

doi: 10.19920/j.cnki.jmsc.2022.10.002

董事“直言”说“不”有效吗?^①

——基于董事非赞成意见的信息含量研究

祝继高¹, 李天时^{2*}, 李晓晖¹, YANG Tianxia³

(1. 对外经济贸易大学国际商学院, 北京 100029; 2. 首都经济贸易大学会计学院, 北京 100070;
3. 南佛罗里达大学, 佛罗里达 33620, 美国)

摘要: 以中国 A 股上市公司董事会会议公告中的非赞成意见为样本, 研究了市场和企业对不同表述方式的董事非赞成意见的反应。当董事发表非赞成意见时, 可能会“直接”地指出议案事项的不足, 也可能“委婉”地对议案事项提出建议。本文发现, 相比非国有公司董事的直接型表述非赞成意见, 股票市场对国有公司董事的直接型表述非赞成意见的反应更加积极。本文还发现, 相比非国有公司, 国有公司中的独立董事和非控股股东董事在发表直接型表述的非赞成意见后, 离职的可能性更低, 更能有效监督议案事项改善。研究结论表明, 董事非赞成意见的表述方式存在增量信息, 在不同产权性质公司中的治理效果具有显著差异。本文的研究结论有助于更好地理解董事履职行为, 对于完善上市公司信息披露制度、提高董事履职能力具有积极的启示作用。

关键词: 董事非赞成意见; 信息含量; 市场反应; 议案改善; 董事任职

中图分类号: C93 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2022)10-0021-36

0 引言

儒家文化的“中庸”价值观一直影响着中国人的交际行为。在企业中, 中庸思维与员工的顾全大局式建言正相关, 与自我冒进式建言负相关^[1]。而董事发表的非赞成意见, 作为一种典型的“建言”或者“进谏”行为, 也会受到传统文化的影响^[2]。虽然已有研究已针对独立董事发表的赞成意见语调进行研究^[3,4], 但针对董事的非赞成意见, 究竟是“直言进谏”, 还是“委婉建言”能够产生更好的效果, 尚未有研究深入分析。文本包含的信息不仅体现在实际的文字内容中, 也蕴含在文字的表述方式中。因此, 分析董事非赞成意见的表述方式具有重要意义。

董事参加董事会并对相关事项发表意见, 是董事会发挥治理作用的主要途径。《深圳证券交

易所股票上市规则(2004年修订)》和《上海证券交易所股票上市规则(2004年修订)》规定, 上市公司董事会决议涉及重大事项的, 需要披露董事会决议公告, 包括“每项提案获得的同意、反对和弃权的票数, 以及有关董事反对或者弃权的理由”。《中华人民共和国公司法(2013年12月28日修订)》(以下简称《公司法》)第一百一十二条规定“董事应当对董事会的决议承担责任。董事会的决议违反法律、行政法规或者公司章程、股东大会决议, 致使公司遭受严重损失的, 参与决议的董事对公司负赔偿责任。但经证明在表决时曾表明异议并记载于会议记录的, 该董事可以免除责任”。责任免除规定会促使董事更加尽职履行监督义务, 而董事会会议决议公告的强制披露也会使董事在发表非赞成意见时更加谨慎。

① 收稿日期: 2021-03-05; 修订日期: 2022-01-10。

基金项目: 国家社会科学基金资助重大项目(19ZDA101); 国家自然科学基金资助项目(71772037; 71472042; 71628201)。

通讯作者: 李天时(1992—), 女, 山东日照人, 博士, 讲师。Email: tianshi.li@cueb.edu.cn

通过阅读董事发表的非赞成意见内容,并借鉴已有文献,本文将董事发表的非赞成意见划分为两个类型“直接型”和“委婉型”。非赞成意见本身已经体现董事对某一项议案持有的不同意见。当董事在非赞成意见中主要采用否定语气时,即直接指出议案不足时,例如多采用“不”、“未”等文字时,则认定为“直接型”表述非赞成意见。

当董事在非赞成意见中未采用否定语气,多采用“应”、“建议”等文字时,则认定为“委婉型”表述非赞成意见。本文关于非赞成意见的直接型表述(“有过”)和委婉型表述(“无功”)与已有对董事赞成意见的研究分类——“有功”和“无过”相对应^[3,4]。表1展示了“直接”型和“委婉”型非赞成意见的相关案例。

表1 “直接”型和“委婉”型非赞成意见

Table 1 Sample of “direct type” and “euphemism type” dissenting opinions

类型	直接型	委婉型
变量取值	<i>Direct = 1</i>	<i>Direct = 0</i>
文字内容	例1: 公司尚未进入清算程序,也未向法院相关判决结果,此时核销坏账准备依据不足,更不利于相关责任追究,故不同意此项议案。 例2: 因报告未经审计,同时,以通讯方式表决不妥,不利于充分了解情况,故无法表决。	例1: 建议董事会改选完毕后,再设专业委员会。 例2: 希望公司重视实华惠鹏应收款案件,并要求各下属公司审慎经营。 例3: 公司应当对电子商务公司的发展路径、前期投入和商业风险做更深入的研究。
典型词汇	不足、不妥、不利于	应当、建议、希望

一方面,董事的非赞成意见是证明董事履职并可用于申请免责的重要证据。“直接”的表述方式更有可能体现董事对某一议案事项的不同意见,有利于股东、投资者等其他利益相关者发现公司经营中存在的问题。另一方面,由于发表非赞成意见可能会使董事失去职位^[5,6],也可能导致公司受到监管机构的关注^[7],董事会采用“委婉”的表述方式发表非赞成意见,从而规避风险。因此,董事在发表非赞成意见时会十分谨慎并斟酌其表述方式。在此背景下,本文研究了股票市场对不同表述方式的董事非赞成意见的反应程度,以及不同表述方式的董事非赞成意见对议案执行效果的影响。研究结果表明,股票市场对于非国有公司和国有公司董事发表的直接型表述非赞成意见的反应具有显著差异。具体而言,相比非国有公司董事的直接型表述非赞成意见,股票市场对于国有公司董事的直接型表述非赞成意见的反应更加积极,这是因为发表直接型表述非赞成意见的董事在国有公司中更能有效监督议案的后续改善。通过对不同类型董事发表非赞成意见的经济后果进行深入分析,本文发现,相比非国有公司,国有公司的独立董事和非控股股东董事在发表直接型表述的非赞成意见后,离职的可能性更低,更能有效监督议

案事项的后续改善。另外,相比非国有公司,国有公司的非控股股东董事发表直接型表述的非赞成意见后,其所属股东减持股份的倾向更弱,这对于国有公司非控股股东董事的有效监督起到了支持作用。本文的结论表明,董事非赞成意见的表述方式存在增量信息,其不同产权性质公司中的治理效果具有显著差异,并且投资者能够作出相应的理性判断。

相比已有研究,本文的贡献主要体现在以下几个方面:第一,对董事会中董事发表非赞成意见这一关键事项进行了文本分析,丰富了会计与财务研究中关于文本分析的文献。公司年报^[8-13]、盈余发布^[14-16]、新闻报道^[17]、电话会议记录^[18,19]等是近年会计与财务领域研究的主要文本分析对象,对董事意见的文本分析并不多见,其原因主要是美国上市公司不强制披露董事会决议公告。中国特有的公开披露的董事会决议信息,为采用文本分析方法研究董事意见提供了很好的研究机会。董事对议案发表的意见,相较于公司年报或者盈余发布,篇幅较小,并且没有固定格式,利用电脑软件分析董事意见存在较大的难度。手工文本分析更加准确,并且能够使衡量变量更加贴合研究主题^[11,20]。虽然非赞成意见的文本篇幅较

短,但是其在董事会决议公告中的位置十分醒目,容易引起投资者的关注,对议案未来走向^②和公司投资经营产生显著影响。本文研究结果表明,当董事对议案发表非赞成意见时,其表述方式会引起投资者的不同反应,这说明投资者并非对所有非赞成意见持否定态度,这有助于从新的角度理解文本信息含量,也为新颁布的《上市公司治理准则》(证监发〔2018〕29号)关于完善董事对外发布信息的行为规范提供了理论支持。第二,已有文献主要对公司年报以及管理层问答等进行文本分析,并讨论其对公司业绩的预测能力和对股票市场定价的影响,本文则分析非赞成意见对于未来议案改善情况的影响,为董事投票经济后果的研究提供了更为广泛和直接的证据。研究结果表明,发表直接型表述非赞成意见是董事积极参与公司决策和履行监督义务的表现之一。第三,从董事非赞成意见的角度检验了代理成本对董事会治理效率的影响。研究结论表明,在不同产权性质公司中,投资者对于董事发表非赞成意见表述方式的市场反应是不同的。相比国有公司,非国有公司的第二类代理问题更严重,股权制衡效果更差,因此非国有公司中的董事发表直接型表述非赞成意见后,会面临更高的离职风险,对议案相关事项的后续改善无法发挥监督作用。而在国有公司中,董事的直接型表述非赞成意见对公司的发展具有更好的治理效应。党的十九届四中全会通过的《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度,推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》指出,要“深化国有企业改革,完善中国特色现代企业制度”。本文研究表明,保护董事的监督权利,使其自觉履行监督义务,对于进一步提高董事会治理效率,完善中国特色现代企业制度具有重要意义。

1 理论基础

1.1 公司公告语调的股票市场反应

本研究主要基于上市公司披露的各类文件,

包括公司年报及审计意见、盈余发布、新闻报道、电话会议记录和独立董事意见。已有关于公司年报的文本分析研究发现,公司当期的业绩越差,年报可读性越低;年报可读性越高,未来越有可能拥有持续的正向盈余^[10],投资者和分析师对其预期也越好^[9]。分析师的能力越强,其出具的分析师报告可读性越高^[21]。分析师报告中的前瞻性语句越多,市场反应越好^[22]。年报中非标准审计意见的否定语调能够体现审计方的审慎态度,从而引起正面的市场反应^[11,23]。而年报的正面语调与累计超额回报具有显著正向关系^[8,24],与股价崩盘风险显著负相关^[12]。也有研究发现,对于财务风险较低的企业,样板化的管理层报告更容易获得市场好评^[25]。盈余公告中的正面语调也会引起股票市场的正向反应^[14,17,19]。还有研究发现,在业绩说明会中,管理层的回答与投资者的问题越相关,市场反应越好^[26]。关于独立董事意见的文本分析发现,独立董事对关联交易事项发表赞成意见时,正面语调也能产生正向的累计超额回报^[4]。

已有关于董事意见的“委婉”表述研究主要以独立董事对关联交易事项发表的赞成意见为研究对象,并根据独立董事发表意见的语气将赞成意见分类为“无过”型和“有功”型意见:如果独立董事的关联交易意见阐述中用到“有利于”等词语,即认为独立董事对关联交易出具了明显含有功利型情感的清洁意见;否则认为独立董事选择通过出具“无过”型意见来进行委婉履职^[3,4]。也有研究将独立董事的非赞成意见类型分类为反对意见、保留意见、无法发表意见和弃权,并将反对意见认定为独立董事的直接型表述非赞成意见^[6]。

1.2 董事发表非赞成意见的经济后果

董事就董事会议案投票是董事对公司进行监督的重要途径^[27]。目前,关于董事发表非赞成意见经济后果的研究主要从独立董事的角度展开。已有研究表明,独立董事投反对票能够提高公司治理水平和信息披露水平,改善公司经营,有利于

^② 《公司法》规定“董事会作出决议,必须经全体董事的过半数通过。”根据本文统计,2005年~2018年有2838项议案中存在董事发表非赞成意见,但是仅有7%的议案因非赞成意见超过半数被否决。

企业价值的提升^[7, 28, 29]。

还有的研究关注独立董事投票对于董事自身职业发展的影响,发现发表非赞成意见后,独立董事的连任概率更低^[6]、更有可能离职^[7]。但是,发表非赞成意见的独立董事未来可能会在其他公司获得更多的独立董事席位^[30],因为独立董事发表非赞成意见能够为公司的股东、债权人和监管者提供信息,是其勤勉行为的体现。

由于非控股股东和非控股股东董事对于我国公司决策和经营具有越来越重要的影响^[31-35],越来越多的研究开始关注非独立董事发表非赞成意见的经济后果。相关文献发现,相比独立董事,非控股股东董事具有更强的监督动机,且非控股股东董事发表非赞成意见也能显著提高公司业绩^[36, 37]。

2 研究假设

2.1 董事非赞成意见表述方式与市场反应

当董事会投票信息需要公开时,董事们会倾向于达成统一意见^[27, 38]。因此,在经过董事会投票前的内部商议、讨论和修改之后,董事最终发表的非赞成意见很有可能引起股票市场的反应。当董事发表的意见能够直接指出议案事项的缺陷时,非赞成意见的易读性更高,而公告的易读性越高,市场反应越好^[9, 10, 26]。通过直接指出议案事项的缺陷,董事还能够向外界市场传递自身熟悉并积极监督公司经营的信息^[30],其审慎态度能够引起正向的市场反应^[23]。已有研究发现,当董事发表非赞成意见后,公司的公司治理和信息披露水平,以及经营业绩等方面均能得到显著提升^[7, 28, 36, 37],而强硬的语气更可能会引起股东的关注,并使股东进一步督促董事会和管理层核查议案事项的可行性并改进后续方案,促进公司经营改善。委婉型表述的非赞成意见由于表述“中庸”,会影响投资者的理解和判断,增强信息不确定性^[13]。因此,相比委婉型表述的非赞成意见,当董事对议案发表直接型表述的非赞成意见后,投资者面临的信息不确定性降低,对公司未来发展有更好的预期,进而在股票市场上给予正向

评价。

但是,董事能否有效监督议案事项的改善,取决于其是否能够在董事会继续任职。董事由股东大会选举产生,董事发表意见通常是其代表的股东意志的体现。当投票结果公开时,董事为取得意见统一,会更倾向于进行有效的事前信息交流^[39]。相比发表委婉型表述的非赞成意见,董事发表直接型表述的非赞成意见,更能体现公司各利益方之间的冲突。因此,当董事选择在董事会会议中发表非赞成意见,甚至是直接型表述的非赞成意见时,说明董事对议案事项确实存在较大异议,与提出议案的股东、管理层或其他董事具有较大分歧。已有研究发现发表非赞成意见的独立董事在未来更有可能离职^[5, 6, 30]。因此,相比发表委婉型表述的非赞成意见,董事发表直接型表述的非赞成意见,更能体现公司利益方之间的冲突,也可能使董事面临更大的离职风险,无法有效监督议案改善。并且,当董事发表直接型表述的非赞成意见时,其“批评”、“强硬”的语气可能会使投资者担忧公司的经营管理和未来发展问题,从而导致更为负面的市场反应。

基于上述分析,本文同时提出竞争性假设 1.1a 和假设 1.1b,以及竞争性假设 1.2a 和假设 1.2b:

假设 1.1a 相比董事发表的委婉型表述非赞成意见,股票市场对董事发表的直接型表述非赞成意见的反应更积极。

假设 1.1b 相比董事发表的直接型表述非赞成意见,股票市场对董事发表的委婉型表述非赞成意见的反应更积极。

假设 1.2a 相比董事发表的委婉型表述非赞成意见,董事发表的直接型表述非赞成意见更能有效促进议案事项改善。

假设 1.2b 相比董事发表的直接型表述非赞成意见,董事发表的委婉型表述的非赞成意见更能有效促进议案事项改善。

2.2 产权性质、董事非赞成意见表述方式与市场反应

许多研究认为国有公司存在“一股独大”、“所有者缺位”的缺陷^[40-42],因此公司治理水平

较差。而独立董事和非控股股东董事的监督能够提高国有企业的公司治理水平^[33, 36, 43]。但是也有研究发现,在金字塔控股结构下,相比国有公司,非国有公司的中小股东更容易受到侵害^[44-48]。在中国等新兴市场,无论是国有公司,还是非国有公司,被终极控制人以金字塔结构控制非常普遍^[49]。金字塔结构使得控股股东可用较少的现金流量权,获取较大的控制权,从而对其控制的公司进行利益侵占。但是,国有企业的控股股东是“国家”(政府),其剩余索取权属于国家,而不属于实际控制企业的国有企业管理人员,因此国有企业的控制权与剩余索取权是分离的。由于受到政府和司法部门的监督,国有公司的管理层很难将上市公司的利益直接转移给自己^[47]。

相比所有权和经营权分离产生的第一类代理问题,所有权和控制权分离产生的第二类代理问题更有可能对董事发表的直接型表述非赞成意见产生影响^③。在所有权与控制权分离的情况下,非国有公司控股股东受到的政府监督较少,为了追求利益最大化,非国有公司的控股股东更有可能通过金字塔结构侵害非控股股东利益^[44, 50]。在中国上市公司的金字塔控股方式下,非国有上市公司的所有权和控制权的分离度更高,董事会和管理层往往受到控股股东及其家族成员的控制,非国有公司的控股股东更容易对公司的经营决策和信息披露进行操纵^[51-53]。控制董事会是控股股东对上市公司进行控制的重要方式^[54]。当董事会中存在不同声音时,非国有公司的控股股东更有可能利用其对董事选举的重要影响来干预董事会表决,进而实现对董事会的控制^④。当董事发表直接型表述非赞成意见时,相比国有公司,非国有公司的控股股东可能更倾向于迫使董事离职以实现自己的计划,从而引起更消极的市场反应。而随着《关于深化国有企业改革的指导意见》(中发[2015]22号)、《国务院办公厅关于进一步完善

