

# 国外公司治理研究的回顾： 国家、市场和公司的视角\*

姚 云 于换军

**[摘 要]** 本文从国家、市场和公司三个层面对近年来国外公司治理领域的文献进行了选择性回顾和评论,并对西方公司治理理论和实践作框架性的总结。在国家层面,我们讨论了治理安排的法律和法规的作用。在市场层面,我们讨论了收购市场、劳动力市场和产品市场竞争。在公司层面,我们讨论了董事会作用、管理者薪酬、大股东作用和股东积极主义。对每一个公司治理安排,我们都讨论了该机制的作用以及存在的问题。在回顾和评论文献的基础上,本文对于未来的公司治理研究方向给出了建议。

**关键词:** 公司治理 金融经济学 回顾

**JEL 分类号:** G32 G34 G38

## 一、引 言

近几十年来,特别是2008年国际金融危机之后,公司治理的重要性得到了充分的重视,学术界内外对公司治理的兴趣也与日俱增。在学术界,公司治理受到多个学科领域的青睐。它不仅受到经济和金融学的关注,还受到法律、管理和会计学的关注<sup>①</sup>。在学术界以外,咨询公司、企业管理层和领导人亦对公司治理表现出浓厚兴趣。2008年国际金融危机再次引起人们对金融机构的公司治理的关注。本文试图对西方的公司治理研究作选择性的回顾,并对西方公司治理理论和实践作框架性的总结。由于公司治理的文献多且涉及面广,在一篇文章中进行回顾,难度实在太大。基于此,本文无意提供全面而深入的文献回顾,而是进行框架性和选择性的回顾。幸运的是,已经有一些很好的回顾性文章,本文在很大程度上依赖这些回顾性文章。所以本文重点关注已有回顾文献和经典的支柱性文章,如 Jensen and Meckling(1976)的关于公司理论的经典文献。对全面回顾感兴趣的读者可以参考 Tirole(2001), Denis(2001), Becht et al.(2003) 和 Zingales(2000, 2008)。本文没有专门针对中国的公司治理状况进行回顾,有关的研究请参阅 Yang et al.(2011)。德国的公司治理进展参见 Goergen et al.(2008)。关于金融危机中的金融机构公司治理情况请参阅 Erkens et al.(2012)。

对公司治理文献进行回顾可以有不同的方法。公司治理是一个多维的跨学科的研究。很难对公司治理研究用单一框架进行分析。每个人对公司治理机制的分类可能不同。本文借鉴 Fan et al.(2011)用来分析新兴市场国家的公司行为的方法来分析公司治理机制,这也仅代表所有分析公司治理机制的一种观点或者方法。比如 Gillan(2006)将公司治理机制分为内外公司治理机制,对

\* 姚云,中国社会科学院金融研究所,助理研究员;于换军(通讯作者),中国社会科学院世界经济与政治研究所,助理研究员。

<sup>①</sup> 由于公司治理领域的大量研究,SSRN在2009年成立了公司治理网络(CGN),并拥有21个不同研究主题的电子期刊(Bebchuk and Weisbach, 2009)。

美国的公司治理研究进行了综述。Denis and McConnell(2003)提供了一个针对非美国的公司治理的回顾。Claessens and Fan(2002)对亚洲的公司治理进行了回顾,Fan et al.(2011)和 Claessens and Yurtoglu(2012)对新兴市场国家进行了回顾。由于所有权和控制权的分离,使得投资者容易受到管理者管理不当、资源分配不当、甚至投资者的收益被侵吞的伤害,Hermalin(2010)就此按照管理层的管理不当、分配不当和侵吞投资者投资三方面来进行文献梳理。Fan et al.(2011)提出了一个自上而下的理解新兴市场公司行为的方法。我们借鉴这个方法来分析公司治理机制安排,把公司治理机制安排分为国家层面、市场层面和公司层面。如法律环境、政府规章等作为国家层面公司治理机制,而兼并收购市场、产品市场和经理人市场等作为市场层面公司治理机制,公司层面的治理机制包括董事会作用、管理层激励、股东积极主义和大股东持股等。所有层面的治理机制一起发挥作用来减少代理冲突与代理成本。

由于公司治理的跨学科特点,本文主要是从金融经济学的视角来回顾公司治理领域的主要经典文献和综述文献,偶尔本文会提及其他学科领域对公司治理机制的研究,比如政治经济学、组织经济学和管理学。最后,本文没有回顾企业理论和代理理论,尽管二者是公司治理研究的基石。对企业理论和代理理论感兴趣的可以参考 Zingales(2000,2008)和 Becht et al.(2003)。

本文接下来的内容安排如下。第二部分是公司治理的概念界定和研究范围。第三部分是国家层面的治理机制安排。第四部分是市场层面的治理机制安排。第五部分是公司层面的治理机制安排。第六部分是总结和进一步研究方向。

## 二、公司治理的概念

对公司治理的定义涉及到谁应该控制公司,公司治理应该代表谁的利益问题<sup>①</sup>。Zingales(2008)在《新帕尔格雷夫经济与法律大辞典》中定义公司治理为:公司治理系统就是各种约束手段的复杂集合,而这些约束手段塑造了当事人对公司所产生的准租金的事后讨价还价能力。他认为这个定义贡献是单纯的强调准租金分配方式和产生方式之间的联系。只有聚焦到这个联系上,我们才能够回答诸如谁应该控制公司这样的基础问题。Shleifer and Vishny(1997)认为公司治理要处理的是公司的资本供给者如何确保自己可以得到投资回报的途径问题,认为公司治理的中心课题是要保证资本供给者(包括股东和债权人)的利益。Becht et al.(2003)对公司治理的定义和 Zingales(2008)类似。他们认为“在最基本的层面上,当一个外部的投资者想要施加不同于掌控企业的管理层的控制时,公司治理问题产生了。而分散的所有权放大了这个问题,它导致企业不同利益索求者之间的利益冲突,它还制造了投资者之间的集体行动问题”。Hermalin(2010)和 Shleifer and Vishny(1997)持有类似的观点。他们建议当投资者不是完全控制公司的人时,公司治理是关注保护投资者利益的。Tirole(2001)定义公司治理为“引起或者强制管理层来内部化利益相关者福利的制度设计”。他认为对公司治理进行经济分析,传统的股东价值方法观点是太狭隘。而 Hermalin(2010)也认为以前的研究和政策过度强调了对股东控制的完善。青木昌彦和安藤晴彦(2004)认为 Shleifer and Vishny(1997)对公司治理的定义草率地限制了公司治理的范畴。他们建议把公司治理体系看作由三类战略玩家组成:管理者,投资者和工人。他们认为公司治理是取决于演化状态的一系列自我实施的规则(正式或者非正式),这些规则规制着这些玩家的行为选择。

<sup>①</sup> “公司治理”这个术语可能是理查德·伊尔斯(Richard Eells,1960年,第108页)首先使用的,其含义是“公司组织的架构和功能”(参见 Becht et al.(2003),脚注6)。另外,公司治理代表谁的利益的问题就涉及到了公司理论,认识到什么是公司,才能明确公司应该代表谁的利益,参见 Zingales(2000)的相关讨论。

Hart(1995)给出“当两个条件满足时,公司治理问题产生于一个组织。第一,存在代理问题,或者利益冲突,涉及组织成员-可能是所有者、管理者、工人或者消费者。第二,交易成本是那种不能通过契约来解决的代理问题”。

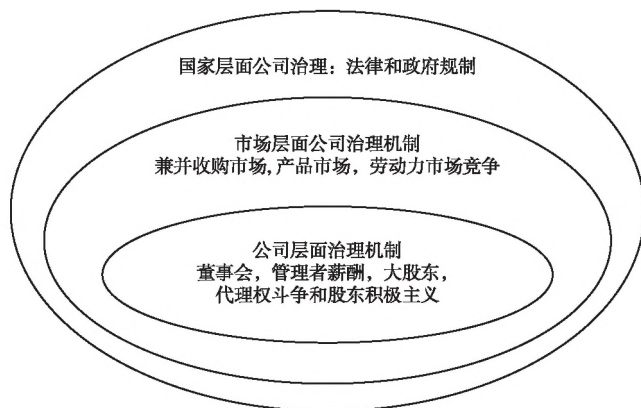


图1 国家层面,市场层面和公司层面公司治理机制安排

我们无意给出一个新的公司治理定义,我们同意 Shleifer and Vishny(1997)的认为公司治理是应对代理冲突的看法,尽管代理冲突不一定局限在股东和经理层之间。我们也认同 Tirole(2001)的利益相关者的观点,认为公司治理不应该只考虑资金提供者的利益,还应该包括人力资本提供者或者其他的利益相关者的利益,但是这样的广泛的视角可能不是一个看待公司治理的最好方法(Hermalin,2010)。从分析和政策制定上来看,由于公司的每个行为都会影响诸多其他方面(蝴蝶效应),所以广泛的视角在分析和政策制定上不可行或者不具有现实操作性(Tirole,2006)。另外,不同国家的制度环境不同,其所采用的公司治理结构可能不同,没有一个适用于所有国家的最优公司治理结构,分析公司治理模式一定要注意它的比较制度性质(青木昌彦和安藤晴彦,2004)。近年来对新兴市场国家公司治理研究都是强调寻求最适合本国制度环境的公司治理安排,而不是套用发达国家的公司治理模式。接下来本文首先分析国家层面的公司治理机制安排是如何来减少代理冲突的。我们的公司治理机制主要强调对股东权利的保护。

