

# 股东大会投票与独立董事异议行为： 声誉效应 VS 压力效应\*



周泽将<sup>1</sup> 王浩然<sup>2</sup>

(1. 安徽大学商学院, 安徽 合肥 230601;

2. 安徽大学经济学院, 安徽 合肥 230601)

**内容提要:**独立董事在现代公司治理体系中发挥着重要作用,传统观点认为其基本的作用机制在于声誉效应,忽略了其背后可能存在的压力效应。本文以股东大会投票为契机,选取2013—2018年中国资本市场发生股东大会选举独立董事事件的A股上市公司作为研究样本,试图通过检验股东大会投票得票率与独立董事异议行为之间的关系来验证压力效应之存在性。研究发现:股东大会投票得票率越低,独立董事异议行为发生的概率越大、数量越多,表现为压力效应;进一步对压力效应的作用机制检验揭示,股东大会投票得票率较低的独立董事所在企业会面临更大的外部舆情压力和监管压力,进而促使独立董事异议行为增加;当第一类代理成本或第二类代理成本水平较高时,较低的股东大会投票得票率对独立董事异议行为的压力效应显著增强。以上结果表明,压力效应是中国情境下独立董事履职的重要机制之一。本文不仅为检验压力效应的存在性提供了经验证据支持,同时也丰富了股东大会治理的相关文献,为鼓励股东积极参与企业决策、提高公司治理效率提供了注解。

**关键词:** 股东大会投票 异议行为 独立董事 声誉效应 压力效应

**中图分类号:**F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2021)02—0157—18

## 一、引言

独立董事制度作为完善公司治理结构的重要举措,在现代企业中的作用与日俱增,理论界和实务界对其在缓解代理冲突、保护中小投资者权益等方面均给予厚望。然而,在现实情形中,自2001年被引入中国资本市场以来,独立董事制度就难以发挥有效的监督职能而饱受诟病。在此情况下,如何建立行之有效的激励和约束机制以改善独立董事的履职效率和效果,具有重要的现实意义。现有研究普遍认为,在独立董事薪酬事前固定、投资者保护薄弱的现实背景下,薪酬机制和法律机制难以对独立董事行为产生有效的激励或约束作用(黄海杰等,2016)<sup>[1]</sup>,独立董事主要依赖于声誉机制在公司治理中发挥监督作用(全怡和郭卿,2017)<sup>[2]</sup>。Fama和Jensen(1983)<sup>[3]</sup>提出独立董事声誉的概念,认为声誉高低往往决定着独立董事的人力资本价值,进而影响其市场议价能力

收稿日期:2020-10-29

\* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“本地任职、政治关联与企业财务行为:中国关系情境中独立董事视角的理论构建与实证检验”(71772001);安徽省学术与技术带头人及后备人选科研活动经费资助项目“轻资产运营对企业竞争力的影响研究:路径分析与实证检验”(2019H218)。

作者简介:周泽将,男,教授,博士生导师,管理学博士,研究领域是财务会计理论与公司治理,电子邮箱:ahuzzj@126.com;王浩然,男,博士研究生,研究领域是财务会计理论与公司治理,电子邮箱:whr1407@126.com。通讯作者:王浩然。

以及未来获得更多职位的可能性,因此独立董事制度能够发挥作用的根本原因在于独立董事对于维护自身声誉的需求。此后,国内外众多研究证实了独立董事声誉机制的存在性,具体表现为基于规避声誉毁损风险之需,独立董事会主动从表现不佳的公司辞职(唐清泉等,2006)<sup>[4]</sup>、职业意识较强的独立董事倾向于发表异议行为(Jiang等,2016)<sup>[5]</sup>,独立董事在声望高的公司中表现得更为活跃(Masulis和Mobbs,2014)<sup>[6]</sup>。

理论而言,独立董事可能出于多种动机来履行自己的监督职责,除了已被广泛关注的声誉机制外,是否还存在促使独立董事有效发挥作用的其他机制值得关注。近些年来,股东积极主义的兴起逐渐唤醒了股东维权意识,出于维护自身权益、完善公司治理的考虑,股东日益重视利用其投票表决权参与公司决策。《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》明确指出,独立董事由股东大会选举产生。股东大会的投票机制为股东对董事履职表现表达不满提供了机会(Ertimur等,2018)<sup>[7]</sup>,参与独立董事的选举是股东监督独立董事履职行为的一个重要手段(蔡宁和吴国强,2019)<sup>[8]</sup>。在股东大会实际投票过程中,独立董事的得票率往往存在着差异,这种得票率的差异尽管大概率上不会决定独立董事是否成功当选,但可能会影响其当选后在公司治理中的具体行为(Fischer等,2009)<sup>[9]</sup>。一方面,股东大会投票得票率较高的独立董事可能会自觉提升履职效率,原因主要在于高股东大会投票得票率意味着独立董事的履职能力获得了大部分股东的认可,同时也是对独立董事声誉的认同。为了维护声誉、获得股东的持续认可,高股东大会投票得票率的独立董事具有提升监督效率的动机,体现为声誉效应。另一方面,股东大会投票得票率较低意味着独立董事获得股东的认可度不高,同时向外界传递独立董事履职效率不高的负面信号,这无疑会给独立董事带来明显的执业压力。为了缓解股东直接施加的以及外界间接传递的压力,预期股东大会投票得票率较低的独立董事将会强化监督行为和效果,提高履职效率,体现为压力效应。因此,股东大会投票既可能会产生声誉效应,激励股东大会投票得票率较高的独立董事更加积极履行监督职责;也可能会产生压力效应,改善股东大会投票得票率较低的独立董事的监督效果。因此,上述两类效应何者在现实公司治理机制运行中占据主导地位亟需实证检验。

近些年来,一系列法律法规的实施为股东大会投票发挥实质性公司治理作用提供了可能。证监会2004年发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》明确指出,鼓励企业结合自身实际情况采用累积投票制、网络投票制及分类表决制;国务院办公厅2013年出台的《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》要求上市公司股东大会在表决与中小股东利益相关的事项时,应对中小股东投票结果单独计票和披露。在以上股东大会投票制度变革的促进下,资本市场中出现了部分股东大会投票否决管理层议案的事件<sup>①</sup>,其中较为典型的案例包括四川长虹电器股份有限公司股东大会投票否决《关于预计2017年度日常关联交易的议案》和《关于公司为四川长虹集团财务有限公司提供反担保的议案》两个议案,江苏阳光股份有限公司股东大会投票否决《关于第七届董事会、第七届监事会换届实行累积投票制的议案》和《关于根据新〈公司法〉〈上市公司治理准则〉对公司章程进行相应修订的议案》。以上事件揭示出股东大会投票已在中国的公司治理实践中发挥一定程度的实质性作用。按照这一逻辑,股东大会投票对包括独立董事履职行为在内的高管决策行为产生影响亦在情理当中。

在股东大会投票如何作用于独立董事履职行为相关经验证据缺失和股东大会投票实质性治理作用日益凸显的双重背景下,本文分析股东大会投票对独立董事履职行为的影响无疑具有重要的理论意义和实践价值。进一步地,独立董事能否有效履行监督职责的直接证据之一即是在董事会上对相关议案所发表的独立意见,尤其是异议行为(祝继高等,2015)<sup>[10]</sup>。上海证券交易所

① 资料来源: <http://money.people.com.cn/stock/GB/n1/2016/0701/c67815-28514730.html>。

和深圳证券交易所于2004年分别发布和实施《上海证券交易所股票上市规则(2004年修订)》和《深圳证券交易所股票上市规则(2004年修订)》,强制上市公司公开披露独立董事在董事会会议上发表的独立意见,这些为外界更加准确客观地评价独立董事履职效率提供了机会。基于上述思考,本文首先以独立董事异议行为作为切入点,选取2013—2018年发生股东大会选举独立董事事件的中国A股上市公司为研究样本,实证考察股东大会投票得票率对独立董事异议行为的影响,以探究股东大会治理之于独立董事履职效率的作用过程中声誉效应和压力效应的存在性。研究表明,股东大会投票得票率较低的独立董事会显著提高其异议行为发生的概率和数量,支持了独立董事履职行为的压力效应假说。在此基础上,股东大会投票得票率较低的独立董事基于压力效应更加积极履行监督职责的作用机理何在?进一步分析压力效应的作用机制检验结果显示,当独立董事得票率较低,其所在企业将会受到更大的外部舆情和监管压力,进而促进独立董事监督效率的提升,表现为异议行为的增加。考虑到独立董事的主要职责在于监督管理层的机会主义行为(主要表现为第一类代理成本)以及保护中小投资者利益(主要表现为第二类代理成本),企业代理问题的严重程度可能会导致独立董事监督行为存在异质性。因此,本文将两类代理成本作为情境变量纳入研究,结果表明,无论是第一类代理成本还是第二类代理成本,独立董事履职行为的压力效应均在代理成本较高的企业中显著增强。

