

摇摇独立董事制度是在英美法系国家“一元董事会”的公司治理结构基础上形成并发展起来的。“一元董事会”的特点是董事会集决策权与监督权于一身。在 20 世纪 50 年代,西方公司高层管理人员的权力不断扩大,并在很大程度上控制了董事会,使得董事会的监督职能弱化,出现了普遍的“内部人控制”现象。为此,英美法系国家在 20 世纪六七十年代之后,对“一元董事会”模式进行了改良性制度创新,在不改变“一元制”模式的前提下,通过引入外部独立董事来强化董事会的监督权。经过数十年的发展,独立董事在董事会中的地位日益加强,据 2005 年调查,董事会中的独立董事比例,美国为 28%,英国为 20%。《财富》杂志 500 强企业董事会成员平均 1 人,其中独立董事平均 0.8 人;标准普尔 500 指数的 500 家公司中,独立董事比例为 28%。

中国从 20 世纪 80 年代后期开始,实施股份改造和现代企业制度建设。当时的公司制度采用的是大陆法系“二元制”的公司治理结构,即在董事会之外另设与董事会平行的监事会,负责对董事会和公司高层管理人员的监督。从十几年的实践来看,中国“二元制”下的监事会监督效果,与制度设计者的初衷相去甚远,因而学术界近几年关于引入独立董事制度的呼声日渐高涨。这种呼声最终在 2001 年 8 月 15 日中国证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中得到体现。《指导意见》要求“上市公司董事会成员中应有 1/3 以上为独立董

事”。将英美法系公司治理中的独立董事制度引入大陆法系的公司治理中,实际上这可看作是一种制度嫁接。这种制度嫁接可能会产生三种不同的效果:最优效果,制度嫁接成功。中国的公司治理实现改良性制度创新。新的董事会结构中,独立董事与监事会各司其职,互为补充,实现对公司高管人员的有效监督;同时对公司决策的有效性产生积极影响。这种效果无疑是制度设计者的最优目标。次优效果,制度嫁接比较成功。公司治理成功地实现制度转轨。监事会的职能逐渐萎缩,独立董事逐步取代监事会的职能,并在实践中逐步强化独立董事的监督职能。中国的公司治理实际上成为一元董事会结构,虽然无法避免其固有缺点,但相对于无效的二元结构,仍不失为一种次优结果。非优结果,制度嫁接失败。独立董事虽然大量进入董事会,但同监事在职能上会有冲突,造成监督权的混乱;或者,独立董事无法有效行权,“内部人控制”得不到缓解;甚至由于独立董事对企业营运管理的生疏,造成董事会决策资源损失,决策科学性下降。这无疑是制度设计者最不希望看到的结果。

独立董事制度的研究是一个重要的课题,国内外许多学者对此做了大量的理论研究和实证研究,而且许多研究是非常有价值的。笔者的选题正是在前人大量有参考价值研究工作的基础上进行的。该课题研究主要出于以下几个目的:

对国内外关于独立董事制度的研究进行综述,从而了解国内外研究已经取得的成果和有待深入研究的问题。

构建独立董事制度研究的理论基础体系,从而为独立董事制度的研究和设计、独立董事制度的实践探寻理论渊源。

对国(境)外两种不同法律体系条件下(“一元法系”和“大陆法系”即“二元法系”)独立董事制度的典型进行分析,并对中国和国外独立董事制度进行比较,从而探寻独立董事制度的一般性和特殊性规律,为中国独立董事制度的建立和完善提供一定的参考和借鉴。

源对独立董事制度用博弈分析方法进行分析,构建博弈模型,这在分析的视角上有一定的新意和深度,从而使独立董事制度的分析比较深入,进而有助于加深对独立董事制度的理解。

缘对中国上市公司独立董事制度与企业业绩的相关性进行实证分析,从 圆园园年和 圆园园年上市公司中选出一定数量的样本,用计量经济学的分析方法和数量经济的计算机分析软件(猿)进行分析,探寻中国独立董事制度的效果及其程度,找出中国独立董事的基本态势。

远对中国独立董事制度存在的问题进行分析,探讨中国独立董事制度的目标模式,提出完善中国独立董事制度的对策建议。

基于以上之考虑,本课题主要内容有八章,可以分为三大部分:(员)独立董事制度的一般分析(包括第一、二章);(圆)独立董事制度的理论分析(包括第三、六章);(猿)独立董事制度的实践分析(包括第四、五、七、八章)。各章的主要内容和主要观点概要如下:

导论

主要介绍选题的理论和实践意义、研究要达到的主要目的、研究方法和基本思路。笔者采用的主要研究方法:(员)比较研究法。本文大量运用比较研究的方法,对中国和其他国家的独立董事制度进行全面的分析比较。(圆)数量经济研究法。本文对中国独立董事制度进行的实证研究,采用数量经济的研究方法,从而使研究的结果更具有说服力。(猿)博弈论分析法。本文在分析论证独立董事与 猿(猿)的缩写,即首席执行官)、利益相关者等关系时采用博弈模型的分析方法,通过博弈模型的分析,使问题的分析比较深入。

第一章独立董事制度概述

首先,分析了独立董事的涵义:独立董事(猿)是外部董事(猿)、非执行董事(猿)

员(陈国辉等,2004),但并不是所有的外部董事、非执行董事都是独立董事。大致归结起来,独立董事就是具有完全独立意志、代表公司全体股东和公司整体利益的公司董事会成员。独立董事的独立性表现在三个方面:一是独立于大股东,二是独立于经营者,三是独立于公司的利益相关者。其次,分析了独立董事的独立性界定的三种方法:概括式、列举式、概括式和列举式相结合。再次,分析了独立董事制度的目的和作用、独立董事制度产生的原因和发展趋势。独立董事的作用主要体现在对董事会和公司高层管理人员的监督、利益相关者(特别是中小股东)利益的维护,提高公司业绩。

第二章 国内外关于独立董事制度研究综述

1. 国外关于独立董事制度的研究。

(1) 独立董事的选择机制。从理论上讲,独立董事制度作为改进公司治理结构的重要举措,其职责是积极维护股东的利益,在重要问题的决策上发表独立意见,在选派经理、制定报酬、评价业绩方面发挥应有的作用。但在实践中,独立董事通常是先由企业原来的董事会成立专门委员会提名,然后由股东大会选举产生。在这种情况下,企业内部的经理层常常会介入独立董事的提名,而且企业的董事会经常是“独立董事提名委员会”的主要成员,或者类似于董事会的企业经理能够控制独立董事的提名程序。经过这种程序选拔出来的独立董事对企业的作用有多大是可想而知的。

(2) 关于独立董事的角色研究。关于独立董事能担当什么角色,目前流行的观点主要有以下三种:一是监督角色〔法马(1998)和吉森(1998)〕;二是战略角色〔柏里克里(1998)和吉姆斯(1998)〕;三是政治角色〔安尤普(1998)和克诺柏(1998)〕。

(3) 独立董事比例大小的影响因素。法律因素(如有些国家的公司法规定了独立董事的最低比例);企业盈利能力和成

长性因素、经营环境因素、行业因素等。

(源)独立董事制度与企业业绩的相关性。正相关〔白森尔(月)和巴特尔(月)〕;无相关〔赫马林(月)和韦贝克(月)〕,负相关〔诺纳尔德(月)〕。

(缘)独立董事的激励和约束机制。在国外研究成果中,目前用于激励和约束独立董事主要有三种方式:法律保证、声誉保证、经济激励。

(远)独立董事与企业业绩的关系。米歇尔·韦贝克(月)的研究表明,在一个经营不佳的企业里,如果独立董事在董事会中的比例超过 $\frac{1}{3}$ 以上,那么该企业可能更换的概率要远远大于那些独立董事比例较低的企业。但肯尼思(月)和克雷顿(月)的研究却得出了截然相反的结论:在独立董事占绝大多数的企业,当企业的业绩被更换以后,企业的经营业绩反而比那些拥有独立董事比例较少的企业下降了。

(苑)独立董事和管理层的报酬水平问题。在国外,企业通常都会成立以独立董事为主要成员的报酬制定委员会,由他们来决定企业高级管理人员的报酬。尽管卡思林(月)、约纳森(月)、阿兰(月)和达尔顿(月)等人的研究结果表明,企业报酬制定委员会中独立董事比例的高低和独立董事报酬水平没有什么相关关系;但是,目前国外大量研究都证明,企业独立董事在董事会中所占的比例越高,有关企业业绩和高层管理人员的报酬也就被制定得越高。另外,柯尔(月)、赫思奥森(月)和拉卡尔(月)的研究结果也说明,当企业董事会的成员以独立董事为主时,该企业业绩报酬水平和企业未来业绩呈负相关关系。

(愿)独立董事与企业购并。克尼(月)、克拉考(月)和米安(月)等人的研究表明:当一个以内部董事为主

的企业被收购后,董事会的独立董事比例就会增加,而当一个以独立董事为主的企业被收购后,董事会中内部董事的比例就会增加。

(怨)不同制度环境下独立董事对公司的作用和影响。不同的制度环境,不同的文化背景,影响着股份公司的制度变迁过程;同时由于制度变迁过程中存在的路径依赖,使得一些东亚国家公司的股权结构和西方国家公司的股权结构存在着差异。一些学者研究了部分东亚国家(地区)股份公司中的独立董事,包括新加坡、马来西亚、中国香港地区等。这些学者的研究是相当有意义的,它使我们能够从更广泛的意义上,更深入地理解独立董事在公司治理结构中的作用和影响。

圆国内关于独立董事制度的研究。

(员)关于独立董事制度的引入。①关于是否应在中国公司中引入独立董事,理论界有两种截然相反的观点:一种观点认为,十分有必要在中国上市公司董事会中引入独立董事(如孔翔);另一观点强调,在中国上市公司中建立独立董事制度并无必要(如喻猛国)。②应引入什么样的独立董事制度,则是理论界讨论的焦点。有人认为,应依据中国的国情,建立有中国特色的独立董事制度;有人主张,在建立独立董事制度的同时,中国更应该引入独立监事制度,从而使独立董事与独立监事相互配合,对公司治理结构的改进起到有益的促进作用。③主张在中国上市公司中引入独立董事制度的专家和学者们认为,独立董事的兴起,其作用的强化,是现代公司制度发展的必然趋势。他们主要从以下四个方面阐述了引入独立董事的必要性:第一种观点认为,加强董事会作用,完善董事会功能,是引入独立董事的内部原因;第二种观点认为,为了弥补现有公司治理结构不足,进一步完善现代公司治理结构,才需要引入独立董事制度;第三种观点则立足于公司决策层面,由于知识经济的发展,产生社会信息化和经济全球化的趋势,因而产生了引入独立董事的

需求,第四种观点结合中国国情进行了分析,认为在中国经济改革过程中所形成的特殊股权结构,是引入独立董事的特定原因。

(圆)独立董事的作用。独立董事可以在上市公司中发挥以下四种主要作用:公正作用、客观作用、专家作用、制衡作用。

(猿)独立董事的选择。①独立董事的聘用标准:一种意见,从微观的角度进行了阐述。孔翔指出,一般而言,大多数公司都要求独立董事必须具有企业管理与商业运作的背景,最好还有董事会工作的经验。理想的独立董事人选,年龄应在猿缘~缘岁之间,对股份公司现金流量与每股收益的重要性有深刻理解,有勇气直抒己见,能够简洁地表达自己的意见和建议。另一种意见,则从设立独立董事的整体框架出发,强调要发挥独立董事应有的作用,独立董事就必须具备四个方面的要素,即有权、有钱、有闲、有缘(韩志国)。还有一种意见,对独立董事的选聘提出了七个具体衡量的标准(徐志毅)。②独立董事的产生方式:独立董事制度是作为监督、评估和制约管理层,从而有效保护中小投资者合法权益的措施而引入的,因而,独立董事的产生方式与执行董事的产生方式有所不同。目前对这一问题主要存在以下两种看法。一种看法,主要是通过直接方式来挑选独立董事,一是股东大会选举产生,二是由股东大会和董事会指定符合独立董事聘任最低限度条件的某一董事为独立董事,三是设立一个独立董事任命和提拔委员会。另一种看法,则是采用间接的方式产生独立董事。童道弛认为,可以通过建立独立董事人才库,由人才举荐机构发挥中介作用,依赖市场力量产生独立董事,同时由派出机构对独立董事的独立性做出明确规定,较为有效地保证独立董事最大限度地行使其职权。童道弛还提出也可实行独立董事交叉聘用,将大公司有能力的高级内部董事交叉互聘为独立董事。

(源)独立董事的职能与权力。独立董事应是积极行权董事。对于其职能的界定与权力的赋予,存在着以下几种建议(韩

志国提出,独立董事必须具有监督权、审核权、否决权。何孝星认为,独立董事的职能范围应以对董事会所有重大决策的公正性与科学性监督为主。刘俊海建议,独立董事的主要权限应当限定在《公司法》载明的董事会职权中的关键部分,如向董事会提议聘用或解聘会计师事务所,向董事会提请召开临时的股东大会和董事会,聘请独立财务顾问,由其对董事会提交股东大会讨论的事项出具独立的财务顾问报告。

(缘)独立董事的激励机制。独立董事也是现实的“经济人”,因而要充分发挥其作用,也不能回避相关的激励问题。但对于是否应该给予独立董事经济上的激励,则存在着比较对立的两种意见:一种意见指出,独立的董事难有独立的激励约束机制,在经济利益与独立性之间,独立董事面临着两难选择;另一种意见则指出,必须给予独立董事足够的激励,才能使独立董事充分发挥作用。在应以何种形式给予独立董事必要的经济激励这一问题上,又存在着三种不同的观点:一种观点认为,由于独立董事认真履行其职责需要花费大量的时间和精力,因此付给其相应的报酬是理所应当的,但不能采用股票和股票期权的形式;另一种观点指出,收入激励和股权激励是公司激励独立董事的两大工具,二者不能偏废;第三种观点引入市场中介机构作为对独立董事进行经济激励的实施主体,所有进入上市公司的独立董事的津贴不直接从上市公司领取,改由协会向上市公司收取管理费,其中一部分发放给任职独立董事。

(远)独立董事在董事会中的比例。目前理论界的讨论结果,倾向于大幅度提高独立董事在董事会中的比例,但对于独立董事究竟在董事会中具体达到多大比例才比较适宜,还存在着不尽相同的看法。大多数学者认为独立董事应占绝对多数,即由现在的 1/3 提高到 2/3。

(苑)独立董事与监事会的关系。中国目前采用的是“二元制”公司机关架构,即在公司设立专门的监督机构监事会来履

行监督职能。在这种情况下,又引入在“一元制”模式下的独立董事,就产生了如何合理协调和定位二者关系的问题。一种意见,认为目前在中国公司治理结构中,监事会与独立董事制度并存,两者的职能、责任存在着交叉覆盖,形成双头监管,结果只能是浪费资源或者互相推诿;另一种意见,主张在中国上市公司治理结构中引入独立董事制度,理由是独立董事制度和监事会制度在监控功能的发挥上各有优劣,前者具有事前监督、内部监督与决策过程监督密切结合的特点,后者具有经常性监督、事后监督、外部性监督的特点,二者在监控功能上恰好具有互补性。

(愿)独立董事向谁负责。一种看法,认为独立董事除向股东大会负责外,还应对证券监管机构负责(如中国证监会派出的地方机构),实行定期不定期的信息反馈和接受质询的制度;另一种看法,则从现代公司法的公司社会责任理论出发,指出独立董事不仅应当对上市公司及全体股东负责,也应考虑到其他利害关系人的利益,这才是独立董事对公司利益负责的全面的含义。

(怨)独立董事的保障问题。独立董事在上市公司治理中享有监督、制约管理层的巨大权力,相应地,在履行其职责时也面临着较大的风险,包括由上市公司的重大经济损失以及因股东、债权人、员工可能产生诉讼所带来的连带经济责任。因此,为了使独立董事能够积极发挥效用,必须建立相应的保障制度,而购买“独立董事责任险”则是目前通行的办法。但对于应由谁出资来为独立董事购买保险,人们则存在着不同的看法。一种观点认为,为独立董事购买职业责任险是上市公司的责任;另一种观点则指出,不应由上市公司或由他人来为独立董事责任险买单,而应由独立董事自己买单。

第三章 独立董事制度的理论基础

本章提出了独立董事制度的四大理论基础:

1. 公司治理理论。对公司治理的内涵、公司治理的主体和

客体,以及公司治理的基本模式进行了分析。独立董事制度是公司治理的重要组成部分,独立董事制度的构建应当基于公司治理理论的框架。特别是在不同公司治理的模式下,应当有不同的独立董事制度与其结合。

委托代理理论。独立董事在本质上也是一种委托代理关系,因此,委托代理理论是分析研究独立董事制度的重要理论渊源。本节对委托代理关系的内涵、委托代理理论的假设条件、主要观点、研究近况进行了分析。

激励约束理论。独立董事制度的绩效,在很大程度上取决于对独立董事的激励和约束机制的设计。本节把激励约束理论分为两大类,即内容型激励理论和过程型激励理论,并对其主要内容作了比较分析。提出了解决激励问题的主要方法:建立动态的激励约束机制,健全有效的外部监督机制。

相关利益者理论。建立独立董事制度的目的,就是要其为相关利益者服务,因此,利益相关者理论是独立董事制度的理论基础。本节对相关利益者进行了界定:凡是能影响企业活动或被企业活动所影响的人或团体都是利益相关者。股东、债权人、雇员、供应商、消费者、政府部门、相关的社会组织和社会团体、周边的社会成员等等,全都纳入此范畴。分析了相关利益者在公司治理中的作用,提出了利益相关者共同治理的模式。

第四章 若干国家和地区独立董事制度的实践

首先,本章选择了两种不同法律体系国家的独立董事制度进行分析,一是“一元法系”的美国和英国,一是“二元法系”的日本;其次,对与中国具有相似性、独立董事制度也是刚刚引进不久的韩国的独立董事制度进行了简介;再次,对“一国两制”背景下的中国香港特别行政区的独立董事制度也进行了简介。从本章的分析中可以看出:在公司治理结构中引入独立董事制度,已成为改善公司治理的一种趋势;在不同的经济社会制度、法律体系等条件下,其作用有所不同;各国的独立董事制度具有

共同性、一般性,但更多地表现出特殊性,如日本主要是独立董事和监事会之间冲突问题比较严重,韩国的独立董事的独立性问题有待改善,香港主要在形式上引用了美国的独立董事制度。本章对美国 and 英国两个独立董事制度相对比较成熟的典型,进行了比较详细的介绍,对两个国家独立董事制度的起源和发展、独立董事独立性的界定、独立董事选任的运作机制、独立董事的责任、独立董事的权力、独立董事的报酬、董事会的专门委员会等方面,进行了分析。

第五章 中国与国际独立董事制度的比较

一、制度规定形式的比较。独立董事制度规定,主要出现在各国和地区有关机构和企业制定的“公司治理指引”(如美国、英国、日本、韩国、香港、台湾)、 “公司治理原则”(如世界银行、OECD)、准则(如香港)和最佳做法(如经合组织)中。一般而言,证券监管部门和交易所的规定具有强制性,上市公司必须遵守;而由一些国内和国际的组织、机构以及基金公司等制定的制度规定,对公司只具有指导意义,不具有强制性。与国外独立董事制度规定相比,中国证监会发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,可以说是最详细的。对独立董事制度做如此详细的规定,并且对上市公司具有强制性,可以说全球仅此一家。

二、独立董事独立性规定比较。独立董事制度的核心内容是关于独立董事独立性的规定,而独立性的核心是与公司不存在重大利益关系。根据这个原则,各国和地区对独立董事的独立性,从与公司的雇佣关系、与关联人的亲属关系、与公司的利益关系等几个方面进行了定义。

三、独立董事人数与比例规定比较。独立董事在董事会中所占的比例,美国为 1/3,英国为 1/4,法国为 1/5,中国为 1/3。

四、独立董事的任职资格比较。作为董事会成员,独立董事首先必须满足担任董事基本资格要求。此外,部分机构还对独立董事的任职资格提出了一些特殊要求,其中有些比较具体,而

另一些是指导性的。在独立董事的选择上,各国强调法律、会计等专业人士,中国规定独立董事至少包括三名会计专业人士(具有高级职称或注册会计师资格的人士)。

缘独立董事的职责与行使职权机构比较。多数国家和地区的独立董事制度都明确要求,公司必须设立独立董事占多数并担任负责人的审计、薪酬、提名等委员会,通过这种形式向独立董事授权,为独立董事发挥作用提供舞台。中国大多数公司没有设立审计、薪酬、提名等委员会,独立董事的行权机构有待完善。

远独立董事的薪酬激励比较。国外独立董事除了传统的固定薪酬制外,还采取股票期权的方式。中国主要采取固定薪酬加补贴的方式。

第六章 独立董事制度的博弈模型分析

员首先对独立董事的产生进行了博弈模型分析。通过分析,主要有以下基本结论:(员是提高对管理者监督有效性的要求促成独立董事的产生,因此对独立董事承担监督职能的要求是合理的。(圆是增加管理者贿赂监督者的难度的要求促成独立董事的产生,因此,对独立董事任职资格的要求应以能够增加管理者对他的贿赂难度为依据。(猿 β 值越小,即管理者持有的股权占公司总股权的比重越小,对独立董事的需求越迫切;或者 β 值越大,管理者贿赂监督者的动机越小(可以用损害公司利益的平均次数来衡量)。(源独立董事产生以后,仍然有独立性要求越来越强的趋势。

圆独立董事和经营者完全信息静态博弈。对独立董事和经营者完全信息静态博弈分析表明,独立董事制度的有效性取决于他们之间必须达到纳什均衡。

猿独立董事与经营者的不完全信息动态博弈分析的基本结论:(员在独立董事以追求自身利益最大化为目标的情况下,他会综合考虑各方面的因素来选择自己的行动;若缺乏有效的监督

和责任机制,独立董事完全有可能怠慢履行自己应尽的义务。(圆)对信息质量控制的效果是内、外制度安排共同作用的结果,加强这两种制度的协调,能更好地发挥信息质量监控体系的效果。(猿)独立董事的声誉价值,可由独立董事的选任制度进行控制,独立董事应承担的法律责任,可由独立董事的法律责任制度决定。因此,建立健全的独立董事法律责任制度和选任制度,是促进独立董事制度在控制信息质量方面发挥作用的关键环节。(源)独立董事责任制度的规定,应依公司的规模和薪酬计划灵活掌握,从而提高独立董事制度的效率。

源通过对中国独立董事制度的博弈分析可以得出:独立董事的引入可以使“内部人控制”问题得到比较有效的缓解。

第七章 独立董事制度与企业绩效相关性的实证分析

本章主要通过对中国 圆园园年 愿家公司、圆园园年 猿园家上市公司独立董事和企业业绩的相关性分析,得出以下基本结论:员从总体上来看,独立董事制度与企业的业绩是呈正相关性。圆独立董事制度的引入对相关利益者利益的维护状况有所改善。猿独立董事的比例趋向于 猿%,董事会的规模基本上趋向于 怨人的态势。源独立董事的报酬趋向于年薪 猿万元。

第八章 中国上市公司独立董事制度:现状、问题、目标模式和对策建议

员中国上市公司独立董事制度的现状。根据统计,截至 圆园园年 远月底,在沪、深两证券交易所 员家公司上市公司中,有 员家公司配备了独立董事,独立董事总人数达到 猿名,平均每家公司达到 猿名以上。在配有独立董事的 员家公司上市公司中,独立董事占董事会成员 员以上的有 愿家公司,占总数的 远%,独立董事占董事会成员 员以上的公司有 员家公司,占总数的 愿%。在中国,目前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。独立董事的构成:一是专业化。在这些独立董事中,属于财会经济类专业(包括金融、

财务、会计、审计)的有 65 人,占总人数的 25%;属于法律类专业的有 15 人,占总人数的 6%。这部分人员懂法律和财务,熟悉资本市场,对上市公司的经营决策有较大帮助。二是知识化。具有硕士研究生(或相当学历)以上学历的有 15 人,占总人数的 6%。三是适度年轻化。30 岁至 40 岁年龄段的人员最多,共 65 名,占总人数的 25%。四是多元化。大学教授和专家学者有 15 人,占总人数的 6%;中介机构(包括会计师事务所、律师事务所、投资咨询公司等中介机构)工作人员有 15 人,占总人数的 6%;公司管理人员有 15 人,占总人数的 6%。大多数独立董事按照相关法规履行了自己的职责。独立董事制度的建立和实施,对完善公司治理结构、保护投资者特别是公众投资者的合法权益等方面初步显现了效果。

目前中国独立董事制度的主要问题。独立董事的独立性不强,部分独立董事缺乏企业管理的经验,独立董事的知情权难以保证。

可供选择的三个目标模式。目标模式一:完善现行监事会制度,不设独立董事。目标模式二:在董事会中设立独立董事制度,并设立相应的委员会,取代现行的监事会制度。目标模式三:独立董事制度与监事会制度并存。

笔者认为,中国应选择目标模式三。这个目标模式,笔者把它称为综合型独立董事制度模式。这种模式在中国有其可行性:一方面,引进了比较有效的独立董事及其委员会制度;另一方面,符合现行的公司法律规范,实施难度小。在短期内一股独大和董事长兼总经理等问题不会有很大改观的情况下,引入外部监督力量,能发挥较好的监督作用。当然,独立董事与监事会并存履行监督职能,肯定监督成本过高。从长远看,随着上市公司股权结构、治理结构、独立董事制度的改进和完善,应逐步缩小监事会职能,加强独立董事职能,充分发挥独立董事制度的作用。

源完善中国独立董事制度的对策建议：

(夙)完善独立董事运行机制。注重发挥专门委员会的作用 ;重视独立董事召集人的作用 ;建立独立董事与股东的联系渠道 ;改进独立董事的提名和选举办法 ;进一步明确对独立董事的激励方式。

(圃)建立有效的制度环境和政策体系。逐步进行股权结构的调整 ;为中小股东更方便地参与公司治理创造条件。

(猢)制定独立董事法 ;构建执业准则。

(源)建立独立董事的行业自律体系。成立独立董事协会 ;成立独立董事事务所。

(缘)完善独立董事责任与保障机制。责任与薪酬挂钩 ;健全独立董事的保险机制。

(远)营造诚信的外部环境。

关于独立董事制度的研究 ,有待进一步深入探讨的问题还很多 ,如对独立董事制度的成本和收益的分析 ,独立董事制度的法律体系的架构 ,社会、文化、政治、道德等制度环境对独立董事制度的制度绩效的影响 ,独立董事制度的制度体系架构 ,独立董事制度绩效的评价指标体系 ,中国独立董事制度与监事会制度的协调和整合 ,中国独立董事制度所需要的制度环境等问题 ,都需要在今后加强研究。



繁荣社会科学，是建设有中国特色社会主义文化的重要组成部分。建设有中国特色社会主义文化的过程，也是社会科学研究在中国发展和繁荣的过程。积极发展哲学社会科学，这对于坚持马克思主义在我国意识形态领域的指导地位，对于探索有中国特色社会主义的发展规律，增强我们认识世界、改造世界的能力，有着重要意义。马克思主义指导下的哲学社会科学研究，集中代表着先进文化的前进方向。

社会科学的生命在于创造，在于创新，“若无新变，不能代雄”。新的世纪，新的千年，呼唤着社会科学的发展和繁荣，呼唤着社会科学研究的突破和创新。换言之，没有社会科学研究的突破和创新，也就没有社会科学真正的发展和繁荣。理论贵在创新，创新需要勇气，需要智慧，需要执著的追求和艰辛的探索，理论重在创新，创新需要有科学的精神、科学的态度和科学的方法，理论功在创新，只有创新的理论成果，才能探索规律、把握规律，才能启示实践、指导实践，才能认识世界、改造世界。坚持理论创新，是社会科学工作者的神圣职责和使命。

社会科学研究，必须坚持马列主义、毛泽东思想、邓小平理论和“三个代表”的重要思想为指导，必须坚持理论联系实际的马克思主义学风，必须坚持“百花齐放，百家争鸣”的方针，必须坚持我国改革开放和现代化建设的实际问题、以我们正在做的事情为中心，着眼于马克思主义理论的运用，着眼于对实际

问题的理论思考,着眼于新的实践和新的的发展。新世纪的世界,新世纪的中国,新世纪的江西,许许多多的新情况、新变化、新问题,许许多多的政治、经济、社会课题,迫切需要我们去探索、去研究、去解答。社会科学工作者任重道远,大有可为。

江西向为“文章节义之乡”,素以“物华天宝,人杰地灵”著称。在历史的长河中,江西不但涌现出许多名扬中外的文学家、艺术家,而且涌现出不少影响古今的学问家、思想家。但是,我们不能沉湎于先哲的辉煌,而应该创造更加璀璨的未来。江西广大社会科学工作者一直在为此努力,并且取得了可喜的成绩。在世纪之交,江西省社会科学院、江西省社联大力实施“精品战略”,积极组织和扶持社会科学精品力作的撰述和出版,其实现形式是:推出“江西社会科学研究文库”工程,每年拿出一笔事业经费,资助出版**圆**本理论上的厚重之作。这是江西省社会科学界的一件大事、好事、实事,如此年复一年,坚持下去,必将蔚为大观。

圆世纪,将是我国全面实现社会主义现代化,实现中华民族伟大复兴的世纪,也将是社会科学大发展、大繁荣的世纪。江西社会科学界的专家学者们,大家努力啊!

祝愿社会科学研究的精品力作不断问世。

目录

内容提要	员
导论	员
园园 研究独立董事制度的理论意义和实践意义	员
园园园 理论意义	员
园园园 实践意义	猿
园园 课题研究目的、方法和主要思路	苑
园园园 研究目的	苑
园园园 主要研究方法	愿
园园猿 研究的主要思路	愿
第一章 独立董事制度概述	员园
员园 董事的分类	员园
员园园 按照董事的来源分类	员园
员园园 按照董事的功能分类	员员
员园 独立董事的含义及特征	员圆
员园园 独立董事的含义	员圆
员园园 独立董事的特征	员源
员猿 独立董事独立性的界定	员缘
员猿园 概括式界定法	员缘
员猿园 列举式界定法	员远
员猿猿 概括式和列举式相结合的界定方法	员愿
员源 独立董事制度的含义	员怨

圆缘	独立董事制度的目的和作用	圆怨
圆缘	设立独立董事制度的目的	圆园
圆缘	独立董事制度的作用	圆蒙
圆苑	独立董事制度产生的原因	圆原
圆苑	独立董事制度的历史考察及其发展趋势	圆原

第二章 国内外关于独立董事制度研究综述 圆愿

圆愿	国外独立董事制度研究的主要内容	圆愿
圆愿	独立董事的选择机制	圆愿
圆愿	关于独立董事的角色研究	圆怨
圆愿	独立董事在董事会中的构成比例及影响因素	猿园
圆愿	独立董事制度与企业业绩	猿员
圆愿	独立董事履行的职责	猿猿
圆愿	独立董事与企业首席执行官(CEO)的关系	猿源
圆愿	独立董事与管理层的报酬水平问题	猿缘
圆愿	独立董事与企业购并	猿远
圆愿	不同制度环境下独立董事对公司的作用 and 影响	猿苑
圆园	国内关于独立董事制度研究综述	猿怨
圆园	独立董事制度的引入	猿怨
圆园	独立董事的作用	源原
圆园	独立董事的选择	源远
圆园	独立董事的职能与权力	源怨
圆园	独立董事的激励机制	缘园
圆园	独立董事在董事会中的比例	缘园
圆园	独立董事与监事会的关系	缘猿
圆园	独立董事向谁负责	缘猿
圆园	独立董事的保障问题	缘源

源	英国独立董事的职责	源
源	英国独立董事的报酬	源
源	日本独立董事制度	源
源	日本独立董事的演进	源
源	日本现行独立董事制度概要	源
源	韩国及中国香港独立董事制度	源
源	韩国独立董事制度	源
源	中国香港独立董事制度	源

第五章 中国与国外独立董事制度的比较 源

源	制度规定形式的比较	源
源	独立董事独立性规定的比较	源
源	独立董事人数与比例规定的比较	源
源	独立董事任职资格的比较	源
源	独立董事职责与行使职权机构的比较	源
源	独立董事薪酬激励的比较	源

第六章 独立董事制度的博弈模型分析 源

源	博弈论与纳什均衡	源
源	现代博弈论对独立董事制度的理解	源
源	独立董事产生的博弈分析模型	源
源	模型的建立	源
源	模型对独立董事产生的解释	源
源	模型的结论和可供检验的含义	源
源	独立董事与经营者完全信息静态博弈 ——纳什均衡	源
源	独立董事与经营者不完全信息动态博弈分析	源
源	博弈模型	源
源	博弈均衡的求解	源
源	对求解结果的解释	源

透透透	模型的缺陷	员源
透透透	独立董事在中国公司治理结构中作用的 博弈模型分析	员苑
透透透	引入独立董事前公司利益相关者 之间的博弈分析	员苑
透透透	委托人与代理人的博弈分析	员园
透透透	独立董事引入后独立董事与“内部 人控制”的博弈分析	员猿
第七章 独立董事制度与企业绩效相关性的 实证分析		员怨
苑苑	独立董事制度与公司绩效相关性研究的 简述	员怨
苑苑	国外的研究	员怨
苑苑	国内的研究	员员
苑园	中国上市公司独立董事制度的实证分析	员员
苑苑	实证分析的目的	员员
苑苑	实证分析的方法	员圆
苑苑	圆园园年愿家样本公司的实证分析	员圆
苑苑	圆园园年猿家样本公司的实证分析	员远
苑苑	圆园园年与圆园园年独立董事及企业 业绩的比较	员员
苑苑	本章小结	员圆
第八章 中国上市公司独立董事制度——现状、 问题、目标模式和对策建议		员猿
愿愿	中国上市公司独立董事制度的现状	员猿
愿愿	中国上市公司独立董事制度的建立 过程	员猿
愿愿	中国上市公司独立董事制度的制度	

框架和主要内容	来源
中国上市公司引入独立董事制度的进展情况	来源
中国独立董事制度存在的主要问题	来源
目前独立董事制度的主要问题	来源
独立董事制度在制度层面的主要问题	来源
中国独立董事制度目标模式的选择	来源
目标模式选择的客观依据	来源
可供选择的目标模式	来源
完善中国独立董事制度的对策建议	来源
完善独立董事运行机制	来源
建立有效的制度环境和政策体系	来源
制定独立董事法,构建执业准则	来源
建立独立董事的行业自律体系	来源
完善独立董事责任与保障机制	来源
营造诚信的外部环境	来源
本章小结	来源
结束语	来源
参考文献	来源
附录员:2002年上市公司独立董事及企业业绩 相关数据情况表(886家样本)	来源
附录圆:2003年我国部分上市公司独立董事及 企业业绩相关数据情况表(392家样本)	来源
后记	来源

近年来,完善法人治理结构成了社会各界关注的热点,也成了证券监管部门工作的重点。引入独立董事制度就是其中一项重要的制度创新和制度安排。在上市公司中引入独立董事、建立独立董事制度,正是完善上市公司法人治理结构的有力举措。但是,如何建立富有实效而不是流于形式的独立董事制度,则依赖于我们积极借鉴国外独立董事制度的成功经验,正确认识中国上市公司法人治理机制的特点,系统研究独立董事制度,为我国有关决策部门改善上市公司内部治理机制提供一些有价值的理论依据和决策参考。

研究独立董事制度的理论意义和实践意义

研究理论意义

在公司治理结构中,理论上急需解决两个问题:一是公司的控制权问题,即公司治理结构如何配置权利;二是怎样才能使公司治理有效率,即设置什么样的治理机制更有利于激励和约束经理人员,保证经营者实现股东利益的最大化,宽泛的意义是为整个公司和相关利益者服务。因此,在现代经济学中,为了协调经济活动,提高资源配置效率,切实保障股东利益,经济组织形

式特别是治理机制的选择是至关重要的^①。

在权力的配置过程和提高公司治理效率方面,公司治理主要有三种模式:单层董事会制度、双层董事会制度、董事会、监事会并行制度。

单层董事会这种模式,常在英美等国采用,所以又称英美模式。股东大会选举董事会,董事会选举经营管理机构全权负责公司的各种重大决策并对股东大会负责。但股权高度分散,股东根本无法对经理人员进行有效的监督和约束,有的公司高层管理人员进入董事会,从而企业内部出现了严重的“内部人控制”现象。像企业董事特别是董事长、总经理等内部人实际上操纵着企业的重大决策,时常进行关联交易,追求自身利益最大化,不惜牺牲公司的利益和股东的利益。人们就对公司董事会的内部董事的作用表示怀疑。

双层董事会这种模式,主要在德国采用,所以又称德国模式。股东大会和工会选举出监事董事会,再由监事董事会任命管理董事会,监事董事会对股东大会负责,管理董事会对监事董事会负责。监督的职能是由监事董事会来实现。与单层董事会模式相比,监事董事会与管理董事会能保持独立的关系,能对公司高层管理人员公正客观地表达意见和看法,并向股东大会报告。

董事会和监事会并行这种模式,主要在日本、中国等国家采用。股东大会选举董事会和监事会,二者是平行关系,都对股东大会负责。监事会对董事会进行监督,并与董事会共同对经营高层管理人员进行监督,将结果报告股东大会。由于监事会没有直接任免、控制的权利,因而缺乏实际的权威和控制力。而且,公司的董事会绝大多数由执行董事组成,董事会的独立性弱化。当公司经营由高层管理人员“内部人控制”,或公司的董事长与 执行董事由同一人担任时,公司董事会常被 执行董事控制,致使董事会和监事会对公司经营高层管理人员的监督形同虚设。

基于监督功能弱化,完善公司治理结构已经显得尤其迫切和重要,而独立董事制度正是适应这一要求而产生的。在理论上,引入独立董事制度,弥补董事会内部董事功能的缺陷,以增强董事会的整体功能,提高董事会的决策水平和监督职能。

我国上市公司董事会制度既不是双层董事会制,也不是单一董事会制,而是二者兼而有之。在公司的监督机制上,既有监事会在履行监督职能,也有董事会在发挥作用。如何在董事会中引入独立董事制度,改变董事会现有的权力配置,提高董事会的独立性和监督效率,又不使独立董事的权力和监事会的权力重叠,划分好权力边界,充分发挥两者的功能优势,这是当前理论上急需突破的问题,也是现代经济学家研究的一个重要课题。

园园猿猿实践意义

独立董事制度最早起源于英美等西方国家。在公司治理结构中引入独立董事制度,已成为各国通行的做法。园园世纪 怨园年代以来,独立董事制度的建立,成了一种国际化潮流,许多国家纷纷仿效,在一定程度上引发了一场公司治理中的“独立董事革命”。据经济合作与发展组织“园园怨年世界主要统计指标的国际比较”资料显示,企业中独立董事占董事会成员的比例,美国为 远园豫,英国为 猿园豫,法国为 园豫。园园怨年洛尔施对《财富》前 园园园家公司的董事会所作的调查研究显示,苑园豫董事是外部人,愿园豫的公司中外部董事占多数,并且独立董事的比例还有逐步提高的趋势。园园怨年标准普尔(猿园孕)公司对美国 缘园园企业进行调查,大部分企业的董事会独立董事占大多数,其中有将近 缘园豫的董事会内部董事只有 员—园名,董事会成员主要由内部董事组成的企业仅占 园豫。园园怨公司是美国最大的信息产业公司,被称为美国的“蓝色巨人”,现任董事会共 员缘名董事,其中 员园名是外部人员担任独立董事,他们多数是管理专家,由非同业公司的经理人员和大学校长、教授等兼任。

尽管独立董事制度已经被西方国家的实践证明是公司治理中一种行之有效的制度安排,甚至成为一些国家完善公司治理的中心环节,但是,即使市场经济相对成熟的美国,依然还存在公司治理结构方面的问题。2002年《财富》全美最强公司排名第七的能源巨人安然公司突然破产,暴露出安然公司在关联交易和信息披露方面的隐瞒行为。安达信公司是美国最权威的审计公司之一,它被指控在调查安然公司的过程中毁灭证据。世界通讯公司是美国第二大长途电话公司,调查中发现2002年全年和2003年第一季度将1.8亿美元的经营开支计入资本开支账户,使公司业绩从巨额亏损变为赢利,爆出丑闻。安然公司财务总监肯尼斯·莱、安达信财务总监约瑟夫·贝拉迪诺、世界通信公司的伯纳德·埃贝斯以及埃德乐菲公司的约翰·里加斯等,受到指控被迫下台,成为2002年倒霉的“替罪羊”。这些事实再一次凸现了投资者和经营者之间矛盾,表明即使在市场经济相对成熟的美国,独立董事制度实施时间较长,运行机制也相对成熟,但是依然存在一些缺陷。如何完善独立董事制度,发挥独立董事制度的作用,这是一个在实践中需要不断深入研究的课题。

中国证券监督管理委员会2001年8月29日发布的《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》)指出:“上市公司的独立董事是指不在公司担任除董事外的其他职务,并与其所受聘的上市公司及其主要股东不存在可能妨碍其进行独立客观判断的关系的董事。”《指导意见》规定:我国境内的上市公司,在2003年12月31日前,董事会成员中应当至少包括3名独立董事;在2005年12月31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。《指导意见》的这一规定,表明独立董事制度在我国全面推行,为我国上市公司建立独立董事制度奠定了基础。

我国公司治理的现状与独立董事制度相结合形成以下特点:

员在国有股权最终所有者空位条件下的独立董事制度。由于国有企业没有最终委托人,管理经营国有企业的是形形色色的代理人。以行政授权为基础的国有企业代理链,使国家对公司的控制表现为行政上的超强控制和产权上的超弱控制。国家在产权上的超弱控制,导致行使国有资产管理职能的政府部门对选择企业经营者实际上并不负有明确的责任,自利动机使政府官员选择企业经营者的权力成为名副其实的“廉价投票权”,形成“内部人控制”局面就是一种自然的逻辑。这实质上是代理人垄断了国有企业的剩余控制权,而国家作为所有者事实上只是成为与剩余所有权相关的剩余风险承担者。因此,在这种条件下建立独立董事制度有着特别重大的意义。一方面,可以与国有产权代理人董事形成一种制衡,防止“内部人控制”发生;另一方面,可以增强董事会的独立性,强化其对企业财产的控制。这实际上与国有资产行政管理部门形成了一种隔离层,从而弱化国有资产的行政性超强控制,有利于真正意义上的政企分开。

圆在一股独大股权结构基础上的独立董事制度。据上海证券交易所的一项调查表明,目前我国上市公司股权的集中程度相当高,仅国家股、法人股的比例就高达还缘以上,董事会成员的缘缘以上来自第一大股东。这正是中国证监会领导人所称内部人控制下的一股独大现象,这种股权结构在短期内也不会有大的改变。为防止这种内部人控制下的一股独大现象愈演愈烈,必须引入独立董事制度,要明确规定这种治理结构情况下独立董事的比例,并依法扩大其权限,在代表全体股东利益和公司整体利益前提下,特别强调独立董事代表中小股东的利益。从而提高公司董事会治理的公正性。

猿在双层治理框架下的独立董事制度。我国公司治理结构是大陆法系国家的二元模式,即在公司内部存在一个常设的监督机构——监事会。因此,再引入独立董事,其监督职能的具体

方式应有所不同,监督的内容也应有所不同。独立董事的监督应在法律层面,在董事会内部,应对董事会决策的合法性、公正性、独立性以及战略、人事、薪酬等重大问题的决策进行监督;而监事会的监督应在公司内部治理层面,重点是在财务方面予以审计监督,以保证董事会有关财务决策有益于公司的整体利益,保证管理层能有效地执行董事会的财务决策。

源独立董事具有双重身份。一方面,他代表全体股东和公司整体利益,为股东利益最大化目标而进行工作,从而获得自身的经济利益。另一方面,他又是独立于股东、公司以及一切与该公司有关联的实体和商务活动的,他是根据国家有关法律法规,依法进行监督;从这个意义上讲,独立董事又是国家证券管理工作向上市公司内部的一种延伸。作为全体股东利益的代表,独立董事只有为股东谋得最大的利益,而作为国家证券监管工作向公司内部的延伸,独立董事应具有良好的公众形象,切实发挥应有的作用,保障公司依法治理。上述两方面都能提高独立董事人力资本的价值。这一利益驱动机制,是独立董事坚持诚信和勤勉之义务的根本动力。因此,根据中国目前市场化水平和公司治理文化现状,人力资本社会评价机制是保证独立董事独立性的重要机制。在挑选独立董事的时候,其受教育程度、社会地位、个人财产、社会声誉都应成为考察的重要内容,以提高其机会成本,而职业经历和专业水平相对较为次要。这种特别重视独立董事个人素质和社会地位的条件,正是中国独立董事制度的一大特色。

从独立董事制度的实践来看,由于还处在探索阶段,因此还存在许多亟待研究的问题。我国的所有制结构、股权结构、公司治理机制和市场环境都不同于外国。我国国有股权结构过于集中,国有股权“一股独占,一股独大”;国家虽然是中国上市公司的最大持股人,但是国家的利益并没有得到真正体现,出现了所有者虚位现象,在上市公司治理结构中,实际控制权操纵在少数

司独立董事制度的实证分析,阐释上市公司独立董事制度的现状和存在的问题,反映独立董事制度的有效性,澄清目前对独立董事制度的模糊认识;在综合上述研究的基础上,提出上市公司综合型独立董事制度的目标模式。

研究方法

比较研究方法。对中国和其他国家的独立董事制度进行全面的分析比较。

数量经济研究方法。在对中国独立董事制度进行实证研究中,采用数量经济研究方法,使研究的结果更具有说服力。

博弈论分析方法。在分析论证独立董事与利益相关者等关系时,采用了博弈模型的分析方法,这使问题的分析比较深入。

研究的主要思路

从逻辑结构来说,大体分成三部分:

首先是一般性分析。第一章对独立董事制度的基本问题进行了分析。如独立董事的相关范畴、独立董事的独立性、独立董事制度的目的和作用、独立董事产生的背景及发展趋势。第二章对国内外独立董事制度研究进行了综述,从而了解独立董事制度研究的概况,以及独立董事制度所需要研究的主要问题。

其次是理论分析。主要对独立董事制度的理论基础进行分析。第三章运用公司治理理论、委托代理理论、激励约束理论、利益相关者理论分析了独立董事制度的理论基础。通过对公司内部治理机制、董事会内部设计特点及其内在缺陷进行全面分析,从公司控制权如何配置的高度,指出独立董事制度能够改善公司原来的董事会结构,强化董事会,提高董事会的独立性,对“内部人控制”形成一定的监督制约力量。激励理论表明独立董事同样需要进行激励约束。利益相关者理论为独立董事到底

为谁服务的问题提供理论解释。第六章主要从博弈论的角度对独立董事制度进行理论分析,对独立董事的产生、独立董事和~~愧韵~~的关系、独立董事的作用等进行了博弈视角的理论阐释。

再次是实践分析。第四章对美国、英国、日本、韩国和中国香港的独立董事制度的实践进行了比较全面的分析。第五章主要对国内外独立董事制度的实践进行比较。第七、第八章对中国上市公司的独立董事制度与企业业绩的相关性进行了实证分析,采用了大量的数据和样本;对中国独立董事制度的现状、问题和对策进行了论述。

注:

①钱颖一:《经济社会体制比较》,《企业理论》~~1995~~年第源期,第员-员页。

②周年洋:《~~1995~~年回顾:谁是最倒霉和最幸运的~~愧韵~~》,《中国企业家》~~1995~~年 员月 员日。

怨

第一章

摇摇独立董事制度概述

园

摇摇董事的分类

摇摇按照董事的来源分类

按照董事的来源分类,可以把董事划分为内部董事(附摇摇)和外部董事(附摇摇)两大类。

内部董事(附摇摇)是指由股东大会选聘的,属于公司内部高级雇员(职员),负责执行股东大会决议,进行公司日常经营决策的董事。内部董事有很多称谓,如执行董事、在职董事。在英国称为附摇摇在美国称为附摇摇。

外部董事(附摇摇)是相对于内部董事而言的,指非本企业的职工与管理人员而出任公司的董事,是一个当前不被该公司全职雇用的人。外部董事是美国常用的一个名词。外部董事在英国称为非执行董事(附摇摇),也有称

为非在职董事、兼职董事。

依据美国学者克里斯它拉(Chandler)和普尔曼(Pulman)等的研究,外部董事可分为以下三类:其一是灰色董事(Gray Director),有时也称作“灰色的外部人”(Gray Outsider)。所谓灰色董事,是指他或他的雇主从公司中获得的报酬超过了他作为董事的薪酬者(Executive Director),包括执行董事的家庭成员、代表公司的律师(Lawyer)、与公司具有密切的融资关系的投资者或商业银行家、长期的咨询顾问以及不是本人而是通过他们的雇员或公司与公司发生真实的商业交易的董事。其二是连锁董事(Linked Director),是指外部董事就职的公司中的成员同时服务于外部董事自身的公司。其三是独立董事。由此看来,独立董事只是外部董事中的一类,不能等同于外部董事。

六

按照董事的功能分类

按照董事的功能分类,可以把董事分为执行董事、工具董事、监控董事。

依照白森尔(Bensen)和巴特尔(Bartel)对董事所做的规范分类,任何一名董事都将履行执行(Executive)、工具(Instrumental)和监控(Supervisory)这三种功能中的一种^②。

执行董事由公司管理人员和其他内部人组成,内部人能够向董事会提供公司经营的有关信息。

工具董事由法律顾问、咨询顾问、融资者等构成,主要职能是为公司的决策和运作提供某些专业知识和工具。

监控董事由公众董事、专家董事等组成,主要职能是根据股东和社会的利益,监控和评价公司管理层,对公司的业绩进行独立的监督审查。

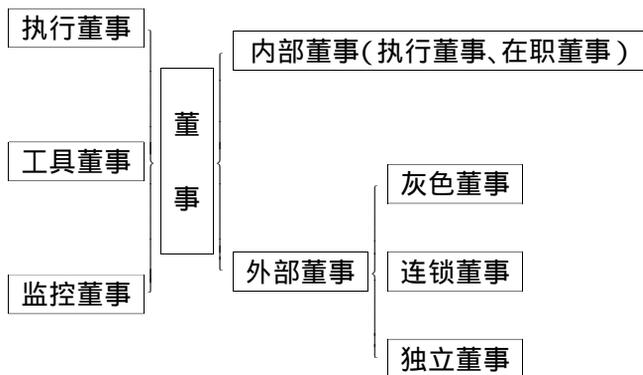


图 员原:董事的分类

员圆 独立董事的含义及特征

员圆 独立董事的含义

独立董事(~~外部董事~~) ,美国最早使用的概念 ,指具备独立性要求的外部董事。各国对独立董事的称谓有所不同 ,下面分别予以说明。

中国将独立董事定义为 :上市公司独立董事是指不在公司担任除董事外的其他职务 ,并与其所受聘的上市公司及其主要股东不存在可能妨碍其进行独立客观判断的关系的董事。可见 ,中国独立董事的概念也可以简单地表述为具备独立性要求的外部董事。

但是 ,独立董事的发源地美国并没有全国统一的独立董事的定义。由于独立董事是由外部董事(~~外部董事~~)演绎而来 ,在一些美国公司法教科书中 ,独立董事与外部董事并不严格区分 ,通常是互相替换使用的。独立董事或外部董事是指不是公司雇员且与公司无实质经济关系的董事。但是 ,自 员世纪

近年代以来,各种法律文件或理论研究逐渐把董事与外部董事区分开来,称谓独立董事不再包含那些公司顾问、交叉董事、退休执行董事、高层经营者的亲属等不具备独立性要求的外部董事。

在英国的正式法律文件中并不使用独立董事(独立董事称谓)这一称谓,而使用非执行董事的称呼。有关公司治理的三个最具权威性的报告——《凯得伯瑞报告》(凯得伯瑞报告)、《格林伯瑞报告》(格林伯瑞报告)、《韩陪尔报告》(韩陪尔报告)——都使用非执行董事这一称谓。虽然独立董事与非执行董事在英国通常可以互相替换使用,但严格的理论研究术语还是把独立董事与非执行董事区别开来。术语“非执行的”,指不是管理队伍一员的人;术语“独立的”,指除了在董事会中担任职务和是股东(如果是)外,不应与公司有任何联系,关键之处在于他(她)不应与公司有任何生意或其他联系从而影响其独立的判断。

日本把独立董事又称为社外董事,或独立的社外董事。1988年制定的《日本公司治理原则》将独立性定义为:所谓“独立的”纯粹是立足于股东的立场和其他利害相关者的观点上的独立。

韩国称独立董事为外部董事。1999年韩国制定的《韩国公司治理最佳实务准则》规定外部董事应独立于公司管理层和有重大影响的股东。

中国香港称独立董事为独立非执行董事(独立非执行董事称谓)原(独立非执行董事称谓)。香港联交所对独立性的解释,要求独立于管理层和大股东。

尽管各国和地区对独立董事的定义各有不同,但都认为独立董事应独立于公司管理层。这也是独立董事产生的最初动机。

笔者认为,独立董事(独立董事称谓)首先是外部董事

了他能以公司整体利益为重,对董事会的决策做出独立的意愿表示。

客观性,是指独立董事在对董事会决议发表意见和建议时能抱着比较客观的态度,使董事会的决议内容最大限度地与客观实际相一致。独立董事拥有与股份公司经营业务相关的经济、财务、工程、法律等专业知识,具有勤勉敬业的职业道德,且有一定的经营管理经验和资历,能以其专家型的知识层面影响和提高董事会决策的客观性。

公正性,是指由于独立董事与公司之间没有密切的经济联系,因此独立董事在履行职务过程中能够在一定程度上排除股份公司所有人和经理人的“权”、“益”干扰,真正从维护公司的利益出发,公正履行其担负的董事职责。

公益性,是指独立董事是具有某种社会公益目的的董事。上市公司设立独立董事的目的,主要是为了维护公司的整体利益,尤其是要关注中小股东的合法权益不受大股东侵害。独立董事对上市公司及全体股东负有诚信与勤勉的特殊义务,因而要求独立董事应当独立履行职责,不受上市公司主要股东、实际控制人或者其他与上市公司存在利害关系的单位或个人的影响。

员缘

员缘 独立董事独立性的界定^③

员缘 概括式界定法

例如英国伦敦证券交易所,即是采用这种概括式界定法,将独立性界定为“独立于公司经营,没有会实质性影响其行使独立判断的任何商业关系或其他关系”。这种界定,优点在于简洁、稳定性强,缺点在于过于简单、抽象,不利于实践中的操作。

表 员原员 独立董事的概括式界定法

英国伦敦证券交易所	独立于公司经营者,没有会实质性影响其行使独立判断的任何商业关系或其他关系
英国《韩陪尔报告》	独立于公司经营者,没有会实质性影响其行使独立判断的任何商业关系或其他关系
美国纽约证券交易所	独立于公司经营者,没有董事会认为会影响其行使独立判断的任何关系
美国律师协会	与公司或其经营者之间没有任何重大业务或专业关系的非执行董事
法国 员缘缘年《维也纳特报告》	与该公司或其他集团没有任何直接或间接关系,从而可以全面客观的方式广泛地参与公司决策程序
法国 员怨怨年《维也纳特报告》	与该公司或其他集团没有任何会损害其自由判断的任何关系

员缘园 独立董事的列举式界定法

例如美国证券交易所,即是采用这种列举式界定法。这种界定法有利于实践中的操作;不过一旦实践中出现列举之外的情形,就会无所适从。

表 员原圆 独立董事的列举式界定法

美国全国公司董事协会	<p>独立董事不得具有以下 缘种情形:</p> <ul style="list-style-type: none"> 摇(员)该公司及其子公司雇员; 摇(圆)该公司雇员的亲属; 摇(猿)为该公司提供服务; 摇(源)向公司提供主要服务的公司雇员; 摇(缘)在该公司获得董事费用以外任何报酬。
------------	---

