

“三分开”政策对董事会结构影响的 实证研究

邹风 陈晓*

摘要 本文选用1998年以前上市A股公司作为样本,对“三分开”政策实施对董事会结构影响进行了研究。结果表明:(1)由于中央及部委所属的上市公司能够得到更多的资源和政策支持,因而选择执行“三分开”政策变更两职关系的可能性要明显的高于非中央企业;“三分开”政策颁布当年新上市的公司比颁布前一年新上市的公司变更两职关系的可能性更大;(2)选择执行“三分开”政策的公司在实施两职分离之后,内部人员担任董事人数显著下降;而大股东委派的董事人数和大股东董事长兼任上市公司董事长的可能性显著增加。

关键词 “三分开”政策,上市公司,董事会结构

一、导 言

董事会结构包括董事会规模、董事会成员来源构成和董事会领导结构三个组成部分。董事会成员来源构成是指来自不同单位的董事在董事会中所占的比例;董事会领导结构指董事长和总经理两职关系和董事长任职状况。¹国外学者对于董事会结构问题的研究可以分为两个方面:一是研究董事会结构的影响因素。Hermalin and Weisbach(1988)的研究发现公司外部董事在董事会中所占的比例与CEO的任期和公司的业绩有关,当CEO临近退休时外部董事比例下降,当CEO刚上任时外部董事比例增加;公司业绩好的时候外部董事比例下降,公司业绩不好的时候外部董事比例上升。Mak and Li(2001)的研究以新加坡公司为样本,研究结果发现:如果大股东的股权比例越高、政府对公司的管制越小和CEO的任期越短,公司实行两职合一的可能性就越大;反之,则越小。二是研究董事会结构与董事会的效率和公司业绩的关系。Jensen(1993)的研究发现董事会效率低下的原因主要是董事会规模过大、内部董事比例较高、董事长与CEO两职合一,Lipton和Lorsch(1992)的研究指出:如果董事长和CEO两职合一,董事会难以完成其相关的职能,因而董事会要有效,重要的是实现CEO和董事长两职的分离。Boyd(1995)指出:

* 清华大学经济管理学院。通讯作者及地址:邹风,清华大学经济管理学院中401#,100084;电话:(010)62789968;E-mail:zoufeng00@mails.tsinghua.edu.cn。

¹ 参阅邹风“股权特征与董事会结构关系的实证研究”2002 Working paper。

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,两职合一对公司业绩的影响随着环境的变化而有所不同。国内学者对我国董事会结构的研究包括:何浚(1998)对我国上市公司的股权结构、董事会的规模、董事会的构成进行了统计分析,发现我国上市公司内部董事的比重较高,除金融业为23.1%以外,其他行业则居于58.5%—71%不等。吴淑琨等人(1998)的研究发现:两职关系与公司业绩之间没有显著的相关关系,公司规模与两职状态之间呈现出正相关关系。过欣欣(2001)对我国上市公司1998和1999两年内董事会结构状况统计发现:上市公司两职合一的比例都在逐步下降,但始终还是保持在20%左右。

国内外的学者对于监管政策对董事会结构的影响的研究并不多见,而在实践中各国的证券监管部门却都在规范公司治理架构下,突出强化了对董事会的监管,特别是对董事会结构的监管。美国就是其中典型的一例,如建立独立董事制度,增加独立董事的比例以增强董事会的独立性和董事会决策的透明度。我国的证券监管部门也在学习和借鉴先进国家的监管理念,强调对董事制度的规范,以增强上市公司决策和运营的独立性。由于我国上市公司具有与发达国家上市公司不同的股权特征,并且上市公司的控股股东的行政隶属关系存在差异,统一的监管政策对于公司治理结构影响是不同的。上市公司在选择执行监管政策方面是存在一定差异的。研究这种差异及其产生的原因对于促进我国上市公司治理结构的进一步规范将具有积极的影响。

