

目前,B股市场的投资者限于:(1)外国的自然人、法人和其他组织;(2)中国港、澳、台地区的自然人、法人和其他组织;(3)定居国外的中国公民;(4)境内居民个人;(5)中国证监会规定的其他投资人。

B股公司的注册地和上市地都在境内,只不过在对境内投资者开放前,投资者在境外或在中国香港、澳门及台湾地区。

自1992年2月第一只B股——上海电真空B股在上海上市以来,经过近十年的发展,中国的B股市场已由地方性市场发展发展到由中国证监会统一管理的全国性市场。目前,沪深两市共有B股114只,其中沪市55只,深市59只。同时发行A、B股的公司有87家,只发行B股的公司有27家。36家公司无国家股,23家公司拥有外资发起人股。

二、B股创立背景及发展历程

1. 背景

90年代初,我国需要大量的外资支持经济的发展,而原有的以境外商业贷款和境外发行债券来获得外资的方式存在着方式不灵活、融资成本高、需还本和承担外汇汇率风险等一系列问题。基于这种情况,我国有关部门开始研究利用股票市场吸引外资的办法。在操作上,只允许境外投资者用外汇买卖,这样既可以解决外汇管制带来的问题,又可以防止外国投资者入市对中国股票市场带来太大的冲击。

2. 发展历程

(1) 建立与规范阶段(1992—1998年)

第一只B股——电真空B股于1992年2月在上交所成功发行,同年深南玻B在深交所发行,意味着国内B股市场正式成立。从1992年到1994年年底,共上市了58家B股公司。这段时间B股的发行上市主要由两个地方性法规《上海市人民币特种股票管理暂行办法》和《深圳市人民币特种股票管理暂行办法》进行规范。直到1995年11月2日,国务院讨论并原则通过《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》,我国第一部全国性B股法规才正式诞生。这一法规对于

第一章 B 股市场概况

一、什么是 B 股股票？

我国上市公司的股票有 A 股、B 股、H 股、N 股和 S 股等的区分。这一区分主要依据股票的上市地点和所面对的投资者而定。

1. A 股、H 股、N 股和 S 股

A 股是以人民币标明票面价值、在境内上市，由代表国有资产的部门或者机构、企业法人、事业单位和社会团体以及公民个人以人民币购买的股票，因此又称为人民币股票。它又分为国家股、法人股、公众股三种形式。

H 股是境内公司发行的以人民币标明面值，供境内投资者用外币认购，在香港联合交易所上市的股票。

N 股是境内公司发行的以人民币标明面值，供境外投资者用外币认购，获纽约证交所批准上市的股票。

S 股是境内公司发行的以人民币标明面值，供境外投资者用外币认购，在新加坡证交所上市的股票。

2. B 股

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。上海证券交易所 B 股结算币种为美元，深圳证券交易所 B 股结算币种为港币。

申请 B 股发行的企业应具备的条件以及能够参与 B 股市场交易的投资者的身份进行了规定,1996 年发布该法规的实施细则。这一法规及其实施细则为 B 股市场提供了一个整体的框架。

1997 年 3 月 10 日国务院证券委员会发出《关于推荐 B 股预选企业的通知》确定 B 股发行采取的预选制度、申请发行 B 股企业的条件、程序与所需文件。1998 年 2 月 24 日国务院证券委员会发布《境内上市外资股(B 股)公司增资发行 B 股暂行办法》首次提出符合一定条件的 B 股公司,可以增资发行股票。1998 年 7 月 11 日中国证监会发出《关于 B 股上市公司中期财务报告审计问题的通知》,规定股票交易特别处理的公司,可以只进行中期境内审计;拟在下半年办理配股的公司与在下半年实施分红或公积金转增股本的公司,可以不进行中期审计。这些法规分别对 B 股公司的 IPO、再融资以及信息披露进行了规范。

