

2007年中国资本市场展望

■ 金贱昉

提高上市公司质量

2007年是资本市场全面转向全流通市场环境的关键一年,提高上市公司质量是今年证券市场监管的重中之重。证监会将积极推动《上市公司监督管理条例》和《上市公司独立董事管理条例》的出台;贯彻落实《上市公司信息披露管理办法》,指导交易所根据《上



市公司信息披露管理办法》细化相关监管细则;规范和引导上市公司实施股权激励;改进和完善日常监管,进一步落实和完善上市公司辖区监管责任制,积极推进综合监管体系制度的完善,建立相互协调、相互配合的监管联动机制。结合以上监管内容,目前已展开上市公司治理专项活动。与此对应,上证所将再次对《股票上市规则》从定期报告、停牌制度、关联交易、信息披露等四大方面进行全面修订。

另外,清理大股东占用上市公司资金工作也随时间的推进,力度不断加大。2006年11月9日,中国证监会、公安部、中国人民银行等八部门联合发布了《关于进一步做好清理大股东占用上市公司资金工作的通知》(以下简称《通知》),其矛头直指2006年上市公司大股东尚未清欠的250多亿元占用款。《通知》的出台是对“清欠”工作的强有力支持。截至2006年2月16日,沪市共有220家上市公司完成了清欠工作,11家上市公司部分完成清欠工作,已清偿资金比例为87.30%。证监会已对2006年年底未完成清欠的公司启动了责任追究机制,上证所配合证监会对其中7家进行了立案稽查。对上市公司被占资金的清欠,是股市管理层监管的重要内容。不论是加强对上市公司清欠工作的监管,还是把清欠作为暂停上市公司恢复上市的新门槛,这些措施都是提高上市公司质量、保护广大中小投资者利益的重要步骤,也是完善市场之必修工作。

加强证券公司综合治理

从2004年8月开始,证监会开展了对证券公司的治理,2006年年底基本达到原定目标。例如,由于原南方证券、大鹏证券、汉唐证券等公司问题的集中爆发,深圳券商一度被看作券商综合治理重灾区。如今大多数公司的风险问题已得到解决,深圳券商正在开始步入规范

发展的良性循环。截至2006年年底,财务状况方面,深圳辖区17家证券公司总注册资本、资产、客户交易结算资金余额都有较大幅度增长,营业收入和净利润分别较2005年增长458%和31倍;风险处置方面,深圳券商已全面完成账外清理及并账,客户交易结算资金缺口基本弥补,客户交易结算资金受限问题基本清理完毕;深圳券商的违规受托理财规模由79.22亿元下降到1.9亿元,未结完的受托理财业务正按既定方案清理,违规国债回购23.14亿元全部清理完毕,7家公司所集中持有的20只股票全部清理,违规集中持股问题得到全部解决。此外,深圳券商还清理股东及关联方资金占用13.7亿元,解决并补足了5.1亿元的虚假注册资金。

2007年,我国将进一步对证券公司进行综合治理。①在证券公司监督管理方面,旨在填补新《公司法》和《证券法》细节空白的《证券公司监督管理条例》和《证券公司风险处置条例》近期有望出台。条例分别对证券公司的市场准入与日常监管、组织机构的设置与股东和高管的管理、基本业务规则与风险控制措施、客户资产的保护和高危证券公司退市等问题作出细化规定。②在信息披露方面,2月,证监会对《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》、《公开发行证券的公司信息披露编报规则第9号——净资产收益率和每股收益的计算及披露》和《公开发行证券的公司信息披露规范问答第1号——非经常

性损益》进行了修订。截至2006年年底,过半数证券公司公开披露信息,到2007年5月底券商年报将全部公开披露。③在激励制度方面,2006年11月,证监会展开调研,确定券商激励或可“两步走”,也就是说,第一阶段,在未上市时试行“准股票期权”计划,经理人员可与证券公司签订“准股票期权”合约,以公司净资产作为标的,按净资产系数确定行权价和行权日市场价。第二阶段,券商上市后,实行一般意义上的期股计划。日前,券商上市速度加快,金元证券、德邦证券都在紧锣密鼓地开展IPO上市工作。

