

中国股票市场国际化对股市制度与结构的影响

潘昌凤

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

内容摘要: 本文首先回顾了国际金融体制的演变, 金融自由化推动了国际金融市场和国际金融体制发生巨大变化; 接着在此基础上阐述了资本市场国际化规律以及中国股市的国际化进程; 最后分析了中国股票市场国际化对中国股市制度和结构变迁的影响, 认为国际化促使中国股票市场法律制度完善, 改变了上市公司的股权结构、二级市场投资者结构以及引导投资者行为变化。

关键词: 国际化; 股市制度; 结构

作为资本市场核心的股票市场, 在中国已经加入 WTO 的情况下, 无论是市场制度的变迁, 还是市场结构的变迁, 都受国际化这一外部因素冲击的直接影响。国际化乃是中国股市制度和结构变迁的最根本的原因之一。

一、国际金融体制的演变

20 世纪 70 年代初, 以美元为中心的布雷顿森林体系由于其内在的矛盾而瓦解, 成熟市场经济国家相继放松了对金融的管制。80 年代后期, 在英国等发达国家进行了废除证券交易固定佣金制度、允许券商同时从事自营和代理业务、向外资开放国内金融市场等一系列的金融自由化改革。特别是进入 20 世纪 90 年代以后, 金融自由化作为金融全球化的制度基础, 在各国的金融制度安排和金融改革中成为普遍现象¹。

(一) 国际金融市场的变化

国际金融市场在金融自由化浪潮的推动下发生了多方面的演变。根据陈国庆(1998)教授的总结², 演变具有以下几个特征: (1) 国际金融市场的规模空前增长; (2) 世界金融市场日益一体化; (3) 派生品(衍生品)市场的增长远快于现货市场, 场外交易市场的发展远快于有组织的交易所; (4) 机构投资者的作用日益重要。

(二) 国际金融体制的演变

正是在金融自由化的推动之下, 金融市场的巨大变化带来了国际金融体制的一系列变化:

1、放松政府在金融市场准入和业务范围方面的管制

自 20 世纪 80 年代末、90 年代初以来, 世界经济一体化进程加快, 受金融自由化的影响, 无论是发达国家还是发展中国家, 都放松了对金融市场的准入管制。

发达国家: 美国作为发达国家的代表, 于 1999 年 11 月以“现代金融服务法”取代了 1933 年制定的“格拉斯——斯蒂格尔法”, 允许商业银行、保险公司、投资银行混业经营。从而基本上取消了金融机构业务范围上的管制。在欧盟, 为促进欧洲经济共同体内的金融市场一体化, 采取了统一监管标准, 互相承认金融执照等措施, 有力推动了欧洲国家之间的金融机构相互渗透, 从而放松了对外资金融机构的准入管制。

发展中国家: 政府一方面放松了外资金融机构的准入管制, 对外资金融机构逐步开放; 另一方面, 对国内市场实行开放, 放松甚至取消了政府在金融机构业务经营范围、跨地区经营等方面的管制, 有力地扩大和推动了国内金融机构之间的竞争。在国内市场的准入方面, 逐步放松政府

¹ 王国刚主编:《全球金融发展趋势》P52, 社会科学文献出版社, 2003 年 9 月第一版

² 陈国庆: <晚近国际金融市场的发展变化>, 钱荣堃、马君潞主编《国际金融市场与制度创新》P149, 南开大学出版社, 1998 年 10 月第一版

对市场的垄断，引入竞争机制，允许民营机构进入银行等金融行业。

2、放松政府对金融产品的价格管制，扩大和推动了国内金融机构之间的竞争

市场经济最直接的体现，在于产品质量、数量一定的条件下，通过充分的价格竞争来实现交易。无论是在发达国家，还是发展中国家，金融业的产品价格和服务价格，普遍存在政府管制。金融产品的价格从形成到波动，都受到政府干预的制约。金融自由化则放松了政府对金融产品价格的管制。价格管制的放松，有力地促进了金融机构之间的竞争，从而提高了金融机构的服务质量和服务水平，增强了国际化竞争能力。

