

QFII 制度的国民待遇问题研究

陈 孜

(厦门大学法学院,福建 厦门 361005)

[摘 要] 国民待遇原则既是《服务贸易总协定》(以下简称 GATS)的一项原则,也属 GATS 中具体承诺的义务。在我国证券市场大力引进 QFII 制度、逐步走向国际化的今天,我们有必要分析研究该制度下的国民待遇问题,正确看待目前的“游戏规则”、逐步改进,最终实现国内外证券市场的平等对接。国民待遇的两种模式的条款均不排斥对外资的优惠待遇,在这一点上它们的法律效果是一致的;但我们绝不提倡超国民待遇;国民待遇是 QFII 制度渐进式开放的需要。完善 QFII 制度国民待遇原则的对策建议是:提高我国投资者素质,壮大国内机构投资者;构建完善的市场监管体系;建立规范的信息披露机制;推进金融创新,丰富金融衍生工具。

[关键词] QFII 制度;国民待遇;超国民待遇;次国民待遇

[中图分类号] D922.28

[文献标识码] A

[文章编号] 1004-5295(2003)04-0091-04

一、QFII 国民待遇的法律依据和制度现状

GATS 第十七条规定,各缔约方以其承诺清单中所列的条件限制为准,以同等条件对其它缔约国的服务和提供者开放,与国内类似的服务或服务提供者相比较,不得有歧视。^①GATS 作为调整成员国国际服务贸易的一般规则,对金融自由化进程中的国民待遇原则作了总括规定,而在 GATS 金融服务贸易规则框架下的《关于金融服务承诺的谅解》(简称“谅解协议”)则规定得更具针对性,它提出了适用于金融服务的两项基本义务:

(1)有关成员应允许在其境内设立金融机构的外国金融服务提供者进入该成员境内由公共机构经营的结算和清算系统;获取在正常商业途径应获得的官方基金和资金再筹集的便利。

(2)在外国金融服务提供者进入成员境内自律性机构、证券或期货市场、清算机构和其他协会组织方面,有关成员应给予外国金融服务提供者国民待遇;当成员给予本国金融机构直接或间接的金融服务特权时,其境内外国金融机构也应享有。

“谅解协议”规定的这两项义务是成员之间履行具体承诺义务,实现金融服务商业存在市场准入的保障。允许外国金融服务提供者进入本国市场,并且在经营条件方面保障非歧视待遇是金融服务贸易自由化的必要条件。至于每个成员的自由化应达到何种程度,即选择在什么具体服务部门作出什么样的

市场准入和国民待遇的具体承诺,各成员享有自由裁量权。GATS 并不要求服务贸易领域的国民待遇一步到位。QFII 制度是新生的证券市场对外开放初期采取的一种模式,与其他服务提供者一样,给予 QFII 的国民待遇也不是绝对的。现实中其问题存在于两个方面——“超国民待遇”与“次国民待遇”。

(一)超国民待遇

超国民待遇指的是外资在东道国所享有的待遇高于东道国本国资本,其本质是一种优惠待遇。QFII 获得的超国民待遇也就是相对于国内机构投资者的优惠待遇。这主要体现在投资运作方面。例如 QFII《暂行办法》出台之前的 2002 年 11 月 4 日,中国证监会、财政部和国家经贸委联合发布了《关于向外资转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》。外资不仅可以购买上市公司发行的流通股,据此《通知》,还可以买国有股、法人股。而国有股、法人股在股权转让市场上,基本是围绕着净资产值,因此比价效应十分明显。如果外商的转让价以净资产或溢价或折扣成交的话,一旦外资股进入全流通,那么就会存在一个极大的获利套现的空间。虽然在 11 月 12 日,中国证监会有关部门负责人就此作出澄清,明确指出外商收购国有股和法人股不能流通,也没

① 张革:《GATS 国民待遇原则的法律分析及我国处理原则》,《南京大学法律评论》,2001 年第 1 期。

[收稿日期] 2003-04-30

[作者简介] 陈孜(1980—),男,福建省福州人,厦门大学经济法 2002 级硕士研究生,主要研究方向是金融法。

有考虑对外商受让的股份实行特殊的待遇而允许其转为流通股。但是笔者认为,《通知》中有规定,“外商在付清全部转让价款十二月后,可再转让其所购股份”,这样一来,只要证券市场存在全流通的远景趋势,就会形成大幅度套利的市场预期,外商就可以通过转让所购股份来取得高额投资回报。这种投资特权是国内机构投资者所不享有的。

不仅如此,在证监会表明的实施细则中,有关QFII购买基金不设比例限制的规定也是一种超国民待遇。《证券投资基金管理暂行办法》规定,禁止基金之间相互投资。其他的国内投资机构,如保险公司,依照《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》,“投资于单一证券投资基金的份额,不得超过该基金份额的10%”。而境外投资机构则可以购买国内的封闭式基金和开放式基金,且不受比例的限制。

(二)次国民待遇

QFII制度作为有限度地开放资本市场的过渡性制度,其功能定位于控制风险,抑制境外投机性游资对本国经济的冲击,推动资本市场的稳健开放。因此,该制度的核心就是限制和引导,本身就意味着一定程度上的次国民待遇。《暂行办法》为我国QFII制度定下了严格监管的基调。证监会发言人3月19日对QFII制度的具体操作问题进行细化解释和补充,扩大了合格投资者的范围,增加了可供投资的金融品种。但从总体上来看,整个制度还是较严格的,比较明显的有以下几点:

第一,《暂行办法》规定:“境外投资人管理资产不少于一百亿美元。”它表明了这样一种信息,只有规模较大、经验丰富的境外机构投资者才受到欢迎,而在无形之中把大量守法经营的中小机构拒之门外。这一定程度上不能表明对待外资的平等待遇原则,出现了寄希望于境外大机构成为QFII的“单打一”局面。

第二,在持股比例上,QFII与国内的基金待遇有所差别。就单个上市公司的持股比例而言,单个境外机构的投资限额与国内基金一样不得超过该公司总股本的10%;但是,全部境外机构对单个上市公司的持股上限为20%,而国内基金在这一点上没有限制。

第三,境外机构的投资范围受到《外商投资产业指导目录》的约束。也就是国家规定的一些限制性行业,外资仍然不能进入,例如:黄酒、名优白酒的制造业、毛纺(棉纺)织业、集装箱制造、电网建设等。

二、从国民待遇条款的两种模式看QFII超国民待遇的兼容性

先对我国QFII制度中对外资的超国民待遇的是非进行评析。这需从国民待遇的定义层面入手,通

过研究此类条款的两种模式,探讨国民待遇原则内涵对超国民待遇的兼容性。综观各国外资立法和国际投资条约的有关规定,对国民待遇的定义有以下两种:

一种模式给其下的定义为:东道国“给予外国投资的待遇应不低于(no less favourable than)其给予本国投资的待遇”。近年制定的各国外资法和签订的双边投资保护协定绝大多数采此意。例如,1994年《北美自由贸易协定》,1997年经合组织成员以及其他一些国家缔结的《多边投资协议》,对外资的国民待遇条款也均采用此种模式。显然,按照这种定义,从法律上看,国民待遇与东道国对外资实行高于内资的优惠待遇是相容的。

当然,也有少数国际投资法律文件采用另一种条款模式,即国民待遇是指东道国“给予外国投资者的待遇应等同于(as the same favourable as)其给予本国投资的待遇”。例如1986年中国与英国签订的双边投资保护协定^①。

可以看出,前一种规定使“国民待遇”成为最低标准待遇,即它只反对歧视外国投资者,而不反对给外国人的特权。条约采用这种措辞,是为了不妨碍东道国在特定时期,基于特定政策需要而施予外国人以某种特别优惠与便利的主权权利的正当行使。后一种规定从表面上看似与超国民待遇是冲突的。但其实此类规定也并不妨碍东道国在特殊情况下,对外国投资者提供特殊的优惠与便利。这是因为:

第一,在各国的投资保护协定中,与国民待遇并列的一般还有其他对外资的绝对待遇标准,如“公正与公平”待遇标准等。^②因此,在东道国对国内投资待遇很低的情况下,假如把国民待遇理解为外资获得的待遇与内资只能完全相同,而不能更高,那么,该东道国对外资的待遇可能就达不到“公正与公平”待遇标准,从而将导致两项待遇标准的冲突。显然,我们不能做这样的推定。

第二,许多订有国民待遇条款的双边投资保护协定都同时规定,该协定并不妨碍缔约一方根据其国内法和国际法给予缔约另一方投资者以优惠待遇。^③中国与摩洛哥签订的投资保护协定第8条就有此类“权利保留条款”(preservation of rights

^① 单文华:《外资国民待遇基本理论问题研究》,陈安主编《国际经济法论丛》第一卷,法律出版社1998年版,第244页;

^② 徐崇利:《试论我国对外资实行国民待遇标准的问题》,陈安主编《国际经济法论丛》第一卷,法律出版社1998年版,第184页;

^③ 参见联合国跨国公司中心:《双边投资条约》,1988年英文版,第55页。

clause),即便是条约中并没有这种明确规定,各东道国也可以从国家主权原则出发,作出这种特惠规定与安排。

由此可见,对于国民待遇的定义,我们不能绝对地、孤立地按其字面含义加以解释。两种模式的条款均不排斥对外资的优惠待遇,在这一点上它们的法律效果是一致的。同时,我们必须认识到,从法理上看,国民待遇原则是基于人人平等的人文思想,是要实现不分内外国人,一视同仁的目标。虽然超国民待遇于国民待遇在条约上与实践上是相兼容的,但绝不提倡。一些权威性的国际机构就对发展中国家的优惠提出质疑或诘难。1993年8月,在联合国贸发会“投资与资金流向”特设工作会议上,经合组织对发展中国家的外资鼓励政策作出的评价认为,东道国吸引外资最有效的方法在于创造一个拥有自由竞争规则的开放环境,而不是鼓励措施与优惠条件。因为这些做法往往改变了市场的真实性,并在客观上妨碍了依据商业标准作出国际投资的决定^①。因此笔者认为,一方面,对QFII实行国民待遇,并不包含必须取消对境外机构所给予的特权的意思;另一方面,国民待遇与超国民待遇的兼容性也并不意味着境外机构的特权与优惠将不会受到调整。我国给予QFII以超国民待遇,是营造有利的本国引资环境的需要;但出于市场公平的需要,我们终将逐步取消它们,而这种取消的最根本依据是本国引资环境中其它因素的增强。

三、对待次国民待遇的灵活性——QFII制度渐进式开放的机制需要

QFII制度中的超国民待遇是我国证券市场吸引外资,弥补我国证券市场投资环境不完善的现实选择。这种不完善包括了我国证券市场的现有缺陷,如市盈率过高、投机氛围较浓、上市公司信息披露透明度不高、投资品种单一等,同时也将作为QFII固有点并体现制度功能的次国民待遇涵盖在内。作为QFII享有的特权和优惠的对价,次国民待遇在国民待遇标准的灵活性范围之内,体现了对QFII监管力度逐步放宽的开放进程。

(一) QFII制度渐进开放的必要性

美国斯坦福大学的罗纳德·麦金农教授说过:“对一个曾高度受抑制的经济实行市场化,犹如在雷区行进,你的下一步很可能就是你的最后一步。”我国由计划经济体制向市场经济转轨的时间还不长,消除计划时代的影响还有待时日,经济体系尚显稚嫩。而QFII制度是一项过渡性措施,它必然与所在的新兴市场经济体系的客观实际相联系,整个机制的引入与推广、深化的过程应在遵守证券市场对外开放的一般规律的前提下完成,这样才能在利用全

球资源的同时趋利避害,稳健发展。

多数国家和地区实施的QFII制度均有一个由紧到松逐步放宽的过程。我国台湾地区证券市场对外开放的成功经验之一就是监管的逐步放开。自1991年正式实施QFII制度以来,其制度经历了三个阶段:间接投资阶段、有限度的直接开放阶段和最后完全的直接开放阶段,对QFII的资格条件、投资额度、投资范围、持股比例以及汇入汇出管制等投资限制越来越宽松^②。QFII的进入不仅使台湾证券市场逐步走向国际化,而且在投资理念的重塑、市场资金的供给和宏观市场的稳定方面令台湾证券市场受益匪浅。1997—1998年东南亚金融危机期间,台湾股市受到的冲击较小,渐进开放的QFII制度发挥了相当重要的作用^③。

再看我国的QFII制度,无论是超国民待遇还是次国民待遇,其实也都体现着渐进开放原则。第一,《暂行办法》规定所有类型合格境外机构投资者管理资金规模均不小于100亿美元,虽有准入条件苛刻、有失公平之嫌,但这也是在开放初期的现实环境下对资格条件提出的合宜要求。这样的限制之下,满足条件的机构一般都是经营时间长、运作规范、管理资产经验丰富的境外机构,同时它们也对中国经济发展和证券市场具有长期看好的投资信心,有利于国内市场投资价值的长期培育和投资理念的成熟。而对境外资金的额度控制和总控股比例限制体现了维护金融安全和国计民生的立法考虑。还有,《外商投资产业指导目录》限制外商投资范围,是为QFII的投资提供政策导向,使证券市场上国外资金的流入与中国国民经济和社会发展规划相适应,推进经济结构的战略性调整。总之,QFII制度下的次国民待遇反映出管理层在开放资本市场的审慎态度,同时也预示着对QFII限制政策的放松空间还很大。

第二,《通知》允许境外投资机构购买上市公司国有股和法人股,主要解决的是上市公司的外资并购的问题,同时也是为QFII制度的正式推出扫清法律障碍。这是因为流通股的存在是我国股市的一大不确定因素,始终会是外资的心病。允许其购买非流通股,且允许其持有一定期限后可转让,相当程度上减轻或消除了市场进入者的疑虑。再者,与“实施细则”给予QFII可投资国内基金且不受比例限制的便利相对应,正因为准入的资格条件上设置了高门

① 李万强:《我国外资法规的若干问题》,《国际经济合作》1995年第4期,第55页;

② 谭小芬,纬恩:《QFII理论框架、经验借鉴及其制度设计》,《中国外汇管理》2002年第9期,第15页;

③ 王修华:《QFII制度:我国证券市场对外开放的现实选择》,《贵州财经学院学报》2002年第4期,第26页。

槛,有充分理由相信境外大机构可以带来成熟的投资理念,加速我国机构投资者健康成长。在这个意义上,超国民待遇与次国民待遇是互为对价的。

(二) QFII 制度的逐步开放是国民待遇原则的灵活性所允许的

在 GATS 协议中,国民待遇条款并没有出现在第二部分的“一般义务和纪律”条款中,而是体现在第三部分“具体承诺”的有关要求中。根据第十九条规定,各成员可以根据各自的国家政策目标和服务业发展水平来确定具体承担的义务,给予发展中国家适当的灵活性。国际服务贸易中的国民待遇的实施是一个逐步渐进的过程,GATS 并不要求服务贸易领域的国民待遇一步到位。

从各国的实践来看,任何国家在引进外资时,都必须考虑本国关键性经济部门的保护和发展问题,必须权衡外资竞争力对本国经济和企业发展的影响,没有也不可能无条件地实行国民待遇^①。由于中国资本市场发育不成熟及国内货币体系的脆弱性,在向金融市场一体化进一步迈进时,我们多关注资本市场开放的次序和途径是适当且合理的。而且我国《对外贸易法》第二十二条规定:“国家促进国际服务贸易的逐步发展。”这为给予 QFII 的国民待遇原则的逐步实施提供了国内法依据。

四、完善 QFII 制度国民待遇原则的对策建议

套用一句老话,QFII 制度中的超国民待遇和次国民待遇,是发展中的问题,要靠发展来解决。它们在当前的市场环境下有存在的合宜性,但并不意味着它们不该被逐步取消。要实现整个证券市场的游戏规则与国际接轨,搭建国内外市场平等对接的“资本—市场对话平台”,我们必须完善 QFII 制度的国民待遇原则,而 QFII 国民待遇实现程度的提升,又依赖于证券市场的自身综合发展与相关配套制度的改革。因此,笔者提出的这些对策建议都是关于实现国民待遇原则的配套设施建设的。只有相关经济环境条件具备了,我们才能很好地消除 QFII 的次国民待遇,并在超国民待遇问题上实现内资向外资靠拢,最终实现 QFII 国民化。

(一) 提高我国投资者素质,壮大国内机构投资者

QFII 制度以严格的资格限制对境外投资机构设置门槛,是对尚显幼稚的国内投资机构的一种保护。国外资金的大量流入增加了二级市场不稳定的因素;中国股市与国外股市的关联度将会加大,其影响因素会更加复杂,不排除国内基本经济因素完全正常的情况下,由于受国外经济因素影响而出现较剧烈波动的可能。因此,要降低准入门槛、逐步取消对外资的次国民待遇,提升国内投资者素质是一要

务。要继续推行“超常规发展战略投资者”的政策,培育、壮大国内机构的资金实力和投资规模;加强对散户投资者的投资理念宣传教育,使长期投资蔚然成风,营造理性、稳健的市场投资环境。

(二) 构建完善的市场监管体系

在 QFII 制度完全的国民待遇下,宽松的准入机制将加大对我国金融监管机构的挑战,监管力量的薄弱将会显现,国外资本在逐利性的作用下可能会威胁到国内证券市场的良性发展。因此,逐步完善国民待遇,要求我们借鉴国际惯例提高监管水平和监管的市场化程度,构筑完善的市场监管体系。宏观上,一方面从市场准入、发行、交易、市场退出等多方面推行市场化原则,推动国内证券市场的运行机制与国际接轨;另一方面,通过有力的监管规范市场主体的行为,夯实市场基础。微观上,使用这种外部监督力量促使上市公司强化治理机制,规范经营行为,提升经营业绩,以增加 QFII 的投资热情。

(三) 建立规范的信息披露机制

逐步取消给予外资的超国民待遇,意味着我国的证券市场应具备良好的投资环境和公平的竞争机制以维持乃至提升外资的投资热情。目前,我国证券市场信息披露的不规范,已经导致市场中操纵行为的泛滥。对可能处于信息劣势地位的担心,是外国投资者进入的主要障碍。为此,我们应通过动态监管,充分借助中介机构的力量等措施来解决信息披露的失真问题,建立起一套公开透明、纲目兼备、层次清晰、易于操作、公平执行的信息披露体系。只有这样,QFII 才有信心持续地投资中国证券市场,QFII 制度才能走上健康发展的轨道。

(四) 推进金融创新,丰富金融衍生工具

国内股市缺乏有效规避风险的金融衍生工具也是对 QFII 吸引力的不利因素,是取消超国民待遇的障碍。证券市场中金融产品的多寡,以及市场中是否允许衍生性金融产品避险,往往是决定该市场“厚”或“薄”的主要指标,即代表该市场能够忍受风险的程度。金融衍生产品越发达的证券市场,其能够忍受风险的程度就越高。目前我国投资者可用的金融工具非常稀少,股票是投资者投资的主要选择。在此情况下,QFII 进入 A 股市场,只能通过频繁交易或现股交易的方式避险,这一点将被 QFII 记入投资成本。因此,我们要逐步建立和完善金融期货市场,鼓励金融产品创新,创造条件开放金融衍生产品市场,推出新的交易品种。

[责任编辑:赵连志]

^① 姚梅镇主编:《比较贸易法》,武汉大学出版社 1993 年版,第 309 页。