

价值投资指南，股民获利宝典

A Guide for Value Investment,
A Valuable Book for Investors

中国上市公司投资价值 动态比较分析研究（一）

Dynamic Comparative Analysis
on Investment Value of Listed Companies
in China (1)

赵惠芳 等著

立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

中国上市公司投资价值 动态比较分析研究（一）

Dynamic Comparative Analysis
on Investment Value of Listed Companies
in China (1)

赵惠芳 等著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司投资价值动态比较分析研究. 一 / 赵惠芳等著. —上海:立信会计出版社, 2017. 8

ISBN 978-7-5429-5503-6

I. ①中… II. ①赵… III. ①上市公司—投资效率—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 203232 号

策划编辑 张巧玲 杨帆
责任编辑 张巧玲
封面设计 南房间

中国上市公司投资价值动态比较分析研究(一)

出版发行	立信会计出版社		
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码	200235
电 话	(021)64411389	传 真	(021)64411325
网 址	www.lixinaph.com	电子邮箱	lxaph@sh163.net
网上书店	www.shlx.net	电 话	(021)64411071
经 销	各地新华书店		

印 刷	江苏凤凰数码印务有限公司		
开 本	890 毫米×1240 毫米	1/16	
印 张	27.25	插 页	1
字 数	759 千字		
版 次	2017 年 8 月第 1 版		
印 次	2017 年 8 月第 1 次		
书 号	ISBN 978-7-5429-5503-6/F		
定 价	79.00 元		

如有印订差错,请与本社联系调换

前言

一、成因

本书是继《中国上市公司投资价值分析研究》^[1]和《中国上市公司投资价值比较分析研究》^[2]之后本人所写的系列丛书之三。

伴随着经济的迅猛发展,中国股市经历了前所未有的高速发展。目前,中国股市市值在全球股市中排名第二,美国股市第一。但与美国股市不同,中国股市近几年来发展奇异、扑朔迷离、跌宕起伏、险象环生。因此,中国股市必须改革。近几年来,与经济改革转型相适应,投资者的理念正在向价值投资转变。如何准确分析上市公司的内在投资价值成为投资者需要研究的必要课题。然而要从众多上市公司中选取具有良好前景的投资对象绝非易事。为了适应中国经济转型升级的需要,方便投融资双方融通资金,结合当前股票市场的实际状况,引导广大投资者进行价值投资,在一定程度上解决股票市场、上市公司和股民存在的诸多问题,本人设计了该系列丛书。

《中国上市公司投资价值分析研究》,是以价值投资理论为指导,以深沪两市 2014 年第 1 季度证监会公布的 17 个大类、90 个行业的 2 466 家 A 股上市公司为对象,通过有效分类汇总为 39 个行业,以 2013 年度财务报告数据为基础,选取 13 个能够综合反映财务能力、体现公司价值的指标,作为评估各上市公司投资价值的指标体系,建立指标模型,运用 SPSS 软件,采用因子分析法与聚类分析法进行投资价值分析研究,确定分析对象的投资价值总量及排名,并合理划分层级,联系实际进行深入分析研究,得出量与质有机结合的投资价值结论,为投资者提供参考,以降低其投资风险,提高投资收益,并提供了价值投资具体操作方法和环境保障分析。

《中国上市公司投资价值比较分析研究》,是在《中国上市公司投资价值分析研究》的基础上,采用与之相同的上市公司分类标准、理论依据和分析研究方法,以 2 483 家 A 股上市公司的 2014 年度财务报告数据为基础,结合 2013 年分析研究结果进行比较分析研究,得出量与质有机结合的投资价值结论。此外,又进行了有效扩展,在对上市公司的投资价值进行比较分析研究的基础上,论述了上市公司市值管理存在的问题及对策,提出了依据上市公司投资价值,结合投资时的市值,计算市值偏离度,确定投资顺序的价值投资操作方法。

对连续两年的上市公司投资价值进行比较分析研究,能够比较客观全面地反映出上市公司的投资价值情况,为广大投资者提供可以随时直接采用的价值投资操作方法。但由于证券市场千变万化,各家上市公司的生产经营方针政策、财务状况、经营成果等也必然不断发生着变化,相应地,依据财务报告所估算的上市公司投资价值也必然发生着变化,加之财务报告的滞后性,往往会使估算出的上市公司的投资价值不能太适应投资者投资时的实际。为便于投资者及时了解上市公司的投资价值发展变化状况,作出切实有效的价值投资决策,我们以 2015 年度财务报告资料为主要依据,采用与前述两本书相同的上市公司分类标准、理论依据和分析研究方法,对 A 股上市公司投资价值进行分析研究,并在此基础上进行有效扩展,得出量与质有机结合的投资价值结论,并与 2013、2014 两个年度的投资价值分析研究结果进行有

效动态比较分析,以消除或缩小由于财务报告信息滞后使得出的结论可能与实际产生偏离的程度,反映出上市公司投资价值变动态势,为广大投资者提供适时进行价值投资的、更加全面具体的决策依据和具体操作方法。

进行上市公司投资价值动态比较分析研究,可以引导广大投资者进行价值投资、注重上市公司内含价值和未来发展,有利于吸引社会积累资金、尤其城乡居民存款更多地投向股市,投向有内含价值和发展潜力的上市公司;有利于促进社会资源的有效配置,促进股市不断完善、健康发展;有利于中国股市更大范围地走向世界,并吸引世界范围的投资者走入中国股市,支持中国的经济建设,为中国的经济发展注入资金活力。

