



联合国  
贸易和发展会议

Distr.  
GENERAL

TD/B/COM.2/ISAR/25  
2 September 2004  
CHINESE  
Original: ENGLISH

贸易和发展理事会  
投资、技术及相关的资金问题委员会  
国际会计和报告准则政府间专家工作组  
第二十一届会议  
2004年10月27日至29日，日内瓦

审查公司治理披露要求的落实情况和此种披露  
对于增加可持续价值的作用\*

贸发会议秘书处的报告

内 容 提 要

贸发会议秘书处编写本报告的目的是对国际会计和报告准则政府间专家工作组(会计和报告准则专家工作组)第二十届会议提出的关于审查公司治理情况披露做法的落实情况和此种工作对于增加可持续价值的作用的要求予以回应。

本报告着重谈到了工作组第二十届会议之后在公司治理情况披露方面出现的新的进展，并讨论了落实良好的公司治理披露做法所遇到的挑战。报告尤其概述了公司治理情况披露方面的主要国际举措，其中包括公司治理情况披露方面逐渐趋于一致的倾向，并讨论了落实良好的公司治理披露做法的现况。对披露公司治理情况于增加可持续的股东价值问题也作了讨论。

\* 本文件迟交是因为贸发十一大之后秘书处的工作量很大。

## 目 录

	<u>页 次</u>
导 言.....	3
一、公司治理情况披露方面最近以来的主要进展.....	4
二、公司一级落实良好的公司治理披露做法的现状 .....	8
A. 背景和方法.....	8
B. 调查产生的主要结果 .....	9
三、披露公司治理情况对于增加可持续的股东价值的作用 .....	17
A. 对一些实证研究结果的概述.....	17
B. 某些选定公司的反馈 .....	19
四、进一步改进公司治理披露做法面临的挑战.....	19
五、结论.....	21
注释.....	22

## 导 言

1. 多年来，与公司治理披露做法有关的不同问题一直出现在政府间专家工作组各种会议的日程上。1989年3月第十一届会议上，专家工作组审议了董事会年度报告中的信息披露项目。2000年2月于泰国曼谷举行的第十届贸发大会（四年一度）上，成员国要求专家工作组“通过鼓励使用国际公认的会计、报告和审计标准，以及优良的公司管理办法，促进透明度的提高和财务事项的披露”。工作组在2000年7月第十七届会议上，审议了这一要求，并提出在第十八届会议上审查区域、国家和公司一级现行的公司治理方法。

2. 专家工作组在第十八届会议结束时，建议就公司治理问题进一步开展工作。为此，成立了一个临时协商小组并向专家工作组第十九届会议提出了报告(TD/B/COM.2/ISAR/15)。报告全面综合介绍了公司治理情况的披露做法，并开列了一份很长的良好的公司治理做法清单。在第十九届会议上，小组建议第二十届会议审查披露公司治理情况的案例研究。根据这一请求，对巴西、法国、肯尼亚、俄罗斯联邦和美国开展了公司治理透明度和披露情况的案例研究(TD/B/COM.2/ISAR/19及附录1-5)。案例研究着重于主要的落实问题并采用了TD/B/COM.2/ISAR/15号文件中提出的指南作为评估的基准。专家工作组在2003年10月第十九届会议上，对案例研究的结果(TD/B/COM.2/ISAR/19)进行了讨论。

3. 专家组建议由第二十一届会议审查公司治理披露要求的落实情况 and 这种披露对于增加可持续的价值的的作用(TD/B/COM.2/ISAR/22)。因此，秘书处编写了这份文件并提交专家组第二十一届会议审议。本文的目的在于全面评估落实公司治理披露要求的共同点，包括这种披露的充分性和程度，对于增加可持续的价值的的作用，并介绍了全世界不同地区公司治理方面最近出现的动态。尤以公司一级为着眼点，因为负责落实公司治理方法的实体是公司。

4. 编写本报告时作为开展的评估的一部分，基于专家组最初于第十九届会议上详拟的公司治理披露要求的实际指南，制定了一份披露项目核对清单。比照这份核对清单抽样审查了可公开获得的部分公司年度报告和规章条例档案。这份清单除了有助于对公司一级的做法作出评估外，还为专家组找出的公司治理披露项目的实际应用范围提供了有价值的反馈信息。

## 一、公司治理披露方面最近以来的 主要进展情况概述

5. 在 2003-2004 年专家工作组闭会期间，公司治理和透明度问题继续受到前所未有的重视。

6. 自第二十届会议以来的一项主要进展是对最初于 1999 年披露的经合发组织《公司治理原则》的修订。修订工作依靠的是解决具有不同公司治理传统的国家问题的一系列全球性圆桌会议。经修订的经合发组织《原则》增添了一章新的关于制定规章制度框架的原则，而这种框架是强化健全的公司治理以促进透明度和有效的市场所不可缺少的。

7. 修订后的《原则》还强调了披露要求。尤其是这些原则更重视披露董事会成员的资料，包括独立性、薪水、资格和入选程序。此外，修订后的《原则》强调外部审计对股东的责任并鼓励分析师，经济人和评级机构确保避免出现影响其分析和咨询建议公正客观的实际利益冲突。

8. 欧洲委员会<sup>1</sup> 2003 年提出了一项包含以下方面建议的《行动计划》：公司治理、保持和变更资本、集团与金字塔结构、改变和变动公司结构以及其他问题。颁布《行动计划》的同时，欧洲委员会还订立了十个优先项目，以便改进和协调全欧盟法定审计工作的质量。<sup>2</sup> 2003 年 12 月 31 日生效的新的计划书指示为全欧盟接受计划书制定了共同的标准。<sup>3</sup> 此外，2004 年 3 月 30 日由欧洲议会同意的新的透明度指示，目的在于提高证券发行和投资者的透明度，并对范围甚广的披露要求作了规定。欧洲证券监管机构委员会作为一个独立的泛欧洲咨询小组正在发挥越来越重要的作用，并且将协助欧洲委员会编制执行措施草案。<sup>4</sup>

9. 2003 年至 2004 年，美国进行了重大的改革。美国公司治理方面的改革相当重要，将会产生全球影响，这是因为许多外国公司在美国股票交易所上市，美国投资基金的影响波及全球以及《萨班斯—奥克斯利法案》（《萨氏法案》）授权美国证券交易委员会（美证交会）对美国的股票交易予以指导，禁止未能满足披露要求的公司上市。

