

厦会财经研报

2022年
第1期
(总第9期)



厦门国家会计学院
XIAMEN NATIONAL ACCOUNTING INSTITUTE



“一带一路”财经发展研究中心
RESEARCH CENTER FOR THE BELT & ROAD FINANCIAL AND ECONOMIC DEVELOPMENT

2022年2月28日

目录

1. 美联储加息对全球经济的溢出效应分析与我国应对建议.....3
2. 资本市场制度建设如何促进共同富裕——散户投资者的需求.....13

摘要

《美联储加息对全球经济的溢出效应分析与我国应对建议》: 美联储 2022 年 1 月议息会议宣布将开启加息进程, 并采取缩表行动。研究者分析, 美国货币政策转向将从推高全球利率水平、影响全球风险情绪、推升美元指数等多个方面对全球经济产生强大的溢出效应。此外, 新兴经济体和发展中国家的内部脆弱性, 如更大份额的短期债务、更高的偿债成本、更低的准备金覆盖、有限的财政空间与紧缺的外汇储备等因素导致其陷入债务危机乃至经济危机的可能性较大。虽然美加息对我国的直接影响有限, 但其引发的国际金融动荡或将对我国经济金融平稳运行造成一定冲击。为此, 研究者从加强战略定力, 妥善应对美货币政策对发展中国家债务风险的冲击, 以及构建全球金融安全网络等角度提出政策建议。

《资本市场制度建设如何促进共同富裕——散户投资者的需求》: 共同富裕是“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要中提出的最为核心的目标之一。我国资本市场 30 余年来发展迅猛。与发达资本市场不同, 我国资本市场的投资者以散户居多。然而, 西方理论界与实务界均普遍认为, 中国国内中小股民存在搭大股东便车的心理, 不愿监督企业的经营管理行为, 由此亦导致了控股股东侵占中小股东利益的掠夺行为。针对此言论, 研究团队对深圳证券交易所推出的“互动易”平台数据进行挖掘,

深入探究散户投资者对上市公司的信息需求与监督行为。该研究发现，通过投资者在线互动平台，散户投资者们积极地向公司提供有意义的反馈、参与公司治理，维护资本市场的有效运行。基于此结论，研究团队进一步从平台建设、规则制定、打击违规渠道与信息、加强教育与培训等方面提出政策建议。

美联储加息对全球经济的溢出效应分析 与我国应对建议

洪祥骏¹ 陈智华²

在持续高涨的通胀压力下，美联储于 2022 年 1 月议息会议上明确表示将很快开启加息进程，且缩表行动将紧随其后。由于美元在国际货币体系中的主导作用，美货币政策转向将通过国际资本流动、汇率波动、国际大宗商品价格和预期等多个渠道对全球经济产生强大的溢出效应。尤其不容忽视的是，加息进程将推动美元走强，造成全球流动性收紧，国际资本回流美国，而持有大量外债、国际储备不足且财政缺口较大的脆弱经济体将首当其冲受到冲击，或成为区域性金融危机的导火索。我国作为全球经济规模最大的新兴市场国家，虽然受到美加息的直接经济影响有限，但其引发的国际金融动荡或将对我国经济金融平稳运行造成一定冲击，应认真研判并妥善应对。

一、美联储即将开启加息周期

2021 年 11 月美联储正式宣布开启本轮缩减购债(Taper)计划，这意味着美国正逐步退出新冠疫情冲击之后实施的超级宽松政策。仅仅相隔一个月(2021 年 12 月 15 日)，美联

¹ 洪祥骏：厦门国家会计学院“一带一路”财经发展研究中心教师

² 陈智华：厦门国家会计学院教研中心副教授

储即宣布加快缩减宽松的速度，将此前决定减少购买的美债规模增加一倍，这相当于从2022年1月起每月减少购买债券300亿美元，相较2021年11月和12月减少购债的水平提高一倍，包括200亿美元的美债和100亿美元的机构抵押贷款支持证券（MBS）。值得注意的是，此次议息会议中，美联储删除了通胀源于“暂时性”因素的表述，在下调2021年GDP预期的同时也上调了2022-2023年通胀预期。这表明美联储开始严阵以待高通胀。经济预测点阵图显示，美联储首次将加息时点前移至2022年，三分之二的官员预计2022年联邦基金利率将达到0.9%，当年将加息三次；六成预计2023年底利率达到1.6%，当年再加息三次；七成预计2024年底利率将至2.1%，当年加息两次。

