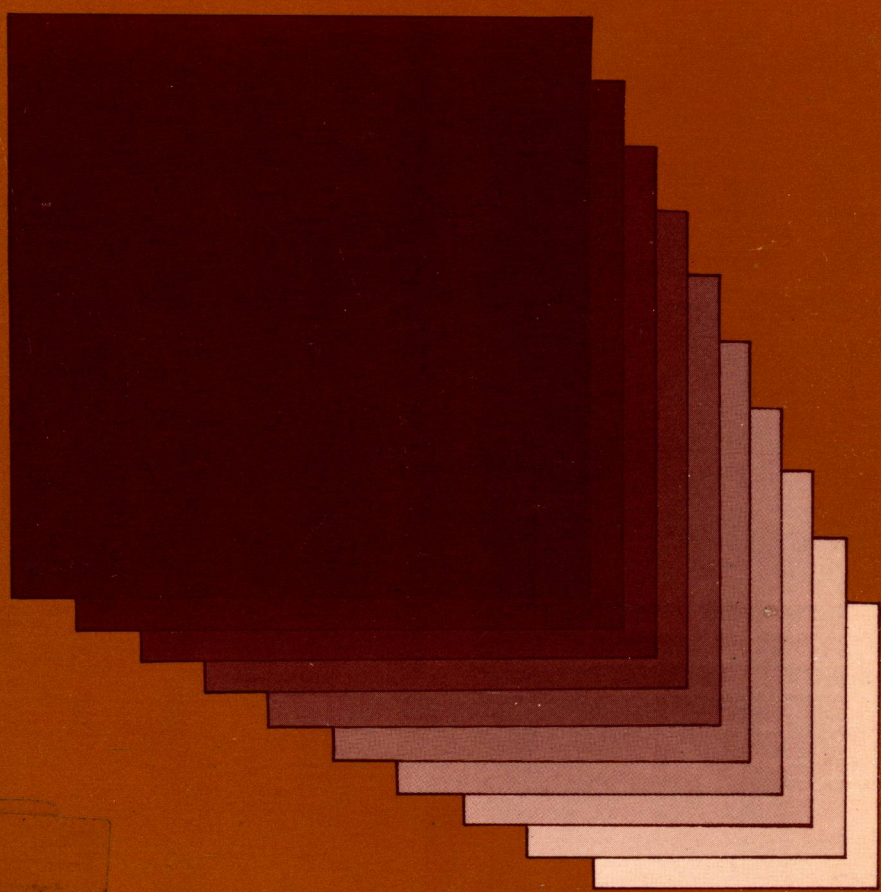


證券叢書 — 英文系列

美國股票市場



財團
法人
中華民國證券市場發展基金會 編印
中華民國七十七年三月初版

F837.125
911

港台書室

673963

The Stock Market

R. J. Teweles

E. S. Bradley



陳厚侗 審訂

陳裕璋 譯



90055155

財團 中華民國證券市場發展基金會編印
法人

版權所有
翻印必究

¥50.00

美國股票市場

定價 \$250元

譯者：陳 裕 璋

發行人：財法
團人 中華民國證券市場發展基金會

地址：台北市南海路三號九樓

電話：(02)397-1222

印刷者：百克彩色印刷股份有限公司

中華民國七十七年三月初版

序

本會是一個財團法人公益性機構，成立迄今，已邁入第五個年頭，過去一向秉持配合國家經濟發展、引導投資活動，促進證券市場健全發展為宗旨。成立以來，陸續辦理各種投資人宣導講習，證券從業人員職前、在職訓練，提供各種投資資訊，並獎勵證券學術研究，期以為我國證券市場之發展開拓更廣闊的領域。

