

B 上市公司蓝皮书®

LUE BOOK OF LISTED FIRMS

中国上市公司质量 评价报告 (2014~2015)

REPORT ON QUALITY EVALUATION
OF LISTED FIRMS IN CHINA (2014-2015)

中国社会科学院金融研究所
特华博士后科研工作站

合作成果

主 编/张跃文 王 力
副主编/姚 云 刘翠兰



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

2014
版

B

上市公司蓝皮书

BLUE BOOK OF LISTED FIRMS

中国上市公司质量 评价报告 (2014~2015)

中国上市公司质量评价研究中心 编

中国社会科学出版社

中国上市公司质量评价研究中心

中国上市公司质量研究中心

中国质量

中国上市公司质量评价研究中心

中国上市公司质量研究中心

中国上市公司质量评价研究中心



上市公司蓝皮书

BLUE BOOK OF
LISTED FIRMS



中国上市公司质量评价报告 (2014~2015)

REPORT ON QUALITY EVALUATION OF LISTED FIRMS IN CHINA
(2014-2015)

主 编 / 张跃文 王 力
副主编 / 姚 云 刘翠兰



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司质量评价报告. 2014 ~ 2015 / 张跃文, 王力主编.
—北京: 社会科学文献出版社, 2014. 11

(上市公司蓝皮书)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 6546 - 3

I. ①中… II. ①张… ②王… III. ①上市公司 - 企业管理 -
研究报告 - 中国 - 2014 ~ 2015 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 224698 号

上市公司蓝皮书

中国上市公司质量评价报告 (2014 ~ 2015)

主 编 / 张跃文 王 力

副 主 编 / 姚 云 刘翠兰

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 恽 薇 蔡莎莎

责任编辑 / 蔡莎莎

出 版 / 社会科学文献出版社 · 经济与管理出版中心 (010) 59367226

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367090

读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 29.25 字 数: 473 千字

版 次 / 2014 年 11 月第 1 版 2014 年 11 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 6546 - 3

定 价 / 118.00 元

皮书序列号 / B - 2014 - 397

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究



广视角·全方位·多品种

权威·前沿·原创

皮书系列为
“十二五”国家重点图书出版规划项目

上市公司蓝皮书学术委员会

主任委员 李 扬

委 员 （按姓氏笔画排序）

马庆泉 王国刚 王爱俭 安青松 李光荣
何德旭 陈卫东 周道炯 黄湘平 黄群慧

主要编撰者简介

主 编

张跃文 吉林长春人，经济学博士，中国社会科学院金融研究所公司金融研究室主任、研究员，曾任美国纽约大学商学院和瑞典斯德哥尔摩经济学院访问学者，主要研究领域为资本市场与公司金融。

王 力 山西山阴人，经济学博士，特华博士后科研工作站执行站长，中国社会科学院研究生院金融系博士生导师，主要研究领域为区域金融、资本市场与公司金融。

副主编

姚 云 河北邢台人，英国巴斯大学经济学博士，中国社会科学院金融研究所助理研究员，主要研究领域为公司治理。

刘翠兰 山西长治人，经济学博士，中国上市公司协会公司发展部负责人，主要研究领域为资本市场与公司金融。

课题组成员（按姓氏笔画排序）

于换军 河南新乡人，荷兰皇家格罗宁根大学经济与商务博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员，主要研究领域为公司金融。

