

[美] A·阿格迈依尔著

发展中国家和 地区的证券市场

中国人民银行金融研究所 译
外国金融研究室

中国金融出版社

92
F831.5
9

✓

发展中国家和地区的证券市场

【美】安托尼·阿格迈依尔 著

中国人民银行金融研究所 译
外国金融研究室

XAL85/07

中国金融出版社

一九八八年三月

B

928043

责任编辑：高日昇

发展中国家和地区的证券市场

[美]安托尼·阿格迈依尔 著

中国人民银行金融研究所 译
外国金融研究室

●
中国金融出版社 出版发行

北京铁路分局印刷厂印刷

●
850×1198毫米 32开 8印张 191千字

1988年12月第一版 1988年12月第一次印刷

印数1-10000册

ISBN7-5049-0407-4/F·92

定价：2.70

译 者 的 话

随着经济改革的深入发展，逐步开放并适时不断完善金融市场，搞活经济，以适应经济、金融改革的需要，是当前金融理论界和实务界正在探讨的课题。

由于金融市场在我国起步不久，如何建立、发展、管理、完善资金市场，尚无经验，特别是对国外金融市场形成、发展的经验和技术细节所知甚少，工作中需要解决的金融理论与业务问题都很多。许多国内理论工作者和实际工作者热切盼望多接触、了解这方面的资料。

为此，我们翻译了《发展中国家和地区的证券市场》（原名《形成中的证券市场》）一书。该书的作者A·W·阿格迈依尔现任世界银行财务部主任，负责世界银行在日本、西德、法国和意大利的借款业务，以及浮动利率票据方面的工作。

1979年至1983年，阿格迈依尔曾任国际金融公司资本市场部的一个小组的领导和该部的高级投资官员。在此期间，他帮助一些发展中国家的政府制定有关政策，促使这些国家的证券市场实现了组织化、现代化和国际化，建立了一些专业性的金融机构如投资银行、租赁公司等。1976年~1979年，他曾任泰国第一流的投资银行“泰国投资和证券有限公司”的执行董事。他还发表过若干关于发展中国家的金融市场的论著。在关于发展中国家的金融市场的组织实务和政策调研方面具有较丰富的经验。

本书的特点是介绍发展中国家和地区金融市场的历史沿革、发展阶段和规模，以及技术操作与管理，对当前和今后一段时间内我国金融市场的发展，很有借鉴意义。我们希望此书能提供一些新

资料，为广大金融工作者了解、学习国外经验，推动我国金融市场的发展，起到一定的积极作用。

本书读者对象是广大金融理论工作者、业务工作者及财经大专院校的师生。对经贸、法律系统的同志也有一定的参考价值。

本书根据欧洲货币出版社1984年版摘译。参加本书翻译的人员有：

第一章、第七章 朱苏臻译；

第二章 景学成、孙 青、王建华、陆符玲译；

第三章 王大伟译；

第四章、第六章、第八章 穆怀朋译；

第五章 何旗译；

第九章 陆符玲译；

第十章 陆符玲、王建华译。

本书总校译是林志琦、景学成。

穆怀朋、陆符玲、孙青同志在本书校译过程中作了大量工作。金融研究所外国金融研究室一些老同志对本书翻译也给了大力支持和帮助，在此一并表示感谢。

译 者

1988.6.

目 录

译者的话	(1)
第一章 发展中国家和地区的证券市场	(1)
第一节 重新评价证券市场的作用	(1)
第二节 股权资本市场的必要性	(3)
1. 过度依赖债务融资	(3)
2. 对风险资本的需求	(3)
3. 证券市场的组织机构	(5)
第三节 证券市场在经济发展中的作用	(7)
1. 为投资筹集资金	(8)
2. 一个更富有竞争性和清偿能力的金融体系	(9)
3. 动员金融储蓄	(10)
4. 投资分配的效率	(10)
5. 公司部门的清偿能力	(11)
6. 所有权的分散化	(12)
7. 为新公司提供资金	(13)
8. 改进会计和审计标准	(13)
第四节 发展中国家和地区证券市场的问题	(14)
1. 市场周期	(14)
2. 利率波动	(14)
3. 中介成本	(15)
4. 管理的必要性	(15)
第二章 发展中国家和地区的股票市场概述	(24)
第一节 历史	(25)
1. 起源	(25)

