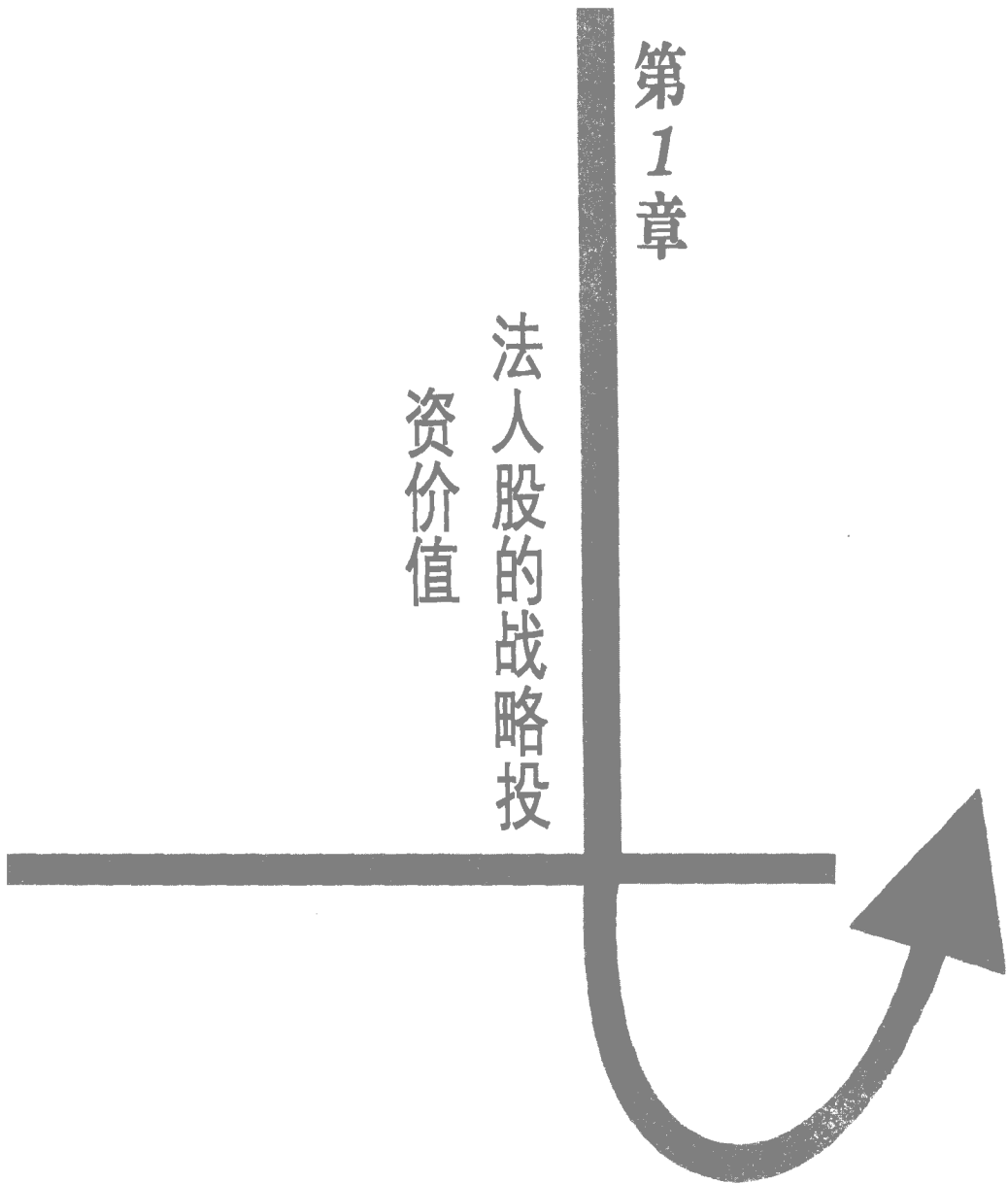


# 第1章

## 法人股的战略投

### 资价值





一般所说的法人股，包括多个种类。1992年和1993年，原国家体改委和中国人民银行主办了两个法人股流通市场，分别称为STAQ、NET市场。在全国各大、中城市曾开通过100多个交易网点。这两个市场共发行了十几只股票就被停止。中国证监会于2000年9月发出了29号文，表示要在2001年上半年之前解决原两系统流通法人股的流通问题<sup>①</sup>。这两个市场的法人股实际上不是一般所说在深沪两个主板市场上市公司的法人股，而本书所要分析的法人股，全部是指在深沪两个证券交易所上市的上市公司的股票。

