

立信财经丛书

# 我国独立董事制度研究

邵少敏 著



246

47

立信会计出版社

Study on the Outside Director Institution of China

· 立信财经丛书 ·

# 我国独立董事制度研究



邵少敏 著

立信会计出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

我国独立董事制度研究/邵少敏著. —上海:立信会计出版社, 2005. 6

ISBN 7-5429-1475-8

I. 我... II. 邵... 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(2005)第 066576 号

---

出版发行 立信会计出版社  
经 销 各地新华书店  
电 话 (021)64695050×215  
(021)64391885(传真)  
(021)64388409  
地 址 上海市中山西路 2230 号  
邮 编 200235  
网 址 [www.lixinaph.com](http://www.lixinaph.com)  
E-mail [lxaph@sh163.net](mailto:lxaph@sh163.net)  
E-mail [lxzbs@sh163.net](mailto:lxzbs@sh163.net)(总编室)...

---

印 刷 上海申松立信印刷厂  
开 本 890×1240 毫米 1/32  
印 张 8  
插 页 5  
字 数 126 千字  
版 次 2005 年 6 月第 1 版  
印 次 2005 年 6 月第 1 次  
印 数 1 500  
书 号 ISBN 7-5429-1475-8/F·1330  
定 价 20.00 元

---

如有印订差错 请与本社联系



邵少敏博士近影（作者简介见次页）

## 作者简介

邵少敏，男，1964年7月出生，浙江温州人，中共党员。理学学士（计算数学与应用软件专业）、经济学硕士（企业管理专业）、经济学博士（经济学专业），高级会计师、注册会计师，中国证券业协会证券业财务会计工作专业委员会执行委员，杭州市仲裁委员会仲裁员。

1988年7月参加工作，先后在浙江省政府经济研究中心、浙江省体改委、地方政府和证券监管部门工作。历任浙江省德清县副县长，浙江省体改委证券处、浙江省证券委办公室副处长，浙江省证管办发行上市部副主任，中国证监会杭州特派办上市公司监管处处长、稽查处处长，金信证券有限责任公司党委书记、副董事长。现任金信证券有限责任公司董事、常务副总裁。

曾在《世界经济》等各类学术期刊上发表论文数十篇。在股份制改造、投资管理、财务管理和资本市场运作等方面积累了较丰富的理论和实践经验。在法人治理结构等方面具有自己的见解。

## 序 言

独立董事制度之所以受到国内学术界的关注，其原因：一方面是我国上市公司经常出现内部人侵害小股东利益的事件，凸现监事会制度无法有效地监督和制约内部人，我国上市公司内部治理机制欠完善，社会各界对改善上市公司治理机制和保护投资者利益的愿望迫切；另一方面是证监会在 2001 年正式要求在我国上市公司中建立独立董事制度，正如本书作者所言，证监会的这个决定是“尚未确诊，即以下药”，独立董事制度是否能够有效地适用于我国企业，其在公司治理结构中能够发挥什么样的作用，理论界还存在诸多争议。

独立董事制度引入国内的时间还很短，国内就该问题所做的研究还显得比较肤浅，很多研究只是引进国外的概念和结论，有些研究只做了理论的泛泛探讨，无法得出有说服力的结论。邵少敏博士的《我国独立董事制度研究》结合国内的实际情况，对此问题做出了较为系统的理论分析，更为重要的是作者就我国独立董事制度做出了详尽的实证分析。从国内目前的研究来看，类似的研究还不多见，作者

在国内独立董事研究方面走在了前列。

作者对国内外独立董事的研究成果和最新研究动态有一个比较全面的把握,这从作者的文献综述中可见一斑,这使得作者的研究有一个很好的起点。作者在国内外独立董事研究的基础上,结合我国的实际情况,对我国推行独立董事制度可能存在的失效性做了法与经济学的理论分析,并构建了博弈模型,探讨了内部人影响独立董事独立性的因素,分析了独立董事偏离独立性和公正性的边界条件。

作者的研究表明,我国推行独立董事制度的过程不是一个帕累托改进,既得利益受到损害的管理层和大股东将阻碍独立董事制度迅速达到一个均衡,从而影响独立董事制度改善公司治理的效果。内部人可以通过贿赂和威胁的手段使得独立董事偏离股东的利益,法律体系和声誉市场对机会主义行为的独立董事的惩罚是防止出现这个结果的重要手段,但是在法律体系和声誉市场不完善的情况下,过于严厉的惩罚反而不利于独立董事制度的培育和完善。作者的这些研究结果具有较强的理论和现实意义,对于我国监管层而言也是一个很好的借鉴。

