

QFII 制度: 借鉴与选择

许文彬

(厦门大学财政金融系, 福建厦门 361005)

摘要: 文章通过对台湾的经验进行介绍, 再对我国实施 QFII 制度的合宜性进行比较系统的分析, 从而得出 QFII 制度是适应我国目前证券市场发展现状和对外开放要求的一种制度安排。进而, 文章分析了我国现阶段实施 QFII 制度尚存在的障碍, 最后, 针对这些障碍文章给出了相应的政策建议。

关键词: QFII 制度 证券市场 对外开放 经验借鉴 现实选择

中图分类号: F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1428(2002)01-0041-03

对于一个资本项目尚未放开, 国内证券市场又还处于很不完善的发展初期的发展中国家而言, 立即实现证券市场的完全对外开放在技术层面上固然存在着很大的困难, 也不可避免地要与宏观经济改革进度的规划和对外开放程度的逐步深入的安排上存在诸多矛盾。根据我国目前国情, 援引《服务贸易总协定》中特定义务中的逐步市场化原则, 建立合格外国机构投资者制度(QFII, Qualified Foreign Institutional Investors), 在人民币尚未实现完全自由兑换、资本项目还未开放的情况下有限度地引进外资、达到逐步对外开放资本市场的目的, 是我国证券市场对外开放的必由之路。

一、台湾的经验

所谓 QFII 制度, 指允许经核准的合格外国机构投资者(QFII)在一定规定和限制下汇入一定额度的外汇资金, 并转换为当地货币, 通过严格监管的专门帐户投资当地证券市场, 其资本利得、股息等经审核后可转为外汇汇出的一种市场开放模式。该模式是在一个货币还未实现自由兑换的经济体中实现其证券市场对外开放的一个现实的选择, 体现了证券市场对外开放过程的渐进性; 事实上也是许多新生的证券市场对外开放初期经常采取的一种模式。这方面台湾的经验对我国大陆而言具有尤其重要的参考意义。

台湾证券市场对外开放遵循了三个原则: 先间接投资原则、先机构投资原则、逐步放宽管理原则。市场开放的过程大致可分为三个阶段:

第一阶段: 间接投资放开阶段(1983—1990)。 主要包括以下措施: 放开岛内信托投资公司的资金来源限制, 使其

能够自由募集海外基金投资台湾股市; 通过设立海外封闭式基金, 引入间接投资者, 引导海外机构法人间接投资台湾证券市场; 通过中外合作基金管理公司培养台湾专业投资人才; 规定募集基金满一年可汇出本金和资本利得。1983年起, 台湾陆续有四家证券投资信托公司成立并在海外发行受益凭证以募集海外资金投资于台湾股市, 从而揭开了台湾股市国际化的序幕。嗣后, 众多台湾上市公司纷纷在海外发行“全球存托凭证”(GDR)、海外“可转换公司债”, 从而使外国投资者得以通过间接的渠道投资于台湾证券市场。与之相配合, 1988年5月起, 台湾首次允许外国人及华侨与境外法人直接投资台湾的证券公司, 同时允许外资投资证券投资顾问事业, 提供证券投资有关事项的咨询业务。

第二阶段: QFII 阶段(1990—1996)。 1990年, 台湾当局规定, 允许“合格的外国机构投资者”(QFII)直接投资于台湾有价证券, 其中 QFII 包括经核准的外国银行、保险公司、基金管理机构、信托公司以及外国证券商与台湾证券券商海外转投资的子公司等。与之相适应, 台当局于 1992 年准许外资直接投资证券投资信托业、设立证券投资信托公司。在实施证券市场直接对外开放的同时, 台湾当局对 QFII 进行了相当严格的资格限制和资金汇入汇出及投资额限制。

第三阶段: GFII (General Foreign Institutional Investors) 阶段(1996 至今)。 初步实现证券市场对境外法人和自然人的完全开放。尽管 GFII 已被允许直接投资于台股, 但 QFII 因其雄厚的资金实力和长期化、稳定性高的投资倾向, 其重要性并未下降。当然, 其资格限制和行为限制得到

