

资本市场研究前沿

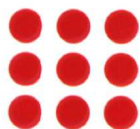
刘鸿儒教授

梁定邦教授

共同推荐

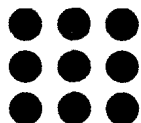
中国资本市场出路

王维钢 谭晓雨 著



中信出版社
CITIC PUBLISHING HOUSE

资本市场研究前沿



中国资本市场出路

王维钢 谭晓雨 著

中信出版社
CITIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场出路/王维钢等著. —北京: 中信出版社, 2004. 2

ISBN 7-5086-0109-2

I. 中… II. 王… III. 资本市场—研究—中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 001342 号

中国资本市场出路

ZHONGGUO ZIBEN SHICHANG CHULU

著 者: 王维钢 谭晓雨

责任编辑: 杨洪军 丁 波

出版发行: 中信出版社 (北京市朝阳区东外大街亮马河南路 14 号塔园外交办公大楼 邮编 100600)

经 销 者: 中信联合发行有限公司

承 印 者: 北京忠信诚胶印厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 27.75 字 数: 388 千字

版 次: 2004 年 2 月第 1 版 印 次: 2004 年 2 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7-5086-0109-2/F · 689

定 价: 43.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。服务热线: 010-85322521

E-mail: sales@citicpub.com

010-85322522

作者简介

王维钢，浙江大学工商管理硕士，高级经济师，曾任君安研究所高级研究员、国泰君安证券股份有限公司业务董事、鹏华基金管理有限公司基金管理部策略主管，长期从事资本市场策略研究、行业公司研究和投资银行理论与实务，对金融工程和公司估值理论有深入研究，曾为多家上市公司和大型企业集团提供战略咨询、重组上市的策略性服务，有八年的研究从业经验。

谭晓雨，南开大学经济学硕士，高级经济师，曾任君安研究所高级研究员、国泰君安证券股份有限公司行业公司研究部副经理、中视传媒股份有限公司独立董事，《新财富》组织全体基金经理评选的传播文化和社会服务两个行业的全国最佳证券分析师，《中国文化产业蓝皮书》2003年和2004年年度传媒业报告主笔人、《深证100指数成分股公司投资价值蓝皮书》传媒部分主笔人、新华在线《2003年中国传媒业报告》主笔人，长期从事制定发展战略、策划资产重组、传媒与社会服务业研究，有八年的研究从业经验。

王维钢和谭晓雨合作的著作有《股市策略制胜——资本市场研究》（文汇出版社，2001年1月）；2003年合作研究的中国证券业协会立项课题有《中国股票指数体系评价研究》、《中国行业市盈率评价研究》；合作的研究成果《控股股东变更模式研究》和《流通权定价理论应用与全流通对基金业发展的意义》（《管理世界》，2003年8月）分获深圳证券交易所全国会员单位研究成果评选第一届三等奖、第五届二等奖；合作发表的有影响的深度研究报告还有《中国股票指数体系评价方法》（《证券市场导报》，2003年12月）、《雪崩股的成因与市场影响分析》（《财经》，2003年第24期）、《中国数字电视产业链能否启动》（国务院内刊《经济要参》，2003年7月）、《竞争为王——中国强势企业竞争力策略研究》（《上海证券报》整版，1999年9月，国家计委《中国经济导报》分三期连载，2000年1月）、《东方明珠与上海媒体产业发展策略》（《上海证券报》整版，1998年10月）。

王维钢有影响的研究成果还有《国有股等股份的上市流通问题》（国家计委《中国投资》，2000年7月）、《股票定价理论实证研究》（2000年1月）、《发行方式创新研究》（《证券市场导报》全文，1998年9月，《中国证券报》整版节录）、《上市公司投资网络产业策略》（《上海证券报》

