

# 董事会治理与公司业绩的跨期关系研究

李 辉, 张晓明

(西北大学, 陕西 西安 710127)

**摘 要:** 以往研究董事会治理与公司业绩关系的文献中,大都认为二者之间是一种静态关系,重在考察两者在当期的相互影响,结果得到了不尽一致的研究结论。本文以我国沪、深两市 2001~2010 年间 653 家上市公司为研究对象,构建了动态面板数据模型,运用 GMM 估计方法,考察了董事会治理与公司业绩之间的跨期影响,研究发现:(1) 不论在当期还是跨期,董事会规模与公司业绩之间的关系都非常弱;(2) 在当期,董事会独立性对公司业绩没有显著的促进效应,而公司业绩对董事会独立性却存在明显的反馈效应;(3) 从跨期来看,董事会独立性对公司业绩具有正面影响。这些来自中国资本市场经验数据的研究结论对于我国上市公司治理路径的选择具有重要的借鉴意义。

**关键词:** 董事会治理; 公司业绩; GMM 估计; 跨期关系

**中图分类号:** F 270

**文献标志码:** A

**文章编号:** 1008-7192(2012)01-0036-06

## The Study of Intertemporal Relationship between Board Governance and Corporate Performance

LI Hui, ZHANG Xiao-ming

(Northwest University, Xi'an 710127, China)

**Abstract:** Since the former study of between the board governance and the corporate performance in the current period, the previous literatures believed that there existed a static relationship between them. In this paper, we establish a dynamic panel data model with the analysis of 653 listed companies in Shanghai and Shenzhen, China, from 2001 to 2010, and assess the intertemporal interaction between their board governance and corporate performance by using GMM estimation. It is found: (1) whether currently or intertemporally, the size of board and the performance of corporation are not significantly correlated; (2) in the current period, the board independence lacks obvious interacting effect on corporate performance, but conversely the corporate performance has a significant feedback effect on board independence; (3) intertemporally, the board independence has a positive effect on corporate performance. The result found from those experiential data of Chinese capital market is of significance, from which China's listed companies could learn to make their governance options.

**Key words:** board governance; corporate performance; GMM estimation; intertemporal relationship

收稿日期: 2011-10-30

作者简介: 李 辉 (1982-), 男, 内蒙古包头人, 助教, 博士研究生, 研究方向为公司治理、财务会计理论与实践。

## 一、引言

董事会治理与公司业绩之间的关系一直是国内外公司治理研究关注的重点。然而,尽管相关文献非常丰富,但到目前为止,这个问题并没有取得一致的研究结论。Bhagat and Bolton 研究认为,董事会治理(董事会规模、董事会独立性)是动态内生的,在实证研究中若不加以考虑,获得的估计系数往往是有偏的<sup>[1]</sup>。Wintoki et al. 认为之前的研究结论之所以存在较大差异,原因有二:第一,以往研究存在缺乏清晰的概念定义、获取数据时间上的不一致以及依赖不完美的研究模型等问题;第二,以往研究忽略了董事会治理与公司业绩之间存在跨期影响的可能<sup>[2]</sup>。

国内学者也较早地对这一问题给予了关注。于东智<sup>[3]</sup>、于东智和池国华<sup>[4]</sup>认为独立董事作用的发挥可能存在时滞。李汉军和张俊喜<sup>[5]</sup>、丁平<sup>[6]</sup>通过扩大样本规模、选用不同的估计方法对上市公司业绩和董事会治理之间的动态关系做了进一步探讨,结果发现董事会独立性和公司业绩之间的影响存在长达3年的滞后效应。董事会规模的跨期影响虽然不如董事会独立性那样显著,但有证据表明二者之间的作用并非仅停留在当期,正如 Davidson and Rowe 等人所言,二者之间是一种动态内生或跨期内生的关系<sup>[7]</sup>。不过需要指出的是,国内的研究目前还存在着许多不足,如在实证方法的选择上,大多数文献采用的是固定效应模型(FE),而在动态面板数据模型中FE估计得出的系数是有偏的。基于此,本文拟采用GMM估计重新考察二者之间可能存在的跨期关系。本文用董事会规模和董事会独立性来衡量董事会治理,董事会规模指董事会中所包含董事的总数,董事会独立性指独立董事人数占董事会总人数的比例。本文的研究结论表明董事会治理与公司业绩之间存在跨期作用,这一结论对于完善我国目前公司董事会规模以及确定独立董事比例具有一定的启发和指导意义。

