



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007年第2期(总第158期)

2007年1月12日

中国股票市场繁荣上行的分析与后市走好的思考（下）

中国社会科学院金融研究所 王国刚

海通证券研究所 何旭强

四、上市公司的改革深化

2006年，上市公司的改革进一步深化，其中既包括继续解决历史遗留问题的股权分置改革和大股东占用上市公司资金的清欠，也包括实施股权激励措施，进一步调动高管人员、核心技术人员等的积极性，有效推动上市公司的稳步健康发展。具体来看，主要表现有五：

第一，股权分置改革工作基本完成。2005年启动的股权分置改

革在 2006 年获得了实质性进展。到 2006 年底，尚未完成股权分置改革的上市公司只剩 40 家，占全部 1421 家上市公司的 2.81%，市值比重只占 2.15%。股权分置改革基本完成，意味着上市公司的大股东与股市投资者的利益趋于一致，公司价值最大化成为共同目标，由此，将带来一个真正实现资源优化配置的市场。

第二，清欠工作取得重要进展。上市公司大股东及关联方非经营性资金占用，是中国股市的一个痼疾，曾有上市公司因此而严重亏损并引致退市。在 2005 年 6 月中国证监会下发《关于集中解决上市公司资金被占用和违规担保问题的通知》的基础上，2006 年 2 月，证监会专题部署清理占用上市公司资金工作。5 月，证监会出台《关于进一步加快推进清欠工作的通知》，要求清欠攻坚战年内务必完成。10 月 13 日，证监会又作出“奋战 80 天，坚决打胜清欠攻坚战”的具体部署，决定对尚未完成清欠的上市公司采取立案稽查、查清主要责任人、督促落实最终清欠方案等三项措施。与此同时，《刑法修正案（六）》于 2006 年 6 月 29 日公布并施行，规定上市公司的董事、监事、高级管理人员致使上市公司利益遭受重大损失的，最高处 7 年有期徒刑并处罚金。这些规定，既给清欠工作以制度依据，也有效地保障了清欠工作的展开秩序。另一方面，清欠方式不断重新。2006 年的清欠工作先后采取了全额现金清偿、红利抵债、以股抵债、以资抵债、股权转让收入抵债以及与引进战略投资者、资产重组、债务重组结合等多种清欠方式，使上市公司清欠工作有了明显提速。

据中国证监会统计，截至 2006 年 12 月 21 日，沪、深两市只剩 76 家上市公司存在资金占用，金额合计 212.54 亿元。同 2005 年末相比，2006 年已有 340 家公司全部完成清欠，45 家公司部分清欠，已清欠金额合计 275.48 亿元，清欠家数、清欠金额分别下降 82% 和 60%。另外，沪、深两市完成股东大会审议程序进入以资抵债、以股抵债过户程序的公司为 15 家，占用额合计 18.87 亿元。

第三，H股公司回归A股市场。2006年，H股公司回归A股市场掀起了新一轮高潮。截至12月20日，已有中国银行、大唐发电、北辰实业、广深铁路、中国国航、中国人寿等6家A股IPO公司属于H股公司的回归范畴，约占新上市公司总数的一半。另一方面，中国工商银行的A股和H股同时发行，推进了境内企业A+H股的上市模式形成。

第四，定向增发成为上市公司再融资的首选。2006年5月，中国证监会颁布了《上市公司证券发行管理办法》，由此，上市公司再融资正式开闸，定向增发成为上市公司再融资的首选。截至12月19日，A股市场累计有41家上市公司公告实施定向增发，再融资金额达到649.66亿元，占股市再融资额的70%以上。同时，已经推出定向增发预案尚未实施的A股上市公司共163家，其中有13家已经获得核准，6家未获核准，2家被股东大会否决，2家撤回发行申请，其余140家待证监会发审委审核。

从其他再融资方式看，2006年采取公开向市场进行增发的上市公司有7家，融资规模为111.32亿元；配股融资3家，融资金额12.06亿元；10家公司发行了可转债或分离交易可转债，融资金额合计142.87亿元。

