

بازار اوراق

بهادار در چین

M. Spencer

ترجمه: محمدحسین حجتی

موجود در بورسهای آرژانتین و اندونزی، و به طور تخمینی برابر با ۲/۴ درصد از کل مبلغ سرمایه‌گذاری شده در بازارهای بورس تحت نظارت و کنترل سازمان مالی بین‌المللی (IFC)^۳ (شاخه بخش خصوصی گروه بانک جهانی) است.

به‌طور مشابه اوراق خزانه دولتی بین سالهای ۱۹۹۰ و ۱۹۹۴ ده برابر شد و در سال گذشته به ۱۱۳ بلیون یوان رسید و برنامه‌ریزی شده است که در سال ۱۹۹۵ به ۱۵۰ بلیون یوان برسد. هنگامی که بازار سهام داخلی چین توسعه پیدا کرد، دولت چین استفاده از بازارهای سرمایه خارجی را افزایش داد.

انتشار اوراق قرضه خارجی در طول سالهای ۱۹۹۴ به ۴/۱ بلیون دلار افزایش پیدا کرد و در فاصله اواسط سال ۱۹۹۳ تا

مالکیت سهام و اوراق بهادار مؤسسات اقتصادی، اغلب منافع ویژه‌ای - مانند اولویت در خرید خانه - برای صاحب آن داشت و سهام خریداری شده حق مالکیتی برای دارنده آن ایجاد نمی‌کرد.

ابتدا داد و ستد اوراق قرضه و سهام مجاز نبود. بازار ثانوی^۲ داد و ستد بر روی تعداد کمی از سهام و در زمینه محدودی در سال ۱۹۸۶ آغاز شد و در بورس اصلی چین در «شانگهای» و «شینزه‌ن» بترتیب در سالهای ۱۹۹۰ و ۱۹۹۱ به‌طور رسمی شروع به کار کرد.

با آنکه بازار سهام چین با تأخیر آغاز شده بود ولی در پایان سال ۱۹۹۴ سرمایه‌گذاری سهام در دو بازار شناخته شده فوق معادل ۴۳/۵ بلیون دلار شده بود، که این مبلغ تقریباً برابر است با سرمایه‌گذاری

بازار سهام چین در چند سال گذشته بسرعت توسعه پیدا کرده و به‌طور چشمگیری توجه سرمایه‌گذاران خارجی را به خود جلب نموده است. با این حال نقش این بازار در سیستم مالی داخلی و اتکای آن بر مکانیزم بازار محدود است. در شرایطی که انتظار آن نمی‌رفت و در کمتر از یک دهه بازار سهام چین برای ایفای یک نقش برجسته در دگرگونی اقتصادی پدیدار شد. این پدیده بیان‌کننده اوج یک فرایند تدریجی و آزمایشی (تجربی) و به ابتکار دولتمردان چینی به وجود آمده است.

اوراق قرضه و سهام در سپتامبر ۱۹۸۰ منتشر شد، اگرچه پیش از آن برخی از اوراق بهادار دولتی^۱ اواسط سپتامبر ۱۹۵۰ منتشر شده بود. اما ابتدا هر دو آنها تفاوت زیادی با سهام معمول (در عرف) داشت. به‌طور مثال

پایان ۱۹۹۴ سهام منتشرشده شرکتهای چینی که در بازار بورس هنگ‌کنگ پذیرفته شده بود به ۲/۴ بلیون دلار افزایش یافت. بعلاوه دو شرکت هواننگ پاور (Huaneng power) و شاندونگ هواننگ (Shandong Huaneng) در فهرست سپرده‌گذاران آمریکا (ADRS)^۴ در بورس نیویورک به ثبت رسیده‌اند. با این حال در همین مدت، توسعه بازار سهام چین تا حدودی قابل پیشبینی نبوده است.

آزادسازی اقتصادی گهگاه، اقتصاد را به سوی بی‌عدالتی سوق می‌دهد که به‌طور متناوب مقامهای مسئول را در جهت بازگشت سریع به جانب سیسم قبلی (حداقل طبق مقتضیات زمان) معطوف می‌کند.

انتخاب انتشاردهندگان اوراق بهادار
تاکنون فقط در حدود ۳۰۰ شرکت توانسته‌اند در بازارهای بورس شناخته شده در «شانگهای» و «شینزه» سهام خود را به ثبت برسانند. این تعداد کم، بازگوکننده نگرش احتیاط‌آمیز به توسعه بازار است که از سوی مقامهای مسئول چینی اعمال می‌شود.

بازار سهام چین دارای تقسیمبندی زیادی است. سه نوع سهام رایج که به‌وسیله شرکتهای چینی منتشر می‌شود به شرح زیر است:

● **سهام A** که به یوان ارزشگذاری شده و فقط به‌وسیله مردم چین نگهداری می‌شود.

