

当 / 代 / 国 / 际 / 惯 / 例 / 丛 / 书

主 编 周文彰  
副主编 符策震

当代国际惯例

INTERNATIONAL  
PRACTICE

证券市场

主 编 吴晓求



海南出版社



# 目 录

<b>第一章</b>	<b>证券市场国际惯例概论</b>	1
○	证券发行与上市制度	1
○	证券交易制度	8
○	证券监管制度	20
○	对外国投资者的管理	29
<b>第二章</b>	<b>美国证券市场</b>	31
○	证券发行与上市制度	31
○	证券交易制度	58
○	证券监管制度	77
○	共同基金制度	86
○	其他制度及规定	90

<b>第三章</b>	<b>英国证券市场</b>	95
○	证券发行与上市制度	95
○	证券交易制度	114
○	证券监管制度	118
○	其他制度及规定	122
<b>第四章</b>	<b>日本证券市场</b>	124
○	证券发行与上市制度	124
○	证券交易制度	153
○	证券监管制度	161
○	其他制度及规定	166
<b>第五章</b>	<b>德国和法国的证券市场</b>	172
○	德国的证券市场	172
○	法国的证券市场	196
<b>第六章</b>	<b>香港证券市场</b>	205
○	证券发行与上市制度	205
○	证券交易制度	218
○	证券监管制度	227
○	其他制度规定	233

<b>第七章</b>	<b>新加坡证券市场</b>	236
○	证券发行与上市制度	236
○	证券交易制度	240
○	证券监管制度	246
<b>第八章</b>	<b>其他新兴证券市场</b>	250
○	韩国证券市场	250
○	泰国证券市场	260
○	马来西亚证券市场	270
○	印度尼西亚证券市场	278

## 第一章

# 证券市场国际惯例概论

### ○ 证券发行与上市制度

#### 一、证券发行方式

按 购买人、销售人和发行价格划分，证券发行方式主要有如下几种：

##### (一) 私募和公募

按购买人划分，证券发行者有私募和公募两种。私募 (Private Placement) 是指只向少数特定的投资者发行。私募的对象主要有两类：一是个人投资者，如使用发行公司产品的用户或本公司的职工；二是机构投资者，如大的金融机构或与发行者有密切业务往来关系的公司。私募发行方式具有节省发行费用、通常不必向证券管理机关办理发行注册手续从而可以节省发行时间和注册费用、有确定的人因而不必担心发行失败等优点，但私募发行也有需向投资人提供高于市场平均条件的特殊优厚条

件、发行者的经营管理易受干预、证券难以转让等缺点。

公募 (Public Placement) 是指面向市场上大量的非特定的投资人发售。公募发行的筹资潜力大, 毋须提供特殊优厚的条件, 发行人具有较大的经营管理独立性, 而且证券可在二级市场上转让。但公募工作量大, 难度也较大, 通常需要承销者的协助; 发行者向证券管理机关办理发行注册手续, 必须在发行说明书中如实公布有关情况以供投资者作出正确的投资决策。虽然公募发行较麻烦, 费用也较高, 但公募可以扩大证券的发行量, 而且只有采取公募方式发行的证券才可能上市从而提高发行者的知名度和提高证券的流动性。因此, 多数筹资者愿意选择公募发行方式。

## (二) 直接发行和间接发行

按销售人划分, 证券发行方式有直接发行和间接发行两种。

直接发行是指发行者直接向投资者销售证券, 一般以少数关系密切的单位和个人为发行对象, 不通过证券发行中介机构。直接发行手续简便, 发行费用较低, 但发行数额一般不大。私募发行的证券通常都采用直接发行方式。

间接发行是指通过证券发行中介即承销者向社会发行证券, 除金融机构外, 绝大多数公募证券都采取间接发行方式。

按发行风险的承担、所筹资金的划拨及手续费高低等因素划分, 间接发行又可分为全额包销、余额包销和代销三种。

全额包销是指由承销者先将债券全部认购下来, 并马上向发行者支付全部证券款项, 然后再按市场条件转售给投资者。全额包销的承销者承担全部发行风险, 因此手续费很高。这种发行方式可以保证发行者及时得到所需资金。按承销者的构成划分, 全额包销又可分为协议包销、俱乐部包销和银团包销三

