

doi:10.3969/j.issn.1674-117X.2021.01.001

国外公司治理研究新进展

唐未兵¹, 吴佳倩¹, 唐 婧^{2, 3}

(1. 湖南工业大学 商学院, 湖南 株洲 412007; 2. 中央财经大学 经济学院, 北京 102206;
3. 湖南中医药大学 人文与管理学院, 湖南 长沙 410000)

摘 要: 通过梳理分析国外2016年至2020年公司治理领域的研究文献发现: 一方面, 董事会治理、股东治理和高管治理成为公司内部治理研究的热点; 另一方面, 利益相关者治理和信息披露作为公司重要的外部治理机制成为公司外部治理研究的热点。同时, 生命周期和可持续性发展绩效是国外学者关于公司治理其它主题研究文献中的高频词汇。根据国外学者对公司治理研究的进展可知, 完善公司治理的理论和评价方法、深化学科交叉融合的领域、优化网络治理机制、开展绿色治理研究等, 将是公司治理研究进一步拓展的方向。

关键词: 国外公司; 公司治理; 公司治理研究; 内部治理; 外部治理

中图分类号: F272

文献标志码: A

文章编号: 1674-117X(2021)01-0001-13

引用格式: 唐未兵, 吴佳倩, 唐 婧. 国外公司治理研究新进展[J]. 湖南工业大学学报(社会科学版), 2021, 26(1): 1-13.

New Research Progress of Abroaden Corporate Governance

TANG Weibing¹, WU Jiaqian¹, TANG Jing^{2, 3}

(1. College of Business, Hunan University of Technology, Zhuzhou Hunan 412007, China;
(2. School of Economics, Central University of Finance and Economics, Beijing 102206, China;
3. School of Humanities and Management, Hunan University of Chinese Medicine, Changsha 410000, China)

Abstract: By reviewing and analyzing foreign research literature in the field of corporate governance from 2016 to 2020, this paper finds that: on the one hand, board governance, shareholder governance and executive governance have become the hot spots in studies on corporate internal governance. On the other hand, as an important external governance mechanisms, stakeholder governance and information disclosure have become hot topics, too. At the same time, life cycle and sustainable development performance are high-frequency words in foreign scholars' research literature on other topics of corporate governance. According to the progress of foreign scholars in corporate governance research, this paper believes that perfecting the theory and evaluation method of corporate governance, deepening the interdisciplinary integration of fields, optimizing the network governance

收稿日期: 2020-11-02

基金项目: 湖南省社科基金重大委托项目“我省发展非公有资本控股的混合所有制企业的鼓励政策与推进措施研究”(15WTA07); 湖南省社科基金委托项目“湖南健康人力资本投入影响经济增长的实证研究”(18WTC12)

作者简介: 唐未兵(1962—), 男, 湖南平江人, 湖南工业大学教授, 研究方向为中国经济改革与发展;

吴佳倩(1995—), 女, 河南驻马店人, 湖南工业大学硕士研究生, 研究方向为公司治理;

唐 婧(1989—), 女, 湖南长沙人, 中央财经大学博士研究生, 湖南中医药大学教师, 研究方向为劳动经济学。

mechanism, and explore the research of green governance will be the direction of further expansion of corporate governance studies.

Keywords: foreign corporation; corporate governance; studies on corporate governance; internal governance; external governance

公司制组织形式的出现催生了公司治理实践,以公元1600年东印度公司的设立为标志,公司治理实践距今已有400多年的历史。G.Whittington等在对大量实证材料进行分析的基础上,写出了公司治理理论领域的第一篇文献——《现代公司与私有财产》,这篇文章也被学术界认为是公司治理理论产生的标志^[1]。R.H.Coase发表的《企业的性质》一文为后续公司治理的研究奠定了扎实的理论基础^[2]。在R.H.Coase研究的基础上,J.P.Williamson在其所著的《市场与层级制:分析与反托拉斯含义》一书中提出“治理结构”的概念,并于1984年直接以“corporate governance”为题对公司治理进行了较为系统的分析^[3]。

公司治理对提升企业竞争力及实现企业的长远发展有重要影响。然而,在很长一段时间里,学术界对公司治理研究的回顾大多着眼于公司内部治理,主要关注的是某个内部治理要素的相关研究,缺乏从整体视角审视公司治理。为此,本文基于整体视角,对国外学术界近期研究公司治理的相关文献进行了梳理和回顾,以期为后续公司治理研究提供参考。

一 公司治理的评价指标

公司治理评价指标是以量化的方式对公司治理状况进行描述。G.S.Dallas等将公司治理评价指标定义为对公司所遵循的各种公司治理实践的综合评估^[4]。鉴于公司治理文献大多集中于治理措施的实施及其对公司业绩的影响,其构建的公司治理评价指标大多是基于影响公司治理的措施,J.W.Wellman结合公司治理措施编制了24个公司治理规定的加权指数,如毒丸计划、金色降落伞、分类董事会、累积投票和批准企业合并的绝大多数规则等指数去评价公司治理的有效性^[5]。

在之后的公司治理研究中,学者们借助公司治理特征中的一个或多个特征去构建公司治理评价指标。针对银行企业,R.Gulati等人借助2017年在

印度运营的40家银行样本构建了银行公司治理评价指数,该指数由6个不同的指标构成,涵盖公司治理的不同维度,包括董事会效率、审计职能、风险管理、薪酬、股东权利和信息披露的透明度^[6]。A.Tarchouna等人以2000年至2013年期间的184家银行为研究样本,通过建立与董事会结构和所有权结构相关的五个指标探究了银行公司治理与不良贷款之间的关系。董事会衡量指标主要是董事会规模、董事会独立性和CEO二元性,所有权衡量指标包括多数股权和董事及高管股权^[7]。在公司治理与企业财务绩效关系研究方面,S.Iqbal选取了公司治理的7个特征,如董事会规模和组成、CEO类型和所有权类型等构建了公司治理评价指数^[8]。在公司治理结构与市场风险披露关系探究方面,A.Al-Hadi等人以海湾合作委员会地区6个金融企业为研究对象,根据董事会的组成和特点构建公司治理评价指数^[9]。在预测企业市场价值和盈利能力方面,M.Ararat等人借助2016年至2017年土耳其上市公司的公司治理实践,构建了土耳其公司治理指数TCGI,该指数由董事会结构、董事会程序、披露、所有权和股东权利的子指数组成,有助于研究公司治理的决定因素,预测公司治理特有因素对公司治理选择的影响程度^[10]。

除了上述依据公司治理措施及公司治理特征构建公司治理评价指标外,也有部分学者站在企业可持续性发展的角度建立公司治理评价指标。在公司社会责任承担评价方面,M.J.Bonilla-Priego等人突破已有文献用环境信息披露衡量公司社会责任承担和可持续性发展的研究,在添加行业特定内容的基础上,从劳工和人权、健康和安全、环境和经济、关键参与者的态度等方面更加全面地评价了公司的可持续性发展^[11]。此外,K.Carvens等人认为声誉是公司拥有的重要的和持久性的资产,有助于实现公司的可持续性发展。他们通过选取与公司发展息息相关的公司战略、财务实力、组织文化、治理过程和领导力等因素构建了公司

