

股权分置改革视角下独立董事 对议案事项监督机制研究

李俊强

(河北金融学院 金融系,河北 保定 071051)

[摘要]采用2005—2014年我国上市公司独立董事对议案事项意见的独特数据,从明确监管议案事项、非明确监管事项和股权分置改革等三方面深入考察其对独立董事出具否定意见的影响。研究发现,在我国上市公司中,对明确监管议案事项出具否定意见概率低,说明“逆淘汰”机制和“任人唯亲”董事会文化的存在使得监督效果大打折扣。同时发现,在股权分置改革后,独立董事对议案事项出具否定意见概率更低;出于规避法律风险的考虑,独立董事对明确监管事项出具否定意见的概率相对较高。因此,监管层应加强对各类议案事项检查力度而非仅仅明确监管事项;科学厘清独立董事在董事会决策中的责任边界,明确独立董事承担的法律风险。

[关键词] 独立董事;议案事项;股权分置改革;监督机制;监管事项;独董监督;信息披露

[中图分类号] F279.12 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2018)05-0054-12

一、引言

公司所有权和管理权分离后,独立董事(以下简称独董)被认为在降低公司代理成本方面发挥着重大作用^[1]。独董的基本职能是监督经理层或大股东,降低代理成本和保护中小股东利益。由于董事会文化、信息不对称性、缺乏激励、行动类型、任期等都将影响独董履行监管职能^[2],现实中独董履职情况并不理想。现有研究独董职能的文献多从间接方式(以独董在董事会占比或数量进行度量)^[3]或对可观察到的公司事件进行^[4]分析,大都没有对具体履职过程进行考察。

2004年,中国证监会要求独董对董事会决议中重要事项发表意见并对外公开,这为研究独董履职过程提供了绝佳机遇。根据我国强制性披露的独董意见数据,对独董监督动机、独董监督有效性、社会关联、独董连任等问题进行研究^[5]。虽然最近出现一些对独董监督过程的研究,但尚无文献对独董具体监督的议案事项进行详细分析。对具体议案事项的分析能够掌握独董监督具体行为,而且可以更加清晰地反映作用机理。在2016年备受关注的万科股权之争中,华润公司提名的三名独董对董事会引入深地铁战略合作投反对票,但对宝能提议召开罢免董事会全体成员的临时股东大会则与董事会保持一致。可见相同的独董对不同议案事项的意见有显著差异。为此,本文将聚焦独董出具否定意见的议案事项,分析不同议案事项如何影响独董监督(出具否定意见)。证监会明确要求独董需对人事变动、薪酬、关联交易事项发表意见,并对其中的否定意见说明理由,而对其他事项没有做出明确要求,全部归为保护中小股东利益需发表意见事项。所以本文将考察对于监管部门明确要求事

[收稿日期] 2018-04-02

[基金项目] 金融创新与风险管理研究中心招标课题(JY2016ZB34)

[作者简介] 李俊强(1982—),男,河北肥乡人,河北金融学院金融系副教授,美国内华达大学访问学者,博士,主要研究方向为公司金融、公司治理与区域金融等,邮箱为ljq8433101@163.com。

项与没有明确要求事项,独董出具否定意见是否存在差异,从而揭示背后可能存在的作用机理。

另外,由于股权分置改革是中国资本市场重要制度变革,资本市场制度变革是影响独立董事监督的重要原因。从制度演变角度来看,股权分置改革实现“同股同酬”和全流通,这样使得大股东或实际控制人更加关注市场反应和独立董事的质疑行为。在股改前,作为大股东的国家股和法人股限制流通,这样使得公司股票市场价格的变化对大股东的影响相当有限。股改完成后,中小股东在资本市场“以脚投票”的行为不但可以影响公司股票价格,而且影响公司控制权的变更,所以这使得大股东和实际控制人对信息披露内容高度敏感。作为中小股东“守护神”的独立董事的意见,尤其是否定或质疑意见将对公司股价产生重大冲击。在理论上,独立董事作为中立的第三方,在制度市场化改革后,应该能够在公司治理中发挥更大作用。而实际上,独立董事的遴选推荐、任期等与大股东或实际控制人存在密切联系,所以在独立性受限情况下,其发挥监督作用的有效性将大打折扣。本文将检验股权分置制度变革如何具体影响独立董事的监督行为和股权分置改革对独立董事监督职能发挥的有效性。

本文希望通过上述问题的考察,揭示独董监督过程中议案事项对监督行为的影响。利用我国上市公司披露的独特董事意见数据,本文发现独董对明确监管议案事项出具否定的概率低,而对非明确监管议案事项出具否定意见高;股权分置后,独董对各议案事项出具否定意见概率显著下降,独董更不愿意出具否定意见;股权分置改革后,对明确监管事项的否定意见概率相对增加,而对非明确监管事项的否定意见概率相对下降。

本文可能的贡献在于:第一,不同于以往文献从独董监督对独董个人或公司造成的经济后果等视角考察独董行为^[6],本文实证考察独董监督过程中具体议案事项对监督行为的影响,是对监督行为进一步深入研究。同时,根据中国监管制度要求,把监督的议案事项分为明确监督议案事项和非明确监督议案事项,考察外生政策要求如何对独董监督行为产生影响。本文证实,对于明确监管议案事项,独董出具否定意见的概率低,而对非明确监管议案事项,独董出具否定意见的概率高。第二,本文进一步考察股权分置改革对独董议案事项出具否定意见的影响。与现有文献分析股权分置改革对市场波动性、高管薪酬、信息披露影响不同^[7-8],本文考察股权分置改革对独董行为的影响,可以系统分析独董监督的影响机理。本文首次证实股权分置改革后,独董对各议案事项出具否定意见的概率下降,也就是独董对各议案事项更加倾向不出具否定意见。第三,本文考察股权分置改革后,对明确监管事项和非明确监管事项独董出具否定意见变化情况。本文证实股权分置改革后,对明确监管事项提出否定意见的概率相对增加,而对非明确监管事项提出否定意见的概率相对减少。这说明独董在公司问题严重时更倾向于对重点监管事项出具否定意见,这样可以规避潜在的法律风险。