何 敬 河北石家庄人，会计学博士，中国社会科学院金融研究所博士后，主要研究领域为会计与审计理论。

胡 洁 陕西咸阳人，经济学博士，中国社会科学院数量经济与技术经济研究所，副研究员，曾任美国哈佛大学法学院访问学者，主要研究领域为公司金融和企业管理。

宣晓影 北京人，日本同志社大学政策科学博士，中国社会科学院金融研究所助理研究员，主要从事东亚经济及金融比较研究。

徐 枫 湖北蕲春人，金融工程博士，中国社会科学院金融研究所助理研究员，主要研究方向为公司金融与行为金融。

摘 要

本报告以投资者视角，遵循股东利益最大化原则，从上市公司的价值创造能力、价值管理能力和价值分配能力三个维度对我国 A 股市场非金融上市公司质量进行了评价。从评价结果来看，我国上市公司的价值管理能力同股票市场建立之初相比有了长足进步，但是价值创造能力和价值分配能力总体偏低，提高上市公司整体质量的任务仍然十分艰巨。价值创造能力整体偏弱，公司治理相较于公司财务质量和创新能力而言，问题更加突出。在价值分配能力方面，上市公司股利政策和履行企业社会责任方面的问题较多。分板块看，创业板上市公司质量较高，中小板和主板上市公司次之，但三者差距并不明显。分行业看，信息传输、软件和信息技术服务业，计算机、通信和其他电子设备制造业，医药制造业和通用设备制造业等重点行业集中了大量高质量上市公司。分地区看，东部地区上市公司质量最好，中部地区次之，西部地区较差。北京、河南和广东等省市上市公司质量较高。

关键词：上市公司 质量 评价

Abstract

Following the principle of share holders' interests' maximization, we evaluate the quality of China's non-financial listed firms in A share market. We define listed firm quality by its abilities of creating, managing, and allocating value for share holders. Corporate governance, financial situation and innovation are main factors which impact the value creating ability. Internal control, information disclosure and market value maintenance decide the value managing ability. Dividend policies, investor protection and social responsibility represent allocating value ability together. We find China listed firms have great progress on value management, but they have poor performance on creating and allocating value abilities. So they have much work to do for quality improvement. The quality of firms in the second board market is higher than others in main board and Small and Medium-sized board market. Software and information service industry, computer and communication device manufacture, pharmaceutical manufacture and general equipment manufacture industries have more high-quality listed firms. Listed firms in Eastern of China have higher quality than the middle and western area. The quality of Firms in Beijing, Henan and Guangdong is higher.

Keywords: Listed Firms; Quality; Evaluation.

序 言

上市公司是股票市场的基础。没有上市公司及其发行的股票，股票市场也就不存在了。我国股票市场尚处于“新兴加转轨”阶段，市场基础设施、监管制度、股票发行和交易规则等都还处在不断改革、调整和变化的过程中，股市投资者对于股票估值的方法和基准各有不同，市场对于各种信息的反应难以形成有效预期；在 20 多年的发展中，中国股市的波动幅度远远大于发达国家的股市。高风险市场很难留住稳健投资者，更难以留住长期投资者；投资者短期持股倾向和投机性炒作，又会加剧股市波动，不利于股市的健康发展。

强化基本面信息与股票市场价格的联系，是促进股票市场稳定、健康发展的重要措施。让看得见、摸得着的上市公司基本面信息在股票价格中得到充分及时的反映，是“有效资本市场假说”的基本要义。但长期来，中国股市在这方面存在着明显不足，主要原因有三：一是信息披露制度不健全，上市公司信息披露不够充分，但与此同时，“小道”消息和内幕交易则随处可见；二是面对海量信息，投资者特别是个人投资者缺乏足够的鉴别能力和分析能力，使得大量有用信息不能成为投资决策的依据；三是题材炒作、概念炒作等短期投资策略，过分倚重对上市公司前景的预测乃至猜测，已存在的基本面信息没有得到应有的重视。如果基本面信息不能在股票价格中得到及时体现，那么，市场投资者不关注这些信息的动态走势，也就在情理之中了。强化基本面信息的作用，需要解决一系列问题，其中既包括信息披露的全面性、真实性和及时性，也包括对这些信息进行科学系统的分析处理和挖掘的各种研究报告的问世。

强调基本面信息的重要性，是因为这些信息反映了上市公司经营运作的未来走向，并可能引致公司股价的变化。上市公司信息与其股价之间存在着内在逻辑关系。一个简单的道理是，如果不了解作为投资对象的上市公司的历史走



势、现实表现和未来发展动向，又如何预测和判断其股价的未来走势呢？如果仅仅根据各种技术手段提供的股价波动曲线，却不了解波动的原因，不了解上市公司经营运作中发生的真实变化及与此相关的新信息，又怎么能够有效预测和判断其股价的未来走势？因此，无论是信息型投资者还是技术型投资者，都需要了解和分析上市公司的基本面信息。

