

国有大股东是否影响中国公司的董事会治理？*

宋逢明 袁萍 高峰

(清华大学经济管理学院, 北京, 100084)

摘要: 近年来, 参照美国成熟市场的做法, 我国对上市公司的董事会进行了一系列改革。最重要的两点是董事长与总经理两职分离制度以及独立董事制度。这些制度是一刀切的, 并没有对存在国有大股东的公司和股权较为分散的公司分别作出不同的规定。但是, 我国上市公司存在国有大股东的现象十分明显, 这使得我国董事会的产生机制和所面对的代理问题都不同于美国成熟市场。那么, 国有大股东的存在是否会影响董事会治理功能的发挥? 两职分离制度以及独立董事制度, 是否应该对存在国有大股东的公司和股权较分散的公司分别作出不同的规定? 本文采用所有 A 股上市公司 1999~2003 年 5 年共 3589 组“公司一年度” Panel 数据, 对这一问题进行了系统的实证研究。我们发现: (1) 由于国有股比例的不同, 两职状态对于公司业绩的影响具有显著的方向上的差异。当国有股比例较低、股权较为分散时, 两职合一对公司业绩表现的影响显著为负; 而当国有股比例较高时, 两职合一对公司业绩表现的影响则显著为正。这说明, 两职分离的政策并不适用于所有公司, 对存在国有大股东的公司和股权较为分散的公司可能需要区别对待。(2) 国有股比例并不影响独立董事在公司治理中发挥的正向作用。无论国有股比例如何, 独立董事比例对公司业绩的影响都显著为正。这一结果不同于以往国内独立董事对业绩无影响或负影响的实证结果, 说明近年来我国引入独立董事制度的确取得了成效; 这一结果也不同于国外的实证结果, 反映出了我国公司的特殊性。

关键词: 公司治理; 董事会; 两职状态; 独立董事

*作者感谢白重恩、李志文教授在清华大学第 107 期博士生论坛上所提出的宝贵意见和建议。若文中有误, 全是作者的责任。

Does Large State Shareholder Affect the Governance of Chinese Board of Directors?

Frederick(Fengming) Song Ping Yuan Feng Gao

(School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, P. R. China)

Abstract: In recent years, according to the American market, Chinese government has made several revolutions on the board of directors. “The introduction of independent directors” and “the separation of CEO and board chairman” are the most influential policies. These policies contain the same rules for firms with large state shareholder and firms with dispersed ownership. However, because of the existence of large state shareholder, Chinese board and its agency problem are different from those of American mature market. Does large state shareholder affect the governance of Chinese board of directors? Should these policies contain different rules for firms with large state shareholder and firms with dispersed ownership? This paper aims at understanding this problem with the panel data sample consisting of all listed A share companies, totally 3589 firm-year observations from 1999 to 2003. Our main empirical findings are: (1) The ownership structure significantly affects the relationship between CEO/Chairman duality and firm performance: for firms with dispersed ownership, “the separation of CEO and chairman” affects positively on firm performance; while for firms with large state shareholder, it affects negatively on firm performance. This shows that “the separation of CEO and chairman” is not suitable for every firm and that this policy should contain different rule for firms with different ownership structure. (2) The ownership structure does not affect the positive relationship between independent directors proportion and firm performance. No matter whether there is large state shareholder, the effect of independent directors proportion on firm performance is significantly positive. This result differs from the former domestic empirical result that independent directors proportion does not affect or negatively affect firm performance, showing that introducing independent directors does have proper effect. This result also differs from the foreign empirical result, reflecting the particularity of Chinese firms.

key words: Corporate Governance; Board of Directors; CEO/Chairman Duality; Independent Directors

一、 引言

随着安然（Enron）等一系列公司丑闻的暴露，公司治理在最近逐渐成为了全球性的热点问题。董事会是公司内部治理的关键环节，董事会改革已成为全球公司治理改革运动的核心内容。近年来，参照美国成熟市场的做法，我国对上市公司的董事会作了一系列改革。其中最重要的两点是董事长与总经理两职分离制度以及独立董事制度。但是，我国上市公司存在国有大股东的现象十分明显¹，这使得我国董事会的产生机制和所面对的代理问题都不同于美国成熟市场。那么，国有大股东的存在是否影响董事会治理功能的发挥？存在国有大股东的公司与股权较分散的公司是否应该具有不同的董事会结构特征？独立董事制度以及董事长与总经理两职分离制度等，是否应该对存在国有大股东的公司和股权分散的公司分别作出不同的规定？

Denis 和 McConnell（2003）对公司治理的定义为：公司治理是企业内部机制和外部机制的总和，以促使那些追逐个人利益的公司控制者（他们决定公司的运作）所作出的决策能以公司所有者（企业的出资者）的利益最大化为原则。如果缺乏有效的公司治理机制，那么，追逐个人利益的公司控制者（包括经理和控股股东）的行为就有可能违背公司出资人的利益最大化原则，产生严重的代理问题。一方面，当股权较为分散时，股东缺乏集体决策和监督的能力，掌握控制权的经理可能会为了自身利益做出侵害股东利益的行为，这是传统意义上的代理问题；另一方面，当股权较为集中时，掌握控制权的大股东可能会为了谋取自身的利益转移企业资源而侵害中小股东的利益，即“隧道效应”（tunneling effect）。我国的资本市场不发达，公司外部治理机制薄弱。首先，公司股权结构复杂，许多上市公司存在交叉持股现象，使得敌意收购很难进行，难以对业绩表现不好的公司构成威胁和惩罚；其次，机构投资者对股票市场以及公司管理缺乏足够的影响力，信息披露方面缺乏高质量的会计及审计专业人员。因此，董事会作为我国公司内部治理的重要手段，研究其运作机制及有效性尤其具有重要的意义。

