

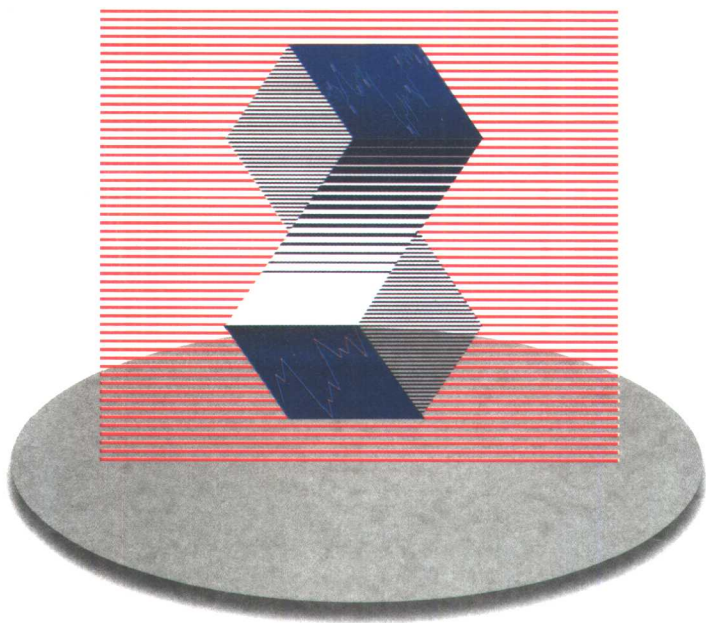


日本研究丛书

中日证券市场及其比较研究

主 编 伍柏麟

副主编 高红霞 童适平



上海财经大学出版社

· 日本研究丛书 ·

中日证券市场及其比较研究

主 编 伍柏麟

副主编 高红霞 童适平

G0 R8

上海财经大学出版社

此书出版获日本国际交流基金资助

图书在版编目(CIP)数据

中日证券市场及其比较研究/伍柏麟主编. —上海:上海财经大学出版社, 2000. 8

(日本研究丛书)

ISBN 7-81049-454-6/F·379

I. 中… II. 伍… III. 资本市场-对比研究-中国、日本
IV. F833.135

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 37968 号

ZHONGRI ZHENGQUAN SHICHANG JIQI BIJIAO YANJIU
中日证券市场及其比较研究

主 编 伍柏麟

责任编辑 麻俊生 封面设计 周卫民

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮件: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市印刷七厂一分厂印刷装订

2000 年 11 月第 1 版 2000 年 11 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 11.375 印张 285 千字
印数: 0 001—1 500 定价: 30.00 元

丛书序

在冷战结束、世界新格局逐渐形成的今天,我国的现代化事业也进入到关键阶段。在新的挑战与机遇面前,审时度势,拓展思维空间,立足国情,博采众长,是使我国在不远的未来跻身世界先进行列的重要条件,也是我们一代学人的历史责任。

目前,世界范围内区域性冲突加剧的同时,区域性的合作也进一步加强。我国与日本同处东亚,互为周边国家,在经济、政治、文化等领域的关系,对各自都具有重要意义。尤其是战后日本崛起于亚洲和世界,成功地在短期内实现了现代化,更给我们留下了思考和研究的广阔空间。基于此,我校经数年筹策,于1990年正式成立了日本研究中心。目的在于深入研究日本实现现代化过程中的经验教训,为我国的现代化事业提供镜鉴,并通过对日本政治、经济、历史、社会、文化等的全面研究,以求进一步加深对日本的理解,深化两国人民的友好交流关系,扩大双边多领域的合作。

为达此目的,我们组织编写、编译了这套既具有较强的实用价值,同时也有一定学术理论价值的《日本研究丛书》。其主要内容包括:(1)我中心组织的课题研究,中心成员个人的专题研究,与日本等国研究机构或专家学者个人的共同研究,与国内同行的合作研究等。(2)在国际上有影响的日本等国研究机构或专家学者个人论著的中译本。(3)我中心每年举办的双边或多边国际学术研讨会的论文集。

