

# 监督还是干扰：中小股东积极主义 与企业财务风险

张照南 王裕 姜越群

**摘要：**本文采用2009至2018年我国A股上市公司数据，实证检验了中小股东参与公司治理对企业财务风险的影响以及相应的作用机理。研究发现，中小股东参与公司治理降低了企业的财务风险。中介效应检验结果表明，中小股东参与公司治理通过监督管理层和约束控股股东影响了企业财务风险。进一步研究发现，相对于其他企业，在信息环境和法律环境较差的企业中，中小股东参与公司治理对财务风险的抑制作用更加显著。本文结论不仅验证了中小股东参与公司治理的有效性，还发现了中小股东积极主义与外部环境的替代效应，为鼓励中小股东参与决策、完善公司治理机制、保护中小投资者利益提供了一定的参考依据。

**关键词：**中小股东；股东积极主义；公司治理；财务风险

**中图分类号：**F830.91 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2020)02-0071-13

## 一、引言

股东积极主义是指股东采取一系列行动来影响公司管理和董事会(姚云和于换军, 2019), 这些行动包括递交股东提案、私下协商、在股东大会质询以及使用公司投票权(Becht等, 2003; Becht等, 2010)。中小股东积极主义属于股东积极主义的一种, 通常指中小股东行使股东权利, 主动参与公司决策, 向公司管理层施加压力从而实现自身诉求。现有关于中小股东积极主义与公司绩效关系的研究并未形成一致结论。有研究认为, 中小股东参与企业决策有助于减少代理问题, 提升公司价值, 最大化股东利益(Bebchuk, 2005); 也有研究认为, 中小股东干预或许只是一种为满足短期利益而以损害公司长期发展为代价的自私

行径, 可能造成企业管理和经营上的混乱, 或因为判断偏误而降低公司价值(Bainbridge, 2006; Belloc, 2013; 郑国坚等, 2016)。中小股东积极主义是有效监督还是干扰行为? 为寻找答案, 本文将从财务风险这一影响企业可持续发展的重要因素出发, 探讨中小股东积极主义对企业财务风险的影响。

在不确定环境下, 财务风险时刻威胁着企业的生存与发展, 同时对整个国家的经济发展产生不利影响。公司治理与财务风险控制关系密切, 多数上市公司陷入财务困境的根源在于公司治理机制失效(王克敏, 2004; Lee和Yeh, 2004), 而具有监督作用的治理机制能提高企业避免破产和预测破产的能力(Fich和Slezak, 2008)。股东积极主义是一项重要的治理机制, 其中股东拥有最为重要的一项法律

收稿日期: 2019-12-19

基金项目: 国家自然科学基金项目(71762024)

作者简介: 张照南, 中南财经政法大学会计学院博士生;

王裕, 中国信达资产管理股份有限公司博士后;

姜越群, 中国信达资产管理股份有限公司。

权力就是重大公司决策中的投票权。中小股东可以通过股东大会投票来影响公司决策,对公司进行积极的监督。尽管中小股东积极主义的作用仍然存在争议,但监管层一直重视保护中小投资者利益,成立中证中小投资者服务中心有限责任公司,建设上市公司股东大会网络投票平台,修订《公司法》《上市公司治理准则》,同时注重深化投资者教育,鼓励中小股东积极参与公司治理,由“用脚投票”向“用手投票”转变,依法行使股东权利。已有研究表明,监管层通过加强中小股东的投票权来提高投资者保护水平,起到了一定的作用(Yao等,2010; Berkman等,2010; Chen等,2011)。随着中国资本市场日益成熟,中小股东的维权意识逐渐提高,中小股东通过参加股东大会等方式积极参与公司治理,维护自身权益,必将对企业财务风险产生重要影响。因此,从财务风险的角度考察中小股东参与决策的治理效应,对我国企业的可持续发展具有现实意义。

本文根据2009至2018年我国A股上市公司股东大会投票数据,实证检验了中小股东积极参与公司治理对企业财务风险的影响。研究发现,中小股东参与公司治理显著降低了企业财务风险。中介效应的检验结果表明,中小股东参与公司治理通过监督管理层、约束控股股东的机会主义行为影响了财务风险,从而为中小股东参与公司治理缓解财务风险的机理提供了一定的证据支持。进一步地,我们发现在信息环境和法律环境更差的企业中,中小股东参与公司治理的监督效应更加明显。

与已有文献相比,本文在以下三个方面推进了相关研究:第一,已有研究主要从股权结构、董事会治理、治理环境等方面探讨了公司治理对财务风险的影响,但对于股东积极主义对财务风险的影响少有提及,本文以股东大会投票数据,更直接地考察了中小股东参与公司治理对企业财务风险的影响,从而为财务风险控制这一问题的研究提供了新的证据。第二,现有文献侧重于股东积极主义对企业行为、绩效及价值的影响研究,较少涉及股东积极主义的风险效应,本文探讨了中小股东积极主义对企业财务风险的影响,丰富了股东积极主义所产生经济后果领域的文献。第三,本文在检验中小股东积极主义降低企业财务风险的作用时考虑了公司所处的外部环境,发现股东积极主义与外部环境之间存在替代效应,为外部环境对企业财务行为提供了新的证据支持。