3、通过金融自由化缩小政府垄断范围，通过出售政府企业和加快经济民营化过程，推动证券市场的快速发展

20 世纪 90 年代，欧洲发达国家和日本等，在原来主要由政府控制的领域实行广泛的股份化改革，以减少政府在铁路、航空、邮政、电信、电力及自来水等带有公用事业特征企业中的股份，并鼓励公众分散持股。另外，政府还向各类保险基金、养老基金开放股票市场和国外证券市场，并提供证券投资税收优惠等措施，极大地促进了各国证券市场的发展。

在发展中国家，政府通过民营化，大量出售国有企业股份，也促成新兴市场经济国家证券、股票市场的快速发展。

4、金融自由化推进了各国金融市场的国际化进程

信息技术的进步、金融管理方式的转变、以及企业微观机制的股份化发展，推动了金融自由化，并最终促成金融全球化。国际资本的快速流动是金融全球化的核心标志。国际资本流动主要以对外直接投资（FDI）、证券投资和国际信贷等三种方式进行。随着全球化的进行，国际资本流向发展中国家的规模不断扩大（见表 1 1984——2000 年发展中国家的资本流入）。随着国际证券投资的活跃，跨国并购成为最重要的资本流动方式之一。根据这一特点，发展中国家也通过发展证券市场，对外开放股权资本投资市场来吸引外资。但是，随着金融市场的国际化，大量短期性国际资本快速流动，也成了引发国际金融市场动荡不安的重要因素。90 年代以来，无论是俄罗斯金融危机，还是亚洲金融危机，随处可见国际上以寻求短期投机收益为目的的证券投资基金和对冲基金的身影。

表 1 1984——2000 年发展中国家的资本流入 单位：亿美元

科目	1984	1986	1988	1990	1992	1994	1996	1998	2000
净外资融资总额	607	779	547	993	1447	1538	2202	1728	1671
直接投资与股本性投资	138	106	163	207	408	1002	1255	1250	1344
对外借款净额	342	542	269	721	1005	498	887	324	280
海外银行借款	106	48	78	390	139	-278	223	182	4

资料来源：王国刚主编：《全球金融发展趋势》P15

二、中国股市的国际化进程

20 世纪 90 年代以来，世界金融一体化给资本市场国际化进程带来了质的飞跃。国际投资的发展，推进了各国经济相互渗透的程度。国际资本流动的根本原因：在于通过资本的流动降低生产成本，减少风险，提高收益。国际资本流动的现实基础：在于各国经济发展水平的不同，有的国家资本剩余，而有的国家则资本不足、缺少发展经济所需要的投资。金融自由化促使发展中国家开放股本投资市场，以利于更好地吸引外资。

（一）国际化是股票市场发展的必然选择

国际经济一体化过程中，中国经济的对外依存度越来越高，生产的国际化和市场的国际化趋向日益明显。国际化的生产需要国际化的资本市场。作为资本市场核心的股票市场，国际化是其必然选择。原因在于：（1）国民经济高速增长需要大量的资金，为弥补国内资金不足，迫切需要建设有效的国际融资渠道。而且，中国作为增长最快的经济体之一，客观上存在着巨大的投资

机会，对寻求更高利润率的国际资本具有强烈的吸引力。(2) 中国国有企业改革的目的是建立现代企业制度，而国际化的资本市场，有利于建立一套与国际惯例相适应的现代企业制度。(3) 资本作为一种重要的稀缺资源，其逐利的本性要求具有良好的流动性。金融自由化以来，国际资本流动的证券化趋势日益明显。股票市场的国际化，可以使我国的经济更好的适应当前国际资本流动的证券化总体趋势。

(二) 资本市场国际化的发展规律

从国际经验看，资本市场的国际化，是一个分阶段演进的过程，有一定的规律可循。根据美国学者 Michale G. Papaioannona 和 Lawence K. Duke 对世界主要发展中国家资本市场发展历程的研究，发展中国家股票市场的国际化过程一般都要经历四个阶段。

第一阶段，随着市场的逐步成熟，股票价格上升，股票作为投资对象像储蓄和债券一样日益普及，市场的流动性和风险调节收益也日益增加。作为市场总体变化的结果是市场信用度的逐步提高。

