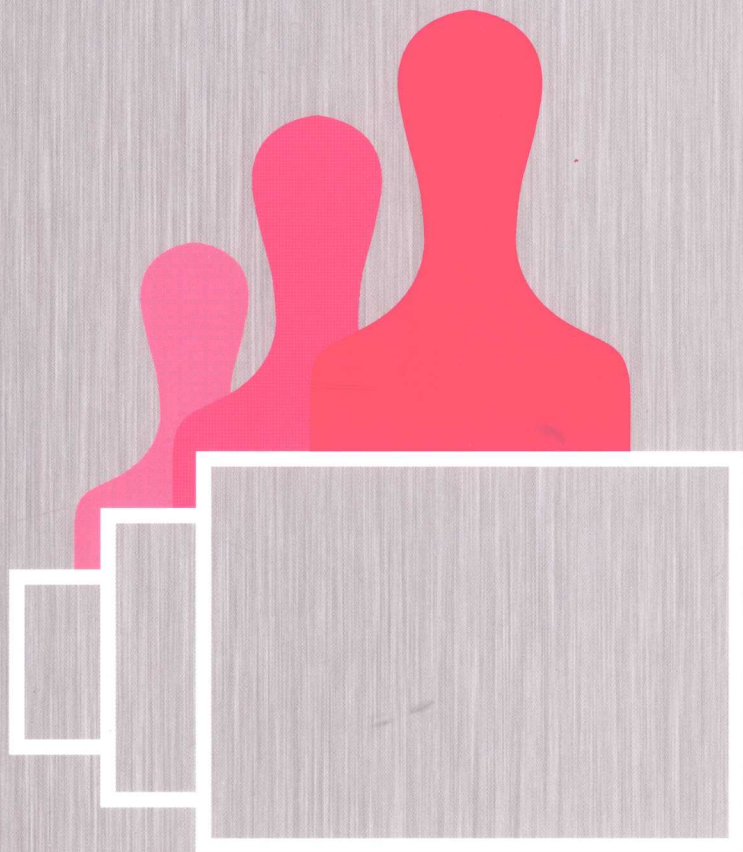


岭南学术文库 主编：吴立范 陈平

THE REPUTATION
INCENTIVE OF CHINESE
INDEPENDENT DIRECTORS

我国上市公司独立董事声誉机制研究

陈 艳 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

“中山大学岭南学院学术发展资金” 资助

“中山大学人文社会科学青年研究基金” 资助

我国上市公司独立董事声誉机制研究

The Reputation Incentive of Chinese Independent Directors

陈 艳 著

经济管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

我国上市公司独立董事声誉机制研究/陈艳著. —北京: 经济管理出版社, 2009.9

ISBN 978-7-5096-0751-0

I. 我… II. 陈… III. 上市公司—企业管理—研究—中国 IV. F279.24

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 157752 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话:(010)51915602 邮编:100038

印刷:北京银祥印刷厂

经销:新华书店

组稿编辑:王光艳

责任编辑:许兵

技术编辑:杨国强

责任校对:超凡

720mm×1000mm/16

9.5 印张

155 千字

2009 年 10 月第 1 版

2009 年 10 月第 1 次印刷

定价:30.00 元

书号:ISBN 978-7-5096-0751-0

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部
负责调换。联系地址:北京阜外月坛北小街 2 号

电话:(010)68022974 邮编:100836

《岭南学术文库》编委会

主 编：吴立范 陈 平

编 委：（按姓氏笔画排序）

王美今 王 珺 王 曦 李仲飞 陈宏辉

陈浪南 洪 翰 舒 元 储小平

内容摘要

2001年8月中国证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，标志着我国境内上市公司正式全面地引入独立董事制度。然而，独立董事的激励问题一直困扰着我国独立董事制度的发展。在英美等国，独立董事的激励主要依靠声誉激励，声誉激励是独立董事制度有效运行的核心。然而我国理论界对于独立董事的声誉激励问题少有探讨。因此，在分析我国独立董事激励机制作用的制度背景的基础上，本书在第四章对于独立董事与股东之间的委托-代理关系建立了理论模型进行分析，发现在全体股东利益一致的情况下独立董事的声誉激励总是与股东的收益正相关，然而当存在大股东私有收益的情况下，对于大股东来说存在一个最优的独立董事的声誉激励水平，因此当大股东有能力控制独立董事声誉激励的水平时，可能会依据自身的持股比例和私有收益选择对自己最为有利的独立董事声誉激励水平。

