

# 董事会积极监督的博弈分析

姚海鑫(博士生导师), 赵利娟, 孙梦男

**【摘要】** 伴随着所有权与经营权相分离, 董事会代表全体股东的利益, 处于公司的核心地位, 承担监督责任。本文从积极监督的角度, 运用博弈论分析方法, 对董事会的监督职能进行了对比分析, 研究发现, 董事会发挥积极监督职能能够促进公司价值的增长, 保护股东权益。

**【关键词】** 董事会; 积极监督; 公司治理; 博弈分析

**【中图分类号】** F275      **【文献标识码】** A      **【文章编号】** 1004-0994(2017)10-0010-4

现代公司制度最重要的特征是所有权与经营权的分离, 而董事会监督职能的有效发挥是解决两权分离问题的方法之一, 因此, 与董事会监督职能相关的制度也成了现代公司制度的基本要求和必然产物。随着美国《萨班斯法案》(2002)的颁布, 董事会的监督职能在公司法律层面和治理实践中也逐渐受到重视, 美国证券交易所通过制定相应的公司治理准则, 对董事会的监督职能进行细化。其他国家也纷纷将董事会监督作为完善公司治理制度的重点。我国2013年修订的《公司法》中也明确规定, 股份有限公司应设立董事会, 董事会对股东会负责, 具有召开董事会会议, 决定公司的经营计划和投资方案, 挑选、聘任经理人员及监督其行为等职权。

## 一、文献综述

著名经济学家Jean Tirole(2005)将董事会的监督职能细分为积极监督(Active Monitoring)和消极监督(Speculative Monitoring), 他认为积极监督更有助于保护投资者的权益。但是, 本文梳理相关文献后发现, 目前国内外关于董事会职能与公司绩效关系的研究主要从董事会特征以及董事会行为等方面展开, 较少关注董事会积极监督职能对公司价值、股东权益的影响。例如, 一些学者研究发现, 董事会成员的教育背景、工作经历、性别、年龄、任期、薪酬等特

征会在某种程度上影响企业价值(Ravasi和Zattoni, 2006; 王跃堂、赵子夜、魏晓雁, 2006; 蔡志岳、吴世农, 2007; 叶康涛等, 2011)。有学者研究发现, 董事会结构能够影响董事会监督职能的实现, 进而对企业绩效产生影响(Jensen, 2005; Hamilton, 2011; 于东智、池国华, 2004; 吴晓晖、娄景辉, 2008)。另有一部分学者研究发现, 董事会会议次数以及董事会参与战略决策的程度能够显著影响企业绩效、盈余管理行为(Brick和Chidambaran, 2010; Chou、Chund和Yin, 2013; 陈军、刘莉, 2006; 薛有志、彭华伟、李国栋, 2010; 谢永珍、徐业坤, 2013)。

国内外仅有少数文献从董事会积极监督的角度进行研究。例如, Schwartz-Ziva和Weisbach(2013), 高丽、马连福和陆新(2011), 祝继高、叶康涛和陆正飞(2015)研究发现, 作为积极监督者的董事会最主要的角色是监督管理者, 并且机构投资者和非控股股东更容易发挥积极监督作用。那么董事会的积极监督是否能够从本质上保护股东的权益, 进而提升公司价值呢?其作用机理又是什么?

本文试图运用博弈论的分析方法回答以上问题, 从积极监督角度分析董事会的监督职能对股东权益以及公司价值的影响, 从理论上验证了董事会通过主动承担监督职责、关注经理层行为的方式, 能

**【基金项目】** 辽宁省教育厅高等学校人文社会科学研究项目“并购增强企业动态竞争力的理论与实证研究——基于辽宁企业并购的分析”(项目编号:W2014015); 辽宁省社会科学规划基金青年项目“管理层权力对企业连续并购绩效的影响研究”(项目编号:L15CGL013); 辽宁省社会科学规划基金一般项目“通过海外并购提升辽宁企业绩效问题研究”(项目编号:L13DGL013)

够降低债权人风险,最终实现股东利益的最大化。

## 二、公司治理理论中的积极监督及其特征

Berle 和 Means(1932)针对美国公司所有权与经营权分离的情况,开展了关于公司治理的研究。在随后关于公司治理的研究中,学者们在比较公司治理模式时,区分出以美国和英国为代表的盎格鲁-撒克逊(AS)模式和以德国和日本为代表的德日治理(GJ)模式。随着对这两种典型治理模式的深入探讨,董事会的“积极监督”问题逐渐引起大家的注意。

AS 模式即市场导向模式,其特点是股权分散在个人和机构投资者手中,股东对经理层的监督主要是通过资本市场进行的,公司面临着严格信息披露要求、代理权之争和被收购的压力,经理人持股数量较少,通过对经理人的激励和有效监督有利于实现股东利益最大化。该模式下资本市场是高度发达的,投资者能够得到积极的保护,此时公司对银行的融资要求有所减弱。基于债券市场的繁荣,短期投资行为将会异常活跃,并不利于建立管理层与股东之间的长期信任关系。