Adams 和 Ferreira（2005）对董事会的监督职能（monitoring role）和决策建议职能（advising role）作了区分。Jensen（1993）认为，不同的董事在董事会中发挥不同的作用，外部董事（包括独立董事）的职责是对管理层进行监督并对公司提供战略决策方面的建议，而内部董事的作用是向外部董事传递所需要的信息。在我国现行法律框架下，董事会行使战略决策权，任命管理层，并对其进行监督，董事会兼有监督职能和决策建议职能。近年来，参照美国成熟市场的做法，我国对上市公司的董事会作了一系列改革。其中最重要的两点是董事长与总经理两职分离制度以及独立董事制度。1998年的“三分开”政策以及2001年证监会发布的《上市公司治理原则》规定上市公司董事长和总经理原则上不应由同一人担任。两职分离制度强调的是董事会对经理的监督职能，通过减少经理对董事会的干预来加强董事会对经理的监督。1997年12月，证监会发布《上市公司章程指引》，提出“公司根据需要，可以设立独立董事”。2001年8月，证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，规定在2003年6月30日前，上市公司董事会成员中应当至少包括1/3的独立董事。2005年10月，新的《公司法》第123条正式规定上市公司要设立独立董事。两职分离制度和独立董事制度是针对所有上市公司的，并没有对存在国有大股东的公司和股权分散的公司分别作出不同的规定。

但是，我国上市公司存在国有大股东的现象十分明显，这使得我国董事会的产生机制和所要解

¹ 虽然上市公司存在大的控股股东与存在国有控股股东不是同一个概念，但是，我们的数据显示，第一大股东持股比例与国有股比例高度相关，用来反映是否存在控股股东的虚拟变量与用来反应是否存在国有控股股东的虚拟变量之间的相关系数高达0.74。

决的代理问题都不同于美国成熟市场。首先，在美国成熟市场股权较为分散的公司中，分散的小股东无法集体行使控制权，董事会是自发产生的，这类公司依赖董事会解决股东的集体行动问题。而在我国，上市公司存在国有大股东的现象十分明显，不存在小股东无法集体行使控制权的问题，董事会是在《公司法》的强制规定下产生的。其次，在美国成熟市场股权较为分散的公司中，依赖董事会解决的代理问题主要存在于经理和股东之间。而我国上市公司的代理问题既存在于经理和股东之间，又存在于大股东和小股东之间。董事会既要监管经理，又要防范大股东侵害中小股东利益。这些区别使我们忍不住要思考，借鉴美国成熟市场的经验引入的两职分离和独立董事制度是不是也适用于我国的上市公司？我国公司国有大股东的存在是否影响董事会治理功能的发挥？存在国有大股东的公司与股权较分散的公司是否应该具有不同的董事会结构特征？独立董事制度以及董事长与总经理两职分离制度等，是否应该对存在国有大股东的公司和股权分散的公司分别作出不同的规定？

目前还没有关于这一问题的实证研究，我们的研究试图弥补这一空缺。已有的关于董事会的实证研究基本都是针对董事会已经存在多年的美国成熟市场上股权较为分散的公司。这些公司所面临的外部市场环境及内部董事会结构和我国公司都有所不同。因而针对国外公司的实证研究结果并不一定适用于我国公司。国外的实证研究中也并没有区分股权分散和股权集中的公司在董事会治理效果方面的不同。针对我国的上市公司，近年来也有一些关于董事会性质与公司业绩之间关系的实证研究，还有一些研究直接将第一大股东持股比例作为公司治理变量研究其对公司价值的影响（Bai et al. (2004)，白重恩等（2005）），但这些研究同样也并没有区分股权分散和股权集中的公司在董事会治理效果方面的不同，从而不能解答我们前面提出的问题。本研究采用所有 A 股上市公司 1999~2003 年 5 年共 3589 组“公司一年度” Panel 数据对这一问题进行了较为深入的研究。

本文余下部分的结构如下：第二节回顾有关董事会方面的已有研究；第三节讨论变量选择和模型设计；第四节实证分析国有大股东的存在对董事会与公司业绩之间关系的影响；第五节总结本研究的结论。

二、文献综述

（一）董事长与总经理的两职状态与公司业绩之间的关系

Jensen (1993)，Lipton 和 Lorsch (1992) 提出，董事长与总经理两职合一为董事会效率低下的原因之一，如果董事长和总经理两职合一，董事会就难以完成其相关的职能，因而董事会要有效，重要的是实现董事长与总经理的两职分离。但是，Boyd (1995) 指出，两职合一有利于提高企业的创新能力，有利于企业适应瞬息万变的市场环境，有利于提高信息沟通的效率和组织决策的速度，因此两职合一对公司业绩的影响会随环境的变化而有所不同。

针对我国的上市公司，吴淑坤、柏杰、席酉民 (1998)，吴淑琨 (2002)，于东智、谷立日 (2002)，何卫东、张嘉颖 (2002)，于东智 (2003)，李常青、赖建清 (2004) 的研究发现，两职状态对公司业绩表现并没有显著影响。Bai et al. (2004) 以所有上市公司为样本，采用 1999~2001 三年的 Panel 数据，发现董事长与总经理两职合一为托宾 Q 存在显著的负向影响，但是他们（白重恩等 (2005)）用 2000 年一年的截面数据却发现董事长与总经理两职合一为托宾 Q 并不存在显著影响。所有这些研究都是针对所有的上市公司，并没有对存在国有大股东的公司和股权较分散的公司做区分。

