

# 非控股股东投票参与决策、数字化转型与公司治理

王涛<sup>1</sup>,陈沉<sup>2</sup>,贾西猛<sup>3</sup>,闫宇聪<sup>4</sup>

(1. 中国财政科学研究院,北京 100142;2. 广东工业大学 管理学院,广东 广州 510520;  
3. 四川大学 商学院,四川 成都 610064;4. 中南财经政法大学 金融学院,湖北 武汉 430073)

**摘要:**非控股股东投票参与决策是维护投资者利益以及完善公司治理的重要方面。基于2012—2020年中国沪深A股上市公司非控股股东出席股东大会投票数据,研究发现:(1)非控股股东参与股东大会投票率越高,对公司治理水平的提升效应越显著。公司数字化转型强化了非控股股东投票参与决策的公司治理效应。(2)非国有企业和法治环境水平高的公司会强化非控股股东投票参与决策的公司治理效应。(3)非控股股东投票参与决策通过发挥治理效应抑制控股股东“掏空”和提高高管薪酬契约有效性,进而提高公司治理水平,具体表现为控股股东资金占用、公司关联交易的显著下降和高管薪酬粘性的降低。研究结果拓展了非控股股东的公司治理效应相关研究,为数字经济背景下优化股权结构、完善投资者保护制度、提升公司治理水平提供了有益参考。

**关键词:**非控股股东;数字化转型;公司治理;控股股东“掏空”

**中图分类号:**F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-6049(2024)02-0033-12

## 一、引言

中国上市公司的股权结构内嵌于特殊的制度背景,股权高度集中的特点使控股股东与非控股股东存在利益冲突<sup>[1]</sup>,同时制度安排和监管约束不足易诱发控股股东滥用控制权优势进行利益侵占<sup>[2]</sup>。近年来,控股股东侵占非控股股东利益事件屡见不鲜,“陕西金叶”巨额资金占用、“新潮能源”资产廉价卖给关联方、“ST天润”违规担保等控股股东“掏空”行为严重损害了非控股股东权益。如何保护非控股股东的合法权益成为监管层、投资者和理论界等普遍关注的热点问题。

围绕股权结构和委托代理问题,较多学者探讨了控股股东的公司治理作用,形成两种相悖的结论。部分学者认为,控股股东通过持股决策优势完善公司治理,提高投资效率,进而提高公司价值<sup>[3]</sup>;另一部分学者认为,囿于投资者保护薄弱和监管约束失衡,控股股东常常利用控制权优势“掏空”非控股股东利益,严重损害了公司非控股股东利益<sup>[4]</sup>。基于控股股东“掏空”现象不难发现,单靠靠控股股东治理是有限的,有必要寻求其他有效的治理机制。随着资本市场的完善和现代信息技术的进步,投

收稿日期:2023-08-16;修回日期:2024-02-21

**基金项目:**国家自然科学基金青年项目“基于私人关系的风险投资家与创业企业家合谋行为研究:表现、机制与治理”(72002144);广东省哲学社会科学规划学科共建项目“人口老龄化对企业数字化转型的影响研究:理论分析及实证检验”(GD23XGL028);广东省哲学社会科学规划学科共建项目“控股股东董事会与企业风险:路径、机制与后果研究”(GD23XGL027);广东省哲学社会科学规划学科共建项目“分层股权激励公平性与企业创新行为:影响机制与经济后果”(GD23XGL001);国家自然科学基金面上项目“数字化转型对制造业企业创新质量的影响:作用机制、边界条件和政策研究”(72374050)

**作者简介:**王涛(1990—),男,安徽合肥人,中国财政科学研究院博士研究生,研究方向为信息披露;陈沉(1987—),女,山东济宁人,通讯作者,会计学博士,广东工业大学管理学院讲师,研究方向为ESG、信息披露与数字化转型;贾西猛(1988—),男,山东济宁人,管理学博士,四川大学商学院副教授、副研究员,研究方向为风险投资;闫宇聪(1996—),男,河南郑州人,中南财经政法大学金融学院博士研究生,研究方向为公司治理和企业投融资。

资者保护意识增强,非控股股东参与公司治理的效应受到学者们的广泛关注。非控股股东作为公司的权益方,除了享有收益权外,还有参与公司治理决策的动机。一方面,相对于控股股东,非控股股东更在意公司重大战略合作、重大影响等事项,而非保持长期控制权地位,因而能以更加灵活的方式参与公司治理。另一方面,相对中小股东而言,非控股股东的利益与公司经营业绩和管理水平联系更加紧密,参与公司治理的意愿更强。同时,国家不断出台多项措施,提高非控股股东直接参与公司决策的积极性。2004年,沪深交易所出台上市公司股东大会网络投票实施细则,为非控股股东直接参与公司决策奠定基础,此后不断修订,尤其是借助数字化转型契机,更大大提高了非控股股东参与公司决策的话语权,降低了非控股股东参与决策的成本。因此,深入探究非控股股东参与决策的公司治理效应,对优化股权结构、完善投资者保护制度具有重要的理论和实践意义。

现有关于非控股股东参与公司决策的研究主要形成了“治理观”和“合谋观”两类观点。一方面,非控股股东参与决策对控股股东形成有效监督,抑制代理问题,发挥治理效应<sup>[5]</sup>,进而提高公司治理水平。另一方面,非控股股东有投机性,出于自身利益最大化的机会主义动机,非控股股东参与亦可能“用脚投票”,迎合公司盈余管理<sup>[6]</sup>,进而降低公司治理水平。因此,非控股股东投票参与决策既可能发挥治理效应,提高公司治理水平,也可能形成合谋行为,降低公司治理水平。那么,非控股股东投票参与公司决策会如何影响公司治理水平?特别地,伴随着数字经济的发展,公司数字化转型究竟在多大程度上影响非控股股东参与的公司治理效应?对于上述系列问题的探究,不仅有助于厘清非控股股东参与决策与公司治理的关系,还有助于科学评价非控股股东的治理效应,为保护投资权益及提高公司治理水平提供有益参考。

