

北京外国语大学“十五”、“211工程”资助项目

Risk Management
in China's Securities Market

彭龙 著

中国证券市场 风险管理研究



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



北京外国语大学“十五”、“211工程”资助项目

Risk Management
in China's Securities Market

彭龙 著

中国证券市场 风险管理研究



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

本书阐述了证券市场风险监管的理论基础，并在借鉴海外证券市场监
管的历史发展经验的基础上，提出了我国证券市场风险管理应该建立
“监管是手段，发展才是目的”的监管原则。在此基础上本书讨论了我国
证券市场监管体制的构建问题以及构建我国证券市场风险监管体系问题，
具有重要的现实意义与一定的理论意义。

本书适合证券业研究人员、相关专业师生及关注证券市场风险的人士
阅读参考。

图书在版编目(CIP)数据

中国证券市场风险管理研究/彭龙著. —北京:机械工业
出版社, 2008. 1

ISBN 978-7-111-19425-5

I. 中... II. 彭... III. 证券市场-风险管理-研究-中国
IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 067444 号

机械工业出版社(北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑:文菁华 责任印制:洪汉军

北京铭成印刷有限公司印刷

2008 年 1 月第 1 版·第 1 次印刷

169mm×239mm · 3.125 印张·108 千字

标准书号:ISBN 978-7-111-19425-5

定价:20.00 元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换
销售服务热线电话:(010)68326294

购书热线电话:(010)88379639 88379641 88379643

编辑热线电话:(010)88379001

封面无防伪标均为盗版

前 言

国务院于2004年1月31日发表的“关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见”中指出：“我国证券市场自建立以来发展迅速，市场基础设施不断改善，法律法规体系逐步健全，市场规范化程度进一步提高，取得了举世瞩目的成就，已经成为社会主义市场经济体系的重要组成部分，为国有企业、金融市场的改革和发展，优化资源配置，促进经济结构调整和经济发展，做出了重要贡献。”2001年，沪、深两市上市公司总数已超过1100家，市值占GDP的比重约为50%。证券市场已成为我国经济中资源配置、现代企业制度建设与完善等的重要工具。

但同时我们也要认识到，中国证券市场在制度建设、市场体系建设、监管手段、公司法人治理结构等方面还不完善，证券市场发展尚不充分。加入WTO以后，虽然中国资本市场尚有一定保护期，但国外资本将逐步进入我国证券市场，证券市场将增加更多的不确定因素。如何防范和化解中国证券市场风险，如何从总体上把握防范与化解证券市场风险的方向与重要环节，就是摆在我们面前的现实问题。解决好这一问题，是进一步推进资本市场改革开放，促进证券市场稳定发展，充分发挥证券市场对我国经济的促进作用的前提。

因此，本书的选题具有重要的现实意义与一定的理论意义。

本书分为三个部分。

第一部分主要阐述了证券市场风险监管的理论基础，并在借鉴海外证券市场监管的历史发展经验的基础上，提出了我国证券市场风险管理应该建立“监管是手段，发展才是目的”的监管原则。

证券市场监管体制的构建是对证券市场实施监管的前提，本书的第二部分主要集中讨论我国证券市场监管体制的构建问题。第二部分回顾了我国证券市场监管的发展过程，并从我国证券市场应当选择什么样的管理模式等主面对建立我国证券市场监管体制进行了讨论。提出要构建一个有效的证券监管体制，就必须在法律上确立证券监管机构并规范与完善监管机构的运作机制。

本书的第三部分是关于构建我国证券市场风险监管体系问题。本书从两个角度对证券市场风险监管体系进行了讨论：一是从纵向上看，证券市场风险监管体系可以分为预警系统、日常监管系统与事后管理系统。从这个角度来说，第三章专门阐述了预警系统，第四、第五、第六章讨论的是

