

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 1145 家，上市股票数达到 1231 只，上市证券数达到 1329 个，沪深证券市场上市公司累计筹集资金达到 6160 亿元，股票市价总值和流通市值分别达到 43742 亿元和 14561 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、缺乏经理聘任机制、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聘任、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。

本文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。全文分为六个部分：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。