

“十二五”国家重点图书·中国公司治理发展报告
中国公司治理分类指数报告Ⅲ·NO.3 (2015)

Report on Finance Governance
Index of China's Listed Companies
(2015)

(2015)

中国上市公司 财务治理指数报告

高明华 张会丽 等/著

财务治理指数评价范围及方法·财务治理指数排名及比较·财务治理分项指数排名及比较·财务治理指数的所有制比较·财务治理指数的年度比较(2010&2012&2014)·财务治理、产权性质与现金持有·财务治理、产权性质与盈余管理·财务治理、产权性质与资本结构·女性高管、产权性质与财务治理·提升财务治理水平的政策建议·2014年中国上市公司财务治理指数排名·2014年中国分行业上市公司财务治理指数排名



经济科学出版社
Economic Science Press

“十二五” 国家重点图书·中国公司

中国公司治理分类指数报告Ⅲ·NO.3 (2015)

Report on Finance Governance

Index of China's Listed Companies

(2015)



(2015)

中国上市公司 财务治理指数报告

高明华 张会丽 等/著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司财务治理指数报告 (2015) / 高明华等著.
—北京: 经济科学出版社, 2015. 11
(中国公司治理发展报告)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 6278 - 3

I. ①中… II. ①高… III. ①上市公司 - 财务管理 -
研究报告 - 中国 - 2015 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 277590 号

责任编辑: 齐伟娜 金 梅

责任校对: 隗立娜

责任印制: 李 鹏

中国上市公司财务治理指数报告 (2015)

高明华 张会丽 等/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 22 印张 490000 字

2015 年 11 月第 1 版 2015 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6278 - 3 定价: 65.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)

作者简历

高明华：经济学博士、博士后，北京师范大学公司治理与企业发展研究中心主任，经济与工商管理学院教授，博士生导师，国家社科基金重大项目首席专家。兼任教育部工商管理类专业教学指导委员会委员，新华社特约经济分析师，上海证券交易所第一届信息披露咨询委员会委员，中国出版集团顾问委员会委员，中国社会科学院、清华大学、南开大学、中央财经大学、首都经济贸易大学等单位学术机构的学术委员或研究员。先后就职于南开大学、北京大学和中国银行总行。



2001年初，高明华创立北师大公司治理与企业发展研究中心，这是最早的公司治理专门研究机构之一。早在20世纪90年代初期，作为最早研究中国公司治理问题的学者之一，高明华就提出了国有资产三级运营体系的设想，对国企公司治理进行了较深入的探索。其关于国有资产三级运营体系、国企分类改革和分类治理、国企负责人分类和分层等观点均为国家及有关政府机构所采纳。20多年来，作为中国公司治理理论的探索者和先行者，高明华及其研究团队取得了丰硕的成果，奠定了其在学术界的领先地位。2008年，在国内外率先提出“中国公司治理分类指数”概念，并创立“中国公司治理分类指数数据库”，推出“中国公司治理分类指数系列报告”，目前已出版6类14部指数报告，出版指数报告居国内首位，并建成了国内最大规模的公司治理分类指数专业性数据库。中国公司治理分类指数系列被国内外专家认为是“可以列入公司治理评级史册的重要研究成果”。2014年10月，发起成立“中国公司治理论坛”。

高明华主持及参与的国内外课题有四十余项，独立、合作出版著译作49部，发表论文和研究报告两百余篇。相关成果（包括合作）曾获第十届和第十一届孙冶方经济学奖等奖励，其代表性著述主要有：《关于建立国有资产运营体系的构想》（1994）、《权利配置与企业效率》（1999）、《公司治理：理论演进与实证分析》（2001）、《公司治理学》（2009）、《中国国有企业公司治理分类指引》（2015）、《政府规制与国有垄断企业公司治理》（2015）、“中国公司治理分类指数报告系列”（2009~2015）（包括高管薪酬、信息披露、财务治理、企业家能力、董事会治理和中小投资者权益保护等六类14部），主编《治理译丛》（4本）和《公司治理与国企改革丛书》（8本）。

