

论 ECFA 背景下大陆企业在 台湾证券市场的融资机制 ——借鉴香港证券市场的发展经验

代中现 彭浩华

(中山大学国际商学院, 广东 广州 510275)

摘要:在 ECFA 背景下,大陆与台湾之间的经贸合作必将进一步深化,此时研究台湾证券市场对大陆企业的制度开放问题具有重要的现实意义。本文认为,同属于“亚洲四小龙”的香港在经济发展历程、经济发展战略上与台湾都非常相似,而资本市场从一开始就是附属于实体经济的,是为了满足实体经济资金融通需求而发展起来的,因此,香港证券市场的成功发展策略对台湾证券市场具有很好的借鉴意义。本文研究了内地与香港 CEPA 协议及其附加协议中对大陆企业融资开放的规制,认为大陆与台湾可以在 ECFA 附加协议的框架内达成台湾证券市场对大陆企业的融资开放,并进一步研究融资开放过程中相关法律法规的协调、有效监管体系的构建等制度构建问题。

关键词:两岸三地;台湾证券市场;融资开放

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1006-1894(2012)05-0059-07

区域经济一体化的进程加速,要求区域经济的各种资源进一步的优化分配,在双赢的原则下实现总体的利益最大化。中国大陆与台湾地区的经贸合作愈加紧密,同样强烈要求双方的经济资源进一步优化配置,包括资金资源的融通。然而,台湾证券市场在法律上、政策上都严格限制大陆注册的企业赴台上市融资,致使台湾地区的闲余资金与大陆企业的资金需求处于割裂的状态。这既不符合双赢的原则,也不是双方利益最大化的实践,更与《海峡两岸经济合作框架协议》(简称 ECFA)协议的精神相矛

盾。香港证券市场鼓励大陆企业赴港上市融资,并通过《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》(以下简称 CEPA)的签署将之制度化。在满足大陆企业资金需求的同时,香港也进一步巩固了亚太地区国际金融中心的地位。台湾与香港这两个经济体的相似性使得香港经验具有借鉴意义,本文从这个角度出发研究未来台湾证交所对大陆企业制度性开放问题,并进一步研究如何开放,以期对决策方提供一些有价值的参考。

收稿日期:2012-01-04。

基金项目:中央高校基本科研业务费中山大学青年教师培育项目“ECFA 背景下两岸证券市场交叉融资制度研究”(项目编号:12wkpy10)和 2011 年中山大学环南中国海研究计划招标项目“建立南中国海自由贸易区可行性研究”。

作者简介:代中现,男,法学博士,中山大学国际商学院副教授,硕士研究生导师,研究方向:国际商法学;彭浩华,男,中山大学国际商学院 2011 级研究生,研究方向:国际贸易学。

一、大陆企业在台湾和香港证券市场融资比较

(一)大陆企业在台湾证券市场的融资现状分析

台湾证券市场起于 1962 年台湾证券交易所的成立,而台湾证券市场的国际化则起于 20 世纪 80 年代,并且具有明显的阶段特征。这大致上可以分成 3 个阶段,即台湾本土的信托公司募集海外资金进行股市投资阶段、额度开放海外基金投资台湾股市阶段、1996 年以来的完全开放阶段。^①如今,台湾的证券市场具有相对明显的国际化特征,这不仅体现在证券交易的国际化上,也体现在证券发行的国际化上,^②然而,台湾证券市场却限制大陆企业赴台上市融资。

在 2008 年 7 月之前,根据适用的《外国发行人募集与发行有价证券处理准则》第七条第 2 款规定,有下列情形之一的将退回有价证券之募集与发行:“(1)所募资金用于直接或间接赴大陆地区投资。(2)外国发行人直接或间接赴大陆地区投资金额,累计超过净值及未来一年度新增于台湾地区投资金额之 40% 者。但其资金用途系用于台湾地区购置固定资产者,不在此限。”^③由此可见,2008 年之前的情况是,^④注册在大陆的企业、注册地在海外的陆资企业、包含一定陆资股权比例的外资企业都不允许在台湾第一上市(柜)、第二上市(柜)市场发行证券融资。