声誉评价指数,以计量的方式揭示了企业声誉在公司发展中的作用^[12]。

二 公司内部治理

(一) 董事会治理

国外学者近期对董事会治理的研究主要集中于董事会多样化、独立董事以及董事行为方面。

在董事会多样化研究方面, D.Kim 等人研究考察了董事会性别多样化的估值效应,他们认为女性董事通过提供特定的功能性专业知识提升董事会的咨询效率,性别多样化的董事会具有提高企业价值的潜力^[13]。M.Adusei 考察了董事会性别多样性对公司治理水平改善的影响^[14]。H.Song 等人以酒店和旅游公司为研究对象,不仅提出董事会性别多样性会显著提升企业经营绩效,还认为董事会年龄多样化和企业绩效有显著的正相关性^[15]。K.Jebbran 等人将董事多样化划分为关系导向多样化(性别和年龄)和任务导向多样化(任期和教育),以此证明了董事会多样性有助于降低公司股价崩盘风险,最终改善公司治理实践^[16]。除了上述以人力资源特质视角探讨董事会多元化对公司治理的影响研究外,也有部分学者站在非人力资源特质的角度研究了董事会多元化的影响。B.R.Olthuis 等人使用固定效应 OLS 回归模型对 2014 年至 2017 年在荷兰上市的 372 家公司进行了检验,得出董事会意识形态多样化与企业社会责任绩效呈负相关关系的结论——董事会意识形态多样性越高,企业社会责任绩效越低。该研究支持了同质董事会优于异质董事会的观点^[17]。

在独立董事研究方面,国外学者们近期主要探讨了控股股东与独立董事之间的关系以及独立董事如何影响企业绩效。针对控股股东与独立董事之间的关系, L.Pérez-Calero 等人指出控股股东所有权集中度和董事会独立性之间关系的差异性取决于所有者的类型和公司运作的制度环境,他们的研究对处于不同法系国家的公司治理具有重要的实践意义^[18]。H.I.Chou 等人指出,遵循公司监管规则的独立董事任命与控股股东现金流量权之间存在显著的正相关关系,最终改善企业的资产收益率^[19]。在独立董事对企业绩效影响研究方面, J.G.Zhu 提出赋予独立董事的权力越大,公司财务报告中的盈余管理越少,公司绩效就越高^[20]。而

S.Cavaco 等人指出,独立董事权力对企业绩效的影响是模糊的,若独立董事个人能力欠缺或存在信息缺陷,独立董事权力与公司业绩呈负相关^[21]。此外,也有学者研究了独立董事规模对公司绩效的影响。A.Gafoor 以 2001 年至 2014 年间印度 36 家定期商业银行为研究样本,探讨了独立董事规模对银行绩效的影响。他们发现,当独立董事规模在 6 至 9 人之间时,独立董事与银行绩效之间存在显著的正相关关系,其研究结论为企业设置独立董事数量提供了借鉴^[22]。

在董事行为研究方面, S.Agarwal 等人以 2000 年至 2014 年在新加坡交易所上市的 431 家公司为研究对象,探讨了女性参与高尔夫这一主要由男性参与的社交活动对她们在董事会任职的可能性的影响。他们发现,女性高尔夫球手比男性高尔夫球手在董事会任职的可能性高 54%;在大公司或男性占主导地位的行业,女性在打高尔夫球时进入董事会的机率会增加 11.7% 至 12.5%。他们最终得出加入男性的非正式社交网络有助于女性进入管理人才市场的结论^[23]。S.Bahaj 等人借助英国企业的微观数据发现,公司董事的房屋价值每增加 1,公司的投资就增加 0.03。他们据此认为企业所有者的房屋是企业持续经营的重要资金来源,鼓励公司董事增加房产以提升公司资产价值^[24]。

(二) 股东治理

通过对近 5 年国外文献的分析,股东治理的研究涉及股权结构、机构持股、大股东和控股股东控制权和制约机制等方面。

股权结构决定了公司治理结构运行形式,最终决定了企业的行为和绩效。因此,股权结构对企业绩效的影响引发了学术界的关注。A.Habib 等人分析了中国近期关于公司治理对财务报告质量影响的文献,发现股权结构是一种重要的监督机制,其可以通过要求高质量的财务报表来抑制管理层的机会主义行为,从而提高公司治理绩效^[25]。I.Ducassy 等人以法国 10 年间 2100 多个公司的观察结果为研究样本,分析了股权集中度对公司绩效的影响。他们认为,股权集中度对公司绩效的正向影响是通过主要股东的竞争性实现的^[26]。而 I.Ciftci 等人的研究表明,股权越集中,公司绩效越好,主要是因为股权的集中提高了企业承担业绩不佳风险的意识,推动企业积极寻求良好的公

公司治理实践^[27]。

机构持股对公司价值存在一定影响,其也是股东治理研究的另一个重要方面。C.Schmidt等人研究了企业及企业高管是否会因机构所有权的外生变化改变公司治理结构,研究结果显示:机构持股比例的上升会导致企业CEO权力的增加和新独立董事任命的减少,从而增加高管的机会主义行为,损害企业价值^[28]。与上述机构持股比例增加会损害企业价值的观点不同,S.Berger等人将“懒惰管理者”假说与机构通过降低职业风险来增加创新激励的模型进行了对比,提出在机构持股比例较高的情况下,利润下滑时解雇CEO的可能性减小,机构倾向于要求CEO通过更多的创新行为提升公司价值^[29]。C.Mertzanis等人认为,机构持股比例与企业价值之间呈现出正相关关系,这主要归功于持股机构的专业技能和丰富的资源可以有效地减少被投资公司的委托代理冲突,且它们在表决和控制方面具有更大的权力,有助于改善公司决策和承担风险,从而增加了公司价值^[30]。

在大股东和控股股东研究方面,国外学者主要探讨了大股东或控股股东控制权对公司治理产生的积极或消极影响。在积极影响方面,Crisóstomo等人基于巴西公司的面板数据,借助广义矩阵法证明了控股股东为了私人利益,能够以互补的形式对公司行为进行直接的管理与监督,这有助于减少与管理者之间的代理冲突^[31]。在消极影响方面,C.John等人以中国上市公司为研究对象,验证了Faccio等人提出的当大股东不能借助“隧道效应”侵占公司资产时,就会通过控制股利支付政策来掠夺公司财富的假设^[32]。

(三) 高管治理

随着国外学者对高管治理研究的开展,学者们的研究内容倾向于分析高管行为背后的复杂行为特征及其产生的经济后果。

高管特质是近几年国外学者进行高管治理研究的热点话题。已有研究中关注的高管特质既包括性别、年龄等人口统计学因素,也包括个人经历、社会背景等因素。在性别方面,O.Harris等人利用性别社会化理论和代理理论对女性首席执行官在股权激励条件下的盈余管理行为进行了研究。他们推翻之前认为女性进入管理层后会提高公司收益质量的观点,提出在高股权激励下,女性和

男性高管都会表现出非常相似的盈余管理行为,性别差异并未减弱高管通过操纵收益来增加基于股权的薪酬价值的倾向^[33]。有的学者关注了高管宗教信仰对公司业绩的影响。Y.Cai等人指出与非宗教首席执行官相比,有宗教信仰的首席执行官更倾向于减少公司的盈余管理行为,拥有宗教信仰的首席执行官对盈余管理的影响只有在公司使用更多基于股权的CEO薪酬或公司面临更高的经营现金流波动时更为显著^[34]。此外,也有学者探讨了高管教育背景、创新经验对公司产生的影响。H.Pham指出由具有法律专业知识背景的首席执行官领导的公司,信息环境更加公开透明,股票市场流动性更强,公司风险也更低^[35]。E.Islam等人指出,当公司高管是一名高影响力的发明家时,公司申请的专利数量和高质量的创新成果更多^[36]。

