

联系会员视角

VISION of CAPCO ASSOCIATE MEMBERS

聚焦市场热点话题
为上市公司提供专业视角解读

服务
■ 自律
■ 规范
■ 提高

■ 本期主办
联系会员——上海问道有诚律师事务所





中国上市公司协会联系会员名单 (按首字母排序)

CAPCO Associate Members List

北京大成律师事务所
北京德和衡律师事务所
北京德恒律师事务所
北京市环球律师事务所
北京市金杜法律研究院
北京市隆安律师事务所
北京市天同律师事务所
北京市盈科律师事务所
上海问道有诚律师事务所

安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)
天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)

南方基金管理股份有限公司
鹏华基金管理有限公司

银河期货有限公司
中信期货有限公司

北京枫叶誉驰投资管理有限公司
东方金诚国际信用评估有限公司
达信(中国)保险经纪有限公司
弗若斯特沙利文(北京)咨询有限公司
五矿国际信托有限公司
中智管理咨询有限公司

Contents

目录

- 01 政策解读 01
意义与影响：《上市公司独立董事管理办法》解读
- 02 案例分析 07
独立董事的履职风险及应对建议
——以独立董事制度改革为契机
- 03 Wintao Global Focus 11
Viewing the Characteristics and Influence of the
Independent Director System In America & China
——From Imported to Localization

1 政策解读

意义与影响：《上市公司独立董事管理办法》解读

2023年4月14日，国务院办公厅印发了《关于上市公司独立董事制度改革的意见》（国办发〔2023〕9号），启动了上市公司独立董事制度的改革，提出了独立董事明确职责定位、优化履职方式、强化任职管理、改善选任制度、加强履职保障、严格履职情况监督管理、健全责任约束机制、完善内外部监督体系等八个方面的改革任务。经过社会意见的征询意见，中国证监会于2023年8月4日出台了《上市公司独立董事管理办法》，对原有的独立董事制度进行了系统且全面的修订。《上市公司独立董事管理办法》的出台与公布是一次自上而下的制度调整，是独立董事制度建立以来最直接、最明了、最惹人注目的一次改革。

一、实践意义

1 《上市公司独立董事管理办法》的出台将推进我国独立董事制度的法治化

2001年8月，中国证监会发布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，要求所有境内上市公司建立独立董事制度。此后，证券监管部门着力推进独立董事制度的法治化建设。2002年1月，中国证监会公布了《上市公司治理准则》，要求上市公司对公司治理的改进措施进行信息披露，对董事会的人员构成、专业委员会的设立进行了详细规定。值得注意的是，2005年10月，修订后的《公司法》第123条规定，上市公司董事会需要设立“独立董事”，具体办法由国务院规定。《公司法》的这一规定确立了独立董事制度的法律地位。2022年1月，中国证监会出台了《上市公司独立董事规则》，在吸纳散见于规范性文件中的规则内容之基础上，系统规定了独立董事的任职条件、选任程序、职权内容与履职保障措施。2023年8月，中国证监会出于上市公司独立董事改革的要求，制定了《上市公司独立董事管理办法》。《上市公司独立董事管理办法》以六章、四十八条明确了独立董事的涵义、

任职资格、履职方式与保证、监督管理与法律责任，进而细化了独立董事制度的各个具体环节，最大程度地完成了《国务院办公厅关于上市公司独立董事改革的意见》提出的优化履职方式、强化任职管理等八个方面的改革任务。另一方面，上市公司协会也积极参与到独立董事制度的法制化进程。2014年9月，中国上市公司协会发布《上市公司独立董事履职指引》，明确独立董事的十一项履职义务与各项职权。2020年8月，中国上市公司协会发布《独立董事促进上市公司内部控制工作指引》，以指引与督促上市公司提高风险管理水平。

随着《上市公司独立董事管理办法》的实施，我国独立董事制度的法制建构将日益完善，最终形成了包括《公司法》、《证券法》为代表的基本法律、《上市公司独立董事管理办法》为主体、以及行业自律规则在内的规范体系。