2. 早期的交易所·····	(26)
3. 70年代的发展·····	(26)
4. 80年代的发展·····	(27)
5. 前景·····	(27)
第二节 市场规模·····	(28)
1. 发展中国家和地区的股票市场在世界上的地位·····	(28)
2. 单个市场规模的比较·····	(28)
3. 上市股票数量·····	(29)
第三节 供给方面的特点·····	(31)
1. 公司挂牌·····	(31)
2. 交易额·····	(33)
3. 可供买卖的股票数量·····	(34)
第四节 需求方面的特点·····	(35)
第五节 市场管理·····	(37)
1. 管理模式·····	(37)
2. 财政及其他鼓励政策·····	(39)
第六节 技术细节·····	(40)
1. 交易制度的种类·····	(40)
2. 现金和保证金交易·····	(43)
3. 经纪人佣金和其他交易费用·····	(43)
第七节 市场信息·····	(44)
第八节 收益和评价·····	(45)
1. 高收益的原因·····	(46)
2. 评价·····	(47)
第九节 外国证券投资·····	(47)
1. 国际投资者的前景·····	(47)
2. 发展中国家和地区证券市场的外国证券投资问题·····	(48)
3. 东道国的前景·····	(51)

附表	(53)
第三章 发展中国家和地区的债券市场和货币市场	(84)
第一节 债券市场	(84)
1. 债券的类别	(84)
2. 初级市场和二级市场	(85)
3. 证券交易所和交易商市场	(85)
4. 投资者	(86)
第二节 货币市场	(86)
1. 货币市场的模式	(87)
2. 证券交易所和交易商市场	(87)
3. 购买者	(87)
4. 国内市场和国际市场的一体化	(88)
第三节 货币市场工具	(88)
1. 国库券	(88)
2. 银行同业拆放	(88)
3. 回购协议	(89)
4. 可转让存款单	(90)
5. 商业票据	(90)
6. 本票	(91)
7. 银行承兑汇票	(91)
8. 远期支票	(91)
第四节 债券市场工具	(92)
1. 政府公债券	(93)
2. 政府机构和国营公司债券	(93)
3. 抵押债券和抵押证书	(93)
4. 市政公债	(94)
5. 公司债券	(94)
6. 可转换公司信用债券	(94)

7. 商品挂钩债券·····	(95)
8. 有奖债券·····	(95)
9. 银行资本债券·····	(95)
10. 浮动利率债券·····	(95)
11. 浮动利率存单·····	(96)

第四章 股票市场成功的条件····· (99)

第一节 政治和经济环境·····	(101)
------------------	-------

第二节 对股票的需求·····	(101)
-----------------	-------

1. 个人需求·····	(102)
--------------	-------

2. 机构需求·····	(102)
--------------	-------

3. 外国人的证券投资·····	(102)
------------------	-------

4. 投资选择·····	(103)
--------------	-------

5. 信息·····	(103)
------------	-------

第三节 股票供给·····	(103)
---------------	-------

第四节 税收政策及其他刺激措施·····	(105)
----------------------	-------

1. 刺激需求措施·····	(106)
----------------	-------

2. 刺激供给措施·····	(106)
----------------	-------

3. 其他刺激措施·····	(107)
----------------	-------

第五节 金融中介·····	(107)
---------------	-------

第六节 法律环境·····	(108)
---------------	-------

1. 公司法·····	(108)
-------------	-------

2. 证券立法·····	(111)
--------------	-------

第七节 股票市场发展的各个阶段·····	(114)
----------------------	-------

1. 停滞阶段·····	(114)
--------------	-------

2. 操纵阶段·····	(114)
--------------	-------

3. 投机阶段·····	(115)
--------------	-------

4. 调整或崩溃阶段·····	(115)
-----------------	-------

5. 成熟阶段·····	(115)
--------------	-------

第五章 投资银行业概况	(117)
第一节 工业化国家中的投资银行业.....	(117)
1. 历史.....	(117)
2. 投资银行和商业银行.....	(118)
第二节 发展中国家和地区的投资银行业.....	(118)
1. 历史.....	(118)
2. 建立投资银行的理由.....	(120)
第六章 投资银行的可行性研究	(122)
第一节 金融市场分析.....	(122)
1. 金融体系.....	(123)
2. 对投资银行业务的需求.....	(123)
第二节 投资银行的业务和市场.....	(124)
1. 包销.....	(125)
2. 经纪业务.....	(127)
3. 保证金贷款.....	(129)
4. 资金管理和投资咨询.....	(130)
5. 风险.....	(130)
6. 债券买卖和货币市场交易.....	(132)
7. 公司理财.....	(136)
8. 风险资本.....	(138)
9. 贷款和租赁.....	(138)
第三节 职员条件的分析.....	(140)
第四节 资金条件的分析.....	(141)
1. 股本.....	(141)
2. 借入资金.....	(142)
3. 资产和负债搭配.....	(143)
第五节 股东及其贡献.....	(143)
1. 寻找股东.....	(143)

