

转轨期中国证券市场 监管体制研究

ZHUANGUIQI ZHONGGUO ZHENGQUAN SHICHANG
JIANGUAN TIZHI YANJIU

叶学平 著

湖北长江出版集团
湖北人民出版社

转轨期中国证券市场 监管体制研究

ZHUANGUIQI ZHONGGUO ZHENGQUAN SHICHANG
JIANGUAN TIZHI YANJIU

叶学平 著



湖北长江出版集团
湖北人民出版社

鄂新登字 01 号

图书在版编目(CIP)数据

转轨期中国证券市场监管体制研究/叶学平著.

武汉:湖北人民出版社,2011.12

ISBN 978-7-216-07002-7

I. 转…

II. 叶…

III. 证券市场—监管制度—研究—中国

IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 230486 号

转轨期中国证券市场监管体制研究

叶学平 著

出版发行: 湖北长江出版集团
湖北人民出版社

地址:武汉市雄楚大道 268 号
邮编:430070

印刷:武汉贝思印务设计有限公司

经销:湖北省新华书店

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16

印张:11

字数:189 千字

插页:3

版次:2011 年 12 月第 1 版

印次:2011 年 12 月第 1 次印刷

书号:ISBN 978-7-216-07002-7

定价:28.00 元

本社网址:<http://www.hbpp.com.cn>

摘 要

作为具有中国特色市场经济的重要组成部分，中国政府在 20 世纪 90 年代初，启动了以股票市场为核心的证券市场。在政府的积极扶持和行政干预下，中国证券市场得到迅速发展，并为国有企业改革和经济发展做出了非常重要的贡献，但也带来了一些中国政府从未遇见过的全新问题。问题的“新”，主要表现在这些问题是在中国社会转型、经济转轨的大转变的过渡时期产生的。一方面，在此之前，中国政府没有直接管理证券市场的经验，设立和管理证券市场对中国政府来说是一个全新的课题；另一方面，由于这些问题产生于计划经济体制向市场经济体制转变的过渡时期，发达和成熟的市场经济国家证券市场的运行规律与我们转轨时期的证券市场明显不同，不能照搬照抄。在这样的环境和背景下，如何使中国证券市场规范、健康和快速地发展，也是中国政府不得不面临的一个全新的挑战。

经过近二十年的快速发展，中国证券市场已具有了相当的规模。据统计，截至 2003 年底，中国股票总市值已达到 4.24 万亿元，约占当年 GDP 的 30%。随着证券市场规模的迅速扩大，所产生和积累的问题也越来越多。而在设立股票市场之初所遵循的“摸着石头过河”的思想指导下，政府解决证券场所产生的问题基本上是“头痛医头，脚痛医脚”。这种治理和监管方式，是一种明显的“事后治理和监管”，是在造成既成事实的情况下进行的，问题已经发生、损失已经造成，这种事后监管毫无疑问会造成效率损失，使市场处于长期低效运行状态。而且在中国成功加入 WTO 后，我们面临的环境也是全新的。加入 WTO 对我们而言，其意义不仅仅在于市场开放的范围扩大了，它更是从根本上改变了我们沿袭已久的经济决策机制。我们的经济决策将更多地体现与世界双向互动的一面，我们的制度规则将与世界接轨和融合。从本质上说，中国金融对外开放的过程，其实就是金融创新的过程。金融创新必然伴随着风险问题。当然，由于开放因素的介入，在由内部经济系统滋生的风险之外，又添加了由外部经济系统传导来的风险。在这种情况下，建立有效的金融监管体制实为当务之急。可以说，在开放格局下，处理好金融创新和有效金融监管之间的关系，既是中国金融业持续健康

快速发展的保证，更事关中国经济未来发展的大局。（杨有振，侯西鸿，2002）。

证券市场参与者多、投机性强、敏感度高，是一个高风险的市场，而证券市场的风险又具有突发性强、影响面广、传导速度快的特点。因此，必须建立一个强有力的专业监管机构进行监管。以便及时发现和处理各种异常情况，有效防范和化解市场风险。

证券市场存在着多个利益主体，筹资者与投资者，上市公司与股东，证券经营机构、证券中介机构与客户等之间有着各自不同的利益，存在着种种矛盾和冲突，也需要通过监管机构的监管，规范各市场主体的行为，维护市场正常秩序。

