

进入我国
金融证券市场

○ 孙才仁

融券市场
创新期的

伴随世界经济的日趋全球化，金融市场及其创新工具在发挥积极的资源配置作用的同时，已成为国际间财富瓜分与争夺的新工具，影响着国家安全。加入WTO，意味着将使我国直面全球化挑战。对于金融证券业来说，加快国内资本和证券的市场化进程，推进金融创新，已刻不容缓。证券市场的创新和超常规发展，将构成今后几年内证券市场发展中的主旋律。

一、我国证券市场需要创新和超常规发展

1、创新是建立证券市场机制和改善证券市场宏观调控的需要。随着我国金融改革和经济市场化进程加快，系统性风险在证券市场已有所表现：近年来我国股市几起几落，频繁涨跌，缺乏稳定。出现这种局面的重要原因，一是从结构和机制上看，市场交易存在明显的单边性，属于体系和机制缺陷；二是市场机制与宏观调控之间不能有效配合。而市场结构体系不完善、机制不健全，根源在于创新

发展不够，对市场索取的多，给予的少、建设得不够。使市场难以有效支撑日益增大的需求压力，政策因素等宏观调控的作用处于边际效应递减状态。说明证券市场发展也有“两手硬”的问题，宏观调控这只“看得见的手”用得较多，反映市场调节机制的“看不见的手”发育不成熟。这种局面不改变，市场就没有稳定可言，发展会变成空话。因此，要改善和加强宏观调控，就必须及时进行金融创新和完善市场运行机制。

2、创新对于迎接WTO和全球化挑战具有重要的战略意义。在金融创新方面的落后性将是我们迎接国际竞争挑战的最大弱点。一是不利于在市场体系和市场机制等基础条件上的国际接轨。二是这种落后性决定了我们的证券业难以应对新技术高度发展的外部力量的挑战。与国际证券投资银行相比，我国的证券公司无论规模还是经营管理水平，都相差悬殊。

问题的严重性还在于以下这样的严峻事实：随着世界政治、军事、科技和经济格局的变化，世界范围内国家间的控制与反控制、掠夺与反掠夺方式，已发生了根本性变化。即先由军事手段转变为经济手段，进而由一般的贸易手段转变为兼有投资方式，到90年代后期主要变为金融手段，而金融创新水平的差距则是导致国家间资源重新配置的关键因素。这正是90年代中期以来，国际金融危机不断、发展中国家屡受重挫的深层根源。而在这个过程中，少数国家（特别是美国）的少数机构依赖其领先的金融创新工具，从中大举受益，使发展中国家长期处于被动地位。从这个意义上讲，全球化的要害是以发达国家主控为特点的金融一体化，特别是金融创新工具在国际金融业竞争中的地位，不亚于二战后科技创新在国家经济发展竞赛中的地位。对此必须引起高度注意。

二、我国证券市场对创新的需要是多方面、多层次的

1、把握证券市场创新的方向。当前推进证券市场创新工程应当考虑如下四个层面：第一个层面是市场架构：涉及主板与创业板市场，场内与场外交易市场，股票市场与债券市场，A股与B股市场。主要解决市场体系多层次和多元化问题，促进市场结构合理化，包括A股B股市场的并轨和ST/PT股的撤出机制。第二个层面是针对市场交易手法，包括现货、期货、期权等。主要解决市场调节机制和风险控制机制问题，改善宏观调控基础环境。第三个层面是针对市场交易手段，包括交易厅交易、网络交易、证券直接投资与间接投资工具。主要解决市场现代化、竞争力以及入市渠道问题。第四个层面涉及市场交易主体，即散户投资人和机构投资者。主要解决证券市场投资体系问题。

2、大胆进行股指期货与期权交易的创新。股指期货交易是当今金融衍生工具的主打品种，它除了具有期货交易一般功能和为证券市场提供系统性避险机制外，还可以为股票一级市场发行和增发提供直接的支持。譬如，券商在签订配股或发行承销协议时，可以在预期不利的情况下，通过股指期货市场反向操作来规避销售风险，并利用反向操作的补偿机制，使券商在一级市场价格不利的情况下，及时调整发行价格，进而有利于股票发行价格市场化的推进，改变价格市场化只是价格就高不就低的局面。另外，股指期货也可以成为政府在大型市场风险或冲击来临时进行强有力经济干预的工具。总结东南亚金融危机的教训时就有一条，就是当外来恶意势力肆意冲击本国资本市场、实施财富瓜分动作时，政府必须也只有政府才能与之形成真正的对抗。而能为政府经济干预提供手段的，就是证券现货市场和期货市场（乃至外汇市场）。香港特区政府在应对国际炒家冲击港股时，就一方面在现货市场大量购进部分指标股，另一方面在期货市场果断吸纳国际炒家

