

中国上市公司董事会结构分析¹

黄张凯 徐信忠^a 岳云霞^b

摘要

本文结合公司财务理论，研究了中国上市公司股权结构对董事会结构的影响。本文着重于董事会对经理层的监督和对大股东的擎制这两项基本功能。文中结果显示：股权集中程度降低独立董事比例，在一定程度上却又抑制总经理董事长两职合一。民营企业的独立董事比例较高，两职合一情况则较多。本文还显示，不同性质股权的比重对公司治理的影响是非线性的。国有股对独立董事比例有负面作用，但当国有股比例特别大时这中作用则不明显。国有股对两职合一有推动作用，尤其时在国有股比例特别大时。社会法人股对独立董事有负面作用，而当社会法人股比例特别大时，社会法人股又能在一定程度上阻止两职合一。本文的发现说明了一个有趣的但又被人忽略的现象：股权集中与否和股权性质对公司治理的影响并不是非此即彼的，照搬西方现有理论，简单的分散股权或实现国有股的全部退出未必一定能在所有方面改善公司治理。

一．引言

西方经济学界对国有企业的一个普遍观点是，国有企业的机制决定了其效率低下。在理论上，这种观点有三个依据：第一，国有企业往往有着充分就业等政治目标，干扰了企业经营(Boycko, Shleifer, and Vishny, 1996)；第二，国有企业的管理人员往往不是职业经理人，不具备管理企业的能力(Barberis et al, 1996)；第三，国有企业存在着所有者缺位的问题，从而缺乏有效的公司治理机制(Shleifer, 1998)。受这种理论指导，近二、三十年来，世界各国在经济领域，尤其是产权结构上先后出现了规模不等的国退民进。

在实践中，国退民进的效果受到各种因素制约。大量的实证结果都表明：政府退出的速度与时机，出售国有产权的方法，这一过程的公正性和透明度，以及必要的法律保障，都影响着国退民进的效果(Meggison and Netter, 2001)。其中争议最大的是国有企业通过上市向公众出售部分产权的做法。在这种情况下，由于政府仍然保留了大量的股份，企业的决策机制只发生了部分变化，因此这种做法是学者很感兴趣的问题。

¹作者感谢编辑和匿名审稿人的宝贵意见。本研究受到国家自然科学基金的资助(项目 70432002/G02)。

^a 北京大学光华管理学院

^b 中国社会科学院

一般而言,对国退民进的实证研究往往集中于企业改制前后经营业绩的比较。这种研究方法的缺陷在于:往往有很多其他因素影响企业改制前后的业绩,因此业绩变动本身很难说一定是改制造成的(Meggison and Netter, 2001)。例如,政府往往希望从衰落行业退出,而这些行业即使改制后业绩也很难提高,不能证明国退民进无效。反过来说,如果政府为了给国退民进做样板,也会把最好的国有资产加以改制,同时注入大量优质资产加以扶持,这种情况下企业的优秀业绩,同样不能视为是国退民进本身的成果。

本文从一个更为直接的角度出发探讨国企改革的问题,即国企上市后公司治理结构的状况。本文的出发点是董事会结构,这是因为国有企业和上市公司的公司治理最显著的不同是前者对政府负责,后者对董事会负责。那么,国企上市后的董事会究竟能否发挥作用呢?在理论上,董事会是用于解决内生于组织管理代理问题的一种经济制度安排(Hermalin and Weisbach, 2001)。董事会承担着向管理层提出建议(Williamson, 1975; Fama and Jensen, 1983)和对管理层实施监管(Hermalin and Weisbach, 1998; Monks and Minow, 2000)的基本责任;同时一个具有高度代表性的董事会又必须防止大股东侵吞公司资产,损害小股东利益。在一些国家,比如德国,董事会的三分之一成员由员工代表担任,在这种情况下董事会还必须保护员工的利益。董事会能否发挥其应有作用取决于董事会的效率大小和独立性高低,而这又与董事会的结构密切相关。本文所要探讨的问题是:在国企通过上市途径实现国有产权的部分退出后,政府任然拥有很大比例的股份,这种特殊的股权结构是否对董事会结构有影响?同时董事会实施对经理层和大股东的监督和掣制这两项功能是否与之有关?

