

# 1 B 股 及 其 特 点

B 股是我国股票大家庭的一员。在众多的兄弟姐妹中，B 股虽然号称“对外开放的窗口”，但先天不足，后天失调，差一点成了“弃儿”。然而，物极必反，在她最艰难的时候，也就是脱胎换骨的时候。在新世纪来临时，她的命运发生了巨大的转折。

## 什么叫 B 股

### ●A 股、B 股、H 股、N 股、S 股

我国上市公司的股票有 A 股、B 股、H 股、N 股、S 股等的区分。之所以这样区分，是因为股票的上市地点和所面对的投资者有所不同。

A 股的正式名称是“人民币普通股票”。它是由我国境内的公司发行，供境内机构、组织、或个人（不含台、港、澳投

资者)以人民币认购和交易的普通股票。1990年我国A股股票一共只有10只;至2001年初,深沪两市的A股股票增加到1000多只,总市值42000亿元人民币,达到年GDP的50%左右。

B股的正式名称是“人民币特种股票”。它是以人民币标明面值,以外币认购和买卖,在境内(上海、深圳)证券交易所上市交易的。B股公司的注册地和上市地都在境内。它的投资人原来限于外国的自然人、法人和其他组织,香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织,定居在国外的中国公民以及中国证监会规定的其他投资人。2001年2月,B股实现了“对内开放”,国内居民可以用美元(沪市)或港币(深市)买卖B股。

自1992年第一只B股(上海电真空B股)上市发行以来,经过近10年的发展,中国的B股市场已经由地方性市场发展到了由中国证监会统一管理的全国性市场。沪深两市已有114家B股上市公司,其中上海55家,深圳59家;80多家公司同时有A、B股上市,12家因业绩不佳而沦为ST公司。B股市场规模与A股市场相比要小得多。近几年来,我国还在B股衍生产品及其他方面做了一些有益的探索。例如,1995年在深圳南玻公司成功地发行了B股可转换债券,蛇口招商港务在新加坡进行了第二上市试点,沪、深两地的4家公司还进行了将B股转为一级ADR在美国柜台市场交易的试点等。

H股,即注册地在内地,上市地在香港的外资股。香港的英文是HongKong,取其字首,在香港上市的外资股就叫做H股。依此类推,纽约的第一个英文字母是N,新加坡的第一个英文字母是S,在纽约和新加坡上市的股票分别叫做N股和S

股。

以字母代称进行股票分类，并不是规范的做法。根据中国证监会要求，股票简称必须统一、规范。可以相信，随着我国股市的进一步发展，A股、B股、H股等称谓将逐步成为历史。

### ●红筹股、蓝筹股

在本书里将提及“红筹股”和“蓝筹股”，这里先解释一下它们的概念。

在香港股市有所谓“红筹股”、“蓝筹股”之分。红筹股是指最大控股权直接或间接隶属于中国内地有关部门或企业，并在香港联合交易所发行的股票，即在港上市的中资企业。由于人们形容中国是红色中国，国旗又是五星红旗，因此把同中国相联系的上市公司发行的股票称为“红筹股”。这是一种形象的叫法，是由“蓝筹股”概念延伸而来的。由于美国人打牌下赌注，蓝色筹码为最高，红色筹码为中等，白色筹码为最低，后来人们就把股票市场上最有实力、最活跃的股票称为蓝筹股。蓝筹股几乎成了绩优股的代名词。有些发展前景不错的红筹股，由于被选进了恒生指数的成份股中，因而也兼备蓝筹股的身份。

随着内地企业陆续赴港上市，也有人将红筹股做了更严谨的定义，即必须是母公司在港注册、接受香港法律约束的中资企业才称为红筹股，而公司在内地注册，只是借用香港资本市场筹资的企业，另称为“H股”。但一般人仍习惯以红筹股作为在港上市的中资企业的代名词。

### ●B 股：对外开放的窗口

利用国内企业发行 B 股筹集外资，是我国利用证券市场筹措外资的最早试验。从长远发展来看，B 股市场作为中国证券市场的一个重要组成部分，具有独特的功能。

设立 B 股市场的初衷，是考虑到我国资本项目下人民币不可自由兑换的现实，兼顾保护外国投资者利益和我国外汇管制实际状况的一种选择。随着市场的需要，国内投资者也可以投资于 B 股，这将极大地激活 A 股市场，更有力地吸引海外投资者。

