

# 中國證券市場的開放和發展

何佳

中國的證券市場是伴隨着1980年代以來的改革開放而發展起來的。1981年7月，國債開始恢復發行；1987年國債二級市場建立。1980年代中期，一些企業開始向公眾發行債券和股票。1990年12月，上海和深圳兩個證券交易所相繼成立。1992年10月，中國證券監督管理委員會（簡稱證監會）成立，開始對全國證券期貨市場進行統一監管。自1990年以來，各家上市公司共從中國證券市場上籌資近1萬億元，每家公司的平均籌資額從1990年的0.5億元增至2002年的15億多元<sup>①</sup>。

2006年，滬、深兩市股票總成交額達到90,468.89億元，較上年增長186.22%；兩市股票籌資額累計2,204.43億元，創歷史新高。股權分置改革進入尾聲，截至2006年末，兩市僅有40家未股改公司，股改公司總市值佔比達到97.85%。兩市投資者2006年開戶數新增517.68萬戶，投資者總開戶數接近8,000萬戶<sup>②</sup>。目前，滬、深兩市上市公司共有1,446家，上市證券1,918種，上市股票1,532種，滬、深兩市總市值達118,405億元，總流通市值36,204.69億元。

而在五年多前，中國剛加入世界貿易組織（WTO）的時候，中國證券市場現在出現的繁榮景象是難以想像的。從中國加入WTO的那一天起，中國股市開始了漫長的熊市周期，上證指數從2,245點一度跌至最低的998點，中國A股市場證券市值不斷縮水，證券化比率不斷下降。五年之後，進入WTO的過渡期結束，在中國全面履行加入WTO時所作的承諾的同時，中國股市也結束了五年熊市，上證指數在2007年3月升破3,000點。五年前，中國股市和紐約、倫敦兩大金融中心相比還相差甚遠。當時，紐約證交所和納斯達克的籌資額高達460億美元，倫敦證交所主板市場和面向小企業的另類投資市場的籌資額為140億美元，而中國滬、深、港三市的籌資總額只有73億美元。然而，五年之後，中國證交所首次公開募股（IPO）的籌資總額已經超過了美英。截至2006年11月底，中國滬、深、港三市所籌資額達到約450億美元，首次超過美國，僅次於倫敦證券交易所及其旗下的二板市場（AIM）的527億美元IPO籌資總額<sup>③</sup>。

中國的證券市場是伴隨着1980年代以來的改革開放而發展起來的。2006年，滬、深兩市股票總成交額達到90,468.89億元；兩市股票籌資額累計2,204.43億元，創歷史新高。五年多前，中國剛加入世貿組織的時候，中國證券市場現在出現的繁榮景象是難以想像的。

這樣的數據對比，也許一部分可以歸因於巧合，但是毋庸置疑，對外開放，尤其是加入WTO，為中國證券市場的繁榮和發展提供了重要的契機。

根據中國入世協議，三年內允許設立中外合資證券公司，外資擁有不超過三分之一的少數股權，合資證券公司可承銷A股、B股和H股、政府債券和以外幣計價的有價證券；三年後，可參與A股市場交易。三年內允許設立中外合資基金公司，外資持股比例不超過33%，三年期滿後，外資持股比例可增至49%。2002年6月中國證監會發布的《外資參股證券公司設立規則》、《外資參股基金管理公司設立規則》，兌現了證券業在入世時所作的上述承諾。

上述《規則》實施後，中國證券業對外開放邁出了實質性的步伐。在證券公司方面，華歐國際、長江巴黎百富勤、海際大和等幾家合資投行、券商紛紛成立。在基金公司方面，招商、國聯安、海富通等首批合資基金公司浮出水面，當時這些合資基金公司的外資持股比例均在33%以內，在2004年底當外資比例可達到49%時，包括上投摩根、景順長城在內的多家合資基金公司都將持股比例提向上限。截至2006年6月底，23家合資基金管理公司和8家合資證券公司已設立；上海、深圳證券交易所各有4家境外特別會員；在上海、深圳證券交易所直接從事B股交易的境外證券經營機構分別為39家和19家<sup>④</sup>。