本文以下部分安排如下:第二部分提出本文的待检验假说;第三部分报告样本和统计分析;第四部分给出实证结果;第五部分简单总结全文。

二、理论分析及假设提出

根据2004年证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》要求,独立应当对以下事项向董事会或股东大会发表独立意见:(1)提名、任免董事;(2)聘任或解聘高级管理人员;(3)公司董事、高级管理人员的薪酬;(4)上市公司的股东、实际控制人及其关联企业对上市公司现有或新发生的总额高于300万元或高于上市公司最近经审计净资产值的5%的借款或其他资金往来,以及公司是否采取有效措施回收欠款;(5)独立董事认为可能损害中小股东权益的事项。从上述规定可以看出,独董必须对人事变动事项、薪酬事项和关联交易事项发表意见,而其他所有可能事项都归为损害中小股东权益事项。所以本文把人事变动事项、薪酬事项和关联交易事项定义为明确监管事项,而把担保事项、投资事项、审计事项、股权变动、募集资金、资产变动、股改事项和其他事项都定位为非明确监管事项。

有些学者认为独立董事的投票权仅仅是“橡皮图章”,往往不会在董事会议上对管理层的行动提出公开质疑,独董的监督功能很难有效发挥作用^[9]。仅有约4%的公司存在异议独董,表明大部分独董并

不公开行使其异议权;只有当公司业绩不佳时,独董才倾向于提出异议^[5]。在“一股独大”的治理结构下,独董对明确监管事项提出质疑往往将更加激怒实际控制人,导致其离职或留下“难以合作”印象,所以独董对明确监管事项出具否定意见的概率更低。而非明确监管事项涉及内容众多,所以引起监管层和市场关注相对较低,对其出具否定意见相对容易得到实际控制人容忍,同时也可以履行自己监管职责,故独董对非明确事项出具否定意见概率较高。基于以上分析,我们提出待检验假设1。

假设1:在其他条件相同下,独董对明确监管事项(人事、薪酬、关联交易)出具否定意见的概率更低,而对非明确监管事项(年度报告、审计事项、股权变动等)出具否定意见的概率更高。

股权分置改革通过协调公司股东之间(流通股股东与非流通股股东)的利益基础来改善公司治理,有效地提升上市公司自愿性信息披露水平,所以股改之后公司控制者会更加关注资本市场的变化。由于实际控制人关注,使得独董“谨言慎行”,从而避免独董出具否定意见对公司造成负面影响,这在一定程度上使得独董监督职能履行并不尽如人意。在股权分置改革的短期内,独立董事制度与公司绩效没有显著的相关性,因此,独立董事的职能需要进一步强化和完善。股权分置改革后,非国有控制公司盈余管理对高管薪酬的影响大幅提高,并显著高于国有控制公司,但是剔除盈余管理对公司财务业绩的影响后,高管薪酬业绩敏感性显著提高的现象消失了^[7]。这说明高管薪酬业绩敏感性高很可能是通过盈余管理来实现的,独董的监督机制并没有很好发挥作用。股权分置改革后,上市公司对不同议案事项的态度和处理方式存在较大差异。股改后,上市公司非财务性信息披露得到改善,而对财务性信息披露并没有显著影响^[8],所以上市公司对重要财务信息披露意愿要低于非财务信息披露,这必然影响独董对不同事项出具否定意见的概率。所以,股权分置改革(以下简称股改)后,大股东更加关注资本市场反应,这时独董出具否定意见必然会更加激怒实际控制人,使得独董出具否定意见概率下降。基于以上分析,我们提出待检验假设2。

假设2:在其他条件相同的情况下,股改前独立董事出具否定意见的概率更高,而股改后对各事项出具否定意见的概率更低。

在股改前的2004年至2007年间,上市公司独董出具否定意见数量分别为57次、92次、192次和378次,而股改后的2008年至2014年间,上市公司独董出具否定意见的数量分别为2次、3次、22次、0次、3次、4次和12次,可见股改前独董出具否定意见数量远远高于股改后独董出具否定意见数量。独董更少出具否定意见,一种可能是股改使得公司治理得到改善,董事会议案事项更加科学合理,所以独董更少出具否定意见;另一种可能是股改后实际控制人或大股东更加关注市场反应,而独董为了与其“和平相处”和不激怒实际控制人,所以更加不愿意出具否定意见。如果第一种可能性成立,那么由于股改后上市公司治理得到改善,违规数量应该比股改前少。但是在股改前2004年至2007年间,上市公司违规数量分别为31次、52次、54次和54次,年均约48次;而在股改后的2008年至2014年间,上市公司违规数量分别为28次、45次、36次、45次、57次、68次和109次,年均约55次,所以股改后整体违规情况要比股改前还要严重。这说明并不是公司治理得到改善而使得否定意见数量减少,而是由于实际控制人更加关注市场反应使得独董不愿或不敢出具否定意见。所以,一方面,独董不愿或不敢出具否定意见,以免与实际控制人产生激烈冲突和留下“难以合作”印象;另一方面,上市公司时常发生违规事件,这使得独董面临较大法律风险和声誉损失。在这种情况下,独董往往更加倾向对明确监管事项出具否定意见,从而规避风险和免责。基于以上分析,我们提出待检验假设3。

假设3:在其他条件相同的情况下,股改后独董对明确监管事项的否定意见概率提高,而独董对非明确监管事项出具否定意见概率降低。

三、样本与统计描述

(一) 样本与变量

由于证监会强制性要求2004年12月开始披露独立董事对相关重大事项的意见及理由。因此本

文研究样本开始年份为2005年。由于2015年中国股票市场出现巨大异常波动以及相关年报数据没有公布造成的数据缺失,因此本文研究样本结束年份为2014。

主要数据来源于CASMAR数据库。对于意见类型缺失、事项缺失的数据,通过从公司年报或巨潮资讯网手工采集而成。在删除ST公司、*ST公司、金融类公司与治理和公司经营层面变量缺失的样本后,本文最终以2005—2014年A股的51431个独董意见-公司-年份的观察值为研究对象。从独董意见本身看,有51431条独立董事意见,其中有763条否定意见,约占全部意见的1.48%。为降低异常值的可能影响,我们对所有连续变量在1%和99%的水平上进行Winsorize处理。

