

学校编码: 10384
学号: 17520121151078

分类号___密级___
UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

公 司 治 理 的 有 限 作 用

——来自尚德电力的案例

Limited Effect of Corporate Governance

——Case of Suntech

董 艳 华

指导教师姓名: 刘 峰 教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2014 年 4 月

论文答辩时间: 2014 年 5 月

学位授予日期: 2014 年 6 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名): 董艳华

2014年5月24日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）： 董艳华

2014年5月24日

摘要

公司治理，是指在企业的所有权和管理权分离的情况下，公司股东、董事会、高管层及其他利益相关者等方面的制度安排。目前，理论界和实务界大部分认为，公司治理能够解决各项权利安排的多种问题。目前，较多文献都是从股权结构、独立董事等角度，来探讨公司治理出现的问题，并大多得出结论，应该优化股权、增强独立董事的专业性甚至规模等等。而且美国、中国等国家的法律规定，证券交易所的上市准则，都对上市公司的公司治理提出了不同的要求。但当前，在我国以及美国上市的公司，财务舞弊、关联交易仍层出不穷。

2013年3月，尚德电力破产重整的消息，让光伏行业及其他关注财经的人士都十分惊愕。为什么一直作为光伏行业标榜的龙头老大，在纽交所上市，有技术先进的董事长兼CEO施正荣，有政府的资金、人力支持政策，有SEC及投资者的严格监管，却爆出关联交易对尚德电力的重大影响，尚德电力的公司治理水平遭到严重质疑。从单个公司扩展至整个中概股，从2000年到2013年，都有各个行业引以为傲、赴美上市的龙头企业或者“新起之秀”，被爆出财务造假、信息披露不全、延迟递交财务报告、被做空机构做空、接受SEC调查或诉讼等等问题。由此产生一个问题，按照监管要求，此类公司的公司治理应该都非常完善，可为什么依然问题频频？公司治理的作用到底如何？

本文首先介绍包括公司治理的概念和原理，以及关于公司治理的文献及法律法规。其次，介绍尚德电力的历史发展、财务状况，董事会做出的重大错误决策、多项关联交易来龙去脉。再者，描述尚德电力的公司治理情况，理论逻辑推导，阐述公司治理的作用是有限的。最后，以一组被发现问题的中概股公司为样本，探讨该类公司的公司治理有限作用。

关键词：公司治理；有限作用；尚德电力

Abstract

Corporate governance refers to system that when the enterprise ownership and management are separated, how the relationship of owners, board of directors, managers and other stakeholders should be arranged. At present, most of the research and practices consider that corporate governance can solve a variety of problems about rights and responsibilities. And most of literatures study corporate governance from the aspect of stock right, independent director and so on, and then conclude stock right should be optimized or suggest other solutions. Besides, law of America, China and other countries, and listing standards of security exchanges require that public companies should establish corporate governance. However, there are still some financial frauds or tunneling in the form of related party transactions.

In March 2013, the news of Suntech bankruptcy reorganization, made the photovoltaic industry and people interested in financial surprised. Suntech was the leader of photovoltaic industry, has a famous chairman, was supported by government in capital and human resources a listing company on NYSE, and was supervised strictly. But it was reported that the related party transactions had a large impact on Suntech, so the corporate governance of Suntech was doubted seriously. Then this paper discusses overseas-listed Chinese companies. They are listed in America, some of them even are pride of industry, but there were still financial frauds, incomplete information disclosure, and delay of submitting financial report, SEC investigation or litigation and so on. According to the regulatory requirements, the corporate governance of these companies should be perfect, but on the contrary, why there are still so many problems? What is the role of corporate governance?

This paper first introduces the concept, principle, literatures, law and regulations about corporate governance. Second, it introduces the development of Suntech, financial analysis, major wrong decisions and related party transactions of Suntech. Third, it describes the corporate governance of Suntech and discusses the limited effect of corporate governance on the basis of Suntech. Finally, it discusses the effect of corporate governance in the sample of overseas-listed Chinese companies.

