

深圳证券交易所综合研究所

研究报告

RESEARCH REPORT

❖1998❖

桂敏杰 主编



 经济科学出版社

深圳证券交易所综合研究所

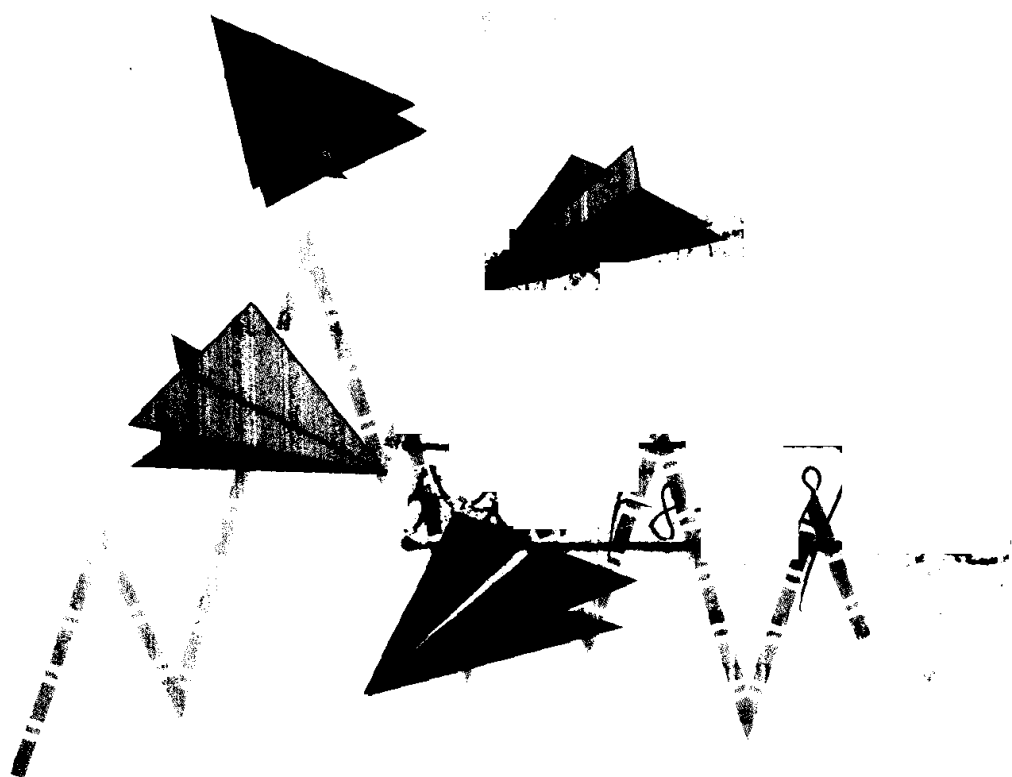
研究报告

RESEARCH REPORT

1998

桂敏杰 主编

1



 经济科学出版社

责任编辑:刘海燕

封面设计:周虹骏

图书在版编目(CIP)数据

深圳证券交易所综合研究所研究报告/桂敏杰主编 北京:经济科学出版社,1999.6

ISBN7-5058-1778-7

I.深…

II.桂…

III.金融市场-研究报告

IV.F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 2D319 号

深圳证券交易所综合研究所研究报告

桂敏杰 主编

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

深圳宝安新兴印刷厂印刷

出版社电话:62541886 发行部电话:62568479

经济科学出版社暨发行部地址:北京海淀区万泉河路 66 号

邮编:100086

*

787×1092 毫米 16 开 30 印张 450000 字

1999 年 7 月第一版 1999 年 7 月第一次印刷

印数:0001-5000 册

ISBN7-5058-1778-7/F·1260

定价:80.00 元·平装 90.00 元·精装

序 言

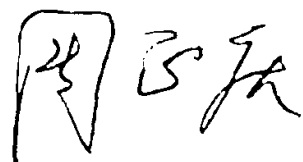
《深圳证券交易所综合研究所研究报告》的出版是证券市场的一件喜事,我对此表示祝贺。

