

走向 市场经济的 成功之路

——来自上市公司的报告



上海三联书店 出版

5042



走向市场经济的 成功之路

——来自上市公司的报告

上海三联书店 出版

目 录

论上海股票市场的运作及发展(代序)

中国人民银行上海市分行金管处处长 王华庆 (1)

转换机制,增强活力,推动企业持续发展

上海二纺机股份有限公司董事长兼总经理 郑克钦 ... (19)

股份制给“大众”增添了活力和生机

上海市大众出租汽车股份有限公司

董事长兼总经理 杨国平 (34)

走科工贸一体化之路的实践与思考

上海三爱富新材料股份有限公司

董事长 滕名广 总经理 余建国 (41)

股份制试点:“小飞乐”敢为天下先

上海飞乐音响有限公司总经理 曹益群

顾问 张雅贤 (55)

以股份制改革为契机,自我扬帆走向市场

中国纺织机械股份有限公司

董事长兼总经理 黄关从 (65)

百货魁首 再展雄姿

上海市第一百货商店股份有限公司董事长 鍾华君... (81)

论股份制对深化企业改革的作用

中国第一铅笔股份有限公司

董事长兼总经理 胡书刚 (92)

升华中的申华

——从乡镇企业到上市公司

上海申华实业股份有限公司

董事长兼总经理 瞿建国 (103)

转八方面机制 塑股份化集团 求高速度发展

上海申达纺织服装股份有限公司

董事长兼总经理 刘宗泰 (111)

加快公司转制与建设的步伐 夺取商业零售股份制改造的

胜利 上联华联商厦股份有限公司

董事长兼总经理 张达夫 (126)

在实践中探索 在规范中发展

上海兴业房产股份有限公司总经理 曹光骊 (135)

建设具有世界一流水平的出口加工区

上海市金桥出口加工区开发股份有限公司

董事长兼总经理 朱晓明 (143)

集团公司的股份制改制和企业经营机制的转换

上海轮胎橡胶(集团)股份有限公司

董事长兼总经理 宋壮飞 (151)

集高科技优势 创股份制试点

上海国嘉实业股份有限公司

董事长 贺争 总经理 吴军 (166)

发行人民币特种股票(B股),利用股权式投资建立合资企业

的探索与实践 上海真空电子器件股份有限公司

董事长兼总经理 薛文海 (169)

高科技与股份制

——给“南洋”插上腾飞的双翅

南洋国际实业股份有限公司

董事长 翁史烈 总经理 仰书纲…………… (179)

股份制经营机制是企业筹集资金、完善管理、自我发展和自我约束的有效途径 上海联华合纤股份有限公司

董事长 梅寿椿…………… (187)

股份制——企业活力的源泉

上海市联农股份有限公司

董事长兼总经理 郭聪聪…………… (194)

合资企业实行股份制的几点体会

上海联合纺织实业股份有限公司

董事长 张惠发 襄理 李玉琴…………… (206)

建设豫园旅游商城 争创一流企业集团

上海豫园旅游商城股份有限公司

董事长 马金明 总经理 区福荣…………… (216)

论上海股票市场的运作及发展

(代序)

中国人民银行上海市分行金管处处长 王华庆

上海股票市场自1984年发行第一张股票算起,至今已8年有余。在这8年中,上海股市发展的经验教训是什么?有何特点及存在问题,今后应如何加强,这些都是值得我们理论上给以系统阐述的问题,本书即是对此作一尝试。

一、上海股票市场的产生及发展

(一) 上海股票市场的产生

上海股票市场是在我国经济改革初次高潮到来之际诞生的。从总体上来说,其思想背景在于1984年发表的《中共中央关于经济体制改革的决定》,但在实际工作中,它不是一个经过理论设计的“计划内”的产物,而是一个实践自发的,带有鲜明市场导向的“计划外”的产物。80年代初,上海涌现了大量的新办集体企业,这些企业从一开始就处于国家计划外的境地,因而其资金来源就自然而然地必到计划外去寻找,即向民间集资、向职工集资,这样,各种各样的“股金券”、“内部股票”、“债券”就大量出现。同时,一些想