Key Words: Corporate Governance; Limited Effect; Suntech

目 录

摘 要.....	I
Abstract.....	III
1 绪论.....	1
1.1 研究问题.....	1
1.2 研究意义.....	1
1.3 研究方法.....	2
1.4 论文框架结构.....	2
1.5 创新点与不足.....	3
2 公司治理的相关理论.....	4
2.1 公司治理的内涵.....	4
2.1.1 公司治理的概念.....	4
2.1.2 公司治理的原理.....	5
2.2 与公司治理有关的文献回顾.....	5
2.2.1 与董事会有关的文献回顾.....	5
2.2.2 与外部审计有关的文献回顾.....	11
2.2.3 与跨境上市监管有关的文献回顾.....	12
2.3 与公司治理有关的法律规定综述.....	14
2.3.1 美国的公司治理法律法规.....	14
2.3.2 国际组织的公司治理法律法规.....	15
2.3.3 中国的公司治理法律法规.....	16
3 尚德电力由盛转衰的分析.....	18
3.1 尚德电力：前世今生.....	18
3.1.1 历史发展.....	18
3.1.2 盈利能力分析.....	20
3.1.3 偿债能力分析.....	25
3.1.4 预付账款分析.....	27

3.2	尚德电力：重大决策失误与关联交易掏空	29
3.2.1	重大决策失误.....	29
3.2.2	关联交易掏空.....	34
3.2.3	GSF 反担保案	44
4	尚德电力公司治理分析	48
4.1	尚德电力公司治理描述	48
4.1.1	董事会构成.....	48
4.1.2	外部独立审计.....	54
4.1.3	跨境上市监管环境.....	56
4.2	公司治理的有限作用	57
4.2.1	董事会的有限作用.....	57
4.2.2	外部审计机构的有限作用.....	61
4.2.3	跨境上市监管的有限作用.....	62
4.3	公司治理还包括什么内容	64
4.3.1	政府干预在公司治理中的作用.....	64
4.3.2	媒体报道在公司治理中的作用.....	66
5	以中概股为例论述公司治理的有限作用	69
5.1	中概股情况简介	69
5.1.1	美国资本市场简介.....	69
5.1.2	中概股上市方式简介.....	72
5.1.3	中概股上市地、审计机构、上市时间和规模简介.....	72
5.2	中概股公司治理对比分析	75
5.2.1	中概股董事会特征对比.....	76
5.2.2	中概股外部审计机构对比.....	79
5.2.3	中概股跨境监管程度分析.....	80
6	结论与展望	83
6.1	研究结论	83
6.2	研究展望	83

参考文献	85
致谢	88

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

Abstract	III
1 Introduction	1
1.1 Research Issue	1
1.2 Research Incentive	1
1.3 Research Methods	2
1.4 Research Framework	2
1.5 Innovations and limitations	3
2 Theories about Coporate Governance	4
2.1 Content of Corporate Governnace	4
2.1.1 Defination of Corporate Governance	4
2.1.2 Principle of Corporate Governance	5
2.2 Literature Review of Corporate Governance	5
2.2.1 Literature Review of Board of Directors	5
2.2.2 Literature Review of Independent Audit.....	11
2.2.3 Literature Review of Cross-border Listing Regulation	12
2.3 Law and Regulation of Corporate Governance	14
2.3.1 Law and Regulation of America	14
2.3.2 Law and Regulation of International Organizations	15
2.3.3 Law and Regulation of China	16
3 Analysis of Suntech Change	18
3.1 Suntech: History	18
3.1.1 Development of Suntech.....	18
3.1.2 Analysis of Profitability	20
3.1.3 Analysis of Solvency	25
3.1.4 Analysis of Prepayments.....	27
3.2 Suntech: Major Wrong Decisions and Related Party Transactions ..	29

3.2.1	Major Wrong Decisions	29
3.2.2	Tunneling of Related Party Transactions	34
3.2.3	Counter Guarantee of GSF.....	44
4	Analysis of Suntech Corporate Governance	48
4.1	Description of Suntech Corporate Governance	48
4.1.1	Board of Directors.....	48
4.1.2	Outside Independent Audit	54
4.1.3	Cross-board Listing Environment.....	56
4.2	Limited Effect of Corporate Governance.....	57
4.2.1	Limited Effect of Board	57
4.2.2	Limited Effect of Independent Audit	61
4.3.3	Limited Effect of Cross-board Listing Regulation	62
4.3	Other Content of Corporate Governance.....	64
4.3.1	Government Intervention in Corporate Governance.....	64
4.3.2	Media Coverage in Corporate Governance.....	66
5	Limited Effect of CG on Overseas-listed Chinese Companies	69
5.1	Introduction of Overseas-listed Chinese Companies.....	69
5.1.1	Introduction of America Capital Market.....	69
5.1.2	Introduction of Listing Way	72
5.1.3	Introduction of Auditor, Listing Time and Size	72
5.2	Analysis of CG of Overseas-listed Chinese Companies.....	75
5.2.1	Board Features of Overseas-listed Chinese Companies	76
5.2.2	Independent Audit of Overseas-listed Chinese Companies	79
5.2.3	Cross-board Listing Regulation of OCC.....	80
6	Conclusion and Future Study	83
6.1	Conclusion.....	83
6.2	Future Study	83
	References	85

Acknowledgements 88

厦门大学博硕士学位论文摘要库

1 绪论

1.1 研究问题

2001年9月，无锡尚德太阳能有限公司成立，创始人为施正荣；在经历了2年亏损后，2003年小幅盈利，2004年利润接近2000万美元，其太阳能产能已经位列全球第五；2005年12月，尚德电力（Suntech）在纽约证券交易所（NYSE）上市；2007年12月26日，尚德电力股价达到历史最高点（88.35USD/ADR），市值超过154亿美元，公司创始人施正荣个人财富达到50亿美元；2012年9月22日，因公司股价连续低于1美元，被纽交所停牌；2013年1月15日，尚德电力恢复挂牌交易；截至2011年12月31日的年报（公开可获取数据最新部分）显示，尚德总资产超过45亿美元，负债率约80%，其中，短期借款、可转换票据等债务接近23亿美元；最终，无锡市中级人民法院于2013年3月20日裁定尚德电力破产重整。

尚德电力一度是太阳能行业世界范围内领先的企业，2010年度销售收入29亿美元、净利润2.38亿美元。本文第三章的分析表明，公司的衰败，主要与尚德电力的创始人、也是实际控制人施正荣错误决策、通过关联交易掏空尚德电力资产等直接相关。一个曾经作为典范、标杆的企业，由盛而衰。尚德电力案例留给学术界讨论的话题很多。本文关注的是：一个曾经行业领先的企业，在被公认为公司治理严格的纽约证券交易所上市，公司拥有符合要求的董事会和声誉卓著的董事，为什么没有能够阻止公司实际控制人的盲目决策以及关联交易掏空的行为？换言之，如果一个如此规范的董事会和相应的公司治理结构，不能够阻止公司控制人的行为，那么，公司治理究竟能够发挥什么样的作用？

本文的讨论倾向于认为：一个即便形式上非常完备的公司治理，也难以真正发挥监督、约束强势CEO的作用。

1.2 研究意义

近年来，研究公司治理的文献十分丰富，且多从董事会特征、审计机构与公司绩效之间的相关性出发，最后总结出审计委员会、独立董事、外部审计机构等的影响，并提出建议加强董事会的合理设置、提高外部审计的独立性、提高公司

治理水平等；但是关于公司治理本身到底能起什么作用、起多大作用，却受到较少关注。而且，无论是制度完善的发达国家英美等国，还是正在逐步推进的发展中国家如中国，都制订了较多关于公司治理等的法律条款规定，这些都是前置性地认为公司治理能够解决权责利安排等方面的诸多问题。