美国劳工部2月10日公布的通胀数据显示，2022年1月的美国CPI同比高达7.5%，高于预期的7.3%和前值的7%，创近40年以来的新高。受到美国通胀的拖累，全球经济增速下滑。国际货币基金组织（IMF）在1月25日公布的最新一期《世界经济展望报告》中，将全球经济增长下调0.5个百分点至4.4%，美国增速下调至4%。在前所未有的通胀压力下，美联储2022年1月召开的议息会议明确表示将很快提高联邦基金利率的目标区间，以表明其遏制通胀的决心。与此同时，美联储发布了《削减资产负债表规模的原则》，强调政策利率的调整是美联储货币政策立场调整的最重要手段，并表示一旦开启加息进程，大幅缩减资产负债表规模

将很快提上议事日程。虽然此次会议并未给出具体的加息时点和频率，但是市场预计美联储于三月开始加息的概率接近 90%，年内加息 4 次的概率为 77%。由此可见，本轮美联储加息周期的节奏将明显快于上一轮（2015 年），且加息步伐或将是“显著”而非“渐进”的。

加息事件可分为“有益”的加息和“不利”的加息。“有益”的加息，是基于就业改善的加息政策，对新兴市场经济体仅产生适度的溢出效应。“不利”的加息，是基于鹰派立场或通胀上行引发的加息政策，对新兴市场经济体产生负面冲击。当前预期美联储在 2022 年选择加息，主要是“不利”的加息情况。这是因为在 2021 年 12 月新增非农就业没有达到预期水平的前提下，美联储加息举措超过“鹰派”预期，加息主要源于通胀压力不断增加而非就业情况有所改善。2021 年 12 月美国新增非农就业 19.9 万人，始终不及市场预期水平与历史数值，创下 2021 年以来的最低值。纽约联储的最新研究³显示，基于总需求走强的美利率温和上升将对基本面较强的新兴市场经济体带来积极溢出效应，但可能对脆弱的新兴市场经济体不利；相较而言，如果是在更鹰派政策立场下收紧货币政策，将导致所有新兴市场经济体的活动大幅放缓。

尽管美元在世界流通货币国际市场的占比有所下降，但仍然占据主导地位。IMF 在 2021 年中公布的数据显示，2020 年第四季度美元在全球官方外汇储备中所占份额已降至自

³ Shaghil Ahmed, Ozge Akinci, Albert Queralto, 2021 年 6 月, “U.S. Monetary Policy Spillovers to Emerging Markets: Both Shocks and Vulnerabilities Matter”, 纽约联储工作论文 No.972。

1995 年以来的近 25 年最低水平，美元在外汇储备中占据的份额为 59%；该份额 2021 年第一季度有少量抬升，但从第二季度的 59.23%又降至第三季度的 59.15%，如图 1 所示。此外，美元是国际债券市场的最主要计价货币，据国际清算银行（BIS）最新发布的央行调查数据显示，大约 88%的全球外汇交易使用美元，而这一比例在过去 20 年中一直保持稳定。



图 1 美元占全球货币储备比重趋势（单位：%）

数据来源：国际货币基金组织

二、美联储货币政策转向的溢出效应

历史经验显示，由于美元在国际货币体系中的主导地位，美国货币政策转向具有强大的外溢性，一旦启动加息进程，将使全球经济尤其是相对脆弱的新兴经济体受到影响。20 世纪 80 年代的拉美金融危机和 1997 年的东南亚危机即是其中的典型案例。

就当前全球形势观察，发展中国家债务危机的外部关键触发因素来自美联储货币政策调整。美联储加息标志着以美国为首的发达国家开始进入新一轮加息周期，从而带动全球利率上升，导致以美元计价的到期债务偿付困难，进而引发某些国家的债务风险上升以至违约。同时，由于新兴经济体国家存在经济结构性问题和金融脆弱性，加息将推动美元指数上涨，还将引发国际资本回流，从而导致这些国家汇率贬值，进一步诱发更大规模的债务违约。

第一，美联储货币政策调整推高全球利率水平，导致新兴经济体和发展中国家外债承压。2020 年 3 月以来，为应对疫情危机美联储实施力度空前的量宽政策，导致美国国内通胀水平自 2021 年二季度以来持续保持在 5% 以上的相对高位。为应对通胀上涨压力，美联储计划在年内开启货币宽松缩量操作，这将推高全球利率水平，增加新兴市场和发展中国家短期外债偿债压力及外债展期成本。特别是金融危机后，全球长期低利率环境推动投资者风险偏好不断上涨，导致新兴经济体和发展中国家非银机构信用贷款规模扩张显著。BIS 数据显示，2021 年一季度新兴经济体和发展中国家非银机构信贷规模高达 72.4 万亿美元，占 GDP 比重从 2010 年一季度的 141.9% 上涨到 2021 年一季度的 235.5%。非银机构贷款中，那些负债累累，偿债成本相对收益较高且通常低于投资级别的企业发行的杠杆贷款增长最为显著。BIS 研究显示，全球金融危机以来，杠杆贷款存量翻了一番。由于大多数杠杆贷