所谓法人股简言之就是指企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体以其依法可经营的资产向公司非上市流通股部分投资所形成的股份。法人股又有很多种类型，比如国有法人股、一般法人股、发起人法人股、社会法人股、外资法人股等等。我国上市公司的股权结构比较复杂，按投资主体来分，除了法人股外，还包括国有股和社会公众股。根据截止到2001年4月30日的最新数据统计，在我国上市公司的股权结构中，法人股平均占20%左右。

本章我们主要分析四个问题：(1) 目前投资法人股有哪些手段和途径；(2) 当前条件下投资法人股有哪些获利机会；(3) 法人股的战略性投资价值在于法人股利用二级市场进行流通；(4) 为什么说法人股利用二级市场进行流通的前途是光明的。

<sup>①</sup> 凌华薇，《法人股6月30日大限逼近》，《证券市场周刊》，2001年4月21日。

## 第一节 目前投资法人股的途径和收益

目前状况下，投资法人股既包括经济利益，又包括股权利益，但一般以经济利益为多。投资法人股的经济利益主要来自于以下几种情况。

### 一、现金和股票分红

通过持有法人股，可分享上市公司每年的现金分红、股票分红，如果投资恰当，收益率远高于银行存款利率。目前一年期存款利率只有 2.25%，扣掉 20% 的存款利息所得税后实际只剩下 1.8%。如果上市公司业绩优良，单靠每年的股利分红就胜于把钱放在银行里。

### 二、拍卖差价

自从法人股产生以来，一直允许被拍卖，这在理论上给投资法人股提供了一个通过拍卖低买高卖获利的机会。但最初在拍卖场上进行拍卖的法人股主要是一些被法院处置的司法委托，由于没有合理的定价机制，也缺乏流通性，法人股数量又不多，被拍卖的法人股价格相当低，从某种程度上带有处理不良资产的性质。拍卖机会也是时有时无，很不稳定。在这种情况下，法人股拍卖不但乏人问津，而且量也不大。即使成交，成交价往往都很低，大部分拍卖结果甚至长期低于股票的单位净资产。

当时比较有市场影响的一笔拍卖是 383 万股深万科法人股，最终仅以低于每股净资产 22% 的价格成交。1999 年 1 月底，在上海举办的一场拍卖会上，1.134 万股国嘉和 8712 股爱建也均以 1.60 元的低价被人拍走，在这场拍卖会上同时被拍卖的沪昌特钢和新锦江法人股则流拍。

针对这种低迷市况 拍卖行虽然也从制定起拍价、调整提价幅度、标的分拆、简便手续等方面作了不少改进 但到场观望的人依旧比举牌的人多。其根本原因 还在于法人股本身缺乏投资价值。

2000 年 3 月 14 日 中国证监会决定 转配股将从 2000 年 4 月开始 用 24 个月左右的时间逐步安排上市流通，以解决历史遗留的转配股问题，促进上市公司股权结构的规范。转配股与法人股原来同属不可流通的股票。转配股的上市流通，使人们看到了法人股在二级市场流通的希望。6 月份以后，随着一些上市公司转配股的陆续平稳上市，市场的抗跌能力得到考验，市场对原非流通股上市流通后的市场表现信心增强。同时转配股成本与流通价格之间巨大的反差也使投资者很自然地寻找与转配股类似的投资工具，法人股的潜在投资价值很快被市场所认同，拍卖场上法人股的价格随之步步攀升。