### 三、国家层面的治理机制安排

公司并不是在真空中运行的,而是在一定的法律约束、政府规制、意识形态、宗教、文化和社会道德规范环境下运行的。研究公司治理,不能忽略这些社会性因素的作用,特别是对于公司治理发挥基础法理作用的政府规制和法律的作用。在世界上的大多数国家和所有的 OECD 国家,公司治理都是受到政府规制的。Fan et al.(2011)特别强调政府干预在新兴市场国家公司治理中扮演的重要角色。他们认为自由市场在历史上和全球范围都是一个例外而不是一个标准。即使在美国,很多时期都有强烈的政府干预,包括 2008 年期间对金融危机的处理。至少有两个原因可以解释为什么需要政府规制干预。第一,可以克服由于分散所有权导致的集体行动问题。第二,可以确保所有利益相关者的利益得到代表<sup>①</sup>。本文主要回顾法律和法规对公司治理的影响。我们既考虑一个国

<sup>①</sup> 但是需要注意的是,政府并不必要代表股东来干预公司治理安排。公司治理很大程度上不同于政府规制的是公司治理是私有各方选择的规则来规范他们自己的行为。分离政府的影响来研究公司治理也许会获得更多的启发;只有在知道私有各方在没有政府规制的情况下如何选择才能够更好地理解政府行为如何影响了公司治理结构(Hermalin,2010)。

家中法律和法规的影响,也考虑法律环境的国际比较。

法律对公司治理的影响体现在以下几个方面。首先,法律通过对小股东的保护影响公司治理安排。换言之,法律对小股东保护的可能是公司和投资者设立公司治理结构的主要决定因素之一。法律可以保护股东的投票权,限制管理层的自盗行为,以及保护债权人的利益(Shleifer and Vishny,1997)。在股权高度分散的国家,例如英国和美国,搭便车行为使得股东行使对公司的控制权非常困难,这时候管理层具有更大的优势来控制公司,他们可能违背股东的意愿,做出损害股东利益的事情。所以,这时候法律对股东的保护作用是非常重要的。在股权集中的国家,大股东处于优势地位,其可能利用自身对公司的控制优势来谋私利,从而损害小股东的利益,这时候,法律对小股东的保护就显得尤为重要。

法律和规制在早期公司治理的研究中未受到足够重视。因为早期的研究多居于国别研究,研究的公司样本处于同一个法律环境之下。Jensen(1993)承认法律可以作为一个公司治理机制,但是不认为它可以有效处理管理层和股东之间的代理问题。后期的公司治理研究做了很多跨国比较的研究。从而,法律体系的重要性得以显现。但是一国研究的优势在于它可以更好地控制数据质量,在控制其他变量不变的情况下分析某个制度变量的影响,但是跨国研究没有这个优势。La Porta et al.的一系列研究引起了学术界对法律和公司治理的广泛关注并为后来的研究提供了基础。La Porta et al.(1997)的“legal Determinant of External Finance”一文引起了一系列关于法律和公司治理的研究(La Porta et al.,1998,1999,2000,2002)。也为日益成长的国际公司治理研究奠定了基础<sup>①</sup>。La Porta et al.(1997)认为法律制度的差别可以解释资本市场的产生和深度的差别,以及公司在外部市场融资能力的差别。La Porta et al.(1998)的“Law and Finance”一文提出一个国家的法律在什么程度上保护投资者权利和在什么程度上这些法律被执行是公司融资和公司治理在这个国家演进方式的基本决定因素。La Porta et al.(2000)的“Investors Protection and Corporate Governance”发现在投资者保护比较强的普通法系国家,当投资机会不好时,公司比位于弱法律保护国家的公司给予更高的红利支付。而La Porta et al.(2002)的“Investors Protection and Corporate Value”发现在法律保护更好的国家公司有更高的托宾Q比例。未来的研究在于如何更好地度量一个国家的法律保护,一些研究已经体现了这个目的(Djankov et al.,2008;Jackson and Roe,2009)。而且,鉴于在股权分散国家的法律保护不一定在股权集中国家是好的法律保护,Bebchuk and Hamdani(2009)建议在国际比较时,设立的标准应该分别考虑股权集中和股权分散的情形。

其次,立法会直接影响监督的效率和成本。比如外部资本市场的兼并收购可以作为对管理层的监督,但是法律对兼并收购的约束可能增加这种监督方式的成本。例如,美国很多州的法律允许公司采用反兼并收购措施,这给收购兼并带来了很大的成本,从而对兼并收购作为一个监督机制产生了很大的影响。Szewczyk and Tsetsekos(1992)检验宾州允许公司采用反兼并收购措施的法律变化对股东价值的影响。他们发现该法律(PA SB1310)显著地降低了公司价值。但是在法律颁布之前已经采用反兼并措施的公司价值只受到了很少影响,而拒绝采用该条款的公司价值有所上升。Coles and Hoi(2004)研究董事会拒绝采用该法律(PA SB1310)和随后的董事会成员职业发展的关系。他们发现拒绝采用该条款的董事会成员在获得外部董事就业机会方面是采用该条款的董事会成员三倍多的可能性,而在内部董事方面多30%的机会<sup>②</sup>。事实上,美国各州在公司法和公司治理要求上的差异普遍存在,导致企业在选择设立公司地点时根据相应法规差异用脚投票,各州甚至开

① 参见 Denis(2001),Levine(2005)以及 La Porta et al.(2008)的回顾文章。

② Bebhuk and Cohen(2005),Bebchuk et al.(2003),以及 Gompers et al.(2003),这些文章总体上发现反收购措施和公司绩效有负相关关系。而 Danielson and Karpoff(2006)认为他们的发现和毒丸计划对公司绩效的影响是负面的普遍观点是不一致的。

展了“规则(优化)竞赛”以吸引企业入驻(Talley, 2015)。Dahya et al.(2002)分析了英国的 Cadbury Committee(1992)报告颁布之前和之后的 CEO 变更和公司表现之间的关系,他们发现在准则发行之后,二者之间的负相关关系变得更强了,但是更强的敏感性主要集中在采用该报告的公司中。一些研究重点关注了萨班斯-奥克斯法案和新的上市规则执行之后的治理和公司价值变化的关系。Linck et al.(2005)研究法案对董事会结构的影响。他们发现独立董事比例显著上升,受法案约束的公司董事会变动最大,董事会更替现象显著上升。Chhaochharia and Grinstein(2007)研究法案之后的公司价值变化。他们发现这些规则的宣布对公司价值有显著影响。对不太遵守规则的公司与更遵守规则的公司相比,有显著的正向非正常收益。他们还发现不太遵守规则的大公司有正的非常收益,而不太遵守规则的小公司有负的非正常收益,这表明规则对小公司是不利的。Leuz et al.(2006)研究公司在法案前后自愿退市的行为。他们发现很大程度上是因为法案的发布带来增加的遵守成本,并且退市的公司有很大的负非正常收益。Marosi and Nadia(2007)也认为遵守规则带来的巨大成本是造成公司退市的主要原因。另外,法律也会影响机构投资者的行为。一些学者研究法律对机构投资者参与监督管理层的影响。他们指出法律规定至少是机构投资者愿意参与监督管理等的部分原因,而且当法律对机构投资者有约束时,会阻碍他们参与监督管理层(Black and Coffee, 1994; Black, 1998)。

再次,法律和制度对于公司治理切实促进公司经营有持久的间接影响。对于跨国金融、法律制度以及社会责任等外部环境的作用是此研究方向的突破点。Filatotchev et al.(2019)就多样的制度设计情况下跨国公司治理有效性进行了研究,发现跨国企业所面对的制度、法律环境和文化仍然具有重要性。Gupta et al.(2018)通过对 22 个发达国家的 7380 家公司样本进行研究,对国家金融和法律制度的发展对于公司治理对股权融资成本水平的影响的作用进行了考察,发现在金融发展水平高的普通法国家公司治理对于股票融资成本的影响更显著。Ghoul et al.(2018)以 30 多个国家的制造业公司为样本,考察了这些公司的环境责任如何影响股权融资成本,发现在控制了公司特征、行业、时间(年)以及国家效应以后,面临较高环境责任的公司有着较低的股权融资成本。该研究认为,在公司环境责任方面的关注与投入会降低公司的股权融资成本,而且此结论具有世界范围的普遍性。

与法律法规对公司治理的影响相关联的是法律法规的制订。法律法规决定的投资者保护水平在某一时期是政治家和官员的决定和选择。本文只假定法律法规是给定的,不研究法律法规的起源、政策决策过程,以及政府质量对决策的影响<sup>①</sup>。

#### 四、市场层面的治理机制安排

对于市场层面的公司治理机制安排我们主要考虑公司控制权市场(Manne, 1965; Fama and Jensen, 1983; Jensen and Meckling, 1976; Grossman and Hart, 1980),经理人的劳动力市场(Jensen and Meckling, 1976; Fama, 1980),以及产品和要素市场竞争(Hart, 1983)。我们首先分析公司控制权市场。

