



东亚资本市场研究

杨文著

地震出版社

序

在杨文的博士学位论文《东亚资本市场研究》出版之际，作为他的博士导师，想在这里简单说上几句话。

杨文在中国社会科学院世界经济与政治研究所苦读深造了三年，这为他的治学和工作打下了较为坚实的理论基础，培养了做人的品质。可以说，毕业论文是对他优异的学习成绩的真实检验，更是体现了社会对他辛勤耕耘精神的肯定和承认。

当今金融危机的“幽灵”仍在世界上到处游荡，作为金融市场重要组成部分的资本市场，颇受世界各国的关注。杨文的《东亚资本市场研究》对金融危机、金融市场，特别是广义和狭义的资本市场等，一一作了论述。虽说这是一部专业性的著作，但写得较为通俗，深入浅出，理论与实践结合得较好。

由于经济发展不平衡规律的作用，在战后的每一个年代，亚洲似乎都涌现出一些跳跃式发展的国家和地区。50年代，日本在战争的废墟上创造了世界经济的奇迹，跃居为仅次于美国的第二大经济强国；60年代和70年代，台湾、韩国、香港和新加坡大力发展外向型经济，相继起飞成龙，并被国际社会誉为“新兴工业经济体”（NIES）；80年代至90年代中期，马来西亚、泰国，甚至印度尼西亚和菲律宾都在加速经济发展，以争取早日成为新兴工业经济体。尤其自70年代以来，东亚国家和地区经济以年均增长8%的速度向前发展，其增长率远远超过了发展中国家总体经济增长4.3%和发达国家经济增长3%的水平，并呈现经济增长快速、持续时间长；依次进入高速增长期，形成阶梯型的增长群体；实现了经济与社会的综合发展，社会贫穷现象急剧减少等特点。经过二三十年的努力奋斗，现今东亚业已成为世界

最大的生产基地，其中钢铁产量占世界的 40%。韩国的造船业已超越日本，跃居世界第一位。据统计，世界造船量的 70%集中在东亚地区。家电生产即使是不把日本计算在内，东亚现已是世界最大的生产基地。日本从东亚地区进口的彩色电视机数量，已超出它的出口量。概括地说，东亚的经济规模，对外贸易和主要产品生产均已达到或接近世界 30% 的水平。这三个 30% 足以说明东亚在世界经济中占有举足轻重的份量。

然而，天有不测之风云，自 1996 年之后，东亚地区的“龙”和“虎”出现“病态”，经济基本面恶化，并于 1997 年下半年爆发了罕见的金融危机，从而使其经济表现从“景气减速”走向“景气衰退”。杨文的论文是在东亚爆发金融危机不久之后脱稿的，说明他敏锐地观察和抓住了这一问题。近一年来，东亚国家和地区经济形势发生了新的变化，它们针对存在已久的经济瓶颈，特别是对经济结构和金融体制进行了改革，因此，东亚大多已结束了恐慌阶段而步入稳定、恢复阶段。东亚的重新振作是指日可待的。

实践表明，东亚资本市场脉动的变化同其经济荣枯息息相关。东亚资本市场是新兴资本市场的典型代表。50 年代和 60 年代，当今的新兴工业经济体，普遍地接受了凯恩斯的经济理论和思想，加强了政府对经济的干预程度，包括对外贸易实行市场保护；对内贸易实行价格补贴；对资本和信贷流动加以严密的控制，以确保金融市场服务于政府的既定经济发展目标。从 80 年代开始，越来越多的发展中国家出于促进经济发展的需要，向国内外大规模的举债，因此，政府债务急剧增加。对外举债虽有助于国民经济的发展，但所付的代价是巨大的，特别是引发了一些国家的债务危机。

美国经济学家罗纳德·麦金农在他的著作《经济市场化的次序》一书中，一再告诫发展中国家应该将财政平衡放置第一位，资本市场开放置于第二位。然而，东亚国家和地区则把开放资本

