

分类号 F23/778
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 数字技术视角下中小股东参与公司治理的
积极行为研究——基于黔源电力定向增发
案例

研究生姓名: 宗庆莹

指导教师姓名、职称: 朱泽钢 副教授 巨强 正高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 宗庆莹 签字日期： 2022.6.9

导师签名： 杨宇 签字日期： 2022.6.12

导师(校外)签名： 任彦峰 签字日期： 2022.6.16

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 宗庆莹 签字日期： 2022.6.9

导师签名： 杨宇 签字日期： 2022.6.12

导师(校外)签名： 任彦峰 签字日期： 2022.6.16

**Research on the Positive Behavior of Small
and Medium Shareholders Participating in
Corporate Governance from the
Perspective of Digital Technology
——Based on the case of Qianyuan Power’s
directional additional issuance**

Candidate : Zong Qingying

Supervisor :Zhu Zegang Ju Qiang

摘要

股东关系作为公司治理领域中的基本问题,对企业长期发展及资本市场稳定具有重要意义。从长期情况来看,我国中小股东偏好于以“搭便车”的方式参与上市公司治理,无力监督上市公司管理层及控股股东的机会主义行为,从而导致我国上市公司代理问题突出,中小股东权益遭受侵占的情况频繁发生。然而,正是由于其形势上处于的弱势地位,使得中小股东再一次加重了主观意识上与行为上的消极,由此陷入了“被侵占且不积极”的恶性循环。该现状极大地打击了中小投资者参与投资活动的积极性,甚至催生了负面投资行为。然而中小股东消极投资行为可能阻碍资本市场的发展,从而无益于国民经济的增长与资本市场繁荣。因此,中小投资者权益保护已成为我国各界讨论的焦点。

文章以黔源电力为研究样本,揭示当中小股东与控股股东利益诉求存在分歧时,中小股东如何利用数字技术手段参与公司治理与重大事项决策。并围绕着数字技术这一新兴视角,对如何提高中小股东公司治理积极性的作用机制进行了剖析。研究表明:数字技术的有效应用,通过作用于中小股东参与治理成本与信息获取成本,因此极大提升了中小股东介入公司治理的积极性,也印证了本文案例公司黔源电力中小股东的积极行为特征。也意味着数字技术的普及对优化我国公司治理模式,保障中小投资者合法权益及维护资本市场稳定具有重要意义,也为促进我国股东积极主义发展与公司治理领域的数字化应用提供一定经验借鉴。

关键词: 股东关系 公司治理 数字技术 股东积极主义

Abstract

As a basic issue in the field of corporate governance, shareholder relationship is of great significance to the long-term development of an enterprise and the stability of the capital market. From a long-term perspective, my country's small and medium-sized shareholders prefer to participate in the governance of listed companies in a "free-rider" way, and they are unable to supervise the opportunistic behavior of the management and controlling shareholders of listed companies. Encroachment occurs frequently. However, it is precisely because of its weak position in the situation that small and medium shareholders once again aggravate their negative attitudes and behaviors, and thus fall into a vicious circle of "being occupied and not active". The current situation has greatly discouraged the enthusiasm of small and medium investors to participate in investment activities, and even gave birth to negative investment behaviors. However, the passive investment behavior of small and medium shareholders may hinder the development of the capital market, which is not conducive to the growth of the national economy and the prosperity of the capital market. Therefore, the protection of the rights and interests of small and medium investors has become the focus of discussion in all walks of life in my country.

This article takes Qianyuan Electric Power as a research sample to reveal how small and medium shareholders use digital technology to

participate in corporate governance and decision-making of major issues when there are differences in the interests of minority shareholders and controlling shareholders. And around the emerging perspective of digital technology, it analyzes the mechanism of how to improve the enthusiasm of small and medium shareholders in corporate governance. The research shows that the effective application of digital technology, by acting on the cost of participating in governance and information acquisition cost of small and medium shareholders, greatly enhances the enthusiasm of small and medium shareholders to participate in corporate governance, and also confirms the positive behavior characteristics of small and medium shareholders of Qianyuan Electric Power, a case company in this paper. . It also means that the popularization of digital technology is of great significance to optimizing my country's corporate governance model, protecting the legitimate rights and interests of small and medium investors, and maintaining the stability of the capital market.

Keywords: Shareholder relations; Corporate governance; Digital technology; Shareholder activism

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 文献综述	4
1.2.1 代理冲突与公司治理的相关研究	4
1.2.2 定向增发与利益输送的相关研究	5
1.2.3 股东积极主义的相关研究	7
1.2.4 文献述评	8
1.3 研究思路及研究方法	9
1.3.1 研究思路及框架	9
1.3.2 研究方法	11
2 概念界定及理论基础	12
2.1 概念界定	12
2.1.1 股东积极主义概念及内涵	12
2.1.2 数字技术的相关概念	13
2.2 理论基础	13
2.2.1 委托代理理论	13
2.2.2 成本收益分析理论	15
2.2.3 公司治理理论	15
2.2.4 博弈论	17
3 黔源电力定向增发案例介绍	18
3.1 黔源电力公司概况	18
3.1.1 黔源电力公司简介	18
3.1.2 黔源电力股权结构	18
3.1.3 黔源电力财务状况分析	20

3.2 黔源电力定向增发背景及目的	23
3.2.1 黔源电力定向增发背景介绍	23
3.2.2 黔源电力定向增发目的	23
3.3 黔源电力定向增发方案介绍	26
3.3.1 黔源电力定向增发预案	26
3.3.2 增发前后股权结构对比	26
3.4 表决结果	27
4 黔源电力定向增发案例分析	28
4.1 中小股东参与公司治理动因分析	28
4.1.1 黔源电力未来价值凸显	28
4.1.2 募集资金理由存疑	29
4.1.3 定向增发摊薄中小股东利益	31
4.2 黔源电力中小股东积极治理行为分析	33
4.2.1 网络投票机制	33
4.2.2 电子股东论坛	35
4.2.3 公开宣传引发舆论	36
4.3 案例小结	37
5 数字技术驱动下中小股东参与公司治理行为分析	38
5.1 中小股东与大股东的博弈分析	38
5.1.1 持股比例	42
5.1.2 公司价值	42
5.1.3 参与治理成本	43
5.2 数字技术下中小股东参与公司治理路径分析	43
5.2.1 远程投票	43
5.2.2 电子股东论坛	44
5.2.3 电子委托书征集	45
5.3 数字技术下中小股东参与公司治理存在的问题	46
5.3.1 公司治理数字化相关规定的缺乏	46
5.3.2 被代理人成本仍然很高	47

6 研究结论与建议	50
6.1 研究结论	50
6.2 建议	51
参考文献	56
后 记	59

1 绪 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

(一) 我国上市公司委托代理问题突出，中小股东利益受到侵占现象频发

当代公司组织通常被视为多段契约关系的联结，以及利益相关者集合，当股东投资资金买进上市公司股份的同时，即与该上市公司达成潜在契约，而股东作为企业所有者，享有剩余财产分配权，当将企业委托给职业经理人代为管理，其之间便构成法律意义上委托代理关系。1932年，Berle和Means基于两权分离理论出发，发现当外部股东与其委托的管理存在利益分歧的时候，相互之间则会存在矛盾隔阂，即总称第一类代理问题；1999年，La Porta通过研究上市公司的股权结构发现，大股东现象几乎遍布于各个公司，当其存在明显的利益倾斜行为时，大股东与中小股东之间的代理问题也由此显现，则称为第二类代理问题。尽管股权高度集中在一定程度上能够有效缓解股权分散所带来的无力监督、无效监督等问题，增强对管理层行为的管控，对“道德风险”行为产生震慑，但这仅仅建立在控制权与所有权高度分离的理想化基础上。往往在现实条件中，控制权与所有权并非完全分离，大股东凭借其持股份额优势作为操控上市公司的筹码，将自身利益凌驾于万千股东之上，通过关联交易、违规担保、扩股发行等手段以达到掩人耳目的效果，以直接实现对外部股东的利益侵占，股权集中型企业表现尤甚。

由我国资本市场现状与发展实际情况来看，我国中小股东分布高度分散，且各自持股比例有限，很难在持股份额角度对上市公司管理层、控股股东构成威胁。且由于市场体系构建相对迟缓，中小股东要想维护自身合法权益将付出高额成本，于是，就造成了中小股东习惯以“搭便车”参与公司治理的局面，其利益遭到侵占的现象屡见不鲜。在上市公司内部，管理层借助其决策权优势，而控股股东更是依仗其高持股比例，顺利成为了股东大会与董事会的幕后使者。他们巧妙利用了上市公司内外部的巨大信息差，常常通过关联交易、财务造假以及有目的性增

发扩股，从各种途径企图实现其控制权私利。然而，从中小投资者角度来看，他们本就处于市场中较为弱势的一方，且作为散户代表的股东手里掌控着大批资金，对于中国资本市场稳定和发展有着无法忽略的重要性。所以，如何维护中小投资者的合法权益，如何提高中小股东股权治理积极性成为了我国理论界与实务界热烈讨论的议题。

（二）大股东主导下的定向增发，导致与中小股东利益冲突日益尖锐

2006年5月，随着股权分置改革基本完成，我国证券监督管理委员会关于证券发行事宜作出明确规定，并首次在文件中表示允许上市公司向特定或不特定对象发售证券，也由此进一步宣告定向增发股权再融资的合法性。随着逐步踏入正轨，其优势也表现得淋漓尽致，其热门程度竟一跃成为仅次于IPO的第二大融资方式，也成为上市公司股权再融资的首选考虑方案。主要原因是以下几方面：一，从融资条件来看。定向增发限制条件相对灵活，例如对于财务方面限制，定向增发由于面向少数特定投资对象，其增发条件并未对公司盈利状况作硬性规定，换言之，当企业遭受亏损时亦可采用定向增发方式进行融资以缓解经营压力。二，从融资程序来看。定向增发展开程序相对简易，向证监会提出申请，通过董事会、股东大会表决审议即可施行，且可以自行发售，无需通过证券经营机构承销。三，从非公开发行的特定对象来看，定向增发作为引入策略投资人，加快实现并购的最有效途径，其目光将更侧重于上市公司发展前景，可起到明显改善公司经营状况的作用，也是非上市公司实现借壳上市的快速通道。四，从筹资成本来看，通过定向增发途径，由于主要采用与投资者协商，自行销售等形式，显著降低其资本成本及融资费用。尽管定向增发看似为上市公司发展带来了诸多便捷，但在我国这样市场机制尚不成熟，保护措施相对落后的环境中，很有可能成为大股东侵占中小股东利益的白手套。由于定向增发同时涉及原始股东与新增股份股东之间的权益增减变动，大股东有机会以低于市价的价格得到股份，达到转移劣质资产、关联交易、违规担保等目的，而其自身利益的实现大多是以损害和侵占中小投资者利益为代价，此种行为严重打击了中小股东投资热情，阻碍了资本市场融资效率与秩序。

（三）数字技术的广泛运用，推动了股东积极主义的变革

在中共中央对于十四五规划文件中明确指出，要加快数字化发展，深度推

进数字经济与实体经济融合,并致力于形成具备国际竞争优势的数字信息产业集群。在此大趋势下,我国互联网、大数据以及 5G 等数字技术与经济的协同发展已逐渐普及,在数字技术的浪潮中裹挟前进。然而,我们还并未看到,当数字技术手段助力于上市公司治理,也为我国股东积极主义实践掀开了新篇章。随着数字技术的发展,逐渐衍生出股东远程投票、电子股东论坛等股东参与形式,推动了中小股东积极主义的变革。从我国目前流行的股东大会网络投票机制来看,其现有的普及程度主要得益于两交一会的推崇。自 2005 年第一家上市公司采取网络投票机制后,两交一会便陆续为网络投票机制的普及运行颁布了一系列指引细则,将其正式性与合法性反应于规则中,对其渠道与具体流程作出相关说明。由深圳证券交易所数据来看,两交一会的大力推进取得显著成效,2010 年,中小股东在股权分置改革中参与度从 1%提高至 13%,累计通过远程投票参与的投资者人数达 143.52 万人。可以看出,数字技术支持下,随着辅助治理条件的优化,股东获取信息渠道得以拓宽,中小股东介入公司治理的意愿也愈发浓烈。

综上所述,在数字技术与经济深度融合的大趋势下,中小股东参与公司治理活动愈发频繁,已经逐步调转之前的消极治理策略,决定“用手投票”积极维权,主动参与到公司决策中。数字技术的介入使得原先的治理格局得以深度优化,形成了全新的现代化公司治理模式。本文将黔源电力向控股股东中国华电定向增发失败的典型案例为载体,深度探究数字技术支持下中小股东积极参与公司治理行为特征。

1.1.2 研究意义

(一) 理论意义

中小投资者常常以“搭便车”的消极态度介入公司治理,且由于中国地域特殊性原因,其分布也相对分散,他们通常以短期投机获利为目标导向。此外,基于专业知识的局限性,使得中小投资者对公司管理层和控股股东行为监管甚是无能,在该不利因素下,中小投资者权益遭到非法侵占的概率大大提升。若缺乏合理有效的监管制度与绩效压力,从理性经济人假设出发,管理层在公司事务的决策上很难保证与整体股东利益趋同。而控股股东则依仗其股份优势与内外信息差,也逐渐萌生谋求私人利益的动机,因此管理层和控股股东双方极大可能从中小投

投资者身上谋求利益。

此外，定向增发作为一种程序简洁、条件灵活、筹资成本低的股权再融资方式，的确为上市公司带来了许多便利，但换一个角度看，也正是因为其灵活性与简洁性也为大股东机会主义行为提供了温床。若想从根本上保障其权益，中小投资者就须多元化地主动介入公司事务中，从公司事项决策入手，彻底打消控股股东、管理层违规操纵的侥幸心理。随着数字技术的发展，中小股东维权成本得以显著降低，无论是通过远程投票、电子股东论坛，还是通过媒体公开宣传都能更快、更便捷地表达中小股东个人意愿和参与公司决策。

因此，在如此情况下，研究数字技术如何支持保障中小投资者权益，如何调动中小股东参与公司治理积极性，对促进股东积极主义理论发展、保障股东积极行为的实际具有借鉴意义。

（二）实践意义

从我国资本市场情况来看，由于中小投资者在市场中处于弱势地位，专业认知与资金实力方面存在严重不足，因此往往沦为利益遭到侵占的一方。然而，更困难的是，当其权益遭受侵占时，由于其维权成本远远要高于其所获回报，通常情形下，中小股东不得不选择“理性冷漠”。然而，该问题的严峻性引起了多方关注，中小投资者权益保障问题成为了各界讨论的热点。在黔源电力定向增发否决案中，中小股东通过数字技术手段积极参与公司决策，维护了自身合法权益，为其余上市公司中小股东积极行使股权提供了范本。然而，现有的研究中主要集中于大小股东利益冲突案例事件本身，鲜少有在数字技术视角下对股东治理行为的演变机理进行系统研究。因此，本文通过研究中小股东应用数字技术参与公司治理的成功案例，解读在不同条件下中小股东积极参与公司治理的策略选择，探究数字技术在其中的作用效果以及作用机理是何，从而为中小股东积极主义的实践提供详实的理论指导。

1.2 文献综述

1.2.1 代理冲突与公司治理的相关研究

综合我国上市公司基本情况来看，股权高度集中是广泛遍布于各大企业的问

题。在此环境下，股权甚至沦为利益侵占的主要工具，滋生以损失中小股东利益为代价来实现个人收益的违规动机。当实施于现实中，资产购销、扩股发行、股利政策已逐步成为大股东实现控制权私利的隐蔽手段，控股股东有更多自由裁量权将共同财富从中小股东手中转移出来（Mohamed, Firas & Thraya, 2005）。目前，国内外学者关于大小股东委托代理冲突与公司治理的相关理论已趋于成熟。Gorssman & Hart（1992）研究发现，大小股东之间的利益冲突是委托代理问题的凸出表征，前者存在牺牲后者的利益来实现个人的控制权收益的动机。并且事实上，大股东为了获取超额收益，也的确借助一些隐蔽手段，将共同拥有的资源实现转移。随着研究的发展，关于大股东侵害中小股东利益的可能性进行分析时，Shleifer A & Wolfenzon D（2002）研究认为当两家公司存在关联关系，并且同时被同一个大股东控股的话，那么大股东侵害中小股东利益的可能性就会大大的提高。

