

上市公司独立董事制度的经济学分析*

金成晓

(吉林大学商学院 130012)

[内容提要] 本文从提高公司创造社会财富能力的角度来探究与独立董事制度相关的一系列问题。主要包括：第一，从社会财富最大化的角度，研究独立董事制度产生的原因。第二，从创造社会财富增量的角度，研究如何建立有效的独立董事激励机制。第三，从责任保险市场角度，研究如何建立切实有效的独立董事约束机制。第四，研究在我国公司双重治理结构下，独立董事与监事会之间应如何分工，独立董事发挥作用的主要领域在哪里。在此基础上结合我国上市公司治理的实际，提出了建立和完善上市公司独立董事制度的具体操作思路。

[关键词] 社会财富最大化 独立董事 激励 约束

Abstract: This article will do some research on a series of problems which is connected with independent directors from the angle of increasing the company's capability of making social wealth. It includes three parts: the reason why we need independent director; how to establish the effective incentive and constraint mechanism on independent directors, how to divide the work between the independent director and supervisory committee. And bring about new thought on establishing and perfecting the independent director institution.

Key words: Maximizing social wealth; independent director, incentive, constraint.

一、引言

从历史的发展情况看，公司董事会的演进大体经历了三种形态：一是以执行董事为主的形态；二是以执行董事和非执行董事并存并以非执行董事为主的形态；三是以独立董事为主的形态。目前，在世界大多数国家和地区，独立董事的作用日益受到重视，其在董事会中所占的比例也越来越高。据经合组织在“1999年世界主要企业统计指标的国际比较”报告，董事会中独立董事成员所占的比例，美国是62%，英国34%，法国29%。另据科恩——费瑞国际公司2000年5月发表的有关研究结果，《财富》美国公司1000强中，董事会的平均规模为11人，内部董事2人，占18.2%，外部董事9人，占81.8%（中证报，2000）。因此，在一定程度上确实出现了一场公司治理的“独立董事革命”，对其的理论及实证研究正引起越来越多学者的关注。

国外对独立董事制度的研究始于70年代（Mace 1971），研究主要集中在以下三个方面：一是独立董事的比例与企业业绩的相互关系及其对企业行为的影响（Baysinger & Butler 1985, Hermalin & Weisbach 1998）；二是独立董事制度对CEO的报酬及更换的影响（Weisbach 1988, Dahya 2001）；三是独立董事制度与企业信息披露的关系（Beasley 1996）。多数研究表明，独立董事制度在限制企业管理层，提高其信息披露的数量和质量，保护股东（特别是中小股东）和利益相关者利益等方面均具有积极的作用。

在我国，深圳证券交易所公布的《创业板市场规则咨询文件》中，明确规定创业板上市公司的董事会中必须包括两名以上的独立董事；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》中明确要求，各上市公司董事会成员中应有占1/3以上的独立董事，其职责的履行应具有独立性，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。这就使得对独立董事制度的研究具有了现实紧迫性和实践价值。

目前我国理论界对独立董事制度主要有两种不同的观点：一种认为公司治理是一项复杂的系统工程，其中公司股权的多元化是治本之道，不应对独立董事制度抱有不切实际的期望（罗培新、毛

* 本文的研究得到了国家社科基金一般项目（01BJL020）的资助，仅致谢忱。

玲玲, 2001); 另一种观点则认为, 解决“一股独大”问题涉及面广, 难度大, 需要运作的时间长, 应从建立健全独立董事制度作起, 逐步强化董事会的内部制约机制, 进而规范公司治理(周正庆, 2001)。进一步, 对独立董事的权力来源, 报酬的制定, 与监事会责任的界分等一系列问题都在探讨之中。

本文的研究拟从提高公司创造社会财富能力的角度来探究与独立董事制度相关的一系列问题。主要包括以下四个方面的内容: 第一, 从社会财富最大化的角度, 研究独立董事制度产生的原因。第二, 从创造社会财富增量的角度, 研究如何建立有效的独立董事激励机制。第三, 从责任保险市场角度, 研究如何建立切实有效的独立董事约束机制。第四, 研究在我国公司双重治理结构下, 独立董事与监事会之间应如何分工, 独立董事发挥作用的主要领域在哪里。