第二阶段，随着经济对低成本筹集资金渠道需求的增加，政府开始着手改革国内金融部门，逐步放松国内市场的管制，并加强交易市场的电子化、简化上市审批程序、放宽证券公司设立的限制、建立公认的国际会计准则等一系列制度性基础设施建设。从而导致建立有利于增加金融交易透明度的法律法规体系。

第三阶段，随着市场稳定性的增加，一方面是投资者能够更为方便地获得新发行的股票和债券；另一方面包括国有企业、新兴的私有化公司、私营企业在内的企业为筹集资金纷纷发行股票。市场进入发行量迅速增长，市场交易活跃，金融中介机构纷纷成立，整体规模迅速壮大的时期。而且，由于市场对风险转化的需求增加，衍生出一系列的套期保值工具。

第四阶段，即市场成熟阶段。这一阶段，市场风险报酬与国际市场基本一致，市场发展更加稳定。

从发展中国家资本市场发展的一般过程和规律来看，它是一个从不成熟走向成熟，从不规范走向规范，从不稳定走向稳定，从高风险溢价到国际市场平均水平风险溢价的过程。

将一般性的资本市场发展规律与发展中国家的股票市场结合起来考察，新兴市场经济国家股票市场国际化的过程，是一个根据市场发展的实际情况逐步开放的过程。根据学者邢天才的研究和考察³，它一般经历完全封闭阶段、开放准备阶段、开放过渡阶段和开放成熟阶段。股票市场的开放，本身只能是一个由市场成熟情况决定的循序渐进过程。而且由于市场成熟程度的差别，在股票市场由封闭走向开放、由国内走向国际的不同阶段具有不同的特点（见表 2 新兴市场经济国家股票市场开放的阶段性）。根据我国的实际情况判断，中国股票市场基本上正处于由封闭市场向开放市场转变的过渡阶段。

表 2 新兴市场经济国家股票市场开放的阶段性

封闭市场阶段	开放尝试阶段	开放过渡阶段	开放成熟阶段
*交易工具极其单一 *证券市场规模狭小 *市场波动剧烈、投机盛行 *证券立法尚不完备 *基础设施发展滞后 *证券市场的行政性色彩严重 *间接融资占有绝对位置	*监管体系逐渐形成 *市场规模持续扩大 *机构投资者开始进入市场 *境内企业通过多种方式进行国际化融资 *清算交易系统完备 *市场选择机制开始发挥作用	*机构投资者群体形成 *有条件地允许外资进入国内证券市场 *逐步开放金融机构混业经营 *立法与监管手段进一步完善 *避险金融工具出现 *市场基准利率形成 *汇率形成机制日益灵活	*境外资金大量进入境内市场 *会计制度国际化 *机构投资者成为市场主体 *证券市场成为国际证券发行的分销目标 *完备立法监管手段 *金融衍生工具大量出现

资料来源：根据有关资料整理

(三) 股票市场国际化的具体实践

³ 邢天才著：《中外资本市场比较研究》P316，东北财经大学出版社 2003 年 4 月第一版

中国股票市场在建立正式的交易所市场之后，即进行了融资的国际化探索。先是在国内设立 B 股市场，继而开放企业到境外上市，然后批准设立中外合资的证券投资机构、以至于面向合格境外机构投资者开放 A 股市场等。归纳起来，中国股票市场自 1992 年以来开始的国际化探索，主要通过以下实践活动展开：

1、发展 B 股市场。1992 年 1 月 20 日，上海证券交易所发行了我国第一只人民币特种股票（B 股）上海“电真空”B 股。该股票由瑞士银行、美国所罗门兄弟公司、香港新鸿基有限公司、以及上海申银、海通、万国三家国内证券公司共同包销。到 1998 年 8 月，沪、深证券交易所共有 B 股 106 家。到 2001 年底 B 股流通总市值约为 210 亿美元。B 股市场的创立，其初衷是为了满足国内企业通过资本市场获取外汇的需要。它既标志着外资引进的新阶段，也是我国股票市场国际化的开始。