研究方向：公司治理、企业理论、国资监管与国企改革、民营企业发展等。

国家社会科学基金重大项目（批准号 14ZDA025）阶段性成果
国家社会科学基金重点项目（批准号 12AZD059）阶段性成果
国家“985”支持项目

课 题 组 组 长：高明华

课 题 组 副 组 长：张会丽 蔡卫星

课 题 撰 稿 人：高明华 张会丽 蔡卫星 刘敏佳
曾 诚 李欲晓 黄晓丰 张惠琳
曾广录 赵 旋

数 据 库 开 发：孙运传 夏 烨

数据收集、录入和核实：

曹沥方	吕嘉力	徐文文	曾雪寒
张志晴	牛 萍	杨 璇	杜小虎
周 玲	王 凯	姜欣彤	吴筱钰
贾晓敏	张 璇	赵元贞	翟向云
李世恒	陈明哲	吴秦朗	赵嘉玉
陆 珊	梁玲玲	周梦莹	杨梦丽
刘 言	苏 然	张祚禄	黄晓丰

数 据 核 实：赵 旋 张惠琳 刘敏佳 谭玥宁

课 题 组 秘 书：赵 旋

目 录

中国上市公司财务治理指数报告 (2015)

导 论	(1)
第1章 财务治理指数评价范围及方法	(10)
1.1 财务治理指数评价范围	(10)
1.1.1 财务治理指数评价内容	(10)
1.1.2 财务治理指数评价样本	(11)
1.2 财务治理指数指标体系和计分方法	(11)
1.2.1 财务治理指数指标体系	(11)
1.2.2 财务治理指数指标计分方法	(13)
1.3 财务治理指数计算方法	(15)
1.4 几个概念	(16)
1.4.1 所有制	(16)
1.4.2 地区	(17)
1.4.3 行业	(17)
第2章 财务治理指数排名及比较	(18)
2.1 财务治理指数总体分布及排名	(18)
2.1.1 财务治理指数整体分布	(18)
2.1.2 财务治理指数前后 100 名	(20)

2.2	分地区财务治理指数排名及比较	(25)
2.2.1	区域间财务治理指数排名及比较	(25)
2.2.2	省份间财务治理指数排名及比较	(26)
2.3	分行业财务治理指数排名及比较	(28)
2.4	分证券板块财务治理指数排名及比较	(32)
2.5	ST 与非 ST 公司财务治理指数比较	(33)
2.6	本章小结	(34)
第3章	财务治理分项指数排名及比较	(36)
3.1	财务治理分项指数总体情况	(36)
3.2	财权配置分项指数排名及比较	(37)
3.2.1	财权配置分项指数总体比较	(37)
3.2.2	分地区财权配置分项指数比较	(39)
3.2.3	分行业财权配置分项指数比较	(41)
3.2.4	分证券板块财权配置分项指数比较	(43)
3.2.5	ST 与非 ST 公司财权配置分项指数比较	(44)
3.3	财务控制分项指数排名及比较	(44)
3.3.1	财务控制分项指数总体比较	(45)
3.3.2	分地区财务控制分项指数比较	(46)
3.3.3	分行业财务控制分项指数比较	(48)
3.3.4	分证券板块财务控制分项指数比较	(50)
3.4	财务监督分项指数排名及比较	(51)
3.4.1	财务监督分项指数总体比较	(51)
3.4.2	分地区财务监督分项指数比较	(53)
3.4.3	分行业财务监督分项指数比较	(55)
3.4.4	分证券板块财务监督分项指数比较	(56)
3.4.5	ST 与非 ST 公司财务监督分项指数比较	(57)
3.5	财务激励分项指数排名及比较	(58)
3.5.1	财务激励分项指数总体比较	(58)
3.5.2	分地区财务激励分项指数比较	(60)
3.5.3	分行业财务激励分项指数比较	(62)
3.5.4	分证券板块财务激励分项指数比较	(64)
3.5.5	ST 与非 ST 公司财务激励分项指数比较	(65)
3.6	本章小结	(65)

