

WOGUO SHANGSHIGONGSI
XINXIPILUDE
YOUXIAOXINGYANJIU

我国上市公司信息披露的 有效性研究

谢清喜 著



中国农业大学出版社

WUJIAO GUANACUICANWU

WUJIAO GUANACUICANWU

我国上市公司信息披露的 有效性研究

张德胜 著



中国财政经济出版社

我国上市公司信息披露的 有效性研究

谢清喜 著

中国农业大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

我国上市公司信息披露的有效性研究/谢清喜著. —北京:中国农业大学出版社, 2006. 9

ISBN 7-81117-028-0

I. 我… II. 谢… III. 上市公司-会计分析-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 041003 号

书 名 我国上市公司信息披露的有效性研究

作 者 谢清喜 著

策划编辑 魏秀云

责任编辑 冯雪梅

封面设计 郑 川

责任校对 王晓凤 陈 莹

出版发行 中国农业大学出版社

社 址 北京市海淀区圆明园西路 2 号

邮政编码 100094

电 话 发行部 010-62731190, 2620

读者服务部 010-62732336

编辑部 010-62732617, 2618

出 版 部 010-62733440

网 址 <http://www.cau.edu.cn/caup>

e-mail cbsszs @ cau.edu.cn

经 销 新华书店

印 刷 涿州市星河印刷有限公司

版 次 2006 年 9 月第 1 版 2006 年 9 月第 1 次印刷

规 格 787×980 16 开本 15.25 印张 278 千字

印 数 1~2 050

定 价 28.00 元

图书如有质量问题本社发行部负责调换

前 言

证券市场是一个信息流动的市场,及时、完整、真实的上市公司信息披露是证券市场实现“公开、公平、公正”三公原则的具体体现,也是提高证券市场有效性的根本保障。从各国证券市场发展历程和经验看,只有及时、完整、真实公开的信息披露才有利于保护投资者的利益。因此,证券市场发展的历史既是一部规范信息披露的历史,又是一部保护投资者合法权益的历史。

一、本书重新探讨了证券市场的有效性理论,把证券市场的有效性区分为证券信息的有效性和证券市场资源配置的有效性,证券信息的有效性是证券市场资源配置有效性的前提。本书首次把证券信息的有效性区分为上市公司信息披露的有效性和证券信息传导机制的有效性。上市公司信息披露的有效性是本书研究的主题,它要求上市公司在信息披露过程中,不能违反信息披露的相关法律法规,要做到及时、完整、真实,符合证券市场的“三公”原则。证券信息传导机制的有效性就是上市公司披露的证券信息能否充分地在股票价格的波动中得到反映,一般包括证券信息传递、信息运用和信息反馈三个阶段。

目前,理论界对上市公司信息披露的有效性研究的文献很少,大部分学者集中于证券信息传导机制的有效性方面,即集中在上市公司信息披露后的信息传递、信息运用和信息反馈等阶段。通常的方法是,研究上市公司信息披露之后股票价格或股票成交量的波动特征,以此分析整个证券市场的有效性。这种以研究信息传导机制的有效性来代替分析整个证券市场的有效性的方法有失偏颇,它忽略了上市公司信息披露的有效性和证券市场资源配置的有效性等方面。

因此,本书从研究上市公司信息披露的角度出发,探讨上市公司信息披露的有效性,完善了证券市场有效性理论的具体内容。本书认为上市公司信息披露的有效性是信息传导机制有效性的前提和最基本的保障,更是实现证券市场资源配置有效性的基础,只有这样才能提高整个证券市场的有效性,达到保护投资者利益的目的。

二、本书从两个方面对我国上市公司信息披露的有效性进行了研究:上市公司信息披露制度的构建状况和上市公司信息披露过程的有效性分析。

一方面,本书把上市公司信息披露制度建设分为两大部分,即证券发行市场中的上市企业信息披露制度建设和证券交易市场中的上市公司信息披露制度建设。

首先,完善地概括了我国已经建立的上市公司信息披露制度体系,并对中外上市公司信息披露及制度体系进行了比较分析,同时简要评述了近期颁布的几项重大信息披露制度。其次,通过分析证券发行市场和证券交易市场的信息披露制度建设历程、发展脉络和存在的问题,对上市公司信息披露制度构建的有效性进行探讨,从而揭示出信息披露制度构建的内在逻辑——责任人格化。本书认为,我国上市公司信息披露制度体系较为完善,后发优势明显,但是制度执行力严重不足,责任人格化没有真正到位,从而严重影响了信息披露制度的有效性。