款是以美元计价的短期浮动利率贷款，非常容易遭受美联储货币政策周期转向导致全球利率上升的影响。

第二，美联储货币政策调整会对全球风险情绪产生影响，进而影响新兴经济体和发展中国家债券融资。新世纪以来，私人资本流动，例如跨境银行流动以及公司贷款和债券，已成为新兴市场外部借款总额的重要组成部分。与政府债券利率差异相比，私人资本流动更可能受到私人投资者对特定新兴市场经济风险看法的影响。美国的政策会同时影响进出新兴市场的私人 and 公共资本流动，相对于公共部门，美联储货币政策调整会通过作用全球风险情绪而对新兴经济体私营部门直接流入产生影响。

第三，美联储货币政策调整推升美元指数不仅削弱资源出口国偿债能力，还导致新兴经济体和发展中国家汇率贬值。许多新兴市场国家政府支出与偿债能力严重依赖资源部门的出口收入。美联储货币政策调整推升美元指数上涨不仅导致国际大宗商品价格回落，削弱资源出口国偿债能力。美元指数上升导致的资本回流还会引发经济基本面脆弱的新兴经济体和发展中国家货币贬值，在外汇储备不足的情况下较易引发债务危机。

第四，美国货币政策转向将会对中国带来一定溢出效应，但影响有限。一是外汇市场方面，美元指数会随着美联储货币政策转向而从低位反弹上升。虽然当前国内外政策均不支持人民币汇率维持强势，但在供需关系尤其是需求推动之下，

2021 年人民币汇率逆势走强。而人民币汇率走强，尤其是相对非美货币的升值，必将压制 2022 年中国的商品出口，美联储加息将有助于缓解人民币升值压力。随着美货币政策转向按下快进键，人民币汇率将维持双向波动，但波动幅度会加剧。二是资本流动方面，美国进入加息周期，将使跨境资金流出压力加大，金融调控难度上升。具体体现为我货币政策的独立性受影响，货币政策调整或受资本流动和人民币汇率牵制，稳增长目标达成的难度也将加大，利率市场化改革进程或放缓。三是美元加息或使大宗商品涨幅放缓或下跌，然而加息的节奏和力度不明增加了全球经济复苏的不确定性，叠加大宗商品供需博弈等因素，价格波动将加剧。

三、新兴经济体和发展中国家的内部脆弱性

历史上，全球债务浪潮始于实际利率较低的时期，多由金融创新和金融市场的变化推动，从而促进了快速借贷。债务水平的较快上涨导致金融系统脆弱性累积，这些脆弱性在一些会引发借款成本大幅上升的冲击下演变为债务违约，并最终恶化为金融危机。新兴市场主权债务危机往往与美元周期相伴而生。美联储年内计划对宽松货币政策的减量调整必然带来美元指数与全球利率水平的上涨，引发新兴经济体与发展中国家资本外流、货币贬值、外币债务违约风险上升。作为发展中国家最大的债权人，美国货币政策对新兴经济体流动性影响因各国经济基本面状况而异。新兴经济体和发展

中国家的外部脆弱性，如更大份额的短期债务，更高的偿债成本，更低的准备金覆盖，有限的财政空间与紧缺的外汇储备往往增加了一国陷入债务危机乃至经济危机的可能性。

第一，存在经常账户赤字、持有大量外币债务、国际储备相对短期外债不足且财政赤字规模较大的脆弱性经济体违约风险较高。宏观经济基本面较脆弱的经济体在美国货币政策转向后较易面临短期外币债务展期困难，且又因财政空间有限与外汇储备不足而无法提供及时有效的救助，出现债务违约、资本外流、本币贬值、金融系统承压并可能进一步恶化为金融危机。

第二，美国货币政策转向带来的外汇风险取决于新兴经济体和发展中国家美元外债结构。新世纪以来，伴随发展中国家私营部门外币债务持续上涨，美国货币政策转向带来的外汇风险逐渐从公共部门转向私营部门，导致金融脆弱性增加：**一是**私营企业的财务监管比政府和银行更为宽松。私营部门净资产迅速恶化，将削弱主权国家应对信贷风险的融资能力，使得公共部门处境更加紧张。**二是**私营企业资产负债表存在大量未对冲外汇借款。IMF 在近日发布的《世界经济展望报告》中对匈牙利、智利、土耳其和墨西哥等国研究显示，发展中国家非金融企业外币借款较少使用外汇对冲工具，导致外汇风险敞口较大，容易遭受汇兑损失。**三是**疫情冲击下收入和销售大幅降低，进一步增加了私营企业的偿债压力。由于发展中国家大多数外汇借贷是通过国内金融系统进行

