

证券市场国际化与区域性统一市场构建

目 录

5. 1 前言	3
5. 2 证券市场国际化	4
5. 2. 1 证券市场国际化的历史考察	4
5. 2. 2 证券市场国际化的理论分析	6
5. 2. 3 证券市场国际化的最新发展	7
一、证券交易所的国际化整合	7
二、证券公司(投资银行)的国际并购与重组	10
5. 3 中国证券市场国际化	12
5. 3. 1 中国证券市场国际化的难题	13
一、产权制度缺陷	13
二、监管制度缺陷	14
三、法律制度缺陷	14
四、资产定价缺陷	15
五、中国特色缺陷	15
5. 3. 2 中国证券市场国际化策略	16
一、证券市场结构创新	16
二、证券市场制度创新	17
三、证券司法制度创新	18
四、证券交易所发展	20
五、证券公司的发展	21
5. 4 证券市场区域合作与市场一体化	28
5. 4. 1 东盟主要国家证券市场情况	28
一、香港证券市场	28

二、新加坡证券市场.....	29
三、马来西亚证券市场	30
5 . 4 . 2 东盟、中、日、韩主要证券市场比较	31
5 . 4 . 3 证券市场区域化合作的理论基础.....	31
5 . 4 . 4 证券市场区域化合作的现实必要性.....	38
5 . 4 . 5 证券市场区域化合作的前提.....	39
一、国家体系新概念的建立	39
二、QFII 制度的有效实施	40
三、货币自由兑换和区域化的实现.....	41
5 . 4 . 6 区域性统一证券市场构建设想	41
5 . 4 . 7 证券市场区域化合作的主要内容	43
参考资料:	45

第五章

证券市场国际化与区域性统一市场构建

5.1 前言

证券市场在资源配置、科技创新中具有越来越重要的作用，离开了资本市场的支持，经济发展、技术创新就会变得困难重重。特别是在新经济时代，创新活动及其产业化更是离不开资本市场的支持。可以这么说，发达国家正是由于十分重视证券市场的作用，通过从证券市场的融资，优化资源配置，极大地促进了企业的技术进步和科技创新。

新经济时代，经济全球化进程已经成为当今世界上不可抗拒的主旋律，通过生产要素的国际化配置，来提升其全球产业的核心竞争力，证券市场作为提供资本要素的最重要场所，其国际化进程在促进全球经济一体化进程中发挥着重要的作用。现在，西方发达国家的证券市场经过长期发展，已经形成了集中与分散相统一、全国性与区域性相协调、场内交易与场外交易相结合的体系。特别是在进入 20 世纪 90 年代以来，随着信息技术的迅猛发展，资金、技术、信息的流动已呈现出爆炸性增长的趋势，世界经济全球化加速发展。与此同时，证券市场的技术环境、经营环境和市场环境也在发生着显著而深刻的变化。

我国已正式加入了 WTO，按照世贸组织《服务贸易总协定》的具体要求，金融服务业的逐步对外开放将成为必然，我国证券市场对外开放直至全面接轨的进程将在不久的将来逐步展开。应该说，证券市场国际化是我们应该走的路，这是一个方向。但是这条路应该怎么走，每个国家都有自己的实际情况。就我国来说，我们应当在加强金融监管和金融风险控制的前提下，努力扩大证券市场的对外开放程度，加快我国证券市场的国际化步伐，吸引外资为我国经济发展服务。国际化的方向，应该是在加强证券监管的国际协调的同时，伴随中国—东盟自由贸易区的实施，深化区域金融合作，发展证券市场区域国际化，构建中、日、韩及东盟区域性统一证券市场，以扩大资源配置领域，提高资源配置效率。

但是由于我国的证券市场由于发展历史较短，市场化体系不够完善和成熟，证券市场的对外开放程度还比较低，对国外资本的市场准入限制也较严。在当前我国证券市场存在较多问题的情况下，如何发展我国证券市场，如何实现我国证券市场国际化，如何借鉴国外成熟的发展经验，让证券市场为我国国民经济的发展做出应有贡献，是一个值得探讨的课题。

5. 2 证券市场国际化

证券市场国际化是指以证券形式为媒介的资金在国际间的自由流动，各国上市公司的股票、债券等有偿证券的发行和销售超越了一国的国界，在国际市场上进行交易。

证券市场国际化包含三个方面的内容：

一是国际证券筹资，指外国政府、企业、金融机构以及国际性金融机构在本国的证券发行和本国的政府、企业、金融机构在外国及国际证券市场中的证券发行；

二是国际证券投资，指外国投资者对本国的证券投资和外国投资者对本国的证券投资；

三是证券业务国际化，指一国法律对外国证券业经营者(包括证券的发行者、投资者和中介机构)进出本国自由的规定和本国证券业经营者向国外的发展。

证券市场国际化是世界金融市场的一大发展趋势，其本质是国际资本跨国间的自由流动，这是生产国际化和资本国际化的必然要求，也是全球经济一体化的必然结果和国际金融一体化、国际融资证券化趋势的必然要求。

5. 2. 1 证券市场国际化的历史考察

证券市场是在 17 世纪随着股份公司与信用制度的发展而发展起来。但最初的证券市场基本上是封闭型的，地区性的，与国外缺乏联系。到 19 世纪，随着国际贸易交往和海外投资的增加，一些先进国家的证券市场开始向国际化方向发展。到 19 世纪 30 至 40 年代，英国在世界经济中的地位不断提高，伦敦证券交易所成为世界性海外投资中心和国际证券交易中心，以经营海外证券为主，且这种格局一直维持到 20 世纪初。

到 19 世纪末 20 世纪初，随着股票、债券的发行与交易逐渐增多，证券市场也从小到大，从不正规到正规，从地方性到全国性，逐步发展起来，并要求冲破国界在国际证券市场上发行、投资与交易。到二战前，发达国家证券市场国际化已初步形成，但由于当时资本主义国家之间的经济联系还受到许多因素的限制，证券市场国际化规模仍不大。

二十世纪 50 年代以来，伴随以电子计算机等为标志的科技革命，证券市场国际化也得到较快发展，尤其进入 70 年代以后，形成了放松金融管制的浪潮，各国纷纷对外开放本国的证券市场，证券市场国际化开始大踏步前进。

以发达国家（美、英、日、西德）为例：

美国实施了一系列证券交易自由化措施。1974 年美国政府废除了实

行了 10 年的限制外国企业在美国发行证券的利息平衡税，取消了对资本输出的限制，1984 年 7 月又宣布取消对外国人征收证券利息预扣税。

英国自 1979 年 10 月政府在取消了有关对外投资及资金汇出的外汇管制后，解除了将近 20 个较为重要的金融管制条例，其中包括对国外银行开放“金边债券”市场，允许外国金融资本进入伦敦证券交易所等，这些措施拆除了伦敦证券市场与欧洲金融市场的障碍，使英国证券市场国际化格局更为显著。

日本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。1973 年又核准外国企业股票在东京证券市场交易所上市交易，1979 年更进一步给予外国投资者购买日本证券的自由《外汇、外资管理法》以及《关于外贸的法律》中曾规定的本国企业与金融机构不得在海外金融市场上发行证券及外国企业不许在日本发行证券的限制被取消。1984 年，日本与美国共同颁布的“日元一美元协议”把日本证券市场的开放程度进一步推进。到 1985 年，已扩大到 22 个国家和地区 30 个多个证券市场，几乎遍及世界上所有的主要证券市场。

广大发展中国家证券市场的普遍国际化是从 80 年代中期开始进行的，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，新加坡等国家的证券市场随着经济发展的深入，竞相放松金融管制，不断地推进其国际化进程，吸引外资流入，维持经济高速增长。

总之，无论是发达国家还是发展中国家，都在努力放松本国的证券市场管制，从而加快了本国证券市场国际化进程。现代电子技术的迅猛发展更是为证券市场国际化提供了技术保证。尽管世界各国由于经济实力的差别，证券市场向国际化方向发展的速度、时间、方式存在着差别，但是，从现象上来看，证券市场国际化市场已经成为一种趋势，从本质上看，证券市场国际化更是具有其必然性。

市场经济的发展有其内在的规律的，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。总结发达国家和发展中国家证券市场国际化的经验，我们发现：

首先，证券市场国际化是一国经济发展到一定阶段及其在国际经济活动中所占份额的增长和地位的加强对其证券市场发展所提出的客观要求。

其次，证券市场国际化是以一国国内市场一定的规模和一定的发展程度为基础，并与证券市场的规律相互促进、相互推动。

第三，证券市场国际化是有步骤、有计划、分阶段进行的。一般情况下，发展中国家证券市场的国际化从利用证券市场筹集外资开始，然后逐步过渡到证券市场的全面对外开放。

第四，证券市场国际化过程是一国政府不断放松管制的结果。

5. 2. 2 证券市场国际化的理论分析

为什么不在国内投资而超越国境转移资本？

资本有余的主体总想使资本能获得更多的利润，为追求资本价值，即使超越国境在所不辞。对于筹资者来说道理是一样的。为此，就要求资本不仅能在国内而且在国际资本市场上自由配置，因为在国际市场上有可能有比国内市场成本更高的投资场所，也可能有比国内市场成本低的筹资场所，即在国际市场上才能实现资本的边际收益与边际成本相等。

举例来说：80年代末期以后，发达国家经济普遍衰退，为了摆脱衰退，各国当局纷纷采取低利率政策以刺激经济，而且发展中国家通过进行结构性改革，放松了对市场的管制，经济增长快，资本需求旺盛，投资回报率就高。在国际资本市场证券化趋势不断加强的情况上，发达国家的资本便不断地以证券投资形式注入发展中国家。对于资本输出国来说，资金的使用效益提高，获得了比原来更多的收益，使价值增值；对于资金注入国来说，由于大量外资的涌入。必然使国内利率降低，从而筹资成本降低，也相对获得了资本价值增值。

追求资本价值增值有两种风险，外汇风险和政治性风险。前者是本国货币与投资对象国货币兑换比例变动的风险，后者是投资对象国在政策发生重大变化，投资利润和成本或筹资成本都出现了与期望有重大差异的风险。但是这些风险被认为是可以应付的。其理论根据就是证券投资组合理论，这一理论推动了证券市场国际化。80年代以来，源于国际债务危机及证券的诸多优点，甚至银行贷款越来越多地被证券化或被证券所代替。由于国际证券投资的增加，使人们越来越关注如何进行国际证券投资，从而促进了国际证券投资理论的发展，而理论的发展又进一步指导了国际证券投资，促进了证券市场国际化。1968年，赫伯·格鲁贝尔教授在50年代马维茨和托宾的“资产选择理论”的基础上，首次将资产选择理论应用于国际范围。他的模型指出，国际证券投资能够降低风险，其程度同国与国之间的证券市场的相关程度，关系密切，相关程度低，分散风险的效果好。其后，索尔尼克，莱萨德，列维与萨纳物等学者在这一领域进行了广泛深入的理论探讨与实证研究，论证了具有低相关性的国际证券组合投资是降低风险最有效的途径之一，研究表明，发展中国家的证券市场与发达国家的证券市场之间具有很高的分割性(低相关性)，据索尔尼克(1996年)测算的1980年---1990年的数据，西方7个主要工业国家之间的相关系数在0.5左右，比发展中国家高得多，此理论的发展推动了目前的主要发达国家的资产组合投资者进入发展中国家证券市场。据美国证券业协会统计，90年代美国共同基金投向发展中国家的证券投资占其在海外投资的比重将比80年代提高1个百分点。总之，国际证券市场投资组合理论使证券投资与证券融资国际化，从而促进了证券市场国际化。

美国经济学家R.L 麦金农和E.S.肖在分析发展中国家金融状况所得出

的“金融二论”(金融压制和金融深化论)也成为促进发展中国家对外开放证券市场的理论依据。这两个理论认为发展中国家的金融制度和金融政策阻碍了经济的发展,即所谓的“金融压制”,而要使金融在这些国家发挥作用,必须实施“金融深化”。金融深化的核心观点之一便是政府要放弃对金融市场包括对证券市场的过分干预,放松管制。80年代拉美的许多国家如阿根廷,智利,乌拉圭等都对证券市场放松了管制,甚至完全放弃了政府干预。事实上,像韩国与日本这样的新兴工业国和发达国家也都受金融深化理论的影响,采取了金融深化的战略。总之,证券市场国际化是生产力发展的客观要求,是各国证券市场发展的必然趋势。

5. 2. 3 证券市场国际化的最新发展

一、证券交易所的国际化整合

证券交易所¹是由证券管理部门批准的、为证券的集中交易提供固定场所和有关设施并制定各项规则以形成公正合理的价格和有条不紊的秩序的正式组织。从制度层面来看,人们通常将交易所视为一个有组织的证券市场。它提供交易执行设施,提供价格发现功能和市场流动性,拥有做市商系统,或者买卖盘驱动系统,或者单一竞价系统,并提供有效市场信息等。但如果从功能的角度出发,也可以将交易所理解为一个生产复合产品的相互竞争的企业,交易所可能提供的产品包括了上市、交易和信息服务。从这个角度考虑问题,我们就会对证券交易所的国际化整合有一个更好的理解。

我们知道,资本趋利避害的特性使得它要求能够不需要付出或者只需要付出很低的交易成本就可实现在各类市场间连续的自由流动。融资活动的全球化也迫切要求能在一个交易所内实现全球范围的融资。证券发行人的目的是以较低的成本获得更多的资金来源。因此,其在发行证券时,考虑的也是证券交易所内投资者的资金是否充足、交易所的上市初费和上市年费的征收情况、交易所股票的流动性以及是否能够为今后再融资提供充足的资金等问题。一家公司多地上市虽然能够筹集到所需的资金,但是必须交纳多笔的上市初费和上市年费,这就增加了上市公司的成本。因此,上市公司希望在一个交易所内实现全球范围的融资。

