

# QFII 制度对中国证券市场的影响及相关建议

刘璇 梁双桂

(中国建设银行贵州省分行花溪支行 贵阳 550006 贵州瓮福集团公司 贵阳 550002)

**【摘要】**随着经济的不断发展,各国经济日益融合,生产要素跨境流动更加趋于自由化,资本管制不断放松成为大势所趋。作为证券市场开放的重要一步,QFII 制度的引入对我国证券市场产生了有利影响与不利影响,笔者拟对此进行深入分析并对 QFII 制度的完善提出一些建议。

**【关键词】**QFII 制度 证券市场 影响

QFII 制度即为合格的境外机构投资者制度,是指允许合格的境外机构投资者,在一定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账户投入当地证券市场,其资本利得、股息等经批准后可转换为外汇汇出的一种市场开放模式。作为一种引进外资、开放资本市场的过渡性安排,引入 QFII 制度的根本目的在于吸引国外的资金进入本国资本市场。

## 一、QFII 制度在我国的发展

我国目前尚未完全开放资本市场,引入 QFII 制度拓宽了融资渠道,为我国资本市场注入了新的活力。据统计,目前证券投资已经占到国际资本市场融资总额的 80%左右。可以说,引入 QFII 制度已成为发展中国家吸引外资的一个极其重要的途径。这种制度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,韩国、印度、巴西等国家以及中国台湾地区在 20 世纪 90 年代初就设立和实施了 QFII 制度。

2002 年 11 月 7 日,证监会和中国人民银行联合发布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》。2002 年 11 月 28 日,国家外汇管理局发布了《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理暂行规定》,内容涉及托管人管理、投资额度管理、账户和汇兑管理等。

2003 年 1 月中旬,中国人民银行批准工行、农行、中行、交行、建行、招行以及渣打、汇丰、花旗三家外资银行的上海分行从事境内证券投资托管业务。2003 年 5 月 26 日,瑞士银行成为在我国证券市场上首家获得 QFII 资格的境外投资机构。同年 7 月,瑞士银行和花旗环球金融公司已经有选择地对国内股市的一些股票进行了首笔投资。自 2002 年底我国推出 QFII 制度至今,中国人民银行已批准 72 家海外投资机构在我国境内从事证券投资托管业务。

## 二、QFII 制度对我国证券市场的影响

### 1. 有利影响。

(1)改善市场参与者的结构,转变投资理念与投资策略。在实施 QFII 制度之前的 2002 年底,沪深两市登记的股东户数约为 6 800 万户,其中绝大部分是散户投资者,机构投资者

不足 1%。散户投资者比重过高致使我国证券市场波动剧烈。QFII 制度的引入,吸引了大量的合格境外机构投资者的参与,改善了我国证券市场以散户投资者为主的市场结构,使机构投资者的比重逐步提高。市场博弈主体的改变,必然带来投资策略的改变。QFII 往往更加关注上市公司的质量,擅长中长期投资、资产组合管理和风险管理。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,对众多中小投资者的投资行为产生广泛的示范效应,可以帮助投资者树立理性的投资理念,从而制定中长期投资战略。

(2)提高与国际证券市场的关联度,推动我国证券市场的国际化。QFII 不仅为我国证券市场带来了资金,还带来了先进的生产技术、管理技术以及开放的经济体系。引入 QFII 制度是我国证券市场国际化进程中的一个重要步骤,其对于我国证券市场的深远影响具体表现在三个方面:通过增强国际相关性进一步加快我国经济的全球化进程;为境内投资机构未来进行国际化投资管理提供经验;进一步缩小我国投资环境与国际成熟金融市场环境之间的差距。

(3)增强投资者的信心,稳定证券市场。成熟金融市场的标志就是参与者的多元化,引入 QFII 制度可以大大提高机构投资者的比重。QFII 的决策方式和投资理念,也将对众多的中小投资者产生示范效应,有助于营造价值投资和理性投资的市场氛围,稳定证券市场。

