

证券市场理论与实践

——海峡两岸证券市场学术研讨会论文集

主 编 熊维平

中南工业大学出版社

海峡两岸证券市场学术研讨会

主办单位：中南工业大学
台湾区域发展研究院

协办单位：湖南省证券管理委员会
湖南证券股份有限公司
湖南省湘财证券
长沙中意电器集团公司
湖南石油实业股份有限公司

组织委员会

特邀顾问：厉以宁 周时昌 张志平

主任委员：刘业翔 苏嘉瑞 黄湘平 蔡鲁伦

副主任委员：(按姓氏笔划排序)

邓文全 陈学荣 罗惠雄 徐宪平

委员：(按姓氏笔划排序)

丁逸豪 王瑞拱 邓文全 方思诚 刘波 刘业翔 李一智 任燮康

张慧 杨长庚 陈学荣 苏嘉瑞 郑元亨 禹国刚 宣家骥 罗惠雄

高阳 徐宪平 贾春霖 黄湘平 黄茂夫 熊维平 蔡鲁伦

秘书长：方思诚

委员单位：(按拼音字母排序)

长沙中意电器集团公司

湖南大学

湖南省湘财证券

湖南证券股份有限公司

上海证券交易所

深圳证券交易所

中国人民银行湖南省分行

湖南财经学院

湖南石油实业股份有限公司

湖南省证券登记公司

湖南省证券管理委员会

深圳有色金属交易所

台湾区域发展研究院

中南工业大学

序

“海峡两岸证券市场学术研讨会”经过紧张的筹备如期召开了，我作为这次会议组织委员会的主任委员，和我的同事们一样，对研讨会获得圆满成功感到十分欣慰。现在大家看到的，就是这次研讨会交流论文的汇集。

“海峡两岸证券市场学术研讨会”是由中南工业大学和台湾区域发展研究院共同主办的。台湾区域发展研究院是台湾地区具有很大影响的两大民办研究院之一，在台湾学术界、商贸界的权威性很高。1993年5月，院长梅可望先生率台湾区域发展研究院赴大陆经贸文教访问团30余人，对长沙、武汉、北京等地进行了访问考察。访问期间，台湾区域发展研究院与中南工业大学签订了“中南工业大学与台湾区域发展研究院合作同意书”，而双方合作的内容之一就是共同主办“海峡两岸证券市场学术研讨会”。

这次研讨会体现了三个特点：

其一是意义明确。随着市场经济体制的逐步确立，我国大陆地区证券市场取得了快速发展，并呈现出良好的前景。但就现状而言，还很不完善，存在的问题不少，与台、港地区及世界上证券业较发达的国家相比，在规模水平、规范程度以及在社会生活中所发挥的作用等方面，都有不小的差距。这次研讨会的成功举办，对总结大陆地区证券市场建设的实践，借鉴台、港地区及国外证券市场发展的成功经验，以促进大陆地区证券业的完善和发展，无疑具有重要的意义。同时，也为海峡两岸证券、金融、企业和学术界的人士增进了解、加强合作，进而达成为中华民族的振兴共同奋斗的共识，提供了一个良好的机会。

其二是现实性强。这次研讨会的议题主要包括：①国际股市的现状、特点和趋势；②大陆、台湾、香港证券市场的现状、特点、运作方式和宏观管理；③证券公司的组织与管理；④国有企业股份化问题；⑤发展金融期货的研究等。这些内容紧扣着大陆地区全面改革开放中经济建设的现实问题，是当前大陆社会经济生活中人们普遍感兴趣的课题，同时也是大陆今后证券市场建设及其理论研究急需尽快深化的重要方面。

其三是影响广泛。这次研讨会从 1993 年 10 月底开始筹备，到 1994 年元月底如期召开，虽然前后仅三个月时间，但得到了北京、上海、湖南、江苏、河南、湖北、江西、广西、广东、海南以及台湾等地证券、金融、企业和高等院校等有关部门和单位的领导、专家、学者和企业家的广泛响应和支持。会议共收到海峡两岸应征论文 62 篇（其中台湾地区 14 篇），经专家评审，会议录用论文 43 篇。这些论文都是海峡两岸的有关专家、学者和企业家长期实践的最近总结和理论研究成果，具有较高的理论水平和现实指导意义。与会的 100 多名正式代表中，有证券专家、金融专家、教授、博士、企业家和政府部门的高级官员。会议期间，代表们以认真而务实的态度，广泛地进行了十分坦诚而深入的交流和讨论，其气氛之热烈甚至是大会组织者也未曾预料的。

这次研讨会的另一项积极成果是达成由中南工业大学和台湾区域发展研究院牵头成立“海峡两岸证券市场研究会”的意向，并就在台、港地区举办下届证券市场学术研讨会的有关问题进行磋商。我深信，“海峡两岸证券市场研究会”的成立，必将为海峡两岸证券、金融、企业和高等院校的交流与合作的进一步深化创造有利条件，并为中华民族的经济腾飞做出有益的贡献。

最后，我要特别感谢湖南省证券管理委员会、湖南证券股份有限公司、湖南省湘财证券、长沙中意电器集团公司和湖南石油实业股份有限公司，由于这些单位的全力支持，使会议得以圆满召开；还要特别感谢我国著名经济学家厉以宁教授、湖南省人民政府周时昌副省长、中国证券监督管理委员会机构部张志平主任，他们应邀担任研讨会的特邀顾问，对这次研讨会的筹备与召开给予了悉心的指导。