以“三分开”政策为例,1998年证监会发布《对拟上市公司改制检查的办法》规定:企业申请公开发行股票除必须达到《公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》等法律、法规、政策规定的条件外,还要做到“三分开”,即上市公司的母公司和上市公司在“人员、资产和财务”三个方面要彻底分开。在“人员分开”方面具体包括:上市公司的董事长原则上不应由股东单位的法定代表人兼任;经理、副经理等高级管理人员不得在上市公司与股东单位中双重任职;财务人员不能在关联公司兼职;股份公司的劳动、人事及工资管理必须完全独立。希望借此使得上市公司与其母公司在人员上实行严格分开,以改善未来上市公司的公司治理结构和减少上市公司与母公司之间的关联交易。证监会又于2001年发布《上市公司治理原则》。该原则对于董事长兼职和董事长与总经理两职关系做出了更为具体的规定,即上市公司董事长和总经理原则上不应该由同一人担任,如果董事长和总理由同一人担任,则公司董事会成员中应至少包括二分之一的独立董事。公司董事长不得由控股股东的法定代表人或核心领导人兼任。

在“三分开”政策颁布之后,我们观察到部分公司选择执行这一政策,在人员分开方面减少了董事长和总经理兼职现象,由原来的董事长和总经理两职合一变更为两职分离;而另外一些公司则没有执行该政策,仍然保留董事长和总经理两职合一状态。本文试图探讨究竟是什么原因使得有些公司选

择执行“三分开”政策从而实施两职分离，而有些公司仍然保持两职合一？执行“三分开”政策并实施两职分离的公司与仍然保持两职合一的公司相比，董事会成员结构和董事长任职状态是否会发生改变？

本文共分为五个部分：第一部分导言；第二部分是研究假设；第三部分是数据和样本的描述性统计；第四部分是实证检验结果；第五部分是研究结论。

二、研究假设

对于已经上市的公司和准备上市的公司来说，在执行“三分开”政策方面会存在一定的差异。已经上市的公司在选择是否执行“三分开”政策时，需要考虑多方面的因素，其中包括控股股东的利益和公司的人事安排等；而正准备上市的公司需要考虑的首要问题是尽快获得证监会的上市核准，因而在公司的治理结构安排上应该尽可能地满足证监会监管政策的要求。拟上市的公司选择执行“三分开”政策并实施两职关系的分离实际上是公司向证监会发行核准机构和未来的证券市场投资者传递公司治理结构规范的一个信号，这一信号传递将不仅有助于发行核准机构对申请上市的企业进行筛选，加速企业上市的进程，而且还有助于未来证券市场投资者对公司治理结构的评价。由此可以得到假设一：

假设一 “三分开”政策颁布当年新上市的公司要比“三分开”政策颁布之前一年新上市的公司选择执行“三分开”政策并实施两职分离的可能性更大。

“三分开”政策除了涉及控股股东董事长兼任上市公司董事长和总经理的情况以外，还涉及在上市公司及母公司双重兼职的其他董事成员，双重兼职的董事成员究竟是选择在上市公司任职还是在股东单位任职在很大程度上取决于实际工作需要。但是就一般情况而言，控股股东委派的董事会成员通常都在股东单位担任重要职务，由于多数上市公司的控股股东都是国有企业，这些企业高层管理人员的职务往往是由党委的组织部门或者政府机构任免的，有的甚至还有一定的行政级别，这样董事成员选择辞去母公司职务的可能性更小，而选择辞去在上市公司所担任职务的可能性更大。因而选择执行“三分开”政策可能会导致董事来源构成比例改变。

虽然“三分开”政策也要求上市公司中居于核心地位的董事长不能由大股东的法人代表担任，但是并没有强制性地规定控股股东董事长不得担任上市公司董事长。在控股股东董事长不能同时担任上市公司董事长和总经理，控股股东董事长对公司运营的控制力减弱的情况下，控股股东董事长一般不会选择放弃上市公司董事长这一职务，而是选择继续担任上市公司的董事长，

