

# 中国股票的差别化定价、引起的后果及解决思路

□ 易晓文<sup>1,2</sup>

(1. 厦门大学 经济学院,福建 厦门 361005 温州大学,浙江 温州 325027)

**摘要:** 在中国证券市场上,股票有流通股和非流通股之分,对不同的股票实行的是不同的定价方法。这种定价方法有悖于股市正道,不利于股市的健康稳定发展。本文在论述中国股票差别化定价的基础上,分析了这种定价方法产生的后果,并提出了解决思路。

**关键词:** 中国股票;差别化定价;三同原则;解决思路

**Abstract:** In Chinese stock market, the stocks are divided into circulating shares and non-circulating shares. Different stocks are practiced different pricing method. This pricing method violate the market's principle, harm to its development. The Article not only analysis the effects of this pricing method on the basis of discussing the diversified pricing about Chinese stock, but also put up the ideas of resolving the problem.

**Keywords:** Chinese stocks; Diversified pricing; The principle of the same in three fields; The ideas of resolving the problem

中国股票按股东身份的不同,可分为国有股、法人股和社会公众股;如果从股票的流通性来看,则可分为非流通股和流通股。其中,国有股和法人股属于非流通股,社会公众股属于流通股。对于不同的股票,实行的是不同的定价方法。

## 一、股市的正道

先看被称为金融教父的本杰明·格兰姆。他的两本代表作被称为华尔街的“圣经”,其中之一是《有价证券分析》。这本书的主题和精华是:股票市场是一个非常不合逻辑的地方,温驯的投资人如羊群般走进,股价上涨时猛跟着追价买进,股价下跌时又跟着盲目杀出。

格兰姆进一步指出:股市千变万化,但有一点可以肯定,这种盲目跟风的作法始终是仰人鼻息,难成气候,虽然偶有所获,却最终会头头落空。这种人一般都受到现有股票交易方式的影响和限制,只在买进和卖出间追逐价差,而忘了买卖股票原本是转移股权,持有股权就是股东。股东的权益则是来自企业营运所获得的利润。因此,格兰姆极力主张投资者们的注意力不要放在行情机上,而要放在股权证明背后的企业身上。通过注意盈利情况、资产情况、未来远景等诸如此类的因素上,投资者应当重视公司独立于其市场价格的“内在价值”。

这个正道的思想,可以把它说成一种通俗的理念。比如我有一个好的项目,能挣很多钱,利润率非常高,可手头资金不够,怎么办?筹资的方法无非两种,一是债权式融资,即所谓的借钱办事,这个钱无论是从亲戚朋友借还是从银行借,到时还本付息;二是股权式融资,即召集对这个项目有兴趣的人,大家都来投资、一块出钱,共同所有,有钱大家一起赚。但由于各种原因,我无法进

行债权式融资,向亲戚朋友借不到钱,因为他们也穷,向银行借又没有抵押,也借不到。因此,我只有把我的这个项目广为宣传,以此吸引对这个项目感兴趣的人来投资。钱筹到了,项目做起来了,也赚了不少钱,那么将获取的利润给大家一起分红。只有这样,社会经济这块蛋糕才能越做越大,经济才能发展,社会才能进步。

## 二、中国股票差别化定价及其引起的后果

众所周知,中国股市有个很有名的“三公原则”,即所谓的“公开、公平、公正”。这个原则好是好,但太宏观,界线模糊不清,漏洞太大,可操作性不强。你比如说什么是公开,公开多少才合适,公开的太少,透明度不高,公开的太多,涉及公司的商业秘密;那什么是公平,公平在每个人眼中的标准是不一样的,你认为公平的事,在别人的眼中就是很不公平,既然前两个公都没有了,那后一个公就更不可能实现。

在资本市场上,外国实行的是“三同原则”。什么是“三同原则”,那所谓的“同股、同价、同权”,同样一只股票,价格相同,权利相等。这个原则,在实际操作中简单易行,说起来容易,做起来也很简单。

中国股市与西方成熟股市的区别还体现在进行股份制改造时,中国依照的是“先股后价”做法,而西方一般遵循的是“先价后股”。做法不同,导致的结果也就截然不同。

本来按照正规的做法,是先让大家把钱拿出来,然后按出的资金进行股份划分,出资金多的,归其名下的股份也就多,出资少的,归其名下的股份数也就少。比如前面那个项目,总共需要投资100万,我本人出资40万,另外还有四人出资,张三出20万,李四也出20万,王五和麻子都是10万,那么进行股份制划分的时候,我是40股(份)(以每1万元为一股),张三、李四各是20股,王五和麻子每人都是10股。这样就符合了“同股、同价、同权”的原则。

而在中国,做法就完全不是这样了。中国的企业在进行股份制改造时,当时在“不允许国有资产流失”方针指导下,将股份分为不同的股,比如国有股、法人股、内部职工股(均是非流通股)以及社会公众股(流通股),对于不同的股份价格也不相同。国有股是1元/股,法人股是1.5元左右/股,内部职工股一般1.2元钱/股,但其数量少,目前已基本流通完毕,而社会公众股一般是5~6元/股。如此的股份制改造,给中国股市的长期健康稳定发展留下了极大的隐患。