从国内相关研究来看，余明桂等（2004）采用实证研究方法指出，当上市公司存在控股股东时，其发生关联交易的频率明显超过不存在控股股东的上市公司，且当其介入高级管理活动时，在董事会中管理席位越高，大股东侵占中小股东利益的可能性也越高。其次，陈晓（2005）则进一步表明，当上市公司股权越集中时，关联交易规模也明显越大。但随着公司内大股东数目逐渐增多，其控股股东之间相互牵制的效果得以体现，发生关联交易的概率、规模也显著下降。此外，大股东侵占中小股东利益的惯有途径主要包括，蓄意投资亏损项目，操纵财务报告，关联交易等，并试图对外部投资者隐瞒其私人利益和公司真实业绩。且在大股东主导下的定向增发过程中，通过停牌操控和基准日择时等手段，以助其实现低价认购的机会主义动机，对中小股东的利益造成冲击（黄叶芾，赵远榕，刘莉亚，2017）。

综上所述，针对我国大小股东利益冲突问题，应该采取不同的公司治理机制进行解决。但若要从源头杜绝上市公司控股股东违规行为，就需要中小股东集体积极参与公司治理，主动干预公司经营事项，从而起到维护自身权益安全的效果。

1.2.2 定向增发与利益输送的相关研究

（一）定向增发的折价现象

现有研究关于定向增发的折价现象通常基于以下两种主流理论：“信息不对称理论”以及“流动性补偿效应理论”。由于外部股东与上市公司管理层、控股股东处于信息严重不对等的地位，且各相关信息及投资信号均为上市公司的主观表达，很难判断其内容的真实性。因此，在定向增发过程中对新股份的认购者要求更高的专业能力，以及时间成本去辨析公司定向增发决策合理性与预期价值。换言之，该辨别的过程也意味着新股认购中风险甄别与风险承担的过程，因此，所谓折价发行可看作对新认购者在该过程付出成本的补偿与风险报酬的汇总（Hertzfel & Smith, 1993）。另外，根据流动性补偿理论，Silber(1990)认为由于《上市公司证券发行管理办法》中，针对发行对象明文规定了严格的锁定期，且限制期间所认购股票不得转让，意味着将使投资者承担更多的不确定性，折价发行则是对持有股份该时期流动性受限与不确定性的补偿。

徐寿福（2009）由实证结果发现，定向增发折价率较大程度上受大股东认购行为影响，其认购比率与原始持股比例差与折价发行率之间呈现明显的正相关性，这也就意味着大股东主导下的定向增发很可能是其利益输送的重要路径，而低价认购的操作存在摊薄中小股东利益之嫌。除此之外，定向增发折价现象与增发参与对象（胡聪慧，于军，2016）、定价基准日与发行首日的间隔时间、投资者情绪（崔晓蕾，何婧，2016）以及信用评级（马黎政，杨奔，2015）都存在显著相关关系。

（三）定向增发与利益输送

从上述梳理情况来看，定向增发在融资条件、融资程序和筹资成本方面均具有一定程度的优势，因此成为上市公司再融资的首要选择（赵玉芳，2012）。但从对立面来看，其融资门槛上的优势，也是信息披露方面的劣势。Friedman(2003)认为，由于定增条件对上市公司财务并未作明确要求，也就意味着当有公司陷入经济困境的情况下，为了免遭强制退市的风险，大股东可借助定向增发途径将所拥有资源临时转移给存在财务困难的公司，并与此同时实现利益输送。王化成等（2020）研究观点表示，在定向增发背景下，控股股东参与增发主要分两种情况：其一，当其企图以增发方式达到掏空上市公司目的时，其参与程度与折价现象呈显著正相关；其二，当其参与增发是为了向市场反应利好时，则与发行折价呈负相关。此外，还有观点认为大股东通过操作定增价格，以低于市价的价格购入股

份，伺机而动等待价高时卖出，从中赚取差价收益。

此外，赵玉芳（2012）还认为，大股东主导下进行定向增发，在其定增完成后倾向于进行巨额现金分红，从而给控股股东带来双重私人利益，通过该方式以提前回笼投资资金，且未付出相应的代价还保证了其行为的合法性。此外，注入资产也是常见的利益输送手段。通常情形下，大股东为延长上市公司产业链，减少关联交易及同业竞争，抑或是增强亏损企业持续经营能力，将采用定向增发形式将优质资产注入上市公司。但若另有所图，可能会出现注入劣质资产的行径。

1.2.3 股东积极主义的相关研究

（一）股东积极主义的影响因素

关于股东积极主义各影响因素相关研究方面，有研究者指出，股东积极主义作为双重委托代理关系中的重要行为，对上市公司战略发展与持续经营具有重要意义。但同时，他也受多因素影响，比如：外部监管环境，治理成本费用，股权特征等等。Becht 等人（2009）通过研究英国养老基金提出，每个国家的法律环境可能会影响股东行动主义的水平 and 有效性。因此，不同国家的治理环境可能会鼓励或阻碍股东积极主义行为的实施。Mullerkahle（2010）则进一步指出，治理环境在股东积极主义对企业绩效变化的影响中有调节作用，并且与长期市场绩效变化之间呈正相关关系。

其次，Cooper（2011）当股东群体中有领导力存在，有能力并愿意承担领导责任表达群体利益时，小股东维权主义更有可能发生。而随着机构投资者的兴起，机构投资者便成为了此处小股东中领导力的存在。另外，由经济学基本假设得，市场上各方主体均为理性经济人，而其理性前提便是对各项经济决策作基本的成本收益分析，由此可推出，股东是否选择治理，其治理成本也是他们所考虑中的重要因素。Gantchev（2011）指出股东积极主义的净回报远低于决策过程中，包括需求谈判、董事会代表和代理竞争等每个不同阶段的成本。Norli 等（2009）则同样认为当上市公司存在其他股东进行治理时，中小股东倾向于搭便车，在不付出成本的条件下借他人之口发声。

综上所述，中小股东关于是否开展股东积极主义主要基于治理成本与治理收益之间的权衡，作为理性经济人，自身利益最大化是经济行为发起的目标。而关

于股东积极主义，部分股东的治理行为有可能为整个股东集体带来收益，这也是中小股东囿于“搭便车”治理的根本原因。要想充分调动中小股东参与治理的积极性，其行权收益与行权成本的抵减须为正。然而，从我国资本市场发展事实来看，中小股东积极介入公司治理需付出高昂成本，以至于我国的中小股东习惯保持“冷漠”。

（二）数字技术与股东积极主义

以上反复论述了成本于股东积极主义中的重要性，而数字技术的发展恰好为降低股东参与成本提供了新思路。Oranburg（2015）认为，股东们正在利用 Twitter 等新的社交媒体平台进行组织和动员，而这些新兴社交媒体的兴起从成本利益视角暂时缓解了长期以来中小股东“消极治理”的局面，也正是由于数字化带来的便利性与低成本性，数字治理普遍应用于国内外公司早已成为现实。Cheffins 和 Armour（2011）通过研究发现，当信息交互成本大幅下降时，股东越倾向于采取积极主义。2000 年，美国特拉华州颁布了一项法令，仅允许公司通过电子通信方式而不是在实体地点举办会议，并从那时起受到其他各个州的效仿，并修改公司法，对数字信息时代下的虚拟股东会议作出正式回应。

关于中国股东积极主义与公司治理数字化，贺绍奇（2006）发现，随着我国经济环境的变化，投资者权益保护愈来愈成为研究热点。互联网、大数据、人工智能与 5G 等信息技术与公司治理的深度融合，我国股东积极主义发展进入了新阶段（王海峰，2021）。但在追逐数字技术为股东积极主义赋能的同时，高丝敏（2021）指出，数字技术在公司治理领域的应用能够降低中小股东行使股权、参与公司治理的被代理人成本，使得被代理人成本和代理人成本同向消减成为可能。但我国公司法在其内容框架中还尚未体现数字技术的影响。王海峰（2021）同样认为，数字经济时代，股东积极主义的发展对完善公司治理具有重要价值，但作为我国公司治理基础性法律的《公司法》应当对其作出回应。

1.2.4 文献述评

综上所述，目前国内外关于上市公司控股股东与中小股东相互之间的委托代理矛盾及其相应公司治理机制的研究已经较为成熟，且采用高管薪酬激励、行政监管、股权制衡等综合治理方法可以解决一定程度的委托代理问题。但要想从根

源上杜绝委托代理矛盾冲突，还需进一步研究。通过梳理文献发现，现有研究多站在大股东违规角度讨论投资者权益保护问题的迫切性，但站在中小股东利益群体角度，主动发起维权，积极参与公司治理的相关研究较少。究其原因，一方面时我国中小股东长期保持“消极治理”的态度，与大股东的正面抗衡的情景较少。中小股东主要通过行使投票权来参与治理、改变公司决策，而传统的中小股东参与途径制约了其治理作用的发挥，作用效果也不明显。另一方面，在传统的行使股权途径下，中小股东习惯保持理性冷漠与用脚投票，而随着近年来中小股东积极主义的案例越来越多，但探究其“积极”原因和条件的文献还较少。且随着数字技术的发展，中小股东参与治理的途径变得丰富，基于数字技术视角下解决大小股东利益冲突的作用机制值得我们去深入探索。为此，本文将在数字技术视角下，对中小股东利益群体如何处理委托代理矛盾及其作用机理展开深入研究。

1.3 研究思路及研究方法

1.3.1 研究思路及框架

（一）研究思路

1. 提出问题

在数字技术与经济深度融合的浪潮下，本文以中小股东为研究对象，目的是探索数字技术支持下中小股东参与公司治理的积极行为特征。主要采用了案例研究与文献研究法，通过梳理相关文献，总结出目前关于股东公司治理范畴的研究现况，随后对本文相关研究概念予以界定，并基于理论成果为后续案情的展开作支撑。

2. 分析问题

本文整体大方向以案例研究为基础，首先通过对黔源电力定向增发的背景、目的及财务状况等进行简介，然后从多维度分析了定向增发方案被否决的原因，并分析中小股东在此次增发事件中的积极行为途径与特点，探究中小股东如何在数字技术支持下影响此次非公开发行结果，并对数字技术于中小股东参与公司治理积极性的作用机理作出阐释。

3. 解决问题

总结了数字技术下中小股东积极治理行为与作用机理，最终得出结论。并结合前文分析与结论，提出相关建议。

综上所述，本文主要是以黔源电力定向增发否决案为基础，探究股东积极参与公司治理的原因及其行为方式，总结其案例成功之处，为其他中小股东维护其合法权益提供经验参考。然后，通过委托代理理论、成本收益分析理论以及公司治理理论对中小股东积极主义行为的促成进行理论分析，从博弈的角度运用得益矩阵对中小股东在成本与收益、风险与机会等比较后做出的策略行为选择进行解读。以博弈分析结果为依据，阐述数字技术作用于股东积极主义，刺激中小股东积极参与治理的机制，探究其作用路径与现阶段存在的问题，最后提出保障数字技术支持下股东积极主义行为实施效果的优化建议，从而为数字技术在股东积极主义与中小投资者权益保护领域的运用提供经验参考。具体框架见图 1.1：

(二) 研究框架

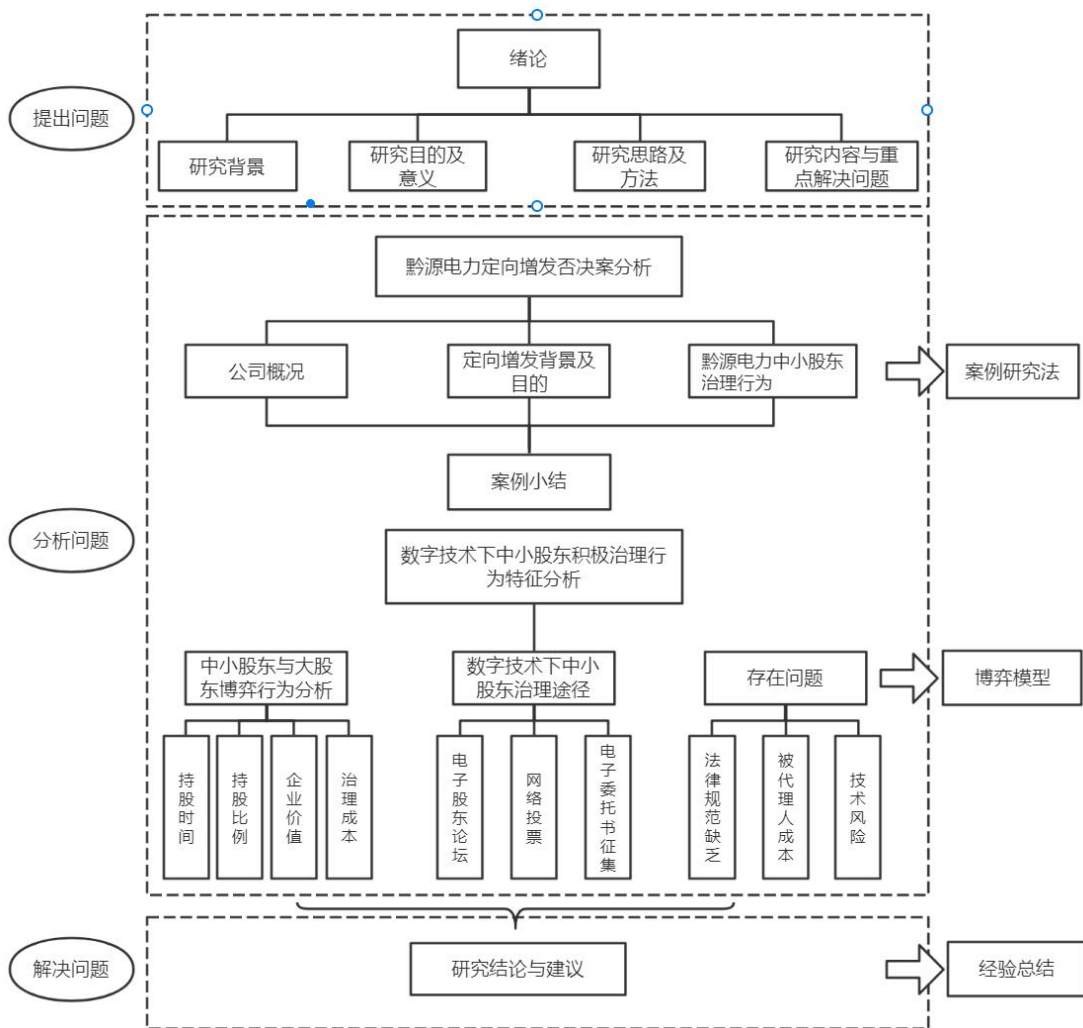


图 1.1 研究思路与框架

1.3.2 研究方法

（一）案例分析法

本文以黔源电力股份有限公司为研究对象，主要是基于以下考量：一，黔源电力定向增发是典型的大股东主导下的经济行为，在第二类委托代理关系的研究领域具有重要意义；二，黔源电力定向增发从开始到结束的相关资料，公司公告与财经媒体都已相继披露，可以随时进行查询；三，该增发预案由于摊薄了中小股东利益而遭到反对，且表决结果的呈现也是广大中小股东积极治理的决心，是目前国内为数不多的股东积极主义案例，由于其成功的关键借助了数字技术，因此，具有可研究典型性。

（二）文献研究法

本文在文献梳理中，将国内外代理问题，大小股东利益冲突及相关研究的发展清晰的理出一条脉络以支撑本文的问题研究，并从数字技术视角为我国股东积极行为与中小投资者权益保护研究提供新思路。

2 概念界定及理论基础

本文的案例研究是通过剖析黔源电力定向增发案例的失败因素，发现了数字技术环境下中小股东通过股权制衡机制化解了与控股股东、管理层之间的委托代理矛盾，从而实现了中小股东的治理效应。在本章中将针对本文所阐述的相关概念与理论加以梳理，从而为后续案例发展做铺垫。

2.1 概念界定

2.1.1 股东积极主义概念及内涵

由于股东作为上市公司的所有者，享有对剩余财产的自主分配权。其行使股东权力的形式主要体现为三种：一、忠诚公司内部决策。当公司内部管理层、董事会以及控股股东通过商议作出重大决策的同时，假若并未影响中小股东权益，则直接忽视，而另一种情况是，当股东对其决策存在异议但囿于其他原因，因此，表示“理性沉默”，不采取任何行动。二、退出上市公司。当面临上述情况时，股东对其管理决策表示非常不满，但由于自身权力并无法达到影响决策的效果，因此选择退出，部分股东选择抛售该公司股票，与公司划分利益关系，这就是第二种形式“用脚投票”。三、股东积极主义，该形式与前两者最大不同在于，股东在不满意其决策时没有选择“沉默”与“退出”，而是行使作为股东的权力，征集股权积极影响公司治理决策，并在其中表达出自身坚定意志，该行为就是股东积极主义。

从其内涵定义来看，目前尚未对其达成共识，而更倾向于以约定俗成的观点来阐述其实际作用。西方学者最早在该领域有了一定研究。Smith(1996)通过对51家上市公司公司治理机分析认为，股东激进主义是尝试通过影响上市公司决策，实现多方以股东财富最大化作为经营原则的努力行为。在此基础上，Black(1997)进一步指出：“股东积极主义”主要来自机构投资者（而非个人投资者），他们通过在股东大会提交公司治理的议案、对董事会与高级管理层施压等方式以求获得管理或战略决策上的改变。Gillan和Starks(2003)将其定义为

