

本著作得到中国博士后基金项目（20080430782、2013M531975）、
中央高校基本科研业务费研究专项项目（sqky201226）
以及昆吾九鼎投资管理有限公司科研项目的资助。

审计委员会、公司治理与 投资者利益保护 ——基于中国上市公司的经验证据

Audit Committee, Coporation
Governance and Investor Pretection
—— Empirical Evidence from Chinese
Listed Companies

向锐 著

本书在借鉴和综合关于审计委员会公司治理问题的现有研究成果的基础上，
结合中国特殊的制度背景和市场环境，
运用委托代理理论、信息不对称理论和资源依赖理论的分析方法，
揭示公司治理结构中通过引入审计委员会可以在一定程度上抑制内部人控制和
大股东对中小股东利益的侵害，并在此基础上构建起有关审计委员会、
公司治理与投资者利益保护研究的较为完整、综合的理论框架。



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press



本著作得到中国博士后基金项目(20080430782、2013M531975)

中央高校基本科研业务费研究专项项目(sqky201226)

以及昆吾九鼎投资管理有限公司科研项目的资助。

审计委员会、公司治理与 投资者利益保护 ——基于中国上市公司的经验证据

Audit Committee, Coporation
Governance and Investor Pretecton
—— Empirical Evidence from Chinese
Listed Companies

向锐 著



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

审计委员会、公司治理与投资者利益保护——基于中国上市公司的经验证据/向锐著. —成都:西南财经大学出版社,2014.6

ISBN 978-7-5504-1440-2

I. ①审… II. ①向… III. ①上市公司—审计—组织机构—研究—中国
②上市公司—企业管理—研究—中国③上市公司—投资者—权益保护—研究—中国 IV. ①F239.22②F279.246③F832.48

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第120797号

Shěnjì Wěiyuánhùi、Gōngsī Zhìlǐ yǔ Tóuzīzhě Lìyì Bǎohù——Jīyú Zhōngguó Shàngshì Gōngsī de Jīngyàn Zhèngjù

审计委员会、公司治理与投资者利益保护——基于中国上市公司的经验证据

向锐著

责任编辑:李霞湘

助理编辑:魏轩

封面设计:杨红鹰

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街55号)
网 址	http://www.bookej.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028-87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	170mm×240mm
印 张	16.75
字 数	305千字
版 次	2014年6月第1版
印 次	2014年6月第1次印刷
书 号	ISBN 978-7-5504-1440-2
定 价	49.00元

1. 版权所有,翻印必究。

2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

序（一）

公司审计委员会这一制度设计，源于公司外部审计程序的缺陷导致的审计质量问题，虽在20世纪40年代已由美国证券交易委员会（SEC）明确提出，但在随后的较长时期内一直未受到应有的重视。安然事件的发生再次为审计委员会制度的发展注入了一剂强心针，美国相继颁布了《萨班斯-奥克斯利法案》和《与上市公司审计委员会相关的准则》，欧美其他国家也不断效仿完善审计委员会制度，强化其内部监督职责。我国的审计委员会制度起步较晚，审计委员会制度的建立和完善是在借鉴国外的做法的基础上不断探索的过程，其间会有这样那样的问题和“不适”现象。向锐同志的《审计委员会、公司治理与投资者利益保护——基于中国上市公司的经验证据》一书在这个大背景下，结合我国资本市场发展的特点，对审计委员会设立的影响因素，以及审计委员会制度在提高公司治理效率以及保护投资者利益方面的作用机制，进行了深入探讨，具有较强的理论和现实意义。

通读全书后，我认为向锐同志的专著在以下几个方面是有创见的：

第一，在制度背景分析的基础上，综合运用代理理论、信息不对称理论、资源依赖理论等，从审计委员会对投资者利益保护的视角出发，并结合我国上市公司特殊的制度背景、治理结构实际存在的情况，构建了一个完整的理论框架。

第二，结合我国证券市场的实际，围绕审计委员会是为了“改善公司治理结构”这一主线，立足代理理论分析框架，考察终极所有权结构、治理环境对我国上市公司自愿设置审计委员会行为的影响。这些关于审计委员会设立影响因素的研究结论为推进上市公司治理结构改革、实现投资者利益保护提供了经验证据。

