

谁是更积极的监督者:非控股股东董事还是独立董事?*

祝继高 叶康涛 陆正飞

内容提要:本文基于中国强制披露的董事会投票数据,从董事会决策的视角,对比分析了非控股股东董事和独立董事对控股股东和管理层的监督行为差异。本文发现,相比控股股东董事和内部董事,非控股股东董事更有可能投非赞成票,而独立董事更不可能投非赞成票。本文还发现,非控股股东董事在业绩差的企业和国有企业中更有可能投非赞成票;独立董事在业绩差的企业中更有可能投非赞成票,但在国有企业中更不可能投非赞成票。上述结果表明,在业绩差的企业和国有企业中,非控股股东董事的监督作用更为明显,而独立董事的监督行为则表现出很强的风险规避倾向。进一步研究还发现,董事投非赞成票能够改善公司未来会计业绩。总之,本文的研究结论表明,在股权集中且投资者保护较弱的情形下,非控股股东董事比独立董事能够更好地监督控股股东和管理层。

关键词:非控股股东董事 独立董事 董事投票

一、引言

当公司的所有权和经营权分离时,股东和管理层存在潜在的利益冲突(Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997),这就是典型的第一类代理问题。在转型经济国家,股权集中且投资者保护薄弱,除了第一类代理问题,控股股东与小股东之间也存在严重的利益冲突(La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000),即为第二类代理问题。两类代理问题的存在降低了公司经营效率,损害了股东价值。作为解决代理问题的机制之一,独立董事制度被世界各国证券监管机构先后采纳,寄望于通过独立董事的监督作用来约束控股股东和管理层的机会主义行为。另外,在股权制衡结构下,持股比例较高的非控股股东往往会向公司派驻董事,并通过董事会对控股股东和管理者进行监督和制衡,维护自身利益(Schwartz-Ziva & Weisbach, 2013)。根据本文统计,在中国上市公司董事会中,代表非控股股东的董事(以下简称“非控股股东董事”^①)占比为19%,独立董事占比为35%。可见,非控股股东董事和独立董事构成了中国上市公司董事会的两大重要组成部分。那么,这两类董事谁能更好地监督控股股东和管理层呢?现有文献并没有回答这个问题。

为了提高董事会决策有效性,保护投资者利益,从2004年开始中国A股上市公司要求强制披露董事会投票表决数据。《深圳证券交易所股票上市规则(2004年修订)》和《上海证券交易所股票上市规则(2004年修订)》规定:上市公司董事会决议涉及重大事项的,需要披露董事会决议公告。董事会决议公告需要披露:“每项提案获得的同意、反对和弃权的票数,以及有关董事反对或

* 祝继高,对外经济贸易大学国际财务与会计研究中心/国际商学院,邮政编码:100029,电子信箱:zhujigao@gmail.com;叶康涛(通讯作者),中国人民大学商学院,邮政编码:100872,电子信箱:yekangtao@rbs.org.cn;陆正飞,北京大学光华管理学院,邮政编码:100871,电子信箱:zflu@gsm.pku.edu.cn。本文受到国家自然科学基金项目(71472042、71072145、71132004、71102077、71332007)和财政部“会计名家培养工程”(财政部财会[2013]27号文)的资助。感谢匿名审稿人的评审意见,文责自负。

^① 需要说明的是,本文中的“非控股股东董事”主要指在其他股东单位(除第一大股东单位之外)任职的董事。

者弃权的理由”，“需要独立董事事前认可或独立发表意见的，说明事前认可情况或所发表的意见”。上述规定使得我们能够直接观测到董事的具体监督行为，即针对董事会议案表决投票并发表具体意见。西方国家上市公司的董事表决情况通常并不强制披露，也很少自愿披露，因此，已有学术研究很难观察到董事会内部的决策过程，从而实证研究结果的推断或者理论模型的假设可能并不符合董事会的真实决策行为，也就很难判断董事监督有效性(Adams et al., 2010; Schwartz-Ziva & Weisbach, 2013)。中国独特的强制披露的董事会投票数据为研究不同类型董事(尤其是非控股股东董事和独立董事)的监督行为、揭开董事会运作的黑箱提供了很好的机会。

本文旨在从董事会视角分析在董事会决策中，非控股股东董事和独立董事如何监督控股股东和管理层。相比已有的研究，本文贡献体现在以下几个方面：第一，现有关于中国董事会投票的研究以独立董事投票为研究对象，尚无文献研究其他类型董事的投票行为。更重要的是，其他类型董事(特别是非控股股东董事)和独立董事在董事产生过程、行为动机和行为后果上都存在显著差异。本文将董事按其来源分为内部董事、控股股东董事、非控股股东董事和独立董事，对比分析了非控股股东董事和独立董事的投票行为差异，深化了我们对董事会投票行为的认识，拓展了董事会决策过程的研究。第二，已有文献对于非控股股东的研究较少，而且主要聚焦在股权制衡方面(陈信元、汪辉, 2004; 郑志刚等, 2007; 洪剑峭、薛皓, 2009; 李琳等, 2009)。这些研究通常是将股权制衡度与公司价值、公司风险或者会计信息质量等进行回归，未能深入分析股权制衡发挥作用的途径和机制。本文通过研究非控股股东董事在董事会决策中的投票行为，指出非控股股东可以通过非控股股东董事的投票行为来发挥公司治理作用，有助于我们更好认识非控股股东在公司治理中的作用，并为有关股权制衡和公司绩效之间的相关性研究提供直接证据和中间传导机制分析。第三，在发达资本市场企业的董事会中，独立董事占据多数席位，因此西方现有研究也主要围绕独立董事展开。然而，中国上市公司董事会中独立董事比重要远低于发达资本市场，但存在相当比重的非控股股东董事。本文发现，非控股股东董事比独立董事发挥了更加积极的监督作用，这说明以往文献忽视非控股股东董事的监督作用，很可能极大地低估了中国上市公司董事会的总体监督效果。因此，本文研究进一步完善了 Hermalin & Weisbach(2003)的董事会研究理论分析框架，并有助于更好认识股权集中企业董事会的监督作用。第四，本文研究也有着重要的政策意义。本文结论表明，为了提高董事会监督职能，单纯提高独立董事比例未必能够起到效果，相反，提高非控股股东在董事会的代表性，反而可能是更为有效的董事会制度安排。这也为当前的混合所有制改革和国企董事会制度改革提供了有益的政策启发。

二、文献回顾

1. 董事会决策有效性研究

关于董事会决策的研究，现有文献主要考察董事会的决策总体是否有效和如何提高董事会的决策效率，但是关于董事类型如何影响董事会决策的研究较少，并且主要围绕独立董事展开。

