

# 我国证券跨国发行与交易中的 外汇管理问题探析

邱永红

## 一、对国际资本进入我国证券市场的外汇监控

自90年代初以来,随着资本帐户开放步伐的加快,流入发展中国家的外国证券资本明显增多。据国际清算银行1996-1997年度报告统计,1996年流入新兴市场国家的外国证券类股本投资占全部流入比例由1991年的13%上升到19%。我国1997年外国证券投资净流入达68亿美元,比1996年增长了290.8%<sup>①</sup>。外国证券资本流入的迅速增加,对发展中国家经济发展的正面效应是有目共睹的,但另一方面,国际证券投资也屡屡成为各国金融动荡的导火线,1994年的墨西哥金融危机和1997年的东南亚金融风暴便证明了这一点。为防范外资进入我国证券市场造成危害,我国制定了一系列限制政策,从很大程度上堵死了国际资本进入我国A股市场和本币债券市场的正常渠道。然而,为追逐高额利润而经常在各国市场之间移动的国际游资,利用我国当前外汇管理上的某些漏洞,通过一系列非正常渠道侵入我国证券市场大肆炒作套利。这些非正常渠道主要有:(1)混入经常项目办理结汇。国际游资直接以个人或侨汇名义汇入,进入我国A股市场和本币债券市场炒作。1996年度上海深圳证券市场过度投机,出现股市泡沫,原因之一就在于香港证券资本入境炒作,哄抬股市,获利后迅速外逃所致。(2)境外企业驻华办事处自由结汇。《结汇、售汇及付汇管理规定》中规定:“外国驻华使领馆、国际组织及其境外法人机构的外汇可保留现汇”,也就是说,这部分外汇可自由结汇。由于外汇管理局和银行对境外法人驻华机构外汇资金汇入和结汇没有累计金额登记,因此无从查询某驻华机构一定期间内累计结汇额,造成驻华机构可以将大量超过日常业务需要的外汇汇入和结汇的漏洞。境外企业可以利用此漏洞将国际游资汇入其在我国的办事处,结汇后进入我国证券市场从事投机活动。(3)境内外居民通过委托或对向操作进行短期套利。在我国股票市场上,虽然A、B股是分开的,但是,境外居民完全可以通过其境内代理单位或个人购买A股;同样,B股虽然是对境外投资者发行的,境内居民也完全可以委托境外代理单位或个购买B股,或者安排对向操作即互相代理。通过上述方式投机股市的国际游资进入境内大致有三种途径:一是通过南方沿海一带的地下汇款线路汇入;二是通过个人过境带进(数额大的则反复过境带进);三是通过与我国境外投资企业或个人作出对向安排流入。(4)“假外资”投机。在通过不正常渠道流入我国的境外投机性资本当中,有相当一部分是我国境内的外逃资本。这些私自流出的外汇主要是通过出口不收汇或少收汇,以及进口多付外汇等方式滞留在国外。在国外赚得利润后也不汇回或不完全调回境内,反而在境外注册后以外商名义回来搞假合资,而将汇入外汇资金作短期证券投机。

如前所述,国际证券投资的大规模入侵,必然会导致发展中国家各国证券市场的剧烈波动和宏观金融的不稳定。因此,我国当前一定要以墨西哥金融危机和东南亚金融风暴为鉴,在逐步对外开放证券市场的同时,着力完善外汇管理法律制度,以抑制和防范国际游资的侵入对我国证券市场的冲击。

1. 加强对资本项目的监控。加强对资本项目的监控可以从事前和事后两个方面来进行。所谓事前就是对资本项目(尤其是短期证券投资)的流出入,应在《外汇管理条例》的基础上制定更加明确、可操作性的专门法规,严格审批资本项目下资金的流入标准;规定每个企业每年外汇兑换量的最高额度;设立每日调出调入我国资金上限,一旦超过即停止调拨业务等,以增大国际游资流入我国证券市场的制度成本。所谓事后就是加大监管力度,强化对非法入境的国际游资的惩罚力度,增加其进行证券投机套利的机会成本。同时,为防止资本项目下短期资本混入经常项目侵入我国证券市场,还应完善对经常项目的结售汇管理,加强外汇管理局、海关和银行的配合,强化对经常项目汇兑真实性的检查,并建立异常情况上报制度,以严格区分经常项目的资金与资本项目的资金。