从而通过控制董事会来控制上市公司的决策。由此我们提出假设二：

假设二 选择执行“三分开”政策的公司在实行政策之后可能会导致公司内部董事比例下降，控股股东委派董事比例和董事长兼职的比例增加。

在我国的上市公司中董事长与总经理之间的关系存在若干种选择，具体可以有以下几种情况：“控股股东董事长兼总经理同时担任上市公司董事长兼总经理”、“控股股东董事长或者总经理同时担任上市公司董事长和总经理”、“控股股东董事长或者总经理同时担任上市公司的董事长”、“上市公司的董事长和总经理两职由同一个人担任且不在控股股东任职”、“上市公司董事长与总经理两职由不同的人担任且董事长不在控股股东任职”。大股东对上市公司董事会控制程度可由图1表示。

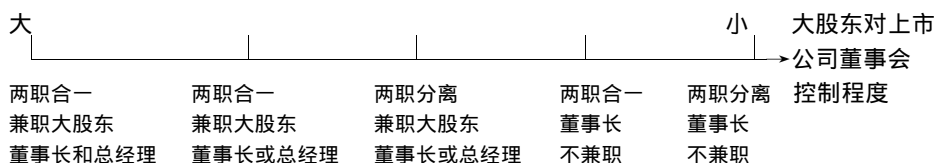


图1 大股东对上市公司董事会的控制结构图

部分公司由于在“三分开”政策颁布之前可能存在由控股股东董事长同时担任上市公司董事长和总经理的情况，在“三分开”政策颁布之后控股股东董事长需要做出是否执行“三分开”政策的选择。那么一个公司究竟是否选择执行“三分开”政策，可能取决于该公司的股权特征和公司控股股东的行政隶属关系。公司的股权特征和控股股东的行政隶属关系实际上反映控股股东与上市公司之间的利益关系以及控股股东与小股东之间的代理问题，如果控股股东与上市公司之间的利益关系密切，那么控股股东不仅要控制上市公司董事会的决策，而且还要控制上市公司的运营，也就是说要控制董事长和总经理两个职位，以确保控股股东能够随时从上市公司获得利益。从利益动机来看，在中央和部委所属的企业作为上市公司控股股东的情形下，控股股东希望从上市公司获得额外利益的动机会相对较小，因为这些企业一般都是国内某一行业的总公司或者是管理机构，拥有相对较强的实力和充足的资源，不仅不会有动机从上市公司获得利益，反而有可能向上市公司提供各种资源和政策支持，使上市公司能够保持在证券市场中的再融资能力，使其成为整个系统改革的试验田。在这种情形下，作为股东只要控制公司董事会的决策权就可以，并不需要直接控制公司的实际运营。董事长和总经理两职分离之后还有助于董事会对管理层的监督，调动经理层的积极性，提高公司的管理水平；如果是地方政府或其他机构作为控股股东，情况可能就相反，因为控股股东没有足够的资源予以支持，反而希望通过上市公司获得额外的利益，这意味着需要维持对上市公司的严密控制。从另一个方面来说，中央及

部委的下属机构对于政策的理解可能更加准确和深入，在执行政策方面有可能起带头和示范作用，因而执行政策的力度更大、速度更快。由于这两方面的合力作用，因而可以认为中央所属企业选择执行“三分开”政策并变更两职关系的可能性更大，而非中央所属企业选择执行“三分开”政策的可能性相对较低。由此，我们得到假设三：

假设三 中央和部委所属企业控股的上市公司与地方政府和其他企业控股的上市公司相比，在“三分开”政策颁布之后选择执行政策并实行董事长和总经理两职分离的可能性相对较高。

三、数据和描述性统计

(一) 样本选择与数据来源

样本选择：本文的样本选用了上交所和深交所 1998 年以前上市的全部 822 家公司 1998—2000 年三年的资料作为样本（除了 4 家公司因为未能找到资料或者因为重组而终止上市剔除）。

