

【企业管理】

独立董事“逆淘汰”效应研究

——基于独立意见的经验证据

陈睿, 王治, 段从清

(华中师范大学经济与工商管理学院, 湖北 武汉 430079)

[摘要] 本文利用2005—2011年独立董事的独立意见数据,通过对独立意见发表后1—3年内独立董事离职和获得新职的观测以及离职独立董事与其继任者在独立性和声誉水平两个方面的比较,对独立董事的“逆淘汰”进行了实证检验。研究发现,在被独立董事提出质疑的上市公司群体中,“逆淘汰”效应非常严重,尽职独立董事离职概率显著较高,并且其继任者的独立性和声誉水平均较低。独立董事人力资本市场对这种局部上市公司的“逆淘汰”效应并未给予纠正,反而在更大范围内加剧了“逆淘汰”,尽职独立董事随后获得其他公司独立董事的职位数显著低于未尽职独立董事,这也说明独立董事市场缺乏有效的声誉奖惩机制。另外,绝大多数尽职独立董事的离职发生在最长任期未届满的董事会换届之时,这表明独立董事任免权被实际控制人掌握的制度设计缺陷是导致独立董事“逆淘汰”的根源。

[关键词] 独立董事; 逆淘汰; 独立意见; 尽职监督

[中图分类号]F272.9 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2015)08-0145-16

一、问题提出

“逆淘汰”即“劣胜优汰”,是市场非有效的表现。独立董事“逆淘汰”效应是指尽职履行职责的独立董事出局较多,而履行职责不甚尽职的独立董事留下或进入较多。现有的研究对可能导致独立董事“逆淘汰”效应的原因进行了深入的理论探讨,比较一致的观点认为,独立董事的制度设计存在“天生”的悖论^[1],独立董事名义上被上市公司雇佣,对上市公司实际控制人(简称实际控制人)履行监督职责,但实际控制人事实上掌握着独立董事的任免权,这种自相矛盾的制度设计缺陷不仅使得独立董事的独立性大打折扣,而且很可能导致“逆淘汰”效应的发生。部分相关实证研究证实,在独立董事的选聘环节,实际控制人为了方便、顺利地实现自身利益最大化,往往倾向于“易于合作”的而非尽职履行监督职责的人选出任独立董事^[2-3],这正是“劣币驱逐良币”效应在独立董事领域的体现。另外,相当数量的实证研究发现,在欧美成熟资本市场,独立董事人力资本市场能够在一定程度上识别独立董事履职表现的差异,并给予相应的奖惩^[4-7]。但是,现有的实证研究均未能就独立董事

[收稿日期] 2015-06-26

[作者简介] 陈睿(1977—),男,湖北武汉人,华中师范大学经济与工商管理学院讲师,经济学博士;王治(1977—),男,湖北武汉人,华中师范大学经济与工商管理学院副教授,管理学博士;段从清(1964—),男,湖北仙桃人,华中师范大学经济与工商管理学院教授,经济学博士后。通讯作者:陈睿,电子邮箱:rui193736@126.com。

市场是否发生了“逆淘汰”以及“逆淘汰”的程度展开直接的测度。以独立董事选聘为主题的文献揭示了更容易获得独立董事职位的人群特征,但并不涉及对独立董事履职状况以及更迭情况的考察。以人力资本市场对独立董事奖惩为主题的文献,通过比较发生了不良事件(如重大违规、财务重述等)的上市公司独立董事与其他上市公司独立董事随后获得新的独立董事职位的差异,来判断声誉机制或人力资本市场是否有效,但上市公司发生不良事件不一定等同于独立董事失职,独立董事履行的仅为监督职责,不具有决定不良事件是否发生的权力,因此,这类研究成果仅属于“逆淘汰”效应是否存在的旁证。

独立董事“逆淘汰”效应难以实证检验的根本原因在于缺乏能够比较准确判断独立董事是否尽职履行了职责的方法和渠道。由于独立董事履职环境的封闭性,外部研究者很难观测大样本独立董事的工作过程和绩效,这就给度量独立董事的尽职程度以及进一步判定独立董事的更迭属于“正淘汰”还是“逆淘汰”造成了困难。然而,独立董事人力资本市场是否存在“逆淘汰”是一个非常值得实证检验的命题,原因在于“逆淘汰”导致的后果非常严重。如果存在“逆淘汰”效应,又没有其他机制及时予以纠正,“逆淘汰”将使得尽职独立董事快速流失,从而导致整个独立董事制度严重失效乃至完全无效。2004年12月中国上市公司被要求公开披露独立董事针对董事会议案出具的独立意见(包括投票结果),这为直接观察独立董事是否尽职履行了监督职责提供了难得的契机。本文在利用独立意见甄别独立董事是否尽职的基础上,从局部上市公司和整个A股市场两个层次,实证测度了不同类别独立董事离职和获得新职的差异以及与继任者在独立性和个人声誉方面的差异,回答了我国独立董事人力资本市场是否存在“逆淘汰”以及严重程度如何的问题,为有针对性提高中国独立董事制度的有效性提供了新的依据。

二、研究框架与理论假设

本文研究框架建立在中国独立董事履职环境的特殊性上。以美国为代表的成熟资本市场上市公司股权普遍比较分散,独立董事的价值主要体现为减轻管理层与股东之间的“代理问题”,因此,其监督对象主要为管理层。但是,中国上市公司股权结构普遍比较集中,近一半的上市公司实际控制人甚至处于绝对控股地位,上市公司管理层基本由实际控制人委派,故中国独立董事主要监督对象不再是管理层,而转变为实际控制人。这种股权结构的特殊性导致中国独立董事履职环境更加困难。在美国等成熟资本市场,如果独立董事合理的履职主张能为广大股东知晓,就有可能取得大多数股东的支持,从而实现有效监督的目的,但中国独立董事的监督行为在实际控制人的股权优势面前往往无能为力。因此,从履职环境的特殊性考虑,本文认为独立董事“逆淘汰”在中国资本市场发生的概率更大,破坏性也很可能更严重,亟待实证测度并采取措施予以纠正。

本文针对独立董事“逆淘汰”效应进行实证检验的前提是利用独立意见实现对独立董事是否尽职的区分。由于独立意见即独立董事履行职责的最终成果,故独立董事是否尽职归根结蒂可以为独立意见的质量,特别是对董事会议案投票的质量所体现,而投票的质量可以通过“对存在问题的董事会议案是否提出了质疑^①”为标准来衡量。一般而言,独立董事既然愿意冒着“得罪”实际控制人的风险公开提出质疑,说明董事会议案存在严重问题的可能性极大,而发现问题需要付出勤勉的工

^① 提出质疑的独立意见对应“保留意见、反对意见、无法发表意见、弃权 and 提出异议”等5种投票结果。事实上,独立董事投票的质量应包括面对正常的议案是否投了赞成票,但现实的情况是绝大多数的独立董事无论董事会议案是否存在问题均投了赞成票,因此,无法通过观察面对正常议案是否投了赞成票来判断独立董事是否尽职,只能通过是否提出质疑来判断独立董事是否勤勉开展了工作并尽职履行了职责。

