

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2015.06.010

独立董事和监事会：替代抑或互补？^{*}

——基于公司风险的治理效率检验

冉光圭¹, 罗 帅², 方巧玲²

(1. 贵州大学 管理学院, 贵阳 550025; 2. 四川新城股权投资基金管理有限公司 投资部, 成都 610023;
3. 深圳前海微众银行股份有限公司 消费金融事业部, 广东 深圳 518052)

摘 要:以公司风险为切入点,以 1999—2012 年我国 2 375 家上市公司 19 469 个年度观测值为研究样本,检验独立董事和监事会的治理效率,并通过交互效应考察二者之间的关系,研究发现:(1) 导入独立董事制度前监事会治理效率微弱,导入独立董事制度后监事会治理效率有了明显改善,说明从国家宏观层面看,引入独立董事制度,增加了治理监督的制度供给,优化了制度结构,获得了制度竞争带来的红利。(2) 勤勉履职的独立董事有利于降低公司风险,表明在我国公司治理结构中设立独立董事具有经济合理性。(3) 独立董事和监事会两者之间是一种替代关系,而非互补关系,说明从公司微观层面看,独立董事和监事会存在职能冲突,并不利于降低公司风险。采用独立董事和监事会“双头”监督模式难以从根本上解决我国上市公司治理监督的有效性问题的最佳选择是,允许独立董事制度和监事会制度同时并存、共同竞争,许可公司根据自身情况选择合适的内部监督模式。

关键词:公司治理;内部监督模式;“双头”监督模式;独立董事;监事会;公司风险;治理效率;制度竞争红利;治理职能冲突

中图分类号:F271.5

文献标志码:A

文章编号:1674-8131(2015)06-0077-13

一、引言

现代公司制企业的典型特征之一就是所有权和控制权的分离(Berle et al, 1932; Fama et al, 1983),正是这种分离给企业带来了代理问题,由于代理问题的存在使得公司治理成为企业的现实需要。实务中,企业代理问题主要有两种表现形式:

在股权结构分散的英美上市公司中,代理问题主要表现为股东与管理层之间的利益冲突(Fama et al, 1983; Jensen et al, 1976);但当股权集中到一定程度时,企业代理问题就演变为控股股东与中小股东之间的利益冲突(Johnson et al, 2000; Shleifer et al, 1997)。东亚国家的上市公司主要是后一种代理问题(Fan et al, 2005; Claessens et al, 2002)。设计和选

* 收稿日期:2015-07-18;修回日期:2015-09-02

基金项目:国家社会科学基金资助项目(13BGL045);贵州大学文科重点学科及特色学科重大科研项目(GDZT2010004)

作者简介:冉光圭(1972—),男(土家族),贵州德江人;教授,管理学博士,硕士生导师,现任贵州大学发展规划处副处长,主要从事公司治理与资本市场研究。Tel:13985463028, E-mail: rgg411@sina.com。

罗帅(1986—),男,四川绵阳人;管理学博士,现供职于四川新城股权投资基金管理有限公司投资部。

方巧玲(1986—),女,福建福州人;管理学博士,现供职于深圳市前海微众银行股份有限公司消费金融事业部。

择科学合理、运转高效的公司内部监督模式, 一直是各国公司治理改革努力的方向, 目的在于通过制度选择和创新, 抑制管理层的机会主义行为和控股股东的利益输送行为, 促进公司持续健康发展, 降低公司营运风险, 切实保护投资者利益。

纵观世界各国公司治理的实践, 上市公司内部监督模式主要有以美、英等国为代表的独立董事监督模式和以德、日等国为代表的监事会监督模式。我国上市公司内部监督模式的选择则经历了从监事会监督模式到独立董事和监事会“双头”监督模式的强制性制度变迁历程。这种制度设计合理吗? 独立董事和监事会之间是一种互补关系还是替代关系呢? 两者能协同提高我国上市公司的治理效率吗? 这些问题并未引起理论和实务界的足够重视, 亟待实证检验。

与以往研究不同, 本文以公司风险为切入点, 将独立董事和监事会嵌入统一的分析框架, 从会议频次和薪酬激励两个方面捕捉独立董事和监事会的监督行为, 实证检验独立董事和监事会的治理效率, 并通过两者的交互效应分析它们之间的关系。本文的主要贡献在于: 第一, 在理论上厘清了公司治理监督的目标定位——管控公司风险; 第二, 将独立董事和监事会纳入统一的分析框架, 实证检验两者的治理效率及其交互影响, 避免了将独立董事和监事会进行“分离式”研究带来的片面性; 第三, 以 1999—2012 年 2 375 家上市公司 19 469 个年度观测值为研究样本, 找到了独立董事和监事会职能重叠和权力冲突的经验证据, 为我国上市公司治理监督模式的结构式改革提供了基于大样本的经验依据。

二、理论分析与研究假设

1. 理论分析

内部监督制度的目标指向决定着公司内部监督的机制设计和运行效果, 直接影响实证分析的模型设定和变量选取。在已有的实证研究文献中, 学者们都约而同地采用基于会计的财务绩效指标或基于市场的股票回报指标度量公司价值, 作为被解释变量, 检验独立董事对公司价值的影响, 但研究结论莫衷一是。Brickley et al (1994)、Arosa et al (2010)、王跃堂等 (2006) 分别在美国、西班牙和中国找到了二者正相关的经验证据。然而, Agrawal 和

Knoeber (1996)、Hardjo 和 Alireza (2012)、李常青和赖建清 (2004) 却分别在美国、新西兰和中国找到了二者负相关的证据。更多的研究发现, 独立董事对公司绩效并没有显著正向影响 (Klein, 1998; Hermalin et al, 1991; 于东智, 2003; 高明华 等, 2002)。关于监事会治理效应的实证研究也得出了不同的结论, 如 Wagner (2011) 的研究发现德国“1/3 员工共同决定”的监事会对公司生产率和利润率均没有显著影响, 而姚伟峰和鲁桐 (2010) 的研究却发现监事会规模与企业效率显著负相关。

