

工商
叢書

第六種

證券交易所要義

公民書局出版

工商
叢書

證券交易所要義

杜吉查理原著 (Charles Duguid)

熊遂譯述

第一章 證券交易所之界說

證券交易所之界說不一，有謂爲世界之市場者，(The market of the world) 有謂爲各國政治財政之主腦者，(The Nerve Centre of the Politics and Finances of Nations) 有謂爲各國盛衰之晴雨表者，(The Barometre of the Prosperity and Adversity of Nations) 有謂爲倫敦之無底陷阱，(The Bottomless Pit of London) 其惡劣有甚於地獄者，然以證券交易所爲一種市場者近是。蓋證券交易所爲股票債券之市場，與斯密司場 (Smithfield) 爲肉類之市場，與哥溫花園 (Covent Garden) 爲花菓菜類之市場，毫無差異也。

證券交易所雖可稱爲一種市場，然就其所交易貨物之重要而言，則其他

廣大界說，亦無不合。蓋證券交易所之貨物，代表世界各處之財產，而所內買賣之委託，亦由世界各處而至，是以證券交易所為世界之市場，不為過當。證券交易所之貿易，除金融市場外，(money market) 較之任何市場更廣遠更繁雜，即稱為各種貿易之貿易，(The Business of Business) 亦無不可。至其所以稱為各國政治財政之主腦者，以各國重大事件發生，恆立時表現於證券交易所中，其所以稱為各國盛衰之晴雨表者，以所中貨物極易流動，一聞所中之聲調，即可見各國財力之情形也。

若以證券交易所為無底之陷阱，惡劣有甚於地獄者，雖由妄用一切設備投機者方面立論，究屬不妥，設無此種機關，則欲今日工商業如是之發達，豈乎其難。證券交易所者，供給工商業之筋力者，換言之，供給工商業之資本者也，發明家欲發展其意思，商人欲擴充其貿易，殖家欲開拓新地，政府欲得大宗款項，終不能不有求於證券交易所也。

證券交易所，乃投資與投機之機關，所員恆與國內所有投資者 (Investors) 與投機者 (Speculators) 接近，而爲之謀各種財政計畫。不第此也。證券交易所，爲各種證券之自由市場，使各國證券易於交易，設無證券交易所之自由市場，則多數人民遇緊要之時，卽不能售賣證券而得其值，雖有最優之證券，亦將觀望而不欲購，則一切商業工業國家大計畫，必失敗於資本停滯之中，而陸無鐵路，海無輪船，企業無由興，智者之進步思想，亦墜落而無成矣，故證券交易所與世界之隆盛相關，尤與一國之隆盛相聯者也。

第二章 交易所與股東

現今倫敦證券交易所，約費英金七十五萬磅，並非屬於全體所員，乃少數所員之財產也。當十九世紀之初，證券交易所員議決營造新所，於是少數所員認款二萬磅，分爲四百股，每股五十磅，爲建築現今交易所之費。此後繼續擴充，所費甚巨，至一九〇三年，所中股本金爲二十四萬磅，債務金四十五萬磅，所中

股票非所員不得購買，但一八七五年終以前之股東，不在此例，此項股東，現今雖非所員，亦得保有股票，此外如非所員或原是所員因事取銷者，其所有股票，必於十二個月內讓與所員，至於所中債券，每年利息三厘，則無論所員與否，均得購買者也。

股東之大宗進款，由於入所費 (Entrance fees) 所員租費及經紀人 (Brokers) 辦事室之租費，股東一切利益，均由董事管理，董事分保管及經理二部 (Trustees and managers) 被選為董事者，必須有十股及曾為所中前五年之股東者。董事九人，事務甚繁，如為數千所員及其書記謀適宜交易之地，及現時商業所需之各種設備，皆董事之責，所中重要職員，為書記官 (Secretary) 建築工程師兼查勘員 (The Architect and Surveyor) 及所長 (The general Superintendent) 皆對經理人 (Manager) 負責者也。