本文则以尚德电力为案例，进行分析，论述公司治理的作用是有限的。在理论上，提出了公司治理的另外一个视角，丰富公司治理的理论研究。在实践上，给法律制定者、公司股东、管理层以参考，对公司治理的认识更加完善，公司管理水平和经营绩效才能不断提高，利用有限资源，为社会创造效益。

1.3 研究方法

1. 理论分析与实证分析相结合。在理论层面对公司治理的概念和原理进行解析，探讨目前学术界和实务界对董事会、外部审计、跨境上市的认识。运用案例分析、描述性统计等方法，以尚德电力为研究对象，重点分析该公司的决策失误、关联交易事项，描述其公司治理情况。并对财务或信息披露遭到质疑的中概股的公司治理进行实证分析，评价公司治理的作用。

2. 案例分析与比较分析相结合。尚德电力的案例分析中，采用同行业对比，逐步推进，发现其与同行业公司不同之处，进而探究为什么会出现较大差异，最后归结到公司治理所能发挥的作用。中概股的公司治理分析中，将中概股分为未被做空、做空摘牌、做空未摘牌三类公司，比较其公司治理情况。

1.4 论文框架结构

本文共分为六章，篇章结构如下：

第一章，绪论。主要阐述论文的研究问题和研究意义，提出论文的研究方法、框架结构以及论文的创新点与不足之处。

第二章，公司治理的相关理论分析。首先对公司治理的概念进行了界定，并分析其原理包括内部治理和外部治理，然后从文献研究和法律规定两方面总结目前关于公司治理的认识。

第三章，尚德电力由盛转衰的分析。首先介绍尚德电力的历史发展，层层递进，从财务角度分析众人推捧的公司为什么会被法院宣告破产重整，国内行业龙

头为什么会举借大量债务，资金用在哪里。进而转入尚德电力的决策失误、关联交易、GSF反担保案，分析资源去向，大股东掏空行为给企业带来损失，使企业在流动性缺乏的情况下，难以快速应对。

第四章，尚德电力公司治理分析。首先描述尚德电力的公司治理，包括其董事会、外部审计机构、跨境上市监管，然后分析为什么其完善的公司治理未能阻止尚德电力的重大决策失误和关联交易掏空，最后结合相关理论，采用规范的研究方法，逻辑推导董事会的有限作用。

第五章，以中概股为例论述公司治理的有限作用。首先介绍美国资本市场的层次、上市方式及现有中概股的情况。将在美上市的中概股分为三类——未被做空、做空摘牌、做空未摘牌，分析其公司治理情况，进行描述性统计。对本文的核心思想，公司治理的有限作用，起到数据支撑作用。

第六章，结论与展望。总结本文的研究结论并提出未来的研究展望。

1.5 创新点与不足

本文的创新点有以下几个方面：一是研究视角，公司治理的研究已相对丰富，但多为通过实证研究，分析公司治理目前存在的问题等等，本文则以案例为启发点，说明公司治理的作用是有限的；二是在尚德电力的案例分析上，目前多是从宏观层面，如光伏行业趋势、政府过度参与角度，分析尚德电力，本文则通过阅读报表、同行业对比，首先分析出尚德电力的财务特征，然后过渡至公司治理所发挥的作用；三是以被质疑的中概股为支撑数据，目前多是总结出事实，从整个做空机制来探讨中国企业应该加强自身管理，本文则进一步分析该类公司的董事会特征、外部审计机构及上市方式等，为说明公司治理的有限作用提供数据支撑，分析更为详细、可靠。

由于受所搜集材料及个人研究水平的限制，本文在公司治理作用的研究深度方面存在一定的不足。如对案例的分析不够精准、实证分析不够全面，如何将案例分析的结论一般化，如何弥补公司治理的有限作用等。这些问题需要在以后的研究中深入探索。

2 公司治理的相关理论

2.1 公司治理的内涵

“公司治理”由来已久，内涵丰富，本小节介绍公司治理的相关理论，包括公司治理的概念、原理，与公司治理相关的文献、法律法规。

2.1.1 公司治理的概念

关于公司治理的概念，Fama and Jensen（1983）^①认为，公司治理研究的是所有权与经营权分离所产生的“代理人问题”。Cochran and Wartick（1988）^②认为，公司治理应当解决的是股东、董事会、高管和其他利益相关者之间的问题，其将公司治理用图 2.1 加以表示：