按照上述文献的逻辑, 公司内部监督制度的基本目标似乎是提高公司价值。但独立董事和监事会具有或应当承担价值创造功能吗? 这一目标定位看似合理, 实则是混淆了公司治理和公司管理的范畴, 模糊了决策管理和决策控制的边界, 现有文献自相矛盾的研究结论就是最好的诠释。Pound (1995) 认为, 公司治理的核心不是权力而是保证有效的决策, 它的目标应是防止公司战略出现重大错误和保证所发生的错误迅速得到纠正。为了实现这一目标, 必须授权给董事会, 授权意味着外部董事能够独立监督高级管理层和公司的绩效 (Lorsch, 1995)。获得授权的董事会主要承担四项职责: 负责公司战略发展; 确保公司拥有最具能力的 CEO 和管理班子; 保证公司建立正确的信息、控制和审计制度, 确保公司遵守法律和公司自身价值观所确定的规范和道德标准; 防止和控制危机 (Conger et al, 1998)。CEO 的任务是把战略愿景转变为经营现实, 董事会的职责则是根据公司的收益率相对于其他投资机会的收益率的表现进行低调和幕后的战略审计 (Donaldson, 1995)。叶康涛等 (2007) 则一针见血地指出, 独立董事的职能主要是监督和咨询作用, 并不直接参与公司的日常经营决策, 更非直接对公司绩效负责, 而是为了防范公司风险, 保护投资者的合法权益。

由此可见, 独立董事和监事会作为公司监督机关, 只是对公司起着监督代理作用, 不应当妨碍、干预董事会及其管理层的决策执行, 固然也不应当对公司经营业绩负责。公司内部监督制度的基本目标应是管控公司风险, 确保公司健康、永续发展, 维护股东等利益相关者的利益。

2. 研究假设

作为我国法定的公司监督机关, 监事会主要通

过下列途径管控公司风险: 一是出席董事会, 与 CEO、董事(包括独立董事)进行定期和不定期沟通, 分析和判断公司经营战略、改革创新和国际化经营中存在的问题, 防范和化解公司战略风险; 二是通过查阅公司文件档案、访谈当事人、分析经营数据等, 跟踪了解公司经营管理过程及成效, 并借助内部审计、社会审计力量对日常监督中发现的问题线索和重点事项开展集中检查(国务院国资委监事会课题组, 2011), 降低公司日常运营风险; 三是督促公司建立健全内部控制制度和信息披露制度, 保护公司资产安全完整, 保证会计信息相关可比和客观公允, 防范法律风险; 四是对董事、经理履行公司职务时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督, 并要求其纠正, 对拒不纠正的董事和高级管理人员提起诉讼, 从而最大限度地减少公司高级管理人员“滥用权力”对公司造成的损害, 降低委托代理风险。因此, 本文提出假设一:

H1: 在其他条件一定的情况下, 监事会能有效降低公司风险。

作为我国上市公司内部监督制度的重要组成部分, 独立董事主要通过下列方式降低公司风险: 第一, 利用其专业知识、丰富的商业实践和宽广的市场视野, 对公司战略进行独立分析和判断(Lorsch, 1995), 并利用战略审计这一新兴工具对公司战略进行评估(Donaldson, 1995), 从而防范和化解公司战略风险; 第二, 对公司的重大关联交易执行业务审批权, 防止大股东通过企业合并(Bae et al, 2002)、关联交易(Williams et al, 2013; Cheung et al, 2006)、往来贷款(Jiang et al, 2010)等方式进行利益输送“掏空”上市公司(叶康涛等, 2007; 唐清泉等, 2005), 降低公司经营风险; 第三, 具有法律背景和政府背景的独立董事能协助公司妥善处理商业交易中的法律事务, 利用其广泛的关系资源, 尽量减少来自政府的惩戒, 充分发挥政治作用(Agrawal et al, 2010), 降低公司政治法律风险; 第四, 督促公司建立健全会计核算体系和信息披露制度, 抑制公司盈余管理行为(胡奕明等, 2008), 提高会计信息质量(王跃堂等, 2008), 防范法律诉讼风险; 第五, 对公司 CEO 及其他高级管理人员进行聘任、解聘和业绩考核, 具体表现为通过经理人市场公开选聘 CEO, 加强对 CEO 及公司高管薪酬的监督, 提高管理层薪酬—业绩的敏感性(Hall et al, 2003), 当公司

业绩持续低于预期收益率时罢免不称职的 CEO(Hermalin et al, 1988)等, 从而避免“内部人控制”对公司及其他利益相关者利益的侵害, 降低委托代理风险。因此, 本文提出假设二:

H2: 在其他条件一定的情况下, 独立董事能有效降低公司风险。

我国 2001 年由政府强力导入独立董事制度, 将其与监事会制度一并纳入上市公司统一的治理监督框架, 从而形成独树一帜的“双头”监督模式, 这两种制度提供了难得的竞争平台。制度竞争为增加制度供给提供了一条现实的路径, 在竞争中彰显制度优劣, 提升制度层次, 优化制度结构, 从而提高制度的动态适应性效率。如果能合理切分独立董事和监事会的职责权限, 两者各司其职、密切配合、相互促进, 能够更好地发挥危机管理功能, 最大限度地降低公司风险。同时, 我们应看到, 在我国上市公司治理结构中, 独立董事和监事会存在职责不清、职能不协调等问题, 比如独立董事和监事会都承担检查公司财务、监督公司内部控制结构的职责等。在监事会初始制度安排下, 独立董事的引入很可能削弱监事会的治理效率。因此, 本文提出下列两个竞争性假设:

H3a: 在其他条件不变的情况下, 独立董事和监事会之间是一种互补关系, 两者能协同降低公司风险。

H3b: 在其他条件不变的情况下, 独立董事和监事会之间是一种替代关系, 即在监事会初始制度安排的基础上引进独立董事不利于降低公司风险。

三、研究设计

1. 样本选取和数据来源

我们的初始样本为 1999—2012 年所有 2 660 家上市公司 23 024 个年度观测值。考虑到 B 股上市公司和金融保险类公司的特殊性, 我们将其剔除, 并剔除了部分数据缺失的公司, 共获得 2 375 家公司 19 469 个年度观测值。为了消除极端值的影响, 我们对连续变量在上下 5% 的水平上进行极值调整(Winsorize)。研究数据来源于香港理工大学和深圳国泰安信息技术有限公司合作开发的 CSMAR 数据库。样本数据为 1999—2012 年的非平衡面板数据, 样本公司个体较多, 年份跨度相对较短, 为了能确切地反映个体之间的差异, 我们采用

固定效应模型进行回归, 统计分析使用 STATA 12.0。

2. 公司风险的度量

公司风险就是公司收益变动的可能性, 它是由公司所处的外部市场环境和内部投融资活动的不确定性引起的。在国内外学术界, 度量公司风险的方法主要有三种: 一是系统性风险贝塔系数, 这是投资组合理论的基石; 二是企业(股票的或会计的)收益变动的标准差或方差, 这种衡量方法涵盖了企业的系统性风险和非系统性风险; 三是财务风险预警中常用的 Z 指数。本文借鉴周嘉南和黄登仕(2006)的做法, 用公司近 5 年扣除非经常性损益后的净资产收益率(ROE)的标准差度量公司风险。在稳健性检验中, 我们借鉴于富生等(2008)的做法, 用 Z 指数衡量公司风险。