Schwartz-Ziva & Weisbach(2013)使用 2007—2009 年以色列 11 家国有企业董事会会议纪要的数据发现，董事会的大部分时间都在监督企业管理者，而且是一个积极的监督者。这说明整体而言，董事会的决策是有效率的。但是，Schwartz-Ziva & Weisbach(2013)也发现，有 2.5% 的情形董事会部分或者完全反对 CEO 的提议。这么低比率的非赞成票表明，董事投票时会尽量与其他董事保持一致，这会损害董事会决策的有效性。Warther(1998)通过理论模型分析发现，采取以下措施可以提高董事会的有效性：制定基于企业业绩的董事会薪酬、保护董事会成员席位的安全、将信息集中于一位董事、董事会的信息公开并容易解读，而对于被董事会驱逐的董事进行补偿以及免除董事承担业绩下滑的责任并不能提高董事会决策有效性。

还有的研究考察了外部董事(主要指独立董事)能否提高董事会决策的有效性。例如,Gillette et al. (2003)的理论分析发现,当董事会主要由可靠的外部董事组成时,可以提高董事会决策效率。李建标等(2009)采用实验研究方法,发现在独立董事人数占优的董事会中引入序贯和惩罚机制后,董事会决策正确率比静态实验显著提高。

总体而言,现有文献或是没有考虑董事身份异质性对董事会决策效果的影响,或是主要考察独立董事的监督效果,而对于其他类型的董事(非独立董事)能否有效发挥监督职能,尚缺乏深入的探讨。

2. 独立董事投票行为研究

董事投票行为研究能够更好地打开董事会决策这个黑匣子,增进对各类董事监督行为的认识。Schwartz-Ziva & Weisbach(2013)采用以色列 11 家非公开的国有企业董事会会议纪要数据进行研究,发现年长的董事和行业经验更丰富的董事更有可能投非赞成票。但是他们的研究并没有区分董事的来源。近年来相关研究开始利用中国特有的上市公司强制公开披露的董事投票数据,考察董事投票的影响因素和经济后果。不过,现有研究都仅限于独立董事投票行为,尚未涉及对其他类型董事投票行为的研究。

(1) 独立董事投非赞成票的影响因素

独立董事投非赞成票的影响因素包括独立董事个人层面因素、议案因素和公司层面因素。就个人层面而言,现有的研究发现,独立董事的声誉、背景、报酬激励以及任职经历等会影响其投票行为。例如,唐雪松等(2010)、叶康涛等(2011)、Tang et al. (2013)和 Jiang et al. (2013)利用 A 股上市公司独立董事投票的数据发现,声誉越高(兼职的上市公司董事席位数量)、具有财务金融背景、任职时间早于董事长任职时间以及与公司注册地不在同一个地方的独立董事更有可能对管理层决策提出质疑;从公司获得的报酬越高的独立董事,投非赞成票的可能性越小。Du et al. (2012)发现,有政治关联的独立董事以及拥有所在公司行业经验的独立董事更有可能发表非赞同意见。就议案层面而言,独立董事的非赞成票主要集中在重大议案上。例如,唐清泉和罗党论(2006)对中国上市公司独立董事进行问卷调查,发现有 31% 的独立董事对公司重大关联交易、借款或资金往来、可能伤害中小股东权益的事项或不合理方案向董事会或股东大会发表了保留意见;有 36% 的独立董事发表了反对意见;还有 10% 无法发表意见。Tang et al. (2013)发现,独立董事的非赞成票主要集中在贷款担保、财务报告、关联交易和人事任免等关键事项上。就公司层面而言,独立董事投非赞成票主要出现在财务状况较差和代理成本高的公司。例如,Lin et al. (2012)发现,盈利能力较差的企业、高杠杆企业和低成长企业更有可能出现非赞成票。Ma & Khanna(2013)发现,规模小的公司、财务回报低的公司、高财务杠杆公司和股权集中度低的公司更有可能出现独立董事投非赞成票。Tang et al. (2013)指出,委托代理成本严重的公司更有可能出现独立董事投反对票。

(2) 独立董事投非赞成票的经济后果

现有的研究发现独立董事投非赞成票对于独立董事个人和公司都有显著的影响。独立董事投非赞成票会提高独立董事离职的概率(唐雪松等,2010;Ma & Khanna,2013),损害独立董事的收入(Ma & Khanna,2013)。但是,Jiang et al. (2013)认为,独立董事投非赞成票是一种积极的监督行为,能够增加独立董事从外部董事市场获得董事席位的几率。独立董事投非赞成票对公司最为直接的影响是改善被投非赞成票的议案。叶康涛等(2011)发现,在被公开投非赞成票的议案中,有 2/3 的事项在下一年有明显改善。Tang et al. (2013)发现,独立董事投非赞成票之后,公司的关联占款会减少、更不可能发放现金股利、银行贷款会减少、更有可能出现高管变更。而且,独立董事投非赞成票能够对投资者起到一定的警示作用(Du et al.,2012; Ma & Khanna,2013),也可以引起监管部门的注意,从而对上市公司实施有效的监督(Du et al.,2012;Lin et al.,2012)。

总之,现有研究对于董事会决策总体有效性和独立董事投票行为进行了相关研究,但是尚缺乏

对其他类型董事(非独立董事)投票行为的研究。本文通过比较非控股股东董事和独立董事的投票行为,考察了董事会成员身份异质性对公司治理的影响,填补了这一文献空白。

三、研究假设

1. 董事类型与董事投票行为

股权制衡(即存在持股比例较大的其他股东^①)可以对控股股东和管理层的机会主义行为产生有效制约。例如,陈信元、汪辉(2004)、白重恩等(2005)发现,股权制衡能提升企业价值。郑志刚等(2007)发现控股股东之外积极股东(第2-10大股东)的存在可以约束包括控股股东在内的内部人掏空行为。洪剑峭、薛皓(2009)发现,第二大股东的股权制衡能够显著改善企业的会计信息质量。李琳等(2009)指出,股权制衡能够显著降低公司业绩的波动性。非控股股东保护自身利益的一个十分重要手段是向董事会提名董事。《公司法》规定:“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东,可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会”;“临时提案的内容应当属于股东大会职权范围,并有明确议题和具体决议事项”(包括提名董事)。上述规定保证了非控股股东可以向股东大会提名董事。《公司法》还规定:“股东大会选举董事,可以依照公司章程的规定或者股东大会的决议,实行累积投票制。”2002年发布的《上市公司治理准则》(证监发[2002]1号)则做了更为明确的规定:“股东大会在董事选举中应积极推行累积投票制度。控股股东控股比例在30%以上的上市公司,应当采用累积投票制。”累积投票制在一定程度上有利于非控股股东提名的董事入选公司董事会,降低了控股股东和管理层对非控股股东董事任命过程的控制,保证了非控股股东董事的独立性。因此,当董事会议案可能损害到非控股股东的利益时,非控股股东董事为了其代表股东的利益,倾向于对这些议案投非赞成票。