本书的第五章和第六章通过分别考察我国独立董事在抑制关联交易和辞职行动中的表现，对于我国独立董事受到声誉激励的状况进行了实证研究。由于抑制不公平关联交易是独立董事工作的重要内容，所以本书首先考察了上市公司关联交易规模与独立董事市场声誉之间的关系。实证研究的结果发现，在对我国上市公司关联交易监管的工作中，独立董事没有受到有效的声誉激励，声誉假设并不成立。同时还发现固定薪酬对于独立董事抑制关联交易也没有显著的激励效果。因此，在缺乏激励的情况下，虽然中国证监会硬性要求上市公司引入独立董事制度，但是独立董事的绝对数量的提高和在董事会中所占的比例的增加并没有对我国上市公司的关联交易的规模起到显著的抑制作用。

当独立董事意识到公司治理问题却无力改变时，也有可能选择辞职来保全自身的声誉，因此本书进一步通过独立董事的辞职选择来考察我国独立董事受到的声誉激励。实证研究发现，声誉激励对于我国独立董事的辞职选择会产生

一定的影响，独立董事为了维护自身的声誉很注意回避上市公司的事项风险，但是独立董事对于公司的财务风险并不敏感。选择以独立董事辞职选择作为考察的对象，说明我国独立董事受到的声誉激励只能够促使独立董事回避已经暴露的显性风险，以减少这些风险给自己的人力资本带来贬值的可能性，但是并不能促使独立董事关注公司更为潜在的尚未在公众面前曝光的风险。

以上实证研究的结果表明，我国独立董事声誉激励的现状是：声誉激励对于我国独立董事的影响虽然存在，但是其影响力非常有限，只能够促使独立董事关注和回避一些表面化的风险，却不能够促使独立董事关注公司治理中存在的关联交易、财务风险等内在问题。

为了进一步解释我国独立董事声誉激励现状的成因，本书在第七章直接对独立董事市场进行了考察。研究的结果发现我国独立董事市场的作用机制是复杂的：一方面，当独立董事或是其所任职的公司受到处罚时，独立董事未来得到的聘任机会显著减少，说明独立董事市场能够识别已经表面化的独立董事显著的失职表现，并对此加以惩罚；但是另一方面，市场对于独立董事的监督工作的表现本身并没有提供合理的激励，工作努力、表现出色的独立董事难以得到市场的奖励，反而可能会降低自己的人力资本价值。因此，也就不难理解声誉机制为何难以对独立董事监管关联交易产生激励作用，而独立董事本人也只是选择规避一些显性的事项风险，对公司的潜在风险却并不敏感。

我国独立董事声誉激励现状的形成原因是：大股东控制了独立董事的选任过程，大股东存在为了自身的利益而“选择”独立董事的动机，但同时为了避免对本公司造成声誉上的不利影响，大股东也会避免选择曾经与问题公司有关联的独立董事。因此，独立董事劳动力市场只惩罚已经公开表现为失职的独立董事，但是工作不努力而尚未表现为严重的违规失职事件的独立董事并不会得到惩罚，反而会受到大股东的欢迎从而赢得更好的市场声誉。

综上所述，本书的研究结果表明，我国的独立董事受到的声誉激励只能够促使独立董事规避表面化的风险，却不能使得独立董事更加努力地工作以改善上市公司的治理水平。因此，进一步完善我国独立董事制度的关键在于必须大力改革独立董事的选聘机制。

本书适合于研究者、政府官员、企业界人士以及所有对我国公司治理制度改革和独立董事制度有兴趣的读者参阅。

前 言

在我国上市公司强制性引入独立董事制度是我国公司治理机制改革的重要内容，然而在欧美国家行之有效的独立董事制度在我国上市公司却出现了“水土不服”。《上海证券报》发表的首份中国独立董事生存现状调查表明：33.3%的独立董事在董事会表决时从未投过弃权票或反对票，35%的独立董事从未发表过与上市公司高管有分歧的独立意见。因此，人们甚至把独立董事戏称为“花瓶董事”。造成这种差别的原因何在？如何改善我国的独立董事制度以使其发挥更大的作用？这是摆在我国公司管理者和理论研究者面前的重要课题。