● **سهام B** که در «شانگهای» به دلار آمریکا و در «شینزه» به دلار هنگ‌کنگ عرضه می‌شود و فقط سرمایه‌گذاران خارجی می‌توانند این نوع سهام را درخواست کنند.

● **سهامی** که براساس ارزش اسمی ارزی به

سرمایه‌گذاران خارجی عرضه می‌شود و به ارز خارجی در فهرست درج می‌شوند، مثل **سهام نوع H** که در بازار بورس هنگ‌کنگ پذیرفته شده است.

سهام A در پایان اکتبر ۱۹۹۴ بزرگترین قسمت از بازار اوراق بهادار (سهام) را با ارزش سرمایه‌گذاری در حدود ۴۳ بلیون دلار تشکیل می‌داد. در آن زمان ارزش سهام B پذیرفته شده در بورس در حدود ۲ بلیون دلار و سرمایه‌گذاری در سهام H کمی بیشتر، در حدود ۲/۶ بلیون دلار بود.

مکانیزم به کار برده شده در چین برای تعیین شرایط مجاز شرکتهای در انتشار سهام، خاص بوده است. به جای تکیه بر مکانیزم بازار برای تعیین بهای سرمایه در بازار اوراق بهادار قرضه و سهام از طریق اجازه دادن به همه شرکتهایی که می‌خواهند با ارائه و فروش سهام سرمایه‌شان را افزایش دهند، مقامهای مسئول چینی خود تصمیم می‌گیرند که چه شرکتهایی سهامشان را عرضه کنند.

آن دسته از شرکتهای چینی که تقاضای پذیرفته شدن سهامشان در بورس را داشته باشند، لازم است که زمین و دیگر داراییهای خود را به وسیله دیوان اموال و اداره کل املاک ارزشگذاری و سپس از دولت محلی درخواست تأیید انتشار سهام نمایند و اگر درخواست آنها تأیید شود، درخواست مشابه دیگری به کمیسیون تنظیم بازار سهام چین (CSRC) ارائه کنند. دولت مرکزی به منظور کنترل توسعه بازار، به‌طور کلی سهمیه‌ای برای سهام از نوع A برای تمام کشور تعیین کرده که ممکن است به سهمیه‌های کوچکتری برای بورسهای مختلف تقسیم شود.

در حالی که سهام تازه منتشرشده در سال ۱۹۹۲ به میزان ۱۰/۹ بلیون یوان تخمین زده می‌شد، در سال ۱۹۹۳ سهمیه فوق‌برابر

با ۵ بلیون یوان و در سال ۱۹۹۴ برابر با ۵/۵ بلیون یوان بود.

در ارتباط با این محدودیت فراگیر، از هر استان یا شهر فقط یک یا دو شرکت در بورس سهام پذیرفته می‌شوند. با این حال مقامهای مسئول در بعضی مواقع به شکل دیگری عمل می‌کنند، که جدیدترین مورد آن مربوط به ماه ژوئیه ۱۹۹۴ است که به‌منظور پشتیبانی از بازار، طرح انتشار سهام را به تعویق انداختند.

سهمیه‌ای برای ثبت سهام B وجود ندارد اما فرایند تأیید پیچیده‌تر است و به‌طور شدیدتری کنترل می‌شود و شرکتهای باید اقل، نیازمندی خود را به ارزش اثبات کنند. همچنین با اعمال مکانیزمهای دیگری دولت می‌تواند انتشار سهام را کنترل کند. به‌عنوان مثال در سال ۱۹۹۳، انتشار سهام از نوع B از جانب ایالتهایی که به وظایف و تعهدات مالی خویش عمل نکرده و سهمیه تعیین شده از اوراق خزانه دولتی را توزیع و تعهد نکرده بودند، ممنوع شد.

در انتخاب انتشاردهندگان سهام نوع H، سهمیه‌ای وجود ندارد، اما تقریباً به‌طور کامل به‌وسیله دولت مرکزی منتشر می‌شود. تأکید آنها در فرایند انتخاب بر روی شرکتهای خیلی بزرگی بوده که به سرمایه زیادی نیاز داشتند و می‌توانستند درآمد ارزی کافی جهت پرداخت سود سهام ارزی تحصیل نمایند.

دولتمردان همچنین شرکتهایی را انتخاب می‌کنند که قبلاً در سطح بین‌المللی شناخته شده باشند، مانند «تسینگ تائو بری وری» (Tsingtao Brewery) که اولین شرکتی بود که در فهرست سهام نوع H درج شد.

