

中外证券市场 比较研究

深证指数 (9996) 前4459.9 高4518.81 低4374.55 收4383.38 量381189
K线(日) MA(5)=4518.81 MA(10)=4519.09 MA(30)=4435.12

名誉主编: 萧灼基

主 编: 贲 奔

副 主 编: 李光彦 彭 波

河北人民出版社

- 美国证券市场
- 纳斯达克股票市场
- 日本证券市场
- 英国证券市场
- 新加坡证券市场
- 香港证券市场
- 中国证券市场
- 世界主要国家证券市场监管比较

中外

证券市场

比较研究

名誉主编：萧灼基 主编：贲奔 副主编：李光彦 彭波

河北人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中外证券市场比较研究/贲奔主编. —石家庄: 河北人民出版社, 2000. 8

ISBN 7-202-02749-6

I. 中… II. 贲… III. 证券市场 - 对比研究 - 世界 IV. F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 40661 号

书 名 中外证券市场比较研究

名誉主编 萧灼基

主 编 贲 奔

副 主 编 李光彦 彭 波

责任编辑 崔 玮 马 丽

美术编辑 吴书平

封面设计 宋丕胜

责任校对 李 莹

出版发行 河北人民出版社出版发行
(石家庄市友谊北大街 330 号)

印 刷 河北新华印刷二厂

开 本 850×1168 毫米 1/32

印 张 12.875

字 数 289,000

版 次 2000 年 8 月第 1 版

2000 年 8 月第 1 次印刷

印 数 1—3,000

书 号 ISBN 7-202-02749-6/F·303

定 价 20.00 元

版权所有 翻印必究

目 录

第一章	美国证券市场	(1)
第一节	美国证券市场的发展史	(1)
第二节	美国证券市场的现状	(8)
第三节	美国证券市场的监管模式	(33)
第四节	美国证券市场的地位及发展前景	(45)
第五节	美国证券市场的发展对中国证券业的启示	(51)
第二章	纳斯达克股票市场	(60)
第一节	纳斯达克股票市场的发展史	(60)
第二节	纳斯达克股票市场的现状	(70)
第三节	纳斯达克股票市场的运行机制	(87)
第四节	纳斯达克股票市场的地位和前景	(107)
第五节	纳斯达克的经验对中国证券市场发展的启示	(121)
第三章	日本证券市场	(129)
第一节	日本证券市场的发展过程	(129)
第二节	东京证券市场发展的现状	(133)
第三节	日本证券市场的监管模式	(157)
第四节	日本股市的起落及其泡沫崩溃	(161)

第二节	中国证券市场的发展现状	(316)
第三节	中国证券市场的监管模式和监管规则	(329)
第四节	中国证券市场的地位及发展前景	(337)
第八章	世界主要国家证券监管比较	(350)
第一节	部分发达国家的证券监管	(350)
第二节	部分发展中国家和地区的证券监管	(379)
第三节	证券监管国际比较的启示	(393)

第一章 美国证券市场

第一节 美国证券市场的发展史

一、美国证券发行市场的形成与发展

美国的证券市场经过两百多年的发展，已经成为世界上最大的证券市场。美国的公民几乎都与证券市场有着这样或那样的联系，美国证券市场在世界范围内的影响举足轻重，纽约证券交易所证券价格的升降影响着全球证券市场行情。

美国证券市场的发展如同其他资本主义国家一样，是与股份公司的发展联系在一起的。美国股份公司的迅速发展导致了股票的大量出现，从而使证券市场有了存在的基础。1789 年美国就发行过股票。

18 世纪中后期，美国出现了现代股份公司的雏形，一些合伙公司相继成立，并逐渐形成相当的规模。1799 年，杜邦创立了杜邦火药公司，其组织形式就是股份公司，它共吸收了 3 万美元的资本金。由于美国没有行会等封建传统势力的束缚，工业革命开始后，股份公司在美国得到了较快的发展。1817 年美国各州颁发的公司执照达 1800 个，虽然其中大多是特种合伙方式组成的，但股份公司正逐步开始普及。19 世