从定向增发的方式上看，它主要包括三种模式：一是引入战略投资者，如华新水泥向全球最大水泥制造和销售商之一Holcim Ltd.全资子公司定向增发、福耀玻璃向高盛定向增发；二是通过向控股股东定向增发收购相关经营性资产来实现整体上市，如鞍钢股份、本钢板材、上海汽车等；三是绩差公司通过定向增发置入优质资产，使公司经营业绩根本好转。

第五，实施股权激励政策。股权分置改革完成后，大股东、管理层与投资者利益不断趋于一致，由此，实施股权激励的制度障碍基本消解。在此背景下，中国证监会颁布了《上市公司股权激励管理办法》，

2006年9月底，国资委与财政部又联合颁布《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》，为上市公司指定和实施股权激励方案提供了政策指引。截至12月20日，沪、深两市已有41家上市公司公布了股权激励计划草案，其中，已有20家上市公司的方案获得中国证监会的无异议备案，17家上市公司方案获得股东大会通过，13家上市公司方案已付诸实施。

相对于民营企业，国有控股上市公司实施股权激励的要求更为严格。2006年已公布的股权激励方案中国有上市公司只有13家，占总数的比例仅为34.2%。其中严格按照《试行办法》设计股权激励方案的只有宝钢股份1家。

五、2007年股票市场发展的展望

2006年，中国股市以牛市为基本特征，受此惯性影响，2007年还将维持一个牛市的走势，但不论是上涨幅度、个股价格还是市场风险都将发生重要变化。具体来看：

第一，股市还将维持一个牛市走势的总格局，主要理由如下：

其一，中国宏观经济将保持快速平稳增长，为股市发展创造良好的环境。2006年，中央政府采取了一系列措施调整经济增长、投资增长和信贷增长过快的状况，央行也出台了提高法定存款准备金率和提高存贷款利率的措施来缓解流动性过剩的状况，这些政策已产生了较为明显的效果，保障了国民经济又好又快的发展。2007年，中国经济还将保持9%以上的增长速度，同时，也将进一步转变增长方式和调整经济结构；在进一步扩大内需的总政策指导下，居民收入将继续稳步提高，消费增长还将保持强劲势头，估计还将维持在14%左右；在此背景下，企业的营业收入、利润增长都将保持在一个较高的水平上。这些因素决定了，股市进一步走好有着宏观经济面和微观经济业绩的支持。

其二，资金充裕将继续支持股市上扬。尽管央行采取了一系列措

施收紧银根，但流动性过剩的状况并没有发生实质性变化。到 2006 年底，城乡居民储蓄存款余额已超过 16 万亿元，超额存款准备金依然巨额发生，这意味着社会上有着众多资金在寻求投资机会。承接 2006 年后两月的股市投资热情，2007 年还将有相当一部分资金流向股市，这给股市走高以重要的资金面支持。

其三，人民币长期升值的预期依然存在。以人民币周升幅折年率计，2006 年第四季度，人民币升值速度相当于年升值 6%-7%。随着外汇管理体制改革的进一步深化，人民币升值进程有可能加快，同时，国民经济又好又快的发展将继续支持人民币升值走势。在此背景下，中资上市公司的国际价值将逐步提升，这对国际投资者将继续具有较高的吸引力，由此，随着 H 股、N 股等国际价值的显现，通过各种渠道介入 A 股投资的现象将进一步增加，这将推进 A 股的走高。

其四，上市公司业绩将保持快速增长。2006 年，A 股上市公司业绩的增长超过绝大多数投资者的预期。在此之前，投资者主要的担忧在于，占 A 股上市公司利润比例较高的原材料行业和能源行业利润将在 2006 年出现大幅度下滑，从 2006 年第一季度报告数据来看，沪深 300 指数利润下滑 13.4%，但中报和三季度业绩呈现明显的回升趋势，三季报整体利润上升约 18%。周期性行业如钢铁、机械、航空、汽车等行业的利润回升和金融、地产行业利润的快速增长，将支持股指的进一步上扬。

此外，企业所得税的并轨可能带来额外的收益。如果企业所得税并轨在 2007 年通过审议，2008 年起正式实施的可能性较大。假定上市公司名义所得税率从 33%并轨至 25%，初步估算 2008 年沪深 300 指数的整体利润上升 7% - 8%。

