

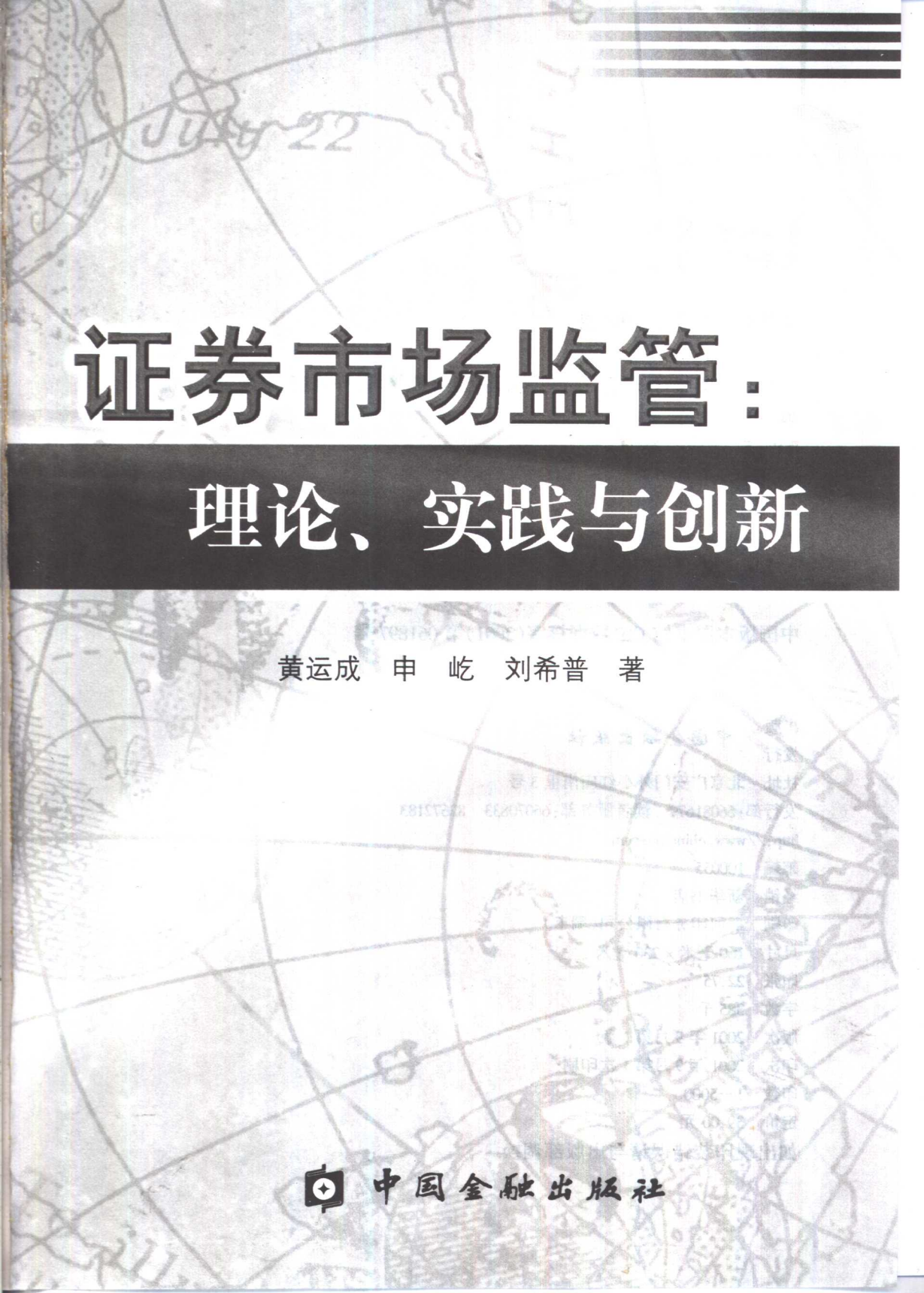
ZHENGQUAN SHICHANG JIANGUAN
LILUN SHIJIAN YU CHUANGXIN

证券市场监管： 理论、实践与创新

黄运成 申 屹 刘希普 著



中国金融出版社



证券市场监管： 理论、实践与创新

黄运成 申 屹 刘希普 著



中国金融出版社

责任编辑:田 强 孙先亮

责任校对:孙 蕊

责任印制:郝云山

图书在版编目(CIP)数据

证券市场监管:理论、实践与创新/黄运成等著. —北京:中国金融出版社,
2001.9

ISBN 7-5049-2608-6

I. 证…

II. 黄…

III. 证券交易-资本市场-监督

IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 061897 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66081679 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河印务有限公司(瑞丰)

尺寸 160 毫米×230 毫米

印张 22.75

字数 385 千

版次 2001 年 9 月第 1 版

印次 2001 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—5000

定价 39.00 元

如出现印装错误请与出版部调换

序

证券市场是一个复杂系统,流动性强,变化快,影响因素多。对证券市场进行有效监管是各国监管者共同追求的目标。中国证监会成立至今,一直在探索中实践,以期更好地完成这项任务。经过8年多努力,我国证券市场监管不断增强,市场有了长足发展。

但是,像其他新兴市场一样,我国证券监管需要总结和加强的地方仍然很多,监管者任重道远。特别是面临当前的新形势——国民经济快速发展,经济结构不断调整,科学技术迅猛进步和我国即将加入WTO等。一方面,新形势为市场进一步发展带来机遇,另一方面又加大了市场开放度,使竞争加剧,监管环境更加复杂,监管对象较以前发生了很大变化。搞好监管是一项十分严峻的挑战。

