

# 发展中国家 金融市场

张雷声 编著

中国大百科全书出版社

## 内 容 提 要

本书以对发展中国家金融市场的崛起、发展及其特征和作用进行总体考察为基础,具体地考察了马来西亚、泰国、印度尼西亚等6个国家金融市场的构成、发展状况、操作过程和管理方式,并分析了这些国家金融市场的发展与经济发展之间的关系,也对发展中国家的国际金融中心如巴林金融市场、拿骚美元市场、开曼金融市场等作了介绍和分析。

# 目 录

## 发展中国家金融市场

<b>一、发展中国家金融市场发展状况的总体考察</b>	1
1. 发展中国家金融市场的崛起	1
2. 发展中国家金融市场的特点	4
3. 发展中国家金融市场在经济发展中的作用	12
<b>二、马来西亚金融市场</b>	15
1. 金融市场发展的基础	15
2. 货币市场与外汇市场	21
3. 证券市场	24
4. 金融市场发展的主要特征	34
<b>三、泰国金融市场</b>	38
1. 金融市场发展的历程	38
2. 股票市场	42
3. 债券市场	50
4. 货币市场与外汇市场	52
5. 金融市场的基金管理业务	55
6. 金融市场的主要特征	60

<b>四、印度尼西亚金融市场</b>	65
1. 经济改革与金融市场的发展	65
2. 货币市场	72
3. 股票市场	75
4. 债券市场	81
5. 金融市场的管理	84
<b>五、印度金融市场</b>	88
1. 金融市场发展的历史与现状	88
2. 货币市场	96
3. 资本市场	99
4. 外汇市场	112
<b>六、埃及金融市场</b>	116
1. 金融市场发展的经济基础	116
2. 金融市场发展的金融基础	120
3. 金融市场的发展概况	124
<b>七、智利金融市场</b>	128
1. 金融市场发展的经济基础	128
2. 金融市场发展的金融基础	131
3. 金融市场的构成与管现	133
<b>八、发展中国家的国际金融中心</b>	137
1. 巴林金融市场	137
2. 加勒比海岛屿的金融市场	143

## 一、发展中国家金融市场 发展状况的总体考察

20世纪60年代以后,随着发展中国家工业化和商品经济的进程,金融市场在发展中国家经济中的地位越来越突出,作用越来越重要。

### 1. 发展中国家金融市场的崛起

金融市场是指资金供求双方实现货币借贷和资金融通的交易活动的场所,主要包括货币市场和资本市场。货币市场是较短期的票据和有价证券等金融工具的流通市场,它和股票市场、债券市场不同,它没有具体的、有形的交易场所,但它的存在却是谁也不能否认的。资本市场是较长期融资工具(如股票和债券等)的发行市场和交易市场。经纪人、交易商在金融市场上起着中介作用,把金融证券的发行者——政府及其机构、金融机构同投资者联结成一体。

发展中国家的金融市场在100多年以前就已存在了。但是,没有固定的交易所,只是凭借买卖双方的信誉

和各种无法确切了解的信息进行交易,并非今天意义上的金融市场。因此,在那时,金融市场上存在着大量的投机活动,市场的运作极其不稳定。

经过将近一个世纪的发展,到第二次世界大战结束后,一大批殖民地、半殖民地国家挣脱了帝国主义的枷锁,从长期的束缚和控制下解放出来,作为“发展中”的国家走上了独立发展道路,金融市场的发展有了深刻的含意。在20世纪的最初几十年内,发展中国家的金融市场也曾有过相当程度的发展,买卖兴旺,但是,许多发展中国家作为帝国主义的殖民地,融资的事情主要是由殖民者来做的,金融市场的存在与发展也只是为帝国主义殖民者的经济统治提供方便;发展中国家作为世界政治经济舞台上的一支新兴力量的崛起,使发展中国家的金融市场有了“独立”的含意。

