

海外证券市场丛书

日本证券市场的运作 理论与实务

张加伦 高 坚 主编
李大春 张 玮

3.135

中国国际广播出版社

(京)新登字 096 号

责任编辑: 黄旭东

封面设计: 孙超英

版式设计: 裘 实

书 名	日本证券市场的运作理论与实务
主 编	张加伦 高坚 李大春 张玮
出 版	中国国际广播出版社
发 行	(北京复兴门外广播电视部内)
	邮政编码: 100886
印 刷	北京燕山印刷厂
经 销	新 华 书 店
开 本	787×1092 1/32
字 数	137 千字
印 张	6.125
版 次	1994 年 7 月 北京第一版
印 次	1994 年 7 月 第一次印刷
印 数	5,000 册
书 号	ISBN 7-5078-1162-X
	F·122
定 价	8.70 元

主 编	张加伦	高 坚	李 春	张 玮		
副主编	王 勇	孙才仁	游 克	夏智华	袁 东	
编 委	王 勇	孙才仁	游 克	夏智华	卢 力	
	袁 东	孟国珍	张 岩	姚 波	张红力	
	谭跃进	蒋永红	郑学军	李 胜		
撰稿人	郑学军	童锦治	朱孟楠	袁 东	李 梅	
	叶宝珠					



目 录

第一章 日本证券市场的形成与发展	(1)
第一节 一战前证券市场 (1914 年以前)	(1)
第二节 两次大战间的证券市场 (1914~1945)	(2)
第三节 战后经济恢复时期的证券市场 (1945~1954)	(3)
第四节 经济腾飞时期的证券市场 (1955~1970)	(5)
第五节 减速期的证券市场 (1971~1980)	(7)
第六节 走向国际化的证券市场 (1981 年以后)	(9)
第二章 日本证券市场结构	(15)
第一节 日本证券市场的基本结构	(15)
第二节 日本证券市场的特点	(16)
第三节 日本有价证券的种类	(18)
第四节 日本证券发行市场	(27)
第五节 日本证券流通市场	(37)
第六节 日本证券商 (业)	(48)
第三章 日本证券市场的运作机理	(54)
第一节 证券的发行主体和发行方法	(54)
第二节 证券的需求动机	(62)

第三节	证券交易所的运作机理	(65)
第四节	场外市场的运作机理	(77)
第五节	证券信用交易的运作机理	(80)
第六节	债券投资的要点	(83)
第四章	日本证券市场管理	(88)
第一节	日本证券市场管理概述	(88)
第二节	日本证券发行市场的管理	(93)
第三节	日本证券交易市场的管理	(97)
第四节	证券商的管理	(107)
第五节	证券市场的其它管理	(121)
第六节	证券税制及证券手续费	(127)
第五章	日本公债市场的理论与运作机制	(134)
第一节	日本公债的种类及其特征	(134)
第二节	日本公债发行市场	(140)
第三节	日本公债流通市场	(154)
第四节	日本公债的偿还	(159)
第五节	日本公债的税收	(162)
第六章	日本证券市场发展的借鉴与启示	(169)
第一节	正确处理证券市场的内部结构关系， 力求证券市场的健全发展，真正发挥 证券市场的融资功能和国家宏观经济 政策实施的依托作用	(169)
第二节	股票市场的发展，重点是要抓好股票 上市制度，严格交易所的布局 and 股票 上市审批检查制度，做到真正将效益 好、发展前景乐观的公司推上市，从 而引导社会资金流向高效行业和企业	

.....	(173)
第三节 日本国债市场发展的启示.....	(183)

第一章 日本证券市场的形成与发展

日本的证券市场始于明治维新时期。二战后随着经济的飞速增长，证券市场取得了惊人的发展。如今东京已成为与纽约、伦敦并驾齐驱的世界三大金融中心之一。

第一节 一战前证券市场 (1914 年以前)