日常监管系统的主要内容与主要手段。至于事后管理系统,应该主要由对相关主体违规后的事后惩戒以及风险产生后的紧急行政措施所构成。本书考虑到,关于相关主体违规后的惩戒会在第六章中讨论到,而关于风险产生后的紧急行政措施已经超出了本书所要讨论的“风险监管”的范围,同时也因为可讨论的内容相对较少,因此没有涉及。

本书对证券市场风险监管体系进行讨论的第二个问题是证券市场风险产生的种类与成因。本书从宏观层面、微观层面与证券市场国际化三个角度论述了这一问题,并分别从这三个层面入手,对如何构建与完善我国证券市场风险监管体系进行了阐述。这分别构成了本书的第四、第五、第六章的内容。也就是说,本书是从证券市场风险产生的这三个方面对证券市场风险体系中日常监管系统的构建进行论述的。

本书的创新之处在于:书中第三部分提出了构建我国证券市场风险预警系统的指标体系,指出可以从宏观经济指标与企业价值指标两个方面建立相关的指标体系。但是,本书的不足之处也在第三部分:没有对指标体系进行实证方面的验证——这有待于进一步的研究。本书的创新之处还在于从不同的角度构建了我国证券市场风险监管的完整体系,对于从总体上把握我国证券市场风险的防范与管理、更好地促进证券市场的发展具有理论意义与现实价值。

目 录

前言

第一章 证券市场风险及其监管的理论基础与历史发展 / 1

一、风险与证券市场风险的定义、分类及证券市场风险的界定 / 1

二、证券市场风险的产生与证券市场监管的理论论证 / 3

三、海外证券市场监管的历史发展以及对我们的启示 / 6

第二章 中国证券市场监管的历史发展及监管体制的构建 / 13

一、中国证券市场监管的发展历程 / 13

二、中国证券市场监管体制的构建 / 16

第三章 证券市场风险管理的预警体系的构建 / 22

一、证券市场风险管理的预警体系构建的理论基础 / 23

二、证券市场风险预警的指标体系的构建 / 28

第四章 中国证券市场监管体系的构建：框架与国际化风险的监管 / 36

一、证券市场风险种类分析及其监管思路的确定 / 36

二、与国际证券市场休戚相关的风险管理 / 39

第五章 中国证券市场监管体系的构建：微观层面 / 42

一、对上市公司的监管 / 42

二、行业自律的建设与完善 / 47

第六章 中国证券市场监管体系的构建：宏观层面 / 57

- 一、逐步调整我国上市公司的股权结构，完善上市公司体制 / 57
- 二、完善证券市场风险管理相关的法律建设 / 63

第七章 中国证券市场结构化产品的创新问题 / 84

- 一、问题的提出 / 84
- 二、资产证券化与结构化产品概述 / 84
- 三、国际投资银行证券化与结构化产品的发展 / 86
- 四、我国证券公司结构化产品的开发与创新 / 87
- 五、对未来的展望 / 92



第一章

证券市场风险及其监管的 理论基础与历史发展

证券市场的风险防范与控制是世界各国证券市场所面临的共同课题。中国的证券市场是在由计划经济体制向社会主义市场经济体制转变的过程中形成的,因此对这一问题的研究尤为必要。证券市场作为金融市场的重要组成部分,其敏感度高、涉及面广、影响范围大,特别是在世界各国金融不断创新发展和新的信息技术广泛应用的情况下,证券市场的风险程度也在不断加大,而且呈现出特有的复杂性和较强的技术性。墨西哥的金融危机、巴林银行的突然倒闭、日本大和银行的惨重损失,无不说明对证券市场的风险进行防范与控制的必要性。

