

F-27P.286
274

丁忠明·等著



中国公司董事会 治理研究



ZHONGGUO GONGSI DONGSHIHUI ZHILI YANJIU

合肥工业大学出版社

丁忠明·等著

中国公司董事会 治理研究



合肥工业大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国公司董事会治理研究/丁忠明等著. —合肥:合肥工业大学出版社,
2009.7

ISBN 978-7-81093-984-3

I. 中… II. 丁… III. 公司—董事会—管理体制—研究—中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 104793 号

中国公司董事会治理研究

丁忠明 等著

责任编辑 疏利民

特约编辑 许日春

出版 合肥工业大学出版社

版次 2009 年 7 月第 1 版

地址 合肥市屯溪路 193 号

印次 2009 年 7 月第 1 次印刷

邮编 230009

开本 710 毫米×1010 毫米 1/16

电话 总编室:0551—2903038

印张 17.25

发行部:0551—2903198

字数 228 千字

网址 www.hfutpress.com.cn

印刷 安徽江淮印务有限责任公司

E-mail press@hfutpress.com.cn

发行 全国新华书店

ISBN 978-7-81093-984-3

定价:28.00 元

如果有影响阅读的印装质量问题,请与出版社发行部联系调换。

前 言

20 世纪 90 年代以后,随着公司治理研究的深入,公司董事会治理受到理论界的密切关注。本世纪初,安然、世通公司事件后,公司董事会治理更是被认为是公司治理的核心,西方学者对此进行了大量研究和探讨。国外董事会治理研究是基于完善的法规制度、成熟的资本市场、高效的人力资本市场等条件进行的,尽管这些研究都能够从不同的方面对董事会治理状况进行客观评价,但其研究成果相对于外部治理环境极不完善、资本市场不太成熟、公司治理水平差异较大的我国来说,并不完全适用。最有效的监督来自外部,但我国目前外部监督机制(资本市场、经理市场等)缺乏,公司就更需要依靠以董事会为代表的内部控制机制来监督和约束管理者。在研究国外董事会治理研究理论和经验的同时,结合我国的法律、制度、文化等环境因素以及我国上市公司治理的实际状况,分析影响中国公司董事会治理效率的因素,系统构建中国公司董事会治理效率评价指标体系,以提升中国公司董事会治理水平,进而提高公司价值,对于全面深化中国公司改革,对于规范和校正中国公司董事会成员的决策行为,对于实施正确的激励措施,对于科学衡量董事会的业绩,对于投资者制定投资决策,对于政府实施有效监管都具有重要的理论和现实意义。

本书的主要内容和创新点有:

(1)对中国董事会治理的内涵进行了研究,并将其按照治理范围、治理目标、治理过程进行了分类研究。董事会治理就是董事会通过一整套正式或非正式的制度安排,确保其科学决策与监督机制的实现,目的是实现董事会决策的科学化和利益相关者价值的最大化。为了确保董事会治理的有效性,通常要规定董事会的责任与义务,并要求董事会认真履行。

为了确保董事会责任与义务的履行,通常要求董事会具备一定的规模、结构以及独立性,并给予董事一定的激励与约束。本研究所指的董事会治理正是这一层次上的含义。

(2)对美英国家、德日国家、以俄罗斯为代表的转轨经济国家、东南亚家族公司等的公司治理的一般范式及公司董事会治理的一般特点分别进行了分析研究,同时还分别用案例研究方法分析了美国通用汽车、德意志银行的董事会治理情况。对公司董事会治理有较大影响的国际组织有关公司董事会治理的要求进行了归纳分析,探讨了国外公司董事会治理的发展趋势。

