

# 超额委派董事、大股东机会主义与 董事投票行为

郑志刚, 胡晓霖, 黄继承

**[摘要]** 长期以来被视作董事积极行使监督权力的投非赞成票行为在中国资本市场公司治理实践中无论从数量还是监督效果上都比预期的要少、要差。本文研究发现,实际控制人超额委派董事现象的存在往往对董事以投非赞成票方式履行监督职责构成严重干扰,成为上述结果出现的潜在原因之一。采用2006—2015年A股上市公司样本,本文实证检验了实际控制人超额委派董事对董事投非赞成票行为以及对董事投非赞成票的实际监督效果的影响。研究发现,实际控制人超额委派董事比例越高,董事投非赞成票的可能性越低,超额委派董事程度的一个标准差的变化将引起董事投非赞成票的几率比下降约17%;而以往文献证明的董事投非赞成票所带来的提升经济绩效、降低控股股东以资金占用形式实现的隧道挖掘行为等效应在实际控制人超额委派董事的情形下大打折扣,失去了应有的监督效果。因此,实际控制人没有超额委派董事,成为董事投非赞成票发挥监督效力的一个重要前提条件。由此,本文不仅从董事投非赞成票的视角为“实际控制人超额委派董事是大股东机会主义行为显现”提供了直接的证据,而且识别了董事投非赞成票行为具有监督效力的前提条件。在公司治理实践中,为了提高董事会监督的有效性,需要在诸如董事会组织等制度环节确保不同股东力量之间形成制衡,避免大股东机会主义行为的发生。

**[关键词]** 超额委派董事; 实际控制人; 大股东机会主义; 董事投票行为

**[中图分类号]**F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2019)10-0155-20

## 一、引言

出于个人声誉、职业发展以及避免可能的监管处罚的考虑,董事有强烈的动机在可能有损股东利益的议案中投非赞成票(Jiang et al.,2015)。董事投非赞成票除了能够直接改善被投非赞成票的议案内容(叶康涛等,2011),还能够向投资者传递信号,起到警示作用(Ma and Khanna,2016),引起监管部门的注意,改善上市公司的治理情况。因而,在董事会决议表决中投非赞成票被公司治理文献证明是董事履行监督职能的重要体现。

近年来,中国资本市场制度背景下一定程度上普遍存在的实际控制人超额委派董事的现象为本文考察上述问题提供了新的研究场景。以被媒体称为是“血洗南玻A董事会”事件为例。2016年

**[收稿日期]** 2019-06-24

**[作者简介]** 郑志刚,中国人民大学财政金融学院教授,博士生导师,经济学博士;胡晓霖,中国人民大学财政金融学院博士研究生;黄继承,中国人民大学财政金融学院副教授,管理学博士。通讯作者:胡晓霖,电子邮箱:huxiaojiy3@ruc.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的建设性意见和建议,当然文责自负。

11月14日举行的南玻A(股票代码:000012)第7届董事会临时会议中,第一大股东宝能系委派的三名董事陈琳、叶伟青和程细宝在会议现场撤销了原提案中的所有议案,临时提出了《关于由陈琳董事代为履行董事长职责》的提案。尽管有3名董事以反对或者弃权的形式发出了异议的呼声,但是相关议案仍然以6票同意、1票反对和2票弃权的结果通过,最终引发了被媒体称为“血洗南玻A董事会”事件发生。持股仅26.36%的实际控制人宝能系通过在董事会组织中委派了6名非独立董事中的3名(占全部非独立董事的50%),利用超额委派董事方式形成了对董事会议案表决结果的干预。

实践表明,亚洲和欧洲地区的传统家族企业中,通常是以股权层面相对或绝对控股实现公司控制,因此,这些企业在董事会组织中往往倾向于引入专业技能突出的职业经理人作为董事,以弥补家族成员管理才能的匮乏;而在英、美上市公司股权高度分散的治理模式下,董事会组织则以除CEO以外、其余全部为外部(独立)董事为流行实践,超额委派董事问题并不典型。然而,简单统计发现,在2006—2015年样本观察期间内,中国资本市场中有10%以上的上市公司存在着不同程度的实际控制人超额委派董事现象<sup>①</sup>。

本文试图回答的问题是,当上述现象在中国资本市场较为普遍存在的情形下,实际控制人超额委派董事是否会影响到以往文献所认为的作为董事履行监督职能重要体现的董事在董事会决议表决中投非赞成票的行为?实际控制人超额委派董事又会对以往文献已经证明存在的董事向相关议案说“不”带来的监督效应产生怎样的影响?

理论上,在董事会组织中,实际控制人超额委派董事,与借助金字塔结构、交叉持股以及不平等投票权等导致控制权和现金流权分离等手段一样,都是公司控制权实现的重要形式(La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Nenova, 2003; Dyck and Zingales, 2004)。董事会是公司治理的核心(Hermalin and Weibach, 1998; Adams and Ferreira, 2007; Yermack, 2004; Baldenius et al., 2014),组成董事会的各位董事通过参与管理和享有信息,形成实质权力(Aghion and Tirole, 1997),在影响公司日常经营管理的董事会重大决策中发挥关键作用。而超额委派董事一方面意味着实际控制人在董事会相关议案表决中具有更大的影响力,对实际控制人有利的议案获得通过的可能性更大,另一方面实际控制人有限的持股比例表明其对作出错误决策的责任承担能力有限,从而形成一种新形式的“控制权与现金流权的分离”和经济学意义上的“负外部性”。实际控制人由此通过上述控制权与现金流权的分离获得在董事会议案表决的影响力,以关联交易、资金占用等方式转移上市公司资源,进行隧道挖掘,使外部分散股东的利益受到损害(李增泉等, 2005; 姜国华和岳衡, 2005; Jiang et al., 2010)。

从上述中国资本市场较为普遍地存在实际控制人超额委派董事这一重要的研究场景出发,本文实证检验了实际控制人超额委派董事行为对董事投非赞成票行为的影响,及其对董事投非赞成票带来的监督效果的进一步影响。本文的研究表明,实际控制人的超额委派董事比例越高,上市公司出现董事投非赞成票的可能性越低;而以往文献证明的董事投非赞成票提升经济绩效、降低控股股东以资金占用形式实现的隧道挖掘行为在实际控制人超额委派董事的情形下将收效甚微;只有在实际控制人没有超额委派董事的情况下,董事投非赞成票才能更好地提升经济绩效、减少控股股东的资金占用行为,发挥应有的监督效果。

本文从以下几个方面构成对公司治理文献新的贡献:

(1) 本文的研究表明,实际控制人超额委派董事是影响董事投非赞成票行为的重要影响因素。

<sup>①</sup> 需要指出的是,这一结果仅仅是利用兼职关系判断能够观察到的“程序委派”,如果考虑可能基于不易显性观察的复杂社会关系形式的“事实委派”,实际控制人超额委派的实际情形更加严重。

针对董事投非赞成票的影响因素,以往文献更多从对董事个人特征、议案特征以及公司特征等潜在因素展开分析。从中国资本市场较为普遍地存在实际控制人超额委派董事现象这一重要的研究场景出发,本文的研究表明,实际控制人超额委派董事比例越高,上市公司出现董事投非赞成票的可能越低,因而实际控制人在董事会组织中的超额委派董事成为影响董事投票行为的重要影响因素。本文的研究由此构成对以往研究董事投票行为影响因素文献的重要补充和新的扩展。

本文的研究有助于公司治理理论和实务界理解:在中国一些上市公司实践中鲜有董事出具否定意见这一现象背后的公司治理制度原因。以往文献从独董尴尬的产生来源、“花瓶”身份和模糊的违规界定边界等视角展开讨论,而本文的研究则表明,实际控制人超额委派董事成为中国上市公司实践中鲜有董事出具否定意见这一现象背后的公司治理制度原因。

(2)从实际控制人超额委派董事这一研究场景出发,本文的研究识别了董事投非赞成票所带来监督效果的前提条件。以往文献研究表明,董事的投非赞成票具有监督效力。这集中体现在董事的投非赞成票行为有助于促进企业下一期绩效的改善和减少实际控制人的隧道挖掘行为。然而,本文的研究表明,只有在实际控制人没有超额委派董事的情况下,上述监督效力才能发挥作用,因而实际控制人没有超额委派董事成为董事投非赞成票具有监督效力的一个重要前提条件。在公司治理实践中,对于董事投非赞成票的实际监督效果的评估,首先需要检查的是实际控制人在董事会组织中是否有超额委派董事这一前提条件是否得到满足。

本文的实证结果显示,实际控制人超额委派董事不仅能够直接降低董事会异议行为发生的可能,而且还间接影响董事投非赞成票这一董事标准监督履职行为的监督效果。而董事会的独立性(独董占董事会规模的比例)与其他股东的股权制衡,成为“阻扰”实际控制人通过超额委派董事来主导看似为其所控制的董事投票行为的两种重要力量。一方面,提高独董占董事会规模,从而增强董事会的独立性,将缓解实际控制人通过超额委派董事降低非赞成票行为的可能性;另一方面,非控股股东的其他股东持股比例越高,形成的较高股权制衡度将同样有助于缓解实际控制人通过超额委派董事对董事监督职能的抑制作用。因此,在公司治理实践中,对于董事会的成员结构安排,需要合理地分配董事席位,保证实际控制人提名董事的比例与其持有股份代表的责任承担能力相匹配,避免由于实际控制人超额委派董事而带来的对董事会异议行为及其监督效果的负面影响。

