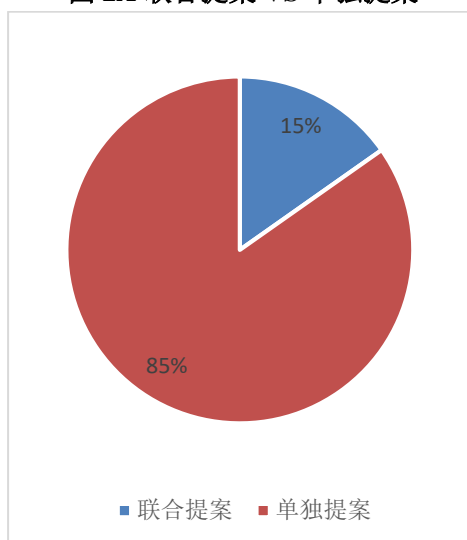


图 2B 机构提案 VS 个人提案

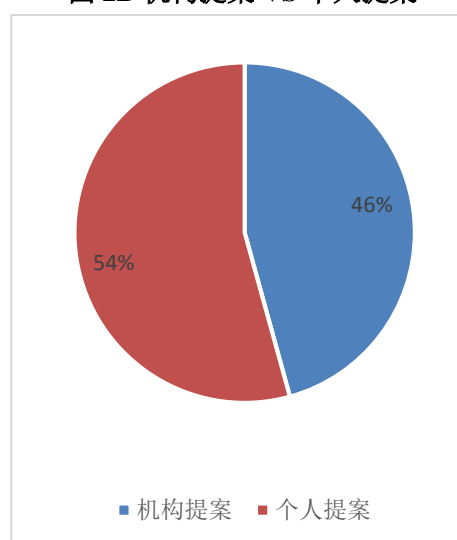
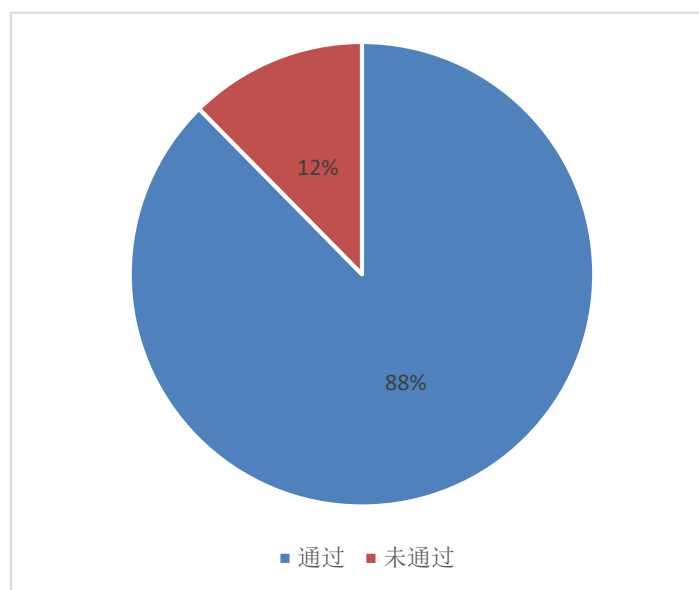


图 3 报告提出议案类“小股民起义”事件中所提出的临时议案在相应的股东大会上的表决的最终结果。从图 3 我们看到，中小股东提出的临时议案绝大多数获得了通过。这表明，当股权足以与第一大股东制衡时，中小股东完全可以通过“小股民起义”的方式参与到上市公司的治理中来，并非完全坐以待毙，甚至被迫以脚投票。

图 3 提出议案类事件最终表决结果



在实证研究中，本节选取样本期沪、深交易所上市交易的全部 A 股上市公司作为研究样本。参考已有文献的常用做法，剔除各年度的 ST 公司，同时删除缺失样本，我们共得到 10436 个“公司-年份”观测值。为降低异常值对实证结果的可能影响，我们对所有连续变量在 1%和 99%的水平上进行 winsorize 处理。

表 5 报告了该节主要变量的统计描述结果。我们可以看到两类事件的频率大致相同，其他变量的统计描述特征与以往文献基本保持一致。

表 5 “小股民起义”现象影响因素分析主要变量描述性统计

变量名	N	Mean	Min	Median	Max	SD
Event1	10436	0.008	0	0	1	0.090
Event2	10436	0.009	0	0	1	0.092
State	10436	0.393	0	0	1	0.488
Duality	10436	0.248	0	0	1	0.432
Roa	10436	0.044	-0.094	.040	0.188	0.044
Firm_size	10436	21.870	19.625	21.669	26.647	1.2278
Firm_age	10436	9.438	1	9	22	6.366
Leverage	10436	0.424	0.039	0.420	0.922	0.220
Growth	10436	0.268	-0.218	0.120	2.894	0.502
TQ	10436	2.038	0.163	1.622	8.977	1.600
Top1	10436	0.365	0.092	0.348	0.755	0.151
Top2_10	10436	0.221	0.018	0.206	0.559	0.138
Mng_hold	10436	0.130	0	0.0004	0.701	0.211
Separation	10436	0.054	0	0	0.295	0.079
Board_size	10436	8.879	5	9	15	1.757
Independent	10436	0.370	0.125	0.333	0.571	0.052

表 6 报告了第一大股东持股比例 (*Top1*)、第二至十股东持股比例之和 (*Top2_10*)、董事会独立性 (*Independence*)、总资产收益率 (*Roa*) 和托宾 Q (*TQ*) 等主要变量在发生小股民起义事件的公司 (事件公司) 与并未发生上述事件公司 (非事件公司) 之间的均值差异检验结果。从表 6 我们看到, 提出议案类事件公司的第一大股东持股比例和董事会独立性明显低于非事件公司, 第二至十股东持股比例之和则明显高于非事件公司。这与我们所持的提案股东与第一大股东的力量对比并不能悬殊太大的预期保持一致。这一结果对于否决议案类事件公司则不再适用。这是由于否决的大多数议案属于关联交易议案 (参见表 2), 而这一类议案的表决需要作为关联方的控股股东回避, 因而第一大股东的持股比例显得不那么重要。相应地, 否决议案类事件公司的企业绩效 (无论是会计绩效还是市场绩效) 都明显低于非事件公司。这一定程度表明差强人意的企业绩效是一些小股东揭竿而起向控股股东提议的关联交易议案说不断的底限。

