中国上市公司会计投资者保护评价报告（2017）

Evaluation Report of Accounting-based Investor Protection of China's Listed Companies（2017）

北京工商大学“会计与投资者保护”创新团队

2017 年 09 月 22 日

本报告系北京市教委创新团队项目北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目的阶段性成果。同时得到国家社科基金重大项目（14ZDA027）、国家社科基金重点项目（14AJY005）、国家社会科学项目（11BGL022）、教育部人文社科项目（11YJA630080、12YJC630124）、北京市社科基金项目（13JGB056）、财政部会计名家培养工程支持项目(财会[2014]25 号)、北京市教师队伍建设—青年拔尖项目（市级）（PXM2016_014260_000004_00205779_FCG））等的资助，在此表示衷心的感谢。

北京工商大学

投资者保护研究中心（http://bhzx.btbu.edu.cn）

“会计与投资者保护”创新团队

前　言

本报告是我们连续第 8 次发布中国上市公司会计投资者保护指数（AIPI）。2017 年全国金融工作会议明确指出，要把发展直接融资放在重要位置，形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。从监管层面来看，2016 年中国证监会启动投资者保护专项活动，出台了多项保护中小投资者的举措，比如将投资者保护特别是中小投资者保护全面嵌入监管制度设计中，严厉打击内幕交易等违法违规行为，建立多元化纠纷解决机制、完善中小投资者赔偿制度等等，投资者保护已经成为监管层工作的重中之重。2016 年，“私募一哥”徐翔案被揭开黑幕，2010 年至 2015 年间，徐翔单独或伙同他人，先后与 13 家上市公司的董事长或者实际控制人合谋操纵上述公司的信息披露及股票交易，非法获利 93 亿元。2016 年，监管部门查处了一批损害投资者利益的大案要案，既有效的防范了金融风险，也切实维护了投资者利益，实现了投资者保护。2016 年，出现了很多“忽悠式”信息披露，一些上市公司借助热门题材“吹泡泡”，通过披露不真实、不准确的信息夸大、渲染相关业务给公司带来的影响，误导投资者，引起投资者的跟风追捧，殊不知背后不过是虚无缥缈的愿景而已。例如，安硕信息（300380）的虚假“互联网＋金融”信息披露，宝利国际（300135）的虚假的“一带一路”信息披露，海润光伏（600401）每 10 股转增 20 股的高送转陷阱，影视明星赵薇原本想要拿下的上市公司万家文化（600576）以及鞍重股份（002667）“忽悠式”、“跟风式”重组。监管部门进一步规范了以宝能举牌万科为代表“炒作式”、“投机型”的上市公司并购。针对 IPO 造假，证监会也打出组合拳，实施全流程审计把控，重点审查信息披露，处罚了圣元环保、上海基美、振隆特产等一批申请 IPO 企业。对于纵容、默许或忽视上市公司造假的中介机构，也进行了处罚，如加大对瑞华、立信会计师事务所的处罚，以儆效尤。重拳出击，投资者保护的意识和行为蔚然成风，减少乃至清除了防碍投资者保护的“奢淫无度的土豪”、“兴风作浪的妖精”、“谋财害命的害人精”、“门口野蛮人”和“来路不正的强盗”。当然，打钩打铁还需自身硬，从证监会 2012 副主席姚刚普通工作人员刘书帆，2015 年以来查处的证监系统官员超过 10 人。这一切说明，投资者保护是资本市场发展的基础，也是资本市场监管的重中之重，当然投资者保护任重而道远。

2017 年，我们也看到了投资者保护的亮点和方向：公司治理有效性进一步提升，尤其是国有企业中党的治理的地位日益明确，作用日益凸显，成为国企治理的生力军；内部控制运行的有效性进一步提升，管理会计全面推广，企业管理决策、管理控制能力进一步提升，注册制广泛开展，投资者日益理性。管理会计在财政部的大力推动下，基本指引发布实施，推动上市公司由“约束型”保护向“增值型”保护转变。以注册制为导向的新三板市场进入发展巩固期，挂牌公司数量超 10000 家，成为中国资本市场的生力军和新鲜血液，给了投资者以无限的想象和希望。

我国资本市场改革的目标是建立多层次的资本市场，其健康运转的微观主体基础是高质量的上市公司，健康运转的机制基础是投资者保护。这都离不开高透明的会计信息、有效的公司治理与内部控制的基础性作用，也需要公司切实提高其管理控制能力和财务决策质量。投资者保护既需要法律保护，也需要社会规范与市场机制保护。法律的存在和实施是投资者保护的底线，除《公司法》、《证券法》、《会计法》等法律保障外，会计准则（我国体现为规章）的制订和实施质量是会计投资者保护的重要方面。在投资者保护中，更需要让市场机制和社会规范机制充分发挥作用。高质量（治理、内控、管控和财务等）公司会充分保障投资者的知情权、决策权和收益权，能够保护投资者利益，这些公司在资本市场中会受到投资者的青睐和追捧（而不是盲目炒作），它们会有更强的融资能力、更低的融资成本，而低质量公司会受到市场的惩罚（股价下跌、高融资成本、高管更换等），这会提升公司进行投资者保护的动力，避免出现投资者保护中的“囚徒困境”和“劣币排斥良币”现象，让市场机制充分发挥作用，而会计透明度是其基础。通过法律和市场的作用，形成资本市场的诚信体系、信托精神和投资者保护文化，会形成投资者保护的内在动力和自动运行体系。公司层面的投资者保护，会体现到中观市场层面的资源配置效率、资本市场的“经济晴雨表”能力等方面，进一步提升宏观经济发展的动力和活力。

基于以上思想，我们建立了包括五个构成要素、三个价值目标、三个实现机制、三个作用路径的会计投资者保护理论框架，并建立了中国上市公司会计投资者保护体系。通过对公司的会计质量评价，揭示公司会计投资者保护能力和水平，提升公司会计投资者保护透明度，让市场机制发挥决定性作用，并逐渐形成会计

投资者保护的社会规范。会计体系在法律法规、社会规范和市场机制的协同作用下，通过事前逆向选择规避、事中决策与控制、事后背德惩戒，在不同层面上保护公司价值、股东价值与中小股东价值，并最终保障投资者的投资价值（北京工商大学“会计与投资者保护”项目组，2014）。

判断一套指标优劣的重要标准是其信度与效度，及其运行过程中的反馈价值与预测价值。通过对过去 7 年指数结果的总结与分析，我们发现 AIPI 具有较高的信度与效度，以及较好的反馈与预测价值。从个股层面来看，过去 7 年，我们成功地预测出紫鑫药业、绿大地、万福生科、振东制药、国恒铁路、华昌达、海龙科技、鲁北化工、山水文化、万家文化、博元投资、慧球科技等多家上市公司的信息操纵、内部控制、公司治理等违规问题。从行业和地区来看，指数与行业走势息息相关，能够比较准确地反映行业和地区层面的投资者保护水平。例如，我们的指数动态地反映出金融业较高的投资者保护水平的急转直下以及新兴科技型、创新型、成长型企业投资者保护的异军突起，以及稳定地反映出北京、浙江等经济发达地区较高的保护水平和宁夏、西藏等欠发达地区较低的保护水平，这与现实基本吻合。从宏观层面来看，AIPI 的高低也与整个宏观经济趋势保持了一致。

指数不但具有个体评价、排名与预测能力，还具有市场层面的投资指导能力。我们以指数结果作为解释变量，看指数对股东市场收益的解释能力，发现在控制相关因素的基础上，上年指数对下一年度的会计收益和市场收益都具有显著的解释能力（能够解释其收益的 6%以上）。另一方面，我们以上市公司中排名最好的 100 家公司进行组合，组成会计投资者保护 100 指数，发现其市场走势明显强于大盘（平均要高 3~5 个百分点）。第三，通过研究发现，投资者保护水平较高的公司，更少受到“黑天鹅”的困扰，其股价崩盘风险更低。不但如此，投资者保护指数还能显著解释公司的违规可能性以及公司的权益资本成本，投资者保护指数越低，其违规的可能性越高，而权益资本成本越高。

上述结果显示了本套指数的强大的生命力所在，也是项目组不懈探索的动力所在。我们将持续努力，为推进中国投资者保护理论研究与实践开展贡献我们的微薄之力。

本指数的完成凝聚了“会计与投资者保护”创新团队的大量心血。团队负责

人谢志华教授提出总体思路、总体框架和总体方法，并对指标和数据进行仔细审核；学科带头人杨有红教授提供了重要的理论支持和技术指导；团队核心人员王峰娟、穆林娟、张宏亮、刘婷、杜海霞、牛红军、杨克智、粟立钟、支春红、王欣冬、王简、张继德、孙玥璠、刘红晔、刘恋、史国英、彭红星、鲁昱等参与了指数编制与报告撰写工作，中央财经大学博士生杨超和北京工商大学众多硕士生进行了数据采集与处理。本书的最终面世归功于超过 70 人在 5600 个小时的全心投入，在此难以一一列举，特向他们致以深深的谢意。

我们的工作得到了北京工商大学商学院院长王国顺教授、党委书记毛新述教授的大力支持与鼓励，以及商学院孙永波副院长、杨浩雄副院长、何玉润副院长的指导与协助，在此一并致以诚挚的谢意。

欢迎广大读者提出宝贵的意见和建议，意见和建议可反馈至 bhzx@th.btbu.edu.cn，投资者保护指数电子版可以在投资者保护中心网站下载（http://bhzx.btbu.edu.cn）。

摘　要

投资者保护是当前我国资本市场管理的重中之重。会计的投资者保护功能，既通过法律法规、社会规范和市场这三种机制实现，又有其特定的目标和路径。会计体系在法律法规、社会规范和市场机制的协同作用下，通过事前逆向选择规避、事中决策与控制和事后背德惩戒，在不同层面上保护公司价值、股东价值与中小股东价值，并最终保障投资者的投资价值。会计投资者保护指数的依据是包括五个构成要素（会计信息、内部控制、外部审计、管理控制与财务运行）、三个价值目标、三个实现机制、三个作用路径的会计投资者保护理论框架。同时，从会计体系的构成要素出发，分析要素中体系保护机制、遵循保护路径并可以实现保护目标的子要素与具体指标，建立评价指标体系，实现对公司投资者保护程度的评价。在本报告中，我们将连续第 8 次发布中国上市公司会计投资者保护指数（AIPI2017）。从分析结果来看，主要结论如下：

（1）从总体上来看，中国上市公司 2017 年度的会计投资者保护指数均值为 54.38 分，比 2016 年上升 0.26 分。2017 年度，中国上市公司的会计投资者保护相比 2016 年有所上升，总体上来看，有稳中向好的趋势，但总体水平依然不高。其中会计信息、内部控制指数与管理控制指数得分提高，而外部审计指数与财务运行指数的得分都出现了下降。

（2）从各部分指数来看，外部审计质量和财务运行质量在最近三年持续下降，内部控制和管理控制质量在近三年稳定上升，会计信息质量触底回升，呈 V 型反转。由于外部和内部环境的变化，使企业既具有进行投资者保护的动力，也面临投资者保护的困难和障碍，体现在投资者保护的指标上，出现低位上升的趋势。

（3）分行业来看，投资者保护程度最高的三个行业分别为住宿和餐饮业（57.05 分）、酒、饮料和精制茶业（56.96 分）及仪器仪表制造业（56.78 分）。投资者保护最差的三个行业分别为化学原料和化学制品制造业（52.94 分）、化学纤维制造业（52.45）、采矿业（52.15），全部为集中在第二产业（见表 2-10）。

（4）分地域来看，各省份的平均得分均在 50~60 分之间，前三名分别为北京（56.45 分）、浙江（55.06 分）和广东（54.98）。后三名分别为青海（51.12 分）、海南（51.98 分）和广西（52.16）。西藏、重庆、内蒙古和宁夏 4 个西部省份的

投资者保护程度上升幅度最大。

（5）外资控股公司的投资者保护水平最高，为 55.06 分，其次为国有控股公司，为 54.85 分，而民营控股与其他控股的投资者保护程度较弱（分别为 54.11 分和 53.23 分），其中，其他控股公司的投资者保护水平垫底。从近几年整体情况来看，不同控制人性质公司的投资者保护水平变化不大，呈现出外强内弱、国强民弱的特点。

（6）就国有企业来看，中央国企的投资者保护水平高于地方国企，竞争型国企的投资者保护水平远高于功能型国企，这一状况与 2016 年没有变化。

（7）从第一大股东的持股比例来看，投资者保护水平与持股比例呈正向变动关系，即第一大股东持股比例越高，投资者保护水平越高。持股比例最高组（得分 56.12）与持股比例最低组（得分 53.70）的保护水平相差 2.42 分，相比 2016 年进一步拉大。从 2015~2017 三年的情况来看，其情况总体类似，持股比例较低公司的会计投资者保护水平较低，但较高持股比例公司的投资者保护水平的差距有逐渐拉大的趋势。

（8）按照上市公司的上市板块来分析，深市主板、中小板和创业板上市公司投资者保护程度较高，沪市主板的投资者保护程度最低。2017 年度沪市主板上市公司的投资者保护水平与 2016 年变化不大，整体上呈现出深强沪弱的特点。

目录

第一章　会计投资者保护指数系统.....1
一、会计与投资者保护：内涵及外延.....1
二、会计与投资者保护：评价指标体系.....8
三、评价指标权重的确定.....19
第二章　中国上市公司总体状况评价.....22
一、公司来源及选取.....22
二、按行业分类的投资者保护状况评价.....31
三、按地区分类的投资者保护状况评价.....34
四、按最终控制人性质分类的投资者保护状况评价.....36
五、按第一大股东持股比例分类的投资者保护状况评价.....38
六、按上市板块的投资者保护指数评价.....40
七、主要结论.....41
第三章　中国上市公司会计信息质量评价.....43
一、会计信息质量总体描述.....43
二、按行业分类的会计信息质量评价.....46
三、按地区分类会计信息质量评价.....48
四、按最终控制人性质分类的会计信息质量评价.....51
五、按第一大股东持股比例分类的会计信息质量评价.....53
六、按上市板块分类的会计信息质量评价.....54
七、主要结论.....55
第四章　中国上市公司内部控制质量评价.....57
一、内部控制质量总体描述.....57
二、按行业分类的内部控制质量评价.....59
三、按地区分类的内部控制质量评价.....61
四、按最终控制人性质分类的内部控制质量评价.....65
五、按第一大股东持股比例分类的内部控制质量评价.....66
六、按上市板块分类的内部控制质量评价.....67
七、主要结论.....68
第五章　中国上市公司审计质量评价.....70
一、审计质量总体评价.....70
二、按行业分类的审计质量评价.....72
三、按地区分类的审计质量评价.....74
四、按最终控制人性质分类的审计质量评价.....77
五、按第一大股东持股比例分类的审计质量评价.....78
六、按上市板块分类的审计质量评价.....79
七、主要结论.....80
第六章　中国上市公司管理控制质量评价.....82
一、管理控制质量总体描述.....82
二、按行业分类的管理控制质量评价.....85
三、分地区分类的管理控制质量评价.....87
四、按最终控制人分类的管理控制质量评价.....87

五、按第一大股东持股比例分类的管理控制质量评价.....89
六、按上市板块分类的管理控制质量评价.....90
七、主要结论.....90
第七章　中国上市公司财务运行质量评价.....92
一、中国上市公司财务运行质量总体描述.....92
二、按行业分类的财务运行质量评价.....95
三、按地区分类的财务运行质量评价.....98
四、按最终控制人性质分类的财务运行质量评价.....100
五、按第一大股东持股比例分类的财务运行质量评价.....102
六、按上市板块分类的财务运行质量评价.....103
七、主要结论.....104
附 1：总体排名前 100 位与后 100 位公司.....106
附 2：主板排名前 30 位与后 30 位公司.....112
附 3：中小板排名前 30 位与后 30 位公司.....114
附 4：创业板排名前 10 位与后 10 位公司.....116
附 5：金融企业排名前 10 位与后 10 位公司.....118
附 6：国有企业排名前 30 位与后 30 位公司.....119

第一章　会计投资者保护指数系统

一、会计与投资者保护：内涵及外延

资本市场在一国经济发展中发挥着越来越重要的作用，而投资者保护是影响与促进资本市场发展最为重要的因素。投资者保护机制已由最初单纯对法律保护的强调，发展为对多种机制的综合开发利用，其中信息不对称问题是投资者保护机制实施的最大障碍。我国资本市场投资者保护体系是在政府主导下发展起来的，当前投资者保护已经成为我国资本市场立法与监管的核心价值取向，国外行之有效的投资者保护机制被不断引入，投资者保护受到空前重视。然而，我国上市公司侵犯股东权益的案例频频发生，尤其是侵犯中小股东权益的现象屡禁不止。分析现有的投资者保护机制，我们发现会计在投资者保护中的应有作用并没有引起足够的重视，会计对投资者保护作用的评价及其相关信息对于投资者保护体系的完善具有不可替代的作用。会计的投资者保护的作用主要表现：通过定价功能，使得投资者能够正确投资，从而取得应有的投资报酬；通过治理功能保证这些应有的报酬不被管理层或者大股东侵占。在我们看来，促进投资者保护的会计系统，既包括会计信息本身，也包括对会计信息起保证与鉴证作用的外部审计体系、对会计信息与企业经营活动起控制作用的内部控制体系及对企业成长与增值起支持作用的财务运行体系，离开这些会计及其衍生体系，单纯从法律角度研究投资者保护问题，是难以从机制上建立完善的投资者保护体系的。

我们认为，会计及其衍生体系通过其功能，可以缓解两权分离下委托人与受托人之间的信息不对称而带来的利益冲突，提高企业运营效率，保证投资者的知情权、决策权与收益权，并最终保障投资者的投资价值。

会计在发挥其投资者保护功能的过程中，会计信息、内部控制、外部审计、管理控制与财务运行是相辅相成的五个要素。

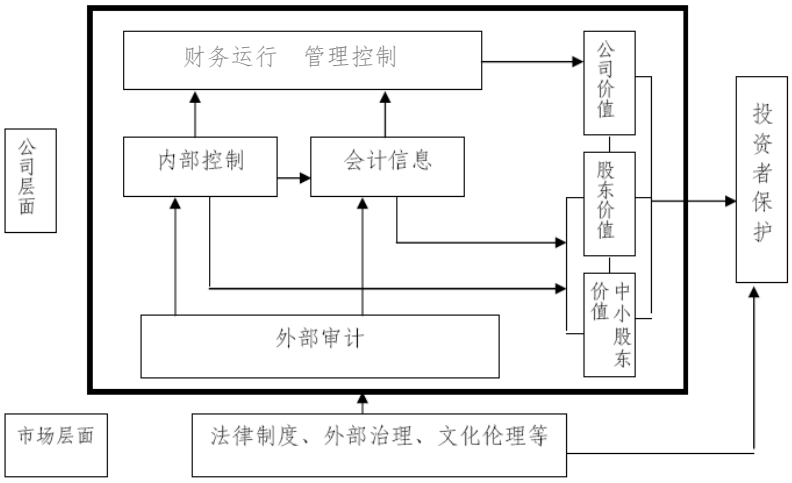


图 1-1 会计与投资者保护要素体系框架

会计及其相关体系，在法律规范机制、社会规范机制和市场机制的协同作用下，通过事前逆向选择规避、事中决策与控制、事后背德惩戒，在不同层面上保护公司价值、股东价值与中小股东价值，并最终保障投资者的投资价值。

（一）会计投资者保护的五个构成要素

投资者保护的完整会计体系，既包括会计信息本身，也包括会计的相关体系，即外部审计、内部控制、管理控制和财务运行。会计信息是投资者投资决策所依赖的基本信息，也是不同利益相关者博弈的必备要素。外部审计在一定程度上保证了会计信息的可靠性，强化了其基础性信息与基础性制度的功能。内部控制体系既是高质量会计信息生成过程的控制要素，又是企业经营活动中应对风险冲击的重要屏障，管理控制与财务运行体系对企业成长与增值起支持作用，是企业价值增值的重要的保障。这五个要素相辅相成，在不同层面发挥投资者保护作用，财务活动与管理控制（决策）是企业价值的直接提升要素，也会间接提升投资者的投资价值。会计信息一方面提升投资者对公司定价的有效性，另一方面也提升了投资者对经理层监督与评价的效率，是投资者的直接保护要素。内部控制一方面会提升会计信息质量，另一方面会提升管理控制与财务决策的有效性。这五个要素在不同层面与角度保护投资者最终投资价值的实现。

（二）会计投资者保护“三层价值”目标

投资者的投资价值不是抽象的、普适的，而是在特定语境、特定时间与空间下的具体价值。从中国企业与资本市场发展来看，我们所要保护的投资者的投资价值是有层次、有侧重的。相应的，会计投资者保护的价值目标也是一个具体的、

分层的体系。从保护的价值享有主体来看，表现为企业价值、股东价值与中小股东价值，这三个价值具有不同的内涵，体现其背后价值享有主体的矛盾与统一。企业价值是基础，是投资者保护的第一层价值。但是在两权分离的环境下，会出现第一级代理关系，即股东与经理两个利益层的委托代理关系(Jensen and Meckling，1976)，并出现堑壕效应(entrenchment effects)(Morck et al., 1988)，经理层为了自身利益的最大化可能损害股东价值，因而在第一级代理关系存在的情况下，会出现企业价值保护与股东价值保护不一致现象，进而引出投资者保护的第二层价值——股东价值。在资本市场与股东分散化条件下，主要的代理问题转化为大股东与中小股东间的利益冲突，大股东通过“掏空”侵害中小股东利益(La Porta et al., 2002；Dyck and Zingales，2004；Cheung, 2006)，因而保护股东价值的主要问题是中小股东价值保护问题，从而出现第二级代理关系，大股东与中小股东，所以控制权分散的资本市场条件下投资者保护的焦点是中小股东价值，即投资者保护的第三层价值。

（三）会计的投资者保护功能的实现机制及路径

会计通过法律机制、市场机制与社会规范机制保护股东价值，有三个基本路径：事前逆向选择规避、事中决策与控制、事后背德惩戒。

从事前来看，会计的投资者保护功能体现为逆向选择规避与市场资源配置。在两权分离条件下，外部投资者与企业之间形成一个柠檬市场，从上市公司来看，存在股东与管理层、大股东与小股东、大机构与中小投资者之间的信息不对称，包括信息源不对称、信息的时间不对称和信息的数量不对称(蓝文永，2009)，这种信息不对称引发的“逆向选择”将会导致市场失败(Akerlof,1970)。从投资者角度来看，会计能够降低信息不对称，提高投资者对公司价值与风险估计的精度，降低其投资失误的概率。这是会计降低事前代理成本，从而起到投资者保护功能的最基本表现。从市场层面来看，在外部审计与内部控制作用下所产生的高质量的会计信息能缓解市场的信息不对称，将公司内部信息转化为外部信息以控制可能的逆向选择(Scott, 2003)，防止出现“劣币驱逐良币”的现象，促进资源的合理配置及投资者与企业间的良性互动。会计在其中既是一个法律（法规）工具，同时更多体现的是市场机制的作用。

从事中来看，在于会计及其衍生体系的决策与控制价值。企业的决策有管理

控制决策(如全面预算管理、价值链管理、业绩评价与考核、成本管理等)与财务决策(如投资决策、筹资决策与运营决策)。管理会计与财务运行本身是决策的工具，会计信息是决策的基础，内部控制是强化这些决策、提高过程质量的手段。企业的本质是一种市场配置要素资源的替代，是短期契约的长期化，是平等要素提供主体的层级化与权威化(Coase, 1937)，这个契约表现为不完备契约(Cheung，1983)和隐性契约(陈冬华等，2008)。基于管理层经验、偏好与个人价值的管理控制决策与财务决策更多体现了隐性契约与不完备契约的特点。这种不完备契约的执行可以填补正式契约的不足，但也会形成对契约双方原定契约目标的偏离与扭曲。决策效率的高低一方面依赖于制度设计与目标导向，但更多依赖于社会规范、价值观、文化制约下各方默认的一致隐性预期，这种预期的无偏性、稳定性、强度与弹性，更多取决于所处环境中的文化、伦理、价值观等非正式契约或者社会规范，取决于藏而不露、心领神会的“无形之手”。在企业管理决策实践中，这种基于隐性契约与社会规范的决策与运行机制表现出强大的生命力，如联想集团以“事为先，人为重”原则展开集团的经营，变“齿轮文化”为“发动机文化”(柳传志，2007)，宝钢集团的“异层级”思想与行为(王凤彬，2009)，强调的不是决策的统一性与制度化，而是以非正式制度为核心的决策的效率性问题。

内部控制也是一个重要的投资者保护的过程要素，其目标被设定为合理保证、企业合法合规、资产安全、财务报告及相关信息真实完整，提高经营效率和效果(企业内部控制基本规范，2008)。内部控制的本质表现为企业组织体系中各相关的平等利益主体之间的相互制衡和各科层权力主体依上而下的监督(谢志华，2009)。从监督来看，会存在监督权力外溢现象(陈冬华等，2008)，组织内部会通过声誉机制、组织压力、自律机制和非正式沟通实现对正式监督制度的替代；从制衡来看，其发挥作用的条件是具有同一平行层次的不同主体，它们分别有各自的利益诉求，一个主体的不作为或非组织目标行为会损害另一主体的利益。制衡的运行更多基于平等主体的利益冲突、基于“三个和尚没水吃”的行为效应及非正式组织的社会规范效应。

从事后来看，会计体系存在或创造一种市场化的管理层或大股东背德的声誉机制与惩戒机制(Dyck and Zingales，2004；向凯和陈胜蓝，2007；崔学刚，2011)，表现在资本市场、经理人市场与产品市场。透明而高质量的会计信息、有效的内

部控制、高效的管理控制决策与财务决策能够降低外部投资者的信息风险与投资风险，并降低公司的股权与债务融资成本；失败的投资与运营、低下的经营业绩更可能引起高管的更换；高质量的审计师会提升公司股票的价值相关性，选择四大事务所能显著提高公司价值(Fan and Wong，2005)，等等。这些机制又会进一步反馈到事前与事中机制上来，强化了会计的投资者保护功能。

根据以上分析，我们建立了会计投资者保护的一般理论框架（见图 1－2）

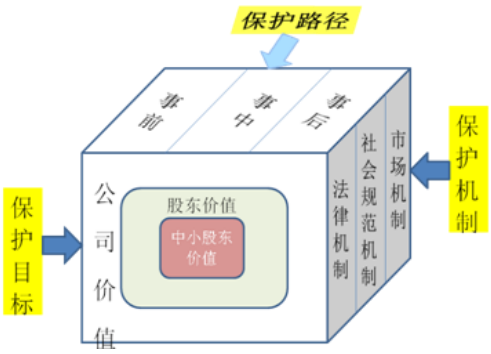


图 1-2　会计投资者保护的理论框架

（四） 基于会计的投资者保护的评价体系的建立

我们认为，基于投资者保护的目标、路径和机制的理论框架，可以从会计视角，设立指标，评价一家公司投资者保护状况的好坏和程度。这里的会计是大会计概念，既包括起到信息披露与报告的财务会计，也包括对会计信息质量起保证作用的外部审计，以及保证会计信息质量和保证决策运营质量的内部控制，还包括体现公司价值创造能力与风险控制水平的财务运行。

1．会计信息质量与投资者保护

在资本市场日益发展及股权日益分散化的条件下，信息质量尤其是会计信息质量作为投资者保护工具的作用越来越重要，其投资者保护功能通过会计信息的资源配置、治理与定价机制实现。在资本市场条件下，会计信息可以通过三种机制发挥投资者保护作用。一是高质量的会计信息能够减少股票市场中由于信息不对称产生“逆向选择”而带来的市场失败问题(Akerlof，1970)，从而在市场层面提升资源配置效率，纠正“劣币排斥良币”的市场扭曲现象。二是高质量的会计信息能够提升公司的契约效率(如激励、投资决策、股利分配)，降低代理成本(如降低管理层与大股东侵占、降低堑壕效应)，从而在公司层面提升其治理的有效性，保护投资者。三是高质量的会计信息能够提升投资者层面的估值有效性，有

效识别公司风险，产生合理的风险定价效应，减少投资者决策失误，保护投资者利益。

根据以上论述，我们可以建立投资者保护的会计实现机制框架（见图 1-3）。会计信息质量的高低关乎投资者的决策和利益，因此，从会计视角评价一家公司的投资程度状况，其路径之一是评价公司的会计信息质量。根据会计信息质量的经典研究，我们选择了典型、公认的三个方面的指标，对会计信息质量进行评价，进而评价其投资者保护状况。这三个指标分别为会计信息的可靠性、会计信息的相关性和公司的信息披露质量。我们认为，公司的会计信息质量越高，其投资者保护状况越好。

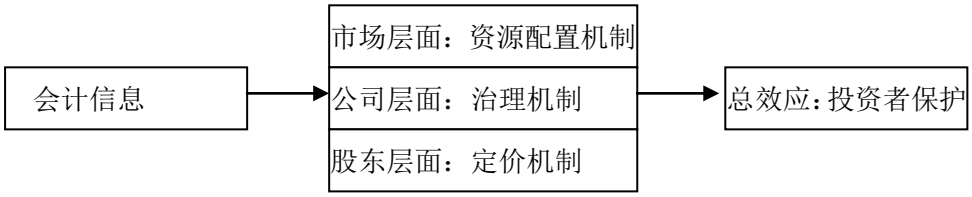


图1-3 会计信息发挥投资者保护作用的三种机制

2．内部控制质量与投资者保护

资本市场中投资者保护的核心问题是解决信息不对称问题和代理问题（Healy and Palepu，2001）。我们认为，投资者保护要实现对股东收益权、决策权和知情权的保护，保障投资者的投资价值。内部控制对股东的保护有直接和间接两个途径：一方面，内部控制通过体系建立和运行，促进公司决策的有效性，控制公司层面与业务层面的风险，保障股东的收益权和决策权在公司层面得以落实；另一方面，内部控制质量与会计盈余质量水平正相关，内部控制通过保障会计信息的真实可靠性，保护股东的知情权。

已有研究发现，内部控制具有重要的投资者保护作用。表现在，改善财务报告质量和盈余质量，强化投资者利益保护（杨有红、毛新述，2011；雷英等，2013）；抑制盈余管理（方红星、金玉娜，2013）及非效率投资（方红星、金玉娜，2013；张会丽 吴有红，2014），提升投资决策质量（张继勋等，2011）；促进公司的投资者管理水平（李志斌，2013）；高的内部控制质量最终有利于促进公司的价值（肖华、张国清，2013）。因此，无论从理论还是实证方面，内部控制质量都是投资者保护的重要因素，因此，评价一家公司的内部控制质量，可以直接或间接地评价一家公司的投资者保护程度。

根据 COSO 和我国内部控制规范，内部控制质量主要体现在内部控制运行、内部控制信息披露和内部控制外部监督三个层面，我们从这三个方面设立指标，查找数据，并对上市公司基于内部控制视角的投资者保护质量进行评价。

3．外部审计质量与投资者保护

外部审计的根本功能是为投资者提供保护（王艳艳、于李胜，2006），外部审计从其定位、角色和功能方面都具有投资者保护作用。首先，外部审计是会计监督体系的重要组成部分，是保证会计信息真实、完整的必不可少的工具，是保证高质量会计信息生成的最后一个环节；其次，外部审计是公司治理的重要工具，是公司决策、执行和监督所形成的治理体系的重要组成部分，尤其对于上市公司来说，其监督权的落实既有赖于内部的监事会和董事会中的独立董事，更有赖于独立的外部审计；第三，从外部的功能来看，外部审计具有监督、鉴证、评价和控制四大职能（蔡春等，2006），通过此四大职能的发挥，抑制内部人控制和内部人损害行为，是有效的“监控工具”。从实证结论来看，也支持外部审计质量的投资者保护作用，如外部审计具有投资者保护作用，并可以在一定程度上作为法律的替代机制保护投资者（王艳艳、于李胜，2006）；外部审计质量越高，公司的过度投资越能得到改善（李青原，2009）；审计监督越强，越有利于抑制管理层的利益侵占行为（赵国宇，唐红，2012）；审计能缓解代理冲突，提升公司价值（雷光勇等，2015），等等。因此，评价一家公司的外部审计质量，可以从外部审计视角评价上市公司投资者保护的程度。

根据已有文献和中国外部审计的具体状况，我们选择了外部审计的独立性、执业质量和保障性三个指标，对上市公司的外部审计质量进行评价。

4．财务运行质量和投资者保护

根据本课题所建立的理论框架，投资者保护的核心在于保障外部投资者的知情权、决策权和收益权，最终保障投资者投资价值。投资者投资价值取得或实现的根本是公司价值这个大“蛋糕”，当然，公司价值转化为股东价值或中小股东价值也需要一定的条件，这些条件已经蕴含在前面三类指标之中。没有公司价值，投资者价值就是无源之水、无本之木，追求没有公司价值作为支撑的股东价值会陷入对壳的追捧和概念的炒作。如何实现公司价值呢？关键在于提升公司投资质量、筹资质量和资金运营质量，当然，股利分配直接关系到投资者利益的实现与

取得，是投资者保护的直接度量指标。截至目前，有大量的文献研究了投资数量（过度投资）、投资结构、筹资成本、营运效率与股东价值或公司价值的关系。我们认为，基于公司财务运行角度，评价一家公司的财务运行质量，可以从投资质量、筹资质量、资金运营质量和股利分配质量四个方面进行评价。

二、会计与投资者保护：评价指标体系

会计具有投资者保护功能，这一功能的发挥具有复杂的机制与路径，如何通过会计来评价一个公司投资者保护程度，是一个难点问题。从会计体系构成要素出发，分析要素中体现保护机制、遵循保护路径并可以实现保护目标的子要素与具体指标，可以实现对公司投资者保护程度的评价。基于此，我们从这些要素的运行质量出发，建立评价指标体系，并对上市公司展开评价。

（一）会计信息与投资者保护指标

会计信息与投资者保护方面设置了以下三个方面的指标。

1．可靠性

可靠性主要通过盈余管理和盈余稳健性来衡量。具体分析如下：

（1）盈余管理（ACCU）。

我们使用应计利润分离法以测试盈余管理，把应计总额分解为操控性应计利润和非操控性应计利润，并假定非操控性应计利润随经济环境的变化而变化。分行业估计并且采用线下项目前总应计利润作为因变量估计特征参数的基本 Jones 模型和 KS 模型最能有效揭示出盈余管理，考虑到模型的普通适用性，我们采用基本的 Jones 模型来测度上市公司的盈余管理程度。

