

独立董事制度与企业高管的更迭

金成晓 刘世峰

(吉林大学商学院 130012)

在现有关于企业高管更迭的研究中,一般将其分为两种情况:一种为常规的离职,即任期结束而未连任的情况;另一种为非正常离职,即在其任期内,由董事会决议解职或其它原因未能留任的情况。在已有的文献中,有大量关于公司高管离职与企业业绩相关性的分析,这里我们希望通过引入独立董事制度来导出企业高管更迭的深层次原因。

一、企业高管更迭的原因探讨

首先我们对企业高管的经营管理能力做一简要说明。美国哥伦比亚大学的汉布瑞克和福托玛于 1991 年提出了一套关于总裁管理能力变化的总裁生命周期理论,他们在充分抽取样本和科学分析基础上提出了关于企业总裁在任职期间领导能力变化及其原因的总裁生命周期五阶段模型。他们认为总裁的管理生命大致分为五个阶段:1. 受命上任阶段;2. 探索改革阶段;3. 管理风格形成阶段;4. 全面强化阶段;5. 僵化阻碍阶段。之后他们从总裁的认知模式、职务知识、信息源宽度、任职兴趣及权力大小等方面研究了总裁管理生命各阶段表现产生的原因。一般说来,各个总裁对自己认知模式的有效性的信任程度有一个周期性的变化,开始一段比较强,可以说是一定程度上的自以为是,然后是一段“上下求索”试验探索期,总裁对自己的认识模型在新企业或新岗位的应用的实际效果有一个反思过程,他们根据其实际效果对自身的认知模式进行调整,接着是在这些初步实践和反思调整基础上逐渐形成自己独特的管理风格。比如,联想集团的柳传志“小公司做事,大公司做人”;希望集团的刘永好“顺应潮流,超前半步”;海尔集团的张瑞敏则是“企业内部模仿市场”等等;然而随着总裁在位时间的延长,随着总裁周围的人对其特有的认知模式不能强化的心理预期,这种风格就会被逐渐定型、刚化,成为总裁最突出的行为特征,直至最后僵化而成为企业发展的障碍。

那么为什么会出现这种规律性呢?已有研究认为有三个原因:其一,总裁对现有认知模式的长期投资;其二,总裁认知模式的公开性和社会性;其三,总裁在位的长期性。

朱红军(2002)做了关于中国上市公司的董事长及高管更迭的实证研究,结果与上述理论分析十分稳合,他发现从 1993 年至 1999 年间共 613 家上市公司更换董事长,756 家更换总经理,分别占上市公司的 15.85%和 19.52%,在 1999 年我国上市公司只有 949 家,而在 1993 年只有 183 家,这些数字还是很高的。有的学者(Thomas & William, 1990)在对国外一些大公司做的调查中也得出了类似的结论,在上市公司中的确存在高层管理者更换频率不断增加的现象。而朱红军在研究过程中正发现了一个中国上市公司特有的规律,即许多公司在

一年中同时更换董事长与总经理,他们的解释是公司的大股东的更换导致总经理等高管的更换,这可能在某种程度上降低了这些数据对上述理论的解释能力,但鉴于中国股市尚处于起步阶段,一些“反常”现象在所难免,而且必然有其它理论和现实的原因,我们暂不讨论。我们还是认为在一个合适的时期内,企业高层管理者的更换是可以预期,也是可以接受的。如果公司业绩并无出色表现的话,即由于各种原因的影响,企业高管在长时间任职后其思维模式及管理决策能力有不断僵化的趋势,必须通过职位的变换来解决。

