

中国上市公司 成败实证研究

胡汝银 主编



复旦大学出版社

国家自然科学基金应急研究课题

中国上市公司成败实证研究

主 编 胡汝银

副主编 刘 遒

撰 稿 (按姓氏笔画为序)

司徒大年 刘 遒 张卫东 施东晖

施建辉 胡汝银 傅 浩 攀 登

復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司成败实证研究/胡汝银主编. —上海:
复旦大学出版社, 2003. 2

ISBN 7-309-03442-2

I. 中… II. 胡… III. 上市公司-综合评价-
中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 087174 号

中国上市公司成败实证研究

胡汝银 主编

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 200433

86-21-65118853(发行部) 86-21-65644348(邮购)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 张宇宏

装帧设计 陈萍

总编辑 高若海

出品人 贺圣遂

印刷 上海第二教育学院印刷厂

开本 787 × 1092 1/18

印张 18.5

字数 273 千

版次 2003 年 2 月第一版 2003 年 2 月第一次印刷

印数 1—2 000

书号 ISBN 7-309-03442-2/F·752

定价 30.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

摘 要

上市公司是证券市场的基石,上市公司优良的经营业绩是证券市场保持长久活力的坚实基础。从我国上市公司整体的实际运作业绩看,上市公司的盈利能力存在着明显的逐年衰退现象。具体表现在:

(1) 上市公司盈利能力下降,到 2000 年甚至低于国内非上市公司的平均水平,与国际主要股票市场相比更是差距明显。2000 年,上市公司平均净资产收益率为 7.53%,仅略高于国内国有及国有控股企业(7.36%),低于集体企业(13.61%)、股份制企业(16.55%)、外商投资企业(12.37%)和港澳台投资企业(10.67%),也低于全国平均水平(8.89%)。而国际市场市值最大的 1000 家公司的净资产收益率平均为 19.1%,新兴市场市值最大的前 200 家公司的净资产收益率平均为 14.62%。

(2) 企业上市前的净资产收益率要远远高于上市当年和上市后的净资产收益率,从中也不难推断出上市包装现象的普遍存在。

(3) 净资产收益率在上市后一般呈递减趋势,其中第一、第二年的递减幅度尤其大。

(4) 1996 年以前上市企业的净资产收益率目前已经降至非常低的水平,表明企业上市若干年后基本已经丧失了上市时候的资金使用效率。

企业兴,则市场旺,国家强;企业败,则市场衰,国家弱。上市公司经营绩效的退化现象使得股价指数上升缺乏坚实的内在基础,也使得

市盈率一直维持在高位,从而影响到股市的投资价值和投资者对市场的信心,长此以往,则必将从根本上动摇我国整个证券市场赖以生存和发展的基础。更进一步,随着我国加入 WTO,中国经济融入世界经济浪潮,企业必将直面国际竞争,上市公司作为中国企业的主力军和大型企业的代表,其在全球竞争中的地位不仅直接决定着企业自身的命运,也将在很大程度上决定了我国经济的发展前景。

造成我国上市公司业绩低下的原因是多方面的。从根本上看,体制改革和制度建设不到位,市场质的发展赶不上量的扩张,是导致上市公司运作质量低下的根本症结所在;从宏观方面看,包括政商不分、市场缺乏竞争性、上市公司产业结构不合理等因素;从微观方面看,企业机制转换不彻底、治理结构和资本结构不完善、缺乏核心竞争力等均是不可忽略的因素。如果这些因素得不到根本的改变,上市公司的业绩将很难有实质性的提高。因此,改进上市公司经营业绩,是一项巨大的系统工程,需要多方面的努力,需要制定一揽子改革计划。

为切实改善上市公司运作质量,全面推进各项改革措施已成为当务之急。这些改革措施应该包括:(1)正确认识证券市场的功能和定位,彻底纠正过去重筹资轻转制的认识,充分发挥证券市场在转换企业经营机制、培育具有高投资价值的上市公司方面的积极作用;(2)建立法治秩序,完善市场运作机制,培育竞争性的市场环境,彻底改变政商不分状况,让市场竞争机制在更广范围内、更深层次上发挥作用;(3)改革上市公司治理机制,包括增强董事会的功能和独立性,建立董事会的自我评价体系,强化董事会的战略管理功能与责任,建立发达的经理人才市场,强化激励机制,使激励动态化、长期化,健全公司控制权市场,强化外部监督机制,发挥中介机构和机构投资者的积极作用,强化董事和管理人员的法律责任,等等;(4)培育公司的核心竞争力和持续发展能力;(5)改进上市公司产业结构,吸引高科技等行业的优秀公司上市,培育中国的蓝筹企业群体;(6)以提高上市公司业绩为核心,调整上市政策,包括严格控制新上市企业的质量,对已不符合上市条件的上市公司则坚决予以摘牌等;(7)强化中介机构的责任,加强对上市公司信息披露的监管;(8)加强投资者教育,使投资者逐步树立中长期的价值型投资理念和理性投资行为,对上市公司形成外部约束。