独立董事的重要职责是监督控股股东和管理层的行为,保护投资者利益。中国证监会2001年颁布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(以下简称《指导意见》)规定:“独立董事应当按照相关法律法规、本指导意见和公司章程的要求,认真履行职责,维护公司整体利益,尤其要关注中小股东的合法权益不受损害。”但是,独立董事的投票行为会受到其能力和独立性的影响。一方面,相比其他类型的董事,独立董事无法充分掌握企业的内部信息(唐清泉、罗党论,2006)。这种信息弱势制约了独立董事履行监督职能的能力。另一方面,独立董事的独立性容易受到独立董事产生程序的影响。《指导意见》规定:“上市公司董事会、监事会、单独或者合并持有上市公司已发行股份1%以上的股东可以提出独立董事候选人,并经股东大会选举决定。”在独立董事的实际产生过程中,控股股东或管理层起着十分重要的影响(杨典,2012)。当公司控股股东掌握控制权时,公司的控股股东就掌握了独立董事的选择权(支晓强、童盼,2005);当公司管理层掌握控制权时,CEO会提名支持自己决策的独立董事(于东智,2003)。因此,独立董事会努力平衡其提名方股东(或管理层)和中小股东的利益,尤其是努力维持与控股股东和管理层良好的关系(Du et al., 2012),独立董事往往不愿意轻易对控股股东或管理层提出的议案投反对票或弃权票(支晓强和童盼,2005; Lin et al., 2012)。而且,独立董事也会努力维护董事会的“和谐”,不愿意在董事会中“挑事”(rock the boat),以免给外界留下“挑事者”的形象,不利于其在其他公司董事会中获得董事席位(Patton & Baker, 1987; 杨典, 2013)。

总之,非控股股东董事较强的独立性使得他们更有可能投非赞成票来监督控股股东董事和内部董事的行为。与非控股股东董事相比,独立董事面临的信息不对称程度更大,监督能力受到限制,而且独立董事的独立性更容易受到控股股东或管理层的影响。因此,相比控股股东董事和内部

^① 通常持股比例超过5%。

董事,独立董事投非赞成票的概率并不一定更高。基于上述分析,我们提出假设 1 和假设 2。

H1:相比控股股东董事和内部董事,非控股股东董事更有可能投非赞成票。

H2:相比控股股东董事和内部董事,独立董事投非赞成票的概率并不一定更高。

2. 企业业绩与董事投票行为

相比业绩好的公司,业绩差的公司通常面临的风险更大。这些风险可能是导致业绩下滑的原因,例如重大投资项目失败或者进行高风险的投资项目;也可能是业绩下滑引起的风险,例如因公司亏损造成投资者损失引起的法律诉讼。而且,较差的业绩还会增加公司被 ST 或退市的风险。另外,上市公司较差的业绩也许源于大股东的掏空行为(Jiang et al.,2010)。因此,为了保护其代表的非控股股东利益,此时非控股股东董事有很强的动机对控股股东董事和管理层实施有效监督。

对于独立董事而言,上市公司因业绩下滑带来的风险不仅可能会损害声誉(Jiang et al.,2013),还有可能使得独立董事面临直接经济损失,甚至法律诉讼(唐清泉和罗党论,2006)。根据现行的独立董事制度,独立董事从上市公司领取的津贴金额相对固定,也就是说,独立董事的风险与收益并不匹配。因此,独立董事对于其任职公司的风险格外关注。唐清泉和罗党论(2006)对独立董事的问卷调查发现,一旦独立董事任职上市公司出现潜在的高风险,有 74%的独立董事选择在董事会上采取强硬的建设性立场。Lin et al.(2012)发现,在业绩差的公司中更有可能出现独立董事投非赞成票。因此,当企业业绩较差时,独立董事为了维护自身声誉和防范风险会积极对大股东和管理层的机会主义行为进行监督。

总之,当企业业绩下滑时,非控股股东董事和独立董事均更有可能投非赞成票。基于上述分析,我们提出假设 3 和假设 4。

H3:相比业绩好的公司,在业绩差的公司中,非控股股东董事更有可能投非赞成票。

H4:相比业绩好的公司,在业绩差的公司中,独立董事更有可能投非赞成票。

3. 产权性质与董事投票行为

Shleifer(1998)指出,国有企业的委托代理问题更为严重,政府更有可能让国有企业成为政治家谋求个人利益的工具。国有企业的公司治理问题在转型经济的中国表现得更为突出,具体表现为公司治理水平更差,大股东的掏空动机更强,企业价值也更低。例如,徐晓东和陈小悦(2003)发现,相比第一大股东为国有的公司,第一大股东为非国有的公司盈利能力更强,企业价值更高。中山大学管理学院课题组(2008)通过问卷调查发现,私有产权控股的非上市公司治理水平要优于国有产权控股的非上市公司运作水平,具体表现为董事会规模更小,决策更有效率。Gul et al.(2010)指出,当企业的最终控制人为国有时,企业的公司治理机制更有可能失效,控股股东的掏空行为也会更加明显。因此,我们预期国有企业中的非控股股东董事更有可能进行积极监督以维护其代表股东的利益。

虽然国有企业的委托代理问题更为严重,但是国有企业的风险相对小。首先,由于预算软约束问题的存在,政府并不会让亏损国有企业破产,而是给予财政补贴和信贷支持等(Lin & Li,2008)。其次,国有企业在违规时受到的处罚也更小。陈冬华等(2012)指出中国证券市场存在选择性执法,违规企业的国有背景影响了执法力度,相比民营企业,国有企业面临的处罚更轻。国有企业风险的降低使得独立董事承担的风险较小,当企业出现危机时独立董事个人声誉受到的损失也更小。由于在国有企业中独立董事面临的声誉损失和承担风险的可能性均更小,为了保留独立董事席位,独立董事的监督动机不足。

因此,在国有企业中,非控股股东董事更有可能投非赞成票以维护其代表股东的利益,而独立董事由于面临风险较低,会倾向于与控股股东和管理层保持良好的关系,较少投非赞成票。基于上述分析,我们提出假设 5 和假设 6。

H5:相比非国有企业,在国有企业中,非控股股东董事更有可能投非赞成票。

H6:相比非国有企业,在国有企业中,独立董事更不可能投非赞成票。

四、研究设计与描述性统计

1. 研究样本

本文的研究样本是2006—2011年存在董事投非赞成票的A股上市公司。本文借鉴Jiang et al. (2013)的研究设计,采用“公司—年度—董事—议案”的数据结构进行分析,采用该数据结构可以分析不同董事就同一议案的投票行为差异,这相当于构造了一个按照公司特征和议案特征进行配对的样本,可以缓解以往研究中常见的遗漏变量和内生性问题。本文删除了金融行业和主要研究变量缺失的观测,共得到9899个“公司—年度—董事—议案”观测值(3719个“公司—年度—董事”观测值)。本文中的董事投票数据从上市公司董事会公告中手工收集,董事类型(内部董事、控股股东董事、非控股股东董事)、财务/会计背景、法律背景和政治关联数据从上市公司年报中手工收集,董事的其他个人特征信息、公司治理数据和财务数据来源于CSMAR数据库。

