

董事会之谜*

——基于尚德电力的案例研究

□ 蔡 宁 董艳华 刘 峰

摘要 :本文以尚德电力案例为对象,探讨理论上“完善”的董事会制度是否必然带来理想的治理效果。我们的分析表明,尚德的失败主要与不合理的关联交易、重大错误决策、管理层失察等有关,而尚德又拥有堪称范本的董事会制度:董事会独立性强、董事专业背景好、委员会设置合理且规范。我们的讨论倾向于认为,尚德的董事会没有发挥监督和决策作用。在美上市“中概股”公司董事会制度的进一步比较表明,即便是依据严格监管条例建立起来的董事会制度,亦未能阻止部分公司走向经营失败。在此基础上,本文提出“董事会之谜”,即:董事会是否能够有效发挥监督和决策作用、甚至董事会究竟发挥什么样的作用,就目前的研究文献来看,仍然是一个待解之谜。

关键词 :董事会之谜 独立董事 尚德电力 中概股

一、引言

本文是一个案例研究。我们以尚德电力失败事件,提出一个争议性问题:董事会制度安排究竟在多大程度上能够发挥法律所赋予的决策与监督作用?

董事会制度安排与股份公司相伴而生,只要有股份公司,就一定有董事会。按照主流的文献讨论,董事会的主要作用就是两个:决策与监督。这一思想也在相应的法律、法规,如《公司法》以及证监会和交易所的相关制度中得到体现。

部分源于20世纪70年代的多起英美企业失败、舞弊等事件,董事会与董事会制度安排成为对策的一个核心部分,包括强制性引入独立董事制度安排、设立专业委员会等,其目的之一就是提高董事会的独立性,能够更好地监督管理层。2001年、2002年陆续爆出安然、世界通讯等公司舞弊事件,进一步增强社会对董事会的关注,要求强化董事会的监督职能。纽约证券交易所还为此发布了相关的公司治理规则,对董事会专业委员会的独立性,给出具体的要求与规定。中国证监会在银广夏事件之后,也发布了相应的公司治理指引,并在之后进行多次修订;上海、深圳交易所也分别发布相关的公司治理文本,给出最优或推荐的董事会标准或实践。按照中国证监会、SEC、NYSE等监管部门的观点,采用符合要求的董事会结构,能够更好地发挥董事会的职能。

2001年9月,施正荣创立了无锡尚德太阳能有限公司;2004年公司利润接近2000万美元,其太阳能产能已经位列全球第五;2005年12月,尚德电力(Suntech, NYSE:STP)在纽约证券交易所采用存托凭证(American Depositary Receipts, ADRs)方式上市;2007年12月26日,尚德电力股价达到历史最高点(88.35 USD/ADR),公司市值超过154亿美元,施正荣个人财富达到50亿美元。2011年年报显示,尚德电力的资产负债率约为80%,其中短期借款、可转换票据等债务接近23亿美元;2012年9月22日,因公司股价连续低于1美元被纽交所停

*本研究受国家自然科学基金(71272079、71002044)、教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(11JJD790032)、福建省财政厅专项基金(会计信息资源配置·社会效率)、中央高校基本科研业务费教师类基础创新科研基金(2013221015)的支持,作者在此表示感谢。

从面向合作伙伴到面向消费者的供应链转型 中国工商管理案例研究

牌 ;2013年3月20日 ,无锡市中级法院裁定尚德电力破产重整 ;2014年4月7日 ,顺风光电收购无锡尚德议案正式通过。

尚德电力曾是太阳能行业世界范围内的领先企业 ,2010年度销售收入29亿美元、净利润2.38亿美元。作为在美国主板上市的首个中国民营企业 ,公司曾创下4亿美元的IPO融资纪录。后文的分析表明 ,公司的衰败主要与尚德电力的创始人、也是实际控制人施正荣错误决策、通过关联交易利益输送等直接相关。一个曾被视为典范、标杆的企业 ,短期内由盛而衰 ,尚德电力案例留给学术界讨论的话题很多。本文主要关注的是 :一个曾经行业领先的企业 ,在被公认为公司治理严格的纽约证券交易所上市 ,公司拥有规范的董事会和声誉卓著的独立董事 ,但这一切为什么没有能够阻止公司实际控制人的盲目决策以及关联交易掏空等行为 ?换言之 ,如果一个如此规范的董事会都无法阻止公司控制人的侵害行为 ,那么 ,董事会究竟能够发挥什么样的作用 ?

本文其余部分安排如下 :第二部分介绍尚德电力的发展与崛起 ;第三部分分析尚德电力经营失败的3个主要原因 ;第四部分介绍了尚德形式上完善董事会制度 ;第五部分提出了 董事会之谜 :董事会发挥作用的途径和作用机理还是理论上的 黑箱 ;第六部分讨论以是否被做空等切入 ,比较3组不同的中概股公司董事会特征 ;第七部分是讨论与小结。

二、尚德电力 :前世今生

根据尚德电力的上市公告书、相关媒体报道等 ,我们可以勾勒出尚德电力从创立到破产重整的主要发展历程。

董事长、CEO施正荣1992年毕业于澳大利亚新南威尔士大学 ,获得太阳能电池专业博士学位。2001年9月 ,无锡尚德正式成立 ,施正荣以40万美元现金、160万美元专利技术入股 ,占公司股权25%。同时 ,无锡市当地8家国有企业以600万美元现金形式参股。

2000~2001年 ,国际油价徘徊在每桶20美元上下。2003年初 ,国际油价冲破30美元/桶 ,2005年6月突破60美元/桶 ,此后一度上扬。由于太阳能产

业被视作可能的替代能源 ,原油价格的上升很容易引起市场对该产业的憧憬和追捧。2004年德国发布《新能源法》。这些都为光伏发电市场的发展创造了有利条件。

2003年 ,尚德首次实现盈利 ,当年净利润不足100万美元 ,2004年净利润增长至1975万美元。2005年 ,尚德太阳能电池产能120兆瓦 ,位居全球第五 ,仅次于夏普、壳牌等国际大公司。

2005年 ,在无锡市政府的支持下 ,施正荣对尚德进行了一系列股权重组 ,核心是国有资本退出 ,尚德变成一个纯粹私营的企业。

2005年12月19日 ,尚德电力 控股无锡尚德 ,并采用存托凭证(ADRs)方式在纽交所上市。作为中国大陆首家在纽约证券交易所上市的民营高科技企业 ,融资额约为4亿美元 ,成为截至2005年底在美IPO融资额最大的中国民营企业。上市当天收盘价21.2美元 ,施正荣所持股份(46.8%)的市场价值约为14.29亿美元。

2006年12月 ,尚德电力太阳能电池年产能达到270兆瓦 ,公司股价也从2005年底逐渐升高。2007年12月26日 ,尚德电力的股价达到历史最高点每ADS 88.35美元。以尚德电力股份总数计 ,公司市值为149.54亿美元 ;施正荣持5285万股 ,占比34.3% ,个人持股市值51.29亿美元。

尚德电力股价在2007年历史最高位之后便开始下降 ,至2012年下半年 ,跌至将近1美元。2012年8月1日起 ,股价开始低于1美元。尚德电力股价的大幅下跌 ,表明市场已经不认可尚德的相关表现。2012年9月25日 ,尚德电力发布公告称 ,公司因为股票价格不满足纽约证券交易所的规定收到退市警告。

2004年至2010年期间 ,除了2008年净利润下降近78% ,其他年份均为上升趋势。但2011年迅速下滑 ,从2010年的2.27亿美元跌至2011年的-10.19亿美元。

