



联合国  
贸易和发展会议

Distr.  
GENERAL

TD/B/COM.2/12  
TD/B/COM.2/EM.4/3  
18 June 1998  
CHINESE  
Original: ENGLISH

贸易和发展理事会

投资、技术及相关的资金问题委员会

关于“国内资本市场的发展尤其是发展中国家  
资本市场的发展及其与外国证券投资的  
关系”专家会议报告

1998年5月27日至29日在日内瓦万国宫举行

目 录

	<u>页 次</u>
一、议定结论.....	2
二、主席的总结.....	4
三、组织事项.....	8
 <u>附 件</u>	
出席情况.....	10

## 一、议定结论<sup>1</sup>

1. 在对国内资本市场发展与外国证券投资的关系方面的问题进行了活跃的讨论之后，就下列问题形成了共识：

- (一) 会议认为，证券投资作为工业化国家以及发展中国家和转型期国家资金来源之一的重要性越来越大。而且，随着国内金融系统先进程度的提高，外国直接投资与外国证券投资的区别可能趋于不明显，原因是直接投资者可利用金融操作办法把外国直接投资转换为流动性较大的投资。
- (二) 如要保持资本自由流动的好处，就需要在国家与国际两级解决金融不稳定问题和金融动荡的负面社会——经济影响。在资本流动性高和金融不稳定的情况下，必需具备良好的宏观经济基本要素和合适的货币政策及财税政策，但仅此尚不足以吸引稳定的投资流量和避免金融动荡。
- (三) 会议还一致认为，预防金融危机的重要先决条件之一是具备一个健康的金融体系，这种体系要有良好的规章框架，要有得力的监督，既监督银行业部门的运作，也监督证券和保险业部门的运作。会议确认《巴塞尔委员会银行业有效监督核心原则》等国际议定原则的潜在好处。
- (四) 关于当前金融自由化进程的讨论表明，各国根据自己的发展水平和具体情况可能倾向于实施谨慎有序的内部金融自由化和对外金融自由化进程，先对自由化的每一个阶段的影响进行分析，然后再继续前进。
- (五) 此外还需鼓励国内储蓄以及国内资本市场和公共团体投资的发展，包括养恤基金和互助基金等集体投资办法，争取在投资方面不依赖外国融资。这样还会有助于尽可能减少国际金融危机的影响。
- (六) 各国根据具体国情选择和保持合适的汇率制度对于减少金融不稳定也有重要作用。

---

<sup>1</sup> 专家会议在 1998 年 5 月 29 日举行的闭幕全体会议上通过。

- (七) 会议一致认为，应鼓励区域合作，以期加强同一区域内的各国对付金融不稳定的能力。这种合作的形式可以是货币和金融合作，也可以是统一金融公开规则、会计标准以及实施规则。
- (八) 提高一国宏观和微观层次上的信息透明度至为重要。与市场经纪人有关的财务信息的透明度和质量以及统计数据 and 财务报表的统一也是十分重要的。
- (九) 极端重要的另一点是，针对金融市场全球化所构成的挑战改善当前的全球金融体系。
- (十) 建议贸发会议继续研究可采取哪些措施帮助发展中国家特别是最不发达国家制订能吸引外资稳定流入的适当政策。贸发会议秘书处应与其他有关国际机构和区域机构合作，在这一领域继续开展工作。

## 二、主席的总结

1. 资本流动和资产交易在补充国内储蓄、提供技术和专知、改进企业管理等方面的益处得到广泛承认。然而，需要设法更好地理解与金融市场广泛的自由化和全球化相联的危险，包括与新兴市场经济融入全球金融市场这一情况相联的危险。

2. 与会者普遍认为，鉴于变化中的国际金融市场结构，证券投资作为新兴市场外部融资的来源之一开始发挥重要作用。在有些新兴市场国家，由于国内资本市场得到发展，国内储蓄也越来越多地通过这些资本市场进入渠道。

