

# LUN 论

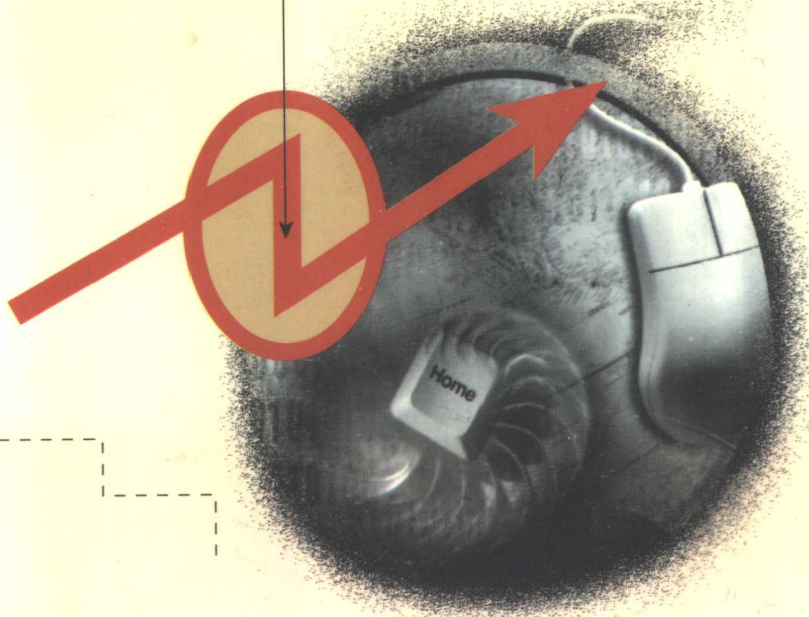
# 证券监管

ZHENGQUAN

J  
I  
A  
N  
G  
U  
A  
N

本书从经济的角度对证券监管进行理论和制度的研究，力图从两个方面有所突破，一是希望通过对证券监管的比较完整和规范的经济学分析，从经济学角度建立起一个关于证券监管的理论分析框架，从而得以弥补证券监管研究在经济学理论基础方面的空白；二是结合证券监管的实际，以期从经济学的角度找到进一步改善我国目前证券监管的思路。

赵锡军 / 著



# 论证券监管

赵锡军 著

中国人民大学出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

论证券监管/赵锡军著

北京: 中国人民大学出版社, 2000

ISBN 7-300-03470-5/F·1045

I. 论…

II. 赵…

III. 资本市场—财政管理—研究—中国

IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 05758 号

**论证券监管**

**赵锡军 著**

---

出版发行: 中国人民大学出版社

(北京海淀路 157 号 邮编 100080)

发行部: 62514146 门市部: 62511369

总编室: 62511242 出版部: 62511239

E-mail: rendafx@public3.bta.net.cn

经 销: 新华书店

印 刷: 中国人民大学印刷厂

---

开本: 850×1168 毫米 1/32 印张: 8.5

2000 年 4 月第 1 版 2000 年 4 月第 1 次印刷

字数: 209 000 印数: 1—5 000

---

定价: 13.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

## 前 言

---

虽然经济学已经形成了一系列的关于监管的理论和学说，但这些理论和学说基本上是针对普通商品市场的研究成果，经济学关于证券市场监管的理论研究几乎属于空白。这一方面为从经济学角度探讨证券监管提供了基础理论；另一方面也为证券监管理论的发展留下了空间。

市场和国家的关系一直是经济学所关注的核心问题。尽管在实际经济生活中，国家对市场的作用始终存在，但就经济学研究来看，传统的经济学更多地是在接受既存的经济制度框架之下注重于对市场机制资源配置作用的研究。国家或者经济制度本身要么被当成是市场体系之外与市场机制不相干的、对市场机制不直接发生作用的东西，要么被描述为仅仅是作为市场体系的一部分或者是市场的一个参与者发挥有限的作用。

本世纪 50 年代制度经济学、产业经济学和信息经济学的崛起，把经济学的研究范围从市场机制拓展到了经济制度本身以及市场机制与经济制度之间的相互作用。国家不再仅仅被看成是市场体系的一部分或者市场的一个参与者，也不再被看成是与市场