(3)本文从董事投非赞成票的视角为“实际控制人超额委派董事是大股东机会主义行为显现”提供了直接的证据。以往研究表明,作为实际控制人的主要股东的持股比例低,成为其借助超额委派董事实现和加强公司控制的影响因素;而在董事会组织中实际控制人超额委派董事越多,以关联交易方式进行的隧道挖掘行为越严重,企业未来经济绩效表现越差,因此,超额委派董事成为实际控制人在尚未通过持股实现相对控股时帮助实际控制人加强对公司的控制、获得超级控制权的重要实现手段(郑志刚等,2018)。由此,本研究构成了超额委派董事和超级控制权实现文献的重要补充和扩展。

## 二、研究假说

### 1. 文献回顾

上市公司董事的主要职责是监督、评价经营管理层,维护全体股东的利益(Hermalin and Weisbach,1998;Almazan and Suarez,2003;Raheja,2005;Fama and Jensen,1983;Schwartz-Ziv and Weisbach,2013)。通过参与董事会议案的讨论、行使投票权是董事发挥监督职能的重要途径之一。在影响董事投非赞成票的实证考察中,以往的研究主要围绕董事层面的特征、议案的类型以及公司

层面特征三个方面开展,并以独董的说“不”行为作为主要的研究对象。就董事层面特征而言,声誉(叶康涛等,2011;Jiang et al.,2015)、身份背景(祝继高等,2015;唐雪松等,2010;Tang et al.,2013;Lin et al.,2012)以及董事会内部文化、社会连接(Ma and Khanna,2016;Lin et al.,2012;杜兴强等,2017)是重要的影响因素;从议案内容而言,担保、财务报告、关联交易以及人事任命类型的议案被以往文献认为更容易被独董提出异议(Tang et al.,2013;唐清泉和罗党论,2006);就公司层面的特征而言,规模小、资产负债率高、盈利能力差、成长性弱以及代理问题严重的公司,独董更容易投非赞成票(Ma and Khanna,2016;Tang et al.,2013)。

在围绕董事出具否定意见经济后果的考察中,以往研究普遍表明,董事说“不”在一定程度上抑制了内部人控制问题,有助于改善公司治理,因而董事说“不”成为董事履职的重要实现方式之一。非赞成票行为通过改善相应的议案内容,使得上市公司的市场价值(叶康涛等,2011)和会计绩效(祝继高等,2015)明显提升。

事实上,董事会是公司治理的核心(Hermalin and Weibach,1998;Adams and Ferreira,2007;Yermack,2004;Baldenius et al.,2014),董事能够通过参与管理、了解信息,享有实质的决策控制权(Aghion and Tirole,1997)。作为上市公司的股东,选举和委派董事是其重要的权力(Cai et al.,2009;Fos and Tsoutsoura,2014;Fos et al.,2017)。实际控制人除了利用基于持股比例的投票表决权在股东大会层面发挥作用外,还可以通过委派董事在董事会层面形成影响力。因此,委派董事成为实际控制人实现公司控制的重要形式之一(Aghion and Tirole,1997;程敏英和魏明海,2013;陈德球等,2013;姜付秀等,2017)。

需要说明的是,围绕董事投票行为的研究,无论对于影响因素还是经济后果的考察,都没有涉及实际控制人在董事会组织中超额委派董事的问题。而实际控制人通过超额委派董事获得的超级控制权无疑会对董事说“不”行为及其监督效果产生重要影响。这里所谓的超额委派董事,是实际控制人通过董事会组织过程中提名更多的董事,形成董事会重大决策的实际影响力与其所持股份比例所反映的责任承担能力“分离”的公司治理现象。与利用金字塔持股结构的构建和交叉持股等形式形成实际控制人对于上市公司的控制权和现金流权的分离(La Porta et al.,1999;Claessens et al.,2000;Faccio and Lang,2002;张华等,2004;李增泉等,2005;肖星等,2012),以资产出售、转移定价、贷款担保、关联交易以及资金占用等形式攫取公司资源,侵占外部分散股东的利益,导致更低的公司价值和经营绩效(Lemmon and Lins,2003;Baek et al.,2004;Baek et al.,2006;张华等,2004;李增泉等,2005;渡边真理子,2011;石水平,2010;王亮亮,2018)等情形类似,超额委派董事同样意味着承担责任与享有权力的不对称,构成经济学意义上的“负外部性”。

以往有关股东委派董事的文献,在影响因素的分析中更多是从董事的来源视角加以考察。而在经济后果考察中则选择盈余管理、关联交易以及薪酬激励状况等方面进行评估,并没有涉及本文关注的实际控制人超额委派董事问题。例如,以往文献从非执行董事的增加(陆正飞和胡诗阳,2015)、董事的委派来源(祝继高等,2015;孙光国和孙瑞琦,2018)、非国有股东委派董事(蔡贵龙等,2018)、家族企业的董事委派(魏明海等,2013)等视角,以盈余管理(陆正飞和胡诗阳,2015;孙光国和孙瑞琦,2018)、高管的薪酬绩效敏感性(蔡贵龙等,2018;孙光国和孙瑞琦,2018)、关联交易行为(魏明海等,2013)等作为标准评估考察股东委派董事所带来的不同公司治理效应。因此,超额委派董事成为重新审视董事投非赞成票所带来的监督效果的重要研究场景。

## 2. 研究假说

实践中,董事会的议案决策多由上市公司的管理层或者控股股东提出,因而董事对议案投非赞

成票在很大程度上意味着董事同管理层或者控股股东的“对抗态度”(Jiang et al., 2015)。由于实际控制人在董事提名、面试、薪酬制定甚至连任等问题上的巨大影响力,由实际控制人委派的董事不仅不会在鲜有的“对抗”中成为新的对抗力量,而且往往成为化解对抗、甚至镇压对抗的力量。上述情形在实际控制人超额委派董事下将变得尤为严重。被超额委派的董事不限于对实际控制人权益的保护,而且会利用反映责任承担能力的现金流权与反映实际影响力的控制权分离形成的“负外部性”,成为积极贯彻实际控制人意志、加强实际控制人对公司控制的重要实现工具。如果实际控制人超额委派董事越多,这种负外部性就会越大,超额委派董事沦为实际控制人加强公司控制工具的色彩就越浓。

来自外部、兼职性质、注重个人声誉的独立董事(独董)往往被认为在董事会的履职过程中扮演着更加重要和积极的角色,以至于一些国家以除 CEO 外全部为外部(独立)董事成为董事会组织的流行实践(Jensen, 1993)。然而,由于独董的产生来源、更迭机制中的董事长(总经理)权力的影响(权小锋等, 2010)和董事会任人唯亲文化的存在(郑志刚等, 2012),在公司治理实践中,独董往往与“花瓶董事”联系在一起,其实际作用与预期发挥的监督作用之间存在差距。祝继高等(2015)发现,相较于控股股东董事以及内部董事而言,非控股股东董事投非赞成票的可能性更高,而独董投非赞成票的可能性更低。尽管并非直接考察超额委派董事问题,但上述文献从侧面为本文的上述讨论提供了间接支持。值得注意的是,在不同的董事类型中,最具“对抗态度”(Jiang et al., 2015)的是非控股股东董事(祝继高等, 2015),而实际控制人超额委派董事将进一步压缩非控股股东委派董事的空间,必然降低董事说“不”的可能性,进而影响董事说“不”的监督效果。

因此,实际控制人的超额委派董事不仅从形式上挤压了非控股股东董事、独董履职监督的空间,而且超额委派董事形成的“多数派”格局加大了愈加备受孤立的非控股股东董事和独董们即使提出异议也往往反对无效的预期。甚至在尊重权威的企业文化中,这些“少数派”成为董事群体中被孤立、排斥甚至打压的对象(唐雪松等, 2010;陈睿等, 2015)。在上述制度、心理和文化因素的共同叠加下,即使原本打算投非赞成票的董事,也可能临时改弦更张。基于上述讨论,本文提出:

假说 1:实际控制人的超额委派董事的比例越高,上市公司发生董事投非赞成票的可能性越低。

董事投非赞成票监督效果的实现,一方面,要保证董事会的决策过程是有效的,议案须经各方董事的充分探讨才能实现。来自独立董事和其他股东委派董事的质疑恰恰是议案充分讨论和全面评估的关键环节(Gomes and Novaes, 2005; Bolton, 1998; Bennedsen and Wolfenzon, 2000),因而相较于实际控制人超额委派董事的情形而言,在没有超额委派董事的情况下,持有不同观点、代表各方利益的董事之间的讨论决策过程会更加有效,更好地实现平衡和折衷效应(Gomes and Novaes, 2005),从而能够更好地抑制实际控制人侵占上市公司资源的隧道挖掘行为,改善上市公司的经营绩效。另一方面,监督效果的发挥体现在阻止有利于实际控制人而有损其他股东利益的议案的通过。在超额委派董事的状况下,实际控制人在董事会组织人员结构的设计上已经向自身利益予以倾斜,能够在相关议案的投票过程中占据主导地位,因而最终少数的异议并不能改变和否决可能损害中小股东利益的议案。因此,在实际控制人超额委派董事的情况下,议案的结果已由代表其利益的董事锁定,即使其他董事发表异议,也往往难以改变最终的结果。而董事投非赞成票之所以能够发挥监督效果的重要原因之一,就在于其能够防止损害股东利益的议案通过,同时向资本市场市场发出相关警示。在实际控制人超额委派董事的条件下,“孤掌难鸣”的其他董事难以阻止可能损害中小股东利益的议案的通过,监督作用自然也难以实现。