其五，股改完成之后，上市公司大股东、投资者利益趋于一致。而随着上市公司股权激励的普及推广，上市公司高管与大股东、投资者之间的利益也趋于一致，代理成本显著下降；同时，相当多上市公

司优质资产的注入也将提升上市公司的整体素质和业绩表现。这种制度性红利在 2007 年将得到体现。

第二，股市风险将进一步加大。主要理由是：

其一，股市已在高位上运行。A 股的整体市盈率在 2006 年 11 月底就已超过 25 倍，当时的上证指数离历史高点（2245.55 点）还有一段距离，但在此之后的 1 个月内，上证指数又上升了 500 点左右，由此，股市的平均市盈率已达 33 倍以上，且不说与美国、英国等股市的市盈率相比，就是与印度 SENSEX 指数的 23 倍市盈率、韩国 KOSP200 指数的 11 倍市盈率和香港恒生指数的 17 倍市盈率相比，也显得过高。“可以说，经过 2006 年的大幅上涨，A 股指数的估值优势已经消失”¹；国际著名投资银行——GP 摩根也在 2006 年底针对 A 股的《2006：熊在等候》报告中指出：A 股将在未来 6 个月内面临回调。² 中国有句老话“高处不胜寒”，A 股的高位运行直接意味着投资风险和市场监管的风险都在加大。

其二，扩容压力依然不容忽视。2007 年 A 股市场面临着比较严重的扩容压力。且不说定向增发、配股等形成的新股上市，至少三方面情况值得关注：一是境内公司的 IPO，从目前申请发股上市的情况看，其中，不仅包含一批商业银行和实体性公司的大盘股，而且包括相当多中小公司的股份；二是 H 股公司通过发行 A 股而回归 A 股市场，其发行数额也不可小视；三是 2005 年 5 月后进入股权分置改革的上市公司中按照 10% 的比例可进入流通的股份。这些新股总加恐怕不低于 2006 年的入市新股。在其他条件不变的情况下，这些新股上市对股指上扬有着正面效应，但客观上也要求个股价格重新定位，由此，就个股操作而言，“挣了股指不挣钱”甚至“挣了股指赔了钱”的现象都可能发生。

¹ 引自《2007 牛市之路多曲折》，载《中国证券报》2007 年 1 月 4 日。

² 参见《大摩“尖峰”预言：A 股 6 个月内将调整》，载《21 世纪经济报道》2007 年 1 月 5 日。

其三，资金面状况已不如 2006 年宽松。在连续提高 3 次法定存款准备金率和 2 次存贷款利率之后，金融面的资金过剩状况已明显不如 2006 年上半年。在 2007 年，央行依然可能继续通过央行票据、提高法定存款准备金率和存贷款利率收紧流动性，由此，金融市场中的可供资金状况不容过于乐观。另一方面，随着股市一路上行的走势变化，在波动程度加大的条件下，个人投资者的资金是否还将象 2006 年中期以后那样大规模介入股市也值得考虑。与此相比，股市对资金需求却在快速增长，除了股市扩容需要有足够资金予以支持外，股指期货的实施也要求有足够的资金来满足交易的需求。

第三，需要继续做好的几项工作。在经历了股权分置改革、证券公司整合、大股东占用上市公司资金的清欠和制度建设等诸多方面的变化后，中国股市已进入了一个新的发展时期，但与成熟的股票市场相比、与中国经济发展要求相比，依然有着不小的差距，还远不是一个自由、法治、高效和具有足够国际竞争力的市场，尚存在一系列需要进一步深化改革、推进发展的问题。2007 年的中国股市是迈上新台阶后的重要一年，要支持股市的长期走好，依然有一系列工作要做，其中包括：

其一，积极推进多层次市场体系的建立。目前中国股市中的主板市场、中小板市场和特别转让市场均属 A 股市场，贯彻的都是 A 规则，因此，还是一个单一层次的市场。股票市场的多层次性是按照交易规则的多层次性划分的，要满足各类企业发股入市交易的需要，要调动社会各界资金以股权投资方式进入企业，必须建立有别于 A 股的新的股票市场。这一新的股票市场，在交易规则方面，应当明显有别于 A 股市场，因此，按照股票市场的内在机理，建立以经纪人为中心以证券公司网路系统为平台以存量股份入市交易为特征的新层次股票市场，还是一个需要进一步努力的过程。

