

点津财经法律文库

证券监管：理论与实践

ZHENGQUAN JIANGUAN LILUN YU SHIJIAN



洪伟力 著

上海财经大学出版社

· 点津财经法律文库 ·

证券监管：理论与实践

洪伟力 著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

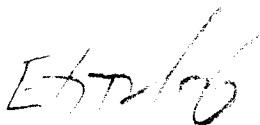
证券监管:理论与实践/洪伟力著. —上海:上海财经大学出版社,
2000.1

(点津财经法律文库)

ISBN 7-81049-395-7/F.332

I.证… II.洪… III.证券交易-财务管理-研究 N.F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字(1999)第58006号



ZHENGQUAN JIANGUAN LILUN YU SHIJIAN

证券监管:理论与实践

洪伟力 著

责任编辑 何苏湘 封面设计 白颖

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路369号 邮编200083)

全国新华书店经销

上海长阳印刷厂印刷装订

2000年3月第1版 2000年3月第1次印刷

850mm×1168mm 1/32 10.375印张 278千字

印数:0 001—3 000 定价:25.00元

《点津财经法律文库》第三辑编委会

学 术 顾 问:屠光绍 桂敏杰

编 委 会 主 任:王志刚

编 委(按姓氏拼音顺序排列):

陈方正 蔡 琦 顾功耘 胡汝银

吕红兵 刘世安 陆 武 饶浩雁

施光耀 徐 明 应望江 郁忠民

赵小平

主 编:陈慧谷

副 主 编:张训苏 禄正平

司 库:孔新宇

序

沿着从初级走向高级,从无序走向有序,从幼稚走向成熟,从盲目走向理性的实践道路,中国证券市场已经在短短九年间经历了为世人瞩目的巨大发展。一个不争的事实是,中国证券市场走过的每一步脚印,都与政府对这个市场的评价、定位、监督、指导、干预和推动息息相关。中国政府及其监管当局不仅是证券市场的监督者和管理者,而且是证券市场的组织者和推动者。因此,我国的证券监管问题具有不同于西方国家的特殊性和不同体制环境下的时代特征。

近年来,尽管证券领域的学术研究硕果累累,但是鲜见对于中国证券监管课题的系统性的理论研究。洪伟力博士撰写的专著《证券监管:理论与实践》运用经济学的分析方法和基本原理,从考察证券市场中的政府与市场关系这一视角入手,通过中西方证券市场监管的比较,对证券监管问题进行了比较系统和全面的理论探索和实践分析。这对于总结我国以往证券市场设计和管理的经验教训,进一步完善证券监管制度,从而促进证券市场功能在社会主义市场经济建设中的充分发挥具有重要的理论价值和现实意义。

对于证券监管这样一个实务性和操作性很强的课题,本书作者以自己多年的从业经验、丰富的实践知识和充分的事实资料为基础,从理性认识的高度具体阐述了“证券市场失灵”的理论概念并进行了分类归纳,指出“证券监管的必要性和合理性就在于依靠监管来改善和克服证券市场机制的失灵问题”。在此基础上,作者进一步提出“证券监管失灵”概念,认为证券监管制度的选择受制于特定国情和历史条件下的市场失灵和监管失灵以及不同的政府目标定位,并对此设立了一个理论模型,分析了新兴证券市场监管

不同于西方成熟市场监管的特殊性及其内在原因。上述这些研究,为分析和比较各个国家证券监管制度的整体架构及其内在的经济、政治、社会原因提供了一个逻辑严整的理论框架,作出了富有新意的理论探索,具有一定的理论深度。

同时,作者坚持理论密切联系实际的研究方法,秉承上述理论观点,对各国证券监管的实践进行了条理清晰的论证与分析。作者不仅考察了美、英、日三国证券监管的历史演变及其法规体系并比较分析三种证券监管体制,而且考察了世界各主要资本市场在证券发行、上市、证券交易、证券商与证券业、自律机构等各方面监管制度的构成及其内容,并着重分析了各项制度的功能与缺陷。另一方面,作者能够把握国际上证券监管领域的动态发展和迅捷变化,对近三十年来证券监管变化的原因和意义,以及它与竞争、技术进步和金融创新的关系进行了分析,并探究了证券市场一体化和国际证券监管协作的动因、问题 and 对策。这不仅拓展了本专题的研究范围,而且反映了作者对网络时代中证券监管新问题的思考。