10. 美证交会为继续努力贯彻《萨氏法案》，批准了重要的规则，尤其是关于董事会成员的规则；2003 年 11 月，美证交会通过了加强董事会运作透明度的规则，即需披露如何任命委员会和股东如何与董事联系沟通。<sup>5</sup> 同在 2003 年 11 月，美证

交会还批准了新的公司治理规则和由纽约股票交易所和纳斯达克 2002 年提出的披露建议。<sup>6</sup> 对于在这两家交易所上市的公司，新的规则要求董事会中的独立董事占大多数。通常，要求在纽约股票交易所和纳斯达克同时上市的公司最早于 2004 年 1 月 15 日或 2004 年 10 月 31 日第一次年度会议时开始遵守新的规则。

11. 其他针对纽约股票交易所上市的公司的一部分重要新规则包括下列方面：由董事会披露董事会主席的具体资料、董事之间的沟通程序、委员会的任命和薪水、公司治理准则和委员会章程的通过和披露，以及是否存在内部审计机构。<sup>7</sup>

12. 新的纳斯达克规则要求上市公司披露谁是独立董事，由独立董事多数还是由一个只由独立董事构成的薪俸委员会决定高层总裁的报酬。纳斯达克规则还要求，或者由独立董事多数，或者由一个只由独立董事构成的任命委员会遴选或推荐入董事会的候选董事。

13. 《萨氏法案》作为审查公司治理改革的一部分，2003 年委托作出了一项调查，它发现，不采用强制性审计公司轮换方式可更有效地提高审计的独立性。美国政府审计署于 2003 年 11 月披露了研究结论<sup>8</sup>，它表明，强制性审计公司轮换制的代价超过了潜在的好处。报告还认为，目前关于审计伙伴轮换，审计员独立性和其他改革要求，一旦执行，足以弥补强制性审计公司轮换制的预期好处。

14. 经过开展数个月的国际对话，2004 年 6 月，在《萨氏法案》的指导下，公共公司会计监督委员会通过了关于为美国公共公司编制或出具审计报告的非美国公共会计公司的监督规则。<sup>9</sup> 该规则规定了一种框架，对于非美国公司，该审计监督委员会可在执行《萨氏法案》第 106(a)节时适当参照非美国制度。《萨氏法案》第 106(a)节规定，任何为美国公共公司编制或出具审计报告的非美国公共会计公司必须遵守《萨氏法案》和公共公司会计监督委员会的规则。

15. 最近各国制定的公司治理守则和指南围绕政府通常坚持的原则明显强化了规范。<sup>10</sup> 几乎所有拥有证券市场的国家，即便是那些小的或成长中的证券市场也都有了公司治理守则或准则。许多新的第二代做法比以前的守则更加严格，要求披露的内容更详细，例如西班牙的《经济稳定方案》(Aldama)、法国的《法国私人企业协会—法国企业运动守则》(AFEP-MEDEF)<sup>11</sup> 和联合王国的《希格斯报告》所有这些都是在 2003 年出台的。公司治理改革中的一个共同趋势是加强董事会和经理人员相对于所掌管的利益的独立性，因为独立性可能会受到损害。

16. 在全世界其他地区的公司治理改革方面也出现了重要的进展。这方面的有用信息可见诸于世界银行和国际货币基金关于公司治理标准和守则遵守情况的报告。<sup>12</sup> 上述报告对国家恪守经合发组织公司治理原则各条的情况作出了评价：如果原则遵守的不够充分即会提出政策建议。迄今为止，已发表了 27 份公司治理守则遵守情况报告（其中 3 份报告已是第二次提交）。这些报告总的就公司治理和具体就执行问题提供了有价值的信息。

17. 自专家工作组第二届会议以来，又完成了 3 份新的标准和守则遵守情况报告，分别涉及埃及、印度和墨西哥。建议的内容各有不同，但除其他外，指出，年度报告应当标准化，包含对所有权和相关方交易情况的披露，并需要就质量和独立审计程序订出一种框架。

18. 虽然一些人批评伴随公司治理改革出现成本增长，但关于哪些属于健全的公司治理披露做法的看法正在趋向一致，<sup>13</sup> 而披露的信息种类也趋于相似。<sup>14</sup> 这可能是由若干因素造成的，其中包括全球对于公司治理问题表现出的兴趣，经合发组织《公司治理原则》和国际公司治理网计划的影响越来越大，为促进更好的管理证券市场而做出的国际努力，越来越广泛地接受《国际财务报告准则》和重要的是，越来越认识到妥善的公司治理做法所带来的附加值。尽管法律来源和治理传统极为不同，但出现了一种日益扩大的依赖披露的趋势，对于披露的内容也越来越趋向一致，并广泛同意董事会对于监督披露的作用。例如，越来越多的认为审计委员会是协助董事会和公司实现透明度目标的最重要的手段，欧洲委员会在 2003 年的《公司治理行动计划》中即对这种观点给予了响应。

19. 美国证券交易委员会和欧洲证券管理委员会就公司治理问题的对话促进了这种趋同的发展。这类对话侧重于就监管机构合作问题的讨论，尤其是对公共会计公司的监督问题。公共公司会计监督委员会披露了一份简报，概括介绍了同非美国会计公司合作的方法并与表现出具有共同目标的许多外国同行展开了对话。<sup>15</sup> 这类对话包括保护投资者，改进审计质量，确保对审计公司的有效和高效监督，帮助公众恢复对审计职业的信任 and 强化资本市场的有效运作。这类对话为欧盟制定出一种里程碑式的欧洲独立审计监督制度建议做出了贡献。<sup>16</sup>

20. 在财务报告领域国际社会的观点趋同发展也在继续。自专家工作组第二十届会议以来，国际财务报告准则和国际审计准则领域出现了一些动态。<sup>17</sup> 2003 年

底，国际会计准则理事会完成了改进项目，根据这一项目，它修订并颁布了 13 项国际审计准则。改进项目的完成使国际财务报告准则更接近于 2004 年 3 月提出一个高质量的改进准则纲要的承诺。这一时间规定为许多宣布朝着国际财务报告准则过渡的国家，其中包括欧盟(从 2005 年初开始)，执行国际财务报告准则/国际审计准则提供了便利。