一、风险与证券市场风险的定义、分类及证券市场风险的界定

美国学者海尼斯(Haynes)早在1895年所著的 *Risk as An Economic Factor* 一书中就提出了风险的概念,他认为“‘风险’一词在经济学中和其他学术领域中,并无任何技术上的内容,它意味着损害的可能性。某种行为能否产生有害的后果应以其不确定性界定,如果某种行为具有不确定性时,其行为就反映了风险的负担。”美国学者佩费尔将风险定义为“风险是每个人和风险因素的结合体”,这一学说将风险与人们的利益相联系这一观点明确表示出来。威廉姆斯和海因斯对风险所下的定义是“风险是在一定条件下,一定时期内可能产生结果的变动。可能产生的结果越多,变动越大,风险也就越大。预期结果和实际结果的变动,意味着猜测的结果和实际结果的不一致或偏离”。麦尔和柯梅克将风险定义为“风险是与损失相关的不确定性”。^①

按照风险概念的不同学说理论,不同的学者对证券市场的风险也做出

① 叶青:《我国证券市场风险监控体系构建》,清华期刊网。

了不同的定义。通常对证券市场的风险划分为两种。一种从证券市场的参与者(主要是投资者)的角度定义证券市场的风险。从这个角度来看,证券市场的风险是其参与者的实际收益对期望收益的偏离,是其投入证券市场的资产价值的损失,是收益的不确定性。可以看出,这个意义上定义的证券市场的风险是对“投资风险”的解释。另一种则从宏观管理意义上讨论证券市场的风险。从这个角度来看,证券市场风险是指在特定的客观情况下,在特定时间内,由于某种或多种影响证券市场价格波动的因素发生变异(非理性变化),引起证券市场价格非理性巨幅波动,致使资产(证券)迅速贬值(或虚假增值),各经济主体蒙受损失的可能性。^①其一般表现是证券市场发生崩盘、房地产价格猛跌、本国货币大幅度贬值、巨额外汇资产外流、银行出现挤兑、大量企业出现债务危机、大批银行与金融机构破产等。这种风险一旦爆发,将造成金融秩序严重混乱,宏观调控机制不能正常运行,经济发展脱离正常轨道;企业融资、经营面临困难;投资者资金严重损失;进而还可能引发经济危机,甚至陷入社会动荡、政治风波以至局部战争。对于一个主权国家而言,这种风险可能不仅影响本国,还可能波及到其他国家和地区,即这种风险具有世界范围内的传导性。

在很多文献中都会提到“证券市场的风险通常可以分为系统性风险和非系统性风险两大类”,这种对证券市场风险的划分,基本上是针对第一种对证券市场风险的定义而言的,即是针对“投资风险”而言的。按照这种对证券市场风险的分类,证券市场的风险的整体风险=系统性风险+非系统性风险。其中,系统性风险是指某些因素对市场上所有证券带来损失的可能性,这种风险主要来源于企业外部的某些因素,是由涉及整个经济活动的经济、政治和社会因素造成的。比如,市场发育不合理,因政策因素而形成的市场缺陷,如国家股、法人股不能流通,A股、B股和H股市场分割,市场交易制度不完备等,都会产生系统性风险。又比如,银行利率变动一般会对上市股票价格产生影响,利率调高往往会使股价下跌,一个国家的通货膨胀也会导致整个股市的波动。非系统性风险是对个别证券产生影响的风险,投资者可以通过采取一些投资策略来弱化它们的影响。非系统性风险由上市公司和市场参与者交易行为产生。如上市公司盈利预测未能实现、经营状况恶化、失误的投资行为等产生的投资风险。同样,市场参与者的共谋、操纵股价,引起单只股票价格的大幅波动,也会产生局部的市场风险。

① 叶青,易丹辉:“中国证券市场风险分析框架研究”,《金融研究》,2000年6期。

可以看出,按照第一种对证券市场风险进行分类结果中的“系统性风险”即为第二种对证券市场风险的定义,即是本书所要讨论的证券市场的风险。值得强调的是:非系统性风险也会演化成系统性风险,如上市公司普遍存在财务状况披露不实,会相应产生证券市场的崩溃。