二、社会财富最大化与独立董事的引入

独立董事的产生, 其原因主要有三点: 首先, 按照传统的经济学理论, 企业存在的目的就是实现利润最大化, 也就是实现股东利益最大化。按照这一判断, 只要企业实现利润最大化, 就等于企业价值最大化。并且, 如果企业面对的是一个充分竞争的市场, 企业在追求自身利益的时候, 不会损害社会利益, 企业价值最大化也等于社会福利最大化。因此股东当董事应该是最有效率的制度安排。独立董事的出现, 最根本的原因在于前面的两个“等号”在现有条件下不成立。股东在追求利益最大化的情况下, 可能会损害其他人的利益。由于市场不完善, 竞争不充分, 大股东可以采用损害他人利益的办法来牟利, 使得中小股东和利益相关者的利益不能得到很好保护。内幕交易、关联交易、违法交易等等都有可能导致大股东利益最大化, 如果对大股东没有任何约束, 最终会导致社会规则的破坏, 社会利益的损害。

其次, 在股权分散化的条件下, 会出现内部人控制问题。控制企业的主体, 包括董事长、董事、经理人员等内部人的报酬, 按照正常情况应该由董事会来定。但是董事会的成员往往就是控制企业的主体, 最终导致是自己给自己定报酬, 这样会出现很多内幕交易。因此, 现在企业里大小股东之间的差异和企业内部人之间的差异的存在, 表明股东董事有其局限性, 所以在最近几十年来, 为了解决这些问题, 西方国家在股份公司特别是上市公司中, 由法律规定设立独立董事。

最后, 人们一般倾向于强调所有权的正面作用, 但所有权也会产生负面作用, 其产生的主要原因在于, 对生产具有关键作用的经济主体可能会运用自己因所有权而具有的控制权彼此对抗, 进而降低产出。当参与生产的各方(即包括企业家)都必须随时间作实质性的专业化投资, 那么, 由完全不相关的独立董事拥有对资产的所有权是最优的。独立董事基本上可以内化由专业化产生的机会主义行为可能带来的损失。准确地讲, 因为独立董事没有作专用性投资, 因此它位于承受损失的最佳位置。

从动态的角度看, 由于资产的所有权的最优配置随时间发生变化, 当一个发明者或企业家开始他们的事业时, 相应的价值并不值得一提。因而, 也就谈不上其他人通过机会投资占用剩余的问题。因为通过适当的投资获得的预期报酬与机会主义行为的报酬差别不大, 所有权会非常典型地鼓励专

本文中的企业家是指凭借创新力、洞察力和统率力发现和消除市场不均衡, 指出生产方向, 创造交易机会, 组织生产要素的人。

用性投资。在这个阶段，最关键的投资是由发明者或企业家做出的，因此它应拥有初始开创的公司。但是，当企业开始变大，就会出现两个新问题。首先，其他人的专用性投资，如职业经理开始变得重要。其次，可以分割的剩余的数量开始变大。一方面，把所有权赋予经理是不明智的，因为他们可能通过过分改变企业的经营方向而降低企业家拥有的潜在剩余索取权。另一方面，企业家可能非效率地试图通过长时间保持原有的经营方向（从而使自己保持有用）来占用更多的剩余。典型的例子是，发明者持续在 R&D 上投资，而不注意开发具有商业生产价值的产品。从这一角度可以揭示出，如果企业由独立董事所有，合作就会达到最佳状态，企业创造社会财富的效率最高。

下面通过一个模型对上述结论做进一步的说明。

为简便计，假定只有两个经理 M_1 和 M_2 ，和企业家 E 。一个生产中需要的兼具两种功能的关键性资产。需要完成与这两种功能相对应的两项任务 A 和 B ，每项任务在资产的不同部位。一个经理可以专业化于其中一项任务，但不能两项都专业化。企业家和两个经理的联合总产出为 $\pi(i^A, i^B)$ ，这里

$$i^l = \begin{cases} k & \text{如果 } \max[i_1^l, i_2^l] \geq k \\ 0 & \text{如果 } \max[i_1^l, i_2^l] < k \end{cases}$$