##### (一)公司控制权市场

由于搭便车问题,分散股东没有监督管理层的激励。但是收购威胁可以弥补这个不足。当公

<sup>①</sup> 与此相关的是公司治理的政治经济学。强调利益集团的游说和选民的偏好对投资者保护水平的影响。感兴趣的读者可以参考 Bebchuk and Neeman(2010), Pagano and Volpin(2005), Perotti and Volpin(2008), Rajan and Zingales(2003), Morck et al.(2005)等文章。Fan et al.(2011)指出政府质量的重要性,因为政府官员和政治家做各种决策,他们的质量决定最终的决策质量,从而影响公司的行为。政府质量是指政府官员和政治家的决定在多大程度上有益于他们所服务的人民,以及决策的制定和执行是不是在法律和社会可以接受的方式下进行的。

司管理层不作为导致公司的实际价值和它的潜在价值有很大差距时,外部的投资者就有激励寻求控制这个公司,通过改善公司的经营最终卖掉公司来获取收益。这种威胁会对管理层产生约束激励。Jensen(1993)认为收购威胁在美国是约束管理层不当行为的一个基本公司治理机制。Martin and McConnell(1991)发现成功收购之后有更多的管理层更替,尤其是那些被收购公司在收购前属于它们行业中表现较差的公司。Shivdasani(1993)表明敌意收购可以作为约束管理层的工具,尤其是当内部治理机制未能控制管理层的不作为时。英国的收购市场也比较活跃。Kennedy and Limmack(1996)分析收购前收购目标的表现与随后的CEO变更之间的关系,并且发现了收购可以作为约束管理层的机制的证据。他们观察到CEO更替在收购之后变得频繁,并且更替CEO的公司在收购前确实比其他目标有更低的收益。Franks and Mayer(1996)检验了英国的敌意收购市场,发现收购之后,公司董事会成员通常大规模更替和重组。但是他们认为目标公司管理层对收购的表面拒绝看起来不是来自于管理层的挖沟防御,而是来自于对收购后对资产的重新部署或者在出价期间的重新议价。但是其他国家不同。根据LaPorta et al.(1999),全球大部分国家的大部分企业拥有大股东,所以在其他国家,兼并收购市场并不那么活跃。欧洲大陆的收购案例很少,Franks and Mayer(1994)把这归功于较少的上市公司和股权集中等显著特征。德国收购的例子不多,但并非不存在收购案例。Jenkinson and Ljungqvist(2001)认为外部人企图通过从现股东手中获取更多的股份来控制公司。Franks and Mayer(2001)也研究了德国的收购市场,证实了Jenkinson et al.(2001)的发现。Koke(2001)发现德国公司大股东改变之后,紧接着会进行更多的重组行为,特别是管理层的更替,资产剥离和员工解雇。

但是收购也并非没有问题。第一,兼并收购既可能是对表现不好的管理层的监督,也可能是收购公司本身管理层的代理问题的表现。收购公司的管理层可能是出于扩张的目的(empire building)来进行收购活动,而不是作为对被收购公司的监督机制(Shleifer and Vishny, 1988)。Gompers et al.(2003)指出拥有较多反收购措施的公司更热衷于收购。Hartzell et al.(2004)指出,平均来看,被收购公司的CEO获得与他们如果保留该职位所对等的工资,这时候收购的利差减小。第二,收购和收购威胁不同。收购是事后效率,而收购威胁是事前效率。目标公司被收购之后,目标公司管理层以前所有无效率的行为所导致的成本都已经发生。从这个意义上讲,收购威胁是比收购本身更有效率的机制。第三,收购的成本可能太大。Grossman and Hart(1980)指出收购投标者可能不得不支付收购之后改善收益的一部分给目标公司的股东来促使他们接受报价。另外,收购还有其他成本,比如搜寻成本,投标成本和其他交易成本,这使得收购实际上非常昂贵。而且在美国,很多州法律允许公司采用反敌意收购措施,这进一步增加了收购的成本和风险。第四,政治游说使得外部收购变得困难。公司经理们通过政治游说来阻止收购。Shleifer and Vishny(1997)观察到“在美国和英国所实践的收购解决方式,可能是一个非常不完善和政治上脆弱的集中所有权的方法”。公司CEO的政党归属和意识形态对并购活动也会产生影响。Elnahas and Kim(2017)发现支持共和党的CEO参与并购活动的可能性较小。他们倾向于发起信息不对称程度低的并购,而且他们发起的收购往往具有交易支付手段以现金支付为主、以公众公司为目标公司、在同行业中并购等特征。此外,收购公司管理层和董事会的特征对于企业并购也会产生影响。Schneider and Spalt(2017)研究认为,收购公司CEO的“赌博倾向”导致风险相对大的目标公司更可能被收购,收购者的回报与目标公司的风险水平成负相关,而且这些风险较大的标的公司在被收购后的绩效相对低。值得关注的是,并购原因和结果的研究受到内生性的影响,Roberts and Whited(2012)对内生性的来源和应对办法提供了较全面的讨论。

## (二)产品市场竞争

产品市场竞争可以作为另一个对管理层的约束机制。一系列的文章已经研究了产品市场竞争

与公司治理的关系,比如产品市场竞争、管理层激励、薪酬之间的联系。比较重要的理论文章有 Hart(1983),Scharfstein(1988),Schmidt(1997),以及 Allen and Gale(2000)。Hart(1983)提供了一个模型。他认为管理层的疏忽在竞争压力下会更低,这表明产品市场竞争水平也可能作为对管理者的非利润最大化行为的一般约束。Scharfstein(1988)分析了产品市场竞争对管理层激励的影响。与 Hart(1983)相比,他发现竞争可能恶化激励问题。这个差别可能归因于文章不同的前提假设。Hermalin(1992)注意到,产品市场竞争可能带来自相矛盾的影响。Schmidt(1997)研究发现竞争的增加对管理层激励有两个效应:它一方面增加了清算的概率,这对管理层努力工作是个促进;另一方面它也减少了公司的利润,这使得它对引出高努力水平不太有吸引力。所以,总效应是不确定的(Allen and Gale,2000)。De Fond and Park(1999)的实证研究发现,CEO的更替在竞争更剧烈的行业会更频繁,而且相对表现评价与剧烈竞争行业中的 CEO 更替紧密相关。类似地,Fee and Hadlock(2000)发现,在竞争环境中,并且面对竞争公司的强大表现时,报纸行业的除了 CEO 之外的主管更替很普遍。Giroud and Mueller(2010)的实证结果表明产品市场竞争减少了管理层懈怠。但是,正如 Jensen(1986)观察到的“在新的行为和涉及巨大的经济租和拟租的行为中,产品和要素市场的约束力量通常是弱的”。在这种情况下,Jensen(1986)总结道,其他的替代监督机制将更加相关。同样地,Shleifer and Vishny(1997)尽管承认产品市场竞争可能是提高经济效率的强大力量,但是他们怀疑仅仅依靠产品市场竞争就能解决公司治理问题的观点。

### (三)劳动力市场竞争

CEO,董事会成员和高级主管们可能面临着他们所在的劳动力市场的竞争。该理论认为劳动力市场力量和声誉关注对管理层和董事会成员有约束作用(Fama,1980;Fama and Jensen,1983;Jensen and Meckling,1976)。CEO和董事如果有好的表现,就有更多的发展机会。比如,对CEO来讲,获得机会到更大或者更有声誉的公司去就职,对董事来讲,可以获得更多的董事席位。同样地,如果表现不好,可能会离职或者在获取新的职位时面临困难,或者较少获得董事席位。Jenter and Lewellen(2017)考察了美国上市公司的绩效和其CEO离职的关系,发现尽管离职往往被描述成“自愿”的,但近半数的总经理离职是由低绩效引起的。对公司来讲,要对表现好的高管进行薪酬激励,而且努力阻止好的高管离开,并保持公司对表现好的高管的吸引力。Gilson(1989)分析了主管从经历金融危机的公司离职后的职业生涯,他发现高管们在其他公司的董事会占有的席位减少了约1/3。Murphy(1999)和Warner et al.(1988)提供了同样的证据。Cannella et al.(1995)研究了去职的得克萨斯州银行的高管职业生涯,得出了类似的结论。另外,他们发现劳动力市场区分两类丢失以前职位的高管:一类是由于超越他们能力控制的原因导致的,另一类是他们自身原因导致的公司倒闭。他们声称如果银行倒闭是因为超越公司高管能力控制原因导致的,则高管们有比其他去职的银行高管们两倍多的机会来重新获得同等的银行职位。

但是正如Hansen and Torregrosa(1992)观察到的,“对管理层努力的不精确的度量(由于不好的判断,道德风险和差的信息)和管理层的挖沟防御限制了内部评价机制的有效性”。Warner et al.(1988)提供了内部对高管评价机制无效的证据。他们指出只有当公司表现极端令人不满的时候,内部机制看起来才可能导致管理层的改变,即使如此,对差表现的反应总是有一个相当大的时滞。公司治理安排也可能影响内部机制的执行。Goyal and Park(2002)发现,当CEO和董事会主席是同一个人时,CEO更替对公司表现的敏感性显著更低。而公司的多元化行为可能影响对管理层表现的评估。另外,有些文章研究了董事的劳动力市场。Harford(2003)发现被收购公司的董事很少能够保留职位,而且相比控制组,他们未来持有更少的董事职位。Srinivasan(2005)指出重述财务报告的公司的独立董事有很高的更替率并且在此之后获得更少的董事职位。