作,提出质疑正是尽职履行监督职责的体现,故对董事会议案提出质疑的独立董事基本上等同于尽职独立董事。面对同一董事会议案未提出质疑的独立董事,无论原因是未发现董事会议案存在的问题,还是发现了问题但不愿意提出质疑,要么勤勉工作的程度不够,要么缺乏恪尽职守的职业操守,故可以将这类独立董事归于未尽职的类别。在此基础上,本文拟从“两类独立董事随后离职的状况”、“离职的尽职独立董事与其继任者的独立性和声誉状况”以及“两类独立董事随后在其他公司的独立董事职位变化状况”等三个方面,对独立董事“逆淘汰”效应进行实证检验。其中,前两个方面着眼于在被独立董事公开提出质疑的局部上市公司群体中是否存在独立董事的“逆淘汰”,第三个方面则从整个A股市场的角度,检验独立董事人力资本市场是否存在“逆淘汰”效应,以及能否对局部上市公司可能存在的“逆淘汰”给予纠正。

对独立意见与独立董事离职之间的关系进行理论分析,本文认为应从独立意见对公司治理的作用入手。提出质疑是否会导致独立董事离职,理论上主要取决于被提出质疑的董事会议案是否包含实际控制人侵害中小股东利益的动机。如果包含这种动机,独立董事对该类议案提出质疑,保护了中小股东的利益,但显然是对实际控制人利益的触犯,很可能招致其报复。另一方面,如果董事会议案未包含实际控制人侵害其他股东利益的动机,则独立董事提出质疑可以视为符合全体股东的利益,当然也包括实际控制人的利益。在这种情况下,独立董事质疑性的独立意见主要体现了咨询的功能,因此不太可能导致独立董事离职。但遗憾的是,本文检索了全部被提出质疑的董事会议案后发现,仅根据董事会议案的内容以及独立董事发表的独立意见全文,除了极少数涉及关联交易的议案外^①,绝大多数议案很难判断是否包含实际控制人掠夺其他股东利益的动机。这给独立意见是否导致独立董事“逆淘汰”进行理论假设造成了一定的困难,但鉴于中国上市公司治理水平普遍较低以及外部监管力度欠缺的实际状况,本文认为提出质疑的独立意见导致独立董事被淘汰出局的可能性较大。由此提出:

假设1:尽职独立董事在提出质疑后更有可能离职。

独立性是独立董事与其他董事的根本区别,也是保证独立董事有效性最为重要的条件,独立性缺失的独立董事几乎不可能尽职履行监督职责。以美国为代表的成熟资本市场通常将董事划分为三类,除了内部董事和外部董事外,还有一类称之为“灰色董事”,即与上市公司存在潜在利益联系^②的董事。为了保证独立董事具备实质的独立性,欧美成熟资本市场对灰色董事的定义非常严格,并禁止符合灰色董事定义的人员担任独立董事。但是,中国目前关于独立董事任职资格的规定尚比较笼统,对灰色董事也未加界定。因此,中国上市公司独立董事事实上同时包括欧美资本市场定义的外部董事和大量灰色董事,这导致中国独立董事的独立性总体上更低,独立董事之间的独立性差异更大。基于这样的现实,本文认为,对离职的尽职独立董事与其继任者进行独立性方面的比较,是检验独立董事更替过程中是否存在“逆淘汰”的重要内容和可行手段。从中国上市公司普遍存在实际控制人的现实出发,结合现有研究结果,一般情况下实际控制人尚且倾向于选择对自己“友好的”独立董事^③,而在本文视角下,被独立董事公开提出质疑后,实际控制人更有动机去选择与自己关系更为紧密、利益更为一致的人选去替换离职的尽职独立董事。由此提出:

假设2:与尽职独立董事相比,其继任者的独立性较低。

① 相关董事会议案一般都会将关联交易描述得非常合理,但如果独立董事的独立意见给出了质疑的明确理由或措辞非常严重,则可推断这类涉及关联交易的董事会议案很可能包含实际控制人侵害其他股东利益的动机。

② 潜在利益联系包括同公司高层管理者存在密切的私人关系或该董事所在单位与公司存在紧密的商业关系等^④。

声誉被现有大量文献认为是能够促使独立董事积极履行监督职责的重要机制,如果独立董事不能尽职履行监督职责,其声誉将受到损害,并且未来在其他公司获得独立董事职位的可能性将大幅度降低^[1]。由于高声誉独立董事获得其他公司董事职位的机会往往高于低声誉独立董事,一旦声誉受损,高声誉独立董事失去的其他公司任职机会也将多于低声誉独立董事^[9]。因此,声誉越高,履行监督职责的可能性就越大。在中国 A 股市场的现实环境中,实际控制人一般并不愿意被强势的独立董事监督,他们更愿意接受弱勢的独立董事人选,因为弱化的独立董事监督有助于实现对其他股东利益的掠夺,而独立董事的个人声誉水平是决定其强势还是弱勢的关键因素。根据这一观点,本文认为,实际控制人更有可能选择声誉水平较低的继任者接替离职的尽职独立董事。由此提出:

假设 3:与尽职独立董事相比,其继任者的声誉水平较低。

本文对尽职和未尽职两类独立董事随后担任其他公司独立董事职位的变化情况进行观测,其目的在于考察人力资本市场对这两类独立董事的奖惩情况,以判断整个 A 股市场独立董事“逆淘汰”效应是否存在。如果尽职独立董事提出质疑后能获得更多的独立董事职位,说明人力资本市场具备纠正局部“逆淘汰”的功能,那么,整个 A 股市场的独立董事“逆淘汰”效应就很弱或不存在;反之,则证明独立董事“逆淘汰”为 A 股市场的普遍现象,人力资本市场无法予以纠正,亟需其他外部机制的介入。另外,该项观测结果还将为研究中国独立董事的监督声誉与个人声誉之间的关系提供证据。如独立董事的监督声誉与个人声誉联系紧密,则人力资源市场应表现为具备纠正局部“逆淘汰”的功能,反之亦反。担任其他公司独立董事职位的变化实质上取决于其他公司实际控制人对“高”和“低”两种监督声誉的偏好。与提出上述假设 3 的理由一致,鉴于中国 A 股市场实际控制人所受约束较少、公司治理水平普遍较低以及相关法律法规不健全且惩罚力度偏轻,故本文认为,其他公司实际控制人总体上偏好“低”监督声誉的可能性更大。由此提出:

假设 4:尽职独立董事随后担任其他公司独立董事的职位数增加的可能性低于未尽职独立董事。

三、样本选择与变量定义

由于独立董事独立意见的披露始于 2004 年 12 月,故本文选取 CSMAR 数据库中 2005—2011 年 A 股上市公司披露的独立意见作为初始样本,并将 2008—2014 年作为独立董事离职后的职位数变动观察期。在剔除了“同意”和“其他”两种类型的独立意见样本后,得到提出质疑独立意见样本 348 个。经过与有关公告文本的逐一核对,发现有 155 个样本为相同的独立董事在同一次董事会会议对不同的议案提出了质疑,属于重复的样本,故进行合并处理,剔除了重复样本 86 个。另外,还剔除了金融行业样本 3 个以及数据缺失的样本 8 个,余下的 251 个独立董事年观测值即为尽职独立董事样本。在此基础上,本文对这 251 个尽职独立董事样本任职的上市公司进行了检索,统计了对同一议案未提出质疑的独立董事样本 218 个,作为未尽职独立董事样本。这两部分合计 469 个独立董事年观测值构成了本文第一方面和第三方面实证研究的样本。另外,本文对尽职独立董事离职后的继任者进行了统计,共获得 223 个独立董事年观测值,它们与离职的尽职独立董事样本一起构成了本文第二方面实证研究的样本。

