

公司治理
范博宏 李思飞

民营企业 如何设置董事会

董事会的设计没有统一的标准，但每一种选择都有相应的成本与益处。比如，聘请官员背景的董事或有利于企业争取资源与市场，却未必能创造股东价值，并需付出股票折价的代价；聘请教授为独董可以满足监管要求，却可能降低独董的专业性，也难获得有用的监督建议。要甄选、配备合适的董事，企业家们需要根据企业的特点进行“量体裁衣”的设计。

来自全世界的研究没有发现上市公司董事会的规模或组成与企业的业绩有直接的因果关系，但这绝非意味董事会对企业无关紧要。聪明的企业家们知道，良好的董事会设计可以反映企业家及其企业的文化特质和经营理念，向投资者和利益相关者传递积极的信号，有利于降低公司的交易和融资成本。

在西方公司治理框架下，董事会的主要角色是代表股东监督经理层，为公司管理层提供专业咨询。而在发展中国家包括中国，上市公司董事会的实际监督功能一般很难发挥。但就像从穿戴打扮可看出一个人的品味与气质，从董事会的组成我们可得知企业的价值观与文化。例如，董事会有高比例的家族成员，反映的是一种“家文化”；有高比例的政府官员，显示此企业的经营依赖政商关系；有高比例的职业人士，则反映企业市场导向的经营理念。这些差异并无优劣之分，亦即董事会的设计没有统一的标准，但每一种公司治理结构都有相应的成本与益处，企业家们在确定了经营理念与

范博宏为香港中文大学会计学院及财务学系联席教授、经济金融研究所所长、财务学系主任。李思飞为该校财务系博士研究生。

模式后，便应量体裁衣地设置符合此理念的董事会，并考虑成本与效益。

官员领导与官员董事：未必创造股东价值，反有折价效应

笔者的前博士生余玮在论文研究中收集了所有中国上市公司董事与高层经理人员的履历，结果发现，民营上市公司董事会中，平均有超过20%的董事为前任或现任政府官员，并且这一比例有逐年增加的趋势（图1）。另外，《投资者报》今年的一份调查显示，有31%的民营上市公司聘请了官员担任董事或高管。

国内民营企业中为什么有这么多的官员董事？一个猜测是中国目前仍处于转轨时期，市场发展仍待完善，各级政府影响甚至主导商业资源分配，政商关系可以成为企业争取资源与市场的重要优势。那么，聘用政府官员担任企业管理层或董事，最终能否提高公司的市场价值？笔者数年前在美国《金融经济学期刊》(Journal of Financial

Economics)发表的一项研究检视了630家地方政府控股的国有企业IPO后的市场表现，结果发现，首席执行官(CEO)是前任或现任政府官员的上市公司，在IPO之后的3年时间里，经调整过市场整体回报率后的价值损失了超过40%，而由未曾担任政府公职的CEO领导的上市公司价值损失仅为10%（图2）。这一发现强烈质疑高管的官员背景最终

官员进入企业是一把双刃剑，企业聘用政府官员需要付出代价，包括投资人的不信任折价与相应的高融资成本。

能创造股东价值的说法。反倒是企业聘用政府官员需要付出股票折价的代价，因为投资人怀疑这些企业的利润可能被输送到官员所代表的利益方，而非公平地与股东分享。同时我们也发现，由官员任领导的董事会中，通常有更高比例的官员董事，而来自其他企业或具有专业背景的董事比例则相应较低。因此，官员领导与官员董事，会被股票投资人解读为一种寻租文化，而他们无法分享此经营模式所带来的利益。

