

股票与债务市场的跨市场联动:中小股东私人 实施机制对企业债务融资的影响^{*}

赵瑞瑞 陈运森 孙迎秋

内容提要:党的二十大报告强调“加强和完善现代金融监管”,优化中小股东的私人实施机制是完善现代金融监管的重要手段,也是中小股东权益保护的关键基石。本文从债务市场视角,考察中小股东私人实施机制对微观企业债务融资行为的溢出效应。研究结论为:中小股东私人实施机制的执行显著提高了企业债务融资成本,且影响程度随着中小股东私人实施机制执行力度的增加而提高;新《证券法》实施后,中小股东私人实施机制对企业债务融资的影响更加显著,表明资本市场法律基础建设的完善提高了债务市场对中小股东私人实施机制所隐含信息的敏感度;在内部控制质量较差、信息不对称程度较高、债权人控制力较低的企业,以及在法治水平和司法质量较高的地区,中小股东私人实施机制对债务融资成本的影响较为显著;对于企业融资规模的异质性影响,中小股东私人实施机制降低了新增债务融资规模,并且对长期债务融资规模的影响更显著。虽然中小股东私人实施机制是保障中小股东权益的重要手段,但其会对企业融资产生负面影响。研究结论为企业如何避免中小股东私人实施机制所产生的负面经济后果以及监管机构如何兼顾中小股东权益保护与企业高质量发展提供了实践启示。

关键词:私人实施机制 企业债务融资 新《证券法》 跨市场联动

作者简介:赵瑞瑞,中央财经大学会计学院博士后,100081;

陈运森(通讯作者),中央财经大学会计学院教授,100081;

孙迎秋,香港城市大学商学院博士研究生,999077。

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2023)12-0048-17

一、引言

党的二十大报告要求“依法将各类金融活动全部纳入监管”和“加强和完善现代金融监管”,证监会亦多次强调持续“零容忍”打击证券违法活动,不断提升金融监管的能力和水平。为此,中国资本市场通过逐步完善公共实施机制(Public Enforcement Mechanism)来提高投资者保护水平和完

^{*} 基金项目:国家自然科学基金面上项目“随机监管的资本市场经济后果及监管联动性研究:基于证监会双随机检查的准自然实验”(72272168)。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见和建议,文责自负。陈运森电子邮箱:yschen@cufe.edu.cn。

善现代金融监管,例如证监会行政处罚机制和交易所一线监管机制。然而,公共实施机制面临行政管理资源有限、监管覆盖范围较小和选择性执法等问题,需要以市场为主导的私人实施机制(Private Enforcement Mechanism)弥补公共实施机制覆盖范围小的缺陷(Ke 和 Zhang, 2021; 陈运森等, 2021)。2021 年中共中央办公厅、国务院办公厅出台的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》对健全资本市场司法体系建设和完善私人实施机制提出具体要求,表明私人实施机制的优化已经成为现代金融监管的重要任务。因此,准确地评估私人实施机制对企业微观财务行为的影响对完善现代金融监管具有重要的现实意义。

党的二十大报告明确指出要“守住不发生系统性风险底线”,如何科学地防范化解金融系统性风险是深化金融体制改革的重要任务。然而,近年来债务违约事件频发并趋于常态化,催生隐匿的相关金融风险。为防范债务违约风险,债权人建立多元化的渠道获取企业违法违规信息,以此降低债务违约风险。学术界发现证监会行政处罚和交易所一线监管等公共实施机制具有溢出效应,可以为债权人提供债务违约风险的预警信息,影响企业债务融资成本(刘星、陈西婵, 2018; 朱沛华, 2020; 何慧华、方军雄, 2022)。而探究私人实施机制是否影响债务市场的相关研究比较缺乏(Duan 等, 2023)。与学术界相比,实务界近期开始重视私人实施机制的溢出效应。例如, 2022 年 8 月,新纶新材发布公告称公司新增逾期贷款 6.3 亿元,此次逾期事件的导火索正是 59 名中小股东诉新纶新材证券虚假陈述纠纷案,由于忌惮中小股东私人实施机制执行所引发的赔付风险,银行也随之起诉新纶新材,并且诉求标的利息远高于原贷款利率。基于上述背景,本文深入探讨债务市场是否能够有效辨识股票市场中小股东私人实施机制所潜藏的债务违约风险。

本文以中小股东诉讼作为中小股东私人实施机制的研究场景,考察中小股东私人实施机制对债务市场的溢出效应。研究结果发现,中小股东私人实施机制的执行导致公司债务融资成本显著增加,就经济意义而言,中小股东私人实施机制的执行导致公司债务融资成本提高约 8.9%;伴随中小股东私人实施机制执行力度的增加,债务融资成本也显著提高;2020 年新《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)实施后,中小股东私人实施机制对企业债务融资的影响更显著,表明法律基础建设的完善提高了债务市场对中小股东私人实施机制所隐含信息的敏感度;中小股东私人实施机制对债务融资成本的影响在内部控制质量较差、信息不对称程度较高和债权人控制力较低的企业中较为显著。在法治水平和司法质量较高的地区,中小股东私人实施机制对债务市场的溢出效应较强。进一步分析发现,中小股东私人实施机制降低了新增债务融资规模,并且对长期债务融资规模的影响更显著,表明中小股东私人实施机制降低了企业长期贷款能力,迫使企业转向融资成本更高的短期贷款,增加了企业财务风险。以上结果表明,中小股东私人实施机制对企业债务融资具有溢出效应,验证了股票与债务市场在微观层面的跨市场联动。

本文可能的研究贡献如下。(1)为印证中国制度背景下中小股东私人实施机制的溢出效应提供了证据。部分文献认为中国资本市场法律体系建设起步较晚的制度背景导致来自中国私人实施机制的实践数据较少,实证样本不足(辛宇等, 2020; 陈运森等, 2021; Duan 等, 2023)。伴随法律基础建设的完善,各类私人实施机制实践日益活跃,为本文的实证研究提供了样本基础。更为重要的是,已有英文文献多关注欧美等成熟资本市场由机构投资者领衔的私人实施机制的执行效果,而基于中国散户型资本市场结构的研究较为有限。因此,本文基于中国中小股东诉讼数据考察私人实施机制对企业财务行为的影响,为债务融资视角下中小股东私人实施机制的溢出效应提供了经验证据。(2)以中小股东私人实施机制为切入点,深化了股票市场与债务市场联动的研究。已有股票市场与债务市场联动的文献主要聚焦于证监会行政处罚和交易所一线监管等公共实施

