

# 证券市场开放的国际比较 与中国的现实选择

张 筱 峰

(长沙理工大学, 湖南 长沙 410076)

**摘 要:** 由于经济发展水平和金融市场发育程度的不同, 各国在证券市场开放的目标定位、模式选择和顺序安排等方面存在较大差异。鉴于海外证券市场开放和国际化的经验教训, 我国证券市场开放应与人民币的国际化、资本项目的自由化协同进行, 在人民币自由兑换之前宜选择间接开放与有限制直接开放相结合的开放模式。为此, 应制定和实行渐进的、结构性的市场开放政策, 并积极构筑证券市场开放的市场基础、微观基础与制度保障。

**关键词:** 证券市场; 目标定位; 开放模式; 开放顺序

证券市场的国际化、自由化是经济全球化的重要组成部分。在中国进一步融入 WTO 的进程中, 国内证券服务的国际化和证券市场的逐步开放将构成我国未来经济改革与发展的一大宏观趋势。本文试图总结海外证券市场开放进程中的一些规律性经验教训, 以期为我国证券市场开放的策略选择提供一个决策参考。

## 一、证券市场开放的国际比较

世界各国证券市场开放的进程大体可以分为三类: 一是以美国、英国为代表的老牌发达国家, 其证券市场在形成初期开放程度就已经较高; 二是以日本为代表的后发达国家, 随着经济实力的大幅增强而顺其自然地逐步开放了证券市场; 三是以韩国、中国台湾、泰国和阿根廷等为代表的新兴市场国家和地区, 在经济获得高速发展中出于吸引国际资本等方面的考虑, 以较快的速度推进其证券市场的对外开放。由于在经济发展水平、证券市场发育程度和市场开放时所处国际经济环境等方面的差异, 各国在证券市场开放的目标定位、模式选择和开放顺序安排等方面也存在差异。

### 1. 证券市场开放的目标定位。美、英作为老

牌发达国家, 其证券市场开放的基点是建立在其世界经济中心的地位之上的, 因此其市场开放的基本目标定位在于使其证券市场成为全球金融中心。事实上美英证券市场的开放也是先于全球证券市场的一体化出现的。如美国证券市场的国际化在二战之前就有一定发展, 战后, 随着跨国公司和跨国银行的迅速发展, 特别是 1984 年取消预扣税等资本管制措施, 其证券市场国际化的障碍已基本消除, 证券市场开放得以全面发展。目前, 无论是从外国公司融资数量、上市家数、外国债券发行量, 还是从本国居民持有的外国证券数量而言, 美国证券市场都堪称为世界最大的国际证券市场。

日本证券市场开放的目标选择也是非常清晰的: 一是根据其经济的快速发展和日元在国际市场上的波动来选择其证券市场开放的推进速度, 从而使证券市场开放在很大程度上成为其调节全球日元供给的手段之一; 二是其证券市场开放进程明显侧重于低风险、大规模的证券市场, 而股票市场开放则采取一种较为保守和谨慎的策略, 因此其证券市场的开放程度远远高于股票市场。

韩国、泰国、中国台湾、阿根廷等新兴市场国

家或地区在 20 世纪 80 年代末、90 年代初开始相继开放各自的证券市场,证券市场开放的主要目标是尽可能地通过证券市场自由化和国际化吸引国际资本。在这一取向的引导下,部分新兴市场国家(如阿根廷等)选择了高度自由化的政策,部分国家或地区(如韩国、中国台湾等)虽然选择了逐步自由化的政策,但总体上都是倾向于一种自由化程度较高的证券市场开放政策,且证券市场的开放主要集中在股票市场。

2. 证券市场开放的模式选择。各国证券市场对外开放的形式可以分为直接开放和间接开放两种,其中直接开放又分为完全直接开放和有限制直接开放。从实践来看,绝大多数国家和地区都采取了有限制直接开放或间接开放模式,但它们并非简单地选择某一模式,而是根据经济发展水平和证券市场发育程度的高低采取相应的开放模式。