2. 变量定义(见表1)

董事投非赞成票(Vote)。本文将董事的投票意见类型分为同意、保留、反对、无法表示、弃权、其他。我们将“同意”之外的“保留”、“反对”、“无法表示”、“弃权”和“其他”等意见都定义为非赞成票。与叶康涛等(2011)一致,我们认为“其他”也属于非赞成意见。^①如果董事对某一议案投非赞成票,则Vote取值为1,否则为0。

董事类型。本文将中国上市公司董事根据来源划分为以下类型。(1)内部董事:仅在上市公司任职的董事;(2)控股股东董事:除在上市公司董事会任职之外,还在上市公司第一大股东单位任职的董事;(3)非控股股东董事:除在上市公司董事会任职之外,还在上市公司非控股股东单位(除第一大股东之外的其他股东单位)任职的董事;(4)独立董事。

3. 研究模型

我们借鉴Jiang et al. (2013)的方法,采用logit回归模型分析不同类型董事投非赞成票的倾向,并在回归模型中控制董事个人特征和议案固定效应。具体而言,为了检验假设1和2,我们采用模型(1)作为回归模型:

$$Vote = a_0 + a_1 NonControl + a_2 Independent + a_3 Share + a_4 Age + a_5 Tenure + a_6 Seats + a_7 Female + a_8 Finance + a_9 Law + a_{10} Political + \text{议案的固定效应} + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验假设3和4,我们采用模型(2)作为回归模型:

$$Vote = b_0 + b_1 NonControl + b_2 Independent + b_3 RankROA + b_4 NonControl \times RankROA + b_5 Independent \times RankROA + b_6 Share + b_7 Age + b_8 Tenure + b_9 Seats + b_{10} Female + b_{11} Finance + b_{12} Law + b_{13} Political + \text{议案的固定效应} + \varepsilon \quad (2)$$

为了检验假设5和6,我们采用模型(3)作为回归模型:

$$Vote = c_0 + c_1 NonControl + c_2 Independent + c_3 State + c_4 NonControl \times State + c_5 Independent \times State + c_6 Share + c_7 Age + c_8 Tenure + c_9 Seats + c_{10} Female + c_{11} Finance + c_{12} Law + c_{13} Political + \text{议案的固定效应} + \varepsilon \quad (3)$$

^① 叶康涛等(2011)认为,虽然“其他”类意见未明确提出反对意见或者弃权,但是独立董事如果发表此类意见,往往表示他对于有关董事会决议存在不同看法,这对于公司的经营决策有一定的监督作用。如果把“其他”从非赞成意见中剔除,研究结论保持不变。

祝继高等:谁是更积极的监督者:非控股股东董事还是独立董事?

表 1 变量定义

Panel A: 董事层面的变量	
Vote	董事对某一议案投非赞成票 = 1, 否则 = 0
Internal	内部董事 = 1, 否则 = 0
Control	控股股东董事 = 1, 否则 = 0
NonControl	非控股股东董事 = 1, 否则 = 0
Independent	独立董事 = 1, 否则 = 0
Share	董事持股比率
Age	log(董事年龄)
Tenure	任现职的年限 = T 年 - 董事任现职的起始年份 ^①
Seats	A 股上市公司中拥有的董事席位数量, 包括在本公司和其他公司
Female	女性董事 = 1, 否则 = 0
Finance	董事具有财务和会计背景 = 1, 否则 = 0
Law	董事具有法律背景 = 1, 否则 = 0
Political	董事具有政治关联背景(曾任或者现任人大代表、政协委员和政府官员) = 1, 否则 = 0
Panel B: 公司层面的变量	
CompanyVote	存在非赞成票 = 1, 否则 = 0
InternalVote	内部董事投非赞成票 = 1, 否则 = 0
ControlVote	控股股东董事投非赞成票 = 1, 否则 = 0
NonControlVote	非控股股东董事投非赞成票 = 1, 否则 = 0
IndVote	独立董事投非赞成票 = 1, 否则 = 0
OtherVote	存在非赞成票, 但不知道投票董事类型 = 1, ^② 否则 = 0
Indratio	独立董事比率
Board Size	董事会规模
CEO Duality	董事长和 CEO 两职合一 = 1, 否则 = 0
C/V	控股股东的投票权 - 控股股东的现金流量权
Firstratio	第一大股东持股比率
Secondratio	第二大股东至第五大股东持股比率
Maratio	管理层持股比率
Instratio	机构投资者持股比率
State	国有企业 = 1, 否则 = 0
Firm Size	log(期末总资产)
Leverage	负债/总资产
ROA	净利润/总资产
RankROA	T-1 年 ROA 大于年度行业中值 = 1, 否则 = 0。参照《上市公司行业分类指引》, 制造业采用二级代码, 其他行业采用一级代码
Controldratio	控股股东董事人数/董事会规模

① 因为 CSMAR 数据库从 1998 年开始提供详细的董事任职信息, 所以如果董事任现职起始年份早于 1998 年, 我们将董事任现职的开始年份设定为 1998 年。

② 在本文的样本中, 存在上市公司仅披露了董事会决议存在非赞成票, 但未披露投非赞成票董事的情形。

其中,各变量的定义见表1。本文还将议案分为“人事变动事项”、“董事和高管薪酬事项”、“年度报告事项”、“关联交易事项”、“担保事项”、“投资收购事项”、“审计事项”、“股权变动事项”、“募集资金事项”、“资产变动事项”、“股权分置改革事项”和“其他事项”12种议案类型,并设置了11个议案类型虚拟变量放入回归模型中,以控制议案的固定效应。需要说明的是,由于本文独特的公司内配对样本构造方法,使得投非赞成票董事和投赞成票董事所在的企业特征基本一致,因此这里无需控制企业层面特征变量。

4. 描述性统计

表2中的Panel A对董事投票事项类型与投票意见类型进行了描述性统计。从中可知,人事变动、年度报告、投资收购和担保是董事会议案中投非赞成票的主要事项,上述事项也是股东与管理层、控股股东与非控股股东利益冲突较为集中的事项。这也体现出投非赞成票是董事履行监督职责的重要手段。在所有存在非赞成票的议案中,86.28%投票意见为同意,7.44%的投票意见为弃权,5.80%的投票意见为反对,0.06%的投票意见为保留,0.04%的投票意见为无法表示意见,还有0.38%的投票意见为其他。表2中的Panel B对董事类型与投票意见类型进行了描述性统计。我们可以发现,非控股股东董事投非赞成票的比率最高为23.99%;内部董事投非赞成票的比率为13.91%;控股股东董事投非赞成票的比率为10.66%;独立董事投非赞成票的比率最低为9.75%。^①上述结果表明,在董事会议案投票表决中,相比独立董事,非控股股东董事具有较强的独立性,更有可能投非赞成票。