表 1 报告了提出质疑的董事会议案内容和独立意见类型的年度分布情况,统计结果显示,被独立董事质疑最多的为关联交易和人事变动事项,分别为 46 项和 41 项,年度报告和担保事项次之,投资收购和审计事项被质疑的情况较少;而独立董事的独立意见主要集中在反对和弃权这两类,其余类型的质疑较少。从年度分布的结果看,超过一半的独立董事质疑发生在 2005 和 2006 年(合计样本 150 个),其中尤以 2006 年最为突出,质疑发生数高达 104 项。其后,独立董事提出质疑的情况

大幅减少,2011年只有11次独立董事提出质疑的记录。就提出质疑的绝对数量而言,中国独立董事的有效性有大幅下降的迹象。为了进一步验证,本文查阅了相同时间段内A股上市公司数量和违规并被处罚的案件数量:A股上市公司数量从2005年底的1434家快速增长至2011年底的2346家,而CSMAR数据库记录的每年上市公司违规并被处罚的案件数量则由2005年的187例大幅增加至2011年的550例。这两项数据说明,中国A股上市公司的总体治理水平并未明显提高。然而,与上市公司数量和违规次数均大幅上升相反,独立董事提出质疑的次数却大幅减少,这种明显的反差虽然不能直接证明“逆淘汰”的存在,但是如果独立董事“逆淘汰”确实存在,这将是一个典型的缩影和佐证。

表1 独立董事提出质疑的议案内容、意见类型及年度分布 单位:项

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	合计
议案内容	(1)人事变动事项	4	15	11	0	2	7	2	41
	(2)年度报告事项	4	25	0	0	2	4	0	35
	(3)关联交易	3	12	10	15	0	6	0	46
	(4)担保事项	10	18	1	0	0	3	3	35
	(5)投资收购事项	2	7	0	0	4	4	0	17
	(6)审计事项	2	4	3	0	0	3	0	12
	(7)其他	21	23	1	0	8	6	6	65
	合计	46	104	26	15	16	33	11	251
意见类型	(1)反对	19	29	5	6	6	6	5	76
	(2)提出异议	0	7	4	0	4	8	3	26
	(3)保留意见	7	30	3	0	1	5	0	46
	(4)弃权	14	28	6	0	3	11	3	65
	(5)无法表示意见	6	10	8	9	2	3	0	38
	合计	46	104	26	15	16	33	11	251

注:其他议案内容包括设定高管薪酬、股权变动、募集资金、资产变动等事项。

资料来源:作者整理。

表2列示了后文实证检验所涉及的全部控制变量的定义。其中,选取第1项至第7项的目的为控制公司治理环境方面的差异;选取第8项至第14项的目的为控制独立董事个人特征方面的差异;选取第15项至第18项的目的为控制独立董事获得的物质利益以及与上市公司联系紧密程度方面的差异;余下的变量则为控制上市公司财务状况等方面的差异。有关独立董事专业背景的部分数据来自百度财经等网站的手动搜集,6年最长任期剩余的任期根据独立董事上任日期为基准手动计算,是否为中小板或创业板上市公司的数据根据股票代码判断后确定,其余变量的数据全部来自CSMAR数据库。本文实证研究的数据处理由Eviews8.0软件完成。

四、离职情况的统计与检验

本文对尽职和未尽职两类独立董事的离职情况,分别设置了在被提出质疑的董事会会议召开后的“1年内、2年内和3年内”等三个时间窗口予以观测(后一个时间窗口的观测值包含前一个时间窗口的观测值)。并且,将全部离职情况分为三类:正常离职、主动离职和被动离职。正常离职是指由于6年最长任期期满、因担任公职丧失继续担任独立董事资格、所在工作单位出台不得担任独立

表 2 控制变量的定义

序号	变量名称	变量符号	变量定义
1	股权集中度	<i>H5_index</i>	前五大股东持股比例的平方和,即赫芬达尔指数 5
2	实际控制人性质	<i>State_owner</i>	如实际控制人为国有部门,该变量取 1,否则取 0
3	机构投资者持股比例	<i>I_investors</i>	公募基金、社保基金、保险投资基金等机构投资者持有上市公司股权比例的总和
4	董事会规模	<i>Directors</i>	董事会全体成员的数量
5	董事长是否兼任 CEO	<i>Chairman_CEO</i>	如董事长与 CEO 为同一人,该变量取 1,反之取 0
6	独立董事比例	<i>Rate_OD</i>	独立董事人数与董事会总人数之比
7	董事会会议次数	<i>Meeting</i>	独立董事在董事会投赞成票或非正常辞职的当年董事会召开会议的次数
8	是否具有会计专业背景	<i>Accounting</i>	如具有会计专业背景,该变量取 1,反之取 0
9	是否具有法律专业背景	<i>Law</i>	如具有法律专业背景,该变量取 1,反之取 0
10	是否具有技术专业背景	<i>Technology</i>	如独立董事具有与所在上市公司主业相同或相近的技术专业背景,该变量取 1,反之取 0
11	年龄	<i>Age</i>	独立董事在样本所处年度的年龄
12	性别	<i>Gender</i>	如独立董事为男性,该变量取 1;为女性,则取 0
13	独立董事兼职数量	<i>Part_time_job</i>	独立董事除主要工作外,还拥有其他职位的数量
14	参加董事会会议的出勤率	<i>Attendance</i>	最近一个年度内,独立董事实际出席董事会会议的次数与应当出席的董事会会议次数之比
15	独立董事薪酬	<i>Allowance</i>	独立董事从上市公司获得津贴的年度值
16	6 年最长任期剩余的任期	<i>remainder</i>	从独立董事上任之时开始计算,在被提出质疑的董事会议案表决的时刻,距离 6 年最长任期结束时所剩余的年数 *
17	工作地点是否一致	<i>Working_place</i>	如独立董事主要工作单位与上市公司注册地同为 一地,该变量取 1,反之取 0
18	实际控制人是否变更	<i>Alter</i>	如实际控制人发生变更,则该变量取 1,反之取 0
19	资产负债率	<i>Debt_to_assets</i>	总负债余额与总资产余额之比
20	资产收益率	<i>ROA</i>	净利润与总资产余额之比
21	管理费用率	<i>M_expense</i>	管理费用与主营业务收入之比
22	是否为中小板或创业板上市公司	<i>Small_company</i>	如独立董事所在上市公司为中小板或创业板上市公司,该变量取 1,否则取 0

注:* 不足 1 年但多于 6 个月的部分,以 1 年计算;不足 6 个月但多于 3 个月的部分,以半年计算;不足 3 个月的部分,忽略不计。之所以作上述简化处理,是因为无法获得部分独立董事样本精确的上任日期。