第4章 财务治理指数的所有制比较	(68)
4.1 总体比较	(68)
4.1.1 财务治理指数总体比较	(68)
4.1.2 财务治理分项指数总体比较	(70)
4.2 分地区比较	(74)
4.2.1 分地区财务治理指数比较	(74)
4.2.2 分地区财务治理分项指数比较	(77)
4.3 分行业比较	(80)
4.3.1 分行业财务治理指数比较	(80)
4.3.2 分行业财务治理分项指数比较	(81)
4.4 本章小结	(84)
第5章 财务治理指数的年度比较 (2010 年、2012 年与 2014 年)	(85)
5.1 总体比较	(85)
5.2 分地区财务治理指数比较	(88)
5.3 分行业财务治理指数比较	(89)
5.4 分所有制财务治理指数比较	(92)
5.5 分证券板块财务治理指数比较	(94)
5.6 本章小结	(96)
第6章 财务治理、产权性质与现金持有	(99)
6.1 文献回顾与研究假设	(99)
6.1.1 财务治理及其经济后果	(99)
6.1.2 企业现金持有的动机及其影响因素	(101)
6.1.3 研究假设	(102)
6.2 研究设计	(103)
6.2.1 模型设定	(103)
6.2.2 变量定义	(104)
6.2.3 样本和数据来源	(105)
6.3 实证检验	(105)
6.3.1 描述性统计和相关性分析	(105)
6.3.2 多元回归结果	(106)
6.3.3 财务治理与代理动机：进一步证据	(111)
6.3.4 稳健性检验：财务治理与超额现金持有	(112)
6.4 本章小结	(115)

第7章 财务治理、产权性质与盈余管理	(117)
7.1 理论分析与研究假设	(117)
7.2 研究设计	(119)
7.2.1 样本选择与数据来源	(119)
7.2.2 变量定义	(120)
7.2.3 模型设定及控制变量	(121)
7.3 实证结果	(121)
7.3.1 描述性统计与相关性分析	(121)
7.3.2 多元回归结果	(123)
7.3.3 稳健性讨论	(128)
7.4 本章小结	(128)
第8章 财务治理、产权性质与资本结构	(129)
8.1 文献综述与研究假设	(129)
8.1.1 资本结构影响因素研究	(129)
8.1.2 财务治理研究	(130)
8.1.3 研究假设	(131)
8.2 研究设计	(132)
8.2.1 模型设定与变量定义	(132)
8.2.2 研究样本和数据来源	(133)
8.3 实证检验	(133)
8.3.1 描述性统计分析	(133)
8.3.2 相关性分析	(134)
8.3.3 多元回归结果分析	(134)
8.3.4 稳健性检验	(138)
8.4 本章小结	(140)
第9章 女性高管、产权性质与财务治理	(141)
9.1 理论分析与假设	(141)
9.2 研究设计	(142)
9.2.1 模型设定	(142)
9.2.2 样本与数据来源	(143)
9.3 实证检验	(144)
9.3.1 描述性统计	(144)
9.3.2 回归结果	(145)

9.3.3 进一步分析	(147)
9.4 本章小结	(149)
第10章 提升财务治理水平的政策建议	(150)
10.1 注重财务治理连续性, 稳步提高财务治理水平	(151)
10.2 优化财权配置, 尊重财务主体权利	(152)
10.3 强化财务控制, 提高违规成本	(154)
10.4 完善财务监督, 实现形神兼备	(157)
10.5 规范财务激励, 强化激励有效性	(159)
10.6 本章小结	(161)
附表 I 2014 年中国上市公司财务治理指数排名	(162)
附表 II 2014 年中国分行业上市公司财务治理指数排名	(246)
参考文献	(331)
后 记	(339)

导 论

《中国上市公司财务治理指数报告（2015）》是“中国公司治理分类指数报告系列”的Ⅲ类，是继2011年和2013年之后的第三次研制和出版。迄今为止，北京师范大学公司治理与企业发展研究中心公司治理研究团队已经研制和正式出版六类14部公司治理分类指数报告，成为国内出版公司治理指数报告最多的单位，同时也构建了国内最大规模的公司治理分类指数专业性数据库。

