

2006年中国资本市场展望

孙志拥 王 啸



孙志拥



王 啸

证券市场将恢复本来面目

1、股改顺利实施将消除困扰我国股市的不确定性预期。2005年4月29日正式启动股权分置改革以来，根据国务院提出解决股权分置要“尊重市场规律，有利于市场的稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”的原则，有关部门制定了“试点先行、协调推进、分步解决”的操作思路和“统一组织、分散决策”的操作原则，积极稳妥地解决股权分置问题。经过试点和分步推进阶段的实践，市场各方在改革节奏、对价水平、流通进度等方面的政策预期逐渐明朗，对“股改≠减持”、“可流通≠实现流通”、“对价≠补偿、赠送”等是非问题形成共识，各种有碍改革的疑难杂症逐步破题。股改之顺利“超乎预期”（尚福林，2006）。截至今年1月22日，沪深两市完成改革或进入改革程序的上市公司已达504家，总市值占全部A股总市值的41%左右，流通市值则占48%左右。按照部署，股改要于今年内基本完成。为推进和加快股改，有关部门将以融资政策倾斜和制度创新优先来造就一个上市公司早改革早受益的局面。

2、全流通市场环境将实现证券市场的价格发现和资源配置功能。股权分置环境下，流通股与非流通股的定价基础、价格形成机制均不相同，严重扭曲了证券市场的定价机制；制约了证券市场资源配置功能。流通股定价除了基本面因素，还包括对2/3股份暂不流通预期所形成的流通性溢价；

流通股规模狭小, 投机气氛严重, 供求关系失衡; 流通股价脱离内在权益价值虚高, 发起人或上市公司大股东(非流通股)存在高溢价发行股票的利益驱动; 监管部门对证券发行规模、发行定价以及发行人财务状况实行指标控制和行政审批; 获准发行的公司募集资金周期长, 效率低, 变更投资项目频繁, 甚至侵占、挪用资金。另一方面, 投资项目良好、急需资金的公司难以及时从资本市场筹集所需资金。非流通股定价方面, 由于采取场外协议转让方式, 与公开的竞价交易相比, 价格发现不充分, 交易机制不透明。国有股的转让长期以来以净资产账面价值作为防止国有资产流失的“底线”, 但净资产值囿于历史成本等会计原则, 与企业公允价值严重脱节, 而且容易人为高估或低估, 难以反映权益的真实价值。

股权分置改革彻底终结了流通股与非流通股的二元股价格局, 消除了制度性缺陷, 证券市场恢复“本来面目”, 将在实现价格发现功能方面呈现以下特征: ①各类股票(国有股、法人股、自然人股)获得统一的价值标尺, 非流通股净资产定价“底线”、流通股的虚“市盈率”、新股发行的价格管制等多种定价模式并存的混乱情况将不复存在; ②IPO和配股、增发定价采用市场化机制, 发行价格能够反映公司投资价值和供求关系, IPO发行失败将成为可能; ③股改后的价值重估引发并购热潮, 二级市场举牌和要约收购成为并购主流, 非流通股场外转让逐步退出历史舞台; ④证券市场估值体系与国际市场具备可比性, 国际通用的估值方法, 例如未来现金流折现法、可比公司市场指标(市盈率、市净率等)比较法、账面价值调整法等, 将获得广泛认同和运用。

3、“新老划断”和发行制度改革将恢复证券市场融资造血功能。以2001年6月宣布国有股减持为起点, 我国股市直接融资严重萎缩。有关统计表明, 股票(及可转债)年度筹资规模从2000年的2103亿元下降到2004年的1504亿元, 占国内非金融机构融资总额的比例由10.3%跌至5.2%。2005年4月底以来, 为实施股改分置改革更是付出了暂停首次发行上市和再融资的代价。同时, 新股发行条件苛刻, 审核周期长, 上市门槛高, 制约了直接融资效率, 弱化了证券市场资源配置功能, 影响了骨干企业通过境内证券市场做优做强的热情。在此背景下, 优质企业纷纷寻求海外上市。2005年共有87家国内公司通过各种方式在境外股票市场挂牌上市, 融资总额超过240亿美元。境内外市场倒挂现象十分明显。