相较于以往研究,本文可能的增量贡献主要体现在以下四个方面:(1)以往传统观点认为独立董事发挥监督职能的作用机制主要在于声誉效应(Fama和Jensen,1983<sup>[3]</sup>;Masulis和Mobbs,2014<sup>[6]</sup>),本文从股东大会投票视角验证了压力效应可能也是独立董事履职行为的重要动机之一。进一步地,压力效应的存在性有利于深化理解现实情境中独立董事履职行为的作用机制。(2)已有文献关于股东大会投票经济后果研究的对象通常聚焦于董事会全体成员(Iliev等,2015<sup>[11]</sup>;Aggarwal等,2019<sup>[12]</sup>),忽略了独立董事这一群体的独特性特征,现实中独立董事相对于其他董事群体而言履职行为差异非常明显,如果忽略了这一差异无疑是不完整的,因此本文的研究进一步细化了关于股东大会投票机制治理作用的相关文献。(3)独立董事异议行为的影响因素是决定其履职效率高低的关键所在,以往文献主要基于独立董事个人特征和企业特征视角进行研究(Tang等,2013<sup>[13]</sup>;Jiang等,2016<sup>[5]</sup>),本文将独立董事异议行为的影响因素拓宽至股东大会治理层面,丰富了独立董事履职效率的影响因素研究。(4)本文从外部舆情压力和外部监管压力两个方面检验了独立董事履职行为的压力效应作用机制,有助于深入理解股东大会治理对独立董事异议行为影响的内在机理;同时代理成本情境变量的引入有助于加深对股东大会投票与独立董事异议行为之间关系情境性的理解。

## 二、文献述评、理论分析与研究假设

### 1. 文献述评

股东积极主义的兴起致使股东维权意识增强,股东大会投票机制作为股东参与公司治理的重要方式,其运行效果如何日益成为学术界和实务界的关注焦点。纵观已有研究,股东大会投票的相关文献可以粗线条地划分为股东大会投票制度有效性分析和股东大会投票结果如何影响公司决策两大类。

在第一类文献的研究中,学者们主要分析分类表决制、累积投票制、网络投票和经纪人投票等不同股东大会投票制度的治理效果,以检验不同股东大会投票制度的有效性。针对分类表决制,姚颐和刘志远(2011)<sup>[14]</sup>发现赋予中小股东超额投票权的分类表决制能够有效地保护中小股东权益,具体表现为分类表决制提高了企业再融资议案的否决率。若公司被共同基金大量持股,分类表决制度能够有效降低有损企业价值议案的通过率(Chen等,2013)<sup>[15]</sup>。除分类表决制外,累积投票制

也是学术界关注的焦点之一。陈玉罡等(2016)<sup>[16]</sup>以 966 家采用累积投票制的企业为研究对象,分析揭示企业在采取累积投票制后,大股东掏空程度显著下降。但 Chen 等(2015)<sup>[17]</sup>却发现,采取累积投票制的公司并没有减少大股东掏空行为,而是降低了 CEO 离职和公司成为收购目标的概率。与上述支持累积投票制有效性的文献有所不同,部分学者发现中国上市公司股东大会所采取的累积投票制对公司决策影响有限,难以全面保护投资者权益(郑志刚等,2011)<sup>[18]</sup>。关于网络投票制度,黎文靖等(2012)<sup>[19]</sup>发现,当企业大股东掏空程度和机构投资者持股比例较高时,中小股东的网络投票参与率较高,进而为企业带来更高的股票异常回报。而较高的中小股东网络投票参与率也会促使企业操纵盈余以迎合中小股东,进而扭曲了公司行为(孔东民和刘莎莎,2017)<sup>[20]</sup>。此外, Bethel 和 Gillan (2002)<sup>[21]</sup>发现,当股票托管经纪人代表股东在股东大会上投票时,更倾向于支持管理层的提名人选或议案,从而提高了此类议案的得票率。

与本文主题紧密相关的第二类文献是股东大会投票结果对企业决策影响的研究,目前主流文献的立足点主要涵括并购行为、薪酬计划和董事选举等方面。关于并购行为方面, Li 等(2018)<sup>[22]</sup>发现,股东对并购议案的投票对主并购公司 CEO 决策产生一定程度地约束,从而降低了企业并购中的代理问题,股东对企业并购决策进行的强制性投票可以促使公司股东财富增加(Becht 等, 2016)<sup>[23]</sup>。在薪酬计划方面, Ferri 和 Maber (2013)<sup>[24]</sup>研究发现,当股东对高管薪酬计划进行投票后,CEO 的薪酬未发生明显变化。股东可以利用投票权表达对高管薪酬过高的不满,进而董事会会采取减少 CEO 薪酬或辞退 CEO 等方式缓解股东的不满情绪(Alissa, 2015)<sup>[25]</sup>,从而表现为股东对董事会薪酬的强制非约束性投票能够改变 CEO 薪酬的后续设计水平(Conyon 和 Sadler, 2010)<sup>[26]</sup>。关于董事选举方面, Cai 等(2009)<sup>[27]</sup>发现低股东大会投票得票率会显著提高 CEO 的离职概率。Iliev 等(2015)<sup>[11]</sup>的研究揭示低股东大会投票得票率会促使董事会成员更替、降低并购交易规模和提高并购协同效应。股东可以在董事选举中运用投票权对董事履职行为发表意见,进而促使董事积极解决企业治理问题(Ertimur 等, 2018)<sup>[7]</sup>。Aggarwal 等(2019)<sup>[12]</sup>研究发现,面临异议的董事更可能离开董事会,尤其是当他们不是首席董事或重要委员会的主席时,面临异议而不离职的董事可能会被降级调整至董事会中的次要岗位。

由以上文献可知,当前股东大会投票研究存在如下两点不足:首先,目前中国情境中关于股东大会投票的研究还停留在考察不同股东大会投票制度有效性的层面,直接检验股东大会投票结果对企业经营决策影响的研究尚不多见;再者,近些年来,部分文献关注到股东大会投票在董事选举中的作用,但鲜有文献专门针对独立董事这一特定群体的股东大会投票得票率情况如何影响其履职行为展开分析。以上两个方面的不足为本文的研究提供了难得的研究机遇,因此,本文将深入检验股东大会投票与独立董事异议行为之间的关系,试图剖析股东大会投票影响独立董事异议行为的作用机理,这不仅有助于合理评价股东大会投票在独立董事选举过程中的作用和价值,同时亦为企业如何提高和改善独立董事监督效率提供理论支撑。

## 2. 理论分析与研究假设

在分析委托代理问题的经典框架内,企业主要基于缓解代理冲突之需引入独立董事,进而达到保护投资者利益的目的(Jensen 和 Meckling, 1976)<sup>[28]</sup>。而现实中独立董事的聘任权掌握在大股东和管理层手中,出于稳定独立董事职位的目的,在执业过程中通常持有“不求有功、但求无过”的心态(俞伟峰等, 2010)<sup>[29]</sup>,从而在一般情况下不会对大股东或管理层所提出的议案发表否定或弃权意见。伴随股东积极主义的兴起,股东日益重视其在股东大会上行使投票权对包括独立董事在内的高管行为的影响,具体到独立董事群体,股东大会投票得票率的高低一方面可以反映独立董事的市场声誉;另一方面可能还会影响到外部媒体和监管部门的关注(表现为外部压力),而声誉、媒体报道或外部监管均会对独立董事履职行为(异议行为是其主要外在表现)产生影响(宁向东和张

颖,2012)<sup>[30]</sup>。鉴于上述分析,股东大会投票将会分别通过声誉效应和压力效应影响到独立董事异议行为。

(1)声誉效应假说。一般情况下,市场声誉是股东大会投票选举独立董事关注的核心内容,良好的市场声誉意味着独立董事较好的社会地位和专业知识背景,进而有利于独立董事履职(Fama和Jensen,1983)<sup>[31]</sup>。因此,股东大会投票得票率高会在某种程度上直接反映出股东对独立董事市场声誉的认可,若独立董事选举过程中股东大会投票得票率较高,则意味着独立董事的市场声誉较好,源于进一步维护和提升市场声誉的需要,独立董事勤勉履职的动机增强,因此在针对公司议案投票时更可能出现异议行为。换言之,股东大会投票得票率越高,独立董事出现异议行为的概率和频次都会上升,体现为声誉效应。具体来说,声誉效应发挥作用的主要机理在于以下两点:其一,股东大会投票得票率高表明股东的认可度高,此时独立董事更容易为资本市场所关注,如果未能有效履行独立董事监督职责,其所能引起的不良社会影响更广泛,独立董事市场声誉毁损会更严重,进而会影响到其个人职业发展(黄海杰等,2016)<sup>[1]</sup>;其二,股东大会投票得票率高说明独立董事更容易为资本市场所接受,相对而言获得其他公司独立董事的机会更多,相应地经济收入和选择面不会仅局限于某一个或几个公司,进而独立性会有所增强,可以更客观地履行监督职责、针对企业违规行为发表否定意见。市场经济地位的确立和发展使得独立董事声誉所蕴含的价值不断增强(Masulis和Mobbs,2014)<sup>[6]</sup>,提高市场声誉已成为独立董事获得更多或更佳聘任机会的重要手段之一,基于进一步巩固高股东大会投票得票率所形成的市场声誉之需,其更为积极地履职已成为独立董事的占优策略选择(Ertimur等,2012)<sup>[31]</sup>,进而会致使异议行为相应增加。

