



# 中国证券商

# 监管制度研究

姜 洋 著



中国金融出版社



# 中国证券商 监管制度研究

姜 洋 著



中国金融出版社

责任编辑:毛春明

责任校对:潘洁

责任印制:丁淮宾

## 图书在版编目(CIP)数据

中国证券商监管制度研究/姜洋著. —北京:中国金融出版社, 2001.5

ISBN 7-5049-2508-X

I. 中… II. 姜… III. 证券投资-投资公司-监督-制度-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 027578 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>

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 固安印刷厂

开本 160 毫米 × 230 毫米

印张 29

字数 377 千

版次 2001 年 5 月第 1 版

印次 2001 年 5 月第 1 次印刷

印数 1—3500

定价 46.00 元

如出现印装错误请与印刷装订厂调换

## 序 言

当今全球公认的证券市场监管目标有三项,即:1. 建立公平、透明的市场;2. 保护投资者;3. 防范系统风险。在证券公司监管领域,这三项原则亦贯穿始终。

伴随着证券市场的发展,证券公司正日益发挥其在市场运作中的核心作用。他们既做经纪,也做自营,既承销发行证券,也作为拟上市公司的保荐人,既为开放式基金作销售代理,也为客户管理资产、提供证券咨询,其中有些公司还从事风险投资。总体而言,在每项业务中,证券公司对其客户及市场都负有一系列的责任。这些责任能否在监管体系中充分反映出来,且相关监管能否建立在有效执行所制定的法律法规基础之上,对任何高效运行的市场来说都是至关重要的。

与此同时,监管体系应当促使证券公司产生正确的动机,使其按照客户及市场的最佳利益行事。一个好的监管体系应当做到:确保那些为遵纪守法而付出时间和财力的人得到奖励,反之则受到惩罚。如果猖獗的违法行为得不到惩处,市场则不可能良性运作。在这种情况下,证券公司也就没有遵纪守法的动机。因此,监管就应具有双重的目标,也就是说,既要鼓励所有的证券公司尽其所能提供最优质的专业服务以树立自身品牌,同时也就促使每家公司都付出足够的时间和财力确保合规经营。

实际上,在所有成熟市场,证券公司都是通过积极响应客户需求,以优良的市场表现及贡献来树立其品牌的。在这些市场中,监管体系赋予优质的证券公司以创新空间,并以此来奖励他们,而对

那些劣迹公司则通过限制其业务范围来进行惩罚,直至其弃恶从善。之所以能够做到这一点,是由于成熟市场的监管体系能够成功地区分优劣。如果渴望在预定的时间内跨入成熟市场行列,我们就必须培养这种能力。但是,我们该如何作呢?

我们必须具有这样一个监管体系,它能使监管者清楚地了解每一家证券公司的优势与弱点。这需要相应的法律法规,以确保公司提交详细、定期的业务报告。证券公司业务必须由一套具有可操作性的行为准则指引,同时还需要另外一套操作规则以确保公司财务状况的稳定性。这样的监管体系必然要求监管者对证券公司实施常规及特别的检查,一套对市场及证券公司的控制体系也因此建立起来。最后,这个体系应赋予监管者在危机来临时采取行动的权力,以保护投资者利益,防止危机蔓延。

我谨对姜洋博士写作此书表示祝贺。书中涉及的境外证券市场监管体系的比较研究极具价值,同时本书对国内市场问题亦作了深度分析。对有志于提高证券公司管理水平的读者,本书将提供有价值的参考;对于市场监管者需要灵感以解决未来之监管难题时,本书也将成为有用的起点。

梁定邦

2001年5月于北京

## Foreword

It is now accepted internationally that there are three objectives in regulating securities markets. These are: (1) the creation of fair and transparent markets; (2) the protection of investors; and (3) the prevention of Systematic risk. These three principles permeate the entire field of regulation of securities firms.

