



2019年第4期 / 总第177期

主办单位：中国人民大学中国财政金融政策研究中心

Money and Finance Review

陈雨露/主编

货币金融评论

China Financial Policy Research Center Renmin University of China

www.frc.com.cn

货币价值的“双重结构”与金融不稳定的内生性
——兼评明斯基的“金融不稳定假说”

张杰

超额委派董事、大股东机会主义与董事投票行为

郑志刚 胡晓霁 黄继承

货币价值的“双重结构”与金融不稳定的内生性*

——兼评明斯基的“金融不稳定假说”

张杰

(中国人民大学财政金融学院, 中国财政金融政策研究中心, 100872)

内容提要: 在货币理论史上, 主流文献对货币价值的基本结构有所忽视。本文打算对此问题进行初步梳理。本文发现, 货币价值的结构问题发端于蒋硕杰对货币供给“合成谬误”现象的讨论, 随后在明斯基的“金融不稳定假说”框架中得到深化。基于货币价值的宏微观矛盾, 明斯基系统阐释了金融理性走向金融非理性的内在机理与必然逻辑, 其中特别点明了银行体系“金融承诺”的特殊关键作用, 认为这种承诺是几乎所有类型金融危机的启动装置。本文的推论是, 货币价值的特殊结构以及由此导致的金融不稳定的内生性质, 决定了金融市场化改革的有效边界。据此, 在现实的金融改革进程中, 需要慎重把握金融市场化节奏。特别是, 鉴于银行体系在金融非理性生成过程中所扮演的重要角色, 应当对其施行更加严格的准入与监管而不是更为积极的市场化。

关键词: 货币价值结构 货币的双重价值 金融不稳定假说 金融制度

一、引言：货币供给的“合成谬误”与制度金融分析

许多人可能不曾知晓, 华人经济学家蒋硕杰(1969)在货币金融理论史上最先明确阐释了货币供给的“合成谬误”现象, 并据此揭示了货币本身内在的宏微观矛盾。深谙货币金融理论演进要义的经济学家不难领悟, 解剖货币制度的宏微观结构, 是制度金融分析难以回避的逻辑起点。蒋硕杰发觉, 以弗里德曼(Friedman, M.)为代表的现代货币适度供给理论存在一个致命缺陷, 那就是他们长期坚持认为“整个社会从货币总供给中得到的总效用, 仅仅是各个货币余额持有者从其拥有的财产中, 预期可能得到的效用总和”, 实际情况往往是, “如果各个人的真实余额行将单独增加, 人们就不应该只重视各个人预期可能从其真实货币余额得到的效用总量, 因为当整个经济的真实余额一同增加时, 对该经济将会出现相当大的不经

* 张杰, 中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心, 邮政编码: 100872, 电子信箱: zhangjie@ruc.edu.cn。本研究得到教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“中国金融市场体系完善过程中的政府与市场关系研究”(14JJD790040)和国家哲学社会科学成果文库项目“金融分析的制度范式”(16KJY013)专项资金的支持。

济”，“这种‘外部不经济’通常采取的形式是，逐渐破坏价格体系的稳定和损害金融市场引导储蓄用于投资的效率等”（p.347）。

后来，他（1979）在一篇解析当时货币理论“时尚”与错误看法的论文中重申道，弗里德曼教授断定一旦满足了“每个人的货币余额需要，社会福利就会增加”，其实这样的说法“含有严重的合成谬误”。在理论上，个人的预期收益，用算术加总起来并不等于社会总收益，因为我们“必须考虑增加每个人货币余额的外部效应”。这个效应“对一个经济的正常运行是如此地有害，以致远大于表面上的个人收益”（p.133）。若借用科恩（Kohn, M., 1989, 序）的表述，弗里德曼的“适度货币供给概念”其实忽略了，就货币作为价值贮藏手段而言，“对个人是最好的”，因而多多益善，但是就货币作为交易媒介的社会功能而言，“对社会整体就不是最好的”，“多多”往往意味着灾难。微观看是收益，宏观看是风险；存量看是财富，流量看是灾难，货币之谜由此凸显。

其实，斯密早就意识到，“形成‘流通大轮’的金属货币并不构成社会收入的组成部分，而仅仅作用于构成净收入的工资、利润和租金的增长”（转引自伊藤·诚和考斯达·拉帕维查斯，1999, p.14）。也就是说，货币不构成集体收入（宏观），它只是个体收入（微观）的组成部分。遗憾的是，斯密本人并未对此加以深究和展开，而后来的经济学家则压根儿就没有领会和留意这一观点的深刻涵义。总而言之，如何弥合货币本身内在的宏微观矛盾以及在货币财富通往金融灾难的道路上建立相应的调适机制，当是制度金融学难以回避的核心问题。

不仅如此，长期被主流金融学忽视的是，货币因素总是处在经济金融运行过程内生的集体非理性的“风口浪尖”上。可以说，任何一个轮次经济金融资源配置的市场过程，总是以货币因素开始，而以货币因素结束。值得注意的是，同为货币因素，后者却具有“倍数效应”。一开始，货币因素中饱含着个人理性，经过随后的市场过程以及相应的逻辑转换，到最后，这些个人理性会发生不易被人察觉的微妙蜕变和重组。在有些情况下，它们组合成集体理性，而在另外一些情况下，它们又凝结为集体非理性。如果不幸出现集体非理性的情形，在绝大多数情况下，市场中各类利益主体竞相追逐个人理性导致的金融“缺口”往往留给货币机制去填补。历次经济危机最终都表现为货币危机，其原因便在于此。仅依此看，2010年以来愈演愈烈的欧元区危机，其实是相关各国的个人理性（财政利益）加总为集体非理性（货币困局）的合乎逻辑的结果。经济危机是一个有机过程，它起初掩藏着人们介入市场过程之后难以抑制地追逐回报增长的货币冲动（或者贪婪），这种冲动会在市场逻辑的自动作用下迅速完成加总，进而凝结成一股异常强劲的金融冲击力量，直扑特定经济体制按照常规风险设防的预算约束机制。

金融危机史的常识告诉我们，面对已然形成的金融冲击，任何看似坚固的预算约束机制从来都难以支撑，有时甚至不堪一击。最终，不管是有意还是无意，经济金融决策当事人都无一例外地选择了“后撤”，将阻挡或者缓释集体非理性冲击的艰巨任务留给同样脆弱的货

币机制。从理论上讲，在任何经济体制下，相较于预算约束中的其他机制（如财政），货币机制是最“软”的一块，因为现代银行体系框架为其提供了一种特殊的弹性装置。于是乎，大量的“流动性”被挤了出来，弥漫整个市场过程的“金融紧张”得到了暂时缓释。但此时此刻，绝大部分市场参与者并未意识到一种更大的风险和成本正在等待着它们，因为就在流动性被挤出的一刹那间，个人理性“惊异地”完成了其向集体非理性的最终蜕变^①。紧随其后的结局不言自明：要么用更大的财政代价挽救危局，要么与集体非理性同归于尽。需要指出的是，由于主流（新古典）金融学将货币因素排除于理论框架之外，因此无法讨论上述“理性加总”的性质及其后果。由此看来，制度金融学是真正将货币因素纳入分析框架并将其置于核心位置的新理论体系。

二、货币的两副面孔

在理论史上，上述有关货币本身的“合成谬误”以及宏微观矛盾，仿佛凸显了深藏于经济学家们内心最深处且不轻易表白的道德倾向。货币被作为流量，似乎展现的是经济学家立足宏观大局、兼济天下的博大胸襟，而其被视作存量则俨然刻画了经济学家的另外一副面孔，即与微观市场中寻常商贩们厮混为伍的斤斤计较乃至见利忘义。仅仅由此便似乎可以合乎逻辑地推得，流量分析是高贵的，而存量分析则是低俗的。但问题在于，既有的货币金融实践每每表明，当人们手持货币徜徉于微观“低俗”的熙熙攘攘与车水马龙，货币的宏观“高贵”总是难以独善其身；货币的“宏观尊严”（币值稳定）总是被持有者的“微观贪婪”（资本化收益）所玷污和损毁。正如德国哲学家西美尔（Simmel, Georg, 1900）在其货币文化哲学框架中早已挑明的那样，金钱（货币）具有一种独特的“夷平”作用，它会使得所有高贵的东西向低俗因素看齐。货币除了节约交易成本、使社会经济交往变得更加便利之外，它还“使人与人关系中的内在维度不再必需，人与人内在情感的维系被人与金钱物质的抽象关系所取代，人跟钱更亲近了，人跟人反倒疏远了”。货币原本只是一种交易手段，但是随着作为手段价值的提升，它便逐步突破某种界限而由相对价值蜕变为绝对价值发挥效力，从此“货币中所包含的目的意义便告终结”（西美尔，1900，pp.161-162）。最终，货币只是通向最终价值的桥梁，但许多人却宁愿选择住在桥上。西美尔进一步感叹道，由货币引发的手段与目的相互倒置的文化转型已经深入到现代人的精神领域，“方式凌驾于目的的过度增长，在外部生活凌驾于我们灵魂生命的力量中，找到了它的顶点”，最终，人的精神中最内在、最隐秘的领域也被货币这种“绝对目的”导致的物化和客观化占领了（引自陈戎女，2002，p.9）。从不太严格的意义上说，新古典货币理论属于相对价值主义或者“路过主义”，而凯恩斯主义货币理

^①樊纲、张曙光等（1990，p.228）在解读中国货币竞争现象时曾经指出，“经济过程中出现的‘过量货币’，不一定是由计划着或中央银行的决策者故意发出来的，而是在利益竞争过程中由大家‘挤’出来的。资源是有限的，大家都来争，就像向一块既定大小的馅饼上挤，结果，挤出的不是油，而是水，即不断贬值的货币”。

论则倾向于绝对价值主义或者“栖身主义”。当然，货币的“本末转型”并非西美尔的独家发现，若征之于理论史，围绕货币是手段还是目的的讨论自亚里士多德提出所谓的“亚里士多德困局”以来就一直若隐若现，其中不乏马克思、凯恩斯这样的重量级人物。

更有意思的是，在人们选择与货币建立亲近关系之后，发现“金钱对人、跟它对其他所有东西一样，是完全中性的”；此时此刻，一个起初满怀“高贵”期望与货币建立联系的当事人一定会心存怨怼：货币对于高尚行为的服务和报偿为什么会与卑鄙行为一样甚至有时还逊于后者（参见陈戎女，2002，pp.7-8；刘小枫，2013）。按理说，保持“高贵”的成本更加昂贵，应当天经地义地获取更多的货币服务和回报，但残酷的现实则是，低成本甚至无成本的低俗或者卑鄙竟然能够得到同样甚至更高的报酬。既然货币充当了所有事物“低俗”的等价物，将高贵与卑鄙放置于同一个价值天平，并期望求出平均解，那么，高贵以及其它“事物最特有的价值”将受到损害。最终，更多的“高贵”会选择与“低俗”同流合污。无论如何，面对货币的微观诱惑，人们以及人类社会总会迷失宏观方向。上帝以及先哲们何曾预料，人们手中那一擦擦爱不释手的现实货币，总是时常扮演着将个人金融理性引向集体金融非理性“陷阱”的“向导”角色。

