

论推进我国证券市场国际化的策略

张 流 泉

发达工业国家的证券市场已成为国际资本流动的重要渠道之一。进一步推动国际证券业的发展和竞争,这又促进了证券市场的开放、变革和创新,而我国要真正登上世界经济舞台,参与国际经济大循环,证券市场的国际化是大势所趋。

所谓证券市场国际化是指以证券形式为媒介的资金在国际上自由流动,即证券的发行、证券投资、证券交易和证券市场结构,超越国界,实现国际间的自由化。这是生产和资本国际化

发展的必然结果,也是国际融资证券化趋势的必然要求。我国证券市场国际化的过程就是我国证券市场对外开放的过程,它不仅意味着我国证券市场逐步走向世界,同时也意味着世界逐步走向我国证券市场。近几年来,我国证券业有了突飞猛进的发展,扩大了对外开放,但我国证券市场国际化还处在起步阶段。在大力发展社会主义市场经济的90年代,我们应抓住有利时机,积极创造条件,大力推进我国证券市场国际化的进程。

一、实现我国证券市场国际化的必要性

我国证券市场国际化是国际证券业一体化的形势所迫。从世界范围看,第二次世界大战后,银行业务就开始趋向国际化,特别是60年代以来,银行业国际化进程加快。进入80年代后,伴随着世界经济一体化进程的推进,国际金融也朝着全球一体化的方向发展,各国银行业互相渗透,互相交叉,证券市场一体化倾向也在加强。尤为瞩目的是,1987年英国国际证券交易所自动报价国际系统(SEAQ International)与美国全国证券交易商协会自动报价系统(NASDAQ)连通,国际股票市场已形成24小时不间断营业的全球化市场。在这种形势下,我国证券市场不开放已是不大可能,我国证券市场走国际化的道路,是改革开放的必然趋势。其必要性主要表现在:

1. 拓宽引进和利用外资的新渠道,是我国经济建设的需要

从国际经济与政治关系的格局看,单纯靠借用外国贷款和境外投资是有限的。当一国经济发展呈新兴增长态势时,如何利用自身的经济稳步增长优势和众多的商业投资机会吸收境外股权投资是最终的融资方式。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、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,通常为投资者所采用,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。随着我国继续实行对外开放的方针,利用证券市场

吸收外资将会得到应有的发展。今后十年我国将进行大规模的经济建设,离不开运用多种形式、多种渠道吸收外资。通过国际证券市场,能迅速筹集低成本的资金,特别是利用股票市场吸引外资可不必承担还本付息的义务,不增加国家外债的负担。利用我国国际化的股票市场吸引外资,应该是今后发展的方向。

2. 推动国内证券市场规范化发展的需要

首先,证券市场国际化有助于规范国内证券市场,提高证券人员的素质和业务效率,促进证券业务的国际交流和竞争,能有效从事大规模的国际资金营运活动。其次,随着证券市场国际化的发展,中外证券市场关系的研究与合作得到了加强,对于促进国内证券市场规范发展是有利的:一是通过对外国证券市场形成过程的研究,从中吸取经验教训,为我国股票市场的开拓与完善借鉴经验;二是以外国为实体研究对象,摸索我国的股票市场监管构架;三是中外之间的证券业务合作和业务交往,有利于把国际上通行的业务做法引进来,推动国内证券机

构的经营和管理逐步接近国际通行做法;四是有利于完善国内的证券市场监管制度,建立和健全我国现有的公司制度、财务公开制度、证券交易管理制度等。

3. 增加利润,降低成本和风险的需要

对证券业本身来讲,证券市场国际化能起到扩大市场、增加利润的作用。成本的降低可以来自经营规模的扩大,也可来自交易费用的降低和逃避国内政府限制带来的好处。证券市场国际化还意味着经营的分散化、业务的多样化,以达到分散和降低风险的目的。

