

# 投服中心行权能改善公司并购绩效吗？

李 闻<sup>1</sup> 廖 望<sup>2</sup> 唐雪松<sup>2</sup>

(1.南京农业大学 金融学院,江苏 南京 210095;2.西南财经大学 会计学院,四川 成都 611130)

**摘要:**并购重组是公司增强经营实力、提高自身价值的重要途径,也是资本市场资源配置的重要形式。本文基于2014—2021年中国沪深A股上市公司作为并购方的并购事件数据,实证检验了投服中心行权对公司并购绩效的影响。研究发现,投服中心行权能够显著提升公司并购绩效。机制分析表明,投服中心行权通过抑制主并公司管理层机会主义行为、提升并购交易信息透明度,显著提升了公司并购绩效,且上述效应在行权内容与并购事项高度相关、行权中提问文字数量较多的情形下,以及主并公司内部控制质量较差、信息不对称程度较高时更为显著。进一步检验发现,在长期效应层面,投服中心行权能够提升主并公司后续的生产效率;在溢出效应层面,投服中心行权能够对同一地区其他公司的并购绩效产生积极影响。本文不仅为理解投服中心运行效果及机制提供了新的经验证据,也为完善投资者保护制度与改善并购绩效提供了参考依据。

**关键词:**投服中心;并购绩效;中小股东;行权治理

**中图分类号:**F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2025)06-0050-13

## 一、引言

党的二十大报告明确指出,“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”,这一战略部署为新时代的经济社会发展提供了明确指引。作为优化资源配置、提升经济效率的重要手段,企业并购重组在推动经济高质量发展中发挥着关键作用。尽管并购重组在理论上具有提升资源配置效率和实现协同效应的潜力,但在实际操作中仍普遍面临并购绩效低下的困境<sup>[1][2]</sup>。由于上市公司与投资者之间普遍存在信息不对称问题,加上并购重组活动自身的复杂性,并购交易逐渐成为大股东攫取个人利益、侵害投资者权益的高发场景。其中,中小投资者作为中国资本市场的主要参与群体,普遍缺乏专业能力,处于信息获取的弱势地位,难以及时识别并购重组事件中的利益侵害行为<sup>[3][4]</sup>。同时,由于监督收益与成本的非对称性,中小投资者往往表现出“理性冷漠”的态度<sup>[5][6]</sup>,其在并购重组

**收稿日期:**2024-10-21

**基金项目:**国家自然科学基金资助项目“中国投资者保护公益组织运行效果与机制研究——基于并购重组中投服中心行权视角”(72272123)

**作者简介:**李 闻(1996—),女,安徽马鞍山人,南京农业大学金融学院讲师;

廖 望(1998—),女,江西南昌人,西南财经大学会计学院博士生,本文通讯作者;

唐雪松(1976—),男,四川南充人,西南财经大学会计学院教授,博士生导师。

中的利益也频频受损。因此,如何在企业并购过程中有效保护中小投资者权益、提升并购绩效,已成为监管部门亟待解决的重要问题。

2014年,中国证监会设立了中证中小投资者服务中心(以下简称“投服中心”)。该机构通过兼具公共实施与私人实施双重属性的创新机制设计,有效弥补了单一治理机制的局限性<sup>[7][8]</sup>。在公共实施机制属性方面,投服中心由中国证监会直接设立和管理,具有监管机构的“官方”背景,能够灵活调配公共资源,并通过与监管机构、交易所的紧密协作,提升行权行为的公信力和透明度。在私人实施机制属性方面,投服中心通过持有上市公司股份(100股)获取股东身份,直接参与公司治理,行使质询、建议和投票等股东权利,并通过股东诉讼、支持诉讼等方式保护中小投资者权益。从实际履行职责来看,截至2023年2月底,投服中心已持有5075家上市公司股票,累计行权3488次<sup>①</sup>,充分展现了其在资本市场中的积极监督作用。作为兼具公共与私人属性的创新型监管机制,投服中心的行权模式为投资者保护工作提供了新的路径。那么,投服中心行权能否切实改善公司并购绩效?其作用机制是什么?哪些因素会影响投服中心行权与并购绩效之间的关系?对这些问题的回答,不仅有助于揭示投服中心行权在投资者保护问题上的实际效果,丰富公司治理和并购重组领域的理论与实证研究,也为优化资本市场资源配置效率、推动经济高质量发展提供了重要参考。

本文的研究贡献包括两个方面。第一,本文丰富了投服中心行权经济效应的研究成果。文章聚焦于投服中心行权在企业并购重组交易中的实际作用及影响机制,为理解由政府发起但主要依靠市场力量运作的创新型监管方式提供了新的视角和实证证据。现有研究多集中于投服中心行权对企业财务重述<sup>[9]</sup>、盈余管理程度<sup>[10]</sup>和控股股东利益侵占行为<sup>[11]</sup>等方面的影响,而本文将研究场景拓展至并购重组领域,利用投服中心详细的行权数据展开分析,揭示了投服中心在复杂交易和信息高度不对称环境中的独特作用,为理解这种创新型监管方式的作用机制提供了更为直接的证据支撑。第二,本文丰富了公司并购绩效影响因素研究。文章从投服中心行权的角度考察其对公司并购绩效的影响,为提高资本市场资源配置效率提供了新的实践路径。现有文献主要探讨了股东积极主义<sup>[12]</sup>、公司内部治理机制<sup>[13]</sup>和外部媒体监督<sup>[14]</sup>等传统投资者保护机制在企业并购重组中的作用,鲜有文献关注投服中心这一“半公共一半私人”性质的特殊主体在并购重组中的行权效果。投服中心既以持股股东身份参与并购重组,又作为具有官方背景的公益组织扮演第三方监管者角色,其独特性质为研究投资者保护机制提供了新的视角。本文以投服中心行权为切入点,分析其对企业并购绩效的影响,并从主并公司管理层机会主义行为、并购事件信息透明度两个维度展开机制分析,为政府引导并购重组规范化、促进资本市场高质量发展提供了证据支持。