当然,国外的理论与经验是值得借鉴的。本书作者以其确立的分析框架,在比较中西方证券监管不同点的同时,从我国的综合国情和改革开放的历史背景出发,论证了我国新兴的证券市场中市场失灵和监管失灵问题的特殊性和严重性,由此证明我国政府更广泛更深刻地干预和指导证券市场的必要性和相应监管制度的独特性。作者没有泛泛赞同那种要求放松证券管制、增强市场自由度的一般观点,而是承接新凯恩斯主义的理论思路,强调了实施渐进式监管制度改革的重要性和现行监管制度的经济合理性,并对此提出了若干独到的见解和建议,如提出了证券发行监管改革的五个步骤等。这些构想均切合实际、言之有理,颇具可取之处。

欣闻这部著作即将出版,故作此序,以勉后进。

洪文达

1999年7月

ABSTRACT

Securities Regulation is defined in a broad sense as the government intervention aimed at coping with failures in securities market by means of laws, economic policies, administrative orders and self-regulation. The core objectives of securities regulation are: the maintenance of a fair, efficient, and transparent market; the protection of investors; the reduction of systemic risk; and the promotion of economic development.

While most of domestic researches on this subject are confined to its practical operation or legislative framework, the author endeavors to approach the subject from an economic point of view. The Securities-market Failures extended from the Theory of Market Failure and Economics of Regulation provide a potential rationale for securities regulation, including information failure, monopoly and manipulation, excessive speculation and market instability, externalities of financial disruption, public goods and investors' irrationality.

Government failure also exists in the securities market, which is called "Securities Regulatory Failure". The institutional alternative of securities regulation is subject to both market failures and regulatory failures under specific national and historical conditions. The article analyzes the peculiarities of emerging markets that differ from those of Western mature markets through a theoretical model built upon the basis of the above-mentioned viewpoints and New Keynesian Economics. Due to its

pivotal position in the securities market, the regulation of securities information represents the key part of securities regulation.

The second part of the article makes an analysis on the practical experience of securities regulation of various countries based on the above theories, and, through a country comparative study, notes the specialties of China's securities regulation.

First, the author studies the historical perspectives and the legal framework of securities regulation in the US, UK, and Japan, and makes a comparative study of three different regulatory systems, drawing the conclusion that the ideal securities regulatory system should be one centering in governmental regulation, and complemented by self-regulation. Next, the article elaborates, from a viewpoint of securities regulation, upon major capital markets in the world in such areas as securities' issuance and listing, securities trading, securities intermediaries, self-regulatory organizations, with the emphasis laid on their respective functions and weak points. Then, the author analyzes the evolution of securities regulation in the past thirty years, its underlying causes and significance, and its relationship with competition, technological progress, and financial innovation; the problems, and the countermeasures represented by the current trend of the integration of securities markets and the co-ordination of international securities regulations; and, finally, the specialty of regulation of derivatives' market. Last but not least, the author comes up with a comprehensive analysis on the historical development and status quo of securities regulation in China, and the corresponding counter-measures from such perspectives as the evolution of securities regulation, regulatory system, and respective regulatory institutions.

前 言

从1990年12月上海证券交易所成立算起,到本世纪末,中国证券市场已经在风风雨雨中走过了八年历程。这是充满了如火如荼和疾风骤雨的八年。经历过这段岁月的每一个人,都曾自觉或不自觉地思考、探讨、争辩过关于这个眩目发展中的新兴市场的一系列问题,而这些问题又都或多或少同政府对这个市场的管制和干预存在着关联。