4. 获取信息和人力资源的需要

证券公司海外分支机构通过建立各种长期和有效的联系网,能及时掌握各种国外信息。在客户活动日益遍及全球的情况下,证券公司,在世界许多地区保持信息中心或信息来源是十分重要的。通过在国外建立分支机构或建立中外合资证券机构,可以使我们获得了解外国管理特点及客户情况的外国管理人员。

二、我国证券市场国际化的有利条件

我国证券市场国际化已积累了一些经验,为我国证券市场在90年代进一步国际化奠定了一定基础。同时,我国证券市场国际化还具备不少有利条件:首先,在政治、经济方面,我国政局稳定,社会安定,改革开放正在深入进行,社会主义市场经济体制的改革目标已经确定,企业正朝着国际化方向发展。其次,我国是世界最大的、最有潜力的市场,我国证券市场也是世界上最有潜力的。有远见的投资者决不会忽视这一市场,流向我国的国际资金会越来越多。再

次,作为我国证券市场国际化的主力军——华夏、国泰、南方三大国家级证券公司规模大,资本雄厚,在国际证券市场上有着良好的声誉。国家级专业证券公司的国际化必然会带动我国证券市场的国际化。此外在技术、信息方面,我国证券业电子化已初具规模,为证券市场国际化奠定了一定的物质技术基础。我国证券机构与国外许多方面有着密切的联系,形成了一定的信息优势。

三、证券市场国际化过程中的主要障碍

1. 证券市场国际化的法律法规不健全

为有效利用证券市场吸引外资,近几年来,

国务院、中国人民银行和上海、深圳两地人民政府陆续颁布了一系列行政规章和管理办法,对起步阶段我国证券市场国际化的健康发展起到

了一定的作用。但是,纵观我国证券国际化的法律调整现状,《股份公司法》、《证券法》、《证券交易法》、《投资保障法》等法律尚未出台,远远落后于证券市场国际化的要求。各管理办法缺乏依法推进证券市场国际化的总体指导思想,已制定的规章办法过分强调当时当地的客观情况,彼此间难免缺乏充分的协调规划,各管理办法内容欠缺甚多。例如,上海、深圳两地B种股票管理办法规定,B股发行者与交易活动中发生的争议与纠纷,在境内按我国法律、政策处理,可我国并未作出如何处理的规定。如果这些纠纷发生于境外,我国是否有管辖权,更无法律规定。推动证券市场国际化发展的其他法律,如运用共同基金吸引外资的法律规范、我国证券境外上市、外国证券公司境内开业的法律规范等尚付阙如。此外,这些办法多为地方行政规章,而非立法机关依照立法程序制定的权威性法律文件,层次低,效力有限,难以为境外投资者提供充分的法律保护。

2. 会计制度和资产评估与国际惯例不一致

在我国股票市场上进行交易的各种股票中,大多数不符合国际证券管理者对一般财务、资产评估和透明度等方面所提出的标准,这是我国市场的价值容易被人低估的重要原因。建立符合国际惯例的会计制度和审计制度,是当前我国上市股票符合国际规范、发展股份制企业必须解决的问题。

资产评估是否科学、合理,是影响上市公司财务状况是否准确的重要方面。目前我国企业

的资产评估主要由国有资产管理部门指定的评估机构进行,同时国有资产管理部门又是上市公司国有资产的股东代表,存在一定利益冲突。从健全公正的会计、审计制度出发,我国应设立一些独立的资产评估机构和会计师事务所。

3. 关于外国投资者股息和利润汇回本国问题

我国人民币目前尚不是一种可自由兑换货币,这将是我国证券市场国际化过程中可能遇到的一个主要障碍。虽然在我国的外国投资者可以通过外汇调剂中心把所得部分利润汇回本国,但对在我国进行股份买卖的机构投资者来说,这制度的吸引力并非很大。假如外来投资者须把他们的资金按照官方汇率折换成人民币,但在把所得股息及利润换回原来货币时,却须以一个不同而又极为不利的汇率兑换,那么,必然会大大降低在我国市场进行投资的吸引力。因此,作出若干安排,以便确保投资者在进入或退出市场时的兑换率,均只受到其它海外投资市场也同时遇到的一般外汇波动影响是完全必要的。

