

# 中国 A 股上市公司董事会治理结构的影响因素研究

黄波<sup>1</sup>, 陈正旭<sup>2</sup>

1 上海立信会计学院 金融学院, 上海 201620

2 上海交通大学 安泰经济与管理学院, 上海 200052

**摘要:**基于2004年~2006年中国A股上市公司数据,综合检验管理层、积极股东、机构投资者、公司特质、外在产品市场竞争、股权转让和流通市场特征、公司所在地市场化进程等7个方面共计43个指标对16项董事会治理结构指标的影响。通过主成分分析方法实现董事会治理结构影响因素合成,描述性统计研究发现上述各方面影响因子在样本年度内逐年完善,表明董事会治理的基础条件逐步成熟;运用单方程回归并结合多元回归和似不相关回归做稳健性检验,结果发现管理层因子、积极股东治理因子和公司特质因子对董事会治理影响最大,而董事长离任、前三名董事薪酬总额、董事会规模、董事平均年龄、前三名董事薪酬占比、未领取薪酬董事人数占比等6项董事会治理特征指标受到的影响最大;在所有16项董事会治理特征指标中,仅有独立董事比例与所有影响因子之间均无显著相关性,说明2001年~2003年推行的独立董事治理改革仅限于公司满足“合规”需要。

**关键词:**董事会治理结构;影响因子;主成分分析;中国A股

**中图分类号:**F270

**文献标识码:**A

**文章编号:**1672-0334(2010)06-0011-12

## 1 引言

一般认为,小型且外部董事占优的董事会最好,实务界也信奉这一准则,如美国教师保险与年金协会(TIAA-CREF)宣称只投资于董事会主要由外部董事构成的企业;加利福尼亚州公共雇员养老基金(CALPERS)也推荐作为管理团队代表的CEO作为唯一的内部董事列席董事会;2002年颁布的Sarbanes-Oxley法案也要求审计委员会全部由外部董事构成;纽约证交所和NASDAQ交易所均要求上市公司董事会具有多数独立董事。相关学术研究也发现机构和规制的压力的确使董事会平均规模逐渐减小<sup>[1]</sup>,且内部董事比例也随之降低<sup>[2]</sup>。

尽管如此,还有很多公司继续保持较大的董事会规模和较高的内部董事比例,Hermalin等也曾发出这样的疑问:为什么经济领域的“达尔文准则”没有消灭这些董事会“不合规”的组织?<sup>[3]</sup>另外,尽管研

究众多,但有关董事会治理结构与公司绩效的关系并不明朗,一个可能的原因在于我们对董事会构成和规模的决定因素知之甚少<sup>[4]</sup>。

综上,研究董事会治理结构影响因素对重新认识董事会治理与公司绩效之间的关系、解释现存公司董事会多样性的原因、评判现有的全球范围内董事会治理变革是否合理有效均具有重要意义。本研究旨在对中国A股上市公司董事会治理结构的影响因素进行较为系统的研究,为深化对中国A股上市公司董事会治理的认识提供经验证据。

## 2 相关研究评述

影响董事会治理结构选择的因素依次归纳为以下几个层次。①内部核心利益相关者,主要包括管理层治理和股权治理,分别与内部人和大股东控制对应;②其他相关利益者,主要包括债权人治理和机

收稿日期:2010-03-18 修返日期:2010-08-06

基金项目:上海市教委科研创新重点项目(09ZS203);上海市教委重点学科建设项目(J51703)

作者简介:黄波(1974-),男,湖南澧县人,毕业于上海交通大学,获管理学博士学位,现为上海立信会计学院金融学院副教授,研究方向:资产定价、金融风险管理和公司治理等。E-mail:huang3p@yahoo.com.cn

构投资者治理两方面;③公司特质,如公司年龄、成长性和规模、经营复杂性和信息环境等因素;④外部市场影响,主要包括接管市场(控制权市场)和产品竞争市场的影响;⑤法制和其他宏观因素的影响等。与债权人治理相关的财务杠杆指标可纳入公司特质范围。关于上述因素对董事会治理结构的影响的研究可简要综述如下。

(1)管理层特别是CEO参与董事选举、通过控制董事会谋取私利均表现为负面效应<sup>[5-7]</sup>,但其向董事会决策提供私人信息时会面临两难选择<sup>[8,9]</sup>,管理层持股与外部董事比例之间表现为非线性关系<sup>[10,11]</sup>。

(2)大股东控制、股权集中度与董事会独立性之间表现为非线性关系<sup>[12]</sup>,中小股东治理仅止于表面<sup>[13,14]</sup>;家族企业的外部董事比例和董事会规模应相对较小,对家族控股股东存在最佳监管水平,对台湾股市的研究表明家族企业把持董事会会降低公司绩效<sup>[15,16]</sup>;对中国股市的研究表明,控股股东治理多表现为负面效应,股权均衡未必比股权集中更好,股权集中度和股权性质对独立董事比例、总经理和董事长两职兼任均有影响<sup>[17-19]</sup>。

(3)机构投资者会积极参与公司治理,偏好独立性更强和规模较小的董事会<sup>[20]</sup>;但日本上市公司由于股权关联,投资方和业务银行代表作为外部董事多以管家身份出现<sup>[21]</sup>。

(4)公司特质如财务杠杆、公司年龄、规模、成长性、经营范围、信息环境、公司绩效等均会影响董事会构成选择,相对而言,内外部复杂性高的公司应选择更为精炼且内部董事更多的董事会<sup>[22,23]</sup>。

(5)接管市场和产品竞争市场属于两种重要的外部公司治理机制,一般认为对董事会治理存在替代或互补效应<sup>[24-26]</sup>。

(6)法制和其他宏观环境作为系统性因素会深刻影响不同国家和地区公司的董事会治理结构选择<sup>[25,27]</sup>,21世纪初期开始的全球范围内的董事会治理变革对上市公司造成了深刻影响<sup>[28,29]</sup>;中国上市公司董事会治理存在独立董事制度和监事会制度并存的特殊治理模式,而各种规制变革也对董事会治理产生显著影响,但对独立董事制度变革的研究表明形式上的合规甚于实质性的改进<sup>[30]</sup>。

(7)综合考虑各种影响因子对董事会治理结构影响的研究较多,但所选取的因子不尽全面且多集中于对董事会独立性和规模研究两方面<sup>[31-33]</sup>。

上述文献为本研究提供了很好的借鉴,但存在如下改进可能。①有关董事会治理结构影响因素的研究缺乏统一框架,本研究依据不同的层次对相关文献进行梳理,进一步将影响因素分为7个方面共计43个指标进行刻画。②对董事会治理结构的刻画多集中于独立性和规模两方面,缺乏对其他董事会治理结构特征的描述和影响分析。本研究将董事会治理结构特征分为5个方面共计16个指标,综合考查上述7个方面影响因素与这些董事会治理结构之

间的关系。③流通市场对董事会治理结构选择影响的研究有待加强。已有研究多集中于控股股东和股权集中度对公司治理的影响,对机构投资者和中小股东通过流通市场对董事会治理产生影响的研究并不多。本研究依据不同股东目标属性差异将投资者影响划分为积极股东、机构投资者、股权转让和流通市场3个方面以显现其对董事会治理影响的差异。

### 3 实证研究设计

#### 3.1 实证指标选取

##### 3.1.1 董事会治理结构指标

本研究选取5个方面总计16个董事会治理特征指标刻画沪深A股上市公司董事会治理结构,各指标及其释义见表1所示。

##### 3.1.2 董事会治理结构的影响因素指标

基于上述文献综述整理,本研究将董事会治理结构影响因素划分为7个方面共计43个指标,各指标及其释义见表2,其中产品市场竞争影响因子和中国市场化进程指数的计算方法参见屈耀辉、樊刚等的研究<sup>[34-36]</sup>。

