

独立董事 vs. 控制股东:中国上市公司关联交易治理实效研究

曹 理*

摘要:保护投资者权益与增进公司经营效率同为上市公司关联交易治理的价值目标,不宜顾此失彼。非利害关系股东批准、强制性信息披露及私人诉讼虽能有效抑制控制股东非公平关联交易,但却存在非效率缺陷;独立董事的独立性品格和专业优势则可确保关联交易审查的效率及有效性。由少数股东排他选任的独立董事组成专门委员会专司关联交易审批职权,或能在公平与效率的动态平衡中促成关联交易治理的最佳效果。

关键词:关联交易 控制股东 独立董事

一、引言

在过去的 20 年间,全球公司治理的理论及实践焦点持续集中于管理层及控制股东等公司内部人对外部投资者的掠夺问题(expropriation)上,有时又称为“自我交易”(self-dealing)或“掏空”

* 吉林大学法学院民商法专业博士研究生。

(tunneling),亦即,内部人利用控制权将公司财富转移到自己手中而非与外部投资者共享。^① 由于各国上市公司股权结构不同,内部人掠夺的表现形式也有所差异:在美、英等少数股权分散国家,自我交易主要表现为管理层(内部董事及高管)的道德风险,如追求巨额薪酬、篡夺公司机会、与公司竞争,等等;在其他多数存在控制股东的股权集中国家,掏空行为类型除直接侵占公司资产外,更为普遍的则是控制股东操纵上市公司与其控制的其他主体之间进行“关联交易”(related-party transactions),由于控制股东在后者中的利益高于前者并能够决定交易实施,因此极易通过不公平定价方式来实现转移财富的目的。^②

自中国资本市场建立起,“一股独大”即为上市公司股权结构的突出特征,控制股东持股高度集中,社会公众股东持股却相当分散,由此决定我国上市公司的主要代理问题(agency problem)则是控制股东与少数股东之间的利益冲突。^③ 在“一股独大”的股权结构下,关联交易成为控制股东掏空上市公司的重要工具:其既能通过低价购买将底层上市公司的优质资产转移到上层母公司,又可以把母公司的劣质资产高价卖给上市公司。^④ 控制股东关联交易治理因此成为我国上市公司治理的重点目标,公司法、证券法以及证监会制定的大量部门规章不断引入各项法律策略,以实现非公平关联交易的全面遏制。上海证券交易所在总结上述治理经验的基础上,于2011年专门制定《上市公司关联交易实施指引》(以下简称《实施指引》),成为该领域内首部系统性法律文件,进一步完善了我国上市公司关联交易治理的法律体系。

我国关联交易治理法律策略一方面对惩戒控制股东的掠夺行为起到了积极作用,有效抑制了非公平关联交易的数量和程度。但另一方

① See Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 *Journal of Financial Economics* 430 (2008).

② See Lucian A. Bebchuk and Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Corporate Governance Standards*, 157 *University of Pennsylvania Law Review* 1263 (2009).

③ 参见中国证监会:《中国上市公司治理发展报告》,中国金融出版社2010年版,第30页。

④ 参见胡汝银等:《中国公司治理:当代视角》,上海人民出版社2010年版,第111页。

面也普遍存在非效率的缺陷:因为关联交易虽然容易引起不公平后果,成为控制股东掠夺的工具,但其性质却是中性的,^⑤亦具有促进公司规模经营、减少交易过程中的不确定性、降低交易成本、实现集团战略目标等积极作用;特别是在股权分置改革完成后,国有控制股东主导的关联交易相当显著地改善了上市公司业绩。^⑥而现行治理策略则过多地关注于关联交易的负面影响,以防弊为唯一目标,不仅伴随着高昂的执行成本,更可能导致对公司有利的关联交易被少数股东错误否决或因控制股东勇于问责风险而被迫放弃,最终不利于全体投资者价值的提升。质言之,现行关联交易治理的多数法律策略虽然在遏制非公平关联交易方面是有效的(effective),但却并非最有效率(efficient),过度强调少数股东保护亦会妨碍公司经营自由,违背公司法的效率价值。^⑦

本文拟对国内外控制股东关联交易治理的主要法律策略的实效性进行比较分析,全面衡量其对少数股东保护和公司效率促进的双重影响,并试图构建出契合中国资本市场实际的兼顾公平与效率价值的最优治理策略。以下第二部分剖析法与金融学者所提出的三种有效治理策略的非效率缺陷;第三部分论证独立董事审查策略的有效性和效率双重优势;第四部分在考察我国独立董事制度对于关联交易治理的实效性基础上,探究进一步提升其效用空间的改革路径;最后为简短的结论。

二、关联交易治理有效法律策略的效率剖析

国际著名法与金融(law and finance)学者认为,非利害关系股东批准(approval by disinterested shareholders)、强制性信息披露(mandatory

^⑤ 参见陈甦:“对公司相互持股及关联交易进行规制的制度选择”,载张穹主编:《新公司法修订研究报告》(上册),中国法制出版社2005年版,第241页。

^⑥ 参见张海燕、海宁、匡芳:“后股改时代的关联交易及大股东角色蜕变”,载《清华大学学报》(哲学社会科学版)2010年第6期。

^⑦ See Alessio M. Paces, Controlling the Corporate Controller's Misbehaviour, 11 *Journal of Corporate Law Studies* 177(2011).

disclosure of information) 和私人诉讼 (private litigation) 为关联交易治理的三项有效法律策略,^⑧我国亦予以全面引进。然而,上述三项法律策略虽然能够有效抵制非公平关联交易的实施,却均存在相当程度的非效率缺陷。

(一) 非利害关系股东批准

1. 策略构成

为防止非公平关联交易的产生,各国立法通常规定,与控制股东不具有利害关系的股东或董事的同意应为关联交易生效的前提条件,而股东利益将受到非公平关联交易的直接影响,故此,法与金融学者认为非利害关系股东的批准则是最为有效的预防策略。在实践中,强制要求关联交易须经非利害关系股东批准的主要有法国和英国。根据法国《商法典》,股份有限公司所订立的与持有 10% 以上表决权的股东、或该法人股东的控制公司之间具有直接或间接利益的任何协议都必须经过股东大会的同意,并且,该关联股东不得参与股东大会的表决。^⑨ 英国则是在金融服务局 (FSA) 所制定的《上市规则》(Listing Rules) 中对控制股东关联交易的批准程序予以规定:上市公司与持有 10% 以上表决权的重要股东 (substantial shareholder) 之间的交易应当经过股东大会的同意,并且该重要股东及其关联方不得参与表决。^⑩

我国公司法并未就上市公司股东大会对关联交易的批准及控制股东表决权排除作出明确规定,而是通过证监会制定的部门规章以及证券交易所业务规则予以补充。例如,《上市公司章程指引》及《上市公司股东大会规则》均规定:股东大会审议关联交易事项时,关联股东不应当参与投票表决,其所代表的有表决权的股份数不计入有效表决总数。上交所《实施指引》则具体规定了须经股东大会批准的关联交易

^⑧ See Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez - de - Silanes and Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self - Dealing*, 88 *Journal of Financial Economics* 430 (2008).

^⑨ See Pierre - Henri Conac, Luca Enriques and Martin Gelter, *Constraining Dominant Shareholders' Self - Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, 4 *European Company and Financial Law Review* 491 (2007).

^⑩ Paul L. Davies, *Gower and Davies' Principle of Modern Company Law*, 8th ed., Sweet & Maxwell, 2008, pp. 651 - 652.