独立董事制度设计中存在的关键因素是独立董事对于“声誉”的追求。在西方国家也存在着由管理层推荐产生的独立董事没有动力监督管理层的问题，他们解决这个问题的方法是依靠一个高度发育的外部声誉市场，独立董事受到这个声誉市场的高度约束，为了维护自身的专家声誉，即使支付的报酬很少，独立董事也不会与管理层合谋（Fama, 1980）。西方国家的独立董事市场通常建立在声誉机制（Reputation Effect）的基础之上，一般而言，独立董事往往视声誉为生命，非常重视自己可追踪的记录，因为可以依靠自己的声誉获得报酬丰厚的咨询契约，“声誉资本”的重要性成为独立董事在公司出现问题时采取矫正措施的无穷动力。然而我国独立董事制度的设计和实施中对于独立董事声誉问题并没有引起足够的重视，理论研究者对于独立董事声誉问题的研究也相当少见。

本书从独立董事声誉激励机制的角度出发，使用经济学主流分析方法，在分析了国内外文献对于独立董事声誉激励机制的理论研究的基础上，结合我国的制度背景，采用建立模型、实证研究等方法对我国上市公司独立董事所受到的声誉激励进行了一定的定性和定量的分析。实证研究结果发现，由大股东操控的独立董事市场具有柠檬市场的特性，优质的独立董事难以得到“声誉报

酬”。这导致独立董事缺乏对关联交易进行监督的动力，同时在决定是否辞职时，独立董事为了维护自身的声誉很注意回避上市公司已经暴露的显性风险，以减少这些风险给自己的人力资本带来贬值的可能性，但是对于公司更为潜在的尚未在公众面前曝光的财务风险并不敏感。因此，本书认为目前我国独立董事劳动力市场尚缺乏有效性，目前声誉激励机制对我国独立董事所起到的作用较小，进一步的改革应该给中小股东以独立董事的聘任权，以改善独立董事劳动力市场的有效性。

陈 艳

2009年9月

目 录

第一章 绪 论	1
第一节 选题背景和研究目的	1
第二节 研究内容与研究框架	4
第三节 研究方法	6
第四节 可能的创新	7
第五节 结构安排	8
第二章 独立董事相关文献综述	11
第一节 基本概念和理论	11
第二节 独立董事声誉假设与董事会结构内生性假设	17
第三节 独立董事薪酬激励与法律约束	20
第四节 独立董事与公司业绩	26
第五节 独立董事与管理层	29
第六节 独立董事与大股东控制	31
第七节 独立董事与关联交易	34
第八节 独立董事辞职	35
小结	36
第三章 独立董事激励机制作用的制度背景	39
第一节 我国上市公司股权结构的特点和代理问题	39
第二节 我国独立董事制度的功能与定位	42
第三节 我国独立董事激励的现状	44
小结	47

第四章 引入声誉机制的独立董事委托代理模型	49
第一节 模型的基本描述	50
第二节 全体股东利益一致时的独立董事声誉模型	51
第三节 存在大股东私有收益时的独立董事声誉模型	54
小结	55
第五章 独立董事声誉激励与上市公司关联交易	57
第一节 理论构架	57
第二节 关联交易的定义和分类	59
第三节 主要假设	63
第四节 研究变量	66
第五节 模型设计	68
第六节 样本的选择与描述	69
第七节 实证研究结果	71
第八节 模型的稳健性检验	75
小结	76
第六章 独立董事声誉激励与独立董事辞职行为	79
第一节 理论背景与理论框架	80
第二节 主要假设	85
第三节 主要变量的定义	90
第四节 样本选择与样本检验	91
第五节 实证模型与分析	98
小结	103
第七章 独立董事声誉激励与独立董事市场	105
第一节 理论背景与假设	105
第二节 样本的选取	109
第三节 实证分析	110

小结	116
第八章 研究结论与局限性	119
第一节 主要结论	119
第二节 研究局限与可能的进一步研究	120
参考文献	123
后 记	137

第一章 绪 论

第一节 选题背景和研究目的

在当今世界范围内，公司治理已经成为经济学理论界和实践中市场的参与各方密切关注的话题。这是因为，千千万万企业规模的壮大、国家宏观经济的发展都离不开微观上良好的公司治理的体制。对我国而言，由于转轨经济的特征和特殊的历史文化背景，公司治理的问题就显得更为复杂和突出，并亟待探索。公司治理问题的根源产生于所有权和控制权的分离。由于所有者和经营者的利益目标不同，两权分离产生了委托-代理问题。亚当·斯密在 1776 年就对这一问题进行了最早的阐述。Berle and Means (1932) 在 20 世纪 30 年代已经洞察到了在现代股份公司中由于股权的分散将导致股东和管理层之间的利益冲突。可见，人们对公司治理中存在问题的认识由来已久，那么，如何解决这些问题，使经营者能够不负股东所托，使公司制度能够更好地发挥作用呢？Berle and Means (1932) 提出了“监督”的必要性。此后人们又就“监督”问题展开过大量的理论和实证研究，普遍认为良好的监督机制是公司治理的核心。