资料来源:作者整理。

董事的新规定、出国定居以及病重或死亡等出于“客观”原因而导致的离职行为。主动离职是指独立董事在董事会尚未换届时就提出辞职的离职行为,其辞职的理由往往笼统的被辞职公告描述为“因个人原因”或“因工作原因”,这种离职主要是由独立董事本人主观意愿造成的^①,因而具有主动性离职的特征。被动离职是指当董事会换届时,离职独立董事累计任职期限尚不足 6 年最长任期,但由于未获新一届董事会选举提名或者落选,导致未能继续担任独立董事,显然这种离职的发生主要是

^① 存在实际控制人通过刁难、不合作等方式逼迫独立董事提出辞职的可能性,由于外部研究者很难予以确认,本文未将这种情况归于被动离职之列。

由实际控制人的意愿导致的,因而称之为被动离职。正常离职由于是客观原因导致的,与是否存在“逆淘汰”无关,因此,本文只关注主动离职和被动离职两种情况。独立董事离职以及因何种原因离职的数据由 3 个步骤获得:①将全部独立董事样本任职的上市公司在 CSMAR 数据库 2005—2011 年与 2008—2014 年(推后 3 年)的高管记录^①进行逐一比对,以确定每一个独立董事样本在 3 个时间窗口内是否离职。②对于离职的独立董事样本,在沪、深交易所网站逐一查阅其所在上市公司在相应时间窗口内是否有其辞职的公告。如有,进一步根据公告披露的辞职原因,判断独立董事离职属于正常离职还是被动离职。③对于未有辞职公告的离职独立董事样本,则在沪、深交易所网站查阅相应时间窗口内上市公司董事会换届的相应公告,然后将 CSMAR 数据库或百度财经记录的独立董事开始任职日期与董事会换届日期进行比对,如果两者的时间差不足 6 年,则归于被动辞职类别,否则归于正常辞职类别。

表 3 报告了尽职和未尽职两类独立董事的离职情况。统计结果显示,在三个观测时间窗口的末期,尽职独立董事无论主动离职还是被动离职的人数均明显高于未尽职独立董事人数,尤为突出的是提出质疑的第 1 年内,尽职独立董事主动离职和被动离职的人数合计比未尽职独立董事高出 3 倍多(分别为 109 人和 24 人),而提出质疑的第 3 年年末,尽职独立董事只有 43 人继续留任,仅为初始在职人数(251 人)的 17%左右,而未尽职独立董事则有 111 人留任,约为初始在职人数(218 人)的一半以上。这说明尽职独立董事提出质疑后离职的情况非常普遍,可能性远高于未尽职独立董事。另外,本文还注意到,尽职独立董事第 3 年年末被动离职人数高达 165 人,远高于主动离职的 17 人,说明尽职独立董事的离职绝大部分是被上市公司解聘所致,这显然是实际控制人对独立董事提出质疑行为的“报复”。综合离职情况统计的数量及结构两方面的特征,可以初步判断,独立董事的“逆淘汰”效应不仅存在,而且比较严重。

		尽职	未尽职
初始在职		251	218
3 年内正常离职		26	29
第 1 年年末	主动离职	13	2
	被动离职	96	22
	小计	109	24
第 2 年年末	主动离职	16	2
	被动离职	137	40
	小计	153	42
第 3 年年末	主动离职	17	4
	被动离职	165	74
	小计	182	78
3 年后依然在职		43	111

资料来源:作者整理。

为了控制其他因素对独立董事离职的影响,本文选取了表 2 所示的全部控制变量,在剔除了正常离职的样本 55 个后,分别在三个时间窗口下就独立意见对独立董事离职的影响进行了 Logit 回归检验,以进一步揭示两类独立董事离职的差异与履行监督职责之间是否存在显著的因果关系,其

^① 2014 年的高管记录在本文完成时 CSMAR 数据库尚未统计,因此由作者手工查阅相关公司的年报获得。

中独立意见由虚拟变量 *Vote* 予以量化,独立意见为提出质疑的,该变量取 1,否则取 0。表 4 报告了三个时间窗口的 Logit 回归检验结果。容易发现,三个时间窗口的独立意见变量(*Vote*)的回归系数均为正数(分别为 2.2162、2.1583 和 1.5860),且均在 1%的显著性水平上显著,表明公开对上市公司董事会议案提出质疑的确是导致尽职独立董事随后离职的概率显著高于未尽职独立董事的重要原因,验证了表 3 的统计结果并支持本文假设 1,也说明在被提出质疑的上市公司群体中,因独立意见导致的“逆淘汰”效应非常显著。值得注意的是,结合表 3 的离职统计结果,绝大多数尽职独立董事不是主动离职,而是当届董事会任期期满后,被实际控制人利用董事会改选的程序“合法”地淘汰出局。所以上市公司未在独立董事提出质疑后立即免去其独立董事的职务,是因为中国证券监督管理委员会(简称证监会)颁布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》和《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》中均明确规定,“独立董事任期届满前,无正当理由不得被免职;提前免职的,上市公司应将其作为特别披露事项予以披露;被免职的独立董事认为公司的免职理由不当的,可以作出公开的声明”,上市公司为了回避这项规定,故将提出质疑独立董事的解职推迟到董事会换届之时。由此说明,证监会的相关规定对支持独立董事履行监督职责具有一定的保护和实际效果,但力度还远远不够,尚不能对独立董事尽职履行监督职责形成真正有效的保护和实际效果,从而避免因提出质疑的独立意见而导致的“逆淘汰”。

表 4 中控制变量 *Rate_OD* 的回归系数均显著为负(显著性水平分别为 10%、1%和 10%),表明独立董事比例越高的公司,独立董事离职的可能性越小。独立董事比例体现了公司董事会的整体独立性,因此,*Rate_OD* 显著为负的回归结果可能说明,较高的董事会独立性能够对实际控制人事实上拥有的独立董事职位任免权形成一定程度的制约或消弱,这对独立董事任职的连续性具有一定的保障作用。*Part_time_job* 的回归系数均显著为负(显著性水平分别为 10%、5%和 10%),说明独立董事的个人声誉越高越容易留任,这与绝大多数现有文献的研究结论是一致的,进一步证明声誉机制对独立董事履职具有显著的影响。*Meeting* 的回归系数在较短的时间窗口(1 年内和 2 年内)显著为负,表明在董事会会议次数较多的上市公司任职的独立董事更有可能留任,原因可从两方面解释:①董事会会议次数较多体现了公司较高的治理水平,董事会会议越频繁,表明董事们更乐意去履行与全体股东利益一致的职责^[10-13],因此,董事会会议次数较高的公司更能保证独立董事任职的稳定性;②董事会会议次数较多的时期往往也是公司处于危机的时期^[14-15],更需要一个稳定的董事会帮助公司摆脱危机,故独立董事更容易留任。*Attendance* 的回归系数也在较短的时间窗口(1 年内和 2 年内)显著为负,表明独立董事参加董事会会议的出勤率越高越有可能留任,这可能是上市公司对独立董事勤勉工作的一种正回馈。另外,*H5_index* 的回归系数在较长的时间窗口(2 年内和 3 年内)显著为负,表明股权集中度高的上市公司独立董事更容易留任,而 *State_owner* 的回归系数在较短的时间窗口(1 年内和 2 年内)显著为正,表明国有上市公司独立董事离职可能性较大。但是,由于缺乏理论指导和类似的经验证据,这两个变量回归系数显著的原因尚无法给出合理解释,有待进一步研究。