但是,传统交易所的垄断性形成的市场分割对资本的连续流动性产生了壁垒。传统交易所上市公司的数量、质量和产品结构的局限性,决定了资本无法回避这种发生在交易所区域内的系统性风险。同时,由于传统交易所在更多时间处于闭市状态,资本对于在闭市时间所产生的风险是无法

¹ 曹龙骢:《货币银行学》,北京,高等教育出版社,2000年8月第一版,第159页。

回避的。资本要求在全球范围内寻找投资机会，对任何时间任何地点产生的风险都能够做出最快的反应，这就要求交易所能在 24 小时内提供世界上任何地点的上市公司股票的交易。在这种情况下，投资活动自由化与传统交易所在时空上就会产生冲突，交易所的垄断地位受到挑战。

以计算机通讯网络技术为核心的信息技术极大地提高了信息的收集、储存、处理和发布的能力，使降低交易成本，提高交易速度、拓展资本流动范围，并将世界各主要证券市场更紧密的连接起来，使证券交易突破时间和地域限制成为可能。随着信息技术的发展，世界证券市场结构和环境发生了深刻的变化，市场属性之间的差别和地域的界限逐渐模糊，来自各方面的竞争使得交易所的自然垄断地位受到威胁。信息化排除了交易过程对有形场地的依赖，使交易大厅的场地不再成为交易所发展的限制条件，使得各企业不再局限于国内市场，而可以在全世界范围内进行融资。一家企业的股票可以在任何地区进行交易，发达的网络技术和各个交易所因所在时区不同而产生的互相衔接的开、闭市时间实现了资本在全球范围内 24 小时流动，以寻找投资机会，规避风险、追求利润。

因此，为了应对经济全球化、金融自由化、信息化的发展，满足广大投资者、筹资者，以及竞争的需求，交易所通常把相互间的整合作为实现其国际化战略的主要途径，由此形成各种方式、各种层次上的交易所联盟。特别是在欧洲，为了提高整体实力，同美国、日本等经济强国抗衡，力图构筑完整的市场体系。近年来欧洲各国在金融业整合方面，各国之间的政策性壁垒已经基本消除。欧洲金融业的整合一方面体现在 1999 年欧洲统一货币——欧元的发行，另一个方面就是各国证券交易所开始寻求建立单一的欧洲证券市场。继法国巴黎交易所，荷兰阿姆斯特丹交易所以及比利时交易所合并，成立 EURONEXL 交易所之后，短短两个月后，法兰克福交易所与英国伦敦证券交易所，实施合并，规模是 EURONEXL 的两倍，命名为“国际交易所”，成为欧洲最大的证券所，交易量几乎占据了全球交易总量的一半，引起国际金融业界的瞩目。事实上，1999 年下半年以来，世界各大证券交易所合并重组、业务创新和组织结构创新的步伐一直就没有停止过，本次国际交易所的诞生，表明在全球经济一体化趋势不断强化，网络技术迅猛发展和金融创新的驱动下，国际证券市场变革的趋势在进一步强化。

应该说，证券交易所的合并与全球经济一体化和区域性统一市场的构建具有高度的同一性，是国际政治、经济形势演变和市场发展的必然要求。总结起来，这些合并重组呈现出以下特点：

第一、证券交易所分工趋于专业化。例如，在加拿大四家交易所的重组中，多伦多交易所把卫生产品交易转给蒙特利尔交易所，而后都把大中型企业股票转给前者；温哥华交易所和阿尔交易所和尔伯塔交易所及加拿大交易网合并，成为加拿大风险资本交易所。本次英德交易所合并中，两大交易所也实行了分工，伦敦交易所主要交易对象是蓝筹股，而法兰克福

股市的重点则在电信，媒体和网络股及科技股。这种专业化分工的目的，是在实现规模经济和规模效益的基础上，进行交易所职能的有效结合，实现资源优化配置。

第二。证券交易所在联合方面日益趋强。网络、电子通讯迅速发展导致的各种新型交易方式（如电子通讯网络，即 ECNs 等）对传统交易所提出了巨大的挑战，交易所之间的联合符合每一个成员的利益，因此，交易所之间各种形式的战略性联合比合并更加普遍，而且多数属于跨国联合的性质。如在亚太地区的澳大利亚证券交易所（ASX），已经与新加坡、我国香港、日本、巴西、墨西哥、美国、加拿大和欧洲（EURONEXT）都进行了各种形式的合作（比如计划成立“全球证券市场” GEM, Global Equity Market、实现两地上市等），同时澳大利亚交易所也与亚太地区的印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、东京、泰国和我国台湾地区签订了合作谅解备忘录等。

第三，证券交易所的公司化改制速度加快。传统交易所的垄断地位使它忽略了周围环境的变化，一方面是传统交易所的裹足不前，另一方面是市场毫不停滞的加速发展，其结果是传统交易所发现在自己的垄断市场内不断有新的竞争者出现，同时却受制于会员制治理结构的弊端而难以应对挑战。因此，不少证券交易所把治理结构的改造，即公司化，提上了重要的议事日程。

公司制之所以成为越来越多证券交易所的选择，是由于交易所经营所处的环境发生了很大的变化。在信息化时代下，会员制交易所面对的垄断市场和交易非自动化这两个基础已经不复存在，而会员制的治理结构形式所具有的弊端却日益突出。在变幻莫测、极富竞争性的市场环境中，交易所会员之间利益冲突、交易所筹资困难、集体决策体制不灵活、工作效率低下、对环境变化反应迟钝等弱点已经严重威胁到传统交易所的生存。

同时，一开始就采取盈利的公司制治理结构的另类交易系统的迅速发展壮大，充分显示了公司制治理结构的优越性。从已经转换治理结构的一些证券交易所来看，如斯德哥尔摩交易所和香港交易所，都取得了成功。新的治理结构给证券交易所拓展了新的发展空间。可以说，公司制是证券交易所在新环境下的最佳治理结构形式。

现在，证交所上市成潮流。香港交易及结算有限公司于成为继澳大利亚证券交易所之后全球第二家上市的证券交易所。从香港交易所的上市，可以窥视全球证券市场正在酝酿着一场新的变化。这种变化首先是由于金融一体化的大趋势，使得资金在国与国之间的流动更加自如，电子化的交易手段不断出新，也使得提供交易服务的机构之间的竞争也愈加激烈，从而决定了证券交易所之间的渗透与合并。其次，各国的证券交易所一直以会员制为主导的模式开始向公司制转换。香港两个交易所的合并和向公司制的转变，不仅符合国际金融市场的发展潮流，更是提高效率、加强监管的重要步骤，同时，也将使交易手段更加满足投资者的要求。

二、证券公司(投资银行)的国际并购与重组

兼并与收购是一种通过转移公司所有权或控制权的方式实现企业扩张和发展的经营手段，通过资本的重组和流动来实现资本的保值和增值。在过去的几十年中，在分业经营和管制这两个因素作用下，全球金融业的发展一直比较平稳。但自 20 世纪 90 年代以来，受各种因素的影响，全球金融业出现了较大的波动，业内的并购数量和并购规模急剧扩大。

据统计，20 世纪 80 年代中后期全球每年约有 1000 件并购案，总金额约 500 亿美元；而 1995 年世界金融业并购案高达 4100 件，涉及金额 2500 亿美元。1996 年金融业并购案比 1995 年又增加 100 多件。1997 年国际金融业的并购继续发展，不仅规模越来越大，而且从美国、欧洲、日本等经济中心向拉美和东南亚国家扩展。

值得注意的是，伴随金融混业经营趋势，发达国家的金融企业为了谋求全球金融优势，展开“强强联合”的银行并购，诞生了“全能银行”。如 1998 年 4 月 6 日，美国花旗银行与旅行者公司合并为花旗集团，无论从规模上还是从经营范围看，这一合并都是空前的。合并后的花旗集团资产总额近 7000 亿美元，市值达到 1660 亿美元，雇员超过 16 万，业务范围涉及银行业、保险业和证券投资业等金融业的所有领域，能够为客户提供高质量、全方位的金融“超市服务”，成为名副其实的“全能银行”。

发生大规模并购的原因是多方面的，既有技术因素，也有制度因素；既有长期因素，也有短期因素。就整体而言，以信息技术为核心的科技进步影响到金融业的运行方式，并为全球并购提供了技术手段，经济全球化是并购的根本动力，金融业为开展金融创新、开辟业务市场而进行战略调整是并购的内在要求。这些因素的共同作用，使得全球金融业兴起并购浪潮。

（一）、导致金融业并购的主要原因是快速发展的信息技术

由于金融技术与信息技术的融合发展，为金融业的跨业务经营清除了技术障碍。更重要的是，由于电子化、网络化的普及，金融业的服务方式和服务空间得以空前扩展，甚至对金融业的经营内容、运行方式和管理方式产生了革命性的影响。显然，正是在信息网络技术的支持下，金融资源无国界高速流动和跨国转移的规模才得以急剧扩大，即使受到金融危机的干扰，这种趋势也没有逆转的迹象。

（二）、金融创新和金融自由化趋势激发了金融业的并购与重组

随着金融创新步伐加快和日子、融资渠道的多元化，资本市场发展迅猛。金融机构通过合并与重组，不但可以扩大市场份额和客户基数，还可以取消重复的业务，降低因业务结构和组织结构不合理带来的成本。更重要的是，推动了金融技术的创新，得以用大规模和多样化的新技术、新方法提供金融服务，在降低技术费用的同时提高服务效率和增加收入。花旗

银行同旅行者集团合并后，意味着世界上有了全能金融服务公司，集两种不同的金融业务于一身。合并的意义不仅在于增大了规模，而且可以为客户提供几乎所有可能的金融业务。当时，美国国内对金融业的改革有三种意见：一种是花旗银行模式，即为客户提供一揽子服务的“金融超市”；另一种是美洲银行模式，即服务于全国的以商业银行为主体的银行控股公司；第三种是第一银行模式，即立足于某一地域、服务于中小企业的区域性银行。争论的结果，美国国会于1999年11月4日通过了《金融服务现代化法案》，银行、保险及证券业获准在彼此市场竞争。该法案的核心内容是废除《格拉斯—斯蒂格尔法案》以及其他一些相关法律中有关限制商业银行、证券公司和保险公司三者跨界经营的条款，但仍然禁止非金融公司从事储蓄贷款业务。

放松管制和银行普通企业化为各国金融机构在国内外的并购活动扫清了障碍，导致金融业迈向以混业经营为时尚的“金融超市”。

（三）、并购是提高国际竞争力以及争夺金融霸权的必然

随着全球化步伐的加快，国际经济、金融竞争主要表现为跨国企业集团和跨国金融集团的竞争。金融机构之间的竞争主要体现在对全球金融市场的争夺。各国为争夺全球金融市场，纷纷鼓励大银行间的并购和跨国并购，组建全能银行集团，释放混业经营的渠道优势、多元服务优势和规模优势。而金融控股的组织模式有可以实现专业化经营、规范化管理和有效的监控，从而提高金融业整体的国际竞争能力和抗风险水平。大金融机构相对中小机构来说，资本实力雄厚、抗风险能力强，通过并购，优势互补，资本壮大，有利于防范和化解金融风险，促进金融体系的稳定。

所有这些，对国际证券市场的影响也是很大的。特别是证券公司（投资银行）的并购，其作用更加突出：

1、通过优化资本结构来提高资运行的效率。

如日本野村证券公司1998年还亏损37亿美元，但1999年通过收购兼并使收入翻番，总收入达102亿美元；净收入13亿美元，一举甩掉了亏损的帽子。再如，2000年9月13日，美国第三大银行大通曼哈顿公司宣布将以332亿美元的价格购并美国第五大银行J·P摩根公司，成立J·P摩根大通公司，资产总额超过6600亿美元，是美国金融行业这个最大的兼并案之一。大通曼哈顿银行擅长的是商业银行的业务，但投资银行的业务却相形见绌，J·P摩根公司在全球影响较大，在投资银行业务方面尤为专长。因此，大通购并摩根是强势企业的优势互补，大大提高了摩根大通公司的竞争力，特别是扩大了在欧洲的业务和影响，两家银行合并后可以节省大量的经营成本；

2、通过资本的重组配置来扩大资本支配的范围。

我们知道，只有实力雄厚的巨型证券商才有能力涉足那些高风险领域，如自营业务、衍生工具交易领域、金融工具创新业务等等，以获取高额回报。

5. 3 中国证券市场国际化

改革开放以来，我国经济与世界经济的联系日益紧密。到目前为止，我国进出口总额占 GNP 的比重已达 40% 左右，吸收外资数额占世界第二位，国际储备已超过 2000 亿美元。与这种开放的经济格局相比，我国证券市场的国际化程度却非常低，外资只能投资于数量有限的 B 股，且审批手续繁杂，这使我国证券市场难以与国际证券市场接轨，既限制了证券市场自身的发展，又阻碍我国经济的继续开放，极大地削弱了证券市场对经济发展的推动作用。

在证券市场中，资金总是向着效率高的地方流动，并以此带动整个社会经济效率的提高。根据这种分析，那么，一国证券市场如果实行国际化，也就使得其通过资金流动配置资源的领域更加宽广。实行证券市场国际化，集中一批有发展潜力的国有企业和基础项目，通过证券市场向国外筹集巨额的闲散资本，成为解决这一问题的最有效、最便捷的方法。

按照上述观点，我国证券市场国际化以后，通过市场效率的比较，至少可以得到三方面的好处。

一、参与国际投资，获得相对高收益的资金投资回报。如果我国证券市场是封闭的，那么，我国投资者参与国际证券市场的投资就比较困难。而如果开放了证券市场，使资金流动融入国际领域，就为我国投资者开辟了更多的投资渠道。这样，通过市场各方面的比较，投资者就可以根据自己的偏好，选择更适合自身特点的投资方式。