然而,发展中国家金融市场的真正崛起却是20世纪60年代以后的事情。60年代以前,发展中国家的大多数证券交易所都处于休眠状态;60年代以后,这些证券交易所开始苏醒,同时又建立了一些新的证券交易所。发展中国家证券交易所的交易活动,有些是自发展的,但大分却是在政府当局的推动下发展的。

金融市场的发展是以经济的发展为基础的。60年代以来,发展中国家为了摆脱贫穷落后的状况,走上了实现工业化和现代化的经济发展道路,经济发展迅速。为解决经济发展中所面临的资金短缺等问题,发展金融

市场就势在必行了。

发展中国家金融市场的发展也是以经济发展的特殊性为基础的。发展中国家内部历史上遗留下来的半殖民地、半封建生产关系和不发达的生产力以及外部与发达资本主义国家之间不平等经济关系的存在,决定了大多数发展中国家只能采取国家资本主义的方式,集中一切可能的财力,实行政府主导与自由企业制度相结合的经济模式。在这种政府主导与自由企业制度相混合的经济体制中,政府以国家资本主义的力量引导自由企业循着工业化的道路发展。因此,利用金融工具,通过对社会资金流量的控制来影响社会经济活动就具有必然性;金融市场在其长期发展的历程中也就具有政府加以扶植和干预的特殊性。

发展中国家金融市场的崛起,标志着发展中国家在世界金融领域崭露头角,也意味着发展中国家的金融市场还处在起步和发展阶段。充满经济活力的亚洲国家,金融市场堪称雨后春笋、迅速崛起、势头日盛,无论是股票上市公司数额、交易数额,还是资本市值总额,都增长得十分迅速。拉丁美洲和非洲国家的经济普遍处于低通增长时期,有时甚至还产生了经济的负增长,由此而必然影响到金融市场的发展;尽管这些国家金融市场的发展没有亚洲国家那么迅速,但这些国家的金融市场仍在生机勃勃地发展。根据经济合作与发展组织1994年初的一份金融市场报告的统计,亚洲国家和拉丁美洲国家

通过发行债券筹措到 456 亿美元资金,超过了 1992 年 140 亿美元的 2 倍多,与 1991 年的 94 亿美元相比,增加了近 4 倍。以墨西哥为首的拉丁美洲国家国外债券的发行比 1992 年增长了 200%,筹措的资金不少于 250 亿美元。非洲国家的金融市场发展前景也很乐观,许多证券交易所正在恢复和新建中,喀麦隆、坦桑尼亚、马拉维等一些非洲国家正在建立证券交易市场;1993 年下半年,津巴布韦股票指数攀升了 200%;博茨瓦纳将发展成国际金融中心。

## 2. 发展中国家金融市场的特点

发展中国家金融市场的崛起,在一定程度上反映了发展中国家金融市场发展的凶猛势头,也反映了发展中国家金融市场发展中的某些特点。从总体来看,普遍的特点就是不成熟、不稳定、规模小、上市的股票数量和种类少。

### (1) 市场发展具有不平衡性

发展中国家经济整体中的“二元结构”和每一具体发展中国家内部经济的“二元结构”,导致了发展中国家金融市场整体的发展不平衡和每一具体发展中国家内部金融市场的发展不平衡。

发展中国家经济整体中的“二元结构”,表现为在整

个发展中国家中,经济发展迅速、相对发达的国家与经济发展不快、相对落后的国家同时并存。这是发展中国家从总体上来看经济还不发达的表现和结果。经济方面如此,由经济因素决定的金融市场也是如此。相比之下,亚洲发展中国家金融市场的发展程度要比非洲、拉丁美洲发展中国家金融市场的发展程度高得多,发展速度也快得多。