相较已有文献,本文可能的边际贡献在于:第一,丰富了非控股股东投票参与公司决策对公司治理行为影响的传导机制研究。本文研究发现,非控股东投票参与治理的路径不限于对控股股东的“掏空”行为,还表现为对高管薪酬契约有效性的提升。研究结论为非控股股东投票参与决策的公司治理作用机制提供直接证据,有助于全面理解非控股股东发挥的公司治理效应。第二,将非控股股东参与决策的治理效应同数字经济背景下公司数字化转型同时予以考量,发现数字化转型强化了非控股股东的公司治理效应。结论既能搭起宏观数字经济发展对微观企业行为影响的研究框架,又能从微观层面为理解和完善非控股股东的公司治理效应提供理论支撑。第三,相较于西方国家,中国上市公司控股股东与非控股股东的第二类代理问题突出,本文将产权性质、法治环境等因素纳入非控股股东公司治理的研究范围,考察了非控股股东投票参与公司决策发挥的作用边界,为完善投资者保护制度及优化公司治理提供理论支撑。

## 二、文献回顾及假说提出

相较于西方发达资本市场,中国资本市场处于新兴发展阶段<sup>[7]</sup>,较低的投资者保护水平和法律风险、无效抑或较低的市场约束,为控股股东“掏空”行为提供了便利条件。高度集中的股权结构使第二类代理问题,即控股股东与非控股股东的利益冲突成为上市公司面临的主要问题<sup>[8]</sup>。传统上,关联借款、对外担保和代偿代垫等资金占用方式,一直都是控股股东“掏空”上市公司的重要手段之一。随着国家监管的加强,利益侵占风险提高,控股股东资金侵占方式由直接侵占转变为利用外部关联交易等间接侵占。关联交易隐匿于集团内部形成的资本市场和要素市场中,难以判别是否违背独立性交易原则,有隐蔽性高、易操纵等特点,成了控股股东利用控制权优势通过资金占用谋取私利的主要方式<sup>[9]</sup>。控股股东“掏空”严重损害了非控股股东的利益。而非控股股东投票参与公司决策能抑制大股东“掏空”,进而提升公司治理水平。一方面,国家不断完善法律体系并出台相关政策,如2004年证监会出台的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》、2013年国务院办公厅发布的《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》、2019年审议通过的新《证券法》等,为非控股股东投票参与公司决策提供了制度保障。另一方面,非控股股东有动机和能力参与公司决策。首先,非控股股东通过提交提案、协商谈判和质询建议等推动股东会议议案的合理辩论,降低控股股东“掏空”的可能性<sup>[10]</sup>,抑或通过投票参与更换管理层、提名代表董事,形成对控股股东的代理权竞争来监督和制衡控股股东的“掏空”行为<sup>[11]</sup>。

其次,非控股股东通过参加股东大会直接投票否决可能存在控股股东“掏空”嫌疑的关联交易等利益输送行为,形成对管理层和控股股东决策的有效监督和干预。祝继高等<sup>[12]</sup>发现,非控股股东董事会对可能损害公司利益(非控股股东利益)的董事会议案投非赞成票,减少了代理问题。最后,非控股股东投票参与决策缓解信息不对称,提高管理层薪酬契约有效性,降低管理层薪酬粘性,进而提高公司治理水平。已有研究表明,控股股东“掏空”降低了管理层努力程度,模糊了管理层与公司业绩的关系,降低管理层薪酬契约的有效性<sup>[13]</sup>。而非控股股东参投票参与决策能够发挥“扶正”和“纠偏”效应,抑制管理层薪酬粘性<sup>[14]</sup>,从而提高公司治理水平。基于以上分析,本文提出假说 1a:

假说 1a:非控股股东投票参与决策会提高公司治理水平。

理论上,非控股股东较高的所有权比例既能提供监督控股股东的动力,又能提供与之合谋的基础,而监督抑或合谋取决于成本收益的权衡。一方面,当非控股股东监督成本大于可能获得收益时,非控股股东可能“用脚投票”,默许控股股东的私利行为。另一方面,非控股股东可能会实施以短期交易为目的的投资策略,其核心动机在于通过在股价高位时卖出以实现套利。这一动机驱使下,非控股股东倾向于依据公司的盈余水平来评估公司的基本面状况。然而,这一行为可能迎合了控股股东通过盈余操纵以掩饰真实业绩的行为,进而误导外部投资者,损害外部投资者利益<sup>[15]</sup>。更重要的是,非控股股东往往持有多家上市公司<sup>[16]</sup>,在投资组合价值最大化目标驱动下,非控股股东有动机“合谋”<sup>[17]</sup>,利用投票参与推动盈余管理等方式,降低公司治理水平。基于以上分析,本文提出对立假说 1b:

假说 1b:非控股股东投票参与决策会降低公司治理水平。

信息不对称是制约非控股股东参与公司治理的重要影响因素。伴随着企业数字化转型,非控股股东参与公司治理的积极性提升。企业数字化转型涉及多种技术的运用,如云计算、人工智能、大数据分析、区块链等。一方面,数字化转型促使企业信息披露更加规范,控股股东的在职消费相关披露亦更加透明,这大大降低了非控股股东的信息搜集成本,也为非控股股东投票参与决策提供信息支撑,双方的信息不对称程度得以缓解,增加了非控股股东“用手投票”的行为。另一方面,数字化转型带来信息不对称程度的降低,也可能改变非控股股东的“用脚投票”行为。在信息不对称程度高时,非控股股东可能由于虚假信息误判抑或与盈余预期不符,容易产生“用脚投票”行为。随着信息透明度的提高,非控股股东获得信息的及时性和准确性提高,能够对企业的发展作出理性预判,进而弱化“用脚投票”动机。