国外一些学者在实证研究中发现董事会结构受到包括股权结构在内的公司环境和特征的影响。Hermalin 和 Weisbach (1988)较早地涉入对董事会结构决定因素的分析。通过研究公司绩效或特征变化对董事会结构的影响,他们发现以下一些情况会引发董事会结构变动:第一,不良的公司绩效表现会使公司引进更多的外部董事,并且迫使内部董事离开;第二,CEO 的继任过程与董事会的选举过程相交错,因此 CEO 临近退休之际,公司内部董事增多,而且后来者往往是下一任 CEO 的候选人;第三,当公司放弃某一产品市场时,外部董事会进入,而内部董事会离开。Denis 和 Sarin (1999)验证了 Hermalin 和 Weisbach (1988)的观点。他们发现董事会构成的剧烈变化多半发生在公司绩效变差之后或是 CEO 换届的前后。他们还发现股权结构与董事会结构显然存在重大的互动关系,外部董事比例的变化与 CEO 持股比例的变化呈反向相关。近期的一些研究成果强调了公司特征对董事会结构的影响,如 Lehn、Patro 和 Zhao (2004)通过研究 1935 年到 2000 年间始终存在的 81 家公司,发现董事会规模与公司规模正相关,但是与成长机会负相关;Boone、Field、Karpoff 和 Raheja (2004)追踪 1019 家 1988 年至 1992 年上市的公司,发现上市年龄与董事会的独立性显著正相关,有着强权 CEO 的公司往往有更多的内部董事。

国内学者也在董事会结构方面进行了一定的研究,已有的实证类文献主要分析了两职合一的影响因素。吴淑琨、柏杰和席西民 (1998)对 188 家中国上市公司进行分析,发现只有公司规模与两职状态之间反映出正相关性,即公司规模越大,越倾向于采取两职合一。吴淑琨 (2002)采用上海和深圳证券交易所的 A 股

上市公司 1997 年到 1999 年的数据，又一次对上市公司的两职情况进行了研究，其结论表明国有股比例与两职合一正相关。

从以上文章可以看出，董事会结构和股权结构密切相关。国企上市后股权依然大量集中在政府手中，这一特征是西方上市公司不具备的，可能会扭曲董事会的作用。中国的上市公司多从国有企业改造而来，国有股份一股独大，股权集中，为研究董事会结构和股权结构的关系这一问题提供了得天独厚的条件。在我国证券监管体系薄弱和股权高度集中的情况下，董事会的两种功能尤为重要：对经理层的监督，防止其损害股东利益；对大股东的监督，防止其损害小股东利益。本文分析我国上市公司董事会的结构，研究董事会结构对这两种功能的影响，从中探讨国企上市后公司治理的状况。

本文其余部分结构如下：第二部分描述所采用的数据，并对我国上市公司的董事会结构进行了描述性统计；第三部分提出基本观点和假设和研究方法；第四部分介绍实证研究结果；第五部分为结论。

二． 数据来源和描述性统计

本文所使用的数据来自北京色诺芬信息服务有限公司与北京大学中国经济研究中心合作开发的 CCER 中国证券市场和公司治理数据库。本文以 1998 年至 2003 年沪深两市 1267 家上市公司作为研究对象。本文剔除了股权结构数据不全或者明显有误的数据，最终样本公司数量为 1057 家。

本文关心董事会结构的两个重要指标：独立董事比例和董事长总经理是否两职合一。前者可以衡量对大股东的制衡，后者可以衡量对经理层的制衡。表 1 对上市公司各年度末的董事会规模和结构情况进行了描述性统计分析，结果表明：就各年度董事会规模的均值而言，董事会人数大体平稳，各年度的董事会人数的中值都为 9，显示 9 人董事会为上市公司最偏爱的规模。从表 1 中还可以看到，独立董事在董事会中所占的比例逐年递增，由 1998 年的零均值上升至 2003 年的 33%。与样本期限大体同期，中国证监会对上市公司独立董事的设立要求从 1997 年 12 月的可设可不设独立董事发展到 2001 年 8 月要求必须设立独立董事。这一时期独立董事的发展趋势显然与法规的调整相一致，其平均数量在 2002 后超过了 2 人，其在董事会中的平均比例在 2003 年最终达到了证监会要求的不低于 1/3。

