

■《上市公司独立董事履职指引》研究与应用

独立董事悖论及若干研究思路

□清华大学法学院 汤欣

我国A股市场在13年前从美英引入了独立董事制度,当年完全属于舶来品的纸面设计,如今已经成为2500家上市公司治理结构中必不可少的组成要素,数千名独董的履职状况如何,职权、责任和利益的制度安排是否科学合理,需要进行客观评价和深入研究。坦率而言,独立董事制度在参与全球各地的公众公司治理过程中,都有一些相当难以解决的难题,单靠独董制度本身尤其在新兴市场尚不足以形成打通公司治理瓶颈的灵丹妙药,但发达市场的经验和基于统计数据的冷静思考可能为改善问题提供一些启发和思路。本文力图通过介绍全球视角下的一些新情况、新数字,结合A股市场上的实际状况,提出解决“独董悖论”的若干参考性思考方向。

一、独董的价值悖论:有益还是无用?

在公众公司尤其是上市公司治理中引入独立董事制度,当然首先需要解决独立董事制度是否具有“价值”的问题。现有基于统计数据的学术研究主要集中在该种制度是否能够直接带来公司业绩的增长方面,虽然有一些经济学研究成果表明独董制度能够改善公司业绩,但这些研究大多数是时间较早的研究结论。

近期国际上的研究成果大多对于独立董事与公司业绩之间的关系持有怀疑态度,比如美国的两名教授Bhagat和Black在1999年统计当时的研究文献,认为独立性更强的董事会未必能给公司带来更佳的业绩表现;他们在2002年发表的论文更进一步主张,董事会的独立性可能拖累公司的经营业绩。一项2013年由

Swan等主持完成的研究甚至声称,2003年澳大利亚修改公司法时要求上市公司董事会应由大部分的独立董事组成,此项规定在此后10年内严重损害了澳大利亚公司股东的利益。

有意思的是,全球各主要市场经济体的政府和立法近若干年内都在不断强化独董制度:独立董事发源于美国,经由英国影响到欧盟的大多数国家,这些国家目前仍然对此热情不减;德国公司中有著名的“双层”治理架构,股份公司董事会需对监事会负责,2012年后已经要求监事会中要有不仅独立于经理层,而且独立于主要股东的董事;日本公司法刚刚在2014年6月20日完成对于2005年公司法的第一次修改,经过反复

二、独董的性质悖论:“监督者”、“决策参与者”还是“咨询专家”?

对独立董事在上市公司中的角色进行正确定位,是为独立董事职责和行为提供指引的出发点,目前各主要市场对独立董事在上市公司中的角色定位尚未达成一致的认识,有的将其定位为公司经营管理层或大股东的“监督者”,有人将其定位为“咨询专家”,而有的则强调独董是来自公司外部的“决策参与者”。这些角色之间具有明显差异,定位差异将导致对独立董事应享有的权利、负担的义务和可能承担的责任的不同观点。以美国为例,1950年代大型公众公司的董事会处于“辅佐”CEO的阶段,董事大都由高级经理出任,随着股东利益至上的企业经营观得到确立,董事会的监督职能逐渐得到认可,但直到2000年

左右,美国才最终实现了由外部董事主导的“监督型”董事会定位。

在美国之外的广阔地域,对于独董的角色仍有不少争论。在我国,有关独立董事制度的规章、规则,明显侧重于如何保证独立董事发挥监督的职能。2001年中国证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》对独立董事给出的定义和所附加的“独立性”限制,可以明显看出在上市公司建立独立董事制度的目的并不在于希望独董发挥为公司提供咨询、顾问、战略管理参谋等类似性质的功能,而在于规定独立董事的监督职能;监管部门的其他规范性文件 and 证券交易所制订的规则,在指导思想上与《指导意见》保持了高度

三、独董的逻辑悖论:“独”与“懂”可否得兼?