第三章 所員與書記

證券交易所之股東，既如上述，而在所中實行交易者爲所員，現今所員約五千人，所員所用之書記已達三千餘人，所員均係英籍，外國人欲爲所員者，必須居住英倫七年以上，及曾入英籍二年以上者，方許入所。一九〇二年三月，規定非曾充所中書記在二年以上者，不得舉爲所員，此項限制，頗爲各方面歡迎。蓋所內之地，已經分布殆盡，頗有人滿之虞，故股東方面，毫不反對，現在所員尤爲歡迎，蓋人少則競爭不至趨于極端，卽就普通人民而論，亦不感受若何困難，蓋所員已非少數，欲覓一經紀人在交易所中交易一切證券，實屬易事，且此種限制，足以排除無資之投機者，而所員事務繁重，使以毫無閱歷之人當之，其不債事者鮮矣。

請求爲交易所員者，其歷來營業情形，必受檢查，曾經一度以上破產者，不得舉爲所員，若一度破產者，須其債務全數清償後，方可舉爲所員。

請求爲所員者，必須有所員三人保薦，此三人須曾爲所員四年以上，且須

爲請求者各以英金五百鎊擔保四年。如新所員在此四年中失敗，則保證人須各出英金五百鎊代其清償債務。所員一人，不得爲二人以上新所員之保證人，且不得受請求者 (Applicant) 任何報酬，如保證人受有報酬，而新所員失敗，則此保證人須將所受之報酬與應出之保證金付與債權者之手，取締所以如是之嚴者，蓋欲使保證人不依賴請求者也。

請求爲所員者，除有保證人與保證金外，尚須納入所費及每年常費，此兩種費由經理人規定，各時不同，一九〇三年，每員納入所費五百志尼 (Guineas) 常費四十志尼，事實上舊所員每年均須從新請求爲所員，與新入所者無異，但不需保證人與入所費耳。

無論新舊所員，其請求書須注明欲用各書記之姓名，此種書記與尋常書記略異，不第有入所之權利，且爲所中之重要分子。所中書記分爲三種，每員可用書記官 (Authorised Clerk) 一人，此書記官可以代表主人行一切交易，須納

入所費五十志尼，每年常費三十志尼，書記 (Unauthorized Clerk) 11人，此種書記，無權交易，祇在所內遞送文件等事，須納入所費與每年常費各十志尼；清算書記 (Settling Room Clerk) 11人，此種書記，不能週行所內，祇可出入清算室 (Settling Room) 中，核對交易之數及襄助清算事項，須納每年常費八志尼，故每員可共用書記五人。若有所員二人或二人以上之商號，可共用書記九人，即書記官二人，書記三人，清算書記四人是也，前述交易所員五千人，書記三千餘人，可知在所內多用助手之所員尙少，而絕對不用書記之所員居多。

第四章 委員會

股東之權利，由董事會主持，所員之權利，則由委員會 (The Committee for General Purposes) 主持，但董事會維持所務，為股東謀利益，委員會則監督所內交易，無利可謀，委員會會員共三十人，每年投票公舉，此項選舉，所員雖有時注意，然通常視為例行之事而已。

五年以上之所員，皆可被選爲委員，此種委員，純爲名譽職，而其職務甚爲繁難，最困難之爭執，時有所聞，處理匪易，所中常有委員會缺乏最有經驗最賢能之人之歎，蓋委員之職雖尊，而責任綦重，得不償失，故最有經驗最賢能之人，皆避而不就也，雖然，所員皆尊重委員，且對委員會之命令，罕見違抗者也。

委員會之職權甚大，有時變更或增加所中規則，此種規則較英國法律尤嚴，凡不名譽之行爲，雖不違法，亦以違抗所規論，故所員略有過失，英國法律所不及者，亦往往被逐出所，交易所中之規則，由委員會施行，與其謂爲一種法律，
A Code of Law 毋寧謂爲一種名譽律 (A Code of Honor) 也。

委員會因施行名譽律，職權極廣，每星期一開常會一次，遇有特別事故發生，立時可開特別會議，三十人中有七人到會，即足法定人數，委員會可以命令停止所員營業，或驅逐所員出所，新所員之入所與舊所員之重新入所，須得委員會之允許，所員一切爭執，均由委員會判決，其判決事件，不受控訴，欲赴法庭