本文的核心变量为否定意见和议案事项。关于否定意见变量,本文把否定意见定义为除“赞成”外所有意见类型,包括“反对”“保留意见”“弃权”“提出异议”“无法表达”“其他”,这可称之为广义否定意见(Negative)。由于“其他”“无法表达”等意见类型对独董的监督作用相对较弱和传递信息相对有限,因此借鉴叶康涛等^[5]做法,本文把否定意见定义为“反对”和“提出异议”,其他意见类型为同意,这可称之为狭义的否定意见(Opinion)。本文通过狭义否定意见进一步分析对各议案事项的影响差异。关于议案事项变量,结合我国监管当局对事项规定和常见事项类型,本文把事项分为董事高管人事变动事项(CEO_Turnover)、董事高管薪酬事项(Executive_compensation)、年度报告事项(财务报告、利润分配、报告修改补充等)(Annual_reports)、关联交易事项(Conncted_transaction)、担保事项(Loan_Guarantee)、投资收购事项(Investment_acquisition)、审计事项(Audit)、股权变动事项(Equity_change)、募集资金事项(Funds_raised)、资产变动事项(Assets_change)、其他事项(Other)和股改等(Reform in Non-tradable)。其中,董事高管人事变动事项(CEO_Turnover)、董事高管薪酬事项(Executive_compensation)和关联交易事项(Conncted_transaction)为明确监管事项,而剩余事项为非明确监管事项。本文对上述核心变量均采用虚拟变量进行度量。

关于控制变量,行动类型(Act-Type)是影响独董出具否定意见进而影响连任的重要因素,所以本文考察集体行动和单独行动对各议案事项否定意见的影响。

借鉴Fracassi^[10]对社会关联(SocialTie)的度量方法,本文使用独董工作地点与上市公司所在地是否一致来衡量其与上市公司的社会关联。Larcker等^[11]证实社会关联是高管等主体行为方式的重要影响因素。另外,我们控制了与否定意见相关的公司治理和公司业绩层面变量。公司治理相关的变量为二职合一、董事会规模、独董比例、委员会数量、董监高薪酬;公司业绩方面变量为股权结构、规模、债务水平、总资产报酬率。具体各变量的名称、符号和定义见表1。

借鉴Fracassi^[10]对社会关联(SocialTie)的度量方法,本文使用独董工作地点与上市公司所在地是否一致来衡量其与上市公司的社会关联。Larcker等^[11]证实社会关联是高管等主体行为方式的重要影响因素。另外,我们控制了与否定意见相关的公司治理和公司业绩层面变量。公司治理相关的变量为二职合一、董事会规模、独董比例、委员会数量、董监高薪酬;公司业绩方面变量为股权结构、规模、债务水平、总资产报酬率。具体各变量的名称、符号和定义见表1。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
Panel A:核心研究变量		
广义否定意见	Negative	独董非赞成意见为1,赞成为0
狭义否定意见	Opinion	独董反对和提出异议意见为1,其他为0
人事事项	CEO_Turnover	人事任免事项为1,否则0
薪酬事项	Executive_compensation	董监高薪酬事项为1,否则0
年度报告	Annual_reports	年度报告事项(财务报告、利润分配、报告修改补充等)为1,否则0
关联交易	Conncted_transaction	关联交易事项为1,否则0
担保事项	Loan_Guarantee	担保事项为1,否则0
投资事项	Investment_acquisition	投资收购事项为1,否则0
审计事项	Audit	审计事项为1,否则0
股权变动	Equity_change	股权变动事项为1,否则0
募集资金	Funds_raised	募集资金事项为1,否则0
资产变动	Assets_change	资产变动事项为1,否则0
股改事项	Reform in Non-tradable	股改事项为1,否则0
其他事项	Other	上述没有说明的事项为1,否则0
保护中小股东事项	Small_Protect	除人事事项、薪酬事项、担保事项和关联交易外的保护中小股东事项为1,否则0
股改	G_R	2007年后为1,否则0
Panel B:控制变量		
行动方式	ActType	独董一个提出意见为1,两人及以上提出意见为0
社会关联	SocialTie	独董与上市公司地点一致为1,否则0
二职合一	Duality	董事长兼任CEO为1,否则0
董事会规模	BoardSize	董事会董事数量
独董比例	Independent	董事会中独董占整个董事的比例
委员会数量	Commite	专业委员会数量
董监高薪酬	Compensation	董事、监事和高管的薪酬总额
股权结构	Top1	第一大股东持股比例
规模	Size	上市公司的总资产(亿元),回归分析时取对数
债务水平	Level	公司的负债比总资产
总资产报酬率	ROA	公司的净收益比总资产

(二) 统计分析

从表2可见,研究期公司独董发表51431次意见,其中有761次广义否定意见,72次狭义否定意见,可见独董较少出具否定意见而且否定意见多以温和方式提出,这与Juan^[6]和叶康涛等^[5]的发现一致。独董多以集体行动方式发表意见,在51431次意见中,仅401次单独行动发表意见。在各议案事项中,由于监管要求对重要事项独董必须出具意见,所以人事变动、关联交易、担保事项和其他事项的独董发表意见次数最多。公司治理和公司经营等控制变量的取值都在合理范围内。

为了更好地了解独董意见分布情况,我们对各议案事项的总意见、否定意见和否定意见比率进行统计,如表3所示。各议案事项的总意见的分布与表1的统计结果相同,而提出否定意见数量较多的议案事项分别是担保的300次、年度报告的89次、关联交易的83次、审计事

项的78次、人事变动事项的69次、股权变动的27次、投资并购的21次;而薪酬事项、资产变动、其他事项都是个位数,募集资金和股改的次数为0。否定意见的次数较多的事项既可能是对此事项的决策不科学和不规范,引起独董质疑;也可能是该事项发生频繁或监管要求出具意见。所以从否定意见占总意见的比例来考察独董更可能对那些议案事项出具否定意见。从表3的第4列可以看出,审计事项、担保事项、年度报告、股权变动、投资并购和人事变动事项提出否定意见的概率较高,其中审计事项的概率最高为15.23%。从独董发表意见的具体内容了解到,审计事项主要是由于会计事务所等中介机构对公司审计报告提出非标意见或带强调事项同意意见后,独董对该审计报告发表的意见。即第三方机构已经指出公司所存在的问题,独董将正视和回应公司所存在的问题,从而出具否定意见概率更高。这说明在第三方机构监督下,独董可能更加尽职尽责。

