

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20220115.203

董事选举得票率与企业违规行为

周泽将¹, 王浩然², 万明华³

(1. 安徽大学商学院, 安徽合肥 230601; 2. 安徽大学经济学院, 安徽合肥 230601;
3. 中国财政科学研究院, 北京 100142)

摘要: 董事选举作为股东履行监督职能的重要手段,其能否抑制企业违规行为值得关注。基于此,本文以中国资本市场2013—2018年间发生董事选举事件的A股上市公司为样本,实证检验董事选举得票率对企业违规行为的影响。研究发现:(1)董事选举得票率越高,企业违规行为发生的概率越小、次数越少、严重程度越低。(2)当企业代理成本较高时,董事选举得票率对企业违规行为的抑制作用显著增强。(3)进一步的经济后果检验表明,董事选举得票率越高,企业财务重述发生的概率越低。据此,本文认为股东应提高参与董事选举的积极性,以防范企业违规行为,更好地维护自身利益。研究结论丰富了董事选举得票率方面的现有文献,有助于科学认识董事选举在公司治理中所发挥的作用,同时为如何有效治理企业违规行为提供了新的思路。

关键词: 董事选举得票率;企业违规行为;代理成本;财务重述

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2022)05-0019-14

一、引言

近些年来,中国上市公司违规事件频发,严重打击了投资者信心,扰乱市场正常运转秩序。根据Wind数据统计,2019年中国资本市场共有759家公司因数据造假、违规披露和股价操纵等违规行为受到证监会或交易所等监管部门的处罚,其中被开具罚金处罚的企业有101家,合计被处罚金额达4.07亿元^①。2021年,中国证监会多次强调对企业欺诈发行、信息披露违规、财务数据造假等违规行为“零容忍”,不断提高企业违法违规成本,以防范企业违规行为^②。目前,学术界对企业违规行为影响因素进行了大量研究,发现董事会、监事会、政府监管、媒体关注等内

收稿日期: 2021-10-11

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(72172001, 71772001);安徽省高校协同创新项目(GXXT-2021-042);安徽省哲学社会科学规划重点项目(AHSKZ2021D07)

作者简介: 周泽将(1983—),男,安徽大学商学院教授;

王浩然(1992—),男,安徽大学经济学院博士研究生(通讯作者,whr1407@126.com);

万明华(1981—),男,中国财政科学研究院博士研究生。

①资料来源: <http://finance.sina.com.cn/roll/2020-01-03/doc-iihzhfz9977846.shtml>。

②资料来源: <http://stock.10jqka.com.cn/20210317/c627810603.shtml>。

部治理机制和外部监管环境的完善均有助于抑制企业违规行为(Chen等,2006;Miller,2006;周泽将等,2019;江新峰等,2020)。其中,董事会作为公司治理的核心,发挥着信息咨询和监督约束双重职能,对规范企业经营决策、防范企业违规行为起到关键的作用(梁上坤等,2020)。《公司法》明确指出,董事由股东参与股东大会投票选举产生,从而在董事选举的过程中,股东可以通过行使投票权对董事履职表现表达意见,以行使对董事的监督职能,提高董事的履职效率(Ertimur等,2015,2017;蔡宁和吴国强,2019),进而可能对公司违规行为产生影响。但纵观已有研究,大多是从规模、学术背景、两职合一、独董占比和薪酬等视角分析董事会对企业违规行为的影响(Dechow等,1996;Beasley,1996;Uzun等,2004;蔡志岳和吴世农,2007;周泽将和王浩然,2021),鲜有文献关注董事选举得票率与企业违规行为之间的关系,以上为本文研究提供了契机。

参与董事选举是股东行使对董事监督职能的一个重要举措。已有研究发现股东对董事的投票情况会影响企业并购、CEO更替和高管薪酬等后续经营管理决策(Cai等,2009;Fischer等,2009)。伴随着万科股权之争、獐子岛财务造假、长生生物重大违法强制退市等一系列公司治理事件的发生,股东意识到公司治理机制并不完善,维权意识不断增强(李姝等,2018),日益重视在董事选举中行使投票权,使得投票方式逐渐由“用脚投票”向“用手投票”转变,以表达对董事候选人履职表现的不满,促使董事勤勉履职,改善公司治理。当前,在董事选举的实际过程中,虽然大部分董事候选人都会成功当选,但不同董事的选举得票率往往存在明显的差异,进而可能对董事当选后的履职行为产生影响(Fischer等,2009)。具体地,若选举得票率较高,则意味着大部分股东对董事的履职能力较为信任,同时对董事市场声誉予以认可。源于维护、提升市场声誉和股东信任之需,高选举得票率的董事会选择积极履行职责,防范企业违规行为。因此,在企业违规事件频发和股东维权意识不断增强的双重背景下,研究董事选举得票率对企业违规行为的影响具有一定的实践价值。进一步地,董事肩负着监督管理层行为、缓解代理冲突的责任(Alluwia和Sarun,2018),较高的代理成本则容易引发媒体的负面报道和监管层的关注,提高董事市场声誉和股东信任的毁损风险,因此企业代理成本的高低会导致董事维护市场声誉和股东信任动机存在差异。基于以上考虑,本文将代理成本作为情境变量纳入考察范畴。此外,董事选举得票率对企业违规行为产生影响,最直观的表现之一为企业财务重述发生的概率是否降低,因此本文进一步探究董事选举得票率对财务重述的影响,以检验董事选举得票率的经济后果。

基于此,本文以中国资本市场2013—2018年间发生董事选举事件的A股上市公司为样本,实证考察董事选举得票率与企业违规行为之间的关系。相对于以往文献,本文的研究贡献主要包括以下三个方面:(1)已有国外文献从CEO离职率、并购行为、董事离职风险等方面,对董事选举得票率的经济后果进行了大样本的经验研究(Cai等,2009;Fischer等,2009)。相比之下,目前中国情境中关于董事选举的研究还停留在思辨和定性讨论层面(郑国坚等,2016;孙光焰,2017;薛前强,2018),缺乏基于大样本经验检验的揭示度和说服力。本文通过手工收集董事选举得票率数据,实证检验了董事选举得票率对企业违规行为的影响,丰富了董事选举得票率的经济后果研究。(2)已有文献主要关注董事学术背景、两职合一和津贴等个人特征维度对企业违规行为的影响(Dechow等,1996;Beasley,1996;Uzun等,2004;周泽将等,2021)。董事是由股东大会选举产生,董事选举得票率反映了股东对董事履职能力的信任和市场声誉的认可,因此本文从选举得票率视角探讨董事会在抑制企业违规行为方面的治理作用,拓展了企业违规行为影响因素的相关研究,同时对如何有效治理企业违规行为也具有一定的启发意义。(3)基于代理成本对董事市场声誉和股东信任维护动机的影响,进一步引入代理成本作为情境变量,发

现董事选举得票率对企业违规行为的影响在不同代理成本情境中存在差异,有助于加深对董事选举得票率与企业违规行为之间关系情境性的理解。同时,分析董事选举得票率对企业财务重述的影响,为董事选举制度的公司治理效应研究提供了增量经验证据。

