

职业董秘与投资者保护的关系研究

——信息披露质量的中介作用

刘美玉¹, 曹刚²

¹广州工商学院, 广东 广州

²佛山科学技术学院, 广东 佛山

收稿日期: 2022年6月15日; 录用日期: 2022年10月14日; 发布日期: 2022年10月24日

摘要

针对我国上市公司信息披露质量不高, 投资者利益不断受到侵害的现状, 本文通过分析职业董秘与投资者保护的关系以及信息披露质量的中介作用, 揭示了职业董秘对投资者保护的影响机制, 并利用我国中小板上市公司样本验证了这一机制的存在。结果表明: 职业董秘有利于上市公司的投资者保护; 不同专业背景职业董秘的投资者保护存在差异; 信息披露质量是职业董秘影响投资者保护的部分中介变量。本文结论既可以为上市公司合理选择和聘用董秘提供建议, 又可以为监管机构引导和规范董秘行为提供决策依据, 还能够为研究投资者保护提供一些可借鉴的思路和经验证据。

关键词

职业董秘, 信息披露质量, 投资者保护, 中介作用

Research on the Relationship between Professional Secretaries and Investor Protection

—The Intermediary Role of Information Disclosure Quality

Meiyu Liu¹, Gang Cao²

¹Guangzhou College of Technology and Business, Guangzhou Guangdong

²Foshan University, Foshan Guangdong

Received: Jun. 15th, 2022; accepted: Oct. 14th, 2022; published: Oct. 24th, 2022

Abstract

In view of the current situation that the quality of information disclosure of listed companies in China is not high and the interests of investors are constantly infringed, by analyzing the relationship between professional board secretaries and investor protection and the mediating role of information disclosure quality, this paper reveals the impact mechanism of professional board secretaries on investor protection and verifies the existence of this mechanism by using a sample of China's small and medium-sized board listed companies. The results show that: professional board secretaries are beneficial to the investor protection of listed companies; there are differences in investor protection of professional board secretaries with different professional backgrounds; the quality of information disclosure is part of the mediating variable that professional board secretaries affect investor protection. The conclusions of this paper can not only provide suggestions for listed companies to reasonably select and employ board secretaries but also provide a decision-making basis for regulatory agencies to guide and regulate board secretaries' behavior and can also provide some ideas and empirical evidence for the study of investor protection.

Keywords

Professional Board Secretary, Quality of Information Disclosure, Investor Protection, Intermediate Effect

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

自我国资本市场建立以来, 投资者保护问题一直是个永恒的话题。证券市场频频发生的包装上市和内幕交易等违规行为严重损害了处于弱势地位的中小投资者利益, 而由公司治理问题引发的投资者利益侵害更是不胜枚举[1]。如何保护投资者的权益不受侵害, 一直是理论研究和企业实践探讨的热点和难点。伴随着我国中小板与创业板的相继推出, 越来越多的公司将上市排入日程, 致使熟谙资本运作并掌握相关专业知识的的人才纷纷成为拟上市公司竞相追逐的对象, 从而催生了董秘这一职业群体的涌现和成长, 也推动了我国学者对董秘在推动公司 IPO 进程方面展开研究。吴育辉等[2]以 2006~2012 年成功上市的 996 家企业为样本, 研究董秘与公司 IPO 进度的关系, 揭示了董秘在公司 IPO 进程中的作用。陈健[3]指出, 拟上市公司董秘有着市场需求巨大、能力较强但职业忠诚度不高的特点, 该群体除了承担传统上市公司董秘需履行的职责外, 还需要承担推进公司上市总导演的角色。然而, 这些研究大都忽视了公司成功上市后董秘职责的履行和作用的发挥。张宏亮和崔学刚[4]借助金牌董秘的评比结果, 探讨了投资者关系管理与公司价值之间的关系, 杜兴强等[5]实证研究了公司董秘非正常离职的经济后果, 揭示了董秘非正常离职对上市公司的会计业绩、市场业绩和违规概率的影响。

董秘制度是上市公司治理机制的重要组成部分, 董秘作为外部投资者与上市公司沟通的重要桥梁, 如果董秘能够尽责履职, 及时、客观和完整地披露公司信息, 投资者便可据此做出客观的投资判断。目前, 已有学者试图揭示董秘的个性特征与信息披露质量的关系[6] [7] [8], 更多的学者已经证实信息披露质量影响上市公司的投资者保护水平。本文的主要贡献在于两点: 其一, 现有文献着眼于监管需要和维

