

韩国证券市场的制度研究 ——兼论对中国的启示

闻岳春 著

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

韩国证券市场的制度研究/闻岳春著. —北京: 中国经济出版社, 2000.1

ISBN 7-5017-4790-3

I. 韩… II. 闻… III. 资本市场-经济制度-研究-韩国
IV. F833.126.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 70202 号

韩国证券市场的制度研究

——兼论对中国的启示

闻岳春

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街 3 号)

邮编: 100037

三河市欣欣印刷有限公司 新华书店经销

开本: 850×1168 毫米 1/32 7.625 印张 180 千字

2000 年 1 月第 1 版 2000 年 1 月第 1 次印刷

印数: 1000 册

ISBN 7-5017-4790-3/F·3801

定价: 20.00 元

致 谢

1995年5月我通过了原浙江农业大学(1998年9月15日,原浙江大学、杭州大学、浙江农业大学、浙江医科大学合并组建成新的“浙江大学”)农业经济管理专业金融研究方向的博士生入学考试,于同年9月正式入学(在职)。在3年多的攻博生涯中,无论是在课程学习、研讨、论文选题及写作过程中,还是在日常生活中,我的导师、著名经济金融专家蒋振声教授都给予了无微不至的指导、教诲和帮助,使我受益匪浅,在此谨致以深深的感谢。我的硕士导师、中国工商银行总行储蓄部原总经理刘燕荪教授多年来给了我许多关心和帮助,在此一并表示谢意。

原浙江农业大学副校长凌备备教授、黄祖辉教授,经贸学院和丕祥教授、袁飞教授、李百冠教授、徐嘉副教授、林坚副教授、宝贡敏教授等,学友钱彦敏博士、马良华博士、陈中放博士、张忠根博士、葛雄灿博士、谢家启博士、周燕明博士等,研究生秘书应多欢小姐,以及文镇求先生、余宜湘先生等任课老师,研究生院的领导和老师,在我入学考试、入学之后的学业完成进程中,均给予了许多宝贵的帮助。我工作的单位——原杭州大学的各级领导沈善洪教授、郑造桓先生、夏越炯教授、史晋川教授、杨爱群副教授、金祥荣教授、陈中生副教授、王维安教授及金融与经贸学院的其他同仁也提供了许多帮助。洪葭管教授、周建松先生、辛金志先生、梁惠江先生、朱志强先生等亦提供了有益的帮助。在此,我表示衷心的感谢。特别要感谢的是校院领导安排我参加在韩国水原市召开的第二届“中韩经济发展比较学术研讨会”(1997

年11月),使我有机会亲身感受韩国的经济金融现状和风土人情,为本文的写作提供了良好的搜集资料和信息交流的机遇。本文的写作和研究吸收了经济金融界的部分科研成果(主要部分已列于参考文献中),谨在此深表感谢。

同时,还要特别感谢我的家人为我的学业和事业作出的许多牺牲。谨向对本文的完成提供过各种帮助的所有老师、同事和朋友致以崇高的敬意!并请读到本论文的所有老师、朋友多提宝贵意见。

闻岳春

1999年1月于浙江大学西溪校区

中文摘要

本论文研究的主旨在于：在经济金融全球化、国际化的大背景下，通过论述、分析韩国证券市场制度的形成、发展及其现状，结合其他国家（地区）证券市场制度的经验教训，运用经济金融学理论及方法，评价韩国现行的证券市场制度，进而得出若干理论上和实践上的借鉴和启示，从而为探索中国证券市场制度创新，研讨振兴中国证券市场提供决策的指导性依据；同时为《比较金融学》学科的建设作出一定的理论贡献。全文共分引言及4章12节，各章节紧密相联，结合成为一个有机的整体。

在引言中分别阐述了本论文的立论依据、中心内容、研究目的和意义、国内外研究动态、研究方法和框架结构。

本论文第1章概述了韩国金融制度，为本文后面几章内容作一铺垫。为了对韩国证券市场制度的发展和现状进行分析、评价，并对证券市场理论的发展及中国证券市场的发展进行有益的借鉴和启示，有必要首先对韩国金融制度进行概要的阐述。主要论述了韩国金融制度的演化及现状，并对其特征进行了分析；同时对韩国金融市场发展的特征及其成因进行了剖析。