3. 然而，虽然人们对较长期的证券投资表示欢迎，但也对这类投资的高度波动特点表示了关注。对于证券投资者在最近东亚金融危机过程中的作用存在不同的看法。一方面，有证据表明，证券投资者，特别是美国的互助基金，在东亚危机上的反应看来是有节制的。美国新兴市场互助基金股东稳定抽出了少部分投资，证券经纪人的购入售出虽与收益相联，但与市场波动度相比较，似也相当有限。另一方面则有人说，危机期间基础要素似乎较好的国家已得的投资被突然全面抽出，引起清偿能力激变、股市价格剧跌，对国内金融系统造成重大破坏。

4. 而对证券投资的波动性，人们提议在国家和区域两级采取一些新措施，诸如：

(一) 鼓励建立与互助基金不同的定额基金，因为在定额基金中的投资相对较为稳定(不受偿款义务约束)。然而，有人指出，投资者对于把资金放进定额基金的兴趣较小，因为这类基金往往以折扣价上市交易。

(二) 发放美国仓单和全球仓单及在区域一级发放其他类似金融工具，诸如东南亚仓单，这种仓单要在一区域的经济较强和较稳定的国家发放。有些与会者认为，发放美国仓单和全球仓单无助于国内资本市场的发展。这些金融工具可降低投资流量的波动性，但是，由于套利交易，当地市场不可能完全不受价格波动的影响。

(三) 采取专门措施鼓励外国证券投资的最低限度保持期(6个月至1年)。为确保有效，这些鼓励措施应在相邻各国或全区域统一实行。有些国家采取了按投资期区分税收待遇的制度。然而，这种税收鼓励措施不一定会有效地鼓励长期投资，因为尽管存在税收上的鼓励措施，但新的

信息还是会引发抛售。有人指出，税收鼓励和最低限度保持期应对外国投资者和国内投资者同等适用。然而，美国的互助基金按照法律上的规定只有 3 至 7 天的股份换现期，因此，实行最低限度保持期对于这些基金的投资来源无异无一种很强的压抑因素。有些国家对资本流入规定了准备金要求，这实际上等于规定了一种税收。

(四) 通过适当的立法和鼓励办法调动国内储蓄，以尽量减少对外资的依赖。在这方面，养恤基金和互助基金等国内团体投资基础的发展可帮助提高国内储蓄率。

(五) 与基金管理人建立对话，动员说服他们把新兴市场作为长期伙伴对待。

(六) 区域货币合作有助于尽可能减少区域内各国货币的失调，从而减少投机性冲扰的危险。有人提议为同一区域各国建立共同货币一揽子汇率固定挂钩办法，以减少竞争性贬值的发生。此外，宜在财务报告、企业公开、经营道德和法规执行等方面实行共同标准和规则，为此可从区域一级做起。

(七) 适当水平上的实际汇率稳定可以向投资者发出正确的信号，因此是鼓励优良投资的关键之一。名义汇率如有一定程度的灵活性，全固定汇率制度中固有的抵御汇率风险的隐含保障不复存在，而如果一国政府为维护固定汇率需付出昂贵代价则尤为如此。过度的汇率波动可损害外贸，造成企业成本上升，因此企业就需设法防范汇率波动。

5. 还有人指出，在较先进的市场，长期投资与短期投资(例如，直接投资与短期资本流动)的区别已不明显，因为外国直接投资者可利用复杂的金融操作办法提高投资的流动性。但是，这并不会消除外国直接投资与证券投资在特点上的根本差别：前者意味着长期承诺，后者则是因为受证券价格升跌产生的资本收益的影响。

6. 关于金融危机，有人提到，受影响国家为此付出的社会代价和经济代价极高。在这方面，有无良好的基本要素对于尽可能减少受金融风波影响的危险至为重要。然而，在最近的金融危机之后，涵盖基本要素的标准在范围上已超越了较传统的宏观经济因素，增加了新的内容，诸如国内金融市场的健康程度、银行规章、监督、破产法以及执行规则的质量等。