二、架构

本书全部内容可谓是一个特大实证研究系统,目的是提供可供股票投资者进行比较价值投资所依据的相关信息,共分三个部分。

第一部分,理论分析研究。该部分主要通过论述股市与股价 VS 投资价值、投机与投资 VS 价值投资,提出了本书及系列丛书采用的比较价值投资理论。该理论将比较原理有机运用到价值投资之中,提出了比较投资价值、比较市价、比较价值投资概念,阐述了投机、投资与价值投资的关系以及比较价值投资理论体系与实际意义,突破了现行价值投资理论的局限性,为投资者有效指导价值投资提供了新的、更为有效的理论指导,开拓了价值投资的新领域,并论述了中国上市公司投资价值动态比较分析研究的基本程序、内容和方法。

第二部分,实证分析研究。该部分是本书重点内容,首先,按照2014年证监会对上市公司的分类标准,将全部上市公司17个大行业90个小行业,合理划分为39个行业(详见《中国上市公司投资价值分析研究》前言);其次,对39个行业的A股上市公司,均以2015年度财务报告数据为基础,参考同花顺数据库信息,整理计算得出分析研究所需的13个能够综合反映财务能力,体现公司投资价值的指标,进行投资价值动态比较分析研究;再次,在对各个行业的分析研究中,将有特殊情况的公司予以说明,如停牌的,而对于不具备可比性的公司,如上市不足一年的,由于不具备可比性,将其剔除,最终选入对比分析研究的上市公司只有2802家;最后,对各个行业内部上市公司进行打分排名和聚类分析,并结合2013年、2014年的相关分析研究结果进行动态比较分析研究,以减小由于会计政策变更等带来的财务报告信息的偏离程度,提供连续反应上市公司投资价值的比较投资价值信息。在各个行业的分析研究中,数据的整理、计算以及运用SPSS软件进行的处理等工作,主要由郝福新、金娟霞和杜赛赛等在读研究生同学完成,详见各章节末“参著”。

第三部分,比较价值投资决策要素与操作方法。该部分主要研究比较价值投资决策要素和以投资时各个行业上市公司市价为依据确定比较市价的方法,以及运用各个行业的比较投资价值排名、比较市价排名,计算得出比较价值投资排名顺序并据以进行价值投资的比较价值投资操作方法;并进行举例说明,以作为投资参考。

三、简化

本书初稿约180万字,过于庞大,考虑到各个行业均运用相同的分析要素、假设条件、分析方法、指标体系及各个指标的计量单位等,为避免重复,节省版面,方便阅读运用,所有行业一律不再对其加以论述。简化了除农、林、牧、渔业之外的所有行业的初始数据(扫描二维码可获取)、标准化数据、趋势化数据和树状图等内容。它们均由初始数据运用SPSS软件作业生成,是自动生成过渡性数据和图形,不可或缺,但一般情况下,读者不容易过多关注,若确有需要者,可与本人或出版社联系。对各个行业打分排名结果所进行的动态比较分析,主要选择了其中排名靠前和靠后的部分,即一般选取排名前十和后十名的公司;聚

类分析的对象也有所选择和侧重;其他未重点分析的公司,敬请读者自行参照分析。同时,本书简化了涉及诸多共享性资料的资料来源,如各个上市公司的财务报告,以及《中国上市公司投资价值分析研究》和《中国上市公司投资价值比较分析研究》的引用内容。重复引用的参考文献除在农、林、牧、渔业上市公司投资价值分析研究附注之外,不再标注出处。

四、声明

本书构想、设计、组织、协调、总纂等均由本人一人完成。行业划分和分析指标的选择难免具有主观性,采用的软件也难以尽善尽美,将创业板和成分指数放在一起,以实名制形式为全部上市公司分行业打分、排名、聚类,有可能使研究结果存在不同程度的偏离实际,尽管动态比较分析研究是在分析研究和比较分析研究的基础上进行,会使得出的结论更加符合实际,但难免还会存在研究结果难以反映出完全真实的情况。希望读者在阅读使用时能够充分考虑并剔除各项可能的偏离带来的影响,尤其是将几个相近但有些许不同的规模较小的行业合并为一个行业进行分析研究的情况下的影响。由于著者水平所限,加之时间仓促,书中差错和问题在所难免,敬请读者朋友批评指正,不吝赐教。

五、感谢

本书能够成行,离不开诸多好心人的支持和帮助。在此,特别感谢儿子王克柔的陪伴和后勤服务,感谢钱陈红同学所做的相关基础工作,感谢郭德贵老师的理解和建议,感谢邓川老师、梁飞媛老师的关心、帮助和支持,感谢所有参与、关心及有助于本书写作、出版发行的同行友人,感谢所有热心付出的读者朋友们,愿本书真正成为你们投资获益的良朋密友。

浙江财经大学会计学院

赵惠芳

2017年8月5日

参考文献

- [1] 赵惠芳,等.中国上市公司投资价值分析研究[M].北京:中国财富出版社,2015.
- [2] 赵惠芳,杨健兰,等.中国上市公司投资价值比较分析研究[M].北京:中国财富出版社,2016.