收稿日期: 2001-10-09

作者简介: 许文彬, 厦门大学财政金融系博士生。

了比较大的放松,从而使 QFII 的绝对数目和投资自由度都得到了很大的扩大,无论是资格条件,还是在资金汇出入、投资额方面,都较前有了很大的放宽。

二、我国实行 QFII 制度的合宜性分析

1. 可实现中国证券市场逐步与国际接轨。早在 1994 年 7 月,中国证监会就曾提出以中外合资证券投资基金的形式吸引外资和国外证券机构在中国境内开展证券业务,作为中国证券市场走向国际的第一步。但由于种种原因,尽管 7 年来我国证券市场发生了众多深刻的变迁,中外合资基金的试点工作却没有获得实质性的进展。在加入 WTO 的宏观环境下,证券市场的对外开放成为必然选择,在这样的情况下,充分利用 WTO《服务贸易总协定》中特定义务中的逐步市场化原则,实行 QFII 制度,既可实现我国证券市场的渐次放开,又充分顾及到我国证券市场的发展现状,可谓是调和二者矛盾的一个最佳选择。

2. 是我国在人民币不完全可自由兑换的条件下开放资本市场的一个较具可行性的措施。在 QFII 制度下,经挑选的合格境外投资者可获得一个投资额度,根据该额度汇入外汇,并在中央银行的监督下兑换成本币(人民币);在一定的投资周期后则将其投资的本金及收益兑换成外汇汇出,这样,无须实现人民币资本项目的自由兑换,也可达到开放国内资本市场的目的。当然,QFII 制度只是一个过渡性质的制度安排,随着我国证券市场的逐步完善和中国加入 WTO 过渡期的结束,证券市场更广泛和更完全的对外开放将是不可避免的,届时人民币资本项目的自由兑换就是必不可少的条件了。因此,实行 QFII 制度后还应着手解决人民币完全可自由兑换的逐步实现和证券市场的完全开放之间的步调一致和政策配套问题。

3. 实行 QFII 制度,引进外资,有利于增加我国证券市场的资金供给,帮助解决目前我国证券市场的一些改革难点。我国证券市场目前面临的一个主要的问题是扩容压力太大。目前我国股市(主要是二级市场)的资金规模严重限制了市场扩容的速度,也使国有股流通这一股市规范化、真正市场化的头等大事迟迟无法进入实质性的展开阶段。国外资本的流入将有助于解决我国证券市场资金短缺的问题,从而推动这一市场迅速走向成熟。QFII 制度作为在严格控制下引进外资的一种过渡性模式,能够在比较有效地限制国外资本对国内市场造成的冲击的前提下,实现适度引进外资的政策目的。

4. 实行 QFII 制度,引进外资,有利于引进西方优秀的管理经验,重塑证券市场理性的投资理念。在 QFII 制度下,尽管国外投资者对单个公司的股份占有比例受到比较严格的限制,但作为公司的股东,他们必将对公司的治理结构和管理方式产生影响,帮助我国的上市公司尽快摸索出市场化的运营途径,实现市场导向式的经营模式转变;而上市公司作为我国国企改革范本,又必将对其他国有企业产生示范效应,从而使我国国企整体的转机建制改革工程得到促进。另一方面,在 QFII 制度下,境外投资者的资格

经过严格的挑选和限制,因此得以成为 QFII 的投资者基本上都是一些坚持长期投资理念、坚持稳健投资原则的理性机构投资者,他们在我国股市上的操作必然对我国股市整体的投资理念产生良性影响,有助于改变目前我国股市因散户过多而产生的高度投机的市场观念,渐次形成一个稳健、理性的市场投资理念环境。

