



博士金融学丛

中国上市公司 独立董事制度有效性分析

吴洁◎著

A STUDY ON THE VALIDATION OF INDEPENDENT DIRECTOR
SYSTEM OF LISTED COMPANY IN CHINA

 中国金融出版社

博士金融学丛

中国上市公司独立董事 制度有效性分析

吴 洁 著



 中国金融出版社

责任编辑：丁 芊

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目（CIP）数据

中国上市公司独立董事制度有效性分析（Zhongguo Shangshi Gongsi Duli Dongshi Zhidu Youxiaoxing Fenxi）/吴洁著. —北京：中国金融出版社，2013. 5

（博士金融学丛）

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6968 - 2

I. ①中… II. ①吴… III. ①上市公司—董事会—研究—中国
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 094799 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 12.5

字数 210 千

版次 2013 年 5 月第 1 版

印次 2013 年 5 月第 1 次印刷

定价 29.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6968 - 2/F. 6528

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

本书受以下项目资助：

上海市教育委员会重点学科（第五期），金融学 J51601

上海市教育委员会一流学科（B类）培育，应用经济学

上海高校青年教师培养资助计划

上海金融学院引进骨干教师项目

总 序

2008年那场发生于大洋彼岸波及全球的金融危机似乎还在持续发酵。这场危机让我们体会到了金融是经济的核心深刻内涵，那就是金融必须引领经济发展，但金融决不能离开实体经济太远。这场危机让我们感受到了金融中心的巨大魅力，那就是及时纠错、适时调整的体制机制，以及引领其他金融体系走出危机的示范效应。这场危机让我们更坚定了对建设金融中心的决心和信心。

2009年，国务院发布了《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》的文件，明确了上海建设国际金融中心和国际航运中心。《上海市国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》中提出：到2020年上海要基本建成与我国经济实力和国际地位相适应、具有全球资源配置能力的国际经济、金融、贸易、航运中心，基本建成经济繁荣、社会和谐、环境优美的社会主义现代化国际大都市，为建设具有较强国际竞争力的长三角世界级城市群作出贡献。党中央、国务院结合上海的发展形势，提出了上海建设国际经济、金融、贸易和航运中心“四个中心”，并将此确立和提升到国家的重要发展战略的层面上。

2013年2月，在上海市十四届人大一次会议上韩正书记明确提出了国际金融中心在上海“四个中心”建设中居于核心地位，全面推进上海国际金融中心建设成为上海“四个中心”建设和社会主义现代化国际大都市建设的核心。目前，上海国际金融中心建设取得了重要进展，2012年前三季度，上海市金融业增加值1667.3亿元，同比增长12.1%，占全市同期GDP的11.6%。金融市场交易快速增长，2012年1月至11月，上海金融市场交易总额为477.8万亿元，同比增长26.8%。金融市场融资功能稳步提升，2012年1月至11月，上海金融市场直接融资额达3.5万亿元，同比增长31.3%。截至12月末，上海市已有101家小贷公司获批设立，2012年累计放贷711.7亿元，贷款余额为149.8亿元；80家融资性担保机构审批通过，融资性担保余额近450亿元。2012年主要

市属机构的规模和经营实力也进一步提升，截至2012年三季度末，上海市属14家金融机构总资产为5.2万亿元，比2011年末增加15.2%，营业收入和净利润分别达到2331亿元和460亿元，同比增加12%和9.5%。2012年1月至11月，上海全市金融业共实现税收收入838.6亿元（不包括证券交易印花税），同比增长15.2%，占上海市税收总量的11.8%。

作为一所地处国际金融中心建设腹地并且具有60余年金融教育悠久历史的院校，上海金融学院旗帜鲜明地确立了以金融学科为核心，以培养卓越金融人才为目标，积极响应与主动对接上海国际金融中心建设的需要，力争为上海国际金融中心建设添砖加瓦。上海金融学院国际金融学院作为学校金融学科建设与研究的主力军，有责任、也有义务为推动金融学科的建设与发展作出相应的努力，为上海国际金融中心的建设奉献自己的力量。