扩大生产规模的老企业由于也得不到计划内的资金供应，便也开始了民间集资，还有一些企业出于变相提高职工福利的目的，也发行了各种“股金券”。这些完全自发的证券就成为上海股票市场的源头。出于保护投资者利益，维护金融秩序及探讨改革的目的，1984年7月，中国人民银行上海市分行制定了《关于发行股票的暂行管理办法》，承认了股票在社会主义经济体系中的地位，而且谨慎地承认并严格规范了股票的交易。1984年9月上海第一家股份制企业体宁实业公司定向募集股金300万元，1984年11月飞乐音响股份有限公司成为上海第一家公开发行股票的企业，由此，上海股票市场正式诞生了。

（二）上海股票发行市场的发展过程

股票市场的发展可从发行市场和交易市场两方面来观察。从上海股票发行市场的发展过程来看，其大致可划分为二个阶段：

第一个阶段：起步阶段（1984—1988）。在这个阶段中可分为两个时期，第一时期（1984—1986）主要是一些新办集体企业，发行额多为规模较小，总发行量也较少。1984年为500万，1985年为1270万，1986年为零。在发行管理上颁布了一系列暂行规定，如1985年颁行了《企业申请发行股票（债券）或内部集资须知》等。但这一时期股票和债券还没有严格区分，印制不规范，公开发行的很少，发行方式是单一的代销方式，发行价格为原始的面值发行。投资者主要看中股票发行企业与自己关系和较高的年利分配。第二时期（1987—1988）。在这一时期，一些较大的国营企业也开始了发行股票，发行规模有明显增大。1987年股票发行额达95642万元，1988年为3169万元，在发行管理上开始区分股票与债券，股票印制开始统一规范。

第二阶段：初步规范阶段（1989—）。在这一阶段，首先在发行

方式上做了改进,采用了组建承销团进行联合包销方式,在购股者不多时,由证券公司购进销不掉的股票,在股票供不应求,社会上“股票热”已出现时,则采用了购股者抽签和证券公司代销、余额包销或返还发行公司的办法;随后,为了体现股票发行的“三公”原则,又采取了“股票认购证”的方法,即向社会公开发行人认购证,一次发行,全年有效,然后公开摇号购买。在发行企业的规范上,则加强了对企业的要求,系统规范了发行企业所需的文件种类及其内容,其中对招股说明书做了特别详尽的规定。在发行价格上,也采用了溢价发行的方式。在证交所成立前,溢价发行的标准主要根据公司资产增值及公司的利润,并考虑一定的市场供求状况来确定;在证交所成立之后,则采用了国际惯用的新股首次发售时,根据股票市场平均市盈率、某行业市盈率及红利的派发情况来确定溢价程度,溢价后得出的市盈率则低于证券主管机关掌握的某一适中的市盈率标准,以保护投资者利益。在发行规模上,这一阶段表现了一定的不平衡。1989年、1990年没有新的公司发行股票,1991年只有三家,股本总额为13058万元,1992年为51家,股本总额达109亿元。

在这一阶段中,上海股票市场还在1991年11月30日发行了人民币特种股票(即B股),至今在上海股市发行的B股已达10种。面值8.55亿元人民币,净吸收外资6.2亿美元。B种股票的发行不但使上海股票市场与国际证券市场开始了“接轨”,而且扩大了上海吸引外资的渠道。B股的发行还直接推动了上海股票市场的规范进程,提高了股份公司的规范化程度,如在B股的发行中,证券发行的有关主管部门特别制定了一系列有关规定,规范了发行公司所要提交的文件。

纵观上海股票发行市场的发展过程的两个阶段,我们可以简单地将其发展规律概括为:先集体,后全民;先自发,后规范;先国

内,后境外。上海股票发行市场形成这样的发展特点不是偶然的。从整体上说,这里在一定程度上反映了在社会主义传统计划体制下,“体外”资金市场形成的一般规定性。反映了它是一个改革试验的产物,它的发展受改革动向的影响极大,这一点从股票发行额的年度分布的极度不均衡已可看出。