دولتمردان چینی آشکارا نشان داده‌اند که، به‌جای اینکه به مکانیزم بازار اجازه دهند که براساس حداقل استانداردهای

دربزرگرفته شده در قانون سهام و قانون شرکتها و شرایط لازم برای پذیرفته شدن در بازار بورس سهام، شرکت انتشار دهنده را انتخاب نمایند، از استراتژی «دست چین» کردن استفاده می‌کنند. استفاده از این روش تا حدودی ناشی از نداشتن اطلاعات کافی از مقررات بازار و قیمت‌هایی است که به وسیله مکانیزم بازار اعمال می‌شود.

از آنجا که چین‌ها دارای اقتصاد متکی بر بازار هستند شاید استفاده از نگرش مبتنی بر بازار برای انتشار سهام امکان‌پذیر نباشد. دلیل منطقی مهمتر شاید، اعتقاد دولتمردان به تداوم کنترل در تمامی مراحل فرایند آزادسازی اقتصادی بوده است. این نگرش با نگرش عمومی به کار رفته در اصلاحات چین که قایل به تجربه و آزمایش است مطابقت دارد.

در حقیقت ممکن است چنین مداخله‌هایی از جانب دولت، عدم تقارن اطلاعاتی بازار بین شرکت‌های داخلی و سرمایه‌گذاران خارجی را حل کند. کنترل شدید در تصمیمات قیمت‌گذاری و انتشار سهام که از سوی مقام‌های مسئول چینی اعمال می‌شود، می‌تواند با تأمین حداقل کنترل کیفی در انتشار سهام، موجب اطمینان سرمایه‌گذاران از نبودن تقلب و تبانی در بازار شود و بدین وسیله امکان ایجاد اخلاق و آشفتمندی که ممکن است احساسات عمومی را نسبت به آینده توسعه بازار تحریک نماید کاهش دهد. این استراتژی می‌توانست موجب آشفتمندی و اشکال شود اگر فاکتورهای غیراقتصادی از قبیل تمایل به گسترش سهام در مناطق خاص می‌توانست اثر تعیین‌کننده‌ای در فرایند تصمیم‌گیری داشته باشد. چرا که موجب می‌شد که بعضی از شرکتها مجاز به انتشار و عرضه سهام شوند، در حالی که شرکت‌های سودآورتر مشابه، به چنین کاری

مجاز نباشند.

شرکت دولتی

علاوه بر متنوع نمودن منابع مالی موسسه‌ها، ایجاد سیستمی از شرکت‌های دولتی که از دیوانسالاری تبعیت نکنند، دلیل منطقی دیگری برای توسعه بازار سهام شرکت‌هاست. نخستین گام در این فرایند، آزاد کردن شرکتها از کنترل مستقیم دولت از طریق تشویق آنها برای تبدیل به شرکت سهامی با مدیریت مستقل بود که نخست با

موسسه‌های اقتصادی و اشخاص از فرصت‌های جدید ایجاد شده سرمایه‌گذاری و تجارت تحت مکانیزم بازار به حساب سایر بخش‌های اقتصادی که زیر کنترل مقررات تنظیم بازار هستند، نفع می‌برند.

اکثریت صد درصد مالکیت دولتی سهام ایجاد می‌شد.

دومین مرحله هدایت شرکتها در جهت تأمین نیازهای مالی آنها از جانب خودشان بود. در حالی که شرکت‌های بزرگ هنوز می‌توانستند پس از تبدیل به شرکت سهامی، از اعتبارات بدون در دسر بانکی بهره‌مند شوند، شرکت‌های کوچکتر مجبور بودند برای دریافت اعتبارات بانکی، درباره تضمین‌های مورد درخواست بانک، با سیستم بانکی مذاکره کنند. بعلاوه بانکها انتظار داشتند که وام‌های شرکتها، بازپرداخت شود. همچنین پس از تأیید و پذیرش مقام‌های مسئول تنظیم‌کننده بازارها شرکتها مجاز به انتشار اوراق قرضه و سهام برای ارائه به عموم می‌شدند. با این حال

تاکنون فقط کمتر از ۳۰ درصد از افزایش سرمایه شرکتها از انتشار سهام و اوراق بهادار تأمین شده است.

دولت تشخیص داده بود اگر بخواهد شرکتها را از کنترل مستقیم دیوانسالاری دور نگهدارد، لازم است راه‌های جدیدی برای گسترش حس فرمانبرداری و انتظام مدیران ایجاد شود. این امیدواری وجود داشت که اصلاح بخش بانکداری بتواند این نیاز را برآورد. در حقیقت پیشاپیش بانکها می‌توانند از طریق ملزم کردن شرکتها به بازپرداخت منظم اقساط وام‌هایشان، نظم مالی را در شرکتها به اجرا درآورند.

اگر یک شرکت نتواند با استفاده از سرمایه‌گذارهایی که به وسیله دریافت وام تأمین مالی شده یک جریان نقدی منظم ایجاد نماید، ممکن است قادر به پرداخت بدهی‌هایشان نباشد و در نتیجه ورشکست شود.