另一方面,在讨论上市公司信息披露过程的有效性时,本书分别从信息披露的时间及时性、信息披露的形式完整性和信息披露的内容真实性三个方面进行尝试性研究。通过大量的实证性研究,结果表明我国上市公司信息披露的整体有效性较低,虽然上市公司在信息披露的时间性和完整性方面正在逐步改善,但是在信息披露内容的真实性方面严重不足。

三、在上市公司信息披露中涉及到企业内部与企业外部许多相关利益主体,上市公司信息披露的过程就是利益相关者利益博弈的过程。本书认为各利益主体利益博弈的结果决定了上市公司信息披露的有效性。本书从探讨各利益主体的角色定位出发,具体分析了主要利益相关者之间的利益博弈过程;同时从证券内幕交易和公司治理入手,对上市公司信息披露中内部人控制与信息披露的有效性之间关系进行了分析。本书认为上市公司严重的内部人控制加剧了证券信息的不对称,影响了上市公司信息披露的有效性。

四、规范上市公司信息披露行为,提高信息披露的有效性是一项系统工程。一方面,政府监管是一种强制性制度安排,是实施强制性信息披露的主要监管方式;另一方面,由于证券信息的特质与证券信息的不对称性,本书认为应积极发挥市场调节和诚信机制的隐形激励作用,促使上市公司自愿性信息披露机制的实现,从而发挥自愿性信息披露机制的作用,降低信息披露中的信息不对称现象。最后,本书分别从我国股权文化、公司治理文化、监管思路等角度探讨上市公司信息披露监管的发展方向。

总之,本书避免了仅仅研究证券市场波动特征的通常做法,实际上这种方法仅是对证券信息传导机制的有效性进行了研究,并不能替代对整个证券市场有效性的研究。本书重点研究上市公司信息披露的有效性,这是对研究证券市场有效性问题做了有益的补充与完善。当然,对证券市场资源配置有效性的研究也是研究证券市场有效性的一部分,是需要进一步深入探讨的领域。

目 录

第一章 引言	(1)
第一节 研究背景与研究动机	(1)
一、我国证券市场的发展状况	(2)
二、投资者利益保护与上市公司信息披露的有效性	(4)
第二节 研究对象与研究方法	(11)
一、本书研究对象的界定	(11)
二、本书的研究方法	(15)
三、本书创新与不足	(15)
第三节 本书结构	(16)
第二章 上市公司信息披露及其有效性研究的理论综述	(20)
第一节 证券市场的有效性与上市公司信息披露的有效性	(20)
一、证券市场有效性理论	(20)
二、证券市场有效性与信息披露有效性分析	(21)
第二节 信息不对称与上市公司信息披露的有效性	(22)
一、信息不对称理论与上市公司信息披露	(22)
二、影响上市公司信息披露有效性的表现形式	(25)
三、上市公司信息披露中利益相关者的行为特征分析	(30)
第三节 博弈理论与上市公司信息披露中的利益相关者行为	(33)
一、博弈理论概述	(33)
二、博弈论在信息披露中利益相关者行为分析中的应用	(34)
第四节 上市公司信息披露监管——政府监管、市场调节与诚信构建	(36)
一、政府监管的理论基础和存在的不足	(37)
二、市场调节的理论基础和存在的不足	(38)
三、诚信重构与信息披露有效性的提高	(39)
第三章 我国上市公司信息披露制度概述	(43)
第一节 信息披露的历史渊源	(43)
一、账簿披露时代	(44)

二、财务报表披露时代	(45)
三、财务报告披露时代	(46)
四、多层次信息披露时代	(46)
第二节 我国上市公司信息披露制度概述	(47)
一、上市公司信息披露内涵及其研究的相关文献概述	(47)
二、我国上市公司信息披露制度建设体系	(54)
三、我国上市公司信息披露监管体系	(57)
第三节 中外上市公司信息披露制度比较	(58)
第四节 近期我国投资者保护信息披露制度建设状况概述	(62)
第四章 我国证券发行市场中上市公司信息披露制度分析	(67)
第一节 我国证券发行市场信息披露制度现状	(67)
一、规范证券发行企业信息披露行为的制度体系	(67)
二、规范证券发行中介机构行为的信息披露制度体系	(70)
三、规范审批证券上市的相关监管部门行为的制度体系	(72)
第二节 证券发行市场信息披露制度发展脉络分析	(74)
一、从证券发行企业信息披露的各个环节开始,发行市场责任 人格化、具体化	(74)
二、股票发行核准制下的信息披露要求更全面,符合信息披露的 国际化	(75)
三、证券发行保荐人制度替代通道制,强化了证券主承销商及其 保荐人的责任,有利于完善信息披露制度	(76)
四、中国证监会发行审核委员会不断变革,增加证券发行及其 信息披露的透明度和发行审核委员的责任感	(77)
第三节 我国证券发行市场信息披露典型案例分析	(78)
一、案例	(78)
二、案例总结与分析	(81)
第五章 我国证券交易市场中上市公司信息披露制度分析	(84)
第一节 定期报告信息披露制度分析	(84)
一、年度报告信息披露制度体系	(84)
二、中期报告信息披露制度体系	(88)
三、定期报告信息披露存在问题分析	(91)
第二节 临时报告信息披露制度分析	(94)
一、临时报告信息披露的制度研究	(94)

二、预测性信息披露的制度研究	(96)
第三节 证券交易市场信息披露典型案例分析	(103)
一、案例	(103)
二、案例评述	(106)
第六章 我国上市公司信息披露的有效性分析(一)——信息披露的 及时性与完整性	(108)
第一节 证券市场的有效性与上市公司信息披露的有效性	(108)
一、信息效率与有效市场假说	(108)
二、我国证券市场有效性研究理论概述	(109)
三、证券市场有效性与上市公司信息披露有效性的关系	(111)
第二节 上市公司信息披露的及时性分析	(112)
一、上市公司信息披露及时性——时间特征分析	(114)
二、上市公司信息披露及时性——信息披露的方式分析	(117)
三、上市公司信息披露的及时性效率分析	(123)
第三节 上市公司信息披露的完整性分析	(126)
一、上市公司信息披露完整性不足的主要表现形式——选择性信息 披露	(126)
二、上市公司信息披露完整性的实证分析	(129)
三、上市公司信息披露完整性存在问题分析	(136)
第七章 我国上市公司信息披露的有效性分析(二)——信息披露的 真实性与有效性的实证分析	(139)
第一节 上市公司信息披露的真实性分析	(139)
一、公司治理结构与上市公司信息披露的真实性	(139)
二、上市公司信息披露失真的两种表现形式	(143)
三、信息披露失真的经验分析	(147)
四、上市公司信息披露失真原因的初步分析	(149)
第二节 上市公司信息披露违规及其处罚的实证分析	(153)
一、各级证券监管部门在信息披露违规处罚中的作用分析	(153)
二、公开谴责信息披露违规类型及处罚力度分析	(155)
三、信息披露的有效性与整改报告的有效性分析	(161)
第八章 上市公司信息披露中的利益相关者行为分析	(165)
第一节 股东利益论与利益相关者论	(165)
一、公司治理价值导向的转变:股东利益论向利益相关者论的	

演进	(165)
二、上市公司信息披露中利益相关者财务信息的理论基础	(167)
第二节 上市公司信息披露中利益相关者行为博弈分析	(168)
一、上市公司信息披露中的利益相关者概述	(168)
二、上市公司高管人员与会计人员之间的博弈分析	(170)
三、上市公司与投资者之间的博弈分析	(172)
四、上市公司与市场中介机构之间的博弈分析	(176)
五、上市公司与证券监管部门之间的博弈分析	(180)
第三节 上市公司内部人控制与信息披露的有效性	(183)
一、内部人控制理论和我国上市公司内部人控制状况分析	(183)
二、内幕信息、内幕交易与内部人控制	(187)
三、内部人控制与上市公司信息披露的有效性	(192)
第九章 上市公司信息披露监管——政府监管、市场调节与诚信构建	(197)
第一节 上市公司信息披露中的政府监管	(198)
一、政府监管与上市公司信息披露的有效性	(198)
二、上市公司信息披露中政府监管的局限性	(199)
三、科学理解政府监管在上市公司信息披露中的作用	(204)
第二节 上市公司信息披露中的市场调节与诚信构建	(207)
一、市场调节与诚信构建理论基础——内部人进行自愿性信息披露的 动机分析	(208)
二、市场调节与诚信构建的状况分析	(211)
三、解决中国证券市场危机的根本——重构上市公司诚信	(214)
四、重构证券市场诚信文化	(214)
五、重构诚信的措施	(215)
第三节 几点思考	(218)
一、逐步解决上市公司股权分置问题,解除证券市场顽症的制度性 根源	(218)
二、大力完善投资者诉诸司法救济机制	(218)
三、强化股东权利和控股股东的法律责任	(220)
四、完善信息披露制度环境与实施机制	(221)
五、上市公司信息披露中,正确认识政府监管与市场监管的关系, 积极培养市场诚信意识	(221)

六、加大新闻媒体监督力度	(222)
七、建设良好的公司治理文化	(222)
参考文献.....	(224)
后记.....	(232)

第一章 引言

第一节 研究背景与研究动机

证券市场是一个信息流动的市场,及时、完整、真实的上市公司信息披露是证券市场“公开、公平、公正”三公原则的具体体现,也是提高证券市场有效性的根本保障。从各国证券市场发展历程和经验看,只有及时、完整、真实公开的信息披露才有利于保护投资者的利益。

总结国内外证券市场的发展历程,证券市场发展的历史既是一部规范信息披露的历史,又是一部保护投资者合法权益的历史。以美国证券市场为例,共经历了三次信息披露法律与规则的重大变革,每一次变革的背后均是为了促进投资者合法权益的保护。第一次变革发生在1929年,由于股票市场虚假信息披露盛行,广大投资者信心遭到重创,股票市场出现了严重危机,股票价格平均下跌89%以上,市场呼唤对信息披露实施强制性立法。于是1933年的《证券法》和1934年的《证券交易法》初步达到规范上市公司的信息披露行为,政府主导的强制性信息披露制度体系就初步形成,投资者利益第一次得到根本大法的保护。第二次变革出现在1970年,在石油危机和证券市场剧烈波动的大背景下,美国股票市场凸现财务信息披露的不足和对投资者保护措施的不力,于是以1964年的《证券法修正案》为前奏,颁布了1970年的《证券投资者保护法》、1978年的《破产改造法》和1980年的《财务会计准则公告》等一系列法律和规范性文件。第三次信息披露制度性变革是在21世纪初,以美国9·11恐怖事件为大背景下,经济紧缩的预期引发了安然公司事件、世界通讯公司事件、施乐公司事件等财务信息披露丑闻事件的曝光。由于一系列的上市公司信息披露违规事件,美国主要股票价格指数下跌50%以上,投资者损失惨重,同时美国标榜的“美国式”公司治理文化受到全世界的质疑,国内外投资者信心丧失,证券市场出现严重的诚信危机。在此背景下,美国政府及国会采取了一系列改革措施,颁布了各种法律法规,其中最重要、最严厉的是《萨班斯-奥克斯莱法》^①,在一定程度上改善了对投资者合法权益的保护。

1990年11月26日上海证券交易所的成立和1990年12月1日深圳证券交易所的成立^②标志着我国证券市场^③的起航。我国证券市场经过14年的发展取得了

一定的成绩,上市公司家数和融资能力迅速提高,市场规模急剧扩张,单单从数量上讲,走过了国外成熟市场 200 多年的发展历程;但是,衡量市场成熟度的两个重要方面——信息披露的有效性和投资者权益的保护程度仍然存在重大缺陷,市场整体质量的提高成为证券市场发展的瓶颈和争论的焦点。

一、我国证券市场的发展状况

(一)我国证券市场的发展背景

我国证券市场是在计划经济体制仍然处于主导地位下孕育产生的,是经济市场化改革逐步推进中的必然产物。由于处于体制转轨的历史大背景下,我国证券市场从一诞生就成为实践界和理论界争论的焦点。

马克思在《资本论》中对股份制曾做过精辟的论述。他认为股份制是在资本主义生产方式本身范围内产生的通向一种新的生产形式的过渡形式。“它是在资本主义体系本身的基础上对资本主义的私人产业的扬弃;它越是扩大,越是侵入新的生产部门,它就越会消灭私人产业”^④。

我国的证券市场是在邓小平理论指导下发展起来的。在金融改革过程中,在能不能学习、借鉴经济发达国家的经验,建立和运用市场机制方面,我国走过了一条曲折的道路,既有经验也有教训,尤其是对发展证券市场方面。20 世纪 90 年代初,理论界对证券市场的争论非常激烈。开始许多人心存疑虑,主要表现在对社会主义国家能不能发行股票,股份制姓“资”还是姓“社”,国有企业改制上市是不是搞私有化,会不会造成国有资产流失等问题认识不清。正如 1992 年邓小平同志南巡讲话指出的那样:“改革开放迈不开步子,不敢闯,说来说去就是怕资本主义的东西多了,走了资本主义道路。要害是姓‘资’还是姓‘社’的问题。”^⑤正是这种思想认识上的顾虑和分歧,在很大程度上制约了中国证券市场的正常发展。邓小平同志对证券市场的定位是要大胆地试,正如他所言,“证券、股市,这些东西究竟好不好,有没有危险,是不是资本主义独有的东西,社会主义能不能用?允许看,但要坚决地试,看对了,搞一两年对了,放开;错了,纠正,关了就是了。关,也可以快关,也可以慢关,也可以留一点尾巴”^⑥。

正是在各方的舆论推动和思想解放下,1992 年 10 月,党中央、国务院决定成立国务院证券委(1998 年其职能并入中国证监会)和中国证监会,统一监管全国证券市场,同时将发行股票的试点由上海、深圳等少数地方推广到全国各地。

党的十五大报告又在认真总结实践经验的基础上,从理论高度对股份制和发展证券市场做出了科学的结论,“公有制实现形式可以而且应当多样化。一切反映社会化生产规律的经营方式和组织形式都可以大胆利用。要努力寻找能够极大促

进生产力发展的公有制实现形式。股份制是现代企业的一种资本组织形式,有利于所有权和经营权的分离,有利于提高企业和资本的运作效率,资本主义可以用,社会主义也可以用。不能笼统地说股份制是公有还是私有,关键看控股权掌握在谁手中。”^⑦党的十五大报告还明确提出要着重发展资本市场等要素市场。特别是1998年12月29日中国的证券大法《中华人民共和国证券法》的颁布,标志着证券及证券市场成为社会主义经济建设不可分割的一部分,大力发展证券市场也成为我国经济发展与金融改革的一条必经之路。

(二)我国证券市场的发展现状

证券市场是股份制经济发展的深化和集中体现,证券市场的首要功能是筹集巨额资金组织社会化大生产,这在证券市场发展的早期就表现得非常突出。马克思就曾对证券市场的筹集资金的作用做出很高的评价,指出“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度,那么恐怕直到今天世界上还没有铁路,但是,集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了。”他认为股份和股票市场是加速“社会积累的新的强有力的杠杆”,^⑧“对国民经济的迅速增长的影响恐怕估计再高也不为过”^⑨。的确,有效的证券市场是现代高度发达的市场经济不可或缺的一部分。

中国证券市场经过14年的发展,初步构建了西方成熟证券市场用200年时间建立起来的法律法规制度体系,后发优势非常明显。一方面,市场规模迅速增大,取得巨大的成就。如表1-1所示,截止到2004年7月底,上市公司家数达到1357家,发行A、B股上市证券数目为1443个,筹集资金高达8872.35亿元人民币^⑩,为我国经济发展和企业改制做出较大贡献。同时,证券市场投资者队伍迅速壮大,已经达到7141.57万户,证券投资的辐射度越来越广,与几千万家庭生活息息相关。另一方面,中国证券市场充分利用发达证券市场的先进经验,借鉴先进的制度建设和科学的信息披露规范,已经初步为我国证券发行与交易市场搭建系统的制度保障,一个较为科学合理的信息披露制度框架逐步发挥作用,实体法规范已基本与国际接轨。中国证监会主席尚福林曾指出:“资本市场已经成为社会主义市场经济体系的重要组成部分,在优化资源配置、筹集社会资金、改善公司治理结构、促进经济结构合理调整、推进金融体制改革等诸多方面发挥着不可或缺的积极作用。这为资本市场的进一步发展打下了良好的基础”^⑪。

但是,可以看到中国证券市场经过14年的发展,常偏重于市场规模方面的增长,上市公司家数、投资者人数、筹资金额、法律法规的快速制定与颁布等都表现在证券市场发展的“量”的扩展方面,而这也是一个新兴证券市场在发展初期阶段的必然表现。而如何提高我国证券市场整体的“质”,即如何提高证券市场信息披露

的有效性、发挥证券资源配置的有效性和公司治理机制的效率,从而提高证券市场的整体有效性才是设立证券市场的最终目的。

表 1-1 中国证券市场发展基本概况一览表

项 目	上海证券交易所	深圳证券交易所	合 计
上市公司家数	835	522	1 357
上市证券数目(个)	879	564	1 443
总发行股本(亿股)	4 594.85	1 959.78	6 554.63
总流通股本(亿股)	1 325.96	802.26	2 128.22
市价总值(亿元)	28 258.33	12 118.86	40 377.19
流通市值(亿元)	7 956.60	4 761.05	12 717.65
筹资金额(亿元)*	5 374.64	3 497.71	8 872.35
投资者开 个人户	36 749 077	34 311 822	71 060 899
户数(户) 机构户	203 585	151 251	354 836

注:以上统计截止时间为 2004 年 7 月 31 日,在统计中仅包含 A 股和 B 股,不含证券投资基金、企业债券和可转换公司债券的数据。

* 筹资金额包含历年 A 股、B 股、证券投资基金、企业债券和可转换公司债券筹资金额。

资料来源:上海证券交易所、深圳证券交易所网站相关资料和《上证统计月报》(2004 年第 7 期)。

二、投资者利益保护与上市公司信息披露的有效性

(一)我国证券市场投资者利益受到严重损害

保护投资者的利益是证券市场存在的基础。中国证券市场的资金供给者——广大的证券投资者,特别是投资于证券市场的广大流通股股东,从证券市场的“量”的扩张中获得了什么呢?其他利益相关者的收获又如何呢?

我国证券市场成立 14 年来,经济呈现高速增长之势,证券市场应该非常具有投资的吸引力。然而由于证券市场固有的新兴加转轨性的制度特征,其制度性和结构性缺陷一直没有得到根本性解决,主要表现就是股权分置^①严重、公司缺乏科学的治理结构、片面注重筹集资金而导致市场利益相关者行为严重扭曲,最终后果就是上市公司信息披露严重违背“公开、公平、公正”三公原则,上市公司信息披露的有效性不足,整个市场诚信基础非常薄弱,造成投资者信心尽失,中国股票市场长期处于低迷徘徊态势。

(1)由于交易成本过高和投资回报过低,致使投资者总体投资收益为负数。

经统计,1992—2004 年 6 月间,上市公司通过发行新股(首次发行,简称 IPO^②)、增发新股和配股等融资方式筹集资金总额是 8 872 亿元^③,这是广大投资者从自己口袋里掏出来的“真金白银”,是对上市公司的直接贡献。同时,国家向投

资者征收的股票交易印花税为 2 218 亿元,投资者缴纳的交易佣金约为 2 883 亿元,以上是投资者付出的参与股票市场的成本。另一方面,投资者的所得(收益)是:期间证券市场流通股股票市价总值增加额为 12 604 亿元;上市公司分派现金红利为 2 603.27 亿元,其中广大流通股股东仅分得现金红利 780 亿元。把投资者的投资成本和收益相互抵消,则 14 年中 7 100 多万户证券投资者^⑥投资所得为负数——累积亏损 589 亿元。若从现金回报率统计分析,投资者付出 8 872 亿元的资金,只得到 780 亿元的现金红利,总回报率为 8.79%,年平均回报率仅为 0.63%。

波涛(2003)曾对 1992—2003 年 9 月期间,我国证券市场中参与的各利益相关者的利益所得进行了初步估计,结论说明受到损失的只有二级市场投资者^⑥和证券投资基金投资者,若在扣除交易费用情况下,两类投资者分别亏损 3 400 多亿元和微盈利 11.2 亿元;但若考虑货币购买力损失补偿及股市投资风险补偿后的预期投资,则两者分别为亏损 8 900 亿元和亏损 187.9 亿元。而证券市场的其他利益相关者(包括国家财政、上市公司国有股股东和法人股股东、证券投资中介机构、证券公司和基金管理公司)均是主要的收益方,均获得巨额的收入。主要分析见表 1-2。

表 1-2 我国证券市场主要利益主体的得失统计一览表

利益方	主要市场参与主体	各方得失衡量	合计利益
主要 受益 方	国家财政	累计收入印花税 1 800 多亿元	1 800 多亿元
	上市公司国有股股东、法人股股东	境内筹集资金累计 6 800 多亿元*,股本增值总额 5 300 多亿元	12 100 多亿元
	证券公司	投资银行业务收入累计为 150 亿~200 亿元,客户保证金利差收入为 1 000 多亿元,佣金收入累计为 1 800 多亿元	3 000 多亿元
	证券投资中介机构	中介业务市场规模为 100 亿~200 亿元,从业人员平均收入水平位居社会中上层	100 亿元~200 亿元之间
	基金管理公司	累计管理费收入约为 70 亿元,年人均管理费收入为 100 万元	70 亿元

(2)上市公司的资产盈利能力逐年下降,上市公司质量较差。

从表 1-3 中可以看到,净资产收益率反映的上市公司资产盈利能力逐年下降。深层次原因是绝大部分上市公司存在上市前虚假上市包装及上市后公司治理水平和赢利能力没有相应提高。由于处于信息的劣势方,投资者不可避免的经历一场从上市时的憧憬到最后的失望的过程,利益受到侵害就不可避免了。

续表 1-2

利益方	主要市场参与主体	各方得失衡量	合计利益
主要受损方	二级市场投资者	计算口径一:扣除交易费用后的预期投资盈亏为:预期亏损 3 400 多亿元 计算口径二:考虑货币购买力损失补偿及股市投资风险补偿后的预期投资盈亏为:预期亏损 8 900 亿元	3 400 亿元~ 8 900 亿元之间 [#]
	证券投资基金投资者	计算口径一:扣除预期累计销售费用后投资者预期投资盈亏为:预期盈利 11.2 亿元 计算口径二:考虑货币购买力损失补偿及股市投资风险补偿后的预期投资盈亏为:预期亏损 187.9 亿元	盈利 11.2 亿元 ——亏损 187.9 亿元

注: * 仅含 A 股筹资金额和企业发行的可转债。* 按照证券市场开户数 7 100 万户计算, 平均每个证券账户亏损约为 1.27 万元。

资料来源: 波涛, 《保护流通股股东权益系列研究之一——股市走入困境的根本原因是不能公平对待二级市场投资者》, 《中国证券报》, 2003 年 10 月 20 日第 13 版。

表 1-3 上市公司 1992—2003 年加权平均净资产收益率

年 份	加权平均净资产收益率(%)	年 份	加权平均净资产收益率(%)
1992	18.15	1998	7.77
1993	14.70	1999	8.39
1994	13.14	2000	8.55
1995	10.71	2001	5.83
1996	9.87	2002	5.80
1997	9.90	2003	7.52

资料来源: 根据上市公司每年年报汇总资料统计。

(3) 反映上市公司获利能力和给投资者回报指标的现金红利分红指标也不尽如人意, 整体上分红比率偏低, 导致上市公司流通股股东的股息率较低。

11 年间平均每年有不到 40% 的上市公司实施现金分红, 而反映现金分红多少的股息率更是低得很, 平均为 0.89%, 即流通股股东每年获得持有股票价格的 0.89% 的现金分红, 同时且不考虑股票价格的下跌损失, 具体情况见表 1-4。面对如此低的分红比例和股息率, 股票市场的投机气氛浓厚也就不足为奇了, 投资者的利益无从得到保护。

(4) 由于股权分置, 同股不同权的制度性缺陷不但阻碍了证券市场的健康发展, 也严重损害了流通股股东的权益。