祝愿中华民族早日腾飞！

中南工业大学学术顾问、教授
刘业翔

1994 年 2 月

目 录

美国的资金市场及其对经济发展的功能.....	扈企平	(1)
论中国大陆证券市场的规范化和国际化.....	罗惠雄	(7)
台湾证券商管理制度研究.....	丁逸豪	(13)
大陆证券市场现状剖析.....	贾春霖	(20)
从国际股市之观点看台港股市之互动.....	苏嘉瑞	(26)
中国大陆证券市场的发展、特征和问题.....	宣家骥 王道平 谢光亚	(33)
证券金融与证券市场之良性互动.....	黄茂夫	(38)
两岸三方的证券大市场与中华经济圈.....	徐唐龄	(41)
中国大陆股票市场: 矛盾、困惑与发展.....	陈学荣 胡春风	(45)
台湾证券市场的发展与租税管理.....	王 威	(50)
中国大陆沪深两地证券交易所清算模式之利弊.....	张 慧	(63)
中国大陆证券市场管理进入法制化轨道.....	石柏林	(67)
海峡两岸股票交易公开原则之比较研究.....	刘渝生	(73)
国有股上市问题探讨.....	陈晓红	(79)
由统计检定比较台湾股市于 1989 年初多头行情下不同		
股本规模涨幅之差异.....	金宴仪	(84)
彻底改革新股发行方式充分体现“三公”原则.....	陈雪飞	(87)
股市随机漫步假说与实证结果.....	黄培源	(91)
我国大陆证券市场的现状、问题及发展思路.....	袁长安	(97)
台湾证券市场的回顾现状与前瞻.....	江文国	(103)
运用市场机制, 发展证券市场.....	梅世云	(115)
当前股份经济运作中急待解决的六大问题.....	单汨源	(120)
谈大陆证券交易中心的运作方式与计算机的作用.....	侯加林 汤美蓉	(125)
证券公司的组织与管理.....	范振群	(130)
我国大陆发展投资基金的制约因素及对策.....	范从来	(140)
共同投资基金及其中国大陆证券市场的发展与分析.....	毕少菲 陈 收	(145)
确立法人产权制度是国有企业股份化的发展方向.....	黄湘平	(150)
中国大陆外贸公司股份制问题的探讨.....	熊维平 宁亚平	(155)
台湾公营事业民营化之研究.....	王瑞拱	(161)
国有企业股份制改造实践探索.....	邓文全 左向红	(174)
从证券市场看股份制企业的运作.....	徐宪平	(178)

现代企业制度与国有企业股份制改组研究.....	李自如 杨少杰	(184)
国有企业制度创新的模式选择与实现.....	张三芝 王国顺 胡 琼	(189)
国有企业股份化具体操作过程中的几点看法.....	高学功	(194)
股份类型再研究.....	钱晓英	(196)
析深圳有色金属交易所在市场经济中的地位与作用.....	郑元亨	(201)
期货与选择权之价格理论与实证.....	陈琼怜	(206)
开放金融期货交易对大陆金融现货市场的作用.....	郭 琳 邓 超	(219)
论发展大陆地区金融期货市场.....	戴晓凤	(223)
期货选择权与交易策略.....	胡次熙	(229)
发展中国大陆股票指数期货市场刍议.....	罗建华	(233)
台湾期货交易发展现况与管理之研究.....	林有志	(237)
建立我国大陆地区金融期货初探.....	张早平	(254)
世界金融期货市场发展历史、成因与我国大陆金融期货市场的构建.....	李柏林	(259)

美国的资金市场及其对经济发展的功能

扈企平

(美国奥本海默证券公司)

【摘要】 资金市场乃为投资者及借款者的融资管道。它的功能在于协助融资，而融资即能产生价值。资金市场的功能反应在它协助价值的产生和经济成长。在过去二十多年中，美国资金市场的发展，显著的证实它的扩张和经济成长成正比。

美国资金市场组织细密，层序分明。这使它能在协助融资上发挥充分的效率，使借款者能以最低的成本募款，而投资者有最广泛的投资对象。

美国资金市场正在积极的全球化。全球各地，尤其是拉丁美洲及亚洲的借款者，都蜂拥而至，在这市场募款。这趋势显著的扩大了美国投资者的对象。同时各地的投资者也广泛的购买美国证券。如此，扩大了全球投资者及借款者的空间，使美国及世界各地的经济由此而更加活泼成长。

【关键词】 资金市场 证券 融资

1 美国的资金市场

资金市场的目的是在于做为投资者及借款者之间的融资管道。借款者以在资金市场上发行证券的方式筹募资金；投资者则以购买证券的方式提供资金。资金市场在协助投资者及借款者的同时，得以促进经济之成长。

1.1 借款者的种类

基本上，资金市场里有四种借款者：

(1) 三级政府：美国联邦政府、州政府及地方政府。地方政府包括市和郡政府。在州及地方政府方面，还有其他的行政机构可以发行债券。这些行政机关是经由立法程序而成的“公共福利公司”，他们为大众提供特定的服务，并可向使用者收取费用。