市场作为经济市场化的“开步局”，实行金融自由化，放宽金融管制，过早地实现了资本项目下的自由兑换，这是爆发金融危机的重要因素之一，导致汇、股市的“双暴跌”。与此同时，国际资本市场的证券化趋势得到进一步推动。新兴资本市场的国际化，对它们来说，既是机遇，又是风险。

鉴于上述情况，剖析东亚资本市场发育的全过程，总结东亚资本市场发展的经验与教训，无疑是一项有意义的研究工作。然而，现实情况是，人们对欧美资本市场的研究与了解，远远多于对东亚资本市场的研究与了解。从这一角度出发，杨文的《东亚资本市场研究》具有较强的理论价值和现实意义。他的这部著作较为详尽地描述了东亚资本市场发展的历史沿革，并从宏观与微观层面，论述了当代国际资本市场的大变革及其在变革中的东亚资本市场的特征、运行机制和管理机制，同时对东亚“四小”的资本市场作了案例分析与比较，特别是对亚洲最大的日本资本市场中的若干重要问题进行了初步的研究和分析。可以说，东亚资本市场所积累的经验与教训，对正在发育、发展的中国资本市场而言，具有重要的借鉴意义。

杨文的《东亚资本市场研究》属于他人生之中的“处女之作”，因此，难免存在这样或那样的不足或缺陷。望读者予以批评、斧正，鞭策他在科学研究的道路上攀登一个又一个新的高峰。

中国社会科学院世界经济与
政治研究所原所长、研究员

谷源泽

1999年4月于北京大北窑

目 录

序

第一章 引 论	(1)
第二章 东亚资本市场的发展历程与演变	(8)
第一节 19 世纪早期的东亚资本市场	(9)
第二节 二战前东亚资本市场的初步建立 (1900~1945 年)	(14)
第三节 二战后的东亚资本市场的普遍恢复与曲折发展 (1945~1985 年)	(20)
第四节 80 年代中期后东亚资本市场的大发展	(31)
第三章 东亚资本市场的宏观视角 (之一)	(39)
第一节 当代国际资本市场的变革	(39)
第二节 国际资本市场变革中的东亚资本市场	(50)
第三节 东亚资本市场的基本特征	(70)
第四章 东亚资本市场的宏观视角 (之二)	(83)
第一节 东亚资本市场的成长 ——自生状态与外生状态	(83)
第二节 发展东亚资本市场的措施及环境	(92)
第三节 经济发展与东亚资本市场	(109)
第五章 东亚资本市场的微观考察分析 (之一)	(120)
第一节 东亚资本市场中的发行市场	(121)
第二节 东亚资本市场中的流通市场	(135)
第六章 东亚资本市场的微观考察分析 (之二)	(171)
第一节 东亚资本市场的收益率与星期效应	(171)
第二节 东亚资本市场中的商人银行业	(200)

第七章 东亚资本市场的微观考察分析 (之三)	(220)
第一节 东亚资本市场的管理	(220)
第二节 东亚资本市场信息披露与会计制度信息	(254)
第八章 关于日本资本市场中的几个问题	(273)
第一节 日本资本市场中的丑闻现象	(273)
第二节 日本资本市场动荡频发的问题	(278)
第三节 日本资本市场面临的金融改革问题	(284)
第九章 香港与新加坡、台湾与韩国资本市场的比较	(298)
第一节 香港与新加坡资本市场比较	(298)
第二节 台湾与韩国资本市场比较	(308)
第三节 “四小龙”各不相同的抗御金融动荡能力	(312)
第十章 ‘97 全球金融动荡与东亚资本市场	(320)
第一节 金融时代来临中的全球股市动荡	(320)
第二节 东亚资本市场大规模动荡的成因与启示	(324)
第三节 金融动荡的预警制度可行性问题	(332)
第十一章 方兴未艾的中国资本市场	(340)
第一节 中国资本市场发展的基本估价	(340)
第二节 中国沪深两市上市证券比较分析	(347)
第三节 ‘97 金融动荡中的中国 B 股市场	(352)
第四节 中国资本市场中的本益比与风险	(358)
第十二章 结束语	(364)
Abstract	(371)
附录 东亚各国和地区资本市场统计数据表	(374)
参考文献	(382)
后 记	(388)