五、离职的独立董事与继任者的比较

本文比较离职的尽职独立董事与其继任者在独立性和声誉水平方面的差异,目的是从独立董事更迭的视角观测“逆淘汰”效应是否存在。虽然独立性和声誉水平的差异并不完全决定独立董事是否尽职的差异,但独立性和个人声誉是保证独立董事尽职履行监督职责最为关键的两项指标。如果继任者这两方面显著弱于离职的尽职独立董事,有理由推断,继任者未来履行监督职责的表现很

表 4 不同时间窗口独立意见与离职情况的 Logit 回归结果

变量	回归 1(1 年内)	回归 2(2 年内)	回归 3(3 年内)
<i>Vote</i>	2.2162*** (7.1743)	2.1583*** (7.8622)	1.5860*** (6.5805)
<i>H5_index</i>	-1.1381 (-0.9102)	-2.5643** (-2.0845)	-3.0861*** (-2.7333)
<i>State_owner</i>	0.7104** (2.1527)	0.7180** (2.2413)	0.3934 (1.5141)
<i>I_investors</i>	-0.0142 (-1.0544)	-0.0154 (-1.2719)	-0.0171 (-1.4437)
<i>Directors</i>	-0.0491 (-0.8227)	-0.0683 (-1.2215)	-0.0350 (-0.7005)
<i>Chairman_CEO</i>	0.2902 (0.7826)	0.2523 (0.6808)	0.3447 (0.9839)
<i>Rate_OD</i>	-5.4934* (-1.8123)	-12.5071*** (-3.9940)	-4.3404* (-1.7315)
<i>Meeting</i>	-0.1254*** (-2.9236)	-0.1291*** (-3.2915)	-0.0506 (-1.5402)
<i>Accounting</i>	0.1183 (0.3826)	0.1415 (0.4748)	0.2361 (0.8609)
<i>Law</i>	-0.2823 (-0.6418)	-0.1223 (-0.3148)	-0.0185 (-0.0545)
<i>Technology</i>	0.2644 (0.6827)	0.1813 (0.5092)	0.4271 (1.2922)
<i>Age</i>	0.0123 (0.9520)	0.0151 (1.3037)	0.0074 (0.6912)
<i>Gender</i>	-0.1482 (-0.3835)	-0.1564 (-0.4244)	-0.3381 (-1.0129)
<i>Part_time_job</i>	-0.1336* (-1.8549)	-0.1561** (-2.0733)	-0.1743* (-1.7728)
<i>Attendance</i>	-1.3892* (-1.7906)	-1.6790** (-2.2165)	-1.1043 (-1.5440)
<i>Allowance</i>	-1.98E-06 (-0.3854)	-8.50E-06 (-1.4302)	-6.75E-06 (-1.4431)
<i>Remainder</i>	0.1083 (0.9701)	-0.0761 (-0.7128)	-0.1865* (-1.8004)
<i>Working_place</i>	0.1392 (0.6244)	-0.1271 (-0.5909)	-0.0212 (-0.1123)
<i>Alter</i>	0.1093 (0.4007)	-0.1592 (-0.6023)	0.2154 (0.8615)
<i>Debt_to_assets</i>	-0.1042 (-0.4637)	0.0494 (0.1711)	0.0940 (0.3349)
<i>ROA</i>	-0.6950 (-1.1647)	0.4362 (0.6634)	0.2341 (0.3816)
<i>M_expense</i>	-0.0035 (-0.4815)	0.2812 (1.3238)	0.1085 (0.5220)
<i>Cons</i>	0.3844 (0.7832)	0.3339 (0.5548)	0.9211 (0.4725)
LR statistic	106.8811***	158.0324***	121.1105***

注:回归系数下面括号内为对应的 Z 统计量;为了消除异常值的影响,相关数据在 1%的水平上进行了 Winsorize 处理;*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平上显著。

资料来源:作者根据 EViews 软件的估计结果整理。

可能弱于离职的尽职独立董事,“逆淘汰”效应在独立董事的更替环节就很可能存在。

1. 独立性比较

关于独立董事独立性的定义与度量非常复杂,涉及面广,各国相关的监管规定对独立董事独立性的要求也不尽相同,英美等成熟资本市场对独立性有很详细的规则予以规范,其他国家的规定则比较原则化。理论上讲,理想化的独立性水平意味着独立董事与其监管对象(实际控制人或管理层)之间不应有任何已有或潜在的利益联系,也不应具备紧密的关系,即“利益独立”和“关系独立”。其中,独立董事与监管对象之间是否存在潜在的利益联系,这对于外部研究者而言很难观察。因此,本文主要从“关系独立”方面在离职的尽职独立董事与其继任者之间进行独立性的比较。

本文在综合借鉴现有文献^[16,17]衡量 CEO 与董事之间社会关系的各个维度的基础上,兼顾数据的可得性,选取“同乡、校友、共同工作经历和行业背景”等四个维度来观测离职的尽职独立董事和其继任者,分别与董事长或 CEO 的关系(会计专业背景独立董事须增加与财务总监之间在前三个维度是否存在联系的考察),以检验两类独立董事在独立性方面是否存在显著差异。本文选取的四个社会关系维度的定义为:①“同乡”关系是指独立董事的籍贯与上市公司高管的籍贯为同一地级市、副省级城市以及直辖市等三种情况的任意一种;②“校友”关系是指独立董事与上市公司高管本科或研究生毕业于同一所大学;③“共同工作经历”关系是指独立董事与上市公司高管曾经在“同一单位”工作,“同一单位”为同一企业集团、同一行政单位或行政系统(同属于一个垂直体系的政府职能部门,如上下级政府审计部门)或同一事业单位或事业单位系统(例如,中国科学院及下属各研究所)三类中的任意一类;④“行业背景”关系是指独立董事主要工作单位所处行业与上市公司所处行业相近或独立董事个人专业背景与上市公司高管相近,个人专业背景只考察理工、信息、农林、医药等上市公司主业可能涉及的技术专业,不包括经济、管理、法律等文科类专业,原因是前者有可能导致独立董事与上市公司发生潜在利益联系。

由于表 3 统计的独立董事正常离职与是否存在“逆淘汰”之间缺乏明确的理论联系,因此,本文未将这类离职的尽职独立董事包括在独立性比较之列,只关注主动离职和被动离职两类情况。四个独立性维度的数据均根据独立董事与公司董事长、CEO 以及财务总监的个人简历逐一手工判断获得。另外,本文所指的继任者分为两种情况:①如果离职的尽职独立董事属于本文前述的主动离职,则其继任者为上市公司为顶替提出辞职的独立董事而临时增选的独立董事,如果独立董事离职并未使独立董事比例低于全部董事的 1/3,上市公司也可能不增选继任者,因此存在少数离职的尽职独立董事没有继任者的情况;②如果离职的尽职独立董事属于本文前述的被动离职,则继任者为新当选的所有独立董事,因此会出现一个离职的独立董事对应多个继任者的情况,这样处理的原因在于很难分辨究竟哪一位新当选独立董事是被实际控制人提名用以替代离职的尽职独立董事。经过统计,符合上述继任者定义的新任独立董事样本共 223 个。