（2）盈余稳健性（CONS）。

大量文献认为，稳健的财务报告是高质量的，或者说高质量的财务报告应当是稳健的（Ball, Robin and Wu, 2003;Ball and Shivakumar, 2005, etal.），稳健性会计质量有助于通过降低信息不对称、提高公司治理水平而发挥投资者保护作用。

本指数以改进的公司层面的 Basu 模型（Khan and Watts,2009）作为稳健性的基本测度方法。同时，在稳健性测度中，考虑了年报审计意见及年报重述对稳健性的影响。

2．相关性

按照 FASB 和 IASB 的观点，财务报告的主要目标是向会计信息使用者提供与决策相关的信息，从投资者保护观点出发，财务报告能够为投资者提供决策相关的信息，可以促进外部投资者的投资决策，以维护其投资利益。

我们使用以下两个指标来测度公司层面的会计信息的相关性：

（1）年报盈余的信息含量（INFO）。

计算公司年报的 *CAR*（+1，+5），我们以年报公布日为第 1 日，若该股票当日停牌，则以年报公布次日为第 1 日。*CAR* 的计算使用市场模型，即：

$$\mathrm{CAJ_j}=\sum_{d=1}^{5}\left[R_{j,d}-E(R_{j,d})\right]=\sum_{d=1}^{5}\left(R_{j,d}-\hat{\beta}_j\cdot R_{m,d}\right)$$

其中，$R_{j,d}$ 为考虑现金分红再投资的个别日收益率，$R_{m,d}$ 为第 d 日考虑现金分红再投资流通市值加权的 A 股市场平均收益，$\hat{\beta}_j$ 为公司 j 在上市公司 2015 年年报公布前 180 天以市场数据估计的 β 系数。

以 *CAR* 与公司的未预期盈余（UE_j，$UE_j=EPS_{j,t}\quad EPS_{j,t-1}$）相对比率作为公司年报信息含量的测试指标，即:

$$INFO_{\mathrm{j}}=\frac{\mathrm{CAR_j}}{UE_j/P_{t-1}}$$

其中，P_{t-1} 为公司上年末股票收盘价。

（2）年报盈余的价值相关性(REVE)。

我们以公司当年未预期回报(*UR*)与未预期盈余(*UE*)的比率作为年报盈余的价值相关性代理指标。

$$REVE_{\mathrm{j}}=\frac{\mathrm{UR_j}}{UE_j/P_{t-1}}$$

其中：

$$\mathrm{UR_j}=R_{\mathrm{j,t}}-\hat{\beta}_j\cdot R_{m,t}$$

$R_{j,t}$ 为会计年末前 8 个月到年末 4 个月（-8,+4）的股票考虑现金分红再投资的收益率；$R_{m,t}$ 为会计年末前 8 个月到年末 4 个月（-8,+4）的股票考虑现金分红再投资的 A 股市场收益率（流通市值加权）。

3．信息披露

我们从非财务信息披露和财务信息披露两个方面评价上市公司信息披露状况。非财务信息披露指标主要从投资者保护、股东、董事会及董事、激励与约束、监事会、审计机制、披露及时性七个方面分 36 个具体条目对上市公司信息披露状况进行评价。财务信息披露通过分析上市公司是否披露报表项目明细和部分重大事项说明披露状况来评价其财务信息披露的质量，财务信息披露共有 12 个具体条目。非财务信息披露和财务信息披露指标共设 48 个条目，满分 48 分，披露得 1 分，未披露得 0 分。

（二）内部控制与投资者保护指标

内部控制评价指标主要基于内部控制运行、内部控制信息披露和内部控制外部监督三个层面进行构建。在三个层面中，内部控制运行层面评价最为关键，内部控制信息披露层面评价和外部监督层面评价是对内部控制运行层面评价的补充。一方面，内部控制信息披露和外部监督都是为了保障内部控制能够良性有效运行，从而最终实现投资者的目标；另一方面，由于指标数据全部来源于上市公司公开信息，致使内部控制运行层面诸多关键数据无法取得，所以将内部控制信息披露和外部监督层面的指标作为替代和补充指标，对内部控制运行进行评价。同时，外部监督层面的会计师事务所和政府监管机构更加了解上市公司内部控制运行情况，评价相对独立和公正。

内部控制运行层面指标包括：人文环境、治理结构和业务控制；内部控制信息披露层面主要以内部控制“信息披露”指标来衡量；内部控制外部监督层面构建了“外部监督”指标进行评价。所以，内部控制构建了由人文环境、治理结构、业务控制、信息披露和外部监督五个指标构建的指标体系。针对每一指标，根据重要性、相关性、可行性等原则又分别设置了数目不等的下一级子指标，构建了内部控制与投资者保护的相关指标体系。

1．内部控制运行层面指标分析

内部控制是否健康良性运行直接决定了内部控制质量的高低。人文环境、治理结构和业务控制这三大类指标体系能够完成对内部控制运行体系的评价过程。人文环境、治理结构和业务控制三个指标具有内在的逻辑关系，它们以授权为核心设置，并体现了内部监督与内部信息沟通的过程。

内部控制的核心是授权，人文环境、治理结构和业务控制三大类指标以授权

为核心而设置。从授权方式上来看，人文环境是价值导向授权，治理结构是组织机构授权，业务控制是业务执行授权。价值导向授权是一种软授权，它通过意识形态、价值观念的引导，保障其他两类授权的有效实施；组织机构授权是一种纵向授权，相对静态，治理结构一旦确定，授权方式由此确定；业务执行授权是一种横向授权，在组织机构授权的基础上确定，嵌于企业具体业务活动流程中，具有一定动态性和灵活性。

人文环境从企业文化、人力资源和社会责任三个方面进行评价。治理结构从“股东大会、董事会、监事会、审计委员会、内审部门、内部控制部门和经理层”七个方面进行评价，这七个子指标不仅评价机构本身设置的健全性（静态授权），还要评价其运行有效性（授权得以有效行使）。业务控制评价指标的选取有两个标准：一是指标的可获得性；二是指标应能反映内部控制在业务层面的运行质量。业务控制从以下六个方面进行评价：全面预算、资金管理、业务管理、重大事项授权审批、重大诉讼与仲裁、反舞弊。

2．内部控制信息披露层面指标分析

上市公司关于内部控制信息的披露，有两大类内容：内部控制运行信息披露和内部控制自我评价报告披露。内部控制信息披露的评价首先要评价其是否符合法律规则要求，然后评价其对投资者的有用性。所以，信息披露指标应从内部控制运行信息披露和内部控制自我评价报告披露两个方面进行评价。

2010 年 4 月 26 日，财政部、证监会、审计署、银监会、保监会联合发布了《企业内部控制配套指引》，该指引要求执行内控体系的企业必须对本企业内部控制的有效性进行自我评价，披露年度自我评价报告，并且聘请会计师事务所对其财务报告内部控制的有效性进行审计，出具审计报告。为了保证内部控制的稳步实施，财政部等五部门规定该指引自 2011 年 1 月 1 日起在境内外同时上市的公司执行，2012 年 1 月 1 日起在上交所、深交所主板上市公司执行，同时鼓励非上市大中型企业提前执行。这意味着自 2012 年度起，我国上市公司内部控制的自我评估与审计已进入了强制阶段。所以，自 2012 年度起，对于内部控制信息披露质量的评估应更着重于信息披露质量。

在对内部控制信息披露质量进行评估时，主要评估信息披露的详细程度，即借此评估上市公司内部控制的健全性，然后，根据上市公司的业务，评估内部控

制制度与公司规模的匹配性及适应性，即内部控制运行的有效性。

3．内部控制外部监督层面指标分析

内部控制外部监督层面下设两个指标：内部控制审计和政府监管机构监督。相比于中小投资者，政府监管机构和会计师事务所更加了解上市公司内部控制运行情况。会计师事务所独立于上市公司，他们出具的内部控制审计报告相比于公司披露的内部控制信息而言，更具可靠性。政府监管机构对于上市公司负有监管责任，他们的通告和处理决定更具权威性。

（1）内部控制审计。

上市公司是否在年报中披露审计鉴证意见也可以作为衡量内部控制质量的标准。但是，如前所述，从制度上内部控制审计已进入强制执行阶段，所以，内部控制审计意见是评估的重点。对于已出具内部控制审计报告的公司，其内部控制审计报告的内容（如依据、措辞不同）也会影响内部控制审计报告对于投资者的信息含量。会计师事务所的质量也会影响其出具的内部控制审计报告的质量。但是，由于在“审计与投资者保护”中已将会计师事务所质量纳入评价体系，而且上市公司财务报表审计与内部控制审计通常为同一家会计师事务所完成，所以，不再将其纳入内部控制审计指标体系中。

（2）政府监管机构监督。

政府监管机构主要包括证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所和财政部。在内部控制信息披露和内部控制审计均处于弱强制或自愿的情形下，政府机构的监管是有效的替代补偿机制。如果公司或其高管受到处罚，可以反证该公司内部控制制度的有效性存在问题。所以，我们将政府监管机构对上市公司及其高管的处罚作为内部控制质量得分的减项，以弥补公司内部控制运行层面数据的不足。

（三）外部审计与投资者保护指标

我们将外部审计的指标分为三大类：一是审计独立性指标；二是审计质量指标；三是审计保障指标。

1．审计独立性指标

关于审计独立性的指标，本项目组采用了客户的重要性、审计收费的合理性和审计任期等子指标来测度。

（1）客户的重要性。客户重要性是指会计师事务所对某鉴证客户的经济依

赖，通常以从客户收取的总费用占事务所收入总额的比率来度量。上市公司审计费用取自公司年报中公布的审计费用，会计师事务所全年审计收入取自中国注册会计师协会发布的 2015 年会计师事务所综合评价前百家信息中的审计收入，非百强会计师事务所审计收入则通过其网站查询。

（2）审计收费合理性。审计收费过高影响注册会计的独立性，过低影响注册会计师的质量，因此，审计费用合理性是指会计师事务所在提供审计服务后向被审计单位收取合理的费用，用于弥补在审计过程的实际成本和获取正常利润。在衡量审计收费合理性时，我们根据西穆尼克（Simunic，1980）、克里希纳·戈帕尔和戴维（Krishna-gopal and David,2001）的计量审计收费模型以及韩厚军和周生春(2003)、刘斌、叶建中和廖莹毅（2003）、耿建新和房巧玲（2006）的理论，我们构建审计收费模型如下：

$$\begin{aligned}\mathrm{LnAudfee} &= \beta_0 + \beta_1 \mathrm{LnAsset} + \beta_2 \mathrm{Sqsub} + \beta_3 \mathrm{Inratio} + \beta_4 \mathrm{Re\,ratio} \\ &+ \beta_5 \mathrm{Lev} + \beta_6 \mathrm{Opinion} + \beta_7 \mathrm{Roe} + \beta_8 \mathrm{Loss} + \beta_9 \mathrm{Big4} + \beta_{10} \mathrm{Tenu} \\ &+ \beta_{11} \mathrm{D}_1 + \beta_{12} \mathrm{D}_2 + \beta_{13} \mathrm{D}_3 + \beta_{14} \mathrm{D}_4 + \xi\end{aligned}$$

通过该模型的残差来衡量审计收费的合理性，上市公司审计收费的残差大于 0，说明收费过高，残差小于 0，则说明审计收费过低。审计收费过高或过低都会影响审计质量。所以，我们取残差的绝对值，该绝对值为 0，则该公司审计收费合理性分数为 100，残差绝对值最大的公司审计收费合理性分数为 0 分，利用插值法得出其他公司该指标相应的分值。

（3）审计任期。审计任期是公司所聘任的事务所为其提供连续审计服务的累计年数。研究表明，审计质量与审计任期之间呈倒“U”型关系，审计任期初期，由于会计师事务所对被审计单位的了解逐步深入，审计质量会逐步提高，但是，随着审计任期的增长，会计师事务所与被审计单位之间的交往也会越来越密切，容易产生独立性威胁。

2．审计质量指标

（1）审计师的行业专长。审计师行业专长是指审计师拥有的对某一行业的专有知识和专业技能。我们采用泽弗和福萨姆（Zeff and Fossum，1967）的方法来衡量审计师的行业专长：

$$MSR_{ik} = \sum_{j=1}^{J} REV_{ikj} / \sum_{i=1}^{I} \sum_{j=1}^{J} REV_{ikj}$$

其中：MSR_{ik} 为审计师 i 在行业 k 中的市场份额，即审计师 i 在行业 k 中获得的审计收费占行业 k 中的总审计收费的比重，REV_{ikj} 为 k 行业中 i 会计师事务所收取的 j 公司的审计费用。

（2）行业评价。借鉴国际通行做法，以上一个营业年度的“年业务收入”作为事务所排名的主要依据，按业务收入递减原则进行。该指标是反映事务所专业胜任能力的重要依据。

3．审计保障指标

审计服务需求的保险动因(也即审计的保障功能或保险功能)来源于审计能给投资者的投资损失提供某种形式的补偿。然而，此动因的存在有两个必要条件：一是法律制度允许投资者可以从审计事务所获得一定程度的投资损失赔偿；二是审计事务所和审计师拥有足够的资本补偿投资者的投资损失。所以，保险功能可以具体分为：

（1）法律保护程度。审计师面临的法律责任包括民事责任、行政责任和刑事责任。对于投资者来讲，只有在审计师承担民事责任的情况下，才能获得真正的经济补偿。民事法律制度的建立，能起到威慑和弥补作用，在一定程度上审计师可以弥补投资者的部分损失，而这正是审计保险需求的动因。法律对投资者的保护既包括法律制度本身的完善程度，也包括当地执法者执法的力度和效果。根据夏立军和方轶强（2005）的研究，我们用下面的模型来计量法律保护程度：

$$INVPRO = -9.271 + 1.683 \times \ln GDP$$

其中，$INVPRO$ 表示法律对投资者的保护程度，$\ln GDP$ 为各省 GDP 的自然对数（单位：亿元）。

（2）审计事务所的资产规模。我们用会计师事务所注册资本的自然对数来表示事务所的资产规模，会计师事务所注册资本取自中国注册会计师事务所网站中的会计师事务所信息。为了消除极端数值对结果的影响，我们对客户的重要性指标在 1%和 99%分位数处做了 WINSORIZE 处理。

（四）管理控制质量与投资者保护指标

1. 流程管理

流程管理分析包括研发、生产、销售和信息系统四部分指标，具体分析如下。

（1）研发阶段指标。

● 研发投入强度（可取数）

研发投入强度是指研发费用投入数量在主营业务收入中所占的比重。本研究中，为保证较强的可比性，应考虑企业间的个体差异，分行业进行比较。

（2）生产阶段分析。

生产成本控制效率=成本的增长幅度/销售收入的增长幅度（可取数）

（3）销售阶段分析。

● 销售费用耗用比率（可取数）

销售费用耗用比率=销售费用/销售收入

（4）管理活动。

管理活动控制效率=管理费用增幅/资产增长增幅

（5）信息系统运用情况（0-1 指标）。

本研究主要在于考察企业是否采用信息系统加速流程改进，具体方法如下：采取 0-1 指标的形式，存在信息系统，则打 1 分，反之，则为 0 分。

2. 市场竞争力

（1）相对市场份额。

本研究指标旨在关注企业的竞争地位和盈利能力，具体指标计算公式如下：

相对市场份额=主营业务收入/该行业的龙头企业同期主营业务收入

解析说明：

由于各企业经营产业状况不同，且多是跨行业多元化经营，选用某一家企业或是选取某一项宏观指标（如工业增加值等）作为对比，都不具有很强的匹配性，因此对营业收入采用绝对值作为衡量标准，并且绝对值指标比相对指标更能反映出企业的规模。

考虑到企业除去经营主业外还可能从事投资金融类产品等分散风险，为突出企业经营产品的市场情况，因而在营业收入之外另设主营业务收入指标。并且为了较好表现市场占有比例情况，在主营业务收入指标中，引入该行业龙头企业同期主营收入做为对比。另外，由于我国龙头企业的注册地或证券上市地可能均未在中国境内，因而在判断龙头企业时不能仅以 A 股、H 股进行判断。

打分标准：

主营业务标准按照比例高低、营业收入按照绝对值高低打分，一律打正分。

因为数值越大越不容易实现，所以应采用不等距极差打分，如：5 万~50 万为 2 分，50 万~80 万为 3 分（注：此处数据仅为解释说明问题）。具体的打分标准可以在收集一定数据后根据统计分布再行设定。

（2）核心产品竞争力

• 主营业务收入/营业收入；

• 主营业务毛利率。

（五）财务运行与投资者保护指标

财务运行质量评价指数由四个方面构成，每一方面又包括若干指标。

1．投资质量

（1）投资效率。

以实际投资偏离预期投资（最优投资的替代变量）的差值即回归方程的残差度量上市公司的非效率投资程度。本研究借鉴理查森（Richardson，2006）模型设计理论模型如下：

$$Invest_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{it-1} + \alpha_2 Lev_{it-1} + \alpha_3 Cash_{it\text{-}1} + \alpha_4 Age_{it-1} + \alpha_5 \mathrm{Size}_{it\text{-}1} + \alpha_6 \mathrm{Roa}_{it\text{-}1} + \alpha_7 \mathrm{Invest}_{it\text{-}1} + \sum Yeardummy + \sum Industrydummy + \xi_{it}$$

其中：$Invest_{it}$ 为预期投资，Q_{it-1} 为投资机会，Lev_{it-1} 为期初杠杆，$Cash_{it\text{-}1}$ 为期初现金存量，Age_{it-1} 为企业年龄，$\mathrm{Size}_{it\text{-}1}$ 为期初规模，$\mathrm{Roa}_{it\text{-}1}$ 为上一年度资产报酬率，$\mathrm{Invest}_{it\text{-}1}$ 为上一年度投资，*Yeardummy* 为年度虚拟变量，*Industrydummy* 为行业虚拟变量。

式中，ξ_{it} 为残差，ξ_{it} 为正，表明投资过度，ξ_{it} 为负，表示投资不足，ξ_{it} 为 0 时投资最有效。

（2）投资结构。

本研究以多元化程度反映投资构成。考虑到研究目标和数据的可获得性，本研究采用了基于 SIC 体系的熵指数公式计算的多元化程度指标 *DT* 度量上市公司投资结构质量的优劣，其具体计算公式如下：

$$\mathrm{DT} = \sum_{i=1}^{n} \mathrm{P}_i \ln(1/\mathrm{P}_i)$$

其中：P_i 为第 i 个产业的销售占总销售额的比重，n 为企业经营的产业数。

多元化系数越大，表示企业的多元化程度越高。

2．资金运营质量

（1）现金周期。

本研究选用现金周期（CCC）指标衡量资金运营效率，计算公式如下：

$$CCC= DSO+DIO－DPO$$

其中：

DSO（应收账款周转期）=（应收账款+应收票据）/（销售净收入/365）

DIO（存货周转期）=存货/（净销售收入/365）

DPO（应付账款周转期）=（应付账款+应付票据）/（净销售收入/365）

（2）经营性流动资产比重。

衡量资金运营效率除了使用现金周期外，还应包括反映流动资产质量的指标——经营性流动资产比重（Operating Current Assets Ratio，OCAR），该指标的计算公式如下：

经营性流动资产比重（OCAR） =经营性流动资产/流动资产

式中，经营性流动资产包括现金、应收账款、应收票据和存货。该指标越大，表明公司流动资产质量越高。

（3）流动比率。

本书采用流动比率衡量资金运营的安全性。流动比率的计算公式如下：

流动比率（LR）=流动资产/流动负债

流动比率越大，表明企业偿付短期债务的能力越强，但流动比率并不是越大越好，因为流动比率过大，表明公司流动资产的变现力过剩，流动负债使用不足，会降低企业盈利能力。

3．筹资质量

（1）资本结构。

本研究采用非流动负债/所有者权益衡量资本结构。

资本结构=非流动负债（期末数）/所有者权益（期末合并数）

（2）股权资本成本。

本研究选用资本资产定价模型（CAPM）计量股权资本成本（Equity Capital Cost）。

对于一个给定的资产 i，它的期望收益率和市场投资组合的期望收益率之间的关系可以表示为：

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}[E(r_m) - r_f]$$

其中，$E(r_i)$ 是资产 i 的期望收益率； r_f 是无风险收益率；β_{im} （Beta）是资产 i 的系统风险； $E(r_m)$ 是市场投资组合 m 的期望收益率。

$E(r_i)$ 即股权资本成本 R_e。

（3）担保程度

本研究采用“担保金额/所有者权益”衡量担保程度，计算公式如下：

担保程度=担保金额/所有者权益

4．股利分配质量

（1）成长性。

成长性（Growth）是影响公司股利政策的关键因素，一般来说，高成长的公司不发或少发股利。本研究采用营业收入增长率衡量公司成长性。

营业收入增长率=（本年营业收入−上年营业收入）/上年营业收入

（2）股利支付率。

股利支付率（Dividend payment rates）的计算公式如下：

股利支付率=股利支付总额/净利润

（3）股利支付的稳定性。

股利支付的稳定性（Dividend payment Stability）的计算公式如下：

$$DS = \frac{\sqrt{\sum_{t=1}^{n}\left(D_t - \overline{D}\right)}}{\overline{D}}$$

式中，D 为股利支付率。

根据以上分析，本评价系统的指标体系如表 1-1 所示。

表 1-1　　会计与投资者保护评价指标体系

一级指标	二级指标	三级指标	四级以下（略）
投资者保护质量	会计信息质量	可靠性	
		相关性	
		信息披露	
	内部控制质量	人文环境	
		治理结构	
		业务控制	
		信息披露	
		外部监督	
	外部审计质量	独立性	
		审计质量	
		保障性	
	管理控制质量	流程管理	
		市场竞争力	
	财务运行质量	投资质量	
		筹资质量	
		资金运营质量	
		股利分配	

三、评价指标权重的确定

我们选择使用 AHP 方法确定评价指标体系的权重。在经济、管理、环境、社会等学科的评价与评估研究中，特别在对目标对象进行综合评价过程中，常常需要确定指标体系中各指标的权重，AHP 方法是常用的权重确定方法之一。

美国运筹学家、匹兹堡大学教授萨迪(T.L.Seaty)提出了著名的层次分析法(The Analytic Hierarchy Process，AHP)。这是一种定性和定量相结合、系统化、层次化的分析方法。AHP 从本质上讲是一种思维方式。它把复杂问题分解成各个组成因素，又将这些因素按支配关系分组形成递进层次结构，通过两两比较的方式确定各个因素的相对重要性，然后综合决策者的判断，确定决策方案相对重

要性的总排序（权重）。

在投资者保护评价过程中，所使用的指标是一个多层次的体系。因而，在不经过多轮修正的情况下，对于这种多层次、多指标的评价体系来说，AHP 方法具有独特的优点，能够得到比较理想和科学的指标权重。

为了完成相关专家意见的汇总，需要采用专家调查问卷形式进行调查。调查对象为会计、审计、内部控制及财务方面的专家，既有理论研究学者，也有实务人员。我们选取了来自中国人民大学、北京大学、南开大学等高校的学者及来自审计署、会计师事务所、金融机构及企业的实务界人士。调查发放专家调查问卷 20 份，回收 20 份，有效问卷 18 份，有效率 90%。考虑到第一次调查实务界尤其是投资银行、保险公司与基金公司方面的专家代表性不足，2014 年我们又专门针对这些实务投资机构的经理进行了补充调查，共发放调查问卷 6 份，收回 6 份，有效率 100%。

对以上 24 位专家的 AHP 问卷进行逐一计算及随机一致性检验（CR），得到每一位专家对以上指标体系的权重赋值。对这些专家的权重进行简单平均，可以得到总体的指标体系权重（见表 1-2）。

表 1-2　　会计与投资者保护评价指标权重

一级指标(%)	二级指标	权重(%)	三级指标	权重(%)	四级以下（略）
投资者保护质量 100	会计信息质量	24.60	可靠性	42.46	
			相关性	26.75	
			信息披露	30.79	
	内部控制质量	24.04	人文环境	16.71	
			治理结构	29.02	
			业务控制	18.02	
			信息披露	18.40	
			外部监督	17.85	
	外部审计质量	16.90	审计独立性	42.44	
			审计质量	36.52	
			审计保障性	21.04	

管理控制质量	13.60	成本控制及创新	56.81	
		核心竞争力	43.19	
财务运行质量	20.86	投资质量	30.39	
		筹资质量	19.44	
		资金运营质量	29.51	
		股利分配	20.66	

我们使用上述指标体系对 2016 年度中国上市公司的会计投资者保护状况进行了评价。由于数据截至 2017 年 4 月 30 日，因而在本书中我们称其为 2017 年度的评价。

第二章　中国上市公司总体状况评价

一、公司来源及选取

（一）中国上市公司的基本情况

本次编制中国上市公司会计与投资者保护的公司来源于截至 2017 年 4 月 30 日公布的公开信息（公司网站、巨潮资讯网、中国证监会、沪深交易所网站、上市公司网站等）以及国泰安 CSMAR 数据库、万德（Wind）、北京色诺芬 CCER 数据库。本年度我们对所有 A 股上市公司进行了评价，包括主板、中小企业板和创业板上市公司，共 3117 家，比 2016 年被评价公司增加 294 家。中国上市公司的上市类型、行业、省份、控制人类型及第一大股东持股比例构成分别如表 2-1~表 2-5 所示。

表 2-1　　中国上市公司上市类型构成

上市类型	公司数	比例（%）
深市主板	465	14.92
沪市主板	1217	39.04
中小板	833	26.72
创业板	602	19.31
合计	**3117**	**100.00**

中国上市公司主板数量为 1682 家，占 53.96%，其中深市主板 465 家，沪市主板 1076 家。与 2016 年相比，沪市主板、中小板和创业板公司分别增加 141 家、50 家和 105 家（深市主板减少 2 家）。

我们以中国证监会发布的《上市公司行业分类指引（2012 年修订》为基本依据，进行行业比较和分析。从证监会 2012 版的行业构成来看（见表 2-2），制造业公司最多，达 1966 家，占到 63%以上，相对 2016 年下降了 1 个百分点，说明我国上市公司以制造业为主体的基本格局没有变化，但有下降趋势。软件和信息技术服务业上市公司数量（212 家）首次超过批发和零售业公司的数量（156 家），跃居第二位，占 5.73%，传统的批发与零售业公司数量与去年基本持平（仅增加 2 家），而代表科技型、创新型、成长型企业的软件和信息技术服务业数量大幅上升（比 2016 年增加 57 家），体现了我国上市公司由传统制造业、商贸业

为主向科技型、服务型、创新型变化的趋势。房地产业上市公司的数量占第三位，但无论是上市公司总数量还是比例都比 2016 年有一定的下降。其他行业公司比例均在 4%以下，公司总量均没有超过 100 家。需要指出的是，由于制造业上市公司数量较多，我们在分析时细化到其三级代码（如农副食品加工业的行业代码为 C13）。

表 2-2　　中国上市公司行业构成（2012 版行业分类）

行业名称	公司数量	比例（%）
农、林、牧、渔业	44	1.41
采矿业	75	2.41
制造业	1966	63.07
其中：农副食品加工业	41	1.32
食品制造业	39	1.25
酒、饮料和精制茶业	41	1.32
纺织业	41	1.32
服装、服饰、皮毛和制鞋业	42	1.35
木材加工和家具制造业	23	0.74
造纸和印刷业	39	1.25
文化娱乐用品制造业	11	0.35
石油加工、炼焦业	19	0.61
化学原料和化学制品制造业	206	6.61
医药制造业	176	5.65
化学纤维制造业	21	0.67
橡胶和塑料制品业	63	2.02
非金属矿物制品业	80	2.57
黑色金属冶炼和加工业	32	1.03
有色金属冶炼和加工业	63	2.02
金属制品业	55	1.76
通用设备制造业	120	3.85
专用设备制造业	182	5.84
汽车制造业	99	3.18
铁路和其他交通运输设备制造业	38	1.22
电气机械和器材制造业	194	6.22
计算机和其他电子设备制造业	276	8.85
仪器仪表制造业	41	1.32
其他制造业	24	0.77

电、热、气、水的生产和供应业	98	3.14
建筑业	90	2.89
批发和零售业	156	5.00
交通运输、仓储和邮政业	88	2.82
住宿和餐饮业	11	0.35
软件和信息技术服务业	212	6.80
金融业	68	2.18
房地产业	127	4.07
商务租赁和服务业	42	1.35
科研和技术服务业	27	0.87
水利、环境和公共设施管理业	33	1.06
文化、体育和娱乐业	46	1.48
综合类	34	1.09
合计	**3117**	**100.00**

同时，为了分析不同地区的投资者保护状况，我们以省（市、自治区、直辖市，以下简称“省份”）为对象，进行了地区分类。

表 2-3　　中国上市公司省份构成

省份	公司数量	比例（%）
安徽	96	3.08
北京	289	9.27
福建	113	3.63
甘肃	31	0.99
广东	485	15.56
广西	36	1.15
贵州	23	0.74
海南	27	0.87
河北	51	1.64
河南	77	2.47
黑龙江	35	1.12
湖北	94	3.02
湖南	89	2.86
吉林	43	1.38
江苏	327	10.49
江西	36	1.15
辽宁	74	2.37

内蒙古	25	0.80
宁夏	12	0.38
青海	12	0.38
山东	175	5.61
山西	38	1.22
陕西	45	1.44
上海	245	7.86
四川	110	3.53
天津	46	1.48
西藏	14	0.45
新疆	50	1.60
云南	32	1.03
浙江	343	11.00
重庆	44	1.41
合计	3117	100

从中国上市公司的地域构成来看，发达地区所占比例较大，前三名分别是广东（485 家，占 15.56%）、浙江（343 家，占 11.00%）和江苏（327 家，占 10.49%），数量都超过 300 家，占比都在 10%以上，且比 2016 年的比例有所增加。西藏、青海和宁夏的上市公司所占比例最少，分别只有 14 家、12 家和 12 家，都没有超过 1%。在上市公司数量上东西部有进一步拉大的趋势。

表 2-4　　中国上市公司按最终控制人类型的构成

最终控制人类型	公司数	比例（%）
国有企业	1033	33.14
民营企业	1859	59.64
外资企业	96	3.08
无控制人企业	91	2.92
其他企业	38	1.22
合计	3117	100

从最终控制人的构成来看，民营企业占比最大，已经成为上市公司的主力军，占比 59.64%，比 2016 年上升了 4.17 个百分点。由于国家大力推动“大众创业、万众创新”，加大对中小型民营企业的扶持力度，近几年民营上市公司的数量明显增多，民营上市公司数量目前已经远远超过国有上市公司。国有企业占比已经下降到 1/3，外资企业、无控制人类型和其他类型企业（包括集体控股、社会团体控股、职工持股会控股等）的企业数量都未超过 100 家，且相对于 2016 年总

数量都有不同程度的下降。

对于国有企业，我们进行了进一步分析。中央国企与地方国企由于其最终控制人性质、企业与政府关系、政府干预等方面的差别，其投资者保护存在一定的差异性。因此，我们首先对国有企业分中央与地方两个类别进行分析。

樊纲等（2011）认为，就产业部门而言，制造业、建筑业、商业等竞争性部门的市场化程度较高，而资源性和涉及资源的产业（如石油、天然气、采矿业）、具有天然垄断属性的产业（如电力、电信、铁路等部门）市场化程度较低。借鉴其思路，我们认为所有产业可以按资源依赖与否、政府干预程度、市场竞争程度分为两大类：（1）功能型国企，即高政府干预、高资源依赖和低市场竞争企业；（2）竞争型国企，即低政府干预、低资源依赖和高市场竞争企业。根据中国证监会的行业分类（其中制造业按细类），我们把这些行业中农林牧渔业、采矿业、石油化学塑胶塑料纤维制造业、金属冶炼和加工业、电热气水的生产和供应业、铁路和其他交通运输设备制造业归于第（1）类，剩余产业划归第（2）类，并进行了统计描述（结果见表 2-5）。

表 2-5　　国有企业细类构成

国有企业分类	公司数	比例（%）
中央国企	346	33.46
地方国企	688	66.54
功能型国企	287	27.76
竞争型国企	747	72.24
国有企业合计	**1034**	**100.00**

从表 2-5 来看，中央国企占 1/3 多一些，地方国企占比不到 2/3，与 2016 年分布基本相同；功能型国企占比约 28%，竞争型国企业占比约 72%。从国有企业的分类来看，大部分上市国有企业属于竞争性行业，相比 2016 年，竞争型国企有增加的趋势。

从第一大股东持股比例来看，大部分公司分布在 20%~60%之间（合计超过 75%），持股比例在 60%以上和 20%以下的公司数量都没有超过 20%。相对于 2016 年，持股比例小于 20%的公司有小幅增长，增长了约 1 个百分点，持股比例在 40%~60%之间的公司以及大于 60%的公司比 2016 年有所小幅下降减少，持股比例在 20%~40%之间的公司比例大体上保持不变。这表明第一大股东的持股比例呈下降趋势，具体见表 2-6。

表 2-6　　中国上市公司按第一大股东持股比例的构成

持股比例	公司数	比例（%）
持股比例＜20%	582	18.67
20%≤持股比例＜40%	1537	49.31
40%≤持股比例＜60%	815	26.15
持股比例≥60%	183	5.87
合计	**3117**	**100**

（二）中国上市公司投资者保护总体状况描述

从总体上来看，中国上市公司 2016 年度的投资者保护指数得分的均值为 54.38 分，最大值（69.27 分）与最小值（36.01）相差 33.26 分，其中内部控制的保护力度最强（58.01 分），管理控制的保护力度较弱（50.12 分），详见表 2-7。可见，2017 年中国上市公司呈现内、外部控制和治理质量较高，而管理决策及财务运行质量较低的特点。

表 2-7　　中国上市公司会计投资者保护状况描述（2017）

各级指数	平均	中位数	最大值	最小值	标准差
投资者保护指数	54.38	54.42	69.27	36.01	4.19
——会计信息指数	55.80	55.57	84.47	24.85	9.21
——内部控制指数	58.01	58.69	73.47	33.25	5.51
——外部审计指数	55.43	55.80	80.90	37.32	5.89
——管理控制指数	50.12	50.07	86.83	11.64	10.68
——财务运行指数	50.45	51.11	82.09	13.08	9.84