表 2 描述了上市公司董事长与总经理的两职合一情况。在整个样本区间，13.9%的上市公司选择了董事长与总经理两职合一的方式。这一比例下降速度较快，从 1998 年的 21.8%下降到 2003 年的 10.7%。

表 3 总结了上市公司股权结构的变化。从 1998 到 2003 年六年间，我国上市公司虽然经历了频繁的股权转让（见 Chen and Xiong, 2001）和增发配股行为，整体股权结构保持着相当的稳定性。国有股（包括国家股和国有法人股）平均比例从 1998 年的 45.4%略微下降到 2003 年的 38.7%，社会法人股和流通股比例相应略有上升。有趣的是，股权集中度变化相对较为明显。从表 4 中可以看出，前 5 大

股东持股比例的 Herfindahl 指数(即前 5 大股东持股比例的平方和)从 1998 年的 0.302 下降到 2003 年的 0.223。但与此同时,第一大股东的平均持股比例仅从 1998 年的 49.8%下降到 2003 年的 43.3%。由此我们可以看到:首先,我国上市公司第一大股东的控制相当稳固;其次,其他大股东在频繁地部分转让手中的股份,导致股权集中度整体下降;第三,不同性质股份的比例变化不大,说明国企上市后并没有再次发生大规模的国有产权退出。

为了比较不同公司的董事会结构,表 5 和表 6 按照股权性质和大股东控制程度将样本分类,并且比较独立董事和两职合一情况在不同公司中的不同比例。我们将股权结构中不存在国有股份的公司定义为私营企业。表 5 和表 6 说明私营企业的独立董事比例显著大于非私营企业,但私营企业中两职合一的情况也显著大于非私营企业。我们还将第一大股东持股比例不小于 50%的公司定义为控股型公司。和非控股型公司相比,控股型公司两职合一的情况要显著少一些,同时控股型公司的独立董事比例也要小一些,但是区别并不大。

三. 实证研究和结果

实证假设

董事会产生后,其监管效率取决于股东自身监管能力和监管成本的大小。在股权分散的公司中,各个股东仅持有少量的股份,他们缺乏足够的能力和动力参与企业的管理或约束经营者的行为,因而需要一个独立性较强的董事会来帮助其完成监管职责,这就要求此类上市公司的董事会中独立董事的比例较大,而且董事长和总经理处于分离状态。在股权集中的公司中,大股东有动力和能力去监督经营活动并有效降低股东与管理层矛盾引发的代理成本(Schleifer and Vishny, 1986; Demsetz and Lehn, 1985),他们对董事会独立性的要求相对较低,也相应地降低了对独立董事的需求。当股权进一步集中而出现控股后,控股股东可以有效地影响和监控管理层行为,更好的防止总经理的权力过度扩张。因此,为了实现其利益最大化,控股股东往往需要操纵董事会,抑制独立董事的相对规模,并防止经理人控制董事会。从表 5 和表 6 也的确可以发现控股型企业而非控股型企业的董事会结构存在着不同。综合以上,本文提出以下假设:

假设 1: 股权集中度越高, 独立董事的比例越低。

假设 2: 股权集中度越高, 董事长和总经理就越不倾向于合并。

由表 5 和表 6 还可以看出,公司性质对董事会结构也有着一定影响。当股权结构中有着相当大的国有股时,公司经营容易受到干扰,偏离利润最大化的目标。反之,民营企业则不存在这种问题。本文因此提出以下假设:

假设 3: 民营企业独立董事的比例相对较高。

另外,我国的民营企业大多为家族企业。造成这一现象的原因除了我国民营企业历史短,我国资本市场不发达以外,还由于我国对产权的保护还不完善,采取家族控制更有利于企业家保护自身利益。在这种情况下,由董事长直接出任总经理就可以更好的保护大股东的利益。因此我们认为:

假设 4：民营企业董事长和总经理两职合一的情况较多。

本文用如下面板回归(panel regression)进行对独立董事比例假设的检验：

$$I = \beta \times herf + \lambda \times control + \varepsilon$$

$$I = \beta \times p + \lambda \times control + \varepsilon$$

其中 I 为独立董事在董事会中的比例， $herf$ 为前 5 大股东持股比例的 Herfindahl 指数，当股权结构中没有国有股时 p 为 1，其他情况为 0。 $control$ 为控制变量。