2. 股东的贡献.....	(143)
3. 选择股东时要考虑的其他因素.....	(144)
第六节 建立投资银行的时间表.....	(145)
第七节 预测.....	(146)
第七章 建立和组织投资银行.....	(149)
第一节 建立投资银行.....	(149)
1. 问题和效益.....	(149)
2. 首要措施.....	(150)
3. 股东的承诺.....	(151)
4. 政策声明.....	(152)
5. 核准和发放经营许可证.....	(153)
6. 总经理的聘任.....	(154)
7. 正式开业.....	(156)
第二节 投资银行的组织.....	(157)
1. 董事会.....	(157)
2. 执行委员会.....	(158)
3. 总经理.....	(159)
4. 组织结构.....	(160)
5. 主要工作人员.....	(160)
第八章 投资银行的经营管理.....	(163)
第一节 策略.....	(163)
1. 政策声明.....	(164)
2. 策略审查.....	(164)
第二节 财务制度和程序.....	(170)
1. 营业程序.....	(170)
2. 电子计算机化.....	(171)
第三节 投资银行的外部联系.....	(172)
第四节 推销.....	(174)

第五节 职员关系	(175)
1. 鼓励计划	(175)
2. 福利计划	(176)
3. 国外培训	(176)
第六节 管理问题	(176)
第七节 审计管理	(177)
第九章 投资银行业务 (一)	(178)
第一节 股票经纪业务	(178)
1. 经纪业务部的机构	(178)
2. 业务流程	(185)
第二节 股票或债券发行的包销业务	(193)
1. 证券包销业的参与者	(193)
2. 证券包销的程序	(198)
3. 立法和管理方面的问题	(204)
第十章 投资银行业务 (二)	(208)
第一节 项目融资	(208)
1. 项目融资的特点	(208)
2. 财务顾问的作用	(209)
3. 项目评估	(211)
4. 发展中国家和地区的项目风险	(213)
5. 组织一揽子融资	(216)
6. 资金来源	(218)
第二节 公司财务咨询	(222)
1. 导言	(222)
2. 私募债券	(223)
3. 兼并和收购	(226)
4. 合资	(229)
5. 公司改组和债务重新商定	(229)

6. 国营公司私有化.....	(230)
7. 调研.....	(231)
第三节 风险投资.....	(231)
1. 导言.....	(231)
2. 风险投资的吸引力.....	(232)
3. 风险投资家的作用.....	(234)
4. 在发展中国家和地区市场上风险投资 存在的问题.....	(236)
5. 组织.....	(237)
6. 管理.....	(238)
7. 设立基金.....	(239)
8. 竞争.....	(239)
9. 销售.....	(240)
10. 投资机会的分析.....	(241)
11. 投资政策.....	(241)
12. 业务计划的要求.....	(242)

第一章 发展中国家和地区的 证券市场^①

证券市场包括货币市场工具、债券与股票的发行市场和交易市场（见表1·1）。它通过经纪人、交易商和包销商的中介作用将金融证券的发行者，如政府和它们的机构、金融机构和公司等等，与个人和机构投资者联接起来（见表1·2）。

第一节 重新评价证券市场的作用

在拉丁美洲、亚洲、非洲和中东等地区至少有35个证券市场。虽然证券市场在一些发展中国家经济中的重要性越来越突出，但是在金融体系中，一般尚未起到核心作用。出现这种情况是不足为奇的，因为即使在市场经济国家，经济发展政策也强调政府干预，强调资源的有计划配置、对外借款，并相信经济增长会证明借款的正确性。与此相应，人们并不认为通过金融市场来进行投资分配是重要的，甚至对金融市场的作用表示怀疑。投资中的低效率和不合理性被忽视；动员国内储蓄也没有作为首要任务；在经济增长和投资的竞赛中，金融管理被放在了次要的地位；以股权资本作为应付不利发展的缓冲的必要性也常常受到忽视。

由此产生了一系列不利于证券市场发展的情况：

（1）利率被控制在低于市场需要的水平，阻碍了证券交易与投资；

①以下除个别情况外简称“发展中市场”。

(2) 高通货膨胀率不利于人们进行长期投资，损害了人们对金融票据的信任；

(3) 不稳定的货币和外汇政策驱使人们投资于不动产、土地和外汇；

(4) 税收政策有利于银行存款的利息收入，而不利于股息、债券利息或资本收益等收入；

(5) 税收政策使股东人数有限的公司不愿意向公众、从而间接地向税务征收员公布他们的账目；

(6) 促进一些没有基金的、或被迫将资金投入低收益政府债券的国营保险公司与社会保险计划的发展，不利于私人保险机构和养老基金等非常重要的机构投资者的发展；

(7) 建立国营企业，控制私人部门公司企业的产品价格，抑制独立的、正常的私人部门经济发展。

石油冲击、世界性萧条、债务危机以及对待持续高速增长信念的动摇，使得发展中国家对过去的政策重新进行评价。例如，世界银行在1983年的《世界经济发展报告》中重新估价了政府的作用，强调通过适当的鼓励手段(特别是价格)来促进经济增长，同时还强调重新获得活力的增长必将来自对资源更有效的利用。这个报告为价格不合理明显妨碍经济增长这种观点提供了证据。

