

# 中小股东网络监督与企业金融资产配置

栾甫贵 梁日新 赵康乐

(首都经济贸易大学 会计学院, 北京 100070)

**摘要:**本文以 2008—2020 年中国 A 股上市公司为样本,考察中小股东网络监督对企业金融资产配置的影响。研究发现,中小股东网络监督显著抑制了企业金融资产配置,发挥了治理效应,并且这一治理效应通过提高媒体关注度、增加监管问询以及提高信息披露质量实现。进一步研究发现,当公司负面网络舆论较多、散户投资者较多、管理层持股比例较低以及机构投资者持股比例较低时,中小股东网络监督对企业金融资产配置的抑制作用更为明显。本研究丰富了中小股东网络监督的经济后果研究,并为完善中小投资者的保护机制,实现上市公司高质量发展提供了理论支持与经验证据。

**关键词:**中小股东;网络监督;治理效应;金融资产配置;社交媒体

**中图分类号:**F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2023)05-0003-15

## 一、引言

当前我国实体经济面临着结构性失衡问题,主要表现为实体投资回报下降、虚拟经济膨胀。实体企业纷纷涉足金融行业,资产泡沫越来越膨胀,金融化程度加深,导致实体企业面临严重的金融风险。如云南白药(000538)2021 年的财报显示亏损 20 亿,原因在于证券投资失败。据 Wind 数据库统计,2019 年,1100 余家上市公司购买的理财产品数额高达 1.36 万亿元。2021 年,中央经济工作会议提出,要积极引导金融机构对实体经济的支持,实现企业高质量发展。党的二十大报告提出,坚持把发展经济的着力点放在实体经济上,深化金融体制改革。当前,愈演愈烈的实体经济金融化问题引起了实务界和理论界的广泛关注。

为探讨如何引导企业聚焦主营业务、回归实体行业,学者们围绕企业金融化的动机进行了系列研究。梳理文献发现,企业金融化的主要诱因有两类:一是“蓄水池”动机;二是“资本逐利”动机。基于两类动因,现有文献主要考察了企业金融化的影响因素,如经济政策的不确定性<sup>[1]</sup>、高管特征<sup>[2]</sup>、公司

**收稿日期:**2022-09-29

**基金项目:**国家社会科学基金一般项目“重大突发公共事件对企业持续经营能力冲击的评价与应对研究”(21BGL089);首都经济贸易大学博士研究生学术新人计划项目“重大突发公共事件下企业持续经营能力的动态评价及应对策略研究”(2022XSXR04)

**作者简介:**栾甫贵(1961—),男,黑龙江宝清人,首都经济贸易大学会计学院教授,博士生导师;  
梁日新(1995—),男,江西吉安人,首都经济贸易大学会计学院博士生;  
赵康乐(1996—),男,河南南阳人,首都经济贸易大学会计学院博士生,本文通讯作者。

治理<sup>[3]</sup>、企业社会责任<sup>[4]</sup>等。然而,目前鲜有研究从中小股东参与公司治理角度考察企业金融投资决策的影响因素。

截至2022年2月,资本市场上已有超过2亿的个人投资者,其中持股市值低于50万元的中小股东占比高达97%。监管部门基于我国资本市场中小股东占主体的现状,通过建设网络投票制度、投资者服务中心等多种方式来提高中小股东参与公司运营、治理的便利性,进而维护中小股东的权益。随着资本市场股东权益保护制度的完善,中小投资者的股东意识逐步觉醒,不再单纯“用脚投票”,而是通过利用各种合法途径来参与公司的经营和治理。例如,2021年12月1日,央视对“中远海控中小股东‘喊话’董事会”事件进行了点评:该事件体现出中小投资者股东意识的逐步觉醒,中小股东不再仅盯着K线,而是了解如何利用自身权利来争取合法利益,共同对上市公司的经营和治理发出属于中小股东的声音<sup>①</sup>。再如,曙光集团的中小股东针对关联收购以及改选董事等决策,利用交易所网络平台积极发声并发挥了关键作用<sup>②</sup>。另外,因无视中小股东对增选董事、引进高新产业的诉求,华丽家族21个议案均被否决,中小股东通过有限合伙架构汇聚股份进行投票发挥了关键作用<sup>③</sup>。以上案例均表明,随着股东意识的提高,中小股东逐步通过网络平台等渠道汇聚力量,借助股东利益保护机制来参与公司的经营和治理,与控股股东制衡,维护自身权益。

作为投资者交流的重要媒介,股吧有着信息传播速度快、覆盖面广以及针对性强的特点,投资者之间可以进行实时交流,进而形成公众舆论,引发更多投资者的共鸣,影响被关注个体的行为和决策。沈艺峰等(2013)研究发现,网络舆论会触发外部治理机制对公司的审查及惩戒,进而影响公司在特定事件上的决策<sup>[5]</sup>。因此,正是由于社交媒体的独特性与应用的广泛性,有必要探究社交媒体的经济后果。尽管现有文献从审计师行为<sup>[6]</sup>、分析师关注<sup>[7]</sup>、管理层业绩预告<sup>[8]</sup>、企业创新<sup>[9]</sup>、盈余管理<sup>[10]</sup>、企业稳健性<sup>[11]</sup>、企业投资效率<sup>[12]</sup>、并购决策<sup>[13]</sup>等角度进行了初步探索,大多数文献支持了社交媒体的“公司治理假说”。那么,中小股东利用社交媒体进行网络监督是否会对企业的金融投资决策产生影响?中小股东网络监督影响企业金融资产配置的具体路径又是什么?这些都值得进一步探究。因此,本文探讨中小股东网络监督与企业金融资产配置之间的关系,对防范企业“脱实向虚”、促进金融服务实体经济以及实现企业高质量发展具有重要的意义。

由于企业偏离主营业务将大量资源投向金融行业的行为不利于企业健康发展,与股东利益最大化的目标相去甚远。因此,中小股东有较强的动机来约束和抑制企业的金融化行为。基于此,本文利用东方财富网股吧数据,收集了2008—2020年A股上市公司股吧的发帖数、评论数与阅读数,研究中小股东网络监督对企业金融资产配置的影响。

本文的边际贡献主要有以下三个方面:第一,拓展了中小股东网络监督的经济后果研究。已有文献主要从审计质量<sup>[6]</sup>、分析师行为<sup>[7]</sup>、业绩预告<sup>[8]</sup>、企业投资效率<sup>[12]</sup>等角度考察中小股东通过社交媒体进行网络监督的治理效果,尚未有文献考察其对企业资产配置决策的影响。因此,本文以企业金融资产配置为研究视角,阐释了中小股东网络监督有助于抑制企业金融化的逻辑与机制,进一步深化对中小股东治理效应内涵及外延的理解。第二,丰富了企业金融化的影响因素研究。现有文献主要从经济政策不确定性<sup>[1]</sup>、个体特征<sup>[2]</sup>、公司治理<sup>[3]</sup>等视角展开对企业金融化的影响因素分析。而现如今互联网高度发达,作为新兴的投资者交流媒介,社交媒体逐渐成了中小股东舆论的重要载体,其对企业金融资产配置有着重要的影响。因此,探究中小股东网络监督如何影响企业金融资产配置具有重要的意义,进一步补充了企业金融化影响因素的相关研究。第三,本文从中小股东通过新兴媒体参与公司治理的视角,为近年来我国企业金融化趋势提供可供参考的治理思路。金融稳,则经济稳,“三大攻坚战”的首要任务就是防范及化解重大风险,而企业金融化蕴含重大的金融风险。本文从网络舆论关注的视角展开研究,不仅能较全面地洞悉中小股东网络监督对微观企业乃至宏观经济发展的重要影响,而且对助力我国经济“脱虚向实”有着重要的参考价值。