表2 董事投票事项类型、董事类型与投票意见的描述性统计

事项\意见	同意	保留	反对	无法表示	弃权	其他	合计
Panel A: 董事投票事项类型与投票意见类型							
1. 人事变动	1443	0	115	1	114	10	1683
2. 董事和高管薪酬	173	0	17	0	20	0	210
3. 年度报告	1201	2	53	0	99	5	1360
4. 关联交易	238	0	9	0	38	0	285
5. 担保	593	1	41	0	61	1	697
6. 投资收购	1199	0	79	0	124	11	1413
7. 审计	227	1	23	0	17	1	269
8. 股权变动	339	0	24	0	32	6	401
9. 募集资金	575	0	45	0	43	0	663
10. 资产变动	500	0	37	1	37	1	576
11. 其他	1993	2	130	0	146	3	2274
12. 股权分置改革	60	0	1	2	5	0	68
合计	8541	6	574	4	736	38	9899
Panel B: 董事类型与投票意见类型							
内部董事	2105	0	149	0	178	13	2445
控股股东董事	1818	1	78	0	130	8	2035
非控股股东董事	1454	1	231	1	217	9	1913
独立董事	3164	4	116	3	211	8	3506
合计	8541	6	574	4	736	38	9899

注:其他事项包括公司章程、董事会议事规则、股东大会、利润分配和转增、清理资金占用、退市风险、债务、管理变动、机构调整、资产减值转回、会计差错调整、会计追溯调整、责任险等。

^① 当控股股东与管理层存在利益冲突时,控股股东董事和内部董事(代表管理层利益)也会倾向于对相关议案投非赞成票。例如,国美电器中控股股东黄光裕与以陈晓为代表的管理层之间的利益冲突就是典型案例(祝继高和王春飞,2012)。

表3是主要变量的描述性统计。Vote的均值为0.137,说明存在非赞成票的董事会议案表决中,有13.7%为非赞成票。在董事会结构中,内部董事占比为24.7%,控股股东董事占比为20.6%;非控股股东董事占比为19.3%;独立董事占比为35.4%。在本文的样本中,董事会平均规模为10.27人,即在每个董事会中,约有两名非控股股东董事、四名独立董事。这表明无论是人数规模还是相对比率,非控股股东董事和独立董事均是中国上市公司董事会的重要组成部分。董事平均持股比率为0.2%,在上市公司任现职的平均年限是3.55年,拥有的董事席位数平均为1.15个。女性董事比率为10.3%,拥有财务和会计背景的董事比率为40.6%,拥有法律背景的董事比率为6.9%,拥有政治关联背景的董事比率为11.5%。在表3中,我们还将样本观测根据董事是否投非赞成票进行了划分。从中可知,非控股股东董事投非赞成票的比率更高,控股股东董事和独立董事投非赞成票的比率更低。持股比率高、任现职年限长、拥有更多董事席位的董事更有可能投非赞成票。财务/会计背景的董事更不可能投非赞成票。

表3 主要变量的描述性统计

	均值			T 检验	中值			Z 检验
	(1) 全样本	(2) Vote = 0	(3) Vote = 1	(2) - (3)	(4) 全样本	(5) Vote = 0	(6) Vote = 1	(5) - (6)
Vote	0.137				0.000			
Internal	0.247	0.246	0.250	-0.31	0.000	0.000	0.000	-0.31
Control	0.206	0.213	0.160	4.87***	0.000	0.000	0.000	4.49***
NonControl	0.193	0.170	0.338	-12.45***	0.000	0.000	0.000	-14.54***
Independent	0.354	0.370	0.252	9.20***	0.000	0.000	0.000	8.49***
Share	0.002	0.002	0.004	-2.38**	0.000	0.000	0.000	-2.98***
Age	3.867	3.867	3.867	-0.04	3.850	3.850	3.850	-0.73
Tenure	3.549	3.468	4.063	-8.38***	3.000	3.000	3.000	-8.35***
Seats	1.148	1.144	1.169	-1.77*	1.000	1.000	1.000	-2.43**
Female	0.103	0.104	0.094	1.23	0.000	0.000	0.000	1.19
Finance	0.406	0.413	0.363	3.46***	0.000	0.000	0.000	3.45***
Law	0.069	0.070	0.061	1.23	0.000	0.000	0.000	1.17
Political	0.115	0.116	0.107	1.02	0.000	0.000	0.000	0.99
RankROA	0.549	0.551	0.537	0.99	1.000	1.000	1.000	0.99
State	0.637	0.640	0.622	1.32	1.000	1.000	1.000	1.32
观测值数	9899	8541	1358		9899	8541	1358	

注: *、**、和*** 分别表示在10%、5%和1%水平上显著(以下各表同)。

五、主要结果分析

1. 董事投票行为分析

在表4中,我们主要分析相比控股股东董事和内部董事,非控股股东董事和独立董事投非赞成票的倾向。由模型1可知,NonControl的系数显著为正,说明相比控股股东董事、内部董事和独立董事,非控股股东董事更有可能投非赞成票。由模型2可知,Independent的系数显著为负,说明相比控股股东董事、内部董事和非控股股东董事,独立董事更不可能投非赞成票。在模型3中,我们同时在回归模型中放入NonControl和Independent,此时NonControl的系数依然显著为正,说明相比

