

次贷危机与监事会能力：德国私有银行与国有银行比较¹

哈罗德·豪

日内瓦大学，瑞士金融研究院

马赛尔·图姆

德雷斯頓工业大学，德雷斯頓 ifo，CESifo

1. 引言

美国次贷危机对德国国有银行的清偿能力产生了巨大冲击。德国政府不得不动用纳税人的钱对西德意志银行（WestLB），德国工业银行（IKB Deutsche Industriebank），萨克森州立银行（Sachsen LB），巴伐利亚州立银行（Bayern LB）等四家完全国有或部分国有的商业银行提供紧急纾困。知名商业财经记者沃夫冈·明肖（Wolfgang Münchau）就此评论道：

“更为有趣地是，不知是否事出偶然，德国陷入困境的银行几乎都为国有银行。[...] 这次危机再次提醒我们，德国经济中充斥着过量的银行以及银行家。服务于这些商业银行的监事会成员大多数缺乏基本的金融常识，他们对如何投资担保债务凭证（CDOs）和信用违约掉期（CDs）等新式金融工具几乎一无所知。他们疏于构建合理的风险管理体系——而这对于私营商业银行而言几乎是致命的。” [明肖（2008）]

我们的研究旨在回答如下两个问题，即：（1）相较于私营银行，德国国有银行遭受的次贷损失是否更为严重？（2）这是否反映出了国有银行与私营银行监事会能力的差

¹ 原文发表于 *Economic Policy*，2009 年第 24 卷 60 期（volume 24, issue 60）。本中译稿经哈罗德·豪教授和马赛尔·图姆授权。

异？

探索这两个问题的重要意义并不仅限于德国银行业。因为在世界范围内，有相当大比重的银行资产被政府持有。La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer (2002)的研究表明，平均而言，在 1995 年每个国家前十大银行 42%的股权被政府持有。某种程度上而言，国有银行占较大比重的德国银行业正是全球银行股权分配的典型代表。国家所有权往往伴随着特殊的公司治理结构。在此结构下，高级公务员或政治家行使本应由私人股东或其代理人行使的监督职能。与此同时，这种结构也引发了如下重要问题：这种银行监管模式的监管质量如何？银行的国家所有权是否是以牺牲银行管理效率为代价？这些问题的经济意义远远超出了对德国银行业本身。

在近期政府发起银行资本重组计划的背景下，国有银行的比重很可能会剧增。甚至在美国和英国等国有银行所占比重微不足道的国家，银行业也呈现出了部分国有化的态势。政府是否会寻求与其持股比重相当的代表权，并委派财务代表和政治家就任相应银行的监事会成员？探索政府委派对监督有效性影响的必要性再次彰显。在此，德国经验提供了一个极具启发性的研究案例。

银行危机无疑也会导致私营银行陷入财务困境。首先，我们并不认为私有制是银行危机应变能力的充分条件。事实上，私有银行同样也会面临严重的公司治理问题。然而，私有银行在风险管控方面的不足并不能否定银行监管的重要性。其次，在面对风险选择时，股权所有者通常不具有最优的动机。公司金融理论强调私有股权的期权特征会鼓励股东过度承担风险。具体而言，由于有限责任，股东能够在收益波动较大的情况下提高自己的平均收益。但是，由于缺少破产机制，股东的长期收益必然会不断下降。因此，相对于公司治理问题，如薪酬机制设计不当，管理者监管不力等，任何社会目标和股东目标的冲突可能都是次要问题。

本次金融危机再次激起了人们对银行业稳定性的兴趣。人们——甚至包括监管者和标准制定者——普遍意识到银行监管在过去过于宽松和无效。然而，同样值得注意的是，这种宽松可能正是金融业开展政治游说的结果。最后，信贷的普遍扩张与金融杠杆化过去一直在为强大的政治利益服务，而这种趋势很可能在未来一直持续。²这就引起如下问题，即：长期来看，严格的金融监管是否能够抵御政治机会主义的行为？我们需要设计更加全面的银行业稳定性制度，来避免银行监管受政治干预的影响。为此我们要探寻其

² Reinhart & Rogoff (2008) 指出美国总统和国会议员候选人竞选资金的主要来源为金融公司。他们因此得出结论：“在繁荣时期，美国所有所谓的监管机构都毫无作为一点都不足为奇。不仅仅美国如此，世界范围内的其他国家也不例外。”

他的政策措施，在银行监管不健全的背景下提高其稳定性。³

我们将在本文检验银行治理对银行稳定性的影响。从形式上来看，德国国有银行和私有银行的治理框架受制于同样的法律条款，相关条款规定了管理委员会与监事会分离的双重董事结构。此外，在国际金融市场上，无论是国有银行还是私有银行都追求利润最大化的经营模式。然而，进一步观察数据表明，不同性质的银行在危机期间的表现差异较大。我们能从这些业绩差异中学到什么？是否可以用银行治理的质量来解释业绩差异？本文通过实证的方法对这些问题进行了探索，主要有以下五大发现：

1. 本文研究了规模最大的 29 家德国银行在本次金融危机中的表现，其中国有银行整体表现不佳。在调整银行规模后，从 2007 年第一季度到 2008 年第三季度，国有银行的资产减记与损失平均是私有银行的三倍。

2. 对德国规模最大 29 家银行的 592 位监事会成员的履历进行仔细研究后发现，私有银行监事会成员的管理和财务经验整体高于国有银行。监事会能力的实际差异较大，并且在统计上高度显著。

3. 金融危机期间，银行损失规模与监事会成员的财务能力不足高度相关。因此，监事会成员监督能力不足是国有银行在危机中表现不佳的主要原因。通过使用政府委派的监事会成员数量作为外生工具变量，本研究进一步证实了监事会能力与银行表现之间的因果关系。

4. 我们的研究表明，没有证据显示与国家所有权相关的其他管理约束可以解释国有银行的运营状况。例如，国有银行高管的薪酬略低于私有银行（约 9.5%）。

5. 研究表明，薪酬水平与银行损失正相关，而这与有效市场理论所支持的薪酬特征相反。此外，相对与提高高管薪酬，投资于管理层监督和聘用所得的回报更高。

本文的结构安排如下：第二部分简要介绍德国的银行体系，回顾国有银行的历史表现，并对比国有银行与私有银行在本次金融危机中的业绩。第三部分就银行治理与危机中的业绩之间的关系提出不同的假设。第四部分详细考察国有银行与私有银行的公司治理质量。我们使用了 593 名监事会成员的履历数据来评估监事会能力与监管水平。第五部分研究监事会能力与银行危机中的表现之间的关系。第六部分探讨国有银行与私有银行业绩差异的可能解释，诸如国有银行的管理约束，以及高管薪酬等。第七部分总结，并提出政策建议。

³ 这种情况下，最广泛认可的政策措施是将银行同业交易从场外市场转移到有保障的、进行集中清算的交易所。而这种高度敏感的措施并不是本文讨论的重点。

2. 德国银行体系及其在次贷危机中的表现

我们将在本节简要介绍德国银行体系的基本特征，并讨论其在金融危机期间的表现。我们认为，由于私有银行与国有银行并存，德国银行体系成为研究不同治理结构与银行在金融危机中的表现之间关系的理想样本。

2.1 德国银行业概览

德国银行业的特点之一是商业银行，合作银行以及公共部门银行三者并存。⁴

第一，商业银行是属于公司性质的综合银行。就总资产而言，德国本国商业银行在银行部门中的占比为 28.6%（见图 1）。商业银行归私人所有，监事会由私人股东代表组成。德国银行统计数据将同样属于私有银行（除少数例外）的住房抵押贷款银行（real estate banks）单独列出，这类银行的总资产在银行部门的占比为 11.1%。

第二，合作银行具有独特的治理结构。股东（通常是合作银行的客户）拥有独立于其股份的平等投票权。一般而言，德国的 1200 余家合作银行均有明确的区域性。为克服结构分散的不足，德国成立了两家中央合作银行（DZ 银行和 WGZ 银行）。除了其他银行业务外，这两家银行通常还为小型合作银行提供投资银行服务。总体来看，合作银行的总资产占比为 12%。

第三，德国银行体系还包含一个较大的国有/公有银行部门。根据国有银行的地域范围，它还能进一步分为两类。储蓄银行主要开展本地或地区业务，通常所有权归所在的市或县。⁵储蓄银行的总资产所占的比重为 13.8%，这些银行通常不开展国际银行业务。⁶基于以上原因，我们将在分析研究中忽略储蓄银行。我们的研究重点是 11 家主要的国有银行。这些银行在全国范围内开展业务，并参与国际业务的经营。这些银行大多数都属于所谓的州立银行（Landesbanken），其最初成立的宗旨是提供区域发展融资，并对本地储蓄银行发挥中央银行的作用。然而在事实上，支持区域发展并不是这些银行的经营重点，尽管它还不时出现在州立银行的运营报告中。Sinn（1999，56）如此评价德国国有银行的作用：“诚然，州立银行也发挥清算银行的作用，并且是政府机构的有机组成部分，然而它们与其他大型商业银行毫无二致，开展相似的业务。如果非要说出州立银行的特色的话，那就是它们高度的国际化水平（...）”IMF（2006，77）持相同的看法：“自 20 世纪 60 年代以来，州立银行已越来越多地开展大规模的商业贷款和海外业务，获取经营收益已成为其资金的主要来源。尽管意味着面对大量的新风险，并远远超出促进地

⁴ 对德国银行体系的全面考察可见 Brunner 等（2004），Krahen 和 Schmidt（2004）。

⁵ Vins（2008）分析了德国国有储蓄银行的政治影响。

⁶ 根据相关法律，“区域性原则”将储蓄银行的业务范围限制在其所在的区域。因此，监管而不是银行管理决策部分决定了金融资源的分配。

区发展的宗旨，然而对某些州立银行而言，海外投资银行业务已成为其业务的重要组成部分。”因此，州立银行已经发展成为以获取利润为导向的综合性银行，在市场上与私有银行展开直接的竞争。这些银行的资产规模在银行部门中的占比为 21%。除了州立银行之外，德国银行体系还存在几家特殊目的的银行（如德国复兴信贷银行和德国 IKB 工业银行⁷等）。它们为联邦政府或州政府直接或间接拥有（有少数例外）。总体而言，公有银行的资产规模在德国银行部门中的比重为 46%。

外资银行在德国发挥的作用较小。如图 1 所示，外资银行资产所占的比重仅为 2.1%。这里的外资银行是指外国银行在德国设立的非自治分支机构。根据德国有关法律，外国银行在德国设立的自治分支机构被划归为本国银行。然而，即使将自治分支机构算作外资银行，德国也是欧洲国家中外资银行比重最低的国家之一。外资银行资产比重（即外资银行总资产与全部银行资产的比率）仅略高于 10%。在欧盟国家中，只有瑞典一个国家低于该水平（见 ECB（2008）表 2，表 11 及表 13）。因此，在我们研究德国不同治理框架下银行业绩时，外资银行所产生的混合效应基本上可以忽略不计。

除了外资银行渗透率低外，德国银行业的另一显著特点是国有银行占有较大的市场份额。该特征为我们进行银行业绩研究提供了相当丰富的公共部门银行样本。几年来，奥地利，法国和意大利等国显著减少了公有银行在其银行系统中的比重。欧洲部分国家公有银行的市场份额信息可见图 2。图 2 显示了相关国家前十大国有银行所占的市场份额。其中，La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer（2002）为 1995 年的数据。世界银行采用了不同的分类标准，将市场份额粗略地定义为公有银行资产占银行部门总资产的比重。其数据来源是 1999 年和 2005 年。与其他高度工业化的经济体相比，公有部门积极参与德国银行业的趋势在最近几年极为明显。

2.2 国有银行在本次银行危机前的表现

德国国有银行是否在本次金融危机之前已经表现出财务状况恶化的迹象？围绕着这些银行的金融动荡显示出确实如此。IMF（2006）计算出，1991 年至 2005 年，德国州立银行从其公共所有者收到了 90 亿欧元的注资（见表 1）。多数情况下，公共部门注资是为了补充州立银行大面积亏损后的资本金。⁸

由国家，市政府以及北莱茵-威斯特法伦（North Rhine-Westphalia）储蓄银行共同所

⁷ 德国 IKB 工业银行的最大股东是德国复兴信贷银行。在国际金融市场上遭受重大损失后，德国复兴信贷银行首先将其在德国 IKB 工业银行的持股比例从 38% 提高到 91%，随后在 2008 年 10 月将其出售给孤星基金（Lone Star）。

⁸ 在德国废除针对国有银行的特殊优惠政策（“担保责任”（Gewährträgerhaftung）和“维持责任”（Anstaltslast））之前，Sinn（1999）对此进行了批判性的分析。

有的西德意志银行（West LB）便提供了一个很好的例证。1973 年成立后不久，西德意志银行在外汇交易中损失了 3 亿德国马克。1998 年俄罗斯危机中，该银行因为非抵押贷款造成的巨额亏损再次成为媒体头条。2003 年，西德意志银行面临了目前为止最严重的危机，其损失近 40 亿欧元。本次危机中，西德意志最初曾宣布进行（小规模）资产减记。2007 年 11 月，该行无力为其长期住房贷款获取短期融资。银行股东不得不向其注资 20 亿欧元。数周后，西德意志银行的资本需求激增。其股东不得不再次将资金担保提高至 50 亿欧元，以确保其能将 230 亿欧元的风险资产转移出去。另一个例子是柏林州立银行（LB Berlin）。该银行于 1994 年并入柏林银行控股公司（Bankgesellschaft Berlin）。柏林银行控股公司在 1994 年至 2001 年间从事大规模的房地产投机。最后政府不得不注资 17 亿欧元，并提供 216 亿欧元的担保资金进行纾困。