目前国际金融学院正承建上海市教育委员会金融学重点学科建设项目（J51601）和上海市应用经济学一流学科建设（培育）项目。通过该项目的建设，国际金融学院不仅希望促进本学院更好地发展，更重要的是希望推进金融学科的完善和金融问题研究的深化，锻造一支高素质的金融专业教师队伍，并以此强化应用型金融人才的培养。

近年来，学院的年轻博士活跃在金融教育、金融研究的第一线，他们在金融产品、金融市场、金融制度等方面都作出了具有各自见解的研究，其成果对于丰富当前金融问题的研究，具有一定的补充作用；对于推进上海国际金融中心的建设，具有重要的参考与借鉴价值。为此，我们将他们的研究成果集结为一套“博士金融学丛”，以成果专著的形式公开出版。希望“博士金融学丛”的出版能激发大家对金融理论的进一步探讨，对金融实务的进一步创新，借以提升人们对金融中心建设的使命感、责任感。

贺 瑛
2013年2月

内容提要

独立董事制度是完善我国上市公司治理机制的一项举措，是为了遏制我国上市公司股权集中度过高、内部人控制和监督机制缺乏等损害中小股东利益的行为，以对大股东形成有效的监督和制约。独立董事制度毕竟是起源于西方发达国家。从独立董事制度引进我国到现在，其“本土化”进程仍然受到普遍质疑，因此，对我国上市公司独立董事制度有效性的研究十分必要。根据理论和实证的分析结果，对独立董事制度的相关运行机制进行改革和完善，才能建立适合我国国情的独立董事公司治理机制，推动我国现代企业制度的构建。

本书主要从理论和实证两方面对我国上市公司独立董事制度进行讨论，采用比较研究法、理论分析法、实证研究和规范研究相结合以及定性分析和定量分析相结合的方法。定性分析都由定量分析得来，而定量分析的模型又从定性分析中选择构建。

本书第一章为绪论。第二章尝试从现代企业制度的建立，到公司治理问题的提出，最终到独立董事的引入历程进行详尽分析。在讨论独立董事的发展历程基础上，分别运用概括式、列举式和概括式与列举式三种方法辨析独立董事的概念，并对独立董事的一般权力和责任以及我国独立董事的具体权责进行探讨。独立董事应享有对公司战略与政策的知情权、监督权和意见权，有任职于特别委员会的权利，有权独立聘请外部审计机构和咨询机构等。同时应承担忠实义务和注意义务，并对公司的违规事件承担法律责任。我国独立董事权利义务还需要和监事会的权利义务相协调，两者在身份、地位和监督侧重点几方面都存在不同，在现实分工中，需要进一步配合，让各自发挥出最

大的效能。

第三章全面综述国内外独立董事制度研究的相关文献资料。国外文献主要从独立董事与公司绩效、独立董事身份、独立董事与管理者关系、独立董事薪酬水平与结构、独立董事与公司股权结构、独立董事与公司接管和独立董事最佳任期等方面进行了研究。国内文献主要围绕独立董事与公司绩效关系、独立董事薪酬激励、独立董事与监事会关系以及独立董事选拔机制与身份等问题进行探讨。通过了解独立董事制度的发展历程和理论界的关注角度，为后面的理论和实证分析打下坚实基础。

第四章分析了独立董事制度的运行机制。独立董事制度建立与发展有其赖以生存和发展的理论基础，委托代理理论是独立董事制度产生的要求，利益相关者理论体现了独立董事存在的价值和作用，激励约束理论是更有效地促进独立董事制度效能发挥的源泉。本章从三个方面讨论国内外独立董事制度的运作机制：一是选任机制，分别从独立董事任职资格、选拔程序、比例设定和任期设定等方面进行分析；二是激励约束机制，分别从激励约束方式和激励约束组合方面进行讨论；三是专业委员会的设立，明确了各类专业委员会的职能。