以600588用友软件为例,该公司1999年12月6日成立,当时注册资本只有3000多万元,至2000年公司改制时,经资产评估实有资产8800万元,换成股本7500万股,合1.17元/股,

2001年首发,发行价为36.68元/股,发行2500万股,融资9.17亿元。这种融资方式和股权结构,业内人士形象地称之为“小马拉大车”。如果纯粹按股份占有的比重来算,王文京的身价一夜之间就由8800万元飙升为7.5个亿,净增6.6个多亿(相当于从投资者手中掠夺了这么多的财富),难怪有人说,王文京不要去卖软件了,干脆去卖股票算了。

该公司股票2001年5月18日上市,当日收盘价92元。上市不到半年,公司便宣布年底分红10派6元(含税),即每10股可分现金6元。本来分红派现,是投资者梦寐以求的事情,现在由于同股不同价,投资者对于分红派现的态度也就发生了变化。

从收益率的情况来看,王文京是51.28%;一级市场的投资者是1.64%,而二级市场的投资者更少,只有0.65%。

面对这样的巨大反差,投资者对于分红派现态度也就发生了很大的变化。对于分红持消极甚至强烈反对的态度,认为是大股东分配不公,是一种变相的套现行为。

从用友软件公布的情况来看,其近年来的分红派现情况如下:2001年12月31日10派6元(含税)4.8元(扣税);2002年12月31日10转增2股,派6元(含税)4.8元(扣税);2003年12月31日10转增2股,派3.75元(含税)3元(扣税);2004年12月31日10转增2股,派3.2元(含税)2.5元(扣税)。

换言之,从上市到今,王文京已经老早把自己的本钱8800万元给捞回来了。

这是获利了,投资者尚且高兴不起来,但如果公司亏了呢?比如这家用友软件公司,经过数年的经营,发生严重亏损,资产

减少一半,由10亿亏损到5个亿,那么,按他们各自持有的股份来算,王文京仍然拥有资产3.75亿元,比起股份制改造时的8800万元,仍多出不少。

本来,投资者投资股市的根本目的就是为了获取股利,这也是股市正道的根本要求。现在是不分红不好,分红更不好;亏本不好,盈利也不好。这真是前也难后也难,上也难下也难,左也难右也难,进也难退也难。造成这种两难处境的根本原因就在于中国股市没有正道,有的只是歪门邪道,没有切实遵循“三同原则”。

### 三、解决差别化定价问题(即股权分治问题)的初步设想

那么,解决差别化定价问题(即股权分治问题)的办法是什么呢?这就是“彻底打破股市中的等级制度,真正做到‘同股、同价、同权’”。对于已经上市的公司,其不流通的股票实行流通,由于全流通定会对现有的已流通的社会公众股的股价造成冲击,因此,要对流通股股东进行适当补偿。这些已经得到中国政府、上市公司及投资者的普遍认同,现在的问题是补偿的力度和方式,非流通股股东一般以股份(有的有一点现金)来对流通股股东进行补偿,所以方式问题基本解决,剩下的问题主要是补偿的力度了。自中国股市2005年6月17日启动全流通股改方案以来,已经进行了十二批,一般是非流通股股东以10比3左右的比例对流通股股东进行补偿,即从非流通股中拿出相当于流通股的30%的份额补给流通股股东。从股改方案试行至今股市连连下跌的反应来看,这种过轻的补偿比重决难得到投资者的认可。那么,以补偿多少为宜呢?

	补偿比例	补偿力度	流通股股东满意度	可操作性
现行方案	10:3左右	太轻	不满意	可行
假设方案1	10:5	轻	一般	可能
假设方案2	10:11	可以	较满意	不可行
假设方案3	10:13	可以	满意	不可能
假设方案4	10:20以上	完全	很满意	决不可能

目前中国股市的股本结构是非流通股约占总股本的2/3,流通股约占1/3,由于上市公司一般是行业中龙头企业或较优秀的公司,因此国家一般会对其控股,按惯例,会持有50%以上的股份,也就是说,非流通股股东最多可对流通股股东进行10比5的补偿。对于不要控股的其他公司,可依据具体情况适当向上浮动。

但按国际惯例,要对一家公司控股,其实只要持有该公司29%的股份。即使假定持有30%的股份,那么非流通股股东最多可对流通股股东进行10对11的比例进行补偿。

当然,如果不考虑控股的问题,而且按购买时的历史成本价格进行折算,即国有股一般为1元/股,法人股1.5元/股,社会公众股平均为5元/股。那么,国有股对社会公众股的补偿对价应是10比15,法人股对社会公众股的补偿对价应是10比13。对于像600588用友软件之类早就收回本钱的上市公司,可以按

10比20甚至30的比例补偿流通股股东,换言之,或将非流通股注销,或将其全部补偿给流通股股东。 □

#### 参考资料:

- [1]沈思,郑福升,李梦琳. 证券市场与投资[M]. 杭州:浙江大学出版社,1998.
- [2]徐国祥. 证券投资分析[M]. 上海:上海三联书店出版社,1997.
- [3]林文俏. 股市风险透视与防范[M]. 广州:广东经济出版社,1997.

作者简介:易晓文(1967年—),厦门大学经济学院博士,温州大学经济学副教授。