2007年基本完成的股改是中国资本市场具有里程碑意义的重大事件。股改的完成,资本市场进入“全流通”时代,通过股票买卖方式的“以脚投票”能够真实改变公司的股权结构、改组董事会和管理层,对公司治理产生深远影响。由于外部环境的巨大变化,独董的监督行为也会产生相应变化。为此,本文分析股改对独董发表的否定意见数量和比例变化情况。从图1可知,股改前独董各议案事项的否定意见数量远远超过股改后,尤其是担保事项(图1曲线最高点)由股改前290次降为股改后的10次。从图2可知,各议案事项的否定意见比例也是从股改前到股改后大幅下降,尤其审计事项

表2 变量的描述性统计

Variable	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
Negative	51431	0.0148	0.1209	0	1
Opinion	51431	0.0014	0.0371	0	1
G_R	51431	0.6598	0.4738	0	1
ActType	51431	0.0078	0.0882	0	1
CEO_Turnover	51431	0.1626	0.3690	0	1
Executive_compensation	51431	0.0242	0.1538	0	1
Annual_reports	51431	0.0546	0.2273	0	1
Conncted_transaction	51431	0.2241	0.4170	0	1
Loan_Guarantee	51431	0.1337	0.3404	0	1
Investment_acquisition	51431	0.0299	0.1703	0	1
Audit	51431	0.0100	0.0993	0	1
Equity_change	51431	0.0179	0.1327	0	1
Funds_raised	51431	0.0207	0.1425	0	1
Assets_change	51431	0.0203	0.1410	0	1
Other	51431	0.1315	0.3380	0	1
Reform in Non-tradable	51431	0.0245	0.1547	0	1
Duality	46184	0.1640	0.3703	0	1
BoardSize	50852	9.2010	2.0393	3	18
Independent	50852	0.3623	0.0569	0	0.7143
SocialTie	51382	0.3818	0.4858	0	1
Committe	48322	3.5698	1.1849	0	8
Compensation	51219	380.5065	575.3736	0	10609
Top1	51431	35.0041	15.8485	3.62	84.98
Size	51431	77.5567	525.4274	0.0005	21864.59
Level	51422	0.4940	0.1952	0.1735	0.7796
ROA	51016	0.0187	0.0280	-0.0211	0.0723

表3 议案事项否定意见分布

事项	总意见	否定意见	比率
CEO_Turnover	8362	69	0.83%
Executive_compensation	1246	2	0.16%
Annual_reports	2810	89	3.17%
Conncted_transaction	11528	83	0.72%
Loan_Guarantee	6878	300	4.36%
Investment_acquisition	1538	21	1.37%
Audit	512	78	15.23%
Equity_change	922	27	2.93%
Funds_raised	1066	0	0.00%
Assets_change	1043	3	0.29%
Other	6765	3	0.04%
Reform in Non-tradable	1262	0	0.00%

(图2曲线的最高点)从27.5%下降到0.43%。可以看出,不论从数量还是从占比来看,股改后独董出具否定意见都大大降低。股改对独董监督产生如此大影响的重要原因是股改的完成使得上市公司面临股东“以脚投票”和股价波动等更大的外部市场压力。这一方面促使公司提高治理水平,另一方面使得独董出具否定意见更加“谨慎”,所以独董出具否定意见的数量和比例都大大下降。

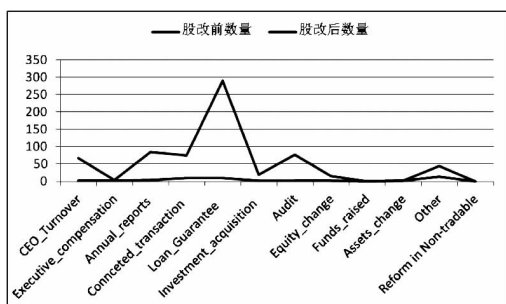


图1 股改前后各事项否定意见数量

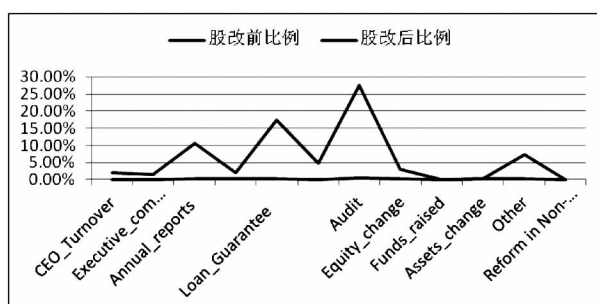


图2 股改前后各事项否定意见占比

从表4可知,否定意见样本和赞成意见样本中各控制变量存在显著差异。具体而言,否定意见中单独行动、董事长兼任总经理、负债率高的样本多;而赞成意见中董事会规模、独董比例、薪酬、委员会数量、社会关联程度、第一大股东比例、Tobin-Q、BM、公司规模、盈利水平的样本多。也就是说,在董事长兼任总经理、负债率高、董事会规模小、委员会数量少、独董比例低、薪酬水平低、社会关联度低、第一大股东比例低、Tobin-Q低、BM低、公司规模小、盈利水平低的公司中,独董出具否定意见的概率更高。

表4 否定意见与赞成意见均值检验

变量	赞成意见样本			否定意见样本			
	观测值	均值	标准误	观测值	均值	标准误	均值差异
ActType	50668	0.1632	0.0003	763	0.2178	0.0142	-0.0546 ***
Duality	45500	0.1632	0.0017	684	0.2178	0.0158	-0.0022 ***
BoardSize	50104	9.2010	0.0091	748	9.2032	0.0707	0.0543 ***
Independent	50104	0.3624	0.0002	748	0.3552	0.0022	0.0072 ***
Compensation	50466	382.6721	2.5734	753	235.3659	11.3985	147.3062 ***
Committee	47637	3.5716	0.0054	685	3.4438	0.0490	0.1278 ***
SocialTie	50624	0.3828	0.0022	758	0.3193	0.0169	0.0635 ***
Top1	50668	35.0488	0.0705	763	32.0306	0.4998	3.0183 ***
Tobin-Q	50668	16.6911	3.5532	763	2.34130	0.0908	14.3498 ***
BM	50668	1.2476	0.0056	763	1.0131	0.0428	0.2346 ***
Size	50668	78.2550	2.3511	763	31.1838	3.1605	47.0713 ***
Level	50659	0.8191	0.0566	763	0.8477	0.1646	-0.0286 ***
ROA	50262	-0.0084	0.0720	754	-0.1160	1.4226	0.1476 ***
G_R	50668	0.3311	0.0021	763	0.9397	0.0086	-0.6086 ***