目 录

1	引言	1
2	中国上市公司业绩的综合评判	4
2.1	中国上市公司业绩总体评价及发展趋势	4
2.2	成功与失败上市公司的统计特征	12
3	影响上市公司成败的宏观因素	32
3.1	上市公司产业结构	32
3.2	政府干预与政府退出	43
4	影响上市公司成败的微观因素	59
4.1	股权结构与公司治理	59
4.2	融资行为与资本结构	80
4.3	核心竞争力与企业发展战略	95
4.4	资产重组	108
5	中国上市公司经营失败与财务预警研究	143
5.1	企业失败理论和财务预警模型的文献综述	143

2 中国上市公司成败实证研究

5.2 中国上市公司失败情况的总体描述	148
5.3 中国上市公司失败的财务预警模型	152
5.4 财务预警模型的实证结果	155
5.5 研究结论与政策建议	161
6 结论	163
6.1 正确认识证券市场的功能和定位	164
6.2 培育竞争性的市场环境,彻底改变政商不分状况	166
6.3 改革上市公司治理机制	167
6.4 培育上市公司的核心竞争力和持续发展能力	171
6.5 改进上市公司产业结构,培育中国蓝筹企业	171
6.6 其他配套政策	174
参考文献	176
附录一 中国上市公司 2001 年年报业绩分析	181
一、总体业绩概览	181
二、上市公司盈利的持续性	185
三、上市公司盈利构成分析	191
四、上市公司的成本控制	205
五、上市公司投资回报率	207
附录二 中国上市公司成败调研案例选	211
北满特钢——创新不足,缺乏核心竞争力而失败的案例	211
工益股份:上市公司岂是控股股东的生产车间?	215
哈药集团——松散型企业共同体的成功与问题	218
恒泰芒果:任人唯亲给公司带来巨大负面影响	223
猴王股份:公司是如何被“掏空”的?	225
黄河科技:关联交易情况调研报告	229
棱光实业调研报告	235
陆家嘴:巨额担保和大股东占用资金的沉重负担	239

青岛海尔——以企业发展为根本开展资本运作·····	242
清华同方的成功经营特色·····	247
琼华侨:内部人侵蚀公司资产的惊人内幕 ·····	250
深大通:频繁控制权变更殃及上市公司 ·····	253
深大洋:所有权虚置的危害 ·····	257
实达电脑:企业多元化经营是双刃剑 ·····	260
四川长虹的辉煌与衰落·····	263
四砂股份:重组不慎 公司受损 ·····	269
缺乏制约机制的网点股份·····	273
雅戈尔:民营上市公司家族化控制的优劣 ·····	276
兖州煤业独立董事和独立财务顾问调研报告·····	279
郑百文的兴衰·····	281

1 引 言

自 1990 年 12 月 19 日上海证券交易所成立以来,我国证券市场已走过了 11 年的风雨历程。11 年来,我国证券市场规模迅速扩大,已成为我国国民经济的重要组成部分。特别是十五大以后,证券市场担负起推进国有大中型企业改革和国有经济战略性重组的重任,一大批在国民经济运行中占主导地位的大型企业先后上市,证券市场发展取得了极为辉煌的成绩。到 2001 年 10 月底,我国上市公司总数达到 1 145 家,上市股票数达到 1 231 只,上市证券数达到 1 329 个,沪深证券市场上市公司累计筹集资金达到 6 160 亿元,股票市价总值和流通市值分别达到 43 742 亿元和 14 561 亿元,股票市价总值和流通市值与 2000 年 GDP 比率分别为 49.60% 和 16.51%。

11 年来,我国证券市场涌现出了一批像青岛海尔、清华紫光这样的优秀企业,但同时,更多的企业则相继出现了业绩下滑、运作质量低下等问题。我们的研究表明,我国上市公司总体上表现不佳,普遍缺乏长期投资价值。具体表现在:

(1) 从我国上市公司的实际运作业绩看,上市公司的盈利能力存在着明显的逐年衰退现象。具体表现包括:上市公司盈利能力下降,到 2000 年甚至低于国内非上市公司的平均水平,与国际主要股票市场相比差距相当明显;企业上市前的净资产收益率要远远高于上市当年和上市后的净资产收益率;企业的净资产收益率在上市后普遍呈现出大幅递减的趋势,等等。

(2) 与美、日、港等成熟证券市场相比,我国证券市场上市公司的产业结构很不合理。我国高收益、高成长性行业及较稳定的行业(如金融业、信息业、医疗保健业、交通运输业等)上市公司比重很小;而传统产业或风险相对较高的行业(如商贸、房地产、石化、纺织、服装业)上市公司比重较大。企业兴则国家强,企业衰则国家弱。如果上市公司产业结构得不到优化,优势产业企业不能依托证券市场迅速发展壮大,也就难以培育发展前景广阔、具有国际竞争力的企业或企业集团,进而带动该产业及整体国民经济的迅速发展,实现产业结构的合理化和高度化,提高资源配置效率和社会经济运行质量,增强国民经济的综合竞争力,推动国民经济可持续发展;而证券市场也因缺乏具有活力的主导产业企业的加盟,增长空间难以拓展,无法形成实体经济与证券市场的良性互动。

(3) 上市公司缺乏合理、有效的公司治理结构,从总体上看,存在着董事会功能不健全、缺乏经理选聘机制、激励不足和对经理层约束弱化等若干问题。我国上市公司的治理结构,从表面看,是所谓“三会四权”的制衡机制,即股东大会、董事会、监事会和经理层分别行使最终控制权、经营决策权、监督权和经营指挥权。但由于国有股权权利和义务的代表并不能真正落实,董事长、总经理(甚至包括副总经理)仍然直接或间接由政府(或由原政府部门改制而成的控股公司)任命和更换,故这些上市公司的行为仍带有明显的国有企业特征,因此,这一套制衡机制在实际运作中效果欠佳。在这样的治理结构下,不仅很难形成一套健全的经理层选聘、考核、监督和约束机制,而且经理层往往还面临国有大股东、董事会的不合理“干预”,不能独立自主、高效率地管理。此外,上市公司经理人员的激励缺乏动态化,强度太弱,不与市场接轨,也是我国上市公司治理结构亟待解决的问题之一。这个问题不解决,将极大限制优秀企业家充分发挥其积极性,不利于企业长期健康发展。

上市公司是证券市场的基石,上市公司优良的经营业绩是证券市场保持长久活力的坚实基础。上市公司经营效益的退化现象使得股价指数上升缺乏坚实的内在基础,也使得市盈率一直维持在高位,从而影响到股市的投资价值和投资者对市场的信心。可以说,中国股市的真正风险在于绝大多数上市公司没有投资价值,如果这种业绩退化现象

持续下去的话,上市公司不仅不能通过自身发展来化解和释放股市高投机风险,反而会以其低效率经营不断加剧这种风险,长此以往,则将会从根本上动摇我国整个证券市场赖以生存和发展的基础。

本书拟对中国上市公司经营成败现状及其原因进行实证探讨,并提出相关的政策建议。全书分为六个部分:第一部分是引言;第二部分是对中国上市公司业绩的综合评判,提出中国上市公司成败的客观标准,并由此对成功和失败的上市公司进行统计特征分析;第三部分分析影响中国上市公司成败的宏观因素,包括上市公司的产业结构和政府干预等;第四部分探讨影响中国上市公司成败的微观因素,如上市公司股权结构、公司治理机制、融资行为与资本结构、企业经营战略与核心竞争力等;第五部分构建了关于上市公司失败的财务预警模型;最后是结论和政策建议。

2 中国上市公司业绩的综合评判

2.1 中国上市公司业绩总体评价及发展趋势

2.1.1 评价指标和分析样本

公司业绩的评价指标归纳起来有三类:①综合评价指标:根据一定的权重对各项财务指标进行综合评分,这种方法的优点是能够比较全面地评价企业的业绩,缺点是由于各公司所处行业不同,各财务指标的作用不同,很难设定公平合理的权重体系,而且即使勉强设定了这样的权重体系,该指标也不能直观反映投资者最关切的投资收益;②每股收益:能直观地体现上市公司的业绩,但由于各公司股本各不相同,即使同一公司由于送股、配股、转增股本等因素也会造成股本和每股净资产的变化,使得单纯的每股收益比较失去了意义;③净资产收益率:集中体现了上市公司的资金使用效率和运用净资产所能获得的回报,是衡量公司业绩最直接和有效的指标。