21. 值得回顾的是，2003 年 9 月，欧洲委员会通过了一项批准国际财务准则/国际审计准则的条例，其中包括截至 2003 年 7 月已经存在的所有对审计准则的解释，而审计准则第 32 条和 39 条及相关的解释除外。2004 年 7 月，欧洲财务报告咨询小组<sup>18</sup> 建议欧洲委员会通过审计准则第 32 条。然而，咨询小组的建议却对审计准则第 39 条保持缄默。某些起草方特别是银行部门对于审计准则第 39 条关于套利会计和活期存款的合理价值会计要求表示严重的关切。

22. 影响到公司治理的国际财务报告准则方面的另一项发展是 2004 年 2 月颁布了关于按股权付款的国际财务报告准则二。<sup>19</sup> 准则二对于决定从事一项按股权付款交易的实体所需财务会计和报告作出了详细规定。它要求一实体在其损益表和财务状况表中体现出股权付款交易的影响。其中包括使雇员可优先认股的交易。

23. 2004 年初，国际会计师联合会下的国际审计和保险准则委员会颁布了一项修订后的国际审计准则(ISA 240) ——关于“审计员在审计财务报表中识别舞弊的责任”。各项准则要求审计员在审计财务报表时对考虑舞弊的危险采取一种更具有前瞻性的态度。准则强调，即便审计员很了解管理层和治理者并具有专业判断力，仍应在审计时自始至终保持职业怀疑态度。<sup>20</sup>

24. 在美国，证券监管机构决定对表 20-F 作出修改，目的在于减少在美国股票交易所上市并且正在转而采纳国际财务报告准则的外国公司的财务报告负担。按照美国证券交易委员会的说法，建议主要针对的是设在欧盟的外国发行商，按照目前的欧盟法律，一般它们须在 2005 财政年度报告中采用国际财务报告准则。根据这一建议，转而采纳国际规则的公司只须向美国的监管机构报告两年的财务结果而不是现行规则所要求的三年。<sup>21</sup>

## 二、公司一级落实良好的公司治理披露做法的现状

### A. 背景和方法

25. 为了便于专家工作组讨论落实公司治理情况披露做法的现状，秘书处对一些公司是如何落实良好的公司治理情况披露做法进行了调查。调查采用了一份披露项目清单作为基准，该清单是根据秘书处为专家工作组第十九届会议编写的题为“公司治理透明度和披露方面的要求”(TD/B/COM.2/ISAR/15)这份文件制定的。以下讨论了这次调查的主要结果。

26. 这次调查挑选了代表不同地理区域和行业的 30 家公司。调查所挑选的国家基于的是以下代表性标准：区域代表性，经济发展的各种水平和资本市场的成熟水平。挑选公司的标准如下：公开交易，公司对国民生产总值的贡献和不同行业的代表性。

27. 由于调查的目的是总的评估落实公司披露的现状，对调查挑选出的公司采取匿名方式。按照联合国的分类，公司代表下列区域和分区域：非洲 4 个，亚洲 7 个，拉美和加勒比 4 个，东欧 7 个，北欧、南欧和西欧 4 个，北美 4 个。

28. 调查只包括公开交易的公司，因为这些公司更便于提供公众可以查询的公司信息。选定的 19 家公司除了在当地的交易所上市外（当地上市），也在国外证券交易所上市（国际上市）。有 7 家公司只在当地的证券交易所上市。就调查而言，“国际上市”一词指既在国外上市也在当地上市的公司。

29. 披露项目核对清单共有 40 个项目，每个项目按一分计算。自 2004 年 5 月 1 日起对选定公司的披露做法进行了分析（以下称调查日）。

30. 用于调查的主要原始资料包括：公司年度报告和公司提交监管机构的文件，其中包括委托书，它们均可从公司的网站上检索到（以下称来源）。监管机构存档文件的例子有：美国证券交易会的表 20-F 和 10-K 和巴西证券委员会的档案资料。有 10 家公司在其公司网站上贴出了提交美国证券交易委员会的存档文件。在这 10 家公司中，有 3 家系美国公司。5 家非美国公司在其公司网站上张贴了表 20-F 存档文件，1 家非美国公司（亚洲地区）张贴了表 10-K 和表 8-K 存档文件。1 家公司除了张贴表 20-F 和年度报告外，还张贴了提交当地证券监管机构的存档文件（拉丁美

洲地区)。12家公司提供了截至2002年的公司近期原始资料，18家公司提供了截至2003年的最新原始资料。

31. 承认虽然调查所选公司的取样规模较小，但分析结果可提供一份有关披露做法的有用快照，并可成为继续在公司一级作出更广泛审查的出发点。

32. 然而，核对清单做法也有其局限性。尤其是定量分析无法捕捉到所选公司内容和质量的范围和不同，而且打分制无法反映出披露项目的重要程度；因为对列在核对清单中的每个项目赋予了同等的份量。

33. 由于其复杂性，现阶段没有将4种披露做法列入核对清单。已感到为了评估这些项目的披露情况，需要有一种比核对清单项目格式更严格的分析。其中包括下列方面的披露做法：处于监督之下的相关方之间的关系；与相关方交易的决策批准程序；公司在资本市场和特殊交易中获得控制权的规则和程序。

## B. 调查生产的主要结果

### 概 述

34. 虽然国家之间和国际上在公司治理守则和准则方面越来越趋向一致，但所选公司的披露做法和披露内容各不相同。

35. 所选公司的大多数披露的信息与披露项目核对清单相符。总的来说，得分最高的公司披露的项目涉及财务结果、会计方针并存在各种治理结构和机制。在最高评分线上，所有入选公司均披露了财务和运营结果，97%的公司披露存在防止利益冲突的治理结构（表1）。较低的分数线涉及到以下方面：与透明度相关的董事会和关键总裁、独立性和证明信任审计员，以及专业方面的发展和业绩表现评估程序。得分最低的披露项目是：备选会计决算的决策和影响（17%）；关于董事会和关键总裁，是否存在并使用咨询机构（23%），以及评估程序（13%）。所有入选公司，无论其所处的地理位置，在这3个项目上都存在着不一致性。