(三) 上海股票交易市场的发展过程

上海股票交易市场的特点在于它几乎是与发行市场同时产生的,即股份制企业上海一出现,股票交易就自发地产生并得到了政府的允许。概括来说,上海股票交易市场的发展经历了四个阶段:

第一阶段(1984年11月—1986年9月)。1984年11月飞乐音响股份有限公司发行股票后,持有人开始提出转让要求,有些人并进行了自发的实际转让。对此,人民银行上海市分行及时做了规定:持有人要转让需自找对象,在找到受让人后,到代理发行的工商银行上海信托投资公司静安分公司办理转让手续。其转让价格为市人行统一规定的票面金额加银行活期储蓄利息。截止到1986年底,在这一阶段中实际转让的股票共有11453股。这是新中国成立以来最早的股票转让。

第二阶段(1986年9月—1987年11月)。1986年9月26日,上海建立了第一个证券柜台交易点,即工商银行上海信托投资公司静安证券业务部,开始接受委托,办理由其代理发行的延中实业和飞乐音响两家公司的股票代购、代销业务,即不再需要股票持有人自找对象而交易了。对转让价格,市人行仍做了规定:票面金额加上至成交时预测的股息和红利。实行这一制度后的三个月内,成交1367股,约占当时社会公开发行业股票额的1%,1987年全年上海企业股票转让额达262万元,较1986年猛增达4.56

倍。

第三阶段(1987.11—1990.11)。1987年11月市人行公布了《证券柜台交易管理办法》，规定股票必须在市人行批准的证券柜台交易点进行转让买卖，价格实行开放，随行就市，由买卖双方商定；同时允许证券经营机构在柜台直接自营证券的买卖。在这一阶段中，股票交易额逐年上升，1988年交易额为445万元，1989年为777万元，1990年为4963万元。1988年全国第一个股价指数诞生——静安平均股价指数开始公布，该指数以1987年11月2日为基数，到1990年11月末，其达到357.18点。

第四阶段(1990年12月—)。这一阶段以上海证券交易所成立为标志而开始，至今可分为两个时期。第一时期为限价时期，从1990年12月至1992年5月20日。在这一时期，上海证券交易所从无到有，宣告成立，使上海的股票交易实现了集中交易，集中过户，电脑配对，竞价交易，使上海股票交易实现了无纸化，从根本上消除了黑市交易，在很短的时间里走完了西方国家近百年的过程。在价格管理上，为了防止股市投机过度，实行了限价管理，即规定每个交易日的股价涨跌控制在5%以内，以后调低到1%，并实行3%的流量控制。在这一时期后期，为了改变运用行政手段管理市场经济——股市而造成的股价缺乏弹性，大户以“吊价位”凑数推动价格上升的局面，在1992年2月18日，延中、大飞乐二只股票价格放开，1992年4月13日放宽真空、小飞乐和凤凰化工的涨跌幅度控制，从而为全面放开股价，使行政管理向市场调控转轨打下了基础。第二时期为价格放开时期，即从1992年5月21日开始至今。在这个时期，价格全部放开，流量控制取消，使市场机制真正回到了股票交易市场。在交易手段上则采取了除权、除息和认股权证交易的方法，从而保证了股份公司分红送股及其增资配股时交易正常运行，使配股顺利完成。1992年为进一步改善股

市的交易条件,上证所两次更新电子计算机系统,从每秒成交6笔达到了每秒300笔的水平。在这个阶段中,以1990年12月19日作基数的上证指数开始使用,1992年12月31日该指数已达780.4点。