完全直接开放是一种金融自由化程度最高的模式,它允许外国投资者和本国居民一样,自由买卖本国国内上市证券,在买卖数量、范围、本金和收益汇兑等各方面不受限制。其优点是能最大限度地吸引外资,缺点在于容易受到世界股市风潮的影响。因此,完全直接开放首先要求一国实现本币的完全可自由兑换,同时要求证券市场的规模较大、功能和结构健全,并有较强的监管水平和能力。香港、德国、意大利、比利时、丹麦等少数国家和地区采取的是这种模式。

有限制直接开放模式一般采取设立内外资股两个市场或对国外投资者投资给予限制等方式来控制证券市场的自由化程度。从实践来看,设立内外资股市场、发行专供境外投资者购买的境内上市外资股,仅适合于证券市场历史较短、规模不大、外汇管制较为严格的国家,如菲律宾等。世界上大多数国家在推进证券市场开放时,都会实施一种对国外投资者有所限制的政策(如规定境外投资者的投资行业、持股比例等),这种方式能够有效地控制外资的投向,有选择地对国内相关行业进行保护。美、英、日等发达国家以及韩国、马来西亚、新加坡、中国台湾等新兴市场国家和地区就选择了这种限制模式。

间接开放属于一种较为保守的证券市场开放模式,也是多数国家和地区在证券市场开放初期所采取的一种模式,其最大特点是通过在境内和

境外组建共同基金,或通过在海外发行受益凭证、入股凭证等方式筹集外资,再由基金组织集中投资于一国国内证券市场。如韩国在 1981 年先后建立了“韩国国际信托基金”和“韩国信托”,从欧洲和东亚筹集了几亿美元的资金;1986 年印度成立了“印度基金”,通过此种方式向国外投资者间接开放其国内证券市场;而中国台湾更是通过证券信托投资基金吸引外资进入证券市场的典型代表,并逐步演变为对我国大陆地区极具借鉴意义的 QFII 制度。

3. 证券市场开放的顺序安排。证券市场国际化进程中各项证券业务的开放顺序和开放程度取决于一国金融政策及其变化,取决于本国经济实力和证券市场发育程度等因素。虽然各国在证券市场国际化的目标定位和模式选择上不尽相同,但在推进证券市场开放和国际化的进程上却具有一定的相似性。从各国或地区的经验来看,一般是首先有限制地开放投资领域,其次几乎同时地逐步开放融资领域,最后在条件成熟时慎重开放证券服务业务领域,实现证券市场的完全开放。总体上来看,新兴市场国家在证券业务开放顺序的安排上存在三个明显的倾向:一是首先考虑对能吸引国际资本进入方面的业务领域实行开放,然后选择开放可能导致国内资本外流的业务领域;二是首先选择开放容易控制风险的业务领域,然后选择开放不容易控制风险的业务领域;三是首先选择有利于国内金融机构开拓经营范围的业务领域开放,然后选择开放可能加剧国内金融机构竞争压力的业务领域。

## 二、海外证券市场开放对我国的启示

由于多方面因素的影响和制约,各国证券市场开放和国际化的实际效果存在一定的差异,有些国家在证券市场开放后保持了国民经济的平稳运行,有些国家的经济发展则在证券市场开放后出现了较大的波动,有些国家甚至还陷入了较为严重的金融动荡。但总体而言,各国证券市场的对外开放与国际化基本实现了预期目标,在贯彻本国经济发展战略方面发挥了重要作用。笔者认为,海外证券市场开放与国际化的实践,尤其是日本和新兴市场国家或地区证券市场的国际化为我国提供了一些可资借鉴的经验教训。

### 1. 证券市场开放应与本国货币的国际化 and

资本项目的自由化协同进行。证券市场开放是本国证券市场与国际资本市场实现接轨的一种制度安排,这种制度安排要求以国际资本的自由流动为前提条件。从理论上说,只要一国存在比较严格的外汇管制和汇率管制,在此前提下设计的证券市场开放模式都只能是过渡性模式,最终都会面临与国内证券市场接轨的现实问题。因此,我国证券市场开放的进程应该与资本项目的自由化、人民币的国际化进程协同推进,不能重蹈东南亚、阿根廷等新兴市场把吸引外资作为证券市场开放的主要目标,并实行高度自由化政策而最终导致金融危机之覆辙。

