

新兴证券市场开放与外国 机构投资者监管

申 屹 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

新兴证券市场开放与外国机构投资者监管/申屹著. —北京: 中国财政经济出版社, 2005.11

ISBN 7-5005-8735-X

I. 新… II. 申… III. 外国投资: 证券投资—监督管理—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 129911 号

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

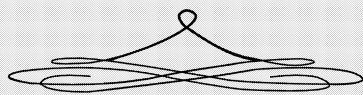
787×960 毫米 16 开 11.75 印张 174 000 字

2005 年 12 月第 1 版 2005 年 12 月北京第 1 次印刷

定价: 22.00 元

ISBN 7-5005-8735-X 定价: 22.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



序 言

开放证券市场对新市场国家与地区来说是一个利弊互现的过程，新兴市场能否抵御开放中的风险并从中获得利益，主要取决于其证券市场自身的发展状况和是否作出了合理的证券市场开放制度安排。从其他新兴市场开放的历程和经验来看，采用渐进式对外开放策略逐步开放市场是行之有效的，特别是合格机构投资者（QFII）制度为大多数新兴市场作为一个重要的过渡性开放措施众所周知。机构投资者是证券市场的投资主体，尤其在跨国证券投资中的地位更为重要，因此，加强对机构投资者投资行为以及证券市场开放制度的研究对我国证券市场开放的进程有着重要的现实意义。

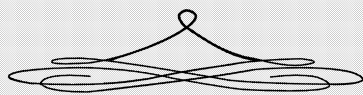
我国自 2002 年 12 月 1 日施行 QFII 制度以来，进展顺利，取得了良好的效果。QFII 不断加大对证券资产的投资力度，在支持我国证券市场的改革和创新、完善市场投资理念以及推动上市公司改进公司治理等方面起到了积极的作用。近日，中国证券监督管理委员会和国家外汇管理局表示将加强合作与监管，本着循序渐进的原则，逐步放宽对 QFII 的限制，鼓励中长期机构投资者投资我国资本市场，进一步促进我国证券市场的稳定发展。

本书对加强机构投资者监管的必要性进行了较为深入的理

论分析，系统地阐述了新兴证券市场开放策略以及对外国机构投资者监管的各项措施的作用机制，并尝试对 QFII 制度效果进行了实证研究；总结了新兴市场对外开放的经验和教训，同时结合中国资本市场的特点和存在的问题，有针对性地提出了完善我国境外机构投资者监管制度的建议。本书的出版适应了我国证券市场不断对外开放的发展趋势，对我国 QFII 制度的完善和今后证券市场开放的制度安排，具有较好的参考价值。

黄运成

2005.10.20



摘要

证券市场国际化是金融和经济全球化的重要组成部分。全球证券市场的开放进程虽然有波折，但证券市场国际化、全球一体化的发展趋势已不可逆转。因此，新兴市场在开放过程中，如何防范和控制证券市场开放中的风险，就成为监管部门关注的重要课题。机构投资者是国际证券投资中的主体，因其在证券投资方面具有的比较优势，受到新兴市场的青睐。然而，机构投资者的投资行为受到多种因素的影响，呈现出较为复杂的特征，他们对市场波动性的作用，历来存在争议。在全球证券市场国际化程度日益提高的今天，很有必要深入研究国际证券市场重要的参与者——机构投资者在新兴市场中所扮演的角色，也唯有加深对机构投资者的研究，才能更充分地发挥国外机构投资者在证券市场开放中的作用，提高监管的有效性。我国目前正面临证券市场加速对外开放的新局面，但与其他新兴市场相比，我国证券市场还存在部分股权不流通、上市公司结构不完善、监管部门成立时间短等问题，监管部门的任务更为艰巨。正确认识和把握证券市场开放的利益和风险，认真总结其他国家的经验和教训，无疑将有益于我国监管部门解决今后证券市场开放进程中面临的问题和困难。因此，本书的研究正是基于理论和现实的需要。

本书围绕外国机构投资者监管这个论题从以下几个方面展开：

首先，本书从三个方面论述了对外国机构投资者监管的必要性（第三章）。通过对机构投资者本质特征的分析，提出机构投资者本质上是中介机构，他们的投资行为受到众多因素的制约；机构投资者进行跨境

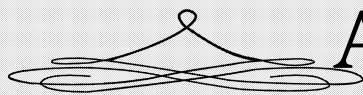
投资的主要目的是获取利益，因此，机构投资者具有逐利动机和投机动机；此外，机构投资者受到本国法律的制约，在其投资中同时具有谨慎动机，加之机构投资者在信息不对称的条件下，可能产生羊群行为。机构投资者的这些行为特征使得其对开放证券市场将产生不利影响，因此，有必要对外国机构投资者进行监管。

