

中美证券市场比较及其启示

曹慧 曹征

(内蒙古科技大学经济管理学院 内蒙古包头 014010 石家庄学院 石家庄 050035)

【摘要】 本文从投资规模、投资品种、投资者结构、证券市场结构、交易制度、监管系统与制度六个方面对我国与美国证券市场进行了比较,并对我国证券市场提出了一些建议。

【关键词】 证券市场投资 投资规模 投资品种 投资者结构 证券市场结构

自1990年上海证券交易所、1991年深圳证券交易所成立以来,我国证券市场在筹集资金、调整经济结构、优化资源配置、促进国民经济发展等方面发挥了积极作用,成为我国经济活动中不可缺少的一部分。股权分置改革后的我国证券市场进入一个新的历史阶段,此时重新审视我国证券市场在过去十几年的历程、正确评价其发展状况就具有重要的现实意义。本文通过对中美证券市场的比较,找出二者之间的差距,在借鉴美国证券市场发展经验的基础上,结合我国的国情,对我国证券市场的发展提出一些建议。

一、中美证券市场比较

1. 投资规模比较。截至2007年底,美国股市市值约为17.8万亿美元,是我国股市市值的近4倍,2008年美国股市市值蒸发了约2.27万亿美元,我国股市市值下降的幅度则远远大于美国,主要原因是投资者的投资理念不够成熟。美国证券市场是价值推动型市场,股票价格取决于股票内在的价值,取决于公司的业绩,而我国证券市场是资金推动型市场,这种市场的基本特征是股票价格在很大程度上并不取决于股票内在的价值及上市公司的成长性和盈利性,而取决于单只股票的供求关系,投机性较强,股市波动幅度较大,市场不规范。

成熟证券市场的经验表明,市场参与各方是否具有价值投资的理念和行为是证券市场是否成熟的重要标志。目前,我国证券市场正在从资金推动型向价值推动型转变,只有价值投资的理念深入到市场参与各方并切实转化为各自的实际行动,我国证券市场才会又好又快地健康发展。

2. 投资品种比较。美国的投资品种十分丰富,有股票和股指(如道琼斯指数、标准普尔指数等)的现货、股票和股指的期货及期权、可转换债券、信托凭证等品种,投资者可以通过多种投资产品的组合以规避风险或投机盈利,同时避免了股市的暴涨暴跌。例如,投资者可以在股市看跌时,通过买入一个看跌期权或卖出股指期货合约,以较小的代价达到保值避险或投机盈利的目的,使股市投资风险得到有效分散,从而抑制因大量抛售带来的股市市值的进一步下跌。

同美国相比较,我国证券市场的投资品种较少,显得单一,仅有A、B股现货交易和可转换债券等品种,缺乏避险工

具(股指期货尚在筹备中),一旦出现风险,投资者只得抛售股票以减少股市市值下跌带来的损失。

3. 投资者结构比较。在发达国家或地区的证券市场,投资者多以机构投资者为主,机构投资者以证券投资基金为主体,此外还包括养老金、保险基金等机构投资者,机构投资者队伍的大小及其内在素质的高低是股市能否健康发展的重要因素。在美国证券市场上,机构投资者主要包括养老金、保险基金和共同基金,其占美国总股本的比重由1950年的7.2%上升到现如今超过50%,其中共同基金发展最为迅速,其规模由1990年的10651.9亿美元上升到2007年的120210.3亿美元,平均年增长速度达到60.5%。同我国一样,虽然美国证券市场上个人投资者很多,但他们大都通过持有共同基金而间接投资证券市场,根据美国投资公司协会报告显示,截至2007年底,44%的美国家庭持有共同基金。

经过十几年的发展,我国证券市场投资者结构发生了巨大变化,呈现由以个人投资者为主体向以机构投资者为主体演变的趋势,我国的基金管理公司起步较晚,规模相对较小,但是发展速度很快。

年份	基金管理公司(家)	封闭式基金(只)	开放式基金(只)	基金总数(只)	基金净值(亿元)
1998	6	5	0	5	108
1999	10	22	0	22	574
2000	10	33	0	33	846
2001	15	48	3	51	821
2002	21	54	17	71	1205
2003	34	54	56	110	2561
2004	45	54	107	161	3246
2005	53	54	164	218	4691
2006	58	53	254	307	8565
2007	59	34	329	363	32754
2008	59	31	442	473	19389