第三，基于中国特殊的制度背景，全面考察了公司股权结构、董事会结构、市场化程度和公司特征对审计委员会特征的影响，以及审计委员会特征对

“真实”业绩的影响作用。这些都为优化我国审计委员会结构提供了参考。

第四，开创性地就我国上市公司自愿设立审计委员会进行财富效应研究，弥补了我国对上市公司审计委员会、公司治理与投资者利益保护的关系从财富效应方面进行研究的理论缺憾。研究发现上市公司审计委员会设立事件向市场投资者传递了公司治理方面的利好消息，增强了投资者对市场的信心，具有财富效应。

第五，从审计委员会性别多元化、女性董事特征这一独特的视角，研究审计委员会对公司治理效率的影响。研究发现审计委员会性别多元化在公司治理中具有积极的作用，以及女性董事的不同特征表现出了不同治理作用。这同样为审计委员会制度的完善和审计委员会结构的优化提供了经验证据。

这部著作是向锐同志在他的博士后研究报告基础上完善和增加相关内容后完成的。书中综合运用会计学、审计学、金融经济学、信息经济学相关理论和知识，充分体现了向锐同志在理论研究方面的功底和造诣，而实证分析中灵活运用各类统计方法进行多角度的剖析和解释也展现出他在科学研究过程中孜孜以求的严谨作风。作为一名年青学者，向锐同志的研究态度是值得称赞的，我也衷心祝愿他在今后的学术研究道路上越走越好。

是为序。

郭复初

2014年5月28日

于西南财经大学

序（二）

审计委员会作为一种治理机制，近 20 年来在西方国家的公司治理实践中具有重要的地位，特别是随着安然（Enron）、世通（WorldCom）、施乐（Xerox）等系列公司财务丑闻事件的发生变得更加突显。中国作为经济转型和新兴市场经济国家，审计委员会在近十年来也成为人们讨论公司治理机制的热点问题之一，而且中国治理实践为理论研究提供了极为丰富的且与西方国家颇为不同的经验材料。然而，对中国审计委员会的治理实践进行解释和理论创新的专著至今尚不多见。向锐博士所撰写的《审计委员会、公司治理与投资者利益保护——基于中国上市公司的经验证据》在这方面作了十分及时、有益的尝试，无疑具有重大的现实意义。

《审计委员会、公司治理与投资者利益保护——基于中国上市公司的经验证据》是一个创新性研究成果，在学术上的建树是多方面的：该书在系统总结我国和西方公司治理实践经验和理论研究成果的基础上，综合运用代理理论、信息不对称理论和资源依赖理论，从投资者利益保护的视角，构建了一个“审计委员会、公司治理与投资者利益保护”理论框架；围绕审计委员会是为了“改善公司治理结构”这一主线，立足代理理论分析框架，考察了终极所有权结构、治理环境对我国上市公司自愿设置审计委员会行为的影响；基于中国特殊的制度背景，全面考察了审计委员会特征的影响影响及其对“真实”业绩的影响；开创性地就我国上市公司自愿设立审计委员会进行了财富效应研究，弥补了我国在财富效应方面进行研究的理论缺憾；从审计委员会性别多元化、女性董事特征这一独特的视角，研究了审计委员会对公司治理效率的影响。这些结论为审计委员会制度的完善和审计委员会结构的优化提供了经验证据。

作为本书作者硕士和博士研究生导师，悉本书能够出版我深感欣喜，希望他在未来的学术研究中不骄不躁，再上一个台阶。

冯建

2014年5月28日

于西南财经大学

前 言

自 2002 年安然事件以来，审计委员会作为公司治理结构中的重要制度安排，受到了全球的关注。美国国会于 2002 年颁布《萨班斯—奥克斯利法案》（简称 SOX 法案），进一步强化了审计委员会的监督责任，美国证券交易委员会（SEC）于 2003 年 4 月颁布了《与上市公司审计委员会相关的准则》（*Final Rule Standards Relating to Listed Company Audit Committees*），对审计委员会赋予了新的职责，以期通过审计委员会制度更好地完善公司治理，确保财务报告质量。与此同时，英、法、加、澳等国以及欧盟也纷纷效法美国对已有的审计委员会制度进行修订，从而在全球范围内掀起了审计委员会制度变革的热潮。

