

我国上市公司独立董事制度的博弈分析

山东大学经济学院 胡金焱*

近年来,随着我国资本市场的迅速发展,上市公司不断增加。由于我国上市公司以国有企业或国有控股企业为主,在上市公司中,产权主体缺位、一股独大的公司内部人控制以及中小投资者的合法权益得不到保护的现象十分普遍。为完善上市公司的法人治理结构,保护广大股东和各利益相关者(Stakeholders)的权益,中国证监会于2001年8月发布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,要求在上市公司中普遍设立独立董事,以加强上市公司的监督和约束机制,促进上市公司规范运作。

独立董事制度是一种国际性的普遍做法,在我国,这一制度安排能否达到预期的政策目的?本文通过建立两个博弈模型,从理论实证的角度分析了在不同的制度设计下独立董事制度的效果差异,并结合我国实际,探讨了改进独立董事制度安排的设想。

一、独立董事制度及其相关研究

独立董事(Independent Director)又称外部董事(Outsider Director)或非执行董事(Non-Executive Director),是指除董事身份外,与公司没有任何其它契约关系,既非公司雇员,也与公司无直接和间接的商业利益关系,不存在可能妨碍其独立履行监督职能的董事。

独立董事制度始于美国。早在20世纪40年代,美国证券交易委员会(SEC)就规定上市公司董事会中必须拥有40%的独立董事;70年代,SEC规定上市公司必须建立由独立董事组成的审计委员会;1991年,美国证券交易所规定,上市公司必须设立监督委员会,其中一半以上的成员为独立董事。90年代中后期,其他发达国家和一些发展中国家也都建立了独立董事制度。经济合作与发展组织(OECD)在《1999年世界主要企业统计指标的国际比较》报告中比较了各国和地区董事会中独立董事的比例,其中美国为62%,英国为34%,法国为29%。^[1]

有关独立董事的研究始于20世纪70年代。大量的文献讨论了独立董事的重要性。Mace(1971)、Nader等(1976)以及Eisenberg(1976)认为,由于公司董事会被高级管理层所控制,经常不能有效地行使监管和做出适当的管理决策;^[2]Jensen(1989,1993)也认为,由于公司董事会的内部人控制,导致所有者的利益普遍难以得到有效的保护。^[3]为此,多数学者主张在公司董事会中增加独立董事的数量,并通过实证研究,验证了独立董事制度在制约公司管理层,保护股东利

*作者简介:胡金焱(1966.9—),男,山东大学经济学院副院长,教授,博士生导师,复旦大学博士后,研究方向为金融学。

益，提高公司绩效等方面的积极作用。Fama (1980)，Fama和Jensen (1983)，Bhagat、Brickley和Coles (1987)，Gibbs (1993)以及其他一些学者都认为，独立董事出于维护自身的声誉以及免遭持异议的股东的诉讼，会尽责地行使对公司经营者的监督机制，从而有利于增强对股东利益的保护。^[4] Weisbach (1988)的研究认为，CEO 的业绩与董事会中独立董事比例的多少呈正相关关系。^[5]此外，Hermalin和Weisbach (1988) 发现，独立董事更适于派往业绩较差的公司董事会中，因为，这会给投资者带来董事会的监督机制将得以加强的信号；^[6] Kesner 和 Johnson (1990) 认为独立董事有利于减少公司的诉讼；^[7] Rosenstein 和 Wyatt (1990) 的研究认为，设立独立董事会带来股票价格的上升；^[8] Byrd and Hickman (1992) 观察到独立董事的作用有利于降低公司购并行为带来的负面效应。^[9]但是，Mace (1986)，Patton 和 Baker (1987) 以及 Jensen (1993) 也指出，由于公司高级管理层控制了董事会的主要发言权，而独立董事在公司中的地位也无法与内部董事相提并论，因此，独立董事可能与公司经营层结成联盟，使公司活动难以得到有效的监督。^[10] Baysinger, Kosnik, and Turk (1991) 则认为，加强独立董事的监督作用，可能导致公司R&D投入的减少以及管理层战略规划时间投入的减少，管理层也将因担心独立董事的监管而变得逃避风险。^[11]