3. 模型及变量

为了验证本文的研究假设, 我们构建如下模型:

$$RISK_{i,t} = \alpha_i + \alpha_1 SUP_MEET_{i,t} + \alpha_2 IND_MEET_{i,t} + \alpha_3 SUP_MEET_{i,t} \times IND_MEET_{i,t} + \alpha_4 STATE_{i,t} + \alpha_5 TUNNEL_{i,t} + \alpha_6 MHOLD_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \alpha_8 GROWTH_{i,t} + \alpha_9 LEV_{i,t} + \alpha_{10} SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$RISK_{i,t} = \beta_i + \beta_1 SUP_COMP_{i,t} + \beta_2 IND_COMP_{i,t} + \beta_3 SUP_COMP_{i,t} \times IND_COMP_{i,t} + \beta_4 STATE_{i,t} + \beta_5 TUNNEL_{i,t} + \beta_6 MHOLD_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + \beta_9 LEV_{i,t} + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

随着我国公司治理改革的推进和监管的不断强化, 上市公司独立董事比例逐渐“趋同”, 不能很好地表征公司董事会的结构特征(陈运森等, 2011)。类似地, 上市公司为了迎合监管要求, 监事会构成也渐趋“同质化”(职工监事比例不低于 1/3)。为了避免内生性问题的影响, 我们用独立董事实际出席董事会会议次数 IND_MEET (简称独立董事会议次数)和监事会会议次数 SUP_MEET 捕捉独立董事和监事的监督行为, 衡量独立董事和监事的勤勉程度; 用独立董事报酬 IND_COMP 和监事薪酬 SUP_COMP 表征独立董事和监事的激励特征, 衡量货币薪酬在公司内部监督制度中发挥的激励作用。同时, 采用交互项 $SUP_MEET \times IND_MEET$ 和 $SUP_COMP \times IND_COMP$ 用来检验独立董事和监事会两者之间的关系: 如果模型(1)中的 α_3 和模型(2)中的 β_3 的符号为负, 两者是一种互补关系; 如果 α_3 和 β_3 的符号为正, 则两者是一种替代关系。各变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义及计算方法

	变量名称	符号	计算方法
被解释变量	公司风险	$RISK$	样本公司前 5 年的扣除非经常性损益后的净资产收益率指标的标准差
	Z 指数	Z_INDEX	$Z_INDEX = 0.012 \times \text{营运资金} / \text{总资产} + 0.014 \times \text{留存收益} / \text{总资产} + 0.033 \times \text{息税前利润} / \text{总资产} + 0.006 \times \text{股票总市值} / \text{负债账面价值} + 0.999 \times \text{销售收入} / \text{总资产}$
主要解释变量	监事会会议次数	SUP_MEET	样本公司监事会召开会议的次数
	独立董事会议次数	IND_MEET	样本公司独立董事出席公司董事会会议的次数
	监事薪酬	SUP_COMP	样本公司监事会成员年度薪酬合计数/监事会总人数
	独立董事报酬	IND_COMP	样本公司独立董事年度报酬合计数/独立董事人数
控制变量	实际控制人类型	$STATE$	虚拟变量, 实际控制人为国有取 1, 否则取 0
	大股东掏空	$TUNNEL$	样本公司年末其他应收款/年末总资产
	管理层持股比例	$MHOLD$	样本公司管理层持股数之和/公司总股本
	资产报酬率	ROA	样本公司年度净利润/年末总资产
	公司成长性	$GROWTH$	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
	财务杠杆	LEV	样本公司年末总负债/年末总资产
	公司规模	$SIZE$	样本公司总资产的自然对数

四、实证检验及结果分析

1. 变量的描述性统计

表 2 报告了各变量的描述性统计分析结果。从 Panel A 可知, 样本公司监事会会议次数的均值为 4.39 次, 小于独立董事会议次数的均值 7.61 次; 监事会会议次数的中值为 4 次, 也低于独立董事会议次数的中值 7 次; 说明独立董事监督的强度可能要比监事会更大。监事薪酬的均值为 7.43 万元, 高于独立董事报酬的均值 4.33 万元; 监事薪酬的中值为 5.74 万元, 也高于独立董事报酬的中值 4.0 万元。从 Panel B 可知, 样本公司负债比率的中值和均值分别为 49% 和 51%, 总体上财务状况良好; 62% 的样本公司实际控制人为国有; 样本公司管理层持股比例的均值仅为 4%, 总体上偏低。

从图 1 可知, 样本公司独立董事出席董事会会议的次数先是从 2004 年的 6.1 次递增到 2007 年的 8.04 次, 然后下降到 2009 年的 7.12 次, 此后逐年回升至 2012 年的 8.38 次。监事会会议次数均低于同期独立董事会议次数; 除 2002 年外, 2006 年第二次修订的《公司法》生效前, 样本公司监事会会议次数都小于 4 次; 此后监事会会议次数有所增加, 由 2006 年的 3.97 次增加到 2012 年的 5.52 次。

从图 2 可知, 1999—2004 年监事平均薪酬在 2.82 万~3.24 万元之间, 变化幅度不大; 2005 年后监事薪酬有了较大幅度提高, 从 2005 年的 5.29 万元逐年攀升至 2011 年的 10.28 万元, 2012 年回落到 9.48 万元。独立董事平均薪酬除 2000 年仅 2.15 万元外, 1999—2006 年为 2.6 万~3.8 万元, 2007—2012 年在 4.0 万~5.5 万元之间。

表 2 变量的描述性统计分析

Panel A: 主要解释变量的描述性统计分析								
变量	样本量	均值	标准差	最小值	25%分位数	中值	75%分位数	最大值
<i>SUP_MEET</i>	15 803	4.390	1.790	1.00	3.00	4.00	5.00	10.00
<i>IND_MEET</i>	14 078	7.610	3.200	2.330	5.330	7.00	9.00	19.00
<i>SUP_COMP</i>	11 574	74 267	59 255	0	29 829	57 383	110 000	270 000
<i>IND_COMP</i>	13 907	43 268	23 284	0	30 000	40 000	50 000	150 000