其次，B 股市场作为国有企业对外融资的一个重要窗口，国有大中型企业可以继续利用这一渠道吸引外资，同时，对促进企业内部机制改革、建立规范的现代企业制度也具有重要意义。这一点，从近年境外审计机构和国有企业的合作中可以得到验证。

第三，中国的改革发展与国际间的交往必不可少。B 股市场对于逐步推进中国证券市场国际化起着桥梁作用，具有积极的借鉴意义。可以说，B 股市场是我国证券对外开放的窗口。

### ●B 股市场的足迹

1992 年 2 月，真空 B 股在沪发行上市，深南玻 B 股在深发行上市，宣告 B 股市场诞生。

1992 年 5 月，沪 B 股指数上摸历史最高点 140.85 点。

1995 年底，国务院发布《关于股份有限公司上市外资股的规定》(简称《B 股法规》)对 B 股市场进行全国性统一管理。

1996年9月，证监会发布《关于清理B股账户的公告》，对不合规定的B股账户进行清理。

1996年10月，证监会颁布《境内及境外证券经营机构从事外资股业务资格管理暂时规定》。

1996年12月，A、B股同时实行涨跌幅限制。

1997年9月，B股股本最大的公司东电B上市，B股股本达6.9亿元，这也是第一家行使超额配售权的B股公司。

1998年，证监会发布《境内上市外资股（B股）公司增资发行B股暂行办法》。

1999年3月，沪、深B股指数分别创下了21.24点和323.19点的历史低点。

1999年6月，B股交易印花税由0.4%下调至0.3%，同时，证监会发布《关于企业发行B股有关问题的通知》，取消了B股发行中的所有制限制。

2000年5月，管理层发布关于增发新股的通知，拥有内外资股的公司可优先申请增发A股。

2000年7月，张裕B股增发不超过4000万股A股，成为增发A股试点第一家。

2000年7月6日，粤华包B成为2000年上市的第一家B股公司，也是第一家上市的民营企业。

2000年11月底，中国证监会公布《关于境内上市外资股（B股）公司非上市外资股上市流通问题的通知》，规定：“发行上市前属于中外合资企业的B股公司，应就非上市外资股上市流通的问题征求原中外合资企业审批部门的意见，在获得原审批部门同意后，向中国证监会报送非上市外资股上市流通的申请方案。经中国证监会核准，B股公司外资发起人股，自

公司成立之日起 3 年后，可以在 B 股市场上流通；外资非发起人股可以直接在 B 股市场上流通。”

2001 年 1 月，上证所降低 B 股交易结算费用，其中交易佣金率由成交额的 0.6% 降低到 0.43%。另外，取消交易的起点佣金，将清算费与过户费合并为按成交金额计算的结算费，结算费率为成交金额的 0.05%，交易经手费和证管费不作调整，仍分别按成交金额的 0.0255% 和 0.0045% 收取。

2001 年 2 月 19 日，中国证监会和国家外汇管理局就境内居民个人投资境内上市外资股的有关问题联合发出通知。B 股“对内开放”得以实现。

表 1 1998 年末 B 股投资者地区分布

国家地区	中国	香港	美国	台湾	日本	英国	加拿大	澳大利亚	新加坡	澳门	德国	法国	韩国	荷兰	其他	合计
开户数	5172	8981	5032	2253	1868	1200	1133	1109	810	295	276	224	230	169	2677	7798
所占比例	66.32	11.52	6.45	2.89	2.40	1.54	1.45	1.42	1.04	0.38	0.35	0.29	0.29	0.22	3.43	100%

表 2 B 股市场发展概况

		1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年
上市公司家数	上海	9	22	34	36	42	50	52	53
	深圳	9	19	24	34	43	51	54	54
	合计	18	41	58	70	85	101	106	107
发行总股本	亿股	10.75	23.54	33.94	44.84	60.89	89.71	96.41	96.41
每年筹资额	亿元	9.41	40.32	36.78	25.42	51.91	85.77	16.1	55