对 $l=A, B$ 。这里 i_j^l 是经理 j 在任务 l 上的投资。这意味着两位经理在同一个任务上的投资具有相互替代性，并且是关于每项任务投资的分步函数。

现假设如果两项任务都专业化，资产在外面将无价值。如果把两种功能联结在一起，用于特定生产，那么这台机器就在其他场合没有价值。提供特定生产用的原材料所有者 E 将必不可少。如果只有一个经理专业化于一项任务，机器的非专业化部分对任何经理仍保持着外部价值 r^M 。最后假定 E 自己拥有资产不能获得任何外部价值，即， $r^E=0$ 。

可假设一项工作比另一项工作能增加更多的价值，不失一般性，令 $\pi(k, k) > \pi(k, 0) \gg \pi(0, k)$ 因此任务 A 可增加更多的价值。此时，让经理在不同的任务上进行专业化是有效率的，因为

$$\pi(k, k) - 2k - r^M > 0$$

和

$$\pi(k, k) - \max[\pi(k, 0), \pi(0, k)] > k$$

假设 E 拥有所有权，并且允许两个经理拥有对机器无限制的控制权。如果 M_1 专业化于任务 A ， M_2 只有当下述条件成立时才有动力专业化于另一个任务：

$$\frac{1}{6}\pi(0, k) + \frac{1}{3}[\pi(k, k) - \pi(k, 0)] - k > \frac{1}{6}\pi(k, 0) - k$$

此式左边是她专业化于任务 B 的净报酬，而右边的一项则是她专业化于任务 A 并与第一个经理竞争时的净报酬。重写该不等式，第 2 个经理专业化于同一个任务是非效率的，如果

$$[\pi(k, 0) - \pi(0, k)] > 2[\pi(k, k) - \pi(k, 0)] \quad (*)$$

这是公共品的标准问题。经理们为了试图掌握关键资源而获得更有利的回报，会进行过度投资；

现在假设两个经理拥有控制权。当专用性的投资是可替代的，当两个经理都出现时联合生产的价值由 $\pi(\max\{i_1, i_2\})$ 给出。沙普利值给出了每个代理人 j 对联合体的预期贡献，这里的预期值是从 j 可能属于的所有可能的联合中取出的。更正式的，代理人 j 的收益的份额由下式给出： $B_j = \sum_{S|j \in S} \frac{(s-1)!(n+1-s)!}{(n+1)!} \{\pi(S) - \pi(S \setminus \{j\})\}$ ，

s 是联合体的代理人总数。利用该公式，相对于 M_2 给定的投资水平，我们可以计算 M_1 的报酬。它们是： $\frac{1}{6}[\pi(i_1) - \pi(0)] + \frac{1}{3}[\pi(\max\{i_1, i_2^*\}) - \pi(i_2^*)] - i_1$ 。在此即为上式的左边。

或不顾社会的需要，对任务 A 增加更多的附加价值，而任务 B 则获得较少的报酬。

对 E 而言，一种阻止追寻控制权的办法是，不允许存在对资产的无限制的权力，而是在内部对其加以限制。例如，可以阻止 M₂ 拥有任务 A 执行过程中的权力，所有者保证 M₂ 具有另一个最优的选择。如果下式成立，M₂ 将专业化于任务 B：

$$\frac{1}{6}\pi(0,k) + \frac{1}{3}[\pi(k,k) - \pi(k,0)] - k > 0 \quad (**)$$

因此，如果 (*) 和 (**) 式成立，E 拥有的所有权和内部限制的控制权相结合会获得最优结果，然而只是 E 拥有所有权并不能产生这样的结果。

更一般地，这种限制可以采用让参与到指定场所的形式，把工作组配置到不同的地方，或根据功能专业化的需要对团队进行隔离。这些办法都可以看作是规范控制权，进而增加投资激励的努力。

