



投资者保护与会计研究丛书

主 编 魏明海 副主编 刘 峰 谭劲松

独立董事背景与 治理效果

——基本中国上市公司的实证研究

Independent Directors' Background and Governance Effect:
An Empirical Research on the Listed Companies in China

周 繁 著

院图书馆

1.246



经济科学出版社



投资者保护与会计研究丛书

主 编 魏明海 副主编 刘 峰 谭劲松

F279.246

99

独立董事背景与 治理效果

——基本中国上市公司的实证研究

Independent Directors' Background and Governance Effect:
An Empirical Research on the Listed Companies in China

周 繁 著



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

独立董事背景与治理效果：基于中国上市公司的实证研究 / 周繁著. —北京：经济科学出版社，2010. 5

(投资者保护与会计研究丛书)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9352 - 8

I. ①独… II. ①周… III. ①上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 081252 号

责任编辑：文远怀

责任校对：徐领弟

版式设计：代小卫

技术编辑：潘泽新

独立董事背景与治理效果

——基于中国上市公司的实证研究

周繁著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京汉德鼎印刷厂印刷

华丰装订厂装订

787 × 1092 16 开 13. 75 印张 280000 字

2010 年 5 月第 1 版 2010 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9352 - 8 定价：26. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总 序

投资者保护与会计是近年来会计研究的一个新领域。该领域研究在国内的兴起，与我国会计学家、中南财经政法大学郭道扬教授的亲自倡导密不可分。记得早在2002年，郭教授就在国家自然科学基金管理学部评议组会议上呼吁设立会计方面的国家自然科学基金重点项目。到了2003年，他明确提出产权保护导向的会计控制研究，撰写了研究大纲，并组织中南财经政法大学、北京大学、中山大学和湖南大学的会计教授在中山大学进行专题研讨，进一步完善了该领域的研究思路和内容。年底，他正式向国家自然科学基金管理学部提交了“产权保护导向会计控制研究”重点项目的建议书。在2004年国家自然科学基金管理学部评议组的会议上，郭教授的建议得到了评议组成员和学部领导的支持，正式列入2005年的重点项目指南。2005年，多家大学申报该重点项目，我与刘峰、谭劲松等教授联合财政部会计司的刘玉廷司长也组织填报了一份申请书。最后，评议组和学部批准由中山大学和北京大学分别承担该项目。

改革开放以来，我国的经济改革一是用市场价格机制代替了中央的计划指令；二是在国有企业自身进行产权改革的同时，非国有企业在国有企业之外成长起来（盛洪，2002）。特别是《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》（以下简称《决定》）提出大力发展“混合所有制经济”，使股份制成为公有制的“主要实现形式”之后，产权保护成为国家制定政策、企业实践和学术研究中值得进一步关注的一个重大课题。

西方市场经济发达国家以私有产权为基础，产权界定清晰，产权纠纷解决机制完善。与之相比，我国的产权关系要复杂得多。首先，我国的产权关系还处于不断明晰与调整变化的过程之中。“归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅”这十六个字本身就表明，我国的产权归属不清晰、相关各方的权责不明确、对产权的保护不严格。其次，我国的产权关系由多种形式的公有产权和非公有产权所构成。《决定》提出：国家将不断提供新的机制，使非公有经济能更多地参与到国有经济的改革当中，通过发展混合所有制，强化国有经济的控制力；国家保护个体经济、私营经济等非公有经济的合法权利和利益。第三，国有产权的有效行使还是一个比较大的难题。尽管国有产权在概念上可以是明确的，但一个有效的产权还要能在现实中有效行使。进而言之，在所有权与控制权相分离的现代企业中，始终存在着委托人与代理人之间的利益冲突，公司治理结

构作为这一冲突的解决方案也仍然要承受代理费用（张维迎，1995）。第四，我国复杂的产权关系还包括上市公司的股权分置、大股东对小股东的侵占、管理层对投资者的侵占、“内部人”对“外部人”的侵占，以及权益投资者与债权投资者之间的关系等。让复杂的问题更加复杂的是，我国现有的、与产权保护相关的法律制度，仍然处在不断完善之中。最后，随着利益相关者观念的兴起，特别是人力资本地位的提升，经营者产权和劳动者权益问题又被提了出来。总之，我国的产权保护面临着一个特定的制度背景，我们总称为“复杂产权关系”。

实现产权保护，应当是多层面、多角度的，包括社会制度安排、法律、产权改革和现代企业制度建设等多条渠道。其中，借助会计的定价功能和治理功能，通过充分界定产权主体各方的信息权利和相应的信息优势，能够在一定程度上发挥产权保护的功效。因此，本项目集中研究如何利用会计信息和会计控制方式实现有效的产权保护。