(4)推动证券市场制度的建设和金融产品的创新。QFII 制度下,合格境外机构投资者作为上市公司的股东,会对我国证券市场的许多基本制度提出调整的要求,这必然促进我国证券市场制度的进一步完善。而合格境外机构投资者进入我国证券市场后,为了给自己创造更多的机会,一定会将他们丰富的金融创新经验带入我国,积极推动对金融衍生产品的研究与开发。

(5)对我国上市公司治理产生潜在影响。我国自 2002 年正式引入 QFII 制度至今已有 7 年多时间,其对上市公司治理产生了多方面的积极影响:①促进股权主体多元化,缓解内部人控制问题。QFII 通常在其自己的国家从事了多年的投

资活动,因而在公司治理方面积累了丰富的经验。当面临内部人控制问题时,QFII可凭借其雄厚的资金实力取得在股权方面的优势,从一定程度上改善国有股一股独大的局面,把这种垄断式的股权结构转变为竞争式的股权结构。②揭示上市公司的价值。QFII制度下,一般都以企业价值或与价值相关的指标作为评价企业经营状况的主要依据。这种评估方法能清晰地反映企业的经营风险和财务风险,使投资者准确判断投资回报的数量和回报的持续性。

(6)QFII对培育我国机构投资者的巨大推动作用。证券市场发展的趋势是:机构投资者逐渐成为市场的主体。合格境内机构投资者(QDII)进行全球化投资组合管理时可以借鉴境外投资机构的投资结构。2006年4月,央行对外汇管理政策进行了调整,这对QDII的发展产生了重要影响。事实上,我国的境内投资机构在进行国际化投资时会遇到相当多的困难,其中最大的困难就是在国际化投资过程中如何科学地进行投资组合管理。相关研究表明,随着全球经济一体化进程的加快,国际化投资组合中的“国别效应”有减弱趋势,而“行业效应”正在逐步增强。任何国家的投资者在进行投资时都不同程度地存在“本国偏好”,即将相当一部分资金投资于本国的资本市场。因此,我国境内机构投资者在进行国际化投资时,势必面临如何管理由本国和其他国家或地区证券所构成的投资组合问题。而通过对QFII在我国证券市场上采用的投资结构进行分析,可以为境内机构投资者进行国际化投资组合管理提供帮助。

## 2. 不利影响。

(1)我国证券市场可能面临游资的冲击。我国证券市场是以开放市场、发展自身为目的,而QFII的投资目的是捕捉更好的商机以获取高额利润。由此,QFII就可能为达到目的而进行投机性的短期投资。若QFII的资本流入过多且集中于某些股票,一旦有机可乘,这部分游资就会大批撤出国内证券市场,由此引发一系列的“不良反应”,甚至引起股价大跌,严重的还会动摇证券市场的资本基础。

(2)QFII对我国上市公司存在控制权操纵问题。目前,QFII可以通过多种方式获取国内上市公司的股权。而H股、红筹股或其他在海外市场上市的公司,也纷纷要回A股上市。但目前法律法规并没有对跨市场的持股比率进行规范,QFII完全可以蓄意控制上市公司的流通股股权,还可以通过外国战略投资者来增持上市公司的股权。这种情况下,QFII主导了上市公司的运营,其有可能操纵上市公司的股价,进而诱发内部交易。

(3)在人民币升值压力过大和流动性过剩情况下金融市场开放速度偏快。目前我国对贸易的依赖程度很高,美国已成为我国第二大贸易对手国,我国每年对美贸易顺差不断扩大。中美贸易产生顺差的根本原因在于两国经济结构存在差异,加上美国对中国出口有种种限制,因此短期内中美贸易顺差很难消除。在美国经济持续走弱的情况下,美国对我国所施加的经济压力越来越大,其不仅要求我国加速人民币升值,而且要求我国加快金融市场的开放步伐。目前我国的产业仍以

