

海外证券市场丛书

亚洲“四小龙” 证券市场的运作 理论与实务

张加伦 高 坚 主编
李大春 张 玮

115

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:裴 实

书 名	亚洲“四小龙”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 社	中国国际广播出版社
发 行 所	(北京复兴门外广播电影电视部内)
印 刷 厂	北京燕山印刷厂
经 销 处	新 华 书 店
开 本 数	787×1092 1/32
字 数	131 千字
印 张	5.875
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 7-5078-1161-1
定 价	F·121 8.00 元

主编：张加伦、高坚、李大春、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、缪跃建、蒋永红、
郎学军、李胜

撰稿人：郎学军、童锦治、李梅、朱孟楠、袁东、
林晓雯、叶宝珠、钱宁

目 录

第一章 亚洲“四小龙”证券市场的形成与发展	(1)
第一节 香港证券市场的形成与发展	(1)
第二节 台湾证券市场的形成与发展	(9)
第三节 新加坡证券市场的形成与发展	(17)
第四节 韩国证券市场的形成与发展	(23)
第二章 亚洲“四小龙”证券市场的结构	(31)
第一节 证券市场的体系结构和相互作用	(32)
第二节 交易市场的交易组织格局	(53)
第三节 证券中介机构的功能与作用	(69)
第三章 亚洲“四小龙”证券市场的运作机理	(75)
第一节 亚洲“四小龙”证券初级市场的运作机理	(75)
第二节 亚洲“四小龙”证券二级市场的运作机理	(85)
第四章 证券市场的管理	(109)
第一节 证券市场管理体制	(109)

第二节 证券市场管理的内容.....	(120)
第五章 亚洲“四小龙”证券市场的运作理论与实务	(138)
第一节 “四小龙”公债市场的理论与运作机制	(138)
第二节 公债发行市场.....	(138)
第三节 公债流通市场.....	(152)
第四节 公债的税收.....	(157)
第六章 亚洲“四小龙”证券市场发展的借鉴与启示	(163)
第一节 新加坡证券市场发展对我国的借鉴与启示	(164)
第二节 韩国证券市场发展的启示与借鉴.....	(170)
第三节 台湾证券市场发展的启示与借鉴.....	(173)
第四节 香港证券市场发展的启示与借鉴.....	(179)

第一章 亚洲“四小龙”证券市场的形成与发展

第一节 香港证券市场的形成与发展

素有“东方明珠”之称的是香港是亚太地区主要的金融中心，金融业非常发达。证券市场作为金融业的一个重要组成部分发展迅速。从整个历史来看，香港证券市场的发展经历了以下几个阶段：

一、形成阶段（1969 年以前）

根据有关文献的记载，香港证券业的历史最早可以追溯到 1866 年。而 1891 年，香港股票经纪协会（Association of Stockholder）的成立，才标志着香港证券市场的正式开始。该协会于 1914 年易名为香港证券交易所，1921 年，香港成立了证券经纪协会，拥有更多的成员（或上市股份）。1941 年，日本侵占香港后，这两个交易所都停止了证券业务活动。抗战胜利之后的 1947 年，这两个证券机构合并成为香港证券交易所有限公司。

在这最初的 50 多年时间里，香港证券市场发展不快，市

场规模很小。大陆解放前夕，内地（特别以上海、广东为主）的富商大批移居香港，并带来了相当多的资金。因为当时这些企业界人士还不熟悉市面，暂时缺乏条件兴办实业，于是这些资金涌向了证券市场，使之出现了第一次小规模兴旺。然而，这一时期银行贷款仍是香港各公司的主要资金来源，证券交易未获得应有的发展。

到了 50 年代末期，香港工业的迅猛发展吸引了大量的外资，其中一部分投入到证券市场上。这在相当程度上激发了本地投资者的热情，使香港证券市场于 1959~1961 年间出现了一次高潮。从 60 年代起，香港证券市场逐渐步入正轨，但证券交易活动由于受到经济和政治变化的影响，不时发生波动。1964 年，香港政府宣布对电力供应公司实施部分控制计划，股市小规模上昂，但一些银行的过份投机交易又导致了 1965 年的银行业危机，使股市急剧下跌。接下来，1966 年内地的“文化大革命”和 1967 年香港当地的动乱，使股市价格和成交量下降到 60 年代的最低点。1967 年 8 月 31 日恒生指数降到最低的 58.61 点。这段时间证交所曾两次停市，共 10 天。