2.3 国有及私有银行在本次银行危机中的表现

本次金融危机为系统比较国有银行和私有银行业绩提供了一个很好的对照实验。

德国经济顾问委员会（German Council of Economic Experts, 2008）估计，德国银行业资产减记的规模达 488 亿欧元。这些数据来源于 2007 年 1 月到 2008 年 5 月德国银行公开发布的中期报告。将数据按银行类型细分后显示，尽管州立银行的资产份额仅为 21%，但其资产减记占总资产减记的比重高达 43%。即使将其他国有银行包括在内，其结果也不会有显著的改变。根据世界银行的统计数据，公有银行的资产总额比重为 42%。然而，在金融危机中，这些银行资产减记的额度在德国银行系统中的所占的比重高达 64%。

本文将在样本容量和时间序列长度两个方面拓展德国经济顾问委员会的研究。我们将在 2007 年 1 月资产规模超过 400 亿欧元的德国银行纳入我们样本。该样本包括 29 家德国最大的银行，其中 13 家为公有银行（国家占大多数股份），其余 16 家为私有银行。我们搜集截至 2008 年 12 月 31 日之前的媒体报道，针对每家银行计算 2007 年 1 季度到 2008 年 3 季度之间与危机相关的损失。为此，我们研究了所有与资产减记和投资损失相关的媒体报道。此外，我们对所有银行 7 个季度内的利润表进行了交叉分析，以获得没有在有关出版物中公布的损失信息。一般而言，银行会在每季度利润表的脚注或附录中披露与金融危机有关的损失。在所有 29 家样本银行中，有四家银行的损失和资产减记文件缺失或不完整，以致我们不能对其业绩表现进行量化。因此，在做业绩回归时，这

四家银行均被剔除。⁹表 2 报告了我们其余 25 家银行在 2007-2008 年金融危机中的损失情况。季度损失为当季所有月份的简单加总。鉴于年度报告发布前均提交注册会计师进行审计，我们倾向于用银行年报作为数据来源。然而，由于本项研究时间段的限制，加之年报公布都有延迟，我们的不得不做些折中，采用银行季报作为数据来源，并辅以有关出版物作为补充来源。向财务专家咨询后获得证实，部分银行可能做不到对财务数据进行及时更新。此外，由于多项风险评估过于复杂，也无法每季度都开展相应的评估。在危机期间，这些情况可能会导致损失数据延迟发布。然而，财务专家提供的咨询减轻了我们对这些问题的担忧：私人银行往往在数据披露方面处理的更加及时和全面。因此，任何由于数据披露延迟造成的偏差只会导致对国有银行损失的低估。

遗憾地是，由于数据本身的限制，很难再将损失细分为具体的子类，如与美国抵押贷款相关的损失，与银行倒闭（如雷曼兄弟，冰岛银行等）相关的损失。此外，受如下两个因素的制约，对资产负债表头寸的使用也不太可行。第一，部分样本银行在 2007 和 2008 年采用市值计价（marked to market）的会计准则，而其他样本银行却采用历史成本计价法（historic value accounting）发布利润表。第二，在 2008 年秋季的金融危机中，部分银行终止了市值定价的会计准则，这使得资产负债表的可比性大打折扣。

表 2 汇总了 29 家样本银行的主要财务指标。我们报告了三种不同的银行规模计算方法。每家样本银行 2006 年末与 2007 年末的资产总值（表 2 第 3 列）和一级资本（表 2 第 5 列）的平均值代表银行规模。类似地，用每家样本银行 2006 年末和 2007 年末的股权账面价值（第 4 列）的平均值来衡量股权资本。由此，我们可以计算出样本银行的杠杆率（第 7 列），即总资本与股权账面资本的比率。在部分银行业绩回归分析中，杠杆率（取自然对数）将被用作控制变量。为了控制银行规模，我们用总资本和股权资本对损失进行了标准化处理（第 8 列，第 9 列）。第 8 列与第 9 列的最后一行表明，相比较而言，国有银行遭受的损失更为显著。Spearman 排序检验显示国有银行与私有银行的业绩差异在 1% 的置信水平上是显著的。Spearman 检验是一个精确的检验（对小样本有效），无需对样本分布做任何假设。

接下来，我们采用最小二乘法进一步检验本次危机中国有银行的损失是否与其资产规模不成比例。表 3 汇总了所有的回归数据。表 4 中的回归模型（1）采用银行损失（自然对数）作为因变量，在回归之前用银行资本对其进行标准化处理。回归模型（2）～（5）采用银行损失（自然对数）作为因变量。回归模型的控制变量被设定为银行规模，

⁹ 这四家银行是：Depfa 抵押贷款银行，Essenhyp 抵押贷款银行，北威州银行，以及 WL 银行（Depfa Deutsche Pfandbrief Bank, Essenhyp, NRW Bank and WL Bank）

在此用总资产的自然对数或一级资本的自然对数表示。同时被引入的控制变量还包括银行杠杆率，在此用股权价值与总资本比率的自然对数表示。此外，我们最感兴趣的是虚拟变量的回归系数，该虚拟变量为 1 时表示国有银行，为 0 时表示私有银行。在上述五个回归模型中，代表国有银行的虚拟变量的系数恒为正，且在 3% 的置信水平下显著。我们进一步对表 4 中回归结果进行的稳健性检验表明回归结果的统计显著性不变。回归系数分布在 0.842 与 1.208 之间，表明在国有银行在危机中的损失比私有银行高 132% ($=100 \times \exp(0.842) - 100$) 到 225% ($=100 \times \exp(1.208) - 100$)。这意味着国有银行与私有银行在危机中的表现存在巨大的差异。

是什么原因造成了国有银行的历史业绩较差，并且在本次危机中业绩显著差于私有银行？我们将在下文就此提出一些假说。

3. 银行治理与危机中业绩之间关系的假说

我们需要对国有银行在本次危机中的业绩表现做出解释。鉴于从定义上来看，所有国有银行的股东都是同一类型，因此公司治理就是我们进行分析的自然起点。

所有反对国有制的经济学文献中有一个共同的观点，即国家作为代理人是十分脆弱和缺乏效率的。那么银行的国家所有权与其在金融危机中的业绩表现之间有何联系？从不同渠道进行推断，有助于厘清其因果关系。因此，我们提出如下五个假说：

假说 1：强监管假说

银行监事会成员的能力与银行投资策略的质量密切相关。在监事会监管不足时，CEO 和管理团队会追逐高风险，但风险调整收益率较低的投资策略。在正常情况下，该投资策略有助于改善银行盈利状况；而在金融危机期间，将使银行蒙受巨额损失。

假说 2：赌博盈利假说

经营业绩较差的银行通常采用追求高风险投资策略的商业模式。在正常情况下，该投资策略有助于改善银行盈利状况；而在金融危机期间，将使银行蒙受巨额损失。

假说 3：弱监管假说

通过对 CEO 和高层管理团队的遴选和任命，监事会成员能力能够间接影响银行经营状况。如果有能力的监事会成员能够选择更加有能力的管理团队，这将显著提高银行的经营业绩。

假说 4：管理约束假说

国有银行的 CEO 和高层管理团队的薪酬受到制约。在完全竞争的劳动力市场上，国

有银行最终将雇佣最差的经理人，因此导致其经营状况和在危机中的表现不佳。

假说 5：有效薪酬假说

即使不存在报酬限制，薪酬较高的机构将吸引更好的经理人。因此，对银行高层管理人员支付更好的薪酬，银行的风险管理水平就会相应提升，在危机中的业绩表现也会更好。

强监管假说强调监事会在控制和改善银行管理团队的风险选择时发挥直接作用。称职的监事会会要求其所在机构执行更有效率的风险管理体系。然而假说 1 与我们通常的看法大相径庭。我们认为监事会比较被动，通常发挥调解的作用而非独立监督的作用。近来有学者提出国有银行管理效率低下源于过度风险承担，即我们在假说 2 中表述的观点。Hellwig（2008）表示，在中间业务和利息收益较低时，国有银行通常会陷入“收益恐慌”。行业观察家指出国有银行通常缺少基于自身比较优势的商业经营模式（Münchau, 2008）。这个可能会对国有银行施加更大的压力，促使它们在高风险中寻求高收益。然而，“赌博盈利假说”并不能解释德国国有银行的业绩表现。假说 2 仅仅解释了危机前经营不佳的银行为何在危机中表现不佳，却没有明确指出银行经营不善的原因。所以要有说服力，必须将假说 2 与“弱监督假说”结合起来。因此，可以说假说 2 与假说 3 是互补的。“弱监督假说”并不要求监事会成员的全面介入（如假说 1），因此它与反映银行实际治理状况的证据相契合。这些证据显示，监事会通常不会对执行理事会的投资策略进行详细审核。

假说 1，以及假说 2 与假说 3 的组合都暗示，一方面监事会成员能力与国家所有权之间存在相关性，另一方面监事会能力与银行业绩表现存在相关性。我们将在第 4 节和第 5 节考察上述两种联系。假说 2 成立的前提是国有银行的经营状况不佳。这个问题将在第 6.1 节中进一步考察。假说 4 为国有银行业绩不佳提供了另一种替代性解释。该假说强调银行所有制本身而不是治理效率低下导致了国有银行在危机中的业绩不佳。假说 4 指出，受制于其薪酬体系，国有银行很难吸引到有能力的经理人。我们将在 6.2 节中通过比较高层管理人员的薪酬对此假说进行检验。

最后，我们考察了高管薪酬在危机中的作用。有效薪酬假说指出，高管薪酬反映了管理能力的稀缺性。薪酬较高的管理团队能够实施更好的投资策略，尤其是在意识到金融危机即将发生时，更能体现出高薪团队的优越性。我们将在第 6.3 节对其进行检验。

4. 国有银行与私有银行的监事会能力比较

弱监管假说与强监管假说均强调监事会成员的能力。遴选有能力的高管以及对其实施有效监督均对监事会成员的能力提出了较高的要求。具体而言，银行监事会成员需要对现代金融市场有全面的了解。检验本命题需要我们为监管能力设计一个代理变量。其次，我们需要证实有关指标确实能够反映国有银行和私有银行监事会之间能力的差异。

4.1 相关研究

多数公司金融的文献主要关注监事会的构成形式，如监事会的独立性，监事会的规模以及监事会成员的持股情况等，而不是相应的量化指标。以外部监事的数量来衡量监事独立性的有效性尚无定论。一些研究显示监事会独立性对公司业绩毫无影响（Bhagat 和 Black, 2002；Hermalin 和 Weisbach, 1991；Klein, 1995；MacAvoy 等, 1983；Mehran, 1995），而另外的研究却表明董事会独立性对公司业绩具有显著的积极影响（Baysinger 和 Butler, 1985；Schellinger, Wood 和 Tashakori, 1989）。另一方面，研究显示监事会规模通常与公司业绩负相关（Brown 和 Maloney, 1999；Yermack, 1996）。监事会规模越大，个别监事会成员搭便车的情况将导致监督不力。另有证据显示，监事持股与以托宾 Q 衡量的公司业绩成正比（Hermalin 和 Weisbach, 1991；Morck, Shleifer 和 Vishny, 1988）。

最近两篇文章更多地从定量的角度来研究监事会的构成。Güner, Malmendier 和 Tate（2008）考察了监事会成员金融专业知识所发挥的作用，他们发现专业知识有利于协调各方利益冲突。与本文不同，他们着重分析非金融企业中监事会成员具有金融知识的作用。反映监事能力的另一个重要量化指标是监事会成员的行业经验。Papakonstantinou（2008）指出行业经验与股票的异常收益成正比，与利润操纵负相关。Becker 等（2008）采用了一个具有原创力的方法来识别监事会监督与企业业绩之间的因果关系。他们的研究表明，监事会中富裕股东的存在会改善美国企业的运营业绩。作者运用公司总部富裕股东的密集度作为外生的工具变量来排除反向因果关系以及控制自我选择效应。

最后，我们不得不提 Illueca, Norden 和 Udell（2008）的文章。他们考察了金融市场自由化后，银行治理对西班牙信贷扩张的影响。他们的研究表明，有更多政客担任监事会成员的储蓄银行，倾向于承担更多的事前信用风险。

4.2 反映监事会能力的指标

通过专注于银行领域，并在搜集一系列能力指标的基础上，我们将对监事会的量化研究向前推进一步。我们研究的重点是德国最大的 29 家银行，每家银行的资产总额均超过 400 亿欧元（见表 2）。

为获得反映 29 家银行监事会能力的指标，我们定义了 14 个与个人履历相关的变量，作为反映理事会能力的变量。这些变量涵盖了监事会成员的教育背景（3 项指标），金融业从业经验（6 项指标）以及管理经验（5 项指标）。

对于在 29 家银行供职的每一位监事会成员，我们从公开来源搜集了相关的数据。大部分数据可以通过在银行的年报或官方网站上检索获得。在多数情况下，监事会成员同时担任其他职位（如其他企业的高层管理人员或政客），这使得我们可以从其主要任职机构中获得相关信息。此外，我们还从监事会成员的个人传记或新闻报道中获得相关信息以资补充。监事会成员的数据始于 2008 年 1 月。¹⁰对于某些允许代理成员的样本银行，我们同时搜集常设成员和代理成员的信息。一个企业中，常设成员与代理成员之间的关系就像一个国家中的总理和副总理的关系。

4.2.1 教育背景

我们认为监事会成员的监督能力与其学历背景相关。这可能在银行业尤其明显，因为对投资策略的判断通常需要较高水平的金融知识。根据如下 3 条准则，我们将教育背景分为三个层次：