考虑到股权集中度可能和股权性质共同发生作用，本文还做如下回归：

$$I = \beta_1 \times herf \times c + \beta_2 \times herf \times (1 - c) + \varepsilon$$

$$I = \beta_3 \times herf \times p + \beta_4 \times herf \times (1 - p) + \varepsilon$$

其中当第一大股东持股超过 50% 时 c 为 1，其他情况为 0。这样 β_1 和 β_2 分别表示股权集中度对控股型公司和非控股型公司独立董事比例的影响， β_3 和 β_4 分别表示股权集中度对民营企业和非民营企业独立董事比例的影响。

本文同时用如下面板概率回归 (panel probit regression) 进行对两职合一假设的检验：

$$prob = \beta \times herf + \lambda \times control + \varepsilon$$

$$prob = \beta \times p + \lambda \times control + \varepsilon$$

$$prob = \beta_1 \times herf \times c + \beta_2 \times herf \times (1 - c) + \varepsilon$$

$$prob = \beta_3 \times herf \times p + \beta_4 \times herf \times (1 - p) + \varepsilon$$

其中当出现两职合一情况时 $prob$ 为 1，其他情况为 0。

目前中国上市公司国有股东的代表主要是政府机关（国有资产管理委员会、财政局、行业主管部门等）、国有资产管理公司和集团公司三大类，他们在一定程度上拥有企业的实际控制权，但剩余索取权却归国家所有。国有股股东代表得不到激励和监督的收益，从而也就缺乏激励和监督的动机，所以国有股比例过高，必然导致公司中的“内部人控制”，导致管理人员的行为偏离公司价值最大化。同时，国有股的特殊性质限制了外部监管机制的作用。由于国有股在总体上比重大，且不能在证券市场上自由流通，即使可以通过协议转让，转让也必须通过国家国有资产管理局和省级国有资产管理局批准，而且转让标准往往包括政治性考虑，因此很难通过代理权竞争、接管等外部治理机制对内部人控制形成有效约束。这样，在国有股存在的情况下，公司治理机制难以顺畅运行。据此，可提出以下假设：

假设 5：国有股比例越大，上市公司董事会中独立董事所占比例越小。

假设 6：国有股比例越大，两职合一的可能性越大。

但是我国的实际情况往往比金融理论所描述的更为复杂。国有股比例很高的公司往往是国家重点企业。这样的公司的独立董事多少并不影响政府对企业的控

制，同时这些企业很有可能直接受政府指令，总经理和董事长直接由政府官员出任，因此更有可能出现两职合一。本文因此进一步提出以下假设：

假设 7：国有股比例和上市公司董事会中独立董事比例呈 U 型关系。

假设 8：国有股比例和上市公司董事会中两职合一状况呈 U 型关系。

与国有股股东相比，社会法人股股东具有更多的“经济人”属性。由于所持股份不能流通，他们的利益与公司的绩效表现息息相关，这使其具备了足够的动力对总经理实施监督。但是，当社会法人股比例较小时，社会法人股股东很难和国有股股东抗衡，同时公司业绩只能对他们产生部分影响。因此，在这种情况下，社会法人股很难对公司治理产生正面影响。而当社会法人股比例较大时，公司业绩和法人股股东利益更为密切，社会法人股股东更有积极性和可能性促使董事长和总经理两职分离，从而监督经理层，改善公司治理。但是，作为大股东，他们并无兴趣引入独立董事。为此，有以下假设：

假设 9：社会法人股比例越大，上市公司董事会中独立董事所占比例越小。

假设 10：社会法人股比例和两职合一的可能性之间存在倒 U 型关系。

本文用如下面板回归 (panel regression) 来验证有关独立董事比例的假设：

$$I = \beta \times state + \lambda \times social + \varepsilon$$

$$I = \beta_1 \times state + \beta_1 \times state^2 + \lambda_1 \times social + \lambda_2 \times social^2 + \varepsilon$$