国有企业法人治理结构的指导意见》(国办发[2017]36号)等指导意见的发布,国有公司的董事会治理结构越来越完善,董事的提名和选举流程也越来越规范。国有公司中的董事在发表直接型表述非赞成意见后,能够更好地履行监督职能。

基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 2a 相比非国有公司董事的直接型表述非赞成意见,股票市场对国有公司董事的直接型表述非赞成意见的反应更加积极。

假设 2b 相比非国有公司董事的直接型表述非赞成意见,国有公司董事的直接型表述非赞成意见更能有效促进议案事项改善。

2.3 董事类型、董事非赞成意见表述方式与市场反应

已有研究发现,不同类型董事具有不同的监督效应,因此股票市场对不同类型董事发表非赞成意见的市场反应可能不同。董事是发表非赞成意见的主体,而董事类型是董事最重要的特征。根据本文统计,在发表非赞成意见的董事中,27.5%为独立董事,44.5%为非控股股东董事,7.6%为控股股东董事,20.4%为内部董事。董事类型代表了董事背后的利益关系,决定了董事的监督动机和监督效果。

2.3.1 独立董事

独立董事是否能有效监督股东和管理层,已有研究并未发现一致的结论。其原因在于:一方面,独立董事旨在代表全体投资者利益,以第三方的角度提供较为客观的意见和建议,因此能够获得投资者的认可^[55];另一方面,相比与上市公司联系更为紧密的其他类型董事,独立董事可能存在信息掌握不充分^[56]、履职动机较弱^[36]、容易受到大股东和管理层影响^[57, 58]等缺陷,从而削弱了独立董事的有效监督作用。相比非独立董事,独立董事在绝大部分情况下不会公开质疑管理层行

③ 第一类代理问题主要处理股东与管理层的代理问题,股东向上市公司董事会提名董事对管理层进行监督是解决第一类代理问题的重要手段,而管理层对于董事投票和任职的影响相对是较小的。

④ 根据《公司法》的规定,“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东,可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会”,这就赋予了持股3%以上的股东提名董事的权力。此外,《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》还就独立董事的提名做出了单独规定,“上市公司董事会、监事会、单独或者合并持有上市公司已发行股份1%以上的股东可以提出独立董事候选人”。从董事提名和选举的流程设计上来说,控股股东对于董事选举具有十分重要的影响。

为^[28,59].但是随着中国独立董事制度的不断完善,更多研究发现,独立董事发表非赞成意见能够对公司治理水平、业绩表现等方面产生正向影响^[7,28,36,60].因此,当独立董事发表语气较为强硬直接型表述非赞成意见时,可能更容易引起投资者关注.

2.3.2 非控股股东董事

已有研究表明,非控股股东在董事会中派驻董事比例越高,公司投资效率越高^[32]、非控股股东董事越能够为非控股股东带来信息优势,从而遏制控股股东的盈余管理和价格操纵行为^[61].

非控股股东董事由非控股股东派出,会积极维护非控股股东利益,因此更有可能积极发表非赞成意见、提高公司治理水平和经营效率^[36,37].但是,由于股东间利益冲突,当非控股股东董事发表直接型表述的非赞成意见时,一方面可以体现其积极履行监督职责,推进议案事项的改善;另一方面也会暴露出公司股东间的严重利益冲突,以及潜在的离职风险.因此,相比其他类型董事,对于非控股股东董事发表直接型表述非赞成意见,股票市场的反应可能会更加显著.

2.3.3 控股股东董事和内部董事

控股股东董事由控股股东派出,代表控股股东利益,其非赞成意见的表述方式能够体现公司股东—管理层和大股东—中小股东之间的利益冲突.但是,相比非控股股东董事和独立董事,控股股东董事发表非赞成意见的频率较低^[36].内部董事一般任职于公司管理层,其任免容易受到控股股东的影响^[62].在发表直接型表述的非赞成意见后,内部董事有可能受到来自于控股股东的压力,无法有效发挥其职能.

基于上述分析,本文提出以下假设:

假设 3a 相比控股股东董事和内部董事,股

票市场对独立董事和非控股股东董事发表直接型表述非赞成意见的反应更显著.

假设 3b 相比控股股东董事和内部董事,独立董事和非控股股东董事的直接型表述非赞成意见对公司议案事项的影响更显著.

3 研究设计

3.1 研究样本

深圳证券交易所和上海证券交易所于2004年11月29日分别发布的《深圳证券交易所股票上市规则(2004年修订)》和《上海证券交易所股票上市规则(2004年修订)》首次规定上市公司需披露董事会决议公告.因此,本文的研究样本为2005年~2018年A股上市公司董事会中所有董事发表的非赞成意见.为了保证检验结果的稳健性,剔除了未通过议案所涉及的董事非赞成意见样本(约占总样本的7%),以避免股票市场对未通过议案的应对本文研究结论的影响.

采用“公司—日期—议案—董事”结构对董事就董事会表决议案发表非赞成意见的内容进行分析.根据本文统计,2005年~2018年间,共有545家不同的A股上市公司的1230位不同董事对审议通过的董事会议案发表了共计3822条非赞成意见.由于某些公司在披露董事意见前处于长期停牌状态,无法有效估计股票的累计超额回报,并且部分观测的公司特征变量或个人特征变量存在缺失值,最终获得2230个“公司—日期—议案—董事”结构的样本观测值.表2列出了研究样本的年度分布.可以看到,董事发表非赞成意见的次数明显增多,这进一步体现了董事越来越倾向于通过发表非赞成意见进行监督.因此,研究董事非赞成意见的信息含量具有重要意义.

表2 样本年度分布

Table 2 Year distribution of the sample

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	合计
样本	45	144	70	111	85	84	56	100	24	158	133	212	387	621	2 230

3.2 主要变量定义

3.2.1 董事非赞成意见表述方式

董事投票意见主要分为同意、保留意见、反对

意见、无法表示意见、弃权.参考已有文献,本文将“同意”之外的董事意见“保留”、“反对”、“无法表示”、“弃权”和“其他”定义为非赞成意见.

将董事非赞成意见划分为两个类型“直接型”和“委婉型”。当董事在非赞成意见中主要采用否定语气时,即直接指出议案不足时,例如多采用“不”、“未”等文字时,则认定为“直接型”表述非赞成意见。当董事在非赞成意见中未采用否定语气,多采用“应”、“建议”等文字时,则认定为“委婉型”表述非赞成意见。如果董事对某一议案发表的非赞成意见为直接型表述,则 *Direct* 取值为 1; 如果是委婉型表述,则 *Direct* 取值为 0。

3.2.2 股票累计超额回报

采用事件研究法进行研究。参考已有文献^[4], 本文的估计窗口为事件发生前 150 到前 10 天, 即 $[-150, -10]$, 并采用市场模型估计预期报酬率: 以沪深 300 指数作为市场证券组合收益, 并采用 CAPM 模型计算单一股票事件窗口内的预期收益。具体模型如下

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{m,t} \quad (1)$$

式(1)中 $R_{i,t}$ 表示 i 公司股票的实际收益率, $R_{m,t}$ 表示以沪深 300 指数作为市场证券组合收益率, 回归样本为事件发生前 150 到前 10 天, 最终得到估计参数 $\bar{\alpha}_i$ 和 $\bar{\beta}_i$ 。将 $\bar{\alpha}_i$ 和 $\bar{\beta}_i$ 代入式(2), 即可得到事件窗口的单日超额收益率

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\bar{\alpha}_i + \bar{\beta}_i R_{m,t}) \quad (2)$$

为了使研究结果更加稳健, 本文的事件窗口分别选取事件发生前一天 $[-1, 1]$ 和事件发生前后两天 $[-2, 2]$ 两个事件窗口。超额收益为单一股票的实际收益和预期收益之差, 将事件窗口内的超额收益相加即得到该股票的累计超额回报

$$CAR[-1, 1] = AR_{i,-1} + AR_{i,0} + AR_{i,1} \quad (3)$$

$$CAR[-2, 2] = AR_{i,-2} + AR_{i,-1} + AR_{i,0} + AR_{i,1} + AR_{i,2} \quad (4)$$

3.2.3 议案未来改善情况

为了更好地判断不同类型董事的非赞成意见是否会对公司日后的经营起到不同程度的作用, 借鉴已有文献的研究方法, 通过判断议案未来改善情况来作为衡量董事发表非赞成意见经济后果的测度指标^[28]。本文通过查询公司年报和公告等

信息来追踪董事发表非赞成意见所涉事项在未来 3 年内是否得到改善。如果被董事发表非赞成意见的议案所涉及事项在未来 3 年得到改善, 则 *Improve* 取值为 1, 否则为 0。

3.3 研究模型

3.3.1 检验假设 1.1a、假设 1.1b、假设 1.2a、和假设 1.2b 的模型

为检验董事非赞成意见的表述方式是否会引引起不同的市场反应、是否会促进议案改善, 本文分别采用 *CAR* 和 *Improve* 变量作为被解释变量, 构建如下模型(见式(5))。由于董事投票行为会受到个人、议案、董事会和公司层面的多重影响, 本文在回归模型中同时控制了公司特征控制变量和董事特征控制变量(各变量定义详见表 3), 以及公司固定效应、年度固定效应、董事类型固定效应^⑤和议案类型固定效应。具体回归模型如下, 模型使用普通最小二乘法进行估计, 回归系数的标准误经怀特特异方差修正

$$\begin{aligned} CAR/Improve = & \delta_0 + \delta_1 Direct + \\ & \text{公司特征控制变量} + \\ & \text{董事特征控制变量} + \text{公司固定效应} + \\ & \text{年度固定效应} + \text{董事类型固定效应} + \\ & \text{议案类型固定效应} + \varepsilon \end{aligned} \quad (5)$$

3.3.2 检验假设 2a 和假设 2b 的模型

不同产权性质的公司中, 董事非赞成意见的表述方式可能会对公司经营产生不同影响, 因此本文构建了主要解释变量 *Direct* 与衡量公司产权性质的变量 *STATE* 的交互项, 以检验国有公司和非国有公司的股票市场反应是否具有显著差异

$$\begin{aligned} CAR/Improve = & \delta_0 + \delta_1 Direct + \delta_2 STATE + \\ & \delta_3 Direct \times STATE + \text{公司特征控制变量} + \\ & \text{董事特征控制变量} + \text{公司固定效应} + \\ & \text{年度固定效应} + \text{董事类型固定效应} + \\ & \text{议案类型固定效应} + \varepsilon \end{aligned} \quad (6)$$

3.3.3 检验假设 3 的模型

不同类型董事在发表直接型表述非赞成意见

⑤ 由于不同董事发表非赞成意见的倾向不同, 本文在模型中控制了董事类型固定效应。将董事根据来源共划分为 4 种类型: 内部董事(仅在上市公司任职的董事)、控股股东董事(除在上市公司董事会任职之外, 还在上市公司第一大股东单位任职的董事)、非控股股东董事(除在上市公司董事会任职之外, 还在上市公司非控股股东单位任职的董事)和独立董事。

后,可能具有不同的经济后果.因此,本文还按董事类型对样本进行分组后,对式(5)和式(6)进行回归,以检验不同类型董事发表直接型表述非赞成意见的股票市场反应和议案改善是否具有显著差异.

表3 变量定义

Table 3 Definition of variables

	变量		定义
被解释变量	CAR	股票累计超额回报	CAR[-1,1]:采用市场模型计算的窗口为[-1,1]的累计超额回报 CAR[-2,2]:采用市场模型计算的窗口为[-2,2]的累计超额回报
		Improve	如果董事提出非赞成意见的议案事项在未来3年得到改善,则Improve取值为1,否则为0
解释变量	Direct	表述方式	如果非赞成意见为直接型表述,则取值为1,否则为0
公司特征控制变量	STATE	产权性质	如果控股股东为国有,则取值为1,否则为0
	RESTRICTION	股权制衡度	第一大股东持股比例/第二至第五大股东持股比例之和
	SEPARATION	两权分离度	实际控制人拥有公司的控制权比例减所有权比例所得之差
	TOBINQ	托宾Q值	(股东权益的市场价值+负债账面价值)/资产账面价值
	LEV	资产负债率	负债总额/总资产
	ROA	总资产回报率	净利润/总资产
	BOARDSIZE	董事会人数	ln(董事会人数)
	INDRATIO	独立董事比例	独立董事人数/董事会人数
	FEMALERATIO	女性董事比例	女性董事人数/董事会人数
OVERSEARATIO	具有海外经历的董事比例	具有海外学习或工作经历的董事人数/董事会人数	
董事特征控制变量	AGE	年龄	ln(董事年龄)
	GENDER	性别	若董事为男性,则取值为1,否则为0
	TENURE	任职期限	董事任职时间(年)
	PAID	薪酬	若在上市公司领取薪酬(包括津贴),则取值为1,否则为0
	SEATS	董事席位数量	兼任职务为董事的公司总数
	COOPT	与董事长任期关系	若董事任期开始时间晚于当期董事长任期开始时间,则取值为1,否则为0
	EDU	上山下乡经历	若董事出生年份处于1947年~1961年之间,则取值为1,否则为0
CHAIR_EDU	董事长上山下乡经历	若董事长出生年份处于1947年~1961年之间,则取值为1,否则为0	

3.4 描述性统计

表4为主要变量的描述性统计.由表4可知,CAR[-1,1]和CAR[-2,2]的均值分别为0.001和-0.002,说明平均而言,股票市场对董事非赞成意见持中立态度.Improve均值为0.405,说明在可以跟踪未来改善情况的议案中,40.5%的非赞成意见使议案所涉及的相关事项在公司未来经营决策中得到改进.Direct的均值为0.775,说明77.5%的董事在发表非赞成意见时采用直接型表述,直接指出议案可能存在的问题.

公司特征中,STATE的均值为0.362,说明样本中36.2%的公司控股股东为国有.INDRATIO的均值为0.370,FEMALERATIO的均值为0.188,OVERSEARATIO的均值为0.076,说明样本公司董事会中,37.0%为独立董事,18.8%为女性董事,7.6%的董事具有海外学习或工作经历.

董事特征中,董事平均年龄约47岁,平均任职约4年.37.4%的董事任期开始时间晚于当期董事长的任期开始时间.22.5%的董事具有“上山下乡经历”,32.9%的董事长具有“上山下乡经历”.

