

全面反映股东权益保护，提升 ESG 评价效能

委托代理问题是公司治理研究的核心，现代企业体制中经营权与所有权分离，股权分散使股东无法有效监督经理人形成的第一类代理问题在股权分散市场较为凸显。我国上市公司股权相对集中，控股股东与中小投资者之间的代理问题，即第二类代理问题是上市公司面临的主要委托代理问题。为保障中小投资者合法权益，构建投资者保护大格局，监管部门持续完善基础制度建设、推动违法违规惩戒。基于此，中证 ESG 评价体系设立“股东权益”主题，从控股股东与大股东行为和中小股东保护两方面考察上市公司股东权益保障情况，在合规基础上对于上市公司提出更高要求，全面反映股东权益保护，提升 ESG 评价效能。

一、我国上市公司股权结构特征及面临的主要公司治理问题

公司治理问题的研究起源于第一类代理问题，即股东与管理层之间的利益冲突对于企业价值的影响。1932 年，Berle & Means 在《现代公司与私有财产》中，首次对于公司治理问题做出系统性分析与论述，被认为是公司治理产生的标志。他们统计分析美国 200 家非金融公司的股权结构，指出了现代企业体制中存在的经营权与所有权分离的情况。在现代公司制度下，当企业股权分散化程度较高时，由于分散的股东无法有效监督经理人，经理人的利己动机将导致其最大化个人利益而忽略股东利益。这种股东与管理层之间的代理问题，也被称为第一类委托代理问题。

我国上市公司股权相对集中，第二类代理问题是上市公司面临的主要代理问题。与西方国家上市公司股权分散特征不同，我国上市公司股权相对集中，超过半数 A 股上市公司第一大股东持股比例超过 30%。在股权较为集中的企业中，大股东可能利用其控制权监督管理层、积极行使公司治理作用，经营权与所有权分离导致的第一类代理问题弱化。高股权集中度带来第二类代理问题，即大股东与小股东之间的代理问题，当大股东掌握企业控制权时，由于控制权与现金流权的分离，大股东有动机和能力侵占其他股东利益。

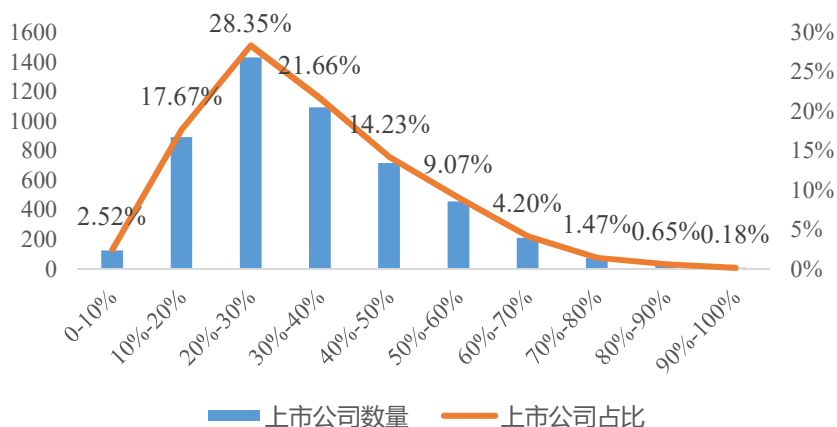


图1 A股上市公司第一大股东持股比例分布

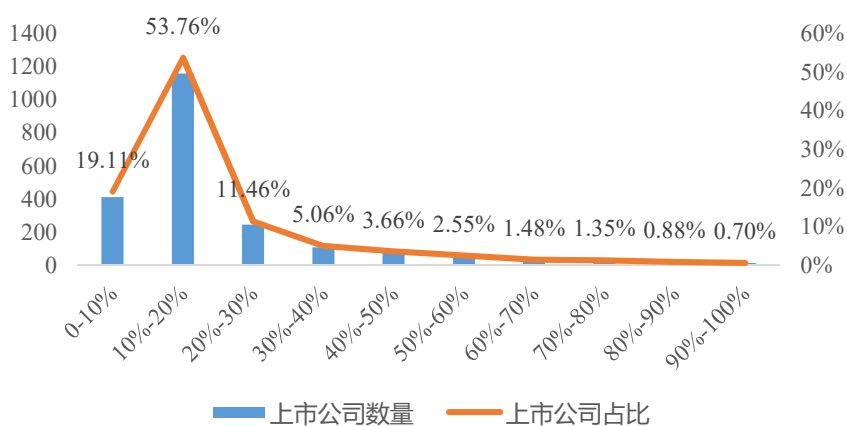


图2 纽约证券交易所上市公司第一大股东持股比例分布

中小投资者是我国资本市场的重要组成部分，保护中小投资者合法权益是资本市场持续健康发展的重要基础。大股东利益侵占行为降低了企业资产质量和信息质量。2022年发生了资金占用争议性事件的40家上市公司获得的交易所信息披露审核意见均在B级别以下。其中，6家上市公司信息披露审核意见为D级别，代表着上市公司信息披露工作不合格。根据中国结算数据，截至2023年1月底，作为立市之本的投资者数量已达2.13亿，其中自然人投资者占比99.76%。对于数量占市场主体的中小投资者，不公平的股东待遇降低了投资者信心，保护中小投资者合法权益是资本市场持续健康发展的重要基础。