衆所週知，證券市場是社會資金之儲蓄與投資的重要橋樑，俾使資源有效的投入經濟建設的行列。近來，隨著經濟政策的自由化及國際化脚步之邁開，證券市場的發展也即將進入多元化的里程。在未來必走的潮流之下，證券業界及社會投資大眾都應不斷吸收各種新知，放眼天下，尤其證券專業知識之瞭解更亟為迫切，有鑑於此，本會援就美、日先進國家之證券相關書籍，擇其較普遍性、重要性者，邀請各方專家學者加以譯述，以利證券從業人員及社會投資大眾研究、自修之用，相信本系列叢書，有助於增進大家更進一步瞭解證券市場之各種制度、觀念並加強投資分析能力，作合理的投資行動，進而促進證券市場的健全發展。

在本叢書系列陸續付梓出版之際，特別感謝本會研究委員會召集人林教授煜宗及各位委員的策劃與關注，同時對各位譯者，審訂者在自己工作繁忙之餘，撥出寶貴時間辛苦譯述之精神亦令人欽賞，祈望本叢書出版問世之後，各界能惠予繼續支持賜教。

董事長林義夫

中華民國七十七年三月

目 錄

第一章 證券市場與證券投資人.....	1
第一節 證券市場之種類.....	2
第二節 證券持有者.....	5
第二章 公司證券.....	12
第一節 公司理財.....	12
第二節 普通股.....	21
第三節 優先股.....	29
第四節 債券.....	32
第五節 美國聯邦公債.....	39
第六節 地方債券.....	41
第七節 貨幣市場工具.....	42
第三章 閱讀金融版.....	43
第一節 股票價格.....	43
第二節 債券價格.....	60
第三節 新聞資訊.....	64
第四章 紐約證券交易所之功能與歷史.....	71
第一節 紐約證券交易所之功能.....	71
第二節 紐約證券交易所歷史.....	81
第五章 紐約證券交易所組織與會員.....	110
第一節 會員權.....	110
第二節 會員組織.....	114
第三節 交易所管理.....	117
第六章 股票與債券之上市與行情傳送.....	119
第一節 證券上市.....	119
第二節 上市與註冊.....	121

第三節	上市之價值·····	121
第四節	上市條件·····	128
第五節	聯合證券行情·····	130
第七章	委託種類與用途·····	137
第一節	委託數額·····	138
第二節	交易類型·····	139
第三節	價格限制·····	140
第四節	有效期間·····	143
第五節	特殊型式委託·····	144
第六節	零股·····	155
第八章	交易廳實務與程序·····	160
第一節	委託報行·····	160
第二節	買賣申報之優先順序·····	160
第三節	股票之買賣程序·····	165
第四節	專業會員·····	172
第五節	證券交易法下之管理規則·····	181
第六節	證券交易所對專委員會之管理·····	182
第七節	債券交易·····	186
第九章	賣空·····	188
第一節	沿革與重要性·····	188
第二節	技巧·····	189
第三節	賣空之種類·····	198
第四節	賣空之規範·····	201
第十章	證券交割、過戶與清算·····	207
第一節	交割方式·····	207
第二節	清算程序·····	209
第三節	股票清算之沿革·····	210
第四節	股票過戶·····	215

第五節	股票過戶之技巧·····	216
第六節	其他過戶規定·····	219
第七節	統一商法第八條·····	220
第十一章	美國證券交易所與其他國交易所·····	223
第一節	美國證券交易所·····	224
第二節	地區性證券交易所·····	231
第十二章	外國證券交易所·····	236
第一節	多倫多證券交易所·····	236
第二節	倫敦證券交易所·····	237
第三節	東京證券交易所·····	238
第四節	其他交易所·····	240
第十三章	客戶與經紀商·····	242
第一節	開戶·····	242
第二節	帳戶處理·····	246
第三節	委託處理·····	254
第四節	一般法律關係·····	257
第五節	註銷帳戶·····	260
第十四章	保證金信用交易·····	262
第一節	何謂保證金·····	262
第二節	保證金買進·····	264
第三節	賣空·····	266
第四節	其他型式之保證金·····	267
第十五章	店頭市場·····	269
第一節	組織·····	269
第二節	公司債交易·····	276
第三節	聯邦證券交易·····	277
第四節	地方債券交易·····	278
第五節	全國證券商協會·····	279