## 二、研究设计

### 1. 研究假设

董事会治理是股东和CEO之间讨价还价的结果。McIntyre and Murphy<sup>[8]</sup>将股东与CEO之间的这种讨价还价的过程分为两个阶段:在第一阶段,股东并不清楚CEO的能力如何,他们只能凭借前期公司业绩对CEO的能力进行推测,如果从前期公司业绩得出CEO能力较佳的结论,就雇佣CEO,并在董事会的构成上达成一种妥协,反之,就可能成为另外一种状态,因此前期公司业绩在一定程度上决定着当期的董事会治理,它对董事会的影响具有滞后性。在第二阶段,公司业绩的高低又对下一阶段CEO的去留以及董事会治理产生影响。此外,尽管理论上各变量之间的相互作用可以瞬时地调整到新的均衡,但实际上,公司业绩反映的是一个时间段内公司的运营状况,它是定期测量和报告的。这样它对董事会治理的影响就有时滞问题。同时,董事会治理在一个时间段内也是相对稳定的,董事一旦被选举,通常都有1~3年的任期,随时被取代的情况并不常见。因此,在达到一个新的均衡时就存在着一定滞后期。本期差的公司业绩可能直到几年后才会对董事会治理产生影响。同理,董事会治理的改变也不会迅速影响公司业绩,也存在着一个时差问题。

就前期董事会治理与当期公司业绩的关系而言,Boone et al. 发现上期董事会规模对当期公司业绩存在显著负影响<sup>[9]</sup>;Coles et al.<sup>[10]</sup>研究认为,当期的董事会规模与当期公司业绩之间不存在显著性关系,而前期的董事会规模与公司业绩之间却存在着显著的负相关关系;Linck et al.<sup>[11]</sup>的研究也得到了类似的研究结论,即与当期的董事会规模相比,前期的董事会规模与当期公司业绩之间的关系更加显著。Davidson and Rowe 构建了跨期内生性方程组,发现上期董事会独立性对当期公司业绩的作用效果不是很显著,它主要取决于公司业绩和董事会独立性的定义以及设定的模型类型(固定效应模型和随机效应模型)。

Tang 以日本上市公司为例,发现在滞后 2 期的情况下,前期董事会越独立,则后期公司业绩表现得就越好<sup>[12]</sup>。基于上述分析,我们提出假设 1 和假设 2:

假设 1:控制动态内生性的影响后,前期董事会规模与当期公司业绩负相关。

假设 2:控制动态内生性的影响后,前期董事会独立性与当期公司业绩正相关。

就前期公司业绩与当期董事会治理的关系而言,李汉军和张俊喜在控制了政策因素、控制权性质、公司规模、资产负债率、以及董事长和总经理两职合一情况等因素后,发现公司业绩差的上市公司更倾向于第 2 年增加独立董事<sup>[5]</sup>。Wintoki et al. 得出过去公司业绩间接影响当期董事会规模的结论:“公司业绩越好,公司规模就越有扩张的可能性,公司规模越大,董事会规模相应就越大”<sup>[2]</sup>。丁平亦找到了上期公司业绩正向影响下期董事会规模的证据,但对于不同公司业绩表示方法却有差异,ROE 仍然不显著<sup>[6]</sup>。Hermalin and Weisbach 认为在任何特定的期限内,CEO 的能力与董事会独立性负向相关,而能力往往由先期公司业绩来表现,故过去公司业绩与董事会独立性是有关联的,二者为负相关关系,差的公司业绩往往会导致董事会独立性增加<sup>[13]</sup>。基于上述分析,我们提出假设 3 和假设 4:

假设 3:控制动态内生性的影响后,前期公司业绩与当期董事会规模正相关。

假设 4:控制动态内生性的影响后,前期公司业绩与当期董事会独立性负相关。

## 2. 数据来源

本文选取我国 2001~2010 年间沪、深两市上市公司为样本,数据主要来源于 CCER 和深圳国泰安中国上市公司数据库。在筛选样本时,剔除资料不可获得和财务数据不全的公司;剔除被 ST、\*ST 和 PT 处理的公司;剔除同时发行 B 股和 H 股的上市公司;考虑到金融行业的特殊性,剔除金融类和包含有金融类经营单元的上市公司。最终的样本包括 653 家样本公司的 10 年平衡面板数据,共 6530 个有效样本观测点。

## 3. 变量定义

(1)董事会治理(Boardgov):本文用董事会规模(Size)、董事会独立性(Indep)两个指标表示董事会治理。

(2)公司业绩(Performance):目前学者们对公司业绩的测度存在较大差异。Demsetz 和 Lehn 以资产收益率(ROA)和每股收益(EPS)来衡量公司业绩<sup>[14]</sup>,而 Morck 等则以托宾的 Q 值衡量公司业绩<sup>[15]</sup>。在中国资本市场上,由于股权分置进而导致流通股与非流通股的定价机制不同,从而给托宾的 Q 值的计算带来一定影响。基于这种考虑并沿用目前的研究惯例,本文采用 ROA 来衡量公司业绩。

(3)资产负债率(Debt):已有研究表明,资产负债率与公司业绩是密切相关的,故本文将其作为控制变量纳入回归方程,用年末负债总额除以年末总资产的比值来表示。

(4)上市时间(Age):它指公司上市距样本观察期的年限,理论文献表明公司上市时间对公司制度会有积极的影响,公司持续经营得越久,制度化程度越高,协调各业务单元的成本也许会更高。因此,我们加入上市时间这一控制变量。

(5)公司规模(Lnasset):本文以公司年末总资产的自然对数值作为公司规模的衡量指标。

(6)两职合一情况(Dual):若董事长与总经理两职合一,赋值为 1,否则赋值为 0。

## 4. 模型设计

基于上述分析,并依据本文实证研究的需要,我们构建了模型(1)和模型(2):

$$y_{it} = \alpha_0 + \sum k_p y_{i,t-p} + \alpha_1 x_{it} + \alpha_2 x_{i,t-1} + \alpha_3 z_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$x_{it} = \beta_0 + \sum k_s x_{i,t-s} + \beta_1 y_{it} + \beta_2 y_{i,t-1} + \beta_3 z_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

模型(1)、(2)中, $y_{it}$ 、 $x_{it}$  分别表示公司业绩和董事会治理(董事会规模、董事会独立性), $z_{it}$  代表控制变量,包括资产负债率、上市时间、公司规模、两职合一情况。模型(1)用来衡量董事会治理对公司业绩的促进效应,模型(2)用来衡量公司业绩对董事会治理的反馈效应。

5. 估计方法

研究中需要控制的内生性有两种：联立性和不可观察的异质性。对于联立性，一般使用方程组系统来估计，而对于不可观察的异质性，最常用的估计方法是固定效应回归或组内估计，但仅仅当解释变量与被解释变量过去值完全无关时估计值才一致，这意味着对董事会治理与公司业绩而言，如果过去公司业绩对当前董事会治理变量产生影响，那么固定效应估计得出的值将是 biased。为了获得一致无偏的估计，在计量中我们通常采用动态面板 GMM 估计。