结合上述分析,一个可以预想的结果是,在实际控制人没有超额委派董事的情况下,董事会内部能够就决议的内容形成相对充分的讨论,对困难的估计将更加充分,董事会的监督效果更为明显,有利于阻止可能侵害中小股东利益的议案通过。而实际控制人超额委派董事一方面客观上减少了董事出具否定意见的可能性,另一方面则在一片赞同的声浪中出现了少数细微的声音,增加了外界认为只是少数“特立独行”董事“无理取闹”的印象和成分,减少了外部市场的同情和压力,公司更难做出实质性的变化。基于上述讨论,本文提出:

假说 2:实际控制人超额委派董事会的行为,将抑制董事投非赞成票所预期的提升经济绩效、降低以资金占用形式所做的隧道挖掘行为的作用。

### 三、研究设计

#### 1. 数据来源与样本选取

对于研究所需要的董事投票数据,本文利用上市公司发布的董事会公告手工采集而成。董事兼职的相关数据来源于 CCER 数据库,并通过手工对照上市公司年报董事简历予以校正。公司特征和治理特征的数据均来自 CSMAR 数据库。本文以 2006—2015 年 A 股上市公司作为研究样本,并参照以往文献的做法,对金融行业公司和缺失样本数据予以剔除,最后得到 2440 家上市公司的共计 16423 个观察值。为了降低异常值的影响,所有的连续变量均在 1%和 99%分位数上进行 Winsorize 处理。

#### 2. 主要变量定义

(1)上市公司当年是否存在董事投非赞成票行为。参照祝继高等(2015)、叶康涛等(2011)的研究,本文根据董事会公告中对投票结果的统计,将除同意以外的诸如“反对”、“弃权”等情形均视为非赞成票。如果当年存在董事投非赞成票的情况,被解释变量是否投非赞成票 *Companyvote* 取 1,否则取 0。

(2)实际控制人超额委派董事。本文分别采用实际控制人超额委派董事的程度(*Overratio*)和是否超额委派董事的虚拟变量(*Overdummy*)来刻画。参考陈胜蓝和吕丹(2014)、程敏英和魏明海(2013)的研究,本文将在上市公司担任董事职务、在主要股东所在公司兼职,并且不在上市公司而在主要股东公司领取薪酬的董事视作为作为实际控制人的主要股东委派的董事。需要说明的是,在公司治理实践中,还存在通过复杂的社会连接形成的大量董事“事实”委派的情形。上述“复杂”的关系通常较为“隐蔽”,往往从董事的简历和相关公告中难以直接识别(例如,以往在主要股东所在公司兼职,但现在不在兼职的董事),同时,这些隐蔽的委派关系相较于前述利用职位设置与薪酬安排的兼职领薪标准而言(例如,一个在上市公司担任董事职务、主要股东所在公司兼职,但在上市公司领取薪酬的董事),相对薄弱与不稳定,因而本文在样本采集中并没有包括上述难以识别和精确刻画的“隐蔽”和“事实”委派的董事。然而,即使在没有考虑上述“广义”、“隐蔽”和“事实”委派的董事、对实际控制人超额委派董事的相关效应“低估”的情形下,本文的结论已经表明,超额委派董事对董事会出具否定意见以及相关监督效果影响依然存在。中国公司治理实践中真实的经济后果也许比本文提供的经验证据更为严重。

对于作为实际控制人的主要股东超额委派董事程度(*Overratio*)的度量,考虑到实践中董事委派人数取整的事实,在代理变量选取中,本文同时采用多种不同的代理变量加以刻画,并开展相应的稳健性检验,以避免可能存在的变量度量误差问题。容易理解的是,在一个非独立董事人数为 6 人的董事会中,如果实际控制人的持股比例为 20%,那么该实际控制人委派 1 名或者 2 名董事都属于

合理的范围,毕竟实践无法严格地按照持股比例委派“1.2名董事”。因此,为了克服在超额委派董事的估量中由于人数取整技术困难带来的高估或者低估的可能,本文首先根据实际控制人持股比例计算适当委派董事的理论人数((董事会规模-独立董事人数)×实际控制人持股比例),进而对理论人数上下浮动取整处理后获得实际控制人实操中适当委派董事的人数,以此计算实际控制人超额委派董事的程度,即利用实际控制人实际委派董事人数减去实际控制人基于持股比例实操中适当委派董事人数,然后除以内部董事规模得到实际控制人超额委派董事的比例( $Overratio_1$ )<sup>①</sup>。在此基础上,本文进一步构建了反映超额委派董事性质的虚拟变量( $Overdummy_1$ ),当超额委派董事程度 $Overratio_1$ 大于0时,记为1,否则为0。

除了上述代理变量,本文还采用以下两类代理变量来刻画超额委派董事:一是直接将实际控制人在董事会组织中委派非独立董事的比例超过其持股比例的部分视作超额委派董事的程度,即实际控制人委派非独立董事人数除以内部董事的人数减去对应的持股比例得到超额委派董事比例( $Overratio_2$ ),并由此得到超额委派性质的虚拟变量( $Overdummy_2$ )<sup>②</sup>;二是在实操过程中对理论人数进行四舍五入取整计算适当委派人数,由此得到实际控制人的超额委派董事程度( $Overratio_3$ )和对应的虚拟变量( $Overdummy_3$ )<sup>③</sup>。

### 3. 实证模型

(1)超额委派董事对董事投非赞成票的影响。为了验证假说1,本文构建如下实证模型:

$$Companyvote_{i,t} = \alpha + \beta Overappointment_{i,t-1} + \sum ControlVariables_{i,t-1} + Industry_{i,t} + Year_{i,t} \quad (1)$$

参考祝继高等(2015)、叶康涛等(2011)以及Tang et al.(2013)的研究,本文对可能影响董事投票行为的其他相关变量予以控制。在公司特征层面,本文对公司的会计绩效( $Roa$ )、规模( $Size$ )、资产负债率( $Leverage$ )、成长能力( $Growth$ )和企业性质( $State$ )、是否特殊处理( $ST$ )予以控制;在治理层面,本文对公司的其他控制权方式例如实际控制人的持股比例( $Share$ )、控制权和现金流权的分离程度( $Seperation$ )、实际控制人是否委派董事长( $Chairman$ )、董事会的独立性( $Independence$ )、股权分散程度( $H15$ )和机构持股比例( $Instratio$ )等加以控制。

(2)超额委派董事对董事投票行为监督效果的影响。为了验证假说2,本文构建如下实证模型:

$$\Delta Orec_{i,t+1} / \Delta Roa_{i,t+1} = \alpha + \beta Companyvote_{i,t} + \sum ControlVariables_{i,t} + Industry_{i,t} + Year_{i,t} \quad (2)$$

董事投非赞成票行为可能及时阻止实际控制人以资金占用方式实现的隧道挖掘行为,成为积极履行董事监督职责的体现。本文采用按总资产调整后的其他应收款净额(Jiang et al.,2010;Liu et al.,2015)来度量资金占用程度( $Orec$ ),以资金占用程度的变化值( $\Delta Orec_{i,t+1} = Orec_{i,t+1} - Orec_{i,t}$ )来刻画对于掏空行为的监督效果。隧道挖掘行为对于微观经济主体企业最终的影响(最终经济后果)一定会体现在绩效的变化上。相关经验研究表明,大股东对上市公司的资金占用,会导致上市公司的运

① 例如,主要股东在上市公司中持有的股份比例为20%,非独立董事人数为6人,因而考虑上下浮动的可能,主要股东委派1人或者2人均适当。主要股东委派人数为3人时,其超额委派董事的比例为(3-2)/6=16.7%。

② 例如,主要股东在上市公司中持有的股份比例为20%,非独立董事人数为6人,主要股东委派人数为3人,对应的超额委派董事比例为3/6-20%=30%。

③ 例如,主要股东在上市公司中持有的股份比例为20%,非独立董事人数为6人,因而考虑四舍五入,主要股东的适当委派人数为1人(6×20%=1.2)。主要股东委派人数为3人时,其超额委派董事的比例为(3-1)/6=33.3%。