数据来源：与董事会结构有关的数据主要来自巨灵数据库，在巨灵数据库中找不到的资料则查询《上海证券报》、《中国证券报》和《证券时报》，并将巨灵数据库中的数据与三大证券报的数据进行核对，力求数据的准确性。

(二) 描述性统计

表 1 是反映 1998—2000 年三年所有 2466 个样本公司两职关系和董事长任职的状况的统计结果，表明上市公司与第一大股东之间的高层管理者双重兼职现象非常严重。在实施“三分开”政策之后，还存在董事长和总经理两职合一，董事长兼职、甚至是大股东的董事长和总经理还同时担任上市公司董事长和总经理的状况。样本公司的行业分布和上市时间分布状况参见表 1 和表 2。

表 1 两职关系与董事长任职状况分布统计

董事长任职状况	两职关系					
	两职分离		两职合一		合计	
	数量	比例	数量	比例	数量	比例
董事长兼职	1149	46.6	282	11.4	1431	58
董事长不兼职	729	29.6	306	12.4	1035	42
合计	1878	76.2	588	23.8	2466	100

表 2 为样本公司董事长和总经理两职关系状况分年度的统计结果，从该表可看出 1998 年到 2000 年样本公司董事长和总经理两职分离的样本公司数量在逐渐增加，而两职合一的样本公司的数量在逐渐减少。从比例上看，

1998年两职合一的样本公司占总样本的比例为30.78%，而2000年这一比例则下降到18%。

表2 样本公司两职关系状况分年度统计

两职关系状况	1998年		1999年		2000年	
	数量	比例	数量	比例	数量	比例
两职分离	569	69.22	635	77.25	674	81.99
两职合一	253	30.78	187	22.75	148	18.00
合计	822	100	822	100	822	100

表3给出了样本公司1998—2000年之间董事长和总经理两职关系变动状况的统计结果。三年间，样本公司由董事长和总经理两职合一变更为两职分离的样本公司的数量为151家；保持董事长和总经理两职合一不变的公司数量为148家（其中有40家样本公司由原来的董事长与总经理两职分离变更为两职合一）。

表3 样本公司1998—2000年两职关系变动状况统计

两职关系状况变化	1998—2000年		
	数量	占总样本比例	累计比例
两职关系变更公司	151	18.36	50.50
两职关系不变公司	148	18.01	49.50
合计	299	36.37	100

注：其中在两职合一的公司中有40家公司原来为两职分离，在1999年和2000年间变成两职合一。

四、实证检验结果

（一）假设一检验结果

以“三分开”政策的颁布实施时点对样本公司进行分组，以颁布之前一年（1997年）和颁布当年（1998年）新上市的公司各作为一个样本组，对两个样本组董事会结构变量进行对比检验，检验结果列于表4。从表4可见1998年新上市的公司与1997年新上市的公司相比，在董事会规模²和其他股东董事比例这两个变量上不存在显著差异，但内部董事在董事会中所占比例和董事长总经理两职合一的比例则显著下降；第一大股东董事在董事会中所占的比例和董事长兼职的比例则显著上升。说明“三分开”政策对董事会规模和其他股东董事比例没有产生显著的影响，但对内部董事、董事长和总经理两职合一比例、第一大股东董事和董事长兼职比例发生了显著的影响。“三分开”政策实施之后新上市的公司内部董事所占的比例和董事长与总经理两

² 本文中的所有变量定义见表8。

职合一的比例都显著下降了,说明有更多的新上市公司选择执行“三分开”政策。根据信号传递理论的观点,公司实施两职分离是公司向证券发行审核部门传递一个公司治理结构规范的信号,这个信号的传递将会有助于证监发行和监管机构对所有申请上市的公司做出鉴别,有助于公司顺利获得发行审核机构的上市批准,加快公司的上市进程。经验研究结果支持本文所提出的假设一。