## 五、公司层面的治理机制安排

### (一) 董事会的作用

董事会的作用是批准管理层的决策和监督管理层的表现 (Fama and Jensen, 1983)。监督也可以减少代理问题。董事会是股东选举的代表, 通常认为监督管理层是董事会的责任。但是董事会并不一定代表股东的利益 (Hermalin and Weisbach, 2003; Adams et al., 2010)。Fama (1980) 认为管理层可能和董事会合谋。Mace (1986) 和 Lorsch and MacIver (1989) 发现 CEO 倾向于支配新董事会成员的提名, 这导致独立董事监督的无效。Jensen (1993) 强烈认为, 总体上美国公司董事会是被管理层控制的。Hermalin and Weisbach (1998) 解释了为什么长期任职的 CEO 可以影响董事会, 其逻辑是当 CEO 证明自己的能力时, 要求加薪或者放松治理安排。加薪对股东来说是直接的成本, 而放松治理的成本却是第二位的。这时候董事会一般同意与管理层熟悉的人, 或者管理层提名的成员加入董事会, 从而放松了治理安排。所以, 很多情况下董事会可能只是个“橡皮图章” (Tirole, 2006)。安然 (Enron)、世纪通信 (Worldcom) 和帕玛拉特 (Parmalat) 的公司丑闻使得董事会成为关注的焦点。为了让董事会更好地监督管理层, 萨班尼斯和奥克斯雷法案对董事会的独立性提出了更高的要求。

由于公司都有董事会, 我们不能通过比较有董事会和无董事会的公司来检验董事会的作用。现实中, 我们只好比较董事会的差别, 测试这些差别是否解释了公司行为和表现的差别。董事会的差别有很多方面。实证中董事会存在规模、结构、行为和激励等方面的差别。而研究最多的是结构差别。Carline et al. (2002) 发现, 在英国, 公司合并之后董事会规模与运营绩效改善为负相关关系。Hermalin and Weisbach (2003) 总结发现美国董事会规模与公司绩效和决策制订质量负相关。Gordon (2007) 对独立董事作用进行了回顾, 发现董事会结构主要差别是独立董事比例。Rosenstein and Wyatt (1990) 发现在公司任命额外的外部董事时, 公司价值出现非正常增加。最初的研究没有发现独立董事独立性和好的公司表现之间的关系 (Hermalin and Weisbach, 1991)。一些实证研究表明董事独立性和特定类型的决策改善正相关 (Cotter et al., 1997; Gillette et al., 2003)。Chhaochharia and Grinstein (2009) 发现, 作为对美国主要证券交易所新董事会结构的规定的反应, 受到新规则影响的公司比不大受影响的公司的管理者薪酬有显著下降。Brick et al. (2006) 检验董事会特征和 CEO 薪酬的关系。他们发现过度的董事会薪酬与过度的 CEO 薪酬相关。他们解释这可能是因为董事会和管理层的裙带关系, 过度的董事会薪酬减弱了他们的独立性并导致了过度的管理层薪酬。Hermalin and Weisbach (2003) 总结发现在美国更高的独立董事比例并没有和更高的公司绩效相关, 而是和更好的决策相关, 比如收购、管理层薪酬和 CEO 更替。Franks et al. (2001) 检验了英国表现较差的公司样本, 发现外部董事占优势的公司实际上阻碍了对表现不好的经理的约束。有些文章研究了 CEO 和董事会主席两职合一的影响。Goyal and Park (2002) 的研究结果表明 CEO 更替对公司表现的敏感度在 CEO 和董事会主席两职合一的情况下显著下降。Vafeas (1999) 研究董事会的行为, 他们发现董事会的开会次数和公司绩效负相关。部分实证研究集中在董事会结构随时间的演进和萨班尼斯-奥克斯雷法案之后的董事会结构的变化。比如, Chhaochharia and Grinstein (2007b) 研究法案后董事会结构的改变, 发现董事会规模和独立性在法案之后都增加了。Coles et al. (2008) 和 Linck et al. (2005) 研究董事会规模随时间的演进, 以及与新规则导致的董事会结构改变相关的成本。其他的研究集中在董事会特征对于公司价值的影响上。Miletkov et al. (2017) 研究发现非美国公司受益于董事会中增加来自治理标准较高的国家的外国董事, 而且公司会因此获得更大的并购正向的财富效应。Ferris et al. (2003) 发现繁



忙的董事不损害公司价值，而 Fich and Shivdasani (2006) 指出董事会的监督能力在董事较繁忙的公司中减弱。另外，董事会的行为和专长吸引了越来越多的研究。Adams and Jiang (2016) 通过使用 1999 - 2012 年的英国不动产保险业的面板数据，考察了外部董事和公司财务绩效之间的关系，发现外部董事的比例与公司业绩无关，而外部董事和内部董事的财务方面专业性对于公司的财务绩效有巨大影响。

董事会的角色和结构往往因国而异，因此其结构研究的缺点是董事会结构可能不是外生决定的。有理论和实证研究表明董事会结构可能是内生的 (Hermalin and Weisbach, 1988, 1998, 2003)。如果治理选择是基于非观察到的与误差项相关的变量，这种内生性会导致估计问题。治理结构产生可能是对企业所面对的治理问题的回应。政府有时候考虑到监管的必要，也会制订一些规则来限制董事的构成。但是这些规则可能是没有效率的。Hermalin and Weisbach (1998) 提供了一个模型，显示规则施加给董事会的约束和可能比那些在无规则约束条件下内生选择决定的董事会更无效率。但是政府也是两难的，不施加监管，可能会出现内部人控制，而监管可能导致董事会无效。Puchniak and Ian (2016) 认为各国对“独立董事”概念的理解和实际内容存在差异。总之，当我们看到一个董事会结构的时候，尤其是欠优化的董事会结构的时候，我们要意识到这个结构是内生的且有必要探寻其原因。

## (二) 管理者薪酬

日常管理公司的不是董事会也不是股东，而是公司的管理层。在 20 世纪 90 年代，学者们和实业界人士同时支持基于股权的薪酬方案（尤其是股票期权）（如 Jensen, 1993）。管理层的决策受他们所收到的管理薪酬的影响<sup>①</sup>。对管理者薪酬的关注还有效率问题。特别是薪酬是不是和绩效挂钩，是不是有反向激励问题等问题引起了各方的注意并要求进行薪酬改革。相关的学术研究集中在这些问题上。文献中关于管理者薪酬的理论大致有两类。一类是最优契约的观点，该观点认为管理者薪酬安排是董事会和管理者之间的契约，这个契约为尽可能的减少代理问题提供了有效的激励 (Holmstrom, 1979)。另一种观点是管理者权力观点，该观点质疑薪酬安排是契约的结果，并且认为薪酬安排是代理问题本身的一部分而不是对它的解决 (Bebchuk and Fried, 2003, 2004)。Chesney et al. (2017) 研究认为杠杆率较高公司的 CEO 有较大的增加股价动机，此举会首先使得债权人受益，而对于公司整体价值增长的促进作用则被显著高估。Agrawal and Chadha (2005) 等的研究发现，基于期权的薪酬设计导致如公司盈余重述的倾向，欺诈和集体诉讼可能性等问题的增加。Denis et al. (2006) 提出一个问题：带激励的薪酬有负面影响么？在控制了其他薪酬因素和可能的欺诈决定因素，作者发现期权使用和欺诈起诉可能性之间有正向相关关系。Lee et al. (2015) 研究了公司不道德文化、不良行为 CEO 和公司错误行为的关系。研究发现，拥有期权的 CEO 更容易牵涉到公司错误行为中，导致公司文化不道德。比如，他们会实施欺诈高估公司收益，或参与并购难以盈利的投资项目。采用 DID 模型检验表明，公司外聘不道德 CEO 时，企业不良行为会迅速增加，这一结论与逆向选择理论一致。研究结果还发现，市场整体情绪乐观时，这些不良行为 CEO 可以避免遭到惩罚；但在市场自我校正时，他们更可能失去高管职位，公司业绩也不断下滑。

一些研究发现，管理者薪酬相对一般大众的薪酬增长更为迅速 (Jensen et al., 2004; Bebchuk and Grinstein, 2005)，这种增长是反映了管理层劳动力市场的供给关系，还是反映了权势管理层的寻租？第二个争论关注的是薪酬的结构，即薪酬是不是基于管理层的表现。Jensen and Murphy

<sup>①</sup> 参见 Murphy (1999) 的回顾。股权激励的经典实证文章参见 Morck et al. (1988), Demsetz and Lehn (1985), McConnell and Servaes (1990)。