第2章从总体上考察了韩国的证券市场制度。首先分析了韩国证券市场制度的演变过程和现状，具体包括韩国证券市场的形成和发展、韩国证券发行市场制度、韩国证券流通市场及证券交易所市场制度、韩国场外交易市场制度、韩国证券市场管理体制的现状；其次分总效果、证券发行市场、证券流通市场、证券市场管理体制4个部分对韩国证券市场现行制度进行总体上的评

价；最后结合其他国家（地区）证券市场发展的经验教训，研究了韩国证券市场制度总体分析对我们理论上和实践上的若干启示：建立健全规范化现代企业制度是证券市场健康发育发展的基石；政府适当的、适度的政策引导和完善的法律法规体系是证券市场发育发展和成熟的必要条件；证券市场走向成熟的必然趋势是自由化、国际化与适当的规范化监管并存；应借鉴韩国等新兴工业化国家和美国等发达国家证券发行的经验教训，扬核准制和注册制之利，避其之短，逐渐放松甚至取消各类证券发行的额度规模管理，而加强其“实质管理”，即核准制管理，同时应借鉴和强化“公开原则”管理，在法律上责成证券发行者将一切有关的信息资料如实地向广大投资者公布；若干年以后，甚至相当长的一段时间之后，可对中国证券市场的审核制度逐渐采用注册制，但目前不能不切实际地立即照搬照抄韩国等国的注册制，当前应积极创造条件；企业债券、股票发行仅仅应该是一个手段，关键在于切实转换企业的经营机制（运用反例的实证为最后一章再次伏笔）；应尽可能消除证券发行市场中的信息不对称问题，提高其效率；韩国证券流通市场类型对中国证券流通市场类型创新的启示是：从长远看，中国应借鉴韩国、美国、日本等国的经验教训，在办好两个证券交易所市场的基础上，开放证券场外交易市场（OTC 市场），首先将其定位在两个证券交易所市场的预备市场，然后应给中国 OTC 市场以充分的创新变革和发展空间，甚至能与两个交易所适度地、合法、合理地竞争；中国可以借鉴韩国等国实行股票二部交易制度，逐渐建立股市的优胜劣汰机制；从韩国与其他各国证券市场管理体制比较看，中国应大力借鉴其他国家的经验教训，进一步建立健全符合中国国情的以集中统一管理为主，并充分发挥自律组织自律监管作用的证券市场管理体制；中国应借鉴金融深化论，进一步深化经济金融体制改革，优化证券市场发展的制度环境。

第3章进一步深入地分析了韩国证券市场国际化的历史背景、韩国境内证券市场的开放、韩国境外证券融资，然后通过对韩国证券市场国际化的总效果、境内证券市场开放的利弊、境外证券融资的利弊分析评价了韩国证券市场国际化的效果，最后结合其他国家（地区）证券市场国际化的经验教训，从韩国证券市场国际化的经验教训中得到下列若干启示：应加强法制建设，强化证券市场国际化的宏观管理；应有计划、分阶段、有步骤地推进证券市场国际化的进程；以投资基金作为中国证券市场国际化的重要方式；大力改革和完善现有的证券市场国际化的形式；在总结境内外经验教训的基础上，积极稳妥地进行境外证券融资的创新，探索 and 开发利用境外浮动利率债券、可转换债券等融通资金；在积极推进现代企业制度，提高股份公司素质，促进其健全发展的基础上，严格制订其上市标准；证券市场国际化是“一把双刃的剑”：既有正面的积极效应，也有负面的消极效应（为本文最后一章金融危机再一次作一铺垫），其积极的态度和策略应是兴利去弊，既积极又稳妥地循序渐进，推进中国证券市场国际化的进程。