随之而来的问题是，若没有所有权结构，光靠内部组织是否就足以达到最优，考虑只有一个经理（不失一般性设为 M₁）而不是 E 拥有资产。

他可以把控制权授予做特殊工作的 M₂，假设是 A，M₂ 将具有激励进行专业化，如果

$$\frac{1}{3}[\pi(k,k) - \pi(k,0)] - k > 0$$

当满足

$$r^M > \frac{1}{6}\pi(0,k) + \frac{1}{3}\pi(k,k) - k$$

时，可以看出，M₁ 若只是部分专业化，将比专业化于 B 而与 M₂ 和 E 分享剩余要好。

同时，给 M₂ 做工作 B 的控制权同样不能实现最优的结果。此时 M₂ 几乎没有激励去进行投资，原因是他已被分配到没有多少剩余的任务，他获得的净报酬是：

$$\frac{1}{3}[\pi(k,k) - \pi(k,0)] - k < 0$$

回忆 (**)，当 E 拥有机器时，给 M₂ 以控制权可以用来激励 M₂，但当 M₁ 拥有时，却不能做到这一点。实际上，M₂ 不可能与 E 做交易，因为现在 E 不拥有资产，与 E 作交易会降低 M₂ 索取的剩余。因此，无论是 M₁ 还是 M₂ 拥有所有权，即使他们在同一个组织内部，也不能实现最优。

通过上面对模型的讨论可以看出，组织内所有权和对关键任务的控制权集合作为整体才能使企业成功，两者都可以看作一种机制，用以在组织内部规范控制权和协调投资。独立董事的引入，正好起到了规范控制权和协调专用性投资的作用，促使所有权与控制权进行有效的配置，实现帕累托改进，从而有利于实现最大化组织产出的目的。

三、独立董事激励机制设计

一般地讲，独立董事都是一些社会知名人士，他们很重视自己的社会声誉，为了维护自己的信誉，独立董事会对损害他人利益的股东董事不妥协。因此，可以说，独立董事激励机制设计的核心问题是：如何使独立董事有积极性制造优绩效，从而维护和提高自己的声誉。为分析简单起见，假定董事有勤奋和懒惰两种工作类型。勤奋的董事从来不制造差绩效；懒惰的董事有可能制造差绩效，但通过努力，可以建立一个不制造差绩效的声誉。股东和利益相关者不知道董事的类型，但可以通过观测绩效来推断董事的工作类型。特别地，一旦董事制造了差绩效，股东和利益相关者就认为董事是懒惰董事；在理性预期下，董事在随后阶段的差绩效不能给自己带来任何好处。

下面通过一个模型说明在什么情况下，懒惰董事将选择不制造差绩效，即有积极性努力创造优良业绩，从而成为勤奋董事。

假定 a 是一个一维努力变量，产出函数取线性形式： $y = a + \varepsilon$ ，其中 ε 是均值为 0，方差为 σ^2 的正态分布随机变量，代表外生的不确定性因素， $\varepsilon \in [0, 1]$ ，此处 ε 可以理解为利润率或全要素生产率。考虑股东和利益相关者与独立董事的线性合同， $S(\pi) = \alpha + \beta(\pi - \pi^e)$ ，其中 α 是独立董事的固定收入（与 π 无关）， β 是独立董事分享的产出份额， π 是实际产出额， π^e 是股东和利益相关者预期的产出，从而 $(\pi - \pi^e)$ 为因独立董事的工作而产生的超额产出。又假定独立董事的努力成本为 $C(a) = \frac{b}{2}a^2$ ， $b > 0$ 代表成本系数， b 越大，同样的努力 a 带来的负效应就越大。在此基础上，可假定独立董事的效用函数为：

$$U = \alpha + \beta(\pi - \pi^e) - \frac{b}{2}a^2$$

为简单起见，令 $\alpha = 0$ ， $b = 1$ ，则上式变为：

$$U = \alpha + \beta(\pi - \pi^e) - \frac{1}{2}\pi^2$$

如前所述，设独立董事只有两种工作类型：勤奋类型（ $\beta = 1$ ），即达到了股东和利益相关者的期望， $\pi = \pi^e$ ；懒惰类型（ $\beta = 0$ ），即未达到股东和利益相关者的期望， $\pi < \pi^e$ ，其效用将减少。又假定 $\beta = 1$ 的先验概率是 p_0 ， $\beta = 0$ 的先验概率是 $(1 - p_0)$ 即在 $t=0$ 时股东和利益相关者认为董事是勤奋董事的概率是 p_0 ，懒惰董事的概率是 $(1 - p_0)$ 。