بانکها همچنین دستیابی کامل به جزئیات مفصلی درباره وضعیت مالی شرکت‌های وام‌گیرنده را به عنوان شرطی برای دریافت وام و تمدید آن مطرح کرده و این کار را با مشاهده جریان وجوه شرکتها، از طریق زیر نظر گرفتن حساب جاری آنها که اغلب در بانک‌های اعتباردهنده نگهداری می‌شود، اعمال می‌کنند.

از آنجا که هزینه سرمایه و نرخهای بهره وامها، تا حدود زیادی خارج از کنترل شرکتها بوده و چون بانکها جریمه‌ای برای وام‌های بازپرداخت نشده در موعد مقرر (وام‌های پرداخت نشده انباشته) تعیین نمی‌کنند، امکان زیادی برای ترغیب وام‌گیرندگان به اجرای قراردادهای وام ندارند. برای مثال اگرچه قانون ورشکستگی در سال ۱۹۴۸ به تصویب رسید، ولی تا پایان سال ۱۹۹۳ فقط ۲۰ دادخواست برای ورشکستگی به دادگاه ارائه شد. مدیران

منحصراً در اختیار شهروندان چینی است، براساس میزان نقدینگی بوده تا عملکرد شرکت.

سرمایه‌گذاران به اطلاعات موثق و بهنگام شده درباره شرکت‌های مورد سرمایه‌گذاری نیازمند بوده و مایلند که فعالیتهای شرکت را از نزدیک زیر نظر داشته باشند. این قبیل اطلاعات معمولاً در دسترس نیست. بعلاوه از آنجا که هنوز در چین موسسه‌های سرمایه‌گذاری خصوصی ایجاد نشده، سهام به‌طور پراکنده‌ای در میان مردم پخش شده است. به‌دلیل نبودن اطلاعات کافی درباره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، هریک از سهامداران در جهت کسب آگاهی نسبت به وضعیت مالی شرکتها و چگونگی عملکرد مدیران، متحمل هزینه‌های چشمگیر می‌شوند که قابل ملاحظه است.

با این حال، در چنین وضعیتی هر نشانه‌ای از عملکرد با کیفیت پایین به فروش سهام منجر می‌شود. بعلاوه مقررات و گذاری کلی شرکتها به‌گونه‌ای طرح شده که تکیه کردن به این مکانیزم را در جهت انتظام بخشیدن و ارتقای عملکرد مدیران با اشکال مواجه می‌سازد. مهمترین مکانیزمی که به‌وسیله آن مکانیزم بازار سهام می‌تواند به‌طور ثمربخشی انتظام را بر شرکتها حاکم نماید، فرایند پذیرش سهام شرکتها در بورس است. مقامهای مسئول تنظیم‌کننده بازار و موسسه‌های چینی مسئول اوراق بهادار خارجی گزارش کرده‌اند که چون شرکتها اطلاعات موردنیاز عموم را منتشر می‌کنند و حسابرسیهای مالی انجام می‌دهند، می‌توان پذیرفت که آنها براساس معیارهای بین‌المللی حسابداری عمل کرده و سطح مهارت و تخصص مالی خود را ارتقاء بخشیده‌اند.

اقدامات مقدماتی برای پذیرش

با آنکه بازار سهام چین با تأخیر آغاز شده بود ولی در پایان سال ۱۹۹۴ سرمایه‌گذاری سهام در دو بازار شناخته شده فوق معادل ۴۳/۵ بیلیون دلار شده بود.

شرکت ناراضی باشند، می‌توانند سهام خود را به فروش برسانند. اگر در نتیجه واکنش سهامداران ناراضی کاهش مهمی در قیمت سهام ایجاد شود، احتمال دارد آن شرکت برای پیدا کردن سرمایه‌گذاران جدید با مشکلات بیشتری روبه‌رو شود. اگر قیمت به میزان زیادی سقوط کند، آن گروه از رقبای مدیران که معتقدند از مدیریت فعلی تواناترند ممکن است بطور جدی برای جانشینی آنها کوشش نمایند. بنابراین مدیران برای از دست دادن موقعیتشان، در اداره شرکت به کاراترین و مؤثرترین شکل ممکن سعی خواهند کرد.

بازار اوراق بهادار در چین برای اعمال نقش انتظامی خود با موانعی چند روبه‌رو است. به‌نظر می‌رسد که تاکنون گزینش در سهام نوع A، یعنی همان سهامی که

بانک تصدیق می‌کردند که آنها ترجیح می‌دهند به جای آنکه با اعمال قانون ورشکستگی به همکاری و رابطه با شرکتها خاتمه دهند بهره‌های پرداخت نشده را به حساب سرمایه بانک در دفاتر مالی‌شان منتقل کنند.

