

# Document

## 山东上市公司发展的问題与对策

□ 孙国茂

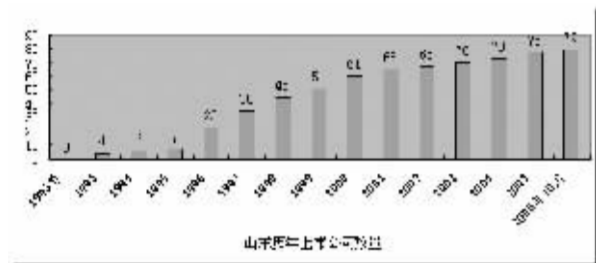
### 一、山东上市公司的基本状况

#### 1、募集资金状况

自1993年8月青岛啤酒在上海证券交易所挂牌上市以来,到2006年10月底,山东共有上市公司79家(图1-1),其中2006年数据不包括终止上市的石油大明和齐鲁石化,包括暂停上市的山东巨力以及新上市的日照港、德棉股份和青岛控股,占全国1405家上市公司总数的5.62%。在全省79家上市公司中,共有股票83只,其中A股77只,B股6只。济南轻骑、晨鸣纸业、烟台张裕、鲁泰纺织四家公司既有A股又有B股,山东航空、中鲁渔业为只有B股的上市公司。

山东上市公司历来通过沪深证券市场累计募集资金539.85亿元,占同期全国的4.57%(表1-1)。其中通过A股首发、配股、增发等方式筹资476.84亿元,通过B股筹资24.18亿元,通过可转债筹资38.83亿元。大量的直接融资不仅有效缓解了全省经济发展的资金瓶颈制约,而且通过直接融资的放大效应,引来了大量配套资金,对培育新的经济增长点,促进全省经济结构调整,落实经济发展战略起到了积极的作用。

图1-1 山东历年境内上市公司数量



数据来源:齐鲁证券研发中心

表1-1 沪深上市公司筹资额(1993.1-2006.10)

	全国(亿元)	山东(亿元)	占全国比例(%)
A股筹资	10965.30	476.84	4.35
B股筹资	333.61	24.18	7.25
可转债筹资	513.70	38.83	7.56
筹资总计	11812.61	539.85	4.57
GDP比较	182321.00	18486.00	10.14

数据来源:天相数据

#### 2、股本规模状况

股本规模和股本扩张分别从静态和动态上反映了上市公司的规模和实力的变化,股本扩张的途径有首次公开发行、增发、配股、送转增股和可转债转股等方式。资产规模的扩张表现为总资产和净资产的增加,在资本结构合理的前提下,资产规模扩张是股本扩张、经营能力以及经营业绩等各方面因素综合作用的结果。

表1-2 历年总股本、流通股本、总资产和净资产变化

年度	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
总股本(亿股)	54.49	98.70	142.05	148.34	209.05	340.68	439.27			
流通股(亿股)	11.03	21.99	48.13	62.90	125.56	144.47	187.03			
总资产(亿元)	198.35	339.89	605.10	757.76	1670.64	2215.97	2871.64			
净资产(亿元)	110.43	219.32	339.77	566.52	957.87	1144.12	1376.78			

数据来源:Wind资讯

随着越来越多山东企业在沪深交易所挂牌上市,全省上市公司的总股本、流通股本、总资产和净资产四项指标也迅速扩大(表1-2)。10年间总股本扩大了7倍。总资产和净资产分别增加了14倍和12倍,这说明山东上市公司总体经营能力得到了很大发展。

#### 3、盈利能力状况

上市公司的盈利能力是指公司在自身发展过程中经营效益的增长变化情况,可以结合一定时期内每股收益和净资产收益率的变化来观察分析。盈利能力的变化直接反映了上市公司的成长性,而成长性是上市公司的灵魂,是国民经济可持续发展的主要动力。自1997年以来,山东上市公司的盈利能力(表1-3、图1-2)先是经历了大幅下降,每股收益和净资产收益率由1997年的0.365元和16.26%下降到2002年的0.034元和1.26%,然后经过两年的大幅回升,2004年这两项指标分别达到了0.319元和9.489%,2005年又有小幅回落。