訴訟者，須得委員會之允許，否則必喪失所員資格，蓋所員入所之始，即有絕對服從委員會及其規則之宣言也，委員會可傳問任何所員而要求其答覆，若清算交易之日期，股票債券之可否登入所中價表，(Official Price List) 皆由委員會決定，所中重要職員對委員會負責任者，為委員會之書記，股票與借款部之書記，(The Secretary of the Share and Loan Department) 所中代理員 (Official assignee) 副代理員 (Deputy official assignee) 清算部之經理，(The Manager of the Settlement Department) 及員進賣出部之經理 (The Manager of Buying In and Selling out Department) 是也。

由是觀之，證券交易所，乃雙頭管理之制度，(A System of Dual Control) 蓋一方為代表股東之經理人，一方為代表所員之委員會也。此種制度，即一分俱樂部之制度，(The System of a Proprietary Club) 委員會對於所中一切事務祇能請經理人行之，不能越俎而代，委員會之請求，經理人雖樂於從命，

然齟齬亦在所不免，此乃雙頭管理之缺點，故欲廢此制之運動不鮮，例如強迫各所員爲所中股東，使所員與股東爲一，而委員會卽爲保管人與經理人，若此則便利甚多，但此種改革之困難，不在強迫各所員購一股票，而在強迫少數所員以公平之價出售股票，蓋此項股票，已得百分之七十五年利，且有日增之勢，非出巨資不能購也。雖然，此種雙頭管理之制度，自有證券交易所以來，迄今百餘年，事實上尙未聞有重大窒礙也。

第五章 經紀人與分銷人

證券交易所員分爲兩部，一部爲分銷人，(Jobbers) 向一般人民購入或售出股票債券者也，一部爲經紀人，代一般人民向分銷人買賣股票債券者也，分銷人數倍於經紀人數，其在所中各項相等，不第入所費與常年費相同，且受同一規則之束縛，所員入所之初，卽須宣布願爲經紀人或分銷人，但二者不得兼充，經紀人與分銷人亦不得有合股情事。

此種制度，爲倫敦證券交易所之特性，在紐約巴黎及其他世界重要商業中心點者皆無之，對於此種制度之利益，人多懷疑，其實有裨於一般不諳交易所方法之人民者不少，蓋普通人民直接與所中專家交易，勢必任其操縱，若用一所中專家代爲交易，則彼此相當，必不致受大虧，且交易所中之貨物，異常繁雜，列入所中價表之有價證券不下四千種，其不列於此表者，不知其數，若無分銷人，即在所中竟日周旋，有不能遇售其欲購之證券或買其所售之證券者，有分銷人則立時可以交易，蓋彼等常各在其交易地點，專買賣數種有價證券也，分銷人因專買賣數種有價證券故能洞悉市場之情形，估計供求之多寡，其營業必須自主，蓋應經紀人之請求，須能隨時買賣，此乃出於競爭之必要，分銷人經營證券之種類雖比較少數實無壟斷之力，若非自主，無論買賣，必不能應經紀人之請求，其他分銷人即代此經紀人而爲之矣，分銷人所賣之證券，通常由所中購買，但其出售之價，常較其購入或較其估計可以購入之價格高，

故分銷人之各種舉動，完全爲一商人，若經紀人則純爲所外人民之代理人，所外人民與分銷人之買賣，均假手於經紀人，除有特別情形，經紀人不能直接與其委託人（Client）交易，習慣上經紀人往往以其購得證券之分銷人報告委託人，委託人可檢閱分銷人紀錄而察其交易，已正當成立與否，但遇有經紀人與委託人雙方均有利益之特別情形，則經紀人可與委託人直接交易，例如有一種暢銷之證券，一經紀人同時受兩委託人委託，甲托其代賣乙託其代買，如是若此經紀人先在市場代甲賣出，復在市場代乙買進，則費時費錢，兩委託人交受其損，故遇此種情形，當以直接交易爲便，但經紀人必須以此項情形報告兩委託人，換言之，卽以其得雙倍用錢（A double commission）報告兩委託人也。

分銷人與經紀人之界限，爲證券交易所多年爭論之點，界限不明，爭端頻起，分銷人常責經紀人侵入其營業範圍，經紀人之責分銷人亦如之，委員會解

決之困苦，莫可言狀，就購買證券之人民而言，其購得證券，無論其經紀人得自分銷人與否，無甚關係，祇須價目最廉交易最敏而已，是分銷人似無存在之必要，然分銷人之制，乃所以構成一自由市場，使經紀人代其委託人買賣證券迅速而價廉者也，一旦廢棄，人民或蒙其損。