目 录

第一部分

第一章 股市与股价 VS 投资价值	3
第一节 股市	3
第二节 股价	10
第三节 投资价值	21
第二章 投机与投资 VS 价值投资	26
第一节 投机	26
第二节 投资	31
第三节 价值投资	37
第三章 中国上市公司价值投资的基本程序、内容和方法	45

第二部分

第四章 农、林、牧、渔业上市公司投资价值动态比较分析研究	53
第五章 采矿业上市公司投资价值动态比较分析研究	72
第六章 制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	81
第一节 食品加工业上市公司投资价值动态比较分析研究	81
第二节 酒、饮料和精制茶制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	90
第三节 纺织、服装制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	96
第四节 木材及家具制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	105
第五节 造纸、印刷、文教和娱乐制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	112
第六节 石油加工、炼焦及核燃料加工业上市公司投资价值动态比较分析研究	119
第七节 化学原料及化学制品制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	125
第八节 医药制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	137
第九节 化学纤维制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	149
第十节 橡胶和塑料制品业上市公司投资价值动态比较分析研究	155
第十一节 非金属矿物制品业上市公司投资价值动态比较分析研究	166
第十二节 黑色、有色金属冶炼及压延加工和金属制品业上市公司投资价值动态比较 分析研究	177

第十三节	通用设备制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	186
第十四节	专用设备制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	197
第十五节	汽车制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	208
第十六节	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	217
第十七节	电气机械及器材制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	224
第十八节	计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	236
第十九节	仪器仪表制造业上市公司投资价值动态比较分析研究	249
第二十节	其他制造业和废弃资源利用业上市公司投资价值动态比较分析研究	256
第七章	电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司投资价值动态比较分析研究	263
第一节	电力、热力、燃气生产和供应业上市公司投资价值动态比较分析研究	263
第二节	水的生产和供应业上市公司投资价值动态比较分析研究	274
第八章	建筑业上市公司投资价值动态比较分析研究	281
第九章	批发和零售业上市公司投资价值动态比较分析研究	292
第十章	交通运输、仓储和邮政业上市公司投资价值动态比较分析研究	304
第一节	交通运输业上市公司投资价值动态比较分析研究	304
第二节	仓储和邮政业上市公司投资价值动态比较分析研究	312
第十一章	住宿和餐饮业上市公司投资价值动态比较分析研究	320
第十二章	信息传输、软件和信息技术服务业上市公司投资价值动态比较分析研究	326
第一节	信息传输行业上市公司投资价值动态比较分析研究	326
第二节	软件和信息技术服务业上市公司投资价值动态比较分析研究	333
第十三章	金融业上市公司投资价值动态比较分析研究	345
第十四章	房地产业上市公司投资价值动态比较分析研究	353
第十五章	租赁和商务服务业上市公司投资价值动态比较分析研究	364
第十六章	科学研究和技术服务业上市公司投资价值动态比较分析研究	372
第十七章	水利、环境和公共设施管理业上市公司投资价值动态比较分析研究	380
第十八章	教育和卫生业上市公司投资价值动态比较分析研究	388
第十九章	文化、体育和娱乐业上市公司投资价值动态比较分析研究	395
第二十章	综合上市公司投资价值动态比较分析研究	402

第三部分

第二十一章	比较价值投资决策要素	411
第二十二章	比较价值投资决策方法举例	418
第一节	举例	418
第二节	比较价值投资决策关注事项	422

第一章

第一部分

1

第一章 股市与股价 VS 投资价值

股市是股票交易的市场,股价是股票在股市上交易的价格,投资价值是股票发行公司的内含价值。三者之间的关系既简单又复杂。简单在于,三者的根本在于股票发行公司的投资价值,即股票发行公司的投资价值决定其股票价格,股票价格决定股市状况。也就是说,股市取决于股价,股价取决于投资价值。复杂在于,就目前中国股市而言,很大程度上,股市是被人操纵的市场,股票发行公司的投资价值不能决定其股票价格,股票价格也不能决定股市状况。因此,本该由市场规律操纵的股市,变成了被无数人或团体各有其目的或目标操纵的混乱的“最不可信股市”。这是中国股市,也是广大股民乃至上市公司的悲哀。拨乱反正、正本清源,是必由之路。本章重在研究中国股市弱势化的表现及弱势市场中的股价的偏离程度,继而提出以比较投资价值为依据的价值投资观念。

第一节 股 市

一、股市的含义、分类及功能

(一) 股市的含义

股市,即股票市场的简称,是股票发行和交易的场所。股市的雏形源于1602年荷兰人在阿姆斯特河大桥上进行荷属东印度公司股票的交易。1773年,在伦敦柴思胡同的约那森咖啡馆,英国第一个证券交易所正式成立,以后演变为伦敦证券交易所。1792年,24名经纪人在纽约华尔街的一棵梧桐树下订立协定,形成了经纪人联盟,它就是纽约证券交易所的前身。1878年,东京股票交易所正式创立。它是东京证券交易所的前身。1891年,中国香港成立了香港股票经纪协会,后发展为香港证券交易所;1914年,中国当时的北洋政府颁布证券交易所法,1917年,成立了北京证券交易所。^[1]新中国股市自1984年11月14日,上海飞乐音响股份有限公司发行第一只股票起,至今已有30多年历史。