假定博弈重复 T 阶段，令 y_t 为 t 阶段懒惰董事选择假装勤奋董事的概率， x_t 为股东和利益相关者认为懒惰董事选择假装勤奋董事的概率；在均衡情况下， $x_t = y_t$ 。那么，如果在 t 阶段没有观测到差绩效，根据贝叶斯法则，股东和利益相关者在 $t+1$ 阶段认为董事是勤奋董事的后验概率是：

$$p_{t+1}(\beta = 1 | \pi_t = 1) = \frac{p_t \times 1}{p_t \times 1 + (1 - p_t)x_t} \geq p_t$$

其中 p_t 是 t 阶段董事是勤奋董事的概率， 1 是勤奋董事不制造差绩效的概率。就是说，如果董事没有制造差绩效，股东和利益相关者认为董事是勤奋董事的概率向上调整（如果 $x_t < 1$ ，严格不等式成立；如果 $x_t = 1$ ，等式成立）。如果董事制造了差绩效，

$$p_{t+1}(\beta = 0 | \pi_t = 0) = \frac{p_t \times 0}{p_t \times 0 + (1 - p_t)x_t} = 0$$

就是说，如果观测到差绩效，股东和利益相关者就知道董事是懒惰董事。

考虑两个阶段（ $T-1$ 和 T ）模型的解。在 T 阶段（最后阶段），建立不制造差绩效的声誉已没有意义，懒惰董事的最优选择是 $\beta = 0$ ， $\beta = 1$ ，股东和利益相关者的差绩效预期为 $\pi_T^e = 1 - p_T$ ，懒惰董事的效用水平是：

$$\begin{aligned} U_T &= \alpha + (\pi_T - \pi_T^e) - \frac{1}{2}\pi_T^2 \\ &= \alpha + (0 - (1 - p_T)) = \alpha + p_T - 1 \end{aligned}$$

因为 $\partial U_T / \partial p_T = 1 > 0$ ，懒惰董事的效用是声誉的增函数，这是为什么懒惰董事有积极性建立勤奋声誉的原因。

现在考虑 $T-1$ 阶段独立董事的选择。假定懒惰董事在 $T-1$ 之前没有制造差绩效，因而 $p_{T-1} > 0$ 。

股东和利益相关者的差绩效预期是：

$$\pi_{T-1}^e = 1 \times (1 - p_{T-1})(1 - x_{T-1})$$

其中 1 是独立董事的最优绩效， $(1 - p_{T-1})$ 是董事是懒惰董事的概率， $(1 - x_{T-1})$ 是股东和利益相关者认为懒惰董事选择差绩效的概率。

令 α 为董事的贴现因子。为了简单起见，只考虑纯战略，即 $y_T=0,1$ 的情况。如果懒惰董事在 $T-1$ 选择制造差绩效（ $y_{T-1}=0$ ，即 $x_{T-1}=0$ ），那么 $p_T=0$ （在 $T-1$ 阶段观测到差绩效后，股东和利益相关者知道董事不可能是勤奋董事）。给定股东和利益相关者的绩效预期 π_{T-1}^e ，懒惰董事的总效用为：

$$U_{T-1}(0) + \delta U_T(0) = \alpha - \pi_{T-1}^e + \delta \alpha$$

如果懒惰董事在 $T-1$ 选择不制造差绩效（ $y_{T-1}=1$ ，即 $x_{T-1}=1$ ），那么，懒惰董事的总效用为：

$$\begin{aligned} U_{T-1}(1) + \delta U_T(0) &= \left[\alpha + (1 - \pi_{T-1}^e) - \frac{1}{2} \right] + \delta(\alpha + p_T - 1) \\ &= \alpha - \pi_{T-1}^e + \frac{1}{2} + \delta \alpha + \delta(p_T - 1) \end{aligned}$$

因此，如果下列条件满足， $x_{T-1}=1$ 优于 $x_{T-1}=0$ ：

$$\begin{aligned} \alpha - \pi_{T-1}^e + \frac{1}{2} + \delta \alpha + \delta(p_T - 1) &\geq \alpha - \pi_{T-1}^e + \delta \alpha \\ \Rightarrow p_T &\geq 1 - \frac{1}{2\delta} \end{aligned}$$

