

# 我国证券市场推出国际板的相关问题探讨

贾明琪 朱建华 辛江龙

(兰州大学管理学院 兰州 730000)

**【摘要】** 上交所近期推出国际板是社会关注和理论研究的重点课题,国际板的推出是提升我国证券市场国际影响力和竞争力的重要举措,同时也是建设上海国际金融中心的重要内容之一。本文归纳分析了现阶段推出国际板的现实意义,并对现阶段能否推出国际板作出可行性分析,最后探讨了国际板市场的有关交易制度问题。

**【关键词】** 国际板 可行性分析 交易制度

## 一、引言

2009年4月29日国务院发布《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建设国际金融中心和国际航运中心的意见》,首次明确提出要适时启动符合条件的境外企业发行人民币股票,随后上海市政府在对外发布的《贯彻国务院关于推进“两个中心”建设实施意见》中表示,积极支持上海证券交易所国际板建设,适时启动符合条件的境外企业在上交所上市,推进红筹企业在上海证券市场发行A股。这标志着将上海交易所国际板的推出提上了议事日程。

2010年4月3日中央银行发布的《2009年国际金融市场报告》指出,在股票市场上要稳步推进上海国际板的筹备工作,积极探索境外企业在国际板上市的制度安排,加强有关部门

改革以来,地方政府财权逐步减少,但事权并没有相应减少。在地方政府收入减少的同时,其公共服务、社会管理职能和经济发展任务却不断加重,地方政府层级越低,增加开支的压力相对越大。与庞大的事权和开支相比,地方政府财源明显不足,而土地财政随着可出让土地的逐渐减少也捉襟见肘,从而也只能依靠税收。而在地方税种中,除营业税以外都是一些小的税种,无力支撑庞大的政府开支。房产税的改革无疑开辟了地方政府新的财源,为针对财产的持有状态征税提供了新的思路。同时地方财力增加了,可以减轻中央政府财政扶持的压力,使其具有更充裕的财力用于转移支付,扶持低收入地区发展。目前,投资作为拉动地方经济的引擎在短时期内仍难改变,地方政府需要大量的资金进行当地的基础设施建设,利用地方融资平台所形成的显性和隐性债务不断产生,直接发债融资已不容回避。而税收无疑是地方政府发债的重要担保财产之一,房产税的增收将充盈担保财产。

## 三、房产税改革中需要注意的事项

1. 在地方税收立法过程中要让纳税人积极参与。重庆、上海两市自2010年年初开始酝酿具体改革措施,至2011年1月出台,时间可谓不短,但在此过程中很少能看到房产税的纳税人——即拥有规定房产的所有人的参与,哪怕只是形式

的沟通与协调,研究制定相关发行上市、交易结算、制度安排和相关配套规则。

在我国证券市场建立和发展上交所国际板,是增强我国资本市场影响力和辐射力的必经之路,是发展和完善我国资本市场的内在需要,也是提升我国资本市场参与国际竞争的必然趋势。我国证券市场经过二十多年的不断发展,市场化、法制化、国际化成为我国证券市场发展的三部曲。我国实施的“走出去”战略使许多企业可以直接到境外股市进行IPO,而且境外机构投资者也可以进入中国股市。中国机构投资者和居民个人也可以借助QDII(合格境内机构投资者)进入境外证券市场投资。在经济一体化和金融全球化的国际大背景下,我国也应该实施“引进来”战略,将境外优秀企业吸引进来,让

上的。从中可以看出目前地方税收立法还是以政府为主导的,缺少公众的积极参与。这样的立法由于缺少民意,所以在以后的实施和执行过程中难免会遇到阻力。

2. 社会应形成正确的舆论导向。实际上房产税早已开征,只不过对个人住房是免税的,此次改革只是对个人住房恢复征税,对城市大多数人而言并不会影响其生活水平。但由于房产税改革具体措施还未出台之前各方媒体都不同程度地渲染了房产税的负面影响,致使各地房产交易量猛增,楼价快速上涨,主流媒体又没有及时地向社会公众澄清,以致造成了一些恐慌。

