

公司内部治理机制研究述评与启示

叶陈刚,王海菲

(对外经济贸易大学 国际财务与会计研究中心,北京 100029)

[摘要]长期以来公司内部治理问题一直是国内外学者研究的热点之一。从公司内部治理的激励合约、董事会及股权结构这三个主要方面对国内外的主要文献进行系统梳理后,得到的启示是,公司内部治理的研究应该重视高层管理人员与公司董事的个体异质性的企业战略及财务决策的影响;应该更多地关注制度因素与股权结构、投资者利益保护的关联性;应该把公司内部治理的研究与外部环境、公共治理相联系。

[关键词]公司内部治理;激励合约;董事会;股权结构;公共治理

[中图分类号]F276.6 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2011)01-0090-08

一、引言

亚当·斯密在《国富论》一书中指出,“作为其他人所有的资金的经营,不要期望他会像自己所有的资金一样获得精心照顾”^[1]。这一观点被认为是最早提出的公司治理问题。Berle和Means在《现代公司和私人产权》一书中指出,公司的管理者常常追求个人利益的最大化而非股东利益的最大化。他们认为应该建立一套行之有效的制度来解决两者之间的利益冲突^[2]。该书被认为是有关公司治理的现代理论文献的起源。20世纪70年代以来现代企业理论(交易成本理论、不完备契约理论和委托代理理论)的巨大发展,为公司治理的研究提供了坚实的理论基础。最早提出与公司治理类似概念的是Williamson。他提出了与公司治理含义较接近的“治理结构”的概念^[3]。1976年Jensen和Meckling在其论文中明确指出,股东与经理人之间的利益冲突为代理问题,而这正是公司治理研究的主题^[4]。他们的论文被认为是现代公司治理研究的发端。

基于两权分离理论,学者们从不同角度对公司治理的内涵进行了界定。Cochran和Wartiek从问题治理学的角度提出“公司治理问题包括高级管理阶层、股东、董事会和公司其他利害关系者在相互作用中产生的具体问题。”^[5]梅耶从组织结构学说的角度把公司治理定义为“公司赖以代表和服务于它的投资者利益的一种组织安排。它包括从公司董事会到执行人员激励计划的一切东西”^[6]。钱颖一从制度安排学说的角度指出,在经济学家看来,公司治理结构是一套制度安排,用于支配若干企业中有重大利害关系的团体——投资者、经理人员、职工之间的关系,并从中实现经济利益^[7]。LLSV的观点是,公司治理的中心课题是要保证资本供给者(可能包括股东和债权人)的利益^[8]。以上学者

[收稿日期]2010-07-13

[基金项目]国家自然科学基金项目(70672060);教育部人文社会科学规划项目(06JA630014)

[作者简介]叶陈刚(1962—),男,湖北蕲春人,对外经济贸易大学国际商学院,国际财务与会计研究中心教授,博士生导师,从事审计与公司治理研究;王海菲(1979—),女,吉林长春人,对外经济贸易大学国际商学院,国际财务与会计研究中心博士研究生,吉林财经大学会计学院讲师,从事公司财务与公司治理研究。

对公司治理内涵理解的共同点在于强调公司股东、经营者和其他利益相关者之间的责任和权利安排,以使经营者的行为不违背股东利益或利益相关者的利益。

公司治理机制可以划分为外部治理机制和内部治理机制两大类。外部治理机制包括债权人治理、公司控制权市场、法律体系及对中小股东的保护机制、产品市场竞争等。内部治理机制是在组织的资源计划内用来实现公司治理总目标的内部机制的组合,主要包括激励合约、董事会、股权结构等。本文主要是对公司内部治理机制的研究进行综述。

二、激励合约:实现内部与外部互动效应

所谓的激励合约是指通过在投资者与经理人之间订立隐性或显性合约以实现把对经理人专用性投资的报酬建立在企业业绩等可证实的指标上,从而使经理人在一定程度上按照投资者的利益行事的一种激励手段^[4]。目前,对公司管理层激励的研究主要集中在用实证方法探求激励机制与公司业绩的关系上。管理层激励研究的路径如图 1 所示。

