

母公司超额委派董事对子公司投资效率的双刃效应研究

张 阳,徐向艺

(山东大学 管理学院,山东 济南 250100)

[摘 要]基于 2010—2021 年中国沪深 A 股上市子公司数据,探究母公司超额委派董事对子公司投资效率的影响。研究结果表明,母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间呈倒 U 型关系。进一步分析发现,在子公司董事会规模较小、董事会互动强度较高以及子公司其他董事社会资本较低的样本中,母公司超额委派董事的治理效应更加显著;母公司超额委派董事通过监督效应、资源效应、信息沟通效应对子公司投资效率产生影响。异质性分析发现,非国有股权属性、多个大股东会强化母公司超额委派董事的积极治理作用。研究结论丰富了超额委派董事在公司治理领域的研究,为母子公司情境下提高子公司投资决策质量提供了经验证据与理论借鉴。

[关键词]母子公司;超额委派董事;投资效率;倒 U 型关系;董事会规模;国有股权

[中图分类号]F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2023)06-0045-10

一、引言

以母子公司为主体的企业集团在我国经济中占据重要地位,母子公司情境下的公司治理问题也受到了理论和实务界的关注。现有研究中,大多数学者聚焦于如何通过强化母公司对子公司的控制来实现集团整体效率的提升,而忽视了母公司过度控制给子公司带来的负面影响。在母子公司结构下,除显性的股权控制之外,母公司还可以通过委派董事实现对子公司的隐性控制。当母公司委派董事人数超过其凭借股权占比应该委派的董事人数时,就出现了母公司超额委派董事现象,在子公司董事会层面造成了另一种形式的“两权分离”^[1]。已有文献以不同的上市公司类型(国有企业、家族企业等)作为样本,探究了控股股东或实际控制人超额委派董事的经济后果^[1-3],但仅通过对实际控制人的分析并不能直接反映母子公司间控制权配置的情况^[4],以国有企业、家族企业等为样本的研究结论也难以应用于母子公司情境。因此,需要从理论与实践出发探究母公司超额委派董事对子公司产生的影响。

企业的投资行为是公司创造价值的重要来源。董事会作为子公司的核心治理主体^[5],母公司超额委派董事会对子公司的投资效率产生影响。一方面,从母子公司关系出发,母子公司间存在两类委托代理问题,母公司既是子公司管理层的监督者,也是侵占子公司及其中小股东利益的“掏空”者。母公司委派董事会增强对子公司管理层的监督力度^[6],进而提高子公司的投资效率,也会干预子公司的经营决策,甚至通过资金占用、关联交易等损害子公司利益^[7],造成子公司对重要项目的投资不足或者投资过度,进而降低子公司的投资效率。另一方面,从子公司董事会内部视角出发,董事会承担着子公司经营事项和战略的决策职责,母公司委派的董事能凭借其丰富的经验为子公司投资决策提供建议^[8],提高子公司的投资效率,也会因为其母公司委派的身份与其他成员形成董事会内部的断层,影响子公司董事会决策过程,进而降低决策质量,造成投资效率的降低^[9]。因此,母公司超额委派董事对子公司投资效率的影响尚不明晰,可能存在非线性的“双刃剑”效应。然而,鲜有文献对母公司超额委派董事的非线性效应进行探究,而且影响非线性效应的情境因素也值得进一步探讨。

鉴于此,本文以 2010—2021 年沪深 A 股上市子公司作为研究样本,对母公司超额委派董事与子公司投资效率之间的关系进行理论分析与实证研究。本文的可能贡献在于:第一,根据委托代理理论,母公司委派董事可以对子公司起到监督和支持作用。本文从超额委派董事的视角对母公司在子公司董事会层面的过度控制进行了研究,进

[收稿日期]2023-05-16

[基金项目]国家自然科学基金面上项目(71872101)

[作者简介]张阳(1993—),女,山东济南人,山东大学管理学院博士研究生,从事公司治理研究;徐向艺(1956—),男,山东鄄城人,山东大学管理学院教授,博士生导师,从事公司治理与战略管理研究,E-mail:xyx@sdu.edu.cn。

一步拓展了委托代理理论在董事会治理层面的研究视阈,为母子公司情境下母公司在子公司董事会层面的控制权配置研究提供了经验证据。第二,本文从委托代理和董事会决策质量双重视角出发,探究了母公司超额委派董事与子公司投资效率之间的倒U型关系及其理论逻辑,为母子公司情境下母公司超额委派董事与子公司投资效率的研究提供了新的视角与理论贡献。第三,本文从董事会层面探究了影响母公司超额委派董事与子公司投资效率之间非线性关系的情境因素,揭示了母公司超额委派董事影响子公司投资效率的作用渠道,并从股权特征层面对两者的关系进行了异质性分析,进一步完善了母公司超额委派董事与子公司投资效率之间关系的内在逻辑。

二、文献综述

超额委派董事是指实际控制人或股东委派超过其持股比例的非独立董事,在董事会中获得超额控制权和重大决策影响力的现象^[1,3]。目前,学者们对超额委派董事的治理效应进行了研究,但没有达成一致结论。一方面,部分学者认为超额委派董事可以产生积极的治理效应,如促进企业创新^[10]、提高企业会计信息质量^[3]、提升公司治理水平^[11]等。此类研究认为,委派方(实际控制人或股东)扮演着监督者和资源提供者的角色,他们作为委托代理关系中的委托人,可以有效监督管理层,缓解股东与管理层之间的信息不对称,减少管理层的机会主义行为^[2,11]。除了监督者的角色外,超额委派的董事可以为公司带来股东方的资源,解决公司面临的融资约束和社会资本缺乏等问题,保障公司的资金流转和长期发展^[12-14]。另一方面,根据已有研究结论,实际控制人或股东超额委派董事会产生消极的治理作用。此类研究多从控制权私人收益的视角出发,认为超额委派董事会加剧第二类代理冲突,实际控制人或股东会利用委派董事获得的超额控制权实施隧道挖掘行为,侵占上市公司及其中小股东的利益^[1,15]。