2 《上市公司独立董事管理办法》的出台是破解“独董不独、独董不懂”局面之举措

我国独立董事制度建立以来，在促进上市公司合规经营、保护中小投资者合法权益等方面发挥了重要的作用。但是，随着我国资本市场改革持续深化，已有的独立董事制度日益暴露出众多弊端。其中，独立董事的独立性欠缺尤为严重。究其原因，简单地说是因为：我国上市公司的股权集中度高，控股股东往往控制着董事会，可以直接影响独立董事的选聘。加之，独立董事在实际履职中出于保障现有薪酬或谋取公司董事席位的目的，缺乏发表反对意见或保留意见的动力。与“独董不独”相伴而生的是“独董不懂”。原《上市公司独立董事规则》第九条规定，担任独立董事的基本条件之一是具备上市公司运作的基本知识或具有五年以上法律、经济或其他履行独立董事职责所需的工作经验。实践中，上市公司的独立董事多是某一领域的专家或精英，不过，有些独立董事并不具备公司治理理论或实践经验、公司运营知识，

直接导致其无法对专业的公司财务、经营问题进行透彻地理解，进而洞悉其中的法律风险与识别上市公司在信息披露上的弄虚作假。

对于“独董不独、独董不懂”问题，《上市公司独立董事管理办法》从履职保障、公司治理结构上着手，设置了针对性的要求、规定了补救性的措施。待到《上市公司独立董事管理办法》正式实施后，上述问题将得到解决。

3 《上市公司独立董事管理办法》的出台是我国提升上市公司质量、优化资本环境的良机

在我国上市公司的治理结构中，董事会常常因股权数量变化、实际控制人变更而出现利益或意见上的分歧和冲突。独立董事作为与上市公司及其主要股东、实际控制人不存在直接或间接利害关系的专业人士，可以协调、平衡和处理董事会内部分歧和冲突。同时，独立董事通过任职于上市公司的战略委员会、风险委员会、薪酬和考核委员会，凭借其行业经验、个人声望对上市公司的合规管理与业绩提升有着直接的影响与作用。而且，独立董事通过为上市公司的重大项目投融资决策、股权激励、架构调整等重大经营事项提供咨询服务，可以赋能于上市公司的健康发展。

只是，独立董事制度改革前，独立董事受限于其独立性无法从制度上得到切实的保障，其所能发挥的作用与范围十分有限、不普遍。更有甚者，随着我国资本市场发展，独立董事制度出现定位不清晰、责权利不对等、监督手段不够、履职保障不足等问题。不过，随着《上市公司独立董事管理办法》的贯彻与实施，尤其是在任职条件、履职保障与权责平衡上的规定与努力得到实现，独立董事的独立性将得到保障，其职权行使将日益透明化、其履职方式将逐渐常态化，进而上市公司的合规管理水平将显著提高，中小投资者合法权益也将得到有力地保护，最终独立董事制度也将诠释其“因治理结构而生、为制衡权利而来”的真正涵义。

二、新增内容



相较于 2022 年 5 月发布的《上市公司独立董事规则》，《上市公司独立董事管理办法》既有内容上的继承，又增加了创新性规定，后者主要集中于独立董事的职责定位、任职条件与律师保障等三个方面。

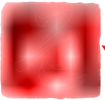
在职责定位上，《上市公司独立董事管理办法》第三条明确了独立董事须发挥的作用，即“参与决策、监督制衡、专业咨询”；第十七条第二款规定了独立董事的职责之一是：对上市公司与其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员之间的潜在重大利益冲突事项进行监督。

在任职条件上，《上市公司独立董事管理办法》第六条规定了三项新的任职禁止情形：第一，在上市公司控股股东、实际控制人的附属企业任职的人员及其配偶、父母、子女不得出任独立董事；第二，与上市公司及其控股股东、实际控制人及其附属企业有重大业务往来的人员或上述单位任职的人员不得出任独立董事；第三，为上市公司及其控股股东、实际控制人或附属企业提供财务、法律、咨询、保荐等服务的人员不得出任独立董事。除此之外，《上市公司独立董事管理办法》第八条将兼任独立董事的公司数量由“五家境内外上市公司”缩减为“三家境内上市公司”。同时，《上市公司独立董事管理办法》要求独立董事不得有重大失信等不良记录。

