

## 图书在版编目(CIP)数据

证券市场政府监管论/李志君著.—长春:吉林人民出版社,2005.1  
(法学新锐丛书)

ISBN 7-206-04516-2

I.证… II.李… III.证券交易—资本市场—监督管理—金融法  
—研究—中国 IV.D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 130273 号

## 证券市场政府监管论 ZHENGQUANSHICHANGZHENGFUJIANGUANLUN

---

著 者:李志君

责任编辑:杨九屹 yjy@jllpph.com 13504301582

封面设计:翁立涛 责任校对:阎 勇

吉林人民出版社出版 发行(长春市人民大街 7548 号 邮政编码:130022)

全国新华书店经销

发行热线:0431-5382547

制 版:2002 图书文化设计制作中心 电话:0431-5378099

印 刷:长春市华艺印刷有限公司

开 本:880mm×1230mm 1/32

印 张:8.75 字 数:176 千字

标准书号:ISBN 7-206-04516-2/D·1379

版 次:2005 年 1 月第 1 版 印 次:2005 年 1 月第 1 次印刷

定 价:16.00 元

---

如发现印装质量问题,影响阅读,请与印刷厂联系调换。

# 目 录

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 导言 .....                | 1  |
| 第一章 证券市场政府监管的界定         |    |
| 一、证券市场 .....            | 6  |
| 二、证券市场监管 .....          | 11 |
| 三、证券市场政府监管 .....        | 13 |
| 第二章 政府监管制度变迁与模式选择       |    |
| 一、政府监管的制度变迁 .....       | 17 |
| 一 西方证券市场政府监管的制度变迁 ..... | 17 |
| 二 我国证券市场政府监管的制度变迁 ..... | 27 |
| 二、政府监管制度的模式选择 .....     | 29 |
| (一) 政府监管制度模式的具体考量 ..... | 30 |
| (二) 制度变迁理论与我国证券市场       |    |
| 政府监管制度的模式选择 .....       | 51 |
| 第三章 政府监管的基础             |    |
| 一、一般分析 市场失灵理论 .....     | 66 |
| 二、特殊分析 证券市场失灵理论 .....   | 75 |

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 三、法律分析 法律不完备性理论 .....     | 85  |
| 第四章 政府监管的经济学分析            |     |
| 一、政府监管的经济分析 .....         | 91  |
| (一) 政府监管的成本 .....         | 91  |
| (二) 政府监管的收益 .....         | 97  |
| (三) 政府监管的成本—收益分析 .....    | 100 |
| 二、政府监管的公共利益理论及其理论质疑 ..... | 105 |
| (一) 政府监管的公共利益理论 .....     | 105 |
| (二) 政府监管的部门利益理论 .....     | 108 |
| (三) 政府监管的公共选择分析 .....     | 111 |
| 第五章 政府监管的制度规范             |     |
| 一、政府与市场关系的再思考 .....       | 122 |
| 二、政府监管的制度规范 .....         | 127 |
| 三、市场自律的法理分析 .....         | 130 |
| (一) 自律的界定 .....           | 131 |
| (二) 市场自律、市民社会与法治 .....    | 146 |
| (三) 市场自律的经济分析 .....       | 168 |
| 第六章 我国证券市场政府监管改革的基本思路     |     |
| 一、我国证券市场政府监管的缺陷分析 .....   | 188 |
| (一) 监管理念上的缺陷 .....        | 188 |
| (二) 监管方式上的缺陷 .....        | 192 |
| (三) 监管机构定位上的缺陷 .....      | 201 |
| 二、我国证券市场政府监管改革的基本思路 ..... | 206 |

|                   |     |
|-------------------|-----|
| (一) 政府监管市场化 ..... | 206 |
| (二) 政府监管法治化 ..... | 223 |
| (三) 重塑政府信用 .....  | 240 |
| 参考文献 .....        | 246 |
| 内容摘要 .....        | 255 |
| 后 记 .....         | 268 |

# Contents

## Preface

## Chapter One Concepts of government regulation of the securities market

- 1. 1 Securities markets
- 1. 2 Regulation of the securities market
- 1. 3 Government regulation of the securities market

## Chapter Two The institutional change and choice of models of government regulation

- 2. 1 The institutional change of government regulation
- 2. 2 Choice of models of government regulation

## Chapter Three The basis of government regulation

- 3. 1 General analysis market conking
- 3. 2 Special analysis securities market conking
- 3. 3 Legal analysis incomplete law

## Chapter Four Economic analysis of government regulation

4. 1 Economic analysis of government regulation

4. 2 Public interest theory on government regulation and  
opposition arguments

Chapter Five Institutional standardization of government  
regulation

5. 1 Reflection over the relationship between government and  
the market

5. 2 Institutional instandardization of government regulation

5. 3 Jurisprudential analysis of self - regulation

Chapter Six Basic thinking about the reform in our country  
s government regulation

6. 1 Defects of our country s government regulation

6. 2 Basic thinking about the reform in our country s gov-  
ernment regulation

Bibliogiaphy

Abstract

Postscript

## 导 言

我国证券市场 10 余年来取得了令世人瞩目的成就,在许多方面已接近或达到发达国家的水平。然而,在肯定成绩的同时,我们也清醒地看到了证券市场不规范的一面。欺诈上市、操纵股市、虚报利润等违规现象层出不穷,严重损害了投资者的利益,因此呼吁政府加强监管的声势也日渐高涨。监管部门近期也确实采取了一定的措施,加大了整治的力度,处罚了一批违规操作的公司和机构。然而如果我们能够认真观察,就能发现效果似乎并不甚理想,甚至就在 2001 年——被监管部门确定为“监管年”——也陆续发生了相当多不甚和谐的事件,这不能不启发我们深入思考:政府监管下市场仍然丑闻不断,是否就是政府监管不力的后果?而监管不力的应对途径是否就是继续加大监管力度?如果沿着这样的逻辑思考,自然会得出肯定的结论。然而,笔者认为,仅仅从监管手段、监管力度上找原因只是看到了表面现象,是治标不治本的做法。我们是否可以换个角度思考:证券市场是否一定需要来自政府的监管?政府监管是否是惟一有效的监管方式?加大监管力度是否就意味着对市场的全面介入?比如实施严格的行业准入制度,加大事前审批的力度?政府监管本身是否规范?政府监管不力是否有深层次的制度原因?这些问题的思考或许对于完善我国证券市场的

监管更有建设意义。

与西方发达国家证券市场的演进方式不同,我国证券市场是由政府一手推进的,具有明显的政府主导色彩。而且由于计划经济形成的思维模式,政府始终在证券市场中扮演了积极的角色。从发行额度的确立,到上市发行的审批,从发行价格、发行方式的规定,到上市地点、时间的安排,政府无不时刻倾尽着“关爱”。然而,现实的回报又如何呢?大庆联谊、郑百文、琼民源、银广厦等令人震惊不已的事件说明了什么?

证券市场的规范化运作无疑需要政府的监管,但由于政府自身的有限理性决定了过度的干预只会导致监管失败。事实上,我国证券市场的现状就部分说明了政府监管的有限性。既然如此,如何才能有效地规范证券市场的发展?笔者认为,仅靠政府的一手监管是不够的,我们更应注重发挥其自律的作用,二者互补,才能从根本上保障证券市场的良性运作。考察西方国家证券市场的演变以及目前的监管方式,我们发现,市场自律始终是维持证券市场规范发展的重要机制。由于我国证券市场的政府主导性,注定了它缺乏西方国家证券市场的自律机制,缺乏自律文化和自治精神,而后者恰恰是证券市场规范运作的重要支撑。