股市是投资者和投机者双双活跃的地方,是一个国家或地区经济和金融活动的晴雨表。一方面,它是股份公司通过面向社会发行股票,迅速集中大量资金,实现生产的规模经营;而社会上分散的资金盈余者本着“利益共享、风险共担”的原则投资股份公司,谋求财富的增值。另一方面,股市的不良操控,如无货沽空等,可以导致股灾等各种危害的产生。股市唯一不变的是变化,时时刻刻都在变化,故而难以掌控。

(二) 股市的分类

按照性质不同,股市可分为发行市场和流通市场两部分。

1. 发行市场

发行市场又称一级市场或初级市场或首发市场,是某公司股票首次发行的市场。股票发行是发行公司向投资者推销新发行股票的活动。股票发行大多无固定的场所,而是在证券商品柜台上或通过交易网络进行。发行市场的交易规模反映一国资本形成的规模。股票发行目的—是为新设立的公司筹措资金,

二是为已有的公司扩充资本。发行方式有两种:①由新建公司自己发行,或要求投资公司、信托公司以及其他承销商给予适当协助。该发行方式发行费用较低,但筹资时间往往较长。②由证券承销商(信托投资公司或证券公司)承包发行。该发行方式筹资时间一般较短,但付给承销商的发行费用较高。

2. 流通市场

流通市场是已发行股票进行交易的场所,又称“二级市场”。股票流通市场包含了股票流通的一切活动。股票流通市场的存在和发展为股票发行者创造了有利的筹资环境,投资者也可以根据自己的投资计划和市场变动情况,随时买卖股票。由于解除了投资者的后顾之忧,他们可以放心地参加股票发行市场的认购活动,有利于公司筹措长期资金;股票流通的顺畅也为股票发行起了积极的推动作用。对于投资者来说,通过股票流通市场的活动,可以使长期投资短期化,在股票和现金之间随时转换,同时又增强了股票的流动性和安全性。与发行市场的一次性行为不同,在流通市场上股票可以不断地进行交易。

按照交易场所不同,流通市场可分为场外市场和场内市场。场外市场又称店头市场或柜台市场。它与场内市场共同构成一个完整的证券交易市场体系。场外交易市场实际上是由千万家证券商行组成的抽象的证券买卖市场。在场外市场内,每个证券商行大都同时具有经纪人和自营商双重身份,随时与买卖证券的投资者通过直接接触或电话、电邮等方式迅速达成交易。作为自营商,证券商具有创造市场的功能。证券商往往根据自身的特点,选择几个交易对象,以顾客的代理人身份替顾客与某证券的交易商行进行交易,不承担任何风险,只收取少量手续费。场内市场又称证券交易所市场或集中交易市场,是指由证券交易所组织的集中交易市场,有固定的交易场所和交易活动时间,在多数国家它还是全国唯一的证券交易场所,因此,又是全国最重要、最集中的证券交易市场。证券交易所接受和办理符合有关法令规定的证券上市买卖,投资者则通过证券商在证券交易所进行证券买卖。场内市场即人们通常所说的股市。在股市中,由于股价的走向取决于资金的运动,资金实力雄厚的机构大户就能在一定程度上影响甚至操纵股价的涨跌,他们可以利用自身的资金实力,采取多种方式制造虚假的行情并从中获利,因而使得股票市场有投机的一面。但这并不能代表股市的全部,也不能反映股市的实质。

(三) 股市的功能

股市对推动国民经济加速增长和世界经济一体化进程作用巨大。正常情况下,股市具有以下功能。

1. 一般市场功能

股市作为股票交易的场所,能够为一级股票市场的股票发行提供保障;同时,由于股市的交易价格能比较客观地反映出股市的供求关系,也能为一级市场股票的发行提供价格及数量等方面的参考依据;它还能反映股市的性质、特征,刺激人们购买股票的欲望。在市场经济社会中,股市作为以资本为交易对象的金融市场,具有一般市场的基本功能,表现在以下四个方面:

(1) 积聚资本。积聚资本是股市的首要功能。股份公司通过在股市上发行股票,把分散在社会上的闲置资金集中起来,流入股市和发行股票公司,形成巨额的、可供其长期使用的资本,促进资本的集中,提高公司资本的有机构成,以用于支持社会化大生产和大规模经营。股市所能达到的筹资规模和速度是公司依靠自身积累和举债所无法比拟的。

(2) 定价资本。股票是上市公司自有资本的主要存在形式,股票的价格实际上是股票所代表的资本的价格。在股市上,所有股票都能由股市自由定价。企业经营好坏影响股价,股价高低牵动筹资者和投资者。若经营不善,股价下滑,会造成其资本减低,甚至可能导致公司被第三者收购。股市定价比实物商品在其市场上的定价更加客观公允,因为股市比一般实物商品市场更加集中,且有来自社会的多方监督和制约,特别是会计师事务所、律师事务所、证券交易所和社会舆论等的监督和制约。所有这些监督和制约促使上市公司必须改善和健全内部运作机制,以提升其产业资本的内涵价值,从而优化资本定价。

(3) 转让资本。股市为股票的流通转让提供了场所,使股票的发行得以延续。这是由股票的基本性质决定的。当一个投资者选择购买了股票,他就成了公司的股东,此后,他既不能要求发行股票的公司退股,也不能要求其赎回,如果没有股市交易,其投资就变成了“死钱”,无论多么急需,也无法兑现。如此,人们对股票投资就会有后顾之忧,股票的发行就会出现困难。有了股市,股民就可以随时将持有的股票