在高管激励研究方面,国外学者们大多采用实证研究方法关注高管激励的影响。L.Ales等人提出对CEO收入征税会影响CEO有效劳动力的均衡定价,从而产生溢出效应并影响企业利润^[37]。J.D.Chi等人选取ExecuComp数据库中1992年至2017年上市的企业为研究样本,探讨了高管激励举措对公司股价的影响。他们指出,当公司的首席执行官有短期激励措施时,公司股价会显著上涨,这些首席执行官会利用股价上涨卖出更多的股票,赚取更多的超额利润^[38]。H.Feng等人以净负债率为零或负的公司为研究对象,证明了高管薪酬中的风险激励成分与企业现金持有量之间呈正相关关系。他们认为高管们会通过运行风险更大的项目来适当地应对风险激励,同时会相应地增加现金持有量以减少更高的风险激励薪酬给公司带来的单一风险。随着研究的深入,股票期权等长期激励机制引起了学者们的关注^[39]。L.Li等人指出,高管股权激励与公司盈余管理之间的关系取决于企业的成长潜力,即对于成长潜力较低的企业,股权激励会促使管理者操纵收益,但当企业成长潜力达到一定的高度时,股权激励又可以有效地缓解盈余管理相关的代理问题^[40]。

在高管行为和权力研究方面,学者们主要关注了高管行为和管理层权力方面的问题。在高管行为研究方面,学者们主要探讨了高管过度自信对公司投资决策及其股价的影响。H.Hwang等人发现相对于非过度自信的CEO,权力型过度自信

的 CEO 更倾向于在不考虑经济环境的情况下增加企业投资, 进行股票收购, 他们的这种过度自信会给公司投资带来不良的后果^[41]。W.Mullins 等人也探讨了首席执行官的过度自信对企业造成的负面影响, 他们提出, 在首席执行官过度自信与公司股价崩盘风险之间存在正相关关系, 且拥有过度自信 CEO 的公司更有可能重新发布财务报表, 给企业带来更多的负面结果。在管理层权力研究方面, M.A.Mamun 等人使用 150 家美国公司的数据, 得出 CEO 权力和企业探索性创新之间存在显著的正相关关系的结论^[42]。J.Harper 等人通过对大样本公司的观察, 发现股价崩盘风险对 CEO 权力存在显著的负面影响, 即股价崩盘后 CEO 权力变小。此外, 他们还发现, 对于公司治理能力强的公司, 股价崩盘风险对 CEO 权力的显著负面影响会有所减弱^[43]。

在家族企业高管治理研究方面, 有的学者关注了家族企业 and 非家族企业 CEO 管理风格和理念的差异性。W.Mullins 等人通过对 22 个新兴经济体的 800 名首席执行官的调查发现, 家族企业中的高管更加关注员工的利益而并非股东的价值。他们认为自身对员工的责任更大, 而不是股东。相比之下, 非家族企业的 CEO 则强调股东价值最大化^[44]。也有学者研究发现家族企业中 CEO 的薪酬普遍高于非家族企业 CEO 薪酬, 如 R.Barontini 等人认为家族企业集群性导致家族企业 CEO 薪酬高于非家族企业^[45]。此外, 还有学者探讨了当家族高管的存在对企业产生负面影响时, 公司治理中其他机构设置如何扭转负面效应的情况, 进一步丰富了家族高管治理的多维度研究。J.Bauweraerts 等人通过对 248 家比利时家族中小企业的实证研究表明, 家族 CEO 的存在可能会对出口规模产生负面影响, 但董事会服务能够扭转局面, 使家族 CEO 效应变得正面^[46]。

三 公司外部治理

(一) 利益相关者治理

随着企业经营环境的变化, 公司治理也转变为利益相关者的“共同治理”模式。利益相关者治理的相关研究主要集中在企业社会责任、投资者权益保护、债权人治理、其他利益相关者参与治理等方面。

1. 企业社会责任

社会责任信息的披露是企业积极承担社会责任的表现, 引起了社会各阶层的重视。X.Liu 等人以 2008 年到 2014 年在重污染行业上市的巴西企业作为研究对象, 检验了公司治理、企业社会责任信息披露与公司价值之间的关系。他们的研究表明, 在短期内公司绩效可能会因承担社会责任而降低, 但从长远来看, 良好的社会责任信息披露有助于提高公司声誉, 实现企业的可持续发展。另外, 公司治理特征与企业社会责任信息披露程度息息相关, 具体表现为: 国有持股比例、监事会会议次数、董事会规模和管理层持股比例与企业社会责任信息披露均呈正相关, 而第一大股东持股比例与之呈负相关^[47]。M.Bertrand 等人认为公司进行社会责任信息披露是增强公司政治影响力的重要手段, 这种“责任即影响”在经济上带来的增长率在 5% 到 10% 之间^[48]。

也有一些学者探讨了公司治理特征中 CEO 能力、婚姻状况、机构投资期限长短对企业承担社会责任的影响, 进一步丰富了公司治理特征与企业社会责任的相关研究。I.M.García-Sánchez 采用美国上市公司 10 年的纵向数据, 探讨了以社会责任为导向的公司治理机制与 CEO 能力之间是否存在互补性 / 替代性效应问题。他们突破了 CEO 不太可能参与企业社会责任活动的传统观点, 认为 CEO 能力是一种独特的资源, 可以通过设置企业可持续发展委员会或对管理人员进行社会责任绩效激励, 帮助企业减少与社会或环境绩效相关的代理问题^[49]。S.P.Hegde 等人根据社会学的“婚姻生活承诺效应”调查已婚 CEO 领导的公司是否具备更好的社会责任。他们以 1993 年到 2008 年期间在美国上市的 2163 家企业为研究对象, 在控制公司特征和 CEO 属性的前提下, 得出已婚 CEO 领导的公司企业社会责任指数更高的结论^[50]。O.Erhemjants 等人探讨了机构投资期限长短与企业社会责任之间的关系。他们指出, 投资期限较长的机构促进了企业社会责任的承担, 这主要是因为机构投资者的短期主义行为给企业带来压力, 使企业无暇顾及社会责任的承担^[51]。

2. 投资者保护

在投资者保护研究方面, 国外学者主要探讨了投资者保护对企业会计信息质量和资产使用效率

的影响。

在投资者保护对企业会计信息质量影响方面,学者们普遍认为投资者保护有利于提高企业的会计信息质量。A.Persakis 等人考察了 2008 年全球金融危机和投资者保护对企业盈余质量的联合影响。他们的研究表明,在金融危机期间,投资者保护程度高的企业,盈余质量较高^[52]。K.A.Kamarudin 等人以全球 32 个国家 42 808 个公司年度的观察结果为研究对象,提出投资者保护的力度在决定上市公司会计信息的质量方面起着重要的作用^[53]。

在投资者保护对企业资产使用效率研究方面,B.Larrain 通过对欧洲公司的大样本研究,提出当投资者保护力度较强时,企业财务约束减轻,资产盈利能力增强^[54]。J.S.Hu 以 41 个国家上市公司为研究样本,得出投资者保护力度与企业现金流绩效存在正相关关系的结论,即投资者保护力度越强,企业现金流信息在评估首席执行官绩效时发挥的作用越大^[55]。

在投资者特质研究方面,国外学者的关注点集中于投资者规模、类型、意识形态等领域。M.Halac 研究了投资者规模对自身及企业收益的影响,他们的研究表明,如果投资阈值的分布是对数凹的,大的投资者将比小的投资者获得更高的净收益^[56]。A.Banal-Estañol 等人探讨了投资者多元化与产品市场中所有权激励的关系。他们提出,由于投资者投资策略的差异,被动投资者比主动投资者更加多样化。如果更多的资金从主动投资者流向被动投资者,那么普通的股权激励就会增加。如果主动的投资者得到更多的资金流动,则会发生相反的情况^[57]。K.Adam 等人分析了市场失灵时均衡股票价格呈暴涨或暴跌周期形式出现的原因。他们指出,投资者主观的资本收益预期是股价波动的关键因素,即投资者在对股票价格行为不完全了解的情况下做出最优或最差行为,且最优信念更新还会使投资者的主观资本收益预期与市盈率呈正相关^[58]。G.Lorenzoni 等人研究了缓慢移动的债务危机—自我实现均衡,在这种均衡中,债务动态以一个临界点为特征,低于这个临界点,债务下降并稳定下来;高于这个临界点,债务和违约率就会增长。由于担忧被投资方未来违约,投资者会减少投资降低损失^[59]。