(2) 联邦政府支持的金融机构（也称政府支持的企业，GSE）。他们经由国会特许成立，但却是由股票持有人（即投资者）拥有及经营。

(3) 私人企业：工业、金融业、公用事业（煤气、电力公司等）和交通业。

(4) 个人（房屋抵押贷款）。

1.2 投资者的种类

(1) 机构性的投资者：私人公司的财政部门及主管退休金投资的部门；商业银行的信托部门及投资部门；储蓄银行及福利社对存款的再投资；私人公司的退休基金；公家机关的退休基金；保险公司的保险基金（保险公司也替退休基金代为投资）；共同基金、证券、债券及货币市场（短期基金）。

(2) 个人投资者。

1.3 证券的种类

资金市场里有两种主要的证券：股票及债券。

(1) 股票是由私人企业及联邦政府支持的金融机构发行，债券则任何上述的四种借款者都可以发行。

(2) 股票付股息，债券付利息，股息在发行股票后仍可更改，可高可低，债券利息在发行后则不可再变更。所以债券也被称为是“固定收入”的证券。一般而言，十年以下的债券称为票据，十年以上称为公债。

(3) 股票没有期限，而债券则有期限。

(4) 股票一般称为产权，债券则为债权。

(5) 股票的投资者为发行公司的产权人，相对的债券的投资者则是发行公司的债权人。在公司破产后，债权人较产权人有优先索赔公司财产的权益。固然，债券较股票的投资风险为小，但在投资收回的比率上，债券较股票为低。

在过去的二十年里，股票投资的年收回率较债券的年收回率高 2.4 成，股票的年收回率是 12.5%，而债券则为 10.1%（见图 1）。

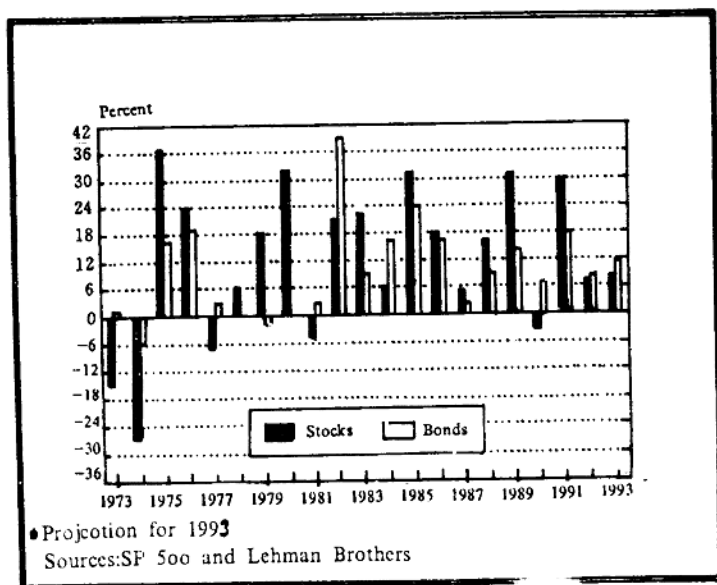


图 1 Annual Total Returns of Stocks and Bonds, 1973 to 1993

1·4 股票及债券的种类

(1) 股票有优先股及普通股，股息的分配是先及优先股，再及普通股。

(2) 债券则由期限来分，多半是由五年到三十年，甚至最近有“百年”的债券。

1·5 资金市场的大小

股票市场的总值约在 6 兆美元左右，债券市场的各种债券则超过 7.5 兆美元。其中：

(1) 联邦政府发行的短期公债（一年期限以下）：1.2 兆元；长期公债（一年以上）：2 兆元（图 2）。

(2) 联邦政府支持的机构：5 千亿元。

(3) 州及地方政府: 1.2 兆元。

(4) 公司债券: 1.2 兆元。

(5) 房屋抵押贷款债券: 1.4 兆元。

美国的国内生产总值目前是在 6.5 兆美元左右。

1.5 借款者如何在资金市场筹集资金: 证券公司(华尔街)的功能

华尔街的证券公司有两种: 批发经纪型及掮客经纪型。

(1) 批发经济型的证券公司从证券发行者手中将新上市的证券承购下来, 然后将这些证券透过他们自己的行销管道买给投资者。批发经纪商有“包销”的风险。

(2) 掮客经纪型的证券公司不“包销”证券。他们从批发经纪者处购买新上市的证券, 然后转买给投资者。掮客经纪商不负责“包销”的风险。

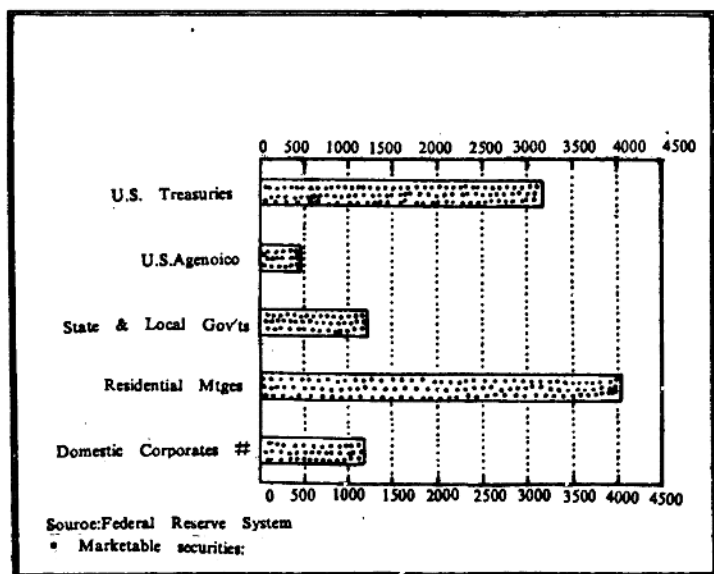


图2 Size of U.S. Capital Markets, Non-Financial Sector,
Outstanding Debt by Issuer, as of Second Quarter 1993

例如: 华尔街有 39 家联邦政府债券的批发经纪商, 他们将政府就发行的债券承购下来, 然后再买给投资者。要成为联邦政府公债的批发经纪商, 每一个证券公司必须要有最低资金额 5 千万美元。另开一做为一个批发经纪商, 华尔街的公司通常都有以下的几个部门:

①销售部: 销售员代表证券公司与投资者保持联系, 向投资者随时报告市场动向以便交易证券。

②交易部: 交易员随时注意市场的动态, 决定证券的买卖价格, 运用公司的资金, 透过销售员与投资者交易。

③筹募资金及联销部: 投资银行家代表证券公司向想将证券上市的公司(借款人)提供筹募资金的方法意见。

④研究部：研究分析师不断的考量上市证券公司的财务状况，并将他们的结论向投资者报告，协助投资者作成明智的投资决定。

⑤营业部：营业员虽不直接和投资者或借款者接触，但他们处理证券公司内所有实际交易行为，提供会计和各种证券之本金与利息的资金流向资料。

1·6 发行证券的过程

(1) 募款说明书：详细说明将上市的证券，它的初步价格，筹募资金的总额，风险因素，股息或利息，运用资金的方案等。说明书也提供有关上市公司的资料，如它的历史，主要业务及其他业务，资产负债表，收支表，管理部门的情况，以及董事会的成员等。

(2) “马路秀”：主要的包销商为上市公司的代表和投资银行家安排拜访投资者的机会，向他们介绍将上市的股票或债券，“马路秀”对不太有名气的上市公司是非常重要的一项工作。介绍内容包括上市公司的财务状况，未来发展的潜力，筹募资金的原因，运用资金的方式等。“马路秀”的目的在于让投资者熟悉上市公司，使他们愿意拿钱出来投资。在“马路秀”结束后，主要的包销商应该对将上市的证券有多少“投资者吸引力”有了相当的了解与认识。

(3) 议价：主要的包销商和交易员讨论将上市证券之可能价格，和销售员讨论投资者对该证券的兴趣；和研究分析及讨论上市证券的行业的现况，上市公司的潜能，以及类似证券目前在市场上买卖的价格行情，主要包销商将这些讨论的结果告诉上市公司。

(4) 定价：即实际发行证券。定价时，主要的包销商向上市公司提出证券最后发行时的价格，上市公司可以同意发行，也可以延缓。一个新上市的证券通常是由许多证券公司来销售，其中包括有主要的包销商，次级包销商，和一些联销组织。

(5) 二级市场交易：通常在证券上市后的第二天，该证券就从联销网中突破，而可在一般市场上交易。在正常情况下主要包销商都会“支持”新证券的价格。参与经销所有的证券公司都会马上为投资者提供“售后服务”，也就是说他们为新上市证券的投资者提供一个即刻买卖该证券的市场，间接的增加资金的流动性。

2 资金市场与经济成长的关系

(1) 一个经济体系是由政府及私人两部分组成。经济体系的发展主要是经由储蓄，其次则是借款。

(2) 政府部门的成长是靠税捐，借款以及发行通货来融资。资金市场在借贷方面帮助政府。

(3) 私人部门的成长是由储蓄及借款而来。

私人公司的发展可由保留盈余及发行股票或债券来融资。

个人的经济发展则由其所得，储蓄及借贷的方式融资。

一般来说，资金市场的扩张和经济的成长成正比。1970年到1993年之间，美国每年实际的国内生产总值成长率和资金市场实际成长率成正比（见图3、4、5）。在经济发展缓慢或萧条的期间，如1973-74，1980-82，和1991年，资金市场的实际借款数量比例改变不是很小就是呈负面的成长。这就说明在经济活动减缓时，融资的需要就减少，即使增加也非常有限。唯一例外是1987-1990年间，当时国内生产总值有正面的成长，但是借

贷方面却持续减少。这一现象可说是由于 1986 年过度贷款所导致的。1986 年破纪录的 1.2 兆美元的借贷额，是国内生产总值的百分之六，也使得后来几年呈现没有借贷需要的现象。同时期的经济活动仍然相当强劲，但成长比率还是有低落的情形。