1995 年《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》曾经规定国内居民不得投资 B 股。为了规范国内居民参与 B 股市场的问题,1996 年 6 月 28 日中国证监会发布《关于严格管理 B 股开户问题的通知》重申只有境外投资者才能持有 B 股。9 月 20 日中国证监会发布《关于清理 B 股账户的通知》对不符合规定的 B 股账户要进行清理和规范,逐步妥善解决 B 股账户的遗留问题。这些法规对于 B 股市场的投资主体进行了规范,限定 B 股市场的投资者限于外国和中国香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织以及定居在国外的中国公民等投资者。

(2) 振兴与发展阶段(1999 年至今)

由于 1997 年 H 股、红筹股的大量发行,B 股市场的国际融资功能减弱。由于 B 股市场容量狭小,上市公司虽然经过规范,其信息披露水平有所提高,但仍达不到国际投资者的要求,再加上上市公司质量等问题,国际投资者逐渐退出 B 股市场,B 股市场二级市场日渐低迷。有

B 股的上市公司面临着再融资问题，这一问题制约了部分公司的进一步发展。如何搞活 B 股市场以及 B 股市场的出路成为迫在眉睫的问题摆在管理者面前。为此，管理层从 1999 年开始不断推出政策措施来振兴 B 股市场。

1999 年 6 月 3 日中国证监会发出《关于企业发行 B 股有关问题的通知》取消发行 B 股企业的所有制限制和预选制，从 B 股市场的供给方面来激活 B 股市场。1995 年《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》在第 8 条申请发行 B 股的条件中明确规定“改组设立公司的原有企业或者作为公司主要发起人的国有企业”，也就是说，B 股市场是国有企业利用国际资本的场所，而把中国经济中最有活力的民营企业排除在外。由于只把 B 股市场看做是融资的场所，B 股上市公司本身忽视了自身治理结构的改善，B 股公司短期行为严重，公司整体质量低下进一步降低了国际投资者的投资意愿。为此，1999 年 6 月中国证监会发出《关于企业发行 B 股有关问题的通知》明确指出 B 股发行将不受企业的所有制限制，也就是说鼓励各种所有制企业进行股份制改造发行 B 股并上市，这有助于改变 B 股上市公司的整体素质。

除了从容量上给 B 股市场增加投资品种外，管理层还对现有的 B 股公司的发展提供政策环境。2000 年 4 月，中国证监会发布的《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》中提到，发行境内外资股的公司，在具备了一定条件的情况下可以申请公募增发，解决了部分 B 股公司的再融资问题。2000 年 11 月底，中国证监会《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：“经中国证监会核准 B 股公司外资发起人股，自公司成立之日起三年后，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。”这样就增加了 B 股市场的容量，也有助于增强境外投资者的信心，从而改善现有 B 股公司的融资环境。

1999 年 6 月 1 日 国务院宣布 B 股交易印花税由 0.4% 下调为

0.3%。2000年12月,上海证券交易所发布了促进B股市场活跃的五大措施。2001年1月起上交所降低B股交易结算费用。这些措施都对B股市场的活跃起到了推动作用。

三、B股股价偏低的主要原因

B股市场出现于1992年,在经过最初的震荡走高,指数最高摸高到140点以后,便开始了漫长的下跌过程。从1992年到1999年7年时间,B股指数从140点,盘跌到最低22点。这个时候的B股市场可以说是“血流成河”、“尸横遍野”。外国投资者逐渐撤离,B股市场丧失了大部分的融资和资源配置功能。从1999年开始,国内一部分“先知先觉”的投资者逐渐认识到B股所孕育的巨大“投资价值”,开始使用很多变通手段进入这个市场,因此,B股开始筑底反弹,成交量明显放大。从1999年到2001年年初,B股指数从22点涨到61点,下跌到40点后,又涨到目前的83点。大部分B股的价格在此期间都上涨了2—3倍,有的甚至涨了5倍以上。

长期以来,沪深B股指数长时间地在基本点位以下运行,股市低迷,交投清淡,股价明显偏低,究其原因,主要有以下几个方面:

1. 市场定位不明确

B股市场作为过渡性的市场,其发展方式、途径及最后的归宿均具有很大的不确定因素,定位不明确使B股市场存在着较大的市场风险。

2. 发行方式有缺陷

为了降低B股发行方式的风险,B股发行采用私募方式,从而使投资者基础异常地狭窄,而这又直接导致B股二级市场流通性不够,大大降低了B股市场的吸引力。

3. 市场规模偏小,限制了境外大资金的进出

自B股市场创立以来,受种种条件的制约,B股市场的扩容速度较慢,市场规模较小,从而使境外大资金不敢进入B股市场,市场上的资

金一直较为缺乏。

4. 上市公司质量较差

沪深两市 B 股上市公司的行业分布有很大的趋同性，大多数上市公司属于机械、纺织、商贸、旅游、轻工、房地产等传统行业，属于高新技术产业的上市公司所占比例很小。因此 B 股市场上的上市公司平均质量比较差，这是 B 股股价偏低的根本原因。

四、B 股市场 2000 年回顾和 2001 年展望

1. 2000 年 B 股市场回顾

(1) 一级市场重现繁荣。

相对于异常冷落的 1998 年和 1999 年，2000 年的 B 股发行市场可谓难得一见的繁荣。全年共有 6 家新企业发行上市，使沪深 B 股上市公司家数迅速扩容到 114 家，且新股配售发行也由早两年乏人问津的尴尬局面转化为供不应求。截至 2000 年年底，沪深 B 股市场流通股份达 140 亿股，流通市值达 636 亿元。

上市公司家数激增。

佛山华新包装率先打破了 B 股发行市场自 1999 年 6 月黄石东贝发行上市到 2000 年 6 月为期 1 年的沉寂，重新启动 B 股发行市场，且由于路演时反映较好，招股价最终定在了定价区间的近上限。之后 B 股发行进程伴随着二级市场的活跃而逐步加快，7 月份又有两只新股上市，分别是山东省中鲁远洋渔业股份有限公司在深交所发行 12000 万股 B 股，上海凌云振升股份有限公司在上交所发行 16000 万股 B 股并于 7 月 28 日上市。加上新上市的粤华包，在短短不到半个月的时间内同时有 3 只 B 股发行及上市，这在近两三年的 B 股市场都是少见的。9 月份山东航空、承德帝贤纺织推波助澜，10 月份广东雷伊为 2000 年度的发行上市工作画上了圆满的句号。至此，沪深 B 股市场上上市公司家数已达 114 家。

表 1 2000 年 B 股新上市公司基本情况一览表 单位 万股

代码	简称	上市日期	总股本	流通股	发行市盈率	所属行业
2152	山航 B	2000-09-12	40000	14000	8.3 倍	运输服务
2160	帝贤 B	2000-09-29	21500	11500	7.14 倍	纺织
2168	雷伊 B	2000-10-27	16800	6000		电子产品
2986	粤华包 B	2000-07-06	42000	13000	9.52 倍	轻工
2992	中鲁 B	2000-07-24	24807	12000	6.4 倍	农林牧副渔
900957	凌云 B	2000-07-28	34900	18400	8.5 倍	建筑材料

②新上市公司质量提高。

2000 年新上市的 6 家公司多是历史遗留预选企业中的优中之优。中鲁远洋渔业公司是国内首家发行 B 股的海洋渔业企业，是集捕捞、运输、加工、贸易及海洋科技一体化的跨国公司。凌云 B 是由凌云、振升、湖南日升、上海物流及深圳新恒利共同发起成立的，公司主要从事两大业务：生产、加工铝型材及铝质门窗，设计、生产与安装幕墙（目前由铝框制成）。此外，公司还制造和销售各种铝质门窗、木质门窗、高级帷幕幕墙和板材。其第一大股东凌云公司是一家具有二十多年历史的国有企业，曾首先在中国开发出板块幕墙技术并开始生产单元式幕墙。山东航空股份有限公司作为国内 13 家地方航空公司中的一家，目前已成为国内所有航空公司中最具盈利的公司之一，旅客乘载率及其他统计数字分别处同行业领先地位。承德帝贤纺织公司则是我国证券市场上第一家直接以私人控股公司名义发行股票的企业，也是我国首家闯入 B 股市场的私人控股企业。它由王淑贤私人创办，经过十多年的艰苦创业和滚动发展，公司现已发展成为集纺纱、生产化纤合成丝和化纤仿真布、织布、印染、缝制及针纺服装出口于一体的大型企业，产品绝大部分出口日本。