整版，2000年3月，国家计委《中国投资》，2000年2月，中国人民大学中国证券与法律论文评选活动获奖作品）。

谭晓雨有影响的科研成果还有《中国数字电视产业困境与机遇》（《中国证券报》整版，2003年11月）、《行业成长性与投资机会》（收于《2002年中国证券市场投资策略》，社会科学文献出版社，2002年）、《中国传媒行业年度报告》（收于《中国文化产业蓝皮书》，社会科学文献出版社，2002年）、《广电行业重组深度研究》（《新财富》，2001年10月）、《中国传媒业投资机会》（《中国证券报》整版，2001年3月）、《重大无形资产交易研究及监管建议》（《证券时报》整版，2000年11月）、《上市公司更名现象实证研究》（《证券时报》整版，2000年10月）、《中国信息媒体产业研究》（国家计委《中国投资》，1999年5月）、《酒店上市公司业态优化研究》（《上海证券报》整版，1998年4月）。

作者的联系方式如下：

电子邮箱：wangviger@yahoo.com.cn, tessy100@sina.com

通信地址：深圳市笋岗路12号中民时代广场21层 518008

序 言

资本市场作为金融市场的主体内容，在新世纪肩负着重大而又艰巨的历史使命：进一步推进经济、金融市场化进程，促进市场经济体制的构建与完善；提高经济增长的集约化程度，实现经济的可持续发展；降低金融风险，保证国家的金融和经济安全。资本市场肩负的使命与资本市场现有缺陷之间的矛盾，以及金融全球化和加入 WTO 的挑战，使资本市场面临着巨大的发展压力和创新需求。而结构优化和制度创新，则构成资本市场发展的主要内容，是未来资本市场发展的两大主题。

创新是资本市场发展过程中永恒的主题，也是推动资本市场发展的动力所在。在各种类型的市场创新中，制度创新具有更为重要的意义，这不仅由于其他创新所形成的经验、规则和办法最终要升华为制度形式得到确认，而且还因为制度创新的现实状况和发展水平决定着其他创新的制度环境和发展空间。处于高成长阶段的中国资本市场，拥有巨大的制度创新需求：第一，中国资本市场制度创新的发展水平很低，这样一个市场本身就蕴育着旺盛的制度创新需求；第二，加入 WTO 要求中国资本市场尽快与国际惯例接轨，这构成未来资本市场制度创新的重要内容；第三，受体制条件、市场环境、政府的利益结构与偏好结构等因素的制约，已经实施的制度规则也带有较重的计划经济色彩，属于一种过渡性制度安排，须按市场化要求予以完善和矫正。但较之制度创新需求，制度创新供给则明显滞后。这种制度创新非均衡的形成，既有体制缺陷对创新供给的制约，也与创新主体的行为能力有关。

经过十年发展，中国资本市场无论在总量还是结构方面，都取得了长足进步。但应该看到，中国资本市场还是一个远非成熟的新兴市场，在运行中还存在这样那样的问题。这其中既有体制、制度等宏观方面的原因，也有市场微观主体行为、监管部门的监管水平等微观方面的因素。但归根结底，资本市场存在的各种制度性缺陷，是引致各种问题产生的最重要的原因。

中国的资本市场是从双重经济体制并存的背景下起步的。体制缺陷、市场主体行为不合理、法制不够健全等一些特有的限制性因素，使市场发展过程较

之西方发达国家要复杂和艰难得多。因此，市场在发展中遇到一些曲折，出现一些问题，是可以理解的。问题的关键在于，我们应采取积极的态度尽快克服和消除市场的制度性缺陷，而不是听任这些缺陷存在而损害和贻误市场的发展进程。

中国资本市场是推动制度变迁和经济增长的重要动力，对深化改革、实现体制和经济增长方式“两个转变”，具有其他改革措施不可替代的作用，它已成为中国市场经济中最具活力和魅力的部分。本书的两位作者八年来一直潜心研究中国资本市场，三年前我曾为他们的著作《股市策略制胜——资本市场策略研究》作序言，而本书是两位作者两年多来的新研究成果的集大成。通过本书我可以看到两位资本市场研究者的努力和执着，这对共同促进中国资本市场的发展是有益的。