纪中叶，联邦和大多数州都制定了公司法，从而使股份公司的发展更为迅速，股份公司的规模也进一步扩大，垄断资本统治下的股份公司在美国经济中逐渐占据主导地位。到第一次世界大战结束时，美国工业制品产值的 90% 是由股份公司制造的，仅制造业的股份公司就控制了美国 1/8 的财富。1909 年，美国共有股份公司 26.2 万个，1963 年上升到 132.3 万个，占全美企业总数的 80%。与此同时，股东人数也急剧增加，1952 年，美国股东人数仅为 650 万人，占总人口的 4%，到 70 年代初，持有较好企业的股份的人数就已达到 3500 万人，占总人口的 1/7 以上。

美国的债券发行市场也是在美国建国初期就开始形成。在独立战争期间和建国之初，美国政府为了支付数目庞大的战争经费和政府开支，发行了巨额的政府债券。在 19 世纪资本主义经济迅速发展的过程中，政府和企业都逐渐扩大了债券的发行。第二次世界大战后，美国还对外国开放了债券市场，允许外国公司在美国发行债券。从 60 年代开始，联邦政府开始出现财政赤字，到 80 年代初赤字已达到惊人的数字，为了弥补开支，联邦政府不得不大量举债，有些地方政府也大量举债，美国整个债券市场的规模迅速膨胀起来。1988 年，纽约市场上政府债券日交易量达 688 亿美元。同时，美国的企业债券发行量也大大增加。1988 年，纽约证券市场上公开发行的企业债券达 2231.68 亿美元。

二、美国证券交易市场的形成

美国的证券交易市场最早形成于 18 世纪末期。在 18 世纪末，美国的股票开始出现时，并没有同时形成相应的交易市

场。当时美国国会授权纽约商会发行股票，其买卖是在咖啡馆和拍卖行进行的。1792年，24名商人约定专门在一棵梧桐树下进行交易，这就是著名的“梧桐树协议”。同一年，纽约证券交易所形成并营业。到19世纪初，美国东部都市中设立了相当数量的证券交易所，当时上市的证券主要有银行、人寿保险公司的股票，运河、煤气、铁路行业的股票及联邦政府公债。

（一）19世纪初至1929年以前的美国证券交易市场

19世纪上半叶，美国证券交易市场已初步形成，在以后100多年的发展过程中，证券交易市场的规模有了扩大。在这一阶段中，除了纽约证券交易所和美国证券交易所两家全国性的证券交易所以外，还有十几家区域性的证券交易所成立。证券交易市场上除了证券交易所以外，场外交易市场也形成了一定的规模。在这一阶段的证券交易市场中，形成了专门从事证券交易的证券经纪人。证券经纪人的出现使证券交易市场变得活跃起来，市场也更为完善。

在1929年以前的证券市场中，美国证券交易所首先做出了对上市公司股票、债券的登记规定。能够在纽约证券交易所上市的公司股票只是全部公司的一部分，不符合交易所上市条件的公司股票只能在场外交易，这样就维护了大公司股票的信誉，也在一定程度上促进了股票市场的正常运行。这一做法逐渐形成了一种制度，并且被各国竞相模仿。

在这一时期，美国对证券交易市场的研究也走上正轨，股票指数开始出现，即道·琼斯股票价格平均指数和标准·普尔股票价格指数。1896年，美国道·琼斯公司创始人查尔斯·H首次公开发表了他根据纽约市场12种有代表性的股票计算而成

的股票价格平均数，由此反映纽约证券市场的股市价格变化情况。此后，道·琼斯公司便开始定期编制并公布股票价格平均指数。其后一个多世纪，道·琼斯指数几经变化，它的采样股票种类到 1891 年增加到 32 种，到 1918 年增加到 40 种，到 1928 年增至 50 种，1938 年定为 65 种。标准·普尔股票价格指数是由美国最大的证券研究组织标准·普尔公司编制发表的、用以反映美国股市行情变化的股票价格指数。标准·普尔指数 1923 年开始编制，最初的采样股票为 233 种，1957 年调整后，样本扩大到 500 种。