在股市上转让,按公允价格将股票兑现,使死钱变为活钱。

(4) 转化资本。股市在股票买卖者之间架起了一座桥梁,为非资本的货币向资本的转化提供了必要的条件,从而使非资本的货币资金转化为生产资本。股市的这一职能对资本的追加、促进公司乃至社会的经济发展有着极为重要的意义。

2. 资源优化配置功能

股市是实现资源优化配置的重要场所,因为:①股市为投资者和筹资者提供了灵活方便的投融资机制,从而实现资源的优化配置并减少了资源流动的成本。②效益高、前景好的公司,股价高,能筹集到更多的资金;效益低、前景差的公司,股价低,难以筹集到更多的资金。这种机制自然起到了优胜劣汰的作用。③股市的资源配置功能促使社会资本向高质量的上市公司倾斜,而其资本不断优化是社会资源配置优化的前提。④该功能与上市公司的质量及信息披露的真实性密切相关。如果上市公司质量低劣,信息披露虚假,就会折损甚至丧失这一功能,导致股市堕落为赌场。

3. 晴雨表功能

资本市场不仅是一个资本和物质生产要素的配置场所,而且是一个国家乃至世界经济、政治、军事、文化信息的集散地。股票二级市场的价格与这些信息的质量呈正相关。股市的风向标和晴雨表功能,从表象上看,是市场经济条件下,人们进行评估、交易重要的参照系;而从实质上看,它反映的是社会经济、政治形势的稳定和发展情势。

尽管由于政策导市、机构操作等种种原因,某些时期,大盘和个股会走出与其经济、政治等形势不相吻合的走势,但从长期看,在较为正常的形势下,股市是具有晴雨表功能的,股市价格与其价值乃至经济、政治等形势应该是一致的。

4. 价值发现功能

价值发现功能是指在资本市场上,通过交易可以发现一只股票的现实和潜在价值。从社会的角度说,它所表现的是一家上市公司对社会和股东在现实与未来的贡献度。这一功能与企业真实的信息反馈和评价密切相关。这种价值发现使人们能够看到某一公司、某一行业甚至某一地区或国家的投资价值,从而对未来作出理性判断,如美国股市发现了中国阿里公司的潜在投资价值,便对其高价投资。基于投资者利益的考虑,股市的价值发现过程是以理性为前提的,因而,这也标志着一个社会经济的理性走向。

在市场经济条件下,个体趋利避害的无形之手,引导股市向前发展且日趋健康和完善。因此,要普及整体利益、局部利益与个体利益一致的思想,倡导个体利益与局部利益、整体利益的一致性,其奥妙在于私人在追求自身利益的同时,要具备社会要求的理性和道德,遵守法律,恪守诚信。不然,价值发现功能将被扭曲,发现的价值将背离实际。

5. 价值增值功能

股市的增值功能主要体现在股票的增值功能上,表现为股价。股价有三种,即票面价格、账面价格和交易价格。在论证股票增值功能时,票面价格无意义,交易价格不能自证己身,唯有账面价格能说明问题,其实,账面价格与交易价格的差额才能真正说明问题。

股票的账面价格是发行股票公司发行在外的普通股的账面净值。作为整体,是公司的净资产,由股本、资本公积、盈余公积和未分配利润组成。现行分配制度规定,股份公司分配利润,必须先提取法定盈余公积金,从而使上市公司每股净资产含量不断提高。这是股市价值增值功能存在的前提或基础,或称为股市增值功能的内生变量。与此相应,上市公司通过增发和配股所导致的每股净资产的增值功能,则是外生变量。这两个变量能从财务分析上直观看到股票的本金增长的事实,但却都不是真正的股市价值增值功能的体现。真正的股市价值增值功能体现在,股市上某只股票的交易价格往往远远高于其账面价格。当前者高于后者几倍甚至数倍,才是股市增值功能的具体体现。而股票账面价格增长导致其本金的增长,股市增值功能的基础变量、外生变量和交易价格的增长才是股市的价值增值功能的体现。这主要是账面价格是遵循历史成本原则进行会计核算的结果,而交易价格则是广大投资者充分预估未来现金流量并据以决策的结果,也是股市的潜力和魅力所在及体现。

股市具备增值功能是与赌场最根本的区别。运用得好,市场规范,能较正常反映出上市公司的内在价值及未来价值,实现投融资双方与市场共赢的局面。这也是投资人摒弃投机,学会分析和评估,做理性价值投资人的理论依据。否则,只能多方共输。

6. 分散风险功能

股票市场在给投资者和融资者提供了投融资渠道的同时,也提供了分散风险的途径。从资金需求者来看,通过发行股票筹集了资金,同时将其经营风险部分地转移和分散给投资者,实现了风险的社会化转化。从投资者角度看,可以根据个人承担风险的程度,通过买卖股票和建立投资组合来转移和分散风险,同时,解决资金余绌及获利问题。分散风险的同时,实现了股权分置。股权分置是中国经济所有制形式脱胎换骨的革命。而这一点在股市上表现得尤为明晰。

