



新财富
最佳上市公司

首届中国资本市场发展论坛

中国资本市场信息质量 暨上市公司信息透明度指数白皮书

光华-罗特曼信息和资本市场研究中心

新财富
NEW FORTUNE

 光华管理学院
Guanghua School of Management

 Rotman School of Management
UNIVERSITY OF TORONTO

2019年5月



新財富
NEW FORTUNE



光华管理学院
Guanghua School of Management



Rotman School of Management
UNIVERSITY OF TORONTO

新财富：www.xcf.cn; 86-755-8323 4580; xincaifu@xcf.cn

北京大学光华管理学院：www.gsm.pku.edu.cn; 86-10-6274 7137; media@gsm.pku.edu.cn

多伦多大学罗特曼管理学院：www.rotman.utoronto.ca; 1-416-946 3818; mcguffin@rotman.utoronto.ca

© 版权所有。本文由北京大学光华管理学院和多伦多大学罗特曼管理学院教授卢海，博士生李绍坤、宋禄霖、张玥、Mingyue Zhang 完成。光华 - 罗特曼信息和资本市场研究中心将每年发布白皮书和更新指数。感谢新财富在指数研制过程中的战略合作关系；感谢所有参与本次指数通讯调查和实地调研的分析师、机构投资者、上市公司董秘和上市公司；感谢香港数行者公司提供媒体数据和舆情结果。

本文亦刊载于以下网站：新财富网站、北京大学光华管理学院网站（中文）、多伦多大学罗特曼管理学院网站（英文）。

引言

上市公司的信息透明度对于资本市场而言至关重要，是维护资本市场公平、公正的核心，是保护广大投资者的重要途径。为了评估中国上市公司的信息透明度水平，光华-罗特曼信息和资本市场研究中心，在新财富杂志的大力协助下，研制并通过本白皮书发布中国上市公司信息透明度指数。该指数的构建结合了主观指标（市场参与者的观点）和客观指标（上市公司会计盈余质量、监管机构的调查和处罚记录以及基于机器学习的媒体评价），旨在全面综合地反映上市公司的信息质量和透明度。同时，我们考察了中国资本市场的信息披露现状，对部分上市公司进行了通讯调查和实地调研，直接捕捉公司高管在信息处理和披露工作上的观点和经验。我们希望总结并分享信息透明度建设中可以相互借鉴的经验，促进中国资本市场信息质量的整体提升，提高国际资本对中国上市公司投资的信任度。

我们通讯调查的结果显示：

- 诚信是企业的立身之本和根基，但由于违法成本过低、法制不健全和监管不力等因素，加之来自于投资者、公司内部业绩考核以及融资需求的压力，促使部分企业通过虚增收入、高估资产和少计成本费用等方式进行财务粉饰；
- 信息披露具有缓解信息不对称、提升公司形象的作用，但目前中国上市公司的信息披露仍然存在不完整、不及时、虚假信息等问题；
- 建设更加诚信和具有商业信誉的资本市场，需要监管机构、上市公司自身以及投资者的共同努力。

进一步通过实地调研，我们发现：

- 公司股价波动时面临着来自投资者、大股东和其他利益相关者的压力。对于中国机构投资者更关注短期业绩的现状，公司需要进行有效沟通而非简单迎合；
- 管理层风格与企业文化是上市公司信息透明度建设的根基，投资者沟通、公司制度与培训也发挥着关键的作用；
- 上市公司的信息披露存在对信息泄露的担心、披露的持续性和可比性的问题。

通过对 2018 透明度指数比较高的上市公司统计分析表明：

- 高透明度公司总资产和市值都较高，国企和民企的数量相当；
- 高透明度公司其总资产收益率和净资产收益率都较高；
- 投资者对高透明度给予回报，高透明度公司牛市时明显跑赢大盘，熊市时抗跌能力强。

本白皮书第一部分阐述了我们对中国资本市场诚信和信息披露现状进行的调查，包括调查的动因、通讯调查的结果分析以及实地调研的发现；第二部分详细解释了中国上市公司信息透明度指数的构建方法和排名靠前的 300 家公司的名单和描述统计。

| 第一部分 |

中国资本市场诚信和信息披露现状



一、调查的动因

公司信息透明度可以概括为上市公司以外的市场参与者能够获取公司信息的程度，包括公司信息披露的质量（例如信息披露的数量和内容、信息披露的时效性、会计方法、审计质量）以及信息中介对信息的获取和传播程度（例如分析师跟踪、媒体报道、互联网传播）。

从信息披露质量的角度，A股上市公司整体较为规范。图1综合展示了上交所《2016-2017上市公司信息披露工作评价结果》及深交所《2017信息披露考评结果》。所有A股公司中，A（优秀）等级公司共663家，占比20%；B（良好）等级公司共2070家，占比64%；C（及格）等级公司共435家，占比13%；D（不及格）等级公司共82家，占比3%。可见，大部分A股公司在信息披露方面做到了合法合规，只有16%的公司存在信息披露方面存在瑕疵或者违规的情况。

从信息披露的及时性方面，A股公司在定期报告的披露上表现良好。根据国泰安（CSMAR）数据库2017年A股上市公司定期报告发布时间数据，一季报及三季报平均在季度结束后26天发布（证监会规定为1个月内），半年报平均在季度结束后52天发布（证监会规定为2个月内），年报平均在财年结束后96天发布（证监会规定为4个月内）。图2展示了2017年年报披露延迟天数的分布。就年报而言，有3%的公司

在财年结束后2个月内发布，有32%的公司

在财年结束后3个月内发布，有65%的公司

在财年结束后4个月内发布。超过4个月发布年报的公司仅有9家。由此可见，有不少企业能够超过合规性的标准，更早地向市场披露年报信息。

从信息中介对信息的获取和传播程度来看，分析师作为中国资本市场重要的信息中介，对企业进行调研和分析并发布研究报告。这些研究报告有助于促进投资者对信息的收集、整理和解读，有助于提升企业信息透明度并推动整个资本市场信息的传播。根据国泰安分析师预测数据库数据（如图3），2017年有39%的上市公司有1-10份分析师研究报告，13%的公司有11-20份研究报告，23%的公司有超过20份研究报告。从券商跟踪的角度来看，2017年有29%的上市公司被1-3家券商跟踪，26%的上市公司被4-10家券商跟踪，20%的上市公司被超过10家券商跟踪。整体而言，分析师对上市公司的覆盖较为全面，但也有25%的公司并没有被任何券商跟踪。

从信息披露违规受处罚来看，国泰安数据库的数据显示，2013年至2017年的5年间，A股市场信息披露违规受罚的案例共有1877例，占所有违规受罚案例的62%。如图四，其中，信息披露造假（包含虚构利润或资产、虚假记载、披露不实和欺诈上市，违规类型之间有重叠，所以总和超过100%）案例共814例占所有违规受罚

图1: 上交所、深交所2017年信息披露评价结果



图2: 2017年年报披露及时性

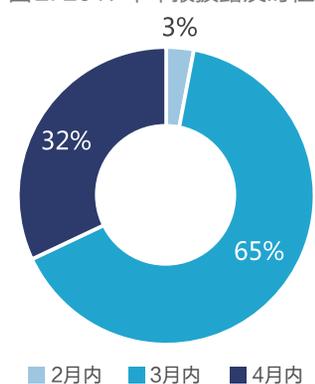


图3: 2017年分析师研究报告数量及券商跟踪情况

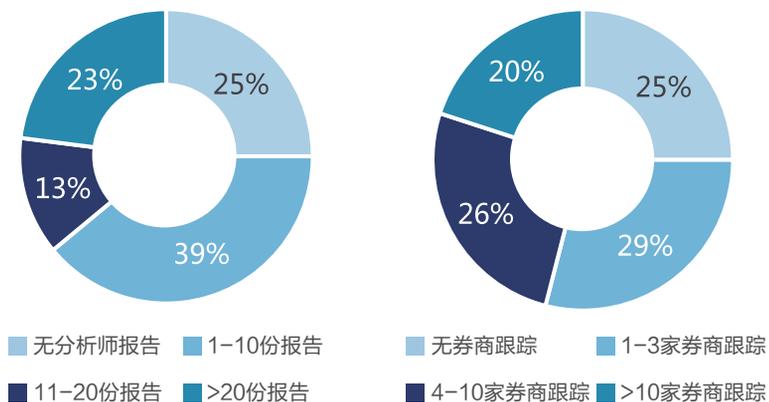


图4: 信息披露违规类型及财务重述类型

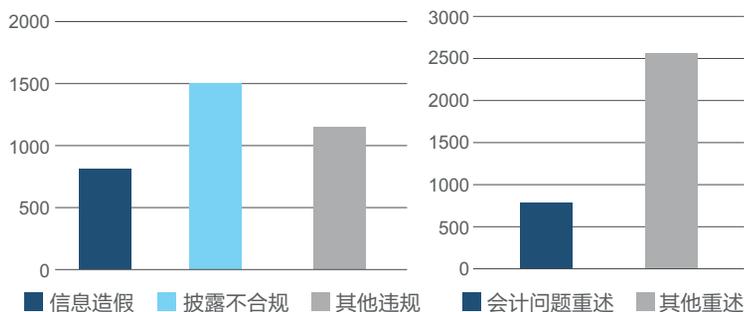
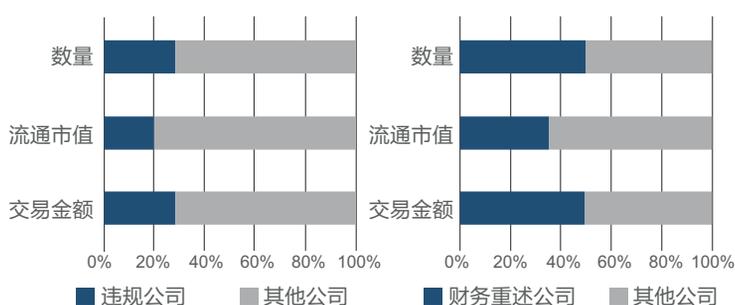


图5: 信息披露违规案例及财务重述案例数量



图6: 信息披露违规公司及财务重述公司占比情况



案例的27%，披露不合规案例共1498例占所有违规受罚案例的50%（其中，重大遗漏756例，推迟披露930例）。从财务重述事件来看，2013-2016年定期报告共有3326次重述（使用迪博（DIB）数据库，该库的财务重述数据目前更新至2016年）。如图4，重述包括因普通会计问题、重大差错等会计相关问题导致的财务重述，共764例（占有所有财务重述23%）以及其他披露不规范导致的财务重述。并且信息披露违规及财务重述案例数量在最近几年间未见减少（图5）。

从涉及信息披露违规及财务重述的公司来看（如图6所示），2013-2017年间违规受罚的上市公司共计944个，占2017年底A股公司总数的27%，占2017年A股公司总流通市值的20%，占2017年A股公司总交易金额的26%。从涉及财务重述的公司来看，2013-2016年有过财务重述的上市公司共计1620个，占2016年末A股公司总数的53%，占2016年A股公司总流通市值的35%，占2016年A股公司总交易金额的51%。可见，这些有过信息披露违规行为或有过财务重述的企业无论是从数量、市值，还是从股票交易的角度，都占据了资本市场不可忽略的一部分，对中国资本市场整体信息质量和信息透明度造成了很大的影响。

这些涉及违规、财务重述的公司中，有大约一半存在多次信息披露违规、多次财务重述的情况。有46%的信息披露违规公司存在多次违规受罚记录，其中34%的公司有2-3次违规受罚记录，12%的公司有3次及以上的违规受罚记录。而财务重述的公司中，有39%的公司有2-3次财务重述，有13%的公司有超过3次财务重述。这也说明，这些多次违规或重述的企业没能在违规受罚和财务重述中得到良好的纠正，目前中国资本市场的信息披露问题依然严峻。

虽然中国资本市场信息披露整体而言较为规范，但不同企业的信息透明度差异较大。市场中

既有声誉高、透明度高的领航企业，也有信息披露多次违规的企业。投资者如何去寻找这些值得信任的高声誉的企业？这些高声誉企业如何得到更多的认可？如何约束并激励在信息披露方面还不够好的企业提高信息透明度水平？这些问题是促进上市公司不断提升信息质量，从而构建一个透明的资本市场的核心。

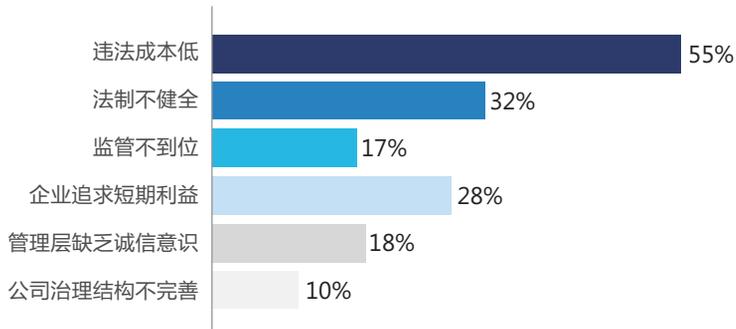
目前市场对于上市公司信息透明度的认识仍然较为模糊。首先，上交所及深交所的信息披露评价较为宽泛，仅仅分为 A、B、C、D 四个等级。其次，企业信息透明度不仅仅包含公司合规性信息披露的数量和内容、时效性等问题，还包括大量的自愿性信息披露。另外，分析师跟踪、媒体报道等信息中介的传播作用也会影响企业信息透明度。现有的信息披露得分也难以反映市场参与者对于企业信息透明度更为复杂、更加综合的看法。投资者不能很好地辨认信息透明度高的企业，信息透明度高的企业也难以获得投资者的识别和反馈，因此才使得信息透明度较低的企业没有动力提升自身的信息透明度，出现反复违规、反复因披露不合规而财务重述的情况。

为了更加全面、综合地评估上市公司的信息透明度及声誉，我们根据董秘、分析师及机构投资者评价、学术研究中的财务报表分析指标、监管调查记录以及来自机器学习的媒体评价构建了中国上市公司信息透明度指数，旨在反映出市场参与者真实感知到的企业透明度及声誉状况，帮助声誉好、信息透明度高的企业获得投资者的认可。并且，我们进一步对上市公司进行了通讯调查和实地调研，直接收集来自上市公司管理层的观点，希望总结并分享信息透明度建设中可以相互借鉴的经验，促进中国资本市场信息质量的整体提升。

上市公司信息透明度指数具体构建方法见本白皮书的第二部分。

二、通讯调查分析

图 7: 中国资本市场上的违法失信行为有何深层原因?