其次，分析了新兴市场外国机构监管制度体系及其作用机制（第四章）。为了进一步研究制度的有效性，本章详尽描述了新兴市场外国机构投资者监管制度的发展状况和趋势，对监管制度体系、监管制度的具体措施及其作用机制进行了全面总结和归纳。

第三，对新兴市场外国机构投资者监管制度有效性进行实证分析（第五章）。使用中国台湾省的有关数据，对外国机构投资者监管制度对降低开放市场波动的效果进行了实证检验。首先借鉴 Johnston 的编制资本管制系数的方法，结合台湾市场 QFII 制度的变迁过程，编制了台湾外国机构投资者监管指数，然后，采用 GARCH 模型，对台湾实行 QFII 制度的效果进行了实证检验。结果表明，从整体上看，台湾实施的外国机构投资者监管制度对抑制市场波动效果明显。

本书同时对不同的监管措施的作用进行了进一步的分析（第六章），提出了监管措施选择的三个原则。同时，对有关放松外国机构投资者监管的速度和步骤问题，进行了理论和对比分析。

最后，分析了我国 QFII 制度存在的主要问题和政策建议（第七章）。本章首先分析了我国现行的 QFII 制度实行的状况，以及我国引入外国机构投资者后可能的风险因素，并根据上述章节的结论，对完善我国现行 QFII 制度，提出了具体建议。



Abstract

The internationalization of securities markets is an important part of the financial and economic globalization. Though the courses of opening – up to the global securities markets are not very fluently, it should be an imperative trend for the internationalization of securities markets. So, it is a crucial problem to keep away and control the risk of securities markets while it is opening.

Institutional investors are main body during the international securities investments. For its comparatively superiority, institutional investors are welcome for emerging countries or regions. However, the behaviors of institutional investors are complex in character because of multi – factor influences. Their action to the fluctuant market is still vexed.

Now, as the degree of the internationalization of securities markets improved quickly, we must lucubrate the role of institutional investors acting during emerging securities markets. Only by this, it can make foreign institutional investors perform the function sufficiently and enhance the validity of supervision.

Presently, China accelerates its speed of opening – up in securities market. But comparing with other emerging securities markets, we meet many challenges. Such as, not all stocks are circulating entirely, the structure of listed companies is not perfected, the department of supervision is young, and so on.

It will be beneficial to our supervision department to dissolve the problems and difficulties, by understanding and holding the behalf and risk of securities markets while it is opening rightly, and summing up the experiences and lessons of others seriously. Accordingly, the thesis is based on the demand of the theory and practice.

Contents :

Chapter I : Introduction. It tells the background and significance of the study, and defines the related fundamental concepts. During this part, basic content, framework, and mostly innovations are introduced.

Chapter II : Analysis of related theories. This proportion gives a detailed presentation of some points. It is involved with the theory foundation of cross - border investment, the risks and benefits of emerging markets, the behavior and influence of foreign institutional investors conducted during finance crisis, and the intention and affection of controlled capital, etc.

Chapter III : Analysis of supervision necessity to foreign institutional investors. It mainly analyzes the character of foreign institutional investors. Thus, the paper points that the essential of institutional investors is agency institution, and its investment behavior is restricted by kinds of complications. The primary motive is acquiring benefits. Therefore, institutional investors possess incentives to go after profit and engage in speculation. Moreover, the law of homeland limits institutional investors. Accordingly, it is be cautious to invest. In addition, the information is asymmetry. All these make it is possible to produce bad infection on securities markets. Consequently, it is necessarily to supervise foreign institutional investors.

Chapter IV : On supervision system and function mechanism about foreign institutional investors during emerging markets. To study the system validity further, this chapter states introducing the process of development and the direction of supervision to foreign institutional investors on emerging markets.

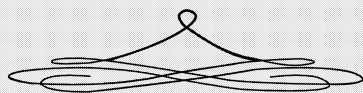
Chapter V : Making demonstration test on the effecton of reducing

the vibration, by using the data of Taiwan area. First, it uses the method of Johnston for reference. Then, it adopts the GARCH model. The conclusion shows that the supervision does effects on controlling vibration in Taiwan area.

Chapter VI : Further discuss on the validity of the supervision. Due to the particularity of Taiwan area, the paper brings up three principles of choices on supervising measures. Meanwhile, it analyzes the speed and approach of relaxing the supervision.