在候选人的提名上，《上市公司独立董事管理办法》第九条第二款赋予依法设立的投资者保护机构公开请求股东委托其代为行使提名独立董事的权利；第十二条规定上市公司股东大会选举两名以上独立董事的，实行累积投票制，鼓励进行差额选举。在独立董事的任免与补选上，《上市公司独立董事管理办法》第二十条第二款规定，独立董事的缺席次数由“连续三次”修改为“连续两次”，即独立董事连续两次未出席董事会会议，董事会可以就这一情形提请股东大会解除独立董事职务。而独立董事被解除职务的补选期限由“三个月”缩短为“六十日”。

在履职保障上,《上市公司独立董事管理办法》第三十七条第一款、第二款规定,上市公司应当及时向独立董事发出董事会会议通知;董事会专门委员会召开会议的,应在召开前三日提供资料与信息。两名及以上独立董事认为会议资料提供不及时,可以向董事会提出延期召开或延期审议,董事会应当采纳。

三、主要影响



无疑,《上市公司独立董事管理办法》的出台与发布表明:我国独立董事制度将日益规范化,同时也对上市公司、独立董事提出了新的要求,还给中国上市公司协会的自律工作带来了新的方向。


◆ 首先,就上市公司而言,《上市公司独立董事管理办法》要求其改善独立董事选任制度。相较于《上市公司独立董事规则》,《上市公司独立董事管理办法》在独立董事的选任上尤为严格。《上市公司独立董事管理办法》第九条第三款规定:提名人不得提名与其有利害关系的人员或影响独立履职情形的关系密切人员。并且,《上市公司独立董事管理办法》第十一条第三款增加一项独立董事候选人资格的证券交易所审核程序。同时,《上市公司独立董事管理办法》第十二条规定,选举两名以上独立董事必须实行累积投票制;第十四条第二款明确了独立董事的解聘要求,即不符合一般董事的任职条件或者独立性要求的独立董事,应当立即停止履职并辞去职务;未主动辞职的,上市公司应当按规定解聘。

1



◆ 其次，就独立董事而言，《上市公司独立董事管理办法》要求其²切实发挥监督制衡、专业咨询等作用。比较原来的《上市公司独立董事规则》可知，《上市公司独立董事管理办法》界定了独立董事的义务、明确了独立董事的功能，即独立董事负有忠实与勤勉义务、发挥参与决策、监督制衡、专业咨询作用。上述规定彻底改变了独立董事之定位模糊的局面，也为独立董事的适当履职提供了指引。为了保证独立董事切实履行其法律义务，《上市公司独立董事管理办法》明确了八种不可担任独董的情形，新增了三类不得担任独立董事的人群，缩减了独立董事的公司任职数量与范围。不仅如此，《上市公司独立董事管理办法》对独立董事行使职权的透明化提高了要求，即上市公司需要对独立董事行使以及不能行使特别职权予以信息披露。

◆ 最后，就中国上市公司而言，《上市公司独立董事管理办法》的具³体实施需要其建立健全配套机制。作为自律组织，中国上市公司协会也是我国独立董事制度改革相关要求的推动者与落实主体。《上市公司独立董事管理办法》第十六条已明确由中国上市公司协会负责独立董事信息库的建设和管理工作。而中国上市公司协会也表示将制定与发布《上市公司独立董事职业道德规范》，并探索开展独立董事履职评价工作，疏通上市公司与独立董事双向选聘渠道，搭建独立董事沟通交流平台。

 挑战与机遇并存！《上市公司独立董事管理办法》将于9月4日正式实施。届时，我国上市公司的独立董事制度将发生新的改变，上市公司独立董事也将不得不提升自己的履职能力与水平。不过，《上市公司独立董事管理办法》中存有了一个对上市公司及其独立董事利好的规定——新规定实施之日设置了一年的过渡期。在过渡期内，上市公司可以就董事会及其专门委员会的设置、独立董事专门会议机制、独立董事的独立性、任职条件与期限、兼职数量等做出调整，以符合《上市公司独立董事管理办法》的新要求。

