

# 信息披露透明度与公司治理关系的实证分析

## ——源自深市信息披露评分的证据

周泽将

(厦门大学, 福建 厦门 361005)

**摘要:** 本文以深圳证券交易所对上市公司的信息披露评分作为信息披露透明度的代理变量, 利用排序选择回归从管理层持股、第一大股东、独立董事、董事会规模、公司治理会议以及审计委员会等六个方面验证了公司治理与信息披露透明度之间的关系, 研究结果表明管理层持股、董事会规模对于提高信息披露透明度有显著的积极作用, 公司治理会议与信息披露透明度负相关, 第一大股东、独立董事以及审计委员会产生了积极作用, 但是并不显著。

**关键词:** 信息披露; 透明度; 公司治理

中图分类号: F270

文献标识码: A

文章编号: 1672-0547(2007)04-0034-04

Berle和Means(1932)指出所有权和经营权的分离现象非常突出, 管理者并非只考虑股东利益, 与此相反的是他们会从自身的利益出发考虑问题, 即会产生委托代理问题。信息披露制度作为解决委托代理问题的一个重要方面, 日益受到投资者的重视。会计信息被认为是解决管理层和股东之间信息不对称关系的重要手段之一, 是衡量监督和激励是否相容(compatible)、剩余索取权和剩余控制权是否匹配(matching)的关键(杜兴强, 2002)。魏明海等(2001)指出会计信息质量经历了一个从可靠性与相关性到透明度的动态发展过程。1996年4月11日, 美国证券交易委员会(SEC)发布了关于IASC“核心准则”的声明。在该声明中, SEC提出三项评价“核心准则”的要素, 其中第二项是“高质量”<sup>[1]</sup>。SEC对“高质量”的具体解释是可比性、透明度(transparency)和充分披露, 此后, 证券交易委员会在不同场合强调了透明度的重要性。从此信息披露透明度理所当然日益受到投资者的重视, 本文基于这一视角, 利用深交所对上市公司评分的数据作为信息透明度的代理变量, 着重考察公司治理对信息披露透明度的作用。

### 一、文献回顾与研究设计

透明度在证券市场中是一个非常重要的概念, 自1996年美国证券交易委员会提出透明度的概念以后, 其重视程度日益增强。联合国贸发局(UNCTAD)的调查报告认为, 东南亚国家很多金融机构与公司的失败或近乎失败(在东南亚金融危机中), 其可能的原因有: 高负债、私营部门对外汇日益增长的依赖、透明度和解释度的不足。巴塞尔银行监管委员会(Basel Committee on Banking Supervision)1998年9月发布的“增强银行透明度”研究报告中, 将透明度定义为“公开披露可靠与及时的信息, 有助于信息使用者准确评价一家银行的财务状况和业绩、经营活动、风险分布及风险管理实务”。2001年普华永道依据腐败、法律、财经政策、会计准则与实务、政府管制等五个方面发布了不透明度指数(The

Opacity Index)。在我国, 深圳证券交易所对于会计信息披露水平也非常重视, 其对于上市公司的历年信息披露状况予以评级, 并在网站上加以公布, 由以上机构和组织对透明度的重视可见, 透明度已经成为现行经济良好运行的重要基石。

市场的生命线是信息, 公司活动(信息)越透明, 它们的证券估价也就越准确(Cadbury Report, 1992)。Watts和Zimmerman(1986)强调了财务报告信息对于减少信息不对称的重要作用, Jensen和Meckling(1976)从代理理论的角度出发, 指出会计信息是监督管理者契约的重要组成部分, 会计信息披露透明度对于整个证券市场的良好运行起到不可替代的作用。会计信息透明度是企业透明度的重要组成部分之一(Bushman&Smith, 2004), 目前学者主要从盈余质量的角度加以研究(如Bhattacharya et al 2003, Bushman and Smith 2004等)。在我国透明度的衡量指标有以下几类: 盈余质量(杨之曙, 彭倩 2004), 自愿信息披露指数(崔学刚, 2004), 全年的临时公告与季报数量(汪炜, 蒋高峰 2004), 本文认为上述指标都较为片面, 只能反映会计信息的某一方面特征, 且有些研究是建立在自我评分的基础上, 评分的客观性以及可信度降低。本文针对上述不足, 采用深圳证券交易所对于上市公司的信息披露质量评分作为透明度的代理变量, 这样做的目的在于数据较为客观, 且对于透明度的评价比较全面。本文主要研究公司治理机制对于会计信息透明度的影响, 提出如下假设:

(1) 管理者持股和信息披露透明度 总的来说, 管理者持股对公司治理的影响存在两方面的假说。一是Jensen和Meckling(1976)提出的利益趋同假说, 该假说认为管理者倾向按照自身的利益进行决策, 这与外部股东利益相冲突。随着管理者持股的增加, 管理者与外部股东的利益将趋于一致, 冲突将得以缓和。这是由于管理者持股的增加将减少由于所有权与经营权相分离而引起的代理成本。由于利益趋同, 可以预见, 随着管理层持股的增加, 管理者愿意提供更高

收稿日期: 2007-05-29

作者简介: 周泽将(1983-), 男, 安徽安庆人, 厦门大学管理学院研究生, 研究方向: 会计理论与资本市场相关问题。

的信息透明度,以利于外部股东决策,由此我们认为在这种假说下管理层持股比例与会计信息透明度正相关。二是壕沟假说(Entrenchment)。Fama和Jensen(1983)指出,大量的管理者持股具有抵消效应。即使当管理者持有少量股权时,外部市场仍可以迫使管理者追求价值最大化目标,外部市场是内部公司治理的有效替代。相反,如果管理层持股过高,他们将可以应用他们广泛的影响力和投票权以保证他们在进行非价值最大化目标时不影响他们的工资水平和受公司聘任与否,这就是所谓的壕沟效应。这就说明了随着管理层持股的增加,其与公司治理水平负相关。此时,管理层会降低公司的信息透明度,维护自身的利益。由于中国的上市公司管理层持股比例普遍较低,管理层持股比例对信息披露透明度的影响哪种因素占据主导地位很难加以判断,或许根本不起什么作用。因此本文提出如下假设:H1a:管理层持股比例与信息披露透明度负相关;H1b:管理层持股比例与信息披露透明度正相关;H1c:由于管理层持股比例过低,管理层持股比例对信息披露透明度无甚影响。

(2) 第一大股东持股与信息披露透明度 第一大股东持股对公司治理的影响同样存在两方面的假说,一是监督假说,二是掠夺假说。Shleifer和Vishney(1986)认为股权的集中会减少管理者的机会主义倾向,有助于减少委托代理冲突。这是由于随着大股东持股比例的增加其经济利益也加大,由此大股东为保护投资对管理层的监督亦随之增强,而且此时大股东的投票权和影响力也增大,使大股东更有能力控制管理层的代理行为。因此随着第一大股东持股比例的增加,会计的信息透明度会越高。另外Shleifer和Vishney(1997)在研究了东亚的一些公司治理结构后认为,某些国家的代理成本来自于控股股东和小股东之间的利益冲突。La porta等(1998)总结道“全世界大公司的中心代理问题都是如何限制控股股东损害小股东的利益”。在此时,大股东会以各种方式掠夺小股东的利益,即掠夺假说。Facci(2002)发现大股东持股比例越高发生掠夺的可能性越大。鉴于上文的两种假说,结合中国前人的研究成果,我们提出假设H2:第一大股东的持股比例与信息披露透明度负相关。

(3) 独立董事和信息披露透明度 独立董事的主要功能在于执行与股东利益相一致的政策(Fama, 1980),独立董事的两个因素可以促使他们完成自身的功能:一是独立性(Cadbury, 1992);二是他们关注在劳动力市场的声誉(Fama, Jensen, 1983)。上述两种因素的存在使得会计信息透明度可以得到提高。因此本文提出假设H3:独立董事比例与会计透明度正相关。

(4) 董事会规模与会计透明度 在Jensen(1993)的文献中董事会规模被识别为公司治理有效性的一个重要决定因素。一般文献认为董事会规模大的公司使得协调、沟通和制定决策的难度大于董事会规模小的公司(Jensen, 1993; Yermack, 1996)。Jensen(1993)认为保持小规模的公司董事会有助于提高公司业绩,当董事会超过7或8个人时,他们更难以有效执行任务,且更容易为CEO所控制。因此本文提出H4:董事会规模与会计信息质量负相关。

(5) 公司治理会议和公司透明度 公司治理会议在公司治理中起着非常重要的作用。公司治理会议主要包括股东大会和董事会会议。股东大会是公司的最高权力机关,公司的董事会由股东大会选举产生,公司的重大决