营现金不足,资金周转困难,加大其经营难度;同时,由于现金的短缺,上市公司被迫依赖更多的外部融资,由此又增加了企业的财务费用。这些都会降低公司的盈利能力。为了评估和揭示实际控制人超额委派董事可能带来的负面性质的经济后果,本文一方面希望提供失去有效监督相关隧道挖掘行为增加的直接证据,另一方面则希望提供上述行为将为企业带来的最终经济后果的相关证据。借鉴以往文献(祝继高等,2015),本文以下一年经济绩效的变化值( $\Delta Roa_{t+1}=Roa_{t+1}-Roa_t$ )来考察董事投非赞成票的虚拟变量(*Companyvote*)。同时,这里对必要的公司特征、治理特征变量予以控制。

为了缓解可能的内生性问题,相关模型设定中的控制变量均滞后一期。此外,本文对行业和年份的固定效应予以控制,其中,行业效应按照证监会行业分类标准中制造业2级行业代码和其他行业1级代码进行分类。为了保证回归结果的稳健性,本文所有检验的标准误都经过异方差和企业层面的聚类处理。

#### 四、实证检验

##### 1. 描述性统计

表1列示了主要变量的描述性统计情况。在样本观察期内,中国上市公司存在不同程度的董事投非赞成票的情况。公司当年是否投非赞成票(*Companyvote*)的均值显示,样本期内有7.7%的公司出现过董事投非赞成票的情况,标准差为0.27。这一基本统计信息与祝继高等(2015)保持一致。就实际控制人超额委派董事的状况而言,以第一种口径度量的结果显示,是否超额委派董事(*Overdummy<sub>1</sub>*)的均值为0.07,即有7%的样本观测存在超额委派董事的情况。超额委派董事比例

表1 主要变量描述性统计

变量名	样本数	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
<i>Companyvote</i>	16423	0.0771	0.2667	0.0000	1.0000	0.0000
<i>Overratio<sub>1</sub></i>	16423	-0.1578	0.1996	-0.6667	0.3333	-0.1667
<i>Overdummy<sub>1</sub></i>	16423	0.0733	0.2607	0.0000	1.0000	0.0000
<i>Overratio<sub>2</sub></i>	16423	-0.2179	0.2416	-0.7027	0.4667	-0.2390
<i>Overdummy<sub>2</sub></i>	16423	0.1756	0.3805	0.0000	1.0000	0.0000
<i>Overratio<sub>3</sub></i>	16423	-0.2188	0.2483	-0.7500	0.5000	-0.2500
<i>Overdummy<sub>3</sub></i>	16423	0.1160	0.3202	0.0000	1.0000	0.0000
<i>Share</i>	16423	0.3729	0.1536	0.0909	0.7500	0.3579
<i>Seperation</i>	16423	0.0573	0.0806	0.0000	0.2918	0.0000
<i>Chairman</i>	16423	0.2364	0.4249	0.0000	1.0000	0.0000
<i>Size</i>	16423	21.7041	1.2508	18.9543	25.5742	21.5628
<i>Leverage</i>	16423	0.4825	0.2351	0.0499	1.3689	0.4830
<i>Growth</i>	16423	0.1994	0.5222	-0.7064	3.6067	0.1221
<i>Roa</i>	16423	0.0333	0.0653	-0.2845	0.2063	0.0333
<i>HI5</i>	16423	0.1745	0.1214	0.0146	0.5625	0.1453
<i>Independence</i>	16423	0.3661	0.0514	0.2727	0.5714	0.3333
<i>Instratio</i>	16423	0.0426	0.0508	0.0000	0.2206	0.0227
<i>State</i>	16423	0.4771	0.4995	0.0000	1.0000	0.0000
<i>ST</i>	16423	0.0591	0.2359	0.0000	1.0000	0.0000



( $Overratio_1$ )显示,最大的超额委派董事比例达到了33%。即使采用另外两种度量口径,计算的结果均表明有10%以上的样本观测存在着超额委派董事的现象。

## 2. 超额委派董事对董事投非赞成票影响的分析

按照(1)式所示的回归模型设定,本文检验实际控制人超额委派董事的比例对董事投非赞成票的影响。对假说1进行验证,分别采用超额委派董事的程度( $Overratio$ )、是否超额委派董事的虚拟变量( $Overdummy$ )作为主要的解释变量,并采用不同的口径予以度量。在回归时,除了控制公司特征、治理特征之外,本文还控制了年份和行业的固定效应。回归结果如表2所示。

表2报告的回归结果显示,采用不同的超额委派董事度量方式,回归结果均一致性地表明,实际控制人超额委派董事同董事投非赞成票之间存在稳定的负相关关系。尽管模型6中超额委派董事程度( $Overratio_3$ )的回归系数并不显著,但是仍然保持了负相关关系。以模型1和模型2为例,模型1中,是否超额委派董事的虚拟变量( $Overdummy_1$ )的系数显著为负,并且在5%的显著性水平上显著。这表明,相较于没有超额委派董事的情形,超额委派董事的公司出现董事投非赞成票的可能性会更低。超额委派董事的公司相较于没有超额委派董事的公司而言,投非赞成票的几率比低35%。模型2中,以超额委派董事的程度( $Overratio_1$ )作为解释变量的系数显著为负。这表明,超额委派董事的比例越大,董事投非赞成票概率越低。超额委派董事程度一个标准差的变化将引起董事投非赞成票的几率比下降约17%。上述结果一致地表明,在实际控制人超额委派董事的情况下,董事投非赞成票的可能性降低。

从主要控制变量的回归结果看,实际控制人持股比率( $Share$ )低的公司更有可能出现董事投非赞成票的情形。这一结果与假说1所反映的内涵具有一致性。容易理解的是,在实际控制人的控制影响力较低、各个股东之间的制衡能力强的治理环境中更有利于董事行使监督职能而出现投非赞成票的状况。同时,就公司特征而言,企业资产负债率( $Leverage$ )显著为正,资产利润率( $Roa$ )显著为负。这意味着,在高杠杆和会计绩效差的企业,出于维护自身声誉、防范风险的考虑,董事都更有可能投非赞成票,而董事会的独立性( $Independence$ )、机构持股比例( $Instratio$ )等治理特征均显著为负。这表明,公司治理水平良好的公司其可能的委托代理问题并不突出,出现投非赞成票的可能更低。

本文试图进一步识别,董事投非赞成票,究竟是由于超额委派董事过多导致“意见独立”的董事机械性的减少这一路径(路径一),还是由于这些董事自知投了非赞成票也无关大局这一路径(路径二)。<sup>①</sup>本文得到的初步结论是:董事会组织结构的改变并不会带来董事发表非赞成意见的显著变化;时间序列趋势所显示的董事会结构保持相对不变的状况下,董事发表非赞成意见,无论次数还是频率都发生了一定程度的改变。基于上述两方面的考察,本文倾向于认为,路径二在超额委派董事后董事投非赞成票的可能性减少这一现象中发挥更为突出的作用,尽管根据目前的数据结构和相应证据还尚不能完全排除路径一发挥作用,甚至二者效应叠加的可能性,但无论是单独通过路径一还是单独通过路径二,甚至两种路径的叠加,本文所观察到的在实际控制人超额委派董事的情况下上市公司总体呈现更低的投非赞成票的概率和频数这一结果保持不变。

## 3. 超额委派董事对董事投票行为监督效果的影响分析

按照(2)式所示的回归模型设定,本文检验实际控制人超额委派董事对董事投票行为的监督效果的影响。由于董事投非赞成票行为往往与以前年度的业绩等公司特征相关,上市公司是否存在董事投非赞成票具有选择性偏差。为了克服由于选择性偏差带来的可能内生性问题的影响,借鉴类似