2 案例分析

独立董事的履职风险及应对建议

——以独立董事制度改革为契机



“康美药业”事件的爆发使社会民众注意到独立董事的法律责任。在“康美药业”案件中，广州中院判决五名独立董事承担3.96亿元的天价赔偿，与五名独立董事的实际权责构成严重不对等。据康美药业的年报显示，其中三名独立董事在2016至2017年年间的薪酬均为7.39万元，2018年降为7万元。比较之下，如何实现上市公司独立董事的权责平衡成为一项关涉到上市公司独立董事制度的重要议题。

2022年1月，《最高人民法院关于审理证券虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》正式实施，其第十六条规定了五项可以认定独立董事无过错的五种情形。

同时，《上市公司独立董事管理办法》第四十六条也明确了独立董事能证明其履行基本职责，可认定其不存在主观故意而免于行政处罚的五种情形。实际上，独立董事可以参照下列案例中的做法以证明自身履行了基本职责、不存在主观故意而寻求免于行政处罚。



案例一：独立董事尽到勤勉义务而免于处罚

1

2006年，某上市公司进行土地收购，但在2006年年报中对土地收购事项进行了虚假记载，同时，该公司2007年、2008年未对土地收购相关的关联交易进行及时披露。监管部门发现上述违法违规行为，对上市公司及其独立董事杨某作出《行政处罚事先告知书》。接到《行政处罚预先告知书》后，杨某提出其切实履行了其作为独立董事的基本职责，内容包括：第一，亲自对公司已投资项目的运营情况进行实地考察并要求对拟投资项目进行可行性论证；第二，发现公司财务报表异常变化时，其立即质询上市公司董事长与财务总监，向其提示违规风险；第三，按时参加股东大会和董事会，与董事会、财务总监进行沟通，向财务总监询问2008年年报、2009年第一季度流动资金异常变化的原因，并询问是否存在关联交易等问题；第四，主动与提供审计服务的注册会计师沟通，了解审计计划；第五，提醒与督促公司董事会通过《关于关联方资金往来还款计划的议案》并回笼资金。经查实，中国证监会认为独立董事杨某忠实且勤勉地尽到了监督义务，不再对其施以行政处罚。

相较于独立董事忠实履行其职责而不予行政处罚，在上市公司任职的独立董事更需要对履职不当而予以行政处罚的情形或事例引以为戒。根据中国证监会的官方数据，下列三种典型情形中的独立董事可能因为不当履职而被予以行政处罚。

案例二：独立董事不行使职权而予以处罚

2

某上市公司接到证券交易所的询问函，要求其对公司2019年业绩预告披露不准确、更正不及时，2020年年度报告披露不真实、不准确等情况作出说明。独立董事兼审计委员会召集人江某回复称，



由于公司财务人员调整以及疫情对公司业绩影响大，加上子公司众多，业务类型较多，导致了业绩预告披露出现违规。自己作为独立董事，已主动与审计师进行沟通，召集审计委员会成员一致同意年审会计师的审计计划与报告内容。信息披露的准确性关键在于公司管理层，自己作为独立董事无其他途径可以检查公司所披露的信息的准确性。中国证监会认为，根据《上市公司独立董事履职指引》等规定，独立董事享有独立聘请中介机构发表专业意见的权利，可以对公司财务信息进行核查、督导与调查。其所称的无其他手段可以检查公司所披露的信息准确性与上述规定的独立董事职权不相符合，反而说明其未充分行使法律法规赋予的独立董事职权，未尽到勤勉义务。最后，证券交易所做出纪律处分决定：对该上市公司独立董事江某予以公开谴责。



案例三：独立董事投弃权票但未按规定发表意见、陈述理由，不予免除处罚

3

2022年4月，某上市公司披露其2021年年度报告，由于年审机构对公司2021年年度报告出具了保留意见审计报告，公司管理层未能就该事项向独立董事提供充分适当的证据，独立董事赵某、孙某、倪某对年度报告的董事会议案投弃权票。证券交易所认为，上市公司独立董事赵某、孙某、倪某根据保留意见的审计报告内容，无法保证公司年度报告的真实性、准确性与完整性而对年度报告的董事会议案投弃权票。但是，其未按照法律法规的相关规定在书面确认意见中发表明确、充分、具体的意见并陈述理由。最终，证券交易所于2022年7月作出以下监管措施决定：对独立董事赵某、孙某、倪某进行了监管禁止。