抛出的沽空盘，加之利率市场提高资金借贷成本的配合，最终挫败外部恶意势力的冲击，保住了港股市道，稳定了社会经济，成为世纪经典。这充分说明了在世界经济与金融全球化、一体化的时代，金融创新手法在政府运用得当时，具有维护国家经济安全的重大意义。

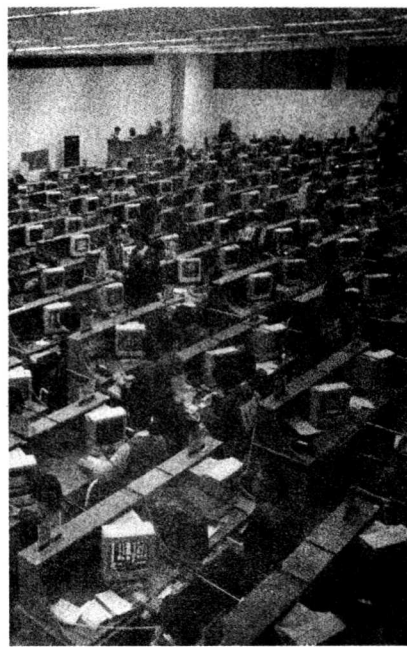
根据我国的经济市场化发展和宏观金融改革进程，办股指期货交易已是很现实的问题。各方面应当对此有所准备。当然，股指期货是一柄双刃剑，它在发挥引导股市和提供避险手段的同时，也潜在着极大的风险习性。发展股指期货，还必须研究加强监管和控制水平，使问题与隐患得到预防、预见和及时化解。另外，有必要及时推出股票期货期权交易，对于股指期货的平稳发展具有再保险意义。

3、建立规范化有特色的创业板市场。创业板市场，也称二板市场。它是与风险企业、风险资本紧密相关的股票交易市场，是证券市场体系创新的重要举措。1971年美国证券商协会率先进行二板市场尝试，并取得成功。80年代，二板市场的创建开始扩展到亚洲经济较发达的国家和地区、以及欧洲主要国家，成为一种世界潮流。二板市场因其特有的“做市商制度”、较宽松的上市规则、较严格的信息披露管理、较灵活的市场交易制度和发达便捷的交易系统，为各国中小型和科技成长型企业的发展起到了极大的推动作用。特别是美国的那斯达克市场，自1971年建立以来，吸纳的上市公司数量已接近5000家，大大超过了百年老店纽约交易所（3000多家），为众多创新型、成长型企业的上市和筹资发展提供了绝好的舞台，被誉为美国高科技企业成长的摇篮。据统计，美国高科技上市公司的绝大多数是在那斯达克市场上市的，其比率超过80%，有的达到93%。微软、英特尔、苹果、网景等一大批高科技企业巨人，

都是在那斯达克的培育下成长起来的。

适应高新技术产业发展的日益强烈的需要，建立中国内地创业板市场的呼声日益高涨，并已进入设计阶段。根据国外创业板市场已有的经验教训，内地创业板市场设计方面必然要考虑到以下几方面：一是市场应有特色，既可以与主板保持一定的可传递关系，又必须形成一个相对独立的概念。二是要体现上市企业的创造性、科技性、风险性、回报性，上市机会的公平性、竞争性，市场运作机制的灵活性，监管与信息的透明性和社会性等。三是具体操作上不会回避创业板上市企业较高的风险性，在上市程序上放宽、在交易规则方面增加灵活性的同时，在质量审查和信息披露水平上要把好关，宁缺勿滥。四是应该在提高创业板股票流通性方面有所建树。当然，科技型 and 成长型企业质量有待提高，风险投资与顾问业不发达，市场缺乏专业投资的支撑等，都是创业板市场健康发展的障碍，如何尽快解决好这些问题，对市场设计者是个重要课题。

4、证券网络化将获得快速发展。网上证券交易自20世纪90年代中期在



美国发端后,发展很快,倍受国际金融市场青睐。它赋予了证券业崭新的时代特征,已经和即将给证券市场带来深刻的变化。(1)因证券业务经营手段的变革,将大大降低证券机构的经营成本,增加收益。电子商务的效益结构大体是:可减成本20-45%,减少资金投入量20-60%。经测算,在北京地区为开展证券经纪业务进行的必要投资,采用传统物化方式和网络化方式相比,在客户接受能力上的投入产出效率比是1:50。这意味着网络化将极大地降低券商的经营成本,使证券机构扩大经纪规模和市场覆盖的能力变得更强,极大地解放证券业的生产力。(2)有利于扩大投资群体,促进证券市场的发展与繁荣。一方面,由于证券经营机构经营成本的大幅度降低,为券商降低经纪服务的收费提供了可能;另一方面,网络手段为券商改进和提高服务质量提供了有力的支持;再者,网络交易突破了传统交易手法和服务的时空限制,也适应了现代社会快节奏的生活规律。这些都有利于证券投资“门坎”的降低和环境的改善,有助于调动投资人介入证券市场的积极性,促进证券市场交易更加活跃。(3)由于对网络技术的重视、利用的程度及网络化服务模式的差别,将对证券业的竞争产生重大影响,传统优势在网络化时代将面临挑战,市场竞争将更激烈,竞争的过程将大大缩短,证券业版图随时可能被改写。21世纪的证券业没有网络化支持,就没有生命力。