Chapter VII : About the main problems and policy suggestions on QFII system. It mainly analyzes and proves the necessity, feasibility of introducing QFII in China and the effect on securities market, and it states introducing QFII timely and opening securities market steadily will help to enhance chinese securities market and national economy develop healthily.

Chapter VIII : Summary and prospect of the whole paper. Based on above analysis, the thesis draw the conclusion and put forward the direction.

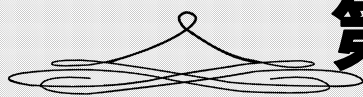


目 录

第一章 绪 论	(1)
第一节 研究背景	(1)
第二节 研究意义	(4)
第三节 基本概念的界定	(8)
第二章 相关理论与文献综述	(13)
第一节 机构投资者跨国投资的理论与实证分析	(13)
第二节 证券市场对外国投资者开放的收益	(18)
第三节 证券市场开放风险	(23)
第四节 关于资本管制措施成效的研究	(29)
第五节 我国研究状况	(32)
第六节 本章小结	(34)
第三章 机构投资者监管的理论分析	(36)
第一节 市场失灵与证券市场监管	(37)
第二节 机构投资者监管的理论分析	(40)
第三节 新兴市场加强对外国机构投资者监管的必要性	(58)
第四节 本章小节	(62)
第四章 新兴市场外国机构投资者监管制度体系	(63)
第一节 新兴市场外国机构投资者监管制度演进	(63)

第二节	新兴市场外国机构投资者监管体系	(69)	
第三节	新兴市场外国机构投资者监管的特点	(78)	
第四节	外国机构投资者监管制度的作用机制	(80)	
第五节	本章小节	(83)	
第五章 外国机构投资者监管制度有效性实证分析			
——以台湾市场为例		(85)	
第一节	台湾相关研究综述	(86)	
第二节	台湾外国机构投资者监管制度的发展沿革及其特点	(88)	
第三节	模型说明	(93)	
第四节	QFII 制度对稳定台湾股市的实证分析	(99)	
第五节	本章小节	(106)	
第六章 外国机构投资者监管制度有效性的进一步探讨			(107)
第一节	外国机构投资者监管制度选择问题探讨	(107)	
第二节	证券市场开放速度对市场稳定发展的影响	(110)	
第三节	本章小结	(115)	
第七章 我国 QFII 制度存在的主要问题及完善建议			(116)
第一节	境外合格投资者在我国 A 股市场投资现状	(116)	
第二节	我国现行 QFII 管理框架	(120)	
第三节	我国证券市场向境外机构投资者开放的风险因素分析	(129)	
第四节	完善我国 QFII 制度的几点建议	(137)	
第五节	本章小结	(142)	
第八章 总结与展望			(143)
第一节	研究的主要结论	(143)	
第二节	有待进一步研究的问题	(145)	

附录一 QFII 中国历程	(146)
附录二 几个新兴证券市场对外资管理相关制度规定	(148)
参考文献	(162)
后 记	(173)



第一章

绪 论

第一节 研究背景

证券市场国际化是金融和经济全球化的重要组成部分。20 世纪 70 年代以来，证券市场对外开放，证券市场国际化、区域化、一体化已成为全球证券市场发展的一个重要特征。20 世纪 70 年代中期，在全球金融自由化浪潮的推动下，发达国家率先加快证券市场的开放：1974 年，美国政府废除了实行达 10 年之久的限制外国居民在美国发行证券的利息平衡税；1975 年向海外投资银行开放纽约证券交易所席位；1984 年 7 月，宣布取消对非居民征收 30% 的证券利息预扣税，大大加强了美国证券市场在海外投资者的吸引力。英国于 1979 年 10 月取消了外汇管制；1986 年 10 月 27 日，伦敦证券市场开始进行全面、根本性的变革，使伦敦证券交易所对非交易所成员敞开了大门，并全面取消了管制，允许银行、保险等金融机构以及外国人进入证券市场买卖股票。日本一方面迫于外国金融的压力，另一方面为了满足自己成为国际上金融大国的需要，从 1972 年废除了禁止本国的证券公司、保险公司及一般投资者购买外国证券的禁令后，先后进行了一系列改革，成为采取放松管制措施最多的国家。欧洲等其他发达证券市场也先后采取了放松资本市场管制的措施，开放本国证券市场。