二、文献综述、理论分析与研究假设

(一)文献综述

通过梳理与研究主题相关的文献,可以分为两大类:第一类是研究董事选举得票率的经济后果,第二类是研究企业违规行为影响因素,本文将依次展开综述。

第一类文献是董事选举得票率经济后果方面的研究。董事选举得票率能够反映股东对董事履职表现的满意程度,虽然履职表现不佳的董事一般也能获得90%以上的选举得票率(Cai等,2009),但在股东的利益受到侵害时,股东往往选择投反对票来降低董事选举得票率(Iliev等,2015),进而促使董事勤勉履职,加强对高管行为的监督(Ertimur等,2017)。具体地,股东在董事选举中的异议投票会对董事产生不利的影 响,如选举得票率较低的董事面临着较高的离职风险,获得其他公司的聘任机会也相应减少,尤其当他们未担任关键职位时,离职风险更大,且选举得票率较低而不离职的董事将可能被降级处理(Aggarwal等,2019),此外较低的董事选举得票率还可能会使得企业CEO发生变更的概率提高、企业并购规模降低和并购协同效应提高(Fischer等,2009)。还有学者进一步聚焦于独立董事选举,发现独立董事选举具有压力效应,亦即较低的独立董事选举得票率会引发监管机构和媒体的监管,促使独立董事发表异议意见(周泽将和王浩然,2021)。

在第二类文献研究中,学者主要围绕外部环境、内部治理和外部治理等三个方面考察企业违规行为的影响因素。就外部环境而言,Povel等(2007)研究发现外部经济环境与企业违规行为之间呈现出倒U型关系,还有学者发现行业投资信心水平或产品市场竞争程度会导致企业违规行为增加(Wang等,2010;滕飞等,2016)。在内部治理方面,已有研究发现高管薪酬激励、机构投资者持股、独立董事专业性、监事会经济独立性均可以抑制企业违规行为(Agrawal和Chadha,2005;Peng和Röell,2008;陆瑶和李茶,2012;周泽将等,2019),而独立董事官员背景、裙带关系、CEO对董事会的影响力、终极股权结构都会导致企业违规行为发生的概率提高(冯旭南和陈工孟,2011;陆瑶和胡江燕,2016;陆瑶和李茶,2016;逯东等,2017)。在外部治理方面,已有研究发现高质量外部审计、法治环境、媒体关注和分析师跟踪均对企业违规行为起到一定的抑制作用(Yang等,2016;周开国等,2016;魏志华等,2017;曹春方等,2017)。

通过对文献梳理发现,关于企业违规行为的影响因素,已有研究多从外部因素、内部治理和外部治理等方面进行考察,而董事选举作为股东行使监督职能的重要手段,对企业并购行为、高管薪酬、董事和CEO变更等公司决策均具有影响,发挥了积极的公司治理作用,但尚无文献考察董事选举得票率对于企业违规行为的影响。因此,本文以企业违规行为为切入点,通过检验董事选举与企业违规行为之间的关系以验证董事选举在公司治理中所发挥的作用,拓展了企业违规行为影响因素研究。

(二)理论分析与研究假设

企业违规是管理层为获得个人私利而损害投资者权益的行为,往往受到内外部治理机制的影响,其中内部治理机制的影响更为直接(陆瑶和李茶,2016)。董事会作为公司的重要经营决策机制,对于防范企业违规行为发挥着重要的作用,而董事是由股东投票选举产生。依据身份认同理论,市场声誉代表了董事在人力资本市场中的议价能力,是投资者对董事履职表现的主要评判标准(江新峰等,2020),从而在股东投票选举董事过程中,市场声誉是股东重点考察

的内容。高市场声誉一定程度上表明董事的社会网络较强、社会地位较高、专业知识丰富,从而提高董事的履职效率(Fama和Jensen, 1983)。因此,董事选举得票率能够反映股东对董事履职能力的信任和对董事市场声誉的认可度,而股东信任和市场声誉均会对董事履职效率(防范企业违规行为是其主要职责)产生影响(Frydman等, 2014)。具体地,本文认为董事选举得票率主要从以下两个方面对企业违规行为产生影响。

其一,源于维护和提升市场声誉免受损失之需,高选举得票率的董事能够勤勉履职。首先,较高的选举得票率使得董事更容易成为资本市场各方参与者关注的焦点,其在履职中的失职行为可能成为舆论聚焦的对象,所引起的社会不良反应更加广泛,市场声誉遭受的损失更加严重(黄海杰等, 2016)。因此,高选举得票率的董事维护市场声誉免受损失的动机较为强烈,基于对市场声誉密切相关的事业发展前景的考量,他们会选择勤勉履职(Frydman等, 2014; Quan和Li, 2017),加强对管理层和大股东行为的监管,事先发觉和防范企业违规行为,降低市场声誉损失风险。其次,较高的选举得票率意味着董事市场声誉更容易被资本市场广泛认可,从而相较于选举得票率低的董事而言,获得外部任职机会更多(Fama和Jensen, 1983),相应的经济收入和未来的职业发展都不会受到当前所任职公司的过多约束。这意味着高选举得票率的董事在履职过程中可以保持更高的独立性(罗进辉等, 2014),以客观地监督管理层和大股东的不正当行为,防范企业违规行为。因此,伴随着市场声誉蕴含的价值不断增加(Masuli和Mobbs, 2014),其对于董事个人职业发展尤为重要,企业也更倾向于选聘市场声誉良好的董事,进而提升市场声誉已成为董事提高人力资本市场议价能力和获得更多或更佳聘任机会的有效手段之一。因此,为了巩固和提升高选举得票率所蕴含的市场声誉的需要,董事会提升履职效率(叶康涛等, 2011; Ertimur等, 2012),进而加强对企业经营决策的监督,防范企业违规行为。

其二,基于维持股东信任的动机,高选举得票率的董事倾向于积极履行股东受托责任。一般而言,股东与董事之间是一种信任托管关系,亦即股东对董事履职能力持信任态度,而董事则需对股东承担相应的受托责任,积极对高管行为实施监督。依据信任理论,董事与股东之间的信任互动有助于维持双方良好关系,在相互支持中实现个人效用最大化(Macneil, 1980)。股东是在对董事候选人的关系网络构建、专业知识储备、从业经验积累等方面进行分析后作出信任的决策,从而具有强大关系网络、丰富专业技术知识和从业经验的董事候选人更容易获取股东的信任,得到较高的选举得票率(Omer等, 2019)。因此,基于维持股东信任的动机,一方面,高选举得票率的董事倾向于将自身的职业发展同维护股东利益、促进企业发展保持一致,积极履行股东受托的责任,加强对企业违规操作的监管,抑制企业违规行为。另一方面,其可以凭借所拥有的社会网络获取更多的企业治理信息(Adams和Ferreira, 2007),进而利用丰富的专业知识和从业经验从企业治理信息中及时识别和阻止企业违规操作,抑制企业违规行为。

依据上述分析,本文认为高选举得票率的董事具有良好的市场声誉,获得股东的广泛信任,一方面源于维护和提升市场声誉之需,董事会通过勤勉履职来防范企业违规行为。另一方面基于维持股东信任的动机,董事倾向于积极履行股东受托的责任,加强对企业违规操作的监管,抑制企业违规行为。基于此,本文提出如下研究假设H₁:

H₁: 限定其他条件,董事选举得票率与企业违规行为负相关。

三、研究设计

(一)数据来源与样本筛选

本文以中国资本市场2013—2018年间发生董事选举事件的A股上市公司作为初始样本。依循研究惯例,本文剔除金融保险行业、非正常交易状态、资不抵债、同时发行B股或H股及数

据缺失的观测值,最终获得6044个样本观测值。进一步地,本文对所有连续变量在上下1%分位数进行缩尾处理,以减弱极端值对研究结论的不良影响。数据来源方面,董事选举得票率数据由作者查阅上市公司股东大会决议公告手工收集获得,法律环境数据取自《中国分省份市场化指数报告(2018)》(王小鲁等,2019),其余数据取自CSMAR数据库和CCER数据库,统计分析软件为Stata15.1。