如此贴近的现实意义和众多意见的莫衷一是,是本书以“证券监管”作为研究对象的首要动因。而富有成果的证券监管研究将为中国证券市场的进一步发展和渗透其间的政府行为提供有益的建议与参考。放眼全球证券市场,随着技术变革、世界经济和金融环境的变化,以及市场广度和深度的拓展,极具内在特殊性的证券市场在各国国民经济发展中正扮演着日益重要的角色。与此同时,证券市场的剧烈波动性和此起彼伏的金融风波使得证券监管正成为全球日益瞩目的焦点。尤其自东南亚金融危机蔓延以来,加强金融领域政府监管的呼声日见高涨。这使得证券监管研究不仅具有强烈的现实性,而且为汲取国外经验以为中国之参照提供了途径。

然而,作为一个实务性较强的课题,即使国外文献中亦较少见到从宏观层面和抽象意义上对证券监管所作的经济学理论分析。西方管制经济学一般以普通产业领域中的公共管制为研究对象,很少专门针对证券市场中的政府管制阐述其理论依据及其特殊表现和意义。海外的证券监管研究则往往倾向于考察某项具体的证券监管制度并就此进行细致探究。其他的研究角度则更多是在法学范畴中探研相关的各项证券法律法规。同发达资本市场国家相比,我国证券市场开办不久、经验不足,这一新兴证券市场及其证

券监管制度因其特定的国情基础、历史阶段和经济、政治、体制、法制、文化等方面的因素而极具特殊性和非成熟性。因此,对中国证券监管领域的系统性研究就更显匮乏,这就为本书能进入一片较具新意的学术天地作出一些研究与探索提供了可能。

本书大致包括两个部分。前四章着重于理论分析,后四章对中外各国具体监管体制、制度、法规及其选择、比较和实施进行论述。为了保持全书理论上的一贯性,后四章论述和分析的思路和透露的结论基本上都承接前四章所总结的若干观点,力求做到理论和实践相结合。写作方式中的另一要点是较为注重成熟市场和新兴市场之间、西方市场与中国市场之间的比较分析,并特别强调中国(及其他新兴市场)证券监管制度在其内因、特征、表现、目标等方面的特殊性,以求在以外鉴中的同时突出中国国情,从而指出某些更具现实合理性的政策建议。

由于证券监管问题涉及面很广且无统一的研究模式,其研究内容具有很强的实务性和复杂性,而且处于相当迅速的动态变化之中,因此,对于这一内涵丰富、颇多争议,且新问题不断出现的研究课题,本书只是作了一些粗浅的尝试。

目 录

序	洪文达 (1)
ABSTRACT	(1)
前言	(1)
第一章 证券监管概论	(1)
第一节 证券监管概念:定义与范畴.....	(1)
第二节 证券监管的目标和手段	(6)
第三节 证券监管的原则和对象	(13)
第二章 证券监管的理论依据	(18)
第一节 证券市场功能:系统分析.....	(18)
第二节 市场失灵和政府管制	(28)
第三节 证券市场失灵和证券监管的必要性	(35)
第三章 证券监管制度选择的经济学分析	(48)
第一节 证券监管失灵	(48)
第二节 证券监管制度的选择	(56)
第三节 新兴证券市场中的政府干预	(64)
第四章 证券信息监管的理论基础	(81)
第一节 信息监管:证券监管的核心.....	(81)
第二节 证券信息监管的相关理论	(88)

第五章 证券监管体制:历史、结构和比较	(104)
第一节 美、英、日证券监管的历史演变与法规体系.....	(104)
第二节 不同证券监管体制的比较分析.....	(110)
第三节 两种监管的结合和监管体制的选择.....	(125)
第六章 对主要资本市场证券监管的具体考察与分析	(133)
第一节 证券发行与上市监管.....	(133)
第二节 证券交易监管.....	(149)
第三节 证券商监管.....	(167)
第四节 证券业和银行业的分业与合业管理.....	(175)
第五节 自律机构监管.....	(181)
第七章 创新、技术、一体化和证券监管变化	(193)
第一节 证券管制变化的动态分析.....	(193)
第二节 证券市场一体化和国际证券监管协作.....	(215)
第三节 金融与证券衍生市场监管.....	(227)
第八章 中国证券监管:过去、现在和未来	(240)
第一节 中国证券监管体制的演变及其分析.....	(240)
第二节 中国证券监管的发展史与法制演进及其评价	(255)
第三节 对中国证券监管制度的评价、分析和建议	(270)
参考文献	(301)
后记	(311)
编委絮语	(313)

