

利用外资 新方式

—— 中国政府和企业面临的选择

刘李胜 万建伟 著

企业管理出版社

利用外资新方式 ——中国政府和企业面临的选择

刘李胜 万建伟

企业管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

利用外资新方式/刘李胜, 万建伟著. —北京: 企业管理出版社, 1996. 7

ISBN 7—80001—741—9

I. 利… II. ①刘… ②万… III. 外资利用—研究—中国

IV. F832. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (96) 第 15462 号

利用外资新方式

——中国政府和企业面临的选择

刘李胜 万建伟 著

企业管理出版社出版

(社址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 100044)

*

新华书店北京发行所发行

北京通县向阳印刷厂印刷

*

850×1168 毫米 32 开 7.75 印张 203 千字

1996 年 9 月第 1 版 1996 年 9 月第 1 次印刷

印数: 5000 册

定价: 13.50 元

ISBN 7—80001—741—9/F·739

目 录

导 言	(1)
第一章 利用 B 股筹资	(10)
第一节 B 股的含义及上市程序	(10)
第二节 B 股市场	(14)
第二章 利用 H 股筹资	(23)
第一节 H 股含义及其上市过程	(23)
第二节 H 股市场	(30)
第三章 利用存托凭证筹资	(38)
第一节 存托凭证概述	(38)
第二节 ADRs 的操作	(47)
第三节 ADRs 市场	(56)
第四节 中国企业与 ADRs 市场	(62)
第四章 利用 BOT 方式筹资	(67)
第一节 BOT 方式及其在国际上的发展	(68)
第二节 BOT 的运作过程	(75)
第三节 中国的基础设施建设和 BOT 方式	(81)
第五章 利用国家基金筹资	(97)
第一节 国家基金与利用外资	(98)
第二节 中国基金的产生与发展	(105)
第三节 中国基金面临的问题及对策	(115)
第四节 中国基金的管理及未来发展	(117)
第六章 利用可转换债券筹资	(122)

第一节	可转换债券的概念及特征·····	(122)
第二节	可转换债券的种类及优越性·····	(127)
第三节	可转换债券市场·····	(129)
第四节	中国上市公司对可转换债券的利用·····	(131)
第五节	可转换债券的信用评级·····	(134)
附 录	·····	(138)
1.	结汇、售汇及付汇管理规定 ·····	(138)
2.	国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定 ·····	(147)
3.	股份有限公司境内上市外资股规定的实施细则 ···	(153)
4.	证券经营机构股票承销业务管理办法 ·····	(160)
5.	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 ·····	(170)
6.	到香港上市公司章程必备条款 ·····	(175)
7.	国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定 ·····	(200)
8.	大陆九家在港上市企业情况概览 ·····	(205)
9.	菲律宾政府关于 BOT 的实施条例和规定修正条例 (节选) ·····	(210)
10.	世界银行参与 BOT 项目的情况 ·····	(220)
11.	渣打世界投资基金有限公司售股章程 ·····	(223)
12.	设立境外中国产业投资基金管理办法 ·····	(237)

导 言

我国实行改革开放政策以来,利用外资工作取得了巨大进展。据统计,1994年,外资占全国固定资产投资总额比重已达24.8%,在一些沿海省份,外资所占比重更高。外商投资企业自营出口占全国出口总额的28.7%,其出口增加额占全国出口增加总额的比例一般在30~40%。到1995年累计利用外资超过2000亿美元。然而,在我国的现实经济生活中,一方面具有处于世界范围内高水平的储蓄率和投资率,另一方面资本不足仍是制约我国劳动力资源和其他经济资源开发和利用的主要因素。其原因一方面与我国资本使用效益低而又不可能很快得到提高有关,另一方面也与我国对资本投入的巨额需求有关。目前,我国通货膨胀的压力还未完全消除,近几年还需保持较紧的金融政策。在这种背景下,为了实现我国经济腾飞的战略目标,保持国民经济持续、快速、健康发展,进一步扩大对外开放,提高对外开放的水平,积极、合理、有效地利用外资是十分必要的。而且,我国国际融资额在世界融资总额中所占的比重不足2%,能否抓住当前亚太地区经济发展较好、国际形势有利于我国扩大吸收利用外资的千载难逢的机遇,是一个能否使我国经济在下个世纪走到世界前列的重大战略抉择。

