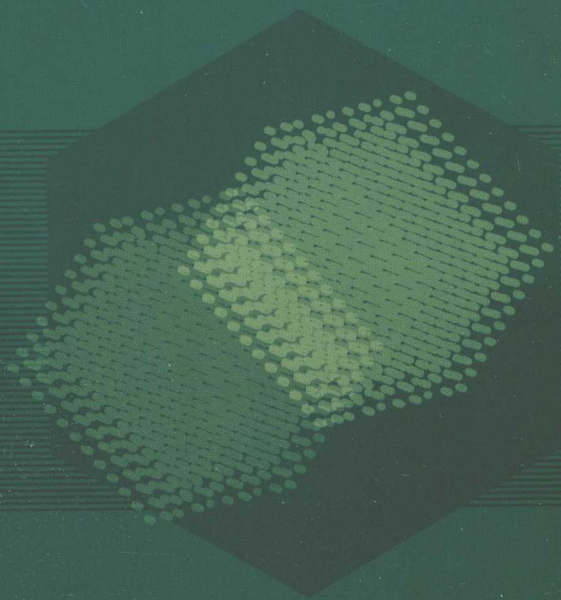


萨班斯法案、内部控制与 公司治理效率

——基于中国赴美上市公司的实证检验

SABANSIFAAN, NEIBUKONGZHI YU
GONGSI ZHILIXIAOLÜ

陈 燕 / 著

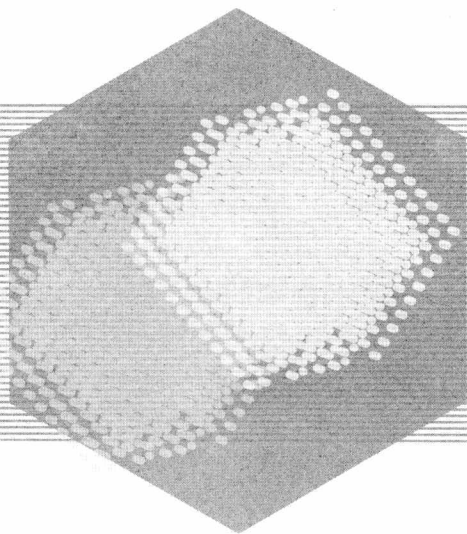


萨班斯法案、内部控制与 公司治理效率

——基于中国赴美上市公司的实证检验

SABANSIFAAN, NEIBUKONGZHI YU
GONGSI ZHILIXIAOLÜ

陈 燕 / 著



 首都经济贸易大学出版社
· 北 京 ·

图书在版编目(CIP)数据

萨班斯法案、内部控制与公司治理效率:基于中国赴美上市公司的实证检验/陈燕著. —北京:首都经济贸易大学出版社,2010.9

ISBN 978-7-5638-1841-9

I. ①萨… II. ①陈… III. ①公司—企业管理—研究
IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 130226 号

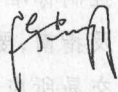
萨班斯法案、内部控制与公司治理效率——基于中国赴美上市公司的实证检验
陈 燕 著

出版发行 首都经济贸易大学出版社
地 址 北京市朝阳区红庙(邮编 100026)
电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)
网 址 <http://www.sjmcb.com>
E-mail publish@cueb.edu.cn
经 销 全国新华书店
照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部
印 刷 北京地泰德印刷有限责任公司
开 本 787 毫米×960 毫米 1/16
字 数 244 千字
印 张 12.75
版 次 2010 年 9 月第 1 版第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-5638-1841-9/F·1052
定 价 26.00 元

图书印装若有质量问题,本社负责调换
版权所有 侵权必究

序 言

德勤中国华北区主管合伙人



《萨班斯法案、内部控制与公司治理效率》是陈燕同志紧密联系理论与实践的一部专著。在《萨班斯法案、内部控制与公司治理效率——基于中国赴美上市公司的实证检验》论文和即将出版的这本书中,作者采用规范理论分析、实证回归分析方法,考察了萨班斯法案颁布前后的经理人代理成本、大股东对中小股东的隧道行为以及企业绩效,为萨班斯法案影响企业公司治理的有效性提供了有力的经验证据,同时,支持了境外上市捆绑理论,并为最近兴起的“法与金融学”的研究提供了有益的补充。