发行市盈率水涨船高。

长期以来，由于 B 股市场的低迷不振，B 股上市公司的发行市盈率明显偏低。1992 年市场繁荣时期，B 股公司的发行市盈率多在 10 倍

以上,1994—1995 年只有 6 倍左右,1997 年提高到 7—11 倍,但 1998 年发行的 5 只 B 股中有 4 只发行市盈率在 7 倍以下,均大幅度低于 A 股市场水平。发行市盈率的低下严重影响了企业的市场定价,成为企业通过 B 股市场实现顺利筹措外资的阻碍之一。2000 年以来,从总体上看这种现象得到了一定程度的缓解,6 只新股的发行市盈率平均在 8 倍左右,最高为粤华包,达到 9.52 倍,但仍有帝贤及中鲁在 8 倍以下。随着市场的进一步恢复,相对于 A 股市场平均 30 倍的发行市盈率,B 股企业的发行市盈率仍有较大的上升空间。

原 B 股企业试点增发 A 股。

在新股频频上市之际,部分原先的 B 股企业陆续公告了拟增发 A 股的意向,成为 B 股市场的又一创新。继新亚 B 股股东大会通过了增发 A 股的方案之后,张裕 B、晨鸣 B、鲁泰 B 及京东方 B 的公司董事会不约而同地决定将计划投资项目的资金来源由增发 B 股改为增发 A 股。1999 年,一些同时发行 A、B 股的企业,如真空、上菱等,通过单独增发 A 股的方式为企业募集了大批资金,深方大、友谊华侨等则通过采取 B 股股东实际放弃的“迂回”策略完成了配股,为 B 股企业再融资提供了创新方式,而允许 B 股企业增发 A 股无疑更加成为 B 股市场的福音。我们知道,相对于 B 股市场而言,A 股市场的市盈率更高,交易更加活跃,新股发行定价也更为有利,通过 A 股市场可以筹集到大大超过从 B 股市场筹集的充裕资金,从而使上市公司的资本运作获得更加稳固的根基。

发行市场出现主承销商一家包打天下的新现象。

承德帝贤纺织股份有限公司刊登的招股说明书中,出现了一个原先没有的现象:承销商名单中仅主承销商南方证券一家,既没有国际协调人,也没有其他承销商,这在 B 股发行历史上尚属首次。从客观上看,B 股市场的长期疲弱无力,使得业务范围十分广泛的境外券商,尤其是全球性大券商开始寻求更大的利润空间,从而为境内券商让出了

表 2

B 股上市公司再融资情况一览表

项目	公司名称
已增发 A 股的公司	深康佳
	招商局
	真空 B
	上菱 B
	振华 B
	张裕 B
	京东方 B
拟增发 A 股的公司	龙电 B
	东信 B
	晨鸣 B
	粤照明 B
	海欣 B
	茉织 B
	兴亚 B
拟增发 B 股的公司	闽灿坤 B

大舞台。与此同时，境内券商经过多年的发展，已具备了一定的实力和配售客户网络，尤其是多年来一直在 B 股市场上发挥着重要作用的南方证券，凭借其丰富的发行经验和雄厚的综合竞争力，已完全具备了独立完成 B 股配售的能力。