其二，进一步强化市场监管。在股市高涨、行情深化过程中，“一俊遮百丑”的现象可能发生，一些急待进一步解决的问题也可能被忽视或掩盖，为此，需要重视监管的强化，其中至少有三方面现象值得关注：一是投资机构的内幕交易、操纵市场等行为可能抬头，为此，迫切需要强化交易所的一线监管责任，科学界定内幕交易、市场操纵的行为方式，提高对内幕交易、市场操纵的识别能力，同时，还要提高惩治内幕交易、打击市场操纵的量法标准，大幅度提高内幕交易、市场操纵的违法、违规成本。二是上市公司治理结构的缺陷、上市公司的清欠中尚未完全解决问题以及如何防止大股东占款的再次发生等都需要监管部门提高警惕并选择有效措施予以治理和防范。三是证券公司的改革和发展。目前证券公司的良好业绩未必能够说明证券公司综合竞争力的增强、治理结构的改善和创新能力的提高，相当程度上，只是市场行情好转带来的客观效应，为此，需要进一步完善对证券公司的合规性监管，防止某些证券公司在当前盈利水平上升过程中迷失方向，重蹈历史覆辙。

其三，积极推进监管机制的转换。在 A 股监管中，行政机制依然为主。为了解决历史遗留的诸多问题，在市场机制尚未有效形成的条件下，运用行政机制也是一个次优选择。但随着历史遗留问题的逐步解决，继续强力贯彻行政机制就将引致越俎代庖现象的发生，而 A 股市场的历史遗留问题，在很大程度上，就是由这种以行政机制替代市场机制所引致的。要改变这种状况，一方面应当着力弱化行政审批制，逐步实行登记备案制，当前尤其是需要先简化核准和审批的事项、程序和程度；另一方面，应当逐步地改变机构监管为主的格局，实行业务监管（或行为监管），将监管的重心由机构转向市场行为。

其四，进一步优化市场结构。在上证综指涨了 130%之后，A 股市场的总市值占 GDP 的比重已达 35%左右，但依然远低于发达国家水平和一般的新兴市场国家的水平，由此，股市规模的进一步扩展是客观

必然的。但从市场结构来看，中国股市中大盘蓝筹股的比重依然较低，为此，在股市规模扩展中需要特别重视吸收那些在国民经济中具有重要影响力的大型企业。从股指期货的发展来看，提高大盘股比重的意义也是相当深远的。重视大盘股的发展并不意味着忽视中小企业，中小企业的发股入市，不仅应当通过 A 股市场，而且更重要的是，要通过新层次股票市场来满足。

其五，积极推进股票市场的制度体系完善。法律法规是股票市场制度建设的基石。2005 年之后，我国股票市场的法律体系取得可长足进步，规范市场主体、市场运行、市场监管和法律责任的《证券法》、《公司法》经过两年多时间修订后颁布并施行，基本法律制度趋于完备。但与国外成熟市场相比，与我国股票市场相适应的多层级法律法规体系尚不完备，追究违法行为法律责任的渠道和途径不多，诉讼解决市场纠纷的范围有待进一步扩大，同时各执法机构执法力度还需要进一步加大。由此，需要进一步完善民事赔偿制度，明确证券民事赔偿制度的基本特征和要件，加强保护中小投资者权益的力度。目前应当根据《证券法》的有关规定，重新修订虚假陈述民事赔偿司法解释，包括考虑放宽前置条件文件的限制、进一步明确诉讼时效期限、协调好司法解释和有关中介机构法律的衔接。此外，还应制定内幕交易民事赔偿、操纵市场民事赔偿的司法解释等。（全文完）

主 办： 中国社会科学院金融研究所

主 编： 李 扬

副 主 编： 王国刚

联 系 人： 刘戈平

电 话： 010-85195338

电子信箱： ifb@cass.org.cn