

ZHONGGUO DULIDONGSHI
JIANDU JIZHI YANJIU

中国独立董事 监督机制研究

——理论分析与实证检验

寇晓宇◎著

246



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

ZHONGGUO DULIDONGSHI
JIANDU JIZHI YANJIU

中国独立董事 监督机制研究

——理论分析与实证检验

寇晓宇◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国独立董事监督机制研究: 理论分析与实证检验/寇晓宇
著. —北京: 中国经济出版社, 2007. 5

ISBN 978 - 7 - 5017 - 7990 - 1/F · 6991

I. 中... II. 寇... III. 股份有限公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 057118 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 戴玉龙 (邮箱: daiyulong2000@126.com, 电话: 13520222670)

责任印制: 石星岳

封面设计: 巢新强

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京东光印刷厂

开 本: A5

印 张: 8.25 字 数: 250 千字

版 次: 2007 年 5 月第 1 版 印 次: 2007 年 5 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5017 - 7990 - 1/F · 6991 定 价: 29.80 元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68369586 68346406 68309176

摘 要

随着全球公司治理运动的深入,作为其核心内容之一的独立董事监督机制越来越引起研究者的兴趣。2004 年中国出现的一些独立董事事件,暴露出目前独立董事监督机制存在的不足,由此也引起了学者的广泛关注。因此,探讨独立董事监督机制能否适应中国上市公司特殊的股权结构并发挥积极作用,对健全公司治理与进一步深化国有企业改革具有重要的理论与现实意义。

独立董事监督机制一般从不完全合同视角研究企业中的监督问题,基本的独立董事监督模型是从信息结构着手构建董事会中各方参与人的博弈,是博弈论在公司治理中的运用。独立董事监督机制的理论研究大多集中在国外,国内该理论的研究及应用方兴未艾。本文的核心工作主要在两方面,一是构建一个适合中国上市公司独立董事监督机制的理论模型;二是考察独立董事监督机制是否能够发挥应有的作用,以便从理论上对该项制度的引入做出合理的解释,进而提出具有较强操作性的政策建议。本文的主要结构如下:

绪论部分提出本文的研究意义,简要概括国内相关研究状况以及界定基本的概念,对本文的整体思路、创新点和不足进行介绍。

解释独立董事监督机制能否发挥作用以及约束条件是研究

独立董事问题的核心。第2章重点对现有国外学者在这方面的研究成果进行了概述,首先,分析独立董事具有完全信息但可能被经营者解雇的情况;其次,分析独立董事不具有完全信息且不能被经营者解雇的情况,后来的研究者主要从这两个角度作进一步的研究。

第3章根据上市公司独立董事监督的典型案列,找出独立董事监督过程中出现的问题,然后依照证券市场和董事会构成的实际情况,构建包括独立董事与经营者的完全信息博弈模型,考察独立董事在不同股权结构下的监督作用。研究表明,股权结构的适度分散将有利于独立董事监督作用的有效发挥。

第4章放宽了参与人之间具有完全信息的假设,并将外部监督机制引入模型,构建独立董事与经营者的不完全信息动态博弈模型,考察外部监督机制与内部监督机制的相互影响。研究表明,独立董事监督机制能够降低委托代理成本,给股东带来收益;由于外部监督机制的不完善和违规成本太低,制约了独立董事监督机制作用的发挥,而外部监督机制的发展受到上市公司股权结构集中的制约,进一步证明了股权结构是与独立董事监督机制密切关联的。

第3章和第4章的分析表明,独立董事监督机制能够降低委托代理成本,但是在具有控股股东的公司中,监督效果要受到控股股东的影响,第5章利用中国上市公司的数据在一定程度上对这个结论进行了实证检验。

独立董事监督机制作为一种制度建设,其发展不会一蹴而就,需要有一个不断健全完善的过程。本文的结论为控股股东占主导地位的上市公司如何深化公司治理改革提供了一个值得参考的经验和借鉴,同时也为政府如何选择相对有效率的

股权结构而同时又能发挥独立董事监督机制的作用提供了相应的政策启示。

关键词：独立董事，监督，经营者，博弈，股权结构

Abstract

With the rise of corporate governance universally, the monitor mechanism of independent directors has attracted the study of many scholars. The cases in some Chinese listed companies in 2004 exposed the defects of such mechanism and scholars are getting interested in it. Hence, it is of great theoretical significance to make a study on the function of independent directors monitor mechanism. It also is of practical significance to optimize the structure of board of directors in Chinese companies and to promote the corporate governance in State – Owned Enterprises.