表 5 的 A 栏和 B 栏分别汇报了离职的尽职独立董事与其继任者的四个独立性维度的统计和均值检验结果。结果显示,继任者的总人数略多于离职的尽职独立董事(分别为 223 人和 182 人),但继任者与上市公司董事长或 CEO 之间具有同乡关系、共同工作经历和相似行业背景的人数均高于离职尽职独立董事的 1 倍以上,只在校友关系一项上,两类独立董事人数相近。均值检验的结果也显示,继任者与上市公司董事长等高管之间具有同乡关系、共同工作经历和相似行业背景的概率显著高于离职的尽职独立董事(显著性水平依次为:1%、5%和 1%),而是否具有校友关系,两类独立董事无显著差异。显而易见,尽职独立董事离职以后,其继任者的总体独立性水平明显较低,证实了本文假设 2。结合表 3 所示尽职独立董事离职绝大部分是被动离职的特征,本文认为,实际控制

人利用董事会换届的机会,主导了用独立性更低的独立董事替换尽职独立董事的过程,这也是独立董事“逆淘汰”在被提出质疑的上市公司群体存在的一种表现。

2. 声誉比较

独立董事的声誉很难准确量化,现有实证研究通常利用独立董事的兼职数量来度量其声誉水平^[4,8,18]。但是,本文检索了全部独立董事样本在 CSMAR 数据库的兼职数量记录之后,发现存在两个问题:①部分独立董事的兼职记录明显缺失,例如外籍和港澳台地区的独立董事未统计兼职数量;②部分独立董事的兼职数量明显与其实际声誉水平不符,不能准确反映独立董事真实的声誉水平^①。为此,本文在 CSMAR 数据库记录的兼职数量基础上,对全部独立董事样本逐一在百度和谷歌进行搜索,补充了部分独立董事样本未被统计的兼职情况。表 5 的 C 栏报告了两类独立董事兼职数量的统计与检验结果。离职的尽职独立董事平均兼职数量为 4.4560 个,显著(1%显著性水平)高于继任者的 3.4178 个,兼职数量的中值分别为 4 个和 3 个,前者同样显著(1%显著性水平)高于后者。这表明离职的尽职独立董事比其继任者具有更高的声誉水平,支持了本文假设 3。

表 5 独立性维度和兼职数量的统计与检验

A 栏:独立性维度统计					
独立性维度		离职(182 人)		继任(223 人)	
同乡		27		59	
校友		51		48	
共同工作经历		15		34	
行业背景		29		66	

B 栏:独立性维度的均值检验			
独立性维度	离职	继任	均值检验
同乡	0.1484	0.2622	-2.8203***
校友	0.2802	0.2133	1.5610
共同工作经历	0.0824	0.1511	-2.1228*
行业背景	0.1593	0.2933	-3.2131***

C 栏:兼职数量的统计与检验					
离职(182 人)		继任(223 人)		均值检验	中值检验
均值	中值	均值	中值		
4.4560	4.0000	3.4178	3.0000	4.9915***	5.1323***

注:存在某位独立董事同时具备 2 项及 2 项以上独立性维度的情况;B 栏独立性维度的均值检验是在将四个独立性维度设置为虚拟变量的基础上完成的,如果某项独立性维度成立,则变量取 1,否则取 0;均值检验值为 t 值,中值检验值为 Wilcoxon 值;*,**、*** 分别表示在 10%、5%、1%的显著性水平上显著。

资料来源:作者整理。

① 例如,2006 年任职于华菱钢铁(000932)的独立董事毛晓峰,曾任中国民生银行行长,被统计的兼职数量只有 1 个;又如 2006 年任职于大东方(600327)的独立董事卫哲,曾任阿里巴巴 CEO,其兼职数量也显示仅为 1 个。

上述独立性和个人声誉两方面的统计与检验结果表明,继任者在这两项指标上均显著弱于离职的尽职独立董事,这很可能是“逆淘汰”效应在独立董事更替环节存在的证据。然后,将独立性和个人声誉比较方面的实证结论与前文第一个方面有关独立董事离职的统计和检验结果结合起来,可以概括为:未尽职独立董事大部分能保留职位,而尽职独立董事履行监督职责后却大量离职,并且接替职位的新任独立董事未来尽职履行监督职责的可能性更低,因为他们与实际控制人的关系更密切且个人声誉水平较低。由此,本文认为,当上市公司被独立董事公开提出质疑后,在这个局部的上市公司群体中,独立董事的“逆淘汰”效应非常显著。

六、拥有其他上市公司独立董事职位数变动情况的统计与检验

如果独立董事属于前文定义的“正常离职”,除了因6年任期期满的原因正常离职以外,出于其他原因正常离职的独立董事均不可能再担任其他公司的独立董事。因此,考察除6年任期期满之外的正常离职独立董事拥有的其他公司独立董事职位的变动情况,对检验整个A股市场是否存在独立董事“逆淘汰”没有意义,故将这类样本剔除,只保留因6年任期期满正常离职的独立董事样本(尽职独立董事5个,未尽职独立董事3个),加上主动离职和被动离职的独立董事样本,得到尽职独立董事样本230个,未尽职独立董事样本192个。

本文利用CSMAR数据库提供的上市公司高管数据,对上述独立董事样本在被提出质疑的董事会会议召开后拥有的其他公司独立董事职位的变动情况进行了统计与检验,与前文观测离职情况的设计一样,分别设置了提出质疑后的“1年内、2年内和3年内”等3个时间窗口。表6的A栏分别汇报了3个时间窗口内,两类独立董事随后拥有其他上市公司独立董事职位变动的分布情况。结果显示,3个时间窗口内,拥有其他上市公司独立董事职位数随后获得增加的尽职独立董事人数均远低于未尽职独立董事,而职位数减少的人数则大幅高于未尽职独立董事。表6B栏汇报的职位数变化的均值检验结果也证实,尽职独立董事拥有的其他上市公司独立董事职位数在3个时间窗口内

表6 拥有其他上市公司独立董事职位数量变化的统计与检验

A 栏:1—3年内尽职和未尽职独立董事职位数量变化的统计							
职位变化		1年内		2年内		3年内	
		尽职	未尽职	尽职	未尽职	尽职	未尽职
增加	3	0	0	0	2	0	3
	2	4	9	2	15	7	21
	1	16	47	23	41	16	38
不变		108	105	80	97	84	91
减少	-1	69	30	86	24	77	19
	-2	25	11	33	13	38	10
	-3	8	0	6	0	8	0

B 栏:1—3年内尽职和未尽职独立董事职位数量变化的均值及检验			
时间窗口	均值(尽职)	均值(未尽职)	均值检验
1年内	-0.5174	0.0573	-6.2726***
2年内	-0.6217	0.1302	-7.8105***
3年内	-0.6391	0.2500	-8.8049***

注:均值检验值为t值;***表示在1%的显著性水平上显著。

资料来源:作者整理。

分别平均下降了 0.5174、0.6217 和 0.6391 个,而未尽职独立董事则分别平均增加了 0.0573、0.1302 和 0.2500 个。表 6 结果表明,尽职独立董事拥有其他上市公司独立董事职位数量随后显著下降,而未尽职独立董事拥有的职位数则小幅上升,并且随着时间窗口往后推移,这种“一降一升”的趋势并未出现逆转。