GJ 模式即关系导向模式,其特点是股权集中在银行和相互持股的企业手中。该治理模式强调投资者与管理层之间建立长期关系,公司将与银行形成密切的联系,出现公司之间、公司与银行之间的交叉持股现象,降低管理层之间的竞争关系,极易出现股东与管理层合谋以及纵容管理层的情况。

由上述分析可知,GJ 模式更依赖于银行来监督和约束管理层行为,而 AS 模式则更依赖于代理权之争和公司收购。也就是说,在 GJ 模式下,起到监督作用的是银行,大多为短期债权人,他们往往会关注公司在某一时点的资产价值信息,是对公司过去决策所带来经济后果的评价。而在 AS 模式下,起到监督作用的往往是形式上或者实质上具有控制权的人,他们会关注公司的经营决策,试图通过自身获得的信息来影响公司发展,这种监督行为就是积极监督,前者则为消极监督。

董事会积极监督的实质是董事会成员持续关注经理层行为信息,适度参与公司经营治理,对经理层的议案给予一定的协助,提供必要的资源和建议,以改善公司绩效、提高企业价值、实现投资者价值最大化。董事会积极监督关注的不仅仅是公司的历史信息,更多的是前瞻信息,即着眼于有关公司未来发展的预期,例如公司的发展战略、公司资产价值增值信息等。董事会收集经理层提出或者实施的经营决策信息,一旦发现这些决策会损害公司价值,就会进行

干预、阻止或者更正该决策。同时,董事会与经理层保持高效沟通,大大地降低了信息不对称性,在很大程度上能够抑制经理层的道德风险,从而提高经营决策的质量。

董事会是现代公司制度下由市场诱导并衍生出来的一种经济组织,董事会积极监督职能的发挥是董事会有效运行的重要保障,是实现董事会核心作用的关键。

## 三、董事会积极监督的博弈分析

从经济学角度来看,任何一种经济行为和决策,都必须考虑成本—收益问题,董事会监督行为也一样,无论采取何种监督方式,都要考虑监督的成本—收益。实行积极监督,公司需要承担一定的成本,例如,若想鼓励具有特定专业优势或者资源优势的董事会成员发挥其职能,则公司需要提供一定的薪酬激励,才能获得较好的监督收益,即保护股东权益,实现公司价值的最大化。那么这种成本—收益对公司意义有多大呢?本文对比分析实施积极监督所带来的股东权益变化来说明这一问题。

1. 第一种情况。董事会不参与公司经理层的经营战略的制定或者实施,即董事会实施消极监督时,公司股东权益的情况。

假设公司经理提出一个项目,需要投资  $I, I \in [0, \infty)$ 。假设规模报酬不变,在固定投资模型中,该项投资所能带来的收益为  $R$ ,在项目成功的情况下,能带来成比例的收益  $RI$ ;项目失败时,收益将为  $0$ 。项目受道德风险的约束,经理可以选择尽职(努力工作、不谋私)或者卸责(偷懒、谋私)。在其他条件不变的情况下,企业家可以选择成功率比较高的项目,也可以选择成功率比较低但是他偏好的项目,例如易于实施、更有趣、将来能够为企业家派生更多副产品、产生在职消费等类型的项目。在经理尽职的情况下,不会产生私人收益,此时项目成功的概率为  $p_H$ ;若经理卸责,则其获得的私人收益也将与投资成比例变化,可享受的私人收益为  $BI > 0$ ,此时项目成功的概率降为  $p_L = p_H - \Delta p < p_H$ 。

在项目初始,公司拥有初始资产(现金或者净资产)  $A$ ,能够用来抵消投资的成本,既可以用于投资,也可以用于消费。为了实施项目,公司需要从投资者处融资  $I - A$ 。

经理与潜在投资者都是风险中性的,为了表述方便,假设没有时间偏好,投资者的预期收益率为  $0$ ,经理受到有限责任的保护,因此他的收入不为负。

假设投资者是竞争性的,放出的贷款所产生的

利润为0。假设有几个潜在的投资者为了贷款给公司而竞争,如果最具有吸引力的贷款要约产生正的利润,那么公司可以向其他投资者提出稍微低一些的利率。但是从道德风险的角度而言,利益下降可能使经理失去动力,致使其追求私人收益较高的项目,或者因为其他活动而忽略了现有的项目,在极端的情况下,也可能产生彻底的欺诈行为。

假设贷款合约规定项目可以继续融资,则需进一步确认经理和投资人如何分享利润。经理有限责任意味着如果项目失败,双方获利均为0;如果项目成功,双方分享利润 $RI$ ,经理获得利润 $R_b$ ,投资者获得利润 $R_l$ , $R_b+R_l=RI$ 。