3. 相关的配套措施要及时出台,同时要做好部门联动。房产税改革需要完善个人住房信息数据库以及设立房产税税基评估机构等与之相配套。房产税征收过程中,还涉及财政、国土房管、户籍、工商、民政、人社、建设等诸多管理部门,这就需要这些部门的协作配合,通力合作,从而扎实推进个人住房房产税征收管理工作。

## 主要参考文献

1. 刘佐. 改革开放以来房地产税改革的回顾与展望. 东方早报, 2011-01-27
2. 杨卫华. 推进房产税制改革的思考. 税务研究, 2010; 8

它们直接到我国证券市场挂牌上市。上交所推出国际板将是我国证券市场对外开放的又一重大举措。

## 二、国际板的内涵及特征

1. 国际板的内涵。我国主板市场上上市的企业是注册地和上市地都在境内的企业,国际板市场是注册地在境外而在我国境内发行上市的公司制企业以人民币进行计价交易而形成的市场板块。国际板的确切含义是指符合条件的境外公司到我国证券市场发行上市,国内投资者以人民币来直接投资境外公司的上市股票。从各国证券交易所吸引境外企业到本地上市的做法来看,通常在上市规则中设立专门的章节或单独的规则,既体现了与本土上市公司要求的一致性,又体现了对境外公司要求的特殊性。设立国际板的最初目的是满足在境外上市的我国企业回归境内资本市场的需要,其次是吸引符合条件的优秀境外企业在我国证券市场上上市。符合条件的境外优秀企业在中国上市有两方面的好处:①企业上市后可以提高企业在中国的知名度;②企业可以直接获得人民币资金,为企业在中国扩展业务提供更大的方便,而且没有外汇风险。

2. 国际板的特征。相对于A股与B股市场而言,国际板是一个相对独立的板块。在国际板上上市的公司是已经在境外上市的公司股票在上海交易所发行上市并以人民币计价交易,这些公司是注册地在境外,主要资产、业务和人员在境内的红筹股公司和境外上市公司。根据证监会有关文件精神,计划推出的国际板应该具有以下六个特征:①同一上市主体,必须是原注册地已经在其他交易所上市的公司,已经上市的公司主体才能在国际板上上市。②必须是实体经营的公司,不能是壳公司。反向收购以控制境内资产,出于谨慎监管的需要,监管部门目前不会接受壳公司在国际板上上市。③必须是较为成熟的经营稳健的国际公司,目前不考虑接受成长性的境外创业期公司。④必须遵守公司注册地的监管法律,但不要求国际板上上市公司完全符合《公司法》的一些特殊要求,比如设立监事会。⑤必须是人民币兑换成美元等外汇,由境内投资者购买国际板公司股票。⑥必须发行新股,不能存量发行,不能“只挂牌卖老股”。我国证券市场在2009年7月31日之前还是封闭的,没有向境外开放,除了境外专业投资机构(QFII)这种制度安排之外,境外投资者还不能真正到我国境内来投资,国内投资者也很难去境外投资。国际板的这些特征也使得境外公司在国际板上上市有较大的难度,但是国际板一旦成功推出,对于我国金融市场的开放具有重要意义。

## 三、推出国际板对我国证券市场的现实意义

由于国际板既有吸引优秀企业融投资、优化配置资源的能力,同时又包含了很多风险因素,因此现阶段上交所推出国际板将对我国证券市场产生正面和负面的双重影响。

### 1. 积极影响。

(1)国际板的推出有利于增强我国证券市场的国际影响力、辐射力和竞争力。设立国际板将使我国证券市场与国际证券市场联系起来,在市场运作机制、市场监管机制、市场服务体系等方面与国际接轨,将会以国际标准来示范和影响我国主板、中小板、创业板市场,使我国证券监管部门、证券公司、