护资本市场的健康发展, 研究董秘制度在加快公司 IPO 进程和公司治理发挥的重要作用, 而董秘作为公司的高管在公司治理中的作用往往被忽视, 尚无文献专门研究董秘对投资者保护产生的重要影响; 其二, 董秘是否通过提高上市公司的信息披露质量, 从而加强了对投资者的保护, 目前还没有这方面的研究。本研究试图以职业董秘对信息披露质量的影响这一传导途径来证明其对投资者保护的作用, 即职业董秘是否通过向投资者及时、公开和完整地传递上市公司信息, 以帮助投资者做出投资判断, 进而避免投资者承担更大的风险或遭受不必要的损失。通过探究职业董秘、信息披露质量和投资者保护三者的关系, 以期丰富并拓展董秘制度、信息披露质量和投资者保护等领域的相关研究。

2. 理论分析与研究假设

投资者保护的契约论和法律论为世界各国加强对投资者权益的保护提供了政策上的理论支持, 但如果公司内部治理存在漏洞, 仍无法解决公司内部人与外部投资者之间的矛盾。上市公司存在着双重代理问题, 一是管理层与股东之间的代理问题, 二是大股东与中小股东之间的代理问题, 由此, 投资者保护涉及到约束经理人和控股股东机会主义行为两个方面的问题, 前者可以通过减少代理成本以保护全体投资者的利益, 后者可以避免控股股东掠夺以保护中小投资者的利益。

董秘是公司各方利益的交汇点, 在上市公司扮演极为重要的角色。2006 年实施的《公司法》规定上市公司设董事会秘书, 由此董秘在上市公司的地位不断提升, 治理作用日渐显现。此后, 证监会和交易所相继出台了相关规定, 对董秘制度进行细化及规范。随着董秘在上市公司的职责不断明确, 其作用发挥日渐凸显, 随之而来的是对董秘的要求也在不断提高。上市公司为了使董秘更好地履行职责, 要求董秘精通某些专业知识, 拥有丰富的专业背景, 证监会明确董秘要严格履职, 协助上市公司规范运作, 切实履行信息披露义务, 证券交易所要求董秘要参加相关培训、取得资格证书。为确保董秘有效履行职责, 上海和深圳证券交易所要求上市公司董秘应当具备履行职责所必需的财务、法律和管理等专业知识, 具有良好的职业道德和个人品质, 必须参加相关培训与考试、取得资质证书并定期参加后续培训, 这种高标准和严要求使董秘成为公司高管中职业化程度最高的职位。对此, 借鉴学者吴育辉等[2]的观点, 我们把掌握财会、法律和金融等多方面知识, 具有相关专业背景的董秘称为职业董秘。

伴随着我国资本市场中小板和创业板 IPO 高潮的加快, 掌握财会、法律和金融等多方面知识, 曾在会计师事务所、律师事务所和券商投行等领域工作的从业人员纷纷跳槽到上市公司担任董秘, 这一现象催生了职业董秘这一群体的快速成长。那么, 职业董秘能否促进上市公司加强对投资者的保护? 首先, 职业董秘掌握更多的专业知识, 拥有相关领域丰富的工作经验, 他们了解上市公司的运作方式, 熟悉公司对外信息披露的要求, 也重视上市公司与外界的沟通和联系, 这些都有助于协助董事会和管理层规范公司运作, 增进投资者对公司的了解和认同。其次, 职业董秘具有更高的政策敏感性, 他们掌握监管层对上市公司的规范和要求, 更加关注证监会、交易所的监管要求和相关规则, 尤其是对会计师事务所、律师事务所、券商投行等中介机构更为熟悉和了解, 这显然有助于说服董事会和控股股东并督促董事、监事和高管遵守法律、规章、规范性文件及公司章程, 确保公司切实履行对投资者做出的承诺。由此可见, 职业董秘不仅可以通过丰富的知识和经验促使上市公司规范运作, 引导上市公司完善公司治理, 还可以促进上市公司加强对内和对外的沟通交流, 从而改善上市公司与投资者的关系, 这些都有助于上市公司加强对投资者的保护。基于此, 本文提出以下假设:

H1: 职业董秘有助于提高上市公司的投资者保护水平。

仔细分析职业董秘的背景, 依据所侧重的专业知识或工作经验又可以分为以下四种: 曾在会计师事务所工作或者担任上市公司的财务总监, 具有财务和会计专业知识或经验的职业董秘; 曾在律师事务所工作, 具有法律方面专业知识或经验的职业董秘; 曾在已上市公司担任董秘或者证券事务代表, 具有董

