# 中小投资者利益保护评价指标体系研究

王秀婷　陈兴述(教授)

(重庆工商大学　重庆　400067)

【摘要】本文首先分析了建立中小投资者利益保护评价指标体系的重要意义,然后根据中小投资者利益保护评价指标体系的构建原则,提出中小投资者利益保护评价指标体系的指标设计。

【关键词】中小投资者　评价指标　公司治理　资本市场

投资者利益保护是资本市场的一个老话题。在企业改革的初期,我国主要强调的是向企业放权和减少行政干预,关于股东利益、董事会的治理等考虑并不成熟,直到20世纪90年代中期,公司治理结构的概念框架才开始引入我国。由于我国许多上市公司尚未形成有效的制衡机制,"大股东操纵"和"内部人控制"等现象为违规行为开了方便之门,从而损害了中小投资者的利益。作为我国资本市场的主力军,中小投资者的利益迫切需要保护。

## 一、保护投资者利益是资本市场发展的必然要求

投资者是证券市场的主体,保护投资者的合法权益是《证券法》的立法宗旨,也是证券监管工作的首要任务。大量理论和实证研究的结果表明,保护投资者的利益不仅对证券市场的稳定和发展有重要意义,对上市公司也具有非常重要的意义。

**1.** 有利于优化股权结构。实证研究表明,一个国家或地区对中小投资者利益保护得越好,则该国家或地区上市公司的股权越分散。在这些国家和地区,中小投资者愿意为股票付出高价,因为即使他们不能直接影响公司决策,他们的投资也将受到法律的保护,利益不会被大股东侵害。中小股东越愿意投资,控股股东股票融资的意愿也就越强,他们愿意减持股份,实现股权多元化。

**2.** 有利于公司价值的提高和证券市场的稳定与发展。投资者利益的保护程度对于公司自身和资本市场的发展具有重要意义。从公司价值的角度来看,其衡量的主要指标是公司的市场价值,而市场价值体现为股权价值和债券价值之和。在投资者权益遭受侵犯的情况下,他们不愿持有公司股票或对公司股票定价较低,导致股票交易低迷,价格被低估(债券也是如此),公司的市场价值下跌。另外,投资者之间也存在利益冲突的可能,在存在大股东"掠夺"的公司,不仅中小投资者的投资热情不高,经理层经营管理的积极性也受到影响。经理层的激励计划多与股价相结合,"掠夺" 使他们的业绩无法通过股价反映出来,从而影响其积极性的发挥。这两个因素都会对公司价值产生负面影响。

**3.** 有利于促进经济增长。通过影响资本市场,投资者利益保护也影响到实体经济。根据 Beek,Levin 和 Loayza(2000)的研究,资本市场的发展能够从三个方面加速经济增长:①能够强化储蓄;②能够把这些储蓄引导到实体投资中,促进资本积累;③一旦金融家对企业家的投资决策的控制达到一定程度,资本市场的发展就是使资本流向更有生产力的地方,从而提高资源配置效率。以上三个渠道在原则上会对经济增长产生较大影响。

## 二、保护中小投资者利益必须建立科学的评价指标体系

控股股东对中小股东利益的侵害,其问题的根源在于中小股东相对处于弱势地位。中小股东处于弱势地位是因为中小股东和控股股东之间信息不对称,"搭便车"及中小股东持股比例低从而控制权弱。科学的中小投资者利益保护评价指标体系能使中小投资者对不同公司的股权结构、董事会、监事会和经理层等进行分析和对比,并可根据综合得分对各公司投资者利益保护水平进行比较,掌握拟投资公司在投资方面可能存在的风险。由于中小投资者利益保护评价体系反映的是公司有关保护中小投资者利益的各个方面的信息,中小投资者可根据该体系的动态数列,判断上市公司经营业绩、治理状况等方面的情况及其潜在的投资价值。因此,建立中小投资者利益保护评价指标体系是保护中小投资者利益的客观要求。

## 三、中小投资者利益保护评价指标体系构建的原则

**1.** 目的性原则。中小投资者利益保护评价指标体系的建立具有极强的目的性,就是为中小投资者选择投资对象、了解被投资单位提供信息,以保护中小投资者的利益,避免由于信息不对称造成的对中小投资者利益的损害。

**2.** 科学性原则。评价体系的设置应符合上市公司本身的性质、特点,以及公司治理准则、制度和规范等的要求,力争做到科学、合理,能够准确、客观地反映上市公司保护中小投资者利益的状况。

**3.** 定量与定性指标相结合的原则。中小投资者利益保护评价指标体系中有些评价内容难以用精确的数据表示,如董事以及董事会评价中董事义务的履行程度、董事会的构成以及运作状况等,这些评价内容只能采用定性指标进行描述。因此,构建评价指标体系时,应将定性指标与定量指标相结合。在进行综合评价时,对定性指标进行定量化处理,最终以量化

