

独立外部董事： 若干学术观点

文 / 沈艺峰

中国证监会日前发表了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(征求意见稿)(以下简称《指导意见》),但《指导意见》是否真的能够达到“进一步完善上市公司的法人治理结构,促进上市公司的规范运作”的目的呢?从大量的理论与实证文献来看,国外学术界关于独立外部董事在公司治理结构中的作用并没有取得完全一致的认识,部分问题的讨论“结果含混不清”,被认为“仍是个可讨论的实证问题”,“了解独立外部董事的作用仍然是个重要而又悬而未决的问题”。《指导意见》的部分内容参考了学术文献的最近研究成果,与学术界具有比较确定的共识。但《指导意见》中仍有相当部分的内容涉及到学术争论中还没有一致认识的内容,具有可讨论的空间。既然《指导意见》“征求意见”,笔者拟以学术文献为依据提出相应的个人意见。

一、关于独立外部董事的界定

外部董事是与内部董事相对应的称法。在较早的文献里,学者仅仅把董事按照其是否同时也是公司雇员被分为内部董事(公司雇员)和外部董事(非公司雇员)。例如Fama和Jensen曾给出如下一个定义:“公司董事会通常包括外部董事,外部董事即非内部管理者的董事会成员。他们经常占有多数席位。外部董事

的职责是充当内部管理人员争端的仲裁者,执行涉及内部管理者和剩余索取权人之间严重代理问题的任务”。不过,后来有学者批评说这种关于外部董事的定义太过于简单,“没有考虑到当董事虽不是公司全日雇员,但与公司有依附关系时潜在的利益冲突”。因此,后来关于外部董事问题的研究就进一步延伸到考虑董事与公司的各种利益关系,并且以此为标准把外部董事再细分下去。如Rosenstein和Wyatt的定义:“我们把外部董事定义为现在或先前都不是公司雇员的董事,他与公司的唯一正式关系仅仅只是他作为董事的职责”。Brickley、Coles和Terry关于外部董事的定义则包括:“外部董事指其他与本公司无广泛商业联系的公司决策者,以及公共董事(教育界人士、政府官员和神甫),职业董事(指登记以董事为职业或已退休的商界管理人员)和私人投资者(非内部或灰色董事的公司主要股东)。”Baysinger和Butler以及Byrd和Hickman把董事再细分为内部董事、关联外部董事(Affiliated Outside Director)和独立外部董事(Independent Outsider Director)。所谓关联外部董事,指那些虽然不是公司的全日制雇员但又通过某种方式与公司发生关联关系的董事,例如商业银行、投资银行、律师、咨询顾问以及客户;所谓独立外部董事,指董事职位外与公司再无任何关联关系,包括个人投资者和学者等。Whidbee在对1990-1991年之间的190家银行

持股公司进行实证分析后证实：“区分关联董事和外部董事是非常重要的”。据Whidbee的分析，如果把显著影响外部董事的各变量从外部董事的回归方程移到关联外部董事的回归方程中，若干个起显著影响作用的变量“变得不显著”，这说明“在外部董事与关联董事之间有重要区别…没能做出这一区别的研究可能会产生误导结果”。可见，现在学术文献对外部董事的定义大致上都包括两层含义：其一，外部董事不在公司担任除董事职位以外的其他职务；其二，外部董事与公司不存在直接和密切的商业利益关系。《指导意见》在关于外部董事的界定上充分考虑了学术文献的这一最新观点，应该予以肯定。

二、关于董事会中独立外部董事的比例

《指导意见》第一部分明确规定：“上市公司董事会成员中应当有三分之一以上为独立董事。”实际上，独立外部董事之所以获得高度重视，缘于八十年代初，当时美国公司董事会的构成发生显著的变化，一个巨大的变动在于用外部董事来替换内部董事。表一所提供的数据较为清楚地反映了这一变化趋势。

表一 1970-1988年平均外部董事在董事会中所占的比例

年份	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
比例	68.3%	65.5%	62.0%	66.8%	67.7%	63.7%	70.1%	69.0%	67.9%	67.8%
年份	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	合计
比例	73.8%	72.5%	70.9%	73.6%	76.0%	77.4%	74.3%	74.0%	75.6%	70.7%

这一变动的意义，正如Borokhovich、Parrino和Trapani所指出的：“从七十年代到八十年代这段时间，公司董事会里外部董事比例的增加说明外部董事在稍迟时期里的公司治理中发挥了更为重要的作用。要是这一趋势是事实的话，那么，了解外部董事所起的作用及他们代表股东利益的动机就越发显得重要了。”不过，学术界对于董事会中独立外部董事的比例，即所谓的董事会构成的问题，显然在以下两处地方没有达成共识。

1. 是否独立外部董事越多，就越有利于保护股东的利益。从代理理论文献上看，独立外部董事被认为应该在监督管理层方面可比内部董事发挥更大的作用。按照Fama以及Fam和Jensen的说法，董事会的

