

非控股股东身份与董事会差异化审查决策

葛秋辰 王春飞*

摘要: 本文以我国非控股股东提案为研究对象,考察提案股东身份对提案提出和提案被董事会否决的影响。研究发现,外部股东持股比例越高的公司越有可能收到外部股东提案,且外部股东提案在董事会审查环节更可能被否决,该现象在治理风险高的公司中更显著。此外,外部股东提案在公告日有显著正向的市场回报。本研究在一定程度上说明董事会的审查公允性有待商榷,应当提升立法的适用性和可操作性,防止董事会不当使用审查权阻碍股东正常提案。

关键词: 非控股股东; 股东提案; 董事会审查

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2024.05.16

一、引言

股东提案权指符合条件的公司股东依照法定程序提出提案,进而作为股东大会会议审议事项的权利。非控股股东提案现象在我国上市公司中愈发普遍,2010—2021 年间共有 379 家上市公司收到 1 155 份非控股股东提案。2023 年新《公司法》第 115 条第 2 款将提案股东的条件由单独或者合计持有公司 3% 以上股份降低到 1%,有助于强化中小股东对公司控股股东的约束,保障中小股东参与公司决策,提升公司治理民主程度。但实践中上市公司可能给非控股股东提案权的行使设置各种障碍和阻力,中证中小投资者服务中心也曾明确表态“董事会否决股东提案的理由不构成正当理由”^①。据统计,2010—2021 年间有 37.77% 没有董事会席位的非控股股东(下文称“外部股东”)提案在提交至股东会之前就被董事会否决。此类董事会对股东提案施加的不合理限制,尤其是对外部股东的限制,直接影响非控股股东能否正常行使权利,股东意志能否获得合理体现。因此,厘清股东行使提案权的潜在阻力,对完善投资者保护制度和支持引导企业完善法人治理结构具有关键作用。

本文以 2010—2021 年间非控股股东提案为研究对象,系统性描述提案性质和内容,

* 葛秋辰,浙江财经大学会计学院、浙江省新型重点专业智库“中国政府监管与公共政策研究院”;王春飞,中央财经大学会计学院。通信作者及地址:葛秋辰,浙江省杭州市下沙高教园区学源街 18 号 2505 东,310018;电话:17300932390;E-mail:geqiuchen@zufe.edu.cn。本文得到国家自然科学基金面上项目(72272163、71772194、72273021)的资助。作者感谢匿名审稿人富有建设性的意见,文责自负。

^① 2021 年 7 月 14 日,亿阳信通董事会决议取消公司原定于 2021 年 7 月 16 日召开的股东大会引发了市场的广泛关注。根据《上市公司股东大会规则》(2016 年修订)第 19 条“发出股东大会通知后,无正当理由,股东大会不得延期或取消,股东大会通知中列明的提案不得取消”的规定,中证中小投资者服务中心认为公司董事会提出的三点取消股东大会的理由均不构成正当理由,故反对取消公司股东大会。

实证检验提案股东身份对提案提出和提案被否的影响。描述性统计显示,外部股东提案被董事会区别对待的情况普遍存在于各种类型的提案上,特别是外部股东提出的治理型提案被否的概率约为经营型提案的两倍。实证研究发现,外部股东持股比例越高的公司越有可能收到外部股东提案,且外部股东提案在董事会审查环节更可能遭到否决。当公司的掏空风险更高,机构投资者持股比例更低,所处地区法制环境更差时,外部股东提案被否的概率更高。从市场反应来看,外部股东提案在公告日获得了显著正向的股票市场回报,且被董事会否决的提案与提交股东大会的提案在提案提出阶段的市场反应没有显著差异,说明两类提案均受到投资者的认可,董事会审查的公允性有待商榷。

本文的研究贡献主要有三点:第一,拓展非控股股东参与治理的研究。非控股股东参与股东会投票或委派董事投票能提升公司治理水平(黎文靖和孔东民,2013;胡诗阳和陆正飞,2015;祝继高等,2021),多个大股东并存对公司具有积极作用(姜付秀等,2017;罗宏和黄婉,2020;余怒涛等,2023)。但现有控股股东公司治理文献通常从事后角度检验,很难揭示非控股股东参与治理的事前和事中过程。本文从股东提案的事中过程切入,打开非控股股东参与治理的“黑箱”,揭示非控股股东与控股股东的博弈过程,进一步深化和拓展非控股股东治理研究。第二,拓展董事会权力配置的研究文献。我国股东提案审查权研究重在从法理上探讨提案制度的条款争议以及权益救济等,学者们普遍认为囿于我国现行法律对提案适当性标准和程序性规定的缺失,董事会存在利用审核权否决股东提案的机会(李荣,2006;肖和保,2009;梁上上等,2019),但针对董事会权力滥用行为的系统性实证检验较为鲜见。本文根据董事会权力配置状况将非控股股东区分为外部股东和内部股东,实证分析了提案股东身份与董事会审查决策的关系,不仅丰富了董事会审查权的文献,也丰富了董事会内部权力配置和治理运作的文献(Neubaum and Zahra, 2006;祝继高等,2015;刘汉民等,2018;逯东等,2019; Cheng et al., 2020)。第三,现实政策意义方面。2005年《公司法》将提案股东的持股门槛由5%下降至3%,而2023年新《公司法》将提案股东的最低持股比例降至1%,从立法层面为更广大的中小股东行使提案权提供了制度性支撑。本研究深入剖析了非控股股东在行使提案权过程中的潜在阻力,对于完善投资者权益保护具有重要意义。

二、制度背景和假说构建

(一) 制度背景

股东提案制度起源于美国,1942年美国证监会根据《联邦证券交易法》的授权颁布了股东提案规则(17 CFR § 240.14a-8),该规则允许股东请求将其提出的适当提案在股东大会上与管理层的提案一同表决。国内的提案制度最早可追溯至1995年,后在2005年正式列入《公司法》。1995年,《关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》第二十一条规定“持有公司有表决权的股份5%以上的股东有权以书面形式向公司提出新的提案,公司应当将提案中属于股东大会职责范围内的事项,列入该次会议的议程”。1997年,《上