<p>美国 悦 缘 缘 缘 的治理原则和指南</p>	<p>独立董事不得具有以下 怨 种情形：</p> <ul style="list-style-type: none"> 摇(员) 缘 年在该公司担任执行性职务； 摇(圆) 附属于该顾问、高层经营者； 摇(猿) 附属于该公司主要客户或供应商； 摇(源) 与公司或其高层经营者之间有个人服务合同关系； 摇(缘) 附属于接受该公司重大捐助的非营利组织； 摇(远) 缘 年与公司之间有与依据条件 杂 缘 运 应予以披露的业务关系； 摇(苑) 公有企业雇员 , 如果其最高管理层为该公司董事； 摇(愿) 与公司的附属机构有上述任何关系； 摇(怨) 上述人士的家庭成员。
<p>通用汽车公司</p>	<p>独立董事不得具有以下 远 种情形：</p> <ul style="list-style-type: none"> 摇(员) 缘 年在本公司或附属机构担任执行性职务； 摇(圆) 本公司或附属机构主要顾问； 摇(猿) 附属于本公司或附属机构的主要客户或供应商； 摇(源) 附属于接受本公司或附属机构重大捐助的非营利机构； 摇(缘) 与本公司或附属机构有重大个人服务合同关系； 摇(远) 上述人士的配偶、父母、子女。
<p>澳大利亚投资经理协会</p>	<p>独立董事不得具有以下 远 种情形：</p> <ul style="list-style-type: none"> 摇(员) 公司经营者； 摇(圆) 该公司大股东或与大股东具有直接或间接关联关系； 摇(猿) 猿 年在该公司或其集团成员公司受雇担任执行性职务； 摇(源) 该公司或其集团成员公司的顾问或顾问公司主要所有者； 摇(缘) 该公司或其集团成员公司的主要客户或供应商或与这些主要客户或供应商具有直接或间接关系； 摇(远) 除董事身份之外 , 与该公司或其集团成员公司还有重大合同关系。

爱尔兰投资经理协会	<p>独立董事不得具有以下 源种利益冲突 ,即 :</p> <p>摇(员)该公司专业顾问 ;</p> <p>摇(圆)该公司主要客户或供应商 ;</p> <p>摇(獠)近几年在该公司担任执行性职务 ;</p> <p>摇(源)参与该公司股票期权计划。</p>
-----------	---

员獠獠摇概括式和列举式相结合的界定方法

这种界定方法吸取了概括式和列举式两种界定方法的优点 ,又克服了两者的不足 ,值得借鉴。

表 员獠獠摇摇摇独立董事的概括式与列举式相结合的界定法

员獠

美国 愧隙的《核心政策》	<p>摇摇独立董事与公司或其最高经营者之间的惟一关系就是董事身份 ,没有非细小的专业性、家庭或经济关系。即不得具有以下 苑种情况 :</p> <p>摇(员)受雇于该公司或其附属机构 ,担任执行性职务 ;</p> <p>摇(圆)在近 圆年是该公司或其附属机构或最高经营者顾问公司雇员或所有者 ;</p> <p>摇(獠)是该公司主要客户或供应商的雇员 ;</p> <p>摇(源)在近 圆年与公司或其附属机构 ,或最高经营者具有个人服务合同关系 ;</p> <p>摇(缘)是接受该公司或其附属机构重大捐助的基金会或大学的雇员 ;</p> <p>摇(远)是该公司或其附属机构经营者的亲属 ;</p> <p>摇(苑)是交叉董事的组成部分。</p>
加拿大多伦多证券交易所	<p>摇(员)独立于公司经营者 ,除了持股关系之外 ,没有可能合理地认为会实质性影响其为公司最佳利益行事能力的任何利益或者其他关系 ;</p> <p>摇(圆)向该公司提供法律或金融咨询服务的律师、金融顾问、前总裁、向该公司提供贷款的公司高层经营者等均不是独立董事。</p>

<p>摇摇澳大利亚员缘年《公司行为指南》</p>	<p>摇摇独立于公司经营者 ,没有会影响其为公司最佳利益行事的其他任何外部影响者 ,即为独立董事。独立董事应符合以下 缘个条件 :</p> <p>摇摇(员)不是该公司大股东 ;</p> <p>摇摇(圆)最近几年没有在该公司担任执行性职务 ;</p> <p>摇摇(猿)没有受雇为公司专业顾问 ;</p> <p>摇摇(源)不是该公司大供应商或客户 ;</p> <p>摇摇(缘)除了董事身份之外 ,与该公司之间没有重大合同关系。</p>
--------------------------	---

摇摇独立董事制度的含义

摇摇独立董事制度是为解决管理层控制问题而设计的。它的目的和功能就是使公司摆脱管理层的控制 ,使公司恢复平衡的权力制衡关系。从这个意义上说 ,独立董事制度是一项针对管理层控制而采取的公司治理措施。

独立董事制度 ,是指在公司董事会中 ,有关独立董事的资格、选聘方式、报酬、职权、权利、义务与责任等一系列法律规范的总称。

摇摇独立董事制度的目的和作用

摇摇股份有限公司制度是人类有关企业组织形式的一项天才发明。公司制度的出现使得企业实现了所有者与经营者的分离 ,企业开始能够脱离某个具体的所有者而独立存在 ,具有了自己的“人格”和生命。然而 ,在现代公司制度产生的初期 ,很多人怀疑这样的企业组织形式是否能够生存下去。现代西方经济学

的开山鼻祖亚当·斯密就是持怀疑论者之一。亚当·斯密曾经谈到:由于本身不是所有者,难以想象自利的经理们会像照顾自己的财产那样小心、妥善地管理公司的财产,结果可想而知。然而,出乎这位大经济学家的意外,公司制度成为企业的主要组织形式。

董事会是解决亚当·斯密所担心的问题的又一项天才发明。现代公司制度的早期设计者天才地创造了董事会这样一个机构,让董事作为公司所有者的代表,负责对管理层进行监督。然而,董事的个人利益与全体股东的利益之间通常存在着无法避免的矛盾,尤其是当董事本人同时还在公司内担任管理职务时,两者之间的利益经常会发生冲突。因此,在董事会成员中引入一定数量的独立董事,可以为董事会带来公正、客观的意见和观点,并在非独立董事与公司利益发生冲突时,从独立的角度帮助公司进行决策^④。

设立独立董事制度的目的

设立独立董事的目的主要包括以下几个方面:

将外部的、客观的观点引入董事会。设立独立董事最重要的意义,在于他们的独立性派生出的客观性。独立董事的客观性使其在公司与执行董事之间存在利益冲突时能够作出公正客观的判断。公司与执行董事可能存在潜在利益冲突的问题,主要包括管理层的绩效评价、董事的任免、高级经理人员及董事的薪酬等敏感事务。在这些问题上,独立董事的独立性与客观性使得他们的意见特别有价值。

挑战公司内部的一致性思维。在公司的管理层中很容易形成一些对市场的错误观点和共识,导致他们对本行业今后的发展趋势做出错误的判断和假设。独立董事由于没有陷入公司日常的繁杂事务,能够置身事外,从不同的角度来分析研究问题,因而能够帮助公司的管理层识别市场发出的预警信号,使管

理层认识到公司可能面临的潜在危机和商业周期的影响。

猎为公司带来新的知识、技能和经验,对公司战略、投资、项目计划等提出客观的意见和建议。公司选择独立董事的一个重要原因,是由于他们在管理大型项目、设计和实施股票期权计划、安排国际国内贷款等方面,具有丰富的经验、特殊的知识和技能。董事会在一开始就应该清楚公司对这类技能的需要,究竟应该通过聘请独立董事还是通过其他一些合作形式来获得。一个经验方法,是估计公司对这类技能的需要究竟是长期的还是短期的。如果公司对这类技能需要的时间少于两年,则通过聘请专家独立董事的方法是不可取的;只有当某项技能对公司来说是长期需要的,才应该考虑采用聘请专家独立董事的方法来解决。

源驾驭公司渡过困难或敏感的时期。独立董事在公司处于上市、退市、接受重大贷款、并购、首席执行官继任等重要阶段将起到关键的作用。公司所面临的最关键时期之一是整体出售。企业家在准备将企业出售给更大的公司时,需要同时面对很多问题:一方面,他需要为企业的经营花费尽可能多的时间,以保证企业在出售时正处于其巅峰状态;另一方面,出售企业是一件极其复杂的事情,特别是对没有经验的人来说更是如此,一个理想的办法,就是任命一名具有出售企业经验的独立董事负责与各方谈判,而企业家则集中精力增加企业的价值。企业的另一个关键时期是并购以后,特别是在合并的情况下,此时独立董事能够缓解两个企业的管理层由于争夺在新公司的位置而产生的冲突。一个具有在两种企业文化环境下工作经验的独立董事,有助于提前洞察并化解潜在的冲突。

缘控制董事会主席、首席执行官的不当行为。当公司由一个强有力的董事会主席、首席执行官二者合一的内部人或关键人控制时,有效的独立董事可以避免该内部人或关键人一手遮天,及时识别和限制其不当行为。一般来说,需要识别和限制的

不当行为包括：高级经理人员用公款进行个人消费；用公司的钱为自己购买荣誉；过分奢侈的在职消费，如高档汽车、豪华办公室等；轻易对外承诺搞一些大型豪华、但不会给公司带来多少效益的项目等。

现代企业家的才能。在一些小公司中，当创业企业家由于死亡或转让股份等原因离开公司后，他们的职位通常会由职业经理接任；然而，职业经理往往缺少创业企业家所具有的远见、热情与努力工作的动力。而独立董事，尤其是同时还担任董事会主席的独立董事，由于不会对管理层产生威胁，所以可像君主立宪制国家的国王那样对公司产生积极的影响，提供公司所需的远见，使公司的管理层团结合作，减少内耗。

规范董事会的工作程序。独立董事的存在，会对董事会的报告、分析、决策等起到一定程度的约束作用，促使其规范运作。

为公司建立更广泛的外部联系，帮助公司识别联合与并购的机会。一个有着广泛社会关系的独立董事，能够帮助公司建立更广泛的外部联系，并发现联合与并购的目标和机会。

帮助公司遵守和维护社会道德。近年来，公众对公司的社会责任与道德的要求越来越高，来自社会各方的压力促使董事会必须将公司的道德问题提到董事会的议事日程上来。与此同时，如果公司无视其在环境保护、劳动安全、平等就业机会等方面的责任，则公司被起诉的可能性将会大大增加。一些公司为此专门聘请了擅长处理这方面事务的独立董事，并设立主要由独立董事组成的道德委员会；还有一些公司专门聘请一名独立董事负责监督公司的行为是否符合社会道德规范。

国外成熟市场的经验表明，在下列条件下独立董事能够对提高公司的绩效发挥一定的影响：(员)独立董事为董事会的决策引入了外部独立的观点；(圆)独立董事花费了足够的时间与精力参与公司的研究、分析活动；(猿)独立董事具备相关的技能与经验；(源)董事会内独立董事的数量使得他们有能力影响公司的决策；

(缘)董事会本身确实起到了公司方针制定与战略决策的作用;(远)独立董事必须有权解雇不合格或不忠诚的经理人员。

严格地说,所有董事在法律上都有同样的职责,承担同样的责任,但是,独立董事的独立性使其在公司治理结构中扮演着重要角色,他们能够对公司作出独特的贡献。

员缘缘 独立董事制度的作用

独立董事由于不依附或受制于任何利益集团,他们可以在监督公司经营管理、提高公司绩效、保护股东权益等方面发挥更多的作用。

员缘园 独立董事对公司经营管理的监督作用。独立董事的监督功能主要体现在以下几个方面:审查公司的重要决策,保证公司的财务及其他控制系统有效运作(此功能可通过在董事会内设立审计委员会完成);保证公司的运作不违反有关的监管要求和标准,对照既符合实际但又比较高的标准评价和监督管理层的表现;保证股东充分了解他们所关注的问题的有关信息;判断公司是否达到了其他主要利益相关者(雇员、债权人、供应商、消费者、特别利益集团、社会等)的预期。

员缘员 独立董事对提高公司绩效的作用。独立董事的独特技能和经验意味着他们能够通过下列方面增加公司的价值:为公司带来新信息、新思想、新技能;帮助公司更广泛地接触其他行业、金融市场、政府和新闻媒体;对公司的计划和绩效评价提供客观和理性的观点;帮助管理层识别机会、判断可能存在的问题、制定适当的发展战略。

员缘圆 独立董事对保护股东权益的作用。独立董事的重要作用之一就是通过对下列方法保护公司和股东的财产不受侵犯或滥用:保证公司的投融资决策是经过客观、详细的论证后做出的;保证公司的所有活动都以增加股东价值或避免公司资产贬值为目的;保证董事会与管理层之间的信息传递准确、及时、完整。

摇摇独立董事制度产生的原因

摇摇独立董事制度产生于美国。导致独立董事制度在美国产生的原因与美国的公司治理结构状况有关,具体地说,就是与其一元制公司治理结构和高度分散的股权结构这两方面有重要的关系。

首先,随着资产所有与经营的进一步分离,产生了在一元制公司治理结构中董事会向监督机关职能转变的必要性,而英美国国家董事会职能的转变又是通过董事会分化的方式完成的。这是独立董事产生的第一个原因。

其次,由于股权高度分散导致了管理层控制的局面,使得在公司中产生了让监督机关(者)摆脱管理层控制、加强监督机关(者)独立性的必要性。这是独立董事产生的第二个原因。

摇摇独立董事制度的历史考察及其发展趋势

摇摇独立董事制度以美国最为早熟。早期的独立董事可追溯到19世纪初期,当时美国公司自愿设立外部董事组成监督委员会。最初的外部董事基本上是公司的创业者。他们从“第一线”上退下来后,仍保留在董事会当中起监督与顾问的作用。1933年,美国证监会(SEC)建议公开上市公司采用外部董事制度。1934年美国颁布《投资公司法》第10(a)条规定:投资公司董事会的成员必须由和投资基金顾问无关联的人组成,他包括辅助董事和独立董事两类人员。至此,独立董事制度第一次以法律的形式确立起来,做出

了最初的规定。

1933年《投资公司法》对独立董事的独立性条件很宽松,根据其第 10(a) 规定的条件仅为外部人士即可,并无独立性的具体标准。

1934年美国国会通过了《投资公司法修正案》,其核心在于增强董事的独立性。在《修正案》中,国会把独立董事必须的“独立”定义做了改动,从“非附属”变成了更加严格的“公正无私”。

1934年,经美国证监会批准,纽约交易所引入一条新条例,要求每家上市的本国公司“在不迟于 1935年 12月 31日以前设立并维持一个专门由独立董事组成的审计委员会,这些独立于管理层的董事不得有任何会影响他们作为委员会成员独立判断的关系”。20世纪 30年代《密歇根州公司法》在美国各州公司立法中率先采纳了独立董事制度(第 104条)。该法不仅规定了独立董事的标准,而且同时规定了独立董事的任命方法以及独立董事拥有的特殊权力。其中由独立董事批准的“自我交易”法院可以从宽审查的规定,特别引人关注^⑤。

1935年美国证券交易所也正式规定上市公司至少应有 3 名的独立董事,并需成立监督委员会,其成员之过半数应由独立董事组成。

1935年美国密歇根州对其公司法进行了修正,在世界上第一次以法律的形式,规定了独立董事的独立性的具体标准。密歇根州公司法第 104条对外部董事资格要求主要是能力(诚实、负责)与独立(附庸、世袭),并规定了独立董事的特别权力^⑥。

英国的独立董事制度起源晚于美国,而最早涉足公司治理原则的是英国。20世纪 30年代,国际上几家引人注目的大公司相继倒闭。这一事件促使英国的财务报告委员会、伦敦交易所以及几家著名的从事审计和管理规范的研究机构,组成了由安德斯·盖伯(安德斯·盖伯爵士)担任主席的联合委员会。

1999年10月,该委员会发表了关于公司治理的财务方面的报告,即《盖伯报告》(《The Cadbury Report》);同时还提出了《公司董事会最佳做法准则》,《准则》中建议董事会至少要有猿名非执行董事,其中圆名必须是独立的。2003年11月,为解决董事报酬等公司治理问题,在英国又成立了两个非官方委员会,并同样以委员会主席的名字来命名他们的报告,即《弗莱彻报告》(《The Fletcher Report》)和《亨特报告》(《The Hunt Report》)。上述三个报告以及2007年11月发布的《非执行董事运作推荐规则》(《The Cadbury Committee's Non-Executive Director Recommendations》)构成了英国独立董事制度的发展历程。

香港联交所于2003年11月引入对独立的非执行董事的要求:每家上市公司董事会要有圆名独立的非执行董事,如果公司的规模或其他条件需要,最低人数可以提高。

不仅英美国家如此,欧洲大陆国家也认识到了独立董事的价值,开始引入独立董事制度。如比利时2005年的《卡敦报告》,不仅区分了执行董事和非执行董事,还建议董事会至少有圆名独立董事。法国2003年《维也纳特报告》建议,董事会应该至少有猿名独立董事,而且要求公司在年度报告中披露独立董事情况。在实行共同参与制的德国和荷兰公司,监事会成员应该都是独立的,理事会与监事会之间不得相互兼任,进一步确保了其独立性。荷兰的《比特报告》的立意就是所有的监事均应独立行事,不应成为其提名人的代理人。

在日本,独立董事制度也已被采纳。根据日本公司治理委员会于2005年10月10日发布的《公司治理原则——从日本的角度》第5项原则(《The Principles of Corporate Governance》)规定:“公司董事会必须有在公司中无直接利益关系的独立或非执行董事。”

2007年11月,韩国一些学者向政府提交一份报告,指出韩国公司治理结构弱化是导致2007年韩国金融危机的主要原因,同时还提出一项重要建议——在韩国企业引入独立董事制度。

目前很多国家的机构和组织都积极实施了独立董事制度,

大部分国家都把建立独立董事制度作为完善股份公司治理结构的重要举措。据经济合作与发展组织“~~1999年世界主要企业统计指标的国际比较~~”资料显示,企业中独立董事占董事会成员的比例美国为~~20%~~、英国为~~17%~~、法国为~~15%~~。美国是施行独立董事制度较早的国家之一。美国全国公司董事协会(~~1997年~~)~~在1997年~~就曾指出,董事会的成员应当大多数是独立董事,甚至还建议在公司中只需设立一名内部董事,即首席执行官,其余的均为独立董事。这一点可以从~~1997年~~标准普尔(~~1997年~~)公司对美国~~1000家~~企业的调查中得到证实。在当年接受调查的企业中,大部分企业的董事会独立董事占大多数,其中有将近~~20%~~的董事会内部董事只有~~1-2~~名,董事会成员主要由内部董事组成的企业仅占~~15%~~。另外,美国的机构投资者委员会(~~1997年~~)~~在其公布的一份报告中~~,也要求企业董事会中独立董事人数的比例至少应该占三分之二。

图4

注:

- ①李占猛、杨宏伟:《美国独立董事制度研究》,《国外财经》~~1999年~~第~~1~~源期。
- ②林凌、常城:《独立董事制度研究》,《证券市场导报》~~1999年~~第~~1~~源期。
- ③朱界馄等:《我国股份公司独立董事制度探索》,《财贸经济》~~1999年~~第~~4~~源期。
- ④孔翔:《独立董事制度研究报告》,~~1999年~~ 源月。
- ⑤殷少平:《关于独立董事制度的思考》,《中国证券报》(京)~~1999年~~ 源月 源日。
- ⑥~~1999年~~ 源月 源日。

第二章

摇摇国内外关于独立董事制度研究综述

圆愿

摇摇国外独立董事制度研究的主要内容

摇摇摇摇独立董事的选择机制

从理论上讲,独立董事制度作为改进公司治理结构的重要举措,意义在于积极维护股东的利益,在重要的决策问题上发表独立意见,在选派经理、制定报酬、评价业绩方面发挥应有的作用。但在实践中,独立董事通常是先由企业原来的董事会成立专门委员会提名,然后由股东大会选举产生。在这种情况下,企业内部的经理层常常会介入独立董事的提名中来,而且企业的董事会经常是“独立董事提名委员会”的主要成员,或者类似于董事会的企业经理能够控制独立董事的提名程序。经过这种程序选拔出来的独立董事对企业的作用有多大,是可想而知的。

赫麦恩(亨德里克)和韦贝克(辛泽格)在一份研究报告中,研究了企业在选拔内部董事和独立董事时的决策特点。

他们认为:通常情况下,当一家企业的 绩效快要退休时,常常会指派更多的内部董事;而如果当企业的经营业绩下滑时,企业的经理层则会指派或者增选更多的独立董事。

罗斯克(罗斯克)和马卡尔(马卡尔)的调查报告表明,在美国,企业内部的经理层往往在选拔新的董事会成员方面起着控制作用。

吉尔森(吉尔森)的研究又发现,当企业发生财务危机时,则其经理层往往很愿意提名一些银行家和其他外部股东作为企业的独立董事。

卡普兰(卡普兰)和米尔顿(米尔顿)在研究了日本企业的董事制度后,发现了同样的规律,当企业的经营业绩不佳时,其经理层常常会增选独立董事。

铁佳达(铁佳达)的研究结果也表明:如果一个企业的独立董事经常批评企业内部的经理层,那么在那些独立董事的任期满后常常会被解聘;相反,那些对企业内部的经理层不进行挑剔的独立董事将会得到连任。

阿尼尔(阿尼尔)和叶马克(叶马克)的研究发现,股票市场对由 绩效提名而任职的独立董事的反应,远远小于非 绩效提名任职的独立董事。

国外关于独立董事的角色研究

关于独立董事能承担什么角色,目前流行的观点主要有以下三种:(一)监督角色。法马(法马)和吉森(吉森)认为,独立董事通常有资格来选择、监督、考核、奖励和惩罚企业的经理层,其职责是通过减少经理人和股东之间的冲突来提高企业的效益,因而独立董事的主要功能是解决现代企业所面临的代理问题。(二)战略角色。柏里克里(柏里克里)和詹姆斯(詹姆斯)的研究显示,独立董事可以运用他们丰富的商业经验、掌握的技术和市场方面的知识,来帮助企业经理层解决经营上的难题,帮助企

业构建重要的商业战略。独立董事一定是独立的,不在企业中担任其他职务。在美国,担任独立董事的人员主要是其他上市公司的总裁、退休的公司总裁、大学校长、退休的政府公务员、成功的个体商人、独立的投资者等;其中前两类人士是最受欢迎的独立董事,因为这两类人士对管理大公司具有一定经验,其提供的建议十分中肯、详细、实用。(猿)政治角色。安尤普(粤)和罗伯(噪)的研究发现:当政治因素对企业(尤其是一些知名的大企业)的影响较大时,即当企业同政府的贸易合作增多、企业向政府销售物资、企业需要向政府游说取得有利的经营政策、企业的出口贸易受到政府贸易政策的影响时,企业中常常就会有很多具备政府背景的独立董事。相反,如果企业由于环境污染或者垄断问题而同政府存在较多分歧时,企业中具有律师背景的独立董事就会增多,他们可以为企业提供具有洞察力的意见,帮助企业分析和预测政府的相关行为。

猿) 猿) 独立董事在董事会中的构成比例及影响因素

独立董事在董事会中所占的比例因企业而异,有些企业偏高,有些企业则偏低。这除了受一些法律因素(如有些国家的公司法规定了独立董事的最低比例)影响之外,还可以从下列角度对这一问题进行研究。(员)独立董事的更迭与企业赢利能力、成长性相关。赫马林(匀)和韦贝克(宰)的研究表明,当大企业业绩恶化时,独立董事在董事会中的比例会略微上升。这说明,企业的业绩会影响董事会的构成比例。但是德尼斯(阅)和莎伦尼(葬)的研究却不支持这种观点。他们认为,从长远来看,独立董事与内部董事在企业董事会中的构成比例基本上是相同的:在董事会中高比例的独立董事在运作了一段时间以后,比例会逐步下降;而低比例的独立董事在运作了一段时间以后,独立董事在董事会中的比例会逐步提高。(圆)独立董事和经营环境的关系。诺纳尔德

(砾梁建) (员怨) 的研究表明 :在经营业务比较广泛的企业 ,董事会中独立董事所占的比例较高 ,而当企业处在监管的条件下 ,企业的经理层便会增选具有政治背景和法律背景的独立董事。(猿) 独立董事和行业的关系。可勒(远) 和勒恩(蕴) (员怨) 曾经对航空工业解除管制以后 ,公司治理机制的变化对企业独立董事比例的影响进行了研究 ,结果表明 ,企业董事会中的独立董事构成比例并没有受到很大的影响。(源) 其他因素。赫斯贝克(匀) (员怨) 、德尼斯(阅) 和莎伦尼(杂) (员怨) 等人的研究结果表明 :如果一个企业的创建者在企业中具有很大的影响力 ,或者企业的 愧韵拥有较多该企业的股票 ,那么该企业很容易形成以内部人为主的董事会体系 ;相反 ,在一些知名的大企业或者历史较长的企业中 ,管理层主要为职业经理人 ,这些职业经理人拥有的企业股票数量很小 ,这种情况下的企业中则容易形成以独立董事为主的董事会体系。他们还发现 ,在那些有财务危机或者削减股利的企业中 ,独立董事的数量往往很少 ,其原因在于这些企业较难聘请到独立董事。

圆 猿 独立董事制度与企业业绩

独立董事制度能否提高企业经营业绩 ,是目前学术界面临的一个非常重要的研究课题。尽管已有相当多的研究都集中在独立董事制度与企业经营业绩上 ,但目前仍没有一致的结论。大量国外研究表明 ,独立董事比例和企业业绩之间的关联度微乎其微。有些研究甚至发现 ,独立董事比例与企业经营业绩两者之间呈负相关关系。这些结论和人们事先的设想是背道而驰的。按照初衷 ,建立独立董事制度应当能够提高企业的经营业绩 ,但实证研究结果并不支持这种设想。

(员) 正相关 :白森尔(月) 和巴特尔(月) (员怨) 的研究结果表明 ,独立董事在董事会中的构成比例和企业业绩之间呈正相关关系。但是 ,这项研究存在一定的缺陷。它所采

用的业绩计量指标是单一的,而且因变量和自变量之间存在较为严重的时滞效应,因此研究结果并不具有普遍性。

(圆)无相关 赫马林(匀)和韦贝克(宰)以及麦海伦(配)等人的许多研究,都没有发现独立董事比例和企业经营业绩之间有什么显著的相关关系。在随后的经济学家不断研究中发现,独立董事比例高的企业,其业绩反而更差。例如,大卫(阅)的研究发现,独立董事比例和托宾(匝)计量业绩的重要指标之一)之间呈反比关系,而与其他业绩计量指标之间并没有什么相关关系。阿哥罗瓦(粤)和罗伯(运)的研究也得出了类似的结论。但后来,米尔斯特尼(配)和马卡渥(配)的研究结果却得出了不同的结论。他们认为,在圆世纪怨年代,拥有独立董事的企业比那些没有独立董事的企业运行得更好,拥有独立董事企业的投资人得到了比其他企业更为显著的正回报。

(猿)负相关 诺纳尔德(砸)对单一经营业务的企业进行了研究。他的研究结果表明,董事会中独立董事所占的比例和一些财务业绩指标呈反比关系。

通过森吉艾(葬)和布莱克(月)的研究结果,我们可以得知,为什么在独立董事比例高的企业中,企业业绩反而得不到提高。他们认为,其主要原因是:(员)从董事会构成比例的角度来看,内部董事和独立董事之间实际上应该是互补的。内部董事更了解企业的营运和管理,但是目标很容易和股东发生冲突,而独立董事虽然独立性较强,但对企业内部的营运了解有限。事实上,对于一个企业来讲,应当是充分发挥二者的互补优势。过分偏重独立董事,很可能在许多决策上造成损失和错误,因为独立董事不能像内部董事那样擅长于制订公司的战略发展规划。因此,在公司的董事构成上,内部董事、独立董事的比例应该协调,不能过分强调某一方的作用。(圆)从对独立董事制度本身的反思来看,企业对独立董事的激励通常较小,企业

并没有最大限度地调动独立董事的积极性来行使其职责。有些企业的独立董事大都另有业务要管理,因而没有足够的精力和时间来关心这些企业的业务发展。(獠)目前对独立董事资格的限制方面可能也存在一些问题。现行法律并不能完全保证独立董事具有独立资格,因此独立董事也不可能无所顾忌地发表自己对企业经营的看法。

圆弱缘摇独立董事履行的职责

如何保证独立董事能够独立地行使职责,是独立董事制度本身所面临的一个很现实而又重要的问题。独立董事能否独立地行使职责,必须有严格的、制度上的约束措施。在国外研究成果中,目前主要有三种方式用于激励和约束独立董事:(员)法律保证。独立董事必须按照法律规定来履行其受托责任。倘若独立董事不能在企业经营、管理和战略规划等方面履行职责,那么他们要对由此而造成的损失承担责任。但是,贝鲁克(月燥)、罗奥(砸燥)(员燥)和柯尔(悦燥)(员燥)等人的研究结果则表明,在一些企业的章程中,通常都有这样的规定:倘若独立董事没能履行其职责,则企业可以免除对他们的赔偿要求。这就弱化了独立董事独立行使职责这一机制的作用,使独立董事的决策很难独立于企业管理层。(圆)声誉保证。法马(云燥)(员燥)、吉森(分燥)(员燥)的研究结果表明,独立董事必须努力维护并能胜任其作为企业经营监督人的声誉。目前,有的企业对独立董事和其他高级管理人员都实施了董事责任保险制度(有些独立董事也可以为自己购买董事责任保险以减轻自己的赔偿责任)。但一个独立董事投保后,如果屡屡由于其品德问题或者能力不济,而导致保险公司企业或者股东支付赔偿金,那么保险公司会不断提高该董事的保险费,上市公司也不会聘请这些无德、无才的人士担任独立董事。这样的独立董事迟早会被市场所淘汰。(獠)经济激励。独立董事可以拥有企业的股票

和获得自己的劳务报酬。目前有关专家呼吁,要提高独立董事的报酬以激励他们更加尽职。例如,企业可以采用以激励为基础的报酬制度来鼓励独立董事能够像企业的股东一样思考问题,从而减少独立董事和股东之间的代理成本。麦尔克(配秉麟)、雪莱佛(朵渠登刚)和韦尼(灾晋似赠)(员恩)等人的研究表明,独立董事拥有的股权与企业的经营业绩有一定的关系。赫马林(匀巢形者)和韦贝克(宰潘登槽)(员恩)的研究结果也表明,以激励为基础的报酬制度能提高独立董事监督企业经营的效率。

圆爱爱 独立董事与企业首席执行官(悦韵)的关系

独立董事的一个重要任务,就是在必要的时候推选出更能推动企业发展的悦韵。米查尔·韦贝克(配秉麟宰潘登槽)(员恩)的研究表明,在一个经营不佳的企业里,如果独立董事在董事会中的比例超过远豫以上,那么该企业可能更换悦韵的概率要远远大于那些独立董事比例较低的企业。同时他认为,当企业的经营恶化时,独立董事会做出快速反应,此时独立董事比例高的企业要更换悦韵的概率显著大于独立董事比例低的企业,而对业绩高于同行业水平的企业,悦韵更换的概率则大大地降低。但肯尼思(运大隼)和克雷顿(运登燥)(员恩)的研究却得出了截然相反的结论:在独立董事占绝对多数的企业,当企业的悦韵被更换以后,企业的经营业绩反而比那些拥有独立董事比例较小的企业下降了。出现这种结果的很大一部分原因可能是肯尼思(运大隼)和克雷顿(运登燥)所选的研究样本在时间上具有局限性。他们所选择的样本都局限在员恩年到员恩年,这是一个企业兼并、收购高潮时期,因而得出企业业绩和管理层更换具有负相关性的结论。如果延长他们的考察期,那么这个负相关关系就不存在了。不过,总的来讲,现在国外的大量研究都发现了这样一个问题,那就是以独立董事为主的企

业与以内部董事为主的企业,在制定重大决策上是有所差别的。但这种差别对企业的影响究竟是好是坏,根据目前的证据和研究结果还没有定论。

国外关于独立董事与管理层的报酬水平问题

如何确定企业高级管理人员的报酬,是一个令人棘手的问题,然而,给企业高级管理人员制定一个合理的报酬标准,却是董事会的一个重要任务。政府监管部门往往希望企业成立以独立董事为主要成员的报酬制定委员会(精忠译社精忠译社),因内部董事进入报酬制定委员会,会产生一些机会主义行为,从而对企业经营产生不利的影响。美国证券交易委员会(禁说)从1985年开始就鼓励企业组成以独立董事为主的报酬制定委员会。对报酬制定委员会中有内部董事成员的企业,禁说要求更详尽地披露有关报酬信息。美国税务局(员说)从1988年开始也要求企业的报酬制定委员会中独立董事成员的比例要高一些。政府监管部门都在力图通过这些措施来降低管理层的报酬水平,同时也希望达到激励管理层努力工作的目的。但相关的研究结果却不支持这些观点。

在国外,企业通常都会成立以独立董事为主要成员的报酬制定委员会,由他们来决定企业高级管理人员的报酬。尽管卡思林(精忠译社)、乔纳森(精忠译社)、阿兰(精忠译社)和达尔顿(精忠译社)等人的研究结果表明,企业报酬制定委员会中独立董事比例的高低和企业的报酬水平没有什么关联,但是,目前国外大量研究都证明,企业独立董事在董事会中所占的比例越高,有关企业报酬和高层管理人员的报酬也就被制定得越高。约翰(精忠译社)、赫思奥森(精忠译社)和拉卡尔(精忠译社)的研究也发现,在企业里担任独立董事的人员往往都是曾经或者正在担任其他企业报酬的人,他们把企业报酬的报酬标准制定得较高,目的是对他们自己也有利。柯尔(精忠译社)、赫思奥森

(刁建志等)和拉卡尔(寇特)的研究结果还显示,当企业董事会的成员以独立董事为主时,该企业 的报酬水平和企业未来业绩呈负相关关系;也就是说,企业 的报酬越高,企业经营业绩越差。这说明独立董事所制定的报酬计划仍有待改进。至少从目前看来,这种报酬计划并未能激励管理层为企业创造更好的业绩。另外,还有一些经济学家的研究表明,如果独立董事在企业的报酬制定委员会里的比例越高,那么这些企业给高级管理人员奖励股票期权的可能性就越小。

独立董事与企业购并

独立董事的另外一个重要职责就是决定企业是否可以出售,以怎样的价位出售。克尼(运备)、克拉考(运精)和米安(运)等人的研究表明:当一个以内部董事为主的企业被收购后,董事会的独立董事比例就会增加;而当一个以独立董事为主的企业被收购后,董事会中内部董事的比例就会增加。但总体而言,被收购企业在独立董事占多数的情况下,有可能以更高的价格出售。科特尔(悦)、雪达森尼(杂)和峰尔(在)等人的研究结果都支持这个观点。他们认为,在企业董事会里,如果独立董事占绝大多数,那么当该企业被收购时,其股票的回报率比其他企业大约高 左右。这说明独立董事比例高的企业被作为目标企业时,能向收购者索取更高的价格。另外,里尔(蕴)、罗森斯坦(砾)和兰根(砾)和大卫德森(阅)等人的研究结果显示,如果企业董事会中独立董事占绝大多数,当管理层要收购其他企业时,则收购的价格就会相对较高;因为相比之下,在独立董事占较小比例的企业里,管理层更容易以不公平的、较低的价格来收购其他企业。

不同制度环境下独立董事对公司的作用和影响

不同的制度环境,不同的文化背景,影响着股份公司的制度变迁过程,同时由于制度变迁过程中存在的路径依赖,使得一些东南亚国家的公司股权结构和西方国家的公司股权结构存在着差异。一些学者研究了包括新加坡、马来西亚等部分东南亚国家和中国香港地区的股份公司中的独立董事。这些学者的研究是相当有意义的,它使我们能够从更广泛的意义上,更深入地理解独立董事在公司治理结构中的作用和影响。

陈悦斌和贾哥(1999)研究了香港地区的独立董事和家族企业财务信息披露之间的关系。在香港地区,由于股份公司制度变迁过程受制度环境和包括文化背景、社会习俗在内的非正式制度的影响,存在很多家族式企业,这在西方国家是不常见的。所谓家族企业,是指一个家族的成员掌握着一家公司的很大比例的股份。在这种类型的公司,董事长和悦斌通常是由这个家族的成员担任,同时由家族成员担任的执行董事在董事会中的比例也相当的高。由于血缘的关系,管理层与董事会天然的接近,公司的内部人控制现象十分突出。陈悦斌和贾哥(1999)研究表明,独立董事介入有助于对家族企业管理层和董事会的监督,也有利于增加家族企业的财务透明度;但是他们的研究也表明,即使有独立董事的介入,家族企业的财务披露在质量和数量上也较非家族企业做得差。这固然有天然保密的文化和社会习惯,但内部人控制却是一个很重要的原因。这种情况下,独立董事的工作并不是十分有效的。陈悦斌和贾哥(1999)同时也指出在这种情况下,存在大股东对其他股东利益的侵害。

麦克(1999)和李(1999)研究了新加坡的独立董事及董事会对公司的作用和影响。他们的研究表明:(1)公司的管理层拥有更多的股份,公司倾向于一个有更少的独立董事组成

的董事会 ;(圆)公司拥有一个较小的董事会 ,公司倾向于一个更多独立董事组成的董事会 ;(猿)公司的 憐酌任期越长 ,其就越有可能占据董事会主席的位置 ;(源)政府控股的企业倾向于聘用更少的独立董事 ;(缘)公司在拥有大股东的情况下 ,越有可能采用 憐酌和董事会主席由同一个人担任的领导结构。

吉森(憐)和麦克林(憐)认为 ,公司管理层拥有更多的股份 ,就越能和股东的利益一致 ,也更有利于解决代理问题。雪达森尼(憐)认为 ,在公司中拥有大股东 ,有利于公司的接管 ,有利于公司解决监督问题和代理问题。但麦克(憐)和李(憐)提出 :在新加坡 ,由于大股东在公司中占有的股权比例太高 ,以至于反而导致了监督的减少 ,不利于代理问题的解决。麦克(憐)和李(憐)特别说明了国有控股的企业 ,由于控股股东对利润最大化目标的偏离 ,缺乏足够的动力解决公司中存在的代理问题。这些问题是在新加坡这个国家特有的文化、社会背景和制度环境下 ,以及特定的制度安排路径所形成的比较特殊的问题。

麦克(憐)和李(憐)同样认为新加坡由于缺乏有效的外部接管市场 ,导致董事会和独立董事在公司治理结构中发挥的作用不足。而新加坡外部接管市场的缺乏 ,同样是与社会、文化背景及制度环境有关 ,与东亚儒家文化中所包含的进攻性不如西方文化有关 ,与金融家的行为更为温和、谨慎有关 ,与政府更多的干预故意收购有关。

因此 ,麦克(憐)和李(憐)提出 ,公司治理结构是一个复杂的问题 ,不能仅仅简单地考察董事会中独立董事的比例和董事及管理层的股份等 ,还需要更广泛地考察制度和背景等外部环境。同时麦克(憐)和李(憐)还指出 ,在研究过程中要更多的关注保护小股东利益的问题 ,这一点与陈(憐)和贾哥(憐)的观点是一致的。

摇摇国内关于独立董事制度研究综述

摇摇独立董事制度作为公司治理中的重要组成部分,在现代企业的发展中发挥着越来越大的作用。这已被西方发达国家的发展实践所证明。为了进一步规范我国的证券市场,完善我国公司的法人治理结构,中国证监会决定上市公司必须建立独立董事制度。随着这一政策的出台,应该建立什么样的独立董事制度、如何有效地发挥独立董事的作用、怎样对独立董事进行合理规范和建设等问题,已经成为经济理论界与证券界讨论的热点与焦点^①。

猿

摇摇独立董事制度的引入

摇摇世纪 怨园年代以来,独立董事制度的建设俨然成为一种国际化潮流。随着全球成熟证券市场全面引入独立董事制度,并在公司治理实践中取得显著绩效,许多国家纷纷对此效仿,引发了一场公司治理中的“独立董事革命”。然而,对于是否应在我国上市公司中引入独立董事制度,应引入怎样的独立董事制度以及引入该制度的必要性,理论界还存在着多种不同的观点和意见。

摇摇是否应在我国公司董事会中引入独立董事

由于独立董事制度产生于英美等实行“一元制”公司治理模式的国家中,而我国目前采用的是“二元制”的公司机关架构,因此,对于中国证监会正式在我国上市公司中建立和推行独立董事制度,理论界存在着两种截然相反的观点。

一种观点认为,十分有必要在我国上市公司董事会中引入独立董事。孔翔指出,从实际控制权来看,我国上市公司治理系

统也可归纳为单层董事会制度。虽然我国《公司法》规定上市公司必须设立董事会与监事会,但由于董事会与监事会都由股东大会选举产生,相互之间不具备直接任免、控制的权力,监事会没有罢免董事的权力,缺乏足够的制约董事行为的手段;因此,在我国上市公司董事会权力设置中,缺乏足够的制衡机制以监督董事履行诚实信用、勤勉尽责的义务^②。同时,在 20 世纪六七十年代后,以美英为代表的英美法系国家在不改变“一元制”模式下,通过设立独立董事制度达到了改善公司治理、提高监控功能和降低代理成本的目的,从而实现公司价值与股东利益最大化。再加上近 50 年美国经济的快速增长,使国外不少学者认为,“一元制”公司机关架构模式及其独立董事制度较之“二元制”模式要更加有效和兼具效率^③。

另一观点则强调,在我国上市公司中建立独立董事制度没有必要。喻猛国认为,独立董事制度的产生主要是为了制衡高度分散的股权结构下的内部人控制,是对一元制治理结构的一种改良,但由于存在信息、时间以及更严重的委托—代理问题等原因,导致其发挥作用有限。他还认为,我国现阶段并不存在股权分散导致的内部人控制问题,转轨时期的内部人控制只能通过外部力量来解决,独立董事制度与监事会制度的不相容,以及独立董事功能发挥的条件——信誉机制的不成熟,现阶段我国引入独立董事制度,并不能有效改善上市公司的法人治理结构和保护中小投资者的利益^④。

应该引入什么样的独立董事制度

针对我国上市公司董事会结构中存在的种种缺陷,有必要尽快建立和完善我国上市公司的独立董事制度,但是应引入什么样的独立董事制度,则是理论界讨论的焦点。

有人认为,应依据我国的国情,建立有中国特色的独立董事制度。由于我国市场经济发育时间不长,游戏规则还不成熟,在引入独立董事制度的过程中,还面临着职业管理缺失、个人信誉

及社会评价体系尚未建立等问题,因此,对于独立董事制度的引进与推广,必须要考虑和照顾到我国的客观实际^⑤。

有人主张,在建立独立董事制度的同时,中国更应该引入独立监事制度,从而使独立董事与独立监事相互配合,对公司治理结构的改进起到有益的促进作用。在上市公司中引入独立董事制度,是完善我国公司治理结构的一个有益尝试。它对改变我国上市公司中因行政化特点过重而导致的治理失效问题也具有积极意义。然而,我国上市公司治理中的问题是一种“综合征”,是因“一股独大”而导致在股东大会、董事会、监事会和经营管理机构中存在着严重的“一股独霸”问题。解决这个问题,单靠引进几个独立董事显然是不够的。从目前来看,在引进独立董事制度、对董事会进行改造的同时,还应引进独立监事制度,以形成公司内部的相应的制衡机制^⑥。

源

我国引入独立董事制度的必要性

主张在我国上市公司中引入独立董事制度的专家和学者们认为,独立董事的兴起,其作用的强化,是现代公司制度发展的必然趋势。他们主要从以下四个方面阐述引入独立董事的必要性。

第一种观点认为,加强董事会作用,完善董事会功能,是引入独立董事的内部原因。这又包括以下三种主要意见:

一种意见,在对目前普遍存在的董事会失灵现象进行分析后,认为引入独立董事制度是源于强化董事会独立功能的需要。巴曙松指出:一方面,基于专业分工的发展,公司不可逆转地朝着所有者与经营者相分离的方向演变,所有者的缺位使得内部人控制问题突出;另一方面,资本多数表决制度使得董事会成了大股东与中小股东斗法和牟利的工具,在这种状况下,董事会往往难以代表全体股东、特别是中小股东的权益,这就形成了所谓的董事会失灵。公司治理结构的健全与否,公司治理功能的完善与否,在很大程度上取决于是否具有一个真正代表公司全体

股东和公司整体利益、并且真正具有独立地位的董事会,取决于能否形成以董事会为核心的完善的制衡机制^⑦。

另一种意见,是从“内部人控制”这一角度进行阐述。孔翔指出,股权的高度分散使股东很难再像以前那样对公司的管理层进行直接有效的监督。两权分离与所有者监督的弱化容易导致公司产生“内部人控制”的问题,损害股东的利益。人们曾寄希望于外部资本市场和经理人才市场的约束机制能够有效地抑制“内部人”的自利行为。然而,19世纪90年代以后,欧美国家出现一系列历史悠久的著名大公司倒闭、公司损害股东和社会利益的事件,这表明,单纯依靠外部市场机制还不足以对“内部人”进行有效约束。独立董事制度的出现,就是一项弥补现有公司治理结构的不足和控制、平衡执行董事及经理人权力的有效措施^⑧。

还有一种意见,则认为由于存在信息不对称这一现实情况,因而需要引入独立董事对大股东进行制约,保护中小股东的权益。在中国上市公司中,内部人控制不仅是指公司所有者和经营者之间信息不对称,导致公司经营者可能进行对公司所有者不利的行为,更多地反映出来的是大股东和小股东之间信息与权力的不一致,导致小股东的利益可能得不到有效保护,大股东可能进行一些对小股东不利的行为^⑨。独立董事制度的建立和发挥作用,可能有效保护中小股东的利益,弥补因信息与权力不对称带来的缺陷。

第二种观点认为,为了弥补现有公司治理结构不足,进一步完善现代公司治理结构,才需要引入独立董事制度。独立董事制度主要盛行于实行“一元制”模式的国家,这是因为,虽然股东大会是公司的最高权力机构,可以对董事会和经营管理层实施制约,但股东大会每年才召开一次,因此它对董事会的制约存在滞后性。韩志国指出:目前股东大会的功能在世界范围内出现了弱化的趋势,甚至在一些国家中出现了“无功能化”的趋

势,而目前又没有能够探索出行使股权——这种新的财产权的有效机制,并且对相关法律做出适当的调整;因此,股东大会对董事会制约功能的弱化趋势,实践中一时难有实质性的改变。在这种情况下,作为一种替代方式,特别是在没有设立监事会的上市公司中,独立董事制度无疑是强化公司内部制衡机制的一个有效选择^⑩。

第三种观点,立足于公司决策层面。研究者指出,由于知识经济的发展,产生社会信息化和经济全球化的趋势,因而产生了引入独立董事的需求。世界银行在其发布的《公司治理结构:一个执行的框架》一文中指出,“任命非执行董事的目的首先是为了给董事会提供知识、客观性、判断和平衡,在某种程度上,如果董事会是由全职执行董事构成的,它可能就是无效的”。越来越多的西方企业聘请外部专家担任董事,其主要原因是在知识经济社会中,企业决策所需要的知识越来越多,对知识的要求越来越高;仅靠企业的内部人作决策,常常会因“脑子不够用”、“坐井观天”或思维惯性而导致决策失误^⑪。钟朋荣指出,企业决策,不仅需要与企业生产的产品有关的知识,还需要市场知识和金融知识,需要宏观经济和政策等方面的知识;在具有企业经营者和参与企业经营活动的专职董事之外,聘请外部专家参与董事会,能带来在本企业内部难以得到的信息、思维和创意^⑫。

第四种观点,研究者结合中国国情进行了分析,认为在中国经济改革过程中所形成的特殊的股权结构,是引入独立董事的特定原因。林凌、常城指出,我国目前经过股份制改造的上市公司董事会建设存在明显不足:一方面是董事长与总经理职位的合二为一;另一方面则是经营层占据董事会的大多数席位,形成内部董事占据优势的格局,管理层可以对自我表现进行评价。根据实证分析,1995年我国上市公司中,内部人控制度(即内部董事人数/董事会成员总数)为50.9%,有15.8%的样本公司的控制度为50%以上,占15.8%。另外,在所选

家样本上市公司中,董事长和总理由一人兼任的有 10家,占样本总数的 10%。可以说,董事会在很大程度上掌握在内部人手中^⑬。因此,有效引入独立董事制度,充分发挥独立董事的制衡作用、公正作用、客观作用和专家作用,成为完善我国市场经济发展、促进股份有限公司进一步壮大的迫切需要。

独立董事的作用

独立董事制度的设计,主要是针对公司内部存在的内部人控制的现象。由于独立董事不受制于控股股东和公司管理层,从而制约控股股东、特别是大股东利用自身的控制地位做出对公司和普通中小投资者不利的行为。积极的独立董事可以提高董事会的独立性和客观性,能够带来外部的知识、经验和关系,使董事会能够独立客观地行使职权,促使知识的转移,并接触潜在的客户。独立董事可以提高董事会的透明度,使外部各方更容易了解其决策流程,吸引优秀的合作伙伴和潜在的投资者。独立董事还可以在一系列需要独立进行的重大决策(如审计委员会和薪酬委员会所作决策)上发挥重要作用。

具体来说,独立董事可以在上市公司中发挥以下四种主要作用。

公正作用

由于独立董事在公司没有股份,不会像大股东那样,为了谋求自身的利益而牺牲公司的利益,因而他们可能将公司的整体利益作为决策的惟一目标,从而公正地做出决断。钟朋荣指出,独立董事既不是经营者,也不是企业的用户、供应商或关系银行职员,是一个纯粹的局外人,因此比具有某种特殊利益的董事更具有公正性^⑭。罗培新、毛玲玲指出,独立董事超脱于公司的管理和经营以及那些有可能影响他们做出独立判断的事务之外,与公司间没有任何影响其客观、独立地做出判断的关系,在公司战略、运作、资源、经营标准以及一些重大问题上有权做出自己

的独立判断^⑤。国外专家贝斯莱在其1995年《哈佛》获奖论文中指出,公司董事会中独立董事的比例显著影响虚假财务报告的发生率,独立董事越多,虚假财务报告的发生率越低^⑥。

客观作用

设立独立董事最重要的意义就在于因其独立性而派生的客观性。独立董事的客观性使其在公司与执行董事存在利益冲突时能够做出公正客观的判断。孔翔认为,公司与执行董事可能存在的潜在利益冲突的问题,主要包括管理层的绩效评价、董事的任免、高级经理人员及董事的薪酬等敏感事务。在这些问题上,独立董事的独立性与客观性使得他们的意见具有特别的价值。同时,由于独立董事没有陷入公司日常的繁杂事务,能够置身事外,从不同的角度来分析研究问题,使得他们能够帮助公司的管理层识别市场发出的预警信号,使管理层认识到公司可能面临的潜在危机和商业周期的影响;从而改变公司管理层对市场的错误观点和共识,避免他们对本行业今后的发展趋势做出错误的判断和假设^⑦。

专家作用

有人认为,董事会中的独立董事能以其专业知识及独立的判断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。实践证明,独立董事与较高的公司价值相关,具有积极的独立董事的公司比具有被动的非独立董事的公司运行得更好^⑧。

制衡作用

在上市公司中引入独立董事,有利于制衡控股股东,起到对经营者的监督作用。耿德兵指出:独立董事有助于董事会的独立性,维护所有股东利益,增加股东价值;董事会中的独立董事能为董事会提供知识、客观性、判断和平衡,从全体股东利益出发监督和监控公司管理层;一个整体上或很大程度上由管理层控制的董事会,不能很好地发挥其信托义务,代理成本将很

高^⑨。

综上所述,独立董事因其特定的身份,在完善现代公司治理中发挥了必不可少的作用。实践证明,独立董事与较高的公司价值相关。但这并不意味着具有老练的独立董事、具有强大的董事局声音的公司将立即在市场上获得辉煌。任命几个独立董事进入董事会,并不能保证公司就可以渡过难关,也不能解决目前公司治理中的一切问题。由于客观条件的制约和独立董事制度在理论上存在的先天缺陷,其作用的发挥也受到一定程度的限制。独立董事只是影响公司治理结构的众多变量中的一个,还有许多其他影响因素,如所有权结构、公司责任的新概念、对公司治理性质的重新评价等。因此,对独立董事制度的作用应客观评价、理性对待。当公司建立起一套有利独立董事充分发挥作用的完善制度时,独立董事才能有效地发挥作用。

独立董事的选择

独立董事的聘用标准

独立董事应从与公司“无利害关系”的人士中产生,但如何从“无利害关系”人士的大范畴中,寻找到具体的独立董事个体,则需要我们制定出详细的独立董事的聘用标准。

对于独立董事的聘用标准主要有以下几种意见:

一种意见,是从微观角度进行阐述。孔翔指出,一般而言,大多数公司都要求独立董事必须具有企业管理与商业运作的背景,最好还有董事会的工作经验。理想的独立董事人选应满足以下几点要求:(员)年龄在猿缘~缘缘岁之间。如果独立董事过于年轻,则不大可能有丰富的经验与阅历,难以对公司做出实质性的贡献,而年龄过大,往往又做事力不从心。(圆)对股份公司现金流量与每股收益的重要性有深刻理解。独立董事总是能够将任何问题的讨论引导到对上述两个指标的贡献上来。(猿)有勇气直抒己见,并能对董事长与首席执行官的决定提出反对意见。

直抒己见的勇气及敢于挑战权威是一个独立董事应该具备的基本素质。(源)能够简洁地表达自己的意见和建议。独立董事最大的好处就是能够为董事会带来新的观点与思想,而要传播这些观点和思想,需要独立董事具有较强的口头和书面表达能力^②。

另一种意见,则从设立独立董事的整体框架出发,强调要发挥独立董事应有的作用。独立董事必须具备四个方面的要素,即有权、有钱、有闲、有缘。韩志国指出:有权,是指独立董事必须具有行使权能的基本环境,这主要涉及赋权机制和行权机制两个方面。赋权机制,是要解决独立董事权力的客观性、充分性和有效性问题;行权机制,是独立董事发挥作用的途径和方式,其核心是怎样使法规、上市规则 and 公司章程所赋予的各项权力得到有效行使。有钱,是指独立董事不但要有对公司董事会成员和经营管理人员的薪酬的控制权,而且还要有必要的行权费用,根据市场经济中权利与义务相对称的原则,对独立董事自身也要建立相应的激励机制。有闲,是指独立董事作为上市公司的非专职董事,必须有“闲暇”时间来为上市公司服务。这主要包括有充足的时间、充足的精力、充分的热情、充实的安排。有缘,包括人缘和事缘。人缘主要是指独立董事的亲合力。独立董事的特殊地位和特别权力,要求他们不但要敢于表达自己的意见,更要善于表达,这就要求独立董事必须具有高超的协调能力和办事能力,能够了解上市公司的技术走向,精通公司的财务会计制度,了解信息披露的相关要求,并且对公司业务和决策具有独到见解。这也是独立董事应该具备的基本素质^②。

还有一种意见,对独立董事的选聘提出了七个具体衡量的标准。徐志毅指出,基于我国公司法人治理结构的现状与实践,担任独立董事的人选必须满足下列要求:(员)不是公司以前的高级职员或雇员(须界定时效,以圆-猿年为限),而且必须与公司没有业务上的关系(如不能是代表公司的会计师事务所、律

师事务所、咨询公司、商业银行或投资银行的成员)；(圆)不是公司的供应商消费者(如交易无法避免,则需规定交易额度)；(猿)不是以个人关系为基础而被推荐或任命的(须通过正式的程序推选)；(源)拥有工商业、法律或财务等方面的工作经验(须界定工作年限,如工作猿年、缘年以上)；(缘)与任何执行董事没有私人关系,不是公司董事、监事、高级管理人员的亲戚(直系血亲或三代以内旁系血亲)或生意上的合伙人；(远)不具有大额的股份或代表任何重要的股东(须界定持有的份额,如不超过公司总股本的缘豫),最好不是公司的股东；(苑)必须是董事会的积极参与者,而不是被动参与者。独立董事应当有权向股东、内部董事和高级经理了解情况,可以直接向股东大会提交方案、汇报工作等;同时,独立董事必须为其对公司特殊事项的表决承担严格的责任^②。

圆 独立董事的产生方式

独立董事制度是作为监督、评估和制约管理层,从而有效保护中小投资者合法权益的措施而引入的,因而,独立董事的产生方式与执行董事的产生方式有所不同。目前对这一问题主要存在以下几种看法。

一种看法,主张通过直接方式来挑选独立董事。

有人建议由那些不在董事会中占有董事席位的股东们来选择和决定独立董事。具体程序为:在企业设立为股份有限公司的过程中,根据公司设立章程规定,由占有董事席位(如公司第一、二、三位的大股东)之外的其他所有股东提名并决定独立董事的人选,其选举结果报股东大会通过;在股份公司设立后,在公司股东大会或董事会下设专门的独立董事提名委员会,该提名委员会由公司现有的独立董事加上圆-猿名不占有董事席位的最大股东(如五大股东)的指定代表构成;在企业上市后,新的独立董事可能人选由提名委员会提出,由不占有董事席位的其他所有股东针对提名人选进行投票选举,选举结果报股东大会