在我国，2002 年 1 月 2 日，中国证券监督管理委员会（以下称“证监会”）和国家经济贸易委员会（以下称“经贸委”）联合颁布了《上市公司治理准则》，明确指出上市公司可以根据自身情况在董事会中设立审计委员会。该项制度的出台旨在逐步完善我国上市公司治理机制和抑制“一股独大”和“内部人控制”对外部中小股东的利益侵害，提高财务信息质量。虽然目前这项自愿进行的基于审计委员会的公司治理改革尚在进行中，但其是否能达到提高公司治理效率的预期目标，已跳入我国学者的研究视野。

由于中国上市公司治理环境存在特殊性，这些源于西方实践的审计委员会理论能否在中国上市公司治理实践中实现“本土化”，已成为理论界和实务界关注的热点。然而，当前我国学术界在这一领域的经验研究还处于起步阶段，既没有完整的理论框架，也没有稳健的经验结论，特别是在审计委员会、公司治理与投资利益保护方面的经验研究还非常有限，如我国上市公司实施审计委员会制度的情况如何？上市公司设立审计委员会的动因是什么？审计委员会能否抑制管理者侵占股东的利益的行为？审计委员会特征是否影响公司治理效率？这些问题为本书的研究提供了空间和契机。

本书在制度背景分析的基础上,综合运用代理理论、信息不对称理论、资源依赖理论等,从控制权、信息优势、制度约束等方面,构建出一个研究审计委员会、公司治理与投资者利益保护的研究框架。本书的研究内容主要包括七个方面,具体如下:

第一,结合中国上市公司的特殊制度背景,围绕审计委员会是为了“改善公司治理结构”这一主线,从终极所有权结构、治理环境的角度提出了有关中国上市公司自愿设立审计委员会的基本动因假设,并对这些动因假设进行检验。研究发现:我国上市公司终极控股股东的控制权、控制权与所有权的分离度与审计委员会设立都存在显著为负的关系,终极所有权、终极产权性质与审计委员会设立却存在显著为正的关系;在国有控股的上市公司中,终极控制权、终极所有权以及分离度与审计委员会设立之间的相关关系尤为显著,而在非国有上市公司这些变量之间不存在显著的相关关系;跨境上市与审计委员会设立存在显著为负的关系;市场化进程、政府干预程度和法制水平与审计委员会设立存在着不显著的相关关系;董事会领导结构与审计委员会设立存在显著为负的关系;董事会独立性与审计委员会设立存在显著为正的关系;董事会规模、监事会规模与审计委员会设立都存在显著为正的关系;董事会会议频率、监事会频率与审计委员会设立都存在显著为正的关系。

第二,运用事件研究的方法,并确定以事件窗口期前120天到前16天的资料为估计期,并考察市场审计委员设立事件公告日前后15天的财富效应,以反映投资者对这一事件的评价。研究发现,上市公司审计委员会设立在事件的(-15,15)天内都有正的CAR,尤其是在事件公告日的短期时间窗口有显著为正的CAR。但是,从影响因素来看,在事件公告日前的短期窗口,非国有上市公司比国有上市公司对CAR有更为显著的正向影响;在事件公告日前的短期窗口,非亏损上市公司比亏损上市公司对CAR有更为显著的正向影响。总体来讲,上市公司的审计委员设立在事件公告日前的短期窗口的确存在着短期财富效应。

第三,紧密结合我国特有的制度背景,考察了公司股权结构、董事会结构、市场化程度和公司特征对审计委员会特征的影响,并在此基础上,进一步考察了审计委员会的规模和独立性对审计委员会财务专长的影响。研究发现,董事会规模、董事会独立性、公司规模、经营现金流与审计委员会规模之间有着显著为正的关系,而市场化程度与审计委员会规模之间有着显著为负的关系;股权集中度与审计委员会独立性之间存在着显著的U形关系,管理者持股与审计委员会独立性之间存在着显著的倒U形关系,董事会独立性与审计