中国证监会首任主席

刘鸿儒
2003.9.15

入世后中国资本市场面临最大的问题，是与国际规则寻求“共同语言”。中国要制定与国际规则相通行的标准，完善资本市场的游戏规则，这种制度是要与全球资本场所公认的准则相适应的。否则入世后，在经济的全球化和资本的全球化进程中，中国是无法提升本身的竞争力的。

未来几年中国资本市场有六大发展趋势值得关注：第一，企业融资继续从银行转移到资本市场；第二，企业融资继续从国际市场转移到本土市场；第三，介于无风险投资（如购买国债、到银行存款）与投资风险较大的股票之间，中风险投资工具（如开放式基金）的需求将增加，固定收入市场继续增长；第四，机构投资继续增长，一些人将从纯粹意义上炒股的股民变为长期持有公司股票的股东；第五，由于加入WTO带来的冲击，金融服务业将持续兼并，而且“一站式”服务将是金融服务的新趋势；第六，外资企业的进入使人才短缺矛盾激化，熟练的管理者和金融中介从业人员将持续短缺。

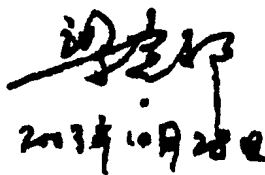
在这些变化中，投资理念的变化是最值得关注的，也就是投资者逐步把投资重点转移到绩优蓝筹股。蓝筹股是一个相对的概念，不是绝对的。如果说蓝筹股是绝对的，那么中国是没有蓝筹股的。因为中国没有一家以客观标准所衡量的上市公司好得过IBM，也没有一家公司好过通用电气，甚至中国香港汇丰

银行、长江实业。蓝筹股在中国的股市应该是一个相对的概念，因为中国的市场是一个封闭的市场，相对来说，肯定有一些股票比另外一些股票好，这种相对绩优的股票，市场里面肯定是有的。问题是，我们用什么方法把它挖掘出来，用什么样的方法来导致市场的行为向其靠拢呢？

要想让市场行为向绩优股靠拢，有两个方法。首先，要制定相对客观的绩优的标准。绩优股是在市场中挖掘出来的，不是靠主观制定的。如果是靠一些部门制定，就会有上市公司找上门来做“公关”工作。我曾经说过，在这方面，某些上市公司的“公关”能力相当强。公关只能维持股价一段短暂的时间。单靠主观标准来衡量股票价格就把股市困在短线交易的死胡同里。但有了一个客观的标准，绩优股被挖掘出来了，机构投资者就会自然而然地去追捧这些股票，上市公司就会觉得，将更多的精力放在公司业绩的提高上，是值得的。其次，让国外的投资人进来，会促进形成追捧绩优股的风气。以中国台湾为例，国外的投资人进入台湾后，产生了两方面的好处。第一就是形成了追捧绩优股的风气。因为外国投资者不会去投机、短暂炒股，他们会经过分析，经过看公司本身的营业状况，发现值得投资的股票，才开始进场买卖。当时台湾的证券监管部门有一个做法，就是凡被外国投资者购买的股票，都要打上一个标记。每当有股票出现这种标记，所有的股民就知道这只股票被外国投资者购买了。这样很快就形成了追捧绩优股的风气。第二，由于当时的台湾还没有股票指数，国外投资者进来之后，他的业绩只能用国际指数来平衡，这个指数主要就是台湾股市被纳入摩根斯坦利国际指数。因此，当国外的投资者进来以后，摩根斯坦利指数里就有了台湾的股票，这不仅使台湾股市的影响力大增，同时使台湾优良的上市公司的融资能力得到空前的发展。台湾现在有些公司是世界级的大公司，甚至进入全球五百强，这与当年开放国外投资者进来是有直接关系的。中国内地如果开放国外投资者进来，也会有非常好的效果。