在这种形势下,监管者需要继续加强理论学习,抓紧研究新问题,及时把握国际证券监管的发展趋势,不断提高监管水平和效率。没有理论指导,就会走弯路。缺乏学习,就无法跟上新世纪飞速发展的步伐。

黄运成同志长期从事证券市场监管工作,一直致力于监管问题研究。由他和他的两位博士生撰写的《证券市场监管:理论、实践与创新》一书,系统介绍了证券市场监管理论,比较分析了主要国家和地区证券监管的体制、框架和制度,追踪概述了国际证券监管发展的最新动态,较有新意。此书可以为监管者和证券从业人员的学习、研究提供一些有价值的参考。

欣闻此书即将出版,是为序,以勉之。



2001年8月21日

前 言

20 世纪 90 年代是全球金融市场风云变幻、动荡不安的 10 年。国际资本流动加快、规模不断扩大、波动性增强;由于各国放松管制及金融创新、科技发展引发了金融全球化;网络信息技术发展推动了证券交易模式的更新,时间和空间的距离被日新月异的高新技术弥合,证券交易国际一体化;银行兼并、证券交易所合并风潮一浪高过一浪;席卷全球的金融危机此起彼伏;混业经营成为世界金融业发展的趋势……

金融市场的新变化,为参与其中的各国带来了巨大的经济利益,但金融危机不断,也使得加强市场监管和国际监管合作成为各国政府的共识。为迎接新的挑战,在竞争中立于不败之地,各国在监管领域的改革步伐不断加快。1996 年底,日本在经历了金融市场“空洞化”和泡沫经济后,抛出了日本版“金融大爆炸”。1997 年英国在国际金融市场迅猛发展的压力下,跨出了金融监管机构重新整合的步伐,再次为世界各国金融监管改革做出了榜样。1999 年底,酝酿多时的美国《金融服务现代化法案》终于出台,持续 60 多年的分业经营体制由此打破……

1990 年 12 月,以上海、深圳两个证券交易所的建立为标志,中国证券市场诞生并开始成长。经过 10 年磨砺和锤炼,中国证券市场已从一个蹒跚学步的儿童逐渐长大,取得了举世瞩目的成绩,有力地促进了国有企业的机制转换和现代企业制度的建立,大大推动了我国国民经济发展,产业结构调整 and 科技进步。证券市场的发展使市场经济思想深入人心,金融市场深化大大加速了整个经济体制改革的步伐。经过 10 年发展,中国证券市场已站在亚洲证券市场的前沿。