第二产业为主,基本上扮演“世界工厂”的角色。在国际分工中,我国的竞争优势仍是相对较低的成本优势,而不是技术优势。人民币的快速升值,对我国短期内的经济结构将有相当大的影响。而要我国快速开放金融市场,特别是证券市场,也不可行。国内的证券市场存在很多不完善的地方,同时我国主要采取分业经营的模式,若快速开放金融市场,面对欧美混业经营集团的攻击,势必无法很好地进行管理。

目前我国流动性过剩问题十分严重,我国累计外汇储备到2007年10月为止已达到1.4万亿美元,居全世界第1位,每个交易日增加外汇储备24亿美元,因此,中央银行不得被动地大量投放基础货币。若进一步放宽QFII的准入条件,会造成我国的外汇储备进一步增加,从而给人民币升值带来更大压力。

(4)我国金融监管体系面临严峻的考验。我国证券市场还不完善,在实施QFII制度过程中会遇到一些金融监管方面的风险和问题。这些风险和问题可能会对我国证券市场产生巨大冲击:①我国证券市场监管体系不够健全。当前我国的《证券法》缺乏配套的法律法规,直接针对QFII所颁布的管理办法、实施通知等虽已出台,但是这些规定至多属于行政法规,尚未上升到法律层面。此外,我国的监管法规只能在我国境内运用,而QFII都在境外,这就导致了监管法规的区域性与QFII跨国性的冲突。②我国的证券监管模式难以适应“混业经营”的国际化趋势。我国当前采取的是“分业经营,分业监管”的模式,而很多跨国金融集团都是混业经营。在混业经营的国际化趋势下,在以吸引境外资金为目的的QFII制度的运作过程中,这种矛盾会使我国监管当局面临极大的压力。③我国监管机构的监管能力面临着极大的考验。随着我国对QFII限制的逐步放宽,越来越多的外资开始涌入我国,监管对象不断增加,监管内容也日趋复杂,而我国当前的监管资源非常有限,这就极大地考验了我国监管机构的监管能力。

## 三、完善我国QFII制度的建议

1. 强化QFII对我国证券市场投资的法律规范及约束。随着我国人均收入水平的不断上升,QFII越来越看重我国内需市场的潜力,同时也对我国上市公司的控制权越来越感兴趣。然而,我国目前还没有一套完善的法律框架来遏制QFII蓄意获取上市公司控股权或相对控股权的行为。QFII可以通过合法受让国有股或法人股,或成为战略投资者增持A股,或通过换股并购等合法途径来获得上市公司的控制权。目前这种多渠道、跨市场的股权获取方式,在现行的法律框架下仍处于灰色地带,无法进行有效监管。因此,强化QFII对我国证券市场投资的法律规范及约束,刻不容缓。

2. 坚持渐进式的QFII制度实施战略。目前我国的外汇储备过多,人民币的升值压力过大,短期内广泛实施QFII制度在我国并不可行。为了减轻外汇储备过多及人民币升值带来的压力,我国政府目前除了发行特别国债,还鼓励扩大QDII范围及开放港股直通车。事实上,若提高QFII的投资额度,反而会招来更多的外汇资金,从而对我国现行政策产生直接的负面影响。另外,为了将QFII制度的实施对我国金融

稳定和外汇管理带来的负面影响降到最低,坚持渐进式的QFII制度实施战略是一个比较实际的做法。市场开放程度越大,受国际政治经济形势的影响就越大。我国证券市场的法律法规尚处于完善期,其中的灰色地带还很多。QFII因在其他新兴市场积累了足够的投资经验,有投机及灰色操作的能力,因此若快速实施QFII制度,会对现阶段还在完善的监管体系带来潜在的威胁。最新公布的数据显示,我国的机构投资者的交易量已占总流通市值的60%。散户投资者越来越认同投资机构专业理财,新基金的发行及老基金的再营销,都不断被散户投资者所追捧,机构投资者已在市场上占据主导地位。因此,想快速引入外国的机构投资者来稳定市场,在目前的市场结构下是没有必要的。

