

中国上市公司投资者保护状况评价报告

研究背景、评价方法及结果分析



中国证券投资者保护基金有限责任公司
CHINA SECURITIES INVESTOR PROTECTION FUND CO.,LTD.



中国上市公司投资者保护状况评价报告 (2011 年度)

——研究背景、评价方法及结果分析

中国证券投资者保护基金有限责任公司

2012 年 10 月

目 录

引言	3
一、评价方法.....	3
二、评价对象及数据来源.....	4
三、关于权重的形成与历史数据的追溯.....	5
四、可能存在的偏差.....	6
2011 年度中国上市公司投资者保护总体状况.....	6
一、客观评价结果.....	6
二、主观评价结果.....	13
三、客观评价与主观评价的差异.....	17
成绩、问题及建议.....	18
一、中国上市公司投资者保护取得的成绩.....	18
二、中国上市公司投资者保护存在的问题.....	19
三、上市公司投资者保护工作的政策建议.....	20
中国上市公司投资者保护状况分类比较分析.....	24
一、多层次资本市场分析.....	24
二、地域比较分析.....	27
三、所有制比较分析.....	31

引言

为全面评价我国上市公司投资者保护状况，中国证券投资者保护基金公司对 2003-2010 年度所有在沪、深证券交易所上市交易的 A 股上市公司投资者保护状况进行了持续评价，并发布了相关评价结论。2012 年，保护基金公司继续对 2011 年度 A 股上市公司投资者保护状况实施了客观评价和投资者满意度主观评价，得出 2320 家 A 股上市公司的投资者保护状况评价结果及投资者对上市公司投资者保护状况满意度评价结果。本报告从 2011 年度上市公司投资者保护状况客观评价结果、主观评价结果及其存在的差异入手，运用了比较分析、归因分析、趋势分析等方法，分析了上市公司投资者保护的现状、变动情况及其背后的深层次原因，总结了上市公司投资者保护工作存在的问题，并有针对性地提出了完善建议。在报告形成过程中，我们征求并吸收了证监会系统各监管局和沪深证券交易所的意见，力求评价结果能够准确反映上市公司投资者保护的实际情况，促进上市公司提升其保护中小投资者的主观能动性和实际水平。

一、评价方法

中国上市公司投资者保护状况评价遵循“问题导向”、“投资者参与”和“实用性”原则，针对在沪、深两个交易所挂牌交易的所有 A 股上市公司，选取 2011 年 1 月 1 日起至 2011 年 12 月 31 日止作为考评期，分别从投资者保护状况客观评价和投资者满意度主观评价两个维度，将长期实践过程中影响上市公司投资者履行决策参与权、知情权、投资收益权的关键问题作为评价内容，重点考察法律法规和监管文件中强制要求和鼓励积极实施的、且上市公司依靠自身努力完全有能力履行的一系列保护投资者合法权益的制度安排和行为操守，对上市公司投资者权益保护所取得的成绩进行量化分析。

客观评价部分以《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》、《关于提高上市公司质量意见》等法律法规的要求为依据，重点从治理结构、信息披露和经营活动三个方面，考评上市公司对投资者三项基本权利的保护状况。具体的评价指标体系包括 3 个一级指标，13 个二级指标，45 个三级指标（见附录 1）；一、二级指标权重由投资者赋予，三级指标权重为简单算术平均；评价结果按照得分高低分为 A、B、C、D 四级，评价得分在 80-100 分段的为 A 级，评价得分在 60-80（不含 80 分）分段的

为 B 级，评价得分在 40-60（不含 60 分）分段的为 C 级，低于 40（不含 40 分）分以及当期被公开处罚和首次被交易所特别处理（含首次被*ST）的上市公司为 D（调查问卷见附录 4）级。具体评级调整标准为：在评价年度，上市公司或董事、监事及高级管理人员有被立案稽查、行政处罚或其他公开处罚记录的（限期整改、警告等其他监管机构处罚措施原则上不作为降级依据），当年度评级结果直接降为 D 级；上市公司处于立案稽查期间，从被立案稽查起三年内，评价结果直接降为 D 级，三年后仍然未结案的，从第四年起评级结果不再调整；当期首次被交易所特别处理（含首次被*ST）的上市公司评价结果直接降为 D 级。

主观评价依托保护基金公司建立并管理的全国个人投资者固定样本库¹，于 2012 年 5 月 4 日至 5 月 16 日开展 2011 年中国上市公司投资者保护状况满意度调查。调查内容集中于投资者对自身权益保护状况关注重点、相应诉求、满意程度和改善程度。满意度调查通过在线调查系统开展问卷填答，要求受访投资者按照 5 分制分别对 2011 年度上市公司投资者知情权保护状况、决策参与权保护状况、投资收益权保护状况以及上市公司投资者保护总体状况的满意度及改善度进行打分，经对调查结果的统计分析，形成主观评价结果。

二、评价对象及数据来源

评价对象为评价期内在沪深证券交易所挂牌交易的所有 A 股上市公司，但不包括：（1）截止到 2011 年末已完成首次发行工作但未在交易所挂牌交易的公司；（2）本期已终止上市无法获得当前财务报告信息的公司。2011 年度最终评价对象为 2320 家上市公司。

中国上市公司投资者保护状况评价（2011 年度）客观评价数据来源于截止到 2012 年 4 月 30 日公布的公开信息（中国证监会、沪深证券交易所网站、巨潮资讯网、上市公司网站等）及国泰安 CSMAR 数据库，主要包括上市公司公告、定期报告、审计报告、公司治理文件、上市公司网站自主披露的信息及上市公司诚信档案等。

中国上市公司投资者保护状况评价（2011 年度）主观评价数据来源于 2011 年上市公司投资者保护状况满意度调查。本次调查共下发问卷 5235 份，回收有效问卷 5184 份，问卷有效回复率达 99.03%，在 99%的置信区间内，误差率不超过 2%，在此基础上获得了 2011 年度中国上市公司投资者保护状况满意度指数和改善度指数。

¹ 固定样本库的抽样方案综合考虑了不同地域的人口、收入和经济发展差异，以及投资者的投资额度、交易频率和开户时长等情况，主要运用多阶抽样、分层抽样和 PPS 抽样的方法对全国 31 个省、自治区、直辖市（港、澳、台除外）中所有个人证券投资者进行抽样，最终选取 5235 名投资者组建为固定样本库。固定样本库的样本覆盖面广，代表性强，能够较为全面、客观地反映投资者的满意度。

三、关于权重的形成与历史数据的追溯

本着“对谁负责，由谁评价”的投资者参与原则，上市公司投资者保护状况评价的部分权重由投资者调查产生。

客观评价一、二级指标权重由投资者满意度调查获得，即由投资者对各项指标的重要性进行打分，进而用排序法计算评价指标的权重值，不同的权重代表该项指标在评价体系中的重要程度。三级指标采用等权重，即二级指标的得分由各三级指标的得分进行算术平均得来。

在不同调查周期内，由于存在被调查的投资者群体²及投资者对各项权利重要性认识的时间差异³，各项指标的权重也会发生变化（见表1）。为了保证各项指标得分的历史可比性，我们对相应的数据进行了权重的历史追溯，即在进行历史数据比较时，将历史数据按照2011年度的权重进行重新计算⁴，以保证历史数据可比性。

表1：各项指标权重变动情况比较表

一级指标	2010年度权重	2011年度权重	二级指标	2010年度权重	2011年度权重
1、决策参与权	28.16%	34.21%	1、1 各项文件完备情况	22.00%	20.71%
			1、2 中小投资者在股东大会发挥影响力	23.19%	18.94%
			1、3 董事会发挥决策和监督作用	20.88%	17.88%
			1、4 监事会发挥监督作用	16.68%	16.17%
			1、5 经理层勤勉尽责	12.26%	13.93%
			1、6 内部控制的有效性	8.96%	12.38%
2、知情权	44.99%	35.62%	2、1 主要治理信息的披露情况	19.56%	22.50%
			2、2 财务报告的披露情况	33.82%	31.01%
			2、3 重大事项公告	32.92%	29.66%
			2、4 投资者关系管理活动披露的信息	13.70%	16.83%
3、收益权	26.85%	30.17%	3、1 价值创造情况	46.75%	41.12%
			3、2 可能导致利益输送的经济活动状况	29.40%	30.99%
			3、3 利润分配状况	23.85%	27.89%

² 2011年度调查开始启用全国个人（自然人）投资者固定样本库，以前年度的调查样本为随机抽取，样本群体年度变化较大。

³ 投资者的认知可能受政策变化、调查时市场情况及投资者成熟度等因素的影响，这些因素都会随时间的变迁而变化。

⁴ 权重的追溯只对某指标的历史得分进行调整，并不影响单家上市公司的历史得分及评级情况。

四、可能存在的偏差

上市公司投资者保护状况评价是从投资者保护角度对上市公司开展评价，其结果在一定程度上代表上市公司整体和个体的投资者保护状况。但是由于以下因素的存在，可能产生一定的偏差：

1、由于投资者情绪容易受到调查周期内市场波动、投资盈亏等因素的影响，投资者对投资者保护状况满意度的主观评价结果可能存在一定偏差。

2、由于上市公司在投资者保护方面开展工作的情况无法全部获取、上市公司公开披露与实际运作之间的一致性、监管环境发生变化等原因，客观评价结果可能存在一定的偏差。

3、由于上市公司所处行业、板块、所有制背景及区域经济属性的不同，虽然引入了行业中值调整等方法并考虑了不同板块、制度差异的因素，上市公司个体评价结果仍然可能受到其自身属性的影响。

2011 年度中国上市公司投资者保护总体状况

一、客观评价结果

（一）总体评价结果

2011 年度上市公司投资者保护状况平均得分⁵为 72.04 分，最高分为 85.15 分，最低分为 38.76 分⁶，中位数为 72.65 分；在一级分类指标中，知情权保护状况表现最优，得分为 81.65 分，决策参与权得分为 69.65 分，位居第二，而投资收益权保护状况指标表现不佳，平均得分为 63.39 分。从得分差异来看，投资收益权得分标准差最大，决策参与权得分标准差次之，知情权得分标准差最小。说明在投资收益权保护方面上市公司间表现差异性较大，两极分化现象严重，而决策参与权、知情权得分差异相对较小。为描述各级指标得分的历史

⁵ 下文中各指标得分特指全部参评上市公司得分的算术平均值。

⁶ 广汽长丰（600991）得分为 38.76，由于该公司已于 2012 年 3 月 20 日退市，较多信息并未披露，造成大量数据缺失，故得分较低。此外，莱钢股份（600102）和路桥建设（600262）也于 2012 年 2 月和 3 月先后退市，由于较多数据无法获取，故其得分也较低。

变动趋势，我们将各级指标得分的算术平均值作为各级分类指数。

表 2：2011 年度中国上市公司投资者保护状况得分

指标	2011 年度中国上市公司投资者保护状况得分	1、决策参与权得分	2、知情权得分	3、投资收益权得分
最高分	85.15	90.47	95.22	85.99
最低分	38.76	28.48	45.17	32.84
平均分	72.04	69.65	81.65	63.39
中位数	72.65	69.76	82.40	64.03
标准差	5.75	7.99	6.87	9.13

从变化趋势来看，中国上市公司投资者保护状况从 2003 年至 2011 年呈逐年改善之势，2011 年度上市公司投资者保护状况客观评价得分为 72.04 分，较 2010 年的 71.04 分增长了 1.41%，较 2003 年度的 56.20 分增长 28.19%，我国上市公司投资者保护整体状况不断提升，且近 9 年来增长幅度近 3 成。