但是，这一阶段美国的证券市场也存在着很多问题。由于美国建国时间不长，国民经济的基础比较薄弱，证券交易市场的巨大波动往往触发金融危机，甚至触发全面的经济危机。当时证券交易市场内部机制不健全，各种规章制度不齐备，证券交易所的组织形式也不完善，所以证券市场上欺诈、操纵和投机行为大量存在。这些行为影响面很广，经常造成连锁反应，酿成整个证券市场的动荡和危机。

这一时期证券交易市场主要的交易者是一些大资本家和银行，而这些大资本家和银行又相互欺诈，操纵股市，以图从中牟利。银行利用大量的信贷资金从事证券交易，由于这一时期的管理不严，人们尚未认识到银行信用进入证券市场的风险，越来越多的金融企业跻身于证券市场，他们或贷款给投资者进行证券交易，或是自己利用信贷资金进行交易。结果到本世纪 20 年代末，经济危机的出现使证券市场发生剧烈波动，大批银行信贷资金在证券交易中损失殆尽，以至于大批银行纷纷倒闭，金融市场趋于崩溃，美国经济受到了致命打击，证券市场由此进入了一个低潮时期。

（二）30 年代以后的美国证券交易市场

1929 年爆发的金融大恐慌持续了 4 年，一直到 1933 年才告结束。这场危机对证券市场的打击极大，公众的投资信心长期得不到恢复，美国政府决心整顿证券市场的交易秩序。1933 年，美国制定了《证券法》，1934 年又颁布了《证券交易法》，对证券的发行、上市、转让等都作了严格规定，并对证券经营机构进行了严格的限制。其后，美国大多数州依据联邦的《证券法》和《证券交易法》，也纷纷制定了相应的法规，从此美国的证券市场逐步走上了健康的发展轨道。

第二次世界大战期间和其后的一段时间里，美国经济实力激增，以美元为中心的布雷顿森林体系的建立使美国处于世界经济的领先地位，同时美国的金融制度也进一步健全。在这种情况下，美国的证券交易市场日益活跃起来。纽约证券市场很快超过伦敦证券市场而在证券发行量和交易量上均居世界首位。

战后的几十年中，美国逐渐形成了以纽约证券交易所为中心的集中交易市场，纽约证券交易所和美国证券交易所占全部证券交易额的大部分份额。与此同时，场外交易的规模则进一步扩大。尤其是近 10 年来，其发展更为迅速，这是证券市场分散化经营的一个标志。70 年代末，美国证券交易市场上，场外交易的证券交易量就超过了交易所进行的证券交易量，到 1983 年，场外交易的股票已是交易所交易的 7 倍。

随着证券市场的进一步扩大，美国证券交易市场又出现了第三市场、第四市场。所谓的第三市场是指在交易所挂牌上市的证券不在交易所进行集中交易，而是在场外进行交易。在交易所进行交易必须通过经纪人进行，投资者必须为此付出相当

数额的手续费，而一些大公司进行证券交易的数目很大，应付的手续费更为可观，于是，一些大公司就撇开交易商而直接与证券出让者进行交易，第三市场应运而生。

第四市场则是指投资者绕过经纪人，不通过交易所而利用电子计算机网络直接进行证券交易活动。这种交易是用电子计算机将各公司股票的买卖价格存入计算机储备系统，顾客要购买或出售股票时，即可通知计算机系统，计算机立即显示出各种信息，顾客如果认为某种股票价格合适即可通过终端进行买卖活动。

由于第三、第四市场有一个共同特点——佣金比例得到降低（例如，在第四市场进行的交易可以比在交易所进行的交易减少 70% 的费用支出），因此这两个市场对证券交易者产生了很大的吸引力。第三市场、第四市场的出现对证券交易市场也起到了积极的促进作用，加强了证券业的竞争，促使证券交易所为投资者提供更多更好的服务。1975 年，美国纽约证券交易所的佣金不再固定为交易额的若干比率，而是由交易双方自行商定。