在利用外资方面,中国企业以往主要采用利用外商直接投资、国际金融机构与外国官方贷款和在国际资本市场发行债券等方式,这些方式无疑起到了重要作用。但随着国内外经济、金融环境的发展变化,其局限性也逐渐暴露出来。其一,国家债务负担

不断增加，利率、汇率风险增大；其二，对外筹资方式过于单一，不适应国有企业转换经营机制和国际化经营的需要；其三，受债务危机的影响，从 20 世纪 80 年代末起，国际银行界普遍加强了对发展中国家的贷款管理，商业贷款的条件严格，成本上升，国际社会为了摆脱债务问题的困扰，正在普遍寻求不引起债务负担的融资方式。同时，国际金融机构的融资政策调整，与经济发展较慢的其他发展中国家相比，中国获得优惠资金的机会相对减少。其四，随着金融体制改革的深化，国内金融市场和金融业有了很大的发展，投资环境进一步得到改善，客观上要求金融机构提供更多的融资工具，以适应经济和金融发展的要求。形势的发展要求我们，在继续保持原有的对外筹资渠道的同时，要积极创造条件，开辟新的对外筹资途径。

一、利用外资环境的变化

1. 国际资本运动出现新的特点

自 20 世纪 80 年代后期以来，由于全球经济一体化趋势的影响，以及国际金融市场的迅速发展和电子技术的广泛利用，国际资本在其流向和流速两个方面都发生了重大变化，跨国的资本转移更加容易。同时，也由于 20 世纪 90 年代以来西方主要资本主义国家的经济先后进入低潮或衰退期，促使国际资本加速运动，以寻求回报更高的途径。

(1) 国际资本流向发展中国家和地区。在西方主要国家低增长、低利率的经济环境中，各类投资的回报率很低。例如，日本近年来一般只能达到 2~3%。与此相比，发展中国家尤其是亚太地区，一直保持了较高的经济增长势头。为了追逐较高的投资回报率，大量的国际资本流向发展中国家和地区。从国际直接投资流向看，1994 年，亚洲所吸引的外资量是 20 世纪 80 年代前半期年均数量的 10 倍，达 530 亿美元。拉丁美洲的这一数据为 3.7 倍，达 220 亿美元。非洲仅为 1.76 倍，共 30 亿美元。亚洲占总份额的 66.3%，拉丁美洲占 27.5%，非洲仅占 3.8%。从对外融资分

布看，1993 年亚洲地区为 264 亿美元，占发展中国家总份额的 42%，自 1986 年以来，年均增长率为 14.5%。同期拉丁美洲的数据分别为 471 亿美元、32%、22%。非洲的数据分别为：169 亿美元、11%、1.3%。这一分布与亚洲、拉丁美洲、非洲的经济发展水平和社会稳定程度大体相当。

(2) 国际资本趋向跨国股权投资。除了直接投资和贷款方式之外，国际资本以股权参与形式进入发展中国家和地区也渐成主流。美国流入股票和共同基金的资金额自 1990 年以来逐步上升，增长速度由原来的 0.3% 迅速发展 to 1994 年的 4.3%。全球的股票资本流占国际资本流的比例在 20 年时间内由 5% 剧增到 36%，即反映出这一趋势。

2. 海外证券市场的国际化趋势

在西方经济不景气的情况下，不少主要证券市场纷纷谋求提高国际化程度，以改变股票市场的结构，争取更广泛的上市公司地区分布，尤其是欢迎经济高速增长的亚太地区的企业上市。香港联合交易所自 1991 年起就进行“中国版”的研究，寻求中国企业在香港上市的可能途径。近年来，澳大利亚证券交易所、加拿大温哥华证券交易所等纷纷开设亚洲版，连最为严格的东京股票交易所也修改外国公司上市规则，以期争取更多的亚洲企业上市。在各地区争取的对象中，中国企业成了重要目标。