## 二、理论分析与研究假设

代理成本是影响财务风险的重要因素之一,公司治理也正是通过影响代理成本而作用于财务风险的(Warfield

等,1995; Faccio等,2001; 于富生等,2008)。公司治理上的弱化是企业陷入财务困境的最主要原因(王克敏,2004; Lee和Yeh,2004),而具有监督作用的治理机制有利于缓解股东和管理层、控股股东和中小股东之间的利益冲突,减少代理成本,降低财务风险,提高企业避免破产和预测破产的能力(Fich和Slezak,2008)。通常认为,中小股东参与公司治理,可以对管理层和控股股东进行积极的监督,降低代理成本(黎文靖和孔东民,2013; 胡茜茜和朱永祥,2018),在改善公司治理、提高企业价值方面发挥一定的作用(Bebchuk,2005),从而影响企业所面临的财务风险。

中小股东参与公司治理影响企业财务风险主要来源于两种途径:第一,监督管理层的机会主义行为。所有权与经营权分离使得管理层比股东拥有更多的信息优势,管理层可能由此谋取自身私利,如额外消费、过度负债、非效率投资等,给企业带来损失(Ang等,2000; 蒋东升,2011),增加企业的财务风险,甚至使企业陷入危机(姜付秀等,2009)。中小股东参与公司决策有助于引导管理层更加看重企业的长远利益,使企业融资方式、融资偏好和融资期限发生改变,并保留剩余资金(Bebchuk,2005)。中小股东也可以通过行使投票权来阻止不利于公司发展的决议获得通过,减少管理层的私利行为(胡茜茜和朱永祥,2018),从而提高资金使用效率,降低财务风险。此外,在企业内外部信息不对称情况下,外部投资人将预期其投资存在较大的风险,进而要求更高的风险溢价,从而形成高额的外部融资成本。积极参与公司治理的中小股东通过行使质询权、建议权、查阅权,对企业更加了解,掌握更多做出有效决策所需的信息,也能在一定程度上引发外部监督力量的关注(贾莹丹,2015),有助于减少企业内外信息不对称程度,缓解企业融资约束,降低企业财务风险。第二,约束控股股东的利益侵占行为。在集中的股权结构下,控股股东和中小股东之间存在严重的利益冲突(La Porta等,1999)。随着公司股权结构的集中,控股股东的侵占能力增强(唐清泉等,2005; 俞红海等,2010),可能会出现侵占公司整体利益的代理问题,并增大公司陷入财务困境的概率(Lee和Yeh,2004; 王克敏和姬美光,2006)。中小股东可以通过行使投票权直接否决损害其自身利益的提案从而对控股股东进行积极监督,识别和约束控股股东的利益侵占行为(郑志刚,2007; Chen等,2010; 李姝等,2018)。中小股东也可以通过行使提案权,提名代表自身利益的董事,并通过董事会对控股股东进行监督和制衡。祝继高等(2015)的研究表明,中小股东提名的董事比独立董事更有动机或能

力去监督控股股东，显著地提升企业的未来业绩。吴磊磊等(2011)研究表明，小股东还可以通过影响公司章程条款的方式来增进自身福利，累计投票条款设置能增加所推人选进入董事会的概率，公司被恶意侵占的可能性变小。因此，中小股东参与公司治理有助于抑制控股股东损害中小股东利益的控制权私利行为，如降低关联交易、资金占用等，提高公司价值(Bloch和Hege, 2003; 郑秀田和许永斌, 2013; 孔东民等, 2013)，从而降低企业财务风险(苏坤等, 2010; 黄曼行和任家华, 2014)。

但是，中小股东积极参与公司治理也可能给企业带来消极影响。“干扰论”认为，中小股东没有公司经营的技巧和水平，也缺乏监督相关的信息，干预或许只是一种为满足短期利益而以损害公司长期发展为代价的自私行径，从而加剧企业的财务风险。Bainbridge(2006)认为，中小股东直接参与公司决策反而会降低公司价值，因为他们并不具备做出有效决策所需的充分信息，导致判断偏误，做出不利于企业价值提升的决策。Listokin(2010)则认为，仅仅简单地赋予中小股东更多的权力，在较弱的法律环境中也无法保证权力的有效实施与执行，对企业治理水平的改善作用非常有限。Belloc(2013)对48个国家样本的实证研究发现，中小股东保护可能产生一定的消极作用，其机会主义行为会减少创新等有利于企业长远发展的活动。郑国坚等(2016)认为，由于中小股东存在治理角色定位不当、短期偏好等局限，中小股东掌握控制权可能造成企业在治理和经营管理等方面的混乱。中小股东网络投票的数据也表明，较高的中小投资者参与程度会给管理层带来压力，

可能促使管理层更高层次的盈余管理(孔东民和刘莎莎, 2017)。

因此，中小股东参与公司治理既可能降低财务风险，亦可能对公司产生不利影响，从而加剧财务风险。基于此，本文提出以下对立假说：

H1a：股东积极主义会发挥监督效应，中小股东参与公司治理会降低企业财务风险。

H1b：股东积极主义会发挥干扰效应，中小股东参与公司治理会加剧企业财务风险。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源与样本选择

本文选取2009至2018年间我国沪深两市A股上市公司为初始样本，删除了金融类、房地产类、当年上市以及数据缺失和无效的上市公司样本数据，最终得到3123家上市公司17935个观测值。本文所用数据分别来自国泰安数据库(CSMAR)和万得数据库(Wind)。为了消除极端值对研究结论的影响，本文对所有连续变量进行了上下1%分位的Winsorize处理。