类型,亦即“交易金额在3000万元以上,且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的重大关联交易;以及为关联人提供担保”。上述规定共同构成我国控制股东关联交易治理中的非利害关系股东批准的法律策略。

2. 治理实效

将非利害关系股东批准作为控制股东关联交易的生效条件,固然可以最大限度地保护少数股东的利益,使其免遭非公平关联交易的盘剥。但此种以防弊为目的的策略设计,亦会对公司经营产生消极影响,甚至出现不公平后果。

其一,排除控制股东表决权并不公平。国内学者认为,股东表决权排除制度的宗旨在于:“防止股东为私利而滥用表决权,从而维持公司决议的公正性”,^①因而主张参照《公司法》第125条关于关联董事回避的规定建立更大适用范围的股东表决权制度,以有效规制不公平的控制股东关联交易。^②然而,将股东表决权(voting right)与董事就公司经营事项进行表决的权力(voting power)进行类比并不适当:董事基于与公司之间的委任关系而受托行使公司的权力,^③对公司负有忠实义务和勤勉义务,故应当将公司利益置于自身利益之上;相反,股东与公司之间并不存在委任关系,其表决权产生于对公司投资的对价,股东完全可以基于自身利益考量以行使表决权,而无须让位于公司或其他股东利益,只要不损害后者利益即可。^④关联交易虽具有不公平的潜在风险,但并不一定损害公司利益,因此一概剥夺控制股东的表决权似有矫枉过正之嫌,恐将严重挫伤控制股东投资的积极性。故而原采用表决权排除制度的国家,或者对其范围予以严格限制,如德国法规定该制度

^① 梁上上:《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》,法律出版社2005年版,第146页。

^② 详见李建伟:《关联交易的法律规制》,法律出版社2007年版,第331~333页。

^③ 关于董事与公司之间委任关系的详细介绍,参见王保树主编:《中国商法》,人民法院出版社2010年版,第152~154页。

^④ Paul L. Davies, *Gower and Davies' Principle of Modern Company Law*, 8th ed., Sweet & Maxwell, 2008, pp. 653-654. 对此,我国《公司法》亦有类似规定,即第20条“公司股东应当遵守法律、行政法规和公司章程,依法行使股东权利,不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益”。

仅适用于：减免责任、免除债务及起诉三种关于公司是否对可能进行非法行为的股东采取惩罚措施的情形，^⑮法国亦将“在正常条件下订立的仅涉及日常业务活动的协议”予以豁免；^⑯或者直接废除该制度，而通过股东大会决议瑕疵等制度来解决多数决滥用问题，如日本和意大利。^⑰

其二，由少数股东决定关联交易隐含机会主义风险。一般认为，非利害关系股东多数同意的制度价值在于保护少数股东和公司的利益，^⑱此种观点的得出显然以少数股东利益与公司利益高度一致为预设前提，然而事实却并非一定如此。就目前我国上市公司股权结构而言，无论机构投资者（以证券投资基金和证券公司为主）抑或个人投资者均呈现出短期投资的偏好，而较少关注上市公司长期价值的提升。^⑲但控制股东所实施的关联交易却可能是从公司长期发展战略着眼，短期效益并不明显，如果将其完全交由少数股东批准，实难期待能够获得通过。^⑳更为重要的是，我国公司法缺少关于股东大会最低出席股份数额（quorum）的规定，理论上仅有持股1%的股东出席，股东大会亦能召开。如此则可能进一步加剧少数股东出于机会主义动机而否决控制股东关联交易的风险。此种顾虑并非杞人忧天，早在2003年即出现过持股2.07%的少数股东否决对上市公司发展有利的控制股东关联交

^⑮ [德] 托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔：《德国资合公司法》，高晓军等译，法律出版社2005年版，第249页。

^⑯ See Luca Enriques, *The Comparative Anatomy of Corporate Law*, 52 *American Journal of Comparative Law*, 1011 (2004).

^⑰ 关于日本于1981年废除表决权排除制度的事实及理由，详见[日]布井千博：“相互持股与关联交易”，载张穹主编：《新公司法修订研究报告》（上册），中国法制出版社2005年版，第359-360页。意大利《民法典》第2373条第1款曾规定：“在自己或者所代表第三人利益与公司利益发生冲突的情况下，该股东不得就审议的事项行使表决权。”2004年生效的《民法典》则将此条修改为：“对于涉及自己或所代表第三人利益与公司利益相冲突的股东表决权的股东大会决议损害公司利益时，可依第2377条的规定提起决议撤销诉讼。”

^⑱ 详见李建伟：《关联交易的法律规制》，法律出版社2007年版，第329页。

^⑲ 参见张辉：《上市公司法律规范体系建构》，社会科学文献出版社2010年版，第222-223页。

^⑳ See Alessio M. Paces, *Controlling the Corporate Controller's Misbehaviour*, 11 *Journal of Corporate Law Studies* 177 (2011).

易的实例,造成公司及全体股东的损失。^{②①}

因此,少数股东利益与公司利益并非同质,由其掌控公司与控制股东之间关联交易的决定权,不仅与作为股份公司制度运行基础的资本多数决原则相违背,更有可能导致新的代理问题的产生。或许正是基于此种考量,我国《公司法》仅规定了控制股东利用关联关系损害公司利益的责任及针对关联担保这种单务无偿行为的表决回避,^{②②}而未确立适用于所有类型关联交易的控制股东表决权排除制度。

(二) 强制性信息披露

1. 策略构成

完善的信息披露制度,是建立强大证券市场的必要前提。^{②③}正如美国布兰代斯(Louis D. Brandies)大法官所言“阳光是最好的消毒剂,电灯是最有效的警察”,^{②④}强制上市公司真实、准确、完整地披露关联交易,可以有效暴露和阻遏控制股东的掠夺行为,增加其违法成本,从而保护少数股东权益。^{②⑤}因此,当今各国无不重视强制性信息披露在关联交易治理中的作用。美国证券交易委员会(SEC)要求上市公司必须每年披露金额超过120,000美元及与董事、高管或持股5%以上股东之间具有“重大利益”(material interest)的全部交易。欧盟于2002年采纳国际财务报告准则(IFRS)后,各成员国上市公司须每年披露与董事、高管及控制股东之间的任何交易。日本会计法规亦对上市公司控

^{②①} 2003年6月18日,在广州冷机(000893)2002年度股东大会上,由于持股67.75%的大股东广州万宝集团回避,持股2.07%的无锡市嘉亿商贸有限公司反对,持股2.03%的山西昌泰工贸有限公司弃权,另有一持有9000股的股民赞成,导致一项关联交易未获通过。广州冷机独立董事认为,该关联交易公平合理,不存在损害上市公司和其他股东利益的情况。而投反对票股东的受托人则表示,尽管该关联交易对上市公司的发展是有利的,但“投反对票是股东的权利,他自己的钱愿意少一点,谁也没什么好说的”。详见汤欣等:《控股股东法律规制比较研究》,法律出版社2006年版,第225页。

^{②②} 参见《公司法》第21条和第16条。

^{②③} See Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 *UCLA Law Review* 781 (2001).