四、实证分析

下面本文将进一步分析各议案事项对独董出具否定意见之间关系和股改对独董否定意见不同事项的影响。因为被解释变量 Negative 取值1或0,残差项不服从正态分布,所以本文使用 Logistic 模型分析,具体回归方程如下:

$$Negative_{it} = c + \sum \alpha_i Proposal_{it} + \sum \theta_i Control + \sum \beta_i Industry + \sum \gamma_i Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Negative_{it} = c + \alpha_i Proposals_{it} + \beta_j Proposal \times G_{R_{it}} + \sum \gamma_i Industry + \sum \theta_i Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

在(1)式中, $Proposal_{it}$ 分别表示 $CEO_Turnover_{it}$ 、 $Executive_compensation_{it}$ 、 $Annual_reports_{it}$ 、 $Conncted_transaction_{it}$ 、 $Loan_Guarantee_{it}$ 、 $Investment_acquisition_{it}$ 、 $Audit_{it}$ 、 $Equity_change_{it}$ 、 $Assets_change_{it}$ 、 $Other_{it}$ 议案事项; $Control$ 表示所有的控制变量; $Industry$ 和 $Year$ 表示年度和行业效应;在(2)式中, $Proposal \times G_{R_{it}}$ 表示各议案事项与股改的交叉项,用来反映股改的调节效应。

(一) 各议案事项对独董否定意见的影响分析

根据证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》的要求,把议案事项分为明确监管事项和非明确监管事项。明确监管事项指人事变动、薪酬和关联交易,非明确监管事项指除上述三类议案事项外的所有议案事项,从而可以更好考察对于监管层和市场密切关注的议案事项与一般议案事项,独董出具否定意见是否呈现有规律变化。另外,根据否定意见程度不同,把否定意见分为狭义否定意见和广义否定意见。从规避法律风险角度看,独董只要出具否定意见就可以避免承担法律风险,那么明确否定意见的独董更能够体现履职的自律性。独董基于财富、声誉、法律等不同动机出具否定意见,那么他们对不同议案事项的关注是否存在显著差异?

表5 各事项否定意见多元回归结果

Negative	(1) Logit	(2) Logit	(3) Logit	(4) Logit	(5) Logit	(6) Logit	(7) Logit	(8) Logit	(9) Logit	(10) Logit
CEO_Turnover	-1.169*** (-7.03)									
Executive_compensation		-1.224** (-2.10)								
Conncted_transaction			-1.250*** (-8.20)							
Annual_reports				1.020*** (6.99)						
Loan_Guarantee					1.954*** (20.33)					
Investment_acquisition						0.121 (0.49)				
Audit							2.260*** (13.31)			
Equity_change								0.413 (1.51)		
Assets_change									-1.558*** (-2.66)	
Other										-0.217 (-1.20)
ActType	3.386*** (19.94)	3.304*** (19.75)	3.362*** (19.88)	3.298*** (19.38)	3.545*** (20.31)	3.313*** (19.77)	3.305*** (19.26)	3.308*** (19.78)	3.293*** (19.65)	3.336*** (19.82)
Duality	0.147 (1.31)	0.159 (1.41)	0.0941 (0.83)	0.146 (1.30)	0.132 (1.16)	0.159 (1.42)	0.0499 (0.43)	0.158 (1.41)	0.160 (1.43)	0.163 (1.46)
Independent	-1.664 (-1.24)	-2.179 (-1.62)	-2.541* (-1.89)	-2.053 (-1.53)	-2.595* (-1.88)	-2.145 (-1.60)	-2.047 (-1.51)	-2.188 (-1.63)	-2.074 (-1.54)	-2.137 (-1.59)
BoardSize	-0.106*** (-3.10)	-0.109*** (-3.20)	-0.112*** (-3.29)	-0.109*** (-3.17)	-0.125*** (-3.54)	-0.109*** (-3.18)	-0.108*** (-3.13)	-0.110*** (-3.23)	-0.108*** (-3.18)	-0.108*** (-3.17)
Compensation	6.8e-4** (2.30)	7.8e-4*** (2.66)	7.81e-4*** (2.60)	8.4e-4*** (2.85)	6.3e-4** (2.05)	7.5e-4** (2.54)	8.3e-4*** (2.81)	7.5e-4** (2.53)	7.4e-4** (2.53)	7.5e-4** (2.54)
Committe	0.601*** (8.77)	0.597*** (8.76)	0.609*** (8.91)	0.594*** (8.68)	0.530*** (7.68)	0.594*** (8.72)	0.604*** (8.85)	0.596*** (8.74)	0.591*** (8.66)	0.590*** (8.65)
Tobin-Q	0.469*** (6.79)	0.461*** (6.70)	0.439*** (6.36)	0.450*** (6.50)	0.430*** (6.13)	0.460*** (6.67)	0.405*** (5.80)	0.460*** (6.69)	0.465*** (6.75)	0.459*** (6.67)
BM	-0.296** (-2.24)	-0.312** (-2.37)	-0.409*** (-3.06)	-0.327** (-2.47)	-0.289** (-2.14)	-0.313** (-2.37)	-0.334** (-2.51)	-0.317** (-2.41)	-0.315** (-2.39)	-0.313** (-2.37)
Level	1.073*** (4.33)	1.113*** (4.50)	1.156*** (4.67)	1.134*** (4.59)	0.946*** (3.76)	1.114*** (4.50)	0.830*** (3.33)	1.115*** (4.51)	1.110*** (4.49)	1.117*** (4.51)
ROA	-1.298 (-0.77)	-0.883 (-0.53)	-0.397 (-0.24)	-0.604 (-0.36)	-0.225 (-0.13)	-0.915 (-0.55)	-0.322 (-0.19)	-0.869 (-0.52)	-0.979 (-0.59)	-0.866 (-0.52)
Size	-1.0e-3 (-0.49)	-9.7e-4 (-0.47)	2.1e-4 (0.10)	-9.9e-4 (-0.48)	-4.6e-4 (-0.22)	-9.4e-4 (-0.46)	-6.1e-4 (-0.30)	-8.7e-4 (-0.42)	-8.8e-4 (-0.43)	-9.1e-4 (-0.44)
SocialTie	0.125 (1.34)	0.132 (1.41)	0.138 (1.48)	0.134 (1.44)	0.111 (1.17)	0.136 (1.46)	0.148 (1.57)	0.141 (1.52)	0.144 (1.55)	0.137 (1.47)
Top1	-0.017** (-2.05)	-0.017** (-2.03)	-0.017** (-1.97)	-0.015* (-1.76)	-0.015* (-1.79)	-0.017** (-2.05)	-0.016* (-1.94)	-0.017** (-2.06)	-0.017** (-1.97)	0.012*** (-3.30)
Constant	1001.2*** (22.06)	986.2*** (21.76)	993.6*** (22.19)	1004.6*** (22.03)	1094.6*** (22.22)	987.3*** (21.80)	1001.4*** (21.60)	987.1*** (21.81)	996.9*** (21.82)	976.4*** (21.17)
Year & Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Pseudo R ²	0.2178	0.2081	0.2218	0.2135	0.2684	0.2070	0.2278	0.2073	0.2090	0.2072
N	42835	42835	42835	42835	42835	42835	42835	42835	42835	42835