表 4 变量描述性统计

Table 4 Summary statistics of variables

变量	<i>N</i>	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>CAR</i> [-1,1]	2 230	0.001	0.071	-0.165	0.205
<i>CAR</i> [-2,2]	2 230	-0.002	0.095	-0.279	0.291
<i>Improve</i>	1 502	0.405	0.491	0.000	1.000
<i>Direct</i>	2 230	0.775	0.417	0.000	1.000
<i>STATE</i>	2 230	0.362	0.481	0.000	1.000
<i>RESTRICTION</i>	2 230	2.457	5.180	0.346	34.731
<i>SEPARATION</i>	2 230	0.041	0.071	0.000	0.316
<i>TOBINQ</i>	2 230	3.214	4.072	0.854	26.692
<i>LEV</i>	2 230	0.658	0.977	0.034	8.009
<i>ROA</i>	2 230	-0.141	0.606	-4.161	0.123
<i>BOARDSIZE</i>	2 230	2.209	0.232	1.386	2.944
<i>INDRATIO</i>	2 230	0.370	0.056	0.286	0.571
<i>FEMALERATIO</i>	2 230	0.188	0.100	0.000	0.455
<i>OVERSEARATIO</i>	2 230	0.076	0.097	0.000	0.368
<i>AGE</i>	2 230	3.857	0.160	3.401	4.304
<i>GENDER</i>	2 230	0.831	0.374	0.000	1.000
<i>TENURE</i>	2 230	3.716	3.254	0.000	16.000
<i>PAID</i>	2 230	0.542	0.498	0.000	1.000
<i>SEATS</i>	2 230	0.772	1.839	0.000	21.000
<i>COOPT</i>	2 230	0.374	0.484	0.000	1.000
<i>EDU</i>	2 230	0.225	0.417	0.000	1.000
<i>CHAIR_EDU</i>	2 230	0.329	0.470	0.000	1.000

注: 在存在非赞成意见的议案决议中,有一部分无法明确跟踪未来的改善情况,因此 *Improve* 变量的观测值为 1 502 个。

4 主要结果分析

4.1 董事非赞成意见表述方式与市场反应

4.1.1 董事非赞成意见表述方式、产权性质与市场反应

表 5 的 Panel A 给出了不同表述方式非赞成意见 *CAR* 的均值检验结果。总体上看,直接型表述非赞成意见样本组的 *CAR* 均值小于委婉型表述样

本组的 *CAR* 均值,即股票市场对董事发表的直接型表述非赞成意见的反应较为消极。但是,按产权性质分组后,Panel B 的结果表明,在国有公司中,直接型表述的董事非赞成意见具有显著为正的累计超额回报;Panel C 的结果表明,在非国有公司中,直接型表述的董事非赞成意见具有显著为负的超额累计回报。上述结果表明,国有公司和非国有公司在公司治理结构上的差异,会导致董事发表非赞成意见的表述方式引起不同的股票市场反应。

表5 基于非赞成意见表述方式的CAR均值检验

Table 5 Mean tests of CAR based on dissenting opinions expression types

Panel A: 全样本					
	Direct = 1		Direct = 0		均值差异 T 检验
	观测值	平均值	观测值	平均值	
CAR[-1, 1]	1 729	-0.001	501	0.010	-0.011***
CAR[-2, 2]	1 729	-0.005	501	0.009	-0.014***
Panel B: 国有公司					
	Direct = 1		Direct = 0		均值差异 T 检验
	观测值	平均值	观测值	平均值	
CAR[-1, 1]	586	0.005	222	-0.000	0.005
CAR[-2, 2]	586	0.010	222	-0.006	0.016**
Panel C: 非国有公司					
	Direct = 1		Direct = 0		均值差异 T 检验
	观测值	平均值	观测值	平均值	
CAR[-1, 1]	1 143	-0.005	279	0.018	-0.023***
CAR[-2, 2]	1 143	-0.013	279	0.020	-0.033***

注: **、*、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

表6报告了以CAR为被解释变量的式(5)和式(6)的回归结果。模型1和模型3中,Direct的回归系数均不显著,表明在总体样本中,董事发表的直接型非赞成意见的市场反应不显著,假设1.1a和假设1.1b没有获得支持。加入交互项Direct×STATE后,模型2的Direct×STATE的回归系数为0.018,且在1%的水平上显著;模型4的Direct×STATE的回归系数为0.024,且在1%的水平上显著。这说明,在非国有公司中,股票市场对董事直接型表述非赞成意见的反应较为消极。相比非国有公司董事的直接型表述非赞成意见,国有公司董事的直接型表述非赞成意见具有更高的市场溢酬,二者的差距在[-1,1]的短窗

口内达到1.8%,在[-2,2]的窗口内达到2.4%。表6的结果支持了本文的假设2a。

表6的其他控制变量中,TOBINQ的回归系数均显著为正;LEV的回归系数均显著为负;FEMALERATIO的回归系数均显著为负;PAID的回归系数均显著为正;COOPT的回归系数均显著为正;CHAIR_EDU的回归系数均显著为正。这说明,当公司的市场价值较高、资产负债率较低、女性董事比例较低、董事的任期开始时间晚于当期董事长的任期开始时间、董事长具有“上山下乡经历”,以及董事在上市公司领取薪酬(包括津贴)时,董事发表非赞成意见所引起的股票市场反应更积极。

表6 董事非赞成意见表述方式与累计超额回报^⑥

Table 6 Directors' dissenting opinions expression types and cumulative abnormal return

变量名称	CAR[-1, 1]		CAR[-2, 2]	
	模型1	模型2	模型3	模型4
Direct	-0.001 (-0.38)	-0.009** (-2.25)	0.001 (0.14)	-0.009* (-1.94)
Direct×STATE		0.018*** (3.02)		0.024*** (3.15)
STATE	-0.015 (-1.57)	-0.027*** (-2.64)	-0.008 (-0.69)	-0.024* (-1.88)

^⑥ 董事发表意见时可能倾向于特定的表述类型。作为稳健性检验,本文统计了发表过直接型和委婉型非赞成意见的董事,并以该类董事发表的非赞成意见为样本进行回归,回归结果与本文研究结论一致。限于篇幅,上述回归结果未在正文中报告,如读者需要,可向作者索取。

续表 6
Table 6 Continues

变量名称	CAR[-1,1]		CAR[-2,2]	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
<i>RESTRICTION</i>	0.000 (0.11)	0.000 (0.21)	-0.000 (-0.18)	-0.000 (-0.08)
<i>SEPARATION</i>	0.051 (0.88)	0.039 (0.67)	-0.108 (-1.49)	-0.123* (-1.70)
<i>TOBINQ</i>	0.004*** (2.99)	0.004*** (2.86)	0.010*** (6.02)	0.009*** (5.89)
<i>LEV</i>	-0.008** (-2.13)	-0.008** (-1.97)	-0.019*** (-3.88)	-0.018*** (-3.72)
<i>ROA</i>	-0.003 (-0.50)	-0.002 (-0.36)	-0.008 (-1.08)	-0.007 (-0.92)
<i>BOARDSIZE</i>	0.032 (1.61)	0.039* (1.93)	0.000 (0.01)	0.009 (0.36)
<i>INDRATIO</i>	0.007 (0.09)	0.003 (0.04)	-0.085 (-0.91)	-0.090 (-0.97)
<i>FEMALERATIO</i>	-0.100*** (-2.73)	-0.102*** (-2.78)	-0.182*** (-3.95)	-0.184*** (-4.00)
<i>OVERSEARATIO</i>	-0.055 (-0.95)	-0.050 (-0.87)	-0.078 (-1.08)	-0.072 (-1.00)
<i>AGE</i>	0.014 (1.20)	0.014 (1.25)	0.009 (0.65)	0.010 (0.70)
<i>GENDER</i>	0.003 (0.70)	0.003 (0.71)	0.009* (1.73)	0.009* (1.74)
<i>TENURE</i>	-0.001* (-1.90)	-0.001* (-1.80)	-0.001 (-1.41)	-0.001 (-1.31)
<i>PAID</i>	0.026*** (6.05)	0.027*** (6.21)	0.015*** (2.73)	0.016*** (2.90)
<i>SEATS</i>	0.000 (0.40)	0.001 (0.58)	0.000 (0.28)	0.001 (0.46)
<i>COOPT</i>	0.014*** (3.08)	0.016*** (3.49)	0.024*** (4.21)	0.026*** (4.62)
<i>EDU</i>	0.001 (0.16)	0.001 (0.13)	-0.000 (-0.02)	-0.000 (-0.05)
<i>CHAIR_EDU</i>	0.015*** (3.12)	0.015*** (3.18)	0.010* (1.70)	0.010* (1.76)
<i>Constant</i>	-0.128* (-1.78)	-0.138* (-1.93)	-0.002 (-0.03)	-0.016 (-0.18)
公司固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
董事类型固定效应	控制	控制	控制	控制
议案类型固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>Obs.</i>	2 230	2 230	2 230	2 230
<i>Adj-R²</i>	0.665	0.666	0.710	0.711

注: 括号中的数值为回归系数的 *t* 检验统计量, ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

4.1.2 董事类型、董事非赞成意见表述方式与市场反应

在上一部分中发现,相比非国有公司董事的直接型表述非赞成意见,股票市场对国有公司董事的直接型表述非赞成意见的反应更积极。为进一步检验股票市场对不同产权性质公司中不同类型董事的直接型表述非赞成意见的反应是否具有显著差异,本文按董事类型分组后对式(6)进行回归。表7报告了不同产权性质公司中不同类型董事发表直接型表述非赞成意见对股票市场反应的影响。在独立董事组回归结果中, $Direct \times STATE$ 的回归系数均显著为正。相比非国有公司独立董事的直接型表述非赞成意见,国有公司独立董事的直接型表述非赞成意见具有更高的市场

溢酬,二者的差距在 $[-1, 1]$ 的短窗口内达到2.6%,在 $[-2, 2]$ 的窗口内达到4.4%。在非控股股东董事组回归结果中, $Direct \times STATE$ 的回归系数均显著为正。相比非国有公司非控股股东董事的直接型表述非赞成意见,国有公司非控股股东董事的直接型表述非赞成意见具有更高的市场溢酬,二者的差距在 $[-1, 1]$ 的短窗口内达到1.8%,在 $[-2, 2]$ 的窗口内达到2.1%。在控股股东董事组和内部董事组的回归结果中, $Direct \times STATE$ 的回归系数不显著。表7的结果表明,相比非国有公司中独立董事和非控股股东董事的直接型表述非赞成意见,股票市场对国有公司中独立董事和非控股股东董事的直接型表述非赞成意见的反应更积极,支持了本文的假设3a。

表7 不同类型董事的非赞成意见表述方式与累计超额回报

Table 7 Dissenting opinions expression types and cumulative abnormal return of different types of directors

变量名称	独立董事		非控股股东董事		控股股东董事		内部董事	
	CAR[-1,1]	CAR[-2,2]	CAR[-1,1]	CAR[-2,2]	CAR[-1,1]	CAR[-2,2]	CAR[-1,1]	CAR[-2,2]
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8
<i>Direct</i>	-0.012	-0.026*	-0.011*	-0.010	0.005	0.001	-0.015***	-0.009
	(-1.12)	(-1.82)	(-1.96)	(-1.38)	(0.34)	(0.06)	(-2.60)	(-1.21)
<i>Direct</i> × <i>STATE</i>	0.026*	0.044**	0.018**	0.021**	0.025	0.045	-0.009	-0.014
	(1.78)	(2.23)	(2.20)	(1.96)	(1.26)	(1.66)	(-0.56)	(-0.72)
<i>STATE</i>	-0.048	-0.088	-0.017	-0.029			0.163**	0.308***
	(-0.51)	(-0.69)	(-1.19)	(-1.60)			(2.03)	(3.19)
<i>RESTRICTION</i>	0.002	0.017	-0.011**	-0.004	-1.407**	1.576	0.040**	0.055**
	(0.28)	(1.46)	(-2.37)	(-0.73)	(-2.01)	(1.63)	(2.04)	(2.36)
<i>SEPARATION</i>	2.483**	0.113	0.257***	-0.055			0.437	1.070**
	(2.49)	(0.08)	(2.59)	(-0.43)			(1.17)	(2.39)
<i>TOBINQ</i>	-0.021	-0.012	0.005*	0.009**	0.046*	-0.038	-0.002	-0.012
	(-1.47)	(-0.62)	(1.83)	(2.47)	(1.75)	(-1.06)	(-0.35)	(-1.54)
<i>LEV</i>	0.275	0.178	0.000	-0.013	1.835**	-0.972	0.147	0.531**
	(1.33)	(0.64)	(0.02)	(-0.87)	(2.16)	(-0.83)	(0.84)	(2.52)
<i>ROA</i>	0.043	-0.014	-0.004	-0.018	3.606**	-1.550	0.169	0.385***
	(0.54)	(-0.13)	(-0.51)	(-1.58)	(2.18)	(-0.68)	(1.63)	(3.10)
<i>BOARDSIZE</i>	-0.070	-0.400	-0.045	-0.079			0.303**	0.462***
	(-0.30)	(-1.29)	(-1.19)	(-1.61)			(2.12)	(2.68)
<i>INDRATIO</i>	-0.106	-2.215	0.159	0.164			0.799*	1.339***
	(-0.09)	(-1.35)	(1.27)	(1.01)			(1.91)	(2.67)
<i>FEMALERATIO</i>	-0.294	-0.705**	-0.183***	-0.234***			0.038	-0.386**
	(-1.11)	(-1.97)	(-3.12)	(-3.08)			(0.25)	(-2.13)
<i>OVERSEARATIO</i>	-0.245	-0.304	-0.097	0.124			0.178	-0.059
	(-0.47)	(-0.43)	(-0.79)	(0.78)			(1.26)	(-0.35)

续表 7

Table 7 Continues

变量名称	独立董事		非控股股东董事		控股股东董事		内部董事	
	CAR[-1,1]	CAR[-2,2]	CAR[-1,1]	CAR[-2,2]	CAR[-1,1]	CAR[-2,2]	CAR[-1,1]	CAR[-2,2]
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
AGE	-0.026	-0.028	0.029	0.042 [*]	0.000	0.000	-0.013	0.032
	(-0.89)	(-0.73)	(1.61)	(1.77)	(0.00)	(0.00)	(-0.28)	(0.57)
GENDER	-0.034 ^{**}	-0.021	0.013	0.027 ^{***}	-0.000	-0.000	-0.016	-0.033 ^{**}
	(-2.14)	(-1.00)	(1.62)	(2.62)	(-0.00)	(-0.00)	(-1.20)	(-2.09)
TENURE	0.007 ^{**}	0.007 [*]	-0.004 ^{***}	-0.003 ^{**}			-0.002	-0.001
	(2.38)	(1.86)	(-4.01)	(-2.54)			(-0.78)	(-0.48)
PAID	0.005	-0.002	0.084 ^{***}	0.072 ^{***}	-0.032	-0.042		
	(0.36)	(-0.09)	(8.89)	(5.84)	(-0.46)	(-0.45)		
SEATS	-0.006	-0.004	0.002	0.002	0.000	0.000	0.009	0.013
	(-1.60)	(-0.78)	(1.07)	(1.22)	(0.00)	(0.00)	(1.32)	(1.49)
COOPT	0.045 ^{***}	0.028	0.022 ^{**}	0.032 ^{***}			0.112 ^{***}	0.145 ^{***}
	(3.09)	(1.43)	(2.34)	(2.68)			(3.48)	(3.76)
EDU	-0.007	-0.010	-0.022 ^{***}	-0.027 ^{***}	-0.026	-0.020	0.031 [*]	-0.004
	(-0.67)	(-0.70)	(-2.90)	(-2.66)	(-0.70)	(-0.40)	(1.86)	(-0.20)
CHAIR_EDU	-0.044 ^{***}	-0.023	0.042 ^{***}	0.029 ^{**}			0.014	0.007
	(-2.83)	(-1.09)	(4.12)	(2.22)			(0.68)	(0.29)
Constant	0.143	1.835	-0.062	-0.045	2.957 [*]	-3.849 [*]	-1.128 ^{**}	-1.983 ^{***}
	(0.14)	(1.35)	(-0.48)	(-0.27)	(1.79)	(-1.69)	(-2.08)	(-3.05)
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
议案类型固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Obs.	438	438	1 132	1 132	134	134	511	511
Adj-R ²	0.824	0.848	0.721	0.726	0.752	0.633	0.744	0.793

注: 括号中的数值为回归系数的 t 检验统计量; ***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著. 在控股股东董事组和内部董事组的回归中, 部分变量由于与公司固定效应具有共线性, 在回归时被自动剔除.

4.2 董事非赞成意见表述方式与议案改善情况

4.2.1 董事非赞成意见表述方式、产权性质与议案改善情况

已有研究发现, 当独立董事发表非赞成意见后, 约三分之二的议案内容在被公开质疑后得到了改善^[28]. 这说明投资者对于董事非赞成意见的积极反应, 是因为投资者预期公司未来会对非赞成意见所涉事项进行改善. 本文通过查询公司年报和议案公告等信息来追踪董事非赞成意见中所

涉及事项在未来是否得到改善. 表 8 列示了分别属于 3 种情况的数量较多的议案类型(按数量高低排列). 本文的回归样本包括存在董事非赞成意见的 1 513 项董事会议案决议, 其中有 510 项无法明确跟踪未来的改善情况, 其余的 1 003 个议案根据公司未来 3 年披露的公告和年报可以发现其中有 405 项已改善, 598 项未改善. 这说明公司在未来会根据董事会中的非赞成意见对相关经营、投资或筹资的计划进行优化.

表 8 公开非赞成意见的议案后续改善情况

Table 8 Following improvement of proposals containing dissenting opinions

	无法判断议案是否改善	可以判断议案是否改善	
		改善	未改善
议案数量	510	405	598
议案类型	投资收购、募集资金、人事变动	年报事项、投资收购、募集资金	人事变动、投资收购、其他事项

表 9 报告了以 *Improve* 为被解释变量的式 (5) 和式 (6) 的回归结果. 需要说明的是, 由于本文在模型中控制了公司固定效应、年度固定效应、董事类型固定效应和议案类型固定效应, 为保证回归结果的有效性, 采用线性概率模型进行回归^[64, 65]. 模型 1 中, *Direct* 的回归系数不显著; 模型 2 中, *Direct* 的回归系数不显著, *Direct* × *STATE* 的回归系数为 0.116, 且在 5% 的水平上显著, 说明董事发表直接型表述非赞成

意见后, 国有公司议案改善的概率比非国有公司议案改善的概率高 0.116. 表 9 的回归结果表明, 相比非国有公司董事的直接型表述非赞成意见, 国有公司董事的直接型表述非赞成意见更有可能改善议案相关事项, 支持了本文的假设 2b. 在上部分中, 本文发现股票市场对国有公司董事的直接型表述非赞成意见反应更加积极, 这表明, 投资者能够理性对待董事非赞成意见中的信息增量.