为了控制独立董事的个人特征对其获取独立董事职位的影响,本文选取了性别、年龄、声誉(拥有的全部兼职职位数)、是否具有会计专业背景和是否具有法律专业背景等 5 个控制变量,然后对独立意见与获得其他上市公司独立董事职位的情况进行了回归分析。表 7 报告了 3 个时间窗口回归检验的结果。*Vote* 变量的回归系数分别为-0.7562、-0.9474 和-1.1040,并且均在 1%的显著性水平上显著,表明提出质疑的独立意见是导致尽职独立董事随后获得其他上市公司独立董事职位数低于未尽职独立董事的显著原因,证实了本文假设 4。另外,声誉(*Part_time_job*)也是影响获取独立董事职位的显著因素,声誉越高的独立董事越有可能再获其他上市公司的独立董事职位,这与现有研究结论一致。

表 7 不同时间窗口独立意见与拥有其他公司职位数变动情况的回归结果

变量		回归 1 (1 年内)	回归 2 (2 年内)	回归 3 (3 年内)
<i>Vote</i>		-0.7562*** (-7.8526)	-0.9474*** (-4.5610)	-1.1040*** (-6.5849)
控制变量	<i>Gender</i>	-0.1732 (-1.2601)	-0.0054 (-0.0426)	-0.1701 (-1.1407)
	<i>Age</i>	0.0032 (0.6916)	0.0035 (0.7202)	0.0071 (1.3738)
	<i>Part_time_job</i>	0.1794*** (7.6504)	0.2081*** (8.6830)	0.2123*** (8.3721)
	<i>Accounting</i>	0.0124 (0.1231)	-0.0511 (-0.4927)	0.0117 (0.1005)
	<i>Law</i>	0.0071 (0.0520)	-0.0853 (-0.5931)	-0.0191 (-0.1326)
<i>Cons</i>		-0.2641 (-1.0123)	-0.3724 (-1.3910)	-0.3032 (-1.0726)
Adj_R ²		0.1946	0.2621	0.2802

注:回归系数下面括号内为对应的 Z 统计量;*** 表示在 1%的显著性水平上显著。

资料来源:作者根据 EViews 软件的估计结果整理。

综合表 6 和表 7 的统计与检验结果,本文认为,A 股市场的独立董事人力资本市场不具备纠正被提出质疑的局部上市公司中出现的“逆淘汰”现象的功能,反而进一步加剧了“逆淘汰”,这与成熟资本市场的大部分相关实证研究结果大相径庭。Shivdasani and Yermack^[5]发现具有良好监督声誉的独立董事将会获得更多的上市公司独立董事任职机会。Coles and Hoi^[4]的研究则显示敢于否决有损投资者利益议案的董事,其后获得其他董事职位的数量 3 倍于未投否决票的董事。与之相印证的,Srinivasan^[6]和 Fich and Shivdasani^[7]发现,发生了盈余重述和财务舞弊的上市公司,其在任独立董事拥有的其他公司独立董事职位数量明显下降。这些成熟资本市场的研究成果基本证明了人力

资本市场能够识别尽职履行监督职责独立董事累积的良好声誉,并给予不同监督声誉的独立董事相应的奖惩,这种独立董事的声誉传递和奖惩机制无疑能对局部上市公司的独立董事“逆淘汰”起到良好的矫正作用,并进一步激励更多的独立董事尽职履行监督职责。本文针对中国 A 股市场的实证研究结果却正好相反,尽职独立董事受到人力资本市场的进一步惩罚,而未尽职独立董事却能获得一定的“奖励”,这说明中国独立董事人力资本市场基本处于无效的状态,整个 A 股市场存在显著的独立董事“逆淘汰”效应。这很可能与中国上市公司的现实背景有关,在股权结构普遍“一股独大”的情况下,加之外部监督力度偏弱,实际控制人存在较强的侵占其他股东利益的动机,因此,尽职履行监督职责的独立董事不易被实际控制人选择,而监督声誉较差的独立董事反而容易受到青睐。本文由此得出这样的推断:“独立董事任免权被其监督对象所掌握”这一制度设计的悖论如果不发生根本改变,整个 A 股市场独立董事的“逆淘汰”效应将持续下去,其后果必将导致独立董事制度严重失效,这或许已经被前文所述“2006 年以后上市公司数量和违规被处罚的案例数量均大幅上升,但提出质疑的独立董事却大幅减少”的反常现象所印证。

七、结论与建议

1. 结论

本文利用独立董事独立意见数据,分别从局部上市公司和整个 A 股市场两个层次对独立董事“逆淘汰”效应进行了实证检验。综合检验结果并结合中国独立董事履职的现实背景,可以得出这样的结论:①独立董事的“逆淘汰”在被提出质疑的局部上市公司群体和整个 A 股市场这两个层次均显著存在,大多数尽职履行监督职责的独立董事不仅遭到被提出质疑的上市公司解聘,而且在人力资本市场进一步受到惩罚。②导致独立董事“逆淘汰”的根源在于独立董事任免权被其监督对象——实际控制人所掌握。在被提出质疑的上市公司群体中,实际控制人利用控制权,借董事会换届的合法程序,淘汰尽职履行监督职责的独立董事,并选择履行监督职责可能性更低的人选取而代之;在整个 A 股市场,人力资本市场并未给予尽职独立董事应有的奖励,反而施以进一步的惩罚,造成这种激励扭曲的原因显然与 A 股市场实际控制人明显偏好低监督声誉独立董事的现实密不可分。③独立董事的“逆淘汰”具有从局部上市公司向整个 A 股市场传递与扩散的特征,说明独立董事人力资本市场具有一定的声誉传递功能,但是声誉奖惩机制严重倒置。这也表明,独立董事监督声誉与独立董事个人声誉总体上处于“割裂”状态,独立董事是否尽职履行监督职责对其个人声誉起不到显著影响,因此,中国 A 股市场独立董事声誉机制基本无效,如果不加以纠正,将严重打击所有在任独立董事履行监督职责的积极性,从而导致独立董事制度彻底失效。

2. 政策建议

(1)削弱或者取消实际控制人在独立董事任免事项的决定权。可以考虑借鉴香港上市公司重大事项股东大会投票时采用的“一人一票”的规定,将独立董事任免事项的股东大会投票由按股权比例计票变为按股东人数计票,以削弱实际控制人对独立董事任免的影响力。或者,参照现行的上市公司关联交易股东大会投票时,利益相关股东须回避投票的原则,取消实际控制人在独立董事任免事项的投票权。这种变革的合理性在于,独立董事的主要职责是监督实际控制人,加之本文独立董事独立性的统计结果显示,独立董事与实际控制人存在密切关系的比例很高,因此实际控制人事实上就是独立董事履行职责的最大利益相关方。无论削弱或者取消实际控制人对独立董事任免的决定权,其目的都是赋予独立董事应该具有的独立性。