## 二、文献综述与理论分析

### (一)文献综述

#### 1.投服中心行权效果的相关研究

投服中心由证监会批准设立并直接管理,基于公益目的持有上市公司100股股票,通过事前持股行权机制、事中证券期货纠纷调解机制和事后证券支持诉讼机制对中小投资者权益进行保护。针对投服中心行权能否有效加强投资者保护这一重要现实问题,相关研究从多个角度进行了探讨。第一,投服中心行权能够对公司治理产生影响。已有研究表明,投服中心行权能够有效降低企业财务重述概率<sup>[9]</sup>,并降低盈余管理程度<sup>[10]</sup>,甚至在提升ESG表现方面也具有显著的积极影响<sup>[15]</sup>。第二,投服中心行权能够对中小投资者维权意识产生影响。通过诉讼维权等方式,投服中心可以有效改善虚假陈述诉讼案件中的赔偿和利益分配机制,进而催生中小投资者诉讼维权意识的觉醒,拓宽中小投资者诉讼维权的渠道<sup>[16]</sup>。第三,在最重要的投资者保护问题上,学者们发现投服中心行权对上市公司控股股东的利益侵占行为具有治理效应,有助于抑制大股东掏空<sup>[11]</sup>,可以有效抑制控股股东的股权质押行为,由此减少关联交易<sup>[17]</sup>。反映至资本市场上则具体表现为,投服中心行权能够缓解投资者信息劣势、提升资本市场定价效率并降低公司股价同步性等<sup>[18][19]</sup>。

## 2. 并购绩效影响因素的相关研究

公司并购重组活动具有较强的复杂性与较高的信息不对称性,尤其是关联方之间进行的并购重组。隐蔽性、复杂性特征使其更容易成为大股东掏空和财富转移的工具,也因此严重影响并购绩效目标的达成<sup>[20]</sup>。

现有文献多从并购重组事件自身特征、公司内部治理与外部监管三方面研究影响并购绩效的相关因素。从并购重组事件特征来看,并购绩效的影响因素包括但不限于是否签订业绩承诺协议、业绩承诺门槛及相关条款设置、有偿或无偿并购以及并购具体支付方式等<sup>[21][22]</sup>,可见并购重组事前、事中及事后的各阶段皆在不同程度上影响着并购绩效。从公司内部治理来看,内部控制、高管特征、股权特征及其他多种因素都会对并购绩效产生影响。研究表明,当高管权力缺乏制衡时,并购绩效因高管追逐个人利益而受到损害,内部控制则是良好的制衡机制<sup>[23]</sup>;股权国际化程度越高,即境外机构股东持股比例越高,越有利于提高并购短期市场绩效及长期整合绩效<sup>[24]</sup>。从外部监管来看,交易所问询函制度能够有效识别并购重组中的潜在风险,通过降低信息不对称程度来提升并购绩效<sup>[25]</sup>。

## 3. 文献评述

通过上述文献梳理可知,现有文献多集中于投服中心行权在公司治理和中小投资者保护问题上的积极作用,但对其在并购重组事件中的行权效果及具体作用机制关注不足。本文认为,并购重组交易作为中小股东利益受侵害的高风险领域,是检验投服中心行权效果的重要场景。如果投服中心在并购重组事件中通过行权能够显著提升并购绩效,则意味着其在阻断利益侵害链条、发挥投资者保护功能方面具有实质性效果。因此,本文基于并购重组情境下投服中心的行权效果及运行机制展开研究,有助于更为有的放矢地观察其实施效果。

### (二) 理论分析

投服中心的设立是中国监管方式创新的重要举措,旨在“通过持股行权的方式,从内部监督公司规范运作,从而成为现有监管措施的有益补充”<sup>[26]</sup>。那么,投服中心如何在并购重组这一关键领域有效发挥投资者保护作用? 本文从抑制管理层机会主义行为和提高并购信息透明度两个维度来分析。

公司高管掌握着并购的决策权,在并购活动中往往倾向于追求薪资、名誉和权力等私人利益,由此可能对公司价值和股东财富造成损害<sup>[27]</sup>。相关研究亦指出,中国上市公司的并购交易在一定程度上已沦为董事和高管攫取私人收益的工具<sup>[28]</sup>。投服中心高度关注并购重组过程中因代理冲突引发的内部人自利行为。当投服中心发现公司并购重组存在疑点时,可以通过网上行权提出质疑与问询、发送相关函件以获取公司答复以及参加媒体说明会并现场提问等多种途径,发挥监督与治理作用。第一,投服中心具有一定的“官方色彩”,其行权行为具有威慑效应,能够对公司管理层决策形成实质性约束。在并购过程中,投服中心以“半官方”身份代表中小投资者及时行权,对可能侵害中小股东利益的行为提出询问、质疑甚至提起诉讼,从而显著强化并购决策的外部监督,抑制主并公司管理层的套利动机。第二,投服中心的设立对中小投资者行权具有示范效应,能够带动原本“冷漠”的中小投资者积极参与公司治理<sup>[16]</sup>。在并购重组事项中,中小投资者以“用手投票”的方式维护自身利益,可以更有效地约束主并公司管理层和大股东的机会主义行为,减少其在并购过程中的自利动机,从而保障并购交易有良好的绩效表现。第三,投服中心通过参与重大资产媒体说明会等方式行权,能够吸引社会媒体和监管部门的关注<sup>[26]</sup>,进而形成更强的外部监督合力,压缩管理层寻租与机会主义行为的空间。综上,本文认为,投服中心行权能够在并购过程中有效抑制管理层机会主义行为,从而改善公司并购绩效。

在并购事件中,市场投资者与上市公司之间普遍存在信息不对称问题,这已成为制约并购绩效提升的核心障碍之一<sup>[29][30]</sup>。因此,提高并购重组交易过程中的信息透明度被认为是改善并购绩效的重要途径<sup>[31]</sup>,也自然成为投服中心在并购交易场景下高度重视并重点推进的工作方向。梳理既有投服中心行权实例发现,投服中心在行权过程中高度关注并购交易的信息披露是否充分、是否存在虚假陈述及是否合规披露等问题。例如,投服中心在参加 ST 昌九重大资产重组媒体说明会时,要求标的公