从每一具体发展中国的经济来看,同样也存在着“二元结构”的状况,即先进的工业与落后的农业同时并存,相对发达的大城市与闭塞偏僻的乡村同时并存,农业的比较利益大大低于工业,农业与工业的生产率水平相距甚远。在发展中国家内部,经济发展的这种不平衡性决定了金融市场发展的不平衡性,不仅存在着由政府、正式金融机构、工商企业和私人投资者构成的正规金融市场的交易活动,还存在着为广大农村地区和城市小企业及居民服务的非正规金融市场。一般来说,正规金融市场集中于大城市,非正规金融市场则是一种民间的借贷活动;正规金融市场代表了较为先进的生产力水平,非正规金融市场则是低效率的表现。即使是那些适应广大农村地区和城市小企业和居民需要的非正规金融市场,在其发展中也是不健全的,难以有效地融通资金,反而易于造成大量资金的闲置。正规金融市场与非正规金融市场在一个国家内部的同时并存,意味着这个国家金融市场的分割,在经济“二元结构”的制约下,尽

管这种并存是必要的,并且非正规金融市场的发展在一定程度上也是正规金融市场的一种补充,但是,非正规金融市场的任何波动必然会影响正规金融市场的稳定,且有可能使社会游资流入非正规金融市场而难以被导入正规金融市场。因此,正规金融市场与非正规金融市场的并存,从一定意义上来说,不利于资金的融通和利用,也不利于金融市场的健康运行。

## (2) 市场发展具有不稳定性

大多数发展中国家金融市场的发展,都经历了起伏伏的不稳定状态,其中股票市场尤为突出,主要表现在股市变动异常,投机性很强,从而导致股市暴涨暴跌。如印度尼西亚的股票市场发展就很不稳定。1987年年底始,印度尼而亚政府采取了一系列措施培育股票市场,促使股票市场在1988年下半年走向了极度繁荣,到年底,雅加达证券交易所指数由1988年年初的82.6点上涨为303点。1989年,政府放宽了对外国投资者的政策,允许外国投资者最高可持有一家上市公司股份的49%,强烈地刺激了股票价格的急剧上涨,因此,到1990年4月,雅加达证券交易所指数达到了印度尼西亚股票交易历史上的最高峰682点,股市的平均市盈率为80倍。1990年4月以后,雅加达证券交易所指数开始猛跌,到1991的11月跌为223点,市场成交萎缩,新股发行市场冷清。印度尼而亚股票市场发展不稳定的原

因主要有：从事股票交易者众多，上市公司数量过多；上市公司质量差，财务资料不足，资产评估不准；国内外投资者对股市丧失信心等。

印度股票市场的不稳定则与印度发生的金融丑闻有关。在印度经纪商迈赫塔的操纵下，印度股票市场1992年上半年出现了暴涨暴跌的状况。迈赫塔是印度一家保险公司的一名小职员，1980年投身于股票交易活动，用买低卖高的手法成为暴富者，被市场交易商们称为股市行情的“风向标”。1992年初，他与一些银行官员和经纪商内外勾结，利用银行间证券交易的空头凭据，从印度国家银行、印度住宅信贷银行、英国的标准渣打银行和澳大利亚的格兰德累银行抽出了350多亿卢比，投入到孟买股票交易所中，使股市出现了人为的“牛市”，敏感指数由2000点猛涨到4月中旬的4500多点。当迈赫塔的丑闻公布于众时，股市开始暴跌，6月10日跌至2806.31点，随后出现了股市罢工，直至7月17日才重新开市。造成印度股票市场发展不稳定的因素主要是管理不善，商一些经纪商、银行家、政府官员正是利用了市场管理方面的缺陷，操纵股市投机牟利。