#### 3.2 实证方法选择

首先对1999年~2006年董事会治理结构的16项指标进行简要对比,为进一步考查证监会“有关上市公司设立独立董事的要求”(2001年8月颁布)和公司治理准则(2002年初颁布)的政策影响,依照政策颁布和执行情况将样本划分为3个时期,分别为变革前期(1999年~2000年)、变革中期(2001年~2003年)和变革后期(2004年~2006年),分组对比不同时期董事会治理结构的变动情况。鉴于部分影响因素指标数据可得性,同时考虑到董事会治理变革后治理结构趋于成熟和稳定,选取相应时段数据进行董事会治理结构影响因素研究。

对应方法如下。①采取参数检验和非参数检验方法进行董事会治理结构指标比较;②采取主成分分析方法实现董事会治理结构影响因素指标合成;③尽管董事会治理内生性影响显著,但就解释变量对因变量的影响显著性来说,直接采取单一方程和考虑内生性进行改进研究,其结果并无多大差别<sup>[37,38]</sup>,因此本研究将主要基于普通最小二乘估计进行,同时运用多元回归和似不相关回归作为单方程估计结果稳健性检验的依据。

选取董事会治理变革后期(即2004年~2006年)数据,各影响因子对董事会治理结构的影响实证检验模型为

$$BC_{ij} = \beta_0 + \sum_{k=1}^7 \beta_k Fact_k + \gamma_1 I_{2005} + \gamma_2 I_{2006} + \varepsilon$$

其中, $BC_{ij}$ 为各个表征董事会治理的特征因子, $i$ 为董事会治理的5个方面,即 $i=1,2,\dots,5$ , $j$ 为对应方面的特征指标,分别为 $j_1=1,2,3$ , $j_2=1,2,\dots,5$ , $j_3=1,2$ , $j_4=1,2$ , $j_5=1,2,3,4$ ;  $Fact_k$ 为基于主成分合成的7个影响因子, $k=1,2,\dots,7$ ;  $I_{2005}$ 、 $I_{2006}$ 分别为样本年度的示

表1 董事会治理结构指标选择  
Table 1 Indices of Board Governance Structure

指标	变量代码	指标释义
规模和构成	$BG_1$	考查董事会规模和构成特征
董事会规模	$BG_{11}$	董事会人数,单位:人
董事平均年龄	$BG_{12}$	董事会所有董事的平均年龄,单位:岁
女性董事比例	$BG_{13}$	女性董事人数占董事会人数的百分比,单位:%
独立董事及其专门委员会	$BG_2$	考查董事会独立性及其专门委员会设置情况
独立董事比例	$BG_{21}$	独立董事人数占董事会人数百分比,单位:%
独立董事与上市公司工作地点一致性	$BG_{22}$	为0-1哑变量,同城为1,异地为0
独立董事发表意见次数	$BG_{23}$	独立董事统计年度发表意见次数,单位:次
董事会专门委员会设立个数	$BG_{24}$	单位:个
四委设立个数	$BG_{25}$	审计委员会、提名委员会、薪酬委员会和战略委员会设立个数
董事会会议	$BG_3$	考查董事会会议次数和出席情况
独立董事委托出席或缺席会议比例	$BG_{31}$	独立董事委托出席或缺席董事会会议次数占比,单位:%
董事会会议次数	$BG_{32}$	单位:次
董事会领导权	$BG_4$	考查董事会领导权结构与变动
董事长-总经理是否兼任	$BG_{41}$	为0-1哑变量,兼任为1,两职分离为0
董事长离任次数	$BG_{42}$	统计年度内发生董事长离任的次数,单位:次
董事会激励	$BG_5$	考查董事激励强度
前三名董事薪酬总额	$BG_{51}$	单位:万元
前三名董事薪酬比例	$BG_{52}$	前三名董事薪酬占董事、监事和高管薪酬百分比,单位:%
未领取薪酬董事人数	$BG_{53}$	单位:人
未领取薪酬董事人数比例	$BG_{54}$	未领取薪酬董事人数占董事人数百分比,单位:%

性变量(即哑变量,取2004年为基准年份); $\beta_0 \sim \beta_7$ 、 $\gamma_1$ 和 $\gamma_2$ 为待估系数, $\varepsilon$ 为误差项。

### 3.3 数据来源和样本选择

本研究实证数据主要来自CSMAR数据库和Wind数据库,1999年~2006年中国A股上市公司董事会治理结构指标各年度的样本选取如表3所示。

2004年~2006年的最终样本容量如表4所示。

结合表4中7项董事会治理结构影响因子在2004年~2006年的样本容量,根据董事会治理结构指标(16项)及其影响因子(7项)完整匹配的原则(即保证每一家样本公司这23个指标都齐全),最终得到董事会治理结构影响因素实证检验的样本公司1223家,2004年~2006年分别对应于405家、421家和397家。

表 2 董事会治理结构的影响因子选择  
Table 2 Impacting Factors Selection of Board Governance Structure