策应由股东大会讨论通过(具体规定见新颁布的《公司法》)。股东大会越频繁,股东之间则会有更多的时间交换意见,行使重大事项决策权,从而有助于提高公司治理水平和公司的透明度。Jensen(1993)认为董事会会议往往对事情无所帮助,但董事会会议可以使股东受益,董事会会议越频繁,董事们则会有更多时间交流意见和监督管理层(一般认为董事的日常工作占据了他们很多时间,所以很少有机会监督管理者)。Conger等(1998)认为董事会会议时间是提高董事会效率的一个重要源泉。Vafeas(1999)发现董事会会议频率与公司价值负相关,这是因为频繁的董事会会议是对公司处于困难时期的一种反映。但是频繁的董事会会议至少可以在一定程度上加强对股东利益的保护,减少管理层舞弊的机会,加强公司的会计信息透明度。因此,本文提出假设H5:董事会会议次数、股东大会会议次数均与公司会计信息透明度正相关。

(6) 审计委员会与信息披露透明度 公司设立内部审计委员会可以一定程度上提高内部控制的质量,加强公司的内部监督,便于更好的与外部审计师沟通,这样较为容易产生高质量的信息披露透明度,因此本文提出假设6:设立审计委员会的公司较没有设立审计委员会的公司信息披露透明度高。

二、数据选取与变量定义

本文选取深圳证券交易所2001年到2005年的信息披露评分作为信息披露透明度的代理变量,按照深圳证券交易所的评比四个等级:不及格,及格,良好,优秀;本文分别赋以数值0、1、2、3,各年的统计结果如下:

年度	2001	2002	2003	2004	2005
平均得分	1.46	1.57	1.64	1.68	1.66
得分中位数	1	2	2	2	2
最高得分	3	3	3	3	3
最低得分	0	0	0	0	0
方差	0.48	0.54	0.50	0.43	0.52

由以上的统计结果可以看出从2001年到2005年,信息披露透明度呈现逐年增加的趋势,其中从2001年到2002年增加幅度最大,这其中的原因可能在于一系列的制度变化,如《企业会计制度》的实施、独立董事制度的建立等。各变量的定义如下:

变量性质	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	信息披露透明度	TRAN	依据评分,分别赋值0,1,2,3
解释变量	管理层持股	MANA	管理层持股数/总股数
	第一大股东持股	FSR	第一大股东持股数/总股数
	独立董事	IND	独立董事总人数
	董事会规模	BOARSIZE	董事会人数的自然对数
	董事会会议次数	BOARMEET	董事会会议次数的自然对数
	股东大会会议次数	SHARMEET	股东大会会议次数的自然对数
	审计委员会	AUDITCOM	若设立审计委员会,取值1;否则0
控制变量	最终控制人性质	FSN	若为国有赋值1;否则0
	公司成长性	INCR	主营业务收入增长率
	公司盈利能力	ROE	公司权益净利率
	公司规模	SIZE	公司总资产的自然对数
	交易状态	STATE	若正常交易,取值0;ST、PT取值1
	年份	YEAR	年度哑变量,分别对应02、03、04、05

我们选取了2001年到2005年全部深市上市公司作为样本，删除了数据缺省的公司样本，最终我们得到1792家公司的数据，描述性统计结果如下：

	AUDITCOM	BOARMEET	BOARSIZE	FSN	FSR	INCR	IND	MANA	ROA	SHARMEET	SIZE	STATE	TRAN
Mean	0.269531	1.933744	1.921177	0.767299	0.410073	-0.109607	2.448103	0.000754	0.007595	0.575316	21.17134	0.089286	1.638393
Median	0.000000	1.945910	1.945910	1.000000	0.389000	-0.079450	3.000000	0.000269	0.021200	0.693147	21.12843	0.000000	2.000000
Maximum	1.000000	3.526361	2.833213	1.000000	0.849800	232.0477	6.000000	0.047619	0.314200	2.639057	23.92321	1.000000	3.000000
Minimum	0.000000	0.693147	0.000000	0.000000	0.065957	-90.94230	0.000000	1.83E-08	-1.492400	0.000000	17.48408	0.000000	0.000000
Std. Dev.	0.443840	0.407192	0.308157	0.422671	0.168360	10.23479	1.322648	0.003048	0.095690	0.496615	0.893922	0.285235	0.703218

由以上描述性统计结果我们可以看到，在我国大部分公司信息披露透明度接近或超过良好水平，第一大股东持股比例较高，平均约占0.41，管理层持股比例不高，仅约占0.000754，最终控制人中为国家所有的约占0.77，说明了我国上市公司中大部分为国家持有。由于审计委员会为上市公司自愿设立，在我国平均仅为26.95%，独立董事平均人数约为2.45人。