2、积极开展境外融资。1993 年“青岛啤酒”首开境外上市。1997 年，共有 26 家企业发行了 H 股和 N 股，其中 21 家单独在香港上市，3 家在香港和纽约上市。这 26 家公司共筹集外资 49 亿美元。另外，还进行境外间接上市，到 1997 年底共有 10 多家企业通过境外发行存托凭证（ADR）到美国上市。到 2005 年 6 月底，国内注册企业共 116 家赴境外上市发行（其中 2 家已经退市），累计筹资 423.23 亿美元。13 年当中，2004 年是我国企业赴境外筹资最多的一年，当年累计筹集 78.26 亿美元。2005 年上半年，“交通银行”等 4 家企业境外上市，共筹集 74.26 亿美元。

其实，截止到 2005 年底，中国股票市场的国际化探索，主要是融资的国际化，其的主要方式与特点可以简要归纳如表 3（表 3 股票市场国际化融资的方式与特点）所示：

表 3 股票市场国际化融资的方式与特点

股票融资的方式	各融资方式的特点	实际执行情况或案例
发行境内人民币特种股票（B 股）	*国内注册企业境内直接筹集外资 *外国投资者在境内股市直接开户交易 *国外投资银行按国际标准境内参与发行股票	自 1991 年底到 1998 年 8 月沪、深交易所共发行 B 股 106 家
境内企业境外发行股票、境外上市	*引进国际标准的会计、审计制度 *通过路演、推介会等让国外投资者了解国有企业 *通过引入外资完善国有企业治理结构	经中国证监会批准在香港发行 H 股，并经港交所批准后上市交易；发行 N 股，并在纽约证券交易所上市。
境外中资企业在境外发行股票、境外上市	*境外注册并长期境外经营的中资企业在境外筹集资金。 *企业会计制度、审计制度等与国际接轨，容易达到境外股票市场的上市标准。 *上市后接受上市地的监管	如“中国海外”、“中旅香港”在香港联交所上市
收购上市公司、实现间接上市(买壳上市)	*以现金收购或股票交换的方式控制境外上市公司的部分或全部股权，通过资产置换注入母公司资产，实现间接上市。 *可以避免境外严格的上市规定和繁杂的上市程序。 *改善企业治理结构 and 市场形象	中国国际信托投资公司收购香港上市公司“泰富发展”后更名为“泰富国际”
发行存托凭证（DR），境外融资	*将境内上市公司的股票委托境外中介机构保管，保管机构在当地发行代表该股票的替代证券。 *避开 DR 发行地对外国公司发行股票的严格要求。 *可多国同时发行，有利于扩大投资者范围，增加股票的流动性。 *利于提高公司在发行地区的知名度。	目前有“山东华能”、“上海氯碱”、“二纺机”、“华能国际”、“深深房”、“上海轮胎”、“仪征化纤”等上市公司，通过发行美国存股凭证（ADR）在纽约交易所上市交易或场外交易。
境内企业设立境外关联企业、借助关联企业实现境外上市（造壳上市）	*通过设立有明确产权关系的境外关联企业，实现关联企业境外上市，境内企业再以其资产与业务对上市公司增资扩股，达到境外上市目的。 *比直接申请上市容易，上市时间更短、成本更低。 *比买壳上市所需时间更长，手续更复杂。	“上海宝业”、“深业控股”、“北京控股”等一批在香港上市的所谓“红筹股”，均通过造壳实现境外上市，既受到海外投资机构的重视，也在香港市场产生了巨大影响。

注：作者参照有关资料整理

3、2001 年至今的 A 股市场逐步向外资开放。A 股市场自 2002 年以来逐步对外开放。2002 年 11 月 5 日，中国证券监督管理委员会和中国人民银行联合发布《合格境外机构投资者境内证券投资

资管理暂行办法》。该办法自 2002 年 12 月 1 日起施行。2003 年瑞士银行首批获得 QFII 资格。2005 年第二季度，又有德意志银行、摩根斯坦利、高盛、荷兰商业银行等 QFII 机构获得 6.5 亿美元新增投资额度。2002 年推出 QFII 试点时，证监会宣布累计投资额度上限为 40 亿美元，在达到该额度上限后，又于 2005 年 7 月 11 日宣布将 QFII 总额度增加 60 亿美元、至 100 亿美元。到 2006 年 6 月，共批准 40 家 QFII，其中获得投资额度的共 36 家，总的额度为 71.45 亿美元。