进一步,数字化转型在拓展信息流通传播的广度、深度和密度的同时,也打破了信息沟通的地理空间边界。在线投票和代理投票系统的应用使得股东大会投票过程更为简便和效率化,弥补了传统投票方式的不足(空间和时间限制),极大提高了非控股股东投票参与决策的便利性。非控股股东不必出席年会,就能够参与投票,行使投票权。同时,公司的治理边界也从线下扩展至线上,使非控股股东通过网络投票、网络投票与现场投票结合等参与公司治理成为可能,非控股股东投票参与决策的监督职能进一步强化<sup>[18]</sup>。

非控股股东投票方式多样性为优化治理决策与提高治理水平提供便利。一方面,借助数字化平台,非控股股东可以加强与公司管理层之间的互动性,更好地了解公司的发展和预期,进而在治理决策中作出更符合公司价值利益的投票决策。另一方面,随着数字化转型纵深推进,公司股东治理呈现新的趋势,发展前景信息更多掌握在拥有关键技术的创始人团队和核心员工手中,股东控制权向创业者倾斜,控股股东利用控制权优势进行利益侵占的成本增加<sup>[19]</sup>,削弱了“掏空”行为。同时,数字化转型中信息和数据成为关键生产要素,信息搭乘技术在多渠道、多平台快速流动,提高公司生产、内部管理、财务控制等环节的透明度,形成以集体主义为核心的共同治理机制,有利于调动非控股股东参与投票的积极性,进而可能减少代理问题和控股股东“掏空”行为<sup>[20]</sup>,发挥治理效应。基于以上分析,本文提出假说 2:

假说 2:企业数字化转型正向调节非控股股东投票参与决策对公司治理的影响。

### 三、研究设计

#### (一) 数据来源

为探究非控股股东投票参与决策对公司治理的影响,同时考虑到党的十八大以来投资者维权意

识和渠道更健全,本文选择2012—2020年中国上市公司沪深A股数据为样本,并剔除金融业、保险业、ST公司,剔除数据缺失和无效的样本。为减少异常值对回归结果的影响,对所有连续变量进行1%分位双侧缩尾处理。上市公司财务数据和公司治理数据来自CSMAR数据库和CNRDS数据库,部分股东投票数据经手工整理校对。

## (二) 模型定义与变量度量

### 1. 实证模型

为检验非控股股东投票参与决策对公司治理水平的影响,构建如下模型:

$$Gindex_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Msp_{it} + \sum Controls + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

为检验数字化转型对非控股股东投票参与决策与公司治理水平关系的调节作用,构建如下模型:

$$Gindex_{it} = \beta_0 + \beta_1 Msp_{it} \times Dig_{it} + \beta_2 Dig_{it} + \sum Controls + \sum Year + \sum Ind + \delta_{it} \quad (2)$$

### 2. 变量度量

本文被解释变量为公司治理水平(*Gindex*),参考白重恩等<sup>[21]</sup>的研究,采用主成分分析法度量。具体来说:股权结构选取第一大股东持股比例和第二至第十大股东集中度,董事会治理水平选取独立董事占比、董事会规模和两职合一,控制权市场选择管理层持股、股权性质,财务信息透明度和中小投资者保护选取交叉上市。本文对上述共8个变量进行主成分分析,如果载荷系数的符号与预期相反,对其取负值处理。选取前五个公因子拟合公司治理指数,表征公司治理水平。前五个公因子累计贡献率为0.799,包含了基础变量约80%的信息。

为验证因子分析的合理性,本文还做了KMO检验和Bartlett球形检验,KMO的检验值为0.704,*P*值为0.000,通过检验。

解释变量为非控股股东投票参与决策(*Msp*),参考李姝等<sup>[22]</sup>的方法,本文采用非控股股东所在年度股东大会和临时股东大会中投票率之和替代性计量,并细分为年度股东大会非控股股东参与决策(*Msp\_y*)和临时股东大会非控股股东参与决策(*Msp\_t*)。本文参考已有文献<sup>[23]</sup>,在调节效应分析中进一步将非控股股东投票参与决策细分为“用手投票”和“用脚投票”。

调节变量为企业数字化转型(*Dig*)。利用数字技术相关语义表述建立相对完备的数字化词典,对公司年报进行文本分析,构建数字化指标,能反映企业数字化全貌。本文参考吴非等<sup>[24]</sup>、袁淳等<sup>[25]</sup>的研究,首先从“人工智能技术”“云计算技术”“大数据技术”“区块链技术”和“数字技术应用”五个层面,确定每个层面的关键词,形成数字化术语词典。然后,采用Python爬取A股年报文本进行分析,搜索每年每个公司该关键词在年报中出现的次数。最后,设置变量*Dig*,计算方法是根据企业每年数字化相关词汇频数加总得到数字化转型的综合指标,考虑到数据右偏特征,对该指标进行对数化处理以度量企业数字化转型的程度。

本文控制变量(*Controls*)的具体变量定义如表1所示。

### (三) 描述性统计分析

表2是变量的描述性统计结

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
公司治理水平	<i>Gindex</i>	采用主成分分析方法计算
非控股股东参与	<i>Msp</i>	年度和临时股东大会中非控股股东投票率
	<i>Msp_y</i>	年度股东大会中非控股股东投票率
	<i>Msp_t</i>	临时股东大会中非控股股东投票率
数字化转型	<i>Dig</i>	公司年度数字化转型词频统计总数的自然对数
“用手投票”	<i>Vote</i>	参考胡茜茜等 <sup>[23]</sup> 的计算
“用脚投票”	<i>Lton</i>	参考胡茜茜等 <sup>[23]</sup> 的计算
公司规模	<i>Size</i>	期末公司总资产的自然对数
资产负债率	<i>Lev</i>	期末公司总负债除以平均总资产
盈利能力	<i>Roa</i>	期末公司净利润除以平均总资产
增长率	<i>Growth</i>	期末公司总资产增长率
独立董事占比	<i>Indpt</i>	独立董事占董事人数之比
董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数的自然对数