作者首先运用规范研究方法阐述内部控制、公司治理理论以及法律捆绑效应,随后运用多元线性回归分析以及 Tobit 模型提炼研究假设,并选用国内同行业规模类似的上市公司作为赴美上市公司的控制样本,以 2000 至 2005 年赴美上市公司为分析样本,对萨班斯法案在降低经理人代理成本、抑制大股东的隧道行为以及提升企业绩效三方面的作用进行了计量检验;把上市公司分为仅在国内上市的公司和同时在美国和内地 A 股市场上市的公司,以管理费用率和总资产周转率度量经理人的代理成本,以第一大股东持股比例、第 2~5 大股东持股比例之和、股东大会出席率、关于董事长是否兼任总经理的虚拟变量、每年董事会会议次数、外部董事比例、是否设置审计委员会、金额最高的前三名高管的报酬总额以及由这些指标构成的公司治理综合指数来度量公司内部治理的水平,以关联交易和控股股东资金占用度量控股股东的隧道行为,以净资产收益率和总资产收益率衡量企业绩效,分别运用单变量和多变量分析方法,考察萨班斯法案对公司治理效率的影响以及上市地对外国公司的法律捆绑效应。

本书提供了加强制度环境建设能够帮助企业改善微观治理环境以及境外上市的法律和声誉捆绑效应的理论与经验证据,具有一定的政策意义:

其一,鉴于内部控制是企业公司治理的一个重要组成部分,提出了应当进一步加强内部控制建设的建议。在完善内部控制规范的同时,应加强对内部控制评价的规制建设。有必要完善内部控制建设体系,由财政部内部控制标准委员会制定《企业内部控制基本规范》、《企业内部控制具体规范》及指南,要求与指导企业建立内部控制。此外,上海证券交易所和深圳证券交易所应进一步明确对上市公司的相关要求。进一步,相关专业部门要完善内部控制评价体系,例如,由中国注册会计师协会制定、完善《企业内部控制评价规范》,明确企业内部控制评价的方法、范围和内部控制评价的报告与披露。

其二,为监管者提高监管效率、改善监管效果提供了新的对策和思路。无论在我国还是在西方国家,监管者均将会计准则作为解决代理问题的重要举措,但是事实证明,会计准则的“围、堵”并不能真正减少代理问题,只能使代理问题呈现出新的形式。我国可以进一步加强资本市场监管方对企业内部控制、公司治理和风险管理方面的监管,在制定相关制度、法规基础之上,加大违规成本,从而使监管方达到遏制代理行为的目的。财政部、国资委、证监会、深交所和上交所等应通盘考虑如何协调制定相关法律法规。

总之,本书通过对企业内部控制和风险管理的完善如何帮助企业实现价值增值的论述,明确了:①确保公司的战略重点与各业务和职能部门、董事会、关键客户、关键供应商、战略合作伙伴沟通体系的有效性;②通过不断加强监督和监管,可以有效地降低经理人代理成本和控股股东代理成本,进而全面提升企业的经营效率和效果,大大地改善企业绩效以及企业在资本市场上的表现。这就为企业建立内部控制长效管理机制,包括搭建长效管理机构、汇报机制和完善日常监控手段等提供了证据和实践的参考。

摘 要

安然、世通等一系列严重摧残投资者心灵、打击投资者信心的会计经济犯罪丑闻案件的爆发,促使美国国会在2002年7月通过了《2002年公众公司会计改革和投资者保护法》(Sarbanes-Oxley Act of 2002,后简称萨班斯法案),以达到保护投资者的目的。萨班斯法案明确要求赴美上市公司必须建立有效的内部控制体系,管理层要对其有效性作出声明,审计师要对公司内部控制的真实性作出鉴证。萨班斯法案自2002年颁布实施至今,是否如立法时所预期的那样,公司内部控制、治理效率得到提高,公司经理人代理成本得以降低,大股东对中小股东的隧道行为有所收敛?这些问题一直困扰着企业界领导和监管机构的官员。

