

## 构建上市公司质量评价体系

姚云 于换军；《银行家》2014 年第 12 期

自上世纪九十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。截止 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%。但我们注意到，由于体制方面的原因，以“融资”为主要目标的境内资本市场定位使得上市公司忽视公司治理、信息披露、投资者保护等“内功”，未能有效发挥资本市场的资源配置功能。上市公司提高自身质量的积极性不高，市场长期向好的基础不稳，长期资金入市缺乏动力。完善上市公司质量评价体系，有助于上市公司提高自身质量，并提升市场监管效率、促进公司价值最大化和投资者理性交易。

### 一、上市公司质量与企业价值的关系

契约理论和公司理论以及后来学者的扩展研究将公司视为股东和其他利益相关者契约的集合，且利益相关者向公司提供重要的生产经营要素。公司的价值是指企业未来收益资本化或者现值化，企业整体价值增值通过长期的企业价值增值活动来实现的。公司价值表现为外在价值和内在价值。公司的外在价值是外部投资者认定的公司的投资价值，对于上市公司而言主要是其市值；公司的内在价值是其所固有的功能价值，主要由盈利能力、创新能力、抗风险能力和增长能力等决定。公司的本质决定了公司的质量与价值的关系：公司的内在价值是其质量的重要决定因素，公司的外在价值反映其质量高低，提高公司质量的本质意义就是更有效地为股东和利益相关者创造价值。根据证监会发布的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国发〔2004〕3 号），提高上市公司质量，就是要立足于全体股东利益的最大化，不断提高公司治理和经营管理水平，不断提高诚信度和透明度，不断提高公司盈利能力和持续发展能力。因此，公司质量体系的核心是公司价值的提高，而公司的价值流的效率和完善直接关系到公司价值的变化。

### 二、提高公司价值的途径

基于公司质量与公司价值之间的关系，可以从价值创造、价值管理和价值分配等三个纬度来提高公司价值。价值创造是指公司管理层在良好治理机制的指引和监督下，以股东利益最大化为原则，领导组织公司员工为股东创造可持续的经营利润；价值管理是指上市公司通过建立完善的内部控制体系，有效降低损失风险，通过高透明度的信息披露和其他股价维护行动，帮助市场投资者全面了解公司信息，对公司前景保持信心，促进公司市场价值的稳定和提升；价值分配是指

上市公司凭借完善的投资者保护机制以及合理的股利政策,以股东利益最大化为原则分配剩余利润,并积极履行社会责任。

### 1. 价值创造

公司治理方面,公司治理研究的核心是如何通过一系列制度安排实现公司内部各利益相关主体之间形成相互制衡的稳定关系,从而使公司决策可以更加公平地对待各利益主体。Klapper 和 Love(2002)的实证研究表明,更好的公司治理与更好的运营业绩和公司价值高度相关。董事会独立性,CEO 持股等内部治理机制是(保险业)公司收购方长期正向表现的重要决定因素。国外相关研究结果还表明,CEO 更替对公司表现的敏感度在 CEO 和董事会主席两职合一的情况下显著下降,发现在内部人股权集中和外部股东保护较弱情况下,仅靠监督机制不能有效改进公司绩效。国内学者施东晖和司徒大年(2004)利用构建的中国上市公司治理水平的评价指数,对中国上市公司治理水平与绩效的关系进行了实证研究,发现公司治理水平对净资产收益率有正向影响,但对市净率却有负向影响。李维安和唐跃军(2006)基于 2003 年的中国上市公司样本,从中国上市公司治理指数及其所涉及的六个维度进行实证研究发现,上市公司治理对总资产收益率、每股净资产等指标均有显著的正面影响。

经营绩效方面的研究主要是对财务指标变动引发市场反应的研究,以及财务指标变动对于企业未来盈利状况预测能力的研究。相关研究发现股利价格比(D/P)、盈余价格比(E/P)及违约价差等变量可以预测股票短期和长期回报,并且预测能力随回报期间增加而增加。Cakici 和 Topyan(2011)发现规模(股票总市值)、价格(股价)、账面市值比、现金流价格比(营运现金流比股票市值)、盈余价格比(盈余比股票市值)、股票总回报和特质回报的波动率,对未来股票回报的预测具有影响。并且,规模越大,投资组合回报越低;期初价格越高,投资组合回报越低;账面市值比越高,投资组合回报越高;现金流量市值比越高,投资组合回报越高;盈利价格比(E/P)越高,投资组合回报越高。