二、繁荣阶段（1969~1973 年）

在 1968 年以后，香港政治动乱过去，经济持续上升，人们对香港证券业的信心开始提高，使证券市场渐渐成为企业重要的筹资渠道。1969 年越南战争进入和谈阶段，为香港经济带来了安定感，海内外人士看好香港前景，加上当时出现国际货币危机，同时纽约股票市场疲软，使得海外资金大量流入香港，香港本地的私营公司也越来越多面向公众，从而证券业务不断稳步上升。于是，规模最大的远东证券交易所于 1969 年 12 月 17 日应运而生。

进入 70 年代以后，香港经济持续飞速发展，房地产业急剧膨胀，公司盈利增加，股本股息收入实行免税，香港证券市场进入了有史以来的全盛时期。该期间内，又有金银证券交易所和九龙证券交易有限公司先后开业。当时大规模投资计划的实施使得资金需求旺盛，纺织、银行、航运等企业的新股票纷纷上市。到 1972 年底，在香港四家证交所上市的股票约增至 190 种，其中 1972 年新上市的股票就达 98 种（以华资公司为主），而 1969 年底，上市股票仅 73 种，并且绝大多数还是当地英资公司的股票。到了 1973 年，股票市场进一步扩大，股票成交额达到了 487.21 亿港元，比 1968 年增长 53 倍。在此期间，股票市场投机活动异常狂热，导致股价疯狂上涨，1973 年 3 月 9 日，恒生指数狂升到 1774.69，成为世界证券业的一大奇观。

三、波动阶段（1973～1984 年）

香港证券市场的超速扩大也带来了许多问题。一方面 70 年代初的证券经纪人员不如今天的专业化，缺乏专业知识和应变的经验；另一方面，股票上市规则宽松，对新上市的公司缺乏全面深入的调查，造成欺诈行为的出现。结果一些公司的伪造股票被发现，投机财团获利回吐，股票从高峰暴跌。后来又有政府要征收股票交易所得税的传闻，银行收缩信贷，再加上全球性石油危机的影响，香港的证券市场在大繁荣后出现的是 1973 年至 1974 年的熊市状况，进入了一个调整时期，到了 1974 年底，恒生指数只有 171.11 点（最低曾降到 150 点），众多中小户被套牢，损失惨重。从 1975～1977 年的三年中，恒生指数有所回升，但仍不景气，只有几家新股上市。在 1972 年和 1973 年上市的股份公司几乎全无交易，而且股票也一直停留在低于票面额的水平，其中有一部分被较

有实力的公司收购吞并，甚至清盘除牌。

针对这次股市暴跌，香港采取了一系列控制措施。1973年初，当局就已指定证券监理专员领导证券顾问委员会，为法律规定的实施作准备。1973年2月，证券交易所开始受《证券交易所管理条例》的有效约束。1975~1976年，香港继续采取措施以促使证券买卖业务程序正规化，其中1975年8月，证券委员会批准了《香港接收和合并法》。与此同时，香港的四个证券交易所在1973年将交易时间标准化，香港第一任证券监理专员有鉴于1973—1974年的这次股市大震荡，欲对股市严加监管，提出了四个交易所合并的设想。1977年又在1976年的合并初步建议书的基础上起草了关于合并的方案。1980年8月，立法局正式通过了《1980年证券交易所合并法案》，并定于1981年2月1日生效。在此基础上，香港证券委员会于1981年3月31日将联合的证券交易所有限公司（1980年7月7日组成）正式予以注册。经过一系列的改革和规范化措施，为香港证券市场注入了强心剂。

与此同时，进入1978年后，我国奉行的改革开放政策，一步步促进了香港的进出口和转口贸易，香港经济稳步上升。这一些有利因素使得香港房地产业大旺，东南亚等地的外资流入香港，证券市场价格水平节节回升。特别是随着1979年2月对《公司法》的修订，总督被授权准许证交所为某种有限的目的而向公众提供股份证书，许多当地商人成为证券经纪人。同年，恒生指数上升到1654.57点，到了1981年10月1日升至1810.29点，超过了1973年的历史高峰，1981全年四个证券交易所总成交额达到1093亿港元，创历史新的记录。

可是从1981年末到1982年，出现了世界性的资本主义

经济大萧条，香港出口受到波及，1997年香港回归祖国的问题已提出，又引起了香港股市的暴跌。当时发生了有名的佳宁死亡案件，与股市暴跌卷在一起。1982年的9月，英国首相撒切尔夫人第一次访问北京，商讨香港前途问题，引发了所谓“信心危机”，恒生指数降到了750点。但是，香港金融管理当局已经吸取了第一次暴跌的经验，采取了一系列控制证券交易所和保护股东权益的措施，于1983年3月重新修订了《接管和合并法》。而1984年中英联合声明公布后，香港人心大定，股价又开始上升，恒生指数升至1200点。