A securities firm plays a central role in the day-to-day operation as well as the development of a securities market. Securities firms act as brokers, they trade for themselves, they underwrite the issue of securities, they act as sponsors for listing candidates, they act as sales agents for open ended funds, they manage assets for clients, they give advice on securities, and some engage in venture capital. In each of these areas of activities, a securities firm owes to its clients and to the market in general a set of duties. For every market to work effectively, it is important that these duties are fully reflected in the system of regulation and that supervision should be based on the effective enforcement of the rules and principles set out in the regulatory code.

At the same time, firms should be given the right incentives to act in the best interests of its clients and of the market. Any good system of regulation should ensure that those who spend time and resources to observe rules and regulations are rewarded, and those who do not, are penalised. No market operates well when rampant unlawful behavior goes unpunished. In such a situation, there is no incentive to observe rules

and regulations. Thus regulation should have a dual focus, namely, encouraging all firms to build their branding on the best professional services they can provide and making sure that every firm spends sufficient time and resources to ensure compliance of rules and regulations by their staff.

In fact, in all mature markets, firms build their branding on their responsiveness to their clients' needs and their contribution as good citizens of the market. The regulatory systems in these markets give the good firms space to innovate, thereby rewarding them, and penalise the bad firms by restricting their field of activity until they prove themselves worthy. This can be achieved in the mature markets, because they have regulatory systems which can distinguish between the good and the bad. If we are to aspire to become a mature market in due course, we must cultivate this ability. But how can we do this?

We must have a regulatory system which enables the regulator to understand the strengths and weaknesses of each securities firm well. This requires rules and regulations which make detailed and regular reporting by securities firms essential. Securities firms must be guided by a workable set of conduct rules and principles. They should also be guided by another set of workable rules to ensure their financial soundness. The regulatory system should then require the regulator to make regular as well as ad hoc inspections of firms. A system of monitoring of activities of firms and the market should be instituted. Finally, the system should empower the regulator to act in a crisis, in order to protect the interests of investors and prevent contagion to the market.

I would like to congratulate Dr. Jiang Yang for writing this book. This book contains valuable comparative studies of regulatory systems in other markets. At the same time, issues in our own market are analysed.

This book will provide a valuable source of reference for anyone interested in improving the management of securities firms. It will also offer regulators a useful, first “port of call” when they need to find inspiration for solving a future problem.

Liang Dingbang  
Beijing, May, 2001.



## 序

2000年,姜洋同志的博士论文《中国证券商监管制度研究》顺利通过答辩,每位答辩委员都对论文给予了高度的评价,我自然欣慰,也为他高兴。因为,对于在职攻读博士研究生的他来说,修完所学的课程和完成这篇10多万字的论文是很不容易的。1996年,在他报考我的博士生时,我担心他是否能保证上课,是否能完成教学计划安排的所有阅读书目,是否能够按时完成博士论文。因为,要完成学业,不仅需要花大量时间,而且需要集中精力。但是,姜洋同志对于学校要求到校上的课程都是在单位请假,分几次住到学校全部修完的。同时,按照学校的要求完成了专业作业,并将这些作业发表在全国性的刊物上。实践表明,我原来的担心是多余的。论文答辩通过后,我建议他在这篇论文的基础上,进行一些扩充和完善,写成一本书,这是一件很有价值的工作。现在,这本书已完成定稿,姜洋同志请我作序,我欣然接受。

在我国,系统论述证券商监管制度的书籍不多,像姜洋同志这样从经济学和法学角度对证券商监管制度进行分析的专著是否算作第一本我不敢肯定,但是,这确实是一部具有理论价值和实践意义的著作。本书从中国证券商的创立和发展开始,对证券商在中国金融体系中的地位和作用以及存在的问题进行了论述,进而与国外证券商进行了横向比较,并从经济学和法学角度分析了对证券商监管的必要性和现实性,从一般性的角度概述了证券商监管制度的内容,纵向地评价和分析了中国证券商监管制度的演变过程,提出了中国证券商监管制度的阶段性构想,同时对开放环境下的中国金融监管制度的完善进行了探讨。