中介机构等逐渐熟悉国际资本市场运作方式,以此来促进我国证券市场规范化发展,推动我国证券市场的国际化进程。因此,推出国际板有利于我国证券市场从新兴加转轨市场向成熟市场迈进,有助于推进我国证券市场国际化,增强我国证券市场的国际影响力、辐射力和国际竞争力。

(2)国际板的推出有利于促进我国证券市场投资结构趋向合理。金融危机过后,储蓄率过高、民间投资率过低是制约我国经济持续平稳发展的一个重要因素,近5年内,我国贸易顺差和外汇储备连创新高,证券市场流动性过剩是经济发展面临的又一个瓶颈。设立国际板将会为我国资本提供新的投资渠道,开辟更广阔的投资空间,有助于解决我国投资者无法投资境外企业的问题,推动我国个人投资者以及证券投资基金、保险基金和社会养老保险基金等机构投资者进入证券市场。同时,可促进我国形成有利于证券市场理性、规范交易的主体,极大地推动我国由制造大国、储蓄大国转变为投资大国,实现经济真正又好又快的发展。

(3)国际板的推出有利于我国构建多层次资本市场。我国资本市场经过二十多年的不断发展完善,已经初步形成了一个“多层次”的资本市场体系。上交所的蓝筹板是大市值板块,深交所的中小板和创业板则是两个小市值板块。现阶段上交所推出的国际板必将进一步加强上交所大市值板块的地位和实力。如此一来,我国资本市场就会形成上交所的“蓝筹板+国际板”和深交所的“中小板+创业板”的均衡发展格局。这有助于进一步完善我国多层次资本市场体系,从根本上解决影响我国资本市场发展的深层次问题和结构性矛盾,积极推动我国资本市场国际化的进程。

(4)国际板的推出有利于加快人民币国际化进程。虽然我国已经成为世界第二大经济体,但仍未摆脱“总量强,货币弱”的窘境。2008年全球金融危机使我国外汇储备面临严重大幅缩水的压力。世界各国都意识到国际货币储备体系的弊端,我国政府也坚定了人民币国际化的决心。作为国际货币,最重要的一个条件是可自由流动和自由兑换。要实现人民币可自由流动和自由兑换,就要打通人民币走出去并流回来的通道,允许境内资本自由输出,让人民币走出国门。目前人民币在资本项目下不能自由兑换,国际板的推出在一定程度上为人民币自由兑换提供了途径,为加快推进我国汇率制度改革创造条件,在提高我国证券市场国际地位的同时,也有利于加快人民币国际化的进程。

(5)国际板的推出有利于发挥政府政策的市场效应。国际板的推出能在相当程度上缓解机构投资者对投资境外企业风险的厌恶,即使国际股市处在弱势时投资者尤其是机构投资者也能在国际板市场进行低风险投资,从而增强了政府政策对我国股市的刺激作用,提高政府对股市合理干预的效率,更好地发挥政府对股市的市场调控功能。

(6)国际板的推出是上海建设国际金融中心的重要内容。上海证券交易所已经成为我国证券市场的核心主板,但是和国际化的证券交易所相比还有一定的差距。国际板的推出既对上海国际金融中心的建设发展又对我国整体金融市场的深

化改革和开放具有重要意义。国际金融中心通常拥有开放而国际化的证券市场,美国纽约证券交易所、英国伦敦证券交易所及日本和香港证券交易所等成熟国家和地区都吸引优秀国际企业到其交易所上市,并制定了相关上市规则条例。从我国证券市场的发展规模来看,目前我国证券市场取得了长足发展。根据世界交易所联合会的统计,截至2009年底,上交所与全球主要证券交易所交易额排名情况如表1所示。