(二)模型设定与变量定义

为了检验研究假设1,本文参照江新峰等(2020)的研究,构建如下模型(1)检验董事选举得票率对企业违规行为的影响:

$$\begin{aligned}
 FRAUD_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 APPR_{i,t-1} + \alpha_2 INDR_{i,t-1} + \alpha_3 BOARD_{i,t-1} + \alpha_4 DUAL_{i,t-1} \\
 & + \alpha_5 SOE_{i,t-1} + \alpha_6 TOP2_10_{i,t-1} + \alpha_7 SIZE_{i,t-1} + \alpha_8 LEV_{i,t-1} \\
 & + \alpha_9 GROW_{i,t-1} + \alpha_{10} LAW_{i,t-1} + YEAR + INDUS + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (1)$$

依据上文的理论分析,预期董事选举得票率 $APPR$ 项系数 α 将显著小于0,表明董事选举得票率越高,企业违规行为发生的概率越小、次数越少、严重程度越低。

模型(1)中各研究变量的详细定义如下:

1.被解释变量。 $FRAUD$ 表示企业违规行为,本文分别以是否发生企业违规行为 $FRAUD1$ 、企业违规行为次数 $FRAUD2$ 和企业违规行为严重程度 $FRAUD3$ 三个指标加以度量。具体地,是否发生企业违规行为 $FRAUD1$:若企业发生违规行为,则将 $FRAUD1$ 赋值为1,否则赋值为0;企业违规行为次数 $FRAUD2$ 等于企业违规行为发生的次数;企业违规行为严重程度 $FRAUD3$:依据中国证监会或交易所对企业违规行为的处罚方式衡量,如企业未发生违规行为, $FRAUD3$ 赋值为0;若企业受罚方式为“其他”, $FRAUD3$ 赋值为1;若公司受罚方式为批评或谴责, $FRAUD3$ 赋值为2;若公司受罚方式为罚款、警告或罚没违规所得, $FRAUD3$ 赋值为3,若公司受到多次或多种处罚,则依据最严重处罚方式进行赋值。

2.解释变量。 $APPR$ 表示董事选举得票率,本文参考Fischer等(2009)、周泽将和王浩然(2021)的研究,运用下面两种方法对之进行测度:(1) $APPR1$ 等于公司董事所获赞成票占比的中位数;(2)以 $APPR1$ 五分之一分位数为划分标准设置董事选举得票率哑变量 $APPR2$,若董事选举得票率大于 $APPR1$ 五分之一分位数,则 $APPR2$ 赋值为1,否则为0。一般情况下,董事选举得票率往往对当选董事的后续履职产生影响,从而存在一定的滞后性,因此为了更加科学地考察董事选举得票率对企业违规行为的影响,本文将董事选举得票率 $APPR$ 进行滞后一期处理,同时可以在一定程度上控制模型的内生性问题。

3.控制变量。参照Khanna等(2015)的研究,本文选择以下变量加以控制:独立董事比例 $INDR$ (独立董事人数除以董事会总人数)、董事会规模 $BOARD$ (董事会总人数的自然对数)、两职合一 $DUAL$ (董事长和总理由一人担任时赋值为1,否则0)、产权性质 SOE (最终实际控制人为国有属性时为1,否则0)、股权制衡水平 $TOP2_10$ (第二至第十大股东持有股份之和除以总股份数)、企业规模 $SIZE$ (年末总资产的自然对数)、财务杠杆 LEV (年末总负债除以年末总资产)、成长能力 $GROW$ (总资产的年度增长率)、法律环境 LAW (各省份市场中介组织发育和法律制度环境评分的自然对数^①)、年度虚拟变量 $YEAR$ 和行业虚拟变量 $INDUS$ 。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计分析

表1报告了主要研究变量的描述性统计分析结果。 $FRAUD1$ 的平均值为0.0266,说明样本

^①部分缺失数据以《中国分省份市场化指数报告(2016)》加以补充。

企业发生违规行为的占比为2.66%。*FRAUD2*的最小值为0,最大值为4,均值为0.0346,标准差为0.2308,是其平均值的6倍以上,反映出不同样本公司违规行为发生的次数存在差异。*FRAUD3*的25%分位数和75%分位数为0,最大值为3,表明发生违规行为的上市公司占比较低,但发生违规的上市公司的违规严重程度较高。*APPR1*的平均值为0.9892,表明大部分股东在董事选举中投了赞成票,但也有部分股东并不认可董事候选人的履职表现,采取投反对票的方式来表达对董事履职表现的不满情绪。

表1 主要研究变量的描述性统计分析

| 变量 | N | 平均值 | 标准差 | 最小值 | 25%分位 | 中位数 | 75%分位 | 最大值 |
|----------------|-------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <i>FRAUD1</i> | 6 044 | 0.0266 | 0.1610 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 |
| <i>FRAUD2</i> | 6 044 | 0.0346 | 0.2308 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 4.0000 |
| <i>FRAUD3</i> | 6 044 | 0.0443 | 0.3012 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 3.0000 |
| <i>APPR1</i> | 6 044 | 0.9892 | 0.0423 | 0.6892 | 0.9990 | 0.9999 | 1.0000 | 1.0000 |
| <i>APPR2</i> | 6 044 | 0.8000 | 0.4001 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| <i>INDR</i> | 6 044 | 0.3739 | 0.0520 | 0.3333 | 0.3333 | 0.3333 | 0.4286 | 0.5714 |
| <i>BOARD</i> | 6 044 | 2.1306 | 0.1962 | 1.6094 | 1.9459 | 2.1972 | 2.1972 | 2.7081 |
| <i>DUAL</i> | 6 044 | 0.2869 | 0.4524 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| <i>SOE</i> | 6 044 | 0.3111 | 0.4630 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| <i>TOP2_10</i> | 6 044 | 0.2365 | 0.1298 | 0.0036 | 0.1337 | 0.2270 | 0.3292 | 0.5519 |
| <i>SIZE</i> | 6 044 | 22.0967 | 1.1722 | 19.9069 | 21.2477 | 21.9574 | 22.7947 | 25.5728 |
| <i>LEV</i> | 6 044 | 0.4143 | 0.2030 | 0.0558 | 0.2508 | 0.4005 | 0.5633 | 0.8864 |
| <i>GROW</i> | 6 044 | 0.2353 | 0.5271 | -0.2911 | 0.0203 | 0.1042 | 0.2548 | 3.9607 |
| <i>LAW</i> | 6 044 | 2.1664 | 0.5842 | -0.8210 | 1.7405 | 2.4973 | 2.6064 | 2.8297 |

(二)相关性分析

表2列示了主要研究变量间的相关性分析结果。企业违规行为*FRAUD1*、*FRAUD2*、*FRAUD3*与董事选举得票率*APPR1*的相关系数显著为负,与董事选举得票率*APPR2*的相关系数为负,表明董事选举得票率越高,企业违规行为发生的概率、次数和严重程度越低,一定程度上支持了研究假设1,但关于董事选举得票率与企业违规行为之间的关系具体如何还有待于下文的进一步回归分析检验。

表2 主要研究变量间的相关性分析

| | <i>FRAUD1</i> | <i>FRAUD2</i> | <i>FRAUD3</i> | <i>APPR1</i> | <i>APPR2</i> |
|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| <i>FRAUD1</i> | 1 | | | | |
| <i>FRAUD2</i> | 0.9059*** | 1 | | | |
| <i>FRAUD3</i> | 0.8901*** | 0.9280*** | 1 | | |
| <i>APPR1</i> | -0.0306** | -0.0372*** | -0.0302** | 1 | |
| <i>APPR2</i> | -0.0149 | -0.0183 | -0.0170 | 0.5026*** | 1 |