表 4 “三分开”政策颁布对新上市公司董事会结构影响的均值检验

董事会结构 变量	1997 年上市公司		1998 年上市公司		1997 年上市 vs. 1998 年上市	
	N	均值	N	均值	均值差异	t
董事会规模	205	9.80	106	9.67	0.14	(0.75)
第一大股东董事比例	205	0.270	106	0.344	-0.074	(-2.246)**
其他股东董事比例	205	0.160	106	0.171	-0.011	(-0.507)
内部董事比例	205	0.580	106	0.485	0.095	(2.646)***
两职合一比例	205	0.317	106	0.189	0.128	(2.423)**
董事长兼职比例	205	0.624	106	0.802	-0.177	(-3.237)***

注:均值采用 t 检验, t 是双尾检验的 t 值, **, * 则分别表示在 5% 和 1% 水平上显著。

(二) 假设二检验结果

表 5 为“三分开”政策颁布当年(1998 年)两职关系变更样本组与不变的样本组董事会结构变量的均值和中值检验结果,该表显示两职关系发生变更样本组与两职关系未变更的样本组的董事会结构变量的均值和中值之间都不存在显著差异,这说明在“三分开”政策颁布的当年,两组样本的董事会结构变量之间不存在显著差异。

表 5 变更样本组与不变样本组 1998 年董事会结构变量均值与中值检验

董事会结构变量		第一大股东 董事比例	内部董事比例	第一大股东与 内部董事比例	董事长兼职 比例
		均值	0.206	0.614	0.809
变更样本组	中值	0.143	0.600	0.857	1
	N	151	151	151	151
	均值	0.223	0.617	0.832	0.466
不变样本组	中值	0.182	0.620	0.857	0
	N	148	148	148	148
	均值差异	-0.017	-0.003	-0.024	0.054
变更样本组 vs. 不变样本 组	t	(-0.672)	(-0.096)	(-1.133)	(0.927)
	p	0.713	0.813	0.344	0.354
	N	299	299	299	299

注:均值采用 t 检验, t 是双尾检验的 t 值。中位数采用 Wilcoxon 检验, p 值为 Wilcoxon 检验的显著性概率值。

表 6 给出了“三分开”政策实施之后两年(2000 年)两职关系变更样本

组与两职关系不变的样本组董事会结构变量的均值和中值检验结果。从该表中不难发现两职关系发生变更的样本组和两职关系未发生变更样本组在主要的董事会结构变量之间发生了显著的差异,其中两职关系变更的样本组第一大股东董事比例和董事长兼职比例两个变量的均值和中值均显著高于两职关系不变样本组;而内部董事比例则显著地低于两职关系不变更样本组;两组样本的第一大股东董事和内部董事比例这一变量的均值则不存在显著差异。说明“三分开”政策实施不仅会导致一部分公司董事长和总经理两职关系的分离,而且会使得原来在上市公司和控股股东单位双重兼职的部分董事辞去在上市公司担任的行政职务。这一部分在上市公司和控股股东单位同时任职的董事原来在上市公司领取薪酬,辞去在上市公司担任的职务之后就回到控股股东单位领取薪酬,这一检验结果支持本文的假设二。

表6 变更样本组与不变样本组2000年董事会结构变量均值检验

董事会结构变量		第一大股东 董事比例	内部董事比例	第一大股东和 内部董事比例	董事长兼职 比例
变更样本组	均值	0.287	0.551	0.828	0.613
	中值	0.286	0.481	0.882	1
	<i>N</i>	151	151	151	151
不变样本组	均值	0.218	0.618	0.814	0.486
	中值	0.182	0.563	0.857	0
	<i>N</i>	148	148	148	148
	均值差异	0.069	-0.067	0.015	0.127
变更样本组 vs. 不变样本组	<i>t</i>	(2.577) ^{***}	(-1.951) [*]	(0.609)	(2.211) ^{**}
	<i>p</i>	0.006	0.024	0.687	0.028
	<i>N</i>	299	299	299	299