在国内有关独立董事的研究中，施星辉 (2001) 通过对 52 家上市公司的 104 位独立董事的调查后认为，独立董事在参与上市公司制定战略规划方面发挥了一定作用，但在评估和监督经理层方面的功能则很弱。^[11] 而吴建雄等 (2002) 通过对上海本地 114 家上市公司的调查却认为，独立董事在发挥智囊团与咨询专家作用、加强对上市公司外部监督、促进上市公司规范运作、促使上市公司决策民主化等方面都发挥了积极作用；^[13] 高明华和马守莉 (2002) 对独立董事制度与上市公司绩效关系进行了统计实证研究，得出的结论是，有独立董事的公司绩效与无独立董事的公司绩效并无显著差异，独立董事比例与公司绩效也不存在显著正相关；^[14] 胡勤勤和沈艺峰 (2002) 的研究也得出了类似的结论，即我国上市公司的经营业绩与独立董事之间并不存在显著的相关关系，独立董事制度并未发挥改善公司经营业绩的作用。^[15]

二、上市公司选聘独立董事制度下的博弈模型

(一) 上市公司与独立董事的效用函数

根据国家证监会的《指导意见》，独立董事由上市公司选择和聘用。由此，在独立董事的聘任安排上，就形成了上市公司与独立董事之间的博弈。

在建立上市公司与独立董事各自的效用函数之前，我们先对上市公司挑选独立董事以及受聘者的动机和行为做几点逻辑假设：

1. 在我国目前内部人控制较严重的公司治理结构下，上市公司出于自我利益保护，在聘请独立董事时希望受聘者与其充分“合作”，即不对公司行使实质

性的“监督”作用。受聘者的“合作”程度越高，上市公司聘用的积极性越高。

2. 对受聘者而言，能够担任独立董事，是对其专业能力和学术地位的一种肯定，因此，担任独立董事能够使受聘者得到一定的精神满足；而且，担任独立董事，受聘者还可以按规定取得一定的报酬，因而也能得到一定的物质满足。为此，受聘者具有担任独立董事的动力。

3. 担任独立董事，受聘者需要付出一定的时间和精力，即付出一定的机会成本；同时，如果受聘者尽责行使监督，会导致与上市公司关系的紧张而付出一定的“冲突成本”，而且，尽责行为也会加大受聘者的机会成本，因此，独立董事愿意选择不监督而与上市公司合作。

在此基础上，我们可以建构上市公司与独立董事的效用函数。

设上市公司的预期效用为 U_1^e ($0 \leq U_1^e \leq 1$)，受聘者与上市公司的合作程度为 P ，为此，上市公司的预期效用函数可以表示为：

$$U_1^e = U_1^e(P) \cdots \cdots \cdots \textcircled{1}$$

由于受聘者的合作程度 P 越高，上市公司越愿聘请其担任独立董事，从而上市公司的预期效用 U_1^e 也越大。因此， U_1^e 为 P 的递增函数，有 $\frac{\partial U_1^e}{\partial P} \geq 0$ 。

当独立董事完全合作时，上市公司的预期效用最大， $U_1^e=1$ ；当独立董事完全不合作时，上市公司的预期效用最小， $U_1^e=0$ 。

设独立董事的预期效用为 U_2^e ($0 \leq U_2^e \leq 1$)， U_T 为其总效用（精神满足加物质满足）， C 为其总成本（包括机会成本 u 和冲突成本 s ），为此，独立董事的预期效用函数可以表示为：

$$U_2^e = U_T - C \cdots \cdots \cdots \textcircled{2}$$

$$\text{其中， } C = u + s, \text{ 且 } \frac{\partial C}{\partial u} \geq 0, \frac{\partial C}{\partial s} \geq 0, \frac{\partial u}{\partial s} \geq 0。$$

要使受聘者愿意接受聘用，必须满足独立董事预期效用 U_2^e 为正，即： $U_2^e > 0$ 。

当独立董事采取与上市公司合作即不监督时，独立董事与上市公司的关系融洽，冲突成本 s 降低，同时也因节省了时间和精力而降低了机会成本 u ，因此，预期效用就会增大。以 C_1 表示此时的总成本，则 $U_2^e = U_T - C_1$ 。