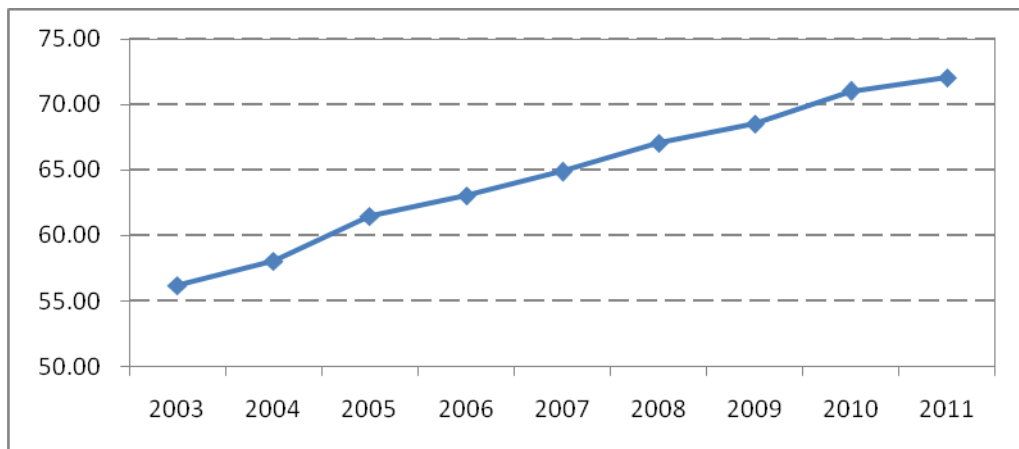


图 1：2003-2011 年度中国上市公司投资者保护状况客观评价指数趋势图

从各分指标来看，上市公司股东决策参与权的保护程度指标的得分提升明显，股东知情权的保护程度指标得分处于较高水平并逐步增长，投资者收益权保护程度得分受上市公司实际经营状况及回报股东意愿的影响，其提高相对于其他两个指标并不明显。

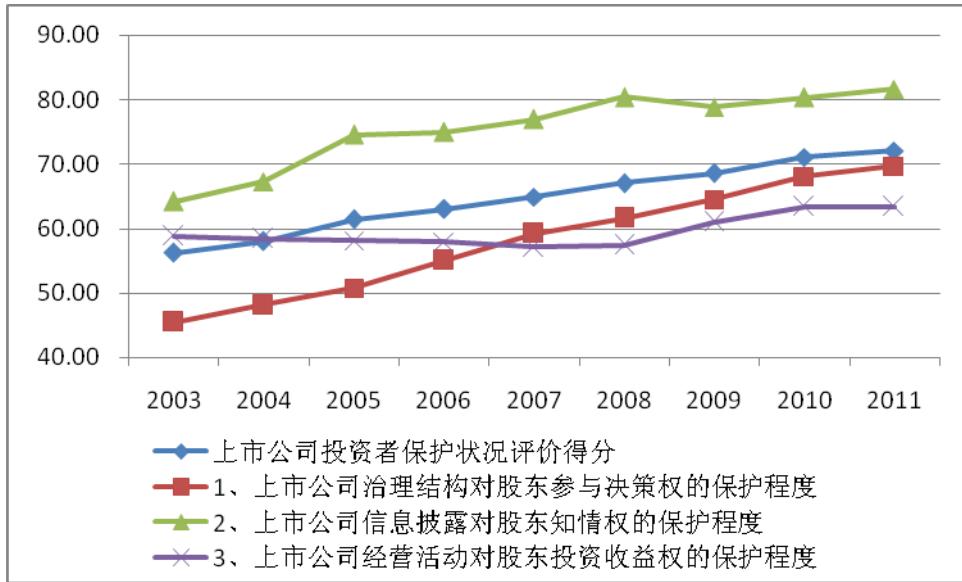


图2：2003-2011年度各项评价指数走势图

（二）决策参与权保护状况评价结果

公司治理结构的规范程度与投资者决策参与权保护的成效密切相关。决策参与权保护状况主要从治理制度制定情况、股东大会中小股东权利行使保障情况、董事会职能建设和执行情况、监事会职能建设和执行情况、经理层监督激励机制建设和执行情况以及内部控制建设和执行情况等六个方面进行评价。

2011年度，决策参与权保护指标得分为69.65分，较2010年度的68.11分增长2.26%。上市公司投资者决策参与权保护状况从2003至2011年逐年改善（见图3），2011年得分较2003年得分增长了53.01%，在三项分指标中得分增长幅度最高，增幅为投资者保护状况总指标得分增长幅度的1.88倍。

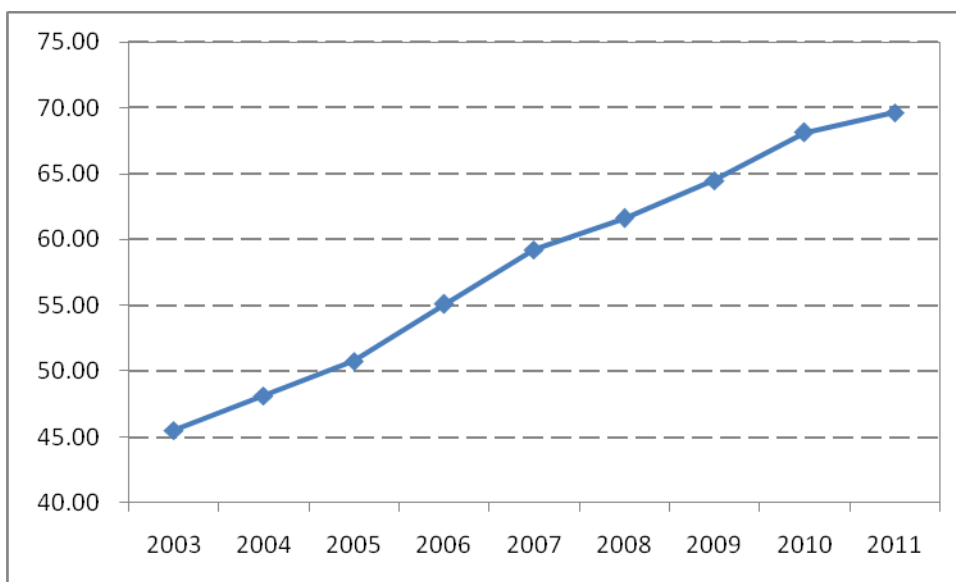


图 3：2003-2011 年度中国上市公司投资者决策参与权保护状况评价指数趋势图

在决策参与权的 6 个二级指标中（见图 4），“各项治理制度制定情况、中小股东权利保障状况、内控制度建设及实施效果情况”三个二级指标得分较 2010 年度有不同程度的上升，“董事会职能建设和执行情况”得分基本与 2010 年持平。

相反，2011 年“监事会职能建设和执行情况、经理层监督激励机制建设执行情况”两个二级指标的得分则较 2010 年有所下降。从三级指标来看，主要是由上市公司董事、监事及高级管理人员的诚信状况得分较 2010 年有所下降、高管的薪酬与公司业绩不匹配的情况有所增多造成的。

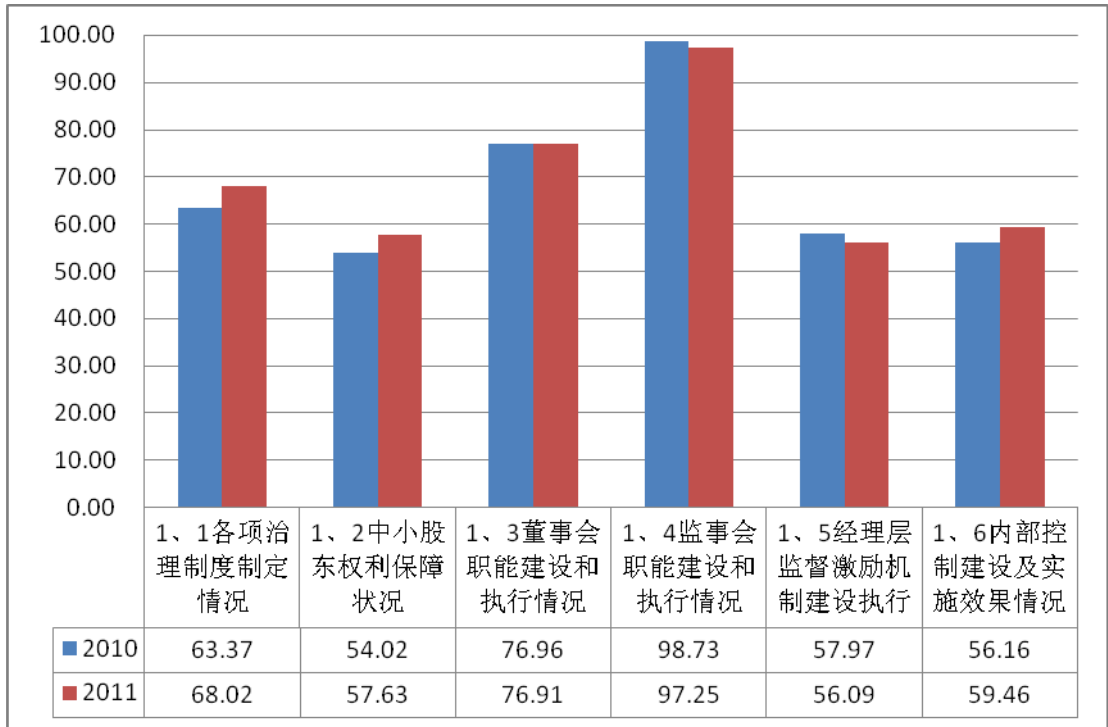


图 4：决策参与权二级指标 2010、2011 年度得分变化情况示意图

（三）股东知情权保护状况评价结果

上市公司信息披露的质量与投资者知情权的受保护程度相对应。投资者知情权保护状况主要从重要治理信息披露状况、财务报告信息披露状况、重大事项信息披露状况、日常其他信息披露状况四个方面进行评价。

2011 年度，股东知情权保护指数得分为 81.65 分，创出历史新高，比 2010 年度高出 1.35 分，提高 1.68%。上市公司股东知情权保护状况从 2003 至 2011 年总体上不断改善（见图 5），2009 年得分较 2008 年出现下降后，逐渐平稳增长，2011 年得分较 2003 年得分增长了 27.10%，在三项分指标中增长幅度处于中等水平，增幅略低于投资者保护状况总得分。

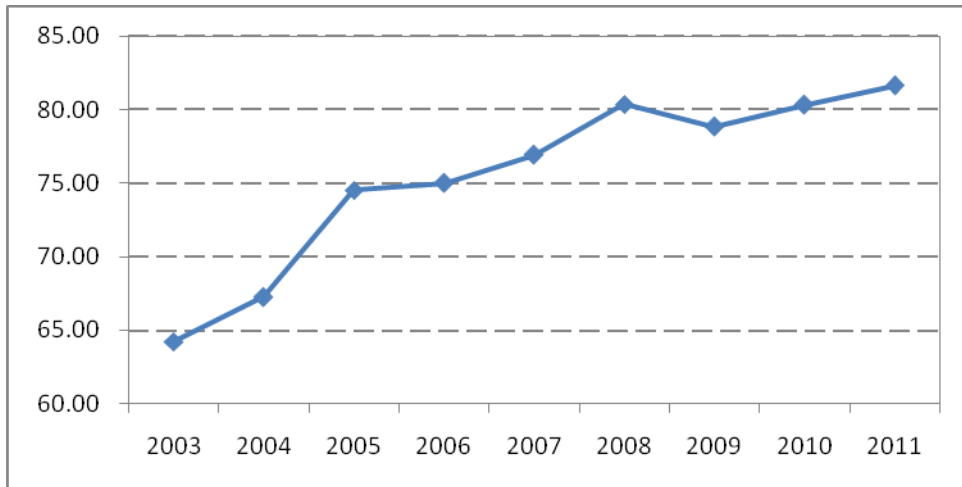


图5: 2003-2011年度中国上市公司投资者知情权保护状况评价指数趋势图

在知情权的4个二级指标中,重要治理信息披露状况得分92.54分,财务报告信息披露状况得分为79.77分,重大事项信息披露状况得分为95.33分,日常其它信息披露状况得分为46.42分。日常其它信息披露状况主要衡量上市公司主动开展信息披露状况,得分最低。