机制,并认为上述公共实施机制为债权人识别企业债务违约风险提供了有效信息(刘星、陈西婵,2018;何慧华、方军雄,2022)。而关于中小股东私人实施机制能否为债务市场提供有效信息的研究较为有限。此外,以往诉讼相关的文献主要关注债务市场内部的债务诉讼对企业融资的影响(王彦超等,2016)。不同于此,本文强调的是股票市场诉讼行为对债务融资的影响,研究结论为理解股票市场微观行为与债务市场融资提供了一个新的理论视角。(3)本文结论为强监管时代如何平衡投资者保护与企业高质量发展提供了实践启示,也为贯彻党的二十大精神“加强和完善现代金融监管”和“守住不发生系统性风险底线”提供了政策启示。

二、文献综述、制度背景与研究假设

(一)文献综述

保护中小股东权益是现代金融监管的焦点话题之一,中小股东私人实施机制则是中小股东主动维护自身权益的重要手段。本文的中小股东私人实施机制是指股票市场的中小投资者为实现及维护民事权益行使私人法律权利,典型方式为中小股东诉讼(Hutton等,2022)。中小股东诉讼具体是指在公司董监高或实际控制人侵犯公司或股东合法权益时,股东为维护公司或自身合法权益,按法定程序对侵权者提起的诉讼,其目的在于利用司法手段追究相关责任人的责任,获取合法赔偿,完善公司治理,保护公司和广大股东的权益。考虑到私人实施机制具有市场化程度高以及公共实施机制互补的特点,其实施效果检验和作用机制分析在国际学术界受到广泛关注。在公司治理方面,部分学者探究了股东诉讼对董监高行为和公司信息披露行为的影响,发现股东诉讼促进了CEO与独立董事的更迭(Brochet和Srinivasan,2014)、董事会规模的扩张(Ferris等,2007)以及信息披露质量的提高(Ma,2020)。对于私人实施机制的债务市场溢出效应,英文文献并没有得出一致结论。Deng等(2014)从声誉损失的角度探讨了私人实施机制与企业债务融资成本的关系,认为股东诉讼作为负面事件会影响企业声誉,进而造成企业债务融资成本的上升。股东诉讼所产生的巨额赔偿会加大企业违约的风险,并且企业信用评级也面临下调风险(Nguyen等,2020)。与上述观点相反,Ni和Yin(2018)基于治理效应发现,股东诉讼会提高公司治理水平,缓解信息不对称,降低企业债务融资成本。

综合上述文献可知,基于发达资本市场私人实施机制的实证研究较多,但基于中国制度背景私人实施机制的研究受样本量的制约,以规范研究和案例分析为主,缺乏大样本的实证分析。例如,辛宇等(2020)基于案例研究,发现中证中小投资者服务中心(简称投服中心)改善了中小股东诉讼的赔偿机制,有利于唤醒中小股东维权意识。如前文所述,随着中国资本市场的快速发展和2020年新《证券法》的出台,中小股东维权意识逐步觉醒,中小股东诉讼案件有所增加,为后续实证研究提供了数据基础。同时,以往英文文献多关注成熟资本市场由机构投资者领衔的股东诉讼(Cheng等,2010;Pukthuanthong等,2017)。而中国资本市场是散户型结构,持股市值在50万元以内中小投资者数量占比达到97%。因此,资本市场结构的不同导致成熟资本市场的相关研究不能应用于中国场景,研究中国制度背景下中小股东私人实施机制对企业财务行为的影响具有重要理论与现实意义。

(二)制度背景

完善中小投资者保护的法律法规是中国资本市场法律基础建设的主要任务。为保护中小股东合法权益,中国通过逐步完善《中华人民共和国民事诉讼法》(以下简称《民事诉讼法》)、《中华

人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)、《证券法》以及各项规定来不断优化中小股东私人实施机制的制度环境,重点围绕与中小股东诉讼相关的法律法规修订。自1993年《公司法》与1998年的《证券法》颁布以来,中小股东诉讼的法律体系建设经历了从无到有、从初步建立到不断探索完善的历程。进一步,2005年修订后的《公司法》与《证券法》确立了我国股东代表诉讼制度,为后续中小股东集体诉讼提供了法律依据。《证券法》的修订于2019年12月审议通过(简称新《证券法》),并于2020年3月施行,专设“信息披露”和“投资者保护”章节,加强了信息披露,并强调了投资者权利。更为重要的是,新《证券法》明确引入代表人诉讼制度,提高了中小股东诉讼案件的执法效率和中小股东维权的积极性。2020年7月,最高人民法院依据新《证券法》有关规定发布《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》,进一步强化了民事赔偿责任。综合来看,不断完善的关于中小股东诉讼的法律基础建设体现了中国制度背景下中小股东私人实施机制的发展过程。因此,本文使用中小股东诉讼的执行情况作为中小股东私人实施机制实施的核心代理变量。

(三)研究假设

为何债权人会关注股票市场的中小股东私人实施机制实施情况,并以此为依据来调整债务契约的定价策略?从理论上讲,中小股东诉讼作为中小股东私人实施机制的重要方式,是中小股东揭露公司内部违法行为的重要手段,会通过直接渠道的财务压力和间接渠道的声誉机制影响企业债务融资。具体理论分析如下。

首先,从财务压力的直接影响来看,中小股东诉讼引发的经济赔偿和其他相关成本会增加企业财务压力与经济负担,从而降低企业的偿债能力,提高债务违约的风险(Deng等,2014;Hutton等,2014)。祝继高等(2017)认为,银行等债权人对债务违约风险的识别是其贷款定价和其他非价格条款的重要决定因素。中小股东诉讼往往使企业面临数额较大的赔偿费用及律师费用,这些成本将使企业背负巨大的经济负担和财务压力,降低企业未来还款能力并提高企业违约风险。债权人需要提高放贷利率来抵御企业未来违约的风险。如2021年上海金融法院判决飞乐音响中小股东诉讼案时,裁决飞乐音响需支付赔偿款及受理费共计1.82亿元,而公司2020年期末净利润为4.31亿元,赔偿款项占净利润的42%,公司财务压力剧增。Nguyen等(2020)认为,巨额的财务压力甚至会导致企业破产,债权人视角下的预期风险急剧放大,需要提高债务契约定价以应对风险。