注: Funds_raised、Reform in Non-tradable 无法回归。

1. 各议案事项对独董广义否定意见的影响

关于各议案事项对独董否定意见的影响,首先,本文使用 Logit 模型的单变量分析方法,分析各议案事项对独董出具否定意见的影响,考察各议案事项对否定意见影响的方向和程度;其次,由于公司治理和公司经营层面的因素对否定意见产生影响导致内生性问题,在控制上述因素和行业、年度固定效应后,就各议案事项对否定意见的影响做进一步分析。从表 5 可知,人事变动、薪酬和关联交易(重点监管的事项)对否定意见发表的影响系数在 1% 显著水平下分别为 -1.169、-1.224 和 -1.250;年度报告、担保和审计事项对否定意见发表的影响系数在 1% 显著水平下分别为 1.020、1.954 和 2.260。这与前面的假设 1 一致。在“一股独大”的股权结构和“逆淘汰”的机制下,对于受到监管层和市场高度关注的事项,独董表现更加“暧昧”和不倾向质疑董事会决议,所以出具否定意见的概率更小,而年度报告、担保和审计等事项引起的更多是温和或潜在的代理问题,对其出具否定意见在一定程度上可以得到实际控制人的容忍和市场的赞誉,所以独董对明确监管事项和非明确监管事项表现出显著差异。

在控制变量中,行动类型、董事会规模、薪酬、专业委员会数量、Tobin-Q、BM、负债水平、第一大股东持股比例都显著影响独董出具否定意见。其中,独董更多采取单独行为方式出具否定意见,在董事会规模小、薪酬高、专业委员会多、公司成长性好、财务困境严重、债务水平高、股权较分散的公司中,独董出具否定意见的概率显著更高;而在相反的情况下,独董出具否定意见的概率显著更低。同时,董事长兼任 CEO、独董比例、公司规模、盈利状况和社会关联对独董出具否定意见的影响不显著。

总之,独董对重点监管事项出具否定意见的概率显著更低,更不愿意与实际控制人产生冲突,而对于非重点监管事项独董出具否定意见的概率显著更高,这在一定程度上体现了独董在公司治理中所发挥的作用。另外,在公司治理较好、公司业绩较差时,独董更倾向于出具否定意见。

2. 各议案事项对独董狭义否定意见的影响分析

通过上述分析,可知独董对监管机构明确的议案事项发表广义否定意见的概率更低,而对非明确监管事项出具否定意见的概率更高。由于发表明确否定意见和非明确否定意见的动机不同,那么发表明确否定意见的独董对不同议案事项是否有规可循,值得思考。在明确监管事项中,独董对薪酬事项发表反对和提出异议的样本非常少,因此无法使用回归分析,但证实了独董不愿意对明确监管事项持否定意见的结论。从表 6 可知,独董对人事变动和关联交易事项发表明确否定意见的概率低,这与前面的假设 1 一致。在狭义否定意见下,独董也更容易对非明确监管议案事项说“不”。从表 7 可知,对于年度报告(Annual_reports)、股权变动(Equity_change)、其他事项(Other),独董出具否定意见概率显著增加。年度报告主要是利润分配方案、专项事项补充说明等多方面内容,由于利润分配方案关系股东的直接受益,受到众多股东和市场高度关注,因此独董对其不合理和不合规的事项更容易发表狭义否定意见。股权变动直接关系到公司控制权问题,容易引起各股东争执,从而代表不同股东的独董容易出具否定意见。由于其他事项内容涵盖广而且大多与实际控制发生根本性冲突较少,独董更愿意对此类事项出具否定意见。这样既能够不惹怒实际控制人,也能够履行自己的监督职能。虽然独董对投资收购(Investment_acquisition)和资产变动(Assets_change)容易出具否定意见,但统计上不显著。所以在狭义否定意见下,回归结果与假设 1 是一致的。

表 6 明确监管事项明确否定意见

Opinion	(1) Logit	(2) Logit
CEO_Turnover	-0.0876 (-0.28)	
Conncted_transaction		-0.245 ** (-2.25)
Constant	755.3 *** (7.80)	747.7 *** (7.70)
Year & Industry	YES	YES
Pseudo R ²	0.0969	0.1011
N	51431	51431

注:薪酬事项否定意见样本过少无法回归分析

表7 非明确监管事项明确否定意见

Opinion	(1) Logit	(2) Logit	(3) Logit	(4) Logit	(5) Logit	(6) Logit	(7) Logit
<i>Annual_reports</i>	1.481*** (4.62)						
<i>Loan_Guarantee</i>		0.169 (0.42)					
<i>Investment_acquisition</i>			-0.398 (-0.39)				
<i>Audit</i>				0.902 (1.25)			
<i>Equity_change</i>					1.148*** (2.66)		
<i>Assets_change</i>						-0.622 (-0.62)	
<i>Other</i>							1.610*** (5.43)
<i>Constant</i>	779.0*** (7.91)	761.1*** (7.71)	752.3*** (7.77)	755.1*** (7.79)	739.3*** (7.60)	756.9*** (7.80)	851.0*** (8.81)
Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Pseudo R ²	0.1112	0.0970	0.0970	0.0980	0.1017	0.0973	0.1174
N	51431	51431	51431	51431	51431	51431	51431