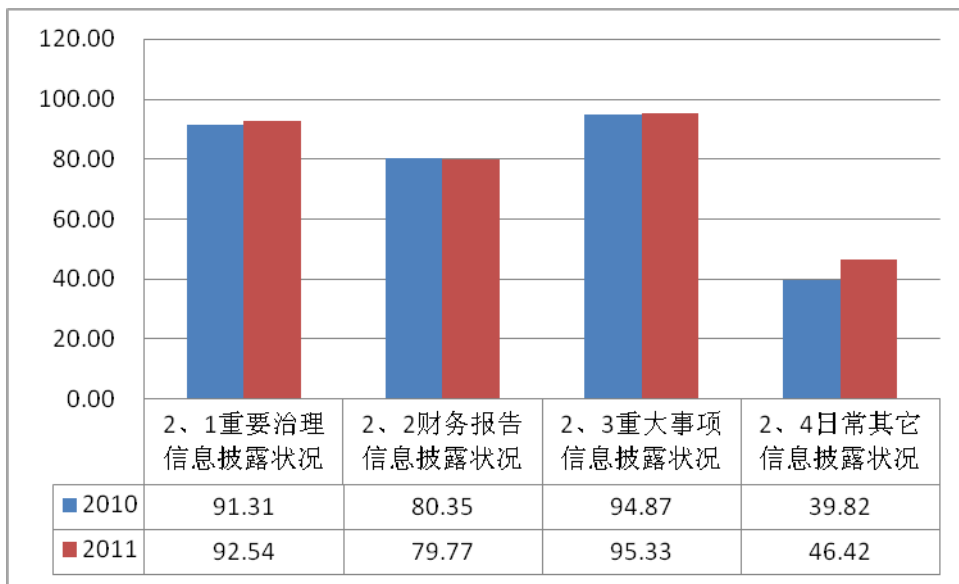


图6: 知情权二级指标2010、2011年度得分变化情况示意图

(四) 投资收益权保护状况评价结果

上市公司经营活动对投资者收益权的保护状况反映的是投资者资产安全和收益权的实现情况。投资收益权保护状况主要从价值创造状况、可能导致利益输送的经济活动状况利润分配状况三个方面进行评价。

2011年度投资收益权保护状况指标得分为63.39分,较2010年度得分略有下降,下降了0.05%。2003-2007年,上市公司投资者收益权保护指数逐步缓慢下行,2008-2010期间

则大幅上涨，2011年与2010年度基本持平。2011年得分较2003年得分仅增长了7.80%，在三项分指标中增长幅度最低。

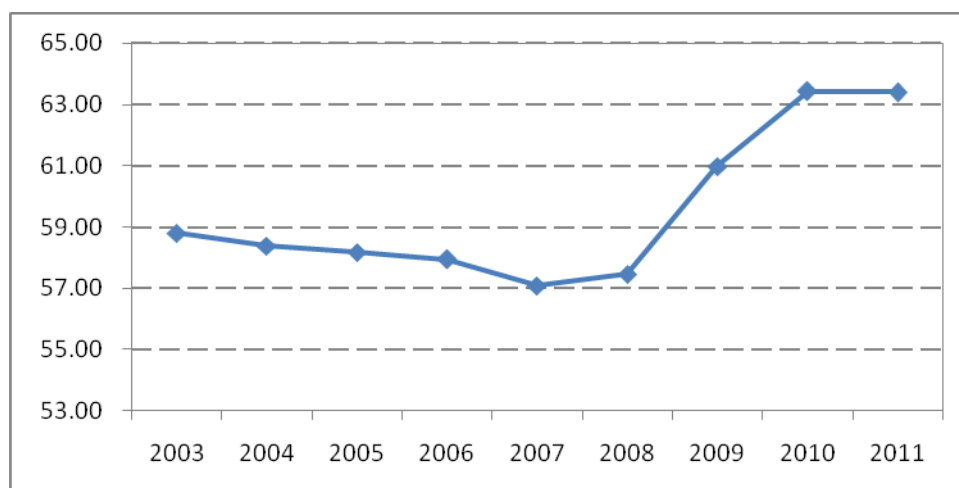


图7: 2003-2011年度中国上市公司投资者投资收益率保护状况评价指数趋势图

从各二级指标表现来看，2011年得分整体上与2010年度持平。其中，价值创造状况得分为58.47分，可能导致利益输送的经济活动状况得分为85.61分，利润分配状况得分为45.96分，说明上市公司在规范运作、避免侵害股东权益方面整体表现较好，而价值创造能力以及回报股东的意愿仍然需要提高。

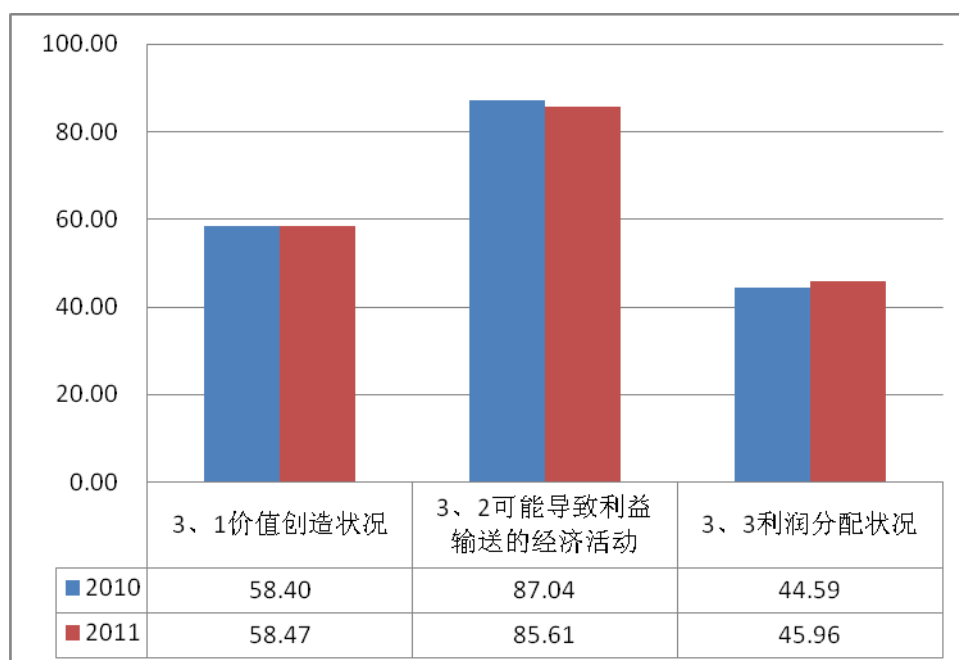


图8: 投资收益率二级指标2010、2011年度得分变化情况示意图

(五) 上市公司评级结果

从上市公司评级结果来看，2011年度中国上市公司投资者保护状况整体处于良好水平。2011年度A类公司共149家，占比为6.42%；B类公司共1885家，占比为81.25%；C类公司共42家，占比为1.81%；D类公司共244家，占比为10.52%（见图9）。

在244家D类公司中，除1家公司是由于2012年退市2011年数据缺失得分低于40分而被评为D级外，219家是由于在2011年度上市公司或公司董监高受到监管部门公开纪律处罚或立案调查被降级为D，24家是因为当年首次被ST处理（含首次被*ST）而被降级。

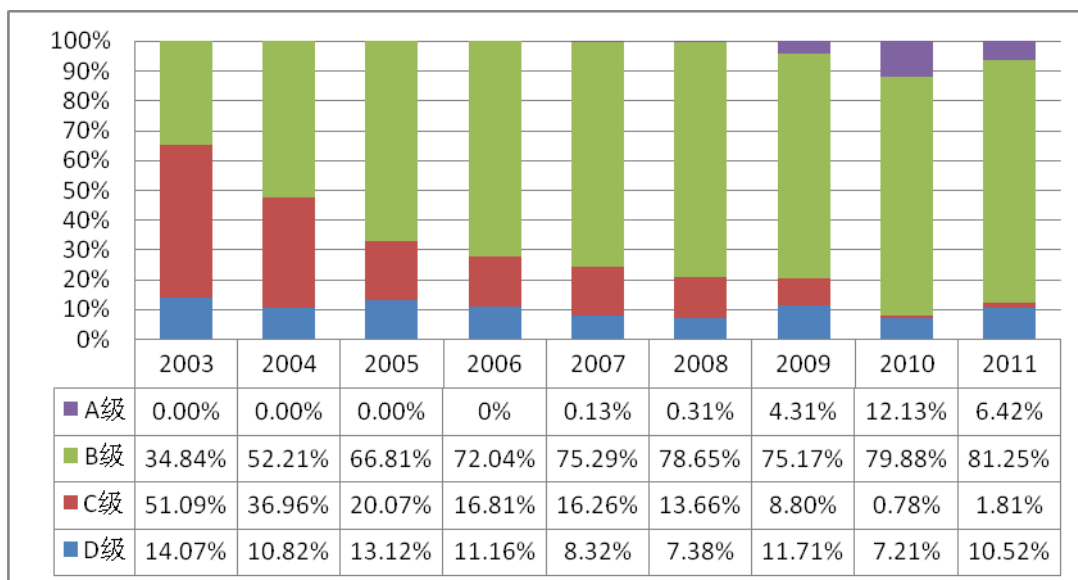


图 9：2003-2011 年度中国上市公司投资者保护状况评级情况示意图

二、主观评价结果

2012年5月4日至5月16日，中国证券投资者保护基金公司开展了2011年度中国上市公司投资者保护状况满意度调查，并在此基础上形成主观评价结果。

本次调查首次采用了中国证券投资者调查固定样本库。固定样本库的抽样综合考虑了不同地域的人口、收入和经济发展差异，以及投资者的投资额度、交易频率和开户时长等投资概况，主要运用多阶抽样、分层抽样和PPS抽样的方法对全国31个省、自治区、直辖市（港、澳、台除外）中所有个人证券投资者进行抽样，大幅降低了抽样误差，并最终选取5235名投资者组建为固定样本库。固定样本库的样本覆盖面广，剪表性强，能够较为客观全面地反映整体个人投资者的满意度。本次调查合计回收有效问卷5184份，问卷有效回复率达99.03%，在99%的置信区间内，误差率不超过2%。

1. 2011 年度中国上市公司投资者保护状况满意度有所改善

2011 年度，中国上市公司投资者保护满意度指数总得分为 64.04 分，决策参与权满意度指数得分为 66.27 分，知情权满意度指数得分为 62.61 分，投资收益权满意度指数得分为 59.94 分，分别较 2010 年度增长了 11.78%、16.46%、4.60%、6.94%。由此可见，2011 年度投资者对中国上市公司投资者保护状况满意度有所改善。

从变化趋势来看，2008-2010 年，投资者满意度指数经历了大幅下滑的过程。2011 年投资者保护满意度指数在经历了连续三年的下跌之后，首现升势，且决策参与权保护满意度指数增幅达到了 16.46%。

需要说明的是，2011 年度满意度调查的时间是 2012 年 5 月初，上证综指在此时期恰处于上涨阶段，可能对投资者的情绪及其对上市公司投资者保护状况的判断产生积极影响。