其中 *state* 是国有股比例，*social* 是社会法人股比例。

本文用如下面板概率回归 (panel probit regression) 来验证有关两职合一的假设：

$$prob = \beta \times state + \lambda \times social + \varepsilon$$

$$prob = \beta_1 \times state + \beta_1 \times state^2 + \lambda_1 \times social + \lambda_2 \times social^2 + \varepsilon$$

控制变量

为了控制其它因素对上市公司董事会结构具有的可能性影响，以过去相关文献的研究结果为基础而选取的以下两个控制变量：

公司规模。与小公司相比，大公司一般从事着多元化程度和复杂程度更高的经营活动，因此，它们往往拥有规模较大的董事会和独立董事，以此来满足其经营活动扩张过程中对于多种专业管理人才的要求 (Denis and Sarin, 1999)；同时，大公司更倾向采取董事长和总经理两职合一的安排 (Boyd, 1995)，因为这种设置能提高董事会的决策效率，规避大董事会下决策拖沓的情形出现，从而有利于抵消企业规模的扩大对管理的负面影响。

资本结构。对于上市公司而言，负债率提高意味着公司受到股东和债权人的双重监督，这会促使尽可能地合理化安排公司治理结构，加强对公司经营的监管力度，因而会更多地设置有监管职能的独立董事，也更倾向于采取两职分离状态。

实证研究结果

表 7 和表 8 是本文的实证分析结果。

股权集中度对中国上市公司董事会中独立董事的比例具有负面作用，假设 1 得到验证（见表 7）。前五大股东持股比例的 Herfindahl 指数上升时，独立董事比例快速下降，边际值为-0.997（在 1%的水平上显著）。同时与假设 2 一致，股权集中度对两职合一状况具有一定的抑制作用，（见表 8）。前五大股东持股比例的 Herfindahl 指数对两职合一的边际作用为-0.16（但是在统计上并不显著）。

股权集中度对独立董事比例的抑制作用在非控股型公司中更为明显，其系数达到-1.539，而在控股型公司中则为-1.069。这说明大股东在取得公司的绝对控股后，独立董事的多少已经很难影响董事会决策，因此在控股型公司中股权集中度对独立董事比例的影响相对少一些。而股权集中度对两职合一的抑制更多的表现在控股型公司上，其系数为-0.147，在非控股型公司上系数为-0.092。然而在统计上这两个系数均不显著，说明股权集中度对两职合一的抑制左右比较弱。

和假设 3、假设 4 相符，民营企业的公司治理结构较为复杂，这一点反应在其董事会结构上。民营企业虚拟变量在独立董事比例回归中的系数是 0.063（在 5%水平上显著），在两职合一回归中的系数是 0.39（在 1%水平上显著）。同时我们可以看到股权集中度对两职合一的抑制主要体现在非民营企业上，在民营企业上股权集中度对两职合一影响为正。这说明影响两职合一的因素不仅仅是股权集中程度，还包括股权的性质。而股权集中度对独立董事比例的负面影响在民营和非民营企业之间并无明显差别，系数分别为-1.146 和-0.978，这说明民营企业和非民营企业的控股股东同样不愿意受独立董事监督。

国有股比例对独立董事比例有负面作用，其系数为-1.280（在 1%水平上显著），对两职合一状况作用不明显。这与假设 5 是一致的，但不符合假设 6。然而，当我们引入国有股比例的平方项后，发现它在独立董事回归中并不显著，这说明当国有股比例很大的情况下，国有股对独立董事比例的负面作用不明显，假设 7 得到验证。这和前面所发现的股权集中度对独立董事比例的抑制作用在控股型公司中相对较小是一致的：国有股比例很大的公司往往也是控股型公司，在这类公司中独立董事的多少并不影响大股东对公司的控制，因此大股东相对不排斥独立董事的存在。而在引入国有股的平方项后，我们发现国有股比例对两职合一有负面作用，其系数为-2.518（在 5%下显著），国有股的平方项有正面作用，其系数为 2.582（在 5%下显著），假设 8 得到验证。这说明国有股对两职合一的推动作用在国有股很大时尤为突出。这和前面所发现的股权集中度对两职合一的推动集中表现在控股型公司上是一致的：由于我国上市公司大多由国有企业改着而来，控股型公司往往也是国有股比例大的公司，在这类公司中总经理和董事长直接由政府官员出任，两职合一一是政治上的需要。