如上表所示,1998年初,真正意义上的证券投资基金诞生,2000年以前,我国证券投资基金的品种只有封闭式基金,到2001年9月,第一只开放式基金——华安创新的发行意味

着我国的基金业进入了崭新的阶段。随着社保基金、保险基金、企业年金等机构资金的逐步入市,机构投资者正日益成为我国证券市场的中坚力量。

4. 证券市场结构比较。美国的证券市场经过漫长的演进,形成了一个多层次的证券市场,可分为以下四级:第一级由纽约证券交易所(NYSE)和纳斯达克(NASDAQ)全国性市场构成,是向大企业提供股权融资服务的全国性市场;第二级是美国证券交易所(AMEX)和纳斯达克小型资本市场,是向中小企业提供股权融资服务的全国性市场;第三级是由波士顿股票交易所、芝加哥股票交易所、太平洋股票交易所等组成的地方性股票交易所,它们构成了区域性交易所市场;第四级是由OTCBB市场和粉红单市场组成的,是向实力暂时达不到前三级市场的小型企业提供股权融资的非交易所市场。这就构成了一个相辅相成的市场体系,如果一家公司达不到纽约证券交易所的上市要求,就可以考虑在纳斯达克全国性市场或小型资本市场上市,假使还达不到它们的上市要求,还可以考虑在柜台交易市场上市。反之,在纳斯达克市场上市的公司如果达到了纽约证券交易所的上市标准,就可以申请在纽约证券交易所挂牌交易,而在OTCBB上市的公司只要达到了纳斯达克市场的上市标准同样可以申请在纳斯达克市场上市。粉红单市场是为收入几乎为零、不愿负担在OTCBB市场挂牌所必须支付的审计、法律费用的上市公司而设立的。

我国证券市场层次单一,只有上海证券交易所、深圳证券交易所两个上市通道,虽然目前推出了中小板市场,但对比美国证券市场的多层次性,市场容量小,缺乏鲜明的层次感,难以满足不同层次企业的筹资需求,市场结构不完整。

5. 交易制度比较。美国证券市场现时主要采用做市商制度,也称报价驱动交易系统,是指股票交易的买卖价格均由做市商给出,买卖双方的委托不直接配对成交,而是从市场上的做市商手中买入或卖出证券。做市商有两种形式:一种是纽约证券交易所采用的单一做市商制;另一种是美国纳斯达克市场采用的多元做市商制。

做市商制度最大的优点是能够为市场提供流动性,投资者可以按做市商的报价立即进行交易,而不必等待交易对手的买卖指令。做市商保证市场进行不间断的交易活动,能确保大宗交易在约定时间内迅速完成,对于市值较低、交易量小的证券亦尤为重要。另外,做市商报价需有连续性,价差幅度也有限制,而且在买卖盘不平衡时,通过对冲大额买卖盘,能抑制过度投机,维护价格稳定。但由于做市商市场上没有委托汇总的机制,所有买卖盘信息都集中于做市商手中,投资者无从了解供求双方的情况,所以透明度较低,容易产生合谋限制竞争的行为,损害市场的效率和投资者的利益。

从证券市场的交易制度来看,我国证券市场现时采用竞价制度,其本质上是一种指令驱动制度,成交价格由买卖双方按照竞价原则直接确定。我国目前实施的竞价制度是以“价格优先、时间优先”为撮合原则的交易方式。做市商制度与竞价制度的混合运用,能够取长补短,遏制庄家的操纵,我国证券

市场未来的交易制度可以朝着这个方向发展。

6. 监管系统与制度方面的差距。美国证券交易委员会(SEC)以保证证券市场的信息公开及保护投资者的合法利益为己任,为证券市场的“自由性”创造条件,对证券交易、证券发行及证券市场各主体等进行全面管理,享有广泛的权限。1975年美国国会对1934年《证券交易法》进行了重大修改,建立了一套对自律组织实施监管的程序。这样,美国政府将管理重点放在宏观的间接管理上,而由证券业自律组织具体从事一线监管。