其次,从声誉机制的间接影响来看,中小股东诉讼向资本市场和利益相关者传递企业负面信号,恶化企业声誉,降低债权人信任度(Deng等,2014;Hutton等,2014)。中小股东诉讼是股东应对董监高和控股股东损害公司权益时所采取的司法行为,会向利益相关者传递企业存在违法违规行为的信号(Cheng等,2010;Hutton等,2014;辛宇等,2020),进而降低企业声誉。而声誉损失会降低债权人对企业的信任,债权人通过提高债务融资成本预防逆向选择与道德风险(杨国超、盘宇章,2019)。具体来看,债权人对企业失去信任,体现在对企业生产经营的真实状况和未来现金流产生怀疑,债权人认为企业大概率会出现道德风险,未来资金回收的不确定性大幅增加,债务违约风险加剧(管考磊、张蕊,2019;曹伟等,2022)。因此,债权人有必要提高债务契约定价来应对增加的违约风险。从监督成本来看,声誉损失会降低债权人对企业信息披露的信任程度,债权人需要增加监督强度,投入更多人力和时间对企业披露的信息进行核查,及时发现潜在的问题并解决问题,上述行为增加了债权人的监督成本(陈汉文、周中胜,2014)。当公司被中小股东提起诉讼后,债权人对其信息披露质量的信任程度降低,进而增加监管强度来预防债务风险。而为了应对预期增加的监督成本,债权人会提高债务契约定价。

基于上述分析,本文提出研究假设H1。

H1: 中小股东诉讼提高了企业债务融资成本。

基于上述主要假设,本文还将进一步考察中小股东诉讼的细分特征对债务资本成本的影响。近年来,中国不断完善中小股东诉讼制度建设,2020年新《证券法》的实施提高了中小股东保护力度和中小股东诉讼的执法效率,降低了中小股东维权成本。值得注意的是,上述法律基础建设的完善也提高了外部利益相关者对中小股东诉讼的关注度(陈运森等,2020)。因此,作为重要利益相关者的债权人也会提高对中小股东诉讼的关注度。本文将分析新《证券法》实施前后债权人对中小股东诉讼反应的差异。

三、研究设计

(一) 样本和数据来源

为检验中小股东私人实施机制对企业债务融资的影响,本文手工收集了2006—2021年中小股东诉讼的数据,数据来源为上市公司重大诉讼公告中的中小股东诉讼案件第一次涉案(已立案但未开庭的案件)数据和结案裁判数据。分离涉案数据与结案数据的原因是降低结案数据与涉案数据共同使用产生的噪声。本文将在基本结果中使用涉案公告数据,^①在进一步检验中分析结案公告数据。初始样本数量为46437,减去金融和保险行业的公司、已经退市的公司和数据缺失的公司后,最终得到30370个公司/年观测值。为减少极端值的影响,对所有连续变量进行上下各1%的缩尾处理。

(二) 倾向得分匹配

首先对被中小股东提起诉讼的公司进行了PSM匹配寻找控制组,降低样本自选择问题的影响。根据Peng和Röell(2008)与Cheng等(2010)的研究,公司的监管处罚、公司治理、资本市场表现和财务指标是影响中小股东诉讼的重要因素。本文将基于上述影响因素对目标公司进行匹配。监管处罚的代理变量为证监会行政处罚(*Punish*)和交易所问询(*Letter*),公司治理的代理变量为公司第一大股东持股比例(*Top1*)与独立董事占比(*Indd*),资本市场表现的代理变量为分红(*Div*)和年均股票回报率(*Return*)。具体匹配方法如下。(1)本文采用1:2最近邻匹配方法对第一次受到冲击的实验组与控制组样本进行匹配。相比使用每年的实验组公司样本匹配不同的控制组公司,此方法可以保障实验组有固定控制组,确保面板数据的连续性。(2)本文匹配用到的卡尺值是0.01,并按照同行匹配实验组与控制组。(3)考虑到样本量损失的问题,选择的是有放回处理。匹配到的样本是152个实验组企业、260个控制组企业。根据表1结果,匹配后的实验组和控制组在公司规模、上市年龄、资产负债率、盈利能力等变量中不存在显著性差异,说明匹配效果较好。

表1 1:2 PSM 配对后的差异性检验

变量名称	匹配状态	实验组均值	控制组均值	均值偏差(%)	偏差缩减幅度(%)	t 统计量
Size	匹配前	21.550	22.355	-63.20		-7.49
	匹配后	21.563	21.644	-6.30	90	-0.57

^① 涉案公告数据主要收集过程如下。(1)在上市公司重大诉讼公告中检索原告方为股东的相关案件信息。(2)对案件的原告方与被告方信息进行甄别。原告方为上市公司股东或者投资者,被告方为上市公司本身(其他被告方可以包含该公司董监高),此过程中剔除原告方中股东持股超过5%的案件,即保留原告为中小股东的样本。(3)根据《民事诉讼法》与《证券法》相关规定,保留案件内容为证券虚假陈述、损害股东权益的案件。(4)将上面信息与Wind、国泰安数据库中的诉讼数据进行对比核验以及补充遗漏。(5)保留一审的涉案公告,剔除案件进展公告与二审的涉案公告。

续表 1

变量名称	匹配状态	实验组均值	控制组均值	均值偏差(%)	偏差缩减幅度(%)	t 统计量
Age	匹配前	2.485	2.219	39.60		4.59
	匹配后	2.483	2.475	1.20	97	0.11
Lev	匹配前	0.574	0.473	40		6.10
	匹配后	0.572	0.581	-3.60	91	-0.29
ROA	匹配前	-0.070	0.030	-83.50		-17.51
	匹配后	-0.068	-0.059	-7.30	91.30	-0.51
Cash	匹配前	0.015	0.044	-36.10		-4.93
	匹配后	0.015	0.015	0.20	99.30	0.02
MB	匹配前	-0.227	0.060	-53.60		-10.30
	匹配后	-0.216	-0.196	-3.80	92.90	-0.27
Growth	匹配前	-0.171	0.062	-50.30		-8.62
	匹配后	-0.175	-0.141	-7.40	85.30	-0.51
Punish	匹配前	0.610	0.079	134.40		24.19
	匹配后	0.608	0.621	-3.30	97.50	-0.23
Letter	匹配前	0.409	0.102	75		12.48
	匹配后	0.405	0.382	5.60	92.50	0.41
Top1	匹配前	0.257	0.346	-63.40		-7.42
	匹配后	0.257	0.264	-4.70	92.60	-0.44
Indd	匹配前	0.517	0.446	43.60		6.50
	匹配后	0.515	0.513	1.60	96.20	0.13
Div	匹配前	0.253	0.675	-93.2		-11.15
	匹配后	0.255	0.245	2.20	97.70	0.20
Return	匹配前	0.023	0.233	-32		-3.70
	匹配后	0.021	0.040	-2.80	91.20	-0.26

