

# 独立董事制度的经济逻辑分析

孙曙伟

(厦门大学经济学院, 福建 厦门 361000)

**摘要** 对独立董事制度的构建背景、意义、发展途径的经济逻辑分析表明,该制度是在大股东缺失、对内部人的监控无法按照通常途径展开的条件下推行的一种制度替代,其根本作用在于在真正所有者缺失的状况下实现用手投票机制。在制度潜力发掘和市场规范发展彼此良性互动的作用机制下,独立董事制度将逐渐成熟壮大,最终形成对原有公司治理结构体系的冲击,并促使公司治理结构的不断优化和市场的不断成熟、规范。

**关键词** 独立董事制度; 变异矫正; 潜力发掘

中图分类号 F276.6 文献标识码 A 文章编号 1006-3544(2004)05-0023-03

我国建设有中国特色的社会主义市场经济的过程首先面临的一个课题是体制转轨:从原先中央指令导向型的计划经济体制转向利润、市场导向型的市场经济体制。在这个过程中必然涉及到许多制度的重建和新建。如果说国有企业改革是改革工程的“重中之重”的话,那么,实现上市公司治理结构市场导向化和合理化就是这个问题的一个核心。这是因为在股票市场成为国企改革“主战场”的形势下,上市公司治理结构如能得到合理、有效的调整,进而其经营业绩能得到比较大的改善,则国有企业通过上市实现市场化转变的道路才能被证明是合理有效的,其进程也才能顺畅。然而受既有制度路径依赖的影响,这一转变和调整必然是一个渐进的和相对长期的过程,其间必然会出现制度预期与具体实施的反差,从而衍生出一系列所谓具有“中国特色”的制度变体。本文将通过对独立董事制度这一具体制度安排进行经济逻辑分析来阐述这一观点。

## 一、我国独立董事制度构建的微观背景分析

就理论上讲,股东作为公司的所有者对公司的发展和经营具有终极的约束权,这体现为:股东参与股东大会,对公司的重要经营事项进行投票表决,从而决定公司的发展,约束经理人员的败德行为倾向,使自己的权益得到保障,并使公司经营方向朝增进股东权益的方向发展。如果说,用脚投票机制是中小投资者对公司经营者的主要约束机制的话,则用手投票机制更多为大投资者所使用,它通常能有效约束经理人员的败德行为。然而在我国上市公司,这一最重要的机制是缺失的,这构成我国上市公司治理结构的最严重的问题。

收稿日期 2004-08-24

作者简介 孙曙伟,女,山东莱阳人,厦门大学经济学院 2002 级博士研究生。

我国上市公司因历史性原因,不可流通的国有股(包括国有法人股)在整体股本结构中占据控股地位,而作为大股东的国家是一个行政管理机构,不可能自己行使用手投票权,这就造成公司实际所有者缺位的状况,国家只能通过委托代理人(机构)实现其所有权和投票权。而无论是哪一级的代理人,其在行使投票权的时候都将面临权利和义务不相对称的状况。在逐层代理的链条末端是上市公司的经理人员,他们面临最大的权益义务不对称状况<sup>①</sup>,因此有最大的激励去隐藏信息,这就导致公司的内部人控制程度严重<sup>②</sup>。当一家上市公司的“内部人”实际掌握公司的最终决策权时,一切外部股东的监督约束都将无效:对一个大股东而言,即便他能全部购入流通股,由于流通股占总股本比重小于 50% (我国则是普遍小于 35%) 他也不能取得对公司的最终决策权,进而对之进行重组和管理人员清算,因此,“用手投票”机制实际上是缺失了。

针对这一状况,证监会及有关决策部门推进了一个替代性制度安排的构建,以期能实现用手投票机制的实现,这就是独立董事制度。

2001 年 5 月,《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见(征求意见稿)》发布,本来已在上市公司间广泛试点的独立董事制度开始了正式制度安排化的第一步。

所谓独立董事制度,就是在董事会中设立独立的非执行董事或外部董事的一种董事会结构制度。独立董事是除了他们的董事身份和在董事会中的角色之外,在公司内既不担任其他职务并领取薪水,又没有其他实质性利益关系的一部分