E1: 该监事会成员是否获得商学/经济学学位？如果答案是肯定的，则 E1 记为 1，反之则被记为 0。我们认为经济学或金融学的密集训练有助于提高监事会成员的监督能力。

E2: 该监事会成员是否获得 MBA 学位？部分高管拥有 MBA 学位，这意味着他们拥有更多会计、金融和经济学知识。

E3: 该监事会成员是否获得商学/经济学博士学位？博士学位意味着他们拥有更高的知识水平和经济学抽象思维能力，这使得他们可以更轻松地获取科学文献，并对金融工具以及相应的风险水平作出更为系统的判断。¹¹

4.2.2 金融业从业经验

监管能力同时有赖于监事会成员的行业知识和行业经验。因此，我们区分出以下 6 条准则：

F1: 该监事会成员是否具有银行业从业经验？如果该监事会成员曾经供职于银行，即认为其具有银行业从业经验。

¹⁰ 在危机的早期阶段，我们不希望企业在危机中的业绩会对监事会的成员构成造成影响。一般而言，监事会的人员构成是十分稳定的。我们比较了样本银行监事会在 2008 年 1 月以及 2005 年的人员构成。统计显示，在大多数银行，有 80% 在 2008 年在任的监事会成员在危机爆发的三年前已经是监事会成员。监事会的人员调整通常是由外生事件造成的，如国有银行选举等。

¹¹ 如果无法从个人履历信息中判断某位监事会成员的博士学位类型，我们假设每位曾就读过商学/经济学并拥有博士学位的监事会成员获得的是商学/经济学博士学位。

F2: 该监事会成员是否拥有金融市场经验？如果该监事会成员从事过任何与资产交易或投资相关的职业，即被视为拥有金融市场经验。金融市场经验能使监事会成员更好地监督投资风险。¹²

F3: 该监事会成员是否在 1990 年后拥有金融市场经验？鉴于随着时间的推移，金融人力资本也会折旧，我们同时搜集该监事会成员是否具有在金融市场的近期工作经验的信息，即是否相关工作经验是在 1990 年后获得的。

F4: 该监事会成员是否是在同一家银行获得金融市场经验？在样本银行的交易或投资部门的工作经验，将使得监事会成员具有特殊的信息优势，有助于其开展更有效的监督。¹³

F5: 该监事会成员是否具有美国金融市场经验？在海外市场的管理经验能使监事会成员获得更多信息，并且对美国次贷市场的制度风险具有更系统的判断。

F6: 该监事会成员是否在 1990 年后拥有美国金融市场经验？该准则与 F5 大同小异，只是进一步要求该经验的获取发生在 1990 年后。

4.2.3 管理经验

专业的企业管理经验可以赋予监事会成员很多技能，使其能够更加有效地监督其他企业经理人的行为。我们在此定义了 5 条能够代表监管能力的准则：

M1: 该监事会成员是否具有咨询业从业经验？具有咨询业从业经验的监事会成员通常具有包括应对财务压力等在内的丰富的企业治理经验。这将提高其监督能力。

M2: 该监事会成员是否具有中层管理经验？该变量旨在反映该监事会成员是否担任过独立于管理层的中层领导。

M3: 该监事会成员是否具有财务高层管理经验？这涉及到该监事会成员是否担任过高级财务职位。

M4: 该监事会成员是否在同一家银行具有财务高层管理经验？本条准则与 M3 大同小异，只是进一步将相关经验限制于受其监督的同一家银行。

M5: 该监事会成员是否在多家银行监事会供职？被多家机构任命的监事会成员往往具有丰富的监督经验。¹⁴

¹² Gilian Tett (2008) 指出 CEO 或高层管理人员的背景对有关企业在危机中的业绩表现至关重要：“（最成功的 CEO）...曾直接参与交易，并承担过市场风险管理工作。对他们而言这是明显的优势，因为他们了解金融衍生品，因而可以在信贷周期中更为从容。此外，诸如高盛的 Lloyd Blankfein 和德意志银行的 Anshu Jain，他们从交易员做起一路高升，因此本能地用概率和风险的眼光看待一切。对于从销售、顾问或者律师（如花旗银行的 Prince 先生）做起的企业高管，他们的思维方式就大为不同。”

¹³ 我们承认，过去在同一家银行任职可能会损害监事会成员的独立性。遗憾的是，德国银行业监事会成员的独立性很难被量化。

¹⁴ 我们仅确认该监事会成员是否在其他机构供职，至于在多少家机构供职，我们并未进行统计。

4.2.4 总体情况统计

表 5 汇总了德国规模最大的 29 家银行 592 名监事会成员的 14 项能力指标。鉴于我们主要关注私有银行和国有银行监事会能力的差异，因此我们分别给出了两类银行的汇总统计量。在所有 592 名监事会成员中，有 215 名属于私人银行，377 名属于国有银行。第 1 到 6 列是私有银行的统计量汇总，第 7 到 12 列为公有银行的统计量汇总。

根据德国法律，数量与企业规模相关的监事会代表由企业职员出任，我们分别在第 5, 6, 11 和 12 列分别列出。¹⁵然而，银行监事会中的企业职员的详细履历往往不易获得。因此，我们主要分析其他监事会成员。这样，我们的研究样本最终包括私有银行的 139 名监事会成员和国有银行的 267 名监事会成员。

所有能力指标均为二进制变量。其中“1”表示答案肯定，反之则为“0”。为综合反映监事会成员能力，可将这些变量进行加总。因此，我们定义了 4 种代表监事会能力的综合指数：

IE：监事会成员教育指标的加总，即 E1 到 E3。

IF：监事会成员金融能力指标的加总，即 F1 到 F6。

IM：监事会成员管理能力指标的加总，即 M1 到 M5。

IT：所有能力指标的加总。

表 5 最后 4 行即是这 4 项综合指标的汇总统计。

除了上述 14 项能力指数以及 4 项综合指数，我们还报告了与监事会成员履历相关的其他统计数据。年龄为监事会成员的平均年龄。外国国籍表示出生在非德语国家的监事会成员的比例。政治任命表示掌管一个党派或政府的高级官员被任命为监事会成员的情形。

4.3 监事会能力比较

表 5 相关指标的平均值的比较表明，监事会成员的能力存在显著的差异。例如，私有银行监事会成员中有约 37% 的监事具有银行工作经验（F1）。而在国有银行中，该比率仅为 14.2%。金融市场经验（F2）的差异更为明显，私有银行与国有银行的比例分别为 37.4% 和 10.1%。另一个显著的差异体现在是否具有美国金融市场经验（F5）——毫无疑问这点与次贷危机相关。我们发现私有银行监事会成员中具有有关经验的监事比重为 10.8%，而对于国有银行而言，该比重仅为 2.6%。

¹⁵ 根据所谓的“三分之一共决法”（Drittelbeteiligungsgesetz），对于员工少于 2000 人的企业，其监事会成员的三分之一必须是职工代表。对于超过 2000 人的企业，则采用所谓的“共同决定法”（Mitbestimmungsgesetz），即监事会成员中的一半必须是职工代表。

在教育背景和管理经验两方面，私有银行同样领先于国有银行。私有银行监事会成员拥有商学/经济学学位（E1）的比率比国有银行高 30%，而拥有博士学位（E3）的监事会成员数量是国有银行的两倍。超过三分之一的私有银行监事会成员具有高层财务经验（M3），而国有银行的比重仅为 12%。在国有银行中，具有同一家银行管理经验（M4）的监事会成员几乎不存在。

第 12 列到第 15 列列出了私营银行与国有银行监事会成员能力指标相等假设的单边 Fisher 检验。其中第 13 列表示所有监事会成员，第 14 列表示股东代表监事会成员，第 15 列表示职工代表监事会成员。对于私有银行与国有银行监事会能力相同的假说，所有 14 项指标中有 13 项指标被拒绝。在 1% 的置信水平上，13 项中有 10 项被拒绝。对于其余的四项假设有 3 项（博士学位，咨询业经验，多重监事会成员身份）被错误拒绝的概率小于 10%。只有商学/经济学学位的比重在两种银行系统中相等的原假设在 10% 的置信水平上无法被拒绝。此外，从绝对数值上来看，两者的差异也十分明显。对于反映财务经验的综合指标（IF），私有银行与国有银行的平均值分别为 1.42 和 0.39。简单的线性度量表明，私有银行监事会能力是国有银行监事会能力的 3 倍。

表 3 汇总了私有银行与国有银行在 3 项能力指标以及 14 项加总指标上的差异。为了对此进行更好的横向比较，我们将其标准化到 0 到 10 的区间。其中 0 表示所有指标均未达到，10 表示所有指标均已达到。比较发现，私有银行与国有银行监事会成员在管理与金融经验方面的能力差异最为明显。

导致国有银行监事会能力不足的潜在原因之一是部分监事会成员由政府或政治家委任。他们的职业生涯主要是在政府或管理部门度过，因而其具备的银行业或金融市场经验十分有限。因此，我们还对具有政府背景的监事会成员与其他监事会成员在能力上是否存在显著差异进行了检验。表 6 提供了 14 项能力指标的相应证据。第 4 列列示了有政治背景且满足相应标准的监事会成员的比重，第 6 列列示了其他监事会成员满足相应标准的比重。第 7 列报告了假设两类监事会成员具有相同分布的 p 值。对于所有 6 项金融经验指标中的 5 项，我们可以在 1% 的置信水平下拒绝原假设。具有政治背景的监事会成员在教育指标上的表现出色，但在其他管理经验指标方面表现平平。此外，他们几乎不具备任何金融经验。

总之，德国银行监事会构成的证据表明，国营银行与私营银行在管理经验与金融市场经验方面存在显著的能力差异。这种能力差异很大程度上可以归因于国有银行监事会成员多为政府任命的官员或政府雇员。

5. 监事会能力与财务损失之间的联系

5.1 监督-业绩关联性的证据

本节将分析国有银行在金融危机中的业绩相对较差是否与其较弱的治理结构有关（即假说 1 与假说 3）。国有银行的高管往往很少受到监事会的监管，因此倾向于选择较差的投资，或者投资于高风险投资以期弥补较弱的盈利能力（假说 2）。

我们使用 2007 年和 2008 年银行资产减记和损失作为衡量银行业绩的标准（见 2.3 节对数据的详细描述）。与此同时，我们使用 3.2.4 节定义的银行监事会成员的能力指数（IE, IF, IM 和 IT）作为解释变量。简单起见，我们假设银行监事会的监督质量与监督能力与监事会的平均能力水平一致。为了方便进行横向比较，我们将其标准化到 0 到 10 的区间。其中 0 表示所有指标均未达到，10 表示所有指标均已达到。尽管监事会质量并不必然等同于其监事会成员的平均能力水平，然而由于统计上的限制，我们无法做出任何非线性关系的假设。因此，我们采取最直接的方式，将监事会能力等同于监事会成员的平均能力。

经过标准化处理的四项能力指标仍然不是理想的解释变量，因为四个变量的分布均明显右偏。为了使四个变量的分布接近正态分布，我们对其进行如下对数变换：

$$AIX = \log[1 + \text{scaled board mean}(IX)]。$$

因此，我们得到了监事会能力平均水平的对数值，分别用 AIE, AIF, AIM 和 AIT 表示。图 4 显示了 29 家样本银行金融从业经验（AIF）和管理经验（AIM）的散点图。其中私有银行用正方形符号表示，国有银行用三角形符号表示。根据表 5 列示的监事会成员的能力差异，我们不难发现私有银行监事会在整体上表现出更高的平均金融从业经验和管理经验。此外，我们还注意到，对于 29 家样本银行，管理经验指数与金融市场经验指数是相关的。具有较强金融能力的监事会成员通常具有更为丰富的管理经验。

5.1.1 相对银行损失

要比较金融危机造成的损失，必须考虑银行的规模以及其资产负债表。这意味着必须对资产减记进行标准化处理，使其具有可比性。在此，我们使用银行总资产作为标准化工具。因此，我们用如下的最小二乘法作为基准回归模型：

$$\log \frac{Losses_i}{Total Assets_i} = \alpha_0 + \alpha_1 AIX_i + \mu_i$$

其中 AIX_i 表示四项能力指标中的一项。表 7 汇总了四项能力指标的最小二乘法估算的系数。这四项能力指标分别是平均教育背景（AIE），平均金融业从业经验（AIF），管理经

验 (AIM) 以及总的的能力指数 (AIT)。结果显示, 平均教育背景, 管理经验以及总的的能力指数与银行损失并非显著相关。然而, 在 5% 的置信水平上, 监事会成员的平均金融业从业经验统计显著。此外, 我们还注意到估算的系数具有明确的经济学含义。监事会成员金融能力(AIF)的标准差是 0.428, 这意味着监事会成员金融能力下降一个标准差, 银行损失占总资产的比重将增加 59% ($=100 \times \exp(1.08 \times 0.428) - 100$)。

图 5 描述了监事会成员金融能力与银行损失之间的相关性。银行监事会成员的金融能力越强, 银行损失越小。此外, 私有银行与国有银行之间的差异在图 5 中也十分明显。私有银行监事会成员的金融能力较高, 其相应的银行损失较少。因此, 监事会成员的金融能力差异十分合理地解释了国有银行业绩不佳的现象。

5.1.2 绝对银行损失

另一种回归模型将银行损失 (的对数值) 作为因变量。在此情形中, 需要引入另一个自变量, 以控制银行的资产规模。在此, 我们分别使用了 2006 年末与 2007 年末的资产总额的对数值和一级资本的对数值作为控制变量。表 8 汇总了如下扩展的最小二乘法的回归结果,

$$\log(Losses_j) = \alpha_0 + \alpha_1 AIX_j + \alpha_2 \log(Bank Size_j) + \mu_j,$$

