

# 国际证券业自由化的新动向

邱永红

(厦门大学法律系,厦门市,361005)

**【提要】** 本世纪 80 年代初开始的国际证券业自由化浪潮,必将会成为当前和今后国际证券业发展的普遍趋势。本文阐述了美、英、日、韩、台湾和印度尼西亚等国家和地区在证券业自由化发展进程中的具体表现,并粗略地对这股国际证券自由浪潮做了初步的分析和评价。

**【关键词】** 证券业 自由化 新动向

**【中国图书资料分类法分类号】** F831.6

本世纪 80 年代初期以来,世界各国对证券经营、证券投资、证券发行交易、证券市场结构等方面适当放松了法律管制和行政干预,从而滋生了一股强大的自由化浪潮。本文拟就国际证券自由化这一新动向做一简单介绍和评述。

## 一、世界各国证券业自由化的具体表现

在世界各国和地区证券市场自由化发展的进程中,美国、英国、日本、韩国、台湾和印度尼西亚等国家和地区表现尤为突出。下面择其要而分述之。

(一)美国。美国是世界上最大的资本市场,但自 1933 年《格拉斯·斯蒂格尔法案》颁布实施以来,美国一直实行严格的银行与证券分业制度,禁止两者相互交叉执业,进入 80 年代以后,这一制度才有所松动。1987 年,美国联邦储备委员会授权部分银行有限度地从事证券业务,并授权一些银行的子公司进行公司债券和股票的募集资金活动。1989 年 7 月,美国证券交易委员会(SEC)颁布了 15a-b 规则,规定在一定条件下,外国证券经纪商可以在豁免登记的情况下与美国投资者发生经纪行为。1990 年 4 月,SEC 又制定了 S 规则和 144A 规则。S 规则旨在对美国境外

发行和销售证券但又与美国证券市场有关者(指美国投资者在指定离岸市场转售证券),给予登记豁免,从而使外国发行人可通过“登记豁免安全港”而不通过 SEC 的注册登记来争取美国投资者。144A 规则则强调对于任何准备进入美国私募证券市场的外国企业均可得到与国内企业同等待遇,给予登记豁免,极大地方便了外国发行人进入美国资本市场。1994 年 4 月,SEC 又采取了一些新措施,包括对外国发行公司简化信息披露,降低注册成本等来开放本国证券市场。1997 年 1 月,美联储就放松银行经营证券业限制作出新规定,根据新规定,美银行控股公司收益中的证券业务比重将由以前的 10% 提高到 25%,银行可以从事证券发行业务,从而把证券业自由化推向了一个新的高度。

(二)英国。1986 年 10 月 27 日英国伦敦证券交易所宣布实行“门户开放”,在技术上、操作上和规章制度上实行了一次空前的大变革,通称“伦敦大爆炸”(Big Bang)。其主要内容包括:(1)允许外国证券商为交易所会员,允许商业银行直接进入证券交易所从事证券交易。(2)允许非交易所成员收购交易所成员公司的股票。(3)取消“单一资格会员制”,允

收稿日期: 1997-11-25

许交易所会员一身兼任经纪商和中间商,二者业务可以交叉,从事双重交易。(4)取消固定佣金制,实行自由议定。(5)创设证券交易自动报价系统的国际体系(SEAQ International),实行证券交易手段电子化和交易方式国际化。紧接着,英国证券交易所协会修改了上市规则,以便于外国公司的进入。1994年8月,伦敦证交所决定允许本国投资者以全球存托凭证(GDRS)方式投资外国公司发行的证券。这一系列改革的成效正在逐渐显现出来。