## 二、理论分析与假设提出

### (一)中小股东网络监督对企业金融资产配置影响的直接效应

现有文献系统研究了企业金融资产配置的动机,并形成了两种观点:一是“蓄水池”动机;二是“资本逐利”动机。“蓄水池”动机认为,企业投资金融资产的目的是进行预防性储蓄<sup>[14]</sup>。由于金融资产具有变现快、流动性强的特点,企业更倾向于投资金融资产以提高自身风险承担能力,缓解融资难等外部不确定性问题<sup>[15]</sup>。“资本逐利”动机认为,企业投资金融资产在于追求超额利润,实现收益最大化<sup>[16]</sup>,实体投资与金融投资之间的投资收益率差距是企业热衷于金融资产投资的重要因素之一<sup>[15]</sup>。因此,本文以企业金融资产配置的动机为研究逻辑起点,分析中小股东网络监督影响企业金融资产配置的直接效应。

从管理层“资本逐利”动机来看,由于企业对金融投资“重奖轻罚”的态度以及金融投资的收益往往高于实体投资这一现实情况,管理层更倾向于追求短视化目标<sup>[17]</sup>,这进一步诱发了管理层热衷投资金融资产的动机,损害了中小股东的利益,最终不利于企业实现长远价值。而中小股东通过社交媒体进行网络监督能发挥监督治理和信息交互的效应,有助于弱化管理层的逐利性动机,从而抑制企业的金融资产配置。具体而言,第一,中小股东通过社交媒体增强了对管理层的监督,降低了股东与管理层的第一类代理成本,缓解道德风险问题,削弱管理层实施机会主义行为的动机,促使管理层努力工作,维护股东利益,实现企业长远价值。第二,作为投资者交流的重要媒介,股吧有着信息传播速度快、覆盖面广以及针对性强的特点,投资者之间可以进行实时交流,进而形成公众舆论<sup>[12]</sup>。中小股东可以利用社交媒体把管理层的机会主义行为和金融资产过度配置行为进行曝光和传播,促使公司外部治理机制发挥监督效应,约束管理层的机会主义行为,进而抑制企业管理层实施金融资产过度投资行为,维护广大中小股东的利益。第三,个体之间的交流和回应会产生公众舆论关注,被关注个体的行为会被迅速捕捉和放大,这会给被关注个体带来压力进而影响其行为<sup>[8]</sup>。对于管理层而言,一旦其机会主义行为与损害公司价值行为被广泛传播,这会引起投资者等利益相关者的不满,对管理者的职业发展造成不利影响。管理层出于声誉与职业生涯的考虑,会减少机会主义行为,弱化投资金融资产的逐利动机,进而减少企业金融资产配置。

从“蓄水池”动机来看,中小股东能够通过社交媒体进行网络监督以有效缓解“信息缺失”问题,降低企业内外部之间的信息不对称,弱化管理层的预防性储蓄动机,从而抑制企业金融资产配置。具体而言,社交媒体的发展给中小股东之间以及中小股东与公司之间信息沟通交流提供了一个良好的途径与方式,中小股东有更多的渠道了解、传播公司的相关信息以保障自身的合法利益,监督控股股东以及管理层的自利行为,从而保留更多的资源支持企业的经营。根据信号传递理论,当公司的信息不对称和掏空程度较低时,债权人会要求更低的风险溢价,企业可以更低的融资成本获得贷款,管理层预防性储蓄的动机会被大大削弱,即弱化投资金融资产的“蓄水池”动机,进而抑制企业金融资产配置。

因此,基于以上分析,本文提出如下假设 H1:

H1:中小股东网络监督能够抑制企业的金融资产配置。

### (二)中小股东网络监督影响企业金融资产配置的作用机理分析

1.媒体关注度的中介效应分析。中小股东网络监督可能通过提高媒体关注度,抑制企业金融资产配置。媒体关注作为一种重要的外部治理机制,可以有效规范和约束管理层的行为。传统媒体是资本市场重要的信息中介,不仅可以有效帮助投资者作出决策,还对上市公司进行有效监督。例如,Joe等(2009)研究发现,媒体关注有利于发现企业无效行为并督促企业进行改正<sup>[18]</sup>。因此,中小股东在社交媒体讨论同样会引起传统媒体的关注与报道,进而抑制企业金融资产配置。具体而言,第一,中小股东在社交媒体讨论具有溢出效应。传统媒体为了追求自身的利益与社会声誉,有动力对公司存在的治理问题进行关注与报道,进而产生“轰动效应”,对上市公司起到外部治理作用。由于传统媒

体报道的压力,管理层不得不改变决策行为<sup>[19]</sup>。对于金融资产配置决策而言,中小股东网络监督的参与度较高时,会吸引传统媒体的大量关注与报道,这削弱了管理层投资金融资产的逐利动机,进而抑制了企业金融资产配置。第二,由于社交媒体是一种低成本的信息获取渠道,其真实性往往难以保证。而传统媒体更具有权威性,信息经传统媒体过滤后,信息的可利用性与真实性显著提高,外部监督作用进一步加强,从而抑制了管理层的机会主义行为,削弱管理层投资金融资产的逐利动机,进而抑制了企业金融资产配置。

因此,基于以上分析,本文提出如下假设 H2:

H2:中小股东网络监督通过提高媒体关注度抑制企业金融资产配置。

2.监管问询的中介效应分析。中小股东网络监督也可以通过增加监管问询,抑制企业金融资产配置。监管部门对上市公司出具问询函是中国资本市场重要的监督手段,并主要由两大证券交易所出具<sup>[20]</sup>,通过对上市公司出具问询函,督促上市公司对披露的财务报告和公告进行解释说明与修改。社交媒体对公司的广泛讨论容易引起监管部门的关注,甚至受到证监会的立案。具体而言,管理层若实施较多的机会主义行为,出于逐利动机而过度投资金融资产,容易引发中小股东在社交媒体上频频发声。由于社交媒体多方交互、传播速度快等特点,会进一步形成一定规模的网络舆论,这提高了上市公司曝光率<sup>[10]</sup>,容易引起监管部门的关注,进而提高了上市公司收到问询函的概率。当企业收到问询函时,为了应对问询函带来的监管压力与成本,管理层有动机减少机会主义行为,弱化投资金融资产的逐利动机,进而抑制企业金融资产配置。