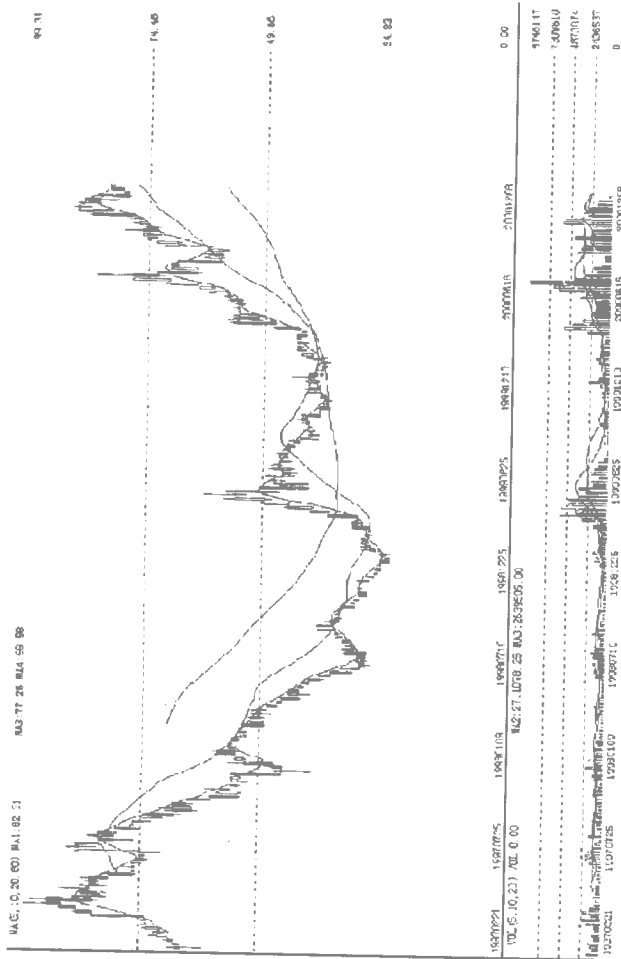


图1 1997年2月~2001年2月19日沪市B股周K线图



## B 股的特点

如果说 A 股是“内部市场”，B 股就是“外部市场”。B 股的这一定位，使它具有和 A 股不同的一些特点。

### ●对外币利率波动比较敏感

由于 B 股是用外币交易，B 股市场对外币利率的波动就比较敏感。如果说在投资 A 股时可以不太在意外币利率的话，投资于 B 股就必须将外币利率作为基本分析的重要内容。特别值得注意的是：我国从 2000 年 9 月 21 日开始，对外币利率管理体制进行了改革，向利率市场化迈出了重要的一步，B 股与外币利率的关系就更紧密了。

我们不妨以这次利率改革为例，认识一下利率变化对 B 股的影响：

根据各国的经验，利率放开之初，各家银行会展开对外币存款的激烈竞争，对外币存款产生强大需求，导致外币利率上扬。当国际上利率处于一个加息周期时，由于我国外币存款利率与国际水平有差距，具有上升的压力。因此，外币利率放开后，利率上升会吸引资金流向银行，从而对 B 股市场资金产生分流效应，可能会对 B 股市场产生一定的压力。

但还是要具体问题具体分析。对部分上市公司而言，受到的影响可能会显著一些。这主要是两类公司：一类是经营外币业务的金融类上市公司；另一类是进出口类上市公司。进出口公司在从事进出口业务中对外币资金的需求量很大，外币贷款利率的变化会直接影响到上市公司的成本和业绩。

从整体上讲，外币利率的市场化改革并不会对 B 股市场造成太大的波动，原因如下：

1. 外币利率放开后，年内存贷款的利率上升幅度有限，短期内不会对 B 股市场资金供求产生大的影响。由于这次外币利率改革最主要是放开了贷款利率，对存款利率还并未全面放开，因此，外币存款利率也将是比较稳定的，波动的幅度和涉及面都将比较有限。这次外币利率市场化改革的主要目的之一，是在于通过外币利率市场化浓度探索本币利率市场化的经验，为本币利率市场化改革创造条件。因此，此次外币利率市场化讲求稳妥，这就从制度上保证了改革后一段时间内外币利率的相对稳定。

2. 外币利率市场化，一定程度上避免了因境内外利差可能引起的资金外逃现象，使得 B 股市场有稳定的外币市场环境。外币利率市场化后，在一定程度上将使得我国的利率随行就市，根据国际市场利率的变动和国内外币市场利率的变动以及国内外币市场的需求来确定存款利率，缩小内外利差水平，避免因境内外利差过大可能发生的资金外流现象，同时也可减轻因资金外流对 B 股市场造成的潜在冲击。

3. 新的体制只规定 300 万（含 300 万）以上美元或等值其他外币的大额外币存款利率水平由金融机构与客户协商确定，而 300 万美元（或等值其他外币）以下的小额存款利率则由中国银行业协会统一制定，经中国人民银行核准后对外公布，各金融机构统一执行。从我国 B 股市场的投资者结构来看，中小散户已逐步成为市场的主体，拥有资金 300 万美元以下的投资者占有相当大的比例，这部分资金的利率仍由国家统一制定，由此便保证了较大一部分市场资金的稳定性，不会导