近年来,学者们探究了董事会层面的因素对投资效率的影响,主要涉及以下几个方面:首先,在董事个人特征层面,董事的性别、身份、兼任职位等特征会影响董事的风险倾向、决策风格,进而导致不同公司的投资效率存在异质性^[16-17]。其次,在董事资本层面,学者们认为董事拥有的较高人力资本和社会资本有助于提升公司的投资效率,如具有海外经验、行业专家等特征的董事拥有丰富的经验和专业知识,可以更好地发挥监督与咨询作用^[18-19],而具有较高网络中心度的董事可以为企业投资活动带来更多资源和信息,进而提高公司的投资水平^[20-21]。最后,在董事会内部非正式机制层面,现有研究认为董事会内部地位差异、董事会断层等会影响董事会内部的信息沟通和决策过程,继而对公司投资行为产生影响^[9,22]。

综上,已有学者对超额委派董事、董事会治理与公司投资效率之间的关系进行了研究,但仍存在以下问题:第一,在有关超额委派董事的文献中,较少学者探究母公司超额委派董事对子公司产生的治理作用。在集团公司普遍存在的情况下,上市公司多为子公司,需要进一步探究母公司超额委派董事对子公司的直接影响。第二,在关于投资效率的研究中,鲜有文献探讨母公司超额委派董事对子公司投资效率的影响。母公司委派的董事代表母公司的利益,会以集团整体效率或母公司利益优先为原则影响子公司董事会决策,侵害子公司利益,也会为子公司带来资源保障,提高其投资决策质量,因此两者之间的关系需要进一步研究。第三,现有文献多从线性效应出发探究超额委派董事的治理作用,较少文献探究董事席位“过度配置”带来的非线性效应。第四,现有研究大多聚焦于股东与上市公司之间的互动,较少关注集团内部母子公司之间的互动,且鲜有文献探究母公司向子公司委派董事的作用后果。本文对母公司超额委派董事与子公司投资效率的非线性关系进行研究,以期为提高子公司投资决策质量和进一步完善母子公司控制权安排提供理论与实践参考。

三、理论分析与假设提出

从正式权力来看,母公司超额委派的董事在子公司董事会上进行表决时,凭借其人数优势可以获得较多投票权,使董事会做出有利于母公司利益的决策;从非正式权力来看,母公司通过超额委派董事形成了董事会中的人数优势,加之其是母公司委派的这一特殊地位,往往能在董事会中形成非正式的权力层级,影响董事会成员之间的信息沟通,进而对董事会投资决策产生影响。考虑到超额委派董事存在积极与消极双重治理效应,本文认为在母子公司情境下,母公司超额委派董事存在“过犹不及”的非线性关系,主要从以下两个视角进行分析。

一是委托代理视角。根据委托代理理论,母公司作为委托人,子公司管理层作为代理人,母公司对子公司管理层具有监督作用。凭借在子公司中较大的股份占比,母公司倾向于加强对子公司的控制,以实现自身控制权共享收益的最大化^[23]。当母公司超额委派董事程度较低时,委派的董事会对子公司管理层起到监督作用,可以

有效减少管理层的机会主义行为,防止管理层因在职消费或盲目投资而造成非效率投资现象,提高子公司的资本配置效率。但是,随着母公司超额委派董事程度的增大,委派的董事在子公司董事会中的控制权逐渐增大,会对子公司管理层“过度监督”。首先,董事会对管理层的监督超过一定阈值会导致管理层过度规避风险,削减他们对长期项目和高风险项目的投资,如减少并购行为和研发费用等^[24],进而降低了投资效率。其次,母公司过度委派董事对子公司带来的战略控制会对管理层的积极性产生负面影响^[25],导致管理层不愿为了公司的长期利益而努力工作。研究发现,授予管理层决策权和自主权代表股东对管理层能力和职业操守的信任,可以激励管理层勤勉工作并减少机会主义行为^[26]。当母公司超额委派董事程度较高时,子公司管理层会感受到母公司对其的不信任程度逐渐增强,从而降低了为母公司努力工作的积极性^[27],导致投资效率降低。最后,随着母公司董事对子公司管理层监督力量的增强,管理层会逃避董事会的监督,如将董事会的注意力转移到其他领域,强调决策程序而非决策质量等^[28],加大了董事会与管理层之间的信息不对称程度,而更高的信息不对称程度又会影响董事会决策,导致更低的投资效率^[29]。因此,在一定阈值内,母公司超额委派董事带来的监督作用可以抑制子公司管理层的机会主义行为,进而提高投资效率,但随着母公司超额委派董事程度的增大,“过度监督”效应会导致投资效率下降。

除了第一类代理问题外,母公司与子公司之间还存在第二类委托代理问题。当母公司适度委派董事时,母公司通过委派董事获得的董事会控制权与其所有权相当,未形成“两权分离”现象,难以通过董事会层面的超额控制实现控制权私人收益,更多的是依靠其持有子公司股权获取控制权共享收益。为了使自身收益最大化,母公司有动机通过向子公司提供资金方面的支持、为子公司提供担保等来缓解子公司的融资约束^[30],进而提高子公司的投资效率,实现子公司长期利益的最大化。当母公司委派董事获得的控制权超过其所有权时,随着委派董事人数的增加,母公司在董事会层面获得的超额控制权随之增大。此时,母公司通过侵占子公司利益获取的控制权私有收益远远大于控制权共享收益,往往会利用资金占用、关联交易、违规担保等形式侵占子公司的资产,子公司投资活动所需的现金和资源减少,投资效率随之降低。

二是董事会决策质量视角。当母公司委派董事的程度在一定范围内时,委派的董事可以作为母子公司间信息沟通的桥梁,有助于子公司董事会充分利用母公司提供的信息进行投资活动^[8]。母公司委派董事与子公司其他董事之间的差异化背景可以为投资决策提供多样化的信息^[9],提高投资决策质量,进而提高子公司的投资效率。随着母公司超额委派人数的增多,子公司董事会的决策职能会受到影响。首先,董事成员在决策中的话语权是不同的^[31],母公司委派的董事通常代表母公司的观点,如果母公司在董事会中的控制权过大,子公司其他董事将会失去应有的话语权,降低了高管和其他董事提供建议的意愿^[32],不利于形成高质量的投资决策。其次,母公司董事会席位的过度配置会在子公司董事会内部形成“我们与他们”的两极分化,增加了董事会内部的非正式层级。在此情境下,地位较低且数量少的子公司其他董事往往会选择服从母公司委派董事的意见,达成以母公司董事为主导的一致性决策^[33-34],不利于子公司董事会成员的信息互换与沟通,进而影响了投资决策质量。因此,从董事会决策质量的视角出发,随着母公司超额委派董事程度的增大,子公司投资决策质量呈现先上升后下降的趋势。