2013年3月18日 ,无锡尚德的债权银行联合向无锡市中级人民法院递交无锡尚德破产重整申请 ,表明债权人已经对施正荣及其管理团队失去信任。2013年3月20日 ,无锡市中级人民法院依据《破产法》裁定 ,对无锡尚德太阳能电力有限公司实施破产重整 ,无锡尚德对债权银行提出的破产重整

申请无异议。

2014年4月7日,顺风光电发布公告,称公司收购无锡尚德股权权益的决议案获股东以投票表决方式正式通过。公开资料显示,收购标的是无锡尚德所有股权权益,收购价款为30亿元。

一个曾经全球行业领先的企业,从2005年底上市、市值最高接近150亿美元,到2014年4月被顺风光电以30亿人民币的低价收购。其中巨变令人不由质疑:所属行业为朝阳产业、受到各级政府的政策支持、产能曾位居全球前列、第一家走上美国主板的中国民营企业,这样一个完全可视为行业标杆的优秀企业为何会在短期内从巅峰迅速跌落?公司价值的损失完全是外部因素还是也有公司自身的原因、特别是来自管理层的人为原因?

三、关联交易与错误决策： 尚德电力失败的原因分析

导致尚德电力由盛而衰的原因应该是多方面的,既有太阳能行业的因素,如全球光伏产业增长迅猛,产业规模不断扩大,产品成本持续下降^①;也有政府政策驱动的因素,弱化了行业内企业的风险意识。2010年,国务院发布《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》,将太阳能光伏产业列入我国未来发展的战略性新兴产业重要领域。直接后果就是地方政府官员在政绩(经济转型和招商引资)的激励下,过度支持光伏行业。产能过剩带来太阳能电池和组件价格直线下降,造成太阳能类企业陷入困境^②。但产业、地方政府因素之外,尚德电力自身的经营决策是导致公司财务状况恶化、经营陷入困境的主要原因。整体而言,关联交易、重大决策失误和管理层失察,是其中比较突出的几个问题。

市场环境复杂多变,任何商业决策,必然存在风险与不确定性。即便在好讼成风的美国,法庭也会尊重管理层的经验与才能,不会轻易从事后结果不好来评判管理层是否存在决策失误。除非有明显证据表明,董事会和管理层违反了他们所承担的信托责任(fiduciary duty)及其具体表现形式:忠诚义务(duty of loyalty)和谨慎义务(duty of care)。其中,通过关联交易把利益转移到施正荣家族,明显且直接违反了忠诚义务;重大决策失误中,谨慎义务缺失也非常明显;管理层失察直观

上属于谨慎义务缺失,但实际上很有可能是违反了忠诚义务。

(一)关联交易与利益输送

2005年12月,尚德电力成功上市,筹得3亿美元。之后,公司发展顺利,营业收入自2005年起一直是行业领先。也就是从2006年底起,施正荣开始在尚德电力之外构建关联方,通过关联交易将尚德电力的利益输送给关联方。按照公开资料披露,亚洲硅业和辉煌硅科技的实际控制人都是施正荣,它们与尚德电力构成关联方。下面,分别介绍这两个关联公司与尚德电力之间的主要业务往来以及对尚德电力带来的影响。

1. 亚洲硅业及关联交易事项

亚洲硅业(青海)公司(简称亚洲硅业)于2006年12月在青海成立,施正荣通过BVI亚洲硅业持有亚洲硅业95%的股权。2009年5月,青海新能源研究有限公司将所持5%股权转让给施正荣,施正荣实际持有亚洲硅业全部股权。其后,2009年尚德电力购买亚洲硅业20%股权,共计支付1750万美元;2010年12月1日,尚德电力处置了亚洲硅业的股份,获得现金2390万美元,取得投资收益410万美元;2011年5月4日,施正荣个人拥有的子公司D&M公司购买亚洲硅业91.3%的股权。

如果尚德电力与亚洲硅业之间仅仅存在上述股权投资关系,那么,这种关联关系不会明显损害尚德电力的利益,除非2010年处置亚洲硅业股权的价格严重低估。但是,亚洲硅业在其存续期间里,主要业务对象就是尚德电力。在一系列关联交易背后,存在明显损害尚德电力股东利益的行为。

亚洲硅业主要是在尚德电力的支持下、利用尚德电力的资金发展起来的。比如,2006年12月亚洲硅业设立。2007年1月,就与尚德电力签订了16年期、总额15亿美元的照付不议(pay or take)合同,规定2008年下半年开始供应多晶硅,之后延迟到2009年上半年执行。作为长期合同的一部分,尚德电力向亚洲硅业提供了1000万美元的长期无息贷款;尽管迟至2009年上半年才开始向尚德电力交付产品,但2007年、2008年,尚德电力向亚洲硅业分别预付了1260万美元、3600万美元货款。

尚德电力给亚洲硅业的采购合同,不低于、甚至高于市场可比价格,以此向施正荣家族输送利

从面向合作伙伴到面向消费者的供应链转型 中国工商管理案例研究

益。限于公开资料不足,我们无法确定亚洲硅业在其有限的存续期里,具体给尚德电力供应的晶体硅数量、取得的利润。但从尚德电力披露的信息来看,2010年、2011年,尚德电力向亚洲硅业采购多晶硅的金额分别为7690万美元和9230万美元;据报道,2012年第一季度,亚洲硅业向尚德电力供应的多晶硅价格约每公斤30美元,而国内最大的多晶硅公司保利协鑫售价每公斤26美元。如果以这种比率(超过同行业15%)来推算,尚德电力多向亚洲硅业实际上是施正荣家族转移利润支付了2603万美元^③。

为亚洲硅业提供担保,最后转化为尚德电力的实际债务。2010年3月,公司给渣打银行上海分部发了一封安慰信(A Letter of Comfort),相当于尚德电力为渣打银行向亚洲硅业提供的5亿元人民币贷款提供担保。2013年3月,渣打银行和其他8家中资银行共同向尚德讨债。事实上,该笔担保对尚德电力进入债权诉讼起到了推动作用,对尚德电力的资金流动性也造成了影响。

2. 辉煌硅科技及关联交易事项

2006年9月,辉煌硅科技(BVI)在英属维京群岛注册,控制人是施正荣和妻子张唯。2008年5月,尚德电力购买辉煌硅科技18.0%的股权。2009年5月31日起,辉煌硅科技开始重组,2010年12月尚德电力100%控股重组后的辉煌硅科技。按照公开资料,施正荣家族通过辉煌硅科技、借助关联交易,从尚德电力获取的利益包括:

2008年、2009年,尚德电力向辉煌硅科技预付的账款余额分别为2.306亿美元和2.003亿美元,而同期年采购金额分别为0.637亿美元和1.01亿美元。预付款金额远远高于年采购额,同时,还持续支付采购款,造成事实上向辉煌科技提供免费资金,供其使用。

2008年、2011年,尚德电力先后购买辉煌硅科技18%和82%的股权,支付2140万美元和12340万美元。这部分款项,理论上,应该归施正荣家族所有。

此外,2008~2010年,尚德电力从辉煌硅科技购买原材料,金额分别为6370万美元、1.01亿美元和7210万美元。我们不清楚这部分的价格是多少,是否高于市场同类产品平均售价。如果有,那么,尚德电力就存在向控制人施正荣家族额外输送利益的嫌疑。

(二) 重大决策失误

诚如前述,因为市场环境动态、复杂多变,不能以事后的结果来评判决策是否存在失误。但是,如果决策过程中存在明显的违反谨慎义务之处,为股东带来损失,就可能存在重大决策失误。