市公司章程指引》(以下简称《章程指引》)第五十七条规定“公司召开股东大会,持有或者合并持有公司发行在外有表决权股份总数的5%以上的股东,有权向公司提出新的提案”。2005年,《公司法》第一百零三条正式加入了股东提案条款,将提案股东的持股门槛由5%下降至3%,并规定股东需在股东会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会,董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东,并将该临时提案提交股东会审议。2023年,新《公司法》第一百一十五条第二款将提案股东的条件由单独或者合计持有公司3%以上股份降低到1%,具体规定“单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东,可以在股东会会议召开十日前提出临时提案并书面提交董事会。临时提案应当有明确议题和具体决议事项。董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东,并将该临时提案提交股东会审议;但临时提案违反法律、行政法规或者公司章程的规定,或者不属于股东会职权范围的除外。公司不得提高提出临时提案股东的持股比例”。

针对公司董事会对股东提案的审查权问题,《公司法》(2005年修订)规定股东提案须满足以下要求:一是符合法律、行政法规和公司章程的有关规定;二是属于股东大会职权范围;三是有明确的议题和具体的决议事项。股东提案权是《公司法》(2005年修订)规定的一项基本股东权利,原则上不应予以限制,但在政策制定和实际应用中,各方对董事会提案审查权边界的认识存在较大分歧。在股东提案规定出台之初,基于成本和效率的考虑,立法者明确设置董事会提案审核制度。《章程指引》第五十九条规定“公司董事会应当以公司和股东的最大利益为行为准则,对股东大会提案进行审查”。2000年《上市公司股东大会规范意见》(以下简称《规范意见》)第十三条规定董事会对提案按照关联性和程序性进行审核。2005年起,立法者开始弱化董事会审查权,目的是将股东参与公司经营的权利最大化,防止董事会侵害股东提案的权利。2005年《公司法》第一百零三条规定“董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东,并将该临时提案提交股东大会审议”。从条文上看,董事会并没有审查权,只是被动地将股东的提案通知其他股东。2006年《上市公司股东大会规则》第十四条将《规范意见》中规定董事会对股东提案的审查权的条款删除,取而代之的是召集人应当在收到提案后两日内发出股东会补充通知,公告临时提案的内容。类似地,2006年《章程指引》也取消了有关董事会审查权的规定。

在具体执法实践中,《公司法》(2005年修订)司法解释和深圳证券交易所(以下简称深交所)认为董事会对股东提案具有一定的审查权。全国人大常委会法制工作委员会组织编写的《中华人民共和国公司法释义》在解读《公司法》(2005年修订)第一百零三条含义时指出:“不符合条件和程序的提案,公司董事会无权不提交股东大会审议。”深交所的立场与上述司法解释一致,深交所《主板信息披露业务备忘录第12号——股东会相关事项》第七条规定:“召集人认定临时提案不符合《股东大会规则》第十三条规定,进而认定股东大会不得对该临时提案进行表决并做出决议的,应当在收到提案后二日内公告认定结论及其理由,同时聘请律师事务所对相关理由及其合法合规性出具法律意见并公告。”不同的是,上海证券交易所(以下简称上交所)《上市公司信息披露监管问答(第二期)》第5.4条对股东提出临时提案的要求与《上市公司股东大会规则》第十三条一致,同时特别指出:“股东大会召集人对股东提案的内容没有进行实质审查的职权,召集人是公司董事会的,原则

上也无需专门召开会议进行审议,其在收到股东相关申请时,只要核实提议股东资格属实、相关提案符合前述三项要求,就应当将其提交股东大会审议。”^①

从事后维权角度来看,董事会违法成本较低并且事后救济措施成本高且程序繁琐,从而导致非控股股东的提案权行使过程中潜在阻力更大。现有的救济措施有以下几种:第一,《章程指引》第六十一条规定“提出提案的股东对董事会不将其提案列入股东大会会议议程的决定持有异议的,可以按照本章程第五十四条的规定程序要求召集临时股东大会”。但是,单独或合计持股10%以上的股东才有资格召集临时股东大会。第二,提案股东援引《公司法》(2023年修订)第二十六条,以股东会召集程序存在瑕疵为由,请求撤销股东会决议。但实践中存在提案股东败诉的情形^②。第三,如果董事会对股东提案故意不作出审查决议,股东可以根据《公司法》(2023年修订)第一百八十条第一款追究董事违反勤勉义务的责任,或根据《民法典》提起损害赔偿之诉,或者向法院申请强制执行自己的权利。这几种事后救济的方式成本高,程序繁琐,在具体的公司治理实践中,关于股东提案权的法律救济案件极为少见。综上所述,对于董事会的提案审查权,实务界和学术界存在较大分歧,加之股东的提案权受到侵害后的法律救济成本较高且程序繁琐,从而导致非控股股东的提案权行使过程中潜在阻力更大。

(二) 假说构建

本文重点研究外部股东是否更倾向于行使股东提案权,以及董事会是否更倾向于否决外部股东的提案。首先,我们分析非控股股东提案的成本和收益。在利益受到威胁的情况下,非控股股东在权衡收益和成本之后可以选择积极(“用手投票”)或消极(“用脚投票”)的处理方式。我们将非控股股东积极行权的收益和成本分析如下:(1)行权的收益。考虑非控股股东行权后成功影响公司决策带来的潜在收益和实现的可能性。(2)行权的成本。主要包括:提案起草成本、非控股股东与控股股东直接对抗的成本、寻求其他股东支持的成本、外部监管加强的成本和冲突事件带来股价波动的成本等。

其次,我们分析不同董事会权力配置对股东的影响。拥有董事席位与否会影响控股股东与非控股股东之间的沟通方式和渠道。有董事席位的股东(内部股东)凭借董事会议事权,可以充分且有效地参与企业生产经营活动的相关决策,通过董事会内部的沟通与协作来发挥治理效应,能够在一定程度上规制控制权滥用(胡诗阳和陆正飞,2015;祝继高等,2015、2021;刘汉民等,2018;逯东等,2019;Cheng et al., 2020)。相比之下,没有董事席位的股东(外部股东)虽然可以通过股东会参与治理,但由于董事会是经营决策和内部监督的核心机构,没有董事席位的股东仅靠其持有股权很难对公司经营决策产生实质重大影响。因此,内部股东与外部股东并非处于平等地位。当控股股东因追求自身私益而牺