各国证券市场的发展经验表明，证券市场的健康发展需要一个强有力的监管机构对市场实行统一监管。以美国、日本、英国和我国香港为例：美国政府在1929年经济危机后采取的重要措施之一就是成立了证券交易委员会，对证券发行、证券交易、证券经营机构等进行集中统一监管。此后，美国证券市场得到了长足的发展。日本在经历了股市丑闻和泡沫经济的严重打击之后，于1992年成立了相对独立的证券交易监视委员会，并从1996年开始再次酝酿改革证券监管体制，进一步走向集中统一监管。英国也正在准备强化现有监管部门的权力，加强对证券市场的集中统一监管。香港证券市场也是在经历股灾之后，建立了高度集中的监管体制，市场才得到长期健康的发展。

近几年来，我国证券市场在市场规模和规范化建设方面取得了较大进步，但是作为新兴市场，还存在不少问题，还很不成熟。我国证券市场中不仅有各国普遍面临的风险，还存在着一些特殊风险。特别是与欧美国家的证券市场相比，中国证券市场的价格波动更容易受到中国政府的政策影响，证券市场的公平性和效率性遭到质疑。为此，如何对中国证券市场进行有效监管就成为各方关注的首要问题。（朱保华，2001）。其实中国证券市场自诞生以来，在证券立法进程中，围绕证券监管体制建立与完善，也一直存有争议，其焦点表现为中国应该选择什么样的管理模式、管理机构的名称、法律地位及职能如何定位以及管理机构运作机制及权利与责任应如何协调与约束，等等。

而建立规范和完善的证券市场监管体制，加强对市场运行的有效监管，监督和引导市场主体依法行事，实现市场的规范化，则是防范和化解市场风险的根本。

有鉴于此,本文以加入 WTO 后的开放市场为背景,以新兴加转轨证券市场作为逻辑起点,深入系统地探讨中国证券市场监管体制的建立和完善。

根据不同的划分标准可以将金融市场分成许多类别。按融资期限来划分,则可分为货币市场和资本市场。货币市场又称为短期资金市场,一般指融资期限在一年以内的金融市场。资本市场又称为长期资金市场,一般指融资期限在一年以上的金融市场,它又可细分为股票市场和中长期债券市场。

而证券市场是指证券发行和交易的场所,是以融通长期资金(通常指 1 年以上)为目的的股票、债券、基金单位等有价值证券及其衍生产品(如期货、期权等)发行和交易关系的总和。证券是指证明民事、经济权利的法律凭证。通常行使证券权利以持有证券为前提条件。从广义上讲,证券的范围十分广泛。按权利内容划分,包括资本证券、货币证券和商品证券三类。狭义上的证券则仅指能够在市场上转让流通的证券,如股票、债券和票据(支票、汇票、本票)等。在我国则通常不包括票据,仅指股票和债券等。由于债券作为表明债权债务关系的金融凭证,权利义务明确,发行方式相对简单,而且债券市场在我国远不如股票市场的规模大和问题多,因此,本文研究的证券市场主要是指中国的股票市场。

体系和体制在英语里都可用 system 来表示。但体系是指若干事物或某些意识互相关联而构成的整体,体系通常由制度结构、工作网络和运行机制三部分构成,体系还可用 setup 表示。而体制则有狭义和广义之分,狭义的体制主要指组织方式和组织结构,英语里用 system of organization 来表示;广义的体制则包括组织主体、客体和内容、运行目标、运行模式以及激励机制等。所以从外延来看,体系要比体制大,体系包含体制;但从内涵来看,广义的体制已基本等同于体系。本文研究的证券市场监管体制便属于广义的体制范畴。

证券监管体制指证券法中对证券市场实行监管的机构及其运作机制之规范的称谓。它包括监管主体、客体、监管内容和监管目标的界定、监管制度的建立和完善、监管模式的选择等等。只要有证券市场存在,就应该有相应的监管体制。

所谓“监管”在英语里是“Regulation”,有的将它翻译为“规制”、“管制”等。证券市场监管是指通过政府机构或公众组织,依照国家的宪法和有关法律,为达到一般意义上规范的经济目标——公平和效率,而对证券市场的自然运行状态进行干预的行为。这样定义证券市场监管,可以将监管主体与通常所认定的政府或其他组织区别开来,因为政府并不一定就是全民

利益最大化的代表者，政府是一个制度框架，它提供了各个利益集团活动的舞台。而各个利益集团都是由追逐最大化利益的“经济人”组成的，所以，考察政府行为也必须从“经济人”角度出发。将“经济人”假设贯穿于整个研究工作的始终，才能真正把握这一问题的实质。