如果认为独立董事的职责当中包含监督公司经营管理的 content 甚至以监督为主,则要求独董对于监督对象保持独立势所必然。独立的对象应当是公司管理层还是大股东,可能需要从具体市场上公众公司的股权结构特点入手进行分析,但保持独立性无疑应当是独董制度的核心要素。另一方面,独立董事作为公司董事会成员,又需要参与公司的重大经营决策,同时履行监督职能也需要了解公司信息,但独董的“外来”性质和兼职惯例,使其对于公司的经营、管理、财务和产业环境往往不甚熟练。

如何设计独立董事的遴选和培训机制,使得独董能够真正“懂行”,如何实现董事会中的人才配比,使得独立人士与经营专家能够各显其能,就成为

各个市场上的制度设计难点。对此问题,美国的主流意见比较看重董事会的独立性,一些组织如全国公司董事协会和重要的机构投资者加州公务员退休基金(CalPERS)鼓吹董事会中应该只有极少数量的内部董事,比较保守的商业圆桌会议也赞成大多数董事应当具有独立性。2013年最新的统计数字表明,美国60%的公众公司的董事会中只有一名内部董事即首席执行官(CEO)本人,其他全部是外部董事;在所有公众公司的全部董事中,85%为独立董事,这就形成了美国式的“超级多数董事会”(super-majority boards)格局。英国交出的答卷与美国不同,自1980年代早期产业界自发引入监督型董事会的理念之后,独立董事与内部董事相辅相成的观点较为主流,

四、选任悖论:由被监督者选择监督者?

面摆脱大股东及公司高管的控制呢?

在此方面可能存在两条参考思路:一条是督促监督对象“不敢不”选聘真正独立的独董。正如我们在《确定独董独立性的事前标准——思路困局及其突破》一文中介绍的,以美国特拉华州为代表的美国公司法在保证独立董事具备和维持实质独立性方面探索出来的经验,即放手让公司内部人选聘独董,但通过“事后审查”、“一事一议”的审查方法,由法院针对每项具体的利益冲突交易来划定该项交易中的无利害关系董事群体,进而判断该群体是否足够“独立”,如果审查结果肯定独立性则可大大减轻公司内部人的法律风险,否则就可能给他们带来极重的法律责任,由此使得CEO和内部董事有诱因在事前选聘真正独立的外部董事。

由于中美公司法制与司法体制的差异,上述的美式智慧未必能够照搬到中国A股市场上来由法院执行,但是否可能以证券市场监管机构来扮演事后审查的关

五、履职悖论:橡皮图章还是有所贡献?

方式等事项。如果涉及年度报告披露议题,按规定独立董事还应提前听取上市公司管理层关于公司本年度生产经营、规范运作及财务方面的情况和投、融资活动等重大事项进展情况的汇报,在事前和事后会同公司审计委员会参加与年审注册会计师的见面会,之后才需参加公司审议年度报告等事项的董事会会议。提前获知会议提案和相关背景信息以后,认真履职的独立董事有机会就他们认为可能存在问题的议案通过董事会秘书与公司内部董事和经理层进行沟通。对于多位现职独董进行访谈的结果显示,如果独董对于会议议案抱有疑虑,在公司进行解释以后还不能消除,只要有一位独董表示可能就会议事项投出弃权甚至反对票,公司通常会就上述提案进行修改甚至最终撤回提案,由此大大减少董事会正式会议中出现弃权或反对票的几率。

可惜的是,上述过程无需进行公开或者备案,难于从外部进行直观的观察和记录,因此暂时没有统计数据可供援引。但可以给我们的启示是,鼓励独董在董事

讨论,立法中暂未强制要求上市公司设置外部董事,而是考虑采取公司治理规则等“软法”形式鼓励公司自行聘请独立董事,但同时要求政府在两年内重新考虑是否对此设置强制性规定。全世界主要市场范围内,似乎只有斯堪的纳维亚法系国家在建立独董制度方面仍然行动迟缓。