(三)日本。日本政府当局于1981年对《银行法》进行了修改,准许银行经营“与公债有关的证券业务”,以此为里程碑打破了证券公司独家经营证券的格局。1991年至1993年,日本三次修改了证券交易法。第一次为1991年10月5日公布,1992年1月实施的《证券交易及外国证券机构活动法》;第二次为1992年6月5日公布,同年7月实施的《确保证券交易公正法》;第三次为1992年6月26日公布,1993年1月实施的《金融制度改革法》。上述证券法规作出了放松对外国证券公司在日本设立分支机构的限制。外国证券公司可持有设在日本的分公司或子公司50%以上的股权等规定,进一步推动了日本证券市场的自由化。针对近两年来证券市场萎缩、交易量锐减的状况,日本政府在1996年11月又推出了一系列措施加强对证券市场的改革:(1)废除对金融机构业务领域的限制,银行与证券公司在业务经营上相互渗透、相互交叉。(2)建立公开的国债市场,日元债券市场也进一步开放。(3)取消对证券交易手续、交易费的限制,实行信托投资业务的窗口交易,改革柜台交易市场,实现股票交易的期权化。(4)修改新股公开上市时的标价方式,重新调整公司债发行时的登记和结算制度。(6)除某些工业领域和经济制裁国家外,允许企业和个人进行境外证券直接投资。

(四)韩国。从1985年起,韩国就允许国内公司发行可转换债券、权证债券及存股证。1988年12月,韩国政府公布了一个促使其资本市场国际化的渐进计划——《韩国证券

市场国际化四年中期计划》。1991年7月,韩国政府正式颁布了《新外汇管制法案》,规定从1992年1月起,外国投资者可以直接购买韩国股票,并可自由汇出其股利和其它资本收益,境内居民、企业也可投资于国外的债券、股票。1994年,韩国决定对外国投资者开放包括中小企业的可转换性债券在内的一般性债券市场。1996年4月1日,韩国经济部决定解除对民间投资者买卖海外证券的限制,允许民间投资者及散户自由买卖海外证券。1996年8月,韩国更是加大了对证券市场的改革力度:(1)将外资持股比例由当前的18%逐步扩大到49%。(2)通过适当降低税率来鼓励投资者更多地持有股票。(3)取消0.6%的固定手续费制,改为浮动手续费制。(4)将每日涨跌幅度从当前6%放松到10%,并将在适当的时候取消这一限制。(5)从1996年12月起,非居民可以购买多至20%的所有由韩国投资信托公司发行的证券受益凭证(单位信托基金)。

(五)印度尼西亚。1987年12月,印尼政府采取了一系列重大的放松证券管制的措施:(1)建立柜台交易制度。(2)放松现有的交易所的上市申请、认购及交易的管理。(3)简化股票发行手续。(4)允许外国投资者购买本国上市企业48%以下的股票。1988年底和1989年初,印尼政府又采取了新的改革措施:(1)建立私人股票交易所。(2)在雅加达以外的其它城市建立股票市场。(3)放松雅加达股票交易所的交易管制。1990年5月2日,印尼政券管理委员会发布了新的《交易规则》:(1)取消记名交易。(2)每100股为交易所交易的一个单位。(3)统一结清日期,结清在成交之后的第4个交易日。(4)建立大宗交易体系。1991年,印尼政府决定逐步将雅加达股票交易所私有化。1996年4月,印尼政府又提出了包括豁免部分印花税在内的证券市场发展新举措。

(六)台湾。1982年台湾制定了《引进外资外侨证券计划》《证券投资信托事业管理规定》《华侨及外国人投资证券及结汇办法》《证券投资信托基金管理办法》等政策和

法规,拉开了台湾证券业自由化的序幕。1988年,台湾当局修订了《证券交易法》及《证券商设置标准》,规定银行经批准可兼营证券承销、自营和经纪业务,并且可为证券发行进行融资。1989年6月,台湾颁布了《外国证券商设立分支机构审核要点》,批准了两家外国证券公司在台湾设立分公司。1992年4月,台湾证管会颁布了《上市发行公司参与发行海外存托凭证审核要点》,允许国内企业发行GDR在国外间接上市。1992年6月,台湾证管会又制定了《募集与发行台湾存托凭证处理准则》,准许已在国外证券市场上市的股票,以发行台湾存托凭证(TDR)的方式在台湾证交所上市,以促进国际资本的双向流动。