(1990)认为因为外部的社会压力,薪酬与表现的联系不足。Kaplan and Rauh(2009)的研究认为管理者薪酬的增长是由于管理者的边际贡献和他们外部选择的改善。Murphy and Zbojnik(2007)建议薪酬的增长反映了“管理者能力”相对“公司特定人力资本投资”的重要性。由于外部选择的改善,这使得管理者的讨价还价能力增强了。Gabaix and Landier(2008)发展了一个模型,他们发现一个管理者的边际产品是和公司的市场资本化成比例的,并认为薪酬的增长归因于公司的市场资本化。Gordon and Dew-Becker(2007),Cremers and Grinstein(2009),以及Frydman and Saks(2010)等的实证研究质疑了这些理论的解释力。此次全球金融危机前津贴计划往往与会计意义上的公司业绩相挂钩,危机前津贴度过了十余年显著增长期。Li and Wang(2016)的研究发现标准普尔500强公司津贴增长率从1996年的17%显著增加到了2008年的43%。

此外,股价的变动也会影响管理者行为,进而影响公司对人力资本的投入。Hamdi and Abdullah(2016)考察管理者在作出人力投资时是否考虑股价变化隐含的信息,即股价的信息含量是否影响人力投资的效率,其发现交易具有信息含量的可能性越大,管理者进行人力投资决策的效率就越高,即该决策就越贴近公司经济基本面而客观作出。而且,工会影响力强的行业中,公司股价对于人力投资的正相关关系更加显著。本轮全球金融危机进一步强化了公众对管理者薪酬的兴趣,全球范围内的监管者实施一系列改革来改善薪酬结构,美国和世界其他国家正考虑改进生成薪酬安排的公司治理程序。金融经济学家现在和未来的研究也许会对此有所贡献。

### (三)大股东持股

上市公司中的代理问题在“有”和“无”大股东两种情形下有很大的不同(LaPorta et al.,1999; Bebchuk and Hamdani,2009)。比如分散股权条件下的扮演重要角色的收购市场在所有权集中的市场就不起作用。分散股东带来的搭便车问题,也许在所有权集中条件下就迎刃而解了。大股东的大额持股给予他们强烈的激励来监督公司表现和管理层的行为,这有助于减少分散股东导致的搭便车问题(Shleifer and Vishny,1986)。Mikkelson and Ruback(1985)以及 Holderness and Sheehan(1985)发现,在外部宣布收购目标公司大额股票头寸时,目标公司出现了正的非正常收益。Denis and Serrano(1996)研究认为,管理层更替集中在绩效不好的公司,而且内部所有权(非CEO内部人持有股权)与经营业绩较差的CEO被替代的可能性正相关。他们还指出,在这些大股东不存在的条件下,管理层可能再次获取他们的职位。

但是大股东的存在并不是没有代价的。尽管大股东的存在减少了股东和管理层之间的委托代理问题,但是可能产生另一种代理问题:大股东和小股东之间的冲突问题。Shleifer and Vishny(1997)观察到大股东可能有动机以其他外部股东的利益为代价来追求他们个人的利益。大股东可能利用其权力从公司谋取私利,比如转移定价。这样大股东获取全部收益,但是只负担一部分成本(Johnson et al.,2000)。尤其是当所有权采用金字塔式的控制权结构时,大股东可以通过较少的现金流权获得一系列公司的控制权,特别是对金字塔底部的公司(Becht et al.,2003)。尽管对金字塔结构有不同的解释(Almeida and Wolfensen,2006),但是无疑金字塔结构放大和便利了大股东对小股东的控制与利益剥削。这些结构在很多国家和地区都是常见的(Claessens et al.,2000;Faccio and Lang,2002),很多的研究也发现了大股东剥削小股东的问题(Claessen et al.,2002;Baek et al.,2006)。Holderness(2016)研究认为,公司大股东在公司多元化过程中出售股份或在并购过程中发行股份对于其他既有股东股份有稀释作用,一定意义上解释了公司股权集中度为何与公司的规模和存在时间负相关。Demsetz and Lehn(1985)提出了另一个可能的成本,他认为大股东的集中持股等于放弃了一部分分散风险的收益。Holmstrom and Tirole(1993)认为大股东持股可能阻碍了市场上的信息制造。Burkart(1995)认为大股东的集中持股给了他们很大的讨价还价的能力,这实际上减少了收购的可能性,从而减少了其他的收益。Burkart et al.(1997)提出了一个模型,他们认为大

股东的存在一方面是对管理层的监督,减少了代理问题,另一方面导致管理层管理的主动性减少,所以所有权集中水平是利弊权衡的结果。所以大股东存在的条件下,主要的问题不再是管理层的机会主义问题,而是大股东以小股东为代价采取的机会主义行为。Claessens et al.(2006)分析了东亚地区的公司加入集团公司的利弊。

#### (四) 股东积极主义<sup>①</sup>

股东积极主义指的是股东采取了一系列行动来影响公司管理和董事会。这些行动包括卖掉股份、写信、与管理层和董事会开会、在股东大会问问题以及使用公司投票权(Becht et al.,2003; Becht et al.,2010)。Gillan and Starks(1998)定义一个股东积极主义者为“试图通过‘发言权’来改变现状,但是不改变公司控制权的人”。我们对股东积极主义的历史和动机不做回顾(相关研究可参考 Gillan and Starks,1998),这里我们主要关注股东积极主义对公司管理决策和公司表现的影响。

对股东积极主义研究最多的是机构投资者。有的研究认为股东积极主义可以克服分散股东问题并改善公司绩效(Black,1992)。但是实证结果是不确定的。有一系列的研究检验了公共养老基金和其他机构投资者对他们所投资公司的影响(Karpoff,2001; Gillan and Starks,2000,2007)。Carleton et al.(1998)研究了TIAA-CREF(美国教师退休基金)和公司之间的往来信件样本,他们发现TIAA-CREF通常不要求国内公司有大的运营改变,但是通常在诱使公司做出他们要求的相对小的改变上很成功。尽管如此,我们无法确切知道TIAA-CREF是不是有对美国其他机构在积极主义方面的代表性。Becht et al.(2010)研究了U. K. Focus Fund(HUKFF)从1998-2004年的股东积极主义。他们估计这个基金90%的非正常收益来源于积极主义项目。Firth et al.(2016)研究考察了2003-2011年共同基金作为典型的外部(机构型)股东对于公司的股利分配的影响,发现共同基金倾向于促使公司支付更高的股利。这一发现支持了自由现金流假说,即公司的股东希望获得较高的股利分配以减少内部人控制的自由现金流。而且,这一结论随着共同基金所有权比例的升高而强化。其他机构型投资者,如银行、保险公司、证券公司退出的威胁较小,对于公司的现金股利分配或财务绩效没有明显影响。Aslan and Kumar(2015)研究认为,股权结构中对冲基金积极主义对于行业竞争对手产生产品市场的外溢效应(即对冲基金帮助本公司改进生产力、提高成本和资本的分配效率,以及产品的差异化),致使行业竞争对手采取相应措施以应对。值得注意的是,这种外溢效应在行业集中度和行业进入壁垒较低的情况下更加明显。机构投资者的管理者持股与激励是较普遍的现象,且对于公司的业绩和战略有影响。此外,股东积极主义可能带有其他动机。Wang and Mao(2015)考察了1993-2013年的股东建议来研究公共养老基金的政治动机,发现公共养老基金的董事会成员利用股东建议来博取政治资本。

对股东积极主义的研究主要是其对公司绩效的影响。对美国股东积极主义的研究表明股东积极主义,不管他们的形式或者目的,对公司表现的影响是可以忽略的,尽管作者们对结果的成因和解释有不同意见(Black,1998; Gillan and Starks,1998; Romano,2001; Karpoff,2001)。著名的CalPERS基金以及与该基金自己的积极主义项目相关的“CalPERS效应”被指出很小甚至不存在(English et al.,2004)。因此,Karpoff(2001)总结道,“大部分的证据表明股东积极主义(在美国)只能在目标公司的治理结构激起很小的变化,但是对股价和公司收益只有可忽略的影响”。对冲基

<sup>①</sup> 代理权斗争也可以作为股东积极主义的一种极端形式。代理权斗争是指股东联合起来争取获取公司控制权的方式,而股东积极主义主要是通过建议、信件等在不改变公司控制的前提下参与公司治理。由于代理权斗争很少发生,本文不做探讨。Mulherin and Poulsen(1998)是对美国的代理权斗争较全面的研究。他们发现在1979-1994年的16年间,在纽约证券交易所和纳斯达克上市的公司只有270个(平均每年16.875个)企图改变董事会的代理权斗争。其中,大约一半导致了管理层的变化。在其他股权分散国家,比如英国,代理权斗争也非常稀少(参见Becht et al.(2003)的相关讨论)。

金是股东积极主义的支持者,这方面的研究关注了对冲基金的行为和收益等方面( Brav et al., 2008; Greenwood and Schor, 2009; Klein and Zur, 2008)。

股东积极主义不起作用的原因可能包括以下几个方面。第一,法律体系对股东积极主义的影响。Becht et al.(2010)指出英国的法律规定给予股东比在美国更多的权力,美国的法律和法规限制股东的反董事权力,高度有序的私人干预是轻度的,而且通常采用写信的形式( Carleton et al., 1998)。所以理解在多大程度上研究结果依赖于特定的法律和制度特征是很重要的。第二,养老基金本身也面临代理问题。养老基金经理可能也同其他公司的经理一样,其行事不一定代表委托人的利益。第三,基金经理的搭便车行为,导致监督不足。基金,尤其是分散投资的基金,其持有公司的股票份额很小,所以由于搭便车问题,没有监督公司管理层的激励。第四,管理者行为加剧与股东之间的信息不对称。Lia and Yermack(2016)当公司在距离总部较远的地方召开年度股东大会,公司往往在股东大会召开六个月后遭遇股价显著下跌,并且在会上宣布调低未来一年盈利预期。当管理者对公司未来的表现有秘密的、负面的信息时候,公司为了降低股东、分析师和媒体的监督而倾向于选择较远的地点召开会议。然而,股东并没有正确解读这一信号,因为会议地址的披露并没有导致股价随后的波动。本研究发现,即便大多数投票是在会前数周通过电子系统进行的,不寻常的会议时间安排也会降低投票参与率。