注:均值采用 *t* 检验, *t* 是双尾检验的 *t* 值, ***, ** 则分别表示在 5% 和 1% 水平上显著。中位数采用 Wilcoxon 检验, *p* 值为 Wilcoxon 检验的显著性概率值。

(三) 假设三检验结果

表7为“三分开”政策颁布当年(1998年)两职关系变更的样本组和不变样本组股权特征和控股股东隶属关系均值和中值的比较和检验结果,该表显示两职关系变更的样本组与不变样本组在所有的股权特征变量均值和中值都不存在显著的差异,这表明股权特征变量并不影响上市公司执行“三分开”政策;对于控股股东隶属于中央及各部委的比例这一变量的均值和中值,两职关系变更的样本组都显著大于不变样本组。这说明上市公司的控股股东的隶属关系是影响公司执行“三分开”政策的一个因素,而且中央所属企业控股的上市公司选择执行“三分开”政策的可能性要比非中央所属的上市公司更大,这一初步的检验结果支持假设三的成立。

表 7 1998 年变更样本组与不变样本组股权特征变量均值与中值检验

股权特征变量		是否存在国家股	第一大股东持股比例	前三大股东持股比例	股权差异	股东类型	中央所属企业比例
变更样本组	均值	0.687	43.353	54.673	11.319	0.6	0.213
	中值	1	42.565	58.07	7.845	1	0
	N	151	151	151	151	151	151
不变样本组	均值	0.662	42.023	52.595	10.572	0.6014	0.108
	中值	1	42.03	53.165	8.58	1	0
	N	148	148	148	148	148	148
变更样本组 vs. 不变样本组	均值差异	0.025	1.330	2.078	0.748	-0.0014	0.105
	<i>t</i>	(0.450)	(0.649)	(1.154)	(0.673)	(-0.023)	(2.488)* *
	<i>p</i>	0.652	0.563	0.137	0.980	0.981	0.014
	N	299	299	299	299	299	299

注：均值采用 *t* 检验，*t* 是双尾检验的 *t* 值；* * 表示在 5% 水平上显著。中位数采用 Wilcoxon 检验，*p* 值为 Wilcoxon 检验的显著性概率值。

为了对假设三进行更为严格的检验，以样本公司是否执行“三分开”政策变更两职关系作为因变量，以可能影响样本公司执行“三分开”政策的股权特征和控股股东所属部门等因素作为自变量并控制行业因素的影响，我们构建了以下逻辑回归模型：

$$Pr(BG_i) = a_0 + a_1 S_i + a_2 SECTOR_i + a_3 TOP1_i + a_4 DIFF_i + a_5 GDLX_i + a_6 COMP_i + \epsilon_i$$

式中的变量定义见表 8。

表 8 变量表

变量名称	变量符号	变量取值	描述
两职关系变更	BG	(0, 1)	两职关系发生变更时取值为 1, 两职不变时取值为 0。
董事会规模	SIZE	整数	董事会规模用董事会人数表示。
第一大股东董事比例	FIRST	0—1	第一大股东董事人数除以董事会规模。
其他股东董事比例	OTHER	0—1	其他股东董事人数除以董事会规模。
内部董事比例	INSIDE%	0—1	内部董事人数除以董事会规模。
两职关系状况	HY	(0, 1)	可以分为两职分离和两职合一两种状态。两职分离时取值为 0, 两职合一取值为 1。
董事长任职状况	JZH	(0, 1)	可以分为董事长兼职和董事长不兼职两种状态。董事长不兼职取值为 0, 董事长兼职取值为 1。
国家股	S	(0, 1)	含有国家股的公司取值为 1, 不含国家股的公司取值为 0。
第一大股东股权比例	TOP1	%	第一大股东股本数除以公司股本总数得到的百分数。
股权比例差异	DIFF	%	由前三大股东股权比例减去第一大股东股权比例。
股东类型	GDLX	(0, 1)	控股股东可以分为政府机构及国有资产经营机构和企业法人两种类型, 两者的取值分别为 0、1, 表示控制程度的差异。
控股股东隶属关系	SECTOR	(0, 1)	当控股股东隶属于中央及国家部委时取值为 1; 当控股股东隶属于地方政府和其他机构时取值为 0。
行业管制状况	COMP	(0, 1)	可以分为政府管制的行业和非政府管制的行业。政府管制行业取值为 0, 非政府管制的行业取值为 1。