Panel B: 其他变量的描述性统计分析								
变量	样本量	均值	标准差	最小值	25%分位数	中值	75%分位数	最大值
<i>RISK</i>	19 469	0.440	0.280	0	0.210	0.410	0.670	1.00
<i>Z_INDEX</i>	19 336	64.38	47	2.160	32.56	52.96	81.54	251.6
<i>STATE</i>	19 392	0.620	0.480	0	0	1.00	1.00	1.00
<i>TUNNEL</i>	19 469	0.050	0.090	0	0.010	0.020	0.050	0.550
<i>MHOLD</i>	19 469	0.040	0.130	0	0	0	0	0.660
<i>ROA</i>	19 469	0.030	0.080	-0.430	0.010	0.030	0.060	0.210
<i>GROWTH</i>	19 469	0.230	0.650	-0.820	-0.020 0	0.140	0.330	4.780
<i>LEV</i>	19 469	0.510	0.290	0.050 0	0.330	0.490	0.630	2.190
<i>SIZE</i>	19 469	21.42	1.190	18.71	20.63	21.27	22.06	25.78

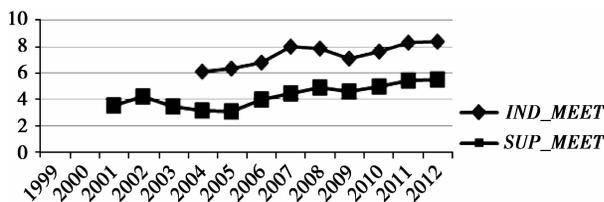


图 1 独立董事/监事会会议次数(均值)变动趋势图

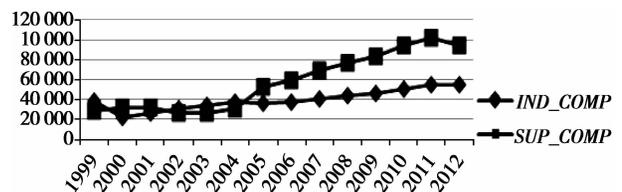


图 2 独立董事/监事薪酬(均值)变动趋势图

2. 变量间的相关性分析

从表3可知, *RISK* 与监事会会议次数正相关, 与独立董事会议次数无关, 与独立董事/监事薪酬显著

负相关; 而 *Z_INDEX* 与监事会会议次数正相关, 与独立董事会议次数负相关, 与独立董事/监事薪酬显著正相关。解释变量间相关系数都小于 0.3, 说明模型不存在严重的多重共线性, 适合进行多元回归分析。

表3 变量间的相关性分析

变量	<i>RISK</i>	<i>Z_INDEX</i>	<i>SUP_MEET</i>	<i>IND_MEET</i>	<i>SUP_COMP</i>	<i>IND_COMP</i>	<i>STATE</i>
<i>RISK</i>	1.000	-0.076 7***	0.033 6***	0.009 9	-0.088 9***	-0.022 9***	-0.207 6***
<i>Z_INDEX</i>	-0.040 5***	1.000	0.023 6***	-0.030 8***	0.120 7***	0.094 6***	0.076 3***
<i>SUP_MEET</i>	0.081 2***	0.010 0	1.000	0.271 4***	0.173 1***	0.120 3***	-0.136 3***
<i>IND_MEET</i>	0.022 5**	-0.036 5***	0.249 6***	1.000	0.121 7***	0.244 0***	-0.084 3***
<i>SUP_COMP</i>	-0.055 5***	0.116 8***	0.173 2***	0.136 2***	1.000	0.299 1***	-0.011 4
<i>IND_COMP</i>	0.017 4*	0.065 1***	0.083 5***	0.248 2***	0.301 4***	1.000	-0.059 2***
<i>STATE</i>	-0.289 8***	0.092 3***	-0.123 7***	-0.092 9***	-0.008 9	-0.053 3***	1.000
<i>TUNNEL</i>	-0.040 3***	-0.075 2***	-0.145 8***	0.014 4	-0.156 9***	-0.063 9***	-0.050 8***
<i>MHOLD</i>	0.097 7***	0.036 5***	0.087 2***	0.057 3***	0.196 0***	0.082 5***	-0.242 6***
<i>ROA</i>	0.096 3***	0.174 6***	0.132 6***	0.054 5***	0.240 7***	0.164 2***	-0.107 5***
<i>GROWTH</i>	0.055 5***	0.195 5***	0.080 0***	0.075 5***	0.098 2***	0.060 6***	0.002 5
<i>LEV</i>	-0.029 2***	0.056 2***	-0.101 7***	0.044 5***	-0.081 5***	-0.024 0***	0.134 4**
<i>SIZE</i>	-0.319 6***	0.090 8***	0.068 7***	0.146 2***	0.336 0***	0.272 4***	0.299 2***
变量	<i>TUNEEL</i>	<i>MHOLD</i>	<i>ROA</i>	<i>GROWTH</i>	<i>LEV</i>	<i>SIZE</i>	
<i>RISK</i>	0.068 9***	0.309 5***	0.027 6***	0.030 9***	-0.012 7*	-0.261 7***	
<i>Z_INDEX</i>	-0.182 2***	-0.014 4**	0.169 7***	0.102 2***	0.032 7***	0.146 4***	
<i>SUP_MEET</i>	-0.128 7***	0.196 2***	0.096 9***	0.033 9***	-0.068 8***	0.104 1***	
<i>IND_MEET</i>	-0.048 3***	0.058 0***	0.049 8***	0.029 0***	0.015 7***	0.190 5***	
<i>SUP_COMP</i>	-0.199 9***	0.160 6***	0.192 7***	0.020 2**	-0.105 9***	0.372 4***	
<i>IND_COMP</i>	-0.133 7***	0.067 8***	0.148 4***	0.006 6	-0.041 7***	0.354 7***	
<i>STATE</i>	-0.484***	-0.377 9***	-0.005 5	-0.014 8**	0.019 6***	0.243 2***	
<i>TUNNEL</i>	1.000	-0.121 6***	-0.385 3***	-0.078 6***	0.343 2***	-0.300 2***	
<i>MHOLD</i>	-0.027 5***	1.000	0.116 8***	0.001 0	-0.216 1***	-0.094 9***	
<i>ROA</i>	-0.254 7***	0.154 9***	1.000	0.207 9***	-0.470 7***	0.193 0***	
<i>GROWTH</i>	-0.115 3***	0.042 2***	0.334 7***	1.000	-0.002 7	0.059 8***	
<i>LEV</i>	0.234 0***	-0.159 4***	-0.408 7***	-0.014 5	1.000	0.021 4***	
<i>SIZE</i>	-0.211 9***	-0.023 8**	0.111 3***	0.161 3***	0.239 6***	1.000	

注: 1.00 上部分为 Pearson 相关系数, 1.00 左下部分为 Spearman 相关系数; ***、** 和 * 分别表示 1%、5% 和 10% 显著性水平。