本书以下的内容所论及的“证券市场风险”,均指第二类风险,即宏观意义上的风险,而不是证券市场的参与者所面临的风险,或者说不是指在证券市场上投资的风险。

二、证券市场风险的产生与证券市场监管的理论论证

证券市场风险是指由于某种或多种影响证券市场价格波动的因素发生变异(非理性变化),引起证券市场价格非理性巨幅波动,致使资产(证券)迅速贬值(或虚假增值),各经济主体蒙受损失的可能性。证券市场风险的产生,主要是两个原因,一是由于证券市场上的参与主体(如上市公司或投资人)的违规行为(如虚假披露公司业绩等)或其他外部原因(如政策变化、国际证券市场相关因素变化)造成的,二是由于证券市场本身的一些特性(信息不对称)产生的。对于前一个原因,不难理解,这里只就第二个原因进行详述。

(一) 证券市场的信息不对称与监管

证券市场的有效运作取决于信息充分、及时的流动。然而,现实中往往存在着严重的信息不对称。其具体表现在:一是融资与投资者的信息不对称。融资者对投资者享有信息优势,投资者很难掌握融资者的风险承担能力,资金运用情况等方面的完整信息,或获取这种信息的代价高昂;二是投资者之间的信息不对称。企业的内部管理人员、证券专业人士等“内部人”相对广大社会公众享有更多的信息优势。

证券市场的信息不对称主要引起两类问题,即逆向选择和道德风险。

投资者在作出投资决策之前必须了解投资风险的大小,以确定收益和风险是否匹配。一般来说,投资者承担的风险越大,要求的收益率越高。信息不对称的存在使投资者难以判断投资风险的大小,投资者只能按风险较高融资者的标准要求较高的收益率。这样,证券市场的整体风险被高估,低风险融资者被迫接受较高的融资成本或退出市场,市场将被高风险的融资者充斥。市场整体风险的提高又会引起“投资者的逆向选择”,风险厌恶者将退出市场,风险爱好者充斥市场,最终导致市场萎缩。

道德风险是指,融资者在得到资金之后,未必会像事先允诺的那样行事,使投资者的风险增大。如上市公司通过发行股票获得的资金没有用于招股说明书中声明的主营业务,而投资于房地产、股票等风险较大的项目,或者干脆用于高级管理人员办公室的豪华装修等。投资者很难监控这种行为,或者监控成本太高而不可行,或者部分投资者愿意承担监控成本,但由于监控行为具有外部经济,会出现其他投资者搭便车现象,使监控行为的个人收益小于社会收益,从而导致对融资者的监控不足。道德风险的存在迫使投资者减少资金供给或者放弃投资机会。

因此,信息不对称导致的两个问题会阻碍资金由投资者向融资者的合理流动,高昂的信息成本使投资者难以判断融资者风险的大小和监控融资者的行为。在极端的情况下,投资者只愿意向政府部门和少数信誉卓著的大企业提供直接融资从而导致证券市场的规模萎缩。

逆向选择问题的存在会降低证券市场的资源配置效率。在股票市场中,由于投资者缺乏上市公司的足够信息,投资风险较低、经营水平较高的企业的市场价值将被低估,从而阻碍资源向收益水平高的企业或部门流动;在债券市场中,逆向选择现象使高风险融资者充斥市场,投资者将减少资金供给量,使实际融资量低于市场均衡水平。在发展中国家,企业长期债券市场没有政府的干预很难发展,就是这个原因。

中国证券市场的信息不对称比发达国家更严重。原因有以下几点:

首先,中国证券市场上的投资者的构成具有特殊性。中国证券市场上个人投资者在数量上占绝对优势,在资金量上也占很大比例。1996年以前机构投资者的资金量远远超过个人投资者。1996年股市持续上扬,特别是几次降息,使大量居民储蓄存款进入股市,个人投资者的开户资金数量已与机构投资者相当。而以散户为主体的投资者结构对于解决逆向选择与道德风险极为不利,个人无力收集必要的投资信息或成本极为高昂,个人持股量的微小也使得他们不太关心企业的实际经营情况,而往往只关心股价的涨跌,散户的从众与跟风操作容易使股价脱离实际发生较大波动,使风险厌恶者退出市场,市场为风险偏好者充斥并最终导致市场萎缩。