介于“用脚投票”和“取得上市公司控制权”两种极端行为之间的操作。然而，我国学者普遍研究表明，股东积极主义的概念非常宽泛，普遍将其定义为在公司治理改革运动中，通过股东地位向上市公司董事会管理层施压，以期望改变公司行为抑或是治理规则的活动（孙经纬，1998）。因此，综合前文所述，在本文股东积极主义行为的研究中，将其陈述为上市公司中小股东通过行使表决权、媒体公开宣传甚至与管理层直接交流的手段干预公司重大决策，以公司长远利益为己任的尝试性举措。

2.1.2 数字技术的相关概念

从狭义角度说明，数字技术正如其字面意思表达，是指通过相关特定设备讲图片、文字、声音甚至是影像作为内容进行吸收，然后翻译成机器语言，遂利用计算机通过算法对其进行处理，以实现规模存储、批量传送甚至是还原重现的效果。随着科技进步与时代发展，数字技术也融入于具体业务或现实场景的交换，对降低运营成本，减少无序或乱序流程具有重要意义。除此之外，从广义视角看，对于数字技术的应用笼统包括人工智能、大数据、通信网络与5G技术等，其作为数字经济时代下的第一生产力，在加速公司创新、带动产业升级等方面发挥了极为重要的作用。因此，本文是在广义层面上研究数字技术在助力中小股东积极主义发展方面的重要作用，从数字技术视角来解释中小股东参与公司治理态度的演变，从而推动企业及整个经济发展水平的提高。

2.2 理论基础

公司治理研究对象主要是针对上市公司中利益相关关系的处理，而委托代理问题则是利益相关关系处理的核心。因此，要研究公司治理问题须从委托代理理论的发展入手。

2.2.1 委托代理理论

上市公司基本当事人包括股东、经营者与债务人，而在公司持股问题上并不可能实现绝对的均衡，因此，股东又划分为大股东与中小股东。跟随市场发展，

委托者与代理者之间利益纠葛主要表现为两种形式，股东与管理层之间，控股股东与中小股东之间。

（一）股东与管理层之间

在上市公司多段契约关系中，各利益相关者均满足理性经济人的基本假设，各方都已自身利益最大化为行为导向，因此，契约能约束相关者之间的法律关系，却无法约束各自的心理。股东作为公司拥有人，并委托管理者代为管理公司运作经营，其目的是为保证自身利益最大化，即所谓的股东财富最大化原则。而管理者作为代理人，他的利益来源于与股东签订的高管薪酬契约，其目的是为了耗费最少的时间、精力、经济成本获得较高的薪酬。他们二者之间存在相互制约的关系，但长期以来，由于公司内外部的信息不对等地位，股东们很难且无力对管理者进行监督，所以高管的权限日渐扩大，导致高级管理层常常凌驾于公司治理机制之上，出现损害企业利益，做出不合理决策的行为。而正是在代理人过分追求自身利益的同时，与股东委托经营目标完全相背离，所以股东与管理层冲突便就此显现。

（二）控股股东与中小股东之间

1932年，Berle和Means基于两权分离理论出发，发现当外部股东与其委托的管理存在利益分歧的时候，相互之间则会存在矛盾隔阂，也就是上述的股东与管理层之间关系，总称第一类代理问题；1999年，La Porta通过分析上市公司股权结构发现，大股东现象几乎遍布于各个公司，当大股东存在明显的利益倾斜行为时，大股东与中小股东之间的代理问题也由由此显现，则称为第二类代理问题。尽管股权高度集中在一定程度上能够有效缓解股权分散所带来的无力监督、无效监督等问题，增强对管理层行为的管控，对“道德风险”行为产生震慑，但这仅仅建立在控制权与所有权高度分离的理想化基础上。往往在现实条件中，控制权与所有权并非完全分离，大股东凭借其持股份额优势作为操控上市公司的筹码，将自身利益凌驾于万千股东之上，通过关联交易、违规担保、扩股发行等手段以达到掩人耳目的效果，以直接实现对外部股东的利益侵占，股权集中型企业表现尤甚。

2.2.2 成本收益分析理论

成本-收益分析理论是经济学领域主流工具理论之一，是指通过对成本与其经济后果的考量择取最优方案的方法。在公司治理领域，委托代理关系通过构建契约来对各自责任与义务进行划分，以达到降低信息交互成本的目的，从而提高资源配置的经济效率。公司治理其研究对象主要针对各利益相关关系的处理，而各方利益主体作出经济行为时，常常以付出相应的成本作为代价，因此，我们可以将该行为所得到的结果以量化，并通过各项抵减成为决策参考的因素。除此之外，在经济学领域常出现的最优化、均衡或是效用也被应用于社会实践过程中，尤其经济学基本假设各决策主体均为理性经济人。因此，在上市公司中，无论股东、债权人、管理者都有各自最理性的权衡。对中小股东来讲，当他们决定是否参与公司治理的过程，即是反映他们理性程度的过程。由于资源的稀缺性，各利益主体的经济活动都是在有条件限制下的操作，以自身利益最大化为原则，换言之，就是对花费成本与获得利润之间的对比与衡量，以帮助作出有效的经济决策。

由于我国公司中小股东较为分散，受时间、空间成本限制，股东参会成本较高，且过度集中的股权结构特征导致中小股东在行使股东权力的同时参，受到大股东排挤的情况，致使股东习惯性保持“理性冷漠”或抛售股份退出公司。究其原因，主要有两个方面：一、由于中小股东缺乏专业能力和资金力量与控股股东、管理层抗衡，且现有的法律规范与治理途径不足以达到有效维护中小股东权益的目的。二、中小股东带有短期获利性，希望通过“低买高卖”来赚取价差，治理成本远远要大于其所获收益。换句话说，中小股东是否参与公司治理的成本与收益分析，就是指运用微观经济学的概念、理论和方法来研究公司治理效率问题。

2.2.3 公司治理理论

公司治理理论从狭义来讲，其主要关系仅包含了上市公司拥有者、管理层与董事会，基于在这三者之间如何形成有力制衡机制作出了研究分析。而从广义来看，其最大不同是在该基本关系上涵括了其他存在利益关联的身份，通过设计平衡内外部权力的机制，处理上市公司与其利益相关者之间的关系，从而助力公司作出全面综合分析决策，平衡各相关关系。随着时代深入与资本市场发展与壮大，

公司治理领域研究成为了学术界与实务界讨论的热点,并逐步对以下两个理论达成共识:首先,单边治理理论认为,公司治理机制的设计从根本上是为了使各利益相关者实现利益趋同,以股东财富最大化目标为导向,股东才是治理行为的主要发起人,这也是现代公司治理大部分认可的观点。而多边治理理论认为上市公司经营业绩是所有利益相关者共同作用的结果,在该过程中并非仅有股东在承担公司可能面临的所有风险,利益相关者也从中有所分担,所以都具备干预企业决策的资格与义务。综上所述,无论基于何种理论,中小股东作为两类代理关系的嵌入,其核心位置都应纳入机制设计中,由此尽可能地发挥其治理功效。

其基本作用路径主要包括:

(一) 监督效应

在现代企业基本框架下,股东作为拥有者普遍追求的是企业价值的投资,然而由于公司内外部存在严重不对等的信息差,管理层常常凭借其信息优势凌驾于公司治理机制之上,在该过程中可能存在着机会主义、过度自信等有损公司利益的风险。根据其所有权性质进行划分,在国企中由于环境氛围原因,公司管理层对企业价值提升与国有资产增值欲望并不强烈,从而缺乏尽心经营的动力,于公司长期价值增长不利。因此,在如此两权分离的背景下,中小股东积极主义作用可以约束管理层违规行为,让其有所忌惮。而对于国有企业来讲,其监督效应的发挥可有效抑制管理层不作为以及不理性的经济决策。

(二) 制衡机制

股东治理是公司治理链条中极为重要的一环,且随着研究表明,股东持股比例越大,其监督效应也越能得到发挥,是有效缓解委托代理问题的良好方法。但由于市场发展与繁荣,公司效益逐步得到提高,上市公司中又出现大股东违规操纵、掏空公司、转移资产等令人瞠目的迹象,所以,控股股东行为也亟待司法对其约束。随着科技进步、时代发展,我国数字技术应用也取得了较为显著的成果,当其逐步与公司治理机制融合时,中小股东对控股股东的制约效果也愈发明显,对中小投资者权益保障作出了巨大贡献。从信息角度来讲,数字技术提供了更为多元化的信息渠道,有效缓解了公司内外部信息不对称的问题,也在一定程度上抑制了傀儡董事会、内部控制人现象的发生。多元化信息来源有助于中小股东从整体观作出正确决策,也有效地制衡控股股东凭借信息优势谋求私人利益的行为。

2.2.4 博弈论

博弈论(Game Theory)是深入研究博弈双方主体在受到对手行为及预测行为的相互作用时,他们如何做出反应策略,最终以达策略均衡的问题。其基本组成单元包括博弈方、各方策略的集合与得益函数,博弈方也称为参与方,是指在博弈中是指在博弈通过战略表达以促成自身获益最大化而作出抉择的主体;策略集是指每一位参加者在最终决策时可供参考的有效对策集合;得益函数是参与方经过博弈后,得到收益或损失量的表达,也是全体博弈者战略或行动变化的重要依据。

博弈论对经济学的发展起着至关重要的作用,也是进行公司治理研究的基础性理论。公司治理主要致力于各利益相关者关系,股东、债权人、管理者、政府、供应商、员工等诸多利益主体,而他们彼此都存在一个共同点,均为理性经济人,向自身利益倾斜。而各个利益主体均是博弈的参与方,他们都拥有不同的利益诉求并以此博弈,力图最大化地获益。参加主体基于各自效用函数和约束条件,在其规律容许的范围内,从方案集合中选取相应的最优方案,进而达成平衡。外部股东与管理层关系,控股股东与中小股东关系,股东与债权人关系,都恰好落入博弈论的研究范畴。因此,本文基于黔源电力定向增发否决案,针对第二类委托代理问题,以博弈论视角厘清控股股东与中小股东双方行为策略,深度剖析博弈行为的影响因素和作用机理。

3 黔源电力定向增发案例介绍

本定向增发案例的交易双方分别为黔源电力股份有限公司与其控股股东中国华电集团。黔源电力将以对控股大股东非公开发行普通股的方式募集资金，中小股东通过拿起手中表决权，最终狙击了此次非公开发行议案。以下介绍企业基本情况。

3.1 黔源电力公司概况

3.1.1 黔源电力公司简介

贵州黔源电力股份有限公司组建于一九九三年 10 月 12 日，是贵州省境内第一家电力上市企业，同时也是由中国华电集团有限公司直接控股的六大上市公司之一。于 2005 年 3 月 3 日在深圳证券交易所中小板 A 股挂牌上市，股票简称“黔源电力”（证券代码：002039）。黔源电力专注于经营水力、火力发电站的开发和建设业务，其主要产品为电力。集团自组建至今，主要针对贵州省内的“两江一河”（北盘江、芙蓉江、三岔河）流域水电资源进行开发利用，共建成投产九座水电站。截至 2021 年 6 月底，贵州省发电装机容量 7485.88 万千瓦，全省累计发电 1243.6 亿千瓦时，同比增长 17.5%。另外，由于水力发电具有无污染、环保以及再生性等特点，符合我国“绿水青山就是金山银山”的理念，因此得到我国相关政府的着重扶持。另外，为推进可再生能源深度开发，推动经济社会的可持续性，我国制定了一系列刺激清洁能源蓬勃发展的政策。目前，黔源电力在建工程项目已全面投产，企业已逐步成长为集发电工程运营和供电点项目建设于一体的大型发电企业。

3.1.2 黔源电力股权结构

1993 年 10 月 12 日，由贵州省电力投资公司、国能中型水电实业开发公司、贵州新能实业发展公司、贵州省普定县资源开发公司等共同组织向贵州省体制改革委员会提出申请，并以定向募集方式成立黔源电力股份有限公司。2002 年 12

月，根据国务院电力体制改革方案，计划将原贵州电力投资公司将持有的公司股权整体划转给中国华电集团。黔源电力在 2005 年上市初发行了 5000 万股普通股股票，发行价为 5.97 元，总股本为 1.4025 亿股，查阅公司 2005 年年报，可得公司上市之初时的前十大股东，见下表：

表 3.1 2005 年黔源电力前十大股东持股情况及其性质

股东名称	股东性质	持股比例	持股总数（股）
中国华电集团公司	国有股东	13.30%	18,657,680
国投电力公司	国有股东	12.90%	18,092,320
贵州省开发投资公司	国有股东	5.37%	7,538,400
交通银行-国联优质成长证券投资基金	其他	2.28%	3,194,147
贵州省普定县资源开发公司	国有股东	2.02%	2,826,960
贵州新能实业发展公司	国有股东	1.34%	1,884,640
中国银行-易方达策略成长 证券投资基金	其他	1.07%	1,498,211
重庆华邦制药股份有限公司	其他	0.92%	1,289,457
李洪义	其他	0.84%	1,174,900
潘世军	其他	0.43%	603,200

资料来源：黔源电力 2005 年年报

其中，中国华电集团公司作为黔源电力的国资控股股东，从成立之初就持有 13.30% 的股份，始终为黔源电力的第一大股东。2005 年，黔源电力实施了股权分置改革，按照原方案的设计来看，计划以总股本 1400 万股为基数，由公司非流通股股东以支付股份的方式，按照每 10 股获付 3.2 股的对价，方案完成后公司的总股本以及其余财务指标依然不变。随后几年，黔源电力陆续通过定向增发、转增股等方式扩大了股本。其中，2011 年黔源电力通过向中国华电、贵州乌江水电等在内的 9 名特定对象以 17.05 元每股的价格发行股份 6,334.31 万股，增发后总股本扩至 203,599,108 股；2013 年再进行股权分配，以资本公积向全体股东每 10 股转增 5.00 股，分配后总股本达到 305,398,662 股。通过这一系列的送转股及定增使得股本结构得到扩大。过去七年，截至 2020 年年度报告显示，其总股本依旧保持为 305,398,662 股，公司控股股东中国华电集团直接持有公司股份 48,537,507 股，占公司总股本的 15.89%，截止目前公司前十大股东列示如下：

表 3.2 2021 年第三季度黔源电力前十大股东持股情况

名称	持股数量（股）	持股比例（%）
中国华电集团有限公司	48,537,507	15.89
贵州乌江水电开发有限责任公司	37,867,536	12.40
重庆乌江电力有限公司	30,539,918	10.00
贵州乌江能源投资有限公司	10,000,060	3.27
全国社保基金六零四组合	9,167,500	3.00
全国社保基金四一四组合	7,999,696	2.62
成都华瑞泰房地产开发有限公司	5,480,000	1.79
王佩华	4,398,773	1.44
谢竹林	4,330,047	1.42
李海清	3,627,900	1.19

资料来源：黔源电力 2021 年三季度报

尽管持股比例较上市初期稍有上升，但可以发现，中国华电从成立之初其持股比例就保持在一个相对稳定水平，持股比例不高，但始终牢牢占据了相对的控股的地位。其次，通过黔源电力前十大股东持股情况发现，前十大股东持股合计占比 53.02%，前三大股东中贵州乌江水电开发有限责任公司持股 37,867,536 股，持股比例 12.40%；重庆乌江电力有限公司持有股份 28,108,821 股，持股比例 10%，其股权结构非常分散，已形成了多元化股权结构，大股东“一股独大”的现象大概率不会出现。其具体控制关系如下图 3.1：