在法人股拍卖市场发育较成熟的上海 除了像棱光、运盛等大宗法人股拍卖 多为司法委托 仍然乏人应价外，100 万股以下的小宗法人股拍卖急速升温。2000 年 8 月 15 日 几个月前拍卖价还只有 2.70 元的三爱富暴涨 87% 以 5.05 元的价格成交了 9.6 万股 同一天另一拍卖行一笔 26.91 万股的天宸股份也达到了 3.90 元。时隔三天 拍卖行情更加火爆 价格迭创新高 流通股价当时还在 36 元的东方明珠 其法人股拍卖价竟被‘抢’到了 12.6 元的天价 国脉的拍价也达到了 7.3 元的高度 即使是无底价起拍的 PT 网点 也被人以 2.1 元的价格拍走。部分小额法人股的拍价定位甚至开始和流

流通股定价看齐。那些业绩不错、概念独特、流通股受人追捧的法人股均成为拍卖会上广受青睐的对象。

与此同时，拍卖行也积极推出各种创新措施，极力营造和扩大市场。专场拍卖、拆零分卖、分类收费、网上竞逐入场资格等各种创新拍卖手段层出不穷。

进入 2001 年以来，受允许境内居民投资 B 股这一利好消息的带动，法人股拍卖再次火爆起来。在上海的三个主要拍卖公司中 2000 年每次拍卖会的成交额去年一般为四五百万元，有相当部分标的流标，今年已经涨到一两千万元，几乎没有出现流标现象。3 月 10 日，一场在上海证券大厦 300 平米中餐厅举行的法人股拍卖会，竟然吸引了 800 多人到场，接近爆棚，前所未有。结果，在约 260 位竞拍人的竞争下，21 种共计 685.618 万股法人股全部成交，平均每股成交价 3.39 元，平均每种股票的成交价较起拍价高出 47%，可比较的法人股拍卖成交价也足足上升了 1/3 多，创下全场最高价的申能股份，其价格比历史峰值陡然升高了 1 元多，许多当初的成交价甚至都涨成了起拍价，场内不乏有跳跃式抬价应价的场景出现。

据不完全统计，仅今年 4 月沪上就有 19 场法人股拍卖会。从 4 月 21 日至 28 日，一周时间里有 8 场，总标的达 4900 万股。而 4 月 21 日由新华拍卖有限公司举办的一场拍卖会中，拍卖标的多达 1730 万股。5 月下旬，深圳首次大规模法人股专场拍卖会在某大厦成功举行。经过 3 个半小时的激烈竞投，91 件拍卖品无一“流标”，全部被热情高涨的投资者一抢而空。458 万股共成交 1366.1 万元，平均每股成交价 2.98 元。“大约 150 人参加了拍卖会，其中近 30 人参与了竞价争夺”。

需要指出的是，影响法人股拍卖价格的因素比较复杂。除了企业本身的质地外，二级市场价格和法人股在二级市场上的

流通机会是决定法人股价格的最重要的两个因素。根据笔者对 2000 年上市公司中报的计算，每股收益为正的 A 股（包括有 B 股的 A 股）的平均每股净资产是 2.734 元，调整后是 2.6094 元。而以上海股市大盘 1900 点计算，市场的平均每股价格是 13.725 元，调整后每股价格是 13.293 元，是净资产的 5.09 倍。巨大的价格反差为投资法人股提供了巨大的想象空间。

表 1.1 近期拍卖的高价法人股

成交 时 间	股票简称 及代码	成交价 (元)	成交量 (万股)	2000 年末每 股净资产 (元)
2001.4.21	东方明珠 (600832)	11.00	15.47	3.89
2001.5.16	北大高科 (0004)	10.00		1.06
2001.5.16	青鸟天桥 (600657)	9.25		5.40
2001.4.21	华联超市 (600825)	8.15		2.16
2001.5.16	交大南洋 (600661)	8.05		1.97
2001.4.29	三爱富 (600636)	7.85	11.32	2.07
2001.4.21	申能股份 (600642)	7.10		2.93
2001.4.6	联通国脉 (600640)			3.32
2001.4.21	广电股份 (600637)	6.70	17.3	4.64
2001.4.21	甬成功 (0517)	6.63	10	2.82
2001.4.21	天津磁卡 (600800)	6.33	20	2.95

