

# 我国资本市场的财务信息透明度建设\*

## ——兼论中小投资者利益保护

王秀婷 陈兴述

(重庆工商大学,重庆 400067)

**摘要:**信息透明度是全球资本市场面临的共同问题,也是困扰资本市场发展的难题之一。资本市场上违背透明度原则,频繁披露虚假信息等财务欺诈行为严重扰乱了资本市场秩序,并侵害了投资者的利益,尤其是力量比较薄弱的中小投资者的利益。因此,改善资本市场信息披露现状,加强透明度建设显得尤为重要。本文分析了透明度建设的重大意义及影响财务信息披露透明度的因素,提出改进的意见。

**关键词:** 资本市场;信息透明度;中小投资者;公司治理

中图分类号:F234.4 文献标识码:A 文章编号:1008-6439(2007)02-0065-04

## Analysis of financial information transparency construction in China's capital market

### ——On interests protection of medium-sized and small investors

WANG Xiu-ting, CHEN Xing-shu

(Chongqing Technology and Business University, Chongqing 400067, China)

**Abstract:** Financial information transparency is a common issue in the global capital market and is also a difficult issue in the development of capital market. The fraud financial behaviors in capital market such as violating financial transparent principle, continuously publishing false financial information and so on seriously make capital market in disorder and infringe the interests of the investors and especially the interests of the weak medium-sized and small investors. As a result, it is important to improve the current situation of financial information disclosure in capital market and to consolidate information transparency construction. This paper analyzes the important significance of information transparency construction and the factors which influence financial information disclosure transparency and gives suggestions for improving the transparency.

**Key words:** capital market; information transparency; medium-sized and small investor; company management

所谓信息透明度是指信息的公开性。在资本市场的“三公”原则(即公开、公正、公平原则)中,公开性原则处在首位。然而,中国资本市场在其发展的短短十年时间内,有关的虚假财务信息披露事件层出不穷。从前几年的“琼民源”、“东方锅炉”到“红光实业”,再到近期的“郑百文”、“银广厦”,无一不是和虚假财务信息披露有关。这些事件的发生给证券市场造成了极大的震荡,同时也暴露出中国证券

市场中财务信息披露制度存在的问题和缺陷。如何规范和完善我国上市公司的财务信息披露制度,已经成为摆在我们面前亟待解决的重要课题。

一. 市场的财务信息透明度建设是资本市场制度建设的核心

1. 财务信息披露的透明度是资本市场存在和发展的前提

任何一个市场都是交易双方意愿顺利实现的场

\* 收稿日期 2006-10-17

作者简介:王秀婷(1981-),女,山东淄博人,重庆工商大学,企业管理专业硕士研究生,从事财务管理与资本运营研究。  
陈兴述(1962-),男,四川新都人,重庆工商大学会计学院,院长,教授,硕士研究生导师,从事财务管理与资本运营研究。

所。市场扩大和发展的基础在于交易双方交易意愿的不断扩大和持续满足。资本市场的资金交易,从其自然属性看,是最典型的具有信息不对称特征的市场,资金需求者可能比资金供给者拥有更多关于融资项目的信息,大的机构投资者可能比小的散户投资者拥有更多的市场信息。这就给上市公司提供了制造虚假信息的机会。如果股票市场中大量虚假财务信息充斥,就会给广大投资者带来误导,甚至使他们投资失误,给他们带来巨大损失,这将会严重打击投资者的信心,并且引导社会资金向制造虚假财务信息的企业流动,而真正业绩优良的企业却得不到资金的扶持。因此,如果信息不对称问题得不到有效解决,那么资金需求者和供给者以及投资者之间虽然具有交易意愿,也会因为信息的不对称而使交易难以持续进行,更谈不上交易规模和交易品种的扩大。市场透明度的提升和维护作为减少信息不对称最主要的手段,可使资金供给者及市场投资者获得他们进行投资决策所必需的充分信息,并使潜在的资产交易意愿变为现实。

2. 财务信息披露的透明度是资本市场功能得以发挥的必要条件

提高财务信息透明度可以降低公司的资本成本,提高融资能力。没有足够的财务信息,投资者就不愿以更高的价格去购买股票,市场流动性就低,公司发展所需的资金就难以募集。普华永道的调查表明一个国家的信息透明度与其资本成本之间存在直接的关系,透明度越高,资本成本越低。随着资本国际跨国流动人为障碍的逐步减少,国际资本流动的速度越来越快。而逐利性是资本跨国流动的首要动机,在一个不透明的市场,其对国际资本的吸引力相对较低。或者说,这一市场取得跨国资本的成本相对较高。所以透明度强的信息形式比透明度差的形式更具有竞争力。