1868 年，日本兴起了明治维新运动，废除了旧的幕府制度，建立了以天皇为象征的中央集权政府。新政府为了减轻支付旧领主阶层俸禄的财政负担而发行了俸禄公债，为了支持资本主义经济的发展而发行了事业公债——最早的事业公债为中山道铁路公债。随着封建制度的解体，日本相继出现了银行、铁路、贸易等股份公司，公债买卖和股票交易量随之越来越大，但是却都具有相当的投机性。在这种情况下，明治天皇于 1874 年（明治 7 年），以伦敦股票交易所的条例为范本，制定了控制投机的“股票交易条例”。1878 年，明治天皇颁布了证券交易法令，分别在东京和大阪设立了证券交易

所，从而使证券交易上升到一个新的阶段。最初这些交易所主要经营国债，但在 1887 年以后随着股份公司的逐一设立，交易中心由国债转为股票。

日本在发展经济的同时积极向外扩张，甲午战争之后通过获取战争赔款而确立了金本位，成功地建立起炼铁、铁路、电信电话等基础产业，迎来了爆发式的新建企业高潮。股票市场也呈现出狂热的走势。但总的来看，在这段时期的证券交易中，由于大企业发行的股票往往由同一财阀内部的企业所消化，事业公债又几乎被银行和信托公司所垄断，证券交易所并不处在重要的位置。

第二节 两次大战间的证券市场 (1914~1945)

第一次世界大战爆发，20 世纪初期的经济由萧条转问复苏。日本重工业被列作重点发展对象，产业出现了空前的高潮，因而企业资金需求强烈，各财阀所属企业便积极上市，所以证券市场得到扩大。1914 年，日本约有股份制企业 7000 个，到了 1921 年发展到 1.8 万个。这个时期股票市场的特征，是以纺织股票、交易所股票为中心，盛行短期结算交易。独具意义的是，该时期的公司债券市场，由于随着重工业、化学工业的确立，财阀系统企业出于对长期稳定资金需要的增加而积极进行公开征募公司债券，在 1928 年出现了公司债券的黄金时期。虽然 1905 年的《有担保公司债券信托法》确立了公司债券附加担保，但是仍有许多无担保债券发行，其结

果屡屡出现一些不履行债务的事件。因此，在 1933 年引发了所谓的“公司债券净化运动”，促使修改了原先的法令，采用了公司债券要有担保原则。在侵华战争之前，公司债券基本上保持着自由稳定的状态。

第二次世界大战爆发后，日本介入战争较前次更深更广，资金的控制则更严，大多以应付战争所需为主。因此，政府对证券市场实行了严格的控制。当时，日本全国各地的 11 家交易所合并起来，成立了日本证券交易所，直到战败后才停止营业。由于在经济军事化、管制化的前提下，一系列的金融政策对军事工业优先分配资金，所以证券市场便失去了作为证券发行和交易的机能。后来更随着战争局势的恶化，证券市场逐渐陷入了瘫痪的状态。

第三节 战后经济恢复时期的证券市场（1945～1954）

1945 年 8 月 9 日，日本宣布投降，第二次世界大战结束。根据盟军占领日本总司令部的备忘录，日本关闭了证券的交易所，证券流通只能在证券公司的店头市场和非官方市场进行集团交易。从此时起到 1949 年，是日本无证券交易所时期。

1947 年起，按照战后各国对日本的处分措施，日本解散了财阀，停止了与军事工业有关部门的营业来进行整顿。一些企业纷纷从大公司中分离出来，以“证券处理调整协议会”（the Securities Coordination Liquidation Committee，即 SCLC）代替关闭了的交易所，大量发行股票，开展全面性的

“证券民主化”运动。因之，个人持股显著增加，兴起了大众投资高潮。1948年5月，一项仿效1933年美国颁布的证券交易法在日本修订完成。依照该法令，银行和信托公司都不得承受除国债、地方债、政府担保债以外的任何债券；日本证券交易所实行会员制。当时的GHQ（美国麦克阿瑟将军接管日本政府的机构）制定了“市场三原则”，即：1. 交易必须依序进行并正确记录；2. 交易必须在交易所中进行；3. 禁止期货交易。到了1949年，日本政府相继成立和开放了东京、大阪、名古屋、神户、京都、福岡、广岛、新泻和札幌等九个会员组织形式的证券交易所，并规定在东京、大阪和名古屋的证券交易所内，可以进行全国性的证券交易和买卖。另一方面，1949年重新开始了公司债券的发行。为了消除或削弱如战前公司债券市场上大银行占统治地位的影响，虽如前所述在法律上加以了限定，但实际上公司债券仍然是贷款的一种变相形式。