本文最后即第4章，认为在新的历史背景条件下，有必要在前面几章分析研究的基础上，对韩国金融危机（主要表现为证券市场尤其是股市暴跌、韩圆兑美元深幅下挫）甚至是经济危机、国家危机的发生发展、成因（从内部、外部二个层面的不同层次的角度）进行探讨，以进一步深化对韩国证券市场制度的研究；其次从制度入手考察与分析韩国金融危机，以对这场危机的根源、影响等有更全面、更深入的认识，分析了高负债率及其深层制度原因，剖析了外资投资形式证券化及其制度因素。最后分析了韩国金融危机对我们理论上和实践上的若干教训与启示。其教训主要有：政府的过份干预迟早会造成严重后果；尽管产业政策具有很大的吸引力，但是如果过头，则会适得其反，所以应该慎重；大

而全的企业组织体系不一定就好；政府不能滥用银行等金融机构，以免造成政、银、企关系的混乱，影响银行等金融机构与企业的健康发展。其若干启示为：应建立客观务实的、具有高质量预测信息的早期经济金融警报体制或预警系统；应随时密切关注国际金融市场新动向，快捷有效地处理危机；要重视经济结构的调整，防止经济大起大落，保持宏观经济金融环境的稳定，促进经济金融的安全；应量力而行地实施大公司大集团战略；必须正确理顺政府、银行等金融机构、企业三者之间的关系；政府应通过改革，成为精简高效的政府，并将自己定位于为经济增长提供稳定的宏观经济金融环境，提供有效的经济运行规则，更好地为调控经济金融作出新的选择；并在此基础上，正确地理顺政府、银行等金融机构与企业之间的关系。应扬弃韩、日的主银行制度，建立既比较密切，又有一定距离的银企关系的“主办银行制”。应积极稳妥地处理好金融改革开放搞活与防范化解金融风险的关系：应进一步增强中国人民银行的独立性与权威性，金融市场的开放应与加强市场监管并重，妥善处理好当前增加信贷投入力度与防范化解金融风险的关系；中国必须采取适当的汇率和利率政策及其形成机制，能将国际套利资本对本国经济的威胁减少到最低程度；应积极处理好外资、外债总量、结构与整体国民经济的关系。

关键词：韩国证券市场 制度研究 评价 启示

目 录

致谢	(I)
中文摘要	(Ⅲ)
0 引言	(1)
0.1 本文立论依据、研究的中心内容	(1)
0.2 研究的目的和意义	(2)
0.3 国内外研究动态	(5)
0.4 本文的研究方法	(7)
0.5 本文的框架结构	(8)
1 韩国金融制度概述	(9)
1.1 韩国金融制度的演化、现状及特征分析	(9)
1.2 韩国金融市场发展特征及其成因剖析	(20)
2 韩国证券市场制度总体分析及启示	(28)
2.1 制度演变过程和现状	(28)
2.2 韩国证券市场现行制度的总体评价	(83)
2.3 韩国证券市场制度总体分析的若干启示	(106)
3 韩国证券市场国际化的分析及启示	(142)
3.1 韩国证券市场国际化的发展过程	(142)
3.2 韩国证券市场国际化的效果评价	(154)
3.3 韩国证券市场国际化的若干启示	(162)
4 韩国金融危机的制度分析及启示	(172)
4.1 韩国金融危机的发生发展过程	(173)

4.2 韩国金融危机的成因	(182)
4.3 韩国金融危机的若干制度分析	(188)
4.4 韩国金融危机的若干教训与启示	(204)
参考文献	(221)
ABSTRACT	(226)
后记	(232)

0 引 言

0.1 本文立论依据、研究的中心内容

在经济全球化、金融国际化的大背景下，东南亚、韩国、日本、俄罗斯、拉美等国家（地区）此起彼伏的金融危机，日益暴露出世界各国（包括韩国、美国）现行金融制度（包括证券市场制度）的缺陷。亟需对世界各国现行金融制度（包括证券市场制度）进行认真的反思，并应一分为二地看待其金融制度，而且需要兴利除弊，探索其进一步改革和完善的方向。