从总体上看，中国上市公司的投资保护者得分大部分分布在 45~65 之间，其分布形式基本上呈正态分布（峰度为 0.35，偏度为-0.12），中国上市公司略呈尖峰且略左偏分布状态（见图 2-1），与 2016 年相比，峰度和偏度都有所下降。

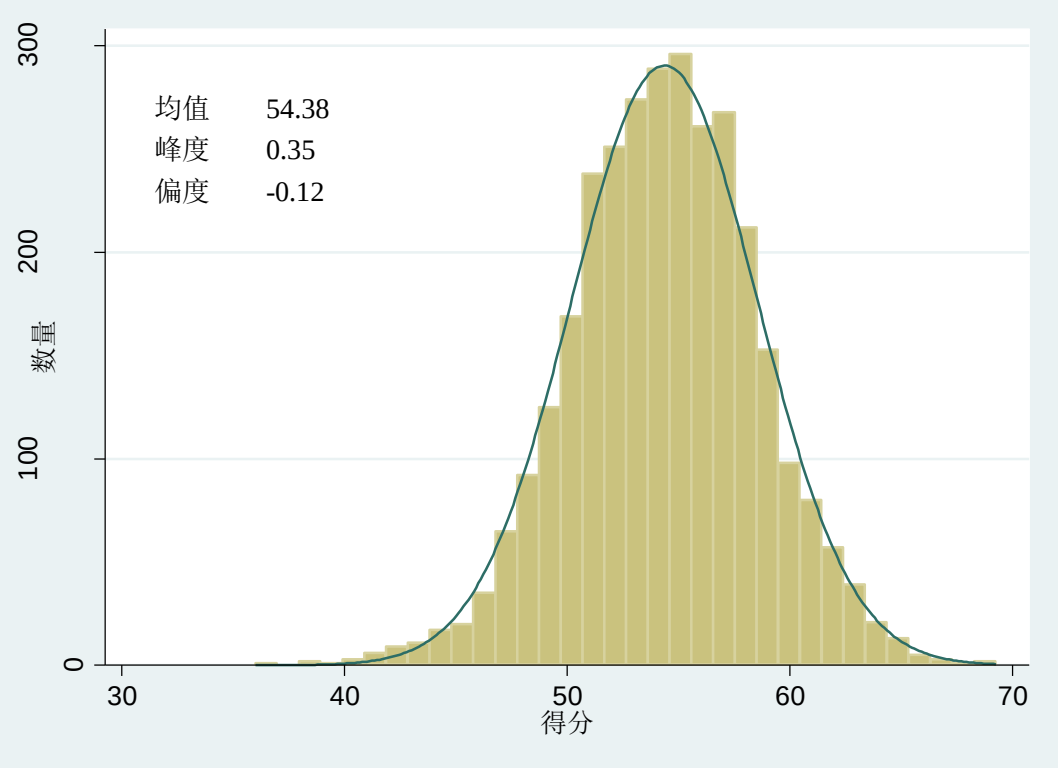


图 2-1　中国上市公司投资者保护指数总体分布

与 2016 年相比，2017 年中国上市公司会计投资者保护程度有一定的上升，总体上来看，有稳中向好的趋势，主要得益于投资者保护外部环境的改善。其中会计信息、内部控制指数与管理控制指数得分提高，而外部审计指数与财务运行指数的得分都出现了下降。这说明，2016 年我国着力强调防范金融风险、打击金融特别是证券违法行为、推进公司治理建设、规范公司股东管理层行为方面初见成效，而我国企业内控建设的进一步推进，内部控制运行的有效性进一步得到提升，财政部大力推行管理会计战略并在企业层面得到落实，因此，上市公司治理与信息披露、内部控制与管理控制建设的意识、行动都在增加，在 2017 年体现出了较好的效果。而由于宏观经济转型、金融风险治理、供给侧改革的调整以及微观上企业财务成本提升、现金流约束加强、跨界经营的投机心理增强，企业财务运行质量出现较大的下降。我国外部审计市场为典型的买方市场，会计师事务所独立性不强，有被审计客户依赖严重的状况，审计执业质量参次不齐，外部审计质量也出现了下降。

从离散程度来看，2017 年的投资者保护总体上出现了分散化趋势（标准差增加），主要原因会计信息、外部审计和财务运行质量的分散趋势加大，好公司和差公司差距在进一步拉大。我国上市公司投资者保护呈现出一定的“马太效应”

现象。

从近三年的情况来看，投资者保护指数总体呈“V 型”反转状态，会计投资者保护形式在低位中有上升趋势。从分指标来看，外部审计质量和财务运行质量在最近三年持续下降，内部控制和管理控制质量在近三年稳定上升，会计信息质量触底回升，呈 V 型反转。出现以上态势有深刻的公司内外部原因。从外部来看，十八大以来，国企改革力度逐渐加大，但遇到许多深层次的问题；国企反腐进一步深化，以党管国企为核心的治理改革稳步推进；证券监管进一步强化，由以管理为主向监督为主转变，重点打击证券违法犯罪行为，去杠杆、去泡沫，防止金融风险；供给侧改革的推进使企业面临转型的阵痛；简政放权简化审批、发挥市场机制作用、进行负面清单管理等成为促进政府管理方式转变的手段；财政部着力推进管理会计体系建设，意在促进企业管理控制水平的提升。这些外部环境的变化，使企业既具有进行投资者保护的动力，也面临投资者保护的困难和障碍，体现在投资者保护的指标上，出现低位上升的趋势。

表 2-8　　中国上市公司会计投资者保护状况（2015~2017 年）

各级指数	2017	2016	2015
投资者保护指数	54.38	54.12	54.54
——会计信息指数	55.80	55.24	56.42
——内部控制指数	58.01	57.84	56.80
——外部审计指数	55.43	55.48	57.10
——管理控制指数	50.12	49.27	48.38
——财务运行指数	50.45	50.57	51.67

同时，也应看到，我国经济进入低增长的新常态，企业面临的外部经济环境有所恶化，投资不振、内需下降、出口低迷，表现为企业经济效益的下降，为了满足股东收益期望及国资委的考核要求，上市公司仍然具有一定的盈余平滑、盈余管理的动机与行为，表现在企业会计信息质量仍然不高。由于外部经济环境的恶化，虽然企业的成本控制和创新能力有所提升，但企业由于历史或现实原因，自主创新能力不强、转型升级困难，总体上财务能力呈下降态势。

自 2012 年开始，内部控制自我评价报告和审计报告强制披露范围扩大到未参加内部控制规范试点的所有主板上市公司。因此，从 2012 年到 2017 年，大部

分公司的内部控制质量在提升。但由于内部控制的外部强制性特点和企业内部控制过关化思想的影响，部分企业出现重形式而不重实际效果的状况，内部控制出现了一定两极分化的现象。

从过去 8 年投资者保护指数的总体变动趋势来看，中国上市公司会计投资者保护指数（AIPI）基本上呈波浪形下行态势，从 2010 年的 57.15 下降到 2013 年的 54.06，而后在经历了 2013-2015 年连续 2 年的上升，在 2016 年二次触底，2017 年有小幅回升（见图 2-2）。

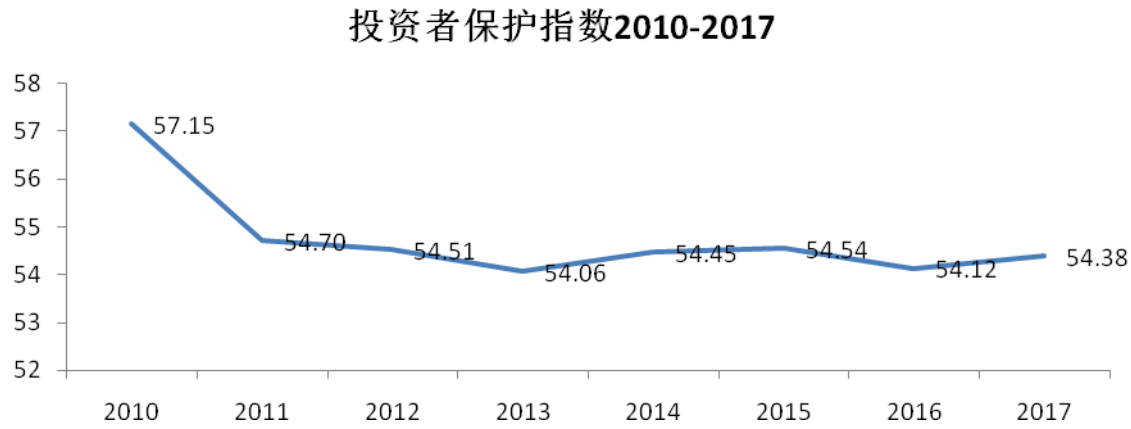


图 2-2　中国上市公司投资者保护指数（AIPI）年度走势

可见，自后金融危机以来，中国上市公司的投资者保护出现了快速下降，而反复触底、企稳回升的过程。在 2013 年投资者保护达到最低的 54.06 后，投资者保护的底部在逐渐抬高，但总体水平依然较低，在外部不利环境的影响下在某些时候还会下降，我国上市公司的投资者保护建设与监管任重而道远。

在 3117 家公司中，没有一家公司的投资者保护总分数超过 70 分，4 家公司得分在 40 分以下，在 50~60 分之间的公司占 77.80%，表现出较强的投资者保护趋同现象（见表 2-9）。

表 2-9　　中国上市公司投资者保护指数的分数分布

得分	公司数	比例（%）
40 分以下	4	0.13
40~50	427	13.70
50~60	2425	77.80
60~70	261	8.37
70 分以上	0	0.00
合计	**2823**	**100**

与 2016 年相比，投资者保护得分具有一定的分散化趋势，40~50 分之间的公司比例有一定程度的上升（上升了 0.7 个百分比），50~60 分之间的公司有一定程度下降（下降了 4 个百分点），60~70 分之间的公司比例由 4.85%上升到了 8.37%，上升幅度较大，40 分以下区间公司有较大程度的减少。

二、按行业分类的投资者保护状况评价

本节按照中国证监会 2012 年的行业分类标准，对上市公司所处的 16 个行业门类进行分析（其中教育、卫生和社会工作两个行业由于上市公司数量较少，合并到综合类之中报告和分析），同时对制造业按 25 行业细类进行分析。我们对 2017 年中国上市公司的投资者保护状况进行行业分析，并与 2016 年进行对比分析。

（一）总体描述

从均值来看，投资者保护程度最高的三个行业分别为住宿和餐饮业（57.05 分）、酒、饮料和精制茶业（56.96 分）及仪器仪表制造业（56.78 分）。投资者保护最差的三个行业分别为化学原料和化学制品制造业（52.94 分）、化学纤维制造业（52.45）、采矿业（52.15）（见表 2-10）。

表 2-10　　中国上市公司不同行业的投资者保护得分

行业名称	均值	最大值	最小值	标准差
住宿和餐饮业	57.05	67.84	43.89	6.56
酒、饮料和精制茶业	56.96	69.27	48.10	5.27
仪器仪表制造业	56.78	63.75	48.79	3.98
医药制造业	56.16	65.27	44.25	4.16
综合类	56.12	64.77	46.06	4.53
软件和信息技术服务业	56.08	63.70	40.87	3.44
房地产业	55.53	66.39	42.69	4.69
文化娱乐用品制造业	55.52	61.58	48.03	4.17
科研和技术服务业	55.49	62.71	49.45	3.41
黑色金属冶炼和加工业	55.47	65.03	46.44	5.04
橡胶和塑料制品业	55.45	62.97	46.09	3.59
服装、服饰、皮毛和制鞋业	55.43	61.72	48.85	3.57
文化、体育和娱乐业	55.15	62.90	47.64	3.39
木材加工和家具制造业	55.12	60.02	48.53	3.30
商务租赁和服务业	54.93	64.84	43.28	4.79
水利、环境和公共设施管理业	54.78	66.84	45.72	4.34
批发和零售业	54.56	69.24	38.91	4.65
交通运输、仓储和邮政业	54.43	62.44	41.81	4.07
金属制品业	54.33	62.67	46.35	3.67
电气机械和器材制造业	54.23	63.02	40.75	3.77
非金属矿物制品业	54.22	62.41	41.14	4.10
专用设备制造业	54.22	65.07	44.06	3.81
制造业	54.20	69.27	36.01	4.04
食品制造业	54.18	61.64	48.62	3.16
通用设备制造业	54.14	66.13	36.01	3.98
电、热、气、水生产和供应业	54.04	66.80	42.84	4.76
纺织业	54.04	62.64	42.31	4.91
铁路和其他交通运输设备制造业	53.97	61.78	44.92	4.15
农副食品加工业	53.79	65.36	47.07	4.48
汽车制造业	53.65	62.39	42.23	3.77
金融业	53.63	64.10	45.04	4.14
造纸和印刷业	53.56	61.03	45.82	3.73
农、林、牧、渔业	53.52	62.04	46.25	3.71
建筑业	53.44	62.37	43.47	4.16
石油加工、炼焦业	53.32	61.18	45.09	3.91
计算机和其他电子设备制造业	53.23	64.24	38.87	3.76
有色金属冶炼和加工业	53.20	61.93	41.60	4.29
其他制造业	53.13	58.81	47.91	2.83

化学原料和化学制品制造业	52.94	62.15	43.84	3.57
化学纤维制造业	52.45	61.21	44.32	4.25
采矿业	52.15	64.67	41.29	5.05
合计	**54.38**	**69.27**	**36.01**	**4.19**

（二）2017 年与 2016 年指数比较分析

由于 2017 年与 2016 年相比，房地产业、黑色金属冶炼加工业和综合类行业上升幅度最大，分别上升了 30 位、23 位和 16 位，其他制造业、计算机和其他电子设备制造业和农副食品加工业下降最多，分别下降 33 位、24 位和 14 位。如表 2-11 所示。

表 2-11　　2017 年相对于 2016 年各行业得分及名次变化情况

行业名称	2017 年		2016 年		变化
	均值	排名	均值	排名	
房地产业	55.53	7	52.82	37	30
黑色金属冶炼和加工业	55.47	10	53.17	33	23
综合类	56.12	5	54.17	21	16
商务租赁和服务业	54.93	15	53.56	30	15
橡胶和塑料制品业	55.45	11	54.08	24	13
批发和零售业	54.56	17	53.66	28	11
医药制造业	56.16	4	54.88	13	9
纺织业	54.04	27	52.93	35	8
金融业	53.63	31	52.48	39	8
石油加工、炼焦业	53.32	35	51.63	41	6
非金属矿物制品业	54.22	21	53.98	27	6
酒、饮料和精制茶业	56.96	2	55.68	6	4
电气机械和器材制造业	54.23	20	54.08	23	3
电、热、气、水生产和供应业	54.04	26	53.57	29	3
软件和信息技术服务业	56.08	6	55.55	8	2
食品制造业	54.18	24	54.07	25	1
住宿和餐饮业	57.05	1	56.5	2	1
水利、环境和公共设施管理业	54.78	16	54.56	17	1
建筑业	53.44	34	53	34	0
农、林、牧、渔业	53.52	33	53.2	32	-1
采矿业	52.15	41	51.92	40	-1
化学原料和化学制品制造业	52.94	39	52.81	38	-1
有色金属冶炼和加工业	53.20	37	52.83	36	-1
铁路和其他交通运输设备制造业	53.97	28	54	26	-2
仪器仪表制造业	56.78	3	56.64	1	-2
制造业	54.20	23	54.25	20	-3
服装、服饰、皮毛和制鞋业	55.43	12	55.41	9	-3
木材加工和家具制造业	55.12	14	54.99	11	-3

文化娱乐用品制造业	55.52	8	56.19	4	-4
专用设备制造业	54.22	22	54.39	18	-4
交通运输、仓储和邮政业	54.43	18	54.94	12	-6
科研和技术服务业	55.49	9	56.43	3	-6
文化、体育和娱乐业	55.15	13	55.62	7	-6
汽车制造业	53.65	30	54.12	22	-8
化学纤维制造业	52.45	40	53.38	31	-9
金属制品业	54.33	19	55.3	10	-9
通用设备制造业	54.14	25	54.6	16	-9
造纸和印刷业	53.56	32	54.3	19	-13
农副食品加工业	53.79	29	54.78	15	-14
计算机和其他电子设备制造业	53.23	36	54.78	14	-22
其他制造业	53.13	38	55.78	5	-33

三、按地区分类的投资者保护状况评价

我们将 2017 年的 3117 家被评价公司，按照注册地的不同分组为 31 个省（直辖市、自治区），分析不同地区的中国上市公司治理指数的分布特征，分析中国上市公司投资者保护的地区差异，并与 2016 年的状况进行比较。

（一）总体分析

从地域来看，各省份的平均得分均在 50~60 分之间，前三名分别为北京（56.45 分）、浙江（55.06 分）和广东（54.98）。后三名分别为青海（51.12 分）、海南（51.98 分）和广西（52.16）（见表 2-12）。值得一提的是，西藏、宁夏、内蒙古等西部地区的投资者保护水平处于较好或中等水平。

表 2-12　　按地区分类的中国上市公司投资者保护指数描述性统计

省份	均值	最大值	最小值	标准差
北京	56.45	66.80	43.23	4.14
浙江	55.06	69.24	41.53	3.81
广东	54.98	66.84	38.91	3.89
西藏	54.82	62.10	48.04	4.24
天津	54.67	64.99	43.75	4.37
安徽	54.65	63.97	45.55	3.52
上海	54.51	67.84	40.46	4.33
湖南	54.39	64.77	42.84	3.82
重庆	54.36	62.40	42.23	4.27
江苏	54.29	69.27	38.87	4.10

贵州	54.26	61.50	45.82	4.50
福建	54.16	62.74	44.06	3.52
河北	54.06	62.95	45.61	4.49
湖北	54.00	65.00	46.98	4.13
四川	53.90	65.39	41.36	4.56
云南	53.64	62.65	36.01	5.54
内蒙古	53.44	58.57	44.14	4.38
江西	53.40	60.54	41.29	4.14
宁夏	53.39	57.79	48.92	2.79
河南	53.31	65.36	44.25	3.84
辽宁	53.24	64.98	40.75	4.43
山东	53.20	66.10	42.33	4.28
甘肃	53.17	62.40	46.63	3.71
陕西	53.15	63.67	45.22	4.24
黑龙江	53.09	61.12	42.57	3.62
山西	52.73	60.81	44.92	3.89
吉林	52.59	61.55	39.63	4.18
新疆	52.20	62.27	43.14	4.36
广西	52.16	60.77	40.87	4.40
海南	51.98	59.87	42.54	4.49
青海	51.12	55.38	43.26	3.51
合计	**54.38**	**69.27**	**36.01**	**4.19**

（二）2017 年与 2016 年指数比较分析

为了分析各地区投资者保护水平在年度之间的变化情况，我们对 2017 年和 2016 年各地区的平均得分、排名及排名变化情况进行了分析（见表 2-13）。

表 2-13　　各省份上市公司 2017 年与 2016 年指数对比分析

省份	2017 年		2016 年		名次变化
	均值	名次	均值	名次	
西藏	54.82	4	52.03	27	23
重庆	54.36	9	52.76	22	13
内蒙古	53.44	17	51.3	29	12
宁夏	53.39	19	49.33	31	12
天津	54.67	5	53.72	15	10
四川	53.90	15	52.85	20	5
河北	54.06	13	53.15	17	4
甘肃	53.17	23	52.04	25	2
北京	56.45	1	55.25	2	1

上海	54.51	7	54.18	8	1
福建	54.16	12	53.84	12	0
广东	54.98	3	54.69	3	0
云南	53.64	16	53.35	16	0
安徽	54.65	6	54.35	5	-1
青海	51.12	31	50.09	30	-1
浙江	55.06	2	55.26	1	-1
海南	51.98	30	51.55	28	-2
湖南	54.39	8	54.35	6	-2
新疆	52.20	28	52.04	26	-2
辽宁	53.24	21	53.13	18	-3
贵州	54.26	11	54.29	7	-4
黑龙江	53.09	25	52.77	21	-4
湖北	54.00	14	54.08	10	-4
吉林	52.59	27	52.7	23	-4
广西	52.16	29	52.21	24	-5
江苏	54.29	10	54.67	4	-6
河南	53.31	20	53.82	13	-7
江西	53.40	18	53.85	11	-7
山西	52.73	26	53.1	19	-7
陕西	53.15	24	53.74	14	-10
山东	53.20	22	54.08	9	-13

与 2016 年相比，西藏、重庆、内蒙古和宁夏 4 个西部省份的投资者保护程度上升幅度最大，分别上升了 23 位、13 位和 12 位；山东、陕西 2 个省份下降幅度较大，分别下降了 13 位和 10 位。河南、江西和山西这 3 个中部省份的投资者保护水平也下降较大，都下降了 7 位。福建、广东和云南 3 个省份公司的排名与 2016 年持平。而北京、浙江和广东等投资者保护水平较高的省份，其与上年相比变化也不大。

从 2014~2017 年 4 年综合来看，北京、浙江和广东等地的上市公司的投资者保护程度最高且相对稳定，四年都在前 5 名以内。

四、按最终控制人性质分类的投资者保护状况评价

我们将中国上市公司按照最终控制人性质的不同，分为国有控股、民营控股、外资控股、无控制人和其他控股，其他控股类型包括集体控股、社会团体控股和职工持股会控股。另外，我们对国有控股类型的上市公司进行了深入分析。通过

分析不同性质的最终控制人的中国上市公司会计投资者保护指数的数字特征，进一步探讨最终控制人性质对中国上市公司的投资者保护的影响。

（一）总体分析

在不同最终控制人类型的公司中，外资控股公司的投资者保护水平最高，为55.06 分，其次为国有控股公司，为 54.85 分，而民营控股与其他控股的投资者保护程度较弱（分别为 54.11 分和 53.23 分），其中，其他控股公司的投资者保护水平垫底（见表 2-14）。

表 2-14　按最终控制人分类的中国上市公司投资者保护指数描述性统计

最终控制人性质	均值	最大值	最小值	标准差
国有控股	54.85	69.27	36.01	4.42
民营控股	54.11	69.24	38.91	4.03
外资控股	55.06	65.36	47.32	3.87
无控制人	54.36	66.39	38.87	4.32
其他控股	53.23	65.00	41.92	4.62
合计	**54.38**	**69.27**	**36.01**	**4.19**

（二）2017 年与 2016 年指数比较分析

为了分析最终控制人的投资者保护水平在不同年度之间的变化情况，我们对2017 年和 2016 年指数按控制人类型的平均得分与排名进行了对比分析（见表2-15）。

表 2-15　　按最终控制人性质分类的 2017 年与 2016 年指数对比分析

最终控制人性质	2017 年		2016 年		名次变化
	均值	名次	均值	名次	
国有控股	54.85	2	54.33	1	-1
民营控股	54.11	4	53.99	4	0
外资控股	55.06	1	54.24	2	1
无控制人	54.36	3	54.08	3	0
其他控股	53.23	5	53.93	5	0

2017 年与 2016 年相比，不同控制人性质公司的投资者保护水平变化不大，呈现出外强内弱、国强民弱的特点。国有控股的上市公司的投资者保护水平连续3 年排名在前两位，说明国有企业治理水平不断提升，国企管资本改革背景下，其自我治理、自我管控、自我决策能力有稳定的提升。民营和其他控股公司的投资者保护水平近 3 年在低位徘徊，说明其内部治理环境较差，“圈钱”、“减持”、

“跨界重组”、“买壳卖壳”等动机和行为较强，造成这些公司的投资者保护水平较低。

随着中小板与创业板公司的发展，民营上市公司的数量已远超国有上市公司，数量最多，但是，从近几年整体情况来看，民营控股公司的投资者保护水平都低于国有控股公司。因此，应当重点关注民营上市公司的会计投资者保护状况，采取措施提高其投资者保护水平。

（三）对国有企业的进一步分析

我们对国有企业分中央国企、地方国企以及功能型国企、竞争型国企进行了进一步分析，结果见表 2-16。

表 2-16　　国有企业进一步分析表

国有企业分类	均值	最大值	最小值	标准差
中央国企	55.56	66.84	40.46	4.22
地方国企	54.49	69.27	36.01	4.48
功能型国企	53.71	66.80	41.29	4.70
竞争型国企	55.29	69.27	36.01	4.23
合计	54.85	69.27	36.01	4.42

从表 2-16 中可以看到，中央国企的投资者保护水平高于地方国企，竞争型国企的投资者保护水平远高于功能型国企。这一状况与 2016 年没有变化。

五、按第一大股东持股比例分类的投资者保护状况评价

我们将中国上市公司按照公司第一大股东持股比例的不同，分为四个等级：小于 20%，大于或等于 20%但小于 40%，大于或等于 40%但小于 60%，以及大于或等于 60%。通过分析第一大股东持股比例不同的中国上市公司投资者保护状况，可以进一步分析中国上市公司投资者保护差异原因及其治理特征。

（一）总体分析

从第一大股东的持股比例来看，投资者保护水平与持股比例呈正向变动关系，即第一大股东持股比例越高，投资者保护水平越高。持股比例最高组（得分 56.12）与持股比例最低组（得分 53.70）的保护水平相差 2.42 分，相比 2016 年进一步拉大。并且，持股比例较低组内的公司间投资者保护水平波动较大，持股比例比较高的组内投资者保护水平波动较小。这说明，在中国独特的制度背景与

市场背景下，股权越分散，无论是治理效率还是运营效率都会下降，而相对集权的股权结构下，能够减少股东搭便车行为，降低代理成本，更有利于中小股东利益保护。这是值得投资者和监管层思考的一个现象（见表 2-17）。

表 2-17 按第一大股东持股比例分类的中国上市公司投资者保护指数描述性统计

第一大股东持股比例	均值	最大值	最小值	标准差
持股比例＜20%	53.70	64.84	38.87	4.12
20%≤持股比例＜40%	54.19	69.27	36.01	4.17
40%≤持股比例＜60%	54.85	69.24	40.46	4.17
持股比例≥60%	56.12	65.05	44.19	4.00
合计	**54.38**	**69.27**	**36.01**	**4.19**

（二）2017 年与 2016 年指数比较分析

为了分析第一大股东持股比例的投资者保护水平在年度之间的变化情况，我们按第一大股东持股比例对 2017 年和 2016 年的平均得分与排名进行了对比分析（见表 2-18）。

表 2-18　按第一大股东持股比例分类的 2017 年与 2016 年指数对比分析

第一大股东持股比例	2017 年		2016 年		名次变化
	均值	名次	均值	名次	
持股比例＜20%	53.70	4	53.76	4	0
20%≤持股比例＜40%	54.19	3	54.03	3	0
40%≤持股比例＜60%	54.85	2	54.38	2	0
持股比例≥60%	56.12	1	54.68	1	0

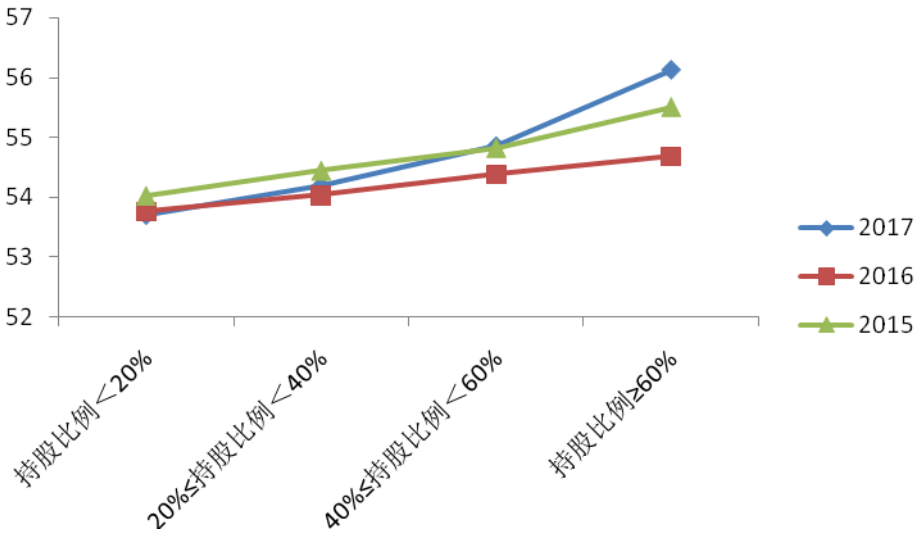


图 2-3　第一大股东持股比例与投资者保护水平（2015~2017 年）

从表 2-18 及图 2-3 中可以看到，2017 和前两年都存在共同的趋势，即上市公司第一大股东的持股比例与公司的投资者保护水平间存在正相关关系，持股比例越高，投资者保护水平越高。这与不同持股公司的治理状况、经营效率存在一定关系，尤其是股权分置改革后，大股东与中小股东的利益逐渐趋于一致，其掏空动机在逐渐减弱，而提升公司价值、实现与公司价值共同成长的动机增强。相反，持股比例越低，越倾向于采取盈余管理、关联交易等方式从上市公司攫取利益，因而第一大股东持股比例较低公司的投资者保护水平较差。

从 2015~2017 三年的情况来看，其情况总体类似，持股比例较低公司的会计投资者保护水平较低，但较高持股比例公司的投资者保护水平的差距有逐渐拉大的趋势。

六、按上市板块的投资者保护指数评价

（一）总体分析

按照上市公司的上市板块来分析，如表 2-19 所示，总体来看，深市主板、中小板和创业板上市公司投资者保护指数较高，沪市主板的投资者保护程度最低。分板块的投资者保护状况指数排名如图 2-4 所示。

表 2-19　按上市板块分类的会计投资者保护指数描述性统计

上市板块	均值	最大值	最小值	标准差
沪市主板	54.02	67.84	36.01	4.48
深市主板	54.70	69.24	41.36	4.53
中小板	54.53	69.27	41.53	3.86
创业板	54.66	65.07	40.75	3.65
合计	**54.38**	**69.27**	**36.01**	**4.19**

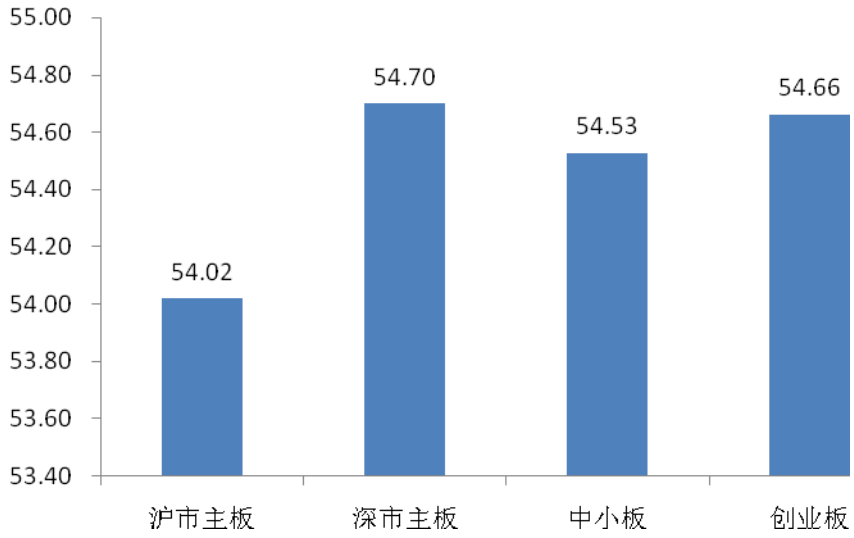


图 2-4　2017 年投资者保护指数按上市板块分类状况

（二）2017 年与 2016 年指数比较分析

为了分析分上市板块的投资者保护水平在年度之间的变化情况，我们按上市板块的平均得分与排名对 2017 年和 2016 年进行了对比分析。

表 2-19　按上市板块分类的 2017 年与 2016 年指数对比分析

第一大股东持股比例	2017 年		2016 年		名次变化
	均值	名次	均值	名次	
沪市主板	54.02	4	53.75	4	0
深市主板	54.70	1	53.90	3	2
中小板	54.53	3	54.55	1	-2
创业板	54.66	2	54.44	2	0

从表 2-19 中可以看出，2017 年度沪市主板上市公司的投资者保护水平与 2016 年变化不大，整体上呈现出深强沪弱的特点，深市主板由 2016 年第 3 位上升到第 1 位，深市中小板由第 1 下降到第 3，创业板上市公司的投资者保护水平没有变化。

七、主要结论

（1）从总体上来看，中国上市公司 2017 年度的会计投资者保护指数均值为 54.38 分，比 2016 年上升 0.26 分。2017 年度，中国上市公司的会计投资者保护相比 2016 年来有所上升，总体上来看，有稳中向好的趋势，但总体水平依然不高。其中会计信息、内部控制指数与管理控制指数得分提高，而外部审计指数与

财务运行指数的得分都出现了下降。

（2）分行业来看，投资者保护程度最高的三个行业分别为住宿和餐饮业（57.05分）、酒、饮料和精制茶业（56.96 分）及仪器仪表制造业（56.78 分）。投资者保护最差的三个行业分别为化学原料和化学制品制造业（52.94 分）、化学纤维制造业（52.45）、采矿业（52.15），全部为集中在第二产业（见表 2-10）。

（3）分地域来看，各省份的平均得分均在 50~60 分之间，前三名分别为北京（56.45 分）、浙江（55.06 分）和广东（54.98）。后三名分别为青海（51.12 分）、海南（51.98 分）和广西（52.16）。西藏、重庆、内蒙古和宁夏 4 个西部省份的投资者保护程度上升幅度最大。

（4）外资控股公司的投资者保护水平最高，为 55.06 分，其次为国有控股公司，为 54.85 分，而民营控股与其他控股的投资者保护程度较弱（分别为 54.11 分和 53.23 分），其中，其他控股公司的投资者保护水平垫底。从近几年整体情况来看，不同控制人性质公司的投资者保护水平变化不大，呈现出外强内弱、国强民弱的特点。

（5）就国有企业来看，中央国企的投资者保护水平高于地方国企，竞争型国企的投资者保护水平远高于功能型国企，这一状况与 2016 年没有变化。

（6）从第一大股东的持股比例来看，投资者保护水平与持股比例呈正向变动关系，即第一大股东持股比例越高，投资者保护水平越高。持股比例最高组（得分 56.12）与持股比例最低组（得分 53.70）的保护水平相差 2.42 分，相比 2016 年进一步拉大。从 2015~2017 三年的情况来看，其情况总体类似，持股比例较低公司的会计投资者保护水平较低，但较高持股比例公司的投资者保护水平的差距有逐渐拉大的趋势。。