我们研究中心和新财富通过电子邮件和电话联系信息透明度指数排名前 300 的上市公司董事会办公室，邀请这些上市公司参与通讯调查，了解上市公司高管对诚信合法合规经营，信息披露以及诚信资本市场建设的想法。我们共收到 98 家公司详细回复，回复率占受邀公司的 33%。

1. 诚信合法合规经营

诚信经营的重要性：48% 的受访公司认为诚信经营是做大、做强、做稳一个企业最不可或缺的因素。企业的战略目标、文化以及核心竞争力往往被认为是企业经营成功与否最为重要的决定因素。而调查结果显示，诚信经营对企业成功与否的重要程度甚至超过了企业战略与目标（37%）、企业文化（28%）、核心竞争力（27%）以及人才（24%）等因素，成为上市公司经营过程中最为重视的经营理念与原则。50% 的企业认为，企业诚信和声誉在企业中扮演着根本和基石的角色。企业诚信不仅仅发挥着促进公司发展（30%）、提升公司形象（20%）的作用，更是作为企业的根本和基石存在，在经营过程中起着至为关键的作用。

通过通讯调查，我们进一步发掘了违法失信行为产生的原因和财务粉饰的现状、方式、动机与压力。

资本市场违法失信行为的原因（图 7）：有 55% 的企业认为违法成本与违法所获得的经济

图8: 您认为中国上市公司财务粉饰严重吗?

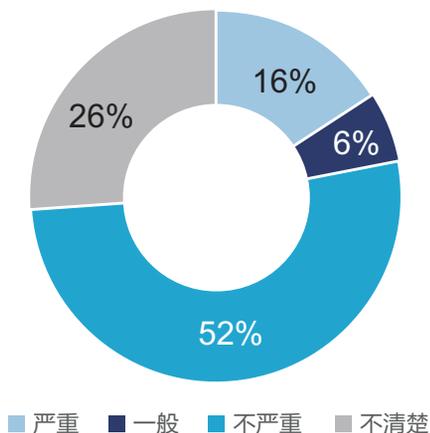


图9: 您认为粉饰的主要方式是什么?

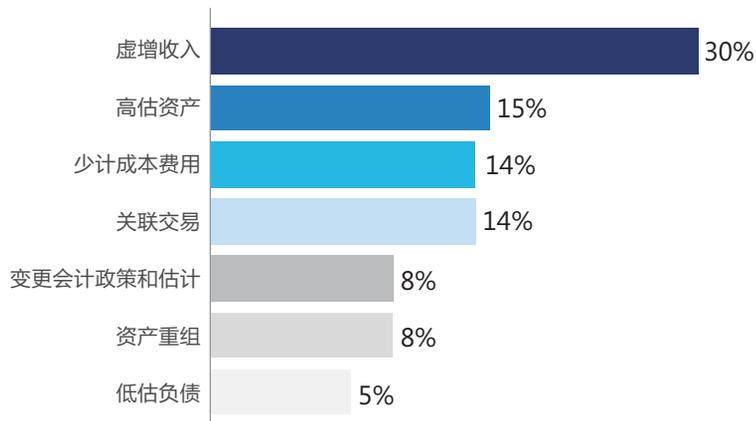


图10: 企业为什么会进行财务报表粉饰?

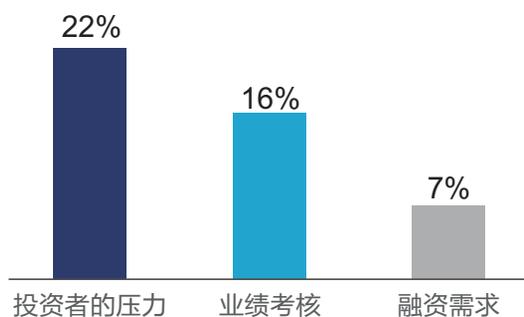
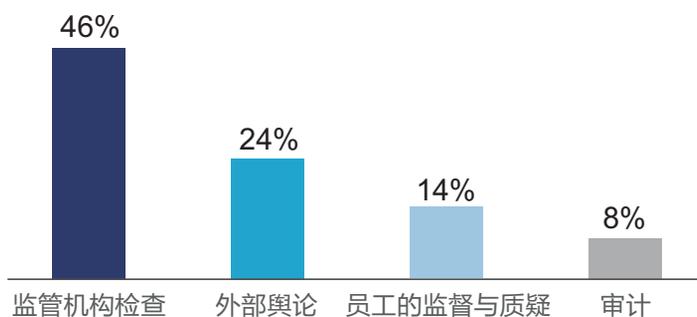


图11: 企业进行财务粉饰后面临怎样的内外部压力?



利益相比过低是这类行为产生的重要原因。中国资本市场的法制不健全通常被认为给上市公司违法失信行为提供了漏洞与操作空间。但调查结果显示，相比法制不健全和监管不到位，违法成本过低对于失信行为的产生有更大的作用。如果监管层能够有效增加违法行为的成本，中国资本市场的违法行为将会大大减少，而且这相比于直接完善法制环境可能更容易达到。图七中的调查结果显示了企业违法失信行为的其他原因。企业对于短期利益的追求（28%），管理层缺乏诚信意识（18%）以及公司治理结构的不完善（10%）也为违法失信行为提供了动机与机会。

财务粉饰情况：对于中国上市公司财务粉饰的现状，受访公司出现了较大的分歧（图8）。

有16%的企业认为上市公司财务报表粉饰的情况比较严重，特别是当下存在不少被曝出财务问题以及业绩变脸的公司。52%的受访企业则认为上市公司财务报表粉饰仅仅是个别情况，随着近年来监管力度的不断加强，相关现象已经得到了一定程度的改善。同时仅有6%的企业表示中性态度，26%的企业没有回答或表示不清楚。

财务粉饰的主要方式：图9显示，如果上市公司财务报表进行粉饰，其可能采用的方式有哪些？调查显示，最普遍的是通过提前确认收入、突击业务等方式虚增收入和利润（30%）。15%左右的受访企业表示，高估资产、少计成本费用和关联交易也是比较常用的财务报表粉饰方式。不少企业还存在不当变更会计

政策与会计估计、资产重组和低估负债等情况。总之，粉饰财务报表的方式比较多元，形式也相对复杂。

财务粉饰的事前动机：图 10 显示，22% 的调查对象表示，部分企业进行财务粉饰可能是出于投资者的压力，包括二级市场股价、大股东的预期以及退市风险等因素均造成了上市公司对良好经营业绩的需求，他们不惜通过财务粉饰的方式来隐藏公司的真实财务状况。其次，公司内部的业绩考核也为管理层带来了业绩粉饰的动机，包括对于公司业绩增长的需求，业绩承诺以及管理层的薪酬与业绩挂钩等。对未来的股权或债权融资的需求也催生了上市公司的财务粉饰行为。

财务粉饰的事后压力：图 11 显示，对于进行财务粉饰后所面临的压力，46% 的调查对象表示，外部监管机构的检查与惩处是企业面临的主要压力，表明外部监管机构的存在有一定的威慑力。其次，外部舆论也带来了一定的压力。企业出于对自身品牌形象的考虑，担心外部的投资者，分析师和媒体等会对其财务报表发出质疑，进而影响其企业声誉。同时，若粉饰行为被曝光，外部舆论也会起到传播和放大的效果。公司内部员工的监督与质疑也起到了一定的监督作用。只有 8% 的企业表示外部审计对财务粉饰带来了事后的外部压力。

2. 信息披露现状

信息披露是上市公司对外沟通的重要渠道并且影响市场参与者对上市公司透明度的评估。我们就上市公司对信息披露重要性的认识以及信息披露工作可能存在的问题询问了受访企业的意见。

信息披露的作用：图 12 显示，52% 的调查对象认为，作为上市公司对外沟通的渠道，可靠的信息披露能够缓解上市公司与投资者之间的信息不对称，有助于投资者和公众充分了

图 12: 可靠的信息披露能为公司带来怎样的好处?

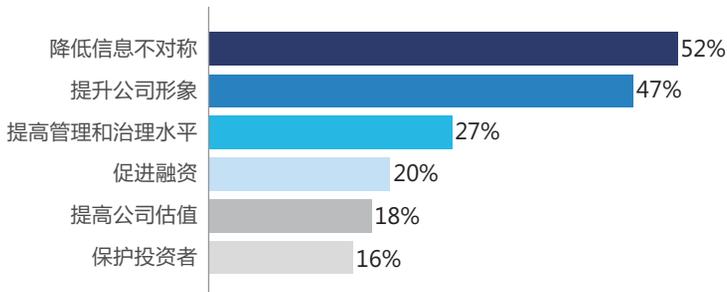
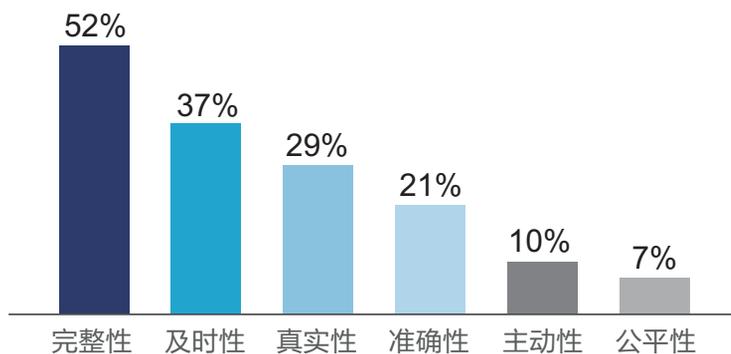


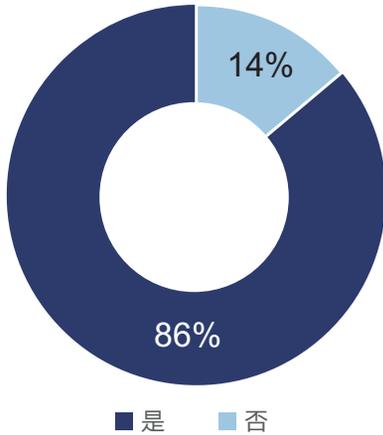
图 13: 您认为中国上市公司信息披露存在哪些问题?



解公司的经营发展状况，对上市公司形成更加全面和准确的认识，做出合理的投资决策。可靠的信息披露还有助于企业树立起良好的品牌形象和形象，提高企业的声誉和公众认可度。良好的信息披露还能够在公司治理、经营管理、融资等方面发挥重要作用。图十二显示了具体调查结果。

信息披露质量：图 13 显示，完整性成为中国上市公司信息披露中存在的主要问题。有 52% 的受访企业认为，上市公司在信息披露过程中存在不充分不完整的问题，具体表现在法律法规要求披露的信息存在遗漏或故意隐藏，包括关联交易信息、对外担保事项等，还存在企业借保护商业机密为由，故意隐瞒重要信息的情况。其次，及时性也是上市公司披露中普遍存在的问题（37%）。信息获取的速度对投资者的决策而言非常重要。若披露不够及时，少数的内情人极有可能通过内幕交易谋取不正当

图 14: 公司是否会自愿发布一些公司特定信息?



利益, 给中小投资者带来损失。如图十三所示, 中国上市公司的信息披露还存在虚假信息, 信息模糊不准确, 信息披露不主动、不公平的问题。

公司特定信息的披露: 图 14 显示, 86% 的企业都表示, 除了相关法律法规所规定披露的信息以外, 公司还会自愿发布一些公司特定的信息。如图十五所示, 公司特定信息中关于企业自身经营活动的信息披露得最多, 包括企业的业绩预告、业务合作、重大合同等虽未达到法定的披露标准但对市场有重要影响的信息。其次, 战略、愿景和发展方向的信息也披露得较多 (19%)。但中国的上市企业目前对于企业社会责任信息的披露还不够重视, 仅有 12% 的企业表示会披露相关信息。

3. 诚信资本市场建设

对于建设诚信资本市场, 我们询问了上市公司对资本市场的不同参与者 (包括监管机构、企业家和投资者) 分别有哪些建议。

对监管机构的建议: 图 16 显示, 49% 的受访企业认为监管机构需要加强公平严格执法, 即提高违规处罚的力度, 公平执法, 不特殊对待, 营造良好的资本市场环境。其次, 监管机构还应该健全法制, 不给意图违法的企业提供法律漏洞

图 15: 公司是否会自愿发布哪方面的信息?

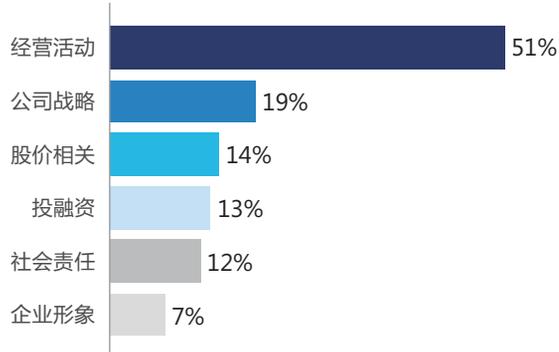


图 16: 您认为建设更加诚信和具有商业信誉的资本市场, 监管机构需要做哪些工作?

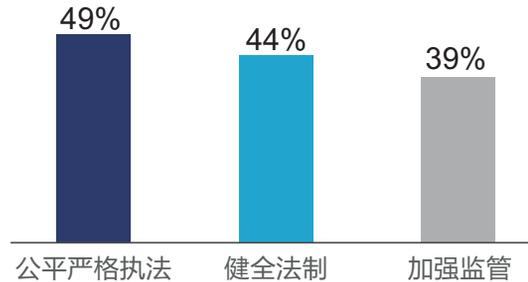
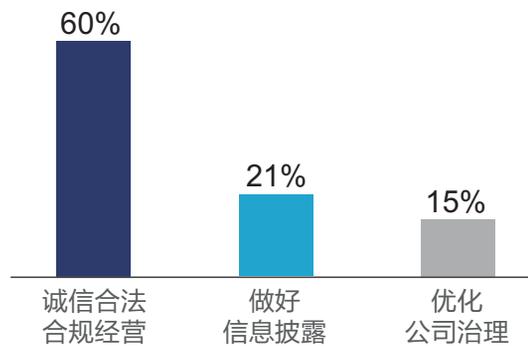


图 17: 您认为建设更加诚信和具有商业信誉的资本市场, 企业家需要做哪些工作?