① 详细结果可访问《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载附件。

表 2 超额委派董事对董事投非赞成票的影响分析

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
	<i>Companyvote</i>					
<i>Overdummy</i> <sub>1</sub>	-0.3485** (-2.4647)					
<i>Overratio</i> <sub>1</sub>		-0.8470*** (-2.8195)				
<i>Overdummy</i> <sub>2</sub>			-0.2797** (-2.4650)			
<i>Overratio</i> <sub>2</sub>				-0.5140** (-2.0523)		
<i>Overdummy</i> <sub>3</sub>					-0.2290* (-1.8600)	
<i>Overratio</i> <sub>3</sub>						-0.3104 (-1.4077)
<i>Share</i>	-3.9369*** (-5.5387)	-4.5403*** (-6.1965)	-4.0038*** (-5.6197)	-4.3315*** (-5.8951)	-3.9406*** (-5.5441)	-4.1552*** (-5.6954)
<i>Seperation</i>	0.0420 (0.0778)	0.0578 (0.1070)	0.0654 (0.1211)	0.0687 (0.1269)	0.0356 (0.0659)	0.0461 (0.0852)
<i>Chairman</i>	0.0363 (0.3793)	0.1566 (1.3384)	0.0899 (0.8486)	0.1226 (0.9766)	0.0340 (0.3377)	0.0539 (0.4533)
<i>Size</i>	-0.0468 (-1.0689)	-0.0489 (-1.1180)	-0.0478 (-1.0901)	-0.0469 (-1.0710)	-0.0476 (-1.0877)	-0.0468 (-1.0686)
<i>Leverage</i>	0.4776** (2.1627)	0.4802** (2.1716)	0.4732** (2.1389)	0.4782** (2.1655)	0.4742** (2.1488)	0.4743** (2.1469)
<i>Growth</i>	0.0517 (0.8624)	0.0489 (0.8152)	0.0487 (0.8130)	0.0488 (0.8157)	0.0508 (0.8478)	0.0489 (0.8186)
<i>Roa</i>	-2.6753*** (-5.3624)	-2.6996*** (-5.4177)	-2.7017*** (-5.3835)	-2.7021*** (-5.4151)	-2.6898*** (-5.3829)	-2.6988*** (-5.4060)
<i>HI5</i>	2.3459** (2.4509)	2.4148** (2.5591)	2.3664** (2.4672)	2.4167** (2.5436)	2.3580** (2.4634)	2.4131** (2.5362)
<i>Independence</i>	-2.2384*** (-2.9520)	-2.0398*** (-2.6788)	-2.1916*** (-2.8898)	-2.2389*** (-2.9492)	-2.2348*** (-2.9451)	-2.2532*** (-2.9661)
<i>Instratio</i>	-1.4611* (-1.8423)	-1.4660* (-1.8349)	-1.4810* (-1.8606)	-1.4558* (-1.8272)	-1.4628* (-1.8427)	-1.4675* (-1.8434)
<i>State</i>	0.3121*** (3.3987)	0.3178*** (3.4482)	0.3158*** (3.4216)	0.3194*** (3.4412)	0.3103*** (3.3735)	0.3110*** (3.3641)
<i>ST</i>	0.2028 (1.4030)	0.2060 (1.4204)	0.2031 (1.4040)	0.2035 (1.4065)	0.2021 (1.4004)	0.2045 (1.4156)
常数项	1.3097 (1.3848)	1.2834 (1.3598)	1.3370 (1.4126)	1.2732 (1.3464)	1.3316 (1.4089)	1.2897 (1.3642)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数	16344	16344	16344	16344	16344	16344
伪 R <sup>2</sup>	0.0611	0.0616	0.0612	0.0610	0.0608	0.0606

注：①括号内为标准误差经异方差调整、企业层面聚类处理后计算得到的 z 值；\*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平上显著。以下各表同。②样本略有缺失的原因在于 Logit 回归过程中的部分完美预测。

文献的做法(叶康涛等,2011;祝继高等,2015;Tang et al.,2013),本文采用处理效应模型来控制董事投票行为的自选择偏差问题。参考公司治理文献中通常处理方法,以及基于前文影响因素考察部分的分析,本文首先用控制变量和合适的工具变量对上市公司是否存在董事投非赞成票(*Companyvote*)行为进行第一阶段的Probit回归,计算得到逆米尔斯比率(*Lambda*),然后代入经济后果检验的方程中进行第二阶段的OLS回归。借鉴叶康涛等(2011)的研究,本文采用当年董事长是否发生更替作为董事是否投非赞成票的工具变量。选用这一工具变量的核心逻辑在于董事长作为董事会的核心,享有更高的权威。如果当年发生了董事长更替,则新任董事长的任职时间将迟于现任董事的任职时间,董事会形成内部人控制格局的可能性较低,从而使董事保持更强的独立性。而董事长当年的更替行为与当年会计绩效则无直接联系。因此,这一工具变量符合外生性和相关性的要求。表3报告了处理效应模型的回归结果。

为了揭示实际控制人超额委派董事对董事投票行为的监督效果的影响,在表3报告的回归结果中,模型1—模型3报告了作为基准的全样本回归结果,在模型4、5和模型6、7中则围绕实际控制人是否超额委派开展分组回归,以揭示实际控制人超额委派董事可能带来的对董事投票行为的监督效果的影响。模型1报告了处理效应第一阶段的回归结果,模型2和模型3报告全样本下第二阶段的回归结果。模型1显示,公司当年是否存在董事长变更的虚拟变量(*Change*)的回归系数为正,并且在1%的显著性水平上显著,表明董事投非赞成票同董事长的更迭之间存在显著的正向关系。这一结果也与叶康涛等(2011)的研究保持一致。而模型2和模型3对应的第二阶段的回归结果表明逆米尔斯比率(*Lambda*)的系数在10%和1%的显著性水平上显著,这一定程度表明样本选择性偏差的存在。在控制了样本的选择偏差之后,模型2的回归结果显示,董事是否投非赞成票(*Companyvote*)的系数显著为负,并在1%的统计水平上显著。这表明董事的非赞成票行为能够降低下一年的资金占用程度的增加额( $\Delta Rec_{t+1}$ ),抑制控股股东的掏空行为。模型3中董事是否投非赞成票(*Companyvote*)的系数显著为正,并在1%的统计水平上显著。这表明董事的非赞成票行为能够增加下一年的经济绩效变化额( $\Delta Roa_{t+1}$ ),起到提升会计绩效的作用。因而,模型2和模型3一致表明,在控制样本选择偏差带来的内生性问题之后,董事投非赞成票的行为能够起到预期监督效果。上述结果构成本文接下来评估实际控制人超额委派董事对董事投票行为实际监督效果影响进行评估的基准。

在模型4和模型5报告的实际控制人没有超额委派董事的分组回归中,结果类似于全样本回归,并且抑制掏空行为和提升企业绩效的效应在不存在实际控制人超额委派董事的情形中更为突出。然而,模型6和模型7针对存在实际控制人超额委派董事的情形的分组回归结果显示,董事的非赞成行为无论是抑制掏空行为还是提升企业绩效的估计系数在统计上均不显著,并且分组回归结果的相关估计系数的差异检验统计显著<sup>①</sup>。上述分组回归的结果在一定程度上表明,在存在实际控制人超额委派董事的情形下,董事投非赞成票所预期的抑制掏空行为提升企业绩效作用大减。上述讨论在一定意义上表明,实际控制人没有超额委派董事成为董事说“不”发挥预期的抑制掏空行为、提升企业绩效等监督效果的前提条件。

#### 4. 稳健性检验

为保证本文主要结论的可靠性,本文进行了以下四个方面的稳健性检验<sup>②</sup>。

(1)稀有事件偏差。考虑仅有7.7%的样本观测存在有董事投非赞成票的情况,董事投非赞成票

① 组间系数差异检验的结果请访问《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)下载附件。

② 稳健性检验结果请访问《中国工业经济》网站(<http://www.ciejjournal.org>)下载附件。

表 3 超额委派董事对董事投票行为监督效果的影响

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7
	全样本			没有超额委派董事		超额委派董事	
	<i>Companyvote</i>	$\Delta Orec_{t+1}$	$\Delta Roa_{t+1}$	$\Delta Orec_{t+1}$	$\Delta Roa_{t+1}$	$\Delta Orec_{t+1}$	$\Delta Roa_{t+1}$
<i>Companyvote</i>		-0.0504*** (-4.6043)	0.0652*** (2.9644)	-0.0537*** (-4.7266)	0.0709*** (3.0761)	-0.0063 (-0.1822)	-0.0034 (-0.0447)
<i>Change</i>	0.2168*** (5.6871)						
<i>Lambda</i>		-0.0111* (-1.8076)	-0.5996*** (-34.1835)	0.0261*** (4.8182)	-0.0352*** (-3.1816)	0.0057 (0.3357)	0.0026 (0.0702)
<i>Roa</i>	-0.7125** (-2.4373)	0.0246*** (4.7204)	-0.0324*** (-3.0599)	-0.0147** (-2.2339)	-0.5955*** (-32.2263)	0.0353* (1.7573)	-0.6991*** (-13.5158)
<i>Overratio<sub>t</sub></i>	-0.4691*** (-3.4131)	-0.0022 (-1.3960)	-0.0010 (-0.2783)	-0.0027 (-1.5856)	-0.0012 (-0.2822)	0.0036 (0.3574)	-0.0020 (-0.1012)
<i>Share</i>	-1.7789*** (-4.6964)	-0.0044 (-1.1005)	0.0240** (2.5053)	-0.0065 (-1.5583)	0.0274*** (2.7640)	0.0193 (1.0846)	-0.0605 (-1.3558)
<i>Seperation</i>	-0.2150 (-0.8353)	-0.0010 (-0.5190)	-0.0029 (-0.4850)	-0.0006 (-0.2921)	-0.0029 (-0.4817)	-0.0062 (-0.7801)	-0.0168 (-0.8170)
<i>Chairman</i>	0.0745 (1.3124)	-0.0001 (-0.2256)	0.0001 (0.0665)	-0.0001 (-0.0931)	-0.0012 (-0.7667)	0.0004 (0.1741)	0.0100* (1.7833)
<i>Size</i>	-0.0282 (-1.3644)	0.0015*** (6.7423)	0.0010* (1.9158)	0.0014*** (6.0667)	0.0014*** (2.6587)	0.0017** (2.1297)	-0.0033* (-1.7835)
<i>Leverage</i>	0.2732** (2.3535)	-0.0064*** (-4.2135)	-0.0255*** (-7.2137)	-0.0071*** (-4.5215)	-0.0262*** (-7.1390)	0.0017 (0.3088)	-0.0167 (-1.1324)
<i>Growth</i>	0.0020 (0.0854)	0.0008* (1.7319)	0.0022** (2.3081)	0.0013*** (2.6906)	0.0018* (1.7367)	-0.0051** (-2.1776)	0.0060* (1.7241)
<i>HI5</i>	0.7413 (1.5233)	-0.0032 (-0.8953)	0.0161 (1.6327)	-0.0021 (-0.5528)	0.0152 (1.5306)	-0.0086 (-0.4158)	0.0735 (1.2675)
<i>Independence</i>	-0.2856 (-0.8669)	-0.0084** (-2.4672)	-0.0061 (-0.6963)	-0.0095*** (-2.6291)	-0.0074 (-0.8025)	0.0070 (0.5099)	0.0129 (0.3642)
<i>Instratio</i>	-0.9302** (-2.4386)	0.0004 (0.1036)	0.1457*** (13.6055)	0.0012 (0.2786)	0.1429*** (12.8987)	-0.0113 (-0.7570)	0.2045*** (5.5937)
<i>State</i>	0.1402*** (3.0723)	0.0016*** (3.6660)	-0.0066*** (-5.5347)	0.0017*** (3.7640)	-0.0065*** (-5.2029)	0.0020 (1.0739)	-0.0124*** (-3.1312)
<i>ST</i>	0.3028*** (4.3274)	-0.0065*** (-3.7415)	-0.0178*** (-4.8222)	-0.0071*** (-3.8729)	-0.0186*** (-4.7994)	-0.0006 (-0.1244)	-0.0071 (-0.5365)
常数项	0.1240 (0.2765)	-0.0306*** (-5.5384)	-0.0143 (-1.1081)	-0.0265*** (-4.5358)	-0.0245* (-1.7978)	-0.0794*** (-2.9252)	0.0886* (1.9434)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数	17511	17509	17509	16227	16227	1282	1282
伪 R <sup>2</sup>	0.0607						
调整 R <sup>2</sup>		0.0586	0.2809	0.0612	0.2801	0.0520	0.3114