第一章 引 论

一、关于东亚资本市场

(一) 东亚及东亚经济

东亚，又称“太平洋亚洲”，从地理范畴上而言指的是欧亚大陆太平洋岸的边缘地带，包括亚洲东部的大陆、半岛和海岛。关于东亚所包含的范围有各种不同的解释，有的学者认为，东亚指中国、日本列岛、朝鲜半岛和台湾等；有的认为东亚包括东南亚即中南半岛与马来半岛诸国；有的扩而大之，甚至可把南亚即印度半岛诸国也包括在内。世界银行从事东亚经济研究的学者将东亚定义为：东亚包括所有东亚、东南亚和南太平洋地区、中国和泰国以东的中低收入国家，中国和泰国也包括在内^①。笔者认为就东亚的重新崛起而言，主要集中在 中国、韩国、中国香港、中国台湾、东盟诸国以及日本这个范围内。本书的考察、分析和研究将集中在这一范围内的 10 个国家和地区，即中国、中国香港特别行政区（以下简称香港）、中国台湾省（以下简称台湾）、日本、韩国、新加坡、泰国、马来西亚、印度尼西亚和菲律宾等。因东亚其它国家（地区）没有真正意义上的资本市场，或资本市场规模和业务量很小，故暂没有在本书的研究视野中。

二战后，东亚经济经历了深刻的变化。日本从战败国地位重新跃起成为世界经济大国、世界最大的债权国；东亚“四小龙”跨过殖民地时代短期内跃入了新兴工业化国家和地区的行列；中国从“东亚病夫”一变而为东亚社会主义政治、经济大国，近年在向

^① 世界银行，东亚奇迹——经济增长与公共政策，中国财政经济出版社，1995。

市场经济转变中取得了持续高增长的巨大成就；东盟国家也改变了殖民地面貌，追踪“四小龙”进入准工业化进程，共同创造了举世瞩目的“东亚奇迹”。

（二）资本市场概述

资本市场是金融市场的重要组成部分，也是金融市场中最为活跃的领域之一。资本市场分为广义与狭义两种。广义的资本市场由银行间长期信贷市场和证券市场构成；狭义的资本市场仅指证券市场。人们通常所说的资本市场大都是指证券市场。资本市场给予人们的是多种权力：获得资本的权力；对资本的支配权力；对社会资源的重新配置的权力；改造自然和社会的权力等。本文将主要以证券市场（含债券市场和股票市场）为特征的资本市场作为研究的对象。

一个国家和地区的经济发展和企业发展，在一定程度上取决于企业自有资本扩张的程度，只有资本市场能够提供这种途径，因而资本市场为一国（地区）经济发展所必须。80年代以前的东亚经济发展中（日本除外），资本市场在其中所起的作用并不大，短期存款和银行贷款仍占主导地位，仍存在长期资本供应不足的问题。东亚资本市场（特别是股票市场）形成于这个世纪的早期，然而只有在80年代以后才赢得它们在国际金融市场上的重要地位。

在80年代，东亚资本市场发展特别迅速。1989年底东亚地区股票市场资本时价总值占全世界股票市场时价总值的43%，上市公司约占世界股票市场总数的36%。据国际金融公司（International Financial Company，以下简称IFC）统计，1980~1989年国际资本市场中的股市资本时价总值增长了4倍，而东亚地区资本市场中的股市资本时价总值增长了10倍。其中最突出的是台湾（39倍）、韩国（37倍）、印度尼西亚（25倍）、泰国（21倍）。在东亚资本市场中，日本的市场规模最大；香港次之，但在1989~1990年其资本市场规模已被台湾和韩国超过。