1993年11月下旬,台湾各财政部门召开会议,决定进一步修订《华侨及外国人投资证券及其结汇办法》和《证券交易法》,来加快证券业自由化的进程。其主要修改的内容有:(1)决定对外资汇入投资股票的资金及资本得利汇出的期限限制予以取消。(2)对外资投资台湾上市公司的比例限制,由单人5%、集团10%,改为单人10%、集团20%~30%。(3)取消对外资投资证券公司及证券投资信托公司的资本额比率限制,对外国投资银行实行国民待遇。1996年11月,台湾证券会及证券交易所还联合决定,从此以后允许外国控股公司在台湾上市。

## 二、国际证券业自由化的新动向评析

自由化被誉为80年代以来国际证券业创新的主要趋向和重大成果,对各国经济和证券市场的繁荣发展是有着巨大的现实意义的。

(一)国际证券业的自由化,推动了各国证券市场的国际化,加强了各国证券业的国际竞争力。证券市场的国际化,首先表现在外国投资者不仅可以在证券市场上买卖所在国的证券,而且可以申请发行外国的证券;其次表现在外国人可以在所在国的证券交易所买卖这些外国的证券。而近年来世界各国在证券业自由化进程中所采取的措施和手段,大都是围绕上述目标而展开的,因此其必然会推动各国证券市场的国际化,从而加强各国

证券业的国际竞争力。由前面可知,美、英、日三国是走在证券业自由化的前列的国家。因此,其证券市场也就日渐成了世界上国际化程度最高和最具竞争力的市场。据统计,1980年,外国投资者在美国股票市场上的交易额为750亿美元,1991年达4113亿美元,年递增16.8%,美国在海外股票市场上的投资1980年为179亿美元,1991年达到2731.6亿美元,年递增28.1%。仅1994年1-9月,美国市场上发行的国际证券量(包括债券和股票)就达346亿美元,遥遥领先于其它国家。英国政府在率先采取自由化举措后,伦敦证券市场的交易更加活跃,迄今为止,伦敦不仅保住了欧洲债券市场的中心地位——70%的欧洲债券交易量集中于伦敦,而且保持了与纽约、东京并驾齐驱之势头。日本政府1987年取消了日本人买卖美国金融期货的禁令,外国证券商可以成为东京证券市场的成员之后,使日本证券市场的国际化达到了战后最高程度,东京现已超过伦敦跃居世界证券交易市场的第二位,成为环太平洋地区重要的国际金融中心。对于发展中国家来说,自由化也使各国受益非浅。韩国从1992年对外国投资者开放了证券市场后,取得了一年吸收27亿美元(海外投资20亿美元)的佳绩。印度自80年代后期起放松管制,允许外国投资者在其国内证券市场投资,1992年底的市盈率比1986年提高了6%,吸收外国股票投资达10亿美元。

(二)国际证券业的自由化,促进了国际证券投资的迅速增长和国际融资的进一步证券化。随着各国对证券业管制的放松,国际证券投资的规模急剧膨胀。据经合组织统计,国际资本市场债券发行量1981年为528亿美元,1989年达2500亿美元,平均每年增长18.9%,明显高于国际直接投资的增长速度。美国、西欧、日本跨国持有的股票1986年为8000亿美元,1994年为18900亿美元。1993年7个工业发达国家之间的股票和债券的买卖猛增至7640亿美元,而1985年仅为2000亿美元。同时,证券业管制的松动也大大推进了国际融资证券化的步伐。据世界银行

的一项报告说,1983年,国际资本市场的债券发行额为730亿美元,当年国际银团贷款为640亿美元,到1990年国际债券净发行额达2800亿美元,同年的国际银团贷款为960亿美元,1995年第三季度国际证券市场上的融资总额就达104亿美元,债券融资所占国际融资的比例也从1981年的2%上升到了1993年的85.9%。