职能在于监督和约束高层管理者，而后者为了逃避监督与约束，最好的方式就是控制住董事会，与董事共谋。但是，“董事会可以通过引入外部董事来提高董事会作为一种市场引致的、低成本的内部转移控制机制的幸存性。”因为外部董事本身要受到外部劳动力市场的约束和监督，该市场根据外部董事充当“裁判”的工作表现来给他们的服务收费定价，所以，外部董事为了顾及到自身的声望和信誉，大多不愿与管理层勾结，他们要利用占有的董事职位向人力资源市场传递自身价值的信号，表明他们是决策控制专家，了解分散决策控制的重要性，能够在分散的决策控制体制下干活。所以，外部董事敢于在公司业绩不良时撤换掉公司的总经理，以维护股东的利益。财务学界确实有不少的实证检验支持Fama和Jensen的这种看法。比较著名的研究如Byrd和Hickman(1992)、Cotter、Shivdasani和Zenner(1997)以及Barnhart和Rosenstein(1998)。但还是有部分学者对外部董事的作用持怀疑态度，例如Rosenstein和Wyatt。在他们1990年发表的论文里，尽管Rosenstein和Wyatt认为：“任命一个外部董事通常对股东财富没有负面的影响，”但他们同时也指出外部董事的作用并没有得到肯定。

Rosenstein和Wyatt是在对1981-1985年间的1251次外部董事任命公告的股票价格反应进行分析后得出这一结论的。在他们的分析中，全部样本在公告日当天和公告日前一天的累积平均预测误差为0.13%($t=2.17$)，显著大于零。

其中，629次公告同时受其他事件公告的影响，不受影响的622次外部董事任命公告的两天累积平均预测误差为0.22%($t=2.38$)，同样显著大于零。但是，Rosenstein和Wyatt承认，从与外部董事任命相关的正的股票价格收益率效应推论出外部董事就比内部董事要好，“此一推论务必小心谨慎”。Borokhovich、Parrino和Trapani后来也说：“外部董事是否就比内部董事能更好地代表了股东的利益，这问题最终仍是一个实证检验上的问题。”

2. 独立外部董事在董事会中究竟要占到多大的比例才能最大限度地发挥董事会的效率?换句话说，是否存在一个最优的独立外部董事比例。学术文献中除Borokhovich、Parrino和Trapani的研究结论外，其他学

者还提供了如表二的数据:

从表二可以看出,除个别学者的样本,大部分学

间247家样本公司的分析,Brickley、Coles和Terry等人报告说只有“职业董事的变量最具有显著的解释能

力。”Rosenstein和Wyatt则把外部董事按照其职业分为财务型外部董事、公司型外部董事和中立型外部董事。其中,财务型外部董事指任职于银行或非银行金融机构的官员,公司型外部董事指任职于其他公司的官员或职员,中立型指不属于上述两种类型的外部董事,包括学者、律师或已退休的人员等。Rosenstein和Wyatt分别用哑变量来表示上述类型的外部董事,

表二 1970-1988年平均外部董事在董事会中所占的比例

研究者(文章发表时间)	研究期间	样本数	独立外部董事在董事会中所占比例的平均数
Rosenstein和Wyatt(1990)	1981-1985年	324家	65.6%
Byrd和Hickman(1992)	1980-1987年	111家	62.5%
Shivdasani(1993)	1979-1988年	386家	69%
Brickley、Coles和Terry(1994)	1984-1986年	247家	37.6%
Yermack(1996)	1984-1991年	452家	54%
Rosenstein和Wyatt(1997)	1981-1985年	170家	60.8%
Cotter、Shivdasani和Zenner(1997)	1988-1992年	169家	69.6%
Whidbee(1997)	1990年	190家	57.9%
Barnhart和Rosenstein(1998)	1990年	321家	60.1%

者所统计的独立外部董事在董事会中所占的比例均在60%左右。尽管没有文献证明这一比例为最优比例,但在美国大部分公司董事会里,独立外部董事保持约60%比例却是一个不争的事实。《指导意见》关于“上市公司董事会成员中应当有三分之一以上为独立董事”的规定,在这点上与学术文献有一定的偏差。那么《指导意见》规定的依据是什么?这是今后要思考的问题之一。

三、关于独立外部董事的职业背景

《指导意见》第一部分特别提到“(独立董事)其中应当至少包括一名会计专业人士”,第二部分同时提出独立董事应当符合的基本条件之一是“具有五年以上法律、经济或者其他履行独立董事职责所必须的工作经验。”这表明《指导意见》高度强调了独立外部董事的职业背景。但独立外部董事的作用是否会因他们的职业差异而有所不同,学术界并没有提供肯定的结论。

Brickley、Coles和Terry曾把外部董事根据其职业分为四类:(1)与公司没有广泛商业联系的其他公司的管理人员;(2)私人投资者;(3)教育界人士、政府官员及神甫;(4)职业董事。通过对1984-1986年之