秘岗位工作经历和相关专业知识的职业董秘；曾在券商投行工作，具有金融和证券投资专业知识或经验的职业董秘。由于不同职业背景的董秘长期在所属的职业领域发展，在履行职责时考虑问题的出发点和关注点各不相同，因而对投资者保护的程度和效果也会有所差异。财务会计是一项专业性较强的工作，财会知识的拥有者不仅可以通过会计核算反映企业的真实情况，还能够以此对企业代理问题中的自利行为进行监督和控制[9]，针对控股股东的资金占用和关联交易，依赖其丰富的专业经验可以判断这些行为可能造成的不良后果并采取措施予以防范，避免中小投资者的利益受到损害。法律专业背景的职业董秘熟悉各项法律条文，能够从法律角度防范公司违法、违规事项的发生，对上市公司可能产生的法律纠纷以及可能承担的法律风险做出专业判断，及早发现公司“潜伏”的法律风险并采取有效对策，使公司更加规范和有序发展。对曾经担任已上市公司董秘或证券事务代表的职业董秘，他们熟知商业运营规则，了解投资者的心理及习惯，对完善公司治理有着更为丰富的实践经验，这些都有利于协助管理层实施公司战略和决策，从而更好地履行董秘职责。与此相对应的，来自券商投行的职业董秘擅长金融投资方面的运作，在诸如证券经纪交易、投资咨询、公司理财等方面富有经验，但公司运营并不单纯是一项投资活动，加之他们供职于券商投行的大背景，熟知证券市场的运作和要求以及明规则和潜规则，在投资者保护方面往往是形式大于内容，因此，相比其他专业背景的职业董秘，对投资者保护的影响作用可能有限。为此，本文提出以下假设：

H1a: 相较于券商投行背景的职业董秘，财会专业背景的职业董秘对投资者保护的影响更明显。

H1b: 相较于券商投行背景的职业董秘，法律专业背景的职业董秘对投资者保护的影响更明显。

H1c: 相较于券商投行背景的职业董秘，董秘岗位背景的职业董秘对投资者保护的影响更明显。

我国监管机构将公开信息披露的职责归于公司董秘，董秘负责协调公司信息披露事务，组织制定信息披露管理制度，督促相关信息披露义务人遵守信息披露的相关规定。已有学者从董秘的个性特征出发，探讨公司董秘对信息披露质量的影响，高强和伍利娜[6]发现董秘由公司副总兼任可以提高信息披露质量，兼任董事的董秘在提高信息披露方面的作用不显著。周开国等[7]的研究发现，董秘持股降低了信息披露质量，而董秘年龄、教育水平、任职时间、兼任情况等对信息披露质量没有显著影响。翟光宇等[8]的研究表明，银行董秘持股不仅没有造成信息披露质量的下降，相反提高了信息披露质量。本文认为，具有财会、法律、金融和管理等领域专业知识和丰富经验的职业董秘，对信息披露的专业性和复杂性有着更为准确的判断，这不仅在信息披露的正确理解上具有相对优势，从而确保上市公司及时、公开地披露各种信息，更重要的是凭借其专业能力，对公司相关信息是否可以披露、如何披露以及披露后的影响做出职业判断。因此，职业董秘的这种经验和职业背景有助于做好上市公司的信息披露工作，提高上市公司的信息披露质量。由此提出以下假设：

H2: 职业董秘能够提高上市公司的信息披露质量。

投资者保护问题产生的根源之一是信息不对称，缓解信息不对称的重要机制在于信息披露的及时和完整。如果上市公司能够充分、透明地公布内部信息，就能更好地帮助投资者根据这些信息做出“利己”决策，实现自我的保护[10]。事实上，作为公司内部人的管理层和控股股东拥有较多的信息，外部的中小投资者则知之甚少，中小股东只能通过上市公司公开披露的信息做出判断，所以提高上市公司的信息披露质量，尽量削减所谓的“内部信息优势”，使外部投资者更多地了解公司内部情况，就可以防范大股东或管理层利用信息优势损害中小投资者利益。Elliot and Jacobson [11]证明了信息披露充分有助于投资者寻找优质的企业，把握最佳的投资机会，Keim and Madhavan [12]认为，上市公司信息披露越规范、透明度越高，越容易获得投资者的认可，公司股价也越高。较高的信息披露质量能够缓解信息的不对称，降低投资者信息收集的成本，达到保护投资者的效果[13]。提高信息披露质量能显著降低代理成本，减少

投资者所获得的信息差异,有助于约束内部人的掠夺行为[14]。综上所述,信息披露质量越高,公司价值和股票价格越高,资本成本和代理成本越低,这恰恰说明了上市公司信息披露工作做得越好,投资者所受到的潜在利益损害越少,赚取的相对收益越多,因而投资者保护程度就越高。由此提出以下假设:

H3: 信息披露质量有助于提高上市公司的投资者保护水平。

信息披露起到信号传递的作用,上市公司通过信息披露向投资者传递其真实业绩、内在价值和预期收益,投资者据此做出判断并修正对上市公司投资价值的评价与最终决策。因此,良好的内部治理机制通过提供较高的信息披露频度和信息价值含量,弥补外部制度环境的不足,从而更好地保护投资者[15]。董秘制度作为公司治理机制的重要组成部分,董秘对内是公司股东、董事会、监事会和经理层的协调人,对外则代表公司与政府主管部门、中介机构联系和沟通,而具有专业背景的职业董秘,熟悉监管部门对信息披露的规范和要求,重视上市公司与投资者的沟通与交流,对信息披露的专业性和复杂性有着精准的理解和判断,这不仅能够敦促董事会和管理层及时、规范地披露公司信息,减少公司与投资者之间的信息不对称,还能够通过提高信息频率和信息价值,改善上市公司与投资者的关系,抑制控股股东对中小股东的侵占,降低各种代理成本,从而提高对投资者的保护。由此提出以下假设:

H4: 信息披露质量是职业董秘与投资者保护的中介变量。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

本文选择 2006~2018 年深市中小板上市公司为样本,并进行如下筛选:1) 剔除金融、保险类公司;2) 剔除 ST 和*ST 公司;3) 剔除交叉上市的公司;4) 剔除相关数据缺失的公司。职业董秘个人数据、信息披露质量、投资者保护的相关数据来源于国泰安(CSMAR)数据库、锐思(RESET)金融数据库和深圳证券交易所的官方网站。

3.2. 变量定义与度量

投资者保护是一个复合的概念,目前还没有统一、权威的衡量标准,学者们采用各种方法来度量投资者保护水平。1) 从法律角度建立中小股东保护的指标体系[16] [17] [18] [19],该方法的缺点是过于强调法律的作用而存在一定的片面性。2) 以某一特定指标衡量投资者保护水平[20] [21],这种方法相对简单、数据容易获取,但以单一指标进行度量有可能以偏概全。3) 构建综合性的投资者保护指数[22] [23],这种方法虽然指标设计带有一定的主观性,但构建的指数相对全面。本文采用构建综合性指标来度量投资者保护水平,在参考国内外学者关于投资者保护水平度量方法的基础上,通过投资者收益权、中小股东投票权、董事会独立性、公司潜在利益侵占和违规情况五个方面共六项指标的投资者保护指数。

本文将职业董秘界定为具有会计师事务所、律师事务所、券商投行等工作经历或曾经担任上市公司的董秘、财务总监、证券事务代表等职务的董秘。同时,根据职业董秘所侧重的专业领域,又细分为财会、法律、券商投行和董秘岗位四种专业背景。

借鉴学者们的研究,采用证券分析师盈余预测精度来衡量信息披露质量[24] [25]。证券分析师是依据上市公司公开披露的信息预测盈余的,如果上市公司信息披露充分,则证券分析师便可以获得更多的信息做出盈余预测,所以证券分析师预测精度越高,说明上市公司的信息披露质量越高。这一指标用证券分析师盈余预测偏差与实际每股收益之比的绝对值的相反数来衡量。

为保证构建模型的稳定性和有效性,本文对以下变量进行控制:

1) 董秘兼任。董秘兼任公司其他职务会分散其时间和精力,并引起由兼职职位带来的权利限制,使其难以有效发挥作用。

2) 董秘薪酬。薪酬高低及公平与否会影响董秘的尽职程度, 也影响董秘对信息披露、投资者关系管理和规范公司治理的投入程度。

3) 董秘持股。董秘持股关乎其职位的独立性, 从而对其履行职责产生影响。

4) 财务杠杆。公司负债率较高时, 管理层会对外披露更多的信息以避免过高的财务风险带来的负面影响, 但高财务杠杆公司往往存在较大的财务风险, 因而不利于投资者的保护。

5) 股权集中度。股权相对集中, 有利于大股东限制管理层侵犯股东权益, 但股权过分集中, 又会造成大股东与中小股东的利益冲突, 不利于中小投资者的保护。

6) 审计机构类型。聘用大型审计机构反映出上市公司的信息披露质量相对较高, 审计机构的监督差异会影响大股东的资金占用, 从而决定中小投资者的保护程度[26]。

7) 产权性质。一般而言, 国有控股公司的信息披露质量较高, 但我国国有控股公司大股东的资金侵占往往多于其他类型的公司[27]。

8) 上市公司规模。小公司信息收集成本较高, 大公司自愿披露信息的动机更为强烈, 所以公司规模越大, 内部控制的信息越多, 信息披露质量就越高, 则投资者保护程度相对较好。变量定义如表 1 所示。