（二）独立董事比例与公司业绩之间的关系

由于代理问题的存在，为了控制 CEO 对董事会的影响，许多国家对独立董事的数量有最低要求。一般认为与 CEO 独立的董事更有可能保护股东利益。当有大的控股股东时，独立董事不仅

与 CEO 独立，也与控股股东独立，能更好的保护小股东的利益。也就是说，独立董事通过发挥其监督职能，来减轻两方面的代理问题，一方面防止经理滥用职权侵害股东利益，另一方面防止掌握控制权的大股东为了谋取自身的利益转移公司资源侵害小股东利益。

针对国外公司的实证研究表明独立董事比例会影响董事会在 CEO 更换、敌意收购、毒丸策略和 CEO 薪酬制定等各方面的决策行为，独立董事比例越高，董事会的决策行为更加有利于公司的发展。而另一个更加被关注的问题是，增加外部独立董事能否提高公司的业绩表现。大量的文献采用不同的方法对这一问题进行了研究，但是，不管用会计指标还是用 Tobin's Q 作为衡量公司业绩表现的指标，所有这些文献得出的结论都是独立董事比率与公司业绩表现之间不存在显著的相关关系。这方面的文献请见 Hermalin 和 Weisbach (2003) 的综述。

针对我国的上市公司，李有根、赵西萍、李怀祖 (2001)，何问陶、王金全 (2002)，高明华、马守莉 (2002)，杨洁、郑军、承龙 (2004)，孙永祥、章融 (2000)，何卫东、张嘉颖 (2002)，于东智 (2003) 的研究发现独立董事比例对公司业绩并没有显著的影响。这些研究采用单年度的截面数据分析，有的仅仅作了简单的相关系数计算，没有加入必要的控制变量，变量缺失产生的偏差问题很严重。李常青、赖建清 (2004) 以 396 家上市公司为样本，采用 1999~2002 年 4 年的 Panel 数据，发现独立董事比例与公司业绩负相关，从而质疑我国引入独立董事制度的有效性。值得注意的是 Bai et al. (2004) 以所有上市公司为样本，采用 1999~2001 三年的 Panel 数据，发现外部董事比例对托宾 Q 不存在显著影响，但是他们 (白重恩等 (2005)) 用 2000 年一年的截面数据，却发现外部董事比例对托宾 Q 的影响显著为正。这些研究也没有对存在国有大股东的公司和股权较分散的公司做区分。

三、 研究设计

(一) 样本数据

我们以上海证券交易所和深圳证券交易所的所有 A 股上市公司为样本，时间跨度为 1999~2003 年 5 年，剔除掉董事会数据在年报中披露不全的观测，最终的样本包括 3589 组“公司——年度” Panel 数据。其中 1999~2003 年每年的公司数分别为 127, 784, 836, 925 和 917。

(二) 被解释变量：公司业绩表现

衡量公司业绩表现的指标有两大类：会计指标以及市场指标。我们选择会计指标 ROA、调整后的 ROE (用 ROEW 表示) 以及市场指标 Tobin'Q 作为衡量公司业绩表现的指标。其中，ROEW 为考虑了年内增发新股的加权平均的 ROE，Tobin'Q 为总资产的市场价值与账面价值比。由于我国股票市场还存在一些问题，Tobin'Q 可能并不能较好的衡量公司的业绩表现，因此在这里，Tobin'Q 产生的相关结果仅作为参考。

(三) 解释变量：董事会的结构特征

我们用 6 个指标从各方面反映董事会的结构特征，它们包括：董事会规模，独立董事比例，董事长与总经理的两职状态，董事会会议频率，董事持股情况，董事的学历。引入独立董事比例和两职状态变量的原因在前面的文献综述部分已经有了详细的介绍，引入其他四个变量可以更全面地反映出董事会的结构特征。董事会规模一方面会影响董事会进行决策的效率，另一方面也可能会影响董事为公司提供经验和帮助的程度；董事会会议频率能够在一定程度上体现董事会工作的积极活跃程度；董事持股情况体现的是董事获得股权激励的情况；董事的学历水平也可能会影响董事为公司提供经验和帮助的程度。

(四) 控制变量

由于公司业绩除了可能受到董事会影响之外，还会受到公司规模大小等因素的影响，因此为了更好的分离出董事会与公司业绩之间的关系，需要引入一些对公司业绩表现有显著影响的控制变量。这些控制变量的选择是基于大量的关于影响公司业绩表现的因素的文献（Yermack（1996），Coles et al.（2005）），包括公司规模，负债比率，总资产增长率，年份及行业虚拟变量。加入年份虚拟变量一方面能够解决 panel 数据不同年份间可能出现的残差问题，另一方面也是由于我国董事会结构在 2002 年前后受政策影响发生了巨大变化，这在后面的具体分析中会作进一步的说明。

(五) 回归模型

用回归模型（1）来分析国有大股东对董事会功能的影响²。

$$\begin{aligned}
 & ROEW, ROA, TOBQ \\
 = & c + \alpha_1 \ln DNUM + \theta_1 \ln DNUM * STATEdummy \\
 & + \alpha_2 DPINDEP + \theta_2 DPINDEP * STATEdummy \\
 & + \alpha_3 DUAL + \theta_3 DUAL * STATEdummy \\
 & + \alpha_4 \ln DBMEET + \theta_4 \ln DBMEET * STATEdummy \tag{1} \\
 & + \alpha_5 DPNSHARE + \theta_5 DPNSHARE * STATEdummy \\
 & + \alpha_6 DPGRAD + \theta_6 DPGRAD * STATEdummy \\
 & + \zeta_1 \ln ASSET + \zeta_2 GROWTH + \zeta_3 LEVEARGE + \zeta_4 STATEdummy \\
 & + \zeta_5 \sum YEAR + \lambda_6 \sum INDUSTRY + \varepsilon
 \end{aligned}$$