表 6 主要变量的均值差异检验结果

变量名	Event1				Event2			
	事件公司	非事件公司	差异	p 值	事件公司	非事件公司	差异	p 值
Top1	0.297	0.365	-0.068	0.000	0.390	0.364	0.026	0.058
Top2_10	0.313	0.221	0.092	0.000	0.201	0.222	-0.021	0.078
Independent	0.357	0.370	-0.013	0.014	0.381	0.370	-0.011	0.027
Roa	0.047	0.044	0.003	0.288	0.028	0.044	-0.017	0.001
TQ	2.058	2.104	-0.046	0.456	1.551	2.108	-0.557	0.088

3.3 实证结果

表 7 报告了提出议案“小股民起义”类事件影响因素的实证结果。其中, Model1 是对所有样本进行的回归, Model2 是对国有企业样本进行的回归分析, Model3 是对非国有企业

样本进行的回归分析。从表 7 我们看到，第一大股东持股比例的估计系数在 10%的水平上显著为负，这表明第一大股东持股比例越小，中小股东更容易形成力量的制衡，因此发动“起义”的可能性越大。第二至十股东持股比例的估计系数在 1%的水平上显著为正。这从另外的角度表明，非第一大股东的力量越强大，对第一大股东形成股权制衡程度就越高，此时公司发生提出议案类的“小股民起义”事件的可能性越大。我们看到，无论第一大股东持股比例的下降，还是第 2 到 10 股东持股比例和的上升都与我国资本市场进入股权分散时代有关。毕竟，在我国资本市场进入股权分散时代，随着我国上市公司股东权利保护的事实改善和风险分担的意识加强，原控股股东倾向于选择股权分散的股权结构。董事会独立性的估计系数在 10%的水平上显著为负。这意味着，当独立性较弱的董事会并不能发挥设定的保护中小股东的利益时，中小股东被迫奋起反击。此时，公司发生提出议案类“小股民起义”事件的可能性增加。表 7 的实证结果支持了假设 1。从模型 2 和 3 我们进一步看到，控股股东为国有同时持股比例较高的企业发生提出议案类的“小股民起义”事件的可能性越低；而在非国有控股的公司中，如果独董并不能扮演预期的维护中小股东利益的职责，中小股东更可能通过发动“起义”而自救。模型 2 和 3 的实证结果表明，控股股东的国有性质成为与持股比例类似的拉大股东之间制衡力量的机制。小股民企业更可能发生在非国有控股的上市公司中。这与假设 4 的预测相一致。

表 7 提出议案类“小股民起义”事件的影响因素

	Event1		
	All Model1	State-owned Model2	Non-state Model3
Top1	-1.867* (-1.76)	-3.068* (-1.8)	-0.406 (-0.29)
Top2_10	3.520*** (3.29)	4.118** (2.51)	3.727** (2.53)
Independence	-5.204* (-1.91)	0.010 (0)	-8.668** (-2.21)
Duality	0.415 (1.44)		0.133 (0.43)
Mng_share	0.498 (0.69)	7.227*** (2.64)	0.249 (0.32)
Separation	-3.010 (-1.52)	-1.566 (-0.51)	-5.807** (-2.1)
Firm_size	-0.016 (-0.12)	-0.080 (-0.39)	0.164 (0.8)
Firm_age	-0.022 (-0.74)	0.010 (0.25)	-0.029 (-0.65)
Roa	-0.111 (-0.04)	-2.428 (-0.5)	0.068 (0.02)
Leverage	0.539 (0.67)	-0.658 (-0.5)	0.973 (0.94)
Growth	-0.094 (-0.52)	0.094 (0.22)	-0.161 (-0.77)
TQ	-0.057	-0.160	-0.047

	(-0.55)	(-0.78)	(-0.37)
Board_size	0.018 (0.25)	-0.030 (-0.28)	0.060 (0.54)
State	0.349 (1.07)		
Cons	-2.493 (-0.87)	-0.369 (-0.09)	-5.268 (-1.17)
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
Obs	8217	2763	4642
LR chi2	68.66	52.16	44.6
Pseudo R2	0.0719	0.1495	0.0758

注：括号中的数字代表 Z 值；*、**、***分别表示在 10%、5%、1%统计水平下显著。

表 8 报告否决议案类“小股民起义”事件影响因素的实证结果。其中，Model1、Model2 是对所有样本进行的回归，Model3、Model4 是对国有企业样本进行的回归分析，Model5、Model6 是对非国有企业样本进行的回归分析。Model1、Model3、Model5 的主要解释变量是企业的总资产收益率 (Roa)，Model2、Model4、Model6 的主要解释变量是企业的托宾 Q。从表 8 我们看到，总资产收益率的估计系数在 5%的水平上显著为负（模型 1），而市场绩效托宾 Q 的估计系数在 10%的水平上显著为负（模型 1）。这一定程度表明，公司的无论会计还是市场绩效差强人意是发生否决议案类“小股民起义”事件直接诱因，公司的（会计/市场）绩效越差，发生否决议案类“小股民起义”事件的可能性也越大。这显然是由于公司（会计/市场）绩效的恶化，将直接威胁到了中小股东的切身利益，将唤醒中小股东的主动维权意识和发生起义的动机。这与假设 2 的预测相一致。值得注意的是，类似表 7 的国有控股与非国有控股的分类样本回归表明，这些影响因素对国有企业十分显著，而对非国有企业收效甚微。这一定程度是由于国有控股的性质使得中小股东在通常情况下并不愿与第一大股东发生冲突。只有在切身利益受到威胁时，其主动维权的意识才有所觉醒。而对于非国有控股的上市公司，中小股东从一开始就具有较为明显的盈利动机和相应的维权意识。