## 二. 影响财务信息披露透明度的因素分析

对财务信息披露有着直接影响的是上市公司管理高层,中介机构,主要是会计师事务所;监管机构,主要是证监会。投资者作为披露财务信息的被动接受者,只能对财务信息披露施以有限的影响。把上市公司管理层而不是会计人员定位为对财务信息披露的直接影响者是因为财务信息的作用之一就是反映管理高层的经营绩效,用以监督管理高层的受托责任,因此会计人员可能受到管理高层的不同程度的干预,甚至在财务信息生成的过程中受人左右。

如果以上各利益主体均按市场规则办事,那么就不会出现财务信息披露失真问题。正是因为各利益主体行为的扭曲导致上市公司财务信息披露失真的主要原因。

### 1. 公司治理结构失效与治理机制弱化导致公司

管理高层行为的扭曲

公司治理结构是现代公司制企业的核心,也是公司上市发行股票的基本要求。广义的治理结构是用以处理公司各方面的利害关系人,如股东、债权人、员工以及经营者之间的权、责、利关系,以保证公司高效运行并维护所有利害相关者利益的一整套制度安排。它不仅包括由股东大会、董事会、监事会以及经理阶层组成的相互制衡的内部治理结构,也包括资本市场、经理市场以及产品市场等外部力量对公司及其经营者的约束机制。

公司内部治理结构是指通过公司内部决策和执行机制建立委托者和代理者之间的激励约束机制。它是由股东大会、董事会和经理组成的一个三级结构体系。一个规范的内部治理结构,关键要看董事会能否发挥作用。其作用之一就是监督并保证公司财务信息披露的充分、准确、及时。而我国的上市公司的董事会却很难做到这一点。主要是因为我国上市公司股权结构中,国家股、法人股所占比重过大且股权高度集中,国有资产管理部门作为国有资产的代理人,并不能真正行使资产所有权,从而造成所有者缺位,加上中小股东股权过于分散,无力行使表决权,使得上市公司的股东大会实质上多为公司内部董事和经理所控制,加之董事和总经理多由一人兼任,这使得公司董事会很大程度上掌握在“内部人”手中。结果,公司管理层在财务信息编报方面权力过大。由于缺乏所有者对经营者的有效监督和约束,使得经营者的行为超越应有的权限,损害股东和社会的利益,造成近年来会计造假现象频繁发生。

公司外部治理结构是通过市场竞争形成的委托人之间和代理人之间的激励约束机制,它主要是来自资本市场、经理人市场以及产品市场等对经营者的制衡。一般而言,资本市场和经理人市场能够发挥比较有效的制衡作用,并能够促进信息披露质量的提高。然而,我国尚未形成比较完善的经理市场。由于我国大部分上市公司是由国有企业改制而成,在改制的过程中并没有形成比较完善的治理结构,其突出表现就是经理由政府部门任命,而不是通过市场来实现。这样,即使投资者意识到经营者违反披露制度,也不能对其形成实质性的制约。此外,我国的资本市场发育也不成熟,没有形成对经理人员接管的压力,再加上中小“股民”而非“股东”的投机行为,都使得我国的资本市场无法发挥外部治理的作用。

### 2. 会计师事务所行为的扭曲

为了保证上市公司提供的财务信息真实、公允,除了要求公司遵守会计准则和会计信息披露制度外,还要有注册会计师对披露的会计信息进行审查鉴证。然而,在过去的几年中,恶性的虚假报表案件

接二连三,不少潜在问题也令人堪忧。在“红光实业”和“琼民源”等重大案件中,负责审计的成都蜀都、中华和海南大正会计师事务所扮演了不光彩的角色,负有不可推卸的责任。

在我国现实生活中,尽管法律规定由股东大会聘请会计师事务所,但由于上市公司治理结构中存在着股权结构畸形、国有资本主体缺位、股东控制权残缺和经理人员约束机制不健全等缺陷,大多数上市公司实质上由公司管理高层聘请会计师事务所,这必然打乱审计关系三方的有序平衡关系。从另一方面讲,会计师事务所处于买方市场,上市公司可以按他们的偏好来选择会计师事务所,事实上拥有选择审计人、决定审计费用水平的控制权。会计师事务所在审计“交易”的契约安排中明显处于从属地位。在这种制度安排下,注册会计师要想顶住客户的压力,真正保证“客观公正”的难度就不言而喻了。因此,注册会计师往往在职业过程中让步或迁就被审计单位管理当局,屈从于压力对其编制的会计报表发表了不适当的审计意见。更有甚者与上市公司合谋,披露不真实的会计信息。