表 9 董事非赞成意见表述方式与议案改善情况

Table 9 Directors' dissenting opinions expression types and proposals' improvement

变量名称	<i>Improve</i>	
	模型 1	模型 2
<i>Direct</i>	0.026 (0.92)	-0.018 (-0.51)
<i>Direct</i> × <i>STATE</i>		0.116** (1.97)
<i>STATE</i>	0.248** (2.35)	0.164 (1.44)
<i>RESTRICTION</i>	-0.008 (-0.91)	-0.007 (-0.84)
<i>SEPARATION</i>	-1.121 (-1.53)	-1.065 (-1.45)
<i>TOBINQ</i>	0.021 (1.54)	0.022 (1.56)
<i>LEV</i>	-0.086 (-1.56)	-0.087 (-1.59)
<i>ROA</i>	-0.005 (-1.03)	-0.005 (-1.05)
<i>BOARDSIZE</i>	-0.101 (-0.49)	-0.072 (-0.35)
<i>INDRATIO</i>	-3.109*** (-4.04)	-3.121*** (-4.06)
<i>FEMALERATIO</i>	0.559 (1.42)	0.571 (1.45)
<i>OVERSEARATIO</i>	-0.158 (-0.29)	-0.147 (-0.27)
<i>AGE</i>	-0.059 (-0.62)	-0.059 (-0.62)
<i>GENDER</i>	-0.003 (-0.08)	-0.005 (-0.15)
<i>TENURE</i>	-0.001 (-0.19)	-0.000 (-0.06)
<i>PAID</i>	0.025 (0.60)	0.028 (0.67)

续表 9

Table 9 Continues

变量名称	Improve	
	模型 1	模型 2
SEATS	-0.012* (-1.72)	-0.012* (-1.69)
COOPT	-0.084** (-1.96)	-0.075* (-1.76)
EDU	-0.088** (-2.34)	-0.087** (-2.29)
CHAIR_EDU	-0.110** (-2.22)	-0.112** (-2.26)
Constant	1.930*** (3.20)	1.894*** (3.14)
公司固定效应	控制	控制
年度固定效应	控制	控制
董事类型固定效应	控制	控制
议案类型固定效应	控制	控制
Obs.	1 502	1 502
Adj-R ²	0.618	0.619

注: 括号中的数值为回归系数的 t 检验统计量; ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

4.2.2 董事类型、董事非赞成意见表述方式与议案改善情况

前文发现股票市场对国有公司的独立董事和非控股股东董事的直接型表述非赞成意见具有更加积极的反应。为了进一步检验不同类型董事的直接型表述非赞成意见对议案改善情况是否也具有不同,本文按董事类型分组后对样本进行回归。表 10 报告了不同产权性质公司中不同类型董事发表直接型表述非赞成意见对议案改善情况的影响。在独立董事组回归结果中, $Direct \times STATE$ 的回归系数为 0.519,且在 1% 的水平上显著,说明独立董事发表直接型表述非赞成意见后,国有公司议案改善的概率比非国有公司议案改善的概率高 0.519。在非控股股东董事组回归结果中,

$Direct \times STATE$ 的回归系数为 0.256,且在 1% 的水平上显著,说明非控股股东董事发表直接型表述非赞成意见后,国有公司议案改善的概率比非国有公司议案改善的概率高 0.256。在控股股东董事组和内部董事组的回归结果中, $Direct \times STATE$ 的回归系数不显著。表 10 的结果表明,相比非国有公司独立董事和非控股股东董事的直接型表述非赞成意见,国有公司独立董事和非控股股东董事发表的直接型表述非赞成意见更有益于议案事项的改善,支持了本文的假设 3b。这一结果与表 7 中关于不同类型董事发表直接型表述意见的股票市场反应研究结果一致,说明投资者针对不同类型董事的非赞成意见表述方式的反应也是比较理性的。

表 10 不同类型董事的非赞成意见表述方式与议案改善情况

Table 10 Dissenting opinions expression types and proposals' improvement of different types of directors

变量名称	Improve							
	独立董事		非控股股东董事		控股股东董事		内部董事	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
$Direct$	-0.169**	-0.461***	0.061	-0.046	-0.211	-0.159	0.013	0.021
	(-2.01)	(-3.72)	(1.32)	(-0.76)	(-0.66)	(-0.35)	(0.22)	(0.34)
$Direct \times STATE$		0.519***		0.256***		-0.089		-0.081
		(3.16)		(2.79)		(-0.16)		(-0.42)

续表 10
Table 10 Continues

变量名称	Improve							
	独立董事		非控股股东董事		控股股东董事		内部董事	
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8
<i>STATE</i>	4.808 (0.38)	-2.914 (-0.23)	-0.011 (-0.05)	-0.240 (-1.09)				
<i>RESTRICTION</i>	-0.308 (-0.30)	-0.833 (-0.83)	0.157** (2.28)	0.184*** (2.67)	12.559*** (3.18)	12.519*** (3.11)	-0.249 (-1.37)	-0.244 (-1.33)
<i>SEPARATION</i>	51.877 (0.42)	-20.586 (-0.17)	-3.750* (-1.68)	-4.509** (-2.02)			-8.571** (-1.99)	-8.443* (-1.96)
<i>TOBINQ</i>	0.116 (0.57)	0.014 (0.07)	-0.049 (-0.93)	-0.059 (-1.12)			0.011 (0.11)	0.009 (0.09)
<i>LEV</i>	-1.440 (-0.27)	1.257 (0.23)	-0.087 (-0.25)	-0.021 (-0.06)			-6.279*** (-2.63)	-6.193** (-2.58)
<i>ROA</i>	1.958 (0.24)	-1.755 (-0.22)	-0.105 (-0.23)	-0.191 (-0.41)			0.315 (0.19)	0.359 (0.22)
<i>BOARDSIZE</i>	-9.863 (-0.50)	1.844 (0.09)	0.524 (0.90)	0.407 (0.70)			1.275 (1.15)	1.240 (1.11)
<i>INDRATIO</i>	78.058 (0.43)	-27.813 (-0.15)	-8.715*** (-4.51)	-9.122*** (-4.74)			-1.448 (-0.40)	-1.443 (-0.40)
<i>FEMALERATIO</i>	6.923 (0.63)	0.114 (0.01)	0.062 (0.07)	0.275 (0.31)			1.329 (0.78)	1.307 (0.77)
<i>OVERSEARATIO</i>	-11.076 (-0.45)	3.281 (0.13)	-2.465 (-1.33)	-2.231 (-1.21)			-0.810 (-0.48)	-0.812 (-0.48)
<i>AGE</i>	0.165 (0.66)	0.138 (0.56)	0.052 (0.28)	0.038 (0.21)	0.039 (0.04)	0.022 (0.02)	-0.210 (-0.63)	-0.213 (-0.64)
<i>GENDER</i>	-0.064 (-0.63)	-0.073 (-0.74)	-0.024 (-0.31)	-0.026 (-0.34)	-0.094 (-0.15)	-0.070 (-0.11)	-0.022 (-0.16)	-0.021 (-0.15)
<i>TENURE</i>	0.002 (0.08)	0.003 (0.10)	-0.003 (-0.34)	-0.001 (-0.15)			-0.004 (-0.20)	-0.005 (-0.21)
<i>PAID</i>	-0.032 (-0.25)	-0.034 (-0.28)	0.261* (1.70)	0.310** (2.02)				
<i>SEATS</i>	0.005 (0.16)	0.013 (0.39)	0.000 (0.00)	0.005 (0.33)	0.001 (0.01)	0.001 (0.00)	0.018 (0.23)	0.018 (0.23)
<i>COOPT</i>	0.169 (1.05)	0.127 (0.80)	-0.175 (-1.48)	-0.155 (-1.32)			-0.117 (-0.51)	-0.120 (-0.52)
<i>EDU</i>	-0.012 (-0.14)	-0.014 (-0.16)	-0.012 (-0.13)	-0.015 (-0.17)	0.003 (0.01)	0.002 (0.01)	-0.214 (-1.55)	-0.215 (-1.56)
<i>CHAIR_EDU</i>	-0.100 (-0.15)	-0.416 (-0.64)	-0.289* (-1.74)	-0.337** (-2.02)			-0.043 (-0.18)	-0.044 (-0.19)
<i>Constant</i>	-12.052 (-0.32)	10.316 (0.27)	2.662 (0.90)	2.501 (0.85)	-35.630*** (-2.89)	-35.490*** (-2.81)	20.779** (2.41)	20.894** (2.41)
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
议案类型固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Obs.</i>	316	316	711	711	61	61	349	349
<i>Adj-R²</i>	0.701	0.713	0.625	0.630	0.687	0.675	0.624	0.623

注：括号中的数值为回归系数的 *t* 检验统计量；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。在控股股东董事组和内部董事组的回归中，部分变量由于与公司固定效应具有共线性，在回归时被自动剔除。

4.3 稳健性检验

4.3.1 控制非赞成意见类型

根据董事会决议公告记录，董事发表的非赞成意见包括“保留”、“反对”、“无法表示”、“弃权”和“其他”。不同的非赞成意见类型可能具有不同的经济后果^[6]。为了控制非赞成意见类型对本文研究董事非赞成意见表述方式的影响，在主回归模型中进一步控制了非赞成意见类型的固定效应。

表 11 报告了控制非赞成意见类型后，董事非赞成意见表述方式与累计超额回报的回归结果。

其中模型 1 和模型 2 中， $Direct \times STATE$ 的回归系数均在 1% 的水平上显著为正，与本文的主回归结果（表 6）一致，进一步支持了本文的假设 2a。独立董事组的回归结果中，模型 3 的 $Direct \times STATE$ 回归系数在 10% 的水平上显著为正，模型 4 的 $Direct \times STATE$ 的回归系数在 5% 的水平上显著为正；非控股股东董事组的回归结果中，模型 5 和模型 6 的 $Direct \times STATE$ 回归系数均在 5% 的水平上显著为正，上述结果与本文的主回归结果（表 7）一致，进一步说明本文的研究结论是稳健的。

表 11 董事非赞成意见表述方式与累计超额回报(控制非赞成意见类型)

Table 11 Directors' dissenting opinions expression types and cumulative abnormal returns (controlling dissensions' types)

变量名称			独立董事		非控股股东董事		控股股东董事		内部董事	
	CAR[-1,1]	CAR[-2,2]								
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9	模型 10
<i>Direct</i>	-0.009**	-0.009*	-0.012	-0.023	-0.012**	-0.011	0.000	-0.002	-0.016***	-0.009
	(-2.35)	(-1.92)	(-1.13)	(-1.61)	(-2.03)	(-1.38)	(0.04)	(-0.12)	(-2.79)	(-1.29)
<i>Direct × STATE</i>	0.018***	0.023***	0.026*	0.042**	0.018**	0.021**	0.031	0.051*	-0.007	-0.013
	(3.00)	(3.10)	(1.79)	(2.10)	(2.24)	(1.96)	(1.59)	(1.84)	(-0.44)	(-0.67)
<i>STATE</i>	-0.028***	-0.024*	-0.050	-0.058	-0.017	-0.029			0.172**	0.313***
	(-2.69)	(-1.84)	(-0.52)	(-0.45)	(-1.20)	(-1.61)			(2.14)	(3.22)
<i>RESTRICTION</i>	0.000	-0.000	0.003	0.012	-0.011**	-0.004	-1.742**	1.291	0.040**	0.055**
	(0.26)	(-0.04)	(0.31)	(0.99)	(-2.29)	(-0.69)	(-2.48)	(1.31)	(2.04)	(2.36)
<i>SEPARATION</i>	0.040	-0.125*	2.382**	1.262	0.251**	-0.057			0.474	1.089**
	(0.69)	(-1.72)	(2.07)	(0.81)	(2.52)	(-0.44)			(1.26)	(2.41)
<i>TOBINQ</i>	0.004***	0.009***	-0.021	-0.012	0.005	0.008**	0.058**	-0.028	-0.001	-0.012
	(2.80)	(5.78)	(-1.44)	(-0.60)	(1.57)	(2.22)	(2.21)	(-0.75)	(-0.19)	(-1.43)
<i>LEV</i>	-0.008**	-0.018***	0.261	0.327	0.001	-0.011	2.209**	-0.654	0.167	0.541**
	(-2.07)	(-3.69)	(1.19)	(1.11)	(0.10)	(-0.72)	(2.61)	(-0.55)	(0.95)	(2.56)
<i>ROA</i>	-0.003	-0.007	0.032	0.115	-0.006	-0.018	4.322**	-0.941	0.170	0.385***
	(-0.56)	(-1.02)	(0.30)	(0.80)	(-0.65)	(-1.59)	(2.62)	(-0.41)	(1.62)	(3.05)
<i>BOARDSIZE</i>	0.036*	0.009	-0.094	-0.123	-0.048	-0.078			0.325**	0.473***
	(1.79)	(0.37)	(-0.34)	(-0.33)	(-1.26)	(-1.58)			(2.26)	(2.73)
<i>INDRATIO</i>	0.000	-0.099	-0.214	-1.012	0.147	0.159			0.781*	1.329***
	(0.00)	(-1.06)	(-0.15)	(-0.54)	(1.17)	(0.97)			(1.87)	(2.63)
<i>FEMALERATIO</i>	-0.100***	-0.184***	-0.300	-0.630*	-0.172***	-0.225***			0.036	-0.387**
	(-2.73)	(-3.99)	(-1.11)	(-1.72)	(-2.93)	(-2.94)			(0.23)	(-2.08)
<i>OVERSEARATIO</i>	-0.045	-0.077	-0.163	-1.213	-0.082	0.136			0.229	-0.032
	(-0.79)	(-1.06)	(-0.23)	(-1.27)	(-0.67)	(0.86)			(1.59)	(-0.18)
<i>AGE</i>	0.015	0.011	-0.025	-0.033	0.030*	0.043*	0.000	0.000	-0.016	0.030
	(1.34)	(0.75)	(-0.83)	(-0.82)	(1.66)	(1.81)	(0.00)	(0.00)	(-0.35)	(0.53)
<i>GENDER</i>	0.002	0.008	-0.033*	-0.030	0.011	0.026**	-0.000	-0.000	-0.016	-0.033**
	(0.58)	(1.57)	(-1.95)	(-1.32)	(1.41)	(2.51)	(-0.00)	(-0.00)	(-1.25)	(-2.11)

续表 11

Table 11 Continues

变量名称			独立董事		非控股股东董事		控股股东董事		内部董事	
	CAR[-1 1]	CAR[-2 2]	CAR[-1 1]	CAR[-2 2]	CAR[-1 1]	CAR[-2 2]	CAR[-1 1]	CAR[-2 2]	CAR[-1 1]	CAR[-2 2]
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9	模型 10
TENURE	-0.001 [*]	-0.001	0.007 ^{**}	0.006	-0.004 ^{***}	-0.003 ^{**}			-0.001	-0.001
	(-1.82)	(-1.37)	(2.33)	(1.53)	(-4.01)	(-2.56)			(-0.59)	(-0.40)
PAID	0.027 ^{***}	0.016 ^{***}	0.005	-0.000	0.083 ^{***}	0.071 ^{***}	-0.031	-0.042		
	(6.21)	(2.94)	(0.35)	(-0.00)	(8.71)	(5.75)	(-0.47)	(-0.45)		
SEATS	0.001	0.000	-0.006	-0.003	0.001	0.002	0.000	0.000	0.009	0.013
	(0.60)	(0.40)	(-1.57)	(-0.65)	(0.99)	(1.14)	(0.00)	(0.00)	(1.28)	(1.47)
COOPT	0.015 ^{***}	0.026 ^{***}	0.045 ^{***}	0.028	0.019 ^{**}	0.030 ^{**}			0.107 ^{***}	0.143 ^{***}
	(3.38)	(4.66)	(3.03)	(1.39)	(2.06)	(2.48)			(3.28)	(3.63)
EDU	0.001	-0.000	-0.007	-0.006	-0.021 ^{***}	-0.026 ^{**}	-0.024	-0.019	0.030 [*]	-0.005
	(0.30)	(-0.06)	(-0.68)	(-0.38)	(-2.67)	(-2.55)	(-0.66)	(-0.37)	(1.79)	(-0.24)
CHAIR_EDU	0.016 ^{***}	0.010 [*]	-0.043 ^{**}	-0.044 [*]	0.044 ^{***}	0.030 ^{**}			0.019	0.010
	(3.43)	(1.75)	(-2.25)	(-1.71)	(4.24)	(2.24)			(0.90)	(0.38)
Constant	-0.135 [*]	-0.015	0.237	0.746	-0.054	-0.049	3.688 ^{**}	-3.226	-1.174 ^{**}	-2.007 ^{***}
	(-1.89)	(-0.17)	(0.20)	(0.47)	(-0.42)	(-0.29)	(2.24)	(-1.39)	(-2.17)	(-3.08)
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
董事类型固定效应	控制	控制								
议案类型固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
意见类型固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Obs.	2 230	2 230	436	436	1 131	1 131	134	134	510	510
Adj-R ²	0.667	0.712	0.822	0.849	0.721	0.726	0.764	0.637	0.745	0.791