基于以上分析,本文提出假设 H1。

H1: 母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间存在显著的倒 U 型关系。

四、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以 2010—2021 年沪深 A 股作为子公司的上市公司为研究样本,并对上市公司控股股东性质进行筛选,控股股东为公司属性的样本为子公司,其控股股东为母公司。同时,本文对样本进行如下处理:(1)剔除 2012 年证监会行业分类标准中所属行业为金融业的公司;(2)剔除 ST、*ST 公司;(3)剔除主要变量和控制变量缺失的公司。经筛选,本文最终得到 2446 家公司共计 16262 个观测样本。本文所需数据均来自国泰安数据库(CSMAR),采用 STATA16 软件进行数据分析,并对所有连续变量进行了上下 1% 的 Winsorize 处理。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

本文采用 Richardson 衡量公司投资效率的方法^[35]构建以下回归模型:

$$Invest_{it} = \beta_0 + \beta_1 TobinQ_{it-1} + \beta_2 Lev_{it-1} + \beta_3 Cash_{it-1} + \beta_4 Listage_{it-1} + \beta_5 Size_{it-1} + \beta_6 Ret_{it-1} + \beta_7 Invest_{it-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, *Invest* 为公司的新增投资支出,等于总投资与维持性投资^①之差除以总资产; *TobinQ* 表示公司的成长机会,用托宾 *Q* 值衡量; *Lev* 为资产负债率; *Cash* 为公司的现金流状况,是经营活动产生的现金流净额与总资产之比; *Listage* 为公司上市年限的自然对数; *Size* 为公司规模; *Ret* 为股票收益率; $\sum Industry$ 和 $\sum Year$ 为行业和年度的虚拟变量。式(1)残差项 ε 的绝对值为公司的非效率投资程度,本文采用残差绝对值的相反数作为投资效率的代理变量。

2. 解释变量

参考郑志刚等、刘星等的方法^[1-2],本文将在子公司担任董事职务、在母公司兼职且不在子公司领取薪酬的董事视作由母公司委派的董事。本文首先根据母公司持股比例计算委派董事的理论人数,即为(董事会规模 - 独立董事人数) × 母公司持股比例,对母公司委派董事的理论人数向上取整获得母公司根据股权应该委派的董事人数。然后,将母公司实际委派的董事人数减去根据母公司持股比例应该委派的董事人数,再除以非独立董事人数,得到母公司实际委派与理论委派的差距比例,即为母公司超额委派董事程度的代理变量。

3. 控制变量

本文选取以下控制变量:在公司特征层面,本文对公司规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、总资产净利润率(*Roa*)、公司成长性(*Growth*)、账面市值比(*Bm*)、公司上市年数(*Listage*)加以控制;在董事会层面,本文控制董事会规模(*Bsize*)、董事会独立性(*Inde*)、董事长与 *CEO* 是否两职合一(*Dual*);在股权层面,本文对股权属性(*Soe*)、母公司持股比例(*Pshare*)予以控制;考虑到管理层激励对投资效率产生的影响,本文进一步控制管理层薪酬(*Salary*)与管理层持股比例(*Mshare*);在外部治理层面,本文对机构投资者持股比例(*Ishare*)进行控制;除此之外,本文还控制了年度和行业的虚拟变量以及两者的交互项。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	子公司投资效率	<i>Invest</i>	回归模型(1)残差绝对值的相反数
解释变量	母公司超额委派董事程度	<i>Overdir</i>	母公司实际委派人数减去根据持股比例计算出的理论委派人数,再除以非独立董事人数
控制变量	公司规模	<i>Size</i>	年末总资产的自然对数
	资产负债率	<i>Lev</i>	年末总负债与年末总资产之比
	总资产净利润率	<i>Roa</i>	净利润与总资产平均余额之比
	公司成长性	<i>Growth</i>	营业收入增长率
	账面市值比	<i>Bm</i>	公司账面价值与总市值之比
	公司上市年数	<i>Listage</i>	公司上市年数的自然对数
	董事会规模	<i>Bsize</i>	董事会人数的自然对数
	董事会独立性	<i>Indep</i>	独立董事人数与董事人数之比
	是否两职合一	<i>Dual</i>	<i>CEO</i> 与董事长为同一人赋值为 1,否则为 0
	股权属性	<i>Soe</i>	公司实际控制人为国有性质赋值为 1,否则为 0
母公司持股比例	<i>Pshare</i>	母公司持股数量与总股数之比	
管理层薪酬	<i>Salary</i>	前三名管理层薪酬总额的自然对数	
管理层持股比例	<i>Mshare</i>	管理层持股数量与总股数之比	
机构投资者持股比例	<i>Ishare</i>	机构投资者持股数量与总股数之比	

各变量的具体定义见表 1。

(三) 研究方法

本文运用 2010—2021 年沪深 A 股上市子公司数据作为研究样本,采用固定效应模型进行实证分析,构建模型如下:

$$Invest = \beta_0 + \beta_1 Overdir^2 + \beta_2 Overdir + \beta_3 CVs + \sum Industry + \sum Year + \sum Industry \times \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

式(2)中, *Invest* 代表子公司投资效率, *Overdir* 和 *Overdir*² 分别为母公司超额委派董事程度及其经过中心化处理后的二次项, *CVs* 为控制变量, ε 为残差。

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计

根据变量的描述性统计结果(未列示,备索),子公司投资效率的最大值为 -0.001,最小值为 -0.329,说明

^①维持性投资 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 - 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 - 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 - (固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)。

不同子公司的投资效率差异较大;母公司超额委派董事程度的中位数为 -0.250,根据样本统计,大约有 21% 的子公司存在母公司超额委派董事的情况,超额比例最大的高达 0.833,这种情况下母公司在子公司董事会中实现了超额控制,会对子公司及其中小股东的利益造成较大损害。因此需要从理论与实践出发,缓解母公司超额委派董事对子公司带来的负面影响。