种。协议包销是指由一个承销公司包销发行者待发行的全部证券，其发行风险和发行手续费全部归承销公司。俱乐部包销是指由若干包销公司合作包销，每个承销公司包销的份额、所承担的风险及所获手续费均平均分摊。银团包销是指由一个承销公司牵头，若干承销公司参与包销活动，通过竞争方式确定各自的包销承担发行风险和分配手续费。银团包销是目前国际上最常见的包销方式。

余额包销是指由承销者按照规定的发行额和发行条件，在约定期限内向社会推销。到销售截止日，未售出的余额由承销商负责认购，承销者要按约定时间向发行者支付全部证券款项，因此手续费也较高。这种发行方式可以保证发行人筹资用资计划的顺利实现。

代销是指发行者与承销者签订协议，由承销者代为办理发行业务，发行多少算多少，承销者不负责承购剩余数额的责任，发行风险由发行者自己承担。代销的手续费较低。

### （三）溢价发行、折价发行和平价发行

按发行价格划分，证券发行方式主要有溢价发行、折价发行和平价发行三种。溢价发行就是按超过票面金额或贴现金额的价格发行；折价发行就是按低于票面金额或贴现金额发行。溢价发行又可分为时价发行和中间价发行。时价发行即按发行时的市场供求状况决定发行价格；中间价发行则介于时价和平价之间。

有些国家不允许折价发行。如英国的公司法上不准折价发行，特殊情况例外。美国很多州也规定折价发行股票为非法，但在有些州则是合法的。

## 二、股份公司增资方式

已成立的股份公司为筹措资金而发行股票，简称为增资。增资的方式有三种：

### （一）有偿增资

有偿增资是要求投资者按股票面额或市场价格缴纳现金或实物购买股票的一种增资方式。有偿增资可通过三种方式进行：

#### 1. 股东配股

即按比例向原股东分配新股购买权，准其优先认购新股。这种增资方式有利于保护原股东的权益，保持对公司的控制权。当然，原股东在接受配股时，没有必须应募的义务，他可以放弃新股购买权，或将其转让给他人。这种增资方式在世界各国最为常见。

#### 2. 第三者配股

即公司向特定人员或第三者分配新股购买权的增资方式。特定人包括董事、职员、贸易伙伴等，以及与公司有关系的第三者包括公司顾客、往来银行等。

#### 3. 公开招股

即公募发行新股票。

### （二）无偿增资

无偿增资是指公司股本的增加不是靠向外界募集，而是通过减少本公司的公积金或盈余结存，并按比例将新股无偿交付给原股东。这种增资方式与有偿增资不同，公司的实际总资本并未增加，只是对资本结构做了帐面上的调整。无偿增资通常有两种方式：

#### 1. 公积金转增资本

即将公司的公积金转为资本配股，按比例赠给老股东。各



国公司法通常都规定，法定公积金可以转为股本，也可用来弥补亏损，但不得作为红利分配。通过无偿配股可起到与用红股分红同样的作用。

## 2. 发放股票股利

即将当年应分派给股东的红利转为增资，用新发行的股票代替现金作为股利派发给股东。用红股代替现金派发股利对于公司来说可以把股利转为资本，加快公司扩展速度；对个人来说，可以免缴个人所得税，而且股东得到的实际股利价值常常远高于红股面值。

### (三) 搭配增资

搭配增资实际上是有偿增资与无偿增资的搭配，它是指股份公司向原股东配予新股时，原股东只需缴纳部分现金或实物，即可取得该公司一定数额的股票，其未缴现金或实物部分用公司公积金抵充。这种增资方式有助于促进缴纳股金，迅速完成增资计划。

## 三、信息披露制度

上市公司信息的公开和披露包括首次公开和持续公开。

### (一) 首次公开

公司在发行证券前必须向证券管理机关领取并填写“证券注册申报书”。证券注册申报书中的一个重要内容就是“公开说明书”。“公开说明书”是首次公开的重要手段。

#### 1. 公开说明书的内容

以美国证券市场为例：美国证券注册申报书的标准格式为 Form S-1，通常为首次公开发行以及较小公司采用。注册申报书的第一部分即为公开说明书。（具体内容请参见第二章：美国证券市场）

美国传统的公开原则注重事实资料，而对于未来盈利预测、资产价值评估、经理人员能力分析等软性资料，证券交易委员会均不要求，甚至认为易产生误导而加以禁止。这一做法与英国完全相反。不过，近年来，美国证券交易委员会已放宽限制，允许发行者自愿公布这些软性资料，但要有合理依据并合乎诚信原则。