بازار اوراق بهادار مکمل و جانشینی برای ایجاد انتظام در سیستم مالی از طریق دو مکانیزم احتمالی فراهم می‌کند. نخست از آنجا که سهامداران دارای حقوقی در سود انباشته شرکت هستند، به منظور اطمینان از انجام اقدامات لازم در جهت به حداکثر رساندن ارزش هر سهم بر عملکرد مدیریت نظارت می‌کنند.

دوم آنکه، درخور عرضه شدن سهام در بازار سهام می‌تواند باعث انتظام شرکت شود. حداقل اگر سهامداران از عملکرد

دربورس، مستلزم عقلانی شدن عملکرد شرکتها و تفکیک فعالیتهای غیرمولد از سایر فعالیتهای مولد است. به کارگیری نیروی مدیریت در جهت توجه بیشتر به سودآوری هریک از فعالیتهای شرکت، موضوعی است که هنگام استفاده از منابع مالی تضمین شده سیستم قبلی کار بسیار کم اهمیتی به شمار می‌رفت.

تاکنون فقط در حدود ۳۰۰ شرکت توانسته‌اند در بازارهای بورس شناخته شده در «شانگهای» و «شینزه» سهام خود را به ثبت برسانند. از آنجا که چینیه‌ها دارای اقتصاد متکی بر بازار نیستند شاید استفاده از نگرش مبتنی بر بازار برای انتشار سهام امکانپذیر نباشد.

اعتبارات بانکی و سهام

مقامهای مسئول چینی با زحمت و تلاش کوشش کردند که رابطه‌ای بین بانکداری و بازار سهام ایجاد کنند. تاکنون بازارهای سهام به‌طور چشمگیری دارای منابع مالی کم‌اهمیت‌تری نسبت به سیستم بانکی بوده‌اند و ضریب (نسبت) منابع تأمین شده از محل صدور سهام به‌وسیله شرکتها به کل بدهیهای بانکی از کمتر از یک درصد در سال ۱۹۸۷ و فقط به ده درصد در سال ۱۹۹۳ افزایش یافته است.

در واقع دلیل منطقی مهم در مورد اینکه چرا مقامهای مسئول بر نیاز اصلاح سیستم بانکی داخلی تأکید می‌کنند، این است که تشخیص داده‌اند که بانکها برای همیشه

به‌عنوان منبع اصلی تأمین مالی موسسه‌ها باقی خواهند ماند.

نمود دیگری از رابطه بانکداری و سهام، استفاده از اعتبار بانکی برای تأمین منابع مالی فعالیتهای مربوط به سهام است.

تا اوایل سال ۱۹۹۳ بانکها به‌طور جدی به بازار بورس وارد شده بودند. زیرا بیشتر موسسه‌های کارگزاری سهام تابع یا وابسته به بانکها بودند و بازار بورس هم به‌وسیله بانک ملی چین (PBOC) تنظیم می‌شد.

با این حال مقامهای مسئول نتیجه ترکیب بانکداری و بازار سهام را دور شدن اعتبارات از بخش مولد اقتصاد و بی‌دفاع گذاشتن بانکها در مقابل شکلهای جدیدی از ریسک که اطلاعات و تجربه آن را نداشتند و یا اطلاعاتشان اندک بود، می‌دانستند.

بنابراین آنها قانونی تنظیم کردند که نتیجه عملی آن جداسازی کامل این دو رشته از هم بود. بانکها مجبور شدند که کارگزاریهای بورس خود را تعطیل و یا واگذار کنند و وامهای پرداختی به کارگزاران و سرمایه‌گذاران را پس بگیرند، و آنها از داشتن هرگونه رابطه دیگری با بازار سهام منع شدند. به‌عنوان مثال وام پیش پرداخت یا تفاوت ارزش وجود ندارد و موسسه‌های کارگزاری مجاز نیستند که از بانکها به هر نوع درخواست حمایت و اعتبار مالی نمایند.

مسلم است چنین تصمیماتی منجر به کاهش نقدینگی در بازار ثانویه می‌شود. همچنین فقدان نقدینگی می‌تواند احتمال عدم ایفای تعهدات را افزایش دهد. زیرا در شرایط فقدان امکانات اعتباری بانکی، منابع مالی در دسترس برای تمام بخشهای بورس سهام کاهش می‌یابد. در نهایت مقامهای مسئول مجبورند که احتمال وقوع بهای چنین مخاطراتی را در مقایسه با مخاطرات مربوط به توسعه بازار سهام بر جریان اعتبار یا زیان رساندن به صنعت بانکداری، مورد

توجه قرار دهند.