因此,基于以上分析,本文提出如下假设 H3:

H3:中小股东网络监督通过增加监管问询抑制企业金融资产配置。

3.信息披露质量的中介效应分析。随着信息技术与大数据的发展,股吧等社交媒体提高了信息的传播速度,改变了公众对资本市场信息的利用模式,有利于解决中小股东面临的“信息缺失”问题<sup>[7]</sup>。长期以来,中小股东很难实质参与到公司治理中,社交媒体的发展为中小股东参与公司治理提供了良好的方式与渠道。对于中小股东而言,股吧等社交媒体的出现与发展极大促进了其参与公司治理的积极性,增强了其在公司的参与权与发言权,丰富了公司治理方式与信息披露的途径<sup>[11]</sup>。因此,社交媒体作为新兴的投资者交流媒介,中小股东能够通过社交媒体参与公司治理,督促上市公司提高信息披露质量。信息不对称的存在是企业面临融资困境的重要原因<sup>[21]</sup>,因此随着企业信息披露质量的提高,企业更易获得商业信用融资,从而抑制企业金融资产配置的“蓄水池”动机。此外,企业信息披露质量的提高同样有助于投资者加强对管理层的监督治理,抑制管理层的逐利性动机。总而言之,中小股东利用社交媒体提高了企业信息披露质量,降低了企业内外部之间的信息不对称,进而弱化了企业“蓄水池”动机驱使下的金融资产配置。

因此,基于以上分析,本文提出如下假设 H4:

H4:中小股东网络监督通过提高信息披露质量抑制企业金融资产配置。

### 三、研究设计

#### (一)样本选取与数据来源

本文以 2008—2020 年 A 股上市公司为研究样本,并根据研究惯例,对原始数据进行了如下处理:一是剔除了金融保险业样本;二是剔除了 ST、\*ST 样本;三是剔除了缺失值样本。经过以上处理,最终得到 28452 个公司一年度观测值。股吧数据来源于 CNRDS 数据库,该数据库以东方财富网为基础,整理了每家上市公司股吧在每个年度内的参与者发帖数(Post)、评论数(Cmt)与阅读数(Read)。其他数据来源于国泰安数据库(CSMAR)与万德(Wind)数据库。本文对所有的连续变量在 1%和 99%的水平上进行了缩尾处理。

#### (二)变量定义

1.被解释变量。本文的被解释变量为企业金融资产配置(Fin),借鉴已有文献的做法<sup>[15][22]</sup>,将企

业金融资产配置定义为非金融企业拥有的金融资产,金融资产配置(Fin)=金融资产/总资产,其中金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产、持有至到期投资和投资性房地产。2018年新修订的企业会计准则针对部分科目的会计处理进行了修改,因此,2018年之后的金融资产,包括交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款净额、投资性房地产、其他权益工具投资、债权投资、其他债权投资以及其他非流动性金融资产。

2.解释变量。本文的解释变量为中小股东网络监督(Attention),包括发帖数(Post)、评论数(Cmt)与阅读数(Read)三项具体指标。东方财富网股吧有个股讨论、公告以及问董秘等多个板块,是我国用户活跃度最高的股票社区论坛。本文参照相关文献的做法<sup>[23]</sup>,以上市公司每年在东方财富网股吧相关帖子的发帖总数加1取自然对数(Post)、评论总数加1取自然对数(Cmt)以及阅读总数加1取自然对数(Read),衡量中小股东网络监督。这三项指标值越大,表示上市公司的股吧讨论越热烈,中小股东利用社交媒体进行网络监督越频繁。

3.控制变量。为了检验中小股东网络监督与企业金融资产配置之间的关系,本文借鉴现有研究<sup>[8][24]</sup>,控制了公司规模(Size)、资产负债率(Lev)、净资产收益率(Roe)、企业成长性(Growth)、托宾Q值(TobinQ)、应收账款比例(AR)、存货比例(INV)、董事会人数(BNum)、监事会人数(SNum)、高管薪酬(Es)、股权制衡度(Z)、两职合一(Dual)以及独立董事比例(Indep)等反映公司财务及治理层面的控制变量。另外,本文还控制了年度和行业固定效应,具体变量定义如表1所示。

表1 主要变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业金融资产配置	Fin	金融资产/总资产
		Post	东方财富网股吧中上市公司热帖的发帖总数,并进行加1取自然对数处理
解释变量	中小股东网络监督	Cmt	东方财富网股吧中上市公司热帖的评论总数,并进行加1取自然对数处理
		Read	东方财富网股吧中上市公司热帖的阅读总数,并进行加1取自然对数处理
		Size	总资产取自然对数
控制变量	资产负债率	Lev	企业负债/总资产
	净资产收益率	Roe	净利润/净资产
	企业成长性	Growth	年度主营业务收入增长率
	托宾Q值	TobinQ	市值/总资产
	应收账款比例	AR	应收账款/总资产
	存货占比	INV	期末存货/总资产
	董事会人数	BNum	董事会成员数量取自然对数
	监事会人数	SNum	监事会成员数量取自然对数
	高管薪酬	Es	管理层前三名薪酬总额取自然对数
	股权制衡度	Z	第一大股东持股比例/第二大股东持股比例
	两职合一	Dual	董事长与总经理是否为同一人,是取值为1,否则为0
	独立董事比例	Indep	独立董事人数/董事会人数
	年份哑变量	Year	年份虚拟变量
	行业哑变量	Ind	行业虚拟变量

### (三)模型设计

为了检验中小股东网络监督与企业金融资产配置之间的关系,本文构建模型(1):

$$Fin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Attention_{it} + \alpha_2 Controls_{it} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{it} \quad (1)$$

为了检验中小股东网络监督影响企业金融资产配置的作用机制,本文借鉴陆超和王宸(2022)的研究<sup>[25]</sup>,采用中介效应模型检验,在模型(1)的基础上,构建模型(2)和(3):

$$Med_{it} = \beta_0 + \beta_1 Attention_{it} + \beta_2 Controls_{it} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$Fin_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Attention_{it} + \gamma_2 Med_{it} + \gamma_3 Controls_{it} + \sum Year + \sum Ind + \epsilon_{it} \quad (3)$$

模型(2)和(3)中,Med为中介变量,分别为媒体关注(Media)、监管问询(Wen)以及信息披露质量(KV)。媒体关注(Media)以网络媒体报道的数量加1取自然对数衡量;监管问询(Wen)以公司当

年收到的问询函次数和关注函次数度量,这其中剔除了并购重组等不相关的函件,然后加 1 取自然对数。鉴于 2015 年之后才出现监管部门出具问询函这一监管形式,因此在检验监管问询发挥的中介效应时,剔除了 2015 年之前的研究样本。信息披露质量(KV)的衡量方式参考李璐等(2023)的研究<sup>[26]</sup>,以 KV 指数度量信息披露质量,KV 指数值越大,信息披露质量越低。同时,为了保证中介效应的有效性,本文还进行了 Sobel 检验和 Bootstrap 检验。