2008 年 7 月,通过了《海外企业来台上市松绑及适度开放陆资投资台湾股市方案》,放宽了海外企业去台上市及筹资用途限制。相关开放措施包括:(1)取消第一上市(柜)原资格限制有关大陆投资超过净值特定比例不得来台上市之限制;至原资格限制有关陆资持股超过 20% 或为主要影响力之股东部分,将配合陆委会修正两岸关系条例第 73 条有关大陆地区企业于台湾从事投资行为相关规定之时程并同放宽。(2)取消第二上市(柜)原资格限制有关陆资持

股超过 20% 或为主要影响力之股东者,不得来台上市之限制。(3)取消外国发行人在台募集资金不得用于直接或间接赴大陆地区投资之限制。

然而,《两岸关系条例》第 73 条规定:“(外国公司之撤销)大陆地区人民、法人、团体或其他机构,持有股份超过百分之二十之外国公司,得不予认许。经认许者,得撤销之。外国公司主要影响力之股东为大陆地区人民、法人、团体或其他机构者,亦同。”此条例规定与《海外企业来台上市松绑及适度开放陆资投资台湾股市方案》相矛盾。因此,注册地在大陆的企业依旧不能在台湾证券市场上市融资。不过,《海外企业来台上市松绑及适度开放陆资投资台湾股市方案》的通过使得中国的红筹股^⑤具备赴台上市融资的条件了。比如,在新加坡注册的陆资企业“扬子江船业”在台湾证交所发行台湾存托凭证(TDR)^⑥融资,类似的还有在百慕大群岛注册的大陆 IT 服务商神州数码、大陆的医疗设备供应商金卫医疗等企业。

(二)大陆企业在香港证券市场的融资现状分析

香港证券市场的历史悠久,最初的证券交易场所可以追溯到 19 世纪末成立的香港经纪协会,而香港证券市场的国际化则始于 1980 年香港联合交易所的成立。受益于香港的全球国际金融中心之一的地位,香港证券交易所逐步发展成一个完全自由化、国际化的证券交易中心,不仅进行证券交易的国际资金的进出不受限制,而且企业的证券发行与上市同样不受注册地的限制,同时,香港证交所多样化的上市渠道^⑦也极大方便了企业的上市融资。

为了推动内地企业到香港上市融资,香港证交所特意做了一系列的工作。香港回归后,香港证交所就已经开始筹备在内地的推介工作,并且一系列的配套措施也随之展开,比如

股票发行上市申请程序的精简、相关工作量的减少、上市成本的合理节减等。CEPA 协议的第 13 条“金融合作”中提出为进一步加强双方在银行、证券和保险领域的合作,将采取以下措施:(1)内地支持国有独资商业银行及部分股份制商业银行将其国际资金外汇交易中心移到香港;(2)支持内地银行在香港以收购方式发展网络和业务活动;(3)内地在金融改革、重组和发展中支持充分利用和发挥香港金融中介机构的作用;(4)双方加强金融监管部门的合作和信息共享;(5)内地本着尊重市场规律、提高监管效率的原则,支持符合条件的内地保险企业以及包括民营企业在内的其他企业到香港上市。^⑧

从 2010 年年底的情况来看,在香港证交所上市的国企股有 160 家、红筹股 102 家、内地民企股 319 家,^⑨合计占香港证交所上市公司总数的 40% 多。从市值角度看,内地企业的上市公司总市值占香港证交所上市公司总市值的比例将近 60%;从交易额的角度看,内地企业的成交金额占总成交金额的比例超过了 60%。根据这些数据可以看出,大陆企业资金需求得到满足的同时,香港证交所的优质上市资源的补充能力大大提高了,并使得香港证交所成为亚太地区的证券发行与交易中心之一。

