



李迅雷：打造中国上市公司 质量的定量评价体系





过去三十年，中国无疑是全球发展最快的主要经济体，中国股市总规模也成为全球第二；A股市场在跌宕起伏中成长，并逐步走向成熟。但作为新兴市场，中国上市公司的质量还不尽人意。如何提高上市公司的质量，是监管部门、中介机构、学者和广大投资者都非常关心的问题。建立客观科学的上市公司质量评价体系，对监管机构的政策制定和投资者的投资实践都具有重要意义。本文在梳理过去相关研究成果的基础上，通过大量的数据收集和处理、更灵活和合理的评分方法，构建中国上市公司质量的定量评价体系。

有关上市公司质量的研究比较多，涉及定量评价的研究大多主要依赖

财务指标。可能主要是因为财务指标容易获得且相对整齐，使用起来很方便。但短期财务指标的表现受宏观经济周期、行业特性、行业景气度等影响较大，对上市公司质量这一变化较慢的长期变量刻画作用有限。

本文从上市公司治理能力（股权结构、内控制度等）、上市公司竞争力（盈利能力、长期竞争潜力、抗风险能力等）、社会价值贡献（环境保护、自主可控技术贡献、慈善捐赠等）三大维度构建中国上市公司质量评价体系。其中，公司治理能力是公司竞争力和长远发展的基础，是公司质量的重中之重。

在对指标的评分方法上：对于行业间差异不明显的指标，通过全市场比较来评分；对于行业间差异明显的指标，采用行业内比较来评分；对于披露率较低、缺失值较多的指标，通过制定合理的规则来进行加分或扣分。

从评价结果来看，中国上市公司质量综合得分自 2017 年以来呈明显上升趋势，其中上市公司治理能力提升的贡献最大，上市公司竞争力指标受宏观经济影响波动，社会价值贡献也于 2021 年快速提升。从具体指标来看，员工持股计划、内控制度、长期竞争潜力、自主可控、环境保护等指标提升最明显；而 ROE、流动比率、资产负债率等指标改善相对不明显。从各省和直辖市内上市公司的质量得分来看，2021 年天津、上海、北京、浙江、安徽省得分排名靠前，宁夏、青海、山西、陕西、四川得分过去 5 年提升最多。

通过选取评分较高的上市公司构建高质量股票指数，一方面可以观测

高质量上市公司的股价表现，评估和检验评价方法的合理性，另一方面也能为投资者提供参考。从高质量上市公司股票指数的表现来看，自 2017 年以来，高质量股票指数相对沪深 300 具有明显超额收益，说明上市公司质量评价体系设置较为合理，资本市场对上市公司质量的定价也日趋有效。

一、上市公司质量评价的研究现状

1.1 研究现状梳理与总结

从研究目的、研究方法以及采用的指标体系来划分，现有的研究可以总结概括为以下四类：

1) 从微观视角出发，对上市公司个体质量进行评价。其中大部分研究着重分析企业个体的财务绩效和创新能力。其中财务绩效通常拆分为盈利能力、运营能力、抗风险能力、及成长能力四个维度。

2) 同样从企业个体价值的微观视角出发，更深入的研究认为财务绩效和创新能力仅体现上市公司价值创造的过程，影响企业未来收益现值化的因素还包括价值管理和价值分配。其中价值管理着重分析公司的内部控制、信息披露和股价维护情况，价值分配着重研究公司的股利政策、投资者保护和社会责任。

3) 从上市公司整体质量与经济环境间相关关系的宏观视角出发，认为上市公司是中国经济的支柱力量和晴雨表，通过比较上市公司整体质量数据与国家经济指标，探讨国内经济和企业在地域、产业结构、企业性质等