#### 四、实证分析

##### (一)描述性统计

表 2 列示了本文主要变量的描述性统计结果。企业金融资产配置(Fin)的均值为 0.218,最小值为 0.021,最大值为 0.700。这说明平均而言我国企业金融资产配置水平较高,但企业之间的金融资产配置水平差距较大,这一结果与现有研究基本一致。在股吧中,上市公司收到的发帖数(Post)、评论数(Cmt)和阅读数(Read)的均值分别为 8.650、9.211 和 15.620。其他控制变量结果与现有研究基本一致,不再赘述。

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	25%分位数	中位数	75%分位数	最小值	最大值
Fin	28452	0.218	0.146	0.111	0.180	0.288	0.021	0.700
Post	28452	8.650	0.858	8.090	8.663	9.220	6.480	10.770
Cmt	28452	9.211	1.084	8.474	9.211	9.956	6.624	11.820
Read	28452	15.620	1.045	14.860	15.620	16.400	13.250	18.010
Size	28452	22.160	1.295	21.230	21.990	22.900	19.690	26.140
Lev	28452	0.440	0.184	0.304	0.426	0.568	0.069	0.939
Roe	28452	0.071	0.054	0.025	0.095	0.101	-0.073	0.314
Growth	28452	0.177	0.453	-0.027	0.105	0.266	-0.582	3.043
TobinQ	28452	2.045	1.337	1.230	1.608	2.326	0.868	8.783
AR	28452	0.115	0.101	0.032	0.092	0.171	0.000	0.460
INV	28452	0.151	0.142	0.060	0.115	0.190	0.000	0.730
BNum	28452	2.253	0.178	2.079	2.303	2.303	1.792	2.773
SNum	28452	1.504	0.200	1.386	1.386	1.609	1.386	2.079
Es	28452	14.400	0.737	13.940	14.390	14.850	12.530	16.440
Z	28452	0.104	0.181	0.018	0.039	0.099	0.010	1.161
Dual	28452	0.253	0.435	0.000	0.000	1.000	0.000	1.000
Indep	28452	0.374	0.053	0.333	0.333	0.429	0.333	0.571

##### (二)相关性分析

未列示的变量相关性分析结果显示,发帖数(Post)、评论数(Cmt)及阅读数(Read)与实体企业金融资产配置(Fin)均在 1%的水平上显著负相关。这说明中小股东网络监督抑制了企业金融资产配置,初步验证了假设 H1。此外,主要变量之间的相关性系数均远远小于 0.5,说明不存在严重的多重共线性问题。

##### (三)基准回归分析

表 3 列示了模型(1)的回归结果。列(1)~(3)为仅控制行业和年度固定效应的回归结果,结果显示,发帖数(Post)、评论数(Cmt)与阅读数(Read)的回归系数分别为-0.018、-0.011 和-0.015,且均在 1%的水平上显著。列(4)~(6)为加入所有控制变量后的回归结果,结果显示,发帖数(Post)、评论数(Cmt)与阅读数(Read)的回归系数分别为-0.011、-0.007 和-0.010,且均在 1%的水平上显著。在经济意义方面,中小股东的发帖数(Post)每提高一个标准差,企业金融资产配置降低 4.3%(-0.011×0.858/0.218),中小股东的评论数(Cmt)每提高一个标准差,企业金融资产配置降低 3.5%(-0.007×1.084/0.218),中小股东的阅读数(Read)每提高一个标准差,企业金融资产配置降低 4.8%(-0.010×



1.045/0.218)。这说明中小股东网络监督越积极,越能抑制企业金融资产配置,验证了研究假设H1。以上回归结果表明,中小股东可以通过网络监督的方式参与公司治理,加强企业受到的直接和间接监督,降低信息不对称,弱化企业的“资本逐利”动机与“蓄水池”动机,进而抑制企业金融资产配置。

表 3 中小股东网络监督与企业金融资产配置

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin
Post	-0.018*** (-8.78)			-0.011*** (-5.88)		
Cmt		-0.011*** (-7.40)			-0.007*** (-4.79)	
Read			-0.015*** (-7.98)			-0.010*** (-5.74)
Controls	不控制	不控制	不控制	控制	控制	控制
N	28452	28452	28452	28452	28452	28452
adj.R <sup>2</sup>	0.118	0.115	0.117	0.266	0.265	0.266

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著;括号内为经企业层面聚类(cluster)调整的t值,下表同。

#### (四)稳健性检验

1.工具变量法。本文的研究结果可能存在内生性问题。一方面,中小股东利用社交媒体进行网络监督抑制了企业金融资产配置水平;另一方面,公司的金融资产配置决策引起了股吧的讨论。为了缓解可能存在的反向因果问题对研究结果的影响,本文采用工具变量法进行检验。

借鉴孙鲲鹏等(2020)的做法<sup>[23]</sup>,使用公司所在省份的互联网设施发展程度作为工具变量。由于投资者在社交媒体上进行讨论交流时存在着家乡偏误的现象<sup>[27]</sup>,针对当地上市公司的讨论往往会随着当地网民数量的增加而提升,而完善的互联网基础设施将会为投资者在社交媒体上交流提供极大的便利性,这满足了工具变量相关性的条件。此外,上市公司所在省份网络设施建设与上市公司并无直接关联,这满足了工具变量外生性的要求。本文使用省级层面人均光纤建设长度(PerCable)衡量各地区互联网设施发展程度。表4报告了工具变量法的回归结果,同时本文对工具变量进行了弱工具变量检验和识别不足检验,结果均证明工具变量是有效的。表4列(2)、列(4)和列(6)回归结果显示,发帖数(Post)、评论数(Cmt)与阅读数(Read)的回归系数分别为-0.169、-0.130和-0.146,且均在1%的水平上显著。这表明中小股东网络监督抑制了企业金融资产配置,再次验证了上文的假设。

表 4 工具变量法回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	Post	Fin	Cmt	Fin	Read	Fin
PerCable	0.003*** (4.72)		0.004*** (4.65)		0.003*** (5.15)	
Post		-0.169*** (-3.16)				
Cmt				-0.130*** (-3.12)		
Read						-0.146*** (-3.28)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	25131	25131	25131	25131	25131	25131
adj.R <sup>2</sup>	0.445	-0.238	0.413	-0.268	0.582	-0.153
弱工具变量检验		22.235		21.647		26.530
识别不足检验		22.256***		21.668***		26.511***

2.PSM-OLS 检验。为减轻公司特征对结果的影响,本文分别按照发帖数(Post)、评论数(Cmt)与阅读数(Read)的均值将中小股东网络监督(Attention)分为讨论较多组(Attention\_D=1)和较少组(Attention\_D=0)进行倾向得分匹配和回归。根据控制变量等特征,依照 0.05 卡尺标准对样本进行 1:1 近邻匹配。在匹配效果较好的情况下,本文对模型(1)重新进行回归检验,回归结果如表 5 列(1)~(3)所示,发帖数(Post)、评论数(Cmt)与阅读数(Read)的回归系数分别为-0.012、-0.007 和-0.008,且均在 1%的水平上显著。这表明中小股东网络监督抑制了企业金融资产配置,与上文回归结果一致。