与市场发展相适应,我国证券监管体系也在逐步完善。从 1992 年 10 月,国务院决定成立国务院证券委员会及其执行机构——中国证券监督管理委员会。1992 年,国务院颁布了《国务院关于加强证券市场宏观

管理的通知》。1993年12月,《中华人民共和国公司法》颁布实施。1997年11月,中央和国务院召开了全国金融工作会议,制定了证券市场监管体制改革方案,进一步加强证券市场集中统一监管,中国证监会建立了三级监管体制,统一负责对全国证券、期货业的监管。1999年7月1日正式颁布实施《中华人民共和国证券法》,奠定了证券市场依法监管的基础。在发展中规范,在规范中发展。经过10年不懈的努力,中国证券市场已经走上成功之路。

在充分肯定成绩的同时,我们也应该保持清醒的头脑。毕竟10年时间还是太短促,我国证券市场还十分年轻,还存在许多问题,与成熟市场相比,在发展、规范和加强监管等方面还存在很多不足:债券市场特别是公司债券市场发展严重滞后,监管体制不顺,发行市场行政化,已发行的企业债券面临着严重的还本付息风险;市场层次过于单一,筹资者进入市场的渠道狭窄,选择性不够,排队现象严重,这必然伴随大量的寻租行为(发行审核体制改革如果不以市场发展为基础,改革的成效是要大打折扣的);金融衍生产品市场没有发展,缺乏避险工具;证券经营机构规模较小,结构单一,内控力度不够,竞争力不足;机构投资者在市场中的比重较小,开放式证券投资基金、保险基金和养老基金有待进一步培养;证券市场基础设施建设还比较薄弱,上市公司、证券公司的法人治理结构不完善,市场透明度和监管过程的透明度需要进一步提高,上市公司会计标准需要提升,对经营者的激励与约束机制有待健全,道德风险要加大力度防范;监管理念需要进一步转变,行政管制过严,过程监管不足,监管体制也需要进一步理顺,监管手段有待加强,监管人员素质有待进一步提高等。这些问题有属于市场发展方面的,也有属于市场监管方面的。证券市场发展的问题也要从监管的方面寻找原因。如果没有监管方面的观念转变和制度创新,就没有市场发展方面新局面的出现。

另外,还有两个重要背景因素需要纳入思考范围。一是中国加入WTO的步伐加快,进一步开放市场的要求更紧迫,面对世界金融市场发展的一体化趋势,我们面临的竞争压力加大。二是跨入新世纪,我国已进入国民经济发展和经济结构战略性调整的重要时期,对证券市场的功能发挥也提出新的要求。证券市场的健康、稳定发展及在优化资源配置中发挥的关键性作

用,是促进我国经济持续保持较快增长的重要保障。

在这种大背景下,证券市场未来面临的外部环境也会发生根本性改变,环境变化也将促使市场本身发生重大改变:金融自由化、混业经营、市场发展一体化,凡此种种,都是市场监管者必须面对、不容回避的课题。市场的变化对监管工作提出了更高的要求,对监管人员提出了新的挑战。今后我国的监管实践,不仅要考虑到中国的实际,同时要兼顾国际证券市场监管发展趋势。

现阶段对我国证券市场监管一些重复出现的问题研究不够,缺乏从理论上进行总结。因此,有必要系统地对我国以往的监管活动从理论和实践两个方面进行一些思考,作出阶段性的总结。《证券市场监管:理论、实践与创新》就是这种思考的结果。本书对证券市场监管理论、方法做了全面、系统的论述,同时对几个主要国家证券市场监管体制、监管特点和近期改革动态进行了重点介绍。在此基础上,书中有关章节提出了一些新的观点,希望引起读者关注和争论。