表 8 否决议案类事件影响因素

	Event2					
	All		State-owned		Non State-owned	
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Roa	-5.311*** (-2.68)		-9.830*** (-2.89)		-2.721 (-0.91)	
TQ		-0.318** (-2.26)		-1.320*** (-2.96)		-0.197 (-1.39)
Mng_share	-0.960 (-1.21)	-1.057 (-1.33)	-3.031 (-0.29)	-2.812 (-0.27)	-0.686 (-0.75)	-0.742 (-0.81)
Separation	1.492 (1.1)	1.285 (0.95)	-0.543 (-0.24)	-1.322 (-0.58)	4.064** (2.18)	3.942** (2.11)
Firm_size	-0.015 (-0.13)	-0.203 (-1.53)	0.159 (1.01)	-0.236 (-1.25)	-0.307* (-1.75)	-0.478** (-2.33)
Leverage	0.840	0.870	-1.030	-2.115*	2.527***	2.489***

	(1.2)	(1.21)	(-0.94)	(-1.69)	(2.65)	(2.63)
Top1	0.862	0.944	1.280	1.781	-0.037	0.022
	(1.01)	(1.09)	(0.97)	(1.34)	(-0.03)	(0.02)
Top2_10	0.197	0.310	-0.436	0.283	0.329	0.397
	(0.18)	(0.28)	(-0.25)	(0.16)	(0.22)	(0.27)
Duality	0.040	0.081	-0.182	-0.093	0.141	0.162
	(0.15)	(0.3)	(-0.29)	(-0.15)	(0.46)	(0.53)
Independence	2.613	3.044	0.950	1.678	3.048	3.348
	(1.39)	(1.64)	(0.34)	(0.59)	(1.04)	(1.14)
Firm_age	-0.013	-0.008	-0.012	-0.009	-0.033	-0.026
	(-0.5)	(-0.29)	(-0.32)	(-0.23)	(-0.9)	(-0.7)
Growth	0.182	0.189	-0.118	-0.393	0.288	0.317*
	(1.27)	(1.28)	(-0.17)	(-0.42)	(1.63)	(1.74)
Board_size	-0.060	-0.054	-0.029	-0.020	-0.114	-0.107
	(-0.82)	(-0.74)	(-0.31)	(-0.21)	(-0.99)	(-0.93)
State	0.065	0.035				
	(0.23)	(0.12)				
Cons	-4.938**	-0.536	-7.246**	3.647	0.807	4.683
	(-2.11)	(-0.19)	(-2.37)	(0.85)	(0.22)	(1.05)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	10086	10086	3527	3527	5716	5716
LR chi2	32.87	33.75	23.15	29.3	31.02	32.74
Pseudo R2	0.0322	0.0331	0.0551	0.0698	0.0532	0.0562

注：括号中的数字代表 Z 值；*、**、***分别表示在 10%、5%、1%统计水平下显著。

总结表 7 和表 8 报告的实证结果，我们看到，两类“小股民起义”事件背后的影响因素存在差异。更多体现中小股东主动参与上市公司治理的提出议案类“小股民起义”事件的发生主要受到股权结构反映的股权制衡程度的对比。只有当中小股东的力量与第一大股东力量悬殊并不太大，中小股东通过发动提出议案类“小股民起义”事件以维护自己的利益成为可能。这一定程度表明，相对分散的股权结构是提出不同与控股股东议案的先决条件；与此同时，我们观察到，提出议案类“小股民起义”事件发生的可能性与董事会独立性成反比，这则意味着缺乏可以依靠的独立性较高的董事会成为引发小股东发起提案的诱因。不同与提出议案类“小股民起义”事件，中小股东行使投票表决权否决议案类的“小股民起义”事件则主要受到公司绩效的影响。这意味着主动参与意识相对较弱的中小股东只有在切实利益受到损害时才更愿意站出来维护自己的权益。

上述讨论为我国上市公司治理实践中如何发挥“小股民起义”这一潜在的治理机制带来了丰富的政策含义。在借助“小股民起义”这一潜在的治理机制改善公司治理结构时，我们不仅要注意中小股东可能提出不同与控股股东议案的先决条件和相关诱因，同时需要了解否决议案类的“小股民起义”事件的外部时机，那就是绩效滑坡，中小股东的切实利益受到损害。

四、“小股民起义”事件的经济后果

在第3节了解了“小股民起义”事件的影响因素后，本小节进一步考察“小股民起义”事件可能带来的经济后果。我们主要从两个方面进行考察：一是“小股民起义”事件的短期市场反应；二是从更为直接的董事会成员变更和企业长期绩效的提升来观察“小股民起义”事件为上市公司治理结构带来的深刻变化。后者事实上涉及对“小股民起义”这一潜在公司治理机制的治理效果进行评估的问题。

4.1 模型设定、变量定义与数据描述

除了短期市场反应，我们将首先采用企业长期绩效改善来评估“小股民起义”这一潜在公司治理机制的治理效果。对于潜在公司治理机制的治理效果的评估，由于在治理机制与治理效果之间或者受到双向因果关系的影响，或者共同受到其他缺失变量的影响，相关实证结果很大程度受到内生性问题的困扰。我们以“小股民起义”与董事会成员变更之间的关系为例。二者之间除了存在共同受大股东掏空动机等缺失变量影响外，还存在互为因果的可能性。一方面，可能由于不满意董事会成员的变更，小股民发动“起义”；另一方面可能由于小股民起义导致董事会成员变更。借鉴类似问题通常采取的研究方法，我们采用得分倾向匹配法（PSM）和一阶差分方法（DID）来控制可能存在内生性问题。相关模型设定参见（3）式。

$$Roa = \alpha + \beta_1 Event1 + \beta_2 After + \beta_3 Event1 * After + \sum Control Variables + \varepsilon \quad (3)$$

在（3）式的双重差分(DID)模型中，被解释变量是公司的总资产收益率（*Roa*），主要的解释变量为是否发生提出议案类事件的组间变量（*Event1*）、提出议案类事件前后时间变量（*After*）、倍差变量（*Event1*After*）。

注意到提出议案类事件中发生频率最高的是人事任免类议案，占比达 24.78%（参见表 2），我们猜测，提出议案类“小股民起义”事件可能是通过影响董事会成员的更迭，改善公司治理结构，最终实现提升公司长期绩效的目的。我们进一步采用如（4）式所示的 logit 模型来检验“小股民起义”事件是否导致董事会成员的更迭，从而为“小股民起义”事件提供更加直接的经济后果的相关证据。

$$Board_Dummy = \alpha + \beta_1 Event1 + \beta_2 Event2 + \sum Control Variables + \varepsilon \quad (4)$$