4. 国际化的证券人才十分缺乏

进行国际证券业务的开拓,只有具备一支高级人才队伍,才能处理解决好涉及对外证券业务的问题与事务。随着证券业务的不断扩展,特别是在实现证券市场国际化过程中,必然需要大量精通国际金融业务、证券业务、法律、会计、审计、计算机等方面的人才。目前,这方面的业务人才十分缺乏,亟待加以有组织地培训。

四、加快证券市场国际化步伐的思路

1. 规范企业股份制改造

在我国的股份制企业尚未规范,股份制经济尚未与国际接轨之际,先要求股票市场与国际接轨,是不可能的。因此,股份制经济的规范是证券市场国际化的基本前提。要下大力气,

从严要求企业股份制改造按有关规定进行,做到企业机制真正转换,按照国际标准和惯例组织生产经营,建立适应国际市场变化的运行机制,提高经营管理人员的基本素质和业务水平,走出国门,全面向海外扩张,走跨国经营之路,扩大我国产品在国际市场的占有率。

2. 抓住重点,进一步发展和完善国内证券市场

证券的国内市场和国际市场是相互促进的,没有完善的国内证券市场,证券市场国际化难以取得良好的效果;证券市场国际化,反过来又可促进国内证券市场的发展和完善。从我国证券市场目前的状况而言,笔者认为,应以国内市场为主,不断完善,形成较为规范、按国际惯例运作的国内市场,只有这样,才能更好地与国际市场衔接。但这并非不着眼于国际市场的开拓,而是在加快国内证券市场一体化进程的同时,着力推进主要的证券市场的外向化、国际化,加入国际证券市场循环体系。积累经验,培植根基,扩展实力辐射和带动国内证券市场的发展。在力求配套改革的同时,抓住几个能体现中国特色又接近或符合国际惯例的主要方面,实施重点突破,加以完善和发展。第一,积极稳妥地扩大股票市场试点。根据经济发展需要,积极扩大股票市场容量,以适应企业多方位融资的要求;第二,进一步完善证券市场组织体系。建立发达的证券市场,必须建立一个高效、规范、门类齐全的证券市场组织体系。改变目前证券经营机构小而分散的状况,发挥已成立的三个全国性的大证券公司的作用,同时,要设立一些专门对上市公司的财产进行公正评估、对盈亏进行会计审计、对信用状况进行评级的财产评估公司、会计事务所和投资咨询公司;第三,理顺市场的运作机制。一是要增强市场的透明度,即保证市场信息的充分公开,按《股票发行与交易管理暂行条例》和《公开发行股票公司信息披露实施细则》的规定,严格监督执行;二是要打破分割,促进统一市场的形成,从制度和技术两方面进行努力,如统一法律法规,改进交易所及其异地会员的技术装备等;三是研究公有股流通问题。这个问题较复杂,涉及国有资产的产权制度和经营管理制度,但要逐步加以解决;四是上市公司的税收、财务、人事、工资等各项制度,也需要加以改革和统一;五是要发挥证券中介机构在证券市场中的作用,进一步

完善证券市场的清算、托管制度,为市场运行提供现代化的技术支持。

3. 加入国际性证券组织

目前世界上有许多国际性证券组织机构,诸如国际证券管理委员会组织(IOSCO)、国际证券交易所联盟(FIBV)、国际有价证券管理者协会(ISSA)、亚洲证券分析员协议会(ASAC)等。这些机构已成为开展国际合作、沟通信息、交流经验、讨论国际性重大问题的重要渠道。我国证券市场已达到一定的规模,且有非常广阔的前景,应考虑适时加入这些机构。加入这些组织机构,一是有利于提高我国证券市场的国际地位,提高开放度;二是有助于把握国际证券市场发展的态势;三是有利于开展国际合作、经验交流,沟通多层次信息,培养人才。