表 4 董事类型与董事投票

因变量 = Vote	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
NonControl	0.952*** (14.42)		0.864*** (12.05)	1.144*** (10.57)	0.676*** (5.77)	0.967*** (6.55)
Independent		-0.586*** (-7.66)	-0.246*** (-2.96)	-0.074 (-0.66)	-0.002 (-0.02)	0.206 (1.36)
RankROA				0.103 (1.11)		0.101 (1.08)
NonControl × RankROA				-0.479*** (-3.33)		-0.459*** (-3.18)
Independent × RankROA				-0.323** (-2.20)		-0.354** (-2.40)
State					-0.054 (-0.55)	-0.038 (-0.38)
NonControl × State					0.316** (2.15)	0.279* (1.88)
Independent × State					-0.396*** (-2.61)	-0.429*** (-2.82)
Share	2.943** (2.51)	2.963** (2.57)	2.774** (2.36)	2.750** (2.33)	3.025** (2.55)	2.997** (2.52)
Age	-0.070 (-0.41)	0.050 (0.28)	0.050 (0.28)	0.038 (0.21)	0.057 (0.32)	0.042 (0.23)
Tenure	0.104*** (8.77)	0.083*** (7.17)	0.098*** (8.23)	0.097*** (8.16)	0.100*** (8.36)	0.099*** (8.29)
Seats	0.208*** (3.38)	0.282*** (4.50)	0.252*** (3.98)	0.260*** (4.11)	0.243*** (3.83)	0.249*** (3.94)
Female	-0.069 (-0.67)	-0.027 (-0.27)	-0.046 (-0.45)	-0.036 (-0.35)	-0.048 (-0.47)	-0.038 (-0.36)
Finance	-0.174*** (-2.71)	-0.083 (-1.27)	-0.131** (-1.99)	-0.135** (-2.05)	-0.138** (-2.09)	-0.142** (-2.15)
Law	0.030 (0.24)	0.189 (1.43)	0.147 (1.10)	0.127 (0.95)	0.153 (1.15)	0.139 (1.04)
Political	-0.045 (-0.46)	-0.053 (-0.55)	-0.043 (-0.44)	-0.056 (-0.57)	-0.046 (-0.47)	-0.058 (-0.59)
Constant	-2.448*** (-3.11)	-2.522*** (-3.16)	-2.857*** (-3.56)	-2.952*** (-3.66)	-2.798*** (-3.47)	-2.890*** (-3.56)
议案固定效应	控制					
观测值数	9899					
pseudo R ²	0.0390	0.0222	0.0401	0.0422	0.0427	0.0448

注：括号中是 Z 值。

控股股东董事和内部董事,非控股股东董事更有可能投非赞成票,以上结论支持假设 1; Independent 的系数显著为负,说明相比控股股东董事和内部董事,独立董事更不可能投非赞成票,支持假设 2。表 4 的模型 3 中还对 NonControl 和 Independent 的系数大小进行了统计检验,结果表明 NonControl 和 Independent 的系数差异在 1% 水平下显著(卡方值为 167.82, p 值为 0.000)。这表明,非控股股东董事比独立董事更有可能投非赞成票,换言之,非控股股东董事比独立董事更有动机或能力去监督控股股东和管理层。需要强调的是,上述结果并没有否认独立董事的监督作用,而是说明相比独立董事,非控股股东董事的监督行为更积极。

为了检验假设 3 和假设 4,我们采用上一年的总资产收益率(ROA)的高低来衡量企业业绩。RankROA 为虚拟变量,当上一年度 ROA 高于年度行业中值时,其值取 1,否则其值取 0。在表 4 的模型 4 中,NonControl \times RankROA 系数显著为负,说明相比业绩好的企业,在业绩差的企业中,非控股股东董事更有可能投非赞成票,假设 3 获得支持。Independent \times RankROA 系数显著为负,意味着相比业绩好的企业,在业绩差的企业中,独立董事更有可能投非赞成票,支持假设 4。上述结果表明,当企业业绩下滑时,非控股股东董事加强了对控股股东和管理层的监督;独立董事出于规避风险的目的,也加强了对控股股东和管理层的监督,以维护自身声誉和防范法律诉讼风险。

在表 4 的模型 5 中,我们分析企业的产权性质对于董事投票行为的影响。NonControl \times State 系数显著为正,说明相比非国有企业,在国有企业中非控股股东董事更有可能投非赞成票,支持了假设 5。Independent \times State 系数显著为负,表明相比非国有企业,在国有企业中独立董事更不倾向于投非赞成票,上述结论支持了假设 6。表 4 中模型 5 的结果表明,在委托代理问题突出的国有企业中,非控股股东董事更有可能投非赞成票,能够较独立董事更好地发挥监督职责。

为了避免可能的遗漏变量问题,在表 4 模型 6 中,我们将 RankROA、NonControl \times RankROA、Independent \times RankROA、State、NonControl \times State 和 Independent \times State 放在同一模型中回归,主要研究结论保持不变。我们还发现,持股比率高、任现职年限长、拥有董事席位多的董事更有可能投非赞成票,具有财务/会计背景的董事更不可能投非赞成票。

2. 控制样本选择性偏差

表 4 的研究样本未包括不存在董事投非赞成票的 A 股上市公司,这可能会导致样本存在选择性偏差。因此,我们以全部 A 股上市公司(剔除金融业上市公司)为研究对象。本文的样本中虚拟变量 CompanyVote 的均值为 6.2%,表明有 6.2% 的样本观测存在董事投非赞成票。我们参照叶康涛等(2011)和 Tang et al. (2013)的做法,采取处理效应模型(treatment effect model)来控制样本的选择性偏差。处理效应模型的第一阶段以 probit 回归分析哪些公司更可能出现董事投非赞成票,估计出 inverse mills ratio(用 Lambda 表示)带入到第二阶段回归中,以控制样本选择性偏差。

我们借鉴 Tang et al. (2013)的做法,在第一阶段回归模型中控制了独立董事比率(Indratio)、董事会规模(Board Size)、董事长和总经理两职合一(CEO Duality)、公司投票权和现金流量权分离程度(C/V)、第一大股东持股比率(Firstratio)、第二大股东至第五大股东持股比率(Secondratio)、管理层持股比率(Maratio)、机构投资者持股比率(Instratio)、企业产权性质(State)、董事会中控股股东董事的比率(Controldratio)等公司治理变量,企业规模(Firm Size)、资产负债率(Leverage)和会计业绩(ROA)等财务变量以及行业和年度固定效应。处理效应模型第一阶段回归结果显示(见本文第六部分表 5 中的模型 1),董事会规模大、董事长和总经理两职合一、第一大股东持股比率低、第二大股东至第五大股东持股比率高、国有企业、企业规模小、资产负债率高、会计业绩差和控股股东派驻董事比率高的公司更有可能出现董事投非赞成票。在处理效应模型第二阶段,我们在回归模

型中控制了 Lambda,发现论文表4中的结论依然成立(限于篇幅,未报告)。

3. 其他稳健性检验(限于篇幅,未报告)

前文中假定控股股东董事和非控股股东董事代表不同股东的利益,但是可能存在控股股东董事与非控股股东董事是一致行动人的情形。我们借鉴魏明海等(2013)的方法,对可能存在一致行动人的情形做了具体的划分:(1)产权关系:控股股东与非控股股东属于同一控制人,或者控股股东与非控股股东存在持股关系;(2)亲缘关系:控股股东(控股股东的控制人)和非控股股东(非控股股东控制人)是亲属,或者控股股东董事与非控股股东董事是亲属;(3)任职关系:控股股东和非控股股东的高管存在交叉任职;(4)控股股东与非控股股东签订了一致行动人协议。我们根据上市公司年报披露的信息,手工整理了一致行动人数据,并依据一致行动人数据对董事类型进行了重新划分:如果某一非控股股东董事与控股股东董事是一致行动人,则将该非控股股东董事划分为控股股东董事。将董事分类进行重新调整后,本文表4中的结论依然保持不变。

