

中外证券市场的比较研究

随着经济体制改革的逐步深入，证券市场——这个原来一度被认为是资本主义投机的产物也正在中国的地上产生与发展起来。然而，由于国情和发展历史的不同，将中外证券市场作些比较研究也许能对正确认识我国的证券市场以及如何发展证券市场有所帮助。笔者根据在证券市场上工作的实践，从以下七个方面对此进行比较研究。

一、发展历史比较

在国际金融动荡发展的浪潮中，证券化是一个最为明显的特征，虽然证券只是在最近的十几年中才得以在世界范围内大发展，但是其产生的历史却十分悠久。世界上最古老的证券交易所，荷兰的阿姆斯特丹证券交易所创建于1680年，至今已有300多年的历史。即使美国、日本、伦敦、香港证券市场也有一百年以上的历史。

我国证券市场在解放以前也曾经有过。旧中国的北洋政府和国民政府分别于1914年和1930年颁布过交易所法，1947年上海也曾建立上海证券交易所股份有限公司。中华人民共和国成立前后，为了稳定金融和发展经济，1949年6月1日和1950年2月1日先后成立了天津证券交易所和北京证券交易所。尔后随着目标的实现，天津、北京证券交易所分别于1952年7月和8月宣布撤消。解放以后由于长期实行计划经济的体制，因此没有也无需证券市场。

党的十一届三中全会以后实行对外开放、对内搞活经济的方针，实行计划经济与市场调节相结合的方针，因此证券市场又重新进入理论研讨和实践。发展证券市场又提到了议事日程。中国的证券市场在发达的大中城市采用市场方式发行至今也仅仅只有6年左右的时间。流通市场从1986年8月6日沈阳开始有了证券交易以来也只有5年多一点的时间，全国范围的大中城市证券市场只是随着1988年4月国库券市场的开放才开始有所发展，至今只有2年多一点的时间，而典型意义的股票市场至今还未成气候。

通过证券市场发展历史的比较可以发现我国的证券市场比国外发达的市场晚了100多年。由此，在发展我国证券市场中至少可以有三点启示。启示之一，在发展我国证券市场的时候，我们必须研究国外证券市场的发展过程，尽可能吸收国外证券市场在发展中的有益经验，同时也必须克服国外市场上已经发生过的各种影响经济发展的消极作用，以便更好地利用证券市场为国民经济建设服务。启示之二，要承认我国目前市场发展与发达的国外市场有很大的差距，这种差距的缩小需要商品经济的进一步发展和一定的时间，因此不能脱离这一点来设想和要求我国的证券市场在近期内做到国际化、规范化，急于求成。启示之三，由于我国的证券市场发展历史短浅，因此相关配套的措施、市场的管理以及人们的金融观念不可能在短期内达到一定的水平，在制定这方面的政策和规划时千万不能忽视了这一基本的国情。

二、市场现状

国际上证券市场较为发达的国家和地区有日本、美国、伦敦、香港等地，经过长达几百年的历史长河的熏陶，这些国家和地区的市场十分发达。在发达的国家里已经形成规模巨大

的进行集中交易的证券交易所市场和遍布各地的场外交易市场。上市品种多，交易量大。

我国证券市场仅仅只有几年的短暂历史。全国经人民银行总行批准的专业证券公司仅34家，证券市场仅在一些大中城市的柜台上交易。我国幅员广阔，金融市场观念差距较大，信息沟通困难，且长期以来在资金供应上以行政区域为主。因此，我国目前的证券市场有三个特征：一是集中在为数不多的大中城市，二是证券流通市场仅有柜台交易市场，三是地区之间证券差价较大，四是市场为分散的、相对封闭的地区市场。

通过与国际上发达市场相比，我们可以得到的启示之一是必须要尽快地建立相对集中交易的证券交易所，通过证券交易所可以形成一个信息集中、价格公正、交易公平的交易中心，以推动整个证券市场的发展。在建立证券交易所的过程中不宜一哄而上，应先在市场较为发达的城市进行试点。启示之二，在发展证券交易所的同时，应着手研究有关柜台交易市场的规则，证券行业应建立证券信息系统，沟通信息、资源共享，形成一个交易所市场与柜台交易市场共同繁荣发展的局面。启示之三，必须在现有资金管理体制上研究如何使证券市场的资金能够在全国范围内自由流动，保证市场的流动性。