在第四阶段里,B股交易也开始进行,1992年2月21日电真空B股上市,至今上海股票市场上B股已有10只,在B股的交易上,采用美元计价,实行的是二级经纪人制度,即境外投资者只能通过境外证券商(上海股票市场的次级经纪人)办理开户,然后由他们发出指令给境内证券商(上海股票市场的经纪人),再买卖B种股票。目前,人民银行上海市分行已批准40多家境外证券商为上海B股市场的二级经纪人。现在,交易所已单独设立B种股票电脑自动对盘系统,同时,采用了国际通行的市价总额加权平均方法编制了B股指数,1993年2月底的上证B股指数为94.92。

还应指出,1990年证交所成立时,相当一批外省市会员的加入,使这一阶段的上海证券交易市场辐射扩大到全国,从而使上海股票市场既具有区域意义,也具有了全国意义。

上述上海股票交易市场发展的过程说明:上海股票交易市场从其产生开始就被严格行政管制,而后逐步放开转向市场自身调控,它的成长相对一级市场而言受到的行政管理更严,这种严格的以行政管理培育股票交易市场的成功既是必要的,也是有效的,但也是有一定的教训的。从其逐年变化看,上海股票交易市场的发展极为迅速;交易量突飞猛进的增长,而且与发行市场的相关关系不明显(见表1)。可以认为,上海股票交易市场的发展与股民的培养及其期盼在短时间内获利的投资(投机)心理分不开,与改革的大环境变化分不开。而从发行市场与交易市场的关系看,在1991年之前,还可以说是发行市场推动交易市场,在1991年之后,则呈现出交易市场推动发行市场。

表1① 1986—1992年上海股票发行、转让统计表

单位：万元

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 1—2月
股票发行	580②	78555③	4487	2325	900	13058	1097401	
股票转让	57.5	262	445	777	4963	162000	5000000	7539833

① 发行数包括新发行和增资发行。

② 为1984、1985年累计发行数额。

③ 包括交通银行上海分行。

二、从比较中看上海股票市场

分析上海股票市场的发展，必须将其与国内外的其他股市进行比较研究。

（一）与国外股市的比较

股票市场，是现代化工业文明、市场经济体系产生之后的产物。尽管各国股市千差万别，形态、规模、结构都不相同，但作为对经济发生作用的资本市场，它却是各国所不可缺少的。毫无疑问对比股票市场发达的国家，我国的股票市场，包括上海的股票市场还处在极为初级的水平上，这一点主要体现在：首先，我国的股票市场还远没有达到国家所具有的较高水平的行业自律状态，政府对股市还处在“建造”不是监管的位置，换句话说，我国当前股市的发展还不是主要以经济发展、特别是市场经济发展为转移，还基本上处在以政府的政策偏好为转移的阶段。其次，我国股票市场还远没有起到合理调节资本在行业、部门、企业之间的流动的作用，远没有起到促进企业转换机制的作用。目前，我国股票市场的作用及其对发行企业、投资者的吸引力主要的是可获得丰厚的近期差价收益，

而这种收益又主要是由非市场机制的因素决定的。再次,我国股票市场的运作现状突出表现了一国股票市场初兴时的投机性。统计表明,1992年上海、深圳两地的股票全年周转率近乎达到100%,而一般发展中国家此项指标仅为20%,发达国家为50—60%。过渡投机,在一国股市的初建时期总是不可避免的,而我国股市投机性高的特点正说明我国的股市还刚刚起步。最后,在法规上,在管理机构上,在股民素质及通讯、技术手段上我国股市与发达国家存在的差距也是十分明显的。

上述比较而言的结论,一方面反映了我国股市(包括上海股市)建立的时间尚短,另一方面也反映了深刻的差异,但有些差异则是适应了我国特殊情况下的股票场所需要的。具体来说:

第一,上海股市是在计划体制与市场机制的双重作用下产生和发展的,这一点与西方国家的股市多是在纯市场条件下产生和发展是不同的。在纯市场条件下,股票市场的发展是与国家的整个金融资本市场共处于一个均衡的体系中,其发展的建设、规模与资本的需求有着比较直接的关系,在比较透明的、合理的监控条件下,其所具有的投机性与投资性必然会有一个相对均衡的结合。因此,政府对股市只会着重于以法规等形式保证股市运作的公正,而不必去注重对其规模的控制,更不必去限定何种地区、何种行业和何种时间发展股份制企业及股票市场。对比而言,一个在计划体制外的夹缝中成长的股票市场,不但不能与计划体制内的资本供给体系保持均衡,而且还会“扰乱”计划体制的资本供给体系。这一点体现在宏观上即是对整个金融体制的改革,体现在微观上即是国有股、法人股的流通问题。正是因为有这一点,所以,股票市场在我国诞生以来“规模”问题就一直成为政府管理股市的焦点。

第二,股份经济在国外是以聚集大规模资金的目的出现的,在

我国却是以“改革”的意义出现的。这种股份经济出现的不同目的突出地反映在：国外的股份经济在产生时主要是集中在公路铁路、海运、矿山、大贸易公司、银行、保险公司等，而投资者购买这些股票主要是为投资，而不是为投机，因而交易市场比较平稳，其波动与经济波动基本一致。而我国的股份经济在产生时虽然也包含聚集资金、扩大生产的目的，但总体来说，为改革而“试点”，为短期收益而投资的倾向相当明显，这样，股份经济主要出现在加工工业、中小企业并伴随着极大的投机性就不足为怪了。交易市场受政策的左右，而与经济波动无关。这种状况的产生虽有其合理的一面，但毕竟与股份经济的本质特征相去甚远。我们应该明确提出：股份经济在现实中并不仅仅是为了“改革”而提出的，它更主要的应是从经济发展本身的要求提出的，强调这一点对于防止“股份制拜物教”很有必要。

第三，股份经济的收益机制的本质在于共享，因而对股份公司、对股票市场的管理在本质上是各投资人的权责分明共同参与，这一点在国外常常表现在对股票市场的管理上，政府、行业自律组织及公众的共同参与、共同监督，特别是政府处在监管者而非操作者、受益者的位置上。目前，国外代表政府对股票市场进行管理的大多数是财政部门（如法国、日本）、中央银行（如新加坡），或是独立的代表政府的监管部门（如美国的 SEC），对比这种情况，我国及上海对股市的监管还远没有做到共同参与，即使是政府部门内部也还是职责不清、管理较乱。造成这种状况虽有时间短、没经验等原因，但更多的是由于政府内部职权不清，仍然固守计划体制的管理体系及其方法而造成的。

第四，交易、清算、交割、托管方面的比较，这是证券交易能否保护投资人利益的非常重要的问题。目前，国际上沿用“G30”来衡量交易所对投资者而言的安全、保障和高效。下面仅以东京证

券交易所与上海证券交易所 G30 建议的比较。

比较项目	东 京	上 海
一、交易程序比较	交易所自动化	交易所自动化
二、非会员公司之间的交易程序比较	非自动化, 依赖人手操作, 并透过电话与对方确定细节	不适用。必须透过交易所会员或特许的境外经纪人进行
三、托管(入帐、无帐本)	Jasdec(于一九九一年十月起启用)	自动化, 无需帐本
四、交易清算系统	于交易所进行	无交易清算系统
五、交割付款	无真正的交割付款系统	于交易所外进行、B 股于纽约花旗银行进行
六、同日基金	次日基金	对
七、交易日后第三个营业日=结算日	对	对
八、股票供货	无“灰色地带”	无
九、ISDN 号码(标准密码)	东京将于一九九三年七月采用	当地密码

按照 G30 的建议, 东京和上海各有长短。东京证交所将在下述方面实施改进, 即实施交易所会员与非会员之间的自动化交易程序比较; 建立真正的交割付款制度, 采用划一密码及采用电子系统联系世界股票市场及清算程序。上海证交所则针对自己登记、结算、托算方面的弱点, 将在近期成立中央登记结算公司, 先办理 B 种股票的开户、登记和托管, 并办理交易成交后的资金清算和款项交割。

第五, 科学确定股票发行价格。股票发行价究竟如何确定, 是股票发行中的一个重要问题。在西方国家, 股票的发行由证券公司包销, 其价格的决定是发行公司与包销商之间谈判的结果, 价格