我们发现,在存在非赞成票的董事会议案表决中,有13.7%为非赞成票;在2006—2011年上市公司中,有6.2%的样本观测存在董事投非赞成票。由于样本分布的不均衡,logit回归结论可能会受到影响。我们借鉴King & Zeng(2001)提出的稀有事件逻辑回归(logistic regression for rare events)方法,对表4进行了重新回归,主要结论依然成立。

六、进一步的讨论:董事投票的经济后果

叶康涛等(2011)和Tang et al.(2013)发现,独立董事投非赞成票对被投票公司业绩有积极的影响。然而,尚无研究考察董事会中其他类型董事投非赞成票对企业业绩的影响。鉴于独立董事是所有类型董事中投非赞成票概率最低的董事群体,因此,仅考察独立董事投票对公司业绩的影响,显然忽略了更积极投非赞成票的其他董事(特别是非控股股东董事),也使得我们不能全面认识董事会投票行为的经济后果。为了弥补这一研究空白,本部分进一步分析公司所有类型董事投票行为对于公司会计业绩改善的影响。我们以下一年会计业绩的变化值($ROA_{t+1} - ROA_t$)作为因变量,首先分析公司是否存在非赞成票(CompanyVote)对于企业业绩改善的影响;进一步,区分不同类型董事投非赞成票对于企业业绩改善的影响(各变量定义见表1)。

由于董事投票行为具有内生性,与叶康涛等(2011)、Tang et al.(2013)做法一致,我们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。表5中的模型1是处理效应模型的第一阶段回归,表5中的模型2和模型3是处理效应模型的第二阶段回归。在表5的模型2和模型3中,Lambda的系数显著为负,表明确实存在样本的选择偏差问题。表5模型2中的结果显示,在控制了样本选择偏差后,CompanyVote的系数为正,并在1%水平上显著。上述结果表明,董事投非赞成票能够对被投票公司起到一定的监督作用,改善未来会计业绩。在表5模型3中,我们按投非赞成票的董事类型进行了细分,我们发现NonControlVote和IndVote的系数均显著为正,说明非控股股东董事和独立董事投非赞成票对于企业会计业绩改善都具有积极的促进作用。^①总之,表5表明董事(包括非控股股东董事和独立董事)投非赞成票是一种积极的监督行为,能够改善公司业绩。

^① 为了检验被投非赞成票公司在T+1年会计业绩的改善是真实的业绩改善,而不是盈余管理,我们采用Kothari et al.(2005)提出的基于业绩匹配修正Jones模型来计算上市公司盈余管理程度,并在表5模型2和模型3中控制了T+1年的盈余管理程度,论文结论依然成立。

表 5 董事投票与未来业绩

因变量 =	模型 1	模型 2	模型 3
	CompanyVote _t	ROA _{t+1} - ROA _t	ROA _{t+1} - ROA _t
CompanyVote		0.822 *** (6.24)	
InternalVote			0.105 *** (3.38)
ControlVote			0.035 (1.31)
NonControlVote			0.068 *** (2.59)
IndVote			0.065 ** (2.39)
OtherVote			0.136 *** (3.82)
Indratio	0.355 (0.71)	-0.031 (-1.16)	0.000 (0.01)
Board Size	0.060 *** (4.60)	-0.007 *** (-5.84)	-0.002 *** (-3.29)
CEO Duality	0.108 * (1.75)	-0.015 *** (-4.53)	-0.006 * (-1.89)
C/V	0.302 (1.02)	-0.061 *** (-4.62)	-0.035 *** (-2.78)
Firstratio	-0.879 *** (-4.93)	0.076 *** (5.64)	0.018 ** (2.54)
Secondratio	0.371 * (1.68)	-0.018 * (-1.87)	0.013 (1.47)
Maratio	0.043 (0.09)	0.027 ** (2.22)	0.025 ** (2.29)
Instratio	0.186 (1.52)	-0.009 (-1.51)	0.006 (0.87)
State	0.092 * (1.67)	-0.014 *** (-4.94)	-0.005 ** (-2.14)
Firm Size	-0.081 *** (-3.62)	0.006 *** (3.03)	-0.002 (-1.40)
Leverage	0.151 ** (2.45)	0.046 *** (3.78)	0.081 *** (7.07)
ROA	-1.138 *** (-4.23)		
Controldratio	0.309 ** (2.35)		
Lambda		-0.404 *** (-6.25)	-0.056 *** (-3.74)
Constant	-0.715 (-1.46)	-0.112 *** (-3.75)	-0.001 (-0.06)
行业和年度固定效应	控制	控制	控制
观测值数	8906	8888	8888
pseudo R ²	0.0974		
R ²		0.1669	0.1100

注:模型 1 中括号里是 Z 值;模型 2 和模型 3 中括号里是 T 值;标准误差经聚类(cluster,按照公司聚类)和异方差调整。

七、研究结论

本文利用中国强制披露的董事会投票数据,对比分析了非控股股东董事和独立董事如何监督控股股东和管理层。研究发现,相比控股股东董事和内部董事,非控股股东董事更有可能投非赞成票,独立董事更不可能投非赞成票;非控股股东董事比独立董事更有可能投非赞成票。研究还发现,非控股股东董事在业绩差的企业和国有企业中更有可能投非赞成票,这表明在业绩差和代理问题更为严重的企业中,非控股股东董事更有可能投非赞成票制约控股股东和管理层的行为;独立董事在业绩差的企业中更有可能投非赞成票,但在国有企业中更不可能投非赞成票,体现出独立董事较强的风险规避倾向。本文还对董事投票的经济后果做了进一步研究,结果发现,董事投非赞成票能够改善公司会计业绩,这说明董事投非赞成票能对被投票公司起到积极的监督作用。总之,本文结论表明,在股权集中且投资者保护不足的情形下,非控股股东董事和独立董事发挥了积极的监督作用,但非控股股东董事比独立董事能够更好地监督控股股东和管理层。本文的研究结论揭开了

董事会运作的黑箱,丰富了我们对于董事会决策以及非控股股东董事和独立董事监督行为的认识。

本文的不足在于我们只能观察到董事显性的投票行为,但对董事私下对管理层或控股股东的监督和劝勉行为无法观察到。我们不排除有相当一部分董事可能会通过私下的劝勉和沟通行为达到监督大股东和管理层的目的。但受限于数据可获得性,我们留待未来获得更加丰富的董事会内部沟通数据之后,再展开进一步的研究。但我们相信即便针对显性(而且是极端的)董事投票行为,也能够帮助我们更好透视董事会运作过程,从而有助于我们更好改进上市公司治理结构设计。