二、开放国内市场，吸引国际资本的流入。这一点与上面所讲的是相反的情形，我国证券市场国际化后，国外资金的流入更加方便。吸引更多的国外资金，应该是我国证券市场国际化的目的之一。

三、引入竞争机制，求得我国证券行业的更快发展。我国证券行业的发展从国际上来看，仍处于相对落后的阶段。但是，落后并不是不需要进步，加快发展才是我们的目标。发展需要竞争，没有竞争就没有压力，没有压力就会使动力衰退乃至消失。根据系统论观点，系统内部没有创新机制时，外部的触发是改变内部机制的重要诱因。就这一点来说，我国证券市场的国际化，对于我国证券行业的发展，或许是一支促进剂。

综上所述，随着中国社会主义市场经济的发展以及改革开放的深入，加快中国证券市场国际化的进程，提高证券市场国际化的程度已经成为一件关系到国民经济发展的速度和态势的重要工作，而且十分迫切。迅速高效地提高中国证券市场国际化的程度不仅有利于中国证券市场本身的健康发展，而且有利于推动整个国民经济的快速、平稳运行。

5. 3. 1 中国证券市场国际化的难题

我国发展股份制经济和证券市场的初衷，就其指导思想、目标和功能定位而言，不是从市场经济本身的需要出发，而是从维护社会主义公有制地位不可动摇的思路出发，定位于为国有企业提供直接融资场所并为国有企业改制上市、脱贫解困服务，甚至还要承担补充社会保障基金不足等政治任务。因此，形成了十分独特的股权结构：国家股、法人股、内部职工股、社会公众股、转配股、外资股并存，国家股和法人股处于控制地位，上市公司的股份被人为地分成流通股和非流通股（占上市公司总股本的2/3）。而证券市场体系也处于分割状态，市场的结构层次过于单一，利益主体的地位和作用失衡，股市成为国有控股上市公司的“圈钱”之地，广大中小投资者的权益长期以来不被尊重，使其被迫进行短期投机炒作等等。此即中国证券市场区别于国外证券市场的一大“本土化特色”。具体来讲，我国证券市场的如下缺陷是我们在国际化进程中首先要解决的问题。

一、产权制度缺陷

大多数上市公司都是从国有企业改制而来，虽然名义上是上市的公众公司，但是在决策、经营管理、分配、激励与约束等机制方面与过去的国有企业并没有太大差别，存在着严重的改制与转制脱节问题。据有关资料统计²（1），截止2002年5月底，我国上市公司达1170家，第一大股东持股份额占公司总股本超过50%的有890家，其中持股份额占公司总股本超过75%的有63家，第一股东为国家持股的公司，占全部公司总数的65%，第一股东为法人持股的公司，占全部上市公司总数的31%，两者之和所占比例高达96%。

上市公司产权制度的缺陷是其法人治理结构不规范的根源，由于国家大股东缺少真正意义上的人格化代表，导致产权主体虚置，“一股独大”使广大中小股东难以对上市公司募股资金的使用及经营管理的全过程进行有效的监督。使这类上市公司的法人治理结构失衡，产生“内部人控制”：

（一）、一些上市公司的控股母公司将上市公司当作提款机，大量占用上市公司募集资金，更有甚者，掏空上市公司，使之“资产空心化”，严重地侵害并掠夺了广大中小股东的利益；

（二）、一些同母公司没有“三分开”的上市公司，其法人治理结构形同虚设，造成大量不平等的“关联交易”、“内幕交易”行为；

（三）、我国大多数上市公司信息披露不规范，如虚假陈述、证券欺诈、内幕交易等问题屡禁不止，广大中小投资者无法获得及时的、对称的、真

² 数据来源于中国证监会网站

实的信息，对上市公司产生信任危机，长期投资、价值投资的理念无法建立，影响我国证券市场的公信力和投资者的信心。

二、监管制度缺陷

证券市场本质上是一种制度化的有组织的投融资行为活动，制度作为证券市场结构中的运行“软件”，它像计算机中的线路设计和计算程序一样，将市场中的各种因素、融资者与投资者的活动联接和组织成一个整体，保证市场发行和交易、上市和退市、购并重组等活动有秩序地正常进行。中国证券市场发展历史较短，法制建设和监管机制相对落后，致使证券市场不能规范运作，不能全面贯彻“公开、公正、公平”的原则，外资无法自由平等地进入中国证券市场，我国的证券机构也难以进入境外市场。

例如，在非市场化的发行制度下，对拟发行的上市公司的遴选标准不一，特别是对上市公司募集资金的用途、使用情况及经营业绩缺乏跟踪监管制度，对发行主体的质量及其经营管理者的素质缺乏科学的评价、考核、奖惩制度，加之发行审批过程中极具中国特色的上市“公关”、政府职能部门的平均主义及地方保护主义思想、所有制偏见，若再遇上被称之为“民间经济警察”的中介机构的失职、失信，都将使部分垃圾公司和问题公司混进我国证券市场，产生像P T红光那样的造假公司。

三、法律制度缺陷

从现有的证券法律法规看，“主体法”比较系统，而“程序法”相对薄弱。如调查中申请司法机关财产保全、行政处罚告知的送达等程序都不够完善，制约了执法的效率，不解决好这些问题，加大监管和执法力度的要求，势必难以落到实处。另外，我们必须清楚地认识到，把我国股市当美国股市，认为一切应以美国、香港股市的标准来衡量我国股市是牵强的，也是偏颇的。新中国股市的诞生，是在计划经济色彩浓厚的时期，如果以今日的标准，甚至一味强调国际准则，当时许多的做法都属违规，一旦要求各个过关，势必打击面过大，甚至走向歧途。

目前我国还没有专门的《投资者保护法》，与《证券法》配套的法律法规虽出台了150多部，但执法不严。比如对上市公司经营不善或造成募集资金使用不当的责任人，现有法律法规缺乏具可操作性的惩罚性条款，一些受到严重侵害的中小投资者竟无处提起对上市公司的民事赔偿诉讼，违法者的违法收益大大高于违法成本，法律对违法者起不到应有的震慑作用。其次，我国的证券执法稽查工作仍存在执法权限不够，执法手段有限等问题，证券执法主要限于行政处罚，在尚未涉及刑事侦察时，缺乏必要的稽查手段，严重影响了查处违法违行为的力度。我国证券市场的投资主体结构、上市公司结构、交易所及交易工具结构、市场监管结构等也有缺

陷。截止 2002 年 6 月底³，我国证券投资者开户数为 6785 万户，其中个人投资者就达 6363 万户，以散户——弱势群体为主，机构投资者规模偏小，特别是开放式基金等各类证券投资基金还未能成为我国证券市场的主导强势力量，短期的概念型跟风炒作盛行。

四、资产定价缺陷。

由于股票定价扭曲，包括股票发行价格和股票交易价格在非市场竞争基础上形成的不公正、不合理的股价，反应了我国股票发行与交易、上市与退市及资产重组制度的缺陷。即使实行了核准制，新股发行定价的科学性、准确性仍不高，没有充分发挥竞争机制的作用。新股发行的市盈率偏高，有“圈钱”之嫌。我国证券市场“退市”制度实行起来较难，上市公司为了保住“壳”资源，变尽招数地搞非实质性的资产重组活动，使一些 T 族公司或绩差公司的股价不跌反升，造成越是亏损股价越要上涨的不正常局面。

股票定价缺陷造成的股价信号扭曲，必然导致证券市场资源的错误配置，降低证券市场的运作效率，也会助长投机心理，形成市场泡沫，进而引发系统性金融危机。为此，首先要走出对证券市场的认识误区和由此形成的监管理念，加大市场化力度，提高资金的配置效率，促使资金向更有效率、更有竞争力的企业流动。要严格执行《证券法》、《公司法》的有关规定，积极推进股票发行机制的市场化，企业能否上市由市场来决定，同时要建立和完善退出机制，让那些长期亏损，不符合继续上市条件的公司退出证券市场。

借助于证券市场，进行产业结构调整，证券市场在新股发行上市等方面向高新技术企业倾斜，使有效益、有竞争力、市场成长性好的企业得到资本支持而成长壮大，使没有效益、成长性差的企业无法得到资本支持而受到抑制或者被自然淘汰，让资本这一稀缺的生产要素通过证券市场的高效率配置，创造出更多的社会财富，真正发挥证券市场优化资源配置的功能。

五、中国特色缺陷

回顾我国证券业的监管历程，很容易看到社会环境因素的制约是监管不利的重要原因，以至证券市场不得不承担社会改革的成本。典型的例子是国企上市。因此，在我国寻求自律是很困难的甚至说是无效的，因为国家并无信用体系，监管的很大难度在于我们远离信用社会。在很多经济现象中我们总是拿“中国特色”一套了之，大有不置可否的意思。但在我国

³ 数据来源于中国证监会网站

证券业上，却必须重视“中国特色”。此前不少专家曾提出要消灭“中国特色”，这是不现实的，任何国家的股市都有自己的特征。我国的社会主义市场经济发育很不成熟，因此，我国股市是典型的政策市，这是不可改变的事实，并且将在很长一段时期内持续下去。“一放就活，一管就死”在我国很多经济现象中屡见不鲜，证券业也不例外。因此，把中国股市当外国股市，一味追求与国际接轨和市场化的监管理念在我国行不通。

中国证券市场在许多方面与国际证券运行管理尚未完全接轨，在中外筹融资双方在信息的交流方面存在障碍。同时，我国证券市场国际化进程中将日益表现出本土化的市场结构及制度安排与国际化接轨的矛盾与冲突。加入WTO后，新旧体制、规则必将与国际化的市场制度及游戏规则发生碰撞与对抗，产生暂时的“水土不服”，如目前中国以投资者的不同将股票分为国家股、法人股和个人股，国家股和法人股尚不能上市流通，其与个人股在认购成本、流通条件等方面都存在较大的差异。对于众多的国外投资者来说，全面了解中国经济、政治、法律制度等各方面的情况是比较困难的，而这又恰恰是投资前的必要信息准备。对于国内筹资者来说，受中国金融体制、企业制度等方面的影响，对国外的上市与交易制度缺乏了解，导致境外上市难度大，这在中外融资双方之间形成了信息障碍，使中国证券市场难以加入国际证券市场的行列。

需要注意的是，在我国证券市场国际化进程中，在解决上述缺陷的过程中，不能割断历史，引进的成熟市场经济理论和游戏规则必须和中国的国情相结合，要妥善处理好规范与创新、发展与稳定、对外开放与控制金融风险的关系，必须抓住主要矛盾，避免产生新的“历史遗留问题”，要堵住不规范的源头，比如新设立的市场一开始就应建立同国际接轨的市场制度、规则，新设立的上市公司，其股份应为流通股且股权结构合理。在新旧制度、规则的转型中，必须保护原有投资者的利益。监管者与政府职能部门在制定新的政策法规中必须尊重市场、尊重广大投资者的意见，努力营造“三公”、“多赢”的局面。

5.3.2 中国证券市场国际化策略

一、证券市场结构创新

首先应转变观念，纠正过去对证券市场功能定位的认识偏差，把单一的服务国企、过度筹资的市场功能转变成直接融资与建立现代企业制度相结合、有效的资产定价与优化资源配置相结合。通过证券市场筹资功能的发挥，将稀缺的资本资源逐渐集中到优势行业、优势企业和优势管理入手中，以实现上市公司价值的最大化，真正地把为股东创造价值(财富最大化)以及为广大投资者返利落到实处。

其次，就现状而言，沪深证券交易所并不存在市场层次的差异和交易内容的分工，两者在市场结构和功能实现上表现出同质化，因此有必要整合沪深交易所，并加快A、B股市场并轨，形成全国统一的主板市场。与此同时，应借鉴美国NASDAQ和香港创业板市场建设的有关经验和教训，稳妥地推出我国高新技术企业渴求的创业板市场。

此外，还应探索建立我国的场外交易市场，最终促使我国证券市场成为一个统一开放、竞争有序的整体。对融资者结构的调整，主要是优化我国现有上市公司的股权结构，进而完善其法人治理结构和股权结构，改善其运营质量。为适应未来我国证券市场投资工具，特别是金融衍生产品的创新发展，我国投资者队伍需进一步扩容，投资者结构更需调整完善。以证券投资基金群体取代以散户投资者为主体的市场结构，才能树立符合国际化的价值型投资与成长型投资的理念，并形成对上市公司更强大的社会监督力量。

二、证券市场制度创新。

从前述我国证券市场内在缺陷及衍生问题的讨论中，不难发现我国上市公司的质量问题最为突出，其产生的根本原因在于制度缺陷所造成的市场参与各方目标迷失和行为失范。我国证券市场最初的制度安排有利于“卖方”，比如忽略对上市公司的上市目标要求，广大中小投资者没有发言权，因此上市就演绎成“圈钱”运动，过度融资、经营不善、融资效率低、内部人控制、欺诈操纵、包装造假等后遗症层出不穷。我国证券市场的开放，必将引进新的资金，还将引进新的市场因素，其中，游戏规则、市场监管经验、投资理念的引进，比资金的引进更为重要。制度创新是规范发展的方向，创新不等于照抄照搬西方化的制度规则。“WTO让证券市场制度建设有了一个倒计时的时间表。”加入WTO后，当务之急便是清理过去那些非市场化的不合理的证券制度，比照国外成熟证券市场的做法，重新构建符合国际化、市场化、规范化取向的并且同时也服“中国证券市场水土”的证券发行、交易、上市、退市、监管、购并、信息披露、公司治理、投资者保护等方面的新制度及新规则。在上市公司产权制度创新方面，要通过多种方式，实现产权主体多元化和股要分散化，从而消除“一股独大”的病症。