(三)模型与变量定义

本文使用控制公司-年度双向固定效应的 PSM-DID 模型检验中小股东诉讼对债务融资的影响。模型(1)中,被解释变量 *DebtCost* 表示企业债务融资成本。参考陈汉文和周中胜(2014)、周楷唐等(2017)、赵娜等(2021)与罗进辉等(2022)的研究,采用利息支出除以短期与长期债务总额平均值衡量。解释变量为 *SL*,企业被中小股东诉讼后的三年赋值 *SL* 为 1,否则为 0。*SL* 相当于经典 DID 模型中的 $Treatment \times Post$ 。其中 *Treatment* 是样本期内上市公司被中小股东诉讼过的虚拟变量,*Post* 是实验期识别变量,由于 *Treatment* 和 *Post* 可以分别被公司固定效应(*Firm*)和年度固定效应(*Year*)吸收,无须控制 *Treatment* 和 *Post*。 $\sum Controls$ 为控制变量合计。

$$DebtCost = \beta_0 + \beta_1 SL + \sum Controls + Firm + Year + \varepsilon \quad (1)$$

针对案件特征(*Characteristic*),构建模型(2)分析中小股东诉讼不同案件特征对债务融资成本的异质性影响。这些特征包含案件数量、涉案人数、涉案金额、共同诉讼案件数量、个体诉讼案件

数量、证券虚假陈述案件数量、损害股东权益案件数量、诉讼结果。变量描述如表 2 所示。

$$DebtCost = \beta_0 + \beta_1 Characteristic + \sum Controls + Firm + Year + \varepsilon \quad (2)$$

根据陈汉文和周中胜(2014)、周楷唐等(2017)与何德旭等(2022)的做法,本文控制了公司规模(*Size*)等变量(见表 2)。除了中小股东诉讼,其他类型诉讼也对债务融资产生影响,因此本文加入其他类型诉讼(*Otherlitigation*)作为控制变量。所有解释变量滞后 1 期。^①

表 2 变量描述

变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量		
企业债务融资成本	<i>DebtCost</i>	利息支出/短期与长期债务总额平均值
	<i>DebtCost_adj</i>	经利率调整后的超额借款利息/短期与长期债务总额平均值
解释变量		
中小股东诉讼	<i>SL</i>	中小股东诉讼是否发生的哑变量
中小股东诉讼案件数量	<i>SL_sum</i>	中小股东诉讼每年案件数量的对数
中小股东诉讼涉案人数	<i>SL_people</i>	中小股东作为原告的总人数的对数
中小股东诉讼涉案金额	<i>SL_amount</i>	中小股东诉讼涉案金额的对数
共同诉讼案件数量	<i>SL_class</i>	共同诉讼案件数量的对数
个体诉讼案件数量	<i>SL_private</i>	个体诉讼案件数量的对数
证券虚假陈述案件数量	<i>SL_fraud</i>	证券虚假陈述类案件数量的对数
损害股东权益案件数量	<i>SL_abuse</i>	损害股东权益类案件数量的对数
诉讼结果	<i>SL_final</i>	股东原告方胜诉、和解撤诉赋值为 1, 否则驳回赋值为 0
控制变量		
公司规模	<i>Size</i>	上一年总资产的自然对数
上市年龄	<i>Age</i>	公司上市年数取自然对数
资产负债率	<i>Lev</i>	上一年年末负债总额除以资产总额
盈利能力	<i>ROA</i>	上一年净利润除以资产总额
现金流	<i>Cash</i>	上一年经营活动现金净流量除以年末总资产
营业收入增长率	<i>Growth</i>	上一年营业收入减前一年营业收入的差除以上一年营业收入
市账比	<i>MB</i>	上一年市场价值除以资产总额
第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	上一年第一大股东持股占公司总股份的比重
独立董事占比	<i>Indd</i>	上一年独立董事人数占董事总人数的比值
有形资产占比	<i>PPE</i>	上一年固定资产与存货之和除以资产总额
审计质量	<i>Audit</i>	上一年审计机构是否为国际四大会计师事务所
企业性质	<i>SOE</i>	国有上市公司取值为 1, 否则取 0
其他类型诉讼	<i>Otherlitigation</i>	上一年除中小股东诉讼之外每年发生的重大诉讼案件数量取对数

① 受篇幅所限,主要变量的描述性统计未展示,留存备案。

四、实证结果

(一) 基本结果

表3报告了中小股东私人实施机制对企业债务融资成本影响的多期双重差分检验结果。Panel A第(1)列中小股东诉讼 SL 的回归系数为 0.019,且在 1% 的水平下显著。该结果具有显著的经济意义,表明当企业被中小股东诉讼后,企业的债务融资成本相对于均值提高约 8.9%^①。第(2)~(8)为案件特征的检验结果。第(2)列结果显示,中小股东诉讼案件数量 SL_sum 的系数为 0.013,在 5% 的水平下显著,表明每年涉案数量越多时,债务融资成本越高。第(3)列中,中小股东诉讼涉案人数 SL_people 的系数为 0.005,在 1% 的水平下显著。第(4)列中,中小股东诉讼涉案金额 SL_amount 的系数为 0.001,在 5% 的水平下显著。Panel B第(5)列中,共同诉讼案件数量 SL_class 的系数为 0.048,在 1% 的水平下显著。第(6)列中,个体诉讼案件数量 $SL_private$ 的系数为 -0.002,但不显著。第(7)列中,证券虚假陈述案件数量 SL_fraud 的系数为 0.018,在 1% 的水平下显著。第(8)列中,损害股东权益案件数量 SL_abuse 的系数为 -0.010,但不显著。以上结果表明,中小股东私人实施机制的执行力度会对企业债务融资产生差异化影响,即伴随其力度的增强,债务融资成本显著提高。

表 3 中小股东私人实施机制与债务融资成本

Panel A: 中小股东诉讼案件特征与债务融资成本				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>
SL	0.019 *** (2.59)			
SL_sum		0.013 ** (2.53)		
SL_people			0.005 *** (2.61)	
SL_amount				0.001 ** (2.43)
控制变量/截距项	是	是	是	是
公司/年份固定效应	是	是	是	是
样本量	4866	4866	4866	4866
Adj. R ²	0.296	0.296	0.296	0.296
Panel B: 中小股东诉讼案件类型与债务融资成本				
	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>
SL_class	0.048 *** (5.46)			

① 计算方法为:0.019×0.424/0.091。其中,0.424 为解释变量的标准差,0.091 为被解释变量的均值。

续表 3

Panel B: 中小股东诉讼案件类型与债务融资成本

	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>
<i>SL_private</i>		-0.002 (-0.37)		
<i>SL_fraud</i>			0.018 *** (3.46)	
<i>SL_abuse</i>				-0.010 (-0.41)
控制变量/截距项	是	是	是	是
公司/年份固定效应	是	是	是	是
样本量	4866	4866	4866	4866
Adj. R ²	0.300	0.295	0.297	0.295