(一) 管理层薪酬与公司业绩:非简单线性关系

由董事会制定的管理层薪酬政策对平衡所有者和管理者的利益起到至关重要的作用。多数学者认为,管理者薪酬与公司业绩是显著正相关的。Hall 和 Liebman 以美国 100 家上市商业公司为样本,对高层管理者报酬与公司绩效进行了实证研究,结果发现二者显著正相关^[9]。Jensen 和 Murphy 研究了现金报酬、内部持股方案和解雇威胁所产生的激励作用,并考察了这几种形式对公司业绩的敏感性。他们发现股东财富每变化 1000 美元,CEO 的财富就变化 3.25 美元^[10]。Gibbons 和 Murphy 等人考察了公司规模、业绩因素以及经理人的年龄、任职期间、是否是创始人和是否外聘等经理个人特征因素对经理报酬的影响^[11]。但也有学者研究发现,管理者持股比例与公司业绩是非简单线性关系。McConnell 和 Servaes 在考察 Tobin Q 与高层管理者持股比例的关系中发现二者呈曲线关系^[12]。Berger 等人对 CEO 股票期权的研究中发现公司利好消息的公布与 CEO 股票期权报酬的给予是紧密相关的,公司经理层可能存在操纵消息以利于提高其期权报酬价值的行为^[13]。

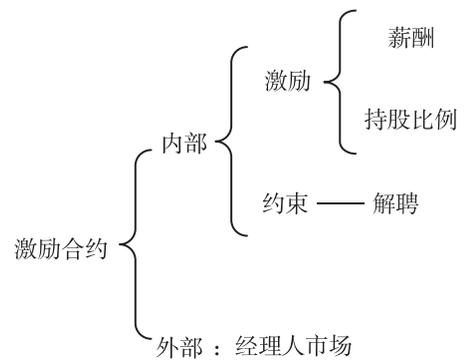


图 1 管理层激励研究的路径

国内学者也对这一问题进行了大量的研究,但得到的结论却不尽相同。魏刚、杨瑞龙和刘江等人研究后发现,经理报酬与公司业绩、高层管理人员持股比例均不存在显著的正相关,它仅与企业规模显著正相关^[14-15]。于东智和谷立日则认为,公司经营者持股比例与公司经营绩效总体上呈正相关关系,但经理层报酬与公司绩效的相关性并不显著,它更多地受到资产规模、行业特点等因素的影响^[16]。吴淑琨对 1997 年—2000 年的上市公司样本进行研究后认为,经营者持股比例与公司业绩呈显著的倒 U 形的相关关系^[17]。这些学者进行实证研究的理论基础多是代理理论,然而随着利益相关者理论的发展和应用,经理报酬与公司业绩关系研究的视角将会更加拓宽。

国内学者也对这一问题进行了大量的研究,但得到的结论却不尽相同。魏刚、杨瑞龙和刘江等人研究后发现,经理报酬与公司业绩、高层管理人员持股比例均不存在显著的正相关,它仅与企业规模显著正相关^[14-15]。于东智和谷立日则认为,公司经营者持股比例与公司经营绩效总体上呈正相关关系,但经理层报酬与公司绩效的相关性并不显著,它更多地受到资产规模、行业特点等因素的影响^[16]。吴淑琨对 1997 年—2000 年的上市公司样本进行研究后认为,经营者持股比例与公司业绩呈显著的倒 U 形的相关关系^[17]。这些学者进行实证研究的理论基础多是代理理论,然而随着利益相关者理论的发展和应用,经理报酬与公司业绩关系研究的视角将会更加拓宽。

(二) 解聘:强有力的外部激励手段

解聘是另一种具有更强激励效应的方式。Jensen 和 Murphy 的研究显示,绩效较差公司的经理遭到解聘的概率要大于绩效相对较好公司的经理遭到解聘的概率^[10]。Kang 和 Shivdasani 利用日本公司数据进行的实证分析也得出相同的结论。他们的研究显示,因业绩较差等原因导致经理的非正常变更后,公司的业绩趋于改善^[18]。因此,解聘作为一种激励方式已被很多公司所采用。