司在预案中揭示用户拓展及留存风险,披露过去三年“返利网”APP 及其网站单位用户拓展成本等相应数据。鉴于此,本文认为,投服中心能够凭借官方背景及专业素养有效识别出上市公司公开信息中潜藏的风险隐患,并通过股东身份以积极行权的方式向市场传递上述信息,为投资者打破信息壁垒、缓解信息不对称现象。首先,投服中心行权能够对并购交易过程中的信息披露行为形成强有力的外部约束。若公司因虚假陈述或信息披露违规被投服中心行权,将引发投资者对公司管理层客观性、内部控制效率及审计质量的质疑,这会损害公司声誉,倒逼公司在并购交易过程中更加谨慎,从而有效抑制内部人利用信息不对称损害并购绩效的行为<sup>[32]</sup>。其次,投服中心行权的示范效应不仅可以带动更多中小股东参与股东大会,提高议案的反对率,还能够鼓励中小投资者对并购过程中披露的公开信息提出合理质疑,促使主并公司进一步对相关问题做出信息含量充足的阐释,避免出现损害中小投资者合法权益的含糊其辞现象。最后,随着投服中心行权信息被媒体报道或监管部门关注,公司内部人掩盖信息的动机与能力都将显著降低<sup>[14]</sup>。在外部监督压力下,主并公司将更加重视并购相关信息披露,进行全面的审查,确保并购交易过程的合规性和完整性。基于此,本文认为投服中心行权能够有效提高并购过程的信息透明度进而提升并购绩效。

综合上述分析,本文提出如下研究假设:投服中心行权能够提升企业并购绩效。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

鉴于投服中心于 2014 年成立,且目前可获得的最完整行权信息披露截至 2021 年(2022 年行权动态信息存在缺失),本文选取 2014—2021 年沪深两市 A 股上市公司作为并购方完成的并购事件进行研究。本文从希施玛(CSMAR)并购重组数据库的“交易信息总表”中,获得 2014 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日的全部并购交易事件,共计 71387 个样本。然后,参照现有研究<sup>[33]</sup>,对并购交易事件初始样本进行如下筛选处理:(1)本文研究对象是并购方公司而非被并购公司,因此仅保留上市公司交易地位为“买方”的并购交易事件;(2)剔除 ST 类、\*ST 类等被证监会特别处理的上市公司发起并购的交易样本;(3)剔除资产剥离、资产置换和债务重组等并购交易事件样本;(4)若上市公司在同一年完成多起并购重组,仅保留公司在当年所完成的第一起并购,以降低上市公司不同并购事件之间的相互影响;(5)考虑到小规模并购事件对并购公司的价值影响相对较小,剔除交易金额小于 1000 万元人民币的并购交易样本。通过上述样本筛选,获得 9896 个并购交易样本事件,然后将这些并购交易样本与沪深 A 股公司一年度层面数据合并,再剔除金融保险业样本、控制变量存在缺失值的样本,最后共得到 5826 个公司一年度观测样本。

本文使用的上市公司主要财务数据、公司治理数据和并购重组数据均来自 CSMAR 数据库。投服中心行权数据由作者通过 Python 软件从中国投资者网爬取并手工整理获得,并购重组报告书数据由作者通过 Python 软件从巨潮资讯网爬取并手工整理获得。

#### (二)模型设计与变量定义

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta Exer_{i,t} + \lambda Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

本文通过构建模型(1)检验投服中心行权对企业并购绩效的影响。其中,被解释变量 CAR 为企业并购绩效。其通过市场模型法计算的股票累计超额收益率衡量,参数估计的区间设置为并购宣告前 150 个交易日至宣告前 30 个交易日,并将窗口期选择为 $[-2, 2]$ ,这一窗口期与现有其他研究保持一致。解释变量 Exer 是公司是否被投服中心行权的虚拟变量,若被行权(网上行权、参加股东大会或参加重大资产重组媒体说明会任意一项),该变量当年及以后年度取值为 1,否则取值为 0<sup>②</sup>。Exer 的回归系数  $\beta$ ,反映了投服中心行权对公司并购绩效的影响,根据本文的研究假设, $\beta$  应显著为正。模型(1)中的 Controls 代表所有控制变量。Industry 和 Year 分别表示行业和年份固定效应, $\epsilon$  表示随机扰动项,下标 i 和 t 分别表示公司和年份。变量定义详见表 1。本文所有回归中使用的连续变量均经过上下 1% 的缩尾处理,以缓解异常值可能产生的影响。

## 四、实证结果与分析

### (一)描述性统计分析

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。可以看到,Exer 的均值为 0.036,表明 3.6% 的样本被投服中心行权。ROA 的均值为 0.048,表明主并公司的平均资产收益率为 4.8%。Diver 的均值为 0.444,表明全部样本中 44.4% 的并购事项是基于多元化发展的目标。Paycash 的均值为 0.508,表明全部样本事件中 50.8% 的并购事项使用了现金支付的方式。此外,其他控制变量的分布都在合理范围内。

表 1 变量定义

变量名	变量定义
CAR	并购绩效,并购宣告日前后 2 日以市场模型法计算的股票累计超额收益率
Exer	公司是否被投服中心行权,如果被投服中心行权,该公司在当年及以后年度,取值为 1,否则为 0
Size	公司规模,期末资产总额取自然对数
ROA	资产收益率,当期净利润/期末资产总额
LEV	财务杠杆,期末负债总额/期末资产总额
Growth	净利润增长率,(当期净利润-上期净利润)/上期净利润
Inventory	存货周转率,当期营业成本/期末存货余额
Top1	第一大股东持股比例,第一大股东持股数量/公司总股数
Big4	是否为四大会计师事务所,若公司由国际四大会计师事务所提供审计服务,取值为 1,否则为 0
SOE	是否为国有企业,若公司属于国有企业,取值为 1,否则为 0
Diver	是否多元化并购,如果并购交易的目的是多元化发展,取值为 1,否则为 0
Paycash	并购是否采用现金支付,如果并购交易完全采用现金交易,取值为 1,否则为 0