此处银行规模为控制变量, 而不是进行标准化的基数。其结果与基准回归模型的结果相似。金融竞争力指数 (AIF) 在 5% 的置信水平上显著; 而其他系数则不显著。回归系数的数值仍然较大: 在总资产作为控制规模的自变量时 (第 3 列), 监事会成员金融能力下降一个标准差, 银行损失将增加 69% ($=100 \times \exp(1.22 \times 0.428) - 100$)。

与预期一致, 以银行资产总额 (取对数) 来解释银行的绝对损失 (取对数) 在统计上是高度显著的, 其回归系数接近 1。银行损失与银行规模之间近似线性关系。此外, 以一级资本作为银行规模的控制变量在统计上也是高度显著的, 其回归系数略大于 1。这意味着银行损失增加的比重略高于银行规模增加的比重。将杠杆率作为额外的控制变量引入回归模型, 回归结果仍然是稳健的。换言之, 引入杠杆率并未显著改变回归结果。对于扩展的回归模型, 模型 3 中的修正 R^2 为 54%, 模型 9 中的修正 R^2 为 70%, 相比之下表 7 所列模型的修正 R^2 仅为 15%。然而, 表 8 中模型解释力较强的原因在于将总资产 (取对数) 以及一级资本 (取对数) 作为控制变量, 而在之前模型中则作为因变量标准化的基数。¹⁶

在第 5 列和第 10 列, 我们同时考虑了国家所有权与监事会成员的金融业从业经验。

¹⁶ 我们将图 5 中的离群值“IKB”剔除后, 回归结果并未改变。金融业从业经验的系数的显著性也不受离群值的影响。

结果显示，国家所有权的虚拟变量仍然显著。虽然金融业从业经验的回归系数仍然为负，但其在统计上不再显著。考虑到金融从业经验变量现在只反映 13 家私营银行之间的业绩差异，国有银行较低的能力主要反映在虚拟变量的固定效应中，因此显著性水平较低并不足为奇。国家所有权虚拟变量与 AIF 变量之间的相关系数为 0.51，在小样本情形下，将国家所有权作为控制变量是不可行。我们注意到，第 6 列与第 12 列报告的回归结果显示，对于 13 家私有银行样本而言，银行损失与监事会成员的金融业从业经验之间是负相关的。

我们进一步分析六项金融业从业经验指标中，哪一项与银行在危机中的业绩最为相关。然而，这种分解分析并未产生任何明确的结论，因为我们不能拒绝六项指标同等重要的原假设。要想得出更为明确的分解分析的结论，必须搜集更多样本，并采用更为复杂的统计方法。

5.2 监督-业绩关联性的内生性问题

虽然表 7 与表 8 的结果显示监事会的金融能力与银行损失在经济学意义上和统计上都十分显著，但并不表示两者之间存在明确的因果关系。所谓监事会构成的内生性是任何公司治理研究必须解决的问题。企业之间的业绩差异可能由其他因素导致，而这些因素也会影响监事会的构成。例如，一家银行的 CEO 可能采纳某种投资策略，而不考虑采取合理的风险管控。这种投资策略很可能源自薪酬刺激，或者为了掩盖银行在其他领域投资的低下表现。此类 CEO 倾向于任命不会对其投资策略进行审查的监事会成员。如果 CEO 能够影响监事会成员的任命，通常情况下确实如此，那么监督能力较低的监事会就会带来内生性问题。银行损失与能力指数之间的相关性很大程度上反映的是 CEO 操纵监事会构成的能力。

关于监事会构成的最新研究显示，监事会成员的构成经常会受交际网络的影响，而这种交易网络通常与监事会成员的教育和专业背景有关（Bertrand 等，2008；Kramarz 和 Thesmar，2008）。存在大量政客和官员的国有银行监事会很可能会间接影响其他监事会成员的选聘。与研究私营企业监事会成员构成不同，我们可以明确将国家所有权视为决定监事会成员构成与能力的外生变量。影响监事会构成的外生因素应该会削弱内生性问题造成的扭曲，并使样本在监事会构成上表现出更大的异质性。

一种控制内生性问题的统计学方法是引入能够反映监事会构成的外生工具变量。正如本文第 4 节所示，银行监事会的构成很大程度上受所有权结构的影响。大量国有银行的监事会成员由国家指派，我们可以认为具有政治指派的监事会成员的比重不会受 CEO

的影响。加之具有政治指派的监事会成员比重与银行业绩（负）相关，这样它便是一个很好的“工具”变量。此外，银行的国家所有权本身不会受到 CEO 的影响。因此就有了两个工具变量，即政治任命的监事会成员的比重以及国家所有权虚拟变量。

表 9 与表 8 的回归模型完全相同，唯一不同的是能力指标被换成工具变量。引入工具变量能够避免 CEO 操纵监事会构成所造成的反向因果关系。工具变量点估计系数为负，Hausman 检验显示工具变量回归系数与 OLS 回归系数不存在显著的不同。第 3 列与第 5 列列示的金融竞争力系数的置信水平为 5%。

表 9 的回归结果有一点值得关注，即第一阶段回归的 F 统计量较低。这不仅意味着工具变量本身较弱，也表明在有限样本情况下，工具变量的系数是有偏的，并且对标准误的估计有失精确。Murray（2006）指出，在弱工具变量情况下进行假设检验通常采用所谓的“条件似然比”（conditional likelihood ratio, CLR）检验。CLR 检验目前已经被汇编入最新版本的 STATA 软件中。如果仅有一个（可能的）内生变量，那么 CLR 产生的置信区间便是稳健的。表 9 的第 3 列与第 7 列的最后一行报告了金融能力指标在 5% 置信水平上的置信区间。工具变量位于置信区间内，并且显著不为零。作为稳健性检验，我们还报告了每个监事会能力指标的有限信息极大似然（limited-information maximum likelihood, LIML）估计量。LIML 估计量在弱工具变量情形下是无偏的（Stock, Wright 和 Yogo, 2002）。结果显示 LIML 估计量与之前的工具变量估计量十分接近，这在一定程度上减少了对弱工具变量的担忧。综上，银行损失与监事会能力之间存在负相关，两者之间因果关系是后者导致前者。

相对于私有银行，国家所有权是否会引起银行贷款政策内生性差异？两方面的影响比较合理：首先，对意大利国有银行的研究表明，监事会中政府指派的成员较多时，国有银行倾向于将贷款发放给本国的投资项目（Sapienza, 2004）。当然，如果监事会中的政治家能够影响银行的投资政策，那么该现象也不足为奇。然而，这种所谓的“本地或选民偏向”（home or voter bias）很难解释德国银行过度投资美国抵押贷款市场的行为。因此，在其他条件不变的情况下，这种内生性的本地偏向效应应当减少国有银行与美国次级贷款相关的损失。

第二个会导致投资偏向的因素是国有银行的风险规避。监事会中的政治家会将银行职员视为其潜在的支持者。银行职员偏好于避免过度的风险承担，这点类似于债券持有者。因此，更加关注员工利益的国有银行会偏向于采纳避免“沉船”¹⁷的投资策略。综上

¹⁷ 国有银行的高管也会通过追求高风险的投资策略来掩盖经营利润过低的事实。然而，这种形式的过度承担风险，事实上是在第 6.1 节讨论的“赌博盈利假说”的一种形式。

所述，指出国有银行与私有银行存在内生性差异是合理的，然而其引起的结果的偏差会指向减少国有银行的经营损失。

6. 业绩差异的其他假说

6.1 银行治理渠道

迄今提出的证据显示，政治指派人员较集中的银行监事会很难有效行使其监督权。无效的治理结构可能通过如下两条途径对公司业绩产生影响。第一，无效的治理结构意味着 CEO 和管理人员会为短期薪酬而追求高风险的投资策略。我们称之为强监管假说（H1）。该假说认为，监事会质量与银行投资策略直接相关。该假说成立的前提在于监事会成员对银行的投资策略具有相对较大的影响力。第二条途径相对更为间接。有能力的监事会成员会选聘有能力的银行管理人员，从而改善银行的经营业绩（H3）。企业竞争力的提高能够避免“赌博盈利”的投资策略，而这种投资策略在金融危机期间会对银行产生灾难性的影响。如果有证据显示国有银行在金融危机之前经营不善，那么“赌博盈利假说”（H2）就能为国有银行损失较大提供合理的解释。因此，比较国有银行与私有银行的经营业绩，并将其与监事会能力指标联系起来是很有意义的。

表 10 报告了三种不同业绩指标的回归结果。我们分别检验了账面资产年收益，账面股东权益年回报，以及人均利润（即年运营利润与银行雇员人数的比率）三项指标。¹⁸只要数据可得，我们搜集的运营数据来自于危机前的 1998-2006 年这段时期。如第 1 列，第 4 列以及第 7 列所示，按照这三种指标，私营银行的平均运营业绩均好于国营银行。通过比较虚拟变量（反映了国有银行的糟糕业绩）以及常数项，不难看出国营银行与私营银行相之间的业绩差异从经济学的角度上来看是相当大的。国营银行的账面资产回报率平均比私营银行低 36%，而股东回报率比私营银行低 27%。然而，由于年度收益的波动较大，国营银行与私营银行之间的差异在通常的置信水平上不显著。¹⁹

第 7 列与第 9 列列示的人均利润可以代表对经营业绩最为精确的测算。对于私营银行而言，1998 年至 2006 年期间人均营业利率为 20 万欧元。相比之下，国营银行同期人均营业利润仅为 4 万欧元（见第 7 列）。²⁰国家所有权与获利能力之间的负相关性在经济学上相当显著，而在统计上却不显著。第 8 列将银行的经营业绩与监事会成员的金融能

¹⁸ 股权收益（如果按市场价值计算）以及人均利润率均对杠杆率的变化十分敏感。如表 2 第 7 列所示，私营银行的杠杆率（根据账面价值）高于国营银行。这在一定程度上解释了为何按照这两种计算方式算得的相对收益率会比较高。

¹⁹ 我们还按照 Laeven 和 Levine（2008）的研究方法考察了营业利润的波动性，然而并未发现私有银行与国有银行之间存在系统性差异。

²⁰ 当然，人均利润还取决于企业的劳动力密集程度。然而，由于国有银行并非是像零售业一样是劳动密集型产业，因此在其他条件相同的情况下，其人均利润应高于私营银行。

力 (AIF) 直接联系起来。尽管样本较小, 两者之间的关系仍然是显著的。金融能力提高一个标准差 (0.428), 相应的人均经营利润提高 18.1 ($0.423 \times 0.428 \times 100$) 万欧元。

监事会成员的金融能力, 经营业绩以及危机中损失的三者之间统计相关性再次支持了“赌博盈利”假说 (H2) 的合理性。监事会成员能力最弱的银行的经营业绩最差, 这又促使该银行为弥补经营业绩低下而最求高风险投资。在有效的金融市场上, 高风险往往伴随高收益。但是, 缺乏流动性的抵押贷款证券远没有达到有效金融市场的要求。由于存在违约风险, 高风险可能伴随着较低的预期收益。

私营银行的有效监督不仅源于有能力的监事会成员, 还源于市场积极参与其股票和其他银行资产的交易。知情投资者的资产交易能够向监事会成员发出有价值的信号, 防止监事会成员默许不受欢迎的投资策略。股票价格下降会促使监事会成员向银行 CEO 问责。²¹然而, (通过公开交易实现的) 外部监督要求较高程度透明度, 而这超出了现行会计标准。这也许能够解释为什么在我们的样本中银行股票公开交易与银行损失之间只存在微弱的负相关。²²

6.2 国家所有权的管理约束

危机期间国有银行损失更大的另一种解释是, 国有银行面临着他们竞争对手所没有的约束。这种“管理约束假说” (H4) 主要指对 CEO 和高层管理人员的薪酬限制。该假说主要适用于高度竞争的经理人市场。在这个市场上, 最有能力的经理人通常选择去薪酬较高的私营银行工作。国有银行在本次金融危机中的糟糕表现可能正是这种“次优”的管理约束的反映。根据该假说, 监事会成员能力不足只是偶发事件, 且与所观察到的国有银行业绩较差无关。

表 11 考察了高管薪酬的作用。在此我们使用了 29 家样本银行 2006 年会计报表中的高管薪酬数据。为避免由不同会计准则 (市值计价法与历史成本计价法) 引起的偏差, 我们剔除了所有 (与养老金相关的) 递延薪酬。我们将监事会总薪酬除以监事会成员人数, 以获得平均薪酬。我们以平均薪酬 (取对数) 作为因变量, 以银行规模为自变量。银行规模用资产总额的对数值表示, 该控制变量在所有回归模型中均是统计显著的。结果表明, 规模较大的银行支付给高管更高的薪酬。这一结果与美国银行高管薪酬的结构类似 (Landier 和 Gabaix, 2008)。第 1 列国有银行虚拟变量的符号为负, 表示国有银行监事会成员的薪酬相对较低。然而, 国有银行与私有银行存在 10% ($=100 \times \exp(0.96) -$

²¹ Dahiya, Saunders 和 Srinivasan (2009) 提供的证据显示银行股票价格能够反映银行的清偿能力。另见 Flannery 和 Sorescu (1996), 以及 Berger, Davies 和 Flannery (2000)。