(二) 回归结果分析

参考 Haans 等对倒 U 型关系检验的条件^[36],解释变量与被解释变量之间呈倒 U 型关系需要满足三个条件:(1)解释变量二次项的系数显著为负;(2)解释变量取最小值时曲线斜率为正且显著,解释变量取最大值时曲线斜率为负且显著;(3)曲线拐点在解释变量取值范围之内。表 2 列(1)展示了控制变量对子公司投资效率的回归结果,列(2)在列(1)的基础上加入了母公司超额委派董事程度 (*Overdir*) 及其二次项 (*Overdir*²)。由列(2)结果可知,母公司超额委派董事程度二次项 (*Overdir*²) 的系数在 1% 水平上显著为负,初步证明了母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间存在倒 U 型关系。为了验证倒 U 型关系是否存在,本文进行了 U 型关系检验 (结果未示,备索)。当解释变量取最小值时,曲线斜率为 0.019 且在 1% 水平上显著为正;当自变量取最大值时,曲线斜率为 -0.011 且在 1% 水平上显著为负,满足条件(2)。曲线拐点为 0.216,在解释变量取值范围之内,满足条件(3)。曲线倒 U 型关系检验的整体显著性为 0.009,在 1% 水平上显著。由此可知,母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间呈倒 U 型关系。

(三) 稳健性检验与内生性处理

1. 稳健性检验

本文采用以下方法进行稳健性检验:(1)按照投资效率回归残差的正负将样本分为投资过度与投资不足两组,探究母公司超额委派董事程度对投资效率的影响。(2)替换解释变量衡量方式。将母公司超额委派董事人数占董事会人数的比例与母公司持股比例相减,作为母公司超额委派董事程度的替代变量。此外,对母公司委派董事的理论人数四舍五入取整获得母公司应该委派的董事人数,计算母公司超额委派董事程度,以此方法计算出的变量作为第二个替代变量。(3)断点回归法检验倒 U 型关系,对拐点两侧区间进行断点回归。(4)考虑到地区差异,在模型中加入省区市的固定效应。(5)考虑非超额委派董事的样本。由于解释变量超额委派董事的程度包含正值与负值,样本中包含非超额委派董事的样本,因此参考刘星等的处理方法^[15,37],我们将超额委派董事程度小于 0 的样本赋值为 0 进行回归。此外,根据解释变量的描述性统计结果,超额委派董事程度的中位数为负,0.7 分位数为 0,因此我们采用面板分位数回归方法,对 0.7 分位数和 0.75 分位数处解释变量与被解释变量的关系进行检验。以上稳健性检验结果 (未列示,备索) 表明,研究结论依然成立。

2. 内生性处理

(1) Heckman 两阶段回归法。由于解释变量母公司超额委派董事程度包含负值,因此样本中存在母公司委派董事不足的情况,可能会出现因样本选择偏差而产生的内生性问题,本文采用 Heckman 两阶段法进行检验。第一阶段检验中,以母公司是否超额委派董事作为被解释变量,并将前文所述的控制变量加入回归模型中,将第一阶段回归结果得到的逆米斯尔比 (*IMR*) 加入第二阶段进行回归,*IMR* 不显著说明不存在样本选择偏差问题。母公司超额委派董事程度二次项 (*Overdir*²) 的系数在 1% 水平上显著为负,假设依旧成立。(2) 滞后变量法。本文将母公司超额委派董事程度滞后一期,对当年母公司超额委派董事程度与下一年投资效率进行回归分析。母

表 2 母公司超额委派董事程度与子公司投资效率的回归结果

变量	(1)	(2)	变量	(1)	(2)
<i>Overdir</i> ²		-0.009*** (-2.72)	<i>Dual</i>	-0.002 (-1.15)	-0.002 (-1.09)
<i>Overdir</i>		0.004** (2.01)	<i>Soe</i>	0.014*** (4.25)	0.014*** (4.22)
<i>Size</i>	0.001 (0.65)	0.001 (0.66)	<i>Pshare</i>	0.027*** (3.80)	0.032*** (4.35)
<i>Lev</i>	-0.017*** (-3.75)	-0.017*** (-3.73)	<i>Salary</i>	0.000 (0.08)	0.000 (0.08)
<i>Roa</i>	-0.087*** (-9.00)	-0.086*** (-8.95)	<i>Mshare</i>	0.022 (1.28)	0.022 (1.28)
<i>Growth</i>	-0.008*** (-9.09)	-0.008*** (-9.12)	<i>Ishare</i>	-0.036*** (-6.32)	-0.036*** (-6.31)
<i>Bm</i>	-0.001 (-0.21)	-0.001 (-0.24)	<i>Constants</i>	-0.070** (-2.05)	-0.069** (-2.02)
<i>Listage</i>	0.004 (1.26)	0.004 (1.23)	<i>Industry</i>	控制	控制
<i>Bsize</i>	-0.000 (-0.04)	-0.001 (-0.26)	<i>Year</i>	控制	控制
<i>Indep</i>	0.003 (0.23)	0.006 (0.42)	<i>Industry × Year</i>	控制	控制
			<i>Within_R²</i>	0.147	0.148
			<i>N</i>	16262	16262

注:***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平,括号内为 *t* 值。下同。

公司超额委派董事程度滞后项的二次项($L_Overdir^2$)系数在5%水平上显著为负,说明在滞后一期的情境下假设依旧成立。(3)倾向得分匹配法。本文以母公司超额委派董事程度分年度分行业的中位数为标准将样本分为高委派程度组(处理组)和低委派程度组(控制组),以前文所述控制变量作为协变量进行1:1的卡尺匹配,大部分协变量在配对之后不存在显著性差异。对匹配后的样本进行回归,母公司超额委派董事程度二次项($Overdir^2$)的系数在1%水平上显著为负,结论依旧成立。以上结果未列示,留存备索。

六、进一步分析

(一)董事会层面的影响因素

1. 董事会规模

董事会规模作为董事会的一个重要特征,对董事会的治理行为具有重要影响^[38]。本文以子公司董事会规模分年度分行业的中位数为标准,将样本分为董事会规模小组与董事会规模大组,分别对母