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

(三)回归分析

表3列示了董事选举得票率与企业违规行为之间关系的多元回归分析结果。具体地,第(1)列中*APPR1*与*FRAUD1*在10%水平上显著负相关(系数=-3.3052,*z*值=-1.8535);第(2)列中*APPR2*与*FRAUD1*在5%水平上显著负相关(系数=-0.2830,*z*值=-2.0333),表明董事选举得票率越高,企业发生违规行为的概率越小。第(3)列中*APPR1*与*FRAUD2*在10%水平上显著负相关(系数=-3.4126,*z*值=-1.8695);第(4)列中*APPR2*与*FRAUD2*在5%水平上显著负相关(系数=-0.2889,*z*值=-2.0384),表明董事选举得票率越高,企业发生违规行为的次数越少。第(5)列中*APPR1*与*FRAUD3*在10%水平上显著负相关(系数=-3.3187,*z*值=-1.8722);第(6)列中

*APPR2*与*FRAUD3*在5%水平上显著负相关(系数=-0.2872, *z*值=-1.9925),表明董事选举得票率越高,企业发生违规行为的严重程度越低。^①上述数据联合表明,高董事选举得票率显著抑制了企业违规行为的发生,支持了研究假设1。造成以上情况的原因可能在于,较高的选举得票率意味着董事获得股东广泛的信任,具有良好的市场声誉。为了维护和提升市场声誉、持续获得股东信任,高选举得票率董事倾向于勤勉履职,加强对企业经营决策的监督,抑制企业违规行为,降低了企业违规行为发生的概率、次数和严重程度。

表3 董事选举得票率与企业违规行为^②

| 变量 | Panel A: <i>FRAUD1</i> | | Panel B: <i>FRAUD2</i> | | Panel C: <i>FRAUD3</i> | |
|-----------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| <i>Constant</i> | 0.1095 (0.0439) | -2.8228 (-1.3952) | | | | |
| <i>APPR1</i> | -3.3052* (-1.8535) | | -3.4126* (-1.8695) | | -3.3187* (-1.8722) | |
| <i>APPR2</i> | | -0.2830** (-2.0333) | | -0.2889** (-2.0384) | | -0.2872** (-1.9925) |
| <i>INDR</i> | 3.1862*** (2.7148) | 3.2242*** (2.7259) | 3.0847*** (2.6429) | 3.1307*** (2.6755) | 3.1426*** (2.6720) | 3.1839*** (2.6894) |
| <i>BOARD</i> | 0.1926 (0.3805) | 0.1713 (0.3395) | 0.1940 (0.3772) | 0.1768 (0.3461) | 0.2262 (0.4415) | 0.2116 (0.4158) |
| <i>DUAL</i> | 0.1194 (0.6130) | 0.1201 (0.6187) | 0.1153 (0.5812) | 0.1157 (0.5866) | 0.1226 (0.6203) | 0.1223 (0.6194) |
| <i>SOE</i> | -0.8978*** (-3.5931) | -0.9131*** (-3.6470) | -0.9005*** (-3.6009) | -0.9156*** (-3.6507) | -0.8984*** (-3.6033) | -0.9140*** (-3.6612) |
| <i>TOP2_10</i> | -1.0553 (-1.2995) | -0.9398 (-1.2171) | -1.0630 (-1.3072) | -0.9429 (-1.2258) | -1.0682 (-1.3024) | -0.9508 (-1.2183) |
| <i>SIZE</i> | -0.1139 (-1.4409) | -0.1164 (-1.5071) | -0.1133 (-1.4023) | -0.1158 (-1.4766) | -0.1160 (-1.4426) | -0.1194 (-1.5229) |
| <i>LEV</i> | 2.6636*** (4.8620) | 2.6780*** (4.9857) | 2.6600*** (4.7897) | 2.6745*** (4.9000) | 2.6745*** (4.8105) | 2.6926*** (4.9142) |
| <i>GROW</i> | 0.2022 (1.5468) | 0.1915 (1.4469) | 0.2033 (1.4191) | 0.1927 (1.3431) | 0.2183 (1.6307) | 0.2068 (1.5438) |
| <i>LAW</i> | 0.0061 (0.0342) | -0.0005 (-0.0031) | 0.0052 (0.0283) | -0.0024 (-0.0136) | 0.0083 (0.0464) | 0.0014 (0.0081) |
| <i>YEAR/INDUS</i> | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>N</i> | 6 044 | 6 044 | 6 044 | 6 044 | 6 044 | 6 044 |
| <i>Pseudo R²</i> | 0.0593 | 0.0575 | 0.0516 | 0.0499 | 0.0493 | 0.0478 |

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著(双尾),报告中的*z*值均已经过个体和时间层面的cluster调整,下同。

控制变量方面:(1)独立董事比例*INDR*项系数在1%水平上显著为正,说明当企业独立董事占董事会总人数比重越高,企业违规行为越多。(2)产权性质*SOE*项系数均在1%水平上显著为负,表明当企业实际控制人属性为国有时,企业违规行为发生的可能性较低,可能的原因在于国有企业的治理机制更加规范。(3)财务杠杆*LEV*项系数均在1%水平上显著为正,说明财务杠杆越高,企业违规行为越多,造成这一现象的内在原因可能在于高负债企业为了缓解偿债风险可能会选择违规操作。

①分析解释变量*APPR*的边际贡献发现,回归结果具有一定的经济显著性。

②Panel A中被解释变量*FRAUD1*为是否发生企业违规行为的哑变量,采用Logit回归分析方法;Panel B和Panel C中被解释变量分别为*FRAUD2*(企业违规行为次数)和*FRAUD3*(企业违规行为严重程度),均为离散变量,采用Order-Logit回归分析方法。此外,Panel B和Panel C中对应Order-Logit回归分析的截距项过多,在本文中予以省略,下文相似情况做类似处理,如有需要可向作者索取。

(四)敏感性分析

1. 倾向得分匹配法

理论上,若公司发生违规行为,股东会倾向于选举拥有良好市场声誉的董事,以促使董事加强对企业经营管理决策的监督,抑制企业违规行为,从而可能存在由样本自选择偏差导致的内生性问题。基于此,本文参考罗核心(2020)、吴成颂和程茹枫(2021),采用倾向得分匹配法来控制样本自选择偏差对研究结论的干扰。具体地,构建Logit逻辑回归模型(2),估计出董事选举得票率高于五分之一分位数的概率,进一步依据所估计的概率得分按照1:2原则进行匹配。

$$APPR2_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DUAL_{i,t-1} + \alpha_2 SOE_{i,t-1} + \alpha_3 TOP2_10_{i,t-1} + \alpha_4 SIZE_{i,t-1} + \alpha_5 LEV_{i,t-1} + \alpha_6 GROW_{i,t-1} + \alpha_7 AFD_{i,t-1} + \alpha_8 RGP_{i,t-1} + YEAR + INDUS + \varepsilon \quad (2)$$

其中,AFD为分析师关注度,等于跟踪企业的分析师数量加1的自然对数;RGP为权利差距,是指一个地区人们能接受社会成员之间所拥有权利的不平等程度(赵向阳等,2015),其他变量定义和前文一致。进一步对协变量平衡性进行检验发现,PSM匹配后,协变量的取值在两组间不存在显著差异,且偏差率的绝对值均小于10%,表明PSM匹配满足了均衡性假设。表4报告了倾向得分匹配后的回归分析结果,APPR1、APPR2项系数均在10%水平上显著为负,表明在控制样本自选择偏差引致的内生性问题后,较高的董事选举得票率依然有助于抑制企业违规行为,研究结论相对稳健。