如何评价决策过程董事们是否履行了谨慎义务?法庭上一个常用的原则就是:经理人是否像对待自己的财富一样,认真、谨慎对待股东的资产。尚德电力出现的重大决策失误,比较突出的有两个:一个是与MEMC签订长达10年的供应合同而后毁约,产生超过2亿美元损失;另一个是投资薄膜太阳能领域带来损失。从下文分析可以看出,尚德电力管理层的决策过程存在违反谨慎义务的可能。

1. MEMC 采购合同

2006年7月26日尚德电力发布公告,与MEMC Electronic Materials, Inc.签订有效期10年的照付不议硅片供应合同。合同总金额在50亿~60亿美元之间,年供应量逐年递增、价格呈下降趋势。作为合同的一部分,为了使MEMC能够满足尚德电力的供应需求,尚德电力向MEMC提供6.25亿美元的无息贷款,MEMC用这笔贷款扩大产能以满足该长期供应合同;根据照付不议合同,如果尚德电力年采购量小于采购合同中的最小量,MEMC会保留贷款中未采购的那部分金额;另外,MEMC取得认股权证,可以购买尚德电力4.9%的股权。

2008年第四季度开始,现货硅价格大幅下跌。虽然2009年2月MEMC适度修改合同,部分降低了供货成本,但2011年第二季度尚德电力还是终止了与MEMC的合同,直接经济损失高达2.119亿美元^④。包括:勾销认股权证的未摊销成本9190万美元,放弃MEMC供应合同的预付账款及贷款1.2亿美元。2011年合并财务报表中,税前亏损额为10.51亿美元,那么仅仅因为终止MEMC供应合同,尚德电力遭受的损失就占当年总亏损的20.17%。

我们将该合同认定为重大决策失误,首先是因为合同存续期限过长。面对太阳能组件、特别是多晶硅等材料价格不断上涨的市场状况,如何有效控制成本,是所有太阳能生产企业都必需考虑的问题。我们查阅了同期其他全部太阳能企业的多晶硅采购合同,合同期通常为4~7年,10年期合同显然过长、不符合通常的商业惯例。作为高科技产

业,光伏行业的技术变革可以用日新月异来形容。10年期固定价格供货合同意味着,预期多晶硅和硅片在未来10年里不会有新技术、更有竞争力的新产品出现。这显然不符合行业实际情况。其次,10年期合同的附加条款不合理。条款之一,尚德电力用贷款支持对方MEMC生产线建设,这样的条款在光伏行业的硅片采购合同中并不具有普遍性^⑤;条款之二,MEMC取得认股权证可以购买尚德电力4.9%的股权,这一条款在同期同行业公司的采购合同中可谓绝无仅有。从谨慎角度出发,追随商业惯例与相应规则,是普遍的做法;如果需要采用不同于市场惯例的商业条款,通常应该是为自己争取更有利、更优惠的条件,而不是最大限度地降低交易对手的风险与义务,这不仅有悖谨慎义务,也违反忠诚股东原则。

2. 投资薄膜太阳能领域

2007年5月,尚德电力宣布投资3亿美元,在上海浦江高科技园发展硅薄膜电池。但2010年8月,尚德电力关停上海薄膜生产基地,转产多晶硅电池。该事件造成损失估计8440万美元,包括计提的减值损失5460万美元及支付的未来租赁费2980万美元。另外,上海薄膜设备计提减值损失5460万美元后,账面价值540万美元,据此推测已经投资6000万美元。此外,2009年尚德电力和四川大学材料科学与工程学院的太阳能材料与器件研究所联合投资成立了四川尚德太阳能电力有限公司(无锡尚德为控股方),进行碲化镉薄膜电池项目的研发与市场应用。但2011年第三季度,公司又决定停止四川尚德的薄膜研发活动。公开资料无法确知尚德电力在这个项目上的具体损失,但媒体报道金额过亿美元。

上海薄膜生产基地生产线采用美国应用材料公司SunFab技术,其生产出的薄膜电池转换率仅为7%。之所以采用SunFab技术,主要是考虑薄膜电池技术流程简单,对原材料依赖性低、能耗少。但2008年金融危机后多晶硅价格直线下跌,由于电池总成本中多晶硅占50%,因此多晶硅电池的成本也大幅下跌。2010年7月美国应用材料公司停止继续研发与维护SunFab技术。因此,尚德电力被迫于当年8月关停了上海薄膜生产基地,转产多晶硅电池。

同样问题也出现在碲化镉薄膜电池研发项目上。四川尚德的碲化镉电池转化率仅为8%,而世

界领先的太阳能光伏模块制造商First Solar同期的碲化镉电池转换率已达11.7%,实验室数据更是高达17.3%。由于转化率过低,2011年公司又停止了四川尚德的薄膜电池研发工作。

综上可以看出,研发能力不足、技术落后、对太阳能电池技术发展趋势把握有误,是造成尚德电力两次投资失败的重要原因。具有光伏行业专业背景的公司高管层,对产业的技术方向没有一个准确判断,导致尚德电力在非常短的时间里,连续两次犯错。这一切不由令人质疑公司高管的业务水准,同时也怀疑董事会、管理层在做出投资决策时是否过于草率,没有恪守本应遵守的谨慎与关注义务。

(三) 管理层失察

这是一个与关联交易、董事会决策失误同时相关的事项。2012年7月30日,尚德电力发布公告称,公司正在对一项与投资环球太阳能基金(Global Solar Fund S.C.A. Sicar,简称GSF)相关的担保物权进行调查。根据最新调查,尚德电力预计与该担保物权相关的抵押物可能不存在(May Not Have Existed),公司可能是欺诈受害者。

该事件起源于2010年5月,尚德电力为国家开发银行提供给Solar Puglia II S.ar.L(GSF的投资公司)大约5.542亿欧元贷款进行担保。而且尚德电力还需要在卢森堡(Luxembourg)的一家商业银行存入现金抵押近3000万欧元,相当于一期的分期付款。同时,GSF的母公司GSF Capital Pte Ltd.用5.6亿欧元的德国政府债券为尚德电力提供反担保^⑥。2012年7月,尚德电力计划套现在GSF中的投资,因此雇佣外部顾问对整个过程进行评估。评估发现,该债券可能不存在,公司成为受害者。

那么,尚德电力与GSF之间的关系是怎样的?为什么行业领先者尚德电力会被GSF欺骗?这一事件对尚德电力带来的损失有多大?