表 1. 所选公司披露项目排名表

披露项目	所有入选公司	只在当地上市	国际上市	2003年原始资料	2002年原始资料
1. 财务和运营结果	100%	100%	100%	100%	100%
2. 治理结构, 例如防止利益冲突的委员会和其他机制	97%	100%	95%	94%	100%
3. 关键会计方针	93%	82%	100%	94%	92%
4. 相关方交易的性质、类型和组成部分	93%	82%	100%	94%	92%
5. “制衡”机制	93%	82%	100%	100%	83%
6. 所有权机构	87%	73%	95%	89%	83%
7. 董事会的组成(总裁和非总裁)	87%	64%	100%	94%	75%
8. 举行年度大会的程序	87%	73%	95%	94%	75%
9. 持股情况的变化	80%	55%	95%	83%	75%
10. 控制结构	80%	73%	84%	78%	83%
11. 控制和相应的证券部分	80%	64%	89%	83%	75%
12. 保护商界利害相关方权利的机制	80%	55%	95%	83%	75%
13. 治理委员会结构的构成和职能	77%	55%	89%	83%	67%
14. 公司目标	73%	64%	79%	72%	75%
15. 董事会的作用和职能	73%	45%	89%	89%	50%
16. 与环境和社会责任有关的政策和业绩表现	73%	55%	84%	78%	67%
17. 风险管理目标、系统和活动	73%	45%	89%	89%	50%
18. 与内部审计员的互动程序	73%	27%	100%	89%	50%
19. 董事会和管理层成员的物质利益	70%	45%	84%	78%	58%
20. 董事会成员的资格和履历	70%	45%	84%	78%	58%
21. 会议日程的提供和可否查询到	70%	36%	89%	83%	50%
22. 董事的义务	67%	18%	95%	83%	42%
23. 继承方面的规划	67%	27%	89%	83%	42%
24. 董事的合同期限	67%	27%	89%	83%	42%
25. 董事聘用合同中的报酬条款	63%	27%	84%	83%	33%
26. 内部监督系统及其有效性	63%	27%	84%	78%	42%
27. 董事报酬的确定和组成	60%	18%	84%	83%	25%
28. 公司的环境和社会责任政策对于可持续性的影响	60%	36%	74%	61%	58%
29. 与外部审计员的互动程序	60%	36%	74%	72%	42%
30. 外部审计员的任命程序	60%	45%	68%	72%	42%
31. 董事会保持独立性情况	57%	18%	79%	78%	25%

32. 董事所持有的董事头衔数量	57%	18%	79%	72%	33%
33. 任命内部审计员的程序	57%	18%	79%	72%	33%
34. 监督权利	53%	53%	53%	53%	53%
35. 是否存在解决董事之间利益冲突的程序	43%	18%	58%	61%	17%
36. 董事会对审计员独立性和人格的信任程度	40%	9%	58%	61%	8%
37. 专业方面的发展和培训活动	27%	9%	37%	44%	0%
38. 报告期间是否提供和使用咨询结构	23%	9%	32%	39%	0%
39. 备选会计决算的影响	17%	9%	21%	28%	0%
40. 业绩评估程序	13%	0%	21%	22%	0%

注：由于公司类别分布不平均，在对不同类型的公司加以比较时应当审慎。

36. 总的来说，应当承认，选定的公司在不同的国家和不同类型的公司之间分布并不均衡，国际上市的公司和提供 2003 年原始资料的公司其分数多高于只在当上市的公司和只提供 2002 年原始资料的公司；所选北美和北欧、南欧和中欧的公司分数高于其他区域。这一趋势的原因包括，与当地的规章条例相比，国际上市条例中的披露要求更严格，2002 年美国 and 欧洲的披露规定做出了修改，而且越来越多的公司自愿加强其披露做法以满足利害相关者的要求。

37. 具体而言，所有国际上市公司，除了披露财务和运作结果外，还披露以下方面的信息：关键会计方针，相关方交易的性质、类型和组成部分（尽管披露并不一定反映出与交易有关的决策过程），“制衡机制”，董事会的组成和与内部审计员的互动程序。在低分数线上，只有 32% 的国际上市公司披露具备并使用咨询机构，21% 的公司披露存在某种效绩评估程序，21% 的公司披露决策过程以及对备选会计决算的影响。

38. 不论是只在当地上市的公司，还是只提供 2002 年原始资料的公司，都没有披露关于是否存在效绩评估程序的内容。此外，仅提供 2002 年原始资料的公司均没有披露以下方面的信息：专业方面的发展和培训活动、咨询机构的提供和使用、决策过程以及备选会计决算的影响。

39. 如表二所显示的，所选公司在披露项目得分上相差范围很大。最多披露项有 40 个，平均分数为 27 分，即 67%，有两个公司得到最高分 38，或达到 95%（一家为美国国际上市公司，原始资料为 2003 年；另一家为亚洲当地上市的公司，原

始资料为 2003 年)。在低分数线上，有 1 家公司得了 7 分，或为 18% (是一家东欧的公司，只在当地上市，原始资料为 2002 年)。

40. 除了通过互联网可广泛检索公司披露的信息外，令人鼓舞的调查结果是在下列方面的披露比例也较高：对企业关键人物的“制衡”机制；相关方交易的性质；所有权结构；内部监督系统及其效率；及董事会的组成。但，调查也突出显示出披露尚为成为普遍做法的这一重要公司治理问题。特别值得关切的是，董事会的业绩评估过程尚未广泛披露。鉴于商业运作和董事会必须处理的问题日趋复杂，投资大众有兴趣了解他们已投资或计划投资的企业董事会成员是否有咨询机构可获得外部专门知识，或开展了专业方面的发展和培训活动。调查还表明，总的来说，发展中国家的公司得分较低。