(2) 二级市场牛市初现。

2000 年沪深 B 股市场一改往年的沉寂，在利好政策不断出台的刺激下，以上海市场为主打，渐次展开了异常火爆的牛市行情。上海市场成为 2000 年 B 股市场的主战场，沪市 B 指年初由 37.91 点起步，在 3 月中旬探至 2000 年度最低点 35.47 点，之后连续四波大幅攀升，到年底指数再上一阶，以几近最高位 89.55 点收盘，并创下自 1997 年 8 月以来的新高，全年涨幅高达 136%。深市的走势与沪市基本保持一致，但涨幅及活跃程度远不及沪市。深圳综合 B 股指数全年的历程是从 84.96 点升至 137.69 点，涨幅为 62%，成分 B 股指数也有 66% 的涨

幅。

从总体上看 2000 年沪深 B 股市场呈现出以下特点：

二级市场底部逐步抬高。

B 股从 1992 年登场以来，一路攀升，在 1993 年上半年的大牛市中创造了最高峰。其中，沪市 B 股指数的最高位出现在 1993 年，达 105.78 点，随后一路下行，深市 B 股在 1993 年的牛市中达到其运行的次高点 185.45 点，随后下滑，直到 1996 年 12 月的股市大投机中创造了其历史高位 198.13 点，然后再次破位下走。

1999 年 3 月 10 日创下的 21.25 点已被验证是上海 B 股市场的历史最低点。在 2000 年的行情演绎中，两市 B 股指数节节攀升，底部在上升过程中被逐步抬高。以上海市场为例，全年共有四波明显的升幅，四次涨升前的底部分别为：3 月的 35.47 点，5 月的 40.74 点，7 月的 54.31 点及 10 月的 57.56 点，涨升所创下的高位分别为 4 月的 44.07 点，6 月的 58.01 点，8 月的 85 点以及 12 月的 89.90 点。计算四个低位涨升的幅度分别为 15%、33%、6%，而 10 月的底部距年初的 35 点已上升了 62%，并且有继续上移的趋势。

与 A 股市场保持一致。

从 B 股市场的发展历史状况来看，市场对周边环境表现出较强的依赖性和敏感性。近几年来，B 股市场与周边市场的趋同效应开始逐渐减弱，与国内 A 股市场的走势基本保持一致。这一现象从 1999 年年初开始表现得非常明显。这种趋同性主要表现在两个方面，一是两个市场的指数运行趋势雷同，二是两个市场行情中的热点板块与个股相似，个别 A、B 股同存的个股甚至走出完全一致的走势。

造成 A、B 股联动效应增强的主要原因之一是市场投资主体发生了变化。从 B 股市场往往处于一种从属地位的历史和现状来看，缺乏相对独立稳定的投资主体导致了 B 股行情发展的特点，而投资主体构成的变化直接决定了 B 股是与 A 股、还是与 H 股的发展接近。近年

来，随着海外机构投资者的不断退出，国内机构投资者和个人投资者逐渐占据 B 股市场的主导地位，成为决定 B 股市场走势的主导力量。国内投资者通常同时参与 A 股与 B 股两个市场，接受同样的公司信息，投资理念日渐趋同，便造成了两个市场甚至于部分个股的联动性。相应地，海外机构的淡出使得 B 股市场行情受香港及周边国家市场的影响越来越小。

值得注意的是从 2000 年年底的行情来看，B 股市场行情有脱离 A 股的制约而独立运行的趋势。2000 年 12 月沪深 A 股市场均处于高位盘整状态而 B 股却表现强劲，创出年内最高位，沪市 B 指大涨 22% 深市综合 B 指也有超过 15% 的涨幅。由此看来，随着 B 股市场的进一步恢复，这种独立性有可能表现得越来越强，使 B 股在 2001 年脱离 A 股而走向大牛市。