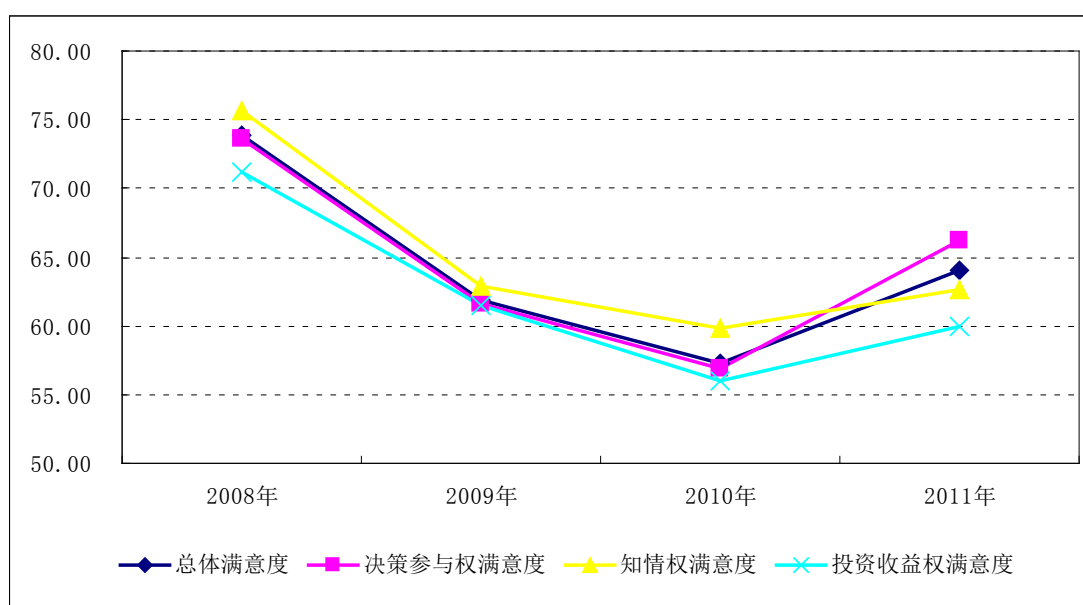


图 10：2008-2011 年中国上市公司投资者保护满意度指数得分趋势图

2. 2011 年度三成投资者对中国上市公司投资者保护状况表示满意

调查结果显示，逾三成投资者对 2011 年度中国上市公司投资者保护程度表示满意，其中有 8.01% 的投资者选择了非常满意，28.84% 的投资者选择了满意；有 47.57% 的投资者认为 2011 年度上市公司投资者保护程度表现一般；仅有 11.48% 的投资者表示不满意，4.11% 的投资者表示非常不满意，不满意的投资者占比较小（见图 11）。

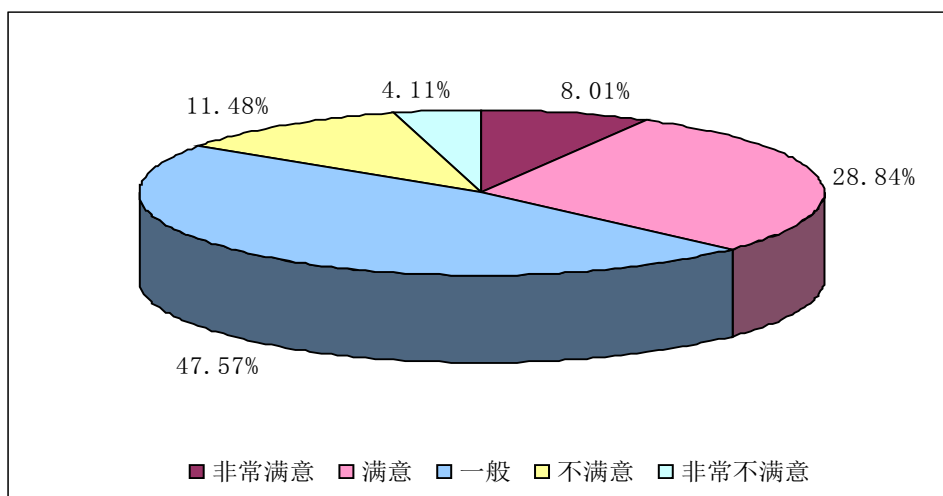


图 11: 2011 年度中国上市公司投资者保护状况满意度

3. 2011 年度中国上市公司投资者决策参与权保护状况满意度提高较多

调查结果显示, 2011 年度, 投资者对上市公司在投资者决策参与权方面的满意度提高较多, 投资者决策参与权指数得分 66.27 分, 较 2010 年得分 56.90 分上涨了 16.46%。

在参与本次调查的人群中, 32.91%的投资者对 2011 年度中国上市公司投资者决策参与权保护状况表示满意, 其中占总体样本数 8.78%的投资者表示非常满意; 43.77%的投资者表示一般; 仅有 23.33%的投资者表示不满意, 其中表示非常不满意的投资者占总体样本数的 5.27% (见图 12)。

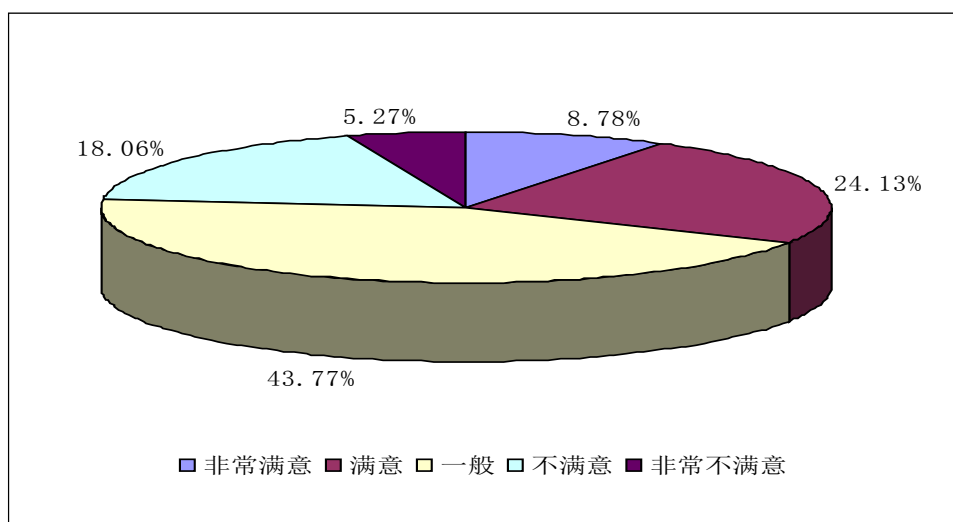


图 12: 2011 年度中国上市公司投资者决策参与权保护满意度占比分布图

从投资者对决策参与权的满意度调查结果来看, 对 2011 年度中国上市公司各项公司治

理制度不满的投资者占 35.48%；对 2011 年度中国上市公司投资者行使股东权利情况表示满意、一般和不满的投资者各占约三分之一；对 2011 年度中国上市公司董事会履行决策和监督职能情况表示一般的投资者较多，占比约 42.26%；对 2011 年度中国上市公司监事会履行监督职能情况不满的投资者占比为 37%；对 2011 年度中国上市公司经理层勤勉尽责情况表示非常满意和满意的人数占比合计 48.09%；对 2011 年度中国上市公司内部控制制度发挥作用的状况表示满意的投资者占比为 49.37%。

4. 逾六成投资者认为知情权保护状况有所改善

2011 年度，投资者保护知情权指数得分 62.61 分，较 2010 年度的 59.86 分上升 4.60%。数据显示，逾四成投资者对 2011 年度上市公司知情权保护状况满意度依然觉得一般，选择满意的比列较去年上升 4%，达到 25%；选择非常不满意的投资者比例为 6%，较上一年度下降 13%。从改善度情况来看（见图 13），相比 2010 年度，逾六成的投资者认为 2011 年度中国上市公司投资者知情权保护状况有所好转。

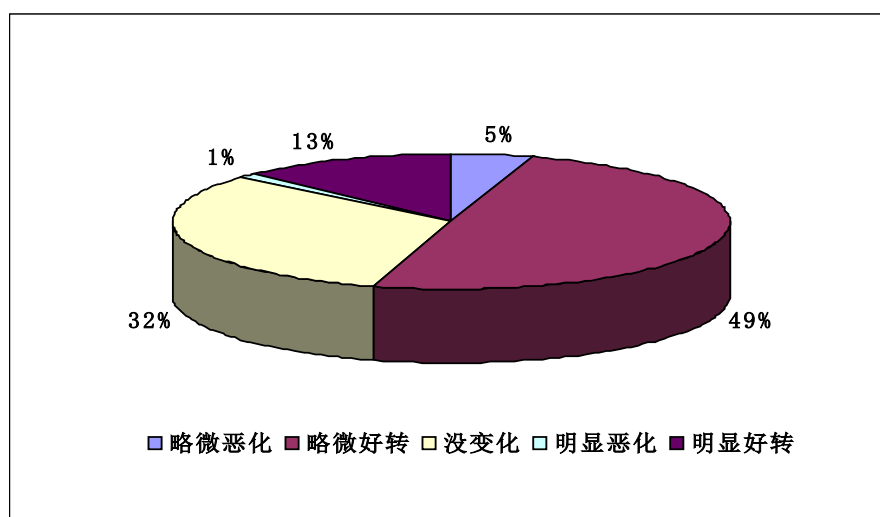


图 13：2011 年度中国上市公司投资者总体知情权改善度分布图

5. 投资者对投资收益权保护满意度提高有限

2011 年度，投资者对上市公司投资收益权保护状况满意度指数得分为 59.94，较 2010 年度的 56.05 分增长了 6.94%。42.94%的投资者认为 2011 年上市公司对投资者投资收益权的保护一般，29.18%的投资者对 2011 年度上市公司对投资者投资收益权保护表示不满意（包括不满意和非常不满意），仅有 6.91%的投资者非常满意上市公司对投资者投资收益权的保护状况。

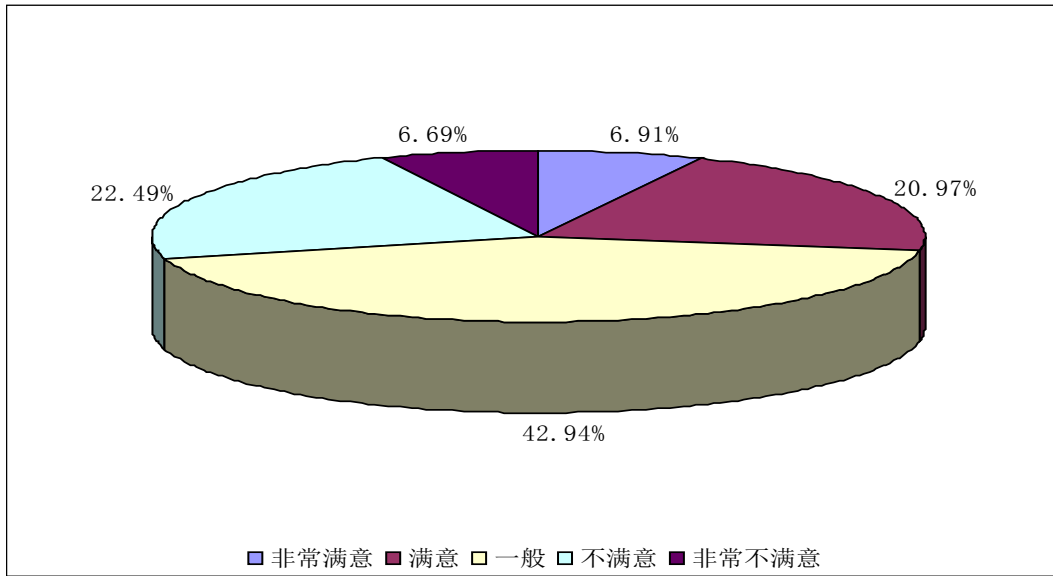


图 14: 2011 年度中国上市公司投资者投资收益权保护满意度状况分布图

6. 不同群体投资者满意度呈现分化趋势

比较分析显示，年龄较小、持股时间短、股票账户资产总量少、新入市、月均收入在中等偏下、有一定盈利的投资者满意度较高。反之，年龄较大、持股时间长、股票账户资产总和较多、入市较早、亏损较多的投资者满意度较低。