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著，括号中的数值为t值。所有检验的标准误均经过企业层面聚类调整。下同。

(二)新《证券法》实施前后对比

《证券法》是中小股东私人实施机制执行的基础性法律依据，是资本市场的根本大法，它的修订将如何影响中小股东私人实施机制是一个值得深入探讨的重要话题。陈运森等(2021)的研究表明，2020年实施的新《证券法》有利于完善资本市场监管体系建设，提高中小股东私人实施机制的有效性。那么，新《证券法》是否提高了债权人对中小股东私人实施机制的关注？

新《证券法》为变量 *SecLaw*，如果会计期间为2020年及以后，*SecLaw*取1，否则取0。 $SL \times SecLaw$ 为中小股东诉讼和政策变量的交乘项，如果其系数显著为正，则表明新《证券法》实施后起到了威慑作用。根据表4 Panel A第(1)列结果，中小股东诉讼与新《证券法》交乘项 $SL \times SecLaw$ 的系数为0.016，且在10%的水平下显著。第(2)列结果显示，中小股东诉讼案件数量与新《证券法》交乘项 $SL_{sum} \times SecLaw$ 的系数为0.034，在1%的水平下显著。第(3)列中，中小股东诉讼涉案人数与新《证券法》交乘项 $SL_{people} \times SecLaw$ 的系数为0.005，在5%的水平下显著。第(4)列中，中小股东诉讼涉案金额与新《证券法》交乘项 $SL_{amount} \times SecLaw$ 的系数为0.001，但不显著。Panel B第(5)列中，共同诉讼案件数量与新《证券法》交乘项 $SL_{class} \times SecLaw$ 的系数为0.094，在1%的水平下显著。第(6)列中，个体诉讼案件数量与新《证券法》交乘项 $SL_{private} \times SecLaw$ 的系数为0.019，在10%的水平下显著。第(7)列中，证券虚假陈述案件数量与新《证券法》交乘项 $SL_{fraud} \times SecLaw$ 的系数为0.026，在1%的水平下显著。第(8)列中，损害股东权益案件数量与新《证券法》交乘项 $SL_{abuse} \times SecLaw$ 的系数为0.037，但不显著。以上结果表明，新《证券法》的修订显著增强了中小股东诉讼与债务融资成本的正相关关系，并且中小股东诉讼的案件数量、涉案人数、共同诉讼案件数量、个体诉讼案件数量和证券虚假陈述案件数量等特征的影响更加显著，表明新《证券法》显著提升了债务市场对中小股东私人实施机制的关注度。

表 4 新《证券法》实施对中小股东私人实施机制与债务融资成本的影响

Panel A: 新《证券法》实施对中小股东诉讼案件特征与债务融资成本的影响				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>
<i>SL</i>	0.010 (0.64)			
<i>SL</i> × <i>SecLaw</i>	0.016* (1.85)			
<i>SL_sum</i>		0.002 (0.31)		
<i>SL_sum</i> × <i>SecLaw</i>		0.034*** (3.43)		
<i>SL_people</i>			-0.001 (-0.24)	
<i>SL_people</i> × <i>SecLaw</i>			0.005** (2.29)	
<i>SL_amount</i>				0.001 (1.13)
<i>SL_amount</i> × <i>SecLaw</i>				0.001 (1.49)
控制变量/截距项	是	是	是	是
公司/年份固定效应	是	是	是	是
样本量	4866	4866	4866	4866
Adj. R ²	0.296	0.298	0.296	0.296
Panel B: 新《证券法》实施对中小股东诉讼案件类型与债务融资成本的影响				
	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>
<i>SL_class</i>	0.022** (2.36)			
<i>SL_class</i> × <i>SecLaw</i>	0.094*** (5.51)			
<i>SL_private</i>		-0.012* (-1.76)		
<i>SL_private</i> × <i>SecLaw</i>		0.019* (1.79)		
<i>SL_fraud</i>			0.007 (1.21)	
<i>SL_fraud</i> × <i>SecLaw</i>			0.026*** (2.76)	

续表 4

Panel B: 新《证券法》实施对中小股东诉讼案件类型与债务融资成本的影响				
	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>
<i>SL_abuse</i>				-0.007 (-0.28)
<i>SL_abuse</i> × <i>SecLaw</i>				0.037 (1.11)
控制变量/截距项	是	是	是	是
公司/年份固定效应	是	是	是	是
样本量	4866	4866	4866	4866
Adj. R ²	0.305	0.296	0.298	0.296

(三) 异质性分析

下面对中小股东私人实施机制与债务融资成本的关系进行异质性分析, 主要包含内部控制质量、信息不对称、债权人控制力、地区法治水平与地区司法质量五个方面。

1. 内部控制质量

良好的内部控制质量可以缓解公司与债权人之间的信息不对称, 减少债务契约履行过程中的逆向选择与道德风险问题, 降低银行的债务风险(陈汉文、周中胜, 2014)。较差的内部控制质量会向债务市场传递负面信号, 提高债权人对债务违约的警惕性(张超、刘星, 2015; 顾奋玲、解角羊, 2018)。因此, 企业被中小股东提起诉讼后, 较好的内部控制质量有助于减弱债权人对企业违约风险的感知, 有利于降低债务融资成本高的问题。与之相反, 当企业内部控制质量较差时, 将会进一步提高债权人对企业债务违约的担忧。本文使用内部控制是否存在缺陷(*IC*)作为内部控制质量的代理变量(张超、刘星, 2015; 顾奋玲、解角羊, 2018), 当公司披露存在缺陷时取值为 1, 披露无缺陷和没有披露均取值为 0。根据表 5 第(1)列结果, *SL* × *IC* 的系数显著为正, 代表企业存在内部控制缺陷时, 中小股东诉讼对企业债务融资成本的影响更加显著。结果表明, 中小股东私人实施机制被执行后, 较高的内部控制质量有助于削减债权人对企业债务违约风险的先行预期, 降低企业的债务融资成本。

2. 信息不对称

信息不对称会提高债权人对道德风险的警惕性。因此在信息不对称程度高时, 债权人对中小股东诉讼的反应更加显著。反之, 在信息不对称程度低时, 中小股东诉讼产生负面影响的程度较低。本文使用盈余管理程度(修正后的 Jones 模型)(*DA*)作为信息不对称的代理变量(管考磊、张蕊, 2019; 陈运森等, 2021), 盈余管理程度的绝对值越高代表信息不对称程度越高, 反之代表信息不对称程度越低。表 5 结果表明, *SL* × *DA* 的系数显著为正, 表明信息不对称程度越高时, 中小股东私人实施机制对债务融资成本的影响越大。