的，私营企业债务违约会危及本国金融稳定。

四、对我国的启示与建议

综上，美国货币政策转向会给全球各国带来显著的溢出效应，为防范其对我国经济金融形势造成的可能风险，提升金融支持实体经济的能力，提出以下政策建议：

第一，加强战略定力，稳字当头，稳中求进。近年来我国应对美联储货币政策转向的能力正在加强，宏观调控的有效性显著提升。当前我国经济面临下行压力，**一是**应抓紧深化供给侧结构性改革，有效遏制投资增速下降，积极防范金融风险，增强人民币汇率的灵活性和弹性，同时应密切关注加息周期可能带来的叠加效应。**二是**坚持底线思维，密切跟踪国外财政和货币政策动向及其对我影响，加强金融监管与检测，防范输入性通胀，抵御国际资本无序流动带来的冲击。**三是**当前全球经济复苏进程仍存在一定不确定性，各国应加强国际宏观政策协调，重视结构性政策，有效应对相关风险。

第二，妥善应对美联储货币政策动向对发展中国家债务风险的冲击。一方面，加紧研究美联储货币政策动向，通过沙盘推演方式，科学评估美联储宽松政策减量及来年潜在加息进程对新兴经济体和发展中国家债务风险的可能传导途径及潜在影响，未雨绸缪，积极谋划应对措施。**另一方面**，应坚持以规则为基础主动寻求与世行、IMF 等多边机构的合作，赢得债务解决规则制定和债务解决的主动权。

第三，构建全球金融安全网络以提高全球金融体系韧性。

一是妥善运用宏观金融稳定框架进行风险管理，推行结构政策以注入确定性和分担风险，对冲美国通胀风险。二是保持积极的财政政策取向，采取包括减税降费、贷款贴息等有力措施，对冲美联储政策转向给我经济社会平稳运行带来的负面影响。三是保持流动性合理充裕的稳健货币政策，增强逆周期调节力度，防止经济运行滑出合理区间。央行可通过中期借贷便利（MLF）降息、大量逆回购等操作保证市场和企业流动性的相对充足，维护流动性基本稳定，提高金融支持实体经济的能力，降低中小企业融资成本，帮助国内企业应对供应链中断、全球通胀和宏观经济政策等全球宏观风险。

资本市场制度建设如何促进共同富裕 ——散户投资者的需求

李诗¹ 赖舒芳² 杨勇³ 周元杰⁴

共同富裕是“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要中提出的最为核心的目标之一。党的十九届四中全会也首次提出完善相关制度和政策，合理调节不同群体间分配关系，解决贫富分化问题；而大力发展资本市场，让居民享受更多财产性收入是共同富裕的重要方式。

我国资本市场 30 余年来发展迅猛，国内企业的不断成长反映在资本市场的估值上，广大中小投资者最终将受益于股票价格数倍的增值。与发达资本市场不同，我国资本市场的投资者以散户居多。在美国，散户投资者仅直接持有不到 30% 的上市公司股份。而在我国，散户投资者持股比例在 2021 年仍然占约 54%。因此，资本市场是广大人民群众财富提升的重要渠道。然而，我国的中小投资者保护制度屡受西方社会诟病，理论界与实务界均普遍认为，国内中小股民存在搭大股东便车的心理，不愿监督企业的经营管理行为，由此亦导致了控股股东侵占中小股东利益的掠夺行为。

事实是否如此？厦门国家会计学院与南方科技大学、香

¹ 李 诗：厦门国家会计学院“一带一路”财经发展研究中心副教授

² 赖舒芳：南方科技大学金融系助理教授，博士生导师

³ 杨 勇：香港中文大学会计学院院长，教授，博士生导师

⁴ 周元杰：香港中文大学会计系助理教授

港中文大学组成的研究团队对投资者与上市公司之间的线上互动进行了深入分析。2010年，深圳证券交易所为方便投资者与上市公司管理层进行直接沟通，推出了线上网络交流平台“互动易”，旨在降低上市公司与中小投资者之间的信息不对称。基于此平台的特殊数据，研究团队利用文本分析和实证研究的方法，探究散户投资者对上市公司的信息需求与监督行为，提出能使资本市场获得整体长期健康发展，达成共同富裕目标的政策建议。