(三)台湾证券市场国际化发展的困境分析

台湾证券市场上市公司的数量从 2003 年至今增加不到百家,而同期香港证券市场上市

公司数量的增加仅内地企业就达 500 家。根据世界交易所联合会(WFE)的统计资料,台湾证券交易所的竞争力处于下降趋势,其全球市值排名由 2000 年的第 15 名退居到 2009 年的第 21 名。^⑩目前,台湾证交所深陷于优质上市资源匮乏的窘境,并极大地影响了其国际化发展的进程。证券市场国际化的基本要素,内部条件则体现在证券发行、交易、监管等法律法规的建立健全,以及证券市场对外开放的制度性安排;外部条件则体现在国际资金的流入意愿,以及跨国证券的发行意愿。对一个证券市场的发展而言,优质上市资源的补充能力至关重要,因为现存的优质上市公司中总会有一部分会在优胜劣汰的竞争规则中被淘汰出局。

分析台湾证券市场,在内部条件上严格限制在大陆注册的企业赴台上市融资,由此导致台湾证交所优质上市资源的补充能力被大大削弱了,并进一步导致国际资金流入台湾的意愿减弱。从这个逻辑思路分析,只要放开在大陆注册的企业赴台上市融资,就能够从根本上解决台湾证交所的国际化发展困境问题。比较台湾证交所与香港证交所的发展历史,两者在 20 世纪 80 年代本在同一起跑线上,香港证交所却能够在后期的发展过程中远远领先于台湾证交所,究其原因,香港证交所奉行的是更加自由化的证券市场政策。香港证交所能够更加积极主动地融入大陆这个庞大经济体的发展过程,在满足大陆企业资金需求的同时,也在不断地发展壮大自己。

二、借鉴香港证券市场模式的可行性分析

(一)台湾与香港具有相似的经济环境

从 20 世纪 60 年代开始,台湾经济的发展路径就与香港的极其相似。两者都是相对独立的岛屿经济体,四面环海的地理特点、矿产资源匮乏的禀赋特征都在一定程度上决定着它们最佳的发展路径应该是以出口为导向的外向

型经济。机缘凑巧的是,当时以美国为代表的西方经济大国正在进行产业结构调整,着重发展资本、技术密集型的产业,而原先的劳动力密集型产业则往外迁移。在这种条件下,大力发展市场经济的、与西方国家有着千丝万缕联系的台湾地区与香港地区则成为了承接这种劳动力密集型产业的最佳地点。从 1960~1980 年期间,台湾、香港的经济总量急速增长,成为世

界级的经济增长明星,它们与新加坡、韩国一起被称为“亚洲四小龙”,经济发展模式也被总结成富有区域特色的“东亚模式”。

改革开放以来,大陆的经济获得了长足的发展,而台湾和香港地区的经济增长则相对的后继乏力,并驱使它们都努力加强与大陆之间的经贸合作。大陆广阔的市场容量、相对廉价的劳动力成本以及各种优惠的外商投资政策吸引着大量香港制造业的企业迁往大陆,并将香港发展成世界性的商品贸易集散中心。为了进一步加强经贸合作,2003 年大陆与香港签订了 CEPA 协议,并在随后的几年里分别签署了 8 个补充协议。CEPA 主要涵盖货物贸易、服务贸易和投资便利化 3 个方面,通过减免关税、扩大市场准入、简化投资资金流动手续等制度性的安排,进一步提高大陆与香港之间的经济贸易合作水平。

台湾方面则碍于大陆与台湾两岸之间的政治关系以及两岸之间直接投资的种种限制政策,大陆与台湾之间经贸合作的发展则相对缓慢。进入 21 世纪以来,面对大陆经济的崛起以及大陆市场的广阔空间的吸引,台资企业通过各种途径加速进入大陆投资。福建省海峡西岸经济区(以下简称“海西区”)概念的提出,以福建为主体、加速推进海峡两岸的经贸合作的设想引起台湾农商界的高度重视,台湾水果、水产品集散中心以及其他各种产销组织都相继在福建建立。^⑩2010 年 ECFA 的签订将海峡两岸的经贸合作上升到了制度化的高度。可以预见的是,大陆与台湾的经济将加速融合。

(二)CEPA 对大陆企业融资的开放与规范机制

2003 年签署的 CEPA 协议提出“内地本着尊重市场规律、提高监管效率的原则,支持符合条件的内地保险企业以及包括民营企业在内的其他企业到香港上市”,对大陆企业赴港上市