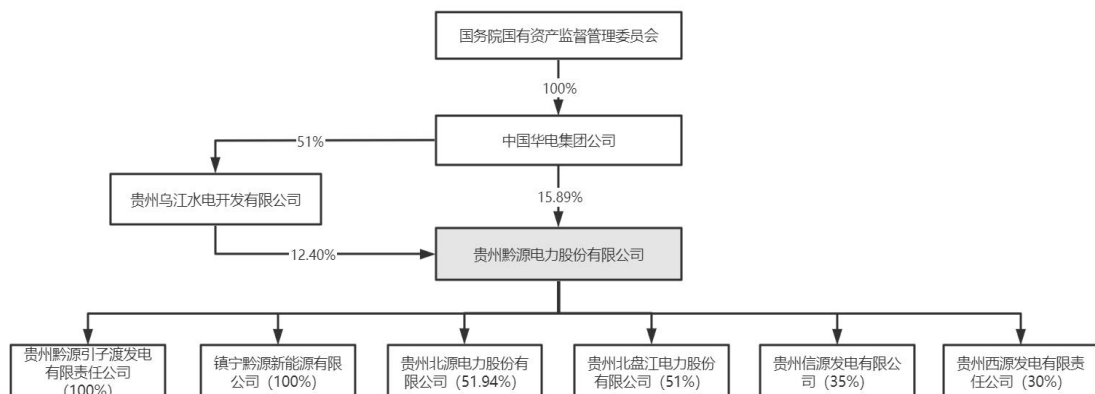


图 3.1 2021 年第三季度黔源电力控制关系图

3.1.3 黔源电力财务状况分析

一、公司主营业务

水电作为二次能源，具有绿色、清洁等特点，很长一段时期以来得到政府相关部门的重点扶持。黔源电力的主营业务范围涵括水力、火力发电工程项目的投资和运营，以及供电设备及原材料的购销。但其产品仍旧以电力为主，业务结构较为简单。2020年，黔源电力在光电项目上实现了前所未有的突破，初步打造了目前国内首个流域梯级水光互补型可再生能源基地，巧妙利用水力发电其反应迅捷的优势，实现将水电与光伏技术打包接入，从而改善电力不稳的难题。

二、黔源电力及子公司经营概况

本文首先通过分析黔源电力财务报表，对其资产构成及财务状况进行大致了解。2010年-2019年资产负债表的主要财务指标如表3.3所示。

表 3.3 黔源电力 2010 年-2019 年资产负债表主要财务指标 单位：亿

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
流动资产	12.8	2.8	2.7	3.2	11.9	11.1	7.0	8.8	11.4	5.4
非流动资产	146.6	152.3	156.7	168.5	174.2	171.2	167.8	162.5	155.7	149.5
资产总计	159.4	155.1	159.4	171.7	186.1	182.3	174.9	171.3	167.1	154.9
流动负债	28.6	22.6	18.5	21.4	21.0	17.0	11.7	22.7	32.3	29.2
非流动负债	100.4	100.1	105.4	116.5	126.1	122.3	121.4	104.3	87.1	75.7
负债合计	129.0	122.7	123.8	137.9	147.1	139.3	133.2	127.0	119.4	104.8
资产负债率(%)	80.93	79.12	77.69	80.32	79.07	76.43	76.15	74.11	71.47	67.66
所有者权益合计	30.4	32.4	35.6	33.8	39.0	43.0	41.7	44.4	47.7	50.1

资料来源：黔源电力 2010-2019 年财务报表

表 3.3 显示，黔源电力自上市之后一直在寻找资产扩张之路。黔源电力上市初期，总资产仅为 24.3 亿，2019 年爆发性增长到 154.9 亿，其最巅峰时期 2014 年资产规模达到 186.1 亿，这一切仅仅用了不到 10 年。与其巨额膨胀的资产规模相比，其负债规模则稳定在一个相对水平，且近年来呈现出不断降低的趋势，至 2019 年其负债达到了上市以来最低。在此期间，黔源电力不断通过定向增发等方式来扩大资产规模，如表中资产负债率可反映出为黔源电力的长期偿债能力，其资产负债率从上市初期就保持在高位，且呈现出先上升再逐渐下降的趋势。2006 年其资产负债率高达 80.09%，尤其在 2009 年，更是达到了惊人的 89.56%，意味着其资产中近 90% 都是负债，其经营任务主要一部分也是为了偿还负债。随着十年的发展，公司资产负债率逐步下降，由 2010 年原有的 80% 左右降低到 2019 年的 67.66%，该资产负债率的下降显著提高了黔源电力公司的持续还款能力。

2019年，黔源电力资产总额达154.9亿，负债规模104.8亿；其中拥有固定资产147.8亿元，共占总资产的95.42%，属典型的重资产型企业，按其资产规模划分，在我国电力行业领域属中小型企业。通过对其债务情况进行分析，总负债104.8亿下，非流动负债75.7亿，而长期借款就占了72.5亿。由此可见，其债务情况中绝大多数是长期借款。然而，仍存在高达19.7亿的经营活动现金流入，再一次说明其还款能力并无问题，且企业已过投入建设期，在建工程项目已竣工，其高额债务问题通过持续经营带来的现金流入足以妥善解决，且由近10年资产负债率变化趋势来证明，在降低其负债水平方面已卓有成效。

三、黔源电力经营业绩情况

黔源电力2005年-2019年经营业绩情况如下图所示。

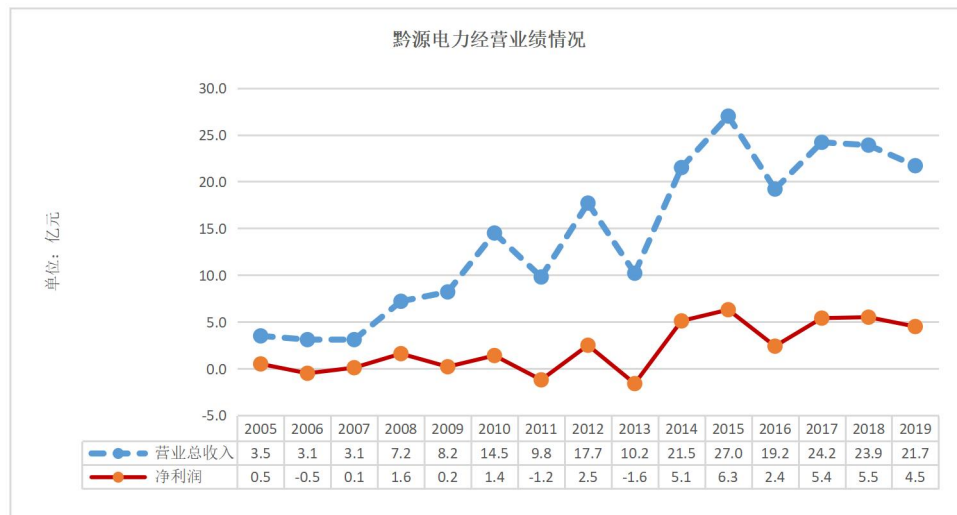


图 3.2 2005 年-2019 年黔源电力经营业绩情况

黔源电力自 2005 年挂牌至今，营业收入和净利润保持同走向变动，但营业收入的振荡幅度相比净利润增减幅度更为剧烈，其业绩走势大致经历了如下阶段：首先，2005 年-2009 年，营业总收入呈缓慢增加态势。表明黔源电力公司成立之初，各方面均属于资金投入期，经营才刚刚起步，维持经营是现阶段首要目标。2010 年-2013 年，营业收入振荡幅度较大，且伴有逐步上升趋势。2014 年-2015 年，营业收入巨幅上升，且在 2015 年达到顶峰，2015 年后相对趋于稳定。

其次，从上图还可以看出：黔源电力由于主要依靠水力发电，很大程度上可能依赖于省内各流域的丰枯，其发电量处于不稳定的状况，时盈时亏，究其原因

主要是受所处水系水流量的影响，水力发电量不足以及高额的财务支出。并且自黔源电力组建以来始终处在大型项目投资期，且自身的资金实力略显薄弱，所以一直处在高资产负债率水平下，总债务规模更是维持在百亿，财务费用最高达到到过 7.9 个亿。然而，随着在建项目的陆续投产，收入逐渐攀升，高债务压力也相对缓解，资产负债率也逐年下降，直至 2019 年达到新低，说明公司度过投资建设期后，在建项目投产并陆续带来收益，其高额债务问题很大程度上通过持续经营可以妥善解决。

3.2 黔源电力定向增发背景及目的

3.2.1 黔源电力定向增发背景介绍

根据增发预案，黔源电力定向增发背景主要基于国家对水电清洁能源积极推动的大背景下，主要概括为以下两点：

（一）国家政策大力支持水利发电行业

水电作为可再生绿色清洁能源，为促进其重点开发及有效利用，推动经济社会长期发展，国家相关部门出台了一系列政策予以重点扶持。对于水电行业，倡导搞好生态环境保护为首要任务，把西南地区金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江等主要河流列为综合治理的关键，并依次推动重大水电项目基建工程；其次，要根据各地资源禀赋建设中小型电厂，并同时进行抽水蓄能电站的规划与建设，以提高水资源综合利用率。

（二）契合我国生态文明建设的要求

第十三届全国人大会议后，生态文明正式载入《中华人民共和国宪法》，反映了中国目前对自然资源工程建设以及生态保护的高度关注。而水力发电技术不释放任何污染，节能减排的环境效益突出，高度符合国家生态文明建设的需要。

3.2.2 黔源电力定向增发目的

由于各上市公司所处行业、地区的不同，其财务杠杆也存在一定程度的差异。但是由于我国资本市场出于对风险的把控，对于财务杠杆高、负债规模较大的公司在融资方面作出一定的限制。因此，当上市公司财务风险较大时，继续尝试债

务融资无疑是加大杠杆,也是不被市场所允许的。而随着资本市场逐步趋于成熟,定向增发作为一种相对灵活的股权再融资方式,可有效纾解上市公司的财务困境。根据增发预案,黔源电力对定向增发目的作出了如下解释:

(一) 减少财务费用, 提高盈利能力

黔源电力非公开发行预案呈现了发行前,最近一个年度与季度同行业规模可比上市公司合表项目的财务费用、营业收入以及二者之间比重如下表所示:

表 3.4 同行业可比上市公司合并报表财务费用与营业收入

公司名称	2018 年			2019 年第三季度		
	财务费用	营业收入	占比	财务费用	营业收入	占比
长江电力	58.54	512.14	11.43%	39.90	380.84	10.48%
华能电力	40.65	155.16	26.20%	34.04	163.15	20.86%
桂冠电力	11.83	95.14	12.44%	8.52	71.69	11.89%
黔源电力	5.45	23.89	22.81%	3.76	17.31	21.74%
可比公司平均	14.34	99.54	14.41%	14.25	85.36	16.69%

资料来源: 同花顺 iFind

由上表可知,2018 年与 2019 年第三季度黔源电力的财务费用在营业总收入中占比依次高出可比上市公司平均值 8.4%和 5.05%。其增发计划中表明,预计将此次定向增发所募集资金全部用作债务偿还,以减轻公司财务压力,进一步提高公司持续盈利能力。

(二) 降低资产负债率, 优化资本结构, 控制财务风险

由于黔源电力所处的电力行业属于典型的资本密集型产业,前期需要注入巨额资本为后续运营作铺垫。企业自 2011 年 1 月顺利完成非公开发行后,再未实施过其他类型的股票融资行为。在此期间,公司开展的项目投资及其营运资本支出均大部分依赖自有资金及金融机构贷款,从而导致了当前资产负债率处在高位的局势。2018 年及 2019 年 1-9 月,黔源电力及其同行业可比上市合并报表资产负债率列示如下:

表 3.5 公司及同行业可比上市公司合并报表资产负债率

公司名称	2018 年末资产负债率 (%)	2019 年 9 月末资产负债率 (%)
长江电力	51.71	50.55
华能水电	72.81	68.64
桂冠电力	63.88	62.18
可比公司平均	62.80	60.45
黔源电力	71.47	68.51

资料来源：同花顺 iFinD

从上表可以看出，发行前最近一个年度与季度黔源电力的资产负债率依次高出可比上市公司平均水平 8.67%与 8.06%，公司资本构成具有相当的优化空间，且存在着相应的财务风险。黔源电力表示，计划将非公开发行所募集到的资金用以归还金融机构贷款，从而降低企业资产负债率，以至达到与同行业平均水平来看较为理想的状态。

(三) 与同行业可比上市公司相比，企业带息债务规模显然偏高，客观上应适度减轻目前的负债压力

表 3.6 公司与可比公司带息负债与归属于母公司股东所有者权益之比情况

公司名称	2019 年 9 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
长江电力	0.6279	0.6211	0.6977	0.6910
华能水电	1.8328	2.3738	2.5828	2.7706
桂冠电力	1.6959	1.8922	1.4922	1.7040
可比公司平均	1.3855	1.6290	1.5909	1.7218
黔源电力	3.5323	4.1013	4.6994	5.5286

资料来源：同花顺 iFinD

从上述情况可知，最近三年黔源电力带息负债与归属于母公司股东所有者权益之比明显高于其他同行业可比公司，偿还债务的压力相对较大。综上所述，黔源电力此次增发目的是为了偿还金融机构债务，通过此次定向增发融资优化资产负债结构，加强企业资金实力，降低资产负债率，改善企业经营状况，进一步提高企业抗风险综合能力，从而提高盈利与运营稳定性，促进企业长足发展。

3.3 黔源电力定向增发方案介绍

3.3.1 黔源电力定向增发预案

2019年11月21日，黔源电力经过董事会审议表决通过了《关于公司符合非公开发行股票条件的议案》，具体方案如下：

1. 发行对象和认购方式：此次非公开发行的发售对象为企业控股股东中国华电集团。中国华电将以现金方式认购发行的全部股份。

2. 定价基准日及发行价格：此次发行的定价基准日为本次发行股票的发行期首日。股票发行价格不得低于定价基准日前二十个交易日（不含定价基准日）公司股票交易均价的百分之九十。

3. 发行数量及锁定期：4300万股，即向控股股东中国华电集团发行股份4,300万股。锁定期为发行结束之日起的36个月。

3.3.2 增发前后股权结构对比

中国华电是隶属于国务院国资委下属的国有独资公司，也就是说，作为其控股子公司的黔源电力实际控制人则是国务院国资委。在此次定向增发前，中国华电集团本身就拥有黔源电力41,486,520股股份，且除此之外，还透过其控股子公司贵州乌江水电开发公司间接持有37,867,536股，最终总计持股份额达25.98%，已具备对黔源电力的相对控股地位。而假若此次定向增发完成后，预计中国华电合计持有公司股份比例将浮动于25.98%–35.12%区间，愈发无法撼动其控股股东的地位。

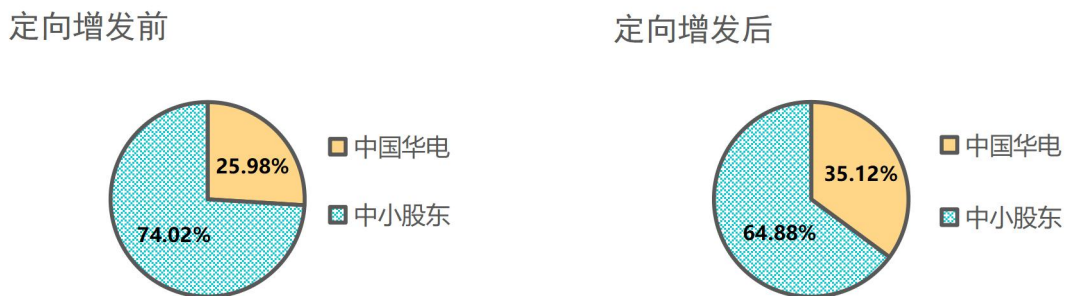


图 3.3 控股股东与中小股东定向增发前后持股比例变化情况

具体来讲，如图 3.3，黔源电力选择定向增发作为募集资金方式，无疑稀释了当前总股本的 14.08%。而由于定向增发对象为公司控股股东，因此，控股股东股权增加，仅剩中小股东股权被稀释，由增发前所持有的 74.02%降至 64.88%，摊薄比例为 9.14%。中小股东利益明显被严重损害，针对中小投资者来说，投资收益的降低和自身权益的经济损失，明显背离投资宗旨和预期，该行为严重打击了中小股东参与投资的信心。

3.4 表决结果

(1) 董事会决议

2019 年 11 月 21 日，黔源电力股份有限公司召开董事会，以通讯选举的方法召开，就《关于公司非公开发行股票方案的议案》进行表决，以将其提交股东大会审议。此次会议所有董事会成员都出席，并对此议案全部投赞成票。

(2) 股东大会决议

2019 年 12 月 12 日，黔源电力就此方案召开了股东大会，通过现场投票与网络投票相结合的方式。在此次会议中，股东们积极参与，共计 2543 人参与投票，此次股东大会出席的股东代表股份 209,093,911 股，占上市公司总股份的 68.47%。其中，参与投票的中小股东及股东代理人 2541 人，代表股份 129,739,855 股，占上市公司总股份的 42.48%。此次会议共有 12 项议案，涉及到定向增发的 10 项重要议案全部被否决，在《关于公司非公开发行股票方案的议案》的表决中，由于在这项议案表决事项牵涉关联方交易，因此，黔源电力关联股东中国华电集团与贵州乌江水电被采取回避表决，而该项回避表决规则的制定，也使得投票结果更加体现出中小股东的真实意愿。

4 黔源电力定向增发案例分析

4.1 中小股东参与公司治理动因分析

4.1.1 黔源电力未来价值凸显

首先，如图 4.1，由资产负债表中在建工程来看，黔源电力从上市之初就持续将资金投入建设，且一直处于高负债水平，经过十多年的建设，已经度过投资建设期，2015 年底在建项目全部已基本完工转入固定资产投入使用，已经逐步进入稳定收益期，大额资本开支已逐渐付清。