#### (二)变量定义

##### 1. 因变量：企业财务风险(Z)

借鉴MacKie-Mason(1990)、吴国鼎和张会丽(2015)、刘柏等(2019)等的研究，本文的企业财务风险(Z)采用经MacKie-Mason(1990)修正后的Altman Z值衡量。Z值越大，表示企业陷入财务困境的潜在可能性越低，财务风险也越小，反之亦然。Z值的计算公式如下： $Z=1.2 \times$  营运资

表1 变量定义

变量名称	变量代码	变量解释
企业财务风险	Z	经MacKie-Mason(1990)修正后的Altman Z值
中小股东治理参与度	MSP	股东大会中小股东投票率
企业规模	Size	企业资产规模的自然对数
财务杠杆	Lev	总负债/总资产
现金流状况	CFO	经营活动产生的现金流净额/总资产
盈利能力	ROE	净利润/净资产
成长性	Growth	(当期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
资本支出	Expend	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金/总资产
股权集中度	First	第一大股东持股数/总股数
产权性质	Soe	终极控制权为国有企业取1，否则为0
行业效应	Industry	行业虚拟变量
年度效应	Year	年度虚拟变量

本/总资产+1.4×留存收益/总资产+3.3×息税前利润/总资产+1.0×营业收入/总资产。

2. 自变量：中小股东治理参与度(MSP)

股东大会是公司的权力机构，中小股东通过参加股东大会行使股东的质询权、建议权和投票权，是直接参与公司治理、影响企业决策最有效的方式。因此，本文参考李姝等(2018)的研究，选取中小股东在股东大会的投票率(当年各次股东大会中小股东投票率的平均数)衡量中小股东治理参与度(MSP)。另外，本文根据会议类型分别检验了中小股东在年度股东大会和临时股东大会中参与公司治理对企业财务风险的影响。

3. 控制变量

本文选取的控制变量包括企业规模(Size)、财务杠杆(Lev)、现金流状况(CFO)、盈利能力(ROE)、成长性(Growth)、资本支出(Expend)、股权集中度(First)以及产权性质(Soe)等变量的影响。为了消除行业和时间差异的影响，也同时控制了行业 and 年度。

主要变量具体定义见表1。

(三)模型设计

为了有效检验中小股东参与公司治理对企业财务风险

的影响，本文参考吴国鼎和张会丽(2015)的研究构建了模型(1)：

$$Z_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MSP_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Growth_{i,t} + \alpha_4 ROE_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 CFO_{i,t} + \alpha_7 Expend_{i,t} + \alpha_8 First_{i,t} + \alpha_9 Soe_{i,t} + Industry + Year + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型(1)中，因变量为企业财务风险(Z)，自变量为中小股东治理参与度(MSP)。若假设1a成立，MSP的系数显著为正，表示中小股东参与公司治理度越高，企业财务风险越低。当分别考察中小股东在年度股东大会和临时股东大会中的治理参与度与企业财务风险之间的关系时，我们分别用中小股东年度股东大会投票率(MSP\_Agm)和临时股东大会投票率(MSP\_Egm)替换MSP进行回归。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

主要变量的描述性统计结果见表2，企业财务风险(Z)的最大值为3.362，最小值为-2.771，标准差为0.880，可见样本公司面临的财务风险存在较大差异。中小股东治理参与度(MSP)的最大值为0.5，最小值为0，表明样本公

表2 主要变量描述性统计

	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Z	17 935	1.186	0.880	-2.771	1.216	3.362
MSP	17 935	0.152	0.124	0.000	0.125	0.500
MSP_Agm	17 935	0.154	0.132	0.000	0.124	0.521
MSP_Egm	17 935	0.151	0.125	0.000	0.126	0.501
Size	17 935	22.050	1.262	19.370	21.900	25.890
Growth	17 935	0.207	0.498	-0.569	0.121	3.348
ROE	17 935	0.054	0.159	-0.964	0.066	0.451
Lev	17 935	0.446	0.215	0.054	0.439	0.996
CFO	17 935	0.040	0.072	-0.191	0.040	0.242
Expend	17 935	0.053	0.050	0.000	0.038	0.242
First	17 935	0.345	0.145	0.091	0.326	0.730
Soe	17 935	0.413	0.492	0.000	0.000	1.000

表3 主要变量分组差异检验结果

	中小股东治理参与度低	中小股东治理参与度高	均值T检验/Wilcoxon秩和检验
Z(均值)	1.093	1.279	-0.187***
Z(中位数)	1.123	1.308	224.144***

注：\*、\*\*、\*\*\*分别代表10%、5%、1%显著性水平，下同

表 4 主要变量的相关系数分析

	Z	MSP	Size	Growth	ROE	Lev	CFO	Expend	First	Soe
Z	1									
MSP	0.1407***	1								
Size	0.0473***	-0.1155***	1							
Growth	0.0956***	0.0721***	0.0391***	1						
ROE	0.4439***	0.0819***	0.0824***	0.1723***	1					
Lev	-0.4361***	-0.2458***	0.3864***	0.0101	-0.1597***	1				
CFO	0.2341***	0.0392***	0.0824***	-0.0083	0.2195***	-0.1435***	1			
Expend	0.0320***	0.1105***	0.0023	0.0244***	0.1030***	-0.0684***	0.1525***	1		
First	0.1639***	-0.3326***	0.2458***	-0.0101	0.1022***	0.0346***	0.1071***	0.0565***	1	
Soe	-0.0909***	-0.2829***	0.3439***	-0.0779***	-0.0273***	0.3058***	0.0514***	-0.0636***	0.2431***	1

