


本书由上海财经大学中振科学研究基金资助出版

上市公司综合评价

——方案设计与应用研究

董逢谷等摇著

 上海财经大学出版社

前摇言

摇摇至今已有超过一千一百多家公司分别在沪深两地证交所上市,可以说大多数上市公司在它们各自的行业中处于比较领先的地位。随着我国资本市场发育程度的逐步成熟,上市公司的数目将继续有相当规模的增加,同时也使整个上市公司对国民经济的贡献在我国企业中占有越来越大的比重,因此对上市公司综合评价也就相当于对我国企业整体综合水平的评价。

摇摇尽管在国内外每年对企业进行评价排名已是一件非常普通的事,但是似乎都存在着一些不足之处。例如,美国的《财富》杂志每年以营业额为基础评价出全球缘五强,而《商业周刊》则以资本市场排名,评出全球员四家企业,但是这两本杂志排名所用的指标比较单一,并不能全面反映一个企业的综合业绩水平。我国虽然有两套比较权威的多指标评价体系,即财政部的评价体系和国家统计局的评价体系。目前流行于上市公司评价领域的有中国诚信公司、《上海证券报》、《上市公司》杂志、复旦大学、清华大学企业研究中心等机构的多指标评价体系。但是它们的不足主要是指标基本不变,且又一般采用不变权数或等权的方法静态地综合企业的综合水平,由此,并不能全面科学的反映一个企业的综合水平。

摇摇本著作主要是依托证券公司中期和年度报表所提供的诸多财务指标,研究设计出能根据众多财务指标,按不同的研究目的或变

化的内外部条件,对各种组合的指标体系进行客观选择,并配以能与宏微观经济环境变化相匹配的客观动态权数体系,产生用以综合评价企业综合水平的通用方法——多指标变异系数总指数综合评价方法。由于该总指数是基于以各指标平均数为比照标准的静态个体指数和以各指标变异系数归一化为权数的综合,因此对于不同时间、不同对象,以及变化的内外部条件和宏微观经济环境产生了动态的效果。由于在指标组合时采用了相关检验和非参数检验,使得指标组合的选择更为确切有效,同时也产生了对于同一研究内容的不同时间具有不同指标体系的动态效果。

摇摇综上所述,多指标变异系数总指数综合评价方法的最大特点是 ①指标组合的灵活性,可以根据研究目的和对象层次设计指标体系 ②权数能伴随指标在新环境,包括时间和空间的变化而变化 ③总指数充分提高了执行难度较高指标的辨析力,有利于评价的公正性。

摇摇本著作介绍的研究成果既适应于同一行业内不同企业的评价,也适应于不同行业企业间的评价,既适应于同一地区的企业评价,也适应于不同地区的企业评价,既适应于企业素质评价,例如综合效益、规模经济、盈利率、竞争力、成长力评价等,也适应于企业的证券市场表现评价,同时,既适应于同一地区的以不同行业为单位的评价,也适应于同一行业以不同地区为单位的评价。本著作提供的方法能为多层次、多领域的综合评价提供具有现实指导意义的方案,为推动我国企业评价的发展,做出微薄的贡献。

摇摇本著作的出版意义在于,作为一种多用途的科学性和可操作性较突出的综合评价方法体系,该方法能为政府及其行政管理机构、证券市场的所有参与者和机构、行业协会、经济研究机构等提供决策支持的工作方法和信息。由此,本著作是一本通用性很强的关于综合评价的专门著作。

作者

圆年 圆月 圆日

目 录

前言 (员)

第一编 变异系数总指数综合评价法的设计研究

第一章 总论 (猿)

第二章 选择评价指标权数的变异权数法 (员)

第三章 选择指标的非参数检验方法 (圆)

第四章 对几种评价方法的实证比较 (源)

第五章 对几种客观赋权法的实证比较 (远)

第二编 变异系数总指数综合评价法的应用研究

第六章 沪深股市上市公司行业比较与发展评价 (怨)

第七章 沪深股市上市公司区域经济评价 (员)

第八章 沪深股市上市公司规模经济评价 (圆)

第九章 沪深股市上市公司企业综合实力评价 (源)

第十章 沪深股市上市公司市场表现综合评价 (远)

附录 圆园年上市公司综合评价排序 (猿)

主要参考文献 (源)

后记 (缘)

第一编

变异系数总指数综合评价法的设计研究

第一章 总论

一、上市公司综合评价方法研究的现实意义

摇摇从宏观看,证券市场是市场经济体系的一个重要组成部分,为了实现证券市场长期稳定的健康发展,必须加强对证券市场的研究与监管。上市公司是证券市场研究与监管的基础与对象,证券公司和投资者能否对其作出正确的判断和评价,是证券公司运作和投资者投资决策的主要依据之一,也是证券市场是否成熟的关键因素之一。因此,证券市场研究与监管的主要内容之一无疑是对上市公司作出科学公正的评价。随着我国证券市场的不断发展,上市公司的质量已成为证券市场健康发展的生命线,乃至成为国民经济健康发展至关重要的因素之一,是投资者、政府管理部门、证券分析人士以及国内外共同关心的重要问题。