加强投资者保护

近两年证券市场的改革目标之一就是加强对投资者的保护,2007年,投资者保护仍然是理顺资本市场利益关系的重要环节。

首先是证券投资者保护基金的设立和运作。自2005年投资者保护基金设立以来,目前基金规模已过百亿元。而《证券投资者保护基金管理办法》在实施一年多后,也有望被体系更为完善的《证券投资者保护基金管理办法》取而代之。投资者保护基金正在积极向市场化方向迈进。2005年投资者保护基金采用全额买单的方式,2006年则转变为根据市场变化做出调节的部分买单,采取向“问题券商”债权人中的个人债权实施打折收购的做法。投资者保护基金的资金来源,也正在向市场化的方向发展,从政府主要出资转变为由市场融资。在风险券商的综合治理过程中,证券投资者保护基金共托管了广东证券、中关村证券和中国科技证券三家券商的证券资产,偿付了14家“问题券商”的债权人,合计22.654亿元。2007年,保护基金的工作重点仍然集中在对问题券商的风险处置上。

其次是建立客户资金独立存管制度。过去几年,尽管监管机构三令五申严禁挪用客户保证金,但挪用巨额客户保证金现象却时有发生。2004年9月证监会颁布了《创新试点类证券公司客户资金独立存管试行标准》,同年10月又下发《关于进一步加强证券公司客户交易结算资金监管的通知》,督促各证券公司对客户交易结算资金情况进行自查整改。截至2006年4月,正常经营的券商所欠债务大多数已清理完毕。2006年起,证监会大力推进客户保证金第三方存管制度,并把第三方存管的实施情况作为证券公司监管的重要指标,要求全行业必须在2007年8月底前全面实施。

再次是建立投资者(股东)权益司法救济机制。修订后的两法不但明确了对投资者的损害赔偿民事责任,而且进一步规定了救济的司法程序,赋予了投资者直接诉权和派生诉权。

最后是改进民事赔偿制度。修订后的两法在原虚假陈

述民事赔偿制度的基础上,扩大了赔偿制度的使用范围,建立了内幕交易、操纵市场和欺诈客户等证券违法侵权行为的民事赔偿制度。完善虚假陈述民事赔偿制度,不但扩大了虚假陈述的文件内容,引入了“其他信息披露资料”的兜底规定,而且增加了上市公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人作为责任主体的情形,并对其责任区别不同的过错作了分类。对证券公司违法承销证券、违背客户的委托买卖证券、办理交易事项,投资咨询机构提供、传播虚假或者误导投资者的信息,以及利用收购损害被收购公司及其股东合法权益等行为,规定了应负民事赔偿责任。

2007年,对投资者教育工作仍将持续深入,以强化风险防范。加强投资者教育工作,是资本市场持续稳定健康发展的一个重要基础。

推动优质骨干企业上市

2006年,股改基本完成后实行“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)获得了政策支持。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陆续试点。优秀企业加入上市公司队伍,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,凸现市场投资价值。2006年全球资本市场中,包括香港、上海、深圳和台湾的大中华区表现突出,全年140宗IPO项目总集资额达620亿美元,首次超过美国,在全球历史上十大首次公开招股项目中,工行、中行和建行分列第一、第五和第九,工行更以220亿美元的成绩位列榜首。

2007年,多个省市都积极促进本省优质骨干企业上市。2月5日,河南首届资本市场发展峰会召开,全省近200家上市后备企业到会,河南上市培育中心同时揭牌。3月20日,山东省委常委、常务副省长林廷生在全省证券期货会议上提出,要坚持境内、境外上市“两手抓、直接上市与红筹上市并举”的方针。2007年陕西省将推动主要以石油、天然气为代表的企业的上市融资工作,为陕西油气田的开发和能源建设募集更多的发展资金。而浙江省将推动更多的优质企业到深圳证券交易所中小企业板上市,深交所对此也作出了积极回应:将在杭州设立浙江中小企业板上市企业培育中心。

吸引合规资金入市

鼓励合规资金入市是2006年的一项重要工作,基金、保险、企业年金、社保基金、QFII(合格境外机构投资者)、证券公司等合规机构在2006年共同构成市场入市的主流机构。2007年,我国将吸引更多的合规资金入市,推动机构投

投资者发展壮大,形成有利于蓝筹股市场发展的资本支持。监管部门仍将继续贯彻大力发展证券投资基金的思路,进一步拓宽保险资金入市渠道,保险资金直接投资股票比例会作适当的上调,继续努力发展企业年金入市。有关保险资金间接投资基础设施的三个指引,即《保险资金投资基础设施操作规程指引》、《保险资金投资基础设施债权计划管理指引》以及《保险资金投资基础设施股权计划管理指引》不久也将出台。我国还将视条件成熟程度逐步扩大外资参与中国金融市场的范围,逐步放宽境外资本进入中国金融市场的资格限制,逐步增加QFII资金额度,逐步增加外资可参与交易的市场品种。此外,针对境外热线、银行信贷资金等非合规资金涌入股市的情况,多个部门相继出台监管措施。吸引合规资金入市和查处非合规资金并举,将平衡资本市场的供求关系,减少投机风险。