最令人注目的是台湾股市，它从完全不为人知的小股市一跃成为东亚地区仅次于日本的大股市，平均日周转额高达 42 亿美元。东亚地区 80 年代后的出色经济表现，使其资本市场声誉鹊起，该地区（除中国和日本外）1989 年的资本市场总资本市值约 5560 亿美元，其中近一半为台湾股市所有，其次为韩国、香港和新加坡。由于资本市场行情带来对未来发展的预期，因而东亚资本市场的赫赫发展从一个侧面反映了投资者对 90 年代该地区经济增长的潜质表示乐观。

进入 90 年代，东亚一些出口导向型的国家（地区）开始面临出口疲软，经济发展减缓的困境，加之日本泡沫经济的影响，投资气氛出现一定程度的阴影，因而在东亚资本市场中，既有追随美国股票市场同步趋升的香港股市、台湾股市，又有总体趋势不升反跌的泰国股市、菲律宾股市、马来西亚股市和新加坡股市，以及升幅有限的韩国股市、印度尼西亚股市。1997 年下半年发端于泰国的 '97 金融动荡，使东亚资本市场从它的反面再一次引起全球的注目。东亚资本市场的未来一定程度反映了全球资本市场的未来。

在 80 年代以前，东亚资本市场并不太引人注目。东亚资本市场的发展从一个侧面反映了东亚经济的发展和金融改革的深化，但是东亚资本市场发展的特点却以流通市场的膨胀为主。流通市场的增长幅度明显高于发行市场的增长，这一现象是与东亚资本市场的持股结构、证券经营者结构和其它一些结构性因素相联系的。这说明东亚资本市场从总体上说仍处于发展和完善过程中，还存在许多缺陷，市场基础比较脆弱，容易受各种因素影响而发生大的波动。东亚资本市场在 80 年代尽管表现突出，但从整体发展阶段而言东亚资本市场尚处于进一步发展和完善的成长阶段。具体表现为：

（1）这种成长还不是建立在企业制度的真正股份化之上的，一些国家和地区的企业，特别是中小企业对银行间接融资的依存

度依然很高，并存在较严重的地下金融活动。

(2) 东亚资本市场中的证券市场一体化和联动的发展趋势还刚刚处于萌芽阶段，共同存在一些结构性的问题，大多数对外国投资者和金融机构的开放程度都很低，上市公司家族式的经营使信息发布不公开。

(3) 流通市场在一些国家和地区的膨胀导致了投机活动频繁，股票周转率极高，造成股市失血；股票交易市场发达而债券市场乏力，东亚各交易所 3 万亿美元的总资本中，债券市场的资本额只有 6000 亿美元。

(4) 特别是 1997 年 7 月发端的泰国货币金融危机更是暴露出东亚资本市场中存在的诸多问题。

二、本书研究思路

(一) 研究思想

以东亚资本市场作为研究对象，可能因对象太大且内容交错复杂而难以把握，导致本书缺乏深度，这是笔者写作前所面临的又一个重要问题。东亚地区的资本市场是一个难以把握的大杂烩：既有先进的，又有拖拉的；既有开放的，又有封闭的；既有受管制的，又有自由的。这些多层次性“没有一个对抑制亚洲股市资本总量的爆炸有大的作用”，“东亚资本市场的持续快速增长不是不可避免的，但又很可能不可避免”^①。

对东亚资本市场的研究不能仅仅是简单地描述，而必须是以国际的视野通过理论和实证分析来认识不同国家和地区的资本市场，这显然要求对资本市场发展进程及演变，市场特征、规模、结构、融资工具和金融基础设施，重点国家和地区资本市场的现状、特点、政策和措施，以及东亚资本市场面临的问题及应采取