三、货币的双重价值

借助“金融不稳定假说”（financial instability hypothesis），美国经济学家明斯基（Minsky, Hyman P., 1986）阐释了金融理性逐步走向金融非理性的过程与逻辑。他认为，市场经济制度本身天然地包含着某种自动走向集体非理性的内在机制；如果放任自流，周期性的金融危机将不可避免。其实，明斯基的分析一开始着眼于两个层面，一个层面是货币的双重价值结构，另一个层面是金融非理性逻辑。

在明斯基看来，货币本身包含双重价值，即宏观价值和微观价值。前者为“流动性价值”或者“保险价值”，亦即通常所讲的交易（媒介）价值；后者则指资本资产价值，近似于凯恩斯通常所指的投机价值。在理论史上，人们针对货币这只“手”，曾经分别从“手背”和“手心”两个侧面进行过详尽讨论，乃至形成几乎对立的货币理论体系（如前述费雪方程式以及后来的货币主义框架与凯恩斯货币需求模型）。但有意思的是，却很少有人明确挑明并且强调“手背”和“手心”两者之间的联系。想必，货币的上述两面属性在不少身处其中的经济学家那里是“心知肚明”的，但长期以来，他们或许出于捍卫各自理论传统或者学术阵地的考虑，都不约而同地选择了小心翼翼地维护这层微妙而脆弱的“窗户纸”。可未曾料想，明斯基突然间站了出来，以其特立独行的直率理论风格将其捅破，并随即动摇了维持数十年的货币理论格局。

明斯基单刀直入，开宗明义地指出货币的宏观价值和微观价值从来就是一对矛盾统一体。他认为，“在一般情况下，资本资产的价格是货币量的增函数，因为当货币量增加时，货币中所包含的保险价值会降低”（1986，pp.162-163）。货币原本只是一种交易媒介，人们

持有它主要是为了满足其流动性需求。若人们对货币的需求只停留于此，经济运行便会进入风平浪静的“新古典境界”。但问题是，在新古典境界中，仅仅作为交易媒介而持有的货币不会产生任何实际收益。按照明斯基（1986，p.187）的看法，在经济运行的平静或者稳定时期，“流动性非常充足以至于它几乎没有价值”。在这种情况下，人们就会产生将手中的流动性尽快“资本化”从而获取某种收益的冲动；货币一旦走上资本化路径，就预示着它要历史性地完成一次华丽的“微观转身”。耐人寻味的是，就在货币完成“微观转身”并初尝微观资本收益“甜头”的那一刻，一条通往宏观货币灾难的“地狱之门”却在不知不觉中悄然打开。

此时此刻，主流（微观）金融学家们却因此被“一叶障目”，他们从此只知“微观转身”之后的货币面目，坚信货币从来就是因追求资本资产收益而生。殊不知，就货币制度本身的演进逻辑看，流动性为本，资本性为末。因此，主流（微观）金融学过分强调货币的微观功能，其实是本末倒置。不仅如此，主流金融学家们还“伙同”各类金融机构借助五花八门的金融创新“推波助澜”，使得货币在资本化的道路上渐行渐远，而对与此相伴随的宏观货币（流动性）风险熟视无睹。他们未曾料想，市场主体针对货币价值的微观冲动会动摇其宏观价值的稳定；一旦金融创新和资本化使得货币的微观机制与宏观机制偏离均衡点过远乃至断裂，则货币金融危机将难以避免。

换一角度看，货币本身既是私人品又是公共品。作为私人品，它体现所有权及其收益，任何一个合法持有货币的个人都有权对其进行各种形式的配置；作为公共品，它是社会利益的化身，需要时刻保持平稳持重的姿态。显然，货币自打产生，其微观属性与宏观属性就存在着天然的冲突。一国货币制度安排以及货币经济运行，其要义就在于寻求货币的宏观价值与微观价值之间的妥协与均衡。我们已知，既有的货币理论，新古典框架更多专注于货币的宏观层面，而凯恩斯学派特别是派生于此的微观金融理论支系则侧重于货币的微观涵义。他们围绕货币价值各执一词，但都无法探究货币价值的整体结构。相比之下，制度金融分析框架从一开始就关注货币宏观价值之间的均衡机制及其绩效，因此，在重建货币价值理论新范式的进程中理应有所担当，而且当仁不让。

作为微观市场主体，人们不愿意持有更多流动性，而倾向于尽量将手中的流动性资本化，这原本无可厚非。道理很简单，私人持有更多流动性，尽管对货币的宏观价值有好处，但却要付出微观零收益的机会成本（代价）。我们不能苛求微观市场主体会考虑货币的宏观价值，因为货币的宏观价值是一个“加总”过程的结果，而微观市场主体显然不具有“加总”的功能，当然他们也没有这个义务。作为微观市场主体，其所理应追求的是资本化收益，而不是货币本身的宏观价值。那么，该由谁来为货币的宏观价值负责呢？是“市场内”因素还是“市场外”因素？

粗略地看，新古典主义倾向于前者，而凯恩斯主义倾向于后者。无论如何，有一点似乎很明确，那就是能够当此大任者，必须具有相对超脱于微观市场主体利益的特殊效用函数。在我们有限的认知范围内，拥有这种特殊效用函数的“制度安排”，除了上帝，就是政府了。

尽管政府也有其自身的“微观利益”，但那也只有通过微观市场主体“集资”建立某些特定的监督约束机制尽量加以抑制。清醒的微观市场主体深知自身具有目光短浅甚至“见利忘义”等难以克服的弱点，因此需要未雨绸缪，事先设计一些包括政府因素在内的制度约束机制，防范自己在追求资本化收益的道路上滑得过远。长期以来，主流货币金融理论总是执拗地认为市场会将个人的“资本化”利益自动加总为货币的宏观价值。面对于此，处于市场化转型与制度变迁过程的中国经济学家曾经几度彷徨徘徊。如今看来，明斯基早就对此洞若观火。

四、金融不稳定的微观基础

明斯基被理论界极力推崇和热捧的（特别是2007年美国次贷危机以来），是他对“金融不稳定假说”的论证，其中围绕金融理性走向金融非理性的内在逻辑的精彩讨论最为引人注目。明斯基在其系统阐述“金融不稳定假说”的那本专门著作（1986）的第一版前言中就开宗明义地指出，我们“需要弄清楚那些追逐利润的商人和银行家如何把一个最初富有活力的金融体系变成一个脆弱的金融体系”。不用强调，问题的要害在于选择一个适当的角度刻画和剖析金融体系由“稳定”滑向“脆弱”的内在机理。

明斯基选择了“融资方式”这个看似普通其实“刁钻”的视角。说其普通，是因为融资对于任何一个微观市场主体都是每时每刻需要面对的平常事情；说其“刁钻”，则是因为任何貌似坚固的理论和现实堡垒都或多或少存在内部裂痕，而这些“不平常”的内部裂痕往往掩藏于看似“平常”且不被人轻易发现或者时常被人忽略的资金收支过程之中。常言道，“堡垒往往是从内部攻破的”。看来，明斯基深谙此道。事实表明，从微观市场主体自身的具体融资行为“小处着手”是窥探金融体系内部“底细”最为有效的途径。从理论上讲，在上述“内部裂痕”被发现的同时，也就意味着寻求到了“宏观”金融不稳定的微观金融基础。

既然已经确定了融资方式视角，紧接的问题便是具体选择切入讨论的逻辑起点。其实，基于前述，明斯基在分析货币的双重价值结构时就已经预先将讨论金融不稳定问题的逻辑起点暗藏其中。我们已知，货币本身兼具流动性价值和资本化价值。当货币仅作为流动性而被持有时，不会给持有者带来任何具体收益，如果此时经济金融处于“平静期”（periods of tranquility），则货币的流动性价值便会下降（往往与低利率相伴随），在这种情况下，持有者一般会更看重货币的资本化价值，从而倾向于将手中的流动性转换为各种金融工具以便获取资本化收益。对于金融体系的总体格局以及运行绩效来说，这无疑是一个十分重要的时刻。货币持有者一旦开始追求资本化收益，微观市场主体之间围绕各类金融合约的签约以及与此伴随的支付承诺（payment commitment）将接踵而至。

对于每一个市场主体而言，任何一次支付承诺的做出总是更多地基于签约当时的市场条件和金融预期。可是，金融市场充满着不确定性，现在可靠的支付承诺会随着时间的推移在未来的某个时期变得难以履行甚至失效。到那时，人们往往发现手头的可得资金与事先的

支付承诺存在一定数目的“差额”。在这种情况下，为了履行支付承诺而进行的融资活动将在所难免，并由此进一步派生出所谓的“融资承诺”（finance commitment）。不过，市场主体之间履行支付承诺的能力总是千差万别。一个支付主体履行支付承诺的能力取决于其“承担法律责任而所需的最低现金流”的类型以及性质，而不同的市场主体拥有不同类型（以及性质）的现金流结构。显然是由于领悟到了现金流问题的重要性，明斯基（1986，pp.178-183）不惜花费数年时间对此进行了专门讨论。他将支付主体的现金流分为三类，即收入现金流（income cash flows）、资产负债表现金流（balance-sheet cash flows）和投资组合现金流（portfolio cash flows）。

在这个现金流结构中，收入现金流来自实实在在的实体经济过程，它构成履行支付承诺的基石，其余两类现金流都与金融工具以及金融资产的交易过程相关，其自身因受市场条件和金融预期的影响而充满不确定性。这样，判断或者甄别一个支付主体履行支付承诺能力孰大孰小的关键就变得简单明了，那就是只要看其现金流结构中收入现金流到底占有多大的比重即可。可以说，如果市场中的大部分企业都努力拥有以收入现金流为主体的现金流结构，则整体市场就一定会趋于保持良好的支付承诺，滋生金融风险的概率也一定较低。正因如此，明斯基断言，“金融不稳定性与收入现金流、资产负债表现金流以及投资组合现金流的相对重要性有关”，它直接“决定了金融体系对金融崩溃的承受能力”。

不仅如此，上述现金流结构还决定着融资承诺的性质以及融资方式的选择。明斯基将融资方式分为三类，即对冲性融资（hedge finance）、投机性融资（speculative finance）和庞氏融资（Ponzi finance）。他认为，通常情况下，收入现金流对应于对冲性融资，资产负债表现金流和投资组合现金流则对应于投机性融资和庞氏融资。由于面临市场的不确定性，一个市场主体的资产负债表现金流极有可能大于预期收入，在这种情况下，唯一能做的除了延期支付就是增加债务；前者促使市场主体寻找投机性融资机会，而后者则诱使市场主体从事庞氏融资。无论如何，为了履行支付承诺，后两种融资都需要被迫进行投资组合交易（出售资产或者债务）。相比之下，对冲性融资主体有时也会通过投资组合交易来获取资产，但那只是一种主动的金融策略。若换一个角度看，对称性融资其实是一种内源融资，或者相当于“攒钱”融资，它对企业的成本与收入较为敏感，而不太受金融市场环境变化的影响。其余两类融资方式则属于外源融资，或者相当于“借钱”融资，借钱对象无论是商业银行还是资本市场，都对金融市场条件的变化十分敏感。相较于对称性融资，后面两类融资的信息问题和不确定性程度更为严重，从而风险更大。正是基于此，与前述现金流结构事关金融稳定水平的判断相对应，明斯基进一步指出，“经济中对称性融资、投机性融资和庞氏融资的权重是经济稳定性的一个决定性因素，而存在大量投机性融资和庞氏融资的头寸是触发金融不稳定的必要条件”。

