从会计100股价指数看投资者保护的重要性

孙玥璠 杨 超 张宏亮

从上市公司的角度看，会计信息质量不高、管控机制薄弱、内部控制乏力和财务运行效率低下是出现财务舞弊案的深层次原因，直接影响了投资者保护，也给公司价值造成极大损害。因此，用一套科学客观的投资者保护评价指标来揭示和分析问题的症结，是除法律和监管外的促使中国上市公司重视投资者保护的又一利器。将这一评价指标构建为股价指数后，其走势可以清晰地反映出投资者保护对上市公司、相关监管机构和广大投资者的重要性。

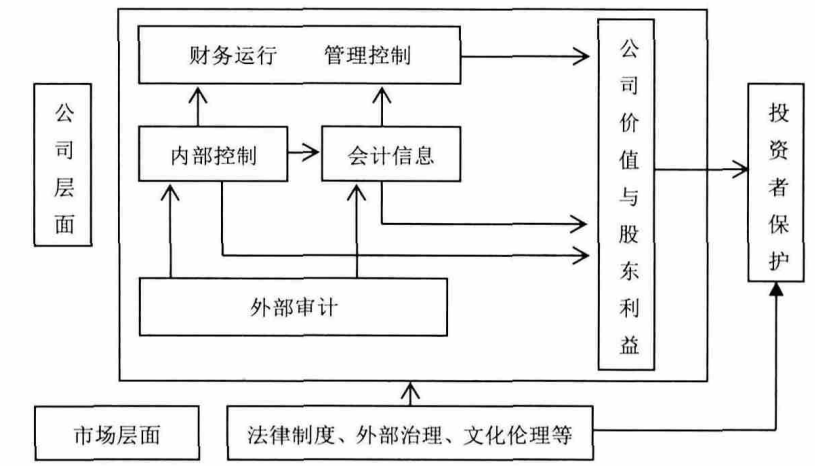


图1 会计投资者保护评价理论体系

一、会计100股价指数概述

发达国家资本市场的经验表明，资本市场越发达，会计在投资者保护机制中的作用表现得越明显。随着资本市场在我国经济发展中扮演的角色越来越重要，构建基于会计角度对上市公司投资者保护进行评价的指标也更加迫切。中国上市公司会计100股价指数（简称会计100股价指数），是在中国上市公司会计投资者保护指数的基础上，遵循科学性、代表性和实用性等原则，借鉴国内外

两年存在共同的趋势，即上市公司第一大股东的持股比例与公司的投资者保护水平间存在正相关关系，持股比例越高，投资者保护水平越高。这与不同持股公司的治理状况、经营效率存在一定关系，尤其是股权分置改革后，大股东与中小股东的利益逐渐趋于一致，其掏空动机在逐渐减弱，而提升公司价值、实现与公司价值共同成长的动机增强。相反，持股比例越低，越倾向于采取盈余管理、关联交易等方式从上市公司攫取利益，因而持股比例较低的公司投资者保护水平较差。

5. 从上市板块来看，中小板和创业板上市公司投资者保护状况大体相当且较高，分别为55.64分和55.93分；深市主板的保护程度次之，为53.39分；沪市主板的保护程度最低，为52.51分。

为了分析各上市板块的投资者保护水平在年度之间的变化情况，我们对上市板块的平均得分与排名进行了对比分析。结果显示，2011年和2012年各板块的投资者保护程度变化较大。其中，中小板及沪市主板2012年分别下降1、2个位次；深市主板比较稳定；创业板2012年上升3个位次。

［本文得到国家社科基金项目（青年项目）“基于会计的投资者保护评价体系及指数建设研究”（11CGL025）、北京市教委科研基地—科技创新平台—会计与投资者保护研究基地”（PXM014213000031）项目及北京市教委社科计划重点项目“会计治理的实现路径及其评价”（SZ201210011007）的资助］

（作者单位：北京工商大学商学院/投资者保护研究中心）

责任编辑 陈利花

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

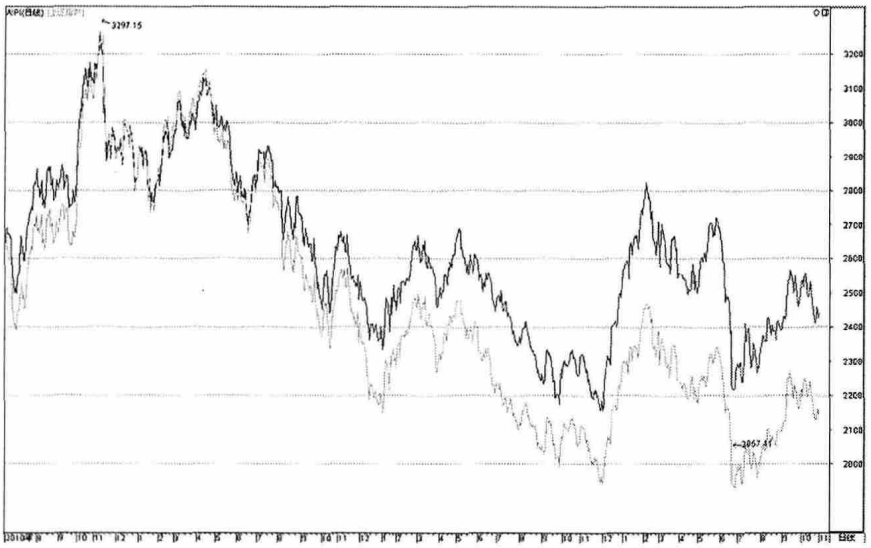
主要指数的编制经验并根据国际惯例，将中国所有A股上市公司的会计投资者保护评分指数进行综合排名，选取前100名的上市公司作为成分股构建出的股票价格指数。会计投资者保护评价理论体系如图1所示。