本论文的选题《韩国证券市场的制度研究——兼论对中国的启示》正是在这一历史背景下确定的。最初确定写这方面主题的论文，是出于个人偏好和自己比较熟悉这一主题，只有相对较多的信息资料。我自己开始关注韩国经济金融问题特别是金融市场（尤其是证券市场），大约是在 80 年代末，并从 1991 年起陆续在《世界经济》、《当代韩国》、《当代亚太》、《国际金融研究》、《亚太经济》、《外国经济与管理》、《韩国研究》等刊物、著作中发表了 10 余篇韩国经济金融方面的论文；同时，1994 年上半年我和张明梁教授应高佩义博士之邀，合著了一本小册子《韩国金融体制与运作》（东方出版社 1995 年版），获得了一定的社会反响。在前期研究的基础上，导师与我商定了本论文的选题。其分析基调和中心内容是，在经济全球化、金融国际化，东南亚、韩国、日本等国家（地区）发生金融危机的大背景下，分析韩国证券市场制度

的形成和发展及其现状,并对其现行的证券市场制度进行评价,最后从韩国证券市场制度 40 多年来发展变化的经验教训中,并结合其他国家(地区)证券市场发展的经验教训,阐述韩国证券市场制度分析对经济金融理论及我们中国的若干启示。

需要指出的是,在论文选题及研究计划基本确定后,我又碰到了一个新的难题。1997 年 8 月以来,韩国兑美元连连下挫,从 1996 年末的 844.20:1 到 1997 年 12 月 23 日最低达 2067:1;韩国汉城股价综合指数连创新低,最低到 1998 年 6 月 16 日的收盘 280.00 点。始于东南亚的金融风波也登陆韩国,使韩国遭受了严重的经济金融危机。这种情势促使我又认真地进行反思,修正原来的研究计划,将对韩国金融危机的制度分析及其教训与启示等内容溶于本论文之中。

0.2 研究的目的是意义

在本世纪 60 年代以前,韩国经济是一个典型的以农业为主的不发达经济。1953 年朝鲜战争结束时,韩国整个国民经济一片萧条。从 1953 年到 1961 年,因为得到大量的美国援助,韩国经济开始恢复,然而 1961 年其人均 GNP 仍然只有 82 美元。自 1962 年开始实施第一个五年计划,韩国经济进入了高速的成长阶段。在过去的 30 多年中,韩国经济发生了令人瞩目的巨大变化。在经过一个短时期成功的工业化过程后,韩国在新兴国家中以捷足先登者的姿态出现在世界经济舞台上。从 1962 年到 1994 年,韩国 GNP 从 21 亿美元增加到 3729 亿美元;人均 GNP 从 82 美元上升到 8389 美元。1995 年,韩国的人均 GNP 达到 10037 美元;1996 年则达到 10548 美元。而且 1996 年是韩国人民感到非常自豪的一年,这一年韩国加入了号称为“富国俱乐部”的“经济合作与发展组织”。考虑到韩国贫乏的自然资源和有限的国内市场,韩国经

济的发展确实惊人，从而引起了世界尤其是亚洲的关注。因此，从 70 年代末以来，许多发展中国家与地区（下简称发展中国家）都将韩国的经济发展模式作为它们学习的榜样，不少发展经济学家更是到了言必称韩国的程度。伴随着经济的高速发展，韩国的货币市场、资本市场（证券市场）、外汇市场等金融市场在过去的 30 多年中也有了比较大的发展。

与韩国隔海相望的亚洲大国——中国（本文中除特别说明外，专指中国大陆，下同），正密切地关注着韩国的发展。因为历史文化的渊源，两国民族之间有着传统的联系与友谊，而且均不同程度地受到儒家思想的影响。不管是在什么时代，两国之间的民间文化交流和贸易往来从未间断。1992 年 8 月 24 日，中韩两国建立了友好邦交，从而为两国各个领域的交流与合作打开了通畅的大门。在贸易领域，中国已成为韩国的一个重要贸易伙伴；在投资领域，中国也已成为韩国较大的投资国；在金融领域，两国中央银行互设代表处之后，中国银行、中国建设银行等分别在汉城开设了分行与代表处；韩国外汇银行、韩国住宅银行等韩国金融机构也在中国开设了分支机构或代表处。这些都标志着中韩两国的金融合作已进入了新的阶段。