本书的作者运用国际视野，从中国资本市场出发，对资本市场的热点问题展开了深入的研究，并取得了一定的研究成果。通过阅读本书，读者可以获得颇多的良益。

中国证监会首席顾问



王健平
2013年10月28日

本书是作者近年对中国资本市场若干前沿课题进行深入研究的部分成果，包括全流通、指数体系、行业分类、市盈率等重大主题。

★ 应用流通权定价理论设计了流通权交易方案，构建了综合运用调和平均等方法描述整体市盈率水平的改进评价体系，阐述了全流通对基金业发展的积极意义，提出了国有股权资产管理的创新思路。

★ 应用帕累托原理与分形理论建立了指数评价核心指标市值覆盖率与样本家数比例的分形模型，提出了指导机构投资者选择指数服务商的指数评价方法并对中国指数体系进行了独立评价，指出了评价同类型基金还应以全市场业绩基准为行业统一评价基准。

★ 介绍了对中国市场适用度最高的投资型行业分类系统，该系统主要用于编制行业指数，指导行业资产配置和研究机构配置行业研究人力资源。

★ 讨论了市盈率的有效性理论，通过对全球10个市场1.2万家上市公司数据进行统计，计算出各市场基础市盈率、各行业市盈率和行业投资吸引力；提出了行业波动周期以及衡量行业波动风险的行业增长率信息比；测算了行业增长率变动特征。行业周期波动随时改变着行业投资吸引力，因此投资者需要专业分析师判断行业估值的合理范围。



王维钢，浙江大学工商管理硕士，高级经济师，曾任君安研究所高级研究员、国泰君安证券股份有限公司业务董事、鹏华基金管理有限公司基金管理部策略主管，长期从事资本市场策略研究、行业公司研究和投资银行理论与实务，有八年的研究从业经验。



谭晓雨，南开大学经济学硕士，高级经济师，国泰君安证券股份有限公司行业公司研究部副经理，中视传媒股份有限公司独立董事，《新财富》组织全体基金经理评选的传播文化和社会服务两个行业的全国最佳证券分析师，有八年的研究从业经验。

责任编辑 杨洪军 丁波

封面设计  工作室·袁泽铭

经销：中信联合发行有限公司

目 录

第一章 全流通评价 /1

第一节 全流通方案评价 /1

股份全流通是历史的必然选择 /1

股份全流通方案现有成果评价 /4

第二节 流通权定价理论与应用 /7

总体方案的理论基础：流通权定价理论 /7

总体方案遵循的原则 /17

流通权交易总体方案 /19

方案主要参数的确定与评价 /22

第三节 全流通对市盈率水平影响的评价 /28

市盈率有效性理论 /28

方案实施后典型个股市盈率水平的变化估计 /29

方案实施后股票集合整体市盈率水平的变化估计 /30

市盈率水平的市场间比较 /32

第四节 全流通对中国基金业发展的积极意义 /37

基金业发展的外部环境改善 /37

国有股权资产管理创造基金业务新领域 /38

全流通促进中国基金业跨越式发展 /39

第五节 其他全流通方案介绍 /39

国有股减持方案阶段性成果出台背景 /39

国有股减持方案的阶段性成果介绍 /43

- 配售类方案之一介绍 /48
- 配售类方案之二介绍 /53
- 基金类方案介绍 /56
- 预设未来流通权类方案介绍 /59
- 权证类方案介绍 /61
- 股权调整类方案之一介绍 /72
- 股权调整类方案之二介绍 /78
- 开辟第二市场类方案介绍 /82
- 韩志国全流通方案介绍 20020118 /91
- 刘纪鹏全流通方案介绍 20021126 /102
- 张卫星全流通方案介绍 20020228 /107
- 赵传博全流通方案介绍 20020303 /112
- 2:1 缩股全流通方案介绍 200210 /115
- 吉庆才缩股全流通方案介绍 20020304 /119
- 立民全流通方案介绍 20021113 /123