会通过²³。

有人明确提出独立董事不应由大股东举荐或聘用,而采取多方股东同时提名、差额选举的办法,以确保独立董事从一开始就不受控于大股东²⁴。

有人建议选聘独立董事时应采取大股东回避制度和差额选举办法,即在选举聘用独立董事时,大股东不参与提名和投票,而由中小股东推荐并选举聘用,或由在任的独立董事推荐继任的独立董事²⁵。

还有人提出以下三种具体产生方式:一是由股东大会选举产生;二是由股东大会和董事会依据独立董事聘任的最低限度条件,指定某一董事为独立董事;三是设立一个独立董事任命和提拔委员会²⁶。

另一种看法,则是采用间接的方式产生独立董事。

童道弛博士认为:可以通过建立独立董事人才库,由人才举荐机构发挥中介作用,依赖市场力量产生独立董事;同时由派出机构对独立董事的独立性做出明确规定,较为有效地保证独立董事最大限度地行使其职权²⁷。独立董事亦可进行交叉聘用。由于目前在中国能够胜任的企业领导人很缺乏,独立董事制度更是有历史经验,相应的这方面人才也缺少;因此,可在资源有限的情况下,采取交叉聘用大公司有能力的高级内部董事互为独立董事的办法,使各公司都能获得来自局外有价值的商业见解²⁸。

独立董事的职能与权力

独立董事应是积极董事,而非消极行权。对于其职能的界定与权力的赋予,目前有以下几种建议。

韩志国提出,应对独立董事进行明确的权力赋予。独立董事必须具有以下权力:监督权——对董事会及其成员和经营管理层及其成员进行监督,并且要以适当的方式发表评价结果,审

核权——对公司的财务报表、关联交易和分红派息方案进行全面审查,确保公司在这些方面的行为符合法规的要求,并且符合公司的整体利益和全体股东的利益;否决权——对公司的重大投资、交易和分配行为,独立董事应具有一票否决权,被独立董事否决的议案如果再议时,要由全体董事的三分之二以上同意才能通过,并且要在公开披露的决议中列明独立董事的意见²⁹。

何孝星认为,独立董事的职能范围应以对董事会所有重大决策的公正性与科学性监督为主,具体包括:对诸如资产分配、对外投资、资产重组、产权购并、公司发展战略等重大决策的决策依据、决策内容、决策程序、决策风险与收益、决策的关联交易防范、经理层对决策的执行及其受经理人利益与偏好的干扰度分析等等的监督、制衡、审查和评价。此外,独立董事还应增加一种监督职责,即每年终了,独立董事应以集体名义出具一份对公司监事会行权结果与效果的评估报告,并据此作为股东会筛选监事成员的重要参考依据,以推动监事会公正、有效、负责地开展监督工作³⁰。

刘俊海建议,独立董事的主要权限应当限定在《公司法》载明的董事会职权中的关键部分。如向董事会提议聘用或解聘会计师事务所;向董事会提请召开临时的股东大会,提议召开董事会议;聘请独立财务顾问,从而对董事会提交股东大会讨论的事项出具独立的财务顾问报告³¹。

独立董事的激励机制

独立董事也是现实的“经济人”,因而要想充分发挥其作用,也不能回避相关的激励问题。但对于是否应该给予独立董事经济上的激励,则存在着比较对立的两种意见。

一种意见指出,独立的董事难有独立的激励约束机制,在经济利益与独立性之间,独立董事面临着两难选择。钟伟谈到,证监会试图让独立董事每年为上市公司工作的时间不应少于

个工作日,让董事会成员中独立董事不少于 员,而独立董事又和上市公司没有直接利害关系,这就造成一些奇观。如果独立董事们从中无利可图,那么独立董事就会独立得连董事会议也经常缺席,如果独立董事们从中有丰富的潜台词式的利益——或明或暗分一杯羹,则独立董事们相对于赐予美羹者则已然不独立了。如果独立董事事先被赋予代表中小股民的利益,那么我们凭什么说他们不会损害大股东的利益?²⁹

另一种意见则指出,必须给予独立董事足够的激励,才能使独立董事充分发挥作用。独立董事本质上也是代理人,是企业的经营者而不是所有者,属于职业企业队伍中的一个组成部分。要使独立董事能真正落实独立董事制度的初衷,而不是消极应付或沦为控股股东的附庸,没有足够的激励只能是一厢情愿³⁰。

在应以何种形式给予独立董事必要的经济激励这一问题上,又存在着三种不同的观点。

一种观点认为:由于独立董事认真履行其职责,需要花费大量的时间和精力,因此付给其相应的报酬是理所应当的,但是不能采用股票和股票期权的形式。毛立本指出,国外给予董事(包括独立和非独立董事)的报酬,有薪金、会议费、期权、福利等多种形式,报酬可用现金和股票支付。但我国规定不能购买自己公司的股票,公司也不得留存股票,所以对于独立董事的报酬只能采用薪金、会议费或二者兼有的方式,而不能是股票和期权的形式³¹。

另一种观点则指出,收入激励和股权激励是公司激励独立董事的两大工具,二者不能偏废。独立董事作为企业人力资本的出卖者,持有少量股份,并不影响其独立性。同时,股权具有长期激励的性质,收入则具有短期激励的特点。股权份额能足以激起独立董事的主人意识,使他们不是以顾问的身份和感觉来应付,而是以主人的态度主动参与决策³²。

第三种观点认为,引入市场中介机构作为对独立董事进行

经济激励的实施主体。其具体思路是:所有进入上市公司的独立董事的津贴不直接从上市公司领取,改由协会向上市公司收取管理费,其中一部分发放给任职独立董事,所剩部分作为协会人才信息收集、储备、培训与日常管理以及为独立董事行权缴纳保险费等用途。协会收取的独立董事管理费则比照执行董事及行业标准,按合同方式收取。

圆桌论坛 独立董事在董事会中的比例

目前理论界的讨论结果,比较倾向于大幅度提高独立董事在董事会中比例,但独立董事究竟在董事会中具体达到多大比例才比较适宜,还存在着不尽相同的看法。

缘

何孝星认为,将上市公司董事会成员中独立董事所占比例提高到 缘缘至 缘缘为宜,这可以避免大股东通过将独立董事人数控制在董事会成员总数的 缘缘之内,实现其提案获半数通过的操纵现象^⑧。

刘俊海建议,相对于美国公司独立董事在董事会中达到 缘缘的比例,应将现有法规所议定的独立董事占 缘缘、猿缘或 缘缘的比例提升到 缘缘^⑨。

张安中提出,在投资公司的董事中至少应有 缘缘是独立董事。独立董事占 缘缘的标准将比简单多数更能从机制上提高独立董事的权威^⑩。

乐伟主张,应在董事会中设计一种灵活或动态的独立董事数量与比例关系,其设计的基本原则是,小公司董事会会有较少的独立董事,大公司有较多或较大比例的独立董事。大公司董事会中独立董事的比例大,相应地将反映出董事会的独立性更强。具体来说,首先公司保证至少设立 缘名独立董事。在公司规模较小时,如初创期,考虑设立的独立董事数量自然较少;但通过公司章程规定或股东大会决议,明确指出随着公司规模的扩张,独立董事的数量或比例应相应扩大,如硬性规定独立董事在董

事会中的比例必须达到 员以上等要求 ,以此来保证独立董事在董事会中的重大影响和重要地位^⑨。

圆 独立董事与监事会的关系

我国目前采取的是“二元制”公司机关架构 ,即在公司同时设立董事会和监事会 ,监事会行使监督职能。在这种情况下 ,又引入在“一元制”模式下的独立董事 ,这就产生了如何合理协调和定位监事会和独立董事关系的问题。

一种意见认为 ,目前我国公司治理结构中 ,监事会与独立董事制度并存 ,两者的职能、责任存在着交叉覆盖 ,形成双头监管 ,结果只能是浪费资源或者互相推诿^⑩。

另一种意见主张 ,必须在我国上市公司治理结构中引入独立董事制度。独立董事制度和监事会制度在监控功能的发挥上各有优劣 ,前者具有事前监督、内部监督与决策过程监督密切结合的特点 ,后者具有经常性监督、事后监督、外部性监督的特点 ,二者在监控功能上对各自的缺陷恰好具有互补性^⑪。

还有一种意见则建议 ,在独立董事和监事会的协调上 ,应在监事会中大力引入独立董事。胡建斌指出 ,引进独立董事的一个重要目的是为了监督控股股东的不规范行为。由于公司法已就监事会制度进行了明文规定 ,那么根据现有管理制度 ,应该着手提高监事职权和细化监事组成及工作内容 ,以强化监事会的独立性。可以考虑重点引进独立人士进入监事会 ,改变二元管理体制下监事会受大股东控制的局面 ,充分发挥监事会的作用^⑫。

圆 独立董事向谁负责

一种看法认为 ,独立董事仅对股东大会负责 ,其监督作用会大打折扣 ,独立董事还应对证券监管机构负责(如中国证监会派出的地方机构) ,实行定期不定期的信息反馈和接受质询的

制度^③。

另一种看法则从现代公司法的公司社会责任理念出发,指出独立董事不仅应当对上市公司及全体股东负责,也应考虑到其他利害关系人的利益,这才是独立董事对公司利益负责的全面涵义。由于公司利益既蕴含着股东利益,也蕴含着股东之外的其他利害关系人的利益,如消费者利益、职工利益、债权人利益、供应商利益、环境利益、公司所在社区利益等。相应地,公司董事会做出公司决策时,既要增进股东利益,也要考虑其他利害关系人的利益^④。

独立董事的保障问题

缘原

独立董事在上市公司治理中享有监督、制约管理层的巨大权利,相应地,在履行其职责时也面临着较大的风险,包括由上市公司的重大经济损失以及因股东、债权人、员工可能产生诉讼所带来的连带经济责任。因此,为了使独立董事能够积极发挥效用,必须建立相应的保障制度,而购买“独立董事责任险”则是目前通行的办法。但对于应由谁来为独立董事购买保险,市场中则存在着不同的争论。

一种观点认为,从现代保险法的发展来看,设立独立董事责任险以后,只有大多数独立董事都由上市公司为其购买保险,“大数法则”才能保证保险公司的商业利润。为独立董事购买职业责任险是上市公司的责任,这种责任有利于分散和减少独立董事履行职责的风险。独立董事投保职业责任险,按照发达国家的惯例,保险费由独立董事和聘请他的上市公司共同分担^⑤。

另一种观点则指出,不应由上市公司或由他人来为独立董事责任险买单。首先,由上市公司来为独立董事责任险买单,实际上就是由股东为董事责任买单,这是转了一圈以后,又把风险转嫁给了上市公司的投资者,这种风险转嫁在客观上会产生比

较明显的负面效应,并且会使市场风险承担体系发生紊乱。其次,由上市公司来为独立董事责任险买单,违背市场经济中权利与义务相对称的原则,也不利于推进上市公司治理结构的市场化进程。第三,由上市公司来为独立董事责任险买单,还会反过来成为制约我国企业家市场形成和发展的重点因素^④。

注:

①韩志国、段强:《独立董事:管制革命还是装饰革命》,北京经济科学出版社 2006 年版。

②孔翔:《独立董事制度研究》,巨潮网 2006 年 04 月 04 日。

③何孝星:《独立董事制度与监事会制度的优劣比较及制度安排》,《经济学动态》2006 年第 8 期。

④喻猛国:《独立董事制度缺陷分析》,《经济理论与经济管理》2006 年第 8 期。

⑤吴学军:《建立中国特色的独立董事制度》,《中国证券》2006 年 04 月 04 日。

⑥杜萍:《中国需要建立独立监事制度——访著名经济学家韩志国》,《市场报》2006 年 08 月 08 日。

⑦巴曙松:《独立的、清醒的、夜莺的歌唱——关于现代公司治理结构中独立董事职能的思考》,《国际金融报》2006 年 06 月 04 日。

⑧孔翔:《独立董事制度研究》,巨潮网 2006 年 04 月 04 日。

⑨黑马投资:《让独立董事真正发挥作用》,《第一财经》2006 年 04 月 04 日。

⑩韩志国:《独立董事何时真正发出声音来》,《上海证券报》2006 年 07 月 04 日。

⑪世界银行:《公司治理结构:一个执行的框架》,2003 年 08 月。

⑫钟朋荣:《设立独立董事有利于科学公正决策》,《人民日

报》~~2006~~年 缘月 圆日。

⑬林凌、常城：《独立董事制度研究》，《证券市场导报》~~2006~~年 年第 怨期。

⑭钟朋荣：《设立独立董事有利于科学公正决策》，《人民日报》~~2006~~年 缘月 圆日。

⑮罗培新、毛玲玲：《论独立董事制度》，《证券市场导报》~~2006~~年 圆月。

⑯白华、吴春：《美国独立董事在公司治理结构中的作用和启示》，《经济理论与经济管理》~~2006~~年 年第 怨期。

⑰孔翔：《独立董事制度研究》，巨潮网 ~~2006~~年 圆月 圆日。

⑱秦海编译：《独立非执行董事、董事会与公司治理结构》，《上市公司》~~2006~~年 年第 圆期。

⑲耿德兵：《上市公司实行独立董事制度：意义、障碍及对策》，~~来源：揽增曾爱批报报包报社~~ ~~2006~~年 源月 员日。

⑳孔翔：《独立董事制度研究》，巨潮网 ~~2006~~年 圆月 圆日。

㉑王健平：《做独立董事应具备什么条件——访经济学家韩志国》，《经济参考报》~~2006~~年 员月 圆日。

㉒中证网：《独立董事难独立》 ~~2006~~年 猿月 圆日。

㉓国研网：《创业企业如何设立独立董事》 ~~2006~~年 猿月 圆日。

㉔段强：《论独立董事制度的几个问题》，《经济管理》~~2006~~年 年第 员期。

㉕《市场发展呼唤职业独立董事队伍》，《光明日报》~~2006~~年 员月 圆日。

㉖耿德兵：《上市公司实行独立董事制度：意义、障碍及对策》，~~来源：揽增曾爱批报报包报社~~ ~~2006~~年 源月 员日。

㉗凤凰网：《独立董事“呼”而难“出”》 ~~2006~~年 源月 员日。

㉘中国战略网：《公司选择独立董事的难点在哪里》，~~来源：揽增曾爱批报报包报社~~ ~~2006~~年 员月 员日。

②9 韩志国 :《独立董事何时真正发出声音来》,《上海证券报》~~2005~~2005年 猿月 员源日。

③0 何孝星 :《独立董事制度与监事会制度的优劣比较及制度安排》,《经济学动态》~~2005~~2005年第 愿期。

③1 刘俊海 :《独立董事的法律责任》,《法律与生活》~~2005~~2005年第 5期。

③2 钟伟 :《独立董事与外来和尚的选择》,《财经时报》~~2005~~2005年 远月 员圆日。

③3 张安中 :《美国投资基金的独立董事制度及其启示》,《中国证券报》~~2005~~2005年 远月 缘日。

③4 毛立本 :《独立董事发挥作用的前提条件》,中宏网 ~~2005~~2005年 缘月 员愿日。

③5 《位卑言轻摇尴尬的独立董事》,《财经时报》~~2005~~2005年 苑月 源日。

③6 何孝星 :《独立董事制度与监事会的优劣比较及制度安排》,《经济学动态》~~2005~~2005年第 愿期。

③7 刘俊海 :《独立董事的法律责任》,《法律与生活》~~2005~~2005年第 5期。

③8 张安中 :《美国投资基金的独立董事制度及其启示》,《中国证券报》~~2005~~2005年 远月 缘日。

③9 乐伟 :《让独立董事真正管事》,《证券时报》~~2005~~2005年 员圆月 远日。

④0 罗培新、毛玲玲 :《论独立董事制度》,《证券市场导报》~~2005~~2005年 圆月。

④1 何孝星 :《独立董事制度与监事会制度的优劣比较及制度安排》,《经济学动态》~~2005~~2005年第 愿期。

④2 胡建斌 :《完善独立董事制度规范上市公司治理结构》,《~~求是~~求是》~~2005~~2005年 缘月 猿日。

④3 中宏网 :《完善证券监管的构想》, ~~2005~~2005年 圆月 员愿日。

④④刘海俊：《独立董事的法律责任》，《法律与生活》~~2006~~2007年
第 152 期。

④⑤《金融时报》：《应及早开发董事责任险》，《金融时报》~~2006~~2007年 12 月 15 日。

④⑥韩志国：《董事责任险该由谁买单》，《上海证券报》~~2006~~2007
年 1 月 15 日。

第三章

独立董事制度的理论基础

摇摇独立董事制度自从诞生以来,经济理论界就试图给其寻找相应的理论解释。笔者根据国外的研究状况,并结合我国实际情况,在这里提出独立董事制度的四个理论基础:公司治理理论、委托代理理论、激励理论、相关利益者理论。

缘

摇摇公司治理理论

摇摇公司治理问题的本质,被认为是所有者与经营者的委托代理问题;公司治理问题的产生过程,实际上就是企业产权关系的演变过程和相应的代理风险的产生过程。从古典企业历经“法人革命”和“经理革命”,再到具有相对完善的公司治理结构的现代企业制度,其实是一个伴随着企业经济环境变化的公司治理问题的产生和演化进程。

摇摇公司治理的内涵

公司治理概念是公司治理问题研究的起点和基础。对公司

治理概念,国内外学者的研究并未取得一致的认识。

公司治理(悦界理理模陈鼎社篇),有的译作公司治理机制、公司治理结构、法人治理结构等,公司治理是直译。

国外学者的观点

哈特(亨鼎)(员忽)归纳了公司治理理论的分析框架,认为只要两个条件存在,公司治理问题就必然在组织中产生:一是代理问题,确切地说是组织成员(如所有者、经理人、工人和消费者)之间存在利益冲突;二是交易费用之大,致使代理问题不可能通过契约解决。如果存在代理问题并且合约不完全,则公司治理结构至关重要。

梅耶(配)把公司治理定义为一种制度安排。

雪莱佛(杂)和韦雪尼(灾)认为,公司治理问题,是公司资金供给者如何保证自己能够从投资中获得收益。

泰若勒(裁)认为,公司治理的标准定义为对股东利益的保护。

安得仁·凯德伯瑞(粤)认为,公司治理是一个指导和控制公司的制度或过程。公司治理包括董事和董事会的思维方式、理论和做法。它研究董事会与股东、高层管理部门、决策者、审计员以及其他利益相关者之间的关系。因此,公司治理是指对现代公司行使权力的过程。

1983年英国《公司法》把公司治理描述为由董事、股东和审计员三方构成的制度。

经合组织(韵)在总结各学者的理论学说和世界公司实践基础上,将公司治理定义为“一种据以对工商业公司进行管理和控制的体系,公司治理结构明确规定了公司的各个参与者的责任和权利分布,如董事会、经理层、股东和其他利益相关者,并且清楚地说明了决策公司事务所应遵循的规则和程序,同时,它还提供了一种结构,使之以设置公司目标,提供了达到这些目标和监控运营的手段”。

国内学者的观点

国内学者对公司治理问题进行了深入探索,具有代表性公司治理的定义有如下几种:

(造强调公司治理是一种制衡关系。吴敬琏认为,所谓公司治理,是指由所有者、董事会和高级经理三者组成的一种组织结构,在这种结构中,上述三者之间形成一定的制衡关系^①。

(圆强调所有权在公司治理中的作用。张维迎认为:公司治理结构,狭义地讲,是指有关公司董事会的功能、结构和股东权利等方面的制度安排;广义地讲,是指有关公司控制权和剩余索取权分配的一套法律、文化和制度安排。公司治理的目的是解决两个基本问题,一是激励问题,二是经营者选择问题。

(猿强调利益相关者在公司治理中的利益保护。杨瑞龙认为,国企改革应实现治理结构的创新,其核心是扬弃“股东至上主义”,遵循“共同治理”,强调利益相关者的权益(崔之元、杨瑞龙、周业安、李维安)。李维安认为,公司治理应该从更广泛的利益相关者的角度,从权利制衡和决策科学两个方面去理解。公司治理不是为了制衡而制衡,而是应如何使公司最有效地运行,如何保证各方面的参与人的利益得到维护。因此,科学的公司决策不仅是公司管理的核心,而且是公司治理的核心。公司治理的目标不是相互制衡,只是保证公司科学决策的方式和途径。

(源强调公司治理是一套制度安排。钱颖一认为,公司治理结构是一套制度安排,用来支配若干在企业中有重大利害关系的团体的关系,各利益团体从这种制度中实现各自的经济利益。同时他还指出:“在经济学家看来,公司治理结构是一套制度安排,用以支配若干在公司中有重大利害关系的团体——投资者(股东和贷款人)、经理人员、职工之间的关系,并从这种联盟中实现经济利益。公司治理结构包括:如何配置和行使控制权;如何监督和评价董事会、经理人员和职工;如何设计和实施

激励机制。一般而言,良好的公司治理结构能够利用这些制度安排的互补性质,并选择一种结构来减低代理人成本。”^②

费方域对公司治理的解释进行分类和归纳,一共包括五个方面,即公司治理的具体形式、制度功能、理论基础、基本问题、潜在冲突。田志龙(1999)又补充进了公司治理的制度构成一类。这样,对公司治理的解释就有了六种分类^③。

表 猿猿 关于公司治理的不同解释

角度	定义的核心内容
公司治理的具体形式	公司接管市场 ;机构投资者 ;市场竞争机制 ;董事会
公司治理的制度构成	公司治理的制度结构 ;公司治理的市场结构
公司治理的制度功能	一套制度性安排 ;处理各方参与者之间的关系
公司治理的理论基础	委托代理关系 ;信托责任关系 ;产生权与控制关系
公司治理的基本问题	谁从和谁应与公司决策 轱层管理者行为中获益
公司治理的潜在冲突	公司治理与公司管理的冲突 ;所有权与控制权分离后的问题

资料来源 :田志龙,《经营者监督与激励——公司治理的理论与实践》,中国发展出版社 1999年版,第 155页。

综上所述,可以从狭义和广义的角度来理解和把握公司治理的涵义。

狭义的公司治理,是指在企业的所有权和经营权分离的条件下,公司董事会的结构与功能、董事长与经理的权利和义务以及相应的聘任、激励与监督方面的制度安排等内容。

公司治理的目的在于明确公司的不同参与者(如董事会、经理、股东和其他利益相关者)之间权利和义务的分配,并清楚说明就公司事务进行决策的规则和程序。从狭义的角度来看,公司治理关系是一种契约,在这种契约下,一个或更多的人(即委托人)聘用另一人(即代理人)代表他们来履行某些服务,包括把若干决策权托付给代理人(分社粤苗酝建建早,员院)。

委托代理关系包括三个方面,即聘选、激励和监督。聘选要解决的是委托人如何选择代理人;激励涉及的是委托人需要采取哪些收益分配激励手段,以使代理人最大程度地实现委托人的目标;监督则强调委托人对代理人行为进行考核和制约,以防止代理人行为偏离委托人的目标。

广义的公司治理,则不仅包括狭义的公司治理的内涵,还包括公司的人力资本管理、收益分配激励制度、财务制度、企业战略发展决策管理系统、企业文化和一切与企业高层管理控制有关的其他制度,或者说是董事和高级管理人员为了股东、职员、顾客、供应商及提供间接融资的金融机构的利益,而管理与控制公司的制度或方法(胡汝银)(员院),即公司治理涵盖了企业为谁服务、由谁控制、风险和利益如何在各利益集团之间分配等一系列问题。美国就采用这种比较宽泛的公司治理范畴,除董事、股东和审计员外,还包括公司中的其他利益相关者(杂聘募果建部澳等),并把“公司的社会责任”作为公司治理的一个核心特征。

猿员源 公司治理的主体和客体

公司治理主体,是指公司由谁治理、谁参与治理的问题。纵观企业发展历史,可以看到,在公司治理主体问题上,经历了一个范围扩大、边界延伸的过程。

公司治理主体大致可分为两大类:一类是“股东至上”,公司治理主体是股东,这类定义许多人称其为传统观点;另一类是“利益相关者至上”,公司治理主体多元化,包括公司的股东、员

工、信贷者、供应商及当地社会等。

公司治理客体,是指公司治理所要解决的问题。与公司治理主体的发展一样,在企业演进过程中,公司治理客体也从如何保护股东利益,演变到通过各种制度安排、机制设计、机构设置,维护企业内部成员、外部成员的合法权益。

公司治理的基本模式

内部治理模式和外部治理模式

根据公司治理所涉及的范围,迈耶(Meyer)(1995)把各国公司治理机制分为内部治理和外部治理两种类型,即内部治理模式和外部治理模式。

内部治理模式。以公司内部人为基础的治理模式,称为内部治理模式。公司内部治理所要解决的问题是公司内部的利益协调问题。其主要途径是通过公司的机构和权利安排,来明确所有者、董事会和高级经理人员等利益相关者之间权力分配和制衡关系,具体表现为公司章程、董事会议事规则、决策权力分配等一些企业内部制度安排。对于一个外部市场不很发达的经济来说,良好的内部治理机制尤为重要。

外部治理模式。以外部市场为基础的治理模式,称之为外部治理模式。公司外部治理是通过公司外部的因素,如利用竞争、并购、资本市场、政府、利益相关者等对公司进行控制,解决公司的治理问题。

以上两种模式的划分并不是绝对的,在很大程度上,两种模式相互作用、相辅相成。两种模式的区别在于它们对两种治理手段的利用程度不同,而不是对两种不同手段的取舍。

同时流行的其他公司治理模式

第一,英美市场导向模式。市场导向模式的最大的特点是所有权较为分散。现代公司中所有权与管理权的分离,使分散的股东不能有效地监控管理层的行为,即所谓“弱所有者(股东)、

强管理者(内部人)”,由此产生代理问题。

第二,日德银行导向模式。该模式的特点是公司股权较为集中,银行在融资和公司治理方面发挥着巨大的作用。与此同时,企业还需协调员工、银行、供应商、关联企业等诸多利益相关者的关系。

第三,东亚大家族控制模式。在大部分东亚国家(地区),存在着大量的家族控制企业。公司股权集中在家庭手中,一般控制性家族参与公司的经营管理和投资决策。因此,公司治理的核心从管理层与股东之间的利益冲突,转变为控股大股东、经理层和广大中小股东之间的利益冲突,即“强家族大股东与经理层、弱中小股东的利益冲突”。在这些国家(地区)中,儒家文化的影响很深,特别是在用人制度上,强调家族观念,重视血缘关系。企业的所有权和控制权大都采取继承制。家族控制模式有利于协调人际关系,企业有较强的凝聚力、向上力,在一些重大问题上容易取得一致。但家族控制模式具有封闭性、排他性,过于重视人际关系,不利于吸引人才;公司内部决策独断,缺乏民主,易于走极端,缺乏有效的监督和制约。随着竞争环境的加剧和东西方文化交流的增加,某些传统的东西正在逐渐转变成阻碍因素,家族观念日趋淡薄,家族色彩也逐步退化。

第四,转轨经济模式。这种模式主要存在于苏联和中东欧等转轨国家。他们都存在数量众多、规模庞大的国有企业需要进行重组,同时又继承了原有较为混乱的法律体系。在转轨经济国家中,公司治理的最大问题是内部人控制,即在体系缺乏和执行力度微弱的情况下,经理层利用计划经济解体后留下的真空对企业实施强有力的控制,在某种程度上成为实际的企业所有者。

委托代理理论(~~威廉姆森~~)是在过去 20 年中发展起来的,对此作出开拓性贡献的人有威尔森(~~宰圣~~)、威廉姆森(~~宰圣~~)、罗斯(~~砸~~)、马里斯(~~配~~)、霍姆斯特姆(~~匀~~)、格罗斯曼(~~刚~~)和哈特(~~匀~~)等人。

猿委托代理理论的假设条件

这一理论的特点:首先是放弃了经营者无私的假设,认为他们不仅有自己的利益(个人效用函数),而且追求的就是自己的利益,如在职消费、经理权威等;其次是放弃了完全信息的假定,认为所有者与经营者的信息是不对称的。因此,即使在最佳的风险和激励安排下,经营者也仍然能更多地偏向于自己的追求。正是在这个意义上,哈特认为委托代理理论为现代企业管理理论奠定了基础。

委托代理理论有其隐含的前提条件:(员)契约建立在自由选择 and 产权明晰化基础之上,维持契约的条件是代理成本小于代理收益;(圆)拥有剩余索取权的委托人是风险中性者,不存在偷懒动机,具有监督代理人行为的积极性;(猿)由于剩余索取权具有可转让性,委托人通过行使退出权(或称用“脚”投票)惩罚代理人违约行为的威胁是可信的。在这样的条件下,委托代理理论重点研究如何设置一种能给代理人足够刺激和动力的机制或契约,使代理人在追求个人效用的同时实现委托人预期效用的最大化。

猿委托代理理论的主要观点

员委托代理问题的产生及其原因

委托代理问题产生的原因在于委托人掌握的信息不够,自己去亲自谋划某件事情所带来的收益,还不如委托给一个代理人去办能带来更多的收益,因此,委托人就找代理人为自己的目标服务。但是,问题在于,代理人是否会一心一意地为委托人服

务。从经济学角度来看,每个人都是具有有限理性的经济人,都有自己追求的个人效用目标,因此,代理人能否为委托人带来利益就成为一个问题。由于代理人掌握的信息较多,委托人掌握的信息较少,因而会出现委托人不如代理人主动的情况。

委托代理问题主要表现在以下几个方面:①损公肥私。即利用职务之便谋取私利,而且是以损害企业经营状况及发展前景为代价的,如贪污受贿。②机会主义。即根据企业经营状况及前景预测自然状态,在经营管理活动中采取有利于自己利益的行为,如虚报业绩、盲目扩大投资等。这种行为的后果也将损害委托人的利益。③偷懒。即在工作中不尽心尽力,如搭便车、滥竽充数、借商务之名游山玩水等。由于企业高层经理的特殊地位,他们的偷懒行为更为隐蔽,难以观察和监督,其危害性也往往被忽视。

委托人面临着多种代理风险:①在签约时代理人利用私人信息进行“逆向选择”(逆向选择);②合同执行过程中代理人拥有自然状态的私人信息所引起的“隐藏信息”(隐藏信息);③与代理人事后行动的不可观察性相关的“道德风险”(道德风险)。也就是说,代理问题的根源是当事人之间的信息不对称。

这种信息不对称,主要表现在委托人与代理人之间的契约签订过程及签约后履行的过程中。从委托人的角度看,所谓使代理人全心全意为委托人服务,实质上是设立一系列约束条件,签订一个最优契约,使委托人的利益最大化。

(员) 信号传递。

信号传递,是指代理人知道自己的特征,由于信息是不完全的,委托人不知道他的特征,代理人为了显示自己的特征而选择某种信号,委托人在知道了代理人的特征以后,再与代理人签订契约。信号传递的典型例子是企业老板与雇员签订契约。雇员知道自己的能力,而老板不知道雇员的能力,那么,如果雇员选

择接受教育程度的信号,则老板就会根据雇员的考试水平支付工资。

(圆) 信息甄别。

信息甄别,是指代理人知道自己的特征,由于信息是不完全的,委托人不知道他的特征,委托人提供多个契约供代理人进行选择,代理人根据自己的优势选择一个最有利于自己的契约,并根据契约选择行动。信息甄别的典型例子是保险公司与投保人之间的关系——投保人知道自己的风险,而保险公司不知道。

(猿) 隐藏知识。

隐藏知识,是指缔约双方在签约时信息是对称的,缔约以后,一方当事人不知道在这种关系中另一方当事人的某些特征。例如,代理人观察到自然状态类型,并据此选择了行动;委托人观察到了代理人的行动,但不能观察到自然状态的情况。这样,信息就是不完全的。委托人的行动是设计一个最优契约,促使代理人在给定的自然状态下选择对委托人最有利的行动。

(源) 隐藏行动。

隐藏行动,是指缔约双方在签约时信息是对称的,缔约以后,代理人选择了行动,自然状态是变化的,代理人的行动是由自然状态及其努力水平所决定的,委托人只能观察到某些结果,而不能观察到代理人的行动和自然状态本身。在这种条件下,信息是不完全的。委托人的任务是设计一个机制(最优契约),促使代理人的行动对自己最有利。例如,签订经营合同后,总经理掌握了企业经营权,股东只知道有限的信息(如经营业绩),而对经营过程一般是不甚了解的。

上述(员)(圆)问题,是委托人与代理人在签约前和签约过程中可能出现的问题,由此产生的契约是有风险的。委托人为了防范这种风险,会采取逆向选择行为。1970年,阿克劳夫(粤)提出一个柠檬模型,该模型讨论的是旧车市场上有质量高低不同的二手汽车,因而只愿意根据平均质量水平支付价格,结

果导致较高质量的汽车退出市场,最后成交的只是低质量的汽车。购买者本想购买较好的汽车,结果往往是买到了质量低劣的汽车。这种现象称为逆向选择。

上述(獠)问题,是委托人与代理人在签约后的履行过程中可能出现的,即所谓代理人的道德风险。“道德风险”这个词原本是保险方面的一个词汇。从字面意义来看,它有负面效应。按保险公司的观点,它属于可能影响投保人行为的风险。事实上,保险公司与投保人之间的关系是一种更为一般的委托代理关系。

圆委托代理成本

广义地讲,委托代理成本包括那些利益相互冲突的委托人与代理人之间在构造、监督及保证一系列契约履行时发生的费用总和。

按照詹森和麦克林的观点,代理成本由以下三个部分组成:

(员) 委托人监督成本。

委托人监督成本,是指委托人为了激励和控制代理人,使后者为前者的利益尽力的成本。如公司治理结构中的董事会、监事会的运作,聘请外部的会计师事务所对公司进行审计,给代理人一定的奖励和分红,赋予代理人相应的职务消费,等等。委托人与代理人在监督与反监督方面存在这样的博弈关系:如果委托人无规则地(如一天一次)检查代理人工作,代理人可能利用“窥探孔”,只有当委托人走近时,他才开始工作。这样,当检查次数增加时,代理人偷懒的时间将减少。也就是说,当委托人加强监督时,则代理人偷懒的机会将下降。实际上,要做到如此细致的监督是很困难的,而且监督成本也会大得惊人。因此,委托人除了设计必要的监督机制外,更侧重于制定一系列激励机制以及代理人(经营者)选择机制。

(圆) 担保成本。

担保成本,是代理成本的一部分,是指代理人用来保证其不

采取损害委托人行为所付出的费用,以及如果采取了那种行为将支付的赔偿。担保成本实际上是代理人采取机会主义行为带来的成本。在承包责任制下,某种形式的承包保证金就是一种担保,它是由承包人个人(或承包者集体)承担的成本。投资机构代客户理财时,经常采用以客户委托代理资金额的**质押**作为担保金,以确保客户委托资产的安全性。而在国有企业的运作中,实际上无人进行这种担保。也就是说,担保成本完全由国家承担,代理人一旦采取了损害委托人的行动,将不负(或者无力支付)经营赔偿责任。

(猿) 剩余损失。

剩余损失,也是代理成本的一个部分,是指委托人因代理人代行决策而产生的一种价值损失。剩余损失的大小,等于由代理人决策与委托人在假定具有代理人相同信息和才能的情况下实现效用最大化决策之间的差额。剩余损失实际上是因为代理人不尽力而产生的损失,其原因比较复杂,也难以计量。例如,经营者的知识水平、工作能力、个人效用及偏好等。

猿委托代理的激励约束机制

(负)委托代理激励机制的基本构成如下:

①经营者个人收入激励。

企业可以在公司章程中明确给予经营者部分剩余索取权,使之合法地获得与其才能与业绩成正比的个人收入。为了使经营者既要追求短期业绩,又要注意公司的资产增值和长期发展,在个人收入的激励机制设计上,可将剩余索取分为年薪制和股权分配两种形式。年薪制将经营者的报酬支付与一般职工分开来,由作为委托人的董事会决定标准金额。年薪制可由基薪和奖金两部分构成,基薪根据经营者以往业绩、职位平均水平确定,奖金则根据资本利润率、年销售利润率、资产增值率等经营指标的完成情况加以确定。股权分配制是将公司的部分股份让渡给经营者,使经营者和股东一样,从公司剩余和股东权益的增

加上获得长期的收益,从而使经营者的个人目标 and 公司目标最终一致。在设计股份让渡时,要规定经营者所获得的股份只享受股东权益和承担相应的责任,而不能任意处置(如转让时现有股东有优先购买权),这样可以避免经营者的短期行为。

② 职位消费激励。

通过界定不同的企业规模和业绩,明确不同的职位享受相应的消费标准。这是对经营者才能和个人资本的一种肯定。公司经营者可以根据企业的规模和业绩获得不同层次的职位消费权。比如,董事的活动经费、总经理的招待费、舒适的办公环境、配备专用轿车、住房补贴等,均可通过制定各级标准,使之成为经营者在短期间的合法消费。一旦由于经营不善等原因而离职,则上述职位消费会自动失去。实际上,中国国有企业经营者的职位消费已是不争的事实,甚至有很多亏损企业的经营者仍大肆挥霍国有财产,出现了所谓的“穷庙里的富方丈”现象。所以,很有必要由国有企业的委托人制定出一整套职位消费标准,改变经营者滥用职位消费权的现象,使之与企业规模和经营业绩紧密挂钩,做到透明化、标准化和合法化,真正起到激励经营者的目的。

③ 精神激励。

按照马斯洛(马斯洛)的人生需求层次论,人们在物质需求得到满足后,精神需求将成为新的激励因素。对企业的经营者而言,当他努力后获得相应的个人收入和职位消费权利,物质需求基本上得到满足时,个人收入和职位消费激励的边际效用就会下降,对精神方面的需求便成为其继续努力的动力。精神激励主要包括社会地位、个人尊重和自我成就感等内容。可以通过以下措施来达到精神激励:根据经营业绩和企业规模等条件,对经营者进行定期考核,确定其任职资格,使其产生作为职业经理人的自豪感;对业绩良好、表现卓越的经营者可以晋升职务或赋予更大的权利,作为对其人力资本价值和经营才能的肯定。

国有企业还可以设立专门授予企业经营者的荣誉称号,如全国十大杰出企业家、十大杰出青年企业家等,并加大宣传力度,使其与世界著名企业家并驾齐驱。此外,让优秀的国有企业经营者有进入政府担任领导职务的渠道,也是激励经营者积极向上、在更大范围内承担社会责任的一项措施。

(圆)代理人的约束机制。

激励机制可以使代理人的个人目标和企业目标趋于一致,即在实现企业目标的同时,便能合法实现个人目标,从而使企业的经营者自觉地降低道德风险。而约束机制的设计,则是希望通过有效的监督,防止道德风险的产生,并迫使经营者降低机会主义和偷懒的欲望。企业经营者的约束机制构造,可以从内部约束机制和外部约束机制两个方面同时进行。内部约束机制主要包括契约、审计、内部制度等;外部约束机制则侧重于建立竞争性的经理市场、资本市场和产品市场,组成有效的市场约束机制。

①契约和审计。

现代企业实行的是纵向授权制,即股东作为委托人授权给公司董事会,董事会再授权给总经理,控股公司还向其派往子公司的董事和总经理授权。获得授权后,经营者即获得了经营规定范围内企业资产的权力。如果这种授权方式不经过严密的契约和审计约束,就有可能变成廉价的表决权,经营者可以随心所欲地运用手中的权力谋取私利。因此,每项授权都必须由委托人和代理人签订授权经营契约,明确委托人和代理人的权力、责任、利益,规定经营者的权力范围、贡献指标和经营失败所需承担的责任,使之具有合同的法律效用。委托人还要聘请独立的会计师事务所对企业的经营活动和经营业绩进行严格的审计,以此作为对经营者履行契约情况进行评估的客观依据。

②内部制度约束。

企业可以建立以下规章制度,形成内部制衡机制:第一,经

营决策制度,包括决策主体、决策范围、决策程序、决策责任和风险防范等,对董事、董事长、总经理等经营者的权力进行详细的定量的规定,形成权力合理分配、互相制衡的机制。第二,财务控制制度,包括各项经费开支规定、分级审批、财务审计等,财务负责人应直接由董事会任免,并对董事会负责,以形成对经理人员的财务监督。第三,内部监督制度,包括公司董事会、监事会、企业财务总监等,分工检查和监督各项规章制度的执行情况,防止经理人员作出有损公司的行为。当经营者通过合谋等手段在董事会通过了损害股东利益的决议时,处于少数地位的董事可以向委托人汇报,使委托人能够及时获得公司信息,并采取相应的行动。

③市场约束机制。

市场约束机制包括三个方面,即产品市场、资本市场和经理市场。产品市场直接反映了经营者的经营能力和经营业绩信息。企业产品市场覆盖面、市场占有率、销售收入、销售利润等,是对该企业的市场竞争力和经营效益的定时评估指标,对委托人来说是重要的公司信息。当然,在使用这些信息时,应当剔除某些非市场因素的影响,如政府补贴、政策优惠、垄断等。资本市场则主要通过股票和债券两种工具来争夺公司的控制权,公司如果经营不善的话,其股票价格就会下跌,就可能被人收购。此外,债权人也可能对公司提出清偿的要求,这使得经营者面临着被人赶走的威胁。经理市场可以对经营者的才能和人力资本价值进行公平的社会评估,有利于委托人对众多合格的经营者候选人进行比较、考评、择优录用。经理市场的建立,实际上是将经营者作为一种社会稀缺资源,由市场竞争机制进行合理配置。这种配置方式有利于委托人选择到最好的经营者,确保其投资获得最大的收益。经理市场的存在,客观上给在位的企业经营者以巨大的竞争压力,制约他以自己的人力资本和声誉去冒险,因为一旦经营失败和有败德行为,经营者就可能被市场所

抛弃。

国外委托代理理论研究近况

美国研究近况

美国等由于发展风险投资历史较长,效果显著。既积累了丰富的实践经验,又对风险投资中的委托代理进行了多角度的研究,形成理论与实践的良性互动。凯伯和谢恩(悦建章译)在《创业杂志》(悦建章译)曾提出一个风险企业与风险投资企业关系的合作博弈模型,但在模型中未考虑到风险企业与风险投资企业之间的分工属性问题。葛若本斯(悦建章译)在《博弈论基础》中,对以知识和创新能力为基础的风险企业与风险投资企业之间的合作博弈模型,从信号博弈方面进行了模型构建和分析。吉姆伯斯(悦建章译)在其博士论文《理论、结构和风险投资模式》中认为:一方面,风险企业经营团队的能力和努力实现对风险企业的成功至关重要,设计合理的机制,可以使风险企业经营团队的回报主要取决于风险企业上市或被兼并收购时的股票价值,从而将风险企业经营团队(风险企业)的利益与风险投资企业的利益紧紧地“绑”在一起;另一方面,风险企业经营团队在运营企业过程中,可能会为了获得更多的个人好处而采取机会主义行为,这将严重损害风险投资企业的利益,因此有必要在合同中的一部分控制权配置给风险投资企业(且与所有权配置无关),以提高投资效率,即通过设计合适的金融工具作为筛选和激励的有效手段。另外,萨尔曼(悦建章译)、勒纳(悦建章译)和克拉克(悦建章译)等也对风险投资中的委托代理关系进行了实证性研究。

国内研究近况

国内学者已开始吸收委托代理理论的成果,并已取得一定的研究成果。姚佐文在《风险资本家与风险企业家之间的控制权分配和转移》中指出,风险投资中的控制权分配,直接影响企

业的价值以及风险投资企业与风险企业经营团队的个人利益。他通过模型分析了风险投资合同中控制权的分配和转移,认为控制权尤其是剩余控制权是一种“状态依存权”,并且剩余控制权和剩余索取权是可分离的,且不必完全对应。黄美龙(2007)在《美国风险投资治理机制及借鉴——基于委托代理理论的分析》中,详细地分析了风险投资中的有限合伙制和风险企业的治理机制,并比较分析了股份公司、有限合伙制和风险企业治理机制的异同。认为政府作为我国风险投资主体,极易导致逆向选择问题和道德风险问题;要促进中国风险投资健康发展,必须改风险投资主体为民间机构或个人,并建立一套完整有效的公司治理机制。张炜和姜彦福(2007)在《风险企业中的所有权和控制权配置研究》中指出,“所有权必须与控制权相匹配”的原则并不能很好地解释风险企业中的实际现象。基于风险投资的特点和风险企业经营团队人力资本特性,他们利用泰若勒(Leffler)(1979)模型分析了风险企业常常难以获得风险投资的原因,并引入连续控制权变量,对此模型进行拓展,导出风险企业为了获得风险投资所必须放弃的控制权的均衡解;在此基础上,分析了风险企业融资时,经营团队所拥有的非人力资产数量、运营企业时的个人非货币收益大小、经营团队声誉好坏等重要因素对风险企业中控制权配置的影响。他们认为:从静态来看,风险企业经营团队控制权随所拥有的非人力资产的增加而递增,随运营企业的个人非货币收益增加而递减;从动态角度分析,随着风险企业经营团队人力资本逐步转化为企业的实际资产,其必须放弃的控制权将相应减少。同时,他们还进一步分析了风险企业中所有权与控制权配置特征及其原因,提出风险投资中采取的治理机制应当是特殊的相机治理机制,即根据风险企业的实际发展绩效、运营状况、风险企业经营团队的能力是否适应企业的发展要求,来配置控制权。田增瑞(2007)在《创业资本在不对称信息下博弈的委托代理分析》中提出:在投资者

与风险投资企业之间,风险投资企业应承担无限责任,并应建立信誉机制;风险投资企业与风险企业之间应签订可转换优先股的契约,以转移风险。南立新和倪正东(2004)在《中国风险投资企业与创业者之间的委托代理问题及解决方案》中,通过大量的实际考察,认为委托代理的主要问题表现为:签约前隐藏信息和签约后隐藏行动。提出的具体解决办法是进行尽职调查、投资协议制约、分阶段投资等。另外,俞以平和张东生等人对代理风险的控制和激励也进行了研究。

摇摇激励约束理论

摇摇按照研究层面的不同,激励理论可以分为两种类型:内容型激励理论与过程型激励理论。内容型激励理论,旨在找出促使员工努力工作的具体因素。由于该类理论主要研究具体人的需要以及如何满足需要的问题,故而又被称为需要理论。主要包括马斯洛(1954)的需要层次理论、赫茨伯格(1959)的激励—保健理论、阿尔德佛(1969)的ERG理论和麦克莱兰的后天需要理论。过程型激励理论关注的是动机的产生以及从动机产生到采取具体行为的心理过程。主要包括强化理论、目标设置理论、期望理论和公平理论。

摇摇摇摇内容型激励理论

摇摇摇摇摇摇马斯洛的需要层次理论(1954)

该理论是由美国心理学家亚伯拉罕·马斯洛(1908—1967)于20世纪50年代首先提出的。马斯洛认为:人的需要可以划分为五个层次,从低到高依次为生理需要(维持生存的基本需要,包括空气、食物、水、性等)、安全需要(保护自己免受生理和心理伤害的需要)、社交需要(包括爱、归属、接纳和友

谊)、尊重需要(自尊、受尊重、被关注、认可、地位和成就)、自我实现需要(最大限度地发挥自己潜能的需要)这五个层次的顺序,对每个人都是相同的。虽然每个人都具有这五个方面的需要,但在某一时刻只有一种需要是引发动机和行为的主导需要。只有当较低层次的需要获得了基本满足后,下一个较高层次的需要才能成为主导需要。当一个人到达了自我实现的最高层次时,对于行为的激励就是无限的了。在马斯洛看来,任何人都不可能完全地自我实现。

按照这一理论,如果想要激励某个人,就应设法知道他现在处于需要层次的哪个水平上,然后试图去满足该层次及更高层次的需要。马斯洛的理论由于其直观性和简易性而极具吸引力,尤其得到了实际管理者们的认可;然而,该理论始终缺乏实证资料的支持,同时一些学者也相继对该理论质疑。阿尔德佛(奥蒂斯·L·阿尔德弗)曾指出,“人们也可能同时由一个以上层次的需要激励着,并且如果生活环境发生了变化,也可能转向较低层次的需要”。弗朗西斯科(云里)则认为,“在国际化的背景下,特定文化的环境因素和价值观,都会影响各种类型需要的重要性及其排序。因此,需要层次理论并不具有普遍适用性”。

激励—保健理论(云里)

弗里德里克·赫茨伯格(云里)的激励—保健理论是在马斯洛理论的基础上于20世纪五六十年代发展起来的,该理论也被称为双因素理论。其理论前提是满意与不满意,是两个尺度而非一个尺度上两个相反的极点。以此假设为出发点,赫茨伯格对美国的部分工程师和会计人员进行了调查询问,以确定是哪些工作因素使他们感到满意或不满意。赫茨伯格认为最终得到的两类因素—激励因素和保健因素,在激励行为中起着截然不同的作用。保健因素,又称非本质因素或情境因素,是指除工作本身之外的影响员工的因素,包括:公司政策、管理、

监督,与上下级和同事的关系,工作条件,薪酬,地位和安全保障等。这类因素与不满意相联系。如果缺少了这些因素,员工就会感到不满,但是即使这类因素的状态水平较为理想,也不会使员工产生满意感。激励因素,又称本质因素或内容因素,是指工作本身的各个方面,包括成就、认可、工作的挑战性、责任、进步和成长等。这类因素的存在能够使员工感到满意,并能激励员工的行为。

将该理论付诸运用,赫茨伯格建议要努力实现工作的丰富化。尽管赫茨伯格的理论曾广为流传,但亦有不少学者对该理论有不同程度的质疑。如赫茨伯格的研究方法受到方法论的限制,赫茨伯格的提问方式有可能误导被提问者,该研究没有对满意度进行整体的测量,该理论忽视了环境变量的作用等等。

赫兹伯格的激励理论

克雷顿·阿尔德佛(悦性博士)的激励理论在某种程度上是对马斯洛的需要层次理论和赫茨伯格的激励—保健理论的一种延伸和扩展,但是他对于人类需要的研究成果与实际情况更为接近。与马斯洛和赫茨伯格一样,阿尔德佛也认为对人的需要进行分类是有价值的,同时低层次的需要与高层次的需要之间是有着根本性区别的。

阿尔德佛将人的核心需要划分为三类:生存需要(生理需要)、交往需要(归属需要)和成长需要(自我实现)。生存需要是指生理方面生存的需要,类似于马斯洛理论中第一、第二层次的需要,交往需要是进行人际沟通和社会交往方面的需要,类似于马斯洛理论中第三、第四层次的需要,成长需要是指个人自我发展方面内在本能的一种欲望,类似于马斯洛理论中第五层次的需要。但是,阿尔德佛同时也认为这三个层次之间的界限并不十分清晰。

在阿尔德佛看来,需要更应被视为一个连续的整体而非严格的等级层次,并且,他也不认为只有当低层次的需要获得满足

后,高层次的需要才能激励行为。他认为需要的产生并非只是由于缺乏。尽管也有少数学者对阿尔德佛的理论提出了异议,但与马斯洛和赫茨伯格的理论相比,大多数学者更加认同赫茨伯理论,因为它吸收了前两者的精华,同时局限性较小,特别是在解释工作行为中的激励问题方面更具有说服力。

源 麦克莱兰的后天需要理论(成就需要、权力需要、归属需要)

美国心理学家大卫·麦克莱兰(阅读酒精说家译)提出,有三种主要的需要影响着人们的行为,并且这些需要并非像马斯洛理论所指出的那样是先天的本能欲求,而是通过后天的学习获得的。这些有助于解释个体间激励差异性的后天需要,分别是成就需要、权力需要和归属需要。

成就需要是追求卓越、实现目标和争取成功的一种需要。

愿

具有高度成就需要的个体总是力求把事情做得更好,他们希望对工作承担责任,喜欢适度的风险,希望获得有关其工作绩效的迅速且具体的反馈。过于简单或过于复杂的工作对他们都不具备吸引力,因为他们对于结果所承担的责任较少。权力需要是指对名誉、责任、影响力和控制他人能力的关注。具有高度权力需要的人偏好领导职位,同时也通常被他人视为有效领导者。归属需要是建立友好和亲密的人际关系的欲望。具有高度归属需要的人喜欢与他人建立密切友好的关系,并且更喜欢合作而非竞争的环境。

如上所述,所有的内容型激励理论都试图确定与激励密切相关的具体需要及其层次结构。通过聚焦于激励的内容,每种理论都将其对激励的解释限定在一系列特定的因素上,并试图阐明如何利用这些具体因素来激励人。该类理论的贡献在于找出了有助于更好地理解激励问题的重要概念。然而,由于不同文化中的价值观念往往有所差异,因而很难找到一套适用于所有人的激励需要层次。正因为如此,内容型激励的研究结果,至今缺乏结论性的支持。

猿猿过程型激励理论

猿猿强化理论(猿猿猿猿猿猿猿猿猿猿猿猿猿猿)

强化理论是由斯金纳(猿猿猿猿猿)于猿世纪猿年代提出的。该理论认为人的行为是由外界环境决定的,外界的强化因素可以塑造行为。人们的行为是对其以往所带来的后果进行学习的结果。如果一个人因为他的某种行为而受到了奖励(正强化),那么他很可能重复这一行为;如果没有人认可这一行为,那么这种行为便不太可能再发生。当人们因为某种行为而招致负面后果(负强化或惩罚)时,通常会立刻停止这种行为;但是惩罚并不能保证不受欢迎的行为彻底消失。

强化理论确实为分析控制行为的因素提供了有力的工具,但是该理论忽视了人的内部状态以及情感、态度、期望和其他已知的会对人的行为产生影响的认知变量。

猿猿目标设置理论(猿猿猿猿猿猿猿猿猿猿猿猿)

猿世纪猿年代末,爱德温·洛克(猿猿猿猿猿猿猿猿)提出:指向一个目标的工作意向,是工作效率的主要源泉;目标告诉员工需要做什么以及需要付出多大努力;明确的目标能够提高工作绩效;设置一个有难度的但却可以实现的目标,通常会较设置一个容易的目标得到更好的绩效;反馈较没有反馈更能提高绩效;人们总是倾向于对自己参与设定的目标付出更多努力,但目标究竟是由自己参与设定还是由他人制定,对于最终绩效的影响并不明显。洛克等人还通过研究发现,自我效能感(猿猿猿猿猿猿猿猿)和文化等因素,均会对目标的作用效果产生影响。

虽然在适当的情况下,目标可能带来更高的绩效,但是没有证据证实这种目标和工作满意感的提高有关。

猿猿期望理论(猿猿猿猿猿猿猿猿猿猿猿猿)

维克多·佛隆姆(猿猿猿猿猿)在其期望理论中,将一个人如何决策在一项工作中应投入多大努力的心理过程,划分为如

下几个环节:首先,会考虑尝试或努力是否能带来好的绩效。如果一个人认为尝试或努力能够带来成功,那么他就更有可能在特定的工作中付出较多的努力。其次,会考虑良好的绩效带来组织奖励的可能性有多大。如果好的绩效能够导致奖励,那么员工愿意付出的努力就更多,绩效与奖励间的联系越不密切,员工付出努力的积极性就越低。再次,会衡量特定奖励的效价,即该奖励对于被奖励者的价值。如果某种奖励对于某一个体具有很高的价值,这一个体也非常渴望得到这种奖励,他无疑会提高自己的努力程度;如果奖励并不是个体想要的,那么他将不大可能尽力而为。

期望理论的主要贡献,在于它阐明了个人目标以及努力与工作绩效、绩效与奖励、奖励与个人目标满足之间的关系。作为一个权变模型,该理论意识到不存在一种普遍的原则能够解释所有人的个体行为,同时该理论也为我们进行奖励实践并评估组织的奖励政策提供了基础。当然,也有部分学者对于期望理论提出了不同程度的疑问,有些学者认为期望模型看似正确但却难以检验,也有学者怀疑个人是否有能力像该理论所描述的那样有意识地作出各种理性的选择。

源公平理论(释译)

美国心理学家亚当斯(译)于(译)年提出了著名的公平理论。该理论认为个体不仅注重自己的绝对报酬数量,更重视自己的投入与所得同其他人的投入与所得相比较的结果。这里的投入包括个人的努力、以往的工作经验、教育背景、时间、能力等,所得包括薪酬、奖励、认可、晋升、培训、工作条件等。亚当斯认为个人公平感的产生,依赖于个人对所观察到的自己的所得与投入之比同其他可比人的所得与投入之比进行实际比较的过程。

亚当斯的公平等式:自身所得/自身投入 越可比他人的所得/可比他人的投入

当个人的比值(等式的左端)与可比他人的比值(等式的右端)几乎相等时,就达到了公平,从而无法产生激励作用;如果两个比值不相等,个体就会有一种紧张不安的感觉。这种不安感会激励个体采取下述六种行为之一:①改变自己的投入;②改变自己的产出;③改变自我认知;④改变对他人投入和所得的看法;⑤选择另一个不同的参照对象;⑥离开工作场所。

公平理论表明,对大多数员工而言,个人对公平性的感知不仅受到绝对报酬的影响,还受到相对报酬的影响。这为我们认识员工的激励问题提供了又一思路。需要说明的是,在大多数工作环境中,报酬过高带来的不公平对行为的影响并不显著。很显然,和低报酬带来的不公平相比,人们更能容忍甚至喜欢报酬过高带来的不公平。另外,并不是所有的人都对公平敏感。

过程型激励理论,试图发现用于解释激励行为的普遍过程。由于这类理论聚焦于过程而非具体的激励内容,因此较之内容型激励理论而言,具有更广泛的活用性。

猿猿猿猿解决激励问题的主要方法

解决激励问题要研究的着眼点很多,仅就解决企业的所有者与经营者、经营者与下属之间的代理关系而言,应从以下几个方面入手:

猿完善经营者的激励机制。建立科学的业绩考核指标,引入相对业绩比较,研究经营者报酬设计问题。

猿建立动态的激励机制。既要为经营者提供长期聘任的机会,又要强化定期考核、解聘、续聘制度,从而建立起短期利益与长期利益相结合、声誉激励与物质激励相结合的动态激励模型。

猿建立企业内部各部门(如产、供、销)之间的协调、激励、约束机制。企业经营者要激励原材料供应部门努力降低采购成本,获取高质量的原材料;激励生产部门努力降低生产成本,生产出高质量的产品;激励销售部门努力降低销售成本,开拓产品

市场,实现最大的销售收入。由于各部门之间相互影响、相互制约,因而需要建立公平、有效的协调、激励、约束机制,以期实现企业综合效用最大化。

健全有效的外部监督机制。除发挥企业内部监督的作用外,还应健全外部的监督制度,以纠正经营者的机会主义行为。这需要研究确定最佳的监督比例、惩罚力度等,以实现社会福利的最大化目标。

作为独立董事,本质上也是经济人,与其他管理者一样有不同的需求,同样需要激励。应当针对独立董事这类高层次管理人才设计科学的激励机制,全面调动独立董事的积极性,发挥其最大作用。

愿原

摇摇相关利益者理论

摇摇西方古典公司治理理论是以“股东利益至上”理论为基础的。但是,从20世纪70年代开始,“股东利益至上”理论受到相关利益者理论的挑战,因为它把更为广泛的相关者的利益排除在外[木恩(1984)和奥特尼(1985),1990]。相关利益者理论(Stakeholder Theory)被认为是具有说服力的关于企业产权安排的理论之一。国内学者杨瑞龙等较为细致地研究了利益相关者理论,提出了共同治理的所有权制度安排。我们运用这个理论表明独立董事的作用不能只是保护股东的利益,而且应为公司所有相关利益者的利益服务。

摇摇相关利益者的定义

利益相关者(Stakeholder)一词是由斯坦福研究所于1976年最先提出来的。当时所称的利益相关者,只不过是经营阶层进行经营决策应予关注的某些群体而已。斯坦福研究所认为,

经营阶层必须关注利益相关者的需求和利益,否则就可能危及企业的生存和发展。1981年美国《宾夕法尼亚州信托法案》的通过,真正使“相关利益者理论”成为当今企业和社会某一个重要方面主旋律的事件。其中的信托责任条款(云尔)规定,董事会的决策只要是从公司的最大利益出发,就无需考虑公司任何起支配作用或占控股地位的特殊团体的利益。这一条款授权公司董事会今后在考虑公司决策变动时,不仅只关心其对公司股东(云尔)的短期和长期影响,还必须照顾到该决策对公司相关利益者(云尔)的短期和长期作用。在这里,所谓公司相关利益者,不仅指股东,而且还包括公司员工、客户、供应商、债权人甚至于当地其他社区成员。

利益相关者的提法一经提出,便为许多学者接受,并逐渐发展成为一种公司治理结构的相关利益者理论。关于利益相关的界定,有许多观点,米切尔(云尔)总结了四种定义,如下:

表 利益相关者定义

作摇摇者	相摇关摇定摇义
斯坦福大学研究所(云尔)	摇摇利益相关者是这样一些团体,没有其支持,组织就不可能生存。
雷恩曼(云尔)	摇摇利益相关者依靠企业来实现其个人目标,而企业也依靠他们来维持生存。
阿尔斯蒂德和杰鲁克伦(云尔)	摇摇利益相关者是一个企业的参与者,他们被自己的利益和目标所驱动,因此必须依靠企业;而企业为了生存,也必须依赖利益相关者。

<p>弗里曼和瑞德(员愿苑)</p>	<p>摇摇利益相关者能够影响一个组织目标的实现 ,或者他们自身受一个组织实现其目标的过程的影响。 另一个窄一点的定义 :利益相关者是那些组织为实现其目标必须依赖的人。</p>
<p>弗里曼(员愿苑)</p>	<p>摇摇利益相关者是能够影响一个组织目标的实现或能够被组织实现目标的过程影响的人。</p>
<p>弗里曼和吉尔波特(员愿苑)</p>	<p>摇摇利益相关者是能够影响一个组织目标的实现或能够被组织实现目标的过程影响的人。</p>
<p>科奈尔和夏皮罗(员愿苑)</p>	<p>摇摇利益相关者是那些与企业有合约关系的要求权人(员愿苑)</p>
<p>伊曼和弗里曼(员愿苑)</p>	<p>摇摇利益相关者在企业中有一笔“ 赌注”(员愿苑) ,或者对该企业有要求权。</p>
<p>伊曼和弗里曼(员愿苑)</p>	<p>摇摇利益相关者是那些人 ,他们因公司活动受益或受损 ,他们的权利因公司活动而受到尊重或受到侵犯。</p>
<p>鲍威尔(员愿苑)</p>	<p>摇摇没有他们的支持 ,组织将无法生存。</p>
<p>阿尔卡法奇(员愿苑)</p>	<p>摇摇利益相关者是那些公司对其负有责任的人。</p>
<p>卡罗(员愿苑)</p>	<p>摇摇利益相关者能以所有权或法律的名义对公司资产或财产行使收益和权利。</p>

<p>弗里曼和伊曼(员)</p>	<p>摇摇利益相关者是与企业有合约关系的人。</p>
<p>汤普逊等人(员)</p>	<p>摇摇利益相关者是与某个组织有 关系的人。</p>
<p>斯威齐等人(员)</p>	<p>摇摇利益相关者的利益受组织活动的影响,并且他们也有能力影响组织的活动。</p>
<p>黑尔和琼斯(员)</p>	<p>摇摇利益相关者是那些团体,他们对企业有合法的要求权,他们通过一个交换关系的存在而建立起来,即他们向企业提供关键性资源,以换取其个人利益目标的满足。</p>
<p>布瑞纳(员)</p>	<p>摇摇利益相关者与某个组织有着一些合法的、长期的和稳定的关系,如交易关系、影响活动及道德责任。</p>
<p>卡罗(员)</p>	<p>摇摇利益相关者在企业中投入资产,构成一种或多种形式的“赌注”,通过这些“赌注”,他们也许影响企业的活动,或受企业活动的影响。</p>
<p>弗里曼(员)</p>	<p>摇摇利益相关者是联合价值创造的人为过程的参与者。</p>
<p>威克斯等人(员)</p>	<p>摇摇利益相关者与公司相关联,并赋予公司以意义。</p>
<p>朗特雷(员)</p>	<p>摇摇企业应对利益相关者的福利承担明显的责任,或者利益相关者对企业有道德或法律上的要求权。</p>

斯塔里克(员)	摇摇利益相关者能够或正在向企业投入真实“赌注”,他们会受到企业活动明显或潜在的影响,也可以明显或潜在地影响企业活动。
克拉克森(员)	摇摇利益相关者已经在企业中投入了一些实物资本、人力资本、金融资本或一些有意义的价值物,并因此而承担了一些形式的风险,或者说,他们因企业活动而承担风险。
纳西(员)	摇摇利益相关者是与企业有关系的人,他们使企业运营成为可能。
布瑞纳(员)	摇摇利益相关者能够影响企业,又能被企业活动所影响。
道纳尔逊和普瑞斯顿(员)	摇摇利益相关者是那些在公司活动的过程中及活动本身有合法利益的人或团体。

摇摇此表转引自杨瑞龙、周业安著:《企业的利益相关者理论及其应用》,经济科学出版社 1999 年版,第 103—104 页。

从米切尔所列的定义归纳出三种看法:

第一类是最宽泛的定义,即凡是能影响企业活动或被企业活动所影响的人或团体都是利益相关者。股东、债权人、雇员、供应商、消费者、政府部门、相关的社会组织和社会团体、周边的社会成员等等,全都纳入利益相关者范畴。

第二类定义稍窄些,即凡是与企业有直接关系的人或团体才是利益相关者。该定义排除了政府部门、社会组织及社会团体、社会成员等。

第三类定义最窄,认为只有在企业中下了“赌注”的人或团

体才是利益相关者。这一定义直接与主流经济学中的“资产专用性”概念相沟通。用主流经济学的语言重新表述,即为凡是在企业中投入了专用性资产的人或团体才是利益相关者。

杨瑞龙认为,可以用潜在的利益相关者和真实的利益相关者这两分法把三类定义协调起来。凡符合第一类定义的均是潜在的利益相关者,只有当潜在的利益相关者向企业投入专用性资产时,才转化为真实的利益相关者。经济学所要分析的,是真实的利益相关者对企业治理结构的影响。

猿猴相关利益者与公司治理

相关利益者理论认为,公司的出资不仅来自股东,而且来自公司的雇员、供应商、债权人和客户,后者提供的是一种特殊的人力投资。因此,公司不是简单的实物资产的集合物,而是一种“治理和管理者专业化投资的制度安排”。托马斯·普里斯顿(Thomas Preston)在其《公司相关利益者理论》一文中,认为公司必须倾听来自其他集团的声音,他们每一个都必须参与决定公司发展的方向。马里兰维利·斯蒂芬(Virley Steffen)则对公司接管过程中的相关利益者进行了研究,认为在兼并活动中公司应详细认真地考虑到相关利益者,而且对战略管理、公司治理及社会责任应进行总体的系统考虑。相关利益者治理模式将企业的经营目标定义为多元目标,既有经济性的,也有社会性和政治性的,企业是一个多重目标的组织。相关利益者模式与传统英美股权至上治理模式类似,如图猿猴

从相关利益者共同治理模式可以看出两个明显特征:一是公司的最高权力机关不仅仅是股东,而是由相关利益者组成,权力基础有扩大的趋势;二是公司的目标不仅仅是盈利,而且还要承担相应的社会责任。

关于相关利益者在企业治理结构中的作用,许多学者进行

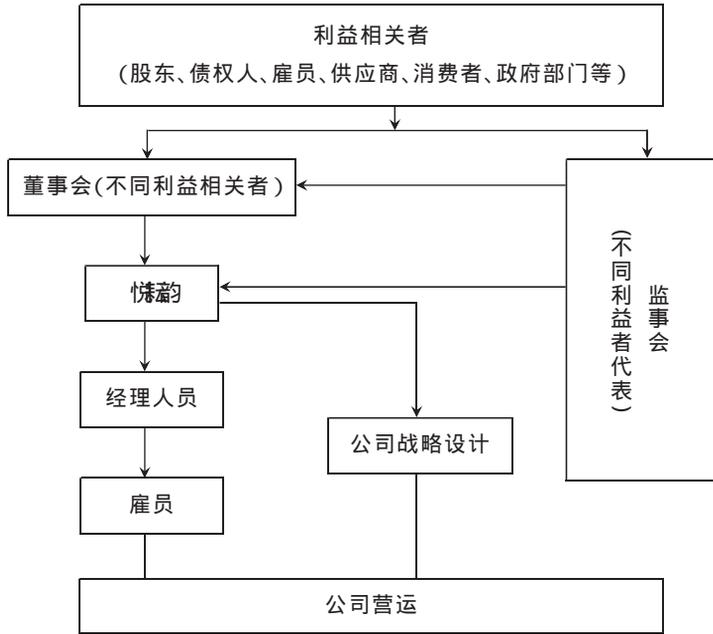


图 猿园 利益相关者共同治理模式

过深入的讨论。

斯蒂格利茨(杂) (Stiglitz) 认为,银行和工会是两类能够负担起公司监督活动的机构。银行具有信息优势和人才优势,同时又是企业的债权人,既有能力又有动力去监督企业经理人员的行动;工会在获取监督信息方面有优势。在协调要素所有者的个人利益与企业的集体利益的机制设计上,他认为年薪能够起到作用,而雇员持股计划(Stewardship)的事实更消除了雇员与股东的角色差别。

克莱因和莱费勒(运) (Klein and Leffler) 揭示了企业与其顾客之间的默契合约关系,并以此说明消费者有时也直接对公司治理发生影响。在产品市场上,厂商不断将产品的质量信息发

送出去,使消费者有能力鉴别商品质量,避免劣币驱逐良币。在这种“声誉投资”情形下,厂商与消费者经过无限次重复交易,获得了正常的投资收益。

科奈尔和夏皮罗(悦尔)指出,公司政策依赖于相关利益者的存在。企业在构建相关利益者的关系网络过程中,既发出了明确的契约性要求权,也发出了隐含的合约要求权。

科特(运)等人的研究结论证实一些企业之所以比另一些企业更有适应能力,是因为前者把关心相关利益者作为其价值观的核心,而后者仅仅关心经理人员或者股东自身的发展或某些产品与技术的发展。科特等人的结论有力地支持了相关利益者理论。

怨

相关利益者理论与独立董事制度

相关利益者理论要求对股东之外的相关利益者的保护,这对于中国目前正在进行的国有企业改革和建立独立董事制度有着非常重要的意义。国有企业改革的目的,是要将其塑造成为真正意义上的独立市场主体;但是真正意义上的市场主体通常都是以营利为其主要目的。国有企业自身的特点决定了它不能作为单纯的营利主体,它必然要带有人为人民谋福利的色彩。也就是说,国有企业在营利性之外还必须带有公益性。

建立独立董事制度,独立董事到底为谁服务,相关利益者理论为独立董事的作用提供了理论基础。

传统公司法认为,包括独立董事在内的董事应当对上市公司及全体股东负责。中国证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》也要求独立董事维护公司整体利益,尤其要关注中小股东的合法权益不受损害。这个要求无疑是正确的。但是留给我们这样一个问题:公司利益是否等同于大股东利益与中小股东利益的简单相加,或者股东近期利益与股东长

远利益的简单相加？回答是否定的。

现代公司法中的公司社会责任理论认为，公司利益既蕴含着股东利益，也蕴含着股东之外的其他利害关系人的利益，如消费者利益、职工利益、债权人利益、供应商利益、环境利益、公司所在社区利益等。相应地，公司董事会做出公司决策时，既要增进股东利益，也要考虑其他利害关系人的利益。从这一角度看，把独立董事界定为仅对中小股东利益，或者仅对股东利益负责的观点是狭隘的。事实上，独立董事既应考虑到股东利益，也应考虑到其他利害关系人的利益，这才是独立董事对公司利益负责的全面涵义。在中国，建立独立董事制度的现实目的就是“维护公司整体利益，尤其要关注中小股东的合法权益不受损害”。

注：

①吴敬琏：《现代公司企业改革》，天津：天津人民出版社 2008 年版，第 155—156 页。

②钱颖一：《中国企业的治理结构改革和融资结构改革》，参见[日]青木昌彦，[美]钱颖一：《转轨经济中的公司治理结构——内部人控制和银行的作用》，北京：中国经济出版社 2003 年 9 月第 1 版，第 156 页。

③参见费方域：《什么是公司治理》，《上海经济研究》2002（7）；《企业的产权分析》，上海三联书店、上海人民出版社 2002 年版，第 159—160 页；田志龙：《经营者监督与激励——公司治理的理论与实践》，中国发展出版社 2003 年版，第 153—154 页；何维达主编：《公司治理结构的理论与案例》，北京：经济科学出版社 2003 年版，第 159—160 页。

④**基础**是指生存需要（**基本需求**）、交往需要（**社会需求**）和成长需要（**发展需求**）。

第四章

若干国家和地区独立董事制度的实践

怨猿

源猿美国独立董事制度

源猿美国独立董事独立性的界定

美国是联邦制国家,州保留很大的立法权力,各州有自己的公司法。美国又是一个经济具有自由传统的国家,各种经济组织和团体制定了许多具有“软法”效力的指导性规定,下面是一些有代表性的实例:

源猿《密歇根州公司法》对独立性的定义

独立董事在过去猿年内不得是:①本公司或子公司的高级职员或雇员;②与公司之间有过员园万美元以上的交易;③上述两类人的直系亲属或是他们的合伙人,或与他们之间有业务关系^①。

源猿美国证券交易委员会(猿说)的定义

美国证券交易委员会将独立董事定义为与公司没有“重要

关系”的董事。他们认为,一个董事如果到年度股东大会召开的那一天:①他是公司的雇员,或者再此前圆年内曾是公司的雇员;②他是此前圆年在公司内曾担任过懔韵或高级管理人员的某一个人的直系亲属;③他在此前的圆个财务年度内,曾因商业关系而向公司支付或收到过超过圆万美元的金额,或者,他在某个商业机构中拥有股权或代表某一股权而有投票权,而该公司曾在此前圆个财务年度内向公司支付或收到一定的金额,并且该金额乘以他所拥有的股权比例后其值大于圆万美元;④他是某商业机构的重要管理人员,而该商业机构曾因商业关系而向公司支付或从公司收到过超过该机构年度总收入缘金额的款项,或者超过圆万美元金额款项;⑤他在过去圆年内曾担任过公司法律顾问的法律事务所具有职业关系;那么这个董事就被认定为与公司有“重要关系”,也就不称其为“独立董事”。

獭美国纳斯达克市场规则对“独立性”的定义

独立董事不能是公司或其附属公司的管理人员或雇员,也不能与公司具有董事会看来会影响其担任董事时做出独立判断的关系。以下人士不能认为具有独立性:①现在或过去猿年受雇于公司或附属公司;②上一年从公司或附属公司接受的酬劳超过远万美元(董事费、合乎税法的退休计划下的利益除外);③现任或在过去猿年担任公司或附属公司执行董事人员的近亲属,包括配偶、父母、子女、兄弟姐妹、岳父母、配偶的兄弟姐妹、女婿、媳妇以及同住的人;④在过去猿年中有员年支付或收取(公司股权投资收益除外)的费用超过自身收入的缘,或收取对象年毛收入缘或圆万美元(以较高的为准)营利性组织的合伙人、控股股东、高级管理人员^②。

獭美国加州公职人员退休基金(悦粤益砒砒)的定义

美国加州公职人员退休基金是世界著名的养老基金,是机构投资者代表。美国加州公职人员退休基金(悦粤益砒砒)的治理原则和指南认为,属于以下怨种情形者为独立董事:①在近

而并非是为了制约控股股东的权力和影响力,所以,独立董事是否要求独立于大股东并无一致的规定,对独立董事的持股与否也无一致的规定,有的公司如雷森公司要求所有的董事均需持有公司具有实质意义的股份。

近年来董事会的独立性在美国大公司中一直在增强。1997年美国投资者责任研究中心根据独立董事的最低标准(不在公司任职且无实质经济利益关系),调查标准普尔 500 家公司董事会目前平均的独立性为 37%,比 1995 年 35% 稍高;但标准普尔 500 家公司中仍有 25% 的公司的董事会中独立董事的人数未能超过半数,其中包括独立董事恰好占董事会人数一半的 10% 家董事会。见表 10-1。

表 10-1 1995—1997 年董事会的独立性^⑤

独立董事的比例(豫)	1995	1996	1997		
	标准普尔 500	标准普尔 500	标准普尔 500	标准普尔中型	标准普尔小型
	比例(豫)	比例(豫)	比例(豫)	比例(豫)	比例(豫)
小于 50%	10%	12%	15%	25%	35%
50%—60%	15%	18%	20%	28%	38%
60%—70%	20%	22%	25%	32%	42%
70%—80%	25%	28%	30%	38%	48%
80% 和 80% 以上	30%	32%	35%	42%	52%

标准普尔 500 家公司独立董事的比例以每年 1% 的速度增长。从 1995 年的 37% 上升到 1996 年的 38%,再到 1997 年的 39%。标准普尔 500 家公司中独立董事占董事会比重大的是哥伦比亚煤气公司(10 名董事中有 8 名独立董事,占 80%),董事会中人数及组成各专业委员会的情况见表 10-2。

表 源源

摇董事会和委员会的数据摘要^⑥

	源年	源年	源年		
	标准普 尔 缘	标准普 尔 缘	标准普 尔 缘	标准普 尔 中 型 缘	标准普 尔 小 型 缘
样本中的 公司数(家)	源	源	源	源	源
平均董事 人数(人)	源	源	源	源	源
平均独立 董事比例(豫)	源	源	源	源	源
审计(豫)	源	源	源	源	源
报酬(豫)	源	源	源	源	源
提名(豫)	源	源	源	源	源
行政(豫)	源	源	源	源	源
公司治理(豫)	源	源	源	源	源

摇摇关于董事会独立性与公司运作情况的关系,理论界观点不一。《商业周刊》源年对机构投资者和公司治理人员的调查认为:一个由独立董事组成的、无任何倾向的董事会,比起一帮惟管理层意见是从的董事会更容易发现问题并迅速采取行动加以解决。投资者责任研究中心(源)源年的调查数据显示:在市值低于缘亿美元和高于源亿美元的公司中,业绩在源年源月源日前的缘年中好于平均水平的那些公司的确拥有更为独立的董事会;市值介于缘亿美元至源亿美元之间的公司中,业绩优秀的董事会的独立性,则比业绩中位数的公司要小一些。总的说来,回报超过中位数的董事会平均独立性为源,而那些回报低于中位数的公司董事会平均独立性为源。在源个董事会的独立性等于或低于源的公司中,公司业绩的中位数是缘年内股东总回报率为源。在源个

董事会的独立性等于或高于 怨愿 的公司中 ,公司业绩中位数是 怨愿 年的总回报率为 怨愿 。

但是 ,公司的实际表现不能仅根据简单统计数据来解释。公司的运作成功与否包含太多的具体因素 ,因此从实际调查的数据解释不了独立董事的独特作用。

源怨 美国独立董事的选任

独立董事是董事会成员 ,同样应遵照法律和公司章程的规定来选任独立董事。美国公司对独立董事选任主要在独立董事的资格审查、提名、投票方式等方面进行规定。

员 独立董事的资格

独立董事的资格是指担任董事的条件 ,分为积极资格和消极资格。积极资格是指担任独立董事必须具备的条件 ,如必须具有公司一定数额的股份 ,须为本州或本国公民等 ;消极资格是指担任独立董事不得具备的情形 ,如未成年人、个人破产者、有巨额负债者、因刑事犯罪刑满释放不足规定年份者等。

怨愿 世纪以前 ,美国公司法常把资格股份和国籍作为董事的积极资格予以强制规定。现在制定法则取消了这种强制规定。如《示范公司法》第 怨愿 条规定 ,“除非章程另有规定 ,董事不必是本州的居民或公司股东”。随着公司的巨型化、股东的分散化以及董事职务的专业化 ,强行法规规定董事需持有特定股份不再是保证董事忠实于公司、从事高效率经营的重要条件 ,现代交通的发达使董事的住所之远近也不再是影响公司正常业务经营的因素。美国一些投资机构和部分公司要求独立董事具备一定的资格股。如全美教师保险年金退休基金会(怨愿 年原悦云,世界上最大的养老公司)要求所有董事应拥有公司普通股达“一定实质意义数量” ,例如最少不低于董事一年年薪数量的股票 ,但是“一定实质意义数量”针对不同董事应有较大的差别。

关于独立董事的消极资格,美国《示范公司法》以及大多数州公司法都未对其作出规定,他们相信公司的股东们有权利也有能力选任自己认为适合的董事。对独立董事独立性的要求可以归结为独立董事的消极资格,其具体标准各公司规定不一致,前文已有详细论述。

在对董事资格进行考察时,一个总的原则是要考虑独立董事所服务的组织的需要,这些需要受各种各样因素的影响,包括公司规模、成长阶段、财务状况、市场竞争和技术变化,同时考虑这些需要与一名独立董事在时间、经历、专长和信息方面的特点是否相对合理。另外,董事的品格亦是要考虑的重要因素。

美国独立董事候选人的提名

在独立董事选任程序中,首要一环就是独立董事候选人的提名。现代英美公司法对公司章程如何提名独立董事候选人并无强行的规定。美国公司一般的做法是由董事会提名董事候选人,如通用汽车公司董事会职责之一就是“向未来的董事发出加入董事会的邀请”^⑦。《道·琼斯公司治理原则》规定董事会的基本职能之一为“选择并向股东推荐进入董事会、高级管理人员候选人进行提名”;其第一届董事的提名,则沿用英国1844年公司法规定,由公司组织大纲签名者或他们中的大多数成员来决定^⑧。

美国独立董事的投票选举方式

独立董事的投票选举是股东大会的一项重要职能。美国公司更注重股东权利的保护,所以美国公司章程一般都规定董事由股东大会选任。《道·琼斯公司治理原则》规定“股东选举公司董事”,《美国商业圆桌会议关于公司治理和美国竞争力的声明》(1995年11月)也建议独立董事应由股东大会投票选举决定。

关于股东投票方式,一个重要的问题是累积投票制的采用。累积投票制是指一个股东在选举董事时可以投的总票数,等于

他所持有的股份数乘以待选董事人数。股东可以将其总票数投给少于待选董事总数,而集中投给一个或几个董事候选人。这种方式有助于少数股东的代表当选为董事^⑨。美国的伊利诺伊州率先于1870年采用了强制性的累积投票制,该州的《商事公司法》第185条做出了强制性明文规定,其他的一些州后来也纷纷效仿采纳了这种累积投票制。但是,19世纪80年代以来,美国采用强制性累积投票制的州越来越少,至今只有加利福尼亚州、肯塔基州和密苏里州仍然采用强制性的累积投票制,而最先提出这一制度的伊利诺伊州,则于1929年废除了这种强制性的规定。目前大部分州是采取选择接受累积投票制。这种选择适用的态度在立法上又表现为两种方式:一种是“选出式(烧掉)”⁽¹⁾,另一种是“选入式(烧掉)”⁽²⁾。选出式的意思是,除非公司章程不采用累积投票制,就必须适用这一制度,选入式的意思是,除非公司章程明确规定采用累积投票制,就不得采用这一制度。目前采用选出式的有伊利诺伊州、明尼苏达州、宾夕法尼亚州和德克萨斯州;采用选入式的有特拉华州、纽约州,《示范公司法》也提出采用选入式。

从累积投票制在美国的兴衰来看,它实质上是大股东与小股东、股东与公司董事之间利益冲突性质不断演变的结果。现代大型公众公司的股份处于高度流动的状态,小股东实际上是一个不特定的要素,各个分散的小股东事实上也很难采取统一协调的立场以确保选举中推选自己利益的董事。全美教师保险及年金协会和大学退休人员股票基金(裁缝原说)认为,每一个董事者是代表所有股东,反对董事会由各个股东的代表董事组成,也不赞成累积投票制,除非一个公司由一个大股东处于绝对控制地位,为了保护中小股东利益而为之^⑩。在公众公司中,对立的董事会结构对自由市场经济的巨大妨碍,董事尽管能给股东带来控制利益,但仍是不可取的。即使是采取投票制,独立董事都应由小股东单独选举产生,这是公司股权平等原则的

基本要求。

源美国独立董事的职责

员美国独立董事的特殊权力

董事会职责是各国公司治理原则比较强调的首要问题。美国的大型公众公司独立董事在董事会中不仅人数占多数,而且其职权也相当大。美国《密歇根州公司法》第 源 条规定,独立董事的特殊权力包括:①由独立董事批准的“自我交易”法院可以从宽审查;②独立董事有权批准对董事遭到指控所付出的费用给予补偿;③独立董事有权撤销一项由股东提起的派生诉讼;④如果他不同意董事会大多数人的决定,独立董事有权直接与股东联系,其费用由公司支付^①。纽约证券交易所上市规则规定,独立董事所发表的意见应在董事会决议中列明;公司的关联交易必须由独立董事签字后方能生效,两名以上独立董事可以提议召开临时股东大会,独立董事可直接向股东大会、证监会或其他有关部门报告情况,要求设立专门由独立董事组成的审计委员会。

员

圆独立董事的一般权力

独立董事除具有上述特殊权力外,当然具有一般董事所具有的职权。他们与内部董事一起参加董事会会议,行使董事会的基本职能。董事会职能各州公司法一般只有原则性的规定;如《特拉华州普通公司法》仅在第四分章第 员 节(员 段规定董事会的权力为:“根据本章组成公司的业务和事务应当由董事会管理或者在其指导下管理,除非是在本章以下或组成公司证明文件中另有规定;如果在组成公司证明文件另有规定,则由本章授予董事会的权力和加于他们的责任就应当在被证明文件规定的范围内,由被规定的人来行使或承担。”^②

根据美国修正标准商事公司法的有关规定,董事会的职权表现在:①宣布公司股利的权力;②选择、监督和解除公司的高

级官员的职位 ;③对公司进行重大变更 ,诸如公司章程的修改、公司合并、公司重要财产的出售等 ;④提起法定诉讼的权力 ,美国各大公司自己的章程或行业组织的公司治理声明对董事会的职权都有具体的规定。如美国商业圆桌会议公司治理声明规定董事会的基本职能有 :①选拔、定期考核并在必要的情况下撤换首席执行官 ,决定管理层的报酬 ,审核连续性计划 ;②审核并在适当的情况下批准公司的战略、财务及其他目标计划 ;③就公司面临的重大问题 ,向管理层提出建议 ;④监督内部控制、风险经营、财务报告及合法行为的评估程序 ,并遵守以上程序 ;⑤提名董事 ,并保证董事会结构及其管理能够实现有效的公司治理。

美国公司治理原则并未放弃股东利益中心的目标 ,美国商业圆桌会议认为 ,董事会和管理层的最高职责是维护股东的权益 ,其他利害相关者的利益作为股东职责的引申也具有相关性。有种观点认为 ,董事会必须以某种方式平衡股东和其他利害相关者的利益。这在根本上误解了董事会的职责 ;同时这种观点也是一个不切实际的想法 ,因为它没有为董事会提供一个标准 ,以解决股东与其他利害相关者、或不同利害相关者之间的冲突。

美国独立董事职权的行使

一般要求

独立董事虽然是外部董事 ,但仍需要有一套合理的制度保证独立董事行使职权。董事会会议制度及董事会专门委员会制度是美国大型公众公司普遍推行的做法。根据调查 ,典型的大型公众公司董事会每年开会 愿次。依组织复杂性、业务成功和稳定性及董事会意愿 ,次数可多可少。许多董事倾向于少开会 ,但是开长会 ,以使议题能够深入。

董事会必须拥有足够的信息以充分履行其治理职能。信息来源很多 ,包括管理报告、个人观察、业绩与计划的比较、证券分析报告、各种商业出版文章等。独立董事应与内部董事具有同

等的获取公司信息权利。

委员会结构

事实上,所有大型公众公司的董事会都以委员会结构运行,与大而全的董事会比较,这样可以保证其在某些关键领域更为深入。由于公司对于特定事务的特定需要及公司文化的不同,委员会结构和职能有多种形式。这是优化组织结构的探索过程。

委员会在董事会中起着关键的作用,委员会的存在和构成是董事会独立性的重要指标。有些观察家认为如果缺少提名委员会,总裁在与董事会打交道时就会占上风。独立董事的倡导者们认为,董事们在提名中充当领导角色是合乎情理的,而要实现这一点,提名委员会的存在就是必须的,或者在很大程度上起到辅助作用。美国证券交易委员会提出了设立专门委员会的要求。在当代,美国绝大多数大型公司都设有下列一种或几种委员会:①审计委员会,审核由独立的查账人就公司的会计和账目事务提交的报告;②执行委员会,在召开正式董事会会议期间负责需要加以注意的事项;③提名委员会,主要是提名新的董事进入董事会;④报酬委员会,决定公司高级官员的职位报酬;⑤特别诉讼委员会,决议派生诉讼是否应当撤销。

在标准普尔 500 家的公司中,大部分公司都有三个重要的委员会,即审计委员会、提名委员会、报酬委员会。下面分别予以介绍。

①提名委员会(委员会)

提名委员会应由独立董事组成。美国商业圆桌会议及美国加州公务员退休系统都要求提名委员会全部由独立董事组成。但并无法律强制规定公司必须这么做。

提名委员会的职责是负责候选董事的提名。

②审计委员会(委员会)

审计委员会同样要求完全由独立董事组成。审计委员会的

首要职责：一般是推荐任命公共会计师，并和他们共同审计公司财务报告，审核内部控制系统的合理性及遵守政策法律的情况，包括道德行为准则；提供董事会与公共会计师、内部审计人员的直接沟通渠道，如有必要，也包括财务官员、法纪官员和法律顾问等。例如，道·琼斯公司在公司治理原则中规定：审计委员会向股东推荐任命独立审计师，由其对相关合约向董事会提出建议并考虑审计及非审计费用额度；负责审核公司内部审计人员的工作，与独立审计师会晤以便审核通过内部审计人员的审计范围和结果；审核评估公司适度内部控制的程序。审计委员会是董事会与独立审计师、内部审计人员、主要财务官员和法律顾问的直接沟通渠道^③。

审计委员会应制定其职责章程并要求在公司代理人声明中写明。审计委员会有权利和义务选择与评价外部董事并保证外部董事的独立性。审计委员会应发布季度与年度报告，对内部监控及内部风险管理进行评价；讨论公司外部审计所使用的会计准则，并对外部审计人员的客观性与独立性做出保证^④。

③ 报酬委员会 (悦皂裁译裁士悦皂裁译裁)

报酬委员会关系到股东利益与公司高级管理人员利益的平衡，所以报酬委员会特别是报酬委员会主席应由独立董事担任。报酬委员会成员的独立性应比一般独立董事更为严格。例如，裁皂原悦译云就建议报酬委员会独立性：①不仅要具备一般独立董事的条件，还应与公司及管理层的无实质关系，特别是与首席执行官(悦皂)无实质关系；②在薪酬管理方面有丰富的经验，并具有严肃的性格特征；③对公司行业熟悉，并对公司高级管理人员个人能力有清楚的了解^⑤。

报酬委员会应确保建立一套合理的现行及长期薪金系统。具体包括：应以业绩为基础激励经理层，审核高级管理人员的薪金安排，审议并通过雇员津贴计划，并对董事会提出建议，保证特定雇员津贴计划下的期权及其他收益。委员会还应负责为董

事长和首席执行官设定年度及长期业绩目标,并且进行评估;应向全体董事会成员提供详尽报告,以认可董事长、首席执行官和高层经理薪金计划的结构及实施情况¹⁶。

各委员会决议应以多数意见为准,董事个人不得以委员会名义行动。美国修正标准商事公司法第 109 条对公司专门委员会的某些行为还作了禁止规定,明确提出下列事项行为必须由董事会采取,而不得由委员会采取:①授权分配利润;②开始需要股东批准的行动;③填补董事会或委员会的空缺;④修改公司章程或细则;⑤授权股份的发行或再购¹⁷。

美国独立董事的报酬

在 19 世纪之前,英美公司法上对于董事报酬的一般原则是,除非章程有特别规定,董事履行其职务不得请求报酬,董事会也没有确定自己报酬的权利。1923 年《特拉华州普通公司法》修改时,在第 109 条增加了第(1)款,“除非公司设立章程或章程细则另有限制,董事会有权确定董事的报酬”。在第 109 条第(2)项规定,公司有权“支付年金并为其董事、官员和雇员们以及其下属公司的董事实施年金、利润分配、股票买卖特权、股票购入、股票分红、退休金、激励和补偿计划、信托和还赎等制度”。

由于独立董事发挥的作用日益增强,美国公司对独立董事的报酬支付逐渐由不支付报酬到普遍支付。1994 年美国大公司独立董事的平均年薪首次突破六位数达 100 万美元,比 1988 年的 75 万美元提高 33%,比 1982 年的 50 万美元提高 100%¹⁸。

独立董事一般以年薪和会议费的方式获得常规董事会工作的现金报酬,同时也会得到委员会成员费、委员会会议费或两者皆得。委员会主席可以得到额外的费用。自 19 世纪 70 年代以来,有两种在美国执行董事中流行的报酬方式,即股票报酬与股

票选择权。近年来,这两种报酬方式在美国独立董事中也开始实施。股票报酬是利润分享计划的一种支付方式,即送给董事和高级职员公司股票来代替现金奖励。股票选择权是事先确定每股认购价格和某人可以认购的数量,董事和高级职员可以在一定时期行使这种权利,当然也可以放弃这种权利。对于后一种方式即股票期权方式是对独立董事的激励措施,使其与公司的利益密切关联。这是否会影响独立董事的独立性,目前并无一致的意见。从逻辑上讲这肯定会影响独立董事的独立性,但美国许多公司仍不认为给予独立董事股票期权会使独立董事失去担任独立董事的资格。

源起英国独立董事制度

源起英国独立董事独立性的界定

英国公众公司董事会由执行董事与非执行董事组成,要求具有独立性,所以在英国,独立董事、非独立董事、外部董事在定义上并不加以区分。一般文件、法规习惯称独立董事为非执行董事(参见原《公司法》第113条)。

英国伦敦证券交易所以的定义

伦敦证券交易所要求所有上市公司遵循《凯得伯瑞报告》(参见《公司法》第113条)推荐的标准:“独立于公司管理层,并与公司无影响其独立判断的商业或其他关系。”

英国《韩陪尔报告》(参见《公司法》第113条)的定义

韩陪尔委员会原则上同意凯得伯瑞委员会的定义,要求独立董事独立于公司经营者,没有会实质性影响其行使独立判断的任何商业关系或其他关系。

韩陪尔委员会认为,制定更为具体的独立标准,并不实际;

一个独立董事是否具有独立性,应由董事会做出判断,如果独立董事的独立性受到质疑,独立董事应提出自己具备独立性标准的事实与理由;所有独立董事是否具有独立性,应在董事会年度报告中提出。韩陪尔委员会同时认为,如果一名独立董事并不完全符合独立性标准,他们仍可以为公司董事会做出有益的贡献。

英国独立董事的任免

独立董事的选任

英国独立董事的选任与美国并无大的差异,选举独立董事同样强调独立性,但并不制定具体操作标准。他们主要考虑的还有独立董事的品德与能力,而不是其对公司的捐助。独立董事应由规定的程序选出,一般由提名委员会提出独立董事人选,由股东大会投票选举决定。

独立董事任期应有一定的限制。英国养老基金会与英国保险人联合会提出:所有董事任期,不得超过三年,如果独立董事在公司任职过长,其与公司的关系则趋向密切,其独立性受到怀疑。另外,董事会的成员应进行部分更换,以适应新的挑战,独立董事的连任不应是自动的,而应重新选举。

英国对独立董事人才库的建立与培训很重视。英格兰银行、英国工业同盟、英国董事协会均有人才储备。许多独立董事是其他公司的高层管理人员或退休的高层管理人员、行业技术专家、海外市场与政策的专家等。

独立董事的辞职与任免

独立董事对公司股东负有完成其任期的义务。如果提出辞职,应说明理由,但涉及健康、家庭等有关个人私事的原因可以免去具体披露的义务,这是对个人隐私的尊重。若是由于独立董事对公司政策的意见分歧或董事权力滥用而被免职,则应予以公开,以消除谣言,对股东负责。

英国独立董事的职责

英国公司董事权力的性质

英国是公司制度的首创国,也是第一个创设公司董事会的国家。至于董事、董事会与公司之间的法律关系,至今仍有争论的理论问题。但由于弄清董事权力的性质对独立董事职权理解至关重要,这里有必要加以说明。

英美公司法是一个制定法、普通法和衡平法相互融合并不断发展的复杂体系。从历史发展的演变趋势看,大体经历了由信托关系说、代理关系说到特殊关系说这样一个过程。

信托关系说认为董事是公司的受托人,而股东则是公司财产的受益人。代理关系说认为董事是公司的代理人,而股东会则是代表公司对董事行为实施控制。特殊关系说认为虽然董事与公司间的关系类似代理,但普通法上的代理原则并不能完全适用,实际上特殊关系说的引申含义是,现代公司中的董事与公司间的关系,无法用单一类型的原则来概括。

不论何种学说,都承认公司与董事会之间是一种授权关系。董事会的权力来自法律和股东会的授权。

从制定法上看,独立董事个人没有独立的业务经营权,他只是作为董事会的一名成员而共同参与公司决策,并同时负有法定的义务和责任,所以英国独立董事权力的性质是作为董事会成员受托人权力。

权力的内容

虽然英国公司把董事分为执行董事与非执行董事,但是,英国公司法不承认非执行董事是另一类董事。英国在概念上也不区分非执行董事与独立董事,所以独立董事权力的内容在法律上并未加以区分。但在实践中,独立董事的职权还是区别于执行董事。《凯得伯瑞报告》指出,独立董事在公司治理中的两个重要职权是:①评价董事会及管理层,特别是对公司总裁业绩进

行评价,②针对董事会及管理层、股东以及公司其他利益主体之间已发生冲突的事务做出决定,例如董事的任免、薪酬、公司收购防备措施等事项。

英国公司独立董事职权的行使

英国独立董事也是以组成专门委员会的形式来行使职权。《凯得伯瑞报告》就是推荐美国的经验,建议组成三个专门委员会——审计委员会、提名委员会、报酬委员会,并要求三个委员会全部由独立董事组成。

英国独立董事的报酬

根据英美特例法规则,除非公司章程对董事的报酬作有规定,否则,董事无权取得任何报酬^⑨。董事不是公司的雇员,他是公司从事商事活动的人,但其商事活动的进行,不是根据普通条款的规定。它仅仅是公司董事的事实并不必然暗含他应取得其职位的报酬。然而,此种原则是以公司章程未对董事的报酬作出规定为条件,也以公司与董事之间没有订立董事取得报酬的服务契约为条件。如果公司章程对董事规定了报酬,或公司与董事间的服务契约以对董事担当此职位规定了报酬,则董事有权要求公司对自己担任的公司职位支付报酬。独立董事是外部董事,不是公司雇员,所以并不能以独立的职位当然取得报酬;但是,独立董事与公司虽无雇用契约,一般却有服务契约,而且一般是有酬劳条款的。凯得伯瑞委员会认为:独立董事除获得薪酬外,不应再从公司获取其他利益;薪酬的标准应反映独立董事对公司所做出的贡献;为保持独立董事的独立性,独立董事不应享受公司股票期权分配,并不得从公司取得退休金。韩陪尔委员会同意《凯得伯瑞报告》提出的独立董事不享受股票期权计划的观点,对独立董事应主要给予货币薪金;但同时又认为可以对部分独立董事给予股票薪酬。

这里要提起注意的是,韩陪尔委员会所指的股票薪金与股

票期权是两个严格区别的概念。股票薪金是以公司根据各个独立董事确定的每年货币薪金,折合成公司股票数量支付给独立董事。股票期权是指公司根据董事会经营业绩目标,在未来某个时期授权董事会成员以一定的价格购买公司股票的权力。

源猿 日本独立董事制度

源猿源 日本独立董事的演进

日本早在昭和五十年(源缘年)六月十二日,由法务省民事局参事官室所发表的《公司法修正之问题点》,曾就董事与董事会的改进方案提出三个问题:①董事会组成是否应有一定人数之外部董事?②外部董事之职务及权限有无必要与其他董事为不同规定?③外部董事与监视会职务与权限,其关系为何?⁹⁾由于当时企业界以不易获得适当人才、董事间易产生无谓之对立、缺乏历史或社会基础及恐有导致董事会形式化的忧虑为由,一致表示反对立法实施外部董事制度。

其后,日本于平成五年(源缘年)修正商法时,引进外部监察人制度。当时原因可以从两方面考察:其一,直接原因是美国与日本为调整国际支出不平衡,解决彼此间贸易逆差问题。美国布什总统与日本宇野宗佑首相于源缘年远月源日在法国所举行的高峰会议上特别发表共同声明,表示将立即召开所谓《日美构造问题协议事后检验报告》的协调会议。日本方面就商法中下列五项问题加以修正:①改善公司账簿阅览之规定;②扩大公众公司部门有关地区利益及损失的资讯;③外部董事制度之采用;④委托股票制度之自由化;⑤股东集体诉讼及派生诉讼减速化。其二,深层原因是:日本公司治理模式曾经在 圆世纪 愿年代使日本企业国际竞争力蒸蒸日上,是被世界所仿效的

成功公司治理模式,但到 20 世纪 80 年代末期,日本泡沫经济破灭,金融危机爆发,企业内部不祥事件的频繁发生,严重影响了日本企业在国际市场上的竞争力。1989 年由日本经济同友会发起,并由企业经营者、机构投资家、法学和经济学研究者、新闻界、律师等 16 位专家组成的公司治理原则制定委员会,经过多次讨论,最终于 1995 年 3 月 1 日制定了《日本公司治理原则》,内有原则 12 条。

源 1 日本现行独立董事制度概要

虽然日本商法在 20 世纪 80 年代进行了三次修订,但并未将独立董事制度纳入商法法典。现就 1995 年《日本公司治理原则》规定的独立董事制度介绍如下:

1. 独立董事的体制

《日本公司治理原则》提出这样一种体制:不是在董事会和监事会的二元化之下,采取强化外部董事这种半途而废的形态;而是把监察机能一元化,使监察成为真正立足于股东立场上的外部董事的中心职能,即监察机能一元化和强化外部者的机能。当然监督中的激励,即报酬制度的决定和实现也是一个重要职能。

2. 独立董事的运作

《日本公司治理原则》第 1 条规定:将与企业无直接利害关系的、独立的社外董事选进董事会,确立和强化社外董事充分提供支持信息的支持体制。

所谓“独立的”,纯粹是立足于股东的立场和其他利害关系者的观点上的独立。

为了吸收和反映来自社会各界的多种观点,董事会中的社外董事的人选,不应偏重于特定的背景和集团等人物,应该照顾构成的均衡。

为使社外董事进行准确的经营决策,必须确立对社外董事

提供快速信息的体制。

为了更有效地发挥董事会的职能,设立多个作为内部机关的委员会,包括董事提名、经营者报酬、公司治理等委员会。各委员会的社外董事应过半数,委员会主席由社外董事担任。总裁等代理董事的报酬只由社外董事决定。

独立董事(社外董事)占董事会多数时,设置作为董事会内部机关的监察委员会,该委员会只由外部董事组成。在董事进行业务执行的监察中,特别要帮助董事会把重点放在风险经营上^②。

独立董事与监事会的冲突问题

与英美不同的是,日本商法典规定监事专门负责监督职能,这必须要解决独立董事与监事会冲突的问题。

英国

日本商法典第 304 条至 306 条规定了监事的法律地位,并在平成五年修正商法特例法中引入了外部监察人制度。

监事所进行的监察基本停留在对董事业务执行违法性的判断上,还没有涉及到正当性的判断。可是在具体事例中,违法性和正当性的界限并不明确,事实上对董事业务执行所进行的正当性判断始于监察。在现行法规中,进行监察所要求的执行调查的对象不仅限于董事的违法性,还应理解包含董事所进行的决策行为。

日本公司治理原则提出了一个选择性方案:当一个公司中独立董事(社外董事)占多数时,设立有独立董事组成的董事会的专门机构——监察委员会,同时取消监事会。

当一个公司独立董事不能组成监察委员会时,则保留监事会,与独立董事共同承担监察职责。

废止监事制度要求进行必要的商法修改。

来源 韩国独立董事制度

韩国与中国一样,独立董事制度也是一种刚引进的新制度。1998年11月,韩国组成了非政府组织性质的公司治理委员会,并于1999年11月发布了《韩国公司治理最佳实务准则》。有关独立董事部分的内容要点如下:

来源 独立董事的独立性

董事会应当包括外部董事,外部董事应独立于公司的管理层和有重大影响的股东之外行使其职责。外部董事的数量应当保证董事会实际上的独立性,特别建议金融机构与大型上市公司逐步增加外部董事的比率至总董事人数1/3以上(最少1名外部董事)。

来源 独立董事(外部董事)的选任

独立董事应通过透明程序产生,该程序应能最广泛地反映股东的意见。为了对独立董事进行公正的提名和选任,《韩国公司治理最佳实务准则》建议:设立一个提名委员会,除去有重大影响的股东之外,其他股东的意见用累积投票系统,无论采取何种投票系统,都应加以披露。

在提名和选举过程中,一般股东的意见也应当被反映,如果这一点不被完善,无论如何强调外部董事的要求和资格,也不能期望外部董事保持实际的独立性。因此,采用累积投票系统,不仅仅是为了在选举过程中反映不同股东的观点或者保持独立董事的独立性,而且考虑了有重大影响的股东对管理所实施的重大影响。

来源 独立董事(外部董事)职能及行使

外部董事最重要的功能,是保证董事会有效行使其管理监督功能。与常任董事相比,这些外部董事拥有独立于公司管理层和有重大影响的股东之外的地位,因此,外部董事能够做出有

效的管理监督和客观的管理咨询。

外部董事应独立参与重要的公司管理决策制定,并作为董事会成员监督、支持管理层。

公司应向董事提供必要的信息以供其对公司管理状况进行准确的评价并履行职责,特别是在董事会召开之际,信息应事先提供,以使外部董事能充分地审议会议议程。外部董事为履行职责,可以要求迅速提供信息;但是对于重要的公司机密,只有在大多数外部董事集体要求下公司才会提供。

外部董事应为履行责任分配出足够的时间,应在出席董事会会议之前审阅所有有关信息。外部董事应听取股东的意见,应努力从公司内外的各种渠道获取各种信息。

外部董事在必要时应能从管理层、雇员或外部专家处获得支持,所发生的合理费用应由公司承担。

外部董事的活动应当能够被公正地评价,并使其薪水与评价结果相称。外部董事的活动及其评价结果应当披露。

大型上市公司、政策投资公司和金融机构应在董事会内建立一个审计委员会。建立了审计委员会的公司不再雇用外部审计人员。审计委员会最少应有三名董事会成员,其中外部董事(包括委员会主席)至少应有三分之二,至少要有一人拥有审计专业知识。

源源中国香港独立董事制度

中国香港独立董事制度,始于1994年1月1日香港联合交易所对上市公司要求设立两名独立董事的规定,但最初只是形式上引用美国的制度。香港联交所《证券上市规则》对独立董事独立性的解释为:①持有公司已发行股本总额不足1%股权一般不妨碍其独立性,但如果该董事从关联人士处以馈赠形式或其他财务资助方式得到这些股份,即趋向显示其并非独立。②为显示其独立,该董事一般不应在该公司或其附属公司的业务中拥有任何财务或其他权益,但前条所载范围以内的股权作

为董事或专业顾问而收取的利益除外,该董事一般不应与关联人士有任何联系,但聘任专业顾问除外。③不预期独立董事在集团内担任任何管理职务。

独立董事须具备有关的专业知识或专门经验,并确保有足够的时间和精力履行职责。倘有独立董事终止任职,有关独立董事及上市公司两方均需公布有关原因。

另外,香港联交所《最佳应用守则》中关于独立非执行董事有如下规定:①全体执行及非执行董事均有权查阅董事会会议文件及资料,如非执行董事有任何疑问,证券发行公司必须尽快做出答复。②有关独立非执行董事的酬劳、其他薪酬及公费的报销,发行人须在其年报及报表中全面披露。③委任非执行董事,应订明任期,并在上市公司的年报及账表中披露该任期。④董事会会议中讨论的事项,如独立非执行董事与执行董事意见不同,会议记录应清楚记录。⑤独立非执行董事在提出要求寻求专业意见后,发行人须在适当时机做出安排,并支付相关费用。

注:

① 阮晋益:《独立董事制度与关联交易》,载《中国注册会计师》2004年第12期。

② 李维安:《独立董事制度与关联交易》,载《中国注册会计师》2004年第12期。

③ 朱羿锜:《上市公司董事会改革研究》,《民商法论丛》第7卷第115页。

④ 阮晋益:《独立董事制度与关联交易》,载《中国注册会计师》2004年第12期。

⑤⑥ 梁能主编:《公司治理结构:中国的实践与美国的经验》,北京:中国人民大学出版社,2004年版,第100页、第101页。

⑦ 李维安主编:《公司治理原则与国际比较》,北京:中国财政经济出版社,2004年11月第1版,第115页。

⑧张民安著：《现代英美董事法律地位研究》，北京：法律出版社 2004 年 9 月第 1 版，第 1 页。

⑨月春霖译：《公司法》，北京：中国政法大学出版社 2003 年 9 月第 1 版，第 1 页。

⑩裁彦粤原悦陆云：《公司法》，北京：中国政法大学出版社 2003 年 9 月第 1 版，第 1 页。

⑪张开平著：《英美公司董事法律制度研究》，北京：法律出版社（北京）2003 年 1 月第 1 版，第 1 页。

⑫左羽译：《特拉华州普通公司法》，北京：法律出版社 2004 年 9 月第 1 版，第 1 页。

⑬李维安主编：《公司治理原则与国际比较》，北京：中国财政经济出版社 2004 年 9 月第 1 版，第 1 页。

⑭⑮裁彦粤原悦陆云：《公司法》，北京：中国政法大学出版社 2003 年 9 月第 1 版，第 1 页。

⑯李维安主编：《公司治理原则与国际比较》，北京：中国财政经济出版社 2004 年 9 月第 1 版，第 1 页。

⑰张民安著：《现代英美董事法律地位研究》，北京：法律出版社 2004 年 9 月第 1 版，第 1 页。

⑱根据 辛 2003 年 10 月 1 日对美国 100 家主要工业与服务业大公司调查数据。来源：转引自辛 2003 年 10 月 1 日对美国 100 家主要工业与服务业大公司调查数据。

⑲月春霖译：《公司法》，北京：中国政法大学出版社 2003 年 9 月第 1 版，第 1 页。

⑳陈文和：《建立上市公司外部董事及监察人制度之研究》，来源：转引自陈文和 2003 年 10 月 1 日对美国 100 家主要工业与服务业大公司调查数据。

㉑李维安主编：《公司治理原则与国际比较》，北京：中国财政经济出版社 2004 年 9 月第 1 版，第 1 页。

度呢？前面谈到，英美传统的公司治理机制强调的是外部市场对公司的压力，股东对公司治理的参与主要采用被动的“用脚投票”的方式，即通过买进卖出股票对公司的管理层施加影响。20世纪90年代以来，尤其是过去的10年，以养老基金和共同基金为主的机构投资者已拥有上市公司越来越多的股份，到21世纪90年代，总体上已持有所有上市公司近一半的股权。尽管个别基金很少持有某一公司超过1%或5%的股票，但是作为一个整体，机构投资者常持有某些大公司10%以上的股票。机构投资者在实践中逐渐发现，单纯使用“用脚投票”的方法有时比较困难。机构投资者一般持股数量较大，当公司经营业绩不佳时，很难像小股东那样“用脚投票”，将手中的股票及时抛出。一旦他们决定出售某只股票，由于持股数量较大，通常会对该股票的价格造成较大冲击。这就在客观上迫使机构投资者长期持有股票。由于机构投资者不能像小股东那样单纯通过出售股票来影响公司治理，他们逐渐将目光转移到公司内部，试图通过影响诸如公司董事的聘选、激励与约束机制、重大事项表决等发挥治理作用。

2002年与国外独立董事制度规定相比，中国证监会发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》可以说是最详细的。对独立董事制度作如此详细规定，并且对上市公司具有强制性，可以说全球仅此一家。

中国之所以对独立董事制度作如此详细的规定，其原因在于改善公司治理的原动力问题。在西方发达国家，改善公司治理的原动力来自于市场，来自于公司自身，是投资者、股东的需求，因此，监管部门、交易所等对公司治理、独立董事制度的规定只是对上市公司的基本要求。通常，公司自身制定的标准比监管部门、交易所制定的标准更高。

而在亚洲国家，包括中国，企业本身对改善公司治理的内在需求不足，改善公司治理的主要推动力来自政府，属政府主导

型。由于企业自身缺乏内在动力,在遵守公司治理准则、独立董事制度等方面属于被动型,主要表现为仅仅满足最低标准。如果没有一个详细的制度规定,改善公司治理、建立独立董事制度等很可能会流于形式。因此,中国证监会对独立董事制度进行详细的规定是非常必要的,为独立董事在上市公司中发挥作用提供了制度上的保证。