果。从表中看出,公司治理水平 (*Gindex*) 的平均值为 0.161,中位数为 0.074,整体呈现左偏分布。*Msp* 的均值为 0.153,中值为 0.130,说明我国上市公司非控股股东参与股东大会的投票率较低,存在较大差异。*Msp<sub>y</sub>* 的均值为 0.163,中位数为 0.139;*Msp<sub>t</sub>* 的均值为 0.148,中位数为 0.127。因此,无论是均值还是中位数,*Msp<sub>y</sub>* 均高于 *Msp<sub>t</sub>*,说明平均而言,非控股股东参与年度股东大会的投票率要高于临时股东大会。

表 2 主要变量描述性统计

变量	Obs	Mean	SD	Min	P25	Median	P75
<i>Gindex</i>	24 599	0.161	0.645	-1.596	-0.278	0.074	0.571
<i>Msp</i>	24 599	0.153	0.136	-0.128	0.044	0.130	0.242
<i>Msp<sub>y</sub></i>	24 107	0.163	0.136	-0.076	0.048	0.139	0.254
<i>Msp<sub>t</sub></i>	21 906	0.148	0.141	-0.211	0.039	0.127	0.240
<i>Dig</i>	24 599	1.346	1.385	0.000	0.000	1.098	2.303
<i>Size</i>	24 599	22.179	1.298	19.545	21.260	22.014	22.918
<i>Lev</i>	24 599	0.454	0.232	0.047	0.269	0.440	0.618
<i>Roa</i>	24 599	0.036	0.072	-0.334	0.013	0.036	0.068
<i>Growth</i>	24 599	0.171	0.464	-0.697	0.001	0.083	0.208
<i>Indpt</i>	24 599	0.377	0.056	0.182	0.333	0.364	0.429
<i>Board</i>	24 599	2.238	0.176	1.792	2.079	2.303	2.303

四、实证结果与分析

(一) 单变量统计检验

表 3 给出了非控股股东参与投票决策的均值和中值检验。其中,非控股股东参与决策程度按照中值进行分组,若非控股股东投票率高于样本中值,则赋值 1,定义为非控股股东投票参与度较高组,否则为 0,定义为非控股股东投票参与度较低组。从表 3 看出,相较于非控股股东投票参与度低的样本公司 (*Mspr* = 0),非控股股东投票参与度较高的样本公司 (*Mspr* = 1) 的公司治理水平更高。无论均值检验还是中值检验,两组均存在显著性差异。这初步说明非控股股东投票参与决策提高了公司治理水平。本文进一步将投票方式细分为现场投票 (*LVo* = 1) 和网络投票与现场投票相结合 (*LVo* = 0) 两种方式,检验不同的投票方式对公司治理水平影响的差异,发现相对于单一的现场投票,采用网络投票与现场投票相结合的方式,非控股股东投票参与决策对公司治理水平的影响更加明显。

表 3 单变量检验

变量	均值检验			中值检验		
	<i>Mspr</i> = 0	<i>Mspr</i> = 1	T 检验	<i>Mspr</i> = 0	<i>Mspr</i> = 1	Wilcoxon 秩和检验
<i>Gindex</i>	-0.114 0	0.451 4	-0.565 4***	-0.185	0.295	3 798.419***

  

变量	均值检验			中值检验		
	<i>LVo</i> = 0	<i>LVo</i> = 1	T 检验	<i>LVo</i> = 0	<i>LVo</i> = 1	Wilcoxon 秩和检验
<i>Gindex</i>	0.175 7	0.039 4	13.475 1***	0.086 0	-0.038 7	132.367 4***

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。

(二) 非控股股东投票参与决策与公司治理的结果分析

表 4 是非控股股东投票参与决策对公司治理水平影响的回归结果。第(1)列汇报的是非控股股东投票参与决策总指标对公司治理的影响,第(2)列和第(3)列汇报的是非控股股东投票参与决策细分指标对公司治理的影响。从表中可以看出,*Msp* 的估计系数为 2.113,在 1%的水平上显著,说明股东大会中非控股股东投票参与决策能发挥监管治理作用,提高公司治理水平。将非控股股东参与股东大会投票决策细分为年度股东大会投票决策和临时股东大会投票决策,发现年度股东大会非控股股东投票参与决策的回归系数为 2.107,临时股东大会非控股股东投票参与决策的回归系数为 1.897,两者均在 1%水平上显著,说明无论年度股东大会还是临时股东大会,非控股股东参与决策均能提高公司治理水平。结果说明非控股股东投票参与决策发挥了治理效应,提高了公司治理水平,验证了假说 1a。

## (三) 数字化转型、非控股股东投票参与决策与公司治理

表5是数字化转型对非控股股东投票参与决策与公司治理关系的调节作用的检验结果。结果显示,第(1)列中非控股股东投票参与决策与数字化转型交乘项( $Vote \times Dig$ )对Gindex回归的系数为0.073,在1%水平上显著为正。第(2)列中交乘项的回归系数为0.141,并未通过显著性水平检验。上述结果说明当数字化转型程度高时,非控股股东“用手投票”参与决策与公司治理水平的正向关系增强,而非控股股东“用脚投票”对公司治理水平的提升并不明显,即数字化转型能显著提高公司治理水平,强化非控股股东投票参与决策的公司治理效应,验证了假说2。进一步将数字化转型细分为人工智能技术(AI)、大数据技术(BD)、云计算技术(CT)、区块链技术(BT)和数字技术运用(DT)。研究发现,人工智能技术、大数据技术和数字技术运用对非控股股东的治理效应具有更加显著的影响,可能原因是人工智能、大数据等技术应用降低了非控股股东的信息搜寻成本,进而提高了“用手投票”的治理效应。

表4 非控股股东投票参与决策对公司治理影响的基准回归

变量	(1) Gindex	(2) Gindex	(3) Gindex
$Msp$	2.113*** (0.025)		
$Msp\_y$		2.107*** (0.026)	
$Msp\_t$			1.897*** (0.027)
$Size$	-0.095*** (0.003)	-0.098*** (0.003)	-0.094*** (0.003)
$Lev$	-0.092*** (0.019)	-0.095*** (0.019)	-0.134*** (0.020)
$Roa$	-0.013 (0.054)	-0.025 (0.054)	0.071 (0.058)
$Growth$	0.098*** (0.008)	0.114*** (0.009)	0.096*** (0.009)
$Indpt$	1.112*** (0.071)	1.118*** (0.072)	1.068*** (0.077)
$Board$	0.291*** (0.023)	0.295*** (0.023)	0.306*** (0.024)
$\_cons$	0.534*** (0.086)	0.565*** (0.085)	0.548*** (0.093)
$Year/Industry$	Yes	Yes	Yes
N	24 599	24 107	21 906
Adj_R <sup>2</sup>	0.357	0.357	0.337

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为Robust稳健标准误。

表5 非控股股东投票参与决策、数字化转型与公司治理

变量	(1) Gindex	(2) Gindex	(3) Gindex	(4) Gindex	(5) Gindex	(6) Gindex	(7) Gindex
$Vote \times Dig$	0.073*** (0.021)						
$Lton \times Dig$		0.141 (0.506)					
$Vote \times AI$			0.119*** (0.025)				
$Vote \times BD$				0.093* (0.053)			
$Vote \times CT$					0.047 (0.066)		
$Vote \times BT$						-0.878 (0.612)	
$Vote \times DT$							0.068*** (0.024)
$Controls$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$Year/Industry$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	23 244	22 717	24 597	24 597	24 597	24 597	24 392
Adj_R <sup>2</sup>	0.178	0.176	0.177	0.176	0.175	0.175	0.180

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为Robust稳健标准误。

## (四) 稳健性检验

1. 遗漏变量和共线性问题  
为缓解遗漏不随时间变化因素对结果的影响,本文采用固定效应模型重新回归。表6第(1)列结果显示,非控股股东投票参与决策的回归系数显著为正。第(2)列和第(3)列解释变量替换为年度股东大会投票决策和临时股东大会投票决策后结论不变。为了缓解控制变量与因变量之间可能存在的多重共线性问题,在剔除独立董事占比、董事会规模之后,进一步控制了审计质量和分析师关注。第(4)列至第(6)列的结果依然保持不变,说明前文结论稳健。

## 2. 倾向得分匹配法(PSM)

为缓解样本选择偏差对结论的影响,本文采用倾向得分匹配法消除可能的内生性问题。参考李姝等<sup>[22]</sup>的方法,将  $Msp$  较高的前三分之一样本归为实验组,其他样本归为控制组,构建虚拟变量,进行1对1配对,采用配对后的样本重新回归。表7回归结果显示,  $Msp$  的回归系数显著为正。将解释变量替换为  $Msp_y$  和  $Msp_t$  后,回归结果中系数的方向和显著性均支持前文结论。

## 3. 工具变量法

非控股股东投票参与决策可能与公司治理水平存在反向因果关系。可能的解释是,公司治理水平高,非控股股东投票参与决策概率更大。为缓解可能的内生性问题,本文借鉴黄泽悦等<sup>[5]</sup>的研究,选择上市公司所在省份的森林覆盖率为工具变量。森林覆盖率与山地面积相关,其值越大说明交通便利性越差,更易影响非控股股东出席股东大会,满足相关性条件,而森林覆盖率与公司治理水平相关性较弱,满足外生性条件。且 Cragg-Donald 检验拒绝原假设,说明工具变量有效。表8结果显示,非控股股东投票参与决策显著提高了公司治理水平,表明控制可能的内生性问题后,结果依然支持前文结论。

## 五、机制检验

本文发现非控股股东投票参与决策能够发挥公司治理作用,但缺乏影响路径的识别。为深入研究非控股股东投票参与决策对公司治理的影响路径,本部分对影响路径进行检验。根据前文理论分析,我国上

表6 稳健性检验:替换回归模型

变量	(1) <i>Gindex</i>	(2) <i>Gindex</i>	(3) <i>Gindex</i>	(4) <i>Gindex</i>	(5) <i>Gindex</i>	(6) <i>Gindex</i>
$Msp$	1.052*** (0.041)			1.730*** (0.026)		
$Msp_y$		1.006*** (0.040)			1.718*** (0.026)	
$Msp_t$			0.820*** (0.038)			1.550*** (0.026)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Firm</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	24 599	24 107	21 906	24 599	24 107	21 906
Adj_R <sup>2</sup>	0.141	0.141	0.122	0.406	0.403	0.394

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为Robust稳健标准误。

表7 稳健性检验:PSM检验

变量	(1) <i>Gindex</i>	(2) <i>Gindex</i>	(3) <i>Gindex</i>
$Msp$	1.745*** (0.033)		
$Msp_y$		1.735*** (0.033)	
$Msp_t$			1.569*** (0.035)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes
N	13 737	13 334	12 216
Adj_R <sup>2</sup>	0.297	0.297	0.282

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为Robust稳健标准误。

表8 稳健性检验:工具变量检验

变量	(1) <i>Gindex</i>	(2) <i>Gindex</i>	(3) <i>Gindex</i>
$Msp$	7.820*** (0.886)		
$Msp_y$		7.490*** (0.796)	
$Msp_t$			7.393*** (0.952)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes
N	24 598	24 106	21 905

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为Robust稳健标准误。

市公司基本呈现“一股独大”、股权集中的特征,控股股东侵占非控股股东利益的代理问题更突出,而非控股股东投票参与决策发挥治理效应,抑制控股股东的机会主义行为,进而提升公司治理水平。为检验影响路径,借鉴江艇<sup>[26]</sup>的思路,构建如下模型:

$$Exprop_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Msp_{it} + \sum Controls + \sum Year + \sum Ind + \eta_{it} \quad (3)$$

$$RelatedPT_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 Msp_{it} + \sum Controls + \sum Year + \sum Ind + \mu_{it} \quad (4)$$

上述模型中被解释变量分别为:控股股东资金占用程度(*Exprop*),用其他应收款占总资产的比值衡量;公司关联交易(*RelatedPT*),用公司与关联方的商品交易类、提供或接受劳务关联交易金额之和占营业收入的比值衡量。解释变量为非控股股东投票参与决策,包括非控股股东所在年度股东大会和临时股东大会中投票率之和、年度股东大会非控股股东投票参与决策和临时股东大会非控股股东投票参与决策。同时,控制公司规模、资产负债率、盈利能力、增长率、独立董事占比、董事会规模等因素,控制年度和行业固定效应。

表9 非控股股东投票参与决策与公司治理:路径检验(一)

变量	(1) <i>Exprop</i>	(2) <i>Exprop</i>	(3) <i>Exprop</i>	(4) <i>RelatedPT</i>	(5) <i>RelatedPT</i>	(6) <i>RelatedPT</i>
<i>Msp</i>	-0.005*** (0.001)			-0.018*** (0.005)		
<i>Msp_y</i>		-0.005*** (0.001)			-0.010* (0.005)	
<i>Msp_t</i>			-0.004*** (0.001)			-0.021*** (0.006)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	25 496	24 990	22 672	24 211	23 729	21 518
Adj_R <sup>2</sup>	0.118	0.117	0.121	0.067	0.068	0.068

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为Robust稳健标准误。

表9汇报了路径检验结果。结果显示,当被解释变量为控股股东资金占用时,第(1)列中非控股股东投票参与决策的回归系数显著为负,第(2)列和第(3)列中*Msp\_y*和*Msp\_t*的回归系数均在1%水平上显著为负,说明非控股股东投票参与决策显著抑制了控股股东资金占用。当被解释变量为公司关联交易时,第(4)列中*Msp*的回归系数为-0.018,在1%的水平上显著,第(5)列和第(6)列中*Msp\_y*和*Msp\_t*的回归系数至少在10%水平上显著为负,说明非控股股东投票参与决策显著抑制了公司关联交易。为验证这一结果的稳健性,本文进行了Sobel检验,以控股股东资金占用为中介的Sobel检验的Z值为1.663,在10%的水平上显著,以关联交易为中介的Sobel检验的Z值为-2.107,在5%的水平上显著,上述结果验证了非控股股东投票参与决策通过抑制控股股东资金占用、公司关联交易,进而提升公司治理水平。

前文理论分析认为,非控股股东参与治理能够提升高管薪酬契约有效性,降低管理层薪酬粘性,从而提高公司治理水平。为验证该影响路径,参考马惠娟和佟爱琴<sup>[27]</sup>的研究建立如下模型:

$$\ln pay_{it} = \theta_0 + \theta_1 Decline_{it} + \theta_2 Roa_{it} + \theta_3 Roa_{it} \times Decline_{it} + \theta_4 Roa_{it} \times Decline_{it} \times Msp_{it} + \sum Controls + \sum Year + \sum Ind + \zeta_{it} \quad (5)$$

其中,*lnpay*为公司前三名高管薪酬之和的自然对数;*Decline*为业绩变动,若公司当期的净利润低于上一期则取值为1,否则为0。若*Roa × Decline*的回归系数显著为负,说明公司业绩下降时的高管薪酬业绩敏感性低于业绩上升时的业绩敏感性,即存在薪酬粘性。若*Roa × Decline × Msp*的回归系数显著为正,说明非控股股东投票参与决策能够有效缓解高管薪酬粘性,即非控股股东投票参与决策发挥了公司治理作用。



表 10 汇报了路径检验结果。结果显示,第(1)列中  $Roa \times Decline$  的回归系数显著为负,说明上市公司确实存在高管薪酬粘性。第(2)列中  $Roa \times Decline \times Msp$  的回归系数显著为正,说明非控股股东投票参与决策能够有效降低高管薪酬粘性,发挥公司治理效应。第(3)列和第(4)列进一步区分年度股东大会投票决策和临时股东大会投票决策,结果基本不变。

六、拓展性分析

(一) 产权性质差异

基于我国特有的产权制度背景,探究非控股股东投票参与决策的公司治理效应,不应忽视产权性质差异。一方面,产权性质差异导致国企和民企代理问题表现不同。国有企业控股股东一般为政府,因而其承担政府和社会双重负担,更多地表现为“所有者缺位”的第一类代理问题,对非控股股东利益侵占缺乏明显动力。而民营企业更多地表现为控股股东对非控股股东利益侵占的第二类代理问题。非控股股东投票参与决策的治理效应更显著。另一方面,国有企业与民营企业背后的激励机制不同。国有企业与政府存在天然联系,国企高管薪酬体制受行政管制,使其更多追求政治晋升和仕途发展,大股东在管理企业中亦更多考虑政治目标。民企中股东财富更多受市场影响和支配,可能更有动机侵占非控股股东利益。因此,相对于国有企业,非控股股东投票参与决策对控股股东的治理效应在民营企业更显著。

为验证上述推理,本文在主模型的基础上引入非控股股东投票参与决策与产权性质 ( $PE$ , 当公司属于民营企业时  $PE$  取值为 1, 否则为 0) 的交乘项。表 11 结果显示,交乘项的回归系数均在 1% 水平上显著为正,说明相对于国企,民企非控股股东投票参与决策的公司治理效应更显著。

(二) 地区法治环境水平

非控股股东投票参与决策发挥治理效应离不开完善的法治环境。一方面,与法治环境水平低的地区相比,法治环境水平高的地区公司透明度更高,投资者权益能得到更好的保护。控股股东资金占用抑或关联交易一旦被发现有更可能得到及时的依法处置,形成威慑效应,同时非控股股东监督控股股东机会主义花

