



Sun Yat-sen
(Zhongshan) University
中山大学

会计前沿系列
Accounting Frontier Series

公司治理 与资金使用效率

◎ 唐清泉 著



中国财政经济出版社

会计前沿系列

公司治理与资金使用效率

——我国设立独立董事的效果研究

唐清泉 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理与资金使用效率/唐清泉著. —北京: 中国财政经济出版社,
2007.2

(会计前沿系列)

ISBN 978-7-5005-9643-1

I. 公… II. 唐… III. 股份有限公司—企业管理—研究—中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 006638 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 17.75 印张 289 000 字

2007 年 3 月第 1 版 2007 年 3 月北京第 1 次印刷

印数: 1—2 060 定价: 32.00 元

ISBN 978-7-5005-9643-1/F·8373

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

国家自然科学基金项目
(项目批准号：70272021)

总 序

五年前，我们开始组织出版一套《中山大学会计论丛》（共10种）。这套丛书的稿源相对来说比较广泛，有的是自选课题的研究著作、有的是基金项目研究成果、有的是在博士学位论文的基础上整理而来的，出版之后受到同行的普遍肯定。这对我们既是一种鼓励，更重要的是一种鞭策。

自2000年以来，中山大学会计学系的教师在原有自选课题的基础上，又陆续承担了一批211建设项目、国家自然科学基金项目、国家社科基金项目和教育部分人文社科规划项目等。与自选课题相比，基金项目以集体合作性研究为主，研究的起点高、要求高，经费有保障，对促进人才队伍建设和科学研究都起到了较大的作用。目前，这些国家级项目已基本完成，为了推广其研究成果，这次，我们特在中山大学管理学院20周年院庆之际，再次组织出版这套丛书，将汇集近年来中山大学会计学系的教师在完成上述基金项目之后的主要研究成果。

我们注意到，近年来我国的会计研究发生了许多新的变化。其中的一个变化是会计研究得到越来越多的基金资助。据不完全统计，“十五”计划以来，仅国家自然科学基金资助的会计（含财务）研究项目就超过60项，国家社科基金和教育部分“十五”人文社科规划项目资助的会计研究项目也大幅度增加。此外，财政部通过会计准则委员会和中国会计学会也资助了过百项的会计研究项目。基金资助不仅为会计研究提供了较充足的科研经费，也推动了集体合作性研究的发展，拓展了会计研究的领域，并改变着我们传统的研究方法。

就中山大学会计学系的情况看，由于有一批基金项目，同学科和跨学科教师之间的合作加强了，科研团队的建设取得了进步，合作研究的成果也越来越多了；由于有一批基金项目，会计研究的领域也从过去偏重于会计基本理论问题，拓展到资本市场会计研究、公司治理理论与案例研究、新经济和

技术环境下的会计问题研究、国际会计研究、审计理论与案例研究、现代公司财务理论研究等；由于有一批基金项目，案例研究、实证研究等也慢慢发展起来了。

严格说来，我国的基金项目及其研究成果目前仍处于起步和发展阶段。本来许多基金指南都要求资助创新性，特别是具有原始性创新的研究。对会计科学研究而言，创新可以从以下四个方面来理解：提出新的会计理论、新学说、新方法；进行开创性的研究工作；在前人（也包括自己）工作的基础上有所发现，有所发明，有所前进；将国际上会计科学前沿理论、方法与中国会计实际相结合，创造性地发展理论方法。对照上述标准，本套基金项目丛书无论是选题还是实施和最终的成果都还存在较大的距离。我们组织出版这套基金项目丛书的主要目的一是交流和相互学习；二是找出差距，明确未来的发展方向，争取对我国会计理论的发展和繁荣做出应有的贡献！