三、客观评价与主观评价的差异

尽管投资者满意度指数和客观评价指数在 2011 年度均有提高，但从 2009 年开始，投资者满意度指数作为投资者对上市公司投资者保护状况的主观判断，其水平依然连续三年低于客观评价结果，且满意度指数与客观评价指数的变化趋势并不一致。

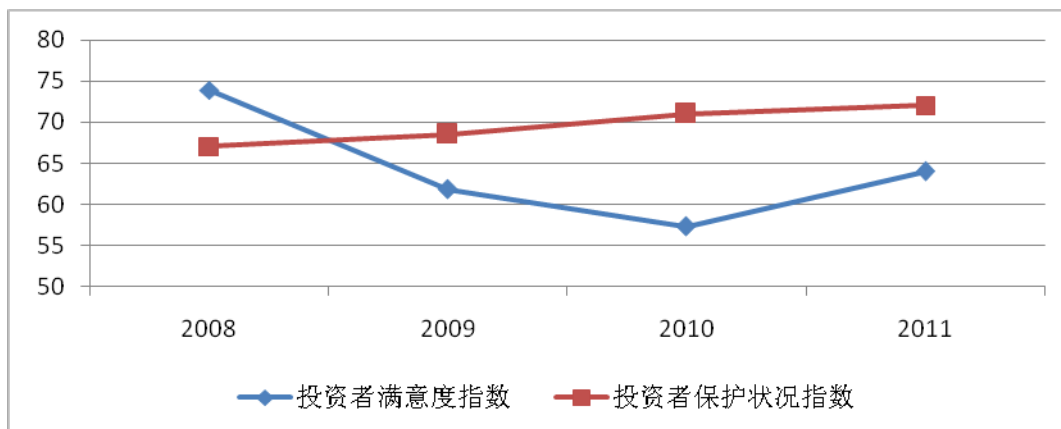


图 15: 2008-2011 年投资者满意度指数与投资者保护状况指数走势图

成绩、问题及建议

一、中国上市公司投资者保护取得的成绩

1. 中小股东的决策参与权保障情况进一步提高

2003年至2011年9年间，上市公司决策参与权投资者保护状况得分增长势头最稳定、增幅最高，上市公司决策参与权保护程度的提高在一定程度上带动了总体投资者保护状况的提高，其贡献度远远超过知情权保护和投资收益权保护指标。虽然其得分率不如知情权保护程度，但其提升和改善程度说明我国上市公司治理水平及内控制度建设不断改善，且上市公司的公众公司意识、投资者保护意识也逐渐渗透于公司治理之中。

2011年度，平均每家上市公司制定的治理文件达18.97件，比2010年度多出2.55件。2010年度各项治理制度制定情况指标得分为63.37分，2011年度大幅提升至68.02分，同比增加了7.33%，说明上市公司愈加重视公司治理中的制度建设。

累积投票制是一项防止大股东利用表决权优势操纵董事的选举，进而提高中小投资者在公司治理中的话语权的重要制度。2011年度，在公司章程中明确规定必须采用累积投票制度的上市公司占比为43.62%；规定控股股东持有30%以上股权采用累积投票制度的上市公司占比为6.77%；规定可以采用或积极采用累积投票制的上市公司占比达到了40.91%；仅有8.71%的上市公司未提出或明确不采用累积投票制，可见中小投资者在董事、监事选举中的参与权得到了一定的制度保证。

2. 上市公司信息披露的主动性加强

按照规定，中小板和创业板上市公司必须在年报披露之前公布业绩快报，因此，随着中小板和创业板上市公司数量的增加，披露业绩快报的上市公司的比重逐步增加。2011年度，至少披露一次业绩快报的上市公司占比为48.45%。其中，披露四次业绩快报的有8家，披露三次的有7家，披露两次的有241家，披露一次的有868家，占比分别为0.34%、0.30%、10.39%和37.41%，均较2010年度有所增加，说明上市公司在积极履行监管部门的要求以外，主动披露业绩快报的意识也在逐渐增强。

2011年度，上市公司日常其它信息披露工作，包括投资者关系网站或频道建设情况、

网站或频道披露的基本投资者关系管理信息、网站或频道的信息更新情况、业绩说明会和投资者接待日等情况均有所改善。这说明我国上市公司在主动保护投资者知情权方面取得了一定进展，但这种主动性的进一步增强，仍然需要政策法规、社会舆论、投资者等各方面的监督和支持。

3. 公司章程对现金分红的规定更加明确

在公司章程对现金分红政策约定越明确的上市公司，其现金分红率的稳定性越高，说明权责清晰的公司章程中现金分红条款能够减少公司内部人在企业利润分配事宜上的事后机会主义行为，有效起到了为中小投资者提供事前契约保护的作用。

随着监管部门各项法规的不断完善以及上市公司主动回报投资者意愿的增强，上市公司近年来加强了公司章程中对现金分红的细化规定。2011年，明确现金方式分红比例不低于当年可供分配利润的百分比的上市公司占比达54.48%。与此相对应，未明确表述分红方式的公司比例呈逐年下降趋势，较之前发生了实质性的变化。表明更多的上市公司通过对公司章程中分红条款的规定，保障了现金分红的稳定性。

二、中国上市公司投资者保护存在的问题

1. 上市公司的诚信问题需要引起高度重视

从2011年度上市公司的诚信档案情况来看，共有153家上市公司的董事、监事或者高管因为违规而被监管部门惩罚（处分），而2010年度仅为98家。2011年，监管部门增加了查处上市公司及高管违法违规行为的力度。从处罚情况来看，涉及公司的处罚原因包括募集资金的管理及使用、关联交易、信息披露等，涉及到高管的处罚原因主要是上市公司董事、监事及高级管理人员及其配偶违规买卖股票等行为，说明上市公司董事、监事及高级管理人员在股票交易方面的守法合规问题需要引起高度重视。

2. 股东大会开通网络投票比例仍然偏低

虽然2011年度股东大会开通网络投票的情况较2010年度有大幅提高，但是在股东大会中全部采取网上投票的上市公司占比仅为2.59%，作为保护中小投资者表达自己意愿、参与上市公司治理的重要渠道，上市公司开通股东大会网络投票的主动性还有待进一步提高。

3. 上市公司高管的薪酬约束仍然偏弱

2011年度业绩同比降低的上市公司较多，而高管薪酬并未及时同步调整，前三名高管薪酬与公司业绩相匹配的上市公司占比为65.09%，较2010年度下降了5.3个百分点。较多上市公司的高管薪酬与业绩关联度不高，很容易导致高管的懈怠或者其行为与上市公司股东利益相背离，同时也容易在经济不景气的背景下招致投资者的不满。

4. 上市公司主动性的投资者关系管理仍然欠缺

上市公司投资者关系管理的成效取决于上市公司对投资者权益的重视程度。上市公司可以通过举办过网上业绩说明会或投资者接待日等投资者关系管理活动，加强与投资者的沟通，了解中小投资者的意愿，同时回答投资者对上市公司的疑问。2011年度，虽然举办了网上业绩说明会或者投资者接待日的上市公司比例较2010年度增长6.55%，但绝对比例只有34.88%，仍然偏低。这说明上市公司与投资者主动交流的意识还需进一步提升。

5. 上市公司的分红政策规范化仍有较大提高余地

尽管越来越多的上市公司在公司章程中明确分红派现及比例，该指标得分从2003年以来逐年提高，但是评价数据显示，仍有近半数的上市公司在公司章程中对派现的规定不够详细或未作规定，给上市公司执行相关条款时留下了较大的自由操作空间，进而增加了侵害中小投资者的投资收益权的机会。

三、上市公司投资者保护工作的政策建议

1. 继续加强监管制度建设，稳步提升上市公司投资者保护水平

客观评价结果显示，创业板、中小板投资者保护状况好于主板，从评价结果的归因分析来看，无论在股东权利行使保障、董事会职能建设、内部控制建设还是信息披露等方面，中小板和创业板均较主板设置了更加严格的监管要求，因而在决策参与权和知情权的保护方面，中小板和创业板的总体表现优于主板上市公司，体现了法律法规、监管政策的完善对投资者保护状况改善的决定性作用。从客观评价结果的变化趋势来看，上市公司整体投资者保护状况的稳步改善，也源于监管政策的不断优化和上市公司对于监管部门政策的不断落实。通过对评价指标得分进行分析，大部分反映强制性监管要求的指标得分率高且差异小，反之，大部分衡量上市公司自主开展投资者保护工作的指标得分率低且差异大，这说明上市公司的投资者保护工作仍处于“监管推动型”阶段，上市公司自主开展投资者保护方面仍有较大不足并存在差异。

投资者的决策参与权、知情权、收益分配权是投资者的基本权益，建议监管机构持续关注投资者权益保护的现实状况和变动原因，及时发现监管死角，加强对既有投资者保护监管政策的梳理评估，在此基础上不断优化监管政策，推动上市公司完善治理机构、加强内控制度建设、增强公众公司意识和回报股东意识，在做强上市公司的同时，保护好投资者权益，增强投资者信心，促进资本市场健康理性发展。

2. 重视政策效果评估，增强监管政策的针对性和有效性

虽然 2011 年度中国上市公司投资者保护满意度较 2010 年度有所回升，但相对客观评价得分而言，投资者满意度水平相对较低。客观评价结果与主观评价结果差异的持续存在，说明尽管监管部门和上市公司在投资者保护方面已经做了大量的努力，但是实际效果并未获得广大投资者的认同。一个很重要的原因是很多上市公司对投资者的保护工作是基于监管的强制性要求，如财务信息披露要求、内控制度建设要求等，而在监管部门鼓励上市公司主动作为的要求方面如网络投票制的使用、公司章程对现金分红比例的规定、投资者关系管理渠道的建立等方面，上市公司积极主动性相对不足，监管部门的政策落实存在一定折扣，部分政策实施效果不佳，因此投资者没有切身感受到上市公司在投资者保护方面所做的努力。

我们建议：一是加强对现有投资者保护政策特别是引导性措施的效果评估，尤其重视通过投资者调查这一有效途径让投资者参与评估现有的政策效果。在未来的制度设计中，着眼于提升上市公司投资者保护的主动性。二是以投资者满意为基本衡量标准，科学、定期、定量地评价上市公司的投资者保护工作，并将评价结果向社会公布，通过社会监督和价值引导与行政监管、自律监管形成合力。三是为在投资者保护工作方面有突出表现的上市公司开通行政审批绿色通道等，将上市公司投资者保护主动性和成效与相关业务许可挂钩，明确监管导向，节约监管资源，推动上市公司实现从被动应付向主动参与的良性转变。

3. 继续加强对现金分红的引导

2012 年是监管部门着力改革上市公司分红状况的一年，鉴于投资者对上市公司股东回报的诸多不满，建议监管部门继续加强对现金分红的合理引导，采取多元化措施引导上市公司合理分红，以保障中小股东收益权的实现，最终吸引更多的价值投资者，将未来的中国资本市场打造成为一个汇聚国民财富、优化资源配置的平台。

一是建议督促公司章程中现金分红条款不符合相关规定的上市公司进行整改。目前，仍有近半数上市公司的公司章程对现金分红比例没有约定，或仅对现金分红比例进行了原则性

描述，导致上市公司在实施现金分红方面仍有较大的随意性。对上市公司章程中现金分红条款的制定及其执行情况进行梳理，并在此基础上督促上市公司进行整改，将增强上市公司分红的内部制度保证，从而提高现金分红的稳定性。