上面朱红军提到过大股东更换的问题对企业高管更迭的影响,我们认为有必要在这里讨论一下公司兼并问题对董事及独立董事的行为的影响。如果某公司被兼并,则至少可以说明企业的现有决策及管理者的能力是不适于目前的竞争状况的,如果公司兼并不存在非市场因素的话,公司被兼并则向公众传递了一个信号,在公众对企业内部管理决策的方式及内容无法知晓的情况下,这个信号的内容则只能是公司内的董事及主管的能力低下,是竞争中的失败者。事实上,关于公司主管的更迭的统计资料表明,在被兼并的企业中,绝大多数情况下原企业中的董事会是被解职的,除非有特别的事前安排,原企业的董事很难进入新公司的董事会,由此可以认为企业中的董事及独立董事是不愿意看到公司被兼并的,即便是完全出于自身利益考虑(梁能,2000)。一旦公司业绩下滑,长期没有改善,他们更倾向于解雇公司的高管,期待公司业绩全改善,而不是被兼并。

现有关于公司高管的更迭的原因研究中,很多把焦点集中于公司的业绩问题上。已有研究表明,无论是高管届满离职还是非常规离职都与公司业绩有很强的相关性,公司高管的更迭与企业资产收益率成负相关,而令人困惑的是,其与公司的股票收益率却无显著关系,一个理由是日前股票市场对上市公司高层管理者的约束机制尚未形成(龚玉池,2001),一些国外学者得出了相类似的结论。他们认为,企业高管的更迭与企业股票收益率存在负相关关系(Wamer Wattc & Wruck, 1988)(Gilson, 1989)但有的学者都得出了不太相同的结论,朱红军(2002)在对 1994-1998 年数据整理分析基础上,得出如下结论:剔除行业、公司规模、资产负债率及高管年龄等影响因素外,企业经营业绩确实对高管更迭有显著的影响作用,但高管的更迭都没有对企业的业绩提高有显著的促进作用,只是为企业带来显著的盈余管理。

二、独立董事与企业高管行为分析

在前期的研究中,我们曾提到独立董事作为国家有政府利益的代表,其目标在于提高企业决策的科学性和合理性,从而有效维护中小股东的利益。可以讲,独立董事的决策行为对企业高管的更迭有极大关联,然而许多学者在大量实证研究基础上却得出相反的结论,认为中国上市公司中,公司主管的更迭与独立董事贸易并无显著的相关性,其结果便是认为企业高管的更迭不能与立董事的存在联系在一起(龚玉池,2001),也有的学者认为二者是存在相关性的,根据深圳证券交易所的统计资料及相关分析,独立董事出于内外两种原因一般具有较强的监督倾向,具体表现在非执行董事(独立董事)比例的上升会增加上市公司内部的监督

能力,导致绩差的公司执行董事及经营者更高的离职率,根据其对我国 134 家上市公司的考察,在未出现 CEO 离职的公司中,核心执行董事人数要高于 CEO 离职的公司,独立董事人数的增加大大提高了绩差公司的高管的离职率,即独立董事的介入有效的抑制的许多公司一度出现的“内部人控制”现象,使 CEO 职位的去留更大程度上由公司业绩决定。一些学者对美国和日本的上市公司数据作统计分析,发现美国的外部董事和日本的代表主银行的董事数目的增加提高了业绩不佳的公司的 CEO 离职率,而对英国上市公司的考察也得出了相同的结论。

由于我国股市创建比较晚,而独立董事制度也是在几年内才被引入公司治理结构中,加上关于我国上市公司统计资料可能失真,所以对我国上市公司的相关分析可能不具有代表性,然而结合相关学者对国外上市公司及独立董事的分析,我们认为基本上可以得出以下结论:

1. 公司高层管理者,尤其是总裁,其经营决策及管理能力的存在周期性的变化,其行为模式的僵化在其在位后期将成为企业发展的阻力,因此,公众会对在一定长的时期内业绩无明显增长的公司的高管理者失去信心,并认为其更换是可以预期和可以接受的。