致市场内大比例资金抽逃的现象。

从这个实例我们可以看到，在 B 股市场的基本分析中，更要注意外币利率的波动。我们在进行 B 股投资时，有必要掌握这种分析方法。

### ● 与国际经济环境联系密切

相对 A 股而言，B 股与国际经济贸易环境的联系更加密切。这里不妨以中美经贸关系来说明。

2000 年 5 月，美国众议院通过了对华永久正常贸易关系地位法案（英语简称 PNTR）；11 月，这一法案在美国参议院也获得通过。

PNTR 对中国 A 股和 B 股市场都会形成影响，但对 B 股市场的影响更加显而易见，它已成为 B 股市场波动的一个重要因素。

过去，美国利用每年一次的审议下一年度是否对华正常贸易关系地位的机会，给中国施压，在一些问题上讨价还价，给中美经贸关系投下了阴影。两国未来贸易关系的不确定因素，导致美商的对华投资受到很大影响，对介入中国的资本市场更是顾虑重重。

就 B 股市场而言，PNTR 的顺利通过，无疑是一大利好消息，因为这不但意味着今后中国商品的对美出口能够在一个平等的条件下正常进行，充分发挥自己的竞争优势，同时也打开了长期稳定发展的大门。

相对而言，B 股市场中的一些劳动密集型上市公司可能会受益更多。这包括纺织、服装、玩具等企业；另外，对于中国的家电、普通机械产品出口也有利；对中国的高科技企业来

说，则能比较容易地获得自己所需要的部分关键产品和技术，从而加快自身水平的提高。显然，那些相应的上市公司是受益者。而一些农业类上市公司，以及那些竞争能力很弱的上市公司，则并不一定从中受益，相反还可能受到一些冲击。

这个法案的通过必将对证券市场产生深远的影响，至少对中国证券业的对外开放，以及美国资本进入中国的资本市场（包括买卖 B 股股票），都是一个推动。

### ●与周边股市的联动性更强

B 股市场是对外的市场，投资者中有很多是海外机构和个人，这就必然使它与外界的联系更为密切，受其他股市的影响比较大。

例如，李登辉抛出“特殊两国论”，引致两岸唇枪舌剑，关系空前紧张，接着又冒出“军事演习”的传闻，这一切使台湾的股市一落千丈，指数从 8000 多点一下子落到 7000 多点，投资者亏损累累。这对大陆的股市也有影响，但影响最大的还是 B 股：B 股市场指数很快便回落了 40%。

2001 年 2 月，中国公布国内居民可以购买 B 股的决定。这一消息极大地刺激了周边股市，香港股市出现涨升，台湾股市原来一直在谷底徘徊，受这个消息的刺激，也出现了比较强劲的上扬趋势。

## 2 | B 股的 困 境

虽然 B 股市场有不可否认的存在价值，但由于种种原因，我国 B 股市场存在着许多先天不足之处。在投资于 B 股之前，我们有必要对它所有的弊病以及未来改革的方向有所了解，这样才能做到心中有数。

B 股面临的困境，主要是制度和市场的原因造成的。有些病根，并没有因为她的“对内开放”而一举解决。不过，可以肯定的是，连续的政策调整会逐步使 B 股市场摆脱困境，并调理成为基本健康的、富于活力的市场。

### B 股市场的制度性问题

#### ●信息披露失范

B 股设立的初衷是面对境外投资者，这些投资者中有一些是国外的大型投资机构，他们对信息披露有很严格的要求。但

一直以来，B股市场在信息披露的制度建设方面显得明显失范，信息披露制度滞后。不规范的信息披露已经成了B股市场发展的一个重要障碍。

1. 立法不足。自发行B股起，我国就没有一部适合于B股信息披露与监管的法规。《证券法》的第3章第3节对持续信息公开作出了规定，但在第12章《附则》中却明确指出：“境内公司股票供境外人士、机构以外币认购和交易的，具体办法由国务院另行规定。”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股的最权威的法规，但在信息披露方面仍有不足。很多境外券商认为，该法规并没有解决有关信息披露和监管的问题。

2. 上市公司信息披露不规范。B股公司目前存在许多信息披露有法不依、钻法律空子的行为，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。而滥用盈利预测是多年来B股公司信息披露不规范的重要方面。

