

国家自然科学基金资助课题

中国上市公司成败实证研究

课题负责人： 胡汝银

课题组成员： 刘逖 施东晖 施建辉 司徒大年
傅浩 张卫东 攀登

上海证券交易所研究中心

二零零一年十一月

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已经基本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。