三、实证结果分析

1. 描述性统计分析

根据描述性统计我们发现，董事会规模平均接近 10 人，均值为 9.6352，偏离了最优董事会规模（7~8 名董事）。在这种情况下，董事会规模可能会缺乏效率，不利于公司业绩的提高。2002 年前，独立董事比例均值大都在 8% 以下，而 2002 年后，独立董事比例基本稳定在 30% 以上。在 2001~2010 年间，公司业绩 ROA 的最小值和最大值分别是 -0.3684 和 0.4728，标准差为 0.0452，这表明上市公司业绩总体相差较大。

2. 滞后期的确定

在运用 GMM 回归前，了解公司业绩和董事会治理影响的滞后期非常重要，因为它直接关系到工具变量选择的准确性。在存在滞后影响的情况下，如果不能捕获前期对当期所有的影响则意味着回归方程被误设。本文借鉴 Wintoki et al. 确定滞后期的方法，证实了公司业绩和董事会治理变量之间滞后 2 期以上就可满足工具变量的外生性要求<sup>[2]</sup>。

3. 前期董事会治理对当期公司业绩影响的验证

为检查不同估计方法对结果可能造成的影响，我们在做董事会治理对公司业绩影响的分析时，列出了静态模型和动态模型下的回归结果。（见表 1）其中，静态模型指的是 OLS、2SLS 回归和固定效应模型 FE，动态模型指的是 GMM 回归。OLS 估计并不考虑内生性问题，2SLS 回归和固定效应模型显示的是考虑内生性问题的结果。GMM 考察在动态内生性情况下董事会治理与公司业绩之间的关系。

表 1 显示在 OLS 回归中，董事会规模、董事会独立性与公司业绩均为负相关关系，这与大多数外生性视角的研究结论相一致。在 2SLS 回归中，董事会独立性的显著性与作用方向均未改变，

| 表 1 前期公司治理对当期公司业绩影响的检验结果(模型 1) |            |               |            |            |            |
|--------------------------------|------------|---------------|------------|------------|------------|
| OLS                            | 2SLS       | FE            | GMM        | GMM        |            |
| Size                           | -0.0014*   | -0.0032       | -0.0011*   | -0.0005    |            |
| Indep                          | -0.0421*** | -0.2931**     | -0.0014*   | -0.0521    |            |
| Size (-1)                      |            |               |            |            | 0.0004     |
| Indep (-1)                     |            |               |            |            | 0.0213***  |
| Debt                           | -0.0014*** | -0.1458***    | -0.1832*** | -0.0631*** | -0.0875*** |
| Age                            | -0.1132*** | 0.0005        | -0.0043*** | 0.0012     | 0.0031     |
| Lnasset                        | 0.0175***  | 0.2642***     | 0.0212***  | 0.0461***  | 0.0083***  |
| Dual                           | -0.0079**  | 0.0027        | -0.0015    | 0.0016     | -0.0025    |
| ROA (-1)                       |            |               |            | 0.3478***  | 0.5021***  |
| ROA (-2)                       |            |               |            | 0.1678***  | 0.1924***  |
| Aderson LR                     |            | 46.521***     |            |            |            |
| Sargan (P 值)                   |            | 2.143(0.6542) |            |            |            |

注：\* 表示在 10% 的水平上显著，\*\* 表示在 5% 的水平上显著，\*\*\* 表示在 1% 的水平上显著；Aderson LR 和 Sargan 检验用来考察 2SLS 估计是否存在识别不足和过度识别问题，表 2 同。