Started from incomplete contract, the basic model of monitor mechanism of independent directors constructs a multi – player analysis, applying the game theory. The childhood stage of related study in China makes it possible for the article to build a theoretical model for the monitor mechanism of independent directors in Chinese listed companies and then to evaluate the rationality of such mechanism. Based on game theory, first, the article attempts to build models of monitor mechanism of independent directors applicable to China. Second, a qualitative study is given and is followed by some practical policy suggestions. The main framework of the dissertation is as follows:

The preface puts forward the research significance of the paper, summarizing the domestic study of the topic, identifying some basic concepts and making an introduction over the train of thoughts, innovative points and shortcomings of the whole article.

The interpretation of monitor mechanism and its restrictions lie in the core of independent directors' function. The second chapter mainly gives a summarization of achievements made by foreign scholars, with an angle of information structure. First, the paper analyzes the situation of complete information between independent directors and management, while the management has the power of lay off independent directors. Second, the situation that independent directors has incomplete information and cannot be laid off is also studied.

In chapter 3, the problems occurred in monitor process are found in some typical cases of independent directors' job. Then, a complete information game theory model is established in accordance with the actual circumstance in stock market and board of directors, followed by the function of monitor under different equity ownership structure. The paper concludes that appropriate disperse of equity ownership structure benefits the effectiveness of independent directors' monitor function.

The complete information assumption is relaxed in chapter 4. An incomplete information dynamic game model between independent directors and management is built with the introduction of external monitor mechanism. The purpose of it is to study the interaction between internal and external monitor system. The research shows

that the independent directors' monitor mechanism is good to lower the principal – agent cost, bringing benefits for shareholders. The imperfect external monitor mechanism and little punishment restrict the effectiveness of internal monitor system, while the controlling shareholders hamper the external monitor. The result testifies the close relationship between equity ownership structure and independent directors' monitor function.

Accordingly, in some extent, an empirical study is launched in chapter 5 to testify the conclusions, based on the data from Chinese listed companies.

As an institutional construction, the build of independent directors' monitor mechanism needs a long time to perfect. The conclusion of the dissertation offers a valuable experience, especially for the corporate governance in public listed companies with controlling shareholders. At the same time, the paper may give some policy inspiration for the government to establish an effective equity ownership structure, whilst bringing independent directors into full play.

KEY WORDS: independent directors, monitor, management, game theory, equity ownership structure

目 录

第1章 绪 论	1
第一节 选题缘由和意义	1
一、选题缘由和研究背景	1
二、研究独立董事监督机制的理论和现实意义	8
第二节 独立董事监督机制的发展历程	12
一、独立董事监督机制的产生原因	12
二、独立董事与独立董事监督机制	25
三、独立董事监督机制在中国的发展	34
第三节 研究内容与方法	37
一、研究内容	37
二、研究方法	40
第2章 独立董事监督机制文献综述	41
第一节 经营者可以解雇独立董事时的监督机制研究	44
一、存在解雇威胁时独立董事的监督模型	45
二、保证独立董事监督机制的相关研究	51
第二节 独立董事不具有内部信息时的监督机制研究	71
一、信息不完全与独立董事监督机制研究	72
二、独立董事监督机制特征的相关研究	76
本章小结	82