1950年6月，朝鲜战争爆发。日本是美军重要的军事基地。大量军需品由日本制造和修理，这极大地刺激了经济的恢复和发展，也促进了证券市场的整顿和发展。1951年6月，日本实行保证金信用交易，同时颁布证券投资信托法，证券投资信托业也开始得以发展。由于这些原因，重开的证券市场顺利地扩大。以日经道琼225种指数来计算，1951年7月，日本股市从最低85.25点大幅度跃升到1954年2月的474.43点，在1954年出现的经济衰退到来之前，一直保持着上升的趋势。

第四节 经济腾飞时期的证券市场 (1955~1970)

战后，经过 5 年的经济恢复时期，日本进入了经济腾飞阶段。从 1955—1970 年的十几年中，日本国民生产总值平均每年增长 10%，到了 60 年代后期，成为仅次于美国的经济大国。与此同时，与经济发展相适应的证券市场也得以迅速发展。

1955—1961 年，日本的重工业、化学工业规模不断扩大，其主要投资来源于发行股票和公债形成的巨额民间资本。证券市场既为日本经济腾飞提供了资金来源，又诱发了民间投资的再度兴起，使证券市场呈现出空前繁荣的景象。伴随着“神武景气”和“岩户景气”两次经济增长热潮，股票价格迅猛上升。东京证券交易所的道琼斯股票价格从 1955 年的 374 日元，上涨到 1961 年的 1549 日元，6 年间上涨了 4 倍；交易量也由 1955 年的 38 亿股上升到 1961 年的 483 亿股，增长了 13 倍。1961 年，又开动了股票第二市场。

由于经济的过热增长，资金需求量猛增，企业主大量抛售股票求现，使股价下跌，导致 1961 年 7 月日本发生了金融紧缩危机。一直到 1965 年为止，证券市场一直处于萧条状态。为此，日本银行采取措施支持企业资金的募集。1964 年元月，银行及证券业者合力设立“共同证券会社”来试图振兴股市，日本银行并给予贷款支持。1965 年元月，在日本银行的协助

下，证券商本身共同成立了“资本市场振兴财团”。1965年5月，日本政府修订了证券交易法，实行证券公司许可证制度，代替了原来的注册制度，完善了交易规则，并建立了一个股票总库组织——日本证券保有工会。1965年秋天起，日本经济逐渐复苏，股市也随有起色，渐渐进入新的繁荣期。以后虽稍有停滞，但一直到1970年，经济均得以顺利发展，创造了日本战后保持繁荣期最长的记录。

这期间，经过整顿和改组，到了1968年9月，以前曾多达1000家的证券公司只剩下野村、日兴、大和、山一等277家。由于证券市场多样化以及资本自由化，日本的国际证券交易也日趋活跃。1970年，东京证券交易所加入了证券交易所国际联盟。与之而来的是业务现代化水平的显著提高。在野村、日兴等四大证券公司的带动下，建立了计算机联网处理控制系统。

作为资金筹集的源泉，债券比股票薄弱。从50年代至60年代中期，日本政府曾坚持“均衡财政”政策，依靠经济起飞带来的税收大幅度自然增长来满足不断扩大的财政需要。政府只是因国库资金的周转需要而偶尔发行短期国债，偿还期原则上不超过一年。政府所属的企业，包括指定的地方公共团体、国库投资实施机关及电力公司等少数基础工业企业，可以发行政府保证债券。其具有“准国债”的性质，以政府担保还本付息为条件，偿还期一般5年以上，但是这与其它企业无缘。1956年4月重开了公债、公司债券的交易所交易。由于债券缺乏市场性而只成了脱离实际形势的开价市场。1961年1月又创设了债券投资信托市场，企图弥补原有债券流通市场的不足，但在同年出现的大量毁约，使期望变成了泡影。