《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》的出台，外资收购我国上市公司的限制也基本解除。2005 年底，我国外汇储备上升至 8189 亿美元，我国对外投资的能力和内在要求均已大幅度提高。资本市场的对外开放，不单是要考虑单向的引入外资问题，而且要考虑如何通过资本市场开放对外投资渠道问题。

在中外合资金融机构方面，到 2006 年 6 月底，共有中外合资证券公司 5 家，中外合资基金公司 16 家，QFII 共 40 家。另外，中国证监会还与 29 个国家和地区的相关监管机构签署了监管合作备忘录。

三、国际化对中国股市制度和结构变迁的影响

（一）股市国际化的本质要求

股票市场国际化，本质上是一个与国际接轨的渐进过程。它需要解决以下三个问题：（1）如何确定接轨的起点？它主要解决投资理念和估值方法。投资理念的国际化意味着对企业价值、持续增长、和稳定回报的追求；估值方法的国际化意味着要从公司价值的角度来对金融资产进行定价。（2）与谁接轨？主要解决市场不同层次的问题与相应成熟度的市场接轨问题。国际上不同的经济体有所谓成熟市场与新兴市场之分。对于投资理念和估值方法应当与欧美成熟市场接轨，以利于借鉴其先进制度和先进工具；对于股票价格水平则应与借鉴新兴市场接轨，这有利于具有新兴市场属性的中国股票市场合理估值。（3）如何接轨？这主要解决行业估值、资产流动性差异及治理结构问题。估值的国际化接轨将使在全球产业转移中处于上升阶段的行业、在全球经济中具有竞争力的行业、具有自身独特资源优势的行业获得更高溢价。同时不同风格资产间的流动性差异会得到更多重视，不同类型资产的估值差异会缩小。公司治理结构的接轨则要求更多的公司治理结构得到改善，治理结构良好的公司将更受市场重视，获得更高的估值。

（二）国际化所面临的主要问题

目前中国股票市场的国际化主要面临以下问题：（1）中国股市封闭程度极高。1980 年美国人买卖外国证券的规模为 530 亿美元，2004 年增长为 74000 亿美元；外国人买卖美国证券的数量 1980 年为 1980 亿美元，2004 年为 329500 亿美元。2004 年在美国上市的企业证券资产中，外国人持有的美国证券为 59000 亿美元，是美国本土居民持有量 24000 亿美元的 2.5 倍。相比而言，在我国本土上市企业证券资产中，外国人持有的证券资产只有 QFII 和 B 股（B 股因为 2001 年对境内投资者开放，许多 B 股股票资产实际上为本土投资者所持有）两类。到 2005 年底，两类市值合计为 1200 亿元人民币、折合约 150 亿美元。我国股票市场没有接受外国企业直接上市，从而极大地限制了外国人持有这些资产的可能性。（2）中国证券行业与海外成熟市场相比规模弱小，证券类资产规模与国际化程度相比银行业而言严重滞后。2005 年底，上海证券交易所全部上市公司股票价格较 2004 年末下跌 16.91%，全部 A 股流通市值约为 9800 亿元人民币。受此影响，我国证券行业陷入前所未有的困境，全行业连续三年亏损。以 2004 年为例，我国证券行业营业收入约 299 亿元，税后利润总额-192 亿元；同期美国证券业总收入由 2003 年的 2127 亿美元上涨 2273 亿美元。华尔街各投资机构仅 2004 年和 2005 年发放的奖金和花红就分别达 186 亿美元和 215 亿美元。在我国金融资产结构中，证券类资产规模占比极小。2004 年底，我国证券类资产总额 4578 亿元人民币，净资产约为 1000 亿元人民币；而同期的银行业资产为 31.6 万亿元人民币（2005 年是 37 万亿元人民币）。在国际化方面，整个证券业海外分支机构估计在 20 家以内；而银行业方面，单中国银行就有 560 个海外分支机构。（3）我国证券行业的劳动生产率与海外成熟市场相比十分低下 2004 年底，我国证券机构共有从业人员 9400 人，人均创造的收入为 32 万元人民币；而同期美国证券从业人员 80 万，人均创造的收入为 30 万美元。