在经理尽职的情况下,每单位的投资具有正的净现值,即 $p_H R > I$ ;经理卸责时,则每单位的净投资具有负的净现值,即 $p_L R + B < I$ 。

为了保证均衡投资是有限的,假设每单位投资的净收益小于每单位投资的代理成本。每单位投资的净收益为投资产生的利润扣除投资额,即 $p_H R - I$ 。根据激励相容约束条件给出代理成本:

$$p_H R_b \geq p_L R_b + B \Leftrightarrow (\Delta p) R_b \geq B \Leftrightarrow R_b \geq \frac{B}{\Delta p}$$

所以,  $p_H R - I < p_H \frac{B}{\Delta p} \Leftrightarrow p_H R < p_H \frac{B}{\Delta p} + I$  (1)

根据激励相容约束,即经理在尽职情况下的收益大于卸责时候的收益:

$$p_H R_b \geq p_L R_b + B \Leftrightarrow (\Delta p) R_b \geq B$$

(2)式即为激励相容约束条件( $IC_b$ )。

根据收支相抵条件,即投资者所获得的收益大于其投资额:

$$p_H (RI - R_b) \geq I - A$$

(3)式即为收支相抵条件( $IR_1$ )。

在满足上述条件时,在有利于经理的合约下,竞争性的投资者得不到利润,因此,经理的净效用等于投资者所带来的社会总剩余:

$$U_b = (p_H R - 1)I$$

(4)

从(4)式可以看出,经理的最优选择是进行尽可能多的投资。投资的上界以及公司的借款能力由 $IC_b$ 和 $IR_1$ 决定,将(2)式代入(3)式,可以得到 $I \leq kA$ ,其中 $k = \frac{1}{1 - p_H(R - B/\Delta p)} > 1$ ,说明经理可以用借债来增加财富, $k$ 为乘子,即权益乘数。

若令 $p_H(R - B/\Delta p) = \rho_0$ 为每单位投资的可保证收入,则权益乘数 $k = \frac{1}{1 - \rho_0}$ 。

2. 第二种情况。董事会参与到公司决策中,即实施积极监督时,公司的股东权益情况。

假设公司董事会积极监督,公司需要付出的成本为 $cI$ ,监督者的出现能够将经理卸责所能得到的私人收益从 $BI$ 减少到 $b(c)I$ ,其中 $b(0)=B, b' < 0$ 。董事会的监督必须通过实施一定的激励手段来进行(用 $R_m$ 表示项目成功的情况下董事会监督的收入),监督者希望考虑其个人的监督成本之后,达到收支平衡,于是不缺乏监督资本了。假设公司想诱导监督水平 $c$ ,此时激励相容约束条件为 $IC_b$ :

$$\begin{cases} (\Delta p)R_m \geq cI \\ (\Delta p)R_b \geq b(c)I \end{cases}$$

(5)

又因为监督资本不具有稀缺性,监督者为项目提供 $I_m$ 的资金,则收支相抵条件为 $IR_1$ :

$$\begin{cases} I_m = p_H R_m - cI = p_H \frac{cI}{\Delta p} - cI \\ p_H (RI - R_b - R_m) \geq I - A - I_m \end{cases}$$

(6)

联立(5)式和(6)式,解得 $I \leq k(c)A$ 。其中, $k(c)$ 为引入监督之后的权益乘数:

$$\begin{aligned} k(c) &= \frac{1}{1 + c - p_H \left[ R - \frac{b(c)}{\Delta p} \right]} \\ &= \frac{1}{1 + c - p_H \left[ R - \frac{b(c)}{\Delta p} \right] + \rho_0 - \rho_0} \\ &= \frac{1}{1 - \rho_0 + c + \frac{p_H}{\Delta p} [b(c) - B]} \end{aligned}$$

(7)

因为 $b(0)=B, b' < 0$ ,所以 $b(c)$ 为减函数,则 $b(c) < b(0)=B \Leftrightarrow b(c) - B < 0$ ,同时, $p_H \frac{b(c) - B}{\Delta p}$ 为引入监督之后所带来的收益,也是经理私人收益的减少额。根据成本收益原则,能够确定 $[c + p_H \frac{b(c) - B}{\Delta p}] < 0$ ,则 $k(c) < k$ ,即引入监督水平 $c$ 以

后的权益乘数 $k(c)$ 小于没有监督时的权益乘数 $k$ 。

综上所述,在引入了董事会的积极监督之后,尽管产生了一定的监督成本,但是董事会的积极监督能够督促经理层尽职尽责,抑制道德风险所带来的股东权益减少,提高管理效率,能够更好地为公司和股东创造价值。