证券市场监管通常包括法律监管、行政监管和自律监管三种类型。

本文研究的主题是转轨期中国证券市场监管体制的建立和完善，这一研究主要以“监管的必要性理论”、“监管绩效评价理论”、“监管的供给和需求理论”以及“监管者与被监管者的关系理论”为理论支撑。

(1)“监管的必要性理论”认为，造成市场价格扭曲的原因通常来自三个方面：垄断、外部性和市场信息不完善。

垄断又可以分为自然垄断和非自然垄断两种情况，自然垄断使得经济的产出效率实现了最大化，但却严重损害了经济的分配效率，导致分配效率和产出效率之间的根本性冲突以及严重的价格扭曲。为了协调产出效率和分配效率之间的矛盾，自然垄断式的市场就需要政府的监管。非自然垄断是指不是属于自然垄断的产业或市场，由于各种不同的原因和出于各种不同的目的，最终形成了不同形式的市场垄断。非自然垄断的情况比较复杂，可以分为各种不同的具体情形，但总的情况与自然垄断相似。一方面，生产的集中有利于生产成本的降低和产出效率的提高；另一方面，生产的集中又容易使得厂商形成操纵价格和产量的市场力量，引起价格扭曲，从而损害经济的分配效率。

制度经济学认为发生市场价格扭曲的原因除了垄断外，还有一个重要的原因就是外部经济效应的存在。当某个独立的个体的生产和消费行为对其他人产生附带的成本和效益时，就发生了所谓的外部经济效应。也就是说，某些人获得了利益却没有付出相应的成本，而另一些人分担了成本却没有能够享有相应的利益。外部经济效应的存在会带来两个直接的后果：一是产品成本失真，二是效用失真。产品成本和效用不真实必然会导致产品价格与边际成本不符的情况，从而造成市场价格扭曲。因此，当存在外部经济效应时，仅靠自由竞争就不能保证资源的有效配置。在出现外部经济效应时，如果社会具备产权明晰的条件，那么供应商可能会走到一起协商解决经济外部性的问题。但是，如果协商的成本太高，就会导致协商不成功。因此，在存在外部经济效应的情况下，比较好的办法是通过政府监管来消除外部性带来的成本效用分摊不公，以及由此造成的价格扭曲和经济效率降低问题。

信息经济学认为信息的不对称性是造成市场价格扭曲的最重要的原因。

信息不对称的一种情况是信息在产品生产者和消费者之间、在合同的双方或多方之间分配的不对称性。产品的生产者或者供货方对产品的价格、产量和质量方面信息的掌握程度要多于购买者，买卖双方之间的信息不对称，会导致产品价值和价格不符，尤其是当所销售的产品特别依赖于信息时，或者产品本身就是一种信息含量很大的产品时，产品的价值和价格之间的这种不符合性就会增大。这样，在同一价格之下销售价值较高产品的销售者将会退出市场，而一些价值较低的产品的销售者会利用这种机会占据市场，结果导致劣质品驱逐优质品的市场逆向选择，也就是人们通常所说的“劣币驱逐良币”。信息不对称的另一种情形是一方试图以另一方的信息减少为代价来取胜，因此发生遏制对方信息来源的道德风险。信息不对称性存在的事实要求揭示更多有关产品和劳务的信息，使消费者能够把高质量产品和低质量产品区别开来。因此，从经济学的角度来看，市场上存在要求提高市场效率的强烈愿望：一方面，生产者有揭示信息给市场参与者的愿望；另一方面，生产者也有不愿意披露信息的预期。因此，经济学认为，当公司内部的信息太专门化，不能及时披露，或者是披露代价太大时，政府监管可能就是修正信息不对称性的一种有效办法。

(2) “监管绩效评价理论”从一般均衡模型入手，分析了竞争性均衡满足了经济效率的一个基本原则——帕累托最优原则。也就是说，不可能有另一种既能够提高某些消费者的福利又不影响其他消费者的福利的更好的均衡来取代目前的这种均衡，这种均衡被称为帕累托均衡。帕累托均衡的一个重要的特征是：在所有的市场上，价格都等于边际成本。除了涉及到收入分配的政策之外，这种理想的完全竞争是不需要政府干预的。满足帕累托最优原则的一般均衡模型的一个最关键的假设条件是价格决定一切，而政府监管所关注的问题仅仅是造成了企业拥有使其产品价格高于边际成本这种能力的原因以及由此带来的后果。