但董事会规模已不再显著相关。这表明无论是否考虑内生性问题,独立董事比例都显著负向影响着公司业绩。在 FE 回归中,作用方向未发生变化,董事会规模、董事会独立性与公司业绩仍然显著负相关,它显示在本模型中由不可观测异质性引起的内生性问题并不严重。在中国,尽管最近几年独立董事的引入速度较快,但独立董事的设置更多的是受到政策驱动的影响,还未变成公司自身的需要,因而所起的作用有限。另外,在制度建设上还有待完善,如对于独立董事的选聘,大股东控制独立董事的任职就非常明显。GMM 估计结果显示:在当期,董事会规模、董事会独立性都与公司业绩无显著相关性;前期董事会规模对当期公司业绩无显著影响;前期董事会独立性对当期公司业绩具有显著正向影响。表 1 同时还表明公司业绩具有两期滞后效应:前期公司业绩越好,对本期公司业绩的提升就越有利。同时,前面的理论分析告诉我们,在公司业绩自身存在动态作用的情况下,无论是 OLS 模型还是 FE 模型,得到的结果都是有偏估计,故我们更愿意接受 GMM 的估计结果,这样假设 1 被拒绝,

假设 2 得到验证。对于其他控制变量,资产负债率与公司业绩显著负相关,显示负债融资不但没有对公司业绩的提高产生帮助,反而降低了公司业绩的增长。

#### 4. 前期公司业绩对当期董事会治理影响的验证

表 2 是前期公司业绩对当期董事会治理影响的检验结果。对于董事会规模,无论是在静态模型还是在动态模型中,本期与上期的公司业绩对其均无显著影响,这表明董事会规模并不受公司业绩的影响,一个可能的解释是董事会规模是个独立的治理机制,中国上市公司目前可能已经最优地选择了所要求的董事会规模。丁平的研究也显示上期公司业绩会影响当期的董事会规模,但受公司业绩变量选择的影响,当用托宾 Q 代表公司业绩时,在固定效应模型中,它们在 5% 的水平上显著正相关,用 ROE 表示公司业绩时相关性却消失了<sup>[6]</sup>。也就是说最终的结果会受公司业绩变量选择的影响,这样本文的假设 3 未得到验证。

表 2 前期公司业绩对当期董事会治理影响的检验结果(模型 2)

|             | Size    |           |           | Indep      |           |           |
|-------------|---------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
|             | OLS     | GMM       | GMM       | OLS        | GMM       | GMM       |
| ROA         | 0.0012  | -0.4653   |           | -0.1856*** | -0.1546** |           |
| ROA(-1)     |         |           | -0.0362   |            |           | -0.1516** |
| Debt        | 0.0012  | -0.4569   | -0.5321   | 0.0231**   | 0.0152    | 0.0031    |
| Age         | 0.0001  | -0.0532   | -0.0732   | 0.0268***  | -0.0243   | -0.0568   |
| Lnasset     | 0.0001* | 0.1321*   | 0.1532*   | 0.0345***  | 0.0013    | 0.0042    |
| Dual        | 0.0001  | -0.2458   | -0.2562   | -0.0241*** | 0.0103    | 0.0231    |
| Size(-1)    |         | 0.5498*** | 0.6824*** |            |           |           |
| Size(-2)    |         | -0.0129   | -0.0154   |            |           |           |
| Indep(-1)   |         |           |           |            | 0.5416    | 0.2798    |
| Indep(-2)   |         |           |           |            | 0.005     | -0.0059   |
| AR1(P 值)    |         | 0.000     | 0.000     |            | 0.000     | 0.000     |
| AR2(P 值)    |         | 0.191     | 0.180     |            | 0.332     | 0.469     |
| Hansen Test |         | 0.103     | 0.197     |            | 0.241     | 0.108     |