3. 债权人控制力

债权人控制力指的是债权人对公司的约束力、监督力度以及双方关系密切程度。当债权人控制力较强时, 债权人与企业信息不对称程度较低, 且债权人有效的监督有利于预防债务违约风

险(杨国超、盘宇章,2019)。反之,债权人控制力较弱时,信息不对称程度较高,债权监督力度较小。根据王彦超和姜国华(2016),本文使用银行债务占比衡量债权人控制力(*Supervise*),银行债务占比高于年度中位数代表债权人控制力较高则赋值为1,否则为0。表5结果显示, $SL \times Supervise$ 的系数显著为负,说明债权人控制力越弱,中小股东私人实施机制对债务融资成本的影响越显著。

4. 地区法治水平

地区法治水平反映每个地域的法律建设程度与居民的维权意识。地区法治水平越高,债权人对诉讼事件越重视,并且对其所要承担的诉讼成本越敏感(潘越等,2022)。反之,债权人对中小股东诉讼的关注度越低,对诉讼负面影响的反应越小。因此,在法治水平较高的地区,债权人对中小股东诉讼的反应较为敏感。依据《中国分省份市场化指数报告》,用市场中介组织的发育和法律制度环境指数构建地区法治水平指标(*Law*),该公司所在地区的法治水平高于该年度全国各省份法治水平的均值时赋值为1,反之为0。根据表5结果, $SL \times Law$ 的系数显著为正,表明地区法治水平较高时,债权人对中小股东私人实施机制的反应较敏感。

5. 地区司法质量

地区司法质量决定着每个地域的司法公证水平和执法效率。在宏观层面,地区司法质量的改善有利于提高法官的独立性和司法执行效率(黄俊等,2021)。在微观层面,地区司法质量的改善有利于保障股东权益,在出现公司与股东之间的纠纷时,诉讼案件能够获得公正的受理和审判(Krishnan等,2020)。基于此,司法质量的改善可以为中小股东提起诉讼提供方便,并为中小股东诉讼执法效率的提升提供制度基础,使诉讼案件得到公正的审判。因此,中小股东诉讼的有效性和溢出效应会提高,并且债权人也会对诉讼预期风险更加谨慎。借鉴黄俊等(2021)的做法,使用最高人民法院设立地方巡回法庭(*Court*)作为司法质量改善的指标。企业所属地处于巡回法庭覆盖范围代表地区司法质量较高则赋值为1,否则为0。根据表5结果, $SL \times Court$ 的系数显著为正,表明司法质量的改善提高了中小股东私人实施机制对债务融资成本的影响。

表5 中小股东私人实施机制与债务融资成本的异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>
<i>SL</i>	0.013 (1.56)	0.005 (0.46)	0.040 *** (4.18)	0.011 (0.95)	0.016 ** (2.20)
$SL \times IC$	0.017 * (1.89)				
<i>IC</i>	0.006 (1.55)				
$SL \times DA$		0.025 * (1.85)			
<i>DA</i>		0.006 * (1.70)			
$SL \times Supervise$			-0.045 *** (-3.22)		

续表 5

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>	<i>DebtCost</i>
<i>Supervise</i>			- 0.043 *** (- 9.03)		
<i>SL × Law</i>				0.021 ** (2.36)	
<i>Law</i>				- 0.021 *** (- 4.28)	
<i>SL × Court</i>					0.018 * (1.73)
<i>Court</i>					0.006 (0.94)
控制变量/截距项	是	是	是	是	是
公司/年份固定效应	是	是	是	是	是
样本量	4866	4866	4866	4866	4866
Adj. R ²	0.298	0.298	0.312	0.298	0.297

(四)内生性问题与稳健性检验^①

1. 平行趋势检验

使用双重差分的重要前提是平行趋势假设,即实验组和控制组在中小股东诉讼冲击前具有相同的变化趋势,保证双重差分模型评估中小股东诉讼影响的恰当性和可靠性。本文以冲击前一年作为基准年份,设置 5 组年份虚拟变量,即 *Before 3*, *Before 2*, *Current*, *After 1*, *After 2*, 在对应的年份取值为 1, 否则取 0。将 *Treatment* 分别与上述年份虚拟变量相乘得到交乘项,将 *Treatment × Post* 替换为上述交乘项进行回归,检验平行趋势假设是否成立,并考察动态效应。从平行趋势检验的结果可知,在中小股东诉讼之前,实验组和控制组样本之间的债务融资成本不存在明显的差异,满足平行趋势假设,确保了本文采用双重差分模型的合理性。

2. 工具变量

参考邓博夫等(2023)的研究,使用企业注册地所在省份的律师数量作为中小股东诉讼的工具变量。律师数量与中小股东诉讼相关的原因,注册地律师人数较多时,投资者更容易聘请到专业的律师为其提供法律服务。同时,当地律师越多表明当地法律维权意识越强,法治环境越好,企业被提起诉讼的可能性越大。更为重要的是,当地律师数量可能与企业微观债务融资无关。当地律师数量使用公司所在省份年度律师数量除以省份常住人口数量计算。弱工具变量 Cragg-Donald Wald F 统计量与不可识别检验 Anderson Canon. Corr. LM 统计量均说明工具变量的结果相对稳健。工具变量的结果依旧证实了主要研究结论。

^① 受篇幅所限,平行趋势检验、工具变量以及其他稳健性检验结果未展示,留存备案。

3. 其他稳健性检验

此外,本文还考虑了以下五方面的稳健性检验:(1)剔除基准利率变化的影响,本文采用经利率调整后债务融资成本作为稳健性检验的替代性指标;(2)本文使用中小股东诉讼的结案数据作为解释变量的替代性指标;(3)使用最近邻 1:1 无放回匹配、最近邻 1:3 匹配、核匹配以及熵平衡匹配等方法筛选样本;(4)增加企业经营风险、违法违规风险、诉讼风险作为控制变量进行稳健性检验;(5)剔除处理前后不足两年的观测值进行稳健性检验。上述实证结果与基准模型的结果基本一致。

(五)进一步拓展分析^①

1. 中小股东私人实施机制市场反应的进一步分析

事件研究法是股票市场视角下有效度量中小股东私人实施机制影响程度与执行力度的方法,即中小股东诉讼公告的市场反应越负面,代表诉讼的严重程度越高。本文结果表明,中小股东私人实施机制的执行力度越强,市场反应越负面。此外,本文发现中小股东诉讼市场反应越负面,企业债务融资成本越高。上述结果说明,中小股东私人实施机制的执行力度越强,债务融资成本越高。