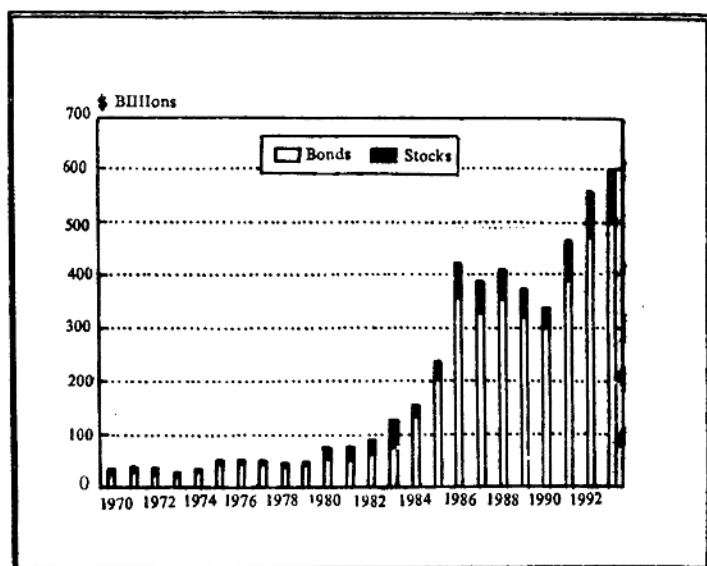


图 3 Issuance of Bonds and Stocks by U.S. Corporations, 1970 to 1993

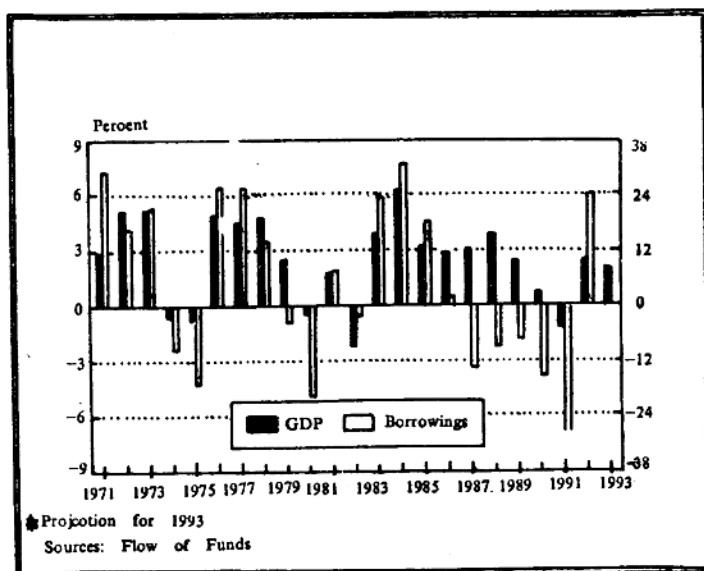


图 4 Annual Real GDP Growth and Percent Change in Credit Market Borrowings, 1971 to 1993

结论：融资终能产生价值。资金市场协助融资和经济成长，其功能反应在价值的制造

上。

3 美国资金市场的展望

美国资金市场的全球化：外国政府及公司，企业等，全世界想上市证券的机构都蜂拥而至。

最近几年，在华尔街的证券公司中，发展最快的一个部门，就是所谓的“成长中之市场”：拉丁美洲和亚洲政府及企业，在美国的资金市场内筹募了很多的资金。

越来越成熟的金融投资工具，得以满足投资者和借款者的需要。包括：金融及商品的期货；股票及债券的选择权；指数交易；利率套换；资产基础债券（如房屋抵押贷款债券，信用卡债券）。期货和选择权，基本上是预防利率及股价改变的对冲工具。无论投资者或借款者，都视它们为不可或缺的投资手段。投资者用这种对冲手法，使其投资免受不利的金融发展影响，借款者须要用这种对冲工具，来减低借贷价格可能有的波动。

利息套换也是一种借款者用以经营他们的财产及债务的工具。资产基础债券过去十年中经过很迅速的发展。这种债券最初是开始于1980年代的房贷支持债券，信用卡债券流行起来是1980年代中期以后。目前，任何一个有固定资金流动的金融债务都可以将之集合起来，然后发行资产基础债券。贷款者（如银行）以证券的形态将所持的资产卖出，非常有效率的将他们的资产负债表流动化。

外国的证券公司和银行在美国资金市场的活动空间扩大，使得美国和外国的借款者有更广大的投资者。

更有效的世界性融资管道，将使借贷的价格减低，使得美国及世界的经济更加活跃成长。

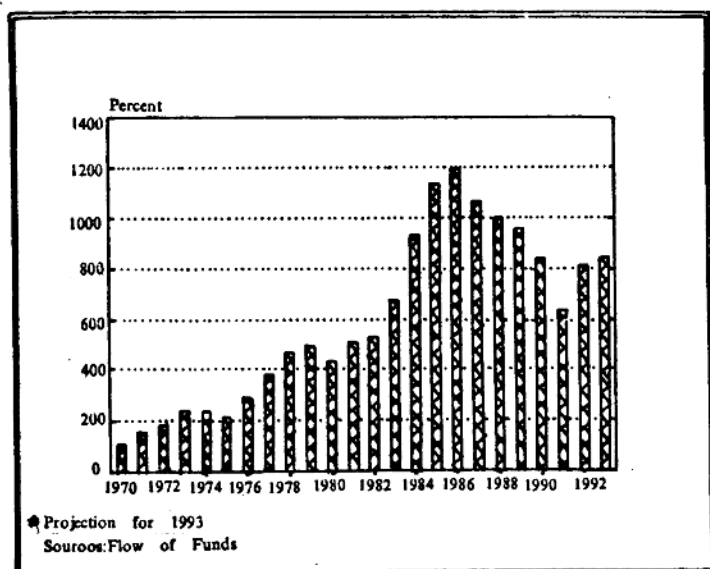


图5 年度信用市场借款。1970至1993

论中国大陆证券市场的规范化和国际化

罗惠雄

(湖南证券股份有限公司, 长沙, 410008)

【摘要】 文章认为, 大陆证券市场得到了较迅速发展: 证券发行、流通初具规模, 证券交易品种实现多元化, 证券经营机构不断增加、从业人员队伍不断壮大, 证券交易手段逐步改进, 证券市场管理逐步走上有序轨道; 存在的问题是: 证券市场的配置缺乏总体规划, 证券市场的规模相对狭小, 结构不平衡, 证券流通不畅, 宏观调控不力, 法规建设滞后。为了实现大陆证券市场的规范化, 必须合理配置证券交易所, 扩大证券市场规模, 建立良好的市场运作机制。文章进一步讨论了大陆统一证券市场建设的条件及构想, 并对大陆证券市场的国际化问题进行了探讨。