作者从两个方面对独立董事问题做了实证分析。这两个方面是:(1)独立董事和董事会结构、股权结构之间的关系;(2)独立董事和投资者利益保

护之间的关系。作者的实证研究表明,独立董事能减少内部人控制问题,有助于公司治理结构的改善,能够较好地抵制管理层对投资者利益的侵害,但是对控股股东是无能为力的,控股股东持有过高的股权比例是制约独立董事发挥作用的重要因素。独立董事对公司整体情况、法律和法规、财务熟悉程度越高,对投资者利益的保护程度也越高。独立董事的履职制度、履职素质、激励等因素是影响独立董事保护投资者利益的重要因素。但是制度保障的缺失降低了独立董事履职的效果,加强独立董事履职保障制度和其他相关的制度建设是必要的。独立董事制度和现行的监事会制度会产生冲突,冲突的结果导致独立董事对投资者利益保护的效果变差了,完全照搬英、美国家的独立董事制度并不是我国改善公司治理结构的最佳路径。

上述研究结论,对于我国监管层而言同样也具有很好的借鉴意义。值得一提的是,目前国内还没有学者就上述问题做出过如此详尽的实证研究,作者的研究对于认识我国独立董事制度推行的实际效果具有重要的意义。

通观全书,可以看出作者的研究是下了功夫,付出大量心血的,在独立董事这个研究领域,填补了国内研究的部分空白。诚然,本书的分析和结论还有待于今后实践的进一步检验,但是本书不愧是一本

高质量的学术著作,值得一读。

谨此为序。

樊 纲

2005年6月

## 摘 要

本文在分析了目前国内外独立董事研究现状的基础上,结合我国的实际情况,从理论和实证两个方面比较系统的对我国实施独立董事制度做了研究。在理论研究的内容中,笔者对我国推行独立董事制度可能存在的失效性做了法与经济学的理论分析;同时,笔者从博弈的角度进一步分析了内部人影响独立董事独立性的因素,分析了制约独立董事偏离独立性和公正性的因素,并导出相应的边界条件。在实证研究的内容中,笔者从两个方面对独立董事做了实证分析,这两个方面是:(1) 独立董事和董事会结构、股权结构之间的关系;(2) 独立董事和投资者利益保护之间的关系,并分析了独立董事的履职制度、履职素质、激励等因素对保护投资者利益的影响。

笔者认为,在一元体系下相对有效的独立董事制度在二元体系下可能的失效,失效的潜在原因是与股权结构、政治、文化、法律等相关的,而要在短时间内改变这些因素显然是困难的。笔者从目前我国公司法的不完善性分析了独立董事制度失效的法与经济学原因。笔者认为,我国推行独立董事制度的

过程不是一个帕累托改进,在这个过程中,既存的管理层和大股东的既得利益受到损害,它们将阻碍独立董事制度推行迅速达到一个均衡,从而影响独立董事制度改善公司治理的效果和独立董事保护投资者利益的效果。

笔者认为,总经理(内部人)可以通过不同的方式影响独立董事的独立性,从而使得独立董事偏离股东的利益。总经理(内部人)对独立董事的贿赂就是其中的一种方式。法律体系和声誉市场对败德行为的独立董事惩罚的严厉程度是阻止贿赂行为的重要因素,但是在法律体系和声誉市场不完善的情况下,过于严厉的惩罚反而不利于独立董事制度的培育和完美。笔者认为,提高内部人贿赂独立董事的成本,同时建立和完善独立董事履职责任申诉和免责制度,是减少法律制度对独立董事错误惩罚造成的负面效果的一个手段。

笔者认为,只要总经理(内部人)对独立董事的解雇威胁是在可置信的情况下,独立董事基于谋求自身的利益最大化的考虑,将对内部人的行为做出妥协,从而使得内部人对股东的利益侵害得以实现。阻止这种情况发生的一个重要因素是法律体系和声誉市场的一个适度的惩罚,同时限制内部人掌握解雇权力大小是重要的,限制大股东持股比例引入更多的大股东也是重要的。

笔者的实证研究表明,上市公司的内部人有构筑内部人壁垒的意图,随着内部董事比例的增加,控股股东持股份额的增加,总经理兼任董事长都会导致独立董事比例降低的现象。笔者发现,随着总经理持股比例的增加,其更有动力利用独立董事掌握的社会资源和专家才能。笔者的研究表明,独立董事能减少内部人控制问题,有助于公司治理结构的改善,独立董事能够较好地抵制管理层对投资者利益的侵害,但是对控股股东往往是无能为力的,控股股东持有过高的股权比例是制约独立董事发挥作用的重要因素。笔者支持在公司治理结构中引入独立董事制度,同时要求对我国上市公司进行股权改革,在一定程度上也支持国有股减持的改革和上市公司股票全流通的改革。