二是增强中小股东在现金分红等上市公司分配行为的话语权，利用网络投票、网上路演、股东邀请制度等多种渠道听取投资者在公司利润分配方面的建议和意见。此外，应该加强管理层的激励和约束制度建设，在提高上市公司价值创造能力的基础上，努力使上市公司高管利益与投资者的根本利益趋于一致。

三是鼓励上市公司根据自身特点，创设出适合不同类型上市公司的投资者回报手段，培养以现金分红为基础的多种类型的股东回报意识，创新分红手段和方式，实现股东利益和公司发展的协调统一。

4. 进一步加强对上市公司董事、监事及高级管理人员诚信教育

为了避免上市公司董事、监事和高管等人员由于对政策法规的不了解而出现违反相关政策法规的行为，监管部门和上市公司协会应该进一步加强对上市公司董事、监事和高管的教育和监管，加强上市公司之间的横向学习，加大对典型案例的学习和探讨，提高其思想认识，尽量避免上市公司的董事、监事和高管因为不懂相关规定而出现违法或违规的行为。同时，建立健全上市公司的诚信监管制度，探索尝试不同于一般行政监管的资本市场监管的机制模式，督促上市公司及高级管理人员加强自律、诚实守信，营造诚信的资本市场文化氛围。

5. 大力推广股东大会网络投票的使用范围

伴随着科学技术水平的逐步提高，网络已经成为重要的沟通手段之一，而扩大网络投票权更加有利于投资者参与到上市公司的治理中来，更加直接地表达中小投资者的意愿。为保障中小投资者在更广的范围内更好地行使表决权，建议深入推广股东大会网络投票权的使用，以在更加广泛的范围内保护中小投资者的决策参与权。

6. 鼓励上市公司实行高管薪酬与业绩挂钩的制度

业绩提升薪酬上涨、业绩下滑薪酬还涨的现象在 2011 年度大量出现，反映了我国相当部分上市公司高管薪酬激励与约束机制的缺失或不完善，其实质是没有形成健康的股权文化。建议在对上市公司高管薪酬的水平不作硬性规定的前提下，对上市公司高管薪酬增长实行与业绩挂钩的制度，即只有业绩增长薪酬才能增长，切实建立对上市公司高管的有效激励

与约束机制，把对高管的激励建立在提升上市公司的业绩基础上，提升到对股东权益的尊重上。同时，鼓励上市公司推行股权激励计划也是将高管利益与股东利益相挂钩的重要手段。

中国上市公司投资者保护状况分类比较分析

一、多层次资本市场分析

主板、中小板、创业板构成了我国证券市场现有多层次市场体系，不同层次市场由于针对不同成长阶段和不同风险特征的上市公司，其制度环境以及监管要求也各不相同，因此其上市公司投资者保护状况评价结果的比较，只供比较研究、归因分析等使用，不能单纯用来评价所属板块的投资者保护工作水平。

评价结果显示，2011年度，创业板、中小板上市公司投资者保护状况明显好于主板上市公司，且中小板上市公司表现最优。这主要得益于创业板与中小板更为严格的外部监管环境，以及各项投资者保护制度设计完善，具体表现见表3。中小板上市公司在决策参与权方面的表现遥遥领先；创业板虽然创立不久，但由于其严格的信息披露制度及高成长性，取得知情权与收益权两项指标的双冠军；主板上市公司各项表现落后于中小板和创业板。

表3：2011年度中国上市公司投资者保护状况多层次市场分类得分

多层次市场	上市公司投资者保护状况评价得分	排名	1、决策参与权得分	排名	2、知情权得分	排名	3、投资收益权得分	排名
主板	69.42	3	67.89	3	79.11	3	59.70	3
中小板	76.13	1	73.86	1	84.90	2	68.35	2
创业板	75.61	2	68.73	2	86.72	1	70.31	1

如图16所示，2003至2011年度，各层次市场投资者保护得分不断提高，说明我国上市公司对投资者保护越来越加以重视。中小板与创业板总体得分较2010年略有上升，这也与其更为完善的投资者保护规章制度密不可分，而主板相对2010年基本持平。

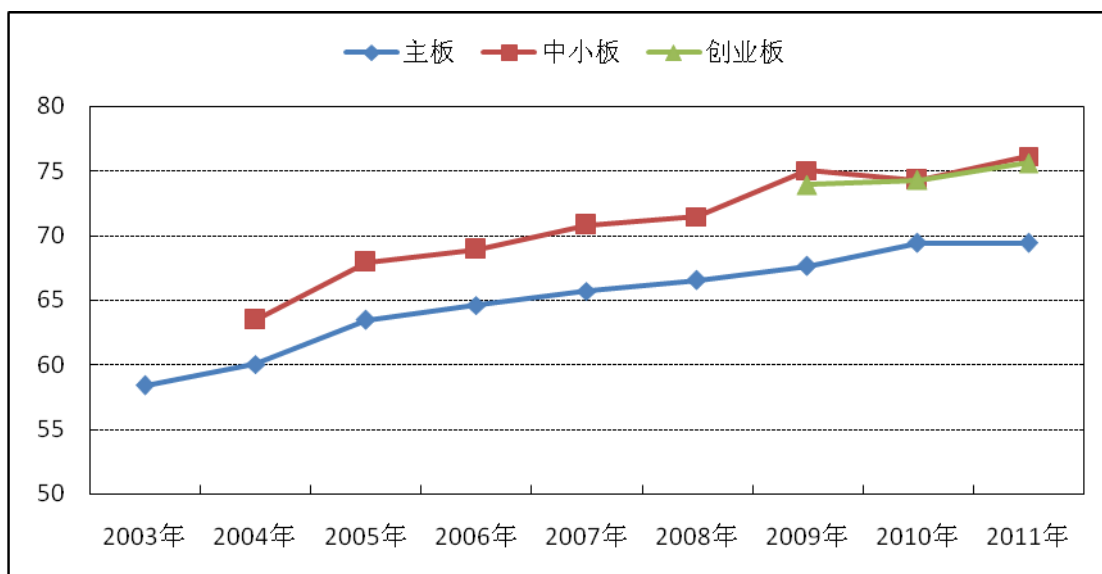


图 16: 中国上市公司投资者保护状况多层次市场 9 年趋势图

2011 年度投资者保护状况评价结果显示，不同板块上市公司投资者保护均有进步，但不同市场的制度环境对上市公司投资者保护状况水平影响显著。从历史纵向比较来看，主板市场与中小板市场均同步走好，其中，中小板由于投资者保护制度环境更为严格与完善，因此在投资者保护状况各方面发展明显强于主板。此外，创业板市场虽然开设不久，但在对股东知情权和收益权的保护中表现较好。

1. 决策参与权：中小板稳居首位

决策参与权保护评价结果显示，2011年度，各层次市场板块上市公司的决策参与权总体表现较2010年度均有所改善，而横向来看，中小板上市公司仍然稳居首位，主板上市公司各项表现仍然垫底。

这与监管法规的完善关系密切。在对投资者决策参与权的保护方面，中小板与创业板的监管法规均对上市公司提出了相对更高更严厉的要求。例如在独立董事的任免、董事监事的选举、董事会设立专门委员会和董监高的任职与离职等方面，中小板和创业板都做出了较主板更为严格的规定，因而中小板和创业板在决策参与权方面的得分高于主板。

2011年度评价结果显示，中小板市场获得各项治理制度制定、股东大会中小股东权利行使保障、董事会职能建设和内部控制建设及实施效果这四项指标总分第一名的好成绩，其决策参与权稳居整个市场首位。创业板市场在监事会职能建设、经理层监督激励机制建设中表现最佳，得分分别为99.05分、65.66分。主板市场表现平平，在六项二级指标中均没有突出表现，总体得分居于末位（见表4）。

表 4：2011 年度中国上市公司投资者决策参与权保护状况多层次市场分析

多层次市场	1、决策参与权得分	排名	1.1 各项治理制度制定情况得分	排名	1.2 股东大会中小股东权利行使保障状况得分	排名	1.3 董事会职能建设和执行情况得分	排名	1.4 监事会职能建设和执行情况得分	排名	1.5 经理层监督激励机制建设和执行情况得分	排名	1.6 内部控制建设及实施效果情况得分	排名
主板	67.89	3	67.73	2	54.34	3	75.38	3	96.86	3	52.05	3	57.97	2
中小板	73.86	1	74.32	1	63.66	1	79.21	1	97.30	2	60.63	2	65.17	1
创业板	68.73	2	54.94	3	60.08	2	79.20	2	99.05	1	65.66	1	53.74	3

2. 知情权保护：创业板公司领跑

2011年在投资者知情权保护状况中，创业板表现最优，得分为86.72分，中小板次之，得分为84.90分，主板排名最末，得分为79.11分。对比市场平均值81.65分发现，主板上市公司在2011年得分低于市场平均值，表现不佳（见表5）。

表 5：2011 年度中国上市公司投资者知情权保护状况多层次市场分析

多层次市场	2、知情权得分	排名	2.1 重要治理信息披露状况得分	排名	2.2 财务报告信息披露状况得分	排名	2.3 重大事项信息披露状况得分	排名	2.4 日常其它信息披露状况得分	排名
主板	79.11	3	87.68	3	78.50	3	96.28	2	38.56	3
中小板	84.90	2	99.90	1	82.11	1	92.22	3	57.10	2
创业板	86.72	1	99.76	2	80.69	2	97.83	1	60.79	1

在知情权保护方面，2011年度创业板市场表现最佳，在重大事项信息披露及日常其它信息披露方面较少有违规现象发生，因此该两项指标排名第一。中小板在重要治理信息披露以及财务报告信息披露方面表现优异，但在重大事项披露上违规较多，因此其知情权总分排名第二。主板市场在四项二级指标中共有三项排在末位，主要是由于主板上市公司较多，并且较多企业上市时间也较早，在信息披露的及时性和规范性上曾多次出现违规，因而整体排名靠后。此外，在信息披露方面的监管制度差异也是主板上市公司得分低于中小板和创业板的重要原因。创业板在信息披露方面比主板要求更为严格，无论是信息披露形式、实时信息

披露、信息披露的标准、投资者关系管理等方面，均提出了更为严格的监管要求。

3. 投资收益权保护：创业板名列前茅

2011年度，创业板凭借其高成长性，在价值创造状况、可能导致利益输送的经济活动状况和利润分配状况三项指标上的表现均为第一，得分分别为62.66分、90.30分和59.38分，故投资收益权得分排名首位；中小板上市公司在2011年度的价值创造方面表现优秀，其投资收益权得分排名第二；主板在各项二级指标中得分排名均在末位。

三个板块在投资者收益权的保护方面整体表现较2010年度略有上升，该指标得分的上升主要由中小板和创业板整体情况的改善所致，而主板上市公司的整体表现则较2010年度有较大幅度的下降，主要因为2011年度经济景气度不高，众多上市公司业绩无法保障。

表 6：2011 年度中国上市公司投资者投资收益权保护状况多层次市场分析

多层次市场	3、投资收益权得分	排名	3.1 价值创造状况得分	排名	3.2 可能导致利益输送的经济活动状况得分	排名	3.3 利润分配状况得分	排名
主板	59.70	3	56.06	3	83.62	3	38.48	3
中小板	68.35	2	61.84	2	87.88	2	56.24	2
创业板	70.31	1	62.66	1	90.30	1	59.38	1

二、地域比较分析

2011年度各地区上市公司投资者保护状况较去年有所改善。纵览全国31个省、市、自治区的投资者保护状况，广东省以74.08的总分，由2010年度的第3名，一跃夺得今年的冠军，浙江省仅以0.22分之差，以73.86的总分位居第2；福建省以73.59分的成绩居于第3位。宁夏回族自治区以66.24分排名末位。

