



# 当前 B 股市场对 境内居民开放的主要动因及影响

■ 高俊芳 李欣 黄诗华

## 一、B股市场初期态势

**B**股市场是中国在特定时期特定条件下对资本市场的一种创新,其设立的目的在于为当时严重缺乏外资的国内企业开辟一条吸引并筹集外资的道路。B股市场自1992年开通以来,经历了如下几个发展阶段。

(一) 早期短暂的辉煌期(1992年2月-6月,持续仅4个月)。1992年2月,真空B股在沪发行上市,深南玻B在深发行上市,宣告我国B股市场诞生。1992年2月21日沪B股指数开盘为129.86点,1992年5月,沪B股指数上摸历史最高点140.85点,形成了B股历史上短暂的辉煌期,为期仅仅只有4个月时间。

本阶段特征突出表现为:1.境外投资者热情高;2.个股交易品种少;3.新股发行价格高;4.股价走势波动幅度大。

(二) 漫长的低迷下挫期(1992年7月—1999年2月,持续长达7年)。本阶段是B股市场持续最长的一个阶段,也是最有影响的一个阶段。

本阶段又可分为3个次级运行阶段,第一次级阶段是1992年6月至1993年10月,共计16个月。此时,B股市场由热转冷,成交稀落,1993年1—10月份月均成交量仅为0.77亿股,股指在51点—105点间大幅波动;第二次级阶段是1993年11月—1996年10月,共计36个月。此时,B股震荡滑落,回抽无力,B股指数从105点跌至47点,不过成交量却随着上市公司增至85家而跃上一个新台阶。据统计,此次级阶段月均成交量上升至1.75亿股,较1993年1-10月的月均量增长了127%。第三次级阶段是从1996年11月—1999年2月,共计28个月。在本次级阶段,B股指数于1997年上半年出现了一次中级反弹行情,但是随后跌势更猛,B股指在反弹后继续下挫,并于1999年3月份创下了21.24点的历史最低记录,但值得注意的是,此时B股成交量却不跌反增,继续上升,并再次跨上了一个新台阶,此阶段月均成交量上升至3.84亿股,较第二次级阶段增加了120%。

(三) 恢复性上升期(1999年3月—2001年2月,已延续近两年时间)。1999年3月以后,B股市场运行开始发生转变,B股指数在历史的最低点21点起步后,逐步回升,目前已走出两个上升波:第一波是从21.24点上升到62.56点,第二波是从35.21点上升到90.51点。本阶段,B股上市公司增加到114家,市场信心指数迅速上升,入市交易的投资者队伍迅速扩大,市场交易日渐活跃,B股市场的交易量不断创出历史新高

高。到2000年12月份，沪B股指数已突破原始下降通道。

## 二、政府为何向境内居民开放B股市场

我们认为，目前管理层之所以如此快的对内开放B股市场，主要是基于以下考虑：

(一) 国内居民外汇资产大幅上升是B股对内开放的前提条件。

长期以来，外汇资金一直是国内稀缺性资源，但近年来，国内居民外汇存款大幅、持续上升。截止今年1月底，我国居民外汇储蓄存款余额高达750亿美元，其中定期存款701亿美元。在B股开放之前，这些巨额资金除了存入银行和炒汇外，几乎没有其它投资渠道。受利益趋同，相当一部分外汇资金绕过管制，非法进入B股市场或干脆外逃到国外。结果在B股投资者中，境内投资者已悄然上升到70%，成为B股市场的投资主体。

(二) 当前金融自由化、全球化浪潮是加快B股开放的外部环境。

自20世纪80年代以来，以放松金融管制为特征的自由化浪潮在发达国家与发展中国家两个层面得到了扩展。首先，放松对国际资本流动的管制。绝大多数发达国家到1992年基本取消了资本项目的管制，而90年代以来，新兴市场的资本管制放松也日益显著，不仅放松了外汇管制、资本管制、乃至金融管制，对本国银行信贷市场以及证券市场逐步放开、允许外国金融机构进入本国金融市场，允许非居民到国内金融市场筹资。其次，当前国际金融业内重组不断升温并日益成为金融证券业新的利润增长点。不仅银行、证券、保险业之间的跨业并购方兴未艾，而且作为资本市场重要组成部分的全球证券交易所的整合力度也在不断加大。

(三) 规范证券市场，迎接“入世”

挑战是加快B股开放的内部环境。

未来几年内，“入世”无疑成为影响我国证券市场发展的最主要变量。加入WTO后，我国证券市场国际化进程会加快，进一步与国际惯例接轨。而我国新兴证券市场仅有短短10年的发展历程，很多方面还远未规范，其中A、B股市场的并存与分割可以说是有别于境外成熟规范市场的主要特征。A、B股市场的定位与投资主体的不同，导致两市明显的“一股两价”以及同股不同权的不规范现象。市场隔离不利于价格发现，不利于资源的有效配置，更不利于我国吸收外资和在国际资本市场上发行证券。

(四) 资金来源的显著变化是B股市场对内开放的直接原因。

1991年开创B股市场初衷在于绕过人民币在资本项目下不可兑换的障碍，实现既能吸引境外投资者，又能为开放资本市场探讨经验的目的。但因先天不足，诸如企业效益较差以及信息披露不规范而与境外投资者的要求相差甚远，导致B股长期处于交投不活跃、市场功能退化的恶性循环。特别是1997年亚洲金融危机以后，B股市场对境外资金的吸引力越来越小，境外投资比例也由最初的B股市场最主要的投资者地位一路下滑到被挤出年度的交易排行10强。在B股市场行情1999年3月开始的强劲上升过程中，境外资金始终保持对B股市场的距离，在最近的上交所统计中，2000年B股交易排名中，境外券商最靠前的也已在20名开外。由此可见，不仅B股市场吸引并筹集外资的功能已不存在，而且几乎到了没有内资就无法支撑的地步，B股市场已接近完成其历史使命，A、B股合并将成为一种必然趋势。

## 三、开放B股市场将给我国证券市场带来哪些影响

大力发展B股市场，通过供求关系

的变化使B股股价实现价值回归从而同A股股价接轨，然后再通过市场化的手段实现A、B股市场的自然合并或者说融合是B股市场发展的最终目标。在人民币未实现完全自由兑换的前提下，面向境内投资者开放B股市场是拓展市场资金渠道、扩大市场规模的重要举措。我们认为，这项政策的出台对于我国证券市场将产生重大而深远的影响和作用。

(一) 对上市公司的影响。

(1) 筹资融资功能将得到恢复。借助证券市场筹集所需资本，实现企业的快速发展是众多上市公司的共同心愿。但长期以来，由于市场的原因，B股股价严重偏离其价值，甚至出现了每股净资产3元的股票只有0.27美元的B股股价，根本无法继续融资。B股上市公司再融资渠道不畅，制约了它们的发展。中国证监会的此次关于B股新政策的出台，将会使B股市场的交投趋于活跃，股价能真实地反映公司的价值，从而恢复公司的再筹资能力。

(2) 实现同股同权。“同股同权”是证券市场一贯倡导的原则，但是由于诸多原因，长期以来，B股市场交易清淡，出现了价格低于净资产的现象，对A股、B股和其他类型的投资者在分享投资收益上显得很不公平。开放B股市场，搞活B股市场有助于改善同股不同权的局面，更有助于投资者认同B股上市公司和其投资价值。

(3) 上市公司法人治理水平将得到提高。B股市场遵循国际惯例，对财务报表以及信息披露要求较为严格；而历史上很多B股上市公司是在“审批制”下根据额度上市的，改制实际上不彻底，法人治理水平低下。B股新政策的出台，将督促这些公司积极改善经营业绩，提高法人治理水平。在B股市场，上市公司管理阶层如何调动自身的积极性，以较好的业绩回报股东，也是公司能够继续兴旺发达的前提条件。

(4)有利于吸引国外战略投资者。搞活B股,坚定了战略投资者在中国的投资信心,将使拥有战略投资者的B股上市公司双方可以携手共进,共求长远发展。如ST江铃公司就认为,B股政策的出台将有利于像福特这样的战略投资者帐面赢利(福特购入B股后出现了帐面亏损),这无疑将增强他们在中国的投资信心。

#### (二)对A股市场的影响。

B股市场的开放,对于A股市场无疑都会造成一定的冲击。但总的来看,冲击不会太大。从短期对A股市场行情看,由于B股市场复牌后,推动B股上涨的资金需求量很小,且境内居民目前的外币资金充裕(约750亿美元左右),B股市场规模又不大,所以,我们认为不用担心因投资者可能追逐低市盈率B股而从A股市场抽离资金从而使A股市场走软。相反,A股市场还有可能会因此而走强。因为:

①A、B股联动效应将继续存在,A股将受B股上涨的影响使投资者信心增强;

②政策面取向明朗,管理层对不利于证券市场发展的环节进行重大改革,这表明管理层促使证券市场继续快速发展,以提高国内企业直接融资比例,支持国民经济增长的大方向没有改变;

③从历史的回顾与比较看,1996、97年政策是允许境内投资者投资B股的,当时A股市场走势红火,B股市场也得到了快速发展,实现了两个市场的双赢局面。可以预期,这种双赢局面有可能再次出现。从中期看,B股市场的开放,将逐步打破我国证券市场市场分割的“畸形”态势,最终实现市场统一,这无疑对包括A股在内的整个股票市场向市场化、国际化方向发展是有利的。

#### (三)对国内券商的影响。

B股市场开放,国内券商将面临新的发展机遇,主要表现在如下几方面。

(1)为国内券商稳定收入,调整收入结构提供了机遇。由于封闭10年的B股

市场一直不够活跃,交易量较小,使得国内券商的收入主要来自A股承销、经纪等业务。而B股市场的开放将给券商带来新机遇,以缓冲A股调整的压力:首先,随着B股筹资功能的恢复,扩大了投行业务;其次,B股交易量扩大,增加了经纪业务收入;另外,券商在资产管理、基金以及自营等业务方面也将面临新的发展机遇。

#### (2)证银合作将得到进一步扩展。

混业经营已是金融业发展的全球性趋势。而我国金融业仍实行传统的分业经营,银证合作才刚刚起步。随着B股市场的对内开放,为银证的进一步合作提供了新的契机。目前,各大券商纷纷与中行、建行、工行等合作,联手推出便利境内居民投资B股的一条龙服务措施。

(3)研发部门将重新审视B股投资价值,挖掘投资机会。随着B股投资者范围的扩大,以“贴近市场、贴近客户、贴近业务”为指导方针的研发部门,开始动用大量资源研究B股市场、召开股评活动,以满足券商开展B股业务和股民投资B股的资讯需求。

#### (四)对证券业监管的影响。

开放B股会使管理层面临3方面压力:一是吸引持有合法外汇储蓄的境内居民参与投资,但不排除那些没有外汇的境内居民也会受到市场的吸引,试图通过非法套汇、黑市交易来参与市场;二是目前仅对境内居民开放B股,境内法人会通过绕过管制的非法渠道,进入B股市场投资;三是开放B股在有效解决市场资金供给的同时,也为大资金出逃提供了便利。

(五)对我国证券市场对外开放的影响。

随着中国加入WTO日程越来越接近,A股与B股并轨、中国A股市场对外资开放将是必然的归宿。而我国证券市场目前还属于新兴的市场,近10年来一直是在政府的呵护下成长起来的,还不具备

足够的抗御风险的能力,让外资直接进入A股市场,如果操作不甚,将会带来严重后果甚至会诱发金融危机,泰国就是一个鲜明的例子。而通过先让B股市场与国际市场接轨,再渐进地对外资开放A股市场将是一种较好的选择。通过B股市场这一操作平台,国内投资者、券商、中介机构等都可以与国外同行同台操作,积累经验,为A、B股的最终合并、为中国资本市场最终走向国际创造良好的条件。另外,B股市场对境内投资者开放,将为境内证券市场投资者树立良好理性投资理念起直接的示范效应。由于B股市场有境内外投资者的共同参与,而境外投资者是极具理性投资理念的,通过在同一“战场”上相互较量,境内投资者将直接体会到真正的理性投资,这也为将来我国证券市场(特别是投资主体)走向全面国际化在“实战”操作上提供“练兵”场所。这也许是目前政策出台的良好用心之一。

(作者单位:厦门大学经济系)

责任编辑:方华

### 更正启事

本刊今年第2、3合期发表的张浩权先生的文章中,目录和第108页的标题应为《走求实创新之路,育全面发展人才——深圳市龙岗区龙城小学落实“减负”精神,全面推进素质教育工作》。其中目录和标题将“减负”写成了“减免”,标题在“教育工作”后面还多了“扫描”二字。

特此更正,深表歉意。