3. 多元回归分析

(1) 全样本回归

表4报告了样本公司 1999—2012 年独立董事/监事会两个特征变量与公司风险的检验结果。从第(1)~(3)栏可知, 监事会会议次数 *SUP_MEET* 和

独立董事会议次数 *IND_MEET* 的回归系数为负数, 且分别在 1% 和 5% 水平上显著, 说明监事会会议次数和独立董事会议次数与公司风险显著负相关, 表明独立董事和监事会都有效降低了公司风险, 支持

表 4 独立董事/监事会特征变量与公司风险的全样本回归结果

解释变量	被解释变量: <i>RISK</i>					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SUP_MEET</i>	-0.009 46*** (-7.90)		-0.011 9*** (-9.07)			
<i>IND_MEET</i>		-0.0021 6*** (-2.69)	-0.00216** (-2.45)			
<i>SUP_MEET</i> × <i>IND_MEET</i>			0.0014 8*** (3.49)			
<i>SUP_COMP</i>				-1.16E-07*** (-3.19)		-7.46E-08* (-1.94)
<i>IND_COMP</i>					-3.02E-07*** (-2.82)	-2.17E-07* (-1.93)
<i>SUP_COMP</i> × <i>IND_COMP</i>						1.70E-12*** (2.77)
<i>STATE</i>	0.067 7*** (8.02)	0.031 5*** (3.31)	0.022 0** (2.19)	0.026 4*** (2.64)	0.050 8*** (5.70)	0.007 86 (0.76)
<i>TUNNEL</i>	-0.0641** (-2.26)	-0.128*** (-4.27)	-0.162*** (-5.30)	0.0153 (0.51)	-0.104*** (-3.54)	-0.154*** (-4.94)
<i>MHOLD</i>	0.505*** (6.92)	0.609*** (10.56)	0.518*** (7.74)	0.476*** (6.56)	0.514*** (7.23)	0.524*** (7.88)
<i>ROA</i>	0.292*** (10.52)	0.258*** (9.19)	0.261*** (9.05)	0.311*** (10.53)	0.276*** (9.74)	0.258*** (9.07)
<i>GROWTH</i>	0.016 8*** (6.10)	0.016 3*** (6.11)	0.015 1*** (5.37)	0.013 2*** (4.50)	0.017 8*** (6.36)	0.010 9*** (3.86)
<i>LEV</i>	0.0215** (2.02)	0.0537*** (4.55)	0.0697*** (5.62)	0.00143 (0.12)	0.0434*** (3.82)	0.0532*** (4.29)
<i>SIZE</i>	-0.130*** (-39.87)	-0.093 5*** (-27.79)	-0.087 0*** (-22.84)	-0.106*** (-27.81)	-0.115*** (-32.17)	-0.075 6*** (-18.42)
截距项	0.351*** (40.60)	0.341*** (37.11)	0.338*** (34.75)	0.380*** (39.47)	0.342*** (37.79)	0.354*** (36.33)
Adj. R ²	13.89%	9.12%	9.64%	11.40%	10.96%	6.89%
F	274.21***	139.13***	102.90***	161.27***	182.90***	67.48***
样本容量	15 771	13 317	11 752	12 151	14 022	11 231

注: 控制变量 *STATE* 1999—2002 年的数据是按 2003 年的数据“填充”处理的, 因为 CSMAR 数据库自 2003 年才开始披露公司股权结构及股权性质的数据; 括号内数值为 T 统计量; **、* 和 * 分别表示 1%、5% 和 10% 显著性水平; 每个模型各变量的 VIF 最大值均小于 5, 说明模型不存在严重的多重共线性。下同。

假设 H1 和 H2; 交互项 $SUP_MEET \times IND_MEET$ 的回归系数为正数, 且在 1% 水平上显著, 说明独立董事和监事会二者之间是一种替代关系, 而非互补关系, 独立董事的引入会因职能冲突而削弱监事会的监督效果, 支持假设 H3b。从第(4)~(6)栏可知, 监事薪酬 SUP_COMP 和独立董事报酬 IND_COMP 的回归系数为负数, 且均在 10% 水平上显著, 说明货币薪酬在公司内部监督制度中发挥了应有的激励作用, 同样验证了假设 H1 和 H2; 交互项 $SUP_COMP \times IND_COMP$ 的回归系数为正数, 且在 1% 水平上显著, 说明独立董事和监事会在降低公司风险中并不是互为补充, 而是一种替代关系, 假设 H3b 成立。

从控制变量的回归结果分析, 公司风险与国有股权 $STATE$ 显著正相关, 与公司规模 $SIZE$ 显著负相关, 与于富生等(2008)的研究结论一致; 管理层持股比例 $MHOLD$ 与公司风险显著正相关, 表明公司高管持股比例越高, 越有激励其勤勉工作, 公司发展越快, 收益变动的幅度越大, 从而经营风险越大; 资产报酬率 ROA 、公司成长性 $GROWTH$ 与公司风险显著正相关, 原因是公司获利能力和成长性越强, 收益变动幅度越大, 经营风险越高, 这符合财务学的一般原理; 财务杠杆 LEV 与公司风险显著正相

关, 与经典资本结构理论吻合; 大股东掏空 $TUNNEL$ 与公司风险显著负相关, 可能是因为大股东通过关联交易等方式占用上市公司资金, 削弱了公司可持续发展的能力, 盈利能力下降, 收益变动幅度小, 因而公司经营风险降低。

(2) 分段回归——监事会/独立董事会议次数与公司风险

从表 5 可知, 在导入独立董事前的 1999—2002 年样本区间, 监事会会议次数 SUP_MEET 的回归系数为负, 且在 10% 水平上显著; 而在 2003—2012 年样本区间, 监事会会议次数 SUP_MEET 的回归系数在 1% 水平上显著为负, 这说明监事会在治理监督中发挥了应有的作用, 显著降低了公司风险, 同时也说明监事会的治理效率有了明显改善(边际值由 0.007 25 增加到 0.013 4)。独立董事会议次数 IND_MEET 的回归系数为负数, 且在 5% 水平上显著, 表明独立董事也发挥了公司治理的机能, 有利于降低公司风险, 假设 H1 和 H2 得到验证。交互项 $SUP_MEET \times IND_MEET$ 的回归系数在 1% 水平上显著为正, 同样支持假设 H3b, 说明独立董事和监事会两者之间是一种替代关系, 而并非互补关系。控制变量的检验结果与表 4 一致。