(3)研究并总结了中国国有公司董事会治理的特征:更为复杂的治理关系、国家股东的治理特征、员工参与治理的传统、董事选择的非市场化、新老“三会”并存、公司文化构建的中国特色。对中国国有公司董事会治理分别用描述统计分析和回归分析方法进行了实证分析。通过分析研究,发现:董事会规模与公司绩效指标具有较弱的正相关性,说明董事会规模在一定程度的扩大有助于公司绩效的提高。但当董事会规模超过一定的限度后,公司绩效反而会随董事会规模的增加而下降,所以规模较大时,减少董事会人数可能会提高公司绩效;独立董事比例与公司绩效基本为负相关关系;就国有公司来看,在股权激励设计不够完善的情况下,原有的提升与解聘不失为较好的激励办法,否则股权激励不仅不能提高公司绩效,反而会适得其反;董事会年度会议次数以及独立董事参会比例与公司绩效的关系并不确定。

(4)研究了公司董事会治理效率的内涵,提出公司董事会治理效率是指公司董事会治理收益与治理成本之比这一观点,并进行了简要分析。同时将影响公司董事会治理效率的因素分为两类:一类是外部因素,包括社会环境、法规制度、文化背景、产权市场、资本市场、经理市场、产品市场、股权结构等;另一类是内部因素,包括董事会结构、董事会运行、董事会独立性、董事的激励、董事的约束、董事会文化等六个方面。

(5)提出了中国公司董事会治理效率评价的三大目标,即:加强外部

监督,提高公司董事会治理水平,为投资者提供投资判断依据。论述了中国公司董事会治理效率评价的主体、客体,认为中国公司董事会治理效率评价的主体,理论上应该是公司股东大会,但不具有现实可操作性,从现实和客观公正的角度来看,应该选择独立的第三方社会中介机构。而公司董事会治理效率评价的客体应该是董事会整体。提出了中国公司董事会治理效率评价指标设计的六个原则:科学性、系统性、可比性、规范性、现实性、简洁性。设计了中国公司董事会治理效率评价指标体系,提出以包含6个一级指标、26个二级指标、37个三级指标的指标体系作为评价公司董事会治理效率的指标体系。

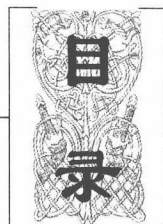
(6)针对提高中国国有公司董事会治理效率从六个方面提出了相关对策及措施。首先从法规建设的角度提出要进一步完善法规制度,改善法治环境。针对提高公司董事会治理效率,提出要进一步细化规范有关法规,从制度上保证董事会治理的有效性;要进一步规范政府职能,改善公共治理;进一步理顺国有公司管理体制,理顺公司与政府、公司董事会与党委的关系,在充分考虑公司治理内在的机理和中国国情的前提下,进一步明确公司党委在公司事务中的地位与作用。其次,通过不断深化改革,完善市场环境。不断优化公司股权结构,逐步实现股权多元化、分散化、法人化,形成合理的股权结构,通过优化公司股权结构,规范公司董事会委托人的行为;改革公司的外部环境,加快竞争性市场建设,提高外部治理效率,充分发挥市场机制在公司治理中的作用;强化外部监管。第三,不断优化董事会结构,提升董事会的决策效率。要合理确定董事会规模,增设职工董事,扩大外部董事比例;不断优化董事专业和年龄结构。第四,不断规范董事会运行,增强董事会独立性。顺应加强董事会独立性的世界潮流,通过进一步明确董事会职责,提升董事会的战略决策能力;组织开好董事会会议,提高董事会会议的决策效率;妥善处理各方面关系,增强董事会的协调性;完善董事会的信息传导机制,建立清晰的对董事会的信息报告制度;加强对董事的学习与培训;规范独立董事制度执行;健全董事会的组织架构,充分发挥董事会委员会作用;切实实施两职