^{②④} [美]路易斯·罗斯·乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张瑞等译,法律出版社2008年版,第27页。

^{②⑤} 参见胡汝银等:《中国公司治理:当代视角》,上海人民出版社2010年版,第188页。

制股东关联交易信息披露作出明确规定。^⑳我国资本市场法制经过 20 多年的发展,目前业已建立起较为完备的信息披露法律体系,上市公司应对控制股东关联交易的董事会表决,有关各方的关联关系,交易标的、定价政策及合同的主要内容,交易目的及对上市公司影响等具体内容作出详尽披露。^㉑

2. 治理实效

尽管各国证券法不断提高上市公司信息披露的广度和深度,但其实施效果却并不理想,例如,我国资本市场一方面仍然存在信息披露不及时、不准确和不完整等问题,另一方面投资者却无法有效使用信息来维护自身利益,^㉒其主要原因即在于该项策略制度成本高昂,治理效率低下。

其一,对上市公司和控制股东而言,强制性信息披露无疑意味着各种直接和间接成本的增加。前者包括信息的编制成本、传播成本、规范成本和诉讼成本,例如,参与信息披露过程的人员(公司业务人员及会计师、律师等中介机构人员)所投入的时间的机会成本、印刷和邮寄信息披露文件的支出,等等。^㉓后者则指控制股东为避免信息披露可能导致的商业秘密泄露及投机律师起诉,而被迫放弃对公司有利的关联交易所减少的收益。并且,所有这些成本最终要由全体投资者承担。为尽量降低成本却又慑于法律责任的威慑,上市公司可能会停止披露某些有用信息,转而披露一些令人疑惑不解(但是符合披露要求)的信息,^㉔但如此又必然增加投资者的知情成本。

其二,对投资者而言,事无巨细的信息披露将会引发“信息超荷”

^⑳ See Reinier Kraakman et al. *The Anatomy of Corporate Law*, 2nd ed., Oxford University Press, 2009, pp. 156 - 158.

^㉑ 参见中国证监会:《中国上市公司治理发展报告》,中国金融出版社 2010 年版,第 43、50 ~ 53 页。

^㉒ 参见胡汝银等:《中国公司治理:当代视角》,上海人民出版社 2010 年版,第 189 ~ 201 页。

^㉓ 参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社 2005 年版,第 349 页。

^㉔ 参见[美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社 2005 年版,第 351 页。

(information overload)。^④ 研究表明,当一个决策者被给予了更多的信息时,决策质量一开始是增加的;然而,一旦信息水平达到某一特定的点,该决策者再被给予另外的信息时,其决策质量将会下降。^⑤ 大量的无用信息的披露会使投资者淹没在芜杂的信息海洋中而无所适从,更会使那些真正对投资决策有用的信息受到噪声污染,^⑥以致难以甄别上市公司所披露的关联交易是否公平。由此导致缺乏专业财务知识与丰富投资经验的少数股东只能选择保持理性的冷漠(rational apathy),而不去真正关注信息披露,^⑦强制性信息披露策略的关联交易治理功能因而受到限制。

(三) 私人诉讼

1. 策略构成

关联交易治理的私人诉讼策略,即由少数股东个人通过提起损害赔偿诉讼的方式来实现惩罚不公平关联交易实施者的目的。^⑧ 而少数股东得以主张的诉讼形式大致分为直接诉讼(direct suit)和派生诉讼(derivative suit)两种。

其一,直接诉讼。如果少数股东因控制股东所实施的非公平关联交易而遭受投资损失,如因信赖上市公司关于关联交易的虚假陈述而进行证券交易,可以直接起诉控制股东。对此,美国《1934年证券交易法》第18(a)条设有明文:任何人在法定信息披露文件中进行虚假或误导性陈述,均应对因信赖此等陈述而遭受损失的投资者承担赔偿责任。此处“任何人”即包括控制股东在内。韩国《金融投资服务与资本市场法》第162条亦将利用对公司的影响力而能够指示或执行编制披露文

^④ See Troy A. Paredes, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, 81 *Washington University Law Quarterly* 417 (2003).

^⑤ 参见汪青松:“强制披露制度的投资者保护功能反思”,载《现代财经》2008年第6期。

^⑥ 参见胡汝银等:《中国公司治理:当代视角》,上海人民出版社2010年版,第201页。

^⑦ See Troy A. Paredes, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, 81 *Washington University Law Quarterly* 417 (2003).

^⑧ See Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 *Journal of Financial Economics* 430 (2008).

件之人列为虚假陈述责任主体,为少数股东起诉控制股东提供了依据。我国《证券法》第69条则规定:“上市公司公告的信息披露资料有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,控股股东、实际控制人有过错的,应当与上市公司承担连带赔偿责任。”并且,为便利广大少数股东提起证券损害赔偿诉讼,以美国为代表的一些国家则允许一名或数名股东代表受害股东集团的利益而起诉,即“证券集团诉讼”(securities class action),^⑤对此,我国亦有主张引入的呼声。^⑥

其二,派生诉讼。如果公司关于关联交易的信息披露符合法律要求,即使该项交易在事实上对公司不公平,少数股东也不能直接诉讼控制股东,因为只有公司才是交易对方,所受损害应由董事会代表其提起诉讼。但期待董事会能够起诉控制股东,恐怕希望渺茫。为救济少数股东利益,各国公司法又普遍创设了派生诉讼这种新的诉讼形式,允许符合一定条件的少数股东可以代表公司利益而行使公司诉权,要求不法行为人向公司承担损害赔偿责任。在诉讼对象方面,美国法允许少数股东对包括控制股东在内的任何侵害公司利益之人提起派生诉讼;德国法亦将通过股东大会对公司施加不当影响的控制股东列为派生诉讼的被告;我国《公司法》第152条所规定的“他人侵犯公司合法权益,给公司造成损失的”,无疑包括控制股东通过非公平关联交易损害公司利益的行为。

2. 治理实效

虽然私人诉讼策略可以有效惩戒控制股东的掠夺行为,但同时也可能导致“寒蝉效应”(chilling effect),迫使其放弃对公司有利的关联交易;更为重要的是,该种策略本身亦存在动力不足与激励过度的实施困惑,影响其关联交易治理效率。

其一,集体行动困难。从经济分析角度而言,少数股东只有在诉讼收益足以补偿成本时,才会有动力提起私人诉讼,然而,在现实中少数

^⑤ 关于美国证券集团诉讼的详细介绍,参见郭雳:“证券集团诉讼的功用与借鉴”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版,第165~191页。

^⑥ 参见郭峰主编:《中国资本市场若干重大法律问题研究——以投资者权益为中心》,法律出版社2008年版,第398~409页。

股东的起诉动力却颇为不足。在派生诉讼中,由于股东行使公司诉权已构成对“董事会集中管理”这一现代公司治理基本原则的突破,故各国法律均设置一定措施以防范其滥用的风险,如一定的持股比例要求(我国和德国为1%,意大利为2.5%)及首先请求公司起诉的前置程序,等等。而上市公司少数股东虽然人数众多,但持股普遍较少,通常需要多数人联合行动才能满足起诉条件,无疑需要高昂成本,但诉讼收益却归属于公司,并由全体股东按持股比例共享。因此,理性的投资者通常会采取“搭便车”(free-rider)策略,或者采用“华尔街规则”(Wall Street rule),直接抛售股票,而不会选择起诉,此即“集体行动困境”(collective action problem),^⑳例如,意大利股东派生诉讼机制自1998年确立以来,从未被实际运用。^㉑ 证券集团诉讼虽然没有持股比例要求,但仍无法解决搭便车问题:代表股东需要承担启动诉讼的首期成本以及败诉的所有风险,而其他集团成员却能够分享胜诉所得。^㉒

其二,激励过度风险。为破解少数股东私人诉讼中的集体行动困境,法律应当为其提供充分的激励机制。对此,美国是通过律师主导下的投机诉讼(entrepreneurial litigation)而实现的,^㉓其中最为关键的因素则是胜诉酬金规则(contingent fee),即法律允许原告与律师之间签订胜诉酬金协议,如果败诉,所有费用由律师自负;如果胜诉,律师则可从被告支付的损害赔偿金中获取高额报酬。此项激励机制无疑对律师执行私人诉讼策略提供了巨大动力,实际上美国的派生诉讼及证券集团诉讼多数是在律师的推动下进行的,^㉔在巨额胜诉酬金的驱动下,律师比少数股东更为关注上市公司运行,一旦发现股价异动或内部人违

^⑳ See Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law*, 2nd ed., West, 2010, p. 232.