(三) 经理人市场:市场竞争中的博弈

由于经理人的经营绩效决定其职业生涯,因此经理人一般会珍惜自己的声誉与前途而尽力提高

企业的盈利能力和企业价值,以便在竞争性的经理人市场中占有一席之地。市场竞争可以促使经理人在一定程度上考虑股东的利益,从而能够抑制经理人在短期内只追求利润最大化的行为。

目前,对激励合约的研究主要集中在验证高层管理者薪酬、股票期权等激励措施与企业业绩之间的关系。笔者认为,在中国这一新兴市场环境下,研究这一问题应当注意两点:一是国有企业与非国有企业要分开来研究,不能仅仅将其作为一个控制变量来处理。若把高层管理者薪酬、股票期权作为企业的显性成本,那么在国有企业中的高层管理者的隐性机会成本则更具有吸引力,因为与显性成本相比,国有企业的高层管理者更关心其政治前途。对于企业来说,经理人的隐性成本可能会比显性成本对企业业绩的影响更大。二是要关注经理人个体的异质性(尤其是工作经历、管理及学习经验等),如经理人是否有海外学习或管理过跨国公司的背景及有无政治关联,因为它是直接影响经理人的经营决策进而影响企业业绩的重要因素。在以我国为背景的研究中,有些学者结合制度经济学理论来阐述政治关联与企业业绩的关系。例如, Fan、Wong 和 Zhang 以中国上市公司为研究对象,建立模型来验证公司总经理的政府任职背景对治理结构和企业价值的影响^[19]。他们建立的模型如下:

$$Car_i = \beta_0 + \beta_1 \times pol_i + \beta_2 \times large + \beta_3 \times M - B + \beta_4 \times lev + \beta_5 \times Lnassets + \beta_6 \times regu - ind + \varepsilon$$

其中, Car_i 为异常回报率; pol_i 表示公司 CEO 是否具有政治关联; $large$ 为大股东持股比例; $M - B$ 为权益的市值与账面价值之比; lev 代表财务杠杆; $Lnassets$ 是资产的对数; $regu - ind$ 表示政府规制的行业; ε 为残差。他们的研究发现,总经理的政府任职背景对董事会职业化程度及企业价值具有显著的负面影响。然而,这一领域的研究还有待进一步深入,尤其是基于我国这样一个处于转型经济的新兴市场国家,制度环境因素如何影响公司治理结构的问题仍需要学者们继续关注。

三、董事会特征:组织与个体的多维视角

由于董事会直接向股东大会负责,行使管理和监督管理层的职权,因此董事会被认为是公司治理的核心,是能发挥内部治理机制作用的机构。有关董事会特征等方面的研究路径如图 2 所示:

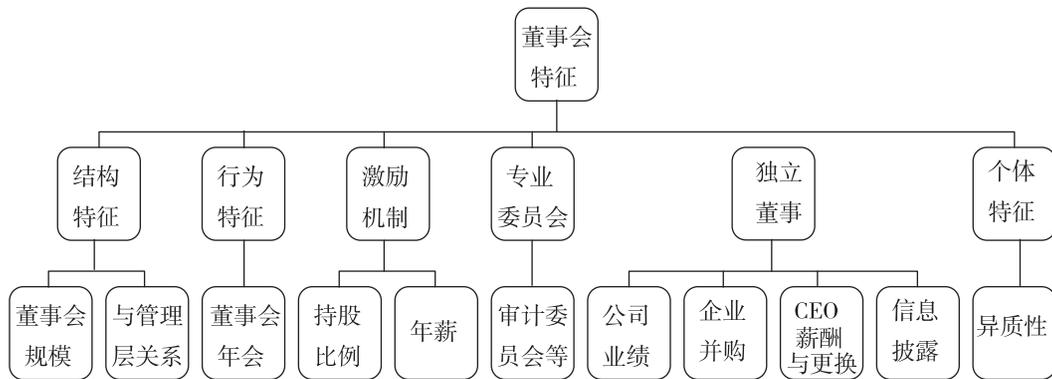


图 2 董事会特征等方面的研究路径

(一) 董事会规模及其结构的内生性

代理理论、组织行为学团队理论以及资源依赖理论认为,董事会规模是影响董事会效率的关键因素。Lipton 和 Lorsch 等人认为,董事会规模太大会增加代理问题及官僚主义问题,且不利于对财务报告的监督。他们认为董事会规模应该限制在 8 人至 9 人,不应多于 10 人^[20]。Yermack 则以 1984 年至 1991 年中 452 家美国公司为研究样本,研究了董事会规模与 CEO 更换及经营业绩之间的关系。他发现在小规模董事会的公司中 CEO 更换与业绩关系更为密切,但随着董事会规模的扩大,CEO 变更的潜在威胁也相应有所降低^[21]。Beasley 发现董事会规模越大,公司就越可能发生财务报告舞弊^[22]。上述学者都倾向于将董事会规模控制在一定范围内,否则可能会导致公司绩效的下降。较近

期的研究更关注董事会结构随时间的演变及萨班斯法案颁布后对董事会结构的影响。Chhaochharia 和 Grinstein 的研究发现,萨班斯法案颁布后董事会规模有所增大,董事会的独立性有所增强^[23]。这些研究得出的共同结论是董事会规模及其结构具有内生性。

(二) 董事会与管理层的职权定位

在董事会与管理层职能界定的研究中,许多研究文献都涉及董事长与 CEO 两职分离或合一的问题。

两职合一有利于提高信息沟通的效率和组织决策的速度,增强董事会的独立性。然而,根据代理理论,两职分离很可能导致董事会对 CEO 监督的独立性和有效性降低。Fama 和 Jensen 从董事长与 CEO 两职是否分离的角度对董事会领导结构与公司绩效的关系展开了研究。他们认为两职分离有利于降低代理成本,因此有利于改善公司绩效^[24]。Rechner 和 Daltony 的研究发现,两职分离有利于提高企业会计指标(如资产收益率和利润率)^[25]。

国内学者也对董事会治理效率进行了研究,但由于我国大部分的上市公司是国有独资企业或国有控股企业,其董事长或总经理均是由政府任命。董事长或总经理在任职前后都具有一定的行政职务,其任职情况可能会成为升迁的依据之一。因此,对于这类公司来说,董事会的领导结构与公司治理效果不一定相关。吴淑琨等人对 188 家中国上市公司进行实证分析后发现,只有公司规模与两职状态呈现出正相关性,即公司规模越大,越倾向于采取两职合一^[26]。蒲自立和刘芍佳从董事会领导结构的视角研究了董事会与公司绩效的关系。他们发现两职分离的领导结构对公司绩效具有负面影响^[27]。

(三) 董事会行为特征:主要通过会议次数体现

对董事会行为特征的研究,许多学者都用董事会会议的次数来加以表征,考察其与公司绩效、盈余管理的关系。董事会会议召开次数的多少可以在一定程度上反映董事会成员活动的积极程度,因此可以合理认为董事会会议的次数越多,董事会对管理层的监督就越积极,对提高盈余信息含量具有促进作用。McMullen 和 Ragahunandan 的研究发现,董事会年度会议次数与公司盈余管理水平或者其他财务报告的非可靠行为发生的概率负相关^[28]。国内学者于东智的研究发现,董事会会议频率对公司绩效产生正向的影响,并认为董事会会议是董事会有效运作的重要保证^[29]。