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	25 分位数	75 分位数	最大值
CAR	5826	0.018	0.003	0.102	-0.257	-0.030	0.047	0.355
Exer	5826	0.036	0	0.187	0	0	0	1
Size	5826	22.419	22.238	1.256	20.243	21.503	23.136	26.206
ROA	5826	0.048	0.042	0.043	-0.099	0.022	0.069	0.195
LEV	5826	0.427	0.418	0.188	0.070	0.282	0.565	0.857
Growth	5826	0.112	-0.061	6.360	-37.217	-0.620	0.702	31.638
Inventory	5826	14.649	3.705	56.545	0.152	2.047	7.212	483.981
Top1	5826	33.958	32	14.410	9.130	22.440	43.620	71.920
Big4	5826	0.055	0	0.229	0	0	0	1
SOE	5826	0.303	0	0.456	0	0	1	1
Diver	5826	0.444	0	0.497	0	0	1	1
Paycash	5826	0.508	1	0.500	0	0	1	1

### (二)基准回归与稳健性检验

#### 1.基准回归

模型(1)的检验结果如表 3 所示。表 3 第(1)列中未加入模型的控制变量,第(2)列在第(1)列基础上加入控制变量,上述两列均同时控制了行业、年份固定效应。表 3 列(1)和列(2)中变量 Exer 的回归系数均在 5% 水平上显著为正,从经济意义来看,在被投服中心行权后,公司并购绩效增加了 0.015,这相当于增加了公司并购绩效均值的 0.8 倍(0.015÷0.018)。由此可见,投服中心行权能够显著提升公司并购绩效,这与本文的假设相符。

#### 2.稳健性检验

(1)内生性问题的检验。首先,本文使用倾向得分匹配

表 3 基础回归结果

变量	(1)	(2)
	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]
Exer	0.015** (2.36)	0.015** (2.45)
控制变量	否	是
行业固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
观测值	5826	5826
调整 R <sup>2</sup>	0.057	0.078

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5%和 10% 的水平上显著;括号内报告了经公司层面聚类处理的 T 值;限于篇幅,控制变量的结果未展示,留存备索。以下各表同。

(Propensity Score Matching, PSM) 寻找与实验组特征相似的控制组样本后再进行回归测试,以平衡处理组和对照组在协变量上的分布,减少可观测特征差异对估计结果的干扰。利用 PSM 配对后的样本进行回归,结果如表 4 列(1)和列(2)所示,与主回归结果基本保持一致。

其次,使用 PSM 方法可能存在因样本丢失而导致回归结果存在偏误的情况,为更高效地平衡处理组与对照组在可观测协变量上的分布,通过权重调整优化协变量分布的平衡性,本文根据熵平衡匹配(Entropy Balancing Matching)方法进行样本匹配<sup>[34]</sup>,再利用熵平衡配对后的样本重新进行检验,回归结果见表 4 列(3)和列(4),结论保持稳健。

最后,基于双重差分模型(DID)检验。2016 年 2 月,证监会批准中证中小投资者服务中心在上海、广东(深圳除外)和湖南三个地区先行开展持股行权试点;2017 年 4 月,持股行权推广至全国。鉴于此,本部分使用多期双重差分模型(DID)检验投服中心行权对企业并购绩效的影响,样本区间为 2014—2018 年。本文设置变量  $Treat \times Post$ ,定义为 2015 年及之前年份,该变量取值为 0;2016 年当公司所在地为上海、广东(不含深圳)和湖南时,该变量取值为 1,其他取值为 0;2017 年及之后年份,该变量取值为 1。本部分回归结果如表 4 列(5)和列(6)所示, $Treat \times Post$  的系数在 10%水平上显著为正,进一步验证了主回归结果的稳健性。

表 4 内生性问题的检验

变量	PSM 匹配		熵平衡匹配		DID 检验	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]
Exer	0.020*	0.018*	0.023***	0.019***		
	(1.91)	(1.86)	(3.12)	(2.90)		
$Treat \times Post$					0.024*	0.024*
					(1.73)	(1.77)
控制变量	否	是	否	是	否	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	930	930	5684	5684	3891	3891
调整 R <sup>2</sup>	0.079	0.113	0.108	0.154	0.063	0.088

(2)其他稳健性检验。首先,本文按照年度识别投服中心行权时间和并购时间,在同一年内,前者的月度时间可能晚于后者,本文将投服中心行权日期等于或晚于并购公告日的这部分并购事件样本剔除(剔除 2020 年及之后样本,受疫情影响,该期间行权较多以线上方式举行且行权日与公告发布日为同一天;剔除投服中心行权日期晚于首次并购公告日期的样本),仅保留行权时间早于并购公告日的样本重新进行回归,结果如表 5 列(1)和列(2)所示,结论依然保持稳健。其次,采用并购首次公告日前后两年企业资产收益率的变化量(记为  $\Delta ROA$ )来衡量并购的长期绩效,并据此重新进行回归分析,表 5 列(3)和列(4)报告了回归结果,本文研究结论依然具有稳健性。最后,在本文的研究中,可能存在一些未观测到的变量(如其他政策或随机性因素)影响投服中心的行权决策和公司并购绩效。因此,本文采用构建虚拟被行权公司的方法进行安慰剂检验,按照投服中心每年真实行权情况,从全样本中随机选择相同数量的虚拟被行权公司,将行权时间虚拟为真实行权时间的前 1 年,而后再按上文采用的 PSM 方法寻找未被行权公司。由此构建新的回归样本重新进行检验,如表 5 列(5)和列(6)所示,回归结果不显著,表明通过了安慰剂检验。

### (三)机制检验

#### 1.管理层机会主义行为

由上文理论分析可知,投服中心通过行权,可以在并购交易的各个环节(包括尽职调查、业绩承诺设置及交易条款设计等)发挥监督和约束作用<sup>[9][16][21]</sup>,从而提高主并公司治理水平,抑制其管理层机