注: 括号中的数值为回归系数的 t 检验统计量; ***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。在控股股东董事组和内部董事组的回归中, 部分变量由于与公司固定效应具有共线性, 在回归时被自动剔除。

表 12 报告了控制非赞成意见类型后, 董事非赞成意见表述方式与议案改善情况的回归结果。表 12 的模型 1 中 $Direct \times STATE$ 的回归系数在 10% 的水平上显著为正, 与本文的主回归结果 (表 9) 一致, 支持了本文的假设 2b。

在独立董事组回归结果中, $Direct \times STATE$ 的

回归系数在 1% 的水平上显著为正; 在非控股股东董事组回归结果中, $Direct \times STATE$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为正; 在控股股东董事组和内部董事组的回归结果中, $Direct \times STATE$ 的回归系数不显著。上述结果与本文的主回归结果 (表 10) 一致, 进一步说明本文的研究结论是稳健的。

表 12 董事非赞成意见表述方式与议案改善情况(控制非赞成意见类型)

Table 12 Directors' dissenting opinions expression types and proposals' improvement (controlling dissensions' types)

变量名称	Improve				
		独立董事	非控股股东董事	控股股东董事	内部董事
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
Direct	-0.015	-0.463 ^{***}	-0.048	-0.166	0.025
	(-0.42)	(-3.74)	(-0.80)	(-0.35)	(0.40)
Direct \times STATE	0.115 [*]	0.519 ^{***}	0.256 ^{***}	-0.073	-0.035
	(1.96)	(3.16)	(2.79)	(-0.13)	(-0.18)
STATE	0.170	-5.201	-0.235		
	(1.49)	(-0.37)	(-1.07)		

续表 12

Table 12 Continues

变量名称	Improve				
		独立董事	非控股股东董事	控股股东董事	内部董事
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
RESTRICTION	-0.008	-0.301	0.182***	12.434***	-0.236
	(-0.88)	(-0.90)	(2.62)	(2.98)	(-1.29)
SEPARATION	-1.060	-93.312	-4.474**		-7.762*
	(-1.44)	(-0.47)	(-2.00)		(-1.80)
TOBINQ	0.024*	0.348	-0.059		-0.038
	(1.68)	(1.17)	(-1.10)		(-0.37)
LEV	-0.094*	1.253	-0.052		-5.385**
	(-1.71)	(0.26)	(-0.15)		(-2.22)
ROA	-0.006	-12.786	-0.178		0.103
	(-1.12)	(-0.64)	(-0.39)		(0.06)
BOARDSIZE	-0.072	9.868	0.391		0.659
	(-0.35)	(0.36)	(0.67)		(0.57)
INDRATIO	-3.100***	-91.147	-9.099***		-2.557
	(-4.02)	(-0.38)	(-4.70)		(-0.69)
FEMALERATIO	0.511	-8.966	0.240		0.535
	(1.28)	(-0.44)	(0.27)		(0.31)
OVERSEARATIO	-0.192	17.845	-2.230		-0.952
	(-0.35)	(0.45)	(-1.21)		(-0.54)
AGE	-0.065	0.089	0.037	0.063	-0.241
	(-0.69)	(0.36)	(0.20)	(0.05)	(-0.73)
GENDER	0.000	-0.063	-0.028	-0.054	-0.018
	(0.01)	(-0.63)	(-0.37)	(-0.08)	(-0.13)
TENURE	-0.000	0.003	-0.001		-0.001
	(-0.07)	(0.12)	(-0.11)		(-0.03)
PAID	0.024	-0.030	0.310**		
	(0.56)	(-0.25)	(2.01)		
SEATS	-0.012*	0.015	0.005	0.002	0.010
	(-1.65)	(0.48)	(0.34)	(0.01)	(0.13)
COOPT	-0.076*	0.159	-0.150		-0.126
	(-1.76)	(0.98)	(-1.27)		(-0.55)
EDU	-0.088**	-0.016	-0.013	0.016	-0.175
	(-2.33)	(-0.19)	(-0.15)	(0.05)	(-1.26)
CHAIR_EDU	-0.108**		-0.329*		-0.099
	(-2.17)		(-1.96)		(-0.41)
Constant	1.917***	16.672	2.717	-35.426**	19.306**
	(3.17)	(0.40)	(0.92)	(-2.75)	(2.20)
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
董事类型固定效应	控制				
议案类型固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
意见类型固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
Obs.	1 502	316	711	61	349
Adj-R ²	0.618	0.713	0.628	0.662	0.626

注: 括号中的数值为回归系数的 t 检验统计量; **、*、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。在控股股东董事组和内部董事组的回归中, 部分变量由于与公司固定效应具有共线性, 在回归时被自动剔除。

4.3.2 “公司—日期—议案”的数据结构

一项董事会议案可能存在多位董事发表非赞成意见的情况. 因此, 为了保证论文研究结论的稳健性, 本文构建了“公司—日期—议案”的数据结构, 并定义了新变量 *Direct_Robust*: 对该议案发表直接型表述非赞成意见的董事人数/对该议案发表非赞成意见的董事总人数, 该变量测度的是在存在非赞成意见的议案中共有几位董事发表了直接型表述非赞成意见. 需要说明的是, 由于回归样本的数据结构为“公司—日期—议案”, 无法直接将样本分为独立董事、非控股股东董事、控股股东董事和内部董事组. 因此, 分别构建 *Direct_Indep* (对该议案发表直接型表述非赞成意见的独立董事人数比例)、*Direct_Min* (对该议案发表直接型表述非赞成意见的非控股股东董事人数比例)、*Direct_Lar* (对该议案发表直接型表述非赞成意见的控股股东

董事人数比例) 和 *Direct_Inter* (对该议案发表直接型表述非赞成意见的内部董事人数比例) 然后分别与 *STATE* 构建交互项代入“公司—日期—议案”数据结构的样本进行回归. 表 13 的回归模型以“公司—日期—议案”为数据结构, 因此未在模型中控制董事个人特征变量.

在表 13 的模型 1 和模型 2 中, *Direct_Robust* × *STATE* 的回归系数均显著为正, 说明相比非国有公司, 股票市场对国有公司董事的直接型表述非赞成意见具有更加积极的反应, 与本文的主回归结果(表 6)一致, 进一步支持了本文的假设 2a. 模型 3 和模型 4 中, *Direct_Indep* × *STATE* 的回归系数均显著为正; 模型 5 和模型 6 中, *Direct_Min* × *STATE* 的回归系数均显著为正, 上述结果与本文的主回归结果(表 7)一致, 进一步说明本文的研究结论是稳健的.

表 13 董事非赞成意见表述方式与累计超额回报“公司—日期—议案”数据结构

Table 13 Directors' dissenting opinions expression types and cumulative abnormal return(“firm-date-proposal” data structure)

变量名称	CAR[-1 1]	CAR[-2 2]	CAR[-1 1]	CAR[-2 2]	CAR[-1 1]	CAR[-2 2]	CAR[-1 1]	CAR[-2 2]	CAR[-1 1]	CAR[-2 2]
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9	模型 10
<i>Direct_Robust</i>	-0.009 [*] (-1.89)	-0.010 [*] (-1.69)								
<i>Direct_Robust</i> × <i>STATE</i>	0.018 ^{**} (2.34)	0.023 ^{**} (2.41)								
<i>Direct_Indep</i>			0.000 (0.08)	-0.005 (-0.73)						
<i>Direct_Indep</i> × <i>STATE</i>			0.024 ^{**} (2.21)	0.023 [*] (1.72)						
<i>Direct_Min</i>					-0.020 ^{***} (-4.10)	-0.014 ^{**} (-2.38)				
<i>Direct_Min</i> × <i>STATE</i>					0.023 ^{***} (2.85)	0.023 ^{**} (2.36)				
<i>Direct_Lar</i>							0.029 ^{***} (3.42)	0.013 (1.20)		
<i>Direct_Lar</i> × <i>STATE</i>							-0.030 [*] (-1.87)	-0.008 (-0.39)		
<i>Direct_Inter</i>									-0.015 ^{***} (-2.98)	-0.010 [*] (-1.66)
<i>Direct_Inter</i> × <i>STATE</i>									0.011 (0.95)	0.011 (0.83)
<i>STATE</i>	-0.034 ^{***} (-2.71)	-0.037 ^{**} (-2.43)	-0.024 ^{**} (-2.14)	-0.025 [*] (-1.77)	-0.032 ^{***} (-2.76)	-0.033 ^{**} (-2.24)	-0.016 (-1.43)	-0.019 (-1.38)	-0.021 [*] (-1.90)	-0.021 (-1.56)
<i>RESTRICTION</i>	-0.000 (-0.07)	-0.001 (-0.42)	-0.000 (-0.34)	-0.001 (-0.66)	-0.000 (-0.17)	-0.001 (-0.46)	-0.001 (-0.96)	-0.001 (-0.79)	-0.000 (-0.30)	-0.001 (-0.59)

续表 13

Table 13 Continues

变量名称	CAR[-1 1]	CAR[-2 2]								
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9	模型 10
SEPARATION	0.007	-0.154 [*]	0.035	-0.130	0.006	-0.156 [*]	0.021	-0.139 [*]	0.007	-0.148 [*]
	(0.10)	(-1.88)	(0.52)	(-1.58)	(0.09)	(-1.90)	(0.31)	(-1.69)	(0.11)	(-1.80)
TOBINQ	0.004 ^{***}	0.008 ^{***}	0.005 ^{***}	0.008 ^{***}	0.004 ^{***}	0.007 ^{***}	0.005 ^{***}	0.008 ^{***}	0.004 ^{***}	0.008 ^{***}
	(3.02)	(4.35)	(3.28)	(4.56)	(2.64)	(4.09)	(3.30)	(4.46)	(2.98)	(4.34)
LEV	-0.000	-0.000	-0.001	-0.002	0.004	0.003	-0.001	-0.001	-0.002	-0.002
	(-0.03)	(-0.04)	(-0.23)	(-0.28)	(0.73)	(0.42)	(-0.22)	(-0.12)	(-0.33)	(-0.23)
ROA	0.004	-0.000	0.003	-0.001	0.008	0.002	0.003	-0.001	0.002	-0.002
	(0.61)	(-0.02)	(0.50)	(-0.18)	(1.22)	(0.29)	(0.44)	(-0.15)	(0.24)	(-0.29)
BOARDSIZE	0.053 ^{**}	0.018	0.041 [*]	0.009	0.065 ^{***}	0.026	0.052 ^{**}	0.015	0.045 [*]	0.012
	(2.17)	(0.60)	(1.66)	(0.29)	(2.62)	(0.85)	(2.14)	(0.49)	(1.77)	(0.40)
INDRATIO	0.120	-0.006	0.099	-0.014	0.150 [*]	0.016	0.133	0.003	0.093	-0.018
	(1.38)	(-0.06)	(1.13)	(-0.13)	(1.73)	(0.15)	(1.53)	(0.02)	(1.06)	(-0.16)
FEMALERATIO	-0.144 ^{***}	-0.221 ^{***}	-0.162 ^{***}	-0.233 ^{***}	-0.131 ^{***}	-0.207 ^{***}	-0.142 ^{***}	-0.221 ^{***}	-0.147 ^{***}	-0.224 ^{***}
	(-3.29)	(-4.12)	(-3.65)	(-4.29)	(-2.99)	(-3.85)	(-3.24)	(-4.10)	(-3.37)	(-4.16)
OVERSEARATIO	-0.007	-0.013	-0.020	-0.033	-0.014	-0.020	-0.021	-0.028	-0.019	-0.026
	(-0.10)	(-0.15)	(-0.29)	(-0.39)	(-0.20)	(-0.23)	(-0.31)	(-0.33)	(-0.27)	(-0.30)
CHAIR_EDU	0.024 ^{***}	0.025 ^{***}	0.025 ^{***}	0.025 ^{***}	0.021 ^{***}	0.022 ^{***}	0.028 ^{***}	0.026 ^{***}	0.024 ^{***}	0.024 ^{***}
	(4.24)	(3.54)	(4.39)	(3.60)	(3.63)	(3.15)	(4.79)	(3.62)	(4.11)	(3.42)
Constant	-0.140 [*]	-0.007	-0.110	0.013	-0.175 ^{**}	-0.034	-0.152 ^{**}	-0.010	-0.111	0.007
	(-1.87)	(-0.07)	(-1.45)	(0.14)	(-2.33)	(-0.37)	(-2.03)	(-0.11)	(-1.44)	(0.07)
公司固定效应	控制									
年度固定效应	控制									
议案类型固定效应	控制									
Obs.	1 487	1 487	1 487	1 487	1 487	1 487	1 487	1 487	1 487	1 487
Adj-R ²	0.611	0.611	0.611	0.667	0.614	0.668	0.612	0.666	0.612	0.667

注: 括号中的数值为回归系数的 *t* 检验统计量; ***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

表 14 报告了以“公司一日期一议案”数据结构为样本的董事非赞成意见表述方式与议案改善情况的回归结果。模型 1 中 *Direct_Robust* × *STATE* 的回归系数在 10% 的水平上显著为正,与本文的主回归结果(表 9)一致,支持了本文的假设 2b。模型 2 以含有独立董事非赞成意见的“公司一日期一议案”数据结构为样

本, *Direct_Indep* × *STATE* 的回归系数在 10% 的水平上显著为正;模型 3 以含有非控股股东董事非赞成意见的“公司一日期一议案”数据结构为样本, *Direct_Min* × *STATE* 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,上述结果与本文的主回归结果(表 10)一致,进一步说明本文的研究结论是稳健的。

表 14 董事非赞成意见表述方式与议案改善情况(“公司一日期一议案”数据结构)

Table 14 Directors' dissenting opinions expression types and proposals' improvement(“firm-date-proposal” data structure)

变量名称	Improve				
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
<i>Direct_Robust</i>	0.056 (1.17)				
<i>Direct_Robust</i> × <i>STATE</i>	0.148 [*] (1.69)				

续表 14

Table 14 Continues

变量名称	Improve				
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
<i>Direct_Indep</i>		-0.302 ** (-2.21)			
<i>Direct_Indep</i> × <i>STATE</i>		0.430 * (1.91)			
<i>Direct_Min</i>			-0.029 (-0.44)		
<i>Direct_Min</i> × <i>STATE</i>			0.365 *** (3.21)		
<i>Direct_Lar</i>				-0.289 (-0.40)	
<i>Direct_Lar</i> × <i>STATE</i>				0.111 (0.11)	
<i>Direct_Inter</i>					0.082 (1.15)
<i>Direct_Inter</i> × <i>STATE</i>					-0.204 (-0.98)
<i>STATE</i>	0.123 (0.68)	-1.067 (-0.36)	-0.400 (-1.19)		
<i>RESTRICTION</i>	-0.007 (-0.55)	-0.309 (-1.11)	0.264 (1.38)		0.013 (0.04)
<i>SEPARATION</i>	-1.658 (-1.50)	152.404 (0.30)	-5.598 * (-1.83)		-44.458 ** (-1.98)
<i>TOBINQ</i>	0.021 (1.18)	-0.082 (-0.16)	-0.083 (-1.15)		0.720 (1.63)
<i>LEV</i>	-0.039 (-0.67)	-0.007 (-0.00)	0.241 (0.39)		4.267 (0.64)
<i>ROA</i>	0.079 (0.68)	-0.835 (-0.12)	0.183 (0.53)		-49.492 (-1.57)
<i>BOARDSIZE</i>	-0.428 (-1.24)		2.259 (1.18)		-57.869 (-0.55)
<i>INDRATIO</i>	-3.038 *** (-2.75)		-6.072 ** (-1.99)		-170.830 (-0.62)
<i>FEMALERATIO</i>	2.018 *** (3.23)		1.196 (0.76)		7.850 * (1.72)
<i>OVERSEARATIO</i>	-1.195 (-1.39)		-5.800 ** (-2.26)		17.374 (1.48)
<i>CHAIR_EDU</i>	-0.137 * (-1.91)		-0.294 (-1.63)		1.629 (1.40)
<i>Constant</i>	2.167 *** (2.80)	-3.810 (-0.18)	-2.079 (-0.43)	0.823 (1.67)	170.152 (0.53)
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
议案类型固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Obs.</i>	962	254	559	42	310
Adj- <i>R</i> ²	0.606	0.617	0.631	0.540	0.554

注：括号中的数值为回归系数的 *t* 检验统计量，***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。在控股股东董事组和内部董事组的回归中，部分变量由于与公司固定效应具有共线性，在回归时被自动剔除。

4.3.3 Heckman 两阶段模型

由于并非所有公司的董事会会议决议公告中
都存在非赞成意见,因此借鉴已有研究^[36,37],采
用 Heckman 两阶段模型来控制样本选择偏差带
来的影响. 第一阶段采用“公司一年度”数据结
构的回归样本,被解释变量为 *Vote*(若公司该
年度的董事会会议决议公告存在非赞成意见,则
取值为 1,否则为 0),其他变量定义详见表 3.

$$Vote = \delta_0 + \delta_1 STATE + \delta_2 RESTRICTION + \delta_3 SEPARATION + \delta_4 TOBINQ + \delta_5 LEV + \delta_6 ROA + \delta_7 BOARDSIZE + \delta_8 INDRATIO + \delta_9 FEMALERATIO + \delta_{10} OVERSEARATIO + \text{行业固定效应} + \text{年度固定效应} + \varepsilon \quad (7)$$

在第二阶段回归中,在原文的各模型中代入

由式(7)估计得到的 *Lambda*.

