

# WTO 与 我国证券市场

■万 勇/厦门大学法学院

中国即将加入 WTO, 由于多数学者认为 WTO 并不涉及开放资本项目和资本市场的问题, 认为这个问题应由 IMF 负责, 因此学者们对 WTO 对我国证券市场的影响谈论的较少。但 WTO 中关于服务开放的问题中将涉及资本市场中的许多业务划归服务业范畴, 比如, 中美关于中国加入 WTO 协议就将基金管理业务、证券发行与交易业务等均归属于资本市场中的服务项目。也就是说, 加入 WTO 将使我国证券业对外开放。当然, 正如某些学者认为, 开放国内证券业与开放国内市场是不同的概念, 前者是指允许国外券商参与国内证券业务, 属于服务贸易范畴, 归 WTO 管理; 而后者指允许国外投资者自由买卖国内证券, 属于资本项目范畴, 归 IMF 管辖。但对证券业的开放必将对中国证券市场产生巨大影响, 加入 WTO 对中国证券市场而言, 即有风险又有机遇。因此, 有必要对 WTO 与我国证券市场的关系予以论述, 以便在不久的将来加入 WTO 时能够从容应付。

## 一、WTO 的证券业开放规则

WTO 的《服务贸易总协定》第 29 条涉及金融开放的问题, 该条将“参与各类证券的改造, 包括认购和代理服务(不管是公开的, 还是私下的)及有发行服务的提供”、“资产管理, 现金或有关证券的管理、各种形式的集体投资管理、年金管理、监督、保管和信托服务”、“金融资产的处理和清算服务, 包括证券、派生业务和其它可转让票据”以及“顾问、中介和与上述金融服务相关的辅助性服务”等项目均归入金融服务业的范围。也就是说, WTO 将证券公司、基金管理、证券投资信托业、证券投资咨询业均列入开放的范围。该条款规定各成员国在承诺维护国内现有金融服务管理现状的前提下, 承担以下义务:

### (一) 市场准入

每个参加方应在承担义务的计划表内注明有关

证券业中现在的垄断经营权利, 并尽力减少它们的范围或消除这些权利; 每一参加方应给予其它参加方在其境内设立商业介入的批准; 任何参加方对证券信息的传递和处理, 包括通过电子手段或按照与国际协定一致的数据输入, 不得采取措施阻止; 对于一参加方在另一方境内准备设立或正在设立的证券机构的高级管理人员、经营专家及其它专家人士, 应被允许暂时进入其领土; 对于外国券商在一参加方境内已获得的市场机会和作为该参加方境内的一个阶层已分享的利益不应加以人为的削减; 除非在承担义务清单中说明, 否则任何参加方不得限制外资进入本国市场; 不得要求参加方必须通过特定的法人实体或合营企业从事证券业务; 不得限制境外投资者的数量, 包括采用数量配额、垄断、专营服务等; 不得限制外资经营证券业市场的总量。

### (二) 国民待遇

按照乌拉圭回合的最终协议, 各成员方承诺义务协议的附规定, 每一参加方应该允许外资券商利用正常的商业途径参与官方的资金供给与再筹集。外国券商在要求取得金融组织的成员资格, 进入任何有权自己订立法规的机构、证券或期货市场、清算机构或其它组织或协会时, 其享有的待遇应该和本国证券商相同; 而且, 当一国给予其本国证券商直接或间接的特权或利益时, 则其在境内的外商也同样享有。

### (三) 透明度

根据服务贸易总协定的要求, 任何参加方都必须把影响服务贸易措施的有关法律、行政命令及其它决定、规则和习惯作法(无论是中央政府或地方政府作出的, 还是由非政府的有权制定规章的机构作出的)在生效之前予以公布; 同时还必须公布其参加的其它所有有关国际协定, 但对于那些一旦公开就

会妨碍国家法律实施或对公共利益不利或损害具体企业正当合法商业利益(包括国营和私营)的机密资料则不作此要求。

#### (四)最惠国待遇

服务贸易总协定规定:每一参加方给予另一参加方的服务或服务提供的待遇,应立即无条件地给予其它任何参加方的业务供应商。但对于以下几类往往并不适用最惠国待遇原则:对于国际司法协定或行政援助协定项下所采取的措施可以不适用最惠国待遇规定;对于地理位置毗邻国家之间为了便于边境地区的交换且限于当地生产或消费的服务所提供的优惠规定,可以不适用最惠国规定。