2008年2月,GSF在卢森堡成立,主要从事欧洲地区太阳能光伏电站开发、建设和运营的投资,尚德电力为主要投资人。尚德电力2008年年报披露,公司决定继续对光伏行业内的公司进行战略投资,其中就包括GSF。尚德电力对GSF的总投资合计2.58亿欧元,占GSF股权的86%;施正荣通过Best(Regent)Aisa Group Ltd.持有GSF 10.67%的股权。

从面向合作伙伴到面向消费者的供应链转型 中国工商管理案例研究

尚德电力是GSF的有限合伙人(LP),持有50%的投票权;GSF Capital Pte Ltd通过其分支机构,持有GSF 3.33%的股权,担任普通合伙人(GP),负责管理GSF。Mr. Romero是GSF Capital Pte Ltd的最终控制人。2008年GSF的股权结构图如图1所示。

2009~2011年间,尚德电力向GSF投资的电站项目销售光伏组件,实现约3.5亿美元的销售收入。2010年和2011年,GSF的投资项目先后完成了105MW与40MW的建设项目,被投资公司采用公允价值进行重估增值,这为尚德电力带来金额不低的投资收益。此外,尚德电力对GSF承诺持续投资2.58亿欧元,截至2011年底,实际投入1.56亿欧元。2012年7月,尚德电力计划套现对GSF的投资时发现,GSF母公司所声称的5.6亿欧元德国政府债券,其实并不存在。最终,尚德电力在GSF项目的损失达59.6亿元人民币。

从图1可以看出,GSF本质上属于尚德电力的关联企业,施正荣本人通过Best (Regent) Aisa Group Ltd.与尚德电力合计持有GSF超过40%的股份($100\% \times 10.67\% + 35.1\% \times 86\% = 40.856\%$)。而GSF的最终控制人、GSF的A类管理人Mr. Romero,曾有为尚德工作的经历。因此,不论在产权、还是高管方面,GSF与尚德电力都具有密切联系。在这样一个背景之下,尚德电力竟未能事先察觉5.6亿欧元德国债券的真伪。最基本的,尚德电力的高管没有遵循谨慎义务。一个简单的调查程序就能核实反担保品的真实性,但尚德显然没有这么做。更进一步看,尽管没有证据支持,但不能不怀疑,如此密切的关联往来之下,尚德对反担保债券真的是毫不知情吗?后者显然上升到违反忠诚义务的高度。虽然只是一种猜测,但至少能够推定在GSF反担保问题上,尚德管理层可能不仅仅是普通失职。

上述3组事件对尚德电力最终失败的影响包括:公司盈利能力大幅降低,从之前的超额利润,到

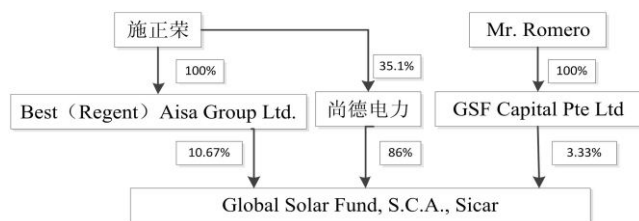


图1 GSF 2008年股权结构

资料来源:根据尚德电力2008年年报整理。

2011年巨额亏损;现金流失严重,生产经营能力严重受损;公司负债率上升、流动性减弱,最终导致债务危机。也正因为如此,我们认为,这些事件直接导致尚德电力由盛而衰,最终被低价收购。重大决策失误、关联交易掏空、管理层失察,为什么尚德电力的董事会不能有效阻止这些情况发生?理论上,董事会的主要作用就是有效决策和监督,是尚德电力董事会制度不完整,还是董事会制度自身不能够发挥预期的作用?

四、尚德电力董事会:标准结构

对照纽约证券交易所《IPO指引》(IPO Guide)和《上市公司手册》(Listed Company Manual)中的公司治理规则、中国证监会《公司法》、《证券法》、《上市公司章程指引》、《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(以下简称指导意见)及《上市公司治理准则》中的公司治理规则,以及其他相关要求,我们可以发现,尚德电力已经具备了形式上完备、甚至是典范的董事会制度安排。

根据纽交所的规定,尚德电力作为境外发行人能够豁免遵守《上市公司手册》中对董事会的相应规定,但公司还是建立了规范的董事会治理体系。从2005年上市至2011年,公司的董事会规模维持在5~7人,除了施正荣兼任董事长和CEO,1~2名的内部董事外,其余均为独立董事,独董比例在60%左右。表1列示了尚德电力历年董事会的构成情况。

这些董事的教育与从业背景等信息见表2。

公司董事都具有学士以上学位,其中硕士4人、博士3人,大部分为海归,董事的国籍与工作地点堪称国际化典范,他们分别来自澳大利亚、美国和中国,董事的经历与相应从业背景,涵盖技术、管

表1 尚德电力董事会成员

	2005	2006	2007~2009	2010	2011
董事长 CEO	施正荣	施正荣	施正荣	施正荣	施正荣
董事	季静佳	季静佳			David King
	张维国	Amy Yi Zhang	Amy Yi Zhang	Amy Yi Zhang	
独立董事	邱致中	邱致中	邱致中	邱致中	邱致中
	Jason E. Maynard	Julian R. Worley	Julian R. Worley	Julian R. Worley	Julian R. Worley
	傅成玉	傅成玉	Jason E. Maynard		
	Songyi Zhang	Songyi Zhang	Songyi Zhang	Susan Wang	Susan Wang

资料来源:尚德电力2005~2011年财务报告。

理、投资等多种高级专业人才,涉及的行业从传统的石油能源到最新的替代能源光伏产业,职业同时包括科研和管理,多数担任中层以上管理职务,甚至具有跨国管理经验。独立、规范、网罗各界精英,尚德电力的董事会结构堪称业界范本。

尚德电力2005年上市起,就按纽交所的要求,分别设置了审计委员会、薪酬委员会和提名委员会。除了上市当年施正荣在公司的审计委员会任职外,3个委员会全部由独立董事构成,并且审计委员会也保持一名具有财务专家背景的独立董事。

按照法律的要求,设立董事会的主要预期就是监督与决策^⑦;经验研究发现,董事会规模较小(Hermalin and Weisbach, 2003)、独立性较高(Rosenstein and Wyatt, 1990; Boone et al., 2007)、董事专业化背景(Agrawal and Knoeber, 2001; Klein, 2002)等都将对公司管理层形成有效约束,进而提高公司价值。

前文对尚德电力经营失败的分析表明,直接导致尚德电力经营失败的因素有三:关联交易、决策失误、管理层失察。从董事会的作用讨论来看,一个规范、有效的董事会,应当能够在事前有效阻止、至少减缓上述行为的发生,包括:对重大交易、特别是重大关联交易进行审查,确保关联交易不会损害到上市公司的利益;履行基本的审查程序,对GSF反担保的担保品进行审查,可以非常容易发现担保品的真实性,帮助尚德电力的股东规避损失;对公司的重大决策项目进行审查,包括与MEMC公司的

长期合同、薄膜太阳能技术项目等。尽管商业决策很难事前给出恰当判断,但对明显超出同行业商业惯例、技术上不可行的项目,董事会应当能够给出一些不同的意见或声音。至少,可以避免重复发生同类错误(如2007年、2009年先后投资硅薄膜和碲化镉薄膜技术)。事实上,从2006年起,纽约证券交易所就MEMC合同、GSF投资与担保等事宜,发过近10次的询问函,但尚德电力的董事会始终没有给予足够的重视。

因此,在尚德电力失败的案例中,我们有理由推测董事会制度没有发挥它被赋予的使命:勤勉、尽责,忠于股东利益^⑧。

五、董事会之谜:能与不能

20世纪70年代开始的公司治理运动中,董事会一直就是最核心的话题,包括董事会的构成、董事的职责、外部董事的选聘、专业委员会制度等等。特别是在安然事件之后,美国议会高效率通过《SOX法案》,核心内容之一就是强化董事责任;美国纽约证券交易所也通过相应的公司治理准则,细化独立董事与董事独立性、专业委员会特别是审计专业委员会的设置等。强化董事责任,旨在提高董事的信托责任,让董事们更加谨慎、勤勉尽责;强化董事会的独立性,包括要求独立董事保持实质上的独立、提升专门委员会的作用等,为董事会更好地发挥监督职能,确立了一个相对更可靠的平台。