当独立董事与上市公司不合作即尽责行使监督时，独立董事与上市公司的关系紧张，冲突成本 s 提高，同时也因增加了时间和精力投入而提高了机会成本 u ，因而预期效用就会下降。以 C_2 表示此时的总成本，则 $U_2^e = U_T - C_2$ 。

显然， $C_1 \leq C_2$ ， $U_T - C_1 \geq U_T - C_2$ 。

（二）上市公司与独立董事的博弈均衡

根据上市公司和独立董事的的预期效用函数，可以建立二者之间的博弈均

衡。由于对双方来说，目的和要求都很明确，因此二者之间是一种完全信息状态博弈。

1. 完全信息静态博弈

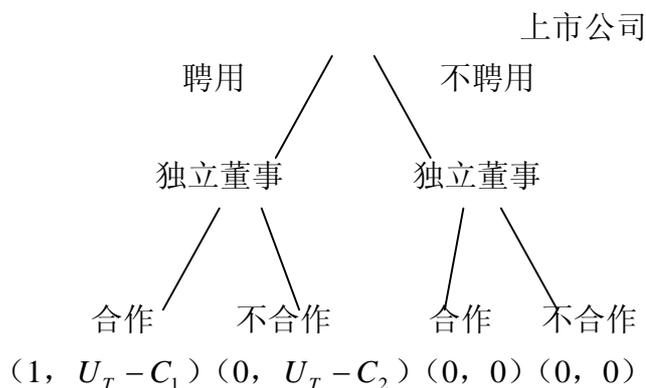
首先，我们考虑完全信息静态博弈情形，即上市公司和受聘者不知道对方的行动时，各自如何做出自己的理性选择。这时效用支付矩阵为：

		独立董事	
		合作	不合作
上市公司	聘用	$1, U_T - C_1$	$0, U_T - C_2$
	不聘用	$0, 0$	$0, 0$

从博弈矩阵可以看出，存在（聘用，合作）、（不聘用，不合作）两个纳什均衡，但其中（聘用，合作）是重复剔除的占优均衡。因此，上市公司和独立董事各自理性选择的结果显然是（聘用，合作）。

2. 完全信息动态博弈

其次，我们再考虑完全信息动态博弈情形。由于独立董事由上市公司聘任，因此，在动态博弈中，是由上市公司首先采取行动的。由此，我们可以得到如下动态博弈的扩展形式：



精炼的纳什均衡为（聘用，合作）。也就是说，上市公司和独立董事动态博弈的结果仍然是（聘用，合作）。

可见，在上市公司聘请独立董事的现行制度安排下，上市公司聘请的独立董事不会认真地履行独立董事的监督职责，而是倾向于与上市公司“合作”，采取不尽责行为。

三、证券监管部门选聘独立董事制度下的博弈模型

我们设想一种新的情况，即改变上市公司选聘独立董事的制度安排，而由证券监管部门——证监会选聘并分配到上市公司，考察一下独立董事的尽责行为能否得到改善。这时，博弈主体发生了变化，即从“独立董事—上市公司”的博弈变为“独立董事—证监会”的博弈。

（一）独立董事的效用函数

在建立独立董事的效用函数之前，我们对证监会挑选独立董事的目标要求做两点逻辑假设：

1. 证监会要求受聘者具备担任独立董事专业能力。
2. 证监会要求独立董事尽职尽责，如果独立董事不尽责，将会被解聘。

设 π^e 表示证监会预期独立董事的尽责程度， $0 \leq \pi^e \leq 1$ ； π 表示独立董事的实际尽责程度， $0 \leq \pi \leq 1$ ；

设 β 代表独立董事的类型。当 $\beta = 0$ 时，独立董事为尽责型； $\beta = 1$ 时，独立董事为非尽责型。

在此基础上，我们建构独立董事的简单阶段效用函数为：

$$U = \beta(\pi^e - \pi) - \frac{1}{2}(1 - \pi)^2 \dots\dots\dots \textcircled{3}$$

当 $\beta = 0$ ，即独立董事为尽责型时，其效用函数为：

$$U = -\frac{1}{2}(1 - \pi)^2$$

由于 $\frac{\partial U}{\partial \pi} = 1 - \pi$ ， $\frac{\partial^2 U}{\partial \pi^2} = -1$ ，因此，只有当 $\pi = 1$ ，即独立董事尽职尽责地履行职责，才能使其效用最大化，这与“尽责型”独立董事的假设相吻合。