学术向左,规则向右,这种现象似乎令人困惑不解,一方面可能是政府、立法和治理规则对于独董的热情过火、期望太高,但另一方面,学术研究大都针对独董董事与公司业绩(performance)之间的关系,对于独董的监督(monitoring)工作成果则重视不够,也有可能因此低估了独立董事的功用。

的一致,大部分都是基于如何保证独立董事充分发挥其监督作用而制订的。现有证监会和交易所对于独董的惩戒案例表示,一旦独立董事没有尽到其监督职能,导致上市公司的信息披露文件存在虚假陈述、重大遗漏或误导性陈述等违规现象,其就会面临来自监管机构或自律性组织的惩处。国内亦有法院判决显示,上市公司董事应勤勉尽责,督促公司履行真实、准确、完整披露信息的法定义务,未勤勉尽责的董事属于法律上规定的“其他责任人员”,应当受到证监会的行政处罚。此类判决确认了上市公司董事的勤勉或谨慎义务标准,为证监会对上市公司董事会及其成员的监管理念和方式提供了司法保障。

由此演变而成了英国2010年《公司治理规则》中的平衡战略。2012年版的《公司治理规则》“基本原则”第A3条中建议,“公司董事会及其下设委员会的成员应当在技能、经验、独立性和公司专业知识之间保持适当的平衡,以使其能够有效履行职责”。事实上,到2011年之前英国上市公司中独立董事的比例已经下降到61%。在我国,中国证监会《指导意见》将设立独立董事规定为强制性规则,要求在2002年6月30日前,上市公司董事会成员中应当至少包括2名独立董事;在2003年6月30日前,上市公司董事会成员中应当至少包括三分之一独立董事,目前,A股市场上绝大多数上市公司中的独立董事比例都已达到了上述要求。

键性角色则可再做讨论。另一条则是督促独董即便在选任环节无法完全避免来自监督对象的影响,却依然“不能不”较为独立地对于后者实施监督。此种思路绝非天方夜谭,事实上已经在中外市场经济中发挥数百年关键性作用的审计师行业正是实践思路的成功范例。注册会计师接受企业委托,对其进行报表审计,维护社会公共利益和投资者的合法权益,促进市场经济的健康发展,由此担任社会公益的守护人,其外来监督色彩十分明显。值得注意的是,审计师虽然从被审计企业取得审计报酬,但只要制度设计得当,规定的责、权、利相互对应,工作程序和执业规范界定清晰,要求其执业具有必要的透明度,摒除可能导致道德风险的不当诱因,照样可以保障审计师的独立性得以维系。看来在较为完善的配套环境下,被监督者选聘监督者的不得已安排不至于成为必然导致制度布局满盘皆输的致命坏棋。

会正式会议上敢于说不固然重要,但在保障独董的独立性、专业性、负责精神和说话“分量”的前提下,推动甚至强制规定较为规范的董事会议事规则,仍然可望在并不频繁出现弃权或反对票的情况下,实现独董的监督职能。全面评定独立董事的工作,需要通过对其参加培训、出席董事会会议、制作工作笔录、进行年度述职报告及日常工作等方面的情况进行分析。对于核心环节的董事会参会工作,则需对独董参加某次具体董事会从会前、会中到会后履职的情况进行整体观察:会前事项包括对会议通知的审查、对会议资料的了解、会前的询问和调查、必要时聘请中介服务机构及建议延期开会等五个方面;会中事项包括出席会议的数量、缺席会议的后续义务与责任、对会议程序的监督、对会议形式和表决方式的监督、发表与会意见和会议记录审查等六个方面;会后事项则包括资料保管、会后信息披露的审查两个方面。为此,需要同时从薪酬和责任制度两方面进行制度建设,诱导并督促独立董事提升勤勉尽责精神。

六、责任悖论:声誉机制、市场调节还是加重责任甚至严刑峻法?