因为在均衡情况下，股东和利益相关者的预期 π_{T-1} 等于董事的选择 y_{T-1} ，因此，如果 $y_{T-1}=1$ 构成懒惰董事的均衡战略， $x_{T-1}=1$ ，从而 $p_T=p_{T-1}$ 。因此上述条件意味着：

$$p_{T-1} \geq 1 - \frac{1}{2\delta}$$

就是说，如果股东和利益相关者在 $T-1$ 阶段是认为董事是勤奋董事的概率不小于 $(1 - \frac{1}{2\delta})$ ，懒惰董事就会假装勤奋董事，贴现率 δ 越大，独立董事勤奋努力的概率 p_{T-1} 就越大。换言之，董事的声誉越好，维持声誉的积极性就越高。

四、责任保险市场与独立董事的约束机制

独立董事的主要功能应放在提高公司整体和长久的获利能力上。独立董事参与董事会会议，将自己的专业知识和对市场把握体现在公司的重大决策中，提高决策的科学性和透明度，使公司的发展呈现出可持续性。而决策的科学和透明，就自然将大股东的机会主义行为和非独立董事和经理层的内部人控制行为在公司决策中排除了出去。因此独立董事的事前监督主要体现在为公司创造更多的收益上，而不是维护现有的公司利益上。后者却正是监事会的主要责任，因为监事会成员在董事会会议上没有表决权，不可能事前否定董事会的决议。它只有通过事后的审核、调查，要求董事会、经理层改变决议或追究有关人的责任。监事会的主要行为是检查董事会和经理层的决议和经营成果，剔除其中损害公司、职工、中小股东利益的行为，而不是向股东大会、董事会提出有关公司经营的

建议。

我国的公司立法采用的是二元结构的组织体系，即我国的《公司法》中规定了监事会制度，在这种情况下，如何协调独立董事与监事及监事会的关系，就成为一个必须解决的问题。应当看到，目前独立董事制度最为普及的国家大都是实行一元结构的组织体系，在某得程度上，独立董事所发挥的是二元结构组织体系下的监事会的功能——尽管独立董事的地位和作用要远远地高于和大于二元结构组织体系下的监事和监事会。鉴于我国的《公司法》在总体上采用了大陆法系的框架，而对《公司法》中规定的二元结构的组织体系的改变目前又无现实的可能，因此，可以考虑沿着两条思路对我国的公司治理结构进行改进：一方面，引进独立董事制度，强化独立董事在公司战略委员会、治理委员会、薪酬委员会和提名委员会中的地位和作用，以此来增强公司董事会在决策上的独立性；另一方面，要改革我国现行的监事会制度，强调监事会成员在财务会计方面的执业资格和行权能力，并且实行财务上由独立董事与监事会双重审计、以监事会为主的制度。

在国外，一决定当独立董事马上去买保险，因为独立董事有一定风险，主要表现在要承担的连带责任。独立董事最终导致违法有两个方面，一种是主观上被收买了，帮人作违法事情。还有一种是因为本人的知识构成、判断能力有限，使其没有意识到自己的行为会导致很坏的社会后果，但法律是不管主观客观的。所以，国外的独立董事要进行投保，分摊这种风险。中国目前还没有充分意识到这种惩罚的可能性，但是随着机制的不断完善，会越来越明确的。

市场选择机制和社会评价机制的存在和作用，使市场具有了内在的区分“优质董事”和“劣质董事”的功能，而这种功能的持续作用，正是鞭策独立董事积极进取的一个重要条件。高素质的董事的杰出表现会为他们带来新的董事职位，而“劣质董事”离职后则不会被其他企业聘用。只有在市场能够有效地区别“优质董事”和“劣质董事”并给予后者以相应惩罚时，董事才能真正行使董事职责，董事会才可能对企业经理层真正起到制约作用。