<sup>①</sup>他们是国有产权的最终端代理人,代表国家决定公司的经营方向和发展途径,但作为代理人,他们并不相应承担与其决策权相对应的义务。

<sup>②</sup>关于我国上市公司内部人控制程度的技术性测算和实证研究参见何浚《上市公司治理结构的实证分析》,载《经济研究》,1998/5。

(而非全部)非执行董事或外部董事。一般来说,独立董事对公司治理结构在以下三方面发挥作用:(1)从股东(投资者)层面看,有利于制衡控股股东,监督经营者。一个整体上或很大程度上由管理层控制的董事会,不能很好履行受托人义务而维护股东利益,代理成本将很高。而独立董事有助于保持董事会的独立性,维护所有股东利益。董事会中的独立董事能为董事会提供知识性、客观性的判断,从全体股东利益出发监督、控制公司管理层。(2)从公司层面看,有利于公司的专业化运作。董事会中的独立董事能以其专业知识及独立的判断能力为公司发展提供建设性意见,协助管理层推进经营活动,从而有利于公司提高决策水平,改善公司声誉,提高公司价值。西方的实践证明,独立董事与较高的公司价值相关,拥有积极的独立董事公司比具有被动的非独立董事公司运行得更好。(3)从社会层面看,有利于企业法人治理结构的完善和上市公司质量的提高。独立董事制度使企业的内部人控制现象在源头上得到一定的控制,从而对投资者的信心和上市公司的价值产生重大而积极的影响。

我国之所以不遗余力地推行独立董事制度<sup>①</sup>,除了期望发挥这一制度本身的固有作用外,还有基于本国的特殊原因。如上所述,我国上市公司治理结构最大的缺陷在于实际所有者缺位、大股东用手投票机制缺失、内部人控制严重。这一缺陷在现有的制度框架下是很难得到纠正的。要真正使所有权明晰,则必须实现国有股的完全可自由流通,而鉴于目前国有股存量的巨大规模,要实现这一目标显然需要一个长期、合理的规划和渐进,其合适时机的选择、合理方式的最终取舍、社会效应的逐步消化以及由这一运作带来的各分利集团的资源重新分配等等的诸多因素,都需要十分慎重地加以权衡。在这样一种市场亟待规范,而市场规范化措施又难于一蹴而就的条件下,决策层的惟一选择显然就是寻找适当的制度替代方式,以期在推行规范化措施的条件成熟之前先对既有缺陷进行模拟性质的矫正。正是基于这一认识,我们更多地把独立董事制度视为在大股东缺失、对内部人的监控无法按照通常途径展开的条件下推行的一种制度替代,其根本作用在于在真正所有者缺失的状况下实现用手投票机制<sup>②</sup>。

## 二、制度变异矫正和制度潜力发掘:独立董事制度的发展途径设想

尽管就理论上讲,独立董事制度作为在现有产权状况下用手投票机制的替代性制度选择是一种“最适合”的制度安排,但就目前我国该制度的实施状况看这一作用发挥得并不尽如人意:相当一部分独立董事只是挂名,在公司的具体决策中并没有起到什么实质性的作用。一些上市公司聘请独立董事时多注重其名望和社会影响,以增加投资者对公司的信任为目的,而把是否作为企业运营和运作的实际需要放在次位,甚至出现了多家公司争聘一位专家学者担任公司独立董事的现象,使独立董事成了“名誉职务”。在现行的有关条例中并没有对选择独立董事的过程进行详尽规定,因此不能排除前几大股东或董事会与被任命的独立董事之间有某种连带关系的状况。而正是因为这层关系的原因,使得独立董事在工作中不能完全站在公正、客观的角度,这样便违背了独立董事设立的初衷,一旦投资者的利益与股东利益相抵

触,独立董事将显得无所适从。此外,虽然《指导意见》规定了担任独立董事应符合的基本条件及必须具有的独立性,但具体选择什么样的人担任独立董事却不明确,在实际操作中还有比较大的难度。正是由于以上种种原因,独立董事至今仍未担负起强化公司治理结构,用手投票规范内部人行为的职责。换言之,独立董事制度的实施状况与事前的制度预期存在比较大的距离,形成了“制度变异”。