对于独立董事的法律责任应该如何设置,向来有从轻和从重两种思路,前者主张主要通过声誉机制对独董进行行为约束,通过市场功能促使其尽心工作,后者则倾向于强化独董责任,以法律责任作为主要的督促手段。主张加重独立董事责任以促其勤勉履职的观点看起来有道理,但是这种制度选择可能的收益必须与其可能的成本一起衡量。这些成本包括一些优秀的独立董事人选可能选择避免或不再担任独立董事,因而使得人才供给出现“劣币驱逐良币”的现象;而继续担任独立董事的人为避免承担责任,可能会过分强调冗长的决策程序和过于繁琐的保障措施以防范个人职业风险,从而使得企业在激烈的商业竞争中处于下风,而这些都会给公司运营和股东收益带来负效应。特别是在一个法律以外的约束机制(如声誉等)能够促使独立董事勤勉尽责的市场上,过度加重独立董事的法律责任带来的成本将超过其可能的收益。

考察美国、英国、澳大利亚、德国、日本、法国、加拿大等七国的独立董事民事赔偿责任制度,在各国的法律政策上也看到了类似的经验。美国虽对于独立董事的责任是否不同于其他董事,尚未形成统一规则,但据1915年Bates v. Dresser一案所体现的判例法规则,外部独立董事的责任要小于内部董事。各州公司法通常不追究独立董事的懈怠疏忽责任,联邦证券法的规则相对较严,但1995年美国国会通过立法减轻了独立董事的责任,即只有在证明其故意违反证券法规时,才应承担连带赔偿责任。正是由于美国公司独立董事特殊的地位与职责,以及独立董事一般通过董事会及其专门委员会会议来间断性地履行职责,而不是与内部董事一样不间断地为公司服务,才决定了其责任实际上不同于内部董事及高级管理人员。

日本2001年开始的外部董事责任区分立法,也源于对公司治理结构中外部董事地位及职权的正确认识。根据日本新公司法第423条等相关条款规定,董事等怠于履行职责的,对该股份有限公司承担赔偿责任,该责任非经全体股东的同意不得免除。但假如董事等履行职

七、薪酬悖论:高低与形式?

国内财经媒体多次报道,2013年沪深两市独立董事在上市公司领取的薪酬总计4.49亿元,其中有独董的新薪高达100.5万元。通过国泰安数据库,选取2005年至2013年间沪深两市上市公司独立董事薪酬均值与同期内部董事薪酬均值进行对比:从2005年至今,国内独立董事人均薪酬水平整体不高且增速缓慢,2005年为39205.58元,到2013年达到60698.37元,增长率为54.82%;而同一时期内,国内非独立董事(包括内部董事与外部非独立董事)薪酬的平均值不仅远高于独立董事,增长率则达到了185.37%。从位数上更能体现出这种差异化的趋势,独立董事在以上9年间中位数仅仅增长了46.08%,但同期2013年非独立董事的薪酬中位数是9年前的4.22倍。考虑到非独立董事的“在职消费”情形,两者之间的薪酬差距应该更大。另对国泰安数据中2013年度内A股上市公司独立董事薪酬情况进行统计整理分析,在所有A股上市公司中领薪的独立董事之平均薪酬无一例外都是现金津贴,还有不在少数的独立董事由于各种原因没有领取津贴。另外值得注意的是,在2012年的全部8982名独立董事中,拥有所在上市公司股份的仅有63人,年末持股数从600股到上千股不等。

比较而言,以2010年为例,美国纽约证交所(NYSE)前一百大公司与纳斯达克(NASDAQ)前一百大公司的外部董事平均薪酬分别达到225万美元与235万美元。同一年度的英国上市公司中,当时100指数中的上市公司非执行董事之平均薪酬为年薪75万英镑;当时250指数公司非执行董事之平均薪酬为年薪44万英