学术界对以上问题的反应尚不一致。有些学者认为,萨班斯法案包含了最彻底的方法来完善企业的公司治理、财务报告、审计等功能,为资本市场和上市公司带来了积极效应。然而,也有些学者对此持消极态度,怀疑萨班斯法案的有效性。他们认为,建立内部控制体系给上市公司带来了巨额成本,超越了市场自我调控的机制,而且没有直接影响和改进内部控制和公司治理效率。迄今为止,萨班斯法案已经实施了7年多。澄清萨班斯法案对企业公司治理效率提高的作用以及验证境外上市的“法律捆绑”效应,便成为本书的写作动机。本书从三个方面验证了萨班斯法案的法律捆绑效应以及对提高公司治理效率的促进作用:一是萨班斯法案要求公司建立内部控制,是否确保了内部控制有效并降低了经理人的代理成本;二是萨班斯法案如何降低或抑制大股东对中小股东的隧道行为;三是萨班斯法案最终是否达到了提升企业绩效的目的。

本书采用规范理论分析和实证回归分析的研究方法,考察萨班斯法案颁布前后经理人的代理成本、大股东对中小股东的隧道行为以及企业的绩效。首先,运用规范研究方法阐述内部控制、公司治理理论以及法律捆绑效

应。随后,运用多元线性回归分析以及 Tobit 模型提炼研究假设,并选用国内同行业规模类似的上市公司作为赴美上市公司的控制样本,以 2000 至 2005 年赴美上市公司为分析样本,对萨班斯法案在降低经理人代理成本、抑制大股东的隧道行为以及提升企业绩效三方面的成效进行计量检验。把上市的公司分为仅在国内上市的公司和同时在美国和内地 A 股上市的公司,以管理费用率和总资产周转率度量经理人代理成本,以第一大股东持股比例、第 2~5 大股东持股比例之和、股东大会出席率、关于董事长是否兼任总经理的虚拟变量、每年董事会会议次数、外部董事比例、是否设置审计委员会、金额最高的前三名高管的报酬总额以及由其构成的公司治理综合指数来度量公司内部治理水平,以关联交易和控股股东资金占用度量控股股东的隧道行为,以净资产收益率和总资产收益率衡量企业的绩效,分别运用单变量和多变量分析方法,考察萨班斯法案对公司治理效率的影响以及上市地对外国公司的法律捆绑效应。

在萨班斯法案对经理人代理成本影响方面,本书发现:第一,萨班斯法案颁布后,由于赴美上市公司受到法律硬性捆绑,与非赴美上市公司相比,确保了内部控制设计的建立并使之运行有效,加大了管理层违规操作的难度和违规操作的责任成本,因此,管理层减少了违规操作的动机;第二,萨班斯法案颁布后,与非赴美上市公司相比,赴美上市公司的信息透明度更高,公司管理层更加致力于提升经营管理水平,提升公司治理效率。综合而言,基于境外上市的捆绑假设以及外部治理效应,遵循萨班斯法案的赴美上市公司,其经理人代理行为的改善程度显著高于非赴美上市公司。

在萨班斯法案抑制大股东的隧道行为方面,本书从理论与实证的角度证实了萨班斯法案的颁布能有效地抑制控股股东运用关联交易“掏空”上市公司的行为,使得上市公司和控股股东之间的商品和劳务交易、资产与股权交易、为母公司提供资金、为母公司提供担保和抵押以及控股股东的资金占用等行为显著降低,这为法律捆绑理论假设、投资者保护理论以及“法与金融学”理论提供了有效的实证检验数据。

在萨班斯法案提升企业绩效方面,本书研究发现:第一,萨班斯法案颁布后,与非赴美上市公司相比,赴美上市公司在完善法人结构治理方面,从第一大股东持股比例、第 2~5 大股东持股比例之和、股东大会出席率、董事

长与公司总裁二职兼任(虚拟变量)、每年董事会会议次数、外部董事比例、审计委员会的设立(虚拟变量)以及由此而构成的综合指数看,法案颁布前后公司治理水平的差异显著,并具有稳健性。第二,通过充分发挥法律捆绑效应,萨班斯法案能够提高公司治理效率,从而可以在控制公司规模、行业影响因素的情况下,提升企业绩效。

总体来看,本书为萨班斯法案对公司治理效率的影响提供了理论解释和经验证据。一方面,通过规范公司治理,以及确保内部控制体系设计与运行的有效性,减少了经理人代理成本和大股东的隧道挖掘行为,提高了资源使用效率和公司治理效率,最终促进了企业绩效的提升。在理论上,本书重新诠释了法律对上市地公司的捆绑效应问题。通过构建多元经济计量模型,验证了随着上市地对上市公司监管的更加严格,经理人的责任成本加大,因而违规动机和违规操作会得以收敛。另一方面,大股东的隧道行为也得到了抑制,从而降低了代理成本,提高了公司的治理效率。同时,也说明萨班斯法案的颁布能有效地抑制控股股东通过一系列关联交易“掏空”上市公司的行为,使得上市公司和控股股东之间的商品和劳务交易、资产与股权交易、为母公司提供资金、为母公司担保和抵押以及控股股东的资金占用等行为显著降低。这就为捆绑理论假设、投资者保护理论以及“法与金融学”理论提供了有效的实证检验数据。