现在，人们更加清楚地认识到价格是一个非常有效的分配机制，利率是关键性价格之一，但是在许多国家中都被扭曲了。同时，人们还认识到，应该依靠市场去做那些经验证明市场可以做得最好的事^①。国际货币基金在它的一份研究报告《发展中国家的利率政策》中也证明：那些受到限制的负利率是不利于生产发展的。可以预料，越来越多的国家将会做出认真的努力，通过减

①世界银行《1983年世界发展报告概述》第9页。

少歧视性和增加优惠性政策来发展它们的金融市场——货币市场、债券市场和股票市场。

第二节 股权资本市场的必要性

在发展中国家，直到最近几年，人们才重视股权（或称为风险融资）在公司融资中的作用。这是由于几种原因造成的，例如，可以用富有吸引力的条件从本银行得到短期债务融资，也可以从开发银行通过对“优先部门”的信贷分配得到长期融资，至少对大型企业集团是这样。利率补贴和对利息支付的税收减免，也使人们更愿意举债而不是以股权方式融资（这点只适用于那些能够借得到钱的公司，这些公司并不因没有得到政府的优惠待遇而被排除在金融市场之外）。负的实际利率（即低于通货膨胀率的存款利率、甚至贷款利率）在许多发展中国家都是长期存在的，它降低了优先部门公司债务融资的成本，是对储蓄者的一种欺骗（或间接税收）。国际银行体系越来越熟悉来自发展中国家的公司贷款，逐步打消了过去那种不愿对工业化国家之外的大公司贷款的顾虑。

1. 过度依赖债务融资

八十年代初期，随着世界经济和世界贸易的发展速度降低，过度依赖债务融资的问题终于暴露出来。在国内国外轻而易举地举债融资根容易导致在各产业部门，特别是公共企业（这些企业从政府得到补贴性资金支持）和其它优先发展部门中的过度投资。由于投资收益开始下降，大量投资在一些国家中带来的不再是高速度。大量的债务合同、较高的名义利率和实际利率的波动以及缺乏股权融资，使得许多公司中债务与股东产权的比率都超出了谨慎的水平。

国际银行体系安排下的石油美元回流，使许多国家的国际收

支逆差得到暂时的掩盖，但是最终却导致了世界性衰退、保护主义的压力以及许多发展中国家的债务危机。最后，由于国际银行业经营方针变得更加谨慎，国际信贷的来源突然枯竭，那些具有较高信誉的主权政府成为贷款的主要对象，而公司则被排挤在外。政府被认为具有较低的信用风险，已被大量削减的对发展中国家的贷款大部分被政府拿去。公司在为它们的债务再融资方面开始遇到困难。这是它们过去没有预料到的。随着石油美元回流的枯竭和国际银行业紧缩，政府也遇到了类似的问题。

2. 对风险资本的需求

近几年，股东产权的传统作用和重要性得到了重新评价。公司为什么需要风险资本？

从银行家的角度来看，股权资本是防止各种现金流量变化，甚至可能损失的缓冲。股权资本是一种永久性资金来源，它不需要固定地偿付本金和支付利息。缺乏股权资本意味着对举债融资的依赖，当预期与结果不符时，就可能导致无力按期偿债。股权融资还可以为偿还重大债务提供资金。

由于股东产权的收益随公司经营状况而变化，所以对投资者来说，它是一种风险资本。如果公司解体，只有在偿还完所有贷款之后，才能将股东产权资本偿还给股东。因此，精明的银行家一般不愿意对那些自有资金不够一定标准的企业发放贷款（虽然这种要求在70年代放松了）。债务与股东产权比率在各地可能有所不同，但总有一个限度，超过了这个限度，银行是不会放款的。

固定资产在绝大多数工业公司的资产负债表中都是一个主要部分。其资金来源主要是永久性资本，至少也应是长期负债，当公司有盈利时，短期的银行贷款看来成为一种适合的融资来源，但情况一旦有变化，如公司赢利能力变化、经济形势混乱或金融体系软弱时，银行就会削减其信贷额。

从企业家的角度来看，资本不只是意味着一种程度较低的风