第五章分析中国上市公司独立董事制度的现状及其存在的问题。独立董事引入我国上市公司，是建立在我国上市公司特有的公司治理机制基础上的。从第一家企业设立独立董事到法规规范其地位，独立董事制度在我国上市公司经过了一个初步发展过程。本章分别从独立董事比例、薪酬、身份和专业委员会设立等方面介绍了我国独立董事制度的现状，并从中发掘了一些有待改进的问题。

第六章从博弈和实证分析的角度，对中国上市公司独立董事有效性进行检验。选取2005年至2008年间的沪深上市所有公司作为样本，选用面板模型进行检验，从实证角度检验中国独立董事制度的有效性，验证独立董事制度的“本土化”程度，主要从独立董事制度与公司绩效、独立董事制度对公司管理层的制约作用等方面进行探讨。选取公司特征指标、董事会特征指标、管理层的特征指标等控制变量，尝试研究独立董事比例和薪酬对上市公司绩效和管理者薪酬的影响，

证实独立董事制度的有效性，并寻找改进的方向，力求理论体系的科学性和可行性。研究表明，独立董事人数比例对公司绩效和管理者薪酬的影响程度都十分有限，但独立董事薪酬水平对公司绩效产生了正向影响力。审计委员会、薪酬委员会和战略委员会的设立对公司绩效有正向影响作用，并且设立薪酬委员与管理者薪酬呈正相关关系。

第七章针对中国独立董事制度存在的一些问题，尝试提出进一步改进的建议和方案。进一步完善中国上市公司独立董事选聘机制，笔者认为可以尝试采用提名委员会提名独立董事人选的办法，同时要建立独立董事工作绩效考核机制。完善独立董事任职资格机制，建立健全的独立董事人才市场，从而保证独立董事的独立性；注重独立董事知识结构，保证独立董事的能动性；同时还要科学设定独立董事任职公司数目和任职期限。完善独立董事薪酬激励约束机制，尤其要完善非物质激励机制，建立独立董事责任保险制度。完善独立董事制度的法律体系。

第八章选取了中外关于独立董事制度的一些案例，并针对这些案例进行分析，提出今后应改进和完善的方面。

关键词：中国上市公司 独立董事制度 有效性

Abstract

Independent director system is designed to improve corporate governance of listed companies in China, which curbs the concentration of Listed Companies, a high internal control and oversight mechanisms and other damage behaviors of small shareholders, forming an effective supervision and control effect on large shareholders. After all, independent director system originated in the western developed countries. From the introduction of independent director system in China until now, the “localization” process is still being widely contested. Therefore, the research of independent directors’ effectiveness of listed companies is necessary. According to the theoretical and empirical analysis of the results, we try to reform and improve the system of independent directors. Thereby establish an independent director of China’s national conditions for corporate governance, and promote the construction of modern enterprise system.

In this book, we discuss the system of independent directors of listed companies in China through both theoretical and empirical aspects, using the comparative study, theoretical analysis, empirical and normative research combines qualitative analysis and quantitative analysis and the method of combining. Qualitative analysis is obtained from the quantitative analysis, and quantitative analysis of the model is constructed from select qualitative analysis.

Chapter two attempts to analyze the modern enterprise system and corporate governance problem. It also explores the introduction of the independent directors’ mechanism. Based on the discussion of independent directors’ development process, analyze the concept of independent directors in use of three methods, which are general type, type and general type and list – style together. Explore the general powers and responsibilities of Independent directors and the specific responsibilities of independent directors in China. The independent director should enjoy the right of being in know, authority to

supervise and opinion right to company's strategy and policy, have the right to hold a post in the special committee, have the right to engage the outside audit agency and advisory organization, etc. independently. They also must undertake the faithful obligation and pay attention to the obligation at the same time, and bear legal liability to the incident in violation of rules and regulations of the company. The independent director's rights and obligations of our country need the rights and obligations with the board of supervisors to coordinate, the two supervise emphasis point odd, have difference in identity, position, divide the work, need further cooperating, and give play to loud efficiency in reality.