二、专项整治提升上市公司治理成效，中小投资者利益保障不断深化

为缓解上市公司第二类代理问题，监管机构出台监管文件，开展专项行动从严监管大股东利益侵占行为。监管层对于关联方资金占用行为给予高度关注，对控股股东、实际控制人等关联方占用上市公司或拟上市公司的资金的情况秉承“零容忍”的态度。证监会、银保监会针对大股东利益侵占行为均开展了专项整治行动，上海证券交易所、深圳证券交易所则对于存在大股东利益侵占行为企业实施风险警示，促进上市公司完善内控制度，保障中小投资者权益。

表 1 对于大股东利益侵占行为的相关监管要求

时间	文件	监管要求
2020 年 10 月	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》	严肃处置资金占用、违规担保问题。控股股东、实际控制人及相关方不得以任何方式侵占上市公司利益。
2020 年 12 月	证监会开展上市公司治理专项行动	健全公司治理的制度规则，进一步落实控股股东、实控人、董监高的职责界限和法律责任。
2022 年 5 月	《2022 年银行保险机构股权和关联交易专项整治工作要点通知》	专项整治主要查处包括大股东违规质押、股权嵌套、股权代持等股权问题；通过信贷、债券、贴现等手段违规套取资金输送利益、内部人控制和大股东操纵掏空机构等关联交易问题。
2023 年 2 月	《上海证券交易所股票上市规则(2023 年 2 月修订)》	公司被控股股东（无控股股东的，则为第一大股东）及其关联人非经营性占用资金，余额达到最近一期经审计净资产绝对值 5%以上，或者金额超过 1000 万元，未能在 1 个月内完成清偿或整改；或者公司违反规定决策程序对外提供担保（担保对象为上市公司合并报表范围内子公司的除外），余额达到最近一期经审计净资产绝对值 5%以上，或者金额超过 1000 万元，未能在 1 个月内完成清偿或整改的，对其股票实施其他风险警示。
	《深圳证券交易所股票上市规则（2023 年修订）》	公司存在资金占用且情形严重的，对其股票实施其他风险警示。

除了约束控股股东与大股东行为，监管层也积极出台政策保障中小投资者合法权益，包括投资者知情权、参与权和回报权。一是保护投资者知情权。2018年证监会发布的《上市公司治理准则》明确规定“上市公司应当建立与股东畅通有效的沟通渠道，保障股东对公司重大事项的知情、参与决策和监督等权利。”信息披露是保障投资者权益的核心基石，维护投资者的知情权便于投资者做出投资决策和价值判断，是金融市场健康发展的基础。二是保护投资者参与权。征集投票权、中小投资者表决单独计票、关联方回避表决机制等制度的建立健全让中小投资者得以“用手投票”，积极参与公司治理，维护自身权益。三是保护投资者回报权。2020年3月1日，修订后的《中华人民共和国证券法》新设“投资者保护”专章，要求“上市公司应当在章程中明确分配现金股利的具体安排和决策程序，依法保障股东的资产收益权”。

随着法规逐渐完善、专项整治行动落实，上市公司治理取得良好成效，中小投资者利益保障不断深化。一是资金占用等违法行为面临严重惩罚，上市公司控股股东利益侵占动机弱化。监管部门持续严厉打击资金侵占等违法行为，不断释放“零容忍”信号。2022年，针对资金占用违规行为，监管机构共对40家公司采取纪律处分和监管警示，其中对9家公司予以通报批评或公开谴责。对于部分控股股东、实际控制人滥用股东权利，严重背离诚实信用和合规要求，恶性损害上市公司和中小投资者合法权益的，监管机构予以从重甚至顶格处分，抓住“关键少数”，提高违规成本，上市公司控股股东利益侵占动机弱化。二是上市公司不断优化与中小投资者的沟通机制，提升信息透明度。近年来，上市公司积极拓展与投资者沟通方式，通过举办业绩说明会、参加投资者网上集体接待日活动、在互动平台积极回复等方式回应市场关切问题。上市公司信息透明度不断提升，真正维护落实投资者对于上市公司的知情权与参与权。三是上市公司回报投资者意识不断增强，现金分红率不断提升。2021年，共计2255家上市公司进行现金分红，平均股利支付率26.82%。相较于2017年，分红上市公司数量增长20%，股利支付率增长5.80%，上市公司分红规模和分红比例不断增长，对于中小投资者回报权的保护不断深化。

三、中证 ESG 评价体系对第二类代理问题刻画的逻辑和效果

中证 ESG 评价设立“股东权益”主题，考察 A 股上市公司主要面临的代理问题。中证 ESG 评价“股东权益”主题设置“控股股东与大股东行为”与“中小股东保护”两个单元评价上市公司第二类代理问题严重程度及对于中小投资者权益的保障情况。“控股股东与大股东行为”单元考察了大股东利益侵占动机与侵占行为，“中小股东保护”单元则考察了上市公司对于中小投资者知情权、参与权和回报权等股东权力的保障情况。

“股东权益”主题在考察合规性的基础上，对于上市公司提出更高要求，推动公司治理现代化。“股东权益”主题评价在指标设计中，充分参考监管政策，纳入上市公司控股股东、实控人是否存在资金占用等合规指标，考察上市公司风险管理能力与内部控制水平。同时，在合规基础上对于上市公司提出更高要求，“股东权益”主题纳入了中小投资者参与、上市公司分红情况等指标，体现现代公司治理价值观，推动上市公司高质量发展。

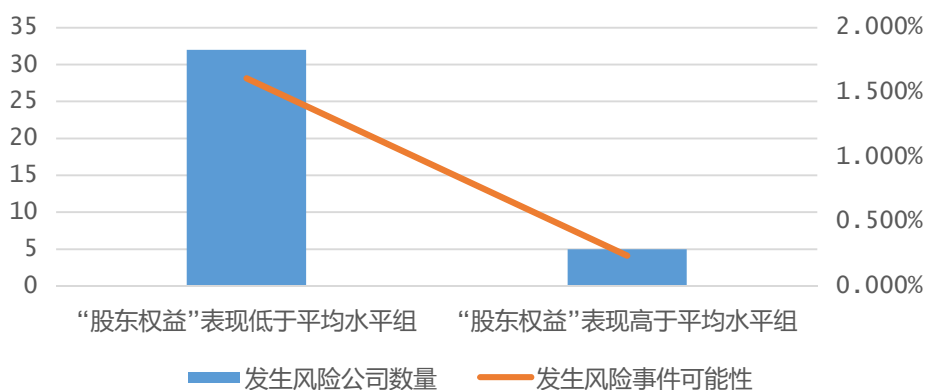


图3 中证 ESG 评价中“股东权益”主题得分与未来风险事件发生可能性

“股东权益”主题评价结果较好地预示了上市公司出现大股东利益侵占行为的可能性，具有较强的风险提示特征。从尾部风险提示来看，“股东权益”主题评价得分较高的上市公司未来出现大股东利益侵占行为的可能性较低。根据中证 ESG 评价数据测算，当上市公司“股东权益”主题得分在 0.5 分（整体平均水平）以下，上市公司未来出现大股东利益侵占行为可能性为 1.6%，远高于“股东权益”

主题得分在 0.5 分以上的上市公司的 0.2%。“股东权益”主题评价得分较高的上市公司未来出现大股东利益侵占行为的可能性更低。

从股票收益表现来看，“股东权益”主题评价得分越高，上市公司未来一年股价波动率越低，收益最大回撤越小。将上市公司按照其“股东权益”主题得分分为五组，第五组表示上市公司“股东权益”得分最高，对于中小股东权益保护最好的上市公司。结果显示，“股东权益”主题评价得分越高，上市公司未来一年股价波动率越低，收益最大回撤越小。

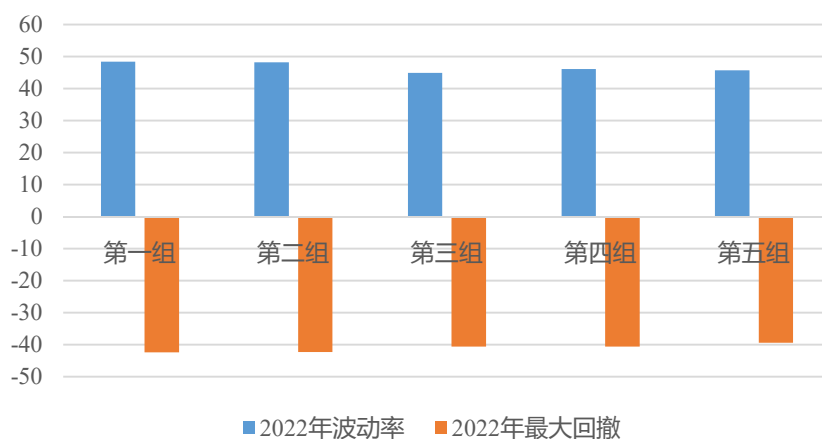


图 4 中证 ESG 评价中“股东权益”主题得分与未来一年股票收益表现