江泽民总书记在关于《证券知识读本》的批语中指出:“搞证券是现代经济中一门复杂的学问。各级党政领导干部、企业领导干部和证券工作者,务必勤学之,慎思之,明察之,务必在认真掌握其基本知识和有关法律法规的基础上,不断提高驾驭和正确运用证券手段的本领。”这对于我们证券市场的广大从业人员来说,具有重要的指导意义。中国证券市场是从无到有、从小到大逐步发展起来的年轻的市场,这就要求我们既要充分地研究和吸取国外成熟市场的成功经验,少走弯路,更要不断地研究和总结我国发展证券市场实践中的经验教训。从某种意义上说,中国证券市场是在调查研究中起步的,又是在调查研究中不断得到发展的。特别是1996年以来,证券市场中研究机构纷纷成立,研究水平不断提高,这对于集中各方面的智慧,共同关心、研究和解决市场建设中的种种问题,起到了很好的作用。

深圳证券交易所综合研究所成立于1997年。虽然成立较晚,但由于坚持高标准、严要求的办所方针,迅速形成了一支较高素质的研究队伍,在研究课题的选择和研究方法上,也形成了自己的特色。他们的研究报告,着眼于证券市场具有普遍性和前瞻性的重大课题,资料翔实,分析比较全面。相信这些研究报告的结集出版,对证券市场的从业人员特别是研究人员有很好的借鉴意义,也有利于推动证券市场研究水平的进一步提高。

最后,我祝愿深交所的综合研究所越办越好;同时希望证券市场的广

大从业人员,大兴调查研究之风,群策群力,献计献策,把我们的证券市场建设得更好。

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized Chinese characters, likely '周恩来' (Zhou Enlai).

1999 年 6 月 12 日

目 录

序 言	1
 第一篇 股市价格波动中若干因素的实证分析	1
1.1 我国股市在结构上和价格形成过程中的几个特点	2
1.2 主要结论	4
1.3 对影响价格波动的四个因素的分析	5
1.3.1 上市公司的经营业绩	5
1.3.2 股市资金的规模与结构	12
1.3.3 市场总体价格波动	27
1.3.4 交易制度与价格波动的关系	30
1.4 结束语	37
 第二篇 上市公司并购行为研究	41
2.1 上市公司并购的内涵与分类	42
2.2 上市公司的并购方式	44
2.3 上市公司的并购方向与目标公司选择	63
2.4 上市公司并购控股公司资产	71
2.5 上市公司并购的优势	76
2.6 上市公司并购的问题与解决方法	82
 第三篇 各国股市交易制度的比较研究	89
3.1 导言	90

3.2	各国股市交易制度概述和综合比较	92
3.3	制定交易制度的若干政策性目标	107
3.4	有关交易制度的若干实例分析	113
3.5	结束语	146
第四篇 资本市场与高科技产业的培育		155
4.1	高科技产业与经济发展	156
4.2	高科技产业的界定与高科技企业的特征	161
4.3	风险资本与高科技产业的培育	168
4.4	证券市场与高科技产业的培育	180
4.5	启示与建议	195
第五篇 股市统计指标体系的基本框架		210
5.1	引言	211
5.2	宏观经济指标	212
5.3	货币金融统计指标	217
5.4	股市交易活动指标	222
5.5	相关市场交易活动指标	230
5.6	上市公司统计指标	234
5.7	金融机构股市交易活动统计指标	240
5.8	个人投资者交易活动指标	245
5.9	外国投资者交易活动统计	248
5.10	交易所会员交易活动统计	249
5.11	结束语	254