本书的创新之处在于:

首先,本书研究发现,萨班斯法案的颁布,通过法律的捆绑效应,影响了在美国上市公司的治理效率。本书以中国赴美上市公司为研究样本,以境内上市公司为配对分析对象,对比治理效率的显著变化程度,检验萨班斯法案的颁布有没有达到预期的效果以及政策的经济后果。这就为我国资本市场证券监管制度的改革指明了方向,为最近兴起的“法与金融学”的研究提供了有益的证据。

其次,本书从一个全新的视角,即从萨班斯法案要求在美上市公司设计和运行有效的内部控制体系,从而改善公司治理这个角度,对当前的热点研究话题——控股股东利用公司治理“掏空”上市公司的研究提供了有益补充。具体体现在:第一,有效的内部控制和完善的公司治理结构加大了经济资源在内部人与外部投资者之间转移的难度,有助于降低经理人的代理成

本。第二,本书研究发现,基于境外上市捆绑假设和外部治理效应,萨班斯法案的遵循,使得赴美上市公司大大减少了大股东占用上市公司资金和关联交易,其成效显著高于非赴美上市公司,能有效抑制控股股东利用公司治理“掏空”上市公司,这也为最近兴起的“法与金融学”研究提供了有益的补充。

再次,本书研究发现,萨班斯法案颁布后,投资者在法律上受到了更强的保护,公司外部和内部治理水平均得到了很大的改善,进而有效地改善了企业绩效,为 LLSV(1997)、Dyck(2001)关于投资者保护强弱对企业绩效影响的理论提供了有益的证据。为了反映企业绩效的提升是否是由公司治理带来的,本书在设置是否赴美上市、萨班斯法案颁布前后的年份以及对二者进行交互计量分析的基础上,加入了公司治理变量,结果发现,这对3个指标的系数均产生了影响,充分验证了境外上市的外部治理效应,为公司治理水平提升和有效地促进企业绩效的提升提供了重要依据。

最后,考虑到公司治理的潜在内生性问题,本书在实证分析的过程中,通过加入遗漏重要变量等方法,尽可能控制潜在的内生性问题,使得本书的结论具有更高的稳健性。

总之,本书提供了萨班斯法案影响公司治理效率的理论解释与经验证据。萨班斯法案的遵循,要求赴美上市公司通过建立内部控制体系以及完善公司治理条款,其结果是提高了公司的治理效率,进而促进了企业绩效的改善。

主题词: 萨班斯法案 境外上市 内部控制 公司治理

Abstract

Confidence of investors was heavily destroyed by a series of business and accounting scandals, such as Enron and WorldCom. It made the US Congress pass the Sarbanes-Oxley Act in 2002, clarifying that listed companies of USA must set up effective internal control system, declared by managers and verified by auditors, aiming at protection of investors. But has corporate internal control and governance got better as the legislation originally expected since the implementation of the Sarbanes-Oxley Act in 2002? Does management back off from manipulating earnings through affiliated transactions and reduce the practices of tunnel-digging practices?

Answers to these questions varied among financial and accounting communities. While some researchers give the Sarbanes-Oxley Act the credit for the active response on improving the capital market and public companies in corporate governance, financial reporting and auditing. Some scholars remain negative about the Sarbanes-Oxley Act, saying that what its regulations impose huge costs upon public companies without improving their internal control, corporate governance and profitability. Till now, the Act has been implemented for over five years. To clarify the improvement on corporate governance by the Act and to verify the effect of law batch on listed oversea are main drivers of writing this paper. Three aspects to study the effect of law batch on improving corporate governance efficiency are as follows: first, the Act requests internal control efficiency to reduce representative cost; second, how compliance of the act reduces practices of tunnel-digging; third, whether it improved business performance.