其次,信息服务机构力量薄弱。上市公司信息披露不规范、不充分以至前后矛盾等现象经常发生;会计师、律师事务所等中介机构缺乏有效的市场竞争和行业监督,缺乏足够的独立性、公正性和权威性;各地券商数量众多,但受自身实力所限,绝大多数在饱和的二级市场开展低层次的经纪业务,没有能力或动力对上市公司进行深入研究,向一般投资者提供的有用信息微乎其微。需要指出的是,我国信息服务的缺乏在很大程度上是由市场内部信息泛滥,对信息服务的需求不足造成的。

再者,从融资者的角度来看,我国证券市场的道德风险最突出的表现是上市公司的内部人控制。主要原因是上市公司的股权结构设置存在缺陷:处于控股地位的国家监控动力不足;社会公众股高度分散,监控成本太高,所占股权比重太低而无法影响公司管理层行为。而通过兼并收购对管理层产生压力也是极为困难的。一方面占大部分股权的国家股与法人股不能上市流通,这意味着即使完全收购在二级市场流通的社会公众股也无法获利绝对的控股权,强制性的恶意收购几乎不可能;另一方面在二级市场上标购流通股票的成本极为高昂。根据《证券发行与管理暂行条例》,收购方持有目标公司流通股总额5%后的三个营业日必须公告,以后持股数每增加或者减少2%必须再次公告,过于频繁的公告会大大提高收购成本而使收购难以成功。从实际的购并案例来看,我国证券市场上成功的兼并收购大多出于政府的安排或公司间的协议,所以一般不会触动公司管理层。

(二) 证券市场中的外部性与监管

与商品市场相比,证券市场的价格容易产生较大波动。这是因为证券的市场价格相对于实际的财产价值变动是独立的,不以它的真实财产基础为转移,它的上升与下降并不能引起财产真实价值的等比例变动;另外,股价的决定是一个连续动态的过程(前笔价格决定潜在委托的价与量)。市场流通筹码较少时,少量资金和股票能够推动股价的大幅涨跌。股票集中交易动态连续的特点容易使人产生“收入幻觉”,即以股票的市价总值来衡量财富的多少。

证券市场价格的大幅度变动可能会使投资者蒙受损失,而这种损失又可能会很快地蔓延开来。也就是说,当证券市场价格变动给部分投资者带来损失时,这种损失可能并不会停止,而可能会沿着一定的线路传递下去,蔓延开来。因为投资者如果能以个别投资者承担较大的微观风险换取证券市场宏观上的稳定,那就不必担心证券市场上的风险问题。问题是:投资者(特别是机构投资者)的破产会导致证券市场的系统风险甚至支付系统的风险,即一家机构或几家机构出现信用风险或流动性风险后,对其他机构引起的类似风险。而由于商业银行等支付机构之间资金往来上的密切联系,流动性风险有蔓延的本能。从金融市场总的情况看,在股价猛跌之后,市场参与者会发现自己资金缺乏或资产价值降低,商业银行由于风险的加大及分布的不确定性,不得不控制对其客户和其他机构的信贷,而控制之时又恰是市场参与者需要增加流动性需求的时候。流动性不足会迫使证券机构、商业银行削减销售资产,有可能使一些经济上有清偿能力的银行也经历“减价销售破产”。金融体系有可能陷入混乱之中,引发一场

