

利用股票市场吸收外资问题的探讨

肖海泉

一、证券投资国际化和国际股市融资

战后，特别是80年代以来，随着经济生活国际化的发展，西方大企业集资多采取证券化（发行股票和债券）办法，国际证券市场有很大发展。

证券投资国际化的主要原因是：1. 生产和资本的国际化。战后的第三次科学技术革命极大地推动社会生产力的发展，各国的生产和经营超越国界，在全球范围内进行。生产和经营的国际化，要求企业在国际金融市场上筹集和运用资金，从而必然促进证券市场的国际化。2. 国际资本流动的加强。战后，发达资本主义国家的过剩资本大量流向海外。现在，许多发展中国家也正积极进行对外投资（包括直接投资和证券投资）。随着国际资本流动的加强，证券市场也必然日益国际化。3. 跨国银行的国际金融活动的证券化趋势。现代资本主义国家的银行既是国际债券的发行者和主要投资者，又是外国债券的主要经理人，国际证券交易已成为跨国银行的主要业务之一。因此，国际证券市场是与跨国银行的发展紧密相连的。过去有些国家对银行经营股票有种种限制。到战后初期，国际金融市场主要还是经营资金业务和外汇业务。由于跨国公司和跨国银行的发展，发行和买卖有价证券已成为国际金融市场的主要业务之一。由于国际金融活动的证券化趋势，证券市场的国际化得到充分发展。

国际证券市场是生产和资本国际化的产物；反过来，国际证券市场的发展又推动了生产和资本的进一步国际化。国际证券市场促进了国际间资金的融通，增强了世界经济的活力。国际证券市场是吸收外资的重要渠道，它已成为一个国家利用外资发展本国经济、平衡国际收支的一个补充手段。拿股票集资来说，它的许多优点使其成为利用外资的一种好形式。

从筹资者的角度看：1. 由于股票持有者只能获得股息、红利或转让股权，不能要求退股，因而引进的外资具有可长期使用的特点。2. 企业破产，不要政府偿还，因而不会增加国家的对外债务负担。3. 企业在国际股市上发行股票，可以在较短的时间内迅速地筹集资金，形成生产和经营能力。外国直接投资虽有其优点，但投资环境、企业经营等因素会制约外资的引进。4. 企业在国际股市上发行股票，有利于企业开拓产品销售市场，开展国际化经营活动。国外股票持有者从自身的利益出发，会十分关心企业经营成果，并给予企业以可能的帮助。

从投资者的角度看：许多国际金融机构拥有的大量资本并急于寻找有利的投资场所，但他们缺乏开办和管理企业的专长，而进行间接投资则对他们较为有利。据了解，目前欧洲银行家大都表示，通过购买我国上市企业股票的方式进行投资的兴趣超过对华直接投资。另外对资金有限的许多中、小投资者来说，由于缺乏进行直接投资的能力，采取购买企业股票进行间接投资则既是有利可图，又是力所能及的。股市还给那些不以某特定行业作为投资对象、不参与企业经营管理的投资者提供了运用手中资金谋利的较便利的场所，它对老年人的个人储蓄和退休金具有很大的吸引力。

股市集资的上述优点,引起了世界各国的重视。发达国家和一些发展中国家都把股票作为引进外资的重要手段。据所罗门兄弟公司发表的报告称,国际金融市场上的跨国证券投资(投资者在一国的股票市场上购买其他国家企业的股票)活动不断增加。1989年全球跨国证券投资额达1.4万亿美元。据世界银行所属国际金融公司统计,从1984年至1989年,发展中国家的新兴股票市场作为一个总体,从发达国家吸收了大约20亿美元的证券投资额。现在,亚太地区的股票市场发展迅速,其总体发展速度甚至超过日本、香港、澳大利亚等较发达的股市,许多外国公司加入了亚太股票市场的交易。

在国际股市上融资,可能会碰到一些问题。比如说,证券投资是否会成为投资国转嫁通货膨胀的一种手段?外国投资者是否会对我国的某些企业实行控股?是否会引起国内股票市场的剧烈波动?对这些问题应当加以防范,避免或者减少消极现象的出现。其实,只要采取适当的措施,不会发生外资控制企业经营管理问题,也不会发生被人收购的问题。适当控制外资流入的数量,是能够防止投资国转嫁通货膨胀的。总之,任何一种利用外资形式都是有利的。问题在于趋利避害,扬长去短。只要能因势利导,采取措施,加强管理,股市融资是会成为我国吸收外来资金的一条重要渠道的。