3. 中国经济的高速增长前景

随着中国 10 多年来经济体制改革的深化和成功，中国经济建设成就和未来的高速增长前景已举世瞩目。国际经济界人士和投资基金专家普遍认为，在未来 10 年全球经济增长最高的亚太地区中，中国将是最具活力的国家之一。因此，参与分享中国经济增长成果已是国际资本的迫切要求。仅在数年时间里，香港就出现了 30 多个以中国为对象的投资基金，而股权投资更成为最为方便的选择。

4. 中国企业经营机制的成功转换

除经济增长前景外，海外上市的重要条件就在于企业的素质和经营的透明度。幸运的是，自中国经济体制改革以来，尤其是在向社会主义市场经济转化的过程之中，大批中国企业的经营机制已在逐步转换。

中国企业经营管理水平逐步提高和规范化，使得国际投资者有信心将资金投入中国企业。事实上，能够率先进入国际证券市场的均是中国企业的精华。正是由于这个原因，当中国企业在海外上市时，多受到市场的热烈追捧。著名的青岛啤酒获 110 多倍的超额认购即是一个典型。

可以认为，国际经济环境和中国的重大变化导致国际资本运动出现了新的趋势，从而使中国企业进入国际证券市场成为可能。这是历史为处于变革之中的中国企业提供的机遇。我国应当顺应大势，调整利用外资的战略，积极利用资本市场吸引外资，开拓国际融资渠道。

二、新的利用外资方式

自 20 世纪 80 年代以来，随着中国改革开放的逐步深化和国际资本市场的重大变化，适应国际金融市场的这些新特点，一些新的融资工具应运而生。

新型筹资工具的种类很多。这里，我们仅从筹资者的角度列举其中的几种主要形式：

1. 中国 B 股的境外发行

作为境内上市公司发行的外资股，自 1992 年 2 月上海电真空发行 B 股以来，在三年的时间里，上海、深圳两个证券交易所已有 58 家上市公司发行了 B 股，以私募的方式售予国际投资人，尤其是大型国际机构投资者，如各种类型的中国基金和亚洲基金。至此，B 股已经成功地进入了国际资本市场，深、沪证券交易所有关 B 股的交易监管制度也不断地进行了重大改革和调整，以适应境外投资人的需要。

目前，根据有关部门的规划，B 股将有 10 亿美元的规模的境

外发行。届时，不仅有相当一批企业可以从国际资本市场筹集到巨额资金，而且中国 B 股市场也会因规模的扩大而解决目前流动性太差、交投不甚活跃的问题。

2. 在海外发行中国企业的股票

以青岛啤酒股份有限公司在香港上市为开端，首批上市的 9 家企业共发行了 55 亿股 H 股，筹资 116 亿多港元，从而开辟了一条供境外投资者在境外对中国证券进行直接买卖、直接交易的渠道。与此同时，有深圳海王药业股份有限公司等 7 家企业在澳大利亚发行股票；还有一些企业在加拿大和新加坡发行了股票。

3. 积极引入国外投资基金

1994 年 7 月有关部门提出创造条件将国外基金引入 A 股市场的设想，有赞成的也有反对的。反对者主要有三点顾虑：一怕外国机构凭其雄厚实力操纵股市，二怕外国基金通过股市收购股票获得上市公司的控股权，三怕外国基金大量进入又大量撤走，引起中国股票市场的波动；并且认为中国外汇自由兑换为时尚早，外国基金大量进入的条件尚未成熟。赞成者认为上述三点顾虑有道理，但都可以在起草基金法规时设置有关条文加以防止、限制，并且在执行中加强监管，不必因噎废食，将外资拒之门外。目前国外资本市场看好中国，已先后成立了 30 多个面向中国的投资基金，而且基金在国际融资中已经成为最有前途的方式，成为举足轻重的金融工具，我国完全可以利用。