资料来源：余闻，《另类股市？法人股拍卖市场火爆表象下的怪圈》，《中国证券报》，2001 年 5 月 26 日。

2000 年 9 月以后，股市大盘进入高位盘整。法人股的拍卖价格随之下跌，当时申能股份的拍卖价格曾经在一周内下跌了 20% 多。一直到了 12 月初，管理层权威人士有关法人股流通问题的积极讲话，才使得拍卖行情再受鼓舞，单场成交率也迅速回

升。可以预计，在没有其他流通形式的情况下，拍卖市场将作为法人股的主要流通市场在今后一个时期里继续充当主力角色。

### 三、地区价差

目前法人股拍卖主要集中在上海，在上海以外的地区，法人股拍卖还没有形成气候。由于地域和信息等的差异，上海与外地的法人股拍卖价格有一定的差异。市场上也确实发现有人利用内地与上海市场间的不同价格赚取其中的差价的情况，这颇有点类似国债柜台交易时，专门有人在不同地区间来回跑赚差价的感觉。但是由于各地对上市公司法人股拍卖的政策取向、支持力度等各不相同，法人股的拍卖手续和要求也不相同，法人股在各地赚差价风险也比较大。而且由于当今社会信息流通非常发达，地区之间存在大幅度差价的情况比较少见，因此法人股在各个地区之间的差价买卖与当年的国库券买卖完全不可同日而语。

### 四、便于争夺股权

目前上市公司法人股普遍在股权结构中占有重要比重，根据上市公司 2000 年年报的最新统计数据计算，上市公司法人股占总股本的比例平均达到 20%。这就为投资者通过法人股掌握一定的上市公司股权，为进一步的资产重组、产业延伸或资本市场运作奠定了基础。特别是在二级市场股权争夺激烈的时候，谁拥有廉价的法人股，谁就拥有决定性的优势。

根据国际经验，通过兼并收购方式进行的投资将成为主流。过去的 5 年全球跨国投资保持了较高的增长，跨国投资金额至 2000 年已超过 1 万亿美元。未来 5 年全球跨国投资仍将保持增

长，大量的跨国资金流动，为我国吸引外资提供了有利的条件。但由于自 1995 年至今跨国收购和兼并已成为外国直接投资的主要方式，占到 85% 以上，而我国市场机制还不成熟，相关法律法规还不健全，外国对华直接投资 70% 采用合资合作方式，通过跨国并购进入的外资很少，这将限制外资大量进入。

为此国家经贸委和外经贸部等管理部门已经多次提出要放开限制，鼓励外资通过兼并收购的方式进入国内。例如 2000 年 10 月，中国证监会主席周小川表示，随着条件的成熟，将允许外国符合标准的企业到中国上市，改变证券市场的上市公司结构。2000 年 12 月，中国证监会副主席高西庆再一次发表讲话说，要逐步允许符合标准的外资企业来我国发行股票并上市。此前，外经贸部部长助理马秀红曾将开放外企在境内上市作为鼓励外商投资的新政策之一。外经贸部部长石广生、中国证监会秘书长屠光绍、国家计委副主任李子彬等，也均在不同场合作过类似的表述。事实上，外资购并或入股境内上市公司早已有之，A 股上市公司中就有法国圣戈班集团通过两家香港公司控股福耀玻璃；日本五十铃、伊藤忠商事株式会社受让北旅法人股成为大股东；英国特雷克斯设备公司以持股 25.1% 成为北方股份的的第二大股东；韩国三星康宁株式会社通过收购在香港注册的深业腾美有限公司，成了赛格三星的第二大股东，等等。在 A 股市场中，目前已拥有外资股东的上市公司达 20 多家<sup>①</sup>。

在这种大背景下，作为中国企业精华的上市公司无疑将在兼并收购中占有重要地位。从这个角度来看，我们认为旨在上市公司占有一定比例的股权，甚至控股权的法人股收购将在未来的市场中占有越来越重要的地位。