低价重组与新股板块成为市场热点。

在 2000 年的 B 股行情中，低价重组股明显成了市场的中坚力量，尤其是在沪市，整体涨幅不但超过大盘指数，甚至强于其他板块的个股。重组股受追捧的原因一是相对价位较低，不少个股由于连年经营不理想，股价甚至低于净资产，致使这批个股的投资价值凸现。二是不少企业的重组项目有较好的发展前景，公司有望通过重组走出新的天地。三是 A、B 股市场合并的未来使投资者对 B 股股价有了较高的预期 尤其是绝对价位较低的纯 B 股个股以及存在极大差价的 A、B 股并存的个股。统计显示，A、B 股差价大的以低价股为主，如南玻、ST 东海、英达、ST 物业；而高价股的差价则相对较小，如万科、康佳等。ST 板块是低价重组个股中比较特殊的一个群体。以深圳市场为例，56 家 B 股上市公司中有 8 家被特别处理 它们分别是 东海 B、特力 B、大洋 B、英达 B、中华 B、物业 B、金田 B 以及江铃 B。这些 ST 公司的经营状况大多不尽人意 但也正是出于对‘否极泰来’的预期 这些企业往往被认为最有希望通过深度的资产重组改颜换貌，而在市场中成为每段行

情中异常活跃的一群。

新股板块则是 2000 年 B 股二级市场中一道亮丽的风景线，这在深圳市场中表现尤为突出，其中以帝贤和雷伊为代表，上市后一路高举高打，呈现出极强劲的单边上扬形态。新股的走强一是由于新企业的综合素质较高，二是由于市场需求处于旺盛状态。

沪强深弱格局难改。

由于美元的强势货币地位以及上海市场在入世后对国内金融市场的重要程度，沪市 B 股市场在 2000 年明显强于深市，主要表现在以下三个方面：其一，沪市 B 股指数涨幅远大于深市；其二，沪市 B 股成交量远大于深市；其三，沪市个股活跃程度大于深市。在投资者踊跃抢入的状态下，沪市个股被全盘激活，部分个股股价涨升 3—4 倍，尤其是沪市本地小盘重组概念股，走出极强的上升势头。比较而言，深市个股虽也表现出普涨的大好局势，但整体涨幅不及沪市，走强的板块仅体现在新股板块上，甚至还有近三成的公司股价低于其净资产值。

综合来讲，2000 年 B 股二级市场在政策面的大力支持下，已逐步走出恢复性上扬的行情，越来越多的投资机构及个体投资者开始关注并参与市场运行，随着成交量的继续放大以及制度革新的不断深化，我们有理由相信，2001 年的 B 股二级市场将迎来黄金发展时期。

(3) 市场制度建设取得重大突破。

公募增发为市场带来福音。

长期以来，企业发行 B 股往往是拿不到 A 股额度不得已而求其次的做法，纵然是业绩不错的 A、B 股公司，由于 B 股市场的长期低迷也难以通过配股实现再融资，导致公司发展受阻。2000 年上半年，证监会颁布《公募增发暂行办法》，对于同时发行内、外资股的上市公司特别提出：只要连续 3 年盈利，发行后预测净资产收益率不低于同期银行利率，即可申请公募增发新股。

《暂行办法》颁布之后，多家 B 股上市公司积极筹备增发 A 股，其

中新亚股份成为首家提出增发方案的公司。以公募方式增发 A 股已成为 A、B 股并存的上市公司解决未来融资问题的出路之一，而对于纯 B 股企业来说，从小规模的 B 股市场跳出来切 A 股市场的蛋糕，则是一项更大胆的创新。张裕 B、晨鸣 B、鲁泰 B、振华 B 及京东方 B 这 5 家公司成为首批纯 B 股企业试点增发 A 股的公司。这 5 家公司近年来主业经营稳定增长，内部管理机制灵活，在 B 股市场上树立了良好的形象。从公司的角度来讲，改弦易辙是为了解决企业的再融资问题。通过增发 A 股，一则彻底解决了 B 股企业再融资难的现实问题，二则也可作为日后的 A、B 股份顺利合并铺垫道路。

外币利率遭遇改革。

中国人民银行决定从 2000 年 9 月 21 日开始，改变我国现行外币利率管理体制，放开外币贷款利率，由金融机构根据国际金融市场利率的变动情况以及资金成本、风险差异等因素，自行确定各种外币贷款利率及其计、结息方式；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，并报当地人民银行备案；300 万美元（或等值其他外币）以下的小额存款利率水平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。这标志着我国利率市场化改革已经迈出重要的一步。