3. 债权人治理

国外学者对债权人治理方面的研究文献主要集中于债权人保护力度对公司生存绩效及投资效率的影响。

在债权人保护力度对公司生存绩效影响研究方面,S.Espenlaub 通过对 2000 年至 2013 年 40 个国家的 10 490 个首次公开募股样本的研究,得出债权人保护力度越强,企业公开募股后生存绩效越差的结论,且他们认为这种负影响是由于要求债权人同意公司重组的规定和对现任经理的强制替换所驱动的^[60]。在债权人保护力度对公司投资效率影响方面,Q.T.Tran 等人通过对 42 个国家的 31 152 家公司的 235 969 个公司年的研究样本发现,在债权人保护较强的国家,债权人权力对公司投资效率的负效应更强^[61]。F.González 等人提出,债权人保护力度对公司投资效率的影响取决于企业的财务状况,即强有力的债权人保护提高了财务状况良好的公司的投资效率,但恶化了陷入财务困境的公司的投资效率^[62]。

此外,还有学者关注了公司空债权人问题。信用违约互换(CDSs)可以产生空债权人。当债权人购买 CDSs 保护时,他们将信用风险和现金流权转移给保护卖方,但同时保留了控制权,这种权利的分离会产生空债权人。空债权人的存在虽有可能使借款人陷入破产境地,但会战略性地减少股东违约的动机。S.Colonnello 等人从理论和实证两方面论证了空债权人的存在及其对企业结果的影响取决于债权人之间议价能力的分配。即如果债权人在债务重新谈判中面对强大的股东,企业更有可能面临“空债权人”的问题,会增加公司的破产风险,对公司价值造成负面影响^[63]。

(二) 信息披露

信息披露是公司重要的外部治理机制,充分的信息披露可以降低公司因信息不对称而产生的治理成本。在信息披露研究方面,国外学者较多关注了公司财务信息披露和社会责任信息披露。

在财务信息披露方面,研究者主要探讨了公司治理与财务信息披露之间的双向联系。在公司治理对财务信息披露的影响方面,W.A.W.Abdullah 等人以 67 家在东南亚和海湾合作委员会地区的伊斯兰银行为研究对象,调查了影响这些银行进行财务信息披露的决定因素。他们指出,银行公司

治理中的监管干预措施、激励措施、违反信息披露规则的制裁措施有助于增加企业财务信息的披露^[64]。O.Uygur 探讨了公司治理结构中 CEO 能力对企业财务信息透明度的影响, 他认为, CEO 能力的高低在某种程度上决定了企业财务信息透明度的高低, 其具体表现为高能力的 CEO 可能会创造更大的透明度来向市场传达他们的能力, 而低能力的 CEO 可能会通过限制可用信息来干扰市场对他们才能的推断^[65]。N.Y.Liu 等人提出机构所有权对中国上市企业的外部监督有助于改善公司治理水平和提高企业会计信息透明度水平。良好的公司治理实践有助于企业财务信息的披露, 反之, 企业财务信息的披露也会影响公司治理^[66]。S.Ghosh 的研究证明, 银行财务信息的披露, 尤其是可预见财务风险信息的披露有助于降低银行的利息成本, 促进银行业绩的提升, 实现银行企业的稳定发展^[67]。与上述公司治理与财务信息披露之间正向关系研究不同的是, G.Plantin 等人通过研究公司私有最优计量规则、公司治理和资产在二级市场流动性之间的均衡互动关系, 提出财务信息的过度使用会造成公司过分依赖企业通过出售资产所产生的信息, 而对公司自身资本收益的实现缺乏足够的依赖。这会导致市场流动性枯竭, 降低价格信号的信息量, 从而使企业克服代理问题的成本更高^[68]。C.Harvey 等人指出, 公司治理是一项风险极高的工作, 仅仅进行财务信息披露并不是一项有效的公司治理工具, 当供应方和需求方都对企业的财务信息披露承担责任, 并且需求方有一定的制裁能力作为约束条件时, 披露的信息才能真正有助问责, 实现良好的公司治理^[69]。

在社会责任信息披露方面, O.R.Oyewumi 等人利用发展中国家尼日利亚银行的面板数据集, 考察了企业社会责任信息披露对企业财务绩效的影响^[70]; E.Lee 等人讨论了企业社会责任信息披露对外国投资者估值决策的影响^[71]; T.Abdelfattah 等人关注了企业社会责任信息披露对公司股票收益的影响。上述学者的研究结论都表明, 企业社会责任信息披露有助于改善公司治理^[72]。

此外, 还有一些学者关注了影响企业社会责任信息披露的因素。M.Nekhili 等人研究了家族企业

和非家族企业进行企业社会责任信息披露的差异, 他们借助法国的纵向档案数据集, 得出了家族企业的社会责任信息披露明显少于非家族企业的结论^[73]。S.Wuttichindanon 提出, 政府所有权、企业知名度和经济绩效 (盈利能力和杠杆率) 是影响企业社会责任信息披露的重要决定因素^[74]。

(三) 媒体治理

媒体作为公司外部治理的监督力量有助于规范公司治理行为, 提升公司的内在价值。许多公司治理案例都表明, 媒体的监督有助于约束和防范公司的败德行为。

国外部分学者的研究肯定了媒体在公司外部治理方面发挥的积极作用。A.R.Admati 等人提出政府问责制网站的建立可以减少公司的低效治理行为, 提高公司信息透明度, 让公司掌权者更负责任地制定和执行公司规章制度, 减少企业管理者寻租、欺骗和管理不当的情况^[75]。R.Enikolopov 等人通过分析揭露俄罗斯国有控股公司腐败的博客文章, 指出严格审查公司社交媒体能够约束腐败行为, 减少公司管理层更替和股东冲突问题^[76]。T.L.Dang 通过对 33 个国家全球新闻的综合分析, 提出新闻媒体可以借助信息传播和监测机制降低企业向目标杠杆调整的成本, 从而提升企业经营效益^[77]。A.Nikolopoulos 等人以 2011 年到 2016 年中国上市公司为研究样本, 分析其主流财经媒体报道和企业新浪微博数据对企业投资效率的影响。他们的研究表明, 媒体报道作为外部监督, 提高了企业信息透明度, 从而提高了投资效率^[78]。Z.An 提出, 当外部审计人员、财务分析师和机构股东等公司外部监督机制的监督减少时, 媒体在降低企业未来股价崩盘风险方面发挥了重要作用^[79]。M.S.Johnson 发现, 在社交媒体中公开公司的不良行为可以增强公司避免此类行为的动机, 减少公司因员工职业伤害产生的高额成本^[80]。

也有学者发现, 媒体的报道有时具有负面效应。O.Guldiken 等人对媒体报道如何影响 IPO 公司上市前后的股票表现进行了研究。他们的研究结果显示, 媒体对 IPO 公司报道的不确定性会对其股价产生负面影响^[81]。P.Rosati 等人通过对 2011 年至 2014 年 73 家美国上市公司 87 起数据泄露事件的分析发现, 在数据泄露事件发生时若企业使用社交媒体曝光会加剧公司股价下跌^[82]。