当国有股占 35.6%（35.6%为国有股比例的中位数）以上时，STATE dummy 为 1，否则为 0，也就是说变量 STATE dummy 把所有数据平均分成了两部分。 θ_i 反映了由于国有股比例的不同造成的董事会与公司业绩之间关系的差异。 α_i 表示当国有股比例低于 35.6%时（35.6%为国有股比例的中位数），董事会相应变量对公司业绩的影响程度。 $\alpha_i + \theta_i$ 表示当国有股比例高于 35.6%时，董事会相应变量对公司业绩的影响程度。表 1 列出了具体的变量定义。

表 1：变量定义

公司业绩表现	ROEW：考虑了年内增发新股的加权平均调整后的 ROE ROA：总资产收益率 TOBQ：Tobin's Q
董事会特征	DNUM：董事会人数 DPINDEP：独立董事数量占董事会总人数的比例 DUAL：董事长和总经理的两职状态（两职合一时为 1，否则为 0） DBMEET：董事会会议频率 DPNSHARE：持股董事的人数占董事会总人数的比例 DPGRAD：具有硕士以上学历的董事占董事总人数的比例
国有股比例	STATE：国有股占总股本的比率 DSTATE：是否国有控股（国有股占 50%以上时为 1，否则为 0） STATE dummy：当国有股占 35.6%（国有股比例的中位数）以上时为 1，否则为 0
控制变量	ASSET：总资产 GROWTH：总资产增长率 LEVERAGE：负债占总资产的比率 YEAR：数据所属年份的虚拟变量 INDUSTRY：公司所属行业的虚拟变量

²模型中董事会变量间的相关性并不大，因此在这里可以忽略多重共线性问题。

四、 实证分析结果

(一) 样本的统计性特征

表 2 和表 3 分别列出了董事会变量和公司业绩变量分年度以及 5 年整体的统计性特征。我国董事会人数平均为 9.79，跟美国公司的董事会规模相当（Coles et al. (2005) 文章中董事会平均人数为 10.4）；独立董事的比例平均为 16.1%，远低于美国公司（根据 OECD 有关报道，1999 年美国公司董事会中独立董事所占比例已达到 62%，且仍在逐年增加）；约有 10.3% 的公司董事长与总经理两职合一；董事会会议频率平均为 6.95 次；约有 25.8% 的董事拥有公司股份；约有 23.3% 的董事拥有硕士以上学历；我国公司国有控股现象十分明显，STATE 变量³的均值和中位数分别为 0.335 和 0.356，即国有股份平均占到 33.5%，半数公司国有股比例高于 35.6%，DSTATE 变量的均值为 0.357，反映出约有 35.7% 的公司国有股份超过 50%。

再来看各变量的均值随年度变化的情况。我国公司的业绩表现从 1999 到 2003 年呈逐年下降的趋势；董事会规模从 1999 年到 2003 年一直比较平稳；董事长和总经理两职合一的公司比例从 1999 年到 2000 年有比较明显的下降，2000 年之后基本稳定在 10% 左右；独立董事比例随年份变化很明显，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》，规定在 2003 年 6 月 30 日前，上市公司董事会成员中应当至少包括 1/3 的独立董事，受这一政策的影响，尤其是 2002 年，独立董事比例有大幅度上升；董事会会议频率以及董事学历水平呈逐年上升的趋势；而持股董事比例则呈逐年下降的趋势。

表 2： 董事会变量的统计性特征

年份	变量	观测个数	均值	标准偏差	最小值	中位数	最大值
1999	DNUM	127	10.142	3.111	5.000	9.000	19.000
	DPINDEP	127	0.005	0.027	0.000	0.000	0.176
	DUAL	127	0.197	0.399	0.000	0.000	1.000
	DPNSHARE	127	0.459	0.291	0.000	0.444	1.000
	DBMEET	127	4.638	1.776	2.000	4.000	10.000
	DPGRAD	127	0.098	0.140	0.000	0.053	0.857
2000	DNUM	784	9.560	2.592	5.000	9.000	19.000
	DPINDEP	784	0.012	0.048	0.000	0.000	0.364
	DUAL	784	0.117	0.322	0.000	0.000	1.000
	DPNSHARE	784	0.340	0.299	0.000	0.286	1.000
	DBMEET	784	5.332	2.424	2.000	5.000	22.000
	DPGRAD	784	0.141	0.169	0.000	0.100	1.000
2001	DNUM	836	9.478	2.536	5.000	9.000	19.000
	DPINDEP	836	0.063	0.107	0.000	0.000	0.444
	DUAL	836	0.093	0.291	0.000	0.000	1.000
	DPNSHARE	836	0.278	0.285	0.000	0.200	1.000
	DBMEET	836	6.264	2.913	2.000	6.000	25.000
	DPGRAD	836	0.189	0.189	0.000	0.143	1.000
2002	DNUM	925	10.013	2.348	5.000	9.000	19.000
	DPINDEP	925	0.238	0.077	0.000	0.222	0.667
	DUAL	925	0.086	0.281	0.000	0.000	1.000
	DPNSHARE	925	0.218	0.230	0.000	0.143	0.889