参考文献

- 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜,2005:《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》第2期。
- 陈冬华、蒋德权、梁上坤,2012:《监管者变更与执法力度》,《中国会计与财务研究》第2期。
- 陈信元、汪辉,2004:《股东制衡与公司价值:模型及经验证据》,《数量经济技术经济研究》第11期。
- 洪剑峭、薛皓,2009:《股权制衡如何影响经营性应计的可靠性——关联交易视角》,《管理世界》第1期。
- 李建标、巨龙、李政、汪敏达,2009:《董事会里的“战争”序贯与惩罚机制下董事会决策行为的实验分析》,《南开管理评论》第6期。
- 李琳、刘凤委、卢文彬,2009:《基于公司业绩波动性的股权制衡治理效应研究》,《管理世界》第5期。
- 唐清泉、罗党论,2006:《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》,《中国工业经济》第1期。
- 唐雪松、杜军、申慧,2010:《独立董事监督中的动机——基于独立意见的经验证据》,《管理世界》第9期。
- 魏明海、黄琼宇、程敏英,2013:《家族企业关联大股东的治理角色》,《管理世界》第3期。
- 徐晓东、陈小悦,2003:《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》,《经济研究》第2期。
- 杨典,2012:《效率逻辑还是权力逻辑——公司政治与上市公司CEO强制离职》,《社会》第5期。
- 杨典,2013:《公司治理与企业绩效——基于中国经验的社会学分析》,《中国社会科学》第1期。
- 叶康涛、祝继高、陆正飞、张然,2011:《独立董事的独立性:基于董事会投票的证据》,《经济研究》第1期。
- 于东智,2003:《董事会、公司治理与绩效》,《中国社会科学》第3期。
- 郑志刚、孙艳梅、谭松涛、姜德增,2007:《股权分置改革对价确定与我国上市公司治理机制有效性的检验》,《经济研究》第7期。
- 支晓强、童盼,2005:《盈余管理、控制权转移与独立董事变更——兼论独立董事治理作用的发挥》,《管理世界》第11期。
- 中山大学管理学院课题组,2008:《控股股东性质与公司治理结构安排——来自珠江三角洲地区非上市公司的经验证据》,《管理世界》第6期。
- 祝继高、王春飞,2012:《大股东能有效控制管理层吗?》,《管理世界》第4期。
- Adams, R. B., B. E. Hermalin, and M. S. Weisbach, 2010, “The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey”, *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58—107.
- Classens, S., S. Djankov, and L. H. Lang, 2000, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation”, *Journal of Financial Economics*, 58(1—2), 81—112.
- Du, J., Q. He, and M. Rui, 2012 “Inside the Black Box of Board Room? China’s Corporate Governance Reform Experiment with the Independent Director System”, Working Paper.
- Gillette, A. B., T. H. Noe, and M. J. Rebbello, 2003, “Corporate Board Composition, Protocols, and Voting Behavior”, *Journal of Finance*, 58(5), 1997—2031.
- Gul, F. A., J. Kim, and A. A. Qiu, 2010, “Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China”, *Journal of Financial Economics*, 95, 425—442.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach, 2003, “Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature”, *FRBNY Economic Policy Review*, 9(1), 7—26.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305—360.
- Jiang, G., C. M. C. Lee, and H. Yue, 2010, “Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience”, *Journal of Financial Economics*, 98, 1—20.
- Jiang, W., H. Wan, and S. Zhao, 2013 “Reputation Concerns of Independent Directors: Evidence from Individual Director Voting”, Working Paper.

- King, G. , and L. Zeng, 2001, "Logistic Regression in Rare Events Data", *Political Analysis*, 9, 137—163.
- Kothari, S. P. , A. J. Leone, and C. E. Wasley, 2005, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures", *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163—197.
- La Porta, R. , F. Lopez-De-Dilanes, and A. Shleifer, 1999, "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, 54, 471—517.
- Lin, J. Y. , and Z. Li, 2008, "Policy Burden, Privatization and Soft Budget Constraint", *Journal of Comparative Economics*, 46, 29—65.
- Lin, K. , J. D. Piotroski, Y. G. Yang, and J. Tan, 2012, "Voice or Exit? Independent Director Decisions in an Emerging Economy", Working Paper.
- Ma, J. , and T. Khanna, 2013, "Independent Directors' Dissent on Boards: Evidence from Listed Companies in China", Working Paper.
- Patton, A. , and J. Baker, 1987, "Why do Directors Not Rock the Boat? ", *Harvard Business Review*, 65, 10—12.
- Schwartz-Ziva, M. , and M. S. Weisbach, 2013, "What Do Boards Really Do? Evidence from Minutes of Board Meeting", *Journal of Financial Economics*, 108(2), 349—366.
- Shleifer, A. , and R. W. Vishny, 1997, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52, 737—783.
- Shleifer, A. , 1998, "State Versus Private Ownership", *Journal of Economic Perspective*, 12, 133—150.
- Sun, S. L. , J. Zhu, and K. Ye, 2015, "Board Openness During an Economic Crisis", *Journal of Business Ethics*, 129, 363—377.
- Tang, X. , J. Du, and Q. Hou, 2013, "The Effectiveness of the Mandatory Disclosure of Independent Directors' Opinions: Empirical Evidence from China", *Journal of Accounting and Public Policy*, 32, 89—125.
- Warther, V. A. , 1998, "Board Effectiveness and Board Dissent: A Model of the Board's Relationship to Management and Shareholders", *Journal of Corporate Finance*, 4, 53—70.

Who Are More Active Monitors: Non-controlling Shareholder Directors or Independent Directors?

Zhu Jigao^a, Ye Kangtao^b and Lu Zhengfei^c

(a: University of International Business and Economics; b: Renmin University of China; c: Peking University)

Abstract: Using unique mandatory disclosure data on board voting behavior, this study examines the differences in voting behavior between non-controlling shareholder directors and independent directors on board decision making. This study finds that compared to controlling shareholder directors and inside directors, non-controlling shareholder directors are more likely to vote against board proposals while independent directors are less likely to vote against board proposals, non-controlling shareholder directors are more likely to vote against board proposals than independent directors. The paper also finds that, non-controlling shareholder directors are more likely to veto the board proposals in firms with worse performance and in state-owned firms. Independent directors are more likely to veto the board proposals in firms with worse performance and are less likely to veto the board proposals in state-owned firms. These findings suggest that in firms with worse performance and more severe agency problem, non-controlling shareholder directors play a more active role in monitoring controlling shareholder and management while independent directors exhibit risk-averse voting behavior on the board. Further analysis shows that directors' dissent voting can improve firms' future performance. In sum, the study suggests that non-controlling shareholder directors can better monitor controlling shareholder and management than independent directors within the context of highly concentrated ownership structure and weak investor protection.

Key Words: Non-controlling Shareholder Directors; Independent Directors; Directors' Voting Behavior

JEL Classification: G32, M10

(责任编辑:松木)(校对:小亮)