图1也显示民营企业中官员董事的比例与国企相近，那么，民企的市场价



值是否因官员的参与而有所提高呢？余玮的研究发现，民企的市值与管理层和董事会的官员背景没有显著的关系，亦即民企能以政商关系为投资人带来超额回报是可被质疑的说法。

依赖政商关系的经营模式也为投资人带来额外的风险。笔者对国内曝光的23起省部级官员贪腐案件进行了研究，追踪了所有高管或董事与落马官员有关系的上市公司，并对案件曝光前后的公司股票回报率走势进行了分析，结果发现，与贪腐官员有关联的上市公司在案件揭发后一个月之内的市值在调整过整体市场回报率后损失接近10%。

依赖政商关系的副作用还包括企业透明度的降低。以近日紫金矿业的污染事件为例，市场怀疑紫金之所以违反证监法令、未及时披露这一投资人重视的价值敏感信息，与企业同地方官员千丝万缕的关系有关。在事件曝光之后，该公司的政商关联激起了各方对其公司治理的质疑。从2009年公司年报中披露的董事会名单可见，在其7名非独立董事中，有3名曾在政府相关部门任职，而4名独立董事中有3名曾任政府官员，监事会主席和其中一名监事也都是企业所在地的前任官员。上述董事每年从公司领取了174万至15万元不等的薪酬，却辜负了投资人对他们的信任。紫金矿业污染事件被掩盖，董事会责无旁贷。而在本次事件曝光之后，众多的官员董事也没能对于公司改善公众形象有所帮助，反而成为官商关联的反面案例。

官员进入企业是一把双刃剑，在目前的环境下，利用官员的关系网络固然可以使企业获得一定程度的垄断租金，但是，随着中国市场和法制水平的不断发展，这种关系网络带来的垄断租金越来越小。更为重要的是，企业聘用政府官员需要付出代价，包括投资人的不信任折价与相应的高融资成本，企业家在考虑聘用官员董事时应三思。

教授出任独立董事： 合规？合适？

董事会的另一个重要问题是其独

图1：上市公司中的官员（现任或卸任）董事比例

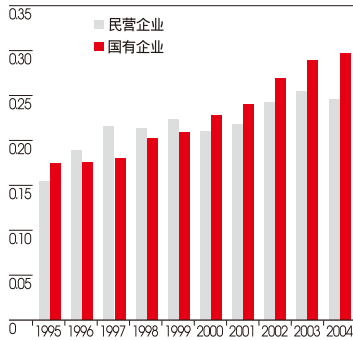


图2：官员担任CEO的折价效应

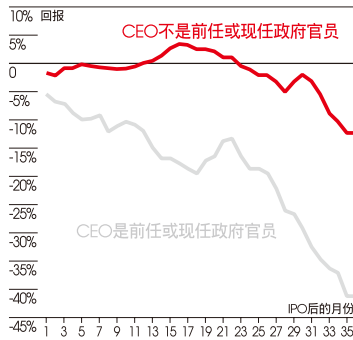
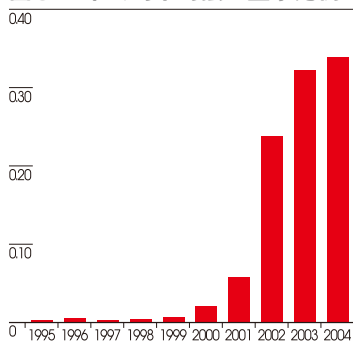


图3：上市公司中的独立董事比例



立性。证监会对独立董事有具体的规定，要求至少1/3的董事为独立董事。随着资本市场的发展，监管机构陆续出台了众多关于独立董事的规章制度，对董事会独立性的要求越来越详尽，在去年出台的《上海证券交易所上市公司董事选任与行为指引》中更是明文要求：“独立董事原则上应每年有不少于十天的时间到上市公司现场了解公司的日常经营、财务管理和其他规范运作情况。”

仅靠制度“一刀切”的规定是否真

的可以加强董事会的作用？我们不得而知。就1/3独立董事比例这一规定来说，在规定出台之后，为了满足监管的需要，上市公司纷纷发起独立董事“增补运动”，而上市公司中独立董事的比例也从2001年起有了大幅的提升（图3）。

