

# 2021 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

北京大学光华管理学院

2021 年 5 月

---

©版权所有。本文由卢海教授，申智恩教授及研究团队成员宋禄霖、李丹、王钰完成。在北京大学光华管理学院和多伦多大学罗特曼管理学院的支持下，光华-罗特曼信息和资本市场研究中心将每年发布中英文白皮书并更新上市公司信息透明度指数。感谢新财富在指数研制过程中的战略合作与支持，感谢所有参与本次指数通讯调查的分析师、机构投资者、上市公司董秘，感谢参与实地调研的上市公司。年度白皮书可在光华-罗特曼信息和资本市场研究中心网站下载：<https://guanghua-rotman.work/>

## 引言

2020 年是中国资本市场发展极其特殊的一年。上市公司既经历了全球疫情带来的经济冲击，同时也面临着可持续发展的新考验。自 2019 年 5 月开始，光华-罗特曼信息和资本市场研究中心（简称“研究中心”）每年发布中国资本市场信息质量白皮书和上市公司信息透明度指数。上市公司的信息透明度是衡量资本市场诚信的一个重要维度。研究中心构建的透明度指数结合了主观指标（广大市场参与者的观点）和大数据基础上的客观指标（上市公司会计盈余质量、监管机构的调查和处罚记录等），旨在全面综合地反映上市公司的信息质量和透明度。

秉承循证研究的理念，在新财富杂志的持续合作与支持下，研究中心今年继续从不同的视角关注中国资本市场，研讨增强投资者对上市公司信任度的重要因素。

2020 年 3 月 1 日起施行的新《证券法》，对中国资本市场做出一系列新的制度改革，为提高上市公司质量、保护投资者权益、打造规范透明的资本市场提供了进一步的法治保障。在 2021 年的白皮书中，我们的通讯调查将进一步在利益相关者的框架下，分析中国资本市场的信息披露有何特殊性，并探讨在中国经济发展和国际政治经济关系不确定性的背景下，中国资本市场的信息披露所面临的挑战以及提升空间。

不仅如此，另一个影响社会对公司信任的重要维度是上市公司的可持续发展（ESG，包括环境、社会和治理）。可持续发展不仅关系到国家的战略目标，更是与全社会的福祉息息相关。于是，在今年的白皮书中，我们通过综合的调研，来探讨上市公司在环境、社会和治理（ESG）方面的现状与未来；并且在今年透明度指数的构建过程中，特别增加了环境、社会和治理（ESG）的相关指标。希望我们总结并分享的研究成果，可以促进中国资本市场对环境、社会和治理的高度重视，体现青山绿水就是金山银山的价值理念，支持经济社会高质量、可持续的发展。

### 我们的通讯调查结果显示：

- ◆ 中国上市公司自愿信息披露的动机不足，对市场环境的顾虑较多，仍然存在财务信息可靠性的问题；
- ◆ 中国上市公司与分析师或机构投资者非公开的沟通主要发起方是分析师或机构投资者，同时分析师或机构投资者主动发起沟通的频率也更高；
- ◆ 投资者组成、政府角色和违规处罚的力度仍是中美资本市场的重要差别，其中违规处罚力度的差距正在缩小，中国上市公司信息披露质量的要求会变得更高；
- ◆ 上市公司需要加强对 ESG 含义的准确理解，ESG 理念的具体内容仍需进一步大范围普及；
- ◆ 上市公司普遍认同 ESG 是企业的重要组成部分，对企业长期发展起到重要的作用，但超半数的公司还没有把 ESG 议题整合到核心业务流程中；
- ◆ 上市公司实践 ESG 的主要障碍是缺少细化政策指引、缺乏 ESG 专业人员支持以及高管的重视不足。

### 通过对透明度指数进行统计分析表明：

- ◆ 高透明度公司的市值普遍较高，国企和民企的数量相当；
- ◆ 高透明度公司的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，高透明度公司的股票市场回报率高于低透明度公司。

本白皮书第一部分阐述了在去年白皮书的基础上，研究中心对中国资本市场信息披露和对上市公司可持续发展（ESG）的通讯调查。信息披露部分主要包括中国上市公司利益相关者，上市公司自愿信息披露情况，上市公司非公开对外沟通情况，以及中美资本市场的比较。可持续发展（ESG）部分从上市公司对 ESG 的理解和认知、上市公司的 ESG 实践两个角度来了解中国资本市场在可持续发展方面的现状和未来。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，发布透明度指数排名前 500 的公司名单，并进行描述统计。

## 目 录

### 第一部分

A. 中国资本市场信息披露现状 .....	6
一、上市公司的利益相关者 .....	6
公司的利益相关者 .....	6
财务信息的使用者 .....	7
利益相关者获得财务信息的途径 .....	8
二、上市公司公开信息披露 .....	9
1. 自愿信息披露 .....	9
自愿信息披露的速度和渠道 .....	9
自愿披露财务信息的动机 .....	10
限制自愿披露财务信息的因素 .....	11
2. 盈余质量 .....	11
减少财务造假和提高信息披露质量的途径 .....	11
平稳盈余的喜好 .....	12
操纵盈余的动机 .....	13
高质量盈余的特征 .....	13
高质量盈余指标应考虑的利益相关者 .....	14
三、上市公司非公开对外沟通 .....	15
公司与分析师或券商每年交流频率 .....	15
公司与分析师或机构投资者正式接触方式和频率 .....	17
分析师和机构投资者到访对公司的影响 .....	17

四、中美资本市场的对比 .....	18
B. 中国资本市场 ESG 现状 .....	21
一、上市公司对 ESG 的理解与认知 .....	21
环境 E 的度量.....	22
社会 S 的度量.....	22
治理 G 的度量.....	23
ESG 的认知 .....	24
ESG 表现与公司市值的关系 .....	24
二、上市公司 ESG 实践与整合 .....	25
ESG 的实践程度 .....	25
ESG 与公司业务的整合程度 .....	26
ESG 与公司业务的整合布局 .....	27
ESG 未来的投资与布局 .....	28
整合 ESG 的障碍.....	29

第二部分

中国上市公司信息透明度指数 .....	31
1. 指数构建的方法 .....	31
2. 指数排名前 500 的上市公司描述统计.....	34
3. 资本市场对高信息质量高透明度公司的回报.....	36
4. 指数排名前 500 的上市公司名单（按行业排序）.....	37

**图 表 目 录**

图 1：您认为以下哪些是公司主要的企业相关方？ .....	7
图 2：以下哪些部门或人会对公司提供的财务信息感兴趣？ .....	8
图 3：公司的主要利益相关者是通过什么样的途径得到公司的财务和其他重要信息？ .....	8
图 4：公司有好消息和坏消息，哪一个披露的更快？ .....	9
图 5：公司主要通过哪些途径公开披露信息？ .....	10
图 6：公司自愿披露财务信息的主要动机？ .....	10

图 7: 公司为什么限制自愿披露财务信息? .....	11
图 8: 减少财务造假和提高信息披露质量, 您认为下列哪些因数比较重要? .....	12
图 9: 公司喜欢平稳盈余的可能原因 .....	13
图 10: 为什么有些公司要操纵盈余? .....	13
图 11: 您是否同意“高质量盈余”有如下特征? .....	14
图 12: 您认为“高质量盈余”指标中是否还应该考虑如下的利益相关者? .....	15
图 13: 公司与分析师每年交流频率.....	16
图 14: 公司与证券公司每年交流频率.....	16
图 15: 公司和分析师或机构投资者分别主动发起次数和固定次数.....	17
图 16: 分析师和机构的到访对如下因素有明显影响.....	18
图 17: 您认为中国资本市场和西方资本市场最大的区别是什么? .....	19
图 18: 环境 (E) 应该如何来度量? .....	22
图 19: 社会 (S) 应该如何来度量? .....	23
图 20: 治理 (G) 应该如何来度量? .....	24
图 21: 您对于 ESG 的理解是 .....	24
图 22: 您认为注重 ESG 投资与布局和公司市值的关系是.....	25
图 23: 公司在 ESG 方面的学习和实践最接近以下哪个阶段.....	26
图 24: 公司在经营中是否已把 ESG 议题纳入考量.....	27
图 25: 哪些和 ESG 相关的议题将会出现在公司未来 5 年内的战略考量中.....	28
图 26: 未来 5 年公司将会参与以下哪些 ESG 相关的投资与布局.....	29
图 27: 公司在将 ESG 相关议题纳入战略规划的过程中遇到的主要障碍.....	30
图 28: 公司关注, 投资, 披露 ESG 相关信息的主要动机.....	30

## 第一部分

### A. 中国资本市场信息披露现状

研究中心和新财富通过电子邮件联系了 3836 家上市公司董事会办公室，邀请上市公司参与通讯调查。从上市公司的利益相关者、自愿信息披露实务及盈余质量、非公开对外沟通以及中美资本市场的差异这四个角度了解了上市公司对信息披露的想法。我们共收到 597 家公司的详细回复，回复率为 15.6%，较 2020 年收到的回复增长了 290%。

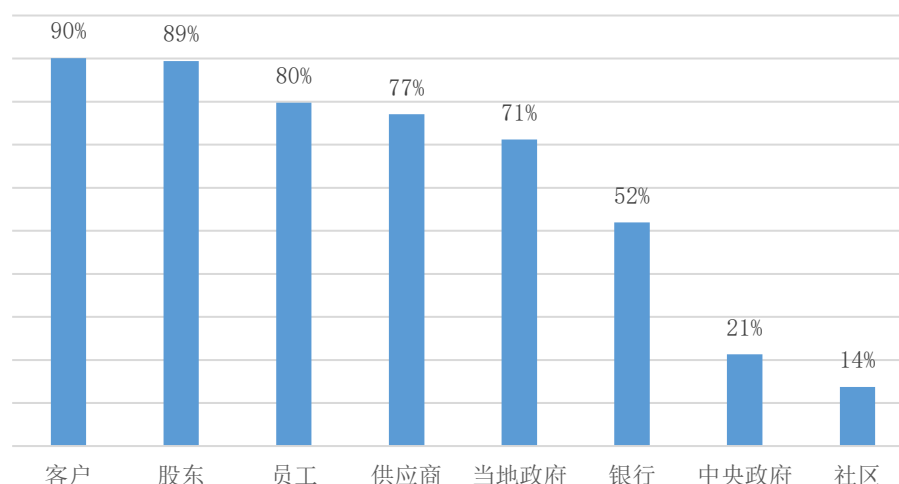
#### 一、上市公司的利益相关者

上市公司的信息披露是公司治理的核心问题，公司治理的不同模式也会对上市公司的财务信息披露产生不同的作用。为了探寻我国上市公司的治理模式和经营目标是为了实现股东利益的最大化，还是为股东创造利润的同时其他利益相关者也扮演着举足轻重的角色，我们询问了上市公司关于利益相关者的问题，这些利益相关者包括客户、供应商、员工、政府、银行等等各种可能影响公司经营活动的群体。我们包含了部分去年调查中的问题，希望了解随着国内法制环境的不断完善（例如新《证券法》的施行和各类环保法规的完善等），以及在国际环境不断变化的情况下，上市公司对公司治理内涵的理解是否会有所不同。

**公司的利益相关者：**许多相关方会受到企业经营活动直接或间接的影响。为了解在全球经济环境不确定、中国经济复苏的背景下，上市公司对利益相关者的重视程度是否有变化，今年我们继续询问了上市公司认为哪些人或部门是其主要利益相关者。结果显示，90%的公司认为客户是主要的利益相关者，也有 89%的公司认为股东是主要的利益相关者，同时有 80%的公司认为员工是主要的利益相关者（图 1）。同去年一致，客户、股东和员工仍是公司在做决策时排名前三位的考虑对象。不过，一个明显的变化是，客户稍超越股东成为影响企业经营活动最重要的主体。客户是公司营业收入和现金流的主要来源，因此，在内需拉动的宏观经济环境下，公司会更加重视“客户第一”的经营理念。其次，有 77%的公司认为供应商是其利益相关者。供应商在公司的上游产业链，对公司的依赖程度会直接影响盈利的可持续性。有 71%的企业把当地政府看作其利益相关者，却只有 21%的企业把中央政府看作其利益相关者。两者差异达到 50%，相比去年 39%的差异，差异持续扩大。除了企业多与当地政府打交道外，还可能和中央为促进经济发展，对地方政府采取较宽松的调控有关。最后，只有

14%的公司认为社区是其利益相关者，排名较去年相比下降至最后一位，这体现了公司对与公司业绩无直接关联的利益相关者所需承担的社会责任仍不是特别重视。

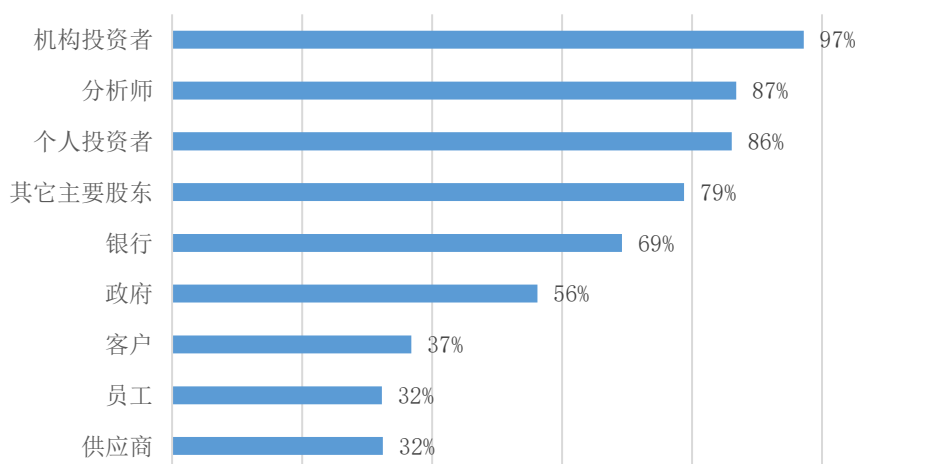
图 1：您认为以下哪些是公司主要的企业相关方？



**财务信息的使用者：**公司预期的财务信息使用者决定了公司在进行财务信息披露时所考虑的因素，进而可能会影响披露的内容和时间。2020年的调查结果显示，所有公司都认为股东对公司提供的财务信息感兴趣，在此基础上今年我们继续询问了公司预期的财务信息使用者。如图2所示，按投资者类型划分，有97%的公司认为机构投资者对公司提供的财务信息感兴趣，有86%的公司认为个人投资者对其财务信息感兴趣。这一差距间接反映了中国资本市场虽然以中小投资者为主，但因为中小投资者分析使用财务信息的能力相对较弱，上市公司披露财务信息时反而会更多的考虑机构投资者的需求。同时有87%、79%和69%的公司分别认为分析师、其他投资者和银行有财务信息需求。56%的公司认为政府会关心公司的财务信息。最后少部分受访公司认为客户（37%）、供应商（32%）和员工（32%）会关心公司的财务信息。