第3章 完全信息条件下独立董事监督机制研究	83
第一节 独立董事案例分析：问题的提出	84
一、上市公司出现的问题	84
二、问题的分析	86
三、独立董事监督的结果	89
第二节 相关概念的界定	90
一、股权结构	90
二、控股股东与大股东	94
三、控制权的私人收益	96
第三节 独立董事和CEO的博弈模型	101
一、独立董事和CEO的激励方式	101
二、模型假设	105
三、CEO和独立董事的反应函数及均衡解	113
四、比较静态分析	119
五、结论	124
本章小结	125
第4章 不完全信息条件下独立董事监督机制研究	127
第一节 问题的提出	128
一、独立董事监督与不完全信息	128
二、外部接管市场的监督	134
第二节 不完全信息条件下独立董事与CEO的 博弈模型	135
一、假设前提	136
二、CEO选择项目时的委托代理问题	137
三、董事会中各类参与人的决策	138

四、博弈规则	141
第三节 博弈模型求解	142
一、独立董事的决策	143
二、内部董事的决策	145
三、独立董事监督机制给股东增加的收益	151
四、最优独立董事人数	152
第四节 模型结论	153
一、比较静态分析	153
二、结论	154
本章小结	158
 第 5 章 独立董事监督机制实证研究	159
第一节 文献回顾	159
一、独立董事与公司业绩	159
二、大股东与公司业绩	161
三、独立董事与股权结构交互项及公司业绩	164
第二节 实证检验	166
一、样本选择与数据来源	166
二、模型与变量	167
第三节 实证结果分析	174
一、样本数据分析	174
二、回归结果分析	184
三、结论	193
本章小结	194
 结 语	195

参考文献	203
附录 1: 郑百文事件	
“花瓶董事”被罚有点冤	222
附录 2: 乐山电力事件	
独董聘中介机构调查公司受阻	226
乐山电力独董“出局”背后 三大股东为一人控制 ..	228
附录 3: 新疆屯河事件	
独董正在摆脱“花瓶”形象	233
附录 4: 伊利股份事件	
伊利风波全记录	235
郑俊怀被捕 伊利独立董事争议画上句号了吗	236
附录 5: 关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见	239
附录 6: 独立董事与经营者博弈模型中	
均衡稳定性的证明	246
附录 7:	
图 4-3 独立董事和 CEO 的不完全信息动态博弈	248
图 4-4 内部董事披露信息时独立董事的决策	249
图 4-5 独立董事监督机制给股东增加的利益	250

第1章 绪论

第一节 选题缘由和意义

一、选题缘由和研究背景

独立董事制度是在英美等股权分散国家公司中为了解决委托代理问题而逐渐产生的，随着全球公司治理运动的深入，这项制度被移植到世界各地，包括东亚各国和地区，同样也被中国证监会所采纳。

我国的上市公司大多是由国有企业转制而来，在建立现代企业制度的过程中，实行的是类似双层制董事会^①的公司治理结构，即：公司股东大会是最高的权力机构，股东大会分别选举董事会和监事会，二者相对独立，分别对股东大会负责。董事会是公司的执行机构，监事会对董事会进行监督，并与董事

^① 董事会制度可以分为三种模式：单层制董事会、双层制董事会和业务网络模式。单层制董事会由执行董事和独立董事组成，英、美、加、澳大利亚和其他普通法国家一般采用这种模式。双层制董事会一般是由一个地位较高的监事会监管一个代表相关利害者的执行董事会，德国、奥地利、荷兰和部分法国公司采用该模式。业务网络模式又被称为日本模式，特指日本公司的治理结构，公司之间通过内部交易、交叉持股和关联董事任职等方式形成非正式的网络关系。

会共同对公司经营者进行监督。在实际运行的过程中,有些公司的董事会和监事会受大股东操纵,不能有效行使监督职能,不仅上市公司资产流失严重,而且中小股东的利益得不到保护^①。

为了完善上市公司的治理结构,加强对管理层的监督,保护中小投资者的利益,2001年8月21日,中国证监会颁布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,要求在2003年6月30日前,上市公司董事会成员中应当至少包括1/3独立董事。《指导意见》出台之后,截至2003年6月底,在上海和深圳两个交易所1250家上市公司中,大多数上市公司已经按照证监会要求聘请了独立董事,独立董事制度已基本得到执行。

近年来独立董事在行使监督职能时与上市公司之间出现了一些矛盾,主要通过以下几个典型案例表现出来:

2001年9月27日,中国证监会做出决定:由于郑百文虚增利润、虚假上市,对郑百文董事长、副董事长分别处以30万元和20万元罚款;对包括独立董事在内的10名董事处以10万元罚款。这是我国证券市场第一次对独立董事做出处罚。接到行

(接上页注)从我国公司法对董事会和监事会的职权规定来看,尽管与典型的双层制董事会存在一些区别,如监事会不能任免董事会,但是监事会被赋予了在某些特定情况下可以提议和召集股东会的权力,并具有根据公司章程规定或股东会授权的其他职权,从而在法律和理论上可以获得更多的治理公司的权力,从这个意义上说,我国公司的权力结构类似于双层制董事会(参见:李维安、武立东:公司治理教程,上海:上海人民出版社,2002年版,第147~151页)。

① 搜狐财经:上市公司大股东占用资金问题严重,2005年5月7日。

政处罚决定书之后，该公司独立董事向中国证监会提出行政复议，称自己不懂经济，担任的是完全独立于公司管理层、不参与公司经营管理、不拿任何报酬的社会董事。但是他的请求被证监会驳回，维持原处罚^①。

2004年2月，乐山电力的独立董事在出具年报中的独立意见之前，因为对该公司的频繁担保和逐渐暴露出来的涉诉案件感到担心，便聘请深圳一家会计师事务所对乐山电力近年来的关联交易事项和负债情况进行专项审计，但乐山电力的高层管理者以各种理由加以阻挠。2004年5月，支持独立董事进行专项审计的内部董事被解雇，两名独立董事愤而辞职^②。

2004年6月10日和11日，新疆屯河两名独立董事辞职，辞职的理由是因为公司信息披露不透明，难以履行独立董事职责^③。之前在6月4日，新疆屯河发布公告称，中国证监会新疆监管局正在对公司进行巡检，发现公司存在违规担保、为大股东及实际控制人提供大额存单质押以及巨额资产抵押等事实。2004年6月24日，上交所对包括独立董事在内的新疆屯河有关责任人公开谴责。

2004年3月，伊利股份的三位独立董事对公司购买国债一事提出质疑，未果，于6月15日发出独立董事声明，拟聘请会计师对公司国债进行审计，而公司却于16日下午的临时董事会上罢免了独立董事俞伯伟的独立董事资格，并披露罢免原因是俞伯伟的主要社会关系担任主要职务的公司与伊利股份存在关

① 参见附录1。

② 参见附录2。

③ 参见附录3。

联交易，经过一番程序上的波折，最终在2004年8月3日的临时股东大会上免去了俞伯伟的独立董事资格。随后，该公司另一名独立董事提出辞职。2004年12月22日，伊利股份董事长等5名高层管理者因为委托理财、挪用公款被内蒙古人民检察院刑事拘留^①。

2005年4月4日，《21世纪经济报道》披露西北化工由于担保而存在或有损失，预亏6000万至9000万元，公司有可能因此而被ST。并同时披露该公司独立董事吴昌侠是西北化工为其担保公司甘肃德昌投资的经理，吴昌侠独立董事的身份不独立。

这是近几年在我国上市公司发生的几个典型案例，从这几个案例分析发现我国上市公司的独立董事在监督时有可能出现以下几个问题：

第一，独立董事的任职资格问题。担任独立董事的董事或者不懂经济，或者与任职公司存在关联交易，都不符合证监会对独立董事资格的要求。为了保证董事会的独立性以及独立董事的独立监督职能，必须对独立董事的任职资格有严格的规定并认真遵照执行。

第二，独立董事与上市公司之间的信息不对称问题。各国对上市公司的信息披露都有规定，要求上市公司按照一定的准则、方法和惯例，向包括资产所有者在内的社会公众公开公司财务和非财务信息。上市公司的经营者由于各种原因，人为操纵信息披露，使披露的信息不真实、不充分，独立董事不能根据得到的信息做出准确的判断，这样独立董事作为全体股东授权的监督者，如果不能及时了解公司内部信息，就无法完全监

^① 参见附录4。