(四) 激励机制:董事持股与年薪的考察

国外学者对高层管理者持股比例的研究,主要集中于对高层管理者持股之后表现出的激励效应与壕沟效应的争论。Hillman 和 Dalziel 认为,董事会成员持股比例越高,企业绩效越好^[30]。Denis 等人在研究美国公司高层管理者变更样本时发现,高层管理者持股比例和高层管理者变更存在负相关关系。但是,高层管理者变更的概率并不是随着高层管理者持股比例的增加而单调降低,当高层管理者持股比例超过 10% 时,高层管理者变更的概率将显著降低。当高层管理者持股比例低于 5% 和超过 25% 时,高层管理者持股比例不会显著影响高层管理者变更对业绩的敏感性;当高层管理者持股比例处于 5%—25% 时,高层管理者持股比例会降低高层管理者变更对业绩的敏感性^[31]。就我国公司治理的现状来看,我国的股权激励形式基本上局限于两类,即在国有独资企业中,对管理者获得年薪以外的特别奖励实行延期兑现;在非国有独资企业中,经股东大会或董事会批准,管理者在一定期限内以优惠价购买或通过获奖方式取得适当比例的公司股份,并在任期届满后逐步兑现。张俊瑞通过研究发现,高层管理者的报酬与公司业绩、公司规模之间呈现较为显著的、稳定的正相关关系,与高层管理者持股比例之间呈现正相关关系,与国有控股比例之间存在较弱的负相关关系^[32]。

对董事年薪的研究通常与前述对高层管理者薪酬的研究联系在一起。Brick 等人研究发现,董事薪酬的过度支付与 CEO 薪酬的过度支付有关,而且这种过度支付与公司未来较差的绩效相关,即董事的过高薪酬导致其独立性降低,进而导致其对 CEO 支付过高的薪酬^[33]。我国大部分上市公司都

是由国有企业改制而来,因此与发达国家相比,我国上市公司董事会成员的薪酬水平明显偏低。较高的薪酬水平对于董事会成员而言具有较大的吸引力,因此中国上市公司董事会成员的薪酬水平近几年一直呈上升的趋势。

(五) 专业委员会的设置

专业委员会是隶属于董事会的次级机构,它的设置是根据公司规模和性质的不同而有所差异。在英美国家中多数公司都设置了专业委员会,如执行委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬委员会和公共政策委员会等。在对专业委员会设置的研究中,许多学者对审计委员会做了较多的研究。DeAngelo 研究发现,活跃和独立的审计委员会与准确、高水平的财务报告显著正相关^[34]。McMullen 等人也发现有审计委员会的公司不容易发生错误、不法行为及其他不可信任的财务报告等^[28]。Beasley 的研究与上述观点存在分歧。他认为审计委员会对财务报表舞弊的发生与否并无显著影响,未发生财务报表舞弊的企业没有特别重视审计委员会,并且董事会结构和审计委员会之间的互动并没有对财务报表舞弊的可能性产生重大影响^[22]。后期的研究也一直处于争议的状态,但大多数学者都认为审计委员会在公司治理中的作用是不容忽视的。

(六) 独立董事与公司财务、战略的关联

1. 独立董事与公司业绩

Rosenstein 和 Wyatt 通过统计分析发现,独立董事与公司业绩二者具有显著正相关^[35],而 Agrawal 的研究发现,外部董事与 Tobin Q 负相关^[36]。另外,Barnhart 和 Rosenstein 研究发现,有微弱证据表明独立董事比例和 TobinQ 之间存在某种曲线关系^[37]。国内学者对该问题的研究所得出的结论与国外学者有所不同,这可能是源于我国不成熟的资本市场,独立董事很难发挥其应有的作用。

2. 独立董事与首席执行官的更换和薪酬确定

已被很多学者研究证实的观点是,与内部董事相比,独立董事较易做出更换业绩较差的 CEO 的决定。以 Borokhovich, Parrino 和 Trapani 的研究所证实的结果最具代表性^[38]。在制定 CEO 薪酬的过程中,独立董事在经理人市场中的从业经历会使其倾向于将 CEO 薪酬标准定得偏高。可见,独立董事在执行监督经营者的过程中确实起到一定的作用,但其作用也有局限性。