和灰色空间。最后, 监管机构还应该加强监管, 提高违法行为被查处的概率, 以达到威慑的作用。

对企业家的建议: 图 17 显示, 对于企业家, 60% 的调查对象认为主要应该从企业自身的素质出发, 即自发地按照诚信合法合规的原则进行经营活动, 而不仅仅是依靠外部的监督或者

内部的治理与控制来制约企业的违法失信行为。此外，做好信息披露和优化公司治理对于建设诚信资本市场也很重要。

对投资者的建议：图 18 显示，59% 的调查对象认为，投资者应该理性投资、价值投资，避免投机心态。为此，投资者应该独立分析，要有风险意识，形成自己的投资意见，不盲从。其次，投资者应该发挥自身的监督作用，充分利用股东大会等方式加强与管理层的沟通。同时，建议投资者避免投资不诚信的企业。

最后，从建设透明的信息披露环境和诚信资本市场的长期目标来看，62% 的调查对象都提及了完善法制建设的问题，包括健全法制、严格执法、加强法律监管等。受访企业对此达成了相当高的共识，表明了上市公司对于法制建设的需求。其次，也有 20% 的受访公司提到加强诚信教育和诚信文化建设，即进一步加强社会诚信道德的宣传教育工作，使得诚信成为社会经济生活中的基本公德，由内而外地建设诚信资本市场。同时，资本市场诚信体系建设（信用平台、征信体系等），完善资本市场制度（退市制度等）和投资者教育等举措也被调查对象提及。图十九展示了各类建议及其比例。

总结来说，通讯调查的结果显示：图 19 显示，诚信经营的重要性得到了上市公司的认可，但是由于违法成本过低、法制不健全和监管不力等因素，中国的违法失信行为仍然存在。同时，来自于投资者、公司内部业绩考核以及融资需求的压力，促使部分企业通过虚增收入、高估资产和少计成本费用等方式进行财务粉饰。其次，对于上市公司的信息披露工作，上市企业都能意识到信息披露具有缓解信息不对称、提升公司形象的作用，大多数企业也会发布包括经营活动、战略目标在内的公司特定信息。最后，建设一个诚信和具有商业信誉的资本市场需要监管机构、上市公司自身以及投资者的共同努力。

图 18: 您认为建设更加诚信和具有商业信誉的资本市场,投资者需要做哪些工作?

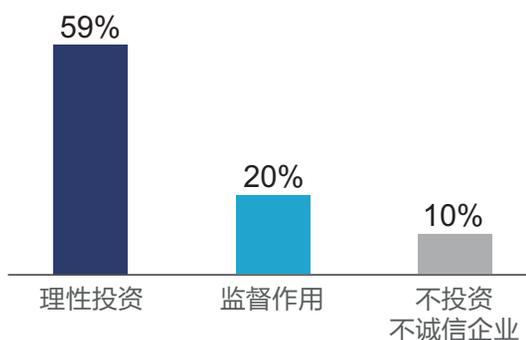
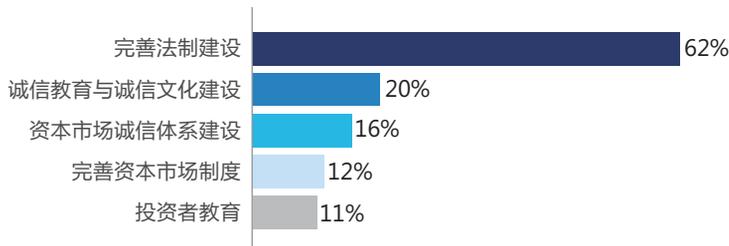


图 19: 您对未来 15 年中国建设一个透明的信息披露环境和诚信的资本市场有什么看法和建议?



三、实地调研分析

在通讯调查的基础上，我们对十家信息透明度较高的上市公司进行了实地调研，并与公司高管进行了深入访谈。被调研的企业均为其所在行业的龙头企业。通过本次调研，我们直接捕捉到了上市公司高管在公司管理工作上的观点和诉求，揭示了上市公司信息披露工作中的核心问题，并总结了信息透明度较高的上市公司在相关问题上的管理经验。希望他们的观点有助于更多上市公司提高透明度，成为价值投资者青睐的标的。

1. 上市公司股价波动时面临的压力

股价的波动可能来源于资本市场情绪、货币政策松紧等公司外部因素，也会取决于上市公司的业绩以及其他经营相关的信息。公司在披露信息时，难免需要考虑对股价的影响。尤

其是在披露对公司经营不利的消息时，需要面对股价可能下跌的压力。具体来说，上市公司在股价波动时主要面临以下几方面压力。

(1) 来自投资者的压力

首先，中国资本市场的个人投资者占比较大。个人投资者往往面临着更严重的信息不对称，在对上市公司的理解深度上也与机构投资者存在差距，导致其对公司披露的信息很容易做出过度、错误的判断。同时，个人投资者“听消息”的投资风格，可能反过来催生某些上市公司去利用这种投资风格来“放消息”，从而产生低质量甚至虚假的信息披露。

更重要的是，目前中国的机构投资者也存在明显的散户化倾向。基金经理和分析师的业绩都用短期指标进行考核，导致机构投资者更关注上市公司的短期业绩，甚至追随一时炒作的热点来进行投机性投资。实际上，企业的发展都存在自身的规律和节奏，业务有其自身的特点，从投入到产出也都需要时间。往往越是优质的企业，越重视中长期的布局，这就造成了企业发展的中长期导向与投资者要求回报的短期导向之间出现严重的不一致。投资者对短期数据的过度敏感以及对短期回报的过度要求，会使上市公司的经营不堪重负，从而过多地关注短期目标。

相比之下，国外机构投资者一般更注重长期的价值投资，更多关注的是上市公司长期战略的发展，行业内拐点性的变化，以及其他法律法规对行业、企业造成的冲击。同时，对管理层的认可程度也是他们选股时很重要的指标。另外，环保及企业社会责任也被更多地关注。他们除了关注环保对盈利的影响，更关注环保政策变化可能带来的行业出清或行业整合及其他长远变化，从而调整自己的投资策略。

针对这一问题，我们调研的上市公司管理层普遍表示，首先要尊重并理解国内机构投资者的风格，国内机构投资者的生存需求决定了他们看待公司的价值导向。但不能对投资者进行简单的迎合，而是要有信心地尽力去和他们如实地沟通。这个过程挑战在于，公司管理层要精准地告诉投资者对公司的信心在哪里、依据是什么。而且，要准确地吸收投资者的观点，并把它们转移到公司目前的经营过程中去消化，变成公司的压力和动力，从而让企业的经营和资本市场碰撞形成一个相对紧密的联结。

(2) 来自大股东和其他利益相关者的压力

股价波动时，大股东会加强对公司管理的关注度，审计委员会也会对管理层的决策提出更多的问题。此次调研的上市公司管理层普遍表示这是一种比较健康的生态。公司管理层在董事会、股东大会上会开放地听取董事和股东的意见，把他们的意见转化为公司的经营策略。一些公司治理更加规范的企业，会对董事会发言进行详实的记录或者对董事会提出的意见与建议进行总结。

除此之外，公司在股价波动时还会面临来自其他利益相关者的压力。例如，在一些实行员工股权激励计划的公司中，股价下跌时，员工会因为亏钱而产生焦虑。另外，客户也会关注上市公司的股价，一定程度上通过股价表现来评价公司的经营状况，使管理层会因为股价下跌而感受到压力。

谈及如何应对以上压力，受访企业表示，企业经营过程中股价有涨有跌是正常的，关键要看股价波动是否是暂时的，是否有预见的和有防范措施。管理层应更加看重企业怎样能够更可持续地发展，把业务和管理做好，把文化建设、品牌做好等等，不要过多受到短期股价波动的影响。行业整体下滑的时期，企业首先

要生存下来，其次要保留实力，做到在行业恢复的时候能够率先走出低谷。希望整个资本市场能够客观看待企业的正常发展规律。

2. 上市公司信息透明度建设的关键因素

(1) 管理层与企业文化

我们通过调研发现，管理层风格和企业文化被认为是上市公司诚信经营最重要的因素。文化和法制最终都要落实到企业家本身的定力上。企业家的风格决定了公司的风格，公司的风格又决定了投资者关系。打造企业文化是长期的过程，管理层的稳定帮助企业文化长期地延续下去。

信息透明度高的上市公司的董事长和 CEO 珍视公司长期发展，这是企业行为规范最重要的内在动力。公司的中高层管理者的心态也同样对企业行为有重大的影响，他们需要为公司的发展考虑，而不是以职业经理人的心态只盯着短期的考核。

(2) 投资者沟通

我们调研发现，信息透明度较高的企业很重视与投资者的沟通和交流，他们通过多种方式帮助投资者更好地理解上市公司的经营状况。

首先，信息披露喜忧都要报。这是信息质量的重要因素，只有在好消息和坏消息都准确、客观的基础上，投资者才能做出无偏的判断。对于定期报告，公司应首先进行重大风险提示，完整透彻地解释对行业的预期、企业面临的困境、经营中可能出现的风险等。虽然风险预警可能过于悲观，但公司出于负责的态度，仍需要帮助投资者预见后续业绩的不确定性。同时公司也可以披露一些特色信息，如重点指标的对比列表，使投资者能够快速、直观地解读到

重点经营指标的变化趋势；或在报告中解读公司重大事项，及管理层认为对公司有长期利好或带来趋势性变化的因素，帮助投资者快速掌握定期报告的核心。对于临时公告，坏消息和好消息都进行及时、透明、全面的披露，甚至坏消息应更加及时地披露。这不仅是投资者的诉求，也是帮助企业避免市场传言的有效方式。在市场上流传坏消息时，公司应该按照正常的规则披露，更及时地把正确、客观的信息传递给市场。

第二，业绩公告后召开业绩说明会。业绩说明会是上市公司与投资者之间的互动交流非常高效的方式。业绩说明会一般在投资者密集的城市召开，便于各地投资者来参会，公司也会邀请媒体进行直播。在业绩说明会之前，公司内部管理层需经过密切的讨论和预演。在业绩说明会上，董事长讲解战略，总经理讲解经营，财务总监做业绩发布。对于公司不能披露的信息，管理层也可以明确告知“涉及商业运营机密”，或者“以定期报告为准”。

第三，开展不定期的投资者交流会。投资者交流会主要以董秘作为枢纽来进行，会带投资者在公司、工厂进行调研。一些公司会把与投资者互动的所有问题上传到公开平台上对外披露，做到足够的公平和透明。在公司的业务起伏，或者面临困难和调整的时候更要加强与投资者的沟通。在沟通过程中，公司要肯定自身做得好的方面，也要承认做得不好的方面，并说明问题的原因及应对措施。

(3) 制度与培训

信息透明度较高的公司通过完备的投资者关系、信息披露制度和体系，确保披露的所有内容都按程序完成，保证符合要求，真实准确。

信息披露不只是董秘办公室和财务部的工作，它是整个公司共同完成的一项重要任务。要做好信息披露首先要形成一套制度和体系，明确具体地规定信息披露过程的工作安排和分配，比如不同报告中各个部门的职权及对应的奖惩。

在完备明确的制度体系下，公司内部培训也十分重要。公司需要对各个子公司以及信息披露相关职能部门负责人进行培训和指导，明确信息发布的要求，例如本部门对外公开信息的权限范围、需由董秘室发布临时公告的信息类别等。随着公司规模增大，业务分布地域增多，突发的事件也会变多，所以细化特殊事项的信息披露工作就显得更为重要，需要在实践过程中不断总结经验教训，及时进行推广和培训。另外，董秘室本身也需要不断加强学习和培训，需要及时跟进证监会、交易所等监管制度的更新，及时将新制度传达给信息披露有关的部门和子公司的责任人。

3. 上市公司信息披露涉及的其他问题

(1) 信息泄露的风险

从商业竞争的角度，上市公司往往处于明处，尤其是行业内的标杆性企业，竞争对手会对其进行分析研究，并设计对策进行跟随。我们访谈的公司高管一致表示，把握好信息披露与信息泄露之间的平衡点，做到既能够保持公司透明，又能够避免过多地披露公司的商业模式、核心竞争力等细节，对上市公司而言是一个巨大的挑战。他们也分享了保护自身商业机密的经验。

第一，对于涉及商业机密的事项，可以披露事项的存在，而不必披露具体信息。比如，为保护核心技术，上市公司可以在财务报告中披露技术投入的数据，使投资者知道公司进行

技术投入的行为，但无需披露技术研究的具体信息。对于客户名单、供应商名单，上市公司也可以根据需要选择不披露客户、供应商的具体名称。

第二，与监管机构进行有效沟通。有时，监管机构对于上市公司信息披露详细度的要求很细，甚至超过国际标准，可能会对上市公司的经营不利，这时应与监管机构沟通交流并寻求指导，既要规范，也要避免过度披露。例如，当监管机构要求分产品披露信息时，上市公司可以在与监管机构沟通后，依照指导，把产品归成大类，从而避免更细化产品信息披露。再比如上市公司的金融衍生品的操作，如果披露了金融衍生品操作的详细议案，就有可能被盯仓，从而对企业构成很大的损失，这样的情况也可以向监管机构申请豁免披露。随着制度的不断完善，新的披露规则也更加人性化，部分豁免披露允许企业自行判断，可以进行备案而不披露。但未来若有出现违规，企业仍需对此负责。

(2) 披露信息的持续性和可比性

为了增强投资者对上市公司的信心，许多公司会进行自愿信息披露。对于企业自愿披露的信息，在满足必要的披露条件的基础上，持续披露非常重要。一旦选择多披露一类信息，未来要持续地对这一类信息进行披露。另外，在信息披露时，还需注意披露的口径与同行的可比性，若口径与同行差异太大，信息的有用性会降低。做到可持续、可比较，会使企业披露的信息更有说服力。所以，上市公司需要慎重地对待自愿披露的信息，每个新信息都需要公司内部反复斟酌，与业务部门深入沟通，再经过公司高层判断，甚至通过董事会进行决策。

| 第二部分 |

中国上市公司信息透明度指数



光华-罗特曼信息和资本市场研究中心在北京大学光华管理学院和加拿大多伦多大学罗特曼管理学院的共同支持下创办。该中心联合新财富杂志社，研制了中国上市公司信息透明度指数。2018年指数公司样本包含于2016年12月31日前在上交所和深交所上市的所有公司（主板、中小板、创业板），共3,027家。

透明度指数包括主观指标（50%）和客观指标（50%）。主观指标包含对分析师、机构投资者、上市公司董秘的调查（各占1/3权重）；客观指标包含财务报表分析（20%）、监管调查记录（20%）以及来自机器学习的媒体评估（10%）。

本部分包含指数构建的方法和指数排名前300的上市公司的名单和统计描述。

1. 指数构建的方法

每项指标的构建以及标准化过程如下：

A. 分析师(权重1/6, 16.67%)

分析师回答的问题：在您专注的行业中，您认为哪三家公司的 a) 财务数据最具参考价值；b) 信息披露最完整？

原始票数/所有公司总票数	公司数	公司比例 (%)	标准值
0-5%	10	5.6	5
6-15%	19	10.6	4
16-40%	53	29.6	3
41-100%	97	54.2	2
未被提名	2,848		1
Total :3,027			