对于董事会独立性,无论是本期还是上期公司业绩都与其显著负相关,它表明公司业绩差的公司倾向于更加独立的董事会治理,这是因为独

立董事的存在有助于制衡控股股东,监督经营者,维护所有股东利益。为了扭转公司业绩下降趋势,作为一种均衡的博弈结果,会有更多

的独立董事加入董事会以加强对经营者的监督,这也说明董事会独立性确实是内生而非外生。这样本文的假设4得到了验证。就控制变量对董事会规模的影响,我们发现除了公司规模对其具有显著正向影响,其它控制变量均不显著。这说明随着公司规模的扩大,董事会的规模也随着扩大。此外,本文采用了诸如控制行业因素、地区和年份因素;采用多维的公司业绩指标,用ROE来替代ROA;考虑资产负债率可能的内生性等稳健性检测方法,再次对原方程进行回归后发现结论并未发生改变,这表明本文的实证检验结果基本上是稳定的。

#### 四、结论与启示

本文采用动态面板数据模型和GMM估计方法,将董事会治理作为内生变量处理,通过对中国2001~2010年653家上市公司的实证分析后发现:(1)不论在当期还是跨期,董事会规模与公司业绩之间的关系都非常弱;(2)在当期,董事会独立性对公司业绩没有显著的促进效应,而公司业绩对董事会独立性却存在明显的反馈效应;(3)从跨期来看,董事会独立性对公司业绩具有正面影响。已有基于静态框架下的研究文献,从总体思路上首先就排除了二者之间跨期作用的可能性,在这种理论指导下得出的结论是值得商榷的。因此,本文对现有文献是个有益的补充,对具体政策制度的制定实施也具有一定的启发和指导意义,主要表现为以下两点:

第一,董事会改革的重点不在于通过增加或减少董事数目来改善公司业绩,而应创造一个良

好的激励与约束环境,使得董事会中每个董事的能力都得到充分发挥。董事会规模过大会限制董事们对关键问题讨论的参与程度,使独裁型的总经理操纵和控制董事会的可能性提高,这有损于公司业绩的提高。董事会规模过小虽然便于协调,但不足以组合出一支知识、能力和阅历相匹配的董事队伍,难以充分发挥集体思维的优势,对公司业绩的提升同样是不利的。只有适度的规模在给董事会带来必要的知识、能力和技术的同时,又能使董事会保持足够凝聚力。

第二,董事会独立性与公司业绩之间的相互作用是个复杂的过程,它们既可能存在同期作用,也可能存在跨期影响。这对我国独立董事制度的建立具有一定的启发意义。对我国独立董事制度的引入,理论界和实务界一直都存在着分歧,作为一项在西方公司被广泛采用的制度,许多人一开始都抱着热切的期盼,希望它给中国上市公司也能带来立竿见影的效果,可以一劳永逸地解决公司在发展过程中因制度缺陷而带来的一系列问题,当这种愿望落空之后,一部分人开始怀疑独立董事制度的有效性,思考它对中国公司究竟适用不适用的问题,我们的研究表明,从跨期来看,董事会独立性对公司业绩具有正面影响。这表明独立董事制度从引入到其积极作用的发挥需要一个过程,不能因为短期之内难见成效就轻言放弃。在这期间,我们除了对独立董事制度抱有足够的信心和耐心外,还应对独立董事的职能定位、选聘、考核和激励机制加以完善,以促进独立董事的正面效应更早地得以发挥。

#### 参 考 文 献

- [1] Bhagat S., and Bolton, B. Corporate Governance and Firm Performance: Recent Evidence[R]. Working Paper, 2009:72-76.
- [2] Wintoki, M. B., Linck, J. S., and Netter, J. M. Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance [R]. Working Paper, 2010:298-310.
- [3] 于东智. 董事会、公司治理与公司业绩—对中国上市公司的经验分析[J]. 中国社会科学, 2003(4):28-40.
- [4] 于东智, 池国华. 董事会规模、稳定性与公司业绩:理论与经验分析[J]. 经济研究, 2004(4):39-51.
- [5] 李汉军, 张俊喜. 董事会独立性和有效性的动态分析[J]. 南开经济研究, 2007(6):2-15.
- [6] 丁平. 董事会特征的跨期内生性研究—基于中国市场的实证分析[D]. 上海: 复旦大学, 2008:55-78.
- [7] Davidson III, W. N., and Rowe, W. Intertemporal Endogeneity in Board Composition and Financial Performance [J]. Corporate Ownership and Control, 2004, 1(4):343-362.