总之，制度创新的核心是建立与国际接轨并符合我国证券市场实际的市场主体(特别是上市公司)行为准则、市场游戏规则和监管体制，减少不规范的行政干预性行为，放大市场化功能。制度创新主要围绕上市公司的规范化治理与保护广大投资者利益展开，最终归宿是建立健全我国证券市场的法律制度体系。法制化是市场制度的高级形式，也是我国证券市场走向国际化的必然选择。

三、证券司法度创新

本世纪 80 年代以来,世界各国特别是发展中国家纷纷放弃“金融抑制”战略,对证券经营、证券投资、证券发行交易、证券市场结构等方面放松了法律管制和行政干预,从而推动了各国证券市场的国际化,增强了各国证券业的国际竞争力。亚洲金融危机爆发之后,受危机直接冲击的日韩和东南亚各国不仅没有加强对证券市场的管制,反而更大限度地对证券市场放松了法律管制。因此,当前我国应顺应国际证券市场自由化、国际化的潮流,适当放松对证券市场的法律管制,逐步从金融抑制走向金融深化,以推动整个国民经济更稳健地融入到世界经济体系中去。

(一)、放松外汇管制,积极促进资本项目的开放。

各国证券市场国际化的第一个重要步骤就是放松甚至取消外汇管制,提高本币的自由兑换程度。我国对人民币资本项目实行严格的管制。而资本项目自由化是今后国际经济发展的大势所趋。因此,我国应在完善资本项目管理和监控的同时,通过放松外汇法律管制,积极稳妥地推进资本项目的自由化。2、放宽外国投资者投资我国证券市场的法律限制,逐步实现 A、B 股市场的并轨。我国严格实行 A、B 股分离制度,但从长远和国际惯例来看,A、B 股的长期分割不利于我国证券市场的国际化。因此,我们应通过放宽法律限制,逐步实现 A、B 股的统一。3、放宽对银行、证券公司业务经营的法律限制,逐步实现银行业与证券业的融合。目前我国实行的是银行业与证券业的分业管理。而世界处于证券业与银行业相互融合共同发展的重要时期,原来严格实行分业经营管理的美日两国也分别在 1997 年和 1998 年通过立法或颁布行政命令实行了银证合业经营。我国证券市场必须适应历史潮流,逐步实现银证合一。4、其它方面法律管制的松动。包括:(1)逐步放宽我国境内居民投资于境外证券市场的限制。(2)尽快创造条件让国家股、法人股上市流通。(3)按 WTO 的要求放宽外国证券经营机构在我国从事经营的限制。(4)允许上市公司股票场外交易。5 时机成熟时,允许外国公司在我国证券交易所发行上市证券。

(二)、加强法律监管

随着全球以金融自由化、国际化、证券化为特征的金融变更的不断发展,各国法律制度对金融立法同样经历了从严格管制到放松管制的立法变化。但问题在于,亚洲一些新兴国家在接受了这种概念后,把放松法律管制错误地理解为放松甚至取消金融法律监管。实际上,放松法律管制要求的是利率自由化和国内金融市场的开放,在这个基础上强调的是有效监管。

加强法律监管是对放松法律管制的补充,两者是相辅相承、并行不悖的。法律管制的放松并不意味着放任自由,证券市场自由化并非无为而治。完全的金融自由化是不可能的,放宽管制意味着要打破限制竞争,妨碍效率和限制消费者选择的各种障碍,而新的监管实际上是对放松管制过程中

产生的风险和其它不公正现象的监督。法律监管抛弃了最初管制体系中不合理部分，继承了其合理成分，并增添了新内容，性质上已不同于原先的法律管制，是对原先管制的否定之否定。然而东南亚国家为吸引外资，自80年代起，先后推出了一系列的证券市场自由化改革措施，但是在证券市场开放过程中却疏于建立起健全的证券监管法律制度，导致证券监管乏力，以致埋下了金融危机的隐患。

基于此，我国在证券市场对外开放的进程中，在放松对证券市场法律管制的同时，务必要加强法律监管，这样才能做到敞而不乱、放而有序。至于具体的加强监管的立法措施，则应着力于以下几个方面。

(一)、《证券法》作为证券市场立法体系的核心，也应当是证券市场国际化(对外开放)的根本大法，应当为证券市场国际化提供明确的法律依据。但我国应尽快修订《证券法》，对以下内容作出原则性的规定：证券市场国际化的发展阶段，境外法人、自然人投资中国证券，利用共同基金吸引外资等。要赋予证券监管部门准司法权，如调查涉案有关机构或个人的银行存款帐户；直接冻结有关机构或个人为从事证券交易所开设的证券期货交易帐户；必要时强制传唤涉案人员，当事人有意躲避即为违法；进入违法行为发生场所调查取证，必要时可申请搜查令等权限。考虑到修改、完善有关法律需要一个比较漫长的过程，建议先增设一个由公安部门与证券监管部门共同管理的证券犯罪稽查部门，借助公安部门的侦察手段弥补证券监管部门的稽查手段的不足。

(二)、对证券市场国际化的不同阶段都应有具体的法规进行规范。这些法规是证券市场国际化的基本法，主要包括：(1)关于利用共同基金吸引外资的法律规定；(2)关于境外法人、自然人投资我国证券及结汇的法律规定；(3)外国证券公司条例；(4)中国证券境外发行上市条例。

(三)、通过其它一些有关证券市场国际化的法律法规进行补充。包括三方面的内容：(1)《证券法》的若干补充规则；(2)上海、深圳两地制定的推进证券市场国际化的若干地方性法规；(3)从其它各个角度对证券市场国际化涉及的有关问题予以调整的各项法律。4、积极参与国际证券监管立法，努力推进证券监管的国际合作与协调。对促进我国证券市场的国际化、维护我国证券业的安全稳健运行都具有巨大的积极意义，今后，我国还应大力加强这方面的工作。

(四)、建立司法救济机制。我们知道，法律的明文禁止并不会自然让人停步不前。由于证券市场存在高额的利润，一旦通过合法途径无法获得这些利润，违法者甘愿冒受处罚的风险。然而，由于政府力量有限，不可能监管到所有违法行为。把权力交给投资者自己，让投资者自行其权，不但可以使投资者为了自己的利益密切注视上市公司、证券公司的一举一动，而且还可以避免政府监管过程中的腐败行为。

在实践中，如何让投资者通过司法救济途径获得救济，是一个值得研究的问题。以美国为例：在美国，有一大批专攻证券法和侵权法的专门代

理原告进行诉讼的“原告律师”，他们每天各自关注几家上市公司股票的市场表现、经营业绩和信息披露情况。一旦股价出现异常波动或信息披露文件上存在疑点，就会以专业方式展开调查，如果发现上市公司或其他机构、个人违法行事，就组织集团诉讼。这一机制产生了极好的威慑效果，美国上市公司很少有欺诈、内幕交易等行为，证券市场的有效性在全球首屈一指。

当然，这些措施在我国现阶段还不可行，但给受害的中小投资者提供司法救济手段，让他们充当自己的“警察”，保护自己的利益，这一点是可以做到的。然而我国《公司法》和《证券法》过分注重对违法者进行行政刑事制裁，忽视对受害者给予民事赔偿救济。因此，笔者建议对《证券法》和《公司法》进行必要的修改，加大对违纪上市公司高级管理人员及证券从业人员的处罚力度，允许投资者直接起诉负有责任的董事、经理、监事，使他们承担独立的损害赔偿赔偿责任，同时建立起不当得利追回制度和股东派生诉讼制度（在大股东利用自己的大股东的实力和地位压制公司董事会对某项违法事项不起诉时，小股东能以公司的名义起诉大股东）。

（五）、我国政府对外金融政策对证券市场国际化的支持和配合。证券市场国际化涉及许多国家相关的金融和法规的变动和修改，为了使我国证券市场国际化进程顺利进行，中央政府必须在适当的时机对现行的对外金融政策和法规进行调整和修改，以适应证券市场国际化对金融政策的要求，这其中主要包括实行人民币可自由兑换政策和外汇管制的放松。我国政府对外金融政策和法规调整的时机和调整的趋向和幅度是我国证券市场国际化进程中一项复杂而重要的工作。

四、证券交易所发展

在新经济扑面而来的时候，国外大型证券交易所的合并重组或许仅仅是世界证券业发生更大变革的序曲，但这些信息仍很值得我们重视。由于证券金融监管方面的原因，我国证券市场目前对外还处于相对封闭的状态，因此，近期国际证券业的变化暂时还没有对我国证券交易所构成直接影响，但是，随着我国加入 WTO，我国证券金融市场封闭的格局将逐渐被打破，国外证券交易所的竞争性策略对我国证券市场提出了挑战。

目前，截止 2001 年 12 月 31 日，沪深两地共有上市公司 1160 家，市价总值 43522.102 亿元，年成交额达 38305.18，投资者开户 6650 万户⁴，在亚洲的排名已经处于第三位，但是我国内地证券交易所在国际上的影响力仍然相当有限。

就我国证券交易所的未来发展问题，存在近期与远期两个层面。目前，我国上交所和深交所都已实现电脑联网，交易与结算过程全部通过电脑网络实现，交易所无论搬到全国任何一个地方，只要有通信线路及相关软硬

⁴ 数据来源于中国证监会网站。

件设施，则可以迅速实现交易所的功能要求。因此，没有任何必要在全国其他地区再设立新的交易所。从软、硬件设施的完善性来讲，目前上交所和深交所完全可以实现合并，形成全国统一市场。况且两个市场在上市标准、公司规模要求等方面毫无差别，合并之后有利于降低交易成本，增加市场规模与容量，增强我国证券市场在国际上的竞争力与吸引力。但是，目前来看，两个交易所并存也有一定的合理性。主要是可以促进两个交易所之间的相互竞争，改善与提高服务质量，加强内部管理，为会员单位和广大投资者提供较完善的市场环境。近期交易所的改革方向，应该是实现两个交易所功能上的分工，建立有层次的股票市场，可以是：上交所仍保持现有的上市标准和规模要求；而深交所适当降低上市标准、盈利要求和企业规模的要求，吸引具有高成长性的高新技术企业和中小企业上市，逐步转化为推动技术进步和技术创新的风险资本市场。

从远期看，国内两个交易所在联合或是合并的基础上，应该实现与香港联交所和台湾证交所的联合。这种联合的趋势是由于通讯技术和网络技术的迅速发展，使证券交易突破了时间和地域的限制，使各国证券交易所之间的竞争加剧的必然结果；是适应规模经济、降低交易费用、提高市场质量（交易流动性和透明度）、争夺上市公司和实现市场扩张（建立新型网络系统和发展远程会员）要求的必然举措。另外，未来交易所还可能实现会员制向公司制的转变，并最终实现交易所挂牌上市。会员制容易导致交易所组织内部效率低下，缺乏制约和激励机制，限制了交易所自身资本的扩张和规模扩大，而公司制有利于交易所建立较为有效的法人治理结构，并能不断从市场获取进一步发展的资金支持。

五、证券公司的发展

我国券商数量过多，规模过小，行业集中化程度低，难以形成规模效益，这是当前我国证券业发展中的一个明显问题。在证券市场国际化进程中，由于激烈的全球竞争，券商要实现可持续发展，就必须具备参与全球竞争的核心竞争力。

根据目前证券公司业务范围分析，可以把中国券商的核心竞争力大致界定为三个方面：一是市场开拓能力；二是风险管理能力；三是业务创新能力。这三个方面共同构成了券商的核心竞争力，而且三个因素具有系统效应，即企业必须在这三个方面具有整体优势，才能形成核心竞争力，否则，单个方面的核心能力不能转化为核心竞争力。

1、从资产规模来看。从表 5-1、表 5-2 中我们不难看出我国证券公司与外资证券公司存在较大差距：我国证券公司的资本实力与国际著名证券公司不可相提并论。据资料显示，美林、高盛、摩根的市值分别高达 400 亿美元、400 亿美元、780 亿美元；我国证券公司资本规模小，总资产不过 3000 多亿元，平均资产仅为 20 多亿元。而外资证券公司的总资产额都在千亿美元以上。另外，我国证券公司资本金普遍很低，10 亿元以

上的仅 21 家。国内最大的证券公司——银河证券的注册资本也不过 45 亿元，尚不及排名第十的野村证券，而排名第一的美林一家就达 703 亿美元。

2、从证券业务来看。外资证券业务从最初的证券发行与承销、经纪发展到金融顾问、项目融资、企业并购、基金管理、资产证券化、金融创新等领域。而我国证券公司业务仅限于一级市场的承销、二级市场的经纪业务和自营业务，三大传统业务仍是目前我国证券公司的最主要利润来源，其几乎占到利润总额的 90%以上，且集中度趋同。从业务类型上看。传统型业务比重大，创新型业务比较少或基本上没有开展。而国外证券公司在国际经济全球化和市场竞争日益激烈的趋势下，努力开拓各种市场空间。

表 5-1⁵ 中外证券公司核心竞争力比较

核心竞争力指标	外资证券公司	中资证券公司
融资能力	外资证券公司融资能力强，如美林证券（2000 年末）的股东权益为 139.56 亿美元，总资产达 3280.71 亿美元 ⁶	中资证券公司（2000 年末）净资产总额 236.4 亿元，总资产为 3000 多亿元
业务能力	在全球利用不同的市场、不同交易品进行投资组合，最大程度地进行套利和规避风险	业务集中于经纪、承销及自营等传统业务，业务创新能力差，缺乏金融衍生工具交易
服务水平	混业经营的金融百货超市，包括银行、证券、保险等全套服务	分业经营体制下，经营单一证券业务
研究开发能力	研究人员众多，研究水平高，研究范围广，研究成果与业务紧密相关	研究人员较少，研究水平较高，研究成果与业务相脱节
人力资源能力	着重高级人才的招聘、培训，提供优厚的报酬和舒适的工作环境	着重初、中级人才的招聘、培训，各方面的待遇比其他业务部门低

⁵ 根据《浙江金融》2002 年第 4 期，第 23 页内容整理，数据已经更新。

⁶ 《中国证券市场发展前沿问题研究》中国金融出版社，北京，2001 年 1 月第一版，393 页。

表 5-2 中美证券公司资产比较⁷

公司	净资产（亿元）	总资产（亿元）	公司	净资产（亿美元）	总资产（亿元）
国泰君安	34.23	331.23	摩根	83.29	3669.67
申银万国	23.6	167.31	美林	139.56	3280.71
南方	17.42	207.34	雷曼兄弟	45.27	1922.44
华夏	13.36	110.60	贝尔。斯蒂恩斯	19.30	1214.33
海通	14.64	169.71	普惠集团	32.76	571.46

目前，外资证券公司增长最快的业务是并购业务，如美林证券公司发行业务利润率约为 20%，佣金利润率只有 15%，而并购利润率则超过 50%。成为证券公司创利最多的业务。另外，国外证券公司也重资产管理业务的开展，所占比重也不断上升。如摩根公司和美林公司的资产管理收入分别达 34.9%和 21.5%。见表 5-4，表 5-5。

表 5-3⁸ 国外证券公司收入构成%

公司项目		美林	高盛	摩根。斯坦利
经纪佣金收入		29	11	9
投资银行收入	证券发行收入	11	16	8
	咨询顾问收入	6	17	6
资产管理收入		22	7	10
自营收入		23	43	20
其他收入		9	6	47
合计		100	100	100

⁷ 数据来源：《中国证券市场发展前沿问题研究》中国金融出版社，北京，2001 年 1 月第一版。

⁸ 《中国证券市场发展前沿问题研究》中国金融出版社，北京，2001 年 1 月第一版，397 页。

表 5-4⁹ 国内证券公司收入构成%

公司项目	国泰君安	海通证券	南方证券
经纪佣金收入	68	43	47
投资银行收入	13	11	8
自营收入及其他收入	19	46	45
合计	100	100	100

3、我国证券公司股权结构不合理、治理结构效率低，经营业绩不佳。公司经营业绩的好坏，在很大程度上取决于其治理结构是否有效率，而治理结构是否有效率，又取决于股权结构是否合理。目前，我国大部分证券公司股权结构都比较集中，容易造成大股东干预、控制证券公司的经营活动；股东性质比较单一，主要是国有法人机构，这易使证券公司治理结构不规范；而我国证券公司目前都未公开上市，股权流动性差，股东便无法通过市场来监督证券公司行为，而只能通过直接参与公司治理，这无疑加大了股东参与公司的治理成本。而国外证券公司股权集中度较低，股权结构呈多元化、分散化，股权的流动性也较强（见表 5-5）。以美国的证券公司为例，美国的证券公司大部分是上市公司，从而有效利用上市公司的地位，积聚资本。由于同时股权比较分散，股东能够通过低成本却有效地监督和约束证券公司的经营行为，使之形成有效的治理结构。另外，美国证券公司还通过内部职工持股来对员工进行长期激励，使公司的成长性与员工的个人利益联系在一起，形成相互促进的良性循环，从而确保了证券公司长期稳定发展。

因此，面对入世后外资证券公司的冲击与挑战，证券公司要实现可持续发展，就必须具备参与全球竞争的核心竞争力。我国证券公司必须借鉴国外证券公司的经验，调整战略，尽快提升证券公司的核心竞争力，以迎接全球经济一体化挑战。根据国外证券公司的发展经验，可通过以下几种途径来构筑证券公司的核心竞争力：

1、组建超级集团型证券公司，加速资本集中，实现规模经济效应。

国外证券公司的发展历程表明：为数不多的现代化大型证券公司占主导地位，成为行业龙头与支柱，是证券公司成熟的重要标志。发达国家证券公司的发展就是一部行业几集中史。以重组为契机，组建几家航空母舰级的证券公司，在扩充资本规模上，除增资扩股外，我国证券公司应加快上市融资的步伐，另外，可允许证券公司适度发行金融债券、抵押贷款及参与国债回购，拓宽证券公司的融资渠道，以促进我国证券公司的竞争力

⁹ 《中国证券市场发展前沿问题研究》中国金融出版社，北京，2001 年 1 月第一版，397 页。

的提高。

表 5-5 我国主要证券公司与美国证券公司的股权结构与集中度

单位：%

证券公司	注册资本 (亿元)	最大 股东持 股比例	前 5 大股 东持 股比 例	前 10 大股 东持 股比 例	证 券 公 司	总 市 值 (亿 元)	发 行 在 外 股 票 数 (亿 股)	机 构 投 资 者 个 数 (个)	机 构 投 资 者 持 股 比 例	前 5 大股 东持 股比 例	最 大 股 东 持 股 比 例
国泰	37.3	16.3	44.7	58.4	摩根	1231	11.3	1822	54.0	14.6	3.9
海通	33.6	61.9	73.6	81.3	高盛	645	4.88	591	14.0	5.86	1.7
南方	31.5	11.3	28.3	48.5	美林	571	7.98	1260	63	24.2	13.
国通	22	20.2	64.0	92.	嘉信	526	13.8	1122	49	14.8	4.8
中信	20.8	96.7	100	100	雷曼	194	1.21	861	61	17.4	4.1
国信	20	30.0	95.1	100	帝杰	130	1.46	229	76	66.8	60.
大鹏	15	12	54	—	潘韦伯	104	1.48	614	60	30.8	21.
湘财证券	10.2	20	65	100	沃特豪斯	77.6	3.80	141	5	3.34	1.5
华夏	10	12.5	40.5	63.5	贝尔	77.1	1.08	653	62	16.7	4.0
长江	10	9.96	42.9	66.8	爱德华	46.1	0.82	436	45	12.9	4.3

对于券商而言，集团形式是适应证券商发展的科学的组织形势。我国应该着力培育主导证券业发展的券商寡头，靠它们去主导市场，在高风险

领域当中去开拓，去创新，借以提高资本市场的深度和厚度，实现社会资源的深度配置和高境界运作。另外，组建超级集团型证券公司，还有以下几个考虑：

(1)、从企业并购业务角度来看，我国有几万亿元的国有资产存量等待寻求出路，其中绝大部分要通过产权购并和股份制改造来实现资产和资源的优化重组。产权交易及其方式的多样性，资产重组的复杂性，使得参与其中的企业自身难以应付，迫切需要以企业并购为其核心业务的证券商为其提供专业化的信息咨询和并购策划服务。由于企业并购活动是一项体系性工作，需要从并购对象的找寻、并购方案的制定、并购中的利益关系的协调、并购定价、并购融资及其债券发行、证券化乃至至于包装上市等等，提供全方位的成套服务，必要时还要直接参与并购行为，以期沽出获利或进行实业投资。而这只有实力雄厚、规模庞大的证券商才能担此重任。

(2)、从创新业务的开拓方面来看，更是离不开寡头证券商的直接参与。创新业务一般风险都很大，如新型金融工具的设计、新的交易品种的开发、新的风险管理技术的运用等等，在开始都要承担巨大的风险；同时，这些新兴业务在开始时都需要做大量的前期投入，包括人力、物力、资本等方面的投入。这两方面都决定了只有大型寡头证券商才有能力予以承担。其实，在寡头主导的市场结构下，一般的规律都是，由大的垄断寡头实施创新，承担创新风险并获取创新收益，等创新成熟之后，垄断寡头吸收完垄断利润之后，才将创新产品逐步扩散给中小企业。中小企业无力实施创新功能，只能获得平均利润。经济学家之所以高度评价寡头垄断的市场结构，并力主倡导这种市场结构，其重要原因就在于这种市场结构有利于创新，能够推动行业的发展和社会福利的提高。证券行业在国际上都是一个新兴行业，朝阳产业，创新产品日新月异，中国只有培育自己的巨型寡头证券商，承担创新功能，才能跟上国际证券业发展的潮流，提高资本市场的配置效率和运作功能。

因此，立足于进入 WTO，立足于与国外大的投资银行相抗衡，立足于在未来的国际资本市场上占有一席之地，设计和培育中国自己的证券商“航空母舰”，也刻不容缓。

2、拓展证券公司发展空间和业务范围。

我国证券市场规模太小和证券公司开展的业务单一使我国证券公司的生存空间极为有限，由于证券公司业务单一、趋同，所有公司在同一层次上竞争，降低了产业集中度。直接后果之一就是增大了证券业的风险，这种风险包括新股发行承销中的风险和经纪业务风险。再次，恶化了证券业产业组织结构，降低了证券业盈利能力。因此，支持我国证券公司发展必须拓展其发展空间。一是拓展证券公司业务空间。主要指证券公司业务应从传统三大业务拓展到企业并购重组业务、资产证券化业务、金融工程业务、投资基金管理业务等，证券公司业务多元化不仅增加收益，且体现了证券公司业务创新能力及业务水平；二是拓展证券公司的市场空间。主

要是指可以设立创业板市场，有选择设立其他证券交易所，同时积极鼓励国内证券公司跨国经营，加快国际化进程。三是积极和银行、保险公司开展业务合作。由于我国金融业实行分业经营，证券、银行、保险之间必须加大业务合作，共同促进金融业的长远发展。通过银行、证券公司、保险之间的合作，加强货币市场和资本市场的联系，实现证券公司经营的多元化，加快从传统分业经营向跨业经营转变。

3、提升境内券商的国际市场竞争力

随着证券市场国际化进程的加快，境内券商终将走出国门，在国际证券市场一展身手。但目前我国券商国际业务很少开展，少数国内的大券商虽略有涉及，但因经验不足、实力不济、经营不规范等多方面的因素，也未成气候。涉足海外业务的券商，业务范围也局限于B股的发行，业务量微不足道，一般国际业务量占公司总业务量不到5%，以至我国许多面向国际市场的投资银行业务只能拱手让给国外券商，如H股及红筹股业务以及在国际市场发行债券等，巨额利润国内券商无缘分享。面对国际化发展趋势，境内券商应尽早涉足国际金融领域，确立与国际化接轨的经营理念，积极争取与国际知名券商组成战略联盟或进行实质性的战略联合，通过组建中外合资证券公司，利用国外券商的业务渠道，拓展国际市场，积累开展国际业务的经验，提升境内券商国际市场竞争力。

4、优化股权结构，建立良好的管理体系。

优化股权结构是为了使我国证券公司建立真正的法人治理结构，实现股权结构的多元化，从而形成一套“自我发展、自我约束、自负盈亏、自担风险”的管理机制，防止证券公司由于内控带来的巨大的风险。从长远来看，证券公司通过上市不仅融通资金，而且将实现股权社会化，完善上市公司的治理结构，有助于证券公司控制经营风险。

证券公司的管理体系包括：对管理层及员工的激励机制，公司的内部组织结构及公司业务的开展方式与运行制度等。首先，建立新型的人力资源发展战略。证券业是高智力、人才荟萃的行业，人才流动性很强，而优秀人才是证券公司开展其他业务的基础，是各项创新活动的中坚力量，是证券公司最重要的核心竞争力。如美国1999年证券公司人力资本投入占支出总计的36%，占非利息支出总计的62%，是当年利润总额的3.7倍，据预测，我国证券公司人力资本投入占支出总额的15%，占非利息支出总计的20%，是当年利润的0.8倍。要加强人力资源的投入，建立良好的培训机制，加强企业文化建设，以增强凝聚力、归属感，从而吸引人才、稳定人才。只有发挥人才优势，我国证券公司的竞争力一定会提高。其次，建立以风险防范为主的管理制度。我国证券公司管理薄弱还可从一些原来的业内龙头企业频频栽倒以及大多数证券公司的创业者被迫退出市场的现实得到反映。目前，我国证券市场正处于快速发展阶段，市场投机性相对较强，市场风险相对较大，许多投资行为还有待进一步规范，许多监管

制度还需健全，故采取防范风险为主的管理制度是保证我国证券公司可持续发展的基础。

5. 4 证券市场区域合作与市场一体化

5. 4. 1 东盟主要国家证券市场情况

一、香港证券市场

香港的区域面积公有 1071 平方公里，其自由港的优势，对经济的干预政策，低税率，及最低限度的管制，促成香港的经济繁荣。香港目前和东京、新加坡一样是重要的国际金融中心。就证券市场来说，已经有 100 多年的发展历史。目前，香港证券市场的发展状况如表 5-6，表 5-7 所示：

表 5-6 香港证券市场 1999-2001 发展状况（主板）

项目	1999	2000	2001
上市公司数目	701	736	756
本地公司	688	725	746
外地公司	13	11	10
上市证券数目	1205	1294	1075
总发行股本(百万港元)	225577.27	283355.88	321070.54
总市值(百万港元)	4727527.07	4795150.07	3885342.08
募集资金总额(百万港元)	148120.08	451280.8	58560.81
年成交额(百万港元)	1915940.58	3047565.32	1950086.74
市场参与者数目	571	515	507

- 1、包括所有“H”股在交易所上市的内地企业
- 2、上市公司如在海外注册及在香港及内地以外经营主要业务，视为外国公司

表 5—7 香港证券市场 1999-2001 发展状况（创业板）

项目	1999	2000	2001
上市公司数目	7	54	111
上市证券数目	7	55	114
总发行股本(百万港元)	286. 43	5567. 72	7555. 66
总市值(百万港元)	7236. 84	67290. 06	60694. 09
募集资金总额(百万港元)	1583	16055. 75	5835. 53
年成交额(百万港元)	3604. 74	84287. 13	39416. 83