责是善意且无重大过失的,可经股东大会决议,以董事等从其任职公司获取的若干年度平均薪酬、津贴的总额为限承担责任,超出此数部分可以免责。其他各国的制度也可称为异曲同工,均对外部董事因公司虚假陈述而应负担的责任采取了节制的态度,而且即使偶尔法律条文的态度发生变化,对外部董事追加法律责任,事后也总会有法律制度内外的因素迅速进行协调,抵消该种立法变化所产生的效果,使得规范外部董事责任的天平重新恢复到平衡的位置。

目前在我国证券市场实践中,民事赔偿机制的存在对于保护投资者、维持证券市场秩序所起的作用较为有限。就刑事责任而言,其作为最严厉的责任形式,只能在法益受到严重侵害直至触犯刑法时才可适用,应当是法律最后的救济手段而不可普遍适用。从现有情形来看,虽然缺乏全面的数据,但据相关搜索结果显示,与证券市场、上市公司有关的刑事判决并不多见,与独立董事履职有关的刑事判决亦从未见诸公开报道。事实上,中国上市公司独立董事面临的主要法律风险来自于中国证监会和证券交易所的惩戒行为。根据中国证监会官方网站公开的《行政处罚决定书》统计,自2004年4月至2014年5月期间,中国证监会共颁发涉及独立董事的处罚决定72例,累计先后处罚独立董事212人,除103人被同时课以警告和罚款外,其余109人均仅给予警告处罚。对沪深两个交易所已经公开的“诚信档案”进行统计,至2014年6月1日,上市公司独立董事中共计11人次受到上交所通报批评,5人次独董受到公开谴责;共计70人次独董受到深交所通报批评,10人次受到公开谴责(目前上交所只对外公布了自2013年9月5日起作出的通报批评处分书,以及自2010年1月11日起作出的公开谴责处分书;深交所则公布了自1998年2月24日起作出的所有纪律处分书)。单从以上数据还无法判断国内的独立董事法律责任轻重是否适当,但法律责任形式单一是确定无疑的,同时独立董事和外部董事在履行职责方面的鲜明差异并没有在责任承担环节充分体现出来,现有的法律条文和问责规则因此需要适时进行检讨。

镑;创业板(AIM)公司非执行董事之平均薪酬则为年薪295万英镑。此外,英国上市公司主要采取股东现金报酬的形态,独董薪酬通常不涉及股票期权或与公司业绩相联系的其他奖励机制;而美国上市公司独董的薪酬,除现金外,还包括股票选择权(stock option)、股份增值权(stock appreciation right)及公司股份等。另据学者统计,同为新兴市场的我国台湾地区上市上柜公司独立董事的薪酬自2004年至2007年间逐年增加。以2007年为例,台湾上市公司设有独立董事的,平均每位独董薪酬约为新台币117万元(当时约合人民币266万元);董事会设有审计委员会的上市公司,平均每位独董薪酬约为新台币420万元(当时约合人民币95.5万元);该地区上柜公司(大致相当于大陆的新三板挂牌)设有独立董事的,不论是否设有审计委员会,平均每位独董薪酬约为新台币35万元(当时约合人民币约8万元)。值得注意的是,以上发达市场或新兴市场上的非独董薪酬与同一市场上的独立董事薪酬之比,都远小于A股市场上的相应比例。

单从数字上进行考量,还无法得出目前国内上市公司独董薪酬水平、形式是否妥当的结论,独立董事的薪酬应当从其职责范围、履职成效、风险状况和激励效果乃至与非独立董事薪酬的比率等多方面进行考察以后综合确定。

新兴市场上公众公司的治理问题博大精深,独立董事课题本身也极为复杂,以上罗列的诸种“悖论”可能挂一漏万,初步的分析和探讨也难免出现谬误,本文只希望能够提供一些思考的建议,为未来的深入研究和规则完善形成粗浅的铺垫。