根据目前我们对有关产权文献的理解，考虑到有关的产权概念与会计的关系，本项目的研究设计采用“产权的核心内容是契约权利和剩余权利”这一理解。产权保护的关键也就是：如何有效地实现与产权相关的契约权利和剩余权利。在这里，契约权利可以由国家的法律法规、企业的正式合同或其他形式的契约所约定，剩余权利也不一定仅仅是由投资者所独占。但无论采用怎样的具体形式，投资者与管理层之间的信息权利及信息优势转换都会直接影响到有关各方契约权利和剩余权利的真正实现。

信息改变权利的分配。人们的认识是其所掌握信息集合的函数，认识随着信息集合的改变而变化。信息通过改变认识，从而改变权利的分配。变化过程遵循以下途径：信息改变认识，新的认识导致权利冲突，权利冲突通过改变权利分配获得解决（科尔曼，1999）。这些认识同样适用于对产权及产权保护的分析，同样适用于对契约权利和剩余权利有效实现的研究。新的信息的产生，会改变现有的产权配置结构，衍生新的主张和权利。但从有关的文献看，经济学虽然意识到信息在产权保护中的作用（Aghion and Tirole, 1997; Tirole, 2001; Rajan and Zingales, 2000; 杨瑞龙、刘刚, 2002; 张维迎, 2003），但是，它通常借助“完备知识”假设和“完美市场”。环境假设回避了信息问题。会计研究则相反，它直面投资者与管理层的信息权利冲突，特别是委托代理契约签订后管理层的信息优势及其对契约权利和剩余权利有效实现的影响。也正是透过这一角度，我们认为，会计能够在维护产权主体各方的相关利益方面发挥积极作用。

会计具有定价功能和治理功能（Healy and Palepu, 2001）。信息的不对称分布会影响市场功能的发挥（Arrow, 1969）。代理人的信息优势可能引发其机会主义行为，由此带来的外部性是对投资者相关权益的侵害，也可能影响社会整体福利的改进。产权的界定和明晰化是对外部性的一个内在化过程（internalization），而消除可能的信息不对称则为这一过程提供了关键支持。作为一个以提供财务信息为主的信息系统，会计为旨在保护投资者的相关制度提供了必要的支持。事实上会计本身也可视为实现投资者保护的一项机制，因应投资者可能面对的不同机会主义侵害，会计可以通过定价功能和治理

功能发挥其在投资者保护中的作用（魏明海等，2007）。

投资者进入市场首先面临的是逆向选择问题。会计通过向潜在参与者传递信号、重新调整市场中的信息分布，有助于维持和改善外部市场的流动性（Sunder，1997）。这时会计的作用就表现为，将内部信息可靠地转化为外部信息以控制可能的逆向选择（Scott，2003）。为投资者提供有助于形成正确资产定价和投资决策的相关信息，减少由于错误定价或决策带来的损失，这正是会计实现投资者保护的定价功能（pricing）。道德风险是委托代理关系确立后投资者面临的另一个信息问题。由于投资者无法观察其行为，代理人可能为了最大化私人收益而侵蚀投资者财富，激励相容契约的提出正是为了缓解这一代理问题。由此，会计就在旨在约束代理人机会主义行为的契约中得到了运用，为反映代理人的努力程度提供了衡量尺度和相应的反馈制度（Scott，2003）。协助缔约并监督契约的履行情况，保证投资者获取相应投资回报，这就是会计实现投资者保护的治理功能（governance）。

由此不难看出，围绕产权的核心内容即契约权利和剩余权利，侧重于投资者保护，透过对信息权利及信息优势转换的分析，深入地、创新性地研究如何利用会计信息和会计控制方式实现我国复杂产权关系条件下有效的产权保护，具有重要的、有别于法学和经济学研究的意义。

现代会计产生时的受托责任天然地将会计实践定位为服务于产权保护，随后的会计理论研究和制度安排也自觉或不自觉地与产权保护联系起来。由于产权的核心内容是契约权利和剩余权利，因此产权保护的一个关键是利用会计信息确立、有效实现与产权有关的契约权利和剩余权利。同时，利用会计的定价功能和信息功能，提升企业的经济业绩、有效地进行剩余分配，从而实现投资者权益的保值增值。同时，我国复杂产权关系条件下的产权保护问题，也对会计理论研究和制度安排提出了新的挑战。

本项目的学术思想是：利用会计学与产权经济学、法学、社会学、信息经济学和财务经济学等学科交叉的理论与方法，研究管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、实现机制，创新产权保护导向的会计理论。在此基础上，将产权保护导向的会计理论应用于进一步研究：我国复杂产权关系条件下会计是如何透过其定价功能和治理功能，在促进产权交易、完善公司治理和强化内部管理控制中发挥作用，进而实现投资者权益保值增值的。这是因为，产权交易、公司治理和内部（会计）控制是与会计关系密切的产权保护的三个关键环节。在这三个环节中，会计对产权保护可以起到重要的作用。为了深入地分析上述问题，还将对利用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行研究。最后，将形成我国产权保护导向会计的相关制度安排。

