

论尽快建立证券市场筹集外资的机制

卢平 张流泉

改革开放以来,我国引进外资有了长足发展,利用外资为经济建设服务已成为我国对外经济关系不可缺少的组成部分。随着社会主义市场经济和金融市场的发展,利用证券市场筹集外资,客观上已经十分必要。但我国证券市场还处于不发达不健全的低级状态,在利用证券市场筹集外资的认识上还存在着差异。如何在社会主义市场经济条件下,建立并完善利用证券市场筹集外资的机制,将世界资金市场的资金分流于我国,本文就这一问题作如下探讨。

一、利用证券市场筹集外资的特点

1. 数额大

当今许多国家资金以不同形式流向国际证券市场。从总体看,投资证券的资金来源主要是经济发达和有一定实力的国家。资金主流表现为发达国家之间的对流,且额度较大,这对于急需资金的发展中国家来说筹资是有一定难度的。但从趋向看,世界游资倾斜证券市场的现象,却又显示出证券市场上可利用的外资潜力很大。例如,日本对外贸易每年都有大量顺差,如何平衡国际收支和利用剩余资金成为难题;中东产油国也同样面临国内经济结构单一,投资选择面窄,赚取的大量石油利润如何再投资于国际证券市场的问题。

2. 期限长

证券市场筹集的外资是以中长期为主的,发达国家证券市场与生俱来有一个鲜明的特点:大多以股票、长期债券等中长期投资工具为主要交易对象。名列前茅的伦敦股票交易所所经营的有价证券7000余种,其市价达10000亿英镑,其中十分之九是股票和债券。纽约证券市场中国外公司发行的证券,中长期的占总数的75%以上。

3. 筹资快

证券市场是资金活动的一个重要枢纽,它连接着资金供需双方。在证券市场上通过证券的买卖可随时变闲置资金为建设资金,并按市场供求规模调节资金的投向和投量。证券投资手续简便、方式灵活,投资者可预测基本收益,并可随时变现或转让证券,不失为一种良好的投资方式。我国截止1991年末已发行中长期债券达2216亿元,对经济的发展起了重要作用。但我国证券市场在外资的筹集上仍显得不足,亟待开拓、完善。

证券市场利用外资的上述特点,可为我国经济建设提供良好的利用外资条件。

二、利用证券市场筹集外资的必要性和可能性

首先, 利用证券市场筹集外资具有必要性

我们知道, 我国经济金融体制改革的重要内容之一, 就是通过培育和发展证券市场, 建立和健全我国的长期资金市场, 为经济改革和建设开拓新的融资渠道。其他国家和地区的经验表明, 国内证券市场的培育和发展应走国际化的道路。这不但在欧美等发达国家如此, 而且在新加坡、韩国、香港等发展中国家和地区也同样如此。因此, 笔者认为, 利用证券市场筹集外资不但能大大拓宽利用外资的渠道, 而且还可以促进我国证券市场的健全发展, 是一举多得的好事, 故有其必要性。

其次, 利用证券市场筹集外资具有可能性

最近几年, 外国投资者主要是机构投资者, 尤其是欧美国家的一些养老基金会, 积极扩大对外证券投资, 其资金规模相当可观, 而且还在继续增长。他们根据投资风险分散原则从事投资, 注重开拓新的市场, 以寻求更高的利润, 并希望能得到政府税收方面的一些优惠, 从而形成了一股不小的对外证券投资热。一些资料表明, 目前机构投资者看好在发展中国家和地区进行证券投资。现在, 全球范围内的证券投资年增长额已达到了约 100 亿美元, 只要发展中国家和地区创造必要的投资环境, 其中的 10~20 亿美元流向这些国家和地区是不成问题的。笔者认为, 只要我们坚定不移地贯彻执行改革开放的政策, 并切实采取一系列措施改善我国的投资环境, 是能利用证券市场筹集外资的。故利用这一渠道引进外资, 具有可能性。