B. 机构投资者(权重1/6, 16.67%)

机构投资者回答的问题：在您专注的行业中，您认为哪三家公司的 a) 财务数据最具参考价值；b) 信息披露最完整？

原始票数/所有公司总票数	公司数	公司比例 (%)	标准值
0-5%	11	5.0	5
6-15%	25	11.4	4
16-40%	39	17.8	3
41-100%	144	65.8	2
未被提名	2,808		1
Total :3,027			

C. 董秘(权重1/6, 16.67%)

董秘回答的问题：a) 在您所在的行业，您认为哪三家公司（不包括您所在的公司）财务数据最具参考价值；b) 在您所在的行业，您认为哪三家公司（不包括您所在的公司）信息披露最完整；c) 在您所在的行业，您最看好的三家上市公司是？

原始票数/所有公司总票数	公司数	公司比例 (%)	标准值
0-5%	15	3.9	5
6-15%	36	9.3	4
16-40%	139	35.9	3
41-100%	197	50.9	2
未被提名	2,640		1
Total :3,027			

D. 监管处罚(权重 1/5, 20%)

各公司在过去 8 年 (2010-2017) 中公开的监管警告和处罚记录, 包括虚假记载 (误导性陈述)、披露不实、推迟披露、重大遗漏、利润虚构、虚列资产等。监管机构包括中国证监会、地方证监局、上海和深圳交易所等。数据来自国泰安数据库 (CSMAR)。

处罚次数/所有公司过去 8 年曾被调查处罚总次数	处罚次数	公司数	公司比例 (%)	标准值
0-5%	6次或以上	87	6.0	1
6-15%	4-5	142	9.8	2
16-40%	2-3	517	35.5	3
41-100%	1	709	48.7	4
未被处罚过 (2010年后)		1,572		5
Total :3,027				

E. 财务报表分析指标(权重 1/5, 20%)

使用 2015-2017 年度财务报表做的大数据统计分析。采用学术界广泛使用的盈余质量指标。制造业采用 Jones 模型 (Kothari ROA 修正) 和 Dechow-Dichev-McNichols 模型取过去两年的均值。按证监会行业分类排名, 偏离行业预期值较大的排名较低。银行采用 Beatty-Liao 推荐的模型。对金融和银行企业缺失值取 3。

	DAK 均值	DAK 公司数	DDM 均值	DDM 公司数	标准值
0-20%	0.015	541	0.010	480	5
21-40%	0.041	545	0.032	488	4
41-60%	0.071	547	0.059	488	3
61-80%	0.114	545	0.099	487	2
81-100%	0.285	547	0.234	493	1
Total :2,725		Total :2,436			

F. 媒体分析指标(权重 1/10, 10%)

对 2017 所有 WiseNews 中文报纸媒体文章做的大数据智能分析。由以下两个指标取均值: 财经舆情 (FinSenti) 和智能评估 (AIE)。

财经舆情 (FinSenti): 对 2017 所有文章用机器学习的方法进行分类, 保留和财经类相关的文章由机器评估舆情, 正值代表比较正面, 负值代表比较负面。财经舆情分由香港中文大学和数行者公司计算。

智能评估 (AIE): 用被分析师、机构和董秘的透明和诚信公司提名频率作为学习样本, 用人工智能的方法分析所有媒体文章, 估测每家公司的透明度。智能评估分由光华 - 罗特曼信息和资本市场研究中心在多伦多大学的机器学习研究小组测算。

	CUHK 均值	CUHK 公司数	UOFT 均值	UOFT 公司数	标准值
0-20%	0.679	612	0.523	612	5
21-40%	0.433	607	0.375	607	4
41-60%	0.277	604	0.326	604	3
61-80%	0.064	607	0.302	607	2
81-100%	-0.490	597	0.247	597	1
Total :3,027			Total :3,027		

2. 指数排名前 300 的上市公司描述统计

指数得分: 排名前 300 的公司平均透明度指数为 3.02, 其中上汽集团透明度指数得分最高, 为 4.53。前 300 家企业中, 超过 25% 的企业都得到了分析师和机构投资者投资者的推荐, 超过 50% 的企业得到了董秘的推荐。前 300 的企业很少受到监管机构的处罚, 超过 75% 的企业从未收到过监管机构的处罚, 得分最低的企业在 2010 至 2017 年间收到了 2-3 次处罚。排名前 300 的企业的平均盈余质量评分和媒体评分分别为 3.44 和 4.09, 均位于所

有参评企业的前列。

评分项	均值	最小值	P25	中位数	P75	最大值
指数	3.02	2.72	2.79	2.89	3.09	4.53
分析师评分	1.74	1.00	1.00	1.00	2.00	5.00
机构评分	1.77	1.00	1.00	1.00	2.00	5.00
董秘评分	2.31	1.00	1.00	2.00	3.00	5.00
监管处罚	4.78	3.00	5.00	5.00	5.00	5.00
盈余质量	3.44	1.00	3.00	3.50	4.00	5.00
媒体评分	4.09	2.00	3.50	4.00	4.50	5.00

行业分布：指数得分前300的公司中，制造业占绝大多数，超过了50%，这与制造业公司基数大有关。从平均指数得分来看，金融业、采矿业、房地产业和制造业的平均指数的分较高。

产权性质：排名前300的企业中，有49%是民营企业，27%为地方国企，24%为中央国企。

交易所：排名前300的企业中，有143家在上海证券交易所上市，其余157家在深圳证券交易所上市，这其中有49家在主板上市，71家在中小板上市，37家在创业板上市。

上市时间：从上市时间来看，年轻的公司和较老的公司均在排名前300的公司中有所分布。在与3027家公司的公司年龄的分布比较之后，可以发现，上市时间较早的公司在前300的企业中的比例较总样本相对更高（见图20）。

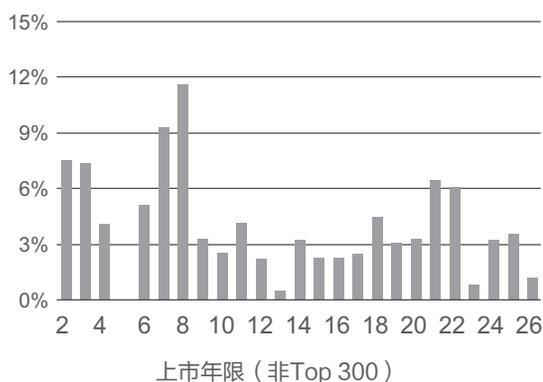
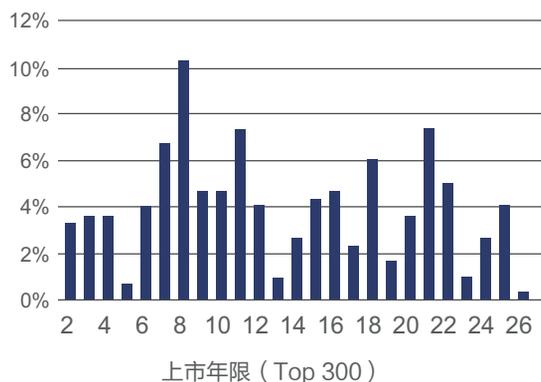
市值：如下图21所示，排名前300的企业在市值上要远大于其他企业，其平均市值分别为900亿元和120亿元。

盈利能力：如图21所示，从总资产收益率（ROA）来看，排名前300的公司的平均ROA比其他企业高出2.7%，净资产收益率（ROE）的差距更大，相差近9%。

3. 资本市场对高信息质量高透明度公司的回报：

我们计算了排名前300的公司的累积股票

图20: 不同上市年限企业对比



回报（按市值加权），并与上证指数的回报进行了比较。我们分别计算 2017 全年，和 2018 年 5 月 1 日到 12 月 13 日（本白皮书数据截止期）期间的股票回报。2018 年 1 到 4 月为指数研制期，排除在外。2017 年是正常年份，上证指数上升 6.72%，但排名前 300 家公司市值加权股票回报是 36.36%。为做进一步比较，我们也分析了前 50 家公司的股票回报，回报率是 50.23%（图

22）。2018 年初以来，受中美贸易摩擦等宏观因素影响，中国股市一直处于下行状态。从 2018 年 5 月 1 日到 12 月 13 日，上证指数下跌了 12.65%，排名前 300 和前 50 家公司的累积股票回报虽然也下跌，但很轻微，分别为 1.88% 和 2.22%。这一结果说明，高信息质量的公司在本土资本市场中得到回报。在牛市时，明显跑赢大盘，在熊市时，抗跌能力强。

图 21: 市值与盈利能力对比

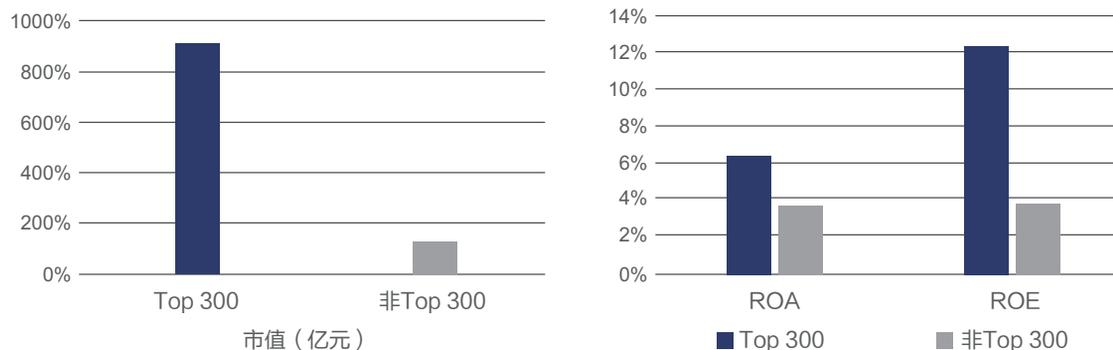
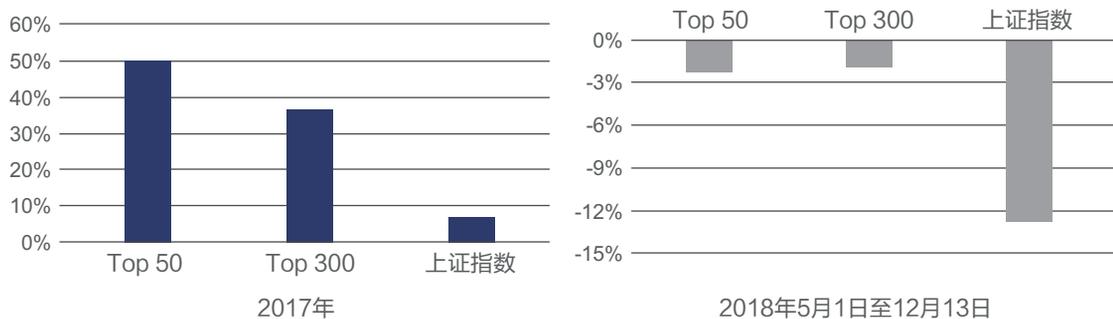


图 22: 排名前 300、前 50 公司的股票回报和上证指数比较



（截至 2018 年 12 月 14 日，上证指数共包含 1490 家上市公司）

4. 指数排名前300的上市公司名单(按行业排序)

公司简称	股票代码	行业	公司简称	股票代码	行业
登海种业	002041	农、林、牧、渔业	牧原股份	002714	农、林、牧、渔业
温氏股份	300498	农、林、牧、渔业	雪榕生物	300511	农、林、牧、渔业
露天煤业	002128	采矿业	中国石化	600028	采矿业
兖州煤业	600188	采矿业	西藏珠峰	600338	采矿业
山东黄金	600547	采矿业	中国神华	601088	采矿业
陕西煤业	601225	采矿业	潞安环能	601699	采矿业
中海油服	601808	采矿业	中国石油	601857	采矿业
中煤能源	601898	采矿业	紫金矿业	601899	采矿业
中集集团	000039	制造业	深天马 A	000050	制造业
中金岭南	000060	制造业	中兴通讯	000063	制造业
特发信息	000070	制造业	中联重科	000157	制造业
美的集团	000333	制造业	潍柴动力	000338	制造业
许继电气	000400	制造业	东阿阿胶	000423	制造业
徐工机械	000425	制造业	晨鸣纸业	000488	制造业
柳 工	000528	制造业	云南白药	000538	制造业
格力电器	000651	制造业	东方电子	000682	制造业
京东方 A	000725	制造业	振华科技	000733	制造业
中核科技	000777	制造业	万年青	000789	制造业
云铝股份	000807	制造业	京山轻机	000821	制造业
鲁西化工	000830	制造业	张 裕 A	000869	制造业
双汇发展	000895	制造业	中国重汽	000951	制造业
安泰科技	000969	制造业	浪潮信息	000977	制造业
新 和 成	002001	制造业	大族激光	002008	制造业
中航机电	002013	制造业	航天电器	002025	制造业
紫光国芯	002049	制造业	国轩高科	002074	制造业
金智科技	002090	制造业	青岛金王	002094	制造业
银轮股份	002126	制造业	顺络电子	002138	制造业
通富微电	002156	制造业	中航光电	002179	制造业
华天科技	002185	制造业	金风科技	002202	制造业
江南化工	002226	制造业	塔牌集团	002233	制造业
大华股份	002236	制造业	歌尔股份	002241	制造业
联化科技	002250	制造业	海陆重工	002255	制造业
利尔化学	002258	制造业	博深工具	002282	制造业

公司简称	股票代码	行业	公司简称	股票代码	行业
海大集团	002311	制造业	理工环科	002322	制造业
巨力索具	002342	制造业	杰瑞股份	002353	制造业
康力电梯	002367	制造业	伟星新材	002372	制造业
长青股份	002391	制造业	雅克科技	002409	制造业
海康威视	002415	制造业	贵州百灵	002424	制造业
海格通信	002465	制造业	天齐锂业	002466	制造业
立讯精密	002475	制造业	荣盛石化	002493	制造业
雅化集团	002497	制造业	老板电器	002508	制造业
新界泵业	002532	制造业	鸿路钢构	002541	制造业
索菲亚	002572	制造业	比亚迪	002594	制造业
豪迈科技	002595	制造业	卫星石化	002648	制造业
睿康股份	002692	制造业	博实股份	002698	制造业
三圣股份	002742	制造业	易尚展示	002751	制造业
乐普医疗	300003	制造业	鼎汉技术	300011	制造业
机器人	300024	制造业	双林股份	300100	制造业
长盈精密	300115	制造业	汇川技术	300124	制造业
信维通信	300136	制造业	海伦哲	300201	制造业
聚光科技	300203	制造业	洲明科技	300232	制造业
新莱应材	300260	制造业	和晶科技	300279	制造业
利亚德	300296	制造业	晶盛机电	300316	制造业
苏大维格	300331	制造业	天银机电	300342	制造业
天翔环境	300362	制造业	东方网力	300367	制造业
蓝思科技	300433	制造业	景嘉微	300474	制造业
贝达药业	300558	制造业	宝钢股份	600019	制造业
三一重工	600031	制造业	中直股份	600038	制造业
中国医药	600056	制造业	宇通客车	600066	制造业
新疆天业	600075	制造业	同仁堂	600085	制造业
特变电工	600089	制造业	同方股份	600100	制造业
上汽集团	600104	制造业	乐凯胶片	600135	制造业
金发科技	600143	制造业	生益科技	600183	制造业
中牧股份	600195	制造业	复星医药	600196	制造业
浙江医药	600216	制造业	恒瑞医药	600276	制造业
安琪酵母	600298	制造业	万华化学	600309	制造业