第十六章	投資銀行功能	285
第一節	投資銀行業務	285
第二節	公開發行程序	289
第三節	其他發行程序	295
第十七章	舊市場之操縱行爲	298
第一節	操縱行爲之特質	299
第二節	洗盤賣出	300
第三節	軋空	300
第十八章	證券交易法	319
第一節	聯邦立法之背景	319
第二節	1934年證券交易法	321
第三節	證管會之任務	331
第四節	1970年證券投資人保護法	333
第十九章	股價平均與指數	337
第一節	股價平均	338
第二節	股價指數	346
第二十章	股價之基本概念	367
第一節	效率市場之隨機走勢	367
第二節	股價形成之兩種理論	370
第三節	基本商業情勢	373
第四節	基本政治情勢	384
第二十一章	普通股之投資與交易	387
第一節	基本問題	387
第二節	投資組合	388
第三節	無須利用公式之股票投資辦法	393
第四節	固定公式之投資辦法	402
第五節	投資公司之管理	416
第二十二章	股價之技術分析	424

第一節	技術分析之性質·····	424
第二節	價格圖型·····	426
第三節	趨勢追隨法·····	431
第四節	市場特性分析·····	434
第五節	結構性理論·····	442
第六節	總評·····	445
第二十三章	資訊來源與證券評等·····	446
第一節	資訊之來源·····	446
第二節	證券評等·····	456
第二十四章	證券選擇權·····	464
第一節	選擇權業務之性質·····	465
第二節	上市選擇權·····	466
第二十五章	認股權·····	474
第一節	優先認股·····	474
第二節	認股權之發行·····	477
第二十六章	可轉換證券與認股權證·····	488
第一節	可轉換證券·····	488

第一章 證券市場與證券投資人

本書的目的在探討證券市場及其運作方式。在討論證券市場之組織結構以及投資操作之前，有必要先對證券市場的種類及其參與者加以說明。

首先說明證券初級市場與次級市場之區別。當證券初次由發行公司或政府機構銷售給投資人時，不論是公開的或是私下銷售，皆稱為初次發行（Primary distribution）。發行人運用銷售證券所獲得之資金，從事各項投資計畫，如：生產擴充、研究開發及建築橋樑等。由於甚少有投資人願讓其資金無限期被凍結住，因此絕大部分證券皆可轉讓。只要雙方價格談攏，最初買進者即可將其證券轉讓給新買者。由於此種交易產生之資金係由原證券持有人取得，而非發行人，一般稱為次級交易。因此，當通用汽車公司股票在紐約證券交易所成交 100 股時，通用汽車本身並未因此筆交易而獲致任何資金。

有關證券發行，在證券產業係屬“承銷（Underwriting）”或“投資銀行業（Investment banking）”之範疇，其功能至為重要。雖然投資銀行在銷售新證券時，與當時次級市場證券價格走勢有密切的關連，不過由於其功能特殊，通常係單獨加以討論。有關此部分之專著頗為豐富，本書僅於第十六章扼要加以介紹。

其次，本書主要之重點雖在探討美國之股票次級市場，不過由於近二十年來國外證券市場成長甚為快速，即使目前紐約仍是世界金融中心，但一個負責投資的經理人員，如果忽略東京、多倫多、法蘭克福以及倫敦之發展，即等於放棄可能較紐約更為優異，獲利更豐的投資機會。因此，本書第十二章亦對國外市場有簡要的說明。

第一節 證券市場之種類

美國證券次級市場區分為兩大部分：一為有組織之證券交易所，另一為店頭市場。過去此兩種市場的區分相當明顯。近年來，由於電腦科技的發展，市場與市場間電腦網路之連線已使得其界限漸趨模糊。

一、全國性證券交易所

根據1934年證券交易法第6條的規定，所有全國性證券交易所皆須向證券管理委員會註冊。在1962年，已註冊之此類交易所計有14家。但至1980年時，實際上尚有活動者僅存七家，包括：