3. 独立董事与信息披露

Beasley 在研究独立董事比例与虚假财务报告发生率的关系中发现二者负相关^[22]。后期许多学者的研究结果都支持“独立董事有助于改善上市公司信息披露的质量”这一观点。从国外现有的研究文献来看,独立董事在企业收购、高层管理者的更换、经理层薪酬的确定以及信息披露等方面确实发挥了较大的作用,对股东权益的维护和企业价值的提高也起到积极的作用。

(七) 董事的个体特征即异质性

董事会成员个体异质性是目前国内外学者较为关注的研究课题之一。董事会成员个体异质性包括董事年龄、性别、专业背景、管理经验、工作领域等要素。Agrawal 和 Chadha 的研究发现,有财务专业背景的董事,其财务报告重述的可能性较低^[39]。

四、股权结构:基于制度背景与股权制衡的价值创造

公司的股权结构是公司治理中的重要组成部分,它对公司的经营激励、收购兼并、代理权竞争、监督等诸多方面均有较大影响。对股权结构的研究包括股权集中度、控股股东性质、国有股比例以及股权制衡等方面。

(一) 股权集中度与企业价值:制度经济学的启示

在研究股权结构与公司治理的关系方面,Jensen 和 Meckling 将股东分为内部股东和外部股东两类,并认为提高对企业有控制权的内部股东的股权比例能降低代理成本、提高企业价值^[4]。对大股

东在公司治理中扮演重要角色的理论认识是始于 shleifer 和 vishny 发表于 1986 年的经典论文。Shleifer 和 Vishny 建立的模型表明,一定的股权集中是必要的,有助于增强接管市场运行的有效性,降低管理层的代理成本^[40]。McConnell 和 Servaes 则认为,公司价值是其股权结构的函数^[12]。他们的检验结果表明,TobinQ 值与企业内部股东持有股份之间具有曲线关系,当内部股东的持股比例从无到有并且逐步增加时,Tobin Q 值会随之不断上升,在内部股东持股比例为 40%—50% 时达到最高,然后开始下降。当大股东的股权比例超过某一点、基本上能够充分控制公司决策时,大股东可能更倾向于获取外部少数股东不能分享的私人利益,由此产生大股东与外部中小股东的利益冲突。

(二) 控股股东性质和国有股比例:源于我国新兴市场的议题

这是产生于我国这一转型市场的特殊现象。国内学者对该问题进行了一定程度的探讨。许小年研究发现,国有股比例与公司效益负相关^[41]。陈晓等人研究发现,行业的竞争性是股东性质与经营业绩的调节变量^[42]。具体来说,在竞争性较强的行业中国有股比例较高会对公司绩效产生负面影响,而在竞争性较弱的行业中该结论则不成立。余怒涛等人的研究发现,国有股比例并不是对上市公司盈余质量造成显著影响的因素^[43]。因此,对控股股东性质和国有股比例的研究,应立足于我国的市场,从制度环境、关系网络等方面入手,继续挖掘国有股比例之谜。

(三) 股权制衡:发挥多个大股东的相互监督牵制作用

股权制衡指的是第一大股东以外的其他大股东对第一大股东的牵制作用,通常用其他大股东的持股比例之和与第一大股东的持股比例的比值来衡量。shleifer 和 Vishny 通过理论建立模型证明了公司其他大股东对第一大股东的制衡是保护外部投资者利益的重要机制^[40]。很多学者也通过进一步研究证实了多个大股东的存在可以起到互相监督、制衡从而保护外部投资者利益的作用。Maury 和 Pajuste 的研究同样表明多个大股东的存在与公司价值正相关^[44]。这一相关性在家族控制的公司尤为明显,表明在没有其他大股东监督的情况下,家族公司控制者更倾向于攫取私人利益。针对我国刚刚兴起的家族企业,双重代理问题尤为严重,如何防范及解决代理问题则是学者要研究的议题之一。