会计100股价指数以会计投资者保护评价体系为理论基础，从会计信息、内部控制、外部审计、管理控制和财务运行5个相辅相成的维度综合全面地评价上市公司投资者的保护状况。选取的前100名上市公司拥有高质量的会计信息、完善的内部控制、良好的外部审计、高效的管理控制以及总体健康的财务运行，在整体上具有较高的投资者保护水平，能够从公司整体运营发展的层面保证公司资产利用足够到位、资金流动的持续性和方向性以及公司管理运营体系的良性发展。

二、会计100股价指数的核心价值及特征

股价指数的编制对象是上市公司的股票价格，它具有的标尺作用使得其成为股票市场投资者、证券从业人员和专家学者研究、判断股票价格变化趋势所必不可少的参考依据。而无论是投资者还是研究人员，对于股价指数的关注都应该更侧重其长期变化趋势而不只是短期波动。因为长期变化趋势是股价指数倡导价值投资的核心内容，也是股价指数的真正价值之所在。会计100股价指数的基期为中国上市公司会计投资者保护指数首次发布后的第一个股票交易日即2010年5月4日，其截至2013年10月31日的长期趋势如图2所示。可以看出，在长期趋势上，会计100股价指数至少具有下列3个特征：

1. 与上证指数的波动轨迹基本一致，具备了作为股价指数的基本功能。从图2可以看到，会计100股价指数在整体上与上证指数的波动轨迹基本一致，这表明会计100股价指数的成分股具有较强的市场代表性，具备了作为股价指数的基本功能。此外，会计100股价指数在编制过程中综合考虑了上市公司的整体运营和发展状况，避免了单纯从股票交易情况的角度进行筛选分析而不能对上市公司的整体运营状况和投资者保护水平做全面考察的缺陷，所以其不仅能够协助监管者全面了解上市公司的整体状况，而且在上市公司提高自身的投资者保护水平以及为上市公司的整体发展提供指导建议等方面都具有重要作用。



注：图中上方曲线为会计100股价指数的日线、下方曲线为上证指数的日线

图2 中国上市公司会计100股价指数与上证指数的长期趋势比较

2. 市场表现普遍优于大盘，有着较强的市场风险抵御能力。会计100股价指数不仅具有个体评价、排名与预测能力，而且具有市场层面的投资指导能力。从图2可以看出，会计100股价指数日线基本均在上证指数日线的上方，并且在大盘行情低迷时较上证指数的波动幅度较小，这表明会计100股价指数的市场表现普遍优于大盘。这是因为，会计100股价指数的成分股公司具有较高的综合质量，不仅能够真实地反映公司的投资者保护状况，而且在应对市场变化时，也普遍有着较强的市场风险抵御能力，从而能够保护投资者的利益免受严重损失。可见，从长期来看，投资者保护也是可以反映在市场上的，投资者保护较好的上市公司股价的市场表现是普遍优于大盘的。

3. 高出上证指数的幅度越来越大，在长期趋势上更能保护投资者。一般而言，市场越低迷，上市公司对投资者的保护就越差，但如果在这种环境下，公司还能把投资者的利益保护好，则其绩效表现将更为突出。这种绩效表现可能不只是在股市行情上涨时涨得更高，还应是在股市普遍低迷的情况下降低的幅度更小。从图2可以看出，随着时间的推移，会计100股价指数日线高出上证指数日线的幅度呈现出逐渐拉大的现象，这表明在综合考虑了公司的会计信息质量、内部控制程度、外部审计效果、管理控制成效和财务运行效率等多方面因素后，投资者保护好的上市公司的股价降幅比大盘平均降幅要小，表现出会计100股价指数长期视窗的预测性，即投资者保护好的公司当年投资效益不一定突出，但在长期视角下会呈现优于大盘投资效益的趋势，同时其股价较其他上市公司也更具有稳健上升的趋势。

