

经济转型



JINGJI ZHUANXING
GONGSI ZHILUYU
SHANGSHI GONGSI JIXIAO

公司治理与上市公司绩效

◎陈立泰 著

重庆大学出版社

经济转型 公司治理 与上市公司绩效

陈立泰 著

重庆大学出版社

内 容 简 介

中国上市公司的绩效问题已经成为人们关注的热点。本书在全面梳理国内外企业绩效决定理论和实证文献的基础上,详细考察了中国上市公司绩效的现状、影响绩效的关键因素以及这些因素对公司绩效的作用机制。主要内容包括:相关理论和文献的一般考察、企业绩效评价与中国上市公司绩效问题、转型时期上市公司绩效问题分析框架、股权分置与上市公司绩效、内部治理结构与上市公司绩效、资本结构与上市公司绩效、公司控制权市场与上市公司绩效、宏观经济环境、证券市场制度与上市公司绩效等方面的内容。本书注重理论和实证相结合,运用辩证分析和系统分析、制度分析和博弈分析等方法进行研究,在结论、数据和对策方面均有重要突破。本书对读者从事关于上市公司的理论研究或了解中国上市公司和资本市场的状况具有重要的参考价值。

图书在版编目(CIP)数据

经济转型 公司治理与上市公司绩效/陈立泰著.
重庆:重庆大学出版社,2006.3
ISBN 7-5624-3623-1

I. 经... II. 陈... III. 上市公司—企业管理—研
究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 020352 号

经济转型 公司治理与上市公司绩效

陈立泰 著

责任编辑:孙英姿 吴修燕 版式设计:孙英姿
责任校对:邹 忌 责任印制:张 策

*

重庆大学出版社出版发行

出版人:张鸽盛

社址:重庆市沙坪坝正街174号重庆大学(A区)内

邮编:400030

电话:(023) 65102378 65105781

传真:(023) 65103686 65105565

网址:<http://www.cqup.com.cn>

邮箱:fxk@cqup.com.cn (市场营销部)

全国新华书店经销

重庆科情印务有限公司印刷

开本:880×1230 1/32 印张:10 字数:288千

2006年3月第1版 2006年3月第1次印刷

ISBN 7-5624-3623-1 定价:25.00元

本书如有印刷、装订等质量问题,本社负责调换

版权所有,请勿擅自翻印和用本书

制作各类出版物及配套用书,违者必究

序

自1990年12月上海证券交易所成立至今,我国上市公司的数量已超过1300家(A股、B股合计),其市值已超过3万亿元。但是,在上市公司数量不断增加的同时,上市公司的绩效却未能得到逐步提高,甚至相当一部分公司上市后出现“一年绩优,二年绩平,三年绩亏”这种不正常的现象。近几年来,随着我国股票市场指数大幅下跌,中国上市公司绩效问题或者质量问题已成为社会关注的焦点,《国务院关于推进资本市场改革和发展的若干意见》[国发(2004)3号]也专门对提高上市公司质量提出了明确的要求。在这种背景下,对中国上市公司绩效状况客观地进行评价,探讨导致这种状况的因素以及这些因素与上市公司绩效之间的作用机制,应该如何来提升上市公司绩效等问题,显得尤为重要而又紧迫。作者选择这一重大而又影响深远的问题进行研究,具有重要的理论价值和实践意义。

研究中国上市公司绩效问题的相关著述不少,但从我国目前转型经济的大背景,特别是我国证券市场所具有的不成熟的特征出发,致力于研究中国上市公司的特殊治理机制及其对上市公司绩效的影响的全面深入的著述却不多见。本书在梳理国内外企业绩效决定理论和实证文献的基础上,详细考察了中国上市公司绩效的现状、影响绩效的关键因素以及这些因素对公司绩效的作用机制。作者注重理论和实证相结合,运用辩证分析和系统分析、制度分析和博弈分析等方法进行研究,在收集了大量资料的基础上完成了这本专著。

本书有以下几个方面的特点:

第一,分析角度的综合性。作者构筑了一个转型经济大背景影响公司治理、公司治理决定公司绩效的分析框架,创建了企业绩效决定的综合模型,界定了影响中国上市公司绩效的几个关键因素:股权分置、内部治理结构缺陷、债权治理机制失效、公司控制权市场低效率、宏观经济波动、证券市场制度缺陷等。