<sup>①</sup>许峻，“外资虎视境内上市公司”，《上海证券报》，2001 年 3 月 25 日。

以海南昌亿实业投资公司拍卖收购万家乐 2800 万股法人股为例。拍卖上市公司的法人股后，海南昌亿实业投资公司成为万家乐的第三大股东，从而为公司在万家乐的董事会上占有一席之地，为公司进一步的资本市场运作和资产重组打下了伏笔。

投资者以便宜的价格购买法人股后，可以与自己的长远发展结合起来进行战略投资。通过购买法人股投资于感兴趣的行业，参与被投资企业的董事会，共同开发技术，开拓市场。这些公司或是生意伙伴或是竞争对手，购买对方法人股票还可防止恶意收购。另外在日趋激烈的市场竞争中拥有一部分上市公司股权，一旦时机成熟，就可以在大股东之间挑起控股权之争，自己手中的法人股就可以起到四两拨千斤的效果。如果运作得当，更可以在二级市场上大获其利。

## 五、其他回收投资成本的渠道

通过拍卖途径进行法人股交易，拍卖差价并不是惟一的回收利益渠道。投资者可以通过将法人股质押贷款盘活相当一部分积压在法人股上的资金。例如 2001 年 3 月 15 日海南昌亿实业投资公司经过 20 多轮的竞价以每股 1.406 元的价格拍得新力集团持有的 2800 万股万家乐法人股。计算海南昌亿实业投资公司购买法人股的成本可以发现，加上过户手续费、税费等各种费用，买入方的成本大体在 1.5 元左右。而万家乐公司的每股净资产是 2.41 元，按照股票净资产值的 50%—60% 向银行申请质押贷款，海南昌亿实业投资公司可以向银行每股抵押贷款 1.2 元—1.44 元 占成本的 80%—96% 基本可将资金收回<sup>①</sup> 不影响昌亿

韩平，《槌声响 万家乐股权易主》，《羊城晚报》，2001 年 3 月 15 日。

实业投资公司的现金周转。

## 第二节 法人股的供需双方

### 一、法人股的供给者

#### 1. 上市公司

上市公司出于盘活资产，增加现金、解困等原因，经常会将一部分拿到拍卖市场上来套现。

#### 2. 企业的股东

随着法人股拍卖的社会化，上市公司股东开始成为法人股的第一供给者。有的是原始股东，有的则是第二、第三甚至更多次转让后的股东，出于各种各样的考虑，将手中的法人股在拍卖场中抛出套现。例如 2001 年 5 月，国嘉实业第二大股东北京和德实业公司因与深圳粤储贸易发展公司产生贸易纠纷，被法院冻结了其持有的国嘉实业法人股 1323 万股。后来在法院主持下，双方达成协议，同意和德实业将此 1323 万股法人股变卖给深圳市信德佳投资发展有限公司用以偿还债务。

#### 3. 各级国有资产管理机构

省、市各级国有资产管理机构，往往代表国家拥有大量上市公司的法人股。当上市公司进行资产重组或进行清算时，国有

许少业，“和德实业变卖国嘉法人股”，《上海证券报》，2001年 5月 17日。

资产管理公司可能会通过拍卖市场将法人股变现。

#### 4. 银行委托

一些企业用法人股作质押向银行贷款，当经营不善无法偿还贷款时，贷款银行往往将企业用于贷款抵押的法人股拍卖变现。

#### 5. 司法委托

司法委托的法人股拍卖一直是一个重要组成部分。企业由于各种法律纠纷或者濒临倒闭时，法院将公司持有的上市公司法人股拍卖，变现以偿还债务。

#### 6. 四大资产管理公司

从 1999 年到 2000 年，四大资产管理公司受让了巨额的不良资产，其中有一部分是上市公司或上市公司母公司的法人股，为了转化不良资产，资产管理公司也将一部分法人股拿到市场上拍卖。

## 二、法人股的需求者

目前参与法人股拍卖的买家以中小型国有企业和民营、私营企业为主，一些大中型国有企业及上市公司也出现在拍卖会上。

## 第三节 法人股拍卖市场风险分析

一是现在投资法人股，其投资价值很大程度上取决于未来在二级市场上流通的可能性。虽然市场各方和管理层都在探索法人股的流通问题，但到目前为止并没有一个明确的说法。也就是