3.控制公司固定效应。为缓解遗漏变量对本文研究结论的影响,本文采用公司固定效应模型进行回归,回归结果如表 5 列(4)~(6)所示。发帖数(Post)、评论数(Cmt)与阅读数(Read)的回归系数分别为-0.009、-0.006 和-0.010,且均在 1%的水平上显著。这表明中小股东网络监督抑制了企业金融资产配置,与上文回归结果一致。

表 5 PSM-OLS 检验与公司固定效应回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin
Post	-0.012*** (-5.21)			-0.009*** (-6.26)		
Cmt		-0.007*** (-3.99)			-0.006*** (-4.97)	
Read			-0.008*** (-3.90)			-0.010*** (-6.84)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	14111	14478	13847	28452	28452	28452
adj.R <sup>2</sup>	0.262	0.264	0.266	0.164	0.163	0.164

4.PSM-DID 检验。为了进一步缓解内生性问题,本文使用双重差分模型以进一步检验本文结论的稳健性。2016 年 4 月,习近平总书记在网络安全和信息化工作座谈会上强调要加快推动网络强国建设,让互联网更好地造福国家和人民。同年,三大运营商全面推进宽带网络提速降费,2016 年 4G 用户新增 3.78 亿,同比增长 131%,平均宽带接入速率提升 135%,这极大提升了社交媒体用户的便利性,增强了投资者对上市公司相关决策的讨论热度。而且,宽带网络提速降费的全面推进与上市公司的特征并无明显关联。因此,三大运营商全面推进宽带网络提速降费对本文研究来说,无疑是一个良好的外生事件。本文定义时间哑变量(Time),2016 年及以后的样本取值为 1,否则取 0。其次,借鉴江轩宇等(2021)的思路<sup>[9]</sup>,使用政策实施前一年公司的中小股东人数将样本均分为 4 组,定义人数最少的一组为对照组(Treat=0),其余三组为实验组(Treat=1)。在进行双重差分检验之前,本文使用倾向得分匹配(PSM)法对样本进行匹配,根据控制变量等特征,依照 0.05 卡尺标准对样本进行 1:1 近邻匹配。未报告的回归结果显示交互项(Time×Treat)的回归系数为-0.015,在 10%的水平上显著<sup>④</sup>,即宽带网络提速降费的全面推进后,中小股东较多的公司的金融资产配置显著减少,进一步验证了中小股东网络监督的治理效应。

5.其他稳健性检验<sup>⑤</sup>。本文还进行了其他一系列稳健性检验,未报告的回归结果均证明了假设 H1 的成立。其他一系列稳健性检验主要包括:(1)替换被解释变量。本文借鉴窦炜(2021)的研究<sup>[22]</sup>,以绝对金融资产规模(LNfin)替换被解释变量。(2)因变量行业年度调整法。不同行业间的金融资产配置水平存在差异,为了排除不同行业存在的金融资产配置差异对研究结果的影响,本文对金融资产配置指标(Fin)进行行业调整。(3)缩短研究年限。本文的样本区间为 2008—2020 年,在此期间发生的国际金融风暴以及新冠疫情等重大突发公共事件对各国企业的经营环境产生了巨大冲击,阻碍了企业的正常生产经营。因此,危机期间的样本有一定的干扰性,为了保证结果的稳健性,本文选取 2009—2019 年的样本重新进行回归检验。(4)安慰剂检验。本文借鉴 Cornaggia 和 Li(2019)的



做法<sup>[28]</sup>,使用安慰剂检验对假设1重新回归。将中小股东网络监督(Post、Cmt和Read)变量的全部取值,随机分配到每一个公司一年度观测值中,重新对模型(1)进行回归。若回归结果显示中小股东网络监督(Post、Cmt和Read)与企业金融资产配置(Fin)仍然是显著的负相关关系,则证明确实存在安慰剂效应。(5)高维固定效应。同一个行业或者地区的企业金融资产配置活动受到行业周期和当地政策的影响,从而出现系统性趋势,因此,本文在模型(1)的基础上进行高维固定效应回归。具体而言,本文分别控制年份与行业、年份与省份的交乘固定效应,以分别控制行业层面随时间变化、省份层面随时间变化的因素影响。(6)排除中小投资者服务中心成立的影响。2014年12月5日,由中国证监会批准设立并管理的中小投资者服务中心在上海注册成立,其主要职责是为中小股东自主维权提供相应法律和技术支持。因此,中小投资者服务中心成立可能对本文的研究结论产生影响。本文借鉴斯丽娟和曹昊煜(2022)的方法<sup>[29]</sup>,通过引入中小投资者服务中心成立年份的虚拟变量(ISC),以排除其对研究结果的影响。

## 五、机制检验<sup>⑥</sup>

### (一)媒体关注的中介效应检验

表6列示了媒体关注的中介效应回归结果。列(1)检验了自变量发帖数(Post)对中介变量媒体关注(Media)的影响,Post的回归系数显著为正,说明中小股东网络监督提高了媒体关注。列(2)同时加入了自变量发帖数(Post)和中介变量(Media),发帖数(Post)与中介变量(Media)的系数均显著为负,说明媒体关注(Media)发挥了部分中介作用,Sobel检验和Bootstrap检验均验证了上述结果。同理,当自变量为评论数(Cmt)和阅读数(Read)时,也验证了媒体关注(Media)的部分中介效应,即支持了“网络监督→媒体关注→金融资产配置水平”这一作用路径,其中中介效应占比分别为25.6%、35.2%和30.5%<sup>⑦</sup>。

表6 媒体关注机制检验回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Post		Cmt		Read	
	Media	Fin	Media	Fin	Media	Fin
Post	0.176 *** (26.13)	-0.008 *** (-4.36)				
Cmt			0.154 *** (28.18)	-0.004 *** (-2.99)		
Read					0.203 *** (30.25)	-0.007 *** (-3.88)
Media		-0.016 *** (-7.43)		-0.016 *** (-7.60)		-0.015 *** (-7.15)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	28452	28452	28452	28452	28452	28452
adj.R <sup>2</sup>	0.689	0.269	0.694	0.269	0.697	0.269
Sobel Z值	-10.34 ***		-10.65 ***		-10.17 ***	
Bootstrap	[-0.011,-0.006]		[-0.006,-0.002]		[-0.009,-0.005]	