除此之外，中國還適時主動推出開放政策，積極鼓勵國內企業在海外資本市場，例如紐約及香港交易所上市。2002年底，中國推出了合格境外機構投資者(Qualified Foreign Institutional Investors, QFII)制度，提供了外資直接參與中國國內股票市場的機會。外國證券機構可以直接從事B股交易；外國證券機構駐華代表處可以成為所有中國證券交易所的特別會員。截至2007年1月底，國家外匯管理局已批准46家QFII，投資額度總計95.45億美元。最近，新修訂的《合格境外機構投資者境內證券投資管理辦法》發布實施，放寬了QFII的資格條件和資金進出的時間，增加了QFII在開戶、投資方面的便利，完善了QFII的投資監管體系，特別是信息披露制度，標誌着中國資本市場的對外開放進入一個新的階段<sup>⑤</sup>。

下面，我們將從國有企業改制上市、股權分置改革、引進QFII三個方面集中探討中國證券市場的發展情況。

## 一 國有企業改革上市、兼併和收購

中國的上市公司多由國有企業改制而來。中國的國有企業改革從改進微觀激勵機制的「放權讓利」改革開始，然後逐步過渡到所有權層面的改革，至今已走過二十多年的歷史。1997年，中國共產黨的十五大提出了從戰略上調整國有經濟布局和改組國有企業的任務，確定了「抓大放小」、「有所為有所不為」的方針，倡導在一般競爭性領域，國有經濟逐步退出控股地位，甚至完全退出。這一政策導致大量的中小國有企業迅速私有化<sup>⑥</sup>，私有化方式主要是通過直接把國

中國的上市公司多由國有企業改制而來。1997年，中國共產黨的十五大提出了從戰略上調整國有經濟布局和改組國有企業的任務，國有經濟逐步，甚至完全退出控股地位。這一政策導致大量的中小國有企業迅速私有化，私有化方式主要是通過直接把國有資產出售給私人投資者。

有資產出售給私人投資者。而國有大中型企業則進行股份制改造變成股份公司，效益相對好的則可以通過私有化發行轉變為上市公司。因此，股票公開發行是國有大中型企業私有化的一種重要方式。

根據國有企業私有化發行前的資產重組和債務重組資料，國有企業股份制改造可分為四種方式：第一、整體改制，即國有企業整體改造成股份公司後發行上市；第二、整體合併，即多家國有企業整體改制、合併後發行上市；第三、存續分立，即母公司將部分資產注入上市公司，同時母公司存續經營；第四、多家重組，即多家國有企業(常常以一家國有企業為主要發起人)投入各自部分資產和權益，組建一家新的股份公司並公開發行股票上市。

前兩種改制方式基本保持了上市公司資產的完整性，可將其歸為整體上市一類，此類公司多由國資機構控股；後兩種改制方式由於在上市之前對部分資產和權益等進行了剝離，故稱之為分拆上市，此類公司多由存續母公司控股。據統計，80%以上的國有企業採取了分拆上市的改制方式。

私有化之後，公司的產出顯著增加，資本結構明顯得到改善，但是公司的盈利能力顯著下降、經營效率沒有顯著上升，公司的成本和費用支出顯著上升，公司的員工數量顯著增加<sup>⑦</sup>。總體上，中國國有企業私有化發行後，經營業績並沒有提高，政府對國有企業改造的不徹底和發行前的報表粉飾是主要原因。相對來說，完整改造的國有企業在發行前後產出的增長、盈利能力的提高和成本的控制上要優於非完整改造的國有企業。中國的私有化發行也只是取得了有限的成功，國有企業的發行效率低下<sup>⑧</sup>。改制不徹底是造成國有企業發行效率低下的主要原因<sup>⑨</sup>。