三、积极开拓, 建立和健全利用证券市场筹集外资的机制

随着我国经济、金融体制改革的深入, 对外开放步伐的加快, 我国的证券市场已有足够的吸引力使外商投资者前来投资。可以说, 这是一项涉及社会许多方面的系统工程, 如何在社会主义市场经济条件下, 通过证券市场筹措大量的建设资金推进我国经济发展, 笔者认为应从以下几方面着手:

1. 中央银行应积极引导和调控我国证券市场的建立和发展

(1) 中央银行应统筹金融市场全局, 研究制订证券市场管理的方针、方向、长短期计划战略, 组织证券市场筹集外资试点和推广; (2) 对证券发行者的信誉、经营状况、偿还能力等方面进行可行性论证, 并掌握必要的可控因素, 切实保护外国投资者的利益, 维护我方信誉; (3) 在经济发达地区率先建立证券交易中心, 对于证券市场的证券种类、交易方法应允许市场自律; (4) 应制定并切实完善证券市场的法规、条例, 规范统一证券的发行和交易, 完善证券机构管理和交易程序, 采用现代化通讯设施和信息反馈系统, 创造良好的证券投资环境。

2. 建立存款保障制度, 控制资金外流

随着我国参与国际交流的步伐明显加快, 跨国公司、三资企业如雨后春笋, 经济交往日益国际化, 使我国的一些企业在自身利益的驱动下, 将钱存入境外银行成为可能。因此, 建立存款保障制度, 稳定国内企业资金, 已成为我国发展经济的历史性选择。建立存款保障制度其核心是建立储户

利益保障基金制度。就是以银行的存款余额、上升额度为参数,每年提取一定专项基金,当储户的利益因市场物价上涨而受到损害时,得到一定的补贴,从而稳住“笼中虎”,使银行在恶化的经济环境中有足够的资金调节经济,实现稳定市场、稳定经济这一目的。其实,我国在1988年抢购风迭起后,推出的保值储蓄就是这方面的一种尝试,但它只是临时性的,在储户中缺乏应有的信誉,其作用难以得到充分发挥。因此,建立储户利益保障基金制度,并用法律的形式定下来,既可使银行取信于民,提高信誉,又可使储蓄存款保持相对的稳定性。此外,在稳定币值的基础上,不断拓展消费信用业务;按资金价格规律办事,制订计划利率与市场利率相结合的新的存款保障体系,保险公司可以开办储蓄保值保险,当货币贬值时,参照国家公布的物价上涨指数,向储户赔偿存款贬值损失,从而使储户的利益得到“双保险”。

3. 加快步伐发行国际债券

自改革开放以来,我国已有七家金融机构在海外发行公司债券。至1992年末,债券未偿的金额约50余亿美元。但我国对国际债券市场的参与,尚处于尝试与起步阶段。我国国际债券发行的90%以上均为固定利率债券,主要集中于东京、法兰克福、香港与伦敦债券市场。扩大我国国际债券发行额,需要不断实践摸索,对主要西方国家的经济情况、主要金融市场的结构、特点、债券发行的程序、市场上债券发行的趋势、新的债券及金融工具,国际上著名证券公司和银行在各个市场、不同币种债券发行方面所具有的能力及业务量要进行深入地分析研究,大规模地进入国际债券市场这一重要的融资领域。我国可利用自身现有条件,争取借入较大数额和较长期限的国际银团贷款的同时,加快步伐发行国际债券。目前国际利率水平趋低为我国进入国际债券市场提供了有利时机。我国可积极进入欧洲债券市场,发行以欧洲美元、欧洲德国马克和欧洲日元为面值的债券,也可以增发以欧洲货币单位为面值的债券,这种币种相对稳定坚挺。从利率类别上看,固定利率债券较为适宜,可以减少将来利率上升后的利息支付。此外,在现行的体制下,我国优秀的大企业集团可通过“窗口”,委托发行国际债券,代筹资金。西方有些国营大企业发行国际债券有政府担保。我国大型企业发行国际债券可以探讨与效益好的项目挂钩,或在开始阶段有银行信用担保,在企业信誉建立以后,再直接以企业信用发放债券。