会主义行为,进而改善并购绩效。参考既有的研究方法<sup>[35][36]</sup>,本文以高管超额在职消费作为管理层机会主义行为的代理指标,其计算方法为高管实际在职消费与预期在职消费之差。该指标数值越大,说明公司代理成本越高,管理层机会主义行为越明显。具体地,设置变量 AbsFee,定义为当公司高管超额消费大于样本中位数时,该变量取值为 1,否则为 0。然后在模型中加入 AbsFee 与 Exer 的交乘项。表 6 中列(1)的回归结果显示,交乘项在 5%水平上显著为正(估计系数为 0.033,t 值为 2.26),表明相比高管超额在职消费较低的公司,高管超额在职消费较高的公司在投服中心行权后存在显著的并购业绩提升效应,这意味着投服中心行权通过改善主并公司的治理水平,抑制了其管理层机会主义行为,从而显著提升并购绩效。

表 5 其他稳健性检验

变量	进一步剔除样本		更换并购绩效度量		安慰剂检验	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]	$\Delta$ ROA	$\Delta$ ROA	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]
Exer	0.020 ** (2.39)	0.020 ** (2.34)	0.011 ** (2.00)	0.011 ** (1.99)	0.023 (1.46)	0.024 (1.50)
控制变量	否	是	否	是	否	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	4501	4501	5817	5817	727	727
调整 R <sup>2</sup>	0.045	0.063	0.048	0.067	0.044	0.052

表 6 机制分析

变量	(1)	(2)	(3)
	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]
Exer	0.006 (0.92)	-0.023 (-0.71)	-0.008 (-0.57)
AbsFee×Exer	0.033 ** (2.26)		
Information×Exer		0.117 ** (2.46)	
$\Delta$ Forecast_Bias×Exer			0.036 * (1.74)
AbsFee	-0.005 (-1.55)		
Information		-0.017 (-1.03)	
$\Delta$ Forecast_Bias			-0.002 (-0.71)
控制变量	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
观测值	5826	428	2811
调整 R <sup>2</sup>	0.079	0.172	0.071

## 2. 并购交易信息透明度

由上文理论分析可知,投服中心在并购重组过程中通过网上提问、参与股东大会及参加媒体说明会等方式针对并购重组可能存在的问题提出质询或者建议,强化了中小投资者的内部监督作用,也吸引了外部媒体和监管机构的关注<sup>[14][18]</sup>,有利于提高公司并购过程的信息透明度,进而提升并购绩效。

本文借鉴现有研究<sup>[25]</sup>,将命名实体字数占并购重组报告书全文字数的比重作为公司披露并购信息含量的衡量指标。命名实体字数占报告书全文字数的比重越大,公司披露的并购信息含量越高。按照并购信息含量的中位数进行分组,设置变量 Information,定义为当公司披露的并购信息含量小于中位数时,该变量取值为 1,否则为 0,并在模型中加入 Information 与 Exer 的交乘项。表 6 中列(2)的回归结果表明,交乘项在 5%水平上显著为正(估计系数为 0.117,t 值为 2.46),表明相较于披露并购相关信息含量较高的公司,在披露并购信息含量较低的公司开展的并购活动中,投服中心行权带来的并购绩效提升效应会显著增强,即投服中心行权能够通过提高并购相关的信息含量来显著提升公司并购绩效。

另外,借鉴现有文献的研究方法<sup>[25][30]</sup>,通过计算并购事件首次公开宣告日前后分析师预测乐观程度的差值(D)衡量并购交易信息透明度。D 值越大,并购交易信息透明度越低。按照 D 值的中位数进行分组,设置变量  $\Delta\text{Forecast\_Bias}$ ,定义为 D 大于中位数时,该变量值为 1,否则为 0,并在模型中加入  $\Delta\text{Forecast\_Bias}$  与 Exer 的交乘项。表 6 列(3)的回归结果表明,交乘项在 10%水平上显著为正(估计系数为 0.036,t 值为 1.74),表明当并购交易信息透明度较低时,投服中心行权带来的并购绩效提升效应会更加显著,说明投服中心行权能够通过提高并购交易信息透明度进而提升公司并购绩效。

#### (四)异质性分析

##### 1.基于投服中心行权特征的异质性分析

考虑到并购活动本身极具复杂性与不确定性,企业利用并购方式进行利益侵占的现象尤为突出<sup>[20][37]</sup>,本文从投服中心行权内容是否与企业并购相关这一维度展开异质性分析。在公司并购重组过程中,相较于与并购无关的常规投服中心行权行为,与并购相关的行权通常具有明确的问题导向,其行权时点集中于并购决策关键节点(如预案公告后、股东大会前及重组审核阶段),行权直指估值作价、业绩承诺和支付方式等核心内容,能够更为有效地发挥监督作用。基于此,本文预期相较于与并购无关的常规行权行为,投服中心开展的与并购直接相关的专项行权能够更为显著地提升并购绩效。为验证上述推测,本文从中国投资者网“行权服务”栏目和巨潮资讯网手动搜集补充投服中心行权内容数据,按照行权内容是否与并购重组相关设置对应的变量,带入模型(1)作为解释变量分别进行回归检验。设置变量 Exer1,定义为当投服中心行权内容与并购重组相关时,取值为 1,否则为 0;设置变量 Exer2,定义为当投服中心行权内容与并购重组无关时,取值为 1,否则为 0。结果如表 7 列(1)和列(2)所示,投服中心与并购相关的行权能够显著提升公司的并购绩效,而投服中心与并购无关的行权与公司并购绩效之间无显著相关关系。

此外,文本长度能在一定程度上体现主体对问题的重视程度<sup>[38]</sup>。在投服中心行权过程中,较长的行权文本通常包含更为全面的问题分析和更细致的论证过程,这种专业化的监督姿态会对被行权公司产生较大的问责压力,从而督促被行权公司提供更具实质性的解释或调整交易方案。本文预期,当投服中心提出的问题比较详尽时,发挥的监督作用更为有效,即对公司并购绩效的提升效应更为显著。为验证上述推测,本文根据投服中心行权提问的文字数量设置对应的变量,带入模型(1)作为解释变量分别进行回归检验。设置变量 Exer3,定义为当投服中心行权提问字数高于总行权样本中位数时,取值为 1,否则为 0。设置变量 Exer4,定义为当投服中心行权提问字数低于总行权样本中位数时,取值为 1,否则为 0。结果如表 7 列(3)和列(4)所示,投服中心行权时,较多的提问字数能够显著提升公司的并购绩效,而较少的提问字数与公司并购绩效之间无显著相关关系。