**表1 2009年全球各主要证券交易所交易概况**

国家和地区	交易所名称	建立时间	交易额(亿美元)
美国	纳斯达克市场	1971	289 513.5
美国	纽约交易所	1792	177 845.9
中国	上海交易所	1990	50 619.9
日本	东京交易所	1878	39 877.8
英国	伦敦交易所	1801	34 025
中国	深圳交易所	1990	27 743.2

数据来源:根据世界交易所联合会统计数据整理。

2009年上海证券交易所股票成交金额为50 619.9亿美元,仅次于纳斯达克市场和纽约交易所,在全球主要交易所中排名第三,在交易规模跻身国际前列的同时,我国资本市场与国际成熟市场相比,在投资文化、投资者的成熟理性、市场机制本身的发育完善等方面,仍然存在比较明显的差距。支持优质红筹企业和境外企业在国际板上市,是我国金融市场进一步开放的有益尝试。建设上海国际金融中心是一项国家发展战略,通过设立国际板来吸引一大批具有国际影响力的境外企业到上交所上市,以推动各种国际资源在上海聚集与整合,加快推进上海国际金融中心建设。

## 2. 消极影响。

(1)产生新的交易风险,高市盈率发行易致外资圈钱,我国证券交易所发展不过二十年,与国际发达证券交易市场相比,在发行、交易、自律、监管等方面还存在较大差距。投资者对风险的认知和理解能力还不够强,市场整体处于加速成长阶段,A股市场高定价、高发行市盈率的股票与上市公司的业绩和盈利能力存在较大的反差,如何防止境外公司圈钱是设立国际板面临的一个严峻问题。

(2)增大了金融监管的难度,国际板推出后,要对新市场投资者进行有效的教育,协调和监管国际板市场交易,建立完善的技术限制措施和计价交易制度,而目前的金融监管体系尚不健全,监管责权不够明确,监管手段比较单一,能否有效监控和管理国际板市场的风险将是对我国金融监管机构的一大挑战。

(3)国际板的推出可能会出现暂时性的主板和国际板市场倒置现象,我国投资者“喜新厌旧”的投资习惯比较突出,由于国际板吸引来的都是在国际范围内具有影响力的红筹股公司和境外上市公司,极有可能在短期内吸纳巨额资金,导致主板市场大量失血,如果缺乏及时的限制和管理政策,很有可能在很长时间内造成主板和国际板市场倒置的局面。

## 四、现阶段推出国际板的可行性分析

我国现阶段推出国际板是否可行,需要考虑多方面的因

素,本文从我国宏观经济环境、证券市场水平、国内投资者需求、国外经验的借鉴和负面阻碍因素五个方面来阐述我国现阶段推出国际板的可行性。

1. 近几年我国经济持续快速增长,相比而言,我国证券市场始终存在着较大的经常性波动。我国经济市场化水平的提高对完善股票市场、推出国际板以及吸纳优质红筹股公司和境外公司提出了客观要求。近几年我国经济增长和证券市场发展的相关数据见表2。

**表2 我国经济增长和证券市场相关数据**

年份	GDP(亿元)	比上年增长(%)	股市市值(亿元)	比上年增长(%)
2004	159 878	10.1	37 056	-12.7
2005	184 973	10.4	32 430	-12.5
2006	216 314	11.6	89 404	175.7
2007	265 810	13.0	327 141	265.9
2008	314 045	9.0	121 366	-62.9
2009	335 353	8.7	237 800	95.9

数据来源:根据《中国统计年鉴》、国家统计局统计数据整理。

我国证券市场建设虽然取得了不小成绩,但较大幅度的市值波动还很不适应市场经济发展的总体要求。尤其是国内投资者投资境外企业的需求明显跟不上我国资本市场的要求。随着经济体制改革的进一步深化,我国经济市场化进程向更深层次的领域拓展,证券市场自由化程度加深,经济开放性日益增大。但由于利率尚未市场化,人民币资本项目下不能自由兑换,因此现阶段推出国际板不仅可以稳定我国证券市场的波动,而且可以提升我国证券市场的国际地位,是推动我国经济市场化最可行、最理想的举措。

2. 我国证券市场的日益规范和完善。国务院证监会成立后,先后制定公布了《股票发行与交易管理暂行条例》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《国务院授权证监会查处证券违法行为的通知》等法规。此外,行业自律机制已发展完善,上交所的综合指数和深交所的成分指数已成为国内外公认的经济晴雨表,信息披露制度也进一步健全和完善。这些法规与制度已构成了一个比较完善的证券法律体系,为上交所成功推出国际板创造了必要的条件。

3. 目前我国居民金融资产的主要形式是银行储蓄,对股票及其他金融资产的投资有很大需求。而由于外汇管制,股票资产主要以投资国内股票为主,因此实现境外蓝筹股公司和境内红筹股公司在国际板上市,必将受到国内投资者的追捧,尤其是机构投资者对在国际板上市的公司有更大的需求。国际板的推出拥有坚实的投资者基础。

4. 上交所推出国际板可以借鉴丰富的国际经验。1971年美国成功开辟纳斯达克市场(NASDAQ),纳斯达克市场精选全球最优质和最知名的公司,在财务和流通性方面的要求高于世界上任何其他市场,在纳斯达克上市的公司必须满足严格的财务、资本和共同管理等目标,积累了不少市场运作经验和理论研究成果,对在全球范围内股票交易的把握和实际

业务的操作有比较深入和系统的研究。这些实际操作方面和理论研究的经验将为上交所推出国际板市场交易提供重要的借鉴和参考。

诚然,我国现阶段开辟国际板市场虽然有很多有利因素,但是不能不看到,还有一些不利因素在阻碍着国际板的推出。第一,我国A股市场仍很不规范,有关法律体系尚不健全,内幕交易尚有一定的生存空间,严重冲击了我国股票市场公平、公正、公开这三大原则的贯彻和维护。第二,由于我国投资者缺乏专业知识而排斥理性市场行为,很大一部分投资者对股票的理解还停留在比较肤浅的层次上,存在着比较严重的投资从众心理。而机构投资者长期受“政策性股市”和不规范交易的影响也产生了排斥理性市场行为的投资心理,因此也需要加强投资者对理性市场的教育,倡导理性投资,回避过度投机而造成的市场风险。

### 五、现阶段推出国际板的制度规范问题

1. 国际板适用的法律。我国证券市场自建立以来,已经制定、形成了一系列严格的市场法规,其中以《证券法》和《公司法》为代表的法律能够约束境内所有公司的市场行为。从国际惯例来看,若某个公司到某个国家的证券市场发行上市,就必须遵守该国现有法律制度和市场规则体系。那么境内红筹股公司和境外蓝筹股公司在国际板上市必须遵守我国现有证券法律制度,虽然到国际板上市的境外公司与《公司法》中的相关规则有些冲突的地方,但笔者认为国际板的推出直接适用《证券法》中的相关规定更符合其立法宗旨。由于境外公司都是具有法人资格的实体经济,在国际板不存在股份募集设立发行问题,而国际板的推出属于境外公司在国际板发行新股行为,推出的国际板可直接适用《证券法》中的相关规定而不需要适用《公司法》。

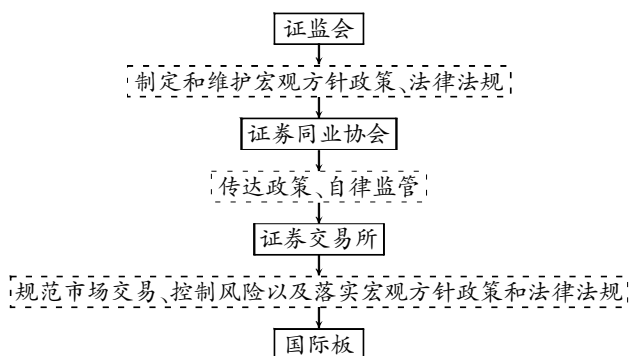
2. 国际板上市公司的选择。我国证券市场想要成为具有国际影响力和辐射力的证券市场,就必须吸引大量优质上市公司尤其是具有国际知名度的境外公司和境内红筹股公司。由于人民币资本项目下不可自由兑换,如果国际板选择直接IPO的方式发行,国际板上市公司的选择标准和募集资金的投向势必受制于目前的外汇管制。因此,要对境外公司在国际板发行上市的条件采取严格限制,笔者认为应采取两方面的限制:第一,在国际板上市的境外公司应该拥有我国境内主要业务并达到一定的规模。第二,在国际板上市的境外公司所募集的资金仍要投资于我国境内市场。这既规避了境外公司在我国境内募集资金而造成境内市场“失血”问题,同时也规避了目前人民币资本项目下不能自由兑换的政策性障碍。

我国也有不少大型国有企业在境外和香港注册上市的红筹股公司,推出红筹股公司登陆国际板是增强我国证券市场国际竞争力的战略选择,届时红筹股公司将会成为国际板的主力军。由于红筹股公司的主要业务在境内,本身属于国内公司,在国际板发行上市顺理成章,没有法律障碍。

3. 国际板投资者身份的选择。国际板投资者的身份应该同我国A股市场的投资者相同,A股市场的投资者主要由国内个人投资者、境内机构投资者、境外合格机构投资者(QFII)这

三类投资者组成,国际板的投资者也应该由上述三类投资者组成。显然,国际板的推出会使各类投资者拥有更多的投资选择,获得了分享全球范围内优质公司经营成果的机会。

4. 国际板应建立严格的“三级监管制度”。国际板应该建立由证监会、证券同业协会和交易所共同参与的“三级监管制度”。证监会层面对国际板的管理侧重于宏观方面的政策指导,管理手段主要依靠一套完整的法律法规体系,适当地使用行政干预。证券同业协会层面的工作侧重于制定自律规则、执业标准和业务规范,对会员及其从业人员进行自律管理,负责做好证券信息技术的交流和培训工作,组织、协调会员做好信息安全保障工作,对证券公司重要信息系统进行信息安全风险评估,组织对交易系统事故的调查和鉴定。交易所层面的工作涵盖了国际板市场交易的各个环节,包括制定交易程序、停牌规则、交割结算制度以及建立交易所各部门内部协调机制等。证监会、证券同业协会和交易所应各自明确监管职责、相互配合协调,从而建立从宏观法律政策到行业规范,再到市场交易监管的三级监管体系。证监会、证券同业协会和交易所三级监管制度中的关系如下所示:



### 六、结束语

虽然国际板的推出能够推进我国证券市场国际化的进程,提升我国证券市场的国际影响力和竞争力,但在我国推出国际板成功与否关键是如何与我国实际国情相结合。因此,在推出国际板之前有必要结合我国国情,针对我国的优势和不足,制定相应的策略,有步骤、有计划地推出国际板。在真正推出国际板之前还有不少工作要做,建立和完善国际板交易结算制度、制定国际板交易法规与监管体系以及培育国际板的交易主体和优化投资者结构都是亟待解决的问题。毋庸置疑,国际板一旦成功推出,必将对我国经济发展以及对上海国际金融中心的建设具有重大现实意义。

【注】本文得到中央基本科研业务费项目(项目编号:10L-ZUJBJWZY001)的资助。

#### 主要参考文献

1. 景乃权.金融理论教学与实践.杭州:浙江大学出版社,2007
2. 张招侠,魏玉波.国际板推出的意义与影响.东方企业文化,2010;1
3. 姜涛,任荣明,袁象.关于我国证券市场建设国际板的若干问题探析.现代管理科学,2010;1