#### (五)发展中国家的特殊待遇

由于证券业发展水平发达国家与发展中国家相差甚远,在证券业上实行平等的竞争贸易规则将导致实质的不平等。发达国家证券市场经过几百年的发展,已形成了一套成熟的机制,而发展中国家仅仅经过几十年发展,而且由于经济水平低下以及经济体制的原因,从而导致其证券市场远远落后于发达国家。因此,为了达到实质的平等,关税总协定乌拉圭回合多边贸易谈判中,对发展中国家给予了某些特殊的待遇。

(一)在国内政策目标上,发展中国家有权在境内对证券业的市场准入采取新的规定,以适应特殊需要;允许发展中国家根据其经济发展水平,少开放一些部门、行业或少放宽一些类型的交易,以达到证券市场逐步自由化的目的。

(二)当出现严重的国际收支不平衡并且对外金融地位受到威胁,则可以采取临时性的限制措施。

(三)在某项证券业务开放实施一年后,可作出修改或撤销,但需在3个月前通知全体参加方。

中国加入WTO后,将不得不根据证券业的市场准入原则对外开放证券业,并对外国投资者提供国民待遇和最惠国待遇。加入WTO对于我国证券市场,即有风险又有机遇,总体而言,机遇大于风险。我国在逐步开放我证券市场的同时应该正视我国目前国内证券市场的劣势,同时,充分利用WTO对我国证券市场的机遇,构建一套能使各方利益冲突达到最少化的开放途径。

#### 二、加入WTO对上市公司的影响

尽管WTO仅涉及证券业的开放而不涉及资本项目的开放,也就是,加入WTO并不意味着外商可以直接投资中国上市公司,但加入WTO将通过各个

方面对上市公司产生影响。

首先,尽管加入WTO对国内部分产业产生巨大的压力,但中国经济将从加入WTO中获取收益。据权威机构预测,中国加入WTO后,在2005年,中国的实际GDP将提高1.53%,贸易条件下降1.57%,社会福利增长1.24%,投资增长1.75%,出口和进口将增加26.9%和25.8%,同时,加入WTO有利于我国正在进行的产业结构调整,使之真正与国际接轨,从而使我国的产业结构真正升级换代。也就是说,加入WTO将促使我国经济的进一步增长和经济结构的合理化,这为上市公司提供了一个良好的外部环境。

其次,加入WTO后,将使上市公司的融资渠道多元化,促使国内资本市场国际化。中国上市公司可以根据比较优越在国际范围内重新进行资源配置,有利于国内上市公司到国外上市和发行债券;同时,由于加入WTO必将导致券商业务多元化,从而更加有利于上市公司利用券商来实现自己的融资及经营结构调整,而且随着外资券商的进入,有利于为国内上市公司提供更好更廉价的服务。

第三,国内上市公司将面临机制、体制以及管理模式的变化。原来从计划体制改制过来的国有资本控股的上市公司,面临国外同行业的挑战,必须加快市场化步伐的建设,进行经营机制的改组与改造,促使公司治理结构的合理化、科学化,引进先进管理经验与技术,引进人才,增强自身的竞争力,从而总体上增强我国上市公司的经营质量,为我国证券市场的稳定和发展奠定基石。

第四,加入WTO初期,我国将有相当部分上市公司受到冲击。由于我国绝大多数上市公司在经营管理、生产技术、产品质量和售后服务等许多方面与发展国家企业有较大差距,在加入WTO前,这些上市公司之所以能与外国公司抗衡,其主要是因为国家政策的倾斜及国家补贴及关税壁垒;加入WTO后,外国公司将基于国民待遇与中国企业处于同等地位,同时关税也将随着加入WTO大大降低。因此,加入WTO初期,将可能使部分上市公司经营业绩下滑,股票价格下跌,从而可能对整个证券市场造成冲击。

#### 三、加入WTO对券商的影响

WTO的《服务贸易总协定》规定参加国必须对证券业开放,中美贸易谈判中,美方要求中国加入WTO后3年内允许设立合资证券公司,从事A股和

B股、H股、政府债券和公司债券的承销、代理买卖业务,并从事基金的发起和管理。随着中国加入WTO后,国内券商面临着相当严峻的竞争形势,同时也将获得更多的发展机遇,机遇与挑战并存。