注：创业板于 1999 年 11 月 25 日开业

二、新加坡证券市场

新加坡共和国为一城市岛国，位于马来半岛南面，面积 620 平方公里，人口近 300 百万，经济以转口贸易、金融、航运业为主，是亚太地区金融和资本市场最发达的国家¹⁰。1973 年 5 月之前，新加坡和马来西亚共有一个证券交易所。当年 5 月 24 日，“新加坡股票交易所有限公司”成立，6 月 4 日正式营业。自 1978 年 6 月起，新加坡所有的外汇管理条例均已废除。外汇管制的取消，导致更多的外国公司股票登记上市，从而促使新加坡的投资模式发生变化。1980 年 10 月，新加坡股票交易所正式加入国际交易所联合会。1987 年，新加坡建立了股票交易所第二交易部自动报价股市。1988 年自动报价股市与美国“全国自动报价系统”联网，使投资者可以买卖美国场外交易市场的上市股票。1990 年 1 月 2 日，新加坡股票交易所开发“自动撮合国际股市”，既境外股票场外交易市场，以电脑交易方式从事场外交易。目前，新加坡对非居民股票交易无外汇管理方面的限制。居民与非居民银行账户待遇相同，非居民可以用任何货币不受限制地购买或销售任何新加坡股票，投资收益可自由汇出或存入任何账户。对境外投资者购买股票，无专门的限制性规章或条例。只有某些行业和公司对外国人控股作了限制。为了吸引国际金融机构到新加坡设立分支机构，1990 年 4 月起，新加坡政府给予在该国设立金融中心的跨国公司以重大优惠，即对其以新加坡为中心的外汇买卖、离岸投资、财务服务的溢利税税率减到 10%，减幅近 70%。与中国国内证券市场相比，新交所公司上市的条件也较低，主板市场没有连续三年盈利甚至存续三年的要求，创业板市场的条件更低，对税前盈利、资本额等均无要求，而且，主

¹⁰ 《亚洲金融市场》1993 年 12 月北京第一版，庞卫亚等著，红旗出版社，124 页。

板与创业板也不是完全分隔的，创业板上市企业上市满两年，达到主板要求的，即可转入主板市场。更为诱人的是，企业上市后的再融资也更为便利，只要市场投资者接受，再融资没有间隔期的要求，融资量也没有上限。新交所近年来在国际化方面已经走在了亚洲各主要证券交易市场的前列。在总共近 500 家上市公司中，外国公司数量达到了 98 家，占总数的 19.8%，外国公司的市值占新交所总市值的近 40%。而亚洲最大的证券交易所东京证券交易所只有不到 2% 的外国公司上市。在新交所的外国公司中，与中国有关联的公司占到了 67 家，其中包括来自香港的 43 家、台湾 6 家及国内的 18 家。

目前，新加坡证券交易所共有上市企业 385 家，市值 1250 亿美元，年成交额超过 800 亿美元。

三、马来西亚证券市场

1973 年 5 月之前，马来西亚与新加坡共用一个联合交易所。在 5 月 8 日马来西亚终止了与新加坡签订的货币互换协议后，两国联合交易所正式分离，成立了各自独立的股票交易所。1973 年 7 月 2 日，吉隆坡股票交易所依据马来西亚《公司法》组建为有限责任公司。1976 年 12 月，马来西亚《证券行业法》正式生效。

吉隆坡股票交易所建立初期，一些新加坡公司和英国公司仍旧可在该交易所上市。随“新经济政策”的推行，新加坡上市公司被列为境外上市公司。以后，由于在英国注册的马来西亚公司逐渐返回，及马来西亚新上市公司数量的增加，马来西亚上市公司数量超过了境外公司上市数量。

马来西亚 1953 年《外汇管制法令》和外汇管理局发布的实施条例对外汇管制作出了一系列规定。外汇管制相当宽松，除对少数国家如以色列有特殊限制性规定外，统一适用于同所有国家的交易往来。1975 年 12 月，马来西亚证券市场对外开放，除了银行和金融公司的股票，外国投资者可持有其他马来西亚公司 100% 的股份。1984 年，外汇管制自由化，本国居民可自由购买外国证券。

1994 年 2 月，马来西亚实施了严厉的资本流入管制政策。限制对非居民的短期证券销售；限制投机性的互换和远期交易；限制银行的非贸易国外负债；对外国银行的本币存款账户要求非利息负担等等。在资本管制措施取得效果后，1994 年年底，马来西亚取消了其资本流入管制政策，继续渐进地推行资本账户自由化改革。到 1997 年年底，政府允许用本币进行国际贸易结算；当地居民和国外居民进行金融交易几乎没有限制；不限制任何外国证券投资，也不限制当地自然人的对外证券投资，但对有国内借款的企业对外证券投资要求一定的资本流出上限；非居民在马来西亚的首次证券发行和本国企业在国外发行证券也需经过批准；允许银行在国

外借款和给本国居民、外国居民发放外币贷款，但当地居民超过一定量的外币借款需经过批准；除了一些特殊行业，对外和对内的直接投资都没有限制。

1998年9月1日起，马来西亚政府采取了强硬措施，切断了资本联系边界，强制进行货币管制。在股票交易方面，对与非居民出售股票所得款项划出境外有时间的限制。国际化进程吸引外国公司。目前，共有上市公司826家，上市市值1440亿美元。年交易额2001为213.3亿美元。

5. 4. 2 东盟、中、日、韩主要证券市场比较

如表5—8所示。

表5—8 东盟、中、日、韩主要证券市场比较

交易所名称	上市 家数	上市 市值	市值/GDP (%)	年成交额 (
东京 TOKYO	2119	2480	54.60 (2001.12)	1660.5
韩国 KOREA	668	254	45.95 (2001.12)	380.6
香港 HONGKONG	779	525	312.54 (2001.12)	241.0
新加坡 SINGAPORE	385	125	131.52 (2001.12)	71.8
泰国 THAILAND	383	45	31.36 (2001.12)	31.05
吉隆坡 KUALA LUMPUR	826	144	136.00 (2001.12)	21.33
台湾 TAIWAN	593	315	117.43 (2002.03)	546.1
上海 SHANGHAI	661	355	28.74 (2001.12)	536.93
深圳 SHENZHEN	503	195	16.57 (2001.12)	210.61

备注：括弧内数字表示(年.月)

5. 4. 3 证券市场区域化合作的理论基础

在统一的市场经济和开放条件下，一个区域的经济发展的关键在于区域是否具有足够的有效资本需求。而这一方面决定于投资者对区域潜在的投资机会，另一方面决定于区域相对利润率的高低。因而区域金融成长的核心在于调动区域内微观经济主体的能动性，提高区域比较利润率，而并不是在于单纯地提高储蓄、增加资本供给。同时，区域又是开放统一系统并且存在过渡地带，在区域金融发展过程中，其内部性与外部性总是相互影响、相互作用的，表现为区域金融外部性内部化和内部性外部化两方面。因而区域金融合作是内生于区域经济发展的。

一. 有效投资需求是区域发展的关键

区域金融的内生成长机制的基本功能在于动员区域经济部门对区域经济发展的参与和贡献。有效利用国民储蓄，提高资本效率。但长期以来，主流发展理论一直将区域的竞争能力归结为它的储蓄，储蓄不足即资本供给不足被视为落后区域经济发展的根本障碍，提高储蓄被作为区域经济发展的根本任务。如哈罗德——多马模型中，在生产单位产出所需资本和劳动投入的唯一确定条件下有：

$$Y_i = \min(K_i / k_i, L_i / l_i)$$

其中， Y_i ， K_i ， L_i ， k_i ， l_i 分别为区域 i 的产出、资本存量、劳动、资本一产出率和劳动生产率。在发展中的区域，劳动力可无限供给，因而，

$Y_i = K_i / k_i$ 两边分别对时间 t 求导，则 $\frac{\Delta Y_i}{Y_i} = \frac{\Delta K_i / \Delta t}{K_i}$ ，其中 $\Delta Y_i / \Delta t$ 和 $\Delta K_i / \Delta t$ 分别为区域 i 的产出增量和资本增量。令 I_i 为区域投资，则

$I_i = \Delta K_i / \Delta t$ ，所以 $\frac{\Delta Y_i}{Y_i} = I_i / K_i$ ，而 $I_i = S_i + M_i - X_i$ 所以 $\frac{\Delta Y_i}{Y_i} = (S_i + M_i - X_i) / K_i$ 。

$$\hat{Y}_i = s_i + m_i - \sum m_{ij} \cdot Y_j / Y_i$$

其中， $\hat{Y}_i$ ， S_i ， m_i ， m_{ij} 分别表示区域 i 的产出增长率，区域 j 的产出，区域内部储蓄率，区域 i 进口倾向，区域 j 从区域 i 进口倾向。因而区域产出增长率决定于区域内部储蓄率和外部储蓄率 $m_i - \sum m_{ij} \cdot Y_j / Y_i$ ，即资本供给增长。在市场经济条件下，企业和居民储蓄的多少是由其自主决策的，政府不能直接干预，因而可以控制的只有地方政府储蓄，地方政府只能通过增加税收的办法提高储蓄，增加资本供给。更重要的是，这一理论是以为前提的，然而由于投资者对潜在投资机会缺乏足够响应，尤其是区域盈利能力低，相对落后区域对资本一般缺乏有效益的需求，因而储蓄并不能充分有效地转化为本地投资，这使得单纯提高储蓄、增加资本供给的政策难以有效发挥作用。

从这一角度说，组建亚州统一证券市场，提高资源配置效率，使储蓄能够充分有效地转化为投资，这一理论才会有效。

理论上讲，在统一的市场经济和开放条件下，区域潜在的资本供给是很大的，只要它具有较强的竞争力即具有足够的有效资本需求就会产生充分的资本供给。因此，从根本讲，一个区域的经济发展不可能受到资本供给限制，真正关键在于区域是否具有足够的有效资本需求。即区域金融成长的根本在于形成有效率的金融市场。

二. 一个基于资本有效需求的区域发展模型

假定考察的区域经济由企业和家庭两部门组成。设 Y、C、I、X 和 M 分别为区域产出 (Y)、投资 (I)、消费 (C)、出口 (X) 和进口 (M)。于是，我们有：

$$Y = C + I + X - M \dots\dots (1)$$

假设投资是不依赖区域产出的外生变量，而消费、出口和进口则是区域产出经过原点的线性函数，我们有：

$$I = \bar{I} \quad (2)$$

$$C = cY \quad (3)$$

$$X = eY \quad (4)$$

$$M = mY \quad (5)$$

式中， $\bar{I}$ 为外生投资，c，e 和 m 分别为产出创造消费、出口和进口需求的边际倾向。

(2)、(3)、(4) 和 (5) 两边对时间 t 求导，且各方程两边相应除 I、C、X 变换后可得到：

$$\hat{I} = \hat{\bar{I}} \quad (6)$$

$$\hat{C} = \varepsilon_c \hat{Y} \quad (7)$$

$$\hat{X} = \varepsilon_e \hat{Y} \quad (8)$$

$$\hat{M} = \varepsilon_m \hat{Y} \quad (9)$$

式中： $\hat{I}, \hat{C}, \hat{X}, \hat{M}$ 分别表示投资、消费、出口和进口需求增长率， $\hat{I}$ 为自主投资需求增长率， $\hat{Y}$ 为区域产出增长率。 $\epsilon_c, \epsilon_x, \epsilon_m$ 为消费、出口和进口需求增长对产出对增长的弹性。

将 (2)、(3)、(4)、(5) 代入 (1) 式，我们得：

$$Y = \frac{\bar{I}}{1 - c - e + m} \quad (10)$$

两边 $\bar{I}$ 求导，我们有乘数：

$$\frac{\partial Y}{\partial \bar{I}} = \frac{1}{1 - c - e + m} \quad (11)$$

方程 (10) 两边再对时间 t 求导并除以 Y 后，将 (11) 代入，可以得到：

$$\hat{Y} = \epsilon_i \hat{\bar{I}} \quad (12)$$

式中， ϵ_i 为自主投资需求的产出弹性，它为：

$$\epsilon_i = \frac{\partial Y / Y}{\partial \bar{I} / \bar{I}} = \frac{\bar{s}}{1 - c - e + m}$$

其中， $\bar{s} = \bar{I} / Y$ 为投资占区域产出的比例。

在经济学中，有效需求是即有愿望又有支付能力的需求。区域对资本（投资）的有效需求同样是一种既有愿望又有支付能力的需求。虽然由于某种原因、如环境和文化遗产保护，一个区域可能拒绝某项投资，但一般来讲资本能够给所在区域带来净利益，区域对资本的需求愿望是无止境的，这在发展中国家尤为如此。这样，在完全竞争市场条件下，区域对投资的有效需求大小就唯一地是由区域盈利能力即回报资本的支付能力决定的。区域盈利能力越强、预期对资本的回报越高，区域投资有效需求越

