

上市公司独立董事制度与 中小股东利益保护

张庆

(湖北经济学院 武汉 430205)

【摘要】目前我国上市公司独立董事制度对中小股东的利益保护效果不理想。本文认为,为了进一步提高独立董事制度对中小股东利益的保护程度,必须完善法律和产权制度体系,加强独立董事市场的建设,并提高独立董事行权的能力。

【关键词】 独立董事制度 中小股东 独立董事

独立董事是指不在公司担任除董事以外的其他职务,并与所受聘公司及其主要股东不存在可能妨碍其进行独立客观判断关系的董事。真正的独立董事制度是20世纪60年代后逐渐形成的,20世纪70年代,纽约股票交易所(NYSE)正式要求每家上市公司必须在限定时期内设立一个有独立董事参加的审计委员会,对公司的财务报告做出独立、客观的审计。20世纪90年代末,NYSE和NASDAQ再次修改有关独立董事的规定,要求董事会审计委员会最少要有三名独立董事。

一、独立董事制度对中小股东利益的保护机制

传统的公司治理理论认为,由于委托代理关系的存在,必须设计一个最优合同或选定一种最优契约安排来克服委托人和代理人之间的矛盾,这种最优契约应考虑所有可能出现的情况,并能采取相应的决策行为。但是实际上,由于未来的不确定性、环境的复杂性和人的有限理性以及交易成本的存在,不可能在初始合同中对所有的或然事件及其决策行为做出详尽可行的规定。因此,委托人必须确立针对没有被初始合同规定的或然事件做出决策的剩余控制权及剩余索取权的制度安排。基于这种思路,监管部门引入独立董事制度以改变董事会构成。而这种董事会构成的改变是否对公司经营产生作用,取决于能否在委托人与代理人之间求得均衡。这种均衡主要体现在两个方面:①在公司治理结构框架内委托人与代理人之间的监督与制衡机制的权力均衡。大股东和经理人通过对董事会的控制垄断了公司的控制权,从而打破了公司治理的权力均衡。而独立董事独立于大股东和经理人,因而可避免大股东和经理人各自为了自身利益的理性假设而争夺公司绝对控制权。②在公司委托人与代理人之间各自的权力边界合理界定的情况下求得利益分配方面的利益均衡。公司治理中企业重大决策涉及所有利益相关者的利益,利益各方从自我利益出发必然导致决策效率低下,并会导致利益分配不公。独立董事可以通过直接参与公司治理而调整众多利益相关者在利益分配上的分歧与不公。

由此可以看出,独立董事的根本使命在于维持公司董事会决策中的“健康性”,即建立起有利于大股东、中小股东、顾

客与非股东人群的合理的利益关系模式,有效抑制和约束某一方利益群体垄断企业控制权带来的机会主义。

但是,独立董事制度也存在着致命的缺点:①独立董事缺乏足够的动力去维护中小股东利益。因为在独立董事是“经济人”的前提假设下,其一切经济行为都会追求自我效用的最大化。因此,在组成公司的股东、债权人、经理以及被雇用的职员这些利益主体中,谁有权任命独立董事并决定独立董事的收入水平,独立董事就可能代表谁的利益,可见独立董事并非天生就与公司中小股东的利益完全一致。要想独立董事代表中小股东的利益,首先必须解决独立董事的任免及收入水平由谁决定的问题。②独立董事缺乏足够的力量维护中小股东利益。这是因为,利益主体在利益冲突的环境中有效维护自己的利益必须满足两个条件,即专业方面的能力和法定的权力。在上市公司中,假定独立董事愿意代表中小股东的利益,在股东之间发生利益冲突时,若独立董事的专业能力足够,那么要解决的问题就是使独立董事拥有保护中小股东利益的特定法律权力。如果法律没有赋予独立董事特别的权力,董事会决策实行少数服从多数的原则,那么独立董事就缺乏保护中小股东利益的能力。

二、我国中小股东利益保护现状

笔者选取我国上市公司中具有代表性的齐鲁石化、邯郸钢铁、东北高速、白云机场等30家公司,并选用独立董事占董事会的比例、独立董事薪酬、中小股东持股比例、每股收益等指标来考察独立董事制度对中小股东的利益保护现状。

通过对相关数据进行整理,分别考察首位度与中小股东持股比例的变动以及独立董事行权能力及意愿与中小股东持股比例的相关系数。

从表1可以看出,国有股比例与中小股东的持股比例呈负相关关系。这说明在投资者均为理性主体的前提假设下,国有股的高比例导致投资者可能产生利益受损的理性预期,在这种情况下,国有股比例越高,投资者的持股比例将越低。从表2可以看出,独立董事的行权能力及意愿与中小股东的持股比例呈正相关关系。同时,该表也反映出,独立董事行权能力

比独立董事行权意愿对中小股东持股比例的关联性更大。这说明当独立董事能够维护中小股东利益时,中小股东将会持有更多股票。由于独立董事是由占总股本大多数的大股东所组成的董事会聘任,因此当独立董事在董事会中占比较小时,不能维护中小股东利益,在这种状况下,独立董事为了维护既得利益(名誉与薪酬),也没有意愿行权。同时,如果对独立董事的激励机制不够健全(薪酬过高或过低),独立董事同样没有意愿行权,因而很难维护中小股东利益。