明斯基并未停留于对融资方式及其结构本身的静态讨论，他的过人之处是发现并阐释了融资方式由对称性融资向投机性融资甚至庞氏融资演进的动态过程以及内在必然性

(1986, pp.181-189)。若基于制度金融分析框架,这种融资方式的演进过程其实凸显了金融理性逐步走向金融非理性的内在逻辑。根据前述,在一个以对冲性融资为主体的融资结构中,伴随流动性价值“贬值”以及利率走低,市场主体的获利空间十分巨大。对于任何一位理性的市场主体来说,在很长一段时间未出现融资困难,极易使其对未来经济充满乐观情绪。由于“经济中存在引致经济行为主体进行投机性融资的利益预期”,无论是贷款主体和银行体系,“都存在用更多的短期债务来为资本资产和长期债务进行融资的获利机会”。基于此,不断增加针对长期投资的短期融资就会成为一种常态。重要的是,在市场主体争先恐后地抢夺短期获利机会的场合,它们不可能对长期融资合约感兴趣,或者根本难以考虑资本资产预期产生租金的时间。在这种情况下,一旦遭遇金融市场的不确定性,一般来说,“经济无法产生满足履行偿还承诺所需要的现金,偿还承诺只有通过收入现金流和投资组合现金流两种方式的结合来履行”。就这样,经济金融运行便市场主体对短期收益的哄抢中合乎逻辑地滑入颠簸前行、前途未卜的幽深通道。

有意思的是,多数情况下,市场主体大都对上述短期融资的风险了然于胸,也就是说,当双方签订金融合约时,它们“可能已经预见到为了履行支付承诺和使企业继续经营而进行延期支付或者增加债务的需要”,但为什么大家还是义无反顾地“赴汤蹈火”呢?原因其实很简单,对于每一个单独的市场主体,他们采取金融行动时只会考虑短期融资给自身带来的收益,而不会顾及这种短期融资行为对市场其他主体甚至整个金融场所施加的成本影响;当每一个微观市场主体均忽视对其他市场主体所施加的成本影响时,就会不断进行短期融资以及投资组合交易,以便将成本进一步地分摊于整个市场,直到将市场的全部租金稀释殆尽为止。可每到此时,整个金融市场早已人满为患,当人们倏然间回过神来准备抽身时,却为时已晚;举目四顾,几乎每一个市场主体都已深陷支付困境而难以自拔。人们开始纷纷寻找出路,可左冲右突,别无良策,最终只能选择庞氏融资而饮鸩止渴。直到金融危机爆发,每一个微观市场主体才如梦方醒。他们亲眼见证了,当初自以为是的短期融资行为竟然被市场机制悄无声息地“事后加总”成如此惊心动魄乃至惨不忍睹的可怕结果^①。

^① 与明斯基理论的先见之明形成鲜明对照的是格林斯潘(Greenspan, Alan, 2013, pp.71-78)事后的理论“忏悔”,后者在其系统反思金融危机的一本著作中坦承,此前,他一直坚信,“自由市场尽管有那么多缺陷,但仍在理论上和实践中取得了压倒性的广泛成功,相比之下,支持其他经济制度的说法则充满缺陷和缺乏说服力”;但2008年的金融危机却给他以巨大的冲击,随着“金融风险的理性管理”这根稳定市场经济最重要支柱之一的“普遍坍塌”,他的“经济观”出现了裂痕。面对史无前例的金融动荡,他一度陷入迷茫,“从完全的自由放任到高度的中央计划,我不知道有哪种经济组织形式曾经完全成功实现可持续经济增长最大化和持续稳定的双重目标。中央计划经济显然失败了,但考虑到人性的弱点,我也高度怀疑资本主义经济能实现完全稳定”。另据马尔基尔(Malkiel, Burton G., 2013)针对上述著作所做的评论,格林斯潘对主流理论长期坚持的理性假设提出了质疑,如其认为,传统的经济预测方法之所以失败,是因为它们几乎不关注行为经济学家的工作。如果人们能够将特殊行为环境和趋势,比如愉快、恐惧、惊慌、乐观和扎堆等非理性行为与预测模型结合在一起,则预测效果就可以改进。有效的经济模型不应当假定绝大多数人的行为是完全理性的,也不应当假定所有的结果都包含在可预测的正态分布曲线当中。对于2008年出现的金融崩溃,他痛心疾首地承认:在监管银行体系的问题上,我过去是错误的;对金融体系不能听之任之,必须加以管理。

五、银行体系的作用

主流理论长期以来一致认为金融不稳定是经济“外生力量”作用的结果。在此过程中，有一种因素值得特别关注，它就是银行体系。可以说，正是银行体系的介入，由短期融资牵出的支付困境才会向金融体系的深层演化。明斯基反复提醒（1986，pp.203-222），银行业是经济增长融资的关键因素，同时也是一种容易引起和放大不稳定性的破坏性力量。在明斯基看来，这种力量蕴藏在货币与银行融资的独特关系之中。他觉察到，货币之所以产生，那是因为“银行在融资活动中给出了一个归还借款的承诺，而它的消失是因为银行履行了这个承诺”。银行体系以其天生的“制度优势”在此中间扮演着特殊的角色，这种优势表现在“银行的运营不受资金出借人的控制”，以及“银行在贷出资金时不需要全部直接提供现金”。

我们已知，市场主体为长期投资进行短期融资本身潜藏着深陷支付困境的可能。一旦支付承诺无法得到履行，则意味着经济中需要更多的货币来满足其流动性，由此溢出的资本资产价格上升将诱使企业和银行进行大量的金融创新和做出更大规模的金融承诺。从理论上讲，银行家的“现金流偏好”对应于稳健的融资结构。但在好的年景，信誉卓著的客户总会提出更多的贷款需求，每到此时，银行往往“耐不住寂寞”，其金融行为中就会逐渐充斥各种旨在规避监管的金融创新。特别是，银行家天生地具有突破“现金流导向”进而追求资产预期价值的强烈倾向，“获利机会一旦出现，银行总是倾向于金融创新，通常借助增加杠杆率抓住机会”。可是，它们未曾预料或者总是漠视，正是这种为市场主体（包括银行自身）创造获利机会的微观金融行动，却每每成为导致宏观金融不稳定的根源。如果最终的风险化解是靠货币当局的流动性救助，则起初的微观金融冲动就会演化为严重的宏观货币危机。

银行体系为什么不通过建立稳妥的准备金机制而未雨绸缪呢？原因其实一目了然，对于银行而言，准备金代表放弃的收入，因此，银行家先天地具有尽量少持有准备金的偏好。银行家明白，一旦出现流动性问题，货币当局通常会因顾及宏观风险而向银行体系注入准备。在货币金融演进史上，每一次货币当局与商业银行家之间的“金融博弈”，“银行家几乎总是获胜”。当然，获胜的代价是经济的稳定性遭到破坏，“真正的输家是那些饱受失业和通货膨胀之苦的普通老百姓”。鉴于此，为了促使银行业怀有某种程度的“现金流偏好”和拥有一个相对稳健的融资结构，藉以遏制微观金融理性加总为宏观金融非理性的势头，政府有充分的理由保持对银行体系的强有力监管。那些一味鼓吹银行竞争和放松银行管制的观点，如果不是受到某种特殊利益的牵绊，便是对银行理论以及运行机理的无知。

六、金融制度的重要性

明斯基的理论创见以及理论的深刻性还表现在其对金融制度因素特别是金融权利因素

的关注上。在明斯基（1986，p.203; p.223）看来，无论是货币主义方法还是标准的凯恩斯主义方法，它们都假定“货币是完全独立于制度因素的”，而实际上，货币由经济运行过程内生决定，或者说货币来源于经济本身，当然银行体系等其他金融因素也不例外。甚至可以说，几乎每个人都能够创造货币（以及银行），问题的关键是如何使足够多的人来认可和接受。他对货币与制度因素之间关系的刻画可谓既直白而又深刻：货币即制度因素。他认为，经济学家必须重视货币，尽管这个研究主题对主流经济学家来说很不对胃口，“当货币受到关注时，本来被公认的抽象推论中就加入了制度因素”（1986，p.100）。他对货币主义理论及其政策的批评更是直言不讳，认为货币当局只关注货币供给规则（货币外生）就如同给自己“戴上了眼罩”，从而限制了政策视野。

明斯基自然不会满足于针对主流货币金融理论的局部论辩，他从一开始就着眼于对相关理论框架的系统性清理（1986，pp.89-99）。他坚信，现实经济金融分析面临的许多问题需要在“一个存在着特定制度和融资惯例的经济中，而不是在一个抽象虚构的经济中得到解答”；新古典理论所忽略的，正是“制度特别是金融制度”所引起的那些它“不能解释的现象”。因此，不包含金融制度因素的所谓金融理论是不完整和缺乏解释力的。明斯基打算建立一种新理论，那些被新古典理论忽略的“资本主义金融制度的特定属性”恰好可以作为“构建新理论的基础”。这种新理论的要害是证明金融不稳定的“内生性”以及解释经济为什么会波动，并由此表明“金融市场的不稳定性以及不连贯性与金融结构的脆弱性紧密相关，而这种金融脆弱性在资本主义经济的资本资产所有权融资和投资过程中会不断涌现”。

在这里，明斯基“故伎重施”，选择由金融市场的连贯性这个“小处”着手来“顺藤摸瓜”。新古典理论（以及此后的新古典综合理论）一直坚持认为，经济金融运行本身原本具有内在的连贯性，这种连贯性有时会被打破，例如20世纪30年代的经济大萧条（以及21世纪初期的次贷危机），但那不是经济金融过程内生的结果，而是由外部因素（诸如不完善的制度、人类误判以及中央银行的干预等）引致的。当这种外部因素的作用消退时，经济金融的不连贯性会借助市场机制自身的力量而得到自动修复。

可是，基于前述“金融不稳定假说”，经济金融的不连贯性具有自身生成与演化的内生逻辑，它经历了一个由个人金融理性自动加总为集体金融非理性的完整过程。就新古典理论长期扭住不放的外在因素而言，客观地说，在一些情况下，它的确看似引爆了某场金融危机（其实仅仅是引爆而已），但在另一些情况下，它却实际起到抑制不连贯性发生的作用（新古典理论往往对此避而不谈）。主流理论可能会认为，市场（其实只是商品市场）的连贯性遵循所谓的“替代原则”（需求曲线的斜率为负），也就是说，一种商品的相对价格上升会导致其数量减少，或者说，高的相对价格会抑制人们对商品的使用。但这种原则并不适用于金融市场，一个明显的例子是，一些金融工具或资本资产相对价格的上升往往引致对其需求的增加。明斯基据此推断，“能够证明交换经济是连贯的和稳定的逻辑本身并不能同时证明有着资本主义金融制度的经济就具有同样的性质”。直观地看，既然替代原则对金融市场并不适用，