依靠国家信用或银行信用取得国外贷款，引资范围只是外国政府或外国银行，采取基金方式则把引资范围扩大到国外的中小投资者，人多财广，累积起来数量十分可观。中国企业直接到海外发行股票是一种筹资方式，但中小投资者不可能花费时间和精力来研究中国企业经营状况。通过参加基金投资，由基金经理人以其专家身份研究行情、管理投资、分散投资风险、节约投资成本，对于国外的中小投资者是一种更具吸引力的简便易行的投资方式。国外投资者到中国建立“三资”企业是一种投资，但这要

经过慎重考察和可行性论证，再经过审批，购置厂房设备，并进行管理。这种方式适用于跨国集团和企业经营者，却不适用于一般投资者。我国举借外债，债务压力重，举债兴办项目的投资风险实际上由国家承担，而通过投资基金引进外资则不构成国家负债。其风险由投资者共同承担，而基金管理人要受到广大投资者和托管银行的监督。所以，对国外基金不宜拒之门外，而应积极引入。具体做法包括引入国外现成的退休基金、养老基金以及实力雄厚的投资公司的管理基金，由境外机构发行中国基金，中方与境外机构合作发起设立基金等。基金可以用于专门的项目开发建设，如长江三峡基金、浦东开发基金、新技术开发基金，也可以投资于中国资本市场的股权。参照欧洲通行的做法，对基金投资股市实行严格的监管报告制度，以防止可能发生的弊端，从而以股权融资形式扩大引入外资的规模。

4. BOT 方式

利用项目承包开发的 BOT (Build—Operate—Transfer, 意为建设—营运—移交) 方式引入外资，进行基础设施建设，即由国际性的联合财团在项目东道国建立项目公司，并得到该国政府授权，靠吸收境外投资者资金及银行贷款来筹措资金，对项目进行规划、设计、建设及运营后的管理，用运营收益来偿还债务并实现投资回报。在规定的合作期满之后，该项目的所有权以及收益被转让给当地政府。BOT 方式一般用于投资金额大、合作期限长的项目，尤其是基础设施的建设。例如，香港的地铁建设就采用了 BOT 方式。我国正在洽谈中的 BOT 项目有北京到通县高速公路建设等项目。东道国采用 BOT 方式引进资金进行基础设施和社会公共工程建设，不会背上债务包袱，因而这种方式在发展中国家被认为是较好的发展和筹资方式。

5. 利用存股证 (ADR) 方式，推动国内企业到海外股市进行股权融资

1994 年 4 月，中国证券监督管理委员会和美国证券交易管理

委员会签署了《中美合作监管谅解备忘录》，为两国证券市场监管机构的合作奠定了基础。1994年8月，中国第一家大型国有电力企业——山东华能国际电力公司正式在美国纽约证券交易所挂牌上市，共发行ADR股票2337.4万股（代表11.687亿普通股票）。每股发行价为14.25美元，共筹集资金3.33亿美元。

6. 可转换债券

这是一种与股票相关联的、可于日后转换为股票的金融工具。这类债券也称可转换股票债券。可转换股票债券多采用固定利率，也有少数是浮动利率。这种债券的投资者是否将债券转换成股票，即其是否执行到期选择股票，视届时的股市行情而定。行情看涨，或者将来债券所要转换的股票的价格上涨时，债券投资者就有可能按规定的条件把所持债券转换成债券发行者的股票；反之，则可能不转换。

可转换债券有两种衍生形式，即附认股权证书债券和附增购债券证书债券。附认股权证书债券是说债券附有认股证书，投资者可按一定的价格购买一定比例的股票购买权，也可以把认股证书与债券分开单独在二级市场上购买。认股权证书没有票面价值，但有价格。认股权证书只有在股票行情上涨的情况下才有价值，这时人们才选择购买股票的权力；对于附增购债券证书的债券来说，投资者选择的权力就不是股票了，而是增购同类或其他种类的债券的权力。一般情况下，当该债券的价格上涨时，投资者就可能按原定的价格增购债券，否则就会放弃增购债券的权力。可转换债券是近年中发展最为迅速的一种金融工具。目前其发行者多为发达国家的公司和企业，日本公司发行占首位，其次是德国公司。