机制不相干的东西。国家更多地是被看成是一种制度安排，是市场游戏规则的主要制定者，同时也是游戏的主裁判。正是这种制度安排或者游戏规则起到了承载市场的作用，它与市场的资源配置机制之间存在着密不可分的关系。

于是，探索市场制度安排或者游戏规则与市场资源配置机制两者之间的作用机理，就成为经济学研究的一个重要组成部分，而谋求凭借国家的力量去改变市场制度安排从而达到改善市场机制资源配置功能的设想，就成为经济学家和政府官员的共同想法，在此基础上便产生了经济学关于监管的各种理论。

经济学对国家或者市场制度安排作用的关注，源自于市场机制在资源配置中的缺陷。古典经济学认为，通过市场的作用就能够实现社会资源的有效配置，最终促进整个社会福利水平的提高。然而，市场经济发展的实践却表明，仅仅依靠市场的力量是不可能完全实现资源的有效配置的。因为，在市场机制条件下，作为社会微观经济主体的企业和个人参与经济活动的动机，是追求满足私人需求效率的最大化，但他们的行动却受市场机制——“看不见的手”所支配。然而，在每个经济主体追求效率最大化的过程中，诸如垄断、经济外部性、公共产品的生产和提供、信息的不完备性、过度竞争、分配不公等经济现象，是市场机制不能解决的。这一系列问题会带来价格信号的扭曲，导致市场机制功能不能正常发挥，从而引致社会资源配置效率下降。这种情况经济学称之为“市场失灵”(market failure)。

市场失灵会带来三个方面的负作用：资源配置的不经济、收入分配的不公平和经济的不稳定。为了消除或者减少这些负面影响，必须有一个权威性的机构来干预市场，约束每个个体的经济行为。在通常情况下，这个角色往往是由国家权力机关——政府来充当。

面对市场失灵，政府的基本选择有三种：一是采取直接行

动，由政府直接生产某些产品或服务提供给需求者，或由政府向私人部门购买某些产品或服务，然后转手再提供给需求者；二是命令私人部门采取行动，即政府制定各种各样的规章制度，迫使私人部门（经济个体）按照政府制定的规范行事；三是利用经济政策和经济杠杆通过市场机制的作用，引导经济主体自动地按政府的意愿行事。这三种手段除了可以分别单独实施之外，还可以将它们进行组合应用。

这三种选择中，第一种做法是政府作为市场的参与者直接干预市场；第二种选择是属于公认的政府对经济的监管；第三种做法则属于经济政策的范畴。经济学的研究进一步表明，对于通过政府财政金融政策引导市场就能解决的市场失灵问题，应诉诸于财政金融政策；在政府直接提供产品或服务比实施经济监管效率更高、成本更低的时候，就采取直接提供产品或服务的做法；只有在上述两种方法失效或者成本太高的情况下，才考虑采用监管的做法。因此，经济监管只是用来解决市场失灵问题的三种手段之一，而且绝对不是惟一的手段。因为在很多时候，为了解决市场失灵问题，政府所采取的往往是多种手段并用的做法。可见，政府的经济监管与市场机制之间并不矛盾，它们之间是一种相互补充的关系。

尽管经济学从理论上对经济监管的原因——市场失灵及其由此导致的各种后果、政府解决市场失灵的方法、经济监管与其他各种方法之间的取舍进行了比较系统的分析，形成了相对成熟的理论，但是这些理论对证券市场的适用性如何仍有待于进一步探讨。

## 二

证券市场及其所交易产品的特殊性，使得对证券监

管原因的认识、对证券市场失灵的形式和程度的认识以及对证券监管手段的认识，都有别于普通的商品市场。需要从理论上对证券监管的各个方面进行有别于普通经济监管的重新探索，探讨适用于证券市场监管的理论框架。

证券市场作为通过市场机制进行社会资本配置的一种机制，是整个市场体系的一个组成部分，而且是其核心的组成部分，因而在整个国民经济中起着关键的作用。然而，由于客观上证券市场的产生要晚于商品市场，因此，长期以来，传统经济学对证券市场资源配置机制的研究基本上承袭了对商品市场的做法，所得出的结论也与商品市场相似。但是，如果对证券市场进行仔细分析，就会发现证券市场的实际状况与传统经济学的描述是不同的，证券市场所交易的产品的性质、交易的方式以及市场结构都与普通的商品市场有着很大的区别。