## 2. 公开说明书的审核

美国对公开说明书的审核分正式和非正式两种，正式审核明定于法律条文中。证券法第8条规定：注册申报表如有明显重大欠缺，证券交易委员会可于其生效前发出拒绝命令，拒其生效，直至依此命令补正为止；注册申报书的内容如有重大不实、遗漏或误导之处，证券交易委员会可随时发出停止命令阻其生效。这种正式审核程序必须给注册人通知及辩白的机会，且可上诉到有管辖权的联邦上诉法院。对于一般注册书，通常实行非正式审核，由证券交易委员会职员出具意见，请发行人改正缺点。如时间不足，可顺延20天，但注册人补正后可请证券交易委员会提前生效，不必等足20天。注册申报书必须经常保持正确，生效后若有重大变动，发行人应作补正，以粘单方式修正公开说明书。

在德国、丹麦、荷兰、爱尔兰、英国、瑞士等国，公开说明书为上市的条件，其审查由证券交易所负责。在法国、比利时、卢森堡等，由主管机构审核。其中法国的审核较为严格。在法国，公开发行不论是否申请在证券交易所上市均需以公开说明书经证券交易委员会审查通过后方可进行。证券交易委员会会有广泛的调查权和要求补正权，发现问题可交检查官依法追诉，以保证公开说明书内容正确无误。上市的公开说明书审核时间可能需数月之久。核准后应在政府公报上公告，在交易所

上市名单上通告，并发出公开说明书。对证券交易委员会决定不服者，可上诉枢密院，如无明显的事实错误，多维持原决定。有时，经济部及证券商协会也需对公开说明书加以核准。

#### (二) 持续公开

持续公开是指公开发行证券的公司每年、每半年及每季度向证券主管机关或证券交易所报送定期报告以及发生重大变故的临时报告，以备投资者查询。各国对此均有具体的规定。

### 四、证券交易所上市制度

证券的上市 (Listing) 是指赋予某种证券在某个证交所进行交易的资格。对上市公司来说，上市可增加其证券的流动性并提高公司的声望和知名度。证券上市后，公司经营者的责任也加重了。证券发行后不一定就能上市，而要满足一定条件和程序后方可上市。各国的法律虽然很少直接对证券的上市条件做出明确规定，但各证交所为了提高在本证交所交易证券的质量，都要求各种证券在本证交所交易之前办理申请上市手续，经审查合格后，由该证券的发行公司与交易所签订上市协议，缴纳上市费后，才能在本证交所交易。各证交所的上市标准大同小异，主要包括如下内容：①要有足够的规模；②要满足证券持有分布的要求（私募证券通常无法满足这个标准因而不能上市）；③发行者的经营状况良好。

为了加强对上市证券的管理，各国证交所大多规定，上市证券不得在场外交易。此外，国家债券等信誉很高的证券通常可以豁免申请上市手续。

获得上市资格并不等于一劳永逸。各证交所为保证上市证券的质量，要对上市证券进行定期和不定期的复核，发现有不宜继续上市的，可暂停或终止该证券的上市。

## ○ 证券交易制度

本节主要介绍证券交易所的交易制度。但要指明的是：证券交易市场包括证券交易所，也包括场外交易市场——在证券交易所以外进行证券交易的市场，场外交易市场的交易通过通讯网络进行，并无集中交易场所。其交易系统采取报价系统，而不同于证券交易所的竞价系统。在场外交易市场中，做市商是非常重要的市场参与者。近年来，随着计算机技术的广泛应用，场外交易市场发展迅速，比如美国的 NASTAQ 系统，将全国分散的场外市场连成一体，业已成为证券交易所强有力的竞争对手。各国场外交易市场详细情况请参见以后各章。

### 一、证券交易所的组织

#### (一) 证券交易所的组织形式

世界各国证券交易所的组织形式大致可分为两类：

##### 1. 公司制证券交易所

公司制证交所是由银行、证券公司、投资信托机构及各类公营民营公司等共同投资入股建立起来的公司法人。公司制的证交所对在本所内的证券交易负有担保责任，因此通常设有赔偿基金，或向国库交纳营业保证金，以赔偿因本所成员违约而遭受损失的投资者。公司制的证交所通常规定，证券商及其股东或经理人不得担任证交所的董事、监事或经理，以保证交易所经营者与交易参加者的分离。目前，世界上实行公司制证交所的国家和地区主要有加拿大、澳大利亚、日本、香港、马来西亚、新加坡、印度、阿根廷、智利、哥伦比亚等。瑞士的日