2006年, 股改基本完成后将实行“新老划断”, 择机开

启公司再融资以及新公司上市, 优质企业境内外同时发行上市, H股公司“回归”(即在境内市场发行上市)将获得政策支持, 首次公开发行股票公司的存量发行和上市公司定向发行也将陆续试点。优秀企业加入上市公司队伍, 将为我国证券市场输入新鲜血液, 从增量上促进上市公司结构调整, 凸显市场投资价值。同时, 新《证券法》的实施也为企业境内发行上市制度的市场化、法制化奠定了基础。新法确立了证券发行核准制的法律地位, 明确发行保荐制度, 适当放宽新股发行条件, 增加对募集资金使用的限制性规定, 并建立预披露制度, 新增发行失败的规定。在上市制度方面, 新法将上市审核权转给交易所, 并降低门槛, 将公司股本总额的条件由5000万元降低到3000万元, 并删除开业三年以上且连续三年盈利的规定, 以满足不同企业的融资需求, 适应建设多层次市场体系的需要。《证券法》的修改, 使发行制度更加规范透明, 上市制度更富弹性, 为企业境内发行上市创造了良好的法律环境。

法制环境将不断改善

修订后的《公司法》、《证券法》于2006年1月1日起开始施行, 这标志着我国证券市场法制建设迈入了一个新的历史阶段。修订后的两法为改善上市公司治理结构提供了坚实的法律依据和制度保障。具体体现在如下几个方面:

1、规范、健全了上市公司“三会”运作, 制约了“一言堂”、“花瓶董事”现象。具体规定包括: ①改进股东大会和董事会召集程序; ②强化监事会地位; ③明确上市公司设立独立董事的规定; ④突出董事会集体决策作用, 约束董事长个人行为; ⑤引入累计投票制度。

2、约束控股股东、实际控制人行为。针对国有公司“一股独大”和民营公司“关键人控制”造成上市公司治理结构形似而神不似的问题, 新法规定: ①规范控股股东行为, 禁止控制权滥用; ②明确实际控制人概念, 约束公司“关键控制人”的行为; ③引入公司法人人格否认制度, 规定公司对债务承担连带责任的情形; ④严格规范关联交易, 遏制违规担保、禁止侵占上市公司资金。

3、强化对公司董事、监事、高级管理人员的法律规制。引入上市公司董事、高管对公司定期报告签署书面确认意见的制度, 要求上市公司董事、监事、高级管理人员应当保证上市公司所披露信息的真实、准确和完整, 并加重其在虚假陈述中的赔偿责任。

4、加强对投资者的权益保护。两法强调了对投资者特

别是中小投资者合法权益的保护，补充和完善了相应的制度：①增加、细化有关股东实体权利的规定，包括有关股东知情权、股东大会召集权、提案权、质询权、异议股东股份收买请求权等，以保障股东能够充分行使其权利；②建立了包括股东直接诉讼和股东代表诉讼在内的较为完善的投资者（股东）权益司法救济机制；③扩大内幕交易、操纵证券市场、编造或传播虚假信息、欺诈等行为的认定范围；④设立证券投资者保护基金，实行客户资金独立存管制度。

并购市场辞旧迎新

并购重组是企业通过资本市场迅速做优做强的重要实现方式，但我国资本市场发展尚未成熟，并购行为受到扭曲的成分较大，微观和宏观效益不甚乐观。主要表现在：①由于2/3股权不流通，控制权之争存在天然屏障，并购尚未成为约束公司管理者行为的外部治理手段。②以买壳上市、再融资、避免“摘牌”为动机的并购尚占主导地位，报表性重组和追求短期效益仍然盛行。③由于制度缺陷和法律障碍，资本市场未能给大规模并购提供有力支持。尽管出现了TCL吸收合并和整体上市，宝钢、武钢定向增发和整体上市，第一百货和华联商厦换股合并，复星系要约收购南钢股份等案例，但通过并购市场做优做强者尚属特例。④一些民营资本以产业整合为旗号并购扩张（时称“造系”运动），惯用盈余管理、资金腾挪和股价操纵，最终陷入资金链困局而崩落，“仰融系”、“德隆系”、“格林科尔系”等都是前车之鉴。⑤部分国有公司通过场外转让非流通股的方式实施“管理层收购”，但在交易价格、交易机制、资金来源等方面违规或走在法律边缘，国有资产流失问题较严重。⑥外资涉足金融、资源等行业的并购风起云涌，但优化公司股权结构、输入优秀管理机制的作用尚未显现，却对国家经济金融主导权、民族企业发展、生态资源保护等构成潜在或现实的威胁。

