

证券市场国际化27年:走向世界的精彩

证券时报记者 孙媛

证券市场国际化是生产国际化和资本国际化发展的必然结果,也是中国对外开放必不可少的组成部分。中国证券市场的国际化是与本土证券市场建设并行推进的。经过20余载的努力,中国在证券融资、投资、证券商及其业务以及证券市场制度的国际化等方面都有了很大的发展,总体呈现出循序渐进、稳中求胜的态势。

国际化征程始于 向外资开启证券投资融资

我国证券市场国际化的起点可追溯至1982年1月,其时中国国际信托投资公司首次在日本发行了100亿日元武士债券。20世纪90年代初,沪深交易所相继创立,在席卷全球的证券市场一体化潮流中,我国证券市场的国际化进程悄然启动。

在证券投资方面,1991年底,第一只B股——上海电真空B股正式发行上市。以B股的发行为起点,我国证券市场融资功能第一次突破国界。1992年,我国允许外国居民在中国境内使用外汇投资B股。2001年2月19日,中国证监会又做出了允许境内居民用自有外汇投资B股市场的决定。

与此同时,在证券融资方面,内地企业开始在境外多个市场上发行股票与基金。1993年7月15日,随着青岛啤酒H股登陆香港,以及同时期部分企业到美国纽约证券交易所发行股票,国内公司境外融资渠道开启。不久之后,世界资本市场舞台就形成了H股、红筹股、N股、ADRs(美国存托凭证)、S股以及其他国际证券并存的局面,大量国际资金投入到了我国的经济建设中。截至2009年9月,已有154家境内外企业到境外上市,筹资总额2067亿美元(包括IPO和再融资)。