在上述三类指标中,净资产收益率是最常用的指标。本书主要采用净资产收益率作为上市公司业绩的评价指标。本书分析过程中采用的平均净资产收益率均为加权平均数,计算公式为:

$$\text{加权平均净资产收益率} = \frac{\sum (\text{净资产收益率} \times \text{企业净资产})}{\sum \text{企业净资产}}$$

本书分析样本包括截至 2001 年中的沪深股市全部 1 133 家 A 股上市公司,净资产收益率涵盖 1994—2000 年七个财务年度。

2.1.2 中国上市公司业绩横向比较

(1) 与国内非上市公司相比不再具有优势

由于国内整体经济形势的发展,国内各种经济类型、各种规模、各种行业的工业企业经济效益明显好转,净资产收益率得到大幅提高,其中提升幅度最高的是国有及国有控股企业和以国有企业为主的重工业、大型企业,表明国企 3 年脱困目标基本实现(见图 2-1)。反观上市公司,净资产收益率止步不前,甚至仅仅遏制住了连年下滑的趋势(见后面讨论),与非上市公司形成强烈反差。以 2000 年数据计,上市公司的净资产收益率仅略高于国有企业及国有控股企业,低于所有其他数据,甚至低于国内平均水平。这表明上市公司前些年国企改革排头兵的角色已经丧失,资本市场的融资优势并没有转化为经营绩效方面的优势,融资后的资金使用效率极为低下。如今上市公司将大量从股市融来的资金用于委托理财,从一个侧面也说明了这个问题。

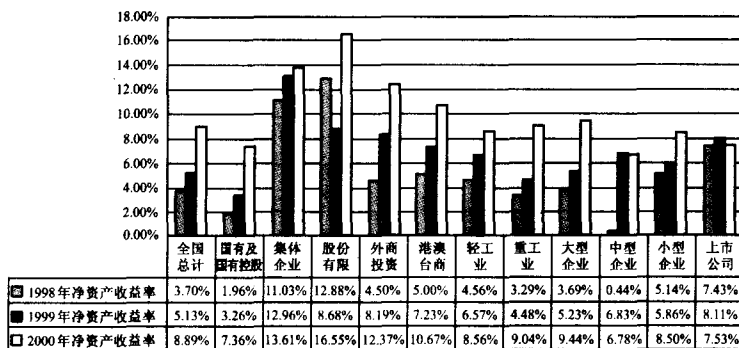


图 2-1 最近 3 年净资产收益率的国内横向比较

* :图中除上市公司外的数据采集样本为国有及一定规模以上非国有工业企业
数据来源:《中国统计年鉴》、《中国经济年鉴》、上海证券交易所、深圳证券交易所

(2) 与国际主要股票市场情况相比差距明显

虽然各国的会计准则和经济发展环境各不相同,但对不同国家公司的净资产收益率进行比较,仍能使我们直观地了解各国公司的经营绩效和竞争能力。从图 2-2 至图 2-5 中可以发现:

① 与世界 1 000 强相比,中国上市公司的净资产收益率不仅低于所有发达国家,甚至低于身处经济衰退困境 10 年的日本;

② 与新兴市场 200 强相比,中国上市公司的净资产收益率仅高于捷克和菲律宾,而低于所有发展中国家;