【关键词】 证券市场 规范化 国际化

1 大陆证券市场的现状

随着经济体制改革的不断深化, 大陆证券市场得到了较快的发展。

(1) 证券发行、流通初具规模。截止 1992 年底, 大陆已累计发行各类有价证券约 3817 亿元。据不完全统计, 目前, 沪、深共有上市公司 150 家, A 股上市 136 只, B 股 33 只, 市价总值达 3000 亿元左右。随着发行市场的扩大, 流通市场也不断活跃, 集中交易市场的交易总额为 1044 亿元, 其中债券交易额为 351 亿元, 股票交易额为 693 亿元, 比 1991 年增长了 12.4 倍。

(2) 证券交易品种多元化。目前, 在大陆有价证券中, 既有债券, 又有股票; 既有政府债券, 也有金融债券; 既有人民币普通股票, 也有人民币特种股票。使大陆证券种类呈现出多元化趋势。

(3) 证券经营机构不断增加, 证券从业人员队伍不断壮大。目前, 大陆建立了上海、深圳两个证券交易所, STAQ、NET 两个法人股交易市场, 85 个证券公司, 1200 余家信托投资公司和综合银行设的证券营业部。还先后建立了一批省级证券交易中心。同时, 相应建立了 500 多家证券投资咨询公司、证券登记公司、资产评估事务所、会计事务所、律师事务所和信用评级公司, 证券从业人员达数万人。

(4) 证券交易手段逐步改进。现代科学技术的高速发展, 为证券交易手段的改进和革新开辟了广阔的天地。目前, 大陆证券交易手段日趋先进: 深圳证券交易所已实现电脑自动对盘, 股票发行基本实现了无纸化, 电话委托交易逐步推行, 触摸屏的广泛应用也指日可待。证券交易手段的改进和革新大大增强了证券交易的规模, 使大陆在短短几年内走过了西方国家几十年甚至上百年走过的历程。

(5) 证券市场管理逐步走上有序轨道。先后成立了国家证券管理委员会、中国证券监督管理委员会两个证券监督管理部门, 还成立了中国证券业协会、国债协会等自律性组

织，颁布了《企业债券管理暂行条例》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《证券公司管理暂行办法》、《股份有限公司规范意见》、《证券交易所管理暂行办法》、《定向募集股份有限公司内部职工持股管理规定》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》等规章条例，从而使大陆证券市场的管理在探索中得以完善，由无序逐步走向有序。

2 大陆证券市场急需解决的问题

大陆证券市场虽得到了前所未有的发展，但尚处于初级发展阶段，在向前发展的过程中，以下问题急待完善和解决，才能促进证券市场的健康发展。

(1) 证券市场的配置缺乏总体规划。目前，大陆仅有上海、深圳两个证券交易所，且均处于沿海经济开发区，广大的内陆和边远地区没有一家证券交易所，市场布局极不合理，未能结合证券发行总量、区域分布及社会、居民融资能力等因素进行通盘考虑和安排。以日本为例，日本现有证券交易所 8 家，其中东京、大阪、名古屋 3 家交易所接受全国各地的报价单，因而称为“中央证券交易所”，其它 5 家则称为“地方证券交易所”。美国也既有纽约、太平洋等全国性的证券交易所，又有区域性的证券交易所，而且实行了联网，给投资者带来极大的方便。由此看来，大陆证券市场的重新布局是非常必要的。

(2) 证券市场的规模相对狭小。大陆证券市场发展迟滞，市场规模相对狭小。以美国和日本为例，其证券形式的金融资产分别达到 73300 亿美元和 59000 亿美元，超过其商业银行贷款总额的一倍以上。而大陆截止 1991 年，各类有价证券累计发行量不到 4000 亿元人民币。就证券发行额在金融资产中的比例来说，发达国家一般为 35% 左右，发展中国家一般为 20% 左右，而大陆仅为 8%。从上市股票总值占国民生产总值的比重来看，日本为 92%，美国为 58%，英国为 39%，发达国家平均为 54%；韩国为 19%，泰国为 9%，印度为 6%，发展中国家平均为 1.5%，而大陆仅为 0.3%。从上市公司数量来看，截止 1993 年 11 月底，大陆股份制企业有 4000 家，上市公司仅 150 家，而台湾地区就有上市公司 300 多家。从上述数据可以看出，大陆与其他国家（地区）证券市场的差距是十分明显的。大陆证券市场扩容是不可回避的必经之路。

(3) 证券市场的结构不平衡。

① 证券品种结构失衡。债券与股票的比例严重失调，到目前为止，大陆股票在有价证券发行量中的比重约为 3%。

② 证券市场分布结构失衡。证券发行与交易主要集中在沿海一带较发达的地区，证券市场分布按沿海、内地、边远地区，呈阶梯状分布，这不利于内地和边远地区经济的发展。

(4) 证券流通不畅。大陆发行的企业债券、金融债券较少流通，资金呆滞、沉淀，国债也流通不畅，股票的流通也存在诸多障碍。就公开发行股票的股份制企业来说，截止 1991 年底股金总额为 58.1 亿元，其中，国家股为 27.4 亿元，占股金总额的 47%；法人股为 16.8 亿元，占股金总额的 29%；社会公众股为 8.3 亿元，占股金总额的 14%；外资股为 5.6% 亿元，占股金总额的 10%。目前，上述国家股和法人股不能流通。这样，在二级市场上流通的股票额度（以面值计）就不到 30%。另外，大陆还有社会募集公司和定向募集公司之分，社会募集公司可流通股份尚不足 30%，定向募集公司可流通股份就更