表1-3 山东上市公司盈利能力变化

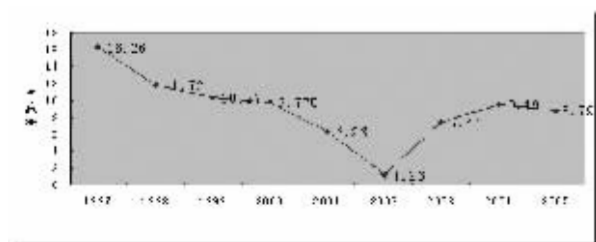
年度	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EPS	0.365	0.307	0.277	0.29	0.18	0.034	0.237	0.319	0.275
ROE	16.26	11.72	10.27	9.78	6.26	1.26	7.410	9.489	8.786

注:每股收益(EPS)和净资产收益率(ROE)数据均为加权平均值

数据来源:Wind资讯

山东上市公司1997-2002年整体净利润大幅下降的原因,主要是企业大多只注重融资而不注重经营,导致了2002年68家上市公司中有14家公司出现了不同程度的亏损,特别是济南百货、小鸭电器、中鲁渔业、烟台发展、金泰制药、鲁银股份和济南轻骑每股亏损都在0.50元以上。2002年,全省上市公司净利润比2001年度下降77.96%,而同期全国净利润同比增长8.14%、净资产收益率为5.75%。

图1-2 山东上市公司净资产收益率变化



数据来源:Wind资讯

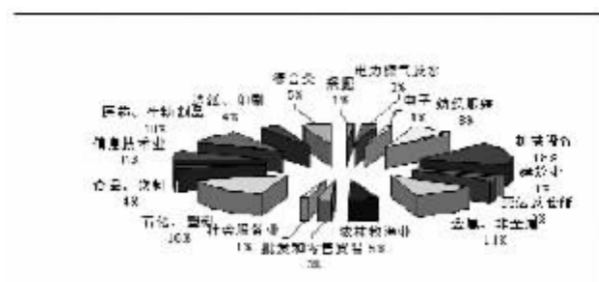
#### 4、行业分布状况

目前,全省79家境内上市公司分布在17个行业中(图1-3),上市公司数量在各行业中分布的不均衡性特征十分明显。上市公司作为各行业的龙头企业,其数量分布从总体上反映了各行业在山东经济中的地位,在一定程度上体现了山东省的产业政策和实施结果。

从图1-3中所反映的各行业内上市公司数量看,山东在利用证券市场募集资金方面明显偏向机械、石化、塑料、金属、非金属、医药和生物制品行业,4个行业上市公司共44家,占全省上市公司总数的55.70%;纺织服装、信息技术和综合类三个行业上市公司15家,占全省上市公司总数的18.99%;其余20家占全省上市公司总数的25.31%,分布在农林牧渔、

造纸印刷等10个行业中。

图1-3 山东上市公司行业分布

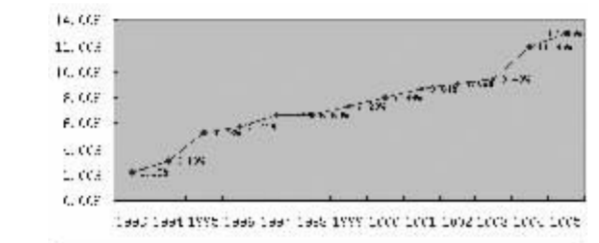


资料来源:Wind资讯

#### 5、上市公司发展与区域经济的关联程度

自1993年以来,山东上市公司主营业务收入占全省GDP比重基本上是逐年提高(图1-4),从1993年2.16%提高至2005年的12.95%,这主要是由于上市公司数量逐渐增多,使资产规模和主营业务收入在全省经济总量中的比重增加,上市公司主营业务收入的增加也必然会推动GDP的增长。