³由于国有股比例在年度之间的变化不大，因此这里没有列表给出分年度以及 5 年整体的国有股比例情况。

	DBMEET	925	8.641	3.131	2.000	8.000	34.000
	DPGRAD	925	0.281	0.198	0.000	0.250	0.889
2003	DNUM	917	9.998	2.196	5.000	9.000	18.000
	DPINDEP	917	0.321	0.065	0.000	0.333	0.571
	DUAL	917	0.101	0.302	0.000	0.000	1.000
	DPNSHARE	917	0.183	0.204	0.000	0.111	0.833
	DBMEET	917	7.577	2.928	2.000	7.000	25.000
	DPGRAD	917	0.322	0.202	0.000	0.313	1.000
整体	DNUM	3589	9.790	2.453	5.000	9.000	19.000
	DPINDEP	3589	0.161	0.148	0.000	0.182	0.667
	DUAL	3589	0.103	0.303	0.000	0.000	1.000
	DPNSHARE	3589	0.258	0.266	0.000	0.182	1.000
	DBMEET	3589	6.951	3.129	2.000	7.000	34.000
	DPGRAD	3589	0.233	0.203	0.000	0.200	1.000

表 3：公司业绩变量的统计性特征

年份	变量	观测个数	均值	标准偏差	最小值	中位数	最大值
1999	ROFW (%)	127	6.522	16.778	-109.890	9.420	62.880
	ROA (%)	127	5.208	6.860	-25.142	6.433	19.407
	TOBQ	127	3.025	1.270	1.155	2.819	9.019
2000	ROEW (%)	784	6.311	28.156	-390.000	9.160	409.410
	ROA (%)	784	5.104	7.362	-74.604	5.819	35.212
	TOBQ	784	4.352	3.193	1.378	3.771	68.297
2001	ROEW (%)	836	2.774	21.553	-230.360	6.593	54.480
	ROA (%)	836	3.307	8.693	-122.732	4.424	24.780
	TOBQ	836	3.280	2.084	1.237	2.836	43.444
2002	ROEW (%)	925	2.314	20.704	-227.830	5.760	123.550
	ROA (%)	925	2.977	7.731	-44.046	3.686	37.116
	TOBQ	925	2.541	1.458	1.088	2.114	21.548
2003	ROEW (%)	917	2.097	37.005	-906.160	5.470	70.130
	ROA (%)	917	3.192	7.589	-61.085	3.318	33.466
	TOBQ	917	1.990	1.438	-31.480	1.756	9.698
整体	ROEW (%)	3589	3.388	27.459	-906.160	6.600	409.410
	ROA (%)	3589	3.652	7.868	-122.732	4.373	37.116
	TOBQ	3589	2.985	2.258	-31.480	2.454	68.297

(二) 模型 (1) 的实证结果

国有大股东对董事会治理功能的影响用前面提到的模型 (1) 来反映。由于 OLS 回归的结果会受到极端数据的影响,我们在回归分析之前首先剔除掉了分位数为 1% 和 99% 两端的极端数据观测。剔除之后共得到 3111 个观测。

θ_i 是这里分析的重点,它反映了由于国有股比例的不同造成的董事会与公司业绩之间关系的差异。回归结果见下表 4 和表 5, 其中表 4 列出了单个变量的参数值和 t 检验结果, 重点看 θ_i 和 α_i 的结果, ***, **, * 分别表示 t 检验下估计参数在 1%, 5%, 10% 水平显著不为 0。表 5 列出了对于 $\alpha_i + \theta_i$ 的 F 检验结果。这里列出 Tobin'Q 指标仅作为参考。

首先看两职状态对公司业绩的影响。由表 4 中对 θ_3 的 t 检验结果可以看出, 由于国有股比例的不同, 董事长与总经理的两职状态对公司业绩表现的影响具有显著的差异。对于 α_3 的 t 检验结果显示, 当国有股比例较低时 (低于 35.6% 的中位数水平), 董事长与总经理的两职合一对公司业绩

表现的影响显著为负；而对于 $\alpha_3 + \theta_3$ 的 F 检验结果显示，当国有股比例较高时（高于 36% 的中位数水平），董事长与总经理的两职合一对公司业绩表现的影响显著为正。这表明 θ_3 所反映出的显著差异不仅是程度上的差异，而且是影响方向上的差异。

再看独立董事比例对公司业绩的影响。 θ_2 并不显著，可见国有股比例并不影响独立董事比例对公司业绩的影响程度。对于 α_2 的 t 检验结果和对于 $\alpha_2 + \theta_2$ 的 F 检验结果都显著，可见无论国有股比例如何，独立董事比例对公司业绩的影响都显著为正。

表 4：模型（1）t 检验结果

		ROEW		ROA		TOBO	
		Estimate	Error	Estimate	Error	Estimate	Error
α_i	LnDNUM	0.27	1.21	-0.30	0.53	0.04	0.11
	DPINDEP	6.60**	3.25	4.40***	1.43	-0.32	0.30
	DUAL	-2.92***	0.91	-1.29***	0.40	-0.01	0.09
	LnDBMEET	0.80	0.72	0.45	0.32	0.08	0.07
	DPNSHARE	0.26	1.23	0.27	0.54	-0.15	0.11
	DPGRAD	2.80*	1.64	0.30	0.72	0.38**	0.15
θ_i	LnDNUM*STATE dummy	1.14	1.64	0.76	0.72	0.14	0.15
	DPINDEP*STATE dummy	3.39	3.22	1.10	1.42	0.48	0.30
	DUAL*STATE dummy	4.72***	1.33	2.08***	0.58	-0.12	0.12
	LnDBMEET*STATE	-1.56	1.00	-0.59	0.44	-0.09	0.09
	DPNSHARE*STATE dummy	0.32	1.57	-0.28	0.69	-0.07	0.15
	DPGRAD*STATE dummy	-1.46	2.29	0.60	1.01	0.32	0.21
λ_i	LnASSET	2.30***	0.28	1.24***	0.12	-0.86***	0.03
	GROWTH	12.29***	0.70	6.50***	0.31	0.06	0.06
	LEVERAGE	-18.93***	1.24	-13.73***	0.55	-0.70***	0.12
	STATE dummy	-0.90	4.12	-1.23	1.81	-0.23	0.38
	Year, Industry dummy	Yes ⁴		Yes		Yes	
Ajusted R ²		18.47%		31.09%		48.85%	

表 5：模型（1）对于 $\alpha_i + \theta_i$ 的 F 检验结果

	ROEW	ROA	TOBQ
LnDNUM	$\alpha_1 + \theta_1 = 1.41$ P=0.45	$\alpha_1 + \theta_1 = 0.46$ P=0.37	$\alpha_1 + \theta_1 = 0.18^*$ P=0.09
DPINDEP	$\alpha_2 + \theta_2 = 9.99^{***}$ P=0.0016	$\alpha_2 + \theta_2 = 5.50^{***}$ P<0.0001	$\alpha_2 + \theta_2 = 0.16$ P=0.58
DUAL	$\alpha_3 + \theta_3 = 1.80^*$ P=0.063	$\alpha_3 + \theta_3 = 0.79^*$ P=0.063	$\alpha_3 + \theta_3 = -0.13$ P=0.15
LnDBMEET	$\alpha_4 + \theta_4 = -0.76$ P=0.30	$\alpha_4 + \theta_4 = -0.14$ P=0.67	$\alpha_4 + \theta_4 = -0.01$ P=0.90
DPNSHARE	$\alpha_5 + \theta_5 = 0.58$ P=0.57	$\alpha_5 + \theta_5 = -0.01$ P=0.98	$\alpha_5 + \theta_5 = -0.22^{**}$ P=0.022
DPGRAD	$\alpha_6 + \theta_6 = 1.34$ P=0.41	$\alpha_6 + \theta_6 = 0.90$ P=0.21	$\alpha_6 + \theta_6 = 0.70^{***}$ P<0.0001

⁴ 表示显著不为 0，Year 和 Industry 的 dummy 变量很多，这里没有一一列出。

（三）独立董事比例与公司业绩之间的关系

国有股比例并不影响独立董事在公司治理中发挥的正向作用。我们得出的这一结论与以往针对我国公司的采用类似样本和 Panel 数据的实证研究结果正好相反（李常青、赖建清（2004）采用 396 家公司 1999~2002 年 4 年的 Panel 数据，发现独立董事比例与公司业绩负相关），下面我们来分析一下为什么会产生这种差异，为什么我们得出的结论更加合理。

我国公司的业绩表现从 1999 到 2003 年呈逐年下降的趋势。而独立董事比例随年份变化也很明显，受政策的影响，尤其是 2002 年独立董事比例有大幅度上升。表 6 的前三列列出了公司业绩表现指标与独立董事比例的相关系数，后三列则是经过年度调整后的业绩指标与独立董事比例的相关系数（其中 ROEWadj, ROAadj, TOBQadj 表示经过年度调整后的业绩指标，等于公司业绩指标减去当年所有公司业绩指标的中位数）。对比前三列与后三列，可以看出业绩指标与独立董事比例的相关系数发生了显著的方向性的变化。独立董事比例逐年上升，而公司业绩随年度的变化逐年降低，因此独立董事比率与未经年度调整的公司业绩指标显著负相关。但这种负相关只是一种假象，并不能反映出公司之间的横向对比情况。经过年度调整之后，剔除掉年度的影响，独立董事比率与公司业绩指标则呈显著的正相关关系。这也反映出在回归中加入年份虚拟控制变量的重要性，加入年份虚拟控制变量能够解决 Panel 数据不同年份间出现的残差问题。从这里也可以理解为什么已有的实证研究（李常青、赖建清（2004））中采用 Panel 数据，而不加入年度控制变量，会出现独立董事比例与公司业绩负相关的假象。由于变量在不同年份间存在整体上的差异，加入年份控制变量是很有必要的，我们在上面的回归分析中相当于采用了固定年份效应模型（year-fixed-effect）⁵。

表 6：独立董事比例与公司业绩的相关系数对比

Pearson 相关系数. *, **, ***分别表示 P<10%, P<5%, P<1%						
	未经年度调整的业绩指标			年度调整后的业绩指标		
	ROEW	ROA	TOBQ	ROEWadj	ROAadj	TOBQadj
DPINDEP	-0.0462***	-0.0682***	-0.4037***	0.04272**	0.06873***	0.01047

（四）两职状态与公司业绩之间的关系

以往的关于两职状态方面的实证研究都是针对所有的上市公司，并没有对存在国有大股东的公司和股权较分散的公司做区分，因此，从整体上看，正向影响和负向影响相互抵消，就可能会得出两职状态对公司业绩没有显著影响的结论。而我们对股权结构作了区分之后，发现由于国有股比例的不同，两职状态对公司业绩表现的影响具有显著的方向上的差异。当国有股比例较低时，董事长与总经理的两职合一对公司业绩表现的影响显著为负；而当国有股比例较高时，董事长与总经理的两职合一对公司业绩表现的影响则显著为正。那么既然对于存在国有大股东的公司来说两职合一的影响是正的，是否这类公司更加倾向于两职合一？是否股权较分散的公司更倾向于两职分离？这两类公司在两职状态方面是否存在显著差异？