2. 公司高层管理者的更迭与企业业绩存在负相关关系,但企业业绩的提高却与高管的更迭无明显相关性。

3. 公司内部独立董事数量的增加会提高绩差公司高层管理者的离职率。

下面,我们分别从独立董事角度和高管角度来分析上述结论产生的原因。

我们来看独立董事制度,由于国家行政性干预,独立董事作为制度性规定被引入上市公司治理结构中,由于国家政策的强力推行以及国外一些国家的独立董事发展经验,独立董事制度必将在未来一些年内我国公司治理及国企改革实践中发挥重大作用,并在此过程中,逐渐形成脱离国家意识的“独立的”独立董事阶层,或是独立董事市场。作为市场主体,其行为必然满足如下二个机制:一是参与约束机制;二是激励相容机制。下面,我们就在假定已存在这样的独立董事市场的前提下,讨论其运作机理:

首先,市场上独立董事的行为是透明化的,其参加董事会及其它活动并行使董事的权利,其行为被明确记载在董事会决议及会议记录中,并在必要时公布于公司公告中。也就是讲,对外界来讲,独立董事的个人行为信息是完全的,即便在公司业绩不好的情况下,独立董事有意与企业内部人员合谋欺骗公众,或掩盖其错误的行为,市场也会根据公司的业绩表现推断出公司独立董事的能力水平,而且一个良好的劳动市场会对其主体行为有长期的记忆能力,这使一个理性的独立董事会在其行为之前考虑到其行为对未来的影响。

其次,市场上理性的上市公司会拒绝花瓶式的独立董事,所谓的“名人效应”会在短期内迅速提升公司的知名度及市场影响力。但实践证明,花瓶式独立董事与企业业绩增长无任何实质性关联,在一个成熟的市场环境中,理性的上市公司会仔细选择有利于提高企业自身

决策的科学性和合理性，并能真正体现广大股东及董事会意志的独立董事；同时在多种约束和激励机制下，独立董事会利用自身专业知识及相关的实践经验，努力帮助董事会及高管提高公司业绩，并实质性的监督经理人员的行为。当然，也不排除存在某些社会名望较高，又确实又有较强的决策管理能力和相关经验的独立董事被企业选中。

第三，上述对独立董事的市场行为的参与约束机制主要体现在其劳动的报酬上，作为独立行为的外部董事，其收入主要体现为参加企业召开的董事会，参与决议并提出个人意见和建议之后，领取相应的薪金，这一点必须由独立董事制度及公司章程加以明确规定，独立董事在其收益尚处于不确定条件下，是不可能全身心投入其工作的。（这里排除那些除兼做独立董事外，还有其它社会职务）而独立董事的激励相容机制则体现在非制度因素上，具体的讲体现在独立董事效用函数中的声誉变量上，在公开透明的独立董事劳动市场上，其声誉与其未来收益是密切相关的，而独立董事现存的激励机制，如持股或期权，会使其由独立的外部董事变成“内部董事”，其行为就可能不独立，虽然讲仍然是代表中小股东的利益（其本身便是中小股东），但其决策就会受到自身的风险偏好程度，个人资产的多寡等等各种主观因素的影响，使其行为背离独立董事制度的初衷，而带有很强的随意性和不确定性。于是我们认为独立董事的激励机制必须由非制度性因素，即市场竞争及独立董事的集体理性行为共同决定，这种独立董事的声誉模型带来的激励机制可以使其行为更接近于制度的本意，更有利于保护中小股东的利益。一切原因都只在于独立董事必须全力的在市场中表现出其高能力、高责任心的素质，同时考虑其现期收益与未来收益。

下面，我们看一下管理者行为是如何产生的。

首先，我们的观点是不是只有欧美日的现代企业制度才是唯一合理的公司治理结构的取向，但我们还是要承认一个良好运作的职业经理人市场是十分重要的。但职业经理人市场不同于上述独立董事市场，它并不是完全透明化的，也就是讲职业经理人的行为是隐蔽的，市场只能根据其所在公司以往的业绩和行业内的普遍特征来间接地推断其管理能力，因此，一个良好运作的经理人市场的存在可以促使企业高层管理者自觉地努力提高公司业绩。