从股东的决策参与权、知情权、投资收益权三个维度来看，总分居前位的地区，各项指标表现均较为出色；而总分居末位的地区，分项指标排名也同样垫底，总体表现一致。单项指标排名落差较大的是江苏省，其投资者保护状况总分排名前五，而股东决策参与权排名却在第14位，表现居中；西藏自治区在决策参与权的单项评价结果中表现最好，但由于知情权排名较差，把整体水平拉低。

表 7：2011 年度上市公司投资者保护总体状况地区得分排名表

地区	上市公司投资者保护状况评价得分	总体排名	1、上市公司治理结构对股东决策参与权的保护程度	排名	2、上市公司信息披露对股东知情权的保护程度	排名	3、上市公司经营活动对股东投资收益权的保护程度	排名
广东省	74.08	1	70.98	5	84.40	1	65.42	3
浙江省	73.86	2	70.66	8	83.30	3	66.36	1
福建省	73.59	3	71.49	3	82.38	4	65.59	2
北京市	73.39	4	71.44	4	83.45	2	63.74	10
江苏省	72.98	5	70.07	14	82.36	6	65.22	4
云南省	72.91	6	72.37	2	81.23	11	63.71	13
安徽省	72.44	7	70.83	7	81.37	8	63.72	12
贵州省	72.40	8	70.25	12	81.30	10	64.34	5
河南省	72.37	9	70.59	9	81.33	9	63.81	9
四川省	72.12	10	70.28	10	81.53	7	63.09	15
山东省	71.91	11	70.27	11	80.11	17	64.09	6
青海省	71.56	12	70.85	6	78.64	25	64.01	7
西藏自治区	71.45	13	72.58	1	76.66	31	64.00	8
河北省	71.29	14	68.74	20	81.20	12	62.46	17
江西省	71.15	15	69.69	16	79.43	23	63.02	16
湖南省	71.11	16	68.91	17	80.01	18	63.09	14
广西壮族自治区	70.96	17	68.17	22	79.75	20	63.73	11
天津市	70.88	18	66.92	25	82.37	5	61.81	18
山西省	70.88	19	69.86	15	80.49	13	60.69	22
陕西省	70.69	20	70.12	13	80.23	16	60.06	26
湖北省	70.53	21	68.86	18	80.34	15	60.84	20
重庆市	69.79	22	68.76	19	78.26	26	60.96	19
上海市	69.67	23	66.34	27	80.46	14	60.72	21
新疆维吾尔自治区	69.65	24	68.44	21	79.57	22	59.31	29
内蒙古自治区	69.47	25	67.39	23	79.19	24	60.37	24
辽宁省	69.27	26	67.09	24	79.68	21	59.44	28
海南省	69.08	27	65.30	29	79.82	19	60.68	23
吉林省	68.47	28	66.61	26	77.55	28	59.86	27
甘肃省	67.98	29	65.28	30	77.18	30	60.18	25

黑龙江省	67.81	30	66.17	28	77.62	27	58.09	30
宁夏回族自治区	66.24	31	64.76	31	77.40	29	54.74	31

1. 决策参与权：西藏自治区蝉联冠军

股东的决策参与权较上一年有所进步，同比上涨了 2.27%。以市场均值 69.65 分为标准，在全国 31 个省、市、自治区中，共计 16 个地区超越市场均值，个数与上一年度持平。其中，西藏自治区以 72.58 的高分继续蝉联冠军，云南省、福建省分列第二、三位；海南省、甘肃省、宁夏回族自治区居后三位。

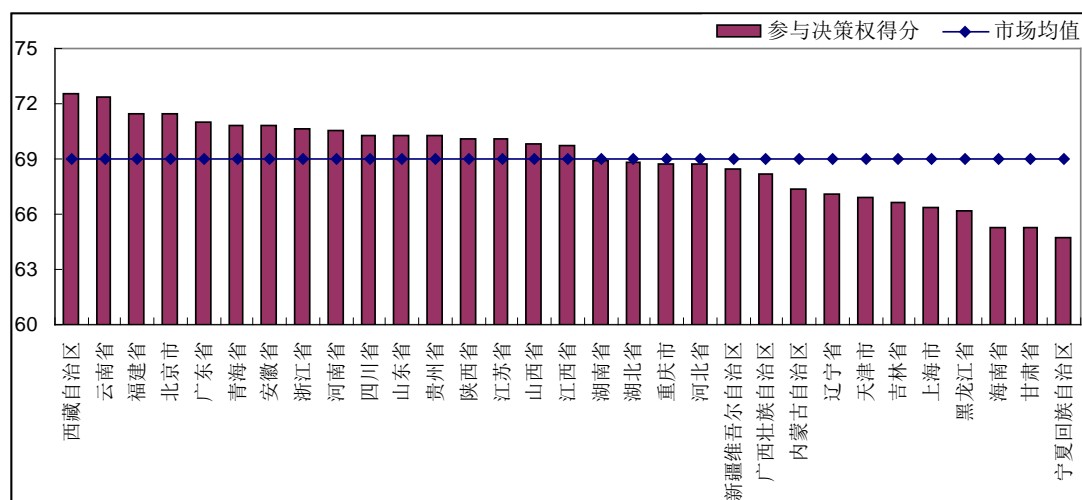


图 17：2011 年度上市公司投资者保护参与决策权地区得分柱状图

2. 知情权：经济落后地区亟待改善

纵观各地区对股东知情权的保护程度得分情况发现，广东省、北京市、浙江省等经济发达地区依旧保持优秀水平傲居榜首，宁夏回族自治区、甘肃省和西藏自治区等西部地区位居榜末。说明上市公司多、经济发展较好的地区对信息披露也较为及时、准确和透明，反之，经济欠发达的西部和东北地区对信息披露还不够重视，在重要治理信息披露、财务报告信息披露、日常其它信披状况中均为垫底地区。

在全国 31 个省、市、自治区中，广东、北京、浙江、福建、天津和四川共计 6 个地区的得分超过了市场均值 81.65 分，虽然市场均值较 2010 年提高了 1.67%，但表现优于均值的公司数目减少，而且全部为经济发达地区。西部和东北地区得分离均值较远，知情权的保护有待进一步改善（见图 18）。

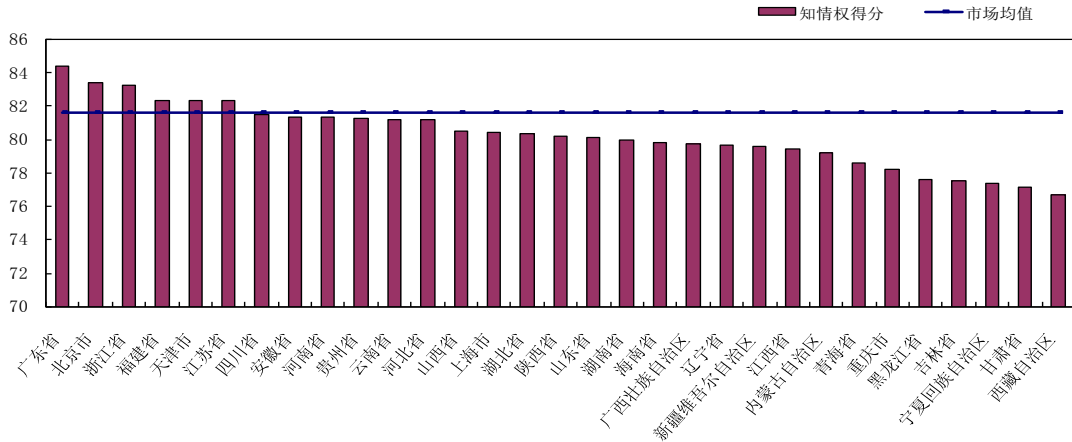


图 18：2011 年度上市公司对投资者知情权保护地区得分柱状图

3. 收益权：各地区排名重新洗牌

2011 年度对股东收益权的保护情况有以下特点：一是总体得分没有出现 70 分以上的地区。二是一些地区排名情况较去年起伏较大，如内蒙古由原来的第 1 名下滑至第 24 名，宁夏由去年的第 14 名下滑至最后一名，青海省由 2010 年的最后一名上升至第 7 名。表明各地投资者收益权的保护状况并不稳定，价值创造能力、潜在负债情况和分红派息情况变化较大。

在得分的分布情况上，2011 年度全国 31 个省、市、自治区对投资者收益权的得分呈阶梯型分布。投资收益权市场均值为 63.39 分，继续下降趋势，较去年下降 0.05%，共计 13 个地区的得分超出市场平均值，占比 42%，比 2010 年增加了 4 个百分点（见图 19）。

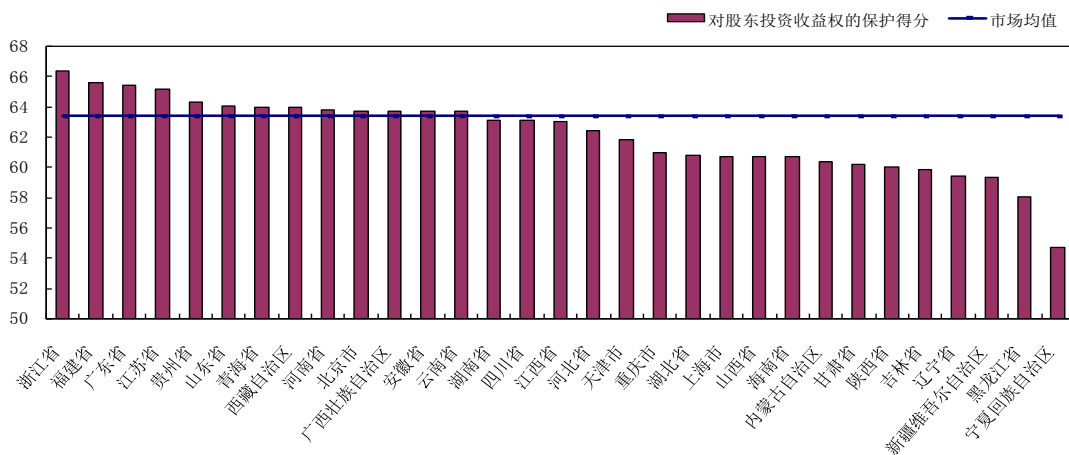


图 19：2011 年度上市公司对投资者投资收益权保护地区得分柱状图

三、所有制比较分析

2011 年度，民营企业投资者保护总体情况位居榜首，这与民营企业较多集中在制度建设相对完善的中小板和创业板市场相关。在股东决策参与权、股东信息披露知情权和股东投资收益权受保护程度方面，民营企业均表现优异，而其他类上市公司⁷在各项指标中排名均靠后，导致其总体表现较差，位居末位（见表 8）。

表 8： 2011 年度不同所有制上市公司投资者保护总体状况得分排名表

所有制	上市公司投资者保护状况评价得分	排名	1、上市公司治理结构对股东参与决策权的保护程度	排名	2、上市公司信息披露对股东知情权的保护程度	排名	3、上市公司经营活动对股东投资收益权的保护程度	排名
民企	73.02	1	69.76	2	82.56	1	65.44	1
外资	71.77	2	68.36	4	81.06	3	64.67	2
央企	70.99	3	70.15	1	81.22	2	59.87	5
地方国企	70.91	4	69.38	3	80.30	5	61.55	3
其他	69.85	5	67.20	5	80.83	4	59.91	4

从历史得分水平来看，2003-2011 年度，各类所有制上市公司投资者保护状况总体水平逐年提高。在决策参与权保护方面，各类所有制上市公司表现逐年提高，较 2010 年均略有进步，央企表现最好；不同所有制上市公司在知情权保护方面表现差距不大，且与 2010 年度基本持平，民企表现最佳，地方国企表现最差；而在收益权保护方面，由于 2011 年度很多上市公司业绩较 2010 年度有所下滑，各类所有制上市公司在该指标的表现较去年均略有退步，民企表现最好而央企垫底。

