

美国的证券市场

Stock Market in U.S.A.

傅丰祥

(国家经济体制改革委员会委员,高级工程师)

编者按 以傅丰祥同志为团长的“国家体改委证券市场考察团”于1991年1月26日至2月10日对美国证券市场进行了考察。考察的目的是系统调查研究美国证券市场的结构、运行和管理体制,借鉴外国的经验,推动我国证券市场的健康发展。考察团撰写的考察报告分四个部分:1.美国证券市场的结构与历史沿革;2.美国证券市场的特点及其原因;3.对我国的借鉴意义;4.对我国证券市场发展的政策性建议。本文主要是报告的第二部分。

提要 美国企业所筹集的外部资金中,来自银行的占60%,来自证券市场的占40%。证券市场是重要的融资渠道。美国证券市场的特点是规模大,流通性强;信誉层次多样化;风险资本在经济发展中的作用突出;国债市场与政府货币政策相结合;发达的金融中介和配套的市场服务体系;政府和自律性组织二级管理体制。但其发展无法摆脱经济周期的规律,对经济发展产生不良影响。

美国的证券市场是世界上最发达的,也是最复杂的。美国人中有5 000万人直接持有股票或债券,加上间接持有者,美国证券市场参与者达13 000万人。也就是说,美国人的一半以某种形式参与了证券市场的活动。目前美国每年的证券交易额约140 000亿美元。

美国证券市场上证券种类极其繁多,为投资者提供了很大的选择余地。其中包括:

1. 国库券:分为短期(3个月,6个月,12个月)、中期(2年,3年,5年,7年,10年)、长期(30年)三种。目前国库券余额达23 000亿美元。

2. 联邦机构和地方政府债券:联邦机构、州和城市当局为公益事业而发行。

3. 企业发行的证券:可分为企业债券和股票两种。从资信很好的大公司的证券到小公司、小企业发行的证券,种类很多。

4. 外国政府、机构、公司在美国发行的债券和股票。

证券市场已成为重要的融资渠道。目前美国企业所筹集的外部资金中,来自银行的资金占

60%,来自证券市场的资金占40%。

美国的证券市场开始于独立战争结束后不久。从简单原始的组织形式发展到今天这种高度现代化的市场,首先是因为美国经济制度本身为证券市场的发展提供了必要的前提条件和保证。同时,证券市场的发展对美国经济也起到了巨大的推动作用。在证券市场发行股票与向银行借贷都是筹资的手段,但证券市场提供的资金则使企业更加富有活力。在证券市场上,无论是买方还是卖方都有许多人,直接反映出资金的供求状况,而且使这些资金经过竞争以后才确定其流向。证券市场沟通了各种资金渠道,以股票买卖的形式使得投资者能够直接、随时地获得或放弃所有权,使整个社会的资源分配具有高度的流动性,从而能够促使企业改进经营。

下面着重介绍美国证券市场的特点。

一、规模大,流通性强

美国证券市场最大的特点是规模大,流通性

强。仅在纽约股票交易所上市的公司股票市值就高达20 000多亿美元,超过美国国民经济总产值的一半。规模大有利于流通性。纽约股票交易所每天的交易量平均为2亿股左右,交易非常活跃。好的流通性会反过来促进市场规模的进一步扩大,有利于保证证券市场为经济的持续增长提供源源不断的资金。

除了发行股票来筹集投资资金外,美国的工商企业和各级政府还在证券市场上发行债券来筹集资金,仅国债的余额就高达32 000亿美元,约为国民经济总产值的80%,其中2/3可自由转让。这些债券的期限多种多样,从三个月到三十年的都有,随时都会有老债券到期需要兑付。每年政府仅仅为了还旧债而发的新债就达6 000亿美元;为了弥补政府财政赤字所发的债券也高达3 000亿美元。国债每天的交易量达1 000亿美元。近年来,每次发行的国债约有25~30%被日本的金融机构买走。

值得注意的是,美国政府靠发行债券筹集如此庞大数额的资金从未遇到过什么困难,几十年来没有一次国债发不出去的记录。事实上,几乎每次政府债券的拍卖所收到的认购额都超过发行额的8~10倍。一次30年期政府债券107亿美元只用了半小时就发行完了。

美国证券市场,特别是国债市场规模大,流通性强,原因有二。

第一,公众对政府有信心。美国政府历来注重维护国债的信誉,国债从未有逾期不还的情况,再加上由国库收入作担保,国债在债券市场的资信评级从来都是最高的。国债对投资者有很大的吸引力,公众总是把国债当做最保险的投资来踊跃购买。信誉好,买的人多,利率就可以比其他债券低,从而降低了政府举债成本,形成了所谓好借好还、再借不难的良性循环的局面。