表 15 报告了在模型中控制 *Lambda* 后,董事
非赞成意见表述方式与累计超额回报的回归结
果. 其中,模型 1 和模型 2 中, *Direct* × *STATE* 的
回归系数均在 1% 的水平上显著为正,与本文的
主回归结果(表 6)一致,进一步支持了本文的假
设 2a. 独立董事组的回归结果中,模型 3 的 *Direct* ×
STATE 回归系数在 10% 的水平上显著为正,模型
4 的 *Direct* × *STATE* 的回归系数在 5% 的水平上显
著为正;非控股股东董事组的回归结果中,模型 5
的 *Direct* × *STATE* 回归系数在 5% 的水平上显著
为正,模型 6 的 *Direct* × *STATE* 的回归系数在 10%
的水平上显著为正. 上述结果与本文的主回归结
果(表 7)一致,进一步说明本文的研究结论是稳
健的.

表 15 董事非赞成意见表述方式与累计超额回报(控制 *Lambda*)

Table 15 Directors' dissenting opinions expression types and cumulative abnormal return (controlling *Lambda*)

变量名称			独立董事		非控股股东董事		控股股东董事		内部董事	
	<i>CAR</i> [-1,1]	<i>CAR</i> [-2,2]								
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9	模型 10
<i>Direct</i>	-0.008 **	-0.009 *	-0.013	-0.029 **	-0.011 *	-0.010	0.005	0.001	-0.015 **	-0.008
	(-2.17)	(-1.88)	(-1.25)	(-2.06)	(-1.90)	(-1.33)	(0.34)	(0.06)	(-2.57)	(-1.20)
<i>Direct</i> × <i>STATE</i>	0.016 ***	0.022 ***	0.027 *	0.046 **	0.018 **	0.020 *	0.025	0.045	-0.011	-0.014
	(2.78)	(2.96)	(1.84)	(2.35)	(2.16)	(1.93)	(1.26)	(1.66)	(-0.67)	(-0.75)
<i>STATE</i>	-0.022 **	-0.019	-0.084	-0.176	-0.012	-0.025			-0.025	0.257
	(-2.16)	(-1.50)	(-0.86)	(-1.34)	(-0.89)	(-1.36)			(-0.19)	(1.59)
<i>RESTRICTION</i>	-0.006 ***	-0.006 ***	0.046	0.125 ***	-0.012 ***	-0.006	-1.407 **	1.576	0.192 **	0.097
	(-3.82)	(-3.12)	(1.37)	(2.75)	(-2.59)	(-0.90)	(-2.01)	(1.63)	(2.15)	(0.90)
<i>SEPARATION</i>	-0.061	-0.220 ***	3.419 ***	2.412	0.070	-0.246 *			4.388 *	2.141
	(-1.01)	(-2.91)	(2.81)	(1.47)	(0.61)	(-1.66)			(1.92)	(0.78)
<i>TOBINQ</i>	0.003 **	0.009 ***	-0.030 *	-0.034	0.007 **	0.011 ***	0.046 *	-0.038	-0.002	-0.012
	(2.57)	(5.67)	(-1.91)	(-1.62)	(2.47)	(2.94)	(1.75)	(-1.06)	(-0.33)	(-1.54)
<i>LEV</i>	0.021 ***	0.010	0.418 *	0.532 *	0.014	0.001	1.835 **	-0.972	0.224	0.552 **
	(3.17)	(1.16)	(1.80)	(1.70)	(1.14)	(0.06)	(2.16)	(-0.83)	(1.24)	(2.54)
<i>ROA</i>	-0.007	-0.012	0.141	0.227	-0.016 *	-0.030 **	3.606 **	-1.550	0.736 **	0.539
	(-1.21)	(-1.58)	(1.30)	(1.56)	(-1.73)	(-2.44)	(2.18)	(-0.68)	(2.16)	(1.31)
<i>BOARDSIZE</i>	0.133 ***	0.101 ***	-0.465	-1.370 ***	0.063	0.031			-2.307	-0.246
	(5.00)	(3.01)	(-1.25)	(-2.73)	(1.24)	(0.47)			(-1.54)	(-0.14)
<i>INDRATIO</i>	0.022	-0.072	-0.655	-3.563 **	0.212 *	0.218			0.246	1.190 *
	(0.30)	(-0.77)	(-0.51)	(-2.07)	(1.69)	(1.33)			(0.47)	(1.89)
<i>FEMALERATIO</i>	-0.082 **	-0.164 ***	-0.632 *	-1.536 ***	-0.162 ***	-0.212 ***			-0.694	-0.585
	(-2.24)	(-3.57)	(-1.73)	(-3.13)	(-2.76)	(-2.79)			(-1.56)	(-1.09)
<i>OVERSEARATIO</i>	-0.033	-0.056	0.007	0.315	-0.132	0.088			-0.194	-0.160
	(-0.57)	(-0.77)	(0.01)	(0.42)	(-1.08)	(0.55)			(-0.76)	(-0.52)

续表 15

Table 15 Continues

变量名称			独立董事		非控股股东董事		控股股东董事		内部董事	
	CAR[-1 1]	CAR[-2 2]								
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7	模型 8	模型 9	模型 10
AGE	0.014	0.010	-0.023	-0.023	0.033*	0.045*	-0.000	-0.000	-0.029	0.027
	(1.27)	(0.71)	(-0.81)	(-0.59)	(1.80)	(1.92)	(-0.00)	(-0.00)	(-0.62)	(0.48)
GENDER	0.000	0.006	-0.036**	-0.026	0.005	0.019*	-0.000	-0.000	-0.014	-0.033**
	(0.06)	(1.23)	(-2.26)	(-1.23)	(0.60)	(1.76)	(-0.00)	(-0.00)	(-1.11)	(-2.07)
TENURE	-0.001*	-0.001	0.007**	0.007*	-0.003***	-0.003**			-0.001	-0.001
	(-1.87)	(-1.36)	(2.34)	(1.80)	(-3.69)	(-2.29)			(-0.37)	(-0.38)
PAID	0.026***	0.015***	0.009	0.008	0.073***	0.060***	-0.032	-0.042		
	(6.05)	(2.75)	(0.63)	(0.42)	(7.26)	(4.61)	(-0.46)	(-0.45)		
SEATS	0.000	0.000	-0.007*	-0.008	0.002	0.002	-0.000	0.000	0.007	0.012
	(0.46)	(0.38)	(-1.95)	(-1.54)	(1.03)	(1.19)	(-0.00)	(0.00)	(0.97)	(1.39)
COOPT	0.014***	0.024***	0.052***	0.045**	0.013	0.023*			0.104***	0.143***
	(3.12)	(4.34)	(3.37)	(2.17)	(1.36)	(1.88)			(3.23)	(3.67)
EDU	0.001	-0.000	-0.006	-0.007	-0.020**	-0.024**	-0.026	-0.020	0.030*	-0.004
	(0.15)	(-0.04)	(-0.53)	(-0.46)	(-2.53)	(-2.37)	(-0.70)	(-0.40)	(1.79)	(-0.22)
CHAIR_EDU	0.016***	0.011*	-0.030	0.013	0.056***	0.044***			0.012	0.007
	(3.37)	(1.90)	(-1.55)	(0.50)	(5.07)	(3.04)			(0.56)	(0.26)
Lambda	0.198***	0.193***	-0.797	-1.958**	0.198***	0.202**			-7.077*	-1.919
	(5.33)	(4.12)	(-1.34)	(-2.46)	(3.23)	(2.53)			(-1.75)	(-0.39)
Constant	-0.793***	-0.653***	2.750	8.239***	-0.766***	-0.764**	2.957*	-3.849*	20.382*	3.851
	(-5.59)	(-3.65)	(1.26)	(2.81)	(-3.03)	(-2.32)	(1.79)	(-1.69)	(1.65)	(0.26)
公司固定效应	控制									
年度固定效应	控制									
董事类型固定效应	控制	控制								
议案类型固定效应	控制									
Obs.	2 230	2 230	438	438	1 132	1 132	134	134	511	511
Adj-R ²	0.671	0.714	0.824	0.851	0.723	0.727	0.752	0.633	0.745	0.792

注: 括号中的数值为回归系数的 t 检验统计量; **、*、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著. 在控股股东董事组和内部董事组的回归中, 部分变量由于与公司固定效应具有共线性, 在回归时被自动剔除.

表 16 报告了控制 Λ 后, 董事非赞成意见表述方式与议案改善情况的回归结果. 表 16 的模型 1 中 $Direct \times STATE$ 的回归系数在 10% 的水平上显著为正, 与本文的主回归结果(表 9)一致, 支持了本文的假设 2b. 在独立董事组回归结果中, $Direct \times STATE$ 的回归系数在 1% 的水平上显

著为正; 在非控股股东董事组回归结果中, $Direct \times STATE$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为正; 在控股股东董事组和内部董事组的回归结果中, $Direct \times STATE$ 的回归系数不显著. 上述结果与本文的主回归结果(表 10)一致, 进一步说明本文的研究结论是稳健的.

表 16 董事非赞成意见表述方式与议案改善情况(控制 Λ)Table 16 Directors' dissenting opinions expression types and proposals' improvement (controlling Λ)

变量名称	Improve				
		独立董事	非控股股东董事	控股股东董事	内部董事
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
Direct	-0.015	-0.461***	-0.046	-0.159	0.027
	(-0.41)	(-3.72)	(-0.76)	(-0.35)	(0.44)

续表 16

Table 16 Continues

变量名称	Improve				
		独立董事	非控股股东董事	控股股东董事	内部董事
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
<i>Direct</i> × <i>STATE</i>	0.115* (1.95)	0.519*** (3.16)	0.264*** (2.87)	-0.089 (-0.16)	-0.074 (-0.38)
<i>STATE</i>	0.109 (0.93)	6.024 (0.95)	0.659 (0.56)		
<i>RESTRICTION</i>	0.032 (1.39)	-0.918 (-0.81)	-0.398 (-0.53)		-1.907 (-1.29)
<i>SEPARATION</i>	-0.320 (-0.38)	50.151 (0.73)	-19.433 (-1.01)		-53.345 (-1.33)
<i>TOBINQ</i>	0.023 (1.63)	-0.022 (-0.09)	-0.080 (-1.36)		-0.015 (-0.15)
<i>LEV</i>	-0.280** (-2.39)	-2.796 (-1.14)	0.094 (0.25)		-4.954* (-1.88)
<i>ROA</i>	-0.081** (-1.98)	2.123 (0.35)	-2.247 (-0.84)		-5.949 (-1.02)
<i>BOARDSIZE</i>	-0.936* (-1.85)	7.214 (0.27)	11.306 (0.81)		32.045 (1.17)
<i>INDRATIO</i>	-3.911*** (-4.46)	93.332 (0.95)	-6.707* (-1.84)		4.750 (0.72)
<i>FEMALERATIO</i>	0.276 (0.65)	12.463 (0.94)	3.166 (0.83)		8.994 (1.28)
<i>OVERSEARATIO</i>	-0.439 (-0.77)	-12.022 (-0.86)	-1.491 (-0.72)		3.822 (0.86)
<i>AGE</i>	-0.060 (-0.63)	0.138 (0.56)	0.054 (0.30)	0.022 (0.02)	-0.329 (-0.95)
<i>GENDER</i>	-0.001 (-0.02)	-0.073 (-0.74)	-0.029 (-0.38)	-0.070 (-0.11)	0.060 (0.38)
<i>TENURE</i>	-0.000 (-0.02)	0.003 (0.10)	-0.002 (-0.16)		-0.005 (-0.23)
<i>PAID</i>	0.030 (0.71)	-0.034 (-0.28)	0.323** (2.09)		
<i>SEATS</i>	-0.011 (-1.51)	0.013 (0.39)	0.004 (0.31)	0.001 (0.00)	-0.012 (-0.15)
<i>COOPT</i>	-0.078* (-1.82)	0.127 (0.80)	-0.145 (-1.23)		-0.141 (-0.61)
<i>EDU</i>	-0.089** (-2.36)	-0.014 (-0.16)	-0.019 (-0.22)	0.002 (0.01)	-0.205 (-1.48)
<i>CHAIR_EDU</i>	-0.101** (-2.03)		-0.312* (-1.84)		-0.174 (-0.67)
<i>Lambda</i>	-1.893* (-1.86)	48.264 (0.64)	28.408 (0.78)	40.975*** (3.11)	83.038 (1.13)
<i>Constant</i>	8.268** (2.38)	-160.080 (-0.69)	-95.529 (-0.76)	-87.259*** (-3.04)	-269.396 (-1.05)
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
董事类型固定效应	控制				
议案类型固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Obs.</i>	1 502	316	711	61	349
Adj- <i>R</i> ²	0.620	0.713	0.629	0.675	0.623

注: 括号中的数值为回归系数的 *t* 检验统计量; ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。在控股股东董事组和内部董事组的回归中, 部分变量由于与公司固定效应具有共线性, 在回归时被自动剔除。

5 进一步检验：董事非赞成意见表述方式与董事离职情况

第 4 部分的结果表明,股票市场对不同产权性质公司中不同类型董事发表的直接型表述非赞成意见会产生不同的市场反应,而不同的股票市场反应源于不同非赞成意见对议案改善情况的影响差异。为了探究不同产权性质公司中不同类型董事发表的直接型表述非赞成意见对议案改善的影响具有显著差异的原因,本部分进一步分析了董事发表直接型表述非赞成意见对其任职的影响。

已有研究表明,独立董事发表非赞成意见后,未来更有可能离职^[5,30],而明确出具反对意见的独立董事未来连任的可能性更低^[6]。相比委婉型表述的非赞成意见,发表直接型表述的非赞成意见,更体现出了董事,乃至其所代表股东之间的冲突。因此,发表直接型表述非赞成意见的董事的未来离职风险可能更大。为检验董事发表非赞成意见对董事任职情况的影响,参照前文的研究设计,本部分首先构建如下回归模型

$$\begin{aligned} Departure = & \delta_0 + \delta_1 Direct + \delta_2 STATE + \\ & \delta_3 Direct * STATE + \text{公司特征控制变量} + \\ & \text{董事特征控制变量} + \text{公司固定效应} + \\ & \text{年度固定效应} + \text{董事类型固定效应} + \\ & \text{议案类型固定效应} + \varepsilon \end{aligned} \quad (8)$$

《公司法》指出,“董事任期由公司章程规定,但每届任期不得超过 3 年。董事任期届满,连选可以连任”。因此,本文定义 *Departure* 变量为:若董事在发表非赞成意见后的 3 年内离职,则取值为 1,否则为 0。根据《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(证监发(2001)102 号)规定,独立董事任期届满可以连任,但是连任时间不得超过 6 年。因此,本部分的回归样本还剔除了任期满 6 年离职的独立董事样本。

表 17 报告了董事发表直接型表述非赞成意见对任职情况影响的回归结果,以及公司产权性质的调节作用。模型 1 中, *Direct* 的回归系数不显

著;模型 2 中, *Direct* × *STATE* 的回归系数为 -0.084,且在 5% 的水平上显著,说明董事发表直接型表述非赞成意见后,国有公司董事的离职概率比非国有公司董事的离职概率低 0.084。这解释了国有公司中,直接型表述非赞成意见更有益于议案事项改善的原因:在国有公司中,董事发表直接型表述的非赞成意见后,更不容易离职,因此更有助于其监督议案事项的改善。上述结论进一步支持了本文的研究假设 2a 和假设 2b。

为了检验本文的理论逻辑,进一步构建了 *Direct*、*STATE* 和股权分离度变量 *SEPARATION* 的交互项,并代入模型进行回归。表 17 的模型 3 报告了回归结果,其中 *Direct* × *STATE* × *SEPARATION* 的回归系数为 -1.492,且在 5% 的水平显著,这一结果进一步支持了本文的理论逻辑。由于所有权和控制权的分离会导致控股股东侵害其他股东利益,并且为了追求利益最大化,非国有公司的控股股东更有可能侵害非控股股东利益。因此,当所有权和控制权的分离度较高时,非国有公司董事发表直接型表述非赞成意见后被迫离职的可能性更高。