本书共分十五章,从内容上大致可以分为三个部分。

第一部分由第一~五章组成,这一部分重点是论述证券市场监管的理论问题。第一章,证券市场监管概述。对证券市场监管发展作了概括性介绍。第二章,证券市场监管理念。从监管理论的发展出发,介绍了几种重要的监管理论,在此基础上分析了政府监管的现实必要性及有效监管理论与信息披露的关系。第三章,证券市场监管目标与原则。监管的目标可分为具体目标和根本目标。“三公”原则是监管中的最基本原则,其他监管原则包括:诚信原则、透明度原则、监管的一致性(连贯性)原则、效率最大化原则及自律原则等。第四章,证券市场监管体制。比较典型的证券市场监管体制有美国式的集中监管体制、英国式的自律型监管体制以及欧陆式的中间型监管体制,本章在比较的基础上对各种监管体制的利弊进行了分析。第五章,证券市场监管框架。监管框架是对证券市场监管总体结构的概括,包括监管的法规体系、监管机构、监管内容、监管手段、自律监管等。

第二部分由第六~十一章组成。这一部分从历史和现实的角度对几个主要国家、地区证券市场监管实践进行了综合评述和比较。包括美国、英国、日本、韩国、香港以及中国的证券监管发展、监管机构、最新监管改革情

况。本书有意识地将中国证券市场纳入到全球证券市场体系中进行比较。因为经过 20 多年的改革开放,中国经济发展已融入到世界经济发展的格局当中,中国证券市场已不是一个独立的,而是全球证券市场中的一部分,加之中国不可避免要面对证券市场发展全球一体化、市场监管全球一体化的浪潮。通过将中国证券市场放入全球证券市场这个整体中进行比较,也更容易发现现阶段中国证券市场监管与其他国家之间的差距,并找出其中的不足之处。

第十二~十五章组成了本书的第三部分。这一部分,对目前监管中几个容易引起市场注意的问题作了专题讨论,这是本书较有新意的部分。第十二章,对监管者的监管。监管者自身作为一个利益主体,也存在一个对其进行监管的问题,这一点,国内讨论得较少。第十三章,证券市场自律原则与管理。自律监管作为对政府监管的重要补充,目前还需要进一步发展。第十四章,网上证券业务监管。网络信息技术作为新经济的代表,对证券业务的发展产生了深远的影响,同时给监管也带来了新的挑战,本章结合网上证券业务最为发达的美国的有关情况,对网上证券业务的监管提出了初步设想。第十五章,证券市场监管国际一体化。随着证券市场国际一体化、交易一体化的发展,国际证券市场监管合作日益迫切,因此我们以此章作为本书的结尾,并在该章中对中国证券市场的国际化进程进行了展望。

作 者

2001 年 9 月 2 日

作者简历

黄运成，1956年出生于江苏省赣榆县，经济学博士。现任中国证监会副司长，上海同济大学兼职教授，博士生导师。同时是中国人民大学、天津财经学院、合肥工业大学等院校兼职教授，秦皇岛市特邀经济顾问。1982年至1995年，先后在中国人民大学任教，在国家体改委和证券评级公司等单位任职。

1996年，进入中国证监会工作。在金融领域具有丰富的理论和实践经验，研究专注执着，中西并蓄，注重实际，善于总结。在中国证券市场监管和发展过程中，提出了很多独立看法和建设性政策建议，是证券监管问题专家。

已经出版各种著作（包括独著、合著）15部，在国家一级刊物上发表论文几十篇。受中国三峡建设工程总公司委托，主持过“中国三峡工程融资方案”研究。主持的《面向二十一世纪的选择——中国证券公司发展战略研究》课题获中国证券业协会1999年重点科研课题一等奖。

作者简历

申屹，1973年出生于江苏省南京市，1996年获得经济学硕士学位。现为同济大学经济与管理学院在读管理学博士，研究方向为风险投资与金融市场。曾在国内社科类核心期刊上发表专业论文多篇，并参加了《中国养老保险体制改革研究》及国家自然科学基金委员会资助的《中国证券市场监管问题的研究》等多项课题。