当 $\beta = 1$ ，即独立董事为非尽责型时，其效用函数为：

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

由于 $\frac{\partial U}{\partial \pi} = -\pi$ ， $\frac{\partial^2 U}{\partial \pi^2} = -1$ ，因此，只有当 $\pi = 0$ 时，即独立董事的尽责程度为零时，才能使其效用最大化，这也与“非尽责型”独立董事的假设相符。

(二) 独立董事与证监会的博弈分析

在独立董事与证监会的博弈中，由于独立董事是否尽责，是独立董事的私人信息，证监会并不知晓，为此，二者之间是一种不完全信息动态博弈。

对于这一博弈过程，这里也建立以下几点假设：

1. 独立董事任职 T 期，因此，博弈过程为多期的不完全信息重复博弈。
2. 独立董事为理性人，追求长期效用最大化。
3. 证监会预期 t 期 ($0 < t \leq T$) 独立董事是尽责型 ($\beta = 0$) 的先验概率为 p_t ，则预期独立董事是非尽责型 ($\beta = 1$) 的先验概率为 $1 - p_t$ 。

4. y_t 表示 t 期非尽责型独立董事选择尽责行为的概率。我们仅考虑两种情况，即当其采取尽责行为时， $y_t = 1$ ，反之， $y_t = 0$ ； χ_t 表示 t 期证监会预期非尽责型独立董事选择尽责行为的概率。在均衡的条件下， $y_t = \chi_t$ 。

由于“尽责型”独立董事的行为与证监会的目标一致，分析没有实质意义，

因此，我们仅对非尽责型独立董事与证监会的博弈情形进行考察。

如果非尽责型独立董事在 t 期选择了尽责行为，根据贝叶斯定理，证监会判断其在 $t+1$ 期是“尽责型”的后验概率为：

$$p_{t+1}(\beta = 0 | \pi_t = 1) = \frac{p_t \times 1}{p_t \times 1 + (1 - p_t)\chi_t} \geq p_t \dots\dots\dots ④$$

这就是说，只要独立董事在 t 期采取了尽责行为，证监会预期他在 $t+1$ 期为尽责型的概率就会提高，即至少不低于它对 t 期独立董事为尽责型的预期概率 p_t (当 $\chi_t < 1$ 时， $p_{t+1} > p_t$ ，当 $\chi_t = 1$ 时， $p_{t+1} = p_t$)，因而证监会就有在 $t+1$ 期继续聘请其担任独立董事的动力。

如果独立董事在 t 期选择了非尽责行为，根据贝叶斯定理，证监会判断其在 $t+1$ 期为“尽责型”的后验概率为：

$$p_{t+1}(\beta = 0 | \pi_t = 0) = \frac{p_t \times 0}{p_t \times 0 + (1 - p_t)(1 - \chi_t)} = 0 \dots\dots\dots ⑤$$

这意味着，只要证监会发现 t 期独立董事采取了非尽责行为，就会预期他在 $t+1$ 期为“非尽责型”董事。为此，证监会在 $t+1$ 期就不会继续聘请其担任独立董事。

但是，如果非尽责型独立董事自身也不准备在 t 期之后继续担任独立董事，即 t 期为独立董事任期的最后阶段 ($t=T$) 时，他在 T 期选择非尽责行为 ($\pi_T = 0$) 就是理性的，因为他没有继续树立尽责者形象的必要。

由于证监会对 T 期独立董事尽责行为的预期为：

$$\pi_T^e = \pi_T^* \times p_T = 1 \times p_T = p_T$$

其中， $\pi_T^* = 1$ 表示独立董事的最大尽责程度。

因此，此时独立董事的效用为：

$$U_T(\beta = 1, \pi_T = 0) = \beta(\pi_T^e - \pi_T) - \frac{1}{2}(1 - \pi_T)^2 = \pi_T^e - \frac{1}{2} = p_T - \frac{1}{2} \dots\dots\dots ⑥$$