7. 关于发展融资的讨论表明，良好的金融系统应在国家和国际两级达到三个目标：(1) 切实积聚储蓄并高效率地分配储蓄；(2) 提供对付冲击的保障和缓冲机制以及对危机作出恰当的反应；(3) 为发展中国家提供顺畅稳定的私人资金流量。重要的不是先找到完善的制度再为达到这三个目标建立一种框架，而是落实一个可合理地认为较良好的框架，然后逐渐加以改进。

8. 关于第一个目标，它不一定意味着实行金融自由化，实际上，金融自由化在某些情况下会导致灾难性的后果；这个目标可能意味着要实行金融结构改革。关于第二个目标，要实行保障措施，就要有一个存款保险体系，要有最终贷款人、应急贷款额度，以及保持适足的官方准备金，包括联系流动性较大的资本流量重新调整外汇储备管理方向。在国际一级，也要有最终贷款人，诸如国际货币基金组织，以及有些情况下则是国际清算银行。争取实现三个目标的另一途径是具备合适的规章和监督框架。

9. 关于良好的银行业监督措施能否防止发生“资产泡沫”现象这一问题，有人认为，健康的宏观经济条件再加上良好的银行业监督措施可在一定程度上减少这种现象的发生，但不可能全部消除。还有人指出，虽然银行业监督措施的代价确实很高，但现已证明不良的监督造成的代价还要高。

10. 人们认为，在有效的银行业监督方面有五个先决条件：

- (一) 健全和可持续的宏观经济政策；
- (二) 健全成熟的公共基础结构，其中应包括一系列工商法律、明确的会计原则和规则、独立的审计以及为金融交易的清算服务的可靠而高效率的支付和结算系统；
- (三) 有效的市场纪律，这种纪律依靠的是为市场参与方提供的适足的信息、有适当的财政鼓励办法，以奖励管理良好的机构和安排，确保投资者不致无从了解有关决定的后果；
- (四) 能高效率地解决银行所遇问题的程序；
- (五) 提供适当程度系统保护的机制(或公共保障网络)。

11. 监督不可能也不应当就银行不发生失误作出保证。在市场经济中，失误是承担风险的一部分。实施是最重要的方面，这是一个性质决定必然相当长的过程，取决于一国在开始实施时的主导条件。核心原则是一整套准则，目的是为有效的银

行业监督提供总体框架，对此应联系具体国情和风险在国家一级加以补充。有些国家已存在有效执行准则所需的大部分法律和体制框架，因此可较快全面实施。另一些国家在这方面可能需要做一些重大的改变，需要较长时间，包括法律上的适当改革(以反映合同法、产权、抵押担保安排，以及各种破产安排)，以及采取措施在法律、会计、信贷分析和风险管理方面扩大熟练的市场业务人员队伍和私营部门机构(包括信贷评级机构和私营分析人)。

12. 有人指出，对所有银行都应加以有效的监督，不论其业务地点在何处都一样，包括设在海外金融中心的银行。提出的一个问题是，银行业监督职能是否应放在中央银行内；大多数国家认为，这一职能放在中央银行内比较合适、比较有效。监督框架应不仅涵盖银行，而且也涵盖非银行类金融机构，具体应包括证券公司和保险公司——金融系统的另外两个主要支柱。

13. 广泛认为，必需有一个存款保险体系，尽管这种制度有可能引起道义上的困难。人们提出了与设计这样一个体系相关的一些问题，诸如收费集资、公共供资、政府保证以及外国机构参与。

14. 除有关金融系统监督及法律框架的问题外，专家们还强调应慎重、有序地推行对内对外金融部门的自由化，尽可能减少金融风波的危险。普遍认为，应当先开展贸易自由化，然后再开展国内金融自由化，在此之后再进一步进行资本项目自由化。有人指出，一些对短期资本流动进行控制的国家也是受金融危机影响最小的国家。然而，各国不应由于控制资本而推迟在金融部门实施合理的政策和改革。