分离。第五,创新董事激励,强化董事约束。按照激励有效、约束严明、结构匹配的要求,构建物质与精神激励相结合、短期与中长期激励相结合、激励与保障相结合的长效激励机制。健全监督机制,既要完善董事会自身内部的监督机制,也要加强对董事会的外部监督力量;要发挥股东大会、监事会的监督作用,积极探索监事会有效的监督方式,加大监督力度,不断强化监事会的独立监督职能。加强董事考核,积极探索对董事的考核评价办法,明确评价标准和程序;建立符合公司特点的董事的福利保障制度;让董事适当持股,促使公司董事更加关心关注公司价值的最大化;进一步明确独立董事的法律责任,强化独立董事的法律约束。第六,加强董事会文化建设,推进公司科学发展。按照科学发展、和谐发展的要求建立公司董事会文化,忠诚、勤勉是董事会文化的基本规则。加强制度文化建设,健全董事会运作制度,确保董事会规范运行;切实强化风险文化建设,树立全面风险管理理念,不断地提升风险管理能力,做好风险战略定位;尽快变革公司经营文化,加速从同质同类的竞争走向差异化、个性化、特色化的竞争;积极推进民主和谐文化建设,董事会要积极主动与公司党委(党组)、工会、职代会及妇女和青年团体沟通联系;根据金融业创新最为活跃的行业特点,构建不断学习、勇于创新的文化,形成持续的自主创新能力。

作者

2009年4月8日

MU LU



前 言	(1)
-----------	-----

第1章 导 论	(1)
---------------	-----

1.1 问题的提出	(1)
1.2 国内外研究现状述评	(2)
1.3 研究思路和方法	(12)
1.4 研究内容与结构	(13)

第2章 公司董事会治理的理论基础	(17)
------------------------	------

2.1 公司董事会制度的历史演变	(17)
2.2 公司董事会治理及其分类	(36)
2.3 公司董事会治理理论概述	(38)

2.4	董事会治理理论的评述	(47)
2.5	本章小结	(50)
第3章	国外公司董事会治理实践	(53)
3.1	美英公司董事会治理实践	(53)
3.2	德日公司董事会治理实践	(62)
3.3	转轨经济国家公司董事会治理实践 ——以俄罗斯为例	(71)
3.4	东南亚家族公司董事会治理实践	(75)
3.5	公司董事会治理的国际经验	(81)
3.6	国外公司董事会治理的趋势及启示	(86)
3.7	本章小结	(94)
第4章	中国国有公司董事会治理的特征	(96)
4.1	中国国有公司董事会治理的回顾	(96)
4.2	中国国有公司董事会治理的特征	(104)
4.3	中国国有公司董事会治理的实证分析	(106)
4.4	国有公司董事会治理存在的主要问题	(132)
4.5	本章小结	(135)
第5章	中国民营公司董事会治理的特征	(137)
5.1	中国民营公司董事会治理的回顾	(137)
5.2	中国民营公司董事会治理的特征	(141)

5.3	中国民营公司董事会治理的实证分析	(142)
5.4	本章小结	(163)
第6章	中国公司董事会治理效率的影响因素分析	(165)
6.1	公司董事会治理效率的内涵	(165)
6.2	影响董事会治理效率的外部因素	(167)
6.3	影响董事会治理效率的内部因素	(169)
6.4	本章小结	(181)
第7章	中国公司董事会治理评价指标设计	(183)
7.1	公司董事会治理效率评价的研究现状	(183)
7.2	公司董事会治理效率评价的目标	(193)
7.3	公司董事会治理效率评价的主体、客体	(193)
7.4	公司董事会治理效率评价指标的设计原则	(195)
7.5	中国公司董事会治理效率的评价指标设计	(197)
7.6	本章小结	(200)
第8章	中国公司董事会治理实证分析	(202)
8.1	中国上市公司董事会治理的描述性分析	(202)
8.2	上市公司董事会治理效率指标与绩效指标相关性分析	(208)
8.3	上市公司董事会治理效率指标与绩效指标的回归分析	(213)
8.4	本章小结	(223)

第 9 章	完善中国公司董事会治理的对策建议	(224)
9.1	健全法律法规,改善公共治理	(224)
9.2	不断深化改革,完善市场环境	(228)
9.3	优化董事会结构,提升决策效率	(230)
9.4	规范董事会运行,增强董事会独立性	(231)
9.5	创新董事激励,强化董事约束	(236)
9.6	建设董事会文化,推进科学发展	(240)
9.7	本章小结	(243)