^㉑ See Luca Enriques, Corporate Governance Reforms in Italy: What Has Been Done and What Is Left to Do, 10 *European Business Organization Law Review* 477 (2009).

^㉒ See Theodor Baums and Kenneth E. Scott, Taking Shareholder Protection Securities? Corporate Governance in the United States and Germany, 53 *The American Journal of Comparative Law* 31 (2005).

^㉓ See John C. Coffee, Jr., Litigation Governance: Taking Accountability Seriously, 110 *Columbia Law Review* 288 (2010).

^㉔ 参见[美]罗伯特·W. 汉密尔顿:《美国公司法》(第5版),齐东祥等译,法律出版社2008年版,第404页。

法行为,律师即会寻找适格的股东作为原告提起私人诉讼。而上市公司以及内部人惧于诉讼可能导致的经济及声誉损失,往往倾向与原告律师和解,律师与原告股东在利益函数上的差异也会诱使前者产生道德风险,即与被告达成远低于原告损害数额的和解协议以草草了结诉讼。^{④③}因此,投机诉讼并不能真正保护少数股东利益,^{④④}反而会迫使诚实的控制股东放弃对公司有利的关联交易,^{④⑤}最终的赢家只可能是投机律师。为防止激励过度导致的滥诉风险,一些国家在引入集团诉讼时则对起诉条件及律师作用进行了严格限制,但同时却引发了诉讼动力不足问题的重现,如韩国《证券集团诉讼法》生效后的4年中几乎没有任何实践。^{④⑥}

三、独立董事审批策略的效率及有效性

鉴于上述三种策略对公司经营效率的消极影响,当代各国则更为普遍地依赖独立的公司机构——独立董事(independent directors)或类似机构——来审批关联交易,确保其公平性。^{④⑦}

(一) 策略构成

由于各国公司内部机构设置模式不同,独立董事审批策略的具体构成亦有所差异。

1. 单层制

所谓单层制(one-tier),是指公司的管理权与监督权均由同一机构行使的机构设置模式,以英美法系的董事会(board of directors)为典

^{④③} 参见汤欣：“私人诉讼与证券执法”，载《清华法学》2007年第3期。

^{④④} See John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 *Columbia Law Review* 1543 (2006).

^{④⑤} See Alessio M. Paccos, *Controlling the Corporate Controller's Misbehaviour*, 11 *Journal of Corporate Law Studies* 177 (2011).

^{④⑥} 参见汤欣：“论证券集团诉讼的替代性机制”，载张育军、徐明主编：《证券法苑》（第4卷），法律出版社2011年版，第194页。

^{④⑦} See Reinier Kraakman et al. *The Anatomy of Corporate Law*, 2nd ed., Oxford University Press, 2009, p. 164.

型,其中管理权由兼任高管的内部董事行使,监督权则由独立董事——不属于公司高管或职工,亦不具有董事会所认定的任何可能妨碍履行董事职责所作独立判断之关系的董事——来行使。⁴⁸ 为加强上市公司的监督职能,美国于2002年制定《萨班尼斯—奥克斯莱法案》(简称SOX法案),规定所有上市公司均应建立完全由独立董事组成的审计委员会,负责聘任并且监督公司的外部审计人员,决定其薪酬事项。2010年《多德—弗兰克华尔街金融改革与消费者保护法案》(简称Dodd - Frank法案)则进一步规定薪酬委员会成员应当全部为独立董事。纽约证券交易所(NYSE)规则要求上市公司董事会成员半数以上应为独立董事,且提名委员会也应当全部独立。纳斯达克市场(NASDAQ)还要求关联交易应当经过审计委员会或全部由独立董事组成的其他专门委员会批准。⁴⁹ 虽然美国各州公司法并未强制关联交易应由独立董事批准,但法院对此却极为鼓励,例如,根据特拉华州判例,如果控制股东关联交易获得多数无利害关系的独立董事批准,则证明该交易不公平的举证责任即转由原告承担,如此极大降低了被告败诉风险。⁵⁰

2. 双层制

所谓双层制(two - tier),是指公司的管理权与监督权分别由董事会(management board)和监事会(supervisory board)两个存在隶属关系的机构来行使的结构模式,为德国、奥地利及荷兰等国所采纳。在双层制下,监事会拥有任免董事、业务及财务监督、参与重大决策制定等重要权力,批准关联交易亦在其中。例如,为防止控制公司通过非公平关联交易损害从属公司及少数股东利益,德国《股份法》规定,事实型公司集团中从属公司的董事会应当每年编制从属关系报告,详细说明本公司与控制公司及其他关联公司之间所发生的关联交易及所获补偿情

⁴⁸ Donald C. Clarke, Three Concepts of the Independent Director, 32 *Delaware Journal of Corporate Law* 73(2007).

⁴⁹ See Jeffrey N. Gordon, The Rise of Independent Directors in the United States, 1950 - 2005, 59 *Stanford Law Review* 1465(2007).

⁵⁰ See Reinier Kraakman et al. *The Anatomy of Corporate Law*, 2nd ed., Oxford University Press, 2009, p. 164.

况,并由监事会审查。荷兰《公司治理准则》建议上市公司与持股 10% 以上的股东之间的交易应由监事会批准。在独立性方面,德国《公司治理准则》建议上市公司监事会中应有足够的与公司及董事会之间不存在任何可能引起利益冲突的商业或个人关系的独立成员。荷兰法则将独立性要求扩大到监事会的绝大多数成员。^⑤

3. 并列制

所谓并列制,是指公司的管理权与监督权分别由董事会和监察人会(board of auditors)两个地位平行的机构行使的结构模式,为意大利、俄罗斯、瑞典等国所采纳。在并列制下,关联交易的批准权归属于董事会,鉴于控制股东在董事会中的影响力,各国一致强化董事会的独立程度,以有效维护少数股东利益。例如,俄罗斯《股份公司法》规定,股东人数不超过 1000 的股份公司的关联交易应由非利害关系董事过半数批准,而超过 1000 的则应由非利害关系的独立董事过半数批准。俄罗斯《公司治理准则》还建议,股份公司应当至少具备 3 名独立董事,且不低于董事会成员的 1/4。而瑞典《公司治理准则》不仅要求多数董事会成员应当独立于上市公司及经理层,还直接规定应有至少两名董事独立于持股 10% 以上的主要股东,在一定程度上遏制了控制股东对董事会的操纵。

4. 选择制

鉴于公司情况各异,强制其采取统一的机构设置模式可能失于僵化,故一些国家允许上市公司在不同的结构模式中自行选择,以契合实际需要。此种机制由法国于 1966 年首创,在其传统的董事长领导下的董事会单层结构下,又引入了德国式的双层结构。^⑥ 公司与控制股东之间的关联交易在提交股东大会之前,应分别由前者的董事会或后者的监事会批准。并且,法国《上市公司治理准则》建议存在控制股东公司的独立董(监)事应不少于董(监)事会成员的 1/3,而在股权分散公

^⑤ See Joseph McCahery and Erik Vermeulen, "Corporate Governance Crises and Related Party Transactions: A Post - Parmalat Agenda", in Klaus Hopt et al. (ed.), *Corporate Governance in Context*, Oxford University Press, 2005, pp. 215 - 245.