Table 1. Variable names and definitions

表 1. 变量名称及定义

| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 变量含义 | |
|-------|--------|--------|-------------------|------------------|
| 被解释变量 | 投资者保护 | Prot | 以表 1 构建的综合指数衡量 | |
| 解释变量 | 职业董秘 | Prof | 职业董秘为 1, 非职业董秘为 0 | |
| 中介变量 | 信息披露质量 | Disc | 证券分析师盈余预测精度 | |
| 控制变量 | 董秘个人 | 董秘兼任 | Jr | 董秘兼职记为 1, 否则记为 0 |
| | | 董秘薪酬 | LnPay | 董秘的现金薪酬取自然对数 |
| | | 董秘持股 | Share | 董秘持股记为 1, 否则记为 0 |
| | 上市公司 | 财务杠杆 | Lev | 总负债/总资产 |
| | | 股权集中度 | Fir | 第一大股东持股比例 |
| | | 审计机构类型 | Aud | 是“四大”记为 1, 否则记 0 |
| | | 产权性质 | Sta | 国有控股公司为 1, 否则为 0 |
| | | 公司规模 | LnSize | 公司总资产的自然对数 |

3.3. 模型构建

本文构建回归模型进行检验:

$$Prot = \alpha_0 + cProf + \alpha_1Jr + \alpha_2LnPay + \alpha_3Share + \alpha_4Lev + \alpha_5Fir + \alpha_6Aud + \alpha_7Sta + \alpha_8LnSize + \varepsilon \quad (1)$$

$$Disc = \alpha_0 + aProf + \alpha_1Jr + \alpha_2LnPay + \alpha_3Share + \alpha_4Lev + \alpha_5Fir + \alpha_6Aud + \alpha_7Sta + \alpha_8LnSize + \varepsilon \quad (2)$$

$$Prot = \alpha_0 + b_1Disc + \alpha_1Jr + \alpha_2LnPay + \alpha_3Share + \alpha_4Lev + \alpha_5Fir + \alpha_6Aud + \alpha_7Sta + \alpha_8LnSize + \varepsilon \quad (3)$$

$$Prot = \alpha_0 + c'Prof + b_2Disc + \alpha_1Jr + \alpha_2LnPay + \alpha_3Share + \alpha_4Lev + \alpha_5Fir + \alpha_6Aud + \alpha_7Sta + \alpha_8LnSize + \varepsilon \quad (4)$$

4. 实证检验与结果分析

4.1. 描述性统计分析

主要变量的描述性统计显示, 样本公司的投资者保护程度差异较大, 最大值为 58.474, 最小值为 25.052, 均值 44.166; 职业董秘的均值为 0.338, 即中小板上市公司中职业董秘占上市公司董秘的三成以上; 信息披露质量的最小值为-44.5, 最大值为 0, 均值为-0.818, 说明中小板上市公司的信息披露质量差异明显。

4.2. 相关性分析

表 2 报告了变量之间的相关性。投资者保护与职业董秘显著正相关, 与信息披露质量显著正相关, 职业董秘与信息披露质量显著正相关, 这与前文的分析结果一致。其它变量中, 董秘薪酬与投资者保护、信息披露质量显著正相关, 财务杠杆与投资者保护、信息披露质量显著负相关; 而董秘兼任、股权集中度、公司规模与投资者保护显著负相关, 董秘持股与投资者保护显著正相关。

Table 2. Correlation of the main variable

表 2. 主要变量的相关性

| | Prot | Prof | Disc | Jr | Lnpay | Share | Lev | Fir | Aud | Sta | Lnsz |
|--------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-------|------|
| prot | 1 | | | | | | | | | | |
| prof | 0.042 [*] | 1 | | | | | | | | | |
| disc | 0.093 ^{***} | 0.057 ^{**} | 1 | | | | | | | | |
| jr | -0.084 ^{***} | 0.031 | -0.019 | 1 | | | | | | | |
| lnpay | 0.071 ^{***} | 0.010 | 0.092 ^{***} | 0.184 ^{***} | 1 | | | | | | |
| share | 0.146 ^{***} | -0.087 ^{***} | 0.037 | 0.070 ^{***} | 0.178 ^{***} | 1 | | | | | |
| lev | -0.294 ^{***} | 0.045 [*] | -0.101 ^{***} | 0.017 | -0.003 | -0.093 ^{***} | 1 | | | | |
| fir | -0.418 ^{***} | -0.006 | 0.030 | -0.022 | 0.003 | -0.170 ^{***} | 0.013 | 1 | | | |
| aud | 0.001 | -0.034 | 0.002 | -0.041 [*] | 0.057 ^{**} | -0.031 | 0.050 ^{**} | 0.051 ^{**} | 1 | | |
| sta | -0.037 | -0.030 | 0.019 | -0.043 [*] | 0.053 ^{**} | 0.019 | 0.082 ^{***} | 0.038 [*] | -0.049 ^{**} | 1 | |
| lnsize | -0.189 ^{***} | 0.005 | -0.015 | 0.040 [*] | 0.358 ^{***} | 0.037 | 0.447 ^{***} | 0.137 ^{***} | 0.179 ^{***} | 0.027 | 1 |