表9给出了对两职关系变更影响因素的逻辑回归分析结果,模型1以是否存在国家股和控股股东和是否隶属于中央各部委作为解释变量进行回归。该模型的回归结果表明:一个公司选择执行“三分开”政策实施两职关系变更的概率与是否存在国家股没有显著的关系,但与控股股东是否隶属于中央各部委存在显著的正相关关系,控股股东隶属于中央各部委的公司选择实施两职关系变更的概率要显著地高,说明中央和部委所属公司控股的上市公司更多的选择执行“三分开”政策,实施董事长和总经理的两职分离。模型2在模型1的基础上增加了一个行业控制变量,以控制行业的影响。该模型的回归结果表明即使在控制了行业的情况下,模型2与模型1相比回归结论没有发生变化。模型3则以第一大股东持股比例、前三大股东与第一大股东之间的持股比例差异和控股股东类型作为自变量解释两职关系的变更。该回归结果表明第一大股东的持股比例、持股比例差异和股东类型对两职关系变更的概率没有显著的影响。模型4是在模型3的基础上增加行业作为控制变量,模型4与模型3的结果没有差异,说明即使在控制了行业影响的情况下,股权结构和股东类型对公司是否变更两职关系没有影响。模型5以是否存在国家股、控股股东是否隶属于中央各部委、股权结构和股东类型等变量作为自变量进行回归的结果。该模型的回归结果表明:一个公司选择执行“三分开”政策实施两职关系变更的概率与是否存在国家股、第一大股东的持股比例、持股比例差异和股东类型没有显著的正相关关系,但与控股股东是否隶属于

表9 两职关系变更影响因素的回归分析

变量名称	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6
S	0.131 (0.274)	0.131 (0.272)			0.142 (0.268)	0.149 (0.294)
SECTOR	0.810 (5.969)***	0.785 (5.546)***			0.772 (5.173)***	0.749 (4.846)***
TOP1			-0.007 (0.882)	-0.007 (0.728)	0.005 (0.344)	0.004 (0.276)
DIFF			-0.011 (0.693)	-0.009 (0.489)	-0.013 (0.825)	-0.012 (0.654)
GDLX			-0.095 (0.148)	-0.122 (0.239)	-0.006 (0.002)	-0.006 (0.002)
COMP		-0.587 (0.859)		0.679 (1.159)		-0.542 (0.722)
(Constant)	-0.201 (0.897)	-0.367 (0.319)	0.469 (1.202)	-0.210 (0.076)	-0.541 (1.178)	0.000 (0.000)
样本数量	299	299	299	299	299	299

注:括号中的数据是WALD检验值。***表示在1%水平上显著。

中央和各部委存在显著的正相关关系，控股股东隶属于中央各部委的公司选择实施两职关系变更的概率要显著地高。模型6是在模型5的基础上控制行业变量的影响。回归结果表明：在控制行业影响的情况下，结果并没有改变。综合以上六个模型，可以看出只有上市公司的控股股东的隶属关系这一变量对公司选择执行“三分开”政策存在显著影响，也就是说如果公司控股股东隶属于中央各个部委，那么公司选择执行“三分开”政策变更两职关系的可能性就高；而控股股东隶属于地方政府或其他机构的情况下，公司选择执行“三分开”政策变更两职关系的可能性就低。因此，我们的回归分析结果也倾向支持假设三的成立。