第六篇 深交所上市公司壳资源利用问题研究	256
6.1 壳资源的分类与深交所绩差壳资源概述	257
6.2 绩差壳资源的利用方式:股权性方式	272
6.3 绩差壳资源的利用方式:资产性方式	284
6.4 深交所可利用绩差壳资源的素质分析	296
6.5 深交所绩差壳资源:利用方式的尝试性探讨	308
6.6 深交所绩良壳资源利用:股权性方式的探讨	320
6.7 结束语	330
 第七篇 1998 年 8 月香港金融风暴	 345
7.1 亚洲金融危机中的香港市场	346
7.2 国际投机资本的主力军——对冲基金	352
7.3 金融市场上的对抗	374
7.4 对香港 8 月金融风暴的初步分析	394
 第八篇 深交所高新技术上市公司研究	 410
8.1 高新技术上市公司界定	411
8.2 深交所对高新技术上市公司的推动作用分析	418
8.3 深交所高新技术上市公司经营绩效分析	430
8.4 深交所高新技术上市公司股票市场表现和投资收益分析	437
8.5 深交所高新技术上市公司股票投资风险分析	448
 后记	 470

第一篇 股市价格波动中若干因素的实证分析

【内容提要】 本报告认为,我国股市是在经济改革和从计划经济向市场经济转型的过程中运行和发展起来的,它在运行机制上呈现四大特征,即上市公司的经营风险相对高,资金对股市价格冲击的力度大,股市个股价格走势趋同性强,交易制度的形式单一但撮合能量大。本报告通过对上市公司经营业绩、投资者行为、市场资金量和个股与市场价格整体的波动规律及连续瞬时交易方式的实证分析,证明了造成股市价格巨幅波动的原因部分来自于股票的内在价值的不稳定性,更主要的是来自于外部市场条件和环境的影响。研究表明,上市公司的业绩在总体上高于全国企业的平均水平,但由于短期债务水平过高、非主营业务比重过大等原因,增加了企业经营结果的不稳定性,进而部分地影响股市走势,而从整个股市的股价定位和股价波动来看,股市上的资金状况起着决定性作用。据测算股市资金总量最高时大约为 7000 亿元,整个市场的资金年周转频率为 8 次,周期为 1 个半月。在资金总量中,60% 来自于机构投资者,40% 来自于个人。机构资金的投机性和个人资金的盲目性导致了我国股市的价格冲跌势猛、交易活跃。交易制度为资金周转快提供了便捷条件。分析结果还表明,股市上个股价格的走势趋同,整个市场上的股票受市场条件和环境因素的影响同涨同落。通过研究,本课题提出了我国股市运作的若干改进建议。

本课题主持人胡继之,经济学博士、高级经济师,现任深圳证券交易所副总经理。课题研究员于华,现任深圳证券交易所综合研究所所长,此前在加拿大魁北克大学任金融副教授。

1.1 我国股市在结构上和价格形成过程中的几个特点

价格波动是股市正常运行的基础,但过度的价格波动所产生的风险会对股市的健康发展造成损害。与国外成熟的股市相比,我国股市在价格波动上的特点是幅度大且爆发性强。深沪两个股市自开市以来到1996年上半年为止曾出现5次大的震荡,波峰谷底相差360%。而纽约股市在同期内的波动中,上下极限相距66%,新加坡市场相距不过110%。1995年5月18日,受关闭国债期货市场消息的刺激,大量资金以短期投机为目的涌入深沪两股市。一日之间深市成份股指上升25.4%,交易量猛增近40倍。又如1996年12月16日,新的涨跌停板制度实施的第一天,市场上出现狂抛,成份股指下跌9.1%,除少数新股外几乎全部个股都跌至停板。高度的投机性和由此所引起的价格风险破坏资源的合理配置,如不对其加以抑制,还会影响整个经济甚至社会的稳定。因此,研究和了解我国股市价格风险的特点和成因,对于投资决策的形成和监管政策的制定至关重要,它是本项研究的根本目的。

我国的股市是一个新兴的市场。它的历史尚短,同时又是在经济改革和从计划经济向市场经济转型的过程中运行和发展起来的。由于特定的历史环境的影响,它在结构上、运行机制上进而在市场价格风险上存在若干重要特点:

特点之一:上市公司的经营风险相对高。股份制企业是在经济改革过程中出现的新生事物。大多数上市前组织起来的股份公司是从国有企业转化而来,没有股份制公司运行的组织、管理和监督方面的足够经验,更没有市场可以用作检验参考的历史业绩。企业在这方面的弱点增加了经营业绩方面的不确定性,成为股市价格波动的一个重要因素。除此之外,由于有关证券市场的运行机制的法规尚不健全,上市公司运行的透明度不高,投资者对其经营不能实行有效和及时的监督。市场上的股票价格常常受到误导,不能反映出上市企业真正的盈利能力,结果往往被动地

以大幅度调整价位的方式来纠正由对企业业绩不切实际的预期所产生的偏差。这无疑增加了股市价格的不稳定性。

特点之二：资金对股市价格冲击的力度大。我国股市的规模和容量在整个金融体系中的比重尚小，容易受资金在各个市场间流动的冲击。1996年年底时，深沪两市的股票总市值合计为10000亿元左右，占同年国内生产总值（大约为67800亿元）的15%左右，大大低于发达国家同类指标的平均水平（美国和加拿大的股票市值早在1991年时就分别达到了国内生产总值的74%和45%），同时也低于许多发展中国家新兴的股市在其国内生产总值中的比重（例如泰国和墨西哥的这一比率1991年时分别达到了41%和40%）。不仅如此，我国证券市场的其他领域的发展更落后于股市的发展。因此证券市场总体在国民经济中的比重与其他国家相比就更小。由于债券市场不发达，货币市场没有建立，形成了庞大的银行体系的资金与有限的股市规模相对峙的局面，银行系统内即使是一小部分资金流入股市，也会造成价格和交易量的强烈震荡。从股市投资者的构成上看，又可分为个人和机构两部分。在个人投资方面，由于不存在投资托管机构（例如开放式基金、保险和养老基金等），投资的决策以个人为主。在缺乏信息和投资经验的情况下带有盲目性。机构投资的借贷成分高，且往往是不规范运作，因而具有短期性和投机的特征。

特点之三：股市价格整体性波动趋势明显。整个经济是建立在计划经济体制的根基之上的，宏观大势对股市的表现有决定性影响。虽然个股的价格走势取决于企业的盈利前景，但是国家的宏观调控政策通过直接和间接的方式会对所有上市企业的运作和业绩产生强烈的和不可抗拒的影响。在宏观大势的影响和压力下，个股的具体走势和相互之间的差异会显得微不足道，整个市场的整体风险水平因此而增高。

特点之四：交易制度与许多国外市场不同。我国两股市均采用较先进的交易通讯技术，通过集中和连续竞价方式进行交易。由于在全国实行统一联网，交易信息及时反馈给投资者，投资速度和频率因此而加快。这种交易方式相对于目前有些国外证券市场采用的间歇性市场或交易站的方式有其利弊，在一定条件下能在短时期加大市场交易量和价格变动幅度，增加股市的价格风险。另一方面，它有利于及时释放信息，避免由

于市场间歇积存起大量交易委托,因而能相对地减少短期内价格发生突变的可能性。

1.2 主要结论

在上述特点基础之上,通过对上市公司的经营业绩、投资者行为、市场资金量的分析,个股与市场价格整体的波动规律以及瞬时交易行为等诸方面的实证分析,证明了我国股市的价格风险既来自于股票的内在价值的不稳定性,也来自于外部市场条件如环境的影响,尤其是后者为主。基本结果可以归结为以下几点:

首先,上市公司的经营业绩不稳定。上市公司总体盈利水平明显地高于全国企业的平均水平。但经济管理的若干方面存在的问题,如短期债务比例过高,非主营业务尤其是证券投资方面的活动喧宾夺主等,明显地增加了企业经营结果的不稳定性。这种不稳定性还表现在企业上市后由于夸大性包装所造成的盈利水平不同程度的滑落。