（三）纽约证券交易所

美国曾先后有过 100 多家证券交易所。在 1929 年有 30 家，后来随着经济情况、交易数量和联邦法令变化，若干交易所先后停止或合并。目前依联邦法律注册的证券交易所共有 13 家，其中最大的是纽约证券交易所，其余的分布在美国各大工商及金融中心城市。纽约证券交易所正式定名于 1963 年，是世界上最大的证券交易所，1982 年它的交易量占全美证券交易所证券交易总额的 86% 以上，目前，4700 多万美国股票持有者中有 70% 所持的是在纽约证券交易所上市的股票，几乎所有

的主要金融机构（包括退休基金、信托基金和保险公司）都持有在纽约证券交易所上市的股票。

在纽约证券交易所的交易大厅里进行的主要是股票及债券交易。大厅中有多组交易柜台，称为交易站。在 1980 年以前，交易所只有 22 个这样的交易站，每个交易站都有约 100 种股票在其中交易，交易时，人声鼎沸，一片繁忙景象。后来，为了改善交易环境，证券交易所自 1980 年开始投资 7000 万美元购置先进的电子设备，并进行一系列的修缮工作，3 年之后 14 个崭新宽敞的交易站代替了原来的 22 个交易站。在交易柜台上方，安装了许多电视大屏幕，用来显示可在那里交易的股票名称和最近一次的成交价格，价格后常标有正负号，用以表示最近一次成交价格较前一次是上涨还是下跌。新的电子设备促进了纽约证券交易所交易量的迅速上升。1986 年 9 月 12 日创日交易量 2.4 亿股的历史纪录。

纽约证券交易所作为世界上最大的证券交易所，其主要作用是帮助筹资者筹措资金，保证有价证券的流通。由于它的组织严密，管理完善，职业经纪人、公司或个人都能迅速、简便、高效率地进行交易，在该所上市的股票、债券对公众有强大的吸引力，众多的公司、企业也期望能利用纽约证券交易所来达到自己的筹资和交易目的。但由于该所对上市公司有严格的限制，大部分中小企业的证券很难在纽约交易所取得上市资格。目前，在纽约交易所挂牌上市的美国和外国公司大约有 2000 多家。

纽约证券交易所是会员制证券交易所、非赢利性社团法人，其最高权力机构是董事会。董事会由 21 名成员组成，包括 1 名主席，20 名董事，董事由会员选举产生。董事会的职

权是负责决定交易所的大政方针，包括最后决定财务及预算事项，决定新股票的上市。董事会还对新会员资格进行审查，对违纪会员处以罚款、停职及开除会籍的处罚。董事会主席及其执行事务部管理证券交易所。

从1953年起，按交易所章程规定，在纽约证券交易所进行交易的证券经纪人至多不超过1366人，代表600多个会员公司，新申请入会者一般只能顶替老会员退出的席位。因此，纽约证券交易所的经纪人资格要求很高。纽约证券交易所的会员以证券自营商和证券商为限，他们一般都是证券公司或投资银行的重要负责人。如果某公司有一人或数人成为会员，该公司即成为交易所的“会员公司”。纽约证券交易所的会员大致有以下几种：①佣金经纪人；②二元经纪人，又称交易厅经纪人，这种经纪人在交易厅接受其他经纪人的再委托，代为从事业务，从中收取佣金，他们实际上是经纪人的经纪人，通常还属于某个会员公司；③交易厅交易商，即自营商；④特种经纪人，由于特种经纪人有责任帮助交易所形成一个有秩序的、连续的市场，保持市场供求平衡，因此交易所要对这种经纪人进行专门审查；⑤零股交易商，他们专接受100股以下的小额交易，将他们凑成整股后再转售给其他经纪人。

第二节 美国证券市场的现状

一、市场规模和发展速度

美国的股票市场规模不断扩大，体现在各个有组织的交易市场（即交易所）上。以美国的纽约证券交易所为例，在该交

易所上市的股票从 1950 年的 2.4 亿股增加到 1991 年的 996 亿股，股票市价总值从 1950 年的 940 亿美元增加到 1991 年的 37130 亿美元。1986 年，纽约证券交易所全年交易额为 13743 亿美元，而到 1991 年交易额增至 15330 亿美元。虽然 1987 年 10 月发生的股价暴跌一度使交易量萎缩。但总的来看，美国的股票交易量呈稳步发展趋势。上市公司数从 1980 年 1570 家增加到 1991 年 1885 家，同期上市股票种类从 2228 种增加到 2426 种。在纽约股票交易所上市债券的市价总值从 1950 年 1160 亿美元增至 1991 年 22270 亿美元。1950 年纽约股票交易所日均股票交易量 200 万股，1991 年日均交易量上升到 1.79 亿股，年交易量 455.99 亿股。1970 年纽约股票交易所股票年交易额为 953 亿美元，1991 年年交易额增至 15330 亿美元。