（4）式的被解释变量为董事会成员是否发生变更的虚拟变量（*Board_Dummy*）。如果公司董事会成员在“小股民起义”后发生变更，则变量取 1，否则取 0。其中董事会成员的变更已剔除已连任两届任期届满的独立董事正常更迭的情形。该模型的主要解释变量为是否发生提出议案类事件（*Event1*）和是否发生否决议案类事件（*Event2*）。

借鉴以往文献，在（3）（4）式中，我们还对可能对董事会成员变更和公司绩效产生影响的公司基本特征变量加以控制，包括公司规模（*Size*）、公司上市年限（*Age*）、公司的杠杆率（*Leverage*）、总资产增长率（*Growth*）等。相关变量具体定义见下表 9。

表 9 “小股民起义”现象经济后果主要变量定义

含义	变量名	计算方法
Panel A 被解释变量		
绩效指标	Roa	净利润/总资产
董事会成员变更	Board_Dummy	虚拟变量，董事会成员发生变更，取 1，否则为 0
Panel B 主要解释变量		
发生提出议案类事件	Event1	虚拟变量，董事会决议增加临时议案，取 1，否则为 0

发生否决议案类事件	Event2	虚拟变量，股东大会否决议案取 1，否则为 0
提出议案类事件前后时间变量	After	虚拟变量，董事会决议增加临时议案的当年及以后年份，取 1，否则为 0
倍差变量	Event1* After	虚拟变量，上述 Event1 与 After 的交叉项
Panel C 控制变量		
公司规模	Firm_size	公司总资产对数值
公司年龄	Firm_age	公司上市年数
财务杠杆	Leverage	用资产负债率表示：总负债/总资产
成长能力	Growth	用总资产增长率表示：(期末总资产-上年期末总资产)/上年期末总资产
产权性质	State	虚拟变量，公司实际控制人为国有公司、机构或事业单位，取 1，否则为 0
行业效应	Industry	行业控制变量
年份效应	Year	年度控制变量

我们利用得分倾向匹配法 (PSM) 对第 3 节所描述的 207 家发生“小股民起义”事件的上市公司进行了近邻一对一的匹配。备选对照组公司是事件公司处于相同行业且在事件发生当年没有发生“小股民起义”事件的公司。经过上述过程，我们共得到 414 家公司作为本节分析的基础样本。其中，在考察“小股民起义”事件对董事会成员变更的影响时，我们以发生“小股民起义”事件的观察公司为基准，考察事件发生起一年内对对照组公司董事会成员变更状况，形成包括观察组和对照组在内的共 414 个观测值作为研究样本。鉴于提出议案与否决议案相比是更加积极主动的参与公司治理行为，更可能带来企业长期绩效的变化。在考察“小股民起义”事件对长期绩效的影响时，我们采用发生提出议案类“小股民起义”事件的 105 家公司及其配对样本，共 210 家公司 2010-2015 年的 1020 个 (已删除数据缺失样本) “公司-年份”观测值。为降低异常值对实证结果的可能影响，我们对所有连续变量在 1% 和 99% 的水平上进行 winsorize 处理。

表 10 报告了主要解释变量的描述性统计结果。我们可以看到两类事件的频率大致相同，国有企业占全部配对样本的 26.94%。这与我国上市公司的整体状况较为一致。其他连续变量的描述统计特征与以往文献基本保持一致。

表 10 “小股民起义”现象经济后果主要变量描述性统计

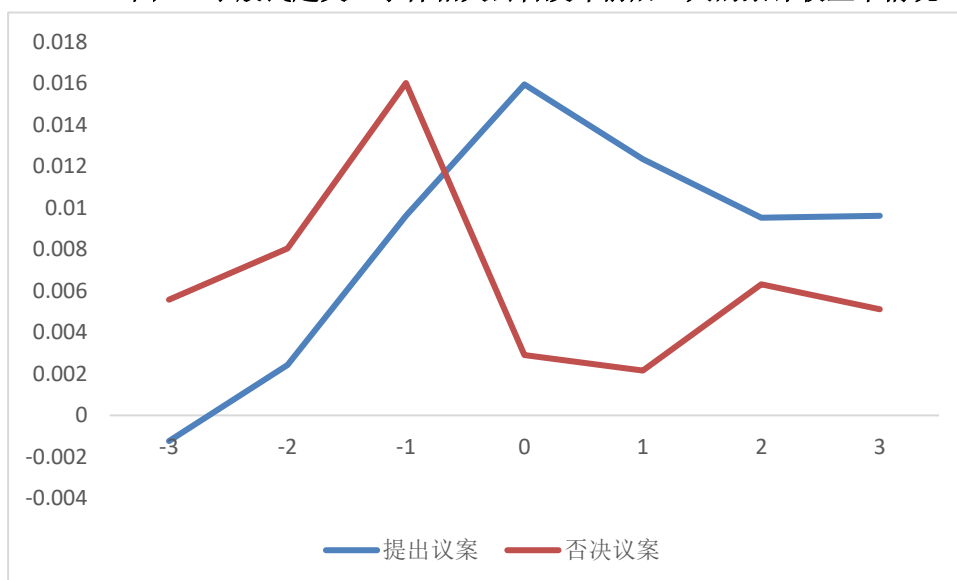
变量名	N	Mean	Min	Median	Max	SD
Board_Dummy	414	0.53	0	1	1	0.50
Event1	414	0.25	0	0	1	0.44
Event2	414	0.25	0	0	1	0.43
State	414	0.42	0	0	1	0.49
Duality	414	0.31	0	0	1	0.46
Roa	414	0.01	-0.02	0.01	0.10	0.02
Firm_size	414	21.94	19.36	21.71	25.80	1.36
Firm_age	414	9.11	0	9	21	6.89
Leverage	414	0.36	0.004	0.34	0.81	0.23
Growth	414	0.27	-0.12	0.02	5.78	0.89
Top1	414	0.47	0.11	0.49	0.84	0.19