²² 在我们的样本中, 16 家私有银行中有 6 家上市交易, 13 家国有银行中有 2 家上市交易。

100) 的薪酬差异无论在经济学意义上还是统计上都是不显著的。因此, 很难相信这么小的薪酬差异会对国有银行造成“管理约束”, 从而使其无法聘用更有能力的高层管理人员。第 2 列数据表明监事会中具有政治背景的成员数量越多, 该银行支付给其管理人员的薪酬越低。监事会中具有政治背景成员的比重减少 1 个标准差 (0.21), 高管的薪酬将增加 24% ($=100 \times \exp(1.014 \times 0.21) - 100$)。我们还注意到, 正如第 3 列所示, 高能力的监事会不会批准过高的薪酬。监事会金融能力提高 1 个标准差, 高管的薪酬仅提高 5%。从监事会能力对银行运营业绩及其在金融危机中表现的影响来看, 高能力的高层管理人员不是通过高薪激励产生的, 而是通过更加有效的聘任制度和/或监事会产生的。

没有证据显示, 在德国存在有其他区分私有银行和国有银行的管理约束。无论私营银行还是国有银行均在同一个人力市场上聘用优秀的管理人才; 因此, 很难找出国有银行在竞争上的劣势。私有银行与国有银行唯一的差别在于国有银行享有历史债务的公共担保, 而这是私营银行所不能享有的比较优势。根据欧盟竞争法, 德国于 2001 年撤销了对国有银行的公共担保。这其实消除了国有银行与私有银行之间的差异, 而不是对国有银行施加了附加约束。事实上, 仍然存在一个针对国有银行的临时的制度安排, 即 2005 年之前发生的, 2015 年之前到期的债务公共担保仍然有效。有人会因此指出, 该临时安排可能会激励国有银行于 2005 年 7 月前借入更多的廉价信贷。然而, 如表 2 第 7 列所示, 事实上国有银行的杠杆率在 2006 年和 2007 年均低于私有银行。鉴于缺乏证据支持, 我们放弃假说 4。

6.3 高管薪酬与危机中表现

即使私有银行与国有银行之间并不存在显著的薪酬差异, 工资水平仍然可能与管理质量相关, 进而影响银行在危机中的业绩。那么, 对管理层支付高额薪酬能否改善银行在危机中的业绩呢? 根据“有效薪酬假说”(H5), 较高的高管薪酬应该与危机中更好的业绩相关。然而, 高管薪酬与危机中的业绩表现之间存在反向关系也是说得通的。在这种情况下, 管理层的高薪酬可能只是反映了监事会的无能和存在其他代理问题。²³

表 12 在原有回归模型的基础上加入高管薪酬作为额外的控制变量。数据显示, 银行损失与银行高管薪酬水平正相关。如第 3 列所示, 在同时控制监事会金融能力差异后, 银行损失与高管薪酬的正相关关系在 10% 的置信水平上是显著的。因此, 在其他条件相同的情况下, 德国银行高管薪酬越高, 有关银行在危机中的业绩越差。因此, “有效薪酬

²³ 对高层管理人员高薪激励 (如通过股票期权) 可能影响管理人员的风险承担, 进而影响银行在危机中的业绩。例如, Mehran 和 Rosenberg (2007) 指出 CEO 持有公司股票期权将增加资产价值的波动性。遗憾的是, 我们缺少 29 家样本银行的相关数据。

假说”也无法得到证实。因此，所谓的银行高管薪酬不足，也不足以解释德国银行在危机中的表现。

7. 政策性结论

经济学家很早就意识到金融机构的脆弱性，以及其对实体经济产生的系统性风险。与大多数有限责任公司不同，银行具有较高的杠杆率。与其他行业相比，银行信贷期限的错配使其更大程度地暴露于流动性风险。银行在资助中小企业的投资活动中发挥着枢纽作用，这意味着银行的财务困境将引致巨大的经济成本。因此，必须将银行纳入特殊的监管框架，规定银行的最低资本要求，促使其构建有效的内部风险体系，以及采纳适当的信息披露政策。

本次金融危机不仅印证了传统观点（IMF，2008），同时也提供一些新的教训。现有的监管体系没有对金融机构的风险选择进行充分的限制。尤其是在美国，如投资银行等金融机构被允许在传统银行监管之外经营“影子银行体系”。在宽松的监管体制下，银行尽可能地减少所有者权益，以期从高杠杆中获得高收益。此外，金融业本身的政治游说导致了宽松的监管制度，进而使银行监管形同虚设。

从本次危机来看，银行监管有待加强。然而，如何避免对国有银行监管的政治干预，目前尚无定论。与央行的独立性类似，国有银行也需要更多的政治独立性（Rochet，2008）。有学者呼吁建立国际金融监管机制，从而使银行的监管独立于国家的政治（Reinhart 和 Rogoff，2008）。然而，更加严格的金融监管仍然必须面对政治挑战，而其有效性可能被再次削弱。

因此，当务之急是探索能够增强银行稳定性的平行政策措施。在这里，我们对德国银行在本次金融危机中的表现以及监管能力的分析为此提供了有趣的视角。国有银行在德国银行体系中的重要性意味着，即使在相同的监管环境下，公司治理能力也可能存在巨大的差异。此外，国有银行像私有银行一样积极拓展国际市场，这意味着国有银行同样以追求利润为目标。通过研究德国规模最大的 29 家银行的 592 位监事会成员的履历，我们发现国有银行监事会成员的金融与管理能力普遍低于私有银行。除非完全否定监事会的监督作用，这应该引起我们对银行的国家所有权的关注。

对国有银行与私有银行在 2007/2008 金融危机的业绩对比表明，国有银行的业绩明显低于私有银行。在控制银行规模后，平均而言，国有银行的损失是私有银行损失的 3 倍。25 个小样本必然会引起对结果稳健性的担忧。然而，德国国有银行大规模投资失败的历史事实恰恰印证了我们的统计结果。

随后，我们考察了银行危机中的业绩与监事会成员能力之间的联系。证据显示，监事会的监督能力与银行的脆弱性密切相关。监事会成员的金融专业知识与其在危机中的业绩在 5% 的置信水平上显著相关。我们将其解释为公司治理不善导致危机时业绩不佳。鉴于工具变量回归系数与 OLS 回归系数接近，我们对上述因果关系的判断得到了支持。假设国有银行的 CEO 不能改变监事会成员中政客所占的比重，加之该比率与监事会成员的金融能力高度相关，因此我们可以将之用作外生的工具变量。工具变量法所得的回归系数与 OLS 回归系数相似，这就为否定存在反向因果关系（即能力较差的 CEO 倾向于选择能力较差的监事会成员作为其监督者）提供了证据。

我们的研究进一步探索了监事会能力影响银行业绩的渠道。在此，我们区分了强监督假说和弱监督假说。前一种假说认为监事会成员能够直接影响银行的投资决定。后一种假说则认为监事会成员的决策参与度如此之高不太现实。相反，监事会能力通过高层管理人员的选聘影响公司业绩。好的管理层会改善公司的运营状况，并且能够避免国有银行普遍存在的“赌博盈利”投资行为。我们进一步检验国有银行是否盈利能力较差，并得到了证据支持。此外，监事会成员的金融能力越强，公司的运营业绩则越好。因此，经营业绩不佳可能引致高风险的投资行为。

最后，我们考察了高管薪酬对银行危机中业绩的影响。“有效薪酬假说”认为较高的高管薪酬会提高投资策略的质量，进而减少银行的脆弱性。研究表明，该假说并不能得到证据的支持。高额薪酬与高额危机损失相关，这表明较高的薪酬并不意味着更好的管理，而可能表明存在严重的代理问题。

公司治理对银行危机中业绩的影响的研究的意义并不仅限于欧洲。普遍认为，在实践中，美国银行董事会行事被动，很少发挥积极的监督作用。CEO 在美国公司的强势地位，极大地削弱了监事会对其权威的挑战。此外，许多跨国银行的集团性质会导致“太大而不能被监督”的问题。因此，在新一轮就监管问题展开的讨论中，银行治理问题应该得到更多的政策关注。本文对现实证据的研究表明，国家所有权通常意味着对管理人员较弱的监管，更高的风险暴露，以及在金融危机中更高的损失。这一问题值得重视，因为在本次金融危机后，银行国有化有提高的趋势。

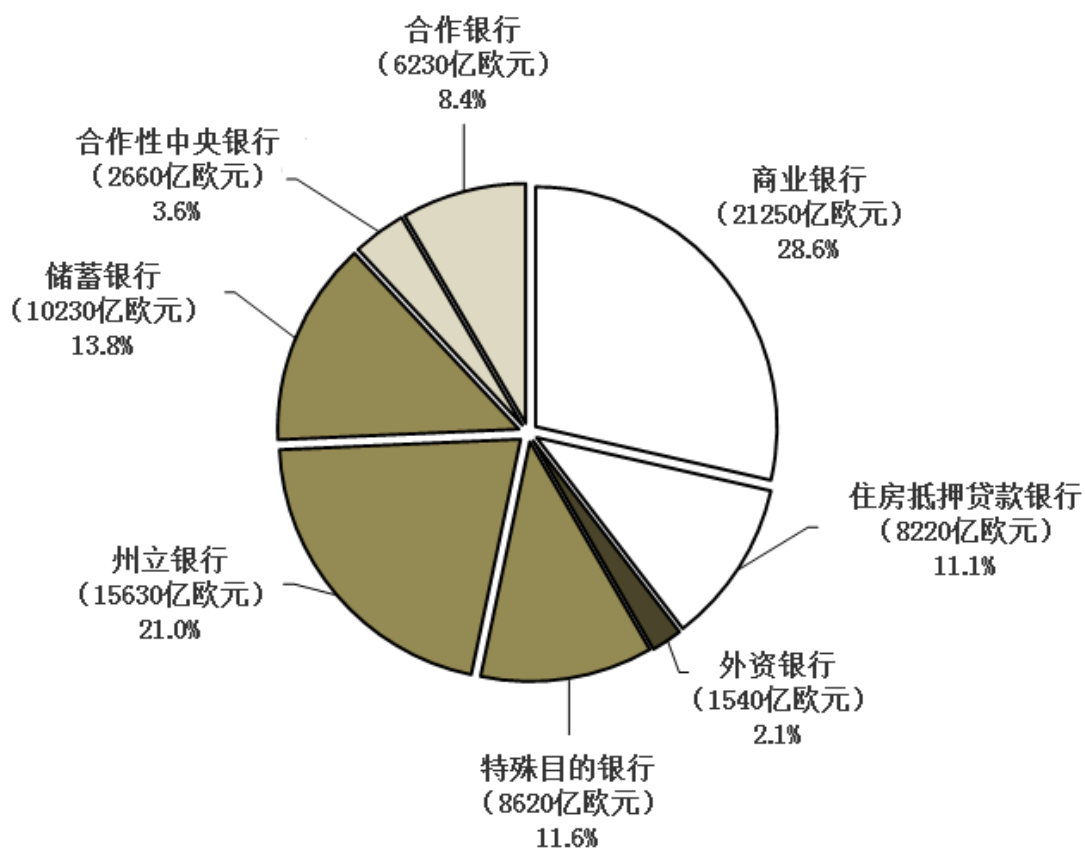
最后，我们强调五项具体的政策结论。第一，银行业的国有股权应该尽可能地减少。第二，在国家所有权不可避免的情况下，必须提高监事会成员的金融能力。第三，私有机构同样可以从能力较强的监事会中获益。加强股东权利，提高股东的代表性同样有助于提高监事会的能力和监督质量。第四，如果监事会成员能够及时处理反映银行风险的

市场信号，银行的监督质量将相应提高。这就要求提高银行股票和可交易资产的市场流动性。我们注意到，提高银行透明度，能够强化市场价格传递信息的机制，最终能够改善监管质量。第五，审慎的银行监管是否应该具有明确的标准，用以衡量监事会的能力和质质量，这点值得进一步探讨。总之，上述措施为金融稳定指明了方向，因为任何金融危机的核心都是银行业的大规模损失。

参考文献:

- Baysinger, B. and H. Butler (1985). 'Corporate Governance and Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition', *Journal of Law, Economics and Organization* 1, 101—124.
- Becker, B., H. Cronqvist, and R. Fahlenbrach (2008). *Estimating the Effect of Large Shareholders Using a Geographic Instrument*, Working Paper, Ohio State University.
- Berger, A., S. Davies and M. J. Flannery (2000). 'Comparing Market and Regulatory Assessments of Bank Performance: Who Knows What When?' *Journal of Money, Credit and Banking* 32, 641—667.
- Bertrand, M., F. Kramarz, A. Schoar and D. Thesmar (2008). *Political Connections and Corporate Performance: An Analysis on French CEOs*, Working Paper, HEC Paris.
- Bhagat, S., and B. Black (2002). 'The Non-correlation between Board Independence and Long-term Performance', *Journal of Corporation Law* 27, 231—273.
- Brown, W. O. and M. T. Maloney (1999). *Exit, Voice, and the Role of Corporate Directors: Evidence from Acquisition Performance*, Unpublished Manuscript, Claremont McKenna College.
- Brunner, A., J. Decressin, D. Hardy and B. Kudela (2004). *Germany's Three-Pillar Banking System: Cross-Country Perspectives in Europe*, IMF Occasional Paper No. 233, Washington, DC.
- ECB (2008). *EU Banking Structures 2008*, October 2008, Frankfurt.
- Dahiya, S., A. Saunders and A. Srinivasan (2009). 'Financial Distress and Bank Lending Relationships', *Journal of Finance*, forthcoming.
- Flannery, M. and S. Sorescu (1996). 'Evidence of Bank Market Discipline in Subordinated Debenture Yields: 1983-1991', *Journal of Finance* 51, 1347—1377.
- Güner, A. B., U. Malmendier and G. Tate (2008). 'Financial Expertise of Directors', *Journal of Financial Economics* 88, 323—354.
- Hellwig, M. (2008). 'The Causes of the Financial Crisis', *CESifo Forum*, Vol. 9(4), 12—21.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (1991). 'The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance', *Financial Management* 20, 101—112.
- Illuceca, M., Norden, L., and G. F. Udell (2008). 'Liberalization, Corporate Governance, and Savings Banks', Working Paper available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1101591
- IMF (2006). *Germany: Selected Issues*, IMF Country Report No. 06/436, December 2006, Washington, DC.
- IMF (2008). *Global Financial Stability Report – Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, April 2008, Washington, DC.
- Klein, A. (1995). 'Firm Performance and Board Committee Structure', *Journal of Law and Economics* 41, 275—303.
- Krahnen, J. P. and R. H. Schmidt (2004). *The German Financial System*, Oxford University Press, Oxford.
- Kramarz, F. and D. Thesmar (2008). *Beyond Independence: Social Networks in the Boardroom*, Working Paper, HEC Paris.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2002). 'Government Ownership of Banks', *Journal of Finance* 57, 256—301.
- Laeven, L., and R. Levine (2008). *Bank Governance, Regulation, and Risk Taking*, NBER Working Paper 14113, National Bureau of Economic Research.
- Landier, A. and X. Gabaix (2008). 'Why Has CEO Pay Increased So Much?', *Quarterly Journal of Economics* 123, 49—100.
- MacAvoy, P. W., S. Cantor, J. Dana and S. Peck (1983). *ALI Proposals for Increased Control of the Corporation by the Board of Directors: An Economic Analysis*, In:

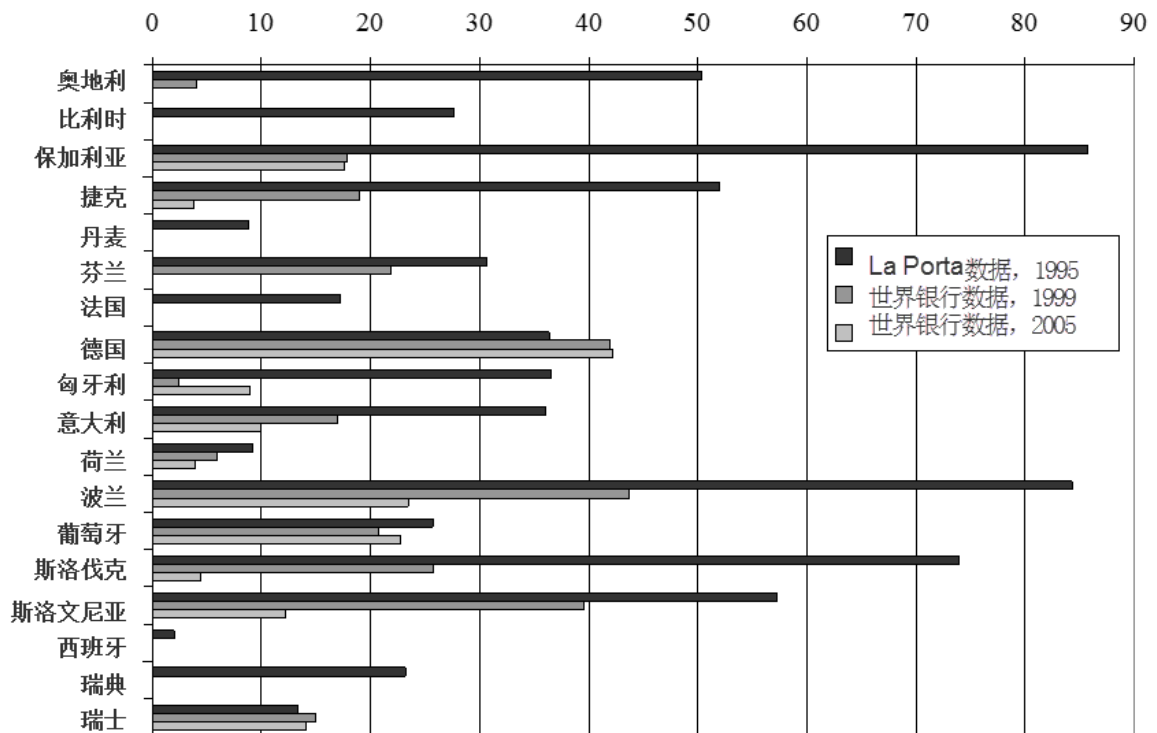
- Statement of the Business Roundtable on the American Law Institute's proposed 'Principles of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendations'.
- Mehran, H. (1995). 'Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance', *Journal of Financial Economics* 38, 163—84.
- Mehran, H. and J. V. Rosenberg (2007). *The Effect of Employee Stock Options on Bank Investment Choice, Borrowing, and Capital*, FRB of New York Staff Report No. 305.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988). 'Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis', *Journal of Financial Economics* 20, 293—316.
- Münchau, W. (2008). *Another Landesbank Bites the Dust*, available at the Eurointelligence website: <http://www.eurointelligence.com/Article3.1018+M50fcec22186.0.html>.
- Murray, M. P. (2006). 'Avoiding Invalid Instruments and Coping with Weak Instruments', *Journal of Economic Perspective* 20(4), 111-132.
- Papakonstantinou, F. (2008). *Boards of Directors: The Value of Industry Experience*, mimeo, Princeton University.
- Reinhart, C. and K. Rogoff (2008). 'Regulation Should Be International', *Financial Times*, November 18, 2008.
- Rochet, J-Ch. (2008). *Why Are There So Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Sapienza, P. (2004). 'The Effects of Government Ownership on Bank Lending', *Journal of Financial Economics* 72, 357—384.
- Schellinger, M., D. Wood and A. Tashakori (1989). 'Board of Director Composition, Shareholder Wealth, and Dividend Policy', *Journal of Management* 15, 457—467.
- Sachverständigenrat (2008). *Das deutsche Finanzsystem. Effizienz steigern – Stabilität erhöhen*, Report of the Council of Economic Advisors to the German Federal Government, Wiesbaden, June 2008.
- Sinn, H.-W. (1999). *The German State Banks. Global Players in the International Financial Markets*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Stock, J. H., Wright, J. H., and M. Yogo (2002). 'A Survey of Weak Instruments and Weak Identification in Generalized Method of Moments', *Journal of Business and Economic Statistics* 20(4), 518-529.
- Tett, G. (2008). 'Insight: Anthropological Insights into Banking Behaviour', *Financial Times*, January 17, 2008.
- Vins, O. (2008). *How Politics Influence State-owned Banks – The Case of German Savings Banks*, Working Paper No. 191, Johann Wolfgang Goethe University, Frankfurt.
- Yermack, D. (1996). 'Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors', *Journal of Financial Economics* 40, 185—211.



注：资产比例指各类银行总资产的占比。因为统计数据无法区分储蓄以及贷款的所有权，因此储蓄及贷款数据在此被剔除。所有数据对应的日期均为 2008 年 1 月。

数据来源：Deutsche Bundesbank, Bank Statistics 3/08

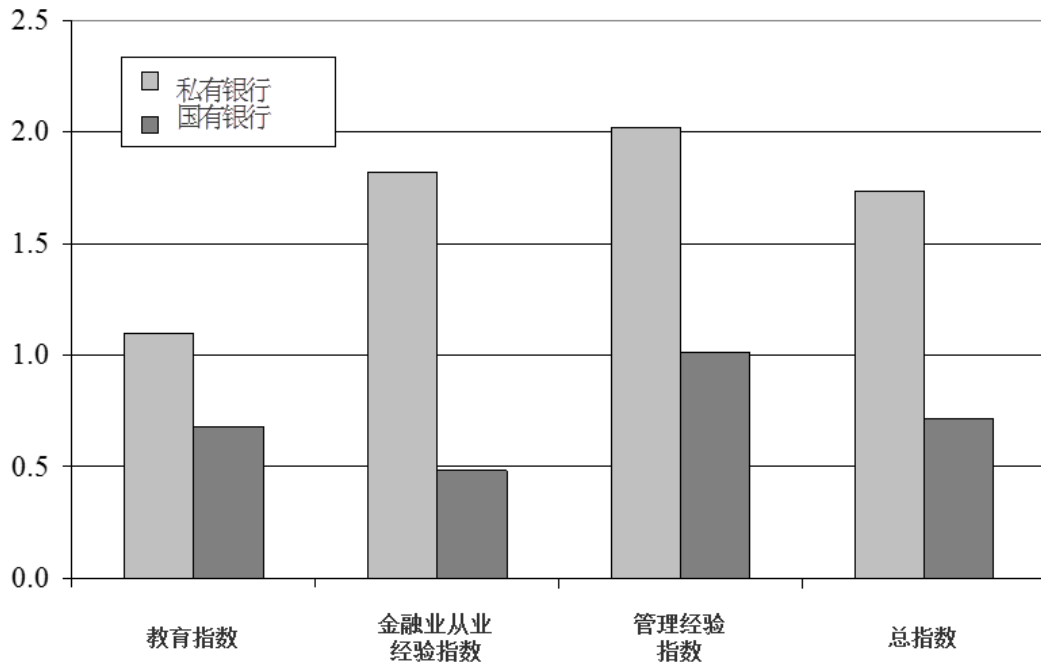
图 1 德国银行业资产比例



注：本图中的德国数据与图 1 中的德国数据不具直接可比性。图 1 剔除了储蓄与贷款数据；特殊目的银行均被视为公有银行。

来源：La Porta, Lopez-de-Silanes 和 Shleifer (2002), World Bank - Bank Regulation 和 Supervision Database (2000 and 2007), <http://econ.worldbank.org/>

