

中國資本市場發展的新動向

劉霞輝

中國社會科學院經濟研究所

Abstract

The Chinese security market has experienced major fluctuations in the year 2001. Apart from the slowing down of the World economy, one major cause of these fluctuations is the liberalization (in particular the opening up of the B-share market to domestic investors) and the reduction in state holdings of the shares of state owned enterprises. This article gives a detailed description of these developments and their implications.

2001 年是中國資本市場發展的規範年，在執行證券法，規範投資行為方面都有新舉措。而在股票市場的走勢上則並沒有承上兩年的上漲態勢而是有較明顯的滑落，股指從年初的 2100 點左右降為年底的 1700 點附近。其原因除對經濟增長預期不明朗外，市場規範也有很大影響，規範舉措主要體現在以下方面：

一是在股票上市定價這一重要環節上放棄了過去實行的計劃性定價辦法而改為市場競價方式。從今年 3 月份起，取消股票上市的額度和指標，放開一級市場發行定價，使新股價格完全由市場供求關係決定。所謂一級證券市場，是指股民對新股進行申購的投資領域。相對於二級交易市場，一級申購市場具有風險低、收益高的特點。在上市有指標和額度規定的情況下，一級證券市場是個穩賺和沒有風險的市場。如果一級市場發行定價放開，一、二級市場價差非常大的情況會逐漸改變，市場的價格會走向合理。同時，原來在一級市場申購新股的資金會流入二級市場，促進整個證券市場的健康發展。

二是多年來困擾投資者和社會公眾的股票價格與上市企業業績脫鉤，無理性地炒作績差股現象終於因冠以 PT、ST 股票限期扭虧和退市措施的出臺而有了改變的時機。大肆炒作績差股源于上市公司是鐵飯碗，只要不破產就有股資源價值，並且還有重組的預期，所以績差反而是賺錢的口實，其結果是導致了股票價格的巨大扭曲，上市公司沒有動力為股東創造價值。從 2001 起，凡戴 PT 帽的股票如限期業績無改觀將作退市處理而轉為櫃檯交易。PT 水仙的退市開啓中國證券市場退市先河至年底已有六家 PT 公司下市而轉入櫃檯交易，2002 年將採取更嚴厲的措施，凡三年連續虧損的公司就要退市。

三是對國內投資者開放 B 股市場。股票市場分割為 A、B 兩個不同貨幣和投資者的市場也可以說是中國特色，但因 B 股市場資金不夠，市場窄小，導致該市

場交易清淡，資本收益率低，與 A 股市場形成巨大反差。隨著中國居民持有外匯數量的增加，國內投資者的資金已能支撐 B 股市場，所以在 2001 年 2 月 19 日 B 股市場正式對國內投資者開放，並出現了價格補漲行情，為該市場的發展打下了基礎。而且，閩燦坤 B（2512）推出了增發 B 股的計劃，B 股首發一律在境外私募配售的做法將成為歷史。隨著 B 股市場向境內自然人開放，今後 B 股的首發、增發或配股配售也將面向境內。修正後的 B 股配售方式將改為同時在境外公募私募和在境內公募，由于以往 B 股招股采用配股者極少，而多采用增發和首發，這意味著境內自然人今後也將有機會合法買到 B 股的原始股。

四是為了解決國有股的減持和支援社會保障體系的建立，6 月 12 日，國務院發布《減持國有股籌集社會保障資金管理暫行辦法》，這標誌著國有股減持工作正式啓動。《辦法》規定，國有股減持主要採取國有股存量發行的方式。凡國家擁有股份的股份有限公司（包括境外上市的公司），向公眾投資者首次發行或增發股票時，均按融資額的 10% 出售國有股；股份有限公司設立未滿 3 年的，擬出售的國有股通過劃撥方式轉由全國社會保障基金理事會持有，並由其委托該公司在公開募股時一次或分次出售。在國有股的定價上，減持國有股原則上採取市場定價方式。在採取國有股存量發行方式的同時，根據社會保障基金的需要和證券市場的發展狀況，可以選擇少量上市公司進行國有股配售及定向回購等方式的試點。採用存量發行方式減持國有股時，國有股存量出售收入全部上繳全國社會保障基金。如果上市公司採用協定轉讓方式減持國有股，國有股東授權代表單位應按轉讓收入的一定比例上繳全國社會保障基金。因為該措施中的定價國有股沒有得到市場投資者的認同，導致 2001 年下半年股指出現滑落，現有關各方正研究更科學的定價機制以使此項工作能重新開展。

五是對上市公司的治理結構提出要求。良好的公司治理是證券市場的基石，是企業進入資本市場融資的關鍵所在。中國上市公司治理中存在突出問題主要表現在：股權結構過於集中；集團公司、控股股東和上市公司之間沒有完全分開，國有股權控制權不明確，導致內部人控制；董事會運作不規範，董事未盡誠信和勤勉義務；監事會未能發揮應有的監督作用；經理層缺乏激勵和約束機制。特別是銀廣廈事件後，給投資者信心造成了打擊。為此，中國證監會提出上市公司治理水準的具體措施：從股票發行入手，要求擬上市公司認真做好企業改制工作，在輔導期間就必須建立起規範的公司治理結構；建立健全有關上市公司治理的原則標準和法律法規，中國證監會已經起草了《中國上市公司治理的基本原則和標準》，待與有關部委協商之後，徵求社會各方的意見，修訂後儘快實施；引入獨立董事制度，規範董事會的運作；大力發展機構投資者。

六是規範機構投資者的行爲。自 2000 年公開基金黑幕以來，除查處一批違紀事件外，特別對引人注目的證券投資基金行爲進行規範。證監會披露了規範證券投資基金運作的具體規定，要求各基金管理公司及基金從業人員應當竭誠爲基金投資人服務，按照誠實信用原則，更新投資理念，調整和規範現有的投資決策制度，並要求各基金管理公司應當調整和完善內控制度和各項決策程式，明確各個崗位對保證規範交易行爲的責任。規定中特別指出，基金經理必須對其管理的基金運作中涉及的交易行爲負責，並向證券交易所提交自律承諾書，對偶然發生的異常交易行爲要做出合理的解釋。同時，督察員應幅盡職守，強化內部監察稽核和風險監控，及時、準確地發現公司管理制度中的缺陷和不足，對發生的異常交易行爲要及時報告，並提出有效的改進措施。對於證券交易所對於基金運作監管中的具體職責，證監會要求證券交易所在日常交易監控中，應當將一個基金視爲單一的投資人，將一個基金管理公司視爲持有不同賬戶的單一投資人，比照同一投資人進行監控。

在規範現有基金行爲的同時，加快了引進機構投資者的步伐，中國證監會正式頒布實施了《開放式證券投資基金試點辦法》，對開放式基金的設立、募集收購、贖回、資訊披露、管理人和托管人職責等做出了明確規定。至 2001 年底已有 5 家開放式基金設立。

七是中國證監會公布了《上市公司行業分類指引》，對上市公司行業分類進行了重大調整。新標準是在一九九九年出臺的《上市公司分類指引（試行）》的基礎上經調整和完善而成的，在原有的基礎突出了資訊技術、生物制藥等新經濟特徵，對製造業中的次類進行了合并，統稱資訊技術業；將醫藥製造業改稱爲醫藥、生物製品業，並提高爲製造業中的次類；將製造業中的石油、化學、塑膠、塑膠製造業合并爲一個次類；取消郵電通信業門類，將其中的郵政業并入社會服務業，其餘并入新的資訊技術業。

2002 年中國股市將進一步在規範中發展，市場的上升動力正在集聚，相信會給投資者一個好的回報。