##### 2.基于主并公司特征的异质性分析

(1)内部控制质量。公司内部治理机制的缺陷导致对内部人行为的约束与监督效能显著弱化,这为内部人的机会主义行为创造了更大的操纵空间<sup>[23]</sup>。这时公司管理层和大股东更有可能出于自利动机而忽略并购项目的真实价值,并购后的绩效表现也更不尽如人意。投服中心作为投资者保护机构,在行权的过程中会更加关注这类公司,带动中小投资者积极参与治理,更好地发挥中小投资者的监督职能。因此本文预计,投服中心行权对并购绩效的提升效应在主并公司内部控制质量较低时更

为显著。

为验证上述推测,本文使用迪博数据库的内部控制指数衡量公司的内部控制质量。公司的内部控制指数越大,表明公司内部控制质量越高。接下来,按照公司内部控制指数的中位数进行分组检验。表7中列(5)和列(6)的回归结果表明,Exer的系数在主并公司内部控制质量较低的样本组中显著为正,而在内部控制质量较高的样本组中,Exer的回归系数并不显著。这意味着较差的公司治理可能导致管理层权力过大,缺乏有效的监督,投服中心作为外部监督力量,能够在这种背景下发挥更为积极的作用,进而带动并购市场产生正向反应。

(2)信息不对称程度。在公司并购重组过程中,由于信息不对称现象的存在,占据信息优势地位的利益相关者很有可能利用这些私有信息进行机会主义行为,违背通过并购重组提高企业价值的初衷,盲目追求个人私利,从而导致并购绩效低下<sup>[39]</sup>。当主并公司信息不对称程度较高时,投服中心在并购重组过程中更可能通过网上提问、参与股东大会等方式针对可能存在的问题提出质询或者建议,帮助中小投资者开拓新的信息渠道,强化中小投资者的监督作用。因此本文预计,投服中心行权对并购绩效的提升效应在主并公司信息不对称程度较高时更为显著。

为验证上述推测,本文借鉴现有研究<sup>[40]</sup>,使用主并公司的盈余管理程度衡量公司的信息不对称程度,公司的盈余管理程度越高,则公司的信息不对称程度越高。按照公司盈余管理程度的中位数进行分组,结果如表7列(7)和列(8)所示。Exer在主并公司信息不对称程度较高的样本组中表现出显著的正向影响,而在信息不对称程度较低的样本组中没有显著影响。这表明,当信息不对称程度较高时,投服中心能够更有效地发挥监督作用,其行权行为对公司并购绩效的提升效应也就更为显著。

表7 异质性分析

变量	与并购相 关的行权	与并购无 关的行权	提问字 数多	提问字 数少	主并公司 内部控制 质量低	主并公司 内部控制 质量高	主并公司 信息不对 称程度低	主并公司 信息不对 称程度高
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]	CAR[-2,2]
Exer1	0.033** (2.00)							
Exer2		0.007 (1.11)						
Exer3			0.046*** (2.64)					
Exer4				0.004 (0.64)				
Exer					0.016* (1.82)	0.017 (1.63)	0.002 (0.21)	0.031*** (3.40)
组间系数差异检验 P值(Chow-Test)					0.072		0.076	
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	5826	5826	5826	5826	2872	2872	2789	2788
调整 R <sup>2</sup>	0.078	0.078	0.079	0.078	0.089	0.079	0.079	0.079

## 五、进一步分析

### (一)对主并公司生产效率的影响

从长期效应来看,并购的协同效应能够提高企业的资源整合能力,降低生产成本,继而提升生产

效率<sup>[41]</sup>。投服中心行权通过监督并购过程,确保资源流向更具效率的领域,从而最大化并购的规模经济效益,为提升生产效率创造有利条件。同时,投服中心行权通过持续跟踪并购后的整合过程,确保并购双方在技术、管理和市场等方面的协同效应得到充分发挥,优化生产要素配置,进而实现生产效率的持续改善。本文预期投服中心通过行权改善企业并购绩效后,能够更好地促进企业资源的合理分配,更好地发挥出并购的协同效应,进而提高并购企业的生产效率。

为了进一步分析投服中心行权给并购企业带来的经济后果,本文继续分析投服中心行权对并购完成后公司生产效率的影响。本文使用全要素生产率衡量公司的生产效率,并设置  $\Delta TFP$ ,定义为主并公司并购后 1 年的生产效率与并购发生当年生产效率之间的差值,将该变量替换模型(1)的被解释变量重新进行回归,结果如表 8 所示。表 8 列(1)和列(2)的回归结果表明,Exer 变量的系数至少在 10%水平上显著为正,表明投服中心行权后主并公司的生产效率显著提高。

### (二)地区溢出效应

根据威慑理论,当观察到同地区公司因违规行为受到投服中心行权约束时,其他公司会提高风险感知,主动规范自身行为以避免类似后果。而且,同一地区公司之间存在密切的社会网络关系,信息能够通过正式或非正式渠道快速传递,促使企业在并购决策、投融资决策和资本结构等方面相互借鉴和优化<sup>[42][43]</sup>。因此,投服中心行权不仅能够推动被行权公司的中小投资者进一步发挥监督职能,还会影响到被行权公司所在地区的其他企业的并购决策。因此,投服中心行权的治理作用将在同地域公司中产生正向的溢出效应,即提高被行权公司同一地区内其他公司的并购绩效。

本文认为当公司与被投服中心行权的公司属于同一城市时,则会受到投服中心行权溢出效应的影响。基于此,本文设置变量 Exer\_same,定义为如果公司与被投服中心行权的公司处于同一个城市,则行权当年及之后,该变量取值为 1,否则为 0。随后,将该变量代入模型(1)中重新进行回归,结果如表 8 所示。表 8 列(3)和列(4)的回归结果表明,Exer\_same 变量的系数均在 5%水平上显著为正,表明投服中心行权后能够对同地区的公司并购绩效产生溢出效应。