4. 逐步扩大B股的发行

通过发行股票利用外资不仅是引进外资的新途径,而且较之对外借款、对外发放债券和引进外商直接投资等方式具有明显的优越性。对外国投资者而言,股份投资是一种符合国际惯例且熟悉的投资方式,而且股份投资不必对投资项目进行长期的论证考察,投资方式灵活便捷。为进一步引进外资,应扩大B股发行市场。(1)允许效益好的国内企业也发行B股。现在国内只允许出口创汇企业发行B股,这与国外投资者的想法不同。笔者认为,这些企业依赖欧美市场,易受西方国家经济波动的冲击。应允许在国内市场上干得好的企业发行B股,只要它们在国内市场上表现好,不愁在境外无销路。(2)扩大B股企业的行业范围。近年仅是轻工、服务、电子行业的企业发行B股,失去了一部分投资者,如香港的投资者比较关心内地重工业企业的股份化与上市问题。这是由于香港没有重工业,投资者为分散风险,需要寻找重工业投资对象。因此,要打破行业限制,扩大B股发行的行业范围。(3)B股与A股的价格应趋向一致。目前,B股价格比A股低,这不符合证券市场的公平原则。目前A股、B股两个市场还不统一,只能通过市场的调度来减少A股与B股之间的差价。应允许香港的中资机构参与国内B股市场,使A股与B股的价格趋向一致。

5. 进一步完善 B 股交易办法和措施

(1) B 股交易系统功能有待进一步提高。境外特许证券商目前只能与境内一家特许证券商建立委托关系,如目前符合条件从事深圳 B 股买卖业务的境外证券商 14 家,境内证券商 6 家,由于境外经纪多于境内经纪,而且只能与一家境内经纪签约,如遇通讯等方面的障碍,正常交易可能受到影响。因此,能否选择一家较好的境内证券商作伙伴便成为境外证券商面临的一个重要问题。笔者认为,选择应该是双向的、对等的,首先应允许境外特许证券商增加境内合作伙伴;第二,境内特许经纪商做 B 股业务的人手不足,通讯设备不够,有必要增设 B 股专线电话,各网点需配备电传;第三, B 股交易、清算费用过高,占每笔交易额的 1.2% 左右,有必要降低收费标准,吸引更多的投资者;第四,由于境外经纪人不能直接接受客户的买卖委托,增加了 B 股交易的环节,可选择几家知名度高的境外证券商在交易所派出其代表,以减少中间环节,提高市场运作效率。在适当时候,建立中外合作的证券经营机构,或允许外国证券商在沪、港设立分支机构。(2) 建立统一的托管清算银行,在上海和深圳两个股票试点城市各成立一家由政府直接管的托管清算银行。目前,上海的清算银行是中国交通银行和美国的花旗银行;深圳的清算银行是美国的花旗银行、香港的渣打银行和汇丰银行,但仍没有一个统一的托管清算银行。美国和其他一些国家条例规定,一个国家如果有多家托管清算银行,投资者就不能来投资这个国家的股票了,因为他们不知道投资股票应找哪家银行来托管,认为这样很危险。如果由政府成立一家包含这几家银行股份的托管清算银行,一定能吸引更多国家的投资者前来投资股票。(3) 坚持信息公开制度,增加上市公司透明度。各上市公司特许证券商可通过电视台、报纸专刊专版经常披露公司业绩,公布上市公司的有关资料,以及 B 股市场的有关规定、信息。

6. 进一步开拓、发展共同基金

中国证券市场的发展,尤其是证券交易所的建立,已经引起国际证券界的关注,许多国家和地区的证券机构都提出以设立共同投资基金的方式投资于中国国内的证券市场。从国际惯例看,以共同投资基金方式吸收外资是一项很成功的做法,它在新加坡、韩国等经济发展新兴国家中普遍采用。笔者认为,在我国大陆刚起步的证券市场上,利用在海外发行共同基金的方式,是现阶段引进外资的最佳途径,至于如何发行共同基金,笔者有如下设想:

一是借鉴国外经验,试办合资证券信托投资公司。由于基金业务在我国是全新的,需要探索和积累经验,因此基金的开办可分两步走,第一步先设立国内基金,即以筹集国内资金投资于国内证券市场,在起步时应以开发某种重要产业、区域等特定对象组建基金。这样做的目的明确,有吸引力,易于筹集,投资潜在效益大。第二步,设立海外基金,与国际证券市场对接,吸引国际证券投资。开始时可利用在国际上知名度高、享有信誉的金融机构作为基金经营管理机构或委托单位。鉴于目前情况,笔者认为,比较可行的是试办中外合资的证券投资信托公司,由国内大的金融机构与海外金融机构或投资公司或证券商共同出资组成,外资比例不超过 50%,公司经营共同基金业务,在国内外发行中国基金。世界上许多发展中国家和地区,早期共同基金的发展道路也是从先引进国外基金和办合资经营证券投资信托公司起步的,如中国的香港、台湾都是从先引进国外基金,成立合资证券投资公司然后发展当地共同基金的。

二是允许国外基金投资国内证券市场,逐步引进国外基金。共同基金在我国尚属一种新的投资、筹资和利用外资的渠道,对广大投资者、筹资者和金融机构来说需要一个逐渐认识和接受的过程。允许国外基金投资国内证券市场和参加实业投资,一方面可以从中学习国外有关基金的组织

管理和资产运用等方面的经验,一方面可以扩大引进和利用外资。

7. 迅速制订、颁布、完善金融法规,为国外投资者投资证券提供法律保障

十一届三中全会后,我国的金融法制建设虽有很大的进展,但还很不完善。笔者认为,为了鼓励国外投资者前来中国投资证券,使中国证券市场走向国际化、规范化,同时为了加强对证券市场的管理,必须迅速建立和健全金融法律体系。这些法律应包括银行法、证券法、证券交易法、证券投资信托公司法、共同基金管理法、投资信托管理法、华侨及外商投资证券条例等。有关这方面的法律、制度和管理办法在商品经济发达的资本主义国家已经成熟,我们可以借鉴、改造,形成一套更科学、更符合我国国情的证券管理、证券投资等法律制度。目前在各种法律制度制订出来之前,可公布暂行条例,做到有法可依,并在执行中逐步完善,以保证引进外资在法律的规范下健康发展。

8. 国内会计制度要尽快按国际会计标准来统一

国内的会计制度是否与国际会计标准相吻合,对外国和港、澳、台投资者来说十分重要。但是,目前国内的会计标准与国际会计标准存在着很大的差异,内地上市公司公布的一些财务数字,难以全面、准确地反映该企业的经营情况,对证券公司了解上市企业及其作出预测带来很多困难,影响投资者对发行股票企业财务状况的判断,从而降低了投资者的认购积极性,影响了股票的销售。现在深圳和上海两个交易所正在陆续推出 B 股,这一矛盾越来越显得突出,建议凡实行股份制的企业一律应改为国际通用的会计制度。

9. 加速人才培养,为引进外商投资中国证券提供各种经营管理人才

引进外资投资证券,在其经营管理中必然需要大量精通国际金融业务、证券业务、法律、会计、审计、计算机等人才。目前这方面的业务人才十分缺乏,我们必须对之进行超前预测,在短期内通过外延扩大(人员增加)和内涵提高(在职培训)等各种途径抓紧培养,并对各种人才进行合理的配置,真正发挥其作用。

=====

(上接第 58 页)

80.25 万美元。国际企业租赁某物获得其使用权,其代价为按照合同定期支付租金,而租金属于其正项开支,可以列作费用,减少所得税的交纳,因此,国际企业每年的租赁成本金额实际上应为: 每年租金额 $\times (1 - \text{所得税税率})$ 。如果以 K_L 表示国际租赁资金成本率, P 表示

租赁物原价, E 表示年租金额, t 表示所得税税率, 那么, $K_L = E/P \cdot (1 - t)$ 。例如,某国际企业在国际租赁市场上租用原价为 1000 万美元的机械设备,支付的年租金额为 108 万美元,所得税税率为 50%,那么,其租赁资金成本率 $K_L = 108/1000 \cdot (1 - 50\%) = 5.4\%$ 。