(2)加大人力资本市场的外部约束并开展“候补独立董事”制度试点。独立董事一般由专家、学

者以及其他社会知名人士出任,其稀缺性非常显著,这也是某些未尽职独立董事依然能留任甚至获得更多职位的原因之一。为此,证监会应加大独立董事候选人的培训力度,通过增加独立董事人选的供给,对现任独立董事的履职行为形成更强的外部约束,以提高独立董事的尽职程度。并且,在独立董事供给大幅增加的前提下,在部分上市公司实施“候补独立董事”制度试点。“候补独立董事”由符合独立董事任职条件的人员自愿申请,可由证监会随机派遣,也可由上市公司全体股东依“一人一票”的原则选举产生。“候补独立董事”享有与独立董事完全一样的职权,但不享受独立董事的薪酬及其他任何福利,上市公司仅承担其工作经费。针对董事会议案,“候补独立董事”也必须出具公开的独立意见。“候补独立董事”在履行职责过程中如发现独立董事存在重大失职行为,有权提议召开股东大会,以审议是否免去重大失职独立董事的职务,如议案通过,则由该“候补独立董事”替代被免职独立董事而成为正式独立董事。或者,上市公司应定期(如两年一次)召开股东大会,以决定是否由“候补独立董事”替换现任独立董事,股东大会均按照“一人一票”的原则进行表决。

(3)增强独立董事履职状态的透明度并适度在独立董事之间实施分工。本文认为,可将独立董事定期提交工作报告的频度由年度提升至季度,并要求工作报告应着重从工作内容和过程方面给予详细且规范的说明。另外,监管层如发现上市公司存在重大违规嫌疑,可向独立董事提出质询,独立董事在规定期限内应公开披露针对重大违规嫌疑事项履行监督职责情况的说明。这两项措施均以增强独立董事履职状态的披露力度为目的。另一方面,可在独立董事之间依据独立董事个人专业优势等原则,就上市公司监督事项进行适度的分工,分工的结果应报证监会备案且公告。如上市公司出现重大违规事项,负主要责任的独立董事被处罚的程度将高于其他独立董事。独立董事之间的适度分工旨在使独立董事的职责更加明晰,也可减弱独立董事之间互相“搭便车”的问题,促进独立董事尽职履行监督职责。

(4)实现独立董事监督声誉与独立董事个人声誉的“绑定”,重塑独立董事声誉机制。证券交易所可建立“独立董事履行职责记录档案”制度,定期汇总每位独立董事的工作表现、在上市公司重大事项决策时的表现和公司重大违规事件中应承担的责任等信息,并通过各种媒体渠道让社会公众都能方便地查询和跟踪了解独立董事履行职责的状况。在此基础上,重点曝光严重失职的独立董事以及定期以公告形式对有未尽职行为的独立董事给予公开警示,使独立董事的履职活动确实对其个人声誉造成影响,以调动独立董事通过尽职履行监督职责以建立良好声誉和向外界传递良好声誉的动力,真正发挥声誉机制应有的正面作用。

[参考文献]

- [1]Fama, E. F., and M. C. Jensen. Separation of Ownership and Control[J]. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2):301-325.
- [2]Dewally, M., and S. W. Peck. Upheaval in the Boardroom:Outside Director Public Resignations,Motivations and Consequences[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2009,16(3):38-52.
- [3]Cotter,J. F., A. Shivdasani,and M. Zenner. Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers[J]. *Journal of Financial Economics*, 1997,43(7):195-218.
- [4]Coles, J.F., and C.K. Hoi. New Evidence on the Market for Directors:Board Membership and Pennsylvania Senate Bill 1310[J]. *The Journal of Finance*, 2003,58(1):197-230.
- [5]Shivdasani,A.,and D. Yermack. CEO Involvement in the Selection of New Board Members:An Empirical Analysis[J]. *Journal of Finance*, 1999,54(5):1829-1853.
- [6]Srinivasan,S. Consequences of Financial Reporting Failure for Outside Directors:Evidence from Accounting Restatements[J]. *Journal of Accounting Research*, 2005,43(3):291-334.

- [7]Fich,E. M.,and A. Shivdasani. Financial Fraud,Director Reputation,and Shareholder Wealth [J]. Journal of Financial Economics, 2007,86(2):306-336.
- [8]Helland,E. Reputational Penalties and the Merits of Class Action Securities Litigation [J]. Journal of Law and Economics, 2006,49(4):365-395.
- [9]Hunton, J., and J. Rose. The Effects of Anonymous Whistle-Blowing and Perceived Reputation Threats on Investigations of Whistle-Blowing Allegations by Audit Committee Members [EB/OL]. <http://ssrn.com/abstracts=1118382>, 2008.
- [10]Brickley, J. A., J. L. Coles, and R. L. Terry. Outside Directors and the Adoption of Poison Pills [J]. Journal of Financial Economics, 1994,35(8):371-390.
- [11]Byrd, J. W., and K. A. Hichman. Do Outside Directors Monitor Managers [J]. Journal of Financial Economics, 1992,32(1):195-221.
- [12]Cotter, J. F., A. Shivdasani, and M. Zenner. Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers[J]. Journal of Financial Economics, 1997,43(5):195-218.
- [13]谭劲松. 独立董事“独立性”研究[J]. 中国工业经济, 2003,(10):64-73.
- [14]Johnson, R. A., R. E. Hoskisson, and M. A. Hitt. Board of Director Involvement in Restructuring:The Effects of Board versus Managerial Controls and Characteristics[J]. Strategic Management Journal, 1993,(2):33-50.
- [15]唐清泉. 独立董事行权的有效性与实现途径[J]. 经济管理, 2006,(11):59-72.
- [16]Kramarzy, F., and T. David. Social Networks in the Boardroom[R]. CEPR Discussion Paper, 2007.
- [17]Hwang, B. H., and Seoyoung Kim. It Pays to Have Friends [J]. Journal of Financial Economics, 2009,93(3):138-158.
- [18]唐雪松,杜军,申慧. 独立董事监督的动机——基于独立意见的经验证据[J]. 管理世界, 2010,(9):138-149.

Study on “Reverse Elimination” of Independent Directors ——An Empirical Evidence from Independent Advices

CHEN Rui, WANG Zhi, DUAN Cong-qing

(School of Economics and Business Administration of Huazhong Normal University, Wuhan 430079, China)

Abstract: In this paper, we do an empirical test about the “reverse elimination” of independent directors by independent opinions of independent directors within 2005—2011 and by the change of other occupations held by independent directors from 1 to 3 years. The study found that the phenomenon of “reverse elimination” is very significant in the group of listed companies which was questioned by independent directors, and the turnover probability of due diligence independent directors is higher and their successors’ independence and reputation are lower. The human capital market of independent directors do not correct the “reverse elimination” happened in partial listed companies but continue and enlarge the “reverse elimination” further in total A share market. The independent director positions of other companies obtained by due diligence independent directors subsequently are significantly lower than that of not due diligence independent directors, which shows that the Chinese independent directors human resource market is lack of effective mechanisms of the incentive of reputation. In addition, the root cause of “reverse elimination” of independent directors is undoubtedly the defect in system design of independent directors that the appointment and removal of independent directors is grasped by the actual controller of listed companies.

Key Words: independent directors; reverse elimination; independent advices; due diligence to supervise

JEL Classification: M10 M20 M41

[责任编辑:鲁舟]