注:募集资金和股改事项无法回归

(二) 股改对独董不同议案事项否定意见的影响

股改是中国资本市场上重大制度变革,对资本市场运行和上市公司治理产生深远影响。股改完成使得不同股东具有相同的利益基础,大股东将大大减少通过现金股利方式获得收益,而更加关注上市公司的市场反应,这必将对独董的监督行为产生重大影响。由于议案事项的类型多达12种,一一分析将难以获得有代表性的结论,所以下面将对有代表性议案事项进行分析。根据各议案事项否定意见的数量和比例,选择其中出现次数较多和占比较高的人事议案事项、年度报告议案事项、担保议案事项和审计议案事项进行分析。我们分别从重点监管事项和非重点监管事项中选取代表性事项进行典型分析。在人事变动、薪酬和关联交易重点监管事项中,关联交易和人事变动事项的意见数量、否定意见数量都较高,所以本文选取关联交易和人事变动事项作为重点监管事项的代表。而在非重点监管事项中,担保事项否定意见次数最多、审计事项否定意见比例最高,所以选择担保事项和审计事项作为非重点监管事项的代表。

1. 各议案事项否定意见数量股改前后变化

从表8可知,股改后,明确事项的否定意见大幅下降,其中人事变动的否定意见数量由67次下降为2次,关联交易的否定意见数量由74次下降为9次,均减少了65次;非明确事项的否定意见也大幅下降,其中担保事项否定意见数量由290次下降为10次,审计事项的否定意见次数由77次下降为1次。所以股改后明确监管事项和非明确监管事项出具否定意见的数量都大幅下降,这与假设2是一致的。

表8 股改前后各事项否定意见的比较

事项类别	变量	股改前各事项否定意见		股改后各事项否定意见		数量差
		观测值	数量	观测值	数量	
明确	<i>CEO_Turnover</i>	717	67	46	2	-65
事项	<i>Conncted_transaction</i>	717	74	46	9	-65
非明确	<i>Loan_Guarantee</i>	717	290	46	10	-280
事项	<i>Audit</i>	717	77	46	1	-76

2. 股改对各议案事项否定意见的影响分析

本部分将从股改调节效应、股改前子样本、股改后子样本三方面分析股改对独董出具否定意见的影响;通过设置议案事项与股改(虚拟变量)的交叉项,考察股改如何通过事项影响最终影响否定意见发表;通过对比股改前后子样本,考察对明确监管事项和非明确监管事项出具否定意见情况的变化规律。从表9-1可知,明确监管的人事变动和关联交易事项股改的调节效应都是显著为负,这就是说股改后独董对各议案事项出具否定意见的概率下降,这与假设2是一致的。具体来看,从表9-1可知,对于人事变动议案事项,股改前后独董都不愿意出具否定意见,而且股改后独董更加不愿意对人事变动事项出具否定意见(系数由-0.821变为-1.362)。对于关联交易议案事项,独董也都不愿意出具否定意见。尽管股改后系数变为不显著的-0.174,这一方面说明股改后独董不轻易对关联交易事项出具否定意见,另一方面表明关联交易事项意见面临更高的法律风险,所以独董会对严重违规事项出具否定意见。股改后,关联交易事项的否定意见整体大幅下降,然相对其他事项有所上升,这与假设3是一致的,即股改后对明确监管议案事项出具否定意见的概率相对上升。

从表9-2可知,担保事项和审计事项与股改交叉项的系数都显著为负,所以股改后独董对担保事项和审计事项出具否定意见的概率下降,这与假设2一致。对于股改前后的子样本而言,担保事项的系数由股改前的99%置信区间的2.031变为股改后不显著的0.426,这说明股改后担保事项否定意见的概率相对下降;审计事项的系数由股改前在99%置信区间的2.285变为股改后不显著的0.175,这说明股改后审计事项否定意见的概率相对下降,即股改后非明确监管事项的否定意见概率相对下降,这与假设3一致。从全样本来看,股改后,独董对非明确事项出具否定意见概率下降;从子样本看,不管是担保事项还是审计事项,股改后独董出具否定意见的概率相对下降。这说明在股改后独董更少出具否定意见背景下,独董出具否定意见将更加关注明确监管事项。由于对于明确监管事项独董必须发表个人意见,因此对此类议案事项独董具有明确的法律责任和道德义务。在很少说“不”的环境下,独董对明确监管事项出具否定意见能够规避法律风险和维护良好声誉。所以,股改后独董对明确监管事项出具否定意见相对增加,而对非明确事项出具否定意见相对降低。

表9-1 股改对各事项否定意见影响

Negative	人事变动			关联交易		
	调节效应	股改前样本	股改后样本	调节效应	股改前样本	股改后样本
<i>CEO_Turnover</i>	-3.088 *** (-3.08)	-0.821 *** (-6.32)	-1.362 * (-1.88)			
<i>G_R * CEO_Turnover</i>	-4.495 *** (-4.45)					
<i>Conncted_transaction</i>				-2.115 *** (-4.67)	-0.946 *** (-7.62)	-0.174 (-0.47)
<i>G_R * Conncted_transaction</i>				-2.058 *** (-4.11)		
<i>Constant</i>	-5.451 *** (-73.79)	-3.040 *** (-75.73)	-6.483 *** (-42.97)	-5.214 *** (-76.41)	-3.002 *** (-74.30)	-6.566 *** (-39.91)
Pseudo R ²	0.0346	0.0082	0.0078	0.0151	0.0123	0.0003
N	51431	17495	33936	51431	17495	33936

表9-2 股改对各事项否定意见影响

Negative	担保事项			审计事项		
	调节效应	股改前样本	股改后样本	调节效应	股改前样本	股改后样本
<i>Loan_Guarantee</i>	1.017 *** (2.99)	2.031 *** (25.03)	0.426 (1.19)			
<i>G_R * Loan_Guarantee</i>	-1.952 *** (-4.85)					
<i>Audit</i>				1.613 *** (5.17)	2.285 *** (16.35)	0.175 (1.16)
<i>G_R * Audit</i>				-1.713 *** (-5.24)		
<i>Constant</i>	-5.343 *** (-77.61)	-3.856 *** (-73.09)	-6.681 *** (-40.06)	-5.432 *** (-80.39)	-3.254 *** (-80.78)	-6.617 *** (44.36)
Pseudo R ²	0.0086	0.0866	0.0019	0.0111	0.0311	0.0014
N	51431	17495	33936	51431	17495	33936