③ 盈利能力的低下使得中国上市公司的股息率(股息/股价)严重偏低,极大地影响了股市的投资价值和投资者对市场的信心。

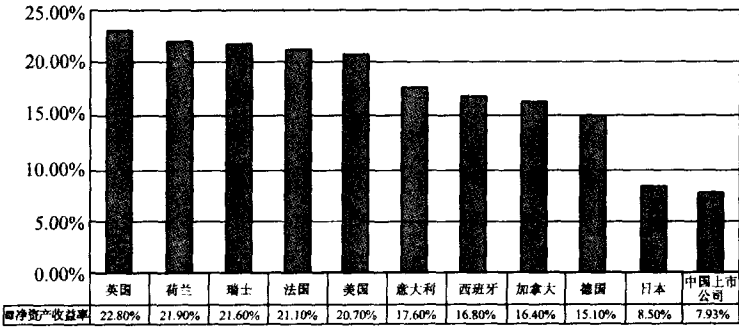


图 2-2 2000 年净资产收益率与世界 1 000 强的横向比较

数据来源:Business Week(Asian Edition) July 9,2001、上海证券交易所、深圳证券交易所

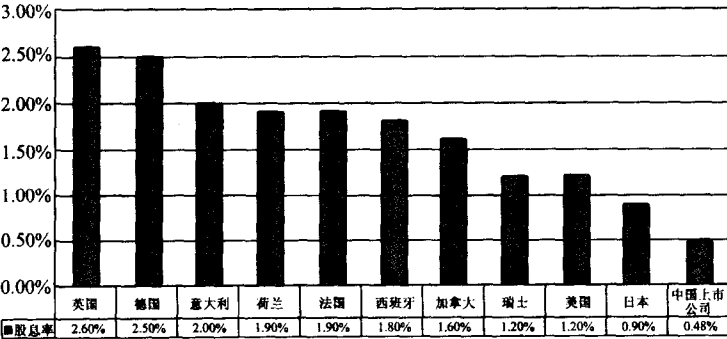


图 2-3 2000 年股息率与世界 1 000 强的横向比较

数据来源:Business Week(Asian Edition)July 9,2001、上海证券交易所、深圳

证券交易所

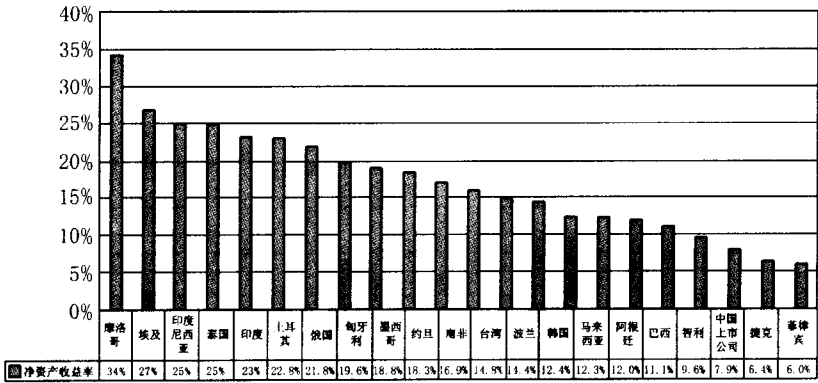


图 2-4 2000 年净资产收益率与新兴市场 200 强的横向比较

数据来源:Business Week(Asian Edition)July 9,2001,上海证券交易所,深圳证券交易所

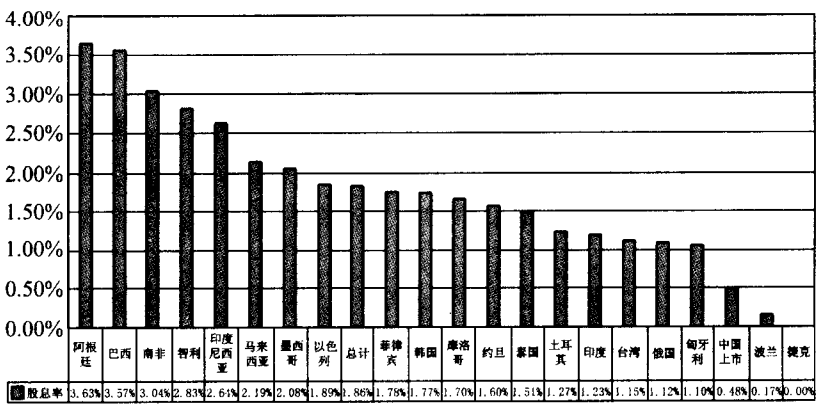


图 2-5 2000 年股息率与新兴市场 200 强的横向比较

数据来源:Business Week(Asian Edition)July 9,2001,上海证券交易所,深圳证券交易所

2.1.3 中国上市公司经营业绩发展趋势

(1) 上市公司整体净资产收益率逐年下滑趋势基本得到遏制

为分析上市公司整体的业绩变化状况,我们对沪深两地 A 股上市

公司加权平均净资产收益率进行了统计。从图 2-6 可以发现:整体来说,上市公司净资产收益率呈逐年递减趋势,但是由于近年国家宏观经济形势的看好,以及上市公司自身的资产重组,使得上市公司业绩逐年下滑的趋势基本得到遏制。