CONTENTS

Preface	(1)
Chapter 1 Introduction to Securities Regulation	(1)
1. 1 Definition and Profile	(1)
1. 2 Objectives and Means	(6)
1. 3 Principles and Objects	(13)
Chapter 2 The Rationale of Securities Regulation	(18)
2. 1 Functions of Securities Market	(18)
2. 2 Market Failures and Government Intervention	(28)
2. 3 Securities Market Failures and the Necessity of Securities Regulation	(35)
Chapter 3 Economic Analysis on the Institutional Alternative of Securities Regulation	(48)
3. 1 Securities Regulation Failures	(48)
3. 2 The Alternative of Securities Regulatory Institutions: A Model	(56)
3. 3 Government Intervention in Emerging Markets	(64)
Chapter 4 Securities Information Regulation and its Theoretical Basis	(81)
4. 1 The Role of Information Regulation	(81)
4. 2 Related Theories of Information Regulation	(88)
Chapter 5 Regulatory Systems: History, Structure and Comparison	(104)
5. 1 Historical Perspectives and legal Framework of Securities Regulation in the US, UK and Japan	(104)

5.2 A Comparative Study of Different Regulatory Systems	(110)
5.3 The Combination of Governmental Regulation and Self-regulation	(125)
Chapter 6 Specific Analysis on Securities Regulation in Western Leading Markets	(133)
6.1 Regulation of Issuance and Listing	(133)
6.2 Regulation of Trading	(149)
6.3 Regulation of Securities Intermediaries	(167)
6.4 Regulation of Securities and Banking Industry: Separation vs Integration	(175)
6.5 Regulation of Self-regulatory Organizations	(181)
Chapter 7 Innovation, Technology, Integration, and Changes in Securities Regulation	(193)
7.1 The Evolution of Securities Regulation in the past 30 years	(193)
7.2 The Integration of Securities Markets and the Co-ordination of International Securities Regulations	(215)
7.3 Regulation of Derivatives' Market	(227)
Chapter 8 Securities Regulation in China: The Past, Present and Future	(240)
8.1 China's Regulatory System and its Development	(240)
8.2 The Evolution and Status Quo of China's Securities Regulation and Laws	(255)
8.3 China's Securities Regulatory Institutions: Conclusions and Proposals	(270)
Bibliography	(301)
Postscript	(311)

第一章 证券监管概论

第一节 证券监管概念:定义与范畴

一、规制和公共管制

综观各国证券市场的发展历史和现状,可以肯定地说,政府对于证券市场的监管活动在任何体制背景的国度中都是证券经济及其市场运行的主要组成部分之一。实证地看,任何一个存在证券市场的国家均无一例外地存在明显的政府管制。在理论上,证券经济和证券市场的特殊性使得证券监管几乎成为最少争议的管制措施——如施蒂格勒所言:在所有对经济活动的公共管制中,最受赞扬的也许要属证券交易委员会^①对证券市场的管制了。^②

尽管如此,在海内外各类词典、文献、著作中却很少见到对于“证券监管”(Securities Regulation)这一概念精确的经济学定义。撇开相当程度上归属法学范畴的对各类证券法律法规的研究,“证券监管”概念在经济学意义上的内涵和外延亦未在学术界得到明确而一致的诠释。而这正是本书铺陈论证的起点。合理界定“证券监管”的涵义,作者认为应从“管制”和“管制经济学”的相关概念和研究内容入手。

“Regulation”一词通常被译为“管制”、“规制”、“监管”、“控制”、“制约”等。“规制”是日本经济学家苦心创造的译名,它来源于

^① 指美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission,简称SEC)。

^② George Stigler, 1964: “Public Regulation of Securities Markets”, *Journal of Business of the University of Chicago*, 37, No. 2 (April 1964).