缘起 独立董事独立性规定的比较

独立董事制度的核心内容,是关于独立董事独立性的规定;而独立性的核心问题是与公司不存在重大利益关系。根据这个原则,各国和地区对独立董事的独立性,从与公司的雇佣关系、与关联人的亲属关系、与公司的利益关系等几个方面进行了定义。

与国外独立董事制度相比,中国证监会的《指导意见》在“与公司的雇佣关系”和“与关联人的亲属关系”方面的规定,与国外比较接近,均对“上市公司或者其附属企业任职的人员及其直系亲属、主要社会关系”进行了限制;差别之处在于对上述人员任职时间的限制,《指导意见》规定为“最近 3 年内具有以上所列举情形的人员”,而美国证监会(SEC)的规定为 5 年,美国全国证券交易商协会(NASD)的规定为 3 年。

《指导意见》在“与公司的利益关系”方面的规定与国外的差别较大。《指导意见》和美国证监会与全美证券交易商协会对“与公司的利益关系”规定的差别如表 1 所示。

表 缘原员 独立董事独立性规定的比较

<p>中国证监会《指导意见》</p> <p>(员)过去 员年直接或间接持有上市公司已发行股份 缘豫以上或者是上市公司前 缘名股东的自然人股东及其直系亲属 ;(圆)过去 员年直接或间接持有上市公司已发行股份 缘豫以上的股东单位或者上市公司前 缘名股东单位任职的人员及其亲属 ;(猿)为上市公司或者其附属企业提供财务、法律、咨询等服务的人员。</p>
<p>美国证监会</p> <p>(员)在此前的两个财务年度内 ,曾因商业关系而向公司支付过或收到过超过 圆万美元的金额 ;或者 ,在某一个商业机构中拥有股权或代表某一股权而有投票权 ,而该公司曾在此前两个财务年度内向公司支付或收到过一定的金额 ,并且该金额乘以他所拥有的股权比例后其值大于 圆万美元 ;(圆)是某一商业机构的重要管理人员 ,而该商业机构曾因商业关系而向公司支付或从公司收到过超过该机构年度总收入 缘豫金额的款项 ,或者超过 圆万美元金额的款项 ;(猿)与过去 圆年内曾经担任过公司法律顾问的法律公司具有职业关系。</p>
<p>全美证券交易商协会</p> <p>(员)在上一财政年度内除董事费、退休金计划或其他支付给独立董事的费用以外从公司及其附属机构获得的报酬超过 远万美元 ;(圆)关联公司的合伙人、控股股东或高级经理人员。关联公司指过去 猿年内的任何一年与该公司的交易额(除了纯粹投资于该公司的证券)占本公司总收入的 缘豫、或超过 圆万美元的公司 ;(猿)如本公司高级经理人员担任其他公司董事会薪酬委员会成员 ,则这些公司的高级经理人员不得担任本公司的独立董事。</p>

员园园

摇摇由表 缘原员可见 ,与美国证监会和全美证券交易商协会的规定相比 ,中国的《指导意见》在对“ 与公司的利益关系 ”的规定方面限制是比较松的 ,主要侧重于对大股东进行限制 ,对与上市公司有业务来往公司 ,仅限于“ 为上市公司或者其附属企业提供财务、法律、咨询等服务的人员 ” ,没有对这些公司的其他雇员加以限制 ,也没有对主要供应商、经销商等与公司存在重大业务关系的其他公司雇员进行限制。

由于中国目前正处于独立董事制度建立的初期,考虑到如果对“独立性”的要求过于严格,上市公司可能难以找到合适的独立董事人选,因此《指导意见》对独立性要求较低是可以理解的,但是随着今后独立董事制度的不断发展和完善,对独立董事独立性制定更加严格的标准,与国际接轨,是很有必要的。

缘原 独立董事人数与比例规定的比较

独立董事人数与在董事会中所占的比例,是一个关系到独立董事能否有效发挥作用的重要因素,几乎所有国家和地区制定的独立董事制度都对此做出了规定,我国也不例外(见表 缘原)。

表 缘原 独立董事人数与比例规定的比较

<p>中国证监会《指导意见》</p> <p>在 圆园园年 远月 猿日前,至少 圆名,在 圆园园年 远月 猿日前,至少包括 员名独立董事。</p>
<p>美国纳斯达克证券交易市场《上市规则》</p> <p>所有的上市公司都必须设立审计委员会,该委员会至少应有 猿名成员,全部为独立董事。……尽管有上述规定,如果公司认为确实有必要,可以任命 员名目前不是本公司雇员及其直系亲属的董事进入审计委员会,但是,公司应该在年度代理声明中说明原因。</p>
<p>香港联交所创业板《上市规则》</p> <p>每名发行人必须确保其董事会在任何时候至少包括 圆名独立非执行董事。如果本交易所认为,董事会的人数或发行人的其他情况证实有此需要,本交易所可规定独立非执行董事的最低人数在 圆名以上。</p>
<p>美国加利福尼亚公职人员退休基金(悦 猿 圆)《公司治理指引》</p> <p>董事会中绝大多数董事应为独立董事。</p>
<p>美国机构投资者协会(悦 圆)</p> <p>公司董事中至少有 圆名应该是独立的。</p>

摇摇与国外监管机构相比,中国证监会《指导意见》对独立董事人数与比例的要求是比较高的。但是,从表 缘原中我们也看到,国外机构投资者对这方面的要求更高。我们前面已经谈到,由于西方国家改善公司治理的原动力来自于市场和投资者,因此监管机构制定的标准只是对公司的基本要求,公司自身的标准通常要远高于监管部门的要求。根据经济合作与发展组织(OECD)发布的研究报告《2009年世界主要企业统计指标的国际比较》,独立董事在董事会中所占的比例,美国为 20%,英国为 15%,法国为 10%。另据 2009年 10月发表的调查结果,《财富》美国公司 500强中,董事会的平均规模为 10人,其中内部董事 6人,占 60%,外部董事 4人,占 40%。

从中国的情况来看,由于改善公司治理具有政府主导型特征,大多数上市公司往往仅限于满足最低标准;因此,从有利于独立董事有效发挥作用的角度出发,监管部门有必要对独立董事人数与比例提出较高的要求。

缘原 独立董事任职资格的比较

摇摇作为董事会成员,独立董事首先必须满足担任董事基本资格要求。此外,部分机构还对独立董事的任职资格提出了一些特殊要求,其中有些比较具体,而另一些是指导性的(见表 缘原)。

由表 缘原可见,在对独立董事任职资格的要求方面,中国证监会的规定与国外比较接近,都强调独立董事的选择应侧重法律、经济和企业工作经验,并且必须包括至少 2名会计专业人士。

在独立董事的选择上强调法律、会计等专业人士,体现了各国建立独立董事制度的主要目的及因此赋予独立董事的特殊职责:保证公司遵纪守法、保证财务会计信息披露的真实可靠。

<p>中国证监会《指导意见》</p> <p>具备上市公司运作的基本知识,熟悉相关法律、行政法规、规章及规则;具有缘年以上法律、经济或者其他履行独立董事职责所必需的工作经验,其中至少包括员名会计专业人士(指具有高级职称或注册会计师资格的人士)。</p>
<p>美国纳斯达克证券交易市场《上市规则》</p> <p>独立董事应该能够阅读、理解公司的财务报表。此外,发行人应保证审计委员会中至少有员名成员具有财务会计的专业背景,精通公司财务会计及财务信息披露的有关要求。</p>
<p>美国密歇根州《公司法》</p> <p>为保证独立董事有足够能力履行职责,董事必须具有缘年以上的企业、法律或财务工作经验。</p>
<p>马来西亚高级金融委员会</p> <p>独立董事应该具备较高的素质、信用和必须的专业技能,为公司的战略、绩效、重要职位的任命、行为标准的制定等提供独立的判断。</p>

缘缘 摇摇独立董事职责与行使职权机构的比较

摇摇国外对独立董事职责一般不做专门的规定。除了履行作为一般董事应尽的职责外,独立董事的特殊职责主要体现在其在一些董事会专门委员会中扮演的角色中。董事会内部设立专门委员会,是一种受到普遍认可、便于独立董事发挥作用的有效形式。多数国家和地区的独立董事制度,都明确要求公司必须设立独立董事占多数并担任负责人的审计、薪酬、提名等委员会,通过这种形式向独立董事授权,为独立董事发挥作用提供舞台。

有些国家和地区还对各委员会的职责、功能作了详细规定。部分国家和地区对独立董事在董事会下设委员会内角色的有关规定如表 10-1 所示。

针对中国上市公司大多数没有设立审计、薪酬、提名等董事会专门委员会的情况,中国证监会发布的独立董事制度《指导意见》对独立董事的职责作了比较详细的规定:(1)赋予独立董事一些特别职权,如对重大关联交易进行审核等;(2)如果上市公司董事会下设审计、薪酬、提名等委员会的,独立董事应当在委员会成员中占有 1/3 以上的比例;(3)对重大事项发表意见,并予以披露。

表 10-1 独立董事在董事会下设委员会任职规定的比较

<p>美国纽约证券交易所《上市规则》</p> <p>所有上市公司都必须设立审计委员会,其中至少包括 3 名独立董事……</p>
<p>美国纳斯达克证券市场《上市规则》</p> <p>所有上市公司都必须设立完全由独立董事组成的审计委员会……</p>
<p>加利福尼亚公职人员退休基金《原则和指引》</p> <p>董事会下设的部分委员会应该完全由独立董事组成,这包括执行下列功能的委员会:审计、董事薪酬、董事会评价及公司治理、首席执行官评价及管理层薪酬、道德、核心原则。</p>
<p>通用汽车公司《董事会指引》</p> <p>……董事会目前下设 7 个委员会:审计、股票、董事事务、执行、薪酬、投资基金、公共政策。除投资基金委员会外,其他 7 个委员会均应完全由独立董事组成。</p>
<p>澳大利亚投资经理协会《指引》</p> <p>本《指引》推荐董事会专职委员会成员应该由独立董事占大多数。……董事会应该设立审计委员会、薪酬委员会和提名委员会,……上述 3 个委员会应该由独立董事担任主席,所有成员都应为非执行董事,委员会应该对具有不同专业能力和经验的成员进行合理搭配。</p>

摇摇根据中国目前上市公司的现状,《指导意见》对独立董事职责以这样的形式进行规定仅仅是权宜之计。《指导意见》中除了少数几项职责规定比较明确外,大多数是以“可以”、“应当”、“提议”等形式规定的,在实践中难免流于形式。从长远来讲,为了使独立董事真正起作用,还是应当参照国外的做法,通过在审计、薪酬、提名等委员会中任职的形式,向独立董事进行实质性授权,使独立董事在审计、薪酬、提名等执行董事、经理层与公司之间容易产生利益冲突的事务上起主导作用。

摇摇独立董事薪酬激励的比较

摇摇独立董事最重要的特点,是与公司不存在利益关系与冲突;因此,独立董事不能与公司之间存在重大经济利益关系,这决定了独立董事的津贴不能过高。独立董事不能对收入产生依赖性,否则独立性无法保证。

为什么独立董事在与公司之间不存在重大经济利益的情况下,仍然能够有足够的积极性和动力为公司出谋划策、监督公司的管理层?传统的解释是出于声誉机制;因为一旦独立董事在公司中表现出应有的独立与客观,无形中将提升其声誉,增加其人力资本价值。声誉机制激励独立董事去监督执行董事和经理人员,可在某种程度上避免独立董事与执行董事和经理人员之间的合谋。这也说明了为什么专家学者和知名人士会成为好的独立董事人选,因为人们预期专家会珍视自己的声誉,促使他们更好地监督管理层。

然而,独立董事也是现实的“经济人”,在缺乏其他激励的情况下,他们可能没有足够的动力有效地发挥作用;因此,通过一定方式给予独立董事与其职责相适应的报酬是非常必要的。

传统的方法,给独立董事支付报酬,主要采用固定津贴制,

包括年费和出席会议费,与公司的业绩无关。从某种意义上看,这种薪酬形式是合理的,因为独立董事的工作量与公司业绩可能是负相关的——公司的问题越多,越需要独立董事发挥作用,独立董事的工作量就越大。因此,将独立董事报酬与公司的短期业绩挂钩不具有合理性。

针对我国上市公司过去普遍实行的不向董事支付报酬的做法,为了激励独立董事充分发挥作用,也为了吸引优秀人才担任独立董事,中国证监会《指导意见》明确规定:“上市公司应当给予独立董事适当的津贴,除上述津贴外,独立董事不应从该上市公司及其主要股东或有利害关系的机构和人员取得额外的、未予披露的其他利益;上市公司可以建立必要的独立董事责任保险制度,以降低独立董事正常履行职责可能引致的风险。”

员园远

从国外的情况来看,有关的制度没有对独立董事薪酬作专门的规定,一般与其他董事相同。除了传统的固定薪酬制以外,近年来,部分美国公司为了激励独立董事更加积极努力地投入工作,使独立董事的利益与股东的利益保持一致,开始向独立董事提供股票期权。这是一个值得关注的发展方向。从长远来讲,如果独立董事充分发挥作用的话,将会影响公司的长期业绩。因此,对独立董事建立长期激励机制也有合理的一面。但是,在具体实施过程中,从保证独立性的角度来看,独立董事的股票期权方案,应该不同于执行董事和高管人员的股票期权方案。

独立董事制度的博弈模型分析

遥遥博弈论与纳什均衡

遥遥博弈论(非零和博弈)是研究决策主体的行为发生直接相互作用时的决策以及这种决策的均衡问题。所谓纳什均衡,指的是一种由所有参与人组成的最优战略组合:在给定的别人战略的情况下,没有任何单个参与人选择其他战略的积极性,从而没有任何人有兴趣去打破这种均衡。亦可从另一个角度来理解:假设博弈中所有参与人事先达成一项协议,规定出每个人的行为规则,如果所有参与人都自觉遵守这个协议,或者说该协议即构成可以自动实施(泽尔纳达则曼),则这个协议即构成一项纳什均衡。在纳什均衡的情况下,没有人有偏离协议规定的自己行为的积极性。反言之,如果一个协议不构成纳什均衡,它就不可能自动实施,因为至少有一个会违背这个协议。不满足纳什均衡的协议是没有意义的。这就是纳什均衡的哲学思想。

摇摇现代博弈论对独立董事制度的理解

摇摇从博弈论的角度来看,独立董事制度引入的效用发挥,恰恰是资产所有者(股东)与资产经营者(公司高层管理人员的内部董事)博弈的结果。如果不存在董事会失灵,就无需引入独立董事。独立董事制度的引入正是为了解决董事会失灵、“内部人控制”问题。在独立董事制度已被引入的条件下,经营者采取的策略,与其对独立董事以敌对态度使其难以发挥作用,倒不如与之合作,使其才能为己所用。从而,“独立董事制度被引入并充分发挥效用”,便形成一种纳什均衡。

摇摇独立董事产生的博弈分析模型

摇摇独立董事作为董事会的成员,其主要职能是决策和监督,但是,独立董事的决策功能不构成其质的规定性,他们与公司经营管理人员最主要的区别应该在于监督职能^①。可以设想,雇用一名独立董事来进行决策,和雇用他作为公司内部人员或购买他作为咨询人员提供的服务,除了名称上的区别,没有实质性的差异。因此,我们可以断定,构成独立董事质的规定性的,是他们在监督职能上的独特性^②。据此我们可以推想:正是独立董事的独立性造成的管理层对其贿赂的困难,决定了他们在监督职能方面的独特性,独立董事的产生,正是管理层对监督者贿赂难度逐步增加的结果。本章的目的,在于通过建立模型,从理论上阐明独立董事为什么会产生,找出其在公司中的坐标,从而明确他们的功能定位,以便在下文据以分析独立董事的作用。

远震模型模型的建立

员假设

股东雇用管理者经营管理公司,同时雇用监督者对其进行监督。股东的目标是实现公司价值增值的最大化,管理者和监督者的目标都是实现个人收益的最大化。

(员)模型的目标是公司价值增值的最大化,这是我们的最高准则^③;

(圆)监督者对管理者的监督充分有效,即可以及时制止管理者的机会主义行为而确保公司价值的最大化,但他无权干涉管理者的正常经营行为;

(猿)在一段时期内,管理者的贿赂成本(努力)与监督者在相应情况下接受贿赂时的受贿收益之间的关系满足函数组 α 中的一个, α 是一组单调递增的连续函数, α 满足: α 越园且 $\forall \alpha$ (园,垣肆), $\forall \alpha$ 躁有 α 曾约 α 曾,且 $\forall \alpha$ 躁园,

远震模型模型越园;

员垣肆

有关管理者:

管理者从经营公司中获得的收益包括三部分: $\beta\xi$ 、 γ 和 δ 其中:

$\beta\xi$ 管理者作为公司股东或持有股票期权的收益。 ξ 是最大化了的公司当期新增价值, β 是管理者持有股权占公司总股权的比重。 β 在一段时期内保持稳定。

γ 管理者从公司获得的固定收益。包括固定货币工资和固定控制权收益,由管理者与股东的契约事先约定。

δ 管理者从公司获得的额外控制权收益,如过于豪华的办公室、本不必要的商务专机等超过正常需要的奢华条件。 δ 与社会经济条件有关,因而在一段时期内也保持稳定。

(员)管理者可以通过贿赂使监督者放弃监督职守,但管理者需要付出的贿赂成本(努力)为 ϕ ;如果监督者接受贿赂,管

理者可以获得额外的控制权收益,但同时将使公司价值增值损失 $\Delta\xi$,显然 $\Delta\xi \in (\infty, \xi)$;假定公司每期最大价值增值 ξ 和可能的损失 $\Delta\xi$ 都恒定。

(圆)对管理者的监督较少采取解除其职务的方式,也就是说管理者贿赂与否及监督者接受他的贿赂与否,都不会影响以后对他的任命^④。

有关监督者:

监督者的收益包括两部分:孕枣 ϕ),其中:

孕)监督者从公司获得的固定收益。孕)在一段时期内具有稳定性,而且随着时间的推移也不会减少,因此不妨假设孕值为常量。

枣 ϕ) :监督者接受管理者贿赂所得。可以以管理者给其增加薪酬、在职消费及高价购买其提供的服务等多种形式表现。它是管理者贿赂成本(努力) ϕ 的函数,与管理者的贿赂成本 ϕ 和特定的对应规则枣有关,枣的变动反映了管理者贿赂难度的变化;同样的贿赂成本,能够转化成的受贿收益越低,贿赂越容易。

(员)监督者由股东任命,股东能以零成本迅速获得监督者是否接受管理者贿赂的信息^⑤。如果监督者接受贿赂,从下一期起将不会得到任命,否则,任命将继续。

(圆)监督者的未来收益折现率为砸^⑥,表现了监督者对未来的耐心以及他还可能从公司以外的其他地方得到收益。监督者如接受管理者的贿赂,将以影响其声誉或其他某种形式而使他在其他地方的收入减少,砸 $\in (\infty, \text{员})$;但砸的大小与监督者的个人特征有关,管理者在监督者被任命一期之后就能获得有关监督者的砸的信息。

圆)模型

从假设条件可知,模型的目的,在于导出促使管理者保证最大化了的公司价值增值 ξ 实现的均衡条件,并据以解释监督者地位的变化及促使这些变化发生的条件。

从管理者来看:他贿赂监督者可以促使其放弃监督职守,从而使管理者获得额外的控制权收益。遭当贿赂被监督者接受的时候,管理者贿赂收益为 $\beta\Delta\xi$,不被接受时为 ϕ 。贿赂的直接成本为 ϕ ,在贿赂被监督者接受时,由于公司价值将损失 $\Delta\xi$,因此他还将承担相应的部分为 $\beta\Delta\xi$;从而他贿赂被接受的净收益为 $\beta\Delta\xi - \phi$,不被接受的净收益为 ϕ ,不贿赂的净收益为 ϕ 。

从监督者来看:在管理者试图贿赂他时,接受时的收益为 $\beta\Delta\xi - \phi$,不接受时直接收益为 ϕ ;但由于不接受贿赂可以确保他继续得到下一年的任命,从而以后各期每年都可以得到 $\beta\Delta\xi - \phi$ 的收益为 $\beta\Delta\xi - \phi$ (员垣)。

管理者为了实现其收益的最大化,当贿赂的成本大于收益时,

$$\phi - \beta\Delta\xi \geq \phi \quad (员)$$

他就不会贿赂监督者。

由此可见,只要 $\Delta\xi$ 足够大,当 β 达到一定值时,管理者将没有动力去贿赂监督者。但是,随着社会经济的发展,公司的资本规模越来越大,尤其在需要巨额资本的现代股份有限公司中,包括管理者在内的任何个人持有的公司股份份额都不会太高,从而,不但会出现 $\beta\Delta\xi < \phi$ 而且会出现 $\phi - \beta\Delta\xi < \phi$ 的情况。这正是本章所具有的现实意义:当管理者具有贿赂监督者的动机为常态时,如何有效地监督管理者,实现公司价值的最大化。

II 当 $\phi - \beta\Delta\xi < \phi$ 即 $\phi < \beta\Delta\xi$ 时,管理者总试图贿赂监督者以增加其总收益(增加部分为 $\beta\Delta\xi - \phi$);但如果他预期贿赂不会被接受,就不会采取贿赂行为,因为此时贿赂行为的净收益为 ϕ (付出成本为 ϕ ,而收益为 ϕ)。此时,有如下博弈模型:



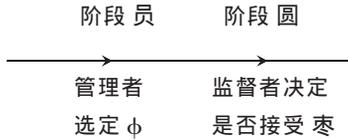


图 远原员 管理者与监督者的贿赂决策

摇摇在阶段 员,管理者选定 ϕ ,以最大化自己的收益,他总希望监督者能够接受贿赂,但如预期到监督者肯定不会接受,则选定 ϕ 越园,不采取贿赂行为,以避免总收益的损失(原 ϕ);在阶段 圆,监督者在既定的 ϕ 下,根据 枣 ϕ)的大小决定是否接受贿赂,以最大化自己的收益。因此,管理者和监督者的收益矩阵如图 远原圆:

		监督者	
		接受	不接受
管理者	贿赂	〔遭原 $\beta\Delta\xi$ 原 ϕ , 孕枣 ϕ)〕	〔原 ϕ , 孕员垣 $\frac{\text{员}}{\text{砸}}$ 〕
	不贿赂	〔园孕员垣 $\frac{\text{员}}{\text{砸}}$ 〕	〔园, 孕员垣 $\frac{\text{员}}{\text{砸}}$ 〕

图 远原圆 管理者与监督者的收益矩阵

显然,如果 孕枣 ϕ)跃孕员垣 $\frac{\text{员}}{\text{砸}}$),即 枣 ϕ)跃 $\frac{\text{员}}{\text{砸}}$ 孕 (圆) 则监督者的占优战略为接受贿赂。预期到这一点,管理者将采取贿赂行为。此时,博弈均衡解是〔贿赂,接受〕,管理者的净收益为 粤原 ϕ ,监督者的净收益为 枣 ϕ)原 $\frac{\text{员}}{\text{砸}}$

如果 枣 ϕ) $\leq \frac{\text{员}}{\text{砸}}$ 孕 (猿)

则监督者的占优战略是不接受贿赂。预期到这一点,管理者将提高 ϕ ,努力实现 枣 ϕ)跃 $\frac{\text{员}}{\text{砸}}$ 孕 但由于 ϕ 约遭原 $\beta\Delta\xi$ 枣单调递增,因此,

当 枣遭原 $\beta\Delta\xi$) $\leq \frac{\text{员}}{\text{砸}}$ 孕时, (源)

监督者肯定不会接受贿赂。管理者预期到这一情况后,就不会采取贿赂行为,博弈均衡解是〔不贿赂,不接受〕。管理者自觉努力实现公司价值的最大化。

远毅模型对独立董事产生的解释

从模型的假设中可以看出,模型中的公司处于正常运营状态,其所有权(剩余索取权和最终控制权)归股东所有^①。由股东任命管理者和监督者,并分别赋予其公司价值增值最大化和有效地监督管理者的目标。在选定具有经营能力的管理者之后,除非监督者接受贿赂而纵容管理者的机会主义行为,否则 ξ 的最大化可以自动实现。因此,在此种情况下,股东将把主要关注点放在监督者的选择上,一旦发现监督无效(这等价于模型中监督者接受贿赂),他将在下一期更换监督者。因此,股东选择管理者和监督者以实现公司价值最大化的整个流程如图 远毅:

员毅

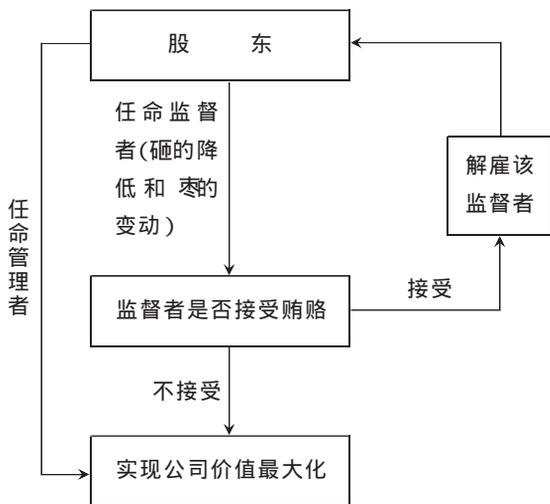


图 远毅 股东决策过程与独立董事的产生

员砸的降低

由于 $\Delta\xi$ 恒定, 遭和 β 在相当一段时期内稳定, 因此, 不妨设在一段时期内的某公司中, 粤越遭原 β 原 $\Delta\xi$, 则管理者愿意付出的最大贿赂成本(努力)就是 枣。可以设想, 最初的监督者选择是随机的, 选出来的监督者完全有可能来自于对未来没有信心的人群。从而监督者的 砸值较大(设为 砸_员), 则 $\frac{员}{砸}$ 较小, 很容易实现 枣 ϕ) 跃 $\frac{员}{砸}$ 。根据前式(圆), 此时的博弈均衡解是〔贿赂, 接受〕, 即接受贿赂是监督者的占优战略; 管理者预期到这一点, 将采取贿赂行为, 选定 ϕ 〔不妨设为 $\phi_{员} \in (\frac{员}{砸}, 粤)$ 〕贿赂监督者, 获得净收益 粤原 $\phi_{员}$, 实现自己的利益最大化。相应的, 监督者接受贿赂 枣 $\phi_{员}$), 获得净收益 枣 $\phi_{员}$) 原 $\frac{员}{砸}$, 也实现收益最大化。由于股东能够以零成本获得监督者接受了管理者贿赂的信息, 如图 远所示, 股东将解雇该监督者转而任命其他人。

员源

尽管最初的任命是随机的, 但我们有理由相信, 股东将逐渐发现具有某一类特征的人具有较小的 砸〔不妨设为 砸_圆 满足 枣 $\phi_{员}$) 越 $\frac{员}{砸_{圆}}$ 约 $\frac{员}{砸_{员}}$ 〕, 这类人对未来较有耐心。因此, 股东更倾向于从具有 砸_圆 的人群中任命监督者。如果管理者仍试图沿用 枣 $\phi_{员}$) 来贿赂监督者, 根据前式(猿), 此时监督者的占优战略是不接受贿赂, 博弈均衡解就变成〔不贿赂, 不接受〕。但是, 管理者在监督者工作一期之后, 将获得 砸_圆 的信息, 从而他将重新选定 ϕ , 提高至 $\phi_{圆} \in (\phi_{员}, 粤)$, 由 枣的单调性可知 枣 $\phi_{圆}$) 跃 枣 $\phi_{员}$), 从而有 枣 $\phi_{圆}$) 跃 $\frac{员}{砸_{圆}}$ 。根据前式(圆), 博弈的均衡解又重新回到〔贿赂, 接受〕。然后, 股东会再选择具有 砸_圆 约 $\frac{员}{砸_{圆}}$ 的人作为监督者; 如此反复循环, 直至 砸达到最低值。

如果在 砸达到最低值之前,前式(员)得到满足,则管理者将没有动机去贿赂监督者,砸暂时不会进一步下降。不妨设在 砸满足 枣 $\phi_{源}$ 越孕时使得前式(员)得到满足,即 $\phi_{源}$ 越粤。此时要想促使监督者接受贿赂,就必须提供大于 枣 $\phi_{源}$ 的受贿收益;相应的,管理者必须付出大于 $\phi_{源}$ (即大于 粤)的贿赂成本。管理者如果采取贿赂行为的话,收益(粤越粤原 $\beta_{源}\Delta\xi$)将小于成本($\phi_{源}$)。这样,管理者就没有动机进行贿赂,公司保持实现价值的最大化,股东也不再有机去进一步降低 砸。但是,遭和 β 只是在一段时期内稳定。有关遭的假设表明,随着社会经济的发展,遭有提高的趋势;而上文也论述过,随着社会经济的发展, β 也有下降的趋势,且同一时期的公司之间的 β 也有差异。因此,随着遭的提高和 β 的下降,遭原 $\beta\Delta\xi$ 也会提高。不妨设一段时期之后,遭提高到 遭, β 降低到 $\beta_{圆}$,令 粤越粤原 $\beta_{圆}\Delta\xi$ 。如果管理者选取 $\phi_{缘}\in(\phi_{源},\text{粤})$ 的话,枣 $\phi_{缘}$ 跃孕(贿赂,接受)又成为博弈的均衡解,管理者采取贿赂行为,获得净收益 粤原 $\phi_{缘}$,实现自己的利益最大化;同时,监督者接受贿赂 枣 $\phi_{缘}$,获得净收益 枣($\phi_{缘}$)原孕,也实现收益最大化。从而再次开始前述的 砸降低过程。

圆缘 的变动和监督者相对于管理者独立性的增强^⑧

砸的降低可以增加管理者贿赂监督者的成本。但是,一方面,砸值在不同人群中的差异不会太大,尤其在一段时期以内难以有大幅度的降低;另一方面,它的降低不可能超过一定限度,正如上面讨论的,砸的降低不断地提升管理者的贿赂成本,但最后 砸将达到它的最低值。因此,在选出来的监督者的 砸值达到最低值之后,或者在一段时期内难以使 砸有实质性的降低时,股东便将目光转向增加管理者贿赂成本的其他因素上。如同发

现 砸的影响一样 , 股东在更换了若干次监督者之后发现 , 管理者用同样的贿赂成本(努力) , 对不同类型的监督者来讲可以转化成的受贿收益是不同的 , 且这种转化结果与管理者对监督者的影响程度有关。最初的监督者是企业内部员工 , 由于管理者可以给监督者提供在职消费、额外的报酬、提高监督者的职务级别等 , 这使得管理者本人只要付出很小的贿赂成本(努力) , 就能给监督者带来很大的受贿收益。或者相反的 , 管理者对监督者进行诸如减薪、减少报酬 , 或者给企业其他员工增加福利而不给监督者增加等 , 也给管理者把自己的贿赂成本(努力)转化为较大的贿赂收益提供了手段。当监督者的任命 , 在很大程度上受到管理者本人的影响时 , 尤其如此。因此 , 股东开始努力寻找并任命那些管理者的既定贿赂成本难以转化为最大贿赂收益的人作为监督者——相对于管理者更独立的人^① , 以增加管理者贿赂监督者的难度。

令 $\phi_{\text{原}} > \phi_{\text{粤}}$, 不妨设当 砸达到 $\phi_{\text{原}}$ 时 , 有 $\phi_{\text{原}} > \phi_{\text{粤}}$, 越孕, $\phi_{\text{原}} \in (\phi_{\text{原}}, \phi_{\text{粤}})$, 其中 $\phi_{\text{原}} > \phi_{\text{粤}} > \phi_{\text{原}} \Delta \xi$ 。根据前式(猿) , 管理者将选择 $\phi_{\text{原}} \in (\phi_{\text{原}}, \phi_{\text{粤}})$, 满足 $\phi_{\text{原}} > \phi_{\text{粤}}$, 使得博弈的均衡解回到〔贿赂 , 接受〕。之后 , 由于 砸不可能进一步降低 , 便暂时维持在这一均衡水平。让我们来考察管理者的贿赂成本(努力)与相应情况下监督者的可能受贿收益之间的对应法则 零。由假设可知 : 如果是 $\phi_{\text{原}} > \phi_{\text{粤}}$, 越孕, $\phi_{\text{原}} > \phi_{\text{粤}}$, 则 零 $\phi_{\text{原}} > \phi_{\text{粤}}$; 由于 $\phi_{\text{原}} > \phi_{\text{粤}}$, 那么 $\phi_{\text{原}} > \phi_{\text{粤}}$, 使 $\phi_{\text{原}} \leq \phi_{\text{原}}$, 不妨设 $\phi_{\text{原}} \leq \phi_{\text{原}}$, 即 : 如果股东选择的监督者使管理者的贿赂成本 , 与相应情况下监督者的可能受贿收益之间的对应法则为 零的话 , 管理者沿用 $\phi_{\text{原}}$ 的贿赂成本(努力)时 , 监督者接受贿赂不能增加总收益 , 不接受贿赂成为其占优战略 , 使得〔不贿赂 , 不接受〕成为博弈均

衡解。根据前式(猿),管理者将选择 $\phi_{\text{副}} \in (\phi_{\text{副}}, \text{粤}_{\text{副}})$,使得 $\text{粤}_{\text{副}}(\phi_{\text{副}}) > \frac{\text{员}_{\text{副}}}{\text{砸}_{\text{副}}}$,从而博弈均衡解回到〔贿赂,接受〕。同前面讨论的过程一样,股东将再次选择使得对应法则为 $\text{粤}_{\text{副}}$ 的人作为监督者,使得 $\text{粤}_{\text{副}}(\phi_{\text{副}}) \leq \frac{\text{员}_{\text{副}}}{\text{砸}_{\text{副}}}$;如此反复循环,直至 $\text{粤}_{\text{副}}(\text{粤}_{\text{副}}) \leq \frac{\text{员}_{\text{副}}}{\text{砸}_{\text{副}}}$ 或者 $\text{粤}_{\text{副}}(\text{粤}_{\text{副}}) \leq \frac{\text{员}_{\text{副}}}{\text{砸}_{\text{副}}}$ 其中 $\text{粤}_{\text{副}} \in (\phi_{\text{副}}, \text{粤}_{\text{副}})$ 。由 $\text{粤}_{\text{副}}$ 的单调性可知,此时管理者如果要采取贿赂行为,必须付出大于 $\text{粤}_{\text{副}} > \text{粤}_{\text{副}} \text{原} \beta_{\text{副}} \Delta \xi$ 的贿赂成本,而收益只是 $\text{粤}_{\text{副}}$,因此管理者将不再有动力采取贿赂行为,再一次进入暂时的稳定状态,直至 $\text{粤}_{\text{副}}$ 提高到 $\text{粤}_{\text{副}} > \text{粤}_{\text{副}} \text{原} \beta_{\text{副}} \Delta \xi$,管理者将有动力付出更高的贿赂成本,不妨设为 $\phi_{\text{副}} \in (\text{粤}_{\text{副}}, \text{粤}_{\text{副}})$,从而打破均衡,进入下一轮的循环,通过进一步变动 $\text{粤}_{\text{副}}$ 使管理者付出相同的贿赂成本(努力)能够转化成的贿赂收益进一步降低。

员藏

正如上面讨论表明的, $\text{粤}_{\text{副}}$ 的变动过程,其实就是管理者对监督者影响程度的变动过程,股东只有把监督者从管理者的影响中逐步独立出来,才能使管理者相同贿赂成本(努力)的转化收益越来越低。从而,股东先把监督者的职位设置由企业内部转到外部,不受管理者的直接控制,使监督者的职责更多的由外部董事来承担,尔后又逐步对外部董事施加种种规定,使其可能受管理者影响的程度越来越小。至于独立董事的产生,只是上述过程进行到某一阶段之后,对满足了一些条件的外部董事给予特别的称呼而已。加以一定条件要求的独立董事的产生,并不是结束。正如模型所表明的,随着社会经济条件的变化(β 的提高和 β 的下降),可能又使得管理者付出更大的贿赂成本(努力)仍然有利可图,从而需要对 $\text{粤}_{\text{副}}$ 作进一步的变动,相应的对独立董事的任职资格提出更严格的要求。这始终是一个动态的过程。

远模型模型的结论和可供检验的含义

员模型的主要结论

由以上分析可知：

(夙)实现公司价值最大化的要点,在于选择具有经营能力的管理者,并避免他的机会主义行为。而促使管理者尽职,应从提高他采取机会主义行为的机会成本入手,一方面可以提高他的个人收益与公司价值增值的相关性,另一方面可以增加他贿赂监督者的难度。因此,对公司来讲,首要的是选好管理者,激励管理者,尽管这似乎减弱了模型的现实意义。

(圃)提高对管理者监督有效性的要求促使了独立董事的产生,因此对独立董事承担监督职能的要求是合理的,如果要求独立董事完成别的任务,模型不能提供理论上的支持。

员

(獠)独立董事的产生是要求管理者贿赂监督者的难度不断增加的结果,因此,对独立董事任职资格的要求应以能够增加管理者对他的贿赂难度为依据。

(源)监督充分有效的假设是至关重要的,如果监督者的监督不能有效地降低管理者机会主义行为对公司的损害程度,那么模型将无法得到一个收敛的结果,即模型无法推出公司价值最大化的结果。

(缘)独立董事的产生并没有一劳永逸地解决管理者可能渎职的问题,产生的本身是提高管理者贿赂难度过程的一个部分,但没有结束这一过程。

圃模型具有以下可供检验的含义^①

(夙) β 值越小,即管理者持有的股权占公司总股权的比重越小,对独立董事的需求越迫切;或者 β 值越大的公司,管理者贿赂监督者的动机越小(可以用损害公司利益的平均次数来衡量)。

(圃)独立董事的产生是监督者受管理者的影响逐步减弱的

过程是适应遭额外控制权收益)的提高和 β (管理者股权比重)的降低过程而出现的。由于遭和 β 会在一段时期内稳定,因此,监督者问题会在一段时期内不那么受到关注。

(獭)独立董事的产生是其公司监督职能强化的结果。

(源)独立董事产生以后,仍然有其独立性的要求越来越强的趋势。

远 摇摇独立董事与经营者完全信息静态博弈——纳什均衡

摇摇在经营者与独立董事的博弈中,博弈的参与人包括独立董事和经营者。

经营者的纯策略是合作和不合作,独立董事的纯策略是充分发挥效用和不能充分发挥效用。

假定独立董事充分发挥效用的成本是悦,不能充分发挥效用的成本是园,经营者合作的代价是耘,不合作的代价是晕

在经营者合作条件下,独立董事充分发挥效用的收益是 砸_员,不能充分发挥效用的收益是 园,在经营者不合作条件下,独立董事充分发挥效用的收益是 砸_圆,不能充分发挥效用的收益是 园

		摇摇摇摇摇摇经营者	
		合作(藟)	不合作(员藟藟)
独立董事摇摇	能充分发挥效用(孕藟)	砸 _员 , 原兑, 砸 _圆 , 原耘	砸 _圆 , 原兑, 砸 _圆 , 原晕
	不能充分发挥效用(员藟孕)	园, 原耘	园园

假设不存在纯战略纳什均衡。独立董事充分发挥效用的概率是 孕,经营者合作的概率是 藟。给定 藟,独立董事完全充分发挥效用(孕越员)和完全不能充分发挥效用(孕越园)的期望收益分别为:

$$哉(员藟) = 孕 \cdot 砸_{员} + (1-孕) \cdot 园 \quad 哉(员藟藟) = 孕 \cdot 砸_{圆} + (1-孕) \cdot 园$$

哉(园蕴) 越园伊蕴垣园伊(员原蕴) 越园

当哉(员蕴) 约哉(园蕴时, 摇摇蕴约悦原蕴) 转碾原蕴)

当哉(员蕴) 跃哉(园蕴时, 蕴跃悦原蕴) 转碾原蕴)

当哉(员蕴) 越哉(园蕴时, 蕴越悦原蕴) 转碾原蕴)

上述条件说明:

如果经营者合作的蕴概率小蕴, 即蕴约悦原蕴) 转碾原蕴), 则独立董事充分发挥效用的期望收益小于不能充分发挥效用的期望收益, 即哉(员蕴) 约哉(园蕴), 这将导致独立董事不能充分发挥效用;

如果经营者合作的概率蕴大于蕴, 即蕴跃悦原蕴) 转碾原蕴), 则独立董事充分发挥效用的期望收益大于不能充分发挥效用期望收益, 即哉(员蕴) 跃哉(园蕴), 这将导致独立董事充分发挥效用;

如果经营者合作的概率蕴等于蕴, 即蕴越悦原蕴) 转碾原蕴), 则独立董事充分发挥效用的期望收益等于不能充分发挥效用的期望, 即哉(员蕴) 越哉(园蕴), 独立董事将无偏好地选择充分发挥效用或不能充分发挥效用。

同理, 给定孕经营者选择合作(蕴越园)、不合作(蕴越园)的期望收益分别为:

哉(孕员) 越碾原蕴孕原孕(员原孕)

哉(孕园) 越碾原蕴孕垣园(员原孕) 越碾原蕴孕

当哉(孕员) 约哉(孕园时, 孕约碾碾原蕴垣蕴)

当哉(孕员) 跃哉(孕园时, 孕跃碾碾原蕴垣蕴)

当哉(孕员) 越哉(孕园时, 孕越碾碾原蕴垣蕴)

上述条件说明:

如果独立董事充分发挥效用的概率孕小于孕, 即孕约碾碾原蕴垣蕴), 则经营者合作的期望收益小于不合作的期望收益, 即哉(孕员) 约哉(孕园), 这将导致经营者不合作;

如果独立董事充分发挥效用的概率孕大于孕, 即孕跃碾碾原蕴垣蕴)

($\frac{C_1}{C_2} > \frac{C_3}{C_4}$) 则经营者合作的期望收益大于不合作的期望收益,即 $\frac{C_1}{C_2} > \frac{C_3}{C_4}$ 时,这将导致经营者合作;

如果独立董事充分发挥效用的概率 α 等于 $\frac{C_1}{C_2}$, 即 $\alpha = \frac{C_1}{C_2}$ ($\frac{C_1}{C_2} = \frac{C_3}{C_4}$) 则经营者合作的期望收益等于不合作的期望收益,即 $\frac{C_1}{C_2} = \frac{C_3}{C_4}$ 时,经营者将无偏好地选择合作或不合作。

从上述分析中我们可以看到,该博弈的混合策略纳什均衡是:独立董事以概率 $\alpha = \frac{C_1}{C_2}$ 充分发挥效用,经营者以概率 $\beta = \frac{C_3}{C_4}$ 采取合作。

这个均衡的另一种解释是:公司的高层管理人员(经营者)中有 $\beta = \frac{C_3}{C_4}$ 的比例选择合作,独立董事发挥其效用的程度为 $\alpha = \frac{C_1}{C_2}$ 。

该博弈的纳什均衡,与独立董事充分发挥效用的成本(C_1),合作、不合作条件下预期收益的差额($C_2 - C_3$),以及经营的策略成本($C_4 - C_3$)有关。两种(合作、不合作)条件下预期收益的差额($C_2 - C_3$)越小,独立董事充分发挥效用的成本(C_1)越高,独立董事充分发挥效用的概率(α)就越大,经营者合作的概率(β)也就越大。由此可以看出,要解决“内部人控制”,避免董事会失灵,不单引入独立董事制度的问题,更重要的是独立董事制度是否发挥效力的问题。博弈的结果能否达到预期目标,不但取决于独立董事、经营者各自支付的成本,在很大程度上还取决于两种(合作、不合作)条件下预期收益的差额。在进行独立董事制度设计时,对于上述因素需要予以足够的重视。

从上面博弈分析,我们发现:一种制度的安排要发挥效力,它首先必须是一种纳什均衡,否则,这种制度安排便不能成立。

远缘瑶独立董事与 猿韵的不完全信息动态博弈分析

远缘瑶博弈模型

猿韵博弈参与者

独立董事(粤)和公司高管人员(月)。

(假定他们以自身利益最大化为其一贯追求目标。)

猿韵粤的行动空间和 晕的状态

(员)月有两个行动 :对信息造假和不进行造假。

(圆)粤也有两个行动 :对高管人员进行监督和不进行监督^①。

(猿)晕存在两种状态 :发现公司信息造假行为和未发现公司信息造假行为。

猿韵博弈规则

(员)月 粤相互之间的信息是不完全的 ,即两者互相不知道彼此所处的状态和可能采取的行动 ,同时 月 粤也不知道 晕所处的状态。

(圆)月 粤之间进行博弈 ,若 月未造假 ,或造假未被 晕或 粤发现 ,则博弈重复进行。

(猿)博弈重复时 ,假定折现因子为 员

(源)假定只要 粤对 月的行为进行监督 ,月的造假行为 粤就能发现 ,晕发现 月信息造假行为的概率假定为 孕

源韵粤和 月的主要支付函数

(员)粤对 月的监督成本为 载,若 粤不进行监督并且 月未进行造假 ,或其造假行为没有被 晕发现 ,则 月节约监督成本 ,其支付函数为 载;反之 ,月进行造假并被 晕发现 ,则 粤的支付函数为 原再^②。

(圆)月具有对信息造假的动机,若其造假并被 晕发现,其支付函数为 原再,博弈结束;若未被发现,其获得投机收益,其支付函数为 悦

缘)月 粤之间每次博弈的战略空间和支付函数:

(夙)月造假,粤进行了监督,博弈结束。月 粤的支付函数分别为 原再和 栽。

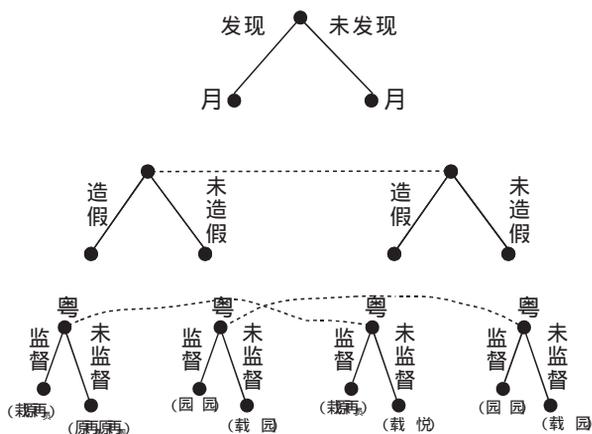
(圆)月造假,粤未进行监督,并且造假行为也未被 晕发现,博弈继续。月 粤的支付函数分别为 悦 栽

(猿)月造假,粤未进行监督,但造假行为被 晕发现,博弈结束。月 粤的支付函数分别为 原再和 原再。

(源)月未造假,粤进行了监督,博弈继续。月 粤获得正常收益,其支付函数都为 园。

(缘)月未造假,粤未进行监督,博弈继续。月获得正常收益,其支付函数为 园;粤节约了监督成本,其支付函数为 栽

博弈模型的扩展式可表示如下:



远缘缘 摇 博弈均衡的求解

现在假定粤月之间的博弈重复灶次后博弈结束,我们来求解月对信息造假、粤未进行监督战略(造假、未监督)成为粤月之间博弈均衡战略的条件。该条件可用以下不等式级来表示:

$$\begin{cases} (灶原孕)载原再_{月} \geq 园 \\ (灶原孕)悦原再_{月} \geq 园 \end{cases} \quad \text{方程组(员)}$$

方程两边同时除以灶可得:
$$\begin{cases} (灶原孕)载原再_{月} \geq 园 \\ (灶原孕)悦原再_{月} \geq 园 \end{cases} \quad \text{方程组(圆)}$$

由于我们假定月粤之间的博弈重复灶次后结束,若(造假、未监督)是它们之间的均衡战略,根据博弈规则,它们之间之所以结束博弈,是因为在第灶次月的造假行为被晕发现,这也就意味着晕发现月信息造假行为的概率孕越员,即灶越员,代入方程组(圆)可得:

$$\begin{cases} (员原孕)载原再_{月} \geq 园 \\ (员原孕)悦原再_{月} \geq 园 \end{cases} \quad \text{方程组(猿)}$$

将方程组(猿)整理,得出(造假、未监督)成为月粤之间博弈均衡战略的条件如下:

$$\begin{cases} 责 \leq 载原再_{月} & \text{摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇条件(员)} \\ 责 \leq 载原再_{月} & \text{摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇条件(圆)} \end{cases}$$

远缘缘 摇 对求解结果的解释

条件(员)和条件(圆)都与博弈次数灶无关,这说明在独立董事以追求自身利益最大化为目标的情况下,他会综合考虑各方面的因素来选择自己的行动,若缺乏有效的监督和责任机制,独立董事完全有可能怠慢履行自己应尽的义务。

独立董事制度对信息质量控制的有效性与控制信息质量的外部制度安排的效率直接相关,在模型中孕值的大小可用于反映控制的有效性与控制信息的外部制度安排的效率。考虑

员源

条件(员)和条件(圆)的两种极端情况:第一种情况是孕越园,由于载悦再、再都大于零,条件恒成立,这说明独立董事制度无法单独对控制信息质量发挥任何作用;第二种情况是孕越员,由于载悦再、再都大于零,条件不可能成立,仅依靠外部制度安排就可以很好地对信息质量进行控制,在信息质量控制方面并不需要独立董事制度。在现实中,这两种极端情况显然是不可能存在的,而是介于这两种情况之间。因此,对信息质量控制的效果是内、外制度安排共同作用的结果,加强这两种制度的协调能更好地发挥信息质量监控体系的效果。

獮假定孕和载固定,再的值越大,条件(员)成立的可能性越小。再是月造假、粤未监督而造假行为被晕发现时粤的支付函数的绝对值。它的大小与两个因素有关:一是独立董事的声誉价值的大小,二是独立董事未尽到其应有义务而所承担的法律责任的的大小。再的大小具体为独立董事未进行监督可能引起的声誉价值的降低和可能承担的法律责任的。在控制信息质量的外部制度安排和独立董事的监督成本既定的情况下,独立董事的声誉价值越高,未尽到其应有义务时所承担的法律责任的越重,独立董事制度在控制信息质量方面也就越有效。独立董事的声誉价值,由独立董事选任制度进行控制,独立董事未尽其应有义务而要承担的法律责任的,由独立董事法律责任的制度决定。因此,建立健全的独立董事法律责任的制度和选任制度是促进独立董事制度在控制信息质量方面发挥作用的关键环节。

灑假定孕和悦固定,再的值越大,条件(圆)成立的可能性越小。再是月的造假行为被发现时月的支付函数的绝对值,它的大小与两个因素有关:一是高级管理人员的声誉价值的大小,二是高管人员由于会计造假行为所承担的法律责任的的大小。高级管理人员的声誉价值由高管人员选任制度控制。独立董事是否有权决定高管人员的提名或选任,是影响独立董事制度信息质量控制效果的因素之一;同时,加重高管人员的法律责任的,能降

低其信息造假行为的可能性。这也进一步说明了对信息质量进行控制的各项制度安排的相互配合协调的重要性。

假定 Δ 和 Δ 再固定,悦值越大,条件(圆)成立的可能性越大。悦值是月进行信息造假行为所能获得的投机收益。我们认为影响悦值大小的因素主要是高管人员的薪酬计划和公司的规模。薪酬计划在内容上往往使用信息作为考核指标,在结构上广泛使用股票期权等股票计划。薪酬计划的内容和结构决定了信息与高管人员薪酬的关联程度,从而对悦值产生影响。因此,是否由独立董事主导薪酬委员会将影响其对信息质量进行控制的效果。同时,随着公司规模扩大,高管人员赢利管理背后的激励因素会不断增强,悦值也就越大。在高管人员的薪酬主要是由独立董事占主导地位的薪酬委员会决定时,公司规模越大,高管人员的薪酬计划与信息越相关,对独立董事的资格和法律责任应该有更高的要求。独立董事责任制度的规定应依公司的规模和薪酬计划具有一定的灵活性,从而提高独立董事制度的效率。

远缘 模型缺陷

虽然本模型在一定程度上对影响独立董事制度的信息质量控制效果的因素进行了揭示,但也存在一些缺陷,主要表现在:使用了一系列的假定对模型进行简化,对于假定的合理性没有做进一步的分析和论证;主要集中在独立董事未尽应有义务而对信息质量控制产生的影响,而忽略了另外一个重要问题,即高管人员与独立董事“串谋”的可能性;此外,对求解结果的解释还有待于进一步的经验检验。

摇摇独立董事在中国公司治理结构中作用的博弈模型分析

摇摇下面分别建立独立董事引入前后股份公司的利益相关者之间的博弈模型,通过比较之后,我们发现独立董事制度的建立对完善我国上市公司治理结构有很大的作用。

摇摇引入独立董事前公司利益相关者之间的博弈分析
这里主要分析小股东与控股股东的博弈。

假设一家上市公司共有 n 个小股东,有 m 个控股股东,控股股东经常滥用控股权损害小股东的利益,小股东必须监督大股东的行为;小股东提供的监督越多,控股股东滥用控股权的概率越小,小股东获益也就越大。

设第 i 个小股东提供的监督服务数量为 s_i ,监督服务的总供给为 $\sum s_i$,其中 $s_i \in [0, 1]$, n 设小股东 i 的效用函数为 $U_i(s_i, S)$ (式中 s_i 表示小股东 i 的私人物品消费量), $U_i(s_i, S)$ 满足 $\frac{\partial U_i}{\partial s_i} > 0, \frac{\partial U_i}{\partial S} > 0$, 并且私人物品消费与监督大股东带来的收益之间的边际替代率递减;设 P 为私人物品的价格, C 为提供一个监督服务的成本, I 为小股东个人预算总收入。那么,每个小股东的纳什均衡决策是在给定其他小股东的决策情况下,选择自己的最优策略 (s_i^*, S^*) , 以实现自身收益的最大化,也就是最大化下面的拉格朗日函数。

$$L_i = U_i(s_i, S) - \lambda (I - P s_i - C s_i)$$
 其中, λ 是拉格朗日乘数。

最优化的一阶条件是 $\frac{\partial U_i}{\partial s_i} = P + C$
摇摇 $\frac{\partial U_i}{\partial S} = 0$

即单个小股东监督控股股东达到纳什均衡时满足等式:

$$\frac{\partial U_i}{\partial s_i} = \frac{P}{C} + 1, \quad i = 1, 2, \dots, n \quad (1)$$

如果 n 个小股东的效用函数与预算收入都已知,利用 n 个

均衡条件即可求出监督控股股东这一公共物品达到纳什均衡的解：

$$s_i = \frac{\beta}{\alpha} \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n s_j$$

为了更具体地说明问题,现假设小股东的个人效用函数取柯布—道格拉斯形式,即 $u_i = \alpha s_i \beta S$, 这里 α 为小股东的个人禀赋, β 为小股东的个人禀赋,显然该函数满足 $\frac{\partial u_i}{\partial s_i} > 0$, $\frac{\partial u_i}{\partial S} > 0$ 且边际替代率递减的条件。在这个条件下,单个股东最优的均衡条件为：

$$\frac{\beta}{\alpha} \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n s_j = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n s_j$$

将小股东预算约束条件 $y_i = y - \alpha s_i$ 代入并整理,得到第 i 个股东纳什均衡时满足：

$$s_i = \frac{\beta}{\alpha} \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n s_j$$

意愿

分析上式可以看出,每个小股东相信,其他小股东提供的监督控股股东滥用控股权的行动越多,他自己提供的监督行为就越少。

现在进一步假设小股东的预算收入相等,即 $y_i = y$, 则纳什均衡条件下所有小股东将提供同样多的监督控股股东的行为,此时纳什均衡的总供给为 $S = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n s_i$

$$S = \frac{\beta}{\alpha} \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n s_i$$

小股东监督控股股东帕累托最优。

小股东监督控股股东帕累托最优是指小股东的监督收益之和已经达到了最大状态,即无法在不减少其他小股东的收益水平的条件下使股东中某一成员的效用有所提高。其过程如下：假设全体小股东的福利函数采用下列形式：

$$u_i = \alpha s_i \beta S$$

$$\text{总预算约束为：} \sum_{i=1}^n y_i = y$$

$\gamma_{\text{灶}} \frac{\partial \text{转原孕}}{\partial \text{转原孕}} \frac{\partial \text{越孕}}{\partial \text{越孕}} \dots \text{灶}$

使用灶个等式消除掉 $\gamma_{\text{灶}}$ 我们得到均衡条件：

$$\sum \frac{\partial \text{转原孕}}{\partial \text{转原孕}} \frac{\partial \text{越孕}}{\partial \text{越孕}} \quad (\text{圆})$$