证券市场交易的是一种特殊的商品——证券产品，证券产品除了具有普通商品的一般性质之外，还具有一般商品所没有的特殊性。正是因为交易的是证券产品这种特殊的商品，证券市场的交易方式也与一般商品市场有所不同，它往往采取集中交易的方式而且在交易中大量使用信用手段。这就使得证券市场既具有一般市场的共性，又带有自己的个性。

证券市场与一般商品市场的这种共性和差异性在经济学上有什么特殊的意义，会对市场机制作用的发挥会产生什么样的影响？这是目前经济学要探讨和解决的问题，也是本书所关注的焦点问题。而且，由于证券市场在国民经济中的特殊地位，这些问题的探讨目前已经变得越来越重要。

### 三

中国证券市场的特殊发展时期对证券监管提出了特殊的要求。中国目前处于经济转轨时期，证券市场是在一个特殊的环境中运作，社会也要求证券市场发挥某些特殊的功能。这种特殊的条件从理论和实践两个方面对证券监管提出了特殊的要求，为了适应当前现实同时又保证证券市场的健康发展，必须研究特殊时期的特殊监管。

### 四

本书力图在以下两个方面有所突破：一是希望通过对证券监管的比较完整和规范的经济学分析，从经济学角度建立起一个关于证券监管的理论分析框架，从而得以弥补证券监管研究在经济学理论基础方面的空白；二是结合证券监管的实际，以期从经济学的角度找到进一步改善我国目前证券监管的思路。

本书遵循以下的线索和思路展开分析：

首先，从普通的经济监管入手，分析经济监管与证券监管所面临的共同问题，同时通过对证券市场和证券监管各个方面的概括性描述，力求从理论和实践两个方面勾画出证券市场及证券监管的轮廓和总体框架。具体是将证券市场按照其所交易产品的不同划分为三个子市场，分别对三个子市场的功能进行具体分析，在此基础上完成对证券市场和证券监管的范畴、证券监管对象与内容、证券监管主体、证券监管的目的、证券监管的手段以及证券监管体系的分析。



其次，从经济学原理出发，从理论上对经济监管的各个方面进行深入分析，为进一步分析证券监管提供理论基础方面的准备。具体是先对完全竞争条件下的均衡模型进行探讨，然后分析现实经济条件对均衡模型的约束以及这种约束所产生的后果，并在此基础上对经济监管的三种理论模型进行讨论并作出评价。

第三，在有关经济监管理论的基础上，分别对证券产品和证券市场的经济学特性进行系统详细分析。力求从经济学的角度探求证券监管的合理理论依据，以期形成证券监管的经济学理论框架。第一步是通过金融模型分析证券产品在价值决定和需求决定上的两个基本特性，并在此基础上推导出证券产品的其他各种不同特性。同时分析这些特性对证券产品价格形成机制的影响。第二步是从产业经济学角度通过对证券市场的三个组成部分——证券产品市场、证券服务市场和证券信用市场的运行特征的详细分析，结合证券产品特性在这三个市场上的不同表现，从理论和实践两个方面探讨证券市场失灵及由此导致的证券产品价格失真的机制、形式、程度以及相应的解决办法。第三步是在证券产品特性和证券市场特性分析的基础上探索证券监管的核心目标，并依据有效资本市场理论将证券监管的核心目标定位在促进有效资本市场的形成上，从而完成本书对证券监管的全部经济学理论分析。

第四，结合中国证券市场的特点，分别从证券产品市场、证券服务市场和证券信用市场三个方面分析了目前中国证券市场在运行和监管方面所存在的问题，并将这些问题的最终表现归纳为现阶段证券市场的高风险性，同时，分别针对这些问题，结合对中国证券市场风险结构的分析结果，提出了作者自己的对策建议。

## 五

本书的研究方法：本书主要采取了规范分析、实证分析、模型分析和个案分析四种基本的分析方法。同时，尽量将定性分析与定量分析结合在一起，从各个不同的角度来探讨证券监管问题，力图使论证比较充分，分析比较透彻。然而，由于经济监管本身就是一门新兴学科，尚未形成系统的理论体系，至于证券监管的理论研究更是处于探索阶段，要在这样的基础上创立起一套证券监管的经济理论，难度是不言而喻的。本书作者试图大胆尝试，尽力而为。