41. 关于某些披露项目，以下讨论了由调查得出的一些详细结果。

表 2. 所选公司基于 40 个披露项目的排名表

区 域	公司名称	最近的公司报告 <sup>a</sup>	上 市 <sup>b</sup>	累 计 结 果	
				分 数	百 分 比
<b>非 洲</b>					
南部非洲	A1	2003	国 际	32	80%
南部非洲	A2	2003	国 际	26	65%
北 非	A4	2003	国 际	26	65%
东 非	A3	2002	当 地	13	33%
<b>亚 洲</b>					
东南亚	AS6	2003	当 地	38	95%
东南亚	AS4	2003	国 际	35	88%
中南亚	AS3	2003	国 际	33	83%
东 亚	AS1	2003	国 际	32	80%
东 亚	AS5	2003	国 际	32	80%
西 亚	AS7	2002	当 地	16	40%
中南亚	AS2	2003	当 地	10	25%
<b>拉丁美洲</b>					
南 美	LA1	2002	国 际	32	80%
南 美	LA3	2002	国 际	32	80%
中 美	LA4	2002	国 际	31	78%
南 美	LA2	2002	当 地	22	55%
<b>东 欧<sup>c</sup></b>					
东 欧	EE3	2003	国 际	31	78%
东 欧	EE2	2002	当 地	20	50%
东 欧	EE6	2002	国 际	19	48%
东 欧	EE1	2002	当 地	15	38%
东 欧	EE4	2002	当 地	11	28%
东 欧	EE7	2003	当 地	9	23%
东 欧	EE5	2002	当 地	7	18%
<b>北欧、南欧和西欧</b>					
北 欧	N, S, WE1	2003	国 际	36	90%
西 欧	N, S, WE2	2003	国 际	36	90%
西 欧	N, S, WE3	2003	国 际	34	85%
南 欧	N, S, WE4	2002	国 际	30	75%
<b>北 美</b>					
北 美	NA3	2003	国 际	38	95%
北 美	NA1	2003	国 际	37	93%

北美	NA2	2003	国际	36	90%
北美	NA4	2003	当地	30	75%
			平均值	27	67%
			中位数	31	78%
			最高	38	95%
			最低	7	18%

注：a 自调查日起能够获得的公司报告的最近日期。

b 上市是指公司上市的证券交易所地点。

c 东欧代表中欧国家和俄罗斯联邦。

### 财务披露

42. 财务及经营结果和关键会计方针：所有选定的公司均通过本公司在互联网上的网站提供了检索其财务和经营结果的便利，但在 30 家中，只有 27 家在互联网上披露了完整的年度报告或规章制度方面的存档文件。

43. 备选会计决算的影响：只有 17% 的选定公司以透明方式公开了管理层得出某些会计数字和财务影响的推理。例如，只有一家选定的公司披露了备选公允价值评估及其影响。对于承认管理层在编制财务报表时以假定为基础的公司没有给分。

44. 物质利益：70% 的选定公司披露了董事会和经理人员在相关方或影响公司的其他领域中的物质利益，例如证券或股票的持有情况。为调查目的，对经理人员的解释为包括高层经理和关键的总裁。

45. 相关方交易：所选定的公司之间在披露相关方交易问题上各有不同。为调查目的，分析专门侧重说明交易和所涉各方的披露情况。调查并未对决定从事这类交易背后的公司推理或相关方决策过程的披露予以评价。所选公司若披露相关方交易的性质、类型和内容只得一分。93% 的选定公司披露了这一信息。没有披露这一信息的两家公司均为只在当地上市的公司；其中一家提供了 2003 年的公司报告，另一家提供了 2002 年的公司报告。

### 非财务方面的披露

46. 公司目标：选定的公司中更多的是披露关于公司所从事活动方面的信息而非公司目标、战略和目的方面的信息。尽管所有选定的公司均披露了公司说明，但

提供企业商业目标的公司只占 73%，仅有 3 家公司表示股票价值的增长为公司的一项目标，只有两家公司表明股票和股本价值的增长为公司的目标之一。

47. 所有权和持股人的权利：关于所有权和持股人权利的调查结果显示，披露所有权结构和披露权利之间可能存在着差异。从所选公司的类别和根据使用的原始资料看，持股人对其权利的了解不如对所有权结构的了解。这意味着，虽然持股人对所有权结构有所了解，但对于它们相对所有权结构中的所有的权利而言，则了解的甚少。关于公司的所有权，80%的选定公司披露了股票持有、控制结构和控制与相应的证券股本变化方面的信息，但只有 53%的选定公司披露了关于所有权控制权方面的内容。然而，应当指出，所选定的公司可能在此次调查未审阅过的其他资料中披露了持股人权利方面的信息。

48. 获得公司控制权和公司资产的规则和程序：虽然披露获得公司在资本市场和超常交易中的控制权的规则和程序不属于核对清单分析之列，但应指出，按照公司一般接受的会计原则，所选定的公司披露了交易所用的会计方针和方法。

49. 治理结构和政策：调查结果表明，所选定的公司在披露是否存在治理机制和披露这类机制的透明度和有效性信息方面存在着很大的差别。虽然 97%的选定公司披露存在治理结构，93%的选定公司披露董事会与关键经理人员之间存在某种制衡制度或问责机制，但只有 87%的公司披露了董事会的构成（包括总裁和非总裁），77%的公司披露了治理结构的组成和职能，73%的公司披露了董事会的作用和职能，只有 57%的公司披露了为保持董事会的独立性所做的努力，例如，独立成员代表的配额要求和对利益冲突的强制性披露。

50. 董事会成员与关键总裁：调查结果显示，所选定公司中董事会的透明度水平不同，并证明了国际上市公司的得分高于只在当地上市公司的得分这一倾向。70%的选定公司披露了每一名董事会成员的资格和履历，而 67%的选定公司披露了董事的责任，57%的公司披露了董事所担任的董事头衔和其他职务。在 21 家披露董事资格和履历的公司中，16 家为国际上市公司。在披露董事义务和董事头衔数量的选定公司中，只有两家为当地上市的公司。

51. 18 家选定的公司（占 60%）披露了董事个人或整体薪酬水平的确定和构成，在披露这一信息的公司中，16 家为国际上市公司。67%的选定公司披露了董事的合同期限和董事会成员以及关键总裁的替换计划。对那些披露存在这一计划，或

对这种计划作出一般性描述而非详细描述的公司打一分。63%的选定公司披露了与薪酬有关的报酬条款（例如优先认股计划）。

52. 只有 43%的选定公司披露了关于是否存在解决董事会成员之间利益冲突的程序，85%的公司为国际上市公司。这类程序的例子包括利益冲突的强制性披露，以及凡存在利益冲突时不得参与活动。

53. 如表一所显示的那样，选定公司的绝大部分，尤其是当地上市公司在披露董事会的专业发展和培训、咨询机构和业绩评估方面得分最低。

54. 关于雇员和其他利害相关方的实际问题：80%的选定公司披露了存在保护企业中利害相关方权利的机制。该披露项目的解释是，包括除持股人以外的利害相关方，例如雇员、顾客、债权人和供应商。这类机制的例子包括董事会中的工会代表、与供应商的协议、债务协议和雇员股权计划。