一、“互动易”平台概况

为了促进中小投资者和上市公司之间的沟通，中国证券交易所创建了集中在线平台，供投资者与公司代表就他们关心的问题互动。深圳证券交易所于2010年1月1日启动了其在线互动平台“互动易”⁵，亦是全球首个由交易所搭建的此类平台。通过该平台，投资者可以通过提出问题、建议或批评，直接与公司代表（通常是董秘）互动。根据深圳证券交易所发布的指导原则，公司应指派代表定期查看投资者提出的问题和建议，并及时回应。由于机构投资者，如券商、分析师，通常可以通过电话会议、实地调研等方式直接和及时地获得与公司管理层沟通的机会，因此“互动易”的用户主要是散户投资者。

“互动易”平台的推出为投资者提供了与上市公司进行直接、快捷沟通的渠道，是完善上市公司信息披露、加强与投

⁵ <http://irm.cninfo.com.cn/>

投资者沟通的重要举措。与强制披露的季度报告或其他定期报告相比，投资者互动平台涉及的内容更广泛，而且时效性更强。与“股吧”和微博等互联网沟通平台相比，投资者互动平台里的上市公司覆盖面更广、回复率更高，且披露信息的可靠性更强。与分析师和机构投资者参与的公司调研活动相比，投资者互动平台的问题主要由散户发起，内容广泛且不可预测。

截至 2021 年底，“互动易”平台上的提问量已超过 420 万。上市公司代表平均在 2.5 日内对投资者的提问进行回答。图 1 展示了 2010-2021 年上市公司平均在线问题数的时间分布。散户投资者在市场激烈震荡的 2014-2015 年和每年年报公布的第二季度“发声”最为强烈。图 2 显示上市公司发布重大公告⁶的前后五天，来自投资者的信息需求最旺盛。可见市场交易越频繁、股价波动越大、信息不对称情况越严重时，散户投资者获取信息的热情越高涨。