英文中的“Regulation”或“Regulatory Constraint”。在英文的“规制经济学”用语中,如贝利的《法规性制约的经济理论》^①和卡恩的《规制经济学》^②等,Regulation 和 Regulatory Constraint 是通用的,其含义是有规定的管理,或有法规条例的制约。

通常意义上的规制,是指依据一定的规则对构成特定社会的个人和构成特定经济的经济主体的活动进行限制的行为。进行规制的主体有私人和社会公共机构两种形式,经济学意义上的规制主要指后者。日本植草益教授在其名著《微观规制经济学》中把“公共规制”界定为对微观领域的广义的公共规制^③,即社会公共机构依照一定的规则对企业的活动进行限制的行为。它包括“间接规制”和“直接规制”。前者是为防止不公正的竞争而制定的“垄断禁止法”、“民法”、“商法”等中的针对垄断行为、不公正竞争及不公正交易行为等的规制。后者可视为“狭义的公共规制”,并可进一步分为“经济性规制”与“社会性规制”。“经济性规制”是针对一些具有自然垄断性质或存在信息偏在的产业,对其“进入”、“退出”、“价格”、“投资”等所进行的各种规制;而“社会性规制”主要是针对外部性和有害物品等所作的规制。^④

一般认为,政府管制是指政府对私人经济部门(厂商和家庭)的活动进行的某种限制或规定。潘振民认为,政府管制(Government Regulation),或称公共管制(Public Regulation),在美国是指政府在微观层次对经济的干预,并可分为经济的(如反托拉斯

① Bailey, E. E., 1973: *Economic Theory of Regulatory Constraint* (Lexington, Mass.; Lexington Books).

② Kahn, A. E., 1970: *The Economics of Regulation* (New York: John Wiley & Sons).

Kahn, A. E., 1988 (Reprint Version): *The Economics of Regulation: Principles and Institutions* (Cambridge, Mass.; MIT Press).

③ 植草益教授的《微观规制经济学》一书把“公共规制”界定于微观领域。对于这种定义而言,我国通常所说的“宏观调控”属宏观经济学的研究领域,而“公共规制”经济学则不以宏观经济学为研究对象。

④ 植草益[日]:《微观规制经济学》,中国发展出版社1992年版,第1~26页。

法,对某些部门的价格管制)和社会的(如环境保护)两类。^① 萨缪尔森则指出,管制由政府发布的用以控制价格、销售或厂商生产规定的规定和法律组成。^② 梁小民的定义偏重于经济管制(Economic Regulation),认为管制包括政府机构通过价格决定、产品标准与类型以及新企业进入一个行业的条件对经济活动进行管理、限制的规则。^③ 可见,管制(Regulation),尤其在美国,是指那些为防止有损于“公共利益”的私人决策而通过公开方式以控制厂商的价格、销售和生产决定的政府行为。^④

二、证券监管的概念

然而,当我们纵览发生于证券市场各个层面的政府行为并寻觅市场各个角落的政府干预痕迹的时候,可以发现政府对证券市场的管制绝非仅仅局限于微观层次,“证券监管”的概念比一般意义上的“公共管制”或“公共规制”概念具有更为丰富的内涵和更为广阔的外延。证券市场不同于由厂商和消费者所组成的一般产品市场。它是一个金融的公开市场,由多方不同的利益主体:上市公司、投资者、金融中介机构、自我管理机构(如证券交易所等)和政府监管部门等共同构成。而且,这个市场的运行及其变动会敏感地触及整个国民经济的每一根神经末梢,对于整个经济、金融、政治乃至社会(包括国际社会)产生普通产品市场不可企及的影响力。在这样一个极其复杂的多方博弈世界中,政府不仅需要制约证券市场中的垄断和不公平竞争行为,而且需要应对由自然垄断和信息非对称所导致的市场失灵问题,不仅需要从证券业的角度针对作为证券交易中介的金融机构实施微观的行业管制,而且需要从

① 潘振民:《产业组织和政府管制》译者前言,上海三联书店,上海人民出版社1996年第1版,第2页。

② 保罗·萨缪尔森、威廉·诺德豪斯:《经济学》第14版中译本,首都经济贸易大学出版社1996年版,第622页。

③ 梁小民:《微观经济学》,中国社会科学出版社1996年第1版,第541页。

④ Stephew Breyer and Paul W. Macvoy: "New Palgrave Dictionary", P. 128.