三、经验证据及分析

根据前文的论述，本文建立如下模型：

$$TRAN = c + \beta_1 MANA + \beta_2 FSR + \beta_3 IND + \beta_4 BOARSIZE + \beta_5 BOARMEET + \beta_6 SHARMEET + \beta_7 AUDITCOM + \lambda(CONTROLVARIABLES) + \xi$$

在进行相关分析之前，为了防止发生多重共线性，我们检验了各变量之间的相关系数，结果如下：

	INDSIZE	AUDITCOM	BOARMEET	BOARSIZE	INCR	MANA	ROA	SHARMEET	SIZE	STATE
INDSIZE	1.000000	0.308700	0.149795	-0.227748	0.027634	-0.067418	0.010308	0.004602	0.196364	0.065569
AUDITCOM	0.308700	1.000000	0.077968	-0.081772	0.067180	-0.034103	0.037888	0.011819	0.042697	-0.031424
BOARMEET	0.149795	0.077968	1.000000	-0.121693	0.014119	-0.001178	0.002065	0.308296	-0.018950	0.064972
BOARSIZE	-0.227748	-0.081772	-0.121693	1.000000	-0.026064	0.120132	0.098591	0.047341	0.068060	-0.099627
INCR	0.027634	0.067180	0.014119	-0.026064	1.000000	0.004434	-0.072420	0.039962	-0.011681	-0.025217
MANA	-0.067418	-0.034103	-0.001178	0.120132	0.004434	1.000000	0.034348	-0.030139	-0.007573	-0.050295
ROA	0.010308	0.037888	-0.002065	0.098591	-0.072420	0.034348	1.000000	0.079424	0.273738	-0.248309
SHARMEET	0.004602	0.011819	0.308296	0.047341	0.039962	-0.030139	0.079424	1.000000	0.035955	-0.004443
SIZE	0.196364	0.042697	-0.018950	0.068060	-0.011681	-0.007573	0.273738	0.035955	1.000000	-0.276943
STATE	0.065569	-0.031424	0.064972	-0.099627	-0.025217	-0.050295	-0.248309	-0.004443	-0.276943	1.000000

由 Spearman 相关系数表可以看出各自变量之间并没有呈现显著的相关性，可以进入同一模型，我们依据上述模型，利用 Eviews 软件中的排序选择回归 (Ordered Choice) 中的 Logistic 回归，结果如下：

总体回归结果

变量	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
MANA	58.93647	16.28893	3.618191	0.0003
FSR	0.374904	0.305055	1.228970	0.2191
INDSIZE	0.095828	0.058277	1.644357	0.1001
BOARSIZE	0.324855	0.173574	1.871564	0.0613
BOARMEET	-0.308191	0.130018	-2.370371	0.0178
SHARMEET	-0.088983	0.101653	-0.875362	0.3814
AUDITCOM	0.016362	0.113189	0.144554	0.8851
STATE	-0.855089	0.179999	-4.750522	0.0000
FSN	0.267677	0.122273	2.189166	0.0286
SIZE	0.272266	0.061202	4.448650	0.0000
ROA	6.376822	0.675092	9.445854	0.0000
INCR	0.006585	0.005109	1.288944	0.1974
YEAR02	0.450766	0.187407	2.405274	0.0162
YEAR03	0.626569	0.222492	2.816138	0.0049
YEAR04	0.642871	0.228057	2.818900	0.0048
YEAR05	0.783538	0.227049	3.450971	0.0006

Limit Points

LIMIT_1: C(17)	3.515675	1.308474	2.686852	0.0072
LIMIT_2: C(18)	6.375989	1.307313	4.877172	0.0000
LIMIT_3: C(19)	9.581916	1.323308	7.240880	0.0000
Akaike info criterion	1.946404	Schwarz criterion	2.004624	
Log likelihood	-1724.978	Hannan-Quinn criter.	1.967900	
Restr. log likelihood	-1897.920	Avg. log likelihood	-0.962599	
LR statistic (16 df)	345.8846	LR index (Pseudo-R2)	0.091122	
Probability(LR stat)	0.000000			