这些独立董事的来源为何呢？在强制的人数规定下，企业不能根据自身需要决定聘请多少独立董事，但他们可选择聘请何种人士为独董。从实际情况看，大学教授成了企业独董的热门人选，在2001年之后，教授担任独立董事的比例骤然提升（图4）；我们2008年对民营上市公司独立董事的统计发现，这一比例达到了39%。

企业家聘用教授担任独立董事，理想上是希望借助大学教授的专业知识为企业提供有效的监督和建议，另一方面也是希望借助大学教授的不偏立场来提升企业的声誉，增强投资者信心。但是，大学教授对于实务经验相对缺乏，能否对上市公司的经营管理进行有效的监督与咨询令人疑虑。同时，大部分教授独董不但自己要承担学术任务，很多更在学校担任领导职务，是否有足够精力对于上市公司进行监督咨询也是个问题。我们的调查发现，在所有民营上市公司的教授独董中，超过10%担任学校领导职务，超过一半担任学院领导职务，超过1/5在各种行业协会担任领导职务（图5）。

众多教授董事的另一个问题是公司独立董事的专业性下降。笔者发现，在上市的民营企业里，有高校教授独董的公司中，来自会计与法律专业人士、企业管理人士的独董比例都远远低于没有高校独董的上市公司（图6）。由此可见，企业为了满足监管要求而聘用大量教授董事，不但降低独立董事的监督效力，也降低了独立董事的专业性。同时，企业希望借重教授董事良好声誉的想法似乎也没有实现。

现有独立董事制度下的另一个重要问题是独立董事是否真正独立，今年曝光的江苏三友事件反映了独董不独立的尴尬后果。江苏三友今年3月披露公司在2004年6月变更了实际控制人，亦



即江苏三友由集体所有变为自然人控股这一重大事件被隐瞒了将近6年。根据2009年江苏三友年报的披露,一位独立董事“主持了江苏三友发行上市工作”,并且是公司上市时的保荐代表,而此独董于2007年底就出任了公司的独立董事。我们很难想象,作为保荐代表对于公司实际控制人变更这样重大的信息会不知情,而先做保荐代表、随后出任独立董事这种实质上并不独立的独董,实际上成为公司隐瞒重大信息的“帮凶”。同样值得注意的是,另一位独立董事曾担任另一控股公司董事长、总经理等职务,而江苏三友在上市时与此公司有重大的资产交易,并且,时任三友公司总经理在此独董担任领导的三个单位有过工作经历。我们有理由怀疑,此独立董事也和江苏三友管理层有着千丝万缕的联系。这种实质上不独立的独立董事,在面对公司的各种违规行为时无所作为,使得独立董事形同虚设。

“量体裁衣”的董事会选择

对于董事会设计,监管部门有很多具体的指导原则,这些一刀切的原则或规定往往方便监管,却不一定顾及企业的个别需求。对于众多民营企业而言,在董事会的选聘上相比较国企受到更少的约束,在满足合规要求的前提下,企业家有更多的自由根据自己企业的特点来设计董事会。

仅就董事会规模来说,企业应该首先了解自己是什么性质的企业。从市场竞争环境来讲,在竞争程度低一些的市场,中大型、稳定的公司或不涉及高度机密或专门知识的公司,倾向于选择大规模的董事会。反之,在高度竞争的市场中,小型、高增长或牵涉高度专门知识的公司倾向于选择小规模董事会。

对比美国零售巨头沃尔玛和一间地区型零售商天天低价(Cost-U-Less)的董事会结构,可以清楚看到董事会如何反映企业的经营战略。沃尔玛是一间跨国零售连锁企业,市值近2100亿美元,有近210万雇员,业务涵盖美国和海外市场,拥有成千上万各种形式的商店和食物配送公司,它的董事会成员有