紐約證券交易所（紐約）

美國證券交易所（紐約）*

中西部證券交易所（芝加哥）

太平洋證券交易所（洛杉磯）*

波士頓證券交易所

辛辛納提證券交易所

費城證券交易所*

此外，股票選擇權交易主要在芝加哥選擇權交易所及以上註有星號之證券交易所進行。（詳見第24章）

二、證券交易所業務量

紐約證券交易所無論是成交股數或成交金額皆遠超過其他國內證券交易所，此點一般人皆甚為熟悉。事實上，紐約證券交易所尚遠超過其他證券交易所之總合。以下是1980年數據之比較（註1）：

註1：紐約證券交易所統計年報，1981，第17頁。資料來源摘自各證券交易所向證管會申報之資料。

全部成交股數（千股）

合 計	紐 約	占合計 %	美 國	占合計 %	其 他	占合計 %
15,485,686	12,389,871	80.0	1,658,840	10.7	1,436,974	9.3

全部成交金額（百萬元）

合 計	紐 約	占合計 %	美 國	占合計 %	其 他	占合計 %
\$475,850	\$397,670	83.6	\$34,696	7.3	\$43,485	9.1

此外，在其他證券交易所（美國證券交易所除外）交易之股票中，尚有為數不少其主要市場是在紐約證券交易所，但同時在其他地區性交易所上市者。

以下的數據可更清楚的說明此種情形。1980年9月，國際事務機器公司（IBM）普通股價值為每股\$66，全部上市股數為5億8,390萬股，市價總值為\$38,537,400,000。此項數字，僅較次大之交易所—美國證券交易所全部上市股票市值少4億美元而已。而事實上，在過去有不少時候，IBM的股票市值確曾超過美國證券交易所全部市值。此外，美國電話電報公司（AT&T）在紐約證券交易所上市之7億80萬股，全部市值亦約當IBM之市值。（註2）

三店頭市場

證券交易不在證券交易所即在所謂的店頭（OTC）市場。店頭這個名詞的來源已不可考。可能是（也可能不是）源自十九世紀，一般公司銷售股票由其出納窗口或經由櫃台直接交付給買者之作法而來。店頭市場規模相當龐大，其中包括幾乎所有美國聯邦政府債券及州、市、郡等地方政府債券之交易；此外，大部分的公司債以及未上市股票亦於店頭市場交易。

註2：同前註書，第37頁。

股票在店頭市場交易之未上市公司，一般而言，其規模通常較小，知名度亦不及上市公司，因此使得店頭市場具有較高之投機性。不過由於所有上市證券皆曾在店頭市場交易過，因此對於那些希望較一般投資人早發現“新全錄”或“新 Syntex”，並因而致富的投資人而言，通常皆建議其密切注意此市場。另外，投機的印象並不代表全部的事實。儘管美國銀行及 Aetna 人壽保險等甚受歡迎之店頭市場股票，於近年內移至紐約交易所上市而頗受矚目；迄今為止，店頭市場仍為銀行與保險公司股票的主要市場。另外，仍有為數不少的交易所上市股票在店頭市場透過自營商交易，通常稱為“第三市場（Third Market）”。

傳統上店頭市場係一自營商市場。店頭自營商如同一般商品批發商一樣，依其存貨狀況應買應賣，並決定價格之高低。自營商之行爲亦稱為“創造市場（Make a Market）”，因為他們必需不斷的報出他們應買、應賣的價格。一般自營商買賣通常不收取佣金，其利潤係來自差價（Spread），即買進報價與賣出報價之間的差額。

店頭市場在過去是由相互競爭的自營商組成非正式的電話網路系統。欲查詢那一家市場創造者的報價“最佳”，是相當麻煩費事的，或甚至根本無法辦到的事。1970 年美國證券商協會（The National Association of Securities Dealers）開始啓用自動報價系統（NASDAQ），運用電腦終端設備及螢光顯示幕建立電子通訊網路，連接各自營商。店頭市場“議價市場”的性質與證券交易所“拍賣市場”的性質才逐步拉近。