我国的证券监管则采取国家集中统一监管模式。国务院设立直属的证监会对证券发行、证券交易、证券交易所、证券商、上市公司、基金管理公司、投资公司和中介机构等实施全面监管。在证券监督法律方面,制定了《公司法》、《证券法》等一系列规范证券公司及证券市场的法律和法规,采取进入和业务特许制,对证券业务进行严格管制,对证券公司风险控制也进行了严格规定。

应该看到,虽然我国证券监管体系基本上是仿效美国的监管体系而构建的,但我国证券市场监管与美国证券市场监管又有很大的不同,主要体现在以下方面:①证券市场发展的路径不同。我国证券市场虽然最初属于自发性质的,但逐渐演变为政府在其中发挥主导作用的市场,是一个强制性制度变迁的市场。而美国证券市场是市场经济逐渐发展的结果,政府的监管是为了解决市场公开、公平、公正性问题,不存在政府所有者职能问题。②证券监管机构的职能不同。美国证券监管机构的职能主要是保护公众投资者的利益。而我国证券监管机构建立之初的职能是规范市场,随后逐步演变为规范和发展市场,其主要目标不是保护公众投资者的利益。③证券监管机构的地位、性质和内部组织不同。美国证券监管机构属于独立控制委员会,它不需要对作为国家行政首脑的总统负责。美国证券监管机构的活动除了受《行政程序法》以及美国OMB和OIRA的制约,享有广泛的权力。为了保持独立性,美国证券监管机构实行委员会制,委员实行轮换制和多党制。我国证券监管机构则是国务院直属的法律授权行使行政管理职责的政府部门,这决定了它无法对国有资产监督管理机构行使证券市场的监管权力。我国证券监管机构名义上为委员会制,实质上仍然是行政首长负责制。④证券监管机构与外部法律关系不同。美国证券监管机构是根据1934年《证券交易法》而成立的,是先有证券立法后成立证券监管机构,证券监管机构建立之初就得到了法律的授权。我国的政券监管机构设立通常采用国务院先设立政府机构开始运作然后由相关法律或行政法规加以授权的方式。这样,实际上证券监管机构本身是先由国务院决定成立的,而不是由最高权力机关决定成立的,最高权力机关只是事后加以确认。

二、通过中美比较对我国证券市场发展提出建议

通过上面对中美证券市场的比较,笔者认为美国证券市场的发展可以为我国证券市场的发展提供许多有益的启示。这些启示包括:

1. 丰富证券市场的交易品种,尤其是推出股票衍生品交

易。我国证券市场波动性位于世界前列,例如在美国次贷危机影响下,2007年10月到2008年7月欧美及东亚各国成熟资本市场主要股指的平均跌幅为23.97%,均未超过25%,然而我国股市在同样的时间内的下跌幅度远远超过这些成熟资本市场,2007年10月至2008年7月上证综指的下跌幅度达到了54.7%,是欧美成熟资本市场下跌幅度的2.28倍。由于在我国证券市场上没有可以替代的投资品种,在证券市场出现引发上涨或下跌的因素时,股市往往会过度反应,追涨杀跌已经成为大部分投资者的行为,这就对能防范系统性风险的证券衍生品交易如股指期货、期权交易等提出了客观要求。有关资料显示,1993年以来资产规模在50亿美元以上的大银行和大金融机构无一例外地使用金融衍生品防范包括证券市场在内的金融市场系统性风险。因此,丰富证券市场交易品种、推出衍生品交易,不仅是完善证券市场的客观要求,而且是我国证券市场走向国际化的必然选择。

2. 构建以机构投资者为主导的证券市场。目前参与我国证券市场的机构投资者队伍在不断壮大,但是培育我国的机构投资者并不等于就是发展我国的投资基金,我们还要大力完善社会保障制度,培育我国的养老基金,努力提高保险基金、社保基金、企业年金等机构资金的入市比例。我国2008年的保费收入为7035.8亿元,仅占GDP的2.85%,而同期西方国家的保费收入占GDP的10%左右,因此我国的保险市场大有潜力。与成熟的美国机构投资者相比,我国机构投资者总体上还存在着投资规模较小、产品结构不完善、组织结构单一以及部分机构经营理念不成熟、风险管理能力不足等问题。因此,我们要进一步解放思想、更新观念,坚持把大力发展机构投资者作为证券市场改革和发展的战略内容,加大工作力度,着力解决影响机构投资者发展的突出问题,使机构投资者成为促进证券市场健康、稳定发展的重要力量。

3. 加强多层次证券市场的建设,逐步形成以柜台交易市场为基础的多层次证券市场。2004年2月国务院出台的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中,旗帜鲜明地提出要“建立多层次证券市场体系”。如何建立我国的多层次证券市场体系成为目前的关键问题。成熟资本市场国家的多层次证券市场体系有两种模式:证券交易所和基于证券交易所的多层次证券市场体系;柜台交易市场和基于柜台交易市场的多层次证券市场。实践证明,美国首创的这种以柜台交易市场为基础发展起来的多层次证券市场体系远比多层次交易所市场要成功得多,其成功的主要原因在于以做市商为核心的交易机制更适合中小企业发展的需要。

我国还没有形成以柜台交易市场为基础的多层次证券市场体系。而在深圳证券交易所设立的中小企业板,以及酝酿中的创业板,又均未脱离基于交易所市场的发展思路。我国有丰富的中小企业上市资源,只要思路正确,措施得当,完全有望建成以柜台交易市场为基础的多层次证券市场体系。

4. 完善证券市场交易制度,引入做市商制度。美国股市的做市商,也称庄家,是合法、公开的,维持了交易的连续、活

跃和价格的稳定,制约股价操纵。有什么样的交易制度,就有什么样的交易行为,美国做市商制度的建立将可能的庄家变成了合法的交易所,且能制约庄家的股价操纵。而我国证券市场没有合法、公开的做市商制度,也就没有合法、公开的庄家。然而活跃的证券市场不能没有庄家,缺了正当的做市商庄家,就会产生暗中策划、合谋操纵的投机庄家。因此,在我国股市引入做市商制度,对于解决证券市场股价操纵、部分股票成交不活跃、未来创业板市场的不稳定等问题都有着重要的实际意义。我国证券市场应尽快完善交易制度,实施集中竞价交易方式与做市商制度的混合交易机制。

5. 加强证券市场的立法与监管,形成公平竞争的市场环境。证券市场的稳定发展需要广大投资者的参与,因此证券市场的立法与监管应以保护投资者的利益为核心。为能实现这一目标,政府作为证券市场法规的制定者和监督者,必须尽快转换政府职能,遵循市场的“游戏规则”。可以从以下几个方面着手:①证券监管机构必须站在中立的立场上保护公众投资者的利益。证券监管机构规范和发展市场的职能经常掩盖了其保护公众投资者利益的职能,证券监管机构规范和发展市场的职能应该限于宏观层面,这样其投资者保护的职能作用才能真正得以发挥。②必须确立合理的证券监管机构内部组织机构,提升其法律地位,明确其性质。实行真正意义上的委员会制是可行的,不应名义上实行委员会制,而实际上仍是行政首长负责制。对于剥离的证券监管机构规范和发展市场的职能,可以由证券交易所履行。③明确证券监管机构与证券交易所、证券公司、上市公司等的法律关系。④推动立法和司法的完善。完善的法律、相对“积极”的司法有助于证券市场纠纷的解决,减轻证券监管机构的压力。

三、小结

本文以我国和美国的证券市场作为比较对象,从投资规模、投资品种、投资者结构、证券市场结构、交易制度、监管系统与制度六个方面进行比较分析,结果发现我国证券市场具有以下特点:①我国证券市场仍然是资金推动型市场;②投资品种单一;③投资者结构由以个人投资者为主向以机构投资者为主转变;④证券市场结构单一;⑤证券市场交易制度不完善;⑥监管制度不完善。可以看出,我国证券市场取得了巨大的进步,但与美国相比仍然存在较大差距,我国要建立起成熟的、国际化的证券市场还任重而道远。

主要参考文献

1. 屈文洲. 股票市场微观特征: 中国现状与国际比较. 金融研究, 2006; 10
2. 张晓君, 王鑫. 做市商制度与我国证券市场的完善. 西南政法大学学报, 2003; 1
3. 华仁海. 中美证券市场监管体系的比较及启示. 东南大学学报, 2001; 11
4. 郭恩才, 高吟. 中外股票市场比较分析. 中国高新区, 2005; 9
5. 王丽安. 中美股票市场比较分析. 南方金融, 2004; 5