第二,二级市场比较完善。二级市场即转让市场,所谓流通性(也叫变现性)就是买卖是否容易。如果国债的二级市场发育较好,投资者想买时随时可以买到政府债券,想卖时随时都能卖出手中持有的债券,市场的流通性就比较好。

美国的国债由财政部委托联邦储蓄局(以下简称联储)在纽约以公开拍卖的方式发行,40多家作为一级发行市场自营商(15家为外国公司)的证券公司公平、自由地竞价购买政府发行的债券。联储对一级市场自营商的信誉、资金等有严格的规定。主要是:在公开市场上进行竞争,不断向公众提供信息;支持国债拍卖;必须每次投标,市场不好时要承购;协助联储保持市场效率和秩序;向客户提供国债的全面服务;资本金不少5 000万美元。只有符合条件的金融机构才有资格申请成为一级

市场自营商。一旦成为一级市场自营商,在金融界的地位与声望立即大幅度提高,所以即使前几年一级市场自营商普遍亏损,金融机构还是争先恐后地设法进入这一市场。据联储官员介绍,每次拍卖只需不到两小时的时间就可完成全部发行过程。之所以能利用公开拍卖的方式发行,其重要的先决条件是美国国债的二级市场完善,市场流通性好。流通性好了会有助于发行市场的扩大;发行规模的扩大,反过来又会促进流通性的提高。

二级市场完善的主要标志是国债的交易价格完全由市场的供需关系决定,可以自由变动,不受任何限制。一旦对转让价格进行限制,立刻会造成有行无市的局面,市场的流通性马上就没有了,根本谈不上还有什么国债市场。

美国国债二级市场的完善还体现在其他许多方面,如买卖方便,管理得当,市场运行有序,清算交割高效、准确等,但最主要的一点则是市场要真正市场化,政府只是协助维持市场的效率和秩序。

除了发行规模大以外,美国的国债市场还有其他一些特点。首先,期限多种多样,中、长、短期一应俱全,三个月、六个月、十二个月、三年、五年、七年、十年、三十年等,可满足各种投资者的需要与偏好。其次,美国国债的发行都是定期的,已形成规律,这有助于稳定政府的资金来源和投资者的市场预期。另外,市场的信息公开、及时。

二、信誉层次多样化

美国债券市场有各种信誉等级的债券,有有担保的、也有无担保的,有信誉最好的国家债券、也有信誉评级较低的地方政府债券,还有国际金融机构债券、大企业债券,一直到一些中小企业发行的“垃圾债券”(不符合投资标准的债券)。

信誉等级高,买的人就会多,债券的票面息就可以较低,从而降低筹资成本。比如,美国国债的票面息低的可以是百分之一点儿,高的也不过3%左右,可每次拍卖都被抢购一空。而有些名不见经传的中、小公司想要举债筹资的话,债券的票面息就须定得较高,有的垃圾债券的票面息高达30%才能吸引到买方,因为这类债券的风险要比国债大得多。

美国证券市场的信誉层次多样化,与美国的财政制度和市场竞争原则相联系。一是,联邦政府与州政府有明确的责权划分。地方政府要投资但无资金的话,可以求助于证券市场。地方政府债券又分为有联邦政府担保的和无担保的。这样既减轻联邦政府负担,又鼓励了地方政府信誉的发展。二是,美国经济中的市场竞争原则非常突出地体现在资本市场上。人们认为企业的优胜劣汰,产业

结构的调整都要依靠资本在不同企业、不同行业间的迅速流动来实现。而且资本作为有限的生产要素,应该得到最有效的利用,不能平均分配,而要由使用者依靠自己的信誉到市场上去争取。

三、风险资本在经济发展中的作用突出

股票实际上是风险投资。这种投资可能会成功,给投资者带来收益;也可能会失败,使投资者蒙受损失。投资者之所以愿承担这种风险,是因为一旦投资成功,收益会相当可观。

70年代以来,在新科技产品转化为生产力过程中,涉及的风险颇大,因为这些新科技产品在开发过程中需要投入的资金数额都相当大。政府一方面力不从心,同时也不很情愿把大量的政府收入拿去做风险投资。风险投资这一负担一直是由社会来承受的。比如,著名的苹果电脑一开始是几个大学生在一个汽车库里研制的,他们无财力从事大批量生产。一个投资银行以风险投资的方式帮他们发行股票,使这一科技成果迅速商品化。最初的投资者承担了风险,但后来得到了很高的收益。