三、证券发行

证券市场是一条筹集巨额资金的重要途径，通过证券中介机构采取不同的发行方式能保证及时足额筹集所需资金。在发达的市场上对于不同的证券发行都有严格的规定。如日本对不同的债券所采用不同的筹集方式有着各方面的规定，这些规定包括发行的限额、发行的依据法、发行的期限、发行单位的资本、发行的担保等。为了维护投资者的利益，必须经过认可的资信评级机构评估，并且取得一定等级以上的企业方可发行。同时对于发行股票的企业各种要求更为具体，并且必须按标准公开主要管理人员，经营状况以及财务指标等。

目前，我国证券发行除了1987年3月27日国务院发布的《企业债券管理暂行条例》对于发行单位的要求外，没有其他全国性的规定，因此对发行单位缺少具体量的方面的规定，这样就给发行单位和证券管理机构带来了诸多不便，在操作上也带来了一定的随意性。同时在国内除了个别地区如上海实行债券发行需取得指定评级机构评级外，一般还没有建立起一整套的评级制度，这就给投资者的投资选择带来了一定的风险。当前我国证券业所采取的发售方式主要是代理发售，即在约定的发售期限内发售，发售期过后如未能足额发售，多余部分则退回债券发行单位。我国的国债发行从1981年至今基本采用行政摊派方式发行，这种方式虽能确保足额发行，但形成了面广量小的特点。至于我国的股票发行目前尚无一个具体的规定，更未完善相应的配套措施。

通过中外发行市场的比较可以看出，首先必须尽快建立债券发行的评级制度，制定发行单位的具体还债标准，逐步做到发行单位和证券主管部门都有法可依，依法管理。其次，必须改变现行的国债发行采用行政摊派的做法，逐步采用市场方式进行发售，形成一个以证券业务为主的发售渠道。再次，要建立股票发行市场的程序，公开公布企业的有关资料，让投资者在掌握有关信息资料的情况下进行有选择的投资。

四、证券流通

国际上发达的流通市场与发行市场犹如自行车的前后轮那样协调一致。经营证券品种较多，形成了以股票市场为主的交易所市场和以债券为主的场外交易市场。在交易方式上，股

票交易和大宗交易采取委托代理买卖,并且集中在证券交易所进行,债券交易则以门市上的自营买卖为主。

我国证券的流通市场与发行市场相比起步较晚,国库券从1981年起就开始发行,但是直到1988年部分国库券才开始进入流通市场。流通量远远小于发行额,即使在上海这个市场比较发达的地区,1989年全年也只有8亿多元的交易额。在流通市场上,证券品种较少,除了国债外,在柜台上流通的其它债券仅有10余种。证券交易总量中,大部分为国债交易,上海国债交易占整个交易额的90%以上,而股票交易则占2%左右。而且全国所有的证券流通均在柜台交易市场交易,还未形成集中交易的交易所市场。在这些交易所中所采用的方法主要是自营买卖,代理买卖较为少见。

同国外发达的证券市场比较可以发现,我国证券市场不仅交易规模小、品种少,而且还未形成各种交易所并存的状况。因此,根据今后证券市场的发展必须着手建立若干个证券交易所,形成一个信息公开、交易公正的集中交易场所。在成立证券交易所时,应根据我国国债交易占绝对优势的情况,正确处理交易所与柜台交易的关系,二者之间应有所分工、各有侧重,并且力争做到交易所与柜台交易相互促进、共同发展。同时要普及全民金融意识,抓紧培训证券经营人才,适当发展代理买卖业务,让投资者灵活运用投资方式,承担投资风险。此外,在流通市场上应建立起一个发达的信息网络,缩小异地差价,把投机因素减少到最低程度,制定一些证券业共同遵守的准则、职业道德。繁荣证券市场的基础必须要有充分的可供挑选投资的证券,特别是股票,应在条件成熟的企业、尤其是在外商投资企业中大力推行股份制,使居民手中的消费基金通过证券形式吸收为长期、永久的积累资金。

五、市场参与者

在国外发达的市场上,有经济能力和行为能力的自然人与法人都可以在证券市场进行证券交易活动。市场的参与者可以分为几个层次,一个层次为证券公司,另一个层次为经纪商,还有就是众多的投资者。在这些投资者的队伍中,大部分为法人,个人投资家只占一定的比例。在市场众多的法人投资者中有投资银行、保险公司以及各种基金会,投资者在市场价格面前机会均等。目前,我国的市场参与者实际上仅有证券经营机构和个人投资者,以及少量的机构投资者,我国还没有证券经纪人,对于法人和个人投资者还有不同的政策,在一般的情况下,二者营垒分明,反映在利率上相互区别。最近几年的国库券发行利率就不相同,反映在认购对象上互不相同,反映在交易市场上就主要是个人投资者。而且由于国情不同,以及采取的发行方式不同,每笔交易额小,体现了面广量小,也就是说由于国库券采用摊派方式,投资者的面几乎达到了每家每户。同时每家每户的数量又十分有限。这样真正在二级市场活跃的参与者与资金量就十分有限。

通过比较我们可以看出我国市场的参与者与发达市场的差距,一是缺少经纪商的层次,而恰恰是这一点在幅员辽阔的我国显得尤为重要。因此,必须尽快地建立起一批符合我国国情的证券经纪人队伍。当前可先在大专院校、事业单位和大型企业中发展证券联络员,逐步形成一支覆盖面广的经纪人队伍。二是参与者中缺少机构投资者。机构投资者不仅面广而且实力雄厚,他们的参与才能使市场充满活力,增强市场的抗风险能力,使市场行情较为相对平稳。就目前市场来看,为鼓励投资者,有关部门应制定鼓励机构投资者投资证券的具体政策,使证券投资与生产投资一样成为人们可以考虑的投资渠道以及所带来的收益。三是不同

投资者所享有的权利不同、收益不同。有关部门不仅应在发行市场上实行统一收益，而且在流通市场上也应鼓励投资者在价格面前人人平等，一视同仁。

六、金融观念

一国证券市场的发展能促进金融观念的更新，而新的金融观念又会推动证券市场的发展。凡是发达的证券市场，必然伴随着发达的金融观念。

发达国家中人们的金融观念较强，投资者不仅了解传统的银行存贷款业务和具体做法，而且对于银行的金融业务如租赁、信托、保险等也较为了解。至于对与他们密切相关的证券市场更是十分关心。最近几年，尽管证券市场风云变幻，但并未像三十年代那样对整个经济带来危机。这其中有一个重要的原因就是人们金融观念增强，有了风险的心理准备。

我国长期以来是一个以间接金融占绝对优势的融资模式。人们习惯于储蓄存款，对于直接金融十分陌生。目前相当部分的投资者还是用储蓄的观念来看待证券投资。大部分人不尽了解储蓄存款与证券投资的区别，股票与债券的区别。长期以来稳定的金融使投资者的抗风险能力较差，缺乏正确的投资观念，一旦出现波动，难以接受。

金融观念的不同对于我们设计市场的发展应予以高度的重视，在设计市场的具体模式上，要坚持国际惯例，以通用模式为基础，而不为落后的观念所左右。特别要注意采用市场方式进行证券的发行和交易，利用市场机制来调控市场。

七、市场管理

由于有了长期的经验，证券市场的管理在发达的市场上十分严密，它们通过各种不同的层次从各个不同的角度对市场加以严格的管理。首先，经过了几百年的实践，建立了一套较为齐全的法律规定，明确规定参与市场的各种团体、人士能做什么、如何做，如何维护自己的权利和履行自己的义务。其次，建立了一套较为完整的官方管理机构，把市场纳入政府管理之中。再次，同业之间形成了自律管理，通过自律管理，协调同业做法，调解纠纷等。

我国由于证券市场发展历史较短，又有与发达国家所不同的国情，从总体上看，还未建立起完整的管理体系。从证券市场方面的立法来看，全国性的法规仅有1987年3月27日国务院发布的《企业债券管理暂行条例》和历年的国债发行条例，其它只有一些省市根据各自的情况制定一些地方性的法规。在组织管理体制上，由中国人民银行履行管理职责，但在具体的实施中却不尽人意。至于同业之间只有零星的信息联络，根本还谈不上自律管理。在证券经营机构内部也缺少一套可共同遵循的规则和制度。

通过对比分析可知，我国的证券市场管理并不理想，应化大力气加以研究和改进。首先，应该设立专门的机构专司管理之责，改变目前国债市场人民银行与财政部共同管，发生违法工商、公安管的状况。应建立一支强有力的管理队伍，改变目前平时无人管，问题多了突击管的局面。建议在未建立专门机构之前由人民银行实行一条龙的统一管理。其次，尽快建立全国性的证券同业组织，实现行业自律管理，改变目前几十家证券公司、一千多家兼营证券金融机构各自为政的局面。再次，必须迅速建立一套证券市场方面的法律，使投资者、经营者和管理机构的行为规范都在法律的规范内，依法从事投资、经营和管理。