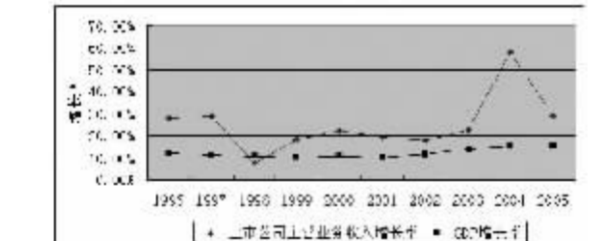
图1-4 山东上市公司主营业务收入占全省GDP比重



数据来源:Wind资讯

而且,通过分析山东上市公司历年主营业务收入的增长率和全省GDP的增长率发现,上市公司发展与山东经济的关联度较强(图1-5)。在1996-2001年间,山东GDP增长率由12.2%下滑到10.10%,山东上市公司主营业务收入增长率也呈现高位回落的趋势,在山东经济再次快速增长的2003-2004年,山东上市公司主营业务收入增长率也呈现了更加快速的增长;2005年,山东GDP增长率稍有回落,山东上市公司主营业务收入增长率也由上年的57.87%回落至29.19%。除去1999年和2002年两者稍有背离外,其他年份两者的增长变化趋势完全相同。而且,随着近年来山东上市公司主营业务收入占全省GDP比重的增大,上市公司发展与山东经济的关联度更趋增强;另外,作为国民经济的“晴雨表”,山东上市公司主营业务收入增长率的变化趋势比GDP增长率的变化趋势表现得更为明显和剧烈。

图1-5 上市公司主营业务收入增长率和全省GDP增长率对比



数据来源:Wind资讯

### 二、存在的问题及原因分析

山东资源丰富,经济发展水平和对外开放程度较高,综合经济实力在全国举足轻重。2005年,全省GDP为18468亿元,占全国GDP总量的10.13%,位居全国第二,是名副其实的经济大省。但是,山东的证券市场发展与其作为沿海经济大省的地位相比,还存在着一些不容忽视的问题。

#### 1、上市公司数量偏少,证券化率较低

证券化率即指上市公司市值占GDP的比例,它是衡量证券市场发育程度的重要指标,体现了直接融资在金融体系中的地位和证券市场的作用效率。在全流通背景下,这一指标更具有现实意义,上市公司市值规模越大,募集资本和分散风险的能力越强。

表2-1 各地上市公司数量和证券化率比较(2005)

	全国	上海	广东	浙江	江苏	山东
上市公司数量	1382	147	131	88	90	78
上市公司数量占比(%)	100	10.64	9.48	6.37	6.51	5.64
上市公司总市值(亿元)	34792	6076	4664	1119	1820	2116
GDP(亿元)	182321	9143	21701	13365	18272	18468
证券化率(%)	19.08	66.46	21.49	8.37	9.96	11.46

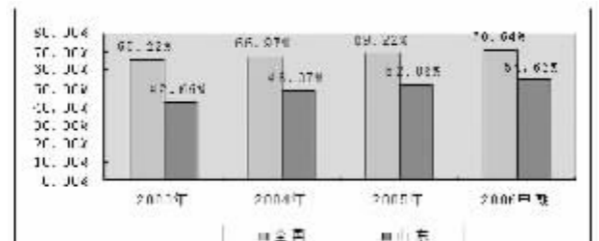
数据来源:Wind资讯,各省市和国家统计局2005年国民经济和社会发展统计公报,其中广东省的数据包含深圳辖区上市公司市值

从上市公司数量看,2005年底山东境内上市公司数量占全国的5.64%,虽然高于全国各省市的平均水平,但远少于上海和广东,也少于江苏和浙江。从上市公司市值情况看,2005年底山东证券化率指标仅为11.46%,不仅远远低于上海、广东等省市,甚至远远低于全国19.08%的平均水平(表2-1)。以上对比从某种程度上说明,山东证券市场的发展规模与山东作为沿海经济大省的地位不相称,山东没有更好的利用证券市场促进区域经济发展。

#### 2、国有股比例偏高,股权结构有待完善

与全国上市公司一样,山东上市公司的股本结构为国家股、法人股(含国有法人股和社会法人股)和社会公众股。但是,截止2005年底,全省上市公司股本结构中国有股(包含国家股和国有法人股)比例高达44.44%,不仅高于全国平均水平,也远高于上海、广东、江苏和浙江等地的国有股比例(图2-1)。

图2-1 国有股持股比例(2005)



数据来源:Wind资讯

股本结构是影响公司治理最重要的因素。山东上市公司不仅国有股比例偏高,而且持股人和持股形式也多种多样。国

有股的持股人既有国资部门、财政部门,又有国有资产经营公司、投资公司和企业集团等。持有形式有的是直接持有股份、有的采取授权经营。在这样的股权结构和持股制度安排下,责权利不统一、政企不分和行政干预的现象时有发生,上市公司内部人控制问题也难以得到控制,真正的法人治理结构并没有建立起来,从而影响了公司的融资决策和经营绩效。因此,如何优化山东上市公司的股权结构、提高山东上市公司的竞争优势,是不容忽视且急需解决的问题。