公司超额委派董事与子公司投资效率之间的关系进行回归,选取上文除董事会规模之外的控制变量加入模型中,回归结果如表3列(1)、列(2)所示。结果显示,在董事会规模小的样本中,母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间的倒U型关系显著,但在董事会规模大的样本中这一关系不再显著。当董事会规模较大时,董事难以辨别各成员在非正式层级中的地位排序^[39-40],且其他股东委派的董事对母公司委派董事的地位感知不明显,因此母公司委派的董事与其他股东委派的董事之间的制衡难度增大,母公司难以凭借其委派地位在董事会层面达成绝对共识,进而有利于董事会成员之间平等地进行信息沟通,形成高质量的投资决策。此外,规模更大的董事会拥有更多的专业知识和资源^[41],可以为子公司投资行为提供有针对性的意见和资源保障,缓解了母公司超额委派董事带来的消极治理作用,有利于子公司投资效率的提升。因此,董事会规模削弱了母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间的倒U型关系。

2. 董事会互动强度

参考陈仕华和张瑞彬的研究^[34],本文将董事会会议次数作为董事会互动强度的代理变量,以子公司董事会会议次数分年度分行业的中位数为标准,将样本划分为互动强度低组和互动强度高组,对解释变量与被解释变量之间的关系进行回归,回归结果如表3列(3)、列(4)所示。结果显示,在董事会互动强度高的样本中,母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间的倒U型关系显著,而在互动强度低的样本中这一关系不显著。群体成员往往依靠群体互动产生对其他成员地位的预期判断,随着群体互动强度的增大,群体成员在互动中获取的信息增多,群体内的预期地位差异也逐渐达成共识,高地位成员对群体产生的影响增强^[42]。因此,董事会会议次数的增加有利于董事会成员之间进行互动,并在互动中对成员的地位高低达成共识,母公司委派的董事在频繁的互动中可以充分传达母公司的意图,容易在董事会中获得较高地位,其他成员迫于母公司委派董事较高地位的压力,难以在董事会决策时提出异议^[1],进而增强了母公司对子公司的过度控制,降低了子公司董事会的投资决策质量。在董事会互动强度低的样本中,母公司委派的董事难以充分展示自身的地位和话语权,董事会其他成员对母公司委派董事的地位感知不明显,非正式层级对投资效率的影响较小,故在董事会互动强度低组中,母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间的倒U型关系不显著。回归结果表明,子公司董事会互动强度较高会增强母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间的倒U型关系。

3. 子公司其他董事社会资本

董事的社会资本对董事会资源提供这一职能至关重要,而在其他公司兼任是董事社会资本的表现。为了排除在母公司兼任带来的干扰,本文采取子公司其他董事在除母公司外兼任公司数量的平均数来衡量其社会资本,以分年度分行业的中位数为标准,将样本划分为社会资本低与社会资本高两组,对母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间的关系进行回归,回归结果如表3列(5)、列(6)所示,母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间的关系仅在子公司其他董事社会资本低组中显著。根据资源依赖理论,组织间的资源依赖关系

表3 董事会层面的影响因素

变量	(1) 规模小	(2) 规模大	(3) 互动强度低	(4) 互动强度高	(5) 社会资本低	(6) 社会资本高
$Overdir^2$	-0.012*** (-2.99)	-0.006 (-0.705)	-0.006 (-1.39)	-0.016** (-2.57)	-0.014*** (-2.73)	-0.007 (-1.24)
$Overdir$	0.006*** (2.82)	-0.001 (-0.19)	0.002 (0.57)	0.010*** (2.93)	0.002 (0.52)	0.006** (2.03)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Within_R ²	0.155	0.233	0.172	0.167	0.164	0.174
N	13152	3110	9132	7130	8332	7930

注:Controls为控制变量。

会影响权力安排^[43],控制资源的个体或组织将会获得权力。当子公司其他董事拥有较多社会资本时,他们会凭借自身的人脉关系和资源在董事会内部获得较大权力,与母公司委派董事的权力形成制衡,母公司委派的董事难以在董事会内部获得强大的话语权,其对董事会决策的干预也随之减弱。此外,拥有丰富社会资本的董事可以从其他公司学习知识经验,为子公司董事会决策提供建议,有利于提高子公司董事会的决策质量。因此,在其他董事社会资本高的样本组中,母公司委派的董事在董事会中的权力被制衡,倒 U 型关系不再显著。

(二) 影响机制检验

本文从委托代理和董事会决策质量两个视角出发,参考江艇对中介效应的应用研究^[44],就母公司超额委派董事程度对子公司投资效率的影响机制进行检验。

1. 监督效应

随着母公司超额委派董事程度的增大,董事会对于子公司高管的控制程

度也逐渐增强。在一定范围内,母公司超额委派董事起到了监督子公司高管的作用,减少了子公司高管的机会主义行为,进而提高了投资效率。而当母公司超额委派董事程度超过一定阈值之后,董事会对于子公司高管产生的“过度监督”效应反而会使投资效率下降。借鉴 Ang 等的研究^[45],本文采用总资产周转率作为监督效应机制的第一个代理变量。此外,Hoskisson 等的研究结果表明^[46],过度的董事会监督会增大高管的就业风险,因此需要向高管支付更高的报酬来抵消他们的就业风险。本文参考王克敏等的研究^[47],采用高管超额薪酬作为监督效应机制的第二个代理变量。表 4 列(1)、列(2)展示了监督效应的回归结果,随着母公司超额委派董事程度的增大,总资产周转率呈倒 U 型变化,高管超额薪酬呈 U 型变化,进而导致投资效率呈现先上升后下降的倒 U 型变化,证明了监督效应的存在。