那么是否就能因此否定独立董事制度的意义呢?我们认为对这一制度的具体评价仍应根植于渐进式的体制转轨和制度变迁框架内,更多着眼于长期的制度演进过程,而不能只看其目前的实施状况。如上述阐述的,在渐进转轨模式下,任何新制度在创生之初因制度变迁固有的路径依赖特性影响,总免不了受到旧体制和旧制度的深刻影响。任何一种新的制度增量都必然带上存量特质的鲜明烙印,从而使增量制度出现之初总是表现为与存量“貌离神合”、藕断丝连的特性。新制度与旧制度的一个根本区别在于它具有广阔的制度潜力。随着客观环境的变化,蕴涵在新制度中的潜力将逐渐被开掘出来,从而使其实现形式不断“与时俱进”,制度变异及由此引致的缺陷不断得到矫正,实施效果也日益趋近于原先的制度预期。正是新制度所具有的这种通过制度变异的不断矫正来实现与客观市场环境或经济环境保持持续良性互动的巨大潜力决定了它必然逐渐对旧制度形成挑战,并最终促使旧制度也发生适应性变迁,从而带动整体经济体制的演进。对独立董事制度的认识也应持此种演进、发展的立场。我国上市公司的既有股权结构状况决定了所有者缺位—内部人控制的公司治理结构状况,这本身就是一种与整体制度体系紧密结合在一起的制度安排,是国有企业制度结构的一个逻辑必然。在目前的客观条件下,国有企业制度结构未受到比较大的撼动,因此仍具有十分强大的路径依赖力量。作为与原有制度结构没有任何关系的独立董事制度只能先以既有公司治理结构附庸的形式存在,才能保证自己在强大的旧有制度结构中获得立足之地,而不能期望该制度马上能对旧有体制形成比较大的变革挑战。换言之,这一制度创新远未真正完成,而只是营造了一个空壳,要完成真正的制度创新,还需不断往空壳里填充具体内容,这就是我们上面提出的“制度潜力发掘”的过程。这样的制度创新方式和体制变迁机制是由渐进转轨模式的基本逻辑决定的,也是由我国公司治理结构的现状所决定的。

一旦制度变异的矫正和制度潜力的发掘达到一定程度,新制度表现出不同于旧制度,与之形成鲜明对比的自己的特质时,该制度的创新过程就初步完成了。随着该制度的作用不断增强及其特点的日渐凸显,其对市场的作用也将日益加强,市场的规范化和成熟化发展也就得以展开。因为如我们

<sup>①</sup> 2001年8月,证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》正式出台,明确规定“上市公司应当建立独立董事制度”,并规定“各上市公司到2002年6月公司董事会中至少要有2名以上的独立董事,到2003年6月,应有3名或1/3以上独立董事”。

<sup>②</sup> 一个也许是巧合的现象十分耐人寻味:2001年8月,证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》正式出台,这时正是《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》的实施对股市造成巨大震荡,并且种种迹象表明这一震荡远不是短暂波动的时候。



上文描述的,在一个宏观相结合的框架下,市场的成熟和发展与上市公司治理结构的优化事实上是一个问题的两个侧面。一旦独立董事制度在制度演进过程中不断克服初问世时的制度变异和缺陷,实现自身潜力的发掘,从而对公司治理结构的优化起到持续的推进作用,则这一作用将通过市场的传导机制和优胜劣汰机制得到加强,并逐渐为更广泛的市场主体(包括上市公司自己,也包括中小投资者与市场中介)所认同,这本身就是推进市场成熟规范的一个过程。而一般市场主体对该制度作用的认同反过来又会促进该制度在公司治理结构中地位的进一步提升,并推动制度潜力的进一步发掘和规范化改造的持续进行<sup>①</sup>。在制度潜力发掘—市场规范发展彼此良性互动的作用机制下,独立董事制度将逐渐成熟壮大,最终形成对原有公司治理结构体系的冲击,促使原有的制度结构进行相应的存量改造以应对日益严峻的挑战,这样,通过制度的增量渐进,将推动制度存量的改造,从而使整体制度结构变迁克服强大的路径依赖,最终实现体制的顺利转轨。

如上文所述,要使独立董事制度完成“破蛹而出的质变性制度飞跃”,成为真正意义上能够对既有公司治理结构形成较大冲击的制度创新,首先必须不断实现制度变异的矫正和制度潜力的发掘。这主要应从以下两个方面着手:

1. 对目前独立董事制度实施过程中遇到的具体问题,不断完善与之相适应和相配套的有关法律和规范,从而使该制度在法规描述方面趋于完善规范。如上所述,目前我国独立董事制度实施效果之所以不尽如人意,一个比较重要的原因是缺乏完整、详尽的法规和章程对这一制度的具体执行进行说明和规定。鉴于此,立法、立规工作显然应得到首要的加强。具体而言,笔者认为:(1)应结合《公司法》的修改,将独立董事的作用、责任、义务、任职资格、选聘程序及其同监事会的关系补充到《公司法》中,给予独立董事相应的法律地位,作为独立董事制度的法律根据。(2)细化和完善《指导意见》。明确独立董事应承担的责任,明确给予独立董事的权利,选择适当的评价其业绩的标准,并制定合理、有效的报酬机制以期对其进行有效激励。(3)在成立独立董事协会的基础上,由业内人士和自律组织制定相关的《独立董事执业准则》和《行为规范》,实现独立董事的业内自律管理,并通过这种途径渐次建立起独立董事声誉市场,促进业内默示制约机制的形成。(4)对《证券法》、《上市公司治理准则》及证券交易所章程、规则等法律、法规及部门规章制度中涉及到独立董事的内容进行新增、协调或修改,做到口径统一、相互配套。