نگرانی درباره نقدینگی و کاهش قیمت بازار سهام A، کمیسیون انتظامی اوراق بهادار چین (CSRC) را به ارائه پیشنهاد (طرح) ترغیب کرد. در ژوئیه ۱۹۹۴ بانکها مجوزی برای ارائه وام به موسسه‌های

علاوه بر متنوع نمودن منابع مالی موسسه‌ها، ایجاد سیستمی از شرکتهای دولتی که از دیوانسالاری تبعیت نکنند، دلیل منطقی دیگری برای توسعه بازار سهام شرکتهاست.

کارگزاری و شرکتهای سرمایه‌گذاری چینی -خارجی دریافت کردند که به‌منظور مدیریت مشترک (دوجانبه) و با هدف به وجود آوردن امکان سرمایه‌گذاری خارجی در سهام نوع A صادر شده بود. ارائه این طرح موجب افزایش سریع و فوری قیمت سهام A شد. با این حال هنگامی که دیگر نهادهای دولتی شامل بانک مردم چین، با پیشنهادات ارائه شده مخالفت کردند، قیمتها به همان سرعت سقوط کرد.

تنظیم مقررات (نظامنامه)

بازارهای سهام (اوراق بهادار) چین از آغاز تاکنون به دلیل نداشتن استراتژی منسجم دولت برای توسعه بازار و به دلیل نداشتن مقرراتی یا ساختار مناسب تحت فشار قرار گرفته است.

قانون شرکتهای که به مفاهیم اساسی نظیر شرکتهای با مسئولیت محدود و شرکت سهامی و تضامنی رسمیت می‌بخشد، با تأخیر، و در اوایل سال ۱۹۹۴ به تصویب رسید اما هنوز قوانین مشابهی برای برقراری

مقررات ملی در مورد کارگزاریهای سهام و بازارهای بورس به تصویب نرسیده است. در نتیجه اغلب اوقات عدم قطعیت کافی دربارهٔ اهرمهای قانونی برای انتشار و داد و ستد سهام وجود داشته و حتی قوانین و آئین‌نامه‌های داخلی (محلّی - موضعی) عموماً به صورت کم‌دوامی به اجرا درآمده‌اند.

ابتدا بانک مردم چین (PBOC) ابتکار توسعه و تنظیم بازارهای سهام را از طریق اداره تنظیم بازار سهام در پکن به عهده گرفت. از آنجا که بازارهای سهام در مراکز سراسر کشور سرعت فعال شدند، از همان ابتدا این مسئولیت غیرمتمرکز شد و شهرداریهای محل و شعبه‌های بانک مردم چین مهمترین نقش را در نظارت مستقیم عهده‌دار شدند.

بانک مردم چین ضمن دادن مجوز به موسسه‌های کارگزاری سهام و بازارهای بورس، پذیرش اعضای جدید در بورس را تصویب می‌کرد در حالی که مسئولیت تنظیم بازارها به عهده مقامات محلی بود. دولت مرکزی در بیشتر مواقع اقدامات جدید مانند داد و ستد در بازار ثانوی یا انتشار نوع جدیدی از اوراق بهادار (سهام) را پس از تأیید مقامات محلی می‌پذیرفت. در نتیجه وجود مقرراتی با ساختار غیرمتمرکز، بازارهای گوناگون مقررات و قوانین ویژه خود را بوجود آوردند، و سیستم موازی برای داد و ستد، تهاتر و تسویه را ابداع کردند. این کار تکراری نیاز به مقررات با ساختار مرکزی را توجیه می‌کند. چنین ساختاری در اکتبر ۱۹۹۲ از سوی شورای ایالتی با وضع قانون متمرکز ایجاد شد. یک ساختار دو سطحی شامل کمیته شورای ایالتی سیاستگذاری اوراق بهادار (SCSPC) و بازوی اجرایی آن کمیسیون انتظامی اوراق بهادار چین به وجود آمد.

شورای ایالتی سیاستگذاری اوراق بهادار مرکب از نمایندگان چهارده وزارتخانه دولتی از جمله وزارت اقتصاد و شورای ایالتی برای اصلاح سیستم اقتصادی تشکیل شده و اولین مرجع مسئول در تهیه پیش‌نویس قانون و مقررات سهام و تدوین راهنماییها و قانون توسعه بازار اوراق قرضه دولتی محسوب می‌شود.

کمیسیون انتظامی اوراق بهادار چین مرجع مسئول در اجرای آئین‌نامه‌ها و

با آنکه بازار سهام چین با تأخیر آغاز شده بود ولی در پایان سال ۱۹۹۴ سرمایه‌گذاری سهام در دو بازار شناخته شده فوق معادل ۴۳/۵ میلیارد دلار شده بود.

نظارت بر بازارها و موسسه‌های کارگزاری سهام است.