2. 完善国际收支统计申报制度,建立外汇资金流动信息预警系统,完善外商投资企业外汇登记证和年检制度,堵住外商投资及外汇往来管理上的漏洞。

3. 增大对国际游资进入我国证券市场后的监管力度。在本币部分可自由兑换下,一国不可能完全杜绝国际游资侵入本国证券市场,我国也不例外。因此,我国在本币从部分可自由兑换走向完全可以自由兑换的过程中,必须加大对已进入我国证券市场的游资的监管力度,以抑制其对我国证券市场的负面影响:(1)规定非居民持有我国企业的股份限额。可借鉴台湾经验,对外资投资证券的总额度、每个外商的投资额度以及每个上市股票中外资的持股比例都规定一个上限。(2)限制非居民投资本国未上市股份,区分股票市场和债券市场,规定不同的开放度,对法人股市场 and 国库券市场等投机倾向相对较低的市场可先行开放试点。(3)在相当长的时间内仍然保留 A 股和 B 股的分离状况,继续采取税收优惠等措施鼓励境外资本投资 B 股市场、中国企业海外上市股和在岸离岸外国投资基金<sup>②</sup>,并努力消除外资非法侵入 A 股市场进行投机的利益动机。

4. 在推进和实现资本帐户自由化的进程中,借鉴经验,限制国际游资进出我国证券市场。我国目前通过加强对资本项目的管理来限制国际游资的进出口是与现行外汇管理体制相适应的。但从长远的观点和我国证券市场国际化的最终要求来看,实现资本帐户自由化是大势所趋。因此,在开放的资本帐户条件下如何削弱国际游资游入动机,增加长期国际资本进入我国证券市场,是我国不容回避的一个问题。对此,国际上有不少成功的理论和实践经验可供我国借鉴。(1)课征外汇交易税。美国经济学家詹姆斯·托宾在 1978 年提出该理论,对外汇交易课征比例很少的外汇交易税(如 0.5%),能有效抑制国际短期资本的流入,而且不会对贸易和长期国际证券投资产生太大的冲击。(2)引入汇率走廊。捷克和斯洛伐克在国际短期资本大规模流入本国证券市场的巨大压力下,虽然继续维持了固定的中心汇率,但两国在 1996 年分别引入了正负 7.5% 和 5% 的汇率走廊区,从而成功地遏止了进一步的国际游资进入本国证券市场。

## 二、对我国证券经营机构从事外汇业务的法律规制

目前,我国规范境内证券经营机构从事外汇业务的主要法规规章有国家外汇管理局 1993 年 1 月 1 日公布的《非银行金融机构外汇业务管理规定》、1993 年 4 月 15 日发布的《关于非银

行金融机构外汇业务范围的规定》、1995年6月20日发布的《关于国内证券经营机构从事B股交易有关问题的通知》以及中国证监会1996年12月1日颁布的《境内及境外证券经营机构从事外汇业务资格管理暂行规定》等。根据《非银行金融机构外汇业务管理规定》第28条和《关于非银行金融机构外汇业务范围的规定》第4条,证券公司经营的外汇业务范围为:主营发行或代理发行外币有价证券、买卖或代理买卖外币有价证券,兼营外汇投资、外汇拆借、外汇担保资信调查、咨询见证业务等。可以说,这一规定正是从我国证券业务适应境内企业通过证券市场直接筹集外资的需要出发的。到1997年12月底,我国共有30多家证券公司获准经营外汇业务,200多家非证券金融机构获准兼营外汇证券业务。但是,我们也应看到,当前我国证券机构外汇业务基本上还是依赖B股市场的存在而存在,H股、N股等上市包装及承销基本为外国券商所垄断。同时,由于法律法规的不完善,我国对证券经营机构外汇业务的监管还存在着诸多问题。