学术研究中的董事会话题,特别是财务、会计

表2 尚德电力董事教育、从业背景

姓名	学位	毕业院校(最高学位)	曾就职公司	具备的商业知识和经验
施正荣	博士	澳大利亚新南威尔士大学电子工程学	太平洋太阳能电气公司研究总监和执行董事	20多年的光伏行业经验,有11项光伏专利
傅成玉	硕士	美国南加州大学石油工程	中国石油化工集团公司党组书记、董事长	在中国的石油行业有30多年的经验
Julian R. Worley	学士	伦敦政经学院	普华永道咨询师	普华永道3年咨询经验、25年审计经验,英国及HK CPA
Jason E. Maynard	学士	美国汉密尔顿学院东亚政治经济学	高盛(亚洲)有限公司亚洲特殊资产集团合伙人和总裁	14年首席投资经验,包括从问题公司到成长性私人公司
邱致中	硕士	美国俄亥俄州立大学电力工程,哈佛商学院工商管理	巴克莱投资银行亚太区副总裁兼大中华区总裁	有创业、直接投资、战略咨询管理经验,及投行衍生金融工具工作经验
Songyi Zhang	博士	耶鲁法学院	摩根士丹利香港区的咨询委员,新浪董事	有投资和管理经验,在并购、重组和剥离方面有工作经验
Susan Wang	硕士	康涅狄格大学MBA	施乐公司财务和管理职务、Solectron Corporation发展执行副总裁兼CFO	拥有25年担任高科技公司财务和高级管理职务的经验
季静佳	博士	澳大利亚新南威尔士工业化学	太平洋太阳能电气公司高级研究员	光伏行业的卓越专家,在澳洲及中国都担任过研究负责人
张维国	学士	中国人民大学金融学	无锡信托投资公司,负责高科技投资基金的运营	在信托、高风险基金方面有20年左右的工作经验
Amy Yi Zhang	硕士	韦伯斯特大学和上海财经合作MBA	德勤咨询(中国)的董事、CFO	管理财务、会计、人力、IT多个部门的经验

资料来源:根据尚德电力2005~2011年年报整理。

从面向合作伙伴到面向消费者的供应链转型 中国工商管理案例研究

角度的董事会研究,主要还是从董事会是否发挥作用角度展开的。董事会究竟能发挥什么作用?文献的猜测包括:决策、监督、提供资源等(林卉、刘峰,2014)。相应的研究方式包括:界定董事会的相关特征,如规模、独立董事比重、专业委员会、董事会召开次数、某一类董事(如金融从业背景、注册会计师资历等);讨论这些特征对公司的可能影响,如规模能降低董事会决策失误(Hermalin and Weisbach,1991)、规模能影响公司绩效(Pfeffer,1972;Dalton et al.,1999;Hillman et al.,2000;Cheng,2008)、外部董事比例能够降低财务舞弊可能性或者提高公司绩效(Byrd and Hickman,1992;Beasley,1996)、独立董事比重高低影响到董事会的监督效率(Weisbach,1988;Rosenstein and Wyatt,1990;Kim and Lim,2010)、专业委员会如审计委员会的有效运行能够提高会计信息质量(Klein,2002;Bedard et al.,2004)、金融类独立董事能够缓解公司的融资需求(Esterbrook,1984)、具有政治类董事的公司市场表现更好(Hillman,2005)等等;进而采用如市场超额回报、会计业绩、会计信息稳健性、公司风险波动性等相对比较直接的绩效指标,或ERC系数、薪酬与业绩敏感性系数等相对间接一些的绩效指标,从统计上找到董事会特征影响经济后果的证据。

总体而言,上述关于董事会制度有效性的研究,采用的都是关联研究方法。亦即:在统计上寻找董事会特征与经济后果指标之间的关联关系;如果存在统计意义上的显著性,就可以推测认为董事会制度确实发挥了某种效应。套用学术界经常引用的“黑箱”术语,在财务、会计领域的学术研究中,董事会制度的作用机制与原理,仍然存在诸多待解之谜,或者,还是一个待解的“黑箱”。比如,一个公司的决策究竟是如何作出的?董事会规模、独立董事的背景、独立董事人数等等在其中发挥作用的路径与传导机制是什么?进一步,究竟什么因素决定了公司经营绩效?公司董事会在其中的作用有多大?可以说,我们除了董事会这个术语外,对董事会的很多特征与问题,都所知甚少,甚至一无所知;更严重的是,我们甚至没有意识到问题的存在。正是在这一意义上,本文称之为董事会之谜!

到目前为止,与董事会相关联的很多话题,都

存在待解之谜:董事会是如何影响公司运行的?董事会发挥作用的传导机制是什么?董事会的各种特征是如何形成的?这些因素又如何反过来影响到董事会运行效率并进而影响到公司的运行?董事会能够发挥法律法规以及社会公众所期望的决策、监督作用?如果能,它需要什么样的结构和特征?如果不能,董事会存在的价值是什么?等等。

当然,作为一个案例研究,本文不可能、也不预期解决董事会之谜,甚至包括如何破解董事会之谜的建议。我们希望通过尚德电力案例,提请学术界:对董事会的学术研究,应当关注更为基本的话题,即董事会制度究竟能够发挥什么作用?

在安然及世界通讯等系列公司舞弊事件爆发后,包括董事会制度在内的公司治理机制失效,被认为是主要原因之一。《SOX法案》以及之后的各种公司治理规章制度,主要目的就是希望能够修补之前董事会制度的相关缺漏,包括提高独立董事的比重、强化董事的独立性等。

2002年起的公司治理运动,轰轰烈烈。上市公司也在根据《SOX法案》及之后的各种标准模板完善各自的公司治理,包括重新订立各种公司规章制度、完善董事会制度安排。如《SOX法案》第301节“公众公司审计委员会”规定,公众公司审计委员会完全由独立董事组成,审计委员会对注册会计师的聘用、薪酬和监督负直接责任;第401节补充了《1934证券交易法》关于定期报告的披露、审计委员会中至少1名财务专家的规定。在《SOX法案》颁布后,大部分公司扩大了董事会规模,雇佣了更多外部董事、提高了董事会的独立性;董事的职业背景也更多为律师、金融专家、咨询顾问、退休高管,而不是法案颁布之前的在职高管等(Linck,Netter and Yang,2008)。

修订后的董事会制度效果如何?财务、会计领域的一些研究在统计意义上认为,董事会制度发挥了一定的作用(Anderson et al.,2004;Akhigbe and Martin,2006;Wintoki,2007;Cheng,2008)。但如果回到现实经济生活中,关注具体的事例,我们会发现:2007年起的次贷危机,对美国 and 欧洲经济的冲击巨大,其中一些公司如贝塔斯曼、雷曼兄弟、AIA、甚至花旗集团,陷入困境的原因是多方面的,但最

为媒体和管制部门诟病的,仍然是公司董事会制度(Kirkpatrick,2009;曲阳,2010)。现有董事会制度没能有效约束金融机构管理层的决策行为,从而导致风险管控失效,管理层做出过于激进、冒险的金融决策,被认为是导致、加重这次危机的重要原因(Maureen and Lewellyn,2011;Martin,Judge and Useem,2011)。

尽管没有直接的证据表明,次贷危机与公司董事会之间存在直接关系,但次贷危机中很多企业,同样存在上述尚德电力的问题:决策失误、监督失效(比如雷曼、美林、贝尔斯登)(李维安,2008)。这些公司都拥有完全符合相关法律、法规所要求的董事会制度安排,甚至很多公司都已经建立了堪称模板的董事会制度。但是,在次贷危机爆发之后,人们发现,一个即便完全符合规范要求的董事会制度,同样不能有效防止这些事件的发生。对董事会制度是否有效的评价,无法至少难以在事前进行,只能用事后的结果来倒推评价。这也佐证了对董事会制度的认识与相应研究中的不足:董事会制度如何发挥决策与监督作用的原理与传导机制,仍然是待解之谜。