第二,作者从分析我国上市公司股权结构的显著特征——股权分置出发,通过理论与实证研究,得出了股权分置严重影响上市公司绩效的结论。理论研究重点揭示了股权分置影响公司绩效的作用机制,即股权分置导致流通股股东和非流通股股东利益分离,扭曲激励机制,导致控股股东非理性的战略行为,从而造成上市公司绩效低下的事实。实证研究发现,股权分置与国有控股问题相互交织,使得二者对公司绩效的影响复杂化。

第三,对公司治理的实践问题进行了细致入微的分析。作者从理论和实证两方面考察了我国上市公司内部治理结构对公司绩效的影响,提出内部治理结构的严重缺陷导致了公司绩效不佳。该专著详细分析了内部治理机制发挥作用的状况,明确指出:我国上市公司,尤其是由传统国有企业转化而来的上市公司,由于受到制度变迁不彻底和利益集团博弈等多种因素影响,具有以下严重缺陷:委托主体不明确与股东控制机制行政化;董事会的关键人控制导致董事会事实上被虚置;大股东与中小股东在股东权利与责任方面存在较大差别;监事会形同虚设;经理人选择仍由国有大股东控制,有效的经理人市场尚不存在;经理人的激励约束机制失效。这些问题严重影响了上市公司绩效。

当然,作为一本探索性的著作,本书只是一个良好的开端。而且,由于本书所涉及的问题较大,难度较高,时间紧迫,因此,还存在着一些不足之处。如作者对提升上市公司绩效水平的政策建议方面似乎应该再多费点笔墨。对影响我国转型时期上市公司的运行成本——主要是与转型环境相适应的成本,如对规则转换、市场与政府的制度转换等的适应成本再做更深的分析,无疑将增加本书的学理性。

朱方明

2006年3月16日于四川大学

前 言

自 1990 年 12 月上海证券交易所成立以来的 10 多年间,中国证券市场最重要的组成部分——股票市场取得了显著的成效。截止到 2004 年 12 月 31 日,中国上市公司的数量已达到 1 377 家(A 股、B 股合计),其市值约占到全国 GDP 的 1/4。但是,在数量大扩张的同时,上市公司的绩效却未能得到逐步提高。这个问题严重影响着中国证券市场的发展。其根本原因在于中国正处于从传统计划经济体制向社会主义市场经济体制转型的过程之中,各个利益阶层之间的博弈还远未达到理想的均衡状态。经济转型的大背景使得中国上市公司的治理机制与成熟市场经济中的上市公司有较大差异,从而导致中国上市公司绩效不佳。

在这种背景下,研究以下问题显得尤为重要:我国上市公司目前的绩效状况究竟怎样?这种状况是如何形成的?是制度原因,还是管理原因,或者是经济周期的影响?我们又应该怎样来提升上市公司的绩效?正确认识和评价中国上市公司的绩效状况,详细分析绩效问题的成因并提出相应的对策,具有十分重要的意义。

实际上,借助 EVA 等多种评价方法,我们看到,中国上市公司整体绩效不佳,表现为毁灭价值,这令人费解。显然,从成熟市场经济国家的角度看,很难找到问题的原因,但是如果从我国经济转型的大背景出发,原因就比较清楚了。首先,由于我国正处于经济转型时期,上市公司的身份并不具有一般意义上的特点,即很多上市公司并不符合通常意义的上市条件,其前身——国有企业——缺乏自生能力,或者转型时期公司上市的条件与正常的上市条件存在差异。其次,在经济转型时期,上市公司的治理结构不健全,导致对代理人的激励约束失效,难以保证其行为符合公司绩效提高的方向。再次,在经济转型时期,我国上市公司的债权治理机制失效,控制权市场的治理功能难以发挥,也影响了上市公司绩效水平的提高。此外,我国宏

观经济环境的变化也是影响上市公司整体绩效的重要因素。总之,要寻找我国上市公司整体绩效不佳的原因,寻求提高上市公司绩效的途径,必须从经济转型的大背景出发。

本书将理论与实证研究紧密结合,运用马克思主义的辩证分析方法、系统分析方法以及西方经济学的制度分析方法、历史分析方法、博弈分析方法等方法来进行研究,在以下几方面有所创新:

1. 构筑了一个对中国上市公司绩效问题进行解释的综合分析框架,并进行了验证。框架体系具有创新性。目前,国内外对上市公司绩效的研究都十分注重分析方法的应用,重视从某一角度来分析,系统研究相对不足,这往往导致了见树木而不见森林,使得对上市公司绩效的影响因素的认知造成偏颇。本书在借鉴既有研究的基础上,强调综合研究方法。首先,在广泛收集资料的基础上,对上市公司绩效进行了分析评价并得出了结论:我国上市公司绩效总体表现不佳。然后,将中国上市公司置于转型经济的大背景中进行分析,提出了转型经济的大背景影响公司治理,而公司治理作用于公司绩效的分析框架。一般说来,完善的公司治理结构、有效的公司治理机制是上市公司具有较高绩效水平的必要条件,即无之必不然,而有之未必然。公司绩效是公司治理水平的集中体现,良好公司治理机制的缺失必然使公司绩效水平低下。建立在这样的认识基础上,本书主要考察了在我国转型经济中公司治理的核心机制:股东治理、公司内部治理结构、债权治理和控制权市场治理等机制,对这些核心机制的现状、缺失以及它们对公司绩效的作用机制进行了详细的分析,在此基础上,提出了相应的对策。

2. 提出了“股权分置严重影响了中国上市公司绩效”的结论。当前,股权分置已经成为学术界讨论的热点,但是,这些讨论主要集中在股权分置对我国资本市场的发展影响方面,而就股权分置对中国上市公司绩效的影响研究尚不充分。股权分置是我国上市公司的一个显著特征,是我国转型时期上市公司制度安排的最主要缺陷,它导致了股东权利和义务的失衡。股权分置又与国有控股问题交织在一起,从而使问题更加复杂化。它通过扭曲激励机制,导致上市公司非理性战略行为,扭曲上市公司融资机制,促使上市公司进行投机性并

购重组,致使了上市公司绩效水平低下。然而,股权分置的产生却有其历史必然性。随着社会主义市场经济的进一步发展,股权分置逐渐成为了中国上市公司制度安排中最突出的矛盾。为此本书对股权分置与上市公司绩效的关系进行了理论和实证研究,认为股权分置对中国上市公司绩效有重要影响。理论研究重点揭示了股权分置影响公司绩效的机制,实证分析则表明,非流通股比重与上市公司绩效之间存在着横S形的非线性关系,即存在着双拐点。这充分说明了股权分置是影响上市公司绩效的一个主要因素。政策含义是,国有股减持必然伴随我国上市公司的全流通,只有这两者结合起来才能根本改变我国上市公司绩效不佳的窘境。通过全流通实现股权的相对分散,从而为完善上市公司的内外部治理机制创造良好的条件。

3. 笔者认为:内部治理结构的严重缺陷影响了中国上市公司绩效。上市公司的委托代理关系可分为两个层次,即股东会与董事会(非独立董事和独立董事)和董事会与经理团队。监事会是治理结构中重要的约束机制,独立董事的一项重要功能也是发挥监督作用。内部治理是上市公司治理的重要内容。它通过激励约束机制解决委托人和代理人之间利益不一致的问题。这种不一致源于委托人和代理人之间的信息不对称和由此而来的代理人的机会主义行为。本书详细分析了我国上市公司的内部治理机制发挥作用的情况,指出,我国的上市公司,尤其是由传统国有企业转化而来的上市公司,由于受到制度变迁不彻底和利益集团复杂等多种因素的影响,其内部治理中的委托代理关系,不仅要解决一般的委托代理问题,更需要解决基于制度变迁的制度问题。

4. 笔者研究发现:中国上市公司资产负债率与公司绩效成反方向变动,且最优资本结构远远低于国际水平。从国外的经验看,企业的高负债并不必然导致企业的经营低效,问题的关键在于债权的治理是否有效。有效的债权治理,迫使企业的经营者努力去改善企业的经营状况,提升公司绩效。国外的经验研究大都表明财务杠杆与企业价值正相关。本书实证研究表明:其一,在我国上市公司中,绩效比较好者,其资产负债率偏低;而负债率较高者,其业绩一般都比较差,这和国际证据不一致。其二,我国上市公司最优资本结构水平