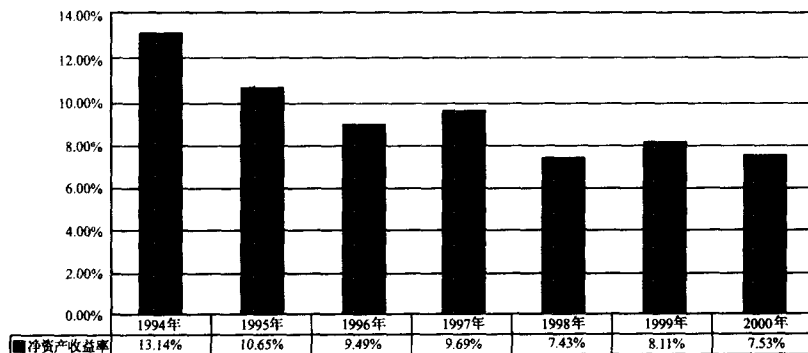


图 2-6 沪深上市公司历年净资产收益率

数据来源:上海证券交易所、深圳证券交易所

(2) 公司上市后净资产收益率呈逐年递减趋势

为了研究企业上市后净资产收益率的变化趋势,本书首先按上市年份将所有样本公司分成八个组别,然后分别计算八个组别公司历年的加权净资产收益率,结果如图 2-7 至图 2-14 所示。从中我们可以发现:

① 企业上市前的净资产收益率要远远高于上市当年和上市后的净资产收益率,从中也不难推断上市包装现象的普遍存在;

② 净资产收益率在上市后一般呈递减趋势,其中第一、第二年的递减幅度尤其大;

③ 1996 年以前上市企业的净资产收益率目前已经降至非常低的水平,表明企业上市若干年后已经基本丧失了上市时候的资金使用效率;

④ 由于近年国内经济形势看好,加上对一些老的上市企业重组力度加大,使得这些老的上市企业的净资产收益率逐年递减趋势已经基本得到遏制。

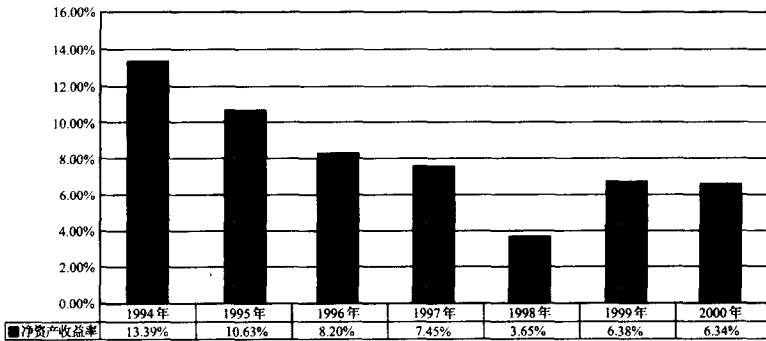


图 2-7 1993 年以后上市公司历年净资产收益率

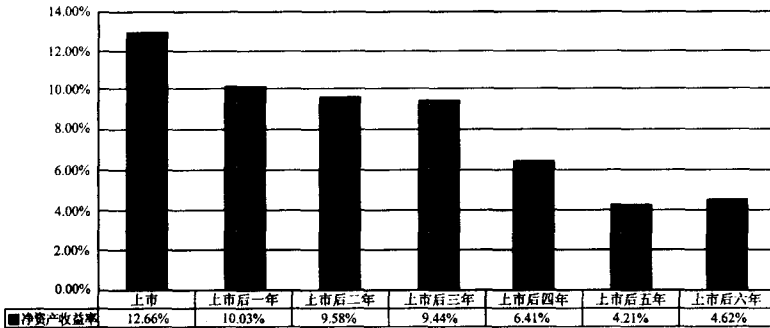


图 2-8 1994 年上市公司历年净资产收益率(1994—2000)

数据来源:上海证券交易所、深圳证券交易所

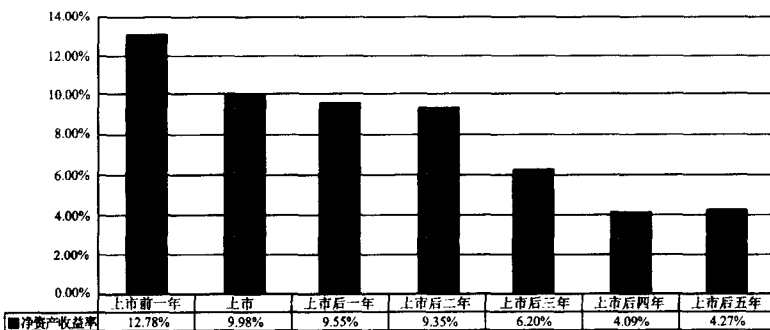


图 2-9 1995 年上市公司历年净资产收益率(1994—2000)

数据来源:上海证券交易所、深圳证券交易所