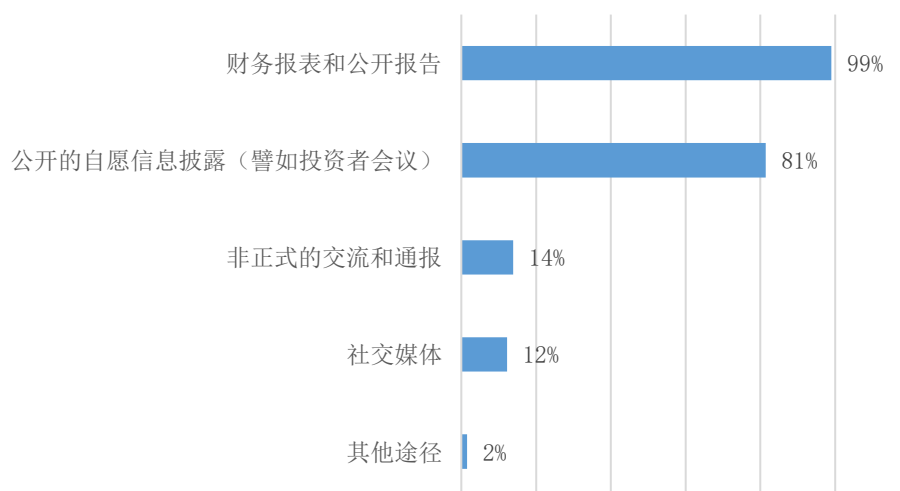
上面两项调查说明，客户、供应商和员工被上市公司认为是最重要的利益相关方，但不是企业披露财务信息时的主要考虑因素。

图 2：以下哪些部门或人会对公司提供的财务信息感兴趣？



**利益相关者获得财务信息的途径：**99%的公司表示，其利益相关者通过公开的财务报表和报告了解公司的财务和其他重要信息，这一点与去年的调研保持一致(图 3)。也有 81%的公司通过投资者会议等公开的自愿信息披露途径向利益相关者传递信息。有 14%的公司表示，会通过现场调研、电话等非正式交流和通报的方式，向利益相关者传达财务或其他重要信息。今年我们继续深入询问了这些非正式交流的主动发起方和频率，具体在本文第三点中详细讨论。同时，有 12%的公司表示利益相关者可以通过社交媒体获得相关财务信息。

图 3：公司的主要利益相关者是通过什么样的途径得到公司的财务和其他重要信息？





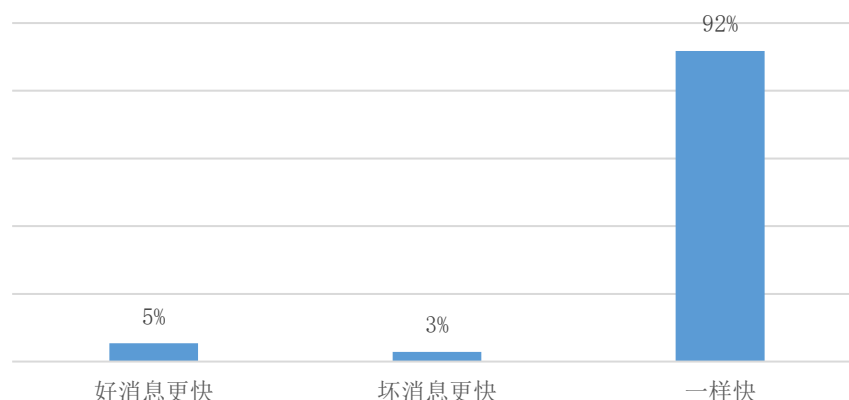
## 二、上市公司公开信息披露

自愿性信息披露作为强制性信息披露的补充和深化，对缓解信息不对称、提高上市公司的信息披露质量有重要的意义。因此，为提高自愿信息披露的主动性，探究公司自愿履行信息披露义务的动机与顾虑尤为重要。这一部分，我们从自愿信息披露的渠道、动机、限制因素以及盈余质量几个角度了解上市公司公开信息披露的现状。

### 1. 自愿信息披露

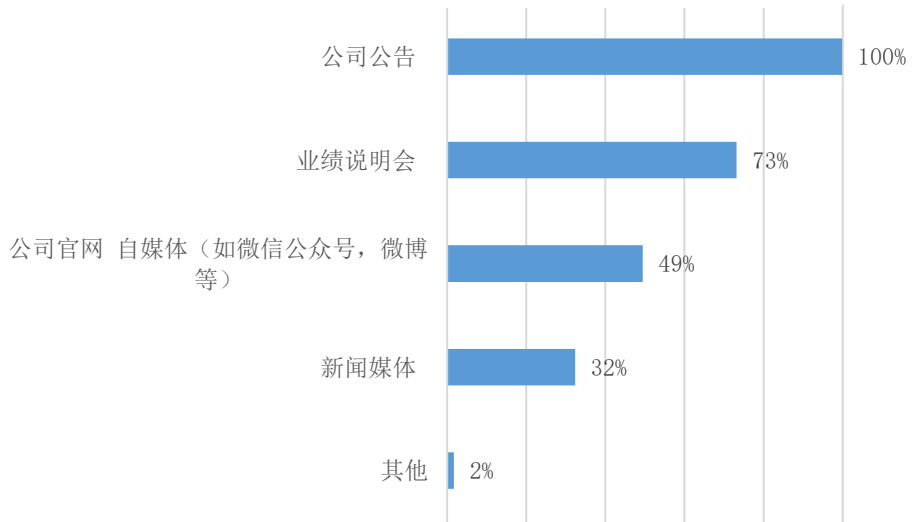
**自愿信息披露的速度和渠道：**调查结果显示（图 4），90%以上的公司对于好消息和坏消息的披露速度没有差别（92%）。更快披露好消息的公司（5%）考虑的主要原因是增加投资者的信心，更好的宣导企业的投资价值，对冲舆论和监管对坏消息的影响；更快披露坏消息的公司（3%）考虑的主要原因是风险控制，规避或减少负面影响。

图 4：公司有好消息和坏消息，哪一个披露的更快？



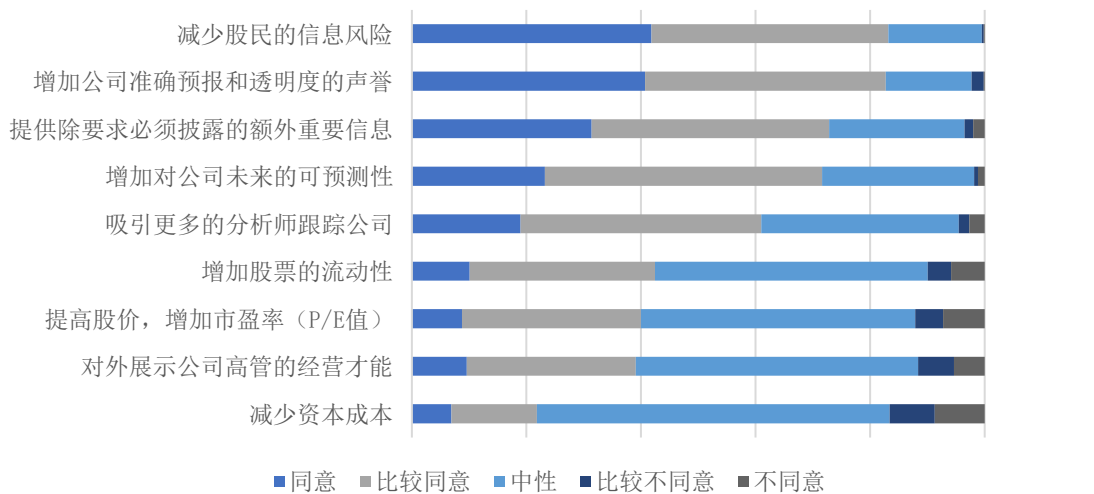
所有受访公司都表示会通过公司公告公开披露信息，这也正是上市公司利益相关者获得公司财务信息的重要途径。除此以外的公开披露途径还包括业绩说明会（73%）、公司官网和自媒体（如微信公众号、微博等）（49%）和新闻媒体（32%）；2%的公司通过其他（包括E互动、投资者策略会、接待交流或路演等）途径公开披露信息（图 5）。与 2020 年相比（见 2020 年白皮书中图 12），通过业绩说明会披露的比例从 82%下降到 73%，通过新闻媒体的比例从 44%下降到 32%，但通过自媒体披露的比例从 44%上升到 49%。这样的变化反映出上市公司越来越重视社交媒体的信息披露渠道。

图 5：公司主要通过哪些途径公开披露信息？



**自愿披露财务信息的动机：**受访公司在回答自愿披露财务信息的动机时，把减少股民的信息风险以及增加公司准确预报和透明度的声誉排在首两位（见图 6）。其次，提供除要求必须披露的额外重要信息，增加对公司未来的可预测性，以及吸引更多的分析师跟踪公司也很重要。和已有西方学术文献的结论不同的是，大部分中国上市公司对自愿信息披露在增加股票流动性、提高股价、增加市盈率、对外展示公司高管经营才能和减少资本成本方面的作用持中立或否定态度。由此可见，公司对提高自愿信息披露有助于降低信息不对称、减少不确定性风险，从而降低资本成本、提高公司价

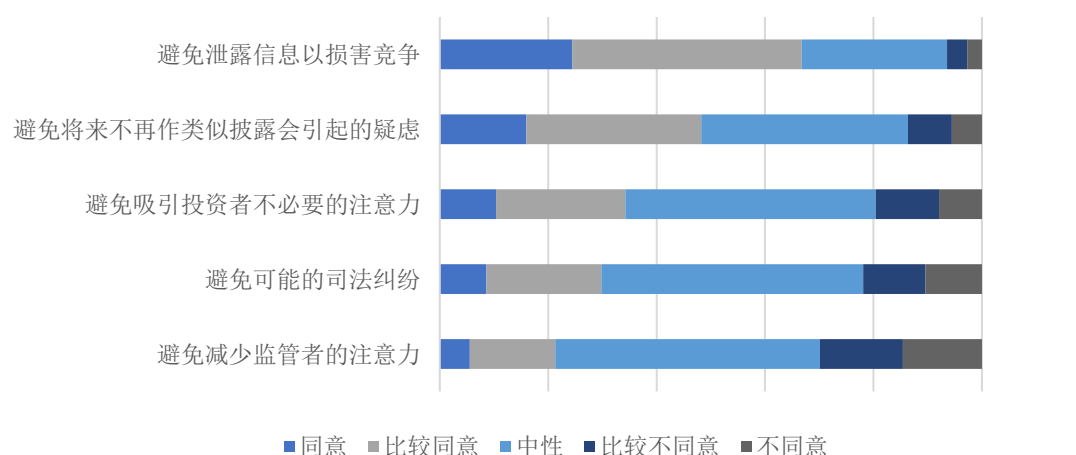
图 6：公司自愿披露财务信息的主要动机？



值这种机制缺少认同。这样的认知也可能解释为什么中国公司自愿披露财务信息的意愿不强烈，积极性不高。

**限制自愿披露财务信息的因素：**目前我国大部分上市公司只为了满足法律和监管的最低要求而披露信息，自愿信息披露往往一带而过，回避核心关键信息。过去两年的调查显示，有 14% 的受访公司不会自愿发布一些公司的特定信息（见 2019 年白皮书），16% 的受访公司不认为自愿信息披露会给公司带来好处（见 2020 年白皮书）。为了探究上市公司在自愿披露财务信息时有哪些顾虑和担忧，我们调查了制约公司充分完整地披露财务信息的因素（见图 7），受访企业认为限制自愿披露财务信息首先可以避免泄露信息以损害竞争。可以看出，对市场竞争的担忧是上市公司限制自愿披露财务信息的最为重要的因素。其次，公司为了避免将来不再作类似披露会引起疑虑和避免吸引投资者不必要的注意力而限制自愿披露财务信息，侧面说明我国投资者倾向于短期投资，对公司长期发展方面的信息关注度有限，也说明我国上市公司信息披露的持续性较为重要，投资者会由于上市公司停止披露某些信息而降低对公司的信任程度。最后，有少数受访公司认为公司限制自愿披露财务信息有助于避免可能的司法纠纷和减少监管者的注意力。

图 7：公司为什么限制自愿披露财务信息？

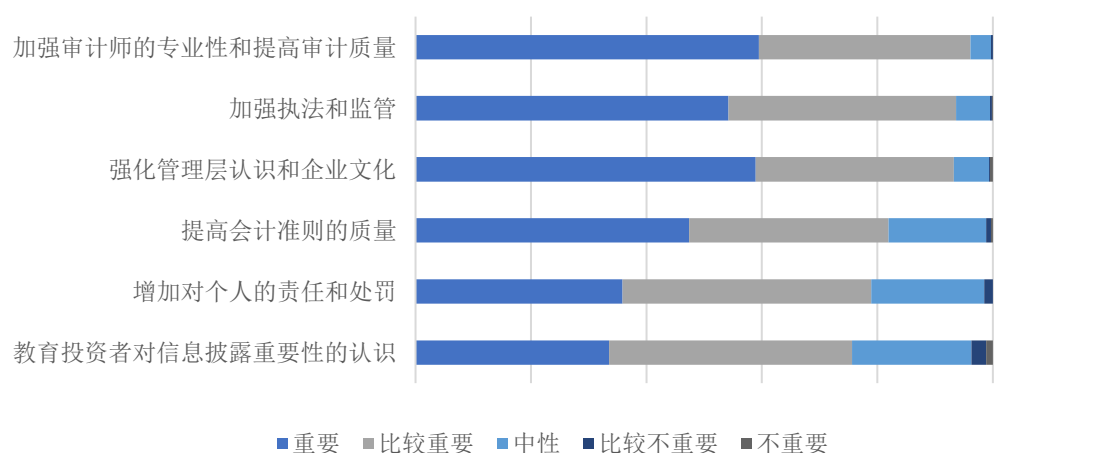


## 2. 盈余质量

**减少财务造假和提高信息披露质量的途径：**我们在过去的连续两年观察到，公司在回答提高信披质量的途径时，都一致表示了对加强监管的强烈诉求。今年，我们邀请上市公司对减少财务造假和提

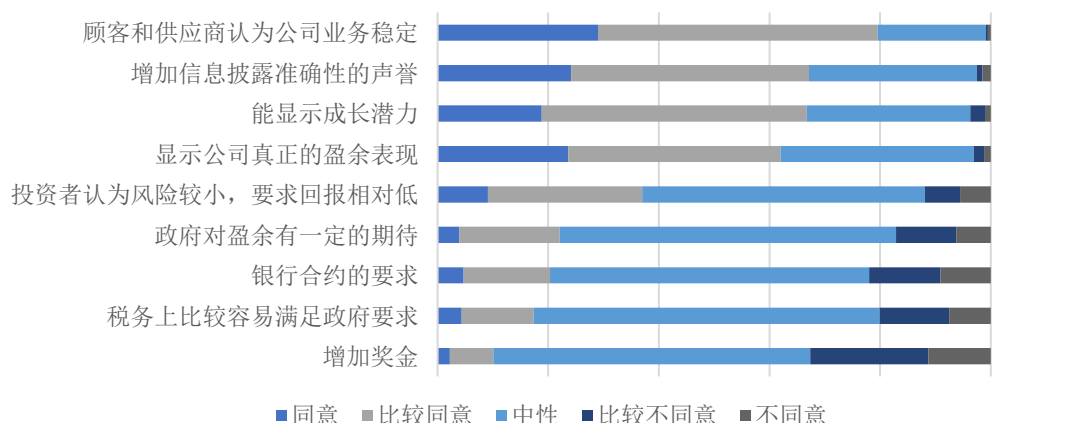
高信息披露质量的途径重要性进行排序，结果如图 8 所示，加强审计师的专业性和提高审计质量略微超过加强执法和监管，第一次排在了首位。此变化可能与 2020 年 3 月起新《证券法》显著提高违法违规成本有关。这说明，中国资本市场的法制建设在逐年完善，同时上市公司认为中介机构在信披监督过程中扮演了越来越重要的角色。其次，强化管理层和企业文化也被认为是重要的改进途径。最后，提高会计准则的质量、增强对个人责任的处罚和投资者教育也被认为有助于减少财务造假和提高上市公司信披质量。