我国目前的公司治理机制中缺乏有效的监督机制。本来应该起监督作用的监事会在我国的公司治理结构中反而成了管理层和董事会的附属机构，这已经成了不争的事实。这种状况根源于我国特殊的股权结构，大多由国有企业转换而来的上市股份有限公司中，国有股、国有法人股“一股独大”，而且国有股份长期不允许转让和流通，造成了大股东在公司治理当中不可动摇的垄断地位。在这样的情况下，监督机制形同虚设，监督机构甚至沦为附庸。由于监督

机制这一公司治理中的重要一环的缺失，加上我国上市公司特殊的股权结构，更加导致内部人控制现象突出，上市公司在内部人（大股东和管理层）操纵下屡屡出现“圈钱”现象、财务欺诈现象、违规关联交易现象、侵害小股东利益现象，在一定程度上引发了投资者对上市公司的信任危机，也导致我国证券市场资金配置功能丧失了效率。正是在这样的背景下，中国内地开始在公司治理中逐步引进独立董事制度。

中国证监会在 2001 年 8 月发布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，要求境内的上市公司建立独立董事制度。可以说这是中国关于在上市公司设立独立董事的首部规范性文件。它的出台标志着中国上市公司正式全面引入独立董事制度。按照中国证监会的要求，境内上市公司应该在 2002 年 6 月 30 日前聘任两名以上独立董事，在 2003 年 6 月 30 日前董事会中应该聘任三分之一以上的独立董事。另外，在中国证监会和国家经贸委联合推出的《上市公司治理准则》中又对独立董事的任职条件和任职资格作了进一步的说明。为了进一步推进独立董事制度的实施，中国证监会又于 2003 年 9 月颁布了《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》，规定公司在股票首次发行上市时，董事会成员至少包括三分之一的独立董事；在再融资审核中，独立董事配备情况成为主要审核内容之一。依据中国证监会的部署，各个上市公司纷纷修改公司章程，开展了一场独立董事普及工作。截至 2003 年 6 月底，在深、沪两交易所 1250 家上市公司中，有 1244 家上市公司配备了独立董事，独立董事总人数达到 3839 名，平均每家公司达到 3 名以上。在配有独立董事的 1244 家上市公司中，独立董事占董事会成员三分之一以上的有 800 家，占总数的 65%；独立董事占董事会成员四分之一以上的公司有 1023 家，占总数的 82%。可以说，从形式上来看，大多数上市公司已按要求配备了独立董事，独立董事制度已基本得到执行。

但独立董事制度在我国的实施情况并不理想。虽然独立董事制度的建立，在一定程度上提升了上市公司的决策水平和能力，但是从独立董事的监督功能执行情况来看，独立董事大多数由大股东推选，缺乏对大股东和内部人进行有效约束的机制。据首份中国独立董事生存状况调查报告^①显示：63%的独立董

^① 李彬、童颖. 中国独立董事生存现状调查报告. 上海证券报, 2004 年 5 月 27 日。

事为上市公司董事会提名产生，超过 36% 的独立董事为第一大股东提名产生；33.3% 的独立董事在董事会表决时从未投过弃权票；35% 的独立董事从未发表过与上市公司大股东或者高管等实际控制人有分歧的意见。大部分独立董事变成了“花瓶董事”，虽然也有一些独立董事公开反对大股东的关联交易和其他牺牲中小股东利益的行为，但是和整个独立董事的数量比起来为数并不多。有研究表明，独立董事发表的异议并没有起到显著的作用（伊志宏、杜琰，2005）。