^⑥ 参见[法]伊夫·居荣:《法国商法》,罗结珍、赵海峰译,法律出版社 2004 年版,第 337 页。

司则应达到半数。日本于2002年引入美国式的委员会设置公司结构,与原有的董事会和监察人会并列结构共同构成大型上市公司的机构设置选项;并且,董事会委员会与监察人会中均应具有过半数的外部成员。^⑤意大利的选择模式更为多样,2003年公司法改革后,除原有并列制结构外,又增加了德国式双层制和美国式单层制两种结构。虽然在三种结构下,关联交易批准权均掌握在董事会手中,但法律一方面强制上市公司应为少数股东保留至少一个董事会席位,^⑥另一方面要求董事会对所批准关联交易的原因及对公司的有利之处进行充分说明,^⑦以防止不公平关联交易的发生。

(二) 策略优势

虽然学术界对于董事会独立性程度与公司业绩之间的关系尚未取得一致意见,^⑧但即使是持否定观点的学者也承认:“独立董事非常适合担任审查利益冲突交易的重要角色,甚至具有无可替代的作用”,^⑨此一论断亦获得实证研究的支持,一项对于美日英法德意等22个国家782家存在控制股东的上市公司的分析表明:董事会中独立董事的比例越高,关联交易的发生率则越低。^⑩具体而言,相较于其他关联交易治理策略,独立董事审批策略则兼具有效性和效率双重优势。

1. 专业优势

关联交易公平性的审查较为复杂:至少需要具备企业管理、财务、

^⑤ 详见[日]滨田道代:“日本公司法之现状与未来”,李兴华译,载赵旭东主编:《国际视野下公司法改革》,中国政法大学出版社2007年版,第147-156页。

^⑥ See Reinier Kraakman et al. *The Anatomy of Corporate Law*, 2nd ed., Oxford University Press, 2009, p. 92.

^⑦ See Pierre - Henri Conac, Luca Enriques and Martin Gelter, *Constraining Dominant Shareholders' Self - Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, 4 *European Company and Financial Law Review* 491(2007).

^⑧ 否定的观点, See Sanjai Bhagat and Bernard Black, *The Non - Correlation Between Board Independence and Long - Term Firm Performance*, 27 *The Journal of Corporation Law* 231(2002);肯定的观点,同注49。

^⑨ See Bernard S. Black, *The CoreFiduciary Duties of Outside Directors*, *Asia Business Law Review* 3(2001).

^⑩ See Jay Dahya, Orlin Dimitrov and John McConnell, *Dominant shareholders, Corporate Boards, and Corporate Value: A Cross - Country Analysis*, 87 *Journal of Financial Economics* 73 (2008).

法律等专业知识,特别在涉及公司集团内部的关联交易时,不能仅以某一笔交易价格与市场价格存在差异即认定该交易不公平,而应综合考量整个集团的交易运作是否总体公平。^⑤因此,对于缺乏商业经验和专业知识的法官及少数股东来讲,此项工作颇为困难,存在较高的误判(false positive)风险。而独立董事则能够较好地胜任这一工作:在美国,率先规定独立董事制度的《密歇根州商业公司法》要求独立董事至少应当具备5年以上的商业、法律或财务经验,或其他同等经验;并且,上市公司独立董事还应当具有担任上市公司高管、董事或法律顾问等的相关经验。SOX法案则要求审计委员会中至少具有一名“财务专家”(financial expert),其他成员亦应当具备“阅读和理解基本财务报表的能力”,以提高董事会的财务监督水平。欧盟则建议各成员国的董(监)事会成员作为一个整体应具备完成任务所需的多样化知识、判断和经验,审计委员会成员还须具有关于上市公司财务会计的最近相关背景与经验。并且,所有新任成员均应接受其履行职责所必需及与公司组织活动相关的培训,董(监)事会还应通过年度考核来确定其成员有待提升的知识和技能,由此确保独立董(监)事持续具备审查关联交易的专业能力。^⑥

同时,考虑到独立董事与公司内部人之间存在固有的信息不对称(information asymmetry),可能对其监督职能的有效发挥构成障碍,各国法律又设置两项措施予以应对。其一,控制股东的披露义务。由于控制股东对于关联交易的性质及内容最为了解,因此其欲获得独立董事的批准,即应当首先披露有关交易的重要事实。对此,美国《公司治理原则:分析与建议》规定:控制股东应当披露以下内容:一是对个人利害关系的披露,即告知独立董事其在交易中所涉及的冲突性利益;二

^⑤ See Reinier Kraakman et al. *The Anatomy of Corporate Law*, 2nd ed., Oxford University Press, 2009, pp. 176 - 178.

^⑥ See European Commission, Recommendation on the Role of Non - Executive or Supervisory Directors of Listed Companies and on the Committees of the (Supervisory) Board (2005/162/EC).

是与交易相关的、可能会影响独立董事判断的所有重大事实的披露。^①将信息披露作为关联交易批准的前提,可以扭转独立董事的信息劣势,促进其对关联交易的全面了解。其二,借助外部专家意见。为增强独立董事对控制股东所披露信息的甄别能力进而提高关联交易审查的准确性,各国法律还授权独立董事可以独立聘请律师、评估师、审计师、财务顾问及咨询顾问等外部专家提供专业意见。例如,SOX 法案规定审计委员会认为履行职责必须时,有权聘用独立的顾问和其他咨询师,费用由上市公司承担。德法意等国亦强制要求外部审计机构提供专门报告,作为独立董(监)事审查关联交易的重要参考。^②

2. 独立客观判断

独立董事最适合审查关联交易的根本原因在于其特有的独立性品格,即与上市公司及控制股东、管理层之间不存在任何雇佣、经济和身份关系,可以对监督事项作出客观判断,不致漏判(false negative)非公平性关联交易。为确保此一目标的实现,各国立法着力加强独立董事的独立性规制,试图排除一切可能影响其客观判断的情形。对此欧盟的规定较为详细,要求独立董事须满足以下条件:(1)近5年未在上市公司或其关联公司担任执行董事或高管;(2)近3年未在上市公司或其关联公司担任除非执行董事或监事以外的职务;(3)未曾在上市公司或其关联公司领取除非执行董事或监事酬金外的其他额外薪酬;(4)不是控制股东或其代表;(5)近1年内与上市公司或其关联公司不存在重要商业关系(直接地或者作为存在上述关系主体的合伙人、股东、董事或高管);(6)近3年未担任上市公司或其关联公司的当前或过往外部审计机构的合伙人或雇员;(7)未曾在上市公司执行董事兼任非执行董事或监事的公司中担任执行董事,并与上市公司执行董事不存在因参与其他公司或组织而产生的重要关联;(8)未担任非执行董事或监事超过3个任期;(9)与执行董事,或者上述8项所涉主体之

^① 参见施天涛、杜晶:“我国公司法上关联交易的皈依及其法律规制”,载《中国法学》2007年第6期。

^② See Pierre - Henri Conac, Luca Enriques and Martin Gelter, *Constraining Dominant Shareholders' Self - Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, 4 *European Company and Financial Law Review* 491(2007).