那么，包含金融市场因素的经济运行就难以保证连贯性。

一旦承认经济金融运行具有内在的不连贯性，则外部的控制和协调机制以及与此相对应的制度设计就有存在的必要。而事实上，金融制度包括“中央银行和其他金融控制装置都是对金融市场中令人头疼的不连贯性做出的反应”。显而易见，事情的真相或者逻辑应当是这样的：不是我们非要强调金融制度或者制度设计的重要性，而是经济金融运行的不连贯性迫使我们不得不重视金融制度。

七、余论：价格、权利与新范式

如果确认了经济金融运行的不连贯性，则主流理论“价格权威”假设的合理性也就不攻自破。我们已知，在新古典理论刻画的竞争市场中，每一个市场主体都要按照某个事先给定的价格行事，这就意味着，每一个市场参与者都是被动的，市场价格处在“唯我独尊”的地位。问题在于，经济金融运行已被证明是不连贯的，这就意味着那个能够精确引导经济金融资源配置、自动促成市场供求均衡的万能的“价格权威”不复存在，代之而起的是长期以来倍受主流理论排斥的市场主体的“个人行为”。从理论上讲，市场主体个人行为的核心是经济金融权利，仅基于此，主流理论的完全市场假设以及与此紧密伴随的经济金融连贯性，其实是在剔除个人经济金融选择权条件下方能实现的鲜见（或者不可能）结果。正如明斯基所强调的那样，市场主体的“无权利”确保了“连贯性”（1986, p.97）。话说回来，价格可以保证连贯性，显露的是人们对信息、时间以及不确定性的无知与傲慢，而强调个人权利则反映了人们对市场结构、市场主体有限理性以及市场本身从冲突、妥协直至达成利益博弈均衡过程的客观认知。

经济金融理论范式从单纯维护市场“价格权威”到凸显市场主体的“权利权威”，标志着整个经济金融理论发展史从自负到内省的理念回归。也正是在此种意义上，尽管明斯基并未围绕金融权利与金融不稳定的逻辑进行深究，但仅就他对经济金融权利因素的发现和强调，便可赋予其“金融不稳定假说”以浓厚的制度范式内涵和深远的“经济学革命”意义。归根结底，若存在价格权威，则意味着个人金融理性可以自动加总为集体金融理性，一切问题都属于“市场内”问题。只有考虑了个人权利因素，才会有个人金融理性的产生，因为个人金融理性的实质就是个人金融权利的拥有和表达。只有在考虑个人权利的场所，个人金融理性加总为集体金融非理性的过程才会寻找到理论上的逻辑起点。一旦出现了集体金融非理性，“市场内”问题就会转换为“市场外”问题，政府因素方可获得介入市场行使协调责任的合理性，进而也才会存在市场（个人权利因素或者私人因素）与政府之间的制度均衡问题。

参考文献

- (1) 陈戎女, 2002: 《货币哲学》(西美尔)译者导言, 华夏出版社。
- (2) 樊纲、张曙光等, 1990: 《公有制宏观经济理论大纲》, 上海三联书店。
- (3) 格林斯潘 (Greenspan, Alan), 2013: 《动荡的世界: 风险、人性与未来的前景》(*The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting*), 中译本, 余江译, 中信出版社, 2014。
- (4) 蒋硕杰 (Tsiang, S. C.), 1969: 《评适度货币供给论》, 载科恩 (Kohn, Meir) 编《金融约束与货币理论——蒋硕杰经济科学论文集》(*Finance Constraints and the Theory of Money*), 1989, 中译本, 范家骧译, 北京大学出版社, 1999。
- (5) 蒋硕杰 (Tsiang, S. C.), 1979: 《货币理论的时尚与错误看法及其对金融政策与银行政策的影响》, 载科恩 (Kohn, Meir) 编《金融约束与货币理论——蒋硕杰经济科学论文集》(*Finance Constraints and the Theory of Money*), 1989, 中译本, 范家骧译, 北京大学出版社, 1999。
- (6) 科恩 (Kohn, Meir), 1989: 《金融约束与货币理论——蒋硕杰经济科学论文集》(*Finance Constraints and the Theory of Money*), 序, 中译本, 范家骧译, 北京大学出版社, 1999。
- (7) 刘小枫, 2013: 《西美尔的货币文化哲学》, 《金融博览》, 第7期(上半月), pp.23-24。
- (8) 马尔基尔 (Malkiel, Burton G.), 2013: 《艾伦·格林斯潘的〈地图与疆域〉》, 原文载《华尔街日报》网站, 中译文参见《参考消息》, 10月28日, 第12版。
- (9) 明斯基 (Minsky, Hyman P.), 1986: 《稳定不稳定的经济——一种金融不稳定视角》(*Stabilizing An Unstable Economy*), 中译本, 石宝峰、张慧卉译, 清华大学出版社, 2010。
- (10) 西美尔 (Simmel, Georg), 1900: 《货币哲学》(*Philosophie des Geldes*), 中译本, 陈戎女、耿开君、文聘元译, 华夏出版社, 2002。
- (11) 伊藤 诚 (Makoto Itoh)、考斯达斯 拉帕维查斯 (Costas Lapavistas), 1999: 《货币金融政治经济学》(*Political Economy of Money and Finance*), 中译本, 孙刚、戴淑艳译, 经济科学出版社。

The Dual Structure of Money Value Versus The Endogeneity of Financial Instability

—— A review on Minsky's hypothesis of financial instability

Zhang Jie

(China Financial Policy Research Center, Renming University of China)

Abstract: The paper intends to take a tentative look into the basic structure of money value, an issue somewhat neglected in the history of mainstream monetary theory. The author finds that the issue originated from S. C. Tsiang's discussion on the fallacy of composition of money supply and was deepened in the framework of Minsky's hypothesis of financial instability. Based on the contradiction of money value at macro and micro levels, Minsky elaborated the logic in the development of financial rationality into financial irrationality. He highlighted the key function played by the financial commitment of banking system, believing that the commitment was the trigger of almost all kinds of financial crisis. The paper regards that the special structure of money value and the accompanying financial instability has dictated the effective boundary of financial marketization. Therefore, it is necessary to carefully handle the realistic rhythm of reform. What is more, in light of the importance of banking system in the formation of financial irrationality, it is a must to apply to the system stricter regulation and access instead of more active marketization.

Key words: structure of money value dual value of money hypothesis of financial instability
financial institution

JEL Classification: B25, G29, P34

超额委派董事、大股东机会主义与董事投票行为

郑志刚

(中国人民大学财政金融学院, 中国财政金融政策研究中心, 100872)

胡晓霖

(中国人民大学, 100872)

黄继承

(中国人民大学财政金融学院, 中国财政金融政策研究中心, 100872)

[摘要]: 长期以来, 被视作董事积极行使监督权力的投非赞成票行为在中国资本市场公司治理实践中无论是从数量还是监督效果都比预期的少和差。本文研究发现实际控制人超额委派董事现象的存在往往构成董事以投非赞成票方式履行监督职责的严重干扰, 成为上述结果出现潜在的原因之一。采用 2006 年至 2015 年 A 股上市公司样本, 本文实证检验了实际控制人超额委派董事对董事投非赞成票行为以及对董事投非赞成票的实际监督效果的影响。本文的研究发现, 实际控制人超额委派董事比例越高, 董事投非赞成票的可能性越低, 超额委派董事程度一个标准差的变化将引起董事投非赞成票的几率比下降约 17%; 而以往文献证明的董事投非赞成票所带来的提升经济绩效、降低控股股东以资金占用形式实现的隧道挖掘行为等效应在存在实际控制人超额委派董事的情形下大打折扣, 失去了应有的监督效果。因而, 实际控制人没有超额委派董事成为董事投非赞成票具有监督效力的一个重要前提条件。本文的研究由此不仅从董事投非赞成票的视角为实际控制人超额委派董事是大股东机会主义行为显现提供了直接的证据, 而且识别了董事投非赞成票具有监督效力的前提条件。因此, 在公司治理实践中, 为了提高董事会监督的有效性, 除了从文化上鼓励董事说“不”, 还需要在诸如董事会组织等制度环节确保不同股东力量之间形成制衡, 避免大股东机会主义行为的发生。

[关键词] 超额委派董事; 实际控制人; 大股东机会主义; 董事投票行为

[中图分类号] F272

[文献标识码] A

[文章编号] 1006-480X(2019)

[收稿日期]

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

一、引言

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

近年来中国资本市场制度背景下较为普遍存在的实际控制人超额委派董事的现象为本文考察上述问题提供了新的研究场景。以被媒体称为是“血洗南玻 A 董事会”事件为例^①。在 2016 年 11 月 14 日举行的南玻 A (000012) 第 7 届董事会临时会议中, 第一大股东宝能系委派的三名董事陈琳、叶伟青和程细宝在会议现场撤销了原《提案》中的所有议案, 临时提出了《关于由陈琳董事代为履行董事长职责》的提案。尽管有三名董事以反对或者弃权的形式发出了异议的呼声, 但是相关议案仍然以 6 票同意、1 票反对和 2 票弃权的结果通过, 最终引发了被媒体称为“血洗南玻 A 董事会”事件发生。持股仅 26.36% 的实际控制人宝能系通过在董事会组织中委派了 6 名非独立董事中的 3 名 (占到全部非独立董事的 50%), 利用超额委派董事方式形成了对董事会议案表决结果的干预。

实践表明亚洲和欧洲传统家族企业中通常是以股权层面相对或绝对控股实现公司控制的, 因此, 这些企业在董事会组织中往往倾向于引入专业技能突出的职业经理人作为董事, 以弥补家族成员管理才能的匮乏; 而在英美上市公司股权高度分散的治理模式下, 董事会组织以除 CEO 外其余全部为外部 (独立) 董事为流行实践, 超额委派董事问题并不典型。然而, 简单统计发现, 在 2006-2015 年样本观察期间内, 中国资本市场有 10% 以上的上市公司存在不同程度的实际控制人超额委派董事现象^②。

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

理论上, 在董事会组织中实际控制人超额委派董事, 与借助金字塔结构、交叉持股以及不平等投票权等导致控制权和现金流权分离等手段一样, 都是公司控制权实现的重要形式 (LLS, 1999; Claessens et al., 2000; Nenova, 2003; Dyck and Zingales, 2004)。董事会作为公司治理的核心 (Hermalin and Weibach, 1998; Adams and Ferreira, 2007; Yermack, 2004; Baldenius et al., 2014), 组成董事会的各位董事通过参与管理和享有信息, 形成实质权力

^①详见 2016 年 11 月 21 日 FT 中文网报道 (《“血洗董事会”: 上市公司不堪承受之重?》)