六、董事会之谜:再探讨

尚德电力的失败与规范董事会的失效,是一个孤立事件,还是具有一定的普遍性?由于目前的研究手段,主要以经验数据,证明两个现象之间存在关联关系,而不能在统计上证明二者无关。我们用一组统计数据来进行描述,期望说明:尚德电力所凸显的董事会失效,并不是一个孤立事件。

林卉、刘峰(2014)整理的董事会发展脉络表明,早期公司董事会主要由股东董事构成,是一种自发的制度安排,从中世纪政治、宗教起源的董事会制度扩展至银行、贸易公司及其他行业,到18世纪末都是作为一种商业惯例在公司中实行,它确实已经发挥了决策与监督作用(Gevurtz,2004)。但是,当董事会制度从自愿制度安排转变成强制性制度安排,在立法中确立董事会中心主义,经由法律、法规的要求而普及,董事会制度的作用是否发生改变?董事会制度发挥作用,与其所依存的环境之间存在什么关系?不同环境下,特征相同的董事会,所能够发挥的作用与方式,是否存在差异等等问

题,都有待科学、严谨的学术研究。下面,只就1组特定公司数据,给出董事会特征的分析,以说明尚德电力的董事会并不是孤例。

1992年,华晨汽车在纽约证券交易所挂牌上市,成为中国赴美上市第一人。此后,中国公司陆续登陆美国证券市场,或者直接发行新股(IPO),或者通过反向收购形式借壳上市,股票分别在纽约证券交易所、纳斯达克、柜台市场、粉单市场等交易,形成通常所说的中国概念股。国泰安研究数据显示,截至2014年3月18日,在美国的纽交所、纳斯达克和美国证券交易所三处上市的中国概念股先后共有274家。已摘牌73家,仍正常交易的公司201家,其中纽交所72家、纳斯达克119家、美国证券交易所10家。

从2005年开始,在美上市的中概股已经开始有遭到集体诉讼的现象(如中国人寿2004年被起诉)。2010年起,包括浑水公司(Muddy Water)、香橼公司(Citron)等多家美国对冲基金公司做空中概股,部分公司因为做空而倒闭。根据我们查阅的新闻报道,截至2014年3月,共有75家公司被做空或集体诉讼,其中38家倒闭或退市。这样,中概股公司可以天然分为3组:未被做空公司、做空未摘牌公司、做空摘牌公司。如果说,董事会特征能够决定、至少影响到公司的经营绩效与市场价值,那么,3组经营绩效、市场价值差异悬殊的公司,其董事会特征也应当有所不同,特别是这些中概股公司被做空,主要还是与公司业绩数字虚假有关,而这些应当是董事会监督的主要职能之一。由此我们可以推测:如果以有效决策和监督作为公司董事会的主要职能,那么,上述3组公司在董事会特征上,应该存在差异。如果尚德电力中董事会没能发挥作用具有一定的普遍性,一个必然的推论是:上述3组公司在董事会层面应该不存在显著差异。

沿用董事会研究的通行方法,本文采用董事会规模、外部董事规模、独立董事规模、外部董事比例、独立董事比例等来刻画董事会特征。其中,外部董事指非本公司员工的外部人员担任的董事^①;独立董事指符合纽交所或纳斯达克对独立性要求,在财务报告中标注为Independent Director的董事。

我们首先从国泰安数据库取得中国赴美上市公司的名录,其次检索各大财经网站的报道,取得

从面向合作伙伴到面向消费者的供应链转型

中国工商管理案例研究

被做空的中概股公司名单及做空时间。再根据中概股公司在SEC网站上披露的年报、Proxy Statement、公告等,手工搜集公司销售收入、董事会规模、外部董事人数、独立董事人数、是否被摘牌等数据。剔除资料不全等情况,最终获取217家中概股公司的数据。其中,未被做空公司151家,做空未摘牌公司37家,做空并摘牌公司29家。表3是这些样本公司董事会特征的描述性统计。

由于中概股公司之间的规模差别很大,既有中石油、南方航空这一类的巨无霸央企,也有一些刚起步的小型民企。因此我们以销售收入控制规模,对未被做空、做空未摘牌、做空摘牌三类公司进行样本配对。最终取得37对未被做空与做空未摘牌样本,29对未被做空与做空摘牌样本;由于做空未摘牌、做空摘牌的样本数分别为37家和29家,如果严格配对,样本量会过少,因此研究将这两组样本直接进行均值比较。

表4列示了3组公司的比较结果。由于在美国上市,这些公司均根据纽交所等的相关指引建立董事会,形式上称得上是标准的董事会结构。董事会规模平均在6人左右,独立董事比例过半,外部董事比例超过60%。但从分组的均值比较结果可以看出,在董事会规模上,做空摘牌公司与其他两组样本的差异在统计意义上显著,但实际差不到1人,经济意义不强;外部董事比例、独立董事比例的结果不一致,甚至出现了摘牌公司显著高于未摘牌公司的情况。由此可以看出,尽管公司的业绩不同、市场前景迥异,但3组公司的董事会结构却没有实质差别。换言之,形式上规范、完善的董事会,在监督中概股公司经营行为、提升公司业绩和市场价格

值方面,并没有发挥预期的积极作用。

基于上述案例的讨论以及中概股董事会特征的描述,采用相关性研究方法检验得出董事会有助于改进经营绩效、提高市场价值等推论,其理论依据并不充分。也让我们进一步思考:在尚未厘清董事会作用路径、机理的情况下,单纯以规模、独立性、专业化背景等作为评价董事会优劣的标准是否合理、现实?或者,考察这些维度对公司业绩、价值等的影响,真的完全捕捉到了董事会作用机制的实质了吗?

七、讨论与小结

本文是一个案例分析论文,我们以尚德电力失败的案例为切入点,期望讨论一个更为一般的话题:董事会究竟能够发挥什么作用?

我们的分析表明,尚德电力之所以快速衰落,除了行业周期性因素外,关联交易、错误决策、管理层失察等内部失误,应当是主导性因素。按照法律、法规以及主流文献的观点,董事会的主要职能就是更有效地决策,同时监督管理层。很显然,在尚德电力失败事件中,董事会没有发挥它应有的作用。将中概股按照是否被做空、做空是否失败为依据,分为3组公司,对其董事会特征描述表明,这3组公司董事会不存在显著性差异。这些证据都表明,董事会即便完全符合相应的规范要求,也并不必然能够发挥监督作用。

董事会为什么没有发挥相应的决策和监督作用?可能的解释很多,除了各该公司自身董事会建设外,至少有两种可能的解释:解释之一,纽约证券交易所等提出的董事会及其相应结构,可能是基于美国市场环境的一些基础性制度,比如法律风险、信息披露等,这些因素对尚德电力以及其他中概股公司并不必然适用^⑧;另一种可能的解释,挑战关于董事会制度的认识:董事会制度安排本身就无法承担决策和监督的重任。也正因为如此,本文提出了董事会之谜,即:对董事会制度本身,还有诸多谜团待解。

我们希望这篇文献能够给学术界关注董事会研究,提供一个新的研究方向,或者,关注一些更基础性的话题:董事会的核心价值是什么?在法律、法规强制性要求设立董事会制度

表3 “中概股”公司董事会特征描述性统计

	样本量	均值	标准差	中位数	极大值	极小值
董事会规模	217	6.98	2.08	7	15	3
外部董事人数	217	4.82	1.73	4	13	2
独立董事人数	217	3.74	1.09	4	7	1
外部董事比例	217	0.69	0.12	0.67	0.91	0.33
独立董事比例	217	0.56	0.14	0.57	0.63	0.14