(2)压力效应假说。资本市场的逐步发展使得中小股东不再倾向于采取“用脚投票”模式加以决策,中小股东可以通过股东大会投票以表达自己的不满情绪,甚至会出现议案被否决的情形。同样地,在股东大会选举独立董事的过程中,股东也可以通过投票质疑独立董事的履职能力,进而可能会引发外部媒体和监管部门关注,舆情压力和监管压力随之而来,此时独立董事唯有勤勉履职(异议行为增加)方可有效应对股东大会选举的压力,体现为股东大会投票对独立董事履职的压力效应。具体地,股东大会选举可能会通过如下的两大机制作用于独立董事的异议行为:首先,股东大会投票得票率较低表明股东选择以投票方式表达对独立董事未能有效监督管理层和大股东机会主义行为的不满(Cai等,2009)<sup>[27]</sup>,同时这也向外界传递了公司代理问题较为严重的信号,可能会诱发更多的媒体负面报道(Dyck等,2008)<sup>[32]</sup>,独立董事只有通过异议行为以督促企业管理层纠正违规决策(叶勇等,2013)<sup>[33]</sup>,进而达到应对媒体质疑的目的。更深层地,媒体也倾向于挖掘和报道更多诸如股东大会投票得票率较低等管理层不愿披露的幕后负面信息以吸引股东有限的注意力(饶育蕾等,2010)<sup>[34]</sup>,独立董事执业过程中的压力相应会进一步增强,这将迫使独立董事更为积极在董事会会议上针对有损股东权益的相关议案发表异议意见。其次,低股东大会投票得票率也可能使得独立董事面临更多的监管部门压力。一般情况下,股东大会选举中独立董事较低的投票得票率意味着企业股东内部对独立董事提名可能存在分歧意见,股东之间的利益分歧可能会引起交易所的关注,进而表现为收到交易所问询函的概率上升(Cassell等,2013)<sup>[35]</sup>,这将令独立董事持赞成意见的企业违规决策更容易被曝光(Johnston和Petacchi,2017)<sup>[36]</sup>,市场声誉受损的可能性和强度都会上升,因此更可能采取异议行为以确保履职能力不受质疑。在舆情压力和监管压力的双重作用下,股东大会投票得票率越低,独立董事面临的外部压力越大,其发表异议意见以确保有效应对外界质疑的可能性会上升。

基于以上声誉效应假说和压力效应假说两方面的分析,本文提出如下两个相对立的研究假设:

H<sub>1a</sub>:限定其他条件,股东大会投票得票率与独立董事异议行为正相关(声誉效应)。

H<sub>1b</sub>:限定其他条件,股东大会投票得票率与独立董事异议行为负相关(压力效应)。

### 三、研究设计

#### 1. 样本选取与数据来源

本文选取 2013—2018 年中国资本市场发生股东大会选举独立董事事件的 A 股上市公司为初始样本,依据研究惯例剔除了以下样本观测值:(1)属于金融保险行业的观测值;(2)同时发行 B 股或 H 股的观测值;(3)资产负债率大于 1 的观测值;(4)处于 ST、\*ST 等异常交易状态的观测值;(5)数据缺失的观测值。最终本文共获得 5924 个观测值。为了减弱个别极端值可能对研究结果造成的不利影响,本文对连续变量分别在 1% 和 99% 分位数进行 winsorize 缩尾处理。数据来源方面,独立董事的股东大会投票得票率数据系作者通过查询上市公司公告手工整理所得,其余数据均取自 CSMAR 数据库和 CCER 数据库,统计分析软件为 Stata15.1。

#### 2. 模型设定与变量定义

为了检验假设  $H_{1a}$  和假设  $H_{1b}$ ,本文参照 Cai 等(2009)<sup>[27]</sup>的研究,构建了如下的模型(1)检验股东大会投票得票率对独立董事异议行为的影响:

$$BB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IND P A P P R_{i,t-1} + \alpha_2 I N D R_{i,t-1} + \alpha_3 B O A R D_{i,t-1} + \alpha_4 C O M M_{i,t-1} + \alpha_5 I N D A G_{i,t-1} \\ + \alpha_6 I N D R E P U_{i,t-1} + \alpha_7 S E X_{i,t-1} + \alpha_8 S O E_{i,t-1} + \alpha_9 F I R S T_{i,t-1} + \alpha_{10} T O P 2 \_ 1 0_{i,t-1} + \alpha_{11} S I Z E_{i,t-1} \\ + \alpha_{12} L E V_{i,t-1} + \alpha_{13} G R O W_{i,t-1} + \alpha_{14} R O A_{i,t-1} + \alpha_{15} A G E_{i,t-1} + Y E A R + I N D U S + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $i$ 表示上市公司, $t$ 表示年度。依据上文的理论分析,若股东大会投票得票率  $INDPAPPR$  项系数  $\alpha_1$  显著大于 0,表明股东大会投票得票率与独立董事异议行为显著正相关,即支持声誉效应假说。反之,若股东大会投票得票率  $INDPAPPR$  项系数  $\alpha_1$  显著小于 0,表明股东大会投票得票率与独立董事异议行为显著负相关,即支持压力效应假说。

模型(1)中各研究变量的详细定义如下:

(1)被解释变量。 $BB$ 表示独立董事异议行为,本文分别以是否发生独立董事异议行为  $BB\_D$  和独立董事异议行为发生次数  $BB\_N$  两个指标加以衡量。具体而言,独立董事在董事会会议上发表的独立意见共包括“同意”“反对意见”“提出异议”“保留意见”“无法发表意见”“弃权”以及“其他”七种类型,参考唐雪松等(2010)<sup>[37]</sup>的研究,本文将“反对意见”“提出异议”“保留意见”“无法发表意见”和“弃权”五类意见视为异议行为,而“同意”和“其他”两类意见则视为非异议行为。

(2)解释变量。 $INDPAPPR$ 表示独立董事的股东大会投票得票率,参考 Fischer 等(2009)<sup>[9]</sup>的研究,本文分别采取以下三种方式加以度量:① $INDPAPPR1$ 等于公司独立董事所获赞成票百分比的中位数。未选取独立董事所获赞成票百分比的平均数衡量企业独立董事的股东大会投票得票率的原因在于,一般情况下企业独立董事数量不多,任何异常得票率都将对公司独立董事的股东大会投票得票率的整体水平产生较大的影响;②数据统计显示,2013—2018年,五分之四的样本企业独立董事的股东大会投票得票率处于 99.78%~100%的区间,为避免独立董事的股东大会投票得票率  $INDPAPPR1$  高同质性对研究结果的影响,本文进一步将  $INDPAPPR1$  等分为五组,并按照数值由小到大依次赋值为 1、2、3、4、5,记为  $INDPAPPR2$ ;③以五分之一分位数将  $INDPAPPR1$  区分为两组,记为  $INDPAPPR3$ ,将较高股东大会投票得票率组赋值为 1,而较低股东大会投票得票率组赋值为 0。考虑到股东大会投票得票情况对独立董事履职行为影响的滞后性,本文对解释变量  $INDPAPPR$  进行滞后一期处理。同时,解释变量的滞后处理也能够一定程度上缓解模型内生性问题对研究结论的潜在影响。

(3)控制变量。参照 Jiang 等(2016)<sup>[5]</sup>的研究,本文在模型(1)中控制了以下变量:①公司治理维度变量,主要包括独立董事比例  $INDR$ 、董事会规模  $BOARD$ 、内设委员会  $COMM$ 、独立董事年龄  $INDAG$ 、独立董事兼职家数  $INDREPU$ 、女性独立董事  $SEX$ 、产权性质  $SOE$ 、第一大股东持股  $FIRST$ 、

股权制衡水平 *TOP2\_10*;②公司特征维度变量,主要包括企业规模 *SIZE*、财务杠杆 *LEV*、成长能力 *GROW*、总资产收益率 *ROA*、成立年限 *AGE*;③行业虚拟变量 *INDUS* 和年度虚拟变量 *YEAR*。详细的变量定义与说明如表 1 所示。