3. 培养精通国际金融证券业务的人才。随着我国证券市场国际化进程的加快,证券市场面临的外来冲击和竞争压力会越来越大,证券市场要想“走出去”或“请进来”都迫切地需要一大批精通国际金融证券业务的人才。但是我国长期缺乏精通国际金融证券业务的专门人才,这已成为影响我国证券市场国际化的一个重要因素。因此,加速培养精通国际金融证券业务的人才已成为当务之急。我国可以在短期内通过外延扩大(人员增加)和内涵增加(在职培训)等途径进行培养。当前的重点是系统地培训在职人员,包括管理部门、中介机构和上市公司的骨干,使他们尽快熟悉和掌握国际金融证券业务的相关知识,以适应我国证券市场的国际化需求。另外,通过引入QFII来组建中外合资证券公司,可以带来国外成熟证券市场的经营理念、良好的运行机制以及先进的管理技术,使我国的投资者在较短的时间内学习并掌握国际证券市场的运作模式。

4. 健全监管体制并加强与境外监管机构的合作。为了维护广大中小投资者的利益,改善证券市场上信息不对称的局面,政府相关部门有必要对证券市场进行监管,特别是在境外机构投资者进入国内资本市场并对市场的正常运转带来一系列新的问题后。目前,国际上具有代表性的证券监管模式大体分为集中型、自律型、松散型三种类型。一个国家究竟采用哪一种监管模式,这主要取决于以下三个基本因素:一是证券市场的发展阶段、发育状况与自由程度;二是政府对经济运行采用的调控模式;三是国情、历史渊源、法系、政治与经济形态等。我国应根据自身的实际情况选择适宜的监管模式。同时,由于QFII的进入,我国在监管原则、监管形式和监管手段等方面也应注意与国际接轨。

在对QFII监管的过程中会同时运用我国的法律及对方国家(地区)的法律,这表明监管本身也急需国际化,因此,应不断加强与境外监管机构的合作。

5. 完善QFII的信息披露制度。目前我国针对QFII的信息披露制度尚不完善。QFII为重要的投资法人,但他们的投资行为我们却很难获知,主管机构也只能通过托管银行了解其经营动态。虽然《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》已经对此加以规定,但因为缺乏相关的配套办法,QFII最后的投资人是谁仍无法真实反映。而对一般投资大众而言,其更难了解QFII的投资行为,因此他们无法监督QFII的投资行为。我国台湾地区针对QFII的信息披露制度非常完善,QFII每天的进出情形,都可以在交易所网站上查到。

另外,我国当前的整体信息披露制度也应加以完善。当前我国已初步形成了以《证券法》为主体、相关行政法规为补充的全方位的上市公司信息披露制度体系。事实上,沪深交易所也加大了对上市公司信息披露真实性的考核力度。尽管如此,上市公司仍然存在披露虚假信息等违规情况。我国资本市场上机构投资者与中小投资者之间本身就存在严重的信息不对称问题,QFII进入后,国内投资者和国外投资者之间的信息不对称加剧,境外投资机构所面临的信息不对称问题更为严重。双重的信息不对称会导致境外机构投资者很难对我国的资本市场做出准确的判断,使得QFII制度运行失效。为此,我国必须建立一套公开、透明、层次清晰、易于执行的信息披露制度体系。这样,QFII才有信心持续地投资,我国证券市场才能走上健康发展的轨道。

笔者认为,具体可从以下几个方面进行规范:借鉴西方发达国家先进的信息披露经验,加强对QFII的信息披露;充分发挥中介机构对上市公司会计信息的审查作用;建立证券市场上的信用评级制度;建立和完善上市公司的独立董事制度。

#### 主要参考文献

1. 张晓斌,王哲鹏.从2006年的牛市看QFII对中国股市的影响.经济金融观察,2007;3
2. 陈小新.QFII引领中国证券市场走向全球.新财经,2006;6
3. 张丹.QFII实施现状及对我国证券市场的影响.商业研究,2006;2
4. 陈丽萍,郭晓晴.QFII对上市公司治理的影响分析.商业经济,2008;11
5. 毛洪坤.QFII进入中国后.中国经贸,2006;3