相对于公司治理的其他方面，如股东权益保护、董事会治理、信息披露、高管薪酬等，财务治理方面的研究相对较少，但使用个别指标研究财务治理的论述却有不少，而以指数形式、拥有完整和客观的指标体系、评价标准全部公开，而且全样本（所有上市公司）评价财务治理水平，则只有我们一家。2011年，我们首次研制“中国上市公司财务治理指数及数据库”（2011），并出版了《中国上市公司财务治理指数报告（2011）》，这是对财务治理研究的一次富有创新的尝试，也是富有挑战性和风险性的一项评价研究成果；2013年，第二次研制“中国上市公司财务治理指数及数据库”（2013），并出版了《中国上市公司财务治理指数报告（2013）》。本年度，将继续沿用2011年和2013年的指标体系和指数计算方法，并加以完善，开发了“中国上市公司财务治理指数及数据库（2015）”，并对全部上市公司做了评价和比较。通过本次评价，可以发现中国上市公司财务治理水平的发展和变化。

一、何谓财务治理

《中国上市公司财务治理指数报告（2011）》对财务治理做出界定，《中国上市公司财务治理指数报告（2013）》又进一步完善了财务治理的界定，本报告维持2013年的界定：

财务治理是公司治理的子系统，是关于企业财权配置、财务控制、财务监督和财务激励的一系列正式和非正式制度安排，这些制度安排通过财权配置将各个财务主体紧密联系起来，同时通过财务控制、财务监督和财务激励对财务主体形成合理的控制、监督和激励。较高的财务治理质量不仅能够合理配置各财务主体的权责利，有力控制各个财务环节，有效监督财务行为，还能适当激励财务主体，是公司正常运行的关键保障。

在财务治理四个维度中，财权配置是指财务决策权在各个财务主体之间的配置和落实，主要的财务主体包括股东（股东大会）、董事会、总经理（CEO）和首席财务官（CFO）。当然还有其他利益相关者，如政府、员工等，但这些利益相关者的财权是可以包含在董事会中的，但这种“包含”是须有前提的，即董事会是以股东为核心的所有利益相关者的代理人，作为这种代理人，董事会与经理层是监督与被监督的关系，进一步说，董事会是必须独立于经理层的；否则，就容易发生董事会和经理层“同体”现象，其他财务主体的利益将无法保证。在董事会治理缺乏独立性的情况下，即使形式上反映了各财务主体的利益，各财务主体的利益也无法得到切实的保障。因此，公允的财权配置可以实现公司分权制衡，杜绝独裁，保障财务活动的合法性和透明度。

财务控制是指财务权力的执行过程，具体包括企业的内部控制体系和风险控制体系。健全的财务控制能够从程序上保证财务信息生成的合法、合规，提高财务信息的真实性和准确性，从而保证财务主体决策的科学性和可行性。2001年和2002年，美国安然和世界通讯两家公司爆发财务丑闻，促成了《萨班斯—奥克斯利法案》（Sarbanes-Oxley Act）的出台。该法案的核心就是强化财务控制，包括三个方面：一是建立公众公司会计监察委员会，对会计师事务所提供的上市审计服务进行监管；二是对上市公司高管人员造假予以重罚；三是在美国上市的企业必须建立内部控制体系。这被认为是美国自20世纪30年代经济大萧条以来涉及范围最广、处罚措施最严厉、影响力最大的上市公司法案。该法案的全称是《公众公司会计改革投资者保护法案》。不难看出，财务控制在投资者权益保护中的重要作用。

财务监督是指对财务权力执行的监督。这种监督需要相应的机制设计，包括企业内部监督机制和外部监督机制。内部监督主要来自董事会，尤其是其中的审计委员会；外部监督主要来自外部审计机构和政府监管部门，当然也包括广大投资者，甚至包括公众。而监督机制要有效发挥作用，有赖于信息的公开、全面和真实，有赖于董事会的独立性，有赖于外部审计机构的中立性，更有赖于政府监管部门的立法和执法的公信力。