刘希普，1971年出生于山东省滕州，1993年毕业于青岛海洋大学，1993至1998年供职于中国工商银行青岛分行，2000年由财政部科研所毕业，获经济学硕士学位。现为同济大学经济与管理学院在读管理学博士，研究方向为风险投资与金融市场。曾在国内社科类期刊上发表专业论文多篇，并参加了国家自然科学基金委员会资助的《中国证券市场监管问题的研究》等多项课题。

目 录

前言	(1)
第一章 证券市场监管概述	(1)
第一节 金融监管的产生	(1)
第二节 早期的证券市场监管	(2)
第三节 现代证券市场监管的确立	(4)
第四节 20 世纪 70 年代以后的证券市场监管	(9)
第五节 面向 21 世纪的证券市场监管	(11)
第二章 证券市场监管理念	(14)
第一节 证券市场监管的理论基础	(14)
第二节 政府监管的现实必要性	(24)
第三节 监管者的市场定位	(26)
第四节 有效市场理论与信息披露	(29)
第三章 证券市场监管目标与原则	(33)
第一节 证券市场监管的目标	(33)
第二节 证券市场监管的“三公”原则	(35)
第三节 证券市场监管的其他基本原则	(38)
第四章 证券市场监管体制	(46)
第一节 美国式集中型证券市场监管	(46)
第二节 英国式自律型证券市场监管	(49)

第三节	欧陆式中间型证券市场监管	(51)
第四节	三种监管体制的利弊比较	(55)
第五章	证券市场监管框架	(61)
第一节	证券市场监管法规	(61)
第二节	证券市场监管机构	(62)
第三节	证券市场监管内容	(65)
第四节	证券市场监管手段	(78)
第六章	美国证券市场监管	(81)
第一节	美国证券市场法制监管	(81)
第二节	美国证券交易委员会(SEC)	(85)
第三节	美国证券市场自律监管	(89)
第四节	纳斯达克市场(NASDAQ)的监管	(92)
第五节	美国《金融服务现代化法案》	(94)
第六节	《金融服务现代化法案》对金融监管体系的影响	(103)
第七章	英国证券市场监管	(109)
第一节	“金融大爆炸”前的证券市场监管	(109)
第二节	1986 年的英国“金融大爆炸”	(111)
第三节	英国《1986 年金融服务法》的证券监管	(113)
第四节	伦敦证券交易所	(116)
第五节	英国 2000 年《金融服务与市场法案》	(119)
第八章	日本证券市场监管	(125)
第一节	日本证券市场发展概况	(125)
第二节	日本版“金融大爆炸”前的证券市场的监管	(128)
第三节	日本版“金融大爆炸”	(130)
第四节	日本“金融大爆炸”对证券法律的主要变革	(135)
第五节	日本金融监管机构的变革	(139)

附录:日本金融改革进程表	(144)
第九章 韩国证券市场监管	(151)
第一节 韩国证券市场发展概况	(151)
第二节 韩国证券市场监管体制及监管机构	(155)
第三节 亚洲金融危机中的韩国	(159)
第四节 金融危机后韩国证券市场监管的改革	(162)
第十章 中国香港证券市场监管	(168)
第一节 1987 年股灾前香港证券市场及监管发展概况	(168)
第二节 1987 年股灾与香港证券市场监管改革	(172)
第三节 香港证券监管机构	(176)
第四节 亚洲金融危机中的香港证券市场	(182)
第五节 亚洲金融危机后香港证券市场监管改革	(185)
第十一章 中国证券市场监管	(194)
第一节 中国证券市场监管体制的建立	(194)
第二节 中国证监会	(197)
第三节 中国证监会派出机构	(200)
第四节 中国证券市场自律监管	(205)
第五节 进一步完善中国证券市场监管	(215)
附录:中国证券市场发展概况	(229)
第十二章 对监管者的监管	(242)
第一节 政府监管的有限性	(242)
第二节 对监管者进行监管的必要性	(249)
第三节 对监管者进行监管的机制	(251)
第十三章 证券市场自律原则与管理	(260)
第一节 市场经济中的自律精神	(260)