然后用1981-1985年间的1251次外部董事任命公告的股票价格的累积平均预测误差来与哑变量进行回归分析。Rosenstein和Wyatt的回归分析结果显示,尽管财务型外部董事和中立型外部董事参数估计值在5%的统计水平上显著大于零(参数估计值分别为0.00679, $t=2.29$ 和0.00587, $t=2.57$),公司型外部董事则没有显著大于零(参数估计值仅为0.00121, $t=0.59$)。不过,关于三种类型外部董事参数估计值之间相等的假设却无法被拒绝。所以“我们无法得出结论说三种职业类型的外部董事有哪一类型要比其他类型更有价值或更没有价值。”显然,学术文献并不认为独立外部董事的职业背景会影响到他们的独立客观的判断能力。《指导意见》在这部分上没有充分考虑到学术界的研究成果。

四、关于独立外部董事的工作时间

《指导意见》第一部分提出:“独立董事每年为上市公司的工作时间不应少于十五个工作日”。虽然研究独立外部董事的工作时间与董事会效率的学术文献并不多见,但学术界讨论到了与独立外部董事工作时间相联系的一个主要问题,即董事会会议频率问题。董事会会议的多寡自然影响到董事的工作时间,一般

而言,董事会会议分为定期会议和特别会议,其中董事会定期会议通常是在公司的章程中规定出会议的时间和地点。而董事会特别会议就没有预先商定时间和地点。各国公司法对于董事会的召集、会议程序、法定人数和表决方法皆做出详细说明,但对于董事会会议的次数却无明确规定。董事会会议开多开少,关键要看董事会会议次数与公司业绩之间到底有没有关系,在此问题上,学术界出现两派截然相反的观点。

一派以Lipton和Lorsch为代表,持“左倾”观点,他们认为:首先,“足够多的时间对于让董事们能适当地履行他们的监督职能是至为基本的”;其次,越多的会议,越有益于加强董事之间的联系;第三,董事会开得越频繁,董事们也就越乐于执行那些与股东利益相一致的职能。Lipton和Lorsch等人批评说,现在的公司董事会在执行工作时普遍遇到的问题就是没有足够的时间,太少的时间实在无法能够让董事们之间能够充分地交流意见。所以,Lipton和Lorsch建议,董事们每两个月至少应该开一次会,包括董事会会期和其他相关活动在内,每次会应该要有一整天。董事们还应该再花上相当于一整天的时间审阅事先寄送给他们的报告及其他相关材料,为每次会议做准备。与Lipton和Lorsch等人的观点相反,以Jensen为首的另一派则持“右倾”主张,他们认为,董事会会议往往只不过是走走形式,不是确实需要的。董事会会议的

大部分时间往往是用来讨论公司的日常事务,董事们实际上没有太多时间来讨论公司管理层的表现。所以董事会会议还不如少开。Jensen的论点曾被形象地比喻成“灭火器”论,意即只有当公司业绩表现不佳时才需要多开董事会会议来解决问题,公司哪时起火,董事会就在哪时开会,讨论扑救方案。Vafeas后来专门就董事会会议频率与公司业绩表现之间的关系做过一项实证分析。研究结果表明,全部样本公司每年平均约召开7.45次董事会会议(不包括董事会电话会议)。按照Vafeas的估计,处于董事会会议频率较少范围内(董事会会议少于7次)的那些公司比处于其他会议频率范围的公司反倒具有较高的公司价值,而处于8-11次范围内的公司,其价值变动并不大;反而是年董事会会议在12次以上的公司,其价值比其他范围内的公司价值呈现下降的趋势。Vafeas指出,董事会会议的高频率极可能是在公司业绩表现很糟糕后才出现的现象,总体而言,Vafeas的实证检验结果“显示董事会会议频率与公司价值之间存在着一种反比关系。”Vafeas的检验结果强烈支持了Jensen等人的观点。尽管关于董事会会议频率的问题尚有争论,但值得指出的是,《指导意见》应该还是需要全面、充分地考虑各派的观点和意见。

(作者单位:厦门大学管理学院)

海外动态 OVERSEAS NEWS

国际会计准则委员会征求网站成本核算意见

2001年7月9日,国际会计准则委员会常设解释委员会(SIC)发布5份解释公告(SIC-D28、D29、D30、D31、D32)征求意见稿公开征求意见,其中《无形资产——网站成本》(SIC-D32)规定了网站成本的会计处理。该解释公告明确,企业因开发、更新和维护企业自用的网站而发生的内部支出,适用第38号(IAS38)国际会计准则。(1)网站规划的性质类似于IAS38第42段至第44段所述的研究阶段,此阶段发生的费用应立即确认为费用。(2)网站的申请、基础开发、设计及内容开发阶段的性质,类似于IAS38第45段至52段的描述。因此,在该阶段发生的支出,只有符合无形资产确认和初始计量的一般要求,而且企业能够证明这些项目符合IAS38第45段的描述时,才能确认为无形资产。(3)网站一旦可用且投入营运,则开发完成后的维持和更新网站支出,除非符合IAS38第60段的标准,否则应立即确认为费用。

(乔元芳)