远低于国际水平。对此的一个可能解释是,我国企业债务的约束功能微弱,我国目前债务的约束是软约束,企业的债务并未给经营者带来多少压力。由于我国企业最主要的债权人是国有银行,银行与企业的所有者都是国家,因此企业与银行之间的债务债权关系实际上体现为国家对企业资产的最终控制权。银行不能成为上市公司的股东,并且我国《破产法》规定债权人不能对破产企业进行接管等,这使得破产和清算对企业经营者也不具有约束力。

5. 笔者研究发现,我国公司控制权市场的治理作用尚未获得充分发挥。国内外诸多研究表明,有效的公司治理需要完善的内外部机制“齐心合力”。论文考察了转型时期我国上市公司重要的外部治理机制——控制权市场,该市场存在的缺陷主要有:国有股和法人股的不流通阻碍了公司控制权市场的真正形成;控制权转让主要以绩差上市公司为中心、以价值转移和再分配为主要方式;非市场化的动因左右控制权市场;控制权交易缺乏融资机制;控制权转让常与内幕交易和股价操纵等违法行为相关联。通过对实证考察资料的借鉴分析,实证研究从多个角度证明了我国公司控制权市场确实创造了价值,但由于股权分置等严重的制度缺陷,我国公司控制权市场的治理作用还远未发挥出来。

6. 本书对宏观经济波动和证券市场制度环境对上市公司绩效的影响进行了研究。在西方市场经济发达国家,市场相对有效,经济周期主要通过影响股市的涨落来影响上市公司的市场价值。而在我国,股票市场效率仅为弱有效,股票价格不能反映公司经营业绩,宏观经济波动主要通过影响市场供求和物价,从而对上市公司的经营绩效构成影响,与股票的市场价值关联度很弱。自1979年以来,我国已经历5次大的经济波动,通过对1992—2003年的GDP增长和上市公司净资产收益率(ROE)的实证分析,发现反映上市公司经营业绩的指标ROE与GDP的相关度达到0.921,即上市公司经营业绩与GDP之间具有很强的关联性。制度经济的研究表明:制度环境决定经济绩效。在我国经济转型期,发行市场的机制缺陷弱化了市场对企业的选择,缺乏真正的退市机制,使市场缺乏动态自平衡机制,监管弱化导致市场主体行为扭曲,这些制度缺陷均影响了上市公司绩

效。因此,必须进一步深化市场化导向的改革,提升上市公司绩效。

7. 本书着重研究了公司治理对公司绩效的作用机制。以往的研究往往注重揭示两者之间的相关关系,而不注重揭示其作用机制,本书在这方面进行了深入研究。本书紧密结合我国上市公司的实践,在深刻反思中国上市公司制度创新和变革得失的基础上,借鉴国际上市公司的经验,提出了中国上市公司绩效改进和竞争力提升的战略构想与建议。

近年来,随着学术界对上市公司研究的逐步深入,政府部门对上市公司的关注程度的加强,上市公司的治理状况得到了逐步的改善。我们也欣喜地看到,中国的宪政体制与政府机构的改革正在积极地推进,经济法律体系和市场经济制度正在逐步完善,在科学发展观和构建和谐社会的理论指导下,中国证券市场在法律法规建设、中小股东利益保护、优化上市公司治理结构、市场化改革和对外开放等基础设施建设方面取得了一定的成效,特别是2004年《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的颁布,更是使中国证券市场的发展面临着前所未有的机遇。我们正处于一个伟大的巨变中的世界,中国上市公司这个中国最具代表性的企业群体,在成功借鉴并移植成熟市场经验的基础上,通过进一步完善自身制度建设,一定会创造出辉煌的业绩来回报投资者和关爱它们的社会。

目 录

第1章 导论	1
1.1 问题的提出	1
1.1.1 转型时期中国证券市场的发展	1
1.1.2 中国上市公司绩效现状与问题的提出	3
1.1.3 研究意义	6
1.2 研究范畴、思路、结构与方法	7
1.2.1 研究范畴	7
1.2.2 研究思路	9
1.2.3 本书结构	10
1.2.4 研究方法	10
1.3 主要的创新点	12
1.4 小结	15
第2章 相关理论和文献的一般考察	16
2.1 企业绩效决定理论的回顾与评论	16
2.1.1 企业绩效决定的产权论	17
2.1.2 企业绩效决定的超产权论	19
2.1.3 企业绩效决定的企业家论	22
2.1.4 企业绩效决定的能力论	24
2.1.5 企业绩效决定的综合论	26
2.2 上市公司绩效决定的理论与实证研究综述	30
2.2.1 关于股权结构与公司绩效关系的研究	30
2.2.2 关于董事会、管理层和公司绩效关系的研究	38
2.2.3 关于资本结构与公司绩效关系的研究	40
2.2.4 关于控制权市场与公司绩效关系的研究	41
2.3 小结	44