目前关于股东的角色还存在争论。一方面,股东权力增加,以便在需要的时候增加干预,是改革的必要部分。但是 Hermalin et al.(2010)指出,如果这种权力增加是政府施加的结果,则不一定是有效率的。另外股东的利益和职工以及债权人的利益不一定是统一的,因此加强股东的地位有可能损害其他利益相关者的利益。另一方面,股东积极主义可能导致短期利益问题。所以,在什么程度上股东积极主义可以促进公司绩效,在什么程度上股东积极主义使得事情更糟,这些问题需要金融经济学家进一步的探讨,以给未来的决策者提供帮助。

## 六、总结和未来研究方向

本文对国外公司治理的研究演进进行了框架性的回顾。我们集中探讨了几个重要维度的公司治理机制安排。我们从国家层面,市场层面和公司层面对公司治理安排进行了回顾。在国家层面,我们讨论了法律和法规的作用;在市场层面,我们讨论了收购市场、劳动力市场和产品市场竞争;在公司层面,我们讨论了董事会作用、管理者薪酬、大股东作用,和股东积极主义。对每一个公司治理安排我们都参考了相关综述文章,讨论了该机制的作用和重要性,以及存在的问题。对于其他的公司治理安排比如媒体的治理作用、审计的公司治理问题、代理权论争和公司治理的政治经济学等,本文没有展开论述。

对于未来的公司治理研究,本文提几点建议。第一,探索新的实证方法来处理内生性问题。Gillan(2006)以及 Adams et al.(2010)都强调了实证的重要性。为了处理内生性问题,我们需要新的方法。Lee and Lemieux(2010)的回顾为我们提供了一些思路。Graham et al.(2017)使用时间序列数据分析了美国上市公司董事会的长时间的变化以及对公司治理的影响,表明对公司治理进行长时间序列的观察与分析在克服治理机制内生性决定的问题上具有统计意义上的优势。第二,探索公司治理理论研究的新维度。比如行为公司治理理论、动态公司治理、以及社会(包括习俗、文化、宗教等)对公司治理安排的影响等。第三,公司治理研究有“溯源”的必要。公司和公司治理的本质是什么?公司治理的目标和特征是什么?不论从个人或社会的角度,公司治理理论研究受传统古典经济理论影响,一直以将公司价值的最大化作为公司的发展目标,公司治理的角色也就自然地设定为促进公司价值(利润的现值)的最大化。而这显然将公司股东的诉求过于简

化,也低估了公司对于经济的贡献。Hart and Zingales(2017)的研究认为这种基本假设不断地与治理方面的法律和公共政策相冲突。例如,德国和奥地利公司的监事会要求平衡兼顾包括股东、债权人、员工、退休员工、供应商、政府及顾客公司的所有利益相关者的利益。第四,加强对新兴市场国家的研究。由于公司治理的比较制度性质,新兴市场国家可能会提供新的理论研究素材。此外,尽管我们这里没有回顾公司治理的政治经济学因素,但是为了更好地理解现存的治理安排以及如何改善他们,在未来的研究中应考虑和研究这些安排如何被利益集团政治所影响,以及它如何阻碍了治理改革。

后危机时代公司治理环境已经发生了较大的变化,各个国家针对美国的情况结合自己的国情也在公司治理方面进行了相应的调整。通过获取公司治理新规制出现以及新规则演进的信息,我们可以提出并探索新问题。希望本文有助于对目前公司治理研究现状的了解,进一步推动对重要治理机制安排的理解和研究。公司治理将会受到越来越多的重视,公司治理本身的多重维度和存在的问题都值得我们继续在这个领域继续探索。

## 参考文献

- 青木昌彦、安藤晴彦(2004):《模块时代:新产业结构的本质》,上海远东出版社。
- Adams,B.,E. Hermlin and M. Weisbach(2010):“The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey”, *Journal of Economic Literature*,48,59-108.
- Adams,M. and W. Jiang(2016):“Do Outside Directors Influence the Financial Performance of Risk-Trading Firms? Evidence from the United Kingdom(UK) Insurance Industry”, *Journal of Banking & Finance*,64,36-51.
- Agrawal,A. and S. Chadha(2005):“Corporate Governance and Accounting Scandals”, *Journal of Law and Economics*,48,371-406.
- Allen,F. and D. Gale(2000):“Corporate Governance and Competition”, in Xavier, V. ed., *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Almeida,H. and D. Wolfenzon(2006):“A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups”, *Journal of Finance*,61,2637-2680.
- Aoki,M.(2004): *Comparative Institutional Analysis of Corporate Governance, in Corporate Governance and Firm Organization: Micro-Foundation and Structural Forms*, Oxford University Press.
- Aslan,H. and P. Kumar(2016):“The Product Market Effects of Hedge Fund Activism”, *Journal of Financial Economics*,119,226-248.
- Baek,J.,J. Kang and I. Lee(2006):“Tunneling and Business Groups: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols”, *Journal of Finance*,61,2415-2449.
- Bebchuk,L. and A. Cohen(2005):“The Costs of Entrenched Boards”, *Journal of Financial Economics*,78,409-433.
- Bebchuk,L. and A. Hamdani(2009):“The Elusive Quest for Global Governance Standards”, *University of Pennsylvania Law Review*,157,1263-1317.
- Bebchuk,L. and J. Fried(2003):“Executive Compensation as an Agency Problem”, *Journal of Economic Perspectives*,17,71-92.
- Bebchuk,L. and J. Fried(2004):“Stealth Compensation via Retirement Benefits”, *Berkeley Business Law Journal*,1,291-326.
- Bebchuk,L. and Y. Grinstein(2005):“The Growth of Executive Pay”, *Oxford Review Of Economic Policy*,21,283-303.
- Bebchuk,L. and Z. Neeman(2010):“Investor Protection and Interest Group Politics”, *Review of Financial Studies*,23,1089-1119.
- Becht,M.,J. Franks, C. Mayer and S. Rossi(2010):“Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U. K. Focus Fund”, *Review of Financial Studies*,23,3093-3129.
- Becht,M.,P. Bolton and A. Roell(2003):“Corporate Governance and Control”, In: Constantinides,G.,M. Harris and R. Stulz(Eds.): *Chapter in the Handbook of Economics of Finance*, North-Holland.
- Benjamin,A.,E. Hermlin and M. Weisbach(2010):“The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey”, *Journal of Economic Literature*,48,59-108.
- Black,B.(1992):“Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice”, *UCLA Law Review*,39,811-893.
- Black,B.(1998):“Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States”, in Newman,P.(ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London: Macmillan.

- Black, B. and J. Coffee (1994): "Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation", *Michigan Law Review*, 92, 1997-2087.
- Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy and R. Thomas (2008): "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance", *Journal of Finance*, 63, 1729-1775.
- Brick, I., O. Palmon and J. Wald (2006): "CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?", *Journal of Corporate Finance*, 12, 403-423.
- Burkart, M. (1995): "Initial Shareholdings and Overbidding in Takeover Contests", *Journal of Finance*, 50, 1491-1515
- Burkart, M., D. Gromb and F. Panunzi (1997): "Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm", *Quarterly Journal of Economics*, 112, 693-728
- Cadbury Committee (1992): *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London.
- Cannella, Jr. A., D. Fraser and D. Lee (1995): "Firm Failure and Managerial Labor Markets Evidence from Texas Banking", *Journal of Financial Economics*, 38, 185-210.
- Carleton, W., J. Nelson and M. Weisbach (1998): "The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF", *Journal of Finance*, 53, 1335-1362.
- Carline, N., S. Linn and P. Yadav (2002): "The Influence of Managerial Ownership on the Real Gains in Corporate Mergers and Market Revaluation of Merger Partners: Empirical Evidence", SSRN Electronic Journal.
- Chesney, M., J. Stromberg and A. Wagner (2017): "Managerial Incentives to Take Asset Risk", Working Paper, University of Zurich.
- Chhaochharia, V. and Y. Grinstein (2007): "Corporate Governance and Firm Value: the Impact of the 2002 Governance Rules", Johnson School Research Paper Series, No. 23-06; AFA 2006 Boston Meetings Paper.
- Chhaochharia, V. and Y. Grinstein (2007a): "Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules", *Journal of Finance*, 62, 1789-1825.
- Chhaochharia, V. and Y. Grinstein (2007b): "The Changing Structure of US Corporate Boards: 1997-2003", *Corporate Governance: An International Review*, 15, 1215-1223.
- Chhaochharia, V. and Y. Grinstein (2009): "CEO Compensation and Board Structure", *Journal of Finance*, 64, 231-261.
- Claessens, S. and B. Yurtoglu (2012): "Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey", *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.
- Claessens, S. and J. Fan. (2002): "Corporate Governance in East Asian Countries", *International Review of Finance*, 3, 71-103.
- Claessens, S., J. Fan and L. Lang (2006): "The Benefits and Costs of Group Affiliation: Evidence from East Asia", *Emerging Markets Review*, 7, 1-26.
- Claessens, S., S. Djankov and L. Lang (2000): "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of financial Economics*, 58, 81-112.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. Lang (2002): "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 57, 2741-2771.
- Coles, J. and S. Hoi (2004): "New Evidence on the Market for Directors: Board Membership and Pennsylvania Senate Bill 1310", *Journal of Finance*, 58, 197-230.
- Coles, J., N. Daniel and L. Naveen (2008): "Boards: Does One Size Fit All?", *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.
- Cotter, J., A. Shivdasani and M. Zenner (1997): "Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers?" *Journal of Financial Economics*, 43, 195-218.
- Cremers, M. and Y. Grinstein (2009): "The Market for CEO Talent: Implications for CEO Compensation", Unpublished Working Paper, Yale University.
- Dahya, J., J. McConnel and Nvavlos (2002): "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover", *Journal of Finance*, 57, 461-483.
- Danielson, M. and J. Karpoff (2006): "Do Pills Poison Operating Performance?", *Journal of Corporate Finance*, 12, 536-559.
- De Fond, M. and C. Park (1999): "The Effect Of Competition on CEO Turnover", *Journal of Accounting and Economics*, 27, 35-56.
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985): "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Denis, D. (2001): "Twenty - five Years Of Corporate Governance Research... And Counting", *Review of Financial Economics*, 10, 191-212.
- Denis, D. and J. McConnell (2003): "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1-36.
- Denis, D. and J. Serrano (1996): "Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests", *Journal of*

