

# 对海峡两岸证券市场相互合作的探讨

沈艺峰 贺颖奇 (厦门大学)

海峡两岸的经济交流发展至今,主要还局限在生产与贸易领域。而金融界,特别是证券市场领域的交流却远远落后。就笔者个人看法,今后两岸的经济交流应该从生产经营领域进一步扩展到金融领域,特别要考虑尽早实现两岸证券市场相互准入与相互合作。这是海峡两岸证券市场国际化发展的要求。

证券市场国际化要求各有关方面一方面要开放本地区证券市场,允许境外投资者的介入,另一方面要积极推动本国投资者参与国际证券市场。祖国大陆和台湾在发展各自市场经济的进程中,都先后不同程度地出现了实现证券市场国际化的要求。祖国大陆在当初建设证券市场时,就推出 B 股以吸引境外的投资者,最近几年更是全面推动证券市场的国际化进程,并取得了相当进展。截止 1996 年第一季度统计,祖国大陆已有 21 家经过规范化股份改造的大陆企业陆续在香港和美国上市;累计发行 H 股股票 104.705 亿股,筹集资金 213.18 亿港元,两家 N 股共发行股票 24.19 亿股,筹集资金 9.6 亿美元。同时开放外国投资者来华合资设立证券投资公司。另外,深圳南玻集团、中纺机等也成功地瑞士发行可转换债券。这些企业境外上市的成功尝试,对于推进金融体制改革、扩大吸引外资和扩大对外开放产生了积极影响。上海证券交易所更是积极拟

定邀请海外著名大公司如奔驰公司等来沪做第二上市。毫无疑问,今后,祖国大陆除了坚持“境外上市”的做法之外,还将培育自己的资本市场,通过扩大市场的开放程度、活跃 B 股市场、引入境外投资基金和公司,谋求境内外券商的进一步合作,并从政策方面予以支持和保障。从台湾方面看,早在 1983 年,台湾行政院就制定出“关于证券市场吸引外国资本和海外资本的计划”及《海外华人和外国人证券投资 and 资金汇出入程序规定》,逐步允许国外投资者进入台湾地区的证券市场。1984 年,台湾当局开始实施所谓以“国际化、自由化和制度化”为内容的经济革新,其核心之一就是实现“利率自由化”。1987 年,台湾行政院修订《管理外汇条例》,更进一步解除外汇管制;1988 年 1 月,又为促进证券市场适应“三化”方针的需要,第三次修改《证券交易法》。修改后的交易法,准许海外券商在台设立分支机构,放宽对券商的营业限制,鼓励股票上市。1990 年 10 月,再次由台湾立法院制定出《海外华人和外国人证券投资 and 资金汇出入程序的规定(修正案)》,允许外国投资人直接投资于除大荣货运、长荣运输和大台北瓦斯等公司以外的所有在台湾证交所上市的公司股票、政府债券、公司债券和受益权证。台湾“证监会”目前也具体拟定一套三段式计划,包括第一阶段先准许台湾证

券公司在祖国大陆设立办事处;第二阶段再批准台湾在海外的证券子公司赴祖国大陆设分公司;第三阶段,争取让台湾证券业直接到祖国大陆开设公司。以上说明,海峡两岸各自的证券市场国际化的发展,为实现两岸证券市场的相互准入提供了必要的前提。

祖国大陆证券市场的发展,一直受到台湾有关方面的关注,并且双方已经在证券市场领域合作方面有过交流。历史地看,1995 年 9 月海峡两岸有关专家在上海召开研讨会,就祖国大陆证券市场立法和监管、股票上市管理和信息披露规范化等重要理论与实务问题进行讨论;同年 10 月,台北市证券商业公会理事考察团一行 25 人曾来京考察祖国大陆证券市场,双方在较高层面上进行了磋商,探讨了加强海峡两岸证券业交流与合作的途径等问题;同年 12 月,海峡两岸有关专家学者在广州召开了两岸会计、审计学术研讨会,同样探讨了祖国大陆上市公司会计信息规范化、市场的监管等重大问题。台湾“证监会”也公开表示,只要两岸当局政策允许,台“证监会”将十分欢迎祖国大陆企业赴台上市。所有这些实际努力无疑都促动了两岸在证券市场领域交流的发展。