1979 年改革开放以来，中国经济金融也持续快速地增长。特别是货币市场、资本市场（证券市场）、外汇市场等金融市场已经逐步建立，而且在短短数年中已有了较大的发展。但是与发达国家、新兴工业化国家相比，中国金融市场还有许多不完善和不成熟之处。譬如，金融市场的发展缺乏宏观规划。尽管货币市场已经初步形成，然而其操作技术还比较落后，管理经验还比较缺乏，交易的范围和规模还比较狭小，特别是横向资金融通还不够灵活；尽管资本市场已经形成，然而还很不完善，主要表现在法规比较滞后，管理不严，投机比较猖獗，从而大大弱化了其应有的有效融通资金及实现宏观经济金融调控的积极作用；外汇市场虽已初

步形成，但是也很不完善；同时各种金融衍生商品市场尚未建立健全，这也是中国金融市场落后和不完善的一个重要方面。怎样解决这些问题？中国金融市场的跨世纪发展应该有何种新的思路？从中国的实际出发，不断地进行探索，固然非常重要。然而，金融市场的发展亦有其内在的一般规律。他山之石，可以攻玉。借鉴其他国家和地区的经验，吸取别人的教训，洋为中用，有助于我们少交学费，免走弯路，使中国金融市场的发展更加顺畅一些，后劲也可以更足一些。

问题是，如前所述，在经济金融全球化、国际化的大背景下，东南亚、韩国、日本等国家和地区金融危机此起彼伏。韩国金融危机表明，尽管韩国金融制度曾在韩国经济高速增长时期起了相当大的作用，然而随着时代的变迁，其弊端也越来越大，所以需要在当前新的历史条件下，对韩国的现行金融制度（包括证券市场制度）进行认真的反思，并一分为二辩证地看待韩国的金融制度包括证券市场制度，对其进行比较客观的评价。这不仅有助于我们正确地了解和认识韩国的金融制度包括证券市场制度，而且也有助于我们分析比较其他国家和地区的金融制度包括证券市场制度，所以本文的研究，具有很大的现实意义。同时，更重要的是，通过对韩国证券市场制度与其他国家、地区证券市场制度的比较分析和研究，对韩国证券市场制度进行若干评价，并得出一些证券市场发展的一般性规律，可资理论上的借鉴，并可对中国证券市场的制度创新提供若干启示，进而为深化中国证券市场改革，在实践中不断探索具有中国特色的证券市场现代化、国际化发展的道路，作出自己应有的贡献。因此，本论文这些内容的研究，具有更大的现实意义。而洋为中用，通过研究评价韩国及其他国家的证券市场制度及其绩效，进而探索中国证券市场制度的创新，研讨振兴中国证券市场，则是本论文写作和研究的根本目的和宗旨。

此外,通过韩国与其他国家、地区包括中国证券市场制度的比较,可以为《比较金融学》这一门新兴的金融学科的发展作出一定的理论贡献,所以,本论文的研究也具有一定的理论意义。

0.3 国内外研究动态

本世纪 70 年代以前,国际上关于证券市场的研究主要是侧重于对欧美等发达国家证券市场的研究,但“1988 年,东京的股票交易量首次超过纽约而成为世界第一大股市,有人惊呼,亚洲经济的崛起已在金融市场上取代了昔日的欧美垄断地位。除了日本外,香港、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、台湾省、马来西亚、泰国、菲律宾、印尼、印度等国家和地区在经济发展过程中,金融业也得到了长足的进步,适应了吸引外资和本国经济增长的需要。”^①正是在这种背景下,70 年代来,各国经济金融学者加强了对亚洲国家、发展中国家金融证券市场的研究。如 A·阿格迈依尔教授出版了专著:《发展中国家和地区的证券市场》(欧洲货币出版社 1984 年版;中国金融出版社 1988 年版);理查德·L·基钦出版专著:《发展中国家的金融》(黑龙江人民出版社 1990 年版);International Finance Corporation, Emerging Stock Market Factbook, Various Issues. 1979 年成立的亚洲证券分析家协会(The Asian Securities Analysts Council),作为一家亚太地区证券分析家的国际性合作组织,于 1984 年 9 月和 1985 年 6 月分别编撰了两卷本的《亚太地区证券市场》,论述了包括日本、韩国、印尼、马来西亚、新加坡、泰国