对于上述学术思想，说明如下：

第一，用学科交叉的优势，分析信息权利及信息优势转换对产权关系确立、有效实现的影响。具体是考察管理层与投资者在信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、实现机制，为产权保护导向的会计理论研究提供更扎实、直接的理论基础。

第二,分析管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中会计信息质量的变化,及其对与产权有关的契约权利和剩余权利确立、实现的影响。构建以产权保护为主要目标,宏观资本市场环境与微观资本营运协调、激励与约束并重、公司治理与内部会计控制并行的产权保护导向的会计理论。

第三,研究我国复杂产权关系条件下产权保护导向的若干重要方面的会计与财务问题。由于我国复杂产权关系条件下涉及的产权保护导向的会计与财务问题比较多,按照有限目标、重点突破的原则,本项目将选择三方面的重要会计问题和一组典型的案例开展研究。三个方面的重要会计问题是:(1)产权交易中的会计问题研究,重点是产权交易过程中的会计选择、盈余管理、信息披露与财富流动。(2)公司治理中的会计问题研究,重点是管理激励、代理人竞争与会计选择、盈余管理、信息披露。(3)内部(会计)控制与产权保护,重点是把内部(会计)控制作为会计信息质量的保证机制和企业内部管理控制的重要机制加以考察。我们预期:通过上述三个方面的研究,将揭示会计的定价功能和治理功能,尤其是会计如何改善产权交易、公司治理和内部控制的效率,提升经济业绩和实现公平有效的剩余分配,从而实现投资者权益保值增值。此外,本项目还将选择一组利用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行深入的研究。

第四,在上述研究基础上,规划我国产权保护导向会计相关的制度安排,重点是:(1)产权保护导向的会计准则设计;(2)产权保护导向的信息披露监管制度设计;(3)高质量财务报告和信息披露的激励制度设计。

根据上述学术思想,本项目的研究目标是:(1)以信息权利为基础,构建管理层与投资者会计信息博弈模型,创新产权保护导向的会计理论;(2)提出我国复杂产权关系条件下会计作用于投资者权益保护的理论、方法和机制,形成产权保护导向会计的相关制度安排。

为了实现上述研究目标,本项目的研究分为以下7个专题:

(1)信息权利与产权保护的科学机理研究。本专题将利用学科交叉优势,在归纳相关学科对产权理论研究的文献之后,主要以GHM理论为基础,重点分析产权的核心内容即契约权利和剩余权利的具体表现;研究实现契约权利和剩余权利的障碍,包括回顾我国国有企业改革,分析承包制、租赁制、股份合作制、上市公司股份制改造及上市公司运作过程中投资者契约权利和剩余权利的实现障碍;利用社会学和信息经济学等的相关研究成果,分析权利形成的基础,确立权利生效的条件,研究信息权利的性质和特征,明确信息权利与产权关系之间的科学机理;分析委托代理关系中管理层与投资者的信息权利、信息优势转换,及其对契约权利和剩余权利有效实现的影响;总结出信息权利及信息优势转换对产权关系确立、有效实现的影响,尤其是管理层与投资者在信息权利争夺过程中契约权利和剩余权利的形成、有效实现的机制。通过本专题的研究,确立信息权利与产权保护之间的科学机理,可以为产权保护导向的会计控制研究提供直接、有效的理论基础。

(2) 产权保护导向的会计理论创新研究。本专题首先就管理层的态度和偏好、会计选择机制、会计政策对投资者权益的影响进行理论分析；在此基础上，以会计信息为主要对象，侧重于分析管理层与投资者在会计信息权利争夺过程中会计信息质量的变化；分析会计信息质量变化对与产权有关的契约权利和剩余权利形成、实现的影响；形成产权保护、管理层信息优势与会计之间的逻辑关系，构建管理层与投资者会计信息博弈模型；创新以产权保护为主要目标，宏观资本市场环境与微观资本营运协调、激励与约束并重、公司治理与内部会计控制并行的产权保护导向的会计理论。

(3) 产权交易中的会计信息与财富流动研究。本专题首先利用会计信息投资决策有用性原理，开展会计信息在投资决策应用的理论研究，重点是资本配置决策和投资时效决策；分别以国有股权转让、管理者收购、企业并购、内部（资本）市场运作、关联投资等为背景，对产权交易过程中会计选择、盈余管理、信息披露与财富流动之间的关系进行经验研究；针对产权交易市场中普遍存在的“信息问题”，揭示财务报告和信息披露在产权交易中的角色，分析会计信息与股权定价之间的关系；构建分析我国上市公司管理层的披露决策模型，检验信息披露的资本市场交易、公司控制权争夺、所有权成本和股票报酬等假设；分析机构投资者和分析师等对管理层信息披露决策的影响，重点研究市场盈利预测与管理层盈余预期管理的关系，及其对管理层盈余预期的影响；最后，用上述理论解释产权交易过程中利用会计方法转移财富的现象。