内瓦证交所、美国的纽约证交所也实行公司制。公司制证交所大多是盈利性组织，但加拿大、日本的证交所、美国的纽约证交所以及印度的一些证交所则是非盈利性的。

## 2. 会员制证交所

会员制证交所是以会员协会形式成立的不以盈利为目的的组织，主要由证券商组成。只有会员及享有特许权的经纪人才有资格在交易所中进行证券交易。会员对证交所的责任仅以其缴纳的会费为限。会员制证交所通常也都是法人，属于社团法人，但也有些会员制证交所（如美国的美国证交所）不是法人组织，其原因主要是为避免司法部门对它内部规定的干预。法人证交所的会员可包括法人和自然人会员两种，而非法人证交所的会员仅限于自然人。目前美国、欧洲大多数国家以及巴西、泰国、印尼、南非等国的证交所均实行会员制。

### （二）证券交易所的会员资格标准

为了保证证券交易有序、顺利地进行，各国的证交所都对能进入证交所交易的会员作了资格限制。各国确定会员资格的标准各不相同，但主要包括会员申请者的背景、能力、财力、有否从事证券业务的学识及经验、信誉状况等。此外，有些国家和地区（如日本、澳大利亚、新加坡、巴西等）证交所只吸收公司或合伙组织的会员，而大多数国家的证交所则同时允许公司、合伙组织和个人成为证交所会员。按会员所经营业务的性质和作用划分，各国证交所的会员又可以分成不同的种类。如纽约证交所的会员可分为佣金经纪人、交易所经纪人、交易所自营商、零股交易商、特种会员五种；伦敦交易所的会员可分为经纪商和自营商两种；日本的交易所会员则分为正式会员和经纪会员两种。

很多国家证交所的会员除了要满足会员资格并经证交所董事会表决同意外，还要获得证交所的席位方可成为正式会员。

席位可直接向证交所购买，也可向其他愿意转让的会员购买。会员席位价格通常是随行就市的。例如，纽约交易所共有1366个席位，席位价格最高时可达100万美元。

很多发展中国家为了防止外国证券商操纵本国证券市场，常常规定外国个人或公司不得成为本国证交所会员。但最近几年，许多经济较为发达的国家和地区，为了增强本国证券市场对外资的吸引力，已开始接受外国会员。

## 二、证券交易制度

### (一) 证交所的交易时间

为方便交易，各证交所对交易时间都有明确规定。每天第一笔交易称开盘（开市），最后一笔交易称收盘（闭市）。

有些国家或地区的证交所一天只开一盘。如纽约证交所的交易时间为9点至16点，加拿大蒙特利尔和多伦多证交所（股票）为9点30分至16点；伦敦证交所为9点至17点；瑞士的苏黎士、日内瓦和巴塞尔证交所为10点至13点左右；法兰克福证交所为11点30分至13点30分等等。

有些国家和地区一天则开两盘，分别称早市或晚市，又称前市和后市。如东京证交所的交易时间为9点至11点和13点至15点；巴黎证交所为9点30分至11点和12点30分至14点30分；香港联合证交所为10点至12点30分和14点30分至15点30分；新加坡证交所为10点至13点30分和14点30分至16点。

也有少数国家一天开三盘。如澳大利亚的佩思证交所交易时间为10点至12点15分；14点至15点15分和17点至17点30分；马来西亚的吉隆坡证交所为10点至11点；11点15分至12点30分；14点30分至16点。

在许多证交所，不同证券的交易时间是不一样的。

证交所的交易时间主要取决于交易量的大小。随着证券市场的快速发展,各国证交所的交易时间均逐渐拉长。特别是随着证券市场的国际化,各国上市公司纷纷到各国证交所上市,从而实现一天24小时交易。另外,许多证交所还跟外国证交所实现了电脑联网。

大多数国家的证交所在法定假日、星期六和星期天都不开业。但也有少数国家和地区星期六也开市,不过开市时间通常较短。

## (二) 证交所的交易方法

各国证交所证券交易办法主要有:

### 1. 唱名交易制

唱名交易制是较古老的一种交易类型,是指在交易时间内,由证交所职员按顺序每隔一段时间唱出一种或一组证券的名称,当他唱出一种或一组证券的名称时,交易所会员方可对之竞价买卖,其他证券则不得买卖。唱名交易制的优点在于可克服分散交易的弊端,实现集中交易,买卖双方可同时聚集在一起进行双边竞价,从而较有利于证券价格的公平、合理,以及证券供求的平衡。其缺点在于每种证券的交易时间过短,无法实现各种证券的全天候连续交易。特别是对于上市证券种类较多的证交所来说,每种证券有的只能交易几分钟。因此这种交易方法只适用于上市证券种类较少、交易较清淡的证交所使用。目前,实行唱名交易制的证交所有芬兰的赫尔辛基证交所、卢森堡证交所、挪威的奥斯陆证交所、瑞典的斯德哥尔摩证交所、巴基斯坦的证交所等。此外,加拿大的蒙特利尔证交所、比利时的布鲁塞尔证交所、印尼的雅加达证交所对于交易不活跃的证券也实行唱名交易制。

### 2. 交易站交易制

交易站交易制属于连续交易制，它是运用最广的交易方法。交易站交易制是指证交所划分成若干交易站（Trading Post），每个交易站交易若干上市证券。由于一个交易站内证券种类较少，而且较为集中，这样就可进行连续交易。实行交易站交易制的各国，具体做法也有很大不同。委内瑞拉等国由于上市证券种类较少，因此未细分交易站，各种证券可同时在交易厅连续交易。有些国家的证交所则把交易站又划分为若干交易台。如加拿大多伦多证交所的3万平方英尺交易厅被分成9个交易站，其中5个用于股票交易，2个用于上市期权的交易，2个用于期货交易。每个股票交易站又被分成12个交易台（Trading Faces），每个交易台可供20种上市股票交易。

目前实行交易站交易制的证交所有纽约证交所、东京证交所、德国的证交所、巴黎证交所、多伦多证交所、蒙特利尔证交所（交易活跃的股票）、米兰证交所、布鲁塞尔证交所（交易活跃的股票）、澳大利亚证交所、维也纳证交所、阿姆斯特丹证交所、南朝鲜证交所、泰国证交所、巴西证交所、委内瑞拉证交所、墨西哥证交所等。

### 3. 电脑交易制

电脑交易制是现代证券交易方法的标志和趋向，它是指由经纪人把证券买卖的价格和数量输入电脑终端，证交所的电脑主机则按顺序自动配对成交。这种交易方法迅速、准确、公平、集中，因此各国证交所纷纷采用电脑交易制。目前实行电脑交易制的证交所有哥本哈根证交所、雅典证交所、新加坡证交所、新西兰证交所、里斯本证交所、香港证交所、吉隆坡证交所、特拉维夫证交所等。此外，还有许多证交所在积极向电脑交易制过渡。许多证交所还在电脑交易制的基础上实现了无票交易。无票交易制为证券市场的全球一体化打下了坚实的基础。



#### 4. 拍卖和标购

以上三种交易方法都属于公开竞价法，买卖双方都有众多的竞争者。而在拍卖中，卖者只有一个，竞争买者有很多；在标购中，买者只有一个，竞争卖者则有很多。拍卖和标购通常是在大批交易中使用。

#### (三) 证券交易的类型

证券交易的类型主要有现货交易、信用交易、期货交易和期权交易等。

##### 1. 现货交易

现货交易又称现金现货交易，它是最基本的证券交易类型，是指买卖双方成交后即办理交割手续的交易。从理论上说，现货交易是一手交钱，一手交货，钱货两清的交易。但在实际中由于技术上的因素，从成交到交割之间常常有一小段时间差。至于成交后要相隔多长时间交割，各国证券所根据不同的证券、交易方式有不同的规定。

##### 2. 信用交易

信用交易又称垫头交易或保证金交易，是指证券买者或卖者通过交付一定数额的保证金，得到证券经纪人的信用而进行证券买卖的一种交易方式。信用交易又可分为信用买进交易（又称保证金购买）和信用卖出交易（又称卖空）。

由于信用交易具有较大的杠杆效应，风险很大，因此各国管理当局都很重视对信用交易的管理。如美国证券交易法第7条规定联邦储备委员会有权调整初始和维持保证金的比例。联邦储备委员会还制定了下述条例：(1) T 条例：规定证券经纪商对客户信用购买证券所给予的贷款不得超过供抵押证券的“最大贷款值”，供抵押的证券包括帐户原有及信用购入的新证券。最大贷款值等于证券市价减初始保证金。维持保证金则由