二、利用股票市场吸收外资的途径

通过股票市场利用外资包含两方面的意思:一是我国企业在国际股市上出售股票,吸收外国投资;二是我国企业在国际股市上购买股票,进行对外投资。对外投资虽然是资本流出,但其投资的收益会导致资本流入。因此,对外投资实际上也是利用外资的一种形式,和外来投资相比,只是场所变更和形式不同。这里,主要探讨的是在股市上融资的问题。在股市上吸收外资,有以下几种途径:

(一)股票在境内市场上市。这是指国内上市企业发行人民币股票或外币股票,供外国投资者购买。为了吸引外国投资者购买人民币股票,在法律上应规定,在投资者用外币换成人民币并购买人民币股票后,可以将股息换成外汇汇往国外。发行外币股票的企业则应有外汇支付股息的能力,以保证投资者的权益。股票在境内市场上市,需要有一个初具规模的、符合国际惯例的股票市场。只有这样,才能吸引外国投资者。在上市股票的数量和品种很少、证券市场尚不健全的情况下,就不具备利用股票筹集外资的条件。

(二)股票在境外市场上市。这是指国内企业在国际股票市场上出售股票,以获得外资。在国际股票市场上发行股票,发行人必须向公众提供一切必要的资料。资料内容包括,发行人经营专业的状况、财务报告、董事及主要经理人员的履历、资信、发行所得款项的使用、发行价格的拟定、发行数额、分配计划等等。西方发达国家的法律都明确规定,股票发行者必须公开一切影响股票价值的资料。

随着我国经济逐步走向世界,我国在海外的贸易、金融机构和企业不断增加。这些机构和企业可以逐步地在国际股市上融资和投资,扩大经营规模和海外投资。

目前,通过在境外注册的“中资企业”的股票上市是可行的。现在一些省、市在香港都有以法人身份注册登记的公司。通过这些公司的股票上市集资,虽然不如国内企业上市具有更直接、更明显的效果,但从利用外资的角度看,可以利用香港股市上的资金来扩大海外投资,并为我国企业通过香港走向国际股票市场开避道路。为了避免一哄而上、相互竞争、影响信誉,国家必须对各省、市通过驻港机构、企业在香港股票市场集资进行宏观调控。

在国际股票市场发行股票,筹资公司会遇到体制、财会等困难问题。美国和欧洲的投资者认为,外国公司发行的股票在国内市场上流通,制度上有种种不便,为此,他们采取依照本国法律发行代替证券来流通的办法。这种代替证券叫寄存证券(Depositary Receipt)。日本在60年代初曾在美国多次发行美国寄存证券(ADR)。其基本做法是:发行公司向美国证券交易委员会提出申请登记。与此同时,寄存机构(美国银行)也向证券交易委员会提出申请发行ADR。发行公司将新股票寄存在副寄存机构(日本的银行或美国银行在日本的分行),寄存机构根据副寄存机构的通知发行ADR,将其移交承兑证券公司,证券公司将它分销给一般投资者。^①在1975年以后,日本又在欧洲发行了大量寄存证券。这种发行寄存证券筹集外资的做法,可资我们利用。

(三)通过“共同基金”融资。近年来,西方国家通过“共同基金”(Mutual Fund)投资的做法很流行。为了筹措外资,可以对外发行企业股票,吸收这部分资金,也可以在国外找合作伙伴,组织共同基金。目前法国东方汇理银行已着手在法国、伦敦等欧洲证券市场发行2千万美元的“上海基金”,并打算将筹得的资金直接投资于中国的证券市场。这为我国利用股票市场吸收外资提供了条件。

三、深化金融体制改革,加强证券市场管理

(一)有计划、有步骤地培育和发展股份制经济和股票市场。

股份制经济的一定程度的发展是建立股票市场和利用股票吸收外资的基础。目前,我国股份制经济还处于试点阶段,股票发行数量少,除上海、深圳等地有少量规范化的股票外,大多类似长期债券,股票市场没有大的发展。因此,要通过股市吸收外资还必须积极创造条件。一是要适当扩大股份制试点面,增加股票数额,可以将现有的部分企业转变为股份有限公司,并上市一部分股票;也可以通过发行上市股票,建立新的股份公司。二是要建立和完善股票市场。要建立一套证券交易的法律如证券法、证券交易法等。要有严格的评估制度和财务审计,使股市规范化、法律化,以保护投资者的利益。

我国要建立的是在公有制经济基础上的具有中国特色的社会主义证券市场,而要利用股市吸收外资,又必须按国际惯例办事。要解决这个问题,必须经过实践。可以先在上海浦东、深圳、海南等经济特区形成证券交易中心,探索在证券市场上吸收外资的具体做法。

