论我国证券市场与国际证券市场的接轨

●曹 迎 泽

从经济学的角度看，证券市场——具有筹集资金、传递信息和配置资源三大基本功能。证券市场一方面是经济发展状况的“寒暑表”，其强劲的经济功能更是经济发展的一种“原动力”。在当今国际上，发达资本主义国家都有发达的证券市场，广大发展中国家的证券业和证券市场近年来也方兴未艾。我国证券市场在短短几年的时间里，已形成一个初步网络，证券发行量、交易量及证券市场结构等初具规模，上海证券交易所、深圳证券交易所的相继成立。同时，改革开放以来，在我国经济领域里出现了多层次、多方位的国际间经济合作，我国宏观经济运行方式、企业生产经营运行等在有意识地实行国内外接轨，按国际惯例办事。刚刚起步的我国证券市场，在生产的国际化推动资本的国际化，证券交易越来越趋向全球性和“加快改革开放步伐”，积极完善、逐步扩大股份制试点的大前提下，有效借助现代科学技术在证券市场的运用，设法使我国证券市场与国际证券市场接轨，为我国证券市场国际化打好基础，严格按国际惯例办事，无疑将有助于证券市场经济功能在我国经济发展中的充分发挥，在证券市场繁荣与经济发展之间形成一种良性循环。

一、证券市场经济功能的国内外差异及其浅因分析

1．国内资金筹集和吸引外资水平差异。

融资证券化是世界经济发展的一个潮流。国家的融资是通过发行债券办法，企业主要通过股票。二者的资金筹集水平完全可以通过债券和股票的发行量和交易量来反映。西方发达国家的经济发展基本上都是靠发行国债的办法。美国国债发行的数量居西方发达国家之首，高达1万多亿美元。日本战后经济腾飞，债券“功不可没”，目前的债券种类就有国债、地方债、特殊债、民间债、金融债和外国债等6大类，达90余种。广大发展中国家的国债近10年发展较快。以有名的举债国巴西为例，其外债发行量高达1400多亿美元。巨额债务虽然以巨额利息支付为代价，但筹集的资金加以适当的发行量和较佳的使用方式均使这些国家走上了经济繁荣的道路。我国目前国内发行的债券共有9大类，加上在国外发行的外币公债，至1990年底，筹集的资金只有1800多亿元人民币。若把汇率、经济发展规模等因素考虑在内，无论在总量、与GNP的比值及使用方式上与国外相比，均有相当的差距。从股票的发行量和交易量上看，美国纽约股票市场上市的交易股票一般都在1600种以上。日本东京股市亦有1400余种。种类的繁多，势必加码于交易量。我国无论以种类、发行量与国外相比，差距都较大。发行方式、股市结构（国家股、企业法人股、个人股之间的比例）存在的差别，更显得我国证券市场效率较低。从国际上常用的评价证券市场经济功能的两个指标看，新发行证券总额（M）/国内投资总额（I）；M/国民生产总值（Y），这种差距更趋明显。

单位：%

	M/I	M/Y
部分发展中国家的平均数	28.3	18
美　国	37	12.4
英　国	40.1	9.6
日　本	41.4	11.3
中　国	8.5	2.5

说明：以上数据取自相应国1984年至1990年的统计。

与世界各国相比，我国证券发行量的规模相当有限，与我国经济发展规模所需资金和国民持有存款度相比都很不相称。同时，这也表明了我国发行证券支持经济建设的潜力是十分巨大的。规模差异可以用时间的转移来弥补，但由此引起的市场低效却不能不引起重视。证券市场低效的原因很多，股票的供需严重失衡是主要原因。伴随着股票交易的增长和股票丰厚报酬率所产生的“轰动效应”，必然使股市供求缺口再进一步拉大。在股市结构中，国家股与法人股占相当的比重，个人股所占比例很小。国家股和法人股上市交易受很大限制，股市的涨落停报制度，又使短线投机为主的股民投机行为被异常扩大，从而使股价严重脱离上市公司的经营业绩这种违反国际惯例的现象在我国股市频频出现，市盈率（PER）大大高于平均水平。1990年深圳股市极为活跃，股市平均市值为60亿元，但交易额只有17.6亿元，交易周转率（股票交易总额/当年股票市价平均总额）为30%左右。