融资作了框架性的安排。针对实践操作中出现的的具体情况,随后签署的一系列 CEPA 补充协议再做相应的安排。

《〈内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排〉补充协议二》于 2005 年 10 月 18 日在香港签署,允许符合条件的内地创新试点类证券公司根据相关要求在香港设立分支机构,允许符合条件的内地期货公司到香港经营期货业务,包括设立分支机构。《〈内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排〉补充协议四》于 2007 年 6 月 29 日在香港签署,允许经中国证监会批准的内地基金管理公司在香港设立分支机构,经营相关业务;内地证券公司在香港设立分支机构,其完成香港注册程序的时限由 6 个月延长至 1 年。《〈内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排〉补充协议五》于 2008 年 7 月 29 日在香港签署,双方主管部门或行业机构将继续推动两地开展会计专业技术资格考试部分考试科目相互豁免工作。《〈内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排〉补充协议六》于 2009 年 5 月 9 日在香港签署,允许符合条件的经中国证监会批准的内地证券公司根据相关要求在香港设立分支机构;允许符合外资参股证券公司境外股东资质条件的香港证券公司与内地具备设立子公司条件的证券公司,以广东省为试点设立合资证券投资咨询公司,香港证券公司方持股比例最高可达三分之一。

正是这一系列补充协议的具体安排,将大陆企业赴港上市融资这一操作逐步的制度化、常态化。在应对实践操作过程中出现的情况时,循序渐进、逐步细化的相关 CEPA 规制模式显示出了其高度的灵活性与对具体环境的适应性。CEPA 模式对于台湾证券市场的借鉴意义,不仅在于 CEPA 对大陆企业融资的开放与规范机制,同时其循序渐进的模式也很符合大陆与台湾相对复杂的环境特点。

三、关于开放大陆注册的企业赴台上市融资的制度构建

(一)在 ECFA 附加协议框架内达成制度性的融资安排

ECFA 第 6 条经济合作中提出“金融合作”，并在第二款提出“双方应尽快针对本条合作事项的具体计划与内容展开协商”。依据 ECFA 协议的指示精神，笔者认为可以在 ECFA 的附加协议中达成台湾证券市场对大陆注册的企业实行融资开放的制度性安排。

在协商的主体代表上，笔者认为可沿用 ECFA 的磋商框架，海峡两岸关系协会带领证监会、证券交易所的相关人员和财团法人海峡交流基金会进行协商。依据 ECFA 第 11 条机构安排的规定：双方成立“两岸经济合作委员会”（以下简称委员会）。委员会由双方指定的代表组成，负责处理与本协议相关的事宜，包括但不限于：（一）完成为落实本协议目标所必需的磋商；（二）监督并评估本协议的执行；（三）解释本协议的规定；（四）通报重要经贸信息；（五）根据本协议第 10 条规定，解决任何关于本协议解释、实施和适用的争端。因此，融资开放的磋商也由委员会组织内进行。若由委员会进行磋商，则更符合 ECFA 的精神，向外界展现 ECFA 的效力。

磋商过程中，应针对企业的注册地限制、募得资金的使用条款设计、上市渠道的安排等进行充分的讨论研究。在尊重台湾证交所本土的法律法规、惯例的基础上，充分考虑大陆注册企业的特殊情况，以尽快推进台湾证券市场对大陆企业融资开放为目标。最佳的结果是取消企业的注册地限制，对募资的使用充分尊重上市公司的自主决策。对于上市渠道的安排，针对目前红筹股只在台湾证券市场发行台湾存托凭证(TDR)融资的现状，时机成熟的话完全可以进一步开放台湾第一上市、第二上市(柜)市场。

(二)相关法律法规的协同

在会计处理准则方面，台湾的会计处理准则强调与国际接轨，现行的会计处理准则(ROC GAAP)与美国的会计处理准则(US GAAP)基本上是一致的。自美国 2008 年宣布将逐步采用国际会计处理准则(IFRS)始，台湾也有意跟随。大陆从 2007 年 1 月 1 日起适用经财政部修订后的《企业会计准则——基本准则》。比较台湾与大陆的会计准则，其差异还是挺大的，而大陆企业到台湾上市融资必然会涉及会计处理准则的协调问题。在解决方案上，一种做法是采用台湾证券市场上红筹股的做法沿用 ROC GAAP 会计处理准则，不过这会增加企业的上市成本；另一种做法是针对大陆企业上市，允许适用大陆的会计处理准则，并聘用大陆的会计师事务所进行审计。