司中小股东治理参与度的差异较大，均值和中位数分别为0.152和0.125，总体看处于较低的水平。中小股东在年度股东大会上的投票率(MSP\_Agm)的均值和中位数，与临时股东大会投票率(MSP\_Egm)差异较小。此外，样本公司的企业规模(Size)、财务杠杆(Lev)、现金流状况(CFO)、盈利能力(ROE)、成长性(Growth)、资本支出(Expend)、股权集中度(First)都存在较大差异，这些公司特征都可能影响企业面临的财务风险。

(二)相关系数分析

为了进一步验证中小股东治理参与度(MSP)对企业财务风险(Z)的影响，本文按照中小股东治理参与度(MSP)的中位数分组，进行了组间均值和中位数差异检验，检验结果见表3。中小股东治理参与度(MSP)较高组的企业财务风险(Z)的均值和中位数均高于较低组，且均在1%的水平上显著，表明企业财务风险随着中小股东参与公司治理度的提高出现了明显差异。表4列示了中小股东治理参与度(MSP)与企业财务风险(Z)之间的相关系数，其中Spearman相关系数为0.1490，Pearson相关系数为0.1407，且均在1%的水平上显著。以上结果再次说明中小股东治理参与度越高，企业财务风险越低，符合监督效应假说的预期。

(三)回归分析

表5报告了中小股东参与公司治理对企业财务风险影响的基本结果。表5第(1)列显示，中小股东治理参与度(MSP)与企业财务风险(Z)在仅控制行业和年度效应时的回归系数为0.9348，且在1%的水平上显著；表5第(2)列显示，加入控制变量后，中小股东治理参与度(MSP)与企业财务风险(Z)的回归系数为0.5309，且在1%的水平上显著。检验结果表明中小股东参与公司治理降低了企业财务风险，支持了假设1a。本文还根据股东大会的不同类型，分别用中小股东年度股东大会投票率(MSP\_Agm)和临时股东大会投票率(MSP\_Egm)替换MSP进行回归检验，结果如表5第(3)、(4)列所示，中小股东参与年度股东大会和临时股东大会的投票率与企业财务风险(Z)的回归系数分别为0.5446、0.4684，且在1%的水平上显著，说明两类中小股东治理参与均有助于降低企业财务风险。

在控制变量方面，公司特征变量中企业规模(Size)、现金流状况(CFO)、盈利能力(ROE)、成长性(Growth)均与财务风险(Z)在1%的水平上显著正相关，财务杠杆(Lev)、资本支出(Expend)与财务风险(Z)在1%的水平上显著负相关，股权结构变量中股权集中度(First)、产权性质(Soe)与财务风险(Z)在1%的水平上显著正相关，与以往的研究基本一致。

(四)作用机制分析

主效应回归结果表明，中小股东参与公司治理能够降低企业财务风险，接下来本文继续分析中小股东参与公司治理通过何种渠道影响企业财务风险。本文认为，中小股东通过股东大会积极参

表5 中小股东参与公司治理对企业财务风险的影响

	(1) Z	(2) Z	(3) Z	(4) Z
MSP	0.9348*** (18.1920)	0.5309*** (12.2068)		
MSP_Agm			0.5446*** (13.4197)	
MSP_Egm				0.4684*** (10.9181)
Size		0.1422*** (29.7682)	0.1414*** (29.6114)	0.1431*** (29.9382)
Growth		0.0702** (7.1371)	0.0735*** (7.4904)	0.0694** (7.0489)
ROE		1.6888*** (52.5135)	1.6892*** (52.5888)	1.6908*** (52.5308)
Lev		-1.9011*** (-69.5620)	-1.8947*** (-69.3791)	-1.9118*** (-70.0682)
CFO		1.3576*** (19.1118)	1.3573*** (19.1242)	1.3604*** (19.1352)
Expend		-0.9127** (-8.8574)	-0.9348*** (-9.0730)	-0.8924*** (-8.6588)
First		0.8064*** (21.4935)	0.8089*** (21.7500)	0.7890*** (21.0381)
Soe		0.0350*** (2.9917)	0.0372*** (3.1883)	0.0317*** (2.7145)
Constant	1.2545*** (22.4813)	-1.1857*** (-11.4243)	-1.1736*** (-11.3246)	-1.1838*** (-11.3926)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	17 935	17 935	17 935	17 935
R-squared	0.100	0.484	0.485	0.484

与公司治理能够发挥监督作用，抑制管理层的机会主义行为和控股股东的利益侵占行为，降低管理层和控股股东的代理成本，进而影响财务风险。

1. 监督管理层的机会主义行为

为了检验该影响机制，本文尝试从降低管理层代理成本的视角进行路径检验。具体的，中介效应的检验模型如下所示：

$$Z_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MSP_{i,t} + Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$AgentC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MSP_{i,t} + Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Z_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 MSP_{i,t} + \gamma_2 AgentC_{i,t} + Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中，模型(3)和模型(4)中的AgentC为管理层代理成本，参考高凤莲和王志强(2016)的研究，我们采用管理费用率(ME)和资产周转率(Turnover)衡量管理层代理成本，其中ME等于第t年公司管理费用除以当年营业收入，Turnover等于第t年公司营业收入除以当年总资产。