表 1 变量定义与说明

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	独立董事异议行为	<i>BB_D</i>	若存在独立董事异议行为,则取值 1,否则 0
		<i>BB_N</i>	独立董事发表异议意见的次数
解释变量	独立董事的股东大会投票得票率	<i>INDPAPPR1</i>	独立董事所获赞成票百分比的中位数
		<i>INDPAPPR2</i>	将 <i>INDPAPPR1</i> 等分为五组,并按照数值由小到大依次赋值为 1、2、3、4、5
		<i>INDPAPPR3</i>	以 1/5 分位数对 <i>INDPAPPR1</i> 进行分组,处于分位数以上则赋值 1,否则 0
控制变量	独立董事比例	<i>INDR</i>	独立董事人数与董事会人数的比值
	董事会规模	<i>BOARD</i>	董事会总人数的自然对数
	内设委员会	<i>COMM</i>	董事会设置四大委员会的数量
	独立董事年龄	<i>INDAG</i>	独立董事平均年龄的自然对数
	独立董事兼职数量	<i>INDREPU</i>	独立董事兼职职务为董事的其他上市公司数量
	女性独立董事	<i>SEX</i>	若公司拥有女性独立董事则赋值 1,否则 0
	产权性质	<i>SOE</i>	若企业最终控制人为国有则赋值 1,否则 0
	第一大股东持股	<i>FIRST</i>	第一大股东持股数与企业总股数的比值
	股权制衡水平	<i>TOP2_10</i>	第二至第十大股东持股数之和与公司总股数的比值
	企业规模	<i>SIZE</i>	公司年末总资产的自然对数
	财务杠杆	<i>LEV</i>	公司期末总负债与年末总资产的比值
	成长能力	<i>GROW</i>	企业总资产的年度增长率
	总资产收益率	<i>ROA</i>	净利润与公司年末总资产的比值
	成立年限	<i>AGE</i>	$\ln(\text{观测年份} - \text{成立年份} + 1)$
	行业	<i>INDUS</i>	参照中国证监会 2012 年行业分类标准设置虚拟变量
年度	<i>YEAR</i>	涵括 6 个研究年份,共设置 5 个年度虚拟变量	

资料来源:作者整理

## 四、实证结果与分析

### 1. 描述性统计分析

表 2 显示了主要研究变量的描述性统计分析结果。*BB\_D* 的均值为 0.0137,即仅有 1.37% 的样本公司存在独立董事异议行为,说明在中国资本市场中独立董事发表异议行为极为罕见;*BB\_N* 均值为 0.0346,标准差为 0.4333,是其均值的 12 倍以上,以上数据说明,不同上市公司独立董事异议行为数量存在着很大的差异。*INDPAPPR1* 的均值为 0.9890,揭示虽然大部分股东对独立董事选举投赞成票,但是依然有部分股东选择对独立董事投反对票以表达自身对独立董事履职能力的质疑。*INDR* 的均值为 0.3741,表明样本公司独立董事人数占董事会成员总数的比例为 37.41%,高于中国证监会所要求的独立董事最低 1/3 的占比。*COMM* 的 1/4 分位数为 4.0000,反映出 75% 以上的上市公司均在董事会下设置了四大委员会。*INDREPU* 的均值和中位数分别为 1.1276 和

1.0000,说明独立董事在其他上市公司兼职董事职位的情况比较普遍。*SEX* 的均值为 0.5797,表明 57.97% 的样本公司拥有女性独立董事,符合董事会多元化的发展趋势。*SOE* 的均值为 0.3307,反映出样本公司中国有企业将近达到 1/3。*FIRST* 的均值为 0.3371,揭示出股权集中度高在中国上市公司中依然是普遍现象。*TOP2\_10* 的最小值和最大值分别为 0.0036 和 0.5506,表明不同企业的股权制衡水平存在较大差异。*LEV* 的最小值和最大值分别为 0.0564 和 0.8949,说明企业之间的财务杠杆水平存在很大差异。

表 2 主要研究变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	1/4 分位	中位数	3/4 分位	最大值
<i>BB_D</i>	5924	0.0137	0.1161	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>BB_N</i>	5924	0.0346	0.4333	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	15.0000
<i>INDPAPPR1</i>	5924	0.9890	0.0430	0.6838	0.9990	0.9999	1.0000	1.0000
<i>INDPAPPR2</i>	5924	3.1609	1.5669	1.0000	2.0000	3.0000	5.0000	5.0000
<i>INDPAPPR3</i>	5924	0.8001	0.3999	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
<i>INDR</i>	5924	0.3741	0.0522	0.3333	0.3333	0.3333	0.4286	0.5714
<i>BOARD</i>	5924	2.1321	0.1962	1.6094	1.9459	2.1972	2.1972	2.7081
<i>COMM</i>	5924	3.8975	0.3640	2.0000	4.0000	4.0000	4.0000	4.0000
<i>INDAGE</i>	5924	3.9759	0.0875	3.7670	3.9160	3.9750	4.0360	4.1821
<i>INDREPU</i>	5924	1.1276	0.7214	0.0000	0.6000	1.0000	1.6000	3.0000
<i>SEX</i>	5924	0.5797	0.4937	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
<i>SOE</i>	5924	0.3307	0.4705	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
<i>FIRST</i>	5924	0.3371	0.1531	0.0041	0.2217	0.3185	0.4382	0.7510
<i>TOP2_10</i>	5924	0.2340	0.1292	0.0036	0.1301	0.2242	0.3271	0.5506
<i>SIZE</i>	5924	22.1360	1.1907	19.8743	21.2875	22.0025	22.8373	25.6791
<i>LEV</i>	5924	0.4191	0.2051	0.0564	0.2529	0.4036	0.5694	0.8949
<i>GROW</i>	5924	0.2363	0.5438	-0.2888	0.0202	0.1031	0.2499	4.0683
<i>ROA</i>	5924	0.0374	0.0575	-0.2476	0.0137	0.0358	0.0646	0.1854
<i>AGE</i>	5924	2.8441	0.3215	1.9459	2.6391	2.8904	3.0910	3.4657

资料来源:作者整理

## 2. 多元回归分析结果

表 3 显示了股东大会投票与独立董事异议行为之间关系的多元回归分析结果。其中,Panel A 中被解释变量 *BB\_D* 为是否存在独立董事异议行为的哑变量,采用 Logit 回归分析方法;Panel B 中被解释变量 *BB\_N* 为独立董事发生异议行为次数的离散变量,采用 Order-Logit 回归分析方法。具体地,第(1)~(3)列中 *INDPAPPR1*、*INDPAPPR2*、*INDPAPPR3* 项系数均在 10% 以上水平上显著为负,以上结果联合表明,股东大会投票得票率越低,独立董事异议行为的发生概率越大。第(4)~(6)列中的 *INDPAPPR1*、*INDPAPPR2*、*INDPAPPR3* 项系数均在 10% 以上水平上显著为负,反映出股东大会投票得票率越低,独立董事异议行为发生的次数越多。上述数据结果揭示,较低的股东大会投票得票率将会促使独立董事更倾向于发表异议意见且次数更多,支持了假设  $H_{11}$  的压力效应假说。其原因在于,较低的股东大会投票得票率意味着股东对独立董事履职效率存在不满,亦或股东内部对独立董事提名可能存在意见分歧,向外界传递公司代理问题严重以及股东之间存在利益分歧的信号,进而容易诱发媒体的负面报道和交易所更多的关注,使得独立董事持赞成意见的企业



违规决策更容易被曝光,增加了独立董事的执业压力。由此,在外部舆情压力和监管压力的双重作用下,股东大会投票得票率较低的独立董事将积极采取异议行为以应对外界的质疑。

控制变量方面:(1)内设委员会数量 *COMM* 与独立董事发表异议行为的概率 *BB\_D* 和数量 *BB\_N* 均在 10% 水平上显著负相关,表明当企业董事会设置的委员会数量越多,独立董事发表异议行为的概率和数量越少,可能是由于内部委员会提高了公司治理效率所致;(2)企业规模 *SIZE* 的系数均在 5% 水平上显著为负,说明企业规模越大,独立董事发表异议行为的可能性越小,可能原因在于经营规模较大企业经营更为规范;(3)总资产收益率 *ROA* 的系数均在 1% 水平上显著为负,表明盈利能力越强的企业被出具否定意见的可能性越低。

