

# B 股市场的制度缺失与法律对策

邱永红

发行 B 种股票是我国企业通过股票市场利用外资的最早方式,也是我国证券管理部门在探索证券市场如何走向国际化进程中的最先尝试。随着 1992 年 2 月上海真空电子器件有限公司首发 B 股并在上海证交所挂牌上市以来,沪深证交所先后建立了相对独立的 B 股市场,开始了中国资本市场对外开放,走向国际的漫长历程。截止 1998 年 2 月,我国发行 B 股的上市公司已达 101 家,其中深市 51 家、沪市 50 家。但是,回首我国 B 股 6 年多来走过的道路,B 股市场除了经历 1994 年那段短暂的辉煌外,始终处于低迷状态,从资本总量上看,至 1997 年 A 股市场在 10000 亿元以上,B 股市场仅为 300 多亿元;从成交量上看,1996 年沪市 A 股市场共成交 9019 亿元,深市成交 12032 亿元,同期 B 股沪市只成交 94.57 亿元,深市仅为 185.3 亿元,而在 1998 年 2 月一个月内,沪市 A 股成交额就达 587.5439 亿元,B 股成交额则只有 12.0382 亿元;从平均市盈率看,到 1997 年 6 月底,沪市 B 股为 17.29 倍,深市为 17.93 倍,而同期 A 股的市盈率沪市达 46.61 倍,深市为 41.75 倍,1998 年 1 月份 B 股市场的市盈率则仅为 9 倍,远低于世界股市平均市盈率,甚至一度出现 70% 的 B 股跌破发行价,50% 跌破净资产值,10% 跌破面值的局面。我国 B 股市场近年来之所以流动性差,成交量少,平均市盈率低,市值远远低于其 A 类股票市值,其原因是多方面的。而在这诸多的原因中,笔者认为,最重要的便是我国立法机关和有关政府部门对 B 股市场制度安排的缺失。

## 一、当前我国 B 股市场制度安排缺失

我国 B 股市场长期处于低迷状态,其根本原因在于制度供给的不完善。

1、信息披露制度的失范。由于证券市场法律监管的主要目的在于保护投资者的利益,而信息披露制度则是实施该种监管的最重要的手段,因此,信息披露制度的失范是以令我国投资者对我国 B 股市场丧失信心。目前,我国在 B 股市场的信息披露制度方面存在的问题主要有:(1)立法不足。自发行 B 股起,我国没有一部适合于 B 股信息披露制度和监管的法规。《股票发行与交易管理暂行条例》之中有若干涉及上市公司信息披露的规定,但根据第六条的规定,该条例不适用于人民币特种股票的发行与交易。《公开发行股票信息披露实施细则(暂行)》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》等规范性文件虽适用于包括 B 股在内的所有的上市公司,但未就 B 股信息披露的特殊情况作出特别规定。1996 年颁行的《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》及其《实施细则》和《关于境内上市外资股(B 股)发行上市过程中有关信息披露问题处理意见的通知》是目前监管 B 股的最新和最权威的法规,但是在信息披露方面尚有不足。国内外的券商都对此提出了意见,外国券商认为新法规中没有解决的问题恰恰是有关信息披露和监管的问题。例如,中国法定会计制度与海外投资者熟悉的会计制度在某些方面有很大不同,因此一般来说上市公司应聘请境外执业会计师将中国会计报表按国际会计准则进行调整,并在国外报纸公布给海外投资者作为参考。但上述《规定》及其《实施细

则)和之前的所有规则都未规定必须公布国际会计准则的财务报表,中国证监会《关于境内上市外资股(B股)发行上市过程中有关信息披露问题处理意见的通知》则明文规定“不要求按国际会计准则编表和审计”。因此,有部分公司在发行B股后,再没有做过按国际会计准则调整的财务报告书,对这类企业无论公司业绩如何,看不懂中国会计报表的境外投资者最多只能对其作投机性买入。(2)信息披露渠道不畅。B股市场的信息披露包括两个方面:一个方面是交易所有关交易信息的披露问题,另一个方面是上市公司信息披露的问题。这两个方面的信息披露在海外均无固定的渠道,既缺指定的信息报刊又无固定场所,这对海外B股投资者及时了解B股信息极不方便。同时,深沪两地证交所还缺乏相应的信息发布规则,信息传播渠道单一,与境外指定代理机构只存在口头承诺,没有正式协议,难以彼此有效约束。(3)上市公司信息披露不规范。主要表现在:滥用“盈利预测”,信息披露不及时,不完整、不准确,具有较大误导性。如《实施细则》第九条第二款仅提到发行人的盈利预测期间自挂牌交易首日起至盈利预测期间终止日,不得少于90天,而对发行人在此间作预测时所应遵循的规则及所应注意的事项未作出规定,作为审计机构的会计师事务所对此也缺乏法律监管和自律管理,从而在客观上为公司作假提供了条件。又如:董事会决议登在这份报上,而股东大会最终决议却登在另一份报上,往往使投资者看了“上文”却看不到“下文”,且年报格式与报表注释都未能与国际通行做法接轨。(4)信息披露监管执法不严。突出表现在监管机构对B股市场信息披露违规行为未进行有效的制止,一些自律组织对违规会员采取大事化小、小事化了的态度,不按法定程序和规则进行申报与处理,以致使蓄意违规行为有愈演愈烈之势。