(三)国际证券业的自由化,打破了银行与证券公司的界限,有利于各国中央银行对金融市场的宏观调控。在市场经济体制下,中央银行对宏观经济的调控主要通过存款准备金、再贴现和公开市场运用三大工具来实现,其实质是通过商业银行的行为而达到刺激或抑制经济增长的目的。这样,如果商业银行介入证券业,则中央银行的三大政策工具可以同时渗透到证券市场内,发挥三管全下的合力,并以此为媒介影响其它投资者的行为,尤其是为证券市场的中小投资者增强信心,从而促使中央银行更好地发挥对金融市场的宏观调控作用。

(四)国际证券业的自由化,对各国金融业的发展及经济的繁荣有着巨大的正面功效,但由于证券业是高风险业务,其自由化的趋向也带来了不容忽视的负面效应。

1. 国际证券业的自由化在一定程度上成了国际金融动荡的导火线。随着各国证券市场的日趋自由化,银行与证券合二为一,有利于中央银行的宏观调控,促进了各国证券业的发展,但它也给国际金融市场留下了隐患。因为发行证券免受有关准备金、存款保险金和资本比率法规的约束,存在无中央银行的保险及发行人资金不充足的危险。同时证券发行涉及大量当事人,他们分散在不同国家,受制于不同法规,境外市场的违约、欺骗、经营失败和其它突发事件等更不容易捉摸和控制。证券运作的自由化,更是使许多新的金融工具(如股票指数期货、国债期货)的大量交易离开了银行的资产负债表,使监管部门难以衡量和控制银行的风险程度。这一切使得国际金融市场充满着风险和不确定性。1994年的美国加州奥兰治县破产、1995年的英国

巴林银行倒闭、日本大和银行巨额亏损,1996年的日本位友期铜事件和香港怡富丑闻等一系列危机和风波接踵而至,震惊了世界金融体系。而在这一系列金融危机和风波中,国际证券业管制的松动在一定程度上起了导火线和推波助澜的作用。

2. 国际证券业的自由化,助长了虚拟资本的恶性膨胀和“泡沫经济”的形成,影响了各国经济的良性发展。80年代后期日本的经历便充分证明了这一点。在证券市场自由化的推动下,日本股票资产由1985年底的242万亿日元增至1989年底的890万亿日元,增加了2.7倍;日本上市股价总额从1985年底的196万亿日元增加到1989年底的630万亿日元,增加了3.2倍;股票平均价格从1985年底的608日元涨至1989年底的1626日元,增加了2.7倍;而同时期日本国内生产总值年增长率为5~6%,4年仅增长25%左右。虚拟资本的恶性膨胀导致了日本“泡沫经济”的出现,而“泡沫经济”这一虚拟繁荣现象是难以持久的,90年代初期日本“泡沫经济”的最终崩溃和破灭,给日本以重创,日本经济从此转入调整和低速发展时期。

### 三、结 语

综上所述,80年代初开始的这股国际证券业自由化浪潮,既是本世纪初原已萌芽态势的强化和延伸,也是当前全球经济一体化、金融竞争白热化和科学技术现代化的必然产物,并且还必将会成为今后国际证券业发展的普遍趋势。十多年来,国际证券业的自由化在促进各国证券市场的繁荣与世界经济的发展等方面发挥了有目共睹的巨大作用,但同时也带来了某些方面的消极影响。因此,如何做到趋利避害,如何在自由化的同时建立起证券市场强大的外部监控工具、有效的内部约束机制和健全的监督管理制度,以防止“泡沫经济”的滋生和金融风波的重演,已成为摆在世界各国特别是其证券市场正向自由化、国际化迈进的我国的监督机构面前的一项紧迫任务了。同时,也有待于各国理论界和实务工作者的进一步研究和探索。

(责任编辑:农必胜)