财务激励是指对财务主体投入的回报，这种投入既包括资金资本的投入（如股东的资金投入），也包括人力资本的投入（如企业高管和员工的人力投入）。有投入就必须有相应的权力和利益，前者即财务权力，后者即财务激励。财务激励是财务治理的驱动器，适当的财务激励能够有效激发企业各利益主体的工作热情和积极性，降低经营者的道德风险。在财务激励中，核心的是股东利益，如果股东合理的回报得不到保证，将会影响股东投资的信心，进而会影响资本市场的稳定。

概言之，财权配置是财务治理的核心和基础，合理的、有效的财权配置能够协调各个利益相关者的利益，从而有利于形成合力；财务控制和财务监督是手段，前者重在财权执行，后者重在财权执行的监督；财务激励是财权执行的结果，财权最终要落实在利益方面，没有财务激励，各财务主体就不可能形成合力。财务治理的四个维度不是独立发挥作用的，它们共同构成了财务治理系统，只有系统性发挥作用，才能保证企业的健康和可持续发展。

二、如何评价财务治理水平

中国上市公司财务治理的效果到底如何需要做出客观的评价。对财务治理进行客观评价需要指标体系，指标体系不能仅停留在理论层面，它既要具有科学性，又要具有可操作性，也就是说，指标体系必须有现实数据的支持。现实数据的支持是指数据获得不是依靠主观猜测或感觉，这意味着，借助于主观性较强的调查问卷来获取数据难以保证客观性，而且也不能保证样本的稳定性和数据获得的可持续性。

正因为缺乏现实数据的支持，中国学术界关于财务治理的研究基本上局限于理论层面，实证研究严重不足，在财务治理评价研究方面，更是乏善可陈。2011年和2013年我们出版的《中国上市公司财务治理指数报告》，在很大程度上填补了财务治理评价和实证研究方面的不足，尤其是其提供的全面、客观、可持续的强大数据库，成为中国财务治理实证研究的重要数据资源。

基于对财务治理的界定，借鉴国内外已有财务治理研究成果，参照国际先进的财务治理规范，同时也考虑国内既有的相关法律法规，本报告提出了财务治理四个维度的指标体系，即财权配置、财务控制、财务监督和财务激励，如此确定的指标体系和评价结果接近国际标准，高于国内既有法律和政策的规定。

财权配置维度主要从关联交易是否提交（临时）股东大会讨论通过、董事薪酬和高管股票期权是否通过（临时）股东大会、两权分离度、董事会是否提出清晰的财务目标、内部董事与外部董事是否有明确的沟通交流制度、独立董事比例是否不低于50%、独立董事中是否有财务或会计方面的专家、董事长和总经理是否两职分离、CFO是否具有高级职称或相关资格认证等方面衡量各财务主体的权利是否得到合理配置，以此评价财权配置的有效性。需要注意的是，如果财权配置过于形式化，尽管表面上看各个财务主体都可以在财权配置中找到自己的“位置”，但这并不能保证财权配置的有效性。

财务控制维度主要从董事会或股东大会是否定期评估内部控制、各专门委员会是否在内部控制中起作用、董事会或股东大会是否披露具体内部控制措施、风险控制委员会设置情况如何、公司财务弹性、公司对外部资金依赖程度、是否披露可预见的财务风险因素、是否ST公司等方面衡量企业内部控制体系和风险控制体系的健全程度，以此评价财务主体决策的科学性、可行性和抗风险性。

财务监督维度主要从审计委员会设置、外部审计是否出具标准无保留意见、公司网站是否披露当年财务报告、公司网站是否披露过去连续三年财务报告、公司是否披露公司发展前景的相关信息、公司是否披露关联方交易状况、公司是否对会计政策的变化做出解释、公司是否因违规而被监管部门公开批评、谴责或行政处罚等方面衡量企业内外部监督机制的到位情况，以此评价内外部监督机制的效果。

财务激励维度主要从公司是否定期发放现金股利、高管薪酬支付是否合理、薪酬委员会设置情况、公司是否采用股票期权激励政策、员工报酬增长率是否不低于公司营业收入

增长率等方面衡量各财务主体的收益保障情况,以此评价财务主体的动力。

财务治理的四个维度构成一个系统,以此设计的指标体系可以对公司的财务治理水平做出准确的评价和比较。在本年度对 2014 年度 2 514 家上市公司财务治理的评价中,及格(60 分及以上)的公司仅 552 家,及格率仅 21.96%,比 2012 年度下降了 14.97 个百分点,比 2010 年度下降了 4.93 个百分点,2010~2014 年,中国上市公司财务治理水平经过了一个先较大幅度提升又较大幅度下滑的过程,反映了近两年中国上市公司财务监管力度不足的现实,这也构成 2015 年“股灾”的重要原因之一。

三、财务治理评价的目的

财务治理评价的目的是希望对中国已上市公司和计划上市公司的财务治理发挥导向作用,促使中国公司按照国际标准,尊重各财务主体的权益,实现中国公司财务运作的规范化,从而降低财务风险,提高抗风险能力。具体包括以下几个方面:

(1) 有助于投资者理性投资,塑造投资者长期投资的信心。规范的财务治理是防范财务风险的重要制度安排,对于投资者尤其是中小投资者的权益保护,具有其他治理机制所不可替代的作用。财务治理评价可使投资者尤其是中小投资者认识到公司的潜在风险和价值,从而有效规避投资风险,提升投资收益。由于中国目前中小投资者受到大股东和经营者的利益侵害比较普遍,因此财务治理对于中国中小投资者权益保护具有特殊的意义。

(2) 有助于监管者进行针对性监管,严防财务欺诈。财务治理评价可以帮助政府监管机构了解公司财务运作的规范化程度,尤其是能够洞悉国家有关财务运作的法律法规的落实情况,从而使政府监管更加有的放矢,并促使政府对公司的财务运作施以规范化引导。政府不能干预公司的具体财务运作,但必须通过制度尤其是法律制度,严禁公司内部人背离其他财务主体的利益,人为增大其他财务主体的财务风险。

(3) 有助于企业及时发现潜在风险,防患于未然。财务治理评价可使公司了解自身财务治理中存在的问题,督促公司不断提高财务治理水平。不仅有助于发现本公司与其他公司财务治理的差距,而且也有助于发现本公司财务治理与国际水平的差距,从而及时弥补不足和缺陷,从而保证投资者的投资信心,获得更多的融资机会。

(4) 有助于资本市场反映公司真实信息,实现资本市场有序运行。财务治理评价可以发现信息失真,信息失真会加大投资者投资的财务风险,从而导致投资者转移投资方向。因此,财务治理评价能够引导公司披露真实信息,进而促使资本市场的股票价格反映公司真实绩效,股票价格和公司真实绩效的吻合是资本市场成熟的重要标志,也是防止股市动荡甚至“股灾”的重要因素。

(5) 有助于大数据平台建设,深化财务治理理论研究和实证分析。近些年财务治理研究总体落后于公司治理其他方面的研究,一个重要原因是缺乏财务治理的大数据支持。财务治理评价所赖以支撑的数据库提供了深化财务治理理论研究和实证分析的平台,而且基于大数据的财务治理研究更加符合现实。

四、本报告财务治理评价的拓展

截至目前,已完成的“中国公司治理分类指数系列报告”有六类14部,涉及高管薪酬、信息披露、财务治理、企业家能力、董事会治理和中小投资者权益保护等六个公司治理的重要问题。公司治理是一个系统,单方面的作用都是有局限性的。由于成系列“中国公司治理分类指数”的研制和出版,尤其是同步开发的数据库,使得本系列研究有条件拓展财务治理的研究范围,以更高的视野将财务治理研究置于“公司治理系统”中,研究现有制度环境下财务治理与其他公司治理相关机制的关系。

在2011年和2013年两个年度的财务治理评价中,投资效率、财务报表重述、审计风险、银行贷款、证券分析师行为、企业家能力、董事会会议、机构投资者和融资约束等都曾纳入研究视野,分析它们与财务治理的关系。这些分析,既验证了财务治理指数评价的有效性,也显示了财务治理的现实价值所在。

本年度的财务治理评价主要有以下六个方面的拓展:

(1) 通过年度比较,洞悉中国财务治理的发展和演化。了解中国上市公司财务治理的发展和变化,有助于明确财务治理规范化的方向。如前所述,财务治理对于投资者尤其是中小投资者理性投资、政府监管机构防控财务欺诈、企业发现财务风险、资本市场反映公司真实绩效,都具有重要意义。财务治理越规范,投资者就越有投资信心,资本市场越能有序运行。迄今为止,本系列报告已三次评价财务治理,尽管是隔年评价一次,但还是能够从总体上反映2010年以来中国上市公司财务治理的变化。不难发现,这几年中国上市公司财务治理经历了“过山车”式的变化,2015年的“股灾”与此不无关联,因此强化中国上市公司的财务治理,刻不容缓。

(2) 通过所有制比较,发现产权性质对财务治理的影响。不同所有制或不同控制人的企业,其对财务治理具有不同的影响。主要原因是:国有控股企业的控制人或大股东是国家,最终出资人是公众,而公众是一个抽象概念,他们必须由政府作为代理人,政府再找企业经理人做代理人。由于从公众到企业经理人之间的环节很多,因此,代理链条很长,信息丢失很多,最终,作为最终出资人的公众基本上不能影响企业经理人的行为,从而在国有控股企业中,企业经理人操纵企业财务的风险就很大,如实施盈余管理,利益输送、内幕交易等。而在非国有控股企业中,大股东或最终控制人是个人或家族,就能直接影响公司决策,甚至本人进入公司担任经理人,企业利益与他们息息相关,因此他们操纵企业财务的风险就很可能小于国有控股企业。当然,有一点是相同的,即在法律制度不完善的情况下,不论是国有控股企业还是非国有控股企业,都存在通过操纵企业财务而损害中小投资者权益的可能性。

(3) 加入财务治理对现金持有作用机制的分析。2008年全球金融危机的重要启示即现金是企业的“血液”,现金持有对企业的生存和发展至关重要。现金持有三大动机,即交易动机、预防动机和代理动机。出于交易动机,为应对可能的交易量增大,企业需要较

多的现金持有；出于预防动机，为应对企业可能的快速成长，企业也需要较多的现金持有；出于代理动机，则是由于现金是一种更容易被自由处置和侵占的资产，股东和经理人的代理冲突会导致经理人在缺乏投资机会的情况下持有更多的现金而不是支付股息，以满足经理人自身的利益需要。前两种动机基本上属于企业发展需要，而第三种动机则是一种侵害动机。从理论上说，现金持有与财务治理存在着密切的关系。良好的财务治理能够通过协调各财务主体的利益，有效地约束和激励企业经理人的财务行为，促使经理人为企业价值最大化做出努力，从而实现最优的现金持有水平。但是，这种作用机制是否存在和有效，需要通过本报告的财务治理指数来验证。

(4) 加入财务治理对盈余管理的抑制作用的分析。现代公司的基本特征是所有权与经营权的分离，这种分离产生了信息不对称和委托代理问题，具有信息优势的代理人往往具有操控报告盈余为自己谋利的动机和能力，而这种行为将大大降低会计报表信息的效率和效用，导致社会资源的错配，弱化资本市场优化资源配置的功能。在目前的中国，由于制度不健全和违法成本很低，上市公司的财务舞弊非常普遍。但是，高水平的财务治理可以从财权配置、财务控制、财务监督和财务激励等四个方面完善公司的治理机制，从而可以有效地提高股票的流动性，降低融资成本，实现资源的有效配置，进而有助于约束管理者的盈余管理行为。当然，这同样是需要验证的问题。

(5) 加入财务治理对资本结构优化的分析。从微观看，良好的财务治理意味着企业的盈余质量更为真实，财务信息披露更为充分，从而中小投资者更愿意为公司提供权益资本；从宏观看，良好的财务治理往往与更为发达的资本市场联系在一起，从而股权融资活动也更加活跃，意味着有更多的投资者愿意为该市场中的上市公司提供权益资本。因此，财务治理能够优化资本结构，但也需要得到验证。