2、计划配额制度的错位。B股上市企业的审批选择程序是以计划控制为主要特征的。在企业自愿申请的基础上,政府主管部门一般根据国家的产业政策,选择那些对国家经济贡献比较大,公司管理及盈利状况比较好,资金用途比较明确的企业包装上市,但与B股投资者的实际需求并不吻合。因为境外者的实际偏好是:(1)尽量不受或少受国家调控政策影响的企业,如消费性产品生产企业。(2)符合市场发展前景而不仅仅是符合产业政策的企业。因此,计划配额制度下选择上市的企业,使境外投资者并未感到太大的兴趣。

3、企业运行制度的扭曲。基于过去几十年企业形成的背景,上市B股企业多为国有企业,经过股份制改造后,目前这些企业运行呈现二元结构:既包含有计划制度的成份,也包含有现代股份制的成份。因为许多企业表面上虽已改组成新型的管理先进的股份制公司,其实质并未摆脱原计划制度的束缚。原有计划制度的继续运行,扭曲的制度运行的最终结果,就是境外投资者抱怨的“无保障的盈利能力”。如1996年初里昂证券对我国B股上市公司1996、1997、1998年的盈利预测呈全面下降趋势。因此,里昂证券推荐投资人买入的企业数要远低于推荐卖出的企业数(买入/卖出=0.77/1)。

4、主体禁入制度的失效。《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》明确禁止境内投资者进入B股市场。或许此项制度的安排是出于维护境内投资人利益以及减少国家外汇流失的良好愿望,且不说这一规定引起的潜在的及长久的经济损失,(如实质上增加了外汇的流失)对B股市场最公开化的影响是减少了市场投资主体。而一个非多元化主体的市场,必然是一个缺乏流动性的市场,一个缺乏流动性的市场,必然是一个交易费用高昂和缺乏资源配置效率的市场,而缺乏资源配置效率的市场,对外资是没有吸引力的。

5、前景安排制度的缺位。对B股市场的前景究竟进行怎样的制度安排,是境外投资者一直十分关注的问题,因为不同的制度路线可能会给投资者带来不同级别的风险水平以及迥异的制度收益。然而,我国立法机关和证券业管理部门一直未对B股市场定位作出明确安排。

这具体体现在有关 B 股的法规政策缺乏长远性和持续性,往往只是针对某一个时间的具体情况和具体问题。同时,这些法规政策和其它方面的法规政策相配合时,亦存在着相互矛盾和冲突的地方。此外,这些法规政策在出笼之前,不够果敢迅速,因而给整个 B 股市场带来了不确定性。这些政策法规长远性、持续性、确定性的缺乏,可以说是境外投资者面临的最大风险和阻碍他们作出投资 B 股市场决策的最大障碍因素。

## 二、振兴 B 股市场的法律对策

B 股市场持续低迷、流动性差,市场缺乏活跃性,已严重制约了我国股市的健康发展和国际化进程的步伐。因此,如何尽快采取得力措施振兴我国 B 股市场,笔者认为,针对前文所述 B 股市场制度供给的缺失,法律上可采取如下对策:

1、完善信息披露制度。B 股市场信息披露制度的完善,首当其冲的是有关立法的健全问题。因此,我国当前应在《股票发行与交易管理暂行条例》和《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》中增列有关 B 股信息披露的专门规定,或颁发单行的《B 股市场信息披露的特别规定》。其内容则主要包括以下几点:(1)规定 B 股上市公司必须公布按国际会计准则做出的财务报表。(2)对我国目前 B 股信息披露中所存在的环节多、渠道单一、公司总体素质不高等现状作出有针对性的规定。如规定深沪两地证交所必须与境外指定代理机构签订信息披露代理正式协议、扩大境外券商在境内从事证券业务的业务范围等。(3)授权自律机构制定切实可行的实施细则,以加强对上市公司、会计师事务所、律师事务所等的规范化自律管理,同时促进行业整体的发展。(4)严格对上市公司信息披露行为的规范。首先,针对上市公司滥用“盈利预测”的行为,明文规定发行人在作预测时应遵循的规则及所应注意的事项,杜绝夸大其辞或虚假的盈利预测的出现。其次,规定上市公司必须在规定的期限内以法定的方式完整、如实、充分地披露其应该披露的信息,不得有任何不实或遗漏,以使投资者及时得到足够的信息,并防止内幕交易的发生。(5)明确列出惩罚细则。对不规范的信息披露行为,明确其应承担的民事、行政、刑事责任,并加大执法力度,做到有法可依,违法必究。

2、计划配额制度的矫正。对任何海外股票市场来说,主要是保荐人根据市场情况来确定该公司是否可以上市和什么时候上市。而在我国,因为争取上市的企业实在太多,故此采取计划配额制度也是合情合理的,但额度如何分配、申请额度的程序和审核的标准如何,海外券商一直感到中国政府有关法规政策对此比较模糊和缺乏透明度,以致于一些业绩优良、有行业发展的前景的企业不能上市发行 B 股,而一批经营业绩不佳、缺乏发展前途的“垃圾股票”在 B 股市场大行其道,严重挫伤了境外投资者的投资积极性。因此,我国当前一方面应尽快修订《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》及其《实施细则》,更加严格地规定 B 股上市的审核标准和程序,甚至可以规定比 H 股、N 股更严格的上市标准,以把最好的企业放在国内而非国外上市。有关部门在 B 股上市的额度审核时应严格按上述修订后的程序和标准来执行。另一方面,计划配额审批部门还应从市场出发来选择企业、分配额度。即把我们的集资目标与市场的需要结合起来,严格从规范化要求出发,选择机制最活、发展潜力最大的企业。对于申请发行 B 股的企业,审批部门首先应该征询那些最了解投资人市场取向的海外承诺商的意见,预测分析企业未来的市场反应,在符合国家产业政策的前提下,以市场反应为标准选择 B 股企业,以杜绝“垃圾股票”的粉墨登场和保证我们所选择的企业在 B 股市场上能得到海外投资者的认可和有着出色的表现。

3、企业运行制度的规范。进一步加强对上市公司运行制度的规范、监管,是证券市场的基调。而当前我国 B 股上市公司大多还处于经营体制转轨的时期,存在着二元的运行制度,

公司的经营还很不规范,经营管理者还未彻底树立起股东权益最大化的理念,特别是上市公司在运用股东资产时风险意识很差,发生未经股东大会批准,就出现募集资金转向,募集资金所投资项目取消的情况,或随意修改分红方案,损害境外投资者的权益,等等。使境外投资者对本来就不规范的我国 B 股市场产生了更大的偏见。因此,我国当前务必严格以《公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》及《实施细则》等法律法规为准绳,来促使上市公司彻底转换经营机制和运行制度,并对一切不规范的经营行为及时予以纠正和处罚,以最终使我国 B 股上市公司成为产权明晰、运作规范、权责分明、管理科学的深受境外投资者青睐的现代股份制企业。

4、主体禁入制度的调整。从近几年 B 股市场的实际运行来看,禁止国内居民投资于 B 股已是无其必要性与可能性了。这是因为:第一、B 股虽很明确是境外投资者的市场,但实际上境内居民一直通过这样或那样的方式参与。如国内投资者很容易借用一家香港公司的名义,或者一个香港居民的身份,或者将其帐户干脆移到某家证券商的名下来间接参与 B 股市场,这种间接的参与实际上是现有法规无法辨别和禁止的。第三、目前国内银行系统的私人外汇储备高达 2500 亿美元,这些外汇目前只能存入银行得到极低的利息,外汇持有人实在找不到其它投资保值的出路,这实际上将影响海外今后向国内汇钱的积极性,同时也迫使某些国内居民将外汇转移至海外寻求更高回报,这反而使外汇流失得更厉害。而将其投资于 B 股市场是将这些外汇留在国内的最佳途径之一,并且整体上也活跃了 B 股市场,而 B 股市场的活跃又有利于吸引海外更多的外资投入这个市场。基于此,我国应尽快修订《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》及其《实施细则》等法规,逐步解除“禁入制度”。至于具体的操作进程,上海“三步走”的构想可资借鉴:第一步、使上市企业高级管理人员持有 B 股;第二步、使上市企业全体员工持有 B 股;第三步、允许所有投资者参与 B 股市场。

5、前景安排制度。前已论及,我国立法机关和有关部门一直未对 B 股市场的定位作出明确的制度安排,以致其成为了阻碍境外投资者作出投资 B 股市场决策的最大障碍因素。因此,我国立法机关和证券主管部门应尽早修订已有法规和制定出新的法规规章,对 B 股市场作出明确的定位,增强其连续性、长远性和确定性。修订后和新颁行的法规应明确规定以下内容:(1)明确界定 B 市场的功能不只是一种过渡形式,而应是吸引外国股权资本的母市场,因此,今后我国应实现国际证券筹资重心由境外的 H 股、N 股向境内的 B 股市场的位移。(2)明确规定 B 股市场仍会在一段时期内长期独立存在。国内很多学者认为 B 股市场会在人民币成为自由兑换货币与 A 股市场实现合并,笔者认为这是不切实际和不可行的。因为人民币自由兑换只是 A、B 股合并的必要条件,而非充分条件,况且 B 股也在相当长的时间内不需要与 A 股合并,B 股独立存在并没有太大的法律上或其它方面的问题,B 股本身仍有较大的发展空间。目前境外投资者对 B 股市场最大的顾虑是其流通性差和对投资者的保障不够,而不是合并的问题。相反,在 A、B 股共存的情况下,有助于国内券商、机构投资者和监管机构逐步熟悉海外证券市场的运作,更易于长远地与国际证券市场接轨。

(作者单位:厦门大学法律系研究生部·361005 责任编辑:巫文强)