四、国债市场与政府货币政策相结合

美国政府的货币政策在很大程度上要通过纽约联储的公开市场业务部来实施。公开市场业务指的是联储通过在国债二级市场的交易活动来实现政府货币政策的主要目标。

在进行公开市场业务时,联储利用所掌握的资金和政府债券向吸收存款的金融机构(主要是银行)收购或出售政府债券。这一买卖活动的直接目的是调节金融机构的准备金数量,然后通过金融机构准备金数量的变化来间接地控制货币发行量并影响利率水平的变化。

公开市场业务的具体操作在技术上很复杂,但基本原理十分简单。经过几十年的发展和演变,联储的公开市场业务已经成为执行政府货币政策乃至整个经济政策的一个非常有效的工具。这一政策实施工具本身还会不断完善,但同其他货币政策实施手段(如行政命令)相比,公开市场业务不但更灵活,也更有效,更适应现代化商品经济管理的需要。

联储进行公开市场业务时,纽约联储根据货币政策目标的要求制订交易方案,由公开市场业务部的交易员通过专线电话同40家一级市场自营商联系并交易。联储有一电脑信息系统,专门用来做资金和债券的帐目划拨,使清算交割不必牵涉到现金支付等问题,大大提高了市场的效率。

联储公开市场委员会一年开八次会,制定政策方针,如准备金维持在什么水平等。日常的具体决定由纽约联储决定,但要向委员会汇报。联储公开市场业务部的经理对公开市场业务的政策制订及具体实施都有很大的影响力,很多事情完全取决于他对市场的判断。

公开市场业务的一个最基本的前提条件显然是要有一个完善、发达的二级市场。没有二级市场,公开市场业务是不可能的。二级市场越发达,公开市场业务就越有效。

五、发达的金融中介和配套的市场服务体系

美国证券市场的运行是靠一个发达的证券业来支撑的。这个行业包括:直接制造各种信用工具并参与其买卖的投资银行、证券公司、经纪行,将个人投资者的钱集中起来进行投资的各种投资基金或机构投资人(如互惠投资基金、保险公司、投资管理公司等),以及市场的配套服务机构(如资信评级机构、会计师事务所、律师事务所、清算交割中心、过户公司等)。

证券市场作为银行之外的融资渠道(又称直接融资)与银行(间接融资)的一大区别是,人们把钱存入银行,银行再将钱投资到别处,投资风险在银行。银行如果投资亏了本,自己便破产(当然大银行有国家保护)。证券市场上则不然,投资者必须自己作投资决定,自己承受风险(为了得到比银行利息高的收入)。于是他们需要信息,需要有懂行的人帮助他们来形成并执行他们的投资决定。对国家来讲,这些投资人为筹集经济发展所需的长期资本作出的是不可或缺的贡献,因此要在政策上、法律上扶植有关的金融中介,并促进市场服务体系的建立及完善。

六、政府和自律性组织二级管理体制

作为政府管理部门的证券管理委员会主要是1929~1933年经济大危机之后建立和发展起来的。现有2 000多名工作人员,包括1 000多名律师,1 000多名会计师,他们大部分集中在总部。该委员会在全美设有14个办事处,以保证其管理体系的运转。证券管理委员会下设数个部门,其中最主要的部门是交易部、法律部和申报部。交易部的主要职责是对市场的交易行为进行监督,防止内线交易和操纵市场等非法交易;法律部负责保证参与市场的各方都遵守联邦政府的有关法律,并对违法行为进行调查及处罚;申报部的主要作用是要求申请上市的公司对本公司的信息做出详实的披露,以保护投资者的利益。自1933年《证券

法》和1934年《证券交易法》公布以来,证券管理委员会即对证券业实行专门管理,管理的对象是12 000家上市公司、8 000家证券经营机构和60万从业人员。证券管理委员会的委员由总统任命,对国会负责,其权力之大和影响之广完全可与美国的中央银行——联邦储备局相比。

除政府的证券管理委员会(SEC)之外,美国的证券市场还通过证券商的自律性组织进行管理。所谓自律性组织,是指全国证券商协会(NASD)或纽约股票交易所(NYSE)等由证券商自行组织起来的会员制组织。证券管理委员会通过监督执行《证券法》和《证券交易法》及其各种实施条例对证券的发行、交易,证券经营机构和证券商的活动进行管理。而美国全国证券商协会及各交易所根据证券市场运行的特点及国家的法规、条例,制定详尽的组织制度、运作规则和行为准则,甚至设有自己的仲裁机构。