场外交易市场的规模也在扩大。1980 年上市公司数为 2894 家，1991 年增加到 4094 家。1980 年发行证券 3050 种，1991 年增加到 4684 种。

此外，股票流动性显著增加。1981 年 ~ 1990 年美国股票市场交易额从 4157.6 亿美元增加到 17870.9 亿美元，10 年间平均每年增长率为 15.7%。其中 1987 年美国股市交易额曾达 24231 亿美元，居世界首位，1988 年和 1989 年交易额屈居日本之后，1990 年略微超过日本股市交易额。

场外交易市场上股票流动性也在加快。1980 年日均股票交易量 26.5 百万股，年交易量 66.92 亿股，1991 年日均 163.3 百万股，年交易量 413.11 亿股。从 1980 年到 1991 年，股票交易额从 687 亿美元增加到 6939 亿美元。

二、市场波动周期

自美国证券市场出现后,历经了多次大起大落,人们能从道·琼斯指数的变化中清楚的看到这一点。道·琼斯指数从1896年诞生后,经过100多年,已经涨到了1999年8月的11326点,但在此期间,又有着1929年10月28日、29日和1987年10月几次日跌幅超过10%的股灾。一般而言,证券市场上有三种方式的波动轨迹。一是每天的波动,二是两个星期或一个月内的股价形成的波动。这两种波动中前者反映了投机者在市场上的作用,而后者反映了大笔投资资金在市场上的运作,这些都有人为造市的印迹。而第三种则是大约每四年的一个循环,与前二者相比,不受人为因素的影响,而是受宏观经济的约束。国家经济的发展以及人们对它的预期形成了市场的规律,决定股价在很长时间的升降,且往往比实际的经济变化超前,见表1-1。

表1-1 道·琼斯指数百年循环

低		高			低			循环 年数	经济低 谷 年
年份	DJIA	年份	DJIA	涨幅%	年份	DJIA	跌幅%		
1896	28	1899	77	175	1900	53	31	4	1900
1900	53	1901	78	447	1903	42	46	3	1904
1903	42	1906	103	145	1907	53	48	4	1908
1907	53	1909	100	88	1911	73	27	4	1912
1911	73	1912	94	29	1914	54	42	3	1914
1915	54	1916	110	104	1917	66	40	3	1919

续表

低		高			低			循环 年数	经济低 谷 年
年份	DJIA	年份	DJIA	涨幅 %	年份	DJIA	跌幅 %		
1917	66	1919	119	80	1921	65	45	4	1924
1921	65	1925	160	145	1926	140	15	5	1927
1926	140	1929	385	175	1929	200	48	3	-
1929	200	1930	295	447	1932	40	86	3	1933
1932	40	1937	196	390	1938	96	51	6	1938
1938	96	1941	132	38	1942	95	28	4	-
1942	95	1946	212	123	1946	160	25	4	1945
1946	160	1948	194	21	1949	160	18	3	1949
1949	160	1953	295	84	1953	255	14	4	1954
1953	255	1957	525	106	1957	415	21	4	1958
1957	415	1961	735	747	1962	535	25	5	1961
1962	535	1966	1000	87	1966	745	27	4	1967
1966	745	1968	1000	34	1970	630	37	4	1970
1970	630	1973	1060	68	1974	575	45	4	1975
1974	570	1976	1015	78	1978	740	27	4	1980
1978	740	1981	1000	36	1982	780	23	4	1982
1982	777	1987	2722	250	1987	1738	36	5	-
1987	1738	1990	3000	73	1990	2365	21	3	1991
1990	2365	1996	5600	137					

注：DJIA 即道格拉斯指数。