① [美国]吉姆·罗沃，亚洲的崛起，上海人民出版社，1997。

的对策等进行全面地研究，并尽可能联成一个有机整体，与国际金融革命性的变革较好地统一于一体。需注意把握的研究思想是，一个观察这一地区资本市场的有理性全面的方法将需要对可获得的经济方面的信息资料采取审视和实证地分析，基于社会政治的轴心提出自己的观点，并在被解释和讨论的处于可变中的经济和非经济的相互关系中进行理论框架内的综合。笔者在各章节中，将试图满足这诸多的要求。

在某一特殊时期的不同经济发展体中，资本市场的兴盛对一个国家和地区的金融和经济进步是否是固有的，或者，是否主要是特别的政府政策在不同国家（地区）的经济机构特殊行为的结果，这仍然是不确定的。在对自 60 年代开始涌现出来的每一个东亚国家（地区）资本市场具可比性的发展进程在东亚经济起飞中的角色进行评估后，一些对抑制自有资本要求，特别是抑制东亚股市股票供给的障碍（包括制度、政治、历史和社会的）全面审视将被展现出来。这将使我们确认：适应国际金融自由化和全球化的潮流，通过改革规章和改进监控系统来清除这些障碍，建立起适应东亚自身的资本市场体系，放松管制与加强监管并举，在东亚国家和地区特别是在最近金融业动荡不稳国家（地区）的资本市场中成为重要事项。这对于今后东亚国家（地区）经济获取长期资金，再一次使经济跃上新的台阶，在一定程度上成为不可缺少的条件。

（二）分析的框架

本书由两个部分组成。第一部分是对东亚资本市场的宏观和微观运作细节的具体实证分析考察，这部分包括第 2~7 章的内容。第 8~12 章构成本书的第二部分，这一部分对特定国家（地区）的特殊问题作深入地、有的是比较式地考察分析，这一部分研究分析东亚最大的资本市场——日本资本市场，并对各具特色、相互竞争且具共同性的香港和新加坡市场，后来居上同样具共性的台湾和韩国资本市场进行比较式的分析和探讨，同时还包

括有对初具雏形的中国资本市场的分析和讨论。面对东亚资本市场的多样性和面向 21 世纪不断发展, 试图从充满变数的东亚资本市场得到一个合乎实际的结论, 以及试图来评估这个跨国、跨地区的大市场的前景, 将是笔者今后的课题。本书的工作只是实证式地归纳、分析、考察和逻辑性地展示——这是笔者在现有研究条件、资料和国内尚无有关东亚资本市场的全景式地综合专题研究的情况下所能达到的目标。

(三) 关于资料的问题

在欣欣向荣的东亚经济发展进程中, 东亚资本市场并没有扮演重要的角色, 它是伴随着东亚经济的起飞而逐步成长和完善起来的, 它引人关注的发展仅仅是近一二十年的事情。“最近亚洲经济发展的速度以及伴随这种速度的金融体系的发展和现代化已被证明是决定东亚资本市场崭露头角的因素”, “80 年代的资本市场增长率主要是经济不同增长方式和不同地区的资本流动的反映……东亚资本市场的增长主要是经济蓬勃发展的结果”^①。虽然没有足够的历史进程来对新兴的东亚资本市场目前发生的事件和历程作出定论, 但是这些事件和历程的大致轮廓目前已越来越清晰。

一般人们很少了解崭露头角的东亚资本市场的发展, 或很少了解支配这种发展的因素。将东亚资本市场作为选题, 首先面临的是缺乏国内外系统阐述东亚资本市场问题的专著和全面的资料。当然注重考察东亚单个国家和地区的资本市场学院式的研究不计其数, 许多有关东亚资本市场的文献仅仅只局限于某一个国家(地区)金融体系和资本市场的来龙去脉, 提供的是一种有关东亚国家资本市场的统计数据和在某一方面特定时期所存在的问题。本书所涉及的东亚 10 个国家(地区), 在下面的每一章每一

^① Edited by Ky Cao, *The Changing Capital Market of East Asia*, First published 1995 by Routledge, P.71.