#### 3、上市公司经营两极分化严重

2005年度年报统计显示,山东78家上市公司的总资产已经达到2872亿元的规模,同比增长了29.6%,实现主营业务收入2391.05亿元,同比增长29.21%,实现净利润120.96亿元,同比增长10.35%,分别远高于沪深两市20.87%和2.49%的增幅。从评估上市公司经营业绩及其投资价值的每股收益、净资产收益率、每股经营性现金流三个主要指标来看,与江苏、浙江、广东相比,加权平均每股收益、加权平均净资产收益率和加权平均每股经营性现金流三项指标除去加权平均每股经营性现金流比广东低外我省都有明显优势(表2-2)。

表2-2 山东上市公司主要经济指标与苏、浙、粤比较(2005)

省份	山东	江苏	浙江	广东
每股净资产(元)	2.954	2.717	2.986	2.721
每股净收益(元)	0.275	0.110	0.153	0.226
净资产收益率(%)	9.320	4.03	5.70	8.31
每股经营性现金流(元)	0.550	0.234	0.406	0.697

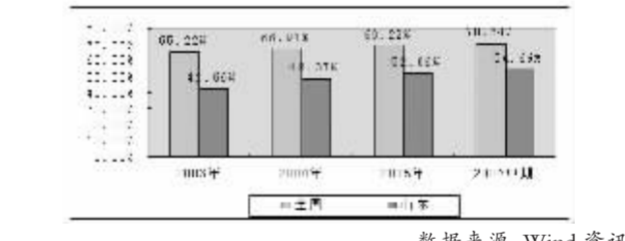
数据来源:Wind资讯

但是山东上市公司经营两极分化的特征十分明显。2005年全省有51家公司主营业务收入出现了不同程度的增长,占全部公司的65%。有48家净利润出现增长,占全部公司的62%。仍有12家公司亏损,占15.4%。2005年全省上市公司实现净利润120.96亿元,排名前十家的上市公司实现净利润97.00亿元,占上市公司净利润总额的80.2%。而12家亏损公司亏损额达16亿元,这主要是由于部分上市公司法人治理结构不完善、产业结构调整缓慢、还未采取实质性的并购重组,致使公司经营未走出困境。

#### 4、资产负债率偏低,财务杠杆运用不足

分析近年来沪深上市公司平均资产负债率可以发现,山东上市公司平均资产负债率一直低于全国上市公司的平均水平(图2-2)。企业资产负债率低部分地说明企业经营性现金流量充足,这一点我们从表2-2中可以看出。但同时这也反映了企业财务杠杆运用不足,资本结构存在问题。首先,资产负债率低意味着企业普遍偏好股权融资而不是债权融资。根据资本结构理论中的“啄食理论”,企业的融资应遵循内部股权融资优先、债务融资次之、外部股权融资最后的顺序。其次,资产负债率低意味着企业扩张受到某种约束,如果这种约束是来自企业内部,那么很可能是产品的销售出现了问题;如果这种约束是来自企业外部,则很可能是银行融资出现了问题。第三,资产负债率低还反映了企业的净资产收益率没有达到最佳水平。因为,在产品销售利润率不变的情况下,企业资产报酬率也不发生变化。此时,资产规模越大,净收益也越大,因此,总资产的变化将会使净资产收益率发生更大的变化。假如将全省上市公司资产负债率提高10%,可以肯定,平均净资产收益率将超过10%,大大高于原来的平均净资产收益率8.78%(见表1-3)。

图2-2 上市公司资产负债率比较

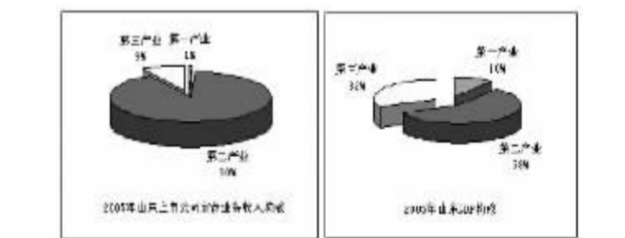


数据来源:Wind资讯

#### 5、上市公司产业结构与全省产业结构不一致

按主营业务收入划分,山东2005年78家上市公司中第一产业主营业务收入为21.06亿元,第二产业主营业务收入为2164.36亿元,第三产业主营业务收入为205.63亿元,三次产业比例约为1:90:9(图2-3),而2005年山东全省GDP构成中三次产业比例为10:58:32,说明山东上市公司产业布局与GDP产业结构严重不协调,第一、三产业上市公司主营收入占比低,第二产业上市公司主营收入占比过高。