Chapter three research on domestic and international relevant documents and materials of the independent director's system. The foreign literature is focus on the independent director and company's performance, independent director's identity, relation between independent director and administrator, directors independent salary level and structure, director and Company stock right structures independent, and Company take over directors independent and independent best term of office director, etc. The domestic literature mainly centres on the independent director and company's performance relation, independent director salary encourage, independent director and board of supervisors concern and independent director choose mechanism and identity, etc. Find out about the development course of the independent director's system and concern angle of the theory circle. Analyze that lays the solid foundation for the following theory and real example.

Chapter four analyse the operating mechanism of the independent director's system. Set up and develop its theoretical foundation depended on existence and development of independent director's system. Agency of trusting theory is the requirement of independent director system. Relavent interest person theory reflects the value and function independent director. Encourage and restrain theory effective promotion independent director to get efficiency. Discuss the operation mechanism of the domestic and international independent director's system from three respects. First is Select mechanism, which analyze separately from independent director qualifications, selection process, proportion establish and etc. Second is encouraging and restrain mechanism, talking about the way of encouraging and restraining. Third, the establishment of the professional committee has defined the functions of all kinds of professional committees.

Chapter five analyzes the current situation of the independent director's system of Chinese listed company and existing problem emphatically. The independent director set up in the listed company of our country, which is base on the characterized mechanism's foundation of our country. From the first step to setting up an independent director system according to the laws of their status, the independent director system in China's listed companies has an initial development process. This paper introduced the status of independent director system in China from the proportion of independent directors, remuneration, status and professional committees set up, and trying to find some problems for improvement.

Chapter six examines the independent director's validity of Chinese listed company. We select the sample from 2005 to 2008 among all companies listed in Shanghai and Shenzhen as panel model to test, testing the effectiveness of independent director system in China to verify the independent director system "localization" level from an empirical point, mainly from the independent directors systems and corporate performance, the independent director system constraints on the company's management and other aspects of the role. We select the index firm characteristics, board characteristics indicators, management indicators, the characteristics of the control variables, and try to study and pay the proportion of independent directors of listed companies performance and remuneration of managers, thus confirming the validity of the independent director system, and try to improve direction, and strive to theoretical system of scientific and practical. The results show that the proportion of independent directors and managers of the company's performance pay are very limited impact, but the pay levels of the independent directors of the company had a positive influence on performance, the Audit Committee, Remuneration Committee and Strategic Committee of the establishment of the company's performance have a positive influence, but the establishment of the Remuneration Committee and the managers pay is positively correlated.

Chapter seven try to make recommendations and proposals for further improvement about the independent director system in China. First, we should improve the independent director's selective mechanism of Chinese listed company. I think we can try to adopt the nomination committee to nominate the suitable person to be the independent director, and set up examination mechanism of independent director's working performance at the same time. Improve the independent director's qualifications mechanism,

set up the sound independent director's human resources pool, in order to guarantee the independent director's independence. Pay attention to the independent director's knowledge structure and guarantee the independent director's dynamic role. We should also establish perfect term of office. Improve the independent director's salary and encourage mechanism, especially improve the non-material incentive mechanism. What's more, we will set up independent director's liability insurance system.

Chapter eight selects some domestic and foreign cases of independent director system, makes some analyses, in order to improve and perfect our future problems.