7. 信号传递功能

股市作为一个国家和地区国民经济发展状况的“晴雨表”,必然会随着国家货币政策紧缩和松动等的不断变化,通过股票价格上的波动反映出来。由于获利的需要,股票交易会不断进行,相应地,股市内外自然会拥有大量专业人员长期从事股份公司及市场行情的分析研究和预测,并与各级各类相关单位和人员建立各种联系或关系,以能了解公司发展动向和市场走势,从而,股市便成了个体上市公司、经济、政治制度、政策及发展态势的信息(情报)的集结地和传输地。

二、股市构成要素

从股市的参与者角度来看,股市主要由市场主体、证券交易所、中介机构、自律性组织和监管机构构成。

(一) 市场主体

市场主体是股市交易的主体,包括股票发行者(即融资者)和股票购买者(即投资者)。融资者是指按照《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)等国家有关法律规定,具备发行条件公开发行股票股份有限公司,是股票卖方;投资者是在股市上投资股票者,是股票买方,包括个人投资者、企业、各类金融机构、各种社会基金、外国投资者等。在我国现行股市上,个人投资者占有绝对比重,约90%以上;而外国投资人只能投资于B股——境内外资股。

(二) 证券交易所

证券交易所是指为股票交易提供流通、转让便利条件的信用中介操作机构,如股票交易所和证券公司。股票交易所习惯称之为证券交易所。目前,中国大陆有上海和深圳两个证券交易所。按照《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)的规定,证券交易所是不以营利为目的的法人。交易所市场是股票流通市场的最重要的组成部分,也是交易所会员、证券自营商或证券经纪人在证券市场内集中买卖上市股票的场所,是二级市场的主体。它具有固定的交易场所和固定的交易时间,接受和办理符合有关法律规定的股票上市买卖,使原股票持有人和投资者有机会在市场上通过经纪人进行自由买卖、成交、结算和交割。证券公司也是二级市场上重要的金融中介机构之一,其最重要的职能是为投资者买卖股票等证券,并提供为客户保存证券、为客户融资融券、证券投资信息等业务服务。

(三) 中介机构

中介机构指参与股票发行、交易过程中的有关机构,包括:证券承销商和证券经纪商;证券交易所以及证券交易中心;具有证券律师资格的律师事务所;具有证券从业资格的会计师事务所或审计师事务所;资产评估机构;证券评级机构;证券投资咨询与服务机构等。

(四) 自律性组织

自律性组织指按照行业规定,实施自我监管,以保证市场公平、有效的组织。其一般包括行业协会、证券交易所等,目前我国的自律组织主要有中国证券业协会、上海证券交易所和深圳证券交易所。

(五) 监管机构

监管机构指按照证券法规和行业规定,对证券发行、交易活动及市场参与者行为实施监督和管理的

机构。目前,我国对证券市场进行监管的机构主要是中国证券监督管理委员会(简称证监会)。

三、中国股市弱质化

股市作为资本市场,有其独特的功能,发挥得好,可以起到融通资金,优化资源配置等正向作用;但若发挥不好,则会产生负向作用。中国股市由于种种原因,如政策股市、腐败股市,没能发挥其正常功能,致使一贯表现不佳。享有“中国经济学家的良心”之称的吴敬琏早在 2001 年,曾毫不留情地发出过“中国股市连一个规范的赌场都不如”的论断,由此拉开了中国股市大讨论的序幕。之后还曾多次批评中国股市处于“强盗贵族时代”。随着中国股市的不断发展,其影响也逐渐扩大,但状况未曾有过实质性改变。历经 30 年的不断发展和完善,这一状况仍未得到彻底改善,呈现出显著的独到的弱质化特点,主要表现在以下几个方面。

(一) 市场运作失常

中国股市是全世界唯一的以公有制经济为主体、多种所有制经济共同发展的证券市场,尽管上市公司中民营企业为数不少,但从股数的权重比例来讲,79%是公有制公司的股票,因此它与西方股市就有很大的差异。^[2]这是股市长期功能失常的根本原因,主要表现在以下几点。

1. 积聚资本偏移

股市上,无论何种性质的上市公司都有强烈的“资本饥渴症”,都渴望圈钱。这表现为:一方面,无论何种盈利能力的上市公司都极力融资,且多多益善;不论牛市、熊市,在股市圈到的钱都比搞实业获利要快、要多。2015 年股市共募资 1.4 万亿元。另一方面,新股(IPO)太多、太快、太猛,是传统计划经济“资本饥渴症”的反映,8 年就上了 800 只股票,而美国股市 100 年获准上市的只有 800 只。这种非正常的募资,偏离了股市发展规律及经济规律,是造成股市弱质的根源之一。

为了圈钱,上市公司靠造假、欺诈手段上市的现象普遍存在。很多公司在上市之前,将财务报表粉饰一新,以便能在市场上估个好价钱。而一旦上市之后,业绩往往大幅滑坡,原来估价的基础荡然无存,投资价值急剧下跌,广大股民尤其中小股民常常为其买单,损失惨重。

2. 定价资本扭曲

正常情况下,股市有涨有跌是自然状态,若股市下跌,在可以做空的市场有一部分人就可以盈利,一部分人亏损。而中国股市一旦下跌,全民都会被套牢。为什么没有做空机制呢?其原因在于,中国股市设立起初的一大宗旨是为国有企业服务,让国有企业的股价高一点,对发新股有利。而这样做便没有了做空机制,股价就会偏高,股民只能买进,或全抛离场,不能卖空。如此,中国股市定价资本功能严重扭曲。