注：样本数量存在差异的原因在于主要被解释变量董事投票非赞成票 *Companyvote* 对应 2006—2015 年，而  $\Delta Roa_{t+1}$  和  $\Delta Orec_{t+1}$  则对应 2007—2016 年。

实际上是一种“稀有”的情况,参考陈强(2014),这里采用 King and Zeng(2001)提出的稀有事件逻辑回归(Logistic Regression for Rare Events)方法和“补对数—对数模型”(Complementary Log-Log Model),对上述影响因素分析的结果重新进行回归,结果依然保持稳健。

(2)倾向得分匹配样本。董事投非赞成票除了是稀有事件,本身的数据分布结构并不均衡。为了控制样本分布结构不均衡对相关结果的可能影响,本文进一步采用倾向得分匹配方法进行补充检验。结果表明,在对样本进行倾向得分匹配筛选后,超额委派董事对董事投非赞成票监督效果影响的主要结论依然成立。

(3)企业绩效度量中存在盈余管理可能。在现实的情境下,迫于业绩的压力,经理人有可能采取盈余管理的方式来改善会计绩效。但本文研究更关注的是被投非赞成票的公司在第  $t+1$  年真实的业绩改善,而非单纯的盈余管理的结果。参考 Kothari et al.(2005)的研究,本文采用基于业绩匹配修正的 Jonas 模型来计算上市公司的盈余管理程度(DA),并在模型中对第  $t+1$  年的盈余管理程度予以控制,以此来考察真实的业绩变化。在考虑了盈余管理的可能影响之后,本文结论依然稳健。

(4)变量度量误差。前文主要采用最为严格的度量口径( $Overdummy_1$  和  $Overratio_1$ , 允许最适当委派人数的上浮或者下浮),这里采用其他两种度量口径开展稳健性检验。在更替主要变量之后,本文主要结论依然成立。

通过上述四个方面的稳健性检验,表明当存在超额委派董事情形下,或者是由于超额委派董事过多而导致“意见独立”的董事机械性的减少,或者是由于这些董事自知投了反对票也无关大局,或者是由于上述两种路径的叠加,董事出具的否定意见无论概率还是频率都在下降。与此同时,由于超额委派董事现象的存在,相关研究证明的董事投非赞成票行为将丧失预期的监督效果。在存在超额委派董事,决策倾向一边倒的情形下,凤毛麟角的不同意见已异化为董事个人的“哗众取宠”,因而无法实现应有的治理功能。

## 五、进一步研究

### 1. 缓解超额委派董事影响董事投票的可能机制

围绕如何通过可能的机制设计来缓解实际控制人超额委派董事行为对董事投非赞成票的负面抑制影响,本文从下述两方面展开可能的分析:一是在董事会的组织结构安排上,独立董事的席位比例安排是重要的制衡机制。以往的大量实证研究都表明,独立董事能够从维护自我声誉、规避监管处罚的动机出发,通过投非赞成票来积极地履行监督职能。被视为外部监督力量的独立董事的比例越高,董事会投非赞成票的可能性也会更大,从而缓解由于实际控制人在内部董事结构中过度委派董事导致的说“不”监督功能被抑制的现象。二是来自非控股股东的股权制衡安排。非实际控制人除了通过持有股份比例、参与股东大会层面的决策之外,还能够通过委派董事来更多地获取、享有经营决策信息,在董事会的决策过程中积极建言,发挥应有的治理功效。因而,除实际控制人之外的其他股东的持股比例将成为实际控制人超额委派董事重要的制衡力量。作为非实际控制人的其他股东持股比例越高,则其参与治理的动机越强,一方面,可以通过利用委派董事的方式来参与董事会的决策过程,代表这些股东力量的董事在董事会中将有机会进行表达、充分行使代表其背后股东利益的投票权,以此减轻由于实际控制人在董事会组织中超额委派董事、占据主导地位压制“不和谐”声音的情形;另一方面,当非控股股东的其他股东的持股比例越大,其在股东大会表决中的影响力也越大,甚至成为分散股东中的“意见领袖”,更容易导致损害股东利益的议案在股东大会表决中被否决。在上述同时来自董事会层面和股东大会层面的其他股东的股权制衡下,其他股东与实际控制

人之间的“力量抗衡”使降低实际控制人通过超额委派董事所抑制的董事投非赞成票、发挥监督职能的负面影响成为可能。表 4 和表 5 分别报告了按照独立董事比例的高低和股权制衡度高低的分组回归检验结果。

**表 4 独立董事比例高低分组**

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	独立董事比例低	独立董事比例高	独立董事比例低	独立董事比例高
	<i>Companyvote</i>			
<i>Overdummy</i> <sub>1</sub>	-0.3889** (-2.2713)	-0.2883 (-1.1878)		
<i>Overratio</i> <sub>1</sub>			-0.8403** (-2.2440)	-0.7604 (-1.6303)
常数项	0.3710 (0.2412)	0.5608 (0.3680)	0.4163 (0.2715)	0.5131 (0.3368)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
样本数	10326	5985	10326	5985
伪 R <sup>2</sup>	0.0604	0.0884	0.0607	0.0889

**表 5 股权制衡度高低分组**

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	股权制衡度低	股权制衡度高	第 2—10 大股东持股比例低	第 2—10 大持股比例高
	<i>Companyvote</i>			
<i>Overratio</i> <sub>1</sub>	-0.8550** (-2.4266)	-0.8530 (-1.6062)	-0.9777*** (-2.6317)	-0.6843 (-1.4521)
常数项	-0.5915 (-0.4710)	2.2895* (1.7044)	1.7681 (1.4709)	0.5563 (0.4218)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
样本数	9846	6448	8409	7898
伪 R <sup>2</sup>	0.0640	0.0795	0.0584	0.0898

在表 4 中,本文按照独立董事比例高低分组,对实际控制人超额委派董事对于董事投非赞成票行为的影响结果进行分类回归。按照同年同行业的独立董事比例的平均值作为分组标准,模型 1 和模型 3 对应较低的独立董事比例分组,而模型 2 和模型 4 对应较高的独立董事比例分组。模型 1 和

模型3的回归结果显示,无论是以实际控制人是否超额委派董事的虚拟变量( $Overdummy_1$ )还是实际控制人超额委派董事的比例( $Overratio_1$ )作为主要解释变量,回归系数符号均显著为负。相反地,模型2和模型4的结果则显示,在较高的独立董事比例分组中,无论是以实际控制人是否超额委派董事的虚拟变量( $Overdummy_1$ )还是实际控制人超额委派董事的比例( $Overratio_1$ )作为主要的解释变量,尽管回归系数符号为负,但是在统计上并不显著。上述结果表明,实际控制人超额委派董事抑制董事投非赞成票的行为只有在较低比例的独立董事分组中才能出现。因而,提高独立董事比例、提高董事会的独立性,成为缓解实际控制人通过超额委派董事抑制非赞成票行为的可能实现途径之一。