### (二)监管问询的中介效应检验

表7列示了监管问询的中介效应回归结果。列(1)检验了自变量发帖数(Post)对中介变量监管问询(Wen)的影响,Post的回归系数显著为正,说明中小股东利用社交媒体进行网络监督引起了监管机构的关注。列(2)同时加入了自变量发帖数(Post)和中介变量(Wen),发帖数(Post)与中介变量(Wen)的系数均显著为负,说明监管问询(Wen)发挥了部分中介作用,Sobel检验和Bootstrap检验均验证了上述结果。同理,当自变量为评论数(Cmt)和阅读数(Read)时,也验证了监管问询(Wen)的部分中介效应,即支持了“网络监督→监管问询→金融资产配置水平”这一作用路径,其中中介效应占

比分别为 31.1%、28.3%和 13.4%。

表 7

监管问询机制检验回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Post		Cmt		Read	
	Wen	Fin	Wen	Fin	Wen	Fin
Post	0.137 *** (19.74)	-0.004 * (-1.74)				
Cmt			0.086 *** (18.89)	-0.007 *** (-4.50)		
Read					0.061 *** (13.53)	-0.014 *** (-9.31)
Wen		-0.025 *** (-8.77)		-0.023 *** (-8.23)		-0.022 *** (-8.10)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	16602	16602	16602	16602	16602	16602
adj.R <sup>2</sup>	0.080	0.263	0.075	0.264	0.055	0.269
Sobel Z 值	-9.860 ***		-9.248 ***		-8.350 ***	
Bootstrap	[-0.007,-0.001]		[-0.009,-0.005]		[-0.016,-0.012]	

### (三)信息披露质量的中介效应检验

表 8 列示了信息披露质量的中介效应回归结果。列(1)检验了自变量发帖数(Post)对中介变量信息披露质量(KV)的影响,Post 的回归系数显著为负,说明中小股东利用社交媒体进行网络监督有利于提高信息披露质量。列(2)同时加入了自变量发帖数(Post)和中介变量(KV),发帖数(Post)的系数显著为负且中介变量(KV)的系数显著为正,说明信息披露质量(KV)发挥了部分中介作用,Sobel 检验和 Bootstrap 检验均验证了上述结果。同理,当自变量为评论数(Cmt)和阅读数(Read)时,也验证了信息披露质量(KV)的部分中介效应,即支持了“网络监督→信息披露质量→金融资产配置水平”这一作用路径,其中中介效应占比分别为 8.3%、9.8%和 6.6%。

表 8

信息披露质量机制检验回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Post		Cmt		Read	
	KV	Fin	KV	Fin	KV	Fin
Post	-0.024 *** (-13.77)	-0.010 *** (-5.39)				
Cmt			-0.018 *** (-12.69)	-0.006 *** (-4.29)		
Read					-0.017 *** (-9.81)	-0.010 *** (-5.38)
KV		0.038 *** (6.92)		0.038 *** (7.07)		0.039 *** (7.12)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	28451	28451	28451	28451	28451	28451
adj.R <sup>2</sup>	0.297	0.268	0.297	0.267	0.294	0.268
Sobel Z 值	-7.372 ***		-7.448 ***		-6.891 ***	
Bootstrap	[-0.013,-0.008]		[-0.008,-0.004]		[-0.012,-0.008]	

## 六、进一步分析

### (一)负面网络舆论的异质性

作为股吧的主要参与者,中小股东在股吧上发布的帖子和评论,通常包含了个人对公司和管理层的整体印象,以及对公司未来股价看涨或看跌的倾向。而信息媒介在传递信息时通常也会将信息传

播人的情绪传染给大众,中小股东发布的带有个人感情色彩的帖子会感染其他投资者的情绪,进而影响到其他投资者的行为,从而共同对管理层的行为施加压力。一般情况下,负面网络舆论包含的情感更多,而且感染力更强,其中蕴含的利益关联性更会吸引中小股东以及外部监管机构的关注,使其在更大的范围内传播,从而给公司以及管理层带来更强烈的舆论以及市场压力<sup>[30]</sup>,进一步约束管理层的机会主义行为。因此,当公司在股吧中的负面舆论越多时,中小股东网络监督的治理效应越强。

本文在统计负面发帖的数量后,以股吧中公司负面发帖数量占总发帖数的比例衡量本年度公司网络负面舆论(Neg),并按照公司负面帖子比例的同行业同年度均值进行分组,高于均值的样本为负面网络舆论较多组(Neg=1),反之为负面网络舆论较少组(Neg=0),分别进行回归分析。回归结果如表9所示,在负面网络舆论较多组中,发帖数(Post)、评论数(Cmt)与阅读数(Read)的回归系数分别为-0.013、-0.009和-0.013,且均在1%的水平上显著;而在负面网络舆论较少组中,发帖数(Post)和阅读数(Read)的回归系数分别为-0.006和-0.005,均在5%的水平上显著,评论数(Cmt)的回归系数为-0.002,但并不显著。本文进一步通过Suest检验发现均通过了组间系数差异检验,这表明中小股东网络监督对企业金融资产配置水平的抑制作用在负面网络舆论较多的企业中更显著。

表9 负面网络舆论的异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin
	Neg=1	Neg=0	Neg=1	Neg=0	Neg=1	Neg=0
Post	-0.013*** (-5.85)	-0.006** (-2.15)				
Cmt			-0.009*** (-5.44)	-0.002 (-1.27)		
Read					-0.013*** (-6.17)	-0.005** (-1.97)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	14552	13900	14552	13900	14552	13900
adj.R <sup>2</sup>	0.252	0.285	0.251	0.284	0.252	0.285
差异P值		0.002		0.000		0.000

## (二)散户数量的异质性

我国资本市场的参与主体是散户,这使得中小股东网络监督的治理效应更为可行。调查数据显示,中小股东的股票交易量占比超过80%<sup>®</sup>,这使得管理层不得不关注散户的网络监督。而社交媒体更是提高了散户交流互动的效率,散户之间观点和情绪的迅速传递会带来广泛的社会舆论,参与信息传递的个体越多,所带来的舆论压力就越大,进而会影响管理层的投资决策。由此可以预见,当公司的散户越多时,中小股东网络监督的治理效应更强。

本文剔除了持股比例大于5%的大股东,以公司全部中小股东人数来近似衡量散户数量(Share),并按照同行业同年度散户人数的均值将样本分为散户人数较多组(Share=1)和散户人数较少组(Share=0),分别进行回归分析。回归结果如表10所示,在散户人数较多组中,发帖数(Post)、评论数(Cmt)与阅读数(Read)的回归系数分别为-0.013、-0.010和-0.011,且均在1%的水平上显著;而在散户人数较少组中,发帖数(Post)和阅读数(Read)的回归系数均为-0.007,且都在1%的水平上显著,评论数(Cmt)的回归系数为-0.004,在5%的水平上显著。本文进一步通过Suest检验发现均通过了组间系数差异检验,表明中小股东网络监督对企业金融资产配置水平的抑制作用在散户投资者较多的企业中更显著。

表 10

散户数量的异质性

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin
	Share=1	Share=0	Share=1	Share=0	Share=1	Share=0
Post	-0.013 *** (-3.93)	-0.007 *** (-2.92)				
Cmt			-0.010 *** (-3.85)	-0.004 ** (-2.07)		
Read					-0.011 *** (-3.57)	-0.007 *** (-3.04)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	8877	19575	8877	19575	8877	19575
adj.R <sup>2</sup>	0.248	0.283	0.247	0.282	0.247	0.283
经验 P 值		0.018		0.002		0.076

### (三)管理层持股的异质性

通常而言,股权激励提高了管理层与公司利益的一致性,使得管理层更倾向于避免公司在长期盈利等方面出现问题。而当管理层持股较少时,管理层为了追求自身利益最大化,更有可能利用信息优势过度购置金融资产,利用金融市场资产短期波动来提高公司盈利。这不仅增加了公司承担的风险,也无助于改善公司主营业务的经营状况,最终不利于企业实现长远价值。随着互联网的发展,中小股东可以通过股吧等社交媒体发声,使用网络舆论来加强对管理层的监督约束,使得管理层难以通过过度配置金融资产来谋取短期利益。因此,本文预计中小股东网络监督的治理效应在管理层持股比例较低的公司中更强,对其金融资产配置的抑制作用更加明显。

本文以管理层持股数量占公司总股数的比例衡量管理层持股比例,并按照管理层持股比例的同行业同年度均值进行分组,高于均值的样本为管理层持股比例较高组(Mshare=1),反之为管理层持股比例较低组(Mshare=0),分别进行回归分析。回归结果如表 11 所示,在管理层持股比例较低组中,发帖数(Post)、评论数(Cmt)与阅读数(Read)的回归系数分别为-0.011、-0.007 和-0.010,且均在 1%的水平上显著;而在管理层持股比例较高组中,回归系数均不显著。本文进一步通过 Suest 检验发现均通过了组间系数差异检验,表明中小股东网络监督对企业金融资产配置水平的抑制作用在管理层持股比例较低组中更显著。

表 11

管理层持股的异质性

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin
	Mshare=1	Mshare=0	Mshare=1	Mshare=0	Mshare=1	Mshare=0
Post	-0.002 (-0.70)	-0.011 *** (-4.83)				
Cmt			-0.001 (-0.24)	-0.007 *** (-4.14)		
Read					-0.002 (-0.58)	-0.010 *** (-4.69)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	8954	19498	8954	19498	8954	19498
adj.R <sup>2</sup>	0.320	0.257	0.320	0.257	0.320	0.257
经验 P 值		0.001		0.001		0.001

### (四)机构投资者持股的异质性

机构投资者作为金融市场的“守门员”之一,在监督管理层方面扮演着重要角色。一方面,机构投资者有更加丰富的专业知识和行业信息,其信息搜集以及处理的能力更强,因此,其对公司资产配置

行为的解读与辨别能力更强,更有可能识别管理层过度配置金融资产的行为。另一方面,机构投资者持股较多且稳定,长期持有的可能性较大,由持股优势所带来的更大话语权使得机构投资者可以更好地发挥监督职能。如果公司缺少机构投资者或者机构投资者持股较小,管理层谋取个人私利的阻力会更小,由代理问题所带来的金融资产配置现象会更严重。而此时,中小股东网络监督所发挥的治理效应将更加明显,舆论压力可以补充由缺乏机构投资者所带来的监管缺失。因此,本文预期中小股东网络监督对企业金融资产配置的抑制作用在机构投资者持股较低的公司中更明显。

本文以机构投资者持股数量占总股数的比例(Inst)衡量机构投资者持股比例,并按照机构投资者持股比例的同行业同年度均值进行分组,高于均值的样本为机构投资者持股比例较高组(Inst=1),反之为机构投资者持股比例较低组(Inst=0),分别进行回归分析。回归结果如表 12 所示,在机构投资者持股比例较低组,发帖数(Post)、评论数(Cmt)与阅读数(Read)的回归系数的显著性更高,绝对值更大。本文进一步通过 Suest 检验发现均通过了组间系数差异检验,表明中小股东网络监督对企业金融资产配置的抑制作用在机构投资者持股比例较低的企业中更显著。

表 12 机构投资者持股的异质性

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin	Fin
	Inst=1	Inst=0	Inst=1	Inst=0	Inst=1	Inst=0
Post	-0.006 ** (-2.38)	-0.013 *** (-5.00)				
Cmt			-0.003 (-1.62)	-0.008 *** (-4.02)		
Read					-0.006 ** (-2.36)	-0.012 *** (-4.81)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	14840	13612	14840	13612	14840	13612
adj.R <sup>2</sup>	0.276	0.277	0.275	0.276	0.276	0.277
经验 P 值		0.003		0.009		0.007

## 七、研究结论与政策建议

### (一)研究结论

在注册制改革的背景下,如何让中小股东更好地参与公司治理,是现阶段亟须解决的问题。随着互联网水平的发展,社交媒体越来越成为影响公司治理与投资者决策的重要治理机制。那么,在当前实体投资回报下降、虚拟经济膨胀这一现实情况下,中小股东通过社交媒体进行网络监督能否影响企业金融资产配置?这是一个值得研究的问题。基于此,本文利用东方财富网股吧数据,收集了2008—2020年A股上市公司股吧的发帖数、评论数与阅读数,实证检验了中小股东网络监督对企业金融资产配置的影响。研究发现,中小股东网络监督越积极,企业金融资产配置水平越低;作用机制检验表明,中小股东网络监督,引起了媒体关注,增加了监管问询,提高了信息披露质量,进而抑制了企业金融资产配置。进一步分析发现,中小股东网络监督对企业金融资产配置水平的治理作用具有明显的异质性,当企业负面网络舆论越多、散户数量越多、管理层持股越少、机构投资者持股越少时,中小股东网络监督对企业金融资产配置的抑制作用越显著。本文的研究结论丰富了中小股东利用社交媒体进行网络监督的经济后果研究,并为完善中小投资者的保护机制,实现上市公司高质量发展提供了理论支持与经验证据。

### (二)政策建议

1.净化网络环境,充分发挥社交媒体的监督治理作用。本文研究发现中小股东通过社交媒体进行网络监督发挥了治理作用,抑制了企业金融资产配置。因此,为了充分发挥社交媒体的监督治理作

用,一是监管部门应加大对网络环境的治理,规范网络社交媒体的信息发布,保证信息的真实性与准确性;二是中小股东等投资者应提高信息甄别能力,对社交媒体上的信息应做到客观分析、认真研读、审慎决策;三是加大对发布虚假信息的行政监管,对恶意虚假宣传的行为进行严厉打击,加大处罚力度。

2.促进社交媒体与其他公司治理机制相结合,完善与丰富公司治理机制。本文研究发现中小股东网络监督,引起了媒体关注,增加了监管问询,提高了信息披露质量,进而降低了企业金融资产配置水平,同时当负面网络舆论越多、散户数量越多、管理层持股越少、机构投资者持股越少时,中小股东网络监督对企业金融资产配置水平的抑制作用越显著。因此,为了完善与丰富公司治理机制,一是要充分利用大数据平台,完善信息交流与传递渠道;二是积极引导媒体关注和监管部门问询,进一步完善正式监管制度,促进社交媒体与正式监管制度的结合;三是进一步挖掘新兴的治理方式与渠道,健全相关的法律法规,实现各种治理方式的有机结合。