The author, starting from both theoretical and empirical approaches, examines the role of Sarbanes-Oxley Act in curbing their tunnel-digging practices and

affiliated transactions, listed companies' internal control and corporate governance, tunnel-digging practices and business performance. First, theoretical research was used, to illustrate internal control, corporate governance, law and finance theory, law batch effect. Second, multiple linear regression and Tobit model were used, under research assumptions, taking Chinese public companies of similar size and within the same industries as the control sample and Chinese companies listed in the US stock market from 2000 to 2005 as the experimental sample, the author continued with an empirical study seeking to reveal the impact of the Sarbanes-Oxley Act upon corporate governance, tunnel-digging practice, earning quality and business value as well as its influence upon the capital market. Dividing listed companies into only state listed company and only US listed company, using management fee ratio and total turnover rate to measure representative cost, using top shareholder ratio, top 5 ratio, present ratio, whether director is manager, size of board, frequency of board meeting every year, external director ratio, whether has audit committee, salary top 3 ratio to constitute corporate governance complex index. It can measure corporate internal governance, tunneling practices by affiliated transaction, dominance shareholder occupying. Net assets return ratio and total assets return ratio are the measurements of business performance. Single and multiple variable methods were used to examine the Act effect on corporate governance and law batch effect varying from different listed places for foreign companies.

In terms of improving business performance, the major findings in this paper go as follows: First, in the wake of the Sarbanes-Oxley Act, Chinese companies listed in the US stock market have established and implemented efficient internal control mechanism, with increased efforts made to strengthen the board of directors governance. There exists noted difference between Chinese companies going public in the US stock market and the domestically listed ones in the stake held by the biggest shareholder, combined stake by the second to fifth largest shareholders, shareholders' meeting attendance, concurrent holding of posts of board chairman and president (virtual variable), size of the board of directors, board

meetings held each year, proportion of external board directors in all, and auditing committee (virtual variable) as well as the composite index encompassing all these factors after the Sarbanes-Oxley Act was implemented. Second, by pushing US-listed companies to establish and implement efficient internal control mechanism and therefore increasing the relevance of accounting information in evaluating and measuring the effort on the part of the management, the Act increased the transparency and reliability of accounting earning information.

To summarize, based upon a thorough review of the impact of the Sarbanes-Oxley Act upon the tunnel-digging practice by controlling shareholders, the author proved both theoretically and empirically that the Sarbanes-Oxley Act is effective in curbing the tunnel-digging practice by controlling shareholders through affiliated transactions, as evidenced by the considerable decrease in the goods, asset and equity transactions among related parties. Additionally, there is less misappropriation of funds by controlling shareholders within public companies. The empirical analysis in this paper validates the binding hypothesis, investor protection theory and the "law and finance" theory.

The book comes up with new research findings and results as follows:

One, the book discovers that, Sarbanes-Oxley Act influences the governance efficiency and business value of the companies listed in the US stock market by improving the capital market and product system and public governance.

Second, in a new angle of view, outward regulation institute requirement on designing and implementing an effective internal control system pushes the improvement of enterprise governance. Further more, research conclusion provide testified evidence for the Tunneling behavior of the control shareholder. There are two key findings, one is that the difficulties enhancement in economy resources transfer between insider and outward investor can effectively restrain tunnel the listed company; the other is that providing beneficial attestation of that tunneling could result in the enhancement of the fund raising cost and recently arisen Law and Finance theory.

Third, as Sarbanes-Oxley Act enacted, investor's right is strongly protected

by law because the Enterprise value is increased due to the improvement of outward and internal governance. That provided beneficial evidence for the research by LLSV (1997), Dyck (2000) on the investors' protection degree influence enterprise value. In order to attest that the improvement of enterprise performance is whether brought by the improvement of corporate governance, I design variable of whether be on listed in US, the year of Sarbanes-Oxley Act enact and the mutual variable between them. Their coefficients were all influenced. In hence, that shows that the improvement of enterprise is brought by the improvement of corporate governance. In addition, that provided beneficial evidence for that the corporate could improve the enterprise value and its share price. So the compliance of Sarbanes-Oxley Act effectively improved the outward and internal governance environment by means of restraining insider earning management behavior. So information disclosure was improved to a greater extent.

Forth, considering the internal mutual relationship among variables, I add omission important variable and use settled effective regression etc to control the influence by it. So the conclusion of my dissertation is more convictive.

In conclusion, that dissertation research provided beneficial theory and empirical evidence for the Act positive effect on corporate governance. Compliance of USSOX make listed companies on US must design internanl control system and improve governace environment effectively. Furthly that accelerated improvement of those companies' performance.