بورسها نیز به کوشش خود برای تعیین شرایط موردنظر خود برای پذیرش سهام در بورس و ادامه فعالیت به عنوان موسسه‌های مستقل و خود نظم ادامه می‌دهند.

کمیته انتظامی اوراق بهادار چین (CRSC) فعالیت خود را از آوریل ۱۹۹۳ با انتشار آئین‌نامه‌ای موقت در مورد سازماندهی صدور معامله اوراق بهادار که جاننشینی برای آئین‌نامه‌های گوناگون مقامهای مسئول محلی به شمار می‌رفت آغاز کرد و بدین طریق برای آینده، شالودهٔ تدوین و تصویب قانون ملی (فراگیر) را فراهم کرد. درخور توجه است که پیش‌نویس مذکور هنوز هم به قانون تبدیل نشده است. این مقررات پیش‌نیازهای صدور اوراق بهادار و عملیات قابل قبول در بازارهای اولیه و ثانویه را معین می‌کرد.

آنها همچنین ملزومات اجرایی برای موسسه‌های کارگزاری بورس را مشخص نموده و چگونگی نظارت بر این موسسه‌ها، وضع جرائم در مورد تقلب در سهام و بورس، چگونگی خریدن سهام یک مؤسسه از سوی مؤسسه دیگر و ادغام دو یا چند مؤسسه با مالکیت مشترک را تعیین می‌کنند.

بانک مردم چین (PBOC) نقش خود را در دادن مجوز برای موسسه‌های کارگزاری سهام حفظ کرده، اما کمیته انتظامی اوراق بهادار چین شرایط معتبر بودن (شایستگی) و حدنصاب سرمایه را تعیین می‌کند، و نیز بر فعالیتهای روزانه آنها نظارت می‌کند.

به طور مشابه، وزارت دارایی چین برای موسسه‌های حسابداری مجوز فعالیت حرفه‌ای صادر می‌کند، اما کمیته انتظامی اوراق بهادار چین (CSRC) شرایط معتبر بودن موسسه‌های کارگزاری را تعیین و بر فعالیتهای آنها نظارت می‌کند. وزارت دادگستری به وکلا و حقوقدانان پروانه کار می‌دهد، اما کمیته انتظامی اوراق بهادار چین (CSRC) بر فعالیتهای آنها در زمینهٔ اوراق بهادار نظارت می‌کند. کمیته انتظامی اوراق بهادار چین (CSRC) همچنین بر تطابق گزارشدهی و دیگر وظایف شرکتهای پذیرفته شده در بورس با آئین‌نامه مربوطه نظارت می‌کند.

مشاهدات

شتاب توسعه بازار اوراق بهادار و بویژه بازار سهام، بدرستی توجه محافل و اجتماعات سرمایه‌گذاری بین‌المللی را جلب کرده است. با این حال این فعالیتهای هنوز بخش کوچکی از سیستم مالی چین را می‌پوشاند. تقسیم بازار سهام که هنوز ادامه دارد، نقدینگی را در بازارهای ثانویه محدود کرده و بزرگترین قسمت بازار یعنی سهام

نوع A را در استفاده از ابزارهای تحلیلی و تجربه‌های تجاری به کار رفته در بازارهای کشورهای صنعتی باز می‌دارد.

روشی که در توسعه بازار سهام چین دنبال می‌شود از روش آزمون و خطای به کار گرفته شده در سایر جنبه‌های فرایند اصلاحات چین پیروی می‌کند. نتیجه اینکه فرایندی ناهماهنگ وجود دارد که در آن موسسه‌های اقتصادی و اشخاص از فرصتهای جدید ایجاد شده سرمایه‌گذاری و تجارت تحت مکانیزم بازار به حساب سایر بخشهای اقتصادی که زیر کنترل مقررات تنظیم بازار هستند، نفع می‌برند.

در بعضی موارد مقامهای مسئول، برای ترویج آزادسازی در سایر بخشها تحت فشار قرار دارند. به عنوان مثال ناگزیرند نرخ بهره سپرده‌های بانکی را افزایش دهند.

با این حال در دیگر مواقع همچون بهار سال ۱۹۹۳ این ناهماهنگیها به ایجاد شرایط سخت برای بخش خارج از مقررات تنظیم بازار می‌انجامد. در فقدان یک استراتژی هماهنگ و صریح که از سوی دولت مرکزی تدوین شده باشد و نیز بنیانهای قانونی مستحکم، توسعه بیشتر بازار سهام امکانپذیر نیست چرا که روشن نیست که مقامهای مسئول آنگاه که احساس کنند بازار سهام دوباره رشد سریعی پیدا کرده، چه واکنشی در برابر آن خواهند داشت.