（三）股市国际化所应该具备的条件

股市与国际接轨所面临的一系列困难，原因在于与股市有关的一系列基础性工作落后于国际化的要求。为此，必须从以下方面创造与国际接轨的基本条件：（1）建立中国经济正常运转的微观基础，基本完成国有企业的改革，国有企业基本上从竞争性行业中退出。国有企业改革的核心任务是建立现代企业制度，确保企业具有竞争活力。只有解决了企业的竞争力问题，才能有效提高股票市场的投资收益率。某种程度上讲，决定国股票市场价格运动趋势的核心是上市公司的分红回报。一定时期内，在货币供应等宏观因素基本不变的前提下，决定价格涨跌的是市场需求，而市场需求直接由资金量决定。资金的流入与流出主要看上市公司的分红回报高低。上市公司的良好业绩是股票市场长期稳定发展的基础。完善公司治理，加强投资者权益保护，提高投资回报是发展我国股票市场最紧迫的任务之一。（2）基本完成金融体制改革。金融体制改革的核心是国有商业银行的体制改革，要在国有银行中建立现代企业制度，引入市场竞争机制，在此基础上实现银证混业经营。（3）基本完成股权分置改革。中国股票市场上上市公司国有股一股独大、且不流通，严重损害流通股股东的利益，最后导致中国股票市场融资功能基本丧失。股权分置问题的解决能够极大地推动中国资本市场的发展。（4）建立社会保障体制。是社会保障体制改革的基本完成是中国资本市场能否真正实现国际化的最重要前提之一。不能顺利完成社会保障体制改革，则国有企业从竞争性行业退出、建立国有企业的现代企业制度、解除企业承担的社会功能等，都不可能顺利完成。没有实行现代企业制度的微观基础，就不可能有与国际接轨的股票市场。（5）扩大股票市场规模、创新投资工具。目前中国股市较整体经济而言，规模太小，直接融资占总融资的比重尚不足一成。股票市场不能反映经济基本面情况，上市公司不具有充分的代表性。股票市场投资工具单一，严重缺少分散风险的套期保值金融衍生工具。国内股票市场由于规模小、国际化程度低、治理结构不完善等原因，自 2001 年以来，融资功能逐步萎缩，导致中国优质企业被迫选择海外上市。中国证券市场的国际化步伐，只能是随着上述问题的逐步解决而稳步推进。

（四）国际化对中国股市制度与结构的影响

国际化通过影响市场制度和市场结构的变迁过程来改变中国的股票市场。直观地看，中国股市的对外开放过程，是一个外资、外企引进来（引进国外战略投资者，引进 QFII 等）；国内企业和资金走出去的过程（企业境外发行上市，QDII）。深层次地看，中国股市的对外开放过程，其实是一个从市场制度到市场结构的与国际接轨的过程，其中，最为核心的是上市公司价值的估值标准与国际接轨的过程。

1、国际化对市场制度的影响

中国经济处于由计划经济向市场经济转轨的特殊时期，股票市场的对外开放，首先是政府外资准入制度的放宽；然后，是对发行上市制度、交易制度、并购制度、监管制度等一系列市场制度，做出符合国际惯例的调整，使之与国际接轨。

股票市场在中国 2001 年加入 WTO 之后，出台了一系列的对外开放的法规和制度。如：2002 年出台了《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》、《合格境外机构投资者境内证券投资暂行管理办法》、《利用外资改组国有企业暂行规定》；2003 年出台了《外国投资者并购境内企业暂行规定》；2005 年出台了《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》；2006 年出台了《关于外国投资者并购境内企业的规定》。这些法规和制度的出台，有力地推动了中国股票市场的国际化进程，并对中国股市的市场结构产生了极其深远的影响。