少了，目前只有 17 家定向募集公司的法人股可上市流通。

(5) 证券市场宏观调控乏力。市场经济要求加强对证券市场的宏观调控，培育一体化的市场体系。而大陆的证券市场调控机制（经营机制等）不健全，证券市场管理缺乏系统性、综合性、连续性和超前性。适应不了证券市场发展的需要，使宏观调控疲软乏力，以致对市场运行偏差的矫正不得不靠行政办法去硬性控制，无法开展公开市场操作，吞吐证券，调节供求，平抑市场。这就要求加快证券市场一体化建设，健全与完善证券市场调控机制。

(6) 证券法规建设滞后。目前，大陆证券法规不健全，不统一，法规建设落后于证券市场的发展。《证券法》、《共同基金管理条例》等尚未出台，因而市场运行缺乏完善的法制保证，许多制度和办法与国际惯例不接轨，影响证券的境外发行和证券市场向国际化过渡的进程。

3 大陆证券市场的规范化和国际化

3.1 大陆证券市场的规范化

(1) 合理配置证券交易场所。目前，大陆只有上海、深圳两家证券交易所，仅从数量上看，就显然不能满足证券市场发展的需要。这两家证交所上市品种、券商构成、股市运作程序和操作方式上存在显著的差异，互相又没有联网，虽说大陆只有这二家证交所，但并没有形成全国性的证券交易所。为使证券交易场所布置合理，笔者认为，可以从三个层次来配置证券交易场所：①全国性证券交易场所；②区域性证券交易场所；③场外交易场所。根据这个思路，全国性的证券交易场所设置 1 至 2 个，应配备最先进的设备和最优秀的人才，上市公司的条件要求高，限于注册资金多、经营历史长、资信程度好、经济效益佳、知名度高的大型企业。这类证交所要积极创造条件，争取在下世纪跨入世界较大证交所行列；区域性的证券交易所可根据实际情况多设置几个，按东北、西北、西南、华中、华东、中南、华南等区域设置，打破现行行政区划的界限，在此类证交所上市的公司，条件略低于全国性交易所的上市条件，一般为附近省区服务，也可代理外地股票业务；场外交易场所可在全国大、中城市根据需要设立，目前有价证券的买卖大部分仍需要在场外进行，即采取柜台交易方式。这不仅因为柜台交易面广、量大、网点多，能满足不同层次、不同类型的投资者的要求，而且采取这种方式交易比较灵活。定向募集公司的股份可在柜台进行交易。

(2) 扩大证券市场规模。证券市场要充分发挥优化产业结构，筹集社会资金，提高劳动生产率和促进经济增长等作用，就应扩大市场规模和容量，加快企业股份制改造的步伐，增加有价证券特别是股票的供给量，使证券的发行和流通达到一定的数额。有了一定的证券数量，市场的规模才可能形成。相当规模的证券供给和成熟多元化的证券需求是证券市场成功的前提和基础条件。就股票市场来说，股票供给、股票需求和股票价格是股票市场的三要素，其中前两者为基本要素。国际经验表明，一个活跃的股票市场，要有不少于 300 家公司的股票挂牌交易；同时，还要有旺盛的股票需求，包括个人需求和机构需求。仅有旺盛的股票需求，没有相应规模的股票供给；或者仅有较大规模的股票供给，没有相应数量的股票需求，股票市场的规模不可能较大。大陆目前股票供求严重失衡，股票

供应品种少,数量少,而股票需求却较旺盛,目前大陆居民手持现金约 2000 亿元,储蓄存款 9000 亿元,二项合计 11000 亿元,只要用其中 1% 的部分去购买股票,就足以使现行股价再上涨一倍多。而目前大陆股价已畸高,平均市盈率达 60 多倍,有的甚至达到几百倍,而发达国家股票市盈率平均约为 14 倍左右。由此可见,股票供求矛盾已阻碍了大陆股票市场的发展,要扭转这一局面,除了继续扩大股票发行量之外,还要不断发展新的投资手段,增加新的上市品种,如期权、期货、租赁、基金等等,而要增加新的上市品种,又只有通过搞好企业经营机制的转换才能实现。从这一意义上说,企业经营机制的顺利转换,是大陆股票市场乃至证券市场健康发展的前提。

另外,大陆证券市场在沿海地区得到较大发展的同时,要逐步向内地和边远地区倾斜,增加内地和边远地区上市公司数量,并设立各种交易场所,使各级、各类的交易场所成龙配套,形成网络,从而活跃内地和边远地区的股票发行和交易业务。

(3) 建立良好的市场运作机制。良好的市场运作机制包括合理的经营机制、公开的竞争机制,有力的约束机制、有效的价格机制,灵敏的信息反馈机制等。

①合理的经营机制。大陆企业进行股份制改造的根本目的是转换企业的经营机制,使之能适应社会主义市场经济发展的需要,因此,合理的企业经营机制,是证券市场良性运作的基础。中共十四届三中全会决定的转换国有企业经营机制,建设现代企业制度,对改善证券市场的经营机制,推动证券市场的发展无疑会起到很好的作用。