节的考察中由于缺乏优质、连贯的数据资料，有些国家（地区）不得不比其它国家（地区）考察、分析和讨论得较少了一些，但在每一章节的主题中都包含了它们。

第二章 东亚资本市场的发展 历程与演变

资本市场的历史在世界经济发展史中不算短，它是 17 世纪自由资本主义发展时期出现了股份公司之后产生的。东亚资本市场的历史也不算短，至今已有 120 多年的历史。东亚今日资本市场的结构“已经从一条原始的裂缝中成长了起来”^①，东亚的高储蓄率、高投资率和高回报率“正在形成异常巨大的流动资本”^①。1988 年，日本资本市场中的东京股市股票交易量首次超过纽约成为世界第一大股市，有人惊呼，东亚经济的崛起已在资本市场上取代了昔日的欧美垄断地位。除日本外，香港和新加坡的区域金融中心功能也日臻完善，使世人刮目相看。韩国、台湾、马来西亚、泰国、菲律宾和印度尼西亚等国家和地区在经济发展过程中，其资本市场得到了长足的进步，适应了吸引外资和当地经济增长的需要。亚洲地区资本市场发展的速度和潜力令人瞩目，正如 70~80 年代的东亚经济的高速增长改变了世界经济的格局一样，东亚资本市场的高速发展也改变了世界金融的格局。到 80 年代末，在世界资本市场总量中，东亚各国和地区的总和已占世界资本市场的 50%，而同期美国为 28.5%，欧洲为 21.49%。

东亚国家和地区在上个世纪就开始了证券交易，并制定了证券交易的法规，资本市场的发展初具规模。观察东亚资本市场中的每一个市场，即刻就会为东亚资本市场的多层次和多样性（将在第三章第三节中考察分析）所震惊。东亚资本市场充满着变

① [美国]吉姆·罗沃著，亚洲的崛起，上海人民出版社，1997，第293页。

数，日本的市场资本值是香港市场资本值的 10 倍，为中国市场的 300 倍；日本资本市场建于 120 年以前，中国的资本市场于 1990 年才正式公开运作。考察东亚资本市场的发展，将其规模性地分为三个阶段，19 世纪早期市场萌芽到二战前的初步建立；二战后到 80 年代中期市场的恢复和曲折发展；80 年代中期后的发展。

第一节 19 世纪早期的东亚资本市场

日本的资本市场在东亚国家和地区中是发展最早的市场，并且明显地影响了它的邻近国（地区）的资本市场的发展。韩国和台湾作为日本的前殖民地，至今仍以日本资本市场作为其资本市场的模式。现今日本的证券机构和法律体系由于二战后美国对日本的占领而部分地以美国的证券机构和法律作为标准，但是日本的证券机构和法律体系的具体运作仍然是日本自身特有的。

当日本 19 世纪开始现代化的历史进程时，筹集发展经济所需的资本的重要性首先被认识到，这也是日本明治政府成立后所面临的首要问题。日本资本市场早期最初的表现形式是“国债”。作为筹资手段之一，1870 年 4 月，日本明治政府首先于伦敦发行了 9 厘利的英镑公债，之后明治政府又陆续地在国内发行了金禄公债、起业公债等多种政府债券。随着资金筹措金额的不断增长，国债发行总额迅速膨胀起来了；同时，作为殖产兴业政策的一环，明治政府为振兴对外贸易，设立了“通商会社”及其金融机构——东京外汇公司。通商会社与东京外汇公司采取了划时代的股份公司组织形式，成为日本最早的股份公司。其后，股份公司组织形式为国立银行所采用，不久又涉及到了马车、航运、铁道和保险等行业。股份公司制度的建立和普及，使股票发行日趋活跃，发行数额不断累积。在这种情况下，成立一个规范的证券流通市场，以促进国债和股票的顺利发行和流通，形成公债的价