表4 董事选举得票率与企业违规行为:倾向得分匹配法

| 变量 | Panel A:FRAUD1 | | Panel B:FRAUD2 | | Panel C:FRAUD3 | |
|-----------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| Constant | 3.8634 (0.9779) | -3.2308 (-1.3084) | | | | |
| APPR1 | -7.9998* (-1.8845) | | -7.9030* (-1.9349) | | -7.8381** (-1.9925) | |
| APPR2 | | -0.9614*** (-3.0207) | | -0.9635*** (-3.0621) | | -0.9697*** (-3.1327) |
| INDR | 3.7131** (2.5070) | 3.7388*** (2.5764) | 3.6618** (2.5260) | 3.6878*** (2.5955) | 3.6942** (2.5223) | 3.7119*** (2.5884) |
| BOARD | 0.4290 (0.8693) | 0.4452 (0.9145) | 0.4309 (0.8766) | 0.4456 (0.9222) | 0.4494 (0.8915) | 0.4635 (0.9383) |
| DUAL | 0.2390 (0.9714) | 0.2362 (0.9648) | 0.2341 (0.9308) | 0.2318 (0.9220) | 0.2408 (0.9582) | 0.2394 (0.9595) |
| SOE | -0.8745*** (-2.5818) | -0.8962*** (-2.7673) | -0.8776** (-2.5639) | -0.8989*** (-2.7361) | -0.8776*** (-2.5977) | -0.8978*** (-2.7770) |
| TOP2_10 | -1.2134* (-1.6993) | -1.1324* (-1.7610) | -1.2041* (-1.6790) | -1.1193* (-1.7393) | -1.2411* (-1.7079) | -1.1530* (-1.7747) |
| SIZE | -0.0724 (-0.7259) | -0.0726 (-0.7250) | -0.0707 (-0.7019) | -0.0706 (-0.7007) | -0.0713 (-0.6965) | -0.0712 (-0.6950) |
| LEV | 1.9305*** (3.1646) | 1.9292*** (3.1467) | 1.9142*** (3.1083) | 1.9141*** (3.0967) | 1.9275*** (3.1558) | 1.9286*** (3.1330) |
| GROW | 0.3130** (2.3371) | 0.3014** (2.2165) | 0.3196** (2.2236) | 0.3080** (2.1022) | 0.3386** (2.4879) | 0.3266** (2.3294) |
| LAW | -0.1024 (-0.5257) | -0.0998 (-0.5000) | -0.1055 (-0.5335) | -0.1028 (-0.5100) | -0.1021 (-0.5264) | -0.0993 (-0.5022) |
| YEAR/INDUS | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 4 900 | 4 900 | 4 900 | 4 900 | 4 900 | 4 900 |
| Pseudo R ² | 0.0548 | 0.0546 | 0.0480 | 0.0478 | 0.0461 | 0.0459 |

2. 剔除大股东违规行为样本

董事选举得票率反映了股东对董事履职表现的认可度和支持倾向,如果企业违规行为是大股东利益侵占动机的结果,那么高董事选举得票率可能对此类企业违规行为产生促进作用。因此,本文进一步剔除大股东违规行为样本,以控制大股东违规行为对研究结论可能产生的影响。表5列示剔除大股东违规行为样本的回归分析结果,Panel A、Panel B和Panel C中APPR1和APPR2项系数在5%水平上显著为负,表明在剔除大股东违规行为样本后,董事选举得票率依然对企业违规行为具有显著抑制作用。

表5 董事选举得票率与企业违规行为:剔除大股东违规行为样本

| 变量 | Panel A: FRAUD1 | | Panel B: FRAUD2 | | Panel C: FRAUD3 | |
|-----------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| Constant | 0.1268 (0.0564) | -3.1467 (-1.5668) | | | | |
| APPR1 | -3.7389** (-2.0330) | | -3.7625** (-2.0572) | | -3.7743** (-2.0577) | |
| APPR2 | | -0.3496*** (-2.6150) | | -0.3550*** (-2.5960) | | -0.3577*** (-2.5850) |
| INDR | 3.7664*** (2.6662) | 3.8036*** (2.6561) | 3.6789*** (2.6369) | 3.7191*** (2.6313) | 3.7180*** (2.6395) | 3.7630*** (2.6372) |
| BOARD | 0.1961 (0.3608) | 0.1726 (0.3196) | 0.2006 (0.3659) | 0.1794 (0.3283) | 0.2253 (0.4080) | 0.2110 (0.3853) |
| DUAL | 0.0733 (0.3716) | 0.0766 (0.3912) | 0.0689 (0.3331) | 0.0732 (0.3572) | 0.0750 (0.3799) | 0.0768 (0.3906) |
| SOE | -0.7511*** (-3.2302) | -0.7699*** (-3.2797) | -0.7532*** (-3.2360) | -0.7716*** (-3.2791) | -0.7469*** (-3.2140) | -0.7663*** (-3.2662) |
| TOP2_10 | -1.0834 (-1.3615) | -0.9444 (-1.2540) | -1.0813 (-1.3569) | -0.9417 (-1.2513) | -1.0830 (-1.3396) | -0.9409 (-1.2301) |
| SIZE | -0.1140 (-1.3632) | -0.1177 (-1.4678) | -0.1133 (-1.3401) | -0.1174 (-1.4578) | -0.1165 (-1.3733) | -0.1213 (-1.4993) |
| LEV | 2.5782*** (5.5325) | 2.5961*** (5.6486) | 2.5874*** (5.4400) | 2.6052*** (5.5185) | 2.5883*** (5.4521) | 2.6104*** (5.5344) |
| GROW | 0.1299 (0.6687) | 0.1170 (0.6038) | 0.1296 (0.6423) | 0.1164 (0.5768) | 0.1370 (0.6957) | 0.1235 (0.6296) |
| LAW | 0.1826 (0.9491) | 0.1744 (0.9336) | 0.1820 (0.9316) | 0.1737 (0.9148) | 0.1881 (0.9838) | 0.1797 (0.9753) |
| YEAR/INDUS | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 6 030 | 6 030 | 6 030 | 6 030 | 6 030 | 6 030 |
| Pseudo R ² | 0.0594 | 0.0572 | 0.0521 | 0.0503 | 0.0498 | 0.0481 |

3. 替换董事选举得票率度量方式

本文进一步采取公司董事所获赞成票百分比的平均数来重新度量董事选举得票率,记为APPR3,类似地,若董事选举得票率排名处于全样本最高五分之四区间,则APPR4赋值1,否则0。替换董事选举得票率度量方式后的回归结果列示于表6,APPR3和APPR4项系数均在5%水平上显著为负,表明在替换了董事选举得票率度量方式后,研究结果未发生实质性变化,支持了研究假设1。

五、进一步分析

(一)代理成本的情境分析

董事会作为重要的公司治理机制,肩负着选聘管理人员并对其决策进行监管的职责,有助

于缓解代理冲突(Fama和Jensen, 1983)。现有研究发现,企业代理成本越高,媒体对企业负面报道越多,企业收到监管部门发出的问询函更多(薛有志等, 2014;余怒涛等, 2020),增加了董事市场声誉损失风险。同时,高代理成本所引发的媒体负面报道和监管层问询函均会使董事未有效履职的行为更容易曝光,降低了股东对董事的信任。因此,企业代理成本的高低会导致董事维护市场声誉和股东信任的迫切性存在差异,进而对董事选举得票率与企业违规行为之间的关系产生影响。