说，投资法人股是投资未来不确定的政策，其风险显而易见。即使有了法人股在二级市场上流通的明确说法，也不是所有上市公司的法人股都可以同时解决，而是有一个时间先后问题。

二是即使允许法人股在二级市场上流通，价格也将在现有二级市场价格的基础上大打折扣。与国有股减持一样，虽然在理论上要求同股同权，但由于国有股（包括原始的法人股）的成本非常之低，完全要求以二级市场的价格兑现非流通股，将使原来二级市场的股东遭受损失。因此实际的减持价格肯定将低于二级市场的价格。相比转配股出笼、B股市场向境内居民开放，法人股情况实在复杂得多。比如溢价发行的法人股，其成本与社会个人一样，有的法人股以1元面值定向募集，成本很低；有的当初甚至是以资产折现，说不清折合多少现金成本。另外，政策也从没对法人股价值有明确界定。

从法人股拍卖反馈信息看，由于1992年以认购证发行的上海本地股的法人股均是溢价发行，遗留时间最长，市场各方对其流通预期最大，因此成交价稍高一些。

虽然法人股全部流通对市场压力会非常大，但由于一些持有法人股的股东在上市公司中处于控股地位，如果在获准流通后抛空手中法人股，将会影响其在上市公司中的控制权，因此一旦政策放开，这些控股股东并不会大幅减持手中的法人股，对市场压力并不如想象中大。

三是对于在地区间赚取差价的投资者来说，也有风险。一般来说在内地，由于拍卖市场少，信息公布不充分以及持有人的市场意识等问题，转让价格会比较便宜。沿海地区拍卖公司较多，形成的价格比较具有代表性。例如上海，除了原本在法人股拍卖领域较为活跃的上海国际商品拍卖有限公司、上海东方国际商品拍卖有限公司和上海拍卖行外，一些规模较小的拍卖行也加入了

法人股拍卖的行列 其中包括工美、华星、黄浦、新华、青莲阁以及技术产权拍卖有限公司等。北京有太平洋国际拍卖有限公司、北京中诚信拍卖有限公司、盘龙企业拍卖股份有限公司。但是沿海地区拍卖市场上的价格也不是固定不变或一路上扬的。

四是法人股拍卖本身就存在价格风险。一年之前介入法人股拍卖市场，投资者目前获利程度一般都高于 50%。但如果投资者在最近半年才入市，参照这几个月拍卖行情，算上 5% 的拍卖佣金再转手几乎赚不到钱。

五是随着上市公司退出机制的具体实施，那些长期经营不善，而又扭亏乏力的上市公司时刻面临着摘牌下市的危险。一旦上市公司被摘牌，以其二级市场股票价格为参照的法人股价格将无可避免地下跌，最终可能血本无归。2001 年 2 月，中国证监会出台了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》，这为退市机制的建立提供了必要的政策保障。因此，假如你有兴趣投资法人股，必须拣那些业绩优良、发展稳健，最好其原来法人股发行价与流通股发行价接近的法人股。事实上，法人股拍卖价格与其经营业绩息息相关。比如申能股份经营业绩优良，每年都有巨量资金派现，其法人股价格曾卖到 7.55 元。但 ST 猴王法人股以 1.1 元起拍也无人问津。

六是法律风险。迄今为止国家还没有制定出相关法规来规范法人股的拍卖，一些拍卖公司对法人股拍卖的运行机制并不了解，缺乏懂资本、证券运作的专业人才。为保证购买者是法人而不是个人，拍卖公司需要严格审查竞买者的相关材料，如：营业执照、法人机构代码证、法人委托书等。拍卖前，要把所售法人股企业的业绩状况、净资产、连续三年的企业报表以及投资风险告知投资者。这些环节都隐含着法律风险，投资者在投资法人股必须有严格的自我保护意识。