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。况且，目前国际上利率正处于一个加息周期之中，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。但是，由于外币利率放开后，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。而且，这次外币利率改革最主要是放开了贷款利率，对存款利率并未全面放开，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，即使大额存款利率有所上升，

对整个外币市场的存款利率影响也不大。对 A 股市场的影响则是间接的，从总体上看，也不会有太大的影响，但是，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，如深发展和浦发银行。利率放开要求它们在经营中更加重视市场行为，重视资金价格因素的作用，提高公司的管理水平。完全放开利率对它们是一个考验。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。

着手解决历史遗留法人股流通问题。

2000 年 11 月底证监会就境内上市外资股公司非上市外资股上市流通问题发出通知，具体内容为：凡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，向证监会报送非上市外资股上市流通方案；经证监会核准，B 股公司外资发起人股，自公司成立之日起三年后，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。这项通知旨在为 B 股非流通股份疏通上市流通的渠道。就目前的市况来看，对 B 股市场的这种扩容并不会给市场带来太大的冲击，一则这部分股份规模有限，二则目前市场资金充裕，若能在近期成立 B 股投资基金，则市场后备资源十分丰富，三则这一流通过程是一个循序渐进的过程，需假以时日，并非是一朝一夕便可完成的。

上交所分批推出系列活跃市场举措。

上交所决定自 2001 年 1 月起降低 B 股交易结算费用，其中交易佣金费率由成交金额的 0.6% 降低到 0.43%。另外，上交所还将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。这是上交所为活跃 B 股市场推出的系列措施之一。系列措施包括五个方面：推行 B 股无形席

位 提高交易效率 全面开通 B 股即时成交回报；调整 B 股交易结算费用 降低交易成本 缩小申报价位的最小变动单位 提高成交率 改进资讯 强化 B 股市场信息与宣传。这是继中国证监会《关于境内上市外资股公司非上市外资股上市流通问题的通知》公开见报后，上交所为全面消除 B 股交易壁垒走出的关键一步。交易成本的下降和交易手段的便捷 是改善 B 股市场流通性的有效措施，也是当今全球市场的一个大趋势。因此，上交所的新措施可以说是 B 股市场顺应市场化要求的又一具体体现。

(4) 制约市场发展的因素。

政策取向仍是决定市场存亡的关键所在。

进入 2000 年后，在 A 股市场慢牛行情稳步走高的带动下，B 股市场表现较以往活跃，尤其是七八月间，成交量逐渐放大，投资机构及个人踊跃抢入，推动两市指数节节攀升。这一波强势行情的爆发，其根源也是基于证监会首席顾问梁定邦对 A、B 股市场将以市场化方式自然走向合并设想的合理反应。由于 A、B 股市场之间的巨大差价，投资者憧憬合并前后 B 股市场广阔的获利空间，因而对 B 股表现出前所未有的热情，并最终在市场合并将无限期延长的市场传闻中渐次退场，B 股指数一路下滑。直到 11 月，证监会主席周小川重申将允许境外投资机构直接在交易所开设 B 股账户，冷却的市场投资热情再度被激发出来，以至出现当天上证 B 指几近涨停的罕见景象。12 月底，上交所推出系列搞活 B 股市场的措施，再度将两市 B 股指数强劲上拉，并以几近本年度的最高点报收。可以说，2000 年 5—8 月的行情是由对 A、B 股合并预期所引发的，而年底行情则是以周小川的讲话为起点，与国内证券市场逐渐开放政策措施的落实相伴随，从而形成以政策推动市场振兴与发展的格局。