后者是香港证交所采用的方案，在港上市的大陆企业可以适用大陆的会计处理准则。《〈内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排〉补充协议五》中提出“双方主管部门或行业机构将继续推动两地开展会计专业技术资格考试部分考试科目相互豁免工作。”这一规定能够极大地方便会计人才在大陆、香港间的流动，并方便大陆企业赴港上市融资。在公司治理结构方面，大陆与台湾同属于大陆法系，对于上市公司治理结构的要求大致相同，并不构成重要的阻碍因素。大陆这边强制要求上市公司设立监事会，而台湾现行的《公司法》同样要求台湾上市柜公司设立监事人机关，在性质上与大陆的监事会是一致的。至于上市公司的信息披露制度以及对上市公司监督制度的协调，原则上应该充分尊重台湾证监会、证交所的规章制度。

(三)有效监管制度的设计

证券监管部门如证监会、证券交易所对上市公司的监管主要以信息披露为核心，强制上

上市公司及时、准确披露股价敏感信息,并同时上市公司法人治理结构的完整与完善、上市公司董事、监事和高管人员及控股股东、实际控制人行为的规范等进行一定程度的监管。监管的目标则是完善上市公司的治理结构,以及提高公司财务、经营行为的透明度,维护证券市场的高效运行。

然而,面对大量的上市公司,而且是跨地区上市融资,官方监管难免存在疏漏之处。即使在成熟的资本市场中,上市公司财务造假的案例也并不少。一般情况下上市公司并不会财务造假,除非是公司经营遇到了极大的困难,并且公司经理人又怀着侥幸心理。财务造假虽然能够暂时掩盖公司经营所实际面临的困难,然而财务造假的行为终究会露出蛛丝马迹,并对不知情的中小投资者造成巨大的损害。香港、美国等成熟资本市场都会存在许多做空机构或者能够依靠做空而盈利的对冲基金,财务造假的上市公司其实是它们潜在的盈利机会。它们有动机去关注并研究上市公司财务造假的行为,并在一定程度上充当着证券监管者的角色。笔者将这种监管称为市场化的监管手段。笔者认为在官方监管之外,有必要补充这种市场化的监管手段,鼓励以盈利为目的、从事证券咨询、证券交易的公司去研究上市公司的财务真实度,并以此达到盈利目的。这类公司可以是有偿提供信息的证券咨询机构,或者是具有卖空能力的对冲基金等。

(四)尝试允许大陆券商到台湾设立分支机构

在最终实现制度性开放之前,台湾方面可以先行允许中资券商在台湾设立分支机构或者子公司,经营证券经纪、台湾本土企业的证券发行与承销业务等。一旦相关政策得到落实,中资券商将可以直接发挥作用。而且,中资券商对大陆不同行业的企业以及会计制度的应用都比较熟悉,在一定程度上可以解决制度性开放前期两岸的信息不对称问题。《〈内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排〉补充协议二》的

签署,允许符合条件的内地创新试点类证券公司根据相关要求在香港设立分支机构。从香港证券市场的发展经验来看,中资券商在证券承销与发行这一块发挥了巨大的作用,大陆企业赴港上市数量的增加与中资券商的发展形成良性循环。中资券商渐成规模,并在2009年成立香港中资证券业协会,与港资券商、外资券商一起逐鹿香港证券市场。笔者认为,这也将是台湾证券市场的发展方向。

注 释:

① 参见林泉源,李宏远(台湾).两岸证券市场国际化之政策思维及执行模式比较[J].远景基金会季刊.2007,8(2)。

② 参见谭遥.关于我国证券市场国际化的思考[J].经济与社会发展.2010,(11)。

③ 2008年,台湾金管会第211次委员会议讨论通过删除《外国发行人募集与发行有价证券处理准则》第七条第2款规定,即所引用的这个条款。

④ 关于“外国发行人募集与发行有价证券处理准则”在20世纪80年代就已经制定,至今已多次修改,但每次修改总体方向是在原来的基础上加强说明或者适度放松,具体可参见1987年3月台湾当局修订的《外国发行人募集与发行有价证券处理准则》以及后来的几次修订。