五、研究结论

本文选用了1998年以前上市的所有A股公司在1998—2000年间的三年的资料作为研究样本，对影响公司选择实施“三分开”政策的因素和“三分开”政策实施之后董事会结构的变化进行了研究，研究发现：

公司的股权特征变量（如是否存在国家股、第一大股东持股比例、持股比例差异和股东类型）对公司是否选择实施“三分开”政策变更两职关系没有显著的影响；公司控股股东的隶属关系对公司选择实施“三分开”政策并变更两职关系存在显著的影响。中央（包括各个部委）所属企业选择执行“三分开”政策变更两职关系的可能性要显著地高于非中央所属企业。之所以会出现这种情况可能有两个方面的原因：一是中央及各部委作为控股股东拥有较多的资源和较强的实力，希望自身控股的公司能够在证券市场上有一个较好的形象，在未来更容易获得再融资资格；二是中央及部委机构在执行政策方面起带头和示范作用。

“三分开”政策颁布当年新上市的公司选择执行“三分开”政策并实施两职分离的可能性要显著地高于颁布前一年上市的公司。新上市的公司之所以选择执行“三分开”政策是因为这些公司需要向证券市场和监管部门传递公司在上市之前公司治理结构规范的信号，这样有利于公司顺利通过发行审核批准。

在“三分开”政策颁布后，选择执行“三分开”政策的公司与未执行“三分开”政策的公司相比董事会结构变量存在显著的差异，其中执行“三分开”政策的公司控股股东委派的董事比例、董事长兼职的比例要显著地高于未执行“三分开”政策的公司；而内部董事的比例则要显著地低于未执行“三分开”政策的公司。这表明执行“三分开”政策的公司不仅对董事长和总经理两职关系实施了分离，而且在控股股东单位和上市公司同时任职的部分董事也辞去了在上市公司所担任的职务并只在控股股东单位任职。

参考文献

- [1] Boyd Brian K. , " CEO Duality and Firm Performance : A Contingency Model " , *Strategic Management Journal* , 1995 , 16 , 301—312.
- [2] Hermalin , Benjamin and Michael Weisbach , " The Determinants of Board Composition " , *RAND Journal of Economics* , 1988 , 19 , 589—606.
- [3] Jensen , Michael C. , " The Modern Industrial Revolution , Exit , and the Failure of Internal Control Systems " , *Journal of Finance* , 1993 , 48 , 831—880.
- [4] Lipton , Martin and Jay W. Lorsch , " A Modest Proposal for Improved Corporate Governance " , *Business Lawyer* , 1992 , 48 , 59—77.
- [5] Mak , Y. T. and Yuan Li , " Determinants of Corporate Ownership and Board Structure : Evidence From Singapore " , *Journal of Corporate Finance* , 2001 , 7 , 235—256.
- [6] 何浚 , " 上市公司治理结构的实证分析 " , 《经济研究》1998年第5期,第50—57页。
- [7] 过欣欣 , " 中国上市公司董事会研究 " , 清华大学 2001 年硕士论文。
- [8] 吴淑琨、柏杰、席酉民 , " 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 年第 8 期, 第 21—28 页。
- [9] 邹风 , " 股权特征与董事会结构关系的实证研究 " , 中国首届实证会计国际研讨会讨论稿, 2002 年, 中国长春。

An Empirical Study on the Effects of " San Fen Kai " Policy on Board Composition and Leadership

FENG ZOU XIAO CHEN
(Tsinghua University)

Abstract This study examines the effects of " San Fen Kai " Policy on the board composition and leadership for the firms who went IPO before the end of 1998. The major findings include : 1) More firms controlled by central government and its branches carried out this policy than other firms , the firms who went IPO in 1998 were more likely to performed this policy than the firms going IPO before 1998. 2) the board chairman of the firms carrying out the policy would not serve as CEO , the portion of internal director deceased , but the portion of controlled shareholders ' director increased. A parent company more likely appointed its parent ' s chairman as the chairman of the listed firm.

JEL Classification G38 , L32 , L29