2. 资源效应

当母公司超额委派董事的程度较低时,鉴于获取控制权共享收益的成本大于掏空行为的成本,母公司倾向于向子公司提供资金支持,使子公司有充分的资源进行投资;当母公司超额委派董事超过一定范围时,母公司通过掏空行为获取控制权私人收益的成本大大降低,会占用子公司资源,进而造成投资效率的下降。因此,本文考虑将资源效应作为母公司超额委派董事程度对投资效率产生影响的第二条机制。参考周泽将等的研究^[48],本文采用经行业调整后关联交易占总资产的比例作为掏空行为的代理变量。表 4 列(3)展示了回归结果,母公司超额委派董事二次项($Overdir^2$)的系数在 1% 水平上显著为正,说明母公司超额委派董事程度与母公司掏空行为呈 U 型关系。此外,为了体现母公司对子公司的资源支持程度,本文将子公司所面临的融资约束程度作为资源支持的代理变量。参考 Whited 和 Wu 的研究^[49],我们采用 WW 指数衡量子公司所面临的融资约束,回归结果见表 4 列(4),母公司超额委派董事二次项($Overdir^2$)的系数在 10% 水平上显著为正,说明母公司超额委派董事程度与资源支持效应之间呈倒 U 型关系。综上所述,随着母公司超额委派董事程度的增大,母公司的资源支持效应呈倒 U 型变化,而掏空效应呈 U 型变化,子公司进行投资所用的资源总体上呈现先上升后下降的倒 U 型变化,从而导致了投资效率的倒 U 型变化,资源效应得以验证。

3. 信息沟通效应

母公司超额委派董事程度的提高会导致董事会决策质量呈现先提高后降低的趋势,而导致决策质量变化的原因是董事会内部信息沟通质量的改变,因此本文采用信息沟通效应作为母公司超额委派董事影响投资效率的第三条机制。由于董事会内部信息沟通比较难以衡量,本文采用董事会稳定性、董事会断裂带两个变量来反映董事会是否拥有良好的信息沟通过程。借鉴张兆国等的研究方法^[50]计算董事会的稳定性;参考梁上坤等的方法^[51],采用断裂带强度与断裂带距离的交乘项衡量董事会断裂带的程度。回归结果如表 4 列(5)、列(6)所示,母公司超额委派董事程度与董事会稳定性之间呈倒 U 型关系,与董事会断裂带之间呈 U 型关系,说明随着母公司超额委派董事程度的增大,子公司董事会的信息沟通质量呈先上升后下降的倒 U 型变化。此外,为了衡量董事会信息沟通的结果和决策质量,本文采用内部控制质量进一步加强论证,由于内部控制质量是董事会决策

表 4 影响机制检验

变量	(1) ATO	(2) Overpay	(3) Tunnel	(4) FC	(5) Stable	(6) Fault	(7) Incon
$Overdir^2$	-0.035 ** (-2.49)	0.019 * (1.76)	0.089 *** (3.85)	0.003 * (1.76)	-0.079 *** (-4.18)	0.058 ** (2.53)	-0.179 ** (-2.08)
$Overdir$	0.026 *** (3.13)	0.013 ** (2.07)	-0.006 (-0.42)	-0.001 (-0.76)	0.014 (1.23)	0.028 ** (2.09)	0.061 (1.23)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Within_R ²	0.249	0.812	0.055	0.771	0.051	0.035	0.190
N	16262	15763	16262	14606	15632	12666	16262

质量的重要体现,且内部控制质量的分项中包含“信息与沟通”维度,良好的内部控制质量表明子公司董事会具有较强的监督和决策能力。本文采用 DIB 迪博数据库中披露的上市公司内部控制指数除以 100 作为董事会信息沟通质量的第三个代理变量,回归结果如表 4 列(7)所示,母公司超额委派董事二次项($Overdir^2$)的系数在 5% 水平上显著为负,说明母公司超额委派董事程度与子公司内部控制质量之间呈倒 U 型关系。综上所述,随着母公司超额委派董事程度的提高,子公司董事会信息沟通质量呈现先上升后下降的变化趋势,进而影响了子公司的投资效率,信息沟通效应得以验证。

(三)异质性分析

本文进一步从股权特征层面对母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间的关系进行异质性分析,探究股权属性和是否存在多个大股东两个特征的影响。

1. 股权属性

按照子公司的股权属性,本文将样本分为国有企业与非国有企业分别进行回归,结果如表 5 列(1)、列(2)所示。在国有样本与非国有样本中,母公司超额委派董事程度二次项的系数均显著为负,但在非国有样本中解释变量最大值处并不显著,因此倒 U 型关系不成立;在国有子公司样本中,倒 U 型关系成立,且拐点为 0.080,与全样本回归结果的拐点(0.216)相比,国有子公司样本中的拐点向左发生了移动,即强化了母公司超额委派董事的负向影响。与非国有企业相比,国有企业存在所有者缺位、高管激励不足等代理问题,加剧了母子公司间的代理成本。此外,在中国情境下的国有企业中,更加认同等级地位的存在,董事会中层级意识更为明显^[52]。在国有股权属性的子公司中,母公司委派的董事在董事会中的权威更高,董事会决策时缺乏平等的信息沟通环境,且容易受到母公司委派董事意志的影响,因此在国有企业中,母公司超额委派董事对子公司投资效率的负向影响更加明显。

2. 是否存在多个大股东

考虑到多个大股东的存在会与母公司形成制衡局面,本文进一步探究是否存在多个大股东对母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间关系的影响。参考朱冰等的研究^[23],本文将子公司是否存在多个大股东分为两组进行回归,回归结果如表 5 列(3)、列(4)所示。当子公司不存在多个大股东时,母公司超额委派董事程度二次项的系数在 1% 水平上显著为负,与投资效率之间呈倒 U 型关系;当子公司存在多个大股东时,母公司超额委派董事程度二次项的系数不显著,倒 U 型关系不成立。当子公司存在多个大股东时,可以对母公司起到监督作用,减少母公司侵占子公司利益的行为^[53],缓解了母公司超额委派董事带来的负向影响。此外,其他大股东委派的董事在董事会中也拥有一定的话语权,具有较高的非正式权力,在董事会决策中可以对母公司委派的董事产生制衡作用,减少子公司董事会因地位差异过大而引致的信息沟通质量下降问题,有利于提高子公司董事会的投资决策质量,投资效率也随之提高。因此,当子公司存在多个大股东时,母公司超额委派董事对子公司投资效率的负向影响得到缓解。

表 5 异质性分析

变量	(1) 非国有	(2) 国有	(3) 非多个大股东	(4) 多个大股东
$Overdir^2$	-0.013 * (-1.76)	-0.006 * (-1.85)	-0.011 *** (-2.80)	-0.007 (-0.84)
$Overdir$	0.009 ** (2.22)	0.001 (0.51)	0.005 ** (2.32)	-0.000 (-0.06)
Controls	控制	控制	控制	控制
Within_R ²	0.167	0.173	0.148	0.225
N	7494	8768	11836	4426

