

ZHONGGUO
ZHENGQUAN
SHICHANG
REDIAN
WENT ITOUSHI

中国证券市场 热点问题透视

李国华 金萍 著

武汉出版社

中国证券市场热点问题透视

李国华 金 萍 著

武汉出版社

鄂新登字 08 号

中国证券市场热点问题透视

李国华 金 萍 著

*

武汉出版社出版发行

华中师范大学桂子山印刷厂印刷

*

787×1092 毫米 32 开本 6 印张 字数 123 千字

1995 年 12 月第 1 版 1995 年 12 月第 1 次印刷

印数:1—2000 册 定价:5.50 元

ISBN7-5430-0729-O/Q · 4

自序

中国证券市场经过 1993 年大跃进式的发展,取得了巨大成就。但与此同时,许多问题也开始暴露出来,如法人股流通问题、征收交易收入税问题、扩容太快的问题、高溢价发行问题、市盈率高高低的问题、基金债券市场问题、分红派息配股的方式问题、外资入市问题、金融衍生产品的风险问题等等。

这些问题已经困扰着整个市场。

中国证券市场的进一步发展完善在很大程度上取决于我们能否首先解决这些问题。

没有研究便没有政策,也就是没有解决办法。所以要解决这些问题,第一步便是深入研究这些问题,从理论上讲清问题的实质与解决问题的原理。

作者在从事深圳证券市场运作具体业务策划工作和基层管理工作期间开始研究这些问题;1994 年 8 月形成了一些思路,其后,结合中国证券市场出现的一些热点问题,又对前期研究工作进行了更深一步的思考、补充和整理,形成了这本小册子。

应该指出:结论固然重要,但更重要的也许是分析方法与分析过程本身。作者深知许多方面的观点很不成熟,欢迎读者批评。

希望这本册子对广大投资人、融资人、证券从业人员,尤其是证券业公职人员能提供些许帮助。

作者

一九九五年九月二十日

内 容 简 介

这本册子是作者对中国证券市场若干热点问题、疑难问题长期研究、思考的总结。

涉及溢价发行、法人股、分红派息配股、市场扩容、市场规范化、外资入市、AB股合并、炒股收入要否纳税、市盈率、金融衍生产品、深沪运作机制等问题。

目的是尝试为证券市场管理人员和相关机构解决这些问题或制定有关这些问题的法律规范提供基本理论和基本方法上的依据，同时为证券从业人员、投资者、融资者分析和处理这些问题提供基本思路和方法。

主要理论和观点如下：

1 关于股票的发行价格

① 首次引入了盈利所有权价格的概念和溢价系数的概念；可用溢价系数评价溢价水平的高低；对任何一家发行公司都存在一个最高溢价价格。

② 分解溢价系数、制定相应的行业标准（溢价水平），实现最高溢价收入在公司发起人、投资人、国家、其他中介机构之间的分配。

③ 通过高溢价发行，可以使国有资产迅速大幅

增值，但未必是好事。

2 关于分红派息配股

① 送红股和配股的前提是：公司有新的投资机会，且新投资机会的投资净资产收益率大于社会平均收益率（市场利率，下同）。

② 建立了一般配股模型，模型揭示：对任何一家配股公司都存在一个最高配股价——在这个价格之上投资人将拒绝认购；在向发起人（包括国有资产管理人）、投资人同比例配股的情况下和仅向投资人配股人不向发起人（包括国有资产管理人）配股的情况下，最高配股价不变。

③ 评价国有资产增减的标准是所持股份净资产的增减和国有资产是否用在了最有利于实现国家目标的行业、产业、企业。

④ 送红股类似于低价配股，如果发起人（包括国有资产管理人）分现金、投资人分红股，国有资产（发起人资产）会流失；如果用较高的价格向投资人配股而不向发起人配股，国有资产（发起人资产）会增加。

⑤ 先向投资人送红股不向或少向发起人（包括国有资产管理人）送红股，再向投资人配股而不向或少向发起人（包括国有资产管理人）配股，会使发起人股份（包括法人股、国有股）变相流通；至于流通带来的收入如何在发起人（包括国有资产管理人）、投资人、代表发起人的小集团（包括个人）

之间如何分配，则要看各自持有可流通股份和不可流通股份的数量和分红配股的比例以及配股价格。也可先配股再分红实现法人股的变相流通。

3 关于发行方式

① 发行方式问题的根源是一、二级市场的价差；核心是如果大家都想要应卖给谁？选择发行方式是市场行为，不是政府行为。

② 评价发行方式好坏的标准是：发得出处，低成本，少浪费，不引发其他社会问题。

③ 低成本发行方式可能产生实际集资额大于计划集资额的逻辑矛盾。

4 基金、债券、证券二级市场

① 先大量发行股票和债券，后才能大量成立投资基金；投资基金是我国“共同富裕”政策下个人持有的资金的主要出路。

② 建立全国统一的国债保管、交易、清算中心，可克服市场现存弊端；将现存各交易场所联网可较简单地形成全国统一的国债市场；

较之大量发行国债，现阶段有更好的方式集中“闲散”资金用于建设、补贴财政，这就是：国家以股份形式向公众出售部分国有企业，将所得用于补贴财政和国家急需的建设。而且出售国有企业条件已成熟。