# 目 录

|                                   |              |
|-----------------------------------|--------------|
| <b>第 1 章 关于监管 .....</b>           | <b>( 1 )</b> |
| 1.1 监管的定义 .....                   | ( 1 )        |
| 1.2 监管主体 .....                    | ( 2 )        |
| 1.3 监管对象与监管范围 .....               | ( 4 )        |
| 1.4 监管目标 .....                    | ( 8 )        |
| 1.5 监管工具 .....                    | (10)         |
| 1.6 监管体系 .....                    | (12)         |
| <b>第 2 章 证券监管一般 .....</b>         | <b>(16)</b>  |
| 2.1 证券市场与证券监管 .....               | (16)         |
| 2.2 证券监管主体 .....                  | (21)         |
| 2.3 证券监管目标 .....                  | (22)         |
| 2.4 证券监管的对象与内容 .....              | (23)         |
| 2.5 证券监管的手段 .....                 | (26)         |
| 2.6 证券监管体系 .....                  | (29)         |
| <b>第 3 章 经济学关于监管问题的理论分析 .....</b> | <b>(40)</b>  |
| 3.1 公共利益论 .....                   | (40)         |
| 3.2 经济效率与监管 .....                 | (41)         |
| 3.3 市场机制与经济效率：完全竞争均衡模型 .....      | (43)         |
| 3.4 非竞争性均衡与补偿原则 .....             | (45)         |
| 3.5 非竞争均衡模型：垄断的情形 .....           | (46)         |

|            |                     |              |
|------------|---------------------|--------------|
| 3.6        | 补偿原则                | (49)         |
| 3.7        | 垄断买方与垄断竞争           | (52)         |
| 3.8        | 寻租行为与垄断             | (52)         |
| 3.9        | 外部性与非竞争性均衡          | (53)         |
| 3.10       | 信息不对称与非竞争性均衡        | (54)         |
| 3.11       | 俘虏论                 | (58)         |
| 3.12       | 监管经济学               | (62)         |
| 3.13       | 监管的供求               | (62)         |
| 3.14       | 监管成本：道德风险           | (63)         |
| 3.15       | 监管成本：资产风险加大         | (65)         |
| 3.16       | 监管成本：合规成本与经济福利损失    | (65)         |
| 3.17       | 关于监管理论的几点结论         | (67)         |
| <b>第4章</b> | <b>证券产品的价值特性与监管</b> | <b>(70)</b>  |
| 4.1        | 产品特性                | (70)         |
| 4.2        | 证券产品及其特性            | (72)         |
| 4.3        | 证券产品的特性与证券监管        | (76)         |
| 4.4        | 证券产品价值决定的特殊性        | (77)         |
| 4.5        | 证券产品的价值不确定性         | (90)         |
| 4.6        | 证券产品的虚拟性            | (92)         |
| 4.7        | 证券产品的价值预期性          | (96)         |
| 4.8        | 证券产品的信息决定性          | (98)         |
| 4.9        | 证券产品的外部性            | (100)        |
| <b>第5章</b> | <b>证券产品的需求特性与监管</b> | <b>(102)</b> |
| 5.1        | 证券产品效用的特殊性          | (102)        |
| 5.2        | 证券产品需求：无风险条件下的投资决策  | (104)        |
| 5.3        | 无风险条件下投资者效用函数       | (106)        |
| 5.4        | 无风险条件下的投资资金供给       | (108)        |
| 5.5        | 投资者的集体行为与均衡利率       | (109)        |