2. 证券市场开放的模式选择与具体策略安排应和本国经济发展、开放水平相适应。一国证券市场开放的效果取决于开放模式与速度、本国经济实力和制度安排的均衡性。如果一国的经济还没有进入成熟的工业化阶段,企业没有普遍趋向国际化经营和向国际市场扩张的能力,证券市场的发展和开放便会面临天生的缺陷与风险。欧美证券市场本身就是一个不断完善和发展的过程,它们同样经历了一个渐进的开放过程,即在证券市场发展中由加强管制到逐渐放松管制。一些拉美国家在美国推行美洲经济一体化的背景下,以“激进式模式”开放了本国证券市场,但因其自主力量较小和开放进程过快,最终导致经济运行和市场发展均受到较大影响,并成为该地区金融危机不断爆发的直接诱因。因此,我国应根据经济发展水平科学选择证券市场的开放模式,在人民币实现自由兑换之前,宜选择间接开放与有限制直接开放相结合的渐进式开放模式,以便在一个较长时期内逐步消化市场开放所带来的巨大外部冲击和负面影响。

3. 实行有效金融保护策略,谨慎而积极地推动证券市场开放进程。金融全球化在促进全球资源配置效率提高的同时,也对正在参与或融入这一进程的国家特别是发展中国家提出了挑战。面对金融全球化、一体化的挑战,证券市场既需要开放,也需要保护。这种保护不等同于封闭,而是根据本国经济利益的需要,以公益性、社会性及程序性等诉求为依据,以专项法规的定向约束和管理体系的特别设计为手段,以对国外竞争者设置制度化的市场限制并以此实现本国参与金融全球化能力的提高为目的一种局部性保护。但需注意的

是,各国或地区证券市场开放的历史表明,采取一些制度性保护屏障来暂时规避证券业在开放中受到的冲击,只能作为一种过渡性手段,关键是加强自身“能力建设”。因此,我国在证券市场对外开放政策的制定上,既要谨慎也要积极,一方面,要利用WTO《服务贸易总协定》赋予发展中国家开放金融市场的保障条款、例外条款以及逐步自由化等条款,制定出有关证券市场开放的有效保护措施,另一方面,作为金融全球化的重要组成部分或关键环节,证券市场开放是一个必然发生的、不可逆转的历史进程,我们不能因担心冲击而过度保护或过度延缓开放的进程。

4. 坚持证券市场开放进程与证券监管水平的相对一致。证券市场的开放必然导致境内外资本流动的更加频繁,从而增加市场的外部风险源。各国或地区在证券市场开放进程中,都将控制风险和维护本国证券市场安全放在第一位,但仍有一些国家或地区受到国际游资的冲击,甚至爆发了金融危机。这不能完全归因于开放模式选择的失误,其中很重要的一个原因就是证券监管体制不完善。东南亚金融危机的一个重要教训,就是这些国家在金融监管制度尚未健全的条件下,盲目地过度开放证券市场,导致事前盲目的金融扩张和事后资金的大规模抽逃,从而引发了大规模的金融危机。我国目前的金融监管体系基本上是以严格管制为主要特征(资本帐户不可自由兑换),以本国市场为监管对象,以手工操作为基本手段,这种监管模式已越来越难以适应日新月异的金融发展趋势。因此,如何完善我国证券监管体制和提高证券监管水平,以增强金融市场的抗风险能力,无疑是我国证券市场建设的一项重要工作。

### 三、我国证券市场开放的具体策略选择

1. 制定和实行渐进的、结构性的市场开放政策。我国证券业目前尚处于发展的初级阶段,属于需要保护的弱势产业。因此,我国作为发展中国家在承诺开放国内证券市场的同时,应充分利用GATS关于发展中国家的相关规定与“例外条款”,结合其他国家开放证券市场的经验教训,科学确定证券市场对外开放的次序与程度,逐步、适度地开放证券市场。具体地讲:(1)在外资证券经营机构进入方面,实行逐步准入原则——从允许