1990年世界主要国家与地区的PER比较

	美国	英国	德国	新加坡	香港	台湾	日本	韩国
PER	13.6	11.3	13.6	16.7	50	50.0	59.0	34.1

从深层原因上看，股份制在我国的推行是股票发行的基础。股份制的实施必然增强企业产权的硬约束，使得以经营者意愿为主的实施行为出现滞缓趋势；企业上级主管部门担心与实行股份制后的企业隶属关系的中断，也是一种股份制推行的心理障碍；同时，我国尚未消除对企业资金需求的供给制，又势必使企业对依靠直接融资渠道筹集资金缺乏兴趣。有资料表明，我国企业通过发行股票、债券筹集的资金仅占企业整个资金来源的1%，银行贷款却达65%。在筹集资金的使用方式上，维系企业的生产周转和生产扩张等经济活动主要靠银行贷款资金，并非证券融资。

2．证券市场与货币市场的互不通畅影响证券市场的作用力度。

证券市场与货币市场的通畅程度可以用证券市场中各种债券和股票形式存在的金融资产总额与银行贷款形式的金融资产数值之比来表示。80年代以来，银行业和证券业有融合趋向，西方发达国家特别是欧洲国家放宽了对证券和金融的限制，银行的海外机构可以经营信贷、信托和证券业务；证券公司的国外机构也可以开展存贷等银行业务。从对我国参考性较大的金融资产证券化指标看，美国和日本自80年代初放开两业业务交叉限制以来，两国的证券发行额都超过该国银行贷款合计数的1倍以上。而我国的情况是：至1990年底发行的各类证券计1800亿元（人民币），只占全国同年贷款总额的10.9%（1990年贷款总额为16500亿元人民币）。按此数据完全可以推断，证券市场与货币市场在我国的通畅程度不及西方。与国际潮流相比还没有实现接轨。

证券市场与货币市场的不通畅势必影响到双方的经济功能，对证券市场的发育尤其不利。金融理论解释：证券市场对货币数量的需求与货币市场对证券市场的资金供给关系存在均衡时，证券市场才能有效运转。证券市场对货币数量的需求主要取决于证券存量和证券收益，其中，证券存量对货币数量的需求规模具有一定的稳定性，收益却极不稳定。在证券市场发育初期，这种波动性更强。在证券收益率普遍看好时，货币资金纷纷涌入证券市场，股价暴涨；反之，资金回流，“釜底抽薪”。在我国，证券市场与货币市场的互不通畅，以限制性管理为主的银行存贷款利率无法通过自身的上浮下调来调节储蓄与购买证券的比较利益，以平抑证券市场上货币资金的供求关系，以致使证券市场提供的信号存在偏差甚至背离，也就更谈不上其经济功能的大小，通过股票交易实现社会资本向优势产业和企业集中的良好愿望也成为空想。

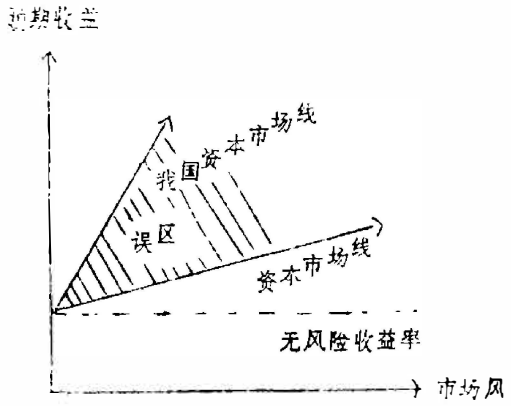
3．证券市场运行规范化程度与国际证券市场存在错位。

影响证券市场运行规范程度的因素主要有证券法律体系、管理体制等。考虑到我国的具体情况，证券发行市场和证券交易市场发育的匹配程度及股市信息公开度也应考虑在列。

（1）法律体系、管理体制。任何一个国家的证券市场都经历了一个发展的过程，从发展规律看，基本上经历了分散独立→证券市场国内一体化→国际化三个步骤，与上述三个步骤相适应，立法机关都相应制订了切实可行的法规并对证券市场的发育起导向和规范作用。从澳大利亚证券市场发展史看，尽管在本世纪70年代澳大利亚证券市场仍处在分散独立、各自为政的状态，但早在1891年，澳大利亚就制定了第一部证券行业法，并有证券交易商协会统一管理，统一了全国证券上市规则。到80年代末，澳大利亚证券市场开始一体化并向国际化方向发展。总部设在悉尼的全澳大利亚交易公司已宣告成立，形成了完全统一的证券交易体制。而在1975年就成为国际证券交易联合会会员的澳大利亚证券交易商协会早已开始在法制和管理上对国内证券市场的国际化进程发挥作用。到目前，澳大利亚已形成统一的、成熟的、开放的证券市场和完整的、规范的证券管理制度、法律体系，为澳大利亚证券市场的经济功能提供了法律上和管理上的保障。我国证券投资环境如从一定程度上看是以宏观经济环境的良好为烘托的。目前各地的证券交易公司虽有各自的法规和实施细则，但按国际惯例，共同管理证券业的一般有中央立法、普通法和证券交易所规则。可以说，无论在宏观管理上还是在具体实施过程中，我国的法律体系和管理体制还存在很多不足，这样势必会导致证券市场运作的不规范，再进一步涉及到证券市场的经济功能发挥。从长远看，法规对证券市场的良好导向作用得不到发挥，对未来证券市场的国内外接轨会产生剧烈的经济“阵痛”。

（2）证券发行市场发育和证券交易市场发育产生的矛盾。从有代表性的股票看，首先，股票发行市场与股票交易市场存在着“时间差”，后者显得“滞后”。我国最早是1984年在上海首家发行股票，真正上市交易却是在1990年底。目前，我国各地的股票发行增幅较大，但被允许公开交易的还只限于上海、深圳两地。在供求缺口的衬托下，伴之发行方式的不完善，黑市交易泛滥，欺诈行为和股权纠纷的存在直接威胁着社会的稳定。其次，发行市场与交易市场的运行机制的碰撞。在股份制以试点为主的大前提下，股票发行数量、时间及价格的制订必定受主管部门的硬行约束；但交易市场上，我国目前采用的办法是股市水平价格由双方竞价进行调节，从而造成股票交易价与发行价的差距过大，使股市的风险与收益不对称，助长投机心理。非理性投资又左右股价运行轨道，股市的无规律性只能对经济发展产生误导作用。按美国经济学家马科威茨的观点：在有效的证券市场上，存在一条资本市场

线（如图），不同投资者会在这条线上选择他喜欢的风险与收益组合，从而使金融工具多元化，充分发挥其调整产业结构，促进产业结构优化的积极作用。我国股市上实行的高效益企业优先发行股票、金融机构担保的特征，使证券只存在不同种类间的收益率差别，风险极小，从而使我国资本市场线极为陡峭，与国际资本市场线存在差距，步入误区。



（3）证券市场的有关信息充分性不够。按现代投资理论解释，证券市场行情受各种政治经济信息的诱导，具体到不同种类证券，除受公共信息作用外，相关上市公司的经营业绩信息起主导作用。从国外证券上市规则看，上市公司的财务等信息基本要求主要有四点：完全性，所有与投资决策有关的情报一律应予公开；准确性，公开的情报内容力求客观正确；时效性，适应投资决策者的需要，公开的时间要迅速及时；比较性，资料种类统一，以便于同一企业不同时期或同一行业不同企业作比较。我国证券市场信息充分性与国外尚未接轨也集中表现在这四个方面：首先，公开的财务资料内容只有包括资产负债表和损益表在内的年度财务报告，并无季度财务报表和月营业收入报表，影响股价或市场交易的公司重大事项亦未加以申报；其次，表现公司资料时效性的季度财务报表和月营业收入报表缺乏；再次，企业股份制改造时并未相应完成会计制度改造，如“资金平衡表”向“资产负债表”的翻转，“损益表”的编制等尚未普遍化。至于股价分配，计算口径更是各异，加之许多基金投资机构并非高水平专业人才操作，从而使得股市盲动愈演愈烈。

二、完成国内外证券市场接轨，强化我国证券市场经济功能的对策设想

我国证券市场出现的上述断轨决定了我国证券市场发育成长的复杂性和艰巨性。但要看到，即便是在西方，证券市场的发展也经历了一个较长的历史过程，所以按国际惯例办事，大胆吸收西方成熟股市的操作经验，采取符合我国国情的对策，完成国内外证券市场的全面接轨，强化我国证券市场应有的经济功能，才是我国有效管理证券市场的发展方向。

1．逐步加大企业股份制改造的份量，把企业推向资本市场，缓解证券市场的供求矛盾。

我国的经济体制转轨后，政府还是强化对国有产权的约束，使之不脱离生产资料高度集中的社会主义轨道。从对企业实施股份制缺乏自发原动力的成因看，加快国有企业股份制改造只能通过作为国有财产代表的政府采用社会主义改造的方式逐步完成。缓解股市供求从另一个角度看，是削弱企业对银行的依赖。除限制银行向自有资本不足的企业贷款外，在股票投资者溢价高涨的情况下，下调股息和汇利，减少企业融资成本，刺激企业融资证券化的积极性。大力提倡国有资产存量的股份化，实现资产所有权通过证券方式的易手，也是缓解供求的一个办法。肯定地说，缓解股市供求需“多步到位”，甚至还会出现“反复”，办法也各种各样，由此而产生的证券市场低效需要通过其他方面的“接轨”来弥补，从目前看，仍要以大局为重，不可操之过急。

2．促进货币市场与证券市场的同步发育，使证券业和金融业趋向联合，完成两大业融

合的内外接轨。

适应国际上证券业和金融业融合的趋势，结合我国货币市场和证券市场互不通畅的现状，逐步改善证券公司业务单一的现状，增加某些银行的功能，同时，放宽专业银行从事证券业务的限制，可依照规定代理企业发行债券，不再强制性分割。

3．运用国际证券市场标准的管理办法对我国证券市场实行规范化管理，在管理方式上首先实行全面的接轨。

证券市场管理办法在国外有着许多成功经验，我国要在短时间内实现完全接轨尚有难度，为此，在接轨的内含上，主要是建立符合国际惯例对我国证券市场发育起导向作用的一套统一、完整的证券管理目标体制和法律体系。在现实我国证券市场发育尚未成熟的情况下，考虑到我国证券市场出现的各种症状有主有次，目前要侧重于证券发行管理和证券交易管理的规范化。

（1）证券发行管理。与我国解决深层证券市场供求矛盾的措施配合，集中力量在证券发行申请、证券发行方法和程序、投资管理三方面入手。证券发行申请：公司的证券发行申请书在内容和形式上要完整和规范，按要求应包括股东权利、股份资本、董事及其权益、发起者酬金及重要会同等基本内容。值得强调的是发行证券公司董事和注册公司审计员提供的财务报告必须包括在内，并视情况，对公司的季度、月等会计期间的财务状况要适当公开。证券发行方法、程序：在供不应求的状况下，证券发行方法关系着股市起伏。目前国外有包销人、包销人和商业银行联合组成的包销率迪加两种，我国应在这方面尽量探索新路子。投资管理：现代国际证券市场主要依靠机构投资，实行证券经营专业化和投资工具多样化，避免个人入市的盲动性和风险性，促进股市的理性化。我国尤其要侧重于这一面。从我国具体情况看，建立国有资产投资信托公司、证券投资信托公司和基金投资制是发展方向。

（2）证券交易管理。国际上在证券交易管理方面一般集中于交易方式、市场操纵和税收三方面。交易方式：要禁止与上市公司有联系的内幕人士，利用内幕信息进行内部交易和炒买炒卖，必须制订对内幕交易的规定和处罚条例。市场操纵：从上海、深圳两家证券市场的近几年的发展规律看，我国行市操纵、垄断行为尚不明显。但从国际证券市场的发展看，在证券市场发育的不同阶段均有不同程度的垄断行为。防患于未然也是我国证券市场交易规范化的重要一环。税收：世界各国对证券交易所得课税已成为普遍现象，课征对象有个人所得股利和公司股所得两种。我国现行税制中与证券市场有关的是投资者的所得税和印花税。事实上，对占证券市场大头的国库券转让无相应税种。对股票交易征收的交易税（用印花税替代交易税）极不规范。金融债券利息、国家银行存款利息则不存在征税，即便是对股息、红利的征税也尚未考虑到公司所得税、个人所得税的调节问题。从而也就无法利用税收这一经济杠杆来抑制我国资本市场线的极度倾斜。探讨我国证券税制模式无论在规范证券市场交易还是强化证券市场经济功能上都有着相当积极的意义。

·书讯·

我校会计学系编撰的《英汉会计词汇》一书正式出版

上海财经大学会计学系编撰的《英汉会计词汇》（增订本），最近作为《上海财经大学丛书》已由立信会计图书用品社正式出版。该书收集了英语会计词汇约1万余条，包括：国外财务会计、管理会计、成本会计、审计，以及与会计密切相关的名词术语。全书共34.9万字，是会计学系教学和科研的一份集体成果。

（肖）