面对扑面而来的网络经济浪潮,大胆尝试已是定局。但必须看到,网络经济不是简单的网站经济。网络化的核心是服务理念、技术和方式的网络化,关键是能不能提供相应的服务方式和内容,或在服务成本、服务便捷性,涉及行业的各个环节。这意味着证券经纪业务的网络化需要一定的时间周期来实现,不可能一蹴而就。同时,也要关注社会网络化进程的局限

性。譬如,经纪公司内部网络系统面临技术保密、防黑客、防盗和防灾防破坏能力差等基础性技术问题;对信息技术在证券交易服务体系和监管中地位认识上的差距,监管的理念和法规的相对滞后,缺乏技术理念和人才,以及各证券机构和营业部交易系统的软硬件技术缺乏规范化管理,网络应用的社会普及率有限等。目前股市开户数约5000万个,上网股民即使按200万算,所占比例也不过4%;如果按100%的增速发展,要达到开户股民的50%上网,也需要4年时间。因此证券业网络化一定要把握好周期,目前主要打好基础、积累内涵。

5、发展机构投资者,推进证券市场投资体系创新。发达的证券市场离不开发达的机构投资者体系,而机构投资者中又以开放式证券投资基金、保险基金为主要力量。目前美国已有开放式基金7300多家,基金规模达57000多亿美元,日本有开放式基金4300多家,基金规模3500多亿美元,香港有开放式基金740多家,规模达1100多亿美元。相比之下,我国的基金发展空间巨大。《证券投资基金管理暂行办法》出台后,虽然基金管理公司增加到10家,管理的基金票面金额达500多亿,但比起数以万亿计的上市公司市值,其力量还是微不足道的。因此,加快发展和扩大机构投资者入市,创造条件让保险类基金稳妥入市,是证券市场化的必然选择。

而解决机构投资者入市问题,根本在于解放思想,按市场化规律办事。一是对保险类大宗资金入市,采取自主投资和委托投资相结合、投资股票与投资证券投资基金相结合等办法。在规范化前提下发展委托投资业务,提高受托能力(包括培育和基金管理公司水平、允许有资质的证券公司接受委托)。二是增发证券投资基金和基金品种多样化,大力推行开放式基金,降低入市门坎,使投资收益相对提高,提高证券基金作为入市渠

道的吸引力。三是增加证券投资基金管理公司与推行基金管理人制度相结合,淡化公司概念,放宽对设立基金和资产管理公司的限制,建立健全基金管理人和资产管理人制度,提高投资管理业竞争性和可选择性。

三、金融创新与全球化挑战要求对金融体制整合作出选择

90年代中期以来,美国及世界范围内出现了金融证券业兼并浪潮。据介绍,美国银行及银行集团数在1998-1999年间已减少三分之一,美国企业兼并史上最大的十宗兼并案里,有9件发生在1998年,其中又有4件是银行兼并。1999年美国金融服务现代化法案的出台,宣告了金融业分业经营体制的结束。而同年国际银团贷款的40%左右与包括金融机构在内的企业并购有关。国际金融机构频繁跨地区、跨行业合并,主要原因就是:金融业市场竞争加剧,传统业务市场萎缩、获利减少;老龄化等问题的加剧,使各种基金和投资工具对保值增值的需求增大,进而对金融创新产品及服务的需求增加;网络化的发展,为金融业务的国际化、跨地区经营提供了可能,并使市场竞争范围的国际化进一步发展。

国际金融从混业到分业、再到混业的演变,实质上是发达国家金融创新的继续,是组织体制上的再创新。我国刚刚开始的分业改革,对于健全金融体制,防范和化解金融风险等有着重大意义。但也应当从全球化时代经济战和金融战的残酷性和迎接挑战的艰巨性出发,混业经营与金融创新的深刻背景与必然联系,不能因为体制调整的滞后而影响我们对创新业务的开发和运用,要积极备战,尽可能缩短分业整合的进程,加快向再混业体制的转变。

(作者单位:北京市证券监管办事处)