案例四：独立董事投反对票，仍予以处罚

4

2022年4月，某上市公司披露2021年年度报告。独立董事王某以无法保证年报内容的真实、准确与完整，对年报的董事会议案投反对票。独立董事王某提出，管理层对会计差错、违规担保的相关解释难以令其信服，且审计机构提出的部分审计程序未达到满意效果，还存在财务会计基础薄弱等情况。经查实，证券交易所认为，王某作为具有会计背景的独立董事，并且是上市审计委员会主任，未尽到高度注意义务，在作为公司年度报告存在虚假记载等情况下的直接责任人员，尽管对年度报告的董事会议案投了反对票，并未如实在书面确认意见中发表明确、充分、具体的意见并陈述理由。最后，证券交易所作出以下监管措施决定：对独立董事王某予以监管警示。

结合正反方面的案例，针对履职风险，上市公司独立董事可参考下列建议中的做法来控制自身的履职风险。第一，做好书面记录，注意证据留存。在已有案例中，独立董事负有证明其尽到忠实勤勉义务的责任，做好并保留能够证明其已经尽到忠实勤勉义务的书面证据，可以运用于上市公司处罚的免责抗辩中。第二，发现违规行为，及时进行调查。如果发现或怀疑上市公司存在财务造假、虚假陈述等证券违法违规行为，独立董事应积极主动履行其尽职调查义务。必要时，独立董事可以聘请中介机构进行专项调查。第三，督促上市公司改正，及时向监管部门报告。在确信上市公司存在证券违法行为后，独立董事应督促其及时改正，并向中国证监会和证券交易所提交书面报告。按照《上市公司独立董事管理办法》规定，上述义务的履行可作为独立董事不予行政处罚的重要依据。



III Wintao Global Focus:

Viewing the Characteristics and Influence of the Independent Director System In America & China ——From Imported s to Localization

1.The independent director system establishes a power check and balance and supervision system by appointing independent directors to the board of directors of management companies. The role of independent directors, their selection, term of office, remuneration, and the regulations on "independence" are all included in this system.This article discusses the characteristics and functions of the independent director system in the United States, and provides references for operating the separate director system and corporate governance of listed companies in China.

2.Facts have shown that implementing independent directors is crucial in promoting a company's healthy development. This system came from the United States and was introduced to China in the 1990s. It was a government-led institutional innovation that referred to the corporate governance structure of European and America in response to the imperfect governance structure of listed companies in China at that time. The introduction of this system is due to its proven positive effects on corporate governance and its ability to solve problems caused by unregulated development. Taking the United States as an example, independent directors have solved at least three critical issues in corporate governance: firstly, it has strengthened managers' loyalty to shareholders' interests; secondly, it has improved the credibility of the company's public disclosure of information, and thirdly, independent directors provide a mechanism that enables the company's stock price to more accurately reflect the company's performance signals.

3. Adopting independent directors improves corporate performance and capital allocation. This study examines the evolution of the board of directors from a suggestion board to a supervisory board and highlights the role of independent directors.

4. The company's purpose has gradually changed from the 1950s stakeholder model centred on managerialism to the shareholder benefit maximization model of 1990-2000. After 2018, the United States began to reassess the benefits of shareholder benefit maximization, as internal or related external directors were seen as factors that damaged shareholder interests. It is undeniable that increasing independent directors is necessary. With the improvement of market efficiency, information value has shifted from internal to public market prices. This has changed the role of directors, as independent directors can rely on general information to provide more objective valuation and capital allocation suggestions. The board's crucial task is to urge the company to disclose accurate and complete information to the market, simplifying a manager's success to maximise shareholders' interests and reflecting the stock price signal. From the efficient market hypothesis perspective, adequate price review and optimal capital allocation and social welfare maximization are realized.