交易机制和产品创新

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;对分业经营和分业管理,期货、期权等交易、融资融券业务、国企买卖股票等放开口子。多日有效订单、上证50成分股T+0交易、放宽涨跌幅限制等差异化交易机制可能出现在不久的将来。这些都将促进交易机制的创新。

金融衍生产品将陆续推出,以丰富证券市场的投资工具。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。截至2007年1月19日已公布23家券商在银行间市场披露的未经审计的2006年年报显示,两成利润来自创新。2006年18家创新类券商创设权证总计实现收入17.04亿元,而所有券商2006年通过股票交易实现的佣金收入只有159亿元(按0.2%的平均佣金计算),权证收入占比约10.7%。广发证券、国泰君安、东方证券、光大证券发行了武钢认购权证、君得利、东方红1号、光大阳光等创新理财产品;中金公司推出了资产证券化产品——联通计划2005。而产品创新能力较强的中信证券,则明显加大了权证创设的力度,并设立了江苏吴中集团BT项目回购款资产证券化产品,募资16.58亿元。据估计,未来两三年企业资产证券化业务将快速发展,市场规模三年后有望突破3000亿元。2007年融资融券、备兑权证、期货也将开始带来收益。显然,通过权证创设业务,创新类券商在提高自身盈利能力稳定性的同时,也进一步拉开了与其他券商的差距。随着IPO和再融资等投行业务的恢复,金融衍生品、集合资产管理、资产证券化等业务的进一步深化,以及融资融券、产业基金、不良资产处置、股指期货等业务的逐步开展,券商的各项

业务正在形成一个完整的产品链,创新业务必将成为券商的赢利新阵地。

推进多层次市场体系建设

我国股市的新市场建设需要一个多层次的市场体系。这个层次市场体系应该是主板市场、中小企业板市场、创业板市场和场外交易市场的有机统一。2007年我国将致力于发展多层次的资本市场体系:按照国际成熟市场的标准,进一步巩固和完善我国主板市场;推出我国创业板市场,以完善代办股份转让系统为突破口,对各地几百个地方产权交易中心进一步规范,加强整合,创造条件与交易所市场建立有效的连通和转板机制;统一规范整合股权登记存管,形成全国性和统一监管下的场外市场,积极研究将非上市公众公司监管纳入法制轨道。

发展债券市场

我国债券市场中,国债、金融债、企业债(泛指各种所有制企业发行的债券)分别占50.56%、44.19%、5.0%。企业债余额仅为2831亿元,占GDP的比例为1.35%,远远低于亚洲一些国家或地区30%的水平。2007年债券市场的供给将会增加,三年期央票恢复发行,长期国债供给量骤增,企业债发行速度有望提速。

分离交易可转换公司债券也将获得发展。自《上市公司证券发行管理办法》于2006年5月正式实施以来,附认股权证公司债(分离交易可转换公司债券)一时间成为资产规模大、现金流稳定、还本付息能力强的公司融资新宠,吸引了QFII、企业年金、基金、集合理财计划、保险公司等各路机构投资者。以马钢股份为例,冻结了106亿元申购资金,随后又有新钢钒、中化国际和云天化三家上市公司发行这种“权证+债券”的可分离债。武钢也拟于2007年发行不超过80亿元可分离债券。由于可分离交易可转债具有融资方便、成本低等特点,能够满足上市公司的融资需求,也符合金融市场的发展方向,发展潜力较大。

此外,2007年公司债也将在我国大力发展。从亚洲开发银行(Asian Development Bank)提供的数据来看,过去10年,中国公司债市场的规模正在飞速膨胀;截至2006年6月底,中国公司债市场规模达3480亿美元,而1997年年底这一市场还仅有490亿美元。今年,公司债的发展速度可能进一步加快,与之配套的监管措施也会相继出台。

总之,2007年资本市场将从“量变”到“质变”,向更高境界、更深层次、更广阔的空间发展。□

(作者单位:复旦大学管理学院)

责任编辑 林燕