在表 7 中可以看到，社会法人股比例对独立董事比例负面作用，其系数为-0.952（在 1%水平上显著），这和假设 9 是一致的。加入社会法人股比例的平方项后，并没有发现二者的非线性关系，也即社会法人股比例对独立董事比例的影响

响总是负面的。这也符合我国的现状：从表 3 中可以看出社会法人股平均只占 20%，很难做到绝对控股。在这种情况下，独立董事会减弱社会法人对公司的控制，因此社会法人股股东总是排斥独立董事。从表 8 中我们发现，社会法人股在两职合一回归中系数为正，而其平方项系数为负，两者在统计上都不明显。这至少说明假设 10 提出的倒 U 型关系在一定程度上符合事实。当社会法人股比例很大时，社会法人股对两职合一有一定的抑制作用。这是由于当社会法人股比例不大时，法人股股东只分享很小一部分公司利益，对经理层的监督的动机也就不强。当社会法人股比例很大时，法人股股东分享很大一部分公司利益，对经理层的监督相应的也更有积极性。但是，由于我国社会法人股比例远小于国有股，其对董事会结构的作用并不明显，因此在统计上也就不显著。

其他结果

本文的回归结果部分验证了国外研究已经取得的成果。董事会中独立董事的比例随着公司规模扩张和负债率的提高而增大。表 7 显示上市公司资产规模和负债率在独立董事回归中总是显著为正。但表 8 显示公司规模对两职合一有明显的抑制作用，这和国际文献是不一样的。由于我国上市公司的董事会结构受到许多行政因素的影响，公司财务状况对董事会结构的影响受到许多干扰，有待进一步研究。

四．结论

本文结合公司财务理论，研究了我国上市公司股权结构对董事会结构的影响。本文从独立董事比例和两职合一状况出发，着重于董事会对大股东的掣制和对经理层的监督这两项基本功能。文中结果显示：

首先，股权集中程度降低独立董事比例，在一定程度上却又抑制总经理董事长两职合一。股权集中度对独立董事的负面作用在大股东未取得绝对控股时更明显，其对两职合一的抑制则在大股东取得绝对控股时更明显。

其次，民营企业的独立董事比例较高，两职合一情况则较多。民营企业与否并不影响股权集中度对独立董事的负面作用，但股权集中度对两职合一的抑制只在非民营企业中有一定表现。

以上结果说明了一个有趣的但又被人忽略的现象：股权集中与否和股权性质对公司治理的影响并不是非此即彼的。有助于提高独立董事比例的因素往往同时推动着两职合一，反之亦然。

本文还显示，不同性质股权的比重对公司治理的影响是非线性的。国有股对独立董事比例有负面作用，但当国有股比例特别大时这中作用则不明显。国有股对两职合一有推动作用，尤其时在国有股比例特别大时。这和国有股的政治性是一致的。社会法人股对独立董事有负面作用，而当社会法人股比例特别大时，社会法人股又能在一定程度上阻止两职合一。同时，由于社会法人股的比例远小于国有股，其对董事会结构的影响相对不明显。

由此可见，国企上市形成了股权高度集中、国有股比例很大的股权结构。这一特殊股权结构是一般上市公司不具备的，影响到董事会对经理层的监督和对大股东的掣制。国企上市后虽然表面上具备了现代企业制度的公司治理体制，但是董事会的功能受到很大影响。本文的发现表明国企上市和政府的部分退出对公司治理的影响并不能用简单的二分法来判定。照搬西方现有理论，简单的分散股权或实现国有股的全部退出未必一定能在所有方面改善公司治理。