^②需要指出的是, 这一结果仅仅是利用兼职关系判断能够观察到的“程序委派”, 如果考虑可能基于不易显性观察的复杂社会关系形式的“事实委派”, 实际控制人超额委派的实际情形更加严重。

(Aghion and Tirole, 1997), 在影响公司日常经营管理的董事会重大决策中发挥关键作用。而超额委派董事一方面意味着实际控制人在董事会相关议案表决中具有更大的影响力, 对实际控制人有利的议案获得通过的可能性更大, 另一方面实际控制人有限的持股比例表明其对做出错误决策的责任承担能力有限, 从而形成一种新形式的“控制权与现金流权的分离”和经济学意义上的“负外部性”。实际控制人由此通过上述控制权与现金流权的分离获得在董事会议案表决的影响力以关联交易、资金占用等方式转移上市公司资源, 进行隧道挖掘, 使外部分散股东的利益受到损害(李增泉等, 2005; 姜国华和岳衡; Jiang 等, 2010)。

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

本文从以下几个方面构成对公司治理文献新的贡献。第一, 本文的研究表明, 实际控制人超额委派董事是影响董事投非赞成票行为的重要影响因素。针对董事投非赞成票的影响因素, 以往文献更多从对董事个人特征、议案特征以及公司特征等潜在因素展开分析。从中国资本市场较为普遍地存在实际控制人超额委派董事现象这一重要的研究场景出发, 本文的研究则表明, 实际控制人超额委派董事比例越高, 上市公司出现董事投非赞成票的可能越低, 因而, 实际控制人在董事会组织中的超额委派董事成为影响董事投票行为的重要影响因素。本文的研究由此构成对以往研究董事投票行为影响因素文献的重要补充和新的扩展。

本文的研究由此有助于公司治理理论和实务界理解为什么在我国一些上市公司实践中鲜有董事出具否定意见这一现象背后的公司治理制度原因。以往文献从独董尴尬的产生来源、“花瓶”身份和模糊的违规界定边界等视角对于这一问题展开讨论。而本文的研究则表明, 实际控制人超额委派董事成为我国上市公司实践中鲜有董事出具否定意见这一现象背后的公司治理制度原因。

第二, 从实际控制人超额委派董事这一研究场景出发, 本文的研究识别了董事投非赞成票所带来的监督效果的前提条件。以往文献研究表明, 董事的投非赞成票具有监督效力。这集中体现在董事的投非赞成票行为有助于促进企业下一期绩效的改善和减少实际控制人的隧道挖掘行为。然而本文的研究则表明, 只有在实际控制人没有超额委派董事的情况下, 上述监督效力才能发挥作用, 因而, 实际控制人没有超额委派董事成为董事投非赞成票具有监督效力的一个重要前提条件。在公司治理实践中, 对于董事投非赞成票的实际监督效果的评估, 首先需要检查的是实际控制人在董事会组织中没有超额委派董事这一前提条件是否得到

满足。

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

第三,本文从董事投非赞成票的视角为实际控制人超额委派董事是大股东机会主义行为显现提供了直接的证据。以往研究表明,作为实际控制人的主要股东的持股比例低等成为其借助超额委派董事实现和加强公司控制的影响因素;而在董事会组织中实际控制人超额委派董事越多,以关联交易方式进行的隧道挖掘行为会更加严重,企业未来经济绩效表现更差,因而,超额委派董事成为实际控制人在尚未通过持股实现相对控股时帮助实际控制人加强对公司的控制,获得超级控制权的重要实现手段(郑志刚等,2018)。由此,本研究构成了超额委派董事和超级控制权实现文献的重要补充和扩展。

二、文献回顾与研究假说

1. 文献回顾

上市公司董事的主要职责是监督、评价经营管理层,维护全体股东的利益(Hermalin and Weisbach, 1998; Almazan and Suarez, 2003; Raheja, 2005; Fama and Jensen, 1983; Schwartz-Ziv and Weisbach, 2013)。通过参与董事会议案的讨论、行使投票权是董事发挥监督职能的重要途径之一。在影响董事投非赞成票的实证考察中,以往的研究主要围绕董事层面的特征、议案的类型以及公司层面特征三个方面开展,并以独董的说“不”行为作为主要的研究对象。就董事层面特征而言,声誉(叶康涛等, 2011; Jiang et al., 2015)、身份背景(祝继高等, 2015; 唐雪松等, 2010; Tang et al., 2013; Lin et al., 2012)以及董事会内部文化、社会连接(Ma and Khanna, 2015; Lin et al., 2012; 杜兴强等, 2017)是重要的影响因素;从议案内容而言,担保、财务报告、关联交易以及人事任命类型的议案被以往文献认为更容易被独董提出异议(Tang et al., 2013; 唐清泉和罗党论, 2006);就公司层面的特征而言,规模小、资产负债率高、盈利能力差、成长性弱以及代理问题严重的公司,独董更容易投非赞成票(Ma and Khanna, 2015; Tang et al., 2013)。

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

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

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

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

2. 研究假说

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

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

来自外部、兼职性质、注重个人声誉的独董往往被认识在董事会的履职过程中扮演更加重要和积极的角色，以至于在一些国家以除了 CEO 外全部为外部（独立）董事成为董事会组织的流行实践（Jensen, 1993）。然而，由于独董的产生来源、更迭机制中的董事长（总经理）权力的影响（Bubchuck et al., 2009; Bubchuck et al., 2013 ;权小锋等，2010；等）和董事会任人唯亲文化的存在（郑志刚等，2013），在公司治理实践中，独董往往与“花瓶董事”联系在一起，其实际作用与预期发挥的监督作用之间存在差距。祝继高等（2015）的研究发现，相较于控股股东董事以及内部董事而言，非控股股东董事投非赞成票的可能性更高，而独董投非赞成票的可能性更低。尽管并非直接考察超额委派董事问题，但上述文献从侧面为本文的上述讨论提供了间接支持。值得注意的是，在不同的董事类型中，最具“对抗态度”（Jiang et al., 2015）的是非控股股东董事（祝继高等，2015）。而实际控制人超额委派董事将进一步压缩非控股股东委派董事的空间，必然降低董事说“不”的可能性，进而影响董事说“不”的监督效果。

因而，实际控制人的超额委派董事不仅从形式上挤压了非控股股东董事、独董履职监督的空间，而且超额委派董事形成的“多数派”格局加大了愈加备受孤立的非控股股东董事、独董即使提出异议，但反对无效，“孤掌难鸣”的预期。甚至在尊重权威的企业文化中，这些“少数派”成为董事群体中被孤立、排斥，甚至打压的对象。等待他的也许是在下一届董事会换届选举中被逆淘汰的结果（唐雪松等，2010；陈睿等，2015）。在上述制度、心理和文化因素的共同叠加下，一个即使原本打算投非赞成票的董事也可能临时改弦更张。基于上述讨论，本文提出待检验的研究假设 1。

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

董事投非赞成票监督效果的实现，一方面要保证董事会的决策过程是有效的，议案须经各方董事的充分探讨才能实现。来自独立董事和其他股东委派董事的质疑恰恰是议案充分讨论和全面评估的关键环节（Gomes and Novaes, 2001; Bolton and Thadden, 1998; Bennedsen and Wolfenzon, 2000）。因而，相较于实际控制人超额委派董事的情形而言，在没有超额委派董事的情况下，持有不同观点、代表各方利益的董事之间的讨论决策过程会更加有效、达到更好

的平衡和折衷效应（Gomes and Novaes, 2001）的实现，从而能够更好地抑制实际控制人侵占上市公司资源的隧道挖掘行为，改善上市公司的经营绩效。

另一方面，监督效果的发挥体现在阻止有利于实际控制人，而有损其他股东利益的议案的通过。在超额委派董事的状况下，实际控制人在董事会组织人员结构的设计上已经向自身利益予以倾斜，能够在相关议案的投票过程中占据主导地位，少数的异议并不能改变否决可能损害中小股东利益的议案这一最终结果。因而，在实际控制人超额委派董事的情况下，议案的结果已由代表其利益的董事锁定，即使其他董事发表异议，也往往难以改变最终的结果。而董事投非赞成票之所以能够发挥监督效果的重要原因之一，就在于其能够防止损害股东利益的议案通过，同时向资本市场市场发出相关警示。在实际控制人超额委派董事的条件下，“孤掌难鸣”的其他董事难以阻止可能损害中小股东利益的议案的通过，董事说“不”的监督效果大打折扣。

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

基于上述讨论，本文提出待检验假设 2：

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

三、研究设计

1. 数据来源与样本选取

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

2. 主要变量定义

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

非赞成票 $Companyvote$ 取1, 否则取0。

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

对于作为实际控制人的主要股东超额委派董事程度 ($Overratio$) 的度量, 考虑到实践中董事委派人数取整的事实, 在代理变量选取中, 本文同时采用多种不同的代理变量加以刻画, 并开展相应的稳健性检验, 以避免可能存在的变量度量误差问题。容易理解, 在一个非独立董事人数为6人的董事会中, 如果实际控制人的持股比例为20%, 那么, 该实际控制人委派1名或者2名董事都属于合理的范围, 毕竟实践无法严格地按照持股比例委派“1.2名董事”。因此, 为了克服在超额委派董事的估量中由于人数取整技术困难带来的高估或者低估的可能, 本文首先根据实际控制人持股比例计算适当委派董事的理论人数 ($(\text{董事会规模}-\text{独立董事人数}) \times \text{实际控制人持股比例}$), 进而对理论人数上下浮动取整处理后获得实际控制人实操中适当委派董事的人数, 以此计算实际控制人超额委派董事的程度。即利用实际控制人实际委派董事人数减去实际控制人基于持股比例实操中适当委派董事人数, 然后除以内部董事规模得到实际控制人超额委派董事的比例 ($Overratio_1$)^①。在此基础上, 本文进一步构建相应的反映超额委派董事性质的虚拟变量 ($Overdummy_1$), 当超额委派董事程度 $Overratio_1$ 大于0时, 记为1, 否则为0。

除了上述代理变量, 本文还采用以下两类代理变量来刻画超额委派董事。①是直接将实

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

际控制人在董事会组织中委派非独立董事的比例超过其持股比例的部分视作超额委派董事的程度。即实际控制人委派非独立董事人数除以内部董事的人数减去对应的持股比例得到超额委派董事比例 ($Overratio_2$)，并由此得到超额委派性质的虚拟变量 ($Overdummy_2$)^①。

②则是在实操过程中对理论人数进行四舍五入取整计算适当委派人数，由此得到实际控制人的超额委派董事程度 ($Overratio_3$) 和对应的虚拟变量 ($Overdummy_3$)^②。

3. 实证模型

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

$$Companyvote_{i,t} = \alpha + \beta_1 Overappointment_{i,t-1} + \sum Control Variables_{t-1} + Industry + Year\#(1)$$

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

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

$$\Delta Orec_{t+1}/\Delta Roa_{t+1} = \alpha + \beta Companyvote_t + \sum Control Variables_t + Year + Industry(2)$$

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

^①例如，主要股东在上市公司中持有的股份比例为 20%，非独立董事人数为 6 人，主要股东委派人数为 3 人，对应的超额委派董事比例为 $3/6-20\%=30\%$ 。

^②例如，主要股东在上市公司中持有的股份比例为 20%，非独立董事人数为 6 人。因而，考虑四舍五入，主要股东的适当委派人数为 1 人 ($6*20\%=1.2$)。主要股东委派人数为 3 人时，其超额委派董事的比例为 $(3-1)/6=33.3\%$ 。

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

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

四、实证检验

1. 描述性统计

下表 1 列示了主要变量的描述性统计情况。在样本观察期内中国上市公司存在不同程度的董事投非赞成票的情况。公司当年是否投非赞成票($Companyvote$)均值显示样本期内有 7.7% 的公司出现过董事投非赞成票的情况,标准差为 0.27。这一基本统计信息与祝继高等(2015)等保持一致。就实际控制人超额委派董事的状况而言,以第一种口径度量的结果显示是否超额委派董事($Overdummy_1$)的均值为 0.07,即有 7% 的样本观测存在超额委派董事的情况。超额委派董事比例($Overratio_1$)显示最大的超额委派董事比例达到了 33%。即使采用另外两种度量口径计算的结果均表示有 10% 以上的样本观测存在有超额委派董事的现象。

表 1 主要变量描述性统计

变量名	样本数	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
$Companyvote$	16423	0.0771	0.2667	0	1	0
$Overratio_1$	16423	-0.1578	0.1996	-0.6667	0.3333	-0.1667

<i>Overdummy₁</i>	16423	0.0733	0.2607	0	1	0
<i>Overratio₂</i>	16423	-0.2179	0.2416	-0.7027	0.4667	-0.2390
<i>Overdummy₂</i>	16423	0.1756	0.3805	0	1	0
<i>Overratio₃</i>	16423	-0.2188	0.2483	-0.7500	0.5000	-0.2500
<i>Overdummy₃</i>	16423	0.1160	0.3202	0	1	0
<i>Share</i>	16423	0.3729	0.1536	0.0909	0.7500	0.3579
<i>Seperation</i>	16423	0.0573	0.0806	0.0000	0.2918	0.0000
<i>Chairman</i>	16423	0.2364	0.4249	0	1	0
<i>Size</i>	16423	21.7041	1.2508	18.9543	25.5742	21.5628
<i>Leverage</i>	16423	0.4825	0.2351	0.0499	1.3689	0.4830
<i>Growth</i>	16423	0.1994	0.5222	-0.7064	3.6067	0.1221
<i>Roa</i>	16423	0.0333	0.0653	-0.2845	0.2063	0.0333
<i>HIS</i>	16423	0.1745	0.1214	0.0146	0.5625	0.1453
<i>Independence</i>	16423	0.3661	0.0514	0.2727	0.5714	0.3333
<i>Instratic</i>	16423	0.0426	0.0508	0.0000	0.2206	0.0227
<i>State</i>	16423	0.4771	0.4995	0	1	0
<i>ST</i>	16423	0.0591	0.2359	0	1	0

2. 超额委派董事对董事投非赞成票影响的分析

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

回归结果如表 2 所示。

表 2 超额委派董事对董事投非赞成票的影响分析

VARIABLES	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
	<i>Companyvote</i>					
<i>Overdummy₁</i>	-0.3485**					
	(-2.4647)					
<i>Overratio₁</i>		-0.8470***				
		(-2.8195)				
<i>Overdummy₂</i>			-0.2797**			
			(-2.4650)			
<i>Overratio₂</i>				-0.5140**		
				(-2.0523)		
<i>Overdummy₃</i>					-0.2290*	
					(-1.8600)	
<i>Overratio₃</i>						-0.3104
						(-1.4077)
<i>Share</i>	-3.9369***	-4.5403***	-4.0038***	-4.3315***	-3.9406***	-4.1552***
	(-5.5387)	(-6.1965)	(-5.6197)	(-5.8951)	(-5.5441)	(-5.6954)
<i>Seperation</i>	0.0420	0.0578	0.0654	0.0687	0.0356	0.0461
	(0.0778)	(0.1070)	(0.1211)	(0.1269)	(0.0659)	(0.0852)
<i>Chairman</i>	0.0363	0.1566	0.0899	0.1226	0.0340	0.0539
	(0.3793)	(1.3384)	(0.8486)	(0.9766)	(0.3377)	(0.4533)
<i>Size</i>	-0.0468	-0.0489	-0.0478	-0.0469	-0.0476	-0.0468
	(-1.0689)	(-1.1180)	(-1.0901)	(-1.0710)	(-1.0877)	(-1.0686)
<i>Leverage</i>	0.4776**	0.4802**	0.4732**	0.4782**	0.4742**	0.4743**
	(2.1627)	(2.1716)	(2.1389)	(2.1655)	(2.1488)	(2.1469)

<i>Growth</i>	0.0517 (0.8624)	0.0489 (0.8152)	0.0487 (0.8130)	0.0488 (0.8157)	0.0508 (0.8478)	0.0489 (0.8186)
<i>Roa</i>	-2.6753*** (-5.3624)	-2.6996*** (-5.4177)	-2.7017*** (-5.3835)	-2.7021*** (-5.4151)	-2.6898*** (-5.3829)	-2.6988*** (-5.4060)
<i>HIS</i>	2.3459** (2.4509)	2.4148** (2.5591)	2.3664** (2.4672)	2.4167** (2.5436)	2.3580** (2.4634)	2.4131** (2.5362)
<i>Independence</i>	-2.2384*** (-2.9520)	-2.0398*** (-2.6788)	-2.1916*** (-2.8898)	-2.2389*** (-2.9492)	-2.2348*** (-2.9451)	-2.2532*** (-2.9661)
<i>Instratia</i>	-1.4611* (-1.8423)	-1.4660* (-1.8349)	-1.4810* (-1.8606)	-1.4558* (-1.8272)	-1.4628* (-1.8427)	-1.4675* (-1.8434)
<i>State</i>	0.3121*** (3.3987)	0.3178*** (3.4482)	0.3158*** (3.4216)	0.3194*** (3.4412)	0.3103*** (3.3735)	0.3110*** (3.3641)
<i>ST</i>	0.2028 (1.4030)	0.2060 (1.4204)	0.2031 (1.4040)	0.2035 (1.4065)	0.2021 (1.4004)	0.2045 (1.4156)
常数项	1.3097 (1.3848)	1.2834 (1.3598)	1.3370 (1.4126)	1.2732 (1.3464)	1.3316 (1.4089)	1.2897 (1.3642)
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数	16,344	16,344	16,344	16,344	16,344	16,344
Pseudo R ²	0.0611	0.0616	0.0612	0.0610	0.0608	0.0606

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

表 2 报告的回归结果显示，采用不同的超额委派董事度量方式，回归结果均一致性地表明，实际控制人超额委派董事同董事投非赞成票之间存在稳定的负相关关系。尽管模型 6 中超额委派董事程度 ($Overratio_3$) 的回归系数并不显著，但是仍然保持了负相关关系。以模型 1 和模型 2 为例。模型 1 中是否超额委派董事的虚拟变量 ($Overdummy_1$) 的系数显著

为负,并且在1%的显著性水平上显著。这表明相较于没有超额委派董事的情形,超额委派董事的公司出现董事投非赞成票的可能性会更低。超额委派董事的公司相较于没有超额委派董事的公司而言投非赞成票的几率比低35%。模型2中以超额委派董事的程度($Overratio_1$)作为解释变量的系数显著为负。这表明,超额委派董事的比例越大,董事投非赞成票概率越低。超额委派董事程度一个标准差的变化(0.20)将引起董事投非赞成票的几率比下降约17%。上述结果一致地表明,在实际控制人超额委派东董事的情况下,董事投非赞成票的可能性降低。

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

本文进一步试图识别董事投非赞成票究竟是由于超额委派董事过多,导致的“意见独立”的董事机械性的减少这一路径(路径一),还是由于这些董事自知投了反对票也无关大局这一路径(路径二)。受论文篇幅限制,本文在附录中报告了这一结果。本文得到的初步结论是,①董事会组织结构的改变并不会带来董事出具否定意见的显著变化;②从时间序列趋势所显示的董事会结构保持相对不变的状况下,董事出具否定意见无论次数还是频率却都发生了一定程度的改变。基于上述两方面的考察,本文倾向于认为路径二在导致本文所观察到的在超额委派董事后董事出具否定意见的可能性减少这一现象中发挥更为突出的作用,尽管根据目前的数据结构和相应证据还尚不能完全排除路径一发挥作用,甚至二者效应叠加的可能性。但无论是单独通过路径一,还是单独通过路径二,甚至两种路径的叠加,本文所观察到的在实际控制人超额委派董事的情况下,上市公司总体呈现更低的投非赞成票的概率和频数这一结果保持不变。

3. 超额委派董事对董事投票行为监督效果的影响分析

按照(2)式所示的回归模型设定,本文检验实际控制人超额委派董事对董事投票行为的监督效果的影响。由于董事投非赞成票行为往往与以前年度的业绩等公司特征相关,上市公司是否存在董事投非赞成票具有选择性偏差。为了克服由于选择性偏差带来的可能内生性问题的影响,借鉴类似文献的做法(叶康涛等,2011;祝继高等,2015;Tang et al.,2013),

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

表 3 超额委派董事对董事投票行为监督效果的影响

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6	模型 7
	全样本		没有超额委派董事		超额委派董事		
VARIABLES	<i>Companyvote</i>	$\Delta Orec_{t+1}$	ΔRoa_{t+1}	$\Delta Orec_{t+1}$	ΔRoa_{t+1}	$\Delta Orec_{t+1}$	ΔRoa_{t+1}
<i>Companyvote</i>		-0.0504*** (-4.6043)	0.0652*** (2.9644)	-0.0537*** (-4.7266)	0.0709*** (3.0761)	-0.0063 (-0.1822)	-0.0034 (-0.0447)
<i>Change</i>	0.2168*** (5.6871)						
<i>Lambda</i>		-0.0111* (-1.8076)	-0.5996*** (-34.1835)	0.0261*** (4.8182)	-0.0352*** (-3.1816)	0.0057 (0.3357)	0.0026 (0.0702)
<i>Roa</i>	-0.7125** (-2.4373)	0.0246*** (4.7204)	-0.0324*** (-3.0599)	-0.0147** (-2.2339)	-0.5955*** (-32.2263)	0.0353* (1.7573)	-0.6991*** (-13.5158)
<i>Overratio₁</i>	-0.4691*** (-3.4131)	-0.0022 (-1.3960)	-0.0010 (-0.2783)	-0.0027 (-1.5856)	-0.0012 (-0.2822)	0.0036 (0.3574)	-0.0020 (-0.1012)
<i>Share</i>	-1.7789*** (-4.6964)	-0.0044 (-1.1005)	0.0240** (2.5053)	-0.0065 (-1.5583)	0.0274*** (2.7640)	0.0193 (1.0846)	-0.0605 (-1.3558)
<i>Seperation</i>	-0.2150	-0.0010	-0.0029	-0.0006	-0.0029	-0.0062	-0.0168

	(-0.8353)	(-0.5190)	(-0.4850)	(-0.2921)	(-0.4817)	(-0.7801)	(-0.8170)
<i>Chairman</i>	0.0745	-0.0001	0.0001	-0.0001	-0.0012	0.0004	0.0100*
	(1.3124)	(-0.2256)	(0.0665)	(-0.0931)	(-0.7667)	(0.1741)	(1.7833)
<i>Size</i>	-0.0282	0.0015***	0.0010*	0.0014***	0.0014***	0.0017**	-0.0033*
	(-1.3644)	(6.7423)	(1.9158)	(6.0667)	(2.6587)	(2.1297)	(-1.7835)
<i>Leverage</i>	0.2732**	-0.0064***	-0.0255***	-0.0071***	-0.0262***	0.0017	-0.0167
	(2.3535)	(-4.2135)	(-7.2137)	(-4.5215)	(-7.1390)	(0.3088)	(-1.1324)
<i>Growth</i>	0.0020	0.0008*	0.0022**	0.0013***	0.0018*	-0.0051**	0.0060*
	(0.0854)	(1.7319)	(2.3081)	(2.6906)	(1.7367)	(-2.1776)	(1.7241)
<i>HIS</i>	0.7413	-0.0032	0.0161	-0.0021	0.0152	-0.0086	0.0735
	(1.5233)	(-0.8953)	(1.6327)	(-0.5528)	(1.5306)	(-0.4158)	(1.2675)
<i>Independence</i>	-0.2856	-0.0084**	-0.0061	-0.0095***	-0.0074	0.0070	0.0129
	(-0.8669)	(-2.4672)	(-0.6963)	(-2.6291)	(-0.8025)	(0.5099)	(0.3642)
<i>Instratic</i>	-0.9302**	0.0004	0.1457***	0.0012	0.1429***	-0.0113	0.2045***
	(-2.4386)	(0.1036)	(13.6055)	(0.2786)	(12.8987)	(-0.7570)	(5.5937)
<i>State</i>	0.1402***	0.0016***	-0.0066***	0.0017***	-0.0065***	0.0020	-0.0124***
	(3.0723)	(3.6660)	(-5.5347)	(3.7640)	(-5.2029)	(1.0739)	(-3.1312)
<i>ST</i>	0.3028***	-0.0065***	-0.0178***	-0.0071***	-0.0186***	-0.0006	-0.0071
	(4.3274)	(-3.7415)	(-4.8222)	(-3.8729)	(-4.7994)	(-0.1244)	(-0.5365)
常数项	0.1240	-0.0306***	-0.0143	-0.0265***	-0.0245*	-0.0794***	0.0886*
	(0.2765)	(-5.5384)	(-1.1081)	(-4.5358)	(-1.7978)	(-2.9252)	(1.9434)
样本数	17,511	17,509	17,509	16,227	16,227	1,282	1,282
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Pseudo R^2	0.0607						
调整 R^2		0.0586	0.2809	0.0612	0.2801	0.0520	0.3114

注：样本数量存在差异的原因在于主要被解释变量董事投非赞成票*Companyvote*对应 2006-2015 年，

而 ΔRoa_{t+1} 和 $\Delta Orec_{t+1}$ 则对应 2007-2016。

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

在模型 4 和 5 报告的实际控制人没有超额委派董事的分组回归中,结果类似于全样本回归,并且抑制掏空行为和提升企业绩效的效应在不存在实际控制人超额委派董事的情形中更为突出。然而,在模型 6 和 7 针对存在实际控制人超额委派董事的情形的分组回归中,结果显示,董事的非赞成行为无论是抑制掏空行为还是提升企业绩效的估计系数在统计上均不显著,并且分组回归结果的相关估计系数的差异检验统计显著^①。上述分组回归的结果表明一定程度表明,在存在实际控制人超额委派董事的情形下,董事投非赞成票所预期的抑制掏空行为提升企业绩效作用大打折扣。上述讨论在一定意义上表明,实际控制人没有超额委派董事成为董事说“不”发挥预期的抑制掏空行为、提升企业绩效等监督效果的前提条件。

4. 稳健性检验

为保证本文主要结论的可靠性,本文进行了以下四个方面的稳健性检验^②:

^①组间系数差异检验的结果请见附件。

^②稳健性检验结果请见附件。

(1) 稀有事件偏差。考虑到仅有 7.7% 的样本观测存在有董事投非赞成票的情况，董事投非赞成票实际上是一种“稀有”的情况。参考陈强（2014）这里采用 King & Zeng(2001)提出的稀有事件逻辑回归（Logistic regression for rare events）方法和“补对数-对数模型”（complementary log-log model），对上述影响因素分析的结果重新进行回归，结果依然保持稳健。

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

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

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

通过上述四个方面的稳健性检验，本文研究信服地表明，当存在超额委派董事情形下，或者是由于超额委派董事过多，导致的“意见独立”的董事机械性的减少，或者是由于这些董事自知投了反对票也无关大局，或者是由于上述两种路径的叠加，董事出具的否定意见无论概率还是频率都下降。与此同时，由于超额委派董事现象的存在，以往文献证明的董事出具否定意见预期的监督效果大打折扣。在存在超额委派董事，决策倾向一边倒的情形下，风毛麟角的董事出具否定意见（说“不”）已异化为董事个人的“哗众取宠”，因而无法发挥预期的监督效应。

五、进一步分析：缓解超额委派董事影响董事投票的可能机制

围绕如何通过可能的机制设计来缓解实际控制人超额委派董事行为对董事投非赞成票的负面抑制影响，本文从下述两方面展开可能的分析。①是在董事会的组织结构安排上，独立董事的席位比例安排是重要的制衡机制。以往的大量实证研究都表明，独立董事能够从维护自我声誉，规避监管处罚的动机出发，通过投非赞成票来积极地履行监督职能。被视为外部

监督力量的独立董事的比例越高,董事会投非赞成票的可能性也会更大,从而缓解由于实际控制人在内部董事结构中过度委派董事导致的说“不”监督功能被抑制的现象。

②是来自非控股股东的股权制衡安排。非实际控制人除了通过持有股份比例,参与股东大会层面的决策之外,还能够通过委派董事来更多地获取、享有经营决策信息,在董事会的决策过程中积极建言、发挥应有的治理功效。因而,除实际控制人之外的其他股东的持股比例将成为实际控制人超额委派董事重要的制衡力量。作为非实际控制人的其他股东持股比例越高,则其参与治理的动机越强,一方面可以通过利用委派董事的方式来参与董事会的决策过程,代表这些股东力量的董事在董事会中将有机会进行表达、充分行使代表其背后股东利益的投票权,以此减轻由于实际控制人在董事会组织中超额委派董事、占据主导地位压制“不和谐”声音的情形;另一方面,当非控股股东的其他股东的持股比例越大,其在股东大会表决中的影响力也越大,甚至成为分散股东中的“意见领袖”,更容易导致损害股东利益的议案在股东大会表决中被否决。在上述来自同时来自董事会层面和股东大会层面的其他股东的股权制衡下,其他股东与实际控制人之间的“力量抗衡”使降低实际控制人通过超额委派董事所抑制的董事投非赞成票、发挥监督职能的负面影响成为可能。

下表4和表5分别报告了按照独立董事比例的高低和股权制衡度高低的分组回归检验结果

表4 独立董事比例高低分组

VARIABLES	独立董事比例低	独立董事比例高	独立董事比例低	独立董事比例高
	模型1	模型2	模型3	模型4
	<i>Companyvote</i>			
<i>Overdummy₁</i>	-0.3889** (-2.2713)	-0.2883 (-1.1878)		
<i>Overratio₁</i>			-0.8403** (-2.2440)	-0.7604 (-1.6303)
常数项	0.3710 (0.2412)	0.5608 (0.3680)	0.4163 (0.2715)	0.5131 (0.3368)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
样本数	10,326	5,985	10,326	5,985
伪R ²	0.0604	0.0884	0.0607	0.0889

在表 4 中, 本文按照独立董事比例高低分组, 对实际控制人超额委派董事对于董事投非赞成票行为的影响结果进行分类回归。按照同年同行业的独立董事比例的平均值作为分组标准, 模型 1 和模型 3 对应较低的独立董事比例分组, 而模型 2 和模型 4 对应较高的独立董事比例分组。模型 1 和模型 3 的回归结果显示, 无论是以实际控制人是否超额委派董事的虚拟变量 ($Overdummy_1$) 还是实际控制人超额委派董事的比例 ($Overratio_1$) 作为主要解释变量, 回归系数符号均显著为负。相反, 模型 2 和模型 4 的结果则显示, 在较高的独立董事比例分组中, 无论是以实际控制人是否超额委派董事的虚拟变量 ($Overdummy_1$) 还是实际控制人超额委派董事的比例 ($Overratio_1$) 作为主要的解释变量, 尽管回归系数符号为负, 但是在统计上并不显著。上述结果表明, 实际控制人超额委派董事抑制董事投非赞成票的行为只有在较低比例的独立董事分组中才能出现。因而, 提高独立董事比例, 提高董事会的独立性, 成为缓解实际控制人通过超额委派董事降低非赞成票行为的可能实现途径之一。

表 5 股权制衡度高低分组

VARIABLES	股权制衡度		2 至 10 股东持股	
	低	高	比例低	比例高
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4
$Overratio_1$	-0.8550**	-0.8530	-0.9777***	-0.6843
	(-2.4266)	(-1.6062)	(-2.6317)	(-1.4521)
常数项	-0.5915	2.2895*	1.7681	0.5563
	(-0.4710)	(1.7044)	(1.4709)	(0.4218)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
样本数	9,846	6,448	8,409	7,898
伪 R^2	0.0640	0.0795	0.0584	0.0898

表 5 分别报告了按照股权制衡度高低和第二至第十大股东持股比例的高低分组的相关分类回归结果。这里同样以同年同行业的均值作为分组标准。借鉴陆正飞和胡诗阳 (2015)

等的研究,这里以第二至第十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值作为股权制衡度的代理变量。模型 1 和模型 2 分别报告了股权制衡度低和股权制衡度高的情况下的分组回归结果。回归结果显示,在股权制衡度低也即是第二至第十大股东持股比例之和与第一大股东持股比例的比值较低的情况下,实际控制人超额委派董事比例 ($Overratio_1$) 显著为负。

相反,在股权制衡度较高的情况下实际控制人超额委派董事比例 ($Overratio_1$) 尽管符号为负,但是并不显著。上述结果表明,只有在股权制衡度低的情况下,实际控制人超额委派董事才会降低董事投非赞成票的可能性。类似地,模型 3 和模型 4 报告了按照第二至第十大股东持股比例之和高低的分组结果。模型 3 的回归结果显示在第二至第十大股东持股比例低的情况下,实际控制人超额委派董事比例 ($Overratio_1$) 为负,并在 1% 的显著性水平上显著;模型 4 的结果则显示,在第二至十大股东持股比例较高的情况下,实际控制人超额委派董事比例 ($Overratio_1$) 并不显著。上述结果一致性地表明非实际控制人较高的持股比例、较高的股权制衡度将有助于缓解实际控制人通过超额委派董事对于董事通过投票行使监督职能的抑制作用。受论文篇幅限制,上述分组回归的系数差异检验的结果报告在论文附录中。