四 公司治理的其他问题

(一) 公司治理与企业生命周期

国外学者对企业生命周期的研究集中于企业生命周期对公司财务报告质量、财务监督信息 and 公司治理机制的影响方面。

在企业生命周期对公司财务报告影响方面, A. Al-Hadi 等人对海湾合作委员会 2007 年到 2011 年的 677 家金融公司的观察样本发现, 拥有独立风险委员会的公司披露的市场风险更多, 而且这种效应对于成熟阶段的公司更明显^[83]。J. Choi 等人使用 1988 年至 2008 年 27 197 家公司的年观察数据, 研究了企业生命周期与企业满足或超过盈利基准 (MBE) 行为之间的关联。他们发现, 与成熟公司相比, 成长型公司有更多参与 MBE 的动机^[84]。K. M. Bakarich 等人通过对 2000 年至 2014 年 24 268 家公司年度报告的分析发现, 随着公司生命周期由引入阶段进入到成熟时期, 企业叙述性披露的复杂性、清晰性和乐观性都有所降低, 处于衰退期的公司披露的信息最为负面和模糊^[85]。

在企业生命周期对公司财务信息影响方面, J.L. Zimmerman 认为企业生命周期阶段是企业鲜明的经济特征, 虽然所有生命周期阶段的企业都必须遵守相同的强制性财务会计要求, 但是, 会计信息的相关性在企业不同生命周期阶段是不同的^[86]。M. Anderson 利用 1989—2014 年的 81 613 家美国公司年观察的大样本证明, 基本会计信号在企业生命周期的各个阶段成为不同的信息, 即对于处于生命周期的初始阶段的公司, 反映经理人投资承诺的财务报表信息尤其具有信息价值, 而与经营业绩和效率相关的信号则对处于成熟期的公司具有信息价值^[87]。V. Dickinson 等人发现, 对于成长型和成熟期的企业, 投资者进行投资决策时更依赖于分析师的预测信息, 而会计信息对引入型和衰退型公司的价值相关性更强^[88]。

在企业生命周期对公司治理机制影响方面, 董事会和高管治理成为国外学者的研究重点。针对董事会治理, A. Habib 等人调查了企业生命周期是否对咨询董事和监督董事的存在产生影响, 他们利用 2001 年到 2014 年期间 12 512 家澳大利亚公司的观察结果表明, 成熟阶段的公司拥有最低的咨询董事比例和最高的监督董事比例^[89]。Y.

H. Li 利用 2002 年至 2014 年中国上市民营企业的数据, 发现随着公司进入衰退期, 董事会规模以及 CEO 二元性现象都会下降, 然而, 董事会独立性并没有随着企业生命周期的变化而变化^[90]。T. Ooconnor 等人在借鉴董事会治理指数的前提下, 提出成熟企业拥有更好的董事会治理实践^[91]。

针对高管治理, 国外学术界关于高管薪酬的研究大多是静态的, 研究者更多的是关注高管薪酬与企业规模、绩效、战略等方面的关系。随着公司生命周期研究的增多, 针对高管薪酬发展趋势的学术探讨也相应增多。K. D. Drake 指出, 尽管处于成熟阶段的企业拥有最高的工资和奖金水平, 但是处于发展阶段的公司却拥有最高的高管薪酬比例。另外, 他们还发现, 高管薪酬在以会计信息为基础衡量绩效的成熟阶段公司是最敏感的, 但在企业生命周期的早期和衰退期, 公司对前瞻性市场指标更为敏感^[92]。在之前研究的基础上, K. D. Drake 又提出, 由于企业存在跨越生命周期阶段的进化, 将生命周期作为评估高管薪酬的基准信息, 有助于更好地预测行业内企业高管薪酬的差异^[93]。

针对资产结构, K. M. Kahle 等人以美国上市公司 40 年的演变历程为考察对象, 提出公司进入生命周期的成熟阶段后, 资产结构会发生变化, 其具体表现为在实物资产上的投资减少, 而在研发上的投资增加^[94]。

针对公司治理风险率, R. Agarwal 等人指出, 公司治理风险率在企业生命周期的初创期和成熟期具有不同的表现, 即在企业生命周期初创阶段, 较高的技术变化率导致企业初创前期治理风险率上升; 而在企业生命周期的成熟阶段, 由于各产品市场的成熟和竞争力的增强, 企业在成熟阶段后期会出现较高的治理风险率^[95]。

(二) 公司治理的可持续性发展绩效研究

在公司可持续性发展绩效影响因素方面, 国外学者的关注点主要集中在董事会特性和公司人力资源规划方面。针对董事会特性, V. Naciti 指出董事会的独立性、多样性及 CEO 二元性对企业可持续性发展绩效有显著的影响。具体表现为, 董事会多元化程度高、董事长和 CEO 职位分离的公司表现出更高的可持续性发展绩效, 但独立董事的数量与公司可持续绩效之间存在负相关关系。此

研究通过证明董事会的组成影响公司的可持续性绩效, 丰富了公司治理和公司绩效的研究^[96]。与 Naciti 认为独立董事数量过多不利于提高公司可持续性绩效观点不同的是, M.B.Fakoya 等人提出, 拥有相当数量独立董事比例有助于企业可持续性绩效的提升^[97]。

在过去的几年里, 识别可持续发展的绿色商业实践变得越来越重要。绿色商业实践的发展离不开企业人力资源规划的支持, S.K.Mousa 等人采用混合研究方法, 评估了巴勒斯坦卫生保健组织绿色人力资源管理实践对本部门可持续性发展绩效的影响。他们的研究表明, 在绿色人力资源管理实践中, 绿色招聘、培训和参与对企业可持续性发展绩效影响最大, 而绿色绩效管理和评估对其影响最小。此研究为政策制定者如何影响和实施绿色人力资源管理实践以实现可持续绩效最大化提供了指导^[98]。

在公司可持续发展绩效衡量方面, P.Ahi 等人基于资源的不可替代性, 提出了一种评估企业可持续发展绩效的概率模型; 该模型的独特之处在于它侧重于用独立变量而非相互依赖的变量去衡量企业的可持续性发展绩效^[99]。S.Silva 等人在衡量企业可持续性发展绩效时, 把利益相关者期望满足程度纳入考虑之中, 对可持续性绩效度量和评估过程中不同利益相关者角色预期进行了实证分析^[100]。M.Pislaru 在评估 2017 年福布斯排名前 10 的欧洲代表性汽车公司的企业可持续性发展绩效时, 把企业的环境绩效与财务绩效相结合, 创造出基于环境和财务因素的模糊模型去衡量企业的可持续性发展绩效; 这是一种使用语言变量和语言规则来提供企业可持续性发展绩效研究的新方法^[101]。

五 简评与展望

国外公司治理研究的最新进展首先表明, 公司内部治理结构由股东大会、董事会、监事会和经理层等核心治理要素组成, 内部治理主体之间的权责配置和相互制衡有助于提升公司治理的有效性。由于国外股权分散的背景, 在内部治理研究中, 学者们以董事会治理作为研究重点, 其次是股东治理, 最后是高管治理。国外独特的治理环境决定了公司内部治理研究的脉络和走向。

其次, 随着公司治理研究的不断深入, 公司内

部治理结构不断完善。然而, 成熟的公司治理应是在政府适当且充分的监管下, 形成内外部治理机制协调互动的系统效应。缺乏有效的外部治理配套举措, 易造成治理系统失灵下的公司外部治理困境。国外公司外部治理中的法律体系、资本市场与信息监督机制有待进一步完善。