单变量回归结果

变量	模型一	模型二	模型三	模型四	模型五	模型六	模型七
MANA	60.03583 (0.0002)						
FSR		0.225248 (0.4540)					
IND			0.088730 (0.1179)				
BOARSIZE				0.415523 (0.0144)			
BOARMEET					-0.346410 (0.0051)		
SHARMEET						-0.151596 (-0.1147)	
AUDITCOM							0.015039 (0.8927)
STATE	-0.872001 (0.0000)	-0.898999 (0.0000)	-0.911394 (0.0000)	-0.891198 (0.0000)	-0.877272 (0.0000)	-0.887791 (0.0000)	-0.897196 (0.0000)
FSN	0.397869 (0.0005)	0.354645 (0.0028)	0.380995 (0.0008)	0.349522 (0.0022)	0.330524 (0.0039)	0.357352 (0.0018)	0.380610 (0.0008)
SIZE	0.296963 (0.0000)	0.288252 (0.0000)	0.281210 (0.0000)	0.281991 (0.0000)	0.293587 (0.0000)	0.297811 (0.0000)	0.293213 (0.0000)
ROA	6.453143 (0.0000)	6.446421 (0.0000)	6.414263 (0.0000)	6.435647 (0.0000)	6.545597 (0.0000)	6.587228 (0.0000)	6.481821 (0.0000)
INCR	0.005828 (0.2550)	0.005832 (0.2522)	0.005682 (0.2632)	0.006283 (0.2112)	0.006128 (0.2323)	0.006131 (0.2300)	0.005763 (0.2582)
YEAR02	0.452658 (0.0022)	0.442210 (0.0027)	0.287589 (0.1041)	0.496172 (0.0009)	0.572620 (0.0002)	0.442169 (0.0028)	0.437301 (0.0034)
YEAR03	0.719241 (0.0000)	0.702174 (0.0000)	0.475401 (0.0224)	0.811637 (0.0000)	0.788640 (0.0000)	0.685307 (0.0000)	0.696327 (0.0000)
YEAR04	0.760335 (0.0000)	0.740921 (0.0000)	0.505278 (0.0165)	0.864960 (0.0000)	0.802665 (0.0000)	0.706969 (0.0000)	0.733238 (0.0000)
YEAR05	0.855766 (0.0000)	0.837414 (0.0000)	0.606282 (0.0039)	0.971620 (0.0000)	0.903273 (0.0000)	0.824755 (0.0000)	0.826189 (0.0000)
LR(10df)	329.5294	316.4987	318.3881	321.9468	323.8165	318.4278	315.9560
Probability	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

由以上回归结果我们可以看出，模型在整体上是显著的 (P 值为 0.000000)，单变量回归与总体回归并无实质性差异，模型较为稳健，回归结果较好。对于管理层持股，我们可以看到管理层持股与信息披露透明度显著正相关一定程度上说明了利益趋同效应的存在。在我国，尽管管理层持股比例普遍偏低，但是显然没有达到壕沟效应 (Entrenchment) 所要求的水平。这与我国先前的研究结果有所不同 (杜兴强等, 2005)，其中的原因可能在于所选取的变量有所不同，此外，我国经理人市场逐渐建立和完善，已经有一部分公司对公司高层管理人员采取了股票期权等激励计划，这对于提高会计信息透明度都一定的积极作用。

第一大股东持股比例与信息披露透明度正相关，这与与

们的假设 2 并不一致,但是并不显著,说明了监督假说一定程度上发挥了作用。随着我国上市公司的逐步规范经营和监管制度的完善,第一大股东掠夺中小股东财富的机会正在减少,相反,大股东监督管理层的动机进一步加强,从而提高了信息披露的透明度,这对于维护小股东的利益有一定的积极作用。

独立董事与信息披露透明度正相关,结果不显著,说明了独立董事制度的建立对于维护中小股东的利益起到一定的积极作用,不显著的原因主要在于我国独立董事制度建立的时间并不长,制度尚不完善,大多数上市公司设立独立董事是为了满足上市公司监管当局的要求,此外,有可能一些独立董事是为了给企业的经营决策发挥专家才能提供咨询的需要。

董事会规模与信息披露透明度显著正相关,这与我们的假设 4 明显不一致,这说明了在我国,董事会规模较大并不一定导致低效率损害透明度。原因在于董事会规模较大的公司往往规模较大,业绩较好,分工较为明晰,这样有助于公司专业化技能的提高。董事较多的公司不同的董事之间往往可以相互牵制,防止公司为少数人控制,有利于民主决策和科学决策的执行,从而提高了信息披露透明度。

董事会会议次数和股东大会会议次数都与信息透明度负相关,且董事会会议次数表现显著,这与我们的假设 5 不一致。在我国,董事会会议和股东大会频繁有可能是公司处于困难时期的标志,而并非如我们在假设 5 中所陈述的频繁的会议有利于沟通和交流。处于困难时期的公司往往披露信息较少,有比较低的信息披露透明度。这与我们的控制变量交易状态所呈现的结果是一致的,处于 ST、PT 状态的公司与信息披露透明度显著负相关。