^① 我们访谈了深交所和上交所上市公司的4位董事会秘书,均表示在实际执行过程中深交所和上交所要求略有差异,比如深交所要求“聘请律师事务所对相关理由及其合法合规性出具法律意见并公告”;而上交所没有具体要求,但上交所会发问询函关注。

^② 新华百货二股东上海宝银和上海兆赢在2016年9月以“公司决议撤销纠纷”为由在宁夏回族自治区银川市兴庆区人民法院起诉新华百货,请求法院判令撤销被告新华百货第六届董事会第二十八次会议决议通过的议案,即《关于新华百货董事会换届选举的议案》。该诉讼请求于2017年3月被宁夏回族自治区银川市兴庆区人民法院驳回(详见新华百货董事会在2017年3月17日发布的题为《关于诉讼结果的公告》的临时公告)。

牲公司利益时,没有董事席位的非控股股东(外部股东)更容易受到冲击。

最后,我们结合股权比例来分析外部股东行使提案权的成本和收益。我们认为外部股东的持股比例是影响其采取积极(“用手投票”)或消极(“用脚投票”)行为的重要因素。(1)如果外部股东的持股比例较低,外部股东更有可能采取“用脚投票”行为。首先,行使提案权需要满足最低的股权比例要求,如果持股比例较低可能缺乏行使提案权的资格,只能选择被动消极退出。其次,如果外部股东的持股比例较低,反之则是控股股东持股比例较高,行权实现目标的可能性也不高,单独行使提案权制衡控股股东可能效果也不明显;如果联合其他股东积极行权,较高的行权沟通协调成本也可能使其被迫选择消极退出。因此,股东的持股比例越低,越可能选择消极的处理方式。(2)如果外部股东的持股比例较高,外部股东更有可能采取“用手投票”行为。首先,外部股东的持股比例较高,“用脚投票”的成本较高。外部股东持股比例较高通常可能存在战略持股的意图,“用脚投票”成本较高;加之短期内减持大额股份可能导致股价波动,在股价被严重低估的情况下消极退出可能使其面临重大损失。其次,外部股东的持股比例较高,“用手投票”的成本和收益不对称。行使股东提案权的收益随着持股比例的提高而增大,行权成功的可能性也会增大;而行权的部分成本是由全体股东共同承担,成本和收益不对称性可能提高外部股东主动行权的可能性。最后,持股比例越高的股东越可能具备积极行权的资格,免去了联合其他股东的成本,也进一步降低了行权的沟通协调成本。因此,如果外部股东持股比例越高,越倾向于采用股东提案的方式来积极应对控制权滥用风险。因此,本文提出如下假说:

假说 H1 外部股东持股越高,公司越可能收到外部股东提案。

显然,控股股东也会策略性地采取防御措施来限制外部股东提案产生的影响,由于股东提案需事先经董事会审查,董事会提案审查权就成为最重要的防御措施之一。心理学理论认为行为的动机、能力以及后果是影响行为的重要因素,我们将从行为的动机、能力以及后果三个维度展开分析。(1)行为动机。在国内上市公司股权通常较为集中,董事会的多数席位通常由控股股东控制。公司治理文献认为,董事会的内群体偏好会使趋同性观点愈发普遍,忽视甚至排斥董事会外部的建议(Tajfel and Turner, 1986; Barrios et al., 2022)。内部股东拥有董事会席位,更容易与其他董事沟通;相比内部股东,董事会的外群体偏见更有可能导致没有董事会席位的外部股东提案遭到抵制。(2)行为能力。控股股东通常有意识地通过社会关联等途径建立董事会内群体,从而削弱董事会对自己的监督能力(Shivdasani and Yermack, 1999; Cai et al., 2022)。加之由于《公司法》(2005年修订)规定的标准过于原则化,董事会在公司治理实践中拥有较大的自由裁量权。当出现不利于控股股东的股东提案时,控股股东完全有能力利用董事会的审查权来阻止提案上股东会表决。相对于外部股东而言,内部股东通常拥有更多股权且在董事会具有影响力,对控股股东的制衡力也更强,控股股东不敢轻易否决内部股东的提案。因此,从行为能力视角来看,相对于内部股东而言,控股股东更有可能否决外部股东的提案。(3)行为后果。从法律角度来看,对股东提案是否违反了法律、行政法规和公司章程规定的理解,在实务界和学术界尚存争议;另外,国内股东被剥夺提案权的法律救济十分有限且程序复杂,导致控股股东滥用董事会审查权力否决非控股股东提案的违规成本较低。从经济利益角度

来看,相对于外部股东而言,内部股东与控股股东之间存在更多的利益关联,如果控股股东与内部股东就提案内容无法事先达成一致,控股股东滥用董事会审查权力否决内部股东提案给控股股东带来的成本和损失可能更大。因此,本文提出如下假说:

假说 H2 相比内部股东提案,外部股东提案更可能遭到董事会的否决。

与假说 H2 对立的解释是,外部股东可能出于“一己私利”提交了对公司整体不利的提案,而管理层出于公司利益考虑而否决了外部股东提案。为了验证控股股东滥用董事会审查权否决外部股东提案的动机是抵制外部股东的监督,本文进一步作横截面分析。(1)掏空风险。我们认为当公司面临的掏空越严重时,外部股东的提案越可能触及控股股东的利益。为了保障自己的控制权收益,控股股东更可能利用董事会阻止外部股东参与治理。因此,在掏空风险较高的公司,外部股东的提案更可能遭到董事会的否决。(2)机构投资者。相比起分散的小股东,机构投资者的存在可以有效发挥监督管理者的职能(Shleifer and Vishny, 1986)。当公司的机构投资者持股比例越高时,董事会不敢轻易阻止股东提案,从而避免机构大量抛售股份而带来股票市场异动以及自身利益的受损(Parrino et al., 2003)。即使没有实际的抛售行为,机构股东抛售股票的“威胁”也能够遏制公司机会主义行为(McCahery, 2016)。因此,当公司的机构投资者占比较高时,董事会利用审查权狙击外部股东提案的动机较低,外部股东提案更不可能被董事会否决。(3)法律环境。在法律环境不同的地区,潜在诉讼风险对公司决策的影响存在差异。在法制环境好的地区,投资者维护自身利益的诉讼执行成本更低,因此公司因剥夺股东的提案权而被起诉的风险更高,公司更遵从规则以避免法律诉讼带来的损失。因此,处于法制环境较好地区的公司会充分考虑潜在的诉讼成本,更不可能抵制外部股东的提案。因此,本文提出如下假说:

假说 H3 在治理风险较高的公司,外部股东提案更可能遭到董事会否决。

三、样本选择、核心变量和描述性统计

(一) 样本选择

我们在 Wind 数据库中搜索 A 股上市公司在 2010—2021 年间发布“股东提案”或“临时议案”的公告。对股东提案公告的内容进行人工阅读和筛选后剔除以下两类股东提案:(1)控股股东及其一致行动人提交的股东提案;(2)董事会表决通过后以股东名义提交至股东会的临时提案^①。最终得到非控股股东提案,涉及 379 家公司,510 次提案,1 155 份提案。董事会否决股东提案的数据来自公司发布的临时公告,其他数据来自国泰安数据库。

^① 根据《公司法》(2005 年修订)的规定,如果要召开股东会,至少需提前 15 日发出通知。股东可在股东会召开 10 日之前提交临时提案。实践中,上市公司有可能在股东会召开通知发布之后又召开了董事会,且产生了需要股东大会再次审议的议案。为了提高决策效率,公司股东可以用股东提案的名义将该类议案增加到已发布召开通知的股东会上。这种操作缩短了议案的审核周期,使议案的最短生效时间从 15 日减少到 10 日。此类提案看似是体现提案股东的意志,实则体现董事会的意志。

(二) 核心变量

公司治理的文献认为,组织中的权力有正式权力与真实权力之分,公司中股东的所有权与决策权并不对等(La Porta et al., 1999)。在实践中,非控股股东的“话语权”可来自股权和董事会席位两个方面。在持有股权不高且无法参与经营决策时,非控股股东的“话语权”很难具有实质性影响力(蔡贵龙等,2018)。相较而言,拥有董事会席位(即拥有一定的董事会决策参与权力)能够有力地保障非控股股东的“话语权”(郝云宏和汪茜,2015)。参考蔡贵龙等(2018)、程敏英和魏明海(2013)对股东委派董事的判断,我们根据股东是否在董事会拥有席位的判断标准,将公司的非控股股东区分为内部股东和外部股东。内部股东是指委派了董事的非控股股东,外部股东是指没有委派董事的非控股股东。

(三) 描述性统计

表1是股东提案和提案股东的特征分析。2010—2021年间,提案数和提案公司数均呈增加趋势。约有5.97%的提案会被股东自行撤回;如果未被撤回,29.35%将遭到董事会的否决;提交至股东会表决通过的概率为67.34%。大部分提案是由持股比例较低或排名较为靠后的股东提出的。

表1 提案概况

Panel A. 年度分布													
年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	合计
提案公司数	22	15	23	21	30	28	27	30	38	53	48	44	379
提案次数	23	16	25	23	34	40	34	51	62	73	70	59	510
提案数	27	19	31	43	41	55	86	136	155	164	215	183	1 155
Panel B. 提案过程													
	总数	股东撤回	董事会否决	监事会否决	提交股东会	股东会否决	股东会通过表决						
提案数	1 155	69	339	6	741	242	499						
占比(%)	100.00	5.97	29.35	0.52	64.16	20.95	43.20						
Panel C. 持股比例													
持股比例	(0,0.05]	(0.05,0.1]	(0.1,0.15]	(0.15,0.2]	(0.2,0.25]	(0.25,0.3]	(0.3,0.35]	合计					
提案次数	176	141	82	36	24	3	22	484					
占比(%)	36.36	29.13	16.94	7.44	4.96	0.62	4.55	100					
Panel D. 持股排名													
持股排名	二	三	四	五	六	七	八	九	十	非前十	合计		
提案次数	102	65	25	18	5	3	3	3	5	281	510		
占比(%)	20.00	12.75	4.90	3.53	0.98	0.59	0.59	0.59	0.98	55.10	100.00		

表2展示了股东提案的类型分布。根据标题及描述内容将股东提案分为治理型和经营型两大类。^①从绝对数量上看,治理型提案数量远超经营型提案数量。在治理型提案中,人事任免事项共888个,治理制度59个,维权诉求28个。参与董事会和监事会的构建和治理制度的修订是非控股股东施行治理的重要手段;追究大股东或关联方责任等维权诉求也是符合公司全体股东利益的,因此提案股东存在通过行使提案权制约控股股东的行为。在经营型提案中,投资类、融资类和营运类提案分别为30、102和48个。经营型提案内容均为股东大会职权范围内的议题,通常情况下不会破坏股东大会的运行秩序或占用公共资源。从整体上看,提案的内容属于股东大会职权范围,有明确议题和具体决议事项,并且符合法律、行政法规和公司章程的有关规定,有一定合理性。

从股东身份和董事会审查的实际情况看,外部股东提出治理型提案和经营型提案的比例分别为74.56%和59.44%,出于维权目的的股东提案全部由外部股东提出。这说明外部股东更倾向于提出治理型提案,在一定程度上印证了提案内容和股东身份的相关性。外部股东提案被董事会否决的平均概率为37.77%,显著高于内部股东提案被否的概率(7.48%)。外部股东提出的治理型提案被否的概率(40.72%)约为经营型提案被否概率(17.76%)的两倍。可见,外部股东提案,尤其是外部股东提出的治理型提案,更可能遭到董事会的否决。细分类型看,除营运和融资提案外其他类型的外部股东提案被否的概率均显著高于内部股东提案被否的概率。可见,外部股东提案被董事会区别对待的情况普遍存在于各种类型的提案上。因此,提案股东的身份是董事会差异化否决行为的关键因素之一。