五、对公司内部治理机制研究的展望和建议

从激励机制研究的状况看,我国学者应加强对惩罚机制的实证研究。从我国国有企业的情况来看,亏损公司的经理被更换的例子比比皆是,但这是否对公司经理形成了一定的约束和激励?这些约束和激励又受到哪些公司治理机制的影响?这是一个值得学者认真研究的课题。

如前所述,董事个体的异质性对企业相关决策可能产生独特效应。因此,该领域的研究需要学者持续关注。此外,独立董事与企业并购、独立董事与首席执行官的更换和薪酬确定以及独立董事与信息披露这三方面的研究在国外已比较成熟,而我国对独立董事的研究多是集中在独立董事与公司业绩方面,其他方面的研究则较少。

股权结构的研究必然与投资者利益的保护相联系。美国萨班斯法案加大了对上市公司违规的惩罚力度,其目的是为了为了保护投资者利益、创造良好的融资环境以巩固美国金融中心的地位。然而,投资者利益保护的程度取决于对投资者利益保护的加强与上市公司成本代价的博弈,这种博弈是内生于二者关系中的。因此,对开放经济与封闭经济下的投资者利益保护机制是学者今后要深入研究的课题之一,尤其需要对不同国家的制度环境进行对比。

公司内部治理机制研究应与外部环境结合起来,尤其是我国的企业外部环境不同于西方发达国家,有很多自身的特点。在公司层面上,我国学者应关注过渡性事件(如公司并购、CEO 更换等)与公司治理特征的关系、内部控制机制与外部治理机制的对接互动以及公司治理与公共治理的结合等方面的研究。在研究方法上,学者应把传统的管理学、经济学理论与公司治理的实证研究方法结合起

来,在研究设计中要格外注意内生性和变量的取舍问题。

参考文献:

- [1]斯密. 国富论[M]. 杨敬年,译. 西安:陕西人民出版社,2001.
- [2]Berle A A, Means G C. The modern corporation and private property [M]. London: Macmillan, 1932:28 - 32.
- [3]Williamson O. The theory of the firm as governance structure: from choice to contract [J]. Journal of Economic Perspectives,1975, 16 (3): 171 - 195.
- [4]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3 (4): 305 - 360.
- [5]Cochran P L, Wartiek S L. Corporate Governance: a literature review [R]. USA Financial Executives Research Foundation, 1988.
- [6]梅耶. 市场经济和过渡经济的企业治理机制 [R]. [出版者不详]. 2002.
- [7]钱颖一. 企业的治理结构改革和融资结构改革 [J]. 经济研究,1995(1):20 - 29.
- [8]La Porta R. Lopez-de-silanes F, Shleifer A, Vishny R W. Investor protection and corporate governance [J]. Journal of Accounting and Economics, 2000(58):3 - 27.
- [9]Hall B L, Liebman J B. Are CEOs really paid like bureaucrats? [J]. Quarterly Journal of Economics,1998,113(3): 653 - 691.
- [10]Jensen M C, Murphy K J. Performance pay and top management incentive [J]. Journal of Political Economy, 1990,98 (2): 225 - 264.
- [11]Gibbons R, Murphy K J. Relative performance evaluation for chief executive officers [J]. Industrial and Labor Relations Review,1990,43(6):30 - 51.
- [12]McConnell J, Servaes H. Additional evidence on equity ownership and corporate value[J]. Journal of Financial Economics,1990,27(2):595 - 612.
- [13]Berger P G, Ofek E, Yermack D L. Managerial entrenchment and capital structure decisions [J]. Journal of Finance, 1997, 52(4):1411 - 1438.
- [14]魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究,2000(3):32 - 39,64.
- [15]杨瑞龙,刘江. 经理报酬、企业绩效与股权结构的实证研究[J]. 江苏行政学院学报,2002(1):46 - 54.
- [16]于东智,谷立日. 上市公司管理层持股的激励效用及影响因素[J]. 经济理论与经济管理,2001(9):24 - 30.
- [17]吴淑琨. 股权结构与公司绩效的 U 型关系研究——1997 ~ 2000 年上市公司的实证研究[J]. 中国工业经济,2002 (1):80 - 87.
- [18]Kang J, Shivdasani A. Corporate restructuring during performance declines in Japan [J]. Journal of Financial Economics, 1997,46:29 - 65.
- [19]Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Politically-connected CEOs, corporate governance and post-IPO performance of China's partially privatized firms[J]. Journal of Financial Economics, 2007,84:265 - 590.
- [20]Lipton M, Lorsch J. A modest proposal for improved corporate governance [J]. Business Lawyer, 1992, 48(1): 59 - 77.
- [21]Yermack D. Higher valuation of companies with a small board of directors [J]. Journal of Financial Economics,1996, 40:185 - 212.
- [22]Beasley M. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud [J]. The Accounting Review, 1996, 71 (4): 443 - 465.
- [23]Chhaochharia V, Grinstein Y. The transformation of US Corporate Boards: 1997—2003 [R]. Working Paper, Cornell University, 2005.