表4 未被做空、做空未摘牌、做空摘牌公司董事会特征均值比较

	(1)			(2)			(3)		
	未被做空	做空未摘牌	均值比较p值	未被做空	做空摘牌	均值比较p值	做空未摘牌	做空摘牌	均值比较p值
公司数量	37	37		29	29		37	29	
销售收入(万美元)	147755	125731	0.3269	22591	22328	0.0725	125731	22328	0.3145
董事会规模	6.79	6.64	0.6956	6.77	6.00	0.0515	6.64	5.96	0.0955
外部董事比例	0.69	0.66	0.3442	0.69	0.65	0.2516	0.66	0.65	0.6624
独立董事比例	0.59	0.52	0.0089	0.54	0.59	0.1343	0.52	0.59	0.0191

之后,董事会的价值发生了什么变化?董事会作用的发挥,与相应制度环境变化之间,存在什么关系?董事会的特征究竟应当如何刻画?

(作者单位:蔡宁,厦门大学管理学院;董艳华,郑州万科房地产有限公司;刘峰,厦门大学管理学院/中山大学现代会计与财务研究中心;责任编辑:尚增健)

注释

①2009年全球太阳能电池产量为10.66吉瓦(GW),多晶硅产量为11万吨,到2010年分别达到20.5GW、16万吨,组件价格则从2000年的4.5美元/瓦下降到2010年的1.7美元/瓦。资料来源:中华人民共和国工业和信息化部《太阳能光伏产业十二五发展规划》。

②这一时期形成诸如河北保定、江西新余、河南洛阳、四川乐山等太阳能产业基地,造就了包括江西赛维、英利能源、保利协鑫等在内的大批太阳能类相关企业。但赛维LDK在2011年底资产负债率达到87.68%,2012年底为103.57%;天合光能2011年首次出现净利润率为负,即-1.85%,到2012年为-20.56%;中电光伏2011年底和2012年底的资产负债率分别为82.83%和99.32%。

③ $2603 = (7690 + 9230) / 26 \times (30 - 26)$

④终止与MEMC的合同,尚德放弃了5300万美元的预付款;2011年7月至2012年4月,尚德分期等额向MEMC支付了另外的6700万美元;同时尚德还将冲销2006年发行、总价值约9190万美元的未摊销认股权证。损失合计高达2.119亿美元。

⑤在查阅的12家对比公司中,只有林洋新能源2006年6月,与E-mei签订5年期合同,价格是在市价的基础上打折,支付预付账款供E-mei建设新设备。其他11家公司并不存在预付款项支持供货单位扩大产能的情况。

⑥反担保是指为债务人担保的第三人,为了保证其追偿权的实现,要求债务人提供的担保。在债务清偿期届满,债务人未履行债务时,由第三人承担担保责任后,第三人即成为债务人的债权人,第三人对其他代债务人清偿的债务,有向债务人追偿的权利。

⑦关于监督功能,纽交所要求董事会中有绝大多数独立董事,这样能够增强董事会的监督功能,审计委员会能够协助董事会监督:(1)财务报告的公正性;(2)上市公司的合规性;(3)独立董事的资质和独立性;(4)上市公司内部审计功能的有效性。为了实现审计委员会的监督功能,审计委员会必须对不同方面的管理、独立审计师以及内部审计有利。关于决策功能,薪酬委员会应该就非总裁类执行董事的薪酬、激励计划、股权计划向董事会提供建议,提名委员会选择或者向董事会提议选择合适的董事会成员,建议采取适合的公司治理指引,监督董事会的评价与管理。资料来源:NYSE Listed Company Manual。

⑧《中华人民共和国公司法》(2013)第一百四十七条规定:董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程,对公司负有忠实义务和勤勉义务。《纽交所上市手册》规定,每个上市公司的公司治理指引中,都必须规定董事的基本义务和责任,包括董事会会议出勤、提前阅读会议资料;审计委员会应该监督财务报告公正性、合规性,内部审计及独立审计师的有效性等,董事应该保护公司资产有效使用。

⑨根据公司财务报告、Proxy Statement及新闻报道,既未

标明在公司担任职位、也未标明独立董事,可判断为外部董事。

⑩我们在翻阅SEC有关监管文件时发现,美国证券市场上的境内发行人与境外发行人适用两套严格程度完全不同的监管体系。境内发行者适用Form 10-K,境外发行者适用Form 20-F。后者在公司治理方面的规定远比前者宽松,甚至在监管与信息披露等方面赋予境外发行者相当豁免权。此外,由于治外法权等问题,SEC实质上是难以对违法的境外发行人追究其相关法律责任的。因此,这些制度基础上的差异,有可能是导致形式上完善、规范的董事会制度未能发挥预期作用的原因之一。

参考文献

- (1)林卉、刘峰:《董事会》,厦门大学工作论文,2014。
- (2)李维安:《从安然到雷曼·警惕繁荣背后治理风险的累积》,《南开管理评论》,2008年第5期。
- (3)曲扬:《后金融危机时代如何完善我国上市公司治理模式》,《中央财经大学学报》,2010年第6期。
- (4)Anderson R. C., S. A. Mansi and D. M. Reeb, 2004, Board Characteristics, Accounting Report Integrity and The Cost Of Debt, *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), pp.315~342.
- (5)Agrawal A. and C. R. Knoeber, 2001, Do Some Outside Directors Play A Political Role? *Journal of Law and Economics*, 44, pp.179~198.
- (6)Akhigbe A. and A. D. Martin, 2006, Valuation Impact of Sarbanes Oxley: Evidence from Disclosure and Governance Within the Financial Services Industry, *Journal of Banking and Finance*, 30(3), pp.989~1006.
- (7)Beasley M. S., 1996, An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud, *Accounting Review*, pp.443~465.
- (8)Bedard J., S. M. Chtourou and L. Courteau, 2004, The Effect of Audit Committee Expertise, Independence and Activity on Aggressive Earnings Management, *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23(2), pp.13~35.
- (9)Boone A. L., F. L. Casares and J. M. Karpoff, 2007, The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 85(1), pp.66~101.
- (10)BurakGüner A., U. Malmendier and G. Tate, 2008, Financial Expertise of Directors, *Journal of Financial Economics*, 88(2), pp.323~354.
- (11)Byrd J. W. and K.A. Hickman, 1992, Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids, *Journal of Financial Economics*, 32(2), pp.195~221.
- (12)Cheng S., 2008, Board Size and the Variability of Corporate Performance, *Journal of Financial Economics*, 87(1), pp.157~176.
- (13)Dalton D. R., C. M. Daily, J. L. Johnson and A. E. Ellstrand, 1999, Number of Directors and Financial Performance: A Meta-analysis, *Academy of Management Journal*, 42(6), pp.674~686.
- (14)Easterbrook F. H., 1984, Two Agency Cost Explanations of Dividends, *American Economic Review*, 4, pp.650~659.
- (15)Gevurtz F. A., 2004, The Historical and Political Origins of the Corporate Board of Directors, *Hofstra Law Review*, 33, pp.90~173.