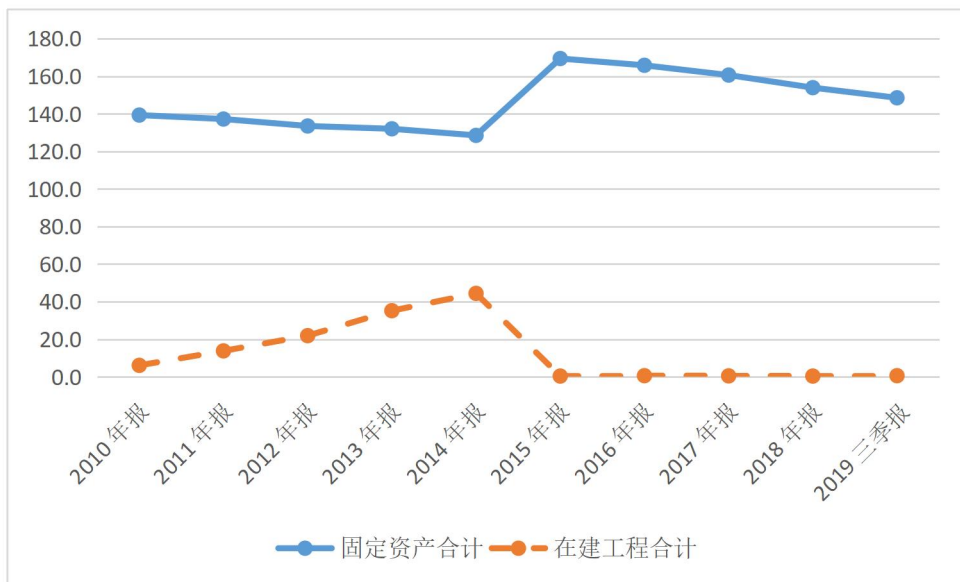


图 4.1 黔源电力 2010 年-2019 年固定资产与在建工程变化

其次，根据固定资产投资折旧年限的特点，随着时间的推移每年所计提的折旧费用是逐步降低的，当固定资产达到规定使用年限后遂停止计提。而水电企业中固定资产的实际使用年限远远大于其设定的折旧年限，所以，从长期看来黔源电力折旧会随时间推移而变少，当折旧提够以后，其固定资产带来的收入并不会变化，公司利润率在未来将越来越高。

此外，水电作为二次清洁能源，得到相关政府部门的高度重视。并制定了一系列促进清洁能源发展的扶持政策，以改善我国能源结构，从而达到推动国民经

经济增长的效果。综上所述，随着黔源电力前期投入到达回收期，与其特殊的行业性质受到国家支持决定了黔源电力未来不可估量的价值，公司未来可预见的资本支出少，所以公司应该定位为一个稳定增长型企业，业绩增长来自于未来折旧完成以及财务费用降低。

4.1.2 募集资金理由存疑

（一）现金流分析

黔源电力作为纯水电企业，其业务结构单一，项目陆续投产后经营活动与投资活动现金流明细如下：

表 4.1 黔源电力 2010 年-2019 年现金流情况表

项目名称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
经营活动现金流入	15.7	12.9	20.3	11.7	19.8	30.0	27.6	25.3	26.6	28.0
经营活动现金流出	3.7	3.4	5.6	4.4	7.2	8.1	7.9	9.4	8.4	8.3
经营活动产生的现金流量净额	12.0	9.5	14.6	7.3	12.6	21.8	19.7	15.8	18.2	19.7
投资活动现金流入	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.5
投资活动现金流出	12.1	14.3	11.4	12.6	12.3	4.9	3.8	2.2	2.1	1.2
投资活动产生的现金流量净额	-11.8	-14.1	-11.2	-12.4	-12.1	-4.8	-3.7	-2.1	-1.8	-0.7
财务费用	5.6	5.7	6.8	6.2	6.3	7.8	6.3	5.7	5.5	5.0

资料来源：黔源电力 2010-2019 年财务报表

黔源电力近年现金流情况如上表所示，由于黔源电力属于纯水电企业，发电量受来水情况影响较大，因此其资金流入存在上下波动的情况，均属合理震荡范围之内并不减弱公司的内在价值，但从经营活动现金流入来看黔源电力由上市之初的 4.1 亿元发展至如今的 28 亿，增长了 7 倍左右，表明其经营状况良好，其自上市后前期的投资活动现金流出所产生的高资产负债率压力并未对其快速扩张造成威胁。2015 年-2019 年经营活动产生的现金流净额分别是 21.8 亿、19.7 亿、15.8 亿、18.2 亿、19.7 亿，平均保持在 19 亿左右，而本次定向增发所募集的资金为 6.8 亿元，若按近年现金流净额平均水平来算，仅需三个月左右就可产生足够现金流以供公司偿还金融机构贷款。因此，其募集资金理由并不足以说服广大中小股东。

（二）资产负债率分析

作为黔源电力的控股股东，中国华电集团主要从事于电力、热力生产供应，以及与电力相关的能源开发与技术服务，是目前五大全国性重点发电集团之一。中国华电自黔源电力上市以来就作为其第一大股东，陆陆续续直接与间接持有黔源电力股份共计 25.98%，具有相对的控股优势。通过分析其最近一年及一期主要财务数据发现，作为黔源电力的控股股东，竟然也同样面临着高额债务问题，甚至过之不及。

表 4.2 中国华电 2018 年与 2019 年三季度财务数据

项目	2018 年报	2019 年三季度
资产总计	81,562,141.36	82,137,702.54
负债合计	63,275,585.26	61,049,413.36
资产负债率	77.58%	74.33%
所有者权益合计	18,286,556.10	21,088,289.18
项目	2018 年报	2019 年三季度
营业收入	21,445,755.85	16,949,694.39
利润总额	822,810.43	949,549.01
净利润	604,794.37	600,623.23

资料来源：黔源电力 2018 年与 2019 年三季度财务报表

如表，由 2018 年财务报告显示，中国华电资产负债率高达 77.58%，直至 2019 年第三季度降至 74.33%。本文将黔源电力同期资产负债率与中国华电比较，具体如下表所示：

表 4.3 中国华电与黔源电力 2018 年与 2019 年资产负债率比较

项目	2018 年报	2019 年三季度
资产负债率（中国华电）	77.58%	74.33%
资产负债率（黔源电力）	71.45%	68.51%

资料来源：黔源电力 2018 年与 2019 年三季度财务报表

表 4.3 显示，黔源电力 2019 年第三季度合并报表的资产负债率仅为 68.5%，而作为控股股东的华电集团资产负债率却高达 74.3%，不去考虑自身的高额负债压力，却替 68.5% 的经营良好、现金流可观、未来价值凸显的黔源电力担忧财务

风险问题，再一次让中小股东心生疑问。此外，黔源电力资产负债率由 2006 年的 80.09% 一路下降至如今的 68.51%，足以说明自身的现金流足以偿还债务、降低资产负债率，尚无增发的必要。

此外，通过分析黔源电力资产结构表 4.4 发现，2019 年第三季度报表黔源电力母公司的资产负债率仅为 25.47%，其中总负债为 8.3 亿，长期借款不足 1 个亿，短期负债 3.4 亿。而《非公开发行 A 股增发预案》所声称，“本次非公开发行募集资金金额不超过人民币 68,000.00 万元，扣除相关发行费用后，将全部用于偿还金融机构贷款”。但黔源电力合并报表的负债，其负债主体并非母公司，而是下面的合资子公司。根据 2018 年年报，北源公司 8 亿负债，北盘江公司 90 亿负债，西源公司 12 亿负债，三个子公司债务合计高达 110 亿。而更进一步说明母公司是不需要 6.8 亿用于还债的，这 6.8 亿是用于偿还子公司北盘江公司的债务，然而黔源电力仅持有北盘江 51% 的股份，是否存在变相损害中小股东权益之嫌。

表 4.4 黔源电力资产负债率

单位：%

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
资产负债率	80.93	79.12	77.69	80.32	79.07	76.43	76.15	74.11	71.47	68.51
母公司资产负债率	50.24	48.19	47.62	46.67	44.50	41.09	35.80	35.11	30.11	25.47

资料来源：黔源电力 2010-2019 年财务报表

4.1.3 定向增发摊薄中小股东利益

以定向增发方式筹措资本，即指上市公司向满足条件的少量特定投资者定向发售股份，且限定发售对象不能多于十人。因此，定向增发对象身份普遍具有特殊性，且中小股东相对于控股股东与管理者，在公司事务决策权上本就处于弱势地位，几乎不可能拥有该特权。上市公司各项事务经营决策权几乎控制在控股股东和管理者手中，因而，他们完全可以通过定向增发调整股权结构，进一步加大其股份持有占比，使控股股东的实际控制权得以进一步稳固。通过分析前文增发前后股权对比得，若此次定向增发实施完成，中小股东股权将被稀释 9.14%，股东利益共同财富最大化的原则被打破，股东利益公平性受损，华电集团利用其控股地位低价增发，实现自身利益倾斜，扩大其持股比例，增强公司决策中的话语

权，摊薄了中小股东利益。

同一时期，黔源电力发布关于非公开发行股票摊薄即期回报的风险提示说明与补偿措施，表明将保障投资者的利益，企业将根据所处产业特征、发展情况、自身经营特点、盈利水平及其重要资本开支分配等因素，每年以现金分红形式分配不少于当年实现的可分配利润的百分之四十。然而，通过分析黔源电力近5年分红率，其平均分配率已达到41%，该项回报规划并未给中小股东带来实质性利益上的补偿，具体如下表：

表 4.5 黔源电力 2014 年-2018 年分红情况

年份	每股收益(元)	每股分红(元)	分红率
2014	0.96	0.4	41.70%
2015	1.18	0.5	42.40%
2016	0.42	0.3	71.40%
2017	1.05	0.3	28.60%
2018	1.20	0.3	25%

资料来源：同花顺 iFind

因此，该定增方案看似并未给公司带来实质性的改变，但该方案稀释了中小股东股权，触碰到中小股东集体利益，并且大股东以低价认购股票的行为，更进一步稳固了其对上市公司的控制权，显然不符合全体股东财富最大化得原则。即使在此种情况下，黔源电力深知其行为可能存在引发双重代理冲突、增发方案被否和企业声誉受损的一系列后果，但依旧坚持实施。而此处代理矛盾激化包括了两组委托代理关系，一方面是由于中小股东利益被重大侵害而引起中小股东与控股股东之间的冲突，而另一方面是指中小股东与上市公司管理层，或者是对控股股东与公司管理层合谋营私行为的不满而采取的举措。

综上所述，随着我国股东积极主义及相关基础辅助性技术的发展，中小股东参与治理足以起到影响企业重大决策的效果。可以从以下几方面加以解释：其一，随着数字技术的发展，其治理辅助效能逐步突显，中小股东从长期以来的消极治理态度转变为拿起表决权维护自身合法利益，摒弃了一贯“理性冷漠”行为方式，而越来越倾向“用手投票”，该过程伴随着股东治理意识的觉醒，与中小股东积极主义的复苏。其二，在数字技术环境下，信息披露监管体系也日渐完善，信息透明度得到显著提升，互联网、自媒体作为信息传递平台被充分利用，中小股东

“抱团”意识逐渐增强，习惯通过集体合力对上市公司施压，引发行政机构关注，使得中小股东“被侵占且不积极”恶性循环被打破。其三，当今资本市场越来越成熟，机构投资者规模逐步扩张，中小股东越来越看重企业未来价值，而非短期的投机，希望参与公司治理的方方面面，实现与企业长期利益共存。其四，随着市场监管制度的完善，越来越重视中小投资者的地位，设置了一系列管理办法加以保障，加以数字技术支持下几乎零成本的远程投票制度，且在公司章程中特别强调开设网络投票的必要性。因此，在现代企业经济活动中，随着对中小股东积极主义的赋权，若上市公司机会主义行为使得中小股东权益受到损害，必将承担严重后果。

4.2 黔源电力中小股东积极治理行为分析

黔源电力中小股东在非公开发行公告发出后，始终表示公开反对的态度，不仅是因为该增发方案侵害了全体中小股东的权益，也是对黔源电力未来发展前景、运营情况与财务质量等多个方面综合考虑的结果。关于增发目的，公司宣称募集资金拟将全部用于偿还债务，意为对国家“去杠杆”政策号召的回应，但通过对其资产状况，现金流质量以及增发方案进行详细分析后，发现对其增发必要性上提出质疑。此次增发中国华电利用其相对控股优势，低价购股，其行为很大程度上损害了中小股东权益。因此，黔源电力中小股东积极通过以下途径表达自身意愿。

4.2.1 网络投票机制

结合前文所述，黔源电力自上市以来股权结构就非常分散，并已形成了多元化股权结构，且2019年第三次临时股东大会决议该增发预案时，如表4.6，前十大股东中存在6个机构投资者股东，持股比例达16.45%，几乎不存在大股东“一股独大”的可能性。并且随着其他机构投资人数量和规模的不断扩大，机构投资者股东凭借其专业实力与资金力量，可以召集其他中小股东共同对抗管理者，与其他中小股东共同担任起公司治理的职责，从而使得中小股东意见越来越无法被忽视。

表 4.6 2019 年第三次临时股东大会时黔源电力前十大股东持股情况

排序	名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)
1	中国华电集团有限公司	41,486,520	13.58
2	贵州乌江水电开发有限责任公司	37,867,536	12.40
3	长电资本控股有限责任公司	15,169,845	4.97
4	全国社保基金六零四组合	11,087,204	3.63
5	贵州乌江能源投资有限公司	10,000,060	3.27
6	新疆力道广告有限公司	5,305,060	1.74
7	宁波宁电投资发展有限公司	4,721,552	1.55
8	王佩华	4,498,773	1.47
9	谢竹林	4,330,047	1.42
10	大成基金管理有限公司-社保基金 1101 组合	3,968,748	1.30

资料来源：黔源电力 2019 年三季度报

2019 年 12 月 12 日，黔源电力举行股东大会，其会议主题是关于公司向控股股东中国华电集团定向增发的相关议案进行表决。如表 4.7 列示，过去的中小股东，尤其在无网络投票途径的情况下，几乎不出席股东大会，而是冷眼旁观或是“用脚投票”退出企业。随着数字技术发展及网络投票机制的普遍使用，此次股东大会上中小股东的参会率达到了历史最高，参加会议人数达到 2543 人，且通过网络形式远程投票的人数就达 2539 人，出席的股东持股占总股本的 68.47%，由此表明了中小股东们对于此次增发决策的意见非常强烈，也更意味着，当上市公司控股股东存在利益倾斜时，中小股东将团结起来借助数字技术手段行使治理。

表 4.7 黔源电力 2014-2019 年股东大会出席情况

召开时间	会议名称	参加会议人数	网络投票人数	占总股本
2014-4-17	2013 年度股东大会	13	-	47.95%
2014-9-11	2014 年第一次临时股东大会	14	8	38.626%
2014-12-12	2014 年第二次临时股东大会	87	84	37.0282%
2015-4-16	2014 年度股东大会	566	563	40.1215%
2015-9-11	2015 年第一次临时股东大会	31	28	32.8165%
2015-11-13	2015 年第二次临时股东大会	23	19	35.1985%
2016-4-20	2015 年度股东大会	41	34	40.4598%
2016-5-12	2016 年第一次临时股东大会	27	23	30.3640%
2016-12-16	2016 年第二次临时股东大会	27	24	31.1997%
2017-4-19	2016 年度股东大会	30	25	35.7386%
2017-9-12	2017 年第一次临时股东大会	7	4	29.2935%
2018-1-15	2018 年第一次临时股东大会	10	7	29.3497%

2018-4-19	2017 年度股东大会	988	983	44.7920%
2018-12-10	2018 年第二次临时股东大会	101	98	30.3232%
2019-2-15	2019 年第一次临时股东大会	4	4	31.2228%
2019-4-18	2018 年度股东大会	121	115	40.0221%
2019-10-24	2019 年第二次临时股东大会	13	6	35.9600%
2019-12-12	2019 年第三次临时股东大会	2543	2539	68.4659%

资料来源：黔源电力 2013-2019 年股东大会决议公告整理

2019 年 12 月 13 日，黔源电力发布《2019 年第三次临时股东大会决议公告》，公告显示由于此次表决议案主要内容涉及关联交易，因此，黔源电力的关联股东中国华电集团有限公司、贵州乌江水电开发有限责任公司应回避表决。其次，从股东大会决议事项类型来看，主要分为普通决议事项与特别决议事项。作出普通决议，应当由出席股东大会的股东或代理人所持表决权 1/2 以上通过；而作出特别决议，则应该达由出席股东大会的股东或代理人所持表决权 2/3 以上。而此次黔源电力定向增发审议属特别决议事项，关联股东回避后，遭到 42.48% 的中小股东反对，此次定向增发也就以失败告终。