種種迹象都表明，國有企業上市前改制是不徹底的，具體表現有：整體上市的公司仍然存在「出資人虛置」和「政府干預」的問題，分拆上市的公司仍然存在在母公司與上市公司的關聯交易問題，等等。

因此，改制上市之後，相當一部分的國有上市公司進行了大規模的兼併收購。一般來說，併購可以分為三種類型：一、改制型併購：上市公司收購控股股東或母公司、母公司的控股子公司、發起人或實際控制人的資產。從漸進整體上市的意義上，稱其為改制型併購；二、行政主導型併購：上市公司與非關聯方之間進行的、在地方政府的推動下兼併地方企業的行為，稱為行政主導型併購；三、投資型併購：上市公司與非關聯方之間進行的、亦不受地方政府主導的併購，稱為投資型併購。

與成熟的資本市場相比，中國上市公司的併購存在着特殊性，例如：關聯性併購盛行、行政主導型併購屢見不鮮。非流通股在數量上的絕對優勢使得「敵意收購」很難發生，因此中國資本市場上的併購行為不能被視為成熟資本市場上的資本運作行為或外部公司治理手段。從本質上而言，它們是解決歷史遺留下來的問題、提高上市公司經營效率的二次改制方式。

中國國企改制存在「路徑依賴」現象：分拆上市的國有企業的控股股東傾向於進行控股權的重組，而整體上市的國有企業更傾向於出讓控股權或將上市公

與成熟的資本市場相比，中國上市公司的併購存在着特殊性，例如：關聯性併購盛行、行政主導型併購屢見不鮮。非流通股在數量上的絕對優勢使得「敵意收購」很難發生，因此中國資本市場上的併購行為不能被視為成熟資本市場上的資本運作行為或外部公司治理手段。它們是解決歷史遺留下來的問題、提高上市公司經營效率的二次改制方式。

司民營化<sup>⑩</sup>。以不同模式上市的公司還傾向於進行不同類型的併購：分拆上市的公司更傾向於進行改制型併購，而整體上市的公司更傾向於進行投資型併購和行政主導型併購<sup>⑪</sup>。不同類型的併購進而導致了不同的併購績效：改制型併購對於降低上市公司的交易成本、提高經營效率發揮了重要作用；投資型併購對上市公司盈利能力的提高產生了正面影響，但績效改進的持續性不足；行政主導型併購使得上市公司承擔了過多的社會職能，偏離了公司價值最大化的目標，因此造成了上市公司經營績效的持續惡化。

目前，國企改制大體完成，但是對於上市公司來說，如何盡量去除行政影響因素，正確地選擇兼併和收購對象，運用資本市場手段獲取資金，進行資本運作，提高公司治理水平，是提升上市公司績效的唯一有效途徑，也是急需解決的問題。

股權分置是國企股份制改造遺留下的產物。中國大部分上市公司股票則分為可流通部分(即公眾股)和不可流通部分(即國家股或法人股)。因此，在中國A股市場的上市公司內部普遍形成了「兩種不同性質的股票」，同股不同權，同股不同利。

## 二 股權分置改革

除了改制不徹底外，中國上市公司發行效率低下，上市後公司業績表現不盡如人意，很大程度上也是受到股權分置的影響。股權分置是國企股份制改造遺留下的產物。中國大部分上市公司從股份制改造到募資上市的過程是：國家(或法人)投資興建的企業經資產評估後按一定比例折股，在符合上市條件後向社會公眾溢價發行，上市後企業股票則分為可流通部分(即公眾股)和不可流通部分(即國家股或法人股)。因此，在中國A股市場的上市公司內部普遍形成了「兩種不同性質的股票」(非流通股和社會流通股)，同股不同權，同股不同利。這既不符合國際慣例、不利於入世後中國證券市場與國際市場順利接軌，也不能很好地體現市場公平的原則，從而影響資本市場定價功能的正常發揮，不能有效發揮資本市場的優化資源配置功能。