四、投机炽热阶段（1985年以后）

持续高速的经济发展，促进了香港证券市场的发展。可香港是高度的外向型经济，对外依赖性强，国际上经济秩序、政治秩序的变化对其证券交易的影响极为敏感，股价暴涨暴跌，投机性强，有“亚洲最大的股票赌场”之称。前文所述的股价波动足以说明该问题了，而1985年以后，随着一系列政治、经济形势的变化，投机性更加增强。

1986年对香港证券市场是独具意义的一年。为了便于市场国际化及与各界联系的需要，经过10年的不懈努力，“香港证券交易所”、“远东证券交易所”、“金银证券交易所”、“九龙证券交易所”最终合并为一个新的“香港联合交易所”，于1986年4月2日起，开始试营业，证券交易向电脑化和国际化方面迈出了新的步伐。合并后的证券交易增长如表一所示，日交易额和市场总价值都有急剧增长。

同年的5月6日，“恒生指数期货交易”在“香港期货交易所”开始进行。至此，香港股市既有现货交易又有变相的期货交易，证券市场更加活跃。

在这一段期间，恒生指数在原有的基础上继续节节上升。

1987年接近4000点，达到了峰值。头9个月内证券市场的日成交量、月成交量连连破纪录，形成了一种炒股必赚的大众心理，投机风潮越刮越热。香港股市的过热投机，纽约股市崩盘的震荡，终于触发了1987年10月香港股市的历史性大暴跌，下跌市价损失达3000亿港元。香港政府和主要金融机构采取一系列措施进行救急，并对香港联合交易所，特别是对期货交易所进行了全面改组，并于1987年11月16日成立了证券检查委员会。在一年之内，香港证券市场得到了彻底恢复，随着经济稳步发展，恒生指数回升势头旺盛。

尽管香港证券市场从1988年起开始恢复元气，到了1989年5月上旬恒生指数达到了3300点，但是1989年“6·4”事件发生，又一次把香港证券市场抛入了下跌的风潮，指数降至2100点。接下来的几个星期中，人们的信心又慢慢地在回升。从香港股市的历史来看，主要特征不仅仅在于多变性，而且还在于它在反复发生的危机面前所具有的强大的恢复能力。

在1990年，香港再一次证明它是世界上最出色的证券市场之一，恒生指数从2750点这一低谷开始爬升，到了年中已达3500点，交易量也有回升。当年8月2日，伊拉克入侵科威特，香港证券市场再次受影响，大约两个星期内，恒生指数迅速下跌，从3500点下降至2800点。但是，以后的几个月证明了海湾事件对香港经济的冲击远不如对欧洲国家那么严重。此外，美国日益严重的经济衰退开始影响到全世界，香港却得益于它与我国不断增长的贸易。1991年中国的国民生产总值实际增长率继续保持着6%的水平，促进了大陆和香港之间的贸易和营业额，这一切特别反映在恒生指数所包含的公用事业和制造业股票较好的业绩上，虽然香港的金融

和银行业由于难以对付的海外借款而连续遭到损失，但香港的房地产市场却仍然很坚挺。到1990年底，恒生指数再度恢复到3000点多一些，而后又呈不断上升之势。

1991年8月19日苏联政局发生突变，香港交易所出现1986年开业以来的第六次跌幅（见表二）。8月19日，香港股市暴跌340点。

表一 1985~1990年（底）证券市场业绩

市场指标	1985	1986	1987	1988	1989	1990
恒生指数	1752.45	2568.3	2302.75	2687.44	2836.57	3024.55
增长率(%)	45.99	46.55	-10.3	16.7	5.6	6.22
上市公司数目	279	253	276	304	298	299
市场总价值 (百万 us \$)	34553	53754	53766	74407	77565	83386
平均日交易量 (百万 us \$)	39	64	194	103	156	149
年底本益比	16.53	19.04	12.15	12.51	10.76	9.92
市场资本总数 国民生产总值(%)	103	139	114	136	128	118
股利投酬率(%)	3.5	2.92	4.44	4.5	6.05	5.29