参考文献：

1. Boone, A. L., L. C. Field, J. M. Karpoff and C. G. Raheja (2004), "The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis", Working Paper.
2. Claessens, S., S. Djankov and L. H.P. Lang (2000), "The separation of ownership and control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
3. Demsetz, H. and K. Lehn (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Cause and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
4. Denis, D. J. and A. Sarin (1999), "Ownership and board structures in publicly traded corporations", *Journal of Finance*, 52, 187-223.
5. Fama, E. F. and M. C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
6. Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach (1988), "The Determinants of Board Composition", *The Rand Journal of Economic*, 19 (4), 589-606.
7. Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach (2003), "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Economic Policy Review - Federal Reserve Bank of New York*, 9 (1), 7-26.
8. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World",
9. Lehn, K., S. Patro and M. Zhao (2004), "Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000", University of Pittsburgh Working Paper.
10. McConnell, J. J. and H. Servaes (1995), "Equity Ownership and Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics*, 39, 139-157.
11. Ross, S. (1977), "The Determination of Capital Structure: The Incentive Signaling Approach", *Bell Journal of Economics*, 8, 23 - 40.
12. Shleifer, A. and R. W. Vishny (1986), "Large Shareholder and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 96, 461-488.
13. Tenev, S. and C. Zhang (2002), "Corporate Governance and Enterprise Reform in China", World Bank and the International Finance Corporation.
14. Xu, X. N. and Y. Wang (1999), "Ownership Structure Reform and Corporate Governance in Chinese Stock Companies", *Chinese Economic Review*, 10, 75-98.
15. 吴淑琨、柏杰和席西民：《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 第 8 期，21-28。
16. 吴淑琨：《董事长和总经理两职状态的实证检验》，《证券市场导报》，2002 第 3 期，26-30。

表 1 上市公司董事会结构描述性统计

		均值	标准差	中值	最小值	最大值
平均	董事会人数	9.628	2.460	9	4	19
	独立董事人数	1.319	1.484	0	0	7
	独立董事比例	0.136	0.151	0	0	1
1998	董事会人数	9.616	2.746	9	5	19
	独立董事规模	0.057	0.384	0	0	4
	独立董事比例	0.005	0.034	0	0	0.375
1999	董事会人数	9.591	2.676	9	4	19
	独立董事规模	0.058	0.384	0	0	4
	独立董事比例	0.005	0.033	0	0	0.333
2000	董事会人数	9.426	2.578	9	5	19
	独立董事规模	0.106	0.471	0	0	4
	独立董事比例	0.010	0.043	0	0	0.333
2001	董事会人数	9.385	2.550	9	4	19
	独立董事规模	0.628	1.087	0	0	6
	独立董事比例	0.064	0.110	0	0	0.500
2002	董事会人数	9.874	2.299	9	5	19
	独立董事规模	2.293	0.784	2	0	6
	独立董事比例	0.239	0.082	0.222	0	0.667
2003	董事会人数	9.796	2.136	9	5	19
	独立董事规模	3.157	0.859	3	0	7
	独立董事比例	0.325	0.070	0.333	0	1

表 2 上市公司两职合一情况描述性统计

表中描述了采取董事长与总经理两职合一的上市公司在所有样本上市公司中所占的比例。

	平均	1998	1999	2000	2001	2002	2003
两职合一比例	0.139	0.218	0.175	0.135	0.108	0.1	0.107

表 3 上市公司股权结构描述性统计

		均值	标准差	中值	最小值	最大值
平均	国有股	0.417	0.263	0.48	0.000	0.890
	社会法人股	0.195	0.237	0.08	0.000	0.910
	流通股	0.388	0.129	0.37	0.040	1.000
1998	国有股	0.454	0.273	0.54	0.000	0.890
	社会法人股	0.187	0.242	0.05	0.000	0.910
	流通股	0.359	0.136	0.33	0.090	1.000
1999	国有股	0.456	0.269	0.54	0.000	0.890
	社会法人股	0.180	0.239	0.04	0.000	0.910
	流通股	0.364	0.131	0.33	0.090	1.000
2000	国有股	0.425	0.261	0.49	0.000	0.890
	社会法人股	0.191	0.237	0.08	0.000	0.910
	流通股	0.384	0.131	0.36	0.040	1.000
2001	国有股	0.416	0.257	0.47	0.000	0.890
	社会法人股	0.190	0.234	0.08	0.000	0.910
	流通股	0.394	0.127	0.37	0.090	1.000
2002	国有股	0.406	0.258	0.46	0.000	0.850
	社会法人股	0.196	0.235	0.09	0.000	0.910
	流通股	0.398	0.126	0.38	0.090	1.000
2003	国有股	0.387	0.262	0.44	0.000	0.850
	社会法人股	0.212	0.239	0.11	0.000	0.850
	流通股	0.401	0.125	0.38	0.090	1.000