是以为序。

魏明海

2005年1月于美国匹兹堡寓所

前 言

在现代企业中，大股东和中小股东从产权性质上看本应同属于股东，共同享有公司的剩余索取权。但大股东拥有控制权，在信息不对称下，使得大股东有能力利用和控制管理层，通过各种形式的渠道挖掘来输送、侵占上市公司的利益，实现自己的控制权收益。而中小股东没有这样的控制权，也不能分享这样的控制权收益，由此，导致了大股东动机异化、中小股东边缘化的现象。在这种情况下，不仅导致了公司治理的严重问题，也导致了公司募集资金使用的低效率。为抑制或改变这种状况，就需要相对独立的力量——独立董事进入董事会，参与公司的高层治理，来抑制公司一些强势群体在实现控制权收益过程中的违法、违规和违背伦理道德的行为，以提高募集资金的使用效率，保护投资者的利益。

但另一方面，从一开始，人们就对我国上市公司建立独立董事制度来改进公司治理效率的有效性及信心众说纷纭，既有人对独立董事制度寄予了厚望，极力倡导和推进，也有人持怀疑态度，甚至认为独立董事实际上是大股东、董事长和总经理对外的“花瓶”，使其大股东的违法违规和内部交易行为更容易得到粉饰，更容易骗取外部投资者的信任。从深层次来看，各方在设立这项制度中的动机也不一样，比如，政府监管机构和社会公众更关注治理结构差、效益差的公司，更希望独立董事到这些公司去，但独立董事却更愿意去管理好、有效益的公司；人们希望通过具有独立性的独立董事去监督公司管理高层，但管理高层却更希望独立董事为他们在战略决策中面临的困难提供支持。因此，这就需要研究独立董事在实施这个制度中能扮演的角色、有何动机、如何处理信誉、独立性与报酬激励的关系；他们是否有能力（如他们到底能提供多少时间、精力和知识等）来履行自己的义务，以实现公司治理和募集资金使用的高效率。

具体地说，需要研究独立董事任职的动机、最担心的风险、有效发挥作

用的条件与前提、报酬待遇、辞职原因等；报酬、独立性、成本、风险、激励机制对独立董事任职的动机与效果的影响；信息质量对处理独立董事报酬与风险关系的有效性、公司业绩与独立董事报酬的有效性；影响独立董事留任与辞职动机的因素；独立董事行为选择对公司重大事项，包括关联交易、大股东资金占用、担保和变更募集资金投向等决策的影响程度等；如何促成信息在投资者、监管机构、上市公司和独立董事之间的流动与透明，增强公司治理的有效性和募集资金使用的有效性。下面是各章具体内容的安排。

第1章为大股东、资金效率与独立董事制度。资本市场作为优化资源配置的重要工具，其有效性直接体现为募集资金是否得到有效的使用。但在我国，“一股独大”，各种利益关系错综复杂，出现了上市公司募集资金前的决策或者随着大股东的需要作出，或者缺乏科学的决策依据；募集资金后或者违背招股投资承诺，占用、挪用、肆意变更募集资金，或者设立虚假投资项目欺骗投资者，或者在投资环境发生改变的情况下，将募集的资金闲置等，导致募集资金滥用，投资者利益得不到保障。对此，本章将在制度背景的基础上，对我国上市公司募集资金的使用状况、存在问题、影响因素、相关理论和独立董事对上市公司募集资金滥用的作用进行分析、总结和评述，为后续各章的研究提供制度背景和基础。

第2章为独立董事动机与效果的问卷调查。针对我国设立独立董事制度的种种疑难，基于国内外理论和实证研究设立独立董事效果面临的各种问题，相关文献资料得到不同的，甚至是相互矛盾冲突的结论，本章通过问卷调查从另一角度来审视这些问题。通过对独立董事设立的效果、独立董事最担心的风险、独立董事发挥作用的有效条件、独立董事的报酬待遇、影响独立董事发挥作用和导致独立董事辞职等重要因素的问卷调查和分析，从内生和外生因素的角度来理解报酬、独立性、成本、风险、激励机制和外部环境因素对独立董事作用与效果的影响。