第二节	证券市场自律管理的特征	(263)
第三节	证券业协会的自律管理	(265)
第四节	证券交易所的自律管理	(275)
第五节	中介机构的内部自律	(283)
附录:	国际证券交易所联合会(FIBV)1998年市场准则	(292)
第十四章	网上证券业务监管	(301)
第一节	证券市场中的网络革命	(301)
第二节	网上路演与直接公开发行	(306)
第三节	网上证券交易及其监管	(310)
第四节	对网络证券业务的监管	(315)
第五节	我国的网上证券业务的发展与监管	(318)
第十五章	证券市场监管国际一体化	(325)
第一节	证券市场国际一体化趋势	(325)
第二节	证券监管国际组织及其合作	(327)
第三节	国际证券监管的目标与原则	(335)
第四节	中国证券市场监管国际化进程	(339)
后记		(350)

第一章

证券市场监管概述

证券市场是金融体系的重要组成部分,其特有的长期资本筹集、企业价值评估、资源流动和重组以及风险提示等功能对于一国经济发展所起的作用越来越重要。事实证明,证券市场功能的实现程度取决于其运行环境和运行效率,而证券市场运行状况和效率的高低与市场监管是密切相关的。针对证券市场本身的发展阶段和特点,适度加强和完善监管是提高市场运行效率的需要。

第一节 金融监管的产生

早期金融活动的监管可以追溯到 18 世纪 20 年代。1720 年 6 月,英国政府为了“南海泡沫”的创伤,防止证券过度投机,颁布了《泡沫法》(The Bubble Act),该法于 1720 年 8 月 18 日正式执行。在世界金融史上,它标志着一个国家对金融活动正式实施监管的开始,尽管《泡沫法》中规定的金融监管并非现代意义上的金融监管,但它的许多重要原则却一直影响至今。

现代意义上的金融监管与中央银行制度的产生和发展有着直接密切的联系。1694 年,英格兰银行成立,起初并无充当中央银行的意图,由于经常向政府贷款而具有“政府银行的性质”,它在 1837 年英国银行危机中开始充当“最后贷款人”的角色。到 1884 年,它垄断了英国钞票的发行权。鉴于其在履行央行职能方面的许多首创,被公认为世界上最早的中央银行。

20 世纪初美国央行——联邦储备体系建立。联邦储备体系的建立是现代金融监管史上的里程碑,标志着现代金融监管的开始。1908 年,美国国会成立了由纳尔逊·阿德里奇(Nelson W. Aldrich)担任主席的全国货币委员会。为了建立更加有效的中央银行制度,该委员会专门研究了货币和银行制度问题,四年后向国会提交了一个改革货币银行制度的法案。1913

年,威尔逊总统委托众议院银行委员会主席卡特·格拉斯(Carter Glass)拟定关于银行法令的草案,即《联邦储备法》,经参众两院通过后于当年12月23日由总统签署生效。此前,美国曾有3700多家国民银行,因其有发行银行券的权力而造成了货币供应的混乱。1907年,危机暴露得更为突出。《联邦储备法》的制定不仅及时治理了货币发行混乱的危机,而且开始了中央银行独立实施金融监管的历史。