私募发行方式亟待改革。

私募发行是 B 股市场在创立初期，由于市场参与者对国际惯例特

别是对境外投资者及其所在国证券法律制度缺乏了解的情况下，为了简化发行程序、降低发行成本和迅速筹集资金而选用的一种方式。海外公募发行的要求十分严格，中国许多 B 股上市公司不够资格，并且公募发行的费用要高很多，因而 B 股一级市场的发行普遍采用私募发行方式。私募发行方式使一些不符合公募发行要求的公司可以通过私募方式发行上市，无需接受社会公众对其资格的评价，这实际上是降低了对 B 股上市公司资格的要求，降低了 B 股公司上市运作的起点。近年来的实践已经证明，单靠私募发行方式已越来越不能适应甚至阻碍了 B 股市场的进一步发展。在私募方式下，B 股发行公司在发行条件、信息披露标准，特别是公司上市后规范化运作等方面均不受境外成熟市场证券法规监管，不能对投资者及时提供全面的信息披露，不能直接促进 B 股市场与国际惯例的全面接轨。最严重的后果是，这种发行方式造成了 B 股市场交投稀疏、流通性差的现状。由于股权仅分配给部分机构投资者，致使股东人数严重不足。机构投资者多倾向长期持股，于是造成公司上市后成交清淡，反过来又抑制 B 股一级发行市场的顺利发展，形成市场的恶性循环。

投资者结构性问题依然存在。

在 B 股市场漫长的发展过程中，投资者分布格局已经发生了较大的变化。虽然在市场创建之初，境外机构投资者在 B 股市场中占有举足轻重的地位，这是由 B 股私募发行方式所决定的。但是，近几年来由于市场的极度低迷，境外机构在操作上多以卖盘为主，仅在行情活跃时出现零星买盘。据粗略统计，1996 年和 1997 年境外机构占有 B 股市场市场份额约 80%，2000 年迅速降至 15%，预计 2001 年将更小。与此同时，国内持汇居民投资者正逐渐替代境外机构而成为 B 股市场最大的投资主体。尤其是在 2001 年七八月期间，条件较好的营业部日新开户数可达四五十户，成交额维持在 3000 多万美元的水平，部分营业部甚至出现 B 股成交额超过 A 股的情形。

早在 1999 年前 B 股市场与 A 股市场已经存在“渗透”现象。国内公民不合法地参与 B 股交易的开户数和资金规模早已超过合法的数目。在制度上 B 股是专供境外投资者买卖的离岸金融市场，但实际上却变成了境内投资者和境外投资者共存的混合型市场。而且，随着我国对外开放与对外经济的发展，居民外币存款增幅惊人。有关统计数据显示，1992 年至 1999 年，我国居民外汇储蓄存款年均增长近 30%，目前除国家持有的 1400 亿美元左右的外汇储备外，居民手中还持有 800 亿美元左右的外汇，占国家外汇储备的 57%。这笔资金由于受相关法规的限制，主要以银行存款和现金收藏的形式存在，于是，就又形成了一方面是境内投资者大量资金无处投放，另一方面却是企业和市场求“钱”若渴的矛盾。由于缺乏合法的投资渠道，不少国内机构为了满足市场需求，千方百计寻找变通的途径，如代理开户甚至于代理换汇等，不但大大增加了资金的风险，还不可避免地给日常业务的开展带来诸多阻碍，扰乱了正常的市场秩序，形成较大的负面影响。至于解决这两种矛盾的方法其实也只是隔了一层“窗户纸”惟有开明渠、堵暗流，使国内持汇居民成为合法的投资者，将 B 股市场以适当的方式向国内居民开放。

2. 2001 年 B 股市场展望

(1) 一级市场扩容速度有望加快。

预计 2001 年我国可完成加入世贸的谈判，外资进入以及金融市场的对外开放已是可以预见的将来，B 股市场长年存在的问题将在这一变革过程中逐步得到解决。假设外国投资者可以以合资的外汇投资模式买卖 A 股，他们自然会减少买卖 B 股，上市公司也会减少发行 B 股；即使有公司再发行 B 股，B 股跟 A 股的作价最终将趋于一致。如此一来，B 股市场便失去了存在的必要性。由此推测，B 股一级市场将在今后两三年内首先解决历史遗留的预选企业的上市问题，之后逐步呈收缩状态。