指标	变量符号	指标释义
管理层影响因子	$Fact_1$	前 4 个指标衡量高管影响力(即管理者防御),后 3 个指标衡量高管激励
高管任职平均年限	$Fact_{11}$	公司总经理(副)、总裁(副)和 CEO 担任现职的平均年数,单位:年
高管到任平均年限	$Fact_{12}$	上述高管距离到任的平均年数,已到任仍在位设置为 0,单位:年
高管平均年龄	$Fact_{13}$	上述高管的平均年龄,单位:岁
总经理是否离任	$Fact_{14}$	本年度样本公司发生总经理离任设定为 1,否则为 0
前三名高管薪酬总额	$Fact_{15}$	统计年度样本公司前三名高管的薪酬总额,单位:万元
前三名高管薪酬比例	$Fact_{16}$	前三名高管薪酬占董事、监事和高管薪酬总额的百分比,单位:%
高管持股比例	$Fact_{17}$	年度高管持股数量与年末总股本的比值,单位:%
积极股东治理影响因子	$Fact_2$	前 3 个指标衡量股权制衡,第 4 个为股权属性,后 2 个衡量股东大会影响
第一大股东持股比例	$Fact_{21}$	单位:%
股权集中度(前 10 大股东)	$Fact_{22}$	单位:%
Herfindahl 指数(前 10 大股东)	$Fact_{23}$	前 10 大股东持股百分比的平方和
国有股比例	$Fact_{24}$	国有股占总股本的比例,单位:%
股东大会次数	$Fact_{25}$	年度内样本公司的股东大会次数,单位:次
股东大会出席股份占比	$Fact_{26}$	出席股东大会股份占总股份的比例,单位:%
机构投资者影响因子	$Fact_3$	衡量机构投资者对董事会治理特征的影响
持股机构数量	$Fact_{31}$	持有该公司股份的机构家数,单位:家
机构持股数量占流通股比例	$Fact_{32}$	机构持股股数占流通股股数比例,单位:%
机构持股占流通股比例变动	$Fact_{33}$	机构持股占流通股比例相对上期的变动幅度,单位:%
机构持股市值比例	$Fact_{34}$	机构持股市值与本期流通 A 股市值的比例,单位:%
机构持股市值比例变动	$Fact_{35}$	机构持股市值变动占本期流通 A 股市值的比例,单位:%
评级机构家数	$Fact_{36}$	对该公司股票进行评级的机构家数,单位:家
公司特质影响因子	$Fact_4$	前 3 个指标衡量公司声誉,后 9 个指标衡量公司经营复杂性
成立年份	$Fact_{41}$	公司成立到样本年度的年数,单位:年
上市年份	$Fact_{42}$	公司 IPO 到样本年度的年数,单位:年
是否沪深 300 成分股	$Fact_{43}$	是沪深 300 指数成分股取值为 1,否则为 0
多元化程度	$Fact_{44}$	公司年度(产品)主营业务收入占比的 Herfindahl 指数
财务杠杆	$Fact_{45}$	公司资产负债率,单位:%
投资机会	$Fact_{46}$	$\frac{\text{资本支出}}{\text{折旧和摊销}}$ ,单位:%
无形资产占比	$Fact_{47}$	公司无形资产占总资产的比重,单位:%
研发强度	$Fact_{48}$	销售毛利率,单位:%
公司规模	$Fact_{49}$	公司总资产(单位:元)的自然对数
成长性	$Fact_{410}$	总资产增长率,单位:%
P/B 指标	$Fact_{411}$	公司总市值与同期公司账面净资产的比值,单位:倍
P/E 指标	$Fact_{412}$	每股市价为每股收益的倍数,单位:倍
产品市场竞争影响因子	$Fact_5$	沿用屈耀辉等的方法 <sup>[34]</sup>
营业利润率	$Fact_{51}$	$\frac{\text{营业利润}}{\text{营业总收入}} \times 100\%$ ,单位:%
存货周转率	$Fact_{52}$	单位:次/年
应收账款周转率	$Fact_{53}$	单位:次
股权交易(流通)市场影响因子	$Fact_6$	第 1 个指标衡量股权转让市场影响,后 7 个指标衡量外部流通市场影响
是否发生股权转让	$Fact_{61}$	样本年度内公司公告股权转让定义为 1,否则为 0
开户股东数	$Fact_{62}$	年度开户股东数,单位:户
户均持股数量(流通股)	$Fact_{63}$	以流通股本计算,单位:股
户均持股比例(流通股)	$Fact_{64}$	以流通股本计算,单位:%
流通股比例	$Fact_{65}$	流通股占总股本比例,单位:%
年度换手率	$Fact_{66}$	每日成交量占总流通股数比例的年度平均,单位:%
波动率	$Fact_{67}$	以日为基准、采取对数收益率计算年度波动率,单位:%
年度收益率	$Fact_{68}$	以日为基准、采取对数收益率计算年度平均收益率,单位:%
中国市场化进程指数	$Fact_7$	上市公司所在省市市场化进程 <sup>[35,36]</sup>

表3 董事会治理结构指标的样本选择  
Table 3 Sample Selection of Board Governance Structure Indices

特征因子	变量代码	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
董事会规模	BG <sub>11</sub>	929	1 083	1 138	1 204	1 267	1 353	1 351	1 410
董事平均年龄	BG <sub>12</sub>	760	906	1 065	1 165	1 225	1 353	1 285	1 342
女性董事比例	BG <sub>13</sub>	760	906	1 065	1 165	1 225	1 353	1 285	1 342
独立董事比例	BG <sub>21</sub>	916	1 081	1 137	1 203	1 262	1 353	1 351	1 410
独立董事上市公司工作地点一致性	BG <sub>22</sub>	-	-	-	762	981	1 353	1 298	1 382
独立董事发表意见次数	BG <sub>23</sub>	-	-	1 138	1 204	1 267	1 354	1 351	1 410
董事会专门委员会设立个数	BG <sub>24</sub>	-	-	-	1 204	1 267	1 354	771	519
四委设立个数	BG <sub>25</sub>	-	-	-	1 204	1 267	1 354	771	520
独立董事委托出席或缺席会议比例	BG <sub>31</sub>	-	-	-	-	-	1 289	1 319	1 408
董事会会议次数	BG <sub>32</sub>	-	-	1 121	1 188	1 266	1 353	1 346	1 408
董事长-总经理是否兼任	BG <sub>41</sub>	930	1 083	1 138	1 204	1 267	1 354	1 318	1 397
董事长离任次数	BG <sub>42</sub>	930	1 083	1 138	1 204	1 267	1 354	1 351	1 410
前三名董事薪酬总额	BG <sub>51</sub>	408	329	937	1 085	1 086	1 287	1 343	1 390
前三名董事薪酬比例	BG <sub>52</sub>	408	329	858	1 060	1 063	1 280	1 341	1 386
未领取薪酬董事人数	BG <sub>53</sub>	892	1 051	1 090	1 117	1 190	1 324	1 342	1 398
未领取薪酬董事人数比例	BG <sub>54</sub>	891	1 051	1 090	1 117	1 190	1 323	1 342	1 398

表4 实证样本选择说明  
Table 4 Description of Sample Selection for Empirical Research

指标	变量代码	2004年	2005年	2006年	2004年~2006年
董事会治理结构指标(16项)	BC <sub>j</sub>	1 354	1 351	1 410	4 115
管理层影响因子	Fact <sub>1</sub>	851	817	840	2 508
积极股东治理影响因子	Fact <sub>2</sub>	1 316	1 333	1 365	4 014
机构投资者影响因子	Fact <sub>3</sub>	1 241	1 261	1 319	3 821
公司特质影响因子	Fact <sub>4</sub>	721	732	733	2 186
产品市场竞争影响因子	Fact <sub>5</sub>	1 332	1 398	1 450	4 180
股权交易(流通)市场影响因子	Fact <sub>6</sub>	821	867	856	2 544
中国市场化进程指数	Fact <sub>7</sub>	全匹配	全匹配	全匹配	全匹配
各指标因子匹配所得最终样本	-	405	421	397	1 223

#### 4 实证检验结果

##### 4.1 中国A股上市公司董事会治理结构演变分析

表5给出了1999年~2006年中国A股上市公司上述16项董事会治理结构指标各年度的均值、变革前/中/后期的均值及其比较情况。由表5数据可知,董事会规模在变革中期随着独立董事比例的上升而有所增加但后期变小,说明董事会规模呈现动态调整趋势;董事平均年龄和女性董事比例在变革后期有增大趋势,说明有经验董事增加、董事会多样

性趋势明显;独立董事比例随着董事会变革要求而呈现逐年上升趋势,其发表意见次数在变革后期(即股改集中年份)增加明显,董事会专门委员会特别是四委的设立状况逐年上升;董事会会议次数逐年递增(特别是在董事会变革后期),而董事缺席或委托出席会议的次数则逐年减少;两职兼任的情况在变革前期较为明显,而变革中、后期较小且差别不大;董事长离任次数呈现逐年递减,说明董事会领导权趋于稳定;前三名董事薪酬总额逐年递增,但其占比



表5 中国A股上市公司董事会治理结构分析(1999年~2006年)

Table 5 Board Governance Structure Characteristics of Chinese A Share Stock Markets (1999~2006)