值得注意的是,进入 90 年代以来,台湾经济增长缓慢,1998 年,台湾国民经济生产总值增长率降低到

5.4%，与去年的6.8%相去甚远。由于台湾岛内经济发展形成过高的储蓄率，（平均年储蓄率在30%以上）造成银行存款超过银行贷款，形成有款贷不出的局面。另一方面，超额储蓄又构成通货膨胀危机，加上岛内工资不断上浮，劳动密集型工业所赖以成长的低工资的优势不复存在，而高科技建设风险大、市场不稳定，缺乏投资吸引力。与此同时，在今年9月份，台湾股市更是创下6335.09的两年来最低点，新台币今年10月27日与美元脱钩以后，一直只维持在低位的颓势，台湾民众对新台币缺乏信心。因此要解决台湾岛内巨额游资的出路，根本的办法就是开辟岛外市场。从地缘、人缘方面来看，祖国大陆的证券市场是其理想的投资场所。就祖国大陆方面来看，近年来经济仍然持续高速增长，同时也引致对资金的巨大需求，在国内通货膨胀仍有压力，银根继续保持“适度从紧”的情况下，引进外资（包括台资）仍然是祖国大陆发展经济的当务之急。从目前情况看，必然要在引进直接投资的基础上进一步扩大思路，充分考虑到间接投资的引进问题。而作为间接投资引进中最为敏感的问题之一就是对外国投资者进一步开放证券市场，实现两岸证券市场的相互准入可以说是其中的重要内容。

那么，为实现两岸市场间的相互准入，海峡双方在具体操作上应作哪些努力呢？依据对祖国大陆和台湾有关双边证券市场条件的规定和条例的比较，结合考虑两岸证券市场的发育程度以及相关的政治经济条件，我们认为，至少可以通过以下四个途径为实现双方相互准入作出实质性的具体努力：

### 1. 两岸上市公司相互上市或二次上市

不同地方的上市公司股票到异地上市的案例并不少见。例如，东京证券交易所就有一百多家外国证券公司挂牌上市，其中包括许多在世界排名前五十位以内的银行以及通用汽车、通用电器、IBM、克莱斯勒、比尔石油等世界著名公司，许多都是二次上市公司。如加拿大皇家银行、帝国商业银行就在多伦多交易所和东京交易所两地上市。台湾在1961年设立台湾唯一的证券交易所——台湾证券交易所，祖国大陆则分别在1990年、1991年分别成立上海证券交易所和深圳证券交易所。从两岸相应的法规、条例来看，其中有关公司股票上市的规定极为相似。三个交易所基本上都是以上市公司的发行规模、盈利能力和股权分散程度等为上市基本条件。例如祖国大陆《股票发行与交易管理暂行条例》（1993年4月22日）（下文简称《条例》）第三十条规定，股份有限公司申请其股票在证券交易所上市交易，发行后的股本总额不得少于人民币5000万元；持有面值人民币1000元以上的个人股东人数不少于1000人，个人持有的股票面值总额不少于人民币1000万元等。同样，台湾的《证券交易法》（1983年5月11日）第五章第十五条规定：证券交易所应制订有价证券上市审查准则及上市契约准则，申请主管机关核定之。根据这一条款，台湾的《证券交易所股份有限公司有价证券上市审查准则》（1986年4月）第三条至第六条对三类股票的上市条件也要求上市股本最低要在新台币5000万以上；记名股东人数在1000人以上，其中持有1000股至5

万股股票的股东人数不得少于500人，且其所持有股份合计占发行股份总额20%以上或满1000万股。这些比较表明，两岸对上市公司申请上市的规模、获利能力、股本额和股权分散的要求等方面的规定基本上是相通的（一致的），也是相容的。至于两岸在上市条件上存在的某些差异，可以参照祖国大陆一些国有企业在香港成功上市的经验，通过专门制订特殊规定加以解决。例如祖国大陆方面曾特别颁布《关于到香港上市的公司执行〈股份有限公司规范意见〉的补充规定》和《到香港上市公司章程必备条款》的通知；财政部也专门制订了《关于股份制试点企业股票香港上市有关会计处理的规定》等。而香港特意修改了香港股份公司的《上市规则》，准许祖国内地注册公司在香港联合交易所取得第一上市地位，豁免其必须在香港拥有一定人数的管理人员的限制。因此，比照此经验，只要在两岸的证券市场监管当局这一层面上安排一个时间表，精心挑选优良企业，选择适当上市时机，并在非市场方面作一些努力，两岸已上市公司股票在彼方进行二次上市完全可行。实际上，台湾“证监会”对祖国大陆的国有企业在香港的上市情况一直十分关注，并多次表示希望将来如果大陆企业能够在台湾上市时，能够充分汲取香港的经验。