股權分置問題的解決可謂一波三折。1999年11月29日，國有股配售試點方案推出，以「10倍市盈率以下的配售價格、年內2家試點、2家配售總額約5億元」作為界定；三天後，證監會公布10家試點企業名單，當日滬指跌0.78%。1999年12月，兩家試點企業中國嘉陵和黔輪胎比例配售試點減持：中國嘉陵國家股股東向社會公眾股股東10配0.361股，配售總額10,000萬股，配售價4.5元，2000年1月11日上市流通。

2001年6月12日，國務院正式發布《減持國有股籌集社會保障資金管理暫行辦法》，國有股減持正式啟動。股市在升至2,245.43歷史高點後，開始踏上漫漫熊途；同年10月，中國證監會宣布暫停國有股減持，當日滬市全線漲停，漲9.86%；2002年6月24日，國務院決定，停止通過國內證券市場減持國有股，結果當日滬市全線漲停，漲9.25%。2004年2月2日，國務院重新啟動國有股減持，明確提出要積極穩妥解決股權分置問題，在解決這一問題時要尊重市場規律，切實保護投資者特別是公眾投資者的合法權益。2005年4月12日，證監會負責人

表示解決股權分置已具備啟動試點條件。從此，國有股減持在中國證券市場大規模地開展起來<sup>②</sup>。2006年是中國股權分置改革非常重要的一年。截至2006年末，滬、深兩市僅有40家未股改公司，股改總市值佔比達到97.85%。這一年，也是中國股市從熊轉牛的一年，市場呈現一片繁榮景象，滬、深兩市上市公司平均年資本回報率超過100%，證券公司開始扭虧為盈。

可以說，中國股市的走強和中國股改之間有着密切的聯繫，兩者之間互相推動，互惠互利。一方面，股改改變了市場預期，和人民幣升值一起加強了投資者對市場的信心，並且克服了非流通股股東和流通股股東的「利益分置」，形成公司治理的以價格為紐帶的共同利益基礎，為證券市場的改革創新掃除了制度性障礙。另一方面，得益於有關部門的救市政策和國際油價和金屬價格的大幅走高，市場的牛市氛圍日漸濃重，為股改的順利推行提供了重要前提。

但是，股權分置改革也存在着一些弊端，尤其是對流通股股東的利益保護不夠。國務院保護公眾投資者利益的改革宗旨並沒有得到很好的貫徹。在整個股改過程中，大股東仍佔絕對主導地位，並且是最主要的利益獲得者。以中國石化為例。股改前，中國石化的總股本為867.02億，其中，流通股為28億，非流通股為671.22億，H股為167.8億，每股淨資產為2.64元，停牌前的價格為6.79元。中國石化股改採取的是非流通股股東向流通股股東每10股送2.8股的方式，送股後，流通股的股本達到35.84億，限售股為663.38億。按照復牌後第一天的收盤價5.36元計算，流通股股東的市值從股改前的190.12億元增加到192.1024億元，增長1.01%；而非流通股的權益則從股改前的1,772.02億元增加到3,555.72億元，增長100.65%，流通股與非流通股通過股改而形成的權益增加整整相差了100倍。在股權分置改革中處於弱勢地位的中小股東的權益沒有得到應有的保護，是股權分置改革的最重大缺陷<sup>③</sup>。

股權分置改革也存在着一些弊端，尤其是對流通股股東的利益保護不夠。在整個股改過程中，大股東仍佔絕對主導地位，並且是最主要的利益獲得者。在股權分置改革中處於弱勢地位的中小股東的權益沒有得到應有的保護，是股權分置改革的最重大缺陷。

### 三 引進 QFII

中國證券市場自成立以來，始終是一個以個人投資者為主的市場。很多個人投資者缺乏足夠的金融理論知識，投資理念也不夠成熟，投資行為有「跟風」的趨勢，短期炒賣現象嚴重，導致市場存在着很多的投機行為。為了改善投資者結構，健全市場功能，中國證監會一直致力於大力發展以證券投資基金為主的機構投資者。1998年，共有5隻契約型封閉式基金發行；2000年《開放式基金管理試點辦法》頒布；2001年出現了第一隻契約型開放式基金，中國證券市場逐步進入機構投資時代。截至2006年12月，中國共有257隻開放式基金，合計規模為4,651.01億份基金份額，封閉式基金54隻，全國基金資產規模突破5,000億元。2005年，保險資金獲准直接入市；2006年，企業年金獲准進入股市。大量機構投資者的進入為股市的健康發展注入新的血脈，中國資本市場將逐漸形成外資投行、國內商業銀行和本土證券機構三分天下的格局。

在引進機構投資者的進程中，2002年起QFII的引入，為中國證券市場改革發展畫上了非常濃重的一筆。QFII制度是指允許合格的境外機構投資者，在一定規定和限制下匯入一定額度的外匯資金，並轉換為當地貨幣，通過嚴格監管的專門賬戶投資當地證券市場，其資本利得、股息等經批准後可轉為外匯匯出的一種市場開放模式。

韓國、台灣等地都有QFII制度。在2002年11月，中國《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》正式出台前，市場上存在着很多討論，普遍給予QFII相當高的評價。2002年12月1日，中國證監會公布QFII申請表，同一天，滬、深證交所公布《合格境外機構投資者證券交易實施細則》，QFII正式實施，一批中、外資商業銀行遞交了QFII託管銀行的申請，一些外資投行也提交了QFII非正式申請方案。2003年1月14日九家託管銀行正式出爐：中國工商銀行、中國銀行、中國農業銀行、交通銀行、中國建設銀行、招商銀行以及渣打銀行、匯豐銀行和花旗銀行三家外資銀行的上海分行，可以從事QFII境內證券投資託管業務。隨後，中國光大銀行也取得了託管資格。2003年5月26日，瑞士銀行有限公司和野村證券株式會社的QFII資格獲中國證監會批准，成為首批取得證券投資業務許可證的QFII。QFII正式在中國證券市場上大展拳腳。截至2007年1月底，國家外匯管理局已批准46家QFII，投資額度總計95.45億美元。

從這幾年的發展經驗來看，QFII投資中國證券市場主要有以下幾個特點：

一、看重長期投資價值。QFII入市的資金很大部分是出於長線投資考慮，持股周期普遍較長，其持股的時間一般在半年至一年以上。2005年，基金、社保資金、券商集合理財和券商自營的換手率分別為325%、218%、520%和360%，而同期QFII的股票換手率僅為193%。

二、偏愛具有行業龍頭地位和長遠發展潛力的股票。流動性好、市盈率低、業績優良及處於行業龍頭地位的大盤藍籌股成為QFII的首選。例如，高盛、花旗、美林這些國際證券業巨頭對行業龍頭公司進行了集中配置，如高盛配置了G寶鋼、G中信，花旗配置了中集集團、山東鋁業、G振華、G申能等，美林則配置了青島啤酒、G上港等<sup>④</sup>。

三、注重公司的市場化程度和透明度，要求市場化程度較高，不確定因素盡量少。QFII通過避免投資關聯交易過多的上市公司，防止了由於非市場化的關聯交易而造成錯誤評估公司價值。

引進境外享有盛譽的機構投資者，不但改善了股票市場的投資者結構，而且對於中國證券市場的穩定健康發展，亦起積極的推動作用。首先，境外機構投資者以流動性、成長性、壟斷性、行業地位、分紅、公司治理結構等要素，進行價值判斷和價值挖掘的成熟投資理念，將會帶動國內市場中小股民樹立正確的投資理念，進行中長線投資，逐漸減弱投機因素的負面影響。其次，QFII投資理念對市場的滲透，將促使國內市場在信息披露、監管機制、少數股東利益保障等方面的完善。最後，QFII、社保基金等大型機構投資者的入市，將對市場交易制度和產品創新提出更高的要求，以期降低風險和增