我们可以发现 尽管个人最优选择导致个人边际替代率等于价格比率 帕累托最优要求所有居民的边际替代率之和等于价格比率。帕累托均衡条件可以重新写为：

$$(\frac{\partial \text{转原孕}}{\partial \text{转原孕}}) \text{转} (\frac{\partial \text{越孕}}{\partial \text{越孕}}) \text{越孕} \text{转原孕} \sum (\frac{\partial \text{转原孕}}{\partial \text{转原孕}}) \text{转} (\frac{\partial \text{越孕}}{\partial \text{越孕}})$$

这意味着小股东监督控股股东滥用控股权达到帕累托最优时的监督供给大于纳什均衡时的监督供给。

为了对这一点有更直观的认识 现在同样假设小股东的个人效用函数采取柯布—道格拉斯函数形式 且各个小股东的预算收入相等 即 $\frac{\beta}{\alpha} \frac{\text{转原孕}}{\text{越孕}} \leq \text{灶}$ 这里 $\alpha \text{灶} \leq \beta$ 灶

在这一假设条件下 纳什均衡为：

$$\text{灶} \text{越孕} \frac{\beta}{\alpha \text{灶}} \cdot \frac{\text{转原孕}}{\text{越孕}} \text{转原孕} \dots \text{灶}$$

纳什均衡的总供给为：

$$\text{灶} \text{越孕} \text{越孕} \frac{\beta}{\alpha \text{灶}} \cdot \frac{\text{转原孕}}{\text{越孕}} \quad (\text{猿})$$

在所有小股东具有相同收入的假设下 帕累托最优的一阶条件为：

$$\text{灶} \cdot \frac{\beta \text{转原孕}}{\alpha \text{越孕}} \frac{\partial \text{越孕}}{\partial \text{越孕}}$$

将预算约束代入 得到单个股东的帕累托最优贡献为：

$$\text{灶} \text{越孕} \frac{\beta}{\alpha \text{灶}} \cdot \frac{\text{转原孕}}{\text{越孕}}$$

小股东监督控股股东滥用控股权的总供给为：

$$\text{灶} \text{越孕} \text{越孕} \frac{\beta}{\alpha \text{灶}} \cdot \frac{\text{转原孕}}{\text{越孕}} \quad (\text{源})$$

纳什均衡的总供给与帕累托最优的总供给比率为：

$$\frac{N^*}{N} < \frac{\alpha}{\beta} \frac{B}{B}$$

就是说,小股东监督控股股东的纳什均衡供给小于帕累托最优供给,并且两者之间的差异随着小股东人数的增加而扩大。

在中国上市公司中,由于小股东持有股权高度分散(可认为是无穷大),由上式可说明中国上市公司小股东监督控股股东滥用控股权的供给严重不足,控股股东滥用控股权的可能性始终存在。目前,中国上市公司股东大会和董事会严重存在的“一言堂”现象(如:控股股东控制了上市公司的股东大会,董事会成员基本由前一两名股东派任,经营班子由大股东决定,公司经营决策实行“家长制”),以及控股股东与上市公司之间频繁发生的内幕交易和不公平关联交易也足以说明:目前上市公司小股东缺乏对大股东滥用控股权的监督,大股东滥用控股权现象确实存在。

员

经营委托人与代理人的博弈分析

上市公司股权结构的研究结果表明,目前中国绝大多数上市公司国有股股东处于控股地位,其余股权极度分散地分布在众多小股东之中。由于小股东极度分散,再加上国有股股东“虚位”,导致企业经营委托人对代理人行为监督缺乏,上市公司“内部人控制”现象非常严重。这一问题产生的原因可以从两方面进行解释:

(一)小股东缺乏监督经营者的积极性。

假设上市公司只有两个股东(一个大股东和一个小股东)对上市公司内部经营者行为进行监督,同时假设他们的效用函数为 $U_i = \alpha_i S - \beta_i C$, 式中 α_i 和 β_i 分别代表大股东和小股东提供的对企业经营者的监督成本。类似于小股东监督大股东滥用控股权的博弈求解过程,可以求得大小股东博弈达到纳什均

衡时满足：

$$早_{越} \frac{\beta}{\alpha} \frac{早_{越}}{早_{越}} \cdot \frac{早_{越}}{早_{越}} \frac{\alpha}{\alpha} \frac{早_{越}}{早_{越}} \frac{早_{越}}{早_{越}} \frac{早_{越}}{早_{越}}$$

假设股东的预算收入 $早_{越}$ 代表所有者在企业拥有的股权。则达到纳什均衡时,小股东提供的对企业经营者行为的监督成本 $早_{越}$ 满足：

$$早_{越} \frac{\alpha}{\alpha} \frac{早_{越}}{早_{越}} \cdot \frac{早_{越}}{早_{越}} \frac{\alpha}{\alpha} \frac{早_{越}}{早_{越}} \cdot \frac{早_{越}}{早_{越}}$$

分析上式可以看出,当小股东的监督成本大于其预算收入 ($早_{越} \geq 早_{越}$) 时,也即 $早_{越} \geq (早_{越} \frac{\alpha}{\alpha})$ 时,小股东坐享其成(即 $早_{越}$ 得到的收益将大于他自己提供监督时获得的收益。在这种情况下,小股东将放弃对内部经营者行为的约束和激励,转而搭大股东监督的“便车”。在中国,上市公司小股东与大股东所拥有的股权之比普遍相当悬殊,这一条件很容易得到满足。这就说明,在中国上市公司企业经营委托人对代理人行为进行监督的过程中,严重存在着小股东搭“便车”、大股东承担全部监督成本的现象。

(四) 国有股股东执行人缺乏对经营者的监督。

上述分析过程和结果可以看出,在上市公司大小股东股权之比悬殊时,小股东约束和激励经营者的积极性,完全搭大股东监督的“便车”,导致大股东承担监督经营者的全部成本。

然而,中国绝大部分上市公司的大股东是国有股股东。国有股股东与其他类型的股东不同的是,国有股股权最终所有者——全国人民,与行使国有股股权的执行人——国有资产管理公司完全分离。国有股股权的执行人是经过层层委托代理链(股权最终所有者将监督权委托给地方政府,地方政府将监督权委托给中央政府,中央政府再将资产委托给国有资产管理公司)而最终形成。随着其委托—代理链的增长,委托者对代理者监督成本越来越高,监督越来越困难,导致国有股股权的最终

行使人在对上市公司经营者进行约束和激励时,并不完全代表最终所有者——全体人民的利益,而是偏向于实现其自身利益的最大化。由于国有资产管理公司或国有资产公司的管理者在上市公司国有股股权的所有者份额微乎其微,导致通过他们的约束和激励给自身所带来的剩余索取份额也微乎其微,这种剩余索取与控制权的不统一的现实,使得他们掌握的监督和控制权成为一种廉价的投票权,从而导致国有股股东执行人对公司内部经营者的约束和激励严重不足。

仍然假设上市公司只有两个股东(一个国有股股东和一个小股东),其效用函数为 $U_1 = \alpha \cdot \pi - \beta \cdot C$, $U_2 = \alpha \cdot \pi - \beta \cdot C$ 分别代表国有股股东与小股东提供的对企业经营者的约束和激励成本,类似于大、小股东约束和激励企业经营者的博弈分析过程,可以求出国有股股东与小股东监督达到博弈纳什均衡时满足:

$$U_1 = \alpha \cdot \pi - \beta \cdot C = U_2 = \alpha \cdot \pi - \beta \cdot C$$

假设行使国有股股权的国有资产管理公司的预算收入与小股东的预算收入分别为 π_1 和 π_2 ($\pi_1 > \pi_2$ 且 π_1, π_2 均为大于零的正数)。则达到纳什均衡时国有股股东提供的监督企业经营者的监督成本 C 满足:

$$C = \frac{\alpha \cdot \pi_1}{\beta} \cdot \frac{\pi_2}{\pi_1 - \pi_2} = \frac{\alpha \cdot \pi_2}{\beta} \cdot \frac{\pi_1}{\pi_1 - \pi_2}$$

从上式可以看出,当行使国有股股权的国有资产管理公司付出的监督成本大于其所获得的收益,也即 $C \geq \left[\frac{\alpha}{\beta} \cdot \pi_1 \cdot \left(\frac{\pi_2}{\pi_1 - \pi_2} \right) \cdot \pi_2 \right]$ 时,国有资产管理公司的执行者完全可能放弃对

上市公司的监督和控制。在中国一部分国有股控股的上市公司中,国有股股权与个别小股东股权之比相当悬殊,这一条件通常很容易得到满足。何况上市公司内部经营者还可能购买国有股股东执行人廉价投票权,这将再次加剧上市公司国有股股东执

行人对公司内部经营者提供的约束和激励严重不足。

由上述分析可知,在公司治理结构中,小股东处于弱势地位,其利益很容易受到损害。这种损害主要来源于两方面:一方面,是不称职的管理层的机会主义行为带来的损害,即通常所说的“代理成本”。这种损害是所有股东都要承受的,但一般情况下,小股东更显得无能为力。不仅如此,投资者尤其是小股东的权利还经常受到管理层限制,从而使得管理层的机会主义行为更加肆无忌惮。对这种损害的抑制是公司治理结构要解决的主要问题之一。另一方面,是控股股东对小股东的损害,企业理论中通常称其为“掠夺”。它是指控股大股东利用控制地位通过损害小股东利益增加自身利益的行为,这是大股东强加于小股东身上的不良影响。“代理成本”与“掠夺”这两种侵害有密切联系。当大股东控制管理层或管理层持有较大份额的股权时,代理成本和掠夺行为常常合二为一。即使大股东不参与管理,为获得大股东的支持,管理层也会作出有利于大股东的交易决策。从中国上市公司发生的一些案例来看,“掠夺”与“代理人问题”常常表现为下列几种形式:大股东在公司担任管理、经营者,装修豪华的办公房间,购置昂贵的小汽车,把公司经费用作自己的大额预付款,在公司支取过高薪水;大股东与公司争夺商业机会;以高于市场利率借款给公司;不顾公司现金紧张支付红利;通过降低小股东股份市场能力,增加大股东股份市场能力;将公司的控制性股份授给计划掠夺公司的人;发行股票稀释小股东的股份价值;发行股票时作虚假陈述等。

员猿

通过引入独立董事后独立董事与“内部人控制”的博弈分析

由上可知,由于我国绝大部分上市公司国有股处于控股地位,国有股股东主体缺位,从而导致中国上市公司小股东之间、委托人与代理人之间的博弈结果是缺乏监督代理人的主体,导致“内部人控制”问题严重。因此,当前机制与企业利益要解决

的紧迫问题就在这一点。寻找一个委托人利益的代表,使其利益机制与企业利益紧密相连,实现对代理人行为的监督,从根本上解决代理人问题,建立起有效的法人治理机构,独立董事便是这样的代表。独立董事要维护的是整个公司的利益,既不代表出资人,也不代表公司管理层。

下面我们以一个简单的模型来分析引入独立董事后对“内部人控制”问题的解决。假定独立董事拥有足够的控制经理的权力,诸如任免、评估、确定薪酬等。

假定独立董事根据经理的努力水平及生产结果,来确定他的报酬以及下一任工作问题,这一假定包含了我们认为经理的努力工作程度是衡量委托人的利益是否受到代理人损害的一个主要指标。从简单入手,我们假定只有两个阶段,每个阶段的生产函数如下:

$$y_1 = \pi_1 \theta_1 e^{\alpha_1} + \varepsilon_1, \quad y_2 = \pi_2 \theta_2 e^{\alpha_2} + \varepsilon_2$$

这里, π_i 可以理解为产出, θ_i 是经理的努力水平, θ 可以理解为经理的经营能力(假定与时间无关), ε_i 是外生的随机变量(如技术和市场的不确定性)。假定 θ_i 是经理的私人信息, π_i 是共同信息, θ 与 ε_i 是正态独立分布的, 均值均为零, 方差分别为 σ^2_{θ} 和 σ^2_{ε} , 进一步, 假定随机变量 ε_1 和 ε_2 是独立的,

$$\text{即 } \varepsilon_1 \text{ 与 } \varepsilon_2 \text{ 独立}$$

假定经理是风险中性的, 并且贴现率为 δ , 因此, 经理的效用函数如下:

$$U = \omega_1 + \delta \omega_2 - c(\alpha_1) - c(\alpha_2)$$

这里, ω_i 是经理在 t 期的工资, $c(\alpha_i)$ 是努力的负效用。假定 $c(\alpha_i)$ 是严格递增的凸函数, 且 $c(\alpha_i) > 0$

在上述假定下, 如果代表股东利益的独立董事可以与经理签订显性激励合同 $\omega_1 = \beta_1 y_1 + \beta_2 y_2$, 其中 β_i 不依赖于 π_i , 帕累托一阶最优可以实现: 风险成本等于零, 经理的最优努力水平为:

$$c'(\alpha_i) = \beta_i \theta_i \sigma_{\varepsilon}^{-2}$$

望值 $\bar{\theta}$ 和观测值 ($\pi_{\text{员}}$) 的加权平均 ; 独立董事根据观测到的信息修正对经理能力的判断。事前有关能力的不确定性越大 , 修正越多。这一点是很自然的 , 因为 τ 反映了 $\pi_{\text{员}}$ 包含的有关 θ 的信息 , τ 越大 , $\pi_{\text{员}}$ 包含的信息量越多。特别是 , 如果没有事前的不确定性 ($\sigma_{\theta}^{\text{圆}}$) , 则独立董事将不修正。另外 , 如果事前的不确定性非常大 ($\sigma_{\theta}^{\text{圆}} \rightarrow \infty$) , 或者没有外生的不确定性 ($\sigma_{\text{怎}}^{\text{圆}}$) , τ 越大 , 独立董事将完全根据观测到的 $\pi_{\text{员}}$ 修正对 θ 的判断。一般来说 , τ 介于 园与 员之间。

给定 τ 跃园 , 均衡工资 $\omega_{\text{圆}}$ 越 $\tau \theta$ ($\pi_{\text{员}}$) 意味着时期 员的产出越高 , 时期 圆的工资越高。将 $\omega_{\text{员}}$ 和 $\omega_{\text{圆}}$ 代入 经理的效用函数为 :

$$U(\pi_{\text{员}}, \omega_{\text{圆}}, \omega_{\text{员}}) = U(\tau \theta, \omega_{\text{圆}}, \omega_{\text{员}})$$

经理最优化的一阶条件为 :

$$U'(\pi_{\text{员}}) \tau > U'(\omega_{\text{圆}}) \quad (\text{员})$$

就是说 , 尽管经理的最优工作努力没有对称信息下那么大 (满足 $U'(\pi_{\text{员}}) \tau > U'(\omega_{\text{圆}})$) , 出于声誉的考虑 , 经理在时期 员的努力水平严格大于 园 (这在单阶段模型中是不可能的 , 除非显性激励合同是可行的) 。 τ 越大 , 声誉效用越强。注意 , $\pi_{\text{员}}$ 不进入一阶条件 ; 但在理性预期假设下 , $\pi_{\text{员}}$ 满足这个条件。

上述模型假定经理只工作两个时期 , 但上述结果很容易一般化。一般的 , 如果经理工作 栽期 , 那么 , 除最后一期的努力 $\pi_{\text{栽}}$ 为零外 , 所有 栽原员 期之前的努力 $\pi_{\text{栽原员}}$ 均为正。并且容易推断 , 努力随年龄的增长而递减 , 即 $\pi_{\text{栽原员}} > \pi_{\text{栽原员-1}} > \dots > \pi_{\text{栽原员}}$, 因为越接近退休年龄 , 努力带来的效应越小 [时期 员的努力 $\pi_{\text{栽原员}}$ 影响所有以后 (栽原员) 期的工资 , 但时期 (栽原员) 的努力只影响 $\omega_{\text{栽原员}}$] 。因此 , 此模型足以证明 , 引入独立董事的监督 , 且假定经理工作期限不定 , 即经理自己不知道可以工作多少年 , 其工作期限的长短由其工作业绩而定 ; 则经理工作时期都可以看作 栽原员 期以前 , 即经理的努力均为正 , 从而可以解决经理不努力工作损害股东

利益的问题。

在此模型中,假定独立董事总是努力工作,是因为经过独立董事和股东的博弈,独立董事的选择和经理的选择一样,也将是努力工作(其博弈模型和上面的模型大体相同)。

基本结论 独立董事的引入可以使“内部人控制”问题得到比较有效的缓解。

注:

①美国学者的研究提供佐证。

②但这并不意味着决策职能并不重要。实际上,合理的公司结构安排要求控制权和剩余索取权相匹配,公司的决策权必然赋予董事会,因而决策职能也是独立董事问题的主要考虑因素。

③关于这一假设的合理性可以参见博迪《金融学》。以公司价值的最大化为目标,有助于提高效率,这正是经济学的主题。

④这种假设基于以下理念:任命管理者的依据主要在于其经营能力,而不是他是否采取过贿赂行为,他的贿赂行为主要通过其他措施来解决,如约束被贿赂者。这一点参见下文对独立董事产生的讨论。

⑤监督者接受贿赂当期即能被发现的假设只是为了便于分析,由于被发现只是迟早的事,因此发现前的时间长短对模型分析的结果没有实质性的影响。

⑥参见张维迎《从非对称信息看公司融资与资本市场》中对贴现因子的解释(见《企业理论与中国企业改革》,北京大学出版社,1999年版,第104页)。我们没有对管理者的未来收入进行贴现,是因为管理者被假定将继续任职,因而他以后的收益将构成他以后当期的决策变量。

⑦公司的所有权其实是一种状态依存所有权,在正常运营状态归股东所有。参见张维迎《所有权、治理结构与委托—代理关系》,见《企业理论与中国企业改革》,北京大学出版社 1998 年版,第 85 页。

⑧这种过程应该与 砸的下降是同步交叉进行的。另外,股东为了促使监督者不接受管理者的贿赂,提高 孕即增大 $\frac{员}{砸}$ 也是显而易见的选择,但这却是股东最不喜欢的选择,且 孕可供提高的幅度显然有限。在模型中,孕被假设为恒定。

⑨对于相对于管理者独立的监督者,管理者一定的贿赂成本能够转化成的可能受贿收益要小,或者反过来说,就是对于监督者要求的既定受贿收益,需要管理者付出更大的成本。

⑩模型可供检验的含义并不限于这些,尚且本文也不打算对这些含义逐一进行检验。

⑪我们假定若 月进行会计信息造假而 粤未发现,粤的行动就表现为未监督。

⑫裁值的大小可理解为独立董事发现高管人员的造假行为后声誉的提升。

⑬这里我们将 粤月获得正常收益的支付函数定为 园,是为了后面分析的方便,将其定为一个非 园的正数不会影响后面的分析结论。

第七章

摇摇独立董事制度与企业绩效相关性的实证分析

员象

摇摇独立董事制度与公司绩效相关性研究的简述

摇摇摇摇国外的研究

国外实行独立董事制度较早,对于独立董事制度与公司绩效的关系,有人做过许多调查研究,但得出的结论却不相同:

其一,独立董事制度与公司绩效正相关。如威斯巴奇(配援杂穿着遣精)(员怨怨)发现:以总经理为首的经理人员的升迁与公司业绩的相关性,在外部董事较多的公司要相对强得多;其原因是,外部董事多的董事会独立性比内部董事控制的董事会要强。美国投资者责任研究中心(隔四说)在员怨怨年所作的一个研究发现:在猿个董事会的独立性等于或低于圆豫的公司中,缘年内股东总回报率为缘豫;在猿个董事会的独立性等于或高于怨豫的公司中,缘年内股东总回报率为远豫;在圆个独立性低于一半的董事会中,其平均的总回报率为苑豫;在圆个

苑园瑶国内的研究

近一段时期,国内对独立董事制度也进行了比较多的研究,但基本上集中于理论分析,着眼点主要在于从不同的角度探讨独立董事与内部管理人员的关系,或如何完善公司治理结构,甚至还有不少人仍拘泥于要不要引入独立董事制度问题;而对于独立董事制度与公司绩效之间的关系的实证研究,则极少有人涉及。独立董事制度设立的最终目的是通过公司治理结构的改善,提高公司的绩效。独立董事制度如果提高了公司的绩效,表明它已经达到一个相对完善的程度;否则,独立董事制度就可能存在缺陷的,需要找出问题,不断完善。目前在英美等国,独立董事制度在公司发展中扮演着日益重要的作用。在中国,独立董事制度同样有助于公司治理的完善和公司绩效的提高,这已无需理论上的反复论证;关键在于通过经验实证分析寻找差距,继而找出相应的完善措施。

员贞

苑园瑶中国上市公司独立董事制度的实证分析

苑园瑶实证分析的目的

通过对中国上市公司独立董事的实证分析主要想达到以下目的:

员分析中国独立董事制度的有效性,即独立董事与企业绩效的相关性如何,是正相关、负相关还是不相关。

园分析中国现行的独立董事规模分布状况、董事会规模分布状况,以及独立董事在董事会的比例状况。

猿通过 园园园年与 园园园年中国独立董事制度的分析,得出中国独立董事的变化趋势。

实证分析的方法

指标体系：

根据本课题研究目的，兹设计六个指标：

- (1) 净资产收益率
- (2) 每股收益
- (3) 独立董事数
- (4) 独立董事占全部董事的比例
- (5) 董事会董事数
- (6) 独立董事的报酬

第 1-6 项指标反映公司绩效。

样本的选取：

- (1) 2007 年：选取了资料数据比较完整的 10 家上市公司。
- (2) 2008 年：选取了 2008 年 1 月 1 日公布的 2007 年年报中资料数据比较完整的 10 家公司。

分析采用的软件：SPSS 17.0

2007 年 10 家样本公司的实证分析

2007 年 10 家样本公司的净资产收益率；每股收益；独立董事数；董事会董事数；独立董事报酬的总体情况。见表 1-1 独立董事与企业业绩等指标总体情况^①

	每股收益 (元)	净资产收益率 (%)	独立董事数 (人)	董事数 (人)	薪酬(元) (元)
平均数	0.15	15.5	3.5	10.5	15.5
中间数	0.15	15.5	3.5	10.5	15.5
最大数	0.15	15.5	3.5	10.5	15.5
最小数	0.15	15.5	3.5	10.5	15.5
样本数	10	10	10	10	10

摇摇从表 苑原员可以分析得出：

① 圆园园年独立董事的状况：最多为缘人，平均为圆猿猿猿人，大多数公司为圆人。

② 圆园园年独立董事的平均报酬约为猿猿猿元，大多数独立董事报酬为猿万元。

③ 圆园园年董事会规模：平均为怨猿怨人，最多为员人，最少为缘人，大多数公司董事会为怨人。

圆园园年 愿家样本公司独立董事的分布状态（见表 苑原圆图 苑原员）

表 苑原圆 独立董事分布状态

独立董事数	园	员	圆	猿	源	缘
公司数量	圆	员	远	圆	缘	苑

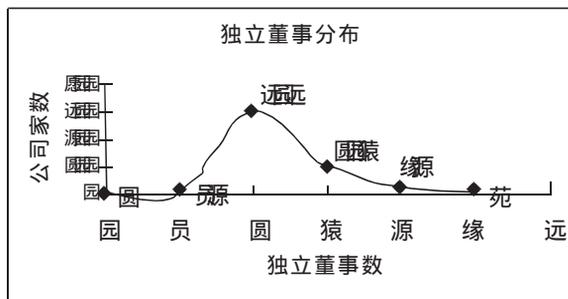


图 苑原员 独立董事分布状态

摇摇从表 苑原圆和图 苑原员可以分析得出：大多数公司（怨缘的公司）的独立董事人数达到了《指导意见》的规定，即 圆园园年 远月 猿日前每家上市公司独立董事不少于圆人。但 远家公司（占总样本 愿家的 远缘）的独立董事数只有圆人，刚刚达到最低要求。

圆园园年独立董事的平均数为 圆猿猿人。

猿猿猿年 愿家样本公司董事会规模的状态：（见表 苑原猿和图 苑原圆）

表 苑原猿

董事会规模的状态

董事数	缘	远	苑	愿	怨	员园	员员	员圆	员猿
公司家数	愿	员员	员圆	愿	员圆	源	员源	猿	苑

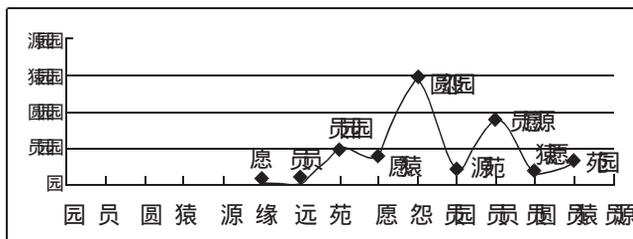


图 苑原圆

董事会规模的状态

员源

摇摇从表 苑原猿和图 苑原圆可以看出 员源年董事会的规模基本上呈现正态分布 怨人占 猿源豫 员人占 圆缘豫。

摇摇员源年 愿远家样本公司独立董事与企业绩效的相关性分析（见表 苑原原）

表 苑原原 摇摇独立董事与企业业绩相关系数矩阵

	每股收益率 再员	净资产收益率 再圆	独立董事数 再猿	董事数 再肆	薪酬 再伍
每股收益率 再员	员	园	园	园	园
净资产收益率 再圆	园	员	园	园	园
独立董事数 再猿	园	园	员	园	园
董事数 再肆	园	园	园	员	园
薪酬 再伍	园	园	园	园	员

摇摇分析表 苑原原得出以下结果：

①从上表的数据表明企业的每股收益率、净资产收益率与独立董事数、董事数、独立董事薪酬之间都呈现正相关性,但相关性较小。

②每股收益率与独立董事数的相关系数为 园爱园园园园

③每股收益率与董事数的相关系数为 园爱园园园园

④每股收益率与独立董事薪酬的相关系数为 园爱园园园园

⑤净资产收益率与独立董事数的相关系数为 园爱园园园园,低于每股收益率与独立董事数的相关系数 园爱园园园园

⑥净资产收益率与董事数的相关系数为 园爱园园园园,低于每股收益率与董事数的相关系数 园爱园园园园

⑦净资产收益率与独立董事薪酬的相关系数为 园爱园园园园,低于每股收益率与独立董事薪酬的相关系数 园爱园园园园

从总体来看,每股收益率与独立董事数、董事数、独立董事的报酬的相关性要大于净资产收益率与独立董事数、董事数、独立董事的报酬的相关性。这说明独立董事制度的引进在某种程度上是有效的,能够维护股东的利益(从每股收益率反映)。

缘园园年 缘元家样本公司独立董事与企业业绩协方差：

表 苑原缘 独立董事与企业业绩协方差矩阵

	每股收益率 再员	净资产收益率 再圆	独立董事数 再员	董事数 再圆	薪酬 再员
每股收益率 再员	园爱园园园园	园爱园园园园	园爱园园园园	园爱园园园园	园爱园园园园
净资产收益率 再圆	园爱园园园园	缘爱园园园园	园爱园园园园	园爱园园园园	园爱园园园园
独立董事数 再员	园爱园园园园	园爱园园园园	园爱园园园园	园爱园园园园	园爱园园园园
董事数 再圆	园爱园园园园	园爱园园园园	园爱园园园园	缘爱园园园园	园爱园园园园
薪酬 再员	园爱园园园园	园爱园园园园	园爱园园园园	园爱园园园园	园爱园园园园

摇摇远线性回归方程：

(员) 每股收益率(再)与独立董事数(载)：

$$\text{再} = \text{越} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载}$$

(圆) 每股收益率(再)与独立董事报酬(载)：

$$\text{再} = \text{越} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载}$$

(猿) 每股收益率(再)与独立董事的比例(载)：

$$\text{再} = \text{越} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载}$$

(源) 每股收益率(再)与董事数(载)：

$$\text{再} = \text{越} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载}$$

(缘) 净资产收益率(再)与独立董事数(载)：

$$\text{再} = \text{越} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载}$$

(远) 净资产收益率(再)与独立董事的比例(载)：

$$\text{再} = \text{越} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载}$$

(苑) 净资产收益率(再)与董事数(载)：

$$\text{再} = \text{越} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载}$$

(愿) 再与 载 的 总 体 线 性 回 归 方 程 ：

$$\text{再} = \text{越} + \text{园} \times \text{载} + \text{原} + \text{园} \times \text{载}$$

(注：以上方程的云检验、调整R方检验、F值均符合标准值)

摇摇远年猿家样本公司实证分析

摇摇远年猿家样本公司每股收益率、净资产收益率、独立董事数、董事会董事数、独立董事报酬的总体情况。见表苑

表 苑原远 独立董事与企业业绩等指标总体情况^②

	每股收益率 再员	净资产收益 率再圆	独立董事数 载员	董事数 载圆	薪酬元 载猿
平均数	园缘园缘缘	怨猿园猿愿	猿猿园猿愿	员园园员园源	猿猿园园猿
中间数	园缘园猿员园	苑怨园猿员园	猿猿园员员园	怨猿园员员园	猿员园员员
最大数	员猿园猿员园	源员园猿员园	远猿园员员园	员猿园员员园	园员园员员
最小数	原园园猿员园	原猿园猿员园	园猿园员员园	缘猿园员员园	猿猿园员员
样本数	猿园	猿园	猿园	猿园	猿远

摇摇从表 苑原远可以分析得出：

① 圆园园猿年独立董事的状况：最多为 远人，平均为 猿猿园猿愿人，大多数公司为 猿人。

② 圆园园猿年独立董事的平均报酬约为 猿猿园园猿元，大多数独立董事报酬为 猿万元，最多为 园万。

③ 圆园园猿年董事会规模：平均为 员园园员园人，最多为 员猿人，最少为 缘人，大多数公司董事会为 怨人。

圆园园猿年 猿园家样本公司独立董事的分布状态：（见表 苑原苑和图 苑原猿）

表 苑原苑 独立董事数分布状态

独立董事数	园	圆	猿	源	缘	远
公司数量	员	源	园猿	员源	猿	苑

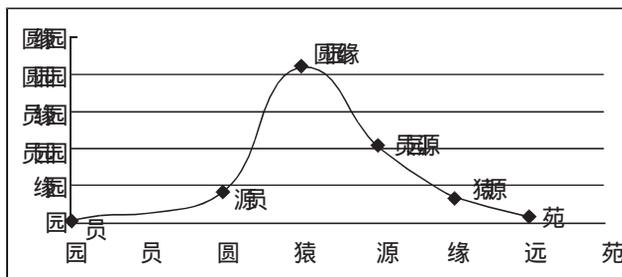


图 苑原猿

独立董事数分布状态

员苑

从表 苑原苑和图 苑原猿可以分析得出:愿猿豫的公司(猿园家)独立董事人数达到或超过《指导意见》的规定,即 圆园园年 远月猿日前每家上市公司独立董事比例不少于 员缘

猿园园年猿园家样本公司董事会规模的状态:(见表 苑原愿和图 苑原原)

表 苑原愿 董事会规模的状态

董事数	缘	远	苑	愿	怨	园	员	圆	猿	源	缘	远	苑	怨
公司家数	远	愿	圆	圆	猿	猿	远	圆	圆	缘	圆	猿	猿	圆

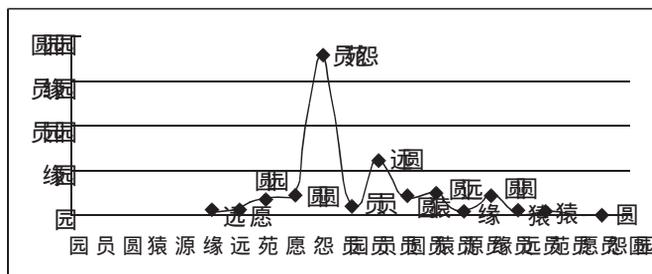


图 苑原原 董事会规模的状态

从表 苑原愿可以看出,圆园园年董事会的平均规模为 员圆.园员名;从图 苑原原可以看出,董事会的规模基本上呈现正态分布,怨人 员怨家,占 猿猿豫。

猿园园年我国独立董事与企业绩效的相关性分析:(见表 苑原怨)

表 苑原忽 独立董事与企业业绩相关系数矩阵

	每股收益率 再园	净资产收益率 再园	独立董事数 载员	董事数 载园	薪酬 载猿
每股收 益率 再员	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园
净资产收 益率 再园	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园
独立董事 数 载员	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园
董事数 载园	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园
薪酬 载猿	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园	园.源园园园园园

员原忽

摇摇分析表 苑原忽得出以下结果：

①上表的数据表明企业的每股收益率、净资产收益率与独立董事数、董事数之间都呈现正相关性,但相关性较小;净资产收益率与独立董事薪酬呈负相关。

②每股收益率与独立董事数的相关系数为 园.源园园园园园

③每股收益率与董事数的相关系数为 园.源园园园园园

④每股收益率与独立董事薪酬的相关系数为 园.源园园园园园

⑤净资产收益率与独立董事数的相关系数为 园.源园园园园园,低于每股收益率与独立董事数的相关系数 园.源园园园园园

⑥净资产收益率与董事数的相关系数为 园.源园园园园园,低于每股收益率与董事数的相关系数 园.源园园园园园

⑦净资产收益率与独立董事薪酬的相关系数为 园.源园园园园园,低于每股收益率与独立董事薪酬的相关系数 园.源园园园园园

从总体来看,每股收益率与独立董事数、董事数、独立董事的报酬的相关性要大于净资产收益率与独立董事数、董事数、独立董事的报酬的相关性。这进一步说明独立董事制度的引进在

某种程度上是有效的,能够维护股东的利益(从每股收益率反映)。

缘用年猿国家样本公司独立董事与企业业绩协方差:
(见表苑原园)

表苑原园 独立董事与企业业绩协方差矩阵

	每股收益率 再员	净资产收益率 再圆	独立董事数 载员	董事数 载圆	薪酬 载猿
每股收益率 再员	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园
净资产收益率 再圆	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园
独立董事数 载员	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园
董事数 载圆	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园
薪酬 载猿	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园	园园园园园园

缘用年猿国家样本公司独立董事与企业业绩协方差矩阵

(员)每股收益率(再员)与独立董事数(载员):

$$\text{再员} = \text{园园园园园园} + \text{园园园园园园} \times \text{载员} + \text{园园园园园园} + \text{园园园园园园}$$

(圆)每股收益率(再员)与董事数(载圆):

$$\text{再员} = \text{园园园园园园} + \text{园园园园园园} \times \text{载圆} + \text{园园园园园园} + \text{园园园园园园}$$

(猿)每股收益率(再员)与独立董事报酬(载猿员用园):

$$\text{再员} = \text{园园园园园园} + \text{园园园园园园} \times \text{载猿员用园} + \text{园园园园园园} + \text{园园园园园园}$$

(源)每股收益率(再员)与独立董事的比例(载员载圆):

$$\text{再员} = \text{园园园园园园} + \text{园园园园园园} \times \text{载员载圆} + \text{园园园园园园} + \text{园园园园园园}$$

(缘)净资产收益率(再圆)与独立董事数(载员):

$$\text{再圆} = \text{园园园园园园} + \text{园园园园园园} \times \text{载员} + \text{园园园园园园} + \text{园园园园园园}$$

(远)净资产收益率(再圆)与独立董事的比例(载员载圆):

$$\text{再圆} = \text{园园园园园园} + \text{园园园园园园} \times \text{载员载圆} + \text{园园园园园园} + \text{园园园园园园}$$

摇摇本章小结：

摇摇通过对中国 猿园年 猿家上市公司和 猿年 猿家上市公司独立董事制度与企业业绩相关性的实证分析,得出如下结论：

(员)从总体上来看,独立董事制度与企业的业绩呈正相关性。

(圆)独立董事制度的引入对相关利益者利益的维护状况有所改善。

(猿)独立董事的比例基本上趋向于 猿,董事会的规模趋向于 怨。

(源)独立董事的报酬趋向于每人年薪 猿万元。

注：

① 猿家样本公司详细情况见论文后面的附录 员

② 猿家样本详细情况见论文后面的附录 圆

第八章

中国上市公司独立董事制度 ——现状、问题、目标模式和对策建议

员猿

员猿 中国上市公司独立董事制度的现状

员猿 中国上市公司独立董事制度的建立过程

独立董事作为从英美国家引入中国的一项制度,最早见于员猿苑年 员圆月中国证监会发布的《上市公司章程指引》。《章程指引》第 员圆条规定:“公司根据需要,可以设独立董事”。

员猿怨年 猿月 圆日,国家经贸委与证监会联合发布《关于进一步促进境外上市公司规范运作和深化改革的意见》,要求境外上市公司逐步建立健全外部董事和独立董事制度。

圆园园年 员月 猿日,上海证券交易所发布的《上市公司治理指引》中明确提出,上市公司“应至少拥有两名独立董事,且独立董事至少应占董事总人数的 圆豫”。

圆园园年 员月 猿日,证监会又发出通知,要求基金管理公司(包括正在筹建中的公司)必须完善治理结构,实行独立董事制

度,其人数不少于公司全部董事的三分之一,并多于第一大股东提名的董事人数。

2003年8月,证监会颁布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》。该《指导意见》规定:在2003年12月31日前,上市公司的董事会成员中应当至少包括三名独立董事;在2004年12月31日前,董事会成员中应当至少包括两名独立董事。

2003年12月,中国证监会颁布了《上市公司治理准则》,对上市公司建立独立董事制度在六个方面做出了相对具体和明确的规定^①:

来源

一是从形式上对独立董事在公司董事会中的构成做出了明确规定。《指导意见》规定:在2003年12月31日前,董事会成员中应当至少包括三名独立董事;在2004年12月31日前,上市公司董事会成员中应当至少包括两名独立董事;独立董事中至少包括一名会计专业人士。

二是对独立董事的任职条件及其“独立性”做出了明确限定。

三是对独立董事的提名、选举和任命做出了规定。

四是对独立董事的职责做出了规定。

五是在制度设计上考虑了专门委员会的作用。

六是明确“为了保证独立董事有效行使职权,上市公司应当为独立董事提供必要的条件”,其中包括独立董事的知情权、工作条件、独立董事的津贴及可以建立独立董事责任保险制度等。《指导意见》和《上市公司治理准则》的相关规定基本形成了我国上市公司独立董事制度的制度框架。

愿爱摇中国上市公司引入独立董事制度的进展情况

愿年愿月,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》,标志着中国上市公司独立董事制度的正式实施。该文件要求,愿年愿月猿日前,各上市公司董事会成员中至少应包括猿的独立董事。根据统计,截至愿年愿月底,在沪深两交易所愿家上市公司中,有愿家上市公司配备了独立董事,独立董事总人数达到猿名,平均每家上市公司达到猿名以上。在配有独立董事的愿家上市公司中,独立董事占董事会成员猿以上的有愿家,占总数的猿;独立董事占董事会成员猿以上的公司有愿家,占总数的愿。从人数上来看,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。

员缘

通过对猿名独立董事统计资料的分析,独立董事的人员结构呈现以下几个特点:一是专业化。属于财会经济类专业(包括金融、财务、会计、审计)的有愿人,占总人数的猿;属于法律类专业的有源人,占总人数的猿。这部分人员懂法律和财务,熟悉资本市场,对上市公司的经营决策有较大帮助。二是知识化。具有硕士研究生以上学历(或相当学力)的有愿人,占总人数的猿。三是相对年轻化。猿岁至缘岁年龄段的人员最多,共愿名,占总人数的猿。四是多元化。大学教授和专家学者有员人,占总人数的猿;中介机构(包括会计师事务所、律师事务所、投资咨询公司等中介机构)的工作人员愿人,占总人数的猿;公司管理人员源人,占总人数的猿。虽然大学教授和专家学者仍占较大比例,但来自中介机构和其他公司高级管理人员的人数大大增加了。从独立董事制度实施几年来的趋势看,这两类人员将成为独立董事队伍中的重要组成部分。猿名独立董事中,会计专业人士共有愿名,占总人数的猿,绝大多数公司达到了这

一要求^②。

在保护投资者特别是公众投资者利益方面,已初具规模的独立董事具有以下效果:

首先,独立董事履行职责的重点内容之一是要对关联交易进行审查判断。通过独立董事的审查判断,可以增强上市公司关联交易的透明度、交易价格的公允性和交易程序的规范性,有利于防止控股股东利用关联交易损害其他股东利益的行为发生,切实保障中小股东的利益。

如 2004 年 8 月,某上市公司独立董事在控股集团公司所属的生物工程研究所收购两项新药的关联交易中,结合自身专业经验,从维护中小股东利益出发,提出了对评估价进行打折的独立意见,并得到董事会的采纳,降低了上市公司的成本,维护了中小股东的利益。

其次,独立董事开始对一些重要事项发表独立意见。这主要体现在以下两个方面:一是按规定的要求对董事的提名与任免、高管人员的聘任与解聘、董事及高管人员的薪酬、重大资金往来等重要事项发表独立意见。如 2003 年 9 月,某上市公司的独立董事向公司董事会提出了免去公司董事长董事一职的临时提案,此提案虽未被股东大会通过,但由独立董事提请罢免公司董事,这在 2003 多家上市公司中尚属首例。二是对一些可能影响中小股东权益的事项(资产重组、股权转让、重大投资等)主动发表独立意见。如浙江某上市公司,2004 年末和 2005 年初连续实施重大资产置换,进行产业转型。对此,独立董事从专业角度和维护公司整体利益的角度出发,对转型目标产业的发展前景和方向、产业转型的具体运作、资产置换涉及金额的计量等事项多次发表独立意见,既增加了资产重组的透明度,又积极推动了该上市公司主营业务的成功转型。

总的看:大多数独立董事,按照相关法规履行了自己的职责,独立董事制度的建立和实施,对完善公司治理结构、保护投

资者特别是公众投资者的合法权益等方面 ,初步显现了效果。

中国独立董事制度存在的主要问题

目前独立董事制度的主要问题

由于中国引入独立董事制度的时间较短 ,各种配套制度和外部环境还不完善 ,在一定程度上制约了独立董事作用的充分发挥。主要表现在以下几个方面 :

① 独立董事的独立性不强。很多公司都是由大股东或管理层向董事会提出独立董事人选 ,再以董事会的名义提名。这样的提名机制难以保证独立董事能独立于大股东和管理层。

② 部分独立董事缺乏企业管理的经验。由于不少独立董事缺乏企业管理的经验 ,对企业的运作不熟悉 ,还难以担负起监督公司规范运作的重任。同时 ,独立董事本职工作繁忙 ,社会兼职较多 ,深入了解企业情况还远远不够。

③ 独立董事的知情权难以保证。主要原因 :一是独立董事未投入足够的时间和精力来履行职责 ,主观上未积极争取获得充足的信息 ;二是上市公司可能会出于各种考虑 ,尽量不提供或少提供不利于公司的资料 ,甚至有意不通知独立董事参加董事会会议 ,造成独立董事无法获取充足的信息 ,难以发挥作用。

独立董事制度在制度层面的主要问题

独立董事为什么不能保持应有的“ 独立 ”“ 公正 ”? 为什么不能实现其保护中小投资者合法权益的基本目标? 从制度的角度分析 ,主要存在以下几方面的问题 :

① 独立董事的选聘制度。独立董事的提名和选聘实际上被大股东掌控 ,虽然是经过股东大会讨论通过的 ,但是在“ 一股独

大”的股权结构下,即使是股东大会也因为受大股东的控制而难以保证其公正性。由此产生的独立董事必然听命或受制于大股东,自然难以有效保证独立董事的独立性,更谈不上监督和制约大股东。这是独立董事形同虚设的主要原因。

④独立董事的津贴制度。目前,上市公司大多采用两种独立董事补贴方式:一种是直接给独立董事支付固定津贴,这已经为大多数上市公司所采用;另一种是不支付固定津贴,而是对独立董事每次参加会议的车马费等给予补助。⑤据统计,2005年平均每个独立董事为1.25万元,2006年为1.59万元,这一数字较之2005年的1.11万元已大有提高。由于这些津贴直接来自于上市公司,必然造成独立董事会碍于情面,对一些重大问题保持沉默,从而失去其应有的公正性。

⑥独立董事的兼职问题。2005年12月15日中国证监会颁布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》第一条第二款中规定,独立董事原则上最多在3家上市公司兼职独立董事,并确保有足够时间和精力有效地履行独立董事的职责。这其中存在着一些问题:

(1)虽然《指导意见》中有独立董事在公司的实际平均工作时间必须达到15天的基本要求,但大部分独立董事达不到这个要求。

(2)对于一些规模较小的上市公司,兼职1—2家的独立董事,只要能认真负责地行使职权,似乎问题不是很大。但如果是有十几万职工、占地近半个城市的国有大型上市公司,区区15天时间,恐怕连起码的情况都难以了解。

(3)确保有足够时间和精力有效地履行独立董事的职责与最多在3家上市公司兼职独立董事的条款之间存在一定矛盾。为了确保独立董事能真正有效履行职责,最佳的办法是限制独立董事的兼职。

⑦独立董事的人选问题。目前聘请的独立董事大多数是

社会名流、专家和学者。不可否认,他们在各自所从事的行业中是专家,甚至是权威。但是他们中的大多数人,由于公务繁忙,很难有时间和精力行使好独立董事的权力;而且他们未必具有公司经营管理方面的专业知识,甚至从未接触过经济、金融研究或企业财务运作等相关方面,有相当一部分则是农林、科技、外语等方面的各色名人。例如郑百文的独立董事伊伊伊,则是郑州大学教外语的副教授,郑百文出事后,他被证监会处以 100 万元的罚款。因此,对于独立董事的人选,不能强调聘请名人,而要注重聘请能人。

解决独立董事不独立的根本措施,就是实施独立董事职业化,建立职业独立董事制度。独立董事人选应该由证监会组织实施严格的聘用、培训、考核等程序,再由证监会向上市公司推荐多位适合的人选;上市公司可以公布候选人情况,经过股东大会讨论选举通过后,正式聘请为独立董事。在股东大会讨论选举中,为了消除大股东的影响,应该实行大股东回避制或普通股股东表决制。

独立董事的职业化,将可以确保独立董事有足够的时间和精力行使职权。而且,经过专业化、系统化培训和考核的独立董事,可以凭借其专业才能,更有效地发挥独立董事的作用。

此外,为了增加透明度和独立董事的公正性,上市公司支付给独立董事的津贴,全部上缴到职业独立董事的行业公会,由行业公会根据独立董事的工作成绩支付其相应的报酬。上市公司不得以任何形式私下贿赂独立董事。只有这样,才能从根本上保证独立董事的真正独立。

愿景 | 中国独立董事制度目标模式选择的客观依据

由于中国上市公司监督方面出现的诸种问题,必须对治理结构进行改革。对中国上市公司而言,独立董事制度是一个新事物,作为一项制度,它涉及法规限定、独立董事来源、组织形式以及薪酬安排等层面的内容。如何借鉴国际上先进的行之有效的独立董事制度,结合中国的实际,尽快在上市公司的董事会中设立起科学、高效的独立董事制度,是人们面临的一个重要问题。

愿景

分析各国公司治理结构以及引入独立董事的状况,英美模式较为成功,已成为世界各国的主流模式,在改进上市公司的治理结构时应借鉴英美模式。但考虑到中国上市公司与日本公司在股权结构方面的相似之处,似乎监事会模式也有一定的意义;况且中国已经将监事会写进了《公司法》中,成为改进监督机制时必须面对的已有法律背景。出于这些考虑,拿出一套较完备的上市公司独立董事制度方案,是一件很棘手的事情。

此外,中国上市公司的许多相关因素正处于高速变动之中,各上市公司的股权结构等基本状况也开始变化,对独立董事监督作用机制的要求也不相同,独立董事制度也要与时俱进,随着时间、条件的变化而不断变化。

由于独立董事制度本身还存在一些难以克服的缺陷,对企业的积极作用还没有得到全面的实证,国内外一直还处在不断探索中,特别是我国实行独立董事制度的时间还不长,许多法规还需要完善。在当前,一个可行的办法是根据国情和具体企业形态的特点,积极推进独立董事制度建设。

愿提供可供选择的目標模式

改进和完善中国上市公司的独立董事制度,有以下可供选择的几种目标模式:

鼠目标模式一:完善现行监事会制度,不设独立董事。

该目标模式的基本想法是通过完善监事会改善上市公司的监督机制。一方面,监事会制度已经立法,目前存在的问题只是由于监事会作用没有得到有效发挥;另一方面,由于上市公司存在“一股独大”现象,董事会被大股东控制,监事会的选派机制不完善。这个目标模式的实施虽然难度小,但监事会的监督属于事后监督,而且在实践中已经流于形式,如果要像德国的监事会那样具有权威性,还需修改《公司法》,提升监事会的法律地位。

圆目标模式二:在董事会中设立独立董事制度,并设立相应的委员会,取代现行的监事会制度。

从现实看,现行的监事会制度没有发挥其应有的作用,即使花费很大努力改进它,在一定时期内也难以改变人们对它的看法,事倍而功半。此外,监事会作为并列于董事会的另一机构,不能参与董事会的决策,其职能只能属于事后的监督,难以形成决策过程中的监督。借鉴国外经验,在董事会中引进独立董事制度,并设立审计委员会、提名委员会、薪酬委员会等机构,建立起全新的监督机制,形成决策过程中的监督。这样可以全面改观上市公司监督的局面。

但是,采用此目标模式需要修改《公司法》,还需改进一股独大的股权结构,难度较大,所需时间较长。

獭目标模式三:独立董事制度与监事会制度同时并存。

根据这个目标模式,在同一个上市公司内,除了在董事会内设立独立董事外,还要保留经过改进的监事会。独立董事与监事会实行双重监督,在监督职能上分工配合,充分发挥两者的监

督作用。

独立董事在决策过程中有监督优势,监事会具有事后监督优势。独立董事及其委员会主要负责财务信息披露和审计方面的监督,监事会负责在执行法规和执行股东会、董事会决议等方面的监督。两种制度在监控功能上各有优劣,可以实现功能互补。

独立董事制度之所以有效,除了因其产生方式等特有的独立性外(如独立董事产生程序上的独立性和人格的独立性、利益的独立性、行权的独立性等),还在于其监督功能的发挥具有天然的事前监督、内部监督以及决策过程监督紧密结合的特点。

公司董事会是公司的最高决策权力机构,独立董事作为决策层的重要组成部分,他们具体参与了公司重大决策的全过程,包括重大决策的事前酝酿、内部制定、最终发布等各个环节。相对监事会而言,独立董事制度具有监事会无法具备的事前监督、内部监督以及决策过程监督紧密结合的特点。相比之下,监事会的监督,按《公司法》所赋予的权限范围与行权过程,表现为事后监督、外部监督、非参与决策过程监督的特点。因此,在中国现阶段公司引入独立董事制度是十分必要的。

诚然,并不是说可以不设监事会,监事会所具有的经常性监督、事后性监督与外部性监督特点,独立董事制度并不具备。首先,独立董事作为非执行董事或外部董事,尽管参与了决策的全过程,但它有两大缺陷无法克服:(员)时间上不可能得到充分保障。《公司法》规定董事会一年至少开二次,中国证监会《指导意见》中则要求独立董事为上市公司工作时间一年不少于 5 天。(圆)对决策执行过程的具体监督及其效果评价,也无法做到及时和准确到位。监事会作为一种公司专职的常设性监督机构,可以对公司重大决策进行日常性跟踪监控。这种经常性的监督,能够将问题的发现几率大大提高,发现时间大大提前;从而保障了决策的执行水准与效率,并尽可能地降低纠偏成本。

监事会的事后监督涵盖了检查、落实、评价与反馈等多种功能，是对独立董事制度所具有的事前监督、内部监督以及决策过程监督功能以外不可多得的重要补充，也是股东大会赖以对公司决策层和管理层做出评价与取舍的重要依据。外部监督的含义有二层：一层含义，表现为监事对决策层和管理层的完全超脱，监事们不必为承担决策或经营管理失误的责任而无法客观地、超脱地发挥评价与监督的职能。另一层含义，在于依据《公司法》，在监事的产生中，应有一部分是企业内部职工代表（工会）的参与，现实中，大多数国有控股的上市公司还习惯把一部分党务工作者（如党委书记）安排入监事会任监事。这种监督的制度性安排所产生的监督功能，除了其经济含义外，还有独立董事制度所无法涵盖的政治含义。

根据上述分析，即使撇开种种因素不论，仅从上述二种制度监督功能互补性角度出发，在中国上市公司中，在保持二元体制公司机关架构的基础上，引入独立董事制度也是一种未尝不可的改革尝试。但这种尝试不应被搞成完全照搬。

因此，这个目标模式，笔者把它称为综合型独立董事制度模式。这种模式在中国有其可行性：一方面引进了比较有效的独立董事制度及其委员会制度，另一方面又符合现行的公司法律规范，实施起来难度较小。在短期内一股独大和董事长兼总经理等问题不会有很大改观的情况下，引入外部监督力量，能发挥较好的监督作用。

当然，两个监督机构并存履行监督职能，肯定监督成本更高。从长远看，随着上市公司股权结构、治理结构、独立董事制度的改进和完善，应逐步缩小监事会职能，加强独立董事职能，充分发挥独立董事制度的作用。

愿源 完善中国独立董事制度的对策建议

摇摇目前,中国在上市公司建立独立董事制度仍处于起步阶段,如何在借鉴其他国家独立董事制度经验的基础上,根据我国证券市场实际情况,形成一个既能够有效发挥独立董事作用,又能够切实提升公司治理水平的制度体系,将是进一步完善独立董事制度所应考虑的主要问题。

愿源 完善独立董事运行机制

员 注重发挥专门委员会的作用

中国的上市公司尚处于引入独立董事的过程中,独立董事在董事会中所占比例还很低。在这种情况下,独立董事职能的发挥将会受到制约,而专门委员会的缺乏,又使独立董事发挥作用失去了有力的载体,以至于一些独立董事成为“花瓶董事”。因此,可以考虑将《指导意见》和《上市公司治理准则》中对建立专门委员会的规定从许可变为鼓励或强制。从上市公司的性质看,上市公司是一个公众性很强的公司,投资者有权了解董事的具体职责和分工情况,这也是股东评判董事工作绩效的重要前提。在董事会下设立战略、薪酬、提名等专门委员会,将有助于股东更好地评判董事(包括独立董事)的绩效。此外,上市公司中建立专门委员会,也有助于推进公司制度建设,进一步促进上市公司规范运作。

员 举行只有独立董事参加的会议

当今上市公司业务日趋复杂化和专业化,了解公司运营状况需要大量信息,但独立董事属于兼职工作这个特点,决定了其很难有足够时间对所服务的上市公司进行深入了解,发表决策意见时只能依靠其经验和常识进行判断。由于独立董事用来熟悉复杂的公司业务的时间是有限的,因而每一名独立董事对相当广泛的公司业务不可能完全熟悉,依靠个体的力量难以做到

全面监督。目前《指导意见》已经对独立董事为上市公司工作的最低时间做出了规定。为使独立董事更好地履行职能,使独立董事群体更有制衡能力,就需要独立董事之间进行更多的交流。在上市公司举行董事会期间,单独举行只有独立董事参加的会议,未尝不是加强独立董事之间的信息交流、更好地发挥独立董事群体作用的一种有效办法。

重视独立董事召集人的作用

独立董事是外部董事,不在公司任职,只是把他们的一部分时间用在公司上,在信息获取上相对处于劣势。但由于独立董事具有专业知识优势,每一位独立董事都会对上市公司的某一个领域比较擅长,因此从独立董事的群体来看,独立董事可以通过有效的沟通来弥补信息获取方面的不足。在独立董事中推举一个召集人,将有助于形成独立董事群体凝聚力,使其作用发挥得更好。

建立独立董事与股东的联系渠道

《指导意见》规定“独立董事应当按照相关法律法规、本指导意见和公司章程的要求,认真履行职责,维护公司整体利益,尤其要关注中小股东的合法权益不受损害”。目前上市公司的独立董事主要由社会上的知名人士和经济、技术等领域的专家构成。虽然独立董事都是各领域的权威,在各自的领域有丰富的经验,有助于提高董事会的决策质量,但是独立董事为上市公司工作的最终目的是为股东服务,如果独立董事不倾听股东、特别是中小股东的意见,而仅凭自己的独立判断进行投票,并不一定能够真正代表股东利益,特别是维护中小股东利益。因此建立独立董事与股东(特别是中小股东)的定期联系机制是必要的。此外,从委托代理机制上说,独立董事代表的是全体股东的利益,但由于上市公司中不同股东的利益间会有冲突,在股东利益发生冲突的情况下,应明确独立董事代表的是小股东的利益。