在创新能力方面。创新投入不仅包括了创新中投入的资金和设备,还包括了知识资本,人力资本,技术资本,主要使用了是否采用新技术、采用的创新的数目、企业研发资金预算、研究人员数量、R&D 投入等投入指标以衡量企业创新能力。创新过程指标主要衡量企业的组织机制和创新过程的管理系统,如管理创新费用、企业信息系统使用密度、职工凝聚力、规章制度规范程度、企业分权程度等。企业的创新绩效评价包括产出指标和效果指标。产出指标衡量的是企业的创新产品,通常是企业创新活动的一些短期的直接产出,包括企业的专利数目和增长率,专利的引用,新产品的数量以及创新产品占销售的比例等一系列的指标。效果指标则从中长期反映企业创新活动为企业所带来的效益以及社会影响,诸如公司利润空间、市场份额、由企业创新所形

成的主导设计或者技术标准、源于原始创新的二次创新、用户便利、低廉的价格，以及用户时间的节约及其他的社会进步。

## 2. 价值管理

内部控制方面。内部控制信息披露会产生一定的市场反应。内部控制有效的公司通常更主动详细地披露“内部控制有效”的信息，以向投资者传递有利信号，从而降低资本成本和提升股价。而当披露内容变为内部控制缺陷信息时，投资者可以根据内部控制缺陷的信息下调对于公司价值的平均预期，表现为负的异常收益（Ashbaugh-Skaife 等，2009）。Hammersley 等（2008）也发现披露当天市场负向反应的程度（内控披露的信息含量大小）与内部控制缺陷的严重程度正相关，与管理者对于公司内部控制有效性判断负相关，与被披露的内控缺陷查证的难易程度和披露的模糊性正相关。这反映出投资者担心改正所披露缺陷带来的成本，缺陷可能因未及时改正而受到审计师负面评价，以及财务报告中可能因此存在错误信息等潜在后果的影响。盛常艳（2012）利用我国 A 股上市公司 2010 年的截面数据考查了内部控制缺陷信息披露与公司业绩之间的关系，发现披露内部控制缺陷信息的公司比没有披露的公司业绩好，且内部控制缺陷信息披露越充分的公司业绩越高。

信息披露方面。上市公司的信息披露可以增加信息含量和供给，可以减少信息不对称，改善经济资源分配效率，从而促进整体社会福利。提高信息透明度可以降低公司的资金成本，在经济景气时发挥广告和区分效应减少信息不对称，在不景气甚至危机来临时降低公司面临系统性风险时的损失。张宗新等（2007）检验了 2002-2005 年深市上市公司信息披露质量（深交所上市公司信息考评结果）对公司绩效的影响，发现信息披露质量与公司绩效之间存在正向显著相关性。曾颖、陆正飞（2006）从信息披露水平与公司再融资成本角度出发，证明了信息披露质量与股权融资成本有负向相关关系。

股价维护方面，狭义的股价维护行动一般是指上市公司及其内部人士以维护本公司股票价格为目的所进行的股票回购和股票增持等行为。Fidrmuc 等（2006）发现，不论内部人的交易是否基于内部信息，其增持公告和行为都会带来显著的积极市场反应。因为大股东、管理者等内部人比外部投资者更了解公司的发展前景，市场会根据管理者所传递的信号进行调整，而且投资者能够从观察内部人交易行为而获益。Baker 和 Wurger（2002）的分析表明，公司内部人往往选择在市场上行时减持股份，而在市场普遍悲观时增持股份。股权控制力是大股东股份增持的重要因素。由于存在管理者代理成本以及对其监督的股东“搭便车”问题，大股东在公司治理中更有能力和动力参与对管理者的有效监督。杨召（2012）以 A 股在 2008-2010 期间发生大股东和高管增持行为的上市公司为样本，发现两类内部人增持公告均引起了市场的正向反应，而且大股东增