#### (一)国内券商与外资券商竞争全面展开

首先是业务方面的竞争,目前我国券商的业务范围比较狭窄,大券商基本上集中在一级市场的承销业务和二级市场的经纪和自营业务,小券商主要从事二级市场的经纪和自营业务。目前我国排名前20位的大券商在市场竞争中获得了80%以上的一级市场承销份额,而小券商只能将业务几乎完全放在二级市场上。这样导致我国券商的业务结构重叠,而对于其它业务如企业并购、项目融资、信息咨询等,券商往往不愿涉及,而往往由公司自己组织非专业人士操作,而目前国外券商该部分业务已占其收入50%以上。外资券商进入中国市场后,必将对这块真空市场进行抢夺,而国内券商在这种情况下若不希望拱手相让这块市场于外资券商,则必须扩展自己业务范围。另外,由于我国一级市场与二级市场利润丰厚,外资券商也必然会与国内券商争夺这块市场。由于我国券商总体规模较少,目前我国券商总资产之和为1,600亿元左右,还不及美林证券集团2,130亿美元的十分之一;而且外商券商经营规范、经验丰富,在未来这块市场竞争中国内券商将处于劣势,尤其是海外上市或国内上市外资股这一领域更是无法与之抗衡。

其次是人才的竞争,由于外资券商往往可以提供比国内券商更加丰厚的待遇,在人才竞争中国内券商往往处于劣势,而且,由于证券业人才相对于其它行业更为重要,因为若外资券商从内资券商引进一个高级人才,往往会将相关业务带走,这将导致国内券商更加处于不利地位。

#### (二)国内券商结构产生变化

加入WTO,将使国内资本市场加大对外开放的力度,使之与国际资本市场接轨。尽管国内券商与外资券商相比,整体处于劣势,但国内券商也将利用这个契机走上国际资本市场的大舞台,通过与世界大券商竞争,使自身竞争力不断加强。随着中国加入WTO,我国券商结构将产生巨大变化。

首先是国内券商总体经营水平将提高。国外许多大券商无论在资金实力、人才优势,还是在基金管理水平、业务创新能力、衍生产品开发与利用以及客户来源等方面都优于国内券商。中国加入WTO促使

中国资本市场的开放,一方面将加快国内券商与国外券商的合作,如采取组建中外合资证券公司或中外合作证券公司等方式;另一方面,与国外实力雄厚的券商进行业务竞争与合作,将迫使国内券商不断学习与创新,加速自身水平的提高。

其次是国内券商的规模将扩大。为了同外资券商竞争,必须扩大自己的规模,否则将无法与外资券商抗衡。目前比较适宜的扩大规模的方式主要有强强合并、券商上市、大券商兼并中小券商三种形式。采取强强合并,可以短期扩大自身规模但谈判成本很大,而且内部管理不易协调;采取大券商兼并中小券商,虽然内部冲突成本较少,但其扩大规模功能有限。笔者认为,目前最好的形式是让部分优秀的大券商上市融资,这样不仅可以迅速扩大券商的规模,而且还可以防止前两种方式的弊端。

再次是国内券商的经营范围将大大扩展。一方面,资本市场的开放必然导致业务的国际化和客户的全球化,加入WTO的国内券商不仅立足于国内,而且还要在国际证券市场上开发各种业务,同时由于业务的国际化必然导致客户的全球化,从而使国内券商的经营空间范围大大扩展;另一方面,加入WTO必然导致经营业务的多元化,由于业务国际化,对于国外的一些新金融工具必然引入国内券商的经营范围,为了同国外券商竞争国内市场,一些原来国内券商一般不介入的业务如项目融资、公司并购及信息咨询等也将成为国内券商经营的对象,从而实现经营多元化。

#### 四、加入WTO对我国证券监管的影响

资本市场的开放在创造机会的同时,也创造了危险的种子,尤其是发展中国家,资本市场开放会导致外国资金的大量流入,如果对其不加以限制,将可能导致毁灭性的打击,1994年墨西哥的比索危机和1997-1998年亚洲的货币危机就是典型的事例。世界银行的Joseph Stiglitz曾经讲到:“没有障碍的资本流动的好处被夸大了,短期投资有时可以引发货币危机。”国际货币基金组织的执行主席Michael Camdessus提醒大家警惕“不顾及风险,开放资本市场的狂热。”因此,我国在逐步开放证券市场时应加强对证券市场的监管,防患于未然。

我国目前对证券市场的监管属于政府主导型,随着WTO的加入,政府的直接干预程度可能有所降低。但由于我国证券市场还处于起步阶段,证券市场整体规模和水平较低,如果政府在监(下转第48页)

答 :JIT 系统的使用是为了消除浪费、降低成本 ,做到柔性生产 ,以提高产品的竞争力 ,最终使利润增加 ,然而 JIT 系统需要一系列的保证体系支持 ,这些保证体系大致有 :

- (1) 企业教育和开发人力资源以及全员合理化建议活动为 JIT 系统提供了基础保证 ;
- (2) 全面质量管理体系 (TQM) 和作业自动化体系为 JIT 系统提供了质量保证 ;
- (3) 设备的合理布局和快速整备体系以及多技能、标准化、同步化作业体系为 JIT 系统的小批量、均衡的生产提供了作业保证 ;
- (4) 生产需求拉动的看板管理为 JIT 系统的及时 (准时) 化生产提供了效率保证。

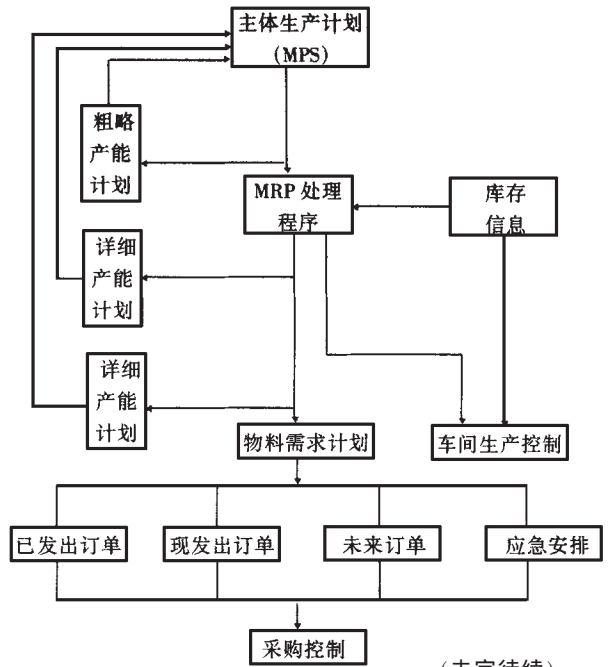
33. 何谓 MRP?

答 :MRP 是 Material requirements plan 的缩写 ,中文可译为原材料需求供应计划。该计划可明确显示出任一单个物件发生变化时 ,有哪些原材料组备件 ,将受到影响的程度 ,并通过周期计算以最合理的时间将原材料、组备件供应到最恰当的地点。

34. MRP 系统有何优越性?

- 答 :使用 MRP 系统有以下 5 条优越性 :
- (1) 及时动态跟踪与控制、应变迅速 ;
  - (2) 缩短原材料、组备件订货提前期 ;
  - (3) 可减少原材料、组备件的库存成本 ;

- (4) 周密计划可减少因原材料、组备件供应不足所造成的生产内部调整 ;
  - (5) 提高成品生产、交货的即使比率。
35. 请图示 MRP 系统的构成 (局部)。  
答 :(见下图)



(未完待续)

(上接第 39 页)管过程中不进行相应调整 ,那么我国证券市场难以经受加入 WTO 后的冲击。因此 ,我国目前应该在以下几个方面加强监管 ;首先 ,对市场准入的门槛予以规范 ,提高上市公司的质量 ,防止某些不良企业通过简单包装上市。其次 ,加强对中介机构的监管 ,尤其是证券公司 ,会计师事务所及律师事务所 ,如果这些中介能够依法办事 ,那么不合格的公司就难以上市 ,而且目前我国许多内幕交易、操纵市场等违法违规活动往往与这些机构有关 ,应该强化他们的责任和义务 ,加大处罚力度。第三 ,加大信息披露的力度 ,加强对中小股东合法权益的保护 ,以促进我国证券市场的健康运行。另一方面 ,在证监会加强监管的同时 ,充分发挥证券交易所的自律组织的作用。

总体而言 ,加入 WTO 对我国证券市场利大于弊 ,但我国证券市场规模还不及纽约证券交易所的十分之一 ,而证券公司及上市公司相对于国外著名的证券公司的上市公司而言更是弱小 ,因此在加入

WTO 初期 ,我国的证券市场可能会出现波动 ,甚至可能会危及我国证券市场的生存。因此 ,我国应该加强对证券市场的规范及增强我国证券公司和上市公司的实力以适应加入 WTO 后的冲击。当然 ,加入 WTO 后 ,我国证券市场并非不堪一击 ,首先 ,我国具有本土化优势 ,外国投资者进入中国往往通过与券商的合并的形式进行 ,这样有利于中国券商的规范和发展 ;其次 ,我国可以凭借发展中国家的优越 ,利用 WTO 对发展中国家实施的例外条款 ,在一定程度上限制外国券商竞争 ,保护国内券商。当然 ,这并不是永久之计 ,但至少可以给国内券商一个缓冲期 ,通过在缓冲期内不断壮大自己的实力以使与外国券商进行竞争。我国加入 WTO 已经进入倒计时 ,我国证券市场应该及早作出准备 ,通过各种积极措施来提高自己的竞争力 ,使我国证券市场能够进一步发展壮大 ,以适应不久的将来加入 WTO 的需要。