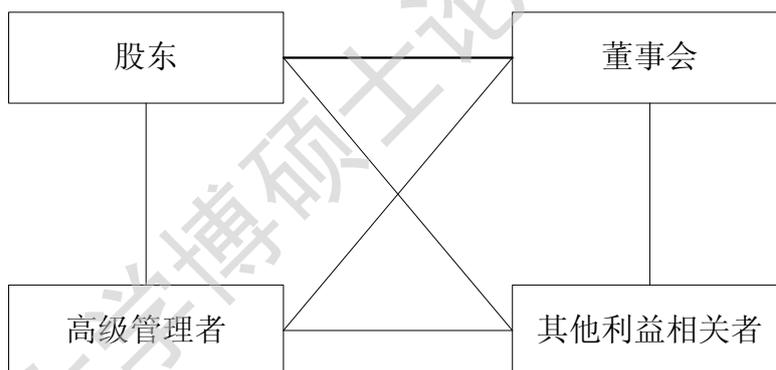


图 2.1 公司治理内涵的一种界定

资料来源：Cochran P L, Wartick S L. Corporate governance: a review of the literature [M]. Morristown, NJ: Financial Executives Research Foundation, 1988. 转引自：于东智. 董事会与公司治理[M]. 清华大学出版社有限公司, 2004

Shleifer and Vishney（1997）^③认为，公司治理应当解决，公司的资金供给者如何确保自己能够得到投资回报的问题，如何确保管理者没有侵吞他们所提供的资金或将其投资在不好的项目（Bad Projects）上，如何控制管理层。

^① Fama E F, Jensen M C. Separation of ownership and control[J]. Journal of law and economics, 1983, 26(2): 301-325.

^② Cochran P L, Wartick S L. Corporate governance: a review of the literature[M]. Morristown, NJ: Financial Executives Research Foundation, 1988.

^③ Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The journal of finance, 1997, 52(2): 737-783.

本文将公司治理理解为，在企业的所有权和管理权分离的情况下，董事会、管理层权责利、任选机制、激励和监督的制度安排。

2.1.2 公司治理的原理

公司治理含义较广，可以从内部和外部两方面来讨论。内部治理包括股东会、董事会，外部治理包括债权人、中介机构等。

1.公司的内部治理

公司内部治理包括股东会和董事会。正常情况下，股东会拥有审核和监督的权力，对公司的合并、分立解散和清算等重大事项享有决策权。随着现代公司的发展，股权高度分散，于是股东通过董事会来监督管理层。股东会选举产生董事会。董事会通过决策和监督职能，维护股东及其他利益相关者的利益。

2.公司的外部治理

公司的外部治理包括债权人、机构投资者、中介机构和自律组织等。债权人可以通过贷款合同、资金监督等行使对公司的监督权，当公司经营不善时，债权人可以提请法院启动破产程序。资本市场比较完善时，机构投资者可以对其所投资的公司，产生重要影响。机构投资者可以搜集信息、监督管理层，也可以通过投票权行使自己的权利。另外，投资者需要了解上市公司财务状况、经营成果及其他信息。各类中介机构，特别是会计师事务所以及投行，合理保证财务信息的真实公允，对提高上市公司治理水平具有积极意义。此外，公司外部治理还包括雇员、客户、供应商、政府、社区居民等。

2.2 与公司治理有关的文献回顾

公司治理包含内容较为广泛，本文将着重从董事会、外部审计、法律监管三个方面来回顾公司治理方面的文献。

2.2.1 与董事会有关的文献回顾

董事会制度是解决由于所有权和经营权分离所产生的一系列问题的保证^①，如何发挥董事会的决策和监督功能成为公司治理的核心问题。

^① Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of financial economics, 1976, 3(4): 305-360.

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库