外资证券机构跨境服务逐步过渡到允许其跨境设置分支机构。在近期内,继续扩大以跨境服务方式为主的外国券商的介入,对以自然人流动方式提供投资咨询、项目策划财务顾问等投资银行业务实行对外开放,对于我国企业、政府、金融机构海外融资业务的跨境消费予以支持。而对以商业存在(即机构设立)方式进入我国证券市场的则加以适当的保护性限制,近期内可在扩大海外证券公司和投资银行中国境内设立代表处的基础上,按照国别原则与双方对等原则以中外合资方式,有选择地引进一些实力雄厚、信誉卓越的跨国证券公司和投资银行,并逐步扩大中外合资投资银行的试点范围。(2)在市场开放结构方面,应根据我国证券市场的结构特点和细分市场开放的风险系数,实行结构性开放策略。在近期内,可考虑适当向海外证券公司和投资银行开放目前国内券商和投资银行不能满足的业务,如跨国购并重组、资产证券化、财务顾问等创新性较强的业务;而对于中国券商能提供服务的细分市场,如国债与企业债券的发行与承销,发行 A 股企业的改制、包装上市和承销发行,二级市场的咨询与经纪业务等,则适当地加以保护,提供政策上的缓冲期。在鼓励海外投资银行和证券公司参与 B 股、H 股、N 股、S 股发行的同时,积极创造条件促进我国券商的介入,在合作中培育我国券商的市场竞争能力与业务拓展能力。同时,探索通过设立中外合资或合作投资基金等路径,引导海外证券公司与投资银行以适当方式适度地介入我国 A 股市场,以期在中外资本渐进的、结构性的融合过程中,提高我国证券业主体的竞争能力,并保持我国证券市场的平稳运行与持续发展。

2. 完善国内证券市场,构筑证券市场对外开放的市场基础。证券市场的开放要有统一、完善的国内证券市场为依托。因此,加入 WTO 后应积极采取有效措施尽快完善国内证券市场,从而为证券市场的开放提供坚实的市场基础:(1) 建立多层次证券市场体系,弥补证券市场的结构性缺陷。在市场级次结构方面,建立以场外交易市场、二板市场、主板市场和债券市场为主体的,与“金字塔”式企业层级结构相适应的市场结构体系。同时,加快金融创新步伐,尽早推出股票指数期货等金融衍生工具,为投资者提供有效的避险工具与渠道。在市场布局方面,适当增加新的交易所和地

区性交易中心,特别要结合国家西部大开发战略的实施,增加中西部地区的市场布局。(2) 改革和完善 B 股市场,逐步实现 A 股与 B 股市场的统一。B 股市场是我国资本市场对外开放的一种过渡形式,在加入 WTO 后的一段时期内,仍可将 B 股市场作为证券市场开放的“缓冲区”。因此,为充分发挥 B 股市场在推动证券市场对外开放方面的积极作用,应进一步改革和完善 B 股市场,如调整 B 市场的功能定位,明确 B 市场的发展方向;改善 B 股发行方式,扩大 B 股市场容量;改革 B 股交易制度,提高 B 股市场流动性;规范 B 股上市公司信息披露的渠道和内容等等。随着资本市场逐渐发育成熟及资本项目下人民币可兑换的实现,逐步实现 A、B 股市场的并轨整合。

3. 全面提高上市公司质量,构筑证券市场对外开放的微观基础。上市公司是证券市场的基石;高质量、规范的上市公司是推动证券市场国际化的前提。鉴于目前我国上市公司质量不尽如人意的现实,应积极采取措施切实提高上市公司质量,构筑证券市场对外开放和国际化的微观基础:(1) 进一步完善证券发行制度与上市制度;严格执行上市规则,把好上市关;尝试建立上市保荐人制度,完善上市公司的选拔机制,从源头上控制和提高上市公司质量;进一步完善上市公司退出机制,发挥市场的优胜劣汰功能。(2) 采取多种方式逐步解决国家股、法人股的上市流通问题,改变国有股所有者“虚位”现象,建立国有股东“用脚投票”的机制;通过国有股减持等途径优化股权结构,进一步完善公司治理结构,真正发挥股东大会、董事会、监事会对经营者的约束功能,同时可以考虑建立内部审计委员会制度;培育机构投资者(如发展开放式基金和中外合作基金、推动社保基金入市等)和设置中小股东保护机制,改变小股东在公司治理中完全的外在性,使股东在公司治理中发挥更加积极的作用。(3) 充分发挥证券市场优化资源配置的功能,加快产业结构调整步伐,对诸如钢铁、汽车等规模经济效益明显的行业,通过上市企业间的兼并重组,组建一批实力雄厚、在国际上有一定影响的上市公司。