（7）按照上市公司的上市板块来分析，深市主板、中小板和创业板上市公司投资者保护状况较高，沪市主板的投资者保护程度最低。2017 年度沪市主板上市公司的投资者保护水平与 2016 年变化不大，整体上呈现出深强沪弱的特点。

第三章　中国上市公司会计信息质量评价

一、会计信息质量总体描述

我们对深沪两市截至 2016 年 12 月 31 日的会计信息状况进行了描述性统计，这些数据取自截至 2017 年 4 月 30 日披露的上市公司年度报告。会计信息指数的平均值为 55.80，中位数为 55.57，最大值为 84.47，最小值为 24.85，标准差为 9.21。样本的峰度为-0.13，偏度为 0.05，呈略左偏的强尖峰分布。为了进一步验证其分布特征，我们对样本施以偏度峰度联合检验（Jarque-Bera），P 值为 0.2000，表明会计信息指数符合正态分布。进一步，我们进行单样本 Kolmogorov-Smirnov 检验，从 K-S 检验中可知 Z 值为 0.764，P 值为 0.604，表明在 0.05 的显著性水平下，会计信息指数的分布符合正态分布。

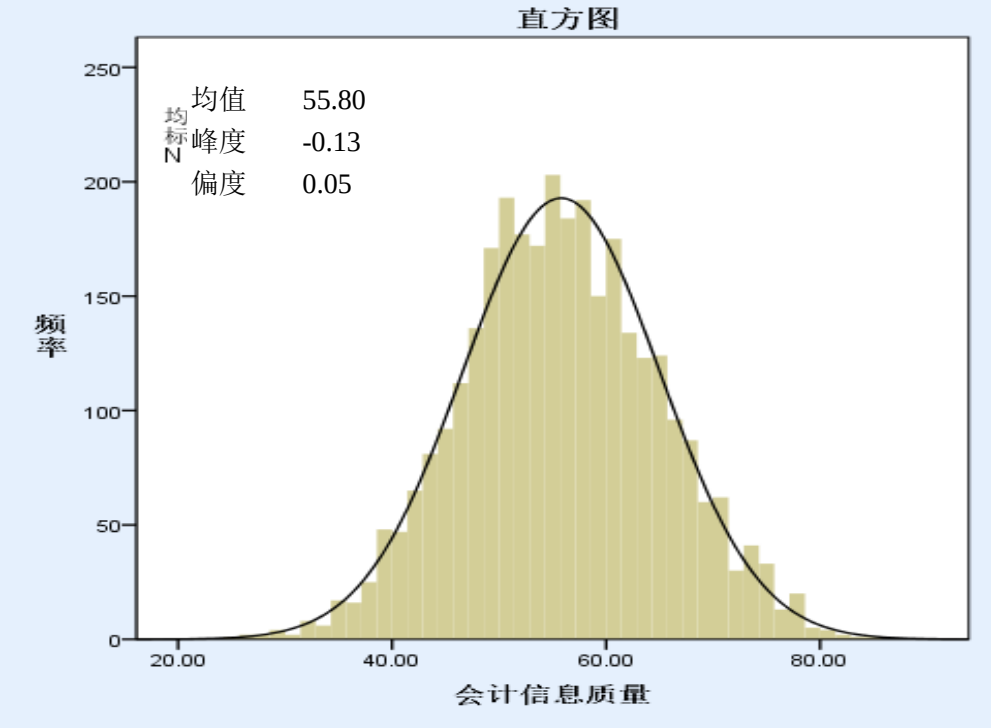


图 3-1　中国上市公司 2017 会计信息指数总体分布

统计结果表明，会计信息指数近三年来保持稳定，从三个构成指标的情况进行分析，可靠性、相关性和信息披露的均值分别为 49.71、51.23、68.18，标准差分别为 18.13 、19.31 和 4.78。会计信息总体及三项构成指标的描述性统计如表 3-1 所示。

表 3-1　2017 年上市公司会计信息指数总体描述性统计

项目	均值	最大值	最小值	标准差
会计信息指数	55.80	84.47	24.85	9.21
可靠性	49.71	93.50	0.00	18.13
相关性	51.23	96.60	5.90	19.31
信息披露	68.18	76.50	47.60	4.78

将三个构成指标与前两年数值进行对比，如表 3-2 所示，可靠性和相关性的标准差相对上一年有所提升，信息披露也有所提升；其中，信息披露的标准差最小，表明各上市公司在会计信息质量上存在一定差异，但是差异程度相对于前两年有所上升。就 2015～2017 年连续三年的情况而言具有以下特征：第一，2017 年的可靠性水平相比 2016 年有所下降；第二，2017 年会计信息披露水平比 2016 年高，稳定地保持在较高水平；第三，相关性得分在 2017 年的得分高于可靠性，说明相关性情况在慢慢改善，2017 年相关性得分略高于 2016 年。总体来说，2017 年的会计信息质量相比 2016 年略有提升，但是依旧低于 2015 年，可以看出我国经济依旧位于下行周期，在企业外部经济环境恶化的情况下，上市公司为了满足国资委的考核要求与股东收益期望，具有一定的盈余管理的动机与行为，导致了企业会计信息质量总体不高。

表 3-2　2015~2017 年上市公司会计信息指数比较

项目	均值			标准差		
	2017 年	2016 年	2015 年	2017 年	2016 年	2015 年
会计信息指数	55.80	55.24	56.42	9.21	5.81	5.23
可靠性	49.71	50.54	54.97	18.13	10.01	10.10
相关性	51.23	48.49	50.54	19.31	14.04	8.50
信息披露	68.18	67.58	63.53	4.78	3.84	6.40

我们对上述会计信息指数分等级进行了统计，如表 3-3 所示。数据显示，样本公司会计信息指数基于 70～80 区间内的上市公司有 204 家，这一数据明显高于 2016 年和 2015 年的数量；若以 60 分为及格线，则会计信息质量合格的上市公司所占比例约为 32.44%，超过 70%的上市公司信息指数在 50～60 区间，会计信息指数在 50 以下的公司数量和比例分别为 835 和 26.79%，远高于 2016 年的数量和比例，可见我国上市公司会计信息质量总体仍然比较低，低分值的上市公司比例相比 2016 年有所增加。

表 3-3　2015~2017 年指数分布频数对照

指数分布	2017 年		2016 年		2015 年	
	频数	比例(%)	频数	比例(%)	频数	比例(%)
指数≥80	8	0.26	0	0	0	0
70≤指数＜80	204	6.54	22	0.78	9	0.34
60≤指数＜70	799	25.63	512	18.14	558	21.29
50≤指数＜60	1271	40.78	1875	66.42	1806	68.9
指数＜50	835	26.79	414	14.66	248	9.47

从表 3-4 近三年的统计结果可知，2017 年的会计信息均值与前两年相比差异不大，但标准差与 2016 年相比总体呈上升趋势。在会计信息指数小于 50 的公司样本中，均值虽略有下降，但标准差略有增大，说明我国上市公司会计信息质量水平总体仍然较低。

表 3-4　2015-2017 年上市公司会计信息指数等级分布对照

指数分布	均值			标准差		
	2017 年	2016 年	2015 年	2017 年	2016 年	2015 年
指数≥80	82.19	-	-	1.31	-	-
70≤指数＜80	73.43	72.47	71.92	2.53	1.80	1.61
60≤指数＜70	64.15	62.64	62.47	2.76	2.37	2.22
50≤指数＜60	54.90	55.10	55.96	2.83	2.74	2.53
指数＜50	44.62	45.79	45.59	4.48	4.08	4.59

从过去 6 年的指数总体变动趋势来看，中国上市公司会计信息指数，基本上呈缓慢下降态势，从 2012 年开始逐年下降，在 2013 年度达到低点后，随后两年略有提升，在 2016 年又有所降低，2017 年稍有提升（见图 3-2）。

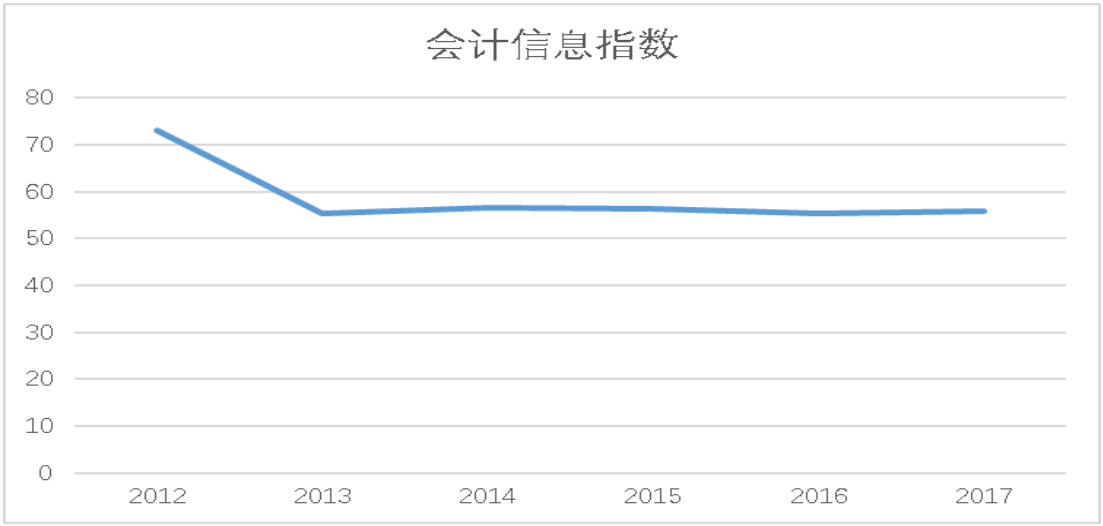


图 3-2　中国上市公司会计信息指数年度走势图

二、按行业分类的会计信息质量评价

（一）总体描述

本节按照中国证监会 2012 年的行业分类标准，对上市公司所处的 17 个行业门类进行统计分析，同时对制造业按 26 个行业细类进行分析，统计结果如表 3-5 所示，表中各行业得分由高到低排列。会计信息质量最高的三个行业分别为黑色金属冶炼和加工业、金融业、建筑业。会计信息质量最低的三个行业分别为服装、服饰、皮毛和制鞋业、其他制造业、化学纤维制造业。所有行业均值都小于 61 分，没有得分低于 52 分的行业。

表 3-5　2017 年各行业上市公司会计信息质量得分

行业名称	公司数量	均值	最大值	最小值	标准差
黑色金属冶炼和加工业	32	60.89	78.42	43.13	8.03
金融业	68	60.03	78.33	40.04	7.44
建筑业	90	58.76	77.21	36.73	8.9
仪器仪表制造业	41	58.46	83.75	35.22	10.47
电、热、气、水生产和供应业	98	58.36	75.19	32.03	8.67
文化娱乐用品制造业	11	57.32	68.21	39.11	10.62
铁路和其他交通运输设备制造业	38	57.27	71.28	46.1	7.29
综合类	34	57.12	75.99	38.18	9.66
软件和信息技术服务业	212	57.11	80.68	34.74	9.26
医药制造业	176	56.84	78.45	35.27	9.12
住宿和餐饮业	11	56.57	71.47	38.47	10.82
计算机和其他电子设备制造业	276	56.56	81.29	34.6	8.87
商务租赁和服务业	42	56.54	79.54	38.38	9.78
木材加工和家具制造业	23	56.22	75.13	32.13	9.61
批发和零售业	156	56.18	79.82	27.38	9.29
汽车制造业	99	56.11	74.68	37.39	8.99
房地产业	127	56.1	82.52	27.02	9.41
专用设备制造业	182	55.88	82.63	26.92	9.31
非金属矿物制品业	80	55.62	77.7	29.96	9.09
采矿业	75	55.43	72.77	31.81	10.32
通用设备制造业	120	55.03	84.47	24.85	9.31
橡胶和塑料制品业	63	54.92	74.62	33.85	9.44
酒、饮料和精制茶业	41	54.91	74.86	34.5	10.22
交通运输、仓储和邮政业	88	54.83	73.79	31.61	8.55

电气机械和器材制造业	194	54.7	79.37	29.88	8.64
石油加工、炼焦业	19	54.68	67.02	34.77	8.97
金属制品业	55	54.52	75.11	38.64	9.05
水利、环境和公共设施管理业	33	54.51	73.49	37.8	9.37
化学原料和化学制品制造业	206	54.11	78.21	30.4	8.98
食品制造业	39	53.8	70.15	40.68	6.8
农副食品加工业	41	53.78	68.91	35.13	8.63
农、林、牧、渔业	44	53.74	75.46	32.7	8.96
科研和技术服务业	27	53.73	68.04	30.11	9.25
有色金属冶炼和加工业	63	53.7	80.75	29.94	12.74
造纸和印刷业	39	53.41	74.12	34.59	9.07
文化、体育和娱乐业	46	53.3	71.44	39.91	7.57
纺织业	41	52.81	66.94	40.24	6.96
服装、服饰、皮毛和制鞋业	42	52.8	81.42	34.24	9.4
其他制造业	24	52.71	67.7	41.98	6.48
化学纤维制造业	21	52.38	70.77	37.54	9.2
合计	**3117**	**55.8**	**84.47**	**24.85**	**9.21**

（二）2017 年与 2016 年对比情况

我们对比 2017 年与 2016 年前 6 名与后 6 名的得分及行业构成情况。如表 3-6 所示。结果显示，从前 6 名来看，文化娱乐用品制造业依然位于前 6 名，名次排列略有变化。黑色金属冶炼和加工业、金融业、建筑业、仪器仪表建筑业以及电、热、气、水生产和供应业闯进前 6 名。其中，黑色金属冶炼和加工业、金融业以及建筑业荣膺三甲。从后 6 名来看，文化、体育和娱乐业仍然排名后 6 名，造纸和印刷业、纺织业、服装、服饰、皮毛和制鞋业、其他制造业以及化学纤维制造业替代黑色金属冶炼和加工业、有色金属冶炼和加工业、房地产业、酒、饮料和精制茶业以及石油加工、炼焦业排名垫底。2017 会计信息指数得分最低的行业是化学纤维制造业，紧随其后的是其他制造业以及服装、服饰、皮毛和制鞋业。由此可见，会计信息质量的优劣存在一定行业共性特征。

表 3-6　2017 年相对于 2016 年各行业得分变化情况

排名	2017 年		2016 年	
	行业	评价得分	行业	评价得分
前6名	黑色金属冶炼和加工业	60.89	服装、服饰、皮毛和制鞋业	57.14
	金融业	60.03	文化娱乐用品制造业	56.92
	建筑业	58.76	水利、环境和公共设施管理业	56.87
	仪器仪表制造业	58.46	交通运输、仓储和邮政业	56.8
	电、热、气、水生产和供应业	58.36	软件和信息技术服务业	56.72
	文化娱乐用品制造业	57.32	造纸和印刷业	56.47
略	……	……	……	……
后6名	造纸和印刷业	53.41	文化、体育和娱乐业	54.10
	文化、体育和娱乐业	53.3	黑色金属冶炼和加工业	53.99
	纺织业	52.81	有色金属冶炼和加工业	53.51
	服装、服饰、皮毛和制鞋业	52.8	房地产业	53.35
	其他制造业	52.71	酒、饮料和精制茶业	53.12
	化学纤维制造业	52.38	石油加工、炼焦业	52.81

三、按地区分类会计信息质量评价

我们将 2017 年的 3117 家被评价公司按照注册地的不同，基于 31 个省（直辖市、自治区）进行分组，分析不同地区上市公司会计信息指数的分布特征，比较上市公司会计信息质量的地区差异。

（一）总体分析

我们按照上市公司注册地所在省、自治区或直辖市对会计信息状况进行分组统计，结果如表 3－7 所示。2017 年度指数显示，各地区上市公司的指数均值都未达到 60 分。得分在 58~60 分之间的有重庆市和宁夏省，分别是 58. 57 分和 58.03 分。得分在 55 分以下的有十个省（区、市），其中上市公司会计信息指数均值排名最后的是吉林省，得分仅为 52.66 分。

表 3-7　2017 年各地区样本上市公司会计信息指数描述性统计

省份	公司数量	比例（%）	均值	标准差	最小值	最大值
海南	27	0.87	57.72	10.18	32.70	76.58
西藏	14	0.45	57.99	10.82	36.18	72.52
陕西	45	1.44	52.73	10.67	28.10	72.92
重庆	44	1.41	58.57	8.47	45.13	78.36
广西	36	1.15	57.00	10.26	42.07	77.85
湖南	89	2.86	56.57	9.35	32.03	83.75
北京	289	9.27	57.82	8.88	27.02	78.51
贵州	23	0.74	55.78	8.36	38.09	67.45
广东	485	15.56	56.52	9.17	27.38	81.42
江苏	327	10.49	55.30	9.14	34.15	78.21
河南	77	2.47	54.57	8.84	35.13	80.75
黑龙江	35	1.12	53.48	8.03	40.67	73.06
云南	32	1.03	56.83	11.63	24.85	78.45
浙江	343	11.00	55.19	9.11	30.11	84.47
河北	51	1.64	57.73	9.39	40.82	79.14
山东	175	5.61	54.10	9.44	29.88	75.57
湖北	94	3.02	56.99	9.05	39.68	82.63
辽宁	74	2.37	54.54	8.57	31.71	76.02
安徽	96	3.08	54.37	8.47	33.85	74.39
四川	110	3.53	57.66	9.52	31.81	81.29
福建	113	3.63	55.96	8.49	26.92	76.49
新疆	50	1.60	54.90	9.77	29.96	72.88
上海	245	7.86	54.46	8.90	29.83	77.41
山西	38	1.22	57.51	8.66	36.32	74.43
江西	36	1.15	55.64	7.64	39.50	69.01
天津	46	1.48	55.20	8.71	36.45	75.28
吉林	43	1.38	52.66	10.42	31.63	72.06
甘肃	31	0.99	55.98	9.86	34.50	78.14
宁夏	12	0.38	58.03	10.83	44.25	74.12
青海	12	0.38	52.89	9.42	34.82	67.47
内蒙古	25	0.80	55.23	10.09	35.32	67.77

（二）2017 年与 2016 年指数比较分析

为了分析各地区上市公司会计信息质量在年度之间的变化情况，我们对

2017 年和 2016 年各地区的平均得分、排名及排名变化情况进行了分析（见表 3-8）。

表 3-8 2017 年与 2016 年各省份上市公司指数对比分析

省份	2017 年		2016 年		名次变化
	均值	名次	均值	名次	
安徽	54.37	26	54.97	19	-7
北京	57.82	4	55.86	7	3
福建	55.96	15	54.8	21	6
甘肃	55.98	14	53.7	28	14
广东	56.52	13	55.5	9	-4
广西	57.00	9	56.15	5	-4
贵州	55.78	16	55.55	8	-8
海南	57.72	6	57.11	1	-5
河北	57.73	5	55.21	15	10
河南	54.57	23	55.43	11	-12
黑龙江	53.48	28	55.37	12	-16
湖北	56.99	10	55	17	7
湖南	56.57	12	55.95	6	-6
吉林	52.66	31	53.91	27	-4
江苏	55.30	18	55.5	10	-8
江西	55.64	17	54.22	25	8
辽宁	54.54	24	54.98	18	-6
内蒙古	55.23	19	52.74	31	12
宁夏	58.03	2	53.63	29	27
青海	52.89	29	53.29	30	1
山东	54.10	27	55.21	16	-11
山西	57.51	8	54.26	24	16
陕西	52.73	30	56.51	3	-27
上海	54.46	25	54.66	23	-2
四川	57.66	7	54.81	20	13
天津	55.20	20	53.96	26	6
西藏	57.99	3	56.72	2	-1
新疆	54.90	22	54.73	22	0
云南	56.83	11	55.35	13	2
浙江	55.19	21	55.21	14	-7
重庆	58.57	1	56.19	4	3

与 2016 年相比，在会计信息质量方面，经济发达地区上市公司优势并不明显，北京和上海指数均值分别为 57.82 和 54.46，北京相比上一年保持上升，上升了 3 位，位居第 4 名，而上海市相对上一年下降了 2 位，位列后三分之一序列，第 25 名。宁夏和山西排名上升幅度最大，从 2016 年会计信息指数排列第 29 名和第 24 名分别跃升至 2016 年的第 2、第 8 名。从 2014~2017 连续 4 年会计信息指数综合来看，山西、北京、重庆、四川等地区的上市公司会计信息指数呈现递增趋势，而新疆和青海等地区指数近 4 年基本没有变化。

四、按最终控制人性质分类的会计信息质量评价

我们将中国上市公司按照最终控制人性质的不同，分为国有控股、民营控股、外资控股、无控制人和其他控股，其他控股类型包括集体控股、社会团体控股和职工持股会控股。另外，我们对国有控股类型的上市公司进行了深入分析。通过分析不同性质的最终控制人的中国上市公司会计信息指数的数字特征，进一步探讨最终控制人性质对中国上市公司的会计信息质量的影响。

（一）总体分析

会计信息指数均值最高的是无控制人类，为 57.10；第二是国有控股上市公司，为 56.29；其他控股上市公司略低，排名第三；第四是民营控股上市公司，为 55.49；外资控股上市公司最低，为 55.36。从数量上看，国有控股上市公司和民营控股上市公司数量合计占上市公司总数为 92.78%，国有控股、无控股人和其他控股公司的会计信息指数都高于上市公司会计信息指数总体平均水平（见表 3-9）。随着中小板与创业板公司的发展，民营上市公司的数量已远超国有上市公司，数量最多，因此，应当重点关注民营上市公司的会计信息质量状况，采取措施提高其会计信息水平。

表 3-9 按最终控制人性质对会计信息指数进行描述性统计

终级控制人类型	公司数	比例（%）	均值	排名	最小值	最大值	标准差
国有控股	1033	33.14	56.29	2	24.85	80.75	9.22
民营控股	1859	59.64	55.49	4	26.92	84.47	9.19
外资控股	96	3.08	55.36	5	34.15	76.49	9.40
无控制人	91	2.92	57.10	1	30.11	78.14	9.21
其他控股	38	1.22	55.86	3	38.33	82.52	9.52

（二）2017 年与 2016 年指数比较分析

为了分析最终控制人的会计信息质量在不同年度之间的变化情况，我们对 2017 年和 2016 年指数按控制人类型的平均得分与排名进行了对比分析（见表 3-10）。由表 3-10 可知，无控制人、其他控股和国有控股上市公司在 2016 年排名均上升，分别上升至第 1、第 3 名和第 2 名；民营控股类上市公司的排名下降一位，从 2016 的第 3 名降至第 4 名；国有控股公司会计信息质量近两年处于稳定状态。

表 3-10　2017 年与 2016 年指数按最终控制人性质对比分析

最终控制人性质	2017 年		2016 年		名次变化
	均值	名次	均值	名次	
国有控股	56.29	2	55.27	2	0
民营控股	55.49	4	55.27	3	-1
外资控股	55.36	5	55.29	1	-4
无控制人	57.10	1	54.98	4	3
其他控股	55.86	3	54.04	5	2

（三）对国有企业的进一步分析

我们对国有企业分中央国企、地方国企进行了进一步分析（结果见表 3-11）。为了对国有控股类型公司进行深入分析，我们对国有控股公司按照层次属性，将国有控股企业划分为中央国企和地方国企。如表 3-11 所示，中央国企会计信息指数均值为 57.83，地方国企会计信息指数为 55.51，中央国企会计信息指数高于地方国企会计信息指数 2.32 分。

表 3-11 将国有控股企业细分的会计信息指数描述性统计

国有企业分类	数量	均值	最大值	最小值	标准差
地方国企	687	55.51	80.75	24.85	9.40
中央国企	346	57.83	77.65	34.92	8.65
合计	1033	56.29	80.75	24.85	9.22

五、按第一大股东持股比例分类的会计信息质量评价

我们将中国上市公司按照公司第一大股东持股比例的不同，分为四个等级：小于 20%，大于或等于 20%但小于 40%，大于或等于 40%但小于 60%，以及大于或等于 60%。通过分析第一大股东持股比例不同的中国上市公司会计信息质量状况，可以进一步分析中国上市公司会计信息质量差异的原因及特征。

（一）总体分析

持股比例在 20%~40%之间的上市公司，所占样本总体数量最大，比例为 49.24%，均值为 55.55；其次是 40%～60%区间的上市公司，均值达到 56.54，占样本比例的 26.20%；排名第四的是是持股比例 20%以下的上市公司，占样本总体的 18.68%，会计信息质量最差，均值为 54.86；最后是第一大股东持股比例大于 60%的上市公司，占总样本的 5.88%，均值为 57.67。总体来看，我国上市公司的会计信息与第一大股东比例大致呈倒“U”型分布，高持股和低持股都不利于会计信息质量的提升（见表 3-12）

表 3-12 按第一大股东持股比例分类的上市公司会计信息指数描述性统计

第一大股东持股比例	均值	最小值	最大值	标准差
持股比例＜20%	54.86	26.92	78.36	9.17
20%≤持股比例＜40%	55.55	24.85	84.47	9.29
40%≤持股比例＜60%	56.54	27.02	80.68	9.12
持股比例≥60%	57.67	34.15	78.42	8.60

（二）2017 年与 2016 年指数比较分析

为了分析分第一大股东持股比例的会计信息质量在年度之间的变化情况，我们按第一大股东持股比例对 2017 年和 2016 年的平均得分与排名进行了对比分析（见表 3-13）。

表 3-13　2017 年与 2016 年指数按第一大股东持股比例对比分析

第一大股东持股比例	2017 年		2016 年		名次变化
	均值	名次	均值	名次	
持股比例＜20%	54.86	4	54.85	4	0
20%≤持股比例＜40%	55.55	3	55.18	3	0
40%≤持股比例＜60%	56.54	2	55.58	1	1
持股比例≥60%	57.67	1	55.28	2	-1

比较结果，我们发现，2017 年与 2016 年股权集中度并没有发生明显变化，我国上市公司大多数股权相对集中，会计信息质量并不乐观。第一大股东的持股比例越低，会计信息质量也越差，意味着对于数量较少的股权分散型上市公司，经理人控制也许是造成其会计信息质量最差的重要原因。

六、按上市板块分类的会计信息质量评价

（一）总体分析

按照上市公司的上市板块来分析，总体来看，深市主板上市公司会计信息质量指数最高，指数为 56.66 分，与 2016 年会计信息质量基本保持一致，标准差数值较低，说明深市主板上市公司会计信息质量差异不大。沪市主板和中小板上市公司均值最低，为 55.55 分，创业板上市公司会计信息指数为 56.01 分，高于沪市主板 0.46 分（见表 3-14、图 3-2）。

表 3-14　　按上市板块分类的会计信息质量指数描述性统计

上市板块	均值	最小值	最大值	标准差
沪市主板	55.55	24.85	79.54	9.17
深市主板	56.66	31.81	82.52	9.15
中小板	55.55	29.88	84.47	9.18
创业板	56.01	26.92	83.75	9.35

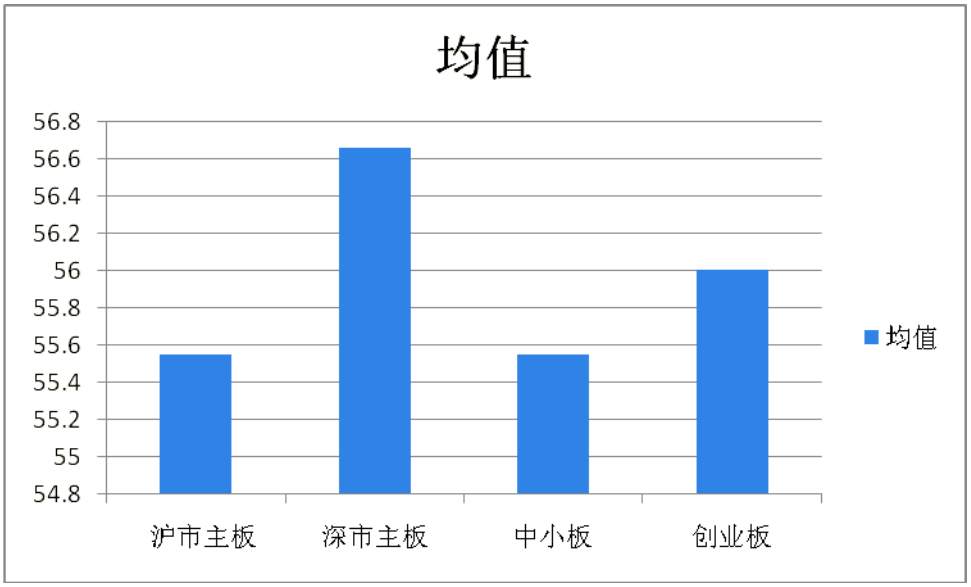


图 3-3　2017 年会计信息指数按上市板块分类的状况

（二）2017 年与 2016 年指数比较分析

为了分析上市板块的会计信息质量在年度之间的变化情况，我们按上市板块对 2017 年和 2016 年的平均得分与排名进行了对比分析。

表 3-15　按上市板块分类的 2017 年与 2016 年指数对比分析

上市板块	2017 年		2016 年		名次变化
	均值	名次	均值	名次	
沪市主板	55.55	3	54.86	4	1
深市主板	56.66	1	55.36	3	2
中小板	55.55	3	55.51	1	-2
创业板	56.01	2	55.50	2	0

从表 3-15 中可以看出，2017 年度深市主板上市公司的会计信息质量有所上升，跃居第一，中小板市场上市公司的会计信息质量排名从第一下落到与沪市主板共居最后一名，沪市主板会计质量水平近两年得分均较低，由于沪市主板上市公司普遍规模较大，因此该状况需要监管层与投资者特别关注。

七、主要结论

2015~2017 年三年间会计信息质量指数研究结果表明，我国上市公司会计信息质量基本保持稳定，总体呈下降趋势。本部分按行业、地区、最终控制人、第一大股东持股比例和上市板块等五种分类方式对上市公司会计信息质量进行了评价。

在行业比较中，黑色金属冶炼和加工业、金融业、建筑业、仪器仪表建筑业以及电、热、气、水生产和供应业、文化娱乐用品制造业等行业的会计信息指数均值最高，造纸和印刷业、纺织业、服装、服饰、皮毛和制鞋业、其他制造业以及化学纤维制造业等上市公司的会计信息指数均值最低。

在地区比较中，宁夏、重庆的会计信息指数最高，吉林最低，大部分地区上市公司会计信息质量相比前两年有所提高，但是发达地区的会计信息质量优势并不明显。

在不同终极控制类型公司的比较中，所有上市公司会计信息质量有所降低，国有控股近三年的排名比较稳定，而其他控股和无控制人类上市公司的会计信息质量较 2016 年明显上升。

在不同股权集中度公司的比较中，近两年股权集中度并没有发生明显变化，我国上市公司大多数股权相对集中，会计信息质量并不高。对于数量较少的股权分散型上市公司，经理人控制也许是造成其会计信息质量最差的重要原因。

按照不同上市板块分析，深市主板上市公司会计信息质量明显要高于中小板和沪市主板，沪市主板会计信息质量最低，这与 2015 年的研究结论基本保持一致。

通过上面的整体分析，上市公司的会计信息质量不容乐观，尤其是作为占上市公司总数量比例超过 90%的国有控股企业和民营控股企业的会计信息质量有待大幅度提高。除了上市公司的自我完善，监管部门应该加强监督力度，为投资者创造一个良好的投资环境。

第四章　中国上市公司内部控制质量评价

一、内部控制质量总体描述

（一）总体分析

我们用内部控制投资者保护指数（以下简称内部控制指数）来衡量上市公司的内部控制质量。我们评价了截至 2017 年 4 月 30 日的 3117 家中国上市公司，从总体上看，中国上市公司内部控制指数的得分大部分分布在 51~67 分之间，其分布形式呈左偏、尖峰的正态分布（峰度为 0.80，偏度为-0.67）（见图 4-1）。

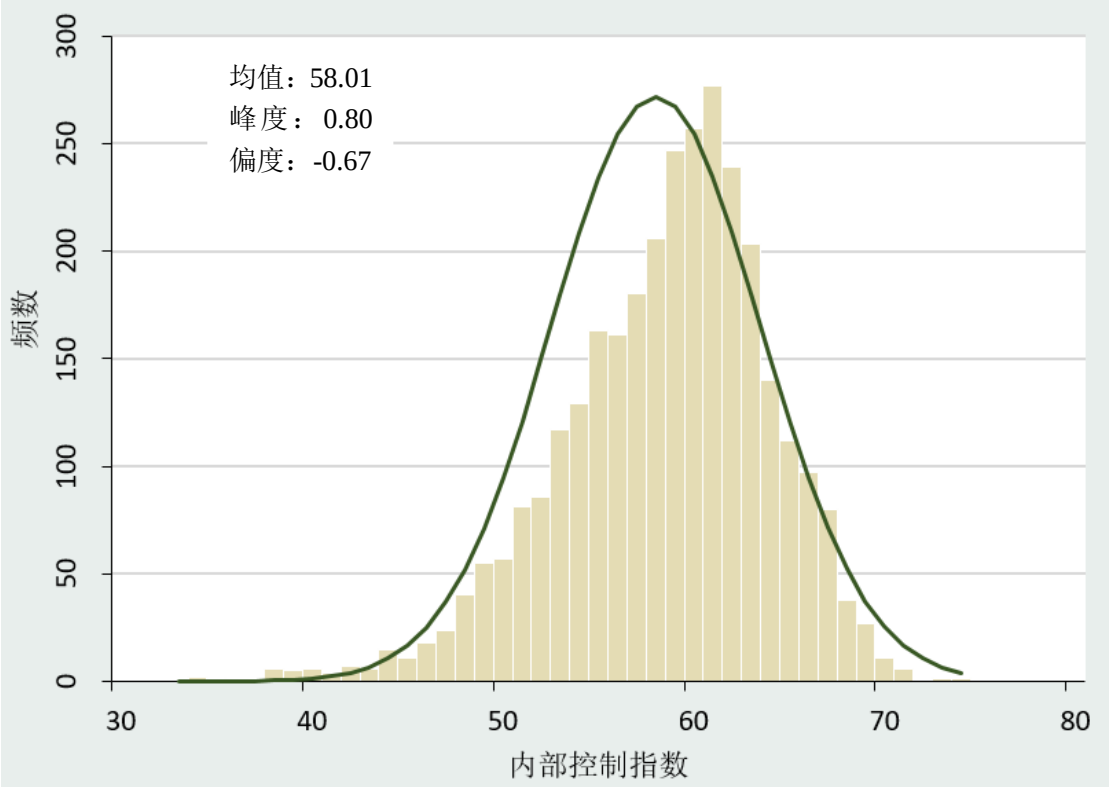


图 4-1　中国上市公司内部控制指数总体分布

从表 4-1 来看，中国上市公司 2017 年度的内部控制指数均值为 58.01 分，最大值（73.47 分）与最小值（33.25 分）相差 40.22 分，具有较大的波动性。