(下转第53页)

是投资者用脚投票的结果。从所选择样本的角度考虑,公司分为国有企业和民营企业,本文中的样本多为国有企业,增加样本时间从而可以选择更多的民营企业,甚至剔除国有企业,单纯考虑民营企业,结果会不会不同?本文由于时间问题不能继续探讨。

如果从行业的角度分析,不同的行业会有不同的结论,在此也不得而知。从汪辉(2003)的研究结果来看,公司的规模、成长性、资产收益率以及国家股比例都对公司价值有显著性的影响<sup>[1]</sup>。但是在我国由于各行业样本过少,而事件研究法需要大样本(30个公司以上)才可进行分

析,因而条件不成熟,无法进行。

3. 如果说其他都是从理论的角度建模来说明问题,实际应用可能遇到问题,但债权人的引入这一理论是有很大的现实实用性的。债券发行时的附加条件以及债权人的监督是可以影响到公司董事会和经理人的行为,利于整个公司利益相关者的利益,这一切与本文研究结果相悖。其实在此文中得出的负面效果结论只是一种市场表现。我国公司有自身特色,国有企业董事会与管理层由于激励机制的原因追求融资做大,因而融资成为常态,且国企的经营效率和能力问题使其并不被看好,这可能是得出此结果的原因。

### 参 考 文 献

- [1]汪辉. 上市公司债务融资、公司治理与市场价值[J]. 经济研究, 2003, (8): 23-35.
  - [2]胡明霞. 债券发行对我国上市公司股价影响的研究[J]. 经济纵横, 2008, (6): 62-63.
  - [3]刘清江, 漆鑫. 上市公司发行公司债券对股价影响的研究[J]. 中央财经大学学报, 2009, (9): 28-33.
  - [4]MODIGLIANI, Miller M. H. The Cost of Capital; Corporation Finance and the Theory of Investment[J]. American Economic Review, 1958, 48(3): 261-297.
  - [5]BROWN S. J., Warner J. B. Using daily stock returns: The case of event studies[J]. Journal of Financial Economics, 1985, 14(1): 3-31.
  - [6]SSTULZ. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26(1): 3-27.
  - [7]JENSEN M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover[J]. American Economic Review, 1986, 6(2): 323-329.
  - [8]MYERS, MAJUF. Corporate financial and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 12(1): 187-211.
- ~~~~~
- (上接第41页)
- [8]MCLNTYRE, M. L., Murphy, S. A. Board of Director Performance Reporting[J]. Corporate Governance, 2008, 8(2): 150-172.
  - [9]BOONE, A., Field, L., Karpoff, J., et al. The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 85(1): 454-510.
  - [10]COLES, J. L., Daniel, N. D., and Naveen, L. Boards: Does One Size Fit All[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 87(2): 59-92.
  - [11]LINCK, J. S., Netter, J. M., and Yang, T. The Determinants of Board Structure[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 87(2): 112-143.
  - [12]TANG, L. A Simultaneous Approach to Analyzing the Relation between Board Structure, Corporate Governance Mechanisms and Performance of Japanese Firms (1989~2001)[D]. Saskatchewan: University of Saskatchewan Saskatoon, 2007: 252-301.
  - [13]HERMALIN, B. E., Weisbach, M. S. Endogenously Chosen Boards of Directors[J]. American Economic Review, 1998, 88(1): 98-115.
  - [14]DEMSETZ H, Villalonga B. Ownership Structure and Corporate Performance[J]. Journal of Corporate Finance, 2001(7): 52-83.
  - [15]MORCK R, Shleifer A, Vishny R W. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis[J]. Journal of Financial Economics, 1988(20): 78-95.