

# 清华大学 中国经济研究中心 研究动态

总字39期

2000年9月5日

\*\*\*\*\*

## 大型企业的国内上市与中国资本市场的发展

胡祖六（高盛公司，清华大学中国经济研究中心）

沈联涛（香港证监会）

### 引言

在过去的几年中，中国推出了一系列具有里程碑意义的民营化项目，这是中国政府对大量的国有工业进行大规模战略改组行动的一部分。先前的巨型国有企业，如中国电信和中国石油天然气集团公司，已经在香港联交所和纽约证交所上市。这些成功的范例已向我们显示，进入国际资本市场对中国正在进行的经济改革和长期的经济增长至关重要。在可以预见的未来，中国最大的工业企业和金融机构将会继续利用国际资本市场筹集大量的股本资金，并根据最佳的国际惯例对各自的业务经营进行重组。

但是，准备进行民营化的国有企业数量之多，新兴的民营企业和高技术公司对资金需求之巨，以及中国自身的经济规模之大均表明，对中国而言，仅仅依赖于国际资本市场是不现实的。香港当然可以被认为是中国的"全国金融中心"。随着越来越多的大陆公司赴香港筹资，香港作为金融中心的作用将在未来进一步突出。但是，中国对人民币资本帐户下的限制在某种程度上制约了香港作为中国唯一的"全国性"金融中心的作用。因此，中国必须发展国内资本市场以满足国内对资本积累和经济增长的长期需求。

幸运的是，初始条件显得对中国非常有利：国内居民储蓄率很高，且中国居民对投资股票，债券和其它公开交易的风险证券表现出浓厚的兴趣。自从中国于1990年在上海和深圳成立了两家证券

交易所以来，中国国内的股票市场已经发展成为亚洲地区最大的股票市场之一。截至2000年6月底，以A股和B股形式上市的公司数已超过千家，市值总额已达到4 900亿美元。以上事实均表明，中国国内的资本市场有着巨大的潜力。为支持国内证券市场的快速健康发展，中国应该尽快更新法律和监管方面的基础架构，这亦已是众所公认的共识。与此同时，中国也应该在一系列可选的政策方案中作出抉择，从而进一步加快资本市场的发展。但是，由于采取这些政策的步骤措施都是相互关联的，因此很重要的一点是在最开始先行彻底思考出主要问题的脉络，然后在此基础相应采取密切协调的综合性措施。

### 增加绩优A股的数量

在中国，中国证监会是负责承担市场监管和审核公司上市申请的权威机构。但实际上其它的一些政府部门和地方政府往往也在上市公司的筛选，审批和上市过程中扮演重要角色。这种情况导致在A股市上市的公司中存在着相当一批业绩欠佳的国有企业。倘若在公司上市过程中，是根据市场原则遵循严格法律程序，采用更高的标准，而不是通过政府倾斜于国有企业的行政决策，那么不少已上市的国有公司很有可能永远无法上市。许多中国的经济学家和投资者怀疑，中国政府创股票市场的目的仅仅是想利用它来为效率低下的国有企业提供融资与脱困。绩优上市公司的缺乏显然已经挫伤了投资者的积极性，并损害了资本市场的形象。

*中国今后应该大力推动更高质量的公司A股市场上市。*

第一，应该尽快允许在海外上市的大型企业（例如中国石油、联想控股、中国电信和中国联通）在国内A股市上市。这些大型的优质企业如能在国内市场上市，势必成为市场中流砥柱的蓝筹股，也必将吸引更多投资者，从而大大促进资本市场的稳定和发展。此外，允许这些公司在国内上市亦能解决受到关注的"公平性"问题，从而击退那些针对改革，称"改革者只将国有企业中的珍宝卖给外国人"的可能指控。事实上，这的确是一个潜在的政治问题，而且曾在其它转型经济国家进行民营化的过程中出现过（俄罗斯是最为明显的例子）。

第二，中国证监会最近决定取消上市行政配额制，这为中国民营企业和高技术市场在国内资本市场上铺平了道路。民营企业因其自身固有的激励机制等因素，比国有企业更注重利润和收益，往往也比国有企业更注重股东价值。因此投资者更愿意持有这类公司的股份。

第三，对于已在中国有长期营运营纪录的全球跨国公司（例如摩托罗拉、大众汽车、通用汽车等）的在华子公司或其合资公司，如果它们表现有兴趣，也应该允许这些公司在中国A股市场上

市。据报道，联合利华（中国）已经向证监会提交了上市申请。中国证监会对此应当给予和其它申请一样公正平等的待遇。允许在华经营的外国公司进入中国国内资本市场，与中国为加入世界贸易组织而承诺给予外国公司"国民待遇"的原则是相一致的。

## 扩大机构投资者的参与

但是采取上述步骤所面临的一个现实困难，就是A股市场作为一个散户投资者市场，缺乏深度和流动性。迄今为止，A股市场中规模最大的首次公开发行筹资金额仅为4.8亿美元。以有限的市场容量去吸纳像中国石油和中信这样的大型公司，的确是一个复杂棘手的问题。此外，基于社会稳定性的考虑，政府可能也不太情愿大量新公司涌入股市造成巨大的股价下降压力。

但是，中国可以创造有利条件来减少和抑制这类问题。最关键的答案在于进一步扩大机构投资者的参与。

第一，专业的资金管理业务显示出旺盛的市场前景。1999年首批投资基金初次露面即受到广大散户投资者的青睐。鉴于这些尚未成熟的国内投资基金缺乏经验和技术，中国应该推动国内与国际基金共同合资组建资产管理公司，以促进先进技术与管理经验的转移。这了与中国为加入世界贸易组织所作的承诺相一致。

第二，中国可以放宽/取消现有的对保险公司的限制，允许保险公司投资股票市场。至少应该允许保险公司在一定的限度内持有蓝筹股（例如中国电信和中国石油）作为其资产的一部分。对保险公司投资过于苛刻的限制，未必象预想的那样可降低其资产风险，反而可能会伤害中国保险业，同时也会阻碍A股市场的发展。

第三，长达20年的市场经济改革已经使中国传统的劳动保险系统（由各企业承担社会保险责任）难以维继。中国目前迫切需要建立起一个可持续发展的社会保险体系，其中包括养老基金和医疗保障。中国应该鼓励提供有全额资金累积的私人养老金计划。就投资政策而言，从一开始就应允许公共养老基金和私人养老基金投资股票，以提高养老基金资产的预期回报率。明智的社会保险改革方案可以一石多鸟，既提高国民储蓄率以防止老龄化危机，又可引导长期储蓄资金进行长期投资。这些机构的参与也将会为A股市场带来其迫切需要的稳定性与流动性。

第四，某些情况下，在国企新上市时，可以引入员工持股计划以激励员工并得到广大群众对民营化的支持。同样，当政府逐步减低在已上市国企的持股比重时，可以把一部分股权"优惠折价"卖给中国公民，既刺激老百姓的投资需求，普及了股份文化，又非常公平、合理。

最后，从长期来看，中国应该逐渐放宽外国投资者证券投资的限制。目前，外国投资者只能参

与中国的B股市场，而B股市场最为严重的问题是缺乏流动性和不规范的披露标准。外国投资者的真正兴趣在于范围更广、流动性更强的A股市场。随着预期的人民币资本帐户的开放，B股市场将近失去其存在的意义。完全取消资本控制当然需要中国国内金融行业改革取得重大进展，也需要中国采取合理稳健的证券市场法规。但作为过渡埋藏的权宜之计，中国可以考虑建立一种允许国际资本有控制地有序进入国内股票市场的体制。例如，中国可以采纳外国投资者身份制度，这与台湾、印度和韩国采纳的"外国机构投资者认可证(QFLL)"的制度相似。这种体制可以便利中国政府能够监控资本的流入/流出，避免资本流动的过渡起伏对市场稳定性可能的不良影响。但却在资本账户全面开放之前，就能使国际机构投资者有条件地注入A股市场，这既吸引了外资，又刺激了国内资本市场的发展。

### 国际投资银行/证券公司的作用

除了缺乏机构投资者以外，中国还面临的一个问题是：缺乏有经验的国内承销商来处理诸如中国石油和中国电信一类的大型股票发行与交易工作。在这方面，最接近专业标准的机构或许是中国国际金融有限公司，但中金公司目前尚未获得在国内A股市场进行二级交易的许可证。另一家机构，中银国际，也没有获得在国内证券市场进行交易的许可。中国的监管部门应该考虑尽快向这些机构发放相应的营业许可证。

为确保大型企业在国内A股市场成功上市，中国可以考虑选择具有丰富经验与优良声誉的国际投资银行与国内机构（如中金公司和中银国际等）合作，共同负责这类大型证券发行交易。这一方案也是与中国对加入世界贸易组织的有关承诺相符的。

### 股票价格在不同市场中的差异以及相关问题

一旦中国允许业已在海外上市的公司（如中国石油和中国电信）在国内市场发售新股，并且以后允许计划新上市的企业在国内和海外同时上市，那么这些异地上市的公司股票价格在不同的市场中很可能出现差异。

在中国，国内发行的股票和国际市场发行的股票是不可互换的。市场被分割开来，从而市场套利行不能自动消除国内与海外市场股价之差。由于流动性的差异以及本地供求情况的不同，将很可能导致同一公司的国内股票价格和海外股票价格出现差异。这种价格上的差异可能是上市公司基本面情况的反映，也可能并不是。

如果首次公开发行的定价合理，那么日后股票价格出现的差异就无需成为一项政策顾虑。但在大多数情况下，政府可以选择调整新股供给，从而帮助国内股票价格与国际价格逐渐趋同。

此外值得一提的是，当中国电信、中国石油这样的大公司在国内股票市场上市时，会对现有A股市价造成一定压力。在决定新股发售项目的数量和各项发售的规模时，应该考虑它们对整体市场的影响，从而避免出现"新股泛滥"的现象。如前文所述，政府可以采取其它措施来扩大市场容量，特别是引入新的机构投资者，将高额的居民存款转化为对新发股票的有效需求，从而更好地平衡供求关系，避免对整体市场产生负面影响。总而言之，中国的决策者和监管者们必须认识到，目前的股票市场价格水平（平均市盈率为40倍）并不处在均衡状态，与大多数业绩平平的上市公司内在的基本面情况并不相符。因而价格的调整，甚至是深度的向下调整，可能是无法避免的。事实上，这种市场自发的调整，只要不过于混乱无序，从长远而言是健康有益的。

### 监管新举措

为进一步扩大中国国内的资本市场，并推动其向纵深发展，有必要推动高质量的成熟的公司和前景看好的新兴公司进入市场，并建立起机构投资者的"关键密度 (Critical mass)"，以支持一级市场的发行，并增强二级市场的流动性。

为推动上述发展，中国必须采取一系列新的监管举措。虽然H股公司（如中国石油）目前在国内A股市场发行新股上市并不存在重大的监管障碍，但对于红筹股公司（如中国电信）、国外跨国公司在华的合资公司和全资拥有的子公司在国内市场上市均面临法律/监管方面的障碍。

此外，外国机构投资者目前无法进入中国A股市场，且目前尚不允许国际投资银行与证券公司从事国内证券发行与交易业务。

所有这些都应该引起有关决策者和监管部门的注意。从中国的长远利益考虑，中国有必要在这些领域采取创新的监管举措，以放宽目前存在的限制。这些创新举措使中国国内资本市场在未来3-5年内有一个质和量的飞跃，从而推动国企战略重组进程，最终有利于中国经济的长期高速增长。

(版权所有，转载、转摘请与本中心联系)

主办：清华大学中国经济研究中心

联系电话：(010) 62789695

地址：清华大学经济管理学院中楼302

邮 编：100084

[返回](#)