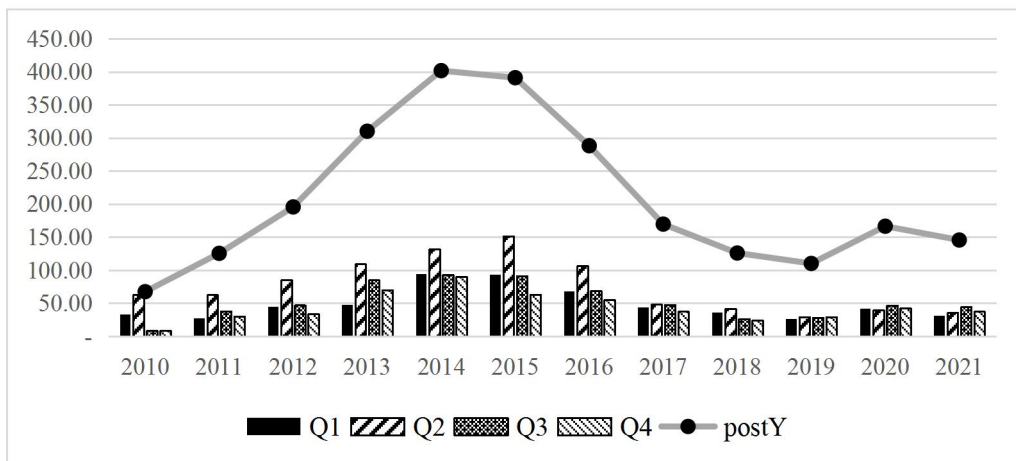


图 1 上市公司在线问题数时间分布

⁶ 如上市公司发布业绩预告、定期公告、兼并收购、关联方交易、内部及机构持股变动、利润分红、分析师报告、投资者调研活动等事件的公告。

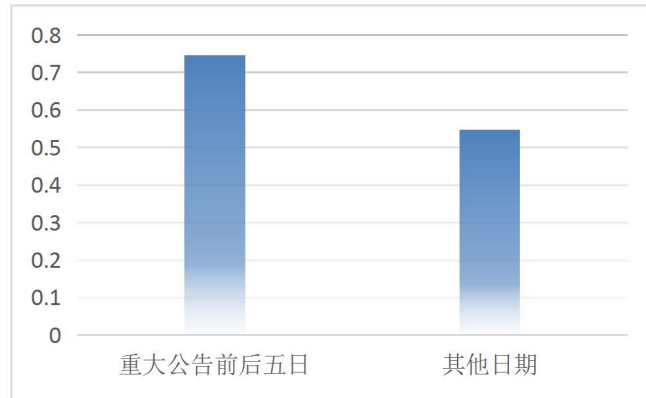


图 2 上市公司日均在线问题数：重大公告日前后五日 vs.其他日期

图 3 显示在线问题的行业分布。散户投资者在信息不对称程度较高的信息技术与健康医疗行业最“活跃”，而在受管制的行业例如公用事业与金融领域则相对“安静”。

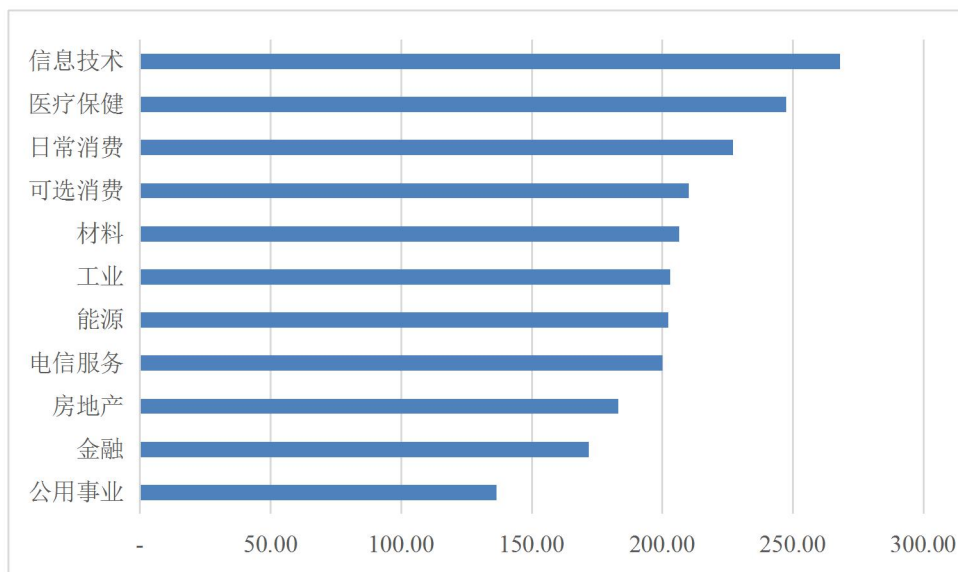


图 3 上市公司年均在线问题数行业分布

二、散户投资者与上市公司的互动内容

针对投资者具体关心上市公司哪些方面的问题，我们收集了 2010 年 1 月“互动易”开通以来的所有问答文本数据，通过精读其中随机抽取的 5000 条问题建立分类词典，进而采用文本分析的方法对截至 2021 年底的 420 多万条投资者在

线问题进行主题分类研究。散户投资者提问的内容和性质分类如表 1 所示。出乎意料的是，散户投资者最关心的问题绝大多数（80%）集中在公司的业务运营、会计和公司治理方面，而股价技术信息和股利分配方面的问题合计占比不足 15%。除了信息咨询，投资者也积极提出批评和建议，合计占问题总数的 22%。详细的在线问答的分类举例参见表 2。

表 1 “互动易”平台在线问题内容分类

在线问题总数（2010-2021）		4,202,782
主题	业务运营	49.48%
	会计问题	18.34%
	公司治理	12.52%
	公司交易	11.92%
	宏观政策	9.07%
	股价技术信息	8.78%
	投融资	5.99%
	股利分配	5.89%
性质	批评	11.69%
	建议	10.70%

表 2 “互动易”平台在线问题举例

问答	主题	批评	建议
请问贵公司在研的 <u>宇航人工智能 AI 芯片</u> 取得重大突破以后，目前处于什么阶段了？明年是否可以 <u>小批量投产</u> ？	业务运营	否	否
你好，现在股东人数是多少？	股价技术信息	否	否
公司董秘。您好。请问公司与中兴有 <u>业务</u> 往来没有？谢谢	业务运营	否	否
你好我想咨询一个问题。牧原股份的第一大客户为龙大牧原，2016 年 <u>销售额</u> 为 4.75 亿左右。但是在龙大肉食的年报里，2016 年最大 <u>供应商采购额</u> 为 4.13 亿元。请问应该如何理解这个 <u>差距</u> ？谢谢。	会计问题 业务运营	是	否
公司为何在三季度提了约 2000 万 <u>商誉</u> 却不公告？在三季度就预先公告四季度准备 <u>计提商誉</u> 的合理性。	会计问题	是	否