سرمایه‌گذاری خارجی در سهام چینی
اگرچه تمایز بین سرمایه‌گذاران خارجی و داخلی در کشورهای توسعه‌یافته غیرمعمول نیست اما روش چین در مورد انتشار سهام، منحصر به فرد است زیرا الزاماتی که برای افشای اطلاعات مربوط وجود دارد در ارتباط با نوع سهام سرمایه‌گذاران بالقوه، متفاوت است. این تمایز، انعکاسی است از آگاهی

دولتمردان به این نکته که سرمایه‌گذاران خارجی نسبت به سرمایه‌گذاری در شرکتهایی که اطلاعات کافی از آن ندارند با بی‌میلی عمل می‌کنند. بنابراین انتشاردهندگان سهام نوع B که اولین بار در فوریه سال ۱۹۹۲ منتشر شد، مجبور بودند که صورتهای مالی خود را طبق استانداردهای بین‌المللی حسابداری تهیه کنند. در حالی که انتشاردهندگان سهام نوع A چنین اجباری نداشتند.

بعلاوه، انتشاردهندگان سهام نوع H که در ژوئیه سال ۱۹۹۳ ایجاد شد، برای پذیرش سهام خود در بورس اوراق بهادار هنگ‌کنگ (SEHK)، ناچار به ارائه صورتهای مالی براساس معیارهای آن بورس هستند که الزامات بیشتری برای افشای اطلاعات نسبت به هر یک از دو بورس اصلی چین دارند.

با امکان انتخاب خرید سهام B یا H، سرمایه‌گذاران خارجی به سمت سهام نوع H متمایل شدند. سرمایه‌گذاران بین‌المللی در شرایطی که فقط سهام نوع B در اختیار آنان قرار داشت، علاقه چشمگیری به آن نشان دادند و حجم معاملات که در ابتدا کم بود، فزونی یافت.

با این حال در بهار ۱۹۹۳ که شرکتهای انتشاردهنده سهام B سرگرم تهیه صورتهای مالی عملکرد سال ۱۹۹۲ بودند گزارشهای فوق‌الذکر براساس استانداردهای بین‌المللی حسابداری انجام نداده و بدین ترتیب آئین‌نامه انتشار سهام نوع B را نقض کردند.

بعلاوه، پس از چندی مشخص شد که برخی از انتشاردهندگان سهام B از طریق سفته‌بازی در املاک و یا بازار سهام، یا به‌طور ساده از طریق وام دادن ارزهایی که دریافت کرده بودند مرتکب سوءاستفاده شده بودند. در اواخر ژوئن سال ۱۹۹۳ قابلیت تبدیل به نقد شدن سهام B به‌طور

کامل وجود داشت اما این قابلیت از بین رفت و قیمتها بسرعت سقوط کرد. پذیرش غیرمنتظره سهام شرکتهای چینی در بورس اوراق بهادار هنگ‌کنگ (SEHK)، که از ژوئیه سال ۱۹۹۳ آغاز شد، به مثابه جانشین برتروبه‌شکل سهام H برای سهام B به‌وجود آمد.

این سهام در بازار اولیه به‌خوبی پذیرفته شد و پس از درج در فهرست سهام پذیرفته شده، از رونق خوبی در بازار ثانویه برخوردار بوده است.

۱. Government bonds: بدهی مستقیم تعهدشده دولت. مطمئن‌ترین نوع اوراق قرضه شامل اسناد خزانه (Treasury bonds) که در آمریکا عبارت است از یک سند مالی که دارنده‌اش مستحق دریافت اصل پول و بهره متعلق به آن پس از سی روز است.

۲. Secondary market: بازار ثانوی. الف: نوعی بازار که در آن تولیدکنندگان کالا، خود نقش فروشنده را ندارند. ب: بازاری است برای اوراق بهادار که در آن صادرکنندگان سهام، خود نقش فروشنده ندارند.

۳. IFC: شرکت مالی بین‌المللی: سازمانی است بین‌المللی که در سال ۱۹۵۰ برای تکمیل وظایف بانک بین‌المللی نوسازی و توسعه تشکیل شد. این شرکت در موسسه‌های خصوصی سرمایه‌گذاری می‌کند بی‌آنکه نیازی به تضمین دولتهای ذریبط باشد.

۴. American depository receipt (ADR): رسید قابل انتقال به شکل یک گواهی برای تعدادی از سهام ذخیره یک شرکت خارجی که در بازارهای بورس آمریکا دقیقاً به همان شکلی که هر سهم دیگر آمریکایی مورد داد و ستد واقع می‌شود، خرید و فروش می‌شود.

۵. Cash flow: گردش وجوه نقد - جریان وجوه: حدود و میزان پرداختها و دریافتهای نقدی مؤسسه در طول یک دوره.

۶. Take-over: خریدن یک شرکت - کنترل شرکتی از جانب شرکتی دیگر.

منبع: