

# 积极稳妥推进我国证券业对外开放

## ——中外合资证券公司绩效分析与政策建议

□上海证监局 晋重文

随着金融国际化进程的不断加快和中国加入 WTO 后过渡期的即将结束,我国证券业对外开放战略在逐步向前推进。当前我国已经全面履行了加入 WTO 时关于证券服务业对外开放的承诺,今后我国证券业对外开放将进入一个新的阶段。在这种情况下,回顾近年来我国证券业对外开放的进程及政策实施的效果,对于制定下一步的开放战略具有参考价值。本文通过对中外合资证券公司的绩效分析,提出证券业对外开放应遵循的基本原则和相关政策建议。

### 我国证券业对外开放的现状

1、我国加入 WTO 时关于证券服务业对外开放的承诺。根据“入世”协议,我国加入 WTO 后,将逐步对外开放我国证券服务业,主要表现在:  
(1)外国证券机构可以(不通过中方中介)直接从事 B 股交易;  
(2)外国证券机构驻华代表处可以成为所有中国证券交易所的特别会员;  
(3)允许外国服务提供者设立合营公司,从事国内证券投资基金管理业务,外资比例不超过 33%。加入 WTO 后 3 年内,外资比例不超过 49%;  
(4)加入 WTO 后 3 年内,允许外国证券公司设立合营公司,外资比例不超过三分之一。合营公司可以(不通过中方中介)从事 A 股的承销, B 股和 H 股、政府和公司债券的承销和交易,基金的发起。  
(5)外国证券类经营机构可以从事财务顾问、投资咨询等金融咨询类业务。

的承诺,同时也是推动我国证券业对外开放的客观需要。设立中外合资证券公司,掀开了我国证券业对外开放的帷幕,对于促进我国证券市场的规范化、市场化和国际化发展而言,具有重要的现实意义和积极的深远影响。  
3、中外合资证券公司的成立。《外资参股证券公司设立规则》实施后,我国证券业对外开放取得了实质性的进展。截至目前,中国证监会已按上述规定批准设立了四家外资参股证券公司,分别是华欧国际、长江巴黎百富勤、海际大和、高盛高华,其业务范围及外资机构在合资公司的持股比例符合我国入世时的承诺(见表 1)。

### 中外合资证券公司绩效分析

1、取得的初步成效和业绩。我国成立合资证券公司的目的在于引进国外先进的经营理念、管理制度和业务模式等,以市场换机制,以市场换技术。从实际情况来看,证券公司通过合资方式,在风险控制、合规经营、成本控制、引进人才和公司治理等方面确实都有一定的改进和提高。例如,有的合资证券公司建立了合规负责人制度,合规负责人按条线垂直管理,对其派出单位(而非公司总裁)负责,可以直接向其派出单位汇报工作;合规负责人对公司拟承担的投行项目进行审核并独立出具意见,具有“一票否决权”。这样的制度安排赋予合规负责人实际的权力和相应的责任,有利于合规负责人加强公司内部监督,切实履行内部监督和风险控制职能。  
从经营业绩来看,2004 年华欧国际完成的 A 股承销和保荐家数在券商中排名第一,主承销金额列第 8 位,人均利润 52.43 万元,在国内券商中排名第一;长江巴黎百富勤完成的证券发行和财务顾问家数以及募集资金总额名列前茅。2005 年,合资证券公司积极参与了股权

分置改革,取得了较好业绩。华欧国际担任三一重工独立董事与保荐机构,成功完成中国第一家股权分置改革试点,长江巴黎百富勤和海际大和也完成了多个财务顾问和承销项目。  
2、存在的主要问题及原因。一是合资公司的股权结构和管理权设计失衡。合资证券公司中外股东的持股比例分别为 67% 和 33%,中外股东本应按各自的持股比例享有相应的管理权。但从合资公司的实际管理权分配和运行情况看,股权结构和管理权存在失衡,外方股东所享有的经营管理权不仅超出股权比例的范围,甚至超过中方股东。为了实现对外资公司的控制,外方通常采取以下途径:精心设计董事会的人员结构、议事程序、表

决制度等,重大事项需双方一致同意才能执行;在财务、人事、主要业务部门等委派负责人;成立决策委员会或者管理委员会,通过控制委员会可以掌握公司经营和管理活动。围绕控制权的争夺,导致合资公司难以形成内部合力,无法充分体现双方股东资源的共享和互补,严重影响了合资目的的实现。  
二是由于业务模式单一,引进外方的优势未能充分发挥出来。目前合资证券公司的业务范围仅限于投资银行业务,但是从已完成的项目看,规模与外方的项目规模差距较大。外方所擅长的跨境业务并没有通过合资公司开展,因此外方的优势如投资银行业务、客户管理技术等在外资公司的业务中都无法充分发挥,不能有效对接,即使全部移植过来,也不能适应实际情况的需要。  
三是由于人员处于分隔状态,没有达到提高经营管理水平和从业水平的目的。在合资证券公司中,有的由外方股东控制经营管理权,管理具体业务,中方不参与业务管理,所以未能学习到先进的管理经验;有的外方派

出人员没有实际参与中方业务的经营管理,因此中方的经营管理水平没有因为外方提供帮助而提高。从员工的业务水平看,由于中外双方人员相互分隔,国内项目由中方人员操作,海外项目由外方人员负责,中方人员没有机会通过业务过程从外方学习到先进的投资银行经验。  
从合资证券公司看,中方股东都希望通过合资引进先进的管理经验和业务,把投资银行业务做大做强,进而带动公司的整体发展,提升公司的行业地位。而外方股东则希望在政策尚不允许独资的条件下,借助合资方式先进入中国市场,做好人才和技术积累,一旦政策放开,即可实现独资。在不同的合资目的下,双方未能找到共同利益的结合点。外方的业务重点是与中国企业相关的跨境业务,关注的市场是境外市场;而中方更希望发挥国内的资源优势,通过外资提升品牌价值,扩大公司在中国市场的影响。这种业务定位的分歧,是造成合资公司上述问题的根本原因。  
(本文系作者个人研究成果,不代表所在机构观点。)

表 1 中国加入 WTO 后设立的中外合资证券公司情况概览

证券公司	设立时间(或获准组建时间)	股东单位	持股数量(万股)	持股比例(%)
华欧国际证券有限责任公司	2003.4.25	湘财证券(2006年7月变更为湖南华菱集团)	33500(现改为 33335)	67(现改为 66.67)
		法国里昂证券	16500(现改为 16665)	33(现改为 33.33)
长江巴黎百富勤证券有限责任公司	2003.11.26	长江证券	40200	67
		法国巴黎银行	16800	28
		国际金融公司(2006年5月受让股权)	3000	5
海际大和证券有限责任公司	2004.11.26	上海证券 日本大和证券 SMBC 株式会社	33500 16500	67 33
高盛高华证券有限责任公司	2004.12.2 获准组建	北京高华证券 高盛公司	53600 26400	67 33

表 2 部分国家与地区证券业对外开放的政策及其效果

国家/地区	证券业对外开放政策	政策效果
英国	1981年,开始允许非交易所成员收购成员公司股份的 29.9%,外国资本大量进入英国证券业; 1986年实施了被称为“大爆炸”的金融体制改革,证券业在短期内全面对外开放。	英国证券公司相继被资本雄厚的美国和欧洲同业所兼并并对外开放。
韩国	1981年,允许外国证券公司在韩国设立代表处; 1985年,准许外国证券公司在韩国设立分支机构; 1998年,允许外资设立证券公司并享有国民待遇。	截至 2005 年 8 月,韩国境外证券公司的交易量占总交易量的 14.5%。
中国台湾	1989 年允许外国证券公司在台湾设立分支机构; 1993 年允许外国证券公司在台湾分支机构从事本地业务; 1998年证券业形式上基本对外开放,但规定了审慎监管条件。	渐进的证券业开放进程缓解了境外证券公司对本土证券业的冲击。

# 基准利率缺失与货币政策失灵

□北京工商大学证券期货研究所 胡俞越 徐欣

有一个叫格林斯潘的老头子,据说在美国他比总统还出名,他担任美联储主席之时,每次主持美联储利率例会,所有的新闻记者都会竖起耳朵听他讲述美国联邦储备基金利率是否有新的变化。在美国这样一个成熟的市场经济国家,基准利率的威力,作为货币政策的核心调控着美国乃至世界经济的冷与热。

尽管中国经济的市场化还有很多路要走,但其市场化已经成长到了中央政府依靠传统的调控手段难以抑制其经济增长了。宏观调控手段渐趋弱化也从一方面说明了市场化的力量。因此,面对未来难以琢磨的经济增长速度和越来越复杂的经济形势,基准利率缺失下的纯行政性货币政策手段已面临着诸多困境。我们认为,可能的解决路径就是:发展我国国债期货市场以及利率类衍生品市场,带动国债现货市场容量与流动性,完善基准利率形成机制和央行间接调控利率机制,推动市场化手段调控宏观经济。

可以说,尽快开展国债期货等利率类期货交易,改善国债现货市场的市场广度与深度,由此作为突破口寻找到基准利率以及间接调控基准利率的机制,将成为解决当前货币政策失灵的必由之路。



胡俞越,现任北京工商大学证券期货研究所所长,北京工商大学经济学院教授,硕士研究生导师;中国期货业协会专家委员会委员,上海期货交易所战略发展委员会委员。

而 2006 年,正在市场化进程中的中国,面对着投资高涨、房地产价格高企、产能过剩等诸多过热迹象,货币政策也开始变得异常频繁,只不过调控手法与格林斯潘大不相同。11 月 3 日,央行公布自 11 月 15 日起上调存款准备金率 0.5% 至 9%,此前曾分别于 7 月 5 日和 8 月 15 日两次分别上调存款准备金率 0.5%。除了三次提高存款准备金率以外,央行还两次利用利率杠杆进行宏观调控,一年期贷款利率两次上调 0.27%,存款基准利率一次上调 0.27%。一年间数次动用加息、加准备金率两把“大斧”,央行的货币政策力度与决心可见一斑。但事与愿违,央行货币政策给人

留下了“雷声大、雨点小”的印象。9 月底,广义货币 M2 余额约 33.18 万亿元,同比增长约 15.4%;狭义货币 M1 余额约 11.68 万亿元,同比增长约 15.7%。今年前三季度,全社会固定资产投资同比增长 27.3%,增幅比上年同期回落 2.5%,但依然比去年同期快 1.2%,即使充分考虑到货币政策的时间滞后性,在投资过热这匹烈马还没有被勒住的事实时,货币政策的有效性确实大打折扣。  
格林斯潘的货币政策影响迅速,中国今年的货币政策有所失灵,相比之下,其中的道理值得深究。实际上,美国联邦基金利率是指美国同业拆借市场的

利率,作为同业拆借市场的最大的参加者,美联储在市场资金紧张时通过降低其拆借利率迫使整个市场拆借利率下降;而在其强大的干预市场利率能力在公开市场上抛出超额的国债,吸纳商业银行过热的超额储备,迫使联邦基金利率上升。因此,只要美联储提高自己的拆借利率,整个市场就会闻风而动,久而久之,美联储宣布利率调节就演变为一种信号,甚至不需要其实际操作,市场就会自动做出反应直至预期效果。政府行为与市场行为由此也得到统一。可见,其

基准利率反映了真实的资金供求水平,而美联储又能对症下药,直指命门。  
而中国的现实情况却是资金供求情况不能很好地反映到利率上来。大多数人都认为流动性过剩,而目前的流动性过剩并不是资本性资产的过剩,而是债务性资产的过剩,作为贷款主体的企业所在乎的不是名义的利率水平,而是贷款的可得性,因此,单纯地调节存贷款利率,在超额准备金率较高的情况下频繁调节法定准备金率,对解决所谓的流动性过剩问题于事无补。中国货币市场相对资本市场不发达,市场主体少,基准利率形成机制不完善,缺乏反映真

正资金供求关系的基准利率,这首先就让央行难以把握宏观经济过热的“脉”。同时,央行面对所谓的经济过热也无法通过公开市场操作来调整基准利率,形成合理的市场预期,从而传导并影响微观经济行为。病看不准,药方难开,谈何药到病除。  
其实,2004 年 10 月 27 日的利率改革本来已经彰显了央行迈向利率市场化,寻求基准利率的行动方向,当时所创造的“贷款不上封顶,存款下不封顶”灵活机制,使金融机构的定价自主能力不断扩大,标志着利率市场化的一小步已经走完了九十步。而今年以来的货币政策手段却在这条路上开了倒车,甚至阻碍

了利率市场化进程。  
尽管中国经济的市场化还有很多路要走,但其市场化已经成长到了中央政府依靠传统的调控手段难以抑制其经济增长了。宏观调控手段渐趋弱化也从一方面说明了市场化的力量。因此,面对未来难以琢磨的经济增长速度和越来越复杂的经济形势,基准利率缺失下的纯行政性货币政策手段已面临着诸多困境。我们认为,可能的解决路径就是:发展我国国债期货市场以及利率类衍生品市场,带动国债现货市场容量与流动性,完善基准利率形成机制和央行间接调控利率机制,推动市场化手段调控宏观经济。

在推动证券公司规范经营的同时,还应着眼于提高证券公司的整体实力。以规范促发展,以发展带规范,和西方发达国家相比,我国证券业不仅总体资产规模较小,而且市场集中度不高,缺少资本雄厚、实力强大的行业领跑者。经过近几年来市场持续调整的严峻考验,证券公司刚走出低谷,经营实力大都还很薄弱,根本无法与国外大型投资银行相提并论;而且我国目前仍处于分业经营、分业管理的阶段,然而在金融自由化的浪潮席卷下,成熟市场上已基本形成了混业经营的格局,涌现了一批业务多元化金融控股集团。我国证券公司只有不断加强自身修炼、修练内功、增强实力,一旦证券业对外资金融机构全面开放,才能应对外资机构带来的挑战,否则必将处于不利地位,原有的生存环境将进一步恶化,发展空间将受到进一步挤压。

### 3、支持符合条件的证券公司实施“走出去”战略

### 下阶段证券业对外开放三点政策建议

1、遵循循序渐进、积极稳妥的原则,保持对本国证券业的控制权和主导权  
目前中国证券市场处于发展初期,具有明显的“新兴加转轨”特征,既要通过对外开放推动国内证券市场的完善,又要维护本国的金融安全与稳定。这客观上要求我国采取渐次的开放策略,逐步推进开放进程,扩大开放范围。世界各个国家和地区都根据本国资本市场发育水平和经济发展的实际情况,选择适合本国或本地区的对外开放路径(见表 2)。  
从表 2 可见,大多数国家和地区证券业在对外开放过程中,往往根据本国和本地区实际需要,在特定时期采取一些限制性措施,适度保护国内证券业的发展,维护本国的金融秩序,发挥了较好的效果。对于我国在短期内开放证券业的评价,目前仍存在争议。但无论怎样,英国的资本市场历史悠久且制度健全,具有一定的抗冲击能力。在全面开放后,虽然其证券业几乎完全被欧美大投行所垄断,但仍基本保持了资本市场的平稳运行和金融体系的相对稳定,而我国目前资本市场的发育水平显然无法与英国相比拟,需要更加审慎的开放态度。

### 2、坚持规范化先于国际化,不断提高证券业的整体实力

规范化、国际化是中国证券业发展的趋势,但应坚持规范化先于国际化。规范运作是对外开放的条件和保证,只有大力推进证券公司规范的前提下发展,才能为国际化奠定坚实的基础。由于种种原因,我国证券公司积累了大量历史遗留问题,存在很多不规范的做法。2004 年中国证监会实施证券公司综合治理以来,清理了大量违规运作的证券机构,证券公司风险逐步释放,初步形成了合规经营意识和理念,为国际化发展创造了条件。2005 年 9 月,国务院批准瑞银集团重组北京证券的方案,瑞银集团出资 17 亿元人民币,收购原北京证券 3 亿股份,成为瑞银证券第一大股东。瑞银证券是中国第一家取得综合业务牌照的中外合资证券公司,但这可能只是证券公司综合治理工作完成前由国务院特批的个案,并非是国际化先于规范化的行动方向,当时所创造的“贷款不上封顶,存款下不封顶”灵活机制,使金融机构的定价自主能力不断扩大,标志着利率市场化的一小步已经走完了九十步。而今年以来的货币政策手段却在这条路上开了倒车,甚至阻碍

新修订的《证券法》第 129 条规定,经国务院证券监管部门批准,证券公司可以在境外设立、收购或者参股证券经营机构。这为我国证券公司实施“走出去”战略提供了明确的法律依据和有力的法律保障。2005 年 8 月,中国证监会主席尚福林在上交所主办的“证券公司创新与发展研讨会”上表示,鼓励证券公司通过引进来、走出去的方式调整组织结构、创新经营模式;允许具备条件的证券公司在境外设立、收购、参股证券类机构,为其参与国际资本市场的竞争创造必要的条件。这是监管部门支持证券公司创新发展所采取的积极务实的措施之一,为证券公司实施“走出去”战略提供了良好的政策环境。  
国际化应该是双向的,一方面,我国证券业实施对外开放,引进外资;另一方面,我国证券公司也应走出去,积极参与国际资本市场,到境外拓展业务空间,积累运作经验,进而提升国际竞争力。在内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排(CEPA)框架下,已经允许符合条件的创新试点证券公司在香港设立分支机构。目前,申银万国、国泰君安、中信证券等公司已经纷纷在香港设立了分支机构,取得了一定的经营业绩,迈出了国际化进程的第一步,也为我国证券公司国际化战略提供了有益的借鉴和参考。