③ 证券二级市场上题材的发掘和“炒”作是一定意义上的全民自觉地学习经济、参与经济管理活

动的运动，对中国经济的发展意义深远；当然，题材仅是题材，上市公司业绩的变化才是根本。

5 关于市场建设

① 股市低迷和过分投机的主要原因是超溢价和高成本发行，不是扩容太快；解决问题的根本办法是大规模低溢价发行。只有市场规模达到一定的水平，证券业才能发挥其推动经济发展的作用、才能解决自身的一些难题。

② 炒股收入不应上税；如上税，从理论上讲是重复纳税。征收炒股收入税技术上有很多困难。

③ 融资融券对扩大市场资金供给和助长投机作用不大。

④ 外资入市、A股B股合并的前提是人民币实现自由兑换，近期可能性较小。也可以考虑通过外资入市、A股B股合并促进人民币实现自由兑换的进程，但风险很大。

⑤ 我国金融市场现阶段的主要任务应是建立使利率市场化的市场架构，而不是远期利率发现机制和利率保值机制，所以，现阶段应集中力量发展原生产品市场——股票、基金、国债市场；限制金融衍生产品市场的发展，防止证券市场演变为豪赌的场所。

⑥ 《证券法》的立法宗旨是：保护投资人权益不受侵害。可先出条例，最后总结成《证券法》。立法上最难的方面将是：国有股和其他性质股的不平等法律地位问题。

⑦ 深沪证券市场运作上的差异来源于深圳有三套股份帐、上海只有一套；深圳的好处是市场功能全，但效率低、运作成本高；上海是效率高、成本低，但系统功能基本上仅能为交易服务。取优去劣，深圳应去掉一套帐，上海应增加一套帐。

⑧ 中国证券市场的一体化可分三个层次进行，但随着运作模式的固化，困难会增加。

⑨ 国际惯例中，技术部分并不一定先进，但法规方面的东西则有很好的参考价值。

⑩ 股份经济、或者说公众经济，有公有制的特点，又是完全意义上的市场经济，在实行社会主义市场经济的中国大有前途；这是中国证券市场有光明前途的根本保证。

目 录

第一篇 股票的发行价格与溢价水平

- 1 关于合理的发行价格 (3)
- 2 溢价发行的实质 (5)
- 3 溢价系数、溢价水平、溢价价格 (7)
- 4 溢价收入的分配 (13)
- 5 关于用市盈率作为确定发行价格的依据 ... (22)
- 6 发行成本对股市的影响 (26)
- 7 关于市盈率的高低 (29)

第二篇 证券的分红派息配股

- 8 配股的实质 (39)
- 9 配股价格的高低对投资人的影响 (44)
- 10 发起人不配股对普通投资人的影响 (53)
- 11 国有股不配股时国有资产的增减 (62)
- 12 送红股的实质 (64)

13 关于法人股分现金、公众股送红股的分配办法	(65)
-------------------------------	------

第三篇 证券的发行方式

14 发行办法要解决的问题	(75)
15 关于判断发行办法好坏的标准	(77)
16 关于无限量发放中签表的发行办法	(79)
17 关于定额存单方式的优劣	(82)
18 关于竞价发行	(84)
19 关于一、二级市场直接对接的前提	(87)

第四篇 基金 国债 证券二级市场

20 股票与投资基金	(95)
21 经济发展与投资基金	(98)
22 上市投资基金的分红派息	(101)
附录:投资基金的基础知识	
23 建立全国统一的国债交易市场	(107)
24 现阶段不宜大力发展国债市场	(110)
25 二级市场题材	(113)

第五篇 证券市场的建设与发展

26 法人股问题的实质	(119)
-------------------	-------

27	扩容 超溢价发行与我国股市的低迷 ...	(124)
28	炒股收入上税问题	(128)
	注:国家税务机关有关人士对证券交易税的看法	
29	如果“炒股收入”真要上税	(134)
30	融资融券对市场的影响	(135)
31	外资入市问题	(138)
32	关于 T+0	(141)
33	从“宝安可转换债券”到 327 风波”	(145)
	附注 1:327 国债期货事件	
	附注 2:英国巴林银行倒闭案	
34	关于市场运作的规范化	(154)
35	关于《证券法》	(157)
36	证券商在证券市场中的角色	(160)
37	沪深证券市场运作机构上的差异	(162)
38	沪深证券市场一体化问题	(166)
39	中国证券市场的发展前途	(169)

第一篇

股票的发行价格与溢价水平

第一卷

平本付部已部付行貨印票銀

1 关于合理的发行价格

深圳发行股票在一个时期曾是以 11~14 倍的市盈率为定价依据。比如公司原有资产每元折一股，根据过去三年公司业绩，公司每元净资产盈利约为 0.3 元，则发行价定为每股 3.3~4.2 元。这一标准在 1994 年上半年受到了严重挑战，这一时期上市公司股票市盈率多在 6~15 倍之间，用市盈率 11~14 倍为依据发行的股票多面临认购不足的问题，许多已步履艰难的包销商被置于非常尴尬的境地。这时二级市场上亦有人提出市净率比市盈率更重要，一些公司亦开始用“平价”发行股票。

那么，作业判断股票发行价格合理性的标准究竟是什么？

我们首先来看一个例子。

例 1. 公司发起人已拥有一组投资机会，预计需要资金 2 亿元，预计每元投资盈利率是 30%，发起人出资 7500 万元，成立公司后，发起人拥有股权占总股权的比例为 37.5%。以下，我们均将发起人以外的投资人简称为认股人（即按《公司法》的规定）。

如无特别说明，以后的分析中我们只将公司股东分为发起人和认股人（下面或称作投资人）两类。例 1 中，认股人需出资 1.25 亿元，发起人出资占总资金的 37.5%，公司成立后，发起人拥有公司股权的比重也是 37.5%。这时每股价格的高低对发起人与认股人实际上已无意义。如果定为每股价格一元，则公司总股本为 2 亿股，发起人、投资人分别持有 7500 万、12500 万股，发行价格为 1 元/股。如果定为每股价格 25 元，则公司总股本为 800 万股，发起人、认股人分别持

有 300 万、500 万股，发行价格为 25 元/股，两种情况下，公司净资产预期盈利率均为 30%。

△ 实际上，在发起人、认股人每单位出资拥有相等股权的情况下，股价与公司总股本成反比，股价高低对发起人、认股人均无意义，任意股价均属合理。这也表明：股票拆细，属数学游戏的成分多，实质性内容少。

当然在二级市场上交易单位一定的情况下（每手 100 股），每股价格的高低对方便认股人是有一定影响的，但这种影响不是实质性的。

由此可见，如果我们控制的是以集资大小为对象的市场规模的话，那么，自 1993 年以来我国实行的对发行股数进行额度控制的制度意义并不大。从 1993 年下半年至 1994 年上半年的市场情况可以看出此种控制的效果并不好：一些公司拥有的投资机会需要追加资金的数量是一定的，比如是 2 亿元，所以，给 4 千万股的额度，就以发行价格每股 5 元发行，如果给 2 千万股的额度，就每股 10 元，反正要集资 2 亿元，加之对发行公司公众股最小股数的控制不严格，于是出现了许多“小盘优质股”——当然了：例 1 中，如果每股价格为 25 元，则每股收益为 5 元，上市数量为 500 万股，当然的“小盘优质”了。现实中，各地政府在额度有限的情况下，想多上市几家公司，也就只好“小盘优质”高价了。这种效应最终反映为扩容过快——如按深圳早期 3~4 元一股发行，50 亿股的盘子，集资在 200 亿元左右，而实际结果是远超出此数。

△ 因此，如果我们想有效控制或调节市场规模，则应改控制股数为控制集资规模。

上面讨论中，有一个假设，那就是“如果发起人拥有公

司股权的比重也是其出资比例的话”。而实际情况却大不其然。往往是发起人拥有公司股权的比重大于其出资比例。发起人（公司）往往是每一元资产或稍多一点折股一股，而投资人却是数元乃至十数元折股一股。所谓“新增发行部分”采用“溢价发行”。

所以，要完整回答什么样的发行价格是合理的，必须研究溢价价格。

下面我们来分析溢价发行的情况。

2 溢价发行的实质

为简单起见，我们还是来看一个简单的例子。

例2. 发起人拥有一组投资机会，共需资金2亿元。预期投资报酬（收益）率是30%，发起人出资0.75亿元，折股0.5亿股，折股价为1.5元/股；认股人共出资1.25亿元认购0.5亿股，即每股发行价格为2.5元。

本例中，公众公司成立后共有2亿元净资产，每股净资产2元，发起人、投资人各拥有50%股权，且“同股同权”。在一个极端的假设下——公司一经成立即中止，则发起人、认股人各分得资金1亿元，仅此一项发起人多分得0.25亿元，而认股人损失0.25亿元。显然可以通过法律禁止公司一经成立即告中止，但这改变不了一个事实：公司一经成立发起人立即获得暴利。

这里有两个问题：

① 发起人凭什么可以这样干？

② 认股人为什么要投资？

让我们听听他们的解释：上面只看到了公司成立时的情