关于开发汽车自拍 APP 的建议：许多车主买了漂亮拉风的爱车，自己却欣赏不到爱车在行驶时的潇洒身影和美丽风采。他们很希望能有一种设备在汽车行驶时，从汽车的外部以正面、侧面、后面和上方等不同视角，将爱车在旅途上驰骋的过程拍摄记录下来。建议比亚迪开发一种类似于目前比亚迪透明全景影像那种软件合成技术，将车身摄像头摄录的视频信息，通过软件合成为从汽车外部以不同角度自拍的模拟自拍视频，相信会为汽车增加一大卖点。	业务运营	否	是
贵公司大股东投入保险、医疗巨资，是否有挪用上市公司的资金？	公司治理	否	否
请问贵公司参与沉默猎人激光防空系统制造吗？	业务运营	否	否
投资者的问题一两个月都不回答，而且还是有选择性的回答，对公司的管理层很失望！请钱总加强投资者交流平台负责人的思想道德教育工作!!! 谢谢	公司治理	是	否
董秘你好！今年以来，美国与全球贸易关系紧张，4月初中国宣布计划对美国大豆等产品加征关税。请问在中美贸易争端之前，公司旗下主要油脂压榨企业京粮天津的原材料大豆是否是从美国大批采购？	业务运营 宏观政策	否	否
公司有回购计划？	股利分配	否	否
你好，建议神雾环保和神雾节能高管交叉增持对方的股票，这样就能解决短线交易的问题。	公司治理 公司交易 股价技术信息	否	是
公司具备再融资的条件吗？	投融资	否	否
您好，听说今年 BOPA 膜的价格在上涨，现在每吨是多少？	业务运营	否	否

三、散户投资者的集体“自救”

进一步地，我们针对散户投资者是否参与公司治理这一问题，对“互动易”平台上收集到的问答数据进行分析。我们特别关注如下场景：

(1) 当公司高管减持股票时，散户投资者是“用脚投票”

（即出售股票），还是挺身而出，更多地参与公司治理？

当上市公司高管抛售股票时，意味着管理层可能对公司未来丧失信心，或者利用内部人员优势在公司坏消息暴露之前减少持股。而散户投资者往往在高管抛售引起股价暴跌甚至公司公告后才意识到坏消息的存在。受“处置效应⁷”的影响，散户投资者极有可能留下来面对企业业绩不佳的境况。图 4 显示，当上市公司出现高管减持现象时，投资者在互动平台上的积极性更高，体现出散户们在高管与上市公司利益绑定削弱的情況下，更积极地获取公司信息，希冀通过互动平台的强制性和公开性，公开质询给管理层带来加强公司治理的压力，从而达到提升公司价值的目的。

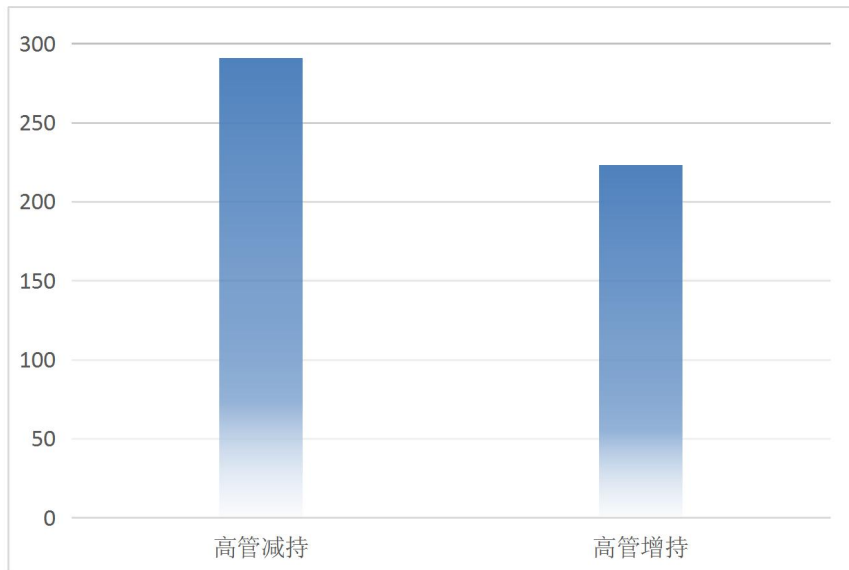


图 4 上市公司年均在线问题数：高管减持 vs 高管增持

（2）在上市公司违规期间⁸，散户投资者是否更积极地履行监督职能？

⁷ “处置效应”指，投资人在处置股票时，倾向于卖出赚钱的股票，继续持有赔钱的股票，即“出赢保亏”效应。

⁸ “上市公司违规期间”定义为从违规开始到被中国证监会公开曝光和制裁的时间。

证券市场上不时有上市公司因为各种类型的违规行为⁹被证监会制裁，而这些违规行为往往伴随着企业的（预期）业绩不佳与股价下跌。表 3 统计了自 2010 年至 2021 年底，深圳证券交易所共计 921 家因违规行为被证监会制裁的上市公司的违规时长与违规次数。图 5 显示散户投资者在上市公司违规期间向管理层提出更多的问题和批评，且提问内容尤其集中在会计处理与公司治理方面。可见，上市公司违规时，散户投资者并没有保持沉默，相反他们体现出集体的智慧，积极地获取公司信息，向公司提出公司治理、会计处理等方面的建议，防止其在未来继续违规。