2、国际化对市场结构的影响

因应国际化所做出的市场制度的改变，必然引起市场结构的改变，并最终通过股票价格的波动得到反映。国际化对股票市场结构的影响，主要表现在：

（1）上市公司的股权结构发生变化：QFII 制度的实施，改变了上市公司流通股股东的结构；引入外国战略投资者的制度，从发行环节改变了原有的一股独大、国有大股东绝对控股的股权结构；外资并购境内企业的制度，为外资企业境内上市开辟了渠道。

(2) 改变了二级市场投资者结构: QFII 的引入, 直接改变了股票流通市场的投资者结构。到 2006 年 7 月, 获得批准进入中国的 QFII 已有 45 家, 其中, 41 家机构共获批 74.95 亿美元额度。另外, 对 QFII 的持股统计显示: 2006 年 1 季度, QFII 持有 169 只 A 股的共 180 亿元市值的股票。QFII 已经成为继基金之后, 中国股票市场最重要的机构投资者。

(3) 引导投资者行为发生变化: 外资无论是战略投资者, 还是 QFII, 本着成熟市场的估值方法和估值理念选择投资对象, 对国内投资者的行为产生了重大的影响。特别是 QFII, 自进入中国股市以来, 其二级市场股票的选择思路、投资理念、投资时机、买卖的价位均大大超前于国内证券投资基金等机构投资者, 已经起到了二级市场股票投资风向标的作用。

参考文献

- [1] 陈野华、陈永生:《中国证券市场发展的阶段性与制度建设》, 西南财经大学出版社, 1999。
- [2] 王国刚主编:《全球金融发展趋势》, 社会科学文献出版社, 2003。
- [3] 钱荣堃、马君璐主编:《国际金融市场与制度创新》, 南开大学出版社, 1998。
- [4] 林毅夫:《关于制度变迁的经济学理论: 诱致性变迁与强制性变迁》, 上海人民出版社, 1994。
- [5] 张育军:《中国证券市场发展的制度分析 (1978—1997)》, 经济科学出版社, 1998。
- [6] 胡继之:《中国股市的演进与制度变迁》, 经济科学出版社, 1999。
- [7] 拉坦:《诱致性制度变迁》, 载《诱致性创新》霍普金斯出版社, 1978。
- [8] D. C. 诺斯:《经济史中的结构与变迁》, 上海三联书店、上海人民出版社, 1994。
- [9] R. I. 麦金农:《经济市场化的次序——向市场经济过渡时期的金融控制》, 周庭熠、尹翔硕译, 上海三联书店, 上海人民出版社, 1997。
- [10] 拉坦, 速水:《迈向诱致性制度创新理论》,《发展研究杂志》, 1984 年 7 月。
- [11] 马金良:《中国证券市场的制度特征及其变迁》,《中国证券报》, 1998 年 7 月 9 日。
- [12] 宗兆昌:《强制性制度变迁及其对中国证券市场的影响》, 载《江海月刊》2005. 4。
- [13] 张维:《论中国证券市场的强制性制度变迁》, 载《现代经济探讨》2004 年第 7 期。
- [14] 陆国庆:《我国股票上市制度变迁的绩效分析》, 载《财经科学》2004/1 总 202 期。
- [15] 李纪明、方芳:《资本市场改革与公司治理变迁——QFII 制度对我国上市公司治理的影响分析》, 载《浙江社会科学》2005 年第 3 期。
- [16] Raymond Atje, and Boyan Jovanovic:《Stock Market and development》, European Economic review, 1993-4, 37.
- [17] Philip Arestis, Panicos O. Dementriades, and Kul B. Luintel:《Financial Development And Economic Growth: The Role of Stock Market》, Money, Credit and Banking, vol. 33, No. 1 (2, 2001).

The Influence of Stock Market Internationalization on Stock System and Structure in China

Pan Changfeng

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: This paper first reviews the evolution of international financial system, and financial liberalization promotes the tremendous change of international financial markets and the international financial system. Then it expounds the law of capital market internationalization and the process of stock market in China. Finally, it analyzes the influence of stock market internationalization on stock system and structure in China, and considers that internationalization has the laws and system of stock market perfect, has the structure of listed companies and investors of secondary market changed, and it guides investors' behavior changes.

Keywords: internationalization; stock market system; structure

收稿日期: 2007-7-11

作者简介: 潘昌凤, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 证券市场理论与实践