摇摇从微观看,随着我国证券市场的日益规范化和上市公司数目的急剧增长,上市公司的经营业绩已成为股东、债权人、经理人员、供应商、雇员和工会乃至中介机构关心的主要问题。正确、公允地评价上市公司经营业绩已成为有关各方的共识。同时通过上市公司经营业绩的横向和纵向比较,可以让上市公司清楚地了解自己在本行业、本地区上市公司中所处的位置以及在所有上市公司中

所处的位置。这样可以对各上市公司经营者起到一定的鞭策作用,对投资者的投资活动起到参考作用。

截至 2004 年末,沪深上市公司的总数已达到一千一百多家,涉及各个行业和各个地区,具有很强的地区和行业代表性,再加上上市公司的数据是一种公开数据,受到会计师事务所、审计部门以及证券监督委员会的监督,数据相对准确。因此,通过对上市公司的经营业绩评价,既可以对各地区的经济进行比较,对各个行业进行分析;也可以对行业发展、结构调整作出判断。

二、上市公司综合评价方法研究所依托的 客体及其现状与目的

(一)上市公司综合评价方法研究所依托的客体

上市公司综合评价方法研究所依托的客体是上海证券报定期公布的沪深两市所有上市公司的中报与年报数据和市场数据。这些数据既有总量指标又有比率指标,既有正指标,也有逆指标,又有适度指标,它们基本上反映了上市公司的经营状况,尤其是上市公司的盈利能力和发展前景。选择这一客体还有一个原因,就是这一数据资料取得比较容易,而且指标口径变动不大,连贯性强,用这些指标既可以进行横向分析,又可以进行纵向分析。

(二)国内外有关公司评价方法的现状

当前国内外对上市公司进行的分析评价多数采用单项指标排名评价的方法,这样做往往会在不同单项指标的评价之间发生相互矛盾的情况,从而影响评价的整体性,所以,如何合理科学公正的评价和分析上市公司经营业绩已成为当前证券投资理论与实践的一个主要问题。

国外有关公司评价方法的介绍

以美国为代表的西方国家,很早就开展了对上市公司的评价,并且在世界上具有较大的影响。以下分别简略介绍目前国外在上

市公司评价方面较权威的美国《财富》和《商业周刊》杂志对上市公司的评价方法。

摇摇《财富》杂志从 员缘年开始,在每年的苑月至愿月之间,以上一年度的公司年营业额(单位美元)为基准指标对全美上市公司进行排名,排出年营业额最大的缘园家上市公司,即“世界缘园强”,它另外还设置一些辅助指标,如利润总额、利润增长额、主营业务利润率、雇员人数、净资产回报率等等,并分别按照其大小顺序进行多项平行的单指标排名,列出各项指标最大的前缘园家上市公司。

摇摇《商业周刊》是美国一家以财经报道为主的、在这方面具有广泛影响力的综合性的国际出版刊物。该周刊十多年来一直致力于对上市公司的评价和排名,它既有单指标排名,又有多指标综合评价排名。单指标排名根据按美元计价的上市公司市价总值大小排出全球市价总值最大的员园家上市公司。而综合评价排名是对纳入标准普尔缘园指数中的缘园家上市公司,根据愿个指标的综合结果加以排名,评出前缘园名为“《商业周刊》最佳缘园家上市公司”。其综合评价方法选取了愿个指标,分别是:①当年的总收益;②三年来的总收益;③一年来的销售总额增长率(豫);④三年来的销售总额增长率(豫);⑤一年来的利润增长率(豫);⑥三年来的利润增长率(豫);⑦一年来的净利润;⑧一年来的净资产收益率(豫)。综合的方法是对这愿项指标分别进行排名,取得分值最大的圆豫为粤级,其次的圆豫取月级,依次类推,最后的圆豫取耘级。各上市公司的总得分是其愿个指标的评分之和,然后按总得分排名。

摇摇圆国内有关公司评价方法的介绍

摇摇我国大陆企业绩效的考核,始于 员怨园年,当时制定了工业企业愿项经济技术指标。此后历经了多次调整,员怨猿年制定了员远项指标,员怨园年制定了远项指标。员怨猿年新会计制度实施后,财