1. 我国现有的有关证券经营机构外汇业务的法律法规已不能适应证券业外汇业务快速发展的需要。目前,对证券经营机构外汇业务进行监管的法规主要有上述国家外汇管理局两个《规定》一个《通知》和中国证监会的一个《暂行规定》,但这些法规规章在证券业外汇业务的发展过程中已显露出三大缺陷:(1)国家外汇管理局的两个《规定》对证券经营机构经营外汇业务范围的设定过于笼统,没有明确规定证券经营机构在什么样的条件下(如注册资本、营运资金、从业人员、通讯网络等)可以经营外币有价证券,中国证监会发布的《暂行规定》虽对证券经营机构从事外资股业务的条件与资格作了具体规定,但它只适用于证券经营机构从事外资股的经纪与承销业务,对证券经营机构从事的所有外汇业务并不适用。这既给监管当局在审批业务范围时造成较大的随意性,也为部分证券公司为拉客户而盲目竞争造就机会或损害企业利益(如低价推销企业股票),从而造成国有资产的间接流失,最终影响到整个证券业的健康发展。(2)国家外汇管理局颁布的两个《规定》所设定的业务范围不能满足证券公司外汇业务的正常开展。从《规定》中证券公司可经营的外汇业务来看,证券公司不可以经营外币放款业务。但证券公司在代理发行B股时,需要向项目公司提供部分短期金融通用于企业资产重组或上市前的包装。这部分金融通是必要的,但其性质上属外币放款业务而不被允许。(3)上述法规规章之间存在着相互冲突之处。如中国证监会发布的《暂行规定》第3条规定中可兼营外资股业务的机构仅限于信托投资公司,而国家外汇管理局发布的《关于国内证券经营机构从事B股交易有关问题的通知》和《关于非银行金融机构外汇业务范围的规定》中规定可兼营外资股业务的机构有信托投资公司、融资租赁公司及财务公司等。

2. 外汇监管手段单一,监管力量薄弱。目前国家外汇管理局对证券经营机构从事外汇业务主要侧重于事前监管,监管手段主要为对其资格的审定与许可证的颁发。虽在《非银行金融机构外汇业务管理规定》中规定了外汇资产负债比例监管方法,但由于监管人员少,力量薄弱,该方法并未得到贯彻执行。

3. 有关职能部门监管权限划分不明确,使证券经营机构外汇业务发展过程中的某些问题处于监管真空状态。如大量国内居民(企业和个人)资金通过各种形式流入B股市场,由谁来区分和监管这部分资金的运作没有规定。

上述问题的存在,严重影响了我国证券经营机构外汇业务的规范运作,因此,我们应采取得力有效的法律措施来扭转这种不利的局面,以提高境内证券经营机构与国外同业的竞争力。

1. 国家外汇管理局应尽早制定颁布《证券经营机构从事外汇业务管理办法》,该《办法》主要应包括以下内容:(1)明确规定证券经营机构开办外汇业务的标准——注册资本金多少、外

汇专业人才的数量、证券公司净资产规模的大小等。(2)适当扩大证券经营机构从事外汇业务的范围,如外汇放款业务等。(3)明确证券经营机构从事外汇业务的经营原则、风险防范措施、自营买卖外币有价证券与注册资本金的比例限额等;(4)明确规定外汇管理部门对证券公司外汇业务经营过程监管的有关职责,如外汇资产质量监管、外汇营运资金使用监管等

2. 健全监管体系,转变监管模式,强化监管力度。国家外汇管理局应从侧重于事前审批转向事前审批与事后监控兼重的路径上来;并逐步运用法律工具来处理证券经营机构的外汇业务监管问题,建立起统一高效的监管体制。

3. 有关监管职能部门应明确划分彼此监管权限,并加强监管合作与协调,彻底杜绝监管真空的出现。同时,各职能部门应充分认识到当前我国证券经营机构面临严峻的经营竞争环境,尽早采取措施在税收征收、证券公司之间的并购、资本扩张等方面给予证券经营机构必要的政策支持,以使其在稳定 B 股市场外汇业务的基础上,全力参与 H 股、M 股、S 股等海外股的包装及承销业务。

由上可知,我国证券跨国发行与交易中的外汇管理已初步走上了法制化、规范化的轨道,但也存在着缺乏对发行和用资的统一协调管理的问题。由于我国多家机构几乎同时进入国际债券市场,各机构发行债券的面值利率、发行费用、偿付条件未能很好协调,容易让外国人坐收渔利。有的债券发行成本偏高,同时,各机构用资过程也缺乏有效的管理与监督,而企业偿债能力不足的风险最终要由国家承担。因此,必须建立一个有权威性的管理机构,制定一系列相互配套的国际债券发行、使用、偿还管理制度与法规,并严格执行,制定全国统一的国际债券借用还的管理方法与年度计划,对全国各企业发行国际债券的总量、结构和外资使用方面进行宏观调控。

---

注释:①《中国证券报》,1998年6月2日,第1版。

②境外资本以外汇买卖 B 股和海外上市股,不会直接冲击人民币外汇市场,而且境外资本投资海外上市股对我国是长期稳定的外汇流入。

(作者单位:厦门大学法律系国际法研究生·361005 责任编辑:巫文强)