表2 提案类型及董事会审查情况

提案性质	提案总数	外部股东提案	内部股东提案	外部股东提案比例(%)	董事会否决	董事会否决	否决概率差异 <i>t</i> 值	
					比例(外部股东提案)(%)	比例(内部股东提案)(%)		
	(1)	(2)	(3)	(2)/(1)	(4)	(5)	(4)vs(5)	
治理型	人事任免	888	658	230	74.10	38.45	8.70	9.23***
	治理制度	59	41	18	69.49	43.90	5.56	2.75***
	维权诉求	28	28	0	100.00	89.29	—	—
	小计	975	727	248	74.56	40.72	8.47	10.02***
经营型	投资	30	18	12	60.00	33.33	0.00	2.37**
	融资	102	72	30	70.59	18.06	6.67	1.48
	营运	48	17	31	35.42	0.00	3.23	0.39
	小计	180	107	73	59.44	17.76	4.11	3.13***
合计	1 155	834	321	72.21	37.77	7.48	10.88***	

^① 详细的股东提案分类表详见附录I。限于篇幅,附录未在正文列示,感兴趣的读者可在《经济学》(季刊)官网(<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>)下载。

四、假说检验

(一) 假说 H1 检验

假说 H1 的回归样本以提案公司-提案年度观测为实验组,同年度同行业内的其他公司作为控制组,剔除回归变量数据缺失的观测后,共有 21 786 个公司-年度观测。我们使用如下模型进行检验:

$$ShrProp = a_0 + a_1 OutsiderShr + Controls + Industry FE + Year FE + \mu, \quad (1)$$

其中,被解释变量股东提案($ShrProp$)为哑变量,取 1 表示公司当年收到了股东提案,否则取 0。进一步地,考虑提案股东的身份,被解释变量外部股东提案($OutShrProp$),取 2 表示提案由外部股东提出,取 1 表示提案由内部股东提出,否则取 0。解释变量所有外部股东持股比例($OutsiderShr$)为连续变量,表示所有外部股东持股比例之和加 1 取自然对数。我们预期外部股东持股比例($OutsiderShr$)与股东提案($ShrProp$)或外部股东提案($OutShrProp=2$)显著正相关,即外部股东持股比例($OutsiderShr$)越高,公司越可能收到股东提案($ShrProp$)或外部股东提案($OutShrProp=2$)。参考 Yeh(2017),控制变量包括公司财务指标:资产规模($Size$)、总资产收益率(ROA)、资产负债率(LEV);公司治理指标:董事会规模($BoardSize$)、独董比例($IndDir$)、产权性质(SOE)、管理层持股比例($MngShr$)。所有公司财务和治理指标均使用滞后一期。我们还控制了上一年度是否收到提案的哑变量($LagShrProp$)、关联方其他应收款(OTA)、上一年累计异常收益率($LagCAR$)以及行业和年度固定效应。描述性统计显示^①,公司当年收到提案($ShrProp$)的均值为 0.02,公司上一年收到提案($LagShrProp$)的均值为 0.01,说明有近 2%和 1%的公司在当年和上一年收到了股东提案。

表 3 展示了假说 H1 的回归结果。第(1)列中,外部股东持股比例($OutsiderShr$)的系数在 1%水平上显著为正,说明公司的外部股东持股比例越高,公司收到股东提案的可能性越大。从边际效应来看,当外部股东持股比例在均值处增加一个标准差(10%)时,公司收到股东提案的可能性增加 0.41%,约为公司收到提案可能性均值(2%)的 20%。进一步地,按照股东身份将股东提案拆分为内部股东提案和外部股东提案。第(2)列结果表明,当被解释变量为内部股东提案($OutShrProp=1$)时,外部股东持股比例($OutsiderShr$)的系数不显著。而第(3)列结果表明,当被解释变量为外部股东提案($OutShrProp=2$)时,外部股东持股比例($OutsiderShr$)的系数在 1%水平显著为正,说明外部股东持股比例高的公司更可能收到外部股东提案,假说 H1 得到验证。

^① 详见附录 II。

表3 假说 H1 的回归结果

	Logit	Mlogit	
	<i>ShrProp</i> (1)	<i>OutShrProp</i> = 1 (2)	<i>OutShrProp</i> = 2 (3)
<i>OutsiderShr</i>	3.643*** (5.60)	1.313 (1.42)	5.646*** (6.22)
<i>Controls</i>	是	是	是
Industry FE	是	是	是
Year FE	是	是	是
Observations	21 786	21 786	21 786
Pseudo R ²	0.113	0.136	0.136

注：括号内为 z 统计量，*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平显著，下表同。限于篇幅，表中未报告控制变量的系数，如需备案。

在样本期内，因提案股东需单独或累计持股 3% 及以上，持股比例越低的外部股东的提案动机越弱。出于对这一界定方式合理性的考虑，我们将解释变量外部股东持股比例替换成前十大股东中外部股东持股比例、前十大股东中持股 3% 以上或 1% 以上的外部股东持股比例进行稳健性检验。^①

(二) 假说 H2 检验

假说 H2 的回归样本以 1 155 个非控股股东提案为初始样本，剔除以下五类提案：(1) 明确不符合法律规定的提案，即因提交时间距离股东大会召开日不足 10 日而被董事会否决的提案；(2) 明确属于提案股东自利性质的提案，自利性质的判断标准由监管机构认定（如关注函、监管函、警示函和行政处罚决定等）；(3) 控制权争夺的极端情形^②；(4) 金融行业提案；(5) 控制变量缺失的提案。最终获得 917 个提案观测。我们使用如下 Logit 回归模型进行分析：

$$BoardVeto = a_0 + a_1 Outsider + Controls + Industry FE + Year FE + Proposal Type FE + \mu, \quad (2)$$