*Financial Economics*, 40, 239–266.

Denis, D., P. Hanouna and A. Sarin (2006): “Is There a Dark Side to Incentive Compensation?”, *Journal of Corporate Finance*, 12, 467–488.

Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2008): “The Law D Economics of Self-dealing”, *Journal of Financial Economics*, 88, 430–465.

Eells, R. (1960): *The Meaning of Modern Business: An Introduction to the Philosophy of Large Corporate Enterprise*, NY: Columbia University Press.

Elnahas, A. and D. Kim (2017): “CEO Political Ideology and Mergers and Acquisitions Decisions”, *Journal of Corporate Finance*, 45, 162–175.

English, P., S. Thomas and M. Chris (2004): “The ‘CalPERS Effect’ Revisited”, *Journal of Corporate Finance*, 10, 157–74.

Erkens, D., M. Hung and P. Matos (2012): “Corporate Governance in the 2007–2008 Financial Crisis”, *Journal of Corporate Governance*, 18, .

Faccio, M. and L. Lang (2002): “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 65, 365–395.

Fama, E. (1980): “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 88, 288–307.

Fama, E. and M. Jensen (1983): “Agency Problems and Residual Claims”, *Journal of Law and Economics*, 26, 327–349.

Fan, J., K. Wei and X. Xu (2011): “Corporate Finance and Governance in Emerging Markets: A Selective Review and an Agenda for Future Research”, *Journal of Corporate Finance*, 17, 207–214.

Fee, T. and C. Hadlock (2000): “Management Turnover and Product Market Competition: Empirical Evidence from the U. S. Newspaper Industry”, *Journal of Business*, 73, 205–243.

Ferris, S., M. Jagannathan and A. Pritchard (2003): “Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments”, *Journal of finance*, 58, 1087–1111.

Fich, E. and A. Shivdasani (2006): “Are Busy Boards Effective Monitors”, *Journal of Finance*, 61, 689–724.

Filatovchev, I., A. Poulsen and R. Bell (2019): “Corporate Governance of A Multinational Enterprise: Firm, Industry and Institutional Perspectives”, *Journal of Corporate Finance*, 57, 1–8.

Firth, M., J. Gao, J. Shen and Y. Zhang (2016): “Institutional Stock Ownership and Firms’ Cash Dividend Policies: Evidence from China”, *Journal of Banking & Finance*, 65, 91–107.

Franks, J. and C. Mayer (1996): “Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure”, *Journal of Financial Economics*, 40, 163–181.

Franks, J. and C. Mayer (1994): “Ownership and Control”, in Siebert, H. (ed): *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?*, Mohr Siebeck; Tubingen.

Franks, J. and C. Mayer (2001): “Ownership and Control of German Corporations”, *Review of Financial Studies*, 14, 943–977.

Frydman, C. and R. Saks (2010): “Executive Compensation: A New View from a Long-term Perspective, 1936–2005”, *Review of Financial Studies*, 23, 2099–2138.

Gabaix, X. and A. Landier (2008): “Why has CEO Pay Increased so much?”, *Quarterly Journal of Economics*, 123, 49–100.

Ghoul, El., O. Guedhami, H. Kim and K. Park (2018): “Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital: International Evidence”, *Journal of Business Ethics*, 149, 335–361.

Gillan, S. (2006): “Recent Developments in Corporate Governance: An Overview”, *Journal of Corporate Finance*, 12, 381–402.

Gillan, S. and L. Starks (1998): “A Survey Of Shareholder Activism: Motivation Andempirical Evidence”, *Contemporary Finance Digest*, 2, 10–34.

Gillan, S. and L. Starks (2000): “Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors”, *Journal of Financial Economics* 57, 275–305.

Gillan, S. and L. Starks (2007): “The Evolution of Shareholder Activism in the United States”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 19, 55–73.

Gillette, A., T. Noe and M. Rebello (2003): “Corporate Board Composition, Protocols, and Voting Behavior: Experimental Evidence”, *Journal of Finance*, 58, 1997–2032.

Gilson, S. (1989): “Management Turnover and Financial Distress”, *Journal of Financial Economics*, 25, 241–262.

Giroud, X. and H. Mueller (2010): “Does Corporate Governance Matter in Competitive Industries”, *Journal of Financial Economics*, 95, 312–331



- Goergen, M., M. Manjon and L. Rennboog (2008), "Recent Developments in German Corporate Governance", *International Review of Law and Economics*, 28, 175-193.
- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick (2003): "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-156.
- Gordon, J. (2007): "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices", Columbia Law and Economics Working Paper, No. 301.
- Gordon, R. and I. Dew-Becker (2007): "Selected Issues in the Rise of Income Inequality", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 169-190.
- Goyal, V. and C. Park (2002): "Board Leadership Structure and CEO Turnover", *Journal of Corporate Finance*, 8, 49-66.
- Graham, J., H. Kim and L. Mark (2017): "CEO Power and Board Dynamics", Working Paper.
- Greenwood, R. and M. Schor (2009): "Investor Activism and Takeovers", *Journal of Financial Economics*, 92, 362-375.
- Grossman, S. and O. Hart (1980): "Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics*, 11, Spring, 42-64.
- Gupta, K., C. Krishnamurti and A. Tourani-Rad (2018): "Financial Development, Corporate Governance and Cost of Equity Capital", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 14, 65-82.
- Hamdi, B. and A. Abdullah (2016): "Does Stock Price Informativeness Affect Labor Investment Efficiency?", *Journal of Corporate Finance*, 38, 249-271.
- Hansen, R. and P. Torregrosa (1992): "Underwriter Compensation and Corporate Monitoring", *Journal of Finance*, 47, 1537-1556.
- Harford, J. (2003): "Takeover Bids and Target Directors' Incentives: The Impact of a Bid on Directors' Wealth and Board Seats", *Journal of Financial Economics*, 69, 51-83.
- Hart, O. (1983): "The Market Mechanism as an Incentive Scheme", *Bell Journal of Economics*, 14, 366-382.
- Hart, O. (1995): "Corporate Governance, Some Theory and Applications", *Economic Journal*, 105, 687-689.
- Hart, O. and L. Zingales (2017): "Should a Company Pursue Shareholder Value", Working Paper.
- Hartzell, J., E. Ofed and D. Yermack (2004): "What's in It for Me? CEOs Whose Firms are Acquired", *Review of Financial Studies*, 17, 37-61.
- Hermalin, B. (1992): "The Effects of Competition on Executive Behavior", *RAND Journal of Economics*, 23, 350-365.
- Hermalin, B. (2010): "Corporate Governance: A Critical Assessment", In Gibbons, R. and J. Roberts (eds.): *Handbook of Organizational Economic*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (1991): "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, 20, 101-112.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (1988): "The Determinants of Board Composition", *RAND Journal of Economics*, 19, 589-606.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (1998): "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO", *American Economic Review*, 88, 96-118.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (2003): "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Economic Policy Review*, 9, 7-26.
- Holderness, C. (2016): "Problems with Using Aggregate Data to Infer Individual Behavior: Evidence from Law, Finance, and Ownership", *Critical Finance Review*, 5, 1-40.
- Holderness, C. and D. Sheehan (1985): "Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors", *Journal of Financial Economics*, 14, 555-579.
- Holmstrom, B. (1979): "Moral Hazard and Observability", *Bell Journal of Economics*, 10, 74-91.
- Holmstrom, B. and J. Tirole (1993): "Market Liquidity and Performance Monitoring", *Journal of Political Economy*, 101, 678-709.
- Jackson, H. and M. Roe (2009): "Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence", *Journal of Financial Economics*, 93, 207-238.
- Jenkinson, T. and A. Ljungqvist (2001): "The Role of Hostile Stakes in German Corporate Governance", *Journal of Corporate Finance*, 7, 397-446.
- Jensen, M. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. (1993): "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jenter, D. and K. Lewellen (2017): "Performance-Induced CEO Turnover", Working Paper, London School of Economics.

- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2000): "Tunneling", *American Economic Review*, 90, 22-27.
- Kaplan, S. and J. Rauh (2009): "Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?", *Review of Financial Studies*, 23, 1004-1050.
- Karpoff, J. (2001): "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings", Working Paper, University of Washington.
- Kennedy, V. and R. Limmack (1996): "Takeover Activity, CEO Turnover, and the Market for Corporate Control", *Journal of Business Finance and Accounting*, 3, 267-285.
- Klein, A. and E. Zur (2008): "Hedge Fund Activism", NYU Working Paper, No. CLB-06-017.
- Koke, J. (2001): "Control Transfers in Corporate Germany: Their Frequency, Causes, and Consequences", In EFA 2001 Barcelona Meetings.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (1997): "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 52, 1131-50.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1998): "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000): "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (2002): "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, 57, 1147-70.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (1999): "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (2008): "The Economic Consequences of Legal Origin", *Journal of Economic Literature*, 46, 285-332.
- Lee, B., C. David and P. Andy (2015): "Suspect CEOs, Unethical Culture, and Corporate Misbehavior", *Journal of Financial Economics*, 117, 98-127.
- Leuz, C., A. Triantis and W. Yue (2006): "Why Do Firms Go Dark? Causes and Consequences of Voluntary SEC Deregistrations", Working Paper, University of Maryland.
- Levine, R. (2005): "Law, Endowments, and Property Rights", *Journal of Economic Perspectives*, 19, 61-88.
- Li, Z. and L. Wang (2016): "Executive Compensation Incentives Contingent on Long-Term Accounting Performance", *Review of Financial Studies*, 29, 1586-1633.
- Lia, Y. and D. Yermack (2016): "Evasive Shareholder Meetings", *Journal of Corporate Finance*, 38, 318-334.
- Linck, J., J. Netter and T. Yang (2005): "Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes Oxley Act on Corporate Boards", Working Paper, University of Georgia.
- Linck, J., J. Netter, T. Yang (2005): "Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes Oxley Act on Corporate Boards", Working Paper, University of Georgia.
- Lorsch, J. and E. McIver (1989): *Pawns or Potentates: the Reality of America's Corporate Boards*, Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Mace, R. (1986): *Directors: Myth and Reality*, Boston, MA: Harvard University.
- Manne, H. (1965): "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 73, 110-120.
- Marosi, A. and N. Massoud (2007): "Why Do Firms Go Dark?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42, 421-442.
- Martin, K., and J. McConnell (1991): "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover", *Journal of Finance*, 46, 671-687.
- McConnell, J. and H. Servaes (1990): "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Mikkelsen, W. and R. Ruback (1985): "An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process", *Journal of Financial Economics*, 14, 523-553.
- Miletkov, M., A. Poulsen and J. Wintoki (2017): "Foreign Independent Directors and the Quality of Legal Institutions", *Journal of International Business Studies*, 48, 267-292.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988): "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Morck, R., D. Wolfenzon and B. Yeung (2005): "Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth", *Journal of Economic*

Literature, 43, 657-722.

Mulherin, H. and A. Poulsen (1998): "Proxy Contests and Corporate Change: Implications for Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 47, 279-313.

Murphy, K. (1999): "Executive Compensation", *Handbook of Labor Economics*, 3, 2485-2563.

Murphy, K. and J. Zábojník (2004): "CEO Pay and Appointments: A Market-based Explanation for Recent Trends", *American Economic Review*, 94, 192-196.

Murphy, K. and J. Zábojník (2007): "Managerial Capital and the Market for CEOs", Queen's Economics Department Working Paper, No. 1110.

Pagano, M. and P. Volpin (2005): "Workers, Managers and Corporate Control", *Journal of Finance*, 60, 841-868.

Perotti, E. and P. Volpin (2008): "Politics, Investor Protection, and Competition", ECGI-Finance Working Paper, No. 162/2007.

Puchniak, D. and L. Lan (2016): "Independent Directors in Singapore: Puzzling Compliance Requiring Explanation", NUS Working Paper, No. 2015/006.

Rajan, R. and L. Zingales (2003): "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century", *Journal of Financial Economics*, 69, 5-50.

Romano, R. (2001): "Less is more: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance", *Yale Journal on Regulation*, 18, 174-251.

Rosenstein, S. and J. Wyatt (1990): "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 26, 175-191.

Scharfstein, D. (1988): "Product-market Competition and Managerial Slack", *RAND Journal of Economics*, 19, 147-155.

Schmidt, K. (1997): "Managerial Incentives and Product Market Competition", *Review of Economic Studies*, 64, 191-213.

Schneider, C. and O. Spalt (2017): "Acquisitions as Lotteries? The Selection of Target-firm Risk and Its Impact on Merger Outcomes", *Critical Finance Review*, 6, 77-132.

Shivdasani, A. (1993): "Board Composition, Ownership Structure and Hostile Takeovers", *Journal of Accounting and Economics*, 16, 167-198.

Shleifer, A. and R. Vishny (1986): "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94, 461-88.

Shleifer, A. and R. Vishny (1988): "Value Maximization and the Acquisition Process", *Journal of Economic Perspectives*, 2, 7-20.

Shleifer, A. and R. Vishny (1997): "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Srinivasan, S. (2005): "Consequences of Financial Reporting Failure for Outside Directors: Evidence from Accounting Restatements and Audit Committee Members", *Journal of Accounting Research*, 43, 291-334.

Szewczyk, S. and G. Tsetsekos (1992): "State Intervention in the Market for Corporate Control: The Case of Pennsylvania Senate Bill 1310", *Journal of Financial Economics*, 31, 3-23.

Talley, E. (2015): "Corporate Inversions and the Unbundling of Regulatory Competition", *Virginia Law Review*, 101, 1649-1751.

Tervio, M. (2008): "The Difference That CEOs Make: An Assignment Model Approach", *American Economic Review*, 98, 642-668.

Tirole, J. (2001): "Corporate Governance", *Econometrica*, 69, 1-35.

Tirole, J. (2006): *The Theory Of Corporate Finance*, Princeton University Press.

Vafeas, N. (1999): "Board Meeting Frequency and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 53, 113-142.

Vidhi, C. and G. Yaniv (2007): "Corporate Governance and Firm Value: the Impact of the 2002 Governance Rules", Johnson School Research Paper Series No. 23-06; AFA 2006 Boston Meetings Paper.

Wang, Y. and C. Mao (2015): "Shareholder Activism of Public Pension Funds: the Political Facet", *Journal of Banking & Finance*, 60, 138-152.

Warner, J., R. Watts and K. Wruck (1988): "Stock Prices and Top Management Changes", *Journal of Financial Economics*, 20, 461-492.

Yang, J., J. Chi and M. Young (2011): "A Review of Corporate Governance in China", the Australian National University, Working Paper.

Zingales, L. (2000): "In Search of New Foundation", *Journal of Finance*, 55, 1623-1654.

Zingales, L. (2008): "Corporate Governance," in Durlauf, S. and L. Blume (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd ed., Basingstoke: Palgrave Macmillan.

(责任编辑:罗 滢)

## A Review of Corporate Governance Research from the Dimension of Nation, Market, and Company

YAO Yun YU Huanjun

(Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100028, China;

Institute of World Economy and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100732, China)

**Abstract:** The article makes a survey of the studies on corporate governance outside China in recent years. The survey consists of three dimension: nation, market, and company. At the national dimension, we discussed the role of laws and regulations; at the market dimension, we discussed the acquisition market, the labor market, and the product market competition; at the company dimension, we discussed the role of the board of directors, executive compensation, the role of major shareholders, and shareholders activism. We discuss the role of the mechanism and the problems that exist for each corporate governance arrangement. Based on the review of the literature, we give suggestions for future research on corporate governance.

**Key Words:** Corporate Governance; Financial Economics; Literature Review

**JEL Classification:** G32; G34; G38

## Is the Decline in Post-issue Operating Performance a Result of Information Asymmetry? A Literature Review

ZHANG Jing

(Graduate School of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 102488, China)

**Abstract:** With the transition from approval system to registration system in China's new equity issuance, the decline in post-issue operating performance (DPOP) has become a hot issue in financial market regulation. This article makes a survey of related studies from three aspects: the roots of DPOP; DPOP from the perspective of information asymmetry; and DPOP in the context of Chinese financial market. It finds that, while DPOP is widespread over the world, it's more serious in China than in other countries, even those developing countries. The information asymmetry theory that can well explain DPOP in western countries is not so persuasive for China's financial market. Generally DPOP in China is a result of special institutional factors and list companies' ownership structure, although researchers are still debating on the weight of specific factors. The article also discusses the weakness of current studies and provides some suggestions.

**Key Words:** Post-issue Operating Performance; Information Asymmetry; IPO System

**JEL Classification:** G14; G32; G38