(4) 公司治理中会计信息与管理激励、代理人竞争研究。本专题在分析“代理问题”与会计的契约角色基础上，考察我国企业契约（以与产权有关的各类契约为主）中使用会计数据的情况及其变化趋势，分析会计信息与公司治理的关系；重点研究我国实施不同类型股权激励和利润分享激励企业的会计选择、盈余管理和信息披露；检验会计行为对激励效果和投资者权益的影响；针对我国经理市场尚不发达，代理人竞争中存在大量的非市场化手段，研究会计信息与代理人竞争之间的关系，重点是代理人竞争中的盈余管理行为、信息披露策略，及其对投资者权益的影响。

(5) 内部（会计）控制与产权保护研究。在这里，我们一方面把内部（会计）控制理解为会计信息质量的一项重要的保证机制，另一方面又把它看成是企业内部管理控制的一项重要内容。作为会计信息质量保障机制的内部（会计）控制，对发挥会计信息在提高产权交易和公司治理效率有重要的影响；作为企业内部管理控制内容的内部（会计）控制，对产权保护也有特殊的作用。本专题的主要内容有：分析内部（会计）控制与会计信息质量，内部审计、内部（会计）控制与会计信息质量之间的关系；形成会计信息质量的内部（会计）控制机制；对我国企业主要的内部（会计）控制（如预算、成本费用、对外投资、担保等）进行实地研究和问卷调查，对其实际的效率和效果进行分析；分析企业组织与内部（会计）控制之间关系，构建有助于实现产权保护的内部（会计）控制制度和体系。

(6) 利用会计信息侵占投资者权益的典型案例分析。本专题将重点对以下 5 类利

用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行研究。它们是：私人股东侵占国有股东权益；管理层侵占投资者权益；大股东侵占小股东权益；国有股东侵占私人股东权益；此外，考虑到我国复杂产权关系条件下，权益投资者对债权投资者的侵占问题比较突出，本项目还将对股东利用会计信息侵占债权人权益的典型案例进行研究，主要涉及逃废银行债务以及债券持有人权益保护问题等。

(7) 产权保护导向会计的相关制度安排研究。本专题侧重于政策和应用研究，主要有三个方面：产权保护导向的会计准则设计，重点围绕会计准则制定基础（方法）、公允价值会计和稳健会计三个方面，设计我国的产权保护导向的会计准则；产权保护导向的信息披露监管制度设计，包括强制性披露的内容和监管方式，自愿性披露的监管方法、“公平信息披露”管制等；高质量财务报告和信息披露的激励制度设计，包括完善法律责任与诉讼制度、改进公司治理、增进对公共信息的需求、减少财务报告与披露的外部影响、调整税务与财务报告的联系方式、确立管理层的会计责任等。

通过研究，我们希望：(1) 以信息权利概念为核心，以管理层与投资者之间的信息优势转换为主线，完善产权保护导向会计研究的理论基础，创新产权保护导向的会计理论；(2) 以我国复杂产权关系为主要的制度背景，围绕会计的信息功能和控制功能，提供一系列有关会计信息与产权交易、会计信息与公司治理、内部会计控制与产权保护相关性的经验证据，形成系统化的产权保护导向的会计方法；(3) 对利用会计信息侵占投资者权益的典型案例进行实地调查，总结经验教训，为政策制定和实践提供参考；(4) 规划、设计出一套具有政策建议和实际应用价值的我国产权保护导向会计的相关制度。

为了展示项目的研究成果，在经济科学出版社的大力支持下，我们决定分两辑出版《投资者保护与会计研究丛书》。现在出版的第一辑有7种，主要是项目的部分阶段性研究成果；将于2010年出版的第二辑，则是项目研究的最终成果。

由于投资者保护与会计是一个新的研究领域，我们的研究还很不成熟，甚至存在错误。唯有不断交流、持续论争，学术才有源泉！

魏明海

2008年1月18日于广州康乐园

摘 要

独立董事制度作为董事会改革的一项主要制度设计，在公司治理模式不尽相同的各个国家都备受关注。在股权分散的证券市场，代理问题主要表现为股东与经理的代理问题；在股权集中的证券市场，代理问题则更多地表现为中小股东与大股东的代理问题。中国证券市场股权十分集中，大多数上市公司的大股东对公司拥有控制权，可以更加有效地监督经理，从而减轻了股东与经理的代理问题；同时，大股东却经常利用控制权优势侵占中小股东利益，从而使得中小股东与大股东的代理问题成为了中国证券市场上最主要的代理问题。独立董事如何有效保护中小股东权益是中国证券市场最为重要的命题。

本书结合中国的制度背景和国内外独立董事制度的相关研究成果，从契约的角度对独立董事背景与治理效果的关系进行分析。契约效果主要决定于契约的完备和契约的执行。契约的执行主要决定于缔约人的履约能力和契约的履约机制。第一，履约能力主要和缔约人的知识存量相关，独立董事拥有的专门知识和决策权的匹配会直接影响到独立董事履行契约的交易成本，从而影响契约效果；第二，履约机制主要包括以法律为基础的公共强制履行机制和以声誉为基础的自我履行机制，独立董事的声誉会影响独立董事履行契约的交易成本，从而影响契约效果。独立董事在中国证券市场上解决中小股东与大股东的代理问题时主要形成了两个契约，第一个是独立董事在履行监督职责时，形成的一个中小股东—独立董事—大股东的“监督契约”；第二个则是独立董事在履行顾问职责时，形成的一个上市公司—独立董事的“顾问契约”。所以，本书基于独立董事的个体背景，主要从知识和声誉两个角度重点实证考察独立董事的履约能力和履约机制在独立董事履行“监督契约”和“顾问契约”时对契约效果的影响。

根据上述研究思路，本书基于独立董事的专业背景、职业背景和声誉背景，以专业知识和职业知识作为考察独立董事履约能力的操作变量，以声誉资本作为独立董事履约机制的操作变量，以监督大股东“掏空”和监督上市公司盈余管理作为监督契约效果的操作变量，以提升企业价值作为顾问契约效果的操作变量，采用中国上市公司2002年至2005年的数据，实证检验了独立董事背景对于独立董事治理效果的系统性差异。研究发现，以独立董事专业知识和职业知识为代表的履约能力及以声誉为基础的自我履约机制对于独立董事有效履行契约产生了重大影响。第一，独立董事监督作用的发挥主

要受到专业知识和职业知识等履约能力的影响，但是并没有受到以声誉为基础的自我履约机制的影响；第二，独立董事顾问作用的发挥则不但受到专业知识和职业知识等履约能力的影响，而且受到了以声誉为基础的自我履约机制的影响。从专业知识对独立董事治理效果的影响来看，会计和法律专业背景的独立董事对上市公司大股东“掏空”行为具有显著治理作用，这说明了法律专业背景人士有利于抑制大股东的“掏空”行为，同时也说明会计和法律专业人士的结合能够起到更好的治理效果；技术专业背景人士在一定程度上体现了专业知识和社会资本的优势，对企业价值提升起到了显著的促进作用。从职业知识对独立董事治理效果的影响来看，律师事务所职业背景的独立董事对上市公司大股东“掏空”行为具有显著治理作用，这说明了法律职业背景人士有利于抑制大股东的“掏空”行为，同时也说明会计和法律职业人士的结合能够起到更好的治理效果；实体公司职业背景的独立董事对上市公司盈余管理具有显著的治理作用，这说明识别盈余管理更多的需要实践性的管理知识；高校科研职业背景的独立董事在一定程度上体现了“学院派”的社会资源的优势，对企业价值提升起到了显著的促进作用。从声誉机制对独立董事治理效果程度的影响来看，声誉机制不但没有对独立董事的监督作用产生显著的正面影响，而且独立董事还有被上市公司利用作为进行盈余管理的“门面装饰”的嫌疑；但是，声誉大的独立董事却显示出了社会资本的资源支持能力，从而更加有利于提升企业的会计价值和市场价值。

本书首次把契约治理的分析框架引入独立董事治理效果的研究领域，在理论上具有一定的创新性，并且大大丰富和拓展了独立董事和公司治理的研究视野，在文献层面上对于独立董事制度的后续研究具有较大的支持，最为重要的是本书的研究结论对独立董事制度实务具有实质性的指导意义。本书研究结论的政策含义是：独立董事制度要真正有效发挥作用，切实可行地保护中小股东权益，既与事先契约条款的完备程度分不开，也与独立董事的履约能力分不开，还与独立董事的履约机制分不开，更与独立董事的履约环境分不开。第一，要通过完善契约的缔约关系及缔约条款进一步完备独立董事在解决中小股东和大股东的代理问题时形成的中小股东—独立董事—大股东的三方契约；第二，要进一步提升独立董事的履约能力，上市公司在选聘独立董事时，要注重独立董事专业知识和职业知识的选择与合理搭配，要更多地聘请“监督型”独立董事而不是“顾问型”独立董事；第三，在目前中小股东利益保护不力的现实情况下，只有以法律为基础的公共强制履约机制和以声誉为基础的自我履约机制双管齐下，互为补充，才能够保证独立董事“维权契约”的有效执行。这需要选聘德才兼备的独立董事，进一步完善法律监管制度，细化独立董事的行权条款以确保隐性风险转换为显性风险，明确法律责任，加大独立董事违约时的声誉损失以加强声誉约束等等。