55. 环境和社会管理：73%的选定公司披露了与环境和社会责任有关的公司政策和业绩，但在大多数情况下，公司的政策和业绩与其影响之间的关系难以察觉。所选定的公司在披露内容方面各不相同。个别公司披露了具体的自然环境目标，而其他公司更多地披露了雇员培训和保健方案以及/或对自然环境和社区做出的贡献。60%的选定公司还表明，促进公司社会和环境责任的政策对公司的可持续性具有影响。产生影响的例子包括清洁的自然环境，对公司资源的有效利用，改善与雇员和供应商的关系，以及社区所表现出的善意。

56. 实际可预见的风险因素：73%的选定公司披露了危机管理目标、系统和活动，例如为处理市场风险而设立的公司实体和财务手段。公司若既披露了各种风险因素，又披露了存在管理危机职能的具体公司结构则多加一分。

57. 内部监督机制：63%的选定公司披露了有关内部监督系统及其有效性方面的信息。19 家公司披露已对公司内部的监控和程序的效率作出了评估。19 家公司中的 10 家在张贴于公司网站上的提交美证交会备查文件中披露这一信息。11 个未披露这一信息的公司中有 8 个是当地上市的公司。

58. 审计员的独立性：虽然只有 12 个选定公司（占 40%）在一份陈述中披露了董事会相信审计员的独立性及其人格未受到损害，但所有选定公司，一家除外，均在其年度报告或其他人事文件中披露了“独立审计员报告”的完整内容。在 12 家披露这项说明的公司中，11 家为国际上市公司，1 家为只在当地上市的公司。

59. 所选定的公司披露与内部审计员的互动 (占 73%) 多于同外部审计员的互动 (占 60%); 所选定的公司披露任命外部审计员的程序(占 60%)多于任命内部审计员的程序(占 57%)。公司典型披露的是某种治理结构的作用和由其负责的程序, 最常见的是审计委员会, 和持股人运用权利的程序。内部审计员的任命程序涉及批准程序, 常常包括一个用于任命的审计委员会。互动过程包括会议和审查形式的监督和评估活动。

60. 年度大会: 在选定的公司中, 没有一项披露是否有和能否取得股东大会的议程。70%选定的公司披露了如何获得会议日程的信息。

### 三、披露公司治理情况对于增加 可持续的股东价值的作用

61. 落实良好的公司治理做法和披露这种做法通常意味着成本的增加。如果管理层和持股人确信良好的公司治理和披露做法可以持续方式增加股票的价值就会愿意支付这种多余的费用。可是直接设想存在这种积极的关系。以实证为基础表明存在这种关系较为困难, 因为难以确定公司治理和披露做法的哪些具体方面更能为增加企业的长期价值做出贡献。但是, 多年来, 以此为目标进行了一些研究, 其中提供了积极关系的诸多证据。

#### A. 对一些实证研究结果的概述

62. 1998年由 Millstein 和 MacAvoy 对美国大型公开交易公司九十年代初期董事会的研究表明, 从投资回报上看, 治理得好和治理得差的公司业绩表现相差超过 25%。具备一个专业董事会和不具备这样一个董事会的公司在公司附加值业绩表现方面的差距按五年期中的年回报百分比计算, 达 4.94%<sup>22</sup>。

63. 不透明问题\*, 其中公司治理和披露做法具有重要作用, 所具有的影响超出了微观一级。在 2001 年发表的一篇研究报告中, PricewaterhouseCoopers 制订了

---

\* 不透明是指世界资本市场和国家经济中缺乏清晰、准确、正规、容易察觉和普遍接受的做法。不透明指数是对五个方面缺乏透明度作出的一种计算, 其中包括会计准则和由公司、银行和政府发布的信息方面的不透明。

一项不透明指标，将若干因素纳入考虑，例如腐败、法律制度、经济政策和环境、会计和报告以及规章制度。<sup>23</sup> 这项研究表明，不透明抑制了数量相当大的外国直接投资流入发展中国家。这份研究估计，不透明副作用的代价相当于对外国直接投资的一项隐性附加税。例如，一个分成 20 份的不透明系数的增加相当于公司所得税增加约 16%。对外国直接投资的抑制有可能增加这类经济中企业的资本成本，并减少持股人以及整个经济的附加值。

64. 里昂信贷银行亚洲证券公司对 25 个新型市场和 18 个部门中的 495 家企业公司治理情况作出的研究显示，虽然新兴市场中 100 家最大的企业总平均回报（按美元计算）为 127%，但公司治理排名位于最高四分之一档次的公司，其回报高出一倍，达 267%。<sup>24</sup> 这项研究还显示，公司治理评分高的公司的证券回报率也高，这类公司具有最高的资金比例和升水价值。

65. McKinsey 公司 2002 年作出的一项调查报告说，绝大多数投资人愿意为治理得好的公司支付加价。<sup>25</sup> 多达 73% 的回答者表示，他们愿意为治理得好的公司多付 27% 的加价。

66. Bhattachary 和其他人的研究 (2003 年)<sup>26</sup> 对 34 个发达国家以及新兴市场的特征披露做法作出了分析并显示，缺乏披露或不透明与证券资本费用增加和证券市场交易量下降有关。研究表明，在全面衡量收入不透明度中，如果从 25% 这一档次上升到 75% 一档，按股息收益率衡量，证券成本增加 2.8%，若使用一种国际资产定价系数模式，证券成本增加 3.2%，类似的百分比档次变化也会伴随股票市场年交易量下降 8.8%。作者表示，上述影响无论对于经济还是对于统计都是十分重要的。

67. 最近由经合发组织对其成员国公司治理情况编写的一份调查报告对一些关于公司治理做法和公司经济业绩表现的研究作出了讨论。<sup>27</sup> 一份由 Gompers、Ishii 和 Metrick 编写的研究引述了九十年代对约 1500 家公司作出分析的调查，并提供了公司治理与股票收益表现之间联系的证据。根据这一研究，买具有最强的持股人权利公司的股票并出售此权利最弱的公司股票的投资战略本可以多赚(不正常)8.5% 的回报。

68. 以上讨论的研究介绍了衡量良好的公司治理做法和披露这种做法对于影响企业业绩表现和长期增加股票价值的不同方法。一些研究考虑到了微观一级的因素，而其他则考虑到了宏观一级的的问题。这一研究在不同程度上突出显示了问题的