4. 完善证券监管体制,构筑证券市场对外开放的制度保障。证券市场对外开放后,证券监管面临两个重要环境因素:信息技术与网络的迅速发展、金融经济国际化进程明显加快,在金融市场

效率提高的同时伴随而来的风险因素与金融市场的不稳定性也大大增加。因此,应根据国际证监会组织的《证券监管目标与原则》,结合我国的具体情况,构建精简高效的证券监管体制:(1)健全与证券市场对外开放相适应的、多层次的证券监管体系。在政府层面应通过调整监管机构设置与行政隶属关系、改革监管机构负责人任命方式和建立回避制度等途径,进一步从制度上保证和提高证券监管机构的独立性与权威性;在行业内部监管方面应强化行业自律功能,发挥证券业协会的作用;社会监管主要包括强化会计师事务所、资产评估机构等专业机构的监督功能,通过赋予投资者申诉权和求偿权,发挥广大投资者的监督作用。(2)从规范发展、符合国际惯例的原则出发,对证券立法进行总体设计,进一步完善证券法律体系:一是对目前证券市场的法律盲点进行清理,并尽快填补立法空白,及早出台《证券投资基金管理办法》、《证券交易法》、《国债法》、《投资者保护法》、《境外投资基金管理办法》等证券法规;二是根据证券市场对外开放的步伐,逐步修改不符合证券市场国际化要求的法律法规,为证券市场对外开放提供法律保障。(3)加强证券监管的国际协调与合作。在中国证券监管的实践中,应根据证券市场对外开放的进程,加强与海外证券监管机构的协调与合作,以提高证券监管效率。如建立证券信息共享机制,共同制约跨国证券欺诈、市场操纵与内幕交易行为;积极推进我国会计准则和信息披露准则的国际化,适应证券市场对外开放的要求等等。

5. 提高我国证券公司的竞争实力,推动证券公司的国际化经营。(1)积极创造条件支持与鼓

励国内券商通过购并重组和增资扩股,扩大资本规模和提高竞争实力,以应付加入WTO后海外券商的强力竞争。(2)国内券商应根据自身条件,坚持专业化、特色化和差别化的经营策略,尽快形成差别化竞争优势。应在巩固经纪、承销等传统业务的基础上,通过进行业务创新与整合,进一步拓展自身业务空间。(3)探索我国证券公司的国际化经营路径。证券市场的开放是双向的,加入WTO后要充分享受WTO国民待遇原则和最惠国待遇原则所带来的利益,我国券商必须积极参与跨国经营。但面对实力雄厚的国际大型证券公司和投资银行的强力竞争,中国券商应选择避开正面竞争、迂回进入国际市场的策略,以自己富有特色的服务,在国际大券商无暇顾及的小项目和业务领域立足,并通过这些项目和业务的运作,熟悉海外证券市场与国际惯例,为全面参与国际资本市场的竞争积累经验 and 培养人才。

[责任编辑:东方霞凝]

#### 参考文献:

- [1] 田素华,黄先海. 中国证券市场国际比较的实证研究与开放策略[J]. 经济研究, 2001, (4).
- [2] 李京文,王军生. 加入WTO与中国金融业的对外开放[J]. 财经理论与实践, 2002, (2).
- [3] 唐利民,袁国良. 证券如何面对WTO的挑战[J]. 金融研究, 2001, (1).
- [4] 聂庆平. 关于证券市场国际化的几个问题[J]. 财贸经济, 2003, (3).
- [5] 杨胜刚,黄凌. 中国证券市场国际化:结构性矛盾与现实困境[J]. 财贸经济, 2003, (3).
- [6] 蓝发钦,黄爱民. 海外证券市场开放模式比较研究及其启示[J]. 华东师范大学学报, 2003, (3).
- [7] 陈春浩,李小东. 中国入世问题报告[M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2002.