19世纪是经济自由主义盛行且占统治地位的时代,西欧和美国的经济运行接近于“看不见的手”所需的完全竞争条件,中央银行制度盛行这一时期,是与古典经济学和新古典经济学理论相悖的。之所以出现这一现象,答案有两点,一是最初建立央行制度的目的是为了管理货币而非整个金融体系,更非金融机构的微观行为;二是在古典和新古典经济学里,“货币是中性的”,央行行为仅具有“守夜人”性质而非一种政府干预行为。央行后来成为政府机构主要因为发行货币所带来的铸币收益和募集财政资金的便利,使得国家有利益动机利用强制权力建立央行来统一货币发行。自从央行与商业银行功能发生重新配置,央行作为代表政府意愿的金融监管者的地位就自动确立了。18、19世纪发生的银行危机表明,银行挤提将严重威胁金融体系的稳定,并导致生产的萎缩。因此,央行就开始逐渐承担信用“保险”的责任,从原来简单的货币监管转向通过发挥“最后贷款人”职能来保证金融和经济的稳定。但是,直到20世纪30年代经济大危机之前,央行对金融机构微观行为的干预尚不十分普遍,金融监管主要集中在监管货币发行和防止银行挤提方面。

20世纪30年代以前,金融监管有以下三个重要特征:1. 监管的重点是银行业。2. 证券市场监管以自律为主。经济发展的需求引导市场发展,为了保证交易双方自身的利益,自律成为参与主体之间的一种内在要求,但由于市场发展的初步性和不完全性,监管是松散的。3. 自律的目的是促进市场的规范和有序,惟有这样,才能保证交易的完成和市场的发展。

第二节 早期的证券市场监管

最早的证券市场是以场外交易的形式开始的。证券交易所的出现是证券交易活动发展到一定阶段的产物,它的产生一方面为证券买卖创造了一个常设场所,满足了证券交易迅猛发展的客观需要,另一方面又扩大了证券

成交的机会,有助于证券交易公平价格的形成,从而又进一步促进了证券交易的发展。据史料记载,最早的证券交易所出现在欧洲。1611年在荷兰阿姆斯特丹开设的股票交易所是世界上第一家证券交易所。早期的证券市场监管呈现出松散及以自律为主的特征,这与早期证券市场不发达密切相关。

一、英国早期的证券市场监管

英国是老牌资本主义国家,从工业革命开始就确立了股份公司制度。英国早期的证券市场是在债券市场基础上发展的,尤其是国债市场曾一度成为英国证券市场的代名词。1698年,伦敦已出现了证券交易。最初的交易在伦敦城内的许多咖啡馆里进行,1773年,当时已享有盛名的新乔纳森咖啡馆正式改为证券交易所,成为伦敦证券交易所的前身。后来为适应证券交易的需要,又陆续设立了一些地方性证券交易所,如利物浦证券交易所(1827年成立)和曼彻斯特证券交易所(1830年成立)等。到1914年,英国共有地方证券交易所22家。当时,英国证券市场已经成为支持经济发展的重要支柱和资本来源,英国本身也变成了最早利用证券市场促进经济走向成功与发达的典型。

伦敦证券交易所(LSE)从1773年成立之初就是完全自治的,无须政府干预,在立法上也没有单行法律,多是以“君子协定”和道义劝告等方式进行管理。1818年,英国政府颁布了第一部《证券交易条例》,强调证券交易的“自我管理”和“自我约束”,可以认为这是自律性管理体制的最早形式。

二、美国早期的证券市场监管

美国最早的证券交易是商业交易的组成部分。18世纪初,纽约华尔街附近设有一个商品拍卖市场,包括小麦、烟草以及少量各种各样的证券,同时也贩卖奴隶。1789~1796年美国独立战争期间,为了弥补战争费用,政府授权发行了大量美元债券,由于尚无集中的交易市场,这些债券的交易大都在咖啡馆或商品拍卖行进行。此后,交易商们决定把证券买卖与商品买卖分开,由证券买卖商自行成立一个证券组织。1790年费城的股票经纪人组成了美国第一个证券交易所——费城股票交易所。1792年5月17日,纽约的24名商人在华尔街68号的一棵梧桐树下开会,起草协议约定独立从事交易活动,并相互给予优先照顾,历史上称之为“梧桐树协定”。从此,纽约的股票经纪人断绝了与商品交易商的交往,他们模仿费城股票交易所的组