NASDAQ 系統使用結果成效頗佳。截至 1978 年止，NASDAQ 成交股數已達到紐約交易所成交股數的 45%，並超過其他美國國內證券交易所的總合（註 3）。根據目前發展趨勢分析，全部股票交易之電腦連線工作仍將繼續進行，最終將使得證券交易所與店頭市場的界限完

註 3：NASDAQ 證券統計年數，1979，封面內頁。

全消失，而結合成一個相互緊密連結的網路。有關NASDAQ系統及店頭市場之進一步介紹，請詳見第十五章。

第二節 證券持有者

根據最近一次（1980年）完成的紐約證券交易所上市股票持股狀況調查顯示，全部股東人數計2,948萬人，較上次調查（1975年）（註4）總數2,527萬人增加約18.1%。此項成長數字剛好彌補1970年至1975年間之負成長18%。至於造成1970年至1975年間之負成長的原因，則不難加以了解。1969年至1979年，這十年間剛好是美國證券市場歷年來最壞之十年，紐約證券交易所普通股市價總值計下降42%（註5）；這項紀錄甚至較1929至1939年降低之31%更差。（註6）而同期間個人投資人在不考慮稅負的情況下，年平均報酬率為負1.5%（固定幣值，並假定所有股利皆再行投資）。（註7）此種情形正足以說明何以在急劇通貨膨脹之時代裏，投資人會移轉其投資到其他資產像債券、不動產以及收藏品如藝術品、古董、名酒等之上。普通股用以保值的傳統聲名已受到嚴重破壞。

在1980年，一位典型的股票持有人年齡是46歲。家計收入是\$27,750，較1975年之\$19,000高，不過成長的原因主要是受到通貨膨脹因素的影響。同時，在1980年大約是每五位成年人中有一位持有股票，亦較1975年之調查結果每六人中有一人之數字高。男性股東的人數超出女性股東之數目，則約在1,403萬至1,353萬之間。（註8）

註4：紐約證券交易所統計年報，1981，第47頁。

註5：James H. Lorie, "The Second Great Crash" (New York: *The Wall Street Journal*), June 2, 1980.

註6：同上註。

註7：同註5。

註8：紐約證券交易所統計年報，1980，第47頁。

較低所得之股東人數有顯著的下降，在1970年占28.8%，至1975年降為14.6%，1980年再降為6.3%。同樣的，造成此種現象的原因主要仍為通貨膨脹，在1980年年所得\$10,000在某些城市已可列入低收入之貧窮家庭。另外，此種現象亦反映了1960年代末期，市場上過度投機的現象，尤其是對低價位股票之投機現象已有減少。當時在美國證券交易所及店頭市場等市場裏，到處充斥著低價位股票之短線操作。任何人擁有\$300至\$400即為此類“操作”之潛在參加者。一般而言，此類“操作”通常與Morgan, Vanderbilt, Rockefeller等名稱結合。根據統計資料顯示，過去那些參加操作之人目前皆已大部分退出市場。

據估計，大約有一半左右之紐約證券交易所上市股票是由“機構投資者（institutional investors）”持有。而據1975年調查估計，機構投資者持股可正確估計者計有\$2,305億元，占全部紐約交易所上市股票總市值之33.6%。（註9）至於銀行所管理的個人信託基金，私人之保值基金，以及非銀行信託等，則無從有效加以估計。不過，這些機構持股加上調查所獲得之33.6%，其比例大致將到達50%左右。

調查資料列舉之機構投資者，最重要者計有：

企業員工退休基金	\$ 820 億
開放型投資公司（共同基金）	\$ 350 億
州及地方政府員工退休基金	\$ 220 億
非營利性基金會	\$ 220 億
人壽保險公司	\$ 210 億
其他保險公司	\$ 110 億
教育年金基金	\$ 70 億
外國機構	\$ 50 億