格成为当务之急。国债和股票的出现，使日本成为东亚国家和地区中最早出现规范的资本市场运作发行的国家。

随着公债买卖和股票交易量越来越大，日本明治政府为了提高公债的流通性，维护公债价格，参照当时发达国家英国的证券制度，效仿伦敦股票交易所制度，于1878年制定了《股票交易所条例》。根据该条例，同年5月成立了“东京股票交易所”，8月又成立了大阪交易所和横滨股票市场。但由于新订立的条例在限制投机方面很有力，而在其它的方面与实际情况大相径庭，在较大程度上仅仅是《伦敦证券交易法》的翻版，最终没有能够得以实施。因此，4年后又颁布了新的《股票交易所条例》来取代旧条例。1883年日本建立起了以东京股票交易所为中心，由11个股票交易所组成的完整的资本市场体系，直至1945年的二战的结束。早期日本资本市场中交易的主要是国债^①。日本明治政府成立的股票交易所还不能说是真正意义上的股票市场。因为，第一，交易所在开设之初的一个半月内没有股票交易，只从事新旧公债的买卖，直到了1878年7月15日，在东京交易所开始交易股票，且限于在东京交易所上市的股票；第二，当时的证券交易所有价证券的交易法规沿用的主要是“小麦交易系统”的有关规定。

19世纪的东亚成为西方列强侵略、掠夺和瓜分的场所，许多地方沦为西方国家的殖民地。19世纪是东亚历史的转折点。首先是英国占领了新加坡（1819年）、马六甲（1824年）和香港（1842年），以资本主义一种全新的力量改变了处于封建制度下的东亚进程。第一次鸦片战争后，日本脱离了东亚体系。第二次鸦片战争后，越南和柬埔寨脱离了东亚体系。第一次中日战争后，台湾和朝鲜也相继被剥离。由于日本资本主义在东亚的崛起也使东亚出现了两种依附性的资本主义因素的增长：一种是日本

① [北京]阎坤著，日本金融研究，经济管理出版社，1996，第98页。

的殖民地朝鲜、台湾和中国东三省等处出现了完全从属于宗主国的畸形殖民地资本主义化；一种是英美势力在中国及东南亚造成的另一种殖民地半殖民地资本主义化。以工业革命为核心的资本主义商业和金融制度，自18世纪60年代中从英国启动后，便借助于坚船利炮向全球推动。西方资本主义金融制度于19世纪中叶通过海洋传播到东亚沿海。

1840年鸦片战争中，中国清王朝战败。中国东南沿海地带的香港沦为英国的殖民地，香港开始了其资本主义宗主国附庸的历史。1841年1月，英国人占领香港，为维护英国人在香港的利益和在香港的商业发展，于6月宣布香港为自由港，一时间许多已侵入中国的英国公司及其它外国公司都纷纷移至香港作为基地，英国及其它外国本土的公司有些也跟进而来。当时只有3500多农业人口和2000多渔民的这个中国海岛渔村很快热闹起来。香港当时就有英资怡和洋行、宝顺洋行、端拿洋行和林赛详等27家大公司。经过第二次鸦片战争，英国又从中国清王朝手中夺去了九龙，使英国人在这块土地上立足更稳。英国公司及其它外国公司就更加蜂拥而来。在这种情况下，孕育了资本市场的诞生。

最早约在19世纪60年代中后期，许多股份公司在香港出现了发行股份集资的活动。如1865年汇丰银行的成立就是一例。它是通过发行股份集资成立的^①。同时，香港的一些公司，主要是英资公司之间，也出现了相互换股的活动。从那时起，股份的发行及交换活动就逐渐发展。但它与1878年日本明治政府颁布《股票交易所条例》，成立东京股票交易所相比，仍然还是属于民

^① 香港殖民地政府1866年第5号法令规定：汇丰银行资本额定为500万港元（当时的港元即银元），分为4万股，每股面额为125港元，在获得港督同意后，还可增加股本250万港元，每股面额同样为125港元，全部股份应于2年内认足，3年内付足，最迟不得逾4年。