第二章 股票指数体系评价 /137

第一节 指数体系评价方法 /137

指数评价标准研究的回顾 /137

指数体系评价方法的提出 /138

第二节 帕累托原理与分形理论、流通权定价理论的应用 /144

流通权定价理论在市值帕累托分布的应用 /144

帕累托分布分形不变特性 /151

构建市值覆盖率与样本家数比例的分形模型 /152

第三节 中国市场现有指数体系评价 /155

沪深交易所 /155

证券公司研究机构 /155

国际领先指数服务机构 /156

第四节 指数作为业绩基准的评价 /159

业绩基准指数的收益风险特征分析 /160

观测指数与基准指数相关性的检测 /168

观测指数对基准指数跟踪误差测定 /171

第五节 现有基金业绩基准选择的评价 /175

第六节 主要指数体系介绍 /177

深证指数体系介绍 /177

深证 100 指数编制方案 /178

上证指数体系介绍 /181

上证 180 指数编制方案 /182

国泰君安指数体系介绍 /184

中信系列指数编制方案介绍 /190

道琼斯中国指数体系介绍 /193

FTSE 指数体系介绍 /194

恒生指数体系介绍 /195

第三章 行业分类系统研究 /217

第一节 主要行业分类系统特征分析 /217

中国《国民经济行业分类与代码》特征分析 /217

中国证监会《上市公司行业分类指引》特征分析 /217

MSCI 全球行业分类标准特征分析 /219

道琼斯全球分类系统特征分析 /221

FTSE 全球分类系统特征分析 /222

Bloomberg 全球行业分类标准特征分析 /225

恒生行业分类系统特征分析 /227

第二节 行业分类系统差异比较 /228

行业分类系统不同层次名称及类别数差异比较 /228

编码系统比较 /230

第一层次类别设置比较 /230

各行业分类系统下的中国市场行业流通市值及行业
家数比重分析 /231

第三节 EPS 行业分类系统介绍 /231

EICS 的提出 /231

EICS 层次分析 /247

EICS 第一层次设计及分析 /248

EICS 第二层次设计及分析 /252

EICS 第三、四层次设计及分析 /254

行业市值分布均衡度的测定 /254

第四节 中国主要管理型行业分类系统介绍 /262

中国国家标准《国民经济行业分类与代码》(GB/T 4754—1994)

介绍 /262

中国证监会《上市公司行业分类指引》介绍 /293

国家统计局《三次产业划分规定》介绍 /307

第四章 市盈率研究 /313

第一节 为什么研究市盈率 /313

关于市盈率的争论 /313

对市盈率争论的评论 /317

研究市盈率的目的 /319

第二节 市盈率的基本概念及对投资的指导意义 /320

市盈率的定义 /320

市盈率估值模型的主要应用 /320

市盈率应用的局限性 /322

市场平均市盈率计算方法的比较 /323

行业平均市盈率计算方法的比较 /326

第三节 中国市场市盈率测算与分析 /326

中国市场市盈率分组分布分析 /326

中国市场及成分指数股市盈率测算分析 /328

中国市场市盈率与流通股本线性关系分析 /337

第四节 全球主要市场市盈率测算与分析 /344

全球主要市场平均市盈率测算口径 /344

全球主要市场平均市盈率结构比较分析 /352

第五节 全球市场行业市盈率测算与分析 /354

全球主要市场行业市盈率测算口径比较分析 /354

全球主要市场行业市盈率不同口径测算结果比较 /354

全球主要市场行业市盈率比较分析 /362

第六节 行业市盈率影响因素分析 /386

行业季度波动幅度 /387

行业年度波动幅度 /387

行业波动风险：行业增长率信息比率 /396

行业增长率变动特征 /397

行业波动周期阶段 /402

第七节 市盈率影响因素的回顾 /411

附 录 /413

第一节 转轨时期资本市场监管失效的成因分析与对策 /413

转轨时期资本市场监管失效的成因分析 /413

降低股市对大股东的吸引力是总的对策 /414

实现股权资产价格接轨是提升股市对公众投资者吸引力的
长期对策 /416

找准股市下跌的原因是解决问题的开始 /418

第二节 从全球股市走势看中国资本市场发展的困境 /419

参考文献 /426

第一章 全流通评价

第一节 全流通方案评价

股份全流通是历史的必然选择

作为一个带有浓厚计划经济色彩和烙印的市场，中国证券市场最为突出的特征就是它将上市公司的股权按投资主体的不同划分为国有股、法人股、公众股及外资股等，并人为地分割它们的权利与义务，导致在同一市场内同股不同权、同股不同利、同股不同价。多年的市场实践充分证明，市场制度的设计缺陷已经成为监管当局政策失效、控股股东行为模式变异的根源，并严重阻碍着证券市场的进一步发展。