最后, 企业生命周期和可持续发展绩效作为公司治理其它研究主题的高频词汇引起了国外学者极大的研究兴趣。研究表明, 企业生命周期对公司财务报告质量、财务监督信息和公司治理机制具有重大的影响, 企业可持续性发展绩效受到公司治理中董事会特性和人力资源规划的影响。

显然, 国外学者关于公司治理的上述研究为我们进一步探索公司治理提供了许多有价值的见解与思路, 但也存在着一些不足, 笔者认为, 应从以下几个方面进一步深化和拓展相关研究。

一是进一步完善公司治理的理论及评价方法研究。在公司治理的理论方面, 现有的研究大多采用特定的理论视角(如代理理论、资源基础理论)来分析研究问题, 忽视了对所选理论的实证检验。公司治理研究在发展的过程中不断汲取经济学、数学、管理学、社会学等学科的成果, 最终形成目前以治理要素、治理成本、治理行为及治理结构等为内容的较为完整的治理理论框架。鉴于公司治理研究具有多学科性质, 笔者认为, 未来应将不同学科的理论结合起来, 进一步拓宽公司治理研究的视野。此外, 公司治理评价是以指数的形式对公司治理质量的客观反映, 公司治理评价既是公司治理理论研究的前沿问题, 也是公司治理实务界关注的焦点。在公司治理评价指标的构建方面, 现有的指标大多是单变量指数, 尽管有些研究在评估过程中使用了多种公司治理评价指标, 但未注意调和不同公司治理指数产生的经济效应差异, 未来研究应尝试突破上述限制。另外, 还需要优化评价标准、改善评价模式、改进评价方法和应用, 全方位提高评价方法的丰富性、实效性。

二是进一步深化学科交叉融合的领域和关键问题研究。多学科相互交叉是公司治理研究的一个突出特点。今后, 应借助现有的公司治理理论, 针对公司治理难点和痛点深化公司治理的学科交叉。未来公司治理环境科学、人工智能等学科的

交叉研究内容有待进一步深化,以更好地丰富公司治理理论体系,推动公司治理研究的发展。

三是加强网络治理机制研究。互联网技术的进步带动了互联网经济的发展,也催生了共享经济、平台经济等新型经济模式。互联网技术使得传统的公司组织模式发生了变革,具体表现为传统的直线职能型组织模式逐渐扁平化,形成网络型组织模式。但众所周知,网络具有虚拟性、动态性、边界模糊性等特征,容易产生网络治理风险。因此,对拥有网络型组织模式的公司而言,在借助互联网技术进行公司治理时应增强其抗风险能力,公司治理研究应加强网络型组织治理机制及其治理风险的研究。

四是积极开展绿色治理研究。人与自然的和谐共处在一定程度上关系到人类存续与世界经济的方向。以生态文明为导向的绿色治理本质上是由治理主体共同参与的公共事务性活动,离不开治理手段的实施和治理机制的协同。目前,大多数企业的绿色治理观念仍停留在单一主体自发的绿色治理层面,各自为战。因此,在后续公司治理研究中,应加强对企业绿色治理理念、准则、行为研究,以更好地指导企业绿色治理实践,推进企业绿色治理进程。

参考文献:

- [1] WHITTINGTON G, BERLE A A, MEANS G C. The Modern Corporation and Private Property[J]. The Economic Journal, 1970, 80(317): 120.
- [2] COASE R H. The Nature of the Firm[J]. Economica, 1937, 4(16): 386-405.
- [3] WILLIAMSON J P. Funds for the Future. Report of the Twentieth Century Fund Task Force on College and University Endowment Policy[EB/OL]. 1975.
- [4] DALLAS G S, POOR C. Governance and Risk[J]. Business Expert Press, 2004, 12: 23-28.
- [5] WELLMAN J W, ZHOU J. Corporate Governance and Mutual Fund Performance: A First Look at Fiduciary Rankings[J]. Social Science Electronic Publishing, 2005, 3: 16-19.
- [6] GULATI R, KATTUMURI R, KUMAR S. A Non-Parametric Index of Corporate Governance in the Banking Industry: an Application to Indian Data[J]. Socio-Economic Planning Sciences, 2020, 70: 100702.
- [7] TARCHOUNA A, JARRAYA B, BOURI A. How to Explain Non-Performing Loans by many Corporate Governance Variables Simultaneously? a Corporate Governance Index is Built to US Commercial Banks[J]. Research in International Business and Finance, 2017, 42: 645-657.
- [8] IQBAL S, NAWAZ A, EHSAN S. Financial Performance and Corporate Governance in Microfinance: Evidence from Asia[J]. Journal of Asian Economics, 2019, 60: 1-13.
- [9] AL-HADI A, AL-YAHYAEE K H, HUSSAIN S M, et al. Market Risk Disclosures and Corporate Governance Structure: Evidence from GCC Financial Firms[J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 2019, 73: 136-150.
- [10] ARARAT M, BLACK B S, YURTOGLU B B. The Effect of Corporate Governance on Firm Value and Profitability: Time-Series Evidence from Turkey[J]. Emerging Markets Review, 2017, 30: 113-132.
- [11] BONILLA-PRIEGO M J, FONT X, PACHECO-OLIVARES M D R. Corporate Sustainability Reporting Index and Baseline Data for the Cruise Industry[J]. Tourism Management, 2014, 44: 149-160.
- [12] CRAVENS K, GOAD OLIVER E, RAMAMOORTI S. The Reputation Index: Measuring and Managing Corporate Reputation[J]. European Management Journal, 2003, 21(2): 201-212.
- [13] KIM D, STARKS L T. Gender Diversity on Corporate Boards: Do Women Contribute Unique Skills?[J]. American Economic Review, 2016, 106(5): 267-271.
- [14] ADUSEI M. Board Gender Diversity and the Technical Efficiency of Microfinance Institutions: Does Size Matter?[J]. International Review of Economics & Finance, 2019, 64: 393-411.
- [15] SONG H J, YOON Y N, KANG K H. The Relationship Between Board Diversity and Firm Performance in the Lodging Industry: The Moderating Role of Internationalization[J]. International Journal of Hospitality Management, 2020, 86: 102461.
- [16] JEBRAN K, CHEN S H, ZHANG R B. Board Diversity and Stock Price Crash Risk[J]. Research in International Business and Finance, 2020, 51: 101122.
- [17] OLTHUIS B R, VAN DEN OEVER K F. The Board of Directors and CSR: How does Ideological Diversity on the Board Impact CSR?[J]. Journal of Cleaner Production, 2020, 251: 119532.
- [18] PÉREZ-CALERO L, HURTADO-GONZÁLEZ J M, LÓPEZ-ITURRIAGA F J. Do the Institutional Environment and Types of Owners Influence the Relationship between Ownership Concentration and Board of Director Independence? an International Meta-Analysis[J]. International Review of Financial Analysis, 2019, 61: 233-244.

