

制度环境、公司治理与独立董事

——依据伊利股份案例的研究

杜兴强,周泽将

(厦门大学 会计系,福建 厦门 361005)

[摘要]结合中国的制度背景,以伊利股份的“独立董事风波”事件为案例研究素材,分析了资本市场对“独立董事风波”的市场反应以及是否存在独立董事的声誉机制。案例分析表明,目前中国的制度环境和公司治理机制限制了独立董事监督作用的发挥;机构投资者在保护中小投资者方面没有发挥积极作用;固定的薪酬制度对独立董事缺乏激励效应,这些必然导致大股东因为不一致的利益而侵害中小股东的利益。

[关键词]独立董事;市场反应;声誉机制;公司治理;制度环境;股权分置

[中图分类号]F270 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2010)06-0075-08

一、引言

20世纪90年代以来,我国的资本市场经历了多次大扩容,一批批的企业公开发行股票,成为公开上市交易的上市公司。在这个过程中,股票市场的融资功能被表现得淋漓尽致。在诸多上市公司中,为数众多的、由国有企业改制而来的上市公司由于存在先天性公司治理结构缺陷,引发了一系列诸如“所有者虚位、经营者篡位”、“内部人控制”、“强管理者、弱所有者”、“一股独大”等现象。为了避免流通股股东的利益遭受非流通股股东的侵害,为了加强内部制衡和公司治理的监督作用,独立董事制度作为一种改善我国公司治理的制度安排而被引入中国的资本市场。

我国企业实行独立董事制度最早可追溯到1993年。当时青岛啤酒公司在香港成功上市,按照香港联交所的要求,青岛啤酒公司建立了独立董事制度。

1997年12月16日中国证监会发布的《上市公司章程指引》中第112条,首次提出“公司根据需要,可以设立独立董事”。国家经贸委、中国证监会于1999年3月29日联合发布的《关于进一步促进境外上市公司规范化运作和深化改革的意见》中,也对境外上市公司如何建立健全独立董事制度提出了要求。2000年4月召开的全国企业改革与管理工作会议上,国家经贸委明确提出今后要在大型公司制企业中逐步建立独立董事制度。2001年8月22日,中国证监会发布了《关于在上市公司设立独立董事制度的指导意见》(以下简称《指导意见》),标志着我国在设立独立董事制度方面迈出了重要一步。《指导意见》规定,2002年6月30日前上市公司的董事会成员中至少包括两名独立董事;2003年前上市公司董事会成员中至少包括1/3以上的独立董事。

中国证监会出台的《指导意见》要求独立董事对上市公司以及全体股东负有诚信与勤勉义务,并在

[收稿日期]2010-01-04

[基金项目]教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(2009JJD790040)

[作者简介]杜兴强(1974—),男,山西芮城人,厦门大学会计系教授,博士生导师,从事资本市场会计与财务研究;周泽将(1983—),男,安徽安庆人,厦门大学会计系博士研究生,从事财务会计理论与公司治理研究。

独立董事应对上市公司重大事项发表独立意见这一节中特意指出,重大事项包括可能损害中小股东利益的事项。由此可见,在一股独大的格局下,上市公司的监管当局试图借助独立董事制度来保护中小股东利益的意图相当明显。然而,在我国现行制度安排下,独立董事是否能够监督大股东的行为、真正起到保护中小股东利益的作用呢?本文以伊利股份罢免独立董事的典型案例为研究对象,试图分析在特定的制度背景和公司治理模式下独立董事是否能发挥其应有的监督作用。

二、伊利股份“独立董事风波”简介

内蒙古伊利实业集团股份有限公司(以下简称伊利股份)系全国乳品行业龙头企业之一,也是国家520家重点工业企业和国家八部委首批确定的全国151家农业产业化龙头企业之一。伊利股份于1996年3月在上海证券交易所挂牌交易,成为全国乳品行业首家A股上市公司,同年7月伊利股份被评为“30指数股”的样本股。此后,伊利股份连续入围“上证180指数股”和“上证50指数股”。2002年初,伊利股份被和讯网评为全国10家最受投资者尊重的上市公司之一。多年来,伊利股份具有良好的业绩和高速的成长性,其股票一度成为证券市场公认的蓝筹绩优股。然而,就是这样一家具有良好外部形象的公司,在2004年却爆发了一场对中国资本市场影响深远的独立董事风波。