国家的经济危机。

从证券市场发展的历史来看,我们可以看到几次影响巨大的证券市场发生危机的实例:1929年10月23日开始,纽约证券交易所发生客户竞相抛售股票现象,股市大崩溃;1987年10月19日,纽约证券交易所股份狂泻,而后带动了世界范围的经济危机。我国股市在其发展的短短的十几年中,股票指数也出现了几次大起大落。上海股市第一次从1992年5月的1422点跌到1992年11月的394点,第二次从1993年2月的1537点跌到1994年7月的334点,第三次从1994年9月的1033点跌到1996年初的537点;深圳股市第一次从1990年12月的132点下跌到1991年6月的46点,(深证综合指数是1991年4月3日由深圳证券交易所编发的,1990年12月的指数是根据当时平均股价推算的),第二次从1992年5月的244点跌到1992年11月的167点,第三次从1993年2月的368点跌到1994年7月的94点。虽然没有引发类似美国20世纪30年代的经济崩溃,但其后果也已不容小视。1995年的“327国债期货事件”,造成了我国国债期货市场的关闭;1995年证券回购的“泡沫”产生,也产生了相当大的影响。

分析美国发生的证券市场风险引发经济危机的原因,可以找到很多,但证券市场监管的放松,以及背后“追逐论”等反监管理论的盛行,无疑起到了推波助澜的作用。20世纪70年代证券市场监管的自由化,导致了手续费和交易成本的大幅降低,从而造成股票换手率的大幅提高和市场波动性的激增。特别是1974年固定佣金制度取消之后,数据显示证券交易量有了持续显著的增长,美国投资者股票的平均持有时间也大幅缩短。市场流动性的增加又导致投资者行为的短期化,市场理念日益由投资转为投机。因此,有必要增加证券交易成本以限制市场的投机活动,减少过高的流动性,这也是股灾后证券主管部门采用价格限制、涨跌停板等稳定股价政策的原因。

上述分析表明:市场是有缺陷的,需要政府干预。即对证券市场风险进行防范与管理,就需要对证券市场进行监管。

三、海外证券市场监管的历史发展以及对我们的启示

要对证券市场风险进行有效的防范与监管,我们就有必要了解世界证券市场监管的历史发展情况,借鉴其经验;也有必要对我国证券市场管理的历史进行回顾,以更好地了解现在,更好地把握如何构建健康有效的证券市场监管框架,更好地完善证券市场监管体制,更好地建立与完善证券

市场监管体系。

纵观海外证券市场监管的历史发展,基本上经历了三个不同的发展阶段,分别与三种不同的监管理论相联系,即社会利益论、追逐论和监管新论。社会利益论认为监管能消除市场失效,促进市场效率;追逐论认为监管当局往往被监管者所利用,监管提高的是被监管者的利益,而不是社会福利;监管新论则综合上述观点,认为监管有可能增加社会福利,因为在市场失效领域,一些利益集团获取的收益相对而言比其他利益集团蒙受的损失更大。与这些学说与理论相对应,海外证券市场的监管经历了“严格监管、放松管制再到新的严格监管”三个阶段。当然,无论是这些理论与学说的产生,还是海外证券市场监管的现实发展,都是与当时证券市场发展的实践状况紧密相关的,是以当时证券市场发展的具体情况作为现实基础的。

(一) 严格监管阶段(20世纪30年代~70年代)^①

20世纪30年代席卷西方世界的严重经济危机导致西方金融体系的崩溃和重新整合。当时的经济理论界和监管当局都认为是由于过度竞争、管理疏漏才导致了不稳定和危机。为避免灾难的重新降临,必须要“限制竞争、保障安全”,以此作为反危机的措施。因此,西方国家都建立了以严密监管为特征的证券市场监管体制:一方面为消除市场信息不对称,制定了公开信息制度;另一方面,为消除投机狂热,增加公众对证券市场的信心,证券交易受到很多限制。