其次,从股市价格形成的结构看,经济景气和企业业绩起着重要作用,但是市场上的资金状况对价格定位起着决定性的作用。从对资金总量和构成的估算结果看,资金的存量与股市的交易量密切相关,相当于二级市场每季度交易总额的70%左右。在资金总量中,60%来自于机构投资者,而个人投资者所投入的资金占40%左右。机构资金的投机性和个人资金的盲目性导致了我国股市的价格冲跌势猛、交易活跃、资金周转快(周期约为每年8次左右)。投资的盲目性还可以从个人投资者的开户行为中反映出来:开户数目随股市价格升落,追随的时延为一个星期。根据我国资金市场的结构和资金与股市交易行为的关系,可以判断在相当一段时间内,资金的规模和活动强度将持续成为我国股市的高风险的重要因素。股市上的供求不平衡将是市场健康发展的一大威胁。

第三,虽然传统的投资组合理论认为将投资资金分投于众多的证券之中有利于降低投资的风险,但它在我国股市上的应用潜力非常有限。分析结果证明,股市上个股价格的走势趋同,整个市场上的股票受市场条

件和环境因素的影响同涨同落。股票价格风险的主体是不可分散性风险(即同涨同落的风险),占总风险比重的 50% 以上,是纽约股市同种风险的两倍以上。这种价格变动的趋同性无疑提高了整个股市投资的平均风险水平。

最后,虽然深沪两市采用了较为先进的交易技术和信息系统,但股市的风险并没有因此而增高。实证分析证明,风险最高的时候是每天市场出现间歇(如中午休市),尤其是在间歇之后重新开市的时段。连续性交易有利于释放市场信息,降低出现剧烈和突变式交易活动的可能性。除此之外,由于深市率先采用无形席位制度,提高了交易过程的瞬时性,使得市场上的信息透明度高,减少了由于信息延迟所产生的扰动性价格波动。在研究中还发现,由于信息扩散条件的影响,开市后和收市前的时段价格风险相对高,在两个时段中,又以以后一时段中的交易投机性为高。

报告的以下部分将对这四个方面的主要结果作进一步的详细说明。

1.3 对影响价格波动的四个因素的分析

价格波动是股市和整个经济中为数众多的因素的集合点。为了把握价格变动中最本质和主要的方面,针对股市在结构上和价格形成过程中的特点,主要对上市公司业绩、资金结构与规模、市场总体的价格波动风险和交易制度进行分析。根据研究性质和目的的要求,在分析中采取了定性和定量分析相结合的方法,尤其以定量为主。

1.3.1 上市公司的经营业绩

与全国企业的平均水平相比,上市公司具有较强的盈利能力和合理的债务结构。但由于短期债务在总债务中的比例过高,增加了上市公司的信用和流动风险。在发行新股时有高估上市公司盈利能力的倾向,导致上市后出现盈利和价格水平向正常水平回落的调整过程,影响了价格的稳定性。近年来,非主营业务,尤其是证券投资的利润在上市公司总利润中的比例增大,引起对其长期盈利能力的担忧;同时上市公司大规模入

市也加大了市场上的投机力度。

股票价格在理论上反映的是每股未来收益的现实价值,尽管市场条件和投资者心态的变化会造成价格的波动,股票的内在价值应在根本上反映上市公司盈利能力的前景。因此,了解股市的价格风险应首先从内在的价值风险即企业经营业绩的风险分析入手。

截至 1996 年底,深沪两地上市的企业已达 500 多家,从对这些企业的业绩分析和与其他企业的比较中,可以看出上市公司经营业绩中的几个重要特征:

表 1 上市公司与全国企业的财务比率比较

财务比率	年度	上市公司平均	全国企业平均
债务对总资产比率	1994	0.57	0.62
	1995	0.53	0.63
	1996	0.47	0.65
流动比率	1994	1.14	1.03
	1995	1.28	1.04
	1996	1.42	1.07
速动比率	1994	0.77	0.66
	1995	0.87	0.66
	1996	1.00	0.69
总资产盈利率	1994	0.102	0.025
	1995	0.065	0.019
	1996	0.063	0.017