4. 大力开拓国际证券市场

(1) 有选择地不断推出在海外市场上上市的股份公司 不仅可在香港挂牌,也可到欧美市场挂牌。这样不仅可让国外投资者进一步了解我国的证券市场,而且能从中摸索一套既符合国际惯例,又适应国情的运作模式。

(2) 进一步开拓、发展共同基金 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、韩国等国家中普遍采用。笔者认为,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。如何发展共同基金,笔者的设想是: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,吸收国际证券投资。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%），经营共同基金业务，在国内外发行中国基金。二是允许国外基金投资国内证券市场，逐步引进国外基金。国外的投资基金，作为股权方式，不承担偿付的责任，可以考虑有步骤地引入。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作等方面的经验，另一方面可以扩大引进和利用外资。

（3）进一步推动证券机构国际化 一是积极稳妥地扩大引进外资证券机构，兴办中外合资的证券公司，使外国投资者直接在中国评判市场而进行股票买卖。这样，既可以给国内证券机构形成竞争压力，又使我国证券机构能更好地学习外国证券机构的运作与管理方法。二是在引进来的同时，我国证券机构特别是国家级的证券公司要大胆地“派出去”，到我国的贸易伙伴地区或我国投资较集中的国家和地区设立分支机构。证券机构“派出去”是一项政策性强、风险性大、程序复杂、牵涉面广的工作，我们不能盲目设点，仓促上马，重点要放在拓展和健全派出机构的功能，提高其在国际证券市场中的竞争能力方面。在不具备建立常设机构的情况下，我国证券机构可与外国证券机构建立代理关系，加强与外国证券机构的业务、信息、人才等多方面的交流。要有计划地吸收海外证券商成为我国证交所的会员，我国证券商也要争取成为海外证交所的会员，把自己的触角伸向海外，形成国内证券公司与外国证券业者的相互交叉的局面，促进我国内外资本的交流，推进证券市场国际化。

5. 加快步伐发行国际债券

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，以利大规模地进入国际债券市场这一重要的融资领域。我国可积极进入欧洲债券市场，发行以欧洲美元、德国马克和欧洲日元为面值的债券，也可增发以欧洲货币单位为面值的债券，这些币种相对稳定坚挺。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，筹集资金。

6. 逐步扩大B股的发行

1991年以来，上海、深圳共18家上市公司已成功地向境外投资者发行人民币特种股票筹集外资数亿美元。为进一步引进外资，应加快推出新股，扩大B股发行市场。首先，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B股，这与国外投资者的想法不同，而且这些企业依赖欧美市场，易受西方国家经济波动的冲击。其次，扩大B股企业的行业和地区范围。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。由于香港没有重工业，投资者为分散风险，需要寻找重工业为投资对象。因此，要打破行业限制，扩大B股发行的行业范围。此外，除上海、深圳以外，其他省、市好的企业亦可进行B股发行试点。再次，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，而且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。此外，除了适当扩大B股发行外，还要进行在海外公开发售和第二上市以及发行存股证的研究和试点。

7. 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,B股交易清算费用过高,占每笔交易额 1.2% 左右,有必要降低收费标准,吸引更多的投资者。为吸引小额投资者买卖B股,可考虑将B股交易单位降至100股一手。交易单位的减小将有助于提高B股的流通性;第三,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市代表,以减少中间环节,提高市场运作效率。

(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理的托管清算银行。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) 规范B股上市公司信息披露的渠道和内容,提高B股交易的透明度 目前B股交易市场的透明度不高,具体体现在:成交前,不知道在某一个价位上有多少买入或卖出的量,这样一方面影响交易效率,另外也使投资者增加费用;成交后,不知道交易对方,不知道场内B股的总成交量,这是境外证券商很不满意的。解决这个问题的办法是:一是将B股的交易系统、行情揭示及出市代表的输入界面做彻底的更新改进;二是要求B股上市公司及时公开

对上市证券价格有重大影响的资料。披露的渠道既可以在交易所设置专门的地方,供B股特别席位出市代表及境内特许B股券商出市代表索取资料,也可以将信息存放在计算机数据库内,让海外机构通过一定途径索取信息,此外,交易所还可以用向海外发行专门出版物或利用香港的报纸公布信息。披露的内容应在B股上市协议中详细规定,按照H股的做法进行。