由于两职状态受年度政策的影响也比较大，我们逐年分析存在国有大股东的公司和股权较分散的公司的两职状态是否存在差异，结果见表 7。在 1999 年，存在国有大股东的公司的两职合一的比例比股权较分散的公司略高，这与我们的预期一致，但是差异并不显著；随着政府限制两职合一的政策出台，存在国有大股东的公司和股权较分散的公司都响应了这一政策，两职合一的比例都有所下降；存在国有大股东的公司比股权较分散的公司更加积极的响应了政府两职分离的号召，两职合一的比例下降更快；总的来看，存在国有大股东的公司和股权较分散的公司的两职状态基本上不

⁵ Coles et al.（2005）在研究董事会规模时对 Panel 数据的分析也采用了类似的固定年份效应模型（year-fixed-effects regression）。

存在显著差异。

表 7：两职状态的均值及方差分析结果

	DUAL 变量的均值		以 STATE dummy 为解释变量的方差分析	
	STATE dummy=0	STATE dummy=1	F-stat	P-value
1999	0.177	0.215	0.29	0.594
2000	0.143	0.094	4.44**	0.036
2001	0.101	0.087	0.51	0.477
2002	0.106	0.070	4.00**	0.046
2003	0.102	0.100	0.01	0.911

（五）董事会其他变量与公司业绩的关系

无论是否存在国有大股东，董事会规模、董事会会议频率、持股董事比率对公司业绩都没有显著影响，而董事的学历水平对公司业绩有一定的正向影响。Jenson（1993）认为，董事会越大，董事搭便车的代理问题就越严重，因而董事会的效率越低，但另一方面更多的董事可能能为公司提供更多的经验和帮助；董事会会议频率一方面能够在一定程度上反应董事会工作的积极活跃程度，另一方面公司出现危机和问题时董事会会议的频率也会增加；董事持股情况体现的是董事获得股权激励的情况，但在我国的上市公司中，董事的平均持有的股份仅为 0.02%，加之股票市场发展的不成熟使得股票价格很难反映公司价值，因此股权的激励作用是值得怀疑的；董事的学历水平对公司业绩有一定的正向影响，这说明素质更高的董事可能能为公司提供更多的经验和帮助。

（六）稳健性检验

前面的回归分析中我们采用的是剔除掉分位数为 1% 和 99% 两端的极端数据观测所得出的结论，除此之外，我们还用了剔除掉分位数为 5% 和 95% 两端的极端数据观测后的样本数据，得到的结论完全相同。

把模型（1）中的变量 STATE dummy 换成 DSTATE（是否国有控股）、DFIRST（第一大股东持股比例是否超过 50%）、FIRST dummy（第一大股东持股比例是否超过其中位数 43.2%）所得的结论都相同，这是由于第一大股东持股比例与国有股比例高度相关。

在模型（1）中，解释变量（董事会变量）与被解释变量（公司业绩表现变量）是同一时期的。为了减轻变量的内生性问题（endogeneity），我们还对解释变量作了滞后一期的处理，也就是考察过去一年的董事会变量对当年公司业绩表现的影响，得出的结论也与之之前完全相同。

五、 研究结论分析

（一）国有大股东的存在造成两职状态对公司业绩的影响发生了方向上的显著变化

在 1999 年，存在国有大股东的公司的两职合一比例比股权较分散的公司略高，随着政府限制两职合一的政策出台，存在国有大股东的公司和股权较分散的公司都响应了这一政策，而且存在国有大股东的公司比股权较分散的公司响应得更加积极，两职合一的比例下降更快，2001 年之后基本稳定在 10% 左右，两职合一的比例在这两大类公司之间并没有显著差别。但是，由于国有股比例的不同，两职状态对于公司业绩的影响却具有显著的方向上的差异。当国有股比例较低时（低于 35.6% 的中位数水平），董事长与总经理的两职合一对公司业绩表现的影响显著为负；而当国有股比例较高时（高于 35.6% 的中位数水平），董事长与总经理的两职合一对公司业绩表现的影响则显著为正。

产生这种结果可能是由于：对于股权较为分散的公司，代理问题主要存在于经理和股东之间，两职分开能够减少经理对董事会的干预，使董事会能够更好的监督经理的行为，从而缓解代理问题，

因此两职合一对公司业绩表现具有负面的影响；而对于国有股比例较大的、股权较集中的公司，代理问题主要存在于大股东和小股东之间，需要防范大股东侵害小股东利益，因此这种代理问题可能不能通过两职分离来缓解，而应更多地借助独立董事的力量。在这种情况下，两职合一有利于提高信息沟通的效率和组织决策的速度，有利于企业适应瞬息万变的市场环境，因此两职合一对公司业绩表现的影响就变成了正面的。

这也说明，要求董事长与总经理两职分离的政策可能并不适用于所有公司，可能需要对存在国有大股东的公司和股权较为分散的公司区别对待。

(二) 无论是否存在国有大股东，独立董事比例对公司业绩都具有显著的正向影响

国有股比例并不影响独立董事在公司治理中发挥的正向作用。无论国有股比例如何，独立董事比例对公司业绩的影响都显著为正。对于股权较分散的公司来说，独立董事与经理独立，能够减少经理对董事会的影响，缓解经理同股东之间的代理问题；对于股权较为集中的公司来说，独立董事不仅与经理独立，也与控股股东独立，能够更好的保护小股东的利益，缓解大股东和小股东之间的代理问题。