资料来源:《中国统计年鉴》、《中国人民银行统计月报》、《上市公司年度报告》。

1. 上市公司的业绩水平在总体上高于全国企业的平均水平。

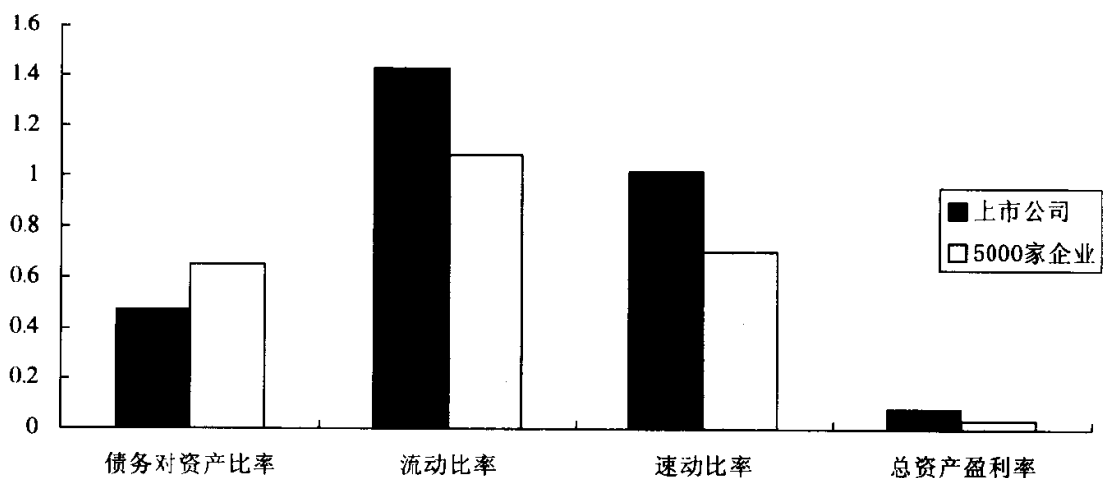
上市公司是经过各地筛选出来的具有代表性的、在业绩上应是最具盈利潜力的优秀企业。事实证明,企业上市后的业绩在总体水平上高于全国企业的平均水平。表 1 所陈列的是以上市公司为一方,全国 5000 家企业为另一方的比较结果。其中上市公司的数字是根据 1994 ~ 1996 年 3

个年度中所有在深沪两地上市的公司有关财务比率取出的平均值,而 5000 家企业的数字是根据中国人民银行季报的数字加工整理出的。图 1 对比较结果作了图示。

从表 1 可以看出,上市公司的债务对总资产比率连续 3 年都低于全国企业平均水平且两者之间的差距越来越大,呈发散型态势。1996 年底,上市公司的平均债务比率为 47%,而全国企业平均的债务比率则为 65%。过高的债务水平增加了还款付息压力和出现坏账的可能性,因而全国企业平均信用风险水平高于上市公司。

流动比率和速动比率反映企业短期内资金的流动程度。在这两个方面,上市企业也胜全国平均水平一筹。与债务比率的趋势一样,上市公司与全国平均水平之间的差距也逐步拉大。主要是由于大多数企业的流动性指标基本上停留在原有水平上,而上市公司近几年来流动状况逐年改善。

图 1 上市公司与全国企业若干指标比较



在企业盈利能力方面,上市公司明显地高于全国企业的平均水平。1994 年时,上市公司的总资产盈利率为 10.2%,是全国平均水平的 4 倍。1 年之后,上市公司的盈利水平降到 6.5%,仍为后者的 3 倍多。需要指出的是,虽然上市公司的盈利能力与其他企业相比遥遥领先,其优势正逐步丧失;1994 ~ 1996 年间,上市公司平均资产盈利率逐年下降,与其他企业的差距正在缩小。