表1 样本总体首位度、国有股比例与中小股东持股比例的相关系数

年份	2003		2004	
	首位度与中小股东持股比例	国有股比例与中小股东持股比例	首位度与中小股东持股比例	国有股比例与中小股东持股比例
相关系数	-0.156 508	-0.673 499	-0.055 049	-0.656 457

表2 独立董事行权能力及意愿与中小股东持股比例的相关系数

	独立董事行权能力	独立董事行权意愿	中小股东持股比例
独立董事行权能力	1	0.078 811	0.165 887
独立董事行权意愿	0.078 811	1	0.165 566
中小股东持股比例	0.165 887	0.165 566	1

上述分析表明,独立董事制度对中小股东利益的保护主要受国有股权比重、独立董事行使权力的能力及意愿的影响。目前,我国上市公司独立董事制度对中小股东利益保护的力度不大,主要基于以下几方面的问题:

1. 产权制度不够合理。在传统的国有经济体制下,我国上市公司由于国有股权占主要份额,因而实际上是国有控股企业。由于国有控股企业产权属于国家,企业并没有独立的产权,因而企业的委托人并不是按市场经济规律经营的主体,也不是理性的经济主体,国有股权的代理人——董事长实际上是政府任命的官员,而其代理人——总经理也必定不是通过市场竞争机制从市场中根据公开、公平、公正的原则选拔而产生的。在这种条件下,企业的经济抉择不可能完全按照企业利润最大化、股东财富最大化和成本最小化的约束原则进行,从而难以最优地实现企业利润增加和成本控制。同时,在我国市场机制还不健全、信息披露制度尚不完善、企业家市场不成熟的情况下,企业缺乏自我激励和自我约束机制,缺乏成本和风险约束。

2. 国有股“一股独大”、“所有者缺位”问题严重,上市公司内部人控制情况较严重。在现有股权结构下,中小股东基本丧失了对公司决策的影响力。而且由于信息不对称和中小股东自身在公司监督上的“搭便车”行为,导致中小股东的利益不可能得到充分和有效的保护。

3. 独立董事市场不够成熟。人才选择机制和信誉评价体系的形成与完善,是独立董事制度发挥作用的前提条件。但是,由于我国独立董事制度起步较晚,因此独立董事资源比较匮乏、甄别机制不够健全。同时,由于我国市场化改革是渐进式的,因此独立董事本身也相对缺少市场化条件下的经营管理经验。此外,由于我国征信体系还未完全建立,独立董事自

身的信誉体系也几乎不存在。

4. 独立董事行权的能力与意愿不足。独立董事行权的能力,主要受制于独立董事的自身条件、独立董事在董事会中的比例等方面,而独立董事行权的意愿则主要受独立董事的产生机制、独立董事的激励与约束机制、独立董事的退出机制等方面影响。从我国目前情况来看,一方面,虽然国内部分公司的独立董事为行业内的技术权威,但是要做出有价值的商业判断,则往往要求独立董事有相当的商业阅历,要具有一定程度的经济教育背景。而且,由于许多独立董事很可能在多个单位担任重要职务,因此精力的有限性使其对任职公司的关注不够。另一方面,我国当前独立董事的产生主要不是来自于市场的选择,而是更多地取决于董事长、总经理和大股东的个人偏好和需要,因此独立董事的资格认定和聘任程序的随意性和伸缩性很大。在激励方面,我国独立董事的薪酬普遍较低,薪酬制定依据也缺乏透明性和科学性。因此,独立董事行权的意愿也会大打折扣;在约束方面,对独立董事行权的绩效缺乏定量考核标准,因此约束力有限。

三、保护中小股东利益的对策

1. 加强法律体系的建设。保护中小股东的利益是一项复杂的工程,必须从根本上完善相关法律和法规,加大对损害中小股东利益案件的惩处力度,防止大股东通过侵犯中小股东利益来谋求自身利益。这是保护上市公司中小股东利益的根本措施。

2. 进行合理的产权制度改革,并对上市公司进行彻底的股权改革,彻底改变国有股“一股独大”的状况,实现上市公司产权和股权的分散化和多元化。这是提高上市公司绩效和加强对中小股东利益保护的关键步骤。在产权制度改革的基础上,逐步降低大股东持股的比重和首位度,形成大股东之间相互制约的机制,防止大股东之间的勾结,从而最大限度地保护中小股东的利益。

3. 进一步发展独立董事市场,主要包括建立健全关于规范独立董事制度的法律体系、完善独立董事市场甄别和信息披露机制、建立独立董事任职资格的认证体系和培训体系等,为上市公司培养独立、合格和理性的独立董事资源。

4. 建立合理的独立董事激励与约束机制,为独立董事更好地保护中小股东利益提供动力和压力。一方面,要根据上市公司的不同实际情况制定合理的薪酬体系,例如可以由独立于上市公司的第三方来提供薪酬支付,或者给予独立董事长期的股权激励,或由独立董事以个人声誉进行担保等。另一方面,要强化独立董事的责任与风险分担,例如可以由证监会或相关部门建立上市公司独立董事的绩效评估体系,对不合格的独立董事解聘或降低薪酬水平,也可由上市公司为独立董事购买独立责任险等。

主要参考文献

- 刘亚明. 我国上市公司实行独立董事制度存在的障碍及对策. 辽宁行政学院学报, 2007; 2
- 王莉, 曾建. 略论独立董事制度在我国的适用. 集团经济研究, 2007; 1