Key Words: Chinese Listed Company, the System of Independent Directors, Validation

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究目的与意义	4
第三节 研究方法与创新	6
第四节 主要研究内容	7
第二章 独立董事制度概念及权责概述	9
第一节 独立董事制度产生背景	9
第二节 独立董事的概念	14
第三节 独立董事权力分析	20
第四节 独立董事责任分析	27
第三章 文献综述	32
第一节 国外关于独立董事制度的相关研究及评述	32
第二节 国内关于独立董事制度的相关研究及评述	62
第四章 独立董事制度的运作机制	69
第一节 独立董事制度的理论基础	70
第二节 独立董事选任机制	76
第三节 独立董事激励约束机制	83
第四节 独立董事与专业委员会设立机制	91
第五章 中国独立董事制度的建立与现状	95
第一节 中国上市公司治理机制分析	95
第二节 中国独立董事制度的建立	100
第三节 中国独立董事制度的现状分析	102

2 中国上市公司独立董事制度有效性分析

第四节 中国独立董事制度存在的问题	107
第六章 中国上市公司独立董事制度有效性分析	114
第一节 独立董事监督效力博弈分析	114
第二节 独立董事制度与公司绩效实证研究	121
第三节 独立董事制度与管理者薪酬实证研究	128
第七章 结论与政策建议	137
第一节 结论	137
第二节 政策建议	143
第八章 案例研究	149
第一节 美国独立董事制度失灵案例	149
第二节 独立董事被罚第一案——郑百文案例	150
第三节 独立董事主动行权第一案——乐电事件	155
第四节 独立董事罢免案——伊利国债事件	158
第五节 独立董事请辞案——新疆屯河事件	160
第六节 小股东推举独立董事第一案——大唐电信事件	161
附录一	163
附录二	168
附录三	172
参考文献	173
后记	181

第一章 绪 论

第一节 研究背景

20 世纪以企业制度变革为特点的社会经济系统发生了巨大变化，现代股份制企业成为最基本、居主导地位的公司组织形式。现代公司制企业中剩余控制权和剩余索取权两权分离，也由此带来了控制权和所有权分离的代理问题。现代企业的公司治理问题进而成为广受关注的课题，独立董事制度的引入也是解决现代企业制度公司治理问题的一个方案。

一、现代企业制度的建立

在现代企业制度建立之前，各国企业主要采取业主制和合伙制两种形式，即控制权和所有权合二为一的模式，企业的所有者同时享有企业的全部经营权，企业内部关系相对简单。控制权和所有权分离的企业模式最早出现在 19 世纪的美国，继而在 1862 年英国也颁布了公司法。设立股份有限公司的法律法规的颁布，标志着现代企业制度正式形成和发展起来，迅速成为最普遍的企业组织模式。

与古典企业模式相比，现代企业制度所有权和控制权分离，具有融资形式多样化和股权相对分散的特点，管理模式多层次，企业组织结构呈现扁平化、管道化和信息中心化特点。公司治理模式也由所有权和控制权合二为一的旧模式转换为董事会和经营管理层分而治之的新模式。股东授权给董事会成员，代表股东利益在公司任职，监督管理者行为；经营管理者是股东聘请的专业经营者，从公司获得报酬。有效的经济组织是经济增长的关键^①，公司的成长和发展

^① 谢朝斌：《独立董事制度法律制度研究》，1 页，北京，法律出版社，2004。

是市场经济的微观基础，也为各国经济带来了繁荣，因此，公司的具体运行模式和公司制度建设都备受关注。

二、公司治理问题的提出

现代企业制度中，公司治理是很重要的组织结构，是公司管理的体系和机制。现代企业的公司治理分为内部治理和外部治理两类。内部治理主要是处理股东、董事会、经理人和其他利益相关者之间的复杂关系，产生这些复杂关系的主要原因是企业所有权和控制权的分离，问题的解决需要通过适当的制度来梳理公司控股人和管理者之间的委托代理关系，以及公司大股东与中小股东和利益相关者之间的利益侵占关系。外部治理解决产品市场、货币市场和劳动力市场等问题，由于这些问题的存在，公司治理成为一个重要的课题摆在世人面前。