委员会独立性之间存在着显著为正的关系，董事会规模、经营现金流与审计委员会独立性之间有着显著为负的关系；管理者持股与审计委员会财务专长之间存在着显著的U形关系，董事会独立性、经营现金流与审计委员会财务专长之间有着显著为负的关系，而市场化程度与审计委员会财务专长之间有着显著为正的关系；审计委员会规模与审计委员会财务专长之间有着显著为负的关系，而审计委员会独立性与审计委员会财务专长之间有着显著为正的关系。

第四，考察了审计委员会特征（审计委员会规模、女性董事、独立性和财务专长）对真实业绩的影响，并在此基础上，进一步探讨了在考虑实际控制人性质、法制化水平的约束条件下，审计委员会特征对真实业绩的影响。研究发现，审计委员会的规模和财务专长与真实业绩之间存在着显著为正的关系，而审计委员会的女性董事和独立性与真实业绩之间没有显著的影响关系。在考虑实际控制人性质、法制化水平的约束条件之后，进一步检验还发现，审计委员会的规模和财务专长对真实业绩的正面影响在国有控股公司显著高于非国有控股公司；审计委员会的规模和财务专长对真实业绩的正面影响在法制化水平低的公司显著高于法制化水平高的公司。

第五，以审计委员会中女性董事规模、至少存在一名女性董事和女性董事比率度量审计委员会性别多元化，考察了审计委员会性别多元化对审计费用的影响，并进一步探讨了在考虑产权性质和管理控制权的约束条件下，审计委员会性别多元化对审计费用的影响。研究发现，审计委员会性别多元化与审计费用之间呈负相关关系；审计委员会性别多元化与审计费用的负相关关系在非国有企业中显著强于国有企业；审计委员会性别多元化与审计费用的负相关关系仅限于管理控制权弱的企业中，而当管理控制权强时，审计委员会性别多元化与审计费用的负相关关系完全消失。进一步分析发现，当管理控制权弱时，国有企业和非国有企业的审计委员会性别多元化与审计费用之间存在一定的负相关关系，而当管理控制权强时，国有企业和非国有企业的审计委员会性别多元化与审计费用之间的负相关关系均不存在。

第六，拓展以往对审计委员会的研究范畴，以审计委员会女性董事个人特征为研究视角，实证考察了我国审计委员会女性董事对公司透明度的影响，并在此基础上进一步探讨了法制化水平对审计委员会女性董事个人特征与公司透明度之间关系的影响。研究发现，女性董事的学术职业背景对公司透明度有显著为正的影响，女性董事的年龄对公司透明度有显著为负的影响，女性董事的财务专长和学历对公司透明度没有显著的影响；然而进一步研究发现，审计委员会中女性董事的学术职业背景、年龄与公司透明度之间的显著影响关系仅存

在于在法制化水平较低地区的上市公司中，而在法制化水平较高地区的上市公司中，审计委员会中的女性董事个性特征对公司透明度的显著影响关系完全消失。

第七，本研究实证检验了审计委员会女性董事特征对高质量外部审计需求的影响，并在此基础上进一步探讨了终极产权性质对审计委员会女性董事特征与高质量外部审计需求之间关系的影响。研究发现，女性董事的教育水平和学术背景对高质量外部审计需求有显著为正的影响，女性董事的多重身份对高质量外部审计需求有显著为负的影响，而女性董事的财务专长、年龄、政府背景、会计事务所背景和企业背景对高质量外部审计需求没有显著的影响作用。进一步研究发现，审计委员会中女性董事的教育水平与高质量外部审计需求之间的显著关系在国有与非国有企业均存在，而多重身份和学术背景对高质量外部审计需求的显著影响关系仅存在于非国有企业。

以上研究结论表明，我国上市公司审计委员会能够在一定程度上发挥监督作用，但由于现阶段我国正处于经济转轨时期，审计委员会的预期作用尚未完全有效地发挥出来。为此，我国应进一步建立、健全上市公司审计委员会制度，深入推动产权制度改革，并不断完善我国资本市场的法制环境，以促进审计委员会更加有效地履行监督职责，最终实现对投资者利益的保护。