### 2. 两岸证券商进入彼方市场开展承销业务活动

发行承销是海峡两岸证券商的四大基本业务之一，也是实现两岸市场相互准入的又一个重要可行的途径。

根据祖国大陆《条例》第二章规

定：(1)公开发行的股票应当由证券经营机构承销，承销方式有包销和代销两种。(2)拟公开发行股票的面值超过人民币 3000 万元或预期销售金额超过人民币 5000 万元的，应当由承销团承销；而承销团须由两个以上的承销机构组成。拟公开发行面值超过人民币 1 亿元的，承销团中外地承销机构在外地的承销数量，应占合理比例。(3)发行人与承销商要按载明的事项要求签订承销协议。承销期限不得少于十日，不得超过九十日。

而台湾在《交易法》第三章第二节七十条也详细规定了股票发行承销的具体方法：(1)有价证券之发行可由证券承销商承销，承销方式有代销和包销两种方式；(2)共同承销者（即承销团承销），包括主办承销商和协办承销商，其数量不得超过五家，但承销金额巨大，需要增加承销商数的，需报主管部门批准的，不在此限；(3)承销商募销期限不得超过三十日。

由以上海峡两岸有关承销业务的法规条款规定的比较可以看出，除在承销期限和承销团组成数量上略有差别外，其他方面基本上是对应一致的，因此，两岸证券商进入彼方市场开展承销业务并无本质上的障碍。具体设想可以先由双方邀约对方共同组成承销团开始，逐步推行允许双方证券商在对方单独从事证券承销业务。《台湾证券交易法》(第四十四条)本身是允许外国证券商在台湾境内从事承销业务的。1986 年 5 月台“证管会”制定的《证券承销商设置管理办法》对承销商也只是作技术性规定，并无歧视性限制。祖国大陆的《条例》虽然规定承销机构不得为本机构保留所承销的股票，这点上与台湾

《证券交易法》(1988 年修正稿)第七十二条第二项规定有所出入，后者要求“证券承销商包销有价证券，得先行认购后再行销售，或于承销契约订明保留一部分自行认购”，不过，祖国大陆证监会在《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》中有“不得持有被承销企业 7% 以上的股份”的提法，表明祖国大陆实际上还是允许承销机构持有被承销企业股票，只是在持有比例和取得方式上有所不同，因此没有实质上的差异。

### 3. 两岸相互发行外资股

虽然目前世界各地对直接进入本地区融资都采取较为谨慎的态度，如外国企业对美国资本市场的进入一般要先从私募或存托证方式开始做起。祖国大陆鉴于本地区经济发展对资金的需要，对境外企业在祖国大陆直接融资并无明确的鼓励措施，台湾对境外企业进入岛内也作了一些限制性的规定，但这并不排除海峡两岸可以采取其他变通方式，相互开放本地区资本市场。例如，两岸相互发行外资股就是一种途径。

两岸相互发行外资股(境外股)票，可以直接实现两岸股票市场较全面的相互进入。从祖国大陆方面来说，已有了发行 B 股和 H 股的经验，也有中外合资企业发行股票的先例。但是，利用股份制直接在台湾筹资尚属空白。因此可以考虑针对台湾发行类似股票，比如依照台“证管会”的提法，称为“T 股”。从有关规定来看，1996 年 1 月，祖国大陆国务院颁布了《关于股份有限公司境内上市外资股的规定》及其《实施细则》，对股份公司境内发行上市外资股的条件、公司的财务报告、信息披露及证券商

的承销资格、外资股上市公司和券商之间的权利义务关系作了全面的规定。其中，《关于股份有限公司境内上市外资股的规定》第四条明确规定，可以在境内上市的外资股投资人包括中国、香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织，从而为台湾投资者在祖国大陆从事证券投资确立了合法地位。这就使外资股市场的规范发展有了法律保障，这样发行所谓“T 股”也就有了可资操作的具体依据。台“证管会”主任委员陈树也已明确表示欢迎祖国大陆企业以 T 股形式前往台湾证券交易所上市。目前，从海峡两岸有关情况来看，祖国大陆和台湾公司需要相互接轨的方面主要有三项，即会计制度、仲裁安排及监管制度和投资者权益保护制度。由于祖国大陆已经在 1993 年彻底改革沿用几十年的旧会计制度，采取了更接近国际惯例的以权责发生制为基础的企业会计制度，因此两岸在会计制度的主要方面不存在太大的差异。若两者间确有重大差异，必要时，也可以要求双方上市公司同时按照两岸各自的会计制度报告，同时予以揭示。这在祖国大陆颁布的《股份有限公司境内上市外资股规定的实施细则》中也有说明。在保护投资者权益方面，可以参照香港对 H 股的特别规定，对涉及 A 股和 T 股股东权益的重大问题，由两类股东分别投票决定；在证券纠纷的仲裁安排上，现在双方都制订有证券仲裁条例，虽然台湾实行强制仲裁，台湾《证券交易法》第一百六十六条规定，证券商与证券交易所或证券商相互间的争议，不论当事人之间有无订立仲裁契约，均应进行仲裁，不能采取仲裁以外的方式解决，而祖国大陆《关于证券争议仲