1965 年日本发生战后第 5 次经济危机。工矿业生产连续 5 个月下降，造成当年税收水平锐减，财政出现了赤字。日本政府为此不得不提请国会通过了“关于 1965 年度财政处理特别措施法”，修正预算，发行了 1972 亿日元的赤字国债来应急。从 1966 年开始，日本经济进入稳定增长阶段，税收自然增长幅度有所下降。为了扩大公共事业投资以维持经济增长，开始发行建设国债，并且使之成为一种长期解决公共事业投资资金问题的手段。作为 1966 年以后所发行的国债流动化对策，东京、大阪两个证券交易所于当年 4 月公开了公债、公司债券流通市场。从该时起，资金供需逐步出现了缓和的形势，债券交易扩大，企业筹措资金和运用资金的形式更加多样化。其中一个重大变化，是 1966 年日本通用公司初次按时价发行了可转换公司债；1960 年 1 月日本乐器制造公司按时价发行新股票。由于它们不再是按票面价格而是按市场价格发行，所以对发行公司的筹资欲望以及筹资量都产生很大影响，成为发挥市场机能的一个重要环节。与此同时，公债、公司债券信托的发展情况极为良好，证券市场上国际资金移动日益频繁。证券市场在国民经济中的地位显得越来越重要。

第五节 减速期的证券市场 (1971~1980)

进入 70 年代以后，日本经济转向低速增长。1971 年发生了“尼克松冲击”(Nixon Shock)，使日经股价指数一个月间由 2534.45 点跌落至 1929.64 点。但该年底签署了“史密森

尼恩协定”(The Smithsonian Agreement)，日币对美元大幅度升值 17.2%，外资大量流入日本，利率快速下滑，日本股价得以快速回升。为了防止经济衰退，日本政府采取了刺激繁荣的金融及财政政策。但是，这期间企业发展了输出，其销售款项立即转换成日元，现金流通显著提高，同时银行手里也聚积了大量可发放的资金。因为这些资金只向土地或有关证券投资，所以在 1972 年，逢合当时改造日本群岛的高潮，又带来了历史从未有过的股价上涨和地价上涨，物价也跟着猛涨。1973 年 3 月提高了规定的存款率，然后又接二连三采取紧缩银根的措施，但是由于企业手中资金有余，紧缩政策未能立见成效。继而同年 10 月爆发了第四次中东战争，阿拉伯产油国的原油输出量锐减，出现了第一次石油危机，世界经济发生混乱。日本进口石油价格大幅度升高，引起通货膨胀，在紧缩的金融政策下物价暴涨又暴跌，证券市场出现了萎缩。1975 年，银根放松，市场才得以缓慢回升，呈现出所谓萧条中的股价升高现象，并一直保持稳定状态。其后，1978 年的伊朗革命引发了第二次石油危机，资源过度依赖进口的日本再次受到影响。在这一段时间里，日本的证券市场一直处于高涨和沉沦的交替之中。

这一段时期，国债得以大量发行。这是因为 1974 年石油危机的爆发把日本经济拖入了战后第一次负增长，财政收入不足，财政赤字严重。日本政府为了刺激经济，在继续发行建设公债的同时，开始大量发行赤字国债，偿还期为 10 年。1977 年又开始发行中期折扣国债，以低于票面额发行，到期按票面额偿还，为期 5 年。所以，有人戏称此为“在国债怀抱中的经济”。在此之后随之而来的是公债、公司债券市场的进一步扩大。

总之，从 70 年代中期起，由于国债的大量发行，大量的国际收支顺差和日元的升值，使日本证券市场取得了发展。顺应趋势的要求，日本政府对证券市场进行了一系列改革。1971 年，东京证券交易所引进了股票簿记清算系统。1973 年，以日元计价的外国债券在日本首次上市；东京证券交易所继 1961 年开辟了第二股票市场之后又开辟了外国股票部。1974 年，电脑化的市场信息系统（MIS）投入运行。1977 年，开始实行按交易额收取佣金制度。1979 年又实行了政府债券的大宗交易制度。这一切有效地推动了日本证券市场顺利跨入 80 年代。

第六节 走向国际化的证券市场 (1981 年以后)