由于 U_T 是 p_T 的增函数，因此，证监会越认为 T 期独立董事是尽责型的，即 p_T 越大，独立董事在最终阶段 T 期采取不尽责行为带来的效用越大。

以上情况说明，如果没有制度约束，独立董事在其任职的最后阶段，往往会采取非尽责型行为。

那么，在独立董事任期结束前，即 T 期之前，他会做出怎样的行为选择呢？

我们不妨设 δ 为独立董事本期效用与下期之间的贴现关系，称为独立董事的贴现因子 ($0 < \delta < 1$)，以反映非尽责型独立董事“愿意”采取尽责行为的持续程度。

首先，假使非尽责型独立董事在 $T-1$ 阶段采取了非尽责行为，即 $y_{T-1} = 0$ ， $\pi_{T-1} = 0$ 时，证监会将推断他在 T 阶段为非尽责型，显然有 $\pi_T^e = p_T = 0$ 。

这样，非尽责型独立董事在 $T-1$ 和 T 两阶段的总效用为：

$$U_{T-1}(\beta=1, \pi_{T-1}=0) + \delta U_T(\beta=1, \pi_T=0) = \beta(\pi_{T-1}^e - \pi_{T-1}) - \frac{1}{2}(1 - \pi_{T-1})^2 + \delta(p_T - \frac{1}{2}) = \pi_{T-1}^e - \frac{1}{2} - \frac{1}{2}\delta \dots\dots\dots ⑦$$

其次，假使非尽责型独立董事在 $T-1$ 阶段选择了尽责行为，即 $y_{T-1}=1, \pi_{T-1}=1$ 时，非尽责型独立董事在 $T-1$ 和 T 两阶段的总效用为：

$$U_{T-1}(\beta=1, \pi_{T-1}=1) + \delta U_T(\beta=1, \pi_T=0) = \beta(\pi_{T-1}^e - \pi_{T-1}) - \frac{1}{2}(1 - \pi_{T-1})^2 + \delta(p_T - \frac{1}{2}) = \pi_{T-1}^e - 1 + \delta(p_T - \frac{1}{2}) \dots\dots\dots ⑧$$

可见，只要⑧大于⑦，非尽责型独立董事在 $T-1$ 阶段选择尽责行为的效用就大于选择不尽责行为的效用。即：

$$\pi_{T-1}^e - 1 + \delta(p_T - \frac{1}{2}) \geq \pi_{T-1}^e - \frac{1}{2} - \frac{1}{2}\delta$$

$$p_T \geq \frac{1}{2\delta} \dots\dots\dots ⑨$$

如前所述，在均衡情况下， $y_{T-1} = \chi_{T-1}$ 。由于当非尽责型独立董事在 $T-1$ 阶段选择尽责行为时， $y_{T-1}=1$ ，因此， $\chi_{T-1}=1$ ，根据公式④可以推知 $p_T = p_{T-1}$ 。

于是，将 $p_T = p_{T-1}$ 代入公式⑨，可以得到上述条件下的博弈均衡解：

$$p_{T-1} \geq \frac{1}{2\delta} \dots\dots\dots ⑩$$

也就是说，只要证监会预期 $T-1$ 阶段独立董事为尽责型的概率不小于 $\frac{1}{2\delta}$ ，非尽责型独立董事选择尽责行为的效用就大于采取不尽责行为的效用。

那么，条件 $p_{T-1} \geq \frac{1}{2\delta}$ 是否成立呢？这里的关键是要有一个足够大的 δ 。由于 δ 表示非尽责型独立董事愿意采取尽责行为的持续程度，因此，只有独立董事保持持续的尽责行为，才能保证较大的 δ 值，也才能保证证监会对其为“尽责型”董事的预期概率 $p_{T-1} \geq \frac{1}{2\delta}$ 。事实上，这一要求是符合现实逻辑的。因为，一个理性的受聘者，只要希望在 T 期内一直得到证监会的信任，被聘请担任独立董事，就必须保持足够的“忍耐力”，从担任独立董事始，直到 $T-1$ 阶段都采取尽责行为。

为此，在证监会选聘独立董事的制度安排下，即便一个非尽责型的独立董事，为了实现自身效用的最大化，也会“自觉”地在任期结束前一直采取尽责行为，从而较好地实现独立董事的职能。