表 10 非控股股东投票参与决策与公司治理:路径检验(二)

变量	(1) lnpay	(2) lnpay	(3) lnpay	(4) lnpay
$Roa \times Decline \times Msp$		1.402** (0.577)		
$Roa \times Decline \times Msp_y$			0.941* (0.532)	
$Roa \times Decline \times Msp_t$				1.690*** (0.555)
$Roa \times Decline$	-1.435*** (0.130)	-1.592*** (0.159)	-1.636*** (0.140)	-1.666*** (0.162)
$Decline$	0.060*** (0.010)	0.049*** (0.010)	0.043*** (0.009)	0.056*** (0.010)
$Msp$		0.457*** (0.027)		
$Msp_y$			0.414*** (0.027)	
$Msp_t$				0.434*** (0.028)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
N	25 407	25 407	24 922	22 586
Adj_R <sup>2</sup>	0.354	0.361	0.362	0.360

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为 Robust 稳健标准误。

表 11 非控股股东投票参与决策与公司治理:产权性质差异

变量	(1) Gindex	(2) Gindex	(3) Gindex
$Msp \times PE$	0.424*** (0.045)		
$Msp_y \times PE$		0.504*** (0.046)	
$Msp_t \times PE$			0.377*** (0.048)
Controls	Yes	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes	Yes
N	24 599	24 107	21 906
Adj_R <sup>2</sup>	0.506	0.506	0.490

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为 Robust 稳健标准误。

费的成本较低。另一方面,法治环境水平高的地区外部媒体、分析师更加活跃,信息流动更强。借助高水平的信息流和信息处理能力,非控股股东更容易达成一致行动,因而非控股股东投票参与决策的治理效应更为显著。

为验证上述推理,本文利用王小鲁等<sup>[28]</sup>的“市场化指数”中各省市“市场中介组织的发育和法律制度环境评分”衡量公司所在地的法治环境水平,并在主模型中引入非控股股东投票参与决策与法治环境水平的交乘项。表12结果显示,交乘项的回归系数分别在5%、10%和10%水平上显著为正,说明地区较高的法治环境水平强化了非控股股东投票参与决策的公司治理效应,二者呈现互补效应。

### 七、结论及建议

控股股东利益侵占是中国资本市场普遍存在又亟待解决的重要问题。产权理论强调国家治理与公司治理对控股股东利益侵占行为的制约,在推进国家治理体系和治理能力现代化的过程中,作为国家治理的微观基础和重要组成部分,公司治理体制应不断加强和完善,形成有效补充。在我国投资者保护力度较弱、监管失衡的情况下,如何发挥非控股股东的主动监管功能,对完善公司治理体制具有重要意义。本文选取2012—2020年中国沪深A股上市公司非控股股东投票参与公司决策数据,实证检验了非控股股东投票参与公司决策的治理作用,并检验了数字化转型对二者关系的影响。研究发现:(1)非控股股东投票参与决策显著提高了公司治理水平,数字化转型强化了非控股股东投票参与决策的公司治理效应。(2)非国有企业和法治环境水平高的公司会强化非控股股东投票参与决策的公司治理效应。(3)非控股股东投票参与决策通过发挥治理效应抑制控股股东“掏空”和提高高管薪酬契约有效性,进而提高公司治理水平,具体表现为控股股东资金占用、公司关联交易的显著下降和高管薪酬粘性的降低。

本文主要有如下政策启示:

第一,进一步强化非控股股东权益保护,发挥非控股股东投票参与决策和公司数字化转型的赋能作用。本文研究结论表明非控股股东投票参与能够显著提高公司治理水平,且企业数字化转型能够强化二者关系。一方面,政府监管部门应完善相关政策措施,加强对非控股股东投票参与公司治理权益的保护,确保非控股股东能够有效行使其合法权益,参与公司治理决策,形成一个更加公平和透明的市场环境。另一方面,借助大数据、人工智能等现代技术,构建非控股股东投票参与公司决策多元化渠道,降低非控股股东投票参与成本,提高非控股股东参与公司决策的积极性,形成对企业 and 股东的有效监督,充分发挥非控股股东对公司治理的积极作用。同时,公司应主动抓住数字经济发展机遇,借助现代技术推动数字化转型,建立数字化治理机制,提高治理水平。

第二,完善公司股权制衡制度和内部激励机制。研究发现,非控股股东通过抑制控股股东“掏空”和降低薪酬粘性发挥治理效应。一方面,监管部门应重视保障非控股股东的“话语权”,充分利用非控股股东投票参与公司决策机制,激励和引导非控股股东积极“发声”,以非控股股东有效投票参与治理形成一致行动,监督、制约控股股东“隧道挖掘”等不当私利行为,保护投资者利益。另一方面,公司应进一步完善高管薪酬监督与激励机制,提高薪酬契约有效性,利用非控股股东股权制衡降低薪酬粘性,提高治理水平。

第三,发挥非控股股东投票参与决策的治理效应需充分考虑公司的异质性。研究发现,在非国有企业和法治环境水平高的公司中,非控股股东投票参与决策的公司治理效应更强。因此,公司在实现

表12 参与决策与公司治理:法治环境调节效应

变量	(1) <i>Gindex</i>	(2) <i>Gindex</i>	(3) <i>Gindex</i>
$Msp \times Law$	0.075** (0.033)		
$Msp\_y \times Law$		0.077* (0.043)	
$Msp\_l \times Law$			0.070* (0.039)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year/Industry</i>	Yes	Yes	Yes
N	24 599	24 107	21 906
Adj_R <sup>2</sup>	0.357	0.357	0.337