注: 表中为主要变量的 Person 相关系数, ***表示 $p < 0.01$, **表示 $p < 0.05$, *表示 $p < 0.1$ 。

4.3. 回归分析

表 3 是把模型(1)、(2)、(3)和(4)中的各变量进行中心化处理后的回归结果。模型(1)的回归结果显示, 职业董秘与投资者保护在 1%水平上显著正相关($c = 0.059$), 即职业董秘有助于提高上市公司的投资者保护程度, 这证明了本文的第一个假设; 模型(2)显示, 职业董秘与信息披露质量在 1%水平上显著正相关($a = 0.065$), 这证明了本文的第二个假设; 模型(3)显示, 信息披露质量与投资者保护在 1%水平上显著正相关($b1 = 0.067$), 这证明了本文的第三个假设。对假设 4 的验证, 首先模型(1)中系数 c 是显著的, 其次模型(2)中系数 a 和模型(4)中系数 $b2$ 都显著, 并且由模型(4)可知, c' 显著且为 0.055, 小于 c 的 0.059, 也就是说, 在职业董秘对投资者保护的影响机制中, 信息披露质量起到了部分中介作用, 这证明了本文的第四个假设。

Table 3. Empirical regression results
表 3. 实证回归结果

| | 模型 1 | 模型 2 | 模型 3 | 模型 4 |
|--------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| | prot | disc | prot | prot |
| prof | 0.059*** (3.022) | 0.065*** (2.844) | | 0.055*** (2.814) |
| disc | | | 0.067*** (3.401) | 0.063*** (3.217) |
| jr | -0.109*** (-5.465) | -0.037 (-1.593) | -0.105*** (-5.265) | -0.106*** (-5.357) |
| lnpay | 0.100*** (4.566) | 0.096*** (3.771) | 0.095*** (4.340) | 0.094*** (4.283) |
| share | 0.052** (2.562) | 0.026 (1.085) | 0.045** (2.235) | 0.050** (2.488) |
| lev | -0.260*** (-11.569) | -0.097*** (-3.714) | -0.251*** (-11.143) | -0.254*** (-11.282) |
| fir | -0.402*** (-20.080) | 0.036 (1.526) | -0.406*** (-20.250) | -0.405*** (-20.230) |
| aud | 0.037* (1.883) | 0.005 (0.203) | 0.035* (1.765) | 0.037* (1.873) |
| sta | -0.006 (-0.303) | 0.021 (0.934) | -0.009 (-0.468) | -0.007 (-0.373) |
| lnsize | -0.057** (-2.356) | -0.012 (-0.430) | -0.058** (-2.359) | -0.057** (-2.330) |
| Adj-R ² | 0.279 | 0.021 | 0.280 | 0.282 |
| F 值 | 82.999*** | 5.569*** | 83.373*** | 76.101*** |

注：括号内为标准差，***表示 $p < 0.01$ ，**表示 $p < 0.05$ ，*表示 $p < 0.1$ 。

为了验证和比较不同职业背景董秘对投资者保护的影响，我们构建了模型(5)。模型(5)是以券商投行背景的职业董秘为基准， n_1 表示财会专业背景与券商投行背景的差异， n_2 表示法律专业背景与券商投行背景的差异， n_3 表示董秘岗位背景与券商投行背景的差异。

$$Prot = n_0 + n_1 Acc + n_2 Law + n_3 Dong + \alpha_1 Jr + \alpha_2 LnPay + \alpha_3 Share + \alpha_4 Lev + \alpha_5 Fir + \alpha_6 Aud + \alpha_7 Sta + \alpha_8 LnSize + \varepsilon$$

回归结果显示，财会专业背景的职业董秘对投资者保护的正向影响显著大于券商投行背景的职业董秘，假设 H1a 成立；法律专业背景的职业董秘对投资者保护的正向影响显著大于券商投行背景的职业董秘，假设 H1b 得到支持；董秘岗位的职业董秘与来自券商投行的职业董秘对投资者保护水平的影响无显著差异，假设 H1c 未得到支持，原因可能在于一些公司是出于加快公司上市进度的目的而聘用曾经担任已上市公司董秘或证券事务代表的职业董秘，因而更看重职业董秘的过往经验，疏于对董秘履行职责的管理，因而对投资者保护不够积极。因此，相较于财会、法律专业背景的职业董秘来说，曾担任上市公

司董秘和证券事务代表以及券商投行背景的职业董秘, 对投资者保护的正向影响就相对有限了。

4.4. 稳健性检验

首先, 针对投资者保护这一变量进行替换并进行稳健性检验。减少两权分离带来的代理成本是投资者保护要解决的重要问题, 本文选取管理费用与营业费用之和占营业收入的比重衡量代理成本, 以代理成本的反数(daili)作为投资者保护的替代变量进行验证, 未发现实质性改变。其次, 采用深圳证券交易所的信息披露考评等级进行稳健性检验。深圳证券交易所自 2001 年对上市公司的信息披露情况进行考评, 该评价体系充分考虑信息披露的及时性、准确性、完整性、合法性以及奖惩情况和配合交易所工作情况, 考评结果具有专业性和可靠性。以深交所公布的信息披露考评等级替代证券分析师预测精度来衡量信息披露质量, 对表 2 和表 3 的结果重新进行验证, 结果未发现实质性改变。综上可见, 稳健性检验得到了与之前相同的结论, 这些都表明本研究的结果真实可靠。

5. 结论和建议

为探究职业董秘对投资者保护的影响, 本文引入信息披露质量作为中介变量, 利用我国中小板上市公司 2006~2018 年的数据验证了这一影响。结果发现: 职业董秘有助于提高上市公司的投资者保护程度, 说明董秘的职业背景确实是影响上市公司投资者保护的重要因素之一; 不同专业背景的职业董秘在投资者保护上存在差异, 相较于券商投行背景的职业董秘, 财会和法律背景的职业董秘更有助于提高投资者的保护水平, 而董秘岗位的职业董秘对投资者保护的影响无明显差异; 信息披露质量是职业董秘影响投资者保护的部分中介变量, 即职业董秘利用其专业背景更好地履行董秘职责, 通过提高上市公司的信息披露质量, 使投资者权益得到了更好的保护。

针对我国资本市场上市公司信息披露质量不高、投资者利益保护不够的现状, 要提高上市公司对投资者的保护水平, 仅仅依靠法律法规和强制性的董秘制度很难实现, 依据本文揭示的职业董秘与投资者保护的关系, 提出以下政策建议: 1) 上市公司要合理选择和聘用具有专业背景的董秘, 并规范董秘的任职资格和履职范围。董秘的特殊地位决定了其并非负责一般的事务性工作, 上市公司要拓宽董秘人才的选任渠道, 合理选择和聘任具有专业背景的职业董秘, 明确规定董秘的任职资格和任免程序, 积极发挥职业董秘的专长, 保证董秘有能力在完善公司信息披露和投资者保护上发挥作用。在合理选择和聘用职业董秘的同时, 上市公司要构建一套制度安排, 严格董秘的任职条件, 明确董秘的职责权限, 确保董秘在促进公司规范运作、提高公司信息披露质量和保护投资者利益等方面的重要职责, 从而健全上市公司的董秘制度。2) 监管部门要推进董秘的职业化进程, 加快职业董秘的市场化建设。虽然国内外董秘任职所必备的专业知识和工作经验大同小异, 但程序上却有所不同。国外一般是培训在前聘任在后, 在我国通常是先聘任为公司董秘, 再进行职业资格培训, 这种职业发展形式不仅束缚了董秘队伍的壮大, 也限制了上市公司日益增加的对职业董秘的需求。因此, 监管机构可参照注册会计师和律师的职业管理方式, 由监管部门统一职业标准, 定期举行专业资格考试和综合素质评定, 并授予董秘资格证书, 以此推进董秘的职业化进程。此外, 董秘的职业发展方向应当向职业经理人靠拢, 加快职业董秘的市场化建设可考虑建立董秘事务所, 职业董秘以加入事务所的方式执业, 也可以借鉴协会组织的方式, 成立董事会秘书协会, 通过协会制定董秘行业标准和职业准则, 以此规范董秘的执业行为。

基金项目

国家自然科学基金面上项目“企业并购依赖: 知识依赖还是成长压力?”(项目编号: 72072025); 广东省普通高校人文社科重点研究基地“广东服务贸易‘双循环’研究中心”(项目编号: 2021WZJD002)。

参考文献

- [1] 李维安, 张立党, 张苏. 公司治理、投资者异质信念与股票投资风险——基于中国上市公司的实证研究[J]. 南开管理评论, 2012(6): 135-146.
- [2] 吴育辉, 张秋煌, 魏志华. 职业董秘与企业 IPO 进度[C]//第七届公司治理国际研讨会论文集. 2013: 6-7.
- [3] 陈健. 拟上市公司董事会秘书职业发展趋势研究[J]. 产业与科技论坛, 2013(14): 107-110.
- [4] 张宏亮, 崔学刚. 投资者关系、公司价值与投资者保护——基于金牌董秘评比结果的实证研究[J]. 财贸研究, 2009(4): 138-144.
- [5] 杜兴强, 冯文滔, 裴红梅. IPO 公司“董秘”非正常离职的经济后果: 基于中国资本市场的经验证据 [J]. 投资研究, 2013(8): 47-64.
- [6] 高强, 伍利娜. 兼任董秘能提高信息披露质量?——对拟修订《上市规则》关于董秘任职资格新要求的实证检验 [J]. 会计研究, 2008(1): 47-54.
- [7] 周开国, 李涛, 张燕. 董事会秘书与信息披露质量[J]. 金融研究, 2011(7): 167-181.
- [8] 翟光宇, 武力超, 唐大鹏. 中国上市银行董事会秘书持股降低了信息披露质量吗?——基于 2007~2012 年季度数据的实证分析[J]. 经济评论, 2014(2): 127-138.
- [9] 周繁, 张馨艺. 公允价值与稳健性: 理论探讨与经验证据——2009 年会计理论专题学术研讨会综述[J]. 会计研究, 2009(7): 89-91.
- [10] 李维安, 王倩. 投资者保护微观效应文献综述: 基于影响机制复杂性与结果多样性的新观察[J]. 南开管评论, 2011, 14(6): 4-15.
- [11] Elliot, R.K. and Jacobson, P.D. (1994) Cost and Benefits of Business Information Disclosure. *Accounting Horizons*, **8**, 80-96.
- [12] Keim, D.B. and Madhavan, A. (1995) Anatomy of the Trading Process Empirical Evidence on the Behavior of Institutional Traders. *Journal of Financial Economics*, **3**, 371-398. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00799-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00799-7)
- [13] Heflin, F. and Hsu, C. (2008) The Impact of the SEC's Regulation of Non-GAAP Disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, **12**, 349-365. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.07.002>
- [14] 杜兴强, 周泽将. 信息披露质量与代理成本的实证研究——基于深圳证券交易所信息披露考评的经验证据[J]. 商业经济与管理, 2009(12): 76-82.
- [15] Dechow, P.M. and Dichev, I.D. (2002) The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *Accounting Review*, **77**, 35-59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- [16] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998) Law and Finance. *Journal of Political Economy*, **106**, 1113-1115. <https://doi.org/10.1086/250042>
- [17] 沈艺峰, 许年行, 杨熠. 我国中小投资者法律保护历史事件的实证检验[J]. 经济研究, 2004(9): 90-100.
- [18] 许年行, 吴世农. 我国中小投资者法律保护影响股权集中度的变化吗?[J]. 经济学(季刊), 2006(2): 893-922.
- [19] 王鹏. 投资者保护、代理成本与公司绩效[J]. 经济研究, 2008(2): 68-82.
- [20] 王克敏, 陈井勇. 股权结构、投资者保护与公司绩效[J]. 管理世界, 2004(7): 127-133.
- [21] 张人骥, 刘春江. 股权结构、股东保护与上市公司现金持有量[J]. 财贸经济, 2005(2): 3-9.
- [22] 姜付秀, 支晓强, 张敏. 投资者利益保护与股权融资成本[J]. 管理世界, 2008(2): 117-125.
- [23] 曾昭灶, 李善民, 陈玉罡. 我国控制权转移与投资者保护关系的实证研究[J]. 管理学报, 2012(7): 960-967.
- [24] Bhattacharya, U., Daouk, H. and Welker, M. (2003) The World Price of Earnings Opacity. *The Accounting Review*, **78**, 641-678. <https://doi.org/10.2308/accr.2003.78.3.641>
- [25] 曾颖, 陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. 经济研究, 2006(2): 69-80.
- [26] DeFond, M., Wong, T.J. and Li, S.H. (2000) The Impact of Improved Auditor Independence on Audit Market Concentration in China. *Journal of Accounting and Economics*, **28**, 269-305. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00005-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00005-7)
- [27] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排来——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J]. 会计研究, 2004(12): 3-13.