一般均衡模型满足帕累托最优原则，这种情况被称为帕累托效率，传统经济学将它简称为经济效率。它给我们提供了衡量政府监管效果的第一个原则——帕累托效率原则，即：如果每一个人都因为某种政府监管措施而使自己的景况变好（或者至少有一个人因此而景况变好且没有人因此而景况变坏），那么监管措施就是一种好的监管措施。

一般均衡模型描述了所有市场都达到竞争性均衡的情形，在这里不存在垄断、外部性、产品信息不完整等可能导致市场价格扭曲的现象。也就是说，这种模型所描写的经济状态与现实的经济生活是有一定的距离的，它不

能处理现实经济生活中因垄断、外部性、产品信息不完全等原因而可能引起的价格扭曲现象。为了处理现实生活中因各种原因所引起的与一般均衡模型不相符的现象，传统经济学提出了另外一种模型——局部均衡模型。同时由于在现实经济生活中，总是有一部分人的利益会因为某种政府监管措施而受到损害，所以，用帕累托效率原则来衡量政府监管的效果是困难的。那么，如何来衡量政府监管的效果呢？传统经济学为此提出了补偿原则。即如果监管措施给一方带来的好处足以弥补另一方的损失而且还有剩余，从而使得每一个人都因此而受益，那么，这种监管措施就是有效的监管措施。所带来的经济剩余越大，该监管措施的效果就越好。

(3) 监管的供给和需求的理论。根据监管经济学的观点，之所以存在对监管的需求，是因为企业可以在国家监管的条件下实现经济地位的改善。而监管的供给则来自于那些千方百计谋求当选的政治家，他们需要选票和资源。由于愿意接受监管的利益集团十分明白，通过监管可以从政治家那里获得好处，因此，他们就愿意承担相应的成本，同时，千方百计的寻找能够给他们提供政策庇护的合适的庇护者。监管就是在这种供求关系的相互作用下产生的。由于政治决策具有间断性、整体性、强制性和一致性的特点，因此，政治决策过程与一般市场决策过程之间存在着一些本质的差别，这就是为什么许多企业和行业都能够同时利用政治手段来实现自己各自的不同目的的原因。从这一点上讲监管已超出了纯经济的范畴。可以这么认为：监管问题是一个寻找某个企业、行业或者团体在什么时候和为什么能够利用国家的力量来为自己的目的服务的问题，或者是寻找国家在什么时候和为什么将这些具有共同政治目的集团集中起来加以利用的问题。

对于这一理论，有一点需要说明的是，本文只是将它作为分析问题的另外一种可能的视角提出来，在此并未将它纳入本文的分析框架之内。

(4) 监管者与被监管者的关系的理论。比较有代表性的是公共利益论和公共选择论。公共利益论对监管的解释是：当市场不能够在完全竞争状态下运行，或者完全竞争的市场机制不为社会所需要时，就会发生市场失灵。监管是政府提供的为满足公共需要、用来纠正市场失灵的一种手段，通过监管可以增加公共利益。关于这一点，可以从两个方面去理解。其一，监管部门和监管对象的关系是服务与被服务的关系。监管是市场竞争主体提出的要求，监管是为适应市场需要由政府提供的服务，商家是监管的直接受益者。其二，监管部门代表消费方的利益对商家的经营行为进行监管，直接收益人是消费方，虽然制约了商家的现实利益，但是，商家可以从市场的健康发展

中得到应有的补偿,实现长远的发展需要,与监管部门的监管也没有根本上的利益冲突。

公共选择论对监管的解释是强力集团与政府因某种利益关系而结盟,政府监管是为了强力集团的利益,对市场进行监管。商家作为监管对象,不会在监管中得到实际的好处。因而监管与被监管是对立的,始终在进行猫捉老鼠的游戏,猫和老鼠都会在监管中不断提高博弈能力,从而使监管日益完善。这种理论用来解释监管过程有一定道理,但是,这种监管肯定是低效率的和高成本的。

近年来,由于各种金融创新产品的不断涌现,芝加哥学派所倡导的放松规制政策的缺陷越来越明显。

一是市场力量。芝加哥学派认为垄断力量的不利影响可以轻易的被消除或者可以忽视,市场机制的地位是至高无上的,在公用事业领域,政府只能成为被动的参与者,政府的主动性努力将会失败,且带来福利和效率的损失等。实际上芝加哥学派对厂商的诸如组建合资公司、垂直一体化、业内互相锁定等市场力量却少有提及,如果没有价格规制,厂商也可能实施限制产量以使得价格提高这种寡头垄断厂商的行为。

二是竞争性竞价方案的不足。竞价体系不足以替代直接规制,从整个社会成本来看,竞价不一定比直接规制低,在某些阶段,竞价可以成为规制的一种有价值的辅助手段,但绝对不是替代。因为即使是竞争性市场结构下的收益水平也不能充分保证对价格歧视的限制;使用竞价方式会增加不确定性;无法确定通过竞价程序得到的规模对于社会来说是否是最优的;竞价过程不具有补贴和惩罚等灵活的规制和监督体系。

三是在放松规制的产业中,垄断对资源配置、效率、革新和收入分配的影响被忽视了。垄断者为保持其支配地位,可以实施价格歧视、交叉补贴、进入限制等多种策略。

四是征收超额利润税以控制收益的方案难以达到目标,如果垄断者要获得零的超额利润,可以设法抬高支出来进行伪装。

有鉴于此,当前西方国家的产业政策取向又趋于再规制。

笔者以转轨期的中国证券市场为研究对象,重点研究转轨期中国证券市场的监管体制问题。这一选题从目前公开发表的文献来看,还没有人进行过全面、系统、深入的研究。从目前国内外对市场监管的研究情况来看,由于研究的对象和市场发育程度的不同,各派观点是见仁见智,具体的对策措施也是迥然各异。但笔者认为,对证券市场的资源配置首先应遵循市场化的规

律,让证券市场按市场规律进行运行。但是由于市场失灵的存在,因此,需要政府规制对证券市场进行监管。但又由于政府规制也存在政府失灵的地方,因此,政府对证券市场的监管又不能过度。而监管过度 and 监管不足同时存在却是我国经济转轨时期证券市场监管表现出的突出特点。

政府的监管一方面不能过度。因为我们各项经济改革的目标模式都是围绕建立中国特色的社会主义市场经济体制而进行的,在社会转型、经济转轨的过渡时期,在培育市场的同时,更应树立和引导投资者形成市场化的观念,对证券市场的监管也要善于利用市场化的监管理念和方式解决实践中的问题,在保持市场稳定的前提下,依法实施各项监管措施,保证市场的公平、高效运行,切实保护投资者的利益,降低我国证券市场的系统风险,而不能超越市场规律和压制市场的发育,进行过度监管。

另一方面政府在市场失灵的地方又不能不作为。由于证券市场也存在垄断、信息不完善和外部效应等市场失灵,因此,有必要对证券市场进行适度有效的监管,使证券市场高效、规范、有序、健康运行。

本文的主题是转轨期中国证券市场监管体制研究,贯穿全文的主线是如何使中国证券市场走上规范发展的快车道,循着这样的一条路径,采用规范研究和实证研究相结合的方法、历史分析和现实分析相结合的研究方法、定性分析和定量分析相结合的方法,从证券市场监管的一般理论分析入手,试图回答证券市场监管“应该是什么?”的问题。然后对中国证券市场监管状况进行实证分析,剖析中国证券市场监管的现状、存在的问题及其原因,从而揭示中国证券市场监管目前所处的状态,试图回答“是什么?”的问题。最后,借鉴西方发达国家和成熟市场经济国家证券市场监管的经验和教训,结合中国证券市场的自身特点和具体环境,探究构建中国证券市场监管的有效模式并提出具体的政策建议和措施,试图回答“怎么办?”的问题。

论文共由七章构成。

第一章为导论。主要介绍论文研究的背景以及选题的意义、相关概念释义、证券市场监管的相关理论与文献综述、论文的研究方法、内容以及结构安排等。

第二章为证券市场监管的理论基础。论述了市场与政府的关系,市场、政府与证券监管的关系。分析了由于市场失灵的存在,从而决定了监管的必要性;同时由于政府失灵的存在,导致局部均衡与补偿原则理论的产生。进一步分析了市场与政府在证券经济中的地位与作用。