近年来,我国债券市场的国际化进程也在推进当中。中信公司、中国银行、交通银行、建设银行、上海国际信托投

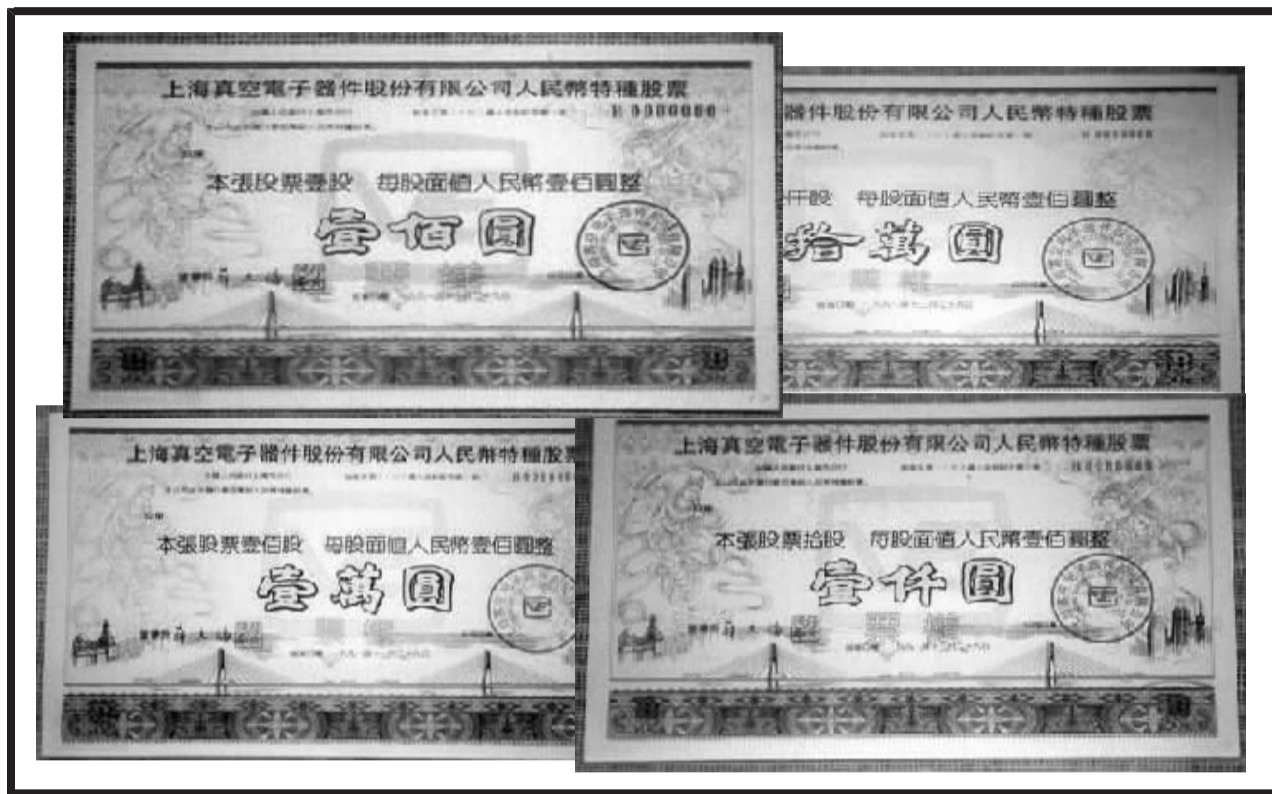
资公司等金融机构先后在国际金融市场发行了日元、美元、马克等不同币种的国际债券。

2005年2月18日,中国人民银行、财政部、国家发改委和中国证监会共同制定了《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》。9月,国际金融公司(IFC)和亚洲开发银行(ADB)成为首批在华发行人民币债券的国际多边金融机构。国际金融机构在我国发行人民币长期债券成为我国债券市场发展走向国际化的一个重要里程碑。

自2007年《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》实施以来,国家开发银行、国家进出口银行、建设银行、交通银行等内地银行掀起了一波又一波赴港发行人民币债券的热潮。2009年,汇丰银行和东亚银行在内地的分支机构也加入了赴港发行人民币债券的行列,使得在香港发行的人民币债券总值至今已达290亿元人民币。中央将香港作为境外发行国债的试验田,有力地推动了人民币区域化进程,是利用资本市场国际化举措推动人民币在周边国家地区结算和流通的开端。

与境外机构合作 加强国际化接轨

在证券商及其业务的国际化方面,中国证监会按照WTO对证券市场准入原则、国民待遇原则以及透明度原则的相关规定,允许外资少量持股的合资证券公司(外资上限为33%)和合资基金公司(外资上限起初为33%,3年后增加到49%)在国内开展业务。中国证监会的统计数据表明,截至今年9月,我国已批准设立9家中外合资证券公司和33家中外合资基金管理公司,其中,合资基金公司更是占到我国基金公司总数的一半以上。与此同时,国内外的金融机构也开始步入国际市场。截至今年9月,共有包括银行和保险系在内的



1991年底,第一只B股——上海电真空B股正式发行上市,我国证券市场融资功能第一次突破国界。

15家中资金融机构在香港设立综合证券业务分支机构,提高我国证券行业国际竞争力的同时,也加快了国内与国际资本市场的接轨。

此外,我国证券监管部门与国际证券监管机构间的合作与交流也日益得到加强。截至2009年6月底,中国证监会已与39个国家或地区的证券期货监管机构签署了43个双边合作备忘录,并积极参与和支持国际证监会组织以及其他国际组织的多边交流和合作,有力地增进了中国证监会与国际证监会组织其他成员国及其他国际组织的相互了解与信任。

QFII和QDII 成为创新性过渡举措

进入21世纪,我国证券市场整体规模、功能和效率已经大大提升,并逐渐成为亚太地区最大也是最具活力的证券市场之一,这同时也对证券市场国际化战略提出了新的要求。QFII和QDII制度的建立,在现阶段中国证券市场国际化进程中起到了重要的桥梁作用。

2002年11月5日,中国人民银行和中国证监会联合发布了《合格境外机构投资者境内证券投资暂行管理办法》,QFII应运而生。接下来的几年中,中国证监会进一步放宽了对QFII的资格要求和资金进出锁定期,逐步提高了投资额度,增加了QFII开户和投资等方面的便利,完善了QFII投资监管体系特别是信息披露制度。截至2009年8月底,获得QFII资格的境外投资者总数达87家,其中已有70多家QFII机构获得中国外汇局发放的投资额度,获