2. 参照西方独立董事制度的运行经验和国际惯例,建立有效的独立董事运行机制,从而使该制度在实际运作中逐步成熟规范,以此作用于股票市场的规范化进程,并逐渐形成对原来公司治理结构的冲击。具体而言应做到:(1)培育独立董事市场。继续举办独立董事培训班,建立独立董事人才库,为独立董事培养后备人才。并实行开放式的独立董事资格认证制度和独立董事与上市公司双向选择制度,鼓励有序竞争。建立独立董事档案和独立董事业绩公示制度,为社会公众和中介机构评价独立董事的业绩提供条件,促进个人信誉及社会评价体系的形成,培育竞争有序的独立董事市场。(2)建立透明的工作绩效评价制度。建立独立董事公示制度

和工作绩效评价制度。在上市公司的网站上开辟独立董事信息园地,结合上市公司的信息披露制度,向全体股东及社会公众公开有关独立董事的个人信息和工作情况及绩效。将独立董事的工作绩效真正置于市场的环境之中和社会的监督之下。(3)规范独立董事选聘机制。明确由股东大会选举独立董事的原则。增强独立董事的独立性,避免倾向性,使之真正代表全部股东的利益。(4)建立独立董事的激励机制。在保证独立董事独立性的同时,还应采取有效的手段充分调动起独立董事的决策参与积极性。具体而言,笔者认为可采取对独立董事的报酬实行薪金与期权相结合的办法,对独立董事的具体激励还应与对其业绩的评价相结合。通过前者,将独立董事的利益和公司的长远利益有机结合在一起,从而给予其足够的利益激励去积极参与公司决策;通过后者,将独立董事置于“名誉”市场的规范约束之下,使其有足够的压力去积极履行自己的董事职责。

#### 参考文献:

- [1] (美)R. 科斯等. 财产权利与制度变迁[M]. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1996.
- [2] (日)青木昌彦,奥野正宽. 经济体制的比较制度分析[M]. 北京:中国发展出版社,1999.
- [3] (英)M. 卢瑟福. 经济学中的制度[M]. 北京:中国社会科学出版社,1999.
- [4] 樊纲. 渐进改革的政治经济学分析[M]. 上海:上海远东出版社,1997.
- [5] 方晓霞. 中国金融融资:制度变迁与行为分析[M]. 北京:北京大学出版社,1999.
- [6] 何浚. 上市公司治理结构的实证分析[J]. 经济研究,1998,(6).
- [7] 何玉长. 国有公司产权结构与治理结构[M]. 上海:上海财经大学出版社,1997.
- [8] 林毅夫,蔡P,李周. 论中国经济改革的渐进式道路[J]. 经济研究,1993,(6).
- [9] 盛洪. 中国的过渡经济学[M]. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1996.
- [10] 吴敬琏. 渐进与激进——中国改革道路的选择[M]. 北京:经济科学出版社,1996.
- [11] 郑学军. 中国股票市场的结构与变迁[M]. 北京:人民出版社,2001.
- [12] 张亦春,许文彬. 信息替换、风险替换和制度[J]. 福建论坛,2002,(6).
- [13] 许文彬. 信息替换、制度变迁与金融风险[J]. 财经问题研究,2000,(6).

(责任编辑:郝彦平,校对:龙会芳)

<sup>①</sup>在一个理想的市场传导机制作用下,显然,只有更多发掘出制度潜力,也即实行更规范、更成熟、更现代化的独立董事制度的公司才能获得投资者和投资中介的更多青睐,而就绩效而言,也只有通过对独立董事制度的不断规范化改造,才能实现治理结构的继续优化,才能最终促进生产效率和经营效率的继续提高,进而才能在日益规范化的市场竞争中继续保持优势。当然,现实中的市场机制不会与理想中的完全吻合,有时甚至会产生一定的背离,但从一个比较长期的角度看,显然上述促动关系还是基本成立的。