引進境外享有盛譽的機構投資者，不但改善了股票市場的投資者結構，而且對於中國證券市場的穩定健康發展，起到了積極的推動作用。境外機構投資者以流動性、成長性、壟斷性、行業地位、分紅、公司治理結構等要素進行價值判斷和價值挖掘的成熟的投資理念，將會帶動國內市場中小股民樹立正確的投資理念，進行中長線投資，逐漸減弱投機因素的負面影響。

加流動性，不論是對於交易品種、交易手段，還是市場的效率來說，都會有更多的要求。

短期來看，由於QFII的額度有限，對整個中國大陸股票市場的價格結構和市場均衡的影響依然有限。目前台灣地區QFII的交易量佔比約為8%，QFII資金約為總市值的10%，而最新的數據顯示，截至2006年末，中國大陸QFII持有A股的總市值為971億元，佔滬、深兩市2006年末流通總市值的比例僅為3.88%，距離台灣的比例還相差甚遠。如果以此來估算，不難想像，QFII在中國大陸市場上的潛力仍然非常巨大，其投資額度將會不斷增長。從長期來看，QFII的投資理念和盈利模式的變化有助於抑制市場的過度投機，調整市場價格結構，增加市場的有效性和穩定性，減少市場的非理性波動和與宏觀經濟走向的背離程度，提高市場發展的規範化、市場化和國際化程度。

在股票市場上推出QFII認證制度後，中國證監會也將推進有現貨背景的境外企業通過合理途徑，進入中國期貨市場，使其投資主體結構不斷合理化、多元化、國際化。

#### 註釋

- ① 宋麗萍：〈關於中國證券市場改革創新的幾個問題〉，深圳證券交易所，2006年1月。
- ② 《2006年中國證券業兼併重組研究報告》，水清木華研究中心（2007年2月），[www.waterwood.com.cn/research/2006/B304\\_stock.htm](http://www.waterwood.com.cn/research/2006/B304_stock.htm)。
- ③ 朱周良：〈滬深港股市IPO籌資總額首超美國 位列全球第二〉（2006年11月28日），參見人民網，<http://finance.people.com.cn/BIG5/67815/68053/5096269.html>。
- ④ 梁猛：〈金融業對外開放面臨四大新挑戰〉，《上海證券報》，2006年12月11日。
- ⑤ 侯捷寧：〈入世五周年 金融業回顧與展望〉，《證券日報》，2006年12月11日。
- ⑥ 中國國資委主任李榮融2004年11月30日表示，國有和國有控股企業數量從1998年的23.8萬戶減少到2003年底的15萬戶。參見新華網，[http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/newscenter/2004-11/30/content\\_2277748.htm](http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/newscenter/2004-11/30/content_2277748.htm)。
- ⑦ 鄧建平、何佳：〈中國國有企業股份制改造和私有化發行〉，工作論文（2006）。
- ⑧ Qian Sun, Wilson H. S. Tong, "China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success", *Journal of Financial Economics* 70, no. 2 (2003): 183-222.
- ⑨ Jianping Deng, Jie Gan, and Jia He, "A Dark Side of Privatization: Creation of Large Shareholders and Expropriation", working paper (January 2006).
- ⑩ 李哲、何佳：〈控股權轉讓、控股權重組與國有控股公司的二次改制〉，工作論文（2006）。
- ⑪ 李哲、何佳：〈國有上市公司的上市模式、併購類型與併購績效〉，工作論文（2006）。
- ⑫ 〈解決股權分置歷史回放〉，《深圳商報》，2005年4月13日。
- ⑬ 韓志國：〈股改：劃時代的革命〉，《金融投資報》，2006年12月30日。
- ⑭ 謝潑錦：〈QFII選股各有風格〉，《上海青年報》，2006年4月19日。