2. 中小股东私人实施机制与融资规模的进一步分析

本文进一步考察了中小股东私人实施机制与债务融资规模的关系,以此全面分析中小股东私人实施机制对企业财务行为的综合影响。研究发现,中小股东诉讼与新增贷款规模显著负相关。当中小股东诉讼案件数量、涉案金额越多时,新增贷款规模越小。当共同诉讼、证券虚假陈述案件数量越多时,新增贷款规模也越小。本文进一步区分了新增长期借款和新增短期借款,发现中小股东诉讼降低了企业获取长期借款的规模,对短期借款无显著影响。以上结果表明,中小股东私人实施机制降低了企业长期贷款能力,迫使企业转向融资成本更高的短期贷款,增加了企业财务风险。

五、结论与启示

债务融资是企业高质量发展的重要推动力,更是公司财务领域重点关注的热点话题。本文系统分析了中小股东私人实施机制对企业债务融资的溢出效应。研究发现,中小股东私人实施机制的执行显著提高了企业债务融资成本,伴随着中小股东私人实施机制执行力度的增加,债务融资成本也显著提高;2020 年新《证券法》实施后,中小股东私人实施机制对债务融资的影响更显著;中小股东私人实施机制对债务融资成本的影响在内部控制质量较差、信息不对称程度较高和债权人控制力较低的企业中较为突出。在法治水平和司法质量较高的地区,中小股东私人实施机制对债务市场的溢出效应较强。进一步分析发现,中小股东私人实施机制降低了新增债务融资规模,并且对长期债务融资规模的影响更显著,表明中小股东私人实施机制降低了企业长期贷款能力,迫使企业转向融资成本更高的短期贷款。以上结果说明,债权人已关注到中小股东私人实施机制所隐含的负面信息和债务违约风险,并且新《证券法》的实施提高了债权人对中小股东私人实施机制执行的敏感度。

本文的研究结果为如何兼顾中小股东权益保护以及企业高质量发展提供了重要启示。在

^① 受篇幅所限,拓展分析的结果未展示,留存备案。

宏观层面,证券监管需要平衡中小股东权益保护与企业财务风险防范之间的关系,兼顾法律效果和市场效率的有机统一。就中小股东权益保护而言,中小股东私人实施机制对债务市场具有信息溢出效应,起到一定的警示作用,有助于遏制上市公司的机会主义行为。然而,中小股东私人实施机制的执行可能导致企业短期债务增加、长期债务减少,进而提高企业的财务风险,阻碍企业高质量发展。并且,中小股东私人实施机制的执行力度越强,企业面临的财务风险越大。因此,司法机关既要为中小股东维护自身合法权益提供法律保障,又要明确中小股东私人实施机制的执行标准,精准划定诉讼的门槛来防止中小股东滥用诉讼,降低企业受到无效诉讼的风险。

对于微观企业而言,上市公司应积极提升其内部控制质量和信息披露质量。研究结果表明,提高内部控制质量和信息披露质量可以有效规避由中小股东私人实施机制引发的债务融资难题。因此,企业应持续改进其内部控制体系,通过强化内部监督提升公司治理水平,以确保中小股东的合法权益,并促进企业健康和高质量的发展。同时,相较于强制性信息披露,企业可以主动自愿地披露内部控制信息,以减少企业内部违规和舞弊行为,更好地向投资者和债权人传递内部控制有效的信号,降低信息不对称,缓解诉讼带来的融资限制问题。同时,企业应积极加强投资者关系管理,为中小股东参与公司治理提供便利,以提高公司治理水平,减少违法违规行为,从而避免中小股东私人实施机制实施所带来的经济损失。

在微观投资者层面,中小股东应积极行使监督权,着力提高公司治理水平,推进微观企业高质量发展。中小股东私人实施机制会对企业债务融资产生负面影响,给企业融资活动增加负担。为了避免上述负面影响,中小股东应该通过多元化的监督手段优化企业治理水平。例如,中小股东应该积极参与股东大会,行使自己的投票权,及时制止违法违规行为。中小股东也可以充分利用自己的股东提案权,积极为公司治理建言献策,在抑制高管违法违规行等方面寻求行之有效的治理机制,促进微观企业的高质量发展。对于债权人而言,要注意建立多渠道与多元化的信息收集工具,提高预测违约风险的准确性。例如,银行等债权人可以借助大数据和网络爬虫技术,实时监控并提取巨潮资讯网发布的公告,并对这些信息进行深入分析,以迅速调整其融资策略和采取相应的对策。

参考文献:

1. 曹伟、赵璨、杨德明:《夸大其词的“互联网+”信息披露能够影响银行信贷决策吗》,《财贸经济》2022年第2期。
2. 陈汉文、周中胜:《内部控制质量与企业债务融资成本》,《南开管理评论》2014年第3期。
3. 陈运森、袁薇、兰天琪:《法律基础建设与资本市场高质量发展——基于新〈证券法〉的事件研究》,《财经研究》2020年第10期。
4. 陈运森、袁薇、李哲:《监管型小股东行权的有效性研究:基于投服中心的经验证据》,《管理世界》2021年第6期。
5. 邓博夫、董雅浩、吉利:《诉讼风险与法定代表人身份转出——基于第二类代理问题的检验》,《南开管理评论》2023年第2期。
6. 顾奋玲、解角羊:《内部控制缺陷、审计师意见与企业融资约束——基于中国A股主板上市公司的经验数据》,《会计研究》2018年第12期。
7. 管考磊、张蕊:《企业声誉与盈余管理:有效契约观还是寻租观》,《会计研究》2019年第1期。
8. 何德旭、曾敏、张硕楠:《国有资本参股如何影响民营企业?——基于债务融资视角的研究》,《管理世界》2022年第11期。
9. 何慧华、方军雄:《问询函监管与银行信贷决策的改善》,《经济理论与经济管理》2022年第3期。
10. 黄俊、陈信元、赵宇、胡丹奇:《司法改善与企业投资——基于我国巡回法庭设立的经验研究》,《经济学(季刊)》2021年第5期。