审计委员会与信息披露透明度正相关但是并不显著,说明了审计委员会对于提高信息披露透明度有积极作用。不显著的原因主要在于审计委员会制度的时间不长,其中大多数审计委员会是为了内部监管的需要,其本意并不在保护中小投资者的利益,提高信息披露透明度。

控制变量中处于非正常交易状态的公司信息披露透明度显著较低,规模较大、业绩较好的公司有显著提高信息披露透明度的动机。从年度哑变量中我们可以看出公司信息透明度与 2001 年相比,逐年提高并且显著,主要原因在于我国相关制度和监管措施逐步完善,从而导致我国信息披露透明度整体上得以逐年提高。值得注意的是,最终控制人为国有的时候可以显著提高信息披露透明度。

#### 四、文章结论与政策建议

由上面的研究结果,我们可以知道管理层持股对于提高信息披露透明度有显著的积极作用,证明了利益趋同假说的成立。董事会规模对提高信息披露透明度起到显著地积极作用,独立董事、第一大股东以及审计委员会对提高信息披露透明度有一定的促进作用,但是作用不显著。频繁的董事会会议有可能是公司处于困境的标志,非但没有提高信息披露透明度,反而与其显著负相关。此外,由控制变量的回归结果,我们可以看出规模较大、业绩较好的公司拥有更高的信息透明度,业绩较差的公司恰恰相反。由于我国相关法规和监管制度的完善,我国上市公司的信息透明度呈现逐年递增的趋势。今后,我们建议我国上市公司应进一步提高独立董事的作用,建立和健全审计委员会等内部控制制度,提高信

息披露透明度,为投资者的科学决策提供更多的依据。

注:

透明度、信息披露透明度、会计透明度在本文中视为同一概念,交换使用。

这里没有选取独立董事所占比例的原因在于,选取独立董事所占比例会与董事会规模相关程度较高,会引起多重共线性的问题。

参考文献:

- [1] 杜兴强等. 公司治理与会计信息质量: 一项经验研究[J]. 财经研究, 2007, (1).
- [2] 崔学刚. 公司治理机制对公司透明度的影响[J]. 会计研究, 2004, (8).
- [3] 魏明海等. 论会计透明度[J]. 会计研究, 2001, (9).
- [4] 汪炜等. 信息披露、透明度与资本成本[J]. 经济研究, 2004, (7).
- [5] 杨之曙等. 中国上市公司收益透明度实证研究[J]. 会计研究, 2004, (11).
- [6] 杜兴强. 会计信息的产权问题研究[M]. 大连: 东北财经大学出版社, 2002.
- [7] 伯利·米恩斯. 现代公司与私有财产[M]. 甘华明等译. 北京: 商务印书馆, 2005.
- [8] Watts, Zimmerman. 实证会计理论[M]. 陈少华等译. 大连: 东北财经大学出版社, 1999.
- [9] Bushman et al. What determines corporate transparency [J]. Journal Of Accounting Research, Vol42, May, p17-34.
- [10] Bhattacharya et al. The world price of earning opacity [J]. Accounting Review, Vol78, 641-678.
- [11] Cadbury. Committee on the financial aspects of corporate governance[M]. GEE, London, 1992.
- [12] Conger et al. Appraising boardroom performance[J]. Harvard Business Review, 1998, (76): 136-148.
- [13] Fama and Jensen. Separation of Ownership and Control [J]. Journal of Law and Economics, 1983, (26): 301-325.
- [14] Jensen and Meckling. Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency cost and Capital Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, (3): 305-360.
- [15] Jensen. The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems[J]. Journal of Finance, 1993, (48): 831-880.
- [16] La Porta et al. Law and Finance[J]. Journal of Political Economics, 1998, (106): 1113-1155.
- [17] Shleifer and Vishny. Large shareholders and corporate control [J]. Journal of political economy, 1986, (94) 461-488.
- [18] Shleifer and Vishny. A Survey of Corporate Governance [J]. Journal of Finance, 1997, (7): 737-783.
- [19] Vafeas. Board meeting frequency and Firm Performance[J]. Journal of Financial Economics, 1999, (53): 113-142.
- [20] Yermack. High market valuation for firms with a small board of directors[J]. Journal of Financial Economics, 1996, (40): 185-211.