

构建我国投资者保护评价指数研究

曾昭灶 邓可斌

(广东外语外贸大学财经学院 广州 510420)

【摘要】 投资者保护对发展我国证券市场有着重要的意义,客观地评价我国上市公司投资者保护是定量研究投资者保护经济后果的基础。本文先从我国投资者保护的制度(法律法规)和资本市场实践出发,总结出我国投资者保护涵盖五个方面:股东权利、潜在侵占、信息披露、内幕交易与市场操纵、内部治理。接着笔者从中选择指标构建了我国投资者保护的评价指数,这可以为我国特定制度背景下同一时期不同微观主体的投资者保护与微观金融关系的定量研究奠定基础。

【关键词】 投资者保护 评价指数 公司治理

一、引言

现代公司高度依赖于金融市场融资,而投资者投资公司证券的目的在于获得投资收益。如果一国或一个地区的投资者利益没有在法律和其他制度上得到应有的保护,投资者将不愿意对公司证券进行投资,从而公司将很难从投资者手中获得融资,或者需要付出更高的融资成本。自20世纪30年代两权分立理论被提出以来,学术界和实务界就很关注投资者利益保护中股东和管理层之间的委托代理问题。La Porta、Silanes、Shleifer与Vishny(以下简称LLSV)开创性地提出了投资者保护评价指数,并指出投资者的法律保护有助于解释各国资本市场发展、股权和治理结构问题。

国外以LLSV为代表的研究已确定了投资者保护评价指数,可以方便地对投资者保护与微观金融问题进行实证研究。由于我国上市公司在市场机制、法律制度、资本市场实践等方面都与英美等发达市场有着显著差异,因此很难直接运用其投资者保护评价指标来开展实证研究。而我国学者尚未提出一个全面科学的适用于我国制度背景下的投资者保护评价指数,尤其是针对同一时期不同微观主体的评价指数,从而就很难开展投资者保护与微观金融问题关系的实证研究。鉴于此,本文的研究目的是从我国现实的法律法规和资本市场实践出发,设计一个适用于我国制度背景的投资者保护评价指标体系,为进一步研究我国投资者保护与微观金融问题的关系奠定基础。

二、投资者保护现有评价指标及其适用性分析

LLSV之所以引起了学术界对投资者保护问题的关注,主要是因为他们确定了比较科学和全面的衡量投资者保护的指标,可用于投资者保护与微观金融问题之间关系的实证研究。他们分析不同国家在法系起源、股东权利、同股同权法则、执法效率与执法力度、腐败、国家风险、会计准则等七方面的一些具体规定或做法在投资者保护上所起作用的大小,来给予评分,然后加总得到投资者保护指数。LLSV的评价方法相对全面和科学,得到了许多学者的认可。Pistor注意到对少数股

东的保护不是《公司法》的唯一目的,因而设计了衡量书面法律保护保护的股东权利指数,包括发言权、退出权、对抗管理层权利、对抗控股股东权利和股票市场诚信指数等指标,以补充衡量各国法律对股东权利的保护。Pistor更为关注转轨经济中法律制度的有效性,他们还采用了执行中的法律评价指标,包括:①外部专家评价形成的法治状况指数;②欧洲复兴与开发银行构建的转轨经济中《公司法》与《破产法》有效性的指数;③关于法律体系保护私人财产权利与实施合约能力调查数据的执法指数。Gompers的研究关注股东权利,以公司治理的“G指数”来衡量股东权利。

LLSV和Pistor的投资者保护指标主要用于国别或法系差异的研究。Gompers分析的是美国的情况,美国法律完善,资本市场发达且市场化程度高,上市公司在股东权利保护的具体做法上有比较大的选择权,并且美国各州《公司法》存在差异,从而其“G指数”也能反映不同公司对投资者保护的情况。但对于像中国这样的发展中国家,一般实行成文法,证券市场监管程度高,行政政策对证券市场影响很大。在证券市场发展的不同阶段,证券管理部门制定了统一的法律法规,公司的章程、内部治理规则和内部控制制度严格遵守管理部门统一规定,不同公司的投资者保护条款或做法高度雷同。Pistor等的研究表明,转轨国家法律的有效实施比书面法律对股票市场发展的影响更大。因此,衡量我国上市公司投资者保护程度就很难采用类似于LLSV和Pistor或Gompers的方法。

沈艺峰等较早建立了我国投资者保护评价的指标,把我国证券市场从1992年5月至2002年6月施行的50个法律法规文本按股东权利、信息披露制度、会计和审计制度、送配股政策、大股东和董事的诚信义务和忠实义务以及外部独立董事等9项条款分类,并根据法律效力不同分别赋予不同的分值,加减相应的分值,形成中小投资者法律保护分值。王晓梅、姜付秀分析了在我国既定制度背景下,如何设计适用于评价微观公司组织又兼顾制度执行层面的投资者保护指标,提出应从事后的角度进行分析,并从效率和公平两个层次进行评价,主要

选取了投资者获得的投资回报、公司质量和公司诚信三方面的指标。姜付秀等在专家问卷调查的基础上,从公司投资者对公司的权益出发,兼顾微观层面及宏观制度执行层面,设计了我国上市公司投资者利益保护指数。他们提出的投资者保护指标包括:知情权(以审计意见类型衡量);股东对公司利益的平等享有权(以关联交易和大股东占款衡量);股东财富最大化(以净资产收益率、Tobin's Q、利润增长率衡量);投资回报(以现金分红、股票股利、持有股票收益衡量);上市公司诚信(以是否被证监会处罚、被证监会或交易所批评衡量)。

沈艺峰等的投资者保护评价指标借鉴了LLSV的方法,全面考虑了我国各阶段投资者保护法律法规的特点,但不能用于评价同一时期不同微观主体的差异。对于国内投资者保护的研究,我们关注更多的是同一时期内不同公司之间投资者保护的差异及其与其他微观金融问题之间的关系,并且是实际的保护,而不仅仅是书面条款理论上的保护。王晓梅、姜付秀等为了能衡量同一时期不同公司之间的投资者保护差异,更多从“事后”的保护效果出发,寻求不同方面来衡量投资者保护的指标,但他们的指标主要考虑的是事后保护的效果,尤其是绩效方面的效果(容易混淆投资者保护的好坏与公司经营的好坏)。在同一个法制的环境下,很难从“事前”的书面法律法规上寻找到可以区分不同上市公司对投资者保护的差异,本文受姜付秀等的启发,试图从不同上市公司对法律法规执行“事后”保护的效果,或是对法律法规“事中”执行上的差异来寻求不同上市公司对投资者保护的评价。

三、我国投资者保护评价指标设计

对我国《证券法》、《公司法》以及证券投资方面法律法规进行考察可以发现,我国法律法规关注的证券市场投资者保护问题主要包括:①股东权利,例如投票权、提案权、分红、选举董事权等;②股东、董事、管理层的职责,如关联交易、内幕交易的限制等;③信息披露,如虚假信息披露、误导、欺诈等;④市场操纵。与LLSV和Gompers注重法律条文的“事前”的保护,姜付秀等注重效果的“事后”保护不同,笔者设计的指标旨在寻找上市公司在执行或遵守这些法律法规“实践”或“表现”上的差别,来衡量其在投资者保护上的差异。上市公司对这些法律法规如果执行较好,可以反映在一些指标或变量上,如在保护股东投票权利上执行较好,那么参与投票的中小股东(持股)比例就高,可以以此来衡量公司对中小投资者权利保护的好坏。如果公司的内部治理制度好,也有助于投资者保护。如独立董事制度,就有利于加强关联交易的审核,限制内部人侵占中小投资者的利益,因此我们除了考虑法律法规在以上方面对投资者的保护,还考虑内部治理有关机制对投资者的保护。

设计的指标变量具体包括:股东权利、潜在侵占、信息披露、内幕交易与市场操纵和内部治理。结合我国证券市场的实践和数据的可获得性,我们从以上5方面选择了9个指标变量,每个指标占10分,来构建适用于我国制度背景的投资者保护评价指标体系,具体说明如下。

1. 股东权利。国外的研究比较强调中小股东的权利,并且侧重于书面法律的股东权利。只有在法律法规、公司章程

上,规定的股东权利越全面,并且越有利于股东履行这些权利,股东的利益才能得到更好保护。这些研究都很关注股东参与投票表决的重要性和便利性,如是否同股同权、通信投票、累积投票等。我国上市公司在这些方面的差异很小,但中小股东运用这些权利的差异可能比较大,不同上市公司的股东大会出席(股权)比例有明显差异。公司每年股东大会实际参与投票的股权比例,可以综合反映中小股东参与投票的重要性和便利性。可以这样认为,一家公司中小股东投票权越重要,中小股东投票越便利,中小股东参与投票的积极性越高,中小投资者从自身利益参与股东大会投票,就是对自身利益最好的保护。

我们以股东大会出席率来衡量这方面的股东权利保护程度。中小股东投资股票的根本目的在于获得收益,股东最重要的权利之一就是获取现金股息。而我国由于特殊的制度环境,上市公司缺少支付现金股息的激励,证监会出台再融资条件之一是必须满足一定的现金股息支付比例,也说明了股东获得现金股息权利的重要性,因此我们以年现金股息支付率衡量这方面的股东权利。投资者从每年公司净利润中获得的现金股息的比例越大,投资者利益的保护程度就越高。

股东大会出席率=(股东大会出席比例-第一大股东持股比例)/第一大股东持股比例;每0.1为1分,最多为10分。

股息支付率:以当年现金股息占净利润比例计算,每0.1为1分,最多为10分。

2. 潜在侵占。公司与关联方(内部人)进行关联交易,有其存在的经济合理性。但相对于市场交易而言,关联交易的条件更有可能对公司不利,而对关联方有利,从而使公司股东利益受到损害。我国《公司法》、《证券法》明确规定内部人(包括控股股东、董事或管理层)的职责或义务中重要的一项就是限制内部人通过关联交易来谋取私人利益。公司内部人(包括控股股东、董事或管理层)获取大量的私有收益或者侵占中小股东利益比较直接和方便的方式就是买卖商品、劳务、资产等关联交易(包括关联资金占用)。我们以潜在侵占指标来反映这方面的投资者利益保护,具体包括关联资金占用和关联交易(商品、劳务、资产等买卖交易)。我们以公司的“净借出(应收账款+其他应收款+预付账款-应付账款-其他应付款-预收账款)”作为关联资金占用。这些净借出未必都为内部人占用,但我们认为,净借出的大部分是为内部人占用,否则他们不会做出使公司资金被外方占用的决策。我们也很难证明关联交易就会损害公司中小股东利益,但可以认为相对于没有关联交易或者关联交易较少的公司而言,中小股东因有大量关联交易而遭受损失的可能性更大。

资金占用:以净借出占总资产比例计算,负数与0为10分,每增加0.1减1分,最低为0分。

关联交易:以“(关联购买+关联出售)/(2×主营业务收入)”计算,0为10分,每增加0.1减1分,最低为0分。

3. 信息披露。投资者将资金投入公司之后,不能再直接处置和影响公司资产,只能通过公司提供的经营和财务信息来了解其资产状况,再据此做出投资决策(买卖相关证券)。因

此,投资者的利益与公司的经营和财务信息息息相关。因此,我国的《公司法》和《证券法》规定,公司必须真实、准确、完整公开披露有关的经营和财务信息。及时获得真实、准确、完整的信息是投资者重要的权利,是投资者利益保护的重要方面。在信息披露方面,我们选取了信息披露违规和盈余操作指标。影响公司股价的信息包括财务信息和非财务信息:财务信息中最重要的是盈余信息,我们以操纵性盈余绝对值来表示盈余质量的高低;对于非财务信息,如有关公司治理、经营信息的披露,很难直接衡量公司在这方面做得如何。

实践中,证监会或交易所事后会对未能及时、完整地披露有关信息的上市公司做出处罚,我们可以间接地以公司受到信息披露方面的处罚来衡量公司在信息披露上做得如何。公布的信息披露违规可以按严重程度归为以下4种类型:①业绩预测结果不准确或不及时;②涉嫌未按期披露年报;③未及时披露公司重大事项;④信息披露虚假或严重误导性陈述。我们把违规严重程度简单地看成线性递增,每增加1个级别减2.5分,同时违反2种或以上规定的确定为最高级别类型。

信息披露违规:以证监会、证券交易所公布的信息披露违规级别计算,没有违规为10分,每1级违规减2.5分。

盈余操纵:以操纵性盈余绝对值计算,0为10分,每增加0.1减2分,最低为0分。

4. 内幕交易与市场操纵。内幕交易中知情者的获利来自不知情者的损失。操纵市场者从证券交易中的获利也是来自其交易对手的损失。因此,公司证券如果存在内幕交易或者市场操纵,会使中小投资者因证券交易遭受损失。内幕交易与市场操纵是证券交易方面重要的投资者利益保护问题。如果一家公司的证券出现内幕交易与市场操纵可能性小,那么投资者在证券交易方面的利益就能得到较好的保护。张宗新介绍了较为复杂的内幕交易识别方法,内幕交易的识别需要用到可能出现内幕交易的重大事件前后股票交易的数据。

考虑到实证研究中样本公司和非样本公司在样本期内都会出现的同类型影响股价波动的事件,并且对交易数据要求不高,我们采用年报公布事件期的累积超常收益(CAR)研究方法。具体采用年报公布前1个交易日的CAR占整个事件期的最大(绝对值)CAR比例,来衡量公司出现内幕交易或股价操纵的可能性。信息披露前的CAR占整个事件期的最大(绝对值)CAR比例越高,说明事件信息提前泄露或者被利用进行市场操纵的可能性越大,不知情的中小投资者在事件期中受到损失的可能性越大。

年报前CAR占事件期最大CAR之比:以(年报前CAR/事件期最大CAR)计算,0为10分,每增加0.1减1分。

5. 内部治理。公司通常可以区分为三个利益方:大股东、中小股东和管理层。过去在英美发达市场,学者和实务界关注的投资者保护问题是股东和管理层之间的利益冲突问题,公司治理机制就是用于协调管理层和股东之间的利益冲突,激励或约束管理层以公司价值最大化目标行事,从而保护投资者利益。公司治理机制如果能有效地实行,也能较好地协调大股东和中小投资者之间的利益。因此,我们从公司内部治理机

制中选择一些指标来衡量投资者利益保护。公司内部治理涉及的内容很广,如股权结构、董事、管理层的薪酬激励方案、董事会的结构等。为了使研究更加简明,我们选择独立董事比例、总经理是否兼任董事长指标。尽管实践中独立董事可能由内部人初选,但在诸如关联方交易等表决中需要独立董事发表意见等,在独立董事越来越注重自己声誉的情况下,独立董事可以发挥一定的作用。独立董事比例越高,董事会决策完全由内部人决定的可能性将越小。

独立董事比例:以董事会中独立董事的比例计算,每0.1为2分,最多为10分。

总经理是否兼任董事长:以总经理是否兼任董事长虚拟变量计算,兼任为0分,不兼任为10分。

四、结语

研究投资者保护问题对发展我国证券市场有着重要的意义。本文从我国投资者保护的制度和资本市场实践出发,总结出我国投资者保护应涵盖股东权利、潜在侵占、信息披露、内幕交易与市场操纵、内部治理五个方面,并且从中选择具体指标,构建了我国投资者保护的评价指数,为定量研究在我国特定的法律制度下同一时期不同微观主体的投资者保护状况与经济效果的关系奠定了基础。本文的投资者保护评价指数相对简单,并且对数据的要求不高,具有较强的适用性。

投资者保护是一个综合的概念,涵盖了市场机制、法律制度、公司治理制度等问题,包括宏观方面和微观方面,要全面而科学地定量研究有较大的困难。本文提出的投资者保护评价指数,只是在我国特定的制度背景下,用于评价不同微观主体在投资者保护方面的相对差异,尚不能全面地反映绝对水平和历史发展情况。随着我国资本市场的不断发展,寻求更全面和客观的投资者保护评价体系并运用于我国的经验研究是今后进一步努力的方向。

【注】本文系国家自然科学基金(编号:70972074,71003030)、广东省自然科学基金(编号:9451042001004036)、广东省人文社科基地重点项目基金(编号:08JDXM79008)、广东外语外贸大学引进人才科研启动项目的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny. Law and Finance. Journal of Political Economy, 1998;6
2. Pistor, K., Raiser, M., Gelfer, S.. Law and finance in Transition Economies. Economics of Transition, 2000;8
3. Gompers, P.A., Ishii, J.L.A.. Metrick Corporate Governance and Equity Prices. Quarterly Journal of Economics, 2003;7
4. 沈艺峰,许年行,杨熠.我国中小投资者法律保护历史实践的实证检验.经济研究,2004;9
5. 王晓梅,姜付秀.投资者利益保护效果评价研究.会计研究,2007;5
6. 姜付秀,支晓强,张敏.投资者利益保护与股权融资成本.管理世界,2008;2
7. 张宗新.内幕交易行为预测:理论模型与实证分析.管理世界,2008;4