发展中国家金融市场发展的不稳定性不仅扰乱了金融秩序，商且也影响了整个经济的正常发展。

### (3) 市场发展缺乏动力机制

经济的发展是金融市场发展的动力。金融市场的发

展还依靠许多直接的动力,如投资者的构成、经营者的素质、法律的健全程度等。

发展中国家金融市场没有坚固的投资者基础;发展中国家贫穷落后,大多数居民的收入水平很低,有投资能力的人数量有限,因而发展中国家缺乏相当数量的投资阶层;发展中国家企业公司化还不普遍;现存的公司大多数规模很小并且受到少数人的控制,或者是受到政府的控制,控股公司或企业界都不很情愿向公众发行股票以吸引资金。这实际表明,有意投资的公司投资范围内却受到控制,没有自主权。发展中国家的商业银行在公司筹措资金财源方面占有重要地位,从而减少了对金融市场资金的需求;一般投资者也偏好于地产、银行存款甚至贮藏财货,从而减少了对金融市场投资的资金供给;一些企业的实际经营负责人向公司及股东负责的责任性差,甚至假公济私、损公肥私,将公款占为己有,亏损由公司包赔,从而导致了一些投资者不愿意参与金融市场的活动。这些情况,都在一定程度上抑制了金融市场的发育。

#### (4) 市场结构具有不合理性

发展中国家金融市场的结构普遍存在着货币市场过小,资本市场过大,外汇市场薄弱的畸形结构;资本市场的结构又存在着股票比重过大,债券比重过小的畸形结构。

在一些发展中国家,如马亚西亚、泰国、印度等的金融市场的发展中,货币市场都很不发达,有的只有银行同业拆放市场,并且货币市场金融工具的种类也很少。造成这种状况的原因主要有:《公司法》中缺少转让金融工具的条款;向机构投资者强制发行低于市场利率的国库券;维持低水平、不灵活的银行存款利率政策;对短期债券的发行者进行管理和监督不够充分等等。

发展中国家外汇市场普遍不够发达,这与发展中国家正处于由不发达经济向发达经济的过渡时期有关。大多数发展中国家都处于外汇短缺、外汇汇率不均衡的状况,因而国家对外汇实行严格管制。在这种情况下,发展中国家一般没有远期外汇市场,人们只是倾向于以外币负情持有外币资产,因而资本流动受到阻碍。在外汇管制法令下,进口被限制在出口外汇收入和资本内流数额之内,进口的供给始终小于进口需求的数量,以本币表示的进口而品价格超过外汇成本,资源涌向以高成本生产进口替代品的部门,减少低成本的出口商品生产,导致消费与分配格局的扭曲。在这种情况下,发展中国家政府一般都会强行采取复汇率制,对进出口贸易采用官方汇率,对外汇交易采取市场汇率。

从单个发展中国家的资本市场来看,股票交易规模普遍大于情券交易规模。1990年,马来西亚上市股票305种,债券12种;菲律宾上市股票253种,债券1种;泰国上市股票261种,债券126种。近两年来,债券上市

的种类虽不断增加,但仍然少于股票上市的种类。

### (5) 市场管理具有不完备性

发展中国家金融市场的管理大体采取了 3 种模式:美国模式、英国模式和美英混合模式。

60~70 年代,印度尼西亚、巴基斯坦、埃及以及拉美大多数国家参照美国 1933 年的《证券法》和 1934 年的《证券交易法》,制定和颁布了一个综合的证券交易法规,以此约束证券交易所、证券包销商、交易商、经纪商的行为;在财务、会计、审计等方面制约证券发行公司;对欺诈假冒、操纵价格、内部交易等违法行为作了处罚规定;并设有证券委员会,负责证券交易法规的日常实施。同时,法规也突出了发展中国家的特点,即对证券发行公司实行发行证券必须报请主管机关批准的严格的审批制度。

马来西亚、津巴布韦、肯尼亚等发展中国家,历史上曾一度是英国的殖民地,因商独立后的金融市场的发展不免带有英国模式的特点。英国模式的特点主要是自律性。它没有一个专门的、单独的、综合性的证券交易法规,这方面的规定体现在《公司法》、《公司合并和接管法》中。这种管理比较简单、灵活,但是缺乏规章效力,易于让某些利欲熏心的人钻空子。