表 18 报告了不同类型董事发表直接型表述非赞成意见对董事离职情况的影响。独立董事组回归结果中, *Direct* × *STATE* 的回归系数为 -0.167,且在 5% 的水平上显著,说明独立董事发表直接型表述非赞成意见后,国有公司独立董事的离职概率比非国有公司独立董事的离职概率低 0.167。非控股股东董事组回归结果中, *Direct* × *STATE* 的回归系数为 -0.135,且在 5% 的水平上显著,说明非控股股东董事发表直接型表述非赞成意见后,国有公司非控股股东董事的离职概率比非国有公司非控股股东董事的离职概率低 0.135。控股股东董事组和内部董事组的回归结果中, *Direct* × *STATE* 的回归系数均不显著。表 18 的结果表明,相比非国有公司的独立董事和非控股股东董事,国有公司的独立董事和非控股股东董事在发表直接型表述非赞成意见后,更不容易离职,因此更容易监督议案事项的改善情况,引起股票市场的积极反应。

表 17 董事非赞成意见表述方式与董事离职情况

Table 17 Directors' dissenting opinions expression types and directors' departure

变量名称	Departure		
	模型 1	模型 2	模型 3
<i>Direct</i>	0.014 (0.71)	0.050 [*] (1.90)	0.019 (0.61)
<i>Direct</i> × <i>STATE</i>		-0.084 ^{**} (-2.07)	-0.036 (-0.78)
<i>STATE</i>	0.196 ^{***} (3.46)	0.252 ^{***} (4.01)	0.331 ^{***} (4.36)
<i>Direct</i> × <i>SEPARATION</i>			0.778 [*] (1.94)
<i>STATE</i> × <i>SEPARATION</i>			-0.858 (-1.17)
<i>Direct</i> × <i>STATE</i> × <i>SEPARATION</i>			-1.492 ^{**} (-2.40)
<i>RESTRICTION</i>	0.013 ^{***} (3.07)	0.013 ^{***} (3.05)	0.015 ^{***} (3.44)
<i>SEPARATION</i>	-0.453 (-1.28)	-0.461 (-1.30)	-0.821 [*] (-1.67)
<i>TOBINQ</i>	0.003 (0.90)	0.003 (0.87)	0.005 (1.41)
<i>LEV</i>	-0.021 (-1.21)	-0.021 (-1.19)	-0.028 (-1.59)
<i>ROA</i>	-0.004 (-0.99)	-0.004 (-0.99)	-0.005 (-1.07)
<i>BOARDSIZE</i>	-0.280 ^{**} (-2.38)	-0.299 ^{**} (-2.54)	-0.299 ^{**} (-2.54)
<i>INDRATIO</i>	-0.183 (-0.43)	-0.195 (-0.46)	-0.531 (-1.22)
<i>FEMALERATIO</i>	-0.097 (-0.42)	-0.099 (-0.43)	-0.137 (-0.59)
<i>OVERSEARATIO</i>	-0.032 (-0.09)	-0.070 (-0.20)	-0.068 (-0.19)
<i>AGE</i>	-0.205 ^{***} (-2.83)	-0.206 ^{***} (-2.84)	-0.209 ^{***} (-2.89)

注: 括号中的数值为回归系数的 *t* 检验统计量; ***, **, * 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

表18 不同类型董事的非赞成意见表述方式与董事离职情况

Table 18 Dissenting opinions expression types and directors' departure of different types of directors

变量名称	Departure							
	独立董事		非控股股东董事		控股股东董事		内部董事	
	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8
<i>Direct</i>	0.004 (0.09)	0.088 (1.61)	0.026 (0.96)	0.092** (2.44)	0.009 (0.44)	-0.018 (-0.50)	0.070*** (2.79)	0.079*** (2.93)
<i>Direct</i> × <i>STATE</i>		-0.167** (-2.22)		-0.135** (-2.48)		0.041 (0.93)		-0.067 (-0.91)
<i>STATE</i>	-0.045 (-0.35)	0.077 (0.55)	0.423*** (5.31)	0.514*** (5.87)	-3.956 (-0.06)	0.716 (0.01)	-1.925*** (-6.30)	-1.854*** (-5.87)
<i>RESTRICTION</i>	0.001 (0.20)	0.002 (0.45)	0.018 (1.03)	0.016 (0.96)	0.203 (0.09)	0.052 (0.02)	0.022 (0.29)	0.022 (0.30)
<i>SEPARATION</i>	2.947*** (3.59)	2.595*** (3.11)	-1.177** (-1.97)	-1.079* (-1.80)			0.374 (0.69)	0.375 (0.69)
<i>TOBINCQ</i>	0.036** (2.21)	0.037** (2.23)	0.004 (1.00)	0.004 (0.85)	-0.013 (-0.16)	-0.012 (-0.15)	-0.056** (-2.19)	-0.056** (-2.22)
<i>LEV</i>	-0.265 (-1.37)	-0.275 (-1.43)	-0.059* (-1.85)	-0.056* (-1.77)	-0.712 (-0.28)	-0.373 (-0.14)	2.201*** (5.63)	2.205*** (5.64)
<i>ROA</i>	-0.634*** (-3.61)	-0.660*** (-3.77)	-0.018** (-1.99)	-0.018** (-1.97)	-2.971 (-0.59)	-2.276 (-0.45)	1.144*** (4.51)	1.136*** (4.48)
<i>BOARDSIZE</i>	-0.182 (-0.86)	-0.186 (-0.88)	-0.604*** (-3.54)	-0.633*** (-3.71)			-3.353*** (-9.39)	-3.364*** (-9.41)
<i>INDRATIO</i>	0.554 (0.54)	0.385 (0.38)	-0.153 (-0.24)	-0.061 (-0.10)			-0.758 (-0.67)	-0.815 (-0.72)
<i>FEMALERATIO</i>	-0.689 (-1.49)	-0.731 (-1.59)	-0.497 (-1.48)	-0.561* (-1.68)			-2.087*** (-4.35)	-2.138*** (-4.42)
<i>OVERSEARATIO</i>	-2.084*** (-2.81)	-2.134*** (-2.89)	0.808 (1.36)	0.718 (1.21)			2.515*** (4.99)	2.519*** (5.00)
<i>AGE</i>	0.389*** (3.12)	0.405*** (3.26)	-0.211* (-1.87)	-0.199* (-1.77)	-1.025*** (-8.55)	-1.013*** (-8.39)	-0.259* (-1.86)	-0.255* (-1.83)
<i>GENDER</i>	-0.069 (-1.33)	-0.065 (-1.26)	0.083* (1.84)	0.079* (1.76)	0.215*** (3.80)	0.215*** (3.80)	-0.012 (-0.28)	-0.013 (-0.31)
<i>TENURE</i>	0.005 (0.27)	0.000 (0.03)	0.062*** (10.32)	0.062*** (10.30)	0.153*** (5.51)	0.154*** (5.55)	0.004 (0.53)	0.003 (0.47)
<i>PAID</i>	0.209*** (3.35)	0.203*** (3.27)	-0.176*** (-3.15)	-0.179*** (-3.20)	-0.004 (-0.06)	0.004 (0.06)	0.051 (0.14)	0.038 (0.10)
<i>SEATS</i>	-0.051*** (-3.22)	-0.050*** (-3.20)	-0.067*** (-7.22)	-0.069*** (-7.47)	0.001 (0.07)	0.001 (0.11)	-0.015 (-0.60)	-0.014 (-0.55)
<i>COOPT</i>	0.150** (2.45)	0.135** (2.19)	-0.065 (-1.30)	-0.075 (-1.49)	-0.198 (-1.41)	-0.176 (-1.23)	-0.098 (-1.24)	-0.101 (-1.28)
<i>EDU</i>	0.007 (0.16)	-0.004 (-0.08)	0.006 (0.12)	0.010 (0.21)	-0.100** (-2.01)	-0.106** (-2.10)	0.176*** (3.37)	0.177*** (3.38)
<i>CHAIR_EDU</i>	0.252*** (3.51)	0.267*** (3.72)	-0.078 (-1.43)	-0.091* (-1.67)			0.064 (0.79)	0.068 (0.84)
<i>Constant</i>	-5.533*** (-3.54)	-5.714*** (-3.66)	2.363*** (3.62)	2.334*** (3.58)	5.232 (0.18)	3.045 (0.10)	9.473*** (6.07)	9.480*** (6.08)
公司固定效应	控制							
年度固定效应	控制							
议案类型固定效应	控制							
<i>Obs.</i>	557	557	1 381	1 381	188	188	617	617
Adj- <i>R</i> ²	0.842	0.844	0.661	0.662	0.964	0.964	0.878	0.878

注：括号中的数值为回归系数的 *t* 检验统计量；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。在控股股东董事组的回归中，部分变量由于与公司固定效应具有共线性，在回归时被自动剔除。

派驻董事是非控股股东维护其自身利益的重要手段,而公司股权结构的变动会导致董事席位,尤其是非控股股东董事席位的变动,从而影响股东董事监督议案改善的效果。因此,对于非控股股东董事,本部分进一步将其与所属股东的持股排名变化数据进行匹配,以检验非控股股东董事发表直接型表述的非赞成意见后,所属股东是否会减持股份。表 19 报告了回归结果,其中,被解释变

量 $Rank_Decline$ 的定义为:若所属股东在下一年的持股排名下降,则取值为 1,否则为 0。表 19 的回归结果表明,相比非国有公司的非控股股东董事,国有公司的非控股股东董事发表直接型表述非赞成意见后,其所属股东减持股份的倾向更低。这说明国有公司中,非控股股东董事发表直接型表述的非赞成意见后,其所属股东的支持使非控股股东董事更能有效监督议案事项的改善。

表 19 非控股股东董事非赞成意见表述方式与所属股东持股排名变化情况

Table 19 Non-controlling shareholder directors' dissenting opinions expression types and their shareholders' ranking changes

变量名称	$Rank_Decline$	
	模型 1	模型 2
<i>Direct</i>	-0.026 (-1.02)	0.027 (0.69)
<i>Direct × STATE</i>		-0.095* (-1.79)
<i>STATE</i>	0.141** (2.01)	0.208*** (2.62)
<i>RESTRICTION</i>	-0.099*** (-4.74)	-0.102*** (-4.88)
<i>SEPARATION</i>	2.497*** (4.12)	2.584*** (4.26)
<i>TOBINQ</i>	0.011 (0.60)	0.013 (0.74)
<i>LEV</i>	0.040 (0.46)	0.020 (0.23)
<i>ROA</i>	0.038 (0.62)	0.023 (0.37)
<i>BOARDSIZE</i>	0.593*** (2.77)	0.593*** (2.77)
<i>INDRATIO</i>	1.386* (1.69)	1.524* (1.86)
<i>FEMALERATIO</i>	-0.995*** (-2.86)	-1.064*** (-3.05)
<i>OVERSEARATIO</i>	-4.922*** (-7.29)	-4.943*** (-7.33)
<i>AGE</i>	0.369*** (3.38)	0.375*** (3.45)
<i>GENDER</i>	0.069 (1.62)	0.067 (1.58)
<i>TENURE</i>	0.025*** (3.44)	0.025*** (3.50)
<i>PAID</i>	0.150*** (2.81)	0.142*** (2.66)

续表 19

Table 19 Continues

变量名称	Rank_Decline	
	模型 1	模型 2
SEATS	-0.015 (-1.55)	-0.016* (-1.69)
COOPT	0.130** (2.41)	0.126** (2.34)
EDU	-0.119*** (-2.77)	-0.119*** (-2.76)
CHAIR_EDU	-0.203*** (-3.07)	-0.207*** (-3.12)
Constant	-2.589*** (-3.13)	-2.680*** (-3.24)
公司固定效应	控制	控制
年度固定效应	控制	控制
议案类别固定效应	控制	控制
Obs.	916	916
Adj-R ²	0.854	0.854

注：括号中的数值为回归系数的 t 检验统计量；***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著。

6 结束语

本文以 2005 年 ~ 2018 年中国 A 股上市公司董事会议案中的董事非赞成意见为样本,分析董事非赞成意见表述方式的市场反应以及对议案未来改善的影响。研究发现,相比非国有公司董事的直接型表述非赞成意见,股票市场对国有公司董事的直接型表述非赞成意见的反应更加积极。国有公司中的董事,尤其是独立董事和非控股股东董事,在发表直接型表述的非赞成意见后,更不容易离职,因此其意见更有可能使议案所涉事项在未来得到改善,从而提高公司经营决策效率。本文的结果表明,投资者能够基于表述方式对不同产权性质公司中的不同类型董事发表的非赞成意见做出理性判断,对于更有可能改善议案相关事项的非赞成意见会做出积极反应。推进董事会建设是深化国有企业改革的重要环节^⑦。本文的研究

结论有助于更好地理解董事履职行为,对于进一步完善信息披露制度、提高董事履职能力具有积极的启示作用。

1) 加强对董事非赞成意见内容的关注

本文首次对董事会中全部董事发表的非赞成意见进行文本分析,发现不同表述方式的非赞成意见会产生不同的经济后果。这说明,董事的非赞成意见具有信息增量,应完善董事对外发布信息的行为规范。现行《公司法》规定“董事会决议违反法律、法规和公司章程的规定,致使公司遭受损失的,参与决议的董事对公司承担赔偿责任。但经证明在表决时曾表明异议并记载于会议记录的董事除外。”上述规定虽然鼓励董事通过发表非赞成意见履行监督义务,但是没有体现对董事非赞成意见内容的重视。本文研究发现,一部分董事对发表非赞成意见的理由进行了详细说明,也有部分董事所发表的非赞成意见较为模糊,无法形成

^⑦ 2015 年 8 月 24 日,由中共中央、国务院印发的《关于深化国有企业改革的指导意见》指出“健全公司法人治理结构,重点是推进董事会建设,建立健全权责对等、运转协调、有效制衡的决策执行监督机制”。

有效的意见或建议。因此,为了优化董事会的监督作用,应进一步鼓励董事深入了解董事会议案内容,评估议案事项对公司经营的影响,形成更加详细合理的意见或建议。

2) 合理提升董事的任职保障

对于独立董事而言,为保障其监督行为,《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(证监发(2001)102号)规定^⑧,除特殊情况外,独立董事任期届满前不得无故被免职;若独立董事被免职且认为理由不当,可以作出公开声明。独立董事的连任时间不得超过6年。本文发现,相比国有公司,非国有公司独立董事发表直接型表述非赞成意见后更容易离职。本文的研究结论还表明,较低的离职率使独立董事在发表直接型表述的非赞成意见后,更能有效地监督议案改善。因此,本文建议,要关注独立董事任期届满前的离职行为,并加强对独立董事换届选举合理性的关注。

对于非控股股东董事而言,为了维护非控股股东派驻董事的权利,《上市公司治理准则》第三十一条规定“股东大会在董事选举中应积极推

行累积投票制度。控股股东控股比例在30%以上的上市公司,应当采用累积投票制。”虽然国有公司的第一大股东平均持股比例较高,但是非国有公司较高的两权分离度可能使非控股股东的利益更容易受到侵害。因此,应在非国有公司中进一步推广和优化累积投票制在董事选举中的应用,加强对非控股股东监督能力的保护。同时,应进一步推进国有公司的混合所有制改革,通过引入机构投资者等非控股股东,优化董事会结构,提升国有公司治理水平。

党的十九届四中全会指出,要“深化国有企业改革,完善中国特色现代企业制度”。与西方发达国家企业相比,我国上市公司的股权结构较为集中,股权制衡能力较弱。而累积投票制使非控股股东在选举董事时具有更大的话语权,能使董事会在做出经营决策时更多地考虑中小股东利益。因此,保护独立董事和非控股股东董事的监督权利,使其自觉履行监督义务,对于推进董事会建设、提高董事会治理效率具有重要意义。

参 考 文 献:

- [1]段锦云,凌 斌. 中国背景下员工建言行为结构及中庸思维对其的影响[J]. 心理学报,2011,43(10): 1185-1197.
Duan Jinyun, Ling Bin. A Chinese indigenous study of the construct of employee voice behavior and the influence of Zhongyong on it[J]. Acta Psychologica Sinica, 2011, 43(10): 1185-1197. (in Chinese)
- [2]杜兴强,殷敬伟,赖少娟. 论资排辈、CEO任期与独立董事的异议行为[J]. 中国工业经济,2017,(12): 151-169.
Du Xingqiang, Yin Jingwei, Lai Shaojuan. Seniority, CEO tenure, and independent directors' dissenting behaviors[J]. China Industrial Economics, 2017, (12): 151-169. (in Chinese)
- [3]范合君,王乐欢,张 勃. 独立董事委婉履职行为研究——基于清洁意见中文字情感分析视角[J]. 经济管理, 2017, 39(11): 85-99.
Fan Hejun, Wang Lehuan, Zhang Bo. Research on euphemistic conduct of independent directors: On the perspective of sentimental emotion analysis in the clean opinion[J]. Business Management Journal, 2017, 39(11): 85-99. (in Chinese)
- [4]赵子夜. “无过”和“有功”: 独立董事意见中的文字信号[J]. 管理世界,2014,(5): 131-141.
Zhao Ziyue. “No mistake” and “Having meritorious deed”: The text information in independent directors' opinions[J].