三、对上市公司投资者保护的启示及建议

1. 构建内部控制体系。内部控制体系主要应基于控制运行、信息披露和外

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

部监督三个层面进行构建。在三个层面中，控制运行是信息披露和外部监督的基础，信息披露和外部监督是对控制运行的补充，投资者保护目标的最终实现要依赖它们之间的协同效应。上市公司可以通过不断完善公司的内部流程管理控制运行体系来实现公司的价值战略，并提高投资者保护水平。作为上市公司的参考性标尺，会计100股价指数对于推进市场化的外部监督约束体系具有重要的作用，可以在更大范围上保证公司控制运行和信息披露的有效性，降低经营风险，提升企业核心竞争力和公司价值，促使上市公司更加注重对投资者利益的保护，承担更多的社会责任。

2. 注重会计信息质量。在公司治理结构中，会计信息发挥着监督、评价与契约沟通的作用，而会计100股价指数所反映出来的财务报表之外的会计信息能够通过定价功能，有效地减轻信息不对称情况，降低代理问题。如通过制定有效的旨在协调管理层和投资者利益的管理层激励合约，能够提升契约效率以及抑制管理层机会主义行为来保障公司价值和股东利益，并且契约的设计和执行的效率越高，对高质量财务会计信息的需求就越大。在我国后股权分置改革和会计准则国际趋同的制度背景下，通过公布高质量的会计信息能促进上市公司提高对投资者保护的重视，并最终建立市场化的声誉机制与惩戒机制，促进投资者保护的市场化机制的完善与运行。

3. 加强外部审计独立性。从契约观的角度看，由于契约的不完备性，投资者与公司之间存在信息不对称，为了保证契约的有效实施，需要一种机制来缓解信息不对称问题，外部审计便充当了这种角色。外部审计的本质是投资者保护的执行机制，其根本职能是为投资者提供保护。当法制环境较薄弱时，外部审计还可以充当法律的替代工具，从而为投资者提供保护。上市公司通过加强外部审计的独立性，能够降低中小投资者与上市公司之间的信息不对称，从而更好地代表投资者的利益，对投资者负责。

4. 提高财务运行质量。现代企业是以股东价值最大化或公司价值最大化为终极目标的。价值在采购、生产到销售的经营活动中形成和实现，而这一过程自始至终伴随着资金运动，这就是财务运行过程。同样，使投资者的价值最大化也是投资者保护的终极目标，财务运行质量又决定着投资者价值增值的程度，可见两者的目标是契合的。财务运行质量的评价由投资质量、资金运营质量、筹资质量和股利分配质量四个方面构成，通过对上市公司财务运行质量的监测可以测度投资者保护的程度，上市公司应从这四个方面提高财务运行质量。

5. 完善管理控制机制。管理控制是管理者执行战略、实现目标的手段，其目的是使战略被执行，从而使组织的目标得以实现。从公司治理的角度来看，管理控制机制是公司高效运转的保证，在公司决策过程中引入管理控制机制，把决策的风险管理前置，能够降低管理层的道德风险和决策风险，以此探索和完善高效的管理控制机制是充分发挥会计对投资者保护的关键。

[本文得到北京市教委"科研基地-科技创新平台-会计与投资者保护研究基地"（PXM014213000031）、教育部人文社科青年基金项目（12YJC630181）、北京市哲学社会科学规划项目（13JGB047）和2013年北京高校"青年英才计划"的资助]

（作者单位：北京工商大学商学院/投资者保护研究中心）

责任编辑 陈利花

● 词条

灵捷竞争

灵捷竞争（Adroitly Compete）是关于企业如何积极创造新的顾客机会和快速响应未曾预料的机会，在一个动荡的、竞争激烈的经营环境中获得利润的战略过程。企业转向"灵捷"经营，实际上是对迅速变化、不断细分、高质量、高性能的顾客订制产品和服务型的全球市场的经营挑战做出的全面反应。

一个企业要适应灵捷竞争，必须在以下各层面具备灵捷性的特点，以形成一个全新的经营实体。在营销层面上，具备以顾客价值为中心，生产个性化产品和服务组合的特点。灵捷时代的营销产品是"实体、信息、服务"的统一体，而"出售解决方案"、"专门化设计"、"大众化商品特殊化"等是灵捷营销的主要战略。在生产层面上，具有按照顾客定单，任意批量制造产品和提供服务的能力。这需要通过改进生产设备、工作流程及管理方式，以实现更小规模和更低成本的生产。在组织层面上，能够整合企业内部和外部与生产经营过程相关的各种资源，通过与供应商和顾客的互动合作，创造和发挥资源杠杆的竞争优势。在管理层面上，灵捷企业最基本的目标是："保证人力资源队伍是由一支有知识、有技能、善创新的员工队伍组成；为员工提供他们所需的资源，以应付变化的市场机会及个别顾客的要求；适时变革组织的'壁垒墙'，因为这些'墙'有可能限定企业的资源分配，同时也限定了控制权与优先权的分配。

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net