缘致进独立董事的提名和选举办法

虽然《指导意见》对独立董事的“独立性”已经做出明确规定,并且已经降低了提名所需股份的最低要求(从征求意见稿的缘到正式发布时的员缘),但在一股独大的股权结构下,独立董事候选人能否当选,在很大程度上仍然取决于大股东的意见。从目前情况看,控股股东提名的独立董事几乎都能顺利当选(大股东所提名的独立董事候选人落选的主要原因是符合独立性的要求而未能通过证监会的审核)。当选的独立董事虽然符合独立性要求,但一般来说他们更多理解大股东的处境,这种理解可能会对独立董事的决策产生一定影响。不仅如此,从国外经验看,如果一个公司的独立董事经常批评公司内部的经理层,这些独立董事在任期满后常常会被解聘;相反,那些对企业内部的经理层不进行挑剔的独立董事,将会得到连任。在中国上市公司现有的股权结构下,积极履行职责的独立董事在董事会换届选举中落选的可能性会更大。

因此,建议在现有的股权结构下适当改进提名和选举办法,如规定控股超过一定比例(如源缘)的股东,在独立董事提名和选举中无投票权或对其投票权做出限制。在国家股是第一大股东的情况下,建议大股东所提名的董事中至少有一半是独立董事。对国家股股东的提名和选举做出要求,不仅有利于进一步将国有资本的目标单一化,真正维护国有资本的利益,而且也有利于防范内部人控制。

远进一步明确对独立董事的激励方式

对独立董事的激励是提高独立董事工作动力的重要方式。为更好地履行其职责,独立董事需要去了解公司,需要同公司的雇员和股东进行交流,并查阅大量有关该公司所处行业的资料。这些都需要花费时间,因此就有理由获得报酬。尤其是独立董事的工作对上市公司的业绩提高做出了重要贡献,就应该明确进一步的激励。对独立董事的激励应以不影响其独立性为前

提。如果独立董事可以拥有上市公司股票,建议必须在离任一段时期(比如超过一个会计年度)后才能卖出。

愿源题建立有效的制度环境和政策体系

考虑到中国上市公司股权结构与股权性质的特殊性,要真正发挥独立董事的职能,在进一步完善独立董事制度的基础上,还必须对相关的制度和政策进行调整与完善。

员题步进行股权结构的调整

股权结构是公司治理结构的基础,中国上市公司治理结构中的许多问题都与不规范的股权结构有关。而控股股东的控制能力越强,独立董事受到的制约可能就越大。股权结构调整是一个相对长期的过程,特别是在国家股是第一大股东的情况下,调整还面临很多障碍。在这种情况下,可以考虑将国家股的股权由不同的部门和机构分别持有,比如可以将上市公司的国家股的一部分股权划拨给社保基金理事会。在国有股比例不变的情况下,将国家股所有权分由不同的代理人承担。这样做,一方面能够通过国家股内部制衡功能的增强,有助于将国家股的目标从多元化转为单一化——追求资本收益的最大化,从而有效防止国家利益变为部门利益、地方利益甚至是内部人利益;另一方面可以有效改善上市公司的股权结构,有助于在上市公司内部形成制衡机制。股权结构的进一步调整,将有助于独立董事在上市公司地位和作用的提升。

题中小股东更方便地参与公司治理创造条件

国外研究表明,股东积极参与公司治理会产生正收益。其中代理权竞争就是鼓励股东参与公司治理的一种方式。薛书阁的《公司治理结构原则》认为,通过代理投票一般是可行的。为达成扩大股东参与公司治理之目的,公司应赞同在投票中扩大技术使用面,包括电话和电子投票。外国股东日益重要的地位也表明为求平衡,公司应竭力使股东利用现代化技术的手段进

行参与,通过开发可靠的电子通讯手段,使股东可以互相交流而无需遵守执行代理委托制的各种手续,从而促进股东对股东大会的有效参与。至于透明度,会议程序应保证所投票经过正确计数和记录并及时宣布结果。从我国的情况看,对累计投票制、征集投票权作出明确要求的《上市公司治理准则》出台后,尽管各上市公司在修订《独立董事制度》时,都在“公司还应当赋予独立董事以下特别职权”中加入了“可以在股东大会召开前公开向股东征集投票权”的内容,但由于受股权结构和投票成本过高的影响,中小股东参与股东大会的积极性依旧不高,目前独立董事向中小股东征集投票权的行动并未取得效果。

以互联网为代表的现代信息技术的迅速发展,为中小股东参与股东大会创造了条件,建议通过在上市公司引入电子投票制度等方式扩大股东的参与范围,使“征集投票权”真正能够起到保护中小股东的作用。这既有利于强化股东对董事会的监督,也有利于为独立董事发挥作用提供支持。

提高董事会召开会议次数的要求

《公司法》规定“董事会每年度至少召开二次会议,每次会议应当于会议召开十日以前通知全体董事。董事会召开临时会议,可以另定召集董事会的通知方式和通知时限”。由于长期以来我国上市公司的董事会主要由内部董事构成,所占比例很低的外部董事通常也都来自大股东,因此董事会成员对上市公司的经营管理状况都比较了解,也有条件经常沟通,董事会每年召开会议的次数多少并不会对上市公司的经营决策产生很大影响。但引入独立董事制度后,由于独立董事不在公司任职,为上市公司工作的时间也比较有限,其对公司的了解会受到一定制约,得到信息的及时性和准确性都会受到影响。随着独立董事在董事会中所占比例的不断提高,独立董事对公司决策的影响会越来越大。在这种情况下,必须增强独立董事与公司的交流,其中一个重要方面是适当增加公司董事会举行会议次数的最低

要求。事实上 随着监管部门对上市公司披露要求的不断提高 , 客观上也要求董事会适当增加会议次数 , 以保证董事会的议事强度。比如 , 可以参照经济合作与发展组织的经验 , 将年度董事会会议次数的最低要求提高到 源次。

源其他需要调整的政策

独立董事只是公司治理中的一个环节 , 其作用的发挥依赖于很多前提条件 , 其中最重要的是能够及时获得准确的信息。这一点不仅需要公司经理层的配合 , 同时还依赖于会计师和审计师的独立性。中国会计师行业的公信度曾受到广泛质疑 , 如何通过有效的政策调整提高会计师等中介机构的独立性 , 仍然是亟待解决的问题。

愿源源制定独立董事法 , 构建执业准则

员效力法定

明确的权力与义务是独立董事制度有效运行的前提。这可以通过修改现行《公司法》 , 增加独立董事条款 ; 也可以单独制订《独立董事法》 , 借以对独立董事的职权、义务、人员来源、组织方式及薪酬安排等条件加以约束 , 并明确在上市公司董事会中独立董事人数所要达到的比例 ; 还可以借鉴独立董事制度较为成熟国家的立法经验 , 在董事会下设各项由独立董事任职的专业委员会^③。

圆有区别的董事责任

由于从公司所获利益的不同 , 独立董事应与执行董事承担不同的责任。执行董事是公司经营决策的具体制订和实施者 , 直接对经营效果负责 , 在薪酬和奖励机制方面条件比独立董事更为优越 , 所获利益更多 , 因此理应承担更严格的责任。另外 , 在我国目前上市公司管理透明度较低的情况下 , 独立董事作出执业判断的信息来源多由公司管理层提供 , 因信息的不完全导致的非过失失误应规定豁免措施。

明确独立董事和监事的职能分工

考虑到中国公司中监事会存在的现实,在引入独立董事制度时应明确独立董事和监事的职能分工。由专业管理人员出任独立董事,由财务会计专业人员担任监事^④。在监督功能定位和内容上应各有侧重,功能互补。同为保护投资者的利益,但独立董事主要是通过提升公司经营绩效(利润率和风险承担)来达到目的,即监督经营决策的合理性——决策的制定方法是不是科学、能否带来利润、风险有多大,并以此来衡量一项决策是否应该执行;而监事则侧重监督经营者决策的合法性和正当性——决策的制定程序是否合法、会不会损害利害相关者的正当利益、财务制度是否真实,从而确保所有股东尤其是中小股东的利益^⑤。

鼓励建立独立董事的行业自律体系

成立独立董事协会

成立行业自律组织——“独立董事协会”,在保障独立董事合法权益的同时,通过制定内部惩戒措施,规范独立董事执业行为。如制订具体执业准则,明确独立董事执业责任,组织业务培训,提高独立董事执业水平。另外,在目前没有专门的资质评估机构的情况下,由协会对独立董事的资质和经营绩效定期进行评估,提供权威的可行性论证,借以增强独立董事的行业自律性。

成立“独立董事事务所”

成立“独立董事事务所”,把独立董事的自然人责任转化为法人责任。独立董事以加入事务所的方式执业,其承担责任就有可能组织化。在我国专业人士的“商誉”体系尚未建立起来的情况下,可以由事务所直接出面对独立董事的行为加以约束,承担相应的损失赔偿责任。独立董事事务所还可以防止独立董事同时在处于竞争关系或有利益冲突的公司之间任职,客观上

起到自律的作用。

独立董事真正发挥监督作用,势必需要耗费大量的时间和精力,因此,应使独立董事职业化。即专业的管理人员应形成两个细分的市场——内部人员市场和外部人员市场。人员之间可以自由流动(如在独立董事事务所和上市公司之间),但作为独立董事的任职期间,不应同时担任其他公司的高级管理人员。应限制独立董事同时任职公司的数量,确保其对公司经营业务和信息的必要了解。

上述两点建议,目的在于实现独立董事的组织化和职业化。

完善独立董事责任与保障机制

责任与薪酬挂钩

固定薪酬无法激励独立董事,只会令其规避风险,但直接与公司利益挂钩,又会导致其独立性的丧失。因此,薪酬制度既要起到激励作用,又不能使独立董事对公司产生依附感。解决此矛盾,可以参照国外的做法,采取延期支付计划或增加股票期权的方式。独立董事奖励薪酬部分要到离开公司时才能获得,并且实际所获额度将与公司的稳定直接相关(股票或期权的价值取决于公司的价值)。当然,独立董事与执行董事和高级管理人员股票期权方案应有区别,以避免发生“共谋”危险。

健全独立董事的保险机制

由上市公司或独立董事事务所为独立董事投保过失责任险,就其除欺诈和故意以外的事项免除其诉讼和赔偿风险。另外,在确定保险费用的支付和保险期限时,还应考虑当独立董事终止任职后,其所获保险和保障政策是否能够持续,以消除独立董事在采取行动时的顾虑。在独立董事离任之后确保他们有足够的保险,并明确由谁来支付这样的长期保险,对独立董事的独立性和有效性有一定的影响。

确了法律责任约束的义务,才可能得到切实的履行。因此,当前亟须营造法律体系保障下的诚信环境,从而使独立董事真正成为“独立、公正、诚信”的专业人员。

愿瑶本章小结

摇摇中国上市公司治理是一个结构性的工作,任何人都不应寄希望于仅仅一项孤立的制度改革。因此,独立董事制度在中国能否真正发挥作用,关键还在于其他相关制度的完善程度,如监事会制度、证监会监督机制、投资者的参与等等。但由借鉴独立董事制度而引发的对完善公司监督机制的关注和尝试,无疑会在客观上促进中国公司治理结构朝着良性的轨道发展。这也许是该制度引入中国的真正价值。

员猿

注:

①证监会:《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,愿年愿月。

②《继续推动完善独立董事制度—中国证监会有关部门负责人答记者问》,《中国证券报》愿年愿月远日。

③如审计委员会、薪酬委员会、提名委员会。

④《公司法》规定监事会的主要功能之一为“检查公司财务”,因而监事理应具备财务会计专业知识。在这一点上,《公司法》监事选任条款应作修改,规定由公司外部的财务专业人员担任外部监事,以实现真正的监督。

⑤杨帆,《论公司治理结构中的外部监事制度》,《法学》愿年第愿期。

⑥王霞,《美国基金公司独立董事制度研究》,《焦点访谈》,见《潮》,增刊,增刊,增刊,增刊,增刊,增刊。

摇摇独立董事制度需要研究的问题很多,不仅要研究独立董事的理论问题,更重要的是要研究实践中不断出现的各种错综复杂的实际问题。它涉及到经济、法律、政治、社会、文化、道德等诸多方面。独立董事制度的研究是一个系统工程。

本课题对独立董事制度虽然就某些方面作了一些研究,但笔者深知很不全面,更谈不上系统研究,有待今后进一步深入研究。比如说,对独立董事制度的成本和收益的分析,独立董事制度的法律体系架构,社会、文化、政治、道德等制度环境对独立董事制度的制度绩效影响,独立董事制度的制度体系架构,独立董事制度绩效的评价指标体系,独立董事制度与监事会的协调和整合,中国独立董事制度所需要的制度环境,等等,都是需要研究的问题。

选择独立董事制度作为研究题目,具有很大的挑战性和艰巨性。研究中,笔者在有些方面做了大量工作,也有一定价值。如对 1994 年、1995 年、1996 年、1997 年、1998 年、1999 年、2000 年、2001 年、2002 年、2003 年、2004 年、2005 年、2006 年、2007 年、2008 年、2009 年、2010 年、2011 年、2012 年、2013 年、2014 年、2015 年、2016 年、2017 年、2018 年、2019 年、2020 年、2021 年、2022 年、2023 年、2024 年、2025 年、2026 年、2027 年、2028 年、2029 年、2030 年中国上市公司独立董事情况的资料数据的收集整理,花费了几个月的时间;本想把 1994 年的数据多收集些,但苦于 1994 年上市公司的年报还处于披露之中,而交稿时间临近,出于无奈,只收集了 1995 年样本。这些资料数据对从事独立董事制度研究的人员有一定的查考价值。之所以把这些资料附录在文后,也是出于此意。课题研究中采取的对独立董事制度的博弈分析,也具有一定价值,为独立董事制度的研究提供了一个新的视角。

本研究的主要创新点：

对中国独立董事制度的实证分析。

对独立董事制度的分析采用了新方法：博弈模型分析方法、复杂数量模型分析方法。

提出了中国独立董事制度的目标模式。

由于笔者水平有限，加之资料有限，书中不足之处在所难免，敬请专家学者多多提出批评指正。

摇摇(一)中文文献：

[员]李维安：《公司治理》，天津：南开大学出版社 2005年版。

[圆]李维安：《中国公司治理原则与国际比较》，北京：中国财政经济出版社 2005年版。

[猿]哈罗德·德姆赛茨：《企业经济学》，北京：中国社会科学出版社 2003年版。

[源]韩志国、段强：《独立董事：管制革命还是装饰革命》，北京：经济科学出版社 2005年版。

[缘]何维达：《公司治理结构的理论与案例》，北京：经济科学出版社 2003年第 1 版。

[远]科斯：《财产权利与制度变迁》，上海：上海三联书店 2003年版。

[苑]梁能：《公司治理结构：中国的实践与美国的经验》，北京：中国人民大学出版社 2004年版。

[愿]中祥投资有限公司与董事会咨询公司编著：《独立董事与公司治理》，北京：地震出版社 2004年版。

[怨]杨瑞龙、周业安：《企业的利益相关者理论及其应用》，北京：经济科学出版社 2004年版。

[员0]张维迎：《企业理论与中国企业改革》，北京：北京大学出版社 2003年版。

[员1]萨蒙：《公司治理》，北京：中国人民大学出版社 2005

年版。

[员圆]钱得勒:《看得见的手——美国企业的管理革命》,商务印书馆 员圆苑年 猿月版。

[员圆]张军:《现代产权经济学》,上海:上海三联书店 员圆苑年 猿月版。

[员圆]施蒂格勒:《产业组织和政府管制》,上海:上海三联书店 员圆苑年 猿月版。

[员圆]李健:《公司治理理论》,北京:经济科学出版社 员圆苑年 猿月版。

[员圆]张维迎:《博弈论与信息经济学》,上海:上海三联书店 员圆苑年 猿月版。

[员圆]张维迎:《企业理论与中国企业改革》,北京:北京大学出版社 员圆苑年 猿月版。

[员圆]张开平:《英美公司董事法律制度研究》,北京:法律出版社 员圆苑年 第 员 版。

[员圆]中国证券监督管理委员会网站:《员圆苑年各上市公司年报、员圆苑年各上市公司年报》。

[员圆]陈昊:《中美公司独立董事制度比较研究》,《当代法学》员圆苑年 猿月。

[员圆]金安钦:《关于独立董事与监事会关系的几点思考》,《学术论坛》员圆苑年 猿月。

[员圆]蒋大兴:《独立董事:在传统框架中行动——超越公司治理结构改革的异向思维》,《法学评论》员圆苑年 猿月。

[员圆]王天习:《独立董事领域几个相关术语的界定》,《河北法学》员圆苑年 源月。

[员圆]胡金焱、丁士祥:《我国上市公司独立董事制度的博弈分析》,《山东大学学报》(哲学社会科学版)员圆苑年 猿月。

[员圆]马维胜:《独立董事制度研究述评》,《天中学刊》员圆苑年 猿月。

[104]龙玉祥:《独立董事制度:环境分析和对策研究》,《孝感学院学报》2006年 5月。

[105]廖斌:《论独立董事与监事会职能的协调架构》,《天府新论》2006年 5月。

[106]高旭军:《“公司监督机制失衡症”和独立董事》,《南开学报》2006年 5月。

[107]平来禄:《独立董事制度与上市公司治理》,《当代财经》2006年 5月。

[108]李士连:《独立董事制度的比较与选择》,《广西社会科学》2006年 5月。

[109]吴劲松:《独立董事与监事会的关系探析》,《当代法学》2006年 5月。

[110]裴宏波:《独立董事规模与公司治理效率之间的理性选择》,《企业经济》2006年 5月。

[111]彭佑元、唐艳华:《独立董事薪酬问题分析》,《华北工学院学报》2006年 5月。

[112]邵少敏、吴沧澜、林伟:《国外独立董事研究》,《世界经济》2006年 5月。

[113]葛燕、胡春香:《独立董事的监督作用及其相关因素》,《世界经济与政治论坛》2006年 5月。

[114]于东智、王化成:《独立董事与公司治理:理论、经验与实践》,《会计研究》2006年 5月。

[115]张一赫:《试论监事会与独立董事制度的功能性互补:反思与重构》,《当代法学》2006年 5月。

[116]张亦春:《体制转轨、制度创新与公司治理结构发展——关于独立董事制度的一个经济逻辑分析》,《当代财经》2006年 5月。

[117]王国海:《独立董事有效性:一个制度经济学视角的分析》,《财经理论与实践》2006年 5月。

[源]彭真明、江华：《美国独立董事制度与德国监事会制度之比较》，《法学评论》~~2006~~年 11月。

[源]卫志民：《效率约束与制度安排：中国独立董事制度研究》，《求索》~~2006~~年 10月。

[源]张巍：《独立董事制度与双层委托代理结构》，《财经问题研究》~~2006~~年 10月。

[源]刘俊海：《论独立董事制度的几个相关法律问题》，《中国工商管理研究》~~2006~~年 11月。

[源]赵伊川、王柏玲：《关于独立董事独立性的国际比较》，《东北财经大学学报》~~2006~~年 12月。

[源]马金城：《独立董事制度：国际经验及其借鉴》，《财经问题研究》~~2006~~年 11月。

[源]郭跃进：《独立董事制度与中小股东利益保护》，《财经问题研究》~~2006~~年 12月。

[源]刘文、吴曼：《上市公司监事会与独立董事的“共生”问题》，《财经科学》~~2006~~年增刊。

[源]张秀岩：《关于建立和完善独立董事制度的思考》，《长白学刊》~~2006~~年 12月。

[源]何问陶、王金全：《我国独立董事制度的实证分析》，《财贸经济》~~2006~~年 12月。

[源]刘星、高云成等：《从独立董事的薪酬制度设计透析其独立性》，《财经理论与实践》~~2006~~年 12月。

[源]陈峥嵘：《掀起 缘位独立董事的面纱》，《发展》~~2006~~年 12月。

[源]李志生、徐林刚等：《独立董事制度在我国的运用》，《华中科技大学学报》（人文社会科学版）~~2006~~年 12月。

[源]邓菊秋：《论英国的独立董事制度》，《华中科技大学学报》（人文社会科学版）~~2006~~年 12月。

[源]矫健：《独立董事、监事会与现代公司监督机制的选

择》,《理论研究》~~2014~~2015年 圆月。

[缘]陈燕玲:《试论独立董事的责任和利益》,《现代财经》~~2014~~2015年 缘月。

[缘]王立国:《独立董事的权利义务与法律责任》,《天津社会科学》~~2014~~2015年 猿月。

[缘]尹伯成、刘筱华:《独立董事制度评述》,《社会科学》~~2014~~2015年 源月。

[缘]罗辰:《独立董事制度的制衡机理及实施条件》,《江海学刊》~~2014~~2015年 圆月。

[缘]高晋康、汤火箭等:《我国何以移植独立董事制度》,《经济学家》~~2014~~2015年 猿月。

圆五

[远]王明利、宋学锋:《基于监督约束机制的独立董事制度研究》,《中国矿业大学学报》~~2014~~2015年 猿月。

[远]孙敬水:《论我国独立董事与监事会的关系架构》,《江西社会科学》~~2014~~2015年 怨月。

[远]张建伟、向景:《监事会与独立董事制度的功能比较及其价值取舍》,《漯河职业技术学院学报》(综合版)~~2014~~2015年 员月。

[远]向荣:《上市公司独立董事独立性的界定与公司治理结构的关系》,《南开管理评论》~~2014~~2015年 远月。

[远]高明华、马守莉:《独立董事制度与公司绩效关系的实证分析》,《南开经济研究》~~2014~~2015年 圆月。

[远]李金生、高桂林:《独立董事与监事会——谈我国上市公司内部监督机制的完善》,《河北法学》~~2014~~2015年 远月。

[远]马兆平、杨汉明:《独立董事引入后董事间的冲突变化》,《中国工业经济》~~2014~~2015年 员月。

[远]陈宏辉、贾生华:《信息获取、效率替代与董事会职能的改进》,《中国工业经济》~~2014~~2015年 圆月。

[远]王常柏、冯花兰:《论独立董事制度与监事会制度相结

附录 员

摇摇圆园圆园年上市公司独立董事及企业业绩相关数据情况表(愿元家样本)

(根据各上市公司 圆园圆园年年报整理)

圆园元

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
园园园园园	万科粤	园园园园	园园园园	源	员	园园园园
园园园园园	北大高科	园园园园	园园园园	猿	愿	园园园园
园园园园园	世纪星源	园园园园	园园园园	猿	员	园园园园
园园园园园	深达声粤	园园园园	园园园园	圆	怨	园园园园
园园园园园	栽裁亿安	园园园园	园园园园	猿	怨	园园园园
园园园园园	深宝安粤	园园园园	园园园园	员	苑	园园园园
园园园园园	深华新	园园园园	园园园园	圆	员	园园园园
园园园园园	栽裁深物业	园园园园	园园园园	员	怨	园园园园
园园园园园	沙河股份	园园园园	园园园园	圆	怨	园园园园
园园园园园	栽裁中华粤	园园园园	园园园园	圆	员	园园园园
园园园园园	深中冠粤	园园园园	园园园园	猿	怨	园园园园
园园园园园	深深宝粤	园园园园	园园园园	圆	愿	园园园园

员元愿

代码	名称	每股收益(元)	净资产收 益率(豫)	独立董 事数	董事数	独立董事 薪酬(元/年)
园园园园	深赤湾 粤	园园愿	员缘园	圆	怨	园园园园
园园园园	深天地 粤	园园源	园园园	圆	员	猿园园园
园园园园	招商局 粤	园园愿	怨园怨	猿	员	猿园园园
园园园园	森特力 粤	原园园怨	原园园源	圆	怨	猿园园园
园园园园	飞亚达 粤	原园园员	原园园苑	圆	愿	员园园园
园园园园	一致药业	园园苑	员园愿	圆	怨	员园园园
园园园园	森盛润 粤	原园园源	猿园源	猿	员	员园园园
园园园园	深宝恒 粤	园园源	苑	猿	怨	缘园园园
园园园园	深桑达 粤	园园源	愿园怨	圆	怨	园园园园
园园园园	新都酒店	园园猿	员园	圆	怨	猿园园园
园园园园	华联控股	园园愿	员园源	猿	怨	缘园园园
园园园园	深南电 粤	园园苑	猿园猿	猿	员	员园园园
园园园园	深大通 粤	园园苑	怨园园	猿	远	源园园园
园园园园	中集集团	园园员	员园怨	猿	员	愿园园园
园园园园	深鸿基 粤	原园园源	原园园源	圆	员	苑园园园
园园园园	深长城 粤	园园园	缘园缘	圆	员	源园园园
园园园园	深南光 粤	园园怨	怨园猿	猿	员	员园园园
园园园园	光彩建设	园园源	猿园员	圆	愿	源园园园
园园园园	森康达尔	园园缘	园园苑	圆	怨	员园园园
园园园园	深万山 粤	园园员	员园	圆	苑	源园园园
园园园园	深天马 粤	原园园猿	原园园猿	圆	苑	员园园园
园园园园	方大 粤	原园园愿	原园园缘	猿	怨	园园园园
园园园园	深国商	原园园园	原园园园	圆	苑	员园园园
园园园园	深赛格	园园源	愿园园	圆	苑	缘园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
002012	辽通化工	0.07	1.0	猿	员	0.00
002009	中金岭南	0.07	1.0	猿	0	0.00
002011	农产品	0.06	1.0	猿	0	0.00
002008	深圳华强	0.06	1.0	猿	怨	0.00
002013	北方国际	0.06	1.0	圆	怨	1.00
002019	长城电脑	0.06	1.0	圆	怨	0.00
002018	赛格三星	0.06	1.0	圆	怨	0.00
002015	盐田港粤	0.06	1.0	猿	0	0.00
002017	广聚能源	0.06	1.0	圆	员	0.00
002016	中信海直	0.06	1.0	猿	0	1.00
002014	川化股份	0.06	1.0	员	0	0.00
002010	安塑股份	0.06	1.0	圆	缘	1.00
002018	中联重科	0.06	1.0	圆	员	1.00
002013	常山股份	0.06	1.0	猿	怨	1.00
002018	国际实业	0.06	1.0	猿	0	0.00
002011	丝绸股份	0.06	1.0	圆	0	1.00
002018	华意压缩	0.06	1.0	圆	愿	1.00
002013	荻栽鑫光	0.06	1.0	猿	员	1.00
002018	河北华玉	0.06	1.0	圆	怨	1.00
002011	荻栽英特	0.06	1.0	圆	愿	0.00
002013	汇通水利	0.06	1.0	员	缘	0.00
002013	东阿阿胶	0.06	1.0	猿	员	1.00
002013	徐工科技	0.06	1.0	圆	员	1.00
002019	富龙热力	0.06	1.0	圆	员	1.00

0.00

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
000008	华天酒店	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000009	丹东化纤	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000010	鄂武商粤	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000011	海虹控股	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000012	赛迪传媒	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000013	东泰控股	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000014	粤富华	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000015	天歌科技	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000016	金路集团	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000017	银基发展	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000018	丽珠集团	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000019	珠渝开发	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000020	渝钛白	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000021	甬成功	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000022	四环生物	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000023	银河创新	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000024	中国凤凰	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000025	美菱电器	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000026	白云山粤	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000027	广州浪奇	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000028	东方宾馆	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000029	红太阳	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000030	好时光	0.0000	0.0000	0	0	0.0000
000031	桂柳工粤	0.0000	0.0000	0	0	0.0000

0000

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
000070	大冷股份	0.06	7.56	0	5	0
000071	穗恒运 粤	0.06	5.06	0	9	0
000072	粤华电 粤	0.06	9.56	0	9	0
000073	南开戈德	0.06	5.56	0	5	0
000075	云南白药	0.06	0.06	0	5	0
000076	世纪中天	0.06	5.56	0	5	0
000077	裁益通讯	0.06	1.06	0	9	0
000078	皖能电力	0.06	0.06	0	5	0
000079	裁吉轻工	0.06	9.06	0	9	0
000080	闽福发 粤	0.06	0.06	0	9	0
000081	湖南投资	0.06	7.56	0	9	0
000082	湘火炬 粤	0.06	5.06	0	9	0
000083	江铃汽车	0.06	5.56	0	5	0
000084	创元科技	0.06	0.06	0	5	0
000085	长风特电	0.06	0.06	0	5	0
000086	沙隆达 粤	0.06	0.06	0	0	0
000087	泰山石油	0.06	0.06	0	5	0
000088	太光电信	0.06	0.06	0	0	0
000089	莱茵置业	0.06	0.06	0	9	0
000090	万向钱潮	0.06	5.06	0	9	0
000091	陕长岭 粤	0.06	0.06	0	9	0
000092	宏源证券	0.06	1.06	0	5	0
000093	陕西投 粤	0.06	0.06	0	9	0
000094	西安民生	0.06	0.06	0	9	0

0001

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元·辆)
园园园园园	韶能股份	园猿园	园猿园	猿	怨	园猿园园
园园园园园	金马集团	园猿园	园猿园	圆	怨	猿园园园
园园园园园	四环药业	园猿园	园猿园	圆	怨	猿园园园
园园园园园	青海明胶	园猿园	猿	员	园	园园园园
园园园园园	华立控股	园猿园	园猿园	圆	怨	园园园园
园园园园园	阳光股份	园猿园	园猿园	圆	苑	猿园园园
园园园园园	西安旅游	园猿园	园猿园	圆	员	怨园园
园园园园园	焦作万方	园猿园	园猿园	猿	愿	猿园园园
园园园园园	珠江东海粤	园猿园	园猿园	圆	员	园园园园
园园园园园	湖北金环	园猿园	怨园园	猿	愿	园园园园
园园园园园	亿城股份	园猿园	园猿园	猿	怨	园园园园
园园园园园	石油济柴	园猿园	园猿园	圆	缘	猿园园园
园园园园园	荃荔吉化	园猿园	园猿园	猿	员	园园园园
园园园园园	荃荔圣方科	园猿园	园猿园	圆	员	园园园园
园园园园园	比特科技	园猿园	园猿园	圆	怨	猿园园园
园园园园园	吉林敖东	园猿园	园猿园	圆	苑	园园园园
园园园园园	长安汽车	园猿园	园猿园	源	员	猿园园园
园园园园园	如意集团	园猿园	园猿园	圆	员	猿园园园
园园园园园	百科药业	园猿园	园猿园	圆	苑	园园园园
园园园园园	新钢钒	园猿园	园猿园	圆	员	猿园园园
园园园园园	兰宝信息	园猿园	园猿园	圆	员	猿园园园
园园园园园	民族化工	园猿园	园猿园	圆	怨	园园园园
园园园园园	风华高科	园猿园	园猿园	猿	员	园园园园
园园园园园	茂化实华	园猿园	园猿园	圆	愿	猿园园园

园园园

园源

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
园园缘	金德发展	园缘	园缘	源	员	园园园
园园源	九江化纤	园源	园员	圆	愿	员园园
园园缘	格力电器	园缘	员缘苑	圆	怨	缘园园
园园圆	泰达股份	园圆	苑缘	圆	怨	猿园园
园园缘	华光陶瓷	园员	猿缘	圆	怨	猿园园
园园缘	珠海中富	园缘	园员	圆	苑	远园园
园园圆	永安林业	园圆	猿圆	圆	苑	园园园
园园缘	武汉塑料	园员	园缘	圆	员	源园园
园园圆	武汉石油	园缘	远员	圆	员	员园园
园园圆	天发股份	园缘	猿缘	圆	怨	员园园
园园圆	石狮新发	园员	员缘	圆	员	猿园园
园园缘	大同水泥	园缘	源缘	圆	愿	园园园
园园苑	山东海龙	园源	源缘	圆	员	猿园园
园园缘	森载襄轴	园缘	园	员	缘	员园园
园园缘	大连友谊	园圆	源缘	圆	愿	员园园
园园圆	山推股份	园圆	员缘	圆	员	猿园园
园园员	远东股份	园源	园源	圆	员	猿园园
园园缘	天然碱	园缘	员缘	圆	愿	猿园园
园园缘	公用科技	园缘	源缘	圆	苑	猿园园
园园怨	宝丽华	园怨	员圆	源	员	园园园
园园圆	惠天热电	园缘	员缘	圆	愿	猿园园
园园缘	聚友网络	园	远缘	圆	怨	缘园园
园园苑	咸阳偏转	园圆	员	猿	怨	员园园
园园缘	沈阳化工	园缘	园缘	圆	怨	园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
000028	荻栽佳 纸	0.0000	0.0000	源	0	0.0000
000000	模塑科技	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	厦门信达	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	正虹科技	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	世纪光华	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	浙江震元	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	双环科技	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	大冶特钢	0.0000	0.0000	猿	0	0.0000
000000	唐钢股份	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	天兴仪表	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	龙发股份	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	锦龙股份	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	丰乐种业	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	广西斯壮	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	韶钢松山	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	焦作鑫安	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	鲁能泰山	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	西安饮食	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	金果实业	0.0000	0.0000	猿	0	0.0000
000000	荻栽天 宇	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	京东方 粤	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	鲁 泰 粤	0.0000	0.0000	苑	0	0.0000
000000	华东科技	0.0000	0.0000	猿	0	0.0000
000000	北京化二	0.0000	0.0000	猿	0	0.0000

园缘

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
园园园猿	燕京啤酒	园猿园猿	猿园	圆	员猿	猿园园园
园园园猿	环保股份	园猿园猿	猿园	圆	员猿	猿园园园
园园园猿	四川美丰	园猿园猿	猿园	猿	怨	猿园园园
园园园猿	福建三农	园猿园猿	猿园	猿	愿	猿园园园
园园园猿	振华科技	园猿园猿	猿园	圆	怨	猿园园园
园园园猿	罗牛山	园猿园猿	猿园	猿	员猿	猿园园园
园园园猿	重庆实业	园猿园猿	猿园	猿	怨	猿园园园
园园园猿	南风化工	园猿园猿	猿园	圆	怨	猿园园园
园园园猿	载南摩	园猿园猿	猿园	员	怨	猿园园园
园园园猿	湘计算机	园猿园猿	猿园	圆	员园	猿园园园
园园园猿	桂林集琦	园猿园猿	猿园	圆	远	猿园园园
园园园猿	西藏发展	园猿园猿	猿园	圆	员园	猿园园园
园园园猿	漳州发展	园猿园猿	猿园	猿	怨	猿园园园
园园园猿	山西三维	园猿园猿	猿园	圆	员猿	猿园园园
园园园猿	新华制药	园猿园猿	猿园	猿	怨	猿园园园
园园园猿	方向光电	园猿园猿	猿园	圆	员猿	猿园园园
园园园猿	中色建设	园猿园猿	猿园	猿	员源	猿园园园
园园园猿	武汉中百	园猿园猿	猿园	源	员园	猿园园园
园园园园	西藏矿业	园猿园猿	猿园	圆	员园	猿园园园
园园园猿	锦州石化	园猿园猿	猿园	圆	怨	猿园园园
园园园园	通化金马	园猿园猿	猿园	圆	苑	猿园园园
园园园园	漳泽电力	园猿园猿	猿园	圆	员怨	猿园园园
园园园园	西飞国际	园猿园猿	猿园	圆	愿	猿园园园
园园园猿	菲菲农业	园猿园猿	猿园	猿	怨	猿园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元·辖)
园园园园	中核科技	园园园园	园园园园	圆	员	猿园园园
园园园园	新兴铸管	园园园	园园园园	猿	怨	员园园园园
园园园园	三毛派神	园园园	园园园	圆	员园	员园园园
园园园园	草原兴发	园园园	园园园	猿	怨	猿园园园
园园园园	美达股份	园园园	园园园	猿	怨	猿园园园
园园园园	石炼化	园园园园	园园园	圆	员园	员园园园
园园园园	武汉中商	园园园	园园园	猿	怨	园园园园
园园园园	北新建材	园园园园	园园园	圆	怨	源园园园
园园园园	创智科技	园园园园	猿园园	源	员	猿园园园
园园园园	杂戟合成	园园园园	园园园园	猿	怨	员园园园
园园园园	江西水泥	园园园园	园园园	圆	怨	猿园园园
园园园园	华神集团	园园园	园园园	猿	员	源园园园
园园园园	西北化工	园园园园	园园园	圆	员园	员园园园
园园园园	盐湖钾肥	园园园园	园园园	圆	员	怨园园
园园园园	燃气股份	园园园	园园园	圆	怨	园园园园
园园园园	太原刚玉	园园园园	园园园园	圆	员	愿园园
园园园园	宝商集团	园园园	猿园园	圆	员	员园园园
园园园园	四川湖山	园园园园	园园园	圆	员	缘园园园
园园园园	京西旅游	园园园	园园园园	圆	怨	猿园园园
园园园园	美亚股份	园园园	园园园	圆	怨	猿园园园
园园园园	炎黄物流	园园园	员园园	圆	愿	缘园园园
园园园园	银河科技	园园园	园园园	猿	愿	园园园园
园园园园	云铝股份	园园园	员园园	圆	员	员园园园
园园园园	第一纺织	园园园园	园园园	圆	怨	园园园园

园园园

园方愿

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
园园园园	华润锦华	园园	苑园	猿	怨	员园园园
园园园园	烟台冰轮	园园	员园园	圆	愿	员园园园
园园园园	陕西金叶	园园园	远园	圆	员	园园园园
园园园园	美利纸业	园园	远园	圆	愿	园园园园
园园园园	江淮动力	原园园	原园园	源	员	园园园园
园园园园	辽河油田	园园	员园园	圆	员	园园园园
园园园园	锦化氯碱	园园	园园	猿	怨	员园园园
园园园园	岳阳兴长	园园园	远园	圆	员	园园园园
园园园园	金城股份	园园	员园	猿	怨	怨园园园
园园园园	京山轻机	园园	源园	圆	怨	园园园园
园园园园	山东海化	园园	苑园	猿	员	猿园园园
园园园园	超声电子	园园园	员园	猿	怨	猿园园园
园园园园	太钢不锈	园园园	愿园	圆	怨	缘园园园
园园园园	荥载原宜	原园园	原园园	圆	苑	员园园园
园园园园	长兴实业	园园	园园	圆	怨	园园园园
园园园园	福地科技	园园	园园	猿	怨	缘园园园
园园园园	赣南果业	园园	园园	猿	怨	猿园园园
园园园园	关铝股份	园园	员园园	圆	员	猿园园园
园园园园	龙涤股份	园园	园园	圆	员	源园园园
园园园园	贵糖股份	园园	员园	圆	苑	远园园园
园园园园	隆源双登	原园园	原园	猿	愿	员园园园
园园园园	天大天财	园园	猿园	圆	员	苑园园园
园园园园	秦川发展	园园	源园	猿	怨	猿园园园
园园园园	荥西化机	园园	员园	猿	怨	员园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元·辖)
园园园园	中信国安	园园园源	园园园源	源	园苑	园园园园
园园园园	承德露露	园园园源	园园园园	园	园源	园园园园
园园园园	华茂股份	园园园员	园园园怨	猿	园怨	园园园园
园园园园	荏苒七砂	园园园源	园园园园	园	园猿	园园园园
园园园园	江钻股份	园园园苑	园园园源	猿	园员	园园园园
园园园园	唐山陶瓷	园园园员	园园园员	园	园愿	园园园园
园园园园	国风塑业	园园园园	园园园愿	园	园怨	园园园园
园园园园	顺鑫农业	园园园源	园园园苑	园	园怨	园园园园
园园园园	吴忠仪表	园园园源	园园园缘	园	园员	园园园园
园园园园	和光商务	园园园猿	园园园缘	园	园员	园园园园
园园园园	扬子石化	园园园苑	园园园苑	园	园愿	园园园园
园园园园	吉电股份	园园园远	园园园怨	园	园苑	园园园园
园园园园	新希望	园园园缘	园园园愿	猿	园怨	园园园园
园园园园	天山股份	园园园愿	园园园愿	园	园园	园园园园
园园园园	云南铜业	园园园愿	园园园园	源	园猿	园园园园
园园园园	大连国际	园园园怨	园园园远	猿	园园	园园园园
园园园园	华联股份	园园园源	园园园源	猿	园园	园园园缘
园园园园	三环股份	园园园园	园园园愿	园	园员	园园园园
园园园园	荏苒春都	园园园怨	园园园怨	园	园远	园园园园
园园园园	海南高速	园园园园	园园园愿	园	园苑	园园园园
园园园园	飞彩股份	园园园愿	园园园远	猿	园怨	园园园园
园园园园	峨眉山粤	园园园园	园园园愿	园	园猿	园园园园
园园园园	渤海物流	园园园愿	园园园园	园	园猿	园园园园
园园园园	长丰通信	园园园员	园园园缘	园	园怨	园园园园

园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元·辆)
园园园园	阿继电器	园园园源	猿猿园苑	猿	怨	园园园园
园园园园	浙大海纳	园园源	猿猿源	圆	苑	源园园园
园园园园	福星科技	园园园园	远园源	圆	苑	员园园园
园园园园	一汽夏利	原园园源	原猿猿园	圆	怨	猿园园园
园园园园	吉林炭素	原园园源	原园园猿	圆	怨	园园园园
园园园园	兰州黄河	园园园猿	园园怨	猿	员	远园园园
园园园园	丰原生化	园园园远	苑园怨		远	猿园园园
园园园园	中关村	原园园园	原园园园	圆	员	缘园园园
园园园园	华菱管线	园园园猿	员园园员	圆	员	源园园园
园园园园	神火股份	园园园怨	员园园园	圆	苑	愿园园园
园园园园	四川双马	园园园猿	远园源	圆	愿	园园园园
园园园园	华西村	园园园园	员园园苑	圆	怨	园园园园
园园园园	金牛能源	园园源	员园园愿	猿	员	园园园园
园园园园	凯迪电力	园园园远	员园园怨	圆	员	远园园园
园园园园	南天信息	园园园员	愿园猿	圆	怨	远园园园
园园园园	新乡化纤	园园园园	苑园远	猿	怨	园园园园
园园园园	民丰农化	原园园源	原园园猿	圆	员	员园园园
园园园园	广济药业	园园园远	猿园园	圆	员	猿园园园
园园园园	河池化工	园园园远	猿园园	源	员	园园园园
园园园园	欣龙无纺	园园园愿	员园园远	圆	怨	猿园园园
园园园园	中原油气	园园园苑	员园园怨	缘	员	猿园园园
园园园园	中通客车	园园园苑	猿园猿	圆	苑	源园园园
园园园园	首钢股份	园园猿	员园园怨	猿	员	员园园园
园园园园	锡业股份	园园园猿	园园员	圆	员	员园园园

园园园

员员员

代码	名称	每股收益(元)	净资产收 益率(豫)	独立董 事数	董事数	独立董事 薪酬(元/年)
000061	大连金牛	0.02	1.02	圆	员	0.0000
000070	东方钽业	0.02	1.02	源	员	1.0000
000028	华东医药	0.04	1.04	圆	员	1.0000
000025	天水股份	0.02	1.02	圆	怨	1.0000
000021	长源电力	0.01	1.01	园	员	0.0000
000026	上风高科	0.01	1.01	圆	员	0.0000
000020	神州股份	0.02	1.02	圆	员	1.0000
000029	安泰科技	0.02	1.02	圆	怨	1.0000
000040	中科三环	0.02	1.02	猿	怨	1.0000
000048	新中基	0.01	1.01	圆	怨	1.0000
000058	科学城	0.02	1.02	圆	苑	1.0000
000052	春晖股份	0.02	1.02	圆	愿	1.0000
000055	浪潮信息	0.02	1.02	圆	员	1.0000
000059	桂林旅游	0.02	1.02	猿	员	1.0000
000068	科苑集团	0.02	1.02	圆	苑	1.0000
000060	金马股份	0.02	1.02	猿	员	1.0000
000065	兰光科技	0.02	1.02	圆	员	0.0000
000069	圣雪绒	0.02	1.02	源	员	1.0000
000062	西山煤电	0.02	1.02	圆	员	1.0000
000066	大庆华科	0.02	1.02	源	员	1.0000
000063	九芝堂	0.02	1.02	圆	苑	1.0000
000067	闽东电力	0.02	1.02	圆	员	1.0000
000064	皇台酒业	0.02	1.02	猿	怨	1.0000
000069	捷利股份	0.02	1.02	员	远	1.0000

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元·辖)
园园园园	新大陆	园猿猿	远猿源	圆	远	园猿园园
园园园园	隆平高科	园猿园	员猿园	圆	员猿	源园园园
园园园园	三九医药	园猿园	远猿员	猿	怨	员源园园
园园园园	豫能控股	园猿园	源猿缘	圆	员猿	源园园园
远园园园	新疆天业	园园	源园园	圆	员	猿园园
远园园园	国能集团	原园猿园	原猿猿缘	员	怨	缘园园
远园园园	澄星股份	园猿园	苑猿愿	猿	怨	园园园
远园园园	人福科技	园猿猿	源猿猿	圆	怨	猿园园
远园园园	金花股份	园猿员	猿	源	员园	苑园园
远园园园	杂戟海泰	园猿园	苑猿怨	圆	怨	园猿园
远园园园	新天国际	园猿猿	员猿缘	圆	员猿	缘园园
远园园园	同仁堂	园猿猿	员猿园	源	员	猿园园
远园园园	多佳股份	园猿源	园猿园	猿	员园	缘园园
远园园园	南京水运	园猿园	员猿怨	圆	员苑	园猿园
远园园园	中视传媒	园猿员	园猿员	圆	员缘	猿园园
远园园园	特变电工	园猿源	怨猿员	源	员	远园园
远园园园	啤酒花	园猿员	愿猿怨	圆	愿	缘园园
远园园园	明天科技	园猿愿	源猿源	圆	愿	员园园
远园园园	精密股份	园猿园	园猿猿	圆	愿	猿园园
远园园园	禾嘉股份	园猿苑	源猿苑	圆	苑	园园园
远园园园	华源股份	园猿怨	园猿苑	源	员缘	猿园园
远园园园	云天化	园猿园	员猿员	猿	怨	猿园园
远园园园	华立科技	园猿怨	苑猿怨	圆	愿	园园园
远园园园	广州控股	园猿苑	员猿怨	猿	怨	愿园园

园园园

圆员原

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
远园园园	林海股份	园园园源	园园园愿	圆	怨	远园园园园
远园园园	清华同方	园园园园	远园园缘	圆	苑	愿园园园园
远园园园	明星电力	园园园源	苑园园源	圆	员猿	猿园园园园
远园园园	莱钢股份	园园园苑	员园园猿	圆	远	猿园园园园
远园园园	青山纸业	园园园怨	园园园愿	圆	员员	猿园园园园
远园园园	上海汽车	园园园缘	员园园源	圆	怨	猿园园园园
远园园园	永鼎光缆	园园园猿	远园园元	圆	员园	远园园园园
远园园园	重庆路桥	园园园员	苑园园源	圆	怨	源园园园园
远园园园	美尔雅	原园园猿	园园园	圆	怨	员园园园园
远园园园	亚盛集团	园园园猿	缘园园	源	员猿	愿园园园园
远园园园	森牧成百	园园园园	源园园怨	猿	怨	园园园园园
远园园园	稀土高科	园园园元	远园园园	圆	员园	源园园园园
远园园园	长征电器	原园园源	原园园苑	圆	愿	猿园园园园
远园园园	浙江东日	园园园源	员园园缘	圆	员员	猿园园园园
远园园园	东方航空	园园园缘	员园园愿	源	员员	园园园园园
远园园园	三峡水利	园园园缘	员园园怨	圆	员缘	园园园园园
远园园园	西宁特钢	园园园缘	怨园园怨	圆	愿	员园园园园
远园园园	长江投资	园园园源	远园园猿	圆	员员	猿园园园园
远园园园	浙江东方	园园园缘	员园园愿	圆	怨	猿园园园园
远园园园	宏图高科	园园园怨	猿园园源	圆	怨	猿园园园园
远园园园	兰花科创	园园园苑	怨园园愿	猿	怨	猿园园园园
远园园园	铁龙股份	园园园猿	员园园	圆	员园	园园园园园
远园园园	杭钢股份	园园园园	员园园源	圆	怨	猿园园园园
远园园园	金健米业	原园园怨	园园园怨	员	愿	愿园园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
300008	弘业股份	0.15	15.56	3	9	1.5
300001	岷江水电	0.15	15.56	3	9	1.5
300002	重庆啤酒	0.15	15.56	3	9	1.5
300003	东湖高新	0.15	15.56	3	9	1.5
300004	乐凯胶片	0.15	15.56	3	9	1.5
300005	道博股份	0.15	15.56	3	9	1.5
300006	青旅控股	0.15	15.56	3	9	1.5
300007	鼎天科技	0.15	15.56	3	9	1.5
300008	兴发集团	0.15	15.56	3	9	1.5
300009	四维瓷业	0.15	15.56	3	9	1.5
300010	离合器	0.15	15.56	3	9	1.5
300011	邢台轧辊	0.15	15.56	3	9	1.5
300012	沪东重机	0.15	15.56	3	9	1.5
300013	航天机电	0.15	15.56	3	9	1.5
300014	维科精华	0.15	15.56	3	9	1.5
300015	厦门建发	0.15	15.56	3	9	1.5
300016	宝硕股份	0.15	15.56	3	9	1.5
300017	益鑫泰	0.15	15.56	3	9	1.5
300018	鲁润股份	0.15	15.56	3	9	1.5
300019	中体产业	0.15	15.56	3	9	1.5
300020	巨化股份	0.15	15.56	3	9	1.5
300021	天坛生物	0.15	15.56	3	9	1.5
300022	山东临工	0.15	15.56	3	9	1.5
300023	福建南纸	0.15	15.56	3	9	1.5

园园家

圆园元

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
远园园元	福田汽车	园园缘	员园园园	圆	员缘	缘园园园
远园园愿	武汉控股	园园愿	员园园	圆	员园	园园园园
远园园元	太原重工	园园园园	远园缘	圆	员园	园园园园
远园园园	上海建工	园园园	苑园园	圆	员缘	源园园园
远园园元	上海贝岭	园园园元	猿园猿	圆	愿	猿园园园
远园园园	黄河旋风	园园员	园园源	圆	怨	园园园园
远园园缘	美都控股	园园源	猿园园	圆	怨	源园园园
远园园元	中国化建	园园园	员园园源	圆	员园	猿园园园
远园园园	雅戈尔	园园园园	愿园源	圆	怨	猿园园园
远园园愿	东安动力	园园园缘	园园愿	圆	员缘	员园园园
远园园园	黑化股份	园园园	员园园源	圆	怨	员园园园
远园园园	九发股份	园园猿	猿园猿	源	员园	园园园园
远园园员	云大科技	园园园	原园园怨	猿	怨	猿园园园
远园园园	桦林轮胎	原园园源	怨园员	圆	苑	员园园园
远园园缘	海星科技	园园园	园园猿	猿	怨	园园园园
远园园元	莲花味精	园园园园	园园缘	源	员	远园园园
远园园愿	兖州煤业	园园缘	愿园园	猿	员	苑园园园
远园园愿	吉林森工	园园源	原园园怨	圆	苑	员园园园
远园园园	锦州港	原园园园	远园员	猿	员园	猿园园园
远园园猿	亚星客车	园园园	愿园元	猿	员	猿园园园
远园园缘	长春经开	园园缘	猿园猿	圆	员园	园园园园
远园园元	浙江医药	园园园园	远园源	圆	员	园园园园
远园园园	秦岭水泥	园园员	员园园源	圆	员园	园园园园
远园园愿	全柴动力	园园源	怨园缘	圆	愿	猿园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
300158	南山实业	0.01	1.2	1	1	0.00
300100	竹林众生	0.01	1.2	1	1	0.00
300157	万杰高科	0.01	1.2	1	1	0.00
300156	天香集团	0.01	1.2	1	1	0.00
300155	赤天化	0.01	1.2	1	1	0.00
300154	青岛碱业	0.01	1.2	1	1	0.00
300153	沧州大化	0.01	1.2	1	1	0.00
300152	凌钢股份	0.01	1.2	1	1	0.00
300151	金鹰股份	0.01	1.2	1	1	0.00
300150	大连创世	0.01	1.2	1	1	0.00
300149	天龙集团	0.01	1.2	1	1	0.00
300148	民丰特纸	0.01	1.2	1	1	0.00
300147	桂冠电力	0.01	1.2	1	1	0.00
300146	海南椰岛	0.01	1.2	1	1	0.00
300145	辽宁时代	0.01	1.2	1	1	0.00
300144	华龙集团	0.01	1.2	1	1	0.00
300143	青海华鼎	0.01	1.2	1	1	0.00
300142	先锋股份	0.01	1.2	1	1	0.00
300141	秦丰农业	0.01	1.2	1	1	0.00
300140	南纺股份	0.01	1.2	1	1	0.00
300139	梧州中恒	0.01	1.2	1	1	0.00
300138	天方药业	0.01	1.2	1	1	0.00
300137	广汇股份	0.01	1.2	1	1	0.00
300136	洞庭水殖	0.01	1.2	1	1	0.00

000000

圆园愿

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
远园园缘	首旅股份	园园愿	园园园	圆	怨	缘园园园
远园园缘	兴业聚酯	园园员	远园缘	圆	苑	园园园园
远园园员	浙江阳光	园园苑	缘园缘	猿	怨	园园园园
远园园园	北方股份	园园员	园园园	圆	愿	猿园园园
远园园缘	路桥建设	园园愿	远园猿	圆	愿	猿园园园
远园园缘	景谷林业	园园员	员园园源	圆	苑	园园园园
远园园元	北京城建	园园元	远园原	猿	员	源园园园
远园园愿	国电南自	园园缘	远	猿	员	猿园园园
远园园愿	赣粤高速	园园愿	员园园员	猿	员	园园园园
远园园园	开开实业	园园园	源园园	圆	员猿	猿园园园
远园园缘	武昌鱼	园园园	怨园苑	猿	员远	猿园园园
远园园苑	恒瑞医药	园园员	园园元	圆	苑	源园园园
远园园苑	亿利科技	园园猿	远园源	猿	苑	园园园园
远园园愿	东方创业	园园	猿园园	圆	员	源园园园
远园园怨	重庆港九	园园园	远园员	圆	怨	园园园园
远园园园	南京中商	园园缘	园园缘	圆	员	远园园园
远园园员	太化股份	园园园	园园员	圆	怨	园园园园
远园园园	南钢股份	园园愿	缘园缘	圆	怨	园园园园
远园园缘	钱江水利	园园苑	猿园缘	猿	员	猿园园园
远园园缘	羚锐股份	园园猿	远园员	圆	苑	猿园园园
远园园元	国光瓷业	园园园	员园园园	圆	怨	员园园园
远园园苑	江苏舜天	园园员	远园苑	圆	远	猿园园园
远园园缘	大恒科技	园园园	苑园缘	圆	怨	远园园园
远园园缘	亿阳信通	园园园	源园愿	缘	员缘	员园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/辆)
远用福园	苏福马	园猿愿	远猿猿	猿	怨	猿园园园
远用福员	西水股份	园猿园	愿猿员	圆	怨	怨园园园
远用福圆	九龙电力	园猿圆	员猿愿	圆	员猿	员猿园园
远用福猿	三峡新材	园猿猿	缘猿猿	圆	怨	员猿园园
远用福缘	鄂尔多斯	园猿员	员园源	源	员	员猿园园
远用福苑	兰州铝业	园猿缘	源猿猿	圆	苑	园园园园
远用福愿	安琪酵母	园猿苑	远源	圆	愿	园园园园
远用福怨	星新材料	园猿员	苑猿愿	圆	员园	员园园园
远用福园	维维股份	园猿愿	远猿怨	圆	苑	猿园园园
远用福员	南化股份	园猿远	员猿愿	圆	愿	园园园园
远用福圆	标准股份	园猿原	愿猿猿	圆	苑	员猿园园
远用福猿	曙光股份	园猿猿	苑猿怨	源	员园	园园园园
远用福缘	恒顺醋业	园猿远	源猿猿	猿	怨	猿园园园
远用福苑	商业城	园猿	员猿源	缘	员源	园园园园
远用福愿	酒钢宏兴	园猿员	员猿怨	圆	缘	远园园园
远用福愿	华泰股份	园猿圆	园猿怨	圆	员	园园园园
远用福怨	烟台万华	园源	员猿愿	圆	员	园园园园
远用福园	桂东电力	园猿怨	缘猿愿	圆	员园	猿园园园
远用福员	荣华实业	园猿怨	源猿怨	猿	员	远园园园
远用福圆	平高电气	园猿缘	原园猿缘	圆	怨	猿园园园
远用福远	洪都航空	园猿圆	远猿怨	圆	员	员园园园
远用福苑	营口港	园猿原	园猿员	圆	员	园园园园
远用福怨	亚星化学	园猿员	苑源	源	员	猿园园园
远用福园	振华港机	园猿	源猿怨	圆	怨	猿园园园