七、研究结论与政策建议

本文从委托代理与董事会决策质量双重视角出发,探究了母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间的关系,并采用 2010—2021 年沪深 A 股上市公司数据进行实证检验。得出以下结论:第一,母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间呈倒 U 型关系,即在一定范围内,母公司超额委派董事程度增大会使得子公司投资效率提高,但超过一定阈值之后,随着母公司超额委派董事程度的增大,子公司投资效率反而会降低,说明母公司对子公司董事会的适度控制能够实现子公司最优投资效率,但过度控制反而会产生消极影响,导致子公司投资效率降低。第二,在子公司董事会层面,母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间的关系受到董事会规模、董事会互动强度和子公司其他董事社会资本的影响。具体而言,在子公司董事会规模较小、董事会互动强度较高以及子公司其他董事社会资本较低的样本中,母公司超额委派董事的治理效应更加显著。第三,母公司超额委派董事程度通过监督效应、资源效应、信息沟通效应影响投资效率,促成了母公司超额委派董事程度与投资效率之间的倒 U 型关系。第四,异质性分析发现,非国有股权属性、存在多个大股东会增强母公司超额委

派董事程度对子公司投资效率的积极治理效应。

根据所得结论,本文提出如下政策建议:首先,合理配置母公司向子公司委派董事的席位。母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间呈倒U型关系,母公司对子公司董事会的过度控制起到了“过犹不及”的消极治理效应,因此在实践中应该控制母公司委派董事的人数,保障其他股东和中小股东委派董事的合法权力。此外,母公司的过度控制不利于子公司的长期发展,因此应该给予子公司充分的战略自主性和经营自主性,通过母子公司的协同治理,在保障集团整体经营效率的同时,关注子公司及其中小股东的利益,实现母子公司的良性互动和可持续发展。其次,充分发挥子公司内部治理机制的能动性,缓解母公司过度控制带来的消极影响。母公司超额委派董事程度与子公司投资效率之间的关系会受到子公司董事会规模、互动强度和子公司其他董事社会资本的影响,因此在治理实践中,可以通过合理调整董事会规模、会议次数、董事兼任数量等来降低母公司超额委派董事带来的负面影响。此外,还可以运用激励、约束等内部治理机制来应对母公司在董事会层面的过度控制。最后,保障公司其他股东参与治理的权力,公司应鼓励其他股东通过网络投票、网络互动平台等途径参与治理,并出台相应规章制度为股东参与治理提供保障。

参考文献:

- [1] 郑志刚,胡晓霖,黄继承. 超额委派董事、大股东机会主义与董事投票行为[J]. 中国工业经济,2019(10):155-174.
- [2] 刘星,苏春,邵欢. 家族董事席位配置偏好影响企业投资效率吗[J]. 南开管理评论,2020(4):131-141.
- [3] 冯慧群,郭娜. 非国有股东超额委派董事能否提高会计信息质量?——基于国企混改背景[J]. 会计研究,2021(5):15-31.
- [4] 窦炜,马莉莉,刘星. 控制权配置、权力制衡与公司非效率投资行为[J]. 管理评论,2016(12):101-115.
- [5] Baldenius T, Melumad N, Meng X. Board composition and CEO power[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 112(1):53-68.
- [6] 郑丽,陈志军. 母子公司人员嵌入、控制层级与子公司代理成本[J]. 经济管理,2018(10):75-91.
- [7] 徐宁,张阳,徐向艺. “能者居之”能够保护子公司中小股东利益吗——母子公司“双向治理”的视角[J]. 中国工业经济,2019(11):155-173.
- [8] 闫珍丽,梁上坤,袁淳. 高管纵向兼任与企业投资效率:促进还是抑制[J]. 管理工程学报,2021(3):56-63.
- [9] 张耀伟,陈世山,曹甜甜. 董事会断层与差异整合机制对投资决策质量的联合效应研究[J]. 南开管理评论,2021(2):94-107.
- [10] 李姝,李丹. 非国有股东董事会权力能促进国企创新吗? [J]. 外国经济与管理,2022(4):65-80.
- [11] 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+108.
- [12] 马新啸,汤泰劼,郑国坚. 非国有股东治理与国有资本金融稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 财经研究,2021(3):35-49.
- [13] 冯璐,张冷然,段志明. 混合所有制改革下的非国有股东治理与国企创新[J]. 中国软科学,2021(3):124-140.
- [14] 马勇,王满,马影. 非国有股东参与治理能提升国企并购绩效吗? [J]. 管理评论,2022(7):57-70.
- [15] 刘星,苏春,邵欢. 家族董事席位超额控制与股价崩盘风险——基于关联交易的视角[J]. 中国管理科学,2021(5):1-13.
- [16] 金智,宋顺林,阳雪. 女性董事在公司投资中的角色[J]. 会计研究,2015(5):80-86+95.
- [17] 赵宜一,吕长江. 家族成员在董事会中的角色研究——基于家族非执行董事的视角[J]. 管理世界,2017(9):155-165.
- [18] 代昀昊,孔东民. 高管海外经历是否能提升企业投资效率[J]. 世界经济,2017(1):168-192.
- [19] 郝颖,李俊仪,魏紫,等. 行业专家独董能提高企业资本配置效率吗——基于A股上市公司的实证检验[J]. 会计研究,2022(5):65-76.
- [20] 陈运森,谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率[J]. 管理世界,2011(7):113-127.
- [21] 邵林,韩传兵,陈富永. 基于董事网络的经济政策不确定性对企业投资影响研究[J]. 中国软科学,2020(5):184-192.
- [22] 武立东,江津,王凯. 董事会成员地位差异、环境不确定性与企业投资行为[J]. 管理科学,2016(2):52-65.
- [23] 朱冰,张晓亮,郑晓佳. 多个大股东与企业创新[J]. 管理世界,2018(7):151-165.
- [24] Faleye O, Hoiash R, Hoiash U. The costs of intense board monitoring[J]. Journal of Financial Economics, 2011, 101(1):160-181.
- [25] Ponomareva Y, Shen W, Umans T. Organizational discretion, board control, and shareholder wealth: A contingency perspective[J]. Corporate Governance: An International Review, 2019, 27(4):248-260.
- [26] Boivie S, Lange D, McDonald M L, et al. Me or we: The effects of CEO organizational identification on agency costs[J]. Academy of Management Journal, 2011, 54(3):551-576.
- [27] Lange D, Boivie S, Westphal J D. Predicting organizational identification at the CEO level[J]. Strategic Management Journal, 2015, 36(8):1224-1244.
- [28] Walsh J P, Seward J K. On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms[J]. Academy of Management Review, 1990, 15(3):421-458.
- [29] Guldiken O, Darendeli I S. Too much of a good thing: Board monitoring and R&D investments[J]. Journal of Business Research, 2016, 69(8):2931-2938.
- [30] 唐婧清,刘树海,张俊民. 大股东治理体制对现金持有价值的影响——基于“掏空”与“支持”双重动机视角[J]. 管理评论,2016(7):53-65.
- [31] 李强,李壮壮,蒋洮. 董事会本地化与企业创新——兼论权力及文化的影响[J]. 审计与经济研究,2022(3):73-82.
- [32] McDonald M L, Westphal J D. A little help here? Board control, CEO identification with the corporate elite, and strategic help provided to CEOs at other firms[J]. Academy of Management Journal, 2010, 53(2):343-370.