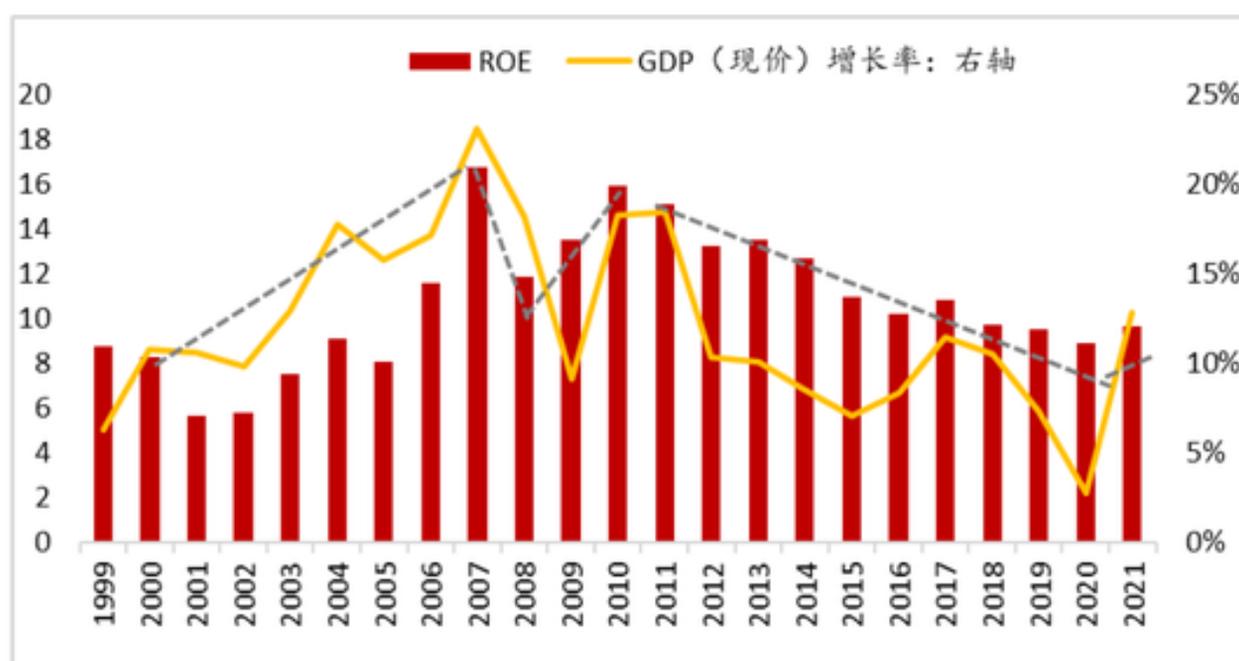
方面的分化和发展方向。

4) 从上市公司的融资功能与社会投资的宏观视角出发，对 IPO、再融资、并购重组、投资者结构等产融结合情况进行梳理。

1.2 可能存在的问题

首先，大部分定量研究可能过于依赖财务指标，而短期财务指标受行业政策、经济波动等外部因素影响较大。财务数据容易获得且相对整齐，使用起来很方便，但宏观经济周期、行业特性、行业景气度等因素对上市公司短期财务指标的影响可能是决定性的。过于依赖这些财务指标，可能存在评价结果短期波动过大的问题，而上市公司质量是一个变化较为缓慢的长期变量，因此财务指标对上市公司质量的刻画作用有限。

图表 1: A 股上市公司 ROE 均值与 GDP 增速



来源: wind, 中泰证券研究所

其次，比较方法单一化。而部分指标在不同行业中的重要程度有所不同，在行业间可能不具备可比性。比如，金融公司的财务指标明显区别于其他行业，传统周期行业与新兴行业在毛利率、杠杆率、盈利波动性等方面存在水平性差异，不具可比性。简单比较这些指标来评价上市公司质量显然不合理。

最后，囿于披露有限及数据难以获取，传统研究对公司治理、信息披露、投资者保护等方面主要采取定性分析的方法，定量分析相对较少。

1.3 改进的方向

首先，评价上市公司质量应着重从公司治理能力和公司长期竞争力的角度入手，减少对短期财务表现的依赖度。

其次，加大数据收集和处理的力度，采用更灵活和合理的评分方法。对于财务指标之外的非结构化数据，收集和处理难度都大幅增大。由于数据披露的不完整和数据可比性较弱，指标的评分方法也需要更灵活和合理。比如，对于行业间差异不明显的指标，通过全市场比较来评分；对于行业间差异明显的指标，采用行业内比较来评分；对于披露率较低、缺失值较多的指标，通过制定合理的规则来进行加分或扣分。