政部在《企业财务通则》中规定了愿项企业评价指标,员缘年又在企业经济效益评价指标体系中规定了员项指标。员苑年国家统计局、国家计委、国家经贸委联合提出了考核工业企业经济效益的苑项指标。员怨年远月,财政部、国家经贸委、人事部、国家计委联合颁布了企业绩效评价指标体系,该体系设计了愿项基本计量指标,员项修正计量指标和愿项非计量评议指标。它对于探索建立科学规范的企业绩效评价体系,推动我国企业评价体系与国际接轨的道路上迈出了可喜的一步。

摇摇目前,在国内上市公司业绩评价中享有较高声誉的评估机构是中国诚信证券评估有限公司。自员怨年来,该公司与《中国证券报》合作,每年对上市公司的经营业绩进行评价。其评价方法是根据各上市公司公开披露的有关资料,通过对上市公司的①净资产收益率、②资产总额增长率、③利润总额增长率、④负债比率、⑤流动比率和⑥全部资本化比率共六个指标分别进行考核,然后按各指标的重要性不同确定各指标在综合评价时的权重。(见表员原)在这种评价方法下,各公司的最后得分是在各单项指标考核评分的基础上,乘以每项指标的权数,然后相加得到总评。

表员原 中国诚信公司业绩评价财务指标体系及其权重 单位:豫

指标	净资产收益率	资产总额增长率	利润总额增长率	负债比率	流动比率	全部资本化比率
权重	缘	怨	员	苑	苑	怨

摇摇目前我国大陆有关上市公司的评价方法主要还有在国内证券界有相当影响力的《上海证券报》和《上市公司》杂志的综合评价方案。《上海证券报》的评价方案是根据上市公司当年的盈利水平、发展速度和财务状况三方面远个指标,再按各指标的重要性不同确定其权重,各项指标的得分与权重之积即为上市公司的总得分。《上市公司》杂志从员怨年开始进行了“沪市缘强上市公

司”评选活动,其评价方案采用了①主营业务收入;②净利润;③总资产和④市值四个指标。评价的过程首先是计算沪市全部上市公司分单项得分,即分别按各指标大小顺序进行单项排名,前缘名的单项名次即为这些上市公司该项指标的得分,例如单项排名第源名的单项得分即为源分,第缘名以后的上市公司得分均为缘分;其次是计算综合得分,源项指标的单项得分加总即为综合得分,然后按照综合得分从小到大的顺序进行排名,对于综合得分相同的上市公司,再按主营业务收入的大小顺序排名;最后在剔除净利润为负值的上市公司后,取前缘名为“沪市缘强上市公司”。

(三)上市公司综合评价研究的目的

摇摇对于国外的《财富》杂志和《商业周刊》杂志以及国内诚信公司和《上海证券报》的业绩评价体系,它们要么是单指标评价,要么是固定权数综合,虽然《上市公司》杂志在评选“沪市缘强上市公司”时,使用的是多指标,但在对这几个指标进行综合时,只是把根据各指标变量值的序号所确定的得分进行了简单加总,实际上是等权的固定权数综合,没能充分利用各指标变量值所包含的信息。

摇摇本研究旨在设计一种客观赋权的多指标综合评价方法——变异系数总指数法。该评价方法的权数体系是能随着宏观经济环境变化而变化的动态权数体系,并在计算综合指数时,能充分利用数据所包涵的所有信息。

摇摇变异系数总指数综合评价方法是把反映被评价对象各方面特征的指标,转化成无量纲的相对评价值,并综合这些评价值以得出对该事物一个整体评价的方法。具体方法是:①确定评价指标体系;②先对指标体系的各项指标进行无量纲化处理,将各评价单位的标志值与评价总体的相应指标的平均进行对比,得各单位的静态个体指数体系;③计算指标体系各指标的标准差系数,并对标准

差系数进行归一化处理,得到各指标的权数;④将评价单位的各静态个体指数与各指标权数相乘后加总得评价单位总指数;⑤将评价单位总指数降序排列,并赋予顺序号。

摇摇本研究的这套评价方案与国外的《财富》杂志和《商业周刊》杂志以及国内的权威评价体系(财政部的评价体系和国家统计局的评价体系)或国内的流行评价体系(诚信公司、《上海证券报》、《上市公司》杂志的评价体系)或国内最新评价体系(复旦大学、清华大学的评价体系将在后文比较实证中介绍)的主要区别在以下两个方面:

摇摇一是多指标的综合性和权数的动态可变性。变异系数总指数综合评价方法是应用上市公司中期和年度报告所提供的财务指标,以各指标的变异系数设计的权数对多指标表现进行综合。因为本方案所运用的权数体系源于特定年份的实际数据,所以它是能与宏观环境相匹配的动态权数体系,而上述其他评价方法的主要特点是单指标或固定权数综合。

摇摇二是指标组合的灵活性。本评价方案可以根据研究目的需要,例如,研究企业或行业的竞争力、成长力、盈利力,研究企业的规模经济、地区的行业结构等,对上市公司中期或年度报告的财务指标进行组合,进而对所选定的指标组合,就上市公司做出指标组合中所选定的多指标进行综合评价排名,并据以深入分析。