与以往的研究相比，本书的创新与发展主要体现在以下几个方面：

第一，结合中国上市公司的制度背景和存在的问题，本书首次为审计委员会、公司治理与投资者利益保护关系问题提供一个完整的研究框架。国外对这一问题的研究都是建立在国家层面上的，基本是从法律对投资者保护的角度出发，研究不同国家法律体系的不同所导致的公司治理和投资者利益保护的差异（La Porta et al.，1998；200；2002）。而本书将研究建立在企业层面上，综合运用代理理论、信息不对称理论、资源依赖理论等理论，从审计委员会对投资者利益保护的视角出发，通过理论分析并结合我国上市公司特殊的制度背景、治理结构实际存在的情况，构建一个完整的理论框架，为经验研究奠定基础。

第二，结合中国证券市场的现实情况，立足代理理论分析框架，运用描述性统计和多元分析的方法考察终极所有权结构、治理环境对我国上市公司自愿设置审计委员会的影响。这些审计委员会设立影响因素的研究发现为实现投资者利益保护，进行上市公司治理结构的改革提供了经验证据。

第三，运用事件研究方法，对我国上市公司自愿设立审计委员会的财富效应进行研究，发现上市公司审计委员会设立事件向市场投资者传递了公司治理方面的好消息，增强了投资者对市场的信心，导致财富效应的出现。对这一问

题的研究无论是在选题上还是研究设计上都具有开创性，填补了我国对上市公司审计委员会、公司治理与投资者利益保护的关系从财富效应方面进行研究的理论空白。

第四，基于中国特殊的制度背景，运用多元回归的研究方法，考察了公司股权结构、董事会结构、市场化程度和公司特征对审计委员会特征的影响，以及审计委员会特征（审计委员会规模、女性董事、独立性和财务专长）对“真实”业绩的影响作用。这些研究结论将为我国审计委员会结构的改革提供经验证据。

第五，收集相关数据，对审计委员会性别多元化、女性董事特征的治理效率（审计费用、公司透明度和高质量的外部审计需求）进行实证研究，发现审计委员会性别多元化在公司治理中具有积极的作用，以及女性董事的特征表现出了不同的治理作用。对这些问题的研究具有开创性，填补了我国对上市公司审计委员会、公司治理与投资者利益保护的关系从女性董事方面进行研究的理论空白。

第六，本书研究综合运用了会计学、审计学、金融经济学、信息经济学、市场微观结构理论、产业组织理论、公司金融理论的相关知识，充分体现了跨领域研究、多学科交融的特点。

本书是在我博士后研究报告的基础上，经过修改完成，在本书写作过程中得到许多老师、同学、朋友的关心和帮助，恕我不能一一将他们的名字列出，在此一并表示感谢。由于本人研究能力的局限及研究课题的前沿性，书中可能存在疏漏之处、观点不当之处，恳请各位专家、学者批评指正。

向锐

2014年2月18日

于四川大学商学院

目 录

1	导论 / 1
1.1	研究背景 / 1
1.2	研究意义 / 3
1.3	逻辑结构 / 4
1.4	研究内容 / 5
1.5	研究目标 / 7
1.6	概念框架 / 7
1.7	研究方法 / 13
1.8	研究的主要创新与发展 / 14
2	制度背景与理论基础 / 16
2.1	制度背景 / 16
2.2	理论基础 / 22
3	文献综述 / 26
3.1	国外文献综述 / 26
3.2	国内文献综述 / 34

4	终极所有权结构、公司治理环境与自愿设立审计委员会 /	38
4.1	自愿设立审计委员会的制度背景 /	38
4.2	文献回顾 /	40
4.3	理论分析与研究假设 /	42
4.4	研究设计 /	50
4.5	实证结果与分析 /	56
4.6	研究结论 /	67
5	审计委员会设立的财富效应 /	69
5.1	引言 /	69
5.2	理论分析与研究假设 /	69
5.3	研究设计 /	72
5.4	实证结果与分析 /	76
5.5	横截面多元回归分析 /	85
5.6	研究结论 /	89
6	审计委员会特征的影响因素 /	90
6.1	引言 /	90
6.2	文献回顾与研究假设 /	90
6.3	研究设计 /	95
6.4	实证结果与分析 /	96
6.5	稳健性检验 /	101
6.6	研究结论 /	105

7	审计委员会特征与“真实”业绩 /	106
7.1	引言 /	106
7.2	理论分析与研究假设 /	107
7.3	研究设计 /	109
7.4	实证结果与分析 /	112
7.5	进一步分析与稳健性检验 /	115
7.6	研究结论 /	125
8	审计委员会性别多元化与审计费用 /	127
8.1	引言 /	127
8.2	文献回顾与研究假设 /	128
8.3	研究设计 /	131
8.4	实证结果与分析 /	132
8.5	进一步分析与稳健性检验 /	140
8.6	研究结论 /	144
9	审计委员会女性董事个人特征与公司透明度 /	145
9.1	引言 /	145
9.2	理论分析与研究假设 /	146
9.3	研究设计与描述性统计 /	149
9.4	实证结果与分析 /	152
9.5	研究结论 /	158
10	审计委员会女性董事特征与高质量外部审计需求 /	160
10.1	引言 /	160

10.2	理论分析与研究假设 /	161
10.3	研究设计 /	164
10.4	实证结果与分析 /	166
10.5	稳健性检验 /	172
10.6	研究结论 /	181
11	结论、启示和未来的研究方向 /	182
11.1	主要结论 /	182
11.2	相关启示 /	185
11.3	研究的局限性和未来研究的方向 /	186
	参考文献 /	188
	附录 /	212
附录 1	《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》 (2008 年) /	212
附录 2	《上市公司治理准则》(2002 年) /	216
附录 3	《董事会专门委员会实施细则》(2002 年) /	226
附录 4	《证券公司年度报告内容与格式准则》 (中国证券监督管理委员会公告〔2008〕1 号) /	235
附录 5	《关于做好上市公司 2009 年年度报告及相关工作的公告》 (中国证券监督管理委员会〔2009〕34 号) /	244

1 导论

1.1 研究背景

Jensen 和 Meckling (1976) 基于分散所有权结构研究了公司内部经理人与外部分散股东之间的代理冲突。而最近几十年来, 公司治理 (Corporate Governance) 作为解决现代公司所有权和控制权分离问题的制度安排, 在全球范围内受到了理论界和实务界前所未有的关注。以公司所有权和控制权为核心的公司治理问题之所以受到普遍关注并得以形成全球浪潮, 不仅在于它是现代公司运行、管理和可持续发展的必要条件, 还在于它在很大程度上决定公司的效率 (La Porta, 2002)。国外学者的经验研究发现, 无论是股权集中还是股权分散的公司, 代理问题总是存在, 并不同程度损害投资者的利益 (La Porta, 1999; Bebchuk et al., 2000)。一些学者从审计委员会的视角深入探讨在各国不同的所有权和控制权形态下如何提高公司治理水平, 促进资本市场的健康发展。

审计委员会在公司治理中的重要性由来已久。审计委员会制度最早起源于美国, 由 20 世纪 30 年代美国著名的迈克森·罗宾逊药材公司倒闭案所引发, 并于 70 年代得到正式确立和推广。根据国际经验, 审计委员会在公司内部治理结构中具有重要的地位。它代表董事会承担有关财务报告过程、内部控制和公司治理的监管职责并能提高审计师的独立性, 避免审计师与管理层的勾结。作为公司治理的一个机制, 有效的审计委员会还能帮助公司确认、评价和控制风险。随着安然、世通等事件的发生, 审计委员会的作用得到社会各界的进一步重视, 投资者迫切要求以更有效的审计委员会为途径来提高财务报告质量。美国国会于 2002 年颁布《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act, 简称 SOX 法案), 进一步强化了审计委员会的监督责任, 第 301 条规定上市公司必须设立审计委员会, 并且审计委员会全部由独立董事组成, 至少要有一名以上财务专家, 就是对此情