^① 朱小华主编:《异军突起——亚洲六国证券市场》,第 1 页,上海三联书店 1991 年版。

等国家和地区的证券市场的概况资料。^① 罗伯特·劳埃德·乔治先生（东方汇理银行亚洲投资公司总裁）著的《亚洲股票市场指南》（东方汇理银行亚洲投资公司，1990）则详尽地介绍了日本、韩国、中国、香港、台湾省等 16 个亚洲国家和地区的证券市场情况。Korea Stock Exchange 编著并出版的“Korea Stock Exchange”（1992 年 9 月英文版，韩国汉城），较详尽地介绍了韩国的证券市场制度。目前，国外对韩国证券市场予以介绍、研究的论著较多，但通过对韩国证券市场进行制度分析，结合其他国家、地区证券市场制度的经验教训，探索其对我们理论上及中国证券市场制度创新的启示则不多，尚未展开充分的讨论和研究。

而在中国国内，目前对于韩国金融证券市场的讨论和研究，开展得并不充分。关于韩国金融方面的著作，主要有 3 本：第一，李仁斌：《韩国金融》（南京大学出版社 1994 年版）；第二，张明梁、闻岳春：《韩国金融体制与运作》（东方出版社 1995 年版）；第三，张晓轩、于洋、王丽娟：《韩国金融制度》（中国金融出版社 1996 年版）。已发表了一些介评韩国证券市场的论文，^② 但尚未有专论韩国证券市场的著作，更没有全面、系统、细致地对韩国证券市场的发展进行制度研究的论著。作者试图在这方面作一努力，以为客观地分析、评价韩国现行证券市场制度及为中国证券市场的稳定、健全、可持续发展和《比较金融学》学科的完善作出自己的贡献。

① 朱小华主编：《异军突起——亚洲六国证券市场》，第 403—404 页，上海三联书店 1991 年版。

② 如韩建国：《韩国证券市场的发展与管理》（《经济学动态》1994.4）；闻岳春：a. 《论韩国证券市场的国际化》（《外国经济与管理》1992.10）、b. 《论韩国证券市场的管理结构》（《外国经济与管理》1993.8）等。

0.4 本文的研究方法

马克思以辩证唯物主义观点分析了资本主义制度的矛盾表现及其变化趋势,揭示出制度变迁和技术变迁对人类社会进步的重要作用。而新制度学派的代表人物 D.C. 诺斯和 L.E. 戴维斯以实证和规范的分析方法研究了美国经济结构的演化,揭示出制度是经济增长的内生变量及制度变迁对经济增长具有十分重要的作用。虽然马克思和新制度学派的观点存在差异:前者认为制度变迁与技术变迁的互相依赖程度很高;后者认为制度及其变迁是经济发展的决定性因素,“只有当经济组织是有效的时,才会发生增长,”^①认为制度变迁更为优先且更为根本,但两者均论证了制度及其变迁对经济增长和社会进步起着非常重要的作用。当前,制度分析的研究方法已越来越广泛地运用到社会经济生活中各种制度包括经济、政治的制度研究中去,形成了许多新的研究领域,也获得了不少进展。正因为这样,所以笔者认为,运用新制度理论及其分析方法以及金融理论来研究韩国证券市场制度并分析对中国的借鉴和启示,不仅具有深厚的理论依据,而且也具有客观基础和一定的创新意义。在本文的研究过程中,针对国内外相关研究的薄弱环节和缺陷,运用了马克思主义的经济学研究方法和新制度学派的研究方法,即比较与归纳的研究方法、实证研究与规范研究相结合的研究方法、定性分析与定量研究相结合的研究方法、总量研究与个量研究相结合的研究方法、从具体到抽象以及从抽象到具体的研究方法;另外还借鉴了现代系统论的系统方法,等等,以此来展开对韩国证券市场制度的研究和现实的评价,并

^① V.W. 拉坦等:《诱致性创新:技术、制度与发展》,见《财产权利与制度变迁》第 331 页,上海三联书店 1994 年版。