三、上市公司综合评价方法研究的任务

(一)公司综合评价方案设计研究的对象

摇摇本研究的对象是沪深两市的上市公司。经过 19 年的蓬勃发展,截至 2005 年年末,我国大陆的上市公司数已达到一千一百多家,总市值超过 1 万亿元,涵盖我国大陆 31 个省、市、自治区和直辖市,涉及 15 个大行业、23 个小行业。这些上市公司的行业结

构、规模、质量能够在很大程度上代表一个地区的经济发展状况。摇摇对公司进行评价比较,要求被评价的公司具有同质性。根据沪深股市上市公司的情况,本研究对所评价的对象进行了如下处理:一是在我国大陆的股票市场上,有粤股、月股,由于在本研究开始时月股尚未对大陆投资者开放,故我们主要对粤股进行评价研究;二是**杂裁**股票,由于它的一部分利润来自于资产重组产生的营业外收入(截至**圆园园**年**员**月**猿**日),是非正常的经营活动产生的利润,从方法研究论证的要求出发,在研究中经常予以剔除,以提高总体同质性的严密程度。因此,我们用来设计研究评价方法的对象限于沪深股市的正常粤股。

(二)公司综合评价方案所要解决的问题及其基本思路

摇摇评价的一个重要功能就是其导向作用,而在一个评价体系中,指标权重与评价标准的设定、评价指标及其指标项数的选取是两个极其重要的方面,关系到评价的成功与否。

摇摇对于权数的选择有主观赋权和客观赋权两种。所谓主观赋权是指确定权数时的原始数据是由评价者或领域专家针对指标本身主观认识给出的,它的原始数据只与评价者或领域专家的经验有关,而与被研究对象的实际现状无关。而客观赋权是指确定权数时的原始数据来源于各个指标的实际观测值,客观赋权法的原始数据只与被考察对象的实际现状有关,而与评价者和领域专家无关。前文所介绍的几种评价体系,例如《商业周刊》杂志和中国诚信公司的评价方法,均为主观赋权的评价方法。这种人为的给定权数,不仅导致对某一个指标过高或过低的估计,使评价结果不能完全反映上市公司的真实情况,而且这种权数一般是固定的,一旦确定就较长时间不会改变。本研究设计的多指标综合评价方法,权数选用一种科学且易于操作的客观赋权法,即变异系数法。当然,在对公司进行综合评价时,必要时也可使用主观赋权和客观赋权相结合的方法。例如,对公司的经营业绩进行综合评价,即可

选用主观赋权的方法对公司经营业绩的不同方面给予不同的权重,选用客观赋权的方法在公司经营业绩同一方面的不同指标间分配权重。对于前者,之所以用主观赋权,是因为它们代表了公司不同方面的经营业绩,在公司综合业绩中的地位并不是均等的,例如,对于公司的经营业绩,人们往往把公司的盈利能力看的比较重要,赋予它相对较大的权重,如果我们单从盈利指标的数据本身出发,可能会得出一个较小的权重,这会与指标本身的经济意义不符,而对于在表明企业经营业绩同一方面的不同指标间使用客观赋权,又充分使用了指标数据本身的信息。

摇摇对于评价指标的选取,它受评价的目的、角度、对象、行业等很多方面的影响,所以在选取指标方面并没有一个严格的界定。但一般情况下,选取指标应遵循以下原则:第一,尽可能用较少的指标把较多信息反映出来;第二,指标数据的取得要相对容易;第三,选取指标要和实际情况相结合。在本研究的评价方案设计中,选用非参数检验的方法检验不同指标体系评价序列之间的差异程度,以及构成指标体系的各指标之间的等级相关程度,以便进行指标的筛选及取舍。

第二章 选择评价指标权数的变异权数法

一、本方法的基本思路

摇摇在多指标综合评价中,如果某项指标在所有被评价对象上观测值的变异程度较大,说明该指标在被评价公司执行时达到平均水平的难度较大,它能够明确的区分开各个被评价对象在该方面的能力,理应赋予它较大的权数;反之,则应该赋予它较小的权数。有一个极端情况,当某项指标的变异程度为零,说明所有被评价公司在该项指标上的观测值相等,它对于综合评价的作用为零,应当剔除该评价指标。这种将指标的权数与指标的变量值相联系的设计思想充分体现了客观环境特征,由于企业“利润机制”的主观能动性是确定的,那么,客观环境的动态变化将导致指标权数的变化,因此,当被评价对象发生范围、时间、指标组合变化时,指标的权数也会相应的发生变化。所以,本方法具备了“动态评价方法”的明显特征。

二、本方法的理论依据

摇摇根据上面确定变异权数的思想,我们可以用变异系数来测定