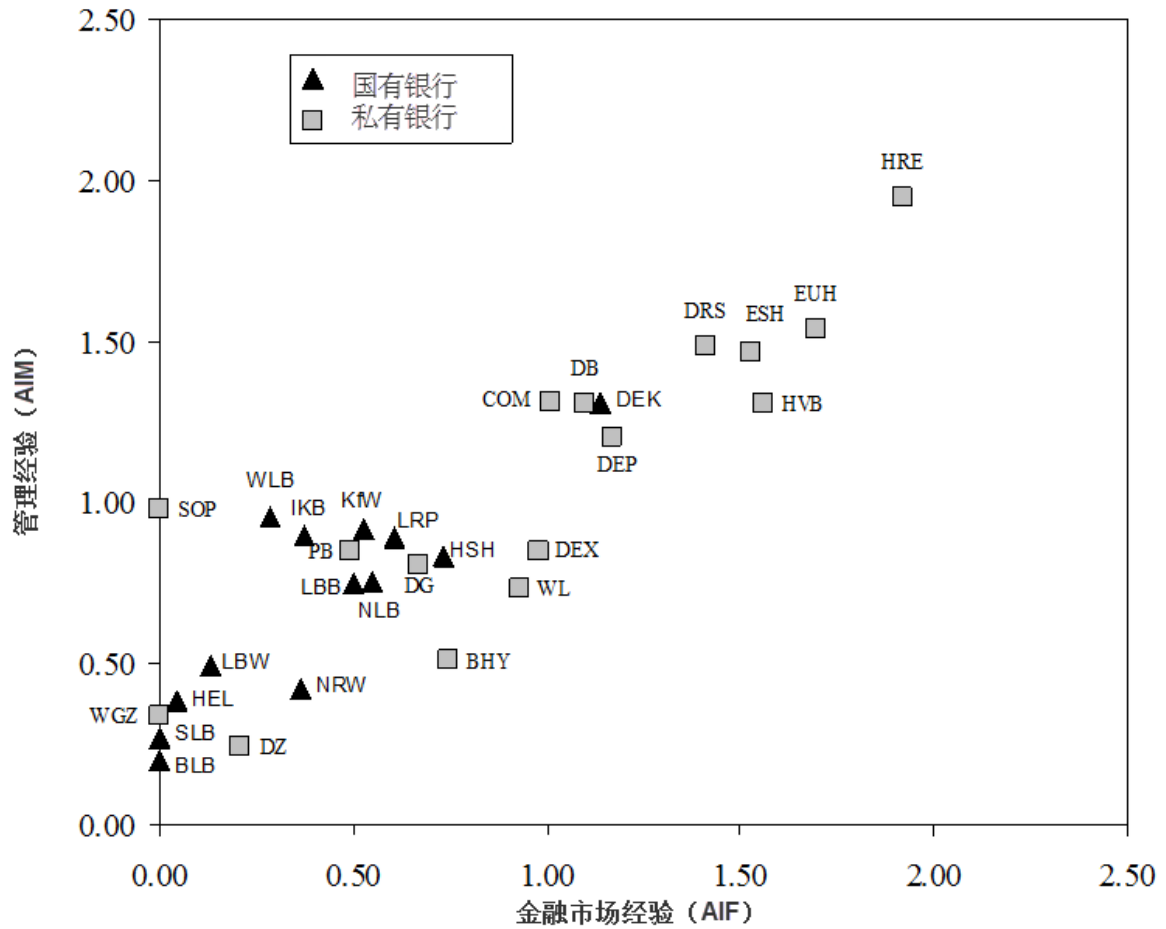
图 2 部分欧洲国家国有银行资产比例



注：本表描述了私有银行与国有银行监事会成员相关能力指标的平均值。为使各指标具有可比性，每个指标均被标准化到 0 至 10 区间

来源：作者计算

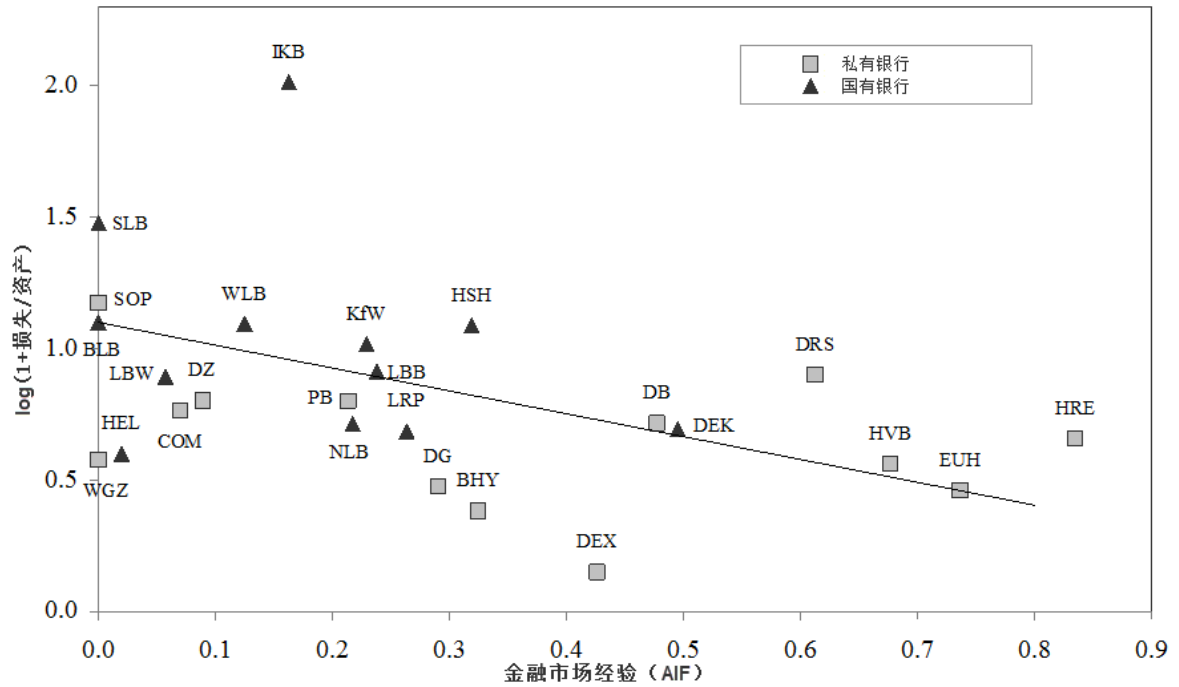
图 3：私有银行与国有银行监事会成员能力对比



注：BHY = Berlin-Hannoversche Hypothekenbank, BLB = Bayern LB, COM = Commerzbank, DB = Deutsche Bank, DEK = Dekabank, DEP = Depfa Deutsche Pfandbrief Bank, DEX = Dexia Kommunalbank Deutschland, DG = Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank, DRS = Dresdner Bank, DZ = DZ Bank, ESH = Essenhyp, EUH = Eurohypo, HEL = Helaba, HRE = Hypo Real Estate, HSH = HSH Nordbank, HVB = HVB Group, IKB = IKB, KfW = KfW Bankengruppe, LBB = Landesbank Berlin, LBW = LBBW, LRP = LRP Landesbank Rheinland-Pfalz, NLB = Nord LB, NRW = NRW Bank, PB = Postbank, SLB = Sachsen LB, SOP = Sal. Oppenheim jr. & Cie., WGZ = WGZ Bank AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank, WL = Westfälische Landschaft Bodenkreditbank, WLB = WestLB.

来源：作者计算

图 4：监事会成员的金融市场经验与管理经验



注：BHY = Berlin-Hannoversche Hypothekenbank, BLB = Bayern LB, COM = Commerzbank, DB = Deutsche Bank, DEK = Dekabank, DEX = Dexia Kommunalbank Deutschland, DG = Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank, DRS = Dresdner Bank, DZ = DZ Bank, EUH = Eurohypo, HEL = Helaba, HRE = Hypo Real Estate, HSH = HSH Nordbank, HVB = HVB Group, IKB = IKB, KfW = KfW Bankengruppe, LBB = Landesbank Berlin, LBW = LBBW, LRP = LRP Landesbank Rheinland-Pfalz, NLB = Nord LB, PB = Postbank, SLB = Sachsen LB, SOP = Sal. Oppenheim jr. & Cie., WGZ = WGZ Bank AG Westdeutsche Genossenschafts- Zentralbank, WLB = WestLB

来源：作者计算

图 5：次贷危机期间的损失以及监事会成员的金融能力

表 1： 1991 年-2005 年对国有银行 (州立银行) 的注资额

国有银行	注资额 (百万欧元)
Bayern LB	660
Hamburgische LB	90
Helaba	406
HSH Nordbank	400
LB Berlin	2,560
LB Kiel	432
Norddeutsche LB	472
West LB	3,729
Total	8,749

来源：IMF (2006, 91)

表 2: 29 家样本银行财务指标

银行	会计标准 ^a	虚拟变量 (国有=1) ^b	总资产 (十亿欧元, 2006/07)	权益资本 (十亿欧元, 2006/ 07)	一级资本 (十亿欧元, 2006/ 08)	总损失 (十亿欧元)	杠杆率	损失 / 总资产 (%)	损失 / 权益资本 (%)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7) = (3)/(4)	(8) = (5) *100 /(4)	(9) = (5) *100 /(3)
Deutsche Bank	hv/mv	0	2005.5	36.07	25.9	8.45	55.6	0.42	23.43
Commerzbank	mv	0	615.8	15.77	6.90	2.95	39.1	0.48	18.70
Dresdner Bank	mv	0	489.4	11.36	11.85	3.40	43.1	0.69	29.93
LBBW	hv/mv	1	471.9	21.35	11.55	3.27	22.1	0.69	15.07
HVB Group	mv	0	435.7	23.90	11.55	1.16	18.2	0.27	4.87
DZ Bank	hv/mv	0 (co)	430.6	10.55	9.35	2.30	40.8	0.53	21.77
Bayern LB	hv/mv	1	415.6	12.22	6.40	5.81	34.0	1.40	47.58
Hypo Real Estate ^d	mv	0	397.8	7.95	5.90	1.41	50.0	0.35	17.74
KfW Group	hv/mv	1	361.0	14.94	9.64	3.77	24.2	1.04	25.21
WestLB	hv/mv	1	277.2	4.80	6.50	4.04	57.8	1.46	84.06
Nord LB	hv/mv	1	220.2	6.13	6.60	0.92	35.9	0.42	15.07
Postbank	mv	0	215.8	4.79	5.10	1.15	45.1	0.53	23.97
Eurohypo	hv/mv	0	207.1	5.28	5.15	0.39	39.2	0.19	7.40
HSB Nordbank	mv	1	204.6	4.44	7.55	2.60	46.0	1.27	58.50
Helaba	hv/mv	1	174.2	4.86	4.90	0.69	35.9	0.4	14.29
NRW Bank	hv	1	145.4	19.58	3.10	---	7.4	---	---
Landesbank Berlin	hv/mv	1	144.4	2.55	3.85	1.41	56.7	0.97	55.20
Dekabank	hv/mv	1	121.8	3.32	2.10	0.58	36.6	0.42	15.35
WGZ Bank AG	hv/mv	0 (co)	90.0	2.83	2.20	0.25	31.8	0.28	8.86
Essenhyp	hv	0	89.9	0.72	0.80	---	124.6	---	---
DG-Hypothekenbank	hv	0 (co)	80.5	1.92	1.40	0.16	41.9	0.20	8.44
LRP Landesbank Rheinland-Pfalz	hv/mv	1	77.9	0.99	2.10	0.30	79.0	0.38	30.40
Sachsen LB	hv	1	62.1	1.42	1.30	1.80	43.8	2.90	127.03
Depfa Deutsche Pfandbrief Bank AG	hv	0	53.6	0.82	0.84	---	65.2	---	---
IKB	hv/mv	1 ^c	50.2	1.18	2.15	5.13	42.4	10.22	433.53
Dexia Deutschland AG	hv	0	48.3	0.29	0.28	0.02	164.7	0.04	5.8
Berlin-Hannoversche Hypothekenbank AG	hv	0	42.5	0.72	0.64	0.06	58.8	0.14	8.04
WL Bank AG	hv	0 (co)	41.0	0.32	0.51	---	126.5	---	---
Sal. Oppenheim jr. & Cie. KGaA	hv/mv	0	40.1	2.00	1.80	0.57	20.0	1.41	28.19
总平均			276.2	7.69	5.44	2.10	51.3	1.08	45.15
私有银行平均			330.2	7.83	5.64	1.71	60.3	0.43	15.9
国有银行平均			209.7	7.52	5.20	2.52	40.1	1.80	76.8
Spearman 排序检验			0.865	0.493	0.453	0.117	0.209	0.006	0.006

注: ^a 我们区分了历史成本计价法 (hv) 和市值计价法 (mv) 的会计标准。历史成本计价法遵循德国 GAAP (HGB) 标准。市值计价法则遵循美国 GAAP, IFRS, IAS 标准。部分银行在考察期内改变了会计准则 (hv/mv)。^b 在第 2 列, 合作银行被记为 "(co)"。^c 在 2008 年 1 月, IKB 银行是一家私有银行, 但是其最大股东为国有银行 KfW。^d 2008 年 HRE 的并购活动 (Depfa) 导致了额外的商誉损失。鉴于我们关注的重点是运营利润和损失, 因此数据集不包括 HRE。

表 3： 统计量汇总

	观测值 (1)	均值 (2)	最小值 (3)	最大值 (4)	中值 (5)	标准差 (6)
银行变量：						
虚拟变量(国有 = 1)	29	0.448	0	1	1	0.506
总资产取对数	29	5.101	3.691	7.604	5.160	0.996
杠杆率取对数	29	3.760	2.005	5.104	3.748	0.611
一级资本取对数	29	1.552	0.247	3.292	1.677	0.767
损失/资产取对数	25	0.011	0.000	0.097	0.005	0.019
损失取对数	25	0.933	0.017	2.246	0.878	0.634
监事会变量：						
教育(AIE)	29	0.223	0	0.593	0.201	0.158
管理经验(AIM)	29	0.562	0.095	1.386	0.511	0.322
金融从业经验(AIF)	29	0.511	0	1.504	0.405	0.428
总经验(AIT)	29	0.953	0.182	2.058	0.871	0.506
政治背景	29	0.182	0	0.722	0.125	0.209
运营业绩指标						
账面资产回报	266	0.002	-0.017	0.021	0.002	0.004
账面权益回报	266	0.069	-2.715	0.737	0.096	0.219
人均利润	266	0.131	-1.993	4.637	0.078	0.429
高管变量						
高管薪酬取对数	26	0.735	0.231	2.121	0.620	0.383

注：本表给出了 2006 年与 2007 年平均总资产，杠杆率（总资产/权益资本），一级资本的统计量汇总。损失包括从 2007 年第 1 季度到 2008 年第 3 季度的运营利润，以及截至 2008 年底所有公开发表的损失。592 名监事会成员的个人信息被汇总为 4 项反映监事会成员监管能力的指标，即教育指数（AIE），平均管理经验（AIM），平均金融从业经验（AIF）以及总经验指数（AIT）；具体见正文第 4 节。1998-2006 年的运营业绩指标源自 Bankscope。人均利润即每年每位职员运营利润。高管薪酬指执委会成员 2006 年的平均年薪（见正文第 6 节）。

来源：作者计算

表 4：金融危机期间私有银行与国有银行的损失情况

自变量	因变量				
	log(损失/总资产) (1)	log(损失) (2)	log(损失) (3)	log(损失) (4)	log(损失) (5)
常数	-5.768*** [-22.34]	-6.176*** [-5.74]	-2.612 [-1.25]	-1.988*** [-6.57]	-1.504 [-0.88]
虚拟变量(国有 =1)	1.194*** [3.20]	1.208*** [3.17]	1.146*** [3.18]	0.845*** [2.68]	0.842*** [2.61]
总资产取对数		1.077*** [5.50]	0.983*** [5.16]		
杠杆率取对数			-0.817* [-1.95]		-0.120 [-0.29]
一级资本取对数				1.157*** [7.36]	1.132*** [6.17]
观测值	25	25	25	25	25
修正 R ²	0.279	0.596	0.641	0.723	0.711

注：本表给出了 2007-2008 期间 25 家德国银行银行损失（对数）的 OLS 回归结果。模型（1）中，经总资产标准化的银行损失为因变量；模型（2）至模型（5）中，银行绝对损失为因变量。模型的控制变量为银行规模，衡量指标分别为总资产取对数，一级资本取对数，以及杠杆率（即总资产/银行权益资本账面价值取对数）。回归系数的 t 值见括号。统计显著性及其标记为 10%（*），5%（**），3%（***）。