大；反之，则相反。不过，现实的区域经济体系并非完全竞争的，这在发展中国家更为突出，这意味着对区域潜在的支付能力资本供给的响应并非充分。因此，区域投资的有效需求实际上是由其支付能力和资本供给响应二者决定的。若用定义为区域与竞争对手预期利润率离差的区域比较利润率表示区域对资本的支付能力，那么区域实际的投资有效需求可以表示为：

$$\bar{I} = f(R) \quad f'(\cdot) > 0$$

式中， $f(\cdot)$ 是新的资本形成对预期的区域比较利润率的响应函数。假设 $f(\cdot)$ 为线性函数，则：

$$\bar{I} = \lambda R \quad (13)$$

式中 λ 为响应系数，它主要有三类因素决定。第一，是否存在创新者和企业家，创新者和企业家的眼力和魄力如何；第二，市场信息完备程度；第三，资本的地理惰性。

(13) 式两边对时间求导，我们有

$$\hat{\bar{I}} = \lambda \hat{R} \quad (14)$$

式中， $\hat{R}$ 区域比较利润率变化率。该方程表明，区域投资的有效需求增长率与区域比较利润率增长率和资本供给对区域盈利机会的响应大小成正比。

如果市场对不同区域产品的潜在需求是一致的，那么区域比较利润率变化率就决定于自身和竞争对手预期的进入成本 (access costs) 和生产

成本上升率以及生产率增长率。设 $\hat{E}$ 为进入成本上升率， $\hat{P}$ 、 $\hat{G}$ 分别为

区域成本上升率和生产率增长率， $\hat{E}^*$ 、 $\hat{P}^*$ 、 $\hat{G}^*$ 为主要竞争对手相应增长率，则预期的区域比较利润率增长率为：

$$\hat{R} = (\hat{G} - \hat{E} - \hat{P} - \hat{G}^* + \hat{E}^* + \hat{P}^*) \quad (15)$$

这表明，区域比较利润率上升率与区域自身生产率增长率以及竞争对手的进入成本和生产成本上升率成正比，与区域自身进入成本、生产要素成本上升率和预期的竞争对手生产率上升率成反比。

根据维多恩法则(McCombie and De Ridder, 1984)和增长极理论，一旦区域发生增长，就会产生内部与外部规模经济性从而提高生产率，因此我们可以得到：

$$\hat{G} = \hat{\beta} + \Phi \hat{Y} \quad (16)$$

式中， $\hat{\beta}$ 系与自然环境，人口规模和密度、空间结构以及文化等因素密切相关的生产率自主增长部分， Φ 为维多恩系数。该方程表明，区域生产率增长部分决定区域产出增长，从而决定区域金融的成长。

假如由于某种原因（例如相对经济地理位置的改善）导致区域比较利润率上升，那就会引起区域投资的有效需求扩张，后者进而导致区域生产能力增加；生产增加一方面引致消费、出口和进口增长，另一方面导致区域生产率上升。在其它条件下不变的情况下，区域生产率上升将推动区域比较利润率上升，进而引起区域投资的有效需求和生产增加。一旦一个区域因其某种相对有利条件得以较快地增长，就会产生累积性竞争优势，在其他外生条件不发生显著不利于区域的情况下，区域二元性将不断加强（杨开忠，1996）。

将方程（13）、（14）和（15）代入（12），经整理可得到模型的均衡方程：

$$\hat{Y} = \frac{\varepsilon_1 \lambda (\hat{\beta} - \hat{E} - \hat{P} - \hat{G}^* + \hat{E}^* + \hat{P}^*)}{1 - \varepsilon_1 \lambda \Phi} \quad (17)$$

式中， $\hat{E}, \hat{\beta}, \hat{P}, \hat{P}^*, \hat{E}^*, \hat{G}^*$ 都是在一定程度上可控的变量，而 ε_1, Φ 则是可调节的参数，因此他们在一定范围内都可作政策工具。

因此，一个区域能否发展的关键在于能否产生足够的有效投资需求，而这一方面决定于投资者对区域潜在的投资机会，另一方面决定于区域相对利润率的高低。区域金融成长的核心在于调动区域内微观经济主体的能

动性，提高一般说来，其基本形式是金融发展的区域传递，这种区域传递是两个或两个以上区域间，金融发展中某些因素相互影响、波及而使区域金融结构发生变化的过程。区域传递作为区域金融运动的一种客观现象，在很大程度上是区域差异的客观性与区域发展的普遍性之间的矛盾和统一，既使不发达地区外部性内部化，又使发达地区内部性外部化，既与传递双方的区域利益相联系，又与传递双方的共同发展相关联，在资金要素流动不完全、信息不完全的情形下，不同区域间就会在比较利益机制下互被不足、释放本体能量，导致区域金融传递发生与持续。

然而，区域金融传递发生与持续取决于两个基本条件：即区域开放程度和区域金融市场化水平。

区域开放程度是必要条件，因为区域金融传递是区域外部性内部化和内部性外部化的基本形式，在区域封闭情况下，外部性因素很难渗入区域内而实现内部化，内部性因素也很难向外辐射而实现外部化。唯有在区域开放情况下，资金、信息等要素才能在区际流动，区域传递才会发生和推进。

区域金融市场化是充分条件，区域金融传递是区域间经济能量交换和要素流动，仅有区域开放这个必要条件是不够的，还要有启动和推动这种交换与流动的动力机制即区域金融市场。一方面，市场机制如同一只看得见的手，在具有差异的区域之间将比较利益规则显形化，另一方面，市场机制又是一只看不见的手，沿着显形化的比较利益规则牵动要素的区域流动。这样，区域传递才能启动并持续发生，在区域传递中推动区域金融外部性内部化和内部性外部化。而区域开放程度和市场化程度这两大基本条件又有着密切的内在联系，如果忽视任何一方面，就会阻碍区域外部性内部化和内部性外部化。

根据以上的基于资本有效需求的区域发展模型可知，一个区域的发展关键在于其有效需求的提高。于是在市场经济发展条件下，政府规划和政策的根本目标和任务就是：第一，创造一个有利用于企业获取最大化利润的环境，也就是高资本高回报率环境；第二，培育区域金融内生主体，完善市场信息、促进资本流动，提高投资者对区域潜在投资机会的响应。

区域金融市场机制是市场要素在市场规律作用下的自由组合和配置，其会有市场失灵和产生负效应的情形，因此，有必要对区域金融的发展进行宏观调控和协调。区域金融协调机制不是要扯平区域间的发展速度和利益差距而是要形成资金的市场配置效率最大化，一方面使各区域内金融市场的深度、广度深化，形成良好的吸纳和辐射机制，另一方面，使各区域间金融市场有序竞争和协调发展，最终达到区域经济效益与区域内各国

(地区)社会效益一致的发展机制、配置机制和监测预警机制。根据资金要素梯度力公式 (其中 D_{ij} 为区域间资金流动的障碍因子), 区域金融协调机制主要是通过调控 D_{ij} 来实现的。区域金融协调机制包括两层内涵: 一是区域内金融业的自身效益; 二是区域间产生的社会经济效益。围绕这两大效益的提高, 区域金融协调机制的培育应从以下几方面进行制度建设: (1) 金融市场区域层次。由于各区域的经济基础、结构和水平的差异性, 使得各区域金融市场本身必然有层次性、不同层次的区域金融市场应有不同的发展策略和模式。(2) 区域金融组织体系的建立。不同的区域金融市场层次和结构必然要有相应的组织体系。(3) 加强内部区域与外部区域的金融合作, 实现金融要素的充分流通和配置效率的最优。

5. 4. 4 证券市场区域化合作的现实必要性

世界证券市场的规模按现价计, 纽约超过十兆美元, 欧洲的伦敦、法兰克福等共计约五兆美元, 东亚市场合计约六兆美元。目前欧元圈内证券市场正在趋于统合, 而亚洲各地区仍各自为政。因此, 推进东亚及东南亚地区内证券市场的一体化当务之急。

一、适应金融全球化趋势, 防范金融风险的需要。

现行的国际金融惯例, 是以少数发达国家成熟和开放的市场经济为基础制定的, 并有着浓厚的发达国家金融模式色彩, 这就决定了在金融全球化进程中, 发达国家与发展中国家在实现某些共同利益的同时, 也存在着严重的利益冲突。发展中国家参与金融全球化、扩大金融对外开放应当是有条件的渐进式的, 金融开放与金融安全理当兼顾。特别是在当前, 由于金融全球化中国际资本流动障碍和壁垒减少, 成本趋低, 加上信息技术的运用和网络的扩展, 大规模的国际资本快速流动越来越脱离实体经济, 全球 90% 以上资本流动与实质经济交易无关, 国际资本流动的投机性和破坏性日益明显, 已成为国际金融动荡和金融危机的重要根源, 由于发展中国家抵御风险的能力较差, 这就给发展中国家的经济和金融带来巨大的伤害。因此, 加强地区和世界的金融合作, 共同约束和防范国际游资过度投机的活动与冲击是必然的选择。

二、优化资源配置, 引进外资的需要。

当前, 由于“9.11 事件”和能源巨头安然的崩溃带来的诚信危机, 并伴随美国 IT 产业和股市泡沫破灭, 国际资本流向发生了新的变化, 流向美国经济体减少, 流向非美经济体增加。根据瑞银华宝的数据, 美国股市在今年 3 月的第一周出现了 7 周中最大的资产净流出, 而欧洲大陆出现了一年中的最大的净流入。到 3 月 8 日的两周中, 流入到亚洲股市的美资总额达到 5.38 亿美元。这对发展中国家是一个极好的利用外资的机会。在这种情况下, 中国作为亚洲区域大国, 应积极寻找突破口, 大打区域牌, 借区域合作, 筑开放平台。

三、抵御外来金融冲击，实现经济合作共赢的需要。

亚洲金融危机以来，中日韩三国和东盟¹¹都迫切主张加强地区合作，成立地区合作机制。显然，排除各自的具体考虑，大家有一个共同目标，即以地区集团的力量抵御经济全球化带来的新的金融冲击，实现经济合作的共赢。据世界贸易组织统计，2000年，亚洲地区商品出口总额达到16500亿美元，其中在亚洲地区的出口达8000亿美元，占49%。亚洲12个国家和地区的外汇储备已达11200亿美元，约占全球外汇储备总额的60%，为区域金融合作奠定了基础，同时加强了亚洲资金的自我循环。建立东盟10国和中、日、韩（即10+3组织）的区域金融合作组织和合作机制，构建区域金融合作与安全体系，进行相互间的政策协调，维护区域内经济和金融的安全与稳定，维护金融全球化进程中的共同利益，是必然的选择。就我国来说，在推进我国证券市场的国际化步伐的同时，应该顺应这一潮流，着眼于与东盟国家的合作，最终实现区域性统一市场的构建。

5. 4. 5 证券市场区域化合作的前提

一、国家体系新概念的建立

显然，孤立的、缺乏有机联系的发展中国家很难独自抵御金融资本全球化的种种风险，“一超多强”的世界经济格局和美国在金融领域的霸权之间的矛盾，决定了亚洲各国应该加速其开放的、自由的区域主义进程，逐步形成一个有机的、整体性的开放型国家体系，逐步减少在宏观经济政策决策方面的冲突，以区域经济实力作为总准备以迎接金融资本全球化的挑战。也就是说，只有在亚洲国家形成一个有机国家体系的可能性的前提下，才谈得到亚洲金融区域化的问题，因为这以为着这些国家可能不片面坚持经济国家主义，必须让渡部分金融决策和监管的权力给一个制度化的、区域化的组织。

目前争议较多的是，亚洲各国文化、政治、经济各方面均有较大的差异性，是否象欧盟成员国那样具有形成整体性区域联盟的可能。我们认为，开放的亚洲国家体系从历史和现实来看都是可行的。

¹¹东盟：1996年8月8日，印度尼西亚、新加坡、泰国、菲律宾四国外长和马来西亚副总理在曼谷举行会议，发表了《曼谷宣言》，正式宣告东南亚国家联盟（简称东盟）成立。东盟10个成员国包括：印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国5国为创始成员国，文莱在1984年独立后即加入东盟，1995年越南加入东盟，1997年缅甸和老挝加入东盟，1999年柬埔寨成为东南亚地区最后一个加入东盟的国家。东盟10国的总面积有450万平方公里，人口超过5亿。]

从地缘和历史上来看，亚洲国家在 19 世纪中叶以前一直以朝贡体系的形式维持着以中华帝国为中心的国家体系；在此之后则进入一个相对混乱的时期，尽管日本在二战中提出了“大东亚共荣圈”的妄想，在 80 年代以后又提出以日本为头雁、“四小龙”随其后、东盟紧跟的“雁形模式”结构，试图将以日本为中心的亚洲国家体系明确化，但是始终没有得到认可。至今在亚洲以中华文明和儒家思潮为基础衍生出来的文明形态仍然占据着主导地位，不具备接受美国中心论或欧洲中心论的基础，这是亚洲国家能够形成国家体系的历史条件。关于亚洲能够形成一个有机的国家体系最根本和最现实的基础还在于经济，亚洲国家已经在投资、贸易、生产等各领域达到了一个比较高的水平，这种既存和不断加深的“经济增长链”式的联系在经济上为亚洲国际体系的重组提供了可能。此外，亚洲国家在政治上也存在着中心一半边缘一边缘的三重结构，在对外交往上则存在对外开放的基本特征，这些都保证了亚洲国家能够形成一个有机的国家体系。

二、QFII 制度的有效实施

根据国际经验，一个国家开放证券市场，引进外资，通常需要经过三个阶段：一是间接投资阶段，国外投资者购买该国在国外发行的受益凭证，或“该国基金”，也可以购买该国的特种股票，如中国的 B 股；二是有限度的直接开放阶段，在此阶段，一种比较成功的模式就是实施“合格的外国投资者（QFII）制度”；最后是完全的直接开放阶段。

合格的外国机构投资者制度（QFII，Qualified Foreign Institutional Investor）是许多国家和地区，特别是新兴市场经济国家和地区普遍实施的，在货币没有实现完全可自由兑换、资本项目尚未开放的情况下，有限度地引进外资、开放资本市场的一项过渡性的制度。这种制度要求，外国投资者要进入一国证券市场，必须符合一定的条件，得到该国有关部门的审批通过。我国台湾、韩国、印度、巴西等国家和地区在证券市场开放过程中，都较为成功地引进过 QFII 制度。实践证明，这一制度在控制外来资本对本国经济独立性的影响，抑制境外投机性游资对本国经济的冲击，推进资本市场对外开放，促进资本市场健康发展方面具有重要意义。