三、在利用新的吸收外资方式中需要注意的问题

通过发行股票筹集外资，需要注意诸多问题。除了企业制度改革要严格按照国家的有关规定进行外，最重要的是要对申请在海外上市的企业进行严格的资格审查，并由国际注册会计师认证；委托有经验、有资信的投资银行或其他有关的金融中介机构负责

与上市有关的一切技术问题，如企业资信评估、股票定价、发行和分销等；加强对上市企业的经营管理，注重其经济效益，以维护上市股票价格稳定，增强投资者的信心；完善国内有关的金融法规，保护投资者的利益。

开拓其他融资方式。过去几年中我国曾采用过租赁融资、补偿贸易和加工装配等其他融资方式。但是，这些方式要么规模不大，要么效益不好（如租赁业）。为此，我们要认真总结经验，大胆采用另外一些新的融资方式，如 BOT。今后我国将继续大力加强能源、交通、通讯等基础设施建设，依靠国内资金难以解决问题，使用国外贷款修建，成本高、投资风险大，而利用 BOT 方式可以较好地解决这个矛盾，它不仅可以带来建设资金，而且可以带来管理技术。我国广东省沙头角二号电站就已经采用了这种融资方式。当然，BOT 是一项比较复杂的融资技术，它涉及商业、技术、财务和法律协议等许多方面，其中法律保障尤其重要，目前使用这种融资方式的国家都有专门的 BOT 融资法。我国在这些方面还有较大的差距。因此，在实际运用这种方式时要特别注意协调好项目的所有权与经营权、使用与转让期限、担保抵押、投资者与政府的责、权、利以及外币汇兑、劳工管理体制等各方面的关系。

国际金融市场新的融资工具为我国利用外资开辟了新的途径。然而，需要指出的是，要正确地使用这些金融工具，必须具备诸多客观条件，如比较发达和规范的本国证券市场与金融市场，熟悉这些筹资技术的高级人材，较先进的技术设备以及与国际接轨的财会制度、有关法律规定，具有国际水准的会计事务所、法律事务所和商人银行机构及其他多种类型的非银行金融机构等。目前，与客观要求相比，我国在这些方面都还存在着较大的差距，必须努力创造条件，争取在较短的时间内缩小这种差距。这里特别要强调的是，要建立适应这种金融创新的体制和机制。为此，我们应当进一步深化金融体制改革。一方面，要进一步健全和发展

国内的资金市场和证券市场，使其规范化，以利于与国际市场接轨；另一方面，要积极、稳妥地在国内发展商人银行业务，有步骤地建立自己的商人银行机构，占领国内商人银行业务的市场。这样，不仅能够满足国内企业走向国际市场的需要，同时也有利于增强我国金融界在国际金融市场上的实力和适应能力，更好地为我国利用外资，促进经济发展服务。

第一章 利用 B 股筹资

B 股是我国企业通过股票市场利用外资的最早方式，也是我国证券管理部门在探索证券市场如何走向国际化进程中的最先尝试。随着 1992 年 2 月上海真空电子器件股份有限公司首发 B 股并在上海证交所挂牌上市以来，沪、深证交所先后建立了相对独立的 B 股市场，开始了中国资本市场对外开放，走向国际的漫长历程。历史选择了 B 股，使其成为中国资本市场与国际资本市场接轨的先锋。截止 1995 年底，已有 70 只 B 股在深、沪两个交易所上市，利用外资额约为 40 多亿美元。B 股已成为目前境外投资者对中国证券市场进行直接证券投资的主要方式。

第一节 B 股的含义及上市程序

一、B 股含义

B 股是指以人民币标值，以外币认购和交易，专供境外法人和自然人以外汇进行买卖的记名式股票，它是境内居民以人民币进行买卖的 A 股的对称。它是由中国公司发行的人民币标明面额的特种股票，可以用美元及港币在上海和深圳证券交易所分别进行买卖交易。B 股股票是吸引海外投资的工具，中国公司能用以筹措外币资金。

为了给投资者提供国际标准的保护和使投资安全，中国政府制定了有关公司经营和证券交易的法律。发售 B 股的公司必须实行国际会计标准和财务报告标准。

中国公司被选择在交易所上市挂牌要经过严格的筛选和批准过程。获得批准上市和发行 B 股要经过相当漫长和复杂的程序, 要求提供许多文件并与许多包括中国国内和国外的不同组织交涉。因此, B 股的发行不仅对发行公司的规范化运作提出了更高的要求, 而且发行政程序也较 A 股复杂。

二、B 股上市程序

为了使一家公司能够在上海证券交易所或深圳证券交易所挂牌上市, 该公司必须进行重组, 发行人必须转化为股份有限公司。持股公司经过仔细筛选, 使他们的资产、管理和盈利能力达到一定的标准。完成这样一个转化过程通常需要 2~3 个月的时间。

满足两个证券交易所的条件公司必须向这两家交易所和主管部门提交申请书。这些主管部门包括 (但不限于) 中国证券管理委员会 (CSRC)、财政部、国有资产管理局 (对在深圳证券交易所上市发售来说是“深圳投资管理公司”)、国家计划委员会、对外经济贸易合作部和国家经济体制改革委员会等。

一旦这些申请得到批准, 上市挂牌和发行 B 股随即进行。迄今为止所有发行的 B 股中, 除一例外都是与 A 股相结合的发行。B 股发行的申请和上市过程一般需要 3~6 个月的时间。

1. 上市基本条件

1995 年 11 月 2 日《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》正式颁布实施, 标志着我国首部全国性 B 股法规开始正式生效。该规定明确要求, 以募集方式设立公司, 申请发行境内上市外资股的, 应当符合下列条件:

- (1) 所筹资金用途符合国家产业政策;
- (2) 符合国家有关固定资产投资立项的规定;
- (3) 符合国家有关利用外资的规定;
- (4) 发起人认购的股本总额不少于公司拟发行股本总额的 35%;
- (5) 发起人出资总额不少于 1.5 亿元人民币;

(6) 拟向社会发行的股份达公司股份总数的 25% 以上；拟发行的股本总额超过 4 亿元人民币的，其拟向社会发行股份的比重达 15% 以上，等等。

2. B 股上市程序

股份公司在决定发行 B 股后，首先必须物色一家证券公司担任主承销商，然后由主承销商选定一家境外证券商担任国际协调人，联系组织由国内外证券商参加的承销团。同时需要聘请国际会计师、律师共同对发行公司进行调查研究工作，准备一份详细介绍公司资产的招股说明书。调查研究工作完成后，主承销商代表承销团成员签署 B 股承销协议，然后主承销商再与国际协调人及承销团其他成员签署副承销协议，随后进行国际分销。

在上述各发行环节中，发行公司应注意以下几个方面的问题：

第一，主承销商应具备的条件。根据有关法规，担任 B 股主承销商的证券公司必须符合以下条件：

①必须具备由中国人民银行及国家外汇管理局批准的 B 股经营资格和外汇经营许可证；②必须拥有完善的电讯设备和一定数量的业务人员；③必须具备一定的 B 股承销经验。

第二，国际协调人应具备的条件。国际协调人应具备下列条件：

①必须具有经中国人民银行批准的 B 股分销商资格；②应与境内主承销商有合作关系；③具有一定的实力、经营规模和知名度，并且具有经营国际证券业务及 B 股的业务经验。

第三，如何聘请国际会计师和律师。发行 B 股的股份公司可以聘请自己的律师和会计师参与有关的业务。其中，会计师须经有关部门核准方可进行发行 B 股公司的审计。主承销商可以聘请自己的律师。国际协调人一般聘请境外的律师和会计师。

从发行方式来看，目前 B 股都是由承销商进行包销，即无论是否发行完毕，承销商都必须在规定日期将发行资金划给发行公司，未销出部分由承销商自己买下。采用包销方式发行 B 股，主