目 录

第一章 引言	(1)
第一节 研究主题	(1)
第二节 研究框架和研究方法	(4)
第三节 本书的几个假设和说明	(8)
第四节 可能的贡献和创新	(12)
第五节 章节内容安排	(13)
第二章 理论分析：知识、声誉与契约治理	(16)
第一节 契约理论介绍	(16)
第二节 知识、履约能力与契约治理	(23)
第三节 声誉、履约机制与契约治理	(29)
第四节 中国独立董事的监督契约和顾问契约分析	(32)
第三章 制度背景分析	(43)
第一节 中国证券市场的发展与上市公司治理现状分析	(43)
第二节 中国独立董事制度产生与现状分析	(54)
第四章 文献回顾	(63)
第一节 独立董事治理效果的文献回顾	(63)
第二节 独立董事背景的文献回顾	(68)
第三节 本章小结	(75)

第五章 研究方法设计	(78)
第一节 研究假说	(78)
第二节 变量设计	(84)
第三节 研究模型	(90)
第四节 样本选择与数据来源	(92)
第六章 独立董事背景的现状分析	(96)
第一节 独立董事专业知识背景的判定标准与分布情况	(96)
第二节 独立董事职业知识背景的判定标准与分布情况	(101)
第三节 独立董事声誉资本背景的判定标准与分布情况	(106)
第七章 独立董事知识背景与治理效果的实证研究	(120)
第一节 描述性统计	(120)
第二节 独立董事知识背景与大股东“掏空”的实证研究	(123)
第三节 独立董事知识背景与上市公司盈余管理的实证研究	(135)
第四节 独立董事知识背景与企业价值的实证研究	(141)
第五节 本章小结	(149)
第八章 独立董事声誉背景与治理效果的实证研究	(152)
第一节 描述性分析	(152)
第二节 独立董事声誉背景与大股东“掏空”的实证研究	(153)
第三节 独立董事声誉背景与上市公司盈余管理的实证研究	(157)
第四节 独立董事声誉背景与企业价值的实证研究	(160)
第五节 本章小结	(167)
第九章 研究总结	(169)
第一节 研究结论和研究启示	(169)
第二节 研究局限性与未来展望	(176)

参考文献	(179)
附件 1: 中国 32 所副部级高校	(191)
附件 2: 中国大学排名前 100 名 (2006)	(191)
附件 3: 2005 年度全国会计师事务所百家信息	(193)
附件 4: 首届法易网中国百强律师事务所排行 (2005)	(201)

第一章

引 言

第一节 研究主题

公司治理^①作为公司制度的核心，近些年来成为了世界各国理论界和实务界的关注焦点和研究热点。经合组织（OECD）、世界银行、美国加州公职人员基金会（CalPERS）等都制定出公司治理的基本准则，或者建立专门的公司治理网站，澳大利亚证券交易所、伦敦证券交易所和纳斯达克市场等资本市场也规定了上市公司必须在年报中披露公司治理情况等。理论界和实务界一样，对公司治理问题也十分关注，以公司治理为主题的学术论文几乎占据了经济学、管理学类顶尖杂志的“半壁江山”。公司治理问题得到如此的“厚爱”，正是因为合理的公司治理机制不仅是现代公司设立、运行和发展的必要条件，而且是公司降低代理成本、保护投资者利益和实现企业价值最大化的前提和制度保障。目前国外很多经验研究证据表明，公司治理的效率不但很大程度上影响着企业的价值（Yermack, 1996; Rosenstein and Wyatt, 1997），而且影响着一国资本市场的稳定和国家经济的健康发展（Johnson etc, 2000; Mitton, 2002）。并且，公司治理的理论研究和实践活动随着世界经济的不断发展而日益广泛和深入。

独立董事制度作为董事会治理的一项重要制度安排，在公司治理体系中占据着十分重要的地位。所有权和控制权分离所导致的股东与管理者的冲突是公司治理问题产生的根源，因此企业的权力核心——董事会成为了斗争的焦点。所以，在这个意义上来说，公司治理实际上就是指公司董事会的功能、结构、股东的权力等方面的制度安排（费方域，1998）。董事会在公司治理中处于核心地位，董事会对股东大会负责，承担公司运作的领导责任，并聘请经营管理者对其进行监督考核，世界各国的公司立法都