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为Robust稳健标准误。

非控股股东投票参与的治理效应时,应根据自身股权结构、资源禀赋、所处的法制环境等条件制定符合自身的治理机制,以更好地维护相关者利益,实现公司健康运转和价值提升。

#### 参考文献:

- [1] CLAESSENS S, DJANKOV S, LANG L H P. The separation of ownership and control in East Asian corporations[J]. *Journal of financial economics*, 2000,58(1/2):81-112.
- [2] JIANG F X, KIM K A. Corporate governance in China: a modern perspective[J]. *Journal of corporate finance*, 2015,32:190-216.
- [3] DEMSETZ H, LEHN K. The structure of corporate ownership: causes and consequences[J]. *Journal of political economy*, 1985,93(6):1155-1177.
- [4] LIANG S K, JIANG Y F, YU J L, et al. Large shareholders' tunneling and stock price crash risk[J]. *China journal of accounting studies*, 2021,9(4):469-489.
- [5] 黄泽悦, 罗进辉, 李向昕. 中小股东“人多势众”的治理效应——基于年度股东大会出席人数的考察[J]. *管理世界*, 2022,38(4):159-185.
- [6] 常利民, 韩超. 非控股股东参与决策下的企业盈余管理策略[J]. *郑州大学学报(哲学社会科学版)*, 2020,53(5):42-46.
- [7] 张辉军, 高又壬, 任羽卓. 董事会国际化对企业数字化转型的影响——基于 A 股上市公司的经验证据[J]. *河南师范大学学报(哲学社会科学版)*, 2024,51(1):68-76.
- [8] 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.
- [9] BERTRAND M, MEHTA P, MULLAINATHAN S. Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups[J]. *The quarterly journal of economics*, 2002,117(1):121-148.
- [10] LEVIT D. Soft shareholder activism[J]. *The review of financial studies*, 2019,32(7):2775-2808.
- [11] 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.
- [12] 祝继高, 李天时, YANG T X. 董事会中的不同声音: 非控股股东董事的监督动机与监督效果[J]. *经济研究*, 2021,56(5):180-198.
- [13] WANG K, XIAO X. Controlling shareholders' tunneling and executive compensation: evidence from China[J]. *Journal of accounting and public policy*, 2011,30(1):89-100.
- [14] 朱佳立, 沈弋, 吕明晗, 等. 中小股东参与治理会提升薪酬契约有效性吗? ——来自高管薪酬粘性的证据[J]. *南开管理评论*, 2023,26(4):180-192.
- [15] LEUZ C, NANDA D, WYSOCKI P D. Earnings management and investor protection: an international comparison[J]. *Journal of financial economics*, 2003,69(3):505-527.
- [16] HE J, HUANG J K. Product market competition in a world of cross-ownership: evidence from institutional blockholdings [J]. *The review of financial studies*, 2017,30(8):2674-2718.
- [17] AZAR J, SCHMALZ M C, TECU I. Anticompetitive effects of common ownership[J]. *The journal of finance*, 2018,73(4):1513-1565.
- [18] LAFARRE A, VAN DER ELST C. Blockchain technology for corporate governance and shareholder activism[R]. *European Corporate Governance institute (ECGI)- Law working paper*, 2018(390).
- [19] 陈德球, 胡晴. 数字经济时代下的公司治理研究: 范式创新与实践前沿[J]. *管理世界*, 2022,38(6):213-240.
- [20] 戚聿东, 肖旭. 数字经济时代的企业管理变革[J]. *管理世界*, 2020,36(6):135-152.
- [21] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 等. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. *经济研究*, 2005(2):81-91.
- [22] 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.
- [23] 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.

- [24] 吴非,胡慧芷,林慧妍,等. 企业数字化转型与资本市场表现——来自股票流动性的经验证据[J]. 管理世界, 2021, 37(7):130 - 144.
- [25] 袁淳,肖土盛,耿春晓,等. 数字化转型与企业分工:专业化还是纵向一体化[J]. 中国工业经济, 2021(9):137 - 155.
- [26] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(5):100 - 120.
- [27] 马惠娴,佟爱琴. 卖空机制对高管薪酬契约的治理效应——来自融资融券制度的准自然实验[J]. 南开管理评论, 2019, 22(2):61 - 74.
- [28] 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.

(责任编辑:孔群喜;英文校对:谈书墨)

## Non-controlling Shareholder Voting Participation in Decision Making, Digital Transformation and Corporate Governance

WANG Tao<sup>1</sup>, CHEN Chen<sup>2</sup>, JIA Ximeng<sup>3</sup>, YAN Yucong<sup>4</sup>

(1. Chinese Academy of Fiscal Sciences, Beijing 100142, China;

2. School of Management, Guangdong University of Technology, Guangdong 510520, China;

3. Business School, Sichuan University, Chengdu 610064, China;

4. School of Finance, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

**Abstract:** Non-controlling shareholders' voting participation in decision-making is an important aspect of safeguarding the interests of investors and improving corporate governance. Based on the voting data of non-controlling shareholders attending shareholder meetings of A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2012 to 2020, it is found that: (1) the higher the voting rate of non-controlling shareholders participating in shareholder meetings, the more significant the corporate governance improvement. The digital transformation of companies has strengthened the corporate governance effect of non-controlling shareholders' voting participation in decision-making. (2) Non-state-owned enterprises and companies with a high level of legal environment will strengthen the corporate governance effect of non-controlling shareholders' voting participation in decision-making. (3) Non-controlling shareholders' voting participation in decision-making improves corporate governance by exerting governance effects to suppress controlling shareholders' "hollowing out" and improve the effectiveness of executive compensation contracts. This is manifested in the significant decrease in controlling shareholders' fund occupation, company-related party transactions, and the decrease in executive compensation stickiness. The research findings expand the research on the corporate governance effects of non-controlling shareholders, providing useful references for optimizing equity structure, improving investor protection systems, and enhancing corporate governance levels in the context of the digital economy.

**Key words:** non-controlling shareholders; digital transformation; corporate governance; controlling shareholder hollowing out