与上市公司基本面有关的信息很多，在纷繁芜杂的信息中，哪些是对投资者具有重要价值的信息？是不是仅仅了解当期上市公司的经营业绩和财务表现就足够了？国内外上市公司发展实践和理论界的长期研究表明，仅仅把握上市公司当期业绩是不够的，投资者需要关注与公司长期发展、公司治理和风险管理等有关的一系列信息的动态变化，才能更加全面地了解影响公司股价的基本面因素，做出有利的投资决策。理论界的研究拓展了基本面信息所包含的内容，特别是突出了非财务性信息的重要性。但在实践中，这些信息纷繁复杂，想要了解一家公司的全部基本面信息并对其进行鉴别和分析，可能需要投资者付出大量时间和成本，如果要了解 2000 多家上市公司的信息并对不同公司进行比较和评价，工作量之大可想而知。2000 年以来，理论界和实务界提出了上市公司质量的范畴，国务院历次有关资本市场改革发展的纲领性文件屡屡强调要提高上市公司的质量。上市公司质量体现在其运营管理的各个方面，其涵盖范围大大超越了公司的业务经营和财务绩效，公司治理、内部控制和信息披露水平以及股利政策和投资者保护等涉及外部投资者关系管理的内容被放在比以往更重要的位置上。由此看来，上市公司质量信息实际上包含了基本面信息的大部分内容，它为投资者以更快捷的方式了解和评价不同上市公司基本面信息提供了可能。

尽管上市公司质量浓缩了大量基本面信息，但对于哪些具体信息可以构成质量信息，以及这些信息之间的相互关系，事实上理论界和实务界仍在进一步探索之中。我所张跃文研究员和特华博士后科研工作站执行站长王力博士所领导的科研团队，参考管理学中的价值链分析方法，构造了基于投资者视角的上市公司质量评价体系。他们以股东利益最大化为原则，将股权价值同上市公司质量联系起来，并将上市公司质量分解为价值创造、价值管理和价值分配三项能力，将经过理论文献验证有效的上市公司财务信息和非财务信息分门别类地

纳入三项能力考核范畴，并依据公开信息对 2400 余家上市公司的质量进行了评价。这项研究成果为提升公开信息的有效性、增强上市公司透明度和完善股票估值方法，做出了新的探索，开了专门评价上市公司质量的研究先河。当然，针对上市公司质量建立的评价指标体系，会由于研究者的研究视角、内在逻辑、选取指标和对指标重要性的认识不同而有所不同，评价结果也可能存在差异（有时这种差异还可能会很大）。这是对上市公司进行综合评价时可能经常出现的情况。因此，对于评价结果的接受程度，取决于读者对于研究成果的技术路线、逻辑性和科学性的认同程度。这份研究报告的作者们对于评价指标体系的建立进行了大量论证工作，对于相关研究成果进行了比较详细的综述和分析，并且在此基础上建立了指标体系。这份研究报告可能远非完美，但它在一定程度上代表了国内理论界对于上市公司质量的最新认知和研究水平。

需要提醒投资者注意的是，上市公司质量可以反映股权内在价值，但未必能对股票市场价格产生决定性影响。根据目前中国股市的发展水平，股价在短期内依然受到众多因素的影响（如政策因素等），上市公司质量只是其中之一。投资者的科学决策仍然需要其他参考资料或者技术工具的支持。

此项研究工作尚属起步阶段，难免存在这样或那样的可修正之处。进一步完善之举，不但有赖于张跃文、王力带领的团队的努力，也有赖于各位读者和同人从各自角度提出批评改进的意见。

中国社会科学院学部委员、金融研究所所长

王国刚

2014 年 9 月

目 录



Ⅱ I 总报告

Ⅱ.1 投资者视角下的上市公司质量.....	001
一 导言.....	002
二 对相关研究成果的回顾.....	003
三 本评价报告的总体框架.....	031
四 上市公司质量总体评价.....	039
五 总结及未来研究展望.....	053

Ⅱ II 分报告

Ⅱ.2 分板块上市公司质量评价报告.....	055
Ⅱ.3 重点行业上市公司质量评价报告.....	092
Ⅱ.4 各省区市上市公司质量评价报告.....	162