现用斯宾塞（Spence）分离均衡模型对此做进一步的说明：假定独立董事的能力只有两个可能的水平， $\theta = 1, 2$ ，但业绩水平 s 是一个连续变量， $s \in [0, \bar{s}]$ 。假定给定能力 θ 和业绩水平 s ，独立董事的期望产出函数为：

$$y(\theta, s) = \begin{cases} s, & \theta = 1 \\ 2s, & \theta = 2 \end{cases}$$

就是说，对于任何给定的 s ，高能力独立董事的劳动生产率是低能力独立董事的两倍，而给定能力 θ ，业绩水平越高，劳动生产率越高。

设 $U_\theta(\omega, s)$ 是能力为 θ 的独立董事的效用函数，其中 ω 是独立董事预期将获得的报酬（包括显性报酬和隐性报酬）。假定 $\partial U / \partial \omega > 0, \partial^2 U / \partial \omega^2 \leq 0, \partial U / \partial s < 0, \partial^2 U / \partial s^2 < 0$
 $\partial U_1 / \partial s < \partial U_2 / \partial s$ 即：报酬带来正效用，边际效用递减（或不变）；业绩带来负效用，边际成本递增；低能力独立董事的业绩成本相对高于高能力独立董事的业绩成本。进一步假定独立董事属于低能力和高能力的先验概率相等，设 $\mu(s) = \mu(\theta = 1 | s)$ 为当观察到独立董事选择业绩水平 s 时股东和利益相关者认为独立董事属于低能力的后验概率（ $1 - \mu(s)$ 是属于高能力的后验概率）。

在一般非对称信息下，可以证明分离均衡的存在性（Spence, 1987）。该均衡满足：存在一个预期的报酬函数 $\omega(s)$ ，一个业绩水平 $s^*(\theta)$ ，和一个后验概率 $\mu(s)$ ，使得：

- (1) 给定 $\omega(s)$ ， s^* 最大化 $U_\theta(\omega(s), s)$ ；
- (2) $\omega(s^*) = \mu(s^*)s^* + 2(1 - \mu(s^*))s^*$ ；

(3) $\mu(s)$ 与贝叶斯规则相一致。

在分离均衡中，不同能力的独立董事将选择不同的业绩水平，股东和利益相关者根据独立董事的业绩水平判断其能力。具体来说，能力为 $\theta=1$ 的独立董事选择 $s^*(1)=s_1$ ，能力为 $\theta=2$ 的独立董事选择 $s^*(2)=s_2$ ，且 $s_1 < s_2$ ；股东和利益相关者认为业绩水平为 s_1 的是低能力，从而支付报酬 $w(s_1)=s_1$ ，业绩水平为 s_2 的是高能力，从而支付报酬 $w(s_2)=2s_2$ 。

因此，如果引入独立董事责任保险市场，高能力的独立董事将能以较低的保费得到较高的保险，从而有更多的机会被聘用或能到更大型的公司任职；而低能力的独立董事则只能以较高的保费得到较低的保险，因而被聘用的机会将减少或只能到较小的公司任职。从而形成了一个具有有效“筛选机制”的独立董事市场，真正起到约束独立董事的作用。

五、结论及应用

本文的主要观点可概括如下：第一，独立董事的主要功能应放在提高公司整体和长久的获利能力上，而监事会的主要职责是检查董事会和经理层的决议和经营成果，剔除其中损害公司、职工，中小股东利益的行为。第二，由于独立董事的权力来源于政府规则，而政府制定规则的目的则在于最大限度地促进企业为社会创造财富增量，因此，独立董事的收入应与企业为社会创造的总财富增量（税前利润+工资总额）相联系，具体可由政府以规章的形式确定一定的比例，这对独立董事来讲是一种最有效的激励方法。第三，发挥独立董事保险市场的选择和评价机制，使其具有内在地区分“优质董事”和“劣质董事”的功能。只有市场持续发挥此项功能并给予后者以相应惩罚时，独立董事才能真正行使其职责，对执行董事和经理层真正起到制约作用。第四，本研究证明，由于独立董事掌握控制权将能使对生产具有关键作用的相关经济主体不会用自己因所有权具有的控制权而彼此对抗，从而促进各方随时间作实质性的专业化投资，使大股东与中小股东之间的博弈由零和博弈变为正和博弈，从而促使构成企业的各经济主体在创造财富上进行努力而不是在分配上下功夫，使生产性努力在企业的经济活动中成为主流，从而提高其创造社会财富的能力，从社会角度来看这种制度安排是最优的。