5. 实行 QFII 制度,引进外资,有利于监管模式逐渐成熟并实现市场导向化转变。QFII 资格的认定首先就为市场监管部门的鉴别判断能力提出了相当的要求。QFII 进入后如何规范其行为,引导其投资,以实现既定的政策目标,同样是对监管部门的严峻挑战。不仅如此,市场的快速发展和激烈变化还将不断对市场监管及管理规范化提出更高的要求,境外投资者的引进必然使市场参与者、上市证券的品种更加多样化,证券市场的违规行为的波及面可能会更大,对投资者信心的影响也要大得多,这将要求证券监管部门在市场监管、维护证券市场规范发展方面增加力量和打击违法犯罪的力度。加强市场的监管将给政府主管部门提出更高的要求,证监会只能按照市场的原则和手段来影响市场,实现监管模式的市场导向化转变,才能有效地实现监管目标,促进市场健康发展。

三、我国实行 QFII 制度的主要障碍及相应的政策建议

尽管 QFII 制度是目前我国实现证券市场对外开放的一条必由之路,但在现阶段推行这一制度还存在着一些障碍,主要是:

1. 观念上的障碍。要顺利推进我国证券市场乃至整个经济体系的对外开放过程,首先就要克服意识形态上的障碍。另有一些学者根据近期国际金融危机的频繁爆发现实,认为证券市场对外开放会使一国金融体系的风险大大增加,中国证券市场为投机性外资操纵,市场不稳定将成为常态,于是金融危机的爆发也就不可避免。笔者认为,这种观点是不能成立的,其一,国际金融危机之所以爆发,关键因素不在于其证券市场开放的程度有多大,而在其经济——金融体系内部存在着诸多缺陷,遂使国际游资有隙可乘;其二,目前我国的经济——金融体系诚然还存在着众多缺陷,但在 QFII 制度下,外资的引进是经过严格的挑选和限制的,故而能够保证其基本上是理性、长期、稳健的机构投资者,因此,QFII 的进入不仅不会增加我国证券市场的不稳定,反而有助于帮助形成理性长期投资的市场理念,有利于市场长期稳定;其三,在 QFII 制度下,无论是单个外资还是 QFII 整体,其持有的单支股票的比例都受到严格的上限限制,因此不至于形成市场为外资操纵的局面。

2. 法律法规体系上的障碍。由于《证券法》等法律法规中对合作及合资证券公司、基金管理公司的设立、投资者的资格等方面都没有考虑外国投资者的内容,关于引进境外投资者以及与之相匹配的境外金融服务(中介)机构在目前我国的证券市场法规体系中尚缺乏相应的依据,还有待于制定专门的法律条文来规范这些内容。这样的法律法规

体系将严重影响外资进入的积极性,这就使得即使 QFII 制度如期推出,是否有足够多的外资愿意充当中国(大陆)的 QFII 仍是值得怀疑的一个问题。

3. 市场现状障碍。目前我国证券市场存在着诸多缺陷,比较突出的是上市公司不规范运作情况严重、市场操纵行为广泛存在、公司薄利、负利并且赢利能力逐年下降趋势明显、市场信息披露机制不说形同虚设,至少也是极不完善,这样一个市场对境外机构投资者的吸引力有多大是值得怀疑的。显然,在这样的投资环境下,境外投资者只能进行投机性运作,而这又与推行 QFII 制度的政策初衷相悖了。由此产生的“柠檬效应”是我国推行 QFII 制度的又一重大障碍。

要顺利推行 QFII 制度,实现中国证券市场的对外开放,显然还须在充分认识制度障碍的前提下开始着手大力扫除这些障碍。基于这点认识,笔者认为可考虑以下政策建议。

1. 参考国外与台湾地区经验,着手进行立法方面的准备工作,以便在正式实施 QFII 制度时有法可依。具体而言,未必需要重新修订问世不久的《证券法》,可以考虑制定《引进外资法》,对有关外资及境外金融中介机构的引进、QFII 制度细节及 QFII 资格、外资汇入汇出、外资投资领域和限制等做一专门的规定。对现存的各种法律法规条文,则可采用附加条款的方式弥补因缺乏对外资的相应规定而导致的漏洞。