间不存在近亲属关系。^⑤

应当承认，独立性的判断在很大程度上是一个相对概念，受到主体、环境和利益取向等相关因素的制约，列举式的判断标准无法避免“挂一漏万”，即使选任时符合法定条件的独立董事也难以保证与任何关联交易均不存在利害关系。^⑥ 为破解这一困境，美国特拉华州法院采取逐案审查的进路，根据具体案情来分析是否存在影响独立董事作出客观判断的重要关系，以确定其是否真正独立。^⑦ 通过立法界定与司法审查相结合方法，有效地提高了独立董事的独立程度，保证其判断的客观公正性，使得不公平关联交易实施的可能性大为降低。

3. 特殊的激励机制

鉴于独立董事的兼职身份及监督职能，对于内部董事行之有效的激励一般激励机制——制裁和奖励政策 (sanctions and rewards)——对其恐难以产生相同效果：法律责任过重容易挫伤优秀人选担任独立董事的积极性，或者导致其判断过于保守而否决公平性关联交易；薪酬激励过高则会诱使独立董事为稳固职位而放弃独立性，以致不愿意反对非公平关联交易，以上两种情形均不符合公司最佳利益。^⑧ 因此，特殊的声誉机制 (reputation) 对于激励和约束独立董事保持其独立性可能更为有效：^⑨ 独立董事通常是有良好声誉和社会地位的知名人士，个人声誉的好坏关系到其人力资本的价值，如果独立董事在履行监督职能过程中表现出应有的独立和客观，无疑会极大提升其声誉；反之，如果其与内部人“合谋” (collusion) 通过非公平关联交易损害上市公司及少数股东利益，一旦被监管机构、新闻媒体或机构投资者发现，其长期积累的

^⑤ See European Commission, Recommendation on the Role of Non - Executive or Supervisory Directors of Listed Companies and on the Committees of the (Supervisory) Board (2005/162/EC).

^⑥ 参见朱慈蕴等：《公司内部监督机制——不同模式在变革与交融中演进》，法律出版社 2007 年版，第 120 页。

^⑦ Donald C. Clarke, Three Concepts of of the Independent Director, 32 Delaware Journal of Corporate Law 73 (2007).

^⑧ See Bernard Black, Brian Cheffins and Michael Klausner, Outside Director Liability: A Policy Analysis, 162 Journal of Institutional and Theoretical Economics 5 (2006).

^⑨ 详见罗培新：“上市公司独立董事‘独立性’的法律与政策考量”，载徐明主编：《上市公司独立董事制度理论和实证研究》，北京大学出版社 2007 年版，第 79 页。

声誉资本将严重受损,今后将难以再获得新的独立董事职位及咨询工作。^⑥ 所以,独立董事越关心自身的职业声誉,就越有动力抑制内部人的掠夺行为,从而最大限度地防止不公平关联交易的发生。同理,在声誉机制的约束下,独立董事也不太可能基于寻租目的而故意否决公平性关联交易,无碍于公司经营的自由与效率。^⑦

此外,独立董事人数较少,沟通协调较为便捷,亦可避免少数股东的集体行动困难,进一步提升了其审查关联交易的效率及有效性。

四、中国独立董事对关联交易治理的实效及其完善

为完善上市公司治理结构,促进上市公司规范运作,中国证监会于2001年颁布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》(以下简称《指导意见》),正式在上市公司中引入独立董事制度,其主要职责在于“监督控制股东及董事等内部管理人员,维护上市公司整体利益,尤其是关注和保护少数股东合法权益”。^⑧ 该意见实施10年来,独立董事对上市公司治理结构优化产生了良好的推动作用,^⑨在关联交易治理方面尤为明显。^⑩ 然而,由于种种制度性障碍的客观存在,独立董事监督职能的有效发挥受到严重制约,其在规制控股股东关联交易中的作用仍然存在较大的提升空间。

(一) 中国独立董事对关联交易治理的实效分析

1. 独立董事在关联交易治理中的地位和作用

^⑥ 参见[加拿大]布莱恩·R·柴芬斯:《公司法:理论、结构和运作》,林华伟、魏旻译,法律出版社2001年版,第663页。

^⑦ See Alessio M. Paces, Controlling the Corporate Controller's Misbehaviour, 11 *Journal of Corporate Law Studies* 177(2011).

^⑧ 参见甘培忠、雷驰:“我国上市公司独立董事责任职权、义务与责任的重构——以独立董事和内部董事的区隔为中心探讨”,载徐明主编:《上市公司独立董事制度理论和实证研究》,北京大学出版社2007年版,第55页。

^⑨ 参见赵立新、汤欣、邓炯等:《走出困境——独立董事的角色定位、职责与责任》,法律出版社2010年版,第5页。

^⑩ 参见胡汝银:“中国独立董事制度存在四大问题”,载 http://finance.qq.com/a/20101218/001625_2.htm,2011年9月1日最后访问。

关于独立董事在上市公司关联交易治理中的地位,证监会《指导意见》赋予其事先认可权,即“重大关联交易(指上市公司拟与关联人达成的总额高于300万元或高于上市公司最近经审计净资产值5%的关联交易)应由独立董事认可后,提交董事会讨论”。虽然独立董事的认可权并非最终决定权,却可以断绝非公平关联交易获得董事会批准的可能性,因此被认为是保障少数股东免遭控制股东盘剥的最有实质意义的特别职权。^⑬ 并且,为保障独立董事所作判断的客观准确,《指导意见》还授权独立董事可以独立聘请中介机构出具独立财务顾问报告,并由上市公司承担相关费用。

在交易所业务规则层面,上交所《实施指引》迈出了突破性步伐:首次明确提出“上市公司董事会应当规定其下设的审计委员会或关联交易控制委员会履行上市公司关联交易控制和日常管理的职责”,将关联交易治理纳入董事会专门委员会的职责范围,有助于提高审查的专业水准和效率。更为重要的是,关联交易控制委员会中不仅多数委员应为独立董事,且其他内部董事委员不得由控制股东提名、推荐或在控制股东单位任职,由此进一步削弱了控制股东对关联交易控制委员会的影响,从而增强了专门委员会的实质独立性。

董事会专门委员会的设置更有利于发挥独立董事的专业优势及监督合力,在实际运作中对于控制股东实施非公平关联交易起到了显著的抑制作用。^⑭

2. 独立董事关联交易治理功能的制约因素

尽管独立董事在上市公司关联交易治理方面起到了显著成效,但囿于诸多制度性障碍,其监督和制约控制股东滥用控制权的功能并未能完全发挥,一些因素甚至损及其实质独立,进而影响关联交易审查的客观公正。

其一,定位冲突,角色矛盾。对于独立董事在上市公司中的角色定位,普遍存在多元化认知。例如,理论界人士认为:独立董事既能够增

^⑬ 详见李建伟:《关联交易的法律规制》,法律出版社2007年版,第362页。

^⑭ 参见黄璐、潘美霞:“独立董事制度有效性与控股股东关联交易”,载《财经理论与实践》2010年第1期。

强董事会的独立性,扭转控制股东“一言堂”的局面,从源头上遏制控制股东对董事会的操纵,以维护少数股东权益,即担当监督者的角色;又可以凭借其丰富的经验、专业技术和知识,为公司战略规划提供专业性意见和建议,以提升公司决策的科学性,即扮演咨询专家的角色。^⑤上市公司及独立董事自身则认为,独立董事的咨询职能要重于监督职能。^⑥