批总额度在150亿美元左右。

经国务院批准,人民银行于2006年4月13日发布公告调整了六项外汇管理政策,允许符合条件的银行、基金公司、保险机构采取各自方式,按照规定集合境内资金或购汇进行相关境外理财投资。2006年7月21日,国家外汇局公布了首批获得代客境外理财资格的银行及购汇额度,酝酿已久的QDII正式浮出水面。截至今年9月,已有39家境内外机构获得QDII资格。国内首只QDII产品——华安国际配置基金,于2006年9月13日向中国内地投资者发行,至目前,已有10只QDII基金陆续出海。

制度接轨搭建 证券市场国际化架构

证券市场国际化进程中“重中之重”的议题是制度接轨,股权分置改革的实施以及2006年下半年以来三大办法的推出,为中国证券市场的内部架构国际化奠定了基础,中国证券市场制度建设的国际化进程就此开启。

中国上市公司的融资理念、价值投资理念、股票定价理念以及证券公司经营模式等的革命性变化,始于股权分置改革。2006年2月1日,《外国投资者对上市公司战略投资管理暂行办法》正式实施,外国投资者被允许对已完成股改的上市公司进行战略性投资。股权分置改革消除了股票基础价格定价的重大不确定因素,使股价成为联结各方的共同纽带,各类股东的利益取向趋向一致,中国证券市场成为机构投资者真正的舞台。

中国证监会2006年5月7日出台了《上市公司证券发行管理办法》,对上

市公司定向增发、上市公司公开发行认股权和债券分离交易的可转换公司债券等符合国际证券市场的交易品种和模式增加较多,这是上市公司证券发行适应全流通模式下市场化运作模式的具体体现,《管理办法》对规范中国上市公司及中介机构国际化运作打下了坚实的法律基础。

2006年5月18日,中国证监会发布实施《首次公开发行股票并上市管理办法》,对首次公开发行股票并上市公司的发行条件、发行程序、信息披露、监管和处罚等作了详细而明确的规定。其中,市场决定融资上限,战略投资者锁定期加长;新股现金申购制度;关联交易比例限制取消;加大信息披露制度;超额配售选择权制度及1年辅导期取消等新增加规定,不仅使证券发行的源头向市场化方式转变,也充分体现了国际化的重要特征。其他如加大中介机构责任、简化上市程序,减少上市成本等方面,均体现了国际资本市场的重要特点。

2006年8月1日新《上市公司收购管理办法》出台,为完善和活跃上市公司收购行为、与国际资本市场相关并购规则接轨打下基础,也为资本市场中最为活跃和最能体现市场化的并购行为提供了法律基础,同时体现出了国际资本市场并购规则共同特征。

在百年一遇的全球金融危机海啸肆虐之时,梯次推进、规范稳定的长期发展路线,仍将是我国证券市场国际化建设的方向。创业板与国际板将相继推出,发行制度改革仍将继续,ETF跨境交易等与其他国家和地区交易所之间的互动即将展开,中国证券市场即将进入国际竞争的全新格局。

声音

在中国证券市场国际化进程中出现的许多声音,是我们不得不关注的。这些声音来自事件的亲历者,他们回答了局外人非常关注却又回答不了的问题。

厚朴投资管理公司董事长方方雷在谈到“中国的大型国企为什么要去境外上市”时说:“我14年前去日本,看到东芝、索尼、松下,感觉他们很高大,要达到他们那样的程度简直不可想象,而现在我认为我们离他们不远了。2005年销售额最大的公司是东芝,盈利能力最强的公司是中石油,中国移动比日本的NTT、AT&T大多了。中海油被评为海外并购最佳公司,最佳中国管理团队。当初中海油上市时总资产10亿—60亿,经过4次融资,目前总资产达400亿。不国际化,中国企业能走到这一步吗?中石油在香港伦敦纽约上市的这几年,适应了国际监管水平。最好的企业都是在国际市场上杀出来的。”

高盛集团亚洲区董事总经理胡祖六在谈到“外资战略投资对商业银行的意义”时说:“不能以金融安全为名,对中外资银行市场化、商业化的国际化的基本趋向加以排斥和抵制。在银行改革一套完整的思路中,中国政府非常明智地引进了国际战略投资者,并持续促进银行内部的改革。国际战略投资者将能够为中国银行的改革增添和创造价值,在中国建立本土现代化金融体系过程中发挥特别重要的作用。”