⑤ 在中国境外注册,并在境外上市,由中资控股的企业称为红筹股。

⑥ TDR是指已在台湾地区以外证券市场(一般是香港证券市场、新加坡证券市场等)上市的公司将股票交付给保管机构,再由存托机构发行存托凭证并出售给台湾投资者的股权筹资工具。本质上,TDR是一种可以上市交易的股权凭证,其性质与股票类似。

⑦ 上市方式上可以选择主板上市或者创业板上市,大陆境内注册的企业可以发行H股上市、大陆境外注册的企业可以发行红筹股上市。另外,企业还可以在香港联合交易所通过买壳上市,成功的案例有国美电器向京华自动化不断地注入资产实现低成本买壳上市。

⑧ 只要满足相应的财务要求、业务经营的独立性以及持续性、公开发行的股份比例要求、最低的市值要求的股份有限公司都可以在香港证交所申请发行证券上市,对于公司的注册地没有任何限制。具体参见香港联合交易所官方网站公布的《主板上市规则》和《创业板上市规则》。

⑨ 参见方正证券2011年3月做的一份报告《香港证券市场介绍》,对香港证券市场的发展历程、发展现状、

交易规则做了系统的介绍。

⑩ 参见 TDR 红筹年将至? [J]. 新世纪周刊, 2011, (5)。

⑪ 参见练卜鸣(台湾). 两岸农业合作交流存在的迷思与前景分析——兼论海西在两岸农业合作交流中应扮演的角色[J]. 华人前瞻研究. 2011, 7(1): 103~110。

参考文献:

- [1] 庄宗明, 吴卫锋. ECFA 背景下两岸证券市场合作的溢出效应与合作障碍[J]. 亚太经济, 2011, (2).
- [2] 胡焕武. 基于区域性国际经济一体化的 ECFA [J]. 经济研究导刊, 2011, (21).
- [3] 余佩琨. 内地与香港之间经济合作的发展路径分析[J]. 国际经济合作, 2007, (2).
- [4] 朱磊. 台湾资本市场对大陆开放现状和效果 [J]. 海峡科技与产业, 2010, (10).
- [5] 陈胜权. 台湾证券市场对外开放的经验与教训 [J]. 金融信息参考, 2002, (8).
- [6] 郑鸣, 黄光晓. 两岸证券市场整合与监管探讨 [J]. 亚太经济, 2009, (2).
- [7] 王祥骝(台湾). 海西经济区——两岸合作新平台[J]. 营建资讯, 2011, (7).
- [8] 徐明, 蒋辉宇. 外国公司在我国证券发行与上市的法律问题[J]. 东方法学, 2009, (2).

A Study on the Issues of Taiwan Securities Market for China Mainland Enterprises on the Background of ECFA: Experiences from Hong Kong Securities Market

DAI Zhong-xian PENG Hao-hua

Abstract: In the background of ECFA, the economic and trade cooperation will be further deepened between China mainland and Taiwan region, and it is significantly important to analyse the stock issue institutions for enterprises China mainland in which the Taiwan Stock Exchange implements at the moment. This paper argues that Hong Kong's economic development process and economic development strategy are very similar with those Taiwan's of both belong to the "Asian Tigers", The capital market is always attached to the real economy to meet the need of financial intermediation for the enterprises. The success of Hong Kong securities market development is a good reference for Taiwan's securities market. This paper studies CEPA and its additional protocols that are related to the regulations of corporate finance for chinese enterprises. China mainland and Taiwan Region may reach an agreement for opening Taiwan stock market to Chinese enterprises within the framework of the ECFA agreement. It makes further research on the coordination of funding laws and regulations of the two regions, building an effective monitoring system and some other institution problems.

Key words: China mainland, Hong Kong and Taiwan; Taiwan securities market; open financing