第二，虽然公司的业绩是显性的，但公司高管人员的行为是隐性的，也就是讲虽然公司高管有自觉努力提高公司业绩的欲望，但在特定环境下，经理人员的职位收益，即在职消费或隐蔽性的收入及以权谋私的收益明显大于提高公司业绩带来的即期及未来预期收益，而且一般情况下行业的普通景气状况，其它企业经理人员的普遍平均素质等都使其行为难以分辨。

第三，根据上述“总裁管理生命周期”理论，当企业高层管理者长期在位后，其认知模式及管理风格会日益成为企业发展的障碍，如果企业业绩没有出现明显上升，公众（包括股东）一般会产生“高管更迭”的期望和预期，也就是讲，即使高管十分努力的工作，但在业绩面前，公众还是有更换高管的预期，他们会以概率的形式来分析企业的发展趋势，因为经

理人员的努力和政策的制定、执行完全是公司的内部隐藏信息，公众不可能知晓，他们只能从表层理解为一个拥有良好业绩的公司中一定有优秀的决策者、管理者以及监督者，而运作一般或绩差的公司内部优秀的决策者、管理者和监督者只能以概率的形成加以估计，由此他们在这一概率在某一临界值时，宁愿期望看到绩差或业绩一般的公司的高管更迭，而不是以时间来说明问题。这也会增加许多公司的高管的压力，如果其权衡得失、利弊之后不愿意放弃现有控制权收益的话，那么他们必须加倍努力，以提高公司业绩。

三、独立董事制度与企业高管的更迭

下面我们用一个简单的模型对独立董事及公司高管的行为加以表述，具体模型如下：

令独立董事的效用函数为： $U_D=U(I,P)$ (1)

其中 I 为独立董事的现期薪金， P 为其在公众或市场中的声誉。且：

$P=P(C,S)$ (2)

其中 C 为企业高管的变动变量， S 为公司业绩表现，可以为股票值。将 (2) 代入可以得到

$U_D=U(I,C,S)$ (3)

结合以上分析结构，则有：

$U'_s > 0; U'_I > 0$; 存在 C' 当 $C < C'$ 时 $U'_c > 0$ 当 $C > C'$ 时 $U'_c < 0$

理由很简单，假定独立董事的效用函数为其收入的线性函数，则其效用随收入和公司业绩的提高而全面增长，而对于企业高管的变化，在一定程度上的高管的变动无疑会提高独立董事在公众中的声誉，然而过高的更换频率会导致公司决策执行缺少一致性或连贯性，进而影响公司业绩的提升。在 $C > C'$ 时， $U'_c < 0$ ，主要是由于 U 随 S 下降而下降。

公司高管的效用函数可以表达为

$U_m=U(W,C,O)$ (4)

其中 W 为其控制权收益，其中包括薪金，职务消费等， C 为其任职变更， O 为其激励方案，可以用股票市值代替，则综合上述分析有：

$U'_w > 0, U'_c < 0, U'_O > 0$

理由同样很简单，职位的变更意味着 W 的消失。

从方程 (3) 和 (4) 的结论可知，独立董事的行为模型与高管的行为模型之间的冲突只在于高管的更换问题上，独立董事倾向于寻找最佳的 C' 点，使其效用最大化，而不在意高管是否努力工作，只要公司业绩不令人满意，他具备充足的理由使 C 向着 C' 靠拢；而高管则会根据经验找到独立董事所偏好的 C' 点或根据经验事前估计一个 C' 点，可以相当于一个离职率的概念，如果他认为这个 C' 很低，而自身的能力水平足够使公司业绩保持平稳或稳定增长，则他极可能选择更多的控制权收益，而不是全心努力的工作；而相反如果自己认为 C' 很高，即独立董事为提升自身的声誉而偏好于较高的高管离职率，而自己能力水平又不

十分突出，在权衡离职和努力工作而在职的收益之后，更大可能是努力的工作，尤其是在大公司中这种情况更加明显。

由此独立董事可有二种选择，一种是刺激高管努力工作提高公司业绩；二是选择适当的 C' ，提高自身的声誉，即倾向于解聘高管，而高管的选择只是权衡控制权收益和努力工作的收益之后，作出选择。若独立董事只有看到公司业绩后才能采取行为，则此博弈的顺序便是经理人员选择努力或不努力，之后独立董事选择解雇或不解雇高管，其根据则是公司的业绩表现。则在博弈发展的中间阶段会出现三种状态：一是在经营业绩良好或持续上涨；二企业经营业绩一般，但还不差，处于正常状态；三是企业经营业绩十分差，对于三种情况独立董事的选择会有很大不同。

第一种状态出现后，即使独立董事对企业业绩增长的原因进行深入调查分析，一般情况下也不会更换高层管理者，原因在于一方面这样做不会提升自己的声誉，另一方面，也可能导致更换高管后，企业经营业绩会出现波动，对其自身利益更不利，所以，如果没有充足的理由，他们不会提议或同意更换高管。

第三种状态出现后，独立董事一般会选择提议或同意更换高管，因为无论从哪个角度讲都符合其自身的利益，除非是整个行业普通不景气或出现其它非管理方面的问题，高管有充足的理由推卸责任。

这两种情况及其分析结果基本上为实践是相符合的，但第二种情况就相对复杂一些。

在这种情况下，独立董事并不能分辨高管是低能力的还是高能力的，由于信息的不对称，他看到的只是公司平稳的业绩表现，如果高管是高能力的，则他倾向于选择较低水平的离职而且倾向于选择一些激励手段来刺激高管努力工作，而如果高管是能力一般或是低能力者，则他可能会选择较高的离职倾向，而不采用任何激励手段，而具体行为依赖于他对高管能力水平的事前估计。在独立董事行动战略给定的情况下，高管会考虑其行动对博弈过程，确切的讲是对独立董事行为的影响，他会选择对其最有利的行为方案，即：即使高能力管理者有能力提高公司业绩他也会在考虑控制权收益的稳定性，激励方案的收益及离职可能性后，选择不努力工作以致只使公司业绩保持平稳状态，也就是讲，高管期待着向独立董事传递的信号是在使公司业绩仅维持在稳定状态中的管理者可能是低能力的，但也可能是高能力，以便改变独立董事对高管离职率的偏高倾向。而作为一个理性的独立董事，他注意到高管行动方案是如何依赖于他的行为，即对离职率的倾向时，也会调整自己的行为战略，以达到自己的最优收益，此种情况便构成了一个双方不完全信息动态博弈的过程，其均衡只能是一个不完全信息贝叶斯均衡，即博弈双方都以一个概率选择某个确定的战略。其纳什均衡结果则仅依赖于独立董事对高管能力的估计概率，而这个概率是受多种因素的影响的，尤其是高管的有意识的传递虚假信号的影响。

总之，经过以上分析，我们认为独立董事制度的引入与公司主管的更迭的关系不能简单

的说成正相关或有条件相关性等等，我们看到，独立董事人数的增多提高了绩差公司高管离职率的现象只是我们上述模型及阐述的一种情况，二者之间存在更多细致而又复杂的关系，我们只能期待在我们能得到的数据更加完善，理论体系更加健全的基础上，对其再做更加深入的分析研究。

参考文献：

1. 梁能：“关于公司管理结构的两个故事和一个模型”，2000《公司治理结构——中国的实践与美国的经验》梁能主编。

2. 李惠眉：“董事会的劳动力市场”2000《公司治理结构——中国的实践与美国的经验》梁能主编。

3. 朱红军：我国上市公司高管人员更换的现状分析《管理世界》2000年第5期。

4. 龚玉池：公司绩效与高管更换《经济研究》2001年第10期。

5. 深交所：《上市公司治理结构实证研究》2000年，P105-113。

6. 叶国鹏：我国现有上市公司制度效率的实步考查《管理世界》1999年第5期。

7. 金成晓、刘世峰：《独立董事制度与国有企业改革》载徐传谔主编：《国有经济论丛》2002年，吉林人民出版社。