^① “公司治理”一词源于英文“corporate governance”，这一术语在20世纪80年代才正式出现在英文文献中。关于公司治理的概念在各个国家和地区的叫法都不同，在日本，多指“企业统治”；在中国香港则称“公司管制”；在中国台湾，学者则译为“公司管理”、“公司控制”、“公司监控”或“公司管控”等；澳大利亚则有学者译为“公司督导制衡机制”、“公司督导机制”等；而在中国大陆，有的学者译为“公司治理结构”，也有的译为“公司治理机制”等等。本书根据需要采用不同的表述，但不管是采用何种表述，代表的意思都相同。

体现了这一点。但是，贝乐和米恩斯（Berle and Means, 1932）、R·J·乐勒（R·J·Lerner, 1966）的研究发现，美国 200 家最大非金融公司的经营控制权不是掌握在董事会手中，而是为经营管理层所垄断。因此，如何改革董事会以加强对经营者的控制和监督，就成为了世界各国改善公司治理的一项主要任务。20 世纪 70 年代末以来，世界各国纷纷进行公司法改革，制定若干关于公司治理的准则，重新界定董事会的职能，这些董事会改革的主要内容集中在总裁与董事长角色的分离、引入独立董事制度并确立他们在董事会中的多数地位、在董事会中设立由独立董事主导的各种委员会、确保独立董事的独立性等方面。于是，独立董事制度成为不同公司治理模式的共同取向（张凡，2003）。

独立董事制度建立后，关于独立董事制度的讨论主要集中在两个方面：第一个方面就是独立董事制度是否发挥了治理效果？第二个方面就是什么是影响独立董事制度发挥治理效果的主要因素？第二个方面的问题解决了，第一个方面的问题就随之解决了。从独立董事自身的角度来说，发挥作用主要由两个因素决定：独立董事的数量和独立董事的质量。独立董事的数量及其在董事会成员中的比重决定了董事会的独立性，直接影响董事会的监督效果。如果在独立董事数量给定的情况下，独立董事的质量则是影响独立董事制度实施效果最为直接的因素。独立董事的质量由独立董事的个体背景决定，独立董事的知识存量直接决定了独立董事的决策能力，詹森和麦克林（1999）指出，交易或合约因内容不同而需要不同的知识结构来支撑，不同的知识结构导致不同的交易效率。独立董事的声誉则是独立董事努力工作的直接激励约束条件，法玛和詹森（1983）认为，独立董事有动机去提高其作为决策专家及监督专家的声誉。由此可见，独立董事的知识背景和声誉背景是影响独立董事有效发挥作用的重要因素。

中国证券市场在 2001 年强制建立了独立董事制度，中国独立董事制度是否达到了预期的治理效果，不但是实务界和国家监管机构十分关注的问题，而且是理论界的研究焦点。国内理论界对独立董事制度进行了大量富有成效的研究^①。早期的研究成果大多数是关于独立董事制度的描述性文献（娄芳，2003 等；孔翔，2002；张凡，2002 等）。近年来的研究成果开始重点关注独立董事制度的实施效果，主要采用实证研究的范式，检验独立董事与企业价值的关系（高明华和马守莉，2002；胡勤勤和沈艺峰，2002；于东智，2003；王跃堂等，2006 等）；独立董事对大股东“掏空”行为的监督（唐清泉和罗党论，2005；高雷等，2006；叶康涛等，2007 等）；独立董事对上市公司

^① 截至 2008 年 8 月 5 日，中国学术期刊网全文数据库中，以“独立董事”为题名的公开发表期刊论文，有 2 169 篇；中山大学图书馆的收录图书中，以“独立董事”为名的公开出版图书有 12 本；中国期刊网优秀硕士学位论文全文数据库中，以“独立董事”为题名的上网硕士论文有 276 篇；中国期刊网优秀博士学位论文全文数据库中，以“独立董事”为题名的上网博士论文有 12 篇。这只是作者检索到的独立董事研究成果，还有一些学校的硕博论文并没有上网，加起来就更多了。

盈余管理行为的监督等（娄权，2004；王跃堂，2008等）。

国内针对独立董事治理效果的经验研究具有两个最为显著的特征，第一个就是更多侧重于对独立董事实施效果的考察，而较少对独立董事制度发挥效果影响因素的深入分析；第二个就是侧重于对独立董事数量的研究，而较少对独立董事质量的深入研究。独立董事在董事会成员中的多数地位是独立董事有效发挥作用的基本保证，这是目前最普遍的研究思路，具有一定的合理性，但是这种研究思路在中国证券市场上也存在一定的局限性。第一，《公司法》（2005年修订版）第一百一十二条规定，董事会决议的表决实行一人一票，董事会做出决议，必须经全体董事过半数通过，显然上市公司董事会议事规则遵循简单多数通过原则。而《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》规定，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的独立董事。显然，从独立董事的数量上来说，中国上市公司的独立董事在表决权上并不占优势，独立董事发挥作用因为没有得到法律的充分保障而在一定程度上大打折扣。第二，《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》）规定独立董事比例为1/3，由于这种规定导致了政策的刚性，上市公司独立董事的席位比例出现了趋同的现象（见表1-1），大多数上市公司独立董事的比例都分布在1/3左右，自愿设立的公司比例在2005年最高时才达到12.73%，这说明董事会独立性的差异在中国并不明显，从而大大削弱了独立董事数量研究结论的可靠性。