第 10 章	结论与展望	(245)
10.1	本文研究得出的主要成果	(245)
10.2	本文研究的不足	(247)
10.3	未来研究方向	(248)

参考文献	(249)
-------------------	--------------

后 记	(264)
------------------	--------------

第1章 导论

1.1 问题的提出

1.1.1 研究原因

自从 Berle 和 Means 于 1932 年发表论文《现代公司与私人财产》指出现代公司的核心特征即所有权与控制权分离以来，董事会在公司治理中的作用日益凸显。Fama 将董事会视为公司的最高控制系统，并认为拥有良好董事会的公司将比董事会质量较差的公司更能够持续创造出较好的业绩^①。1997 年，美国《商业周刊》组织了一个由股票专家、养老基金经理人员和公司治理专家组成的调查小组，对 50 家公司的董事会质量进行了调查，结果发现，董事会的质量是决定一个公司未来业绩好坏和股权回报高低的重要指标。亚洲金融危机后，投资者在评估亚洲投资潜力时，认为董事会行为质量比财务问题更重要和同等重要的占 75%^②。事实上，始于 20 世纪 90 年代的公司治理改革的主要目标就是强化公司董事会治理。

1.1.2 研究价值

国外董事会治理研究是基于完善的法规制度、成熟的资本市场、高效的人力资本市场等条件进行的，尽管这些研究都能够从不同的方面对董事会治理状况进行客观评价，但其研究成果相对于外部治理环境极不

完善、资本市场不太成熟、公司治理水平差异较大的我国来说，并不完全适用。

最有效的监督来自外部，但我国目前外部监督机制（资本市场、经理市场等）缺乏，公司就更需要依靠以董事会为代表的内部控制机制来监督和约束管理者。在研究国外董事会治理研究理论和经验的同时，结合我国的法律、制度、文化等环境因素以及我国上市公司治理的实际状况，分析影响中国公司董事会治理效率的因素，系统构建中国公司董事会治理效率评价指标体系，以提升中国公司董事会治理水平，进而提高公司价值，对于全面深化中国公司改革，对于规范和校正中国公司董事会成员的决策行为，对于实施正确的激励办法，对于科学衡量董事会的业绩，对于投资者的投资决策，对于政府实施有效监管都具有重要的理论和现实意义。

1.2 国内外研究现状述评

1.2.1 国外的研究

（一）关于董事会性质的研究

20 世纪 90 年代之后，随着公司治理研究的深入，公司董事会治理日益成为人们重点关注的领域。但是董事会的作用从来没有像现在这样如此至关重要，但又如此模糊不清，这不但导致了理论研究上的无进展，而且也使实务者们陷于迷茫^③。造成这种状况的重要原因之一是董事会的作用定位不清。有学者认为，公司董事会是公司的外生变量。大多数国家的公司法都要求公司必须设立董事会，并且有诸如以下的要求：董事会人数、专业委员会的设置、会议次数等。董事的法律责任通常由一国的公司法所规定，即董事的职责是服从于公司和必须考虑公司现有和潜在股东的利益。因此，不少人认为董事会只不过是规制的

产物^④。

但另外一些学者对此提出了不同的观点，他们认为，董事会是股东的信任托管机构，是公司制企业的必然产物，是公司的内生变量。因为，全世界的赢利性和非赢利性组织中，有控制权的董事会制度非常盛行；最为重要的是，有控制权的董事会先于这些规制要求而出现。因此，许多学者从不同的理论视角对公司董事会的存在性质进行理论研究，并且形成了不同的观点，概括起来主要有三类研究：一是经济学的研究，主要包括委托代理理论、利益相关者理论、资源依赖理论；二是管理学的研究，主要包括现代管家理论（受托责任理论）、替代性假说、现代组织理论和经理层霸权论；三是社会学的研究，即阶级霸权理论。（第2章将给予详细介绍）