#### ● 区域分布不合理

在1996年以前，只有上海、深圳两地的企业才有机会进入B股市场，而全国其他区域的企业没有这种机遇。从近期的统计来看，这种状况并没有根本性的改变，B股上市公司仍主要来自深圳和上海，两地分别有28家和34家，占全部B股上市公司的一半以上。

这种非均衡的制度安排，带来了非均衡的市场后果：

1. 上市公司行业集中；
2. 上市公司规模小；
3. 无法保证上市公司质量。

据此，境外投资者普遍感觉到 B 股市场存在下述 3 个方面的问题：

1. 可选择的有效投资范围太窄，而风险则相对较大；
2. 无法实现成本最小条件下的规模收益；
3. 上市企业质量不能令人满意。

#### ●公司上市受计划控制

在近 10 年时间里，B 股上市企业的审批程序表现出了显著的计划控制特征。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上市公司，然而政府意志与 B 股市场投资者的实际需求并不都一致。境外投资者的实际偏好是：

1. 符合市场发展前景而不仅仅是国家产业政策前景的企业；
2. 尽量不受或少受宏观调控政策影响的企业；
3. 具有较高成长性的民营企业、三资企业。

因此，计划控制制度下选择上市的企业，使境外投资者失去了兴趣。这一状况在近年虽有所改善，但整体格局并没有根本改变。

#### ●投资主体单一

国家在 B 股市场成立之初，基于对境内投资人利益受损以及国家外汇流失的担心，严禁境内投资者进入 B 股市场。

暂且不说这一制度安排引起的潜在的以及长久的经济损失（如实质上增加了外汇流失），对 B 股市场最直接的影响是减少了市场投资主体，造成投资主体单一化的现象。而我们知道，一个投资主体单一的市场，必然是一个流动性匮乏的市场，而一个流动性匮乏的市场，必然是一个交易费用高昂的市场，也必然是一个缺乏效率的市场。一个缺乏效率的市场，对外资缺乏吸引力，从而进一步引致投资主体匮乏，加剧投资主体单一化，最终令市场陷入恶性循环之中。

B 股实行“对内开放”，是很多专家以及国内投资者的共同企盼。随着国内外币持有者进入 B 股市场，长期困扰 B 股的这一状况可望得到根本解决。

#### ●公司多呈二元性

B 股公司多为国有企业，这些企业呈现出明显的二元性：既包含计划经济的特点，又包含股份制市场制度要素。

计划经济的传统，使公司经理层缺乏主动的经营选择权，不能及时、准确地获取资源和信息；经营管理水平也良莠不齐，管理混乱的状况不在少数；股份制改造不彻底，有的只是换一块牌子，董事会换汤不换药。在这样的环境下，其经营绩效可想而知。另外，公司运行的非市场化（如公司办社会），极大地增加了公司用于协调、组织、控制方面的交易费用，削弱了公司的收益。为此，境外投资者一直在抱怨 B 股公司“无保障的盈利能力”。这在客观上加剧了境外投资者的风险预期，而风险预期的凸显，必然要以交易费用高筑、市场效率低下为代价。

### ●定位模糊

由于 B 股市场是在人民币资本项目不能自由兑换的条件下推出的筹集外资的特殊渠道，故而只是一个权宜之计。随着外汇体制改革的不断深入，B 股市场必将随之发生根本性变革。

境外投资者对 B 股市场的制度定位一直十分关注，因为这直接牵涉到风险水平及投资收益。然而，长期以来，B 股市场在定位方面却一直处于模糊的状态。造成这个误区的根本原因有两个：

1. 仅将 B 股市场作为对外筹资渠道，忽视深层次、根本意义上的资本配置功能的改善。
2. 在 B 股市场发展前途问题上摇摆不定。

由于定位模糊，一些矛盾越来越突出。与 A 股市场之间权益上的矛盾（即同股不同权问题）、境内与境外投资者对分红方式喜好的差别，都使境外投资者对 B 股市场望而却步。令人不得不三思而后行的，还有我国证券市场没有对冲机制来规避风险，而与此同时，替代性市场（如 H 股、S 股、T 股、N 股、ADR、GDR、香港创业板市场等）相继崛起，拓展了国内企业利用外资的渠道，从而进一步削弱了 B 股市场的地位。B 股市场在经过 6 年多的运作后，几乎气息奄奄，只能在一潭死水之中等待着“生死抉择”。

## B 股市场的市场性问题

### ●流动性差

一个流动性差的市场是没有前途的。市场规模小和参与 B