表5分别报告了按照股权制衡度高低和第2—10大股东持股比例的高低分组的相关分类回归结果。这里同样以同年同行业的均值作为分组标准。借鉴陆正飞和胡诗阳(2015)等的研究,这里以第2—10大股东持股比例之和与第1大股东持股比例的比值作为股权制衡度的代理变量。模型1和模型2分别报告了股权制衡度低和股权制衡度高的情况下的分组回归结果。回归结果显示,在股权制衡度低即第2—10大股东持股比例之和与第1大股东持股比例的比值较低的情况下,实际控制人超额委派董事比例( $Overratio_1$ )显著为负。相反地,在股权制衡度较高的情况下实际控制人超额委派董事比例( $Overratio_1$ )尽管符号为负,但是并不显著。上述结果表明,只有在股权制衡度低的情况下,实际控制人超额委派董事才会降低董事投非赞成票的可能性。类似地,模型3和模型4报告了按照第2—10大股东持股比例之和和高的分组结果。模型3的回归结果显示,在第2—10大股东持股比例低的情况下,实际控制人超额委派董事比例( $Overratio_1$ )为负,并在1%的显著性水平上显著;模型4的结果则显示,在第2—10大股东持股比例较高的情况下,实际控制人超额委派董事比例( $Overratio_1$ )并不显著。上述结果一致表明,非实际控制人较高的持股比例、较高的股权制衡度将有助于缓解实际控制人通过超额委派董事对于董事通过投票行使监督职能的抑制作用。<sup>①</sup>

## 2. 国有企业超额委派董事

国有上市公司普遍存在超额委派董事现象。随着国有资产的减持,如果董事会席位的恰当安排将保证已存在或混改中新引进的非实际控制人更多地接触和获取与企业经营、投资活动的相关信息,赋予其在董事会意见表达的投票权,无疑将改善董事出具否定意见所预期发挥的监督效果。超额委派董事对董事投票行为及其监督效果的考察对于国有企业混合所有制改革具有特殊涵义。上述考察将有助于识别已存在或混改中新引进的非实际控制人在国有企业董事会组织中所扮演的积极角色,从而为目前国有企业改革中积极推进的以所有制混合为特征的混改提供逻辑检验的证据。

为了揭示实际控制人超额委派董事对董事投票行为在国有企业中的特殊影响,表6除了报告国有企业的相关结果,还同时报告了非国有企业相关结果作为对照。其中模型1和模型2报告国有企业超额委派董事对董事投票行为的影响,模型3和模型4报告非国有企业超额委派董事对董事投票行为的影响。表6结果显示,无论在国有还是非国有企业中,实际控制人超额委派董事越多,董事投非赞成票的可行性越低。这里以模型2为例,国有企业中出现超额委派董事的明确趋势对董事出具非赞成意见的影响更为显著。作为逻辑检验,这里猜测,国有企业通过混合所有制改革,如果非实际控制人能够在董事会组织中扮演更加积极的角色,改变以往实际控制人超额委派董事的事实和预期,则对董事出具否定意见的影响无疑是巨大的。

表7报告围绕国有企业超额委派董事对董事投票行对监督效果的影响的相关结果。其中,模型1

<sup>①</sup> 上述分组回归的系数差异检验的结果可访问《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载附件。

**表 6 超额委派董事对企业董事投票行为的影响**

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	国有企业		非国有企业	
	<i>Companyvote</i>			
<i>Overratio</i> <sub>1</sub>	-0.6881* (-1.8247)		-1.1864** (-2.2380)	
<i>Overdummy</i> <sub>1</sub>		-0.3101* (-1.8568)		-0.4182 (-1.4739)
常数项	-0.2979 (-0.2540)	-0.2789 (-0.2371)	3.8561*** (2.6666)	3.9114*** (2.6990)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
样本数	7807	7807	8531	8531
伪 R <sup>2</sup>	0.0633	0.0632	0.0758	0.0747

**表 7 超额委派董事对国有样本董事投票行为监督效果的影响**

变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
	国有企业			非国有企业
	全样本	没有超额委派董事	超额委派董事	全样本
	$\Delta Roa_{t+1}$			
<i>Companyvote</i>	0.0837*** (2.6656)	0.0917*** (2.8145)	0.0713 (0.5388)	0.1266*** (3.4467)
<i>Overratio</i> <sub>1</sub>	-0.0034 (-0.7145)	-0.0012 (-0.2083)	0.0144 (0.6210)	0.0074 (1.2560)
常数项	-0.0076 (-0.3953)	-0.0220 (-1.0654)	0.0501 (0.7594)	-0.0521*** (-2.7173)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
样本数	7917	6931	986	9588
调整 R <sup>2</sup>	0.2836	0.2840	0.3224	0.2950

是国有企业全样本回归结果，模型 2 和模型 3 是国有企业没有超额委派董事和超额委派董事的分组回归结果。作为对照，模型 4 报告了非国有企业全样本的回归结果。模型回归结果显示，董事出具非赞成意见行为在国有企业整体中显现的提升企业绩效作用集中体现在没有超额委派董事的子样本中(参见模型 2)。这意味着，即使在目前的国有上市企业中，如果实际控制人能够做到不超额委



派董事,则不仅会使董事未来投非赞成票的可能性越大(参见表6),而且其提升企业绩效的监督效果将更加明显。而国有企业在引入民间资本完成混和所有制改革后,国有企业实际控制人委派董事的比例将毫无疑问下降,以往在国有企业中典型而普遍的超额委派董事现象将得到一定的缓解,甚至消除。因而,国有企业绩效在混和所有制改革后实现提升按照本文提供的逻辑检验可以预见。

## 六、结论与启示

### 1. 研究结论

注意到超额委派董事现象的存在往往构成董事以投非赞成票方式履行监督职责的严重干扰的事实,本文以2006—2015年中国沪深A股上市公司为样本,实证检验了实际控制人超额委派董事对董事投非赞成票行为及其监督效果的影响,为实际控制人超额委派董事影响、干预董事会的决策,进而影响董事说“不”行为及其监督效果提供了直接的经验证据。实证结果发现,实际控制人超额委派董事的比例越高,董事投非赞成票的可能性越低。董事投非赞成票所预期带来的抑制隧道挖掘、提升企业绩效的监督效果只有在实际控制人没有超额委派董事的情况下才能显现。在较高的独立董事比例和股权制衡度下,实际控制人超额委派董事对于投非赞成票的抑制作用不再显著,因而非实际控制人较高的持股比例、较高的股权制衡度将有助于缓解实际控制人通过超额委派董事对于董事通过投票行使监督职能的抑制作用。

### 2. 启示与建议

(1)本文研究发现,实际控制人超额委派董事对于董事投非赞成票行为有负面影响,并且投非赞成票带来的抑制隧道挖掘行为、提升企业绩效的监督效果只有在实际控制人没有超额委派董事的情况下才能够真正显现。因而,超额委派董事问题成为在公司治理理论和实务中考察董事投票行为时不可忽视的重要因素。作为预期监督效果发挥的重要前提,恰当的董事会成员结构设计、避免实际控制人超额委派董事的干扰作用将成为未来公司治理制度设计的考虑因素之一。而设置更高比例的独立董事席位、提升股权制衡度也成为可能的缓解超额委派董事对于投非赞成票负面抑制作用的可能途径。

(2)本文的研究结果从侧面提供了实际控制人超额委派董事获取超级控制权、实施机会主义行为的途径和证据。通过影响董事会的决策、投票行为,实际控制人通过超额委派董事不仅会直接以资金占用的形式侵占上市公司资源、损害外部分散股东的利益,而且会削弱董事通过出具否定意见发挥监督作用的可能性,使实际控制人控制下的上市公司在缺乏纠错机制的错误决策道路上越走越远。那么,如何防范实际控制人利用超额委派董事的方式获取超级控制权呢?本文研究带来的直接政策启示是鼓励在董事会的结构安排上合理地设置主要股东提名董事的比例,以作为实际控制人的主要股东所持股份比例为上限,确保其责任承担能力与控制能力对等。从上述研究结论和政策启示出发得到的自然的逻辑引申和间接推论是,在公司治理实践中,完善累积投票制度,确保代表中小股东利益诉求的董事在董事会的选举中胜出。当然,长远的考量可能是借鉴英、美等国家成熟公司治理实践,逐步形成以独立董事为主的董事会结构,使得代表不同利益、真实且冲突的利益诉求不仅得到合理表达,而且形成合理制衡。

(3)本文的研究为正在积极推进的国有企业混合所有制改革带来积极的启发。一个可以预见的事实是,国有企业通过混合所有制改革引入民间资本背景战略投资者后,必然会导致国有资产监督管理委员会作为实际控制人委派董事比例的下降,国有企业以往典型而普遍的超额委派董事现象将得到一定的缓解,甚至消除。混和所有制改革引入的民间资本成为新的制衡力量,不仅使董事投

非赞成票的可能性越大,凸显董事会在决策过程中所扮演的自动纠错机制的角色,而且其相应带来的抑制隧道挖掘、提升企业绩效的监督效果更加明显,由此带来国有企业经营机制发生根本的转变。因此,在上述意义上,本文的讨论为目前正在积极推进的国有企业混合所有制改革提供了可能的间接证据和理论支持。