最后，结合当今的社会发展理念，设定合理指标评价上市公司的社会价值贡献。从环境保护、自主可控技术贡献、劳动者保护等维度评价上市公司的社会价值贡献。

二、上市公司质量评价指标体系的改进与构建

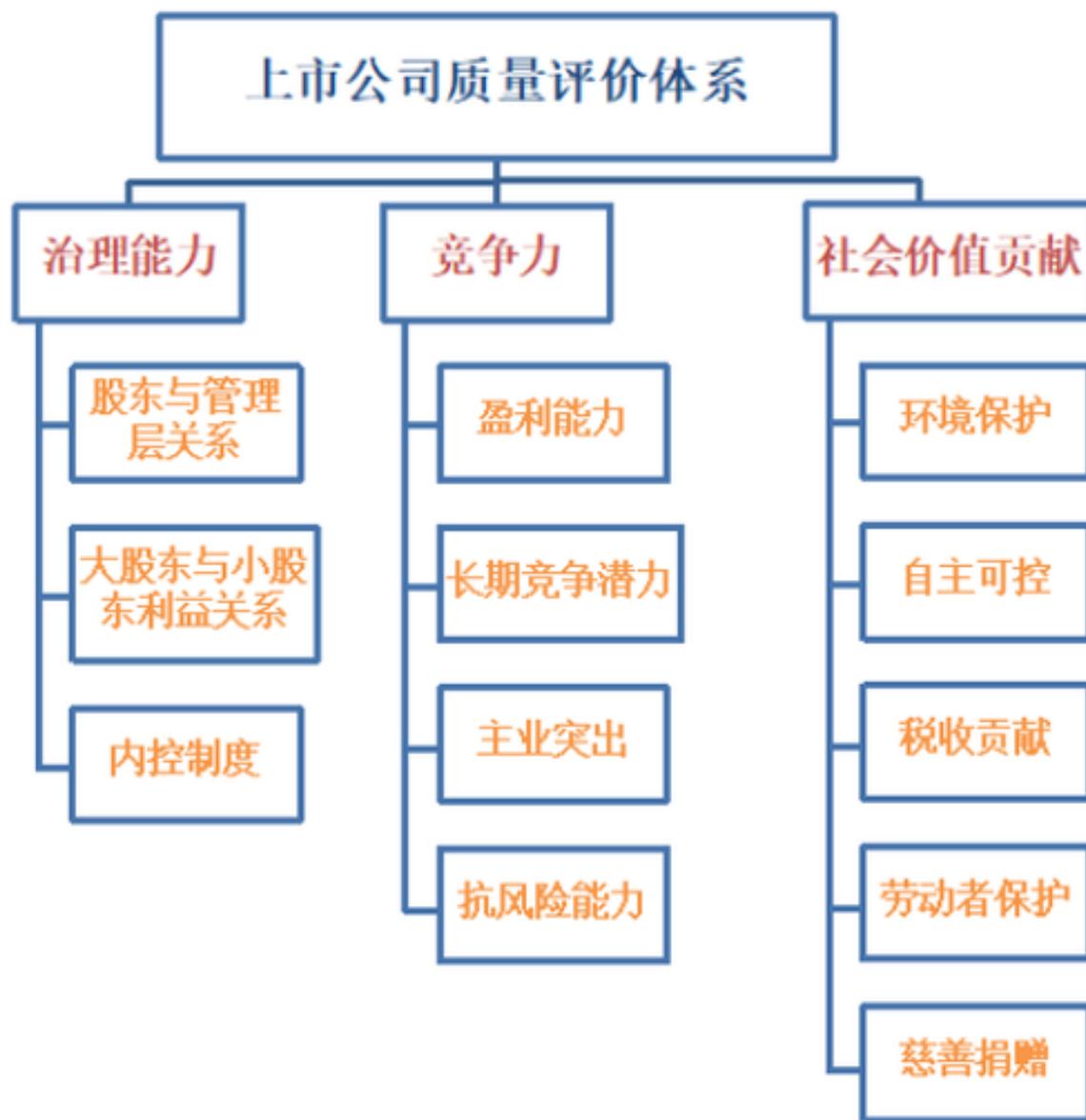
从公司治理能力、竞争力、社会价值贡献三大维度来构建上市公司质量评价体系，其权重分别为 40%、40%、20%。

公司获得稳健长远发展，其基础在于良好的公司治理能力。治理能力既体现公司对股东利益的保护，也是对公司自身风险评估的重要准则。

公司竞争力主要采取行业内比较的评价方式，可以拆解为当期盈利能力与长期潜力两个视角。

公司社会价值贡献体现公司社会责任履行的具体情况，主要从环保及安全生产、税收贡献、就业贡献三方面进行定量分析。

图表 2: A 股上市公司质量评价体系框架



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43374



云报告
www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn