

文章编号:1002-980X(2007)02-0035-04

辽宁上市公司经营业绩影响因素分析

戴鸿丽, 李永久

(辽东学院, 辽宁丹东 118000)

摘要:年报数据表明辽宁省上市公司经营业绩正处于历史低位。为寻找问题根源对辽宁上市公司业绩波动情况进行全样本分析,采用试错法,寻求上市公司业绩不佳的合理解释,否定了股本规模、行业分布、股权流动性是致使辽宁上市公司业绩与全国平均业绩水平产生显著差异的原因,确定前三大股东的制衡关系是影响辽宁上市公司业绩的主要因素,并针对辽宁上市公司具体情况及资本市场发展现状提出若干建议。

关键词:上市公司;经营业绩;治理结构

中图分类号:F276.6 **文献标志码:**A

股市是国民经济的晴雨表,在国家宏观经济形势向好的背景下,辽宁上市公司的经营业绩如何,是否能充分发挥资本市场的作用,有效配置区域经济资源,带动全省经济的发展?带着这样的问题,课题组展开对辽宁上市公司的调查与研究,了解其经营业绩情况,并试图从经济学的角度加以阐释。

数据来源的说明:由于上市公司的经营数据是对社会公众公开的,课题组收集了辽宁省上市公司自1992年以来的年报数据进行了自加工整理,将之与全国上市公司的数据进行对比分析。全国上市公司的相关数据来自《中国证券期货统计年鉴》。

课题组选用历年公布上市公司业绩的通用指标每股收益与每股资产收益率进行分析。统计结果表明辽宁省上市公司经营业绩在1992年至1996年经历了一个明显的业绩提升阶段;1997年至2000年业绩有微调;特别是2001年开始上市公司经营业绩不断下降并处于低谷阶段,业绩指标低于全国上市公司平均水平。反映出这一时期国有企业改革处于攻坚阶段,以国有股为主体的上市公司的深层次矛盾不断显现出来,上市公司的治理结构、经营机制等问题直接影响了经营业绩。辽宁上市公司的历史数据表明我国的股市是一个较典型的政策市^[1]。

1 辽宁上市公司经营业绩

表1 上市公司平均每股收益对比列表

单位:元

年份	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
辽宁	0.18	0.26	0.34	0.44	0.27	0.18	0.19	0.2	0.21	0.05	0.01	0.02	0.09
全国	0.35	0.36	0.31	0.25	0.23	0.24	0.19	0.2	0.20	0.13	0.14	0.19	0.25

表中辽宁上市公司数据由《中国证券报》公布年报整理得出,全国上市公司数据见《中国证券期货统计年鉴2005》187页

2004年年报显示,辽宁省51家上市公司平均每股收益为0.09元,经营业绩较2003年有了一定幅度的改善,这得益于全国较好的宏观经济发展势头和振兴东北老工业基地的优惠政策,但辽宁省上

市公司与全国上市公司平均每股收益0.24元的指标相比仍有相当大的差距,这一点与下表所示上市公司历年的每股收益率指标结合观察将更加清晰。

收稿日期:2006-12-24

基金项目:辽宁省教育厅高等科学研究项目(202320963)

作者简介:戴鸿丽(1975-),女,辽宁丹东人,辽东学院讲师,东北财经大学博士研究生,主要从事投融资方面的研究与教学工作;李永久(1963-),男,吉林双阳人,辽东学院金融学教授,主要从事金融证券的研究与教学工作。

表 2 上市公司平均每股净资产收益率对比分析表

单位: %

年份	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
辽宁	6.90	16.18	19.65	21.91	15.77	6.17	10.61	10.57	7.21	1.52	3.78	3.58	5.74
全国	14.28	14.68	13.15	10.78	9.59	9.69	7.45	8.23	7.63	5.35	5.65	7.37	9.12

表中辽宁上市公司数据由《中国证券报》公布年报整理得出,全国上市公司数据见《中国证券期货统计年鉴 2005》187 页

另外,在经济发展迅速的山东、广东、浙江等省份上市公司数量稳步增长的同时,辽宁省出现上市公司数量的历史倒退:2004 至 2005 年 7 月 31 日一年半的时间里,有 6 家上市公司退市(600878 * ST 北科,000730 * ST 环保,000638 * ST 中辽,600669 * ST 鞍成,000827 * ST 长兴,000769 * ST 大菲);600816 鞍山信托等辽宁上市公司转为其他省份上市公司;600758ST 金帝、600715ST 松辽、900951ST 大化 B、600077 * ST 国能四家上市公司没有摘掉 ST 的帽子。

2 辽宁上市公司经营业绩分析

上市公司业绩的影响因素很多,宏观经济形势、行业景气程度、公司治理结构、企业生命周期、财务

管理情况等都会对上市公司经营业绩产生影响。课题组成员选取部分可能因素进行试错分析,试图寻找问题症结所在。

2.1 经营业绩与股本规模

结合辽宁东北老工业基地的历史背景,课题组成员考虑辽宁省的上市企业大都为国有企业改制后上市,这种背景是否会使辽宁上市公司股本规模出现偏态分布,进而影响省内上市整体业绩?

统计结果表明,辽宁上市公司股本规模分布与全国上市公司股本规模分布特征相似。差异之处不足以说明经营业绩与股本规模相关。2004 年年末统计数据表明,辽宁省上市公司总股本规模平均值为 3.9 亿股,股本规模在 1 - 3 亿股的占 50%,是辽宁上市公司的主流规模形态。具体情况见表 3:

表 3 上市公司规模分布对比表

公司股本规模	1 亿股以下	1 - 3 亿股	3 - 5 亿股	5 - 10 亿股	10 亿股以上
辽宁上市公司 (%)	3.8	50.9	22.6	15.1	7.5
全国上市公司 (%)	7.2	50.3	22.9	12.6	7.0

表中辽宁上市公司数据根据《中国证券报》年报统计整理得出,全国上市公司数据根据《中国证券期货统计年鉴 2005》数据整理得出

2.2 经营业绩与股权流动性

从理论上讲,股权流通性越好,即流通股在总股本中所占的比例越高,上市公司的业绩就应该越好。其运作的机理是:上市公司经营不善,股民用脚投票,抛出股票,会导致股价大幅下跌;流通股在总股本中的比例越高,股价下跌的空间越大,被其他公司收购的可能性越大,因此对上市公司现有高级管理人员激励作用越强,提高业绩的可能性越大。基于以上分析,课题组成员预设辽宁上市公司业绩较差的原因在于股权的流通性较差,国有股与法人股等非流通股比重过大影响了股票市场的资源配置效率。然而统计结果表明,辽宁省上市公司的股权结构与全国上市公司的股权结构虽有所差异:辽宁上市公司的法人股比例高于全国均值 19.5%,但考虑到上市公司中的法人股多为国有法人股,同国家股一样并不具有良好的可流通性,如果合并考虑国家股与法人股,那么辽宁上市公司与全国上市公司的可流通股的比例是大体一致的,保持在 37%左右。辽宁上市公司业绩与全国上市公司业绩的差异用股

权流动性差异是无法解释的。

表 4 辽宁上市公司与全国上市公司股权结构对比分析表

持股人 持股比例	国家股	法人股	内部职工股	社会公众股	其他
辽宁上市公司	25.9	35.9	0	36.7	1.5
全国上市公司	46.8	16.4	0.1	36.1	0.6

表中辽宁上市公司数据根据《中国证券报》年报统计整理得出,全国上市公司数据来自《中国证券期货统计年鉴 2005》

进一步的分析结果表明,上市公司业绩水平与其股权流动性没有明显的相关关系。2004 年辽宁上市公司每股收益率与流通股占总股本的比重相关系数为 0.17;每股收益率与国有股占总股本的比重测得的相关系数为 0.27,结论为股权流动性即股本中国有股所占比重大小与上市公司经营业绩之间呈微弱相关,说明实践中辽宁省上市公司业绩与股权结构之间没有明显的必然联系。研究得出的结论与石磊、李华对全国上市公司股权流动性与公司业绩的实证分析结论一致。^[2]

上市公司业绩与股权流动性无关这一结果出现

的原因在于:小投资者既没有监控企业经理的动机,也没有监控的能力,国有股东和法人大股东的存在也加剧了小股东的“免费搭车”心态。由于上市公司基本上被国家或法人控制,小股东缺乏监督约束经理层的动力和手段,因此公司经营业绩与社会公众股与职工股呈负相关。还有一个原因在于辽宁上市公司上市时间较早,在计划经济逐渐向市场经济转轨的最初阶段,为保证国有资产不致流失,早期上市公司往往国家股或国有法人股持股比例占绝对优势,流通股的比例非常小,随着不断再融资,流通股的比例不断扩大,流通盘也渐渐扩大,这使机构投资者炒作难度加大,上市公司作为再融资(圈钱)的工具的利用价值减弱,从而必然导致对上市公司的经营投入减少。尽管流通股比例扩大有利于控制权市场的争夺而提升上市公司业绩,但这种作用被由于上市公司再融资价值的降低而导致的对上市公司经营投入的减少所抵销。

2.3 经营业绩与大股东持股比例

上述分析虽然得出股权的流动性对辽宁上市公司业绩没有显著影响,但我们发现辽宁上市公司法人股的比例远高于全国上市公司均值,受薛爽研究亏损上市公司问题^[3]、李华研究股权结构优化问题^[4]均考虑股权分散程度思路的启发,需要进一步分析上市公司的股东之间的制衡关系。统计比较发现,辽宁上市公司中有31家上市公司自上市以来没有出现亏损记录,而有13家上市公司出现过3个年度以上(含3个年度)的亏损记录,考虑到辽宁最早的一家上市公司出现在1992年,至2004年为12个年度,出现3年亏损就是在经营的至少1/4的时间里是亏损的,比较这两组的股权结构可以明显看出差异:

表5 盈亏公司前三大股东持股比例对比分析表

公司类别	股东持股比例(%)	
	全程盈利公司	亏损公司
第一大股东	48.34	29.94
第二大股东	8.18	11.59
第三大股东	2.31	4.55

表中数据由《中国证券报》辽宁上市公司2005年年报整理得出

即辽宁上市公司中全程盈利公司大股东股权较亏损公司要集中,观察上表可知,全程盈利公司的第一大股东与第二大股东的股权之和超过50%,亏损公司相比较而言股权在前三大股东中分布较为分散。不仅平均值阅读可以获得这种讯息,由公司个

体观察也可知31家盈利公司中有19家第一大股东持股超过50%,占全部盈利公司的61%,而亏损超过3个年度的上市公司中只有一家第一大股东持股比例超过50%。

以上观察结果提示课题组成员:上市公司治理结构即公司股东之间的制衡关系是影响辽宁上市公司的一个显著因素。为什么被学界所“诟病”的“一股独大”在辽宁反而可以避免上市公司的亏损面呢,课题组成员运用经验常识对这一现象的定性分析为:由于小股东对上市公司的监控缺乏动机也缺乏能力,公司第一大股东具有对上市公司的绝对控股权,因此“专制”可以提高决策的执行力。而无论这种执行力是用在旨在促使上市公司转变为绩优蓝筹股的投资策略,还是用在旨在谋求炒高股价,上市圈钱的投机策略,都会表现在上市公司的经营业绩上。另外,股权在前几大股东之间松散分布,会在两个或两个股东之间形成对峙反应或利益博弈关系,从而不利于上市公司在业绩较差时达成较为一致的类似重组的重大决策意见。第三,国有股“一股独大”没有成为上市公司业绩的负向诱因,反而成为正向的诱因的原因可能在于:国有股“一股独大”的存在较容易获得政府的政策扶植及税收优惠,从而公司业绩得以改善。

3 改善辽宁省上市公司经营业绩的对策

3.1 积极参与股权分置改革,配合“以股抵债”试点工作

所谓“以股抵债”,是指上市公司以其控股股东“侵占”的资金作为对价,冲减控股股东持有上市公司股份,被冲减的股份依法注销。“以股抵债”试点是本着尊重历史、面对现实的态度,积极探索解决资本市场前进中的问题的重要举措之一^[5]。为稳妥解决控股股东侵占上市公司资金行为等证券市场中的历史遗留问题,中国证监会与国资委近期已认真研究了有关方面提出的采用“以股抵债”方式解决侵占问题的方案,并原则同意进行“以股抵债”试点工作。2005年7月27日,证监会、国资委就“以股抵债”试点工作释疑。“以股抵债”为缺乏现金清偿能力的控股股东解决侵占上市公司资金问题,提供了现实选择的途径。辽宁省上市公司应抓住这一改革机遇,结合企业自身的情况,借鉴已经进行股权分置改革公司的经验,研究适合于本企业的股权分置改革方案。一方面解决企业股权流通问题,另一方面

将历史积累的包袱减重,使现有上市公司能够轻装上阵。

3.2 加快产业结构调整,促进优质民营企业上市融资

没有一个合理的产业结构,资本市场资源配置的作用不可能充分发挥,上市公司进一步支持和推动辽宁国民经济发展的作用也将逐渐减弱。依据中央振兴东北计划,辽宁制定的发展重点是两大基地、三大产业,即建设现代化装备制造业基地和石化、钢铁、建材等重要的原材料基地,加快发展高新技术产业、农产品加工和现代服务业。雄厚的制造业基础可为资本回报提供有力的保障。据测算,目前在国家的大力支持下,在辽宁的装备制造业可新增 1 亿元投资,可以产出工业增加值 4.16 亿元、销售收入 15.77 亿元、利税额 1.15 亿元。按照利税总额计算,其投资效果是西部地区的 2.25 倍。因此辽宁上市公司加快产业结构调整可以依此思路:首先,整合上市公司资源,提升优势企业直接融资能力,重视从造船重工、汽车制造到航空飞行器的制造业龙头企业的上市公司的引导与扶持工作,并同时促进金融、信息、公共服务和基础产业等行业的上市公司的发展。其次,放宽市场准入,扩大民间投资,鼓励和引导民间资本进入基础设施、基础产业、高新技术产业领域;鼓励民营企业通过租赁、收购等方式参与国有企业改革,借助老工业基地雄厚的产业基础和突出的制造业优势,着力培养一批经济实力强、技术层次高、有地方特色的大型民营企业,积极为民营企业提供更多的上市融资机会。第三,合理布局,与辽宁各地区的资源分布特征相结合,充分发挥上市公司的示范效应,为区域经济均衡发展服务。

3.3 加强公司整体研究,进一步改善政府指导

据统计,目前全国国有 10 万亿总资产中,辽宁区域就达到 8400 亿。辽宁省计划到 2010 年,大中型国有企业的国有股比重由现在的 72.3% 降到 40% 以下。目前辽宁上市公司中有 23 家国有股在 40% 以上,占全省上市公司总量的 46%,从全国的经验看,在国有资本密集的地区,企业的改革与重组离不开地方政府的开明与支持。但是,由于市场环境发生了很大变化,在未来的政府指导下,如果不以上市公司的深入研究为基础,实际效果将会差强人意。因此,必须加强三方面的工作:一是加强对上市公司整体研究,特别要加强上市公司与辽宁经济和全国经济发展的比较研究,为政策制定提供基础。

二是要加强对已经制定政策的研究,及时调整已经与实际情况出现差异的政策,保证政策的正效应。三是加快辽宁现有各种控股集团的改革,完善法人治理结构,使政府指导落实在硬环境的改善上,体现在市场信号的变化上。

3.4 解放思想,并购重组重实效

以往辽宁上市公司进行过多次并购重组,积累了一定的资本运作经验,但仍存在思想保守,排斥外地和外国资金的现象。对上市公司个体而言,并购重组的目的是为了提高企业资源配置效率,增强企业的生存力与竞争力;对上市公司整体而言,并购重组的目的是为了实现产业结构的均衡发展,提高企业整体的经济效益。为了实现这个目的,首先应该解放思想,克服偏见,对所有合作一视同仁,在深入研究的基础上,为上市公司资产重组准确定位。其次,衡量公司并购重组是否成功,不仅要看公司重组后不良资产的剥离和新资金的注入情况,更要看重重组后公司的盈利模式是否发生重大改变,是否符合辽宁整体产业结构调整 and 发展的目标,只有这样才能真正取得并购重组的长期绩效。第三,目前还应把并购重组工作与股权分置改革工作相结合,将资产结构的调整与股权全流通结合起来。

辽宁省地方经济的建设与发展过程中,上市公司的可持续发展,能否利用好资本市场是一项重要因素。目前辽宁上市公司虽然经历一段令人心痛的低潮,但只要上市公司能够抓住“振兴东北老工业基地”的政策机遇,积极配合行进中的股权分置改革,结合本企业的产品、技术优势,虚心借鉴经济发达省份上市公司的发展经验,实事求是,积极进取,相信辽宁上市公司的腾飞之日将指日可待。

参考文献

- (1) 邹昊平,唐利民,袁国良. 政策性因素对中国股市的影响:政府与股市投资者的博弈分析[J]. 世界经济, 2000(11): 20 - 28.
- (2) 石磊,李华. 我国上市公司流通性股权的效率损失:另一种解释[J]. 学术月刊, 2003(4): 26 - 31.
- (3) 癖爽. 亏损上市公司实证研究[M]. 上海:复旦大学出版社, 2005: 38 - 39.
- (4) 李华. 中国上市公司股权结构及其优化[M]. 上海:复旦大学出版社, 2004: 114 - 120.
- (5) 张旭东. 证监会、国资委联手以股抵债纠正控股股东占款[EB/OL]. 新华网. [2004 - 7 - 27]. <http://finance.sina.com.cn>.

(下转第 54 页)

4 结论

通过分析我们发现安徽省十七个地市中合肥, 淮北, 蚌埠, 六安, 马鞍山, 芜湖, 铜陵, 安庆, 黄山的财政是 DEA 有效的; 亳州, 宿州, 阜阳, 淮南, 滁州, 巢湖, 宣城, 池州的财政是非 DEA 有效的。虽然总体上来看 DEA 有效的地市比非 DEA 有效的地市所占的比例略大, 但是所存在的问题还是比较严重的; 从指标分析中可以看到在这些非 DEA 有效的地市中, 有多个地市的效率指数小于 0.9, 他们的输入冗余和输出亏空数值都比较大, 也就是说要使他们达到 DEA 有效需要进行很大的变动, 具体数值在表 4 和表 5 中都已给出。这一点从投影分析也可以看出, 非 DEA 有效的地市投影数值与指标实际数值相差较大, 他们之间的差值(输入冗余和输出亏空)即是这些非 DEA 有效地市要达到 DEA 有效所需作出

的调整。

参考文献

- [1] 魏权龄. 评价相对有效性的 DEA 方法[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 1987.
- [2] 魏权龄. 数据包络分析[M]. 北京: 科学出版社, 2004.
- [3] 胡运权. 运筹学基础及应用[M]. 北京: 高等教育出版社, 2004.
- [4] 李美娟, 陈国宏. 数据包络分析法(DEA)的研究与应用[J]. 中国工程科学, 2003(6): 88 - 93.
- [5] 马占新. 数据包络分析方法的研究进展[J]. 系统工程与电子技术, 2002(3): 42 - 46.
- [6] 吴文江. 数据包络分析中 C_2R 或 C_2GS_2 模型的最优解的存在性[J]. 系统工程理论与应用, 1999(3): 66 - 71.
- [7] 李琪, 李光泉, 韩泽县. 我国商业银行效率评价的 DEA 模型[J]. 天津大学学报: 社会科学版, 2005(1): 6 - 10.
- [8] 吴文江. 再论 C_2R 模型的最优解的存在性及灵敏度分析[J]. 系统工程学报, 2005(2): 220 - 224.
- [9] 黄先海. 中国各省劳动生产率变化的测度与比较——基于数据包络分析法(DEA)的研究[J]. 浙江社会科学, 2005(5): 32 - 38.

Comments Based on the DEA Method Place City Finance Benefit

YANG Gui-yuan, ZHOU Li-yun

(Research Center for Economic Development, Institute of Quantitative Economics, Anhui University of Finance and Economics, Bengbu Anhui 233030, China)

Abstract: This text analyzes the financial income and expenditure at the aspect of validity, using the method of DEA, in seventeen areas of Anhui province, then calculates input redundancy and output defalcation, and makes projective analysis of the financial income and expenditure in this areas, finds out the problems of the areas without DEA validity and the reform orientation by index analysis and projection analysis.

Key words: financial income; financial expenditure; comprehensive evaluation; DEA; projection analysis

(上接第 38 页)

Analysis on Factors that Affect Performance of Listed Companies in Liaoning Province

DAI Hong-li, LI Yong-jiu

(Liaodong University, Dandong Liaoning 118000, China)

Abstract: The data of annals shows that the performance of listed companies in Liaoning province is in the historical low point. To find the reason, the wave of performance data is put into analysis. Using fault examination method, the reasonable interpretation for bad performance is found. The capital stock size, industry distribution and mobility of right of stock are proved not the true reason for difference between performance for Liaoning listed companies and national companies. The governance of largest three stock holders is the main reason. The suggestion for improvement is given according to the status of listed companies in Liaoning province and the capital market.

Key words: listed company; management performance; governance structure