图 8：减少财务造假和提高信息披露质量，您认为下列哪些因数比较重要？



**平稳盈余的喜好：**在现金流不变的情况下，调查显示 98.7% 的受访企业喜好平稳的盈余。受访企业多数认同平稳盈余可以使顾客和供应商认为公司的业务稳定，增加公司信息披露准确性的声誉，其次可以显示公司成长潜力和真正的盈余表现（见图 9）。平稳的盈余也有助于使投资者认为风险较小，要求回报相对较低。此外，公司还会由于政府对盈余有一定期待、银行合约要求以及税务上比较容易满足政府要求的原因而追求平稳的盈余。最后，有少部分企业认为平稳盈余可以增加奖金。侧面看出，公司在考虑盈余时最看重的是客户和供应商，最后考虑的才是员工，这一点与公司披露财务信息时考虑的利益相关者排序相符。

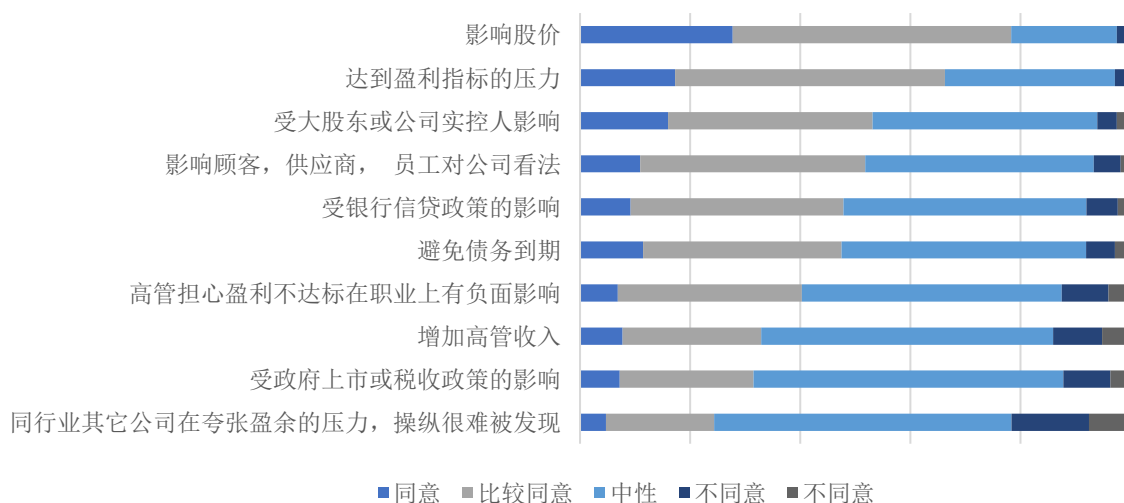
图 9：公司喜欢平稳盈余的可能原因



**操纵盈余的动机：**操纵盈余会影响资本市场的诚信和健康发展，最终削弱投资者对资本市场的信任。

为了解为什么有些公司要操纵盈余，我们邀请受访公司对操纵盈余的动机进行排序（见图 10），排名前两位的分别是影响股价和达到盈利指标的压力。可以发现，操纵盈余的动机主要来自公司经营业绩的压力，还有一部分源于企业的财务状况（避免债务到期），以及来自公司的利益相关者（包括受大股东或公司实控人的影响，客户、供应商和员工对公司的看法，银行信贷政策的影响，政府上市或税收政策的影响），同行压力以及操纵很难被发现相对来说不是主要动机。

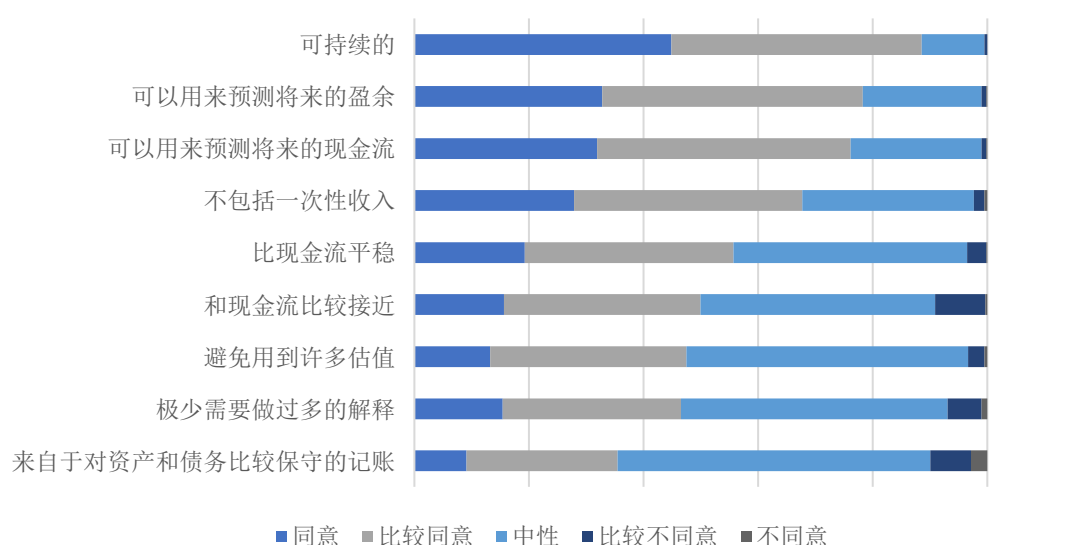
图 10：为什么有些公司要操纵盈余？



**高质量盈余的特征：**关于“高质量盈余”最明显的特征，受访企业做出以下排序（如图 11），排名前三位的分别为可持续的、可以用来预测将来的盈余以及可以用来预测将来的现金流。说明持续性

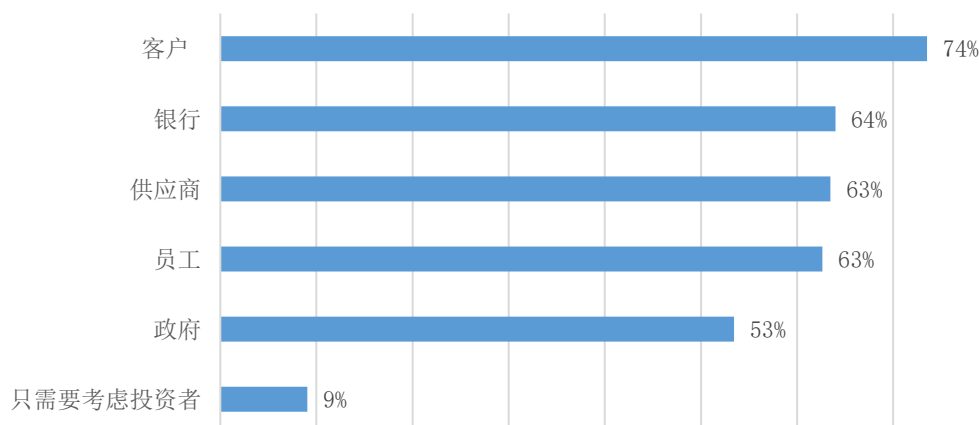
和可预测性越好的公司盈余质量越佳。排在第四至六位的分别是不包括一次性收入，比现金流平稳以及和现金流比较接近。一次性的收入对于预测公司未来的盈余和现金流帮助有限。如果公司的经营性现金流比较平稳，说明可操纵性较低，从而盈余信息的相关性较高。最后少数公司认为避免用到许多估值，极少需要做过多的解释以及来自对资产和债务比较保守的记账等特征可以代表高质量的盈余。这说明谨慎的会计政策也可以对盈余质量产生一定影响。

图 11：您是否同意“高质量盈余”有如下特征？



**高质量盈余指标应考虑的利益相关者：**在利益相关者框架下，除了大小股东和机构投资者，高质量盈余指标还应该考虑哪些利益相关者？图 12 显示，74%的受访对象会考虑到客户，60%以上的受访对象会考虑银行（64%）、供应商（63%）和员工（63%），还有 53%的企业会考虑到政府。仅有 9%的受访公司表示只考虑投资者。银行在财务信息使用者和盈余指标考虑对象的排名中都很靠前，说明财务信息是银行决定信贷政策和评估企业债务偿还能力的重要依据。

图 12：您认为“高质量盈余”指标中是否还应该考虑如下的利益相关者？

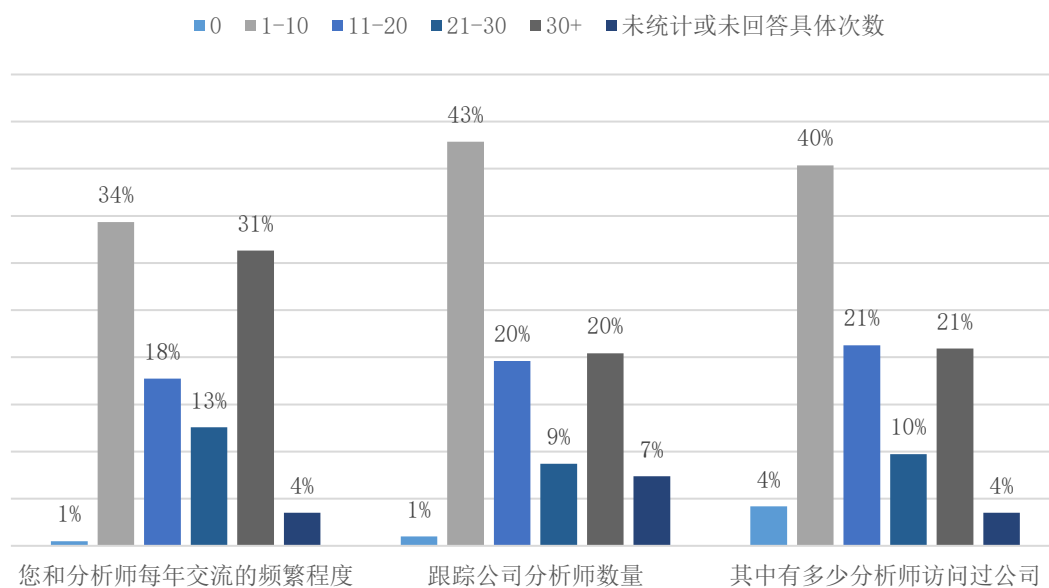


### 三、上市公司非公开对外沟通

随着中国资本市场监管水平的提高，投资者关系管理逐步成为上市公司加强与投资者和中介机构沟通的有效工具。过去两年的调查发现，上市公司和内外利益相关者的沟通并不完全依赖公开的信息披露，为了解上市公司与分析师或机构投资者之间非公开沟通的主动发起方和发起频率，我们特别调查了如下问题。

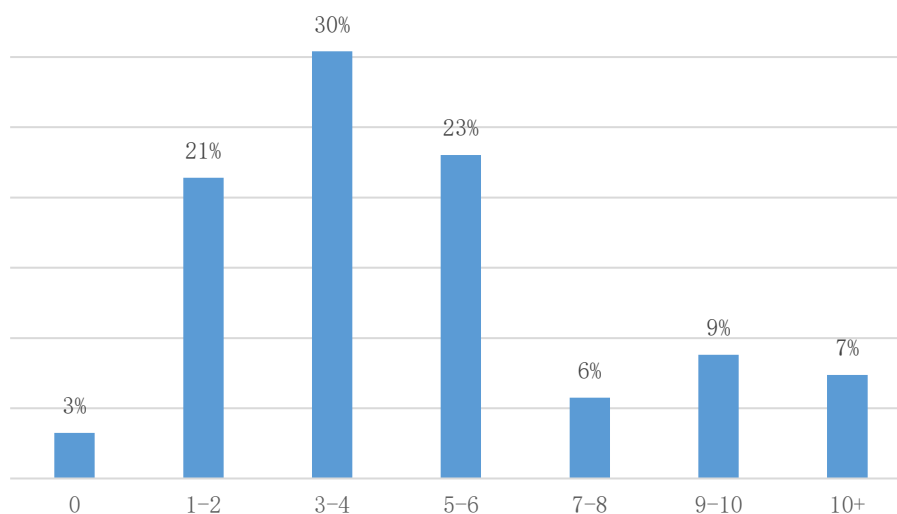
**公司与分析师或券商每年交流频率：**我们首先调查了上市公司与分析师交流频率，结果如图 13 显示，大部分上市公司与分析师保持着密切的交流，31%的公司与分析师交流频率每年高达 30 次以上。31%的公司每年平均交流 11-30 次，34%的公司每年平均交流 1-10 次。只有 3 家公司表示过去一年从未与分析师交流。其次我们询问了跟踪上市公司分析师的数量，在同一图中显示，43%的受访公司有 1-10 名分析师跟踪，20%的公司有 11-20 名分析师跟踪，9%的公司有 21-30 名分析师跟踪，20%的公司有 30 名以上的分析师跟踪。为了解分析师的跟踪深度，我们进一步询问过去一年有多少分析师访问过公司。可以发现，实地访问公司的分析师数量与跟踪上市公司分析师的数量及其交流频率基本一致。

图 13: 公司与分析师每年交流频率



我们同时调查了证券公司访问上市公司的情况和每年交流频率，结果如图 14 显示，74%的受访公司表示证券公司访问的频率集中在每年 1-6 次（其中 21%的券商访问 1-2 次，30%的券商访问 3-4 次，23%的券商访问 5-6 次）。7%的证券公司每年访问上市公司 10 次以上（访问最多的证券公司分别是天风、中信、广发和海通）。只有 18 家受访公司表示过去一年从未与证券公司交流。

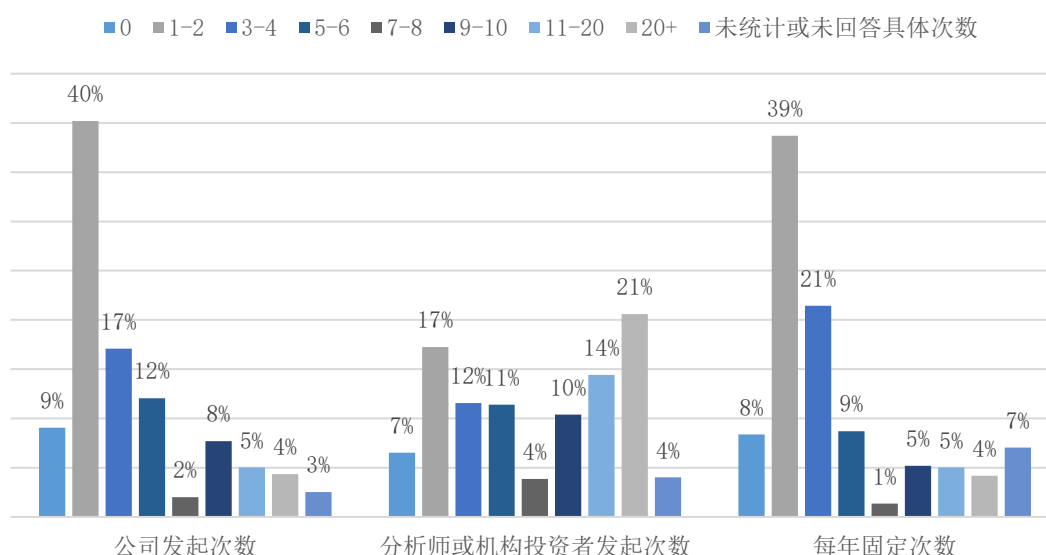
图 14: 公司与证券公司每年交流频率





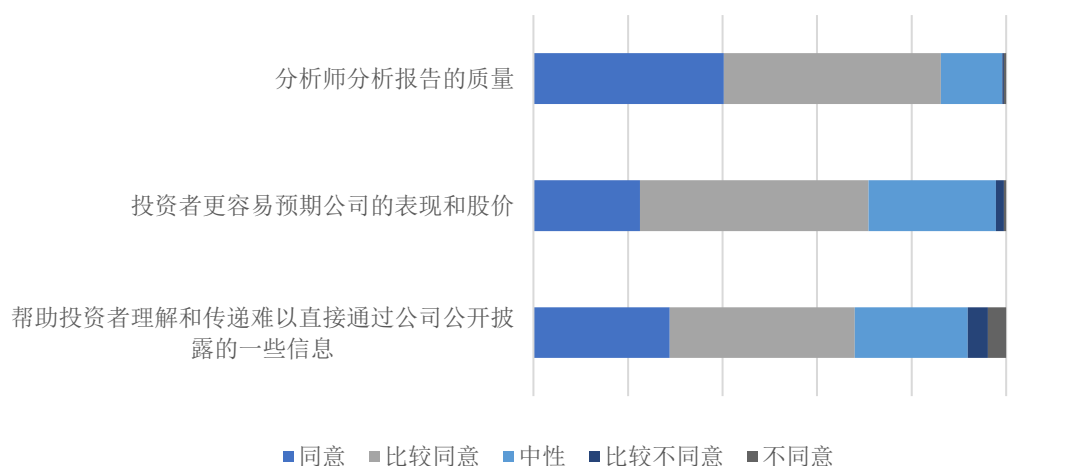
**公司与分析师或机构投资者正式接触方式和频率：**我们还询问了上市公司与分析师或机构投资者就公司信息正式接触的方式。这些正式接触，68%是分析师或机构投资者主动发起，只有 16%是由公司主动发起。70%的受访公司表示通过见面的方式和分析师或机构投资者正式接触，其次是通过电话（19%）和微信（7%）进行沟通，最后还有 4%的受访公司通过其他方式（包括策略会、股东大会、业绩说明会以及共同出席活动等）接触。另外，图 15 显示，40%的公司主动发起正式沟通的频率在每年 1-2 次，同样 39%的公司按计划主动和分析师或机构投资者沟通的频率在每年 1-2 次。同时我们发现 45%的分析师或机构投资者主动发起正式接触的频率达到每年 9 次以上，其中沟通频繁的每年高达 20 次以上（21%）。

图 15：公司和分析师或机构投资者分别主动发起次数和固定次数



**分析师和机构投资者到访对公司的影响：**如图 16 显示，大部分受访公司认同分析师和机构投资者的到访会影响分析师研究报告的质量，有助于投资者预测公司的表现和股价。值得注意的是，超半数的受访公司同意非公开的对外沟通可以帮助投资者理解和传递一些难以直接通过公司公开披露的信息。非公开的对外沟通是把双刃剑，可能造成投资者之间的信息不对称；但合理利用又可以保护中小投资者，避免因信息解读能力较弱带来的理解偏差。这也体现了证券分析师作为资本市场信息媒介的重要角色。

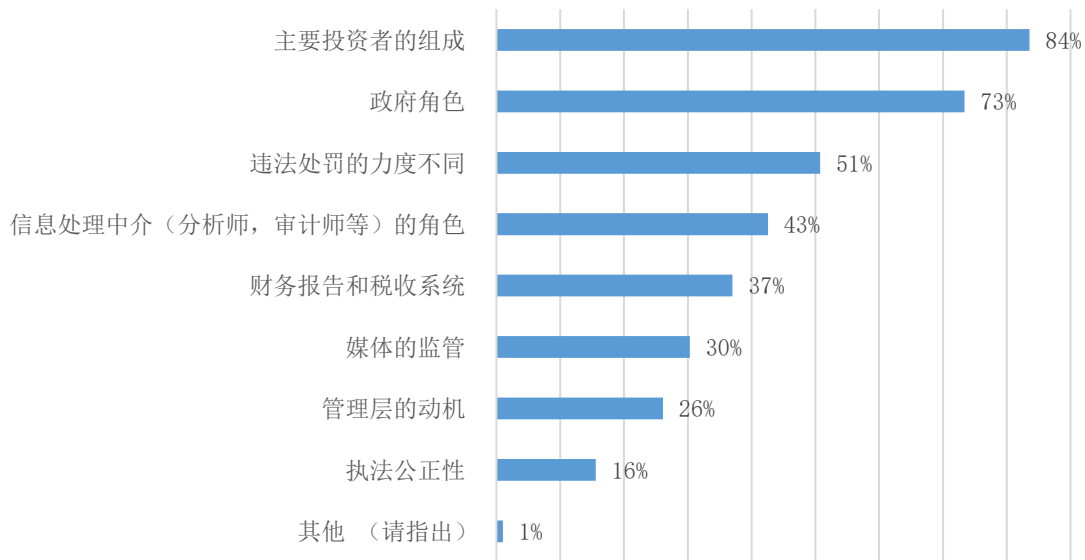
图 16：分析师和机构的到访对如下因素有明显影响



#### 四、中美资本市场的对比

本次调查中，我们继续关注中美资本市场的异同。图 17 中的调查结果显示，大部分受访企业认为主要投资者的组成（84%）、政府角色（73%）和违法处罚的力度（51%）是中美资本市场之间的最大差异；其次的一些差异表现在信息处理中介（分析师、审计师等）的角色（43%）、财务报告和税收系统（37%）、媒体的监管（30%）；还有少部分企业认为管理层的动机（26%）和中美市场执法公正性（16%）有所不同。相比 2020 年，违法处罚力度的差异由 71% 下降到 51%，下降幅度很大。我们在本白皮书的第二.2 点有相同的发现，此变化可能与新《证券法》大幅提高了对违规处罚的力度有关。

图 17：您认为中国资本市场和西方资本市场最大的区别是什么？



我们还关注了中美资本市场的不同特点给信息披露及其质量带来的影响，受访公司通过开放问题的形式回答，总结如下：

**主要投资者组成** 西方资本市场以机构投资者居多，倡导价值投资理念，更加关注公司治理和社会责任履行等方面。同时机构投资者可以通过参与公司治理促进信息披露质量提升。机构投资者具备较强的信息解读能力，更关注上市公司长期业绩的可预测性和稳定性，对于信息披露质量的完整性和及时性要求也更高，这样会促使上市公司更加主动地进行自愿披露，更好地向市场传递公司投资价值。中国资本市场以中小投资者为主，个人投资者对信息的掌握和分析能力较为欠缺，给公司信息披露带来更多的限制。上市公司需要对信息披露内容的解读性进行适应性调整，着重做到简洁清晰、通俗易懂，确保大多数个人投资者能够理解和接受。投资者关系工作需要更加细致，避免投资者形成羊群效应，直接影响投资行为及上市公司的股价表现。

**政府角色** 政府角色的不同会给信息披露带来导向性的影响。西方资本市场发展时间长，信息披露的法律制度较为成熟完整，自律监管组织和市场中介机构的力量也比较强。中国资本市场以政府监管为主导，市场化程度较低。虽然中国监管体系的逐步完善促进了上市公司提升信息披露质量，但以监管为导向会给上市公司的信息披露带来一定压力，使其更多地局限于强制性的信息披露，影响其主动披露迎合市场的意愿。

**违法处罚的力度** 加大违规处罚力度可以推进公司信息披露质量的提高。西方资本市场有较为完善

的退市机制、集体诉讼程序和高额的罚款。而中国资本市场的违规成本明显较低，这导致一些公司会铤而走险，信息披露质量也参差不齐。加大违法处罚力度会促使公司注重信息披露的合规性，保护投资者的利益。随着新《证券法》的实施及注册制的推进完善，中国资本市场信息披露会逐步走向规范化，信息披露的合规性会进一步提高。

**管理层的动机** 中西资本市场股权结构与治理结构的差异对信息披露和质量产生不同影响。西方市场股权结构较为分散，公司治理体系完备，职业经理人市场化程度高，股东大会、董事会、经理层约束机制运作良好，优质的信息披露成为各方利益相关者的共同诉求。中国上市公司股权结构相对集中，实际控制人参与上市公司经营管理程度深，管理层是否以信息披露为中心、对信息披露的重视程度、以及对利益诉求的差异等因素都会影响信息披露质量的公允性。

**信息处理中介** 专业的信息处理中介会对信息披露质量产生直接影响，中介机构的执业质量越高，公司信息披露的质量也越高。分析师客观、专业和及时的解读公司信息、传播公司价值，可以帮助市场更好地理解公司经营发展动态，形成合理预期。审计师承担监督作用，能有效控制管理层操纵信息披露的动机和行为的发生。如果能够有效避免中介机构和上市公司的利益冲突，使中介机构提高独立性，回归其“看门人”的职业本质，可以推动信息披露质量的进一步提升。

**媒体** 中国和西方的资本市场在第三方监督角色上也有不同，比如媒体和社会公众组织。媒体作为社会监督的群体代表，可以通过公众对媒体的关注度敦促上市公司从内部强化信息披露意识，加强对信息披露质量的严格把控，从而推动公司治理提升。然而媒体言论不当又会给公司治理带来一些负面影响，比如提高公司的运营成本。

**财务报告和税收系统** 中西资本市场不同的会计准则和税收系统会影响信息披露内容的侧重点，使披露财务数据的可比性不高。不同会计准则下的财务报告，反应的公司财务状况以及呈现给投资者的角度都不一样。中国目前税收系统存在一定的不确定性，导致税务信息披露管理的风险较大。财务信息是使用者进行决策的重要依据之一，财务信息的质量直接影响使用者的决策及其结果。

**执法公正性** 中国资本市场现行的制度对执法范围和力度弹性较大，尚未规定明确的标准，执法尺度不同可能会导致信息披露的风险增大。加强执法的公正性可以进一步倒逼信息披露的相关责任方审慎从业。

综上所述，中西方资本市场信息披露侧重点和关注角度的不同对中国上市公司的信息披露质量提出更高的要求，包括信息披露的完整性、及时性、真实性和准确性等。大部分受访公司认为中国资本市场在市场化、法治化的道路上不断趋于成熟与理性，信息披露制度在不断完善，信息披露质量比过去有大幅度的提升。

## B. 中国资本市场 ESG 现状

ESG（E 代表环境 Environmental，S 代表社会 Social，G 代表治理 Governance）正在成为全球各国政府和资本市场重点关注的议题。近年来，ESG 的投资理念也引起了投资者的高度重视。我国监管部门也在相关规则和指引中强调了上市公司 ESG 的重要性。随着中国资本市场双向开放程度逐渐加深，与 ESG 相关的政策和评级机构也在不断探索和发展。国家“十四五”规划以推动高质量发展为主题，提出形成强大国内市场、全面发展乡村振兴、推动绿色发展和促进人的全面发展等议题，分别从经济、社会和环境等多个角度融入 ESG 相关问题。为更好的了解中国企业对 ESG 议题的认知和实践程度，研究中心在 2021 年初对上市公司董秘展开问卷调查。这一部分，我们将从中国上市公司对 ESG 的理解与认知、上市公司在 ESG 方面的实践以及未来与公司业务的整合布局这几方面，对收回的 481 份问卷调查结果进行总结。

### 一、上市公司对 ESG 的理解与认知

目前中国 A 股已被逐渐纳入有影响力的国际指数，优秀的 ESG 评级代表市场认同企业在社会责任方面的投入和表现，从而帮助企业建立良好的品牌形象，吸引投资和降低融资成本。然而，ESG 的定义以及中外评级机构度量 ESG 的数据来源和指标尚未形成统一。为探究 ESG 度量的标准，同时了解中国上市公司如何理解 ESG，我们以开放问题的形式询问上市公司高管对度量 ESG 的看法。

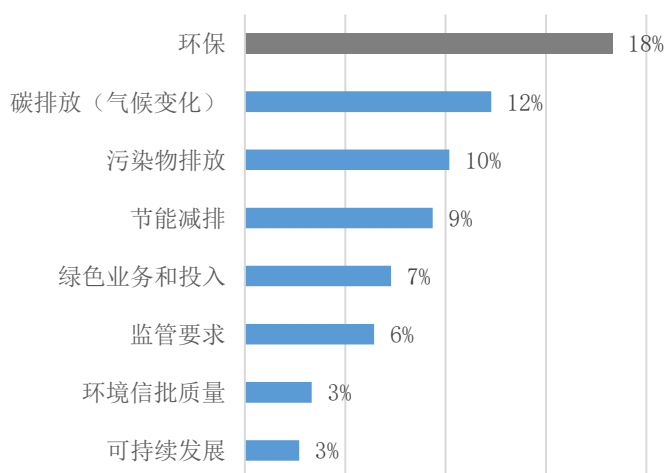
调研结果显示，中国上市公司对 ESG 定义和内涵的理解仍需要进一步提高。对于环境指标 E，18% 的上市公司认识到其涵义是环境保护，包括企业是否环保、对环境是否友好以及环保举措等；对于社会指标 S，16% 的上市公司认识到其涵义是社会责任，包括企业是否履行社会责任、是否披露社会责任报告等；对于治理指标 G，26% 的上市公司表示其涵义是公司治理，包括公司治理合规性和公司治

理质量（图 18、19、20 中灰色的柱形）。可以看出，上市公司对治理指标 G 定义的理解程度略好于环境指标 E 和社会指标 S，但整体上能够准确理解 ESG 内涵的上市公司占比仍较小。总体而言，仍有大部分的上市公司对 ESG 的涵义理解需要提高，可见对市场参与者在 ESG 方面的培训和教育尤为重要，ESG 理念的具体内容仍需进一步大范围普及。

我们进一步对 ESG 具体的度量指标进行调查，结果如下：

**环境 E：** 如图 18 所示，受访公司认为碳排放（12%）、污染物排放（10%）和节能减排（9%）是环境因素中最主要的度量指标。这与我国一系列政策——十九大报告中提出为高质量发展，2018 至 2020 三年重点抓好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战；2020 年中办、国办发布《关于构建现代环境治理体系的指导意见》；2021 年两会政府工作报告中提到“碳达峰”、“碳中和”等内容相关；此外《环境保护法》和《环境保护税法》的颁布修订都说明政府对环境的监管高度重视，企业在环境议题上将承担更多法律义务和责任。上市公司提出的碳排放指标具体包括碳排放量、低碳强度等量化指标，污染物排放主要包括三废（废水、废气和固体废弃物）的排放量，以上两类都属于评估环境绩效的负面指标。评估环境绩效的正面指标包括：节能减排（9%）和绿色业务和投入（7%），节能减排可以通过节水节电量和污染物排放减少量来度量，绿色业务和投入主要包括绿色产品的收入以及绿色技术研发的投入等指标。

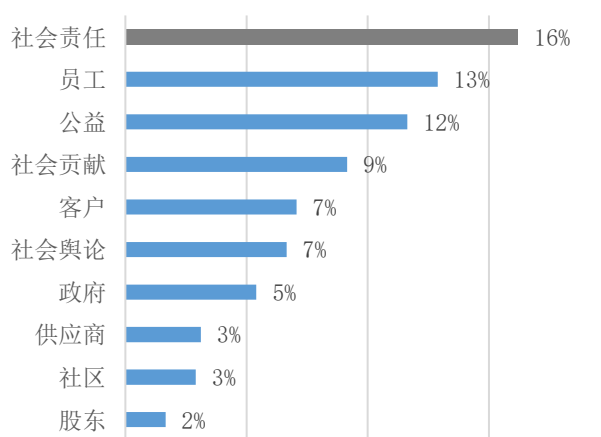
图 18：环境（E）应该如何来度量？



**社会 S：** 如图 19 所示，受访公司认为员工（13%）是评价社会责任时最为主要的度量指标，其中包括员工的安全健康、满意度、福利、成长机制和多样性等。这与回答 ESG 与下文公司业务整合的布局中（图 25），员工的内部可持续发展被认为是最重要的因素相一致。值得注意的是，股东（2%）

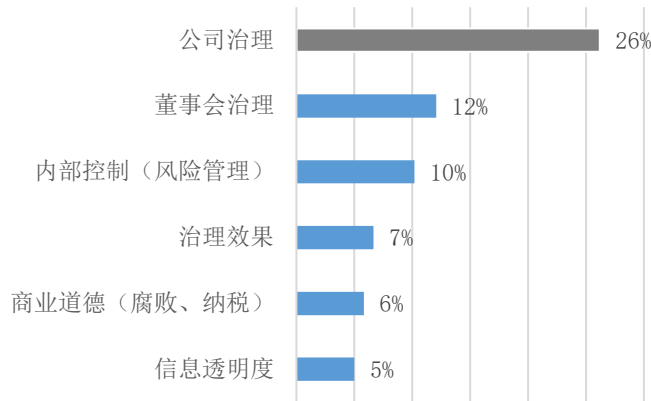
作为上市公司最重要的利益相关者，在评价社会责任时却是最不重要的考量指标。在本白皮书第一部分 A 探讨中国资本市场信息披露现状时，我们询问了公司预期的财务信息使用者，上市公司认为股东和投资者是披露财务信息时的主要考虑因素，员工的重要性排在最后。可以发现，上市公司对股东和员工的考量，在财务信息披露和社会责任实践方面截然相反。其次，上市公司表示公益（12%）也是社会因素中比较重要的考量指标。同时社会贡献（9%）和社会舆论（7%）也是评价社会表现的因素。最后，上市公司其他利益相关者也可以作为社会责任考量指标，其中客户（7%）具体包括客户满意度、客户权益、产品安全 and 质量；政府（5%）主要包括解决就业和税收贡献；供应商（3%）主要包括供应链管理与供应商权益等，社区（3%）主要包括社区共建等评价指标。

图 19：社会（S）应该如何来度量？



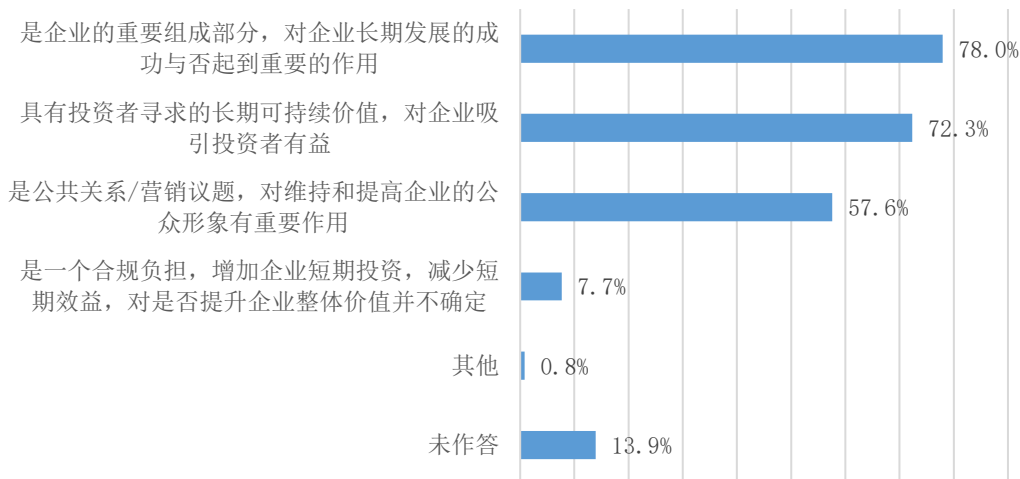
**治理 G:** 如图 20 所示，受访公司表示董事会治理（12%）和风险管理（10%）是公司治理中最重要 的度量因素。其中董事会治理具体包括董事会组织结构以及董事独立性。风险管理包括内部控制的完 善性和合规性，三大攻坚战中的“化解重大风险”也在此处体现。其次，上市公司表示可以用较低 的应计项目或应计利润等财务指标评价公司治理效果（7%）。最后，商业道德（6%）包括腐败和纳 税，信息透明度（5%）也是评价公司治理的指标。

图 20: 治理 (G) 应该如何来度量?



**ESG 的认知:** 为了解上市公司对 ESG 概念的整体认知以及目前实践所处阶段, 我们询问了受访公司对 ESG 的综合理解。对 ESG 的认知调查结果如图 21 所示, 上市公司普遍认为 ESG 对企业长期发展和价值提升具有重要作用。78% 的公司认为 ESG 是企业的重要组成部分, 对企业长期发展的成功与否起到重要的作用。与此同时, 有 72.3% 的企业表示 ESG 具有投资者寻求的长期可持续价值, 对企业吸引投资者有益。另外, 有 57.6% 的企业认为 ESG 是公共关系或营销议题, 对维持和提高企业的公众形象有重要作用。最后, 仅有 7.7% 的公司认为 ESG 是一个合规负担, 增加企业短期投资, 减少短期效益, 对是否提升企业整体价值并不确定。

图 21: 您对于 ESG 的理解是

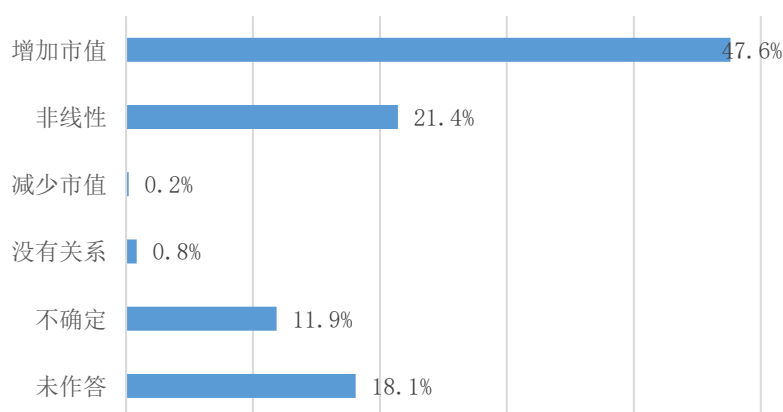


**ESG 表现与公司市值的关系:** 在认知调查结果的基础上, 我们试图了解企业是否认为 ESG 投资与布局和公司市值有直接的关系。调查结果如图 22 所示。结果显示有 47.6% 的受访公司同意注重 ESG 投资与布局会增加市值, 只有一家公司 (0.2%) 认为注重 ESG 投资和布局会减少市值。同时有 21.4%



的公司认为二者之间是非线性关系—— 适量注重 ESG 会增加市值，过度强调 ESG 会减少市值。另外，有 11.9%的企业表示不确定，18.1%的企业没有作答。这一结果说明尽管超过半数的企业认为 ESG 或适量的 ESG 对公司的市值有利，但仍有一部分的企业在 ESG 是否能为股东带来直接的财务价值上观点比较模糊。目前西方多数文献的发现显示，由于 ESG 表现更好的公司资本成本更低，所以可能会获取更好的公司估值。我们也就 ESG 对公司资本成本的影响进行了调查，但结果显示只有 35%的公司同意或比较同意公司披露 ESG 信息的动机为降低企业融资成本。这说明中国公司披露 ESG 信息的动力与国外公司可能存在明显不同。

图 22：您认为注重 ESG 投资与布局和公司市值的关系是



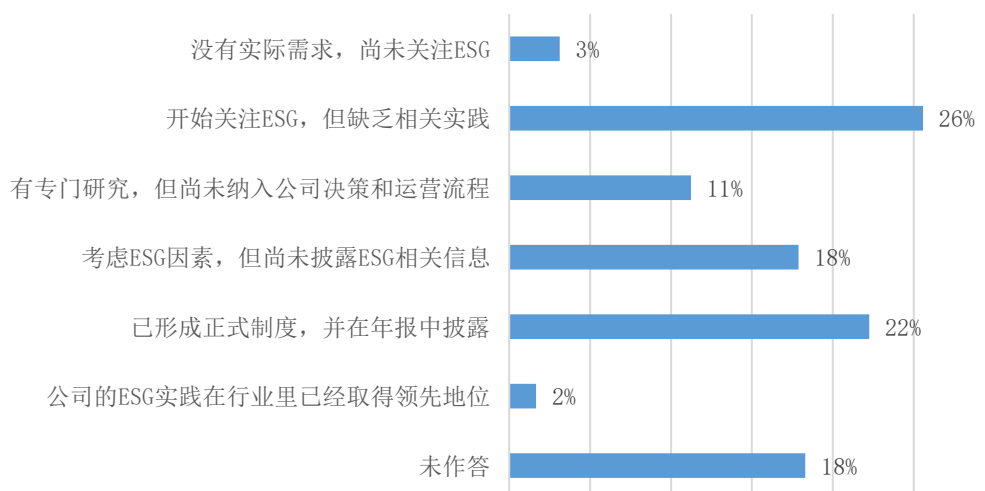
## 二、上市公司 ESG 实践与未来整合

在了解了上市公司对 ESG 的理解及认知的基础上，我们进一步了解上市公司在 ESG 方面的实践。我们分别从上市公司 ESG 的实践程度、与公司业务整合的程度、以及遇到的障碍和问题几个角度进行调查，来探讨上市公司在 ESG 方面的现状与未来。

**ESG 的实践程度：**在 ESG 实践方面的调查结果如图 23 所示，从上到下反映了公司 ESG 实践进展的不同阶段。3%的公司表示没有实际需求，尚未关注 ESG。26%的公司开始关注 ESG，但缺乏相关实践。11%的公司有专门研究，但尚未纳入公司决策和运营流程。18%的公司在运营中考虑 ESG 因素，但尚未披露 ESG 相关信息。最后，仅有 22%的受访公司表示已形成正式制度，并在年报中披露 ESG 相关信息和发布 ESG 相关报告，同时，有 2%的公司表示其 ESG 相关实践在行业里已经取得领先地位。可以发现，不同上市公司 ESG 的表现差别显著，ESG 理念的实践程度处在早期发展阶段，大部分公司

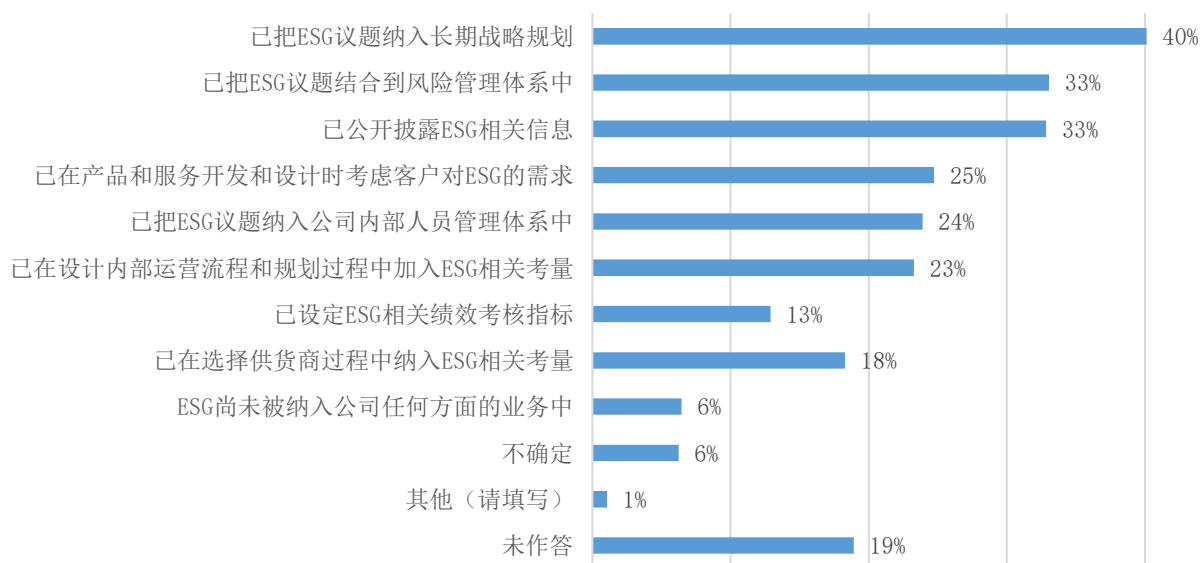
仅仅停留在了解与研究的基础上，还未将 ESG 理念运用、落实于公司制度当中去，ESG 实践在中国未来仍有很大的发展空间。

图 23：公司在 ESG 方面的学习和实践最接近以下哪个阶段



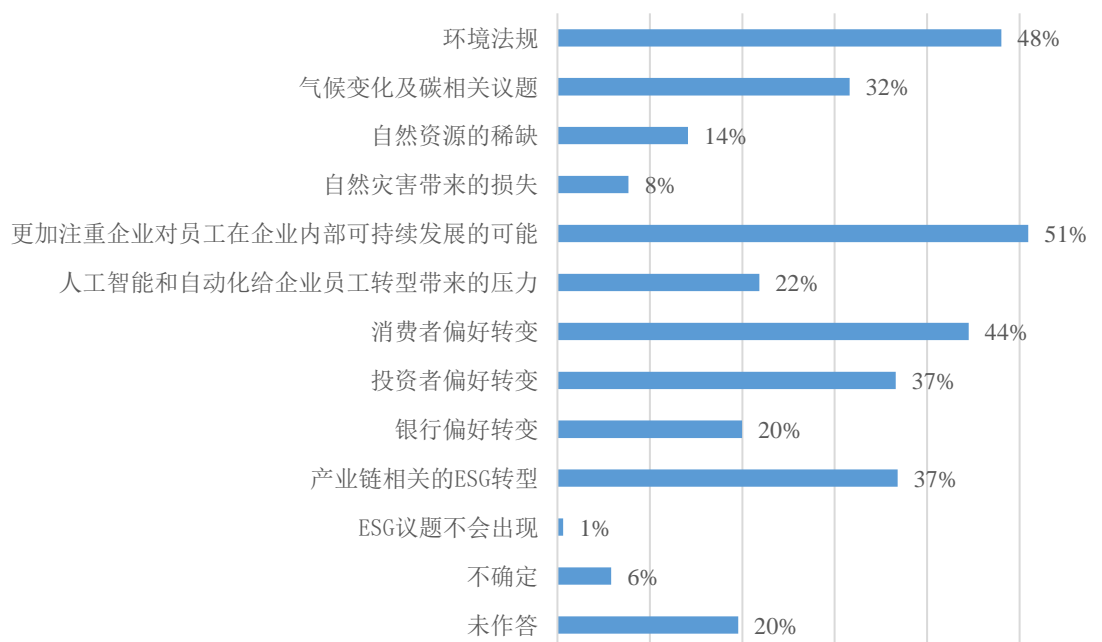
**ESG 与公司业务的整合程度：**我们还就 ESG 与公司业务的整合程度做了相关调查。调查发现(图 24)，约 40%的公司表示已把 ESG 议题纳入长期战略规划。与此同时，33%的公司已将 ESG 议题结合到风险管理体系中。33%的公司已公开披露 ESG 相关信息。此外，有 25%的公司已将 ESG 相关考量结合到产品和服务开发和设计过程中，表明企业在运营过程中考虑到了消费者对 ESG 的偏好和需求。同时，不少公司在管理实践中考虑到 ESG，24%的公司已将 ESG 议题纳入公司内部人员管理体系，23%的公司已在设计内部运营流程和规划过程中加入 ESG 相关考量，还有 13%的公司已设定 ESG 相关绩效考核指标。另外，ESG 相关因素也已对产业链产生一定影响。在被调查的企业中，18%已在选择供货商过程中纳入 ESG 相关考量。最后，仅有 6%的公司表示 ESG 尚未被纳入公司任何方面的业务中。

图 24：公司在经营中是否已把 ESG 议题纳入考量



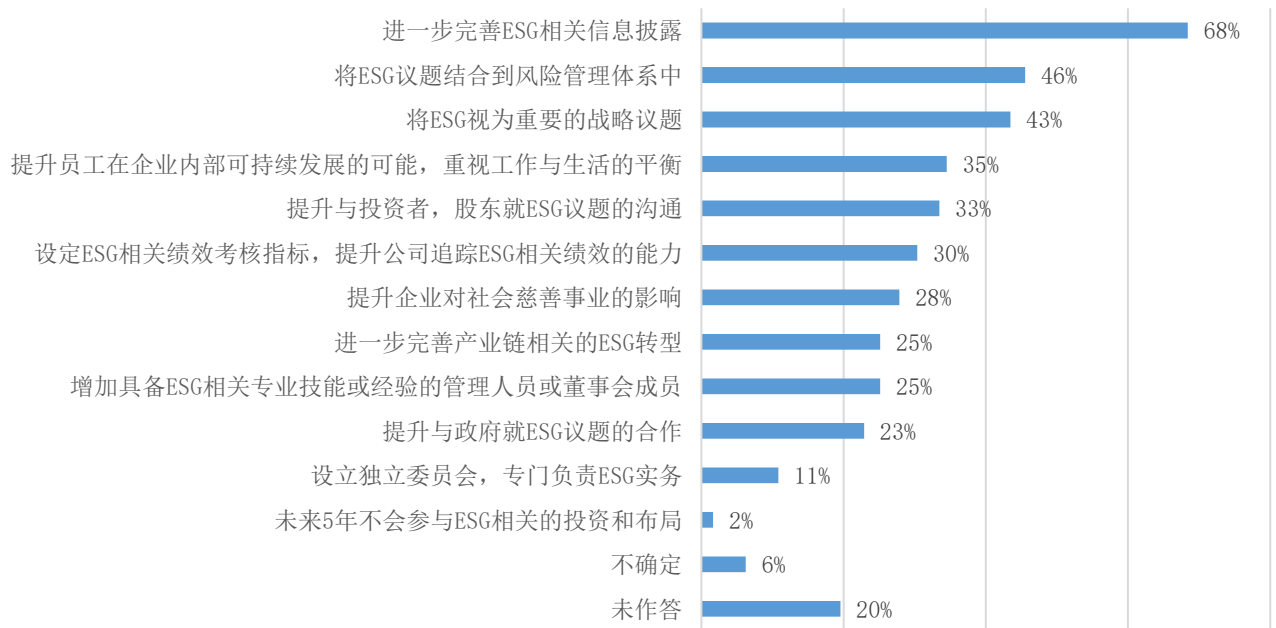
**ESG 与公司业务的整合布局：**在目前 ESG 与公司业务的整合布局方面，我们通过调研上市公司未来 5 年会将哪些 ESG 议题纳入战略考量，来进一步了解公司 ESG 应用情况的发展趋势。结果如图 25 所示，几乎所有回复的企业都表示未来将从不同的维度将 ESG 纳入公司业务的整合布局，仅有 1% 的公司表示未来 5 年内不会出现 ESG 议题。目前上市公司主要集中在环境和利益相关者的层面上来进行 ESG 与公司业务整合。在环境方面，48% 的企业表示会将环境法规纳入战略考量，32% 的公司会纳入气候变化及碳相关议题，这与我国相关制度法规的发展密切相关。例如，2021 年 3 月正式实施的《深圳经济特区绿色金融条例》首次以深圳为试点，明确了环境信息披露的内容、形式和时间等要求，以及未按要求披露环境信息所负的法律风险，由此可见政府和监管机构的重视。在利益相关者方面，员工作为上市公司主要的利益相关者之一，其可持续发展被认为是公司未来在 ESG 战略规划上最主要的因素。约 51% 的受访公司表示注重员工在企业内部的可持续发展。同时，一些企业还会考虑到人工智能化和自动化也给企业员工的转型带来压力（22%）。另外，市场喜好的转变也是公司在 ESG 规划方面重要的考虑因素——消费者（44%）、投资者（37%）和银行（20%）的偏好会成为推动公司 ESG 布局的驱动力。与此同时，客户、供应商之间在产业链上的联动也很重要，37% 的公司表示会将产业链相关的 ESG 转型纳入未来的战略规划。由此可见，市场的价值导向在公司 ESG 的发展上发挥着重要作用，当市场不只专注于公司的财务指标，同时把注意力放在 ESG 的可持续发展理念上，将进一步促进上市公司对 ESG 的重视，并加快将 ESG 整合到公司主要的业务中。

图 25：哪些和 ESG 相关的议题将会出现在公司未来 5 年内的战略考量中



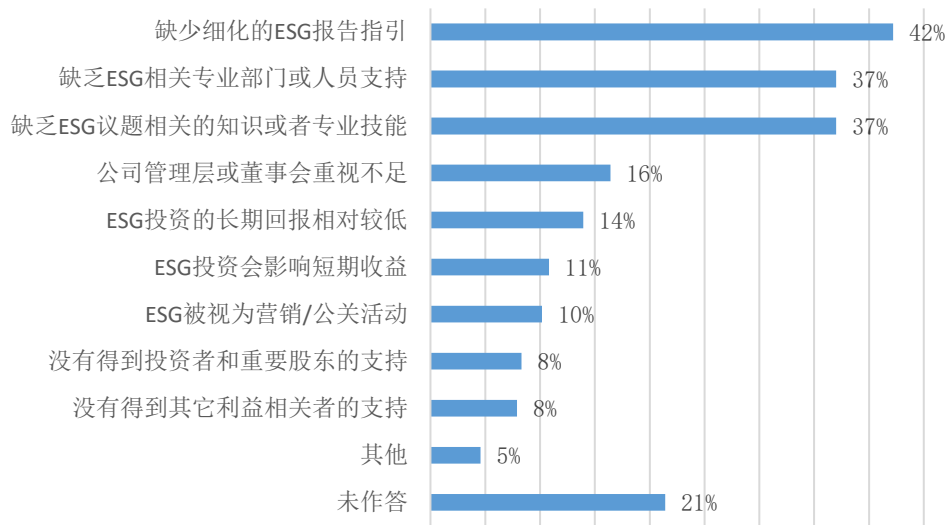
**ESG 未来的投资与布局：** 调查结果发现 ESG 在中国有着良好的发展前景，大多数公司对 ESG 抱有发展的信心。根据图 26 可以看出，有 68% 的公司表示会进一步完善 ESG 相关信息披露。40% 以上的公司表示会将 ESG 议题结合到风险管理体系中（46%）并视为重要的战略议题（43%）。30% 以上的公司表示会提升员工在企业内部可持续发展的可能，重视工作与生活的平衡（35%），提升与投资者、股东就 ESG 议题的沟通（33%）以及设定 ESG 相关绩效考核指标，提升公司追踪 ESG 相关绩效的能力（30%）。相比之下，仅有 2% 的公司表示未来 5 年不会参与 ESG 相关的投资和布局。

图 26：未来 5 年公司将会参与以下哪些 ESG 相关的投资与布局



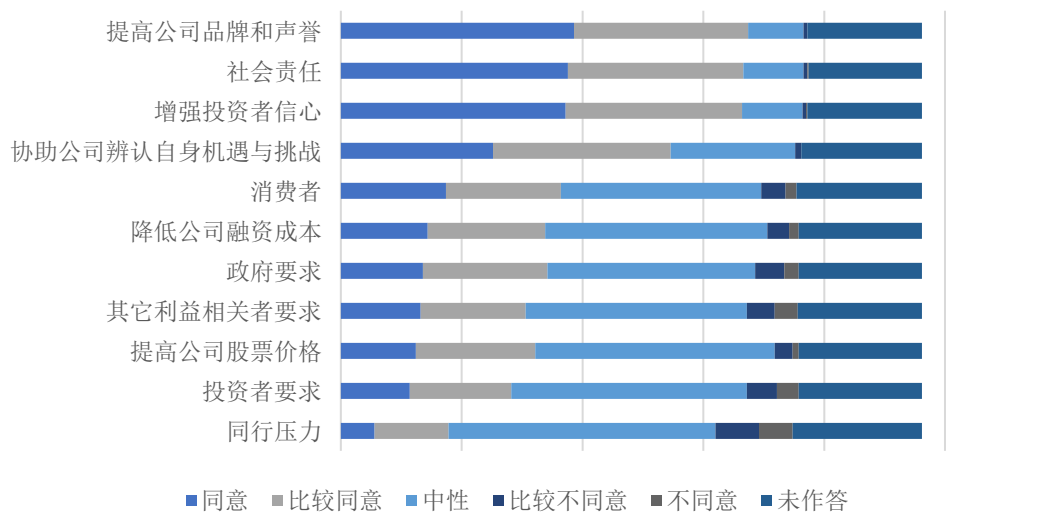
**整合 ESG 的障碍：**如图 27 所示，在被问到公司在将 ESG 相关议题纳入战略规划过程中所遇到的障碍时，大部分企业表示最主要的障碍是三个缺乏：缺乏细化的 ESG 报告指引（42%），缺乏 ESG 相关专业部门或人员的支持（37%）和缺乏 ESG 议题相关的知识或者专业技能（37%）。建议政府尽快完善和细化 ESG 信息披露规则和标准，提供对企业落实 ESG 相关议题的指导和支持。其次，社会和企业需要大力培养具有 ESG 相关知识和技能的人才。最后，公司的 ESG 行为需得到管理层和董事会的重视和支持。在受访公司中，有 16% 的公司认为管理层或董事会重视不足是公司在战略上整合 ESG 相关议题的主要障碍，有 8% 的公司表示没有得到投资者、重要股东以及其他利益相关者的支持。同时，部分公司董秘提到，公司认为 ESG 投资的长期回报相对较低（14%），ESG 投资会影响短期收益（11%），以及 ESG 被视为营销或公关活动（10%）是在 ESG 战略部署过程中的阻碍因素。由此可见，需要加强上市公司高管和董事会对 ESG 更深层次的理解，具备可持续性思维并了解重大 ESG 问题的风险与机遇，才能够在公司管理中自上而下地引起重视，也才能更有效的跟投资者、股东和其他利益相关者沟通。

图 27：公司在将 ESG 相关议题纳入战略规划的过程中遇到的主要障碍



最后，为了解上市公司如何与利益相关者沟通 ESG 的实践，我们询问了相关公司关注、投资、披露 ESG 相关信息的主要动机。如图 28 所示，多数受访公司同意披露 ESG 相关信息的主要动机是提高公司品牌的声誉、社会责任、增强投资者信心以及协助公司辨认自身机遇与挑战。其次被上市公司认为比较重要的动机分别是消费者、降低公司融资成本、政府和其他利益相关者要求，以及提高公司股价和投资者的要求。来自同行的压力被上市公司认为是最不重要的动机。

图 28：公司关注、投资、披露 ESG 相关信息的主要动机



## 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新财富的合作和支持下，研制了中国上市公司信息透明度指数。研究中心分别于 2019 年和 2020 年发布了首届和第二届信息透明度指数，今年发布第三届信息透明度指数。样本公司包含于 2018 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 3,541 家。

在今年透明度指数的构建过程中，特别增加了环境、社会和治理（ESG）的相关指标。具体来说，透明度指数包括主观指标（60%）和客观指标（40%）。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 16.67% 权重），以及董秘对上市公司 ESG 实践的评价（10%）；客观指标包含财务报表分析（20%）和监管问询记录（20%）。

本部分包含指数构建的方法和指数排名前 500 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？

票数百分比排名	票数	公司数	公司比例 (%)	标准值
0-5%	6 票或以上	13	7.4	5
6-15%	4 或 5 票	24	13.7	4
16-40%	2 或 3 票	73	41.7	3
41-100%	1 票	65	37.1	2
	未被提名	3366		1
		Total: 3541		

#### 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？

票数百分比排名	票数	公司数	公司比例 (%)	标准值
0-5%	14 票或以上	12	4.9	5
6-15%	5-13 票	25	10.0	4
16-40%	2-4 票	107	43.7	3
41-100%	1 票	101	41.2	2
	未被提名	3296		1
		Total: 3541		

### 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?

票数百分比排名	票数	公司数	公司比例 (%)	标准值
0-5%	13 票或以上	56	5.3	5
6-15%	7-12 票	117	11.1	4
16-40%	3-6 票	452	43.1	3
41-100%	1-2 票	425	40.1	2
	未被提名	2491		1
		Total: 3541		

### D. ESG (权重 1/10, 10%)

董秘回答的问题: 您认为哪三家公司分别在 ESG 实践中 a) 环境方面 (E) 做得最好; b) 社会方面 (S) 做得最好; c) 治理方面 (G) 做得最好?

票数百分比排名	票数	公司数	公司比例 (%)	标准值
0-5%	12 票或以上	37	5.2	5
6-15%	6-11 票	81	11.3	4
16-40%	3-5 票	235	32.8	3
41-100%	1-2 票	363	50.7	2
	未被提名	2825		1
		Total: 3541		



## E. 监管问询（权重 1/5，20%）

各公司在 2016 年 1 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日期间公开的监管处罚记录和问询函记录，监管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）。监管处罚分为非罚款类处罚和罚款类处罚，分别占监管问询得分的 25% 和 50%，问询函记录占监管问询得分的 25%。

### E1. 非罚款类处罚（批评，警告，谴责）(25%)

处罚次数百分比排名	处罚次数	公司数	公司比例 (%)	标准值
0-5%	7 次或以上	87	6.8	1
6-15%	4-6 次	114	8.9	2
16-40%	2-3 次	493	38.3	3
41-100%	1 次	593	46.1	4
	未被处罚	2254		5
		Total: 3541		

### E2. 罚款类处罚（罚款，没收违法所得）(50%)

处罚次数百分比排名	处罚次数	公司数	公司比例 (%)	标准值
0-5%	4 次或以上	9	3.5	1
6-15%	3 次	17	6.5	2
16-40%	2 次	55	21.1	3
41-100%	1 次	180	69.0	4
	未被处罚	3280		5
		Total: 3541		

### E3. 问询函 (25%)

处罚次数百分比排名	处罚次数	公司数	公司比例 (%)	标准值
0-5%	11 次或以上	123	5.5	1
6-15%	6-10 次	271	12.2	2
16-40%	3-5 次	599	27.0	3
41-100%	1-2 次	1229	55.3	4
	未被问询	1319		5
		Total: 3541		

## F. 财务报表分析指标（权重 1/5，20%）

使用 2017-2019 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 模型估计的操纵性应计项目绝对值取过去两年的均值。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 推荐的模型估计其异常贷款损失准备金。对金融和银行企业缺失值取 3。

百分比排名	DAK 均值	DAK 公司数	DDM 均值	DDM 公司数	标准值
0-20%	0.0123	698	0.0227	677	5
21-40%	0.0259	699	0.0499	679	4
41-60%	0.0416	698	0.0855	682	3
61-80%	0.0576	700	0.1153	678	2
81-100%	0.1002	699	0.2019	679	1
		Total: 3494		Total: 3395	

## 2. 指数排名前 500 的上市公司描述统计

**指数得分：**排名前 500 的公司（简称“Top 500 公司”）平均透明度指数为 3.02，其中透明度指数得分最高的公司为 4.67。前 500 家企业中，超过 25% 的企业都得到了分析师和机构投资者的推荐，超过 75% 的企业得到了董秘的推荐。排名前 500 的企业的平均 ESG 得分为 2.61，超过 50% 的企业得到了董秘的推荐。前 500 的企业很少受到监管机构的处罚和问询函，平均监管问询得分为 3.67。排名前 500 的企业的平均盈余质量评分为 4.77，其中超过 75% 的企业盈余质量处于所有上市公司的前 40%。

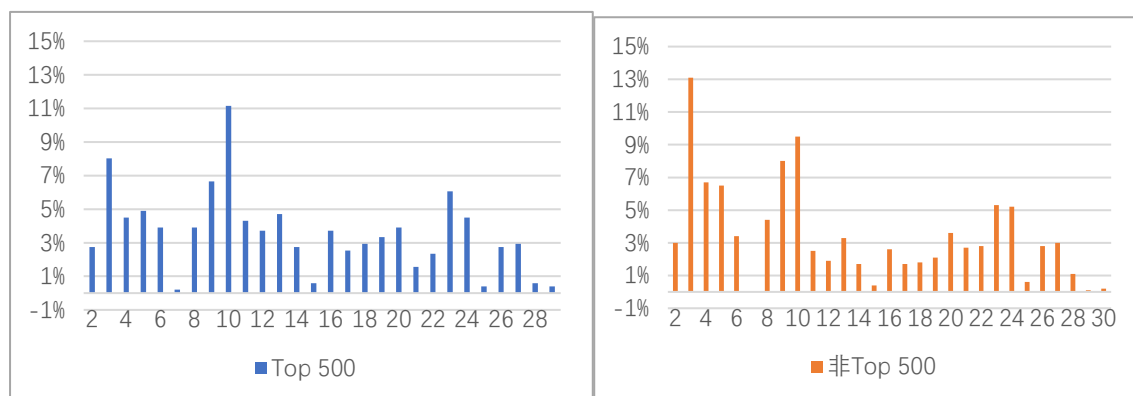
评分项	均值	最小值	P25	中位数	P75	最大值
指数	3.02	2.63	2.73	2.88	3.10	4.67
分析师评分	1.58	1.00	1.00	1.00	2.00	5.00
机构评分	1.68	1.00	1.00	1.00	2.00	5.00
董秘评分	3.17	1.00	3.00	3.00	4.00	5.00
ESG 评分	2.61	1.00	2.00	3.00	3.00	5.00
监管问询	3.67	1.00	3.00	3.50	4.50	5.00
盈余质量	4.77	2.25	4.50	4.75	5.00	5.00

**行业分布：**Top 500 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、卫生与社会工作、房地产业、农林牧渔业和建筑业的平均指数的分较高。

**产权性质：**Top 500 公司中，有 55% 是民营企业，平均指数得分为 3.00。45% 为国有企业，平均指数得分为 3.05，略高于民营企业。

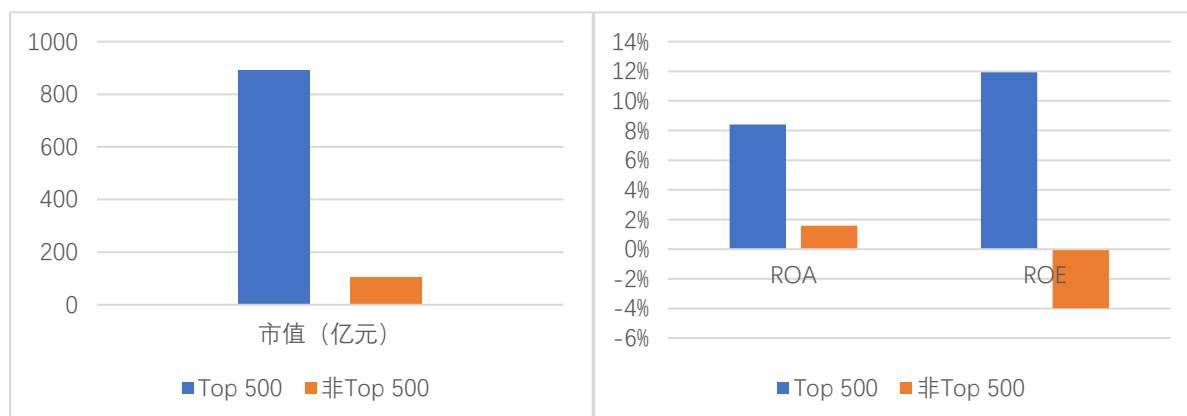
**交易所：**Top 500 公司中，有 249 家在上海证券交易所上市，其余 262 家在深圳证券交易所上市（因为有指数得分相同的企业，所以总的排名前 500 企业数目超过了 500）。有 309 家在主板上市，128 家在中小板上市，74 家在创业板上市。主板上市的企业平均指数得分较高，为 3.05，中小板和创业板上市公司的平均指数得分接近，分别为 2.97 和 2.98。

**上市时间：**从上市时间来看，年轻的公司和上市年限较长的公司均在 Top 500 公司中有所分布。Top 500 公司平均上市年限为 13.2 年，非 Top 500 公司平均上市年限为 12.4，略低于 Top 500 公司。



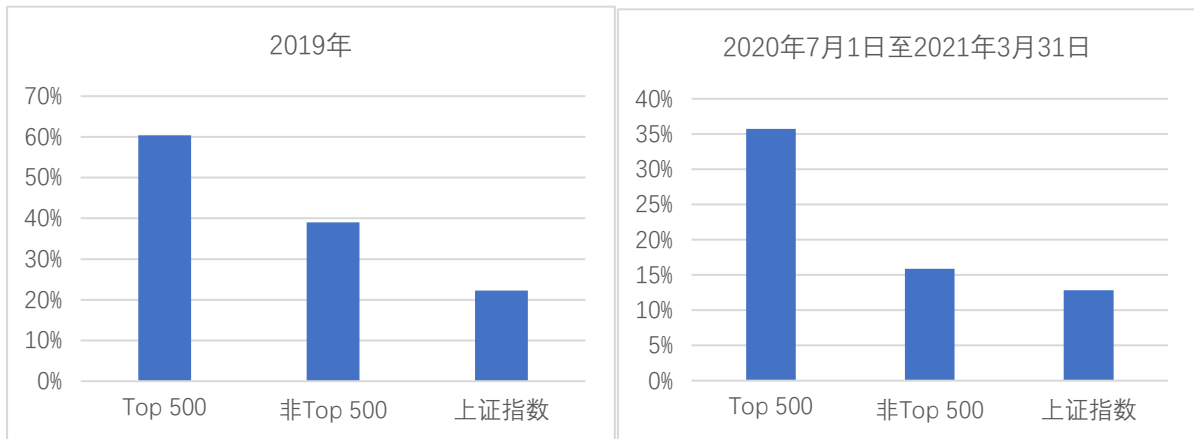
**市值：**如下图所示，Top 500 公司在市值上要远大于其他企业，截止到 2020 年 12 月 31 日，其平均市值分别为 891 亿元和 104 亿元。

**盈利能力：**从总资产报酬率（ROA）来看，Top 500 公司的平均 ROA 比其他企业高出 5.3%，净资产收益率（ROE）的差距更大，相差近 16%。



### 3. 资本市场对高信息质量高透明度公司的回报：

为了考察资本市场对高信息质量、高透明度公司的回报，我们计算了 Top 500 的公司的累积股票回报（按市值加权），并与非 Top 500 的公司和上证指数的回报进行了比较。我们分别计算 2019 年全年，和 2020 年 7 月 1 日到 2021 年 3 月 31 日期间的股票回报。2020 年 1 到 6 月为指数研制期，排除在外。2019 年全年，上证指数上涨了 22.3%。Top 500 公司 2019 年的股票回报为 60.4%，然而非 Top 500 公司股票回报仅为 39.04%。从 2020 年 7 月 1 日到 2021 年 3 月 31 日，上证指数上涨了 12.85%，Top 500 公司的累积股票回报为 35.7%，而非 Top 500 公司股票回报为 15.9%，同样远低于 Top 500 公司。这一结果说明，高信息质量的公司资本市场中得到回报。这一结论与前两届指数一致。



#### 4. 指数排名前 500 的上市公司名单（按行业排序）

证券简称	股票代码	行业大类名称	证券简称	股票代码	行业大类名称
圣农发展	002299	农、林、牧、渔业	益生股份	002458	农、林、牧、渔业
牧原股份	002714	农、林、牧、渔业	仙坛股份	002746	农、林、牧、渔业
国联水产	300094	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	好当家	600467	农、林、牧、渔业
山西焦煤	000983	采矿业	通源石油	300164	采矿业
中国石化	600028	采矿业	兖州煤业	600188	采矿业
广汇能源	600256	采矿业	中金黄金	600489	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	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	洛阳钼业	603993	采矿业
神州高铁	000008	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
中国长城	000066	制造业	TCL 科技	000100	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
徐工机械	000425	制造业	丽珠集团	000513	制造业
柳工	000528	制造业	云南白药	000538	制造业
航天发展	000547	制造业	烽火电子	000561	制造业
泸州老窖	000568	制造业	长安汽车	000625	制造业
格力电器	000651	制造业	长春高新	000661	制造业
山推股份	000680	制造业	恒逸石化	000703	制造业
中信特钢	000708	制造业	京东方 A	000725	制造业
振华科技	000733	制造业	中航西飞	000768	制造业
中核科技	000777	制造业	新兴铸管	000778	制造业
四川九洲	000801	制造业	五粮液	000858	制造业
新希望	000876	制造业	中鼎股份	000887	制造业
双汇发展	000895	制造业	新洋丰	000902	制造业
海信家电	000921	制造业	紫光股份	000938	制造业
安泰科技	000969	制造业	中科三环	000970	制造业
浪潮信息	000977	制造业	华工科技	000988	制造业
华润三九	000999	制造业	新和成	002001	制造业
鸿达兴业	002002	制造业	伟星股份	002003	制造业
华兰生物	002007	制造业	大族激光	002008	制造业
中航机电	002013	制造业	东信和平	002017	制造业
科华生物	002022	制造业	航天电器	002025	制造业