图2-3 上市公司收入构成与GDP产业结构对比



数据来源:Wind资讯

2005年底山东78家上市公司中第一产业有4家,占山东上市公司总数的5.13%,没有充分体现我省在第一产业领域的优势,与山东作为农业大省的地位不相符;第三产业上市公司9家,只占山东上市公司总数的11.54%,而全国上市公司的比例为29.1%,对于经济有着巨大推动作用的金融、房地产业、旅游业,山东还没有这些行业的上市公司。

从上市公司的行业和产业分布情况看,第二产业中的机械、石化、塑料、金属、非金属、医药和生物制品行业占据了全省上市公司的半壁江山。同其他省市相比,山东第一、三产业上市公司很少,这是由于山东证券市场发育之初,过多地考虑了帮助部分困难国有企业解决燃眉之急;另外,其他行业的企业当时还没有意识到上市直接融资的重要性,特别是电子、信息、服务等一些新兴产业或者是由于尚处于初期发展阶段,或者是没有得到政策的重点支持,因此,上市公司数量相对较少。

### 三、对策与建议

从以上分析可以看出,山东上市公司与山东经济的关联度越来越高,但山东上市公司发展中不仅存在着证券化率低和国有股比例高等问题,而且存在着两极分化严重、财务杠杆运用不足和产业布局不协调等问题,这和山东作为沿海经济发达地区的经济大省地位不符,因此,努力改变山东上市公司的现状,并充分发挥和利用上市公司优势对山东经济的发展具有重要意义。

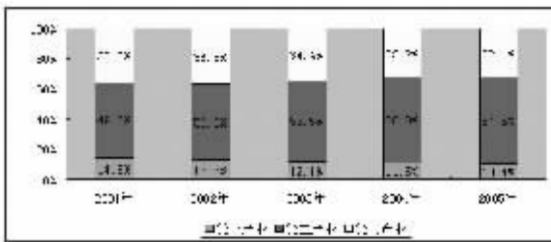
#### 1、将上市公司发展纳入全省经济发展规划

目前,山东上市公司营业收入已经占到全省GDP的13%,对区域经济的贡献不可谓不大,但迄今为止,山东尚未将上市公司纳入全省经济发展规划中。由于缺少长远的规划和系统的管理,容易造成对上市公司管理的随意性和指导的局限性,因此,山东应由省政府牵头成立专门的资本市场发展领导小组,来规划、指导山东上市公司的发展。具体地说,将上市公司纳入全省经济发展规划、实行宏观管理可以从以下三个方面入手:

——制订上市公司发展规划和相关实施政策。领导小组通过下设的办公室和专家咨询组对山东经济发展和上市公司状况进行全面调研,并在此基础上制订山东上市公司发展规划和相关实施措施。

——调整上市公司产业结构,促进全省绿色GDP的实现。多年来,山东GDP中第一、三产业占比逐年下降,第二产业占比逐年增长(图3-1),使山东经济在快速增长的同时也伴随着高能耗、高污染等问题,如不加以引导和调整,绿色GDP的目标就很难实现。

图3-1 山东近年GDP三次产业结构



数据来源:山东省各年度国民经济和社会发展统计公报

——鼓励省内企业间的兼并重组。一方面,鼓励优势企业间的强强整合,促进山东企业做大做强,以进一步增强对市场和资源的占有和扩张能力。另一方面,也要推进对弱势产业和企业的重组整合,特别是要切实推进对陷入困境上市公司的整合重组,恢复其再融资和持续发展的能力。

#### 2、将上市公司发展纳入区域金融生态环境建设

经济的全球化和金融化是当今经济发展的两大突出特点。经济发展的经验也告诉我们,一个地区经济的发展如果没有金融支持是不可能的。山东要建立适合区域经济发展的金融和服务体系,必须从建立良好的金融生态环境入手。山东上市公司所出现的问题,如果分析其外部原因的话,与金融环境不无关系,它从另一个方面也暴露了山东资本市场和金融体系的落后。因此,目前当务之急是把上市公司的发展纳入到全省金融生态环境的建设中,只有实现了上市公司与金融生态环境的和谐发展,才能从根本上改变山东资本市场和金融体系落后的局面。