Top2_10	414	0.18	0.01	0.15	0.54	0.14
Independent	414	0.40	0.33	0.38	0.67	0.08

4.2 “小股民起义”的短期市场反应

图 4 报告了“小股民起义”事件相关公告发布前后 3 天的累计收益率情况。从图 4 我们看到，提出议案类事件公司的累计超额收益率在公告前是上升的，但在公司发布董事会决议增加临时提案的公告后会有个立即的下降。这是因为临时议案的提出，暴露了公司内部存在意见分歧，成为公司未来经营管理新的不确定性，使投资者由此对公司未来的经营前景产生疑虑。相比较而言，否决议案类“小股民起义”事件公司的累计超额收益率则在提前一天就会大幅下降。容易理解，这与中小股东为在股东大会上否决议案提前所做准备（例如征集投票权等）使投资者提前获得公司内部存在意见分歧的信号，并对公司未来经营前景不确定做出的理性反应有关。

图 4 “小股民起义”事件相关公告发布前后 3 天的累计收益率情况



4.3 实证结果

4.2 节的分析表明，无论提出议案还是否决议案类的“小股民起义”事件，由于暴露出股东内部的意见分歧，短期市场反应为负。接下来我们从“小股民起义”是否引发董事会成员变更和长期绩效等这些更为直接的经济后果来对“小股民起义”这一潜在公司治理机制的治理效果进行评估。对于涉及“小股民起义”的两类事件，虽然中小股东通过在股东大会上行使投票表决权否决议案的行为表征着中小股东参与公司治理意识的觉醒，但相比于通过行使提案权向董事会提出临时议案的行为，后者所反映出的中小股东参与公司治理的主动性更强，带来的实际公司治理效果往往更显著。因此，本小节着重从提出议案类“小股民起义”事件入手来评估“小股民起义”这一潜在公司治理机制的治理效果。

表 11 首先报告了提出议案类“小股民起义”事件与对照组相比带来的公司长期会计绩效总资产收益率 (Roa) 的变化情况。其中，Model1 是对经过得分倾向匹配法 (PSM) 配对全部观察值进行的回归，Model2 是对国有企业样本进行的回归，Model3 是对非国有企业样本进行的回归。DID 分析框架主要关注倍差变量 $Event1 * After$ 估计系数的经济与统计显著性，

该变量的含义为相对于未发生提出议案类事件的公司,发生了提出议案类事件的公司,在事件发生前后企业绩效的变化情况。从表 11 我们看到,倍差变量 Event1*After 的估计系数在 10%的水平上显著为正。这表明事件公司相对于非事件公司在发生提出议案类事件发生后,总资产收益率显著上升,高于事件发生前 1%。上述结果一定程度表明,中小股东通过发动“小股民起义”,更加主动积极参与上市公司的治理,确实能够带来公司长期绩效的提升。我们看到,基于“小股民起义”事件的经济后果考察,本文得到与黎文靖等(2012)、孔东民等(2013)利用中小股东网络投票参与度所开展研究的近似结论。

通过 model2 和 3 的对比,我们看到,上述效应在非国有样本中表现更为明显。Model3 中 Event1*After 的估计系数在 5%的水平上显著为正。这表明事件公司相对于非事件公司在发生提出议案类事件发生后,总资产收益率有明显提高,高于事件发生前 1.2%。虽然我们在国有样本中同样观察到提出议案类“小股民起义”事件同样能带来公司长期绩效的改善,但在统计上并不显著。这进一步支持了我们在第 2 节提出的假设 4。

表 11 提出议案类事件的发生对公司绩效的影响

	Roa		
	All Model1	State-owned Model2	Non-state Model3
Event1	-0.014** (-2.18)	-0.010 (-0.7)	-0.015** (-2.14)
After	0.000 (0.06)	0.005 (1.3)	-0.004 (-1.57)
Event1*After	0.010* (1.77)	0.006 (0.4)	0.012** (2.01)
Firm_size	-0.005*** (-3.05)	-0.010*** (-3.28)	-0.005** (-2.46)
Firm_age	-0.001* (-1.9)	-0.002** (-2.16)	0.000 (-0.7)
Leverage	-0.020*** (-3.48)	-0.027*** (-2.8)	-0.006 (-0.7)
Growth	0.005*** (5.41)	0.008 (1.32)	0.005*** (5.3)
Cons	0.122*** (3.2)	0.258*** (3.74)	0.096** (2.01)
Year	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
Obs	1020	387	633
F	14.11	3.91	13.16
R-sq	0.1604	0.1156	0.227

注: 括号中的数字代表 T 值, *, **, ***分别表示在 10%、5%、1%水平显著。

表 11 的结果表明,相比于对照组,提出议案类“小股民起义”事件发生将带来公司长期会计绩效的提升。那么,上述绩效的提升是借助何种机制实现的?如前所述,我们猜测,提出议案类“小股民起义”事件可能是通过影响董事会成员的更迭,改善公司治理结构,最终实现公司长期绩效提升的。接下来,我们考察“小股民起义”事件是否会影响董事会成员

的变更。

表 12 报告“小股民起义”事件对公司董事会成员变更的影响。其中 Model1、Model2 是对所有配对样本进行的回归，Model3、Model4 是对国有企业样本进行的回归，Model5、Model6 是对非国有企业样本进行的回归。Model1、Model3、Model5 是同时考察提出议案类事件和否决议案类事件对董事会成员变更的影响，Model2、Model4、Model6 是只考察相对更加主动参与公司治理的中小股东提出议案类事件对董事会成员变更的影响。

表 12 “小股民起义”事件对董事会成员变更的影响

	Board_dummy					
	All		State-owned		Non-state	
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Event1	1.783*** (5.55)	1.457*** (5.02)	1.206*** (3.58)	0.893*** (3.32)	1.794*** 4.44	1.442*** 4.01
Event2	0.732** (2.5)		0.744 (1.49)		0.784** (1.98)	
Firm_size	0.185* (1.89)	0.115 (1.23)	0.319** (2.17)	0.269* (1.9)	0.118 (0.65)	0.009 (0.05)
Firm_age	0.002 (0.09)	-0.008 (-0.36)	0.062 (1.44)	0.054 (1.26)	-0.031 (-0.95)	-0.038 (-1.17)
Leverage	-0.066 (-0.1)	0.436 (0.71)	-0.699 (-0.69)	-0.250 (-0.26)	0.115 (0.12)	0.752 (0.81)
Roa	3.808 (0.6)	0.882 (0.14)	7.324 (0.57)	5.078 (0.41)	-2.809 (-0.32)	-6.269 (-0.73)
Growth	-0.340* (-1.8)	-0.399** (-2.13)	5.610 (1.54)	5.326 (1.47)	-0.448** (-2.030)	-0.495** (-2.27)
Cons	-4.447** (-1.98)	-2.655 (-1.27)	-7.916** (-2.24)	-6.640* (-1.95)	-2.276 (-0.58)	0.362 (0.1)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	404	404	166	166	236	236
LR chi2	67.88	61.55	37.46	35.2	50.52	46.56
Pseudo R2	0.1213	0.11	0.1634	0.1535	0.1544	0.1423

注：括号中的数字代表 Z 值；*、**、***分别表示在 10%、5%、1%统计水平下显著。

从表 12 我们看到，总体而言，提出议案类“小股民起义”事件的发生能显著提高董事会成员发生变更的可能性。无论全部配对样本，国有还是非国有样本，提出议案类事件是否发生的估计系数在 1%的水平上显著为正。这一定程度表明，中小股东无论是提出罢免董事会成员的议案，还是提名新董事的议案，都会对董事会成员的变更产生直接影响。这支持了我们在第 2 节提出的假设 3。因而，“小股民起义”成为我国资本市场进入股权分散时代重要的公司治理途径和潜在的公司治理机制之一。

相比而言，否决议案类“小股民起义”事件无论是经济意义和统计意义都显著下降，甚至在国有样本中相关估计系数变得不再显著。容易理解，后者结果的出现与国有企业自上而下的人事任免体制的存在有关。这反过来表明，与否决议案类“小股民起义”事件相比，提出议案类“小股民起义”事件是中小股东更加主动积极参与公司治理的行为，带来的实际公司治理效果往往也更显著。

需要说明的是，在以往围绕董事会成员变更的文献中，差的企业绩效等（Eriksson 等，2001；Cornelli and Karakas，2012；Parrino，1997；Acharya 等，2013）被认为是导致董事会成员变更的重要影响因素。而本文的研究则表明，除了差的企业绩效等远因，通过提出不同于大股东议案和否决大股东提出议案“小股民起义”则成为引起董事会成员变更的近因。

注意到，提出议案类“小股民起义”事件中发生频率最高的是人事任免类议案，占比达 24.78%（参看表 2）。因此，我们有必要进一步考察提出人事任免类临时议案能够对董事会成员变更的影响，以此为中小股民通过提出新议案，发起“小股民起义”事件，改善公司治理结构提供新的证据。主要回归结果见表 13。其中，Model1 是对所有配对样本进行的回归，Model2 是对国有企业样本进行的回归分析，Model3 是对非国有企业样本进行的回归分析。

从表 13 我们看到，主要回归结果与表 12 保持一致。对全部配对样本，是否提出人事任免类议案（*Proposal4_1*）的估计系数在 5%的水平上显著为正。对非国有样本，该系数也在 5%的水平上显著为正。但在国有企业样本中，该系数虽然出现了预期的正的符号，但在统计上同样不显著。这从新的角度表明，在非国有企业中，中小股东通过提出人事任免类议案能够有效推动董事会成员的变更，从而提出议案类“小股民起义”事件成为中小股东主动参与上市公司治理的重要契机。然而，上述事件对国有企业的影响则并不明显。这与本文第 2 节提出的假设 4 保持一致。

表 13 董事会决议增加人事任免类临时提案对董事会成员变更的影响

	Board_dummy		
	All	State-owned	Non-state
	Model 1	Model 2	Model 3
<i>Proposal4_1</i>	1.317** (2.46)	0.929 (1.22)	1.821** (2.25)
<i>Firm_size</i>	0.046 (0.51)	0.117 (0.92)	-0.017 (-0.1)
<i>Firm_age</i>	-0.029 (-1.47)	0.009 (0.25)	-0.058* (-1.84)
<i>Leverage</i>	0.776 (1.29)	0.490 (0.54)	0.950 (1.04)
<i>Roa</i>	-1.204 (-0.2)	7.919 (0.65)	-11.416 (-1.34)
<i>Growth</i>	-0.498*** (-2.65)	4.849 (1.39)	-0.574*** (-2.6)
<i>Cons</i>	-0.642 (-0.32)	-2.907 (-0.95)	1.609 (0.45)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Obs</i>	404	166	236
<i>LR chi2</i>	40.79	23.77	35.73
<i>Pseudo R2</i>	0.0729	0.1037	0.1092

注：括号中的数字代表 Z 值；*、**、***分别表示在 10%、5%、1%统计水平下显著。

表 14 进一步报告了按第二至十股东持股比例的高低进行的分样本回归的实证结果。其中，Model1-Model3 是对第二至十股东持股比例高于和等于中位数的样本进行的回归，

Model4-Model6 是对第二至十股东持股比例低于中位数的样本进行的回归。Model1、Model4 是同时考察提出议案类事件和否决议案类事件对董事会成员变更的影响，Model2、Model5 是只考察提出议案类事件对董事会成员变更的影响，而 Model3、Model6 则特别考察提出人事任免议案对董事会成员变更的影响。

从表 14 我们看到，在第二至十股东持股比例较高，即股权结构更加分散、股权制衡程度更高的公司中，提出议案类“小股东起义”事件的发生将显著提高董事会成员变更的可能性，估计系数在 1%的水平上有显著为正。然而，在第二至十股东持股比例较低，即股权结构更加集中、股权制衡程度更低的公司中，由于大股东在相关议案的表决中具有更大的影响力，提出议案类“小股东起义”事件的发生对董事会成员的变更的估计系数仅仅在 10%的水平上显著为正。表 14 事实上从新的角度证明，制衡的股权结构是小股民提出不同于大股东议案和否决大股东提出议案的先决条件。正是由于观察到我国资本市场在进入分散股权时代后股权结构制衡力量发生的微妙变化，提出不同于大股东议案，和否决大股东提出的议案在股东大会上通过成为可能，中小股东由此才能通过“小股民起义”在董事会成员变更等公司治理结构完善方面扮演更加积极的角色。这支持了本文第 2 节提出的假设 4。这同时提醒公司治理的理论和实务界未来需要密切关注我国资本市场进入分散股权时代带给公司治理相关政策含义的变化。