积沙成塔,集腋成裘。我们希望这套凝聚着中外学者智慧结晶的丛书,能够成为我国和国际日本研究领域的一朵奇葩。

于《日本研究丛书》付梓之际,对给予我们这项工作以热情支

持、帮助的日本国驻上海总领事馆、日本国际交流基金及中外有关朋友,谨表示诚挚的谢忱。

是为序。

复旦大学日本研究中心

理事长 郑励志

前 言

金融是现代经济的核心。在金融市场中,股票市场、债券市场等以证券为工具的直接融资市场占有重要的地位,起着越来越大的作用。

证券市场的发展可以提高投融资的效率。在银行垄断了居民储蓄并转化为投资的情况下,往往效率不高,呆账巨大,经济隐患增加。通过价格信号和投融资主体在证券市场上的自由选择,可以实现资金供需的优化组合。证券市场的发展有利于推动上市公司效益的提高。证券市场对上市公司的业绩有一系列的考核指标,并要求其定期发布,这会对经营者形成巨大的压力,迫使他们改善经营管理,提高企业效率。证券市场的发展有利于资源配置与经济结构的调整和升级换代,包括新增资源的合理配置和存量资产的再配置。当今高新技术企业的蓬勃发展,几乎都靠从股市筹资,就是显著的一例。

证券市场,尤其是股票市场,可以说是国民经济的晴雨表。各种各样经济的、政治的、社会的、自然的、中长期的或是短期的以至临时性的因素,都会在股市和债市上得到反映。股票价格的波动,或升或降,特别是飚升或狂泻时,牵动着千千万万颗股民的心。因此,证券市场是宏观经济有效调控和稳定运行的基础,也是增强人们民主意识,形成法制观念和社会稳定机制的经济条件之一。

对于正处在计划经济向市场经济转型的我国,证券市场还是改革开放的重要助推器。资本市场,尤其是股票市场在国有企业

改革和发展中扮演着重要角色。实体经济在运行过程中,一般采取货币资本、商品资本和生产资本的形式。股票等有偿证券,是实体资本纸的复本,是资产的虚拟形式。比起实体资本,流动性更大、限制更少。因此,无论是国有经济的布局调整、国有企业的战略改组,还是国有企业的改革,资本市场都是不可或缺的。目前,我国绝大多数国有大中型企业已改组为有限责任公司或股份有限公司,有些已改组为多元持股的公司。只有发挥证券市场对公司的评价作用,才能建立有效的公司治理结构,使现代企业制度真正起到提高效率的实效,不致使改革的目的落空。在经济全球化的趋势中,证券市场国际化是其中一项重要的内容。我国加入WTO以后,金融业包括证券业和证券市场的开放,势在必行。利用资本证券市场,让国际资本参与我国大型国有企业的改革、改组和改造,更广泛地接受海内外资本的监督,对国有企业的进一步改革和国民经济的发展,将是十分有利的。

近代中国证券市场的起步并不太晚。1880年代,一些官商合办企业开始发行股票,1894年就有国债发行。在1918和1920年,北京和上海相继成立了证券交易所。中华人民共和国成立后,政府取缔了证券交易,证券交易所随之关门。为解决建设资金不足,政府曾发行过一些国家债券,数量小且不准流通。因此,新中国成立最初的30年内,证券市场可以说是不存在的。新中国证券市场的发展是从1980年代初开始的。1981年政府开始发行国库券,1984年11月上海飞乐音响股份有限公司首家发行了股票。1990年末,发行股票的股份有限公司达几百家。1990年和1991年,上海和深圳两地相继成立了证券交易所,标志着中国证券市场进入集中交易过户、电脑配对竞价交易的发展新阶段。1991~

1998年,中国证券市场迅速发展。证券市场的规模不断扩大,设施不断完善,发行方式逐年改进,各项法律制度和机构陆续颁布和建立。尤其是1999年《证券法》的正式实施,标志着我国证券市场走上了规范发展的道路。