- [33] Knapp J R, Dalziel T, Lewis M W. Governing top managers: Board control, social categorization, and their unintended influence on discretionary behaviors [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2011, 19(4): 295 - 310.
- [34] 陈仕华, 张瑞彬. 董事会非正式层级对董事异议的影响[J]. *管理世界*, 2020(10): 95 - 111.
- [35] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2): 159 - 189.
- [36] Haans R F J, Pieters C, He Z L. Thinking about U: Theorizing and testing U and inverted U-shaped relationships in strategy research[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(7): 1177 - 1195.
- [37] 刘星, 苏春, 邵欢. 代际传承与家族董事席位超额控制[J]. *经济研究*, 2021(12): 111 - 129.
- [38] Coles J L, Daniel N D, Naveen L. Boards: Does one size fit all? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(2): 329 - 356.
- [39] He J, Huang Z. Board informal hierarchy and firm financial performance: Exploring a tacit structure guiding boardroom interactions[J]. *Academy of Management Journal*, 2011, 54(6): 1119 - 1139.
- [40] Magee J C, Galinsky A D. Social hierarchy: The self-reinforcing nature of power and status[J]. *Academy of Management Annals*, 2008, 2(1): 351 - 398.
- [41] Datta D K, Basuil D A, Agarwal A. Effects of board characteristics on post-acquisition performance: A study of cross-border acquisitions by firms in the manufacturing sector[J]. *International Business Review*, 2020, 29(3): 101674.
- [42] Hong W, Zhang L, Gang K, et al. The effects of expertise and social status on team member influence and the moderating roles of intragroup conflicts[J]. *Group & Organization Management*, 2019, 44(4): 745 - 776.
- [43] Salancik G R, Pfeffer J. Who gets power—and how they hold on to it: A strategic-contingency model of power[J]. *Organizational Dynamics*, 1977, 5(3): 3 - 21.
- [44] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. *中国工业经济*, 2022(5): 100 - 120.
- [45] Ang J S, Cole R A, Lin J W. Agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Finance*, 2000, 55(1): 81 - 106.
- [46] Hoskisson R E, Castleton M W, Withers M C. Complementarity in monitoring and bonding: More intense monitoring leads to higher executive compensation [J]. *Academy of Management Perspectives*, 2009, 23(2): 57 - 74.
- [47] 王克敏, 王华杰, 李栋栋, 等. 年报文本信息复杂性与管理者自利——来自中国上市公司的证据[J]. *管理世界*, 2018(12): 120 - 132 + 194.
- [48] 周泽将, 雷玲, 王彪华. 高管廉洁抑制了大股东掏空吗? ——来自中国国有上市公司的经验证据[J]. *管理评论*, 2022(4): 279 - 292.
- [49] Whited T M, Wu G. Financial constraints risk[J]. *Review of Financial Studies*, 2006, 19(2): 531 - 559.
- [50] 张兆国, 曹丹婷, 张弛. 高管团队稳定性会影响企业技术创新绩效吗——基于薪酬激励和社会关系的调节作用研究[J]. *会计研究*, 2018(12): 48 - 55.
- [51] 梁上坤, 徐灿宇, 赵刚. 董事会断裂带与高管私有收益[J]. *经济科学*, 2021(1): 69 - 82.
- [52] 曹晓芳, 张宇霖, 柳学信, 等. 董事会地位断裂带对企业战略变革的影响研究[J]. *管理学报*, 2022(6): 841 - 850.
- [53] 姜付秀, 蔡欣妮, 朱冰. 多个大股东与股价崩盘风险[J]. *会计研究*, 2018(1): 68 - 74.

[责任编辑:王丽爱]

Research on the Double-edged Effect of Parent Company Over-Appointment of Directors on the Investment Efficiency of Subsidiaries

ZHANG Yang, XU Xiangyi

(School of Management, Shandong University, Jinan 250100, China)

Abstract: Based on the data of A-share listed subsidiaries in China between 2010 and 2021, this study investigates the impact of parent company over-appointment of directors on the investment efficiency of subsidiaries. The findings reveal an inverted U-shaped relationship between the parent company's over-appointment of directors and the investment efficiency of the subsidiaries. Further research shows that the governance effect of the parent company's over-appointed directors is more significant in samples characterized by a small board size, high interaction intensity, and low social capital of other subsidiary directors. The over-appointment of directors by the parent company influences the investment efficiency of the subsidiaries through supervision effect, resources effect and information communication effect. In terms of heterogeneity analysis, it is discovered that non-state-owned equity and multiple large shareholders enhance the positive governance role of over-appointed directors from parent companies. These conclusions contribute to the existing research on over-appointed directors in the field of corporate governance and provide empirical evidence and theoretical implication for enhancing the quality of investment decision-making within the parent-subsidiary context.

Key Words: parent-subsidiary company; over-appointment of directors; investment efficiency; inverted U-shaped; board size; state-owned equity