的指标表示中小投资者利益保护的状况。

**4.** 系统性原则。评价指标体系的设计应从整体上考虑指标之间的联系,做到不重复、不遗漏。

**四、中小投资者利益保护评价指标体系的构成**

**1.** 中小投资者基本权利评价指标。中小投资者基本权利评价可设4个二级指标,12个观测点。主要指标如下:

(1)收益权。近三年是否发生过管理层侵害公司或股东利益的事件;近三年是否发生过大股东侵害公司或中小股东权益的事件;近三年是否分过红;近三年股息率是否高于同期存款利率;近三年公司股价是否上升。

(2)知情权。公司是否设立了网站,并将需披露的信息公布在网上。

(3)平等待遇。公司章程是否对不合规的股东权利做出限制;在增发股票、派发红利以及股权转移时,是否能平等对待所有股东。

(4)投票权。公司章程是否规定了股东大会的召开和表决程序,包括通知、登记、提案的审议、投票、计票、表决结果的宣布、会议决议的形成、会议记录及其签署、公告等,并严格执行;股东大会是否采用累计投票制度;在保证股东大会合法、有效、安全的前提下,公司是否通过各种方式和途径扩大股东参与股东大会的比例;历次参加股东大会的投票权占公司总投票权的比例是否超过了60%;股东大会是否有对重大事件的决策权;公司章程是否规定了持股比例在10%以上的股东可以请求召开临时股东大会。

**2.** 控股股东行为评价指标。控股股东行为评价可设2个二级指标,5个观测点。主要指标如下:

(1)关联方交易情况。控股股东是否从上市公司借款或占用上市公司资金;对公司拥有事实上控制的单位是否利用其控制地位与公司发生有失公允的交易;上市公司是否为控股股东及其他关联方提供担保;大股东或交叉持股达10%以上的公司在表决自身与上市公司之间的关联方交易时是否未采取回避政策。

(2)上市公司的独立性。上市公司与控股股东是否存在人员的关联;上市公司与控股股东是否存在业务的关联;上市公司与控股股东是否存在财务的关联;上市公司与控股股东是否存在资产的关联;上市公司与控股股东是否存在机构(管理)的关联。

**3.** 股权结构评价指标。股权结构评价可设3个二级指标,6个观测点。主要指标如下:

(1)股权构成。主要评价控股股东是否为国家,是否存在"所有者缺位"的现象,是否存在"一股独大"的问题。

(2)股权集中度。第一大股东是否是相对控股(股权比例低于50%);是否有四个以上的股东持股比例超过10%;第二、第三、第四位股东的股权比例之和是否超过第一大股东,并能对第一大股东形成有效的制衡。

(3)股权结构清晰度。前十大股东与上市公司之间是否存在关联关系;股权结构是否存在争议或纠纷。

**4.** 董事会结构与运作评价指标。董事会结构与运作评价可设5个二级指标,14个观测点。主要指标如下:

(1)董事的权利与义务。董事的选拔是否按照法规和公司章程规定的程序进行;董事是否因为不够勤勉而被处罚过;董事是否具备合理的专业结构,具备履行职责所必需的知识、技能和素质;董事是否积极、主动出席董事会;董事赔偿责任制度是否健全;董事是否100%购买了责任保险。

(2)董事会运作效率。具有不同专业知识的外部董事和独立董事是否占多数;董事会会议记录是否完整并有董事签字;参加董事会的董事人数是否符合公司章程规定;董事会召开程序是否符合法律和公司章程的规定。

(3)董事会的组织结构。是否设置战略委员会并正常履行其职能;是否设置审计委员会并正常履行其职能;是否设置提名委员会并正常履行其职能;是否设置薪酬与考核委员会并正常履行其职能。

(4)董事和高级管理人员的薪酬计划。董事薪酬是否以年薪加奖金为主;绩效评价结果是否在董事收入决定中占最大的比重。

(5)独立董事制度。独立董事的人数是否占董事会成员的1/3以上;公司独立董事是否独立于上市公司且主要股东不在上市公司担任其他任何职务;近三年内独立董事是否发表过不同意见;独立董事是否提议召开董事会。

**5.** 监事会结构与运作评价指标。监事会结构与运作评价可设2个二级指标,6个观测点。主要指标如下:

(1)监事能力的保证性。监事会的人员和结构能否确保监事会能够独立、有效地行使对董事、经理和其他高级管理人员及公司财务的监督和检查;监事会成员是否具有法律、财务、会计等方面的专业知识和工作经验。

(2)监事会运作的有效性。监事会能否要求公司董事、经理及其他高级管理人员、内部及外部审计人员出席监事会会议,回答所关注的问题;监事会在发现公司重大问题时是否召集过临时股东大会;监事会报告过的董事、经理及其他高级管理人员的违法违纪行为是否都得到了处理;监事会成员与本公司高级管理人员是否有上下级关系。

**6.** 高级管理人员的选聘、激励和约束评价指标。高级管理人员的选聘、激励和约束评价可设3个二级指标,10个观测点。主要指标如下:

(1)任免制度。总经理或提名委员会提名是否采取公开、透明的选聘方式;总经理的变更程序是否按法律和公司章程规定进行;近三年内总经理或董事长的累积更换次数是否超过两次(含两次);上市公司董事长和总经理的职务是否分离;经理层董事人数占董事会成员总数的比例是否维持在一定限度。

(2)执行保障。经理人员是否贯彻执行董事会一切决议;近三年公司的主要业绩指标(如主营业务收入、每股净资产和总资产收益率等)是否稳定增长。

(3)激励制度。公司高级管理人员的平均年薪与其他员工的平均年薪之间是否有较大的差距;公司高级管理人员薪酬是否以年薪加奖金为主;经理人员是否主动持股;经营业绩在

# 论基于价值链的财务可持续增长

贺胜军　刘杰锋

（广东交通职业技术学院　广州　510110　中交四航局第一工程有限公司　广州　510500）

【摘要】本文从价值链财务管理与协调发展观的视角，界定了价值链财务可持续增长的内涵，剖析了其特征，并在此基础上构建了价值链财务可持续增长率模型。

【关键词】价值链　财务　可持续增长

价值链财务可持续增长有其自身特有的内涵及特征。为深入地对价值链财务可持续增长生成机理及策略进行研究，有必要先对价值链财务可持续增长的内涵进行界定，并剖析其所具有的特征。本文在探讨国内外相关代表性研究观点的基础上，从价值链财务管理与协调发展观的视角，界定了价值链财务可持续增长的内涵，剖析了其特征，并在此基础上构建了价值链财务可持续增长率模型。

## 一、基于价值链的财务可持续增长的内涵

自20世纪70年代以来，众多学者对财务可持续增长进行过研究，并根据研究成果对财务可持续增长率进行定义。代表观点主要有以下四种：①企业的可持续增长率是指在不需要耗尽其财务资源的条件下，企业销售所能够增长的最大比率。②企业的可持续增长率指出财务可持续增长率是根据企业目标经营活动比率、负债比率以及股利支付比率而确定的企业年销售收入最高增长比率。③企业的可持续增长率指在不发行新股，锁定经营利润毛利率、每一元销售增长对应的投资的增长、目标资产负债率以及目标股利分配率的前提下企业每年最大的业务增长。④企业的可持续增长率指现金流量等于零时的增长率。这些具有代表性的观点均是基于财务视角，从会计口径或现金流量口径对财务可持续增长率进行定义的。相比较而言，从会计口径进行定义比从现金流量口径进行定义更直接，计算也相对简单，后者比前者相对复杂，但

---

收入决定中是否占50%以上比重；公司是否取消货币化职务消费激励。

**7.** 财务信息披露评价指标。财务信息披露评价可设3个二级指标，16个观测点。主要指标如下：

（1）真实性。公司年度财务报告是否被出具非标准无保留意见或者被公开批评谴责；近三年来是否有会计政策或会计估计变更；近三年来是否更换会计师事务所；被更换的会计师事务所是否提出异议或作过申诉；为公司提供年报审计的会计师事务所近三年是否为本公司提供其他服务；监事会是否曾发现并纠正公司财务报告不实之处。

（2）完整性。是否详细披露了公司治理方面应当披露的信息以及相关信息；对股东大会、董事会、监事会的会议决议是否充分披露；是否披露了独立董事对关联方交易的意见；定期财务报告中的财务以及其他重要信息是否完整；非定期公告中是否有过虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；公司是否及时披露了重大投资项目的收益及风险信息。

（3）及时性。是否及时披露持有公司股份比例较高的股东以及一致性行动时可实际控制公司的股东或实际控制人的详细资料；是否及时披露公司股份（控股股东、董事长、董事、高级管理人员等的持股）变动的情况以及其他可能引起股份变动的重要事项；是否及时披露控股股东增持、减持或质押公司股份，或上市公司控制权发生转移的信息；是否做到除按照强制性规定披露信息外，及时地披露所有可能对股东决策产生实质性影响的信息，并保证所有股东有平等的机会获得信息。

**8.** 中介机构的审计行为评价指标。中介机构的审计行为评价可设2个二级指标，4个观测点。主要指标如下：

（1）独立性。中介机构是否可以不受被审计单位的影响，独立地进行审计；被审计单位与中介机构之间是否不存在除审计业务之外的其他业务关系，如提供咨询等。

（2）可靠性。近三年内中介机构是否出具过保留意见；近三年内中介机构是否未发生过违法违规行为。

**9.** 政府及监管部门的监督管理行为评价指标。政府及监管部门的监督管理行为评价可设2个二级指标，3个观测点。主要指标如下：

（1）法律保障。有关投资者保护的法律是否健全（如民事赔偿责任制度等）。

（2）执法力度。政府对企业违法行为是否按有关法律规定及时处理；政府对中小投资者民事赔偿责任等案例是否按有关法律及时处理。

### 主要参考文献

**1.** 陶永勇. 基于中小投资者权益保护的企业业绩评价指标体系创新.财会月刊（综合），2006；5

**2.** 吴晓求.中国资本市场分析要以.北京：中国人民大学出版社，2006