复杂性和这次结果的局限性。然而，这个问题具有重要的政策影响，并关系到落实。鉴于它的重要性，值得对它作进一步的分析和审议。

#### B. 选定公司的反馈意见

69. 作为公司一级调查的一部分，要求选定的公司填写围绕公司披露做法对于增加的价值和可持续性问题的不属名调查表。调查表除其他外，请选定的公司报告关于公司披露做法的变化，这种变化的动机，公共对所披露的信息的了解情况，公司披露改变的方面，以及自从落实改变后的披露做法以来公司运作或公司财务方面的变化。30%的选定公司提供了答复，其结果表明公司对于提高公司披露做法持肯定态度。

70. 7个对调查表作出答复的选定公司举出外部利害相关方或监管机构的要求为公司扩大披露做法的缘由。就单个公司来看，答复可能会对增加公司透明度和披露做法的潜在影响提供启发。所有答复者报告说，增加披露为公司带来净收益。答复者们提供了公司在扩大披露做法之后所遇到的积极变化的例子。这种变化的例子包括：投资者信心的提高，管理能力的改善，投资活动的增加，与雇员、供应商和顾客关系的改善以及较易融资和费用减少。

71. 总的来说，对调查表的答复是一种令人鼓舞的意见反馈，反映出良好的公司治理披露做法对企业效绩具有积极影响，且能增加股东价值。为了得出更全面的结论，应当做出努力以调查表为基础对更多的公司进行取样。

### 四、进一步改进公司治理披露做法面临的挑战

72. 尽管最近在改革公司治理情况披露做法方面呈现出积极进展，但就落实改革而言仍存在着一些挑战。<sup>28</sup>

73. 一方面，各地区和每个国家在公司治理改革方面遇到不同的挑战和执行时间表各异。在拥有最发达的证券市场的国家中，无论是公司还是监管机构或其他机构，均感到需要时间来适应所发生的重大变革。<sup>29</sup> 同时，在许多发展中国家，尽管已付出相当大的努力，但某些基本的体制能力，例如执法能力仍需受到重视。

74. 另一方面，鉴于全球资本的流动性，发展中国家可能面临较为先进的市场所面临的同样类型的挑战，它们可能具有加速这些发展中市场国家公司治理改革进

程的效果，并促进这一领域的国际趋同发展。在不断一体化的全球经济中，全世界一个地区的公司治理发展将带动世界其他地区出现类似的发展。

75. 虽然对良好的公司治理做法的好处持以越来越多的共识，但在国家和公司如何落实新的公司治理做法方面却存在着挑战。许多发展中国家的法律和规章制度虽然载有必要的基本内容，但正式条文与做法之间常常存在着巨大的鸿沟，它意味着这些国家需要特别重视执行机构。例如，对于公开交易的公司来说，国际财务报告准则作为通则获得越来越多的承认。然而，规则的要求——即便被认为遵守国际会计准则——和实际做法之间却存在着相当大的差距。弥合这一鸿沟需要会计和审计专业领域更好的监管和自我约束，加强对会计师、审计师和监管机构人员进行培训，以及更好地执行证券交易上市要求。<sup>30</sup>

76. 凡公司治理结构历来高度集中且证券市场又欠发达的国家，公司在执行方面的挑战可能更多。在这类国家中，因所有权集中，加之对持股人的保护薄弱和披露不充分，对持股人的权利和滥用权利问题可能会产生更大的关切。<sup>31</sup>

77. 公司对于数量不断增加的规章制度变化的吸收能力并非是有限的。2003-2004年，监管机构开始集中注意董事会中的两个关键委员会，即任命委员会和薪俸委员会。此举恰逢许多公司仍然处于对涉及审计委员会、董事的独立性和透明度要求等新规则的调整时期。

78. 良好的公司治理需付出代价，而这些代价似乎正在上升。各种研究开始不仅对善治的好处而且对代价也予以量化。根据芝加哥 **Foley & Lardner LLP** 所作的调查，对于调查中的年收入不足 10 亿美元的公共公司来说，《萨氏法案》通过之后，其公开上市平均成本增加了一倍以上，每年几乎达到 3 百万美元。<sup>32</sup> 这一调查还发现，被调查的五家公司中就有一家考虑鉴于新的公司治理和披露改革将改制为非公开公司。虽然自《萨氏法案》之后并未出现明显的停止上市现象，但纽约股票交易所负责人 **John Thain** 将外国上市公司的剧减，办事拖拉和分级行动诉讼的部分原因归咎于《萨氏法案》。<sup>33</sup> 小部分治理守则现已承认，由于特别是小公司所受到的严重资金限制，将相应修改它们的建议。<sup>34</sup>

79. 对董事会抱以越来越大的期望使得工作更具有挑战性并使个人失误的后果更为严重。可以预料，代理咨询公司和监管机构将会对董事会更加严厉，尤其是在独立性和基于股本的薪俸方面。<sup>35</sup> 因此董事会成员正在对他们满足新的期望的能

力表示怀疑。今后限制董事会成员的数量有其实际的必要性，而且还预示，有意愿和有能力的董事将会出现稀缺。

80. 现已越来越多地承认，需要有庇护公司职员中“内部揭发人”的机制，他们冒着丧失生计的危险揭发公司的违规行为。根据美国公共信任与私人企业理事会委员会会议 2003 年 1 月 9 日就会计和审计发布的“调查结果和建议”引述的一份研究<sup>36</sup>，69%的内部揭发人丢掉了职位或责令退休。内部揭发人在确保公司治理系统正常运作方面可发挥重要的作用。越来越多的国家现在要求公司制定程序，受理并答复内部揭发人的意见并保护他们免遭报复。典型的要求包括审计委员会需制订调查公司违规行为的程序，开通雇员与监管人员的电话线和电子邮件地址。

81. 虽然需要新的披露信息，但必须更重视清晰介绍公司治理情况的问题。尽管现行规定造成报告数量的增加，但无论是公司还是监管人员都没有充分重视清晰问题和用户有效处理信息的能力。将来监管机构和投资人可能要求以通俗易懂的语言获得企业信息。与此相关的挑战是能让使用者获得有意义的额外信息。如果使用者无法有效处理和使用信息，则披露的信息量的增加无法带动透明度的增加。<sup>37</sup>

82. 此外，对加速披露和归档以及为投资者提供实时信息的要求可能给公司、董事会和监管人带来挑战。虽然大多数市场要求上市公司一旦掌握重要信息即尽快披露，但实际做法差别相当大。