2. 上市公司的短期债务水平过高。

虽然上市公司的总体债务水平较全国企业平均债务水平更为合理,但仔细分析上市公司的债务内部结构就不难发现,上市公司的债务中很大一部分都是短期债务,在债务的内部结构上逊于其他企业。表 1 对上市公司和全国 5000 家企业的短期债务占总债务比重进行了比较。其中上市公司的数字是通过 20 家公司的抽样调查综合整理出的(公司名单见附录 1)。

1995 和 1996 年两年中,上市公司的短期债务占总债务的 90% 以上。相比之下,全国企业的平均短期债务占总债务的 2/3,比上市公司的结构更为合理。这样一来,虽然上市公司总的债务水平低于全国平均水平,但其短期债务占总资产比率已与全国平均水平相去不远(1996 年时两者分别为 37% 和 41%)。根据国际上通行的信用分析标准,短期债务占总债务一半的水平较为合理。如果短期债务太高,在市场条件发生变化,如利率上调、银根紧缩时,企业会面临资金周转困难的局面。过高的流动债务,无疑提高了企业的信用风险和流动性风险。

表 2 短期债务的指标比较

	上市公司平均		全国企业平均	
	1995 年	1996 年	1995 年	1996 年
短期债务占总债务比率	90%	94%	66%	67%
短期债务占总资产比率	40%	37%	42%	41%

资料来源:《中国人民银行统计季报》和对 20 家上市公司的抽样调查。

3. 企业上市后业绩不稳定,有阶段性回落现象。

虽然上市企业在质量上和业绩上都明显优于非上市企业,但在上市后企业的业绩表现出相当程度的不稳定性。纵观其经营结果,上市年度的盈利水平在绝大多数情况下都优于上市前。但从第二年度开始,企业之间的差距开始拉大,且盈利水平逐年变动不定。为了了解企业上市后在业绩方面的动态表现,在研究中根据已有的统计资料对在 1992 ~ 1996 年间于深市上市的所有上市公司进行了跟踪分析(见表 3)。

为了比较企业上市前后的盈利水平变动情况,表中使用了企业的净利润总额而不是每股利润作为比较的基础,这样有利于消除增发股票对利润所产生的摊薄效应,增加可比性。在 5 个年度新上市的企业中,几乎所有(89%~100%)的企业都实现了上市当年利润超过上市之前。无论是在经济增长较快的 1993 年还是在处于调整阶段的 1995 年,企业都保持了同样的势头。然而从第二年度开始,能够继续保持利润增长的企业比重出现一定程度的下降,尤以 1994 和 1995 年上市的企业最为明显。例如在 1995 年上市的 9 个企业中,有 8 个在第二年(即 1996 年)出现了利润下降的情况(见图 2)。出现这种状况的主要原因有以下几点:

表 3 企业上市后盈利水平变动情况

每年总利润增长的企业数目以及在同年上市企业中的比重(%)											
上年 年度	企业 数目	1992		1993		1994		1995		1996	
		数目	%	数目	%	数目	%	数目	%	数目	%
1992	17	17	100	17	100	11	65	4	22	7	42
1993	53			52	98	40	75	20	38	29	55
1994	45					40	90	11	25	30	66
1995	9							8	89	1	11
1996	107									99	93

资料来源:深圳证券市场各年度年报。

首先是受到整个宏观经济的条件限制和影响。1995 年宏观经济在调整中开始实现“软着陆”,市场出现一定程度的萎缩,对企业业绩产生了负面影响。

其次,企业上市获得资金后,购买大量的固定资产,加大了技术改造方面的投放。这些投资行为在短期内不能马上见利,且加大了企业的年度经营成本。

最后,企业为了顺利发行证券,在上市年度的会计处理上尽量较好地反映企业盈利潜力,一部分成本和亏损在上市后作处理。所以上市年度的结果在某种程度是企业能力超水平的表现。