当然是根据市盈率来决定,但有些国家规定,一旦证券公司包销的股票销不掉,只能降价销售而不能充作库存,因此股票发行价格的确定对证券商的风险是很大的。

我国股份制试点同西方国家股份化经济有一个最大差异,即我国是在原国营企业(当然也有其他所有制的企业)基础上改制的,且不是把原股份卖掉,而是向社会增量发行新的股票。此外,由于上海的股份制主要是向社会公开发行股票试点,在股票市场刚刚建立、证券市场法规不健全、会计国际化标准不完善、发行股票总体上处于供不应求的局面、证券商的非企业或独立状况比较严重等情况下,股票价格的确定就极难有一个比较规范的约束机制。发行公司总是希望有高一些的溢价,而证券公司为了揽到业务,就可能给予较高的包销价,因为,一是市场是供不应求的,不怕没人买;二是即使卖不出去,也可作为库存。对B股来说,尽管包销商是境外证券公司,但它们都希望能够进入上海市场,因此常常在竞争中许诺给以较高的市盈率,并且由于境外许多基金(如欧美上千亿美元的基金)都缺少对中国的投资,上海的B股又是一个新兴的市场,所以也愿意以较高的价格购买。而较高的发行价无疑会造成股票二级市场的困难,所以需要证券主管机关核价,这正是我国股票市场刚刚发展的一种特殊情况。

在过去二年,股票发行价格是由发行公司和承销商确定,然后报人民银行金融行政管理处。人民银行根据会计师事务所签证的1991年底和预期的1992年底的利润数,得出每股税后利润,然后以此来乘以一个适中的市盈率(市盈率则依据工业型低、第三产业适当高一些的国际惯例),从而得出发行价,最后同发行公司、承销商协商确定。这样,定价的问题又转为什么市盈率才是适中的问题了。

在A股的核价中,发行公司、证券公司往往和证券主管机关

意见不一致,当然前二者都需要有较高的市盈率,以取得较高的发行价。而证券主管机关则认为,考察一个地区的市盈率,离不开所处市场的情况。1992年发行的51家公司,从第一家批准日2月份起到8月份最后一家,这段时期上海股票市场的最低平均市盈率为155.47倍,最高为372.73倍(指每一家股份有限公司批准其发行股票时当日的上海股票市场平均市盈率)。其中有近50%是300倍以上,15%在200倍以上。1991年我们把新发行股票的市盈率定在25—50倍,而计算的基础,即每股税后盈利率已经把今年新发行的股份算入总股本,因此实际的市盈率还要低于这个数,大约仅为市场平均市盈率的1/7,而在1992年,市盈率则不得超过25倍(大约是批准日市场平均市盈率的1/10)。当然,也有些股份公司的1991年市盈率比较高,超过50倍,这种情况往往是一些承包性企业,1991年利润特别低,1992年利润特别高,如完全按会计报表核定价格,则一是股票发行价格不能确切地反映该公司状况,二是对股市不利,会出现1992年市盈率超低的情况,遇到这种状况,在核价时就告知对方,今年不得上市(因为上证指数是按1991年市盈率公布的),并在招股说明书上载明。这样既能解决定价不合理状况,能照顾到市场状况。可以说,目前上海股票发行价格的确定是符合中国目前股市发展状况的。

对B股来说,由于境外承销商是国际证券商,所以他们一般坚持一个国际市场应有的市盈率。但如前文所说,由于中国股票市场刚对外开放,许多境外承销商怕失去承销上海B股的机会,就会对企业许之以较高的市盈率,以提高竞争能力,上海已经发行的十个B股中就存在这种情况。因此,人民银行金管处对部分B股核价实际上是往下拉市盈率。有些部门认为,既然境外证券商愿意以较高价格来包销B股,为什么管理机关要往下拉市盈率呢?简单地说这是为了B股的二级市场的稳定发展,是为了避免尚处在初