表 3 违规上市公司数目及违规时长

违规时长（年）	违规次数	违规公司（家）
1	435	398
2	258	239
3	110	106
4	77	77
5	52	51
6	21	21
7	9	9
8+	20	20
合计	982	921

⁹ 上市公司违规行为的类别主要包括信息披露不规范（如推迟披露、重大遗漏、披露不实、虚假记载等）、会计造假（如虚构资产、虚构利润、一般会计处理不当等）和其他违规（如违规担保、占用公司资产等）。

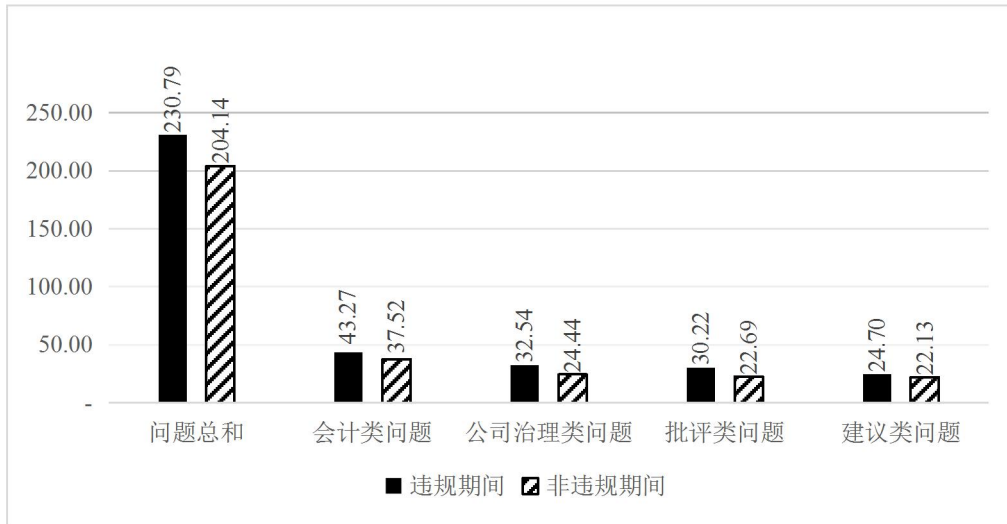


图 5 上市公司年均在线问题数：违规期间 vs 非违规期间

综上，尽管中国资本市场屡被西方社会诟病“投资者保护薄弱，任何增加股东权利的努力最终都会失败”，中小投资者“短视”、“投机”，但研究团队发现，在监管层精心策划的投资者在线互动平台上，散户们积极地向公司提供有意义的反馈、参与公司治理，维护资本市场的有效运行。

四、政策建议

一是敦促北京证券交易所积极吸取“互动易”的成功经验，尽快推出与启动在线互动平台。截至 2019 年 6 月底科创板开板前，深交所“互动易”平台提问已超过 300 万，上交所“上证 e 互动”平台提问仅不足 40 万。我们的研究亦发现行业的信息不对称程度、商业模式与技术创新程度越高，投资者的提问热情越高涨（见图 2）。可见，集中在线平台的创建对于提高北京证券交易所上市的创新型中小企业的信息透明度至关重要。

二是监管部门应进一步完善相关规则，加强对“互动易”等上市公司投资者互动交流平台的管理、支持和使用力度。一方面，要求上市公司切实提高在互动平台上的回复质量，督促企业真实、准确、完整、及时、公平地披露信息；禁止利用平台披露误导性信息，扰乱市场秩序；禁止与机构投资者在平台上“共谋”。给投资者一个真实的上市公司，确保投资各方公平的交易投资环境。另一方面，建议监管层充分利用投资者在互动平台上的咨询、批评和建议，利用群众的智慧，及时地发现和防范上市公司出现信息披露、会计造假及其他类型的证券违规行为，并依法对违规公司进行制裁。

三是严厉打击各种非官方渠道建立的 APP、微信、QQ、微博等投资者交流群，严禁任何机构或个人通过非正规渠道传播关于上市公司的虚假信息、内幕信息和误导性信息，努力消除散户投资者与机构投资者的信息不对称现象，保护中小投资者的正当投资权益。

四是监管层应委托高校等教育培训机构录播在线课程，加强散户投资者教育，强化其在公司治理、财务会计、宏观政策、投资金融等方面的知识，培养其正确的理性投资、价值投资和长期投资观，引导投资者在互动平台发挥群众的智慧，积极参与公司治理，促进资本市场的长远健康发展，使资本市场真正能够“藏富于民，造福于民”，为“十四五”时期我国实现共同富裕创造有利条件。