美英混合模式是一种将专门的、综合的证券交易法规与证券交易所的自律管理结合起来运用的模式,泰国

金融市场和约旦金融市场的管理就采用了这一模式。这一管理模式的好处在于机构少、成本低。在金融市场的早期发展中,这一模式发挥了良好的作用,但是,随着金融市场的发展,也暴露了不少缺点,其中最主要的缺点就是美英合二而一的管理机构在发挥职能作用时经常发生冲突。

无论是哪一种管理模式,在对发展中国家金融市场的管理中无疑都发挥了它的重要作用,但也都反映了管理跟不上实际发展需要的事实。

上述发展中国家金融市场发展的 5 大特点,同时也反映出发展中国家金融市场发展的 3 大缺点:

一是发展中国家经济结构中以农业为主,工业企业规模狭小,外资企业独立控制性强,家族财阀集团占居垄断地位的特点,决定了它们难以投入金融市场,而是偏好于企业留存利润和银行优惠存款,以此作为扩大资金的来源。

二是政府债券的大量发行,作为金融市场的基础起着日益重要的作用,但同时也对私营企业部门金融工具的发行活动起到了抑制作用;强制维持低水平的国库券利率和银行存款利率,扭曲了价格体系。

三是政府过多的行政干预也妨碍了金融市场的发展。例如,政府税收政策的目标不是为金融资产收益提供减免优惠,也没有鼓励人们以持有证券代替银行存款。

### 3. 发展中国家金融市场在经济发展中的作用

发展中国家金融市场的崛起和发展是其经济发展到一定阶段的必然产物,它的特点也是由经济发展的特点决定的。发展中国家金融市场的发展反过来也会促进整个经济的发展。

长期以来,人们对金融市场作用的认识往往局限于投资筹集资金,忽略了它在经济发展方面的其他促进作用。因此,有必要对金融市场的作用进行重新评价。从金融市场在发展中占有越来越突出地位的事实中,可见金融市场在经济发展中的作用。

#### (1) 为投资筹集资金

从发展中国家金融市场的发展过程来看,为投资筹集资金是金融市场的基本作用,历来奏效。在马来西亚、泰国、印度、巴基斯坦、阿根廷、约旦等发展中国家的历史上,都曾出现过新发行的股票在国民生产总值和资本构成中占有高比例的时期。尽管股票的大量发行不一定会引起股票市场的兴旺,因为股票市场的兴旺与否主要取决于股票的交易,但是,股票发行的高比例却为经济发展中需要的资金提供了极大的便利。发展中国家金融市场为投资筹集资金,从而对发展经济起到了一个基本的推动作用。

## (2) 促进金融体系的稳步发展

发展中国家金融体系的典型特征是所有权高度集中,因而当银行之间的价格竞争受到利率的控制时,就容易形成寡头垄断的趋势;工业集团和银行之间存在的连锁关系,会使那些属于该集团的公司较易得到贷款,而那些不属于该集团的公司则必须以较高的代价换取贷款,或者根本得不到贷款。发展中国家金融市场的迅速发展,可以使新的专业金融机构和更多的投资者相互竞争,从而有利于提高金融体系的竞争性和效率,促进金融体系的稳步发展。

## (3) 提高提资分配的效率

股票市场的发展可以促使公司在平等的基础上进行竞争,从而得到投资者的资金。如果没有一个有效的、充满活力的股票市场,公司就只能速过保留收益的方式进行内部融资。在这种情况下,历史悠久、经济实力雄厚的公司可以办到,而那些新建公司的内部筹资则要困难得多。在印度、巴基斯坦等一些对投资进行计划分配的发展中国家,建立一个健全的股票市场,可以弥补计划分配投资的某些不足之处,提高投资分配的效率,起到矫正政府过分干预经济所带来的各种问题的作用。

## (4) 提高公司的负债能力

正常的债务与股东产权比率是经济稳定发展的基