(6) 加入女性高管对财务治理影响的分析。近些年女性高管开始引起理论界和实务界关注，有的国家甚至规定董事会中必须配备一定比例的女性董事。至于原因，有人认为是女性董事和高管比较理性，董事会决策的科学性较高，女性的参与不会带来较大的财务风险。从高管风险偏好的角度，有学者研究发现，女性高管具有更低的风险偏好，行事更加谨慎；也有学者认为，性别的多元化导致的异质性是高管团队建设的重要考虑因素，女性高管比例上升会使公司的异质性方面有更好的表现，公司的投资也会有更好的表现，公司的盈利能力更强，利润水平更高，这是由于不同的文化背景带给管理层一个更有利于成长和创新的成长环境，企业会随之获得更加良好的发展空间。然而，也有学者不认为女性本身的特有个性会对公司的价值产生影响。可以看到，以上研究并没有一致性的结论。本报告基于财务治理指数的大数据，进一步验证女性高管是否会对公司的财务治理产生影响。

五、本报告主要内容和特色

本报告基于国际财务报告准则和通行的财务治理规范，同时参考中国既有法律和规

定,设计了四个一级指标(即财权配置、财务控制、财务监督和财务激励)、30个二级指标的财务治理指数指标体系,在此基础上,运用科学的方法计算了2014年2514家上市公司的财务治理指数,并进行评估和排序分析。本报告是对中国资本市场开放以来上市公司财务治理的第三次全面评估,在很多方面填补了国内外在财务治理研究方面的空白,并构成了财务治理效率与效果实证研究的重要基础,是公司提高财务治理质量的重要依据,是政府机构制定公司财务治理规范的重要参考。尤其对于引导投资者理性投资,建立规范的财权配置和财务激励机制,强化公司的财务控制和财务监督,具有重要的参考价值。

1. 本报告主要内容

本报告主要内容包括以下十个方面:

(1) 设计了全面、客观、可连续、可验证、可重复的指标体系,由此计算出来的财务治理指数具有科学性、可靠性和可比性。据此可以发现,本公司相对于国内其他公司和成熟市场经济国家的公司在财务治理上的差距,为公司的国际化发展提供借鉴;投资者尤其是中小投资者可以发现具有更低财务风险和更大投资价值的投资对象;监管机构可以发现资本市场中潜在的财务风险点,并及时予以矫正,从而为投资者尤其是中小投资者创造更好的投资环境。

(2) 全样本、全方位评估中国上市公司的财务治理水平。本报告利用独有的财务治理指数指标体系,从总体以及地区分布、行业属性、上市板块等多角度评价中国上市公司的财务治理水平。研究发现,中国上市公司财务治理指数基本符合正态分布,但整体水平仍然偏低,及格率仅为21.96%;东部地区上市公司财务治理水平较高,但区域间差异并不十分明显;交通运输、仓储和邮政业(G)上市公司财务治理水平最高,住宿和餐饮业(H)上市公司财务治理水平最低;深市中小企业板上市公司财务治理水平最高,深市创业板上市公司财务治理水平最低。

(3) 从财权配置、财务控制、财务监督和财务激励等四个方面,分项全面评估了中国上市公司财务治理水平。研究发现,在四个分项指数中,相对来说,财务监督分项指数最高,财权配置分项指数最低。总体上看,四个分项指数分布都比较集中,除财务监督指数外,其他三个分项指数得分都不高,均值都未达到及格水平,财务治理各个方面都亟待提高。

(4) 深入比较国有控股与非国有控股上市公司财务治理状况。研究发现,国有控股公司的财务治理水平明显好于非国有控股公司。中央国有控股公司的财务治理水平好于地方国有控股公司,且都好于非国有控股上市公司。在财权配置、财务控制和财务监督三个分项指数上,中央国有控股公司好于地方国有控股公司,且都好于非国有控股公司;而在财务激励分项指数上,则是非国有控股公司较好,其次是中央国有控股公司,指数最低的是地方国有控股公司。

(5) 比较分析2010年、2012年和2014年三个年度的财务治理水平。研究发现,2010年、2012年和2014年,财务治理总体指数先是较大幅度地上升,又较大幅度地下