## 五、结 论

83. 落实公司治理披露做法的速度和程度正在受到各种现行趋势的影响。目前在大多数成员正在继续审查和加强总体上的公司治理情况，尤其是其透明度和披露做法。当前，落实公司治理披露做法似乎是一项“有进展的工作”。

84. 因此，专家工作组不妨继续审议公司治理披露做法的落实情况。除了本报告中提到的各点之外，由专家组第十九届会议概述的对广泛落实良好的公司治理披露做法的调查，可为评估该领域所取得的进展以及修订现有的良好做法清单提供有用的投入。恰如本报告所述，关于良好的公司治理披露做法对企业的经济表现和股东长期价值的增加的实证反馈资料可能对落实的程度会具有积极影响。专家工作组不妨在今后的届会上审议这个问题。

## 注 释

<sup>1</sup> 委员会致欧洲理事会和议会的公函，“更新欧盟内的公司法和加强公司治理——一项推进计划”，COM (2003) 284 定稿。

<sup>2</sup> 欧洲委员会 IP/03/715。

<sup>3</sup> 指示 2003/71/EC。

<sup>4</sup> 2001 年 6 月，欧洲委员会成立了欧洲证券监管机构委员会，作为执行金融服务行动计划的两个关键委员会之一。该委员会的目的是：(1) 促进证券监管机构之间的协调；(2) 作为一个咨询小组协助欧盟委员会起草证券领域执行措施草案；(3) 努力确保成员国更一致和及时地执行欧盟立法。在欧盟关于国际财务报告准则条例中特提到该委员会作为欧盟委员会就执行问题与成员国联络机构。

<sup>5</sup> 关于美国证券交易委员会的活动或公告方面的更多信息，可查阅其网站：<http://www.sec.gov/>。

<sup>6</sup> 关于美国证券交易委员会全部更新规则，见美国证券交易委员会网站：<http://www.sec.gov/>。关于规则，可查阅监管行动：发布的最后规则。

<sup>7</sup> 关于新规则，见纽约股票交易所网站：[www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf)

<sup>8</sup> <http://www.gao.gov/new.items/d04216.pdf>

<sup>9</sup> 见 [http://www.pcaobus.org/rules\\_of\\_theboard.asp](http://www.pcaobus.org/rules_of_theboard.asp)

<sup>10</sup> *International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice: The Americas, Europe, Asia, Africa, Australia*, Weil, Gotshall and Manages, LLF, 2003.

<sup>11</sup> 法国私营企业协会——法国企业运动该守则是对其前身 Vienot 一和二以及 Bouton 守则的更新。

<sup>12</sup> <http://www.worldbank.org/ifa/rosc.html>.

<sup>13</sup> *International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice: The Americas, Europe, Asia, Africa, Australia*, Weil, Gotshall and Manages, LLF, 2003.

<sup>14</sup> *The Role Of The Board In Disclosure: An Examination Of What Codification Efforts Say*, Richard Frederick, OECD South-Eastern Europe Corporate Governance Roundtable on Transparency and Disclosure: Implementation and Enforcement, June 2004.

<sup>15</sup> PCAOB Briefing Paper, “Oversight of Non-US Public Accounting Firms”, 28 October 2003, PCAOB release No. 2003-020.

<sup>16</sup> 24 June 2004 Testimony of William McDonough before US House of Representatives Panel, per US Mission to the EU website at: <http://www.useu.be>.

- <sup>17</sup> International Accounting Standards Board (IASB) (2004), *International Financial Reporting Standards*, London.
- <sup>18</sup> <http://www.efrag.org>.
- <sup>19</sup> International Accounting Standards Board (IASB) (2004), *International Financial Reporting Standards*, London.
- <sup>20</sup> ISA 240 can be downloaded from the IFAC web site at <http://www.ifac.org>.
- <sup>21</sup> US Mission to the EU website at <http://www.useu.be>.
- <sup>22</sup> “The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporations” , Millstein I and Paul W. MacAvoy, *Columbia Law Review*, Vol. 98: 1238, pages 1283-1321, New York, United States of America, 1998.
- <sup>23</sup> “PwC's Opacity Index: A Powerful New Tool for Global Investors” , Lipsey, R , *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, pages 35-44, Sept/Oct 2001, 2001.
- <sup>24</sup> *Saints & Sinners: Who Has Got Religion?* , Credit Lyonnais Securities Asia, 2001.
- <sup>25</sup> *Global Investors Opinion Survey*, McKinsey and Company, July 2002.
- <sup>26</sup> “The World Price of Earnings Opacity” , Bhattacharya, U., H. Daouk, and M. Welker, *Accounting Review*, Vol. 78, No. 3, pages 641-678, 2003.
- <sup>27</sup> *Corporate Governance: A survey of OECD countries*, OECD, Paris, 2004.
- <sup>28</sup> For analysis of implementations issues on corporate governance disclosure, see also “Major issues on implementation of corporate governance disclosure requirements” , Report of the UNCTAD secretariat, twentieth session of ISAR, October 2003.
- <sup>29</sup> *Global Proxy Report*, Davis Global Advisors.
- <sup>30</sup> 同上
- <sup>31</sup> 同上
- <sup>32</sup> *The Impact of Sarbanes-Oxley on Private Companies, and the Cost of Being Public in the Era of Sarbanes-Oxley*, Foley & Lardner, Chicago, 2004.
- <sup>33</sup> *Wall Street Journal*, May 27, 2004
- <sup>34</sup> “The Role of the Board in Disclosure: An Examination of What Codification Efforts Say” , Richard Frederick, OECD South-Eastern Europe Corporate Governance Roundtable on Transparency and Disclosure: Implementation and Enforcement, June 2004.
- <sup>35</sup> “Leading Proxy Advisory Firm to Scrutinize Executive Compensation and Board Responsibility” Press Release, Institutional Shareholder Services, 8 January, 2004. Rockville, Maryland.

<sup>36</sup> Rothschild J. and T. D. Miethe, “Whistle-Blower Disclosures and Management Retaliation, ” *Work and Occupations*, Vol. 26, no. 1, (February 1999), p. 120.

<sup>37</sup> Thomson Financial, CCBN, *Improving Corporate Transparency: More Data is Not the Answer*, J. Paul Carey & Jeffery P. Parker, 2002.

-- -- -- -- --