本书主要讨论公司内部治理问题，其核心是董事会，因为它是连接公司内部治理和外部治理的关键环节。董事会成员由股东大会选举产生，董事会成员集体决定公司的经理人，对公司进行专业经营。股东大会和董事会成员之间存在委托代理关系。尽管董事会代表股东利益，但通常是大股东的代表，而它们的根本利益和全体股东的利益不尽相同，存在董事会利益和股东利益相矛盾的地方，也证明了股东和董事会之间存在委托代理问题。同样，董事会聘请职业经理人担任公司管理者，由于职业经理人具有专业的经营管理知识，而董事会成员往往不具备完备的行业发展、产品生产和财务管理知识，所以他们对职业经理人的依赖性比较强。职业经理人的追求是实现个人利益最大化，这和公司利益最大化在很多情况下是冲突的。可见，董事会的利益最大化和职业经理人的利益最大化是有矛盾的，董事会与职业经理人之间也同样存在委托代理问题。

现代社会里，各国公司治理模式主要有两种形式：一种是以英美为代表的“一元制”公司治理模式，另一种是以日德为代表的“二元制”公司治理模式。英美公司的主要特点是股权高度集中，资本市场发达，股权融资比例较大，大股东为主的内部人控制特点比较突出。中小股东尽管是公司的所有者，但是由于占有股份有限，对公司的控制权局限性比较大，因而大股东操纵企业，滥用权力对公司日常经营业务进行控制。日德公司的主要特点是融资方式以债务融资为主，这种债务融资主要是指银行借贷融资，债权人对公司的影响力较大；经理人的代理问题比较严重。这两类公司都需要较强的内部和外部监督机制。“一元制”公司治理模式往往在董事会设立独立董事一职，以独立的身份存在于

董事会，代表广大股东利益，对董事会及经理人进行监督，实现公司利益最大化。“二元制”公司治理模式通常是在设立董事会的同时，建立监事会，地位平行于董事会，职能异于董事会，主要负责对董事会进行监督。

我国是经济转轨国家，公司治理更是面临着更多的问题和挑战。第一，股权性质单一。我国上市公司大多是国有控股企业，第一大股东很多都是国家股东。而我国国有资产属于人民，国有股的所属权模糊，没有直接的利益获得者，因此，国家作为所有者缺乏对上市公司的有效监管。第二，股权不清晰，内部人控制问题十分严重。我国大部分上市公司所有权属于国家，通常由国家指派管理人员担任公司董事长或总经理，但是他们仅仅是公司雇员，不是公司的所有者，工作积极性十分有限，并且缺乏有效的利益监督机制，会出现侵占公司利益的动机和行为。第三，董事会中缺乏足够的监督制约机制。我国上市公司缺乏对董事会的监督机制，董事长通常是由国家委派，董事会成员大多是股东董事和董事长委派的内部董事，经理人也由国家指定或者由董事长指定，所有的权力机构几乎都是“内部人”，而且相互之间的关系链十分复杂。尽管同时设立了监事会，但是监事会的职责权力很有限，没有罢免董事的权力，缺乏足够的制约董事行为的手段和权力，并且监事会成员大多都是股东或者职工代表，他们代表的利益集团有限。在实际工作中，监事会的监督权通常流于形式，因此，独立董事的引入十分必要。

三、独立董事制度的引入

独立董事最早产生于美国，在发展中国家得到借鉴和发展是在20世纪90年代。70年代的“水门事件”以后，美国证监会正式通过法规规定上市公司必须设立由独立董事组成的审计委员会，独立董事的职能得到了进一步的肯定。同一时期，美国纽约证券交易所、全美证券商协会和美国证券交易所也纷纷通过制定法规，要求上市公司的董事会成员多数为独立董事。在此背景下，独立董事制度得到了进一步的发展。

独立董事的职能是代表中小股东和利益相关者的权利，对董事会和经理人的经营行为进行监督，他们的监督权力的实现来源于身份的独立性。各国对独立董事独立性的规定主要集中于三个方面，第一，独立于经营者。与公司或其关系企业的经营管理人员无血缘关系、姻亲或收养关系者等，最近没有与最高经营者签订相关合同、有利益往来。第二，独立于大股东。在英国和美国的规定中较少强调独立董事独立于大股东，因为股权较为分散。而在澳大利亚和东