#### [参考文献]

- [1]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,(5):137-149.
- [2]陈德球,魏刚,肖泽忠.法律制度效率、金融深化与家族控制权偏好[J].经济研究,2013,(10):55-68.
- [3]陈强.气候冲击、王朝周期与游牧民族的征服[J].经济学(季刊),2014,(4):373-394.
- [4]陈睿,王治,段从清.独立董事“逆淘汰”效应研究——基于独立意见的经验证据[J].中国工业经济,2015,(8):145-160.
- [5]陈胜蓝,吕丹.控股股东委派董事能降低公司盈余管理吗[J].上海财经大学学报(哲学社会科学版),2014,(4):74-85.
- [6]程敏英,魏明海.关系股东的权力超额配置[J].中国工业经济,2013,(10):108-120.
- [7]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.
- [8]渡边真理子.国有控股上市公司的控制权、金字塔式结构和侵占行为——来自中国股权分置改革的证据[J].金融研究,2011,(6):150-167.
- [9]姜国华,岳衡.大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究[J].管理世界,2005,(9):119-126.
- [10]姜付秀,郑晓佳,蔡文婧.控股家族的“垂帘听政”与公司财务决策[J].管理世界,2017,(3):125-145.
- [11]李增泉,余谦,王晓坤.掏空、支持与并购重组[J].经济研究,2005,(1):95-105.
- [12]陆正飞,胡诗阳.股东—经理代理冲突与非执行董事的治理作用——来自中国A股市场的经验证据[J].管理世界,2015,(1):129-138.
- [13]权小锋,吴世农,文芳.管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J].经济研究,2010,(10):73-87.
- [14]石水平.控制权转移、超控制权与大股东利益侵占——来自上市公司高管变更的经验证据[J].金融研究,2010,(4):160-176.
- [15]孙光国,孙瑞琦.控股股东委派执行董事能否提升公司治理水平[J].南开管理评论,2018,(1):88-98.
- [16]唐清泉,罗党论.设立独立董事的效果分析——来自中国上市公司独立董事的问卷调查[J].中国工业经济,2006,(1):120-127.
- [17]唐雪松,杜军,申慧.独立董事监督中的动机——基于独立意见的经验证据[J].管理世界,2010,(9):138-149.
- [18]王亮亮.控股股东“掏空”与“支持”:企业所得税的影响[J].金融研究,2018,(2):172-189.
- [19]魏明海,黄琼宇,程敏英.家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角[J].管理世界,2013,(3):133-147.
- [20]肖星,徐永新,陈诣辉.市场化程度、股权结构与IPO时的无形资产剥离[J].金融研究,2012,(7):154-167.
- [21]叶康涛,祝继高,陆正飞,张然.独立董事的独立性:基于董事会投票的证据[J].经济研究,2011,(1):126-139.
- [22]张华,张俊喜,宋敏.所有权和控制权分离对企业价值的影响——中国民营上市企业的实证研究[J].经济学(季刊),2004,(1):1-14.
- [23]郑志刚,孙娟娟,R.Oliver.任人唯亲的董事会文化和经理人超额薪酬问题[J].经济研究,2012,(12):111-124.
- [24]郑志刚,胡晓霖,黄继承.实际控制人超额委派董事与超级控制权[R].中国人民大学财政金融学院工作论文,2018.
- [25]祝继高,叶康涛,陆正飞.谁是更积极的监督者:非控股股东董事还是独立董事[J].经济研究,2015,(9):170-184.
- [26]Adams, R. B., and D. Ferreira. A Theory of Friendly Boards[J]. Journal of Finance, 2007,62(1):217-250.
- [27]Aghion, P., and J. Tirole. Formal and Real Authority in Organizations[J]. Journal of Political Economy, 1997, 105(1):1-29.

- [28]Almazan, A., and J. Suarez. Entrenchment and Severance Pay in Optimal Governance Structures [J]. *Journal of Finance*, 2003,58(2):519–547.
- [29]Baek, J. S., J. K. Kang, and I. Lee. Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols[J]. *Journal of Finance*, 2006,61(5):2415–2449.
- [30]Baek, J. S., J. K. Kang, and K. S. Park. Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004,71(2):265–313.
- [31]Baldenius, T., N. Melumad, and X. Meng. Board Composition and CEO Power [J]. *Journal of Financial Economics*, 2014,112(1):53–68.
- [32]Bennedsen, M., and D. Wolfenzon. The Balance of Power in Closely Held Corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000,58(1–2):113–139.
- [33]Bolton, P. Von Thadden. Blocks, Liquidity, and Corporate Control[J]. *Journal of Finance*, 1998,53(1):1–25.
- [34]Cai, J., J. L. Garner, and R. A. Walkling. Electing Directors[J]. *Journal of Finance*, 2009,64(5):2389–2421.
- [35]Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J]. *Journal of Financial Economics*, 2000,58(1–2):81–112.
- [36]Dyck, A., and L. Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison [J]. *Journal of Finance*, 2004,59(2):537–600.
- [37]Faccio, M., and L. H. P. Lang. The Ultimate Ownership of Western European Corporations [J]. *Journal of Financial Economics*, 2002,65(3):365–395.
- [38]Fama, E. F., and M. C. Jensen. Separation of Ownership and Control [J]. *Journal of Law and Economics*, 1983,26(2):301–325.
- [39]Fos, V., and M. Tsoutsoura. Shareholder Democracy in Play: Career Consequences of Proxy Contests [J]. *Journal of Financial Economics*, 2014,114(2):316–340.
- [40]Fos, V., K. Li, and M. Tsoutsoura. Do Director Elections Matter [J]. *Review of Financial Studies*, 2017,31(4):1499–1531.
- [41]Gomes, A. R., and W. Novaes. Sharing of Control as a Corporate Governance Mechanism [R]. PIER Working Paper, 2005.
- [42]Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO[J]. *American Economic Review*, 1998,88(1):96–118.
- [43]Jensen, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems [J]. *Journal of Finance*, 1993,48(3):831–880.
- [44]Jiang, G., C. M. C. Lee, and H. Yue. Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010,98(1):1–20.
- [45]Jiang, W., H. Wan, and S. Zhao. Reputation Concerns of Independent Directors: Evidence from Individual Director Voting[J]. *Review of Financial Studies*, 2015,29(3):655–696.
- [46]King, G., and L. Zeng. Logistic Regression in Rare Events Data[J]. *Political Analysis*, 2001,9(2):137–163.
- [47]Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley. Performance Matched Discretionary Accrual Measures [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005,39(1):163–197.
- [48]La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. Corporate Ownership Around the World [J]. *Journal of Finance*, 1999,54(2):471–517.
- [49]Lemmon, M. L., and K. V. Lins. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis[J]. *Journal of Finance*, 2003,58(4):1445–1468.
- [50]Lin, K., J. D. Piotroski, Y. G. Yang, and J. S. Tan. Voice or Exit? Independent Director Decisions in an Emerging Economy[EB/OL]. [https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2166876](https://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2166876), 2012.

- [51]Liu, Q., T. Luo, and G. G. Tian. Family Control and Corporate Cash Holdings: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015,31:220–245.
- [52]Ma, J., and T. Khanna. Independent Directors' Dissent on Boards: Evidence from Listed Companies in China [J]. *Strategic Management Journal*, 2016,37(8):1547–1557.
- [53]Nenova, T. The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross–Country Analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003,68(3):325–351.
- [54]Raheja, C. G. Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2005,40(2):283–306.
- [55]Schwartz–Ziv, M., and M. S. Weisbach. What Do Boards Really Do? Evidence from Minutes of Board Meetings[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013,108(2):349–366.
- [56]Tang, X., J. Du, and Q. Hou. The Effectiveness of the Mandatory Disclosure of Independent Directors' Opinions: Empirical Evidence from China[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2013,32(3):89–125.
- [57]Yermack, D. Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors[J]. *Journal of Finance*, 2004,59(5):2281–2308.

## Over–Appointment of Directors, Opportunism of Large Shareholders and Director Voting

ZHENG Zhi–gang, HU Xiao–ji, HUANG Ji–cheng

(School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

**Abstract:** Over time, the quantity and supervision effect of director dissension has been less in practice. As a potential cause for such phenomenon, the existence of over–appointment of directors often constitutes a serious interference of the director dissension in performing the supervisory duties. This paper empirically examines how the controlling shareholder's over–appointment of directors affects director dissension behavior and monitoring effect using the A share data during the period from 2006 to 2015. The study of this paper finds that the higher the proportion of controlling shareholders' over–appointing directors, the lower the possibility that directors vote against board proposals. A standard deviation change in the degree of over–appointment of directors will reduce the odds ratio of director dissension by 17%. The evidence from the previous researches shows that the director dissension can improve the economic performance and reduce the tunneling of larger shareholders in the way of fund embezzlement. But we find that director dissension loses effectiveness when controlling shareholders overly appoint directors. Therefore, whether the controlling shareholders overly appoint directors becomes an important precondition for the supervisory effect of the director dissension. The research not only provides direct evidence for the fact that the controlling shareholders over–appointing director is the opportunistic appearance of the major shareholder from the perspective of the director dissension, but also identifies the preconditions for the supervisory effect of the director dissension. Therefore, in the practice of corporate governance, so as to improve the effectiveness of board monitoring, we should not only encourage directors to dissent in terms of culture, but also ensure balances between different shareholders' force in institutional design to avoid major shareholder opportunism.

**Key Words:** over–appointment of directors; controlling shareholder; opportunism of large shareholders; directors' voting behavior

**JEL Classification:** G32 M21 G30

[责任编辑:覃毅]