其中，被解释变量董事会否决 (*BoardVeto*) 为哑变量，取 1 表示股东提案遭到董事会否决，即未被允许提交至股东会，否则取 0。解释变量提案股东身份 (*Outsider*) 为哑变量，取 1 表示提案股东身份是外部股东，即在董事会中没有董事席位的股东，否则取 0。我们预期提案股东身份 (*Outsider*) 与董事会否决 (*BoardVeto*) 显著正相关，即外部股东提案更容易被董事会否决。模型 (2) 控制变量中的公司财务和公司治理指标等与模型 (1) 相同，还控制了提案股东的股权比例 (*PropShrHld*)，行业、年度和提案类型的固定效应。

针对提案性质和内容，我们在模型 (2) 的基础上增加了交乘项：治理型提案 (*Proposal_Gov*)，取 1 代表提案属于治理型的提案，包括人事任免、治理制度和维权诉求

^① 详见在线附录 III。

^② 新华百货 (600785) 的第二大股东在 2016—2019 年提案 18 次，提交提案 87 份，提案被否 63 份。该提案行为有明显的争夺控制权迹象，不属于治理性质的提案。详见上市公司公开发布的临时公告。

三大类,否则取0;我们预期,交乘项($Outsider \times Proposal_Gov$)与董事会否决($BoardVeto$)显著正相关,即外部股东提出的治理型提案更容易被董事会否决。

表4显示,第(1)列外部股东提案($Outsider$)的系数为0.75,在5%水平上显著为正,说明外部股东的提案更可能遭到董事会的否决。从边际效应上看,外部股东提案使得董事会否决概率显著提高了8.87%,约为董事会否决概率均值(20%)的一半。假说H2得到支持。第(2)列的结果显示,交乘项外部股东治理型提案($Outsider \times Proposal_Gov$)的系数显著为正,意味着外部股东提出的带有明显治理特征的提案更容易被董事会否决。

表4 假说H2的回归结果

	Board_Veto	Board_Veto
	(1)	(2)
<i>Outsider</i>	0.750**	0.715**
	(2.33)	(2.18)
<i>Proposal_Gov</i>		0.859
		(1.11)
<i>Outsider × Proposal_Gov</i>		1.500*
		(1.75)
<i>Controls</i>	是	是
Year FE	是	是
Industry FE	是	是
Proposal Type FE	是	是
Observations	917	917
Pseudo R ²	0.270	0.256

在稳健性检验^①中,鉴于公告中披露的董事会否决提案的原因有可能与真实意图不一致,我们将难以判断董事会否决理由合理性的两类提案在样本中予以剔除:(1)罢免董事/监事的提案。由于罢免董事事件较为复杂,我们基于公开资料很难准确判断罢免提案究竟是否有利于全体中小股东的利益。(2)董事会因“提案/提案股东/被提名人不符合条件”而否决的提案。董事会所谓的条件究竟是否符合公司法立法本意需要专业的司法判断。

考虑到公司是否收到外部股东的提案并不是随机的,公司董事会越权办事的情况越严重,使得公司治理效果越差,外部股东越有可能提出提案。面对研究中可能的自选择问题,我们采用Heckman两阶段回归进行稳健性检验。参考蔡贵龙等(2018)和马新啸等(2022)的做法,选取提案公司所在省份的沿海港口数量(Sea_Port_01)作为工具变量。在历史发展中临海地区与其他不同文化产生更频繁的交流与碰撞,临海地区人民的思想解放程度更高,积极参与公司治理的可能性更高,提案的概率更大。类似地,选取提案公司

① 详见附录IV。

所在省份的沿海港口吞吐量(*Sea_Port_02*)作为替代性的工具变量。此外,董事会的审查决策属于公司内部管理的范畴,与地区的港口数量或吞吐量的相关性较低。上述工具变量在理论上较好地满足了外生性和相关性的工具变量标准。附录 V 显示,沿海港口数量(*Sea_Port_01*)和沿海港口吞吐量(*Sea_Port_02*)的系数显著为正,与预期相符。将第一阶段估计出的逆米尔斯比(IMR)加入第二阶段回归模型后,主结果没有明显变化。此外,第二阶段回归中的 IMR 系数显著为负,说明当股东预期提案被董事会否决的概率较高时,提案股东权衡成本和收益之后,提案的概率会降低,表明股东在行使提案权的过程中确实存在潜在阻力。

(三) 假说 H3 检验

假说 H3 的回归样本与假说 H2 相同,回归模型是在模型(2)中加入交乘项 *Outsider* × *IntVar*,具体指掏空风险、机构投资者和法律环境。第一,掏空风险。使用关联方其他应收款来度量掏空风险,当关联方其他应收款(*OTA*)大于中位数时取 1,否则取 0。第二,机构投资者。使用机构投资者的持股比例(*InstOwn*)来度量,当机构投资者持股比例小于样本中位数时取 1,否则取 0。第三,法律环境。使用樊纲市场化指数(王小鲁等,2021)中的法律制度环境指数(*LawIndex*)来度量,当法律制度环境指数小于样本中位数时取 1,否则取 0。表 5 展示了假说 H3 的回归结果。第(1)列至第(3)列,交乘项 *Outsider* × *IntVar* 的系数在 1%或 5%水平上显著为正,说明在掏空风险越高的公司、机构投资者持股占比较低的公司或法制环境较差地区的公司中董事会越可能抵制外部股东参与治理。

表 5 假说 H3 的回归结果

	<i>BoardVeto</i>		
	<i>IntVar</i> = 1 if <i>OTA</i> ≥ <i>p</i> (50)	<i>IntVar</i> = 1 if <i>InstOwn</i> < <i>p</i> (50)	<i>IntVar</i> = 1 if <i>LawIndex</i> < <i>p</i> (50)
	(1)	(2)	(3)
<i>Outsider</i>	-0.206 (-0.54)	0.365 (1.04)	0.053 (0.13)
<i>IntVar</i>	-4.046*** (-3.69)	-1.644** (-2.00)	-3.198*** (-3.00)
<i>Outsider</i> × <i>IntVar</i>	3.867*** (3.43)	1.785** (2.13)	2.937*** (2.69)
<i>Controls</i>	是	是	是
Year FE	是	是	是
Industry FE	是	是	是
Proposal Type FE	是	是	是
Observations	917	917	917
Pseudo <i>R</i> ²	0.303	0.276	0.291