股权分置改革和两法的修订，为并购市场创造了良好的制度和法律平台，2006年的并购市场辞旧迎新，将呈现以下趋势：①随着非流通股按照股改设定程序逐步在证券交易场所挂牌交易，举牌和要约收购将取代非流通股场外转让。围绕价值低估公司的控制权之争将引领并购潮流，并购将成为公司外部环境治理的有效组成部分。②新《公司法》实施后，《上市公司收购管理办法》相应修订，将为上市公司并购重组提供多种市场化的支付手段和创新方式，通过增发新股进行收购、吸收合并将催生大型收购案例。③相关并购新规对实际控制人、一致行动人的界定更加清晰，信息披露更加严

格，监督执行力度更加到位，将促进并购行为成为“阳光下的交易”。④今年主管部门拟推出定向回购与解决大股东资金占用、剥离不良资产相结合的试点，推动在存量上盘活绩差公司，优化资源配置。⑤有关方面对待外资并购将采取更理性的态度和妥善的监管，为防止外资并购的副作用，将在经济主导权旁落、资本市场外包、生态资源消耗、内资企业被遏制发展等方面构筑起安全的屏障。

公司财务决策将符合市场规律

1、股利政策，摆脱“现金股利悖论”。我国上市公司股利分配一直存在一种异象，即不分配或少分配与巨额分配甚至超额分配共存。一方面，非流通股东（尤其控股股东）倾向于通过关联交易、资金占用、担保等非正常渠道从上市公司获取现金“回报”，而不愿与流通股东分享股利；另一方面，那些拟再融资的公司或实施完毕管理层收购的公司却愿意大比例分红派现，如张裕A2004年年报公布的分配预案，每10股派5.00元，合计派现2亿元，占上年全年利润的99.3%，接近前3年分红余额的总和。但无论少分配还是多分配现金股利，都是大股东掏空上市公司、损害中小股东权益的方式，因而称之为“现金股利悖论”。股权分置改革完成后，原非流通股股东的利益与股价获得关联，大股东以及上市公司的行为受到来自流通股市场的约束，为公司股利决策正常化奠定了制度性基础。同时，随着两法修改带来的公司治理环境改善，机构投资者队伍的发展壮大，将促使公司股利政策走出“悖论”，提升到以公司价值最大化为目标上来。

2、融资决策，纠正“融资优序倒置”。国外成熟市场的融资优序理论表明，公司对融资方式的选择通常存在一定的先后顺序，即首先使用内部自有资金，其次考虑信息成本较低的债务融资，最后才选择股权融资。但在我国股权分置的证券市场环境中，非流通股东具有比流通股东低得多的出资成本，他们通过IPO和不断增发、配股，能够充分享受股票市场的高额溢价，方便快捷地获得净资产增值。有关测算表明，国有企业在IPO融资时，国有非流通股股东以1.15元/股，流通股股东是以平均6元/股的IPO价格认购股票的。因而，股权融资被大股东视为成本低廉的“圈钱”工具，“融资优序”与成熟市场相比呈现倒置。随着股权分置改革的完成，机构投资者队伍进一步扩大、用脚投票的威慑力发挥作用、公司债券市场发展壮大，上市公司必将斟酌股权融资和内部融资之优劣，运用现代财务理论改善资本结构，借用财务杠杆实现公司价值最大化。

产品和交易机制不断创新

1、新《证券法》施行，拓宽了证券市场创新的法律空间。证券市场的规范运作和发展创新是市场之两翼。新《证券法》将金融衍生产品的发行、交易纳入调整范围，丰富了产品市场；在坚持“分业经营、分业管理”的前提下，增加“国家另有规定的除外”条款，为证券、银行、保险、信托的综合经营创造条件；允许“现货交易”以外的交易方式，使得期货、期权等交易成为可能；允许依法开展“融资融券”业务；取消禁止“国企炒股”的提法，允许国有企业和国有控股企业遵守国家有关规定买卖上市公司的股票；规定公开发行的证券可以申请在证券交易场所以外的其他合法场所转让，丰富了多层次的体系。