监督与顾问两种职能孰轻孰重暂且不论,双重角色定位本身即足以将独立董事置于两难境地,过多使命的寄予反而会影响其真正作用的有效发挥。首先,独立董事并非最佳管理顾问。在英美等国,担任独立董事的多为非关联公司的董事或高管,由于具体行业知识的匮乏以及不能参与日常管理,即使其具有丰富的经营管理经验,亦难以保证作出最佳的商业决策建议。^⑦而我国独立董事绝大部分来自高等院校、中介机构(会计师事务所、律师事务所及产业协会等)和各种非营利性研究机构,^⑧本身即不具备公司管理的专业背景,更遑论发展战略的制定及经营绩效的提升,这也为众多的实证研究结果所证实。^⑨其次,全面参与公司决策极易动摇独立董事的客观立场。根据我国现行法律,独立董事不仅要与内部董事共同参与全部董事会决议,还需单独履行各项特别职责,即对其参与公司事务的程度及范围要求远远高于内部董事,而这正是妨碍其监督功能发挥的原因之一。^⑩承诺升级理论(theory of escalating commitments)显示,先前的决策一旦作出并受到拥

^⑤ 详见王跃堂:《独立董事制度的有效性:理论分析与实证检验》,中国财政经济出版社2010年版,第60-63页。

^⑥ 参见赵立新、汤欣、邓舸等:《走出困境——独立董事的角色定位、职责与责任》,法律出版社2010年版,第38-40页。

^⑦ Jonathan R Macey, *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press, 2008, p. 101.

^⑧ 参见杨桦:《公司再造——中国上市公司治理的新路径》,中信出版社2011年版,第263页。

^⑨ 参见李维安、唐跃军:“公司治理评价、治理指数与公司业绩——来自2003年中国上市公司的证据”,载《中国工业经济》2006年第4期;周国林:“上市公司董事会与经营绩效的相关实证研究”,载《经济管理》2008年第8期。

^⑩ 参见方流芳:“独立董事在中国:假设和现实”,载《政法论坛》2008年第5期。

护,则会影响到后来决策的制定,使之与前者相一致。^①应用到独立董事身上即意味着:一旦其参与公司战略规划或提供经营决策建议,即很难改变对这些决策的肯定看法,也就不能在事后客观公正地予以监督审查。此外,社会心理学研究还发现,人们通常倾向于内部化(internalize)其职业角色,职业选择将会强烈影响一个人的态度和价值观。独立董事与内部董事共事的时间越久,前者内化为后者角色的倾向就越强烈,二者之间的区别亦随之消失,独立董事的监督功能将无从实现。^②最后,双重角色定位必然分散独立董事有限的时间和精力。由于独立董事的兼职性,其所投入到每家上市公司的时间和精力均十分有限,如果要求其参与公司经营管理,必然会减少履行监督职责的有限时间,因分身并不擅长的事务而牺牲实现有效治理功能的精力,得不偿失。

其二,控制股东垄断独立董事选任,使其难以实质独立。独立董事独立性的维护依赖于相应的制度保证,其中最为关键的是由提名权和表决权组成的选任机制;有效的选任机制应当防止控制股东垄断提名权和表决权,确保独立董事的产生不受制于控制股东。^③而根据证监会《指导意见》,上市公司董事会、监事会、单独或者合并持有已发行股份1%以上的股东均可提名独立董事,并由股东大会选任。这一选任机制设计远未实现上述防弊目标,以致独立董事在履行监督职责时难以保持真正独立。首先,控制股东垄断独立董事提名权。在《指导意见》所规定的三类提名权人中,控制股东并未被排除,并且董事会和监事会均为其所控制,完全可以代其提名,由此形成控制股东对提名权的事实垄断。^④其次,资本多数决确保控制股东提名人当选。在股东大会就独立董事选任进行表决时,控制股东凭借其持股优势,能够确保其

^① Jonathan R Macey, *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press, 2008, p. 58.

^② 参见方流芳:“独立董事在中国:假设和现实”,载《政法论坛》2008年第5期。

^③ 参见陆文山、项剑、杜惟毅:“我国上市公司独立董事制度的实证研究与建议”,载徐明主编:《上市公司独立董事制度理论和实证研究》,北京大学出版社2007年版,第268页。

^④ 参见顾功耘:“上市公司独立董事独立性的制度保障”,载徐明主编:《上市公司独立董事制度理论和实证研究》,北京大学出版社2007年版,第66页。

提名人顺利当选;即使强制实行累积投票制(cumulative voting),由于独立董事席位较少,少数股东所能选出的提名人亦为少数,其意见很容易被否决,因而无法改变控制股东对独立董事的整体控制。^⑤

最新调查数据显示,我国上市公司90%的独立董事是由控制股东实际提名的,^⑥即使这些独立董事完全符合《指导意见》所规定的各项形式独立条件,与控制股东并不存在任何经济或家庭关系,只要其在意职位稳固乃至连任,就不得不顾及对此具有决定性影响之人的态度,此时显然构成对客观公正立场的偏离,关联交易审查的严格性亦恐大打折扣。

(二)中国独立董事关联交易治理功能的完善路径

1. 重构独立董事定位,专司关联交易审查职责

从我国引入独立董事制度的初衷来看,主要期待其能够“在抑制控制股东滥用支配地位,特别是在监督和制止控制股东利用关联交易损害公司和少数股东利益方面发挥应有的作用”,^⑦亦即其制度预设功能为监督控制股东而非提供管理咨询。因为聘请何人担任内部董事或者咨询顾问,完全应当诉诸于公司自治,由股东根据公司特点及需要而进行选任,法律没有干预的必要。^⑧并且,在提升公司经营绩效方面,与上市公司存在利益关联的咨询顾问或许比独立董事更具动因和效率。为扬利抑弊,应当从立法上对独立董事职能定位予以重构,使其与公司经营管理完全分离,以专门履行监督职责,发挥其真正优势。诚如方流芳教授所指出的:“独立董事须有所不为,才能真正有所作为。”^⑨一方面,独立董事专司监督职责,不仅可以集中其投入到任职上市公司的全部时间和精力,提高监督的质量和效率;更能够使其与内部董事形

^⑤ Donald C. Clarke, Three Concepts of the Independent Director, 32 *Delaware Journal of Corporate Law* 73 (2007).

^⑥ 参见胡汝银等:《中国公司治理:当代视角》,上海人民出版社2010年版,第132页。

^⑦ 王保树:“上市公司独立董事制度的若干问题研究”,载徐明主编:《上市公司独立董事制度理论和实证研究》,北京大学出版社2007年版,第3页。

^⑧ 参见赵立新、汤欣、邓舸等:《走出困境——独立董事的角色定位、职责与责任》,法律出版社2010年版,第42页。

^⑨ 方流芳:“独立董事在中国:假设和现实”,载《政法论坛》2008年第5期。

成明显的区隔,始终秉持客观公正的立场来审视和评价控制股东及管理层的行为是否符合公司利益最大化,避免因过多参与经营管理而产生的“结构性偏见”(structural bias)。另一方面,将独立董事排除于经营管理之外,有助于消除董事会中的紧张和对立氛围,减少不必要的争论及掣肘,进而增强决策的自主性及灵活性,以保证在紧迫的时间限制下形成共识,有效应对瞬息万变的商业环境。

就独立董事监督职责的具体建构而言,至少应当包括以下内容:

首先,监督事项应限定为关联交易审查。根据现行制度安排,独立董事主要负有两类职责:既须履行关联交易审查、中介机构聘请、临时股东大会召集、投票权征集等内部董事所不具有特别职权;还要通过参与董事会专门委员会而履行内部审计、管理层提名、薪酬与考核等一般职权。笔者认为,除关联交易审查外,独立董事并非上述职责的唯一或者最佳担当者:一方面,监事会作为法定监督机构,其监督职权与独立董事特别职权具有同质性和相似性,^⑨对此,应当由其发挥后者所不具备的日常监督优势;另一方面,专业委员会的一般职权为董事会经营管理权限的细化,并非独立董事专长且不宜过多介入,^⑩该种职权运作风险是管理层与全体股东之间的代理问题(agency problem),完全可以通过控制股东、监事会和外部审计机构等市场中介(gatekeepers)的监督予以化解。因此,独立董事欲实现其监督控制股东预期功能并发挥真正优势,就应当从目前的全面监督重负中解脱出来,专司关联交易审查职责。

其次,审查方式为专门委员会集体审查。为提高关联交易审查的效率并集中全体独立董事的专业优势,建议将现行由独立董事单独发表事前认可意见的关联交易审查模式,改为由全体独立董事组成的关联交易审查委员会集体审查的模式。^⑪ 排除内部董事参与关联交易审

^⑨ 参见叶林:《公司法研究》,中国人民大学出版社2008年版,第205页。

^⑩ 参见甘培忠、雷驰:“我国上市公司独立董事责任职权、义务与责任的重构——以独立董事和内部董事的区隔为中心探讨”,载徐明主编:《上市公司独立董事制度理论和实证研究》,北京大学出版社2007年版,第54页。

^⑪ 参见王保树:“上市公司独立董事制度的若干问题研究”,载徐明主编:《上市公司独立董事制度理论和实证研究》,北京大学出版社2007年版,第5页。

查,在避免不同类别成员之间分歧与对立的同时,还可以增强委员会的独立性,实现经营与监督的彻底分离。

最后,审查效力由事前认可转变为最终决定。现行法律将关联交易批准权赋予董事会及股东大会,而独立董事仅拥有在前者审议场合下的事前认可权,监督作用的发挥空间无疑受到严重限制。独立董事认可后的董事会审议并无实质意义,只能徒增交易成本;缺少独立董事认可的股东大会审议则无法避免少数股东的集体行动困难及误判风险。既然内部董事和少数股东均非关联交易审查的胜任者,不如将关联交易批准权授予关联交易审查委员会统一行使,即将其审查效力由事前认可转变为最终决定,而无须董事会及股东大会的介入,在降低交易成本的同时又可化解误判风险,似为较优制度选择。

2. 改革独立董事选任机制,排除控制股东影响

保证独立董事的独立性是该制度发挥效用的根本前提,而独立性的核心要求则是独立于被监督者:在美国等单层制国家主要是独立于管理层,在我国则应为独立于控制股东。妨碍我国独立董事难以真正独立的深层次原因即在于被监督者选任监督者的选任机制,控制股东垄断独立董事的提名和选举,必然削弱后者监督前者的动力。在将独立董事的制度功能定位于监督控制股东关联交易之后,继续保留控制股东对独立董事选任的控制权就不合时宜了,既然控制股东关联交易最终损害的是少数股东利益,那么由少数股东来选任其利益维护者则最具正当性。质言之,如果将独立董事的提名权和选举权完全赋予少数股东,则不仅可以彻底切断独立董事与控制股东之间的关联,根除制约其真正独立的主要障碍;更能够为其监督职责的履行注入新的动力——少数股东决定其任免足以确保关联交易审查的严格性,减少漏判的发生。并且,就可行性而言,此一选任机制改革方案还具有以下优势:

首先,顺应国际立法趋势。加强监督者的独立性规制已经成为全球公司治理的重要课题,其主要机制则是通过增强委托—代理关系中委托人(如全体股东或少数股东)对监督者的选任权,来削弱代理人(管理层或控制股东)对监督者的影响力。例如,美国董事选举通常采取委托投票(proxy)的方式,由现任董事会向全体股东寄发包含董事候

选人介绍的委托投票说明书(proxy statement), 征求股东的表决权代理授权。股东虽然亦具有提名权, 但其独自征求委托投票不仅成本高昂且具风险, 要求董事会将其提名人纳入公司的委托投票说明书则会遭到后者的依法拒绝, 导致管理层对独立董事选任的实际控制。⁹³ 为加强股东在董事选任中的地位, 2010年 Dodd - Frank 法案明确授权股东可以利用公司委托投票说明书提名董事候选人, 由此打破管理层垄断董事提名的局面。如前所述, 意大利和瑞典对于少数股东选举权的保护则更进一步, 直接要求上市公司应为其保留一或两个席位, 以此削弱控制股东对董事会的操纵能力。

其次, 符合本土制度机理。由某类公司参与人专享其利益维护者选举权的选任机制, 在我国公司法中已有先例。例如, 董事会及监事会中的职工代表只能通过职工大会、职工代表大会或者其他民主方式产生, 而不能由股东大会选举产生,⁹⁴ 其基本理念即在于对公司职工利益予以特殊保护。⁹⁵ 显然, 独立董事对于少数股东的意义与职工董监事对于职工的意义实质相同, 适用相同的选任机制并无不妥。

最后, 无损控制股东利益。由于独立董事的职权范围已经限定于关联交易审批, 并不介入公司管理咨询及无涉利益冲突的经营决策, 因此, 即使排除控制股东对于独立董事的选任权, 亦不会对其利益造成任何损害。一方面, 控制股东仍可凭借持股优势取得董事会多数席位, 自由决定经营管理并维持控制权; 另一方面, 鉴于忠实义务和勤勉义务的存在, 如果独立董事无故否决对公司有利的关联交易, 控制股东自然可以通过董事会追究其责任, 甚至少数股东也会将其免职, 误判的概率并未因此增加。

⁹³ See Lisa M. Fairfax, *The Uneasy Case for the Insider Director*, 96 *Iowa Law Review* 127(2010).

⁹⁴ 参见《公司法》第45条、52条、68条、71条、109条和118条的具体规定。

⁹⁵ 详见刘俊海:《现代公司法》(第2版), 法律出版社2011年版, 第502页。

五、结 论

保护投资者权益与增进公司经营效率同为公司治理的价值目标,相关法律政策不宜顾此失彼。我国现行上市公司关联交易治理策略似乎未能妥善平衡两种价值之间的冲突,潜藏着为保护少数股东利益而牺牲公司效率的风险:由少数股东审批关联交易不仅效率低下,更有可能导致出于个人目的而滥用决定权的机会主义行为;强制性信息披露在增加上市公司运营成本的同时,却无助于少数股东有效甄别关联交易的公平性;私人诉讼则易沦为投机律师的寻租工具,迫使控制股东放弃对全体投资者有利的关联交易。因此,兼顾公平与效率的关联交易治理策略的核心任务,即应当是通过最具效率的审查机制来最大程度地确保关联交易的公平性,独立董事无疑是现有制度资源中最为适合的审查主体。一方面,由于具备专业优势和丰富经验,且不存在集体行动困难,独立董事可以显著提升关联交易审查的效率,降低误判风险;另一方面,其独立性品格和特殊的声誉激励机制亦能够有效抵制非公平关联交易的实施,防止少数股东利益受损。由少数股东排他选举的独立董事组成关联交易审查委员会专司关联交易审批职权,既可完全替代少数股东审批策略,又能减少强制性信息披露和私人诉讼策略的适用,降低交易成本与滥诉风险,更有助于公司经营与监督的彻底分离,在保护投资者权益与增进公司经营效率的动态平衡中促成上市公司关联交易治理的最佳效果。