Key words: Sarbanes-Oxley Act Cross Listing Internal Control
Corporate Governance

目 录

1	导 言	1
1.1	研究背景与意义	1
1.1.1	研究背景	1
1.1.2	理论意义	5
1.1.3	实践意义	6
1.2	研究目标与动机	7
1.3	研究问题的界定	9
1.3.1	内部控制	9
1.3.2	公司治理	10
1.3.3	政府监管与制度环境	13
1.3.4	境外上市	14
1.4	研究方法	15
1.5	本书的框架	16
2	文献综述	20
2.1	内部控制	20
2.2	经理人代理成本	24
2.3	控股股东隧道行为	28
2.4	企业价值	31
2.4.1	内部治理与企业价值	32
2.4.2	外部治理与企业价值	34
2.5	萨班斯法案	35
2.6	本章小结	39

3 制度背景	41
3.1 萨班斯法案	41
3.1.1 内部控制	44
3.1.2 公司治理	46
3.2 国外企业内部控制	52
3.2.1 美国	52
3.2.2 加拿大	54
3.2.3 英国	54
3.2.4 其他国家和地区	55
3.3 我国企业内部控制	55
3.3.1 我国企业内部控制现状	55
3.3.2 我国企业内部控制规制	57
3.4 我国企业境外上市	60
3.4.1 企业改制和建立现代企业制度	60
3.4.2 满足不断增长的融资需求	62
3.4.3 境外资本市场规模和声誉吸引许多企业境外上市	62
3.5 本章小结	63
4 理论基础	65
4.1 公司治理分析框架	65
4.2 内部控制理论框架: COSO I 框架	71
4.2.1 内部控制框架	71
4.2.2 内部控制评价	75
4.2.3 内部控制实施效益	76
4.3 内部控制对公司治理的作用机理	77
4.3.1 内部控制对控股股东治理的作用机理	77
4.3.2 内部控制对董事会的治理作用机理	78
4.3.3 内部控制对内部监督的治理作用机理	79
4.3.4 内部控制对经理层的治理作用机理	81
4.3.5 内部控制与信息披露的治理作用机理	84

4.3.6	内部控制与利益相关者治理	85
4.4	本章小结	86
5	治理效率:经理人代理成本视角	87
5.1	理论分析与研究假设	87
5.2	研究设计	92
5.2.1	样本选择与数据来源	92
5.2.2	变量定义	92
5.2.3	基本回归模型与描述性统计	95
5.3	实证结果及分析	97
5.3.1	单变量分析	97
5.3.2	多变量分析	97
5.4	稳健性检验	101
5.4.1	采用其他度量经理人代理成本的指标	101
5.4.2	考虑计提坏账准备和存货跌价准备的影响	102
5.4.3	Winsorizing 处理	103
5.5	本章小结	103
6	治理效率:控股股东代理成本视角	104
6.1	理论分析与研究假设	104
6.1.1	控股股东的代理问题	104
6.1.2	控股股东的隧道挖掘行为	105
6.1.3	研究假设	107
6.2	研究设计	109
6.2.1	样本选择与数据来源	109
6.2.2	变量定义	110
6.2.3	基本回归模型与描述性统计	114
6.3	实证结果及分析	118
6.3.1	单变量分析	118
6.3.2	多变量分析	121

6.4	稳健性检验	125
6.4.1	对资金占用指标的调整	125
6.4.2	对关联交易是否具有剥削性质的检测	126
6.5	本章小结	127
7	治理效率:企业绩效提升视角	128
7.1	理论分析与研究假设	128
7.1.1	内部治理	130
7.1.2	外部治理	130
7.1.3	企业绩效	132
7.2	研究设计	133
7.2.1	样本选择与数据来源	133
7.2.2	变量定义	134
7.2.3	基本回归模型与描述性统计	137
7.3	实证结果与分析	141
7.3.1	单变量分析	141
7.3.2	多变量分析	145
7.4	稳健性检验	148
7.4.1	企业绩效的其他估计方法	148
7.4.2	Winsorizing	150
7.5	本章小结	150
8	结论与建议	151
8.1	本书主要研究结论	151
8.2	本书的特色与研究创新	153
8.3	研究启示与政策建议	154
8.4	研究局限与未来的研究建议	156
	参考文献	157
	后 记	187