资料来源：东方汇理亚洲投资公司研究报告

然而，香港股市又渐渐表现非凡，到了1991年底升到了约4300点，进入1992年后走势反复向上，6月26日恒生指数升达6113.1点。这主要原因在于：一是香港经济繁荣，上市公司业绩较预期理想；二是邓小平南巡讲话，使中国改革开放步伐加快，同时坚定了人们的信心。这使海外基金大量涌入香港，欲以之为跳板，以股权形式进入中国。在基金潮带动下，4家香港中资公司（海虹、中国海外、中旅国际及越秀投资）申请上市，均获投资者的超额认可。6月26日，汇

丰控股正式宣布收购英国米特兰银行 6 成 4 股权，引起很大轰动。不久，香港政府首次公布外汇基金为 2300 亿港元，促使恒生指数继续上升。

表二 1987~1991 年 8 月香港股市十大跌市纪录

排名	日期	恒指收市	下跌	跌幅 (%)
1	1987 年 10 月 26 日	2241.69	-1120.70	-33.33%
2	1989 年 6 月 5 日	2093.61	-581.77	-21.75%
3	1987 年 10 月 19 日	3362.39	-420.81	-11.12%
4	1989 年 5 月 22 日	2806.57	-339.06	-10.78%
5	1989 年 5 月 25 日	2752.51	-256.22	-8.52%
6	1991 年 8 月 19 日	3722.75	-340.53	-8.38%
7	1990 年 8 月 6 日	3107.98	-248.97	-7.42%
8	1987 年 10 月 29 日	2204.52	-165.64	-6.99%
9	1989 年 10 月 16 日	2601.70	-180.60	-6.49%
10	1987 年 11 月 5 日	1960.90	-116.21	-5.59%

资料来源：1991 年 8 月 20 日《星岛日报》

1992 年下半年，香港股市受中英新机构财务谈判未果以及周边股市下挫的影响，股价振荡加大。10 月份，由港督彭定康挑起改制方案的中英争论，给股市蒙上了阴影，股价一度急速下跌，到了年末略有恢复。同年 7 月 16 日，香港立法局通过了《证券（结算所）条例》，加强了监管。

以上文章的阐述主要以股票市场为代表，最后再补充一些香港债券市场状况。由于香港政府奉行审慎理财哲学，以财政收支大体平衡、略有盈余为目标，港英当局极少发行政府债券筹集资金。而香港税率较低，发行公司债筹资缺乏吸引力，公司债券目前不到 10 种，几乎可以说除了可转换债券

之外是一片沉寂。故而香港债券市场很小，处于比较落后的地位。

从历史来看，70年代以前，香港政府曾发行过5000万港元、年息3.5%的复兴公债，1970年到1980年间，上市债券共有38宗，金额为86亿港元。80年代以后，债券市场虽然有所发展，但和股票市场相比，差距仍然很大。比如1983年，除九龙外的三大交易所债券时价总额为89.21亿港元，只是股票时价总额的2.1%。1984年，香港财政出现30亿港元的亏空，才勉强发行了10亿港元的公债，随后即告停止。但香港政府对公债市场的发展采取了支持的立场，由其出资的铁道公司已有24亿港元的事业债上市。最近，世界银行决定在香港发行港元债券，对香港债券市场发展是一个良好的刺激。

总而言之，目前香港处于1997年回归中国的过渡时期，中英之间的政治关系对香港的稳定与发展影响重大。这一切在香港证券市场上表现得淋漓尽致。但我们看到，尽管香港证券市场受外国影响大，投机性强，但仍然不失为世界最佳的投资场所之一。

第二节 台湾政券市场的形成与发展

台湾证券市场是随着商品经济和信用制度的发展而形成的。它的发展，可以以1962年台湾证券交易所的成立为界，分为店头市场时期及集中交易市场时期。在店头市场时期，由于组织欠缺，交易秩序较为紊乱。到集中交易市场建立以后，

市场秩序得以改善，各种相关机构以及交易制度均得到陆续发展。

一、店头市场时期

1899 至 1945 年日本侵占台湾时期，日本的经纪人就曾在台湾出售日本股票。1949 年国民党当局逃到台湾后，台湾经济濒于崩溃的边缘。生产严重萎缩，人口急剧增加，财政巨额赤字，通货恶性膨胀。为了弥补巨额财政赤字，台湾当局将预定分配在台湾省销售而未能如期售完的“爱国公债”继续发行。由于当时恰逢币值不稳定时期，而“爱国公债”的期限长达 15 年且利息率只有 4%，所以之后的几年左右，当局未再发行公债。这一部分的公债成为台湾证券市场的第一批信用工具。它并未达到当局借发行和流通“爱国公债”以促进证券交易的目的。