表 4-1　2017 年上市公司内部控制质量指数总体描述性统计

项目	公司数量	均值	最大值	最小值	标准差
内部控制指数	3117	58.01	73.47	33.25	5.51
——人文环境	3117	27.91	100.00	2.00	17.97
——治理结构	3117	48.26	73.06	33.13	5.89
——信息沟通	3117	84.28	99.00	19.00	18.94
——业务控制	3117	84.96	94.00	0.00	12.34
——外部监督	3117	47.75	50.93	0	2.56

在 5 个子指标中，人文环境指数均值最低，仅为 27.91，说明我国企业内部控制的软环境亟待提高，企业文化建设与战略匹配性、人力资源培训支出和社会贡献方面尚存不足，仍需为建立良好的企业成长环境、打造良好的企业文化环境努力。业务控制指数均值最高，达到了 84.96，说明上市公司的运营控制、预算管理水平较高。治理结构指数均值 48.26，整体均值尚未及格，说明我国上市公司整体治理水平还需进一步提高。信息沟通指数均值为 84.28，这在一定程度上说明了上市公司信息沟通质量良好。外部监督指数均值为 47.75，说明我国证券监管机构对上市公司的监管有待加强。

（二）比较分析

从 2010～2017 年的总体变动趋势来看，中国上市公司内部控制指数呈现出较为明显的“V”形反转态势。内部控制指数从 2010 年开始下降，在 2012 年度达到最低点 54.9，最近四年（2014~2017 年）已经起稳回升，基本稳定在 56~58 之间（见图 4-2）。这说明自 2012 年开始的内部控制自我评价报告和审计报告强制披露范围扩大到未参加内部控制规范试点的所有主板上市公司，上市公司近三年总体上加强了内部控制制度建设，也取得了较好的效果。2017 年的内部控制质量较 2016 年进一步提升，说明了 2017 年我国上市公司总体上对内部控制建设有所增强。

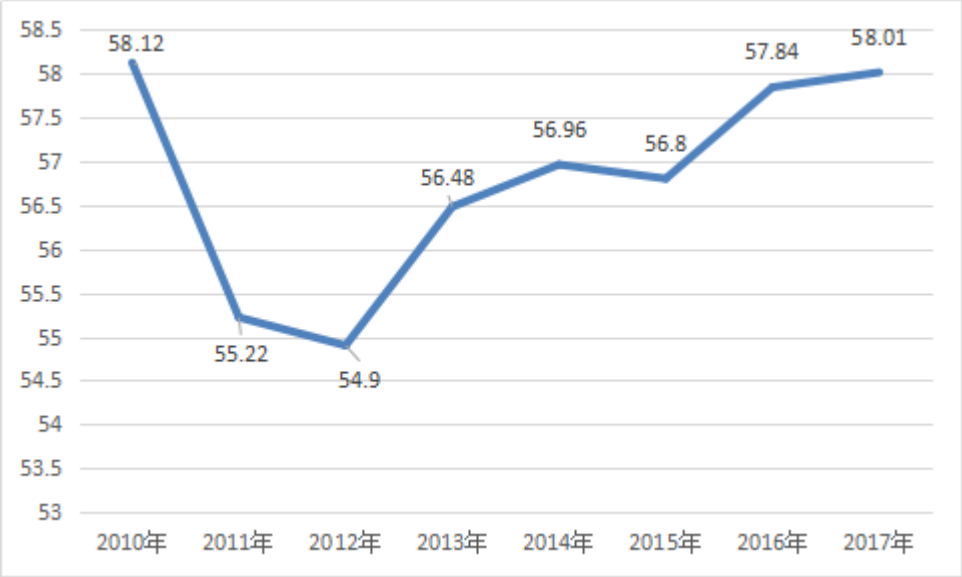


图 4-2　中国上市公司内部控制指数年度走势

从分指数来看，2017 年外部监管指数上升幅度最大，信息沟通、业务环境较 2016 年也有所改善，而人文环境、治理结构则呈现下降趋势，具体如表 4-2 所示。

表 4-2　2010~2017 年内部控制指数总体情况分析

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
内部控制指数	58.01	57.84	56.8	56.96	56.48	54.9	55.22	58.12
——人文环境	27.91	29.46	26.47	52.96	51.32	43.28	44.9	27.54
——治理结构	48.26	48.72	48.33	58	64.33	62.15	62.58	47.74
——信息沟通	84.28	83.12	75.22	62.19	61.29	78.01	77.65	73.33
——业务控制	84.96	84.94	94.14	57.5	52	49.6	51.9	56.3
——外部监督	47.75	45.81	42.26	53.06	52.73	39.43	35.68	90

二、按行业分类的内部控制质量评价

（一）总体分析

我们对上市公司样本总体进行了分行业描述性统计，结果如表 4-3 所示。在 40 个行业中，文化娱乐用品制造业有 11 家，其内部控制指数均值为 61.35 分，橡胶和塑料制品业和仪器仪表制造业分别居第 2 位和第 3 位；采矿业、房地产业、和金融业排名垫底，得分分别为 55.10、54.96 和 51.86。

具体各行业内部控制指数得分表 4-3 所示，表中行业排名由高到低排列。

表 4-3 分行业样本上市公司内部控制质量指数描述性统计

行业名称	公司数量	均值	最大值	最小值	标准差
文化娱乐用品制造业	11	61.35	67.29	52.69	4.36
橡胶和塑料制品业	63	60.75	68.96	43.05	4.8
仪器仪表制造业	41	60.74	69.37	50.35	4.05
化学纤维制造业	21	60.64	65.53	54.14	3.57
服装、服饰、皮毛和制鞋业	42	60.01	66.97	52.6	4.01
食品制造业	39	59.47	69.74	40.33	5.79
其他制造业	24	59.35	66.97	46.31	5.02
软件和信息技术服务业	212	59.34	69.18	33.25	5.1
医药制造业	176	59.29	69.87	39.8	5.19
文化、体育和娱乐业	46	59.29	68.83	49.37	4.25
通用设备制造业	120	59.19	68.93	39.37	5.15
电气机械和器材制造业	194	58.86	70.24	38.14	5.17
水利、环境和公共设施管理业	33	58.86	66.33	47.54	4.49
农副食品加工业	41	58.83	68.08	46.47	5.03
专用设备制造业	182	58.67	69.5	37.46	4.67
科研和技术服务业	27	58.64	66.17	47.15	4.35
农、林、牧、渔业	44	58.55	67.47	39.78	5.2
木材加工和家具制造业	23	58.54	66.81	47.39	5.33
化学原料和化学制品制造业	206	58.52	69.58	44.11	4.55
计算机和其他电子设备制造业	276	58.29	70.31	37.49	5.43
商务租赁和服务业	42	58.26	66.64	41.82	6.04
纺织业	41	58.23	68.25	37.03	6.68
非金属矿物制品业	80	58.19	68.36	46.67	4.81
酒、饮料和精制茶业	41	58.14	68.59	42.94	6.15
造纸和印刷业	39	58.13	66.97	47.27	5.04
有色金属冶炼和加工业	63	58.12	68.32	47.28	4.76
金属制品业	55	58.09	72.56	44.55	5.61
住宿和餐饮业	11	57.75	68.73	49.83	7.27
石油加工、炼焦业	19	57.51	65.49	46.61	4.93
汽车制造业	99	57.41	69.34	43.91	5.01
黑色金属冶炼和加工业	32	57.17	67.74	37.15	7.34
电、热、气、水生产和供应业	98	57	73.47	44.58	5.54
交通运输、仓储和邮政业	88	56.8	70.6	40.25	5.09
批发和零售业	156	56.79	69.61	44.82	4.92
铁路和其他交通运输设备制造业	38	56.61	67.49	39.9	5.92

综合类	34	55.89	68.32	39.54	6.65
建筑业	90	55.18	64.74	41.67	4.69
采矿业	75	55.1	70.72	38.83	6.83
房地产业	127	54.96	70.42	33.93	6.82
金融业	68	51.86	64.47	37.34	6.24
合计	**3117**	**58.01**	**73.47**	**33.25**	**5.51**

（二）比较分析

由于 2017 年与 2016 年行业分类的变化，使得这两年的指数得分及排名的可比性上升。我们仅对比 2017 年与 2016 年前 3 名与后 3 名的得分及行业构成情况（见表 4-4）。

表 4-4　2017 年相对于 2016 年各行业得分变化情况

排名	2017 年		2016 年	
	行业	平均得分	行业	平均得分
前 3 名	文化娱乐用品制造业	61.35	文化娱乐用品制造业	61.24
	橡胶和塑料制品业	60.75	仪器仪表制造业	61.08
	仪器仪表制造业	60.74	软件和信息技术服务业	60.18
略	……	……	……	……
后 3 名	采矿业	55.10	住宿和餐饮业	54.37
	房地产业	54.96	综合类	54.29
	金融业	51.86	房地产业	53.02

三、按地区分类的内部控制质量评价

（一）总体分析

如表 4-5 所示，广东、山东、北京、安徽、河北、河南、贵州、浙江、湖南、湖北的内部控制指数均值均略高于平均分；江西、吉林、甘肃、福建、江苏、辽宁、天津、四川、宁夏、内蒙古、云南、上海、陕西、黑龙江、西藏、重庆、新疆、山西、广西、海南、青海内部控制指数低于平均分。广东上市公司的内部控制指数得分最高，为 59.2；其次是山东、安徽、河北、北京等地；青海的得分最低，为 52.72 分；普遍较低的还有青海、海南、广西等。

表 4-5 分地区样本上市公司内部控制质量指数描述性统计

省份	公司数	比例（%）	均值	最大值	最小值	标准差
广东	485	15.56	59.2	70.77	38.43	5.02
山东	175	5.61	59.04	69.58	37.03	5.93
北京	289	9.27	58.83	70.72	33.93	5.59
安徽	96	3.08	58.8	68.59	47.75	4.34
河北	51	1.64	58.78	66.85	39.54	5.26
河南	77	2.47	58.64	68.08	46.19	4.93
贵州	23	0.74	58.61	65.15	43.3	5.17
浙江	343	11.00	58.57	72.56	46.3	4.8
湖南	89	2.86	58.29	67.19	38.59	5.08
湖北	94	3.02	58.23	68.83	43.44	4.86
江西	36	1.15	57.79	69.34	44.24	5.6
吉林	43	1.38	57.77	68.35	44.82	4.66
甘肃	31	0.99	57.75	67.96	35.58	6.66
福建	113	3.63	57.73	67.06	46.59	5.08
江苏	327	10.49	57.67	68.82	37.46	5.46
辽宁	74	2.37	57.56	69.74	38.14	6.19
天津	46	1.48	57.23	67.14	39.59	5.61
四川	110	3.53	57.23	69.02	38.83	5.95
宁夏	12	0.38	57.07	63.42	48.05	4.75
内蒙古	25	0.80	57.05	68.57	48.99	4.76
云南	32	1.03	56.89	69.18	39.78	6.6
上海	245	7.86	56.82	68.93	37.95	5.5
陕西	45	1.44	56.81	67.49	43.49	5.57
黑龙江	35	1.12	56.65	73.47	37.34	6.69
西藏	14	0.45	56.39	60.61	49.44	3.37
重庆	44	1.41	55.93	67.87	38.21	6.14
新疆	50	1.60	55.86	68.36	41.68	6.14
山西	38	1.22	55.73	70.6	37.15	7.48
广西	36	1.15	54.94	66.97	33.25	6.94
海南	27	0.87	53.07	65.79	36.97	6.45
青海	12	0.38	52.72	62.55	40.33	5.97
合计	**3117**	**100**	**58.01**	**73.47**	**33.25**	**5.51**

从地区分布来看，东部经济发达地区上市公司内部控制质量整体优于西部经济相对落后地区。

内部控制指数分地区排名如图 4-3 所示。

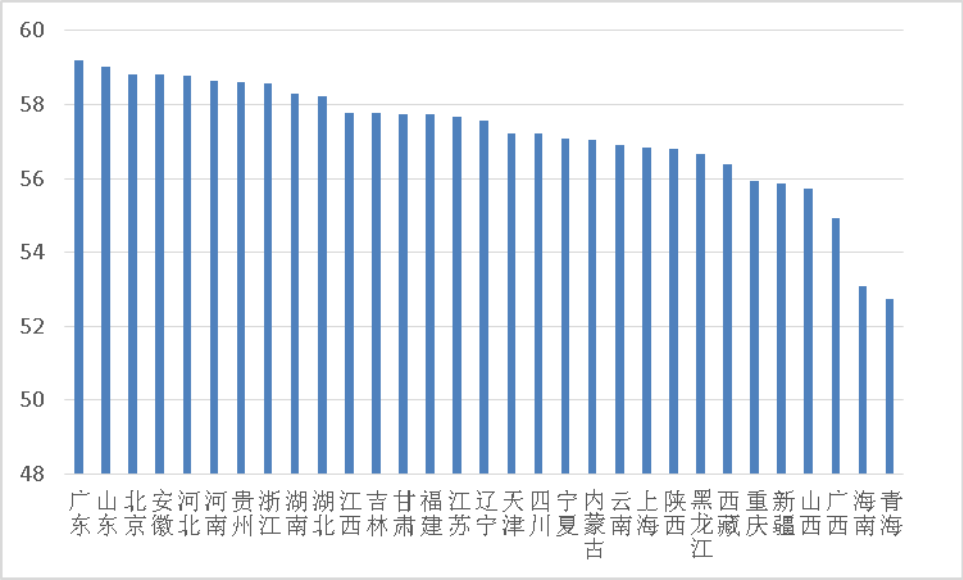


图 4-3 内部控制指数分地区排名（2017 年）

（二）比较分析

为了分析各地区内部控制质量水平在年度之间的变化情况，我们对 2017 年和 2016 年各地区内部控制指数的平均得分、排名及排名变化情况进行了分析（见表 4-6）。

表 4-6　2017 年与 2016 年各省上市公司内部控制指数对比分析

省份	2017 年		2016 年		名次变化
	均值	名次	均值	名次	
贵州	58.61	7	55.74	22	15
宁夏	57.07	19	51.32	31	12
湖北	58.23	10	56.37	19	9
江西	57.79	11	57.02	16	5
内蒙古	57.05	20	54.84	25	5
安徽	58.8	4	58.82	7	3
河北	58.78	5	58.31	8	3
河南	58.64	6	58.18	9	3
吉林	57.77	12	57.05	15	3
西藏	56.39	25	54.37	28	3
北京	58.83	3	58.96	5	2
广东	59.2	1	59.1	3	2
四川	57.23	18	55.85	20	2
辽宁	57.56	16	57.01	17	1
天津	57.23	17	56.92	18	1
重庆	55.93	26	54.47	27	1
福建	57.73	14	57.18	14	0
黑龙江	56.65	24	54.93	24	0
山东	59.04	2	59.2	2	0
海南	53.07	30	52.81	29	-1
青海	52.72	31	52.29	30	-1
上海	56.82	22	55.79	21	-1
甘肃	57.75	13	57.95	10	-3
广西	54.94	29	54.63	26	-3
湖南	58.29	9	58.84	6	-3
新疆	55.86	27	55.45	23	-4
浙江	58.57	8	59.23	1	-7
云南	56.89	21	57.25	13	-8
江苏	57.67	15	58.98	4	-11
陕西	56.81	23	57.39	11	-12
山西	55.73	28	57.26	12	-16

与 2016 年相比，贵州的内部控制指数均值排名上升幅度最大，上升了 15 位，宁夏与湖北上升幅度也较大，分别上升了 12、9 位；山西、陕西、江苏三个省（区、市）下降幅度较大，分别下降了 16 位、12 位和 11 位；福建、黑龙江、山东上市公司的排名与 2016 年持平。总体来看，各省近两年的内部控制质量变化较大。

四、按最终控制人性质分类的内部控制质量评价

（一）总体分析

根据上市公司第一大股东的最终控股股东的类别，将其分为国有、民营、外资控股、无控制人和其他控股类型共五类。

如表 4-7 所示，外资控股上市公司内部控制指数最高，达到了 58.63；国有控股上市公司的内部控制指数为 58.21；其他控股、民营控股、无控制人上市公司的内部控制指数低于全样本的平均值。随着中小板与创业板公司的发展，民营上市公司的数量已远超国有上市公司，数量最多，但其内部控制指数要低于国有控股企业，因此，应当重点关注民营上市公司的内部控制状况，采取措施提高其内部控制水平。

表 4-7　分大股东性质上市公司内部控制质量指数描述性统计

控制人类型	公司数	比例（%）	均值	最大值	最小值	标准差
国有控股	1033	33.14	58.18	73.47	33.93	5.64
民营控股	1859	59.64	57.98	70.42	33.25	5.31
其他控股	38	1.22	56.72	67.53	36.97	6.14
外资控股	96	3.08	58.63	72.56	38.43	5.52
无控制人	91	2.92	56.57	70.31	37.49	7.28
合计	**3117**	**100**	**58.01**	**73.47**	**33.25**	**5.51**

为了对国有控股上市公司进行深入分析，我们按照层次属性，将国有控股企业划分为中央国企与地方国企, 按照功能属性将国有控股企业划分为功能型国企和竞争型国企。如表 4-8 所示，中央国企内部控制指数均值为 58.54，地方国企内部控制指数 58.01，中央国企内部控制质量与地方国企差别不大。竞争型国企的内部控制质量和功能型国企基本持平。

表 4-8 将国有控股企业细分的内部控制指数描述性统计

国有企业分类	数量	均值	最大值	最小值	标准差
地方国企	687	58.01	70.77	39.54	5.63
中央国企	346	58.54	73.47	33.93	5.63
功能型国企	286	58.20	73.47	40.52	5.50
竞争型国企	747	58.18	70.60	33.93	5.69
合计	**1033**	**58.18**	**73.47**	**33.93**	**5.64**

（二）比较分析

为了分析最终控制人的内部控制质量水平在不同年度之间的变化情况，我们对2017年和2016年内部控制指数按控制人类型分类的平均得分与排名进行了对比分析（见表4-9）。

表 4-9 按最终控制人性质 2017 年与 2016 年内部控制指数对比分析

控制人类型	2017 年		2016 年		名次变化
	均值	名次	均值	名次	
地方国企	58.01	3	56.91	6	3
中央国企	58.54	2	57.97	3	1
民营控股	57.98	4	58.21	2	-2
外资控股	58.63	1	57.24	4	3
无控制人	56.57	6	58.34	1	-5
其他控股	56.72	5	57.23	5	0

2017年无控制人上市公司的内部控制指数均值的排名下降较大，从2016年的第1名降至第6名；外资控股类型上市公司的排名第一，说明内部控制质量水平保持良好。

五、按第一大股东持股比例分类的内部控制质量评价

（一）总体分析

按照第一大股东持股比例，我们将公司分成20%以下、20%~40%、40%~60%、60%以上四组。如表4-10所示。

表 4-10 分第一大股东持股比例样本上市公司内部控制质量指数描述性统计

第一大股东持股比例	公司数	比例（%）	均值	最大值	最小值	标准差
持股比例＜20%	582	18.67	57.69	70.42	33.25	6.31
20%≤持股比例＜40%	1537	49.31	57.95	69.74	33.93	5.39
40%≤持股比例＜60%	815	26.15	58.20	73.47	39.59	5.18
持股比例≥60%	183	5.87	58.65	72.56	43.91	5.11
合计	**3117**	**100**	**58.01**	**73.47**	**33.25**	**5.51**

（二）比较分析

为了进一步分析按第一大股东持股比例分类的内部控制水平在年度之间的变化情况，我们对 2017 年和 2016 年按第一大股东持股比例分类的内部控制指数平均得分与排名进行了对比分析（见表 4-11）。

表 4-11 2017 年与 2016 年按第一大股东持股比例内部控制指数对比分析

第一大股东持股比例	2017 年		2016 年		名次变化
	均值	名次	均值	名次	
持股比例＜20%	57.69	4	58.46	1	-3
20%≤持股比例＜40%	57.95	3	57.72	3	0
40%≤持股比例＜60%	58.2	2	57.52	4	2
持股比例≥60%	58.65	1	57.88	2	1

从表 4-11 可以看到，2017 年与上一年有所改变，持股比例小于百分之二十的内控指数排名下降最大。持股比例在百分之四十到六十之间的内控指数排名有所上升，持股比例在百分之二十到四十之间的内控指数没变。

六、按上市板块分类的内部控制质量评价

（一）总体分析

我们对上市公司内部控制质量按照上市板块进行了分析，如表 4-12 所示。

表 4-12 分上市板块上市公司内部控制质量指数描述性统计

上市板块	公司数	比例（%）	均值	最大值	最小值	标准差
深市主板	465	14.92	58.67	70.77	35.58	6.07
沪市主板	1217	39.04	56.05	73.47	33.25	5.71
中小板	833	26.72	59.61	72.56	37.03	4.76
创业板	602	19.31	59.25	69.37	38.14	4.28
合计	**3117**	**100**	**58.01**	**73.47**	**33.25**	**5.51**

沪市主板的内部控制指数均值为 56.05，明显低于深市主板、创业板和中小板；中小板的内部控制指数均值最高，为 59.61。

内部控制指数按上市板块分类的均值如图 4-4 所示。

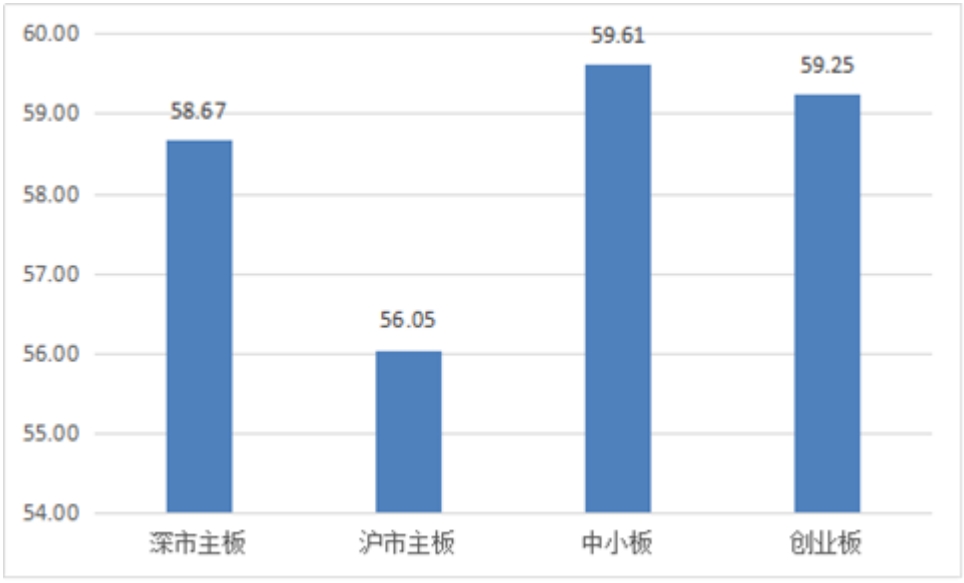


图 4-4 内部控制指数按上市板块分类的得分状况

（二）比较分析

为了进一步分析按上市板块分类的内部控制质量水平在年度之间的变化情况，我们按上市板块对 2017 年和 2016 年的内部控制指数平均得分与排名进行了对比分析（见表 4-13）。

表 4-13　按上市板块分类的 2017 年与 2016 年内部控制指数对比分析

上市板块	2017 年		2016 年		名次变化
	均值	名次	均值	名次	
深市主板	58.67	3	57.61	3	0
中小板	59.61	1	59.86	1	0
创业板	59.25	2	59.84	2	0
沪市主板	56.05	4	55.54	4	0

从表 4-13 可以看出，2017 年度上市板块内部控制指数排名与 2016 年相比没有发生变化。中小板排名仍是第一，创业板第二，沪市主板和深市主板较低。

七、主要结论

（1）2017 年度，我国上市公司内部控制指数总体均值为 58.01，标准差为 5.51，基本服从正态分布；2017 年的内部控制指数均值比 2016 年的略高，2012～2017 年内部控制指数均值呈上升趋势，说明上市公司从整体上加强内部控制制度建设

显然已经取得初步效果。

（2）分行业来看，在 40 个行业中，文化娱乐用品制造业有 11 家，其内部控制指数均值为 61.35 分，橡胶和塑料制品业和仪器仪表制造业分别居第 2 位和第 3 位；采矿业、房地产业和金融业排名垫底，得分分别为 55.10、54.96 和 51.86。

（3）分地区来看，广东上市公司的内部控制指数得分最高，为 59.2；其次是山东、安徽、河北、北京等地；青海的得分最低，为 52.72 分；普遍较低的还有青海、海南、广西等。

（4）外资控股上市公司内部控制指数最高，达到了 58.63；国有控股上市公司的内部控制指数为 58.21；其他控股、民营控股、无控制人上市公司的内部控制指数低于全样本的平均值。

（5）按照第一大股东持股比例分析，总体来看，2017 年与上一年有所改变，持股比例小于百分之二十的内控指数排名下降最大。持股比例在百分之四十到六十之间的内控指数排名有所上升，持股比例在百分之二十到四十之间的内控指数没有变化。

（6）分上市板块来看，沪市主板的内部控制指数均值为 56.05，明显低于深市主板、创业板和中小板；中小板的内部控制指数均值最高，为 59.61。2017 年度上市板块内部控制指数排名与 2016 年相比没有发生变化。中小板排名仍是第一，创业板第二，沪市主板和深市主板较低。

第五章　中国上市公司外部审计质量评价

一、外部审计质量总体评价

（一）总体分析

从审计投资者保护指数分布图形来看（见图 5-1），2017 年我国上市公司审计投资者保护得分大部分在 50-60 分之间，审计投资者保护指数总体分布接近于以 54.38 分为均值、4.19 为标准差的正态分布(峰度为 3.35，偏度为-0.12)。从描述性统计的结果来看（见表 5-1），2017 年我国上市公司审计投资者保护指数的平均值为 54.38 分，总体水平比 2016 年有所下降。同时，各上市公司审计投资者保护指数也存在一定差异，审计投资者保护最好的公司该指数为 69.27 分，最差的公司该指数则只有 36.01 分，两者相差 33.26 分，最高值与最低值差距比 2016 年有所缩小。

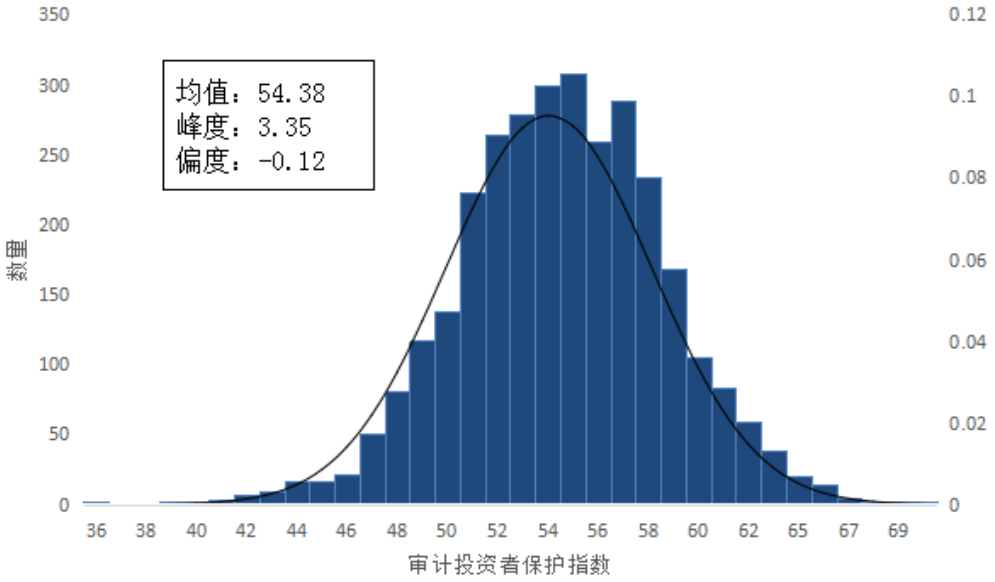


图 5-1 审计投资者保护指数总体分布

从审计投资者保护的分项指数来看，2017 年上市公司审计独立性指数的均值达到了 65.89 分，整体水平较高。同时，我们也注意到审计独立性指数的标准差为 10.32，各上市公司审计独立性指数相对比较分散。2017 年上市公司审计质量指数的均值为 45.89 分，最小值 26.97 分，最大值为 96.00 分。审计保障指数的均值为 50.88 分，最大值为 72.62 分，最小值为 21.11 分，两者相差 51.51 分，标准差为 15.09。

表 5-1　审计投资者保护指数总体描述性统计

项目	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
审计投资者保护指数	54.38	54.42	36.01	69.27	4.19
－审计独立性	65.89	62.36	48.18	97.00	10.32
－审计质量	45.89	44.12	26.97	96.00	13.43
－审计保障	50.88	57.86	21.11	72.62	15.09

（二）比较分析

与 2016 年相比，2017 年审计投资者保护指数略有下降，同比下降了 1.10 分，下降幅度为 1.98%。从各指标来看，审计独立性略有下降，审计质量、审计保障略有上升。

从近三年的情况来看，审计投资者保护指数总体呈连续下降的态势，从 2015 年的 57.10 分下降到 2016 年的 55.48 分，再从 2016 年的 55.48 分下降到 2017 年的 54.38 分。从分指数来看，审计独立性指数与审计投资者保护指数趋势一致，呈现出连续下降的趋势；审计质量指数呈现出先下降后上升的趋势；而审计保障指数呈现上升的趋势，具体如表 5-2 所示。

表 5-2　2015~2017 年审计投资者保护指数总体情况

项目	2017 年	2016 年	2015 年
审计投资者保护指数	54.38	55.48	57.10
－审计独立性	65.89	67.73	71.09
－审计质量	45.89	44.33	45.45
－审计保障	50.88	50.13	49.12

从过去 6 年的审计投资者保护指数总体变动趋势来看，中国上市公司审计投资者保护指数基本上呈倒“V”形态势，2012、2013 年基本平稳，从 2014 年有所上升，在 2015 年达到最高点后，后两年又开始逐渐下降（见图 5-2）。

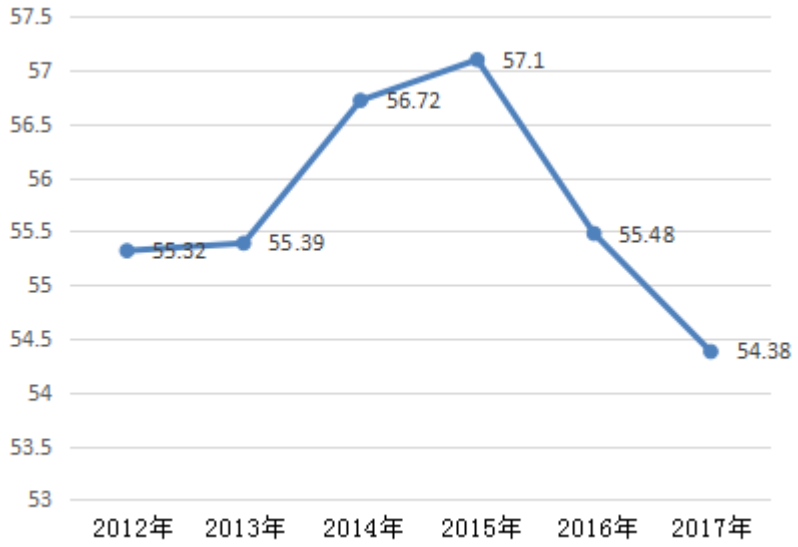


图 5-2 审计投资者保护指数年度走势

二、按行业分类的审计质量评价

（一）总体分析

从各行业大类的审计投资者保护指数来看（见表 5-3），2017 年住宿和餐饮业、酒、饮料和精制茶业、仪器仪表制造业的得分较高，分别排名前三位，这些行业的平均得分都在 56.5 分以上。而采矿业、化学纤维制造业和化学原料和化学制品制造业排名垫底，得分分别为 52.15、52.45 和 52.94。总体上看，第三产业外部审计质量较高，而制造业、采矿业等传统产业的外部审计质量较低。

表 5-3　分行业的审计投资者保护指数描述性统计

行业名称	均值	最大值	最小值	标准差
住宿和餐饮业	57.05	67.84	43.89	6.56
商务租赁和服务业	54.93	64.84	43.28	4.79
科研和技术服务业	55.49	62.71	49.45	3.41
木材加工和家具制造业	55.12	60.02	48.53	3.30
其他制造业	53.05	58.81	47.97	2.62
化学纤维制造业	52.45	61.21	44.32	4.25
服装、服饰、皮毛和制鞋业	55.50	61.72	48.85	3.58
纺织业	54.04	62.64	42.31	4.91
交通运输、仓储和邮政业	54.43	62.44	41.81	4.07
金融业	53.63	64.10	45.04	4.14
综合类	56.12	64.77	46.06	4.53
批发和零售业	54.56	69.24	38.91	4.65
通用设备制造业	54.14	66.13	36.01	3.98

文化娱乐用品制造业	55.52	61.58	48.03	4.17
铁路和其他交通运输设备制造业	53.97	61.78	44.92	4.15
汽车制造业	53.65	62.39	42.23	3.77
文化、体育和娱乐业	55.15	62.90	47.64	3.39
金属制品业	54.33	62.67	46.35	3.67
水利、环境和公共设施管理业	54.78	66.84	45.72	4.34
酒、饮料和精制茶业	56.96	69.27	48.10	5.27
房地产业	55.53	66.39	42.69	4.69
黑色金属冶炼和加工业	55.47	65.03	46.44	5.04
建筑业	53.44	62.37	43.47	4.16
橡胶和塑料制品业	55.45	62.97	46.09	3.59
非金属矿物制品业	54.22	62.41	41.14	4.10
医药制造业	56.16	65.27	44.25	4.16
造纸和印刷业	53.57	61.03	45.82	3.78
电气机械和器材制造业	54.25	63.02	40.75	3.77
软件和信息技术服务业	56.05	63.32	40.87	3.49
专用设备制造业	54.24	65.07	44.06	3.80
有色金属冶炼和加工业	53.20	61.93	41.60	4.29
石油加工、炼焦业	53.32	61.18	45.09	3.91
化学原料和化学制品制造业	52.94	62.15	43.84	3.57
计算机和其他电子设备制造业	53.23	64.24	38.87	3.76
电、热、气、水生产和供应业	54.04	66.80	42.84	4.76
食品制造业	54.18	61.64	48.62	3.16
采矿业	52.15	64.67	41.29	5.05
农副食品加工业	53.79	65.36	47.07	4.48
仪器仪表制造业	56.78	63.75	48.79	3.98
农、林、牧、渔业	53.52	62.04	46.25	3.71
合计	**54.51**	**63.61**	**44.48**	**4.12**