⁷ 指无实际控制人的上市公司。

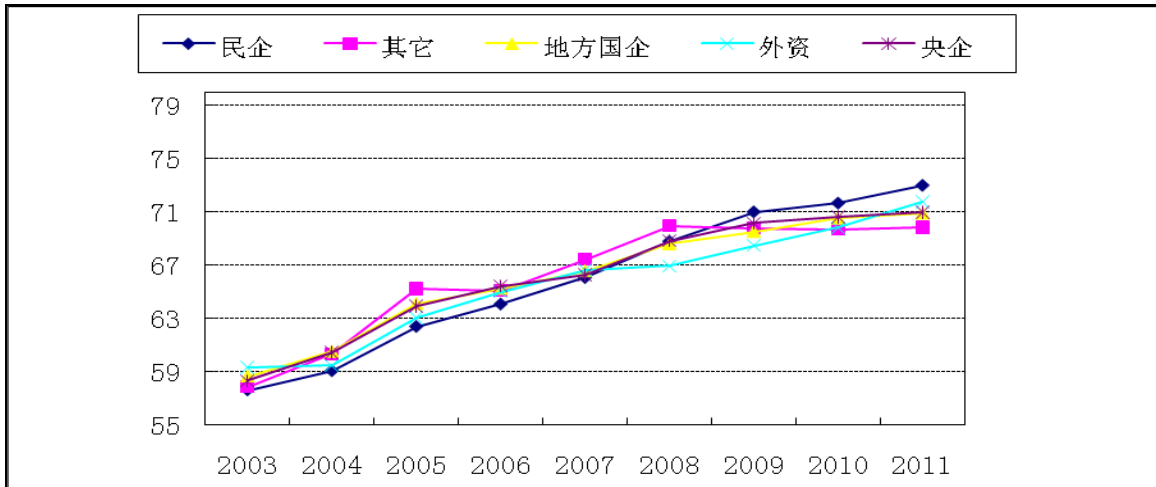


图 20： 不同所有制上市公司投资者保护状况历史得分趋势图

1. 决策参与权保护状况：央企夺冠

上市公司对股东决策参与权的保护水平近年来呈日益提高的态势，2011 年度，除其他类上市公司表现较 2010 年度略有退步外，其余 4 类上市公司均有小幅提高。其中，央企以 70.15 分表现最佳，民企紧随其后，而其他类上市公司表现最差。央企在各项治理制度建设、经理层监督激励和内控建设方面表现优异，而其他类上市公司除监事会职能建设上表现最佳外，其余指标的表现均较差。

表 9： 2011 年度不同所有制上市公司投资者决策参与权保护总体状况得分排名

所有制	1、上市公司治理结构对股东参与决策权的保护程度	1.1 各项治理制度制定情况		1.2 股东大会中小股东权利行使保障状况		1.3 董事会职能建设和执行情况		1.4 监事会职能建设和执行情况		1.5 经理层监督激励机制建设和执行情况		1.6 内部控制建设及实施效果情况		
		排名	排名	排名	排名	排名	排名	排名	排名	排名	排名			
央企	70.15	1	68.20	2	55.86	4	75.24	5	96.50	5	53.87	2	71.77	1
民企	69.76	2	67.64	3	59.15	2	77.78	1	97.39	3	58.46	1	54.56	3
地方国企	69.38	3	68.81	1	55.73	5	76.19	3	97.32	4	53.40	3	62.79	2

外资	68.36	4	66.08	4	59.83	1	77.45	2	97.51	2	51.42	4	53.03	5
其他	67.20	5	64.85	5	56.67	3	75.66	4	97.60	1	51.01	5	53.45	4

2003-2011 年度，不同所有制上市公司对投资者决策参与权的保护水平逐年提高，这与证券市场的逐渐完善和各项旨在保护投资者的政策法规的实施密切相关。其中，除其他类上市公司略有退步外，民企、地方国企、外企和央企得分均稳定提高；而外企从 2007 年度到 2009 年度的得分基本持平，并从 2009 年度的 59.39 分开始迅速增长至 2011 年度的 68.36 分；其他类上市公司在 2003 年度至 2010 年度均保持增长态势，但是在 2011 年度得分略有下降，较 2010 年度下降了 0.54%。

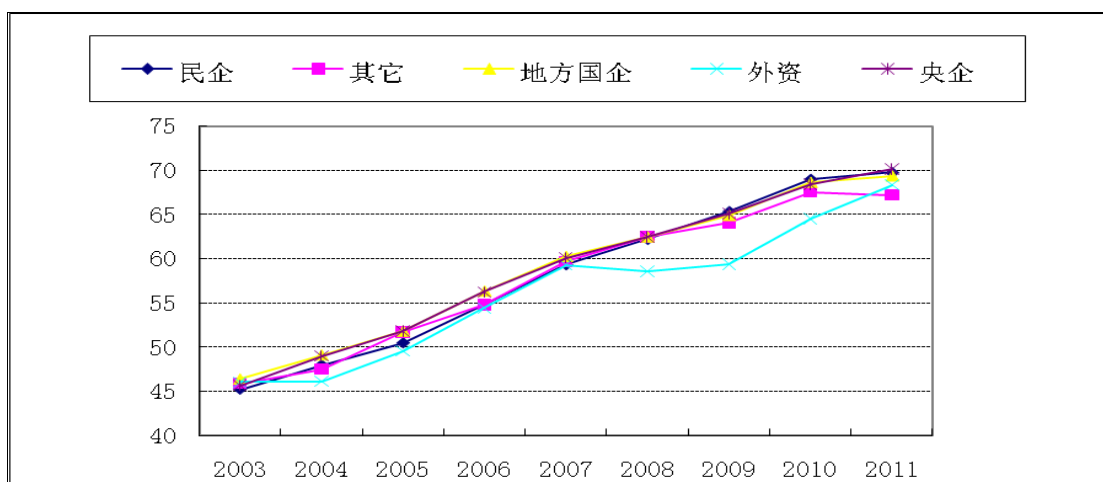


图 21： 不同所有制上市公司投资者决策参与权保护状况得分趋势图

2. 知情权保护：不同所有制上市公司差距较小，民企领先

近年来，各类所有制上市公司在知情权保护方面均达到了较高的水平，且年度变化相对不大。2011 年度，民企对投资者知情权保护状况总体表现最好，但与其他 4 类上市公司差距较小；地方国企表现最差。具体来看，民企在重要治理、财务报告和日常其他信息披露情况方面排名均为第一，而地方国企在重要治理信息和日常其他信息披露状况表现较差，这与 2009 年以来对信息披露的监管日益增强，且民企大多在 2009 年后上市有关。

表 10: 2011 年度不同所有制上市公司对投资者知情权保护情况得分排名表

所有制	2、上市公司信息披露对股东知情权的保护程度	排名	2.1 重要治理信息披露状况	排名	2.2 财务报告信息披露状况	排名	2.3 重大事项信息披露状况	排名	2.4 日常其它信息披露状况	排名
民企	68.36	4	66.08	4	59.83	1	77.45	2	97.51	2
其它	67.20	5	64.85	5	56.67	3	75.66	4	97.60	1
地方国企	51.42	4	53.03	5	53.45	4	53.03	5	53.03	5
外资	68.36	4	66.08	4	59.83	1	77.45	2	97.51	2
央企	67.20	5	64.85	5	56.67	3	75.66	4	97.60	1

民企	82.56	1	94.71	1	80.09	1	94.69	4	49.47	1
央企	81.22	2	91.69	4	79.11	5	95.71	2	45.58	2
外资	81.06	3	91.92	3	80.00	2	94.11	5	45.51	3
其他	80.83	4	91.95	2	80.00	2	95.02	3	42.47	4
地方国企	80.30	5	89.18	5	79.50	4	96.35	1	41.64	5

3. 投资收益权保护：民企表现优异

各类所有制上市公司经营活动在对股东投资收益权的保护方面，2011 年度较 2010 年度的表现略有退步。民企在可能导致利益输送的经济活动状况和利润分配状况表现良好，其对股东投资收益权的保护程度最好；相反，央企在这两个指标上表现较差，其对股东投资收益权的保护程度较弱。

对股东投资收益权的保护程度上，民企表现最优，央企最弱。究其原因，可能是由于很多央企并非整体上市，使得央企上市公司在可能导致利益输送的经济活动情况的指标中表现不佳；而民企在股利发放稳定性上表现优异的原因，则可能是因为 2009 年以后大量民企扎堆上市，其在公司章程中对现金分红的规定愈加严格，促使民企在这一方面表现远好于央企上市公司。

表 11：2011 年不同所有制上市公司对投资者投资收益权的保护程度得分排名表

所有制	3、上市公司经营活动对股东投资收益权的保护程度	排名	3.1 价值创造状况	排名	3.2 可能导致利益输送的经济活动状况	排名	3.3 利润分配状况	排名
民企	65.44	1	59.70	2	86.85	1	50.11	1
外资	64.67	2	61.26	1	84.50	3	47.68	2
地方国企	61.55	3	57.18	3	84.84	2	42.13	3
其他	59.91	4	55.58	5	83.74	4	39.82	4
央企	59.87	5	56.63	4	82.95	5	39.00	5

2003-2011 年度，各类所有制上市公司在投资收益权方面的得分变化走势基本一致，2011 年度较 2010 年稍有退步。2003-2008 年度，各类所有制上市公司在投资收益权方面的得分变化较小，从 2009 年开始快速增长，2010 年达到平均 66 分左右，2011 年度回落至平均 62.29 分。值得一提的是，民企类上市公司增长最为明显，其从 2003 年的 58.29 分（排名末位）升至 2011 年的 65.44 分，并且从 2009 年以来一直排名靠前。

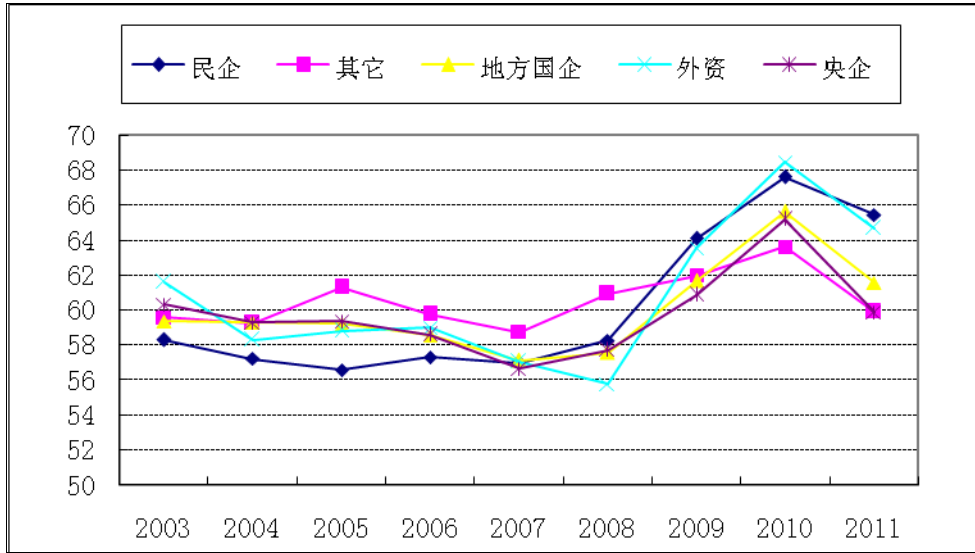


图 22：不同所有制上市公司经营活动对股东投资收益权的保护程度得分趋势图

免责声明

本报告中的信息和意见仅供参考，任何人依赖本报告内容行事而造成的一切后果由行事者自负。中国证券投资者保护基金有限责任公司对于上述报告及免责条款具有修改权和最终解释权。