公司简称	股票代码	行业	公司简称	股票代码	行业
澳柯玛	600336	制造业	江西铜业	600362	制造业
海澜之家	600398	制造业	华鲁恒升	600426	制造业
三元股份	600429	制造业	片仔癀	600436	制造业
通威股份	600438	制造业	宝钛股份	600456	制造业
时代新材	600458	制造业	士兰微	600460	制造业
六国化工	600470	制造业	扬农化工	600486	制造业
亨通光电	600487	制造业	烽火通信	600498	制造业
中化国际	600500	制造业	贵州茅台	600519	制造业
中天科技	600522	制造业	江南高纤	600527	制造业
天士力	600535	制造业	厦门钨业	600549	制造业
天地科技	600582	制造业	长电科技	600584	制造业
海螺水泥	600585	制造业	青岛啤酒	600600	制造业
老凤祥	600612	制造业	福耀玻璃	600660	制造业
青岛海尔	600690	制造业	三安光电	600703	制造业
祁连山	600720	制造业	一汽富维	600742	制造业
华新水泥	600801	制造业	上工申贝	600843	制造业
东方电气	600875	制造业	航天电子	600879	制造业
杉杉股份	600884	制造业	伊利股份	600887	制造业
晋亿实业	601002	制造业	隆基股份	601012	制造业
小康股份	601127	制造业	博威合金	601137	制造业
广汽集团	601238	制造业	中国铝业	601600	制造业
上海电气	601727	制造业	中国中车	601766	制造业
正泰电器	601877	制造业	中国重工	601989	制造业
晶方科技	603005	制造业	中科曙光	603019	制造业
海天味业	603288	制造业	九洲药业	603456	制造业
纽威股份	603699	制造业	三棵树	603737	制造业
威龙股份	603779	制造业	华友钴业	603799	制造业
歌力思	603808	制造业	国泰集团	603977	制造业
兆易创新	603986	制造业	深圳能源	000027	电力、热力、燃气及水生产和供应业
粤电力 A	000539	电力、热力、燃气及水生产和供应业	华能国际	600011	电力、热力、燃气及水生产和供应业
浙能电力	600023	电力、热力、燃气及水生产和供应业	华电国际	600027	电力、热力、燃气及水生产和供应业
广州发展	600098	电力、热力、燃气及水生产和供应业	国电电力	600795	电力、热力、燃气及水生产和供应业
国投电力	600886	电力、热力、燃气及水生产和供应业	长江电力	600900	电力、热力、燃气及水生产和供应业

公司简称	股票代码	行业	公司简称	股票代码	行业
深圳燃气	601139	电力、热力、燃气及水生产和供应业	中工国际	002051	建筑业
金螳螂	002081	建筑业	东南网架	002135	建筑业
东方园林	002310	建筑业	广田集团	002482	建筑业
瑞和股份	002620	建筑业	葛洲坝	600068	建筑业
中国铁建	601186	建筑业	中国建筑	601668	建筑业
中国交建	601800	建筑业	国药一致	000028	批发和零售业
深圳华强	000062	批发和零售业	英特集团	000411	批发和零售业
合肥百货	000417	批发和零售业	泰山石油	000554	批发和零售业
中百集团	000759	批发和零售业	苏宁易购	002024	批发和零售业
广百股份	002187	批发和零售业	一心堂	002727	批发和零售业
英唐智控	300131	批发和零售业	力源信息	300184	批发和零售业
百联股份	600827	批发和零售业	王府井	600859	批发和零售业
上海医药	601607	批发和零售业	永辉超市	601933	批发和零售业
老百姓	603883	批发和零售业	莱绅通灵	603900	批发和零售业
益丰药房	603939	批发和零售业	深赤湾 A	000022	交通运输、仓储和邮政业
深圳机场	000089	交通运输、仓储和邮政业	粤高速 A	000429	交通运输、仓储和邮政业
顺丰控股	002352	交通运输、仓储和邮政业	上港集团	600018	交通运输、仓储和邮政业
东方航空	600115	交通运输、仓储和邮政业	山东高速	600350	交通运输、仓储和邮政业
深高速	600548	交通运输、仓储和邮政业	锦江投资	600650	交通运输、仓储和邮政业
宁波港	601018	交通运输、仓储和邮政业	广深铁路	601333	交通运输、仓储和邮政业
中远海控	601919	交通运输、仓储和邮政业	首旅酒店	600258	住宿和餐饮业
高升控股	000971	信息传输、软件和信息技术服务业	科大讯飞	002230	信息传输、软件和信息技术服务业
拓维信息	002261	信息传输、软件和信息技术服务业	中电鑫龙	002298	信息传输、软件和信息技术服务业
四维图新	002405	信息传输、软件和信息技术服务业	广联达	002410	信息传输、软件和信息技术服务业
启明星辰	002439	信息传输、软件和信息技术服务业	三七互娱	002555	信息传输、软件和信息技术服务业
博彦科技	002649	信息传输、软件和信息技术服务业	捷成股份	300182	信息传输、软件和信息技术服务业
美亚柏科	300188	信息传输、软件和信息技术服务业	华宇软件	300271	信息传输、软件和信息技术服务业
蓝盾股份	300297	信息传输、软件和信息技术服务业	恒华科技	300365	信息传输、软件和信息技术服务业
中国联通	600050	信息传输、软件和信息技术服务业	国电南瑞	600406	信息传输、软件和信息技术服务业
恒生电子	600570	信息传输、软件和信息技术服务业	贵广网络	600996	信息传输、软件和信息技术服务业
宁波银行	002142	金融业	中信证券	600030	金融业
招商银行	600036	金融业	海通证券	600837	金融业
国泰君安	601211	金融业	中国平安	601318	金融业

公司简称	股票代码	行业	公司简称	股票代码	行业
新华保险	601336	金融业	工商银行	601398	金融业
中国太保	601601	金融业	中国人寿	601628	金融业
建设银行	601939	金融业	中国银行	601988	金融业
中信银行	601998	金融业	万科A	000002	房地产业
深深房A	000029	房地产业	泛海控股	000046	房地产业
金融街	000402	房地产业	美好置业	000667	房地产业
招商蛇口	001979	房地产业	保利地产	600048	房地产业
长春经开	600215	房地产业	云南城投	600239	房地产业
华夏幸福	600340	房地产业	金地集团	600383	房地产业
西藏城投	600773	房地产业	北辰实业	601588	房地产业
中青旅	600138	租赁和商务服务业	中国国旅	601888	租赁和商务服务业
苏交科	300284	科学研究和技术服务业	华侨城A	000069	水利、环境和公共设施管理业
碧水源	300070	水利、环境和公共设施管理业	曲江文旅	600706	水利、环境和公共设施管理业
爱尔眼科	300015	卫生和社会工作	迪安诊断	300244	卫生和社会工作
华数传媒	000156	文化、体育和娱乐业	万达电影	002739	文化、体育和娱乐业
华谊兄弟	300027	文化、体育和娱乐业	华策影视	300133	文化、体育和娱乐业
光线传媒	300251	文化、体育和娱乐业	中文传媒	600373	文化、体育和娱乐业
皖新传媒	601801	文化、体育和娱乐业	中广核技	000881	综合

首届“新财富最佳上市公司”榜单(以上市时间为序)

股票代码	公司简称	行业 (申万行业分类)	地区	上市年份	上市年限	2018/11/30市值 (亿元)
000002	万科A	房地产	广东	1991	27	2787.52
600690	青岛海尔	家用电器	山东	1993	25	861.08
000538	云南白药	医药生物	云南	1993	25	775.84
000039	中集集团	机械设备	广东	1994	24	267.78
600887	伊利股份	食品饮料	内蒙古	1996	22	1448.42
600795	国电电力	公用事业	辽宁	1997	21	489.29
600104	上汽集团	汽车	上海	1997	21	2903.34
600276	恒瑞医药	医药生物	江苏	2000	18	2409.92
600019	宝钢股份	钢铁	上海	2000	18	1496.40
600309	万华化学	化工	山东	2001	17	789.58
000725	京东方A	电子	北京	2001	17	961.54
600028	中国石化	化工	北京	2001	17	7142.53
600519	贵州茅台	食品饮料	贵州	2001	17	7097.52

股票代码	公司简称	行业 (申万行业分类)	地区	上市年份	上市年限	2018/11/30市值 (亿元)
600548	深高速	交通运输	广东	2001	17	170.14
600585	海螺水泥	建筑材料	安徽	2002	16	1743.11
600584	长电科技	电子	江苏	2003	15	160.29
600406	国电南瑞	电气设备	江苏	2003	15	805.81
600900	长江电力	公用事业	北京	2003	15	3157.00
600340	华夏幸福	房地产	河北	2003	15	765.83
002024	苏宁易购	商业贸易	江苏	2004	14	995.24
002049	紫光国微	电子	河北	2005	13	194.12
600048	保利地产	房地产	广东	2006	12	1557.89
601398	工商银行	银行	北京	2006	12	18649.90
601628	中国人寿	非银金融	北京	2007	11	5602.35
601318	中国平安	非银金融	广东	2007	11	11877.39
601919	中远海控	交通运输	天津	2007	11	385.84
601088	中国神华	采掘	北京	2007	11	3617.54
601601	中国太保	非银金融	上海	2007	11	2655.15
002202	金风科技	电气设备	新疆	2007	11	364.88
002230	科大讯飞	计算机	安徽	2008	10	515.18
002236	大华股份	电子	浙江	2008	10	399.88
601766	中国中车	机械设备	北京	2008	10	2406.79
300015	爱尔眼科	医药生物	湖南	2009	9	679.26
002311	海大集团	农林牧渔	广东	2009	9	357.52
601801	皖新传媒	传媒	安徽	2010	8	134.87
002415	海康威视	电子	浙江	2010	8	2507.05
002466	天齐锂业	有色金属	四川	2010	8	362.94
300124	汇川技术	电气设备	广东	2010	8	354.97
601018	宁波港	交通运输	浙江	2010	8	482.13
300131	英唐智控	电子	广东	2010	8	49.73
002572	索菲亚	轻工制造	广东	2011	7	171.30
300232	洲明科技	电子	广东	2011	7	69.88
002594	比亚迪	汽车	广东	2011	7	1509.40
601800	中国交建	建筑装饰	北京	2012	6	1688.10
300296	利亚德	电子	北京	2012	6	197.58
601238	广汽集团	汽车	广东	2012	6	969.03
601012	隆基股份	电气设备	陕西	2012	6	519.09
000333	美的集团	家用电器	广东	2013	5	2570.82
603939	益丰药房	医药生物	湖南	2015	3	181.02
001979	招商蛇口	房地产	广东	2015	3	1489.13

资料来源：新财富、光华·罗特曼研究中心



新財富最佳上市公司

新財富

光華-羅特曼信息和資本市場研究中心
(北京大學光華管理學院和多倫多大學羅特曼管理學院)
聯合排名

感謝所有參與本次排名調查的分析师、
机构投资者、上市公司董秘和上市公司

A股市场 哪些公司值得信赖？

日益接轨国际的中国资本市场走到转型拐点，价值投资主线已成投资者共识。而判断一家公司是否具有投资价值，需要对其披露的信息进行分析，这一分析是否有效，基础是信息可信。但是，无论在 A 股还是海外市场，都曾有不少公司因在信息披露中存在隐瞒或虚假披露等问题受到质疑乃至处罚。那么，哪些公司因拥有较高的透明度而值得信任？你投资的公司靠谱吗？新财富联合光华 - 罗特曼研究中心推出首届“新财富最佳上市公司”评选，对 A 股上市公司的声誉和信息披露质量进行综合评估，寻找对资本市场了解至深的分析师、机构投资者和董秘公认最值得依赖的好公司，并借此帮助 A 股上市公司提升透明度，向国际资本展示全新面貌，提高国际资本对中国公司和产业的信任度，提高中国企业在国际资本市场上的竞争力。

在本届评选中上榜的 TOP50 公司，基本都是经济发达地区相对成熟的大型企业，它们多年深耕实业领域，经营状况较好，盈利能力强，以持续成长为投资者带来了良好回报，在长时间的资本市场历练中经受了各种风波考验，积累了宝贵的信誉。从我们的调研看，它们脱颖而出的秘密在于，认可诚信文化，把诚信作为企业的重要资产，追求良好的公司治理，注重信息披露的规范性，力图客观充分。

对于这些公司，高透明度不仅是企业的软实力，也意味着投融资中能够获得一定的透明度溢价。业绩良好又保持较高透明度的公司，普遍受到机构投资者青睐，在发债等融资时也往往有更低的资金成本，显示上市公司完全可以将信息透明这一平时可能被忽视的软实力，转化为竞争的硬实力。而作为回报，高透明度公司的分红普遍高于市场平均水平，在 A 股国际化进程中，可望获得更多投资者关注。

鲍有斌 / 文

投资人都青睐好公司，然而，什么是遴选好公司的第一标准？是营收规模大，盈利能力强，业绩成长快，市值水平高，还是分红最慷慨？

市场上林林总总的评价维度中，最根本的一条，也许只是公司披露的信息是否真实可信。在 A 股市场日益接轨国际、价值投资理念回归的今天，无论屡屡被套的韭菜，还是因部分中概股涉嫌造假而对于配置中国资产心存阴影或偏见的海外投资者，无疑对此越来越关注。

A 股有哪些公司被市场主流机构公认信息披露较为可靠？这些公司有哪些共同特征？它们是否由于诚实可靠获得更高的估值和机构持仓，更低的融资成本和股价波动？影响公司信披可靠性的因素到底有哪些？投资者能否据此判断企业的诚信具有可持续性？