证券简称	股票代码	行业大类名称	证券简称	股票代码	行业大类名称
思源电气	002028	制造业	七匹狼	002029	制造业
苏泊尔	002032	制造业	黑猫股份	002068	制造业
太阳纸业	002078	制造业	中材科技	002080	制造业
中环股份	002129	制造业	顺络电子	002138	制造业
拓邦股份	002139	制造业	广电运通	002152	制造业
通富微电	002156	制造业	中航光电	002179	制造业
纳思达	002180	制造业	劲嘉股份	002191	制造业
金风科技	002202	制造业	大连重工	002204	制造业
国统股份	002205	制造业	大立科技	002214	制造业
奥特迅	002227	制造业	大华股份	002236	制造业
歌尔股份	002241	制造业	九阳股份	002242	制造业
大洋电机	002249	制造业	泰和新材	002254	制造业
利尔化学	002258	制造业	东方雨虹	002271	制造业
水晶光电	002273	制造业	光迅科技	002281	制造业
奥飞娱乐	002292	制造业	洋河股份	002304	制造业
海大集团	002311	制造业	普利特	002324	制造业
富安娜	002327	制造业	漫步者	002351	制造业
杰瑞股份	002353	制造业	康力电梯	002367	制造业
北方华创	002371	制造业	伟星新材	002372	制造业
新北洋	002376	制造业	东山精密	002384	制造业
长青股份	002391	制造业	星网锐捷	002396	制造业
和而泰	002402	制造业	雅克科技	002409	制造业
高德红外	002414	制造业	海康威视	002415	制造业
科伦药业	002422	制造业	兴森科技	002436	制造业
龙星化工	002442	制造业	巨星科技	002444	制造业
国星光电	002449	制造业	赣锋锂业	002460	制造业
沪电股份	002463	制造业	海格通信	002465	制造业
立讯精密	002475	制造业	大金重工	002487	制造业
荣盛石化	002493	制造业	老板电器	002508	制造业
天顺风能	002531	制造业	鸿路钢构	002541	制造业
洽洽食品	002557	制造业	森马服饰	002563	制造业
索菲亚	002572	制造业	好想你	002582	制造业
史丹利	002588	制造业	比亚迪	002594	制造业
领益智造	002600	制造业	龙蟒佰利	002601	制造业
安洁科技	002635	制造业	雪迪龙	002658	制造业
龙泉股份	002671	制造业	煌上煌	002695	制造业
雄韬股份	002733	制造业	利民股份	002734	制造业
葵花药业	002737	制造业	坚朗五金	002791	制造业
恩捷股份	002812	制造业	裕同科技	002831	制造业

证券简称	股票代码	行业大类名称	证券简称	股票代码	行业大类名称
科达利	002850	制造业	麦格米特	002851	制造业
周大生	002867	制造业	长缆科技	002879	制造业
中宠股份	002891	制造业	深南电路	002916	制造业
蒙娜丽莎	002918	制造业	鹏鼎控股	002938	制造业
乐普医疗	300003	制造业	亿纬锂能	300014	制造业
硅宝科技	300019	制造业	机器人	300024	制造业
钢研高纳	300034	制造业	回天新材	300041	制造业
中航电测	300114	制造业	瑞普生物	300119	制造业
智飞生物	300122	制造业	汇川技术	300124	制造业
泰胜风能	300129	制造业	瑞凌股份	300154	制造业
东富龙	300171	制造业	中海达	300177	制造业
聚光科技	300203	制造业	天喻信息	300205	制造业
欣旺达	300207	制造业	洲明科技	300232	制造业
阳光电源	300274	制造业	国瓷材料	300285	制造业
利亚德	300296	制造业	中际旭创	300308	制造业
晶盛机电	300316	制造业	华灿光电	300323	制造业
菲利华	300395	制造业	飞凯材料	300398	制造业
迦南科技	300412	制造业	伊之密	300415	制造业
强力新材	300429	制造业	蓝思科技	300433	制造业
先导智能	300450	制造业	新易盛	300502	制造业
新美星	300509	制造业	久之洋	300516	制造业
康泰生物	300601	制造业	飞荣达	300602	制造业
尚品宅配	300616	制造业	亿联网络	300628	制造业
金陵体育	300651	制造业	沪宁股份	300669	制造业
佩蒂股份	300673	制造业	光威复材	300699	制造业
宁德时代	300750	制造业	迈瑞医疗	300760	制造业
包钢股份	600010	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	华润双鹤	600062	制造业
同仁堂	600085	制造业	特变电工	600089	制造业
上汽集团	600104	制造业	中国卫星	600118	制造业
兴发集团	600141	制造业	金发科技	600143	制造业
中国巨石	600176	制造业	生益科技	600183	制造业
复星医药	600196	制造业	生物股份	600201	制造业
浙江医药	600216	制造业	南山铝业	600219	制造业
恒瑞医药	600276	制造业	安琪酵母	600298	制造业
安迪苏	600299	制造业	万华化学	600309	制造业
平高电气	600312	制造业	恒力石化	600346	制造业
浙江龙盛	600352	制造业	江西铜业	600362	制造业

证券简称	股票代码	行业大类名称	证券简称	股票代码	行业大类名称
宁波韵升	600366	制造业	中航电子	600372	制造业
健康元	600380	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
宁夏建材	600449	制造业	扬农化工	600486	制造业
精工钢构	600496	制造业	烽火通信	600498	制造业
贵州茅台	600519	制造业	中天科技	600522	制造业
中铁工业	600528	制造业	天士力	600535	制造业
厦门钨业	600549	制造业	康缘药业	600557	制造业
金自天正	600560	制造业	长电科技	600584	制造业
海螺水泥	600585	制造业	新华医疗	600587	制造业
光明乳业	600597	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
上海石化	600688	制造业	海尔智家	600690	制造业
三安光电	600703	制造业	祁连山	600720	制造业
华域汽车	600741	制造业	一汽富维	600742	制造业
中航沈飞	600760	制造业	东方通信	600776	制造业
华新水泥	600801	制造业	马钢股份	600808	制造业
山西汾酒	600809	制造业	神马股份	600810	制造业
上海机电	600835	制造业	东方电气	600875	制造业
宏发股份	600885	制造业	伊利股份	600887	制造业
新疆众和	600888	制造业	航发动力	600893	制造业
广日股份	600894	制造业	爱柯迪	600933	制造业
建设机械	600984	制造业	四创电子	600990	制造业
隆基股份	601012	制造业	恒立液压	601100	制造业
中国一重	601106	制造业	工业富联	601138	制造业
东材科技	601208	制造业	桐昆股份	601233	制造业
广汽集团	601238	制造业	骆驼股份	601311	制造业
陕鼓动力	601369	制造业	东风股份	601515	制造业
中国铝业	601600	制造业	中信重工	601608	制造业
长城汽车	601633	制造业	上海电气	601727	制造业
中国中车	601766	制造业	星宇股份	601799	制造业
正泰电器	601877	制造业	苏垦农发	601952	制造业
玲珑轮胎	601966	制造业	中国重工	601989	制造业
千禾味业	603027	制造业	川仪股份	603100	制造业
福达股份	603166	制造业	华正新材	603186	制造业
江山欧派	603208	制造业	新凤鸣	603225	制造业
菲林格尔	603226	制造业	景旺电子	603228	制造业
海天味业	603288	制造业	泰瑞机器	603289	制造业



证券简称	股票代码	行业大类名称	证券简称	股票代码	行业大类名称
得邦照明	603303	制造业	梅轮电梯	603321	制造业
安井食品	603345	制造业	华达科技	603358	制造业
水星家纺	603365	制造业	今世缘	603369	制造业
绝味食品	603517	制造业	健盛集团	603558	制造业
普莱柯	603566	制造业	地素时尚	603587	制造业
口子窖	603589	制造业	珀莱雅	603605	制造业
禾丰牧业	603609	制造业	韩建河山	603616	制造业
璞泰来	603659	制造业	龙马环卫	603686	制造业
纽威股份	603699	制造业	七一二	603712	制造业
三棵树	603737	制造业	华友钴业	603799	制造业
志邦家居	603801	制造业	福斯特	603806	制造业
歌力思	603808	制造业	顾家家居	603816	制造业
欧派家居	603833	制造业	桃李面包	603866	制造业
好莱客	603898	制造业	晨光文具	603899	制造业
永创智能	603901	制造业	兆易创新	603986	制造业
康德莱	603987	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	兴蓉环境	000598	电力、热力、燃气及水生产和供应业
宝新能源	000690	电力、热力、燃气及水生产和供应业	黔源电力	002039	电力、热力、燃气及水生产和供应业
华能水电	600025	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	三峡水利	600116	电力、热力、燃气及水生产和供应业
金山股份	600396	电力、热力、燃气及水生产和供应业	申能股份	600642	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	新奥股份	600803	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
重庆燃气	600917	电力、热力、燃气及水生产和供应业	节能风电	601016	电力、热力、燃气及水生产和供应业
深圳燃气	601139	电力、热力、燃气及水生产和供应业	中国核电	601985	电力、热力、燃气及水生产和供应业
金螳螂	002081	建筑业	亚厦股份	002375	建筑业
广田集团	002482	建筑业	东易日盛	002713	建筑业
郑中设计	002811	建筑业	中装建设	002822	建筑业
葛洲坝	600068	建筑业	上海建工	600170	建筑业
中国化学	601117	建筑业	中国铁建	601186	建筑业

证券简称	股票代码	行业大类名称	证券简称	股票代码	行业大类名称
中国中铁	601390	建筑业	中国中冶	601618	建筑业
中国建筑	601668	建筑业	中国电建	601669	建筑业
中国交建	601800	建筑业	江河集团	601886	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
华东医药	000963	批发和零售业	建发股份	600153	批发和零售业
广汇汽车	600297	批发和零售业	苏美达	600710	批发和零售业
重庆百货	600729	批发和零售业	厦门国贸	600755	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
九州通	600998	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	家家悦	603708	批发和零售业
盐田港	000088	交通运输、仓储和邮政业	招商公路	001965	交通运输、仓储和邮政业
南京港	002040	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
恒基达鑫	002492	交通运输、仓储和邮政业	日照港	600017	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	南方航空	600029	交通运输、仓储和邮政业
铁龙物流	600125	交通运输、仓储和邮政业	深高速	600548	交通运输、仓储和邮政业
大秦铁路	601006	交通运输、仓储和邮政业	春秋航空	601021	交通运输、仓储和邮政业
中国国航	601111	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
德邦股份	603056	交通运输、仓储和邮政业	华贸物流	603128	交通运输、仓储和邮政业
密尔克卫	603713	交通运输、仓储和邮政业	首旅酒店	600258	住宿和餐饮业
锦江酒店	600754	住宿和餐饮业	神州信息	000555	信息传输、软件和信息 技术服务业
远光软件	002063	信息传输、软件和信息 技术服务业	东华软件	002065	信息传输、软件和信息 技术服务业
梦网科技	002123	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	千方科技	002373	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
二六三	002467	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

证券简称	股票代码	行业大类名称	证券简称	股票代码	行业大类名称
完美世界	002624	信息传输、软件和信息 技术服务业	豆神教育	300010	信息传输、软件和信息 技术服务业
顺网科技	300113	信息传输、软件和信息 技术服务业	万达信息	300168	信息传输、软件和信息 技术服务业
汉得信息	300170	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
卫宁健康	300253	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
金卡智能	300349	信息传输、软件和信息 技术服务业	光环新网	300383	信息传输、软件和信息 技术服务业
创业慧康	300451	信息传输、软件和信息 技术服务业	深信服	300454	信息传输、软件和信息 技术服务业
科大国创	300520	信息传输、软件和信息 技术服务业	和仁科技	300550	信息传输、软件和信息 技术服务业
丝路视觉	300556	信息传输、软件和信息 技术服务业	宇信科技	300674	信息传输、软件和信息 技术服务业
歌华有线	600037	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
中国软件	600536	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
用友网络	600588	信息传输、软件和信息 技术服务业	东方明珠	600637	信息传输、软件和信息 技术服务业
佳都科技	600728	信息传输、软件和信息 技术服务业	浪潮软件	600756	信息传输、软件和信息 技术服务业
宝信软件	600845	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
人民网	603000	信息传输、软件和信息 技术服务业	超讯通信	603322	信息传输、软件和信息 技术服务业
新华网	603888	信息传输、软件和信息 技术服务业	平安银行	000001	金融业
广发证券	000776	金融业	长江证券	000783	金融业
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
招商证券	600999	金融业	中信建投	601066	金融业
国泰君安	601211	金融业	中国平安	601318	金融业
中国人保	601319	金融业	兴业证券	601377	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	华泰证券	601688	金融业
建设银行	601939	金融业	中国银行	601988	金融业
万科 A	000002	房地产业	招商蛇口	001979	房地产业

证券简称	股票代码	行业大类名称	证券简称	股票代码	行业大类名称
保利地产	600048	房地产业	金地集团	600383	房地产业
蓝光发展	600466	房地产业	绿地控股	600606	房地产业
陆家嘴	600663	房地产业	分众传媒	002027	租赁和商务服务业
广博股份	002103	租赁和商务服务业	南极电商	002127	租赁和商务服务业
怡亚通	002183	租赁和商务服务业	省广集团	002400	租赁和商务服务业
东方嘉盛	002889	租赁和商务服务业	蓝色光标	300058	租赁和商务服务业
厦门象屿	600057	租赁和商务服务业	易见股份	600093	租赁和商务服务业
中青旅	600138	租赁和商务服务业	美凯龙	601828	租赁和商务服务业
中国中免	601888	租赁和商务服务业	畅联股份	603648	租赁和商务服务业
华测检测	300012	科学研究和技术服务业	苏文科	300284	科学研究和技术服务业
华建集团	600629	科学研究和技术服务业	中国汽研	601965	科学研究和技术服务业
华设集团	603018	科学研究和技术服务业	药明康德	603259	科学研究和技术服务业
启迪环境	000826	水利、环境和公共设施 管理业	峨眉山 A	000888	水利、环境和公共设施 管理业
东方园林	002310	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
铁汉生态	300197	水利、环境和公共设施 管理业	节能国祯	300388	水利、环境和公共设施 管理业
瀚蓝环境	600323	水利、环境和公共设施 管理业	上海环境	601200	水利、环境和公共设施 管理业
伟明环保	603568	水利、环境和公共设施 管理业	爱尔眼科	300015	卫生和社会工作
泰格医药	300347	卫生和社会工作	通策医疗	600763	卫生和社会工作
金域医学	603882	卫生和社会工作	华数传媒	000156	文化、体育和娱乐业
宋城演艺	300144	文化、体育和娱乐业	芒果超媒	300413	文化、体育和娱乐业
华凯创意	300592	文化、体育和娱乐业	时代出版	600551	文化、体育和娱乐业
中国电影	600977	文化、体育和娱乐业	中南传媒	601098	文化、体育和娱乐业
风语筑	603466	文化、体育和娱乐业			