（二）关于董事会规模的研究

董事会规模是指董事会成员人数。关于董事会规模的研究起源于 Lipton and Lorsch (1992)、Jensen (1993) 的论文，他们都认为董事会规模与公司绩效呈负相关关系，即规模小的董事会比规模大的更有效，因为，随着董事会的规模扩大，董事会成员之间诸如搭便车等代理问题就会出现，董事会将更具象征性（所谓“花瓶”）。后来 Yermack (1996)、Gertner & Kaplan (1996) 的研究也有同样结论。Lipton & Lorsch (1992) 认为公司董事会的人员数量应该被限制在 10 人之内，最好是 8~9 人。董事会规模超过 10 人，将逐渐缺乏效率，因为协调和组织过程的效率耗散超过人数增加所带来的收益，也更容易为公司经理所控制。Jensen (1993) 完全接受 Lipton & Lorsch 的说法，他认为“在现代公司的董事会里，礼貌和儒雅代替了求真和坦诚”，并且主张“当董事会的成员数量超过 7 个或 8 个人的时候，董事会就不太可能有效地发挥作用，而且很容易被 CEO 控制”。Yermack (1996) 通过对美国 1984—1991 年间 452 家公司的观察，发现董事会规模大多数位于 6~24 人之间，平均规模为 12.5 人，他还发现规模较小的董事会对公司经理更具有积极性的监督，小规模董事会对不称职的 CEO 更具有罢免能

力。Eisenberg 等 (1997) 选择对芬兰大约 900 家未上市的中小型公司在 1992—1994 年间的数据库所组成的样本进行研究, 发现董事会规模和公司资产回报率的行业调整值呈现明显的负相关关系, 在本质上与大型公司的情况相似。Singh & Davidson (2003) 也通过实证研究证实了小型董事会有利于提高公司绩效, 并且规模越小越好, 因为小型董事会能公正、毫无偏见地讨论, 快速地进行决策。

一些经验研究发现了董事会规模和公司规模之间有显著正相关关系的证据。Denis & Sarin 的研究表明, 在美国, 相关系数为 0.37。Stapledon & Lawrence 发现, 在澳大利亚这一系数为 0.58。近年来, 越来越多的美国公司, 尤其是经过内部调整或重组过的公司, 逐步缩小了董事会的规模, 以此作为提高公司绩效的一种手段。GE、IBM、Occidental Petroleum、Scott Paper、W. R. Grace、Time Warner、Westinghouse Electric 等公司都采用了小规模董事会结构。

(三) 关于董事会内部构成的研究

董事会内部构成的研究主要集中在董事会构成的重要性和外部董事保护股东利益的重要作用上。由于外部董事独立于管理层的影响, 因此被认为比内部董事能更好地保护股东的利益免受管理机会主义 (managerial opportunism) 的损害, 一些学者认为外部董事更有利于公司治理效率的提升。外部董事通常被认为在董事会中发挥两个基本作用: 指导作用和监督作用。Mace (1971) 就十分强调外部董事的指导作用, 他相信外部董事能够带给公司威望、帮助设计公司的长期战略、建立个人关系等。Fama & Jensen (1983) 也高度强调外部董事在执行公司决策控制功能时发挥的重要作用。一些实证研究也证实了外部董事对公司的价值, 如 Hermalin & Weisbach (1988) 的研究表明当公司业绩不好或者行将退出一个行业时, 董事会倾向于吸收更多的外部董事来进行指导。外部董事的第二个作用是监督作用, Fama (1980)、Fama & Jensen (1983) 认为外部董事人力资本具有良好的作用, 原因之一仍是因为他们具有树立自己作为决策控制专家声誉的个人动机。一些关于公司股价

对于董事会决策反应的经验研究表明，美国市场对外部董事比例占优势的董事会的决策反应相对较好，市场对内部人控制的董事会的决策表示怀疑（Rosenstein & Wyat, 1990）。