为上市公司提供一个良好的金融环境,就必须增强经济发展中的金融意识,树立大金融观念。目前,根据国家相关法律、法规,利用已有的金融条件和资源,一方面对现有的金融机构、证券机构进行必要的扶持,加快证券市场建设;另一方面在省内外组建大型金融控股公司,以金融控股公司为依托,重新构建山东的金融体系,充分发挥金融在区域经济发展中的作用。

#### 3、将国有股权市值最大化作为国资管理的目标

对绝大多数上市公司来说,政府作为国有资产的出资人,对上市公司的运作负有政策引导和宏观管理责任,问题是政府究竟以什么目标介入这项工作。在股权分置改革以前,国资管理部门通常以上市公司股份的净资产值作为管理和考核的目标。以净资产为核心的考核体系,使企业过分关心净资产情况,而通过证券市场融资可以使净资产快速增长,造成了大部分国有上市公司重融资、轻发展的局面。将国有股权流通市值作为核心指标引入国有股东业绩考核体系中,可以引导企业管理者关注于公司的动态发展,有利于上市公司资产规模的扩张、盈利能力的增强和产业结构的升级。

将国有股权流通市值最大化作为全流通后国资管理新目标,目前需要明确以下两个方面的问题:一是明确股权流通市值在国有股东综合考核体系中的份量,市值作为主要指标还是参考指标将直接影响到国资监管的效率,这一问题有待进一步明确;二是市值计算的时点问题,在目前证券市场发育程度和监管水平尚不完善的情况下,选取某一时点或一段时间的市值作为考核标准,可能对考核结果的客观性造成影响。

4、从提高公司质量入手加强对上市公司的引导和扶持。证券市场是一个优胜劣汰的市场。高新技术、外资外贸、民营经济被省委省政府确立为山东未来发展的新的经济增长点,而交通、能源、港口、海洋、公用设施等一批产业事关山东经济发展的后劲,应通过证券市场把优势资源、优秀人才向这些产业集中。在积极培育上市公司、使优势资源、新兴产业和民营企业进入资本市场的同时,鼓励具有优质资产的大股东整体上市,并依托资本市场做大做强,使上市公司真正代表山东经济实力和方向,成为山东经济发展中的亮点。

为了提高上市公司质量,政府应当为上市公司创造一个良好的市场环境和政策环境,在项目、投资、税收等方面给予若干的优惠政策,并鼓励上市公司积极进行制度创新,在上市公司中实行股权激励制度。股权激励的本质就是在两权分离的上市公司中通过改变股权结构、增加经营者所有权比例,尽量使经营权与所有权利益一致,以解决道德风险问题。根据有关学者对经营者所有权的研究,在中国上市公司中实行经营者股票期权制度和经营者持股制度可以提高公司经营绩效。

#### 5、从完善公司治理结构入手规范上市公司的经营和发展

山东上市公司的根本问题是公司治理结构不健全,缺乏一套相互制约的约束机制。一个有效公司治理结构的确定,关键在于建立一套与股权结构相适应、责权利明确的组织体系。在全流通时代规划上市公司的发展,就应结合山东上市公司国有股权比重相对较大的实际情况,在股权逐步流通的情况下,通过国有股减持来优化上市公司的股权结构,逐步建立和完善现代企业制度,健全公司法人治理结构。

通过积极有效的国有股权减持,优化不同股东间的持股比例,使相互之间形成有力的制约约束机制,公司治理结构才能真正发挥出应有的作用,才能在上市公司组织体系上保证经营决策的科学民主。另外,国有经济成分比重过高,分布面过广,运营效率低下,不利于国有资产的保值增值,不利于国有经济控制力的提高,通过国有股减持,还可以盘活存量资产,有利于增强国有经济的控制力。对运营效率不高的上市公司国有资产,也可以通过向非国有经济转让等方式,实现资产,投入到效率更高的产业和领域,而非国有企业也得以间接进入证券市场。如此,才能从根本上改变上市公司法人治理结构不健全的现状,保证上市公司健康的发展。