中银国际副执行总裁谢涌海在谈到“中资金融机构在香港的发展”时说:“中资券商对稳定香港金融体系日趋重要。在香港开业的中资券商不乏人才,他们有的拥有庞大的国内客户资源,有的专长在经纪业务,有的直投做得很好,所以尽管面临种种不利因素,他们依然利用各自的优势,努力

在香港金融市场的的话语权。在百年一遇的全球金融危机海啸肆虐之时,梯次推进、规范稳定的长期发展路线,仍将是我国证券市场国际化建设的方向。创业板与国际板将相继推出,发行制度改革仍将继续,ETF跨境交易等与其他国家和地区交易所之间的互动即将展开,中国证券市场即将进入国际竞争的全新格局。

瑞银集团中国债券部主管袁淑琴在谈到“引进QFII制度的好处”时说:“以前海外投资者对中国市场感到很神秘,QFII提供了一个窗口,让海外投资人可以自己去看。也正是因为QFII这个窗口,许多中介机构逐步深入中国资本市场,从各个角度给中国资本市场提出自己的疑问并寻求答案,QFII对中国市场透明度的提升发挥了非常重要的作用。市场在QFII进入的过程中也发生了巨大的变化。最大的是整个市场监管环境的改变,比如IPO新规、保荐人制度等等,在QFII看来,这个市场发生着改变,而且监管者也希望和国际市场可以更快地接近。以前中国市场投机性很浓厚,差的公司多,可以考虑的只有几个。现在伴随着股权分置的结束,市场发生了巨大的变化,好公司越来越多,QFII的操作在新的市场环境正在进行调整。在市场上股票供给不紧张的情况下,QFII的挑选面也更广了。”

海外中国上市公司融资情况一览(包括IPO和再融资)

红筹		H股		美国预托证券(ADR)		N股		S股	
发行年份	融资金额(百万美元)	发行年份	融资金额(百万美元)	发行年份	融资金额(百万美元)	发行年份	融资金额(百万美元)	发行年份	融资金额(百万美元)
1992	298.7	4	1992			1992		1992	
1993	150.4	2	1993	1,008.2	6	1993	171.3	1	1993
1994	149.5	3	1994	481.1	4	1994	1,270.6	3	1994
1995	-	-	1995	60.0	1	1995	99.3	1	1995
1996	1,422.9	7	1996	224.8	3	1996	461.1	1	1996
1997	1,172.1	9	1997	2,886.4	13	1997	710.4	3	1997
1998	205.1	5	1998	189.0	3	1998	262.7	2	1998
1999	527.2	7	1999	548.8	3	1999	-	-	1999
2000	7,805.7	9	2000	401.4	5	2000	3,377.5	3	2000
2001	1,574.6	8	2001	685.4	11	2001	408.7	1	2001
2002	2,723.9	4	2002	937.3	18	2002	1,451.9	1	2002
2003	2,352.1	6	2003	2,871.9	19	2003	2,955.3	2	2003
2004	986.6	11	2004	5,544.9	27	2004	7,612.2	14	2004
2005	263.7	4	2005	17,764.7	22	2005	1,258.5	8	2005
2006	3,257.6	13	2006	38,562.0	30	2006	2,182.4	13	2006
2007	10,496.5	30	2007	14,739.2	24	2007	10,097.3	37	2007
2008	804.8	6	2008	6,386.2	16	2008	999.4	9	2008
2009	1,797.6	13	2009	10,842.8	9	2009	1,062.4	7	2009

资料来源:海通证券

国际板推出恰逢其时

证券时报记者 孙媛

从今年5月份市场关于国际板的传闻兴起,到最近商务部部长陈德铭关于“中国将允许外商投资企业在境内上市”的讲话,再到上交所日前成立副总经理徐明牵头的境外上市工作小组,可见国际板的推进工作正在加速。

按国际惯例融入国际市场,是增强我国证券市场核心竞争力的现实选择,而吸引境外企业前来上市,是我国证券市场实现对外开放的重要一步。近年来,中国政府逐步放开外资对A股市场的参与权限,目前已形成以QFII为主的财务投资方式和以境外机构直接投资A股上市公司股权的战略投资方式。外资的参与有利于提升A股公司治理与透明度,增强国际知名度与海外市场开拓能力、提高A股上市公司的质量,并同时有利于完善A股定价机制,使价值投资理念成为市场主流。