董事会治理指标和年份	$BG_{11}$	$BG_{12}$	$BG_{13}$	$BG_{21}$	$BG_{22}$	$BG_{23}$	$BG_{24}$	$BG_{25}$	$BG_{31}$	$BG_{32}$	$BG_{41}$	$BG_{42}$	$BG_{51}$	$BG_{52}$	$BG_{53}$	$BG_{54}$
1999年	9.623	47.123	9.369	0.762	-	-	-	-	-	-	22.151	0.256	12.012	35.811	4.585	47.005
2000年	9.478	46.924	9.249	1.660	-	-	-	-	-	-	15.881	0.223	49.919	35.471	4.700	48.756
2001年	9.416	46.984	8.876	6.269	-	0.006	-	-	-	6.242	11.072	0.236	31.842	36.093	4.603	48.074
年度 样本 均值	9.939	47.174	9.097	23.987	54.856	0.143	1.179	1.164	-	8.458	9.801	0.243	37.278	35.064	3.899	38.098
2002年	9.931	47.492	9.704	32.676	53.924	0.072	1.728	1.702	-	7.513	10.418	0.216	48.109	35.896	3.132	31.045
2003年	9.835	48.027	9.946	34.127	19.143	0.117	2.028	2.002	11.607	7.334	11.891	0.187	54.268	34.832	2.866	28.693
2004年	9.623	48.448	9.677	34.677	30.200	2.506	3.323	3.245	8.858	7.521	11.305	0.195	55.358	34.234	3.133	31.905
2005年	9.465	48.831	10.002	35.107	51.302	2.589	3.699	3.517	7.752	8.118	12.741	0.191	63.723	35.541	2.743	28.446
2006年	9.545	47.014	9.303	1.248	-	-	-	-	<i>11.607</i>	-	18.778	0.238	28.934	35.659	4.647	47.952
变革前期	9.771	47.228	9.244	21.439	54.332	0.075	1.460	1.439	8.857	7.428	10.418	0.231	39.424	35.657	3.856	38.828
变革中期	9.639	48.434	9.878	34.643	33.722	1.748	2.739	2.662	7.751	7.664	11.993	0.191	57.901	34.877	2.912	29.669
变革后期	6.670	112.170	3.840	8.926	8.200	14.959	-49.990	-40.834	-25.430	74.521	-3.213	42.900	11.430	21.060	2.900	307.250
方差分析	(0.001)	(0.000)	(0.022)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.055)	(0.000)
变革各期 比较分析	K-W	19.410	196.683	19.800	5.591	0.098	14.679	-50.791	-23.999	-23.346	89.071	-2.705	85.052	23.352	1.125	2.275
秩和检验		(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.007)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.353)	(0.000)
	变革后-变革中	-0.133	1.206	0.634	13.205	-	-	-	-	<i>-1.106</i>	-	1.574	-0.041	18.478	-0.780	-0.944
Scheffe		(0.044)	(0.000)	(0.035)	(0.000)	-	-	-	-	(0.000)	-	(0.118)	(0.000)	(0.000)	(0.077)	(0.000)
多重 比较 检验	变革前-变革中	-0.226	-0.214	0.059	-20.190	-	-	-	-	2.749	-	8.360	0.007	-10.489	0.002	0.791
		(0.002)	(0.210)	(0.982)	(0.000)	-	-	-	-	(0.000)	-	(0.000)	(0.848)	(0.212)	(1.000)	(0.000)
	变革前-变革后	-0.093	-1.419	-0.575	-33.395	-	-	-	-	3.855	-	6.785	0.048	-28.967	0.782	1.735
		(0.339)	(0.000)	(0.173)	(0.000)	-	-	-	-	(0.000)	-	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.391)	(0.000)

注:方差分析和K-W秩和分析分别对应于F和卡方统计量,表中为统计量值,括号内为P值; $BG_{31}$ 只有2004年~2006年数据,表中“变革前/中/后”数字分别与2004年度、2005年度、2006年度对应,相应结果用斜体数字表示; $BG_{22} \sim BG_{25}$ 、 $BG_{32}$ 无变革前期数据,方差分析、K-W秩和检验分别对应于T检验和Wilcoxon秩和检验。

各年度变化不大;未领取薪酬董事人数逐年减少且其占比逐年下降,说明董事激励情况逐年改善。总的来说,中国董事会治理至少从合规性的角度来看是逐年改善的。

#### 4.2 董事会治理结构的影响因子分析

表6列示了2004年~2006年中国A股上市公司董事会治理结构影响因子的均值。

由表6数据可知,就各年度上市公司6个影响因子( $Fact_1 \sim Fact_6$ ,即各类指标第一主成分得分值)而言, $Fact_1$ 、 $Fact_3 \sim Fact_6$ 5个指标的均值基本上逐年上升,说明影响董事会治理结构的这些因素是逐年改善的; $Fact_2$ 的平均值是逐年递减的,由于 $Fact_2$ 实质上为 $Fact_{21} \sim Fact_{26}$ 的线性合成,进一步分析发现,除 $Fact_{25}$ 的合成系数为很小的负值外,其余5个指标均为正值,结合前述 $Fact_{21} \sim Fact_{26}$ 的指标释义, $Fact_2$ 的逐年降低实际上也表明积极股东治理状况有所改进。

为了说明上述董事会治理结构影响因子状况是逐年改进的,进一步分析如下。

(1) 管理层治理分析。 $Fact_{11}$ 将近2年; $Fact_{12}$ 将近3年; $Fact_{13}$ 约为45岁且有缓慢上升趋势;对 $Fact_{14}$ 的分析表明,平均而言,每年5家上市公司中有1家总经理离任; $Fact_{15}$ 和 $Fact_{16}$ 有所上升, $Fact_{16}$ 2006年相对较高。总的来说,管理层治理不断改善,表现为度量“管理者防御”的4个指标( $Fact_{11} \sim Fact_{14}$ )在样本年度内变化不大,但度量管理层激励的3个指标( $Fact_{15} \sim Fact_{17}$ )有所上升。

(2) 积极股东治理分析。股权制衡和股权属性指标( $Fact_{21} \sim Fact_{24}$ )走势表明“一股独大、国有股权占优”的原有股权模式趋于弱化; $Fact_{25}$ 随着股权分置改革推进而增加,但股权趋于分散导致 $Fact_{26}$ 稍有下降。

(3) 机构投资者治理分析。 $Fact_{31} \sim Fact_{33}$ 和 $Fact_{35}$

也略有上升; $Fact_{34}$ 在2005年较低,但在2006年最大;总的来说机构投资者的治理基础逐年改善。

(4) 公司特质因子指标分析。度量公司声誉的指标 $Fact_{41} \sim Fact_{43}$ 基本上逐年增加,而度量复杂性程度的指标( $Fact_{44} \sim Fact_{412}$ )则表现不一,结合公司特质因子指数( $Fact_4$ )逐年递增的事实,说明样本公司特质性凸显、分化趋势明显。

(5) 产品市场竞争因子、股权交易(流通)市场影响因子中, $Fact_{52}$ 和 $Fact_{53}$ 两项指标逐年上升,而 $Fact_{51}$ 呈现V型走势;上市公司在3年间的运营状况

总体上趋于改善。 $Fact_{63} \sim Fact_{65}$ 逐年增加,说明流通市场发挥治理作用的基础逐渐好转; $Fact_{61}$ 和 $Fact_{66}$ 也逐年增加,说明市场交易逐渐活跃;随着市场行情上行, $Fact_{67}$ 和 $Fact_{68}$ 大致递增;但 $Fact_{62}$ 趋于下降。

#### 4.3 董事会治理结构影响因素的综合效应和稳健性检验

表7列示了各董事会治理结构特征指标与影响因子之间的单方程线性回归结果。

表8是稳健性检验结果,只列示了似不相关回归的结论(多元回归结果无差异)。

表6 中国A股上市公司董事会治理结构影响因子均值分析(2004年~2006年)

Table 6 Means for Factors Impacting Board Governance Structure of Chinese A Share (2004~2006)