注：前面带空格的行业为证监会行业分类中制造业下的二级行业分类。

（二）比较分析

我们将 2017 年与 2016 年前 3 名与后 3 名的得分及行业构成情况进行对比，如表 5-4 所示。从两年的比较来看，住宿和餐饮业依然保持高水准的审计质量，仪器仪表制造业由去年的倒数第二一跃进入前三，审计质量飞速提升。

表 5-4　2017 年相对于 2016 年各行业审计投资者保护指数变化情况

排名	2017 年		2016 年	
	行业	平均得分	行业	平均得分
前3名	住宿和餐饮业	57.05	住宿和餐饮业	60.24
	酒、饮料和精制茶业	56.96	商务租赁和服务业	57.88
	仪器仪表制造业	56.78	科研和技术服务业	57.44
略	……	……	……	……
后3名	化学原料和化学制品制造业	52.94	农副食品加工业	54.10
	化学纤维制造业	52.45	仪器仪表制造业	54.09
	采矿业	52.15	农、林、牧、渔业	53.74

注：前面带空格的行业为证监会行业分类中制造业下的二级行业分类。

三、按地区分类的审计质量评价

（一）总体分析

按照省市来看，如表 5-5 所示，北京上市公司的审计投资者保护指数最高，达到 56.45 分。浙江、广东、西藏的审计投资者保护指数均在 55 分左右，也都高于上市公司 54.38 的均值。海南、青海两个自治区（省）得分均低于 52。其中青海的审计投资者保护指数为 51.12 分，居全国最低，与审计投资者保护指数最高的北京相差 5.33 分。

表 5-5　按地区分类的审计投资者保护指数描述性统计

省份	均值	最大值	最小值	标准差
北京	56.45	66.80	43.23	4.14
浙江	55.06	69.24	41.53	3.81
广东	54.98	66.84	38.91	3.89
西藏	54.82	62.10	48.04	4.24
天津	54.67	64.99	43.75	4.37
安徽	54.65	63.97	45.55	3.52
上海	54.51	67.84	40.46	4.33
湖南	54.39	64.77	42.84	3.82
重庆	54.36	62.40	42.23	4.27
江苏	54.29	69.27	38.87	4.10
贵州	54.26	61.50	45.82	4.50

福建	54.16	62.74	44.06	3.52
河北	54.06	62.95	45.61	4.49
湖北	54.00	65.00	46.98	4.13
四川	53.90	65.39	41.36	4.56
云南	53.64	62.65	36.01	5.54
内蒙古	53.44	58.57	44.14	4.38
江西	53.40	60.54	41.29	4.14
宁夏	53.39	57.79	48.92	2.79
河南	53.31	65.36	44.25	3.84
辽宁	53.24	64.98	40.75	4.43
山东	53.20	66.10	42.33	4.28
甘肃	53.17	62.40	46.63	3.71
陕西	53.15	63.67	45.22	4.24
黑龙江	53.09	61.12	42.57	3.62
山西	52.73	60.81	44.92	3.89
吉林	52.59	61.55	39.63	4.18
新疆	52.20	62.27	43.14	4.36
广西	52.16	60.77	40.87	4.40
海南	51.98	59.87	42.54	4.49
青海	51.12	55.38	43.26	3.51

（二）比较分析

与 2016 年相比，2017 年西藏、贵州两省排名变化幅度最为明显，西藏排名上升 26 名，贵州省排名上升 16 名。2017 年的前 3 名分别是北京、浙江、广东，后 3 名分别是广西、海南、青海，而 2016 年审计投资者保护指数的前 3 名分别是浙江、上海、江苏，后 3 名分别是青海、西藏、内蒙古。

从 2015 年~2017 年三年综合来看，北京、广东、江苏、上海、浙江排名均比较靠前，而新疆、青海、海南等省排名均比较靠后。排名呈现逐年上升趋势的有：西藏、贵州、内蒙古、宁夏、江西、湖南。排名呈现逐年下降趋势的有：辽宁、山西、河南、吉林、新疆和云南，排名变动较大的省份则有：西藏、安徽（见表 5-6）。

表 5-6　2015~2017 年按地区审计投资者保护指数排名分析

省市	2017 年		2016 年		2015 年		排名变化	
	均值	名次	均值	名次	均值	名次	2017 年比 2016 年	2016 年比 2015 年
安徽	54.65	6	53.88	14	54.68	24	8	10
北京	56.45	1	56.12	5	60.8	4	4	-1
福建	54.16	12	54.96	6	56.54	15	-6	9
甘肃	53.17	23	51.67	26	56.62	14	3	-12
广东	54.98	3	54.91	7	59.03	6	4	-1
广西	52.16	29	53.19	18	55.73	18	-11	0
贵州	54.26	11	51.29	27	53.17	28	16	1
海南	51.98	30	53.57	16	53.66	26	-14	10
河北	54.06	13	52.14	24	54.75	23	11	-1
河南	53.31	20	53.47	17	57.8	9	-3	-8
黑龙江	53.09	25	51.29	28	53.52	27	3	-1
湖北	54.00	14	57.63	4	56.95	12	-10	8
湖南	54.39	8	54.53	9	57.15	11	1	2
吉林	52.59	27	52.34	23	55.89	17	-4	-6
江苏	54.29	10	58.02	3	59.35	5	-7	2
江西	53.40	18	53.07	20	54.79	22	2	2
辽宁	53.24	21	54.02	12	57.91	7	-9	-5
内蒙古	53.44	17	48.99	29	52.15	30	12	1
宁夏	53.39	19	52.36	22	54.04	25	3	3
青海	51.12	31	46.21	31	52.52	29	0	-2
山东	53.20	22	54.37	10	56.46	16	-12	6
山西	52.73	26	53	21	56.95	13	-5	-8
陕西	53.15	24	53.11	19	55.15	20	-5	1
上海	54.51	7	58.58	2	62.16	3	-5	1
四川	53.90	15	54.81	8	55.41	19	-7	11
天津	54.67	5	54.15	11	64.41	1	6	-10
西藏	54.82	4	47.81	30	48.51	31	26	1
新疆	52.20	28	52	25	55.1	21	-3	-4
云南	53.64	16	53.78	15	57.52	10	-1	-5
浙江	55.06	2	59.17	1	63.85	2	-1	1
重庆	54.36	9	53.93	13	57.87	8	4	-5

四、按最终控制人性质分类的审计质量评价

我们将中国上市公司按照最终控制人性质的不同，分为国有控股、民营控股、外资控股、无控制人和其他控股。其他控股类型包括集体控股、社会团体控股和职工持股会控股。

（一）总体分析

如表 5-7 所示，2017 年国有控股类型企业的审计质量最高，均值为 58.03 分，外资控股审计投资者保护指数为 55.06，高于平均水平。无控制人类型的审计投资者保护指数为 54.36，民营控股投资者保护指数为 54.11，均低于平均水平。其他控股审计质量垫底，为 53.23。

表 5-7　按最终控制人性质分类的审计与投资者保护指数描述性统计

终级控制人类型	均值	最小值	最大值	标准差
国有控股	58.03	36.01	69.27	4.18
民营控股	54.11	38.91	69.24	4.17
外资控股	55.06	47.32	65.36	4.12
无控制人	54.36	38.87	66.39	3.92
其他控股	53.23	41.92	65.00	3.60
总计	54.96	36.01	69.27	3.99

（二）比较分析

与 2016 年相比，终级控制人为民营控股公司、外资控股公司、其他控股公司的审计投资者保护指数排名发生很大变化。国有企业上市公司审计投资者保护指数排名有所提升，由第 3 名上升到首位。民营控股上市公司审计投资者保护指数排名略微上升了，由 2016 年的第 5 名，上升到第 4 名。外资控股上市公司审计投资者保护指数由第 4 名上升到第 2 名。而无控制人上市公司则从 2016 年的第 2 名下降到第 3 名。其他控股上市公司下降最多，由第 1 名跌至第 5 名。

表 5-8　2014~2016 年分最终控制人审计投资者保护指数排名分析

终级控制人类型	2017 年		2016 年		2015 年	
	均值	名次	均值	名次	均值	名次
国有控股	58.03	1	55.59	3	57.84	2
民营控股	54.11	4	55.30	5	56.51	5
外资控股	55.06	2	55.32	4	57.09	4
无控制人	54.36	3	56.12	2	57.67	3
其他控股	53.23	5	57.66	1	58.09	1

从 2015～2017 年三年的情况来看，其他控股上市公司近三年的审计投资者

保护程度有较大幅度波动，分别为第 1 位、第 1 位、第 5 位，外资控股企业和民营控股企业排名稳中有升。国有控股和其他控股的审计质量出现了分化趋势。具体见表 5-8。

（三）对国有控股的进一步分析

为了对国有控股类型公司进行深入分析，我们对国有控股公司按照控制层次分为中央国企和地方国企，按资本经营属性细分为功能型国企和竞争型国企，并分别进行分析，结果见表 5-9。从表中可以看到，中央国企的外部审计质量要明显高于地方国企，竞争型国企的外部审计质量也高于功能型国企。

表 5-9 将国有控股企业细分的审计投资者保护指数描述性统计

国有企业分类	均值	最大值	最小值	标准差
地方国企	54.49	69.27	36.01	4.16
中央国企	55.56	66.84	40.46	4.07
功能型国企	53.45	66.80	41.29	4.09
竞争型国企	55.29	69.27	36.01	4.16
合计	54.70	69.27	36.01	4.12

五、按第一大股东持股比例分类的审计质量评价

按照第一大股东持股比例，我们将公司分成 20%以下，20%～40%，40%～60%及 60%以上四组。

（一）总体分析

如表 5-10 所示，第一大股东持股比例大于等于 60%，其审计投资者保护指数最高，达到 56.12 分；第一大股东持股比例小于 20%的上市公司的审计投资者保护指数最低，为 53.70 分。持股比例在 40%至 60%之间的审计投资者保护指数为 54.84 分，排名第 2 位；持股比例在 20%至 40%之间的审计投资者保护指数为 54.18 分，排名第 3 位。伴随第一大股东持股比例的增加，审计投资者保护程度呈依次递增的态势。审计投资者保护指数的最高组与最低组相差分值为 2.42 分。

表 5-10 按第一大股东持股比例分类的审计投资者保护指数描述性统计

第一大股东持股比例	均值	最小值	最大值	标准差
持股比例＜20%	53.70	38.87	64.84	4.13
20%≤持股比例＜40%	54.18	36.01	69.27	4.18
40%≤持股比例＜60%	54.84	40.46	69.24	4.18
持股比例≥60%	56.12	44.19	65.05	3.98

总计	54.71	36.01	64.84	4.11

（二）比较分析

与 2016 年相比，2017 年不同持股比例的公司排名与 2016 年完全一致。同时，我们也注意到，各持股比例之间审计投资者保护指数的差距在进一步扩大，从 2016 年的相差 0.36 分（55.71-55.35），扩大到 2017 的 2.70（57.60-54.90）。

从 2015～2017 年近三年的情况来看，不同持股比例上市公司的审计投资者保护程度保持相对稳定。持股比例小于 20%的上市公司审计投资者保护水平程度最低，其得分排名连续三年为第 4 位；持股比例在 40%～60%与持股比例在 20%～40%上市公司审计投资者保护程度连续三年的排名分别为第 2 位和第 3 位。持股比例大于等于 60%上市公司的审计投资者保护水平连续三年排名为第 1 位（见表 5-11）。

表 5-11　2015-2017 年分第一大股东持股比例的审计投资者保护指数排名分析

持股比例	2017 年		2016 年		2015 年		排名变化	
	均值	名次	均值	名次	均值	名次	2017 年比 2016 年	2016 年比 2015 年
持股比例＜20%	53.70	4	55.35	4	56.77	4	0	0
20%≤持股比例＜40%	54.18	3	55.39	3	56.82	3	0	0
40%≤持股比例＜60%	54.84	2	55.69	2	57.56	2	0	0
持股比例≥60%	56.12	1	55.71	1	58.03	1	0	0

六、按上市板块分类的审计质量评价

（一）总体分析

按照上市板块的不同，我们将上市公司分成沪市主板、深市主板、中小板和创业板四组。如表 5-12 所示，2017 年深市主板的审计投资者保护指数最高，达到 54.70 分；创业板的审计投资者保护指数为 54.66 分，位居第二；中小板的审计投资者保护指数为 54.53 分，位居第三；沪市主板的审计投资者保护指数为 54.02 分，为最低分。中小板、深市主板、创业板上市公司审计投资者保护指数大于上市公司的平均值；沪市主板上市公司的审计投资者保护指数均小于上市公司的平均值。

表 5-12　按上市板块分类的审计投资者保护指数描述性统计

上市板块	均值	最小值	最大值	标准差
沪市主板	54.02	36.01	67.84	4.17
深市主板	54.70	41.36	69.24	4.11
中小板	54.53	41.53	69.27	4.12
创业板	54.66	40.75	65.07	4.11
总计	54.48	36.01	69.27	4.13

（二）比较分析

与 2016 年相比，深市主板名次上升了 2 名，排名第一，创业板下降 1 名，排名第三，沪市主板下降了 3 名，排名第四，中小板上升了 2 名，排在第二。从各板块近三年的情况来看，2016 年与 2017 年各板块的排名几乎变化不大，说明 2017 年各板块审计投资者保护指数保持不变（见表 5-13）。

表 5-13 2014~2016 年分上市板块的审计投资者保护指数排名分析

上市板块	2017年		2016年		2015年		排名变化	
	均值	名次	均值	名次	均值	名次	2017年比2016年	2016年比2015年
沪市主板	54.02	4	56.73	1	58.14	1	-3	0
深市主板	54.70	1	54.69	3	57.45	2	2	-1
中小板	54.53	2	54.54	4	56	4	2	0
创业板	54.48	3	54.99	2	56.19	3	-1	1

七、主要结论

（1）从审计投资者保护指数分布来看，2017 年我国上市公司审计投资者保护指数总体分布接近于以 54.38 为均值、4.19 为标准差的正态分布。2017 年我国上市公司审计投资者保护指数的平均值为 54.38 分，总体水平比 2016 年略有下降。

（2）分各行业看，2017 年住宿和餐饮业，酒、饮料和精制茶业，仪器仪表制造业的得分较高，分别排名前三位，这些行业的平均得分都在 56.5 分以上。而采矿业、化学纤维制造业和化学原料和化学制品制造业排名垫底。总体上看，第三产业外部审计质量较高，而制造业、采矿业等传统产业的外部审计质量较低。

（3）分地区来看，2017 年北京上市公司的审计与投资者保护指数最高，为 56.45

分。青海的审计投资者保护指数最低，为 51.12 分。排名前三名的省市依次为北京、浙江、广东，排名后三位的分别是青海、海南、广西。

（4）按上市公司最终控制股东的性质分，2017 年国有控股类型企业的审计质量最高，均值为 58.03 分，国有企业审计质量高于民营企业，民营企业审计质量垫底。中央国企的外部审计质量要明显高于地方国企，竞争型国企的外部审计质量也高于功能型国企。

（5）按第一大股东持股比例来看，2017 年上市公司持股比例大于等于 60%的第一大股东，其审计与投资者保护指数最高，达到 56.12 分；第一大股东持股比例小于 20%的审计与投资者保护指数最低，为 53.70 分。持股比例在 40%～60%之间的审计投资者保护指数为 54.84 分，排名第 2 位；持股比例在 20%～40%之间的审计投资者保护指数为 54.18 分，排名第 3 位。伴随第一大股东持股比例的增加，审计投资者保护程度呈依次递增的态势。

（6）按上市板块来看，2017 年深市主板的审计投资者保护指数最高，达到 54.70 分；创业板的审计投资者保护指数为 54.66 分，位居第二；中小板的审计投资者保护指数为 54.53 分，位居第三；沪市主板的审计与投资者保护指数为 54.02 分，为最低分。中小板、深市主板、创业板上市公司审计投资者保护指数大于上市公司的平均值；沪市主板上市公司的审计投资者保护指数均小于上市公司的平均值。

第六章　中国上市公司管理控制质量评价

一、管理控制质量总体描述

（一）总体分析

我们用管理控制与投资者保护指数（以下简称管理控制指数）衡量管理控制质量。如表 6-1 所示，2017 年中国上市公司管理控制指数均值为 50.12 分，最小值为 11.64 分，最大值为 86.83 分，相差 75.19 分，而 2016 年的管理控制质量指数的均值为 49.27 分。在分项指标中，2016 年的成本控制及创新指数均值为 54.78 分，相较 2016 年（53.45 分）有所上升。这一方面说明上市公司对成本增加了控制力度；另一方面说明上市公司的研发投入占其营业收入的比重上升，研发投入水平有所提高。核心竞争力指数的均值为 43.99 分，其中，最大值为 100.00 分，最小值仅为 0.00 分。这一方面说明上市公司的市场竞争能力有待提高；另一方面说明上市公司在市场占有率的主要产品核心竞争能力方面存在显著差异。

表 6-1　样本上市公司管理控制质量指数总体描述性统计

变量	公司数量	平均值	最小值	最大值	标准差
管理控制指数	3117	50.12	11.64	86.83	10.68
－成本控制及创新指数	3117	54.78	17.43	100.00	13.76
－核心竞争力指数	3117	43.99	0.00	100.00	18.62

从管理控制指数的分布情况来看，基本上呈正态分布，均值为 50.12 分，标准差 10.68，峰度 3.0542，偏度-0.04，可见管理控制指数基本上呈适中的正态分布，但分布的离散性较大，或者说公司间的管理控制能力有较大的差别。

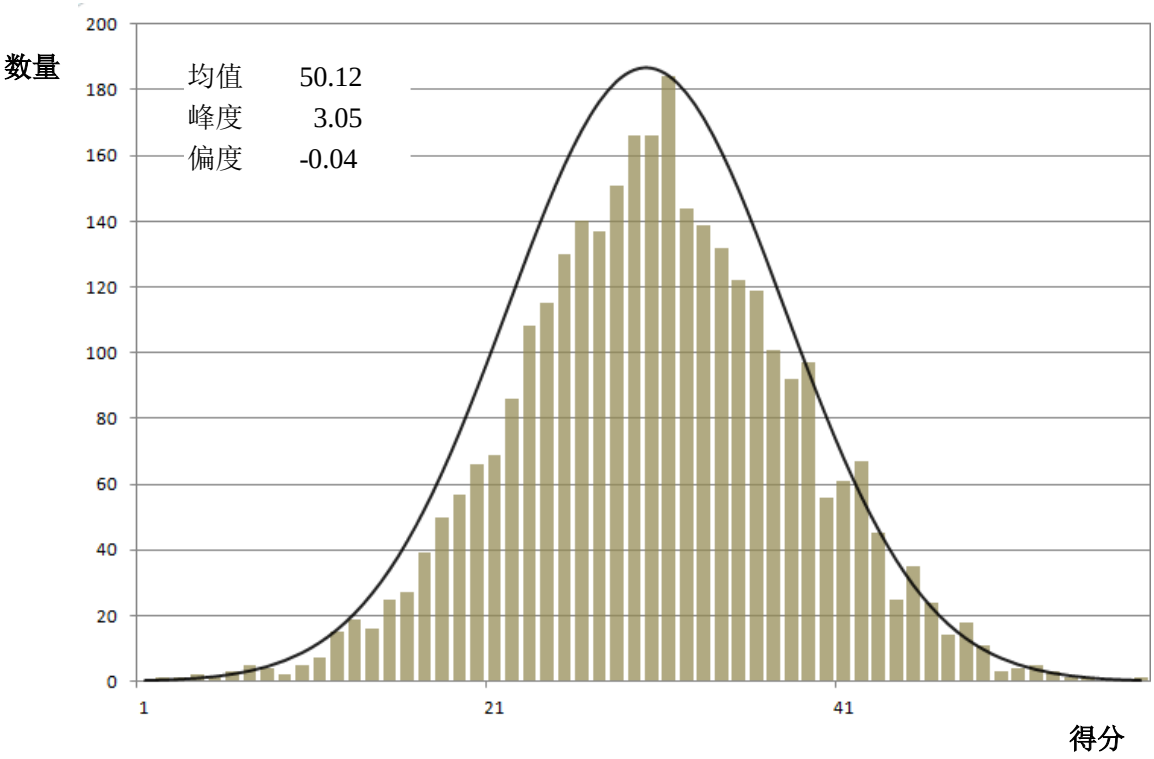


图 6-1　中国上市公司内部控制指数总体分布

（二）比较分析

为了分析管理控制指数在年度之间的变化情况，我们对 2014～2017 年内部控制总指数和两个分指数进行了比较，结果见（表 6-2～表 6-4）。

表 6-2　2014～2017 年管理控制质量指数描述性统计

年份	公司数量	平均值	最小值	最大值	标准差
2014	2515	49.16	7.36	85.94	11.40
2015	2621	48.38	6.49	80.78	12.51
2016	2823	49.27	9.16	82.92	11.07
2017	3117	50.12	11.64	86.83	10.68

表 6-3　2014～2017 年成本控制及创新指数描述性统计

年份	平均值	中位数	最小值	最大值	标准差
2014	50.74	50.84	4.60	103.28	16.04
2015	56.41	52.93	0.00	98.31	16.26
2016	53.45	53.01	13.80	94.99	13.98
2017	54.78	53.29	17.43	100.00	13.76

表 6-4　2014～2017 年核心竞争力指数描述性统计

年份	平均值	最小值	最大值	标准差
2014	47.07	4.60	100.00	16.45
2015	42.39	0.00	100.00	18.79
2016	43.76	-1.00	99.00	18.70
2017	43.99	0.00	100.00	18.62

由 2014～2017 年指数相比较可知，前三年管理控制指数的均值先下降后上升，但幅度均较小,而 2017 年的均值又有所提升（2015 年的下降幅度为 4.3%，2016 年的上升幅度为 1.84%，2017 年的上升幅度为 1.73%），说明就整体而言，市场呈收敛状态有所缓解，管理控制质量不断上升，但这种缓解程度与上升都逐年趋于平缓。成本控制及创新指数均值在 2014-2017 年呈波动性上升态势，2016 年成本控制及创新指数均值有所下降，到 2017 年却有所上升，表明企业在国家鼓励自主创新和供给侧改革的背景下，成本控制及创新能力有极大进步；而核心竞争力指数前三年均值先下降后上升且 2017 年依然呈现上升态势（2015 年的核心竞争力指数下降幅度为 10%，2016 年的上升幅度为 3.23%，2017 年的上升幅度为 0.53%），而且 2017 年的标准差较 2014 年和 2016 年有所提升，较 2015 年略微下降。由此可知，上市公司整体的市场竞争力在上升，企业间竞争力的差距有一定程度的缩小。

从过去 6 年的管理控制指数总体变动趋势来看，中国上市公司管理控制质量呈现出先降后升的态势，从 2012 年开始逐年下降（见图 6-2）。

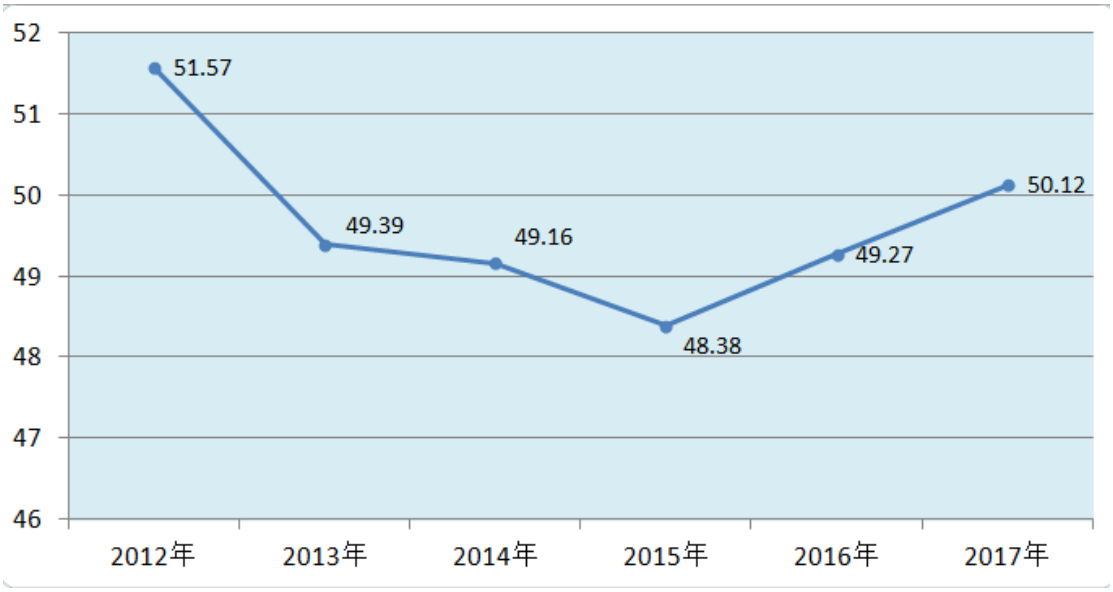


图 6-2　中国上市公司管理控制质量年度走势

可见，自后金融危机以来，中国上市公司的管理控制指数出现了快速下降后又有所回升，成本控制及创新指数存在逐年上升的趋势，而核心竞争力指数确实呈现出先降低后上升的态势，导致管理控制指数出现了先降低后上升的趋势。说明我国上市公司核心竞争力的提高任重而道远。

二、按行业分类的管理控制质量评价

（一）总体描述

我们分行业对上市公司样本总体进行了描述性统计，结果由高到低列示在表6-5。在所有40个行业（包括制造业细类）中，科研和技术服务业的管理控制质量指数均值最高，为60.13分，文化、体育和娱乐业以及住宿和餐饮业的管理控制质量也较高，分居第二位和第三位，得分均高于55分，批发和零售业、汽车制造业、建筑业排名后三位，得分仅仅40分多一点。

表6-5　分行业的管理控制指数描述性统计

行业名称	公司数量	均值	最大值	最小值	标准差
科研和技术服务业	27	60.13	88.92	44.12	8.55
文化、体育和娱乐业	46	56.03	75.07	33.66	9.61
住宿和餐饮业	11	55.56	67.40	45.33	8.08
软件和信息技术服务业	212	52.78	79.69	13.76	8.84
房地产业	127	49.85	74.39	15.24	11.10
水利、环境和公共设施管理业	33	49.53	81.16	25.51	12.29
农、林、牧、渔业	44	49.20	70.34	24.26	11.60
商务租赁和服务业	42	48.23	70.22	16.29	9.96
交通运输、仓储和邮政业	88	47.10	73.37	18.36	9.92
采矿业	75	46.96	69.51	17.56	11.22
电、热、汽、水生产和供应业	98	46.57	68.25	23.21	11.00
金融业	68	46.46	66.37	25.03	9.37
批发和零售业	156	45.00	70.97	23.66	10.10
建筑业	90	43.16	64.25	18.94	8.46
制造业	1966	50.82	86.83	11.64	10.58
仪器仪表制造业	41	59.61	82.01	38.49	9.83
电气机械和器材制造业	194	46.69	77.22	17.73	8.98
专用设备制造业	182	50.02	74.97	22.54	9.14
食品制造业	39	52.85	72.17	34.85	9.04
非金属矿物制品业	80	53.05	73.96	26.29	10.09
医药制造业	176	58.77	86.83	23.57	8.89
酒、饮料和精制茶业	41	58.74	73.83	34.75	9.89

通用设备制造业	120	49.62	79.11	26.04	10.85
汽车制造业	99	43.67	71.14	26.90	8.72
服装、服饰、皮毛和制鞋业	42	54.96	73.36	34.22	9.48
铁路和其他交通运输设备制造业	38	48.41	75.67	26.89	10.18
文化娱乐用品制造业	11	55.35	68.11	40.24	9.48
化学原料和化学制品制造业	206	49.41	72.24	15.61	10.86
农副食品加工业	41	51.58	78.98	17.19	10.29
木材加工和家具制造业	23	58.64	76.73	38.44	9.52
其他制造业	24	51.22	67.26	33.69	7.46
黑色金属冶炼和加工业	32	54.03	81.20	39.21	10.38
有色金属冶炼和加工业	63	47.50	71.66	25.91	10.19
计算机和其他电子设备制造业	276	49.55	80.19	23.47	9.48
橡胶和塑料制品业	63	51.13	66.33	19.35	9.96
造纸和印刷业	39	52.36	77.43	32.11	12.08
金属制品业	55	46.61	73.19	28.21	9.17
石油加工、炼焦业	19	52.92	70.88	31.04	10.23
纺织业	41	52.65	75.73	11.64	14.00
化学纤维制造业	21	45.18	66.62	20.58	9.57
综合类	34	54.74	75.54	20.38	11.60
合计	3117	50.12	86.83	11.64	10.68

（二）2017 年与 2016 年对比情况

我们对比了 2017 年与 2016 年前 6 名与后 6 名的得分及行业构成情况，如表 6-6 所示。

表 6-6　2017 年相对于 2016 年各行业得分变化情况

	2017 年		**2016 年**	
排名	**行业**	**平均得分**	**行业**	**平均得分**
前 6 名	科研和技术服务业	60.13	科研和技术服务业	62.13
	仪器仪表制造业	59.61	文化娱乐用品制造业	60.91
	医药制造业	58.77	仪表仪器制造业	60.83
	酒、饮料和精制茶业	58.74	木材加工和家具制造业	58.14
	木材加工和家具制造业	58.64	住宿和餐饮业	57.85
	文化、体育和娱乐业	56.03	酒、饮料和精制茶业	56.75
略	……	……	……	……
后 6 名	电、热、气、水生产和供应业	46.57	建筑业	44.98
	金融业	46.46	汽车制造业	44.48
	化学纤维制造业	45.18	有色金属冶炼和加工业	44.16
	批发和零售业	45.00	批发和零售业	43.75
	汽车制造业	43.67	采矿业	43.40
	建筑业	43.16	石油加工、炼焦业	42.44

注：前面带空格的行业为证监会行业分类中制造业下的二级行业分类。

可见，2017 年部分制造业管理控制能力有所提升，而新兴的第三产业管理控制能力仍然较强。

三、按地区分类的管理控制质量评价

我们分地区进行了管理控制质量的评价，如表 6-7 所示。

表 6-7　　按地区分类的管理控制质量指数描述性统计

省份	公司数量	均值	最小值	最大值	标准差
北京	289	52.18	15.24	78.98	10.10
上海	245	49.70	20.38	79.69	10.70
广东	485	50.75	16.29	81.16	10.10
湖北	94	50.91	50.91	73.76	10.35
河北	51	53.55	30.24	73.19	9.89
湖南	89	51.64	25.87	73.91	10.30
青海	12	49.20	33.20	66.70	10.02
吉林	43	47.83	23.21	70.00	12.85
天津	46	48.83	24.24	72.22	12.26
贵州	23	50.01	28.57	79.76	11.89
福建	113	50.95	24.60	74.84	10.32
内蒙古	25	55.17	38.71	72.17	8.85
浙江	343	49.65	17.73	86.83	10.66
江西	36	47.86	17.56	70.98	12.64
陕西	45	49.77	31.39	66.16	9.13
云南	32	49.15	33.05	71.66	9.15
西藏	14	52.24	25.51	68.45	12.58
山东	175	49.36	23.57	77.43	10.56
江苏	327	48.94	18.94	82.92	10.99
黑龙江	35	51.85	30.44	68.76	10.17
甘肃	31	47.19	28.56	67.11	10.03
河南	77	50.04	25.11	70.01	8.53
重庆	44	49.66	26.89	73.56	9.70
辽宁	74	50.31	26.08	81.20	11.46
山西	38	49.09	27.54	71.26	12.00
四川	110	49.46	11.64	75.90	11.21
广西	36	45.87	13.76	77.80	13.66
安徽	96	51.00	29.17	73.96	10.21
海南	27	44.81	19.24	69.97	13.63
新疆	50	48.45	17.19	72.56	12.50
宁夏	12	49.18	26.29	61.11	10.93

内蒙古、河北、西藏的管理控制质量总体较高，其中，内蒙古上市公司的管

理控制质量指数均值为 55.17 分，排名第 1。多数地区的上市公司管理控制质量低于均值 50.12 分，甘肃、广西、海南等地区的管理控制质量较低，分地区的管理控制质量得分由高到低列示在表 6-7 中。

四、按最终控制人分类的管理控制质量评价

根据上市公司实际控制人的类别，我们将上市公司分为国有控股、民营控股、外资控股、无控制人及其他控股五大类。如表 6-8 所示，在全部上市公司中，外资控股企业的管理控制质量指数最高，达到 51.54 分，其他类型企业的管理控制得分最低（44.93 分）。无控制人企业的管理控制质量要优于民营控股企业，国有控股企业的管理控制质量要优于其他控股企业。

表 6-8　按最终控制人分类的管理控制质量指数描述性统计

终极控制人类型	公司数量	均值	最小值	最大值	标准差
国有控股	1033	49.79	16.29	81.2	10.97
民营控股	1859	50.32	11.64	86.83	10.38
外资控股	96	51.54	20.38	73.91	10.65
无控制人	91	50.33	25.97	73.85	11.52
其他控股	38	44.93	19.24	72.68	13.87

为了对国有控股类型公司进行深入分析，我们对国有控股公司分别按照层次属性及功能性质进行细分为中央国企与地方国企，以及功能型国企和竞争型国企。如表 6-9 所示，中央国企管理控制指数均值为 50.50，地方国企管理控制指数均值为 49.43，中央国企的管理控制质量要略高于地方国企，竞争型国企的管理控制质量要明显高于功能型国企。

表 6-9 将国有控股企业细分的管理控制指数描述性统计

国有企业分类	数量	均值	最小值	最大值	标准差
地方国企	688	49.43	16.29	79.11	11.18
中央国企	346	50.50	23.21	81.20	10.49
功能型国企	638	48.82	15.61	81.20	10.84
竞争型国企	747	50.20	16.29	81.16	10.90
合计	1385	49.56	15.61	81.2	10.89