发展中国家新兴证券市场引人注目的崛起则在 20 世纪 80 年代末

期。在此之前，由于发展中国家债务危机频频发生，导致资本流入锐减，1987~1988年间甚至出现资本的净流出。但从20世纪80年代末开始，国际经济、金融环境发生了有利于发展中国家的重大变化，发展中国家纷纷走上经济改革和结构调整之路，债务问题也逐渐解决，而发达国家经济增长缓慢，市场利率偏低，投资机会有限。20世纪80年代末期到90年代中期这10年间，发展中国家成为证券市场开放的主力军，30多个具有一定规模的新兴股票交易所就在这一时期向国外投资者开放^①。首先是以巴西为代表的拉美证券市场开始进行了谨慎的国际化步伐。随后，亚洲发展较快的新兴证券市场也加快了开放的步伐：印尼从1987年起允许外国投资者购买上市企业48%以下的股票；泰国于1987年开放了专供外国投资者的股票市场；韩国、新加坡等国家和地区的证券市场随着经济发展，相继开放，甚至对外国拥有资本限制最严的海湾地区的国家，如阿曼、巴林也采取措施，放宽外商持股限制，以期吸引外资发展本国股市。

进入20世纪90年代中后期，受到亚洲金融风暴的打击，全球证券市场开放遭受了重大挫折。发展中国家证券市场开放的步伐骤然放缓，有些遭受金融风暴的国家甚至重新加强了对资本流动的限制。但是，全球证券市场开放和国际化的进程并没有停滞，一些遭受金融风暴的国家，如韩国，甚至加快对外开放的步伐。同时，伴随着金融全球化的纵深发展，计算机技术、通信技术和网络技术在证券市场的广泛运用，金融产品的不断创新以及各国证券监管合作的加强，全球证券市场国际化、全球一体化的发展趋势已不可逆转。

我国证券市场建于20世纪90年代初期，经过十多年的发展，已经取得了一定的成绩。截止到2004年12月底，我国共有境内上市公司（含A、B股）1377家，境外上市公司（H股）111家，股票累计筹资11642.66亿元人民币^②。

我国证券市场在发展过程中十分重视对外开放。先后在融资主体跨

^① 世界银行研究报告小组：《金融与增长——动荡条件下的政策选择》，经济科学出版社，2001年，第196页。

^② 资料来源：中国证监会。

境上市、证券服务业对外开放、交易所对外交流等不同层面上作了一些尝试，主要包括：(1) 设立 B 股市场，引进外国投资者。1992 年 2 月 21 日上海电真空发行第一只 B 股，标志着我国证券市场对外开放的开端，为外国投资者进入我国证券市场提供了合法渠道。(2) 允许国内企业到境外上市。1993 年，我国开始进行“境外上市外资股”试点。目前，我国企业可以通过发行 H 股、N 股、存托凭证等方式，从国外筹集资金。(3) 允许外国证券公司和投资银行来我国设立代表处或建立中外合资公司。但是，由于我国证券市场成立时间短，证券市场对外开放以鼓励国内企业到境外筹资为主，对外国投资者直接到我国投资的限制比较多，同时，国内投资者也不允许直接投资国外市场。

证券市场国际化程度的高低，不仅反映一国资本市场的总体发展水平，而且也在一定程度上反映一国参与国际分工的深度，反映一国国民经济的总体发展水平，特别是一国经济的国际化程度和开放程度。随着改革开放的深入，我国经济的国际化和开放程度不断提高，证券市场的国际化也成为中国经济发展的必然选择。2001 年 11 月，我国正式成为国际贸易组织成员国后，证券市场对外开放进程加快。根据我国加入世贸组织的承诺，2002 年 6 月 1 日，中国证监会发布了《外资参股证券公司设立规则》和《外资参股基金管理公司设立规则》，我国的证券服务业首先向国外机构开放，国外机构可以通过合资的方式参与我国金融服务业的竞争。2002 年 11 月 7 日，中国证监会与国家外汇管理局联合发布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，我国 A 股市场也正式向境外合格机构投资者开放，有条件地放宽资本的跨境流动，标志着我国证券市场对外开放进入了一个新的阶段。

从理论上分析，证券市场开放有利于提高一国证券市场和金融业的竞争力，对国内证券市场规模和流动性具有直接的积极影响，能促进证券市场发展、降低资本成本，提高市场资源配置效率，进而对经济增长做出贡献；市场开放对实际私人投资增长将产生影响，投资的快速增长意味着国际资本的较大规模的流入，对经济的增长可以起到积极的推动作用；证券市场对外开放将丰富投资者的投资方式和渠道，降低投资风险，提高投资者的收益率等。