5. External Incentives and Restraints

The behaviour of directors is influenced by external mechanisms that incentivize or restrict them. Economic interests and reputation are the primary factors. Monetary penalties have been the most severe punishment for violating fiduciary law and federal securities laws from 1950 to 2005. Directors' attention to the company's business and

affairs is critical use exercise independent judgement promote independence.

6. Corporate fiduciary duties at the state law level established the first step towards determining directors' liability. The gradual establishment of directors' responsibilities and liability rules for corporate misconduct was accompanied by monetary compensation. Until the mid-1980s, the courts of Delaware laid the groundwork for the exemption judgment of directors' duty of diligence. Over time, landmark cases like *Smith v Van Gorkom* gradually raised the liability standard for directors' duty of diligence. The Court of Delaware later defined good faith and bad faith for directors. However, the discussion about whether directors performed their duties and whether their decision-making process was in "good faith" ultimately led to the need to increase the number of enthusiastic and independent directors.

7. The second is the level of the federal securities laws. Under federal securities laws, the potential liability of directors has become relatively mild at the specific enforcement level, becoming a possible deterrent. Generally speaking, a manager's misconduct may constitute a violation of information disclosure. Still, the applicable liability standard for directors' liability needs to pass the "scienter" test: whether the director knew there was a wrong disclosure of information (or was grossly negligent in learning). Also, in a securities class action, plaintiffs' attorneys have no incentive to prove that the directors knew, as this would likely reduce the amount payable by the directors' liability insurance at the time of the settlement since the directors' liability insurance does not cover the directors if they are proven to have known.

8. However, concerning disclosures related to public securities offerings, directors have a duty of "due diligence" to ensure the accuracy of disclosed statements. In WorldCom, the court held that the directors could not simply rely on the auditor's opinion when the issuer's financial situation had a "red flag" situation. Ultimately, WorldCom's independent director agreed to pay US\$20 million settlement money. The WorldCom case prompts directors to pay more attention to the authenticity of the company's financial data and further raises the requirements for the independence of directors.

9. Incentive Mechanism

If the penalty mechanism is a passive deterrent, the positive incentive mechanism is equally important to the behaviour of outside directors. For the incentive mechanism of outside directors, there were many innovations from 1950 to 2005.

10. In the 1950s, directors were poorly paid, or sometimes unpaid, because even if they were paid, the incentive effect of the salary was weakened because the CEO determined whether they would stay or leave. In the 1990s, the wide application of stock options bound the interests of shareholders and directors. Although many studies showed that options had little impact on company performance, a small number of stock options was indeed challenging to guarantee that directors could create enormous benefits for the

11. The problems caused by equity incentives as the main compensation incentive are also apparent. They will tolerate aggressive financial strategies and condone financial fraud to obtain more option returns. From this point of view, besides being responsible to the company's shareholders, the board of directors must also provide accurate information to the capital market, especially the positive (nega

tive) externalities that this correct (erroneous) financial information may bring to the market. Therefore, it is tough to determine the optimal share incentive.

12. Reputation Mechanism

The reputation mechanism is another critical factor in enhancing the independence of directors. Usually, the influence of a director's reputation comes from several aspects. For example, there is a scandal in the company he works for. It may be more difficult for a director of a scandalous company or a bankrupt company to be hired by other companies. However, few academic research conclusions exist due to many interference factors in the reputation market. A simple indicator to measure the reputation damage of a director is that his company has encountered a financial crisis or received severe punishment.

13. By the 1980s, with the rise of hostile mergers, reputation played an increasingly important role, especially in many litigation cases, where the questioning and review of director independence were carried out from the perspective of reputation rather than pure money—deterrence of compensation. Subsequently, as some institutional investors became active shareholders, their attention to directors' reputations increased. Active shareholders' series of challenge movements in the 1990s further increased their awareness of directors' independence and good reputation.

14. Combining the newly released regulations on independent director systems, it can be seen that although this system is an imported product, in the development process, changes have gradually appeared to adapt to my country's economic characteristics and social systems. It is of far-reaching significance to give full play to the role of independent directors, and we should take this opportunity and grasp the positive impact brought by this system.