表 8 进一步分析

变量	主并公司后续生产效率		地区溢出效应	
	$\Delta TFP$		CAR[- 2,2]	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Exer	0.025 *	0.033 **		
	(1.68)	(1.97)		
Exer_same			0.008 **	0.007 **
			(2.10)	(2.03)
控制变量	否	是	否	是
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	5655	5655	5826	5826
调整 R <sup>2</sup>	0.037	0.087	0.057	0.077

## 六、结论与启示

作为我国资本市场投资者保护机制的重要创新,投服中心的设立旨在切实维护中小投资者合法权益,而中小投资者利益侵害问题尤为突出的并购重组领域,自然成为其功能发挥的关键场景。本文聚焦于投服中心行权对并购绩效的影响效应及其作用机制,以此为切入点系统评估其在中小投资者保护中的实际成效。研究发现,投服中心行权能够显著提高企业并购绩效,此结论在一系列稳健性检验后均成立。机制分析表明,投服中心主要通过抑制主并公司管理层机会主义行为和增强并购交易信息透明度两条路径提升并购绩效,且上述效应在行权内容与并购事项高度相关、行权提问的文字数

量较多的情形下,以及主并公司内部控制质量较差、信息不对称程度较高时更为显著。进一步研究发现,从长期效应来看,投服中心行权能够提高并购公司的生产效率;从溢出效应来看,投服中心行权能够提高被行权公司同一地区公司的并购绩效。

从理论层面来看,本文研究投服中心行权对公司并购绩效的影响以及具体机制,有助于深入理解中国投资者保护公益组织的运行效果及作用机制。从实践层面来看,本文的研究结论具有以下三点重要意义。第一,于政策制定者而言,应重视中小投资者利益保护的持股行权形式,在现有“半公共—半私人”实施机制基础上进一步完善细节;投服中心应以投资者需求为导向,继续坚持“为民、奉献、专业、引领”的工作理念以增强市场各方,特别是中小投资者对持股行权逻辑的理解,更好地发挥持股行权的示范引领作用。第二,于资本市场而言,信息不对称及代理问题仍是并购重组活动实现预期效果的底层核心障碍,应更多地针对问题源头实施行之有效的治理机制。一方面,上市公司应主动改善信息环境,进行真实的并购重组信息披露;另一方面,中小投资者也需充分了解自身权力的行使范围,以凝聚投服中心、企业与投资者三者间的共识。第三,于并购重组活动的具体监管工作而言,投服中心的持股行权工作既要关注上市公司的价值创造活动,又要关注其公司治理情况。并购重组活动是两者结合的重点场景,投服中心对公司并购重组事件需要一以贯之地加强重视并积极行权,努力探索、践行股东积极主义,维护中小投资者合法权益。

#### 注释:

①数据来源于经济日报发布的《投服中心更好保护投资者合法权益》,网址为:[http://paper.ce.cn/pc/content/202304/04/content\\_271977.html](http://paper.ce.cn/pc/content/202304/04/content_271977.html)。

②第一,本文选择网上行权、参加股东大会或重大资产重组媒体说明会作为行权方式的原因如下:投服中心还有发送股东函件、查阅上市公司资料、提出议案、联合其他股东行权及提起诉讼等多种行权方式维护中小股东权益,受限于数据可得性,难以捕捉上述行为。第二,本文按照年度识别投服中心行权时间和并购时间,在同一年内,前者的月度时间可能晚于后者。通过手工检索和整理投服中心行权事件的具体日期,我们发现,样本中约85%的行权事件发生在并购公告日之前。虽然少部分样本中投服中心参加并购重组媒体说明会日期晚于并购公告日,但经查阅相关行权文件发现,投服中心在参加媒体说明会前已对该并购事项保持持续关注。例如,在卧龙地产重大资产重组案例中,投服中心代表在媒体说明会上表示:“非常高兴能代表投服中心参加此次媒体说明会,会前我们对卧龙地产的重大资产重组预案和已知的五项信息进行了研究,发现卧龙地产可能存在规避借壳、资产估值公允性、业绩承诺与补偿合理性等问题,可能严重影响中小投资者的合法权益。”这一事实表明,投服中心在正式披露行权前已通过调研、沟通等方式关注和介入相关并购事项,其事前关注行为同样可能对并购交易的决策过程产生影响。

#### 参考文献:

[1] Jovanovic, B., Rousseau, P. L. Mergers as Reallocation[J]. *Review of Economics and Statistics*, 2008, 90(4): 765—776.

[2] 刘莉亚,何彦林,杨金强.生产率与企业并购:基于中国宏观层面的分析[J].*经济研究*,2016(3):123—136.

[3] Xiong, W., Yu, J. The Chinese Warrants Bubble[J]. *American Economic Review*, 2011, 101(6): 2723—2753.

[4] Chen, Z. H., Ke, B., Yang, Z. F. Minority Shareholders' Control Rights and the Quality of Corporate Decisions in Weak Investor Protection Countries: A Natural Experiment from China[J]. *The Accounting Review*, 2013, 88(4): 1211—1238.

[5] Shleifer, A., Vishny, R. W. Large Shareholders and Corporate Control[J]. *Journal of Political Economy*, 1986, 94(3): 461—488.

[6] 孔东民,刘莎莎,黎文靖,等.冷漠是理性的吗?中小股东参与、公司治理与投资者保护[J].*经济学(季刊)*, 2013(1):1—28.

[7] Polinsky, A. M., Shavell, S. The Economic Theory of Public Enforcement of Law[J]. *Journal of Economic Literature*, 2000, 38(1): 45—76.

[8] Jackson, H., Roe, M. Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(2): 207—238.

[9] 何慧华,方军雄.监管型小股东的治理效应:基于财务重述的证据[J].*管理世界*,2021(12):176—195.