目前,我国的市场自律远未发挥应有的作用,自律组织——证券交易所和证券业协会的作用十分有限,部分中介机





构出具虚假报告,缺乏诚信观念和职业意识。两个交易所——上海证券交易所和深圳证券交易所实际上成为了证监会的下属机构,证券业协会的作用更是微乎其微,这既导致了证监会权力的过度膨胀,导致“寻租”热,又严重挫伤了自律组织的积极性,不利于市场的自我规范,同时增加了监管成本。中介机构作为筹资者与投资者的沟通桥梁,作为证券市场入门的第一道关口,理应坚持诚信第一,为广大投资者负责,然而现实中被曝光的大量事例说明了中介机构尚缺乏良好的自律意识。如何加强中介机构的自律是一个不能回避的课题。

当然,对政府监管本身进行规范,也就是说强调监管的法治化、程序化等自是题中应有之义。无论何种监管模式,政府自身的规范都是产生良好监管效果的保证。尤其对于证券市场,政府行为的规范有利于构筑信用政府的形象,从而推动整个市场诚信的建设。

本书将在比较分析的基础上,阐释证券市场政府监管制度的形成、发展,论证市场自律对于政府监管制度规范的积极意义;通过对我国证券市场现状的分析,寻求一条规范化发展的思路,即在强调政府监管的法治化,构造信誉政府的同时,重视市场自律的作用。

本书的主要研究方法是:

#### 1. 历史分析方法

一切社会现象都有其产生、发展的历史,如果抛开历史的联系,我们就无法给予正确的把握。证券市场政府监管是历史的范畴,不同时期监管制度呈现不同的特征。历史的分析有助于明晰制度演进的内在脉络和揭示在特定历史、文化背景下制度演进的规律,从而为我国政府监管制度的具体设计提供有益的启示。

## 2. 比较分析方法

比较是理论研究的基本方法之一,通过比较可以给我们很多的启示。本书通过中国与西方证券市场及监管制度的比较,揭示制度存在的共性、差异及其背景,以期提出完善我国政府监管的基本思路。

## 3. 经济分析方法

经济分析方法是指采用成本—收益的范式,以效益最大化为目的对制度进行分析和评价,从而实现合理的制度安排。政府监管作为一项制度,必然需要进行成本—收益的经济分析,以实现政府监管效益的最大化。

## 4. 制度分析方法

政府监管是国家对证券市场资源配置的制度安排,制度经济学强调制度在经济增长中的重要作用,一个有效率的政府监管制度是证券市场规范发展的关键。本书就是将政府监管作为一项制度,综合运用上述方法进行整体分析,以寻求制度规范的途径。

目前关于政府监管的研究多集中在部门法领域,其侧重点大都在于政府如何对市场微观领域进行监管,如对证券发行、内幕交易、市场操纵、公司购并等市场具体运作领域。本书力图从法理学的角度将政府监管作为一项制度进行阐释,采用历史的、比较的、整体的、跨学科研究的综合分析方法对政府监管进行制度分析,分析政府监管作为一项制度的变迁过程及其与社



会、经济、政治等相关因素的互动关系,以期就其存在的合理性、缺陷及发展前景进行评析,并结合中国实践,提出我国政府监管制度的模式选择与改革取向。

## 第一章 证券市场政府监管的界定

虽然对于国家与市场的关系一直存有“自由主义”与“干预主义”两种争论,但对于证券市场而言,当今各国却均无例外地对证券市场实施监管。实践需要理论的说明,在对政府监管进行理论分析前,有必要就证券市场、证券市场的监管及政府监管等概念做一辨析。

### 一、证券市场

证券市场是股票、债券等有偿证券及其衍生产品(如期货、期权等)发行和交易的场所,是社会化大生产和商品经济发展到一定阶段的产物。随着生产力的进一步发展,社会分工日益复杂、商品经济日益社会化。此时,依靠单个生产者自身的积累,或者依靠银行借贷,都难以满足社会化大生产所需要的巨额资金。因此,客观上需要有一种新的筹集资金的手段,以适应社会经济进一步发展的需要。证券与证券市场的产生就是这种



要求的反映。

股份公司的产生、股票和债券的发行,为证券市场的产生提供了现实的基础,而信用制度的发展,则促进了股票、债券等信用工具的广泛运用,二者的结合推动了证券市场的建立和发展。

在资本主义发展初期的原始积累阶段,西欧就有了证券交易。15世纪,意大利商业城市中的证券交易主要是商业票据的买卖。16世纪,里昂、安特卫普等城市已有了证券交易所,当时进行交易的是国家债券。1612年,世界上第一个股票交易所在荷兰的阿姆斯特丹成立。1773年,英国第一家证券交易所在伦敦的“乔纳森咖啡馆”成立,并于1802年获得英国政府的正式批准。这家交易所就是现在的伦敦证券交易所的前身。

随着英国工业革命向其他资本主义国家的扩展,股份公司这一新的组织形式也迅速传遍资本主义世界,它的广泛采用为这些国家证券市场的产生奠定了基础。1792年5月17日,24名经纪人在华尔街的一棵梧桐树下聚会,商定了一项名为“梧桐树协定”的协议,约定每天在梧桐树下聚会,从事证券交易,并订出了交易佣金的最低标准及其他交易条款。1793年,这种露天的证券市场迁进了“汤迪”咖啡馆经营,并于1817年通过了一项正式章程,定名为“纽约证券交易会”,1863年,改名为“纽约证券交易所”。日本明治时代起就出现了证券市场,1878年,东京株式交易所正式成立,它是现在东京证券交易所的前身。其他发达资本主义国家在此前后也陆续出现了证券交易市场。

到20世纪初,证券市场获得了迅猛的发展,有价证券的发行总额剧增。1921—1930年,全世界的有价证券共计发行6000亿法国法郎,比1890—1900年增加近5倍,而公司股票和企业

ditijzhong zhengquanshichangzhengfujijiquanguandeyijieding

债券也一跃成为有价证券的主体。<sup>①</sup> 1929—1933 年,资本主义国家爆发了严重的经济危机,股市全面暴跌,证券市场受到沉重打击。直至二战后,随着欧美和日本经济的恢复和发展以及发展中国家经济的兴起,证券市场才出现了高度繁荣的局面。1986 年全球股票市场市值为 6.51 万亿美元,到 1996 年突破了 20 万亿大关,达到 20.29 万亿美元,到 2000 年 3 月底,全球主要 9 个市场的市值总额合计为 30.1 万亿美元。<sup>②</sup>

与一般商品市场相比,证券市场有着以下显著的特征:

其一,证券市场的交易对象主要是股票、债券等金融商品,人们购买的主要目的是为了获得股息、利息和买卖证券的差价收入。一般商品市场的交易对象是各种实物商品,人们购买商品的目的是获得其使用价值。

其二,由于证券市场是财产权利和风险直接交换的场所,因而证券市场上的证券价格决定机制比较复杂。证券价格不但受到发行人的资产、盈利能力的影响,还受到政治、经济甚至投资者心理等方面因素的影响,因此,证券市场上的证券价格往往波动较大,市场风险比较突出。一般商品市场的商品价格,是商品价值的货币表现,商品的价值量取决于生产该商品的社会

---

①中国证监会从业资格考试委员会办公室编:《证券市场基础知识》,上海财经大学出版社 2001 年版,第 11 页。

②“全球股市持续缩水,暴跌 12 万亿美元”,见 <http://www.economy.big5.enorth.com.cn/system/2002/10/01/000428822.shtml>。



必要劳动时间,因此,商品价格具有一定的确定性和可预期性,不会产生较大的风险。

证券市场的功能主要体现在:

### 1. 资本配置功能

证券市场资本配置功能是指通过证券价格引导资本的流动而实现资本的合理配置,提高资本的使用效率。在证券市场上,证券价格的高低是由该证券所能提供的预期报酬率的高低决定的。只有那些经营好、收益率高、有发展前景的企业才能吸引投资者,从而筹措到较多的资金。这样,资本就能通过证券市场实现合理的优化配置,从而进一步优化产业结构和整个国民经济结构。

### 2. 筹资功能

筹资功能是指通过证券市场为资金需求者筹集资金以迅速地把分散在社会上的闲置货币资金集中起来,投向生产领域,从而为企业扩大生产规模,提升技术水准提供条件。

公司通过证券市场以发行股份的方式筹资,具有明显的优越性。其一,股份融资成本低。股份融资无需还本,同时还可以溢价发行,显然这是其他融资手段如向银行贷款、发行债券所无法比拟的。其二,融资手段灵活。公司可根据不同情况发行不同的股票,如普通股、优先股、可转换公司债券等,从而能够产生灵活融资的效应。其三,股份融资规模大、速度快。正如马克思指出的:“假如必须等到积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度,那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是,集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了。”<sup>①</sup>

### 3. 分散风险

首先,证券市场为最初的企业所有人(股份发行前的股东)

<sup>①</sup>《马克思恩格斯选集》第23卷,人民出版社1972年版,第688页。

分散经营风险。通过发行股份,企业经营风险就会分散到大量的投资者身上;其次,证券市场亦为投资者提供了一个分散风险的场所,由于证券市场上存在着各种不同性质、不同期限、不同风险与收益的金融品种,投资者可以选择一个不确定情况下的最佳组合,实现给定预期回报率约束下的最低投资风险或一定风险决策下的最大期望收益。<sup>①</sup>再次,从整个经济运行来讲,这使得生产过程不致因风险过分集中于某个环节而时刻受到崩溃的威胁,从而有利于整个国民经济的健康、长远发展。

#### 4. 企业激励和约束功能

股份的流动性使得投资者可随时根据所掌握的上市公司的财务和经营信息,选择购进或抛出股票,后者会给企业较大的压力,因为若欲维持股价上升,则管理层必须努力提高企业经营业绩。同时,频繁的市场购并活动也使得管理层为保障自己的职位不得不努力提高公司的利润水平,否则,极有可能因股价过低而被外部投资者接管。

#### 5. 降低交易成本

按照交易费用学派的理论,市场是为了促进交换、节约交易费用而存在的一种制度,它不仅仅是进行交易的场所,更是一套复杂高级的制度安排。市场制度最终反映在对交易成本的控制上,包括信息成本、讨价还价和决策签约的成本,以及控制

<sup>①</sup> 洪伟力著:《证券监管理论与实践》,上海财经大学出版社2000年版,第21页。





和执行合约的成本。证券市场快速传递并集中汇集微观企业和宏观经济的各种信息,降低了信息的搜集成本;证券市场上达成交易的便利性和及时性减少了金融资产交易过程中还价、决策、订约的成本。通过证券市场上的竞争和信息的公开披露,降低了企业资产使用过程中的监督成本和代理成本,从而降低了经济运行费用。总之,交易成本的下降是衡量市场效率增进的重要标志,它通过直接融资成本的降低、流动性的增加和资金流转的加速,促进经济发展。<sup>①</sup>

正是由于证券市场具有着非同一般的特征和功能,决定了其在一国国民经济中的特殊地位,其功能能否正常发挥,显然是各国政府必须关注的重要议题。需要说明的是,证券市场是一个包含了股票市场、债券市场、期货市场等不同有价证券市场的总称,但本书除特别说明外,一般仅指股票市场。主要考虑是股票市场无论是在国民经济中的地位还是从社会关注程度上讲,都更具代表性,股票市场可以被看做是证券市场的缩影。

## 二、证券市场监管

我们通常所言的证券市场监管,主要是指政府及其监管部门运用法律、经济、行政等手段对证券市场各类主体及其行为进行监督、管理,所以,证券市场监管又被称为证券监管或政府监管。应当说,这是一种较为普遍的看法和用法。但是,证券市场监管又不同于政府监管,不必说以英国为代表的自律型国家,其市场监管的主体为自律组织,就是在以美国为代表的政府集中型国家里,自律组织的监管也仍然发挥着重要的作用。因此,证券市场监管在外延上似乎更广些。自律监管的英文为

<sup>①</sup>洪伟力著:《证券监管理论与实践》,上海财经大学出版社2000年版,第25页。

ditijzhong zhengquan shichang zhengfu jinguan lun