(下转第169页)

络。由于企业家知识和企业家网络的核心是隐性知识,同时在环境不确定性不断提高的时代中,父辈和子代之间存在较大的认知差异,这就使得代际传承这一任务具有高度复杂性。王小龙从认知学习理论出发提出了家族企业隐性知识传递模型,即刺激-重组-反应模型。在刺激阶段,子代同时通过有意识和无意识的刺激来获得知识,因此在刺激阶段,不仅仅要通过正规的义务教育、培训课程进行知识刺激,同时也需要关注父辈的言传身教和自身工作中的所见所感。在知识刺激的基础上,子代会形成知识量的积累,以及在量积累的基础上带来工作业绩的提升,即知识整合的两个阶段。这一过程中,关系环境友好性和自身知识基础的完备性决定了父辈与子代之间的隐性知识传承。

(四)小结

与会者认为,全面深化改革使日益增强的环境不确定性成为浙商创业创新环境的重要特征。环境不确定性的核心特征具体表现在复杂性、模糊性、不确定性、波动性等,这对浙商之前所依赖的“四千精神”、敢为天下先的创业创新精神提出了新的挑战,需要浙商采取使命导向和知识导向的发展策略,以引领浙商的再次成长。中国经济从实体经济转向实体经济与虚拟经济结合成为目前浙商创业创新环境的具体表现。电子商务的发展还仅仅是虚拟经济发展的第一步,未来将会从电子商务经济体走向信息经济。这既对实体经济发展提出了更高的要求,也促使浙商积极承担起实体经济重大自主创新的历史使命,进而实现实体经济与虚拟经济的协同发展。全面深化改革所带来的“新常态”背景下,浙商在面临重大挑战的同时,也具备了乐观的创业态度和清晰的创业思路。乐观的态度来自对“新常态”下新的发展机会的识别,清晰的思路来自对

浙商历史使命的再认识和创业创新生态系统的构建与完善。制度创业、平台创业、商业模式创新成为全面深化改革背景下浙商创业创新的路径选择。未来浙商的发展较大程度上有赖于浙商创业创新生态系统的持续优化,这个生态体系需要整合诸多利益相关者的努力。在这个生态系统中,制度变革是支撑,这不仅需要来自政府的顶层设计所推动的自上而下式制度变革,同时也需要浙商开展自下而上的制度创业;平台创业是抓手,这需要有效沟通双边或多边市场,通过网络效应积累推进平台的有效打造;基于满足客户需求的商业模式创新是核心逻辑,因为只有实现多方共赢,创造价值,才能够真正实现生态系统的可持续发展。

(作者单位:浙江工商大学浙商研究中心;责任编辑:尚增健)

参考文献

- (1) Chesbrough H. W., 2007, Why Companies Should Have Open Business Models? *MIT Sloan Management Review* 48(2), pp.22-28.
- (2) Maguire S., Hardy C., Lawrence T. B., 2004, Institutional Entrepreneurship in Emerging Fields: HIV/AIDS Treatment Advocacy in Canada *Academy of Management Journal* 45, pp.657-679.
- (3) Zott C. and Amit R., 2001, Value Creation in E-business *Strategic Management Journal* 22(6/7), pp.493-520.
- (4) 龚军生、贾生华:《家业何以长青? 企业家个体层面家族企业代际传承要素的识别》,《管理世界》,2008年第9期。
- (5) 胡祖光、叶建华、吕福新:《浙商模式创新经典案例》(2011~2012年版),浙江人民出版社,2013年。
- (6) 胡祖光、吕福新、崔砾金:《浙商模式创新经典案例》(2010版),浙江人民出版社,2011年。
- (7) 李建波:《怎样看中国经济新常态》,《学习时报》,2014年10月20日。
- (8) 胡祖光、叶建华、吕福新:《浙商模式创新经典案例》(2011~2012年版),浙江人民出版社,2013年。
- (9) 胡祖光、吕福新、崔砾金:《浙商模式创新经典案例》(2010版),浙江人民出版社,2011年。
- (10) 李建波:《怎样看中国经济新常态》,《学习时报》,2014年10月20日。
- (11) 胡祖光、叶建华、吕福新:《浙商模式创新经典案例》(2011~2012年版),浙江人民出版社,2013年。
- (12) 胡祖光、吕福新、崔砾金:《浙商模式创新经典案例》(2010版),浙江人民出版社,2011年。
- (13) 李建波:《怎样看中国经济新常态》,《学习时报》,2014年10月20日。
- (14) 胡祖光、叶建华、吕福新:《浙商模式创新经典案例》(2011~2012年版),浙江人民出版社,2013年。
- (15) 胡祖光、吕福新、崔砾金:《浙商模式创新经典案例》(2010版),浙江人民出版社,2011年。
- (16) Hermalin B. E. and M. S. Weisbach, 1991, The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance *Financial Management* pp.101-112.
- (17) Hermalin B. E. and M. S. Weisbach, 2003, Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature *Economic Policy Review* pp.7-26.
- (18) Hillman A. J., 2005, Politicians on the Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line? *Journal of Management* 31(3), pp.464-481.
- (19) Hillman A. J., A. A. Cannella and R. L. Paetzold, 2000, The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change *Journal of Management Studies* 37(2), pp.235-256.
- (20) Kim H. and C. Lim, 2010, Diversity, Outside Directors and Firm Valuation: Korean Evidence *Journal of Business Research* 63(3), pp.284-291.
- (21) Kirkpatrick G., 2009, Corporate Governance Lessons From The Financial Crisis *Financial Market Trends: OECD*.
- (22) Klein A., 2002, Audit Committee, Board of Director Characteristics and Earnings Management *Journal of Accounting and Economics* 33, pp.375-400.
- (23) Linck J. S., J. M. Netter and T. Yang, 2008, The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-oxley Act on the Supply and Demand For Directors *Reviews of Financial Studies* 22(8), pp.3287-3328.
- (24) Martin C., W. Q. Judge and M. Useem, 2011, Corporate Governance and The 2008-2009 Financial Crisis *Corporate Governance: An International Review* 19, pp.399-404.
- (25) Maureen I. M. and K. B. Lewellyn, 2011, Did Board Configuration Matter? The Case of US Subprime Lenders *Corporate Governance: An International Review* 19, pp.404-417.
- (26) Pfeffer J., 1972, Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and Its Environment *Administrative Science Quarterly* pp.218-228.
- (27) Rosenstein S. and J. Wyatt, 1990, Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth *Journal of Financial Economics* 26, pp.175-191.
- (28) Wintoki M. B., 2007, Corporate Boards and Regulation: The Effect of the Sarbanes-oxley Act and the Exchange Listing Requirements on Firm Value *Journal of Corporate Finance* 13, pp.229-250.
- (29) Weisbach M. S., 1988, Outside Directors and CEO Turnover *Journal of financial Economics* 20, pp.431-460.

(上接第165页)

(16) Hermalin B. E. and M. S. Weisbach, 1991, The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance *Financial Management* pp.101-112.

(17) Hermalin B. E. and M. S. Weisbach, 2003, Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature *Economic Policy Review* pp.7-26.

(18) Hillman A. J., 2005, Politicians on the Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line? *Journal of Management* 31(3), pp.464-481.

(19) Hillman A. J., A. A. Cannella and R. L. Paetzold, 2000, The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change *Journal of Management Studies* 37(2), pp.235-256.

(20) Kim H. and C. Lim, 2010, Diversity, Outside Directors and Firm Valuation: Korean Evidence *Journal of Business Research* 63(3), pp.284-291.

(21) Kirkpatrick G., 2009, Corporate Governance Lessons From The Financial Crisis *Financial Market Trends: OECD*.

(22) Klein A., 2002, Audit Committee, Board of Director Characteristics and Earnings Management *Journal of Accounting and Economics* 33, pp.375-400.