全美证券商协会的管理方式主要有两种:一是对其会员公司每年至少进行一次例行检查,检查内容包括公司的财务帐目和现金状况,对顾客提出建议,执行订单和收取佣金是否合理;一是关注经纪人的日常交易行为,对有问题的交易和欺诈行为进行调查,受理顾客提出的大量投诉,等等。对违反有关法规的经纪人,协会可以对其罚款、暂停会员资格、取消会员资格,直至提交法庭。

交易所也是一种自律性组织,它的内部管理,既有对交易场所技术上的管理,也有对交易参加者行为的管理。股票交易所内部管理的对象首先是会员公司。交易所专门针对会员公司的章程,交易所的自动监督系统随时跟踪会员的财务状况和经营情况,一旦会员公司在某方面有越轨行为,交易所要马上向证券交易委员会通报,同时向公司提出改正方案。

股票交易所对场内每日的运营情况也进行不间断的监督。监督对象包括场上经纪人、上市公司、股票买卖者,可以说所有市场参与者都在受监督之列。监督的内容包括他们的行为是否符合交易所的规章,尤其是是否有操纵市场的内幕交易。内幕交易是指依靠公众无法得到或暂时无法得到的信息进行交易。当某种股票的价格或交易量出现异常变化,且没有正常经济原因时,交易所的监督人员就要对此进行调查。电子计算机中储存着每个交易者的有关背景材料,可以发现他是否从公司、银行、会计事务所等单位的某些人那里得到内幕消息。犯规违法行为一旦确实,交易所的执法部门就要对当事人进行处罚。

美国和其它发达国家之所以采取这种管理体制,是因为他们认为市场的发展和运行有其自身的规律,而且证券市场行情变化很大、很快,证券

业有很强的行业特点,其业务程序也非常复杂,政府不可能管理得十分具体和详细。即使是象美国证券管理委员会这样拥有数千名工作人员的政府机构,面对每个交易所数千种证券的日常交易活动,面对着与商业银行系统相当的资金量,几万亿美元的资产、近万家证券经营机构、60万从业人员和13 000万直接或间接参与证券市场的投资人,要进行具体入微的管理,可以说是根本不可能的。美国政府除通过制定各种法律、法规、条例进行管理之外,更多地是通过这些自律性组织对证券市场的活动进行自我约束和管理,此外还要对这些自律性组织进行严格的监督。如果发生问题,除对违法的证券商或投资者进行处罚外,还对这些自律性组织进行一定的处罚。由于这些自律性组织不愿看到政府过多地干预,以争取更多的活动余地和空间,所以自己制定了一系列非常详细的行为规范和准则,对其成员进行约束。由于这些规范和准则不是国家的法律法规,可以随时根据行业和市场发展的情况进行修定和补充,而不象国家的法律、法规那样需经过烦琐的立法和修改程序。作为其会员的证券商,如果违反这些比法律规定更详尽具体的行为规范和准则,首先会受到这些自律性组织的内部处罚。

尽管美国的证券市场有两级管理层次,联邦和州都有篇幅浩大的证券法规及大量判例,证券管理委员会制定有大量实施条例,证券商协会和各交易所也制定有大量的组织制度及行业规范、准则,但政府十分注意把握市场管理的规律,按照证券业的特点和证券市场的运行规律进行管理,既不使市场放任地发展,又不采取简单的行政命令方式进行管理,从而避免使市场按管理者自己的主观意志运行和发展。美国证券管理委员会主席布莱顿说,市场活跃与否是检验管理是否成功的标志。如果市场萧条,交易不活跃,投资者望而却步,这就说明管理不成功。证券市场是为企业和政府筹资服务的,如果市场不活跃,企业和政府不便筹措资金,投资者不愿入市投资,这对国民经济的发展是不利的。让市场活跃起来,并不等于放任自流,任其自由发展。如何运用各种管理手段并掌握好份量和分寸,掌握好管理的“度”,是一门十分重要的艺术。美国政府及自律性组织正是将法律、经济、行政和行业道德手段结合起来,将政府的管理同自律性组织的自我管理结合起来,不断寻找恰到好处的“度”。

证券市场的一个特点是价格波动较大,因此对价格的管理是一个大问题。

美国政府对证券市场价格干预一直持非常谨慎的态度。价格基本上反映市场上的供求关系,即供求规律决定市场行情,政府基本上不予干预。

例如,1988年10月,美国发生黑色星期一股市价格暴跌,尽管其幅度超过1929年股市价格下跌的幅度,但里根政府也未对市场价格直接进行干预。政府不干预证券市场的价格有两个好处。第一,把市场的风险同政府分开,政府不过份承担责任。政府对于证券的发行不承担任何担保其质量、价值的责任,对于其交易价格的决定也不进行人为的干预。政府只按照法律、法规对市场上的违法行为进行监督和处罚,维护投资者的利益,保证投资者和企业尽可能公平的基础上进行竞争。第二,避免政府直接干预市场能使投资公众对市场具有信心。公众可以按照市场上的价格自行决定投资。尽管证券在市场上的价格不可能时刻反映其真正的价值,但是它毕竟体现了实际的供求关系。如果人为地干预它的变化,使价值规律的作用发生扭曲,就使公众对于自己是否能按公平真实的价格买入或卖出证券失去信心,市场及其所交易的证券的价值在公众心目中就会打折扣。