### 三、组织事项

#### A. 专家会议的召开

1. 遵照投资、技术及相关的资金问题委员会第二届会议于 1997 年 10 月 3 日举行的闭幕会议所提建议<sup>2</sup>，关于“国内资本市场的发展尤其是发展中国家和资本市场的发展及其与外国证券投资的关系”专家会议于 1998 年 5 月 27 日至 29 日在日内瓦万国宫举行。

#### B. 选举主席团成员

(议程项目 1)

2. 专家会议在开幕会议上选出主席团成员如下：

主 席： Franz Nauschnigg 先生(奥地利)

副主席兼报告员： Paul Melly 先生(肯尼亚)

#### C. 通过议程

(议程项目 2)

3. 在同次会议上，专家会议通过了 TD/B/COM.2/EM.4/1 号文件中分发的临时议程。据此，会议议程如下：

1. 选举主席团成员
2. 通过议程
3. 国内资本市场的发展尤其是发展中国家资本市场的发展及其与外国证券投资的关系
4. 通过会议的结果

---

<sup>2</sup> 见《投资、技术及相关的资金问题委员会第二届会议报告》(TD/B/44/14-TD/B/COM.2/7)，第 51 段。



#### D. 文 件

4. 为审议议程上的实质性项目(项目 3), 专家会议备有贸发会议秘书处的一份报告, 题为“国内资本市场、特别是发展中国家资本市场的增长及其与外国证券投资的关系: 供审议的问题”(TD/B/COM.2/EM.4/2)。

#### E. 通 过 报 告

(议程项目 4)

5. 在 1998 年 5 月 29 日举行的闭幕会议上, 专家会议通过了上文第一节所载议定结论, 并授权主席拟一份会议总结(见上文第二节)。

## 附 件

### 出席情况 \*

1. 贸发会议的以下成员国派专家出席了会议:

阿尔及利亚	约旦
奥地利	肯尼亚
孟加拉国	黎巴嫩
白俄罗斯	马来西亚
贝宁	墨西哥
巴西	纳米比亚
加拿大	尼日尔
中国	尼日利亚
哥斯达黎加	巴基斯坦
古巴	秘鲁
捷克共和国	菲律宾
刚果民主共和国	波兰
埃及	大韩民国
法国	摩尔多瓦共和国
希腊	罗马尼亚
匈牙利	俄罗斯联邦
印度	塞内加尔
印度尼西亚	斯洛伐克
伊朗伊斯兰共和国	西班牙
意大利	斯里兰卡
牙买加	苏丹
日本	瑞士

---

\* 与会者名单，见 TD/B/COM.2/EM.3/INF.1。

泰国	大不列颠及北爱尔兰联合王国
特立尼达和多巴哥	美利坚合众国
突尼斯	乌拉圭
土耳其	委内瑞拉
乌干达	也门

2. 下列政府间组织派代表出席了会议：

非洲、加勒比和太平洋国家集团  
文化和技术合作机构  
安第斯共同体  
阿拉伯劳工组织  
美洲开发银行  
阿拉伯国家联盟  
经济合作与发展组织  
伊斯兰会议组织

3. 下列专门机构和有关组织派代表出席了会议：

国际货币基金组织  
世界贸易组织

4. 下列非政府组织派代表出席了会议：

普通类：

国际南方集团网络  
第三世界网络  
世界中小企业协会  
联合国协会世界联合会  
世界储蓄银行协会

专题发言人

- |             |                                  |
|-------------|----------------------------------|
| 查尔斯·弗里兰先生   | 国际清算银行巴塞尔银行监督委员会副秘书长             |
| 汉斯·根贝格先生    | 日内瓦国际问题研究生院教授，国际货币及银行研究中心主任      |
| 格里·赫莱纳先生    | 加拿大多伦多大学经济学教授，G-24 研究项目协调员       |
| 玛丽·波德斯塔女士   | 投资商社高级顾问，华盛顿，美利坚合众国              |
| 米切尔·A·波斯特先生 | 投资商社助理副总裁，研究经济师兼副总经济师，华盛顿，美利坚合众国 |
| 小佩尔费克托·亚赛先生 | 菲律宾证券及汇兑委员会                      |

-- -- -- -- --