○逐步开放证券市场,促进海峡两岸合作。本刊资料

裁协议问题的通知》主要还是采取任意仲裁,即当事人“可以依照上述格式自愿签订仲裁协议”。两者相比较,虽有出入,但争端双方可自行在契约中协商订明如何选定仲裁人,或由双方主管机关以职权指定。也可改为经由第三地仲裁或根据1958年《纽约公约》有关精神处理。另外,祖国大陆证券市场的法制化建设是市场规范化的基本制度基础。因此,几年来,祖国大陆在实践与借鉴的基础上,出台了多部规范公司及证券市场的法规。其中主要有:1992年,祖国大陆国家体改委会同有关部门制订的《股份制企业试点办法》、《股份有限公司规范意见》及数个配套规定。1993年4月颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》、6月颁布的《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》、7月颁布的《证券交易所管理暂行办法》、9月颁布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》和《招股说明书的内容与格式(试行)》及12月颁布的《公司法》、1994年7月国务院颁布的《股份有限公司境外募集股份及上市特别规定》和今年发布的《国务院关于股份有限公司境外上市外资股的规定》等。将这些

法规、条例与台湾的有关《证券交易法》、《证券商交易法》、《有价证券上市审查准则(修订稿)》和《华侨及外国人证券实施办法》等法规相比,可以发现许多实质性的条款上都是相通的,在股票发行、交易

上市公司的收购、信息披露和证券违法行为的处罚等方面,完全可以做到“求大同、存小异”,从而为实现两岸证券市场相互准入后,双方投资者在对方的投资利益提供法律上的保障。同时,海峡两岸建立专门的信息媒体,适时、适地地帮助双方股东掌握和理解两岸政治经济动态、股市政策法规、企业经营状况等。由于不存在语言上的障碍,两岸在这些方面的差异相信能较好进行沟通,达成共识。

#### 4. 发展共同投资基金

海峡两岸相互开放共同投资基金市场,也是两岸有关人士一直关注的问题。1994年7月,祖国大陆证监会曾会同有关部门及上海、深圳两地领导层召集专门会议,提出试办中外合资的基金管理公司,逐步引导境外投资者进入祖国大陆A股市场。从祖国大陆去年11月5日所颁布的《证券投资基金管理暂行办法》来看,并没有限定证券投资基金申请人的境内外资格,只在第四条和第七条笼统地规定:“在中国境内从事基金活动及与该活动相关的自然人、法人和其他组织”,“申请设立基金,主要发起

人为按照国家有关规定设立的证券公司、信托投资公司、基金管理公司等,其他有关基金规模、自有资本、份额限制、发行、赎回与流动、投资运作与监督管理等方面与台湾的类似规定并无实质上的差别。祖国大陆方面显然是没有向台湾及其他境外投资者关闭在投资基金方面合作的大门。仅就此而言,可以考虑先从易于管理的封闭式契约型基金入手,通过中方控股、台方参股,提供一定限度的税收优惠政策等办法,逐步对台湾开放基金市场。

从台湾方面来看,在实现岛内证券市场国际化进程中,台湾主要是以国际性的证券信托投资公司的形式,先后设立了国际、光华、建弘和中华四家合资性质的证券投资信托公司,这类国际性的信托投资公司,以共同基金的形式发行受益凭证,将筹集的资金再转投资于台湾证券交易所的上市证券,使非台湾的居民能够通过购买这类受益凭证,间接进行台湾证券的投资。考虑到台湾目前对华侨及外国人在证券业的投资上仍有较严格的规定,如台《证券商设置标准》规定外国证券商如果参股台湾证券商,最高可参股40%,如果参股于证券信托投资公司,则参股比例可调高到49%,每一位华侨或外国人投资不能超过10%,并以投资一家为限。如果是参股于证券投资顾问公司,则可达100%的控股比例。说明台湾目前是鼓励外国证券服务公司进入岛内证券服务行业。因此可以考虑先开放两岸证券服务行业,提倡优势互补、良性竞争,共同提高两岸证券服务水平。同时,根据对等原则,以一定的参股比例为限,逐步进行两岸证券商的相互参股。

IEC