四、结论与建议

本文运用博弈论方法，通过理论实证分析，得到了两个重要的结论。

第一个结论是：在现有的公司法人治理结构下，由上市公司选聘独立董事难以真正发挥独立董事的监督机制作用。

这一结论是符合我国实际的。在实践中，人们普遍地称我国的独立董事为“花瓶董事”，观察到我国的独立董事未能有效地对上市公司行为行使监督和制约。

由于设立独立董事是证监会对上市公司的明确要求，因此，上市公司即使“不情愿”，也必须“服从”证监会的规定；然而，由于上市公司掌握着独立董事的聘用决定权，因此，上市公司选择什么样的独立董事，却取决于它对独立董事的目标要求。在“一股独大”和“内部人控制”较普遍和严重的现有公司治理结构下，上市公司显然是不希望独立董事对公司行为过多地“干涉”和“监督”的，因此，上市公司会努力地在市场上寻找那些愿意接受其“合作”要求的专业人士担任独立董事。而从市场看，由于相对于上市公司的需求，具备担任独立董事条件的专家几乎是无限供给的，因此，上市公司总能从中找到符合其“合作”要求的专家，也就是说，只有那些愿意与上市公司配合的受聘者才能得到上市公司的聘用。退而言之，即便上市公司“上当”，聘请了一些坚持“原则”，坚守独立董事“职责”的外部董事，聘用也只会发生一次，因为，该独立董事将在下一期中很快被解聘。因此，市场博弈的结果是：一切不符合上市公司“要求”的独立董事都将被出清。事实上，即使从独立董事的角度看，如前所述，由于履行职责需要付出“机会成本”和“冲突成本”，因此，在主观上，大多数受聘者也是倾向于与上市公司“合作”的。当然，如果独立董事因任职期间的不称职行为被查出，可能会受到证监会的处罚。然而，从我国的实际情况看，独立董事因不作为而受到处罚的风险基本还只是一种潜在的可能性。^①为此，在缺乏制度约束的现实背景下，独立董事在行动上必然会选择不作为，不监督。

第二个结论是：如果改变独立董事选择的制度安排，即将独立董事的聘用决定权交给证监会，将改变独立董事不作为的状况，有利于独立董事作用的发挥。

在由证监会选聘独立董事的制度安排下，独立董事的行为将与上市公司无关，而取决于证监会对他的要求。很显然，能否有效行使监督职责是证监会聘用独立董事唯一标准，为此，只有那些认真履行监督职能的专家才会得到聘用。当然，证监会也可能“上当”，聘用了一些不称职的独立董事，然而，证监会一旦发现，就会很快取消其独立董事的资格。在制度约束较严格的条件下，不称职的独立董事还会因为其行为损害了股东和其他相关者的利益而受到处罚。因此，最

^① 到目前为止，只有郑百文独立董事陆家豪因受郑百文事件牵连而被证监会处以10万元罚款一例。

终的结果是，所有不称职的独立董事都将被清出市场。而从独立董事的角度看，只要其因尽责行为付出的成本小于得到的回报，就会最大限度地履行职责，以期得到证监会的信任和继续得到聘用。

为此，本文认为，为了更好地发挥我国独立董事制度的作用，应当改变由上市公司选聘独立董事的做法，而改由证监会聘任和分配到上市公司。本文并就这一新的制度安排提出几点建议：

第一，证监会根据各行业上市公司的特点，分门别类地将具备担任独立董事能力条件的专家信息搜集起来，建立一个专家信息库，并与各地证监局联网。

第二，证监会在为某上市公司选聘独立董事时，随机地从专家库中抽取专家，然后通知该上市公司属地证监局，对该专家资格进行认真的审查，审查合格者，在明确其职责要求并得到本人同意的条件下，报请证监会批准，颁发聘任，然后通知上市公司和分配独立董事到位。

第三，独立董事实行年度轮换制，即同一专家不能连续两年担任同一上市公司的独立董事，而且同时规定，同一专家必须至少间隔若干年之后（比如5年）才能被再次派往该上市公司。其目的在于尽可能地降低独立董事因与上市公司“熟悉”后在履行职责时受到影响。