来源：作者计算

表 6: 具有政治背景的监事会成员的能力

私有及国有银行监事会成员							
	所有成员		具有政治背景的成员		其他成员		Fisher- /Spearman- 检验 (7) H0 : (4) = (6)
	(1) 观测值	(2) 均值	(3) 观测值	(4) 均值	(5) 观测值	(6) 均值	
个人信息							
A1	262	57.08	135	56.04	127	58.18	0.073
A2	406	0.030	136	0.000	270	0.044	0.007
教育							
E1	406	0.227	136	0.243	270	0.219	0.334
E2	406	0.025	136	0.022	270	0.026	0.555
E3	406	0.101	136	0.066	270	0.119	0.067
金融业从业经验							
F1	406	0.219	136	0.088	270	0.285	0.000
F2	406	0.195	136	0.029	270	0.278	0.000
F3	406	0.190	136	0.029	270	0.270	0.000
F4	406	0.039	136	0.007	270	0.056	0.012
F5	406	0.054	136	0.000	270	0.081	0.000
F6	406	0.047	136	0.000	270	0.070	0.000
管理经验							
M1	406	0.052	136	0.066	270	0.044	0.240
M2	406	0.335	136	0.191	270	0.407	0.000
M3	406	0.195	136	0.088	270	0.248	0.000
M4	406	0.034	136	0.007	270	0.048	0.025
M5	406	0.347	136	0.382	270	0.330	0.173
能力指数							
IE	406	0.352	136	0.330	270	0.363	0.855
IF	406	0.744	136	0.154	270	1.040	0.000
IM	406	0.963	136	0.735	270	1.078	0.191
IT	406	2.059	136	1.221	270	2.481	0.297

注: 此表数据均为股东代表数据

来源: 作者计算

表 7：银行相对损失以及监事会成员能力

自变量	因变量: $\log(\text{损失}/\text{总资产})$			
	(1)	(2)	(3)	(4)
常数项	-5.49*** [-13.88]	-4.87*** [-10.88]	-4.68*** [-15.33]	-4.66*** [-10.37]
教育背景 (AIE)	1.33 [0.89]			
管理经验 (AIM)		-0.58 [-0.83]		
金融业从业经验 (AIF)			-1.08** [-2.27]	
总经验 (AIT)				-0.58 [-1.35]
观察值	25	25	25	25
修正 R ²	0.000	0.000	0.147	0.033

注：本表给出了 2007-2008 期间 25 家德国银行银行损失（对数）相对与总资产（2007 年底）的 OLS 回归结果。我们使用 4 项反映监事会成员能力指标作为自变量，即教育指数(AIE)，平均管理经验(AIM)，平均金融从业经验(AIF)以及总经验指数(AIT)。回归系数的 t 值见括号。统计显著性及其标记为 10% (*), 5% (**), 3% (***)。

来源：作者计算

表 9：控制规模后的绝对银行损失的工具变量回归结果

自变量	因变量 log(损失)							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
常数项	-6.36* [-2.01]	-5.32*** [-3.26]	-5.91*** [-4.63]	-5.21*** [-3.51]	0.01 [0.01]	-0.32 [-0.37]	-0.92** [-2.05]	-0.31 [-0.41]
教育背景 (AIE)	-14.79 [-0.85]				-12.16 [-1.02]			
管理经验 (AIM)		-3.76 [-1.63]				-2.98 [-1.75]		
金融业从业 经验 (AIF)			-2.41** [-2.23]				-1.88** [-2.22]	
总经验(AIT)				-2.22* [-1.86]				-1.73* [-1.94]
总资产取对 数	1.84 [1.61]	1.42*** [3.61]	1.36*** [4.87]	1.39*** [4.06]				
一级资本取 对数					1.93*** [2.32]	1.44*** [5.25]	1.33*** [6.75]	1.39*** [5.87]
观察值	25	25	25	25	25	25	25	25
修正 R ²	0.000	0.002	0.418	0.178	0.000	0.382	0.608	0.490
第一阶段回归结果								
F 统计量	1.47	2.71	3.78	3.10	2.02	2.50	3.04	2.73
修正 R ²	0.056	0.176	0.258	0.208	0.113	0.158	0.203	0.178
工具变量稳健性检验								
LILM 估计	-24.86	-5.04	-2.93	-2.80	-12.27	-3.12	-1.93	-1.79
CLR - 95% 置信区间			[-17.97, -0.78]	[-115.9, -0.69]			[-7.50, -0.40]	[-11.59, -0.33]
CLR			0.012	0.009			0.018	0.017
P 值								

注：本表给出了2007-2008期间25家德国银行银行损失（对数）的IV回归结果。我们使用4项反映监事会成员能力指标作为自变量，即教育指数（AIE），平均管理经验（AIM），平均金融从业经验（AIF）以及总经验指数（AIT）。回归系数的t值见括号。我们使用国有银行虚拟变量以及政治指派的监事会成员的比重作为监事会能力的工具变量。统计显著性及其标记为10%（*），5%（**），3%（***）。

来源：作者计算

表 11: 高管薪酬的决定因素

自变量	因变量: Log (高管薪酬)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
常数项	-3.099*** [-4.24]	-2.954*** [-4.46]	-3.156*** [-4.48]	-3.226*** [-4.59]
总资产取对数	0.580*** [4.37]	0.308*** [5.19]	0.577*** [4.34]	0.562*** [4.24]
虚拟变量(国有 = 1)	-0.039 [-0.16]			
政治背景		-1.014* [-1.87]		
金融业从业经验 (AIF)			0.099 [0.33]	
总经验 (AIT)				0.204 [0.82]
观察值	26	26	26	26
修正 R ²	0.412	0.489	0.414	0.428

注: OLS 回归的因变量为 25 家德国银行高管 2006 年的平均薪酬的对数。解释变量包括: 虚拟变量 (国有银行取 1, 私有银行取 0), 政府指派的监事会成员所占的比率 (政治背景), 监事会成员的平均金融业从业经验 (AIF) 以及总经验 (AIT)。回归系数的 t 值见括号。统计显著性及其标记为 10% (*), 5% (**), 3% (***)。

来源: 作者计算

表 12: 银行绝对损失与高管薪酬

自变量	因变量: log(损失)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
常数项	-3.904** [-2.3]	-5.606*** [-5.00]	-3.359*** [-2.38]	-5.27*** [-4.40]	-2.915*** [-3.21]
高管薪酬取对数	0.654 [1.57]		0.888*** [2.53]		0.974*** [2.52]
金融业从业经验 (AIF)		-1.224*** [-2.41]	-1.545*** [-3.22]		
总经验 (AIT)				-0.66 [-1.43]	-1.161*** [-2.60]
总资产取对数	0.750*** [2.37]	1.190*** [5.39]	-0.796*** [-3.04]	1.130*** [4.75]	0.771*** [2.76]
观察值	23	25	23	25	23
修正 R ²	0.472	0.535	0.641	0.462	0.590

注: 本表给出了 2007-2008 期间 25 家德国银行银行损失 (对数) 相对与总资产 (2007 年底) 的 OLS 回归结果。我们使用银行高管平均薪酬的对数值, 以及反映监事会成员能力的指标作为自变量, 即平均金融从业经验 (AIF) 以及总经验指数 (AIT)。回归模型的控制变量为银行资产规模, 用银行总资产 (取对数) 表示。回归系数的 t 值见括号。统计显著性及其标记为 10% (*), 5% (**), 3% (***)。

来源: 作者计算

表 5: 监事会能力统计汇总

	私营银行董事会成员						国有银行董事会成员						Fisher- /Spearman-检验		
	所有成员		股东代表		职工代表		所有成员		股东代表		职工代表		所有成员	股东代表	职工代表
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
	样本数	均值	样本数	均值	样本数	均值	样本数	均值	样本数	均值	样本数	均值	H0 : (2) = (8)	H0 : (4) = (10)	H0 : (6) = (12)
个人信息															
A1	103	57.73	86	59.08	17	50.88	185	56.20	176	56.10	9	58.22	0.134	0.005	0.010
A2	215	0.047	139	0.072	76	0.0	377	0.005	267	0.007	110	0.0	0.001	0.001	---
A3	215	0.037	139	0.058	76	0.0	377	0.350	267	0.479	110	0.036	0.000	0.000	0.120
教育背景															
E1	215	0.191	139	0.273	76	0.039	377	0.149	267	0.202	110	0.018	0.112	0.068	0.331
E2	215	0.037	139	0.058	76	0.0	377	0.005	267	0.007	110	0.0	0.006	0.004	---
E3	215	0.102	139	0.158	76	0.0	377	0.050	267	0.071	110	0.0	0.014	0.006	---
金融业从业经验															
F1	215	0.316	139	0.367	76	0.224	377	0.111	267	0.142	110	0.036	0.000	0.000	0.000
F2	215	0.274	139	0.374	76	0.092	377	0.071	267	0.101	110	0.0	0.000	0.000	0.002
F3	215	0.270	139	0.367	76	0.092	377	0.069	267	0.097	110	0.0	0.000	0.000	0.002
F4	215	0.102	139	0.108	76	0.092	377	0.003	267	0.004	110	0.0	0.000	0.000	0.002
F5	215	0.070	139	0.108	76	0.0	377	0.019	267	0.026	110	0.0	0.002	0.001	---
F6	215	0.060	139	0.094	76	0.0	377	0.016	267	0.022	110	0.0	0.004	0.002	---
管理经验															
M1	215	0.056	139	0.079	76	0.013	377	0.027	267	0.037	110	0.0	0.059	0.062	0.409
M2	215	0.358	139	0.532	76	0.039	377	0.167	267	0.232	110	0.009	0.000	0.000	0.187
M3	215	0.237	139	0.338	76	0.053	377	0.085	267	0.120	110	0.0	0.000	0.000	0.027
M4	215	0.060	139	0.094	76	0.0	377	0.003	267	0.004	110	0.0	0.000	0.000	---
M5	215	0.298	139	0.417	76	0.079	377	0.225	267	0.311	110	0.018	0.033	0.022	0.051
能力指数															
IE	215	0.330	139	0.489	76	0.039	377	0.204	267	0.281	110	0.018	0.128	0.048	0.380
IF	215	1.093	139	1.417	76	0.500	377	0.289	267	0.393	110	0.036	0.000	0.000	0.000
IM	215	1.009	139	1.460	76	0.184	377	0.507	267	0.704	110	0.027	0.000	0.000	0.002
IT	215	2.432	139	3.367	76	0.724	377	1.000	267	1.378	110	0.082	0.000	0.000	0.000

来源: 作者计算

表 8: 控制规模后的银行绝对损失

自变量	因变量: log(损失)											
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
常数项	-5.19*** [-4.20]	-5.30*** [-4.30]	-5.61*** [-5.00]	-5.27*** [-4.40]	-6.17*** [-5.83]	-7.49*** [-6.98]	-1.69*** [-4.71]	-1.36*** [-3.43]	-1.30*** [-4.09]	-1.22*** [-3.07]	-1.72*** [-4.52]	-1.95*** [-7.70]
国有 (共有=1)					0.96** [2.27]						0.65* [1.81]	
教育背景 (AIE)	1.48 [0.91]						0.51 [0.38]					
管理经验 (AIM)		-0.67 [-0.89]						-0.60 [-1.03]				
金融业从业经验 (AIF)			-1.22*** [-2.41]		-0.68 [-1.31]	-0.89 [-1.66]			-0.87** [-2.21]		-0.50 [-1.16]	-0.48 [-1.56]
总经验 (AIT)				-0.66 [-1.43]						-0.53 [-1.50]		
总资产取对数	0.94*** [3.77]	1.09*** [4.46]	1.19*** [5.39]	1.13*** [4.75]	1.16*** [5.72]	1.43*** [6.58]						
一级资本取对数							1.16*** [5.85]	1.24*** [6.77]	1.25*** [7.55]	1.25*** [7.07]	1.20*** [7.49]	1.37*** [11.54]
观察值	25	25	25	25	25	13	25	25	25	25	25	13
修正 R ²	0.433	0.432	0.535	0.462	0.608	0.784	0.635	0.649	0.699	0.667	0.727	0.920

注: 本表给出了 2007-2008 期间 25 家德国银行银行损失 (对数) 相对与总资产 (2007 年底) 的 OLS 回归结果。第 6 列及第 12 列回归结果仅限于 13 家私有银行。我们使用 4 项反映监事会成员能力指标作为自变量, 即教育指数 (AIE), 平均管理经验 (AIM), 平均金融从业经验 (AIF) 以及总经验指数 (AIT)。回归模型的控制变量为银行资产规模, 用银行总资产 (取对数) 或一级资本 (取对数) 表示。回归系数的 t 值见括号。统计显著性及其标记为 10% (*), 5% (**), 3% (***)。

来源: 作者计算

表 10: 危机前的经营业绩

自变量	因变量								
	账面资本回报			账面权益回报			人均利润 (百万欧元)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
常数项	0.241*** [4.09]	0.245*** [3.42]	0.200** [2.00]	7.984*** [3.69]	5.710*** [2.18]	4.244 [1.17]	0.202*** [3.16]	0.012 [0.17]	-0.028 [-0.27]
虚拟变量(国有 = 1)	-0.087 [-0.94]			-2.152 [-0.64]			-0.163 [-1.64]		
金融从业经验 (AIF)		-0.078* [-0.72]			2.774 [0.68]			0.240** [2.10]	
总经验 (AIT)			0.006 [0.06]			3.022 [0.89]			0.171* [1.72]
银行数量	29	29	29	29	29	29	29	29	29
观察值	266	266	266	266	266	266	260	260	266
ρ	0.365	0.370	0.374	0.069	0.069	0.067	0.316	0.301	0.314
总 R ²	0.011	0.012	0.000	0.002	0.003	0.005	0.032	0.051	0.035

注: 本表给出了 1998-2006 期间运营业绩三项指标的面板回归结果。账面资本回报以税前年运营利润/银行账面资产表示; 账面权益回报以税前年运营利润/账面权益表示; 人均利润以运营利润/雇员人数表示。解释变量包括虚拟变量 (取 1 时表示国有银行, 取 0 时表示私有银行), 平均金融从业经验 (AIF) 以及总经验指数 (AIT)。回归模型考虑了每年、每家银行的随机效应。控制时间效应后, 结果相似。回归系数的 t 值见括号。统计显著性及其标记为 10% (*), 5% (**), 3% (***)。

来源: 作者计算