对此持相反观点的学者认为，外部董事在公司治理中并不比内部董事更有效。比如，一些学者指出，美国公司的 CEO 经常决定着董事的提名过程，这样 CEO 就可以提名支持自己决策的外部董事。公司之间相互兼任董事也会减弱外部董事的独立性。如果 CEO 兼任公司董事，外部董事可能害怕报复而决定不去弹劾 CEO（Mace, 1986; Lorsch & MacIver, 1989）。董事会在制定合理的报酬水平上是无效的，因为外部董事由 CEO 提名，并且可以被 CEO 撤换，这可能导致报酬合约对于公司而言不是最优的（Crystal, 1991）。Yermack（1996）发现，外部董事的比例与公司绩效之间并不存在联系。Bhagat & Black（1997）发现，来自美国证券市场的数据并不支持外部董事影响未来公司绩效的观点。Kline（1999）检验了董事会的存在是否会影响公司业绩这一观点，结果发现几乎没有证据表明由外部董事居于支配地位的监督委员会会对公司业绩产生影响，存在由内部董事所主导的投资委员会的公司更有可能表现出较好的业绩。

（四）关于董事会领导结构的研究

董事会领导结构是指董事长、总经理是由一人兼任还是两职分置，董事长是由内部董事还是外部董事担任。在所有权与经营权分离产生的影响中，研究者们格外关注权力分置与合一对公司绩效的影响。从科层角度看，两职合一，组织可以适应瞬息万变的市场环境，有效提高组织运行效率；但是将董事长与总经理两职合一，则失去了监督约束层级，经理的自利性和有限性有可能损害股东及相关主体的利益，从而降低董事会监督职能。

Jensen（1993）认为两职合一，缺失了公司治理结构下的公司经理层级，从而会降低董事会监督高级经理人员的有效性；Berg 和 Smith、Rechner 和 Dalton 分别选用《财富》杂志 200 和 500 家公司为研究样

本, 都发现两职合一的公司投资报酬率 (ROI) 低。Cannella & Lubatkin、Mallette & Fowler 分别在两篇非专题性研究的论文中指出, 两职合一与净资产收益率具有弱的正相关性。目前, 研究者在对领导权结构与公司绩效之间的关系进行研究时, 引入环境变量。Boyd 在引入了环境变量的基础上提出: 对处在高度变化的行业中的两职合一与经营绩效正相关; 对于处在动态性较弱行业中的公司而言, 两职合一与经营绩效负相关。

在实践中, 美国大型公司大部分采取两职合一的做法。上世纪 90 年代末, 在美国大公司中, 有 93% 的 CEO 兼董事长。2002 年, CEO 兼董事长的比例在美国所有公司中已下降到 2/3, 但在标准普尔 500 家中仍高达 3/4。这说明公司越大, CEO 兼董事长的比例越高 (何家成, 2004)。

(五) 关于董事会行为的研究

董事会行为研究包括董事持股比例、董事报酬计划、董事会会议频率等与公司绩效关系的研究。董事持股比例是指公司董事股本占公司总股本的比例。Morck、Shliefer 和 Vishny (1998) 研究了董事会成员持股如何影响公司绩效。他们发现, 当董事会成员的持股保持在一个合适的水平时, 公司的托宾 Q 值最高。Hermalin & Welsbach (1991) 也发现了类似的结果。美国的全美公司董事联合会 (National Association of Corporate Directors, NACD) 也认为董事拥有相当数量的所有权份额可在董事、股东和管理者之间形成一种更强的利益联盟。Morck (1988) 等提出的证据说明, 当董事会成员所有权比例在 0~5% 之间时, 公司绩效随之上升; 当比例超过 5% 后, 公司绩效开始下降; 而当比例超过 25% 后, 公司绩效又开始上升。Myeong-Hyeon Cho (1998) 利用《幸福》杂志 500 家制造业公司的数据研究得出的结果基本一致, 其股权比例区间分别为 0~7%、7%~38%、38%~100%。

董事会会议频率是指董事会年度内召开的会议次数。董事会作为一个被动的工具, 其发挥作用的程度主要取决于董事对公司信息了解的程