表 1-1 中国上市公司独立董事比例分布

年份	样本总量	独立董事设置情况		董事会独立性情况			
		数量	比例	达到 1/3	刚性比例	超过 1/3 ^①	自愿比例
2001	1 138	325	28.56%	49	4.31%	6	0.53%
2002	1 204	1 175	97.59%	235	19.52%	25	2.08%
2003	1 267	1 261	99.53%	940	74.19%	93	7.34%
2004	1 354	1 353	99.93%	1 148	84.79%	167	12.33%
2005	1 351	1 351	100.00%	1 216	90.01%	172	12.73%
合计	6 314	5 475	86.71%	3 588	56.83%	463	7.33%

数据来源：根据 CSMAR 治理结构数据库自行整理。

正是因为独立董事数量的研究具有一定的局限，所以有些学者开始关注独立董事质量的研究，寻求对独立董事治理效果研究的突破，魏刚等（2007）考察了独立董事个体背景对绩效的影响，吴文锋等（2008）考察了中国民营上市公司高管政府背景对公司价值的影响，赵昌文等（2008）则考察了家族企业独立董事个体背景对企业价值的

^① 如果把上市公司董事会人数定义为 X，独立董事人数定义为 Y，若 $(Y-1)/(X-1) \geq 1/3$ ，那么本书认为独立董事设置的比例超过了 1/3，可以视为是上市公司自愿设立独立董事的行为。

影响。这些关于独立董事质量的研究成为了独立董事数量研究极为重要的补充，但是研究才刚刚起步，理论分析比较薄弱，并且主要集中在企业价值的研究，很少有对企业行为的研究。鉴于此，本书从独立董事质量角度着手，引入契约分析工具，对影响独立董事质量的知识 and 声誉等个体背景进行理论解剖，并且利用中国上市公司经验数据进行实证检验。把独立董事治理效果纳入契约分析的框架，有利于分析契约不能有效履行的根源所在和提出契约调整方案以便增加契约的完备性，这不但在理论分析上具有一定的创新性，而且对于指导独立董事制度建设的实务具有实质性的帮助，也大大地拓展了独立董事和公司治理的研究视野，这就是本书的研究动机。

第二节 研究框架和研究方法

一、研究框架

独立董事以监督者的身份进入董事会，履行监督经理和大股东的职责，从而减少股东与经理的代理成本和大股东与中小股东的代理成本，最终有利于上市公司的发展和资本市场的稳定，这是制度设计者的理论设想。基于“经济人”假设，代理问题产生于委托人和代理人的目标不一致和信息不对称。独立董事也是“经济人”，而不是“圣人”，所以同样具有自己的目标函数，独立董事在扮演“监督者”的角色时，实际上也成为了一个代理人。这就引发了作者对两个问题的思考，第一，独立董事总是拥有完全的知识存量行使监督职责吗？不同知识背景的独立董事是否会在履行职责时体现出差异？第二，谁来监督独立董事？如何保证独立董事恪尽职守？是通过法律强制机制还是通过声誉等自我履行机制？本书引入契约分析工具对上述两个问题进行解答，从而搭建独立董事个体背景与治理效果的理论框架，打开独立董事质量这个“黑匣子”，从而期待对中国独立董事制度的完善和发展有所帮助。

现代企业理论认为，企业是一系列契约的链接，企业任何权利义务的分配都涉及契约，独立董事介入公司董事会也会形成一组契约。从契约的角度来说，如何有效地履行契约从而提高契约效果是契约的缔约人最为重要的命题。契约效果主要取决于契约的完备和契约的执行。契约的完备性主要与事先缔结的契约条款直接相关，由于独立董事在履行监督和顾问职责时形成的“监督契约”和“顾问契约”的条款基本上都是由法律规定或者自行约定，《公司法》和《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》规定了独立董事的监督职责，而独立董事充当企业的顾问则是一个自然成立的命题，所以本书对契约的完备性不作重点讨论。那么，契约效果主要决定于契约的执行，契约的执行与缔约人的履约能力以及契约的履行机制直接相关。

第一，独立董事的履约能力是独立董事有效履行契约的直接决定因素。詹森和麦克