11. 刘星、陈西婵:《证监会处罚、分析师跟踪与公司银行债务融资——来自信息披露违规的经验证据》,《会计研究》2018 年第 1 期。
12. 罗进辉、刘玥、杨帆:《高管团队稳定性与公司债务融资成本》,《南开管理评论》2022 年网络首发。
13. 潘越、谢玉湘、宁博、梁师赫:《数智赋能、法治化营商环境建设与商业信用融资——来自“智慧法院”视角的经验证据》,《管理世界》2022 年第 9 期。
14. 王彦超、姜国华:《资金占用、民事诉讼与债权人保护》,《管理评论》2016 年第 1 期。
15. 王彦超、姜国华、辛清泉:《诉讼风险、法制环境与债务成本》,《会计研究》2016 年第 6 期。
16. 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》,《管理世界》2020 年第 1 期。
17. 杨国超、盘宇章:《信任被定价了吗?——来自债券市场的证据》,《金融研究》2019 年第 1 期。
18. 张超、刘星:《内部控制缺陷信息披露与企业投资效率——基于中国上市公司的经验研究》,《南开管理评论》2015 年第 5 期。
19. 赵娜、王博、张珂瑜:《融资租赁、银行信贷与企业投资》,《金融研究》2021 年第 1 期。
20. 周楷唐、麻志明、吴联生:《高管学术经历与公司债务融资成本》,《经济研究》2017 年第 7 期。
21. 朱沛华:《负面声誉与企业融资——来自上市公司违规处罚的经验证据》,《财贸经济》2020 年第 4 期。
22. 祝继高、李天时、尤可畅:《房地产价格波动与商业银行贷款损失准备——基于中国城市商业银行的实证研究》,《金融研究》2017 年第 9 期。
23. Brochet, F., & Srinivasan, S., Accountability of Independent Directors: Evidence from Firms Subject to Securities Litigation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 111, No. 2, 2014, pp. 430 – 449.
24. Cheng, A., Huang, H., & Li, Y., Institutional Monitoring through Shareholder Litigation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, No. 3, 2010, pp. 356 – 383.
25. Deng, S., Willis, H., & Xu, L., Shareholder Litigation, Reputational Loss, and Bank Loan Contracting. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 49, No. 4, 2014, pp. 1101 – 1132.
26. Duan, T., Li, K., Rogo, R., & Zhang, R., The Effects of a US Approach to Enforcement: Evidence from China. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, First Online, 2023, pp. 1 – 36.
27. Ferris, P., Jandik, T., & Lawless, M., Derivative Lawsuits as A Corporate Governance Mechanism: Empirical Evidence on Board Changes Surrounding Filings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, No. 1, 2007, pp. 143 – 165.
28. Hutton, A., Shu, S., Zheng, X., Regulatory Transparency and the Alignment of Private and Public Enforcement: Evidence from the Public Disclosure of SEC Comment Letters. *Journal of Financial Economics*, Vol. 145, No. 1, 2022, pp. 297 – 321.
29. Hutton, I., Peterson, R., & Smith, H., The Effect of Securities Litigation on External Financing. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 27, No. 8, 2014, pp. 231 – 250.
30. Ke, B., & Zhang, X., Does Public Enforcement Work in Weak Investor Protection Countries? Evidence from China. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 38, No. 2, 2021, pp. 1231 – 1273.
31. Krishnan, V., Solomon, D., Thomas, S., How Do Legal Standards Matter? An Empirical Study of Special Litigation Committees. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 60, No. 2, 2020, pp. 1 – 19.
32. Ma, Y., Shareholder Litigation and the Information Content of Management Voluntary Disclosure. *The Accounting Review*, Vol. 95, No. 5, 2020, pp. 279 – 298.
33. Nguyen, H., Phan, V., & Lee, E., Shareholder Litigation Rights and Capital Structure Decisions. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 62, No. 6, 2020, pp. 1 – 19.
34. Ni, X., & Yin, S., Shareholder Litigation Rights and the Cost of Debt: Evidence from Derivative Lawsuits. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 48, 2018, pp. 169 – 186.
35. Peng, L., & Röell, A., Executive Pay and Shareholder Litigation. *Review of Finance*, Vol. 12, No. 1, 2008, pp. 141 – 184.
36. Pukthuanthong, K., Turtle, H., Walker, T., & Wang, J., Litigation Risk and Institutional Monitoring. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 45, No. 8, 2017, pp. 342 – 359.

Intermarket Linkages between Stock and Debt Markets: The Impact of Minority Shareholders' Private Enforcement Mechanisms on Corporate Debt Financing Costs

ZHAO Ruirui, CHEN Yunsen (Central University of Finance and Economics, 100081)

SUN Yingqiu (City University of Hong Kong, 999077)

Summary: The 20th National Congress of the Communist Party of China emphasized the need to “strengthen and improve modern financial regulation.” Enhancing private enforcement mechanisms for minority shareholders is integral to modern financial regulation and crucial for safeguarding minority shareholders' rights. This study, from the perspective of the debt market, investigates the spillover effects of private enforcement mechanisms on debt financing behavior.

From the theoretical perspective, private enforcement mechanisms influence debt financing through the following channels. Firstly, private enforcement mechanisms result in economic compensation and related costs that elevate financial strain on firms, diminishing their ability to finance. Then, creditors, including banks, need to accurately assess the debt default risk, thereby affecting loan terms. Secondly, through the social reputation mechanism, private enforcement mechanisms generate negative signals to stakeholders, tarnishing the firm's reputation and eroding creditors' trust. To mitigate adverse selection and moral hazard risks, creditors adjust the costs of debt financing.

The research employs a manually collected sample of minority shareholder litigation data spanning from 2006 to 2021. The PSM-DID model is used to examine the impact of private enforcement mechanisms from the creditors' perspective. The findings reveal that private enforcement mechanisms significantly increase corporate debt financing costs. Additionally, the influence of private enforcement mechanisms on corporate debt financing becomes more pronounced after the implementation of the revised *Securities Law*, indicating heightened market sensitivity to information related to private enforcement mechanisms. Furthermore, this paper identifies variations in the impact of private enforcement mechanisms on corporate financing based on factors such as internal control quality, information asymmetry levels, creditor's bargaining power, regional legal environment, and judicial quality. Specifically, private enforcement mechanisms reduce the size of new debt financing and have a more pronounced impact on long-term borrowing.

The marginal contribution of this paper to existing literature is as follow. Firstly, this paper provides empirical evidence of the spillover effects of private enforcement mechanisms within China's institutional framework, addressing the scarcity of data arising from the delayed development of China's capital market legal system. Secondly, this paper advances the understanding of the interaction between stock and debt markets by focusing on private enforcement mechanisms. Lastly, this paper provides practical guidance for policy makers on how to balance investor protection and promote high-quality corporate development in an era of intensified regulation. This involves safeguarding the rights of minority shareholders within China's distinctive securities judicial system while mitigating the financial risks associated with excessive shareholder litigation, thereby reducing impediments to corporate high-quality development.

Keywords: Private Enforcement Mechanism, Corporate Debt Financing, *The Revised Securities Law*, Intermarket Linkages

JEL: G30, G38, D21

责任编辑: 诗 华