表 3 股东大会投票与独立董事异议行为<sup>①</sup>

变量	Panel A: <i>BB_D</i>			Panel B: <i>BB_N</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>INDPAPPR1</i>	-5.4361*** (-3.7602)			-5.5833*** (-3.7127)		
<i>INDPAPPR2</i>		-0.1620* (-1.7913)			-0.1677* (-1.8387)	
<i>INDPAPPR3</i>			-0.4886* (-1.8013)			-0.4999* (-1.8337)
<i>INDR</i>	3.3742 (1.2303)	3.3316 (1.2244)	3.3518 (1.2444)	3.3429 (1.1916)	3.3476 (1.2027)	3.3389 (1.2111)
<i>BOARD</i>	1.2870* (1.7599)	1.2062 (1.6146)	1.2270* (1.6655)	1.2428* (1.6723)	1.1847 (1.5586)	1.1938 (1.5988)
<i>COMM</i>	-0.4930* (-1.8061)	-0.4820* (-1.7266)	-0.4969* (-1.8146)	-0.4946* (-1.8051)	-0.4779* (-1.7234)	-0.4951* (-1.8177)
<i>INDAGE</i>	-1.1796 (-0.8426)	-1.0610 (-0.7576)	-1.0252 (-0.7409)	-1.2115 (-0.8745)	-1.0886 (-0.7858)	-1.0544 (-0.7713)
<i>INDREPU</i>	0.1101 (0.6578)	0.1068 (0.6434)	0.1087 (0.6547)	0.0997 (0.5999)	0.0996 (0.6039)	0.1000 (0.6063)
<i>SEX</i>	-0.2601 (-1.0609)	-0.2544 (-1.0328)	-0.2405 (-0.9809)	-0.2801 (-1.1289)	-0.2683 (-1.0824)	-0.2555 (-1.0360)
<i>SOE</i>	0.0038 (0.0140)	0.0439 (0.1674)	0.0399 (0.1520)	-0.0236 (-0.0875)	0.0193 (0.0742)	0.0156 (0.0598)
<i>FIRST</i>	-1.1154 (-1.2698)	-1.2062 (-1.3386)	-1.2317 (-1.3696)	-1.1186 (-1.2640)	-1.2052 (-1.3249)	-1.2391 (-1.3674)
<i>TOP2_10</i>	0.9362 (1.2676)	1.3767* (1.7719)	1.3341* (1.7288)	1.0199 (1.3749)	1.4554* (1.8519)	1.4056* (1.8054)
<i>SIZE</i>	-0.2642** (-2.1993)	-0.2869** (-2.3129)	-0.2723** (-2.2239)	-0.2589** (-2.1585)	-0.2826** (-2.2686)	-0.2669** (-2.1753)

① Panel B 中对应 Order-Logit 回归分析的截距项过多,在本文中予以省略,表 4 中第(7)~(9)列、表 5 中第(1)~(3)列和第(7)~(9)列、表 6 中 Panel B、表 7 中 Panel B 已做类似处理,不再赘述。

续表 3

变量	Panel A: <i>BB_D</i>			Panel B: <i>BB_N</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>LEV</i>	0.7917 (1.1971)	0.8278 (1.2383)	0.8278 (1.2518)	0.7847 (1.1936)	0.8129 (1.2210)	0.8165 (1.2412)
<i>GROW</i>	-0.1630 (-0.4997)	-0.1747 (-0.5187)	-0.1832 (-0.5638)	-0.1843 (-0.6002)	-0.1901 (-0.5935)	-0.2012 (-0.6553)
<i>ROA</i>	-8.2825 *** (-5.8338)	-8.0383 *** (-5.6345)	-8.0853 *** (-5.7222)	-8.3174 *** (-5.7486)	-8.0806 *** (-5.5485)	-8.1040 *** (-5.6269)
<i>AGE</i>	0.7313 (1.6403)	0.7329 (1.5966)	0.7151 (1.5724)	0.7515 * (1.6597)	0.7517 (1.6051)	0.7337 (1.5811)
常数项	6.2267 (0.9154)	1.7043 (0.2635)	1.0085 (0.1583)			
年份/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	5924	5924	5924	5924	5924	5924
伪 $R^2$	0.1606	0.1520	0.1515	0.1257	0.1188	0.1183

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(双尾);报告中的Z值均已经过个体层面的cluster调整,下同  
资料来源:作者整理

### 3. 敏感性分析<sup>①</sup>

(1)工具变量法。尽管在模型(1)中自变量滞后一期的处理方法可以在一定程度上缓解互为因果关系所导致的内生性问题,但是模型(1)中独立董事异议行为的发生也可能是基于为了获取将来更高的股东大会投票得票率之需所致,因此本文进一步采用工具变量法进行测试。具体地,借鉴Lev和Sougiannis(1996)<sup>[38]</sup>、周泽将和邹冰清(2020)<sup>[39]</sup>的研究设计,选择除本公司外同年度其他公司股东大会投票得票率的均值作为工具变量,原因在于在同一年度中股东大会投票选举独立董事的得票率之间可能会受到诸如市场行情、投资者情绪等相同外在环境的影响而呈现出基本类似的特征,但其他公司的股东大会投票不会对本公司的独立董事异议行为产生直接影响。参考周泽将等(2019)<sup>[40]</sup>的研究,当被解释变量为独立董事异议行为是否发生*BB\_D*时,采用工具变量进行IV Probit回归分析,当被解释变量为独立董事异议行为发生次数*BB\_N*时,采用工具变量进行IV Ordered Probit回归分析。回归结果显著性未发生变化,揭示当控制内生性问题后,股东大会投票得票率与独立董事异议行为之间的负相关关系依然成立。

(2)重新度量异议行为。参考李世刚等(2019)<sup>[41]</sup>的研究,本文对独立董事异议行为的概念进行重新界定,具体将“反对意见”“提出异议”“弃权”三种类型意见视为异议行为。更换度量方式后的回归结果未有改变,表明本文的研究结论是稳健的。

(3)稀有事件回归。本文研究对象独立董事异议行为的样本观测值占比约为1.37%,属于稀有事件,参考陈琳等(2019)<sup>[42]</sup>的研究,采用补对数-对数模型进行检验以修正稀有事件偏差。回归结果与表4基本保持一致,表明在修正了稀有事件偏差之后,本文的研究结论依然成立。

<sup>①</sup> 限于篇幅,详细的敏感性分析结果予以省略,备案。

(4)删除独立董事补充选举的样本。独立董事选举分为补充选举和换届选举两种情况,其中独立董事补充选举是指当上市公司独立董事人数未达到《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》所要求的人数时,上市公司将会补充选举若干独立董事以达到相关规定的要求。因此,独立董事补充选举的人数小于独立董事总人数,以部分独立董事的股东大会投票得票率中位数衡量上市公司独立董事的股东大会投票得票率整体水平可能降低研究结论的可靠性。为了缓解独立董事补充选举可能带来的偏差性影响,本文删除独立董事补充选举的样本观测值进行回归分析,研究结论未有实质性改变。

(5)采用公司-年份双维 Cluster 聚类调整的回归方法。本文之前采用公司聚类的方式进行回归分析,以解决公司层面上的组间相关性。但本文所使用的是面板数据,同时存在着时间序列相关性问题。鉴于此,本文进一步对公司和年份双维层面进行 Cluster 聚类调整以同时控制组内和组间的相关性问题。回归结果显示,在同时控制组间和组内相关问题后,本文的研究结论依然成立。

## 五、进一步分析

### 1. 独立董事履职行为压力效应的作用机制检验

在理论分析和研究假设部分,本文认为独立董事履职行为的压力效应主要来自于外部舆情和外部监管,其作用机理在于:首先,股东大会投票得票率较低明确表达了股东对独立董事履职效率的不满(Cai等,2009)<sup>[27]</sup>,无疑向外界传递公司代理问题严重的信号,进而容易引发更多的媒体负面报道(Dyck等,2008)<sup>[32]</sup>,增加独立董事的执业压力。其次,一般而言股东大会投票得票率大多数都处于较高水平,少数较低的股东大会投票得票率往往意味着股东内部对独立董事提名存在意见分歧,这种股东间的利益冲突容易引起交易所的关注,具体可能表现为收到更多问询函(Cassell等,2013)<sup>[35]</sup>,这将带给独立董事较大的执业压力。独立董事是否确实因为上述的双重压力提高自身发表异议行为的概率和次数,还有待进一步的实证检验。因此,本文进一步借鉴中介效应的研究方法,以观察外部舆情压力以及外部监管压力在股东大会投票得票率和独立董事异议行为关系中的中介作用,具体如下:

(1)基于外部舆情压力的中介效应检验。为检验外部舆情压力在股东大会投票得票率与独立董事异议行为关系中是否发挥中介作用,本文构建如下的模型(2)和模型(3):

$$MEDIA_{i,t} = a_0 + a_1NDPAPPR_{i,t-1} + Control\ Variables_{i,t-1} + \varepsilon \quad (2)$$

$$BB_{i,t} = a_0 + a_1INDPAPPR_{i,t-1} + \beta_1MEDIA_{i,t} + Control\ Variables_{i,t-1} + \varepsilon \quad (3)$$

其中, $MEDIA$ 代表外部舆情压力,具体以媒体负面报道来度量,等于 $\ln(\text{媒体负面报道次数} + 1)$ 。媒体负面报道具体是指报刊财经新闻对企业的报道含有批评、指责或质疑等负面语气,其数据来源于CNRDS中国研究数据服务平台。控制变量与模型(1)保持不变。

表4显示了基于外部舆情压力的中介效应检验结果。其中,第(1)~(3)列中 $INDPAPPR1$ 、 $INDPAPPR2$ 、 $INDPAPPR3$ 的系数均在10%水平上显著为负,说明较低的股东大会投票得票率会显著提高媒体对企业的负面报道。第(4)~(9)列中, $MEDIA$ 的系数均显著为正,以上结果说明,外部舆情压力的中介效应存在<sup>①</sup>,亦即存在“股东大会投票得票率较低—外部舆情压力提高—异议行为增加”的独立董事履职行为压力效应影响机制。