图4:上市公司中的教授董事比例

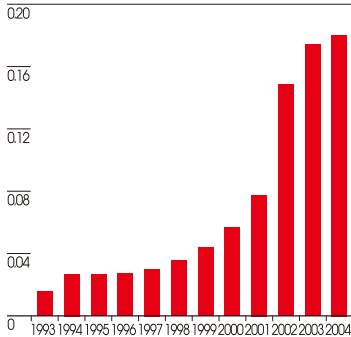


图5:民营上市公司中教授董事的职务背景

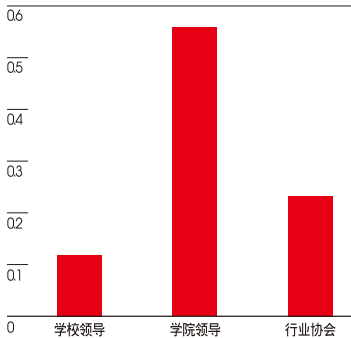
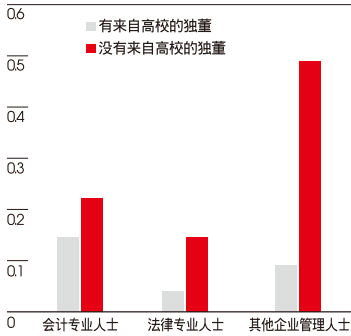


图6:民营上市公司中的教授独董与专业独董比例



15人。而天天低价市值只有1100万美元,员工只有700人,在夏威夷及太平洋各岛国开设有12个仓储式量贩店,董事会成员只有5人。

在董事会的组成上,沃尔玛15人的庞大董事会组成非常多元化,其中4人是内部董事,包括创始人山姆·沃尔顿(Sam Walton)的两个儿子和公司的现任及前任CEO,其余11人全部为外部董事,其中6人来自其他知名企业,包括可

口可乐的前任CEO和万豪酒店集团的首席运营官等高管人员,另外有3人是风险投资和投资银行专家,1人是哈佛商学院的退休教授,1人曾任克里顿总统的内阁成员。这一涵盖了政治、学术、投资、实务界并以高管人士为主的董事会,无疑可以为沃尔玛复杂的运营提供有效的决策帮助,同时,每位董事卓著的声誉也使得他们会尽职地履行董事职能。与之相对比,天天低价董事会的5个成员,包括一个内部董事(CEO)、四个外部董事,分别是一个风险投资家、一个连锁海鲜餐馆的董事长、一个商务培训机构的CEO和一个电信产品零售公司的首席运营官兼财务官。相较沃尔玛的大规模董事会,小规模董事会可以提高董事会决策的效率,同时,四个外部董事各有所长,每人都可以直接对公司决策的某一方面提供建议。

对比沃尔玛和国内民营企业的董事会组成可以看出,在沃尔玛的董事会中虽然既有教授,也有政府官员,但是,占据董事会以及外部董事大部分的管理界专业人士仍然可以保证董事会的专业性和有效性。在教授和官员董事的挑选上,沃尔玛也在全国范围内选择了具有极高社会声望的人士,而中国的企业家们可能往往选择企业所在地高校的教授或者政府官员。因此,究竟该如何分配专业人士、教授和官员董事的比例,对于每一类董事又该如何甄选并平衡不同选择的利弊,是企业家们需要思考的问题,单靠监管机构的强制要求,可能无法对这一问题给出很好的答案。

我们需要什么样的董事会?这个问题不仅是企业家,也是投资者、各利益相关人以及监管机构需要考虑的问题。对于企业家而言,需要按照自身的特点来设计董事会。董事会不仅应该是公司建立关系网络、满足监管机构要求的工具,企业家更应该通过董事会这一重要的机构向投资者和利益相关人有效传递出经营战略、企业价值观等重要信息,使其可以对公司价值和发展作出合理的评价。

对于本文内容您有任何评论或补充,请发邮件至 xincaifu@p5w.net。