## 第四节 法人股流通是大势所趋

### 一、促进证券市场的进一步发展是历史的选择

经过 10 多年的发展 我国证券市场已经有相当的规模 在国民经济中的作用越来越显著。截止到 2001 年 4 月 30 日 深沪两市共有 A 股 1094 只 B 股 111 只 国债现货 14 只 国债回购 17 只 企业债券 11 只 转债 5 只 基金 33 只 总计共有 1285 个(表 1-2)。两市共发行 A 股 3657.97 亿股 B 股 174.53 亿股 企业债券 122.39 亿股 转债 37 亿股及 560 亿个基金单位(表 1-3)。上市公司 包括已经发行未上市公司 数达到 1123 个。其中上交所 607 个 深交所 516 个。A 股市价总值将近 5 万亿元(49519.8 亿元),A、B 股 企业债券 转债, 基金累加达到 5 万 1 千多亿元(表 1-4)。两市总市值达到 1 万 8 千多亿元。其中 A 股流通市值达到 1 万 6 千多亿元 占 A 股总市值的 33.4%(表 1-5)。截止到 2001 年 4 月份为止 上市公司利用证券市场共筹集资金 6274 亿元。根据 2000 年年报计算 上市公司完成主营业务收入 1 万多亿元(10980.72 亿元)平均每家上市公司完成 9.8 亿元。

表 1.2 我国证券市场各交易品种数量 单位 :只

	A 股	B 股	国债 现货	国债 回购	企业 债券	转债	基金	合计
深交所	497	57	7	9	2	3	17	592
上交所	597	54	7	8	9	2	16	693
合 计	094	111	14	17	11	5	33	1285

表 1.3 我国证券市场各交易品种发行单位数 单位：亿

	A 股	B 股	企业债券	转债	基金
深交所	1524.04	87.84	22.00	32.00	275.00
上交所	2133.93	86.69	100.39	15.00	285.00
合计	3657.97	174.53	122.39	47.00	560.00

表 1.4 我国证券市场各交易品种市值 单位：亿元

	A 股	B 股	企业债券	转债	基金	合计
深交所	20581.70	809.51	31.33	20.56	298.65	21741.76
上交所	28938.10	677.59	116.05	17.96	314.55	30064.25
合计	49519.8	1487.1	147.38	38.52	613.2	51806.01

表 1.5 我国证券市场流通市值 单位：亿元

	A 股	B 股	企业债券	转债	基金	合计
深交所	7461.56	613.90	31.33	29.84	294.97	8431.61
上交所	9060.52	677.59	116.05	17.96	310.64	10182.77
合计	16522.08	1291.49	147.38	47.8	605.61	18614.38

不仅如此，与成熟市场经济国家相比，我国证券市场仍然具有巨大的发展空间。

由表 1.6 可知，我国股票流通市值与主要发达国家相比还有很大的发展空间，而且我国国民经济在今后相当长的一个时期内仍然可以保持 7% 以上的增长速度，我国证券市场的发展前景非常广阔。

表 1.6 各国股票流通市值与 GDP 的比较 单位：%

证券市场	1997 年	证券市场	1997 年
英 国	156.2	日 本	52.5
美 国	147.4	法 国	48.5
加拿大	105.8	德 国	39.0
香 港	150.0		

证券市场的长远发展必须要有一个稳健规范的基础，其中上市公司股权结构的规范就是其中很重要的一个方面。事实上从转配股、B 股向国内居民开放等政策举动中可以看出，随着证券市场的逐步强大，许多历史遗留问题正在一个一个地解决。这方面我们不妨简单回顾一下国有股减持和 B 股开放的启示。

## 二、国有股减持的启示

国有股减持在 1999 年两家上市公司试点后，2001 年 6 月 12 日，国务院正式发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》以下简称《办法》这标志着国有股减持工作正式启动。

《办法》规定，国有股减持主要采取国有股存量发行的方式。凡国家拥有股份的股份有限公司（包括境外上市的公司），向公众投资者首次发行或增发股票时，均按融资额的 10% 出售国有股；股份有限公司设立未满 3 年的，拟出售的国有股通过划拨方式转由全国社会保障基金理事会持有，并由其委托该公司在公开募股时一次或分次出售。

《办法》明确规定在国有股的定价上 减持国有股原则上采取市场定价方式。《办法》还规定，在采取国有股存量发行方式