“新财富最佳上市公司”评选,寻找专业人士信赖的好公司

基于回答上述问题的初衷，2018 年，新

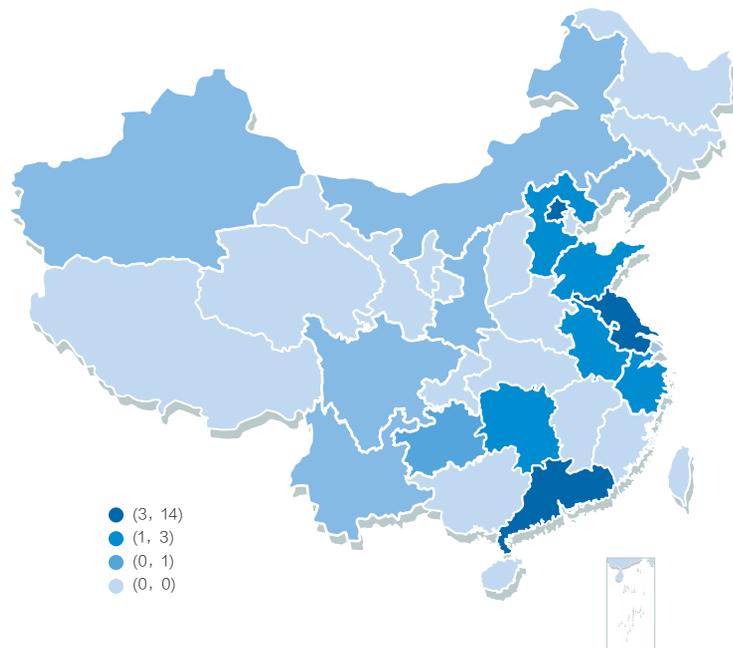
财富与光华 - 罗特曼信息和资本市场研究中心（简称“光华 - 罗特曼研究中心”，由北京大学光华管理学院和多伦多大学罗特曼管理学院联合创办）组成排名团队，展开“新财富最佳上市公司”评选，对 A 股上市公司的声誉和信息披露质量进行综合评估，寻找对资本市场了解至深的分析师、机构投资者和董秘公认最值得依赖的好公司。

首届“新财富最佳上市公司”评选的样本，包含2016年12月31日以前在深交所（包括主板、中小板、创业板）和上交所上市的3027家公司。这场前后历时半年的评选，共分三步实施。

其一，由新财富与光华 - 罗特曼研究中心联合制作“中国上市公司信息透明度指数”（详见后文《中国资本市场信息质量暨上市公司信息透明度指数白皮书》）。

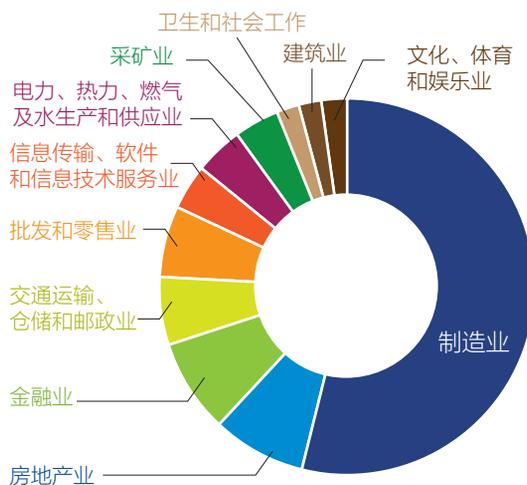
其二，在“中国上市公司市场透明度指数”基础上，筛选出包括 300 家企业的“新财富

图1 :TOP50公司的地区分布



资料来源：光华 - 罗特曼研究中心、新财富

图2 :TOP50公司的行业分布



资料来源：光华 - 罗特曼研究中心、新财富

最佳上市公司”初选入围名单。之后，由新财富与光华-罗特曼研究中心共同对入围公司展开尽职调查，尽职调查采取通讯调查、现场尽调两种方式同时进行。现场尽调中，排名团队奔赴北京、上海、深圳、广州、南京、芜湖、珠海等十多个城市，旅程超过5万公里，与上市公司创始人、董事长、总经理、董秘等高管进行面对面访谈，并对工厂、车间、研发中心等。

最终，根据通讯调查回复和尽职调查的情况，在初选入围名单中评选出50家“新财富最佳上市公司”（附表，以下简称“TOP50公司”）；同时，根据尽职调查、所在公司综合得分、相关监管机构的反馈意见，评出“上市公司最佳领航人”奖项。

这是一份值得探究的榜单。

TOP50公司： 成长趋于稳定，盈利能力和回报出色

从上市情况看，TOP50公司中，主板公司有35家，明显为数更多，中小板和创业板公司分别为10家和5家。

值得关注的是，TOP50公司中，交叉上市的数量不少：14家同时在A股和H股上市，1家同时在A股、B股上市，还有2家在A股、B股和H股同时上市。A+H公司占比接近1/3，或显示更为国际化的上市背景，有助于公司完善治理结构，提升在专业人群中的信誉度。

TOP50公司上市普遍较早，堪称久经考验，其登陆资本市场的平均年限为13年，这表明，赢得声誉通常要花比较长时间。其中最早的万科（000002）于1991年上市，是中国第一批上市公司；最晚于2015年上市的两家公司中，益丰药房（603939）成立于2001年，以平价药品超市模式在中南地区打开市场，招商蛇口（001979）则由招商局蛇口吸收合并招商地产而来，其历史可以追溯到1979年。

图3：TOP50公司的总资产高于A股平均水平

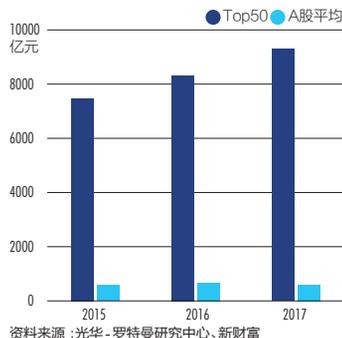


图4：TOP50公司的市值高于A股平均水平



从地区分布看，TOP50公司中，广东有14家，北京有9家，江苏有4家，这三个经济发达省份合计贡献超过50%（图1）。这些地区的上市公司数量高于平均水平，北京尤其是大型国企的集中地，广东、江苏则以民营经济见长，这些特色也在榜单上得以充分体现。

行业方面，制造业企业占比超过50%，共有27家，剩下23家分布于房地产、金融、TMT等行业（图2），实业类公司脱颖而出，同样显示靠长期扎实经营获得成长的企业，更易积累信任。

产权结构上，民营企业19家，国有企业31家，其中央企18家、地方国企13家。这一分布，也与TOP50公司中A+H股公司占比较高有很强的相关性。国企占据优势，或与近年反腐之下，国企监管体系趋于改善、透明度提升有关，而民企在公司治理上容易受大股东控制，过往不乏大股东掏空上市公司的案例，赢得信任或需要更多时间。

正是由于国企为数较多，尤其是央企占据1/3强，同时上榜民企也都根基深厚，TOP50公司的体量都非常大，其总资产平均为9303亿元，而所有A股上市公司的平均总资产仅为633亿元，仅有上榜公司的6.8%（图3）。在市值上，TOP50公司也远大于A股上市公司平均水平，并且二者的差距正在加大（图4）。

我们以 TOP50 公司为样本构建 TOP50 指数，比较其与 A 股整体上市公司的表现差异。盈利能力指标上，无论从总资产收益率（ROA）还是从资本收益率（ROE）来看，TOP50 指数成份股公司明显要比其他 A 股上市公司要高。2017 年，TOP50 公司的平均 ROA 和 ROE 分别为 7.92% 和 14.41%，而 A 股上市公司平均水平分别为 4.72% 和 5.91%（图 5）。

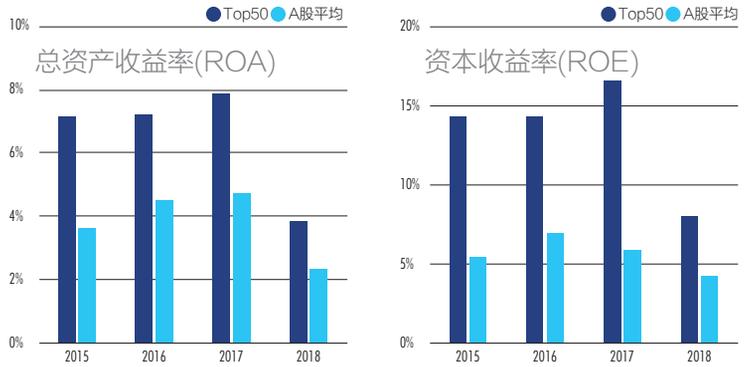
不过，正由于 TOP50 公司已步入成熟期，体量较大，从成长性看，其总资产增长率要比 A 股企业平均略低（图 6）。与此相吻合的是，TOP50 公司的市净率也比 A 股公司平均水平低，显示偏重炒作中小盘股的 A 股市场给予大盘蓝筹公司的估值仍然相对较低，同时这也意味着仍有投资空间（图 7）。

事实上，我们计算了自 2018 年 5 月起按市值加权的平均累积股票回报（使用个股的原始回报数据，不考虑市场模型），结果显示，TOP50 指数公司和透明度指数排名前 300 的公司，股票回报均高于 A 股平均水平，且它们之间的差距随着时间逐渐加大（图 8）。

我们还对比了累积异常回报率情况。首先根据 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 4 月 30 日的交易日数据估计市场模型（CAPM），进而估计出个股的 Beta 系数，根据估计出的模型计算得到 2018 年 5 月 1 日之后个股的日异常回报率，在时间上加总得到个股的累积异常回报率；最后，按照市值加权求累积异常回报率的均值，得出结果（图 9）。和之前观察到的现象一致，在考虑了企业的预期正常回报率之后，TOP50 指数公司和信息透明度指数前 300 公司的股票收益率仍然要比 A 股平均高。

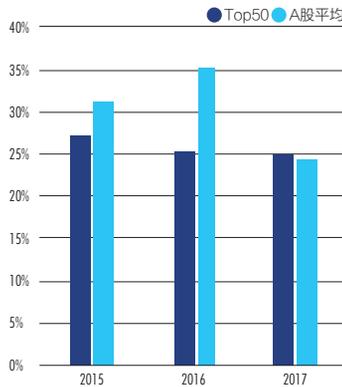
我们计算了各个公司 2018 年的日股票收益波动率，TOP50 指数公司和透明度指数排名前 300 公司的日股票收益波动率分别为 2.42% 和 2.52%，而 A 股上市公司的平均日股票收益波动率为 2.9%。这表明，TOP50 公司不仅在股票

图 5：TOP50 公司的盈利能力高于 A 股平均水平



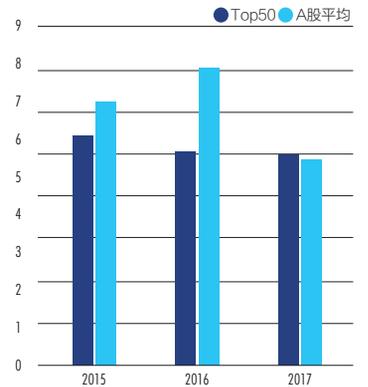
资料来源：光华-罗特曼研究中心、新财富（2018 年数据来自半年报）

图 6：TOP50 公司的总资产增长率低于 A 股平均水平



资料来源：光华-罗特曼研究中心、新财富

图 7：TOP50 公司的市净率低于 A 股平均水平



资料来源：光华-罗特曼研究中心、新财富

图 8：TOP50 指数公司的累积收益率较高

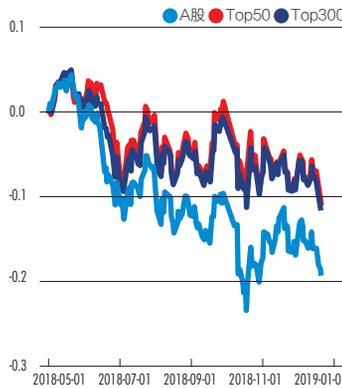
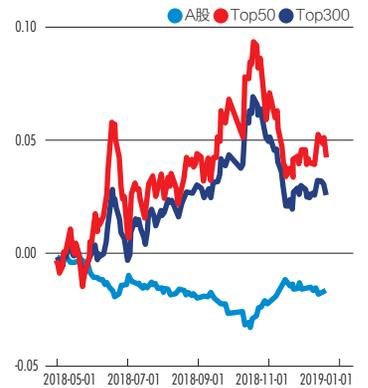


图 9：TOP50 指数公司的累积异常收益率较高



回报上要高于其他上市公司，其股价波动更小，股票收益也更稳定。

我们同时考察了 TOP100 公司的情况，它们显示了和 TOP50 公司一致的特征：集中在东南沿海省份；主板公司居多，达 61 家，中小板和创业板公司分别有 28 家和 11 家；A+H 股公司占比达到 1/5；盈利能力更强，2017 年 TOP100 公司的 ROA 和 ROE 分别为 7.32% 和 13.71%，比 A 股公司平均水平领先 2.57 个百分点和 7.75 个百分点；规模相对较大，TOP100 公司的资产规模低于 TOP50 公司，但仍是 A 股公司平均水平的两倍，其 2017 年总资产平均为 1596 亿元；这同样导致其成长性相对 A 股公司较弱，2017 年 TOP100 公司的总资产增长率为 21%，比 A 股公司平均水平低 3.3 个百分点，也低于 TOP50 公司的 25%，凸显了 TOP50 公司体量虽大，却仍保持良好的成长。

引人瞩目的是二者的区别：TOP100 公司中，民企和国企数量相差并不大，有民企 47 家，国企 53 家，后者包括央企 24 家、地方国企 29 家。排名的第二梯队中，民企比例大幅增加，或显示一大批民企正在诚信度建设之路上，假以时日，其在 TOP50 公司中的数量可望递增。

总体来看，无论 TOP50 还是 TOP100，排名领先的最佳公司基本都是经济发达地区相对成熟的大型企业，它们多年深耕实业领域，经营状况较好，盈利能力强，以持续成长为投资者带来了良好回报，在长时间的资本市场历练中经受了各种风波考验，积累了宝贵的信誉。

最佳的秘密：

诚信为核，信披透明，治理规范

在 A 股公司中，具备上述条件的为数不少，何以 TOP50 公司能够脱颖而出，受到专业人士青睐？这也是排名团队在尽调中力图发掘的秘密。

认同诚信文化

在企业文化上，对诚信的推崇，是 TOP50 公司的共性之一。当公司大到一定规模，或走到道路抉择的紧要关口，企业文化在凝聚共识、利益权衡中的重要作用会日益彰显。华为文化、腾讯文化、阿里文化也决定了这些公司乃至其员工不同的气质和成长路径。不过，如果说好公司都是相似的，不好的公司各有各的不是，那么，诚信文化应当是好公司最大的公约数。

在我们的通讯调查中，98 家公司详细回答了关于诚信合法合规经营的问题，50% 的受访公司认为，诚信是经营之本，能够给企业带来良好的声誉并提升企业形象，是企业不可或缺的无形资产，在企业的资源获取和发展中起到重要的作用。

海康威视（002415）即是一个典型案例。其素有工程师文化的基因，讲求务实客观，认为诚信是企业天然的本分，公司发展是对投资者更好的回报，因此，相对一些市值管理的辅助手段，公司管理层在业务上倾注了更多精力。

国电南瑞（600406）还将“技术立足，以客户至上，以员工为荣”这样的企业文化在年报中展示。其总会计师、董事会秘书方飞龙认为，在年报中披露企业文化体系，投资者会对公司的认识更清晰。

然而，资本市场上不乏违法失信行为。从当年营收千亿美元的美国能源巨擘安然，到近年尾气排放作弊的德国大众汽车，篡改产品数据的日本神户制钢，乃至市值曾破千亿的创业板第一股乐视网（300104），都可以证明，造假的冲动在企业界是如此难以遏制，即使被认为运作阳光化的科技类公司也不乏“包装”的冲动，以至于最专业的资深投资者也可能受到蒙蔽。上市公司财务造假、业绩变脸、粉饰财报、信息披露不及时甚至隐瞒、虚假披露，更是 A 股投资者的痛点。

如何建设更加注重商业信誉的市场环境？

45%左右的受访企业认为，需要从三方面着手。首先是健全法制，加强监管，公平严格执法；同时，上市公司应该秉持诚信合法合规经营的理念，优化公司治理和内部控制，做好信息披露工作；当然，投资者作为资本市场的核心参与者，也应该做到理性投资，提高识别风险的能力，通过用脚投票，坚决抵制违法失信的企业。市场上为什么有割不完的韭菜？核心固然在于上市公司，投资者自身也不无关系。

事实上，2018年，监管机构已经加大了对各种欺诈行为的处罚力度，经查实造假、面临退市风险的上市公司不在少数。长生生物(002680)因狂犬病疫苗生产记录造假等违法违规行为，面临强制退市。作为创业板首批28家上市公司之一的金亚科技(300028)，被查实以虚构客户、伪造合同、隐瞒费用支出等方式虚增收入和利润，涉嫌欺诈发行股票，被立案调查。雅百特(002323)为实现重组上市业绩承诺，跨境财务造假，虚增收入和利润。

受此影响，多家券商、会计师事务所因未勤勉尽责，涉嫌违法违规被证监会暂停受理材料。比如，佳电股份(000922)2013-2015年间通过在财务处理上进行调整安排，虚增利润，但大华会计师事务所均为其出具了标准无保留意见的审计报告，证监会处罚，没收大华三年业务收入150万元，并罚款450万元，对三名签字注册会计师予以警告及罚款。

投资者也加大了对造假参与者的追溯。不仅造假公司面临投资者的集体索赔诉讼，投资者也可以向法院要求，受处罚的相关投行、会计师事务所、律师承担连带赔偿责任。大智慧(601519)2016年因财务造假被处罚，审计机构立信会计师事务所也被处罚。此后，维权的投资者对大智慧和立信提起诉讼，要求赔偿，根据一审判决，立信需承担连带赔偿责任。立信提起上诉，2018年10月，上海市高级人民法院终审宣布维持原判。

无疑，市场环境正进一步倒逼上市公司诚信经营，TOP50公司的回答具有样板效应。

力图客观信披

虽然投资收益来自信息不对称，不过，这种不对称，应当体现为投资者解析信息、预测能力上的不对称，而并非上市公司信息披露导致的不对称。一个有效率的市场，必然是一个透明而公平的市场，而非浑浊的柠檬市场。

而在信息披露所需要恪守的真实、及时、充分等维度中，真实无疑是第一性的。在此基础上，及时而充分的披露，才有利于投资者作出全面而透彻的分析预测。

海康威视高级副总经理、董秘黄方红对排名团队表示，往往是所谓“坏消息”更要及时披露，因为市场对于消息角度有各种理解，公司主动披露，会更客观，投资者也需要看到公司信息来源，不至于被各种添油加醋的解读影响。“没有熬过通宵的董秘不是好董秘”，虽是玩笑话，但也正是因为公司及时披露，不可避免加班加点。其实，无所谓好消息和坏消息，藏来藏去，坏消息可能变得更坏；正常按照规则披露，成本最低。

不过，一家信息披露多的公司，未必是透明度高的公司，比如乐视曾是广为人知能忽悠的PPT公司，甚至被质疑IPO财务造假；A股市场更不乏想方设法要披露“1001项临时股东大会议案”的ST慧球(600556)这样的奇葩公司。

对于长线投资者，可靠而持续的信息披露更见重要。比如，2006年上市的獐子岛(002069)曾是农业板块知名的白马股，备受机构追捧与信任，但其2014、2018年两度发生“扇贝跑了”的存货异常事件却是疑云重重。

在我们的尽调中，所有受访企业均认可信息披露的重要作用。近50%受访企业认为可靠的信披可以降低信息不对称，提升公司声誉和形象。同时，不少企业认为这有利于提升公司

管理和治理水平，促进企业的投融资，以及提升公司价值。有 86% 的企业表示，在信息披露中会发布公司特定的信息，包括企业日常经营活动信息、企业战略相关信息、股价相关的信息，以及涉及公司形象信息等。

索菲亚（002572）联合创始人、总经理柯国生表示，提高透明度可以抗风险。因为公司信息透明，业务有变化和起伏，投资者立刻知道，不至于有突发事情出现，从而让投资者感到很意外。

TOP50 公司每个季度的业绩说明会，董事长和总经理等管理层通常会一起出席，和投资者交流，投资者想和公司实际控制人面对面交流，起码一个季度有一次机会。在日常信息披露中，均授权董事会秘书按照规定披露。同时，在规则允许条件下，除了指定信披媒体，还允许董秘通过多种媒介渠道进行信披。

宝钢股份（600019）向排名团队表示，其信息披露一直比较严格按要求去做，这一则是信息披露本身需要，二是对公司本身和从业人员也是一种保护，所以，这种要求不仅是外在的，也是内生性的。在宝钢企业文化指引下，公司对任何信息披露能做到客观。而宝钢的投资者理性居多，客观披露信息，投资者就会知道公司已经在解决他们关心的问题，会很放心。

多地上市的大型企业中国石化（600028），信披需要符合不同市场的要求，因此，其从上市公司成立起就配备了董秘局，下设 IR（投资者关系部），专门负责跟资本市场沟通。在信息披露上，中国石化有规定动作也有自选动作。规定动作，就是法定信息披露按照四个交易所的要求执行，自选动作就是按照“从严不从松”、“从多不从少”。作为一家具有国际视野的央企，中国石化对与境外投资者交流也一直保持开放态度。

在谈及信息披露质量时，50% 的受访者认为中国上市公司信披存在不充分不完整的问

图片来源/东方IC



接轨国际正在改变 A 股市场高估值、重中小盘股炒作的投资偏好。透明度高的上市公司，可望获得更多投资者用资金投票。

题，披露模糊、不准确、空话套话、标准不一等问题也存在。同时，对于披露充分和保留商业秘密之间如何找到平衡点，不少接受调研者也感到不好把握。比如，有 A+H 股公司表示，如今 A 股定期报告对环保披露的要求非常细，超过港交所和国际市场的披露要求，但是，对新技术、新产品、商业模式、核心竞争力的细节信息，如果披露过多过细，竞争对手很容易捕捉到产品成分，进而研究出配方，模仿生产，不一定对企业有利。信息披露如果既要规范，也要避免过度披露，需要监管机构充分听取企业呼声。

利亚德创始人、董事长李军认为，在信息披露时需要找到平衡点，透露过多就容易泄露商业秘密；披露少，投资者就会追问；所以度的拿捏就很关键。

追求规范良治

影响公司信息透明度的因素，来自宏观和微观两个层面。在同一宏观制度环境之下，以及公司所处行业、所在地区、规模、经营状况等之外，则可能受到微观的股权结构、公司治理和企业文化、资本运作情况及需求、业绩等因素影响。其中，完善的治理结构至关重要，有助于公司面对诱惑保持定力。

TOP50 公司大多建立了相对市场平均水平更完善的治理结构。

中国平安（601318）堪称典型。中国平安总经理任汇川即表示，平安之所以能抓住许多时代机遇，机制和文化是内在要因。平安是国内第一家引入外资的金融机构，摩根和高盛 1994 年就入股平安，他们带来的不仅是资金，更多的是国际上的法人治理结构和公司管控机制。后来汇丰入股，H 股上市和 A 股上市，让全球投资者都来监督我们。平安现在是亚洲唯一一家全球系统性重要保险公司，全球只有 9 家。平安是集团整体上市的公司，被全球投资人、股东监督着。平安集团每一分钱、每一笔账、每一笔业务，都要向全世界披露，变成一个规范透明的公司。

A 股是否存在透明度溢价？

海外有不少研究显示，上市公司信息透明度的提升，有利于吸引机构投资者持股。透明度越高的公司，越受机构投资者欢迎，其在股市的表现也更优异。同时，国际投资基金的组合中，透明度低的国家股票持有比例更低，在震荡时也会更早被抛售。

那么，在 A 股市场，高透明度的公司是否享受了透明度溢价？

我们的统计显示，业绩良好又保持较高透明度的公司，普遍受到机构青睐；在资金成本上也更有优势；作为回报，上述公司的分红普遍高于市场平均水平。上市公司完全可以将信

息透明这一平时可能被忽视的软实力，转化为公司竞争的硬实力。

机构持股：比例更高

数据显示，TOP50 公司在机构持股、发债资金成本上获得了更多优势。

Wind 数据显示，至 2017 年年报时，A 股所有 3500 余家上市公司，机构持股比例平均为 34.06%；同期 TOP100，机构持股比例平均为 58.17%，机构持股超过一半以上，而且比 A 股上市公司高出 23.51 个百分点；TOP50 公司的机构持股比例更高，平均为 64.23%，比 A 股上市公司高出超出 30 个百分点。这显示，透明度高的公司更受机构青睐。

如果说中国人寿（601628）、中国石化、中国神华（601088），因为央企身份，天然具有机构高持股属性，那么，像海康威视（002415）这样的民营企业，机构持股比例也高达 76.26%，则应与其业绩、成长性和透明度不无关系。Wind 数据显示，TOP50 公司中，机构持股比例最高为中国人寿，达到 97.46%，最低为小型生活电器智能控制器龙头英唐智控（300131），比例为 4.6%。

2018 年的市场低迷也影响到 TOP50 公司。截至 2018 年 12 月 21 日止的最近 3 个月，TOP50 公司的净流入资金为 4050 亿元，净流出资金为 4430 亿元，显示净流出 380 亿元，平均每家流出为 6.6 亿元。A 股所有上市公司资金流入为 18326 亿元，流出 20058 亿元，净流出为 1732 亿元，平均每家流出为 4857 万元。TOP50 公司平均流出金额是 A 股公司的 13.6 倍。期间，上证指数从 2797 点跌至 2516 点，跌幅为 10%；深证成指从 8409 点跌至 7338 点，跌幅为 13%。

至于 TOP100 公司中，最近 3 个月，机构净流入资金为 3387 亿元，机构净流出资金为 3664 亿元，显示净流出 23 亿元。

上市后创造过“10倍股”神话的利亚德(300296),曾经备受机构追捧。2017年底,其机构持股比例为25.14%;2018年6月30日,机构持股22.69%,减少2.45个百分点,其中基金持股比例为18.32%(图10)。利亚德股价在2018年4月达到历史高点17.38元后,一路下跌,至12月中旬已低至7.6元/股左右,距离高点下跌超过57%。有鉴于此,其控股股东李军于2018年8月即向公司员工发出增持倡议,承诺员工若产生亏损,由其本人予以兜底补偿。李军的底气当来自对公司的了解,利亚德从事LED产品和照明产品销售,在小间距屏中拥有龙头地位,2018年上半年实现收入36.11亿元,同比增长43.71%,实现净利润5.86亿元,同比增长57.92%。

不过,在A股大盘持续调整时,全球资本已开始潜入。沪股通标的上汽集团(600104),机构持股比例从2018年6月21日的2.9%提高到9月20日的3.08%,期间呈现稳步提升趋势,显示TOP50公司在A股国际化背景下的巨大优势(图11)。

违规者或短期得利,但长期必被抛弃。相反,透明规范的公司,不仅目前受到追捧,在未来更有可能成为海外资本首选标的。

发债:成本更低

长期以来,国企享受了银行贷款的诸多优惠政策,民企在债券市场也因为公司治理规范和稳健而受益。

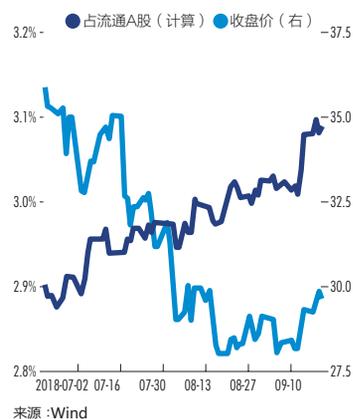
TOP100公司的2017年年报显示,其长期借债和短期借债总额为20728亿元,平均每家公司借债207.28亿元,总利息支出1062.1亿元,平均每家为10.621亿元;用总利息和总借债额进行对比,为5.12%,大致可以作为TOP100的资金成本。

TOP50公司的长期借债和短期借债总额为11433亿元,平均每家公司借债279亿元,总利

图10:利亚德机构持股变化



图11:上汽集团机构资金流



息支出458亿元,平均每家为9.16亿元;用总利息和总借债额进行对比,为2.44%,大致可以作为TOP50的资金成本费率。

对比A股所有3551家上市公司,同一时期债务总额为118560亿元,平均每家债务额为33.38亿元;利息支出总额为6095亿元,资金费率大致测算为5.14%。

尽管TOP100公司和A股所有公司的资金费率相差不大,但是前者平均占用资金规模却是后者的大约6.2倍,差距非常明显,这说明, TOP100企业通过债务融资更加容易。而TOP50公司和前两者的资金费率相差2.7个百分点,同时TOP50公司平均占用资金规模是A股公司的大约8.36倍,这说明, TOP50企业通过债务融资更加容易,且资金费率极低。