五、进一步分析

(一) 投资者对提案的反应

为了考察投资者对内外部股东提案的反应,本文进一步检验股东提案提出日附近股价异常波动情况。理论上,股东提案表决通过有利于降低代理成本,提高信息披露质量,降低盈余管理水平,降低CEO超额薪酬。即使提案未获得通过,股东提案仍能向管理层施加压力,敦促其解决提案股东的诉求(Lin et al., 2020; Fan et al., 2021; Ferri and Sandino, 2009; Fos, 2017)。因此,无论提案是否会最终通过,投资者对提案的治理效果均有一定的期望,表现为正向的市场反应(Cuñat et al., 2012; Yeh, 2017)。鉴于外部股东提案的治理动机强于内部股东提案,可以预期外部股东提案将获得更加正面的市场反应。

以股东提案公告日作为事件日,采用市场模型法度量事件日附近的累计超额股票回报率。附录VI显示,收到股东提案的公司股价平均有0.8%的显著异常收益率。细分提案股东身份后发现,市场主要对外部股东提出提案有显著正向反应,而对内部股东提案的反应不显著,说明投资者更加认可外部股东积极参与治理的行为。进一步地,我们将事件日划分成被董事会否决的提案(提出)事件日和提交股东大会的提案(提出)事件日,发现后续被否决的外部股东提案与后续被提交的外部股东提案的市场反应均显著为正,且差异不显著。这说明投资者不仅支持提交股东大会的外部股东提案,也支持被董事会否决的外部股东提案,间接佐证被董事会否决的外部股东提案是符合全体股东利益的。

此外,我们将股东提出提案事件日根据公司的治理风险水平进行区分。附录VI显示,治理风险较高的公司对于外部股东提案的市场反应显著为正,且与对照组公司的差异不显著。这意味着,在治理风险较高的公司中,外部股东提案也受到了市场投资者的支持,间接佐证外部股东提案能够提升治理较差公司的治理水平。多元回归结果显示,相比内部股东提案,外部股东提案提出日附近的股票异常收益率增加1.2%。

(二) 董事会否决股东提案的原因

实践中,董事会否决股东提案究竟使用了何种理由?本文对此进行了系统的整理和归纳,将董事会否决理由归纳为:董事会原因、提案主体原因、提案内容原因和时限要求四类。表6展示了董事会否决理由的分布:第一,董事会原因。因“董事会认为没有必要审议”“需要董事会或监事会或相关委员会审议”或“董事会核查时间不足”而被否决的提案共96个,占比28.32%。从《公司法》(2005年修订)角度来分析,只要满足《上市公司股东大会规则》第十三条“提案的内容应当属于股东大会职权范围,有明确议题和具体决议事项,并且符合法律、行政法规和公司章程的有关规定”,董事会都无权进行否决,显然上述原因不构成不符合法律、行政法规和公司章程的有关规定。第二,提案主体原因。因“提案股东不符合审议条件”而被否决的提案为31个。提案股东的资格有可能涉及其他相关的法律规定,需要专业的法律人士进行判断,因此我们在稳健性检验中予以剔除。第三,

提案内容原因。因“提案不符合审议条件”“被提名人不符合审议条件”“提案的真实性和完整性存在重大疑问和不确定性”和“提案严重影响公司经营管理团队的稳定及公司正常经营活动”而被否决的提案分别为80个、7个、65个和8个，共计160个，占比为47.19%。除“提案不符合审议条件”外，其他部分提案显然不是形式审查的范围，已经对提案的内容进行实质审查，董事会存在明显的滥用职权之嫌。第四，时限要求。“离股东大会召开日不足10天”而被否决的提案数占比15.34%。由于董事会否决此类提案是遵照公司法的规定做出的，因此董事会否决是合理的，此类提案不属于本文讨论的范畴，已在研究样本中予以剔除。总体来说，大部分董事会否决原因不属于公司法对提案合法性的判定条件，董事会对提案内容的实质性审查存在明显的滥用职权之嫌。

表6 董事会否决原因

原因分类	董事会否决原因	提案数	占比(%)
董事会原因	董事会认为没有必要审议/需要董事会或监事会或相关委员会审议/董事会核查时间不足	96	28.32
提案主体原因	提案股东不符合审议条件	31	9.14
提案内容原因	提案不符合审议条件	80	23.60
	被提名人不符合审议条件	7	2.06
	提案的真实性和完整性存在重大疑问和不确定性	65	19.17
	提案严重影响公司经营管理团队的稳定及公司正常经营活动	8	2.36
时限要求	离股东大会召开日不足10天	52	15.34
总计	—	339	100.00

六、政策含义和研究局限

2023年新《公司法》从立法层面为更广大的中小股东行使提案权提供了制度性支撑。然而，面对股东提案权行使过程中的潜在阻力，目前学术界和实务界尚没有系统的认识。本研究在一定程度上说明董事会的审查公允性有待商榷，有关部门在立法过程中应当增加操作性强的精细化内容并统一审查标准，避免董事会利用审查权恶意阻止股东提案。

此外，由于数据和研究方法的限制，我们不能直接观察提案股东以及董事会的真实动机。本文仅通过公开披露的提案股东信息和提案内容以及相关监管和媒体报道信息来推测提案股东动机和董事会意图，可能存在一定的局限性。未来可尝试使用案例研究法和实验研究法对本文做进一步拓展研究。

参考文献

- [1] Barrios, J. M., P. A. Bianchi, H. Isidro, and D. Nanda, “Boards of a Feather: Homophily in Foreign Director Appointments Around the World”, *Journal of Accounting Research*, 2022, 60(4), 1293-1335.