^⑧ 《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(证监发(2001)102号)规定“独立董事连续3次未亲自出席董事会会议的,由董事会提请股东大会予以撤换。除出现上述情况及《公司法》中规定的不得担任董事的情形外,独立董事任期届满前不得无故被免职。提前免职的,上市公司应将其作为特别披露事项予以披露,被免职的独立董事认为公司的免职理由不当的,可以作出公开的声明。”

- Management World ,2014 ,(5) : 131 - 141. (in Chinese)
- [5]Ma J ,Khanna T. Independent directors' dissent on boards: Evidence from listed companies in China [J]. Strategic Management Journal ,2016 ,37(8) : 1547 - 1557.
- [6]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.
Zheng Zhigang , Li Junqiang , Huang Jicheng , et al. Independent director of adverse opinion and reelection [J]. Journal of Financial Research ,2016 ,(12) : 159 - 174. (in Chinese)
- [7]Tang X , Du J , Hou Q. The effectiveness of the mandatory disclosure of independent directors' opinions: Empirical evidence from China. [J]. Journal of Accounting & Public Policy ,2013 ,32(3) : 89 - 125.
- [8]Feldman R , Govindaraj S , Livnat J , et al. Management' s tone change , post earnings announcement drift and accruals [J]. Review of Accounting Studies ,2010 ,15(4) : 915 - 953.
- [9]Lang M , Stice-Lawrence L. Textual analysis and international financial reporting: Large sample evidence [J]. Journal of Accounting & Economics ,2015 ,60(2/3) : 110 - 135.
- [10]Li F. Annual report readability , current earnings , and earnings persistence [J]. Journal of Accounting & Economics ,2008 ,45(2/3) : 221 - 247.
- [11]Li F. Textual analysis of corporate disclosures: A survey of the literature. [J]. Journal of Accounting Literature ,2010 ,(29) : 143 - 165.
- [12]孟庆斌,杨俊华,鲁冰. 管理层讨论与分析披露的信息含量与股价崩盘风险——基于文本向量化方法的研究 [J]. 中国工业经济,2017 ,(12) : 132 - 150.
Meng Qingbin , Yang Junhua , Lu Bing. The informative content of management discussion and analysis and stock price crash risk: Based on text vectorization method [J]. China Industrial Economics ,2017 ,(12) : 132 - 150. (in Chinese)
- [13]薛爽,肖泽忠,潘妙丽. 管理层讨论与分析是否提供了有用信息? ——基于亏损上市公司的实证探索 [J]. 管理世界,2010 ,(5) : 130 - 140.
Xue Shuang , Xiao Zezhong , Pan Miaoli. Does MD&A provide useful information? : Empirical approach based on loss listed companies [J]. Management World ,2010 ,(5) : 130 - 140. (in Chinese)
- [14]Davis A K , Piger J M , Sedor L M. Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language [J]. Contemporary Accounting Research ,2012 ,29(3) : 845 - 868.
- [15]林乐,谢德仁. 投资者会听话听音吗? ——基于管理层语调视角的实证研究 [J]. 财经研究,2016 ,42(7) : 28 - 39.
Lin Le , Xie Deren. Do investors listen for the meanings behind executives' words? : An empirical analysis based on management tones [J]. Journal of Finance and Economics ,2016 ,42(7) : 28 - 39. (in Chinese)
- [16]谢德仁,林乐. 管理层语调能预示公司未来业绩吗? ——基于我国上市公司年度业绩说明会的文本分析 [J]. 会计研究,2015 ,(2) : 20 - 27.
Xie Deren , Lin Le. Do management tones help to forecast firms' future performance: A textual analysis based on annual earnings communication conference of listed companies in China [J]. Accounting Research ,2015 ,(2) : 20 - 27. (in Chinese)
- [17]Tetlock P C , Saar-Tsechansky M , Macskassy S. More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals [J]. Journal of Finance ,2008 ,63(3) : 1437 - 1467.
- [18]Allee K D , Deangelis M D. The structure of voluntary disclosure narratives: Evidence from tone dispersion. [J]. Journal of Accounting Research ,2015 ,53(2) : 241 - 274.
- [19]Price S M , Doran J S , Peterson D R , et al. Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of

- textual tone [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2012, 36(4): 992 – 1011.
- [20] 赵妍妍, 秦兵, 刘挺. 文本情感分析 [J]. *软件学报*, 2010, 21(8): 1834 – 1848.
Zhao Yanyan, Qin Bing, Liu Ting. Sentiment analysis [J]. *Journal of Software*, 2010, 21(8): 1834 – 1848. (in Chinese)
- [21] De Franco G, Hope O K, Vyas D, et al. Analyst report readability [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 32(1): 76 – 104.
- [22] 马黎珺, 伊志宏, 张澈. 廉价交谈还是言之有据? ——分析师报告文本的信息含量研究 [J]. *管理世界*, 2019, 35(7): 182 – 200.
Ma Lijun, Yin Zhihong, Zhang Che. Evidence-based statements or cheap talks?: The information content of text in analyst reports [J]. *Management World*, 2019, 35(7): 182 – 200. (in Chinese)
- [23] Zhao Z, Lin M. Information content of text in Chinese audit opinions [J]. *China Accounting and Finance Review*, 2015, 17(3): 41 – 68.
- [24] 姚加权, 冯绪, 王赞钧, 等. 语调、情绪及市场影响: 基于金融情绪词典 [J]. *管理科学学报*, 2021, 24(5): 26 – 46.
Yao Jiaquan, Feng Xu, Wang Zanjun, et al. Tone, sentiment and market impacts: The construction of Chinese sentiment dictionary in finance [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2021, 24(5): 26 – 46. (in Chinese)
- [25] 赵子夜, 杨庆, 杨楠. 言多必失? 管理层报告的样板化及其经济后果 [J]. *管理科学学报*, 2019, 22(3): 53 – 70.
Zhao Ziye, Yang Qing, Yang Nan. The less said the better? Economic consequences of textual similarity in management discussion and analysis [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2019, 22(3): 53 – 70. (in Chinese)
- [26] 卞世博, 管之凡, 阎志鹏. 答非所问与市场反应: 基于业绩说明会的研究 [J]. *管理科学学报*, 2021, 24(4): 109 – 126.
Bian Shibo, Guan Zhifan, Yan Zhipeng. Irrelevant answers and market reaction: Evidence from performance briefings [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2021, 24(4): 109 – 126. (in Chinese)
- [27] Schwartz-Ziv M, Weisbach M S. What do boards really do? Evidence from minutes of board meetings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(2): 349 – 366.
- [28] 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, 46(1): 126 – 139.
Ye Kangtao, Zhu Jigao, Lu Zhengfei, et al. The independence of independent directors: Evidence from board voting behavior [J]. *Economic Research Journal*, 2011, 46(1): 126 – 139. (in Chinese)
- [29] Choi W, Rabarison M K, Wang B. Independent directors' dissensions and firm value [J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2021, (80): 258 – 271.
- [30] Jiang W, Hualin W, Shan Z. Reputation concerns of independent directors: Evidence from individual director voting [J]. *Review of Financial Studies*, 2016, 29(3): 655 – 696.
- [31] 蔡贵龙, 柳建华, 马新啸. 非国有股东治理与国企高管薪酬激励 [J]. *管理世界*, 2018, 34(5): 137 – 149.
Cai Guilong, Liu Jianhua, Ma Xinxiao. Non-state owned shareholders governance and state-owned firms' executives' compensation incentives [J]. *Management World*, 2018, 34(5): 137 – 149. (in Chinese)
- [32] 胡诗阳, 陆正飞. 非执行董事对过度投资的抑制作用研究——来自中国 A 股上市公司的经验证据 [J]. *会计研究*, 2015, (11): 41 – 48.
Hu Shiyang, Lu Zhengfei. The monitoring effect of non-executive on overinvestment: Evidence from China's A-share listed

- companies [J]. *Accounting Research*, 2015, (11): 41–48. (in Chinese)
- [33] 刘汉民, 齐宇, 解晓晴. 股权和控制权配置: 从对等到非对等的逻辑——基于央属混合所有制上市公司的实证研究 [J]. *经济研究*, 2018, 53(5): 175–189.
- Liu Hanmin, Qi Yu, Xie Xiaoqing. The allocation logic of equity ownership and control rights from equivalence to non-equivalence: An empirical test of listed companies with mixed-ownership under the supervision of SASAC [J]. *Economic Research Journal*, 2018, 53(5): 175–189. (in Chinese)
- [34] 逯东, 黄丹, 杨丹. 国有企业非实际控制人的董事会权力与并购效率 [J]. *管理世界*, 2019, 35(6): 119–141.
- Lu Dong, Huang Dan, Yang Dan. The board power of non-ultimate-controller and M&A efficiency in state-owned enterprises [J]. *Management World*, 2019, 35(6): 119–141. (in Chinese)
- [35] 张继德, 刘素含. 从中国联通混合所有制改革看战略投资者的选择 [J]. *会计研究*, 2018, (7): 28–34.
- Zhang Jide, Liu Suhan. The select of strategic investor from the perspective of China Unicom's mixed ownership reform [J]. *Accounting Research*, 2018, (7): 28–34. (in Chinese)
- [36] 祝继高, 叶康涛, 陆正飞. 谁更积极的监督者: 非控股股东董事还是独立董事? [J]. *经济研究*, 2015, 50(9): 170–184.
- Zhu Jigao, Ye Kangtao, Lu Zhengfei. Who are more active monitors: Non-controlling shareholder directors or independent directors? [J]. *Economic Research Journal*, 2015, 50(9): 170–184. (in Chinese)
- [37] 祝继高, 李天时, 杨天 Xia. 董事会中的不同声音: 非控股股东董事的监督动机与监督效果 [J]. *经济研究*, 2021, (5): 180–198.
- Zhu Jigao, Li Tianshi, Yang Tianxia. Adverse opinions in the board: Non-controlling shareholder directors' monitoring incentives and effects [J]. *Economic Research Journal*, 2021, (5): 180–198. (in Chinese)
- [38] Chemmanur T J, Fedaseyev V. A theory of corporate boards and forced CEO turnover [J]. *Management Science*, 2018, 64(10): 4798–4817.
- [39] Malenko N. Communication and decision-making in corporate boards [J]. *Review of Financial Studies*, 2014, 27(5): 1486–1532.
- [40] Firth M, Lin C, Wong S, et al. Hello, is anybody there? Corporate accessibility for outside shareholders as a signal of agency problems [J]. *Review of Accounting Studies*, 2019, (24): 1317–1358.
- [41] Shleifer A. State versus private ownership [J]. *Journal of Economic Perspectives*, 1998, 12(4): 133–150.
- [42] 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, (4): 77–86.
- Chen Xiao, Wang Kun. Related transactions, corporate governance, and state-owned shares reform: Evidence from China's capital market [J]. *Economic Research Journal*, 2005, (4): 77–86. (in Chinese)
- [43] 刘慧龙, 吴联生, 王亚平. 国有企业改制、董事会独立性与投资效率 [J]. *金融研究*, 2012, (9): 127–140.
- Liu Huilong, Wu Liansheng, Wang Yaping. State-owned enterprise reform, board independence, and investment efficiency [J]. *Journal of Financial Research*, 2012, (9): 127–140. (in Chinese)
- [44] Chen G, Firth M, Xu L. Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(1): 171–181.
- [45] 李维安, 钱先航. 终极控制人的两权分离、所有制与经理层治理 [J]. *金融研究*, 2010, (12): 80–98.
- Li Weian, Qian Xianhang. Separation of two rights of ultimate controller, ownership and management governance [J]. *Journal of Financial Research*, 2010, (12): 80–98. (in Chinese)

- [46]刘 行,李小荣. 金字塔结构、税收负担与企业价值: 基于地方国有企业的证据[J]. 管理世界, 2012, (8): 91 - 105.
Liu Hang, Li Xiaorong. Pyramid structure, tax burden and firm value: Evidence from local state-owned firms[J]. Management World, 2012, (8): 91 - 105. (in Chinese)
- [47]罗党论,唐清泉. 金字塔结构、所有制与中小股东利益保护——来自中国上市公司的经验证据[J]. 财经研究, 2008, 34(9): 132 - 143.
Luo Danglun, Tang Qingquan. Pyramid structure, ownership and small shareholders' invest protection: Evidence from listed companies in China[J]. Journal of Finance and Economics, 2008, 34(9): 132 - 143. (in Chinese)
- [48]张瑞君,李小荣. 金字塔结构、业绩波动与信用风险[J]. 会计研究, 2012, (3): 62 - 71.
Zhang Ruijun, Li Xiaorong. Pyramid structure, performance fluctuation and credit risk[J]. Accounting Research, 2012, (3): 62 - 71. (in Chinese)
- [49]La Porta R, Lopez De Silanes F, Shleifer A. Corporate ownership around the world[J]. Journal of Finance, 1999, 54(2): 471 - 517.
- [50]Lei Q, Lin B, Wei M. Types of agency cost, corporate governance and liquidity[J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2013, 32(3): 147 - 172.
- [51]Villalonga B, Amit R. How do family ownership, control and management affect firm value? [J]. Journal of Financial Economics, 2006, 80(2): 385 - 417.
- [52]谢德仁,廖 珂,郑登津. 控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择[J]. 会计研究, 2017, (3): 30 - 38.
Xie Deren, Liao Ke, Zheng Dengjin. Controlling shareholder's share pledging and implicit choice of development cost accounting policy[J]. Accounting Research, 2017, (3): 30 - 38. (in Chinese)
- [53]谢德仁,郑登津,崔宸瑜. 控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗? ——基于股价崩盘风险视角的研究[J]. 管理世界, 2016, (5): 128 - 140.
Xie Deren, Zheng Dengjin, Cui Chenyu. Is controlling shareholder's share pledge a potential “mine”? [J]. Management World, 2016, (5): 128 - 140. (in Chinese)
- [54]祝继高,王春飞. 大股东能有效控制管理层吗? ——基于国美电器控制权争夺的案例研究[J]. 管理世界, 2012, (4): 138 - 152.
Zhu Jigao, Wang Chunfei. Can big shareholder control management efficiently?: A case study based on controlling right's fight of GOME[J]. Management World, 2012, (4): 138 - 152. (in Chinese)
- [55]Rosenstein S, Wyatt J G. Outside directors, board independence, and shareholder wealth[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26(2): 175 - 191.
- [56]Duchin R, Matsusaka J G, Ozbas O. When are outside directors effective? [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 96(2): 195 - 214.
- [57]Coles J L, Daniel N D, Naveen L. Co-opted boards[J]. Review of Financial Studies, 2014, 27(6): 1751 - 1796.
- [58]Hwang B, Kim S. It pays to have friends[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 93(1): 138 - 158.
- [59]Lin K, Piotroski J D, Yang Y G, et al. Voice or Exit? Independent Director Decisions in an Emerging Economy [R]. Working Paper, Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2166876>, 2012.
- [60]Zhu J, Ye K, Tucker J W, et al. Board hierarchy, independent directors, and firm value: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, (41): 262 - 279.
- [61]Cheng M, Lin B, Lu R, et al. Non-controlling large shareholders in emerging markets: Evidence from China[J]. Journal of Corporate Finance, 2020, (63): 101259.

- [62] 段 云, 王福胜, 王正位. 多个大股东存在下的董事会结构模型及其实证检验 [J]. 南开管理评论, 2011, 14(1): 54 - 64.
- Duan Yun, Wang Fusheng, Wang Zhengwei. The model of board structure on the condition of several large shareholders existing and empirical test [J]. Nankai Business Review, 2011, 14(1): 54 - 64. (in Chinese)
- [63] Angrist J D. Estimation of limited dependent variable models with dummy endogenous regressors: Simple strategies for empirical practice [J]. Journal of Business & Economic Statistics, 2001, 19(1): 2 - 16.
- [64] Masulis R W, Zhang E J. How valuable are independent directors? Evidence from external distractions [J]. Journal of Financial Economics, 2019, 132(3): 226 - 256.

Is it effective for directors to dissent directly? The information content of directors' dissenting opinions

ZHU Ji-gao¹, LI Tian-shi^{2*}, LI Xiao-hui¹, YANG Tian-xia³

1. Business School, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China;
2. Accounting School, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China;
3. Muma College of Business, University of South Florida, Florida 33620, USA

Abstract: This study analyzes how the market and firms react to different expression types of directors' dissenting opinions obtained from the board meeting announcements by China's A-share listed firms. When dissenting, directors sometimes directly point out proposals' deficiencies while other times euphemistically give advice on proposals. The paper finds that investors react more positively to "Direct Type" dissenting opinions from state-owned firms than from non-state-owned firms. Further, compared to their peers at non-state-owned firms, independent directors and minority shareholder directors at state-owned firms are less likely to leave the board after dissenting directly, and thereafter can more effectively monitor proposals' progression. The results show that there is incremental information in the expression types of directors' dissenting opinions, and that the incremental information have different governance effects on firms of different ownership structures. The results help us better understand directors' behavior in discharging their duties and have important implications for improving listed firms' information disclosure system and enhancing directors' capacity of performing their duties.

Key words: directors' dissenting opinions; information content; market reaction; proposal improvement; directorship