六、结论

1. 研究结论

注意到超额委派董事现象的存在往往构成董事以投非赞成票方式履行监督职责的严重干扰的事实,本文以 2006-2015 年中国沪深 A 股上市公司样本,实证检验了实际控制人超额委派董事对董事投非赞成票行为及其监督效果的影响,为实际控制人超额委派董事影响、干预董事会的决策,进而影响董事说“不”行为及其监督效果提供了直接的经验证据。实证结果发现:①实际控制人超额委派董事的比例越高,董事投非赞成票的可能性越低。②董事投非赞成票所预期带来的抑制隧道挖掘、提升企业绩效的监督效果只有在在实际控制人没有超额委派董事的情况下才能显现。③在较高的独立董事比例和股权制衡度下,实际控制人超额委派董事对于投非赞成票的抑制作用不再显著,因而,非实际控制人较高的持股比例、较高的股权制衡度将有助于缓解实际控制人通过超额委派董事对于董事通过投票行使监督职能的抑制作用。

2. 启示与建议

(1) 本文研究发现,实际控制人超额委派董事对于董事投非赞成票行为有负面影响。并且投非赞成票带来的抑制隧道挖掘行为、提升企业绩效的监督效果只有在实际控制人没有超额委派董事的情况下才能够真正显现。因而,超额委派董事问题成为在公司治理理论和实务中考察董事投票行为时不可忽视的重要因素。作为预期监督效果发挥的重要前提,恰当的

董事会成员结构设计、避免实际控制人超额委派董事的干扰作用将成为未来公司治理制度设计的考虑因素之一。而设置更高比例的独立董事席位、提升股权制衡度也成为可能的缓解超额委派董事对于投非赞成票负面抑制作用的可能途径。

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

(3) 本文的研究为正在积极推进的国企混合所有制改革带来积极的启发。一个可以预见的事实是,国有企业通过混改引入民资背景战略投资者后,必然会导致国资委作为实际控制人委派董事比例的下降,国企以往典型而普遍的超额委派董事现象将得到一定的缓解,甚至消除。混改引入的民资成为新的制衡力量,不仅使董事投非赞成票的可能性越大,凸显董事会决策过程中所扮演的自动纠错机制的角色,而且其相应带来的抑制隧道挖掘、提升企业绩效的监督效果更加明显,由此带来企业经营机制发生根本的转变。因此,在上述意义上,本文的讨论为目前正在积极推进的国企混改提供了可能的间接证据和理论支持。

(参考文献)

- [1]蔡贵龙,柳建华,马新啸. 非国有股东治理与国企高管薪酬激励[J]. 管理世界, 2018, (5):137-149.
- [2]陈德球,魏刚,肖泽忠. 法律制度效率,金融深化与家族控制权偏好[J]. 经济研究, 2013, (10): 55-68.
- [3]陈睿,王治,段从清. 独立董事“逆淘汰”效应研究——基于独立意见的经验证据[J]. 中国工业经济, 2015, (8): 145-160.
- [4]陈强. 气候冲击,王朝周期与游牧民族的征服[J]. 经济学(季刊), 2014, (4): 373-394.
- [5]陈胜蓝,吕丹. 控股股东委派董事能降低公司盈余管理吗?[J]. 上海财经大学学报: 哲学社会科学版, 2014, (4): 74-85.

- [6]程敏英,魏明海.关系股东的权力超额配置[J].中国工业经济,2013,(10):108-120.
- [7]杜兴强,殷敬伟,赖少娟.论资排辈,CEO任期与独立董事的异议行为[J].中国工业经济,2017,(12):151-169.
- [8]渡边真理子.国有控股上市公司的控制权、金字塔式结构和侵占行为——来自中国股权分置改革的证据[J].金融研究,2011,(6):150-167.
- [9]姜国华,岳衡.大股东占用上市公司资金与上市公司股票回报率关系的研究[J].管理世界,2005,(9):119-126.
- [10]姜付秀,郑晓佳,蔡文婧.控股家族的“垂帘听政”与公司财务决策[J].管理世界,2017,(3):125-145
- [11]李增泉,余谦,王晓坤.掏空,支持与并购重组[J].经济研究,2005,(1):95-105.
- [12]陆正飞,胡诗阳.股东-经理代理冲突与非执行董事的治理作用——来自中国A股市场的经验证据[J].管理世界,2015,(1):129-138
- [13]权小锋,吴世农,文芳.管理层权力,私有收益与薪酬操纵[J].经济研究,2010,(10):73-87.
- [14]石水平.控制权转移,超控制权与大股东利益侵占——来自上市公司高管变更的经验证据[J].金融研究,2010,(4):160-176.
- [15]孙光国,孙瑞琦.控股股东委派执行董事能否提升公司治理水平[J].南开管理评论,2018,(1):88-98+108.
- [16]唐清泉,罗党论.设立独立董事的效果分析——来自中国上市公司独立董事的问卷调查[J].中国工业经济,2006,(1):120-127.
- [17]唐雪松,杜军,申慧.独立董事监督中的动机——基于独立意见的经验证据[J].管理世界,2010,(9):138-149.
- [18]王亮亮.控股股东“掏空”与“支持”:企业所得税的影响[J].金融研究,2018,(2):172-189.
- [19]魏明海,黄琮宇,程敏英.家族企业关联大股东的治理角色——基于关联交易的视角[J].管理世界,2013,(3):133-147.
- [20]肖星,徐永新,陈诣辉.市场化程度,股权结构与IPO时的无形资产剥离[J].金融研究,2012,(7):154-167.
- [21]叶康涛,祝继高,陆正飞,张然.独立董事的独立性:基于董事会投票的证据[J].经济研究,2011,(1):126-139.
- [22]张华,张俊喜,宋敏.所有权和控制权分离对企业价值的影响——中国民营上市企业的实证研究[J].经济学(季刊),2004,(S1):1-14.
- [23]郑志刚,孙娟娟.任人唯亲的董事会文化和经理人超额薪酬问题[J].经济研究,2013,(12):111-124.

- [24]郑志刚, 胡晓霖, 黄继承. 实际控制人超额委派董事与超级控制权[R].中国人民大学财政金融学院工作论文,2018.
- [25]祝继高, 叶康涛, 陆正飞. 谁是更积极的监督者: 非控股股东董事还是独立董事?[J]. 经济研究, 2015, (9): 170-184.
- [26]Adams, R. B., and D. Ferreira. A Theory of Friendly Boards[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(1): 217-250.
- [27]Aghion, P., and J. Tirole. Formal and Real Authority in Organizations[J]. Journal of Political Economy, 1997, 105(1): 1-29.
- [28]Almazan, A., and J. Suarez. Entrenchment and Severance Pay in Optimal Governance Structures[J]. The Journal of Finance, 2003, 58(2): 519-547.
- [29]Baek, J. S., J. K. Kang, and I. Lee. Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols[J]. The Journal of Finance, 2006, 61(5): 2415-2449.
- [30]Baek, J. S., J. K. Kang, and K. S. Park. Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 71(2): 265-313.
- [31]Baldenius, T., N. Melumad, and X. Meng. Board Composition and CEO Power[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 112(1): 53-68.
- [32]Bennedsen, M., and D. Wolfenzon. The Balance of Power in Closely Held Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1-2): 113-139.
- [33]Bolton, P., and E. L. Von Thadden. Blocks, Liquidity, and Corporate Control[J]. The Journal of Finance, 1998, 53(1): 1-25.
- [34]Cai, J., and J. L. Garner. Walking R. A. Electing Directors[J]. The Journal of Finance, 2009, 64(5): 2389-2421.
- [35]Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1-2): 81-112.
- [36]Dyck, A., and L. Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison[J]. The Journal of Finance, 2004, 59(2): 537-600.
- [37]Faccio, M., and L. H. P. Lang. The Ultimate Ownership of Western European Corporations[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 65(3): 365-395.
- [38]Fama, E. F., and M. C. Jensen. Separation of Ownership and Control[J]. The Journal of Law and Economics, 1983, 26(2): 301-325.
- [39]Fos, V., K. Li, and M. Tsoutsoura. Do Director Elections Matter? [J]. The Review of Financial Studies, 2017, 31(4): 1499-1531.
- [40]Fos, V., and M. Tsoutsoura. Shareholder Democracy in Play: Career Consequences of Proxy Contests[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 114(2): 316-340.

- [41]Gomes, A. R., and W.Novaes. Sharing of Control as ACorporate Governance Mechanism[R]. PIER Working Paper, 2005.
- [42]Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO[J]. *American Economic Review*, 1998, 88(1): 96-118.
- [43]Jensen, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems[J]. *the Journal of Finance*, 1993, 48(3): 831-880.
- [44]Jiang, G., C. M. C. Lee, and H. Yue. Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1-20.
- [45]Jiang, W., H. Wan, and S. Zhao. Reputation Concerns of Independent Directors: Evidence from Individual Director Voting[J]. *The Review of Financial Studies*, 2015, 29(3): 655-696.
- [46]King, G., and L. Zeng. Logistic Regression in Rare Events Data[J]. *Political Analysis*, 2001, 9(2): 137-163.
- [47]Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley. Performance Matched Discretionary Accrual Measures[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 39(1): 163-197.
- [48]Lemmon, M. L., and K. V. Lins. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis[J]. *The Journal of Finance*, 2003, 58(4): 1445-1468.
- [49]Lin, K., J. D.Piotroski, Y. G. Yang, and J. S. Tan. Voice or Exit? Independent Director Decisions in An Emerging Economy[EB/OL]. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2166876, 2012.
- [50]Liu, Q., T. Luo, andG. G. Tian. Family Control and Corporate Cash Holdings: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2015, 31: 220-245.
- [51]Ma, J., and T. Khanna. Independent Directors' Dissent on Boards: Evidence from Listed Companies in China[J]. *Strategic Management Journal*, 2016, 37(8): 1547-1557.
- [52]Nenova, T. The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(3): 325-351.
- [53]Raheja, C. G. Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2005, 40(2): 283-306.
- [54]Schwartz-Ziv, M., andM. S. Weisbach. What Do Boards Really Do? Evidence FromMinutes of Board Meetings[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(2): 349-366.
- [55]Tang, X., J. Du, andQ. Hou. The Effectiveness of the Mandatory Disclosure of Independent Directors' Opinions: Empirical Evidence from China[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2013, 32(3): 89-125.
- [56]Yermack, D. Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors[J].

The Journal of Finance, 2004, 59(5): 2281-2308.

Over-appointment of Directors、Opportunism of Large Shareholders and Director Voting

ZHENG Zhigang, HU Xiaoji, HUANG Jicheng

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

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

Key Words: over-appointment of directors; opportunism of large shareholders; directors' Voting behavior

JEL Classification: G32 M21 G30