笔者的研究表明,上市公司中独立董事的履职制度、履职素质、激励等因素是影响独立董事保护投资者利益的因素。但是制度保障的缺失降低了独立董事履职的效果,加强独立董事履职保障制度和其他相关的制度建设是必要的。笔者认为,成立正式和非正式独立董事自律组织,促进独立董事之间的沟通,为独立董事提供更多的信息来源和提高独立董事的履职水准都是必要的。笔者的研究表明,独立董事对公司整体情况、法律和法规、财务熟悉程度越高,对投资者利益的保护程度也越高。笔者的研

究表明,目前独立董事们所关注的声誉还没有很好地与投资者利益保护结合起来,建设一个高效的独立董事外部声誉市场是一个不可避免的制度建设过程。

笔者的研究表明,在我国二元体系的公司治理结构中,独立董事制度与监事会制度会产生冲突,冲突的结果导致独立董事对投资者利益保护的效果变差了,完全照搬英、美国家的独立董事制度并不是我国二元体系下改善公司治理结构的最佳路径。

最后,笔者根据理论和实证研究结果,就推行和完善独立董事制度给出了九个方面的政策建议。本文的政策建议对我国上市公司的监管部门就如何推行独立董事制度,如何完善独立董事制度具有一定的实践指导意义。

## Abstract

Base on the research of the outside director in and abroad and the practice of China, I conduct some discuss on the outside director institute in China, theoretic analysis and empirical test, in this dissertation. In the theory part, I first analyze the possibility of invalidation of outside director system from the aspects of law and economics; then, I bring forward a game model and made an advanced analysis of the inner factors that may have an impact on director independence, and then educe the corresponded boundary qualification. In the empirical test part, I study from the following two aspects; 1) the relationship among outside directors, board composition and the shareholding structure; 2) the relationship between the outside directors and the investor protection; the relationship between the investor protection and the factor that including institution of fulfilling, capacity and incentive of outside directors.

The analysis shows the outside director institu-

tion that works in unitary corporate governance system may not well operate in two-tier system, and the reason may have something to do with the shareholding structure, politics, culture and law. Which are difficult to be changed in a short time. From the deficiency of Corporate Act of China, I analyze the cause of the invalidation of outside directors from the aspects of law and economics. I do not think that promoting outside directors institution in China is a Pareto improvement because the process will do decrease to the vested interest of managers and principal shareholders, thus they will counteract the institution change process and retard it soon coming to institution equilibrium.

The analysis shows that CEO (the insider) can sway the independence of outside director to betray the shareholders' rights, especially small shareholder's right, in many ways, one of which is bribe. The stern punishment to the moral hazard behavior of outside directors from the law system and reputation market is an important way to prevent bribe. However, if the law system and reputation market is incomplete and not well operated, stern punishment may cause an adverse effect. It

suggests that to enhance the cost of bribe and to establish the appeal and exemption institution for outside directors is a way to decrease the adverse effect of punishment.

The analysis shows that if CEO is really able to threaten the outside director with dismissal, the outside director will compromise to the insider out based on own interest, and thus made it possible to expropriate the shareholders' interest, especially small shareholder's right. An important way to prevent it from happening is an appropriate punishment from the law system and the reputation market. To restrict the power of the inside on outside directors is as important as to restrict the shareholding proportion of a controlling shareholder or to introduce more block-holders.

The empirical test shows that the CEO has an intention to entrenchment in the listed companies. The proportion of outsider directors is decreasing as CEO holding the board chairman, the increase of executive director proportion and the shareholding proportion. The test shows that CEO has more motivation to advantage management knowledge and social capital of outside directors if he holds more

shares. The empirical test also shows that outsider directors can restrain the insiders controlling and protect investors against expropriation by insiders, especially by managers, and help to improve corporate governance, but they almost do nothing facing the controlling shareholder who can thwart the working of outsider directors. So reconstructing shareholding structure is absolutely necessary in order to enhance the effect by outside directors in the listed companies.

The empirical test shows that the institution of fulfilling duty, capacity of outside directors and incentive to outsider directors are important. However it is greatly decrease the effect of investor protection by outsider directors that the related institution of outsider directors system is not well constructed and well operated. How to establish related institution and ensure it well operated is absolutely essential and is a key for outsider directors fulfilling their responsibility and practicing investor protection. It suggests that establishing self-discipline association of outsider director to promote the communication and to provide more information is necessary. The empirical test shows that outside di-

rectors can better protect investor right if they more familiar with corporate circumstance, law & regulation and corporate finance. The empirical test also shows that the reputation market is not well operated and how to improve it is a challenge. The empirical test shows that there is conflict between outside directors and supervisory directors in the two-tier corporate governance structure of Chinese listed companies and the conflict decreased the effect of investor protection by outsider directors. It suggests that absolutely coping western outsider director system to Chinese corporate maybe not an appropriate way for protecting investor and improving corporate governance.

Finally, I put forward nine propositions to introduce and improve the institution of outside director based on the theoretic analysis and empirical test. I sincerely hope that the proposition may help to institution change of China corporate governance.