表 6 董事选举得票率与企业违规行为: 替换董事选举得票率度量方式

| 变量 | Panel A: <i>FRAUD1</i> | | Panel B: <i>FRAUD2</i> | | Panel C: <i>FRAUD3</i> | |
|-----------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| <i>Constant</i> | 0.4854 (0.2125) | -2.8099 (-1.3887) | | | | |
| <i>APPR3</i> | -3.7300** (-2.2799) | | -3.8415** (-2.2916) | | -3.7303** (-2.3457) | |
| <i>APPR4</i> | | -0.2950** (-2.0812) | | -0.3009** (-2.0817) | | -0.2992** (-2.0382) |
| <i>INDR</i> | 3.1648*** (2.7103) | 3.2212*** (2.7219) | 3.0575*** (2.6314) | 3.1277*** (2.6710) | 3.1252*** (2.6711) | 3.1812*** (2.6852) |
| <i>BOARD</i> | 0.1937 (0.3838) | 0.1702 (0.3369) | 0.1940 (0.3779) | 0.1757 (0.3434) | 0.2303 (0.4523) | 0.2106 (0.4134) |
| <i>DUAL</i> | 0.1162 (0.5965) | 0.1204 (0.6204) | 0.1110 (0.5567) | 0.1159 (0.5883) | 0.1187 (0.5995) | 0.1225 (0.6210) |
| <i>SOE</i> | -0.8925*** (-3.5911) | -0.9139*** (-3.6544) | -0.8959*** (-3.6038) | -0.9164*** (-3.6584) | -0.8926*** (-3.5983) | -0.9148*** (-3.6685) |
| <i>TOP2_10</i> | -1.0810 (-1.3152) | -0.9400 (-1.2171) | -1.0891 (-1.3230) | -0.9433 (-1.2260) | -1.0911 (-1.3178) | -0.9510 (-1.2183) |
| <i>SIZE</i> | -0.1107 (-1.3858) | -0.1163 (-1.5029) | -0.1096 (-1.3361) | -0.1158 (-1.4725) | -0.1133 (-1.4007) | -0.1193 (-1.5195) |
| <i>LEV</i> | 2.6386*** (4.7901) | 2.6776*** (4.9867) | 2.6360*** (4.7118) | 2.6742*** (4.9005) | 2.6509*** (4.7327) | 2.6923*** (4.9142) |
| <i>GROW</i> | 0.2042 (1.5374) | 0.1910 (1.4403) | 0.2048 (1.4358) | 0.1921 (1.3369) | 0.2202 (1.6247) | 0.2062 (1.5364) |
| <i>LAW</i> | 0.0076 (0.0418) | -0.0001 (-0.0008) | 0.0066 (0.0357) | -0.0020 (-0.0113) | 0.0104 (0.0576) | 0.0018 (0.0106) |
| <i>YEAR/INDUS</i> | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| <i>N</i> | 6 044 | 6 044 | 6 044 | 6 044 | 6 044 | 6 044 |
| <i>Pseudo R²</i> | 0.0614 | 0.0576 | 0.0534 | 0.0500 | 0.0510 | 0.0479 |

基于此,为了检验代理成本情境之于董事选举得票率与企业违规行为之间关系的影响,本文采用资产周转率(*AC*等于企业营业收入除以平均资产总额)来度量企业代理成本,并按照代理成本中位数进行分组:高代理成本组(*AC*=1)和低代理成本组(*AC*=0),回归分析结果列示于表7。在高代理成本组,第(2)列中*APPR1*项系数为-4.5754(*z*值=-2.3370),在5%水平上显著为负;第(4)列中*APPR2*项系数为-0.4811(*z*值=-2.5767),在1%水平上显著为负,而在低代理成本组,第(1)列中的*APPR1*项系数和第(3)列中的*APPR2*项系数均不显著,Panel B、Panel C中的回归结果与Panel A相类似,不再赘述^①。以上数据分析结果表明,代理成本强化了董事选举得票率与企业违规行为之间的负相关关系,造成这种现象的背后原因可能在于,企业代理成本较高,表明管理层为了获取不正当利益而采取有损投资者权益的行为(Jensen和Meckling, 1976),

^①比较组间系数的边际效应差异后发现,高代理成本组*ARPR*项的边际效应绝对值高于低代理成本组,进一步支持了董事选举得票率对企业违规行为的抑制作用在代理成本较高的企业中显著更强。

更容易引发外部媒体或监管部门的关注(Mullainathan和Shleifer, 2005),从而增加了企业负面信息曝光的可能性,给外界造成董事未有效监督管理层行为的不良印象,提高了董事市场声誉损失的风险、降低了股东对董事的信任。因此,相对于低代理成本企业,在高代理成本企业中董事有更强的动机维护市场声誉和股东信任,更加积极地履行自身的职责,防范企业违规行为,进而表现为董事选举得票率对企业违规行为的抑制作用在高代理成本企业中显著更强。

表 7 董事选举得票率与企业违规行为:代理成本的情境分析^①

| 变量 | Panel A:FRAUD1 | | | | Panel B:FRAUD2 | | | | Panel C:FRAUD3 | | | |
|-----------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|
| | (1) AC=0 | (2) AC=1 | (3) AC=0 | (4) AC=1 | (5) AC=0 | (6) AC=1 | (7) AC=0 | (8) AC=1 | (9) AC=0 | (10) AC=1 | (11) AC=0 | (12) AC=1 |
| Constant | 0.3556 (0.0772) | -0.8661 (-0.3448) | 0.1998 (0.0553) | -4.8190** (-2.3277) | | | | | | | | |
| APPR1 | -0.1439 (-0.0477) | -4.5754** (-2.3370) | | | -0.1087 (-0.0360) | -4.8402** (-2.3046) | | | -0.1800 (-0.0600) | -4.5930** (-2.3099) | | |
| APPR2 | | | 0.0087 (0.0336) | -0.4811*** (-2.5767) | | | 0.0148 (0.0563) | -0.4946*** (-2.6292) | | | 0.0010 (0.0038) | -0.4839** (-2.5456) |
| INDR | 4.0653*** (4.6025) | 2.5520 (1.2809) | 4.0727*** (4.5414) | 2.6513 (1.3506) | 3.9482*** (4.3360) | 2.4235 (1.2199) | 3.9566*** (4.2818) | 2.5463 (1.3106) | 4.1815*** (5.6540) | 2.3863 (1.1797) | 4.1872*** (5.5482) | 2.4828 (1.2509) |
| BOARD | 0.3742 (0.4961) | 0.0890 (0.1177) | 0.3725 (0.4962) | 0.0634 (0.0830) | 0.3612 (0.4765) | 0.1025 (0.1296) | 0.3599 (0.4758) | 0.0958 (0.1217) | 0.4386 (0.5963) | 0.1187 (0.1537) | 0.4360 (0.5913) | 0.1187 (0.1545) |
| DUAL | -0.0947 (-0.2662) | 0.2382 (1.6128) | -0.0954 (-0.2686) | 0.2517* (1.6850) | -0.0869 (-0.2396) | 0.2276 (1.5134) | -0.0876 (-0.2415) | 0.2389 (1.5833) | -0.0864 (-0.2448) | 0.2427 (1.6049) | -0.0871 (-0.2474) | 0.2504 (1.6423) |
| SOE | -1.0821*** (-2.9995) | -0.8800** (-2.5200) | -1.0825*** (-3.0173) | -0.8776** (-2.4308) | -1.0814*** (-3.0030) | -0.8960*** (-2.6007) | -1.0814*** (-3.0253) | -0.8896** (-2.4869) | -1.0777*** (-3.0132) | -0.8874** (-2.5569) | -1.0785*** (-3.0423) | -0.8845** (-2.4594) |
| TOP2_10 | -1.6984*** (-2.6343) | -0.6686 (-0.6653) | -1.6951*** (-2.8109) | -0.4406 (-0.4598) | -1.7024*** (-2.6277) | -0.6925 (-0.6801) | -1.6994*** (-2.7826) | -0.4439 (-0.4659) | -1.6930*** (-2.6509) | -0.7543 (-0.7372) | -1.6896*** (-2.7989) | -0.5141 (-0.5313) |
| SIZE | -0.2600** (-2.3690) | -0.0381 (-0.4060) | -0.2599** (-2.4539) | -0.0414 (-0.4398) | -0.2593** (-2.3746) | -0.0338 (-0.3533) | -0.2591** (-2.4539) | -0.0374 (-0.3958) | -0.2715** (-2.5009) | -0.0326 (-0.3506) | -0.2716*** (-2.6070) | -0.0381 (-0.4132) |
| LEV | 3.1843*** (4.6340) | 2.8586*** (4.3709) | 3.1877*** (4.6389) | 2.8423*** (4.3920) | 3.1810*** (4.5958) | 2.8416*** (4.3633) | 3.1841*** (4.5943) | 2.8230*** (4.3481) | 3.2286*** (4.6190) | 2.8211*** (4.3567) | 3.2320*** (4.6159) | 2.8176*** (4.3547) |
| GROW | 0.1284 (0.5645) | 0.2878 (1.2931) | 0.1282 (0.5800) | 0.2836 (1.2604) | 0.1252 (0.5574) | 0.2873 (1.2559) | 0.1252 (0.5723) | 0.2834 (1.2334) | 0.1381 (0.6016) | 0.3085 (1.3449) | 0.1377 (0.6140) | 0.3019 (1.3010) |
| LAW | -0.0491 (-0.1835) | 0.0956 (0.4253) | -0.0503 (-0.1898) | 0.0880 (0.4032) | -0.0598 (-0.2242) | 0.0984 (0.4326) | -0.0611 (-0.2290) | 0.0889 (0.4035) | -0.0469 (-0.1790) | 0.0945 (0.4186) | -0.0480 (-0.1838) | 0.0873 (0.4006) |
| YEAR/INDUS | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 3 022 | 3 022 | 3 022 | 3 022 | 3 022 | 3 022 | 3 022 | 3 022 | 3 022 | 3 022 | 3 022 | 3 022 |
| Pseudo R ² | 0.0976 | 0.0968 | 0.0976 | 0.0937 | 0.0885 | 0.0821 | 0.0885 | 0.0790 | 0.0846 | 0.0780 | 0.0845 | 0.0755 |

(二)董事选举得票率的经济后果分析

依据上文逻辑,高选举得票率意味着董事履职能力得到股东的广泛认可,具有良好的市场声誉,为了维护和提升市场声誉,董事会勤勉履职,防范企业违规行为,而信息披露违规是公司违规的主要形式(朱杰,2020)。因此,一个显而易见的推测是伴随着违规行为发生概率的降低,由信息披露违规所引起的财务重述发生的概率也随之减少。基于此,本文参考窦欢等(2021),构建如下模型(3),以检验董事选举得票率对财务重述的影响。

$$\begin{aligned}
 RESTA_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 APPR_{i,t-1} + \alpha_2 INDR_{i,t-1} + \alpha_3 BOARD_{i,t-1} + \alpha_4 DUAL_{i,t-1} \\
 & + \alpha_5 SOE_{i,t-1} + \alpha_6 TOP2_10_{i,t-1} + \alpha_7 SIZE_{i,t-1} + \alpha_8 LEV_{i,t-1} \\
 & + \alpha_9 GROW_{i,t-1} + \alpha_{10} ROA_{i,t-1} + \alpha_{11} LAW_{i,t-1} + YEAR + INDUS + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (3)$$

其中,RESTA代表财务重述,若公司发生年度财务报告的财务信息重述,则RESTA赋值为1,否则为0;ROA为资产收益率,等于净利润与平均资产总额的比值,其他变量与前文一致。表8报告

^①Panel A采用Logit回归分析方法,Panel B与Panel C采用Order-Logit回归分析方法。

了董事选举得票率与财务重述之间的多元回归分析结果。其中,第(1)列中 $APPR1$ 与 $RESTA$ 在10%水平上显著负相关(系数=-2.1133, z 值=-1.6689);第(2)列中, $APPR2$ 与 $RESTA$ 在10%水平上显著负相关(系数=-0.3427, z 值=-1.6948),以上数据联合表明,董事选举得票率与财务重述之间存在显著负相关关系,亦即董事选举得票率越高,企业财务重述发生的概率越低,表明董事选举在公司治理中发挥着积极的作用。

表 8 董事选举得票率与财务重述

| 变量 | (1) | | (2) | |
|-----------------------------|------------|---------|------------|---------|
| | 系数 | z 值 | 系数 | z 值 |
| <i>Constant</i> | -1.5960 | -1.1060 | -3.3292*** | -3.1140 |
| <i>APPR1</i> | -2.1133* | -1.6689 | | |
| <i>APPR2</i> | | | -0.3427* | -1.6948 |
| <i>INDR</i> | 1.1796 | 0.7555 | 1.1855 | 0.7516 |
| <i>BOARD</i> | 0.5556* | 1.8405 | 0.5595* | 1.8797 |
| <i>DUAL</i> | 0.2578* | 1.8946 | 0.2562* | 1.8566 |
| <i>SOE</i> | -0.2267** | -2.1956 | -0.2456** | -2.5239 |
| <i>TOP2_10</i> | 0.2215 | 0.4124 | 0.3297 | 0.6780 |
| <i>SIZE</i> | -0.0428 | -0.4625 | -0.0456 | -0.4793 |
| <i>LEV</i> | 0.8803*** | 2.6533 | 0.8789*** | 2.5871 |
| <i>GROW</i> | 0.2746** | 2.3361 | 0.2666** | 2.3503 |
| <i>ROA</i> | -4.3413*** | -6.6026 | -4.3606*** | -6.8347 |
| <i>LAW</i> | -0.4651*** | -4.9443 | -0.4655*** | -4.9940 |
| <i>YEAR/INDUS</i> | | 控制 | | 控制 |
| <i>N</i> | | 6 044 | | 6 044 |
| <i>Pseudo R²</i> | | 0.0801 | | 0.0812 |

六、研究结论与政策启示

董事作为企业的关键高管一直由股东投票选举产生,肩负着防范企业违规行为、维护投资者权益的责任,而董事履职效率的高低直接受到董事选举得票率的影响。基于此,本文以中国资本市场2013—2018年间发生董事选举事件的A股上市公司为研究样本,实证考察董事选举得票率对企业违规行为的影响及其情境特征和经济后果,主要获得以下研究结论:首先,较高的董事选举得票率会显著降低企业违规行为发生的概率、次数和严重程度,且经过倾向得分匹配法、剔除大股东违规行为样本、更换董事选举得票率度量方法等敏感性测试,上述研究结论依然是稳健的。其次,董事选举得票率对企业违规行为的抑制作用在代理成本较高的企业中更加显著。最后,董事选举的经济后果表明,较高的董事选举得票率有助于降低企业财务重述发生的概率。

依据上述研究结果,本文提出以下三点政策启示:其一,激发股东参与董事选举的积极性,强化股东对董事履职行为的监督。长期以来,大部分股东尚未认识到参与董事选举的积极作用,往往采取“用脚投票”,多数观点将董事选举视为一种“形式上”的公司治理机制,忽略了其在监督董事履职行为方面的作用。实际上,虽然在董事选举过程中,股东的投票结果一般难以左右董事的选聘决议,但是可以通过选择是否投赞成票影响董事的市场声誉,促使董事积极履行监督职责以抑制企业违规行为。因此,应激发股东参与董事选举的积极性,充分发挥董事选举的公司治理作用,以维护股东利益。其二,关注代理成本在董事选举防范企业违规行为过程中的影响。相较于代理成本较低的公司,董事选举得票率对企业违规行为的抑制作用在代理成本较高的公司中更加明显。因此,代理成本较高的公司应鼓励股东参与至董事选举中,通过投票来影响董事选举得票率,进而提高董事的市场声誉维护动机,促使其加强对企业经营决策的

监督,以抑制企业违规行为。其三,重视董事选举在防范企业财务重述中的积极作用。董事选举得票率越高,企业财务重述发生的概率越低,因此股东应重视利用手中的投票权来监督董事履职行为,从而促使董事积极监督管理层决策,抑制企业违规行为,进而减少企业财务重述发生的概率。

本文的研究还存在一定的局限性,这些局限性也正是未来研究的方向,主要体现在以下三个方面:第一,本文尚未对董事类型进行详细区分,不同类型董事对选举得票率的反映可能会存在明显不同,这有待后续进一步地研究和验证。第二,除了代理成本外,影响董事选举得票率与企业违规行为之间关系的因素还有很多,本文尚未一一挖掘。第三,董事选举不仅能够防范财务重述,还可能影响企业内部控制、投资效率、研发投入等,这为后续研究提供了空间。

主要参考文献

- [1]江新峰,张敦力,李欢.“忙碌”独董与企业违规[J]. *会计研究*,2020,(9): 85-104.
- [2]梁上坤,徐灿宇,王瑞华.和而不同以为治:董事会断裂带与公司违规行为[J]. *世界经济*,2020,43(6): 171-192.
- [3]陆瑶,李茶.CEO对董事会的影响力与上市公司违规犯罪[J]. *金融研究*,2016,(1): 176-191.
- [4]罗核心,陆正飞,伍利娜.“退而不休”的独立董事发挥余热了吗?——审计委员会中退休独立董事对盈余质量的影响研究[J]. *会计与经济研究*,2020,34(1): 3-20.
- [5]吴成颂,程茹枫.董事网络与制造业企业高质量发展——基于金融发展门槛效应的实证分析[J]. *安徽大学学报(哲学社会科学版)*,2021,45(4): 144-156.
- [6]余怒涛,李文文,陶林汶.问询函可以降低公司代理成本吗?——来自中国上市公司的证据[J]. *当代会计评论*,2020,13(2): 87-105.
- [7]周泽将,卢倩楠,雷玲.独立董事薪酬激励抑制了企业违规行为吗?[J]. *中央财经大学学报*,2021,(2): 102-117.
- [8]周泽将,王浩然.股东大会投票与独立董事异议行为:声誉效应VS压力效应[J]. *经济管理*,2021,43(2): 157-174.
- [9]Aggarwal R, Dahiya S, Prabhala N R. The power of shareholder votes: Evidence from uncontested director elections[J]. *Journal of Financial Economics*,2019,133(1): 134-153.
- [10]Alluwia F, Sarun A. Female directors, mechanisms for corporate governance and agency cost[J]. *International Business Education Journal*,2018,11(1): 1-15.
- [11]Ertimur Y, Ferri F, Oesch D. Understanding uncontested director elections[J]. *Management Science*,2017,64(7): 3400-3420.
- [12]Iliev P, Lins K V, Miller D P, et al. Shareholder voting and corporate governance around the world[J]. *The Review of Financial Studies*,2015,28(8): 2167-2202.
- [13]Khanna V, Kim E H, Lu Y. CEO connectedness and corporate fraud[J]. *The Journal of Finance*,2015,70(3): 1203-1252.
- [14]Omer T C, Shelley M K, Tice F M. Do director networks matter for financial reporting quality? Evidence from audit committee connectedness and restatements[J]. *Management Science*,2019,66(8): 3361-3388.
- [15]Peng L, Röell A. Executive pay and shareholder litigation[J]. *Review of Finance*,2008,12(1): 141-184.
- [16]Quan Y, Li S H. Are Academic independent directors punished more severely when they engage in violations?[J]. *China Journal of Accounting Research*,2017,10(1): 71-86.
- [17]Uzun H, Szewczyk S H, Varma R. Board composition and corporate fraud[J]. *Financial Analysts Journal*,2004,60(3): 33-43.

Voting Rate of Director Elections and Corporate Frauds

Zhou Zejiang¹, Wang Haoran², Wan Minghua³

(1. School of Business, Anhui University, Hefei 230601, China; 2. School of Economics, Anhui University, Hefei 230601, China; 3. Academy of China Finance Science, Beijing 100142, China)

Summary: In recent years, frequent frauds of listed companies hit investor confidence seriously and affect the healthy development of capital market adversely. In order to curb corporate frauds, China

Securities Regulatory Commission stresses “zero tolerance” of corporate frauds repeatedly. As the core of corporate governance, board of directors has dual functions of consultation and supervision, which plays a key role in curbing corporate frauds. The directors are elected by shareholders, so shareholders can supervise directors by voting in the process of director elections, so as to affect the performance efficiency of directors and corporate frauds. However, the existing literature analyzes the impact of board of directors on corporate frauds from the perspectives of board size, academic background, Chair-CEO duality, proportion of independent directors and salary mostly, and pays less attention to the relationship between the voting rate of director elections and corporate frauds. Therefore, there is theoretical significance and practical value to study the relationship between the voting rate of director elections and corporate frauds in the context of frequent corporate frauds.

Based on the above consideration, this paper selects A-share listed companies with director election events in China’s capital market from 2013 to 2018 as the research sample, and tests the impact of the voting rate of director elections on corporate frauds and its corresponding context characteristics empirically. The results show that: Firstly, the higher the voting rate of director elections, the lower the probability, frequency and severity of corporate frauds. The reason lies in that directors with a higher voting rate have good market reputation and gain extensive trust from shareholders. In order to maintain and enhance market reputation and shareholder trust, directors with a higher voting rate tend to perform their duties actively and curb corporate frauds. Secondly, compared with enterprises with low agency costs, the containment effect of the voting rate of director elections on corporate frauds is more significant in enterprises with higher agency costs. Finally, the economic consequence test shows that the higher the voting rate of director elections, the lower the probability of financial restatement, indicating that director elections play a positive corporate governance effect.

This paper enriches the literature on the voting rate of director elections, helps to understand the role of director elections in corporate governance, and also provides new ideas for enterprises on how to curb corporate frauds effectively. Firstly, since shareholders can supervise directors by participating in director elections, relevant departments and enterprises should take measures to improve the enthusiasm of shareholders to participate in director elections, so as to strengthen the supervision of directors. In this way, enterprises can give full play to corporate governance role of director elections, curb corporate frauds, and better safeguard the interests of shareholders. Secondly, enterprises with higher agency costs should especially encourage shareholders to participate in director elections, so that shareholders can use their voting rights to affect the voting rate of director elections, thus affecting the market reputation of directors and urging directors to strengthen the supervision of enterprise business decisions, so as to curb corporate frauds. Finally, shareholders should pay attention to the positive role of director elections in curbing corporate financial restatement, and participate in director elections to promote directors to perform their duties diligently and reduce the probability of corporate financial restatement.

Key words: voting rate of director elections; corporate frauds; agency costs; financial restatement

(责任编辑:王 孜)