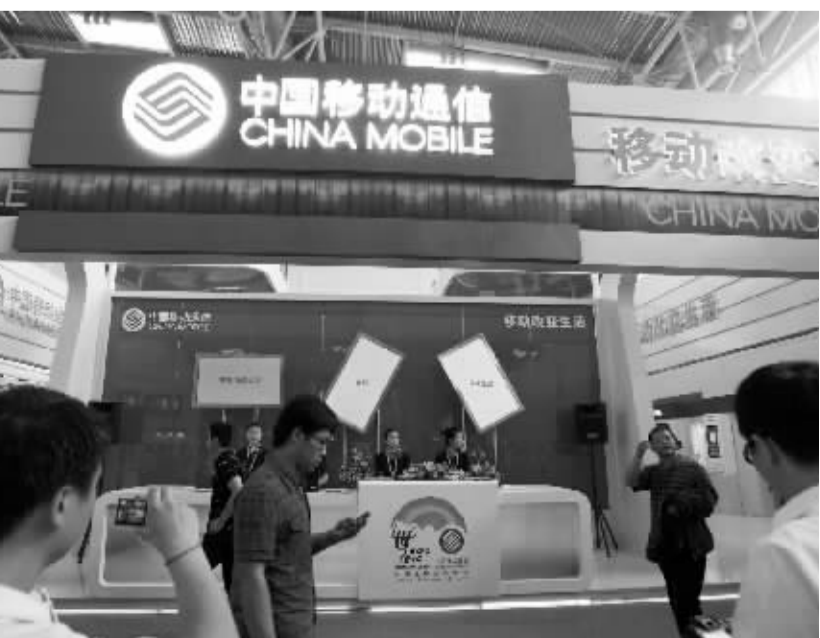
境外成熟优秀的企业来中国上市无疑将有助于我国证券市场进一步向市场化转型。目前,我国尚未实现资本

项目下的货币自由兑换,境外公司上市后的融资所得用途势必将受到一定程度的规管。但是人民银行和外汇管理局的官员也曾指出,国际板推出后,资本账户管理和外汇环节或将作进一步开放。如何开放是一个度的问题,如果将融资所得全部限定用于中国境内投资,在促进国内实体经济增长的同时,一方面为国内创造了就业机会,另一方面也将解决税收外流的问题;如果在限定的基础上适度予以开放,允许在国际板上上市的外资公司在资本项下实现部分自由兑换,将大大有助于中国A股市场发行机制改革,与国际公认的市场接轨,并配合实体经济领域人民币跨境贸易结算的推进,充实人民币在虚拟经济的定价与投资功能。

当前,境内外资本市场的估值体系不尽相同,随着股权分置改革的完成,A股市场正处于全流通格局下估值体系重建的过程之中,在此时引入海外市场估值理念,将有助于A股市场的投资行

为尽快走向理性,对于促进我国证券市场尽快与国际接轨意义重大。在建设国际板的早期阶段,监管部门可能有意将世界500强或者红筹中的优质公司作为第一批上市试点,这些公司的价值大多已经在境外证券市场获得投资者长期普遍信任,并能够在市场剧烈波动时起到稳定股价的作用。待包括汇丰、奔驰、可口可乐在内的公司在国内上市后,尽管A股市场的整体估值水平有可能会因此被压低,但整体市场的投资风险也将随之减少,这对中国证券市场的制度完善和长期稳定大有裨益。

当前,在我国加快人民币贸易结算和促进境外企业在华投资,以及证券市场股权分置改革完成后对于尽快融入国际市场需求越发强烈之时,推出国际板可以说恰逢其时。建设和完善国际板将是中国证券市场一个长远的方向和目标,它将为我国投资者走出国门投资境外证券,以及实现我国证券市场对外开放下的全流通创造条件。



中国移动董事长兼CEO王建宙日前在出席达沃斯论坛期间表示,中国移动已经启动在内地IPO的工作,应该会通过国际板上市。