上述情况说明,我国证券市场走过的道路虽也曲折,但总的来说取得的成绩相当大。由于我们缺乏发展证券市场的经验,又受计划经济体制遗留下来的影响以及当前经济的迅猛发展,还有许多需要进一步解决的问题。例如,1998年底约占股本总量62%的公有股(国家股和法人股)尚不能流通,各种基金为主体的机构投资者不足。证券市场和监管部门如何转变职能,加强监督和规范,使中国证券市场真正发展成一个透明、高效和公平的市场,还有许多工作要做。我国证券市场的境外投资者有了约6%的比重,但国际化程度远为不足。如何进一步扩大开放,适应经济全球化和我国加入WTO的新形势,也是亟待研究和解决的问题。总之,我国证券市场,面临着扩大规模和范围,增加上市公司和投资者,完善结构,建设多层次市场,加强对市场监管和规范等繁重任务。这是更好地实现与我国社会主义市场经济要求相适应的证券市场的功能和作用所必需的。

为了完成这些任务,我们既需要总结我国实践的经验,也要学习国外有益的经验。英、美等国证券市场,是在长期自由竞争市场基础上逐步发展起来的,当然有一些好的经验值得我们学习。日本则是后起的发达资本主义国家,实行的是国家主导型市场经济模式,国家对市场干预较多,东方儒家文化的影响很深,在证券市场的发展中存在着与英、美等国不同的特点。而这些条件又与我国有相同或相似之处,因此,其证券市场的经验和教训也有值得我

们研究、学习和借鉴之处。这就是引发我们提出《中日证券市场及其比较研究》课题的缘由。

学习和借鉴别国经验主要采用比较法。通过比较,找出彼此的共同点、相似点和不同点,再进一步从本国实际出发对别国市场和管理长处和不足进行分析,并提出学习长处、规避短处的设想。这是我们研究这一课题的思路和想要达到的目的和要求。

课题是由复旦大学日本研究中心向日本国际交流基金会提出申请,并接受他们的研究经费资助立项的。同时,与日本国关西大学共同进行合作研究。在收集日本证券市场书面材料的基础上,课题组远赴日本,考察了东京、大阪两地的证券交易所,并与野村证券公司、山一证券公司及法政大学的相关人士共同研讨,使我们获得了许多在本国难以得到的信息和资料,听到了许多好的意见和建议,在此对这些单位、机构、公司和松谷勉、守谷基明等教授表示深切的感谢。对在中日学者之间起穿针引线作用的潘志仁先生、王耀钟先生,参与写作大纲讨论的程向前先生,对日本部分提出修改意见的史建彤先生表示感谢。特别要感谢的还有上海财经大学出版社的熊诗平社长和责任编辑麻俊生先生,正是由于他们的负责和认真,本书得以较快的速度付印。

课题组由高红霞副教授、童适平副教授、焦必方副教授和陈燕匡讲师组成,由我负责。调研提纲和写作大纲经集体讨论确定,分工负责编写,高红霞、陈燕匡负责介绍中国市场及中日证券市场比较部分,童适平、焦必方负责介绍日本市场部分。全书由高红霞统稿、总纂,最后由我统一定稿。

该课题的研究始于1995年。由于这些年中国证券市场处于迅速发展时期,变化频繁,也由于其他一些原因使课题最后完成耽

误了时间。虽然对中国股市和债市资料尽量做到最新,但有些资料还是显得陈旧了一些,这是一点遗憾。好在这个课题着眼于中日两国证券市场全面、长期、整体发展的比较,某些资料的新旧,不太会影响两国证券市场的总趋势。

伍柏麟

2000年9月

目 录

丛书序	(1)
前 言	(1)
第一章 日本证券市场的概况	(1)
第一节 战后日本证券市场的演变	(1)
第二节 战后日本证券市场的特点	(11)
第三节 证券市场在日本经济发展中的作用	(21)
第二章 日本的股票市场	(28)
第一节 日本的股票发行市场	(28)
第二节 日本的股票流通市场	(36)
第三节 日本上市公司概况	(64)
第四节 日本股票市场的投资主体	(78)
第三章 日本的债券市场	(88)
第一节 日本债券发行市场	(88)

第二节	日本债券流通市场·····	(100)
第三节	日本的国债期货交易及选择权交易·····	(118)
第四章	日本证券市场的组织和管理·····	(127)
第一节	日本的证券市场组织体系·····	(127)
第二节	证券市场监管的主要内容·····	(139)
第三节	证券市场监管的目的及其后果·····	(155)
第五章	中国证券市场概况及其与日本的比较·····	(158)
第一节	中国证券市场发展历史及现状·····	(158)
第二节	现代中国证券市场形成的条件和原因·····	(167)
第三节	中国证券市场的作用·····	(173)
第四节	中国证券市场存在的问题·····	(180)
第五节	中日证券市场背景、特点与功能的比较·····	(185)
第六章	中国股票市场及其与日本的比较·····	(191)
第一节	中国股票发行市场及其与日本的比较·····	(191)
第二节	中国股票交易市场及其与日本的比较·····	(210)
第七章	中国上市公司及其与日本的比较·····	(227)
第一节	中国上市公司的数量、结构、效益及其与日本的 比较·····	(227)
第二节	中国上市公司的投资主体及其与日本的比较 ·····	(237)

第三节	中国上市公司资本融合、兼并及其与日本的比较	(263)
第八章	中国的债券市场及其与日本的比较	(279)
第一节	中国债券市场的结构	(279)
第二节	中国国债市场及其与日本的比较	(282)
第三节	中国企业债券市场及其与日本的比较	(301)
第九章	中国证券市场的管理及其与日本的比较	(314)
第一节	中国证券市场组织体系	(314)
第二节	中国证券机构的自律管理	(317)
第三节	中国证券市场的宏观管理体制	(325)
第四节	中国证券市场的法律制度	(332)
第五节	中日证券市场管理方式的比较	(342)
图表索引		(346)
主要参考文献		(350)

第一章 日本证券市场的概况

日本证券市场与日本经济一样,曾经在 1980 年代鼎盛一时,东京交易所当时与纽约交易所和伦敦交易所并称世界三大证券市场。1990 年代泡沫经济崩溃之后,日本证券市场首当其冲,往日的辉煌黯然失色。但是与属于发展中国家的中国相比,日本仍然有着许多成功的经验可供学习。即便是失败的教训,也因为同是东方民族,同是政府主导型的经济,同是以间接金融为主的金融制度,所以比其他国家更值得研究。

第一节 战后日本证券市场的演变

第二次世界大战前,日本的证券市场已有五十年左右的历史。但是由于当时日本的资本主义经济为家族式财阀所垄断,作为投资大众化载体的证券市场并不发达。特别是股票交易采取定期交易方式,市场投机性很强,妨碍了投资大众的参与。证券市场不仅因此发展受制,而且还因其形象不良为以后的发展留下了心理障碍。

一、复兴时期(1945~1956 年)的证券市场

第二次世界大战结束前夕,在盟军的进攻之下,整个日本为战火所笼罩,证券交易所不得不于 1945 年 8 月 9 日停止交易。同年 9 月,根据盟军的备忘录,证券交易所被关闭。此后,证券只能在证券公司的柜台这一非公开市场流通,直到 1949 年 5 月证券交易所才重新开市。

随着战争的结束,社会生活转向以经济建设为主,证券及其交易在经济生活中的重要性也理所当然地重新显现。特别是由于当时日本经济处于恶性通货膨胀之中,出于保值目的和对存款封锁的恐惧,人们对股票的购买非常踊跃。1946年政府为对付恶性通货膨胀颁布了金融紧急措施令,规定支付股票的价款可以使用冻结存款。投资者仅仅为了获得新币,也会积极购买股票,这就促进了股票市场的活跃[冈崎·滨田:《现代日本证券市场》,有斐阁,1986]。

1947年根据盟军的占领政策,实施了解散财阀的经济民主化改革。作为经济民主化改革的一环,进行了证券民主改革。1947年6月成立了证券处理调整协议会,将由于解散财阀控股公司以及作为财阀家族财产税而收缴的股票,出售给广大个人投资者。由此,个人投资者的数量和个人持股数在总股本中的比率迅速增加。与1945年相比,1949年,股东人数增加了258万,其中98%为个人股东。新增股份155600万股,其中73%为个人所有。个人股东的持股比率也从51.9%增加到64.8%。日本股票市场由战前财阀家族为主向以民众为主变化。1948年日本制定了新的《证券交易法》,1949年在全国设立9家证券交易所,并开始证券交易。证券市场运作的基础是盟军的“市场三原则”,即:(1)交易按照时间优先的原则进行;(2)交易集中在交易所;(3)不进行期货交易。

鉴于战时和战后初期的教训,国债的发行由盟军司令部进行控制。1947年,日本制定了《财政法》,原则上禁止发行赤字国债和由日本银行认购国债。1949年,美国底特律银行的道奇作为特使来日本,帮助日本治理恶性通货膨胀。在日本推行所谓“超平衡预算”财政政策,杜绝了普通意义上的国债的发行。直至1965年,日本政府没有发行过赤字国债。在这时期,日本政府发行的债券仅限于交付国债、短期政府债券和特别减税国债,且数量非常有

限。虽然根据《地方自治法》地方政府可以发行债券,但是其发行额非常小。

按照盟军的意图,企业的长期金融和短期金融分别应该由证券市场和货币市场担任,即企业的长期资金需求应通过发行债券、股票从证券市场筹措,短期资金需求则依靠银行贷款。但是,由于在战时和战后初期的特殊条件下所形成的银行和企业的密切关系,使这种意图难以实现。面对这一势态,日本政府采取的措施也是模棱两可、左右摇摆。一方面,作为证券市场的培育政策,在《证券交易法》中规定将证券业务从银行分离出来,目的是给证券市场提供发展余地。1949年,推行了促进企业债券发行的政策,规定获得日本银行承认的企业债券可作为向日本银行申请借款的担保。1950年,又修改了《商法》,放松了对企业发行债券的批准程序和发行额度的限制。另一方面又制定了《长期信用银行法》,建立了兴业银行等长期信用银行和资金运用部等证券市场以外的长期资金筹措渠道,并通过发行金融债券开拓资金来源。战后复兴时期,金融债券余额占所有债券的比率达到近60%。金融债券主要由金融机构、资金运用部购买,而这些机构的资金来源主要是银行储蓄存款和邮政储蓄。由此形成的长期资金供给渠道,压制了以直接金融为主的证券市场的发展。

上述发展证券市场的政策虽然有促进企业债券发行和消化的作用,但是由于当时证券市场的不发达、个人投资者和非金融机构的机构投资者尚未形成,企业债券主要由银行为主的金融机构消化。而金融机构又依赖日本银行的信用供给,企业债券发行实际上完全为日本银行信用所左右。1950年,金融紧缩时期,日本银行的信用供给大幅度缩减,金融机构的债券消化能力也随之大幅下降,企业债券的发行严重受阻。日本银行为了优先满足重点产业的资金需求,除了电力、煤气、钢铁等重点产业以及政策担保的金库、公社、公库等的债券以外,严格限制其他债券的发行。

因此,经济复兴时期的日本证券市场,无论从规模还是从证券的种类上来说,都是非常不发达的。表 1-1-1 中 1954 年以前的统计数据,可以充分地证明这一结论。

表 1-1-1 日本证券市场规模变化 单位:亿日元

年份	债券发行余额 ^①	股票市价总额 ^②	债券交易总额 ^③	股票交易总额 ^④
1945	1 633	—	—	—
1949	3 687	1 287	—	367
1954	9 866	7 822	—	1 837
1959	22 404	39 289	63	37 081
1964	61 187	76 943	143	34 297
1969	172 042	190 302	56 947	138 913
1974	360 455	374 690	326 617	123 903
1979	1 124 199	720 237	2 065 184	349 112
1984	2 097 815	1 674 957	7 267 585	679 740
1989	2 871 599	6 301 219	36 214 124	3 326 165
1994	3 550 897*	3 710 242	34 766 454	873 555

注:①普通国债+地方政府债+政府担保债+金融债+公司债+可转换公司债+附新股认购权债。

②全国。

③东京市场(东京证券交易+东京的店头市场)。

④东京证券交易所。

* 为 1993 年数据。

资料来源:日本银行,《经济统计年报》;东京证券交易所,《东证要览》1995 年。

二、高速增长时期(1956~1975 年)的证券市场

1950 年朝鲜战争爆发,由此带来的战争“特需”成为日本重建战后经济的强心剂。1955 年日本经济超过战前。1956 年开始,日本雄心勃勃地制定了经济自立 5 年计划、新长期经济计划和国民收入倍增计划等一系列经济计划。在这些经济计划的刺激下,日