註9：同前註書，第50頁。

雖然每五位美國成人中只有一位直接參與股票市場，不過很顯然的，如果把透過這些中介機構間接投資的部分加上去，其比例將會急劇增加。當然，一般生產線的員工或州政府的僱員，不太可能密切注意每日股票價格變動的報導或市場趨勢。而事實上，這些工人選民甚至極可能持續的投票支持“剝削富人”，訂定懲罪性的稅制；不過最終仍將可能危及其本身之退休收入。（註10）

一、持有股票之目的

紐約證券交易所曾於1954及1959年舉辦調查，用以了解投資人持有股票之目的。（註11）雖然這些年來很多事物皆可能改變，不過就持續持有及買進普通股者而言，二十五年前的三個主要理由，直到目前可能仍然有效；即資本長期成長、優良之股利、以及通貨膨脹保值。

正如前述，在1970年代，通貨膨脹保值效果已經證明不太理想。不過，根據芝加哥大學所做的研究顯示，持有普通股仍屬對抗通貨膨脹之最佳長期保值途徑。

「所有紐約證券交易所上市股票以等權數組成投資組合（Portfolio），由1925年持有至1976年，其報酬率為每年9.0%複利。同期間長期政府公債之報酬率為3.4%。（兩者皆按目前幣值計算）」（註12）。

由於並無任何投資人可負擔得起相同之股票投資組合，一般投資人僅用有限的資金將永遠存在有風險。如選擇到錯誤股票將使投資人

註10：租稅政策與政府管制效果，於Lorie, "The Second Great Crash" 中有扼要之陳述。

註11：公眾對交易所之意見（紐約證券交易所，1955）及明日之投資人（紐約證券交易所，1960）。

註12：Lawrance Fisher and James H. Lorie, *A Half Century of Returns on Stocks and Bonds* (University of Chicago Graduate School of Business,) 1977, P.1.

資本遭到損失或甚至完全虧蝕殆盡。此項風險因素，很明顯的將使得一部分保守投資人不願購買普通股。不過，事實上並無任何一種投資是完全没有風險的。當投資人買到美國聯邦政府債券時，將會獲得兩種保證，一為明白表示，另一則為隱含意義，國庫同意按約定的利率，假定為10%，逐期支付利息，到期並還本。至於隱含的保證則為，國庫亦將不可能支付投資人12%或甚至10¼%的利息，也不會支付投資人較本金金額多一分錢。一位投資人面對股票或債券的選擇時，可能感到並無實際的抉擇機會。因為債券只能提供固定之報酬，而股票投資隱含的風險，正是部分投資人用以滿足其目標之途徑。

即使品質最優良的股份也無法保證一定之報酬。事實上，如本書前版所列紐約中央鐵路（New York Central Railroad）的股票，於1917至1963年期間皆為紐約交易所上市股票中最受歡迎之前四名之一。（註13）不過一個投資人如於1963年買進該股，並持有歷經最近之破產以及重整程序，其資本將損失殆盡。當然，股票在另一方面也沒有任何保證，規定投資人不得獲得其原始投資的加倍或雙倍利益，或獲得足以彌補通貨膨脹之不斷成長的股利收入。

二、大眾化股票

1980年初，股東人數最多的前十名公司依序為：American Telephone & Telegraph, General Motors, IBM, Exxon, General Electric, General Telephone & Telegraph, Texaco, Sears-Roebuck, Ford Motor, 及 Southern Company.（註14）這些公司所生產的產品及提供的服務，對大部分美國人來說皆頗為熟悉。年復一年，部分公司不斷於此排行出現，不過隨時間的變遷，仍有部分更動。例如：本書前版列有U.S. Steel, Bethlehem Steel, Socony

註13：Gerofe C. Leffler & Loring C. Farwell, *The Stock Market*, 3rd ed. (New York: Ronald Press, 1963), P.11.

註14：紐約證券交易所統計年報，1981，第35頁。