第四，证监会根据独立董事的工作性质，合理确定一个基本的报酬标准和浮动范围。独立董事的报酬由各地上市公司每年按其独立董事的名额统一交纳到各地证监局，由各地证监局统一发放。

第五，各地证监局每年对独立董事履行职责的情况进行考核，对考核合格者，报请证监会批准，正常发放报酬，并作为是否继续聘用的条件；对有突出贡献者，应当予以奖励，而对有尽责行为者，应当根据其不作为的程度和造成的影响，给予处罚，并取消其继续担任独立董事的资格。

应当指出的是，在上市公司中设立独立董事的这一制度安排，目的是为了监督经营者的行为，更好地保护广大股东和各利益相关者的合法权益。因此，从产权的角度讲，选聘独立董事的权利应当属于广大股东，即应由公司董事会提名，经股东大会表决通过后聘用。为此，由证券监管部门选聘独立董事的做法，是在我国上市公司“内部人控制”严重，广大股东特别是中小股东权利不能很好实现的特殊背景下的一种“无奈”选择，从长远来说，只是一种权宜之计。

参考文献：

^[1]中国证券报.重在独立:海外独立董事制度运作启示[W],中国宏观经济信息网,2001-06-29.

^[2]Mace M., "Directors: Myth and Reality"[M], Harvard Business School Press, 1971.

Nader R., M. Green, and J. Seligman, "Taming the Giant Corporation"[M], W.W. Norton Co., New York, 1976.

Eisenberg M., "The Structure of the Corporation: a Legal Analysis"[M], Little, Brown, and

Co., Boston, Mass, 1976.

^[3]Jensen, M., "The Eclipse of the Public Corporation"[J], Harvard Business Review, 67, 1989.

Jensen, M., "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System"[J], Journal of Finance, 48, 1993.

Jensen, M., "Organization Theory and Methodology"[J], Accounting Review, 50, 1983.

^[4]Fama, E. F., "Agency Problems and the Theory of the Firm"[J], Journal of Political Economy 88, 1980.

Fama, E. F. and M. Jensen, "Separation of Ownership and Control", Journal of Law and Economics 26, 1983.

Bhagat, S. J., J. A. Brickley and J. L. Coles, "Management Identification and Liability Insurance: The Effect on Stockholder Wealth"[J], Journal of Risk and Insurance 54, 1987.

Gibbs, P. A., "Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow"[J], Strategic Management Journal, Summer Special Issue 14, 1993.

^[5]Weisbach, M. S., "Outside Directors and CEO Turnover"[J], Journal of Financial Economics 20, 1988.

^[6]Hermalin, B. and M. S. Weisbach, "The Determinants of Board Composition"[J], Rand Journal of Economics 19, 1988.

^[7]Kesner, I. F. and R. B. Johnson, "An Investigation of the Relationship Between Board Composition and Stockholder Suits"[J], Strategic Management Journal 11, 1990.

^[8]Rosenstein, S. and J. G. Wyatt, "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth"[J], Journal of Financial Economics 26, 1990.

^[9]Byrd, J. J. and K. A. Hickman, "Do Outside Directors Monitor Managers"[J], Journal of Financial Economics 32, 1992.

^[10]Mace, Myles, "Directors: Myth and Reality"[M], Harvard Business School Press, 1986.

Patton, A. and J. Baker, "Why do Directors Not Rock the Boat"[J], Harvard Business Review 65, 1987.

Jensen, M. C., "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems"[J], The Journal of Finance 48, 1993.

^[11]Baysinger, B. D., R. H. Kosnik, and T. A. Turk, "Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy "[J], Academy of Management Journal 34, 1991.

^[12]施星辉. 104位独立董事调查分析——他们是谁[J]. 中国企业家, 2001, (7).

^[13]吴建雄、刘军、方岳亮、李志豪. 独立董事怎么样了——上市公司推行独立董事制度现状调研分析[N]. 证券时报, 2002-01-10.

^[14]高明华、马守莉. 独立董事制度与公司绩效关系的实证分析[J]. 南开经济研究, 2002, (2).

^[15]胡勤勤、沈艺峰. 独立外部董事能否提高上市公司的经营业绩[J]. 世界经济, 2002, (7).