|            |                                 |              |
|------------|---------------------------------|--------------|
| 5.6        | 多重利率和投资风险 .....                 | (111)        |
| 5.7        | 证券产品需求分析之二：风险条件下的<br>投资决策 ..... | (113)        |
| 5.8        | 风险条件下投资者的效用函数与有效边界 .....        | (117)        |
| 5.9        | 证券产品的需求决定 .....                 | (120)        |
| 5.10       | 证券产品的需求特性与市场失灵 .....            | (125)        |
| 5.11       | 证券产品的特性与证券监管 .....              | (126)        |
| <b>第6章</b> | <b>证券发行、交易机制与监管 .....</b>       | <b>(127)</b> |
| 6.1        | 证券发行机制 .....                    | (127)        |
| 6.2        | 证券发行的定价方法 .....                 | (129)        |
| 6.3        | 证券发行定价机制的缺陷 .....               | (130)        |
| 6.4        | 证券发行的监管 .....                   | (131)        |
| 6.5        | 证券交易价格形成机制 .....                | (136)        |
| 6.6        | 证券交易机制的缺陷 .....                 | (137)        |
| 6.7        | 证券交易监管 .....                    | (138)        |
| <b>第7章</b> | <b>证券服务市场及其监管 .....</b>         | <b>(141)</b> |
| 7.1        | 证券发行服务市场 .....                  | (141)        |
| 7.2        | 发行准备服务市场及其监管 .....              | (141)        |
| 7.3        | 证券承销机制 .....                    | (143)        |
| 7.4        | 证券承销机制与证券产品市场失灵 .....           | (161)        |
| 7.5        | 证券承销的监管 .....                   | (163)        |
| 7.6        | 证券交易服务市场及其监管 .....              | (163)        |
| 7.7        | 证券信用市场及其监管 .....                | (165)        |
| <b>第8章</b> | <b>市场有效性与证券监管 .....</b>         | <b>(169)</b> |
| 8.1        | 证券市场失灵与效率 .....                 | (169)        |
| 8.2        | 有效资本市场假设 .....                  | (170)        |
| 8.3        | 关于四个条件的现实约束 .....               | (171)        |
| 8.4        | 强式有效市场 .....                    | (172)        |

|               |                                |       |
|---------------|--------------------------------|-------|
| 8.5           | 半强式有效资本市场 .....                | (173) |
| 8.6           | 弱式有效市场 .....                   | (175) |
| 8.7           | 无效市场 .....                     | (178) |
| 8.8           | 有效资本市场与信息披露制度 .....            | (179) |
| <b>第9章</b>    | <b>中国证券发行市场及其监管</b> .....      | (181) |
| 9.1           | 中国证券发行市场 .....                 | (181) |
| 9.2           | 中国证券发行监管制度的形成 .....            | (181) |
| 9.3           | 中国证券发行市场监管特点 .....             | (185) |
| 9.4           | 证券发行规模控制与证券市场失灵 .....          | (186) |
| 9.5           | 核准制及其存在的问题 .....               | (189) |
| 9.6           | 证券发行中的强制性信息披露问题 .....          | (199) |
| 9.7           | 证券发行市场监管的完善 .....              | (202) |
| <b>第10章</b>   | <b>中国证劵交易市场的问题与监管</b> .....    | (211) |
| 10.1          | 中国的证劵交易市场 .....                | (211) |
| 10.2          | 中国证劵交易市场监管及主要问题 .....          | (215) |
| 10.3          | 证劵交易监管的改进 .....                | (218) |
| <b>第11章</b>   | <b>中国证劵服务市场的问题、风险与监管</b> ..... | (223) |
| 11.1          | 中国的证劵承销服务市场 .....              | (223) |
| 11.2          | 证劵经纪服务市场 .....                 | (226) |
| 11.3          | 证劵信用市场 .....                   | (237) |
| 11.4          | 证劵市场风险结构 .....                 | (238) |
| 结束语 .....     |                                | (247) |
| 参考文献及资料 ..... |                                | (251) |

# 第1章

## 关于监管

### 1.1 监管的定义

在人类的全部活动中，经济方面的活动始终占据着主导地位，而在现代市场经济社会中，金融活动又成为市场经济的核心。因此，在研究和探讨人类自身活动的学科中，经济学是一门影响最大的学科，也是迄今为止社会科学中最成熟的一门学科。经济学为解释人类的经济和金融活动以及经济行为提出了许多理论和模型，也提出了许多关于经济和金融监管方面的理论和模型。但遗憾的是，到目前为止，经济学界对监管的认识仍然存在着很大的分歧，尚未形成一致的看法，经济学也仍然没能给出关于经济和金融监管的一个令人满意同时为经济学家们所普遍接受的定义。有的学者认为，“监管是一个经济个体通过各种手段试图有意识地影响另一个经济个体或者其他多个经济个体行为的活动”<sup>①</sup>。“监管是国家凭借政治权力对经济个体自由决策所实施的强制性限制。”<sup>②</sup>另外一些学者则认为“监管是对某种偏离既定规则的行为实施的某种干预，而对这种干预效果的评价则与人们在

---

① D. Needham, *The Economics and Politics of Regulation: A Behavioral Approach*, Little Brown and Company, 1983.