#### 四、关于董事会积极监督的结论与启示

在市场竞争环境日益复杂的情况下,董事会作为股东的受托责任人,是公司的合法管家,这就需要董事会发挥其积极监督职能,协助公司获得重要战

略资源,各个董事会成员利用其专业以及经验优势为公司制定能够给公司带来价值提升的战略,实现股东权益和公司价值的最大化。

本文通过对董事会实施积极监督的博弈分析发现,公司在承担一定监督成本的前提下,积极参与公司经营战略的制定与实施、提供必要资源与专业性建议,能够在一定程度上抑制委托代理关系所带来的道德风险等问题,显著提高股东的权益,进而实现公司价值的提升。但在实践中需要注意以下三点:

**1. 明确董事会角色。**在现代公司制度下,董事会对股东负责,其终极目标是保证公司的可持续发展,实现公司价值提升。董事会对公司具有普遍意义上的指导责任,其参与的决策关乎企业的发展方向,而管理层对董事会负责,负责公司的日常经营业务,是公司管理活动的领导。在实践中,应避免两者承担的角色发生混淆,尤其是在董事长与总经理两职合一的情形下,更应注意清晰区分这两种角色。

**2. 均衡董事会成员配置。**董事会积极监督职能的发挥建立在董事会成员具有一定的知识和经验储备的基础上,因而董事会的构成需要综合考虑董事会成员的个人特征、专业领域、背景以及执行董事和非执行董事的比例,只有在这些方面达成均衡的匹配,才能够确保董事会积极监督的高效率。另外,要严格实施董事产生的路径制度,保证董事会的独立性。

**3. 建立有效的监督激励制度。**公司主动进行监督,董事会扮演积极监督角色,维护众多股东的利益的同时,也追求自身利益,监督成本(c)即董事会成员的薪酬将是决定董事会能否发挥积极监督作用的关键。董事会中监督者的薪酬制度的设计只有充分考虑企业的属性和自身特点,选择恰当的监督人员,并匹配合理的激励制度,才能够获得较好的积极监督效果。

#### 主要参考文献:

Jean Tirole. The Theory of Corporate Finance [M]. New Jersey: Princeton University Press, 2005.

Ravasi D., Zattoni A.. Exploring the Political Side of Board Involvement in Strategy: A Study of Mixed-ownership Institutions [J]. Journal of Management Studies, 2006(8).

王跃堂,赵子夜,魏晓雁. 董事会的独立性是否影响公司绩效?[J]. 经济研究, 2006(5).

蔡志岳,吴世农. 董事会特征影响上市公司违规行为的实证研究[J]. 南开管理评论, 2007(10).

叶康涛,祝继高,陆正飞,张然. 独立董事的独立性:基于董事会投票的证据[J]. 经济研究, 2011(1).

Jensen M. C.. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2001.

Hamilton R., Vohs K. D., et al.. Being of Two Minds: Switching Mindsets Exhausts Selfregulatory Resources [J]. Organizational Behavior & Human Decision Processes, 2011(1).

于东智,池国华. 董事会规模、稳定性与公司绩效:理论与经验分析[J]. 经济研究, 2004(10).

吴晓晖,娄景辉. 独立董事对传统内部治理机制影响的实证研究——基于多元回归模型和 Logistic 模型的中国证据[J]. 数量经济技术经济研究, 2008(4).

Brick I. E., Chidambaram N. K.. Board Meetings, Committee Structure, and Firm Value [J]. Journal of Corporate Finance, 2010(4).

Chou H. I., Chung H., Yin X.. Attendance of Board Meetings and Company Performance: Evidence From Taiwan [J]. Journal of Banking & Finance, 2013(11).

陈军,刘莉. 上市公司董事会特征与公司业绩关系研究[J]. 中国软科学, 2006(10).

薛有志,彭华伟,李国栋. 董事会会议监督效应及其影响因素研究[J]. 财经问题研究, 2010(1).

谢永珍,徐业坤. 基于股权结构与董事会治理视角的上市公司治理风险预警[J]. 山东社会科学, 2013(4).

Schwartz Ziva M., Weisbach M. S.. What Do Boards Really Do? Evidence From Minutes of Board Meetings [J]. Journal of Finance Economics, 2013(2).

高丽,马连福,陆新. 投资者关系管理、机构投资者积极监督与公司价值——基于国阳新能的案例分析[J]. 管理案例研究与评论, 2011(10).

祝继高,叶康涛,陆正飞. 是更积极的监督者:非控股股东董事还是独立董事?[J]. 经济研究, 2015(9).

蔡宁,董艳华,刘峰. 董事会之谜——基于尚德电力的案例研究[J]. 管理世界, 2015(4).

宁向东. 公司治理理论[M]. 北京:中国发展出版社, 2005.

作者单位:辽宁大学商学院,沈阳 110036