### 3. 中国证监会行为的扭曲

中国证监会是一系列证券监督机构中的主体,其性质为国务院直属的事业单位,是全国证券期货市场的主管部门,虽然其职责较大,但其规模和地位都比中国人民银行等正部级单位大打折扣。由于其事业单位性质,它只向国务院负责而不向人大负责。不像美国的证监会那样独立于美国行政当局,直接向国会负责,拥有广泛的行政权、半司法权甚至立法权。因而削弱了中国证监会的独立性和权威性。此外,其证券监督功能定位上的不确定性也导致了证监会行为的扭曲。由于我国的证券市场是一个新兴市场,历史才十多年,从一开始就缺乏明确的监管目标,而往往将证券市场某个时期的功能定位视作监管工作的实际目标。监管目标只能是效率和公平,离开了这两大目标,势必给监管工作带来混乱。

### 4. 激励机制薄弱导致的上市公司行为的扭曲

虽然上市公司被推进了资本市场,在总体上其经营管理水平较一般国有企业有所改进,但在公司高级管理人员的激励层面上,对上市公司经营管理者的激励采取与其经营期间的企业利润挂钩,以短期财务指标作为考核其经营业绩的主要依据,这一方面导致其行为的短期性,不注重企业的长期发展;另一方面也导致其利用现有会计准则、制度的漏洞,粉饰会计报表,操纵经营业绩。这些业绩考核指标很少使用有关决定企业未来发展能力的指标,如企业经营发展战略、企业人力资源状况、员工素质、企业基础管理水平等。

### 三. 资本市场透明度的建设及完善——中小投

### 资者利益保护机制的框架设计

由以上对财务信息披露透明度的影响因素分析可以看出,上市公司信息披露仍然存在很多问题,这一状况的形成既有上市公司及其管理高层道德风险原因,也有外部环境因素的影响,既有体制外监管不力的原因,也有会计师事务所等中介机构的原因。因此,提高资本市场财务信息透明度应从多方面入手:

#### 1. 建立健全公司治理结构,完善独立董事制度

首先,针对我国上市公司股权结构中国家股、法人股所占比重过大且股权高度集中的问题,建立流通股股东对非流通股股东的权力制衡机制。根据股权平等原则,大股东对表决权的行使对小股东的权益会产生重大影响,因此,有必要对大股东表决权进行限制。也就是,当某个股东持有的股票份额超过一定比例时,应在公司章程中对其表决权加以限制。在股权分置问题还没有解决的情况下,分类表决机制能较好的制约非流通股股东的行为。

其次,上市公司所有重大的投资、融资、合作、分红、等措施,都须经过所有流通股股东的过半数通过,否则不得付诸实施。这将有助于提高流通股股东的地位,增强其谈判能力,有效解决非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡,形成一种新的制衡约束机制,充分发挥投资者尤其是机构投资者的作用,从而提高资源配置效率,切实保护流通股股东的合法权益,较少管理高层行为的扭曲现象。

再次,完善独立董事制度。独立董事的职责有两个:一是作为股东代表,监督执行董事和高级管理人员的行为,防止其权力滥用而损害股东的利益;二是为公司的经营决策以及业务控制提供建议和咨询。我国内部董事的比例过高,董事会的监督作用难以发挥,而主管部门的介入,更是无法消除政府对企业决策的行政干预。因此,在公司董事会中增加一定数量的具有专业知识的、经验丰富的、并具有独立判断能力的独立董事是完善我国上市公司治理结构以及对经理阶层实行有效监督的重要措施。

最后,完善上市公司经营层的激励制度。借鉴国际经验,设计一套结构合理的薪资合同,以形成对公司经理有效的激励约束监督机制。建立上市公司管理层及员工直接持有股份的制度,这样可以更好的兼顾市场的公平与增加公司治理的效率。此外,成立专门评估公司治理结构完善程度的机构,并定期对外公布评估结果,增加对治理结构完善程度较低的上市公司的舆论压力。

#### 2. 完善资本市场上的中介机构

在上述对会计师事务所行为扭曲原因的分析可知,尽管中介机构对于市场透明度形成和维系承担了重要的职责,但是由于其缺乏独立性和处于买方市场都不利地位,导致其无法充分履行其职责。因

此完善会计师事务所等中介机构的重点应放在:加强中介机构和从业人员客观、公正、独立、尽责的职业精神教育,努力培养提高其职业道德素质;防止中介机构以恶意降低收费等竞争手段招揽客户,这种行为加上中国特有的体制容易导致中介机构丧失独立性;对中介机构和从业人员的处罚目前仅限于行政处罚,还没有因参与造假或重大失职而被追究民事赔偿责任和行使处罚,导致其违规成本极低,处罚不能起到应有的威慑作用;严格控制职业人员的进入门槛,加强职业人员后续教育,提升专业素质。