独立董事制度作用发挥并不理想的原因之一，在于我国目前的制度环境下并不存在促使独立董事履行监督职责的有效激励机制。从我国独立董事制度本身的内在逻辑来看，独立董事是由大股东推荐并以简单多数的选举办法由股东大会选举产生的，因而与大股东有着良好的关系，没有动力去监督大股东的经营行为。事实上，在西方国家也存在类似问题，即由管理层推荐或影响而产生的独立董事可能会没有动力监督管理层的问题；他们解决这个问题的方法是依靠一个高度发育的外部声誉市场，独立董事受到这个声誉市场的高度约束，为了维护自身的专家声誉，即使支付的报酬很少，外部独立董事也不会与管理层合谋（Fama, 1980）。西方国家的独立董事市场通常建立在声誉机制（Reputation Effect）的基础之上，一般而言，独立董事往往视声誉为生命，非常重视自己可追踪的记录，因为可以依靠自己的声誉获得报酬丰厚的咨询契约，“声誉资本”的重要性成为独立董事在公司出现明显问题时采取矫正措施的无穷动力。Gilson（1990）、李惠眉（2000）、Harford（2003）和 Yermack（2004）等均发现，独立董事在公司的工作能力得到承认与赞同，无疑会对其声誉产生重大影响，卸任以后在独立董事市场，自然得到更多更好的工作机会。马金城（2002）研究发现，独立董事越关心自己在独立董事市场的声誉，其对公司内部管理者的监督就越积极。

但是即使西方国家对独立董事的激励也存在不足的情况（William and Brown, 1996），其原因可能是独立董事市场在一定的情况下有可能失去其有效甄别和选聘独立董事的功能。当表现好的独立董事建立的良好声誉不能够被市场合理地反映出来，建立在声誉基础上的独立董事激励机制也就可能失去效力。我国独立董事制度并没有显著改善公司治理的原因，很可能就是因为缺乏有效的独立董事市场的制衡和制约机制。然而，目前学术界对于我国独立董事

声誉激励和独立董事市场的研究并未引起应有的重视，相关的研究非常少见。有鉴于此，本书试图通过独立董事声誉激励理论框架的构建和理论假设的检验，对我国的独立董事声誉激励和独立董事市场进行一个比较系统的、全面的和具有说服力的分析。

第二节 研究内容与研究框架

本书在梳理、分析国内外有关独立董事问题的文献之后，对于我国的独立董事激励的现状和独立董事市场的有效性进行了探讨，主要从以下三个方面进行研究。

(1) 独立董事声誉激励对于上市公司关联交易的影响。《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》赋予独立董事的六大特别职权中，第一项也是最重要的一项便是重大关联交易审查权。独立董事对于关联交易的抑制作用可以体现独立董事对于改善公司治理所发挥的作用。因此本书首先通过研究独立董事的薪酬激励、声誉激励以及独立董事的绝对数量、相对数量等因素对上市公司关联交易规模的影响，考察独立董事的声誉激励机制在独立董事监管关联交易中发挥的作用，以验证我国独立董事是否得到了有效的声誉激励。

(2) 独立董事的声誉激励对于独立董事辞职的影响。以往的文献研究表明，独立董事辞职的目的往往是为了回避可能承担的风险（唐清泉，2007），在公司可能出现危机的情况下，大多数董事倾向于选择辞职来保护自己的声誉，而不是去挑战公司的管理层（Mace，1971）。因此，独立董事辞职行为往往也是受到声誉激励的表现。本书通过研究独立董事辞职的影响因素，考察声誉激励对于独立董事辞职选择的作用和影响。

(3) 独立董事市场的有效性。独立董事声誉机制的存在有赖于有效的独立董事市场为优秀的独立董事提供显著的声誉回报。为了进一步验证前两部分的实证研究结果，本书通过直接考察独立董事劳动力市场的运作机制和有效性，揭示影响我国独立董事声誉激励机制形成和发展的深层原因。