这一结果说明我国引入独立董事制度的确取得了一定成效，独立董事对于完善我国上市公司的治理结构发挥出了积极的作用。虽然我国的独立董事制度仍存在着很多有待改进的问题，但它也在不断的发展和完善。2005年10月，新的《公司法》第123条正式规定上市公司要设立独立董事，标志着独立董事制度在我国上市公司中开始成为法定制度。独立董事曾一度被称作花瓶董事，其独立性和作用受到广泛的质疑。但是，随着独立董事被赋予的权力和义务的逐步明确化，独立董事的独立性和影响力正在逐渐提高，独立董事与上市公司董事会之间的冲突也日渐频繁。2003年4月，北大科技独立董事胡学军、姚彬要求彻查1999年5,090万元贷款下落；对于1999年减值11,886万、2001年减值22,371万元提出疑问；要求管理层汇报控股股东取得中信实业银行对公司债权的具体细节。2004年2月，由于乐山电力频繁的担保行为和巨大的担保金额，公司两名独立董事自掏腰包聘请会计师事务所就公司关联交易及或有负债情况进行专项审计。这一系列真实的案例也表明我国独立董事的独立性和影响力正在逐渐提高。

这一结果既不同于以往针对国内公司采用Panel数据的研究结果（原因在前面已有说明），也不同于国外的实证结果，反映出了我国公司的特殊性。虽然国外的实证研究发现独立董事比例越高，董事会的决策行为更加有利于公司的发展，但直接研究独立董事比例与公司的业绩表现之间的关系时得出的结论却是独立董事比率与公司业绩表现之间不存在显著的相关关系。实际上，这一结果也并不难理解，我国公司在2002年以后独立董事才开始大规模出现，目前，绝大多数上市公司董事会成员中有1/3是独立董事，但相对于美国来说数量仍是很少的。根据OECD有关报道，1999年美国公司董事会中独立董事所占比例为62%，独立董事在几乎所有的公司中都已经能够发挥出显著的影响。我国公司的独立董事从无到有，对公司发展的边际贡献可能会更大。另一方面，Klapper和Love（2004）的实证研究表明，相对于成熟市场，在外部治理薄弱的新兴市场中，内部治理水平的高低对公司的业绩表现有更强的影响。我国资本市场不发达，公司外部治理机制薄弱。因此相对于美国成熟市场，我国的独立董事比例可能会对公司业绩具有更强的影响。

参考文献

- [1]. 白重恩，刘俏，陆洲，宋敏，张俊喜，2005，中国上市公司治理结构的实证研究，《经济研究》，2005年第2期。
- [2]. 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——兼论中国独立董事有效行权的制度环

- 境,《南开经济评论》,2002年第2期。
- [3]. 何卫东,张嘉颖,2002,所有权结构、资本结构、董事会治理与公司价值,《南开管理评论》,2002年第2期。
- [4]. 何问陶,王金全,2002,我国独立董事制度的实证分析,《财贸经济》,2002年第9期。
- [5]. 李常青,赖建清,2004,董事会特征影响公司绩效吗?《金融研究》,2004年第5期。
- [6]. 李有根,赵西萍,李怀祖,2001,上市公司的董事会构成和公司绩效研究,《中国工业经济》,2001年第5期。
- [7]. 孙永祥,章融,2000,董事会规模、公司治理与绩效,《企业经济》,2000年第10期。
- [8]. 吴淑琨,2002,董事长和总经理两职状态的实证检验,《证券市场导报》,2002年3月号。
- [9]. 吴淑坤,柏杰,席酉民,1998,董事长与总经理两职的分离与合一——中国上市公司实证分析,《经济研究》,1998年第8期。
- [10]. 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,《中国社会科学》,2003年第3期。
- [11]. 于东智,谷立日,2002,公司的领导权结构与经营绩效,《中国工业经济》,2002年第2期。
- [12]. 杨洁,郑军,承龙,2004,独立董事制度与公司绩效,《经济学动态》,2004年第12期。
- [13]. Adams, R. and D. Ferreira, 2004, "A theory of friendly boards", ECGI - Finance Working Paper No. 100/2005
- [14]. Bai, C., Q. Liu, J. Lu, F. Song, and J. Zhang, 2004, "Corporate governance and market valuation in China", *Journal of Comparative Economics*, 32, 599-616.
- [15]. Boyd B. K., 1995, "CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model", *Strategic Management Journal*, 16, 301-312.
- [16]. Coles, J.L., N.D. Daniel, and L. Naveen, 2005, "Boards: Does One Size Fit All?" Arizona State University working paper.
- [17]. Denis, Diane K., and John J. McConnell, 2003, "International Corporate Governance." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38,1: 1-36.
- [18]. Hermalin, B. and M. Weisbach, 2003, "Board of Directors as an Endogenously-Determined Institution: A Survey of the Economic Literature," *Economic Policy Review* 9, 7-26.
- [19]. Jensen, M. 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems." *Journal of Finance* 48, no. 3: 831-80.
- [20]. Klapper, L. F., and I. Love. 2004. "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets." *Journal of Corporate Finance* 10: 703-728.
- [21]. Lipton, M. and J. W. Lorsch, 1992, "A modest proposal for improved corporate governance", *Business Lawyer*, 1, 59-77.
- [22]. Yermack, D. 1996. "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors." *Journal of Financial Economics* 40, no. 2: 185-212.