五、按第一大股东持股比例分类的管理控制质量评价

（一）总体分析

按照第一大股东持股比例，我们将样本上市公司分为第一大股东持股比例在20%以下、20%～40%、40%～60%、60%以上四类。如表 6-10 所示，总体来看，第一大股东持股比例高于 60%的上市公司管理控制质量指数最高，均值为 52.14 分，第一大股东持股比例在 40%～60%之间的上市公司管理控制质量指数高于第一大股东持股比例低于 40%的上市公司。总体来看，上市公司持股比例越高，管理控制质量指数越高。

表 6-10　按第一大股东持股比例分类的管理控制质量指数描述性统计

第一大股东持股比例	公司数量	比例（%）	均值	最小值	最大值	标准差
持股比例≥60%	182	5.84	52.14	26.93	81.2	10.83
40%≤持股比例＜60%	820	26.31	50.39	20.58	86.83	10.28
20%≤持股比例＜40%	1533	49.18	49.78	11.64	82.92	10.71
0≤持股比例＜20%	582	18.67	49.99	13.76	79.69	11.07

我们将 2014 年、2015 年、2016 年和 2017 年的管理控制指数均值按第一大股东持股比例比较如表 6-11 所示。

表 6-11　2014-2017 年按大股东持股比例分类的管理控制质量指数

第一大股东持股比例	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年	
	均值	排名	均值	排名	均值	排名	均值	排名
持股比例≥60%	51.92	1	50.94	1	50.19	1	52.14	1
40%≤持股比例＜60%	49.76	2	48.53	2	49.72	2	50.39	2
20%≤持股比例＜40%	48.57	3	48.22	3	49.25	3	49.78	4
0≤持股比例＜20%	48.25	4	47.66	4	48.31	4	49.99	3

从近 4 年来看，第一大股东持股比例高于 60%的上市公司指数排名没有变化，一直排名第一，体现了良好稳定的管控质量；第一大股东持股比例在 40%～60%，近三年均保持在第 2 名；第一大股东持股比例在 20%～40%，在 2017 年退一名；第一大股东持股比例在 0%～20%，上升到第 3 的位置，有所进步。

六、按上市板块分类的管理控制质量评价

（一）总体分析

按照上市板块比例，我们将样本上市公司分为创业板、中小板、深市主板、沪市主板四类。如表 6-12 所示，总体来看，创业板的上市公司管理控制质量指数最高，均值为 51.61 分，深市主板和中小板上市公司的管理控制质量指数居中，沪市主板管理控制质量最低，其均值为 49.64 分。

表 6-12　按上市板块分类的管理控制质量指数描述性统计

上市板块	公司数量	比例（%）	均值	最小值	最大值	标准差
深市主板	465	14.92	49.99	11.64	81.2	12.15
中小板	833	26.73	49.81	17.73	86.83	10.48
创业板	602	19.31	51.61	23.57	82.92	9.28
沪市主板	1217	39.04	49.64	13.76	82.01	10.81

我们按上市板块将 2016 年和 2017 年的管理控制指数进行均值比较如表 6-13 所示。

表 6-13　按上市板块分类 2016 年与 2017 年对比分析

上市板块	2016 年		2017 年	
	均值	排名	均值	排名
深市主板	48.25	4	49.99	2
中小板	48.99	2	49.81	3
创业板	51.40	1	51.61	1
沪市主板	48.93	3	49.64	4

相比 2016 年，创业板的指数排名不变，均为第 1 名，深市板块的排名上升 2 名，居于第 2；中小板和沪市主板各下降 1 名。

七、主要结论

（1）总体来看，中国上市公司 2017 年度管理控制指数总体分布接近以 50.12 分为均值、10.68 为标准差的正态分布，形态适中。上市公司管理控制水平与 2016 年相比出现了上升趋势，且公司间存在较大差异，管理控制质量指数最高达到 86.83 分，而最低仅有 11.64 分，两者相差 75.19 分。

（2）分行业来看，科研和技术服务业的管理控制质量指数均值最高，为 60.13 分，仪表仪器制造业和医药制造业的管理控制质量也较高，分居第二位和第三位，得分均高于 55 分，批发和零售业、批发和零售业、汽车制造业和建筑业排名后三位，得分均 40 分多一点。

（3）分地域来看，内蒙古、河北、西藏的管理控制质量指数高于样本总体，其中，内蒙古上市公司的管理控制质量指数均值为 55.17 分，排名第 1。多数地区的上市公司管理控制质量指数低于均值 50.12 分，甘肃、广西、海南等西部欠发达地区的管理控制质量较差。

（4）从上市公司实际控制人类型来看，外资控股企业的管理控制质量指数最高，达到 51.54 分，其他类型企业的管理控制得分最低（44.93 分），中央国企业的管理控制质量要略高于地方国企。竞争型国企的管理控制质量要明显高于功能型国企。

（5）从第一大股东持股比例来看，第一大股东持股比例高于 60%的上市公司管理控制质量指数最高，均值为 52.14 分，第一大股东持股比例在 40%～60%之间的上市公司管理控制质量指数次之，均值为 50.39 分。总体来看，上市公司持股比例越高，管理控制质量指数越高。

（6）从上市板块来看，创业板的管理控制质量指数排名稳定，均为第 1 名，沪市、深市主板管理控制质量指数排名变动幅度偏大。创业板管理控制质量指数最高，均值为 51.61 分，沪市主板的管理控制质量指数落居第 4，其均值为 49.64 分。深市主板和中小板的管理控制质量指数分别为 49.99 分和 49.81 分。

第七章　中国上市公司财务运行质量评价

一、中国上市公司财务运行质量总体描述

本节将对沪、深两市 3117 家 A 股上市公司 2017 年度财务运行质量进行总体分析。

2017 年度中国上市公司财务运行质量指数均值为 50.45，最小值为 13.08 ，最大值为 82.09，标准差为 9.84。与上一年度相比，指数均值下降了 0.12，标准差提高了 0.47。从财务运行质量指数的分布来看，其峰度为 2.90，偏度为 -0.27，总体上呈左偏的尖峰分布，分布趋势与 2016 年基本一致（见图 7-1）。

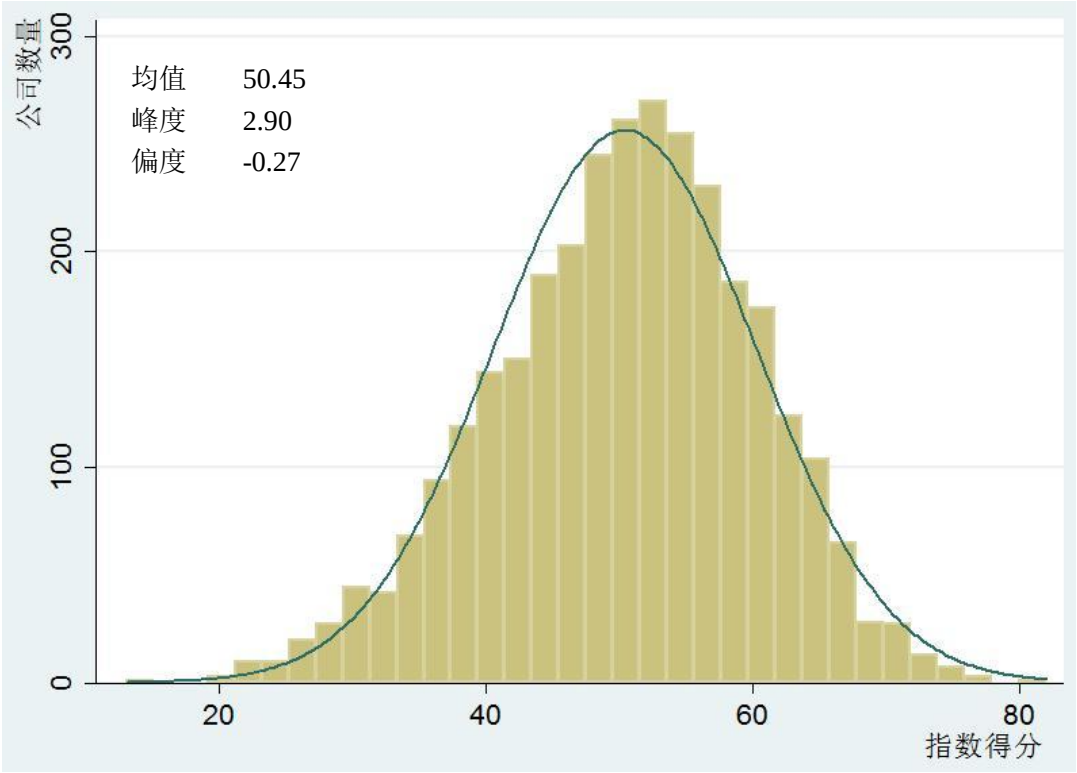


图 7-1　2017 年度中国上市公司财务运行质量指数总体分布

表 7-1 列示了 2017 年度财务运行质量指数及其分指数的描述性统计。结果显示，2017 年度上市公司的筹资质量最高，股利分配质量最低，投资质量和资金运营质量居中。

表 7-1　2017 年度中国上市公司财务运行质量指数及分指数描述性统计

项目	公司数量	均值	最小值	最大值	标准差
财务运行质量指数	3117	50.45	13.08	82.09	9.84
——投资质量	3117	54.30	0.00	85.60	18.78
——筹资质量	3117	58.82	0.00	100	23.05
——资金运营质量	3117	54.35	0.00	85.75	14.63
——股利分配质量	3117	31.97	0.00	85.72	17.64

具体来看，投资质量、筹资质量、资金运营质量和股利分配质量指数平均值分别为 54.30、58.82、54.35 和 31.97。其中：筹资质量指数均值最高，为 58.82，且相对 2016 年均值（58.29）略有提高，表明 2017 年度上市公司融资能力得到进一步加强；利润分配质量指数最低，均值为 31.97，相对上一年均值（30.37）略有提高，可能原因之一是，受到市场监管的影响，上市公司提高了分红水平。四个分指数的级差分别为 85.60、100、85.75 和 85.72，说明公司间投资质量、筹资质量、资金运营质量和股利分配质量差距较大。

表 7-2 对 2015～2017 连续三年的上市公司财务运行质量指数及分指数进行了对比。从整体上看，财务运行质量指数呈下降态势。这与近年来宏观经济形势的持续走低有着密切关联。从分指数来看，投资质量指数持续下降，筹资质量指数持续上升，资金运营质量与股利分配质量指数呈小幅波动性变化。投资质量指数呈逐年下降趋势，表明在当前我国整体形势复杂、经济下行压力较大的背景下，上市公司可能存在非效率投资的现象；筹资质量指数逐年上升揭示出我国上市公司融资能力正在加强，资本结构得到优化；资金运营质量与股利分配质量指数的波动性变化体现了我国上市公司资金运营效率与股利政策的不稳定性。

表 7-2　2015~2017 年上市公司财务运行质量指数及分指数对比分析

项目	2017	2016	2015
财务运行质量指数	50.45	50.57	51.67
——投资质量	54.30	55.23	58.04
——筹资质量	58.82	58.29	54.39
——资金运营质量	54.35	55.25	53.63
——股利分配质量	31.97	30.37	36.95

3117 家上市公司的财务运行质量指数等级状况如表 7-3 所示。不难发现，分值达到 80 分以上的上市公司数量仅为 1 家，占样本总量的 0.03%；70~80 分

之间的上市公司数量为 46 家，占样本总量的 1.48%；60~70 分之间的上市公司数量为 482 家，占样本总量的 15.46%，50~60 分之间的上市公司数量为 1177 家，占样本总量的 37.76%，50 分以下的上市公司数量为 1411 家，占样本总量的 45.27%。

表 7-3　2017 年度上市公司财务运行质量指数等级状况

项目	公司数量	比例（%）	均值	最小值	最大值	标准差
指数≥80	1	0.03	82.09	82.09	82.09	——
70≤指数＜80	46	1.48	72.48	70.03	77.72	1.99
60≤指数＜70	482	15.46	63.55	60.01	69.95	2.51
50≤指数＜60	1177	37.76	54.60	50.00	59.98	2.80
指数＜50	1411	45.27	41.78	13.08	49.99	6.37

表 7-4 将 2015~2017 年财务运行质量指数分布进行了纵向对比。可以发现，2017 年大部分上市公司的财务运行质量在 60 分以下，但 50 分以下的上市公司数量占总体比例较 2016 年有所上升。

表 7-4　2015~2017 年上市公司财务运行质量指数分布频数对照

指数分布	2017		2016		2015	
	频数	比例(%)	频数	比例(%)	频数	比例(%)
指数≥80	1	0.03	0	0.00	0	0.00
70≤指数＜80	46	1.48	26	0.92	25	0.95
60≤指数＜70	482	15.46	415	14.70	437	16.67
50≤指数＜60	1177	37.76	1136	40.24	1125	42.91
指数＜50	1411	45.27	1246	44.14	1034	39.47

2015~2017 年财务运行质量指数走势如图 7-2 所示。

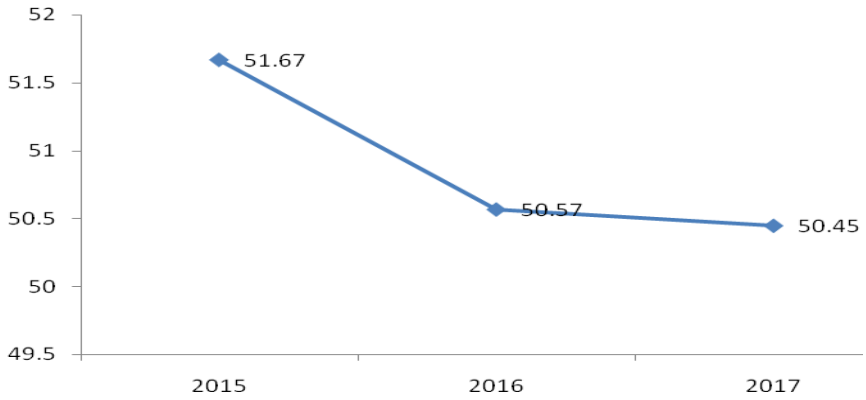


图 7-2　中国上市公司财务运行质量指数年度走势图

综合来看，近五年上市公司财务运行状况基本平稳，但质量欠佳。这表明在经济增速放缓、内外部环境不确定性较大的新形势下，我国上市公司的发展仍然面临着较为严峻的挑战。

二、按行业分类的财务运行质量评价

（一）总体分析

本节分行业对 2017 年度 3117 家上市公司财务运行质量指数进行分析，结果见表 7-5（排名按均值由高到低）。可以看出，2017 年财务运行质量超过均值的行业有酒、饮料和精制茶业，房地产业，住宿和餐饮业，综合类，批发和零售业，水利、环境和公共设施管理业，交通运输、仓储和邮政业，金属制品业，软件和信息技术服务业，服装、服饰、皮毛和制鞋业，农、林、牧、渔业，电气机械和器材制造业，橡胶和塑料制品业，文化、体育和娱乐业，医药制造业，汽车制造业，商务租赁和服务业，农副食品加工业，科研和技术服务业以及有色金属冶炼和加工业。其中，酒、饮料和精制茶业，房地产业，住宿和餐饮业排名分居前三甲；文化娱乐用品制造业、化学纤维制造业、计算机和其他电子设备制造业则位列后三位。酒、饮料和精制茶业财务运行质量指数最高，为 58.99；计算机和其他电子设备制造业财务运行质量指数最小，为 43.28，与最高均值相差 15.71。过去一年，文化娱乐用品、化学纤维、计算机和其他电子设备等传统制造业的遇冷是其排名靠后的主要原因。

表 7-5　各行业上市公司财务运行质量指数描述性统计

行业名称	公司数量	均值	最小值	最大值	标准差
酒、饮料和精制茶业	41	58.99	28.08	75.23	9.46
房地产业	127	58.18	31.64	77.72	9.31
住宿和餐饮业	11	56.35	31.48	73.86	13.99
综合类	34	55.92	38.12	72.20	8.45
批发和零售业	156	55.91	30.36	82.09	9.94
水利、环境和公共设施管理业	33	54.25	31.57	70.03	9.20
交通运输、仓储和邮政业	88	54.16	25.16	68.64	8.84
金属制品业	55	53.37	27.40	74.86	9.82
软件和信息技术服务业	212	52.87	22.17	74.61	9.37
服装、服饰、皮毛和制鞋业	42	52.45	29.10	74.52	9.55
农、林、牧、渔业	44	52.43	30.13	70.39	10.43
电气机械和器材制造业	194	52.37	22.87	74.60	9.40

橡胶和塑料制品业	63	52.36	33.20	66.38	8.00
文化、体育和娱乐业	46	51.91	32.14	66.12	8.99
医药制造业	176	51.59	25.05	71.27	9.44
汽车制造业	99	51.38	24.85	69.25	9.55
商务租赁和服务业	42	51.34	26.58	67.69	9.55
农副食品加工业	41	50.53	28.54	65.73	8.80
科研和技术服务业	27	50.51	38.49	67.38	7.74
有色金属冶炼和加工业	63	50.47	35.09	70.95	8.42
纺织业	41	50.39	26.08	65.76	10.11
建筑业	90	49.76	21.05	70.43	9.90
电、热、气、水生产和供应业	98	49.75	29.83	67.64	8.27
黑色金属冶炼和加工业	32	49.49	29.51	65.64	9.40
石油加工、炼焦业	19	49.06	31.06	66.25	8.24
专用设备制造业	182	49.00	21.41	68.64	9.74
食品制造业	39	48.98	29.97	65.07	7.78
仪器仪表制造业	41	48.96	25.64	69.45	10.78
铁路和其他交通运输设备制造业	38	48.83	22.70	71.32	10.27
造纸和印刷业	39	48.83	33.69	62.50	6.77
通用设备制造业	120	48.65	24.92	67.07	9.01
非金属矿物制品业	80	48.47	26.50	66.67	9.53
木材加工和家具制造业	23	47.87	29.28	65.23	8.66
其他制造业	24	47.19	29.50	67.65	10.37
化学原料和化学制品制造业	206	46.97	27.03	61.67	7.60
采矿业	75	46.85	13.08	65.29	8.88
金融业	68	46.50	23.40	56.51	5.69
文化娱乐用品制造业	11	45.70	28.73	59.48	9.11
化学纤维制造业	21	44.53	25.89	64.63	9.05
计算机和其他电子设备制造业	276	43.28	20.20	68.43	9.41
合计	**3117**	**50.66**	**27.79**	**68.72**	**9.17**

注：前面带空格的行业为证监会 2012 年行业分类标准中制造业下的二级行业分类。

（二）近三年对比分析

表 7-6 将 2015~2017 年各行业上市公司财务运行质量指数进行了对比。可以发现，近三年各行业上市公司排名波动较大。其中，2017 年名次变化幅度超过 5 个单位的行业达到 60%，较 2016 年下降了 5 个百分点。

表 7-6　各行业上市公司财务运行质量指数对比分析

行业名称	2017 年		2016 年		2015 年	
	均值	名次	均值	名次	均值	名次
酒、饮料和精制茶业	58.99	1	53.70	8	52.55	15
房地产业	58.18	2	54.46	4	57.19	1
住宿和餐饮业	56.35	3	56.15	3	53.13	10

综合类	55.92	4	51.67	16	48.46	33
批发和零售业	55.91	5	54.04	5	55.53	3
水利、环境和公共设施管理业	54.25	6	49.98	23	46.51	39
交通运输、仓储和邮政业	54.16	7	52.92	11	51.54	18
金属制品业	53.37	8	53.50	9	53.62	9
软件和信息技术服务业	52.87	9	50.52	18	49.51	30
服装、服饰、皮毛和制鞋业	52.45	10	47.82	33	54.55	5
农、林、牧、渔业	52.43	11	48.44	29	48.43	34
电气机械和器材制造业	52.37	12	49.25	27	52.59	14
橡胶和塑料制品业	52.36	13	47.94	32	54.17	7
文化、体育和娱乐业	51.91	14	53.99	7	49.50	31
医药制造业	51.59	15	49.46	26	53.81	8
汽车制造业	51.38	16	51.86	14	52.66	13
商务租赁和服务业	51.34	17	49.07	28	48.14	35
农副食品加工业	50.53	18	56.33	2	54.39	6
科研和技术服务业	50.51	19	48.19	30	49.90	28
有色金属冶炼和加工业	50.47	20	50.50	19	50.46	24
纺织业	50.39	21	47.54	34	51.12	19
建筑业	49.76	22	50.01	22	51.60	17
电、热、气、水生产和供应业	49.75	23	51.77	15	51.10	20
黑色金属冶炼和加工业	49.49	24	49.84	24	46.52	38
石油加工、炼焦业	49.06	25	49.55	25	48.89	32
专用设备制造业	49.00	26	47.47	35	49.78	29
食品制造业	48.98	27	47.96	31	55.14	4
仪器仪表制造业	48.96	28	51.11	17	50.18	27
铁路和其他交通运输设备制造业	48.83	29	54.00	6	50.38	26
造纸和印刷业	48.83	30	50.45	20	50.79	22
通用设备制造业	48.65	31	52.63	12	53.07	11
非金属矿物制品业	48.47	32	52.50	13	51.04	21
木材加工和家具制造业	47.87	33	50.12	21	52.87	12
其他制造业	47.19	34	56.54	1	47.63	36
化学原料和化学制品制造业	46.97	35	46.60	37	51.78	16
采矿业	46.85	36	46.70	36	45.16	40
金融业	46.50	37	41.13	40	46.76	37
文化娱乐用品制造业	45.70	38	46.37	38	50.39	25
化学纤维制造业	44.53	39	45.79	39	55.62	2
计算机和其他电子设备制造业	43.28	40	53.12	10	50.50	23

注：前面带空格的行业为证监会 2012 年行业分类标准中制造业下的二级行业分类。

三、按地区分类的财务运行质量评价

（一）总体分析

我们按照公司注册地分类对2017年度3117家上市公司财务运行质量进行了统计分析，结果见表7-7（排名按财务运行质量均值由高到低排序）。

从表7-7可见，2017年财务运行质量指数均值超过总体均值的地区有贵州、西藏、天津、安徽、云南、北京、重庆、湖南、上海、江西、甘肃、湖北、福建、浙江、吉林、黑龙江、陕西。其中均值最高的三个省份是贵州、西藏、天津，分别为54.34、54.27、53.43。公司数量最多的三个省份是广东、浙江、江苏，分别为485家、343家、327家，但其排名居中，这在一定程度上说明上述三地上市公司的财务运行平均质量不高。

表7-7　分地区上市公司财务运行质量指数描述性统计

省份	公司数量	均值	最小值	最大值	标准差
贵州	23	54.34	38.88	74.86	8.71
西藏	14	54.27	32.03	65.77	9.19
天津	46	53.43	30.30	66.22	9.09
安徽	96	52.88	25.89	73.96	9.14
云南	32	52.00	24.92	69.93	10.66
北京	289	51.97	21.49	72.21	10.01
重庆	44	51.76	20.20	77.61	10.91
湖南	89	51.75	31.36	67.17	8.44
上海	245	51.53	21.05	75.23	9.88
江西	36	51.12	28.45	65.64	8.98
甘肃	31	51.01	28.83	64.43	8.91
湖北	94	50.81	21.15	73.37	10.53
福建	113	50.81	28.94	70.50	9.86
浙江	343	50.78	26.52	82.09	9.42
吉林	43	50.73	28.35	71.81	10.20
黑龙江	35	50.72	21.99	71.32	11.47
陕西	45	50.71	29.92	72.98	10.40
山东	175	50.33	13.08	72.00	9.75
青海	12	50.09	37.29	65.92	8.79
江苏	327	49.48	21.41	76.75	10.08
广西	36	49.45	27.33	66.55	10.79
广东	485	49.44	21.29	77.72	9.85
辽宁	74	49.20	22.87	70.03	11.40

河南	77	49.17	22.70	69.25	9.05
内蒙古	25	49.08	23.40	62.65	9.08
四川	110	49.00	26.08	70.68	9.33
海南	27	48.48	30.16	64.40	9.37
新疆	50	48.37	26.58	66.67	9.65
河北	51	47.79	25.46	72.51	9.45
山西	38	47.51	24.01	69.47	9.92
宁夏	12	47.18	35.73	60.85	7.19
总计	**3117**	**50.45**	**13.08**	**82.09**	**9.84**

（二）近三年对比分析

表 7-8 列示了 2015～2017 年各地区上市公司财务运行质量指数变化情况。与上一年度相比，本年度前三甲出现一定程度的变化。2016 年前三甲为贵州、安徽、江西，财务运行质量指数均值分别为 56.34、52.91、52.31；2015 年前三甲为江西、安徽、贵州，财务运行质量指数均值分别为 54.42、53.89、53.80。2017 年财务运行质量指数均值最低的三个省（区）是河北、山西、宁夏，均值分别为 47.79、47.51、47.18，与前两年最低三省相比，分值变化不大。2016 年指数均值最低三省为广西、甘肃、宁夏，财务运行指数均值分别为 46.99、46.96、45.75；2015 年指数均值最低三省为山西、宁夏、青海，财务运行质量指数均值分别为 47.55、46.46、42.42。本年度均值最大的省份和均值最小的省份相差 7.16 分，虽然较去年的 10.59 分有所降低，但省际间差距仍然较大。尽管各省内上市公司财务运行质量标准差与前两年比变化不大，但省内极差较大，特别是山东、重庆、广东，极差分别达到 58.92、57.41、56.42。

表 7-8　2015~2017 分地区上市公司财务运行质量指数变化情况

省份	均值			中位数			标准差		
	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015
贵州	54.34	56.34	53.8	51.70	55.01	53.97	8.71	7.92	9.35
西藏	54.27	48.74	50.83	55.47	48.62	53.91	9.19	6.99	12.83
天津	53.43	51.63	52.98	56.14	54.3	54.85	9.09	9.62	8.46
安徽	52.88	52.91	53.89	53.42	53.05	54.91	9.14	8.05	7.99
云南	52.00	51.06	50.05	54.93	52.56	48.96	10.66	9.13	9.03
北京	51.97	51.19	51.46	52.66	51.36	52.71	10.01	9.43	9.89

重庆	51.76	50.63	50.5	52.69	51.25	51.33	10.91	10.42	10.37
湖南	51.75	49.45	50.5	52.16	50.2	49.54	8.44	9.11	9.43
上海	51.53	51.29	53.15	52.22	52	53.95	9.88	9.83	10.2
江西	51.12	52.31	54.42	52.21	54.8	56.26	8.98	10.37	8.59
甘肃	51.01	46.96	49.17	52.28	49.33	51.37	8.91	10.73	9.22
湖北	50.81	50.86	51.15	51.48	51.36	53.19	10.53	8.51	9.13
福建	50.81	51.66	50.87	51.28	52.98	51.19	9.86	9.05	8.18
浙江	50.78	51.5	53.55	51.26	51.69	53.82	9.42	8.68	7.96
吉林	50.73	48.85	48.82	52.87	48.74	47.98	10.20	9.58	10.15
黑龙江	50.72	49.82	50.91	52.12	53.71	55.27	11.47	11.05	11.69
陕西	50.71	49.45	51.03	51.57	50.51	51.08	10.40	9.95	11.84
山东	50.33	50.47	52.03	51.20	51.04	52.71	9.75	8.49	8.25
青海	50.09	47.62	42.42	49.29	49.91	41.71	8.79	10.31	12.16
江苏	49.48	50.1	51.49	50.42	51.17	51.86	10.08	9.9	7.91
广西	49.45	46.99	49.25	46.63	45.49	49.73	10.79	9.24	10.46
广东	49.44	51.04	52.81	50.00	51.61	54.12	9.85	9.13	8.77
辽宁	49.20	49.42	51.07	50.91	49.71	50.51	11.40	10.57	8.49
河南	49.17	49.95	50.14	49.85	51.49	50.21	9.05	8.05	8.06
内蒙古	49.08	49.73	49.92	51.65	49.75	48.73	9.08	8.88	11.02
四川	49.00	48.67	49.49	49.35	49.44	51.22	9.33	9.21	9.48
海南	48.48	47.9	47.91	48.51	46.4	47.08	9.37	10.06	10.42
新疆	48.37	49.44	49.74	47.82	48.75	50.14	9.65	9.23	9.41
河北	47.79	48.24	51.13	48.17	49.99	53.59	9.45	10.74	9.38
山西	47.51	49.35	47.55	47.35	49.83	48.94	9.92	8.19	12.27
宁夏	47.18	45.75	46.46	45.42	42.38	49.75	7.19	12.26	14.05

四、按最终控制人性质分类的财务运行质量评价

（一）总体分析

按照最终控制人性质，我们把上市公司分为国有控股、民营控股、外资控股、无控制人和其他类型，共 5 类，并进行对比分析。其中其他类型包括集体控股、

社会团体控股和职工持股会控股，由于数量较少，合并为一个类别。2017 年度3117 家上市公司财务运行质量指数按大股东性质分类统计结果如表 7-9 所示。

表 7-9　按最终控制人性质分类上市公司财务运行质量指数描述性统计

最终控制人性质	公司数量	比例（%）	均值	最小值	最大值	标准差
国有控股	1033	33.14%	52.17	21.15	77.72	9.67
民营控股	1859	59.64%	49.51	13.08	82.09	9.73
外资控股	96	3.08%	51.18	27.42	77.61	10.54
无控制人	91	2.92%	49.03	23.19	69.25	10.21
其他控股	38	1.22%	51.23	23.77	72.98	11.45
合计	**3117**	**100**	**50.62**	**13.08**	**82.09**	**9.84**

从表 7-9 可见，国有控股上市公司财务运行指数均值最大，为 52.17，其次为其他类型，均值为 51.23；无控制人上市公司财务运行指数均值最小，为 49.03。国有控股上市公司大约占总数的 1/3，且其财务运行指数均值最大，主要是因为随着国企改革的稳步推进，中央国企的财务运行质量提高，使得国有控股上市公司财务运行质量有增长趋势。

（二）近三年对比分析

对最近三年按最终控制人性质进行分类的财务运行质量指数比较可知，国有控股的排名稳居前列，民营控股和无控制人始终不佳，其他控股近两年位居第二，外资控股近两年居中（见表 7-10）。

表 7-10　2015~2017 年按最终控制人性质分类的财务运行质量指数变化情况

最终控制人性质	2017 年		2016 年		2015 年	
	均值	排名	均值	排名	均值	排名
国有控股	52.17	1	52.34	1	52.24	2
其他控股	51.23	2	52.31	2	52.32	3
外资控股	51.18	3	51.36	3	52.99	1
民营控股	49.51	4	49.49	4	51.19	5
无控制人	49.03	5	48.91	5	51.38	4

（三）对国有企业的进一步分析

为了对国有控股类型公司进行深入分析，我们对国有控股公司按照层次细分为中央国企与地方国企；同时按国有企业的功能，将国有企业细分为功能型国企和竞争型国企，并分别进行分析（见表 7-11）。

表 7-11　将国有控股企业细分的财务运行质量指数描述性统计

国有企业分类	数量	均值	最小值	最大值	标准差
地方国企	687	52.52	21.15	77.72	9.92
中央国企	346	51.47	21.41	73.37	9.22
功能型国企	286	48.70	25.89	67.64	8.55
竞争型国企	747	53.50	21.15	77.72	9.78
合计	**1033**	**51.55**	**21.15**	**77.72**	**9.67**

从表中可以看出，中央国企的财务运行质量低于地方国企，这主要是因为中央国有企业多为全国性垄断行业，更容易获得信贷融资资源，融资成本虽相对较低，但是其投资效率低下，投资风险约束程度较低，中央企业总体投资活动、运营活动效率偏低，此外，中央国企更易受到国家宏观调控政策影响，其管理模式影响了其财务运行质量。功能型国企是各地政府为了实现特定的产业或经济目标，所形成的一批承担政府特定功能的国有企业。这些企业与纯粹的商业竞争类国企不同。上表可见，竞争型国企财务运行质量明显高于功能型国企，这可能是由于竞争型国企面临更多的市场化因素和约束，为了与其他上市公司进行市场竞争，其筹资、投资和运营活动效率也相对功能型国企较高，进而表现出较高财务运行质量水平。

五、按第一大股东持股比例分类的财务运行质量评价

（一）总体分析

2017 年度 3117 家上市公司财务运行质量指数按第一大股东持股比例分类统计结果见表 7-12。

表 7-12　按第一大股东持股比例分类上市公司财务运行质量指数描述性统计

第一大股东持股比例	公司数量	比例（%）	均值	最小值	最大值	标准差
持股比例＜20%	582	18.67%	49.09	20.20	74.60	9.84
20%≤持股比例＜40%	1537	49.31%	50.30	13.08	77.72	10.03
40%≤持股比例＜60%	815	26.15%	51.08	21.71	82.09	9.63
持股比例≥60%	183	5.87%	53.26	21.29	73.96	9.06
总计	**3117**	**100**	**50.93**	**13.08**	**82.09**	**9.84**

从表 7-12 可见，第一大股东持股比例在 60%以上的上市公司财务运行质量指数均值最大，为 53.26；第一大股东持股比例在 40%~60%、20%~40%和的上市公司，指数均值分别为 51.08 和 50.30；第一大股东持股比例在 20%以下的上市公司财务运行质量指数均值最小，为 49.09。

（二）近三年对比分析

比较表 7-13 结果，我们发现，按第一大股东持股比例分类上市公司财务运行质量指数并没有发生明显变化。由此可见，上市公司第一大股东持股比例与财务运行质量呈稳定的正相关关系，从近三年的情况看，持股比例越大，财务运行质量指数越佳。

表 7-13　2015~2017 年按第一大股东持股比例分类财务运行质量指数变化情况

第一大股东持股比例	2017 年		2016 年		2015 年	
	均值	排名	均值	排名	均值	排名
持股比例≥60%	53.26	1	51.79	1	53.59	1
40%≤持股比例＜60%	51.08	2	51.31	2	52.33	2
20%≤持股比例＜40%	50.30	3	50.45	3	51.50	3
持股比例＜20%	49.09	4	49.35	4	50.39	4