第3章 企业绩效评价与中国上市公司绩效问题	45
3.1 企业绩效的评价指标与方法	45
3.1.1 绩效评价常用财务指标	45
3.1.2 综合评价指标和方法	46
3.1.3 托宾 Q 比率	47
3.1.4 绩效评价的 EVA 指标和方法	48
3.1.5 对以上指标的综合评论	51
3.2 中国上市公司绩效现状	51
3.2.1 上市公司盈利能力逐年衰退	52
3.2.2 上市公司绩效不佳	55
3.2.3 上市公司“变脸”现象普遍,持续经营能力较差	59
3.2.4 上市公司亏损面加大,亏损程度加重,亏损时间延长	60
3.2.5 上市公司创值(EVA)总体上较低	63
3.2.6 关于上市公司绩效现状的结论	65
3.3 小结	66
第4章 转型时期上市公司绩效问题分析框架	67
4.1 企业绩效决定的理论模型	67
4.1.1 影响企业绩效的因素及其关系的概略分析	67
4.1.2 公司管理与绩效的作用模式	68
4.1.3 公司治理与公司管理的关系	69
4.1.4 企业绩效决定的综合模式	74
4.2 转型时期企业绩效决定的特殊性	76
4.2.1 转型经济及其特点	76
4.2.2 转型经济、公司治理与企业绩效	77
4.3 转型时期上市公司绩效决定的关键因素分析	80
4.3.1 股权分置和证券市场制度	81
4.3.2 公司内部治理结构	83
4.3.3 公司资本结构	84

4.3.4 公司控制权市场	85
4.3.5 关键因素之间的逻辑关系讨论	87
4.4 小结	88
第5章 股权分置与上市公司绩效	90
5.1 股权分置的基本状况及其对公司绩效的影响	90
5.1.1 股权分置的形成与现状	90
5.1.2 股权分置对公司绩效的影响	93
5.2 股权分置、股东利益机制与公司绩效	96
5.2.1 流通股股东与非流通股股东不同的利益实现方式	97
5.2.2 流通股股东与非流通股股东行为的博弈分析 ..	103
5.3 股权分置、公司战略行为与公司绩效	106
5.3.1 股权分置对上市公司战略目标定位的影响	107
5.3.2 股权分置对上市公司成长模式的影响	108
5.4 股权分置对公司绩效影响的实证分析	110
5.4.1 变量	111
5.4.2 模型	111
5.4.3 实证结果	111
5.4.4 结论与分析	113
5.5 小结	113
第6章 内部治理结构与上市公司绩效	115
6.1 中国上市公司委托代理关系的特点	115
6.1.1 委托主体不明确与股东控制机制行政化	116
6.1.2 董事会的关键人控制	117
6.1.3 股东权利与责任方面存在较大差别	118
6.2 中国上市公司董事会与公司绩效	119
6.2.1 董事会与上市公司绩效关系的理论	119
6.2.2 上市公司董事会特征	130
6.2.3 上市公司董事会与公司绩效关系的实证分析 ..	136

6.3 中国上市公司监事会与公司绩效	144
6.3.1 监事会的模式及其职能	144
6.3.2 上市公司监事会现状分析	147
6.3.3 上市公司监事行为的博弈分析	151
6.3.4 上市公司监事会与公司绩效关系的实证分析	155
6.4 中国上市公司经理人激励与公司绩效	156
6.4.1 经理人激励的一般理论	156
6.4.2 上市公司经理激励约束机制的特点与激励方式	162
6.4.3 上市公司经理激励与公司绩效关系的实证分析	167
6.5 小结	169
第7章 资本结构与上市公司绩效	170
7.1 资本结构与公司绩效关系的理论	170
7.1.1 代理理论的债权治理观	171
7.1.2 交易成本经济学的债权治理观	172
7.1.3 环境依赖理论的债权治理观	173
7.1.4 对三种理论观点的评述	175
7.2 上市公司资本结构的特征与债权治理机制的现状	176
7.2.1 中国上市公司资本结构的特征	176
7.2.2 影响中国上市公司资本结构的制度分析	177
7.2.3 中国上市公司债权治理机制的现状分析	180
7.3 上市公司资本结构与绩效的实证分析	183
7.3.1 两者关系描述	183
7.3.2 研究假设	184
7.3.3 实证研究	185
7.3.4 对实证结果的分析	186
7.4 小结	191