对于中小股东来讲，数字技术的发展为他们参与公司治理提供了更高效、便捷的途径，并且随着机构投资者规模的扩张，机构投资人作为绩优股占有较高的股份持有比率，站在其职业角度来评判此次发行的合理性与必要性显得更加透彻，也更具有说服力。因此，机构投资者在联合其他中小股东方面存在先天的优势。此外，当大股东与中小股东对上市公司产生不同利益诉求时，数字技术支持为上市公司解决问题，处理利益相关者关系提供了新途径，也为中小股东参与公司治理，表达自身意志，维护自身权益拓展了新思路。

综上所述，中小股东参与公司治理的能够采用各种途径，例如：直接与管理层对话、发送股东建议函、行使表决权、寻求投服中心支持等方法，而在黔源电力定向增发案中，中小股东有效利用网络投票机制表达了自身意志，维护了全体中小股东的合法权益。当大股东与中小股东产生不同利益诉求时，数字技术发展为中小股东参与公司治理搭建了平台，以至于最终赢得股东积极主义的胜利。

4.2.2 电子股东论坛

在我国目前上市企业中，大部分基本延袭了同票同权的投票规则，所有投资

者都具有依法行使投票权的资格，但由于我国资本市场起步晚，良好的市场环境与监管体系尚未构成，因此，中小股东基于对成本收益的考量，对参与公司治理一直持有观望的态度，即使不满于上市公司决策，也习惯保持“理性冷漠”。在如此情况下，他们反而寄希望于其他投资者，在不付出成本的前提下，通过他人表明自己的意志，抑或是依附他人行动，以达到共同获利的目的。随着我国机构投资者规模的扩张，由于其职业特殊性，机构投资者承担起了集合中小股东维护自身权益的重任。

随着数字技术与企业管理决策的深入融合，电子股东论坛成为了股东与企业内部人博弈的桥梁，当各方利益诉求存在分歧时，为其谈判和讨论提供了新兴平台，并由此降低了公司股东一些无谓的行为成本费用。凭借其低成本性，高便利性等优势竟一跃成为股东实现治理价值重要途径。当前我国电子股东论坛建设已有了一定的基础，例如新浪股吧、和讯股吧、投资社区、雪球等。除此之外，电子股东论坛为股东和公司管理层创造了讨论和研判股东提案的非正式平台，可有效抑制短期主义行为。

2019年11月22日，黔源电力发布增发公告后即在各平台论坛引发热议，黔源电力的中小股东们迅速对增发预案进行分析，并在各大论坛发表自己的看法，通过对增发方案各个维度进行论证，向其他投资者传递信号，吸引其他中小股东在平台中表达自身意愿，并进行表决权征集。例如雪球上，中小股东通过对黔源电力财务状况及经营成果进行分析，强烈抨击了此次增发的非必要性与不合理性，并号召各个中小股东积极维权。如各大股东论坛交流信息所示，大部分中小股东对黔源电力此次非公开发行表示不满，并积极采取了各种手段表达意志，如向证监会写信举报，号召行使投票权，引发媒体关注等，均属于征集投票权的方式，也是股东积极主义的表达。

4.2.3 公开宣传引发舆论

随着数字经济时代的到来，公司治理模式发生了前所未有的变化，数字技术的普及重构了现代公司治理体系。媒体作为信息载体在公司外部监管中具有重要作用，当控股股东、管理层与中小股东之间利益诉求出现分歧时，中小股东可以借助新闻媒体、移动互联网等手段向上市公司内部人行为发起控诉，而该过程即表现为股东积极主义行为的过程。通过公开宣传手段，会引发社会各界对上市公

司内部人行为的关注，并间接通过社会舆论或行政机构介入对其产生压力，从而达到约束管理者、控股股东行为的目的。其次，公开宣传容易触发上市公司声誉机制，给上市公司负面效应，因此，上市公司必然会为了公司良好声誉而积极处理。目前，随着数字技术的高速发展，信息传播渠道变得越来越多元化，中小股东越来越倾向于通过公开宣传手段，借助媒体对上市公司构成强大的舆论压力，从而实现自身利益诉求。

黔源电力中小股东通过在股吧、雪球等各大平台表达自己的意志，吸引得到外界关注，而媒体作为高度信息化传播载体，其专业能力让其快速抓取消息进行传播。而随着数字技术的支持，各大平台、各大媒体更像是一张网络，只需在某一节点做出刺激便可辐射至整张网。而黔源电力中小股东也正是抓住这一点，他们公布于论坛中的分析及持有态度被各大财经媒体迅速传播，无形之中也推动了征集投票权，一致性投票行为的进程。

4.3 案例小结

通过对黔源电力定向增发案例的深入剖析发现，由于上市公司中存在着股东与经营者之间、中小股东与控股股东之间的双重委托代理关系，中小股东作为特殊角色同时嵌入两段关系中，其重要性已不言而喻。长期形势下，中小股东囿于“被侵占而不积极”的恶性循环中，习惯通过“用脚投票”或“理性冷漠”来回应大股东、管理层行为。然而，随着数字技术发展，中小股东集体行为趋势发生转变，一改往日“消极”之态，开始正面与管理层、控股股东抗衡，这整个态度转变的过程同时也代表着股东治理积极性的增加。正如黔源电力定向增发否决案，由于控股股东所主导下的非公开发行极大程度上摊薄了中小股东利益，因此，黔源电力中小股东奋起反对，最终否决了该议案，此次股东大会上中小股东的参会率达到了历史最高，真正彰显了中小股东“积极”的决心。黔源电力中小股东通过网络投票、电子股东论坛、媒体公开宣传等手段坚决维护自身合法权益。并且，这些手段无一是不借助数字技术手段来实现的。由此我们发现，当数字技术应用于公司治理，中小股东开始变得“积极”起来，数字技术为其积极发挥治理作用提供的新平台，股东意志的表达也将不再局限于成本与权益的斡旋权衡之下。

5 数字技术驱动下中小股东参与公司治理行为分析

在现代企业两权分离的组织架构下，股东作为上市公司的拥有者，享有对剩余财产的自主分配权。其行使股东权力的形式主要体现为三种，一、听从公司决策安排；二、抛售股票；三、集体发声。传统公司治理模式下，股东须亲临股东大会或委托代理人将其意愿反应与表决中，但由于我国地理位置原因，中小股东较为分散，若前往公司地参加股东大会，从时间、空间成本来看足以使中小股东畏惧。然而，随着数字技术逐渐被应用于公司治理，远程治理从根本上削弱了时间与空间上的制约，有效降低了中小股东参与企业决策的成本，极大地鼓舞了中小股东积极主义胜利的信心。

5.1 中小股东与大股东的博弈分析

中小股东参与公司治理实际上是其发挥监督效应的过程，对上市公司管理层与控股股东机会主义行为具有震慑作用。由于资源的稀缺性，各利益主体的经济活动都是在有条件限制下的操作，以自身利益最大化为原则，换言之，就是对花费成本与获得利润之间的对比与衡量，以帮助作出有效的经济决策。对中小股东来讲，无论他们选择是否参与公司治理策略，都是其权衡过程的体现。随着数字技术出现，重新划立了公司治理框架下成本与收益的相对关系，潜移默化地为中小股东与大股东之间的博弈重新确立了规则。

（一）模型的构建

1. 博弈双方：由前文所述关系，本文主要针对第二类代理问题进行论证，因此，本文假设上市公司控股股东与中小股东为博弈双方，记控股股东为 K，中小股东为 Z，且均满足理性经纪人假设。

2. 可供选择策略：控股股东可选择的行为策略集合为 $CK = \{\text{侵占}, \text{不侵占}\}$ ；中小股东可选择的策略集合为 $CZ = \{\text{参与治理}, \text{不参与治理}\}$

3. 得益函数：为了研究中小股东积极参与治理的影响条件，本文提出以下假设：当公司处于不同时期时，其公司价值表示为 V_1 、 V_2 、 V_3 ，且 $0 < V_1 < V_2 < V_3$ ；

中小股东持股比例为 p ，且 $0 < p < 1$ ；当控股股东未侵占中小股东权益时，中小股东则无需耗费过多时间、精力、金钱成本，此处统称为治理成本为 C_1 ；然而，当恰好碰到控股股东侵占中小股东利益，中小股东可能需要付出更高的监督治理成本，抑或其治理行为受到控股股东、管理层报复，因此为 C_2 ($C_1 < C_2$)；此外，控股股东在不同时期获得的总回报为 R_1 、 R_2 、 R_3 ，且 $R_1 < R_2 < R_3$ 。

当中小股东参与公司治理且控股股东与管理层未出现侵占中小股东权益的行为时，在双方共同的积极治理下，公司快速发展达到最大价值 V_3 ，则此时中小股东的净收益为 $pV_3 - C_1$ ，控股股东及管理层获得的总回报为 R_2 ；当控股股东、管理层违规经营，存在侵占中小股东权益等越界行为时，中小股东将奋起维护自身合法权益，与控股股东、管理层对抗，可能会造成公司内部动荡，影响其经营状况，从而使企业价值达到最低 V_1 ，中小股东净收益则为 $pV_1 - C_2$ ，而对于控股股东管理层来说，一旦侵占中小股东权益被发现，触发声誉风险，遭到外界各方面质疑，相关行政机构也将迅速介入，公司控股股东管理层可能会为此付出巨大代价和惩罚，因此获得最低的回报 R_1 。

倘若当公司中小股东不参与公司治理时，即不存在监督治理成本。这时，当控股股东、管理层合规经营，保障中小股东合法权益，公司价值将达到最大 V_3 ，中小股东的净收益也为 pV_3 ，控股股东与管理层获得 R_2 的总报酬；如若此时控股股东、管理层合谋侵占中小股东权益，且由于中小股东不参与治理，无人监督，则控股股东与管理层将获得最大回报 R_3 ，企业价值为 V_2 ，中小股东净收益为 pV_2 。

（二）模型的求解

1. 当中小股东短期持股时，可视为完全信息静态博弈（一次博弈）：

首先，从理性经济人假设出发分析中小股东趋利心理，当中小股东短期持股时，由于其抱有短期持有，买卖赚取价差的目的，当控股股东侵占中小股东利益行为发生时，中小股东往往会选择前文所述的第一种路径“用脚投票”退出，通常是不参与公司治理的。此外，由图 5.1 得益矩阵所示，当控股股东采取侵占策略时，中小股东选择不参与治理才能使收益最大；而如果当控股股东不侵占时，

中小股东同样选择不治理时得益最大。相反，倘若当中小股东选择参与治理，控股股东选择不侵占策略时收益最大；当中小股东选择不治理时，控股股东选择侵占策略即会获得最大收益。综上所述，当中小股东进行短期持股时，其最优策略是不参与治理。

中小股东\控股股东	侵占	不侵占
治理	$(pV_1 - C_2, R_1)$	$(pV_3 - C_1, R_2)$
不治理	$(pV_2, R_3) \checkmark$	(pV_3, R_2)

图 5.1 中小股东与控股股东博弈模型得益矩阵

2. 当中小股东长期持股时，说明其十分关心企业未来发展，可视为中小股东与控股股东、管理层之间的持续性重复博弈，即需考虑货币时间价值：

$$\left(\text{假设贴现系数为 } \delta, \text{ 且 } 0 < \delta < 1, \text{ 折现率为 } r, \delta = \frac{1}{(1+r)^n} \right)$$

基于费雪的《利息理论》中关于“人性不耐”假说，当决策主体对未来价值越不耐烦，越不乐意放弃现在的价值以换取未来的价值时，所要求的回报就会越高， r 则越大， δ 即越小。因此，本文将 δ 作为中小股东对于获取上市公司未来价值的耐心程度， δ 越小，意味着中小股东对该上市公司未来投资价值越没耐心。

基于理性经济人假设，人们通常会做出使自身财富最大化的决策，例如，当中小股东关注企业未来价值时，总回报现值大小是其抉择策略的关键指标。当中小股东采用消极治理策略时，控股股东或管理层可能在利益的驱使下 ($R_3 > R_2$)，选择合谋侵占中小股东权益。此时，则中小股东各阶段得到的收益均为 pV_2 ，即总收益现值为：

$$PV_1 = pV_2 + \delta pV_2 + \delta^2 pV_2 + \delta^3 pV_2 \cdots + \delta^n pV_2 = \frac{pV_2(1-\delta^n)}{1-\delta} = \frac{pV_2}{1-\delta}$$

(由于 $0 < \delta < 1$ ，当 $n \rightarrow \infty$ 时， $\delta^n \rightarrow 0$)

然而，若中小股东决定积极介入公司治理决策，此时，上市公司管理层与控股股东又将依据博弈对抗方的行为策略来调整思路，由于机会主义行为被发现后所获得的总收益 R_1 要小于合规经营获得的总收益 R_2 ，因此，企业管理层或控股

股东会选择以全体股东财富最大化为原则,选择不侵占策略来获得相对大的收益。通常情况下,由于外部股东处于信息劣势地位,公司控股股东或管理层在博弈初期无法甄别中小股东所选择的策略,可能会在巨额利益的诱惑下,冒险进行违规经营,掏空上市公司。而随后当中小股东察觉到企业违规,或控股股东侵权行为时,会采取手段表示反抗,并在很长的一段时间里参与公司治理,监督其经济行为。博弈后期当控股股东、管理层在中小股东积极地治理与监督下,在以后阶段的博弈中变得小心谨慎,而中小股东以价值投资为理念,决定与公司长期利益与共,将积极参与到上市公司日常经营决策中,则在整个博弈阶段获得的净收益现值为:

$$\begin{aligned} PV_2 &= (pV_1 - C_2) + \delta(pV_3 - C_1) + \delta^2(pV_3 - C_1) + \dots + \delta^n(pV_3 - C_1) \\ &= (pV_1 - C_2) + \delta \frac{(pV_3 - C_1)(1 - \delta^n)}{1 - \delta} \\ &= (pV_1 - C_2) + \frac{\delta(pV_3 - C_1)}{1 - \delta} \end{aligned}$$

因此,要想充分调动中小股东的治理积极性,须保证:

$$(pV_1 - C_2) + \frac{\delta(pV_3 - C_1)}{1 - \delta} > \frac{pV_2}{1 - \delta}$$

化简为

$$\delta^* > \frac{pV_2 - pV_1 + C_2}{pV_3 - C_1 - pV_1 + C_2}$$

由前文分析来看, δ 代表中小股东对于获取上市公司未来价值的耐心程度,即 δ 越小,表明中小股东看重的是短期收益,因此,大概率不会主动参与公司治理。通过分析,此处中小投资者的耐心程度 δ 是量化其是否打算介入公司治理的重要指标。当 δ 大于临界值时,由于其耐心程度超过了选择消极策略的下限,因此,中小股东将作出参与公司治理的抉择。从表达式来看,中小股东所持股份份额、企业预期价值以及参与治理成本共同决定了其耐心临界值 δ , 在本研究中为了方便量化,从而选择对其取等号处理,即:

$$\delta^* = \frac{pV_2 - pV_1 + C_2}{pV_3 - C_1 - pV_1 + C_2}$$

5.1.1 持股比例

由临界值的具体计算公式可知,中小股东持有股份比例是影响其治理意愿的因素之一。

$$\delta^* = \frac{pV_2 - pV_1 + C_2}{pV_3 - C_1 - pV_1 + C_2} < \frac{pV_2 - pV_1 + C_2}{pV_3 - C_2 - pV_2 + C_2} = \frac{pV_2 - pV_1 + C_2}{pV_3 - pV_2}$$

对 p 求偏导: $\frac{\partial \delta^*}{\partial p} = \frac{(V_1 - V_3)C_2}{p^2(V_3 - V_1)^2} < 0$, 呈单调递减的趋势, 即中小股东对获

取公司未来收益的耐心程度临界值与其持股比例呈负相关关系, 同时也意味着随着中小股东持股比例的增大, 耐心程度临界值递减, 因此, 越容易达到临界值。在该情况下, 中小股东落入参与公司治理范围的概率也越大, 证实了中小股东持股比例越高, 他们对企业的经营及未来发展越关心的假说。

5.1.2 公司价值

其次, 由于临界值计算公式包含了公司价值 V , 意味着中小股东是否参与公司治理受到对公司未来价值预期的影响。

$$\delta^* = \frac{pV_2 - pV_1 + C_2}{pV_3 - C_1 - pV_1 + C_2} < \frac{pV_2 - pV_1 + C_2}{pV_3 - C_2 - pV_1 + C_2} < \frac{pV_3 - pV_1 + C_2}{pV_3 - pV_1} = \frac{p(V_3 - V_1) + C_2}{p(V_3 - V_1)}$$