A 股市场估值整体偏高,大大削弱了价值投资基础。目前 A 股 IPO 还是实行核准制,而通过核准上市的资源肯定相对比较稀缺。于是拟上市公司一旦获得上市资格后,马上与券商勾结肆意抬高新股发行价格,这造成了二级市场上的新股价格早已透支了公司的未来,削弱了价值投资的基础。这也是价值投资难以实施的原因之一。

3. 转让资本失实

与集聚资本相对应,中国股市相当长时间搞股权分置,使得很便宜的国家股、法人股仍源源不断上市兑现,成为熊市一大杀手。上市公司减持问题,也一直困扰着股市。本来,上市公司大股东为资本追逐利益最大化正当减持,属正常业务,无可厚非。但有些上市公司的高管却喜欢编造诸如“改善生活质量”“给子女支付出国学费”等各种荒诞的理由减持。而当大股东的资金成功逃离,股价就会步入漫漫熊途,致使接盘者损失惨重。另外,内幕交易盛行。因违法成本过低,亏损的只有广大股民。还有的大股东利用关联交易、高买低卖、资金占用、资产腾挪、违规担保等手段不断侵蚀上市公司的利益,很多上市公司在经过多年经营后发现,自己已只剩下一个空壳,已经失去了投资价值。为了借壳营运,便迎合某些公司需要,借壳上市,可一旦借壳失败,也只能沦为 ST 公司,成为股价暴跌的主要对象。

这种普遍存在的股市交易,加剧了整个市场的不稳定性,使股民们叫苦不迭。

4. 转化资本迷途

股市具有将非生产资本转化为生产资本的功能,在经济不断发展的中国,该功能应得以充分发挥,这是股市的正常状况。据商业见地网最新消息,2015年以来股市暴跌,在经历了股灾1.0、2.0和3.0后,很多投资者市值大幅减少,从超级散户变成大户、大户变成中户、中户变成小散户的大有人在。股市已经成为地道的财富绞杀机,财富削骨器。最近一年时间,持10万元市值以上股票的股民减少了276.6万人,而持500万元至1000万元市值股票的股民数量减少幅度最大,一年里减少44%。大资金投资者大幅减少。^[3]出现此种状况,应该是股市转化资本的负向反映,即资本从股市退出,转向了投资价值更大的对象或渠道。但奇怪的是国内投资渠道也相对匮乏。目前的中国已经进入负利率时代,存钱肯定是起不到保值、增值效果,只能越存越少;同时,银行理财产品刚性兑付也被打破;而买国债也被瞬间“秒杀”,根本买不到。股市转化资本的去处成迷。

其实,中国股市并不缺乏资金来源,中国居民存款高达数十万亿元,储蓄率高达35%,是美国的两倍,数万亿元养老金也在等着进场实现保值、增值,数千亿元企业年基金也在等待机会,数万亿元保险资金也在寻求出路。只要外围资金些许流入A股市场,那股市马上会再度大幅度增长,回归牛市。

(二) 社会资源错配

截至2016年6月22日,沪深两市A股市场共有2964家上市公司,其中上海证券交易所(以下简称上交所)上市1150家,深圳证券交易所(以下简称深交所)上市1814家。沪市A股总市值为24.69万亿元,深市A股总市值为20.36万亿元。沪深两市的股票账户合计高达1.89亿户,其中有效账户为1.47亿户。^[4]众所周知,中国股市是政策股市,包装和保护着上市公司发展起来,从股权、股票的份额看,以国企和国企控股最多,且这一状况将长期不会改变。在诸多国企和国企控股公司中,还有未改革好的企业,表现是产权不清、效益不高,成为中国股市熊市跌得快、牛市涨得慢的一个铁一般的板块。例如,工商银行(简称工行)3564亿股(流通股本2696亿股),刚上市时的苏宁电器(现苏宁云商,简称苏宁)2000万股,工商银行是苏宁云商1万多倍,4元一股犹如4万元一股,又无法送股,很难涨得动,而当年的苏宁电器6年涨了39倍。故有人喜小厌大,也是市场所致。另有许多很有潜力的公司却由于种种原因难以上市,如阿里巴巴数次申请不过关而只能到美国上市。如此,非生产资本便通过股市流向了那些不一定最有实力的、也不一定最有产业发展前途的上市公司,造成资源错配。

(三) 晴雨表误报

股市是实体经济、宏观经济状况的晴雨表,全世界股市基本都是如此,但中国股市则不一样。一方面,上涨迟缓,从1978年至2015年,GDP翻了183.68倍,而中国股市早在20世纪90年代就到过1500点(上证);20年过去了,截至2016年年末,也才刚刚达到2倍。另一方面,中国股票市价严重偏高,一度曾是美国股市同类股票价格的3倍、香港同类股票价格的4倍,大多数股票是香港股票价格的1.5至2倍。中国股市不是实体经济的晴雨表,实体经济即使非常好,股市也总是忽高忽低且跌多涨少。

中国股市不是西方国家成熟市场经典意义上的实体经济、宏观经济的晴雨表;实体经济、宏观经济上升,股市可能涨也可能不涨;实体经济、宏观经济下降,股市一定下跌。这既是由于股市弱化造成的,也是由于人民币不能自由兑换、国内货币与准货币增长较快等原因所致。

