

台湾证券市场初探

朱孟楠

台湾证券市场始建于1962年,到现在已历经27个春秋。本文仅就台湾证券市场及其发展和存在的问题作一初探,从其间窥见台湾证券市场发展的一斑。

一、台湾证券市场的产生和发展

(一)店头交易时期(1953—1957)

这是台湾证券市场的初创时期,这时期证券市场均有三个特征:(1)当局的土地改革导致了原始证券市场的产生。1953年当局推行了对经济很有影响的土地改革,实施了“耕者有其田”的政策。其中之一就是将台湾四大公营公司(水泥、纸业、农业和矿业)移转为民营,以这些公司的股票三成,搭配实物土地债券七成,偿付征收土地的价款。由于当时配发的证券数额很大,股票达5亿4千万股,实物土地债券达新台币12亿6千万元。一时间店头交易十分盛行;(2)证券市场素质较低。当时一是没有集中公开竞价的场所,证券商和交易分散且紊乱;二是证券商单一,且良莠不齐,不能有效地在证券市场上运作;三是买卖竞争机制也未建立,买者与卖者经常发生了欺诈、证券商近水楼台,为自己抢买抢卖证券的情况,严重地损害了投资者利益,也使发行者利益得不到保障。(3)证券交易法不周全和执行不严肃。由于还未有集中交易的场所,实际上当局对店头买卖无从管理,对地下经纪商行为和证券商分散更无能为力。

(二)成立证券交易所阶段(1958—1973)

1960年9月正式设置证券管理委员会作为有价证券的筹集发行、买卖、管理与监督的主管机关。其主要职能:审议管理证券

发行、交易及证券商纪和证券从业者有关事项;审议有关证券发行、交易及商纪法令;督导有关证券发行公司市场运作等。在这个基础上,1961年10月台湾证券交易所成立,次年正式开始营业。这时期的证券市场亦有三大特征:(1)以交易所建立为标志,基本上解决了集中交易与分散混乱交易的矛盾。到1968年交易法公布时,证券市场已形成了。(2)交易所属于民营股份有限公司性质。它是由有关金融信托和其他公民营事业共同出资组建的,其中民股占69%,公股占31%,注册资本为新台币1000万元,目前则为9000万元。其主要业务有:为证券交易提供场地与设施、满足证券商竞争买卖上市证券的要求以及为他们办理成交、清算与交割等事宜。(3)法律管制不断健全。1961年5月,台湾对《证券商管理法》进行修订,1968年4月,则颁布了《证券交易法》,以法治市亦初步形成。

(三)证券市场的发展阶段(1973—现在)

(1)证券信用制度的建立。证券管理当局在交割期限与信用制度方面进行了改革。①结束例行交易制度。例行交易是指事先仅缴纳所规定的保证金即可先行买卖,而交割可延缓若干时日的一种交易制度,但由于证券商为招揽业务私下对客户垫款垫股,使例行交易过程中出现了变相的信用交易行为,故为引导正规信用制度的建立,在1973年证券管理委员会将例行交易交割保证金提至100%。②信用制度的建立。1973年颁布了融资融券的办法,由台湾银

行、交通银行和台湾土地银行开办，融资比率规定为其购入股票价款的30%（即客户自备70%），最高融资额为20万元，融资利率为年息16.5%，期限最长不超过一个月，融资股票定为10种。这样证券信用交易初步建立了起来。③第一家专业性融资融券的金融公司成立。1980年4月，成立复华证券金融公司，成为台湾省第一家专业性的融资融券的证券金融公司。融资最高额最初定为40万元，期限不得超过3个月，融券保证金定为60%。至此完整的信用交易制度业已建立。

(2) 变更证券管理委员会隶属范围，重开店头交易市场。在1981年7月把证券管理委员会改隶“财政部”，并于1982年10月重开办停业20年之久的店头交易市场，健全了市场体制和增加市场功能。(3) 建立一系列相关的组织机构。在1983年成立了国际证券投资公司，其次在1984年成立了证券投资顾问公司。同期间，证券业界还提高部分交易手续费，成立了证券市场基金，为证券研究提供资金来源。

二、证券发行市场

(一) 发行市场的组织结构

1. 证券发行人：即资金的需求者（公司或政府），以及募集有价证券的发起人。

2. 证券承销机构。承销有二种形式：包销和代销。目前以代销为主。

3. 证券签证与保证机构：证券发行必须经金融机构签证方可上市。

4. 会计师制度：发行公司集股筹资必须把财务资料公开，且经会计师查核签证。

(二) 证券发行方式

在台湾证券发行通常分直接销售和公开发行二种方式。

1. 直接销售：是由发行公司将证券整批直接卖给一个或几个特定的对象，比如卖给机构投资者，它的特征是买卖在次级市场进行，且证券很少转手。这种方式要负较高的利率。

2. 公开发行：是指发行公司通过证券承销商，将证券分别销售给不同的投资者。它有三个特点：(1) 与证券商有直接密切的联系，可扩大证券销售面；(2) 方便投资者进行投资选择；(3) 发行手续较繁琐。

(三) 证券发行规模

台湾证券市场在各个时期发行规模如下表所示。

三、证券交易市场

(一) 交易市场的组织机构

单位：百万新台币

| | 股 票 | | | 债 券 | | | |
|-------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|--------|
| | 上市公司 | 未上市公司 | 总 计 | | 政府公债 | 公司债 | 总计 |
| 1962: | | | | 1962 | | | |
| (1)家数 | 18 | 3 | 21 | (1)发行余额 | 1,401 | 24 | 1,425 |
| (2)种类 | 25(8) | 3(0) | 28(8) | (2)成交余额 | 74 | 1 | 75 |
| (3)面值 | 5,489 | 15 | 5,504 | | | | |
| 1983: | | | | 1983 | | | |
| (1)家数 | 119 | 130 | 249 | (1)发行余额 | 43,662 | 2,250 | 45,912 |
| (2)种类 | 123(4) | 131(1) | 254(5) | (2)成交余额 | 3193 | 0 | 3,193 |
| (3)面值 | 167,163 | 192,888 | 360,051 | | | | |

1.台湾证券交易所。它是由有关金融、信托机构和其他公民营事业计45家集资而成立的公司组织，属服务性质的民营机构。其特点是：(1)只提供场地与设施，以利上市证券的自由交易、集中清算交割并形成合理价格；(2)交易由经纪商和自营商负责，按规定时间到交易所交易厅进行证券交易，但他们不得进行场外交易。

2.证券经纪商与自营商：(1)目前经纪商有28家，其中专营14家，由金融机构兼营的14家。1987年前三个季度，14家专营证券经纪商就获新台币31.2亿元，效益颇为可观。(2)证券自营商，是指为自身利益自行买卖证券的交易者。目前台湾共有10家证券自营商。经纪商与自营商按交易法业务分开，互不兼营。

3.复华证券金融公司。是专门提供信用融资融券服务的金融机构，创办于1980年4月，目前在融资方面投资者必须交自备款4成、余6成由证券金融公司予以融资。在融券方面，投资人在缴纳6成保证金后，就可

自该公司借进股票卖出。

4.证券投资信托公司和顾问公司：目前仅“国际证券投资公司”一家，主要办理外国人的证券投资信托，而对本国则未开办。后者是提供证券投资顾问的专业机构，一切咨询、信息、参谋均由其负责提供，到84年10月底这类公司已有21家。

(二) 证券上市与交易

证券上市是指证券在证券交易所挂牌买卖，目前分别改为第一类上市股票和第二类上市股票。现将1986年台湾省股票上市应具备的条件，列表说明(见下表)。

除上述二类股票外，台湾证券管理委员会还按发行公司是否属于科技事业增加了第三类上市股票。目前，上市股票不断增加。1962年上市股票公司仅18家，种类25种，总面值为新台币54.9亿元，总市值68.4亿元，成交值4.5亿，到1986年上市股票公司达130家，股票133种，交易量从1985年的每日约10亿元增至1986年的每日30多亿元。1987年又多至百亿元，这年头三季，台湾证券交易

| 项 目 | 第 一 类 | 第 二 类 |
|--|------------------------------------|-------------------------------------|
| (1)实收资本额 | 1亿元以上 | 1亿元以上 |
| (2)获利能力： (营业利益及税前纯益占实收资本额之比率) | 最近二年均达10%以上 | 最近一年达10%以上 |
| (3)资本结构： (最近一年为分派前之净值占资产总额之比率) | 1/3以上 | — |
| (4)股权分散： ①记各股东人数 ②其中持有股份1千股至5万股的股东比例 ③所持股份合计占发行股份比例 | ①2千人以上 ②不少于1千人 ③20%以上或满1千万股者 | ①1千人以上 ②不少于500人 ③20%以上或满1千万股者 |
| (5)偿债能力： (最近一年流动资产与流动负债比率) | 100%以上 | — |

[资料来源：据台湾1986年《证券交易所股份有限公司有价证券上市审查准则》编制]

所共收入(税前)新台币5.01亿元,约为其现有资本2亿元的2.5倍。

四、台湾证券市场变动的原因及趋势

(一)基本因素:由于台湾偏隅一方,对政治环境反映尤为灵敏,也体现在证券市场这个“晴雨表”上。

1.就经济方面而言,它又包括以下几点:

(1)经济成长(GDP)。一般在台湾,经济成长率达8%以上;股市很兴旺;3%以下,股市低落;若成长率为零,则表明经济衰退,股市萧条。(2)公司盈利与股利分配政策。首先公司预期收益增加,股价就会上升,反之会减少。(3)金融货币政策。自1985年以来台币一直持续上升,至1987年9月为30个台币兑1美元,较1985年升幅达25%。加上外汇管制解除后,海外热钱不断涌入,据估计约有60亿元左右,这些套利的游资,在股市上兴风作浪。(4)税收与物价变动。税负重交易就冷落。而物价影响亦颇著。

2.政治因素包括外交与战争。(1)外交因素:如70年代我国恢复在联合国的席位,日美相继与台湾断交,股市一时大滑落。1982年英首相撒切尔夫人正式访华和签订联合声明期间,台湾股市,轮番下跌,至双方协议签订后,股市才回升。此外美国于1986年,里根政府扬言报复台湾(烟酒谈判),股市一时亦呈下跌。(2)1973年埃及战争,台湾股市就出现大幅度滑落,原因是阿拉伯各石油出产国支持埃及,对以色列及其支持者实施石油禁运,台湾在1974年经济增长率为零,股市狂跌。1987年海湾局势紧张,台湾亦未能除外,在87年内连续了9个月扶摇直上的股市,10月24日加权指数从10月1日超过4673点,狂跌至3000点,11月25日又降至2570点。

(二)技术因素:系指产生于股票市场内部的因素。它包括交易量、交易方式,交易者成份等。

1.交易量。交易量大说明股票的需求大于供给,也说明人们对股市仍充满信心,股价就会高,反之则低。在十月股灾时,台湾的股市与交易量双方都呈骤减之势,加速了股市下跌。

2.交易方式:包括由人工改为电脑程序控制交易(Program trading),这种新技术会减少欺诈作弊的行为,投资者对市场较有信心,但由于其交易迅速快捷,也易造成股市交易过度膨胀。

3.交易者成份:进入台湾证券市场的交易者主要有经纪商、自营商、包括个人、法人团体(如银行),但还存在“丙种经纪商”。它们采用垫款垫股方式进行买空卖空,因此很容易给市场带来压力,也使一些不明真相的投资者带来损失。

(三)人为因素:(1)人们对股市预期的心理变化。1987年10月股灾台湾股市很有特色:世界范围内股市基本上都暴跌,唯独其一花独秀继续上扬,直到10月24日才大幅下跌,这期间心理因素居多。(2)投机者人为炒作。大炒户一般以第二类股票为主,因其价值较便宜,但风险大,过度炒作对市场起推波助澜的作用。(3)人为制造利空利多消息。如有的人炒家制造利多消息,在出事前就把股票抛售一空,事后又制造利空消息买进,牟取暴利。

五、台湾证券市场存在的问题

(一)证券市场不健全,投资吸引力较弱。

据统计民营企业资金来源于发行股份的约占总额的20%—30%,小于25%—34%向银行借款的比例。如民营企业1983年,资金来源于发行债券的仅占总额的8.4%,且年限一般均为3—5年,对投资者吸引力不大。造成这个现象的原因有三个:一是大多民营企业封闭式经营,他们不愿将股权分散化;二是银行资金充裕。可由银行贷款;三是公司债几乎由金融机构承购。它制约了证券市场进一步拓展。

（二）会计师签证不实

目前证管会对签证会计师的资格已修订为三个人以上的联合会计师制度，会计师未能保持公正超然的立场，就会使其签证不能获得社会信任，不能使投资者的权益得到保障。

（三）发行公司董监事利用股市兴风作浪

（1）发行公司夸大不实的资产重估，使发行公司的股票价值以溢价出售给投资者，而董监事从中牟利；（2）采取相互转投资加强控股能力。公司董监事以公司名义，代表全体股东转投资其他公司，待其他公司改选时，即以该公司的股权全部投选自己，由此永远保住自己在原公司的经营管理大权；（3）炒作股票。发行公司董监事利用业务上的便利，获取公司的内部消息而炒

作股票，操纵股价谋取不法利益。

（四）证券商组织不完善

（1）证券商结构本身有待完善。台湾的证券商采取分业制度，缺乏一个完整的体系化经营，而证券承销商多由官营企业兼营，服务水平较低，对于公开上市股票的承销缺乏竞争和引诱力。

（2）交易秩序有待规范。各证券商所雇职员，驻场代表以及交易所场内人员等，会与发行公司负责人员联系买卖股票，发表不正确的消息，操纵股价。

（3）丙种经纪人违法经营，造成股市波动。丙种经纪人代客户垫款垫股进行股票买卖，客户把保证金和股票都交给丙种经纪人，风险很大。

（作者工作单位：厦门大学财政金融系）



（上接第13页）

在资金调节的工具选择上以成本最小化为指导原则，无论是考虑时间因素，利率预期因素，都把成本比较放在首位。

我国银行以最大限度满足贷款需求，促进经济增长的“社会经济效益”为目标，在资金调节的工具选择上以资金的易得性作为首要考虑的因素。

（5）在流动性管理上，西方银行充分利用金融市场，而与中央银行的资金关系淡薄，银行对可自主决定项目的运用都在金融市场上进行。这除了西方国家金融市场发达，银行业务多样化外，更主要的是商业银行与中央银行的关系明确。商业银行是纯粹的追逐自我利益的企业，中央银行自然也没

有包资金供应的义务，这就迫使商业银行只得面向金融市场。

我国专业银行在满足资金需求和资金调节的手段上，与中央银行的资金关系密切，而较少地利用金融市场。这除了我国金融市场不发达，银行业务限制较严格外，专业银行和中央银行的职能相重叠是一个重要原因。我国专业银行负有许多政府部门的管理职能，是国家调控经济的工具，因此专业银行与中央银行在资金关系上很难成为纯粹的信贷关系，不管形式如何，资金供给关系总是要以各种方式顽强地表现出来。

（作者工作单位：武汉大学经济管理学院）