表 14 按二至十股东持股比例的高低进行的分样本回归的实证结果

	Board_dummy					
	top2_10 high			top2_10 low		
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Event1	1.984*** (3.85)	1.501*** (3.87)		1.155* (1.82)	1.063* (1.72)	
Event2	0.813 (1.48)			0.282 (0.68)		
Proposal4_1			1.967** (2.48)			0.088 (0.08)
Firm_size	0.249 (1.36)	0.199 (1.11)	0.174 (0.99)	0.219* (1.74)	0.201 (1.63)	0.147 (1.24)
Firm_age	-0.031 (-0.81)	-0.048 (-1.33)	-0.069** (-1.98)	0.041 (1.34)	0.041 (1.35)	0.038 (1.27)
Leverage	1.171 (1)	1.717 (1.54)	1.749 (1.6)	-0.803 (-0.94)	-0.659 (-0.8)	-0.403 (-0.5)
Roa	-4.197 (-0.37)	-8.331 (-0.75)	-12.302 (-1.14)	4.767 (0.54)	3.561 (0.42)	1.864 (0.22)
Growth	-0.348 (-1.32)	-0.426 (-1.66)	-0.557** (-2.14)	-0.076 (-0.32)	-0.088 (-0.37)	-0.142 (-0.57)
Cons	-6.426 (-1.56)	-4.736 (-1.21)	-3.861 (-1)	-5.066* (-1.75)	-4.640 (-1.64)	-3.167 (-1.18)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	196	196	196	201	201	201
LR chi2	56.67	54.44	46.29	20.82	20.36	17.3
Pseudo R2	0.2132	0.2048	0.1742	0.0754	0.0738	0.0627

注：括号中的数字代表 Z 值；*、**、***分别表示在 10%、5%、1%统计水平下显著。

总结第 4 节的分析，我们看到，尽管从短期看市场对“小股民起义”事件的反应为负，但从长期看，表征中小股东主动参与公司治理意识觉醒的“小股民起义”事件确实能够带来公司治理结构的调整，进而企业长期绩效的改善。其中，通过提出人事任免类（或其他）议案，促使公司董事会成员变更，成为改善公司治理结构，进而提升企业长期绩效的重要实现机制。而“小股民起义”事件对非国有上市公司和（或）在股权结构更加分散、股权制衡度更高公司上述公司治理改善效应更加明显。在具有上述特征的公司中，中小股东更容易通过提出人事任免类议案有效推动董事会成员的变更和公司治理结构的改善，最终带来公司长期绩效的提升。

五、结论

利用近年来可以获得的中小股东通过提出不同于控股股东的新议案和否决控股股东提出的旧议案的“小股民起义”事件，本文实证考察了我国上市公司“小股民起义”事件的影响因素和经济后果，为“小股民起义”成为我国资本市场进入股权分散时代重要的公司治理途径和潜在的公司治理机制之一提供了系统的证据。通过分析中小股东如何提出新议案，否决旧议案，本文揭示了中小股东参与上市公司治理，抑制控股股东隧道挖掘行为的具体实现路径，从而一定程度打开了以往文献观察到的股权制衡有助于改善公司治理的“黑箱”。

本文得到的主要结论如下。第一，当中小股东的力量相对较大，可以和控股股东抗衡，中小股东发起提案的可能性增加；同时缺乏可以依靠的独立性较高的董事会同样是引发小股东发起提案的诱因；而中小股东行使投票表决权来否决控股股东提出的议案则主要受到公司绩效的影响。上述结果意味着主动参与意识相对较弱的中小股东只有在切实利益受到威胁时才更愿意站出来维护自己的权益。

第二，与企业绩效等成为远因相比，通过提出不同于大股东议案和否决大股东提出议案“小股民起义”则成为引起董事会成员变更的近因。

第三，尽管从短期看市场对“小股民起义”事件的反应为负，但从长期看，表征中小股东主动参与公司治理意识觉醒的“小股民起义”事件确实能够带来公司治理结构的调整，进而企业长期绩效的改善。其中，通过提出人事任免类（或其他）议案，促使公司董事会成员变更，成为改善公司治理结构，进而提升企业长期绩效的重要实现机制。本文的考察一定程度为揭示“小股民起义”事件所扮演的潜在公司治理机制的实施路径和影响机制提供了证据。

第四，上述实现路径在非国有企业、股权结构更加分散、股权制衡度更高的企业中更加显著。正是由于观察到我国资本市场在进入分散股权时代后股权结构制衡力量发生的微妙变化，提出不同于大股东议案，和否决大股东提出的议案在股东大会上通过成为可能，中小股东由此才能通过“小股民起义”在董事会成员变更等公司治理结构完善方面扮演更加积极的角色。

我国资本市场仓促进入股权分散时代，无论公司治理理论还是实务界，对于股权分散时代公司治理特征均缺乏系统性的知识。本文的上述讨论则有助于理论界与实务界形成“小股民起义”发生的先决条件和现实原因的认识，不仅丰富了正在形成中的分散股权时代公司治理模式研究的相关文献，而且为我国上市公司治理实践中如何发挥“小股民起义”这一潜在的治理机制带来了丰富的政策含义。

参考文献:

- [1] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜 (2005): 《中国上市公司治理结构的实证研究》, 《经济研究》, 第 2 期。
- [2] 陈信元, 汪辉 (2004): 《股东制衡与公司价值:模型及经验证据》, 《数量经济技术经济研究》, 第 11 期。
- [3] 冯根福, 韩冰, 闫冰 (2002): 《中国上市公司股权集中度变动的实证分析》, 《经济研究》, 第 8 期。
- [4] 孔东民, 刘莎莎, 黎文靖 (2013): 《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)》, 第 1 期。
- [5] 李培功、沈艺峰 (2010): 《媒体的公司治理作用: 中国的经验证据》, 《经济研究》, 第 4 期。
- [6] 李维安, 牛建波, 宋笑扬 (2009): 《董事会治理研究的理论根源及研究脉络评析》, 《南开管理评论》, 第 12 期。
- [7] 黎文靖, 孔东民, 刘莎莎, 邢精平 (2012): 《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》第 3 期。
- [8] 李增泉, 孙铮, 王志伟 (2004): 《“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》, 《会计研究》, 第 12 期。
- [9] 李增泉, 余谦, 王晓坤 (2005): 《掏空、支持与并购重组》, 《经济研究》第 1 期。
- [10] 姜国华, 岳衡 (2005): 《大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究》,
- [11] 王鹏 (2008): 《投资者保护、代理成本与公司绩效》, 《经济研究》第 2 期。
- [12] 叶康涛, 陆正飞, 张志华 (2007): 《独立董事能否抑制大股东的“掏空”》《经济研究》第 4 期。
- [13] 张华, 张俊喜, 宋敏 (2004): 《所有权和控制权分离对企业价值的影响——我国民营上市企业的实证研究》, 《经济学 (季刊)》第 3 卷第 10 期。
- [14] 郑志刚、孙艳梅、谭松涛和姜德增 (2007): 《股权分置改革对价确定与我国上市公司治理机制有效性的检验》, 《经济研究》, 第 7 期。
- [15] Acharya, V.V., Gottschalg, O.F., Hahn, M. and Kehoe, C., 2013, "Corporate governance and value creation: Evidence from private equity", *Review of Financial Studies*, Volume 26, Issue 2, 368-402.
- [16] Bennedsen, M. and Wolfenzon, D., 2000, "The Balance of Power In Closely Held Corporations", *Journal of Financial Economics*, Volume 58, Issue1, 113-139.
- [17] Berglof, E. and Pajuste, A., 2003, "Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance In Central and Eastern Europe", *Corporate Governance and Capital Flows In A Global Economy*, Volume 267, 267-268.
- [18] Burkart, M., Panunzi F. and Shleifer, A., 2003, "Family Firms", *The Journal of Finance*, Volume 59, Issue5, 2167-2202
- [19] Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L. HP, 2000, "The Separation of Ownership and Control In East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, Volume 58, Issue1, 81-112.
- [20] Cornelli, F. and Karakas, O., 2012, "Corporate governance of LBOs: The role of boards", Available at SSRN 1875649.
- [21] Eriksson, T., Madsen, E.S., Dilling-Hansen, M. and Smith, V., 2001, "Determinants of CEO and board turnover", *Empirica*, Volume 28, Issue 3, 243-257.
- [22] Faccio, M. and L. H. Lang, 2002, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, Volume 65, Issue 3, 365-395.

- [23] Fama, E. F. and M. C. Jensen, 1983, “Agency Problems and Residual Claims”, *Journal of Law and Economics*, 327-349.
- [24] Jensen, M. C. and W. H. Meckling, 1976, “Agency Costs and The Theory of The Firm”, *Journal of Financial Economics*, Volume 3, Issue 4, 305-360.
- [25] Jiang, G., Lee, C. M. C. and Yue, H., 2010, “Tunneling through Interoperate Loans: The China Experience.” *Journal of Financial Economics*, 98(1), 1-20.
- [26] Johnson, S., La Porta, R., Lopez, d., Silanes, F. and Shleifer, A., 2000, “tunneling”, *American Economic Review*, Volume 90, 22-27.
- [27] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., 1999, “Corporate Ownership Around The World”, *The Journal of Finance*, Volume 54, Issue 2, 471-517.
- [28] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., 1998, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, Volume 106, Issue 6, 1113-1155.
- [29] Maury, B. and A. Pajuste, 2005, “Multiple large shareholders and firm value”, *Journal of Banking & Finance*, Volume 29, Issue 7, 1813-1834.
- [30] Parrino, R., 1997, “CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis”, *Journal of Financial Economics*, Volume 46, Issue 2, 165-197.
- [31] Pfeffer, J., 1972, “Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment”, *Administrative Science Quarterly*, Volume 17, Issue 2, 218-228.
- [32] Pugliese, A., Bezemer, P., Zattoni, A., Huse, M., Van den Bosch, F.A.J. and Volberda, H.W., “Boards of Directors’ Contribution to Strategy: A Literature Review and Research Agenda”, *Corporate Governance: An International Review*, 2009, Volume 17, Issue 3, 292-306.
- [33] Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1986, “Large Shareholders and Corporate Control”, *The Journal of Political Economy*, Volume 94, Issue 3, 461-488.
- [34] Wu S., Xu N. and Yuan Q., 2009, “State Control, Legal Investor Protection, and Ownership Concentration: Evidence from China”, *Corporate Governance: An International Review*, Volume 17, Issue 2, 176 - 192.

The Causes and Economic Consequences of the Minority

Shareholders’ Revolt: Evidence from Listed Companies in China

Abstract: In this paper, we empirically explore the causes and economic consequences of “the minority shareholders’ revolt” in Chinese listed companies through the data about “the minority shareholders’ revolt” that minority shareholders raise new proposals which is different from controlling shareholder’s by exercising the proposal right and reject controlling shareholder’s proposals by exercising the voting right. It reveals the way that the minority shareholders participate in corporate governance and then tunneling would be restrained. Therefore, it would help to explain why balance ownership structure could improve corporate governance efficiency. This paper shows that the minority shareholders submit proposals more frequently in companies whose ownership structure is relatively decentralized, so that the minority shareholders have relatively large power to balance the controlling shareholder. At the same time, lacking of highly

independent board of directors is also an incentive of such events. Besides, minority shareholders rejecting proposals is mainly affected by the companies' performance. We also find that except the bad performance, minority shareholders raise new proposals and reject controlling shareholder's proposals would be the nearer cause of board member changing. Although bring negative market response in short term, "the minority shareholders' revolt" would improve the corporate governance structure by promoting board member changing, and finally enhance the corporate's long-term performance. And this mechanism is more efficient in non-state companies and companies which have more diffuse ownership. "The minority shareholders' revolt", therefore, becomes an important way of corporate governance and one of the potential corporate governance mechanisms for Chinese capital market to access diffuse ownership era. As a consequence, this paper dose not only enrich the forming literatures about corporate governance patterns in diffuse ownership era, but also bring abundant policy implications of "the minority shareholders' revolt" playing a role in corporate governance practices for Chinese listed companies.

Keywords: Minority Shareholders' Revolt; Dispersed Shareholding Structure; Proposal Submission; Proposal Rejection; Board Member Turnover.