但中国股市却是某些腐败堕落分子攫取利益的晴雨表,表现为:一些利益集团、消息灵通人士利用内幕消息和自己的资金优势,大量攫取非法利益,从市场掠走大量财富,让中小投资者成为买单者。因此,市场消息不对称造成的结果往往是七亏二平一利。

(四) 价值发现失真

上市公司的价值应是其未来现金流量的现值。在股市上,其价值主要通过股利和市价反映出来。但在相当长一段时间中,由于相当多上市公司效益低下,不肯分红,分不出红,也不想分红,成为多数公司的积习。股民也多将关注点集中在股价上涨上,以获得资本利得。因此,投机炒作股价成为不少大股东关注的焦点,从而使股市的资本价值发现功能受到破坏。

发现上市公司的价值,应通过正常分析研究评估得来,分析重点在于:①环境分析重宏观分析;②微

观分析重基本分析;③操盘应该懂得止盈止损,在熊市中不该轻率地抢反弹,仓位不可过重。但这一切却是大多数股民未曾学习过的新课程。跟风操作、盲目投机等不良行为,不仅导致自己亏本,还为扰乱股市助了一己之力,致使股市基本没能反映出上市公司的真实价值。

(五) 价值增值失实

改革开放以来,中国经济连续近四十年迅速发展,举世瞩目。政府创建股市的初衷是借助股市的繁荣,让更多的企业通过上市渠道融通资金,来解决融资难问题;同时,增加国民收入,促使民间消费的崛起,形成经济发展的良性循环。从理论上说,中国股市从0开始,应是一座含金量最高的金矿,但实际上却并非如此。股市沦为广大投资者的伤心地,即便是效益好的公司也难以实现增值功能,这与监管当局

的初衷不相吻合。中国股市中确有相当多的公司效益低下,不想分红,分不出红,也不愿分红;也确有相当多的公司效益很好,是行业的领头羊和旗帜,但也不愿分红或分红寥寥无几。机构与股民投资者也对此已不抱过多奢望,而是寄希望于股市上涨,做差价,获得资本利得(国家也不征资本利得税)。这也给人为操纵股价带来了契机。

(六) 分散风险失衡

中国股市的最大特点是:股权分置。所谓股权分置,是由于特定的历史原因和政治原因,从1990年中国股市成立起,中国的所有上市公司都必须实行的一种分割股权的所有制形式。股权包括国家股、法人股和公众股。其中,国家股、法人股不可以流通,允许流通的只是占33%左右的公众股。有的股价涨不动,就是由于不断有非流通股被放出来;而有的公司流通股少,如吉林敖东,其股价就能不断上涨。

由于股权分置,上市公司从上市那天起就由少数大股东无偿地占有了中小散户、公众股的大量利益。2005年,在国务院的领导下,进行了坚决的、大规模的股权分置改革,释放了部分国家股和法人股,取得了历史性的成就,但仍有大约25%的国家股、法人股仍未完全流通,造成许多中小股民仍在源源不断地被套现。这是所谓“同股、同权、同价、同利”原则的不同体现,也是风险分散失衡的根源。

现在处于后股权分置改革时代,期待股市分权分置改革尽早顺利完成,还股市以公平、公正和公允。

(七) 信号传递失灵

中国政府对股市的调控能力极强,成效显著,突出表现在股市变动与货币政策关系极其密切:利息涨,股市跌;利息跌,股市涨。实行宽松货币政策,股市可以直上6000点,实行从紧货币政策,股市可以从6100点跌到1600多点。但其与财政政策的关系就不那么密切。总的来看,宏观调控水平相差很大。如熔断机制,几天就夭折了。再如以市值申购新股的规定,人人都可以免费申报,中签认购。这似乎避免了一次次股市波动,但中签率极低,有时只有万分之几,与福利彩票中奖率相差无几。退市制度的执行也是绵软无力,致使诸多垃圾股仍然存在。

中国股市的规则、法规、政策至今还处在不稳定的变动完善之中,如新股发行制度、新股二级市场抑价政策;上海股市ST的跌多涨少等不对称规定,也不像美国从20世纪30年代至今无大变。这是证券市场初级阶段的突出表现。如今,股市规模已达20多万亿元,股市运作也逐渐规范,将股市交托给“股市”使其以股市规律自行运作是发展的必由之路。

其实,股市信号传递功能主要应体现在投资对象即上市公司的投资价值上,也即上市公司的投资价值是否以及多大程度地保值、增值了。但这个信号却是最不尽如人意的。

另外,中国股市没有合法的坐市商制度,但在相当长时间里,庄家横行,10个股票9个庄(现在经过清理,已经少多了,但还是有庄家存在)。中国股市没有真正的、经典意义的做空机制,股指期货门槛很高,参与者寥寥,因此也没有西方国家成熟市场的套期保值功能,阻碍了大资金入市安全运作。而没有实质性的做空机制却有利于新股发高价、多融资。

中国股市没有真正的、经典意义上的退市机制,导致上市公司进得很多、很快,出得极少,如一潭死水。而美国股市是大进大出,“流水不腐,户枢不蠹”。并且往往一家上市公司影响一方水土、一方经济,地方政府与它有千丝万缕的联系,因此总想保壳成功,对它的去留非常敏感和重视。