美国各政府部门中绝大多数官员是通过竞选或政治性任命而产生的。这些人未必是自己负责的业务部门的专家,日常性管理活动都是由事务性官员和公务员进行的。而证券管理委员会的委员由熟悉证券法律和证券业实务的专家担任。例如,现任主席布莱顿,曾任美国的大学法学院的院长和“贝克和伯茨律师事务所”的高级合伙人,是证券法方面的专家。此外,美国证券管理委员会工作人员中有1 000多名律师,1 000多名会计师,都是专业人员。

证券市场投机性较强,难免有知晓上市公司内情的人利用内幕情报变为公开信息的时间差进行交易以牟取暴利;也可能有人对市场价格进行人为的操纵,进行投机。为有效地防止内线交易和操纵市场的违法活动,美国的证券交易所和证券管理机构都建有整套的内线人员档案,内容极为详细,包括这些人员的亲朋好友、同学、邻里等社会关系。对于市场上各种股票的价格走势和波动情况都有专人进行监视,并对异常的变化与波动进行调查。如发现违法行为和内线交易则必有重罚,使敢于铤而走险,以身试法者声败名裂。美国证券管理委员会往往抓住大案,一追到底,直至水落石出。确有一些名声显赫的公司董事、经理人员或律师因进行内线交易而成为被告并锒铛入狱。这些监控活动工作量极大,时间性极强,如果不凭借现代化的科学技术手段和高水平的管理,以及大量专业人员,无法想象这些活动能顺利进行。

由于制度和其它方面的因素,美国的证券市场不可避免地存在着一些缺陷和不足。其中最主要的问题是证券市场的发展无法摆脱经济周期的

规律,证券市场的波动往往集中体现了经济危机的周期性,对经济的稳定发展产生不良影响。另外,美国证券市场促进了资本的集中和流动,但有时市场上的过度投机所引起的频繁的企业兼并使一些企业过分注重短期利益,影响企业的长足发展。

(责任编辑 孙立明)

(上接第17页)

与设备更新的任务。因为这种做法是本国技术人员与外国技术人员共同安装操作,因此便于加速建立自己的技术队伍。

4. 购买专利与设计图纸

这是一种比买设备要经济得多的引进技术的方式。日本战后一直到今天都是以这种方式为主引进外国技术的。早在60年代初,以这种方式引进技术已达80%以上,而买设备的方式所占比例则不超过10%。

采用这种方式表明已进入纯粹买技术的阶段,除图纸或专利之外,设备的制造、安装、运转、管理都需自行解决,更有利于节省外汇与培养人才,而且产品质量比较有保证,是一种比较进步的引进技术方式。

日本的原料工业、新兴工业,尤其是电子与石油化工方面,主体技术几乎都是通过这种方式引进的,如电子工业的晶体管,以及前面提到的钢铁工业的“六大技术”,纺织工业的尼纶等合成纤维生产技术等都是这样买进来的。因此,日本这些部门的技术有“各国专利橱窗”之称。

5. 买试验室技术,抢先投产

这是指把别人搞成的颇有经济价值的实验室技术买进来,然后自己完成研制,迅速投产的办法。日本把这样的产品技术反销国外称之为“反销战”。日本三井石油化学公司在获悉德国人齐格勒在实验室中搞成低压合成聚乙烯技术后,立即把这项大有希望但尚未为人们所注意的技术抢先购进,在解决生产工艺技术之后,很快建厂投产,岩国石油化工厂就是这样建成的。又如古河化学公司从美国的标准印第安那公司买下了尚未搞成的中压聚乙烯技术,然后不惜工本地继续研制,终于取得了成功。后来该美国公司又反过来向日本购买这项技术。这种做法日本名之为“技术杂交”。1962年,这种未成熟技术的引进不到5%,70年代初已达到30%,其中近一半已实现商品化。

日本经济发展时期(60~70年代)引进技术的上述一些做法,对我们在目前发展阶段如何搞好技术引进,无疑有一定的参考价值。

(责任编辑 刘先曙)