五、结论性评述

基于我国特有的上市公司独董投票意见的相关数据,分析独董的议案事项与股改对否定意见发表产生的影响。我们发现,第一,独董对明确监管事项出具否定意见概率低,而对非明确监管事项出具否定意见概率高。对于证监会明确要求发表意见的人事变动、薪酬事项和关联交易事项,独董往往更加不愿意出具否定意见。在“任人唯亲”^[12]和“一股独大”的环境下,由于明确监管事项发生频率高、市场反应强烈和更容易与实际控制人发生激烈冲突,因此独董对其出具否定意见的意愿和概率低。而非明确监管事项涉及内容众多且不是明确监管重点,所以独董对其出具否定意见的概率相对较高。第二,股改后,独董对议案事项出具否定意见的概率更低。股改后,股东有共同的利益基础及面临的市场压力变大,实际控制人更加关注市场反应,而否定意见的发表将对上市公司股价产生强烈冲击,实际控制人更加难以容忍否定意见的出现。独董出于财富损失和席位丢失的考虑,出具否定意见的概率更低。股改对提高独董监督作用并没有达到预期,反而使得监督作用产生一定程度弱化。第三,股改后,独董对明确监管事项出具否定意见的概率相对增加而对非明确监管事项的出具否定意见的概率相对减少。尽管股改后,独董对议案事项出具否定意见的概率大大降低,但是在各议案事项内部,对明确监管事项出具否定意见的概率相对增加。股改后独董对议案事项出具否定意见,更多出于规避法律风险而为之。由于明确监管事项更加受到监管层和市场关注,因此独董为了避免“丑闻爆发”后带来的法律风险和声誉损失,对明确监管事项出具否定意见的概率相对较高。同时,由于非明确监管事项没有明确要求发表意见和涉及内容众多,因此独董面临的潜在法律风险低,从而出具否定意见的概率相对较低。

本文认为,首先,由于独立董事对明确监管事项更加关注和敏感,因此有关部门必须对独立董事的履职指引等文件进行完善,对独立董事行为的权责利更加明确和细化;其次,市场化的股改本应有助于改进上市公司监督机制,然而只有外在市场压力而无公司内部治理改善,将难以达到预期效果,因此上市公司外部市场机制和内部公司治理需综合改善才能起到事半功倍的效果;最后,明确独立董事在上市公司重大决策中的法律责任,用刚性法律规范独立董事的监督行为,从而提升监督效率。

由于我国强制披露董事会投票意见等独特数据,这为我国学者揭开董事会运行的“黑匣子”提供了重要契机。本文主要研究政府监管和制度变化对独立董事具体监督行为的影响,厘清政府对公司

治理的重要影响机制。同时,在儒家文化影响下的“人情社会”中,独立董事与大股东或实际控制人间的关系将是影响其履职行为的重要因素,因此从社会关联角度分析各种社会关联如何影响独立董事的履职行为和公司治理机制的有效运行是未来研究的重要方向。

参考文献:

- [1] FAMA E F, JENSEN M C. Separation of ownership and control[J]. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26 (2): 301 - 325.
- [2] ADAMS R, FERREIRA D. A theory of friendly boards[J]. *Journal of Finance*, 2007, 62 (1): 217 - 250.
- [3] 郑志刚, 李俊强, 黄继承, 等. 独立董事否定意见发表与换届未连任[J]. *金融研究*, 2016(12): 159 - 174.
- [4] 郑志刚, 梁昕雯, 黄继承. 中国上市公司应如何为独立董事制定薪酬激励合约[J]. *中国工业经济*, 2017(2): 174 - 192.
- [5] 叶康涛, 祝继高, 陆正飞, 等. 独立董事的独立性: 基于董事会投票的证据[J]. *经济研究*, 2011(1): 126 - 139.
- [6] JUAN M. Independent directors dissent on boards: Evidence from listed companies in China [R]. Working Paper, Harvard Business School, 2013.
- [7] 陈胜蓝, 卢锐. 股权分置改革、盈余管理与高管薪酬业绩敏感性[J]. *金融研究*, 2012(10): 180 - 192.
- [8] 张学勇, 廖理. 股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理[J]. *经济研究*, 2010(4): 28 - 39.
- [9] MACE M L. *Directors: myth and reality* [M]. Boston: Harvard Business School Press, 1986.
- [10] FRACASSI C, TATE G. External networking and internal firm governance[J]. *Journal of Finance*, 2012, 67(1): 153 - 94.
- [11] LARCKER D, TAYAN H. *Corporate governance matters: A closer look at organizations choices and their consequences* [C]. New Jersey, Pearson Prentice Hall, 2011.
- [12] 郑志刚, 孙娟娟, Rui Oliver. 任人唯亲的董事会文化和经理人超额薪酬问题[J]. *经济研究*, 2012(12): 111 - 124.

[责任编辑: 杨志辉]

A Research on Supervision Mechanism of Independent Directors on Motion Items from the Perspective of Non-tradable Shares Reform

LI Junqiang

(Department of Finance, Hebei Finance University, Baoding 071051, China)

Abstract: Using the unique data about the opinions of the independent directors of listed companies in China from 2005 to 2014, this paper makes an in-depth study on the influence of the negative opinions issued by the independent directors from three aspects, such as the clear regulatory bill, the non clear regulatory matters and non-tradable shares reform. The study finds that in China's listed companies, there is a low probability of issuing negative opinions on clearly monitoring bills, which indicates that the supervision effect is greatly reduced due to the existence of the "Reverse Elimination" mechanism and the "Cronyism" board culture. At the same time, after the non-tradable shares reform, independent directors have lower probability of issuing negative opinions on motion items. In order to avoid legal risks, independent directors have relatively high probability of issuing negative opinions on specific regulatory matters. Therefore, the policy implications are regulators should strengthen the types of motions matters and inspection efforts rather than just clear regulatory matters. In addition, it is also necessary to scientifically clarify the responsibility boundary of independent directors in the decision-making of the board of directors, and clarify the legal risks of independent directors.

Key Words: independent director; motion item; non-tradable shares reform; supervision mechanism; regulatory matters; supervision by independent directors; information disclosure