上述四个方面的结论系统地回答了上市公司独立董事制度建立过程中遇到的如下三个关键性问题。第一，从理论上回答了独立董事制度的建立在解决“一股独大”问题之后仍然是必要的，因为该制度有利于提高企业创造财富的能力及企业运作的效率。第二，明确地回答了独立董事的报酬确定问题，独立董事的“独立性”主要是体现在不与构成企业的任何一方的利益相关上，但与企业的整体利益是密切相关的。因而把独立董事报酬与企业整体业绩相联系是对独立董事激励的最有效途径。第三，论证了通过独立董事责任保险市场来区分“优质董事”与“劣质董事”的构想，使独立董事的市场评价和社会评价机制真正到位，发挥实质性作用。

事实上，衡量企业治理结构优劣的最终标准是企业创造社会财富能力的高低，而独立董事制度的建立，恰恰是政府从制度安排角度提高其创造财富能力的有力举措，具体包括三个方面的作用：一是独立董事的引入，可以实质性地提高构成企业的各经济主体专业化投资的激励，因而提高了企业运作的效率和创造财富的能力；二是独立董事的引入，由于其本身就是专业人才，因而有助于突破公司的封闭性，开阔决策视野，提高其科学性；三是由于独立董事的权力有相应的制度保障，因

而有助于在董事会的内部制衡与股东大会的财产制衡乃至证会的社会制衡之间建立起有机的联系，进而形成内外结合的、立体的和交叉的制衡体系。

针对我国企业治理结构的具体实际，并结合独立董事制度的一般性特征，笔者认为，建立符合中国实际的独立董事制度应遵循以下具体操作思路：一是建立有效的独立董事激励机制及衡量其工作绩效的客观标准；二是建立一套市场选择和社会评价机制，通过责任保险市场区分独立董事的优与劣，达到约束独立董事的目的；三是区分独立董事与监事会的事前与事后监督的职能，使企业在生产性努力方面进行努力，从而有效降低损害中小股东及利益相关者的关联交易及财务信息失真等现象。

主要参考文献：

1. 周正庆,《推进独立董事制度 完善公司治理结构》,《中国证券报》2001年6月11日。
2. 罗培新、毛玲玲,《论独立董事制度》,《证券市场》2001年第2期。
3. 《海外独立董事制度》,《中国证券报》2000年11月6日。
4. 韩志国,《上市公司治理中的独立董事制度》,《经济研究参考》2001年第42期。
5. 张维迎,《博弈论与信息经济学》,上海三联书店1996年版。
6. 李惠眉,《董事会的劳动力市场》,载梁能主编《公司治理结构:中国的实践与美国的经验》,中国人民大学出版社2000年版。
7. Baysinger, B. and H. Butler (1985) "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition," *Journal of Law, Economics, and Organizations*, 1, pp. 101-24
8. Beasley, M. S. 1996. "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud" *The Accounting Review* 71 (October): 443-465.
9. Dahya, J.; McConnell, J.J. and Travlos, N.G. (2001) "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover" *Journal of Finance* 2001 forthcoming.
10. Hermalin, B. and M. Weisbach (1998) "Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO," *American Economic Review*, 88, pp. 96-118.
11. Kreps, D., P. Milgrom, J. Roberts and R. Wilson, 1982 "Rational Cooperation in the Finitely Repeated Prisoner' Dilemma", *Journal of Economic Theory* 27: 245-52.
12. Mace, M. (1971), *Directors: Myth and Reality*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
13. Raghuram. G. Rajan and Luigi Zingales "Power in a theory of the firm", *The Quarterly Journal of Economics* vol.113, No.2: 389-432, 1998.
14. Spence, A. M., "Job Market Signaling", *Quarterly Journal of Economics* 87:355-74.
15. Weisbach, Michael (1988) "Outside Directors and CEO Turnover," [J] *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431-60.

作者简介：金成晓，1966年生，吉林大学商学院副教授，政治经济学博士，数量经济学博士后。

通讯地址：长春市前卫路10号

邮 编：130012

电 话：0431—5644342