表 4 上市公司股权集中度描述性统计

Herfindahl 是前 5 大股东持股比例的 Herfindahl 指数,即前 5 大股东持股比例的平方和; 第一大股东持股比例是第一大股东持有的股份在总股份中的比例。

	平均	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Herfindahl	0.258	0.302	0.300	0.268	0.255	0.248	0.223
第一大股东	0.458	0.498	0.498	0.466	0.453	0.443	0.433

表 5 不同控股类型上市公司独立董事比例区别的 t 检验

私营企业是指股权结构中没有国有股的公司，控股型公司是指第一大股东的持股比例大于 50% 的公司。

	企业划分	企业数目	均值	方差	t 值	显著水平
按股权性质分	私营企业	192	0.17	0.09	2.89	0.00
	非私营企业	865	0.15	0.09		
按大股东比例分	控股型公司	406	0.15	0.09	2.30	0.02
	非控股型公司	651	0.16	0.09		

表 6 不同控股类型上市公司两职合一比例区别的 t 检验

私营企业是指股权结构中没有国有股的公司，控股型公司是指第一大股东的持股比例大于 50% 的公司。

	企业划分	企业数目	均值	方差	t 值	显著水平
按股权性质分	私营企业	192	0.17	0.36	3.47	0.00
	非私营企业	865	0.12	0.31		
按大股东比例分	控股型公司	406	0.12	0.32	2.26	0.02
	非控股型公司	651	0.14	0.35		

表 7 上市公司独立董事比例分析

上市公司独立董事比例的面板回归。*Leverage* 是公司负债率；*lnat* 是公司资产取对数；*herf* 是前 5 大股东持股比例的平方和；当第一大股东持股比例大于 50% 时 *c* 为 1，其他情况为 0；当股权结构中没有国有股时 *p* 为 1，其他情况为 0；*state* 是国有股比例；*social* 是社会法人股比例。***, **, * 分别代表在 1%, 5%, 10% 水平下显著。

	1	2	3	4	5	6
<i>leverage</i>	***0.054	***0.053	***0.054	***0.066	***0.057	***0.057
<i>lnat</i>	***0.143	***0.143	***0.144	***0.182	***0.139	***0.137
<i>herf</i>	***-0.997					
<i>herf</i> × <i>c</i>		***-1.069				
<i>herf</i> × (1 - <i>c</i>)		***-1.539				
<i>herf</i> × <i>p</i>			***-1.146			
<i>herf</i> × (1 - <i>p</i>)			***-0.978			
<i>p</i>				**0.063		
<i>state</i>					***-1.280	***-1.308
<i>sq_state</i>						0.063
<i>social</i>					***-0.952	***-0.531
<i>sq_social</i>						***-0.642
R square	0.254	0.265	0.183	0.177	0.222	0.225

表 8 上市公司两职合一分析

上市公司两职合一情况的面板概率回归。*Leverage* 是公司负债率；*lnat* 是公司资产取对数；*herf* 是前 5 大股东持股比例的平方和；当第一大股东持股比例大于 50% 时 *c* 为 1，其他情况为 0；当股权结构中没有国有股时 *p* 为 1，其他情况为 0；*state* 是国有股比例；*socialperson* 是社会法人股比例。***,**,* 分别代表在 1%,5%,10% 水平下显著。

	1	2	3	4	5	6
<i>leverage</i>	0.072	0.072	0.074	0.074	0.069	0.068
<i>lnat</i>	***-0.22	***-0.22	***-0.22	***-0.22	***-0.21	***-0.23
<i>herf</i>	-0.16					
<i>herf</i> × <i>c</i>		-0.147				
<i>herf</i> × (1 - <i>c</i>)		-0.092				
<i>herf</i> × <i>p</i>			0.985			
<i>herf</i> × (1 - <i>p</i>)			-0.193			
<i>p</i>				***0.390		
<i>state</i>					-0.444	** -2.518
<i>sq_state</i>						**2.582
<i>social</i>					0.100	1.068
<i>sq_social</i>						-2.086
Wald	18.44	18.45	21.40	24.95	23.75	28.12
P	0.000	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000