变量代码	2004年	2005年	2006年	变量代码	2004年	2005年	2006年
$Fact_{11}$	1.970	1.895	1.956	$Fact_{43}$	0.187	0.198	0.196
$Fact_{12}$	2.864	2.923	2.877	$Fact_{44}$	5 316.100	5 232.234	5 230.929
$Fact_{13}$	44.929	45.214	45.481	$Fact_{45}$	50.962	54.111	54.610
$Fact_{14}$	0.200	0.219	0.199	$Fact_{46}$	3.192	2.708	2.664
$Fact_{15}$	63.945	66.041	76.004	$Fact_{47}$	3.869	3.938	4.672
$Fact_{16}$	39.541	41.645	41.961	$Fact_{48}$	24.519	22.719	22.809
$Fact_{17}$	2.158	1.996	2.691	$Fact_{49}$	12.043	12.129	12.238
<b><math>Fact_1</math></b>	<b>-0.040</b>	<b>0.024</b>	<b>0.017</b>	$Fact_{410}$	20.175	9.442	20.388
$Fact_{21}$	41.768	40.217	35.877	$Fact_{411}$	1.797	2.888	7.487
$Fact_{22}$	61.743	60.471	55.729	$Fact_{412}$	49.009	72.313	43.837
$Fact_{23}$	2 243.348	2 097.472	1 695.060	<b><math>Fact_4</math></b>	<b>-0.078</b>	<b>0.004</b>	<b>0.073</b>
$Fact_{24}$	33.177	31.976	27.288	$Fact_{51}$	4.404	2.580	5.317
$Fact_{25}$	2.007	2.140	3.015	$Fact_{52}$	7.131	7.165	7.356
$Fact_{26}$	58.385	57.815	55.916	$Fact_{53}$	24.180	25.477	26.266
<b><math>Fact_2</math></b>	<b>0.134</b>	<b>0.048</b>	<b>-0.175</b>	<b><math>Fact_5</math></b>	<b>-0.003</b>	<b>-0.017</b>	<b>0.019</b>
$Fact_{31}$	8.043	9.302	13.186	$Fact_{61}$	0.099	0.213	0.237
$Fact_{32}$	8.735	10.211	14.728	$Fact_{62}$	48 909.460	45 141.920	39 823.380
$Fact_{33}$	1.700	2.532	4.164	$Fact_{63}$	3 796.069	4 362.400	6 535.499
$Fact_{34}$	10.163	8.807	20.654	$Fact_{64}$	0.039	0.041	0.047
$Fact_{35}$	1.373	2.036	9.353	$Fact_{65}$	38.274	39.954	48.446
$Fact_{36}$	4.959	4.953	5.107	$Fact_{66}$	1.225	1.491	2.792
<b><math>Fact_3</math></b>	<b>-0.206</b>	<b>-0.133</b>	<b>0.321</b>	$Fact_{67}$	2.352	2.758	3.041
$Fact_{41}$	9.897	10.852	11.365	$Fact_{68}$	-0.079	-0.096	0.177
$Fact_{42}$	6.929	7.840	8.201	<b><math>Fact_6</math></b>	<b>-0.036</b>	<b>-0.186</b>	<b>0.532</b>

表7 董事会治理结构特征影响因素分析的回归结果  
Table 7 Regression Results for Factors Impacting Board Governance Structure

	常数项	<i>Fact</i> <sub>1</sub>	<i>Fact</i> <sub>2</sub>	<i>Fact</i> <sub>3</sub>	<i>Fact</i> <sub>4</sub>	<i>Fact</i> <sub>5</sub>	<i>Fact</i> <sub>6</sub>	<i>Fact</i> <sub>7</sub>	<i>I</i> <sub>2005</sub>	<i>I</i> <sub>2006</sub>	合计1	合计2
<i>BG</i> <sub>11</sub>	9.942 (0.000)	-0.392 (0.001)	-0.101 (0.117)	0.232 (0.000)	0.456 (0.014)	0.339 (0.063)	-0.567 (0.003)	-0.047 (0.124)	-0.121 (0.384)	0.094 (0.662)	5	5
<i>BG</i> <sub>12</sub>	46.441 (0.000)	-1.349 (0.000)	0.321 (0.008)	0.151 (0.103)	1.607 (0.000)	0.814 (0.019)	-1.109 (0.002)	0.204 (0.000)	0.530 (0.043)	1.780 (0.000)	6	5
<i>BG</i> <sub>13</sub>	10.111 (0.000)	-0.523 (0.384)	-0.868 (0.006)	-0.100 (0.677)	-3.788 (0.000)	1.973 (0.028)	1.019 (0.273)	-0.033 (0.823)	0.031 (0.964)	-0.524 (0.618)	3	3
<i>BG</i> <sub>21</sub>	32.672 (0.000)	0.354 (0.218)	0.063 (0.677)	0.094 (0.416)	0.092 (0.831)	0.010 (0.982)	-0.321 (0.470)	0.198 (0.006)	0.494 (0.129)	1.015 (0.044)	1	0
<i>BG</i> <sub>22</sub>	0.057 (0.280)	-0.021 (0.455)	0.029 (0.053)	-0.016 (0.158)	0.059 (0.165)	0.086 (0.038)	-0.047 (0.279)	0.014 (0.050)	0.120 (0.000)	0.377 (0.000)	3	3
<i>BG</i> <sub>23</sub>	0.109 (0.574)	0.175 (0.084)	0.164 (0.002)	-0.046 (0.261)	-0.161 (0.289)	-0.223 (0.139)	0.709 (0.000)	0.036 (0.157)	2.342 (0.000)	2.051 (0.000)	3	3
<i>BG</i> <sub>24</sub>	2.235 (0.000)	0.216 (0.063)	0.042 (0.492)	0.127 (0.007)	-0.076 (0.665)	-0.255 (0.142)	-0.110 (0.540)	-0.023 (0.430)	-0.283 (0.032)	-0.680 (0.001)	2	2
<i>BG</i> <sub>25</sub>	2.143 (0.000)	0.209 (0.068)	0.028 (0.636)	0.121 (0.009)	-0.100 (0.559)	-0.315 (0.064)	-0.129 (0.466)	-0.018 (0.520)	-0.266 (0.040)	-0.647 (0.001)	3	2
<i>BG</i> <sub>31</sub>	14.632 (0.000)	-0.663 (0.292)	0.055 (0.869)	-0.189 (0.455)	0.799 (0.399)	-2.450 (0.009)	1.135 (0.245)	-0.546 (0.001)	-2.646 (0.000)	-4.005 (0.000)	2	2
<i>BG</i> <sub>32</sub>	7.644 (0.000)	1.460 (0.000)	-0.047 (0.665)	-0.042 (0.612)	1.382 (0.000)	-0.475 (0.118)	1.443 (0.000)	0.045 (0.380)	-0.384 (0.098)	-0.767 (0.032)	3	3
<i>BG</i> <sub>41</sub>	0.091 (0.023)	0.004 (0.854)	-0.021 (0.059)	0.005 (0.532)	-0.065 (0.039)	-0.028 (0.379)	-0.014 (0.672)	0.004 (0.473)	0.011 (0.651)	0.019 (0.605)	2	2
<i>BG</i> <sub>42</sub>	0.287 (0.000)	0.163 (0.000)	0.022 (0.098)	-0.032 (0.001)	0.084 (0.024)	-0.089 (0.015)	0.032 (0.395)	-0.015 (0.014)	-0.024 (0.378)	-0.039 (0.362)	6	6
<i>BG</i> <sub>51</sub>	12.092 (0.000)	0.226 (0.000)	-0.090 (0.002)	0.226 (0.000)	0.069 (0.391)	0.264 (0.001)	-0.176 (0.034)	0.135 (0.000)	-0.030 (0.621)	0.090 (0.342)	6	6
<i>BG</i> <sub>52</sub>	33.617 (0.000)	3.467 (0.000)	-2.090 (0.000)	0.602 (0.069)	-5.153 (0.000)	-0.012 (0.992)	1.873 (0.142)	0.335 (0.104)	-1.284 (0.172)	-3.383 (0.020)	4	4
<i>BG</i> <sub>53</sub>	2.658 (0.000)	0.657 (0.000)	0.266 (0.000)	-0.078 (0.128)	0.690 (0.000)	0.235 (0.216)	0.006 (0.974)	0.009 (0.778)	0.040 (0.783)	-0.135 (0.546)	3	3
<i>BG</i> <sub>54</sub>	26.487 (0.000)	8.484 (0.000)	2.954 (0.000)	-1.358 (0.005)	6.498 (0.000)	0.659 (0.714)	2.268 (0.227)	0.264 (0.384)	0.557 (0.686)	-2.524 (0.235)	4	4
合计1	-	11	10	7	9	8	5	6	-	-	56	-
合计2	-	11	10	7	9	6	5	5	-	-	-	53