- [24] Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control [J]. Journal of Law and Economics, 1983,26(2):301-325.
- [25] Rechner P, Dalton C. CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis [J]. Strategic Management Journal, 1991(12):155-160.
- [26] 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[J]. 经济研究, 1998(8): 21-28.
- [27] 蒲自立, 刘苟佳. 公司控制中的董事会领导结构和公司绩效[J]. 管理世界, 2004(9):117-122,130.
- [28] McMullen D A, Ragahunandan K. Internal control reports and financial reporting problems [J]. Accounting Horizons, 1996,10: 67-75.
- [29] 于东智. 董事会行为:治理效率和公司绩效——基于中国上市公司的实证分析[J]. 管理世界, 2001(2):200-202.
- [30] Hillman J, Dalziel T. Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives [J]. The Academy of Management Journal, 2003,28(3):383-396.
- [31] Denis D J, Denis D K, Sarin A. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification[J]. Journal of Finance, 1997,52(1):135-160.
- [32] 张俊瑞, 赵进文, 张建. 高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析[J]. 会计研究, 2003(9):29-34.
- [33] Brick I E, Palmon O, Wald J K. CEO compensation, director compensation, and firm performance: evidence of cronyism? [J]. Journal of Corporate Finance, 2006(12):403-423.
- [34] DeAngelo L. Auditor independence, “low balling”, and disclosure regulation[J]. Journal of Accounting and Economics, 1981(1):113-128.
- [35] Rosenstein S, Wyatt J G. Outside directors, board independence and shareholder wealth[J]. Journal of Financial Economics, 1990,26(2):175-191.
- [36] Agrawal A. Large shareholders and the monitoring of managers: the case of ant takeover charter amendments [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1990,25(2):143-161.
- [37] Barnhart S W, Rosenstein S. Board composition, managerial ownership, and firm performance: an empirical analysis [J]. Financial Review, 1998,33(4):1-16.
- [38] Borokhovich K A, Parrino R, Trapani T. Outside directors and CEO selection [J]. Journal of Financial Quantitative Analysis, 1996, 31(3):337-355.
- [39] Agrawal A, Chadha S. Corporate governance and accounting scandals [J]. Journal of Law and Economics, 2005, 48(2):371-406.
- [40] Shleifer A, Vishny R W. Large shareholders and corporate control [J]. Journal of Political Economy 1986(94):461-488.
- [41] 许小年. 以法人机构为主体建立公司治理机制和资本市场[J], 改革, 1997(5):28-34.
- [42] 陈晓, 江东. 股权多元化、公司业绩与行业竞争性[J]. 经济研究, 2000(8):28-36.
- [43] 余怒涛, 沈中华, 刘孟晖, 等. 股权结构与盈余质量——来自沪深股市的证据[J]. 山西财经大学学报, 2008(8): 107-114.
- [44] Maury B, Pajuste A. Multiple Large Shareholders and Firm Value[J]. Journal of Banking and Finance, 2005(29):1813-1834.

[责任编辑:陆惠敏]

(下转第112页)