本书的研究框架如图 1-1 所示。

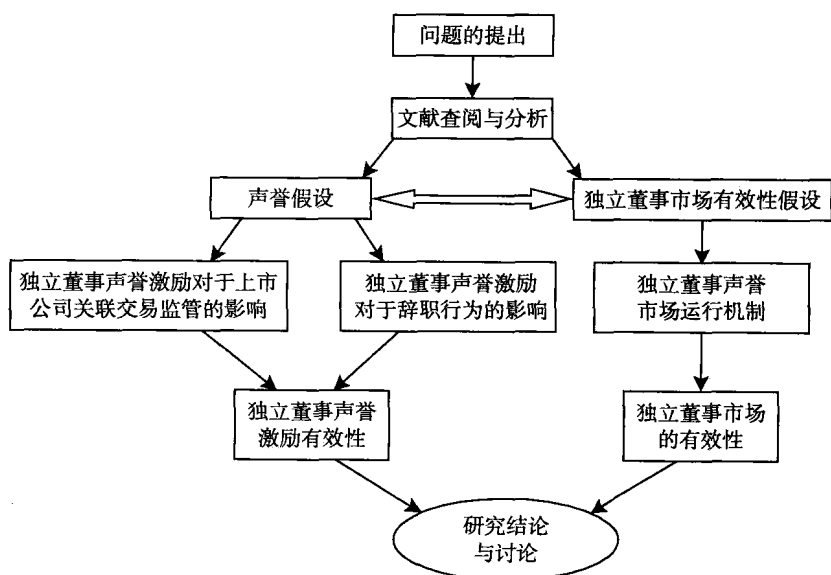


图 1-1 研究框架

图 1-2 展示了本书的理论逻辑结构。在独立董事发现公司治理中存在的问题的时候，声誉激励可能会促使独立董事采取一定的行动。Hirschman (1970) 指出，在企业面临困境或出现重大问题等风险时，各利益相关者可能作出三种反应：退出 (exit)、积极行动 (voice) 以及保持原有的忠诚 (loyalty) 即不采取行动。因此，在意识到公司治理中存在问题时，独立董事可能采取两种行动。第一种是“加强监管”以降低风险。当独立董事采取监管行动的时候，其结果可能会提高公司治理的水平和降低关联交易的规模，因此本书通过考察独立董事声誉激励与关联交易之间的关系，以反映在对关联交易的监管过程中独立董事是否受到了声誉激励。这一部分的研究目的是通过考察独立董事可能采取的第一种行动即“加强监管”来检验独立董事的“声誉假设”是否成立。独立董事可能采取的第二种行动是“辞职”以保全自己的声誉。因此，本书通过考察声誉激励对于独立董事辞职选择的影响，检验在独立董事作出是否辞职的

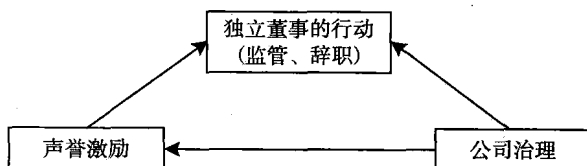


图 1-2 理论逻辑结构

选择时，“声誉假设”是否成立。

声誉激励并不是单方面地通过独立董事行为影响着公司治理，公司治理的水平和特点反过来也会影响独立董事受到的声誉激励。以大股东控制为特点的公司治理机制，决定了独立董事的选聘可能会受到大股东的“选择”的影响，从而造成董事会结构的内生性，使得独立董事市场失去有效性，独立董事得到的声誉激励程度降低。因此，本书通过直接考察独立董事市场的运行机制，揭示我国独立董事声誉激励现状的形成原因，并对“独立董事市场的有效性假设”进行了检验。

图 1-2 展示了独立董事声誉激励在逻辑上的循环特点和所面临的矛盾，一方面，独立董事制度理论本身寄希望于声誉激励能够通过影响独立董事的行为提高公司治理的水平；另一方面，独立董事声誉激励本身也受到公司治理的影响，因而可能失去原有的效力。本书正是在这一逻辑框架的基础上进行了一定的探索性研究和尝试。

第三节 研究方法

本书所研究的独立董事声誉激励问题，目前国内同类的研究比较少见，还没有形成有效的研究方法；国外的研究者主要是使用独立董事所拥有的职位数量来衡量独立董事的声誉水平（Fama and Jensen（1983）、Steven N. Kaplan and David Reishus（1990）、Gilson（1990）、李惠眉（2000）、Harford（2003）、Yermack（2004）、Srinivasan（2005）、Helland（2006）等）。由于职位的数量代表了独立董事在劳动力市场上的受欢迎程度，因而本书中采用了独立董事拥有的职位数量这一指标来反映独立董事所得到的市场声誉。同时，本书还通过考察独立董事对于风险的敏感程度、独立董事是否对董事会决议公开发表异议等数据，衡量独立董事受到声誉激励的程度。独立董事的声誉可能不一定反映在拥有的职位数量上，还很可能反映在独立董事个人良好的公众形象，甚至是独立董事个人的道德满足上。但是这些声誉由于无法用市场的指标来衡量，因此暂时难以定量研究。本书考察范围内的独立董事声誉与声誉激励的主要衡量指