注:①表中列示了影响因子的回归系数,括号内为对应的P值,P值10%以下被认为有影响、5%以下被认为有显著影响;②加粗数据为有影响因子,斜体数据为该因子影响显著性与下面的稳健性检验不一致;③合计1指单方程回归显著影响因子个数,合计2指剔除稳健性检验(见下表8)中显著性影响不一致因子之后的因子个数;④*BG*<sub>51</sub>作为因变量的回归检验中,将前三名董事薪酬取自然对数作为被解释变量,表8同。



表8 董事会治理特征影响因素的稳健性检验  
Table 8 Robustness Test for Factors Impacting Board Governance

	常数项	<i>Fact</i> <sub>1</sub>	<i>Fact</i> <sub>2</sub>	<i>Fact</i> <sub>3</sub>	<i>Fact</i> <sub>4</sub>	<i>Fact</i> <sub>5</sub>	<i>Fact</i> <sub>6</sub>	<i>Fact</i> <sub>7</sub>	<i>I</i> <sub>2005</sub>	<i>I</i> <sub>2006</sub>
<i>BG</i> <sub>11</sub>	9.861 (0.000)	-0.350 (0.006)	-0.102 (0.133)	0.241 (0.000)	0.491 (0.010)	0.385 (0.049)	-0.506 (0.010)	-0.025 (0.437)	-0.188 (0.202)	-0.033 (0.884)
<i>BG</i> <sub>12</sub>	46.082 (0.000)	-1.434 (0.000)	0.459 (0.000)	0.132 (0.163)	1.823 (0.000)	0.436 (0.236)	-1.181 (0.001)	0.218 (0.000)	0.697 (0.012)	2.098 (0.000)
<i>BG</i> <sub>13</sub>	9.661 (0.000)	-0.548 (0.381)	-0.916 (0.005)	-0.080 (0.744)	-3.894 (0.000)	1.890 (0.048)	0.868 (0.363)	0.037 (0.812)	-0.239 (0.739)	-0.479 (0.661)
<i>BG</i> <sub>21</sub>	33.177 (0.000)	0.290 (0.306)	0.012 (0.937)	0.162 (0.147)	-0.263 (0.535)	-0.042 (0.922)	-0.731 (0.092)	0.100 (0.155)	0.664 (0.042)	1.499 (0.003)
<i>BG</i> <sub>22</sub>	0.067 (0.237)	-0.017 (0.565)	0.027 (0.077)	-0.017 (0.153)	0.081 (0.065)	0.096 (0.034)	-0.040 (0.374)	0.013 (0.074)	0.119 (0.000)	0.363 (0.000)
<i>BG</i> <sub>23</sub>	0.125 (0.544)	0.192 (0.074)	0.164 (0.004)	-0.062 (0.141)	-0.142 (0.374)	-0.219 (0.180)	0.670 (0.000)	0.034 (0.207)	2.310 (0.000)	2.008 (0.000)
<i>BG</i> <sub>24</sub>	2.238 (0.000)	0.242 (0.049)	0.010 (0.881)	0.130 (0.007)	-0.096 (0.598)	-0.183 (0.330)	-0.014 (0.941)	-0.017 (0.571)	-0.297 (0.035)	-0.799 (0.000)
<i>BG</i> <sub>25</sub>	2.138 (0.000)	0.232 (0.054)	-0.006 (0.920)	0.125 (0.008)	-0.121 (0.501)	-0.250 (0.173)	-0.044 (0.812)	-0.012 (0.679)	-0.281 (0.042)	-0.756 (0.000)
<i>BG</i> <sub>31</sub>	14.828 (0.000)	-0.792 (0.224)	-0.008 (0.981)	-0.184 (0.472)	0.552 (0.570)	-2.347 (0.018)	1.263 (0.204)	-0.553 (0.001)	-2.714 (0.000)	-3.929 (0.001)
<i>BG</i> <sub>32</sub>	7.458 (0.000)	1.477 (0.000)	-0.091 (0.425)	-0.004 (0.958)	1.470 (0.000)	-0.462 (0.165)	1.303 (0.000)	0.074 (0.173)	-0.347 (0.166)	-0.732 (0.054)
<i>BG</i> <sub>41</sub>	0.086 (0.041)	0.010 (0.662)	-0.023 (0.047)	0.003 (0.765)	-0.064 (0.052)	-0.020 (0.561)	-0.014 (0.675)	0.005 (0.351)	0.003 (0.898)	0.018 (0.644)
<i>BG</i> <sub>42</sub>	0.267 (0.000)	0.167 (0.000)	0.026 (0.059)	-0.031 (0.002)	0.084 (0.029)	-0.084 (0.033)	0.032 (0.420)	-0.012 (0.054)	-0.018 (0.549)	-0.039 (0.392)
<i>BG</i> <sub>51</sub>	12.126 (0.000)	0.253 (0.000)	-0.085 (0.002)	0.216 (0.000)	0.040 (0.600)	0.305 (0.000)	-0.172 (0.027)	0.132 (0.000)	-0.029 (0.620)	0.111 (0.211)
<i>BG</i> <sub>52</sub>	33.589 (0.000)	4.163 (0.000)	-1.987 (0.000)	0.615 (0.051)	-5.554 (0.000)	-0.459 (0.707)	1.211 (0.321)	0.404 (0.042)	-0.903 (0.326)	-2.761 (0.049)
<i>BG</i> <sub>53</sub>	2.617 (0.000)	0.622 (0.000)	0.259 (0.000)	-0.077 (0.135)	0.656 (0.001)	0.285 (0.156)	0.128 (0.524)	0.010 (0.748)	-0.034 (0.823)	-0.243 (0.291)
<i>BG</i> <sub>54</sub>	26.103 (0.000)	7.752 (0.000)	2.822 (0.000)	-1.334 (0.006)	6.012 (0.001)	1.536 (0.416)	2.986 (0.113)	0.207 (0.500)	0.143 (0.920)	-2.898 (0.180)

由表7和表8数据可知,研究结论基本稳健,但有少数例外。①*BG*<sub>21</sub>的影响因素检验。在单方程回归检验中,仅有*Fact*<sub>7</sub>显著,但在联立方程检验中该指标的影响不再显著;相反,在单方程检验中并没有表现出显著性的*Fact*<sub>6</sub>具有一定的显著性;由此可见,尽管在2001年之后*BG*<sub>21</sub>开始逐年走高,但更多的是为了迎合证监会合规性要求,而非来自管理层、内外部股东、机构投资者等利益主体的诉求,也不是为了满足公司运营内外部环境的要求,与所在地市场化进程的关系也并不稳健。②*BG*<sub>12</sub>的影响因素检

验。原有单方程检验中显著的*Fact*<sub>5</sub>不再显著。③*BG*<sub>22</sub>的影响因素检验。原来没有显著影响的*Fact*<sub>4</sub>变得显著,说明公司内部复杂性(或声誉)要求公司聘用同城的会计专业独立董事,但该结论并不具有稳健性。④*BG*<sub>25</sub>的影响因素检验。原来具有显著影响的*Fact*<sub>5</sub>不再具有显著性。⑤*BG*<sub>52</sub>的影响因素检验。原来并不显著的*Fact*<sub>7</sub>具有显著性。

Carter和Prevost等认为,尽管董事会治理具有内生性,但就解释变量对因变量影响的显著性来说,是否考虑内生性进行改进研究,其结果并无多大差

别<sup>[37,38]</sup>。为谨慎起见,本研究进一步采取一种解决内生性问题的简单方法,即以前期因变量作为当期自变量(即工具变量)纳入估计方程,发现检验结果和既有结果并无显著差别,再次说明所得结论的稳健性。

剔除上述影响显著性不具有稳健性的董事会结构特征因素影响因子,董事会治理特征指标-显著影响因子之间的简单频数统计如表7所示,分析结果如下。

(1)就各影响因子而言,其对董事会治理特征指标的影响强度(以对16个董事会治理特征指标有显著影响的累计数为依据)依次为  $Fact_1(11/16) > Fact_2(10/16) > Fact_4(9/16) > Fact_3(7/16) > Fact_5(6/16) > Fact_6(5/16) = Fact_7$ 。由此可见,在影响董事会治理的7个因子中,管理层、积极股东治理和公司特质的影响力更大。

(2)就董事会治理特征因子而言,其被影响强度依次为(以显著影响因子累计数为依据):  $BG_{42}(6/7) = BG_{51} > BG_{11}(5/7) = BG_{12} > BG_{52}(4/7) = BG_{54} > BG_{13}(3/7) = BG_{22} = BG_{23} = BG_{32} = BG_{33} > BG_{24}(2/7) = BG_{25} = BG_{31} = BG_{41} > BG_{21}(0/7)$ 。由此可见,董事会治理指标中,受影响较大的指标分别为董事长离任、前三名董事薪酬总额、董事会规模、董事平均年龄、前三名董事薪酬比例、未领取薪酬董事人数比例等,而独立董事比例则基本上不受任何因子影响。

## 5 结论

既有研究在考虑董事会治理结构影响因素时,多集中于对独立董事和董事长-总经理两职分离影响因素的探讨,且影响因素指标的选择较为零碎。本研究基于文献整理将影响董事会治理结构选择的因子依次归纳为管理层因子、积极股东治理因子、机构投资者因子、公司特质因子、产品市场竞争因子、股权交易(流通)市场因子、公司所在地区市场化进程因子等7个方面共计43个指标,运用主成分分析方法实现各方面影响因子指标的合成,依据单方程回归并结合多元回归和似不相关回归做稳健性检验,综合考查上述因子对16个董事会治理结构指标的影响。基于中国A股上市公司2004年~2006年相关数据进行实证检验发现,中国A股上市公司董事会治理结构及其影响因素趋于逐年改善,说明董事会治理框架和治理基础有改进趋势;但对独立董事比例影响因素的研究表明,2001年~2003年中国实行的独立董事制度变革仅限于形式上满足合规要求;公司管理层和积极股东会向董事会治理施加重大影响,而公司也会结合自身特质选择董事会治理的制度安排;此外,董事薪酬与激励、董事会领导权变更、董事会规模和构成等治理特征在董事会治理结构选择中受其他内外公司治理机制、公司特质、产品与流通市场、公司所在地区市场化进程等因素的影响最大。

结合董事会治理结构影响关系的主要实证结

论,对其成因及其制度背景分析如下。

(1)从实证数据看,管理层因子对董事会治理结构的选择具有最大影响强度,由于内部人控制属于全球性的公司治理难题,董事会职能的发挥在很大程度上取决于对管理层的监控是否有效,在中国国有上市公司数量占优且存在所有者缺位的情况下,如何通过更好的机制安排弱化其负面影响、强化其对股东的受托责任对完善董事会治理具有重要意义。

(2)积极大股东治理的影响方面,由于大股东控制的效果具有两面性,在中国投资者保护立法不力的环境中,适度的股权集中也是一种有效的治理机制;此外,中国一股独大的股权结构也不会随着股权分置和全流通改革的完成而不复存在。本研究的实证结论也显示,积极大股东治理对董事会治理结构选择具有重大影响(影响强度位居第二),因而通过适当的机制安排强化其对外部中小股东的受托责任也是董事会治理改革的重点。

(3)公司特质对董事会治理结构选择的影响位居第三,说明现存的公司董事会治理结构多样性具有合理性。此外,对中国董事会治理结构演进趋势的分析表明,董事会治理的框架和基础趋于完善,但独立董事制度变革并非上市公司的自愿选择,且中国现有的独立董事制度和监事会制度并存的混合模式较为含糊,独立董事由于履职时间少且难以全面监控管理层,没有发挥应尽作用,因此对不同类型和特征的公司需要制定不同的董事会治理准则。

## 参考文献:

- [1] Wu Y L. The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and CEO Turnover: Evidence from CalPERS, Corporate Governance Program [J]. Journal of Corporate Finance, 2004, 10(1): 199-227.
- [2] Huson M R, Parrino R, Starks L T. Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-term Perspective [J]. The Journal of Finance, 2001, 56(6): 2265-2297.
- [3] Hermalin B E, Weisbach M S. Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature [J]. Economic Policy Review, 2003, 9(1): 1-20.
- [4] De Andres P, Azofra V, Lopez F. Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness [J]. Corporate Governance: An International Review, 2005, 13(2): 197-210.
- [5] Hermalin B E, Weisbach M S. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO [J]. American Economic Review, 1998, 88(1): 96-118.
- [6] Shivdasani A, Yermack D. CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical A-