2. 在 QFII 制度提上日程之前,可通过建立中外合资

证券市场投资基金的形式为中国证券市场的对外开放做一初步试点。至于合资的具体方式,则既可采用中外已有投资基金根据自愿互利原则自行合作这一模式,也可通过由财政部或其他国家部门出资、与国外基金组织共同组建全新的投资基金的方式。如果说在目前推行 QFII 制度时机尚未成熟的话,那末进行中外合资基金的试点,为证券市场对外开放做一初步的尝试,并为不远的将来实行 QFII 制度做好市场适应方面的准备,则应该说是正当其时。

3. 继续推行“超常规发展战略投资者”的政策,培育、壮大国内机构投资者的资金实力和投资规模,并籍以改变我国股市投机观念蔚然成风、主力坐庄操纵市场、广大散户追涨杀跌、市场整体目标只在短期利差的现状。这一方面有助于营造理性、稳健的市场投资环境,从而更好地吸引外资,尤其是那些趋向于长期投资的境外投资者在不远的将来有更大的意愿投资于中国市场,另一方面,国内机构投资者实力的壮大也才能使其在将来国际性的竞争中处于不至太过被动的地位。

4. 加强市场监管,提高监管水平和监管的市场化程度,构筑完善的市场监管体系。目前我国证券市场存在的种种问题,主要是历史原因造成的,但监管的不力和非市场化倾向也是其中的一个重要原因。加强市场化监管,构筑完善的监管体系,就目前而言,有利于改变证券市场的诸多不规范操作现象,建立起有序竞争的市场秩序,以更好地吸引境外投资者,为 QFII 制度的实施做好准备。

(责任编辑:姜天鹰)

(上接第 45 页)险核保管理的同时,须强调逆选择风险和道德风险的控制;在注重保险产业发展风险管理时,应注重决策风险的管理,克服目前保险发展的短视心理和短期行为;在制度风险的控制上坚持内控制度、同业制度与监管制度三管齐下,在人的风险控制上,既要控制管理内部人风险,又要控制中介人、投保人、被保险人、再保险人和保险机构投资者的风险;在内生风险与外生风险管理上,要积极探索怎样对保险开放中出现的风险进行有效控制和管理,对中资保险公司与外资保险公司的税收风险加以重视。总之,在整个保险产业发展、保险制度构建过程中都必须把风险管理制度和风险管理理念融于这一过程中。

4. 强化风险管理理论建设和学科建设,为中国保险业风险管理提供理论指导。

中国保险业风险管理现状与中国风险管理理论建设和学科建设是密切相关的。为此,应该加强风险管理理论建设和学科建设,借鉴国外风险管理理论,结合中国保险业发展实际,揭示中国保险业发展的特定风险,构建适合中国保险业实际的风险管理理论,促进理论研究机构与各保险公

司的有机结合,即在风险管理理论指导下实施中国保险业的风险管理,在中国保险业风险管理实施中丰富发展风险管理理论。此外,风险管理理论研究机构(高等院校、保险公司内部保险与风险管理研究部门等)应该把培养现代风险管理人才作为己任,为保险公司管理人员进行业务再培训,实行保险管理人员风险管理资格证上岗制度,帮助各保险公司组建风险管理部,实施风险管理计划,建立风险管理信息系统和风险预警系统。通过社会各界的广泛努力,把中国保险业的风险管理水平推向一个新台阶。

参考文献:

[1] 张景安,《风险企业与风险投资》[M].北京:中国金融出版社。

[2] 张洪涛,郑功成,《保险学》[M].北京:中国人民大学出版社。

[3] 吴晓灵,李德,《金融业的风险管理与信用评估》[M].北京:中国金融出版社。

[4] 王春峰,《金融市场风险管理》[M].天津大学出版社。

(责任编辑:姜天鹰)