本书具有几个比较明显的特点。

第一,从经济学与法学结合的角度对证券商监管制度进行了论证分析。从经济学角度看,市场经济是以市场为基础配置资源的经济,同时,政府也配置一定的资源,即政府要提供“公共产品”。另一方面,由于存在“市场失灵”,需要政府干预经济,以矫正“市场失灵”。从法学角度看,市场应围绕“公平、公正、公开、效率”这四个法理基础运行。市场经济是自由经济,它提高了效率,促进了社会发展,但也由此出现了社会不公、经济危机和社会矛盾加剧的现象。因此,需要法律在维护私人利益的同时,强调国家对经济生活的参与、协调,以维护社会利益,调整各种关系。

第二,从金融机构的差异性对商业银行的监管和对证券商的监管进行了区别分析。商业银行和证券公司都是金融机构,但由于各自的业务不同,承担的职能不同,其监管对象、监管方法和监管侧重点也有所不同。一是商业银行监管不要求客户资产与银行资产相隔离,而证券商监管则要求隔离。二是商业银行监管重点在于维持银行的持续经营能力,证券商监管重点在于确保证券商的清偿能力。三是银行监管制度中有公共安全网机制,证券商监管制度则没有此机制。银行出现危机时,可通过安全网机制减轻危机带来的社会动荡。

第三,以国际性、本土性、效益性原则为指导,构建适合中国国情的证券商监管制度。鉴于金融全球化、金融机构功能一体化和金融创新,因此,强调在设计制度时要有前瞻性,并勾画了我国未来金融监管制度的框架。

以上这些问题的提出,是姜洋同志在长期监管实际工作中的一些思考。理论来源于实践,所概括的这些特点可以说是对实践的升华,都很有新意。姜洋同志长期在金融监管机构从事实际工作,先是在中国人民银行非银行金融机构管理司副司长的岗位上从事金融监管工作,以后又在中国证监会机构监管部主任的岗位上从事证券监管工作。这使得他可以利用在学校学习期间积累的

经济学理论知识,对实际工作中遇到的问题进行比较深层次的思考。因此,作为金融监管政策制定者中的一员,他有得天独厚的条件对证券商监管制度进行系统的、全方位的研究。应当说,这本书选题和取材新颖,论述全面,资料翔实,这样成系统的论著在国内尚不多见,可以说在这一领域“独领风骚”,对金融监管理论与实践的研究都颇有价值。

当前,我国的改革开放进入了一个新的发展时期,中国加入世贸组织指日可待。吸收和借鉴世界发达国家金融市场监管经验,建立符合中国国情的金融监管体系,才能适应我国走向国际化的需要。从这个意义上说,《中国证券商监管制度》的写作和出版反映了时代的气息和现实的需求,正是基于这一点,我不仅充分肯定这一著作的出版价值,而且乐意向广大读者推荐。

可喜可贺,望姜洋同志能够理论联系实际,锐意探索,开拓前进。

姜京霖

2001年4月

## 内 容 提 要

本书从中国证券商的创立和发展开始,对中国证券商在中国金融体系中的地位 and 作用以及存在的问题进行了论述,进而与国外证券商进行了横向比较,并从经济学和法学的角度分析了对证券商监管的必要性和现实性,从普遍性的角度概述了证券商监管制度的一般内容,纵向地评价和分析了中国证券商监管制度的演变过程,提出了中国证券商监管制度的阶段性构想,同时对开放环境下的中国金融监管制度的完善进行了探讨。

本书有几个比较明显的特点。

一是本书从经济学与法学结合的角度对证券商监管制度进行研究。体现在两个方面:

从理论上讲,本书从经济学角度提出,由于存在“市场失灵”,需要政府干预经济,从而提供市场不能提供的“公共产品”,以矫正“市场失灵”。从法学的角度则提出,以法的本位论为基础,围绕“公平、公正、公开、效率”这四个法理基础,建立证券商监管制度。自由经济一方面提高了效率,促进了社会发展,但造成了公平问题。在倡导私法、保护私权的自由经济国家,极端的私法自治导致了权力的滥用、贫富悬殊、社会不公、经济危机和社会矛盾加剧的现象。因此,需要法律在维护私人利益的同时,强调国家对经济生活的参与、协调,以维护社会利益,调整各种关系,通过国家税收、法律等制度来促进公平,缓解社会矛盾。

从具体的监管方法看,由于证券商行为的差异性,对证券商监管应该采取两种不同的方法:一种是审慎性监管,一种是机会主义行为监管。审慎性监管是偏重于经济学意义上的监管,是对因能力不足、经营失败导致金融风险产生,从而祸及他人,虽损人但不

利己的行为的监管。机会主义行为监管是偏重于法学意义上的监管,是对明知违法而为了自己的利益,不惜侵害他人的损人利己行为的监管,如挪用客户保证金、欺诈、操纵市场、内幕交易等行为的监管。但是两种监管方法的目标都是保护投资者的合法权益。

二是对商业银行银行监管和证券商监管进行了区别分析。虽然二者都是金融机构,但因为各自承担的职能不同使得对其监管方法有所不同。首先,商业银行监管不需要要求客户资产与银行资产相隔离,对证券商的监管要求客户资产必须与证券商资产相隔离。银行对存款者的负债,同时又表现为银行的资产,客户的钱存入银行,银行可以随便处置,因此银行一方面是存款者的债务人,同时又成为贷款者的债权人。而客户委托证券商进行证券交易的证券交易结算资金(或保证金),是托管在证券商处的托管资产而不是证券商对投资者的负债。因此,对商业银行的监管不要求客户的资产与银行的资产相隔离,对证券商的监管要求客户的资产必须与证券商的资产隔离。其次,商业银行监管重点在于维持银行的持续经营能力,证券商监管重点在于确保证券商的清偿能力。银行资产主要是贷款,而负债主要是客户存款。因此,当客户需要取回存款时,可能出现银行资产因不能马上变现而出现流动性问题。与此同时,由于风险的传染性,一家银行的支付风险会导致系统性风险的出现。因此银行监管是强调银行的持续经营能力,防止银行走向破产。证券商监管则不同,因为证券商的资产是流动性很强的证券资产,随时可变现;同时,理论上讲证券商资产和客户资产是隔离的,不能混合操作,因此,证券商破产时,只要对证券商进行有序清偿,投资者的资产是能够得到保护的。第三,银行监管制度中有公共安全网机制,证券商监管制度则没有此机制。银行出现危机时,可以通过安全网机制减轻危机带来的社会动荡。这个机制主要由存款保险机制和中央银行再贷款救助机制组成。格林斯潘在美国《银行家》杂志 1998 年第 5 期上认为:“抵御系统

性风险的责任应在中央银行身上”。因此,中央银行对商业银行的监管在出现系统性风险时,要作为最后贷款人的身份出面解决问题。而证券商遇到危机时,在制度设计上没有这个安全网机制。<sup>①</sup>

第四,证券商的外部性弱于商业银行的外部性。主要原因有三条:

1. 证券商的制度安排是非存款机构,其所面对的客户是证券投资者,客户的证券和资金是证券商账户中的委托资产,理论上讲是必须托管于银行信托账户中的资产。依据隔离制度,证券商不得混用客户资产,因此证券商即使倒闭,这部分资产是受到信托制度保护的。而银行的客户资产是作为银行的负债被银行全权使用的,从而形成银行的资产。客户能否按要求取回自己的资产要视银行的流动性而定。2. 单个证券商的破产,由于客户资产与证券商资产隔离制度的存在,理论上讲,不会引起客户的挤兑恐慌,从而导致传染性挤兑风潮。加之对证券商监管是采用净资本进行监管,其清偿能力理论上讲是有保证的。而银行的资产和客户资产是不分的,单个银行的挤兑可能会产生多米诺骨牌效应,而导致挤兑危机,从而引发系统性金融风险。二者相比,银行的负外部效应远大于证券商新产生的外部效应。3. 中国的证券商在过去法制不健全,监管制度不完善,监管乏力,自律意识差的情况下,做了许多银行业务,因此,具体到我国的证券商,其外部效应的作用比成熟市场经济国家要大得多。

三是以国际性、本土性、效益性“三性”原则为指导,构建适合中国国情的证券商监管制度。在考虑国际性时,注意到了金融的

---

<sup>①</sup> 主要原因就在于1997年以前,国际证券理论界普遍认为证券商的倒闭不会引发系统性风险,因此,不需要建立公共安全网,而1997年东南亚金融危机后,西方各国已认识到证券商的破产也会带来系统性风险,尤其是美国长期资本管理公司的危机案例,促使国际证券理论界认为证券商破产会引致系统性风险的理论占了上风,因此,国际证监会组织(IOSCO)在其监管的目标与原则中,将系统性风险列为证券监管的三重目标中的最后一位。

全球化、金融机构功能一体化和金融创新,因此,设计制度要有前瞻性。在考虑本土性时,注意了两个特点:1. 经济制度特点:我国是公有制为主的经济制度,券商监管是我国市场经济中的子系统,因此,必须考虑经济制度的特点。2. 社会文化特点:我国从半封建、半殖民地跳跃式发展到社会主义,没有经历资本主义。而在资本主义经济社会中,在大工业、专业化协作过程中形成的特有文化观念——法制观念、契约观念、信托观念、自律观念、协作观念、系统观念等,因为跨越式发展而出现缺陷,这是建立市场经济的一个很重要的文化背景。经济形态超前而文化形态滞后使我们的市场经济建设出现了很多不协调。因此,在构建我国的券商监管制度中,这个特有的文化现象应成为制度设计的重要参数。3. 效益性。效益性原则在于,监管是有成本代价的,包括直接成本和许多附加成本。当监管的产出效益远远低于成本支出时,监管是失败的。因为监管是一种“公共产品”,具有非排他性而难以度量。但至少监管机构的直接成本是可以计算的——即每年证券监管部门的费用支出。其他成本如券商为应付检查,按监管部门要求而负担的各种费用,还有其他消耗等。因此,设计监管制度必须考虑以上三个原则。

## Abstract

This book examines the role of securities firms in China's financial system as well as their problems. It begins with an introduction of the establishment and development of securities firms in China, followed by an international comparison in order to elaborate, both from economic and legal perspective, the rational of the regulatory system of China's securities firms. The book covers the general features and assesses the evolution of the regulatory system of China's securities firms. Finally, the book proposes the regulatory framework of China's securities firms in different development stages and makes further discussions on how to improve China's regulatory system in an open economy.

The book has several distinctive features as follows,

First, the study of the regulatory system of securities firms is based on the theory of economics and law.

In theory, the book argues from economic perspective that the existence of market failure makes government intervention necessary which provides "public goods" to correct market failure. In accordance with theory of law, it proposes that the regulatory system of securities firms should be built upon the principle of a fair, just, open and efficient market, while improving efficiency and promoting social development. However, a free market economy could also cause social inequity. In a free market economy, where private law is advocated and private property is protected, its extreme autonomy of private law leads to abuses of rights and wide gap between the rich and the poor. It also causes social inequity



and deepens social conflicts. Therefore, government's involvement and coordination should also be stressed in order to defend public interests and adjust various relationships while protecting individual interests by laws. Tax and law systems could also promote social equity and mitigate social conflicts.

With regard to regulatory methods, two different ways should be adopted because of operational differences among securities firms. One is prudential regulation and the other is opportunist behavioral regulation. Prudential regulation stresses economic nature of regulation; it regulates financial risks inherent in incapable of doing business or business failure, which is harmful to the public, however, it does not benefit itself. Opportunist behavioral regulation puts emphasis on law; it regulates those who break law on purpose to benefit themselves, for examples, misappropriating client's margin, fraud, manipulating market and insider trading. However, the objectives of the two different methods are the same, which is to protect investors' legitimate interests.

Second, the difference between the regulation of commercial banks and that of securities firms is reviewed. Although they are both financial institutions, their different functions make it necessary to apply different regulatory methods. First, clients' assets are not required to be segregated from banks' assets for the regulation of commercial banks, while they must be isolated from their own assets for the regulation of securities firms. Banks are in a position to use the money placed by depositors to finance their assets. In contrast, the clearing funds for securities transactions (or deposits) in the hands of securities firms are not liabilities of securities firms to investors, or rather they are clients' funds operated by securities firms under trust agreements. Therefore, the regulation of commercial banks does not require to separate customers'