

恒阳理财丛书

J Z Q L T

决战全流通

转轨期证券市场的最后机遇

◎主编 葛正良 王金玉

核心资产板块还能走多远



中华工商联合出版社
CHINA INDUSTRY & COMMERCE ASSOCIATED PRESS

决战全流通

——转轨期证券市场的最后机遇

主编 葛正良 王金玉

中华工商联合出版社

责任编辑：高晓博

封面设计：范雅丽

图书在版编目 (CIP) 数据

决战全流通：转轨期证券市场的最后机遇/葛正良，
王金玉主编. —北京：中华工商联合出版社，2004
ISBN 7-80193-077-0

I. 决... II. ①葛...②王... III. 证券市场-研究
-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 009526 号

中华工商联合出版社 出版、发行

北京东城区东直门外新中街 11 号

邮编：100027 电话：64153909

河北月华胶印厂印刷

新华书店总经销

850×1168 毫米 1/32 印张 8.875 150 千字

2004 年 2 月第 1 版 2004 年 2 月第 1 次印刷

印数：1—7000 册

ISBN 7-80193-077-0/F·35

定 价：20.00 元

序

——核心资产板块到底能走多远？

2001 年中国股市由牛转熊，短短半年上证指数就从 2245 点跌到 1339 点，跌幅高达 40%。而随着泡沫的破裂，导致股市虚假繁荣的一系列问题都暴露出来，包括上市公司技术含量不高、业绩作假、恶庄操纵股价、大股东掏空上市公司等等。笔者也隐约意识到一场股市的重大变革可能就要开始了。在 2001 年由本公司发起的一次由上市公司高管、著名券商研发人员、机构投资者和《上海证券报》资深记者共同参加的研讨会上，本人公开提出市场的性质可能已由此发生了转变，不解决全流通问题，市场将不再具有投资价值，熊市也因此会持续一个相当长的时期。

众所周知，在 2002 年到 2003 年，财政部三次贸然推出国有股按市价减持，每一次都造成市场暴跌，因此这也激发了市场人士开始思考深层次的结构性问题，最终不约而同地将目光聚焦在国有股全流通问题上，并涌

现出不少民间方案和代表民间声音的全流通问题专家，比如经济学家韩志国、刘纪鹏和民间人士张卫星等。他们顶住市场内外各种舆论压力，各自提出自己独具特点的思路来推动整个市场，包括投资者与管理层，都在向市场深层问题不断逼近，这不仅赢得了广大投资者的钦敬，也使得管理层对此问题不得不进行严肃而认真的研究，最近终于拿出肯定的意见来。2004年1月7日中国证监会规划委主任李青原研究员在“第八届资本市场论坛”上明确指出，股市分裂是我国股市的一大弊端，2004年是解决这一问题的最佳时机。第一次作为市场最高层次的监管者，不仅承认全流通问题为市场问题的核心，而且给出了市场期待已久的时间表。以李博士的身份，他的发言应该不仅代表证监会的成熟立场，而且也是高层各部门协调的一致意见。至此，这场由民间人士积极推动的全流通思想终于得到了官方的积极肯定。但为此，市场已经付出了沉重的代价，沪深股市市值蒸发已超过6000亿元以上。

应当承认，即使证监会由李青原博士明确表示2004年是解决全流通问题的最佳时机，但对于究竟如何解决，以及全流通对市场到底会有多大影响，目前这些分歧仍然很大，因为不同的人对全流通问题的由来与实质有完全不同的观点。为了彻底揭示全流通问题及其对未来市场的影响，

早在 2003 年初，本公司就组织了一批学养丰富，对市场有独特见解的人士共同编撰《决战全流通》一书，该书虽由资深股评家葛正良先生和本人共同署名，但实际上应当是全体编撰人员反复讨论的结果。我们认为，这是一场中国经济酝酿二十多年的决战，是计划与市场、封闭与开放的最后决战；也是证券市场的大转折，从边缘转为主流、从熊市转为牛市；这还是转轨经济期的最后一次重大投资机遇，是比认购证、一级半、转配股更大的一次财富增值机遇。对于这一次重大转折，后知后觉者将继续亏损，一知半解者将一无所获，只有彻底了解其由来与实质的人才能充满信心地迎接大牛市的到来，并在未来几年内赢得钵满盆满，并以此获得超人的投资回报。

2003 年是核心资产板块独领风骚的一年，仅从 10 月份至今核心资产板块的平均涨幅就已接近 50%，但许多中小投资者在这样的局部牛市中却都是“两手空空”，赚了指数不赚钱，因为他们对核心资产板块上涨的真正原因始终参悟不透。对于核心资产板块如此风光的原因目前流行两种观点，一是价值回归说，一是基金操纵说。我们认为这两种说法都站不住脚。首先，市场对上市公司业绩从来都是以怀疑的目光视之，何以这一次就能深信不疑？而且，有招商银行恶性融资案例在前，市场为何不惧怕大盘股借业绩大肆圈钱？第三，截止 2004 年 1 月 14 日，全新“上

证 50” 动态市盈率平均已达到 36 倍，是不是回归得有点过分？至于说基金操纵，更是毫无根据，一方面盘子太大，成本太高；另一方面基金众多，互为制约。那么核心资产板块联袂大涨的根本原因究竟是什么呢？我们认为其根本就是机构投资者对市场全流通的预期使然。虽然目前核心资产板块的动态市盈率已经偏高，但如果把全流通因素考虑进去，那么其股价仍然不高，因为即使国有股在净资产上加上一定程度的溢价，也仍会导致其市盈率的大幅下降。以沪市东风汽车为例：2004 年 1 月 14 日收盘价为 12.12 元，动态市盈率为 17.39 倍；国有股 70000 万股，流通股 30000 万股。如果国有股按净资产分批配售给流通股股东后实现全流通，则每股流通股可获配 2.33 股。以 2003 年中期净资产 3.77 元计，配售后每股成本约为 6.27 元。若该股全流通后市盈率为 15 倍，则市价应为 10.45 元。于是，该股市价可增值 13.91 元。也就是说，目前每股流通股的含价股权应当是 26 元。即使配售价一定程度地高于净资产，但这种配售也仍然显得很合算。因此，我们认为，如果说 2003 年 10 月至今核心资产板块的局部牛市在一定程度上是价值回归，那么在 2004 年该板块则将会有一波波澜壮阔的抢权行情。其中，不少质地优良，效益周期良好，且国有股与流通股比例悬殊的上市公司最终可能会有两到三倍的涨幅。

最新得到的消息是，近日，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（九条）将正式颁布，这也表明政府对我国股市目前及未来发展的坚定态度。我们都知道这次国务院关于中国股市发展的有关政策在中国股市 10 年发展历史上是第二次，而正是国务院第一次就股市发展提出的《国务院关于加强证券市场宏观管理的通知》（国发〔1992〕68 号）的有关政策，使我国股票市场迎来了其成立以来的第一次真正意义上的大牛市（上证指数从 386 点迅速飙升到 1558 点），而其后 10 年我国资本市场的发展，也确实取得了举世瞩目的成就。由此看来，这一次国务院就股市发展问题提出重要的“九条”意见也必将在目前中国经济高速发展的映衬下使我国股市再次迎来一波波澜壮阔的牛市行情。

最后，值此新春佳节之际，我们真诚祝愿广大投资者 2004 年吉祥如意，满怀信心地将新一轮中国股市大牛市进行到底。

上海金脉投资顾问有限公司

董事长：王金玉

2004 年 1 月 14 日

目 录

序——核心资产板块到底能走多远？	(1)
------------------------	-------

第一章 寻根溯源

——中国上市公司股权结构的形成与演变	(1)
--------------------------	-------

第一节 国有股权不流通的历史环境及沿革	(2)
---------------------------	-------

第二节 目前上市公司股权结构的现状及其问题	(10)
-----------------------------	--------

第三节 上市公司国有股权流通问题的提出及遭遇的困境	(17)
---------------------------------	--------

第二章 时不我待

——中国上市公司股权结构规范势在必行	(23)
--------------------------	--------

第一节 国有股不流通使公司治理结构难以完善	(24)
-----------------------------	--------

第二节 国有股不流通使资源配置无法得到优化	(43)
-----------------------------	--------

- 第三节 国有股不流通使股市价格合理评价
功能失真 (50)
- 第四节 国有股不流通使证券市场国际化
进程受阻 (62)

第三章 合理定价

- 中国上市公司国有股平稳流通关键所在 ... (69)
- 第一节 股票的合理价格如何决定 (71)
- 第二节 股票市场价格为何与其内在价值
偏离 (79)
- 第三节 中国股市一级市场定价不合理 (89)
- 第四节 中国股市二级市场价格已失真 (115)

第四章 利益协调

- 中国上市公司国有股流通方案再探讨 (130)
- 第一节 国有股流通问题已不可拖延 (130)
- 第二节 对已有国有股流通方案的评价 (137)
- 第三节 国有股流通方案再探讨 (157)

第五章 体制再造

- 国有股流通后中国资本市场格局大变化
..... (179)

第一节	国有股流通促进上市公司治理结构规范	(179)
第二节	国有股流通使市场并购及资源配置市场化步伐加快	(183)
第三节	国有股流通促进资本市场开放,加快经济国际化进程	(190)
第四节	国有股流通有利于健全多元化融资体系	(195)
第五节	国有股流通可强化市场机制配置作用,政策市特征淡出	(197)
 第六章 价值凸现		
	——国有股流通后投资机会的捕捉	(202)
第一节	国有股流通使股市投资价值进一步凸现	(202)
第二节	国有股流通后哪些股票可关注	(213)
附录		(242)
后记		(272)

第一章 寻根溯源

——中国上市公司股权结构的形成与演变

从 20 世纪 80 年代开始,我国的股份制改革进入试点阶段,一批股份制企业涌现出来。随着改革的深入,建立统一的证券市场已成为迫切需要。为此,在 1990 年末,深沪证券交易所开始试运作。由于当时受到政治观点与意识形态等方面的制约,再加上渐进式改革战略的影响,我国股份制改革及证券市场的运作明显带有双轨制特征。其中最为突出的表现是:同一上市公司的股权分为流通股与非流通股。虽然当时这样设计是为了减少改革的阻力,但随着时间的推移也滋生出诸多问题,其中,主要是

扭曲了证券市场资源配置的核心功能，违背了市场经济规律。

第一节 国有股权不流通的

历史环境及沿革

党的十一届三中全会以后，我国经济体制改革最初是在农村开始进行的。农村生产承包责任制，极大地激发了广大农民的劳动积极性，劳动生产率迅速提高，其结果也使农村劳动力出现了剩余。然而又由于城乡隔绝的体制，严格限制了农村劳动力向城市转移，于是离开了土地的剩余劳动力，便自己组织起来开办数量众多的乡镇企业，但由此而来又产生一个问题：办企业要资金，但乡村没钱！当时我国的经济基础仍十分薄弱，从村到乡，集体经济的积累根本无法办起大量的企业，而那时的计划体制也不可能把国家的资金注入到农村集体经济中，国家银行也不能贷款给乡镇企业。于是农民只能自己筹集资金，其中不少农村兴办的企业规定，凡是要进入这个企业的成员都要为企业垫付一定数量的资金，这部分资金被称为股金。由于承诺这部分资金数年之后将连本带息归还，因此，当时的这种筹资方式只能算是企业债券的融资方式。可见，当时人们对股份制还一无所知，但在当时提出这样的模式也

算是一种企业制度的创新。随着改革的进一步深化，城市中国有企业的投资需求也开始由单一的国家拨款，向拨改贷及信用贷款等多种融资渠道转变。我国当初经济体制改革的目标是：在农村要提高农民的劳动积极性，提高农村的劳动生产力；在城市则是要搞活国有、集体企业，提高企业的劳动生产力，增加市场的有效供给。为了实现这些目标，在城市，改革的基本形式是给企业放权让利，以便企业有充足的财力来实现企业的自我改造和自我发展。这一改革使企业的积累、职工的收入迅速得到了大幅增加。而劳动者收入和企业留成比例的提高及随之而来的地方财政收入比例的扩大，也使我国国民收入分配结构发生了很大变化，中央财政集中分配资源格局，逐渐转为个人、企业及地方分散分配资源格局，由此便使原有的投资体制难以继续，国家也很难像以前一样把企业的投资全包下来。企业要发展，而银行的贷款又不适合企业的长期投资，那么部分投资就需要民间资本来补充。于是，债券、股票便应运而生。一开始时运用债券居多，但后来企业逐渐发现债券融资到期要还本付息，经营风险也要自担，因此有一定的硬约束，而股票不仅适合长期投资，且还不需还本，名义上也就被错误地理解成软约束。于是发行股票，建立股份制企业也就开始逐步兴起。

但由于多方面的原因，特别是当时我国对股份制改革

还存在姓“资”姓“社”的争论，人们对股份制改革也不十分理解。因此，股份制企业改革进程十分缓慢。那时企业要通过股票市场融资是很不容易的。深圳在股份制改革方面较早地迈出了步伐，其中最有影响的就算是深圳发展银行了。深发展的前身是深圳信用社。1987年5月，深发展为筹集股本金，向社会公开招股79.5万股，面值20元。当时老百姓不知道股票为何物，认购者寥寥无几。于是，党政干部带头购买，有的甚至从工资里扣，而在发行人员的再三鼓动下，在各方的大力支持和宣传下，深发展最终发行出39.65万股，仅完成了发行额度的49.9%。不仅深发展如此，深万科1988年12月公开发行的2800万元股票，也遭遇了这一困境。

就在当时股份制改革试点兴起的同时，理论界也展开了一场大争论。争论的焦点之一就是，中国要不要实行股份制？其中一派提出股份制是社会化商品经济的必然结果，只要有社会化的商品经济，就必然存在股份制，国家所有制不符合发展社会主义商品经济的要求，因而需要用股份制来改造国家所有制（韩志国，1987年）；他们还认为股份制是我国国有企业组织制度改革的方向，在我国社会主义经济中，具备实行股份制的现实可能性（刘诗白，1986年）。与此同时，另一派也当仁不让，他们认为股份制是资本主义基本矛盾，即社会化生产同私人资本主义占有之

间的矛盾产物，而不是社会化商品经济发展的必然结果（吴树青，1987年）；国家所有制是与商品经济的要求相适应的，不能用股份制来代替国家所有制（关梦觉，1987年）；国有企业可以推行股份制，但不能推行股份化（刘光第，1986年）；甚至还有人认为在我国社会主义经济制度中，根本就不具备实行股份制的现实可能性等（刘大群，1987年）。争论的焦点之二是我国实行股份制的经济性质如何？有人认为实行股份制会降低公有化的程度，会把公有化变为私有化（马宾，1986年）；所以有人建议要具体界定股份制企业的性质等等。

而学术观点的对与错以及对股份制改革试点的肯定与否定，最终都要由政府来裁定。邓小平同志南巡讲话发表以后，股份制和股票市场才得到官方的正式认可。也正因为股份制改革为高层领导所接受，这才使股份制得以全面推广。此后，我国大批企业开始发行股票，进行股份制改革。由此而来，便使那些原本找不到长期资本融资渠道的小企业，获得了充足的资金而迅速发展壮大：设备得到更新，产品质量提高，市场占有率上升。这种神奇的生命力完全超出了理论界和决策层的估计。尽管如此，当时我国的股票市场仍被界定为社会主义计划经济的有益补充。当时制定的一系列政策，如企业股票发行上市采取额度分配制，股票市场主要对集体企业开放，国有企业股份制改造

仅作试点等，正是这种指导思想的产物。

随着国有企业股份制改造从点到面逐步推开后，紧接着遇到的问题便是：股份制企业组建是按发达国家成熟市场模式进行，还是要考虑中国特色？由于当时对私有化等问题还很敏感，谁也不敢提出国有股流通的主张并由此承担国有资产流失的“罪名”。此外，当时国有企业的管理部门，担心自己所属的企业转为股份制企业后会丧失控制权，因此也极力反对国有股流通。所以，后一观点占了上风。我国股份制改造最终便采取了国有股及国有成分为主的法人股暂不流通，国有股份制企业的股权设置采取存量不动，增量推进的模式。这样做，既可服务于国有企业股份制改造，为国有企业找到长期资本的融资渠道，又可保持国有股的主导地位。为此，原国家体改委在1992年5月15日颁布了《股份有限公司规范意见》。《股份有限公司规范意见》第24条规定：公司的股份按投资主体分为国家股、法人股、个人股和外资股，国有股一般应为普通股。根据资产的性质，国有资产投资形成的股份和集体所有资产投资形成的股份为公有股份。我国上市公司中至今仍普遍存在的国有股、法人股、个人股以及A股与B股的划分，都是从这项规定延袭下来的。按投资者的身份将股份有限公司的股份区分为国有股、法人股与个人股，是我国股份制经济在发展中的独创，也是世界股份制经济发展史上的一个特例。