股权分裂导致监管当局政策失效

1. 国有股减持政策屡试屡败

国有股减持在论证多年并试行几次均告失败后终于被停止，表明回避股份全流通问题而单纯考虑国有股在二级市场上减持套现是行不通的。

2. 存量不动、新公司全流通政策未试先败

鉴于非流通股存量庞大且难以处理，有部分监管机构和研究机构的人士提出存量不动、新公司发行新股后全流通的构想。消息在市场上一传播，马上引起一片恐慌。由于市场有着良好的价格传导机制，两类不同估价体系的股票会很快消弭估价的差异，而这意味着原流通股股东的资产进一步受到损失。

3. 外资并购政策利好变利空

2002年11月16日外资并购通知出台后市场并不像政策制定者和部分研

究人员的预期那样看涨，而是选择了下跌。根据 B 股市场的现行规则，外资法人股在一定条件下可以经中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）核准在 B 股市场流通。非流通股向外资转让后如果可以变更为外资法人股就具备了在 B 股市场上市流通的条件。市场担忧非流通股问题有可能在 B 股市场解决，流通股股东应向非流通股股东收取流通权利行使金的隐含权益就有可能被剥夺或削减。正因为如此，在现有政策环境下，外资并购非但不是利好反而变成了利空因素。

4. 股指期货等避险工具无法推出

监管当局和交易所早就在研究股指期货的推出，然而每次市场传闻将推出股指期货时都会给市场带来下跌动能。究其原因，在全流通问题解决前景遥遥无期的现状下，股指期货只能成为市场单边下跌的助推器。股指期货虽然给机构投资者提供了避险工具，但对于大多数不具备参与股指期货交易条件的中小投资者而言，在单边下跌的预期下认亏了结也许是一个最好的选择。

5. 发行制度市场化努力失败

监管当局在与国际接轨的基调下，1998 年开始实行发行市盈率由发行人与主承销商协商确定的改革举措，首次发行市盈率由原来固定的 15 倍逐渐上升到 20 余倍，2000 年全面放开市盈率与市场接轨后发行市盈率更飙升到 30—40 倍，最离谱的是在试用上网竞价机制首次发行闽东电力时市盈率竟达到 88 倍。累计竞价机制本来是国际通行的价格发现手段，但是在扭曲的市场机制下其作用与监管当局的本意大相径庭。

所幸从 2001 年下半年开始证监会实行了只做不说的窗口劝导政策，首次发行市盈率不得超过 20 倍。虽然这一政策不符合《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）和所谓国际惯例，但却是符合证券市场中国特色的正确决定，有效地遏止了非流通股股东控制下的上市公司恶意圈钱。

6. 发行申报制度变革陷入困境

中国证券市场从初建以来，发行申报制度历经计划经济模式下的额度制、限报家数制，直到 1998 年以后转为符合市场经济发展趋势的核准制。但计划限制一取消，大量的企业涌向上市的道路，证监会很快就出台了拟发行公司辅导一年的制度，有效地延缓了企业寻求上市的进度，客观上也起到了提高拟发行公司质量的效果。然而，进入 2001 年，随着大批公司辅导到期和再融资政策的放开，大量的融资项目需要申报。证监会又出台了发行申报通道制这一明显带有计划经济烙印的政策，从申报环节控制企业渴求低成本大规模圈钱的欲望。这一政策无疑给证券公司的营生环境带来了负面影响，但却是符合实际情