經紀人之存在固由其易與分銷人交易，及其洞悉買賣各種證券之場所，然尚有關於買賣證券種種繁難職務也，例如說明證券之讓與，收送證券，以市場情形報告投資投機之人等事，皆經紀人爲之。

經紀人之職務，既如上述，其所得之報酬爲用錢，用錢多寡，原不由所中規定，而以習慣與競爭爲準，（一九一二年始有公定用錢，（An official scale

of commissions）英國政府與印度政府債券用錢，爲每百分二先令六片士，數

種特別證券，爲每百分五先令，至於股票其價不及二十五磅者，理論上用錢每股由三片士至二先令六片士，其價爲二十五磅或二十五磅以上者，理論上用

錢爲實價每百分十先令，其實用錢，均按股票市價而收，不計面價，上述用錢雖屬普通，然亦時有變更。

就嚴格而言，經紀人之進款，專恃用錢，但經紀人熟悉市場情形，欲投資與投機甚易，當其直接爲己買賣之時，卽爲主人而非經紀人矣，且此種用錢雖微，然交易甚多之時，總計之數頗巨，昧者不察，恆以經紀人與分銷人必有合謀之舉動，其實此種舉動，所中視爲最不名譽之行爲，絕對不能容者也。

經紀人尙有一種臨時進款，由中央政府或地方政府發行公債及組織新公司而來者也。凡發行公債或股票之機關，常託經紀人分送說明書及認購公債或股票之證書於其委託人，此種證書，經紀人常蓋印於其上，對其委託人所認購之證券，發行機關，常給一種用錢以爲報酬，如此種債券股票不能銷售之時，經紀人甚至自行認購，無論其是否購買所認之數，皆有一種報酬，蓋有經紀人認購，則所需款項易於募集，於發行公債及提倡公司者甚有利益也。

經紀人祇可分送傳單價目表及新聞紙於其委託人，不能向別人廣告。此項規則，委員會監察甚嚴，經紀人不但不敢違背其文字，并不敢干犯其精神，故所員對於新聞紙載其姓名，雖與營業無關，多有不滿意者，即如變更股分或遷移事務所之告白，亦鄭重其事而遠廣告之嫌。

所外經紀人 *Outside Brokers* 乃非所員而營經紀人之業務者也，此種經紀人極力廣告以圖勝利，抵制此種競爭，委員會常在重要新聞紙，聲明交易所員不准在外廣告，在外廣告者，均非所員，所中經紀人名單，可向所中書記取得之云云，所外經紀人品格甚雜，良少莠多，彼等非代委託人交易，乃直接與委託人交易，委託人之損，即彼等之益，其實交易常無，但與委託人賭證券價目之漲落而已，彼等若有損失，則藉端不理，不名譽之事，層見迭出，有識者多避之。

第六章 交易之情形

經紀人受委託人委託之後，則赴市場晤其常交易之分銷人，而以所欲買

賣證券之價問之，當問價之時，并不言明買賣，蓋言買，分銷人或故意提高，言賣，分銷人或故意減少也。經紀人之洞悉市價，不讓於分銷人，故分銷人對經紀人之詢問，并不以虛價報告，但告以一略有出入之價，且常以買價與賣價並提，假定此經紀人所問之證券，為內地鐵路公司之延期債券，(The Deferred Stock of the Midland Railway Company) 分銷人或以六九及七十答之，即六九則買，七十則賣也。此種價目或不免過寬，即買價太低，賣價太高，其他分銷人或定一較狹價目，因爭多論少之事，證券交易所中甚稀，其最後價目可定為六九又八分之三及六九又八分之五，如經紀人對此價目滿意，受有購買之委託，則以按照六九又八分之五購買若干債券報告此分銷人。

分銷人對於一種購賣不自由之證券，亦可將價目定寬，以防損失，例如分銷人甲在國內鐵路市場，(Home Railway Market) 定內地鐵路公司之延期債券之價為六九又八分之三與六九，而分銷人乙在外國市場 (Foreign market)