3. 完善证券监管制度赋予证券监管部门更多的权力

我国证券监管制度的完善,首要任务是将“维护市场透明度”确立为监管工作的核心。此外,我们还应该对证监会、交易所和行业协会之间的职责边界加以梳理,未来应努力推动监管方式从以行政监管为基础,逐步转向以自律为基础,建立以法律为依据的市场监管型运行机制。此外,将证券监管部门建立成具有一定的立法、司法和执法的机构能更有效的防治证券市场欺诈等违法行为。

总之,维护资本市场财务信息的透明度需要资本市

场各类参与主体共同的努力,是一个动态化的过程。

参考文献:

- [1] 吴晓求. 中国资本市场分析要议[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2006.
- [2] 吴琳芳. 中国上市公司会计信息披露研究[M]. 成都:西南财经大学出版社, 2005.
- [3] 张元萍. 现代投资理论与实务[M]. 北京:首都经济贸易大学出版社, 2004.
- [4] 陈对. 刍议财务信息披露的透明度[J]. 求实, 2004(6).
- [5] 孙萍. 从公司治理的层面上谈加强会计信息透明度建设[J]. 特区经济, 2005(4).
- [6] 陈林荣. 改善公司治理结构 提高会计信息透明度[J]. 企业经济, 2005(9).
- [7] 崔学刚. 公司治理机制对公司透明度的影响——来自中国上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2004(8).
- [8] 于东智, 谷立日. 公司治理:透明度与信息披露研究[J]. 财会月刊, 2003(A4).
- [9] 柯卫红. 会计透明度探析[J]. 财会与审计, 2005(10).
- [10] 王莉莉. 浅议我国上市公司会计信息披露的透明度[J]. 市场周刊(研究版), 2005(10下).

(责任编辑:周祖德)

(上接第21页)

但经济发展已经出现了新的落差,这种新的变化应引起我们足够的重视。因此,加快中部地区民族自治地方的发展应从以下几个方面入手。

首先,湖南和湖北两省应加大扶持力度,通过积极的财政转移支付政策帮助这些落后地区发展。如湖南省实施了“大湘西开发”战略,在2004年6月,将湘西、怀化、张家界3市州和邵阳、永州的7个县纳入湘西地区开发范畴,初步测算在5年内投入1140亿元支持大湘西发展,力争在2008年大湘西实现总体小康。

其次,从国家层面看,由于中部民族自治地区处于中西部的交界,既没有享受到西部大开发的优惠政策,也没有搭上中部崛起的快车,仍然贫困落后,这些地区也将成为中西部协调发展的断层地带,应该尽快实施关于中西部过渡地区的特殊政策。

第三,中部民族自治地方地处中西部结合地带,也属于省际边界地区。根据我国国情,省际边界地区往往是资源富集区、革命根据地、民族聚居区。如藏彝走廊、河西走廊、岭南山区等。据统计,我国30个自治州(盟)中,处于省际边界的有20个,占总数的66.7%;120个自治县(旗)中,处于省际边界的有55个,占总数的45.83%。这些民族地区远离经济

政治中心,与边疆地区有着较强的相似性。如经济发展水平低,少数民族人口比重高,贫困人口比重大,暂时属于国家政策关注的盲点。尤其是随着近几年发展,出现的一些新的差距和失衡使这些地区成为政策变化的敏感区和民族矛盾的潜伏区。因此,国家应该把“兴边富民行动”的内涵和外延进一步丰富和延伸,由外向里、从边到内推进,使交接地带的民族地区也纳入其中。

参考文献:

- [1] 周绍森, 王志国, 胡德龙. “中部塌陷”与中部崛起[J]. 南昌大学学报(人文社科版), 2003(6).
- [2] 杨彦彦, 等. 就业替代与劳动力流动:一个新的分析框架[J]. 经济研究, 2004(8).
- [3] 国家民委经济发展司. 2005 民族统计年鉴[DB]. 北京:中国统计出版社, 2006.
- [4] 冷志明. 湘鄂渝黔边区域经济发展研究[J]. 中央民族大学学报(哲学社会科学版), 2005(5).
- [5] 安树伟. 行政区边缘经济论[M]. 北京:中国经济出版社, 2004.
- [6] 国家统计局. 2006 中国统计年鉴[DB]. 北京:中国统计出版社, 2006.

(责任编辑:弘流, 责任校对:段文娟)