- [19] CHOU H I, HAMILL P A, YEH Y H. Are all Regulatory Compliant Independent Director Appointments the Same? an Analysis of Taiwanese Board Appointments[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2018, 50: 371-387.
- [20] ZHU J G, YE K T, TUCKER J W, et al. Board Hierarchy, Independent Directors, and Firm Value: Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016(41): 262-279.
- [21] CAVACO S, CRIFO P, REBÉRIOUX A, et al. Independent Directors: Less Informed but Better Selected than Affiliated Board Members?[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 43: 106-121.
- [22] GAFOOR A, THAKER S, GUPTA H, et al. Life as a Clinical Director: an Insight[J]. *Clinical Radiology*, 2020, 75(8): 640.e13-640.e16.
- [23] AGARWAL S, QIAN W L, REEB D M, et al. Playing the Boys Game: Golf Buddies and Board Diversity[J]. *American Economic Review*, 2016, 106(5): 272-276.
- [24] BAHAJ S, FOULIS A, PINTER G. Home Values and Firm Behavior[J]. *American Economic Review*, 2020, 110(7): 2225-2270.
- [25] HABIB A, JIANG H Y. Corporate Governance and Financial Reporting Quality in China: a Survey of Recent Evidence[J]. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 2015, 24: 29-45.
- [26] DUCASSY I, GUYOT A. Complex Ownership Structures, Corporate Governance and Firm Performance: The French Context[J]. *Research in International Business and Finance*, 2017, 39: 291-306.
- [27] CIFTCI I, TATOGLU E, WOOD G, et al. Corporate Governance and Firm Performance in Emerging Markets: Evidence from Turkey[J]. *International Business Review*, 2019, 28(1): 90-103.
- [28] SCHMIDT C, FAHLENBRACH R. Do Exogenous Changes in Passive Institutional Ownership Affect Corporate Governance and Firm Value?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 124(2): 285-306.
- [29] BERGER S, STOCKER H, ZEILEIS A. Innovation and Institutional Ownership Revisited: an Empirical Investigation with Count Data Models[J]. *Empirical Economics*, 2017, 52(4): 1675-1688.
- [30] MERTZANIS C, BASUONY M A K, MOHAMED E K A. Social Institutions, Corporate Governance and Firm-Performance in the MENA Region[J]. *Research in International Business and Finance*, 2019, 48: 75-96.
- [31] CRISÓSTOMO V L, BRANDÃO I D F, LÓPEZ-ITURRIAGA F J. Large Shareholders' Power and the Quality of Corporate Governance: an Analysis of Brazilian Firms[J]. *Research in International Business and Finance*, 2020, 51: 101076.
- [32] JIANG F X, CAI X N, JIANG Z, et al. Multiple Large Shareholders and Dividends: Evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2019, 57: 101201.
- [33] HARRIS O, KARL J B, LAWRENCE E. CEO Compensation and Earnings Management: Does Gender Really Matter?[J]. *Journal of Business Research*, 2019, 98: 1-14.
- [34] CAI Y, KIM Y, LI S Q, et al. Tone at the Top: CEOs' Religious Beliefs and Earnings Management[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2019, 106: 195-213.
- [35] PHAM M H. In Law we Trust: Lawyer CEOs and Stock Liquidity[J]. *Journal of Financial Markets*, 2020, 50: 100548.
- [36] ISLAM E, ZEIN J. Inventor CEOs[J]. *Journal of Financial Economics*, 2020, 135(2): 505-527.
- [37] ALES L, SLEET C. Taxing Top CEO Incomes[J]. *American Economic Review*, 2016, 106(11): 3331-3366.
- [38] CHI J D, GUPTA M, JOHNSON S A. Short-Horizon Incentives and Stock Price Inflation[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 65: 101501.
- [39] FENG H, RAO R P. Cash Holdings and CEO Risk Incentive Compensation: Effect of CEO Risk Aversion[J]. *International Review of Financial Analysis*, 2018, 60: 162-176.
- [40] LI L, KUO C S. CEO Equity Compensation and Earnings Management: The Role of Growth Opportunities[J]. *Finance Research Letters*, 2017, 20: 289-295.
- [41] HWANG H, KIM H D, KIM T. The Blind Power: Power-Led CEO Overconfidence and M&A Decision Making[J]. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2020, 52: 101141.
- [42] MAMUN M A, BALACHANDRAN B, DUONG H N. Powerful CEOs and Stock Price Crash Risk[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 62: 101582.
- [43] HARPER J, JOHNSON G, SUN L. Stock Price Crash Risk and CEO Power: Firm-level Analysis[J]. *Research in International Business and Finance*, 2020, 51: 101094.
- [44] MULLINS W, SCHOAR A. How do CEOs See Their Roles? Management Philosophies and Styles in Family and Non-family firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 119(1): 24-43.
- [45] BARONTINI R, BOZZI S. Family Firm Heterogeneity and CEO Compensation in Continental Europe[J]. *Journal of Economics and Business*, 2018, 97: 1-18.
- [46] BAUWERAERTS J, SCIASCIA S, NALDI L, et al. Family CEO and Board Service: Turning the Tide for Export Scope in Family SMEs[J]. *International Business Review*, 2019, 28(5): 101583.
- [47] LIU X, ZHANG C. Corporate Governance, Social Responsibility Information Disclosure, and Enterprise Value in China[J]. *Journal of Cleaner Production*, 2017, 142: 1075-1084.
- [48] BERTRAND M, BOMBARDINI M, FISMAN R, et al.

- Tax-Exempt Lobbying: Corporate Philanthropy as a Tool for Political Influence[J]. *American Economic Review*, 2020, 110(7): 2065-2102.
- [49] GARCÍA-SÁNCHEZ I M, HUSSAIN N, MARTÍNEZ-FERRERO J. An Empirical Analysis of the Complementarities and Substitutions between Effects of CEO Ability and Corporate Governance on Socially Responsible Performance[J]. *Journal of Cleaner Production*, 2019, 215: 1288-1300.
- [50] HEGDE S P, MISHRA D R. Married CEOs and Corporate Social Responsibility[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2019, 58: 226-246.
- [51] ERHEMAMTS O, HUANG K. Institutional Ownership Horizon, Corporate Social Responsibility and Shareholder Value[J]. *Journal of Business Research*, 2019, 105: 61-79.
- [52] PERSAKIS A, IATRIDIS G E. Audit Quality, Investor Protection and Earnings Management During the Financial Crisis of 2008: An International Perspective[J]. *Journal of International Financial Markets Institutions and Money*, 2016, 41: 73-101.
- [53] KAMARUDIN K A, ARIFF A M, JAAFAR A. Investor Protection, Cross-Listing and Accounting Quality[J]. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2020, 16(1): 100179.
- [54] LARRAIN B, TAPIA M, URZÚA I F. Investor Protection and Corporate Control[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2017, 47: 174-190.
- [55] HU J S, KIM J B. The Relative Usefulness of Cash Flows Versus Accrual Earnings for CEO Turnover Decisions Across Countries: The Role of Investor Protection[J]. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 2019, 34: 91-107.
- [56] HALAC M, KREMER I, WINTER E. Raising Capital from Heterogeneous Investors[J]. *American Economic Review*, 2020, 110(3): 889-921.
- [57] BANAL-ESTAÑOL A, SELDESLACHTS J, VIVES X. Diversification, Common Ownership, and Strategic Incentives[J]. *AEA Papers and Proceedings*, 2020, 110: 561-564.
- [58] ADAM K, MARCET A, BEUTEL J. Stock Price Booms and Expected Capital Gains[J]. *American Economic Review*, 2017, 107(8): 2352-2408.
- [59] LORENZONI G, WERNING I. Slow Moving Debt Crises[J]. *American Economic Review*, 2019, 109(9): 3229-3263.
- [60] ESPENLAUB S, GOYAL A, MOHAMED A. The Impact of Shareholders and Creditors Rights on IPO Performance: an International Study[J]. *The British Accounting Review*, 2020, 52(1): 100872.
- [61] TRAN Q T. Creditor Protection, Shareholder Protection and Investment Efficiency: New Evidence[J]. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2020, 52: 101170.
- [62] GONZÁLEZ F. Creditor Rights, Bank Competition, and Corporate Investment during the Global Financial Crisis[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 37: 249-270.
- [63] COLONNELLO S, EFING M, ZUCCHI F. Shareholder Bargaining Power and the Emergence of Empty Creditors[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 134(2): 297-317.
- [64] ABDULLAH W A W, PERCY M, STEWART J. Determinants of Voluntary Corporate Governance Disclosure: Evidence from Islamic Banks in the Southeast Asian and the Gulf Cooperation Council regions[J]. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2015, 11(3): 262-279.
- [65] UYGUR O. CEO Ability and Corporate Opacity[J]. *Global Finance Journal*, 2018, 35: 72-81.
- [66] LIU N Y, LAING E, CAO Y, et al. Institutional Ownership and Corporate Transparency in China[J]. *Finance Research Letters*, 2018, 24: 328-336.
- [67] GHOSH S. Governance Reforms and Performance of MENA Banks: Are Disclosures Effective?[J]. *Global Finance Journal*, 2018, 36: 78-95.
- [68] PLANTIN G, TIROLE J. Marking to Market Versus Taking to Market[J]. *American Economic Review*, 2018, 108(8): 2246-2276.
- [69] HARVEY C, MACLEAN M, PRICE M. Executive Remuneration and the Limits of Disclosure as an Instrument of Corporate Governance[J]. *Critical Perspectives on Accounting*, 2020, 69: 102089.
- [70] OYEWUMI O R, OGUNMERU O A, OBOH C S. Investment in Corporate Social Responsibility, Disclosure Practices, and Financial Performance of Banks in Nigeria[J]. *Future Business Journal*, 2018, 4(2): 195-205.
- [71] LEE E, WALKER M, ZENG C. Do Chinese State Subsidies Affect Voluntary Corporate Social Responsibility Disclosure?[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2017, 36(3): 179-200.
- [72] ABDELFAHATTAH T, ABOUD A. Tax Avoidance, Corporate Governance, and Corporate Social Responsibility: The Case of the Egyptian Capital Market[J]. *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, 2020, 38: 100304.
- [73] NEKHILI M, NAGATI H, CHTIOUI T, et al. Corporate Social Responsibility Disclosure and Market Value: Family Versus Nonfamily Firms[J]. *Journal of Business Research*, 2017, 77: 41-52.
- [74] WUTTICHINDANON S. Corporate Social Responsibility Disclosure—Choices of Report and Its Determinants: Empirical Evidence from Firms Listed on the Stock