然而，证券市场对外开放，不仅预示着资源配置的全球化，也预示

着风险的全球配置。市场开放后，外部资金的大规模流入和外国投资者的进入，有可能增加市场的波动性，导致市场泡沫的形成，发生金融危机的可能性增大。同时，证券市场开放，将加强本国（地区）与外国证券市场波动的相关性，在其他市场发生异常波动的情况下，本国（地区）的证券市场将受到波及。因此，对于风险的防范和控制是证券市场开放中的一个核心问题。特别对于发展中国家，由于其证券市场规模普遍较小（市值仅占全球资本市场的4%左右），流动性较低；缺乏完善的金融基础设施，在会计标准、上市公司治理结构、信息披露质量、交易机制、票据交换以及结算和清算系统等方面存在薄弱环节；法规不完善、证券监管不力，因此，往往难以抵御外部资本大量流入的冲击，证券市场波动性将上升。在国外资金流动发生逆转时，会因为股票价格迅速下降以及流动性突然丧失，发生股灾甚至金融危机。

20世纪90年代中期以来发展中国家频繁发生的金融危机，使人们对新兴证券市场开放的风险和收益有了更为深刻的认识。虽然从全球角度看，证券市场的国际化已经进入一个快速发展、不可逆转的阶段，但是，对于新兴市场国家来说，这个过程利弊兼具：利用得当，证券市场开放可以为其提供低成本便利的资金来源，加速其经济发展；相反，如果过程失控，则可能对其证券市场乃至金融体系产生毁灭性的打击。按照马克思主义的观点：市场经济的发展有其内在的规律，任何超越市场条件的活动终究要受到市场规律的惩罚。证券市场国际化也不例外。因此，如何防范和化解证券市场开放中的风险，已经成为所有新兴证券市场证券监管部门需要面对和解决的一项重大课题。

第二节 研究意义

机构投资者是国际证券投资的主力军。20世纪90年代以来，随着全球资本流动的管制逐步解除，各类机构投资者开始加大其投资国际市场的比例。据统计，1980年，大多数国家的机构投资者投资于海外证券市场的资产总额不到其总资产的5%，而1995年后，机构投资者的投资组

合中海外证券资产的平均份额已上升到 20% 左右（参见表 1-1）。

表 1-1 主要工业国家机构投资者持有非本国发行有价证券比例（%）

年份	1980	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995
有价证券								
退休基金								
美 国	0.7	2.7	4.2	4.1	4.6	5.7	...	...
日 本	0.5	6.3	7.2	8.4	8.4	9.0	...	...
德 国	...	3.8	4.5	4.5	4.3	4.5	5.0	...
英 国	7.9	16.3	17.8	20.6	19.5	20.0	19.8	19.8
加拿大 ^①	4.6	5.9	6.4	8.6	10.2	11.6	12.9	14.2
人寿保险								
美 国	4.1	3.6	3.6	3.6	3.7	...	...	...
日 本 ^②	...	...	12.5	12.5	11.4	9.0	6.7	6.9
德 国	0.6	0.6	1.0	1.0	...	...	...	...
英 国	4.1	9.4	12.2	12.2	12.4	13.3	13.5	14.2
加拿大 ^③	0.3	1.5	1.2	1.2	0.7	0.5	0.5	2.4
共同基金								
美 国	...	...	6.6	...	10.1	...	...	...
日 本 ^④	...	9.1	7.9	13.0	9.9	...	...	...
德 国	...	...	...	...	...	24.8	20.3	20.2
英 国	17.9	33.0	31.0	34.3	35.2	35.8	36.4	34.5
加拿大 ^⑤	19.9	19.4	17.5	16.1	17.0	20.0	24.0	24.6

资料来源：Bank of Canada；Bank of Japan；Deutsche Bundesbank；European Federation for Retirement Provisions；International Monetary Fund（1995）；Office for National Statistics（United Kingdom）；and Organization for Economic Cooperation and Development.

注：①③⑤非本国投资；②仅包括国库券及债券；④投资信托。

在新兴证券市场开放过程中，机构投资者地位尤为重要。近年来，以证券投资形式流入新兴市场的国际资本迅速增长（参见图 1-1）。由于国际证券投资在资本管制、税收、汇率变动以及信息收集上的复杂性，除了极少数富有的个人外，国际证券投资大多通过共同基金、退休基金、保险公司等机构投资的形式进行。据估计，通过基金管理公司直接或间接投资到发展中国家证券市场的资本占资本流入总量的 90%（Howell，1993 年）。1997 年的亚洲金融风暴虽然使得流入新兴市场的资金出现了大幅度逆转，但随着各国经济的复苏，市场波动性的下降，目前，全球机构投资者已在增持新兴市场的证券，特别是对亚洲新兴市