持行为对市场的影响更大。

### 3. 价值分配

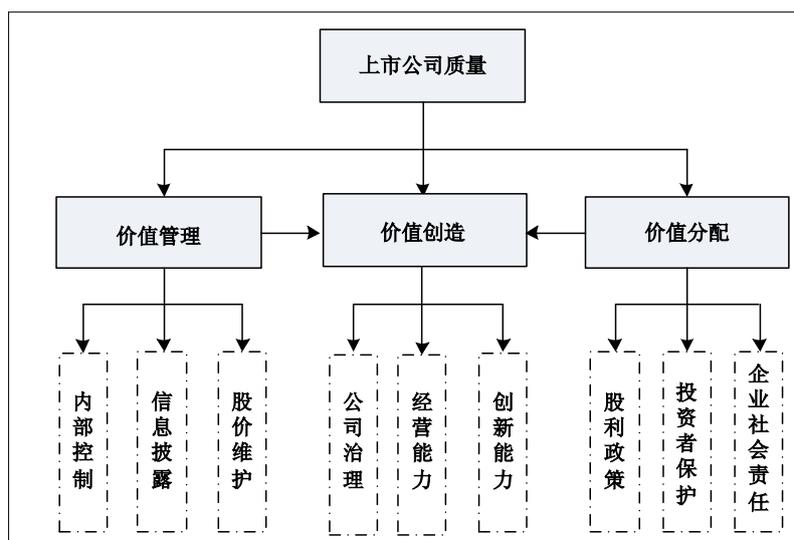
股利政策方面。股利信号理论认为，管理者拥有投资者未知的关于公司当前和（或）未来现金流信息，投资者会将股利增加（减少）解释为管理者预期持续的较高（较低）现金流的信号。大量实证分析发现，股利变化及公告与公司股票价格正相关，宣布提高股利的企业，其当月股票收益出现显著增加，而降低股利的企业则出现显著负收益。代理成本理论认为，拥有大量自由现金流的公司，管理者可能为了满足自己的目标而接受负净现值投资项目而过度投资，因此增加股利可以提升股价。

投资者保护方面。资本市场的发展能促进一国的经济增长，而投资者受保护的程度是资本市场可持续发展最为重要的因素。投资者权利的加强可以通过降低代理成本，提高管理层的科学决策，降低融资成本，减少掏空行为等，最终表现为企业价值的提高。Shleifer 和 Wolfenzon (2002) 分析表明投资者保护可以减少代理成本，从而增加公司绩效。Hagendorff 等 (2008) 比较了大银行在欧洲和美国的收购公告的价值效应，发现由于投资者保护较弱国家具有相对经营风险，收购方银行的股东要求对此类风险进行补偿，因而增加了标的方的成本。黎文靖和孔东民 (2013) 利用深交所社会公众股东网络投票的数据，发现中小股东参与公司治理能够提高公司未来绩效，并且这种绩效改善在信息透明度更差的公司中更为明显。

社会责任方面。从利益相关者的角度，企业社会责任包括经济、法律、伦理和自愿责任等方面的内容。企业需要履行对员工、消费者、社区和环境的社会责任，其内容主要包括商业道德、生产安全、职业健康、劳动者权益保护、环境保护、慈善、公益捐助等。基于利益相关者理论，利益相关者价值最大化观点认为，在社会责任表现好的公司，企业股东利益和利益相关者利益具有更大的一致性，因此利益相关者更可能为公司的长期盈利性和效率做出贡献。

### 三、上市公司质量评价体系

对上市公司而言，公司质量评价的出发点和落脚点主要体现为股东利益最大化。上市公司价值不仅受到公司内在价值创造能力的影响，与公司价值管理和价值分配相关的一些内部因素，也会间接影响到公司内在价值创造能力，从而间接地影响公司市场价值。高质量的上市公司不仅应当具备较强的价值创造能力，还应当通过较强的价值管理能力和价值分配能力，创造股票市场溢价，使公司市场价值超过其内在价值，达成公司价值最大化目标。我们根据相关文献提供的理论与实证基础构建上市公司质量评价指标体系，公司价值链的每一环均由几项子方面构成，价值创造包括财务绩效、公司治理和创新能力，价值管理包括内部控制、信息披露和股价维护，价值分配包括股利政策、投资者保护和社会责任。指标体系框架如下图所示。



上市公司质量评价体系结构图

我们对于公司质量评价的各子方面进行了进一步的细化，确立了指标层面的考虑维度。价值创造方面：（1）财务绩效方面，主要从盈利能力、偿债能力、营运能力和成长能力来选择评价指标；（2）公司治理方面主要包括股东大会股东出席情况、董事会构成和行为、股权结构、高管层行为与激励，以及两权分离度等角度选择指标；（3）创新能力主要从研发投入与创新成果产出角度选择指标。价值管理方面：（4）内部控制主要考量内部控制报告的披露、内部控制缺陷的发现及整改情况、内部控制审计，及上市公司（及相关方）违规及相关处罚情况；（5）信息披露主要考量信息的准确性、及时性和完整性，年报的审计情及重述情况；（6）股价维护主要考量大股东与高管的持股行为，以及公司股份回购等行为。价值分配方面：（7）股利政策主要考量是否分配股利、股利形式及变化，未分红的原因及相关方意见等；（8）投资者保护主要考量上市公司是否建立投资者关系管理制度、网络投票机制和累积投票机制等；（9）企业社会责任主要考量企业社会责任制度建设情况、社会责任报告的披露，以及社会责任贡献程度等方面。

#### 四、结论

上市公司是资本市场的基石，上市公司质量的提高也是资本市场回归长期投资市场本质的必由之路。上市公司的内在价值是其质量的重要决定因素，提高公司质量的本质意义就是更有效地为股东和利益相关者创造价值、管理价值和分配价值。价值创造是企业质量的核心，而价值管理和价值分配是上市公司质量的重要影响因素，同时这两方面又能间接影响公司价值创造能力，三者共同形成公司的价值流。在后危机时代和我国转型经济特征仍明显的条件下，资本市场“量”的发展未必直接带来市场主体“质”的提高，体制机制的改革与配套需要与市场机制的检验和保障结合起来。本文通过构建以提高上市公司价值为核心的质量评价体系，理清上市公司质量

内涵，为市场和监管层提供了一个全面、有理论支撑的上市公司质量评价框架和思维架构空间，同时提出了具体指标体系的考量维度，这市场回归对于我国资本市场长期投资价值的关注，监管层更加科学有效地发挥有形的手的作用，对于发掘资本市场发展的内生性动力，回归其长期投资的本质具有重要意义。

#### 参考文献

- 曾颖、陆正飞，2006，《信息披露质量与股权融资成本》，《经济研究》第2期69-79页。
- 陈晓、陈小悦、刘钊，1999，《A股盈余报告的有用性研究——来自上海、深圳股市的实证证据》，《经济研究》，第6期21-28页。
- 黎文靖、孔东民，2013，《信息透明度、公司治理与中小股东参与》，《会计研究》第1期42-49页。
- 李维安、唐跃军，2006，《公司治理评价、治理指数与公司业绩——来自2003年中国上市公司的证据》，《中国工业经济》第4期98-107页。
- 盛常艳，2012，《内部控制缺陷信息披露与公司业绩的关系》，《天津财经大学学报》第6期88-95页。
- 施东晖、司徒大年，2004，《中国上市公司治理水平及对绩效影响的经验研究》，《世界经济》，第5期69-79页。
- 杨召，2012，《上市公司内部人增持行为的实证研究》，《生产力研究》第11期85-87页。
- 张宗新、杨飞、袁庆海，2007，《上市公司信息披露质量提升能否改进公司绩效？》，《会计研究》第10期16-24页。
- Ashbaugh-Skaife, H., Colins, D., Kinney, W. and LaFond R., 2009, "The Effect of SOX Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Equity," *Journal of Accounting Research*, 47 (1), pp. 1-43.
- Baker Malcolm and Jeffrey Wurgler, 2002, "Market timing and captial structure", *Journal of Finance*, pp. 1- 32.
- Cakici, N., K. Chan, and K. Topyan, 2011, "Cross-sectional stock return predictability in China", working paper, Hong Kong University of Science and Technology.
- Fidrmuc, J., Goergen, M., & Renneboog, L, 2006, "Insider trading, news releases and ownership concentration", *Journal of Finance*, 61, pp.2931 - 2973.
- Hagendorff J., Michael Collins, Kevin Keasey, 2008, "Investor Protection and the Value

Effects of Bank Merger Announcements in Europe and the US,” *Journal of Banking & Finance*, 32, pp. 1333 - 1348.

Hammersley, Jacqueline S., Linda A. Myers, and C. Shakespeare, 2008, “Market Reactions to the Disclosure of Internal Control Weaknesses and to the Characteristics of Those Weaknesses under Section 302 of the Sarbanes Oxley Act of 2002,” *Review of Accounting Studies*, 13(1), pp. 141-165.

Leora F. Klapper and Inessa Love, 2004, “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets,” *Journal of Corporate Finance*, 10, pp. 703-728, Shleifer, A., Wolfenzon, D., 2002, “Investor Protection and Equity Markets,” *Journal of Financial Economics*, 66, pp. 3 - 27.