六、按上市板块分类的财务运行质量评价

（一）总体分析

2017 年度 3117 家上市公司财务运行质量指数按上市板块分类统计结果见表 7-14。

表 7-14　按上市板块分类的上市公司财务运行质量指数描述性统计

上市板块	样本量	比例（%）	均值	最小值	最大值	标准差
深市主板	465	14.92%	51.35	22.87	82.09	9.97
中小板	833	26.73%	49.79	21.29	74.43	9.51
创业板	602	19.31%	48.94	21.49	74.61	9.44
沪市主板	1217	39.04%	51.31	13.08	77.61	10.19
总计	**3117**	**100**	**50.35**	**13.08**	**82.09**	**9.84**

从表 7-14 可见，深市主板上市公司财务运行指数均值最大，为 51.35，沪市

主板上市公司财务运行质量位居第二，均值为 51.31，中小板与创业板上市公司财务运行指数均值分别为 49.79 和 48.94。

（二）近三年对比分析

从表 7-15 中可以看出，沪市主板的排名较为稳定，深市主板排名逐年上升，中小板排名近两年稳居第三，但均值逐年下降，而创业板排名始终靠后。

表 7-15　2015~2017 年按上市板块分类的财务运行质量指数变化情况

上市板块	2017 年		2016 年		2015 年	
	均值	排名	均值	排名	均值	排名
深市主板	51.35	1	50.94	2	50.85	3
沪市主板	51.31	2	51.11	1	52.07	2
中小板	49.79	3	50.92	3	52.22	1
创业板	48.94	4	48.52	4	50.67	4

七、主要结论

（1）2017 年度财务运行质量指数的平均值为 50.45，标准差为 9.84，总体上呈左偏的尖峰分布；相对 2016 年而言，2017 年上市公司财务运行质量小幅下降，公司间质量差异有所加大。投资质量与资金运营质量下滑是财务运行质量降低的主要方面。

（2）分行业来看，酒、饮料和精制茶业，房地产业，住宿和餐饮业排名位居前三，其中酒、饮料和精制茶业财务运行质量最高，得分为 58.99；财务运行状况最差的三个行业是文化娱乐用品制造业、化学纤维制造业、计算机和其他电子设备制造业。

（3）分地区来看，财务运行质量指数均值最高的三个省份是贵州、西藏、天津；均值最低的三个省（区）是河北、山西、宁夏。

（4）国有控股上市公司财务运行质量指数均值最大，为 52.17，其次为其他类型，均值为 51.23；无控制人上市公司财务运行质量指数均值最小，为 49.03。国有控股的排名稳居前列，民营控股和无控制人始终不佳。中央国企的财务运行

质量低于地方国企，竞争型国企财务运行质量明显高于功能型国企。

（5）从第一大股东持股比例来看，上市公司第一大股东持股比例与财务运行质量呈稳定的正相关关系。第一大股东持股比例在 60%以上的上市公司财务运行质量指数均值最大，持股比例在 20%以下的上市公司财务运行质量指数均值最小。

（6）从上市板块来看，深市主板上市公司财务运行指数均值最大，创业板上市公司财务运行指数均值最小。

附 1：总体排名前 100 位与后 100 位公司

前 100 位

证券代码	证券简称	行业名称	所在地	得分	排名
002304	洋河股份	酒、饮料和精制茶业	江苏	69.27	1
000963	华东医药	批发和零售业	浙江	69.24	2
600754	锦江股份	住宿和餐饮业	上海	67.84	3
000069	华侨城 A	水利、环境和公共设施管理业	广东	66.84	4
600011	华能国际	电、热、气、水生产和供应业	北京	66.80	5
600383	金地集团	房地产业	广东	66.39	6
002024	苏宁云商	批发和零售业	江苏	66.23	7
600835	上海机电	通用设备制造业	上海	66.13	8
600600	青岛啤酒	酒、饮料和精制茶业	山东	66.10	9
000568	泸州老窖	酒、饮料和精制茶业	四川	65.39	10
000895	双汇发展	农副食品加工业	河南	65.36	11
002385	大北农	农副食品加工业	北京	65.33	12
600779	水井坊	酒、饮料和精制茶业	四川	65.29	13
002773	康弘药业	医药制造业	四川	65.27	14
300003	乐普医疗	专用设备制造业	北京	65.07	15
001979	招商蛇口	房地产业	广东	65.05	16
600282	南钢股份	黑色金属冶炼和加工业	江苏	65.03	17
000926	福星股份	房地产业	湖北	65.00	18
002821	凯莱英	医药制造业	天津	64.99	19
000898	鞍钢股份	黑色金属冶炼和加工业	辽宁	64.98	20
300058	蓝色光标	商务租赁和服务业	北京	64.84	21
300015	爱尔眼科	综合类	湖南	64.77	22
601898	中煤能源	采矿业	北京	64.67	23
002305	南国置业	房地产业	湖北	64.41	24
002415	海康威视	计算机和其他电子设备制造业	浙江	64.24	25
000626	远大控股	批发和零售业	江苏	64.24	26
000002	万科 A	房地产业	广东	64.22	27
000858	五粮液	酒、饮料和精制茶业	四川	64.18	28
600048	保利地产	房地产业	广东	64.16	29
601607	上海医药	批发和零售业	上海	64.11	30
601688	华泰证券	金融业	江苏	64.10	31
000596	古井贡酒	酒、饮料和精制茶业	安徽	63.97	32
600569	安阳钢铁	黑色金属冶炼和加工业	河南	63.90	33
300515	三德科技	仪器仪表制造业	湖南	63.75	34

601588	北辰实业	房地产业	北京	63.72	35
002095	生意宝	软件和信息技术服务业	浙江	63.70	36
002044	美年健康	综合类	江苏	63.67	37
601225	陕西煤业	采矿业	陕西	63.67	38
600023	浙能电力	电、热、气、水生产和供应业	浙江	63.66	39
000876	新希望	农副食品加工业	四川	63.63	40
600161	天坛生物	医药制造业	北京	63.55	41
002001	新和成	医药制造业	浙江	63.54	42
002058	威尔泰	仪器仪表制造业	上海	63.52	43
601088	中国神华	采矿业	北京	63.46	44
600258	首旅酒店	住宿和餐饮业	北京	63.43	45
600085	同仁堂	医药制造业	北京	63.39	46
300579	数字认证	软件和信息技术服务业	北京	63.32	47
600299	安迪苏	医药制造业	北京	63.29	48
600113	浙江东日	商务租赁和服务业	浙江	63.22	49
002008	大族激光	专用设备制造业	广东	63.19	50
600566	济川药业	医药制造业	湖北	63.18	51
002107	沃华医药	医药制造业	山东	63.14	52
603556	海兴电力	仪器仪表制造业	浙江	63.14	53
002658	雪迪龙	仪器仪表制造业	北京	63.10	54
300496	中科创达	软件和信息技术服务业	北京	63.03	55
603355	莱克电气	电气机械和器材制造业	江苏	63.02	56
002439	启明星辰	软件和信息技术服务业	北京	63.01	57
002694	顾地科技	橡胶和塑料制品业	湖北	62.97	58
000513	丽珠集团	医药制造业	广东	62.97	59
000848	承德露露	酒、饮料和精制茶业	河北	62.95	60
002294	信立泰	医药制造业	广东	62.91	61
300251	光线传媒	文化、体育和娱乐业	北京	62.90	62
600588	用友网络	软件和信息技术服务业	北京	62.86	63
600196	复星医药	医药制造业	上海	62.83	64
300523	辰安科技	软件和信息技术服务业	北京	62.77	65
000526	紫光学大	综合类	福建	62.74	66
000042	中洲控股	房地产业	广东	62.73	67
300215	电科院	科研和技术服务业	江苏	62.71	68
300070	碧水源	水利、环境和公共设施管理业	北京	62.71	69
000999	华润三九	医药制造业	广东	62.67	70
000039	中集集团	金属制品业	广东	62.67	71
000538	云南白药	医药制造业	云南	62.65	72
600724	宁波富达	房地产业	浙江	62.64	73
000726	鲁泰 A	纺织业	山东	62.64	74
600320	振华重工	专用设备制造业	上海	62.63	75
600704	物产中大	批发和零售业	浙江	62.56	76
603377	东方时尚	综合类	北京	62.55	77

600028	中国石化	采矿业	北京	62.55	78
002042	华孚色纺	纺织业	安徽	62.54	79
300557	理工光科	仪器仪表制造业	湖北	62.52	80
002399	海普瑞	医药制造业	广东	62.50	81
002606	大连电瓷	电气机械和器材制造业	辽宁	62.45	82
601116	三江购物	批发和零售业	浙江	62.45	83
600029	南方航空	交通运输、仓储和邮政业	广东	62.44	84
600660	福耀玻璃	非金属矿物制品业	福建	62.41	85
300276	三丰智能	专用设备制造业	湖北	62.41	86
002736	国信证券	金融业	广东	62.41	87
600307	酒钢宏兴	黑色金属冶炼和加工业	甘肃	62.40	88
600917	重庆燃气	电、热、气、水生产和供应业	重庆	62.40	89
600066	宇通客车	汽车制造业	河南	62.39	90
600415	小商品城	商务租赁和服务业	浙江	62.37	91
601618	中国中冶	建筑业	北京	62.37	92
600266	北京城建	房地产业	北京	62.32	93
002302	西部建设	非金属矿物制品业	新疆	62.27	94
000012	南玻 A	非金属矿物制品业	广东	62.25	95
600886	国投电力	电、热、气、水生产和供应业	北京	62.23	96
002186	全聚德	住宿和餐饮业	北京	62.16	97
002004	华邦健康	化学原料和化学制品制造业	重庆	62.15	98
002653	海思科	医药制造业	西藏	62.10	99
603345	安井食品	农副食品加工业	福建	62.09	100

后 100 位

证券代码	证券简称	行业名称	所在地	得分	排名
002542	中化岩土	建筑业	北京	46.56	3018
300127	银河磁体	计算机和其他电子设备制造业	四川	46.53	3019
600722	金牛化工	化学原料和化学制品制造业	河北	46.47	3020
603030	全筑股份	建筑业	上海	46.46	3021
600206	有研新材	有色金属冶炼和加工业	北京	46.45	3022
300393	中来股份	计算机和其他电子设备制造业	江苏	46.45	3023
600408	安泰集团	黑色金属冶炼和加工业	山西	46.44	3024
002691	冀凯股份	专用设备制造业	河北	46.42	3025
600560	金自天正	专用设备制造业	北京	46.41	3026
600609	金杯汽车	汽车制造业	辽宁	46.39	3027
600359	新农开发	农、林、牧、渔业	新疆	46.37	3028
600523	贵航股份	汽车制造业	贵州	46.35	3029
000890	法尔胜	金属制品业	江苏	46.35	3030
600815	厦工股份	专用设备制造业	福建	46.33	3031
601958	金钼股份	采矿业	陕西	46.31	3032
600719	大连热电	电、热、气、水生产和供应业	辽宁	46.27	3033
600213	亚星客车	汽车制造业	江苏	46.26	3034
600666	奥瑞德	计算机和其他电子设备制造业	重庆	46.25	3035
300106	西部牧业	农、林、牧、渔业	新疆	46.25	3036
603022	新通联	造纸和印刷业	上海	46.21	3037
002137	麦达数字	计算机和其他电子设备制造业	广东	46.19	3038
600982	宁波热电	电、热、气、水生产和供应业	浙江	46.14	3039
000605	渤海股份	电、热、气、水生产和供应业	北京	46.12	3040
000509	华塑控股	橡胶和塑料制品业	四川	46.09	3041
002504	弘高创意	建筑业	北京	46.08	3042
600777	新潮能源	综合类	山东	46.06	3043
600778	友好集团	批发和零售业	新疆	45.99	3044
600155	宝硕股份	金融业	河北	45.90	3045
603037	凯众股份	汽车制造业	上海	45.83	3046
603058	永吉股份	造纸和印刷业	贵州	45.82	3047
600636	三爱富	化学原料和化学制品制造业	上海	45.72	3048
603869	北部湾旅	水利、环境和公共设施管理业	广西	45.72	3049
000936	华西股份	化学纤维制造业	江苏	45.67	3050
600695	绿庭投资	金融业	上海	45.64	3051
002459	天业通联	专用设备制造业	河北	45.61	3052
600985	雷鸣科化	化学原料和化学制品制造业	安徽	45.55	3053
600671	天目药业	医药制造业	浙江	45.52	3054
002109	*ST 兴化	化学原料和化学制品制造业	陕西	45.48	3055
600658	电子城	房地产业	北京	45.35	3056
600209	罗顿发展	建筑业	海南	45.30	3057

000655	金岭矿业	采矿业	山东	45.29	3058
600302	标准股份	专用设备制造业	陕西	45.22	3059
603688	石英股份	非金属矿物制品业	江苏	45.18	3060
600725	*ST 云维	石油加工、炼焦业	云南	45.09	3061
000416	民生控股	金融业	山东	45.04	3062
600821	津劝业	批发和零售业	天津	45.04	3063
000407	胜利股份	电、热、气、水生产和供应业	山东	45.03	3064
002564	天沃科技	专用设备制造业	江苏	45.01	3065
600495	晋西车轴	铁路和其他交通运输设备制造业	山西	44.92	3066
002591	恒大高新	化学原料和化学制品制造业	江西	44.85	3067
002540	亚太科技	有色金属冶炼和加工业	江苏	44.73	3068
600766	园城黄金	采矿业	山东	44.68	3069
600654	中安消	软件和信息技术服务业	上海	44.59	3070
603223	恒通股份	交通运输、仓储和邮政业	山东	44.55	3071
600727	鲁北化工	化学原料和化学制品制造业	山东	44.41	3072
600988	赤峰黄金	采矿业	内蒙古	44.38	3073
002388	新亚制程	计算机和其他电子设备制造业	广东	44.36	3074
000420	吉林化纤	化学纤维制造业	吉林	44.32	3075
600781	辅仁药业	医药制造业	河南	44.25	3076
000780	平庄能源	采矿业	内蒙古	44.19	3077
600091	ST 明科	化学原料和化学制品制造业	内蒙古	44.14	3078
300056	三维丝	专用设备制造业	福建	44.06	3079
600730	中国高科	房地产业	北京	44.04	3080
603032	德新交运	交通运输、仓储和邮政业	新疆	44.00	3081
000638	万方发展	批发和零售业	辽宁	43.99	3082
000033	*ST 新都	住宿和餐饮业	广东	43.89	3083
600423	柳化股份	化学原料和化学制品制造业	广西	43.84	3084
002659	中泰桥梁	建筑业	江苏	43.82	3085
600800	天津磁卡	计算机和其他电子设备制造业	天津	43.75	3086
600610	中毅达	建筑业	上海	43.47	3087
000727	华东科技	计算机和其他电子设备制造业	江苏	43.45	3088
000506	中润资源	采矿业	山东	43.39	3089
002072	凯瑞德	纺织业	山东	43.30	3090
000058	深赛格	商务租赁和服务业	广东	43.28	3091
600714	金瑞矿业	采矿业	青海	43.26	3092
600159	大龙地产	房地产业	北京	43.23	3093
600145	*ST 新亿	非金属矿物制品业	新疆	43.14	3094
600674	川投能源	电、热、气、水生产和供应业	四川	43.08	3095
000722	湖南发展	电、热、气、水生产和供应业	湖南	42.84	3096
600696	匹凸匹	房地产业	上海	42.69	3097
600747	大连控股	批发和零售业	辽宁	42.66	3098
600202	哈空调	电气机械和器材制造业	黑龙江	42.57	3099
600896	览海投资	交通运输、仓储和邮政业	海南	42.54	3100

002379	*ST 鲁丰	有色金属冶炼和加工业	山东	42.33	3101
000803	金宇车城	纺织业	四川	42.31	3102
002765	蓝黛传动	汽车制造业	重庆	42.23	3103
600854	春兰股份	电气机械和器材制造业	江苏	41.92	3104
600242	中昌数据	交通运输、仓储和邮政业	广东	41.81	3105
600432	*ST 吉恩	有色金属冶炼和加工业	吉林	41.60	3106
002473	圣莱达	电气机械和器材制造业	浙江	41.53	3107
000693	ST 华泽	采矿业	四川	41.36	3108
600397	安源煤业	采矿业	江西	41.29	3109
600883	博闻科技	非金属矿物制品业	云南	41.14	3110
600556	ST 慧球	软件和信息技术服务业	广西	40.87	3111
300372	欣泰电气	电气机械和器材制造业	辽宁	40.75	3112
600680	上海普天	计算机和其他电子设备制造业	上海	40.46	3113
600247	ST 成城	批发和零售业	吉林	39.63	3114
600382	广东明珠	批发和零售业	广东	38.91	3115
600401	海润光伏	计算机和其他电子设备制造业	江苏	38.87	3116
600806	*ST 昆机	通用设备制造业	云南	36.01	3117

附 2：主板排名前 30 位与后 30 位公司

前 30 位

证券代码	证券简称	行业名称	所在地	得分	排名
000963	华东医药	批发和零售业	浙江	69.24	1
600754	锦江股份	住宿和餐饮业	上海	67.84	2
000069	华侨城 A	水利、环境和公共设施管理业	广东	66.84	3
600011	华能国际	电、热、气、水生产和供应业	北京	66.80	4
600383	金地集团	房地产业	广东	66.39	5
600835	上海机电	通用设备制造业	上海	66.13	6
600600	青岛啤酒	酒、饮料和精制茶业	山东	66.10	7
000568	泸州老窖	酒、饮料和精制茶业	四川	65.39	8
000895	双汇发展	农副食品加工业	河南	65.36	9
600779	水井坊	酒、饮料和精制茶业	四川	65.29	10
001979	招商蛇口	房地产业	广东	65.05	11
600282	南钢股份	黑色金属冶炼和加工业	江苏	65.03	12
000926	福星股份	房地产业	湖北	65.00	13
000898	鞍钢股份	黑色金属冶炼和加工业	辽宁	64.98	14
601898	中煤能源	采矿业	北京	64.67	15
000626	远大控股	批发和零售业	江苏	64.24	16
000002	万科 A	房地产业	广东	64.22	17
000858	五粮液	酒、饮料和精制茶业	四川	64.18	18
600048	保利地产	房地产业	广东	64.16	19
601607	上海医药	批发和零售业	上海	64.11	20
601688	华泰证券	金融业	江苏	64.10	21
000596	古井贡酒	酒、饮料和精制茶业	安徽	63.97	22
600569	安阳钢铁	黑色金属冶炼和加工业	河南	63.90	23
601588	北辰实业	房地产业	北京	63.72	24
601225	陕西煤业	采矿业	陕西	63.67	25
600023	浙能电力	电、热、气、水生产和供应业	浙江	63.66	26
000876	新希望	农副食品加工业	四川	63.63	27
600161	天坛生物	医药制造业	北京	63.55	28
601088	中国神华	采矿业	北京	63.46	29
600258	首旅酒店	住宿和餐饮业	北京	63.43	30

后 30 位

证券代码	证券简称	行业名称	所在地	得分	排名
000638	万方发展	批发和零售业	辽宁	43.99	1653
000033	*ST 新都	住宿和餐饮业	广东	43.89	1654
600423	柳化股份	化学原料和化学制品制造业	广西	43.84	1655
600800	天津磁卡	计算机和其他电子设备制造业	天津	43.75	1656
600610	中毅达	建筑业	上海	43.47	1657
000727	华东科技	计算机和其他电子设备制造业	江苏	43.45	1658
000506	中润资源	采矿业	山东	43.39	1659
000058	深赛格	商务租赁和服务业	广东	43.28	1660
600714	金瑞矿业	采矿业	青海	43.26	1661
600159	大龙地产	房地产业	北京	43.23	1662
600145	*ST 新亿	非金属矿物制品业	新疆	43.14	1663
600674	川投能源	电、热、气、水生产和供应业	四川	43.08	1664
000722	湖南发展	电、热、气、水生产和供应业	湖南	42.84	1665
600696	匹凸匹	房地产业	上海	42.69	1666
600747	大连控股	批发和零售业	辽宁	42.66	1667
600202	哈空调	电气机械和器材制造业	黑龙江	42.57	1668
600896	览海投资	交通运输、仓储和邮政业	海南	42.54	1669
000803	金宇车城	纺织业	四川	42.31	1670
600854	春兰股份	电气机械和器材制造业	江苏	41.92	1671
600242	中昌数据	交通运输、仓储和邮政业	广东	41.81	1672
600432	*ST 吉恩	有色金属冶炼和加工业	吉林	41.60	1673
000693	ST 华泽	采矿业	四川	41.36	1674
600397	安源煤业	采矿业	江西	41.29	1675
600883	博闻科技	非金属矿物制品业	云南	41.14	1676
600556	ST 慧球	软件和信息技术服务业	广西	40.87	1677
600680	上海普天	计算机和其他电子设备制造业	上海	40.46	1678
600247	ST 成城	批发和零售业	吉林	39.63	1679
600382	广东明珠	批发和零售业	广东	38.91	1680
600401	海润光伏	计算机和其他电子设备制造业	江苏	38.87	1681
600806	*ST 昆机	通用设备制造业	云南	36.01	1682

附 3：中小板排名前 30 位与后 30 位公司

前 30 位

证券代码	证券简称	行业名称	所在地	得分	排名
002304	洋河股份	酒、饮料和精制茶业	江苏	69.27	1
002024	苏宁云商	批发和零售业	江苏	66.23	2
002385	大北农	农副食品加工业	北京	65.33	3
002773	康弘药业	医药制造业	四川	65.27	4
002821	凯莱英	医药制造业	天津	64.99	5
002305	南国置业	房地产业	湖北	64.41	6
002415	海康威视	计算机和其他电子设备制造业	浙江	64.24	7
002095	生意宝	软件和信息技术服务业	浙江	63.70	8
002044	美年健康	综合类	江苏	63.67	9
002001	新和成	医药制造业	浙江	63.54	10
002058	威尔泰	仪器仪表制造业	上海	63.52	11
002008	大族激光	专用设备制造业	广东	63.19	12
002107	沃华医药	医药制造业	山东	63.14	13
002658	雪迪龙	仪器仪表制造业	北京	63.10	14
002439	启明星辰	软件和信息技术服务业	北京	63.01	15
002694	顾地科技	橡胶和塑料制品业	湖北	62.97	16
002294	信立泰	医药制造业	广东	62.91	17
002042	华孚色纺	纺织业	安徽	62.54	18
002399	海普瑞	医药制造业	广东	62.50	19
002606	大连电瓷	电气机械和器材制造业	辽宁	62.45	20
002736	国信证券	金融业	广东	62.41	21
002302	西部建设	非金属矿物制品业	新疆	62.27	22
002186	全聚德	住宿和餐饮业	北京	62.16	23
002004	华邦健康	化学原料和化学制品制造业	重庆	62.15	24
002653	海思科	医药制造业	西藏	62.10	25
002416	爱施德	批发和零售业	广东	62.08	26
002281	光迅科技	计算机和其他电子设备制造业	湖北	61.89	27
002641	永高股份	橡胶和塑料制品业	浙江	61.87	28
002563	森马服饰	服装、服饰、皮毛和制鞋业	浙江	61.72	29
002568	百润股份	酒、饮料和精制茶业	上海	61.72	30

后 30 位

证券代码	证券简称	行业名称	所在地	得分	排名
002363	隆基机械	汽车制造业	山东	47.91	804
002369	卓翼科技	计算机和其他电子设备制造业	广东	47.84	805
002578	闽发铝业	有色金属冶炼和加工业	福建	47.82	806
002323	雅百特	建筑业	江苏	47.57	807
002207	准油股份	采矿业	新疆	47.44	808
002472	双环传动	通用设备制造业	浙江	47.29	809
002452	长高集团	电气机械和器材制造业	湖南	47.25	810
002693	双成药业	医药制造业	河南	47.17	811
002194	武汉凡谷	计算机和其他电子设备制造业	湖北	47.06	812
002753	永东股份	化学原料和化学制品制造业	山西	46.98	813
002766	索菱股份	计算机和其他电子设备制造业	广东	46.95	814
002248	华东数控	通用设备制造业	山东	46.90	815
002514	宝馨科技	金属制品业	江苏	46.81	816
002746	仙坛股份	农、林、牧、渔业	山东	46.77	817
002530	丰东股份	通用设备制造业	江苏	46.75	818
002542	中化岩土	建筑业	北京	46.56	819
002691	冀凯股份	专用设备制造业	河北	46.42	820
002137	麦达数字	计算机和其他电子设备制造业	广东	46.19	821
002504	弘高创意	建筑业	北京	46.08	822
002459	天业通联	专用设备制造业	河北	45.61	823
002109	*ST 兴化	化学原料和化学制品制造业	陕西	45.48	824
002564	天沃科技	专用设备制造业	江苏	45.01	825
002591	恒大高新	化学原料和化学制品制造业	江西	44.85	826
002540	亚太科技	有色金属冶炼和加工业	江苏	44.73	827
002388	新亚制程	计算机和其他电子设备制造业	广东	44.36	828
002659	中泰桥梁	建筑业	江苏	43.82	829
002072	凯瑞德	纺织业	山东	43.30	830
002379	*ST 鲁丰	有色金属冶炼和加工业	山东	42.33	831
002765	蓝黛传动	汽车制造业	重庆	42.23	832
002473	圣莱达	电气机械和器材制造业	浙江	41.53	833

附 4：创业板排名前 30 位与后 30 位公司

前 30 位

证券代码	证券简称	行业名称	所在地	得分	排名
300003	乐普医疗	专用设备制造业	北京	65.07	1
300058	蓝色光标	商务租赁和服务业	北京	64.84	2
300015	爱尔眼科	综合类	湖南	64.77	3
300515	三德科技	仪器仪表制造业	湖南	63.75	4
300579	数字认证	软件和信息技术服务业	北京	63.32	5
300496	中科创达	软件和信息技术服务业	北京	63.03	6
300251	光线传媒	文化、体育和娱乐业	北京	62.90	7
300523	辰安科技	软件和信息技术服务业	北京	62.77	8
300215	电科院	科研和技术服务业	江苏	62.71	9
300070	碧水源	水利、环境和公共设施管理业	北京	62.71	10
300557	理工光科	仪器仪表制造业	湖北	62.52	11
300276	三丰智能	专用设备制造业	湖北	62.41	12
300068	南都电源	电气机械和器材制造业	浙江	61.96	13
300324	旋极信息	软件和信息技术服务业	北京	61.95	14
300568	星源材质	化学原料和化学制品制造业	广东	61.95	15
300199	翰宇药业	医药制造业	广东	61.95	16
300477	合纵科技	电气机械和器材制造业	北京	61.94	17
300567	精测电子	仪器仪表制造业	湖北	61.90	18
300347	泰格医药	综合类	浙江	61.80	19
300565	科信技术	计算机和其他电子设备制造业	广东	61.75	20
300445	康斯特	仪器仪表制造业	北京	61.66	21
300246	宝莱特	专用设备制造业	广东	61.65	22
300547	川环科技	橡胶和塑料制品业	四川	61.53	23
300461	田中精机	专用设备制造业	浙江	61.20	24
300085	银之杰	软件和信息技术服务业	广东	61.19	25
300072	三聚环保	化学原料和化学制品制造业	北京	61.18	26
300238	冠昊生物	专用设备制造业	广东	61.13	27
300174	元力股份	化学原料和化学制品制造业	福建	60.92	28
300511	雪榕生物	农、林、牧、渔业	上海	60.92	29
300119	瑞普生物	医药制造业	天津	60.85	30

后 30 位

证券代码	证券简称	行业名称	所在地	得分	排名
300157	恒泰艾普	采矿业	北京	48.55	573
300189	神农基因	农、林、牧、渔业	海南	48.52	574
300048	合康新能	电气机械和器材制造业	北京	48.46	575
300569	天能重工	电气机械和器材制造业	山东	48.42	576
300211	亿通科技	计算机和其他电子设备制造业	江苏	48.32	577
300397	天和防务	计算机和其他电子设备制造业	陕西	48.28	578
300086	康芝药业	医药制造业	海南	48.25	579
300583	赛托生物	医药制造业	山东	48.11	580
300126	锐奇股份	通用设备制造业	上海	48.07	581
300028	金亚科技	计算机和其他电子设备制造业	四川	48.05	582
300043	星辉娱乐	文化娱乐用品制造业	广东	48.03	583
300437	清水源	化学原料和化学制品制造业	河南	47.99	584
300208	恒顺众昇	电气机械和器材制造业	山东	47.74	585
300453	三鑫医疗	专用设备制造业	江西	47.70	586
300336	新文化	文化、体育和娱乐业	上海	47.64	587
300262	巴安水务	建筑业	上海	47.59	588
300383	光环新网	软件和信息技术服务业	北京	47.58	589
300313	天山生物	农、林、牧、渔业	新疆	47.55	590
300180	华峰超纤	橡胶和塑料制品业	上海	47.33	591
300193	佳士科技	通用设备制造业	广东	47.10	592
300141	和顺电气	电气机械和器材制造业	江苏	47.08	593
300138	晨光生物	农副食品加工业	河北	47.07	594
300214	日科化学	化学原料和化学制品制造业	山东	46.99	595
300243	瑞丰高材	化学原料和化学制品制造业	山东	46.91	596
300042	朗科科技	计算机和其他电子设备制造业	广东	46.78	597
300127	银河磁体	计算机和其他电子设备制造业	四川	46.53	598
300393	中来股份	计算机和其他电子设备制造业	江苏	46.45	599
300106	西部牧业	农、林、牧、渔业	新疆	46.25	600
300056	三维丝	专用设备制造业	福建	44.06	601
300372	欣泰电气	电气机械和器材制造业	辽宁	40.75	602

附 5：金融企业排名前 10 位与后 10 位公司

前 10 位

证券代码	证券简称	行业名称	所在地	得分	排名
601688	华泰证券	金融业	江苏	64.10	1
002736	国信证券	金融业	广东	62.41	2
601398	工商银行	金融业	北京	61.47	3
000001	平安银行	金融业	广东	60.75	4
601988	中国银行	金融业	北京	59.78	5
601939	建设银行	金融业	北京	59.30	6
601601	中国太保	金融业	上海	59.03	7
601628	中国人寿	金融业	北京	58.71	8
601318	中国平安	金融业	广东	58.37	9
601288	农业银行	金融业	北京	58.17	10

后 10 位

证券代码	证券简称	行业名称	所在地	得分	排名
601997	贵阳银行	金融业	贵州	49.01	59
600705	中航资本	金融业	黑龙江	48.51	60
601099	太平洋	金融业	云南	48.10	61
601377	兴业证券	金融业	福建	48.05	62
000750	国海证券	金融业	广西	47.57	63
600643	爱建集团	金融业	上海	47.37	64
601901	方正证券	金融业	湖南	47.30	65
600155	宝硕股份	金融业	河北	45.90	66
600695	绿庭投资	金融业	上海	45.64	67
000416	民生控股	金融业	山东	45.04	68

附 6：国有企业排名前 30 位与后 30 位公司

前 30 位

证券代码	证券简称	国有企业细类	所在地	得分	排名
002304	洋河股份	地方国企	江苏	69.27	1
600754	锦江股份	地方国企	上海	67.84	2
000069	华侨城 A	中央国企	广东	66.84	3
600011	华能国际	中央国企	北京	66.80	4
600835	上海机电	地方国企	上海	66.13	5
600600	青岛啤酒	地方国企	山东	66.10	6
000568	泸州老窖	地方国企	四川	65.39	7
001979	招商蛇口	中央国企	广东	65.05	8
000898	鞍钢股份	中央国企	辽宁	64.98	9
601898	中煤能源	中央国企	北京	64.67	10
002305	南国置业	中央国企	湖北	64.41	11
002415	海康威视	中央国企	浙江	64.24	12
000858	五粮液	地方国企	四川	64.18	13
600048	保利地产	中央国企	广东	64.16	14
601607	上海医药	地方国企	上海	64.11	15
601688	华泰证券	地方国企	江苏	64.10	16
000596	古井贡酒	地方国企	安徽	63.97	17
600569	安阳钢铁	地方国企	河南	63.90	18
601588	北辰实业	地方国企	北京	63.72	19
601225	陕西煤业	地方国企	陕西	63.67	20
600023	浙能电力	地方国企	浙江	63.66	21
600161	天坛生物	中央国企	北京	63.55	22
601088	中国神华	中央国企	北京	63.46	23
600258	首旅酒店	地方国企	北京	63.43	24
600085	同仁堂	地方国企	北京	63.39	25
300579	数字认证	地方国企	北京	63.32	26
600299	安迪苏	中央国企	北京	63.29	27
600113	浙江东日	地方国企	浙江	63.22	28
300523	辰安科技	地方国企	北京	62.77	29
000526	紫光学大	中央国企	福建	62.74	30

后 30 位

证券代码	证券简称	国有企业细类	所在地	得分	排名
300106	西部牧业	地方国企	新疆	46.25	1005
600982	宁波热电	地方国企	浙江	46.14	1006
000605	渤海股份	地方国企	北京	46.12	1007
600636	三爱富	地方国企	上海	45.72	1008
600985	雷鸣科化	地方国企	安徽	45.55	1009
002109	*ST 兴化	地方国企	陕西	45.48	1010
600658	电子城	地方国企	北京	45.35	1011
000655	金岭矿业	地方国企	山东	45.29	1012
600302	标准股份	地方国企	陕西	45.22	1013
600725	*ST 云维	地方国企	云南	45.09	1014
600821	津劝业	地方国企	天津	45.04	1015
600495	晋西车轴	中央国企	山西	44.92	1016
600727	鲁北化工	地方国企	山东	44.41	1017
000420	吉林化纤	地方国企	吉林	44.32	1018
000780	平庄能源	中央国企	内蒙古	44.19	1019
600730	中国高科	中央国企	北京	44.04	1020
600423	柳化股份	地方国企	广西	43.84	1021
002659	中泰桥梁	地方国企	江苏	43.82	1022
600800	天津磁卡	地方国企	天津	43.75	1023
000727	华东科技	中央国企	江苏	43.45	1024
000058	深赛格	地方国企	广东	43.28	1025
600714	金瑞矿业	地方国企	青海	43.26	1026
600159	大龙地产	地方国企	北京	43.23	1027
600674	川投能源	地方国企	四川	43.08	1028
000722	湖南发展	地方国企	湖南	42.84	1029
600202	哈空调	地方国企	黑龙江	42.57	1030
600432	*ST 吉恩	地方国企	吉林	41.60	1031
600397	安源煤业	地方国企	江西	41.29	1032
600680	上海普天	中央国企	上海	40.46	1033
600806	*ST 昆机	地方国企	云南	36.01	1034