<sup>①</sup> 参照钱雪松等(2015)<sup>[43]</sup>、潘彬和金雯雯(2017)<sup>[44]</sup>的研究,当表4中第(1)~(3)列中 $INDPAPPR1$ 、 $INDPAPPR2$ 和 $INDPAPPR3$ ,第(4)~(9)列中 $MEDIA$ 的系数均显著时,表明中介变量的中介效应存在,不再需要进行Sobel检验。当下文存在相似情况时,不再赘述。

表 4 股东大会投票与独立董事异议行为:基于外部舆情压力的中介效应检验

变量	Panel A:模型(2)			Panel B:模型(3)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>INDPAPPR1</i>	-0.9323 *** (-2.8336)			-5.2113 *** (-3.4877)			-5.3552 *** (-3.4588)		
<i>INDPAPPR2</i>		-0.0217 ** (-2.2382)			-0.1557 * (-1.7526)			-0.1620 * (-1.8109)	
<i>INDPAPPR3</i>			-0.0612 * (-1.6661)			-0.4637 * (-1.7058)			-0.4769 * (-1.7508)
<i>MEDIA</i>				0.2222 * (1.8413)	0.2376 ** (2.0263)	0.2361 ** (2.0029)	0.2191 * (1.8325)	0.2356 ** (2.0336)	0.2340 ** (2.0117)
常数项	-5.2033 *** (-5.0964)	-5.9281 *** (-6.1540)	-6.0493 *** (-6.2731)	7.0470 (1.0390)	2.6097 (0.4091)	1.9441 (0.3089)			
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	5924	5924	5924	5924	5924	5924	5924	5924	5924
调整后 R <sup>2</sup> / 伪 R <sup>2</sup>	0.3124	0.3120	0.3118	0.1652	0.1573	0.1567	0.1292	0.1229	0.1223

资料来源:作者整理

(2)基于外部监管压力的中介效应检验。为检验外部监管压力在股东大会投票得票率与独立董事异议行为关系中是否发挥中介作用,本文构建如下的模型(4)和模型(5):

$$INQUIRY\_N_{i,t} = a_0 + a_1INDPAPPR_{i,t-1} + Control\ Variables_{i,t-1} + \varepsilon \quad (4)$$

$$BB_{i,t} = a_0 + a_1INDPAPPR_{i,t-1} + \beta_1INQUIRY\_N_{i,t} + Control\ Variables_{i,t-1} + \varepsilon \quad (5)$$

其中,*INQUIRY\_N*代表外部监管压力,等于监管机构向上市公司出具问询函的数量,其数据来源于 CNRDS 中国研究数据服务平台。控制变量与模型(1)保持不变。

表5报告了基于外部监管压力的中介效应检验结果。其中,第(1)~(3)列中 *INDPAPPR1*、*INDPAPPR2*、*INDPAPPR3* 的系数均在 1% 水平上显著为负,说明较低的股东大会投票得票率会显著提高外部监管压力。第(4)~(9)列中,*INQUIRY\_N* 的系数均显著为正,以上结果说明,外部监管压力的中介效应存在,亦即存在“股东大会投票得票率较低—外部监管压力提高—异议行为增加”的独立董事履职行为压力效应影响机制。

表 5 股东大会投票与独立董事异议行为:基于外部监管压力的中介效应检验

变量	Panel A:模型(4)			Panel B:模型(5)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>INDPAPPR1</i>	-2.7381 *** (-3.6007)			-4.8811 *** (-3.5378)			-5.1956 *** (-3.4742)		
<i>INDPAPPR2</i>		-0.0903 *** (-3.5826)			-0.1648 * (-1.8397)			-0.1638 * (-1.8284)	
<i>INDPAPPR3</i>			-0.3109 *** (-3.7252)			-0.3830 (-1.3397)			-0.3809 (-1.3277)
<i>INQUIRY_N</i>				0.4257 *** (6.4097)	0.4461 *** (6.5546)	0.4339 *** (6.3489)	0.4428 *** (6.1465)	0.4556 *** (6.3380)	0.4445 *** (6.1208)

续表 5

变量	Panel A: 模型(4)			Panel B: 模型(5)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
常数项				1.6571 (0.2484)	-2.4060 (-0.3752)	-3.0207 (-0.4768)			
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	5924	5924	5924	5924	5924	5924	5924	5924	5924
伪 R <sup>2</sup>	0.1232	0.1231	0.1231	0.1992	0.1935	0.1911	0.1583	0.1528	0.1509

资料来源:作者整理

## 2. 独立董事履职行为压力效应的情境分析

独立董事作为公司治理机制中重要的组成部分,肩负着约束管理层和大股东机会主义行为以缓解两类代理冲突的职责(罗进辉等,2017)<sup>[45]</sup>。因此企业代理成本的差异可能对独立董事的履职行为产生影响,进而影响到股东大会投票与独立董事异议行为之间的关系。进一步地,具体到独立董事履职行为的压力效应,媒体负面报道倾向和交易所问询函监管都会不同程度受到企业代理冲突严重性的影响。薛有志等(2014)<sup>[46]</sup>发现企业代理冲突越严重,媒体对企业负面报道越多;孙彤和薛爽(2019)<sup>[47]</sup>指出,对企业代理冲突的分析是交易所监管人员发出问询函的重要依据之一。基于上述分析,企业代理问题的严重程度必然会导致独立董事监督行为存在异质性。因此,本文依次引入第一类代理成本和第二类代理成本两个情境因素,以深入检验不同情境下独立董事得票率对异议行为影响的差异。

(1)第一类代理成本的情境分析。本文采用经营费用率( $AC = (\text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{主营业务收入}$ )来衡量企业第一类代理成本,并按照第一类代理成本的中位数将样本公司区分为第一类代理成本较低组( $AC = 0$ )和第一类代理成本较高组( $AC = 1$ )进行分组测试,以检验第一类代理成本对独立董事履职行为压力效应的影响。具体而言,表6 Panel A 与 Panel B 分别采用 Logit 和 Order-Logit 回归分析方法。在第一类代理成本较高组,第(2)列中 *INDPAPPR1* 的系数在 1% 水平上显著为负;第(4)列中 *INDPAPPR2* 的系数在 5% 水平上显著为负;第(6)列中 *INDPAPPR3* 的系数在 5% 水平上显著为负;而在第一类代理成本较低组,第(1)、(3)和(5)列中 *INDPAPPR* 的系数均不显著。Panel B 中的回归结果与 Panel A 相类似,不再赘述<sup>①</sup>。以上结果联合表明,独立董事履职的压力效应主要发生在第一类代理成本较高的企业中。造成这一结果的原因可能在于,在第一类代理成本较高的企业,拥有企业经营权的管理层追求个人私利而做出有损企业价值的行为(Jensen 和 Meckling,1976)<sup>[28]</sup>,提高了股东对媒体参与监督管理层机会主义行为的需求,以市场需求为导向的媒体将加大对第一类代理成本较高企业的关注。与此同时,外部媒体倾向于通过对企业的负面报道提高管理层的声誉损失风险,进而起到对管理层行为的控制效应,以满足股东需求(薛有志等,2014)<sup>[46]</sup>。由此,相对于第一类代理成本较低的企业,第一类代理成本较高的企业股东大会投票低得票率将诱发媒体更多的特别关注和负面报道,进一步提高独立董事执业压力,具体表现为股东大会投票得票率对独立董事异议行为的压力效应在第一类代理成本较高的企业中更明显。

① 比较组间系数的边际效应差异后发现,第一类代理成本较高组 *INDPARPR* 的边际效应绝对值均高于第一类代理成本较低组,进一步支持了独立董事履职的压力效应主要发生在第一类代理成本较高的企业中。

表 6 股东大会投票与独立董事异议行为:第一类代理成本的情境分析

Panel A:BB_D						
变量	(1) AC = 0	(2) AC = 1	(3) AC = 0	(4) AC = 1	(5) AC = 0	(6) AC = 1
INDPAPPR1	-4.3001 (-1.4721)	-6.5617*** (-3.3648)				
INDPAPPR2			0.0764 (0.5644)	-0.3009** (-2.4745)		
INDPAPPR3					0.1110 (0.2387)	-0.8436** (-2.3062)
常数项	-29.8417*** (-2.9185)	9.0841 (0.9742)	-36.0834*** (-3.1738)	2.1134 (0.2424)	-32.6520*** (-3.2501)	1.1479 (0.1353)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	2962	2962	2962	2962	2962	2962
伪 R <sup>2</sup>	0.1921	0.2133	0.1887	0.2071	0.1880	0.2036
Panel B:BB_N						
变量	(1) AC = 0	(2) AC = 1	(3) AC = 0	(4) AC = 1	(5) AC = 0	(6) AC = 1
INDPAPPR1	-4.1792 (-1.4677)	-6.9013*** (-3.2159)				
INDPAPPR2			0.0645 (0.4702)	-0.3009** (-2.4524)		
INDPAPPR3					0.0684 (0.1450)	-0.8446** (-2.2827)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	2962	2962	2962	2962	2962	2962
伪 R <sup>2</sup>	0.1545	0.1671	0.1517	0.1609	0.1512	0.1582

资料来源:作者整理

(2)第二类代理成本的情境分析。本文采用大股东掏空( $TUL = \text{其他应收款}/\text{资产总计}$ )来衡量企业第二类代理成本,并按照第二类代理成本的中位数将样本公司区分为第二类代理成本较低组( $TUL = 0$ )和第二类代理成本较高组( $TUL = 1$ )进行分组测试,以检验第二类代理成本对独立董事履职行为压力效应的影响。表7中Panel A与Panel B分别采用Logit和Order-Logit回归分析方法。在第二类代理成本较高组,第(2)列中INDPAPPR1的系数在1%水平上显著为负;第(4)列中INDPAPPR2的系数在10%水平上显著为负;第(6)列中INDPAPPR3的系数在5%水平上显著为负;而在第二类代理成本较低组,第(1)、(3)和(5)列中INDPAPPR的系数均不显著。Panel B中的回归结果与Panel A相类似,不再赘述<sup>①</sup>。可能的原因在于,在第二类代理成本较高的企业,大股东运用其超额控制权优势通过关联交易和资金占有等方式侵占公司利益,严重损害了中小股东的权益,致使中小股东与控股股东之间的利益冲突更为激烈。因此,当企业第二类代理成本较高时,较

<sup>①</sup> 比较组间系数的边际效应差异后发现,第二类代理成本较高组INDPAPPR的边际效应绝对值均高于第二类代理成本较低组,进一步支持了第二类代理成本会强化独立董事履职的压力效应。

低的股东大会投票得票率向外释放的股东之间存在利益分歧的信号更为强烈,而问询监管等作为维护投资者权益的重要机制,将对此类企业进行更多的关注和问询,进一步提高独立董事所面临的外部监管压力,股东大会投票得票率对独立董事异议行为的压力效应因此将相应增强。

表 7 股东大会投票与独立董事异议行为:第二类代理成本的情境分析

Panel A: <i>BB_D</i>						
变量	(1) <i>TUL</i> = 0	(2) <i>TUL</i> = 1	(3) <i>TUL</i> = 0	(4) <i>TUL</i> = 1	(5) <i>TUL</i> = 0	(6) <i>TUL</i> = 1
<i>INDPAPPR1</i>	4.2411 (0.6684)	-7.1118 *** (-4.7917)				
<i>INDPAPPR2</i>			-0.1312 (-0.9207)	-0.2106 * (-1.7692)		
<i>INDPAPPR3</i>					-0.1494 (-0.2823)	-0.7652 ** (-2.3148)
常数项	-24.9254 ** (-1.9645)	13.4786 (1.3979)	-19.2607 * (-1.9265)	8.2064 (0.8851)	-20.2981 ** (-2.0582)	7.1537 (0.7885)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	2954	2970	2954	2970	2954	2970
伪 R <sup>2</sup>	0.2230	0.1927	0.2243	0.1685	0.2218	0.1715
Panel B: <i>BB_N</i>						
变量	(1) <i>TUL</i> = 0	(2) <i>TUL</i> = 1	(3) <i>TUL</i> = 0	(4) <i>TUL</i> = 1	(5) <i>TUL</i> = 0	(6) <i>TUL</i> = 1
<i>INDPAPPR1</i>	4.1236 (0.6724)	-7.2785 *** (-4.6935)				
<i>INDPAPPR2</i>			-0.1477 (-1.0016)	-0.2151 * (-1.7957)		
<i>INDPAPPR3</i>					-0.1863 (-0.3474)	-0.7753 ** (-2.3503)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	2954	2970	2954	2970	2954	2970
伪 R <sup>2</sup>	0.1773	0.1512	0.1789	0.1315	0.1765	0.1338

资料来源:作者整理

## 六、研究结论与政策启示

理论上,独立董事可能是出于多种动机来履行自己的监督职责,然而,现有研究的关注点主要在于声誉效应所发挥的作用,而忽略了其背后可能存在的压力效应。基于弥补以往研究对压力效应关注不足的考量,本文以股东大会投票为契机,选择 2013—2018 年中国资本市场发生独立董事选举事件的 A 股上市公司为样本,实证检验股东大会投票得票率对独立董事异议行为的影响。研究结果显示:较低的股东大会投票得票率会显著提高独立董事异议行为发生的概率和数量,支持了独立董事履职行为的压力效应假说。对独立董事履职行为压力效应作用机制检验表明,较低的股东大会投票得票率会增加企业所面临的外部舆情压力和监管压力,进而提高了独立董事异议行为发生的概率和数量。进一步引入两类代理成本情境因素后发现,无论企业第一类代理成本亦或第

二类代理成本水平较高时,独立董事履职行为的压力效应显著增强。本文丰富了股东大会投票和独立董事异议行为的相关研究,有助于加深对独立董事履职机制的理解。

结合上述研究发现,本文提出以下三点政策建议。其一,提高股东参与股东大会投票的积极性,以充分发挥股东投票机制对独立董事履职行为的监督作用。长期以来,股东参与股东大会投票的积极性不高,尤其是“股微言轻”的中小股东即使参与股东大会,也是无奈的选择“用脚投票”,究其原因主要在于大部分股东认为投票并不能改变控股股东的决策,从而低估了投票机制对于提高公司治理效率的作用。实际上,虽然一般情况下股东难以通过投票方式改变独立董事的任免决定,但可以利用投票权对履职效率低下的独立董事表达不满,进而引起外部媒体和监管层的关注,促使独立董事积极履行监督职责以缓解代理冲突、维护自身权益。因此,应提高股东参与股东大会投票的积极性,进而充分发挥股东投票机制对独立董事履职行为的监督作用。其二,强调和加强外部媒体和监管部门对独立董事履职行为的监督作用。较低的股东大会投票得票率容易引起外部媒体和监管部门对企业的关注,增加独立董事的执业压力,进而促使独立董事积极履行监督职责,同时进一步提高媒体的独立性和权威性,更好地发挥外部媒体对独立董事履职行为的监督作用。其三,关注企业代理成本在股东大会投票机制中的内在影响。相比于低代理成本企业,独立董事履职行为的压力效应在代理成本高的企业中更为明显,因此高代理成本企业的股东应该更加注重运用其拥有的投票权来影响独立董事的得票率,进而促使独立董事对有损股东利益的董事会议案发表否定意见。同时,资本市场监管部门应完善对独立董事的监督机制,促使独立董事规范自身履职行为。

## 参考文献

- [1] 黄海杰,吕长江,丁慧. 独立董事声誉与盈余质量——会计专业独董的视角[J]. 北京:管理世界,2016,(3):128-143.
- [2] 全怡,郭卿.“追名”还是“逐利”:独立董事履职动机之探究[J]. 哈尔滨:管理科学,2017,(4):3-16.
- [3] Fama,E.F., and M. C. Jensen. Separation of Ownership and Control[J]. The Journal of Law and Economics,1983,26,(2):301-325.
- [4] 唐清泉,罗党论,王莉. 上市公司独立董事辞职行为研究——基于前景理论的分析[J]. 天津:南开管理评论,2006,(1):74-83.
- [5] Jiang,W.,H. Wan,and S. Zhao. Reputation Concerns of Independent Directors:Evidence from Individual Director Voting[J]. The Review of Financial Studies,2016,29,(3):655-696.
- [6] Masulis,R. W., and S. Mobbs. Independent Director Incentives: Where do Talented Directors Spend Their Limited Time and Energy? [J]. Journal of Financial Economics,2014,111,(2):406-429.
- [7] Ertimur,Y.,F. Ferri,and D. Oesch. Understanding Uncontested Director Elections[J]. Management Science,2018,64,(7):3400-3420.
- [8] 蔡宁,吴国强. 上市公司股东大会治理作用:研究回顾与中国实践[J]. 厦门:当代会计评论,2019,(3):17-43.
- [9] Fischer,P. E.,J. D. Gramlich,B. P. Miller,and H. D. White. Investor Perceptions of Board Performance:Evidence from Uncontested Director Elections[J]. Journal of Accounting and Economics,2009,48,(2-3):172-189.
- [10] 祝继高,叶康涛,陆正飞. 谁是更积极的监督者:非控股股东董事还是独立董事? [J]. 北京:经济研究,2015,(9):170-184.
- [11] Iliev,P.,K. V. Lins,D. P. Miller,and L. Roth. Shareholder Voting and Corporate Governance Around the World[J]. Review of Financial Studies,2015,28,(8):2167-2202.
- [12] Aggarwal,R.,S. Dahiya,and N. Prabhala. The Power of Shareholder Votes:Evidence from Uncontested Director Elections[J]. Journal of Financial Economics,2019,133,(1):134-153.
- [13] Tang,X.,J. Du,and Q. Hou. The Effectiveness of the Mandatory Disclosure of Independent Directors' Opinions: Empirical Evidence from China[J]. Journal of Accounting and Public Policy,2013,32,(3):89-125.
- [14] 姚颐,刘志远. 投票权制度改进与中小投资者利益保护[J]. 北京:管理世界,2011,(3):144-153.
- [15] Chen,Z.,B. Ke,and Z. Yang. Minority Shareholders' Control Rights and the Quality of Corporate Decisions in Weak Investor Protection Countries:A Natural Experiment from China[J]. Accounting Review,2013,88,(4):1211-1238
- [16] 陈玉罡,许金花,李善民. 对累积投票制的强制性规定有效吗? [J]. 天津:管理科学学报,2016,(3):34-47.
- [17] Chen,Y.,W. Li,and K. J. Lin. Cumulative Voting: Investor Protection or Antitakeover? Evidence from Family Firms in China[J]. Corporate Governance: An International Review,2015,23,(3):234-248.
- [18] 郑志刚,许荣,徐向江,赵锡军. 公司章程条款的设立、法律对投资者权力保护和公司治理——基于我国 A 股上市公司的



证据[J]. 北京:管理世界,2011,(7):141-153.

[19]黎文靖,孔东民,刘莎莎,邢精平. 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]. 北京:金融研究,2012,(3):152-165.

[20]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]. 北京:管理世界,2017,(9):101-115.

[21]Bethel, J. E., and S. L. Gillan. The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting[J]. *Financial Management*, 2002, 31, (4): 29-54.

[22]Li, K., T. Liu, and J. Wu. Vote Avoidance and Shareholder Voting in Mergers and Acquisitions[J]. *The Review of Financial Studies*, 2018, 31, (8): 3176-3211.

[23]Becht, M., A. Polo, and S. Rossi. Does Mandatory Shareholder Voting Prevent Bad Acquisitions? [J]. *The Review of Financial Studies*, 2016, 29, (11): 3035-3067.

[24]Ferri, F., and D. A. Maber. Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK[J]. *Review of Finance*, 2013, 17, (2): 527-563.

[25]Alissa, W. Boards' Response to Shareholders' Dissatisfaction: The Case of Shareholders' Say on Pay in the UK[J]. *European Accounting Review*, 2015, 24, (4): 727-752.

[26]Conyon, M., and G. Sadler. Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK[J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2010, 18, (4): 296-312.

[27]Cai, J., J. L. Garner, and R. A. Walking. Electing Directors[J]. *Journal of Finance*, 2009, 64, (5): 2389-2421.

[28]Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, (4): 305-360.

[29]俞伟峰,朱凯,王红梅,张璐. 管制下的独立董事:不求有功,但求无过[J]. 北京:中国会计与财务研究,2010,(3):107-148.

[30]宁向东,张颖. 独立董事能够勤勉和诚信地进行监督吗——独立董事行为决策模型的构建[J]. 北京:中国工业经济, 2012,(1):101-109.

[31]Ertimur, Y., F. Ferri, and D. A. Maber. Reputation Penalties for Poor Monitoring of Executive Pay: Evidence from Option Backdating[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 104, (1): 118-144.

[32]Dyck, A., N. Volchkova, and L. Zingales. The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 58, (3): 1093-1135.

[33]叶勇,李明,张瑛. 媒体关注对代理成本的影响[J]. 成都:软科学, 2013,(2):49-53.

[34]饶育蕾,彭叠峰,成大超. 媒体注意力会引起股票的异常收益吗?——来自中国股票市场的经验证据[J]. 北京:系统工程理论与实践, 2010,(2):287-297.

[35]Cassell, C. A., L. M. Cunningham, and L. A. Myers. Reviewing the SEC's Review Process: 10-K Comment Letters and the Cost of Remediation[J]. *The Accounting Review*, 2013, 88, (6): 1875-1908.

[36]Johnston, R., and R. Petacchi. Regulatory Oversight of Financial Reporting: Securities and Exchange Commission Comment Letters [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2017, 34, (2): 1128-1155.

[37]唐雪松,申慧,杜军. 独立董事监督中的动机——基于独立意见的经验证据[J]. 北京:管理世界, 2010,(9):138-149.

[38]Lev, B., and T. Sougiannis. The Capitalization, Amortization, and Value-Relevance of R&D [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1996, 21, (1): 107-138.

[39]周泽将,邹冰清. 监事会经济独立性与代理成本[J]. 蚌埠:财贸研究, 2020,(2):97-110.

[40]周泽将,马静,胡刘芬. 经济独立性能否促进监事会治理功能发挥——基于企业违规视角的经验证据[J]. 天津:南开管理评论, 2019,(6):62-76.

[41]李世刚,蒋煦涵,蒋尧明. 独立董事内部薪酬差距与异议行为[J]. 北京:经济管理, 2019,(3):124-140.

[42]陈琳,房超,田素华,俞小燕. 全球生产链嵌入位置如何影响中国企业的对外直接投资? [J]. 上海:财经研究, 2019,(10):86-99.

[43]钱雪松,杜立,马文涛. 中国货币政策利率传导有效性研究:中介效应和体制内外差异[J]. 北京:管理世界, 2015,(11):11-28.

[44]潘彬,金雯雯. 货币政策对民间借贷利率的作用机制与实施效果[J]. 北京:经济研究, 2017,(8):78-93.

[45]罗进辉,黄泽悦,朱军. 独立董事地理距离对公司代理成本的影响[J]. 北京:中国工业经济, 2017,(8):100-119.

[46]薛有志,吴超,周杰. 代理成本、信息不对称与IPO前媒体报道[J]. 哈尔滨:管理科学, 2014,(5):80-90.

[47]孙彤,薛爽. 管理层自利行为与外部监督——基于信息披露的信号博弈[J]. 北京:中国管理科学, 2019,(2):187-196.

# Shareholders Meeting Voting and Dissident Behaviors of Independent Directors: Reputation Effect VS Pressure Effect

ZHOU Ze-jiang<sup>1</sup>, WANG Hao-ran<sup>2</sup>

(1. School of Business, Anhui University, Hefei, Anhui, 230601, China;

2. School of Economics, Anhui University, Hefei, Anhui, 230601, China)

**Abstract:** As an important part of corporate governance mechanisms, independent director system has been greatly expected in alleviating agency conflicts and protecting rights of minority investors. Since introduced into the Chinese capital market in 2001, independent director system is quite controversial due to playing an inefficient supervisory function in reality. Therefore, how to improve performance efficiency of independent directors is of significations. Existing research generally holds that the supervisory role of independent directors in corporate governance mainly relies on reputation mechanisms, and independent directors may perform their supervisory duties due to various motivations in theory. In addition to the reputation mechanism which has been widely concerned, whether there are other mechanisms that enable independent directors to function effectively is worthy of studying.

In the past few years, rising of shareholder activism has gradually awakened shareholders' awareness of rights protection. Shareholders pay more attention to participating in company decision-making by using their voting rights, in order to safeguard their own rights and interests. Participating in independent directors elections is an important means for shareholders supervising the performance of independent directors. In actual voting process of shareholders meeting, independent directors often have different voting rates. After independent directors are elected, the difference of voting rate may affect their performance in corporate governance. On the one hand, independent directors with higher voting rate of shareholders meeting may consciously improve performance efficiency to maintain reputation and obtain continued recognition from shareholders, indicating that there is reputation effect of shareholders meeting voting. On the other hand, independent directors with lower voting rate of shareholders meeting may face greater performance pressure, strengthen the effectiveness of supervision, and improve performance efficiency, indicating that there is pressure effect of shareholders meeting voting. Thus, shareholders meeting voting may not only has a reputation effect and encourage independent directors with higher voting rate to actively perform supervisory duties, it may also produce a pressure effect to improve supervision effect of independent directors with lower voting rate. It is necessary to empirically test which of the above two effects is dominant in the operation of corporate governance mechanisms.

Based on the above consideration, using listed companies with shareholders meeting electing independent directors in Chinese capital market A-share from 2013 to 2018 as the research samples, this paper tries to verify the existence of pressure effect by examining the relationship between voting rate of shareholders meeting and independent directors' dissenting behaviors. The results show that the likelihood and number of independent directors' dissenting behaviors improves when voting rate of shareholders meeting is lower, indicating that there is pressure effect of shareholders meeting voting. Further test for pressure effect mechanism shows that firms with lower voting rate of shareholders meeting are subject to higher pressure from external public opinion and supervision, which increases independent directors' dissenting behaviors. In addition, this paper introduces two types of agency cost situational factors, and finds that pressure effect of lower voting rate of shareholders meeting on independent directors' dissenting behaviors enhances when first agency cost or second agency cost is higher.

From the perspective of Shareholders' meeting voting, this paper verifies that pressure effect is one of the major mechanisms for independent directors performing duties in Chinese context, providing empirical evidence supporting for testing the existence of pressure effect, and enriching relevant literature on the shareholders meeting governance and dissenting behavior of independent directors. Besides, it provides annotation for encouraging shareholders to actively participate in corporate decision-making and improving corporate governance efficiency.

**Key Words:** shareholders meeting voting; dissenting behaviors; independent directors; reputation effect; pressure effect

**JEL Classification:** G34, M10, M50

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2021.2.010

(责任编辑:张任之)