园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
远园苑	国栋建设	园苑	园苑	圆	苑	员苑
远园苑	天房发展	园苑	园苑	圆	苑	员苑
远园苑	南海发展	园苑	苑苑	圆	怨	缘苑
远园苑	大厦股份	园苑	远苑	源	苑	源苑
远园苑	兰太实业	园苑	缘苑	猿	怨	猿苑
远园苑	中新药业	园苑	园苑	猿	怨	源苑
远园苑	天通股份	园苑	缘苑	猿	怨	源苑
远园苑	宏达股份	园苑	远苑	猿	怨	员苑
远园苑	中发展	园苑	园苑	圆	苑	园苑
远园苑	美克股份	园苑	园苑	圆	怨	缘苑
远园苑	珠峰摩托	园苑	园苑	圆	苑	园苑
远园苑	天利高新	园苑	员苑	猿	苑	缘苑
远园苑	航天动力	园苑	员苑	猿	苑	园苑
远园苑	长江通信	园苑	园苑	猿	怨	园苑
远园苑	冰山橡塑	园苑	园苑	圆	愿	园苑
远园苑	山东基建	园苑	苑苑	猿	怨	园苑
远园苑	恒丰纸业	园苑	缘苑	圆	苑	缘苑
远园苑	承德钒钛	园苑	园苑	圆	苑	猿苑
远园苑	国旅联合	园苑	猿苑	猿	怨	远苑
远园苑	新农开发	园苑	源苑	圆	苑	园苑
远园苑	华微电子	园苑	猿苑	圆	苑	猿苑
远园苑	江西铜业	园苑	苑苑	源	苑	愿苑
远园苑	联创光电	园苑	员苑	猿	怨	猿苑
远园苑	通葡萄酒	园苑	怨苑	圆	怨	猿苑

园苑

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元·辖)
远园猿	宁波韵升	园猿愿	员缘猿	圆	怨	猿园园园
远园猿苑	红星发展	园猿猿	员猿猿	圆	怨	园园园园
远园猿怨	长运股份	园猿怨	园猿元	圆	怨	猿园园园
远园猿圆	昌河股份	园猿员	园猿元	圆	员猿	园园园园
远园猿猿	鑫新股份	园猿元	缘猿愿	圆	苑	员园园园
远园猿元	天鸿宝业	园猿愿	远	圆	怨	猿园园园
远园猿苑	宁沪高速	园猿圆	猿猿苑	源	员	源园园园
远园猿愿	天科股份	园猿苑	缘园	圆	员	猿园园园
远园猿怨	宝光股份	园猿愿	愿猿元	圆	怨	猿猿园园
远园猿圆	太太药业	园猿猿	远猿怨	圆	苑	远园园园
远园猿猿	白唇鹿	园猿愿	苑猿缘	圆	苑	员园园园
远园猿圆	广东明珠	园猿员	员猿苑	圆	怨	猿园园园
远园猿元	北京巴士	园猿愿	源猿源	猿	怨	猿园园园
远园猿怨	江山股份	园猿元	园猿猿	圆	愿	远园园园
远园猿圆	金瑞科技	园猿缘	缘园	圆	员	园园园园
远园猿猿	成发科技	园猿缘	苑猿员	猿	员园	园园园园
远园猿猿	东华实业	园猿愿	园猿缘	猿	怨	远园园园
远园猿缘	盘江股份	园猿猿	愿	圆	怨	园园园园
远园猿元	金山股份	园猿圆	远猿缘	猿	员猿	猿园园园
远园猿愿	凯诺科技	园猿源	园猿员	圆	员	园园园园
远园猿怨	抚顺特钢	园猿愿	员猿怨	圆	苑	园园园园
远园猿圆	红豆股份	园猿苑	员猿怨	圆	苑	园园园园
远园猿缘	小商品城	园猿圆	远猿员	圆	员	猿园园园
远园猿元	湘电股份	园猿员	员猿怨	源	员	猿园园园

园猿

园源

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
园源园	江淮汽车	园源园	源源园	猿	员猿	园园园园
园源园	新疆天宏	园源缘	愿源	圆	员员	源园园园
园源园	华鲁恒升	园源园	远源愿	圆	苑	园园园园
园源园	中远航运	园源猿	原源源	源	员源	猿园园园
园源园	华纺股份	原园源	远源愿	圆	员员	愿园园园
园源园	时代新材	园源	园源源	圆	员猿	猿园园园
园源园	迪康药业	园源园	员源缘	圆	怨	缘园园园
园源园	特精股份	园源愿	猿源园	猿	怨	怨园园
园源园	扬农化工	园源源	员源苑	圆	怨	缘园园园
园源园	天药股份	园源园	园源缘	猿	怨	猿园园园
园源园	长江股份	园源园	园源苑	圆	员圆	远园苑
园源园	烽火通信	园源怨	愿源源	缘	员缘	猿园园园
园源园	科达机电	园源园	员源缘	员	苑	猿园园园
园源园	中化国际	园源园	苑源源	猿	愿	愿园园园
园源园	航天晨光	园源愿	员源源	圆	员员	源园园园
园源园	西昌电力	园源苑	远源员	圆	员猿	源园园园
园源园	香梨股份	园源园	员源源	圆	怨	源园园园
园源园	上海能源	园源园	苑源园	圆	员圆	源园园园
园源园	天富热电	园源愿	员源源	圆	员员	缘园园园
园源园	国药股份	园源苑	缘源园	猿	员源	缘园园园
园源园	腾达建设	园源园	员源缘	圆	怨	缘园园园
园源园	第一投资	园源缘	源源猿	圆	怨	员园园园
园源园	海龙科技	园源苑	员源园	猿	怨	园园园园
园源园	康美药业	园源园	员源员	圆	怨	园园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
远目缘	贵州茅台	员苑范	愿苑猿	圆	员缘	猿园园园
远目缘	三佳模具	园苑猿	远园怨	圆	愿	员园园园
远目缘	中天科技	园苑怨	园苑员	圆	怨	缘园园园
远目缘	长园新材	园苑员	远苑远	圆	愿	猿园园园
远目缘	菲达环保	园苑原	远苑猿	圆	员猿	猿园园园
远目缘	中铁二局	园苑范	愿苑猿	圆	员园	猿园园园
远目缘	山东药玻	园苑远	缘苑怨	圆	苑	猿园园园
远目缘	交大昂立	园苑远	远苑怨	猿	员员	缘园园园
远目缘	豫光金铅	园苑范	缘苑远	圆	怨	园园园园
远目缘	华阳科技	园苑怨	愿苑猿	猿	怨	园园园园
远目缘	栖霞建设	园苑猿	员园苑员	猿	怨	怨园园园
远目缘	天士力	园苑圆	怨苑原	猿	怨	缘园园园
远目缘	中软股份	园苑范	园苑苑怨	圆	怨	远园园园
远目缘	海通集团	园苑圆	员苑愿	猿	怨	猿园园园
远目缘	北海国发	园苑远	园苑原	圆	员员	园园园园
远目缘	深高速	园苑远	怨苑远	猿	员员	猿园园园
远目缘	太行股份	园苑员	园苑愿	猿	员原	园园园园
远目缘	茉织华	园苑愿	远苑怨	圆	怨	猿园园园
远目缘	大西洋	园苑范	远苑圆	圆	愿	园园园园
远目缘	裕丰股份	园苑远	远苑范	猿	怨	园园园园
远目缘	金自天正	园苑猿	员苑原	猿	员员	缘园园园
远目缘	江西长运	园苑员	园苑猿	猿	愿	缘园园园
远目缘	高淳陶瓷	园苑愿	远苑愿	猿	怨	园园园园
远目缘	法拉电子	园苑猿	怨苑原	猿	怨	园园园园

园苑猿

园景原

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
园景缘	迪马股份	园景源	猿景猿	圆	缘	园景园
园景元	洪城股份	园景猿	苑景园	源	员猿	愿景园
园景苑	山鹰纸业	园景苑	园景园	源	员员	员景园
园景源	潜江制药	园景缘	员景猿	猿	员员	园景园
园景缘	信雅达	园景缘	员景猿	猿	员员	远景园
园景苑	精达股份	园景远	远景苑	猿	怨	员景园
园景缘	京能热电	园景缘	愿景缘	圆	员缘	猿景园
园景源	黄海股份	园景缘	苑景怨	源	怨	员景园
园景园	卧龙科技	园景苑	怨景苑	圆	怨	源景园
园景员	八一钢铁	园景怨	苑景怨	源	员员	缘景园
园景园	天地科技	园景猿	员景猿	圆	员员	园景园
园景猿	海油工程	园景猿	愿景怨	猿	怨	源景园
园景苑	新华医疗	园景缘	愿景怨	圆	怨	猿景园
园景怨	广东榕泰	园景猿	苑景愿	猿	怨	员景园
园景园	泰豪科技	园景怨	愿景愿	圆	怨	园景园
园景缘	上海航空	园景缘	缘景苑	圆	员猿	员景园
园景园	龙溪股份	园景愿	远景愿	圆	怨	愿景园
园景缘	中孚实业	园景员	远景愿	猿	员园	猿景园
园景远	新安股份	园景怨	员景源	圆	愿	远景园
园景缘	北大荒	园景远	苑景源	圆	员员	缘景园
园景员	方正科技	园景远	猿景怨	猿	员员	猿景园
园景园	二纺机	园景远	员景远	圆	愿	园景园
园景缘	轻工机械	园景怨	远景猿	圆	员猿	猿景园
园景元	金丰投资	园景愿	远景缘	圆	怨	缘景园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元·辖)
远园苑	上实联合	园苑园	怨源	圆	苑	缘园园
远园园	上海科技	园园园	原园缘	圆	苑	园园园
远园苑	豫中纺机	园苑	员园怨	圆	怨	猿园园
远园苑	大众交通	园苑苑	园苑员	猿	员猿	猿园园
远园园	第一铅笔	园苑猿	原园源	圆	怨	员园园
远园苑	第一食品	园苑苑	原园缘	猿	员员	猿园园
远园苑	联合合纤	原园苑	园苑	圆	员员	员园园
远园苑	海立股份	园苑源	员园员	圆	员猿	源园园
远园园	天宸股份	园苑园	愿源	源	员圆	猿园园
远园苑	上海金陵	园苑愿	园苑元	圆	员员	园园园
远园园	豫嘉宝	园苑怨	远源	圆	员园	园园园
远园园	复旦复华	园苑园	员园愿	圆	苑	源园园
远园园	申达股份	园苑苑	缘猿	源	员猿	猿园园
远园苑	电器股份	园苑	愿苑	猿	员圆	缘园园
远园园	新世界	园园园	原园苑	圆	苑	源园园
远园园	龙头股份	园苑怨	园苑苑	缘	员元	源园园
远园苑	第一百货	园苑员	苑园园	猿	员员	缘园园
远园园	华联商厦	园园园	员园缘	圆	苑	缘园园
远园苑	白猫股份	园苑怨	员园苑	圆	愿	缘园园
远园苑	海鸟发展	园苑怨	愿园	圆	苑	猿园园
远园苑	大众科创	园园源	员园员	圆	员员	猿园园
远园苑	三爱富	园苑怨	猿苑	猿	怨	缘园园
远园苑	广电信息	园苑源	园苑	源	员员	园园园
远园园	新黄浦	园苑苑	远愿	圆	苑	缘园园

园苑家

园景元

代码	名称	每股收益(元)	净资产收 益率(豫)	独立董 事数	董事数	独立董事 薪酬(元/年)
远园缘	浦东金桥	园缘园	员缘缘	猿	怨	园园园园
远园缘	中远发展	园缘缘	员缘缘缘	圆	怨	缘园园园
远园缘	申能股份	园缘苑	园缘圆	圆	员圆	远园园园
远园缘	爱建股份	园缘园	园缘圆	圆	员圆	猿园园园
远园缘	乐山电力	园缘园	原园缘缘	圆	员缘	源园园园
远园缘	望春花	原园缘缘	员园缘缘	源	员缘	园园园园
远园缘	莱柯达	园缘员	原园缘猿	圆	怨	猿园园园
远园缘	外高桥	原园缘远	愿缘苑	圆	愿	猿园园园
远园缘	原水股份	园缘圆	员	圆	员圆	源园园园
远园缘	飞乐音响	园缘苑	远缘缘	圆	怨	猿园园园
远园缘	爱使股份	园缘缘	园缘缘	圆	怨	源园园园
远园缘	飞乐股份	园缘猿	缘缘缘	圆	怨	猿园园园
远园缘	豫园商城	园缘	员园缘园	圆	苑	员园园园园
远园缘	华源制药	园缘圆	猿缘远	猿	员员	源园园园
远园缘	青鸟天桥	园缘园	愿缘	圆	员员	缘园园园
远园缘	兆维科技	园缘猿	缘缘圆	圆	员员	猿园园园
远园缘	神龙发展	园缘缘	园缘园	圆	愿	远园园园
远园缘	福耀玻璃	园缘员	远缘员	猿	怨	源园园园
远园缘	交大南洋	园缘猿	员缘猿猿	圆	苑	猿园园园
远园缘	强生控股	园缘远	员缘苑苑	圆	员员	猿园园园
远园缘	陆家嘴	园缘苑	员缘猿猿	圆	苑	猿园园园
远园缘	哈药集团	园缘苑	园缘缘	圆	员远	猿园园园
远园缘	西南药业	园缘猿	原园缘远	圆	员圆	员园园园
远园缘	莱钢合成	原园缘猿	原园缘缘	圆	怨	员园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
300024	裁高斯达	0.45	15.8	3	7	0.8
300021	天目药业	0.35	15.2	3	7	0.8
300020	英豪科教	0.35	15.2	3	7	0.8
300023	成量股份	0.35	15.2	3	7	0.8
300022	川投控股	0.35	15.2	3	7	0.8
300025	中华企业	0.35	15.2	3	7	0.8
300026	交运股份	0.35	15.2	3	7	0.8
300027	航天通信	0.35	15.2	3	7	0.8
300028	四川金顶	0.35	15.2	3	7	0.8
300029	凤凰股份	0.35	15.2	3	7	0.8
300030	上海邮通	0.35	15.2	3	7	0.8
300031	南京新百	0.35	15.2	3	7	0.8
300032	银泰股份	0.35	15.2	3	7	0.8
300033	珠江实业	0.35	15.2	3	7	0.8
300034	广船国际	0.35	15.2	3	7	0.8
300035	厦门汽车	0.35	15.2	3	7	0.8
300036	上海三毛	0.35	15.2	3	7	0.8
300037	青岛海尔	0.35	15.2	3	7	0.8
300038	亚通股份	0.35	15.2	3	7	0.8
300039	大商股份	0.35	15.2	3	7	0.8
300040	大江股份	0.35	15.2	3	7	0.8
300041	利嘉股份	0.35	15.2	3	7	0.8
300042	欧亚集团	0.35	15.2	3	7	0.8
300043	美利达	0.35	15.2	3	7	0.8

园藏

园慧

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
园慧园	辽源得亨	园慧园	园慧缘	猿	园	园慧园
园慧园	数码测绘	园慧园	猿慧苑	圆	员猿	猿慧园
园慧园	工大高新	园慧德	园慧源	圆	愿	缘慧园
园慧园	沱牌曲酒	园慧猿	怨慧	圆	怨	猿慧园
园慧园	天颐科技	园慧源	源慧缘	圆	愿	园慧园
园慧园	中大股份	园慧源	远慧源	圆	怨	缘慧园
园慧园	北亚集团	园慧缘	员慧苑	猿	员园	园慧园
园慧园	长安信息	园慧怨	员慧慧	猿	苑	园慧园
园慧园	彩虹股份	园慧员	员慧苑	猿	苑	园慧园
园慧园	东海股份	园慧	园慧慧	圆	员员	园慧园
园慧园	荻栽生态	园慧慧	员慧源	圆	员员	源慧园
园慧园	常林股份	园慧远	园慧缘	圆	愿	猿慧园
园慧园	雄震集团	园慧源	猿慧源	圆	远	源慧园
园慧园	南宁百货	园慧	远慧缘	圆	员员	园慧园
园慧园	山川股份	园慧源	园慧慧	圆	员猿	员慧园
园慧园	耀华玻璃	园慧远	员慧慧	圆	怨	猿慧园
园慧园	天津港	园慧缘	远慧远	圆	员猿	猿慧园
园慧园	东软股份	园慧愿	源慧员	猿	愿	园慧园
园慧园	大连热电	园慧缘	远慧怨	圆	怨	园慧园
园慧园	祁连山	园慧园	园慧	圆	员员	园慧园
园慧园	西单商场	园慧猿	员慧员	圆	员猿	猿慧园
园慧园	宁波富达	园慧苑	愿慧远	圆	远	猿慧园
园慧园	云维股份	园慧远	愿慧源	圆	愿	园慧园
园慧园	鲁北化工	园慧怨	园慧缘	圆	苑	员慧园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元·辆)
远国恒	新太科技	园毅远	员缘园	圆	员	猿园园
远国恒	中国高科	园毅缘	远毅源	猿	怨	猿园园
远国恒	湖南海利	园毅苑	原园毅源	圆	员缘	猿园园
远国恒	上海港机	园毅园	园毅源	圆	怨	猿园园
远国恒	前锋股份	园毅苑	猿毅远	圆	愿	源园园
远国恒	实达电脑	园毅远	原缘毅苑	圆	员园	远园园
远国恒	兰陵陈香	原园毅怨	远毅苑	圆	怨	员园园
远国恒	苏州高新	园毅远	员毅缘	猿	员园	猿园园
远国恒	新疆屯河	园毅	原员毅员	猿	员园	猿园园
远国恒	兰州民百	原园毅圆	远毅苑	源	员	园园园
远国恒	辽宁成大	园毅愿	远毅员	圆	怨	缘园园
远国恒	巴士股份	园毅源	员毅园	圆	员怨	源园园
远国恒	华银电力	园毅缘	园毅园	圆	员猿	猿园园
远国恒	莱钢赛	园毅猿	原毅猿	圆	缘	猿园园
远国恒	江苏索普	原园毅愿	愿毅猿	圆	苑	员园园
远国恒	浦东不锈	园毅缘	原员毅远	圆	怨	员园园
远国恒	江中药业	园毅	园毅	圆	愿	缘园园
远国恒	天津海运	原园毅毅	原远毅员	圆	苑	园园园
远国恒	哈慈股份	原园毅远	猿毅源	圆	员	远园园
远国恒	莱钢水熊	园毅园	源毅	圆	怨	缘园园
远国恒	新亚股份	园毅	员毅源	圆	员远	源园园
远国恒	浪潮软件	园毅员	原员毅毅	圆	怨	猿园园
远国恒	华源发展	园毅苑	园毅缘	源	员园	猿园园
远国恒	金帝建设	原园毅怨	原员毅源	猿	员猿	员园园

园毅

圆康

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
远园园	山东黑豹	原园苑	怨苑	圆	怨	圆园园
远园园	安徽合力	园苑	远园	圆	员	圆园园
远园园	金荔科技	园原	员苑	圆	怨	猿园园
远园园	三星石化	园原	原缘	圆	怨	
远园园	力源液压	园原	员	圆	怨	圆园园
远园园	烟台发展	原园	圆苑	猿	苑	圆园园
远园园	运盛实业	园苑	原园	圆	员	员园园
远园园	莱钢富邦	园苑	猿原	圆	怨	圆园园
远园园	祥龙电业	原园	员苑	圆	员	圆园园
远园园	综艺股份	园苑	圆苑	圆	怨	员园园
远园园	石油龙昌	园苑	园苑	猿	怨	猿园园
远园园	西藏金珠	园苑	愿苑	圆	员	缘园园
远园园	汉商集团	园苑	原缘	圆	怨	猿园园
远园园	新潮实业	园苑	园苑	圆	怨	员园园
远园园	友好集团	园苑	远苑	圆	怨	猿园园
远园园	全兴股份	园苑	原苑	圆	员	圆园园
远园园	通宝能源	园苑	园苑	圆	苑	员园园
远园园	新华股份	园苑	原苑	圆	员	圆园园
远园园	四砂股份	原园	苑苑	圆	员	员园园
远园园	鲁银投资	原员	员苑	员	苑	猿园园
远园园	鲁抗医药	园苑	猿苑	圆	员	圆园园
远园园	轻纺城	园苑	员苑	猿	怨	源园园
远园园	天创置业	园苑	原苑	圆	怨	猿园园
远园园	杂戟马龙	园苑	原园	圆	员	员园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/辆)
远园怨	保税科技	园猿	源怨	猿	怨	缘园园
远园怨	国电电力	园猿	愿源	圆	愿	源园园
远园怨	钱江生化	园猿	苑怨	猿	员	猿园园
远园怨	浙大网新	园猿	园猿	猿	员	猿园园
远园怨	莱农科	园猿	猿苑	圆	员	猿园园
远园怨	天津磁卡	园猿	园猿	圆	愿	缘园园
远园怨	华新水泥	园猿	园猿	猿	怨	猿园园
远园怨	福建水泥	园猿	员怨	圆	怨	猿园园
远园怨	威远生化	园猿	园猿	圆	员	缘园园
远园怨	鹏博士	园猿	员园	圆	怨	源园园
远园怨	悦达投资	园猿	园猿	圆	员	苑园园
远园怨	交大科技	园猿	猿园	猿	员	猿园园
远园怨	济南百货	园猿	园园	圆	怨	员园园
远园怨	马钢股份	园猿	园猿	缘	员	员园园
远园怨	山西汾酒	园猿	源园	圆	员	源园园
远园怨	神马实业	园猿	缘园	圆	员	园园园
远园怨	东方集团	园猿	园猿	圆	苑	猿园园
远园怨	华北制药	园猿	远园	猿	怨	缘园园
远园怨	杭州解百	园猿	员猿	圆	员	园园园
远园怨	厦工股份	园猿	源猿	圆	愿	缘园园
远园怨	鞍山信托	园猿	远怨	圆	员	远园园
远园怨	莱农科	园猿	园猿	圆	怨	猿园园
远园怨	耀皮玻璃	园猿	园猿	圆	员	缘园园
远园怨	隧道股份	园猿	园怨	圆	员	猿园园

园园

图例

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
远园苑	津劝业	原园苑	远缘	圆	苑	员园园
远园园	物贸中心	园苑	园缘	圆	员	猿园园
远园猿	世茂股份	园园	源苑	猿	怨	缘园园
远园缘	友谊股份	园缘	源缘	圆	员	猿园园
远园愿	成商集团	园缘	员缘	圆	怨	猿园园
远园愿	天鹅股份	园缘	愿	圆	愿	猿园园
远园园	大红鹰	园园	苑	圆	员	园园
远园员	广电网络	园园	员园	猿	员	员园园
远园员	东方明珠	园猿	怨苑	猿	员	猿园园
远园猿	第一医药	园猿	猿源	圆	员	猿园园
远园猿	申通地铁	园园	怨园	圆	愿	猿园园
远园猿	上菱电器	园园	园园	圆	员	园园
远园猿	界龙实业	园缘	员园	圆	怨	猿园园
远园猿	都市股份	园园	员园	猿	怨	园园
远园猿	上海九百	园园	远园	圆	苑	缘园园
远园园	浙江创业	园园	园园	圆	苑	猿园园
远园员	上柴股份	园园	员园	源	怨	源园园
远园园	莱中 西	原园缘	源园	圆	员	员园园
远园猿	上工股份	园园	怨苑	圆	愿	源园园
远园猿	宝信软件	园园	原园	猿	怨	猿园园
远园园	同济科技	园园	愿	圆	员	员园园
远园园	重庆万里		原园	圆	怨	猿园园
远园猿	莱白 仪	园园	远园	圆	怨	员园园
远园猿	上海医药	园源	源缘	圆	员	远园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
远目源	华东电脑	园源	怨源	圆	怨	园源
远目源	中川国际	园源	远源	圆	员	源远
远目源	莱农建	园源	园源	圆	员	猿源
远目源	航天长峰	园源	苑源	圆	员	猿源
远目源	工大首创	园源	原源	猿	怨	员源
远目源	莱勃海	园源	远源	员	员	员源
远目源	王府井	园源	园源	圆	员	远源
远目源	内蒙华电	园源	远源	猿	员	猿源
远目源	岁宝热电	园源	原源	圆	怨	园源
远目源	百大集团	园源	员源	圆	怨	猿源
远目源	星湖科技	园源	员源	圆	苑	园源
远目源	通化东宝	园源	园源	圆	员	猿源
远目源	梅雁股份	园源	原源	源	员	源源
远目源	青海三普	园源	员源	圆	怨	猿源
远目源	莱夏华	园源	园源	圆	愿	缘源
远目源	中炬高新	园源	原源	圆	员	猿源
远目源	中国嘉陵	园源	园源	猿	员	园源
远目源	北大科技	园源	园源	源	怨	猿源
远目源	火箭股份	园源	远源	猿	怨	缘源
远目源	博瑞传播	园源	愿源	猿	怨	源源
远目源	亚泰集团	园源	原源	缘	员	远源
远目源	大成股份	园源	愿源	圆	员	园源
远目源	富邦科技	园源	员源	圆	怨	猿源
远目源	伊利股份	园源	原源	猿	员	缘源

园源

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
远园恩	南京化纤	园恩	园恩	圆	苑	园恩园
远园恩	长春长铃	原园恩	苑爱源	圆	愿	园恩园
远园恩	秋林集团	原园恩	远爱源	圆	怨	园恩园
远园恩	湖大科教	原园恩	源爱恩	圆	怨	员恩园
远园恩	莱吉发	园爱苑	恩爱	圆	员爱	园恩园
远园恩	广钢股份	园爱源	原爱爱	圆	员	园恩园
远园恩	张江高科	园爱恩	源爱缘	圆	苑	远恩园
远园恩	中海海盛	园爱苑	员恩恩	圆	怨	园恩园
远园恩	厦门机场	园爱苑	园爱恩	圆	怨	缘恩园
远园恩	豫联郑百文	园爱缘	恩爱源	源	怨	恩恩园

园原

附录 圆

摇摇圆园年我国部分上市公司独立董事 及企业业绩相关数据表(猿园家样本)

(根据各上市公司 圆园年年报整理)

圆缘

代码	名称	每股收益(元)	净资产收 益率(豫)	独立董 事数	董事数	独立董事 薪酬(元/年)
园园园园园	栽亿安	园园园	猿园	猿	怨	员园园园
园园园园园	南玻科控	园园园	怨猿	源	员猿	猿园园园
园园园园园	深南电粤	园园园	园园	园	员猿	源园园园
园园园园园	中集集团	园园园	员园园	园	怨	园园园园
园园园园园	方大粤	园园园	员园	猿	愿	员园园园
园园园园园	北方国际	园园园	缘园	猿	怨	猿园园园
园园园园园	赛格三星	园园园	怨园	猿	怨	猿园园园
园园园园园	深天健	园园园	源园	源	员	源园园园
园园园园园	栽麦科特	园园园	园园	源	员源	猿园园园
园园园园园	川化股份	园园园	缘园	源	员	园园园园
园园园园园	中联重科	园园园	员园	猿	苑	源园园园
园园园园园	国际实业	园园园	园园	猿	怨	猿园园园

园原元

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
园原园	金融街	园缘园苑	园缘园缘园	源	员猿	园缘园园园
园原园	健特生物	园缘园	园缘园园	源	员猿	园缘园园园
园原园	通程控股	园缘园	园缘园	源	员园	园缘园园园
园原园	吉林化纤	园缘园	园缘园	猿	怨	园缘园园园
园原园	南京中北	园缘园	园缘园	猿	怨	园缘园园园
园原园	湖北宜化	园缘园	园缘园	猿	怨	园缘园园园
园原园	张家界	园缘园	园缘园	猿	员园	园缘园园园
园原园	晨鸣纸业	园缘园	园缘园	猿	怨	园缘园园园
园原园	丹东化纤	园缘园	园缘园	源	员园	园缘园园园
园原园	赛迪传媒	园缘园	园缘园	缘	员缘	园缘园园园
园原园	金路集团	园缘园	园缘园	猿	怨	园缘园园园
园原园	银基发展	园缘园	园缘园	猿	怨	园缘园园园
园原园	丽珠集团	园缘园	园缘园	远	员远	园缘园园园
园原园	莱茵开发	园缘园	园缘园	远	员园	园缘园园园
园原园	渝钛白	园缘园	园缘园	猿	怨	园缘园园园
园原园	红太阳	园缘园	园缘园	猿	苑	园缘园园园
园原园	桂柳工粤	园缘园	园缘园	源	员园	园缘园园园
园原园	粤美雅粤	园缘园	园缘园	猿	愿	园缘园园园
园原园	闽福发粤	园缘园	园缘园	缘	员缘	园缘园园园
园原园	万向钱潮	园缘园	园缘园	猿	愿	园缘园园园
园原园	川投长钢	园缘园	园缘园	猿	怨	园缘园园园
园原园	苏常柴粤	园缘园	园缘园	源	员缘	园缘园园园
园原园	杂载金盘	园缘园	园缘园	猿	怨	园缘园园园
园原园	杂载汇源	园缘园	园缘园	源	员园	园缘园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元·辆)
园园缘猿	成都华联	园园缘	员苑	源	员	猿园园园
园园缘愿	蓝星清洗	园园员	园园缘	猿	怨	园园园园
园园园员	韶能股份	园园	园园源	猿	怨	猿园园园
园园园园	金马集团	园园源	员园源	猿	怨	员园园园
园园园缘	杂载威达	园园园	园园园	猿	怨	员园园园
园园园缘	四环药业	园园园	员园员	缘	员缘	园园园园
园园园愿	阳光股份	园园苑	园园愿	圆	员	员园园园
园园园员	时代科技	园园园	园园员	源	员猿	园园园园
园园园园	焦作万方	园园苑	员园园	猿	怨	园园园园
园园园缘	湖北金环	园园愿	园园缘	猿	怨	园园园园
园园园愿	海螺型材	园园源	源园园	源	员圆	猿园园园
园园园缘	长安汽车	园园愿	猿园园	猿	愿	猿园园园
园园园愿	新钢钒	园园员	愿园苑	猿	员园	猿园园园
园园园缘	民族化工	园园园	员园怨	猿	怨	猿园园园
园园园苑	茂化实华	园园员	员园愿	猿	怨	源园园园
园园园愿	金德发展	园园愿	员园苑	猿	怨	猿园园园
园园园缘	中钨高新	园园缘	园园园	猿	怨	园园园园
园园园员	长春高新	园园员		猿	愿	缘园园园
园园园苑	华一投资	园园缘	员园源	源	员猿	员园园园
园园园缘	大同水泥	园园园	园园猿	源	员	猿园园园
园园园苑	思达高科	园园源	苑园园	圆	苑	猿园园园
园园园苑	山东海龙	园园苑	苑园园	猿	愿	猿园园园
园园园愿	杂载襄轴	园园苑	园园愿	猿	怨	员园园园
园园园园	山推股份	园园园	员园员	猿	愿	

园园园

圆原恩

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
园园园缘	公用科技	园园园园	园园园缘	猿	怨	园园园园
园园园缘	锦州六陆	园园园	园园园	圆	缘	
园园园园	模塑科技	园园园	园园园	猿	怨	猿园园园
园园园园	唐钢股份	园园园园	园园园园	猿	愿	怨园园园
园园园园	天兴仪表	园园园	园园园	源	员	园园园园
园园园苑	韶钢松山	园园园园	园园园园	猿	怨	猿园园园
园园园苑	杂载天宇	园园园	园园园苑	缘	员	园园园园
园园园苑	四川美丰	园园园园	园园园苑	猿	苑	猿园园园
园园园苑	锌业股份	园园园园	园园园苑	猿	怨	园园园园
园园园缘	山西三维	园园园园	园园园源	源	员	缘园园园
园园园苑	锦州石化	园园园园	园园园	缘	员	园园园园
园园园园	西飞国际	园园园园	园园园园	猿	缘	猿园园园
园园园园	新兴铸管	园园园	园园园园	源	员	缘园园园
园园园园	杂载合成	园园园园	园园园	猿	苑	园园园园
园园园园	江西水泥	园园园园	缘园园园	猿	员	园园园园
园园园缘	太原刚玉	园园园园	园园园缘	源	员	源园园园
园园园园	银河科技	园园园园	园园园园	猿	怨	猿园园园
园园园园	云铝股份	园园园	园园园园	猿	怨	园园园园
园园园园	华润锦华	园园园园	苑园园园	猿	怨	猿园园园
园园园园	烟台冰轮	园园园园	愿园园缘	猿	怨	缘园园园
园园园园	陕西金叶	园园园园	苑园园	缘	员	猿园园园
园园园缘	美利纸业	园园园园	园园园	猿	怨	
园园园苑	辽河油田	园园园园	园园园园	猿	怨	园园园园
园园园苑	岳阳兴长	园园园园	园园园园	猿	员	猿园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/辆)
002001	山东海化	0.00	0.00	源	5	0.00
002002	太钢不锈	0.00	0.00	源	5	0.00
002003	福地科技	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002004	关铝股份	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002005	中信国安	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002006	承德露露	0.00	0.00	猿	5	0.00
002007	华茂股份	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002008	顺鑫农业	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002009	吴忠仪表	0.00	0.00	源	5	0.00
002010	安凯客车	0.00	0.00	源	5	0.00
002011	大连国际	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002012	飞彩股份	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002013	峨眉山粤	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002014	渤海物流	0.00	0.00	园	缘	0.00
002015	长丰通信	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002016	航天科技	0.00	0.00	圆	远	0.00
002017	云内动力	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002018	厦门路桥	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002019	数源科技	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002020	大亚科技	0.00	0.00	猿	5	0.00
002021	南宁糖业	0.00	0.00	源	5	0.00
002022	钱江摩托	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002023	电广传媒	0.00	0.00	猿	怨	0.00
002024	亚华种业	0.00	0.00	圆	5	0.00

圆桌

园缘

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
园园园园	南方汇通	园园园园	园园园园	猿	怨	猿园园园
园园园园	浙大海纳	园园园园	园园园园	源	员	缘园园园
园园园园	福星科技	园园园园	园园园园	猿	怨	员园园园
园园园园	华菱管线	园园园园	园园园园	猿	怨	猿园园园
园园园园	金牛能源	园园园园	园园园园	源	员	源园园园
园园园园	新乡化纤	园园园园	园园园园	猿	怨	园园园园
园园园园	东方热电	园园园园	园园园园	猿	怨	员园园园
园园园园	首钢股份	园园园园	园园园园	圆	远	猿园园园
园园园园	锡业股份	园园园园	园园园园	猿	怨	员园园园
园园园园	东方钽业	园园园园	园园园园	猿	怨	猿园园园
园园园园	天水股份	园园园园	园园园园	猿	愿	员园园园
园园园园	神州股份	园	园园园园	猿	员	园园园园
园园园园	中科三环	园园园园	园园园园	猿	怨	猿园园园
园园园园	新中基	园园园园	园园园园	缘	员	猿园园园
园园园园	佛塑股份	园园园园	园园园园	圆	愿	员园园园
园园园园	浪潮信息	园园园园	园园园园	源	员	猿园园园
园园园园	桂林旅游	园园园园	园园园园	猿	远	缘园园园
园园园园	金马股份	园园园园	园园园园	圆	怨	猿园园园
园园园园	西山煤电	园园园园	园园园园	源	愿	缘园园园
园园园园	华工科技	园园园园	园园园园	猿	怨	园园园园
园园园园	九芝堂	园园园园	园园园园	源	员	园园园园
园园园园	东载联益	园园园园	园园园园	猿	怨	园园园园
园园园园	浦发银行	园园园园	园园园园	猿	员	愿园园园
园园园园	武钢股份	园园园园	园园园园	猿	怨	缘园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
300001	首创股份	0.45	12.8	源	5	0
300007	钢联股份	0.45	12.8	猿	怨	0
300008	华能国际	0.45	12.8	猿	5	0
300009	皖通高速	0.45	12.8	猿	怨	0
300012	民生银行	0.45	12.8	缘	5	0
300015	上港集箱	0.45	12.8	猿	怨	0
300016	宝钢股份	0.45	12.8	猿	5	0
300018	中海发展	0.45	12.8	猿	怨	0
300019	福建高速	0.45	12.8	猿	5	0
300020	招商银行	0.45	12.8	源	5	0
300021	歌华有线	0.45	12.8	猿	怨	0
300022	宁波联合	0.45	12.8	猿	5	0
300023	万东医疗	0.45	12.8	圆	远	0
300024	中技贸易	0.45	12.8	猿	怨	0
300025	中纺投资	0.45	12.8	圆	5	0
300026	皖维高新	0.45	12.8	源	5	0
300027	宇通客车	0.45	12.8	猿	怨	0
300028	凤凰光学	0.45	12.8	源	5	0
300029	南京中达	0.45	12.8	圆	怨	0
300030	澄星股份	0.45	12.8	猿	怨	0
300031	东风科技	0.45	12.8	源	5	0
300032	莱海泰	0.45	12.8	猿	怨	0
300033	同仁堂	0.45	12.8	猿	怨	0
300034	南京水运	0.45	12.8	圆	5	0

园家

园缘

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
园缘园	特变电工	园缘园	园缘园	猿	怨	园缘园园
园缘园	禾嘉股份	园缘园	园缘园	远	苑	猿园园园
园缘园	哈高科	园缘园	园缘园	猿	园	缘园园园
园缘园	云天化	园缘园	园缘园	猿	苑	园缘园园
园缘园	广州控股	园缘园	园缘园	缘	园缘	缘园园园
园缘园	林海股份	园缘园	园缘园	缘	园缘	
园缘园	明星电力	园缘园	怨园园	猿	怨	园园园园
园缘园	莱钢股份	园缘园	园缘园	缘	园缘	猿园园园
园缘园	上海汽车	园缘园	园缘园	猿	怨	园园园园
园缘园	重庆路桥	园缘园	苑园园	源	园缘	猿园园园
园缘园	中科英华	园缘园	园缘园	猿	园	源园园园
园缘园	长征电器	园缘园	园缘园	圆	愿	园缘园园
园缘园	浙江东日	园缘园	园缘园	猿	园	园园园园
园缘园	中国卫星	园缘园	苑园园	猿	怨	猿园园园
园缘园	铁龙股份	园缘园	怨园园	源	园	猿园园园
园缘园	杭钢股份	园缘园	园缘园	猿	怨	源园园园
园缘园	波导股份	园缘园	园缘园	猿	怨	缘园园园
园缘园	乐凯胶片	园缘园	苑园园	源	园	缘园园园
园缘园	荃莪长控	园缘园	园缘园	源	园	源园园园
园缘园	鼎天科技	园缘园	园缘园	猿	怨	
园缘园	大元股份	园缘园	园缘园	圆	苑	园园园园
园缘园	离合器	园缘园	苑园园	猿	怨	猿园园园
园缘园	维科精华	园缘园	苑园园	猿	园	园园园园
园缘园	益鑫泰	园缘园	园缘园	猿	怨	缘园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/辆)
远研远	巨化股份	园毅	愿缘	圆	愿	猿园园
远研豫	宁夏恒力	园毅	源毅	缘	员源	源园园
远研远	福田汽车	园毅愿	员毅源	猿	愿	缘园园
远研豫	上海贝岭	园毅	猿毅远	圆	愿	源园园
远研园	黄河旋风	园毅远怨	源毅缘	猿	员	猿园园
远研苑	雅戈尔	园毅远	员毅苑	猿	怨	员园园园
远研园	九发股份	园毅远	愿毅苑	圆	员缘	缘园园
远研愿	吉林森工	园毅员	苑毅远	猿	怨	缘园园
远研园	锦州港	园毅苑	苑毅源	猿	怨	远园园
远研员	华资实业	园毅缘	远毅源	源	员猿	园园园
远研苑	伊力特	园毅苑	怨毅缘	缘	员缘	园园园
远研园	江苏吴中	园毅愿愿	远毅缘	源	员	猿园园
远研员	金宇集团	园毅远	苑毅远	猿	怨	园园园
远研缘	山东铝业	员毅愿	猿毅员	远	员远	缘园园
远研远	有研硅股	园毅园怨	园毅园怨	猿	怨	园园园
远研苑	安彩高科	园毅缘	怨毅园	缘	员缘	猿园园
远研园	紫江企业	园毅	愿毅员	猿	怨	员园园
远研苑	秦岭水泥	园毅员	苑毅远	圆	员猿	园园园
远研愿	全柴动力	园毅源	员毅苑	猿	苑	远园园
远研愿	南山实业	园毅苑	怨毅苑	缘	员缘	源园园
远研苑	赤天化	园毅毅	愿毅苑	源	员园	猿园园
远研园	沧州大化	园毅园	源毅员	远	员远	园园园
远研员	凌钢股份	园毅源	园毅毅	圆	怨	猿园园
远研缘	天龙集团	园毅缘	员毅远	远	员苑	缘园园

园毅

园缘原

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
远园缘缘	民丰特纸	园缘园	远缘缘	猿	怨	缘园园
远园缘苑	铜峰电子	园园	怨园	源	员	愿园园
远园缘慧	海南椰岛	园缘苑	缘苑	猿	怨	猿园园
远园缘猿	天方药业	园缘猿	远缘员	圆	怨	源园园
远园缘缘	广汇股份	园缘猿	园缘员	猿	苑	远园园
远园缘缘	首旅股份	园缘员	远缘猿	猿	怨	缘园园
远园缘力	浙江阳光	园缘缘	愿缘员	源	员	猿园园
远园缘圆	北方股份	园缘猿	园缘	缘	员缘	
远园缘苑	路桥建设	园缘缘	源缘缘	缘	员缘	远园园
远园缘苑	海正药业	园缘	员苑	缘	员缘	园园园
远园缘源	国电南自	园缘缘	远苑	猿	怨	园园园
远园缘苑	恒瑞医药	园缘猿	员缘苑	源	员缘	源园园
远园缘源	东方创业	园缘源	远缘缘	猿	怨	猿园园
远园缘圆	南京中商	园缘	苑园	猿	怨	缘园园
远园缘圆	南钢股份	园缘	园缘员	猿	怨	员园园
远园缘缘	亿阳信通	园缘	怨缘	猿	员	猿园园
远园缘圆	苏福马	园缘源	源缘	猿	怨	缘园园
远园缘缘	西水股份	园缘缘	苑园	圆	怨	源园园
远园缘圆	九龙电力	园缘园	苑缘	缘	员	猿园园
远园缘缘	三峡新材	园缘猿	员缘	猿	怨	园园园
远园缘缘	安琪酵母	园缘	远缘	圆	缘	猿园园
远园缘慧	星新材料	园缘苑	远缘	猿	苑	猿园园
远园缘员	南化股份	园缘苑	愿缘	猿	怨	源园园
远园缘圆	标准股份	园缘	员缘源	源	员	猿园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
100000	曙光股份	0.00	0.00	猿	怨	
100000	酒钢宏兴	0.00	0.00	猿	怨	0.00
100000	华泰股份	0.00	0.00	猿	怨	0.00
100000	烟台万华	0.00	0.00	猿	怨	0.00
100000	桂东电力	0.00	0.00	缘	0.00	0.00
100000	荣华实业	0.00	0.00	猿	怨	0.00
100000	中农资源	0.00	0.00	猿	怨	0.00
100000	营口港	0.00	0.00	圆	愿	0.00
100000	振华港机	0.00	0.00	远	0.00	0.00
100000	大厦股份	0.00	0.00	猿	苑	0.00
100000	天通股份	0.00	0.00	缘	0.00	0.00
100000	宏达股份	0.00	0.00	源	0.00	0.00
100000	长春燃气	0.00	0.00	源	0.00	0.00
100000	中发展	0.00	0.00	圆	0.00	0.00
100000	天利高新	0.00	0.00	猿	怨	0.00
100000	航天动力	0.00	0.00	猿	怨	0.00
100000	山东基建	0.00	0.00	猿	0.00	0.00
100000	亚宝药业	0.00	0.00	源	0.00	0.00
100000	精伦电子	0.00	0.00	缘	0.00	0.00
100000	恒丰纸业	0.00	0.00	猿	怨	
100000	承德钒钛	0.00	0.00	源	0.00	0.00
100000	江西铜业	0.00	0.00	源	怨	0.00
100000	红星发展	0.00	0.00	缘	0.00	0.00
100000	天鸿宝业	0.00	0.00	圆	远	0.00

园象

园缘元

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
园缘德	天科股份	园缘德	苑缘	源	员	源园园园
园缘德	宝光股份	园缘园	远苑苑	猿	怨	猿园园园
园缘园	广东明珠	园缘猿	远缘员	源	员	猿园园园
园缘德	金地集团	园缘园	员缘园	源	员	猿园园园
园缘德	北京巴士	园缘员	员缘苑	源	员	猿园园园
园缘德	龙净环保	园缘怨	缘缘远	猿	员	缘园园园
园缘园	金瑞科技	原园缘园	原员缘园	圆	怨	
园缘员	成发科技	园缘员	缘缘员	源	员	员园园园
园缘园	金山股份	园缘怨	员缘猿	猿	苑	园园园园
园缘德	凯诺科技	园缘园	员缘园	猿	怨	园园园园
园缘德	抚顺特钢	园缘园	员缘源	圆	苑	猿园园园
园缘园	红豆股份	园缘员	员	猿	怨	缘园园园
园缘缘	小商品城	园缘缘	员缘缘源	猿	愿	缘园园园
园缘园	湘电股份	园缘源	源缘怨	猿	员	猿园园园
园缘德	江淮汽车	园缘远	员缘远	猿	员	缘园园园
园缘德	新疆天宏	园缘苑	猿缘愿	源	员	猿园园园
园缘缘	青松建材	园缘远	远缘猿	源	怨	员园园园
园缘园	华鲁恒升	园缘怨	员缘猿	猿	怨	猿园园园
园缘园	片子痃	园缘缘	员缘远	猿	怨	猿园园园
园缘德	华纺股份	园缘员	园缘远	猿	怨	猿园园园
园缘园	宝钛股份	园缘愿	怨缘苑	源	员	猿园园园
园缘德	时代新材	园缘缘	愿缘缘	猿	怨	园园园园
园缘园	士兰微	园缘苑	员缘远	猿	怨	园园园园
园缘员	双良股份	园缘愿	员缘远	猿	怨	猿园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
远源缘	中化国际	园苑	员缘园	缘	员缘	源园园
远源缘	航天晨光	园苑苑	员苑苑	猿	怨	猿园园
远源缘	安徽水利	园苑苑	缘苑苑	源	员	猿园园
远源缘	上海能源	园苑园	源苑源	源	员猿	园园园
远源缘	天富热电	园苑源	愿苑	源	员园	
远源缘	黑牡丹	园苑苑	员园猿	猿	员园	猿园园
远源苑	置信电气	园苑苑	缘苑园	圆	怨	园园园
远源缘	康美药业	园苑苑	员园苑	猿	怨	猿园园
远源缘	华海药业	园苑苑	员园缘	猿	愿	猿园园
远源缘	长园新材	园苑园	员园苑	猿	怨	猿园园
远源缘	山东药玻	园苑远	怨苑愿	源	员源	苑园园
远源缘	交大昂立	园苑园	缘苑愿	猿	怨	猿园园
远源缘	豫光金铅	园苑苑	员园苑	源	员	园园园
远源苑	中软股份	园苑源	苑苑园	猿	怨	缘园园
远源苑	海通集团	园苑园	苑苑园	圆	苑	源园园
远源缘	狮头股份	园苑缘	园苑怨	源	员园	猿园园
远源缘	方兴科技	园苑苑	缘苑员	源	员	缘园园
远源苑	太行股份	园苑员	远苑	源	怨	猿园园
远源苑	北生药业	园苑苑	员园园	猿	怨	缘园园
远源苑	康缘药业	园苑园	怨苑员	圆	缘	园园园
远源缘	大西洋	园苑苑	远苑愿	猿	怨	猿园园
远源苑	法拉电子	园苑苑	员园源	猿	怨	远园园
远源缘	迪马股份	园苑苑	怨苑	猿	愿	怨园园
远源苑	山鹰纸业	园苑苑	员园猿	猿	怨	猿园园

园苑园

园缘

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
园缘园	安阳钢铁	园缘园	员缘园	远	员苑	员缘园园
园缘园	精达股份	园缘园	愿缘缘	猿	怨	猿园园园
园缘园	卧龙科技	园缘园	苑缘缘	猿	怨	远园园园
园缘园	八一钢铁	园缘园	员缘园	圆	怨	远园园园
园缘园	天地科技	园缘园	愿缘园	猿	怨	园缘园园
园缘园	海油工程	园缘缘	员缘园	猿	怨	
园缘园	海螺水泥	园缘缘	员缘缘	源	员	缘园园园
园缘园	泰豪科技	园缘园	员缘园	源	员	
园缘园	中孚实业	园缘园	员缘缘	源	员	园园园园
园缘园	广电电子	园缘园	源缘园	猿	怨	猿园园园
园缘园	轻工机械	园缘园	园缘园	猿	怨	猿园园园
园缘园	苏中纺织	园缘园	猿缘园	猿	怨	猿园园园
园缘园	大众交通	园缘园	愿缘园	猿	怨	源园园园
园缘园	第一食品	园缘园	员缘缘	源	员	猿园园园
园缘园	上海金陵	园缘园	苑缘园	源	员园	源园园园
园缘园	苏嘉宝	园缘园	苑缘园	圆	缘	远园园园
园缘园	申达股份	园缘园	怨缘园	猿	员园	园缘园园
园缘园	新世界	园缘园	愿缘园	源	员	园缘园园
园缘园	大众科创	园缘园	苑缘园	源	员猿	
园缘园	浦东金桥	园缘园	远缘园	猿	怨	员园园园
园缘园	联通国脉	园缘园	员缘园	猿	怨	猿园园园
园缘园	望春花	园缘园	员缘园	猿	远	
园缘园	苏科达	园缘园	缘缘园	源	员	园缘园园
园缘园	华源制药	园缘园	园缘园	猿	怨	猿园园园

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元·辖)
120120	强生控股	园猿缘	员园缘	源	怨	缘园园
120121	沪昌特钢	园猿员	源猿	源	员	园园园
120122	西南药业	园猿园	苑猿	猿	怨	猿园园
120123	森碟合成	园猿缘	原园园	园	苑	员园园
120124	川投控股	园猿愿	苑园园	猿	怨	园园园
120125	中华企业	园猿苑	员猿源	猿	怨	园园园
120126	航天通信	园猿愿	员猿缘	猿	怨	园园园
120127	四川金顶	园猿源	远猿员	源	员园	员园园
120128	珠江实业	园猿缘	园猿园	猿	员源	缘园园
120129	利嘉股份	园猿源	远猿缘	猿	怨	员园园
120130	欧亚集团	园猿缘	远猿员	猿	怨	猿园园
120131	天颐科技	园猿苑	员猿猿	猿	愿	员园园
120132	北亚集团	园猿苑	猿猿源	源	员园	猿园园
120133	彩虹股份	园猿员	员猿苑	猿	怨	缘园园
120134	常林股份	园猿	园猿猿	源	怨	园园园
120135	雄震集团	园源	员猿猿	猿	愿	员园园
120136	天津港	园猿缘	员猿苑	猿	怨	缘园园
120137	祁连山	园猿源	缘猿	猿	怨	
120138	宁波富达	园猿园	员猿源	猿	苑	猿园园
120139	云维股份	园猿猿	园猿缘	猿	怨	猿园园
120140	重庆百货	园猿园	员猿猿	猿	怨	愿园园
120141	湖南海利	园猿愿	园猿	猿	怨	猿园园
120142	山西焦化	园猿	员猿苑	园	远	猿园园
120143	江中药业	园猿员	愿猿源	猿	怨	源园园

园象

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元/年)
300058	浪潮软件	0.07	15.61	猿	愿	0.0000
300058	莱钢华侨	0.07	15.61	圆	员	0.0000
300058	安徽合力	0.07	15.61	猿	怨	0.0000
300058	莱钢中燕	0.07	15.61	圆	苑	0.0000
300058	莱钢富邦	0.07	15.61	猿	怨	0.0000
300058	通宝能源	0.07	15.61	缘	员缘	0.0000
300058	民丰实业	0.07	15.61	圆	远	0.0000
300058	新华股份	0.07	15.61	缘	员缘	0.0000
300058	鲁银投资	0.07	15.61	猿	怨	0.0000
300058	莱钢东锅	0.07	15.61	缘	员缘	0.0000
300058	中储股份	0.07	15.61	猿	员圆	0.0000
300058	鲁抗医药	0.07	15.61	猿	苑	0.0000
300058	天创置业	0.07	15.61	源	员源	0.0000
300058	莱钢马龙	0.07	15.61	源	员源	0.0000
300058	国电电力	0.07	15.61	猿	怨	0.0000
300058	钱江生化	0.07	15.61	圆	怨	
300058	宁波海运	0.07	15.61	猿	怨	0.0000
300058	华新水泥	0.07	15.61	源	员源	0.0000
300058	福建水泥	0.07	15.61	圆	员圆	0.0000
300058	杭州解百	0.07	15.61	猿	怨	0.0000
300058	厦工股份	0.07	15.61	缘	员缘	0.0000
300058	隧道股份	0.07	15.61	猿	怨	0.0000
300058	益民百货	0.07	15.61	缘	员缘	0.0000
300058	华联超市	0.07	15.61	源	员源	0.0000

代码	名称	每股收益(元)	净资产收益率(豫)	独立董事数	董事数	独立董事薪酬(元·辖)
远报源	大红鹰	园报源	猿报源	源	员	猿报源
远报源	广电网络	园报源	员报源	猿	员	园报源
远报源	申通地铁	园报缘	员报源	猿	员	缘报源
远报源	浙江创业	园报猿	愿报员	猿	苑	猿报源
远报源	上柴股份	园报园	员报园	猿	怨	员报源
远报源	华东电脑	园报源	员报苑	圆	怨	猿报源
远报源	杂报龙建	园报缘	愿报猿	源	员	缘报源
远报源	航天长峰	园报源	愿报愿	猿	怨	缘报源
远报源	杂报勃海	园报园	猿报源	猿	怨	猿报源
远报源	百大集团	园报苑	猿报源	猿	怨	员报源
远报源	星湖科技	园报员	苑报愿	猿	怨	源报源
远报源	火箭股份	园报苑	员报园	缘	员	缘报源
远报源	博瑞传播	园报猿	员报园	缘	员	猿报源
远报源	杉杉股份	园报员	远报员	猿	怨	源报源
远报源	国投电力	园报源	员报源	猿	怨	缘报源
远报源	新疆众和	园报猿	员报苑	猿	怨	猿报源
远报源	杂报吉发	园报源	缘报苑	猿	怨	缘报源
远报源	广钢股份	园报猿	员报源	猿	苑	远报源
远报源	中海海盛	园报愿	缘报源	猿	怨	园报源
远报源	厦门机场	园报猿	猿报猿	猿	怨	员报源

园报

摇摇注 :園报中独立董事的报酬有些是含税 ,有些是税后的报酬。由于数据太多在表中没有一一说明。

園报中未列项是年报中未披露。

摇摇本书是在我的博士论文的基础上修改而成的。

回想走过的历程,不禁感慨万千,心中充满无限感激之情。

首先,我要感谢我的尊敬的博士导师、江西财经大学校长史忠良教授。论文是在史忠良先生悉心指导下完成的,从论文的选题到修改定稿,无不凝结着史忠良先生的辛劳。史忠良先生治学严谨,知识渊博,为人谦和,胸襟宽广,令后学所崇敬。史忠良先生对我的教诲和关爱将永远铭记在心。

感谢江西财经大学廖进球教授、吴照云教授、陈明珍教授、王小平教授、宋醒民教授、卢福财教授、吴江教授、李良智教授等,感谢他们对我的教育和培养。感谢江西财经大学工商管理学院、研究生部的领导和老师。

感谢中共江西省委党校对我的培养。感谢中共江西省委党校常务副校长龚培兴教授、副校长王晓春教授以及组织处袁小平处长、科研部孙家驹主任。感谢他们多年来对我的工作、学习、生活的关心和帮助。感谢经济学部的同仁们。

感谢北京科技大学何维达教授、上海交通大学安泰管理学院费方域教授对我的论文的写作所提出的宝贵建议。

感谢我的博士同学张勇、李秀香、陈军昌、刘小铁、许基南,感谢他们对我学习的帮助。

感谢我的贤妻范彩云,多年来承担所有繁重的家务和抚养教育孩子的重担,多年来对我生活无微不至的体贴和照顾,使我

能全身心地投入到学习和工作中。感谢我的女儿刘阳对我的理解和支持。

感谢“江西社科文库”编辑委员会对此书出版的资助,感谢江西人民出版社领导为此书的出版所给予的支持和帮助。

感谢所有关心和帮助我的老师、领导、同学和亲朋好友。

刘晓青

二〇一〇年 八月 九日
于中共江西省委党校

圆环