- nalysis [J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(5): 1829-1853.
- [7] Morse A, Nanda V K, Seru A. Are Incentive Contracts Rigged by Powerful CEOs? [J]. *The Journal of Finance*, 2010, forthcoming.
- [8] Song F, Thakor A. Information Control, Career Concerns, and Corporate Governance [J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(4): 1845-1896.
- [9] Adams R B, Ferreira D. A Theory of Friendly Boards [J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62(1): 217-250.
- [10] Peasnell K V, Pope P F, Young S. Managerial Equity Ownership and the Demand for Outside Directors [J]. *European Financial Management*, 2003, 9(2): 231-250.
- [11] 王华, 黄之骏. 经营者股权激励、董事会组成与企业价值——基于内生性视角的经验分析 [J]. *管理世界*, 2006(9): 101-116.  
Wang H, Huang Z J. Motivating Managers by Offering Stock Option, the Composition of Board of Directors, and Enterprises' Value——An Empirical Analysis Based on the View of Intrinsicness [J]. *Management World*, 2006(9): 101-116. (in Chinese)
- [12] Dahya J, Dimitrov O, McConnell J J. Dominant Shareholders, Corporate Boards, and Corporate Value: A Cross-country Analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(1): 73-100.
- [13] Thomas R S, Cotter J F. Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response, and Market Reaction [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2007, 13(2-3): 368-391.
- [14] Ertimur Y, Ferri F, Stubben S. Board of Directors' Responsiveness to Shareholders: Evidence from Shareholder Proposals [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2010, 16(1): 53-72.
- [15] Chen E T, Nowland J. Optimal Monitoring in Family-Owned Companies? Evidence from Asia [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2010, 18(1): 3-17.
- [16] Yeh Y H, Woidtke T. Commitment or Entrenchment? Controlling Shareholders and Board Composition [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2005, 29(7): 1857-1885.
- [17] 王满四, 邵国良. 民营上市公司大股东机制的公司治理效应实证分析——考虑各种主体治理机制的相关性 [J]. *金融研究*, 2007(2): 133-145.  
Wang M S, Shao G L. Studying on the Major Stockholders Governance and Its Effects of Private Listed Companies in China: Considering the Correlation between Governance Mechanisms [J]. *Journal of Financial Research*, 2007(2): 133-145. (in Chinese)
- [18] 朱红军, 汪辉. “股权制衡”可以改善公司治理吗? ——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究 [J]. *管理世界*, 2004(10): 114-123.  
Zhu H J, Wang H. Can “Check-and-Balance of Stock Ownership” Improve Company's Control? ——A Case Study of Struggle for the Controlling Right of Hongzhi Science and Technology Limited Company [J]. *Management World*, 2004(10): 114-123. (in Chinese)
- [19] 黄张凯, 徐信忠, 岳云霞. 中国上市公司董事会结构分析 [J]. *管理世界*, 2006(11): 128-134.  
Huang Z K, Xu X Z, Yue Y X. Board Structure Analysis of Chinese Listed Companies [J]. *Management World*, 2006(11): 128-134. (in Chinese)
- [20] Feldmann D A, Schwarzkopf D L. The Effect of Institutional Ownership on Board and Audit Committee Composition [J]. *Review of Accounting and Finance*, 2003, 2(4): 87-109.
- [21] Yoshikawa T, Phan P H. The Effects of Ownership and Capital Structure on Board Composition and Strategic Diversification in Japanese Corporations [J]. *Corporate Governance: An International Review*, 2005, 13(2): 303-312.
- [22] Linck J S, Netter J M, Yang T. The Determinants of Board Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(2): 308-328.
- [23] Coles J L, Daniel N D, Naveen L. Boards: Does One Size Fit All? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(2): 329-356.
- [24] Ning Y X, Davidson W N, Zhong K. The Variability of Board Size Determinants: An Empirical Analysis [J]. *Journal of Applied Finance*, 2007, 17(2): 46-61.
- [25] 郑志刚. 法律外制度的公司治理角色——一个文献综述 [J]. *管理世界*, 2007(9): 136-147.  
Zheng Z G. Role of Institutions Besides Law for Corporate Governance: A Review [J]. *Management World*, 2007(9): 136-147. (in Chinese)
- [26] 牛建波, 李维安. 产品市场竞争和公司治理的交互关系研究——基于中国制造业上市公司1998-2003年数据的实证分析 [J]. *南大商学评论*, 2007, 12(1): 83-103.  
Niu J B, Li W A. Research on Interaction Relationship between Product Market Competition and Corporate Governance——Empirical Evidence from Panel Data in Manufacturing Industry of China [J]. *Nanjing Business Review*, 2007, 12(1): 83-103. (in Chinese)
- [27] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R W. Law and Finance [J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6): 1113-1155.
- [28] Choi J J, Park S W, Yoo S S. The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2007, 42(4): 941-962.

- [29] Guest P M. The Determinants of Board Size and Composition; Evidence from the UK [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14(1): 51-72.
- [30] 邹风, 陈晓. “三分开”政策对董事会结构影响的实证研究 [J]. *经济学 (季刊)*, 2004, 3(2): 425-436.  
Zou F, Chen X. An Empirical Study on the Effects of “San Fen Kai” Policy on Board Composition and Leadership [J]. *China Economic Quarterly*, 2004, 3(2): 425-436. (in Chinese)
- [31] Hermalin B E, Weisbach M S. The Determinants of Board Composition [J]. *The RAND Journal of Economics*, 1988, 19(4): 589-606.
- [32] Boone A L, Field L C, Karpoff J M, Raheja C G. The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 85(1): 66-101.
- [33] 储一昀, 谢香兵. 业务复杂度、股权特征与董事会结构 [J]. *财经研究*, 2008, 34(3): 132-143.  
Chu Y Y, Xie X B. Companies, Operating Complexity, the Characteristics of Shareholders and Board Structure [J]. *Journal of Finance and Economics*, 2008, 34(3): 132-143. (in Chinese)
- [34] 屈耀辉, 姜付秀, 陈朝晖. 资本结构决策具有战略效应吗? [J]. *管理世界*, 2007(2): 69-75.  
Qu Y H, Jiang F X, Chen Z H. Has Capital Structure Decision-Making Strategic Effect? [J]. *Management World*, 2007(2): 69-75. (in Chinese)
- [35] 樊刚, 王小鲁, 张立文, 朱恒鹏. 中国各地区市场化相对进程报告 [J]. *经济研究*, 2003(3): 9-18.  
Fan G, Wang X L, Zhang L W, Zhu H P. Marketization Index for China's Provinces [J]. *Economic Research Journal*, 2003(3): 9-18. (in Chinese)
- [36] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程2006年报告 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2007.  
Fan G, Wang X L, Zhu H P. NERI Index of Marketization of China's Provinces 2006 Report [M]. Beijing: Economic Science Press, 2007. (in Chinese)
- [37] Carter D A, Simkins B J, Simpson W G. Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value [J]. *Financial Review*, 2003, 38(1): 33-53.
- [38] Prevost A K, Rao R P, Hosssain M. Board Composition in New Zealand: An Agency Perspective [J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2002, 29(5-6): 731-760.

## Factors Impacting Board Governance Structure of Chinese A-Share Companies

HUANG Bo<sup>1</sup>, CHEN Zheng-xu<sup>2</sup>

1 School of Finance, Shanghai Lixin University of Commerce, Shanghai 201620, China

2 Antai College of Economics & Management, Shanghai Jiaotong University, Shanghai 200052, China

**Abstract:** 43 indices of 7 aspects measuring factors impacting board governance structure were designed, that is, factor of management, shareholder, institutional investor, corporate idiosyncrasy, product competition, share-transfer and liquid market, and local process of marketization, etc. With data of Chinese A-share stock market from 2004 to 2006, impact of these factors on 16 indices of board governance structure was tested, and results are as follows: Firstly, with the principal component method, factors are made up of indices, and empirical tests show the gradual improvement of foundations of board governance. Secondly, with single equation regression and multivariate regression or seemingly unrelated regression for robust test, outcomes show that factors of management, active shareholder, and corporate idiosyncrasy impact more on board governance; the leave of chairman, total salary of top 3 directors, board scale, the average age of directors, ratio of total salary of top 3 directors, and number of no-paid directors are influenced more by contrast. Thirdly, only ratio of independent directors has no correlation with all 7 impacting factors, which indicates the invalidation of board governance reform from 2001 to 2003.

**Keywords:** board governance structure; impacting factors; principal component method; Chinese A-share

**Received Date:** March 18<sup>th</sup>, 2010      **Accepted Date:** August 6<sup>th</sup>, 2010

**Funded Project:** Supported by the Innovation Program of Shanghai Municipal Education Commission (09ZS203), Leading Academic Discipline Project of Shanghai Municipal Education Commission (J51703)

**Biography:** Dr. HUANG Bo, a Hunan Lixian native (1974 - ), graduated from Shanghai Jiaotong University and is an associate professor in the School of Finance at Shanghai Lixin University of Commerce. His research interests include asset pricing, financial risk management and corporate governance, etc. E-mail: huang3p@yahoo.com.cn

□