令公司价值增量为:

$$\Delta V = V_3 - V_1$$

即:

$$\delta^* = \frac{p\Delta V + C_2}{p\Delta V} = 1 + \frac{C_2}{p\Delta V}$$

$$\frac{\partial \delta^*}{\partial \Delta V} = \frac{C_2}{-p\Delta V^2} < 0$$

通过对公司价值增量求偏导后小于零, 说明由于中小股东参与治理导致企业价值的增量越大, 则其参与公司治理的耐心临界值越低, 即中小股东参与治理的

意愿越强。换言之，当上市公司中小股东越看重该公司未来价值时，越愿意付出时间、精力参与治理，以达到与公司共同成长，荣辱与共的目的。

5.1.3 参与治理成本

由上述推导可得：

$$\delta^* = \frac{pV_2 - pV_1 + C_2}{pV_3 - C_1 - pV_1 + C_2} < 1 + \frac{C_2}{p(V_3 - V_1)},$$

$$\frac{\partial \delta^*}{\partial C_2} = \frac{1}{p(V_3 - V_1)} > 0$$

即中小股东参与公司治理得临界值与参与治理成本呈正向相关关系，意味着中小股东参与公司治理得成本越低，临界值越小，那么中小股东参与治理得动机与概率就越大，反之亦然。

5.2 数字技术下中小股东参与公司治理路径分析

根据上述博弈分析，再结合我国资本市场的基本现状来看，由于我国市场中中小股东持股较为分散，且占有份额低，在上市公司中话语权也低。因此中小股东倾向于“消极治理”，造成我国上市公司代理问题严重，中小股东利益被侵占现象普遍。然而，正式由于其所处于的弱势地位，使得中小股东再一次加重了主观意识上与行为上的消极，由此陷入了“被侵占且不积极”的恶性循环。但随着信息技术与经济的深度融合，数字技术支撑的从本质上解决了问题的关键，即缓解了参与治理的高成本性。数字技术环境下，股东积极主义路径具体表现为远程投票、电子股东论坛、电子委托书征集。

5.2.1 远程投票

由于我国国情与资本市场发展的特殊原因，在很长一段时间公司法中只体现了保护中小投资者强制性，而忽视了赋权中小股东参与上市公司决策的治理意义。

即使，站在时代今天的角度来看，该领域也是公司法研究中尚未覆盖的部分。随着市场监督体系逐步完善，我国证券监督委员会也逐渐注意到中小股东参与公司治理的重要性，但其一系列管理办法的颁布仍然将中小股东置于被保护的角色。深究其原因，是因为以散户为代表的中小股东在实际行使治理权时，囿于治理成本与专业认知的限制。而在数字技术的加持下，该两难境地被逐步打破，网络投票机制对公司治理新格局的构成起着至关重要的作用。

股东表决是其参与公司治理决策，行使股东权利的基本途径，股东作为所有者，表决权更是反应其与上市公司法律关系的真实写照。传统意义上，由于金融经济的不繁荣与信息手段的落后，公司股东须亲临股东大会或委托代理人将其意愿反应与表决中，但由于我国地理位置原因，中小股东较为分散，若前往公司地参加股东大会，从时间、空间成本来看足以使中小股东畏惧。此外，我国上市公司普遍呈现出“一股独大”的股权结构特征，中小股东由于股权实力的薄弱，无法摆脱“人微言轻”的规律，同时也遭受大股东排挤，最终致使中小股东的“理性冷漠”与退出。数字技术发展催生了股东远程投票形式的出现，有效解决了基于参与成本考量下的股东冷漠，股东无须到场便可通过网络投票平台对所决议事项进行表决，更直接、高效、便捷地反应中小股东真实意愿。从其作用功效上分析，网络投票是一种直接激励股东治理的方式，不仅保证了“一股一票”的基本规则，也打破了地理空间的规制，从根本上打消了股东冷漠治理的顾虑。黔源电力针对定向增发相关议案召开临时股东大会，并积极开展现场投票与网络投票相结合的方式。据此次股东大会决议公告显示，中小股东出席参会股份数占公司总股份数的 68.24%，而通过网络投票该方式的股份数占比高达上市公司总股份的 34.23%，且中小股东通过网络表决的股份数占中小股东总投票股份数的 80.60%。因此，远程投票的出现为中小股东行使权力提供更便捷、迅速的渠道，也真正意义上刺激了中小股东参与公司治理的决心，使得中小股东在企业战略决策中真正具有话语权。

5.2.2 电子股东论坛

其次，作为散户代表的中小股东往往是业余投资者，其专业认知、信息渠道等方面存在严重不足，由此妨碍了中小股东治理的有效进行。且现代企业中的两

权分离架构，先天造就了上市公司内外部信息不对等地位，外部股东无法也无暇付出大量的时间、资金成本去搜寻企业内部信息，从而缩减信息不对称的差距。除此之外，其专业认知、专业能力的缺乏也是加剧其陷入被动境地的主要原因。数字技术支持下，随着营商环境的持续优化，股东获取公司信息能力增强，信息获取成本也由于数字技术支持而显著降低。正如本文的黔源电力定向增发案例，黔源电力定向增发预案一经发布，各中小股东便快速交换信息作出反应，与各大媒体起到协同治理的作用。

电子股东论坛则是降中小股东信息成本效果最为显著的一种。作为中小股东参与治理的有效形式，其组成当事人包括上市公司董事会、监事会、高管团队，均为直接参与公司经营决策的角色，换言之，是为股东提供信息交互、表达个人观点、询问公司状况的虚拟平台。一般来讲，上市公司本身和股东均可为电子股东论坛的发起者与运营者，且其运作形式大约分为三类：第一，问询模式，即类似于线上“市政厅”。中小股东将疑问和顾虑通过在线上平台留言，通过向公司内部管理层咨询以获回应。该运作模式的优势就是增进企业信息交流，侧重于解决股东疑惑和问题，吸纳股东建议。第二，讨论模式，即通过研讨的形式就目前公司发展战略主题进行互动交流，各方各自表达不同观点，从而碰撞出最优路径。第三，表决模式，即将股东大会表决形式搬到线上平台，无需等待特定日期上市公司正式召开，在一年中任何时候股东可以自主提交审议，该形式的出现使股东表决权应用变得更为灵活。此外，不同中小股东参与公司治理可能耗费的成本并不相同，其根本原因是因为股东与股东之间信息获取能力、专业认知的参差，而随着电子股东论坛的出现，其信息共享职能缩短了股东间的信息差，达到交互共享的作用，也在一定程度上缓解了被代理人“能力成本”问题。

5.2.3 电子委托书征集

基于委托代理理论，股东作为上市公司所有者，将经营权交给职业经理人代为管理，但从根本上股东仍然是最关注企业经营状况和未来价值的一方，企业价值与其利益直接挂钩，因此，从理性经济人假设出发，从根本上股东本就具有参与公司治理的意愿。然而由于大部分现代企业延袭了两权分离的组织架构，大股东行为的使得中小股东地位严重受挫，因此，委托书征集制度逐步成为中小股东

集体争取话语权的有效途径。通过委托书征集可以将分散的股权聚拢，在股东大会表决中反应出中小股东共同的意志，迫使大股东不得不重视其意见。然而，在上市公司经营实践中，要征集分散的投票权并非易事，其面临着高成本的委托书抢夺问题。数字技术加持下，信息网络技术在委托书征集制度中的充分应用创造了电子委托书征集，大大的提升了委托书征集制度的有效性。在此新兴模式下，中小股东信息获取成本得以显著降低，能够借助线上指定系统选定授权对象并进行法律意义上的授权。结合黔源电力定向增发否决案来看，正是由于数字技术的发展为其中小股东提供了低成本、快速、便捷的投票权征集方式，他们首先通过电子股东论坛进行信息交互，并同时完成委托书征集。其次，通过电子委托书征集系统进行法律授权，以至于最终在股东大会表决中赢得了股东积极主义的胜利。

综上所述，在所有权与经营权两权分离的现代企业，股东治理成本由直接参与成本与信息成本两部分组成。而基于成本收益理论，中小股东、管理层与控股股东均为市场上的理性经济人，在发生经济行为之前，倾向于在耗费的成本与取得收益之间进行比较与权衡。中小股东作为被代理人，在是否参与公司治理的问题上，治理成本与回收报酬将是其考虑的关键。因此，解决中小股东参与公司治理的症结就在于有效降低其治理成本，而公司治理的数字化应用便从直接参与成本与信息成本两两条路径予以制衡，中小股东低成本积极主义已不再是幻想。

5.3 数字技术下中小股东参与公司治理存在的问题

5.3.1 公司治理数字化相关规定的缺乏

法律的制定应当适应社会物质生活而作出相应的变化，而数字技术发展所重构的现代公司治理格局亦等待法律制度的回应。由于我国股东积极主义发展较晚，中小股东曾始终处于一个被侵占且不积极的怪圈，以至于随着数字技术发展，中小股东治理意识才逐渐复苏。而西方世界在该领域的发展便相对领先得多，西方学者认为，股东积极主义的胜利在一定程度上取绝于信息技术的采用，电子规则即是保障其成功的根本（Fairfax L M, 2009）。说明他们较早便将数字技术应用于公司治理领域，且进一步认识到了对其立法的必要性。比如网络投票机制，2000年，美国特拉华州颁布了一项法令，仅允许公司通过电子通信方式而不是

在实体地点举办会议，并从那时起受到其他各个州的效仿，并修改公司法对该形势下的虚拟股东会议进行正式回应。然而，由于我国资本市场起步较晚，各方面相应的体系配置建立相对迟缓。2004年，我国证券监督管理委员会发布《关于上市公司股东大会网络投票工作指引》，正式回应了上市公司向股东提供网络投票方式的有效性。随着其普遍推行与逐步完善，到目前为止，几乎所有上市公司均能向股东提供网络投票系统，但相关法律制度依旧停留在当时初步推行的阶段，仅是证监会及交易所颁布管理办法，而作为我国公司治理基础法令的《公司法》并未针对远程投票作出说明，立法层级达不到对应标准，并且更严重的是当缺乏法律对其进行约束时，该领域若出现相关违规行为则无法可依。因此，随着数字技术的发展，我国公司治理格局发生了天翻地覆的变化，股东远程投票、电子股东论坛、电子委托书征集都已逐渐普及，但在立法问题上还需等待回应。

综上所述，在数字技术环境下，中小股东的治理手段突破了传统治理形式的客观限制，而作为我国公司治理基本法的《公司法》在这些方面尚未作出回应，现行法律规范对公司治理数字化的行为变革缺乏针对性规定。

5.3.2 被代理人成本仍然很高

由于现代公司基本维持了两权分离的组织架构，其先天设计导致公司内外部存在严重的信息不对称，由此形成了强势管理层与弱势股东的局面，委托代理冲突也成为了公司治理领域亟待解决的难题。上市公司股东作为被代理人将经营权委托给管理者，同时也承担被代理人成本，即管理层道德风险与专业能力缺乏所带来的损失。随着时间推移与资本市场发展，近年来我国公司法越来越重视股东治理的作用，并有倾向性地将其体现于法律改革中，欲达到震慑上市公司管理层地作用，而这一整个演变过程，伴随着政府向股东刻意的赋权。股东赋权趋势有利于增强上市公司股东对管理者的监督能力，并以此推动管理层履行代理义务，实现与股东利益趋同，从而有效降低被代理人成本。随着数字技术的广泛应用，为中小股东创造更加便捷高效的治理机制，可以充分调动其行使股东权利的积极性，使得对股东的赋权真正落在实处。但从目前来看，公司治理的数字化应用通过直接参与成本与信息成本两条路径作用于被代理人参与治理成本，充分调动股东治理积极性，其治理效果也尤为显著。但这还远远不够，被代理人成本依然很

高，数字技术在带来便利的同时，也产生了其他副成本。

（一）数字技术衍生成本

首先，从监管角度来看。目前，我国上市公司已普遍向股东提供网络投票形式，取得如此成效主要得益于证监会与交易所颁布相应的管理办法，也是证监会、交易所为保障中小投资者权益，维护资本市场秩序所作努力的表现。从表征来看，科技进步催生了一系列股东远程治理的工具，使其治理成本显著下降，但从另一面看，成本更像是物理学中的能量守恒定律，不可能无缘无故的消失，只能相互转移。因此，数字技术发展为股东远程治理提供了便利的同时产生了其他成本。例如，为了贯彻“一票一权”的基本表决规则，上市公司仅允许公司股东出席股东大会，当采用现场与网络结合的方式时，很难对股东身份进行甄别。因此，部分上市公司作出让网络投票股东提前前往证券公司身份核验的规定，这无疑又是增加了股东参与的成本。

其次，数字技术于公司治理的应用在我国刚处于发展阶段，且尚无法律明确界定其范围，因此其附带的成本还可能来自网络投票的不安全导致股东投票权受损，比如：重复计票、黑客攻击、操纵投票以及篡改投票结果等情形。从目前远程投票情况来看，由于网络投票系统旨在模拟的股东大会表决现场，很难达到其现场投票的真实性。其次，该网络投票机制存在不透明的弊端，中小股东无法复核投票结果的真实性，导致了即使真正在网络投票中出现上述问题，中小股东要去发现将付出巨大成本，而以一己之力妄图解决网络投票伪造问题则成本更大。

最后，根绝相关法律规定，假若股东大会召集存在程序、表决方式或内容上的违规时，股东有权申请撤销该项决议。但由于数字技术的超速发展，公司法并未在该领域作出陈述，所以网络投票机制中的各类操作限制并不明确，当在网络投票过程中出现违规等状况时，是否可类比现场股东大会规范要求撤销。其次即使网络投票机制继续履行现场投票制度规则，由于其虚拟性，被要求举证也是相当困难的。因此，数字技术环境下股东参与治理其成本并未得到彻底避免。

（二）被代理人能力成本

由于信息摄取、专业认知存在显著差异，不同的中小股东介入公司治理所消耗成本往往存在或多或少的差异，作为散户代表的中小股东，由于其业余性，在专业程度上便存在短板，再加以持股份额少，被代理人治理成本高，就会导致中

小股东消极治理，习惯性寻求投服中心帮助，尝试通过事后救济渠道以补偿公司治理失误带来的损失。随着机构投资者规模逐步扩大，相对于散户代表股东，他们有更持的持股份额以及专业实力来正视这场与上市公司管理层、大股东的较量，其被代理人成本显然比散户低，且比起散户也更愿意承担失败风险，因此规模投资者更倾向于积极参与公司治理。随着数字技术发展，各中小股东在信息接收能力上几乎保持均衡状态，而产生差异的是金融能力的强弱。以中小股东中散户与机构投资者为例，在法律的强制规定与数字技术的推动下，各大上市公司能主动进行信息披露，且中小股东均能迅速通过各大网络平台得到消息，而大部分散户对这类信息中专业术语及理论并不了解，也不懂得如何应用于实践操作中，此时数字技术即使降低信息成本，加快信息传播速度，中小股东无法从中获取增量信息，这种信号传递功能也是无效的。而作为具备专业能力的中小股东，机构投资者有专业团队，具备专业能力去理解这些信号，并做到从市场和价格来推测公司治理的内部消息，从而作出决策。综上所述，数字技术发展有效降低了中小股东信息获取成本，但由于各中小股东专业认知上存在差异，无论是司法上的强制披露规则，或是数字技术的加持，都无法彻底避免中小股东信息摄取不对等的问题。

6 研究结论与建议

6.1 研究结论

本文以黔源电力增发案例为研究样本，揭示了当中小股东与控股股东利益诉求存在分歧时，中小股东如何利用数字技术手段参与公司治理与重大事项决策，围绕着数字技术这一新兴视角，对如何提高中小股东公司治理积极性的作用机制进行了剖析。

本文首先介绍了黔源电力的基本情况，股权结构并分析得出其控股股东中国华电从黔源电力上市起就拥有控股地位，并且恰巧作为此次非公开发行的对象，不由得让中小股东对此次发行目的产生了质疑，到底是为了响应国家号召降低财务风险还是向大股东进行利益输送。由此作者对黔源电力近年的资本运作和经营概况进行了分析，发现黔源电力由于其行业特性原因，对在建工程的前期大额投资造成了其资产负债率较高的事实。2010年后，各在建工程几乎都已陆续投产，给公司带来了源源不断的现金流，且通过分析其经营现金净流入能妥善覆盖其负债，偿债能力无需担忧，且随着累计折旧逐渐提够，债务逐年偿还后财务费用的降低，公司未来价值得到凸显。