3 参考翻译

审视独立董事制度的特点和影响——从舶来品到本土化

独立董事制度通过向管理公司董事会委派独立董事，建立了权力制衡和监督体系。独立董事的作用、选任、任期、薪酬，以及关于“独立性”的规定等，都在这一制度中有所体现。本文探讨了美国独立董事制度的特点和作用，为我国独立董事制度的运作和上市公司治理提供借鉴。

事实表明，独立董事的设立对促进公司的健康发展至关重要。这一制度源于美国，上世纪 90 年代传入中国。是针对当时我国上市公司治理结构不完善的情况，参照欧美国家的公司治理结构进行的一次政府主导的制度创新。引进这一制度，是因为它对公司治理的积极效果已得到证实，而且能够解决不受管制的发展所带来的问题。以美国为例，独立董事至少解决了公司治理中的三个关键问题：第一，加强了经理人对股东利益的忠诚；其次，提高了公司公开披露信息的可信度，第三，独立董事提供了一种机制，使公司的股票价格能够更准确地反映公司的业绩信号。采用独立董事可以改善公司业绩和资本配置。本研究考察了董事会从建议董事会向监事会的演变过程，并强调了独立董事的作用。

公司的宗旨逐渐从 20 世纪 50 年代以管理主义为中心的利益相关者模式转变为 1990—2000 年的股东利益最大化模式。2018 年后，美国开始重新评估股东利益最大化的好处，因为内部或相关外部董事被视为损害股东利益的因素。不可否认，增加独立董事是必要的。随着市场效率的提高，信息价值已经从内部价格转向公开市场价格。这改变了董事的角色，因为独立董事可以依靠一般信息提供更客观的估值和资本配置建议。董事会至关重要的任务是敦促公司向市场披露准确和完整的信息，简化管理者职能可以成功实现股东利益最大化，以实现股东利益最大化，并反映股价信号。从有效市场假说的角度来看，充分的价格审查和最优的资本配置和社会福利最大化的实现。

外部激励与约束

董事的行为受到外部激励或约束机制的影响。经济利益和声誉是首要因素。从 1950 年到 2005 年，罚金一直是违反信托法和联邦证券法的最严厉惩罚。董事对公司业务和事务的关注是批判性地运用独立判断，促进独立性。

国家法律一级的公司信托义务规定了确定董事责任的第一步。在逐步确立董事对公司不当行为的责任和责任规则的同时，还提供了金钱补偿。直到上世纪 80 年代中期，特拉华州的法院为董事勤勉义务的免责判决奠定了基础。随着时间的推移，史密斯诉范戈科姆等具有里程碑意义的案件逐渐提高了董事勤勉义务的责任标准。特拉华州法院后来对董事的善意和恶意做出了定义。然而，关于董事是否履行了职责，其决策过程是否出于“善意”的讨论，最终导致有必要增加热情和独立的董事人数。

二是联邦证券法的层次。根据联邦证券法，在具体执行层面，董事的潜在责任已经变得相对温和，成为一种可能的威慑。一般来说，管理者的不当行为可能构成违反信息披露的行为。然而，董事责任的适用责任标准需要通过“接班人”检验：董事是否知道信息披露错误（或在学习上存在严重疏忽）。此外，在证券集团诉讼中，原告律师没有动力证明董事知情，因为这可能会减少董事责任保险在和解时应支付的金额，因为如果董事被证明知情，则董事责任保险不包括董事。

然而，关于公开证券发行的披露，董事有“应有注意”的义务，以确保披露报表的准确性。在世界通讯 (WorldCom) 案中，法院裁定，当发行人的财务状况出现“危险信号”时，董事不能简单地依赖审计师的意见。最终，世通的独立董事同意支付 2000 万美元的和解款。世通案促使董事更加关注公司财务数据的真实性，也进一步提高了对董事独立性的要求。