2、金融衍生产品陆续推出，丰富了证券投资工具。金融衍生产品具有促进证券市场价格发现、提供避险和套期保值手段、增强市场流动性等功能，有助于改变我国“单边市”的状况，改善我国市场的运行机理。2005年8月22日宝钢权证借股改契机推出，成为继1996年停止发行和交易权证以来重新亮相的首只金融衍生产品，其后武钢、新钢钒等6只权证相继推出，涉及认购、认沽、欧式、美式等多种类型，为衍生金融产品创设和交易积累了初步经验。2006年权证将继续扩容，上证50ETF为标的的权证也将面世，投资者经历了权证登场初期的热炒和迅速冷却，理性投资和适度投机将成为2006年权证交易的主体。2006年还将推出更为高级的金融衍生产品。去年沪深统一指数问世（以2005年4月沪深300指数亮相、中证指数有限公司成立为标志），为股指期货的推出提供了交易标的，股权分置改革进程加快和新《证券法》正式实施为股指期货消除了制度性和法律障碍；2006年1月12日金融交易所成立，意味着金融期货的全面推开成为可能；股票期货将在期待之中，ETF期权作为真正意义上的期权产品有可能问世。

3、交易机制系列革新，激活证券市场流动性。2006年将迎来交易机制系列革新，包括全流通市场的大宗交易和协议转让机制、T+0回转交易、融资融券的信用机制、放宽涨跌幅等，将大大增强证券市场的流动性。

增量资金陆续入市

2006年我国以保险资金、社保基金、企业年金、合格境外机构投资者(QFII)等长期资金多种方式投资资本市场的进程将得以加快。目前有关方面正在研究保险机构设立基金管

理公司的具体方案和相关法规，并积极推动基本养老保险个人账户在条件成熟时投资证券市场；企业年金将直接进入A股，据测算，目前能够进行市场化运作的企业年金规模在500亿元左右，其中能够投资证券市场的规模约150亿元（按照规定企业年金直接投资股票的比例上限为20%，投资于股票型基金和投资连结险等权益类资产的上限为10%）；修订后的《证券法》取消了银行资金进入股市的禁令，商业银行设立基金管理公司的工作继续推进；以2005年12月31日发布的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》为标志，外国投资者获得直接参与A股市场的渠道。各路合规资金投资资本市场，不但为证券市场提供了长期稳定的增量资金，更有助于形成多元化、专业化、具有竞争性和互补性的机构投资者和战略投资者格局，改善证券市场的博弈格局和运行结构。

债券市场协调发展

与发达国家相比，我国债券市场的发展存在两个失衡，一是债券融资规模与股票融资规模不协调，二是债券市场内部，公司债券所占比重极低。大力发展债券市场，尤其是推进公司债券市场发展的要求十分迫切。2005年债券市场总发行量达4.98万亿元，同比增长57%。其中，企业通过债券市场的直接融资额突破2000亿元，接近7倍于股票市场融资额。品种创新也引人注目，相继推出短期融资券、金融债券、资产支持证券等创新品种。至去年年底，企业短期融资券累计发行67只，规模达1442亿元，占企业通过债券市场进行直接融资总量的七成。2006年债券市场将进一步发展壮大，据预计，2006年企业短期融资券的规模有望超过6000亿元。同时，资产证券化产品开始试点，中国联通和莞深高速两只证券化产品已于去年挂牌交易。国家开发银行和建行的资产证券化产品也于去年12月15日正式发行，今年将继续推动标准化的资产证券化产品(ABS)。另外，上市公司债券、附认股权公司债券等固定收益类投资产品也将提上日程。

总之，随着股权分置改革的基本完成、修订后《公司法》及《证券法》的施行、交易机制和产品的不断创新、大批机构增量资金入市以及债券市场与股票市场的协调发展，我国证券市场将在基本制度和深层结构上发生变革，2006年将是一个革新之年、转折之年、机会之年。■

(作者单位：中国人民大学商学院 复旦大学管理学院)

责任编辑 刘莹