真正意义上的台湾证券市场是在 1953 年才正式开始形成的。当时台湾进行土地改革的第三个步骤；当局决定将台湾水泥公司、纸业公司、农林公司及矿业公司开放民营，以其股票三成，搭配实物土地债券七成，向从前的大地主交换他们的土地，并依据“耕者有其田”的土改大纲，将这些土地转换给农民。这些以实物作为计算基础的土地债券，从表面上来看似乎具有保值的作用，地主应会“惜售”，但由于在 50 年代，台湾当局直接管制粮食价格，持有这些债券实际上并无厚利可图；而地主所获得的四大公司股票，也由于证券市场未能建立，没能形成合理的市场价格，加之地主们对股票价值也缺乏认识，对拥有股票的兴趣并不浓，纷纷要求流通。这些地主所得的债券和股票连同台湾当局此前发行的“爱国公债”，总值约达新台布 22 亿元，加上持有人数众多且遍及各地，一时间，各种代客买卖证券的个人和行号应运而

生，从而形成了台湾证券市场的雏形——店头市场。

店头市场盛行时期，市场的操作主要由证券经纪商负责。这些证券经纪商并不规范化，因而操纵及欺诈及其他不法行为仍然时有所闻。为了限制投机并保障一般投资大众的利益，1954年1月，台湾当局颁布了《台湾省证券商管理办法》，明确规定主管机关为省财政厅，并将证券商、交易方式及交易的证券纳入管理。1955年7月修正该办法，规定主管机关应登报公告证券商的财务状况，但对证券商的数量未加限制，市场管理也没有收到显著的效果，投资者常常遭受损失。

1956年2月，台北市证券商同业公会成立，共有会员32家，其中甲种经纪人（证券经纪商）27家，乙种经纪人（证券自营商）5家。由于证券商家数增多，业务竞争激烈，社会投机风气盛行，股市风波迭起，市场混乱状况有增无减，部分证券商也因财力不足而相继停业，市场交易减少，证券市场由盛转衰。

二、集中交易市场

由于店头市场的交易过于分散，法规不健全，台湾证券市场在几年内几度发生风波；而价格投机及操纵猖獗也使投资者对证券市场失去了信任。在这样的情况下，要使证券交易继续进行，就必须有一个管理有方的集中市场。1958年，台湾当局根据岛内经济发展的实际情况，拟定了包括建立和健全证券市场在内的19点财经改革方案。1959年3月16日又由“经济部”邀请有关单位和专家，共同组成了“经济部建立证券市场研究小组”。积极开展筹划工作，1960年，由“行政院”美援会邀请美籍顾问符礼思（George M. Fenio）来台考察，同年1月，提出“台湾建立证券交易所研究报告”，建议台湾设置证券管理机构和证券交易所。

在该小组的研究和美国顾问报告的基础上，台湾当局于1960年在“经济部”下设立了证券管理会（1981年7月证管会改属“财政部”），并着手筹组证券交易所。1961年6月11日，证券管理会公布“证券商管理办法”，对发行公司、承销公司、承销人，经纪人及同业公会的管理，作了明确的规定，成为《证券交易法》制定实施前的过渡性准则。1961年10月，台湾政府批准成立证券交易所，同年11月23日筹组完成，1962年2月9日正式对外营业，并同时关闭店头市场，禁止在集中交易市场以外的交易，从而促进集中市场的成立。台湾证券交易所的建立，标志着台湾证券市场的发展进入相对健康发展的道路。

证券交易所成立之初，公开发行人之家数计21家，股票种类28种，股票面值新台币55亿4百万元。台湾当局为了增加上市公司股票，掌握交易筹码，采取了强制上市的政策，规定公司公开发行证券的，或公司未曾公开发行证券，经补办公开发行手续的，应立即向交易所申请上市，虽未公开发行但已具备经常交易记录及公开行市报道的证券，应视为已公开发行，申请上市，严禁证券在交易所场外交易。这些强制政策势必造成上市证券良莠不齐。在短短的几年间，证券市场多次发行风暴，其中尤以1965年5月股价持续下跌，导致交易客户无法履行买回条件而引起严重后果为甚。适应经济的发展及证券市场管理的需要，台湾当局公布了《当前证券市场改进原则》明确规定证券管理委员会要以“宁缺勿滥”为原则，严格审核申请证券上市公司的财务状况、管理水平及获利能力。1968年4月30日，《证券交易法》的公布实行，为台湾证券发行市场和流通市场奠定了法律基础。其明确规定公开发行人可向交易所申请上市，从而结