- Exchange of Thailand[J]. *Kasetsart Journal of Social Sciences*, 2017, 38(2): 156-162.
- [75] ADMATI A R. A Skeptical View of Financialized Corporate Governance[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2017, 31(3): 131-150.
- [76] ENIKOLOPOV R, PETROVA M, SONIN K. Social Media and Corruption[J]. *American Economic Journal: Applied Economics*, 2018, 10(1): 150-174.
- [77] DANG T L, DANG V A, MOSHIRIAN F, et al. News Media Coverage and Corporate Leverage Adjustments[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2019, 109: 105666.
- [78] NIKOLOPOULOS A, SAMLIS C, ZENELI M, et al. Introducing an Artificial Neural Network Energy Minimization Multi-Scale Drag Scheme for Fluidized Particles[J]. *Chemical Engineering Science*, 2021, 229: 116013.
- [79] AN Z, CHEN C, NAIKER V, et al. Does Media Coverage Deter Firms from Withholding Bad News? Evidence from Stock Price Crash Risk[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 64: 101664.
- [80] JOHNSON M S. Regulation by Shaming: Deterrence Effects of Publicizing Violations of Workplace Safety and Health Laws[J]. *American Economic Review*, 2020, 110(6): 1866-1904.
- [81] GULDIKEN O, TUPPER C, NAIR A, et al. The Impact of Media Coverage on IPO Stock Performance[J]. *Journal of Business Research*, 2017, 72: 24-32.
- [82] ROSATI P, DEENEY P, CUMMINS M, et al. Social Media and Stock Price Reaction to Data Breach Announcements: Evidence from US Listed Companies[J]. *Research in International Business and Finance*, 2019, 47: 458-469.
- [83] AL-HADI A, HASAN M M, HABIB A. Risk Committee, Firm Life Cycle, and Market Risk Disclosures[J]. *Corporate Governance: an International Review*, 2016, 24(2): 145-170.
- [84] CHOI J, CHOI W, LEE E. Corporate Life Cycle and Earnings Benchmarks[J]. *Australian Accounting Review*, 2016, 26(4): 415-428.
- [85] BAKARICH K M, HOSSAIN M, HOSSAIN M, et al. Different Time, Different Tone: Company Life Cycle[J]. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2019, 15(1): 69-86.
- [86] ZIMMERMAN J L. Myth: External Financial Reporting Quality Has a 1st Order Effect on Firm Value[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2013, 27(4): 887-894.
- [87] ANDERSON M, HYUN S, YU D. Fundamental Analysis Conditioned on Firm Life Cycle[J]. Working paper University of Calgary, 2017, 18: 35-47.
- [88] DICKINSON V, KASSA H, SCHABERL P D. What Information Matters to Investors at Different Stages of a Firm's Life Cycle?[J]. *Advances in Accounting*, 2018, 42: 22-33.
- [89] HABIB A, BHUIYAN M B U, HASAN M M. Firm Life Cycle and Advisory Directors[J]. *Australian Journal of Management*, 2018, 43(4): 575-592.
- [90] LI Y H, ZHANG X T. How does Firm Life Cycle Affect Board Structure? Evidence from China's Listed Privately Owned Enterprises[J]. *Management and Organization Review*, 2018, 14(2): 305-341.
- [91] OCONNOR T, BYME J. Governance and the Corporate Life-Cycle[J]. *Electronic Journal*, 2015, 11(1): 23-43.
- [92] DRAKE K D, MARTIN M. Executive Compensation: A Firm Life Cycle an Analysis[J]. Working Paper, Available at SSRN, 2016, 2: 36-49.
- [93] DRAKE K D, MARTIN M. Implementing Relative Performance Evaluation: The Role of Life Cycle Peers[J]. Working Paper, Available at SSRN, 2017, 9: 97-112.
- [94] KAHLE K M, STULZ R M. Is the US Public Corporation in Trouble?[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2017, 31(3): 67-88.
- [95] AGARWAL R, GORT M. Firm and Product Life Cycles and Firm Survival[J]. *American Economic Review*, 2002, 92(2): 184-190.
- [96] NACITI V. Corporate Governance and Board of Directors: The Effect of a Board Composition on Firm Sustainability Performance[J]. *Journal of Cleaner Production*, 2019, 237: 117727.
- [97] FAKOYA M B, NAKENG M V. Board Characteristics and Sustainable Energy Performance of Selected Companies in South Africa[J]. *Sustainable Production & Consumption*, 2019, 18: 190-199.
- [98] MOUSA S K, OTHMAN M. The Impact of Green Human Resource Management Practices on Sustainable Performance in Healthcare Organisations: a Conceptual Framework[J]. *Journal of Cleaner Production*, 2020, 243: 118595.
- [99] AHI P, SEARCY C, JABER M Y. A Quantitative Approach for Assessing Sustainability Performance of Corporations[J]. *Ecological Economics*, 2018, 152: 336-346.
- [100] SILVA S, NUZUM A K, SCHALTEGGER S. Stakeholder Expectations on Sustainability Performance Measurement and Assessment. a Systematic Literature Review[J]. *Journal of Cleaner Production*, 2019, 217: 204-215.
- [101] PISLARU M, HERGHILIGIU I V, ROBU I B. Corporate Sustainable Performance Assessment Based on Fuzzy Logic[J]. *Journal of Cleaner Production*, 2019, 223: 998-1013.

责任编辑: 陈 璐