#### 注释:

①具体内容详见《央视财经热评·中小股东“喊话”董事会 易建涛:中小股东理性“喊话”值得点赞》, <http://m.app.cctv.com/vsetv/detail/VSET100258670037/1ba9ac7052d24ea38156717bf2a7c7ef/index.shtml#0>。

②具体内容详见《关联交易引发“召集令”中小股东欲联手重组曙光股份董事会》, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1729721048588937402>。

③具体内容详见《提案被无视 华丽家族股东大会 21 项议案全被否》, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1766289646593144851>。

④因篇幅限制,未列示相关检验的回归结果,有兴趣的读者可以向作者索取。

⑤因篇幅限制,未列示相关检验的回归结果,有兴趣的读者可以向作者索取。

⑥因篇幅限制,未列示控制变量的回归结果,有兴趣的读者可以向作者索取。

⑦以本文模型(1)~(3)为例,中介效应占比计算公式为: $\beta_1 \times \gamma_2 / \alpha_1$ 。

⑧具体内容详见《遏制“割韭菜”中小投资者权益保护提升》, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1677101234436843504>。

#### 参考文献:

- [1] 彭俞超,韩珣,李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J].中国工业经济,2018(1):137—155.
- [2] 杜勇,谢瑾,陈建英.CEO 金融背景与实体企业金融化[J].中国工业经济,2019(5):136—154.
- [3] 乔嗣佳,李扣庆,佟成生.党组织参与治理与国有企业金融化[J].金融研究,2022(5):133—151.
- [4] 刘姝雯,刘建秋,阳旻.企业社会责任与企业金融化:金融工具还是管理工具? [J].会计研究,2019(9):57—64.
- [5] 沈艺峰,杨晶,李培功.网络舆论的公司治理影响机制研究——基于定向增发的经验证据[J].南开管理评论,2013(3):80—88.
- [6] 董天一,王玉涛,孙才惠.社交媒体关注与审计质量——基于舆论压力视角的检验[J].审计研究,2022(2):71—80.
- [7] 王爱群,王婧怡.社会化媒体对分析师行为的影响——以东方财富股吧讨论为例[J].经济问题,2021(12):112—119.
- [8] 王丹,孙鲲鹏,高皓.社交媒体上“用嘴投票”对管理层自愿性业绩预告的影响[J].金融研究,2020(11):188—206.
- [9] 江轩宇,朱琳,伊志宏.网络舆论关注与企业创新[J].经济学(季刊),2021(1):113—134.
- [10] 郑建明,贾昊阳.网络舆论关注与企业盈余管理[J].山西财经大学学报,2022(5):108—122.
- [11] 罗劲博,熊艳.中小股东“在线发声”与企业会计稳健性——来自雪球论坛的证据[J].财经研究,2021(12):150—165.
- [12] 王玉涛,董天一,鲁重峦.中小股东“用嘴投票”的治理效应与企业投资效率[J].经济管理,2022(6):115—132.
- [13] 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.
- [14] 杜勇,张欢,陈建英.金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J].中国工业经济,2017(12):113—131.
- [15] Demir,F.Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets:Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited[J].World Development,2009,37(5):953—964.
- [16] Orhangazi,O.Financialisation and Capital Accumulation in the NonFinancial Corporate Sector:A Theoretical



- and Empirical Investigation on the US Economy: 1973—2003 [J]. Cambridge Journal of Economics, 2008, 32(6): 863—886.
- [17] 赵林丹,梁琪.企业金融化与股价“同涨同跌”现象[J].南开经济研究,2021(2):181—200.
- [18] Joe,J.R.,Louis,H.,Robinson,D.Managers' and Investors' Responses to Media Exposure of Board Ineffectiveness[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2009,44(3):579—605.
- [19] 田高良,封华,于忠泊.资本市场中媒体的公司治理角色研究[J].会计研究,2016(6):21—29.
- [20] 陈运森,邓祎璐,李哲.非处罚性监管具有信息含量吗?——基于问询函的证据[J].金融研究,2018(4): 155—171.
- [21] 屈文洲,谢雅璐,叶玉妹.信息不对称、融资约束与投资—现金流敏感性——基于市场微观结构理论的实证研究[J].经济研究,2011(6):105—117.
- [22] 窦炜.“结构性”去杠杆与企业资产配置:“脱实向虚”还是“脱虚向实”[J].当代财经,2021(11):125—137.
- [23] 孙鲲鹏,王丹,肖星.互联网信息环境整治与社交媒体的公司治理作用[J].管理世界,2020(7):106—132.
- [24] 杨兴全,张记元.连锁股东与企业金融化:抑制还是促进[J].中南财经政法大学学报,2022(2):27—40.
- [25] 陆超,王宸.经济政策不确定性与公司违规行为[J].中南财经政法大学学报,2022(3):17—28.
- [26] 李璐,薄文,院茜.实际控制人超额委派董事与企业投资效率[J].中南财经政法大学学报,2023(1):10—22.
- [27] 董大勇,肖作平.证券信息交流家乡偏误及其对股票价格的影响:来自股票论坛的证据[J].管理世界,2011(1):52—61.
- [28] Cornaggia,J.,Li,J.Y.The Value of Access to Finance:Evidence from M&As [J].Journal of Financial Economics,2019,131(1):232—250.
- [29] 斯丽娟,曹昊煜.绿色信贷政策能够改善企业环境社会责任吗——基于外部约束和内部关注的视角[J].中国工业经济,2022(4):137—155.
- [30] 杨道广,陈汉文,刘启亮.媒体压力与企业创新[J].经济研究,2017(8):125—139.

## Network Supervision of Minority Shareholders and Corporate Financial Asset Allocation

LUAN Fugui LIANG Rixin ZHAO Kangle

(School of Accounting, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China)

**Abstract:** This paper takes Chinese A-share listed companies from 2008 to 2020 as a sample to examine the impact of network supervision of minority shareholders on corporate financial asset allocation. It is found that the network supervision of minority shareholders significantly inhibits the allocation of financial assets of enterprises and exerts a governance effect, and this governance effect is realized by increasing media attention, increasing regulatory inquiries and improving the quality of information disclosure. It is further found that when there are more negative online public opinion, more retail investors, lower management shareholding ratio, and lower shareholding ratio of institutional investors, the inhibiting effect of network supervision of minority shareholders on corporate financial asset allocation is more obvious. This study enriches the research on the economic consequences of network supervision of minority shareholders, and provides theoretical support and empirical evidence for improving the protection mechanism of small and medium-sized investors and realizing the high-quality development of listed companies.

**Key words:** Minority Shareholders; Network Supervision; Governance Effect; Allocation of Financial Assets; Social Media

(责任编辑:胡浩志)