激励机制

如果说惩罚机制是一种消极的威慑，那么积极的激励机制对外部董事的行为同样重要。对于外部董事的激励机制，从 1950 年到 2005 年有很多创新。

在 20 世纪 50 年代，董事的薪酬很低，有时甚至没有报酬，因为即使他们拿到薪水，薪酬的激励效应也会减弱，因为首席执行官决定了他们是留下来还是离开。20 世纪 90 年代，股票期权的广泛应用束缚了股东和董事的利益。尽管许多研究表明，期权对公司业绩的影响不大，但少量的股票期权确实难以保证董事能够为公司创造巨大的利益。

以股权激励为主体的薪酬激励所带来的问题也显现出来。他们会容忍激进的财务策略，容忍财务欺诈，以获得更多的期权回报。这个角度看，董事

会除了对公司股东负责外，还必须向资本市场提供准确的信息，特别是这种正确（错误）的财务信息可能给市场带来的正（负）外部性。因此，最优股权激励的确定是一个困难的问题。

声誉机制

声誉机制是提高董事独立性的另一个关键因素。通常，一个导演声誉的影响力来自几个方面。例如，他工作的公司有一个丑闻。丑闻公司或破产公司的董事可能更难被其他公司聘用。然而，由于声誉市场的诸多干扰因素，学术界的研究结论很少。衡量董事声誉受损的一个简单指标是，他所在的公司遇到了财务危机，或者受到了严厉的处罚。

到了 20 世纪 80 年代，随着敌意并购的兴起，声誉发挥了越来越重要的作用，特别是在许多诉讼案件中，对董事独立性的质疑和审查都是从声誉而不是单纯的金钱角度——薪酬的威慑——展开的。随后，随着一些机构投资者成为活跃股东，他们对董事声誉的关注增加。20 世纪 90 年代，积极股东的一系列挑战运动进一步增强了他们对董事独立性和良好声誉的认识。

结合新出台的有关独立董事制度的规定，可以看出，虽然这一制度是舶来品，但在发展过程中也逐渐出现了适应我国经济特点和社会制度的变化。充分发挥独立董事的作用具有深远的意义，我们要以此为契机，把握好这一制度所带来的积极影响。



上海问道有诚律师事务所成立于2006年5月，总部坐落于上海市陆家嘴金融中心，毗邻各大银行、证券公司上海总部及上海证交所，依托于上海的区位、资源、经济发展优势，聚焦核心业务领域，专注于经济犯罪案件代理与辩护、上市公司法律风险防控与化解、投资类民商案件代理、不良资产管理与处置、企业合规五大业务方向。

律所深耕厚植、研精覃思。组建刑事辩护与代理业务中心、投资类民商案件代理中心、不良资产处置与管理中心、企业合规研究院四大业务研究中心；对上市公司法律风险防控、金融犯罪、证券犯罪、涉税犯罪、票据犯罪、企业合规、投融资纠纷、不良资产处置法律问题深度研究，成功处理了上市公司一大批疑难复杂案件，化解了上市公司一大批重大法律风险。

律所目标坚定，顺势发展。在北京、深圳、南京、杭州、苏州设立分所或办事处，呈现出异军突起之势，加速成为业内新星。律所一直秉持“细节至美，服务至上”的经营理念，将法律专业知识、团队协作能力与信息科技技术相结合，依托人才和区位优势，借助市场和信息资源，助推团队效率和价值最大化，打造数字化、智能化律师事务所。

主编：柏利忠

副主编：王以成、李洋

编委会：柏利忠 王以成 李洋 何川 余骁 于百溪 庞道义



扫码关注我们

☎ 电话：021-65663305

🌐 网址：<http://www.wintaolawyer.com>

✉ 邮箱：wintao@wintaolawyer.com

📍 地址：上海浦东新区银城路88号中国人寿金融中心43层



中国上市公司协会

CHINA ASSOCIATION FOR PUBLIC COMPANIES



服务 · 自律 · 规范 · 提高

重要声明, 本交流信息均来源于协会联系会员, 文中信息仅供交流参考, 我们致力于提供合理、准确、完整的资讯信息, 但不保证信息的合理性、准确性和完整性, 且不对因信息的不合理, 不准确或遗漏导致的任何损失或损害承担法律责任。