- [2] 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”,《管理世界》,2018年第5期,第137—149页。
- [3] Cai, J., T. Nguyen, and R. Walkling, “Director Appointments: It Is Who You Know?”, *Review of Financial Studies*, 2022, 35(4), 1933-1982.
- [4] Cheng, M., B. Lin, R. Lu, and M. Wei, “Non-controlling Large Shareholders in Emerging Markets: Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, 2020, 63, 101259.
- [5] 程敏英、魏明海,“关系股东的权力超额配置”,《中国工业经济》,2013年第10期,第108—120页。
- [6] Cuñat, V., M. Gine, and M. Guadalupe, “The Vote Is Cast: The Effect of Corporate Governance on Shareholder Value”, *Journal of Finance*, 2012, 67(5), 1943-1977.
- [7] Fan, Z., S. Radhakrishnan, and Y. Zhang, “Corporate Governance and Earnings Management: Evidence from Shareholder Proposals”, *Contemporary Accounting Research*, 2021, 38(2), 1434-1464.
- [8] Ferri, F., and T. Sandino, “The Impact of Shareholder Activism on Financial Reporting and Compensation: The Case of Employee Stock Options Expensing”, *The Accounting Review*, 2009, 84(2), 433-466.
- [9] Fos, V., “The Disciplinary Effects of Proxy Contests”, *Management Science*, 2017, 63(3), 587-900.
- [10] 郝云宏、汪茜,“混合所有制企业股权制衡机制研究——基于‘鄂武商控制权之争’的案例解析”,《中国工业经济》,2015年第3期,第148—160页。
- [11] 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”,《会计研究》,2015年第11期,第41—48页。
- [12] 姜付秀、王运通、田园、吴恺,“多个大股东与企业融资约束——基于文本分析的经验证据”,《管理世界》,2017年第12期,第61—74页。
- [13] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, 1999, 54(2), 471-517.
- [14] 黎文靖、孔东民,“信息透明度、公司治理与中小股东参与”,《会计研究》,2013年第1期,第42—49页。
- [15] 李荣,“我国提案制度的缺陷与完善——兼论新《公司法》第103条第2款”,《社会科学研究》,2006年第6期,第77—81页。
- [16] 梁上上、加藤贵仁、朱大明,“中日股东提案权的剖析与借鉴——一种精细化比较的尝试”,《清华法学》,2019年第2期,第49—67页。
- [17] Lin, C., L. Wei, and W. Xie, “Managerial Entrenchment and Information Production”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2020, 55(8), 2500-2529.
- [18] 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”,《经济研究》,2018年第5期,第175—189页。
- [19] 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”,《管理世界》,2019年第6期,第119—141页。
- [20] 罗宏、黄婉,“多个大股东并存对高管机会主义减持的影响研究”,《管理世界》,2020年第8期,第163—178页。
- [21] 马新啸、汤泰劼、郑国坚,“非国有股东治理与国有企业雇员激励——基于混合所有制改革的视角”,《管理科学学报》,2022年第12期,第51—76页。
- [22] McCahery, J. A., Z. Sautner, and L. T. Starks, “Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors”, *Journal of Finance*, 2016, 71(6), 2905-2932.
- [23] Neubaum, D. O., and S. A. Zahra, “Institutional Ownership and Corporate Social Performance: The Moderating Effects of Investment Horizon, Activism, and Coordination”, *Journal of Management*, 2006, 32(01), 108-131.
- [24] Parrino, R., R. W. Sias, and L. T. Starks, “Voting with Their Feet: Institutional Ownership Changes around Forced CEO Turnover”, *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(1), 3-46.
- [25] Shivdasani, A., and D. Yermack, “CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis”, *Journal of Finance*, 1999, 54(5), 1829-1853.
- [26] Shleifer, A., and R. W. Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*,

- 1986, 94(3), 461-488.
- [27] Tajfel, H., and J. Turner, "The Social Identity Theory of Intergroup Behavior", *Psychology of Intergroup Relations*, 1986, 13(3), 7-24.
- [28] 王小鲁、胡李鹏、樊纲,《中国分省份市场化指数报告(2021)》。北京:社会科学文献出版社,2021年。
- [29] 肖和保,“股东提案权制度:美国法的经验与中国法的完善”,《比较法研究》,2009年第3期,第95—106页。
- [30] Yeh, T., "Determinants and Consequences of Shareholder Proposals: The Cases of Board Election, Charter Amendment, and Profit Disposal", *Journal of Corporate Finance*, 2017, 45(1), 245-261.
- [31] 余怒涛、张华玉、刘昊,“非控股大股东与企业金融化:蓄水池还是套利工具?”《南开管理评论》,2023年第2期,第96—107页。
- [32] 祝继高、李天时、YANG Tianxia,“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”,《经济研究》,2021年第5期,第180—198页。
- [33] 祝继高、叶康涛、陆正飞,“谁是更积极的监督者:非控股股东董事还是独立董事?”,《经济研究》,2015年第9期,第170—184页。

Identity of a Non-controlling Shareholder and the Board's Review Decision

GE Qiuchen*

(Zhejiang University of Finance and Economics)

WANG Chunfei

(Central University of Finance and Economics)

Abstract: The impact of shareholder identity on the proposing behavior and the review decision made by the board is examined using non-controlling shareholder proposals in China. Results show that firms with higher external shareholding are more likely to receive external shareholder proposals, and those proposals are more likely to be rejected during the board review process, which is more pronounced in companies with high governance risk. Moreover, the external shareholder proposal has a significant positive market return on the announcement date. The fairness of the board needs to be discussed, and the applicability of the legislation should be improved.

Keywords: non-controlling shareholder; shareholder proposal; board censorship

JEL Classification: K22, G32, G34

* Corresponding Author: GE Qiuchen, College of Accountancy, The New Type Key Think Tank of Zhejiang Province "China Research Institute of Regulation and Public Policy", Zhejiang University of Finance and Economics, No. 18 Xueyuan Street, Qiantang District, Hangzhou, Zhejiang 310018, China; Tel: 86-17300932390; E-mail: geqiuchen@zufe.edu.cn.