②公开的竞争机制。真正的市场经济,就必然存在竞争,证券市场是市场经济中最活跃的部分,因此,在证券市场,竞争无时不在,无时不有。可以说,没有竞争就没有证券市场。要提倡公开的竞争,反对不正当竞争和恶性竞争,要使筹资者之间,投资者之间,筹资者与投资者之间能够公开竞争,使竞争机制切实起到调节资金供求,调节公众投资选择、调节证券结构的作用,消除经营壁垒,减少盲目竞争和分割竞争现象。从而使证券市场既有激烈的竞争,又能做到公平、有序。

③有力的约束机制。既包括行政约束,又包括法律约束,还包括市场自律。在行政方面,大陆要建立隶属于国务院的证券管理委员会,负责管理大陆的证券机构和证券活动,颁布政策法规,能对证券市场实施有效的调控和监管。在法律方面,要建立健全各种证券法规,要在遵循国际惯例和结合大陆实际的基础上,尽快出台《证券法》、《公司法》、《反不正当竞争法》等以及各种与证券市场配套的法律和规章制度,将各地的证券进出规则、竞争规则、经营规则统一起来,以加强对证券经营机构、上市公司、交易市场以及会计师事务所、律师事务所、评估事务所等的管理。在自律组织方面,要通过自愿方式以行会、协会形式组织一定的管理机构和制约及管理规章,自我约束会员的行为,以保证股票发行和交易“公开、公正、公平”地进行。另外,还要发挥证券管理部门、会计师事务所、律师事务所、审计机构和公众舆论监督的作用。

④有效的价格机制。证券管理部门对股价的涨跌要具备强有力的调控手段。大陆股市要走向成熟,应该具备对股价的调控能力,不然就会损害投资者的利益。在这方面,组织共同投资基金是一个较好的途径。

⑤灵敏的信息反馈机制。当今社会是一个信息社会,信息的传导和反馈对证券市场具有至关重要的作用,因此,灵敏、高效的信息反馈机制必不可少。要充分利用现代的高科技技术来传导和反馈证券市场的信息,使激烈的市场竞争更趋科学、公平、合理。

3.2 走向统一的证券市场

(1) 在证券市场规模的前提下，中国大陆统一的证券市场将初步形成。在建立统一的证券市场之前，要切实做好几方面的工作：

①要从思想上、认识上提高。要认识到中国大陆证券市场的分散、分割和独立，会影响整个股份制改造的进程和经济的发展，只有建立统一的证券市场，才能使证券市场健康发展。

②建立和完善证券法规体系和各项规章制度，增强市场的透明度，做到有法可依。

③加强中介机构（包括券商、会计师事务所、律师事务所、资产评估事务所）力量，提高服务质量，要在人才数量和质量方面充实上述中介机构，使之能有效地为股份改造服务。

④大力培训证券经纪人和其他各类证券的高级人才，充实证券从业人员队伍，使这一新兴行业具有可靠的人才保证。

⑤做好技术装备的改进和提高。

(2) 走向统一证券市场的初步构想。

①取消定向募集公司和社会募集公司的界限，只要是股份公司，都可向社会募集。今后保留的应是两种：在集中交易场所上市的公司；在场外交易场所流通的公司。

②在现有集中交易场所，既允许个人股上市交易，又允许法人股、国家股上市流通。

③将来个人股（含内部职工股）和法人股应统称为公众股，股份公司的股份只分为国有法人股（即国家股）和公众股。

统一证券市场的形成有一个发展过程，在这个过程中，我们还应借鉴国外经验，促进证券市场的国际化。

3.3 大陆证券市场的国际化

证券市场国际化是大陆证券业发展的必然趋势，证券市场国际化了，证券市场对国内市场经济发展所起的作用就会更大，要做到这一点就要求证券市场基本规则要符合国际惯例，才能借助市场中介，吸纳国际资本市场流量，发展国内经济和证券事业。

但是要使大陆证券市场国际化，这不是件简单的事情，这是一项非常复杂而庞大的系统工程，我们只能面对现实，在已经开通的道路上，在现有的基础上循序渐进，不断的完善和发展，加速这个进程的实现。首先，尽快使股份制企业的会计制度与国际会计制度接轨，培训会计人员。大陆现约有 11000 名注册会计师，平均 11 万人口中才有一个注册会计师，而印尼是 27000 人中有一个，韩国是 13000 人中平均一个，香港是 895 人平均一个，美国是 731 人平均一个，相比之下，我们平均拥有会计师的数目是有很大差距的，因此，要大力培训会计人员，使他们不仅能为公司的发展提供可靠的资料，而且能协助投资者做出决策。这样就要对注册会计师的资格进行考试，对会计事务所的审计能力予以审核，并核发营业执照。其次，按照国际惯例，尽快完善法律法规，加强法制教育，增强证券市场参与者的法制观念，使制定的法律不仅能写在纸上，贴在墙上，而且能真正付诸实践，真正做到证券市场有法可依，变成名符其实的法制市场，这样，证券市场的运行就会更规范了。再次，要借鉴国际证券市场的优秀管理经验和先进管理手段，完善大陆证券市场的管理，逐步达到国际证券市场的管理水平，进一步完善证券交易所的运行体制和方法，使之与世界著名的交易所如纽约证券交易所的体制和方法接近。