表 5 独立董事/监事会会议次数与公司风险的分段回归结果

解释变量	被解释变量: $RISK$			
	1999—2002 年		2003—2012 年	
SUP_MEET	-0.007 25* (-1.89)	-0.013 4*** (-11.04)		-0.011 9*** (-9.07)
IND_MEET			-0.002 16*** (-2.69)	-0.002 16** (-2.45)
$SUP_MEET \times IND_MEET$				0.001 48*** (3.49)
$STATE$		0.042 1*** (4.76)	0.031 5*** (3.31)	0.022 0** (2.19)
$TUNNEL$	0.020 0(0.15)	-0.117*** (-4.07)	-0.128*** (-4.27)	-0.162*** (-5.30)
$MHOLD$	20.40* (1.74)	0.528*** (7.88)	0.609*** (10.56)	0.518*** (7.74)
ROA	0.490*** (4.66)	0.272*** (9.75)	0.258*** (9.19)	0.261*** (9.05)
$GROWTH$	-0.006 65(-0.74)	0.016 6*** (6.03)	0.016 3*** (6.11)	0.015 1*** (5.37)
LEV	0.068 1(1.18)	0.052 1*** (4.54)	0.053 7*** (4.55)	0.069 7*** (5.62)
$SIZE$	-0.233*** (-6.82)	-0.099 0*** (-28.62)	-0.093 5*** (-27.79)	-0.087 0*** (-22.84)
截距项	0.370*** (11.49)	0.343*** (38.10)	0.341*** (37.11)	0.338*** (34.75)
Ad. R^2	6.92%	10.96%	9.12%	9.04%
F	10.75***	176.46***	139.13***	102.90***
样本容量	2 132	13 639	13 317	11 752

注: 中国证监会于 2001 年 8 月发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》要求, 上市公司到 2003 年 6 月 30 日前独立董事占公司董事会人数的比例不应低于 1/3, 因此我们选择 2003 年作为分界点。

(3) 分段回归——独立董事/监事薪酬与公司风险

从表 6 可知, 在导入独立董事制度前的 1999—2002 年样本区间, 监事薪酬 SUP_COMP 的回归系数为负, 但未通过显著性检验; 而在 2003—2012 年样本区间, 监事薪酬 SUP_COMP 的回归系数在 10% 水平上显著为负, 说明监事会治理效率有所改善,

同时也表明货币薪酬在监事会监督中发挥了一定的激励作用。独立董事报酬 IND_COMP 的回归系数为负数, 但不显著, 说明薪酬激励在独立董事监督中没有发挥应有的效果。交互项 $SUP_RATIO \times IND_RATIO$ 的回归系数为正, 且在 5% 水平上显著, 仍然说明独立董事和监事会之间是一种替代关系, 而非互补关系。控制变量的回归结果与表 4 一致。

表 6 独立董事/监事薪酬与公司风险的分段回归结果

解释变量	被解释变量: $RISK$			
	1999—2002 年		2003—2012 年	
SUP_COMP	-5.87E-07 (-0.92)	-4.04E-08 (-1.17)		-7.10E-08* (-1.85)
IND_COMP			-1.97E-07* (-1.82)	-1.82E-07 (-1.63)
$SUP_COMP \times IND_COMP$				1.58E-12** (2.56)
$STATE$		0.009 37 (0.92)	0.043 6*** (4.79)	0.009 76 (0.95)
$TUNNEL$	0.275** (2.05)	-0.133*** (-4.33)	-0.113*** (-3.83)	-0.149*** (-4.80)
$MHOLD$	92.72 (1.60)	0.526*** (8.03)	0.522*** (7.64)	0.525*** (8.02)
ROA	0.390** (2.33)	0.241*** (8.61)	0.265*** (9.37)	0.252*** (8.90)
$GROWTH$	0.017 8 (1.31)	0.011 1*** (4.01)	0.017 2*** (6.17)	0.011 0*** (3.94)
LEV	0.040 1 (0.45)	0.050 3*** (4.09)	0.046 1*** (3.94)	0.053 4*** (4.30)
$SIZE$	-0.106*** (-3.40)	-0.075 6*** (-19.13)	-0.104*** (-28.61)	-0.073 9*** (-18.07)
截距项	0.406*** (6.56)	0.355*** (36.86)	0.342*** (37.21)	0.352*** (36.21)
Adj. R^2	6.31%	6.58%	9.58%	6.72%
F	4.47***	79.96***	145.42***	64.77***
样本容量	955	11196	13110	11099

3. 稳健性检验

Z 指数在企业财务风险预警中有着广泛的应

用, 该指标值越大, 公司风险越小。我们借鉴于富生等(2008)的做法, 采用 Z 指数度量公司风险重新进行回归分析, 检验结果见表 7 和表 8。从表 7 可

知, 在 1999—2012 年全样本区间, 不论是监事会会议次数还是独立董事会议次数, 不论是监事薪酬还是独立董事报酬都在 1% 或 5% 水平上与 Z_INDEX 显著正相关, 说明独立董事和监事会在公司内部监督中确实发挥了应有的治理作用, 显著降低了公司风险; 交互项 $SUP_MEET \times IND_MEET$ 和 $SUP_$

$COMP \times IND_COMP$ 的回归系数均在 1% 水平上显著为负, 充分说明独立董事和监事会之间是一种替代关系而非互补关系, 与前文的研究结论完全一致。表 8 的检验结果与表 7 相同, 也与前文的分析结论保持一致, 说明本文的研究结论是稳健可靠的。