2004年3月9日,媒体刊登了“伊利股份国债投资出现浮亏”、“伊利股份买国债账面亏损6000万元”等报道。具有讽刺意味的是,伊利股份的独立董事们是在看到媒体的报道后才知道“国债”一事^①。随后,伊利股份发布临时公告称,公司于2002年10月18日召开四届四次董事会会议,通过相关决议而购买了国债。但是,投资者和社会公众显然对此解释并不“买账”,从而引发了一系列对公司的不断猜疑。于是,伊利股份于2004年5月21日再次发布公告称,截至2004年5月20日公司自主投资的国债大约为1.42亿元。

2004年6月15日,独立董事俞伯伟、郭晓川以及王斌发表了《独立董事声明》,提出了对伊利股份国债投资事项应聘请独立审计机构进行审计的建议。这一声明表明了独立董事的立场、反映了独立董事对伊利股份投资国债事项的质疑。

2004年6月16日,伊利股份董事会通过了《内蒙古伊利实业集团股份有限公司监事会关于提请股东大会免去俞伯伟先生独立董事的议案》。在公告中,伊利股份声称独立董事俞伯伟所担任主要职务的公司与伊利股份发生了关联交易,且关联交易数额较大,但俞伯伟未向伊利股份通报并相应回避表决程序,与其作为独立董事应具备之独立性相冲突。这便成为罢免俞伯伟独立董事资格的主要依据。随后,俞伯伟发表公开声明,指出伊利股份的决议既不客观又不公允,同时也严重违背了公司章程和法律的规定。

2004年6月17日,伊利股份又发布关于购买国债事宜的补充公告,并对未能及时披露信息而向全体股东道歉。6月18日,伊利股份再次针对16日的临时股东大会的合法性发布临时公告。随后,伊利股份就资本市场投资者关于国债事件以及第五大股东——呼和浩特华世商贸有限公司涉嫌为伊利股份的MBO挪用资金事件发布澄清公告,称华世商贸的相关股份已转让。

2004年6月29日,在股东大会上,独立董事俞伯伟、郭晓川以及王斌再次联合发表了《独立董事声明》,要求伊利股份对国债投资、华世商贸股权等问题聘请中介机构进行审计,披露更为详细的信息;同时,他们要求公司的监事会对错误的国债投资决策给公司造成的损失代为公司提起诉讼。然而,在相当长的一段时间内,伊利股份高层管理者对此依然我行我素。7月21日,公司发布临时公告称,证监会通知公司已涉嫌违反证券法规,并被立案调查。

2004年8月3日,伊利股份召开临时股东大会,通过了罢免俞伯伟独立董事的议案。在此之前,公司发布临时公告,称独立董事王斌于8月3日提出申请要求辞去独立董事之职。伊利股份第一次临时股东大会的资料显示,仅有占伊利股份36.12%的股东代表出席了临时股东大会,其中85.76%的股东投了赞成票,12.90%的股东投了弃权票,1.34%的股东投了反对票。随后,公司董事会于2004年8月10日通过了出卖国债的决议。

2004年9月14日,伊利股份召开董事会,同意王斌辞去独立董事一职,同时拟增补两名独立董事王蔚松和吴郅光。10月19日,伊利股份召开第二次临时股东大会,审议通过了王斌辞去独立董事一职,补选王蔚松、吴郅光为独立董事。但是,出席本次大

^①详见《京华时报》2004年6月18日。

会的股东代表仅有 14 人,其代表的股份仅占伊利公司股份总数的 29.65%,说明大多数股东、尤其是分散股权持有者的中小股东并未出席这次临时股东大会。

2004 年 12 月 22 日,伊利股份发布公告称,内蒙古自治区检察院对公司个别高层管理者的经济问题将正式立案调查。

三、文献综述

Berle 和 Means 指出,所有权和经营权的分离是现代企业的典型特征^[1]。分散的所有权难以对管理者进行有效的监督,从而产生了委托代理问题。这个问题从一开始就成为现代公司治理的核心问题之一。在一系列解决委托代理问题的方案中,董事会被认为是企业的一组契约的最高内部监督者,独立董事在董事会履行职责中发挥了积极作用^[2-3]。Fama 指出,高层管理者在取得对董事会的控制之后,往往认为合谋骗取和剥夺投资者的财富比他们之间的竞争(内部经理人市场)要好^[2]。外部董事的进入可能会降低这种合谋安排出现的可能性,外部董事的任务是刺激和监督公司高层管理者之间的竞争。Fama 和 Jensen 指出,独立董事作用发挥的前提条件在于经理人市场对他们的约束,独立董事有动机去提高其在市场上的决策专家和监督专家的声誉^[2-3]。