第8章 控制权市场与上市公司绩效	192
8.1 公司控制权市场概述	192
8.1.1 相关概念	192
8.1.2 公司控制权市场运行的两种具体形式	196
8.1.3 公司控制权市场有效运行的条件	200
8.1.4 影响公司控制权市场的因素	203
8.2 公司控制权市场对公司绩效的影响	206
8.2.1 重构内部治理结构,提升公司绩效	207
8.2.2 对公司经理层形成压力,提升公司绩效	208
8.2.3 形成规模优势,提高公司效率,反作用于公司治理 结构	209
8.3 转型时期的中国上市公司控制权市场	210
8.3.1 上市公司控制权市场的发展及制度背景	210
8.3.2 中国上市公司控制权的转让方式	213
8.3.3 中国上市公司控制权市场的特征与问题	214
8.4 控制权市场对公司绩效影响的实证分析	217
8.5 小结	227
第9章 其他因素对上市公司绩效的影响分析	228
9.1 宏观经济环境对上市公司绩效的影响	228
9.1.1 宏观经济环境与上市公司绩效的一般关系	228
9.1.2 经济转型时期宏观经济环境与上市公司绩效的 关系	231
9.2 证券市场制度环境对上市公司绩效的影响	233
9.2.1 发行市场的机制缺陷弱化了市场对企业的选择	234
9.2.2 缺乏真正的退市机制使市场缺乏动态自平衡机制	238
9.2.3 监管欠完善导致市场主体行为扭曲	242
9.3 小结	245

第 10 章 结论、政策建议及未竟领域	246
10.1 本书的主要结论	246
10.2 提升中国上市公司绩效水平的政策建议	250
10.2.1 积极果断地解决股权分置问题	250
10.2.2 进一步完善上市公司内部治理	251
10.2.3 建立并完善债权人参与公司治理的机制	264
10.2.4 发展控制权市场以改善公司治理	268
10.2.5 进一步深化证券市场制度改革	271
10.3 研究局限及后续研究的思考	275
10.4 小结	276
 参考文献	 277
专家荐语	296
后记	298

图表目录

图 1.1	本书结构图	10
图 2.1	刘苟佳、李骥的超产权绩效模型	21
图 2.2	黄群慧的企业绩效决定的综合模式	26
图 2.3	张维迎的企业绩效决定的综述型框架	27
表 2.1	市场竞争机制对经营者的激励约束作用的表现形式 ...	29
图 2.4	企业绩效的三维分析模式	29
表 2.2	并购公司超额报酬率	42
表 3.1	中国上市公司收益变动表	52
图 3.1	上市公司数量一览图	53
图 3.2	上市公司年度每股收益变化一览图	53
图 3.3	沪深上市公司历年净资产收益率	53
图 3.4	1993 年以后上市公司历年净资产收益率	54
图 3.5	1994 年上市公司历年净资产收益率	54
图 3.6	1995 年上市公司历年净资产收益率	55
图 3.7	1996 年上市公司历年净资产收益率	55
表 3.2	1998—2002 年中国上市公司绩效指标描述性统计值 ...	56
表 3.3	A 股(ST 公司除外)非金融类公司整体自由现金流量 ...	58
表 3.4	上市后平均每年自由现金流量大于零的非金融类公司	58
表 3.5	上市后连续每年产生自由现金流量的 A 股公司	58
表 3.6	1990—2003 年间每年新上市公司数目	59
表 3.7	沪深亏损公司数及其占上市公司总数的比例	61
表 3.8	沪深亏损公司数部分指标统计	61
表 3.9	1995—2001 年沪深上市公司亏损状况的年度比较	62
表 3.10	亏损的持续情况年份亏损公司数	62
图 3.8	1994—1998 年上市公司 EVA 总体分析	63