根据已有的实践，QFII 制度的主要内容有：资格条件、投资登记、投资范围、投资额度、投资方向、资金汇入、汇出控制等等。但受各国（地区）政府政策目标和经济环境差异的影响，各个国家和地区对 QFII 的机构类型、资产规模等的规定并不相同。但各国一般都根据本国资本市场发展状况，对 QFII 的管制逐步放松。在资本项目实现自由化之后，这一制度会逐渐取消，实现完全的对外开放。

三、货币自由兑换和区域化的实现

到证券市场完全完全直接开放阶段，影响最大的因素是资本项目下的各国货币可自由兑换问题。

欧元的诞生，改变世界货币格局，区域货币逐步取代国别货币已经成为金融资本全球化的特征之一，是世界经济多极化趋势在金融领域的具体表现。亚洲金融的区域化，也应顺应这一自然历史进程，加速区域货币协调机制的确立，使亚洲各国和地区的国际收支政策相互协调，并形成制度化的汇率联合浮动机制。欧盟从最初的货币汇率机制到形成欧元大约化费了三十年的时间，亚洲国家应该是有条件从形成某种汇率联合浮动机制最终过渡到区域货币的。至今未能形成亚洲货币协调机制的主要困难恐怕不是源于国家和地区间贸易、投资和金融方面的差异性，而是其它政治、社会因素。

5. 4. 6 区域性统一证券市场构建设想

根据市场一体化构想，首先构筑中、日、韩及东盟各国证券交易所上市的股票和债券能相互自由买卖的制度与系统，同时为使今后同一企业能在各地和地区相互上市，研究制定统一的上市标准和信息披露标准，共同开发新的金融商品。基本设想是：

一、中、日、韩三国及东盟各国证券监管机构合作组成统一市场监管协调委员会，根据制定的统一监管规则，负责对新成立的统一证券市场进行监管。香港和台北作为中国政府的派出分支机构，在中国证监会的领导下参与监管。从对金融机构的区域监管来看，亚洲大多数国家实际上在执行钉住美元的汇率制度，使得亚洲区域货币合作和协调有了一个统一的平台。此外，多数亚洲国家和地区已经主动接受了巴塞尔委员会对金融机构监管的各个协议，这就为亚洲形成统一的金融机构监管制度奠定了基础；从对金融市场的监管来看，东京、香港和新加坡一直是远东重要的国际金融中心，已经积累了一定的规范化市场监管体系，标准的亚洲清算银行也在拟建中，完全可以此为基础形成泛亚金融市场的统一监管体系；只要亚洲各国意识到在金融资本全球化面前，各自为战的金融体系不能让亚洲免于重蹈 1997 年亚洲金融危机的覆辙，亚洲必须以同一个声音说话才能在金融霸权面前有足够的底气，鉴于此，金融区域化要求各国让渡部分金融主权组成一个区域监管机构，对于亚洲各国并不是不可接受的。

二、香港交易所已经是世界金融市场上重要的交易市场。香港作为中国统一证券市场的一部分，是世界第八大股市。同时，香港作为新兴证券市场的典范，资本自由出入国际化程度极高，市场环境优于东京证券交易所，法律监管和会计制度与国际惯例融合，是亚洲主要融资中心。鉴于此，为节省构建成本，上交所、深交所、台北交易所通过香港交易所的联网进

入亚州统一证券市场，实现其证券的国际化交易。

三、日本证券市场已经是国际三大交易所之一，韩国交易所通过与东京证交所的联网实现国际化交易。

四、新加坡证券交易所也是国际知名的重要交易所，现在东盟各国的证券交易所可通过与其联网实现国际化交易。

五、香港交易所、东京交易所、新加坡交易所组成一个统一的亚州证券交易所。

六各国证券监管机构在亚州统一证券市场监管协调委员会的领导下对各国证券市场进行监管。

新组建的统一市场证券交易组织架构模式如下图所示：

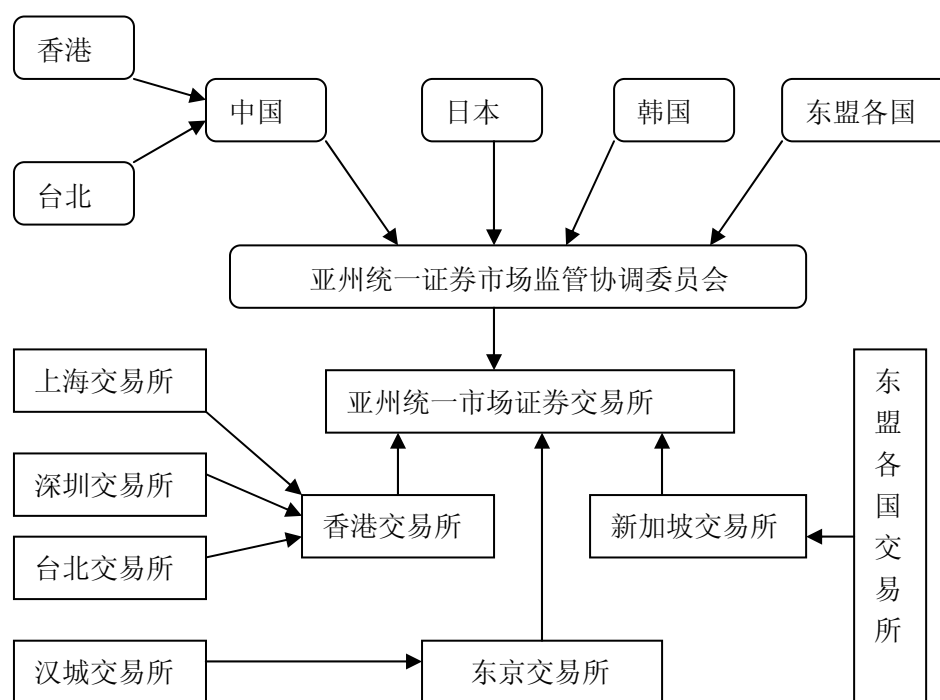


图 5-1 表示证券交易所 表示证券监管机构

在这个开放的区域化证券市场中，应该具备以下的基本特征。

首先，这个区域应坚持“开放的区域主义”，这包含两层意思，一是指区域内部金融资本一体化的成果原则上是可供非成员国所共享的，区域金融资本的一体化本身就是金融资本全球化的组成部分，不存在将全球金融资本与区域金融资本隔离的藩篱；二是不仅要致力于区域内金融资本在整合后的亚洲金融市场的自由流动和扩张，也要致力于减少区域金融板块之间的协调和融合，使金融资本全球化的基础重构在一个多极化的区域金

融板块之上。

其次，这个区域化进程应该是制度化的，我们可以观察到在现存的 A P E C 框架内，论坛式的、协商一致和自愿的原则既带来了巨大的灵活性，但也使一些关键性矛盾被回避和积累，而金融区域化涉及到从区域货币协调到区域货币的两个阶段，区域金融内的成员国在货币政策和国际收支政策方面必须做出相当大的让渡才能保证区域金融的有效性。换言之，以区域金融板块分享金融资本全球化的收益并抵御其风险，就相当于将一叶叶孤舟连锁起来，鉴于投机性攻击风高浪急，所以脆弱的、随时可以单方脱开的连锁固然方便，但往往有效性较差，因此坚固的、制度化的连锁可能更奏效。亚洲国家在危机后，有必要正视区域内各国货币汇率联系机制的重要性，以日本、中国和东盟的中央银行为核心，致力于形成一个制度化的汇率浮动范围和干预机制。

最后，证券市场区域化的进程中必须处理好国家、次区域和其它区域机构之间的关系，在区域内有中国等发展中大国，也有日本这样的发达国家，有东盟等次区域板块，还有与亚洲区域金融有密切联系的澳新紧密经济联系协定和北美自由贸易区等共处于 A P E C 以内的其它板块，所以证券市场区域化很可能在东盟次区域首先形成基本框架并逐步向外扩展，但开放型金融区域化的基本特征始终应该得到满足，以避免区域金融机构对成员国和次区域结构在金融资本区域化方面约束的软化。在当今经济全球化的趋势之下，出现区域合作这种现象并不奇怪，因为每一个国家在发展经济时都感到有互相合作的必要，区域和次区域合作可促使许多国家进一步开放，加快自身经济发展，又能给其他经济体带来好处，有利于小的经济体融入比较大的经济体中去。

5. 4. 7 证券市场区域化合作的主要内容

我们已经指出，证券市场区域化具有自身的特点，它是构建在开放的区域主义基础之上的制度化框架，并很可以以东亚次区域为核心逐步向外部扩展而形成最终的亚洲区域金融板块。从目前亚洲各国金融自由化和证券市场国际化的进程来看，证券市场区域化合作应该主要集中在以下几方面：

第一，区域化应加速亚洲金融市场的规范和融合，充分提高区域内金融资本的配置效率，并为国际金融资本在亚洲的流动和扩张提供容量更大、运作更规范和稳定的市场平台。以国家为单位的狭小的、分割的金融市场其抵御全球资本浪潮的能力是有限的，跨国金融机构握有数千亿至万亿美元计的资产，向这些国家注入和撤出一定规模的金融资本，就足以造成后者金融资产价格的剧烈波动，而这种异常波动又可以通过影响其它投资者在类似金融市场上的信心，并造成金融危机的扩大和传递；要避免这种情况，显然需要区域内金融市场尤其是资本市场的规范和融合。

亚洲国家和地区在加速其证券市场国际化进程中，恰恰忽略了各金融市场之间的融合，而处于比较盲目的相互竞争状态，结果在金融资本全球化进程中轻易地为投机性攻击各个击破。除了东京以外，香港和新加坡争取成为远东离岸金融中心的竞赛在继续，马来西亚正把 Labuan 作为一个金融中心来宣传，菲律宾建设了一个欧元——比索市场，泰国的曼谷国际银行便利已经初具规模，台北和上海正在加入这样的行列中，这种分散化的市场竞相许诺各种优惠和放松监管，势必使本国金融体系和经济体系在全球金融资本的冲击下更为脆弱。证券市场的区域化合作首先意味这原本孤立的国家或地区的金融市场应该在比较规范的运作框架下逐步融合，使区域外注入或撤出的金融资本不是过度地集中在个别国家，而是比较均衡地散布在亚洲区域经济之内。

第二，区域化应加速区域证券市场监管机制的建设，使未来泛亚洲金融市场和金融机构、高度一体化的区域金融资本具有一个稳定有效的区域监管框架。为了顺应金融资本全球化的进程，亚洲国家在 80 年代开始对其国家金融监管体系进行改革，在 80 年代末和 90 年代初才开始做一些实质性的金融监管工作，例如对金融机构的资本充足性监管、对证券市场成立专门的监管机构以及出台对金融衍生工具的基本监管框架等。这些国家金融监管的发展相对于亚洲国家金融自由化的进程大大滞后，例如韩国采取了比较激进的金融机构私有化政策，有的国家例如泰国和印度尼西亚则放松了对私营金融机构从事国际银行业务的严格监管，事实证明这样脆弱的国家监管和急速的金融自由化隐含着极大风险，良好的规章制度和监管措施始终是处于迅速全球化之中的国家保持金融体系稳健性的关键。

第三，区域化应该首先着眼于证交所整合。

在国际证券交易所合并重组的浪潮面前，我国证券交易所有必要未雨绸缪，积极探讨国际间证券市场深度合作的方式，途径和次序，为市场最终开放作好应对。面对国际形势的剧变，证券交易所的国际合作势在必行。证券交易所合并重组的根本宗旨均是立足于建立一个开放、公平、透明和有效和交易平台，为优质企业提供高效，便捷的融资舞台，为投资者提供更多、更好的投资品种选择。我国证券交易所迟早要进行国际合作，届时必须正视两个现实问题：一是金融资源的流动问题，一旦有关金融监管和市场规则确立、国际资本市场打通、各国的上市市公司将在同一个网络界面上交易，一国国内投资者信息获取成本和证券交易成本将大大降低，相当一部分资金将被吸引到一些国外的交易所，购买国际性优质上市公司企业股票，造成金融资源的分散。二是上市资源的流动问题，随着亚州统一市场的构建，优质企业面临更多上市地点的选择，对上市资源的争夺战将更加激烈。

参考资料：

- 1、康灿华，张江平：《中国证券市场国际化研究》《世界经济研究》2001年第3期
- 2、刘丰名：《国际金融法》，中国政法大学出版社，1999；
- 3、闻岳春：《韩国证券市场的制度研究》，中国经济出版社，2000；
- 5、厉无畏、王贻志、潘正彦、王虎：《中国资本市场：机遇、问题与发展》，上海社会科学院出版社；
- 6、李扬、王国刚：《资本市场导论》，经济管理出版社，1998；
- 7、庞卫亚：《亚州证券市场》红旗出版社，北京，1993年12月第一版
- 8、王允贵：《国际金融自由化的进展与趋向》，《经济研究参考》，2000年52-53期；
- 9、叶辅靖：《中国金融开放的理论论争及其评说》，《经济研究参考》，2000年52-53期；
- 10、张亦春：《金融市场学》，北京，高等教育出版社，1999年8月第一版
- 11、[美]劳埃德 B. 托马斯：《货币、银行与金融市场》北京，机械工业出版社，1999年5月第一版
- 12、李扬、王国刚、何德旭：《中国金融理论前沿Ⅱ》，北京，社会科学文献出版社2001年6月第一版
- 13、陈共、周升业、吴晓求：《海外证券市场》，北京，中国人民大学出版社
- 14、李琮：《经济全球化、地区化与中国》，北京，中共中央党校出版社2000年5月第一版
- 15、林康：《跨国公司与跨国经营》，北京，对外经济贸易大学出版社，2000年7月第一版
- 16、中国证券业协会：《中国证券市场发展前沿问题研究》，北京，中国金融出版社，2001年1月第一版