表 7 独立董事/监事会特征变量与 Z_INDEX 的全样本回归结果

解释变量	被解释变量: Z_INDEX					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
SUP_MEET	0.722*** (5.19)		0.848*** (5.38)			
IND_MEET		0.261*** (2.69)	0.218** (2.06)			
$SUP_MEET \times IND_MEET$			-0.140*** (-2.74)			
SUP_COMP				4.95E-05*** (11.36)		5.45E-05*** (11.84)
IND_COMP					1.15E-04*** (9.22)	7.79E-05*** (5.79)
$SUP_COMP \times IND_COMP$						-4.68E-10*** (-6.39)
$STATE$	-4.544*** (-4.58)	-2.536** (-2.20)	-3.147*** (-2.59)	-1.365 (-1.12)	-4.922*** (-4.70)	-2.311* (-1.85)
$TUNNEL$	-31.85*** (-9.43)	-25.71*** (-6.89)	-21.90*** (-5.76)	-35.24*** (-9.44)	-25.89*** (-7.36)	-22.46*** (-5.77)
$MHOLD$	10.60 (1.25)	0.840 (0.12)	8.242 (1.03)	11.35 (1.31)	11.46 (1.38)	7.067 (0.89)
ROA	51.16*** (15.33)	42.68*** (12.12)	38.45*** (10.67)	39.73*** (10.76)	49.95*** (14.57)	38.53*** (10.79)
$GROWTH$	5.953*** (18.33)	6.478*** (19.80)	6.740*** (19.65)	6.956*** (19.46)	6.512*** (19.69)	7.826*** (22.75)
LEV	10.07*** (7.68)	-0.0746 (-0.05)	-0.271 (-0.17)	6.473*** (4.25)	7.962*** (5.67)	0.130 (0.08)
$SIZE$	-2.119*** (-5.46)	-5.893*** (-14.28)	-7.495*** (-16.03)	-6.378*** (-13.66)	-4.777*** (-11.29)	-10.49*** (-20.92)
截距项	61.95*** (59.89)	70.17*** (61.49)	70.22*** (58.09)	64.12*** (53.46)	64.53*** (59.17)	70.00*** (57.84)
Ad. R ²	7.15%	8.05%	8.87%	8.84%	8.24%	12.06%
F	129.92***	120.22***	92.93***	120.19***	132.26***	123.79***
样本容量	15 662	13 203	11 653	12 044	13 920	11 133

表 8 独立董事/监事会特征变量与 Z_INDEX 的检验结果(2003—2012)

解释变量	被解释变量: Z_INDEX					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
SUP_MEET	1.021*** (7.09)		0.862*** (5.48)			
IND_MEET		0.266*** (2.75)	0.224** (2.12)			
$SUP_MEET \times IND_MEET$			-0.152*** (-2.98)			
SUP_COMP				4.35E-05*** (10.51)		5.19E-05*** (11.28)
IND_COMP					8.32E-05*** (6.56)	6.88E-05*** (5.10)
$SUP_COMP \times IND_COMP$						-4.21E-10*** (-5.71)
$STATE$	-4.774*** (-4.52)	-2.565** (-2.23)	-3.163*** (-2.61)	-2.385* (-1.91)	-5.027*** (-4.67)	-2.296* (-1.84)
$TUNNEL$	-25.57*** (-7.24)	-25.29*** (-6.77)	-21.37*** (-5.62)	-22.46*** (-5.80)	-24.79*** (-6.90)	-20.76*** (-5.32)
$MHOLD$	7.706 (0.97)	0.614 (0.09)	8.051 (1.01)	7.667 (0.98)	10.01 (1.25)	6.561 (0.84)
ROA	45.89*** (13.32)	41.36*** (11.73)	36.98*** (10.26)	37.26*** (10.53)	44.07*** (12.75)	35.95*** (10.09)
$GROWTH$	6.143*** (18.57)	6.478*** (19.79)	6.737*** (19.64)	7.746*** (22.75)	6.483*** (19.54)	7.918*** (23.16)
LEV	4.160*** (2.88)	-0.940 (-0.62)	-1.141 (-0.73)	-1.562 (-0.99)	4.245*** (2.90)	-1.200 (-0.75)
$SIZE$	-5.541*** (-13.21)	-5.764*** (-13.99)	-7.335*** (-15.72)	-9.730*** (-20.00)	-5.924*** (-13.62)	-10.58*** (-21.09)
截距项	67.29*** (61.14)	70.63*** (61.85)	70.67*** (58.51)	70.73*** (58.43)	67.56*** (60.58)	70.89*** (58.30)
Ad. R ²	7.85%	7.98%	8.76%	11.55%	8.15%	12.13%
F	120.84***	118.87***	91.82***	146.31***	120.39***	122.54***
样本容量	13 513	13 187	11 637	11 074	12 988	10 985

五、结论与启示

公司内部监督制度是公司治理的基石,选择科学合理的公司内部监督模式是各国公司治理改革努力的方向。我国上市公司的内部监督模式经历了最初的监事会监督模式到独立董事和监事会“双头”监督模式的强制性制度变迁历程。立法机构和监管部门的初衷是希望独立董事和监事会相互促进、密切配合,协同提高上市公司的治理效率。然而,这一制度设计引致的独立董事和监事会职能重

叠和权力冲突广受社会诟病,备受质疑。

本文以公司风险为切入点,将独立董事和监事会纳入统一的分析框架,实证检验了独立董事和监事会的治理效率,并通过交互效应考察了二者之间的关系,研究发现:(1)在导入独立董事制度前,监事会治理效率微弱;导入独立董事制度后,监事会治理效率显著提高,获得了竞争带来的“制度红利”。(2)独立董事的引入确实有利于降低公司风险。(3)独立董事和监事会两者之间是一种替代关系,而非互补关系,这说明,在监事会初始制度安排

下, 引入独立董事制度不利于降低公司风险。

本项研究的政策启示在于, 独立董事制度作为一种成熟的公司内部监督制度, 确实能改善我国上市公司的治理效率。从国家宏观层面看, 独立董事制度的导入, 为监事会提供了良好的竞争平台, 促使监事会不断加强自身制度建设和能力提升, 提高了监事会监督的效果。但是, 在公司微观层面, 独立董事和监事会却是一种替代关系而非互补关系, 强制要求上市公司设立独立董事, 实行独立董事和监事会“双头”监督模式, 并不利于降低公司风险。本文认为, 我国上市公司治理监督模式的最佳选择是, 允许独立董事制度和监事会制度同时并存、共同竞争, 并许可公司根据自身实际以公司章程选择合适的内部监督制度。

参考文献:

- 陈运森, 谢德仁. 2011. 网络位置、独立董事治理与投资效率 [J]. 管理世界 (7): 113-127.
- 高明华, 马守莉. 2002. 独立董事制度与公司绩效关系的实证分析——兼论独立董事有效行权的制度环境 [J]. 南开经济研究 (7): 64-74.
- 国务院国资委监事会课题组. 2011. 监事会日常监督与集中检查模式研究 [J]. 国有资产管理 (12): 22-27.
- 胡奕明, 唐松莲. 2008. 独立董事与上市公司盈余信息质量 [J]. 管理世界 (9): 149-160.
- 李常青, 赖建清. 2004. 董事会特征影响公司绩效吗? [J]. 金融研究 (5): 64-77.
- 唐清泉, 罗党论, 王莉. 2005. 大股东的隧道挖掘与制衡力量——来自中国市场的经验证据 [J]. 中国会计评论 (1): 63-86.
- 王跃堂, 赵子夜, 魏晓雁. 2006. 董事会的独立性是否影响公司绩效? [J]. 经济研究 (5): 62-73.
- 王跃堂, 朱林, 陈世敏. 2008. 董事会独立性、股权制衡与财务信息质量 [J]. 会计研究 (1): 55-62, 96.
- 姚伟峰, 鲁桐. 2010. 监事会建设与企业效率 [J]. 南京社会科学 (7): 21-25, 72.
- 叶康涛, 陆正飞, 张志华. 2007. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”? [J]. 经济研究 (4): 101-111.
- 于东智. 2003. 董事会、公司治理与绩效——对中国上市公司的经验分析 [J]. 中国社会科学 (3): 29-41, 205-206.
- 于富生, 张敏, 姜付秀, 任梦洁. 2008. 公司治理影响公司财务风险吗 [J]. 会计研究 (10): 52-59, 97.
- 周嘉南, 黄登仕. 2006. 上市公司高级管理层报酬业绩敏感度与风险之间关系的实证检验 [J]. 会计研究 (4): 44-51.
- AGRAWAL A, KNOEBER C R. 1996. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers

- and Shareholders [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31(3): 377-397.
- AGRAWAL A, KNOEBER C R. 2010. Do Some Outside Directors Play a Political Role? [J]. Journal of Law and Economics, 44(1): 179-198.
- AROSA B, ITURRALDE T, MASEDA A. 2010. Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish Non-listed family firms [J]. Journal of Family Business Strategy, 1(4): 236-245.
- BAE K H, KANG J K, KIM J M. 2002. Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups [J]. Journal of Finance, 57(6): 2695-2740.
- BERLE A, MEANS G. 1932. The Modern Corporation and Private Property [M]. New York: Macmillan.
- BRICKLEY J A, COLES J L, TERRY R L. 1994. Outside Directors and the Adoption of Poison Pills [J]. Journal of Financial Economics, 35(3): 371-390.
- CHEUNG Y L, RAU P R, STOURAITIS A. 2006. Tunneling, Propping and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong [J]. Journal of Financial Economics, 82(2): 343-386.
- CLAESSENS S, Fan J P F. 2002. Corporate Governance in Asian; A Survey [J]. International Review of Finance, 3(2): 71-103.
- CONGER J A, FINEGOLD D, LAWLER E E. 1998. Appraising Boardroom Performance [J]. Harvard Business Review, 76(1): 136-148.
- DONALDSON G. 1995. A New Tool for Boards: Strategic Audit [J]. Harvard Business Review, 73(4): 99-107.
- FAMA E F, JENSEN M. C. 1983. Separation of Ownership and Control [J]. Journal of Law and Economics, 26(2): 301-325.
- FAN J P H, WONG T J. 2005. Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia [J]. Journal of Accounting Research, 43(1): 35-72.
- HALL B J, MURPHY K J. 2003. The Trouble with Stock Options [J]. Journal of Economic Perspectives, 17(3): 49-70.
- HARDJO K, ALIREZA T. 2012. Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand [J]. Australasian Accounting Business and Finance Journal, 6(2): 3-18.
- HERMALIN B E, WEISBACH M S. 1988. The Determinants of Board Composition [J]. RAND Journal of Economics, 19(4): 589-606.
- HERMALIN B E, WEISBACH M S. 1991. The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance [J]. Financial Management, 20(4): 101-112.
- JENSEN M C, MECKLING W H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure

- [J]. *Journal of Financial Economics*, 3(4) :305-360.
- JIANG G H C, LEE M C, YUE H. 2010. Tunneling through Intercorporate Loans; the China Experience [J]. *Journal of Financial Economics*, 98(1) :1-20.
- JOHNSON S, BOONE P, BREACH A, FRIEDMAN E. 2000. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis [J]. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2) :141-186.
- KLEIN A. 1998. Firm Performance and Board Committee Structure [J]. *Journal of Law and Economics*, 41 (1) : 275-299.
- LORSCH J W. 1995. Empowering the Board [J]. *Harvard Business Review*, 73(1) :107-117.
- POUND J. 1995. The Promise of the Governed Corporation [J]. *Harvard Business Review*, 73(2) :89-98.
- SHLEIFER A, VISHNY R W. 1997. A Survey of Corporate Governance [J]. *Journal of Finance*, 52(2) :737-783.
- WAGNER J. 2011. One-third Codetermination at Corporate Supervisory Boards and Firm Performance in German Manufacturing Industries; First Direct Evidence from a New Type of Enterprise Data [J]. *Schmollers Jahrbuch*, 131(1) : 91-106.
- WILLIAMS M P, TAYLOR D W. 2013. Corporate Propping through Related-Party Transactions; the Effect of China's Securities Regulations [J]. *International Journal of Law and Management*, 55(1) :28-41.

Independent Directors and the Board of Supervisors: Substitution or Complementation?

—An Empirical Analysis Based on Corporate Management Risk

RAN Guang-gui¹, LUO Shuai², FANG Qiao-ling³

(1. *School of Management, Guizhou University, Guiyang 550025, China*; 2. *Sichuan Xincheng Private Equity Fund Management Co., Ltd., Chengdu 610023, China*; 3. *Shenzhen Qianhai Webank Corp., Inc., Guangdong Shenzhen 518052, China*)

Abstract: By using the business risk as the breakthrough point, by taking 19469 yearly observation values of 2375 listed companies of China during 1999-2012 as research sample, this paper empirically tests the governance efficiency and their interaction of the supervisory board and independent directors. The research shows: (1) that the governance efficiency of the supervisory boards has been improved after introducing the independent director system, while it was weak before, which indicates that from national macro-level, the introduction of independent directors increases systematic supply of management and supervision, optimizes institutional structure and obtains the dividend brought by system competition; (2) that industrious independent directors significantly reduce the business risk, which shows that the establishment of independent directors in China's company management structure has economic rationality; (3) and that it is a kind of substitutional relation rather than complementary relationship between independent directors and the board of supervisors, which reveals that from micro-level of a company, there is duty conflict between independent directors and board of supervisors and that under the arrangement of the initial institution of the board of supervisors, the introduction of the independent directors will weaken the supervising effect of the board of supervisors. The use of double supervision model by independent directors and the board of supervisors is difficult to solve the effectiveness of management supervision of China's listed companies and the optimal selection for listed companies is to permit them co-existence and competition and to permit the listed companies to choose their appropriate internal supervision pattern according to their own situation.

Key words: company management; internal supervisory patterns; “double” supervising model; independent directors; board of supervisors; corporate risk; governance effect; institutional competition dividend; management duty conflict

CLC number: F271.5

Document code: A

Article ID: 1674-8131(2015)06-0077-13

(编辑:夏 冬;段文娟)