[10] 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,

- [11] 甘月,李增福.投服中心行权与控股股东利益侵占——基于关联交易视角[J].财经研究,2023(11):80—94.
- [12] Kim, K. A., Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P., Nofsinger, J. R. Large Shareholders, Board Independence, and Minority Shareholder Rights: Evidence from Europe[J]. Journal of Corporate Finance, 2007, 13(5): 859—880.
- [13] 吴磊磊,陈伟忠,刘敏慧.公司章程和小股东保护——来自累积投票条款的实证检验[J].金融研究,2011(2):160—171.
- [14] Ang, J. S., Hsu, C., Tang, D., et al. The Role of Social Media in Corporate Governance[J]. The Accounting Review, 2021, 96(2): 1—32.
- [15] 汤旭东,张星宇,杨玲玲.监管型小股东与企业 ESG 表现——来自投服中心试点的证据[J].数量经济技术经济研究,2024(4):173—192.
- [16] 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.
- [17] 余怒涛,苗瑞晨,张华玉.投服中心行权保护中小股东利益了吗:基于控股股东股权质押视角[J].会计研究,2024(6):87—101.
- [18] 陈克兢,熊熊,杨国超,等.投服中心行权与投资者信息劣势缓解:基于股价崩盘的视角[J].世界经济,2022(9):204—228.
- [19] 陈克兢,熊熊,杨国超,等.中小投资者保护制度创新与资本市场定价效率提升——基于投服中心行权的证据[J].经济学(季刊),2023(6):2297—2314.
- [20] 李增泉,余谦,王晓坤.掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据[J].经济研究,2005(1):95—105.
- [21] 杨超,谢志华,宋迪.业绩承诺协议设置、私募股权与上市公司并购绩效[J].南开管理评论,2018(6):198—209.
- [22] 葛结根.并购支付方式与并购绩效的实证研究——以沪深上市公司为收购目标的经验证据[J].会计研究,2015(9):74—80.
- [23] 赵息,张西栓.内部控制、高管权力与并购绩效——来自中国证券市场的经验证据[J].南开管理评论,2013(2):75—81.
- [24] 庄明明,余鹏翼,李善民.股权国际化能够促进我国企业并购绩效提升吗[J].会计研究,2024(5):48—65.
- [25] 李晓溪,杨国超,饶品贵.交易所问询函有监管作用吗?——基于并购重组报告书的文本分析[J].经济研究,2019(5):181—198.
- [26] 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.
- [27] 杜兴强,曾泉,杜颖洁.政治联系、过度投资与公司价值——基于国有上市公司的经验证据[J].金融研究,2011(8):93—110.
- [28] 李善民,毛雅娟,赵晶晶.高管持股、高管的私有收益与公司的并购行为[J].管理科学,2009(6):2—12.
- [29] Cheung, Y. W., Qian, X. Empirics of China's Outward Direct Investment[J]. Pacific Economic Review, 2009, 14(3): 312—341.
- [30] 陈诣之,潘敏.机构投资者调研与并购绩效——基于信息不对称视角的研究[J].经济管理,2022(4):175—192.
- [31] 潘红波,余明桂.目标公司会计信息质量、产权性质与并购绩效[J].金融研究,2014(7):140—153.
- [32] Yuan, R., Sun, J., Cao, F. Directors' and Officers' Liability Insurance and Stock Price Crash Risk[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 37:173—192.
- [33] 陈仕华,王雅茹.企业并购依赖的缘由和后果:基于知识基础理论和成长压力理论的研究[J].管理世界,2022(5):156—175.
- [34] Hainmueller, J. Entropy Balancing for Causal Effects: A Multivariate Reweighting Method to Produce Balanced Samples in Observational Studies[J]. Political Analysis, 2012, 20(1): 25—46.
- [35] 权小锋,吴世农,文芳.管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J].经济研究,2010(11):73—87.
- [36] 袁天荣,王霞.财务报告信息可比性与上市公司并购绩效[J].中南财经政法大学学报,2021(4):26—36.
- [37] 唐清泉,韩宏稳.关联并购与公司价值:会计稳健性的治理作用[J].南开管理评论,2018(3):23—34.

- [38] 沙勇忠,王峥嵘,詹建.政民互动行为如何影响网络问政效果?——基于“问政泸州”的大数据探索与推论[J].公共管理学报,2019(2):15—27.
- [39] 田高良,韩洁,李留闯.连锁董事与并购绩效——来自中国A股上市公司的经验证据[J].南开管理评论,2013(6):112—122.
- [40] Hutton, A. P., Marcus, A. J., Tehranian H. Opaque Financial Reports, R<sup>2</sup>, and Crash Risk[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 94(1): 67—86.
- [41] Sheen A. The Real Product Market Impact of Mergers[J]. The Journal of Finance, 2014, 69(6): 2651—2688.
- [42] 万良勇,梁婵娟,饶静.上市公司并购决策的行业同群效应研究[J].南开管理评论,2016(3):40—50.
- [43] 李佳宁,钟田丽.企业投资决策同伴效应及其特征的实证检验——基于中国上市公司的面板数据[J].中国管理科学,2019(12):22—31.

## Can the Exercise of China Securities Investor Services Center Improve M&A Performance?

LI Wen<sup>1</sup> LIAO Wang<sup>2</sup> TANG Xuesong<sup>2</sup>

(1.School of Finance, Nanjing Agricultural University, Nanjing 210095,China;

2. School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China)

**Abstract:** Merger and acquisition(M&A) is an important way for companies to enhance their operational strengths and improve their value, as well as an important form of resource allocation in the capital market. Using M&A events from 2014 to 2021 in which Chinese A-share listed companies served as the acquiring firms, this paper examines the impact of the exercise of China Securities Investor Services Center(CSISC) on M&A performance. The study finds that the exercise of CSISC can significantly improve the performance of M&A. The mechanism analysis reveals that the exercise of CSISC enhances corporate M&A performance by curbing the opportunistic behavior of the acquiring firm's management and enhancing information transparency in mergers and acquisitions. This effect is more pronounced in cases involving M&A-related inquiries, or those with longer textual content, acquiring firms with weaker internal control quality, and scenarios characterized by higher information asymmetry. Further tests show that, from a long-term perspective, the exercise of CSISC can improve the subsequent productivity of acquiring firms; from a spillover perspective, the exercise of CSISC can improve the M&A performance of other companies located in the same region as the exercised company. This paper provides new empirical evidence for understanding the exercising effect and mechanism of CSISC, and also offers references for improving the investor protection system, optimizing M&A performance, and enhancing the efficiency of the capital market.

**Key words:** China Securities Investor Services Center; M&A Performance; Small and Medium Shareholders; Governance of Exercising

(责任编辑:易会文)