1. 重视对投资者利益的保护

证券市场监管的一个重要方面就是为了使每个投资者能得到充分和公正的信息,从而作出投资决策,保障投资者利益不受损害。美国1933年证券法确定了至今仍被世界各国证券监管奉为“圣典”的两条原则:一是要求证券发行人必须向购买人充分披露财务状况及其他资料;二是禁止用不真实的说明及其他欺诈手段销售证券。为了达到保护投资者利益的目的,各国都规定了严格的证券发行制度。例如,美国实行的是公开注册制度,而欧陆国家实行的是核准发行制度。相比较,后者更具有严格的实质性管理。

2. 加强对交易行为的监管

内部人员利用内幕信息交易及进行市场操纵等交易行为已为世界各国

^① 徐文石:“中国证券市场监管研究”,博士论文,P17-19,1998年。

证券法所禁止。如美国政府规定,所有交易所成员、参与交易的经纪人必须向证券管理部门提交“行动报告”,证券管理部门有权通过电子计算机监督证券交易活动,一旦发现违法行为,立即跟踪调查,确定违法证据,对之严惩或诉诸法院。

3. 加强对证券商行为的监管

由于众多国家的证券法允许证券商兼自营商和代理商。证券交易出现了“利益冲突”和“中国墙”(Great Wall)。利益冲突是身兼两职的证券商进行自营与经纪业务混合操作产生的问题,例如,证券商一方面以代理委托人的身份卖出证券,另一方面又以自营商的身份买入他所代理的委托人出售的证券,使他处于利益冲突之中。证券商往往为维护自己的利益,牺牲交易委托人的利益,因此,各国证券法都禁止混合操作行为。“中国墙”问题的产生,源于美国1974年的一个判例。一家兼营经纪和自营业务的公司获得了不利于经纪业务部门客户的内部信息而未向部门客户披露是否构成欺诈或误导。SEC最终对该公司所作的“中国墙”辩护持首肯态度。“中国墙”也就解释为“经许可从事投资业的人,他在一部分业务中所获取的信息,能对其所从事的另一部分业务的客户保密”。这一判例的成立,表明了对常规立法的一种突破,但证券商对其客户应承担的信托责任,并不能均以“中国墙”开脱。

(二) 放松监管阶段(20世纪70年代~90年代)

20世纪70年代~90年代中期,经济理论上保守主义思想全面抬头,监管理论中追逐论成为主流。经济、金融环境的不稳定以及金融创新浪潮的冲击,迫使各国政府放松监管,资本的价格更多地由市场决定,金融市场的准入限制放松,金融机构的经营范围放宽,金融工具和融资技术日趋丰富,资本流动更加方便。各国监管哲学更多地注重提高金融效率和国际竞争力。

1. 国内证券市场监管方面主要表现:

(1) 取消证券经纪人对每笔证券交易向其客户收取的最低佣金的限制。

(2) 放松进入市场的限制。

(3) 放松对市场参与者所从事业务类型的限制。

英国

为提高证券市场的国际竞争力,1986年10月27日,伦敦证券交易所宣布了被称为“大地震”的重大改革措施:①允许商业银行直接进入交易所从事证券交易;②取消交易最低佣金的规定,公司与客户可以直接

谈判决定佣金数额；③准许非交易所成员收购交易所成员的股票；④取消经纪商和自营商的界限，允许两者业务的交叉和统一；⑤实行证券交易手段电子化和交易方式国际化。改革前，英国证券市场的功能主要体现为一个交易商活动的市场，交易商在交易所向各方的经纪人提供双向价格。改革后，开始逐渐变成具有竞争性的经纪/交易商活动的市场，各经纪/交易商可以在自己的办公室里通过“股票交易自动报价系统(SEAQ)”提出各自报价。除 SEAQ 外，英国还建立了为从事国际股票交易服务的“国际股票交易自动报价系统(SEAQI)”。这些新措施吸引了大量美国、日本商业银行的资金注入，提高了伦敦国际金融中心的地位，也迫使美国等国从改革证券管理体制中寻求对策。

美国

进入 20 世纪 80 年代，其原有的证券业与商业银行的分业制度逐步松动。1987 年，美联储授权部分银行有限度地从事证券业务，并授权一些银行的子公司进行股票和公司债券的资金募集活动。1989 年，美联储又批准了摩根公司通过其非银行子公司从事全部证券业务。1990 年底，美国国会通过了一个证券市场改革方案，在法律上进一步放宽了对银行业涉足证券交易的限制。

日本

20 世纪 80 年代以后，日本放宽了对信用机构、保险公司、基金组织等对外证券投资的限制性规定，还允许部分符合条件且具有相当实力的证券公司可以有限度地开展银行业务。日本还放松了证券公司对外汇信托交易的许可批准制度。1991 年、1993 年日本先后颁布实施了《证券交易及外国证券机构活动法》《确保证券交易公正法》《金融制度改革法》，正式打破了实行近半个世纪的“长短期金融分离”“银行业务与证券业务分离”的专业分工金融制度，相继批准了长期信用银行、外汇专业银行及 5 家主要的商业银行成立附属的证券公司经营证券业务。

2. 证券市场监管的国际化

在这一阶段，证券市场的国际化也得到了很大的发展。具体体现在以下几个方面：

(1) 成熟市场：放松对外国资本(包括外国发行人和证券公司)进入本国市场的限制。

(2) 新兴市场：取消外国投资者通过证券投资本国公司的限制，鼓励本国公司进入外国资本市场。

新兴证券市场国际化的步骤和程度虽然存在着某些差异，但一般都经历了以下三个阶段：第一阶段，通过各种信托投资公司发行的共同基金来

吸引外资,有限度地允许外国投资者对其股票、债券进行间接投资;第二阶段,允许外国投资者直接购买其股票、债券,由外资对其证券市场上的间接投资上升为直接投资;第三阶段,允许外国证券在其境内上市和国内投资者购买外国证券,证券市场完全自由化、国际化。

放松监管被誉为20世纪80年代国际证券市场创新的主要趋势和最大成果,其产生的直接影响大体表现在6个方面:①各国从监管上为增强本国证券市场的竞争能力提供了灵活适用的制度保障;②竞争使价格降低了,股票交易佣金比改革前有所降低;③进行证券市场的新企业增加了;④随着新企业的大量涌入,许多小证券业机构破产,或与大机构合并,证券业兼并风行;⑤引发了国际融资手段的进一步证券化;⑥有力地推动了证券市场朝着国际化目标迅猛发展。

(三) 在新的证券市场发展的基础上加强监管的阶段(20世纪90年代以来)

20世纪90年代以来,国际金融市场风波迭起,世人震惊。1995年初墨西哥爆发了10年来最严重的金融危机。同年2月,有200多年历史的老牌英国商业银行——巴林银行因涉及股票期货指数交易出现巨额亏损,宣布破产;同年3月,法国第二大有银行——里昂信贷银行宣布,该行的负债额已高达1000亿法郎;美元与日元、马克的比价频创历史纪录,引起国际货币危机;1997年又发生了亚洲金融风暴等。

面对种种国际危机,各国纷纷加强了对本国金融市场的监管。

当然,这一次加强监管不是对第一阶段严格监管的低层次的重复,而是有选择地针对一些新的情况和新的问题解决各种矛盾。主要表现在以下两个方面:

1. 加强金融衍生品市场监管

(1) 加强对衍生品市场的调研。

加强了对衍生品市场的调查统计和研究工作,了解其发展情况,并评估其对金融市场的影响。国际清算银行从1995年4月开始,进行了全球衍生品市场调查。而后,7个主要工业国的财长和中央银行行长一致同意有必要加强合作来收集统计数字以及评估金融市场中一些创新部分对全球金融体系的影响。美国与英国监管当局达成协议,同意在衍生品交易上互换资料。

(2) 创造公平竞争的市场环境。

金融衍生品市场虽然规模很大,但是很大的业务量集中在几家大的商业银行中,所以创造公平竞争的市场环境,保证市场不被交易者操纵或垄