国外对独立董事的研究一般比较关注独立董事和公司业绩之间的关系。Baysinger 和 Butler, Brickley, Coles 和 Terry 都发现了独立董事在董事会中所占比例与公司的经营业绩呈显著的正相关关系^[4-5]。Hermalin 和 Weibach 以及 Bhagat 和 Black 的研究却表明独立董事比例与公司的经营业绩没有相关关系^[6-7]。

我国学者在这方面也进行了卓有成效的研究。王跃堂、赵子夜和魏晓雁发现了独立董事比例和公司绩效显著正相关。这种相关性在控制内生性问题后仍然成立,并且发现当大股东缺乏制衡时,独立董事比例对公司绩效的促进作用会显著降低^[8]。魏刚等发现独立董事的教育背景对公司业绩没有显著的影响,而具有政府或银行背景的独立董事比例与公司业绩呈正相关关系^[9]。但是,李常青和赖建清以及从春霞都未发现独立董事比例对提高公司经营业绩具有显著的正相关关系^[10-11]。

上述的中外文献基本上侧重于独立董事的专家角色。但是,独立董事除了能对公司提供决策支持外,其主要的职能之一还在于督促和监督公司高层管理者彼此之间的竞争^[2]。目前国内关于独立董事

职能的相关研究并不丰富。伊志宏和杜琰通过案例研究发现,独立董事能起到事先揭露和制止公司违规行为的监督作用的可能性很小,因此他们认为我国独立董事的有效性较小,未能起到预期的作用^[12]。王兵同样从监督视角出发考察了独立董事与公司盈余质量之间的关系。结果发现,独立董事并不能提高盈余质量,整体上表明我国独立董事还没有发挥监督作用^[13]。杜兴强和周泽将则把琼斯模型计算的可操纵盈余作为会计信息质量的代理变量,并通过研究发现独立董事并没能遏制上市公司的盈余管理行为^[14]。

如果独立董事能够发挥其在公司治理中应有的监督作用,他们就有可能针对股权分置改革前企业普遍存在的“一股独大”现象,遵循《指导意见》对损害中小股东权益的事项发表独立意见,借以保护中小股东的利益。本文正是从这一视角出发,借助伊利股份罢免独立董事的典型案列,深入分析在中国独特的制度环境和伊利股份公司治理结构的背景下,独立董事是否能够发挥其应具备的、在公司治理中的监督作用,捍卫中小股东的利益。

四、伊利股份“独立董事风波”中的私人契约和政府管制:截然不同的市场反应

伊利股份罢免独立董事事件,在一定程度上是代表中小股东利益的独立董事与代表大股东的管理者之间的斗争。本文将从资本市场对这一事件的反应出发,分析这一事件的经济后果,借以透析伊利股份罢免独立董事事件的市场反应。

1. 股票市场的反应

根据前文对整个事件的描述,笔者分别选择 6 月 17 日(董事会罢免独立董事日)和 8 月 3 日(股东大会通过罢免议案日)作为第一个事件日和第二个事件日进行事件研究,以观察资本市场对伊利股份罢免独立董事这一事件的反应。

伊利股份高层管理者强行罢免旨在保护中小股东利益的独立董事俞伯伟之职,实际上等于向资本市场传递了一个坏消息,即是对中小股东利益赤裸裸的损害。对俞伯伟而言,他为了中小股东利益公然跟大股东唱反调,这势必会在市场上形成一个更好的声誉。如果俞伯伟同时还担任其他公司的独立董事,那么他继续在这些公司任职的行为本身就是个利好信息。这些信息都将通过股票收益率的变化反映出来。本文研究所选用的市场收益率、个股收益率与交易数据来自国泰安公司和香港理工大学联

合开发的 CSMAR 系统^①。本文的日非正常收益率 AR 取伊利股份的收益率与市场收益率之差, CAR 值

指累计非正常收益率, $CAR_j = \sum_{i=-10}^j AR_i$ 。

从图 1 可以看出,在第一个事件日当天,伊利股份相对市场收益率显著为负,大约低于市场收益率的 8%,但交易额却显著增加,其中交易额在第 1 天达到最高^②。Beaver 指出,异常交易量是检验市场有效与否的重要标准^[15]。从事件日前 2 天到事件日后第 4 天,伊利股份的非正常收益率均为负,而市场交易量在事件日和事件日后第 1 天却显著增加,这在整体上说明市场对伊利股份董事会罢免独立董事事件的反应强烈,且表现为“坏消息”。

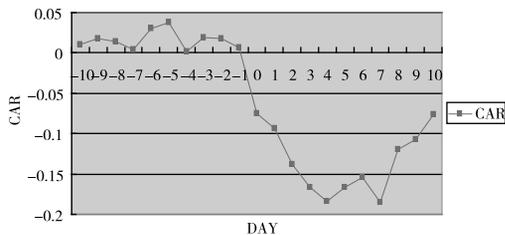


图1 伊利股份第一个事件日的市场反应

由图 1 可知, CAR 值从第一个事件日开始就小于 0,一直持续到事件日后的第 10 个交易日仍然显著为负。

从第二个事件日的事件研究可以看出(见图 2),伊利股份的股票仅在事件日当天日非正常收益率为负数,而在事件日发生前后的交易量和日非正常收益率的变化并不明显。由图 2 所示的累计非正常收益率可知,市场的反应为“坏消息”,且这一坏消息在第二个事件日之前就有所反映。这可能是市场上中小股东已预见这次临时股东大会上免去俞伯伟独立董事的议案肯定会得以通过,早已将这一不利影响部分反映在股价和交易额中。

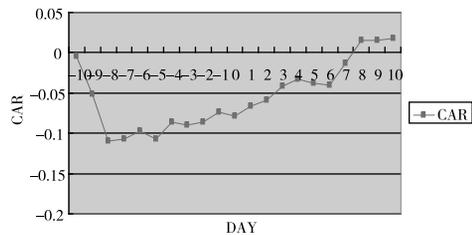


图2 伊利股份第二个事件日的市场反应

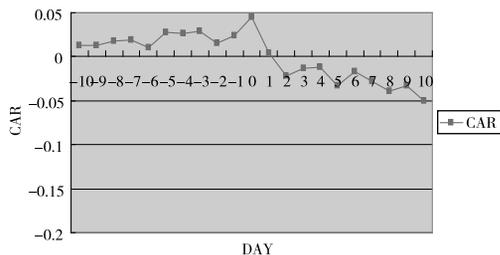


图3 金宇集团第一个事件日的市场反应

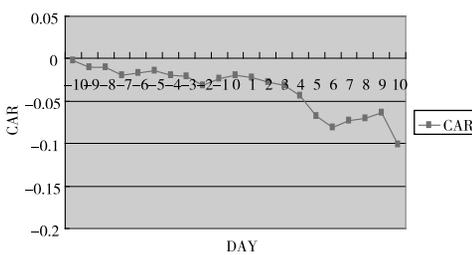


图4 金宇集团第二个事件日的市场反应

2. 声誉机制的作用

市场声誉是约束独立董事行为的重要环境之一。根据声誉机制的解释,独立董事在公司事务中表现出独立与客观、尽职尽责地维护股东利益,会无形中提升其市场声誉,增加其人力资本价值。声誉机制在某种程度上能激励独立董事去监督高层管理者和执行董事,解决上市公司中因对独立董事缺乏激励而产生的问题。笔者通过 CSMAR 数据库查询,发现俞伯伟同时还担任金宇集团的独立董事。俞伯伟的行为向市场传递了一个较好的信息,即他会更好地保护中小股东的利益。依据上述推理,金宇集团的股价会在上述事件日(2004 年 6 月 17 日,选取这一事件日的原因在于市场声誉在这一时点已经形

成,它会很快反映在股价上)表现较好。

从图 3 可以看出,金宇集团在第一个事件日(6 月 17 日)前一天和事件日当天日非正常收益率均为正数,而且交易量显著增加^③,说明市场上对这一事件表现出正面反应。笔者利用上海证券交易所网站公布的上市公司资料,对金宇集团在事件日前后是否发布公告进行查询,以排除其他事件的干扰。结果发现,在事件日前后 5 个交易日内金宇集团均无公告发布。因此,笔者推测在事件日前一天和事件日当天股市对伊利股份的独立董事风波有所反应,并且基本上是积极反应。遗憾的是,在事件日后的第 1 天,金宇集团的相对市场收益率出现较大跌幅, CAR 值在此后一直小于 0,表现为“坏消息”,其原因

①由于在事件日前伊利集团频频发布公告,如果采用风险调整模型估计非正常收益率,则难以排除其他事件的影响,对此本文采用市场调整模型予以计算,且现有研究表明二者之间并无实质差别。

②参见 Wind 的交易数据。

③参见 Wind 的交易数据。

不得而知。

从图4可以看出,金宇集团在第二个事件日(8月3日)前后5天内并不存在其他事件,这在一定程度上排除了其他事件可能产生的噪音。CAR值在事件日后均小于0,说明市场上流通股股东对独立董事能否起到保护中小股东利益的作用持怀疑态度。因为在“一股独大”的情况下,流通股股东的利益难以通过独立董事制度监督作用的发挥得到保障。这从伊利股份股东大会的出席率很低、中小股东“搭便车”或“用脚投票”的行为亦可看出。

五、公司治理机制限制了独立董事发挥作用

独立董事制度作为防止内部人控制、保护中小投资者利益的制度安排引入我国,其究竟能否在公司治理中发挥作用呢?本文以伊利股份的案例进行分析。

(一) 公司治理、股权结构与中小股东理智的冷漠行为

1. 公司治理与股权结构

《指导意见》规定,上市公司董事会、监事会、单独或者合并持有上市公司已发行股份1%以上的股东具有独立董事提名权,并经股东大会选举决定。从伊利股份2003年的年度报告和股东情况可以看

出(见表1),在伊利股份的股权结构中公司高层管理者控制的股份至少占16.49%。表1显示,伊利股份第一大股东金信信托拥有14.33%的股权,第五大股东华世商贸拥有2.16%的股权。但问题在于,伊利股份的第一和第五大股东实际上是伊利股份的高层管理者为了实施MBO(管理层收购)所“设置”的。伊利股份的高层管理者拥有16.49%的股权,就意味着其完全可以控制股东大会。从伊利股份2003年的年报和2004年半年报的公开披露资料还可以得知,公司第一大股东金信信托是第四大股东博时价值增长基金的主要股东之一和管理公司,因此金信信托可以对其施加重大影响或控制。这将使伊利股份高层管理者所控制的股份比例增加到19.79%(14.33%+2.16%+3.30%)。

从伊利股份2004年8月3日公布的《伊利股份关于2004年第一次临时股东大会的公告》中可以看出,临时股东大会上仅有占伊利股份36.12%的股东代表出席,公司高层管理者所能控制的股份大约占伊利股份的54.79%(16.49%+3.30%÷36.12%),所以公司高层管理者基本上控制了此次临时股东大会,当然也决定了此次临时股东大会罢免独立董事议案的通过。

表1 伊利股份股权结构和股东情况

伊利股份前十大股东持股状况			伊利股份前十大流通股股东持股状况		
股东名称	2003年末持股数	持股比例(%)	股东名称	2003年末持股数	持股比例(%)
金信信托	56,057,486	14.33	华宝信托	15,098,468	3.86
启元投资	17,156,000	4.38	博时价值增长基金	12,897,428	3.30
华宝信托	15,098,468	3.86	华宝平衡	6,442,813	1.65
博时价值增长基金	12,897,428	3.30	洁富丽康	6,081,599	1.55
华世商贸	8,448,482	2.16	盘龙事业	5,830,822	1.49
建行信托	7,599,106	1.94	鸿阳证券基金	5,570,228	1.42
财信实业	7,240,000	1.85	宝康投资基金	4,740,667	1.21
华宝平衡	6,442,813	1.65	裕元证券基金	4,342,324	1.11
洁富丽康	6,081,599	1.55	天元证券基金	3,676,580	0.94
盘龙事业	5,830,822	1.49	申银万国花旗	3,664,391	0.94
合计		36.51%	合计		17.47%

注:资料来自巨潮资讯网和伊利股份公司2003年年报。

如果伊利股份的中小股东认为独立董事俞伯伟是为了捍卫他们的利益而与公司高层管理者抗争,那么这些中小股东就应该主动参加此次股东大会,力挺俞伯伟,遏制罢免独立董事闹剧的上演。但是,如前所述,伊利股份第一次临时股东大会仅有占伊利股份36.12%的股东代表出席,其中85.76%的股东投了赞成票,12.90%的股东投了弃权票,1.34%的股东投了反对票。可以肯定,投反对票的绝对不是伊利股份排名前十位的任何一名股东或机构投资

者。因为将1.34%股份换算成伊利股份的持股比例只相当于0.48%,少于第十大股东盘龙事业所持股权比例(1.49%),也少于第十大流通股股东申银万国花旗所持股权比例(0.94%)。所以,投反对票的一定是分散的中小股东所为!那么,在临时股东大会上又是谁投的弃权票?若将投弃权票的12.90%股份换算成伊利股份的比例大约为4.66%。这可能是流通股的前十大股东中的机构投资者和部分中小股东的联合所为。

2. 理智的冷漠

笔者发现,大部分流通股股东和中小股东选择了“沉默”和“理智的冷漠”。这或者是出于成本效益的考虑;或者是感叹在中国目前的制度环境和伊利股份的公司治理模式下,即使出席临时股东大会也无法扭转既定的结局(中小股东也许已经预见到了结局);或者每个中小股东都期望别人出席临时股东大会,遏制对独立董事的罢免议案而自己“搭便车”获益?或者中小股东认为伊利股份的独立董事只是“花瓶”和“鸡肋”,有则无益、弃之何妨?总之,笔者并未观察到中小股东采取集体行动支持独立董事从而捍卫自己的利益。

为什么没有出现中小股东的集体行动呢?具体分析如下:

首先,伊利股份的中小股东“搭便车”的行为十分普遍,中小股东个人的“自利”和“个人理性”行为最终导致了集体的非理性,导致了中小股东的利益任由大股东践踏。

其次,伊利股份罢免独立董事议案得以“顺利”通过的一个重要原因就是中小股东的“理智的冷漠”。因为每个中小股东持有的只是公司极小比例的股权,他们虽然拥有法律意义上的剩余索取权和控制权,但谁又会真的花费巨额成本去监督公司高层管理者,而监督的收益却由全体股东共享?即使他们主观上愿意如此,但他们理性分析成本效益问题后就会选择沉默——因为理智而冷漠,冷漠是因为成本效益权衡之后的理性。

再次,中小股东能否联合起来依靠累积的股权对公司的高层管理者进行监督,要求其报告履行受托责任的情况乃至在特定的情况下做出撤换公司高层管理者的决定?答案往往是否定的。因为,交易费用过于高昂!设定一个公司的流通股股东总计为 n 名,股东之间单位交流信息成本(一种典型的交易费用)为 w ,那么众多流通股的中小股东要想达成一致意见,就需要 $\frac{n \times (n-1)}{2}$ 的交流路径,总计的成本为 $\frac{n \times (n-1)}{2} \times w$ 。

最后,依据 CSMAR 数据库的统计资料,我国第一大股东截至 2003 年年底平均持股比例约为 43.79%,一股独大现象非常突出。因此,中小股东要想对抗公司高层管理者和大股东,就要聚集几乎所有的流通股股东,其难度可想而知。所以,在中国资本市场中,中小投资者的声音是那么孱弱,甚至只

能够呼吁。他们唯一能够做的就是二级市场上以“用脚投票”的方式选择退出,以示对公司高层管理者的不满和“惩罚(无声的反抗)”。即使偶尔在“大庆联谊”、“东方电子”等案例中出现中小股东的声音,但现行的法律制度也未能对中小股东的利益给予很好保护,因为集体诉讼制度在我国尚未实行。所以,导致的直接后果就是大股东凭借自己的股份为所欲为,“掏空”上市公司。

在独立董事的委任与选举方面,《指导意见》规定中小股东联合起来可以拥有独立董事的提名权。但是,若要使独立董事的提名在股东大会上得以通过,就必须获得足够多的有表决权的股份。这又回到了上文提及的中小股东集体行动的问题了。试想一个代表中小股东利益、在一定程度上限制大股东利益的独立董事的提名能获得大股东的认可吗?而由大股东提名且获得通过的独立董事一般都会维护大股东的利益,若其不维护大股东的利益就会出现被罢免的结果。

(二) 机构投资者在公司治理中没有发挥作用

股权适度集中可以限制大股东的隧道行为,一定程度上保护中小股东的利益。根据伊利股份 2003 年的年报和股东情况(见表 1),伊利股份的第二大股东启元投资(4.38%)、第三大股东华宝信托(3.86%)、第六大股东建行信托(1.94%)、第七大股东财信实业(1.85%)、第八大股东华宝平衡(1.65%)、第九大股东洁富丽康(1.55%)和第十大股东盘龙事业(1.49%)共持有 16.72% 的股权,这相当于出席 2004 年 8 月 3 日临时股东大会的股东代表股权比例的 31.64% ($36.12\% + 16.72\% \div 16.72\%$),而伊利股份的高层管理者确定能够控制的、出席临时股东大会的股权比例为 37.45% ($16.49\% + 3.30\% \div 36.12\% + 16.72\%$),即将博时价值增长基金所持股份的 3.30% 也纳入伊利股份高层管理者的掌控范围。如果占有 31.64% 股权的机构投资者在临时股东大会上能够支持俞伯伟,则至少可以形成管理者、机构投资者和中小股东“三分天下”的格局。这样,机构投资者几乎和公司管理者“平起平坐”。管理者要想罢免独立董事,首先要过机构投资者这一关!此时,股东大会的结果必然发生变化。

假定 a 代表出席 8 月 3 日股东大会、伊利股份高层管理者实际持有的股份比例, b 代表其他股东的持股比例。根据案例资料可知 $b < a$;假定除了管理者控制的股份之外,其他股东全部支持独立董事,那么支持独立董事的股权比例则为 $0 < \frac{b}{a+b} < 50\%$ 。

这就意味着即使出席临时股东大会的其他股东全都支持独立董事,也由于公司高层管理者实际控制伊利股份的股权比例已超过了出席会议的其他股东代

表所持股权比例的 50%,公司高层管理者实际上控制了此次临时股东大会,最终的投票结果必然是通过罢免独立董事的议案。

表 2 8 月 3 日临时股东大会投票比例占伊利股份全部股份比例之间的换算关系

Panel A: 出席 2004 年 8 月 3 日临时股东大会的股东所代表的股权比例为 36.12%		
	占出席临时股东大会的股权(36.12%)的百分比	换算成伊利股份的股权比例
赞成比例	85.76%	30.98%
弃权比例	12.90%	4.66%
反对比例	1.34%	0.48%

Panel B: 假设第 2、3、6、7、8、9、10 位的股东作为机构投资者参加临时股东大会,则出席的股东代表的股权比例为 52.84% (36.12% + 16.72%)		
	占出席临时股东大会的股权(52.84%)的百分比	换算成伊利股份的股权比例
伊利股份高层管理者实际持股比例	37.45%	19.79%
机构投资者持股比例	31.64%	16.72%
其他股东持股比例	30.91%	16.33%

注:本表数据系作者根据资料整理得出。

但是,如果上述机构投资者的持股比例为 c 、且能够出席会议并在会议上支持独立董事,那么支持独立董事的比例则会达到 $\frac{b+c}{a+b+c}$,且有 $\frac{b+c}{a+b+c} > \frac{b}{a+b}$ 。换言之,对独立董事的支持率会因为机构投资者的介入而逐步增加,双方的博弈力量就会悄然发生变化,甚至有可能逆转!如果机构投资者和其他股东联合,就会直接控制此次临时股东大会,罢免独立董事的议案不一定能获得通过。

其次,发挥机构投资者在监督大股东行为中的积极作用。目前我国机构投资者的力量正在逐渐增强,但是他们往往对大股东的行为采取默许的态度,以换取大股东的合作与在其他方面的补偿,因而未能对大股东起到监督作用。在实际中,机构投资者对控制大股东或管理者的行为进行监督,可以部分解决中小股东“搭便车”的问题。

再次,改进独立董事的薪酬模式。对独立董事除了采用固定薪酬的模式外,还可以采用股权激励的方式。张维迎认为,独立董事最重要的问题在于如何使董事的利益与股东的利益协调起来,“独立”是指董事没有与控制权相关的利益,而并不是指董事不能持有公司的股票^[16]。对独立董事给予适当的股权激励,会使其与股东利益更趋一致,只要不令其涉及控制权利益。李建伟也认为独立董事作为人力资本提供者持有少量股票并不影响其独立性,相反,薪酬收入与股权激励相结合是一种比较理想的经济激励模式^[17]。相当多的研究文献表明,股权激励将驱使独立董事与流通股股东的利益更加一致。薪酬和股权激励这两种方式的结合,能够更好地促进独立董事发挥监督作用。

最后,私人契约的衰败呼唤法律制度。法律制度通常被视为一种广义的外部治理制度。在我国一股独大的状况下,“内部人控制”的普遍存在将导致内部治理机制的不同程度的失效,在这种情况下外部法律制度就显得尤为重要。La Port 等认为,一个国家对于投资者权利的保护程度在一定程度上决定了这个国家的资本市场规模和公司治理水平^[18]。伊利股份于 2004 年 7 月 21 日发布临时公告称证监会已经对伊利股份涉嫌违反证券法一案立案调查以及后

六、结论及政策建议

本文依据伊利股份罢免独立董事的案例,从制度环境、公司治理等视角分析了独立董事制度面临的尴尬。案例分析表明,在我国股权分置的背景下,第一大股东或者管理者可以控制独立董事的选聘,从而进一步控制独立董事的行为、形成合谋,甚至动辄以辞退相威胁,所以独立董事难以发挥监督作用。尽管市场会对独立董事的声誉起到一定的约束作用,但由于股权分置而导致第一大股东压根不关心中小股东的市场反应,机构投资者也没有积极保护中小股东的利益;同时,独立董事在现行制度下通常只领取固定薪酬,缺乏激励效应。这些原因导致了独立董事的监督作用很难得以发挥。

本文根据伊利股份案例的研究结果,提出如下建议:

首先,应健全独立董事选聘机制。在独立董事选聘机制上应该防止大股东说了算,允许中小股东在独立董事选聘中具有话语权。只有中小股东在决定独立董事的任免与辞退方面享有更大的权力,独立董事才能真正发挥监督作用。

来伊利股份诸多高层管理者被立案调查的结果说明,法律制度在一定程度上对第一大股东及高层管理者具有惩罚作用,限制了第一大股东的非法行为。

[参考文献]

- [1] Berle A A, Means G C. The modern corporation and private property [M]. New York: MacMillan, 1932.
- [2] Fama E F. Agency problems and the theory of firm [J]. Journal of Political Economics, 1980(2):288-307.
- [3] Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control [J]. Journal of Law and Economics, 1983(2):301-325.
- [4] Baysinger B D, Butler H N. Corporate governance and the board of directors: performance effect of changes in board composition [J]. Journal of law, economics and organization, 1985(1): 101-124.
- [5] Brickley J A, Coles J L, Terry R L. Outside director and the adoption of poison pills [J]. Journal of Financial Economics, 1994(2):371-390.
- [6] Hermalin B E, Weibach M S. Board of directors as endogenously determined institution: a survey of economic literature [J]. Economic Policy Review, 2003(4): 7-26.
- [7] Bhagat S, Black B. Board independence and long term firm performance [R]. Working paper, Columbia law school, 2001.
- [8] 王跃堂,赵子夜,魏晓雁. 董事会的独立性是否影响公司

- 业绩[J]. 经济研究, 2006(5):62-73.
- [9] 魏刚,肖泽忠,等. 独立董事背景与公司经营绩效[J]. 经济研究, 2007(3):92-106.
- [10] 李常青,赖建清. 董事会特征影响公司绩效吗[J]. 金融研究, 2004(5):64-77.
- [11] 丛春霞. 我国上市公司董事会设置与公司经营绩效的实证研究[J]. 管理世界, 2004(11):142-143.
- [12] 伊志宏,杜琰. 独立董事制度有效性的实证研究[J]. 经济理论与经济管理, 2005(11):61-65.
- [13] 王兵. 独立董事监督了吗[J]. 金融研究, 2007(1):109-111.
- [14] 杜兴强,周泽将. 会计信息质量与公司治理[J]. 财经论丛, 2007(3):71-79.
- [15] Beaver W H. The information content of annual earnings announcements [J]. Journal of Accounting Research, 1968(6): 67-92.
- [16] 张维迎. 产权、激励与公司治理[M]. 北京:经济科学出版社, 2005.
- [17] 李建伟. 独立董事制度研究[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2003.
- [18] La Port R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and Finance [J]. Journal of Political Economy, 1998(6):1113-1155.

[责任编辑:陆惠敏]

Institutional Environment, Corporate Governance and Independent Directors A Case Analysis Based on Yili Company

DU Xing-qiang, ZHOU Ze-jiang

(Accounting Department, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: The paper first analyzes the market reaction to the event of firing independent directors in Yili and then discusses the reputation mechanism of independent directors based on the institutional environment of Chinese capital markets. Research results show that present institutional environment and corporate governance do not support the roles of independent directors, and institutional investors do not take a positive role in protecting minority shareholders, either, and the fixed salary system lacks efficient incentive effects. Eventually the largest shareholder probably hurts the benefits of small and medium investors for inconsistent benefits.

Key Words: independent directors; market reaction; reputation mechanism; corporate governance; institutional environment; share split