Ⅱ III 附录

Ⅱ.5 A 股非金融类上市公司质量排名表.....	297
Ⅱ.6 参考文献.....	420
Ⅱ.7 后记.....	448

CONTENTS



Ⅱ I General Report

Ⅱ.1	Quality of Listed Firms: Investors' Perspective	/ 001
	1. <i>Introduction</i>	/ 002
	2. <i>Review of Related Literature</i>	/ 003
	3. <i>Frame of This Report</i>	/ 031
	4. <i>Evaluation Result on the Quality of Listed Firms</i>	/ 039
	5. <i>Conclusion and Research Perspective</i>	/ 053

Ⅱ II General Report

Ⅱ.2	Evaluation on the Quality of Listed Firms on Different Boards	/ 055
Ⅱ.3	Evaluation on the Quality of Listed Firms in Key Industries	/ 092
Ⅱ.4	Evaluation on the Quality of Listed Firms in Different Districts	/ 162

Ⅱ III Appendix

Ⅱ.5	Quality Rank of Non-financial Listed Firms in China's A Share Market	/ 297
Ⅱ.6	References	/ 420
Ⅱ.7	Postscript	/ 448

总 报 告



General Report

B . 1

投资者视角下的上市公司质量

摘 要:

本报告系统介绍了“上市公司质量评价研究”课题的主要研究成果,总结和评述了国内外理论界对于上市公司质量及相关研究的重要贡献。在此基础上构建了投资者视角的上市公司质量评价指标体系,并对我国 A 股市场非金融上市公司整体质量及其价值创造能力、价值管理能力和价值分配能力进行评价。评价结果表明,我国上市公司在内部控制、信息披露和投资者保护等制度建设方面同股票市场建立之初相比有了长足进步,但是提高上市公司质量的任务仍然十分艰巨。上市公司的价值管理能力较强,价值创造能力和价值分配能力总体偏弱。上市公司仍然需要继续完善和强化公司治理结构,提高运营效率,更多地关注公众股东利益,认真履行企业的社会责任。

关键词:

上市公司 质量 评价



一 导言

党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出，要“让一切劳动、知识、技术、管理、资本的活力竞相迸发，让一切创造社会财富的源泉充分涌流，让发展成果更多更公平惠及全体人民”。这是党、政府和人民的共同愿景，而这一愿景的实现，不仅需要人民群众的创造性劳动，还需要探索出符合中国国情的生产组织形式，以实现高效率的资源整合、财富创造和成果共享。人类文明发展史已经证明，企业是市场经济条件下最有效率的生产组织形式。作为现代企业典型代表的股份公司，实现了所有权与经营权的分离，拓宽了企业外部的融资渠道，是企业制度发展的自然结果。上市公司作为特殊的股份公司，其股票在特定交易场所挂牌，持股人通常包括非特定机构和个人，股东群体具有公众特征。出于维护公众利益的考虑，各国监管机构通常都会为上市公司制定专门的监管规则，以防止信息不对称、参与决策程度低和监督不力等原因导致的公众股东利益受损。

自20世纪90年代初沪深证券交易所组建以来，我国股票市场规模迅速扩大。截至2013年末，沪深两市共有上市公司近2500家，总股本3.4万亿股，市值24万亿元，占当年GDP总量的42%。上市公司已经成为股票市场的核心主体，其发行的股票是市场的重要基础资产和股市投资者的主要投资对象。高质量的上市公司不仅能够为投资者带来丰厚回报，而且可以提升股票市场吸引力，鼓励长期投资，促进融资便利，使股市能够更好地为实体经济服务。2004年1月，国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，提出“上市公司的质量是证券市场投资价值的源泉。上市公司董事和高级管理人员要把股东利益最大化和不断提高盈利水平作为工作的出发点和落脚点”。2005年11月，国务院转发证监会《关于提高上市公司质量的意见》，2014年5月国务院发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中，再次专门提及上市公司质量，显示出国家对此问题的高度关注。另外，在这一概念提出后，学界和实务界并没有进行太多的系统性研究，人们对它的理论内涵、评价标准和政策意义缺乏全面深入认识，导致上市公司质量较少得到