(二)逐步建立、健全证券市场管理制度。

在培育和发展股票市场的同时,必须加强证券市场的管理。由于证券市场对本国经济既有积极作用,又有消极作用,因而各国政府对证券市场都采取了管制手段。西方国家证券市场的管理体制各有特点,但大体上可以分为两类:一类是政府管制型,美国、法国、意大利、日本的管理体制基本上属于这一类;另一类是自我管理型,英国、荷兰的管理体制基本上属于这一类。原联邦德国的证券管理制度则介于两类之间,它既强调政府立法管理,又相当地注意自我管理。

证券市场管理的目标是:保护投资者的利益,提高证券市场的效率。要达到这一目标,必须使证券市场活动有秩序、有规则地进行,不仅使投资者获得充分和正确的信息,以便他们作出投资决策,而且使证券市场活动促进整个经济的发展。证券市场管理有这样一些基本原则:1. 证券发行人必须向公众提供一切必要的资料;2. 禁止从事证券欺诈活动和操纵行为;3. 限制和禁止内幕人士的证券交易活动。为了更好地利用股市吸收外资,我国应根

据上述目标和原则制定适合国情的证券管理制度。

随着科学技术的进步,证券市场管理日趋现代化、电脑化。目前,世界上主要的金融中心都用电脑、卫星通讯和电讯网络相联系。上海、深圳这些全国有价证券市场的中心,要迅速实现现代化管理,要根据公开资料,建立自动检索和协调系统,要把参加交易的集团进行证券和选择权交易的报价和清算统一起来,建立市场监控信息系统。通过各种形式的电子计算机系统,向投资人、经纪人提供瞬间变化的市场信息。为此,要通过各种渠道,积极培养证券市场业务的现代化管理人才。

(三) 积极扩展企业和银行的国际化经营。

跨国公司的资金来源主要有三个方面:企业内部积累,发行股票、债券和向金融机构借款。现在,许多跨国公司海外投资的资金来源主要不靠母公司提供,而是靠子公司在当地国际金融市场上筹措。国际证券市场国际化为企业的国际化经营提供了运用资金的便利。我国企业要扩展国际化经营,就需要在国际证券市场上运用资金,而在国际经营活动中筹措和利用外资,将促进企业经营的国际化。

利用外资和对外投资都离不开银行。跨国公司在外国对银行的依赖超过在国内的依赖。随着经营工商业的跨国公司的发展,跨国银行必然相应地发展起来。现在证券投资成为跨国银行资金运用的一个重要渠道,为跨国企业发行和推销股票、债券也已成为跨国银行经营业务的重要内容。此外,还有许多投资银行在国际金融市场上充当证券的发行人和投资的中间人,专门经营新发行的证券。为了更好地通过国际证券市场吸收外资,促进企业的国际化经营,我国应进一步扩展银行的国际化经营。主要组织形式有:1. 建立分支机构网。2. 设立国外附属机构。它与分支机构的区别在于,业务不受总行直接控制,除办理中长期贷款外,还办理总行在国外不便办理的证券、租赁等业务。3. 在外国银行和金融机构中参加股份。参股银行比建立分支机构投资少,有利于迅速壮大业务,增强在市场上的竞争能力。

(上接第26页) 限次的,因此,一旦它为社会接受,就能多次地为社会带来利益,不断增大自己的社会价值,而那些只有个人价值的信息,其共享性受到了抑制。事实上,个人价值往往是凭借信息的暂时性和独占、保密才得以实现的。

再来看这时候个体A的净增收益。

在占有信息并用来安排生产后,个体A的(期望)收益为 y_0 ,与没有信息时相比增加了: $\Delta E(y'_A) = y_0 - E(y_A) = y_0 - \frac{1}{2}y_0 = \frac{1}{2}y_0$

从而其净增收益为: $\Delta y'_A = \Delta(y'_A) - C = \frac{1}{2}y_0 - C$ ⑤

若信息成本由整个系统负担,(在社会组织条件下)则A、B各负担 $\frac{1}{2}C$,这样A

的净增收益为: $\Delta y'_A = \Delta E(y'_A) - \frac{1}{2}C = \frac{1}{2}(y_0 - C)$ ⑥

在信息成本约束③成立的假定下,无论是④还是⑤,都有 $\Delta y'_A > 0$,即信息在具有社会价值的同时也表现出了个人价值,这里的个人价值是覆盖系统内全部相关个体的。

联系④式,容易得到: $\Delta y'_A > \Delta y_A$

这意味着,对于个体A,由于信息社会价值的实现使其获得了比过去更大的个人价值。因此,信息的社会价值是主要的,它的个人价值与社会价值相比是微不足道的,社会价值的充分实现将给每个个体带来更大的利益。因此,鼓励信息的传播,最大程度地实现信息共享,而对只有个人价值的信息实行限制,是十分必要的。