借鉴温忠麟等(2004)、江轩宇(2016)的方法，我们首先用模型(2)检验中小股东积极主义对企业财务风险

表6 中小股东参与公司治理对企业财务风险的影响：机制检验1

	(1) Z	(2) ME	(3) Z	(4) Turnover	(5) Z
MSP	0.5309*** (12.2068)	-0.0234*** (-4.4853)	0.4484*** (11.3706)	0.1212*** (4.7176)	0.3950*** (12.1172)
ME			-3.5220*** (-62.3650)		
Turnover					1.1221*** (118.2905)
Size	0.1422*** (29.7682)	-0.0211*** (-36.7251)	0.0680*** (15.1535)	-0.0206*** (-7.2967)	0.1653*** (46.1355)
Growth	0.0702*** (7.1371)	-0.0167*** (-14.1927)	0.0112 (1.2473)	0.0558*** (9.6033)	0.0076 (1.0298)
ROE	1.6888*** (52.5135)	-0.0662*** (-17.1418)	1.4557*** (49.5429)	0.3125*** (16.4535)	1.3381*** (55.1437)
Lev	-1.9011*** (-69.5620)	-0.0055* (-1.6687)	-1.9204*** (-77.5295)	0.3664*** (22.7022)	-2.3123*** (-111.3756)
CFO	1.3576*** (19.1118)	-0.0698*** (-8.1888)	1.1117*** (17.2362)	0.7726*** (18.4180)	0.4906*** (9.1357)
Expend	-0.9127*** (-8.8574)	-0.0272** (-2.1992)	-1.0085*** (-10.7980)	-0.5320*** (-8.7429)	-0.3157*** (-4.0820)
First	0.8064*** (21.4935)	-0.0400*** (-8.8885)	0.6654*** (19.5271)	0.3001*** (13.5430)	0.4697*** (16.6306)
Soe	0.0350*** (2.9917)	-0.0053*** (-3.7766)	0.0163 (1.5388)	0.0635*** (9.2032)	-0.0363*** (-4.1388)
Constant	-1.1857*** (-11.4243)	0.5555*** (44.5904)	0.7709*** (7.7745)	1.1842*** (19.3200)	-2.5146*** (-32.0167)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制
N	17 935	17 935	17 935	17 935	17 935
R-squared	0.484	0.302	0.577	0.300	0.711

的影响，如果 $\alpha_1$ 显著，再采用模型(3)和模型(4)进行检验。在 $\beta_1$ 和 $\gamma_2$ 均显著的条件下，若 $\gamma_1$ (不)显著，表明代理问题发挥了部分(完全)中介效应。但当 $\beta_1$ 和 $\gamma_2$ 至少一个不显著时，则需要通过Sobel Z检验判断中介效应是否存在。

模型(2)的回归结果如表6第(1)列所示，模型(3)的回归结果如表6第(2)、(4)列所示，ME做因变量时MSP的系数显著为负，Turnover做因变量时MSP的系数显著为正，说明中小股东参与企业决策显著降低了管理层代理成本。模型(4)的回归结果如表6第(3)、(5)列所示，在控

制了中介变量(管理层代理成本)的影响后MSP的系数仍显著为正，表明管理层代理成本对于中小股东参与公司治理对企业财务风险的影响起到了部分中介作用。

## 2. 约束控股股东的利益侵占行为

本文尝试从控股股东代理成本的视角继续进行了中介效应检验。检验程序与模型(2)至模型(4)相同，并采用其他应收款(OR)和关联交易(RPT)(高凤莲和王志强, 2016; 李姝等, 2018)两个指标衡量控股股东的代理成本(AgentC)。其中OR等于第t年公司其他应收款除以当年总资产，RPT等于经行业调整后第t年公司关联交易总额除

表7 中小股东参与公司治理对企业财务风险的影响：机制检验2

	(1) Z	(2) OR	(3) Z	(4) RPT	(5) Z
MSP	0.5309*** (12.2068)	-0.0149*** (-9.1427)	0.5180*** (11.8868)	-0.4593*** (-5.0221)	0.4775*** (11.3142)
OR			-0.8688*** (-4.3634)		
RPT					-0.1163*** (-33.7081)
Size	0.1422*** (29.7682)	-0.0016*** (-8.8804)	0.1408*** (29.4285)	-0.0875*** (-8.7158)	0.1320*** (28.4411)
Growth	0.0702*** (7.1371)	-0.0005 (-1.3232)	0.0697*** (7.0971)	-0.0505** (-2.4430)	0.0643*** (6.7431)
ROE	1.6888*** (52.5135)	-0.0098*** (-8.0820)	1.6803*** (52.1810)	-0.6658*** (-9.8466)	1.6114*** (51.5333)
Lev	-1.9011*** (-69.5620)	0.0252*** (24.6016)	-1.8792*** (-67.6580)	1.6337*** (28.4308)	-1.7111*** (-63.1562)
CFO	1.3576*** (19.1118)	-0.0238*** (-8.9265)	1.3369*** (18.7882)	-1.7037*** (-11.4075)	1.1595*** (16.7721)
Expend	-0.9127** (-8.8574)	-0.0417** (-10.7770)	-0.9489*** (-9.1838)	0.2776 (1.2815)	-0.8804*** (-8.8108)
First	0.8064*** (21.4935)	-0.0165*** (-11.6954)	0.7921*** (21.0422)	-0.2944*** (-3.7328)	0.7721*** (21.2162)
Soe	0.0350*** (2.9917)	-0.0046*** (-10.4796)	0.0310*** (2.6431)	-0.2139*** (-8.7066)	0.0101 (0.8881)
Constant	-1.1857*** (-11.4243)	0.0595*** (15.2571)	-1.1341*** (-10.8616)	1.9203*** (8.8000)	-0.9624*** (-9.5420)
Industry	控制	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制	控制
N	17 935	17 935	17 935	17 935	17 935
R-squared	0.484	0.147	0.485	0.095	0.515

以当年营业收入。

模型(3)的回归结果如表7第(2)、(4)列所示, OR和RPT做因变量时MSP的系数均显著为负, 说明中小股东参与企业决策显著降低了控股股东的代理成本。第(3)、(5)列的结果表明, 在控制了中介变量(控股股东代理成本)的影响后MSP的系数仍显著为正, 表明控股股东代理成本对于中小股东参与公司治理对企业财务风险的影响起到了部分中介作用。

(五)稳健性检验

1. 内生性问题

(1)工具变量回归。中小股东参与公司治理的积极性与企业财务风险之间可能存在着反向因果的内生性问题, 本文参考李姝等(2018)的研究, 选取“是否采用网络投票”(Network)和“同省份内相同行业其他上市公司的中小股东治理参与度”(MSP\_Pro)作为中小股东治理参与度(MSP)的工具变量, Sargan检验的P值为0.8011, Cragg-Donald检验的P值为0.0330, 说明不存在过度识别问题, 弱工具变量问题也通过了检验。两阶段回归(2SLS)的结果如表8第(1)、(2)列所示, MSP的系数仍在1%的水平上显著为正, 基本支持研究结论。



表8 稳健性检验——内生性问题

	(1) lv1	(2) lv2	(3) Z	(4) ΔZ
MSP		0.6561*** (8.0119)		
Network	0.0159*** (4.1121)			
MSP_Pro	0.8574*** (83.2903)			
MSP_dum			0.1081*** (9.6816)	
ΔMSP				0.1445** (2.2408)
Size	0.0050*** (7.1736)	0.1412*** (29.4037)	0.1215*** (20.8548)	0.0375*** (3.0145)
Growth	0.0079*** (5.5357)	0.0687*** (6.9805)	-0.0088 (-0.8137)	0.1611*** (28.1805)
ROE	0.0285*** (6.0822)	1.6839*** (52.2535)	2.4838*** (53.1660)	0.8708*** (46.1761)
Lev	-0.0853*** (-21.6696)	-1.8865*** (-66.2588)	-1.7962*** (-54.2575)	-2.2369*** (-58.8021)
CFO	0.0204** (1.9718)	1.3532*** (19.0669)	1.1771*** (13.8747)	0.3003*** (6.4165)
Expend	0.1385*** (9.2322)	-0.9415*** (-9.0425)	-0.9168*** (-8.0717)	-0.0505 (-0.5733)
First	-0.2204*** (-42.2226)	0.8421*** (19.8736)	0.7884*** (15.8577)	0.8237*** (9.8816)
Soe	-0.0254*** (-14.9610)	0.0403*** (3.3500)	-0.0209 (-1.4698)	0.0429 (1.0371)
Constant	0.0333** (2.1987)	-1.2026*** (-11.5573)	-0.8161*** (-6.4718)	0.0624** (1.9784)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	17 935	17 935	11 944	13 274
R-squared	0.449	0.484	0.480	0.411

(2) 倾向得分匹配法(PSM)。本文采用PSM方法来降低遗漏变量带来的内生性问题,按中小股东治理参与度(MSP)的大小将样本排序,并据此设立虚拟变量MSP\_dum。MSP较大的前1/3样本归为中小股东治理参与度较高组(处理组),MSP\_dum取值为1;其他样本归为较低组

(控制组),MSP\_dum取值为0。在第一阶段的概率计算中以企业规模(Size)、财务杠杆(Lev)、现金流状况(CFO)、盈利能力(ROE)、成长性(Growth)、资本支出(Expend)、股权集中度(First)、产权性质(Soe)以及年度和所处行业等作为配对变量。配对后,处理组与控制组各包含5 972个

表9 稳健性检验——其他敏感性测试

	(1) Z	(2) AltZ	(3) ST	(4) Cluster
MSP		3.0150*** (9.9787)	-0.6917*** (-3.0699)	0.5309*** (7.1855)
MSP <sub>t-1</sub>	0.4272*** (8.6173)			
Size	0.1529*** (27.5307)	-1.0073*** (-30.3530)	-0.5127*** (-21.7586)	0.1422*** (10.1414)
Growth	0.0812*** (7.3506)	0.1970*** (2.8745)	0.2719*** (8.7394)	0.0702*** (3.9580)
ROE	1.6564*** (46.3869)	1.3275*** (5.9014)	0.2310** (2.5323)	1.6888*** (19.5862)
Lev	-1.8745*** (-58.9926)	-14.1833*** (-74.3950)	2.4303*** (22.8425)	-1.9011*** (-23.1024)
CFO	1.3565*** (16.2724)	4.7804*** (9.6876)	-0.5351* (-1.9108)	1.3576*** (11.3758)
Expend	-0.9604*** (-7.7554)	-4.0909*** (-5.7139)	-5.1902*** (-8.9021)	-0.9127*** (-5.6447)
First	0.7644*** (17.5252)	2.1571*** (8.2724)	-0.8305*** (-4.4519)	0.8064*** (10.8773)
Soe	0.0421*** (3.1504)	-0.0555 (-0.6851)	0.1468*** (2.8338)	0.0350 (1.3782)
Constant	-1.3240*** (-10.9685)	31.6745*** (43.8755)	8.6136*** (17.0858)	-1.1857*** (-3.9208)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
N	13 274	17 753	17 704	17 935
R-squared	0.481	0.467	0.363	0.484

样本,进而采用配对后的样本对中小股东治理参与与企业财务风险之间的关系进行多元回归检验,结果如表8第(3)列所示,MSP\_dum的系数在1%的水平上显著为正,基本支持研究结论。

(3)Change模型。为了进一步排除遗漏变量导致的内生性问题,本文还采用Change模型再次检验了中小股东参与公司治理对企业财务风险影响。回归结果如表8第(4)列所示,财务风险的变化量( $\Delta Z$ )做因变量时, $\Delta MSP$ 的系数在5%的水平上显著为正,与前文的结论基本一致。

#### 2. 其他敏感性测试

第一,替换变量。本文采用了滞后一期的中小股东治

理参与度(MSP<sub>t-1</sub>)作为解释变量,采用Altman(2002)修正的Z-score(AltZ)以及是否为ST(ST)衡量企业的财务风险。第二,采用OLS回归,使用稳健标准误,并进行公司层面的Cluster处理。结果如表9第(1)~(4)列所示,结论仍保持不变。

### 五、进一步研究

以上研究表明,中小股东参与决策的确能降低企业的财务风险,来自于对管理层和控股股东的监督效应。那么,是否会受到其他因素的影响?为此,本文进一步研究了信息环境以及法律环境对中小股东参与公司治理的积极性与

表 10 中小股东参与公司治理对企业财务风险的影响：调节作用

	(1) Z	(2) Z
MSP	0.5756*** (10.8121)	0.5737*** (9.1771)
MSP × Analyst	-0.0101** (-2.4214)	
Analyst	0.0108*** (11.6167)	
MSP × Law		-0.0088* (-1.7495)
Law		-0.0070*** (-7.1482)
Size	0.1077*** (20.3879)	0.1388*** (29.1354)
Growth	0.0680*** (6.9600)	0.0739*** (7.5474)
ROE	1.6031*** (49.3711)	1.6740*** (52.2446)
Lev	-1.8500*** (-67.5730)	-1.8772*** (-68.8196)
CFO	1.2296*** (17.2810)	1.3359*** (18.8831)
Expend	-1.1238*** (-10.8692)	-0.9094*** (-8.8633)
First	0.8010*** (21.4323)	0.7690*** (20.5185)
Soe	0.0561*** (4.7978)	0.0550*** (4.6838)
Constant	-0.5486*** (-4.9069)	-1.0105*** (-9.6426)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
N	17 935	17 935
R-squared	0.491	0.489

财务风险关系的影响。

(一)信息环境的调节作用

资本市场的信息环境可能影响中小股东的监督行为。分析师跟踪人数是企业信息环境的指示器(Lang等, 2003), 分析师被认为能够凭借其专业优势, 弥补财务

报告信息量不足, 有效降低信息不对称(李琳和张敦力, 2017)。因此, 当公司具有较多的分析师跟踪时, 信息透明度增加, 控股股东的机会主义行为更容易被利益相关方识别并监督, 本文预期随着分析师关注度的增加, 中小股东参与公司治理对财务风险的抑制作用将会减弱。本文在模型(1)的基础上构建了中小股东治理参与度(MSP)与分析师关注度(Analyst)的交互项进行回归分析。结果如表10第(1)列所示, 交互项系数为-0.0101, 且在5%的水平上显著, 说明分析师关注与中小股东参与公司治理之间具有替代效应。

(二)法律环境的调节作用

上市公司所处的法律环境, 可能对管理层和控股股东的行为产生重要影响。良好的法律环境能约束管理层和控股股东的利益侵占行为(La Porta等, 1998; 夏立军和方轶强, 2005), 那么此时中小股东监督作为一种替代的外部制约机制, 发挥作用的空間就会减小。因此, 本文预期当公司所处地区有着较强的投资者保护时, 中小股东的监督效应可能减弱, 中小股东参与公司治理对财务风险的抑制作用也会减小。本文采用《中国分省份市场化指数报告(2018)》中的“市场中介组织发育和法律制度环境”指数来度量企业所处地区的法律环境。因数据仅更新至2016年, 2017~2018年间各省的法律环境指数用2016年的数据替代。本文在模型(1)的基础上构建了中小股东治理参与度(MSP)与法律环境(Law)的交互项进行回归分析。结果如表10第(2)列所示, 交互项系数为-0.0088, 且在10%的水平上显著, 说明法律环境与中小股东参与公司治理之间具有替代效应。

六、研究结论与启示

所有者与管理者之间、控股股东与中小股东之间的代理问题是影响企业财务风险的重要因素。本文采用2009~2018年我国A股上市公司股东大会投票数据, 实证检验了中小股东参与公司治理对企业财务风险的影响以及相应的作用机理。研究发现, 中小股东参与公司治理降低了企业的财务风险。中介检验结果表明, 中小股东参与公司治理通过监督管理层机会主义行为和约束控股股东利益侵占行为缓解了企业财务风险。进一步研究结果表明, 相对于其他企业, 该效应在信息环境和法律环境较差的企业中表现更为显著。

本文的研究丰富了公司治理、财务风险及股东积极主义的有关文献, 为财务风险的防控提供了新的思路, 为鼓励中小股东参与决策、完善企业治理机制、保护中小投资

者利益提供了一定的参考依据,也为完善资本市场机制、推动资本市场健康发展提供了一定的借鉴意义。首先,中小股东是我国现阶段资本市场的主要参与群体,虽然整体处于信息弱势地位,控制力和影响力有限,但是也应该积极通过股东大会投票等方式参与公司治理,约束管理层、控股股东的机会主义行为,降低企业风险,维护自身利益。其次,当前混合所有制改革正在深入推进,企业应该拓展中小股东参与治理的途径,这对于激发各类资本参与混合所有制改革的积极性以及促进企业可持续发展非常重要。第三,监管部门应进一步完善相关制度,为中小股东参与公司治理扫清障碍,并注重改善企业的信息环境和法律环境。同时,应加强对中小股东的教育和引导,鼓励中小股东参与公司治理,依法行使股东权利,积极发挥中小股东的监督效应,维护金融市场稳定。

主要参考文献:

[1] 高风莲, 王志强. 独立董事个人社会资本异质性的治理效应研究[J]. 中国工业经济, 2016, (3): 146-160.

[2] 胡茜茜, 朱永祥, 杜勇. 网络环境下中小股东的治理效应研究——基于代理成本视角[J]. 财经研究, 2018, 44(5): 109-120.

[3] 黄贤环, 吴秋生, 王瑶. 金融资产配置与企业财务风险: “未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J]. 财经研究, 2018, 44(12): 100-112+125.

[4] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?[J]. 管理世界, 2015, (5): 147-159.

[5] 孔东民, 刘莎莎. 中小股东投票权、公司决策与公司治理——来自一项自然试验的证据[J]. 管理世界, 2017, (9): 101-115+188.

[6] 孔东民, 刘莎莎, 黎文靖, 邢精平. 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, 12(1): 1-28.

[7] 黎文靖, 孔东民. 信息透明度、公司治理与中小股东参与[J]. 会计研究, 2013, (1): 42-49+95.

[8] 李姝, 翟士运, 古朴. 非控股股东参与决策的积极性和企业技术创新[J]. 中国工业经济, 2018, (7): 155-173.

[9] 刘柏, 璐涛. 资产金融化、研发创新与财务风险: “共振”抑或“冲销”[J]. 财经科学, 2019, (10): 20-29.

[10] 王克敏, 姬美光, 赵沫. 宏观经济环境、公司治理与财务困境研究[J]. 经济与管理研究, 2006, (9): 18-25.

[11] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.

[12] 吴国鼎, 张会丽. 多元化经营是否降低了企业的财务风

险?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中央财经大学学报, 2015, (8): 94-101.

[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] 姚云, 于换军. 国外公司治理研究的回顾: 国家、市场和公司的视角[J]. 金融评论, 2019, 11(3): 92-109+126.

[15] 郑国坚, 蔡贵龙, 卢昕. “深康佳”中小股东维权: “庶民的胜利”抑或“百日维新”?——一个中小股东参与治理的分析框架[J]. 管理世界, 2016, (12): 145-158+188.

[16] 郑秀田, 许永斌. 控股股东攫取私利下中小股东的行为选择——“理性冷漠”还是“积极监督”?[J]. 经济评论, 2013, (6): 11-16.

[17] 郑志刚, 孙艳梅, 谭松涛, 姜德增. 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[J]. 经济研究, 2007, (7): 96-109.

[18] 祝继高, 叶康涛, 陆正飞. 谁是更积极的监督者: 非控股股东董事还是独立董事?[J]. 经济研究, 2015, 50(9): 170-184.

[19] Bainbridge, S. Director Primacy and Shareholder Disempowerment[J]. Harvard Law Review, 2006, 119(6): 1735-1758.

[20] Bebchuk, L. The Case for Increasing Shareholder Power[J]. Harvard Law Review, 2005, 118(3): 833-914.

[21] Becht, M., Franks, C., Mayer, C., Rossi, S. Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of Hermes UK Focus Fund[J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(3): 3093-3129.

[22] Belloc, F. Economics Law, Finance and Innovation: The Dark Side of Shareholder Protection[J]. Cambridge Journal of Economics, 2013, 37(4): 863-888.

[23] Chen, Z., Ke, B., Yang, Z. Minority Shareholders' Control Rights and the Quality of Corporate Decisions in Weak Investor Protection Countries: A Natural Experiment from China[J]. Accounting Review, 2010, 88(4): 1211-1238.

[24] Lee, T.S., Yeh, Y.H. Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Taiwan[J]. Corporate Governance: An International Review, 2004, 12: 378-388.

[25] Mackie-Mason, J. K. Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?[J]. The Journal of Finance, 1990, 45(5): 1471-1493.

[26] Warfield, T.D., Wild, J.J., Wild, K.L. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings[J]. Journal of Accounting and Economics, 1995, 20(1): 61-91.

## Supervision or Interference: The Minority Shareholders' Activism and Financial Risk of Enterprises

ZHANG Zhao-nan, WANG Yu, JIANG Yue-qun

**Abstract:** Based on the data of A-share listed companies in China from 2009 to 2018, this paper empirically tests the impact of minority shareholders' participation in corporate governance on corporate financial risk and the corresponding mechanism. It is found that the participation of minority shareholders in corporate governance reduces the financial risk of enterprises. The results of intermediary effect test show that the participation of minority shareholders in corporate governance affects the financial risk of enterprises by supervising the management and restricting the controlling shareholders. Further research finds that, compared with other enterprises, in the enterprises with poor information and legal environment, minority shareholders' participation in corporate governance has a more significant inhibitory effect on financial risk. The conclusion of this paper not only verifies the effectiveness of minority shareholders' participation in corporate governance, but also finds the substitution effect of minority shareholders' activism and external environment, which provides certain reference for encouraging minority shareholders to participate in decision-making, improving corporate governance mechanism and protecting the interests of minority investors.

**Key words:** minority shareholders; shareholder activism; corporate governance; financial risk

(责任编辑 周愈博)