其次，作者对中小股东参与公司治理的动机与途径进行梳理。发现中小股东集体反对的原因是由于在黔源电力未来价值凸显的时期，就以偿还金融机构债务为由向控股股东定向增发，且黔源电力的资产负债率低于其控股股东中国华电，让人不得不怀疑是以“降低财务杠杆之名，行向大股东利益输送之实”。因此，作者详尽透彻的剖析了本案例中小股东参与治理的各种途径，包括网络投票、电子股东论坛、媒体公开宣传等一系列以数字技术为载体的中小股东参与公司治理的手段。中小股东从消极参与公司治理到积极参与，奋力改变公司决策这一渐变过程，不仅伴随着数字技术的发展，更说明了中小股东治理积极性的增加。

最后，作者通过博弈分析法剖析了中小股东治理积极性的影响因素，如参与治理成本、持股时间、企业价值等，进一步证实了数字技术的应用通过作用于中小股东参与治理成本与信息获取成本，从而极大提高了公司积极治理积极性，也印证了黔源电力中小股东积极主义行为特征。通过对该案例的深度分析，可知在

数字技术环境下，中小股东倾向于一改“用脚投票”的消极治理常态，积极参与到公司未来决策中维护自身合法权益。然而，随着数字技术于公司领域的发展逐步趋于成熟，其中小股东参与公司治理积极性又受到了数字衍生成本及被代理人能力成本的束缚，因此想进一步完善中小股东治理作用，进一步提高其公司治理积极性，需考虑对数字技术附带成本及中小股东专业能力的限制，从而起到真正的中小股东治理作用。

6.2 建议

本文的创新之处在于通过实际案例探究数字技术环境下中小股东在公司重大决策中以何种方式参与公司治理，以及在什么条件下能更好的促进其治理积极性，从而将股权治理效用发挥到极致。研究结果表明，在处于公司重大决策阶段的同时，当参与治理成本足够低，参与方式足够便捷，中小股东是可以摒弃其惯有的消极治理态度，并通过行使股东权利影响公司决策，从而维护自身合法权益受到保障。但随着公司治理领域在数字技术环境中的发展趋于完善，相关法律的缺乏及被代理人专业能力的欠缺可能限制其治理效率的发挥。所以，本节主要从数字技术支持下如何更好调动中小股东公司治理行为积极性提出相关建议。

一、健全数字技术支持公司治理领域的相关法律

伴随科技进步的同时，必定衍生出大量的新兴领域，且社会关系受此影响也改变了原有的轨迹，随之而来法律也将作出适应性调整。数字技术在公司治理领域中的应用，为中小股东积极干预、行使治理权力提供了技术上的可能，但由于其技术特性，作为数字技术的本身就具有可操作性，且其具体流程运作也并不透明，因此，在享受其带来治理便利的时候，要注意信息泄露的弊端以及互联网安全技术风险，所以其变革亦需要法律的调试与应对。

首先，线上平台作为数字技术环境下股东行使表决权的新型方式，希望通过法律对其进行清晰界定主要基于以下原因。第一、公司作为多段契约关系的集合体，在经济活动中并无法以契约形式来保障各方责任与义务，股东表决权则是作出是否达成该项契约关系的决策权。股东作为上市公司所有者，享有公司财产剩余分配权，当股东与高管达成契约，委托其进行经营管理的同时，也潜在承担了未来公司经营的所有风险，不论公司运作情况是好是坏，股东只能全盘承担，真

正地将自身利益与公司命脉紧紧相连。于是,出于对股东合法权益的支持与保障,司法内容上有必要对其进行规定。第二、数字技术为股东行使治理权开辟了新路径,且在降低被代理人成本方面起到一定作用,但数字技术所搭建的线上平台,终归是虚拟网络社区,存在各方面的隐患。因此,为保障上市公司运营安全,中小投资者财产受到保障,需对出现的新型方式设置相应的法律加以约束。

二、健全股东行权方式,深度强化行权便利性与安全性

现行《公司法》明确规定:公司股东享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权力,积极行使手中的表决权是股东参与重大决策方式中较为基本的一种,也是中小股东积极主义的代表体现。但是由于中小投资者人数众多、股权相对分散,若以个体为单位行权费时耗力,且治理效果差,所以中小股东习惯保持“理性的冷漠”,而不倾向于去拿起手里的权力与控股股东、管理层对抗。因此,加速建立健全中小投资者公司治理辅助机制,降低其治理成本,简化其治理程序,在我国股东积极主义发展领域以及维护中小股东合法利益有着不容忽视的作用。

随着互联网技术、大数据分析、新一代人工智能及5G等信息技术充分融入经济生活,为股东远程行权提供了网络投票、电子股东论坛以及移动自媒体等渠道,极大地降低了股东参与治理成本,为股东民主主义的胜利带来了黎明之光。但通过前文分析发现,即使数字技术的出现调动了股东治理积极性,但目前仍存在如缺乏法律限制、数字技术副产品成本、中小股东能力成本等限制了中小股东积极主义的发展,因此,应继续健全股东行权方式,让其更高效、安全为上市公司治理发挥效用。

三、健全投资者教育制度,降低被代理人能力成本

传统公司治理框架下,所应用的信息披露相关规定也具有传统性,根本无法纾解上市公司外部股东与内部管理人信息严重不对等的问题,然而随着科技进步数字技术发展,打破传统制度下的信息披露不足,或无效披露的弊端。有效降低了中小股东信息获取成本。但如前文问题中所阐述,资本市场中小投资者的认知能力存在差异,部分中小股东甚至是“金融文盲”,即使数字技术有效降低了其信息成本,拓宽其信息获取渠道,但不具备对信息加以处理的能力,则帮助中小股东作出正确决策的信息增量依旧为零。为了避免中小股东专业能力带来的问题,需有效落实投资者教育与交流制度,加强中小股东再教育,试图将其受教育责任

与义务纳入制度管理，从而具备基本识别、抵御市场风险的能力。

从国际上投资者教育实践经验来看，第一步我们亟需向一些欧美国家学习，快速划立出专门从事投资者教育的职业领地，开设专业的投资观念教育、金融知识以及资本市场法律法规的专业课程。我国目前在投资者教育方面做得相对薄弱，实行集中分散式教育，主要由两交一会负责推进，而事实上要求各公司组织自行创办，因此，其最终效果并不显著。随着我国数字经济时代到来，经济增速逐步加快，投资者规模空前膨胀，投资者教育形式在此环境下显得异常严峻。综上所述，将投资者教育纳入强制性管理办法中，设立专门的教育机构，加强教育宣传，从上至下全面整合投资教育资源，将金融、经济、法律教育落到实处，并派专人针对新出台的政策规章作出深刻讲解，从而显著提升中小投资者权益保障效果。

四、健全股东治理体系，重视机构投资者发展

基于黔源电力定向增发案例分析发现，其中小股东通过投票权征集在股东大会表决环节，集体否决了控股股东、管理层的定向增发决策，其股权结构状况在此次股东积极行动中起到至关重要的作用。因此，首先从股权结构出发，当上市公司股权集中时，虽在某种程度上解决了股权分散所带来的无力监督、无效监督等问题，但这仅仅建立在控制权与所有权高度分离的基础上。且在现实股权集中型企业中，控制权与所有权并非完全分离，公司的控制权实际上掌握在拥有最多股份的控股股东手中。如果公司呈现出“一股独大”的局面，中小股东治理效果则很难体现。而黔源电力增发案恰好具有股权适中的优势，此外，前十大股东中存在不少机构投资者，在该两种条件的综合作用下，黔源电力中小股东才得以维权胜利。其次，在此次定向增发案投票环节中，由于表决议案涉及关联交易，为了促使中小股东真实意见得以机会表达，创造良好的表决条件，关联公司在该环节中作出回避，正是由于该项制度的存在，成为了黔源电力中小股东积极主义胜利的关键一步。因此，政府相关部门、上市公司应多站在中小股东位置，有倾向性地对其放权，在制度设计上对该方面进行强化，从而达到保障广大中小股东权益的效果。

再者，从黔源电力前十大股东持股情况来看，存在6个机构投资者股东，持股比例直逼控股股东，高达16.45%，其中不乏投资、基金管理公司等。正是因为机构投资者的职业特性，使得中小股东信息渠道多元化，以至于在做决策的同

时有更全面的考量，从源头上治理了大股东与管理层合谋问题。由此也为其余上市公司中小股东作出范本，在公司成长过程中有目的地适度引入机构投资者，并且存在可能的情况下推荐独立机构投资人介入董事会席位，从而在企业治理决策中更多地替中小股东考量，并为企业长足发展提供更为专业有效的帮助。

参考文献

- [1]Barclay M, Holderness C G.Private Benefits from Control of Public Corporation[J].Journal of Finance Economics,1989,25:371-395.
- [2]Berle A A,Means G.The Modern Corporation And Private Property[M]. Macmillan,1932.
- [3]Bhide A.The hidden costs of stock market liquidity[J].Journal of Financial Economics, 1993,34(1):31-51.
- [4]Black B S.Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States[J].SSRN Electronic Journal,1997,3:1-20.
- [5]Cheffins B R , Armour J . The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds[J]. Social Science Electronic Publishing, 2011, 37(2):1-87.
- [6]Claessens S,Djankov S,Fan J,et al.The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J].Journal of Financial Economics,2000,58:81-112.
- [7]Faccio M,Larrv L.The Ultimate Ownership of Western European Corporations[J].Journal of Financial Economics,2002,65:365-395.
- [8]Faccio,et al.Dividends and expropriation[J].The American economic review, 2001, 91(1): 54-78.
- [9]Fairfax L M.The Future of Shareholder Democracy[J]. Indiana law journal (Indianapolis, Ind.: 1926), 2009, 84(4):1259-1308.
- [10]Gantchev N.The Costs of Shareholder Activism:Evidence from a Sequential Decision Model[J].Journal of Financial Economics,2013,107(3):610-631.
- [11]Grossman Sanford,Oliver Hart.The costs and Benefits of Ownership:A Theory of Vertical and Lateral Integration[J].Journal of Political Economy,1986,94:691-719.
- [12]Hertzel M G,Smith R L.Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately[J].Journal of Finance,1993.
- [13]Klein A,Zur E.Entrepreneurial Shareholder Activism:Hedge Funds and Other Private Investors[J].The Journal of Finance,2009,64(1):187-229.

- [14]La Porta,Lopez-de-Silanes F,Shleifer A.Corporate Ownership Around the World[J].Journal of Finance,1999,54:471-517.
- [15]Mohamed, Firas, Thraya. Are controlling shareholders extracting private benefits from European public acquisitions?[J]. International Journal of Managerial Finance, 2005.
- [16]Norli,Ostergaard C,Schindele I.Liquidity and Shareholder Activism[J].Review of Financial Studies,2009,28(2):486-520.
- [17]Oranburg S C.A Little Birdie Said:How Twitter is Disrupting Shareholder Activism[J]. Fordham Journal of Corporate & Financial La ,2015,20(3):695-716.
- [18]Shleifer A,Wolfenzon D.Investor Protection and Equity Markets[J].Journal of Financial Economics, 2002,66:3-27.
- [19]Silber W L.Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices[J]. Financial Analysts Journal, 1991, 47(4):60-64.
- [20]Sjstrm E.Shareholder activism for corporate social responsibility:what do we know?[J]. Sustainable Development,2010,16(3):141-154.
- [21]Smith M P.Shareholder Activism by Institutional Investors:Evidence from CalPERS[J]. The Journal of Finance,1991,51(1):227-252.
- [22]陈晓,王琨.关联交易、公司治理与国有股改革——来自我国资本市场的实证证据[J].经济研究,2005(04):77-86+128.
- [23]崔晓蕾,何婧.投资者情绪对定向增发中财富转移的影响——基于定向增发折价的视角[J].山西财经大学学报,2016,38(11):35-46.
- [24]冯根福.双重委托代理理论:上市公司治理的另一种分析框架——兼论进一步完善中国上市公司治理的新思路[J].经济研究,2004(12):16-25.
- [25]冯果,李安安.投资者革命、股东积极主义与公司法的结构性变革[J].法律科学(西北政法大学学报),2012,30(02):112-121.
- [26]高丝敏.论股东赋权主义和股东赋能的规则构造——以区块链应用为视角[J].东方法学,2021(03):56-76.
- [27]何贤杰,朱红军.利益输送、信息不对称与定向增发折价[J].中国会计评论, 2009,7(03):283-298.

- [28]胡聪慧,于军,高明.中国上市公司送转动机研究:操纵迎合还是估值提升?[J].会计研究,2019(04):50-57.
- [29]黄韬.股东网络投票:制度安排与现实效果[J].清华法学,2008(06):105-114.
- [30]黄叶菴,赵远榕,刘莉亚.定价基准日选择、市场择时与定向增发中的大股东利益输送[J].经济管理,2017,39(08):177-193.
- [31]黄再胜.国外经理薪酬治理研究进展与评析——基于股东能动主义视角[J].外国经济与管理,2011,33(04):51-58.
- [32]贾璐熙,朱叶,周强龙.大股东表决权结构、身份类型与公司价值——基于“掏空”行为的视角[J].世界经济文汇,2014(05):31-51.
- [33]孔东民,刘莎莎,黎文靖,等.冷漠是理性的吗? 中小股东参与、公司治理与投资者保护[J].经济学(季刊),2013,12(01):1-28.
- [34]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(09):101-115.
- [35]黎文靖,孔东民,刘莎莎,等.中小股东仅能“搭便车”么?——来自深交所社会公众股东网络投票的经验证据[J].金融研究,2012(03):152-165.
- [36]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(01):42-49.
- [37]陆正飞,胡诗阳.股东—经理代理冲突与非执行董事的治理作用——来自中国A股市场的经验证据[J].管理世界,2015(01):129-138.
- [38]马黎政,杨奔.信用评级信息对定向增发折价的影响研究[J].财经问题研究,2015(10):53-59.
- [39]彭洋.在创业板中实现机构股东积极主义的博弈分析[J].统计与决策,2012(18):168-170.
- [40]邵勇,李季刚.机构投资者股东积极主义的影响因素分析[J].现代管理科学,2012(07):62-63.
- [41]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,2013,16(03):80-88.
- [42]孙经纬.一种负责治理的“监督者”[J].外国经济与管理,1998(10):30-33+48.

- [43]王海峰.数字经济时代股东积极主义的制度创新[J].法学杂志,2021,42(04):74-82.
- [44]王化成,刘金钊,高升好,卿小权.掏空还是信号传递:大股东参与与定向增发折价[J].管理评论,2020,32(09):266-279.
- [45]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(02):160-171.
- [46]夏宁,陈露.冲突视角下大股东制衡研究——基于山水水泥控制权争夺的案例研究[J].会计研究,2016(11):46-52.
- [47]辛宇,黄欣怡,纪蓓蓓.投资者保护公益组织与股东诉讼在中国的实践——基于中证投服证券支持诉讼的多案例研究[J].管理世界,2020,36(01):69-87.
- [48]徐龙炳,张大方.中国股票市场“聪明投资者”行为研究[J].财经研究,2017,43(04):96-108.
- [49]徐寿福.大股东认购与定向增发折价——来自中国市场的证据[J].经济管理,2009,31(09):129-135.
- [50]杨晶,沈艺峰,熊艳.“散户”积极主义与公司现金股利政策——以舆论关注为研究视角[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2017(02):106-117.
- [51]姚颐,刘志远.投票权制度改进与中小投资者利益保护[J].管理世界,2011(03):144-153.
- [52]尹华,张颜颜.机构投资者参与公司治理的博弈行为研究[J].财会通讯,2016(32):52-55.
- [53]余明桂,夏新平.控股股东、代理问题与关联交易:对中国上市公司的实证研究[J].南开管理评论,2004(06):33-38+61.
- [54]余晓东,杨治南.股东积极主义:一个博弈论的解释[J].外国经济与管理,2001(03):30-34.
- [55]赵玉芳,夏新平,刘小元.定向增发、资金占用与利益输送——来自中国上市公司的经验证据[J].投资研究,2012,31(12):60-70.
- [56]赵玉芳,余志勇,夏新平,汪宜霞.定向增发、现金分红与利益输送——来自我国上市公司的经验证据[J].金融研究,2011(11):153-166.

后 记

时光荏苒，韶华易逝，转眼间三年的研究生生涯也即将接近尾声。回顾这些时光，首先映入脑海的是欢声和笑语。

我要感谢我的导师，在三年时间里每当我怀疑自己的时候，给予了我无限鼓励和信任。他教给我自信与光芒，他告诉我要勇敢表达自己的观点，他亦师亦友是我学术道路上永恒的榜样。向所有指导过我的老师表达最感激之情！

感谢团队伙伴，感谢最可爱的室友，感谢在这座城市遇见最温暖的你们，是你们一直陪伴在我身边，携手共度了三年最好的时光。

感谢我的父母，你们默默的支持和付出是我勇敢前进的动力。

再次感谢一直以来给予我关心、指导和支持的你们，你们是我研究生阶段中最美的回忆，让我们心怀感恩继续砥砺前行！