② Alan Stone, *Regulation and Its Alternatives*, Congressional Quarterly Press, 1982.

评价时所使用的价值体系有关”<sup>①</sup>。还有一些学者认为，“监管是制定并实施规则的一种活动”<sup>②</sup>。“监管的本质是以政府命令作为一种基本的制度手段来代替市场的竞争机制，以确保获得一个更好的经济结果。政府监管部门确定由谁来提供某项产品或服务及其价格，当监管部门将许可证授予一个以上的供应商时，通常也会对这些供应商之间的竞争实施某种限制。所以，作为自由竞争市场的两个最基本的要求——自由进入和独立行动——被全部或者部分地取代了，代之以由政府决定价格、质量和服务条件，以及提供服务的义务。”<sup>③</sup>

虽然经济学家们对监管有着不同的看法，但是，从他们对监管的不同定义中还是可以看出一些共同的东西。首先，监管应该是由某个或某几个主体进行的活动，而且是有意识进行的活动；其次，监管是一种有对象和范围的活动；再次，监管必须有手段和方法；最后，监管是具有预定目标的活动。主体（即监管者）、对象（即被监管者）、手段和目标构成了监管的四大要素，可以这么认为：监管就是由监管主体（监管者）为了实现监管目标而利用各种监管手段对监管对象（被监管者）所采取的一种有意识的和主动的干预和控制活动。而经济学家们的分歧也正是表现在监管四大要素的具体内容上。

## 1.2 监管主体

从监管的主体来看，大部分经济学家认为监管的主体应该是

---

① B. M. Mitnick: The Political Economy of Regulation, Columbia University Press, New York, 1980.

② D. Gowland: The Regulation of Financial Market in the 1990s, Edward Elgar Publishing Limited, 1990.

③ A. E. Kahn: The Economics of Regulation: Principles and Institutions, John Wiley & Sons, 1970.



政府，监管是一种政府行为。但是也有一些经济学家不同意这种看法。事实上，从监管的实践来看，虽然绝大多数的监管活动是以政府为主体进行的，但是，有些监管活动却是由非政府机构、行业组织甚至是某个企业来完成的。例如，证券商协会对证券商的自律监管、证券交易所对上市公司的监管等等。因此，严格地说，监管的主体并不仅仅限于政府机构一种，可以由多个不同性质的监管主体同时存在。

一般说来，在市场经济条件下，对经济的监管是由两类主体完成的，第一类主体是所谓的“公共机构”<sup>①</sup>，主要是政府的各个部门，就金融方面的监管而言，就是“金融当局”，它们的权力是由国家授予的。它们负责制定经济监管的各种规章制度以及这些规章制度的实施，如果有人违反了这些规章制度，就会受到法律法规的处罚。例如，各国的中央银行一般都负责制定和实施金融方面的各种法规，并负责对各种违规行为进行处罚。第二类主体是各种非官方的民间机构或者私人机构，它们的权力不是来自于政府，而是来自于其成员对机构决策的普遍认可。出现违规现象并不会造成法律后果，但可能会受到机构纪律的处罚。世界上绝大多数证券交易所就属于这类监管机构。

经济监管包括政府监管和私人监管两个部分，监管的主体可以是政府，也可以是其他的机构。由谁进行监管，这与所监管的具体经济事务和监管所要达到的具体目标以及所花费的代价有关，也与监管的外部环境有关。由于政府监管存在涉及面广、权威性强的特点，因此，对于那些具有很强外部性、带有普遍性和后果严重的市场失灵问题，一般以政府监管为主；但是，政府监管也具有成本高、缺乏灵活性和反应比较慢的缺点，因此，对于那些

---

<sup>①</sup> R. Kabir: Security Market Regulation: An empirical investigation of trading suspension and insider trading restriction, Datawyse Publishing House, Maastricht, 1990.