(4) 发展股票指数期货交易 我国B股交易一直没有A股活跃,其重要原因则是国外投资者承受的风险较大,更需要期货市场来减少风险。经过几年来的股市实践,我国股票市场发展已经具有一定的规模,上海、深圳证券交易所的指数编制日趋完善,其中上海证券交易所按国际惯例已于93年5月1日推出工业、商业、公用、地产、综合等分类股票指数,股票指数已成为投资者熟悉的统计指标,广大股民们也越来越重视通过分析指数波动来指导自己的投资。这些都为股票指数期货交易的开展提供了可能。在目前利率、汇率尚未完全放开的情况下,可以考虑在上海、深圳等地率先发展股票指数期货交易,不但有利于稳定股票市场的价格,而且还有利于我国的证券市场国际化。

(5) 允许内地人士买卖B股 目前B股市场比较冷清,原因之一是买方不活跃。这主要是由于当初设计B股时着眼点放在吸引境外资金上,规定境内居民不能购买B股。现在境内居民外汇存款颇丰,如果允许他们参与B股买卖,情况就会改观。B股活跃了,可以吸引更多的境外投资者。

8. 完善国际证券投资的软环境

(1) 制定和完善证券市场国际化法律体系 为推动我国证券市场向国际化发展,联系我国证券市场国际化及法律调整的现状、趋势,借鉴国际经验,应迅速制定和完善我国证券市场国际化的法律体系。第一,抓紧制定证券市场国际化的根本大法——《证券法》、《证券交易法》。第二,抓紧制定证券市场国际化的基本法。根据对证券市场国际化有关不同阶段的具

体法律规定,主要包括:《证券投资信托基金管理条例》和《证券投资信托公司条例》;《境外法人、自然人投资证券及其结汇条例》;《外国证券公司条例》;《中国证券境外发行上市条例》等。第三,抓紧制定证券市场国际化的“配套法”。一是依据《证券法》的原则对证券市场国际化的某个专门问题,在“基本法”没有规定的条件下,制定详细的补充规则;二是允许上海、深圳两地制定推进证券市场国际化的地方法规,这些法规应遵循《证券法》及“基本法”的原则;三是尽早制定投资法、外汇法、涉外税法、会计法等,这些法律都应从各自角度对证券市场国际化涉及的有关问题予以调整。

(2) 建立严格规范的会计、审计制度

应参考美、日等国的做法组建一批符合国际规范、经过国家认可的会计公司。明确会计师、审计师在上市公司财务公开方面的法律责任,保证财务资料、信息能够得到全面、真实及时的披露。同时,会计标准应尽可能与国际会计标准相统一,必须与国际金融界通用的方式一致。

(3) 改革外汇管理体制,逐步实现汇率市场化 and 人民币与外币的自由兑换 当前外汇管理体制的改革,首先是汇率逐步向市场汇率

靠近;其次是建立全国统一的公开外汇市场,允许在国内外汇市场上自由买卖;此外,要为人民币变为可自由兑换货币创造条件,允许人民币自由出入境。人民币先实行国内的自由兑换,逐步向国际性货币过渡。

(4) 加强培养精通国际证券业务的专门人才 证券市场国际化的健康、稳定地发展取决于健全的法规和合格的人才。其中人才的培养尤为重要,法规的制订和执行归根到底还是靠人去完成,缺乏合格人才,证券市场国际化只会欲速而不达。此外,国际证券业务相对国内证券业务来讲,要复杂得多。国际证券方面的法律十分严密,人才在国际证券业务中更加宝贵。然而,我国还十分缺乏这方面的人才,这已成为我国证券市场国际化的一个重要制约因素,加强人才培养已是我国证券市场国际化的当务之急。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。当前的重点是系统地培训在岗人员,包括管理部门、中介机构和上市公司的骨干,并对多种人才进行合理的配置,真正发挥其作用。