第3章为独立董事与公司的调查。独立董事提供的是高认知的服务，许多工作都具有不可观察性。各种理论、实务和争论众说纷纭。那么，独立董事和上市公司作为局中人，最清楚在公司治理、资金使用效率和投资者保护中能做什么事、不能做什么事，能否发挥作用、能发挥哪些作用，能担当起哪些角色、不能担当起哪些角色，他们履行职责过程中的遇到了哪些问题、有哪些观点和建议等都都对独立董事制度建设、募集资金决策与募集资金的有效使用有重要作用。对此，本章通过对上市公司独立董事、高管及大股东进

行的访谈调查,为深层次的理论分析和实证研究提供了背景,同时这些调查资料也为独立董事的选聘、任职、评价和监管提供了参考。调查的内容包括独立董事的角色与定位;独立性、报酬、风险与监督的关系;权威性与威慑作用的关系;信息渠道、任职风险与辞职的关系;大股东与上市公司选聘独立董事的动机、程序、标准,大股东、上市公司与中小股东之间的关系等。

第4章为募集资金投向与效果研究。募集资金投向与使用效果直接影响到公司的业绩和投资者的利益,是公司治理和资金使用效率要研究的重要问题。对此,本章针对我国上市公司募集资金使用存在的问题,以首次发行股票、配股和增发来募集资金的上市公司为对象,对募集资金的投向与公司业绩的关系进行研究。结论是尽管过去许多研究表明上市公司募集资金后会发生变脸现象,但本章将募集资金按正常投向和变更资金投向进行分类研究后,发现按正常投向的公司不仅没有业绩变脸,而且改进了公司业绩,只有变更募集资金投向的公司才发生了变脸现象。这些结论即使将正常投向和变更投向进一步细分为主业投资、对外投资、补充流动资金、偿还债务和闲置资金的研究后,也得到了相似的结论。本章的研究还表明,持续稳定的决策是公司高质量决策的一个重要指示器,能显著地改善公司业绩,公司之所以发生变更资金投向决策,导致业绩变脸的原因与公司的投资机会、业绩、资金被占用、大股东持股比例、公司复杂度、资产规模和债务约束有显著的相关关系。独立董事对这样的决策没有施加显著的影响。这些研究结果对上市公司更好地利用募集资金以及监管部门对募集资金的监管提供了相关的事实和依据。

第5章为上市公司担保行为与效果的研究。担保作为一种金融工具,带来的潜在风险很高,担保的行为、动机及影响因素与公司治理结构密切相关,其结果将直接影响到公司的资金安全和使用效率。本章对此的研究表明,业绩好的公司不愿担保,风险高的公司越易担保,因而担保传递着公司风险和业绩状况的信号,具有对绩差公司的指示作用;公司获得长期股权投资后,由于惯性与利益协同会驱使对外担保。大股东并不支持上市公司的担保行为,相反,愿意为上市公司担保;大股东只有在公司资产规模小时,才将担保作为挖掘的渠道。独立董事和机构投资者在对待不同类型的担保决策时,存在认知上的差异,前者明显支持公司向非关联公司担保,后者不欢迎公司任何类型的担保决策,整体上有抑制作用。

第6章为大股东渠道挖掘与制衡机制。大股东通过各种渠道挖掘,占用

上市公司资金、资源和各种利益是现代企业最重要的代理问题,无论是股权分置公司,还是全流通公司,也无论是国有控股的公司,还是民营控股的公司,这都是长期存在的问题。本章对此的研究表明,在我国资本市场中,只要是第一大股东作为绝对的控股股东,无论持股比例的大小,他们都会对上市公司进行渠道挖掘,具有壕沟效应,其中企业集团作为第一大股东进行的隧道挖掘,其效应更为明显,但没有发现利益协同效应;渠道挖掘随着股权的分散程度降低而降低,随着集中程度的增加而增加,具有马太效应;第二大股东、第三大股东和外资股对第一大股东的渠道挖掘有抑制作用;机构投资者作为一种公司治理力量能起到对第一大股东渠道挖掘的抑制作用,但当第二大股东为机构投资者时,他们采取了与大股东一致的行为;独立董事明显地起到了抑制大股东通过关联交易进行渠道挖掘的作用,但在资金占用方面虽对大股东的渠道挖掘有一定的抑制作用,但其作用并不显著;审计师意见能对大股东的资金占用行为产生一定的抑制作用。这些研究结果表明,不同利益方是否合谋对我国公司治理效率有着非常重要的影响。

第7章为独立董事的报酬机制与效率。独立董事作为公司高层治理力量,是否有动机履行好自己的职责,是否愿意花时间和精力来关注公司重大事项,对提高公司治理效率,保证募集资金的正确使用有重要的作用。由于报酬与独立董事的独立性和履行职责的动机息息相关,也是在独立董事制度中如何设计报酬机制的难点,其有效性受多种因素的影响。对此,本章分析了我国独立董事报酬形成的历史过程,归纳总结了独立董事报酬的影响因素,以此为基础,实证检验了这些影响因素与独立董事报酬的有效性。得到的结论是:独立董事报酬与独立董事声誉、知识、投入的时间精力是有效的;独立董事对透明信息的感知力强,导致了报酬与风险的有效性,而对不透明信息的感知力弱,导致了报酬与风险的无效性;与公司业绩挂钩的独立董事报酬是无效的;大股东持股比例对独立董事报酬没有显著的影响。

第8章为独立董事风险回避与辞职行为。独立董事有能力进入公司高层,直接参与公司治理,他们的风险回避特征和辞职行为反映了他们任职的内在动机和行为表现,不仅直接影响公司募集资金的决策和募集资金使用效率,也直接对公司的违规行为和大股东资金占用产生重要的影响。本章对此研究得到的结果表明,独立董事任职具有风险回避特征,他们辞职的根本原因是为了避免可能承担的潜在风险,与独立董事领取报酬的高低没有显著的关系。正因为风险回避特征,使得独立董事在多方面,能对简单单一的风险

有显著的感知力，但当把这些风险放在一起时，只有少数具有透明的风险信息才能真正被独立董事感知并作出辞职选择。独立董事与大股东的信任和合作关系是影响独立董事是否辞职的重要因素，他们并不简单地运用成本收益原则来抉择自己的辞职行为。

第9章是研究结论的启示与应用方法。通过对我国设立独立董事动机和效果的研究，得到了很多理论和实证的研究结果，但如何应用这些研究成果来提高公司治理的效率，依然是一个挑战性的问题。比如，本项目的研究结果表明，我国独立董事的现实定位应为知识型花瓶式有威慑作用的独立董事。这意味着如果强制独立董事去担当自己没有能力的角色，独立董事制度本身就可能是一个花瓶。对此，本章依据对我国设立独立董事动机和效果的研究结论，提出如何应用这些研究结论来改进和完善我国独立董事制度的政策建议，以制衡大股东对上市公司利益的侵害与渠道挖掘、提高上市公司募集资金的使用效率；如何在透明化的情况下挑选到优秀的独立董事，让独立董事担当起自己能胜任的角色；如何使独立董事制度的有效性落到实处以避免虚幻或虚化独立董事制度。具体内容包括：动机研究结论的启示与应用；效果研究结论的启示与应用；风险回避与辞职行为结论的启示与应用；独立董事特征与相对独立性结论的启示与应用。

本书的特色是：采用不同的研究方法，从多个角度理论研究和实证检验了我国设立独立董事的动机与效果。比如，通过问卷、访谈、对不同事件（如大股东资金占用、担保、募集资金滥用、辞职等）和独立董事报酬有效性的实证研究，从不同视角证实了我国独立董事具有知识型花瓶式有威慑作用的角色定位。这是我国设计和改进独立董事制度时应考虑的角色定位，也是独立董事能担当或能胜任的角色定位。反之，强加在这之外的角色，是独立董事不能胜任的角色，会虚幻独立董事制度的作用，最终导致独立董事制度放任自流，失去效率。在此基础上，提出了如何将投资者、监管机构、上市公司和独立董事搭建成一个虚拟组织，建立起有权威性的信息平台以驱使该组织的信息流动与透明，是实现独立董事制度有效的重要前提。

在本书的研究中，得到了多方的支持和帮助，包括文献资料的整理、原始数据的收集和实证检验结果的雏形等。在此基础上，经过反复的修改，最后才形成了本书的研究成果，其中参与人员如下：第一章（唐清泉、文桂芳）；第二章（唐清泉、罗党论）；第三章（唐清泉）；第四章（唐清泉、陈美玉）；第五章（唐清泉、肖华）；第六章（唐清泉、封煜）；第七章（唐清

泉、罗党论)；第八章(唐清泉、王莉)；第九章(唐清泉)。

本书适用于会计与审计领域的理论与实务工作者、政府监管机构、上市公司、独立董事、股东、债权人、公司董事、高层经理、管理咨询机构、金融信贷机构、MBA 的学生与教师、高年级研究生和希望了解公司高层治理、信息不对称与利益冲突的人士。

本书的研究得到了国家自然科学基金项目“我国设立独立董事的动机与效果研究”(项目号 70272021)的资助。尽管作者紧密联系我国的国情,采用理论模型、规范分析和实证研究相结合的研究方法,也竭力希望能为读者增加新的价值和新的知识,并经过了多次反复的修改,但由于资料、学识和时间等限制,书中难免有这样或那样的缺陷,恳请同行专家批评指正。

作 者

2006 年 11 月

目 录

第 1 篇 制度理论篇

第 1 章 大股东、资金效率与独立董事制度	(1)
1.1 上市公司募集资金使用存在的问题	(1)
1.2 大股东对募集资金使用的影响	(8)
1.3 内部人控制对募集资金使用的影响	(11)
1.4 财务压力对募集资金使用的影响	(14)
1.5 融资决策与募集资金使用效率	(16)
1.6 治理资金滥用与设立独立董事	(22)

第 2 篇 调查研究篇

第 2 章 独立董事动机与效果问卷调查	(28)
2.1 问卷调查背景与动机	(28)
2.2 问卷调查基本情况说明	(29)
2.3 问卷调查分析一：实施效果	(30)
2.4 问卷调查分析二：行权有效性与实现途径	(41)
2.5 问卷调查分析三：独立性、报酬与知识谁更重要	(51)
2.6 问卷调查分析四：独立董事的报酬标准	(58)
2.7 问卷调查分析五：独立董事的信息渠道	(61)
第 3 章 独立董事与公司的调查	(67)
3.1 独立董事调查	(67)

3.2 上市公司与大股东调查	(91)
----------------------	--------

第 3 篇 模型实证篇

第 4 章 募集资金投向与效果研究	(97)
-------------------------	--------

4.1 问题与背景	(97)
4.2 募集资金的制度背景	(99)
4.3 募集资金方式与行为选择	(103)
4.4 募集资金投向研究假设	(106)
4.5 研究方法 with 描述性统计	(111)
4.6 实证检验与结果分析	(119)
4.7 资金投向与效果的结论	(127)

第 5 章 公司担保与行为效果研究	(129)
-------------------------	-------

5.1 问题与背景	(129)
5.2 担保理论与文献回顾	(132)
5.3 上市公司担保的影响因素	(135)
5.4 样本选择与描述性统计	(140)
5.5 实证检验与结果分析	(148)
5.6 公司担保与行为效果的结论	(154)

第 6 章 大股东渠道挖掘与制衡机制	(155)
--------------------------	-------

6.1 问题与背景	(155)
6.2 大股东隧道挖掘与制衡机制	(157)
6.3 实证检验与结果分析	(165)
6.4 大股东渠道挖掘与制衡机制的结论	(181)

第 7 章 独立董事报酬机制与效率	(184)
-------------------------	-------

7.1 问题与背景	(184)
7.2 独立董事报酬制度的发展状况	(185)
7.3 我国独立董事报酬形成的变迁	(191)
7.4 独立董事报酬的有效性	(203)

7.5 实证检验与结果分析	(207)
7.6 独立董事报酬机制与效率的结论	(213)
第 8 章 独立董事风险回避与辞职行为	(215)
8.1 问题与背景	(215)
8.2 独立董事辞职行为选择的理论分析	(216)
8.3 独立董事辞职行为选择的理论假设	(221)
8.4 实证检验与效果分析	(226)
8.5 独立董事风险与辞职行为的结论	(241)
 第 4 篇 启 示 篇	
第 9 章 研究结论的应用方法	(244)
9.1 研究结论的启示与应用	(244)
9.2 在透明信息下挑选高质量的独立董事	(248)
参考文献	(254)

第 1 篇 制度理论篇

第 1 章 大股东、资金效率与 独立董事制度

本章提要：资本市场作为优化资源配置的重要工具，其有效性直接地体现为募集资金是否得到有效使用。但在我国，“一股独大”，各种利益关系错综复杂，出现了上市公司募集资金前的决策或者随着大股东的需要作出，或者缺乏科学的决策依据；募集资金后或者违背招股投资承诺，占用、挪用、肆意变更募集资金，或者设立虚假投资项目欺骗投资者，或者在投资环境发生改变的情况下，将募集的资金闲置等，导致募集资金滥用，投资者利益得不到保障。对此，本章将在制度背景的基础上，对我国上市公司募集资金的使用状况、存在问题、影响因素、相关理论和独立董事对上市公司募集资金滥用的作用进行分析和评述，为后续各章的研究提供制度背景和基础。

1.1 上市公司募集资金使用存在的问题

1.1.1 募集资金使用过程中存在的问题

募集投资资金是持续为股东创造价值的风险而又具有风险的手段，既吸引着投资者，也给投资者带来风险，这也促使上市公司有动机在募集投资资金时，总是声称能为股东带来丰厚的价值。比如，上市公司在募集资金投资项目的可行性报告中普遍声称投资回报率高、回收期短、风险低、抗风险能

力强。但一些研究却表明,情况并非如此,相反,出现了公司业绩变脸现象。从募集资金后的使用状况看,不少上市公司在募集资金后变更募集资金投向。比如,有统计^①显示2000年如期履约募集资金投向的上市公司尚不到一半,按原计划实际投入金额的公司更是有限,闲置资金的现象非常严重。

上市公司募集资金是否按招股说明书正常使用可分为两类。一类是募集资金滥用(abuse of proceeds),意指改变用途,比如,违背了上市公司招股投资承诺,挪用、直接改变投资项目、肆意变更募集资金用途;设立虚假投资项目欺骗投资者,达到“圈钱”的目的;利用政策的空子蓄意超额募集资金,将募集资金变更为存入银行、委托基金公司管理;大股东用各种渠道挖掘方式进行挪用或占用等,本质上都属于募集资金滥用的范畴。另一类是正常使用(use of proceeds),是指上市公司按照招股(配股、增发)说明书的承诺规范使用募集资金,并在规定的时间内持续、详细地提供资金投向、进度等相关信息,属募集资金投向正常使用的范畴。这些募集资金的不同投向与使用方法会影响资源的优化配置效率,进而影响公司的业绩和投资者的利益。

从融资理论看,股权融资并不是最好的方法,国外相关的研究资料,特别是市场经济发达国家的经验也证明了这一点。1981年到1991年期间,美国新投资的74.7%来自于内部融资,股权融资比例下降了11%,上市公司平均18.5年才配股一次;英国和美国的情形更为特别,近年来股票的退市、回购超过了股票的发行,即出现了股票市场融资所占的比例近为负值的现象(Samuel, 1996)。这说明国外股票市场的融资成本相比其他的融资渠道,有更高的融资成本。

在我国,据不完全统计,上市公司股权再融资的家数每年在150家以上,约占当年上市公司总数的20%,这不包括当年发行新股上市的公司,以此推算,上市公司平均每5年就要再融资一次(马龙龙、李智、崔校宁, 2003^②)。这个结果还是在上市公司再融资受到一定条件的约束下得出的,如果放松这些限制,还会有更多的上市公司以配股或增发的方式进行再融

^① 转引自2001年8月9日《上海证券报》的文章“中国上市公司资金使用低效的分析与对策”。

^② 马龙龙、李智、崔校宁:“北京板块将成为再融资热点”,《证券日报》,2003年7月14日。