TOP50公司中的海螺水泥(600585),更把资金优势作为自己的核心竞争力之一。海螺水泥的资产负债率为20%左右,虽然其完全可以把债务全部清偿,变成零负债公司,但是公司管理层发现,其贷款利率甚至低于存款利率,资本成本已经从零变成负,而这种现象2019年将更明显。同时银行由于自身业务需求,也需要放贷,对于海螺水泥,自

然是何乐不为。

从债券融资看，TOP50 公司发行的债券信用评级较高，融资成本也保持低位。Wind 数据显示，利亚德现在有一笔五年期一般公司债“16 利德 01”，于 2021 年 9 月到期，总额为 9 亿元，票面利率为 4%；联合评级为 AA 级。海螺水泥 35 亿 10 年期一般公司债“12 海螺 02”，到期日为 2022 年 11 月，中诚信证券评级为 AAA，当前票面利率为 5.1%。这一成本甚至低于海螺水泥的理财产品收益。新财富查阅公开资料发现，海螺水泥委托交通银行芜湖分行理财购买的“蕴通财富·日增利”，总额为 20 亿元，预期年化利率为 5.16%，实际收益为 2601 万元，理财利率高于公司债利率。

而作为央企，中国石化在使用资金上的利率优势更加明显。截至 2018 年 9 月底，中国石化还有四笔债券：10 石化 02、12 石化 02、15 石化 01、15 石化 02，固定利率分别为 4.05%、4.9%、3.3%、3.7%，债务总额为 360 亿元，多方评级机构均将中国石化债务评为最高 AAA 级。

2018 年，诸多上市公司融资遇阻，发债艰难，几乎陷入绝境。如暴风集团（300431）2018 年 12 月到期的私募债“15 暴风债”，票面利率为 6.5%，中诚信已经在 6 月将该笔债务评级从 A+ 下调为 BBB，下调 4 个等级，基本成为垃圾级。东方园林（002310）在 2018 年 5 月发行的一般公司债“18 东林 01”，票面利率高达 7%，评级上，上海新世纪评为 AA+，但是中债资信评级则为 A+，两家评级机构对于同一笔债务给出的结果是相差三个等级，显示出东方园林偿债能力并不客观。

这一背景下，银行在相关部门政策窗口指导下，为实体经济输血纾困，不过一般而言，作为商业机构的银行为了降低坏账率，仍然会选择更优质的企业去放贷，TOP50 公司中的民企同样受到了优待。利亚德就享受了这样的待遇，商业银行主动与之商洽，提供更多授信，甚至都不需要信用抵押，融资能力比以往强很多。

分红：投之以桃，报之以李

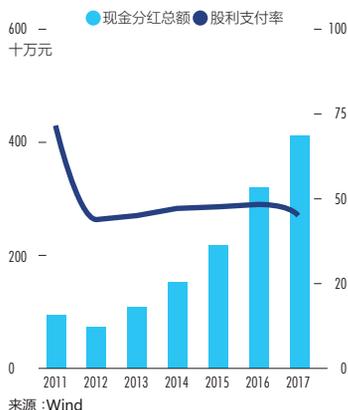
按照海外资本的投资习惯，有利润保证将是其考虑标的时的首选。也有研究显示，

长期持续分红公司往往不仅经营健康，造假概率也较低。Wind 数据显示，截至 2017 年报时，TOP100 公司上市以来的平均分红率为 30.91%，这比 A 股公司当期平均分红率 27.7% 要高 3.21 个百分点。TOP50 公司上市以来的平均分红率为 37.15%，比 A 股公司当期平均分红率 27.7% 要高 9.45 个百分点，也高于 TOP100 公司。

TOP50 公司中，分红率超过 50% 的有 2 家，伊利股份（600887）为 53.22%，长江电力（600900）高达 61.55%。

以民营企业中的索菲亚为例，其在国内率先提出定制衣柜概念，现在发展成为大家具解决方案提供商。2011 年上市以来，索菲亚累计实现净利润 32.78 亿元，累计分红 13.97 亿元，累计分红率达到 42.61%（图 12）。2017 年，索亚菲实现收入 61.61 亿元，同比增长 36.02%，实现净利润 9.07 亿元，同比增长 36.56%，当年索菲亚按照每 10 股分红 4.5 元比例进行分红，最终分红金额为 4.16 亿元，股利支付率为 45.83%。

图 12：索菲亚历年分红情况



A 股公司分红率偏低一直备受诟病，TOP50 公司通过高分红，让投资者共享成长红利，无怪乎受到各方专业人士的赞誉。

资本市场国际化加速 中国公司需提高透明度软实力

中国资本市场越来越融入全球大市场。2018 年 6 月 1 日开始，A 股正式被纳入 MSCI (Morgan Stanley Capital International)，即摩根士丹利资本国际公司新兴市场指数和全球指数。9 月 27 日，全球第二大指数公司、伦敦交易所旗下的富时罗素宣布将 A 股纳入其全球股票指数体系，分类为次级新兴市场。有券商统计，根据目前该指数约 1.5 万亿美元规模，理论上有望给 A 股带来 5000 亿美元以上增量资金。但是参照 MSCI 做法，富时罗素纳入 A 股正式生效期是在公布结果一年后，届时才会带来资金流入。

同时，推进中国资本市场双向开放的举措不断出台，比如沪伦通推进已经进入实质性阶段，科创板开始谋篇布局。证监会也已经加快推动证券行业放宽外资股比限制政策的落实落地；提升 A 股在 MSCI 指数中比重；修订 QFII、RQFII 制度规则，统一准入标准，放宽准入条件，扩大境外资金投资范围。

随着中国资本市场的国际化，长期机构投资者对 A 股市场参与将日渐增多，为散户化的 A 股带来不同投资策略，即长期导向和基本面驱动，A 股国际化也将推动公司治理优化。

事实上，在互联互通大背景下，全球资本已在不断加大 A 股配置。从港股通的情况看，A 股中，沪股通和深股通概念股分别有 812 只和 1085 只，截至 2018 年 11 月 30 日，占沪市股票总数 1442 只的比例为 56.31%；占深市股票总数 2124 只的比例为 50.65%，

均超过半数。Wind 统计数据显示，截至 11 月 30 日，沪股通累计净流出 3688 亿元，深股通累计净流出 3409 亿元。2018 年，北上资金累计净流出规模已达 7097 亿元。

其中，沪股通 2018 年 3 月以来连续净买入，4 月、5 月、7 月和 8 月的单月净买入金额均在 200 亿元以上，开通以来累计净买入金额已经达到 3319.02 亿元；深股通则从 2016 年开通以来每月均处于净买入状态，累计净买入金额已经达到 2509.12 亿元。

A 股 6 月 21 日至 9 月 20 日 3 个月资金流向情况显示，资金总净流入为 158.81 亿元。而沪股通同一时间，资金净流入为 519.94 亿元，深股通资金净流入为 212.12 亿元，北上资金共 732.06 亿元，是同一时期 A 股资金总净流入 4.61 倍。

当全球资本涌入，倒逼中国资本市场形成更透明、公正的环境。A 股在早年成长的草莽期，由于制度的缺失，信息极不透明，大股东圈钱、操纵上市公司现象并不鲜见，诸多投资者沦为韭菜；在海外上市的中概股也频频被做空机构狙击，衍生出信任危机。当下，随着监管严格，市场已日趋规范。而接轨国际也正改变 A 股市场高估值、重中小盘股炒作的投资偏好。透明度高的上市公司，可望获得更多投资者青睐，透明度低的公司有动力进一步规范其公司治理和信息披露。

这一背景下，TOP50 公司的推出，通过对中国上市公司信誉和管理层诚信的评估，让优秀的上市公司在软实力上展示肌肉，无异于为盲人摸象的投资者多维度考察投资标的提供新视角，并有助于 A 股上市公司向国际资本展示全新面貌，提升国际资本对中国公司和产业的信任度，提升中国企业在国际市场上的资本竞争力。

“新财富最佳上市公司”评选的意义，正在于此。■

上市公司最佳领航人

(排名不分先后,以姓氏拼音为序)



陈宗年 海康威视董事长

1986年7月参加工作起一直任职于中国电子科技集团公司第五十二研究所并至今担任该所所长的陈宗年,带领该所锐意探索,2001年成立海康威视,通过机制创新实现跨越式发展。在他的推动下,海康威视已成长为全球安防领域的领军企业,并积极布局新兴业务,推出了面向家庭和小微企业的产品及服务云平台,进入智能制造领域,推出了一系列机器视觉产品及解决方案。

方洪波 美的集团董事长兼总裁

1992年加入美的集团,曾任美的市场部部长、美的空调事业部总经理等职,具有丰富的营销和企业管理经验。作为职业经理人的典范,协助创始人把美的成功打造为跻身世界500强的家电巨擘,并通过海外并购等方式向机器人及自动化系统、智能供应链等方向延伸业务链条,向“科技尽善,生活尽美”的愿景迈进。



江淦钧 索菲亚董事长

江淦钧于2003年7月与柯建生共同创立了索菲亚。基于中国消费者的需求,在消化吸收壁柜移门设计理念的基础上,索菲亚创始人把壁柜移门、手工打制衣柜和成品衣柜的优势有效结合起来,创新地发展了定制衣柜,并在中国推出了索菲亚经典百叶系列衣柜,由此拉开了定制衣柜在中国发展的序幕。

李军 利亚德董事长兼总裁

中国人民大学经济学博士,曾任教于中央财经大学,1995年创办利亚德,带领公司逐步发展成为全球视听科技领创者,在LED显示屏行业居全球领先地位,并不断布局VR等新业务。2012年利亚德登陆创业板后,在李军带领下持续通过并购壮大实力,实现了从国内到国际市场的跨越。



梁海山 青岛海尔董事长兼总经理

1988年7月加入海尔,从海尔电冰箱总厂企管办主任等职稳扎稳打,一步步历练,成长为今天的青岛海尔董事长兼总经理,在海尔成为全球白色家电知名品牌的道路上立下了汗马功劳。如今他正带领青岛海尔聚焦智慧家庭,推进人单合一的创新模式,从传统的家电制造转型为物联网时代的引领者。



刘庆峰 科大讯飞董事长兼总裁

1999年，在中国科学技术大学读博士的刘庆峰创立科大讯飞，并带领公司在语音合成、语音识别、语言翻译、人脸识别等智能语音与人工智能核心技术上持续研发，达到国际先进水平，科大讯飞现已占有中文语音技术市场70%以上份额。2008年，科大讯飞登陆深交所后进一步整合资源，在认知智能领域持续布局。

王传福 比亚迪董事长、执行董事兼总裁

王传福曾任北京有色金属研究总院工程师、副主任，深圳市比格电池有限公司总经理，1995年在深圳创办比亚迪。在他的率领下，比亚迪从二次充电电池制造起步，2003年进入汽车行业，同时布局新能源产业，2016年3月进入轨道交通产业，不断延伸业务链条，并成为新能源汽车的领导者。



薛华 海大集团董事长兼总经理

薛华1995年硕士研究生毕业后进入广东省农科院担任工程师，从事水产营养科研工作，1998年，薛华怀着“科技兴农，改变中国农村现状”的赤子之心，辞去公职，创立广州海大饲料有限公司，投身于农牧行业，经过20年的奋斗，将作坊式小厂打造成年产值超400亿元的科技集团，成为全球规模第一的水产饲料企业和中国饲料行业前三的龙头企业。

张近东 苏宁易购董事长

1990年，张近东在南京创办苏宁。1999年张近东全面切入综合电器领域，并率先提出了全国连锁发展模式，带领苏宁走向全国。2004年苏宁电器在中小板上市。2009年张近东提出处在传统连锁巅峰的苏宁要向互联网转型，并带领苏宁易购成功实现了从实体零售向智慧零售的变革。目前，苏宁已成国内实体零售转型发展的典型案例，智慧零售模式已成为行业未来趋势。张近东现任全国工商联副主席。



钟宝申 隆基股份董事长

在钟宝申的带领下，创办于2000年的隆基股份，现已成为全球规模最大的单晶硅制造商，主营业务覆盖从单晶硅棒、硅片、电池、组件到高效光伏系统解决方案的全产业链产品及服务。如今，钟宝申团队正致力于促进光伏发电在全球范围内的规模化应用，实现全球能源结构向低碳化、无碳化方向的演变。



光华 - 罗特曼信息和资本市场研究中心是由北京大学光华管理学院和多伦多大学罗特曼管理学院共同支持下创办的一个具有国际影响的信息披露和资本研究机构。研究中心通过田野研究和深度学习方法来深刻理解中国资本市场，比较发达经济体和新兴市场的信息质量和公司治理实践。

秉承北京大学百年风骨，以“创造管理知识，培养商界领袖，推动社会进步”为使命，经过 34 年的发展，光华管理学院已成长为亚洲领先的商学院之一。“因思想，而光华”，依托优秀的师资队伍、丰富的教学体系，光华致力于运用规范的研究方法深入研究中国的经济和管理问题，做有世界水平的中国学问，从而对中国乃至国际商业社会产生广泛的影响力。

加拿大多伦多大学罗特曼管理学院是全球最有研究实力的商学院之一。金融时报连续三年评价罗特曼的研究和博士培养为世界前十。秉承世界名校多伦多大学近二百年的优良学术传统，罗特曼以海纳百川的姿态接纳和发展不同的社会和学术观点，为国际社会培养商业领袖，创造价值。

● 北京大学光华管理学院



● 多伦多大学罗特曼管理学院

新财富

NEW FORTUNE

新财富定位于以评价和数据为主要产品的金融服务机构，致力于成为中国资本市场的标准提供者，通过主观与客观相结合的方式，对资本市场的重要参与主体进行透明、独立的专业评价，并提供基于这些评价的资本市场数据和分析，为市场各方提供投资、融资、执业等方面的参考，促进资本市场更有效率地配置资源。

2001年3月创办以来，新财富专注于资本市场这一细分领域深耕细作，通过“新财富最佳分析师”、“新财富金牌董秘”等一系列开创性的专业排名，成为资本圈核心职群、核心机构评价标准的确立者，在上市公司、金融投资机构中建立了话语权和影响力，品牌与基础数据库的软硬实力日益彰显。新财富系列专业排名，每年影响数十万亿的机构资金流向。

基于系列评价，新财富已经积累了多个层面的关于中国资本市场的独家数据，覆盖投资、研究、资本中介机构和上市公司的行为偏好，主要职群的职业价值、生存状态等，并在此基础上按年度进行深入解析，发布报告，成为最了解资本圈的机构之一。

与此同时，新财富还拥有领先财经杂志《新财富》和超过300万粉丝集群的官方微博、微信等新媒体平台，新财富的所有评价、研究成果及其衍生内容都通过旗下各种媒体平台获得广泛传播，并与用户产生深度交互。