两次石油危机以后，日本采取了一系列恢复经济的政策。到了 1983 年，企业经营状况基本恢复正常，金融环境开始改善，证券市场再次显示出旺盛的活力。在 1982 年，东京证券交易所第二市场的股票交易就开始实行电脑委托传递和执行系统（CORES），允许外国人成为证券交易所会员，并取消了特别交易站。1983 年，电脑化的交易核对系统投入使用，并修改了股票上市标准。1984 年，日本政府颁布了“证券中央总库和清算法”，从同年 11 月 14 日开始实施。1985 年，东京证券交易所开始政府债券的期货交易，并首次吸收 6 家外国公司为东京证券交易所会员。1987 年，大阪证券交易所开始进行股票期货交易。这些措施使日本证券市场创下了飞跃发

展的奇迹。从1982年8月开始，日本证券市场的股票出现了5年的持续上升；东京股票市场的总市值从1982年的0.3万亿美元，剧增到1987年底的2.9万亿美元；即使受1987年10月19日美国股市大崩盘的冲击，其股价回退期也是十分短暂的。到了1989年，仅东京股票市场的时价总额就占全世界股票时价总额的38%。这一规模已超过纽约市场，东京已成为世界第一大股票市场。债券市场也有了惊人的发展。1975年日本债券的零售额仅有50.9兆日元。到1986年增长到2619.8兆日元，11年增长了51.5倍。同是1986年，东京债券市场交易额达28亿美元，超过了美国，成为世界上最大的债券市场。

无疑，日本证券市场在国际金融界扮演着日益重要的角色。80年代以来，世界金融国际化自由潮流迅速改变了日本原来的闭关自守，使其逐步开放门户。早在70年代末期，随着日本国际收支的改善、企业经营状况的普遍好转和外国投资者购买日本股票数量的增加，东京证券市场开始了最初的外债发行，开始走国际化的道路。1980年12月日本金管当局修改了外汇控制法，从而结束了运用资本流出入规定来控制外汇汇率的时代，对外资本交易也从原则禁止改变为原则自由。随着日元地位的提高，为了促进日本企业从事跨国经营参与国际竞争，1981年日本政府批准了在欧洲发行附有认购证的债券（Warrant bonds），三年后进一步批准了欧洲日元债券。1983年5月30日，日本政府发表了《关于金融的自由化和日元国际化的现状与展望》、《日本美国日元美元委员会报告书》，提出将继续推动、鼓励日元在长期金融市场的国际化。在政策导向的激励下，日本海外投资工作取得了惊人的成就。1980年，日本在海外投资只有20亿美元左右，但到了1984

年，日本资本年输出额已高达 542 亿美元，居世界首位。1985 年以后，由于日本经济实力的大幅度增长，日元大幅度升值，使日元国际化得到新发展，确立了日元与美元、西德马克并称为“三驾马车”的领导地位。这样就增强了人们对日元资产的信心，大量资金纷纷涌入日本证券市场，使其更为蓬勃发展。1985 年 5 月，日本政府放松了对证券交易所成员资格的限制，将东京股票市场向外国金融机构开放，当年便有 16 家外国证券公司成为东京证券交易所成员，在东京股票市场上外国人持股的比重从 1% 上升到 4.3%。1988 年下半年—1989 年上半年，日本先后撤除了对货币市场、资本市场和贷款市场的利率管制，引进各种金融期货交易，基本上达到了美国的开放程度。到 1988 年底，已有 51 家外国证券公司和 129 家代办机构在日本开业。而日本证券公司同样积极向海外扩展业务。特别是四大证券公司早在 50 年代后半期，就在美国设立了事务所，并很快升为分公司，成为当地法人，进入 90 年代又在欧洲的伦敦、汉堡设立办事处，更是特别注意在欧共体和东亚建立业务网，到 1990 年底，单是在香港，日本就设立了 38 家证券公司。这些海外分支机构最初只是收集当地信息，后来逐渐从事证券包销业务。如自 1989 年初以来，日本最大的证券公司——野村证券公司开展海外宣传，大力向海外推销日本股票，派出股票推销组分别前往美国、欧洲和中东地区，希望藉此提高外国资金在日本股市的比重。目前，外国资金在东京股票市场的持有量约为 4% 左右。预料随着证券公司主动向海外大举出击，外国资金在日本资本市场上的占有率会明显上升。

再回过头来看一看进入 80 年代后日本债券市场的情况。近 20 年来的赤字财政刺激了国债的发展，尤其是近几年每年