第三章为证券市场监管制度及运用。首先介绍了判断证券市场运行效率

的几个理论,对于完全竞争市场的资源配置效率通常用帕累托效率标准来衡量。完全竞争资本市场是一种理想的市场模式,但现实情况并非如此,在现实市场中,交易成本不可能为零,交易成本的存在,使本来影响市场价格的信息,会由于价格变化低于交易成本而不产生交易,从而无法影响价格,因此,交易成本越小,信息在价格上的反映越充分。如果将理想市场的条件放松至交易成本与信息所影响的价格变化的差额上,只要由新信息引起的价格变动差额超过交易成本,这些信息仍会迅速的完全、准确反映在价格上。这种变动了限制条件的市场就称为“有效市场”(efficient markets)。有效市场假说是资本市场效率理论的重要发展,它比完全资本市场帕累托效率说更接近市场经济现实,因而,也更具有实践意义。由此,导出判断证券市场效率的“有效市场假说”理论。这一理论是由美国学者 E. F. 法玛 (E. F. Fama, 1970)提出的。它是考察证券市场价格形成和变动对信息反应程度的理论假说。该理论在承认证券市场重要性的同时,将证券市场的营运效率作为前提,强调证券市场的配置效率。该理论认为市场的有效性集中表现在证券价格的形成和建立上,即价格在任何时点上都是证券内在价值的最佳评估,市场平衡状况可用预期报酬来表示。该理论根据证券价格对信息的反应程度,将有效资本市场分为三种类型:弱式效率市场 (weak - form efficiency)、半强式效率市场 (semistrong - form efficiency) 和强式效率市场 (strong - form efficiency)。然后对证券市场失效的原因进行了研究,证券市场失效的原因包括金融机构内生的特殊风险、不确定性及有限理性 (uncertainty & bounded rationality)、信息不对称性 (information asymmetric)、机会主义行为及其外在性 (opportunism behavior & externality) 等。进一步分析了证券市场失效的后果与监管方向。

第四章为证券市场监管主体、监管客体和监管目标。从证券市场监管体制的基本内容出发,论述证券市场监管主体、监管客体的明确界定是建立证券市场监管体制的首要前提。只有监管主体和监管客体的身份明确之后,才能谈得上监管网络和监管机制的有效运作,也才会有明确的监管目标,监管体制的完善才有基础。这三者其实是有机联系、相互作用的。

第五章为证券市场监管模式、内容及国际比较。分别从证券监管的模式、证券发行制度、证券交易制度、证券资金管理制度和信息披露制度等方面进行国际比较分析,得出各种监管模式和监管制度的优缺点,从而形成对建立和完善转轨期中国证券市场监管体制的有益启示和借鉴。

为证券市场博弈行为分析。分别分析了证券监管机构与上市公司、证券

公司、机构投资者、中介机构等市场主要参与各方的博弈。由于证券市场监管制度的形成涉及证券市场运行有关的市场参与各方，因此，笔者认为应该将证券市场监管方式的决定理解成是证券市场的监管主体与市场参与各方博弈的结果。

第六章为我国转轨期证券市场监管体制的实证分析。通过对中国证券市场监管体制的沿革以及现状进行实证考察，研究了转轨期中国证券市场监管体制存在的问题。又通过对证券市场运行中市场参与各方的博弈进行分析，研究了证券市场参与各方以自身利益为导向的行为动机，从而为建立和完善证券市场监管体制提供了制度供给的基础和依据。本章还对中国证券市场的运行效率和存在的风险进行了实证考察，从而对转轨期中国证券市场监管体制的实际状况作出了客观判断。

第七章为完善中国证券市场监管体制的对策建议。笔者认为要建立适合过渡时期的中国证券市场监管体制，首先必须树立正确的监管理念，其次必须完善证券市场监管法律制度，包括证券法和投资基金法等，再次还须转变证券市场监管方式和提高证券市场监管水平，另外，还必须完善证券监管体系，建立证券民事赔偿制度，适时引入做空机制。最后还有一个非常重要却常常被忽视的问题就是如何加强对监管者的监管。

论文的创新之处：

1. 本文从制度供给成本和市场运行效率的角度出发，分析我国证券市场的运行状况，指出我国证券市场的制度供给是明显滞后于市场的制度需求的。并认为其根本原因是由于最初导入证券市场是循着“摸着石头过河”的思想建立起来的。而“摸着石头过河”是典型的“头痛医头，脚痛医脚”的事后治理和监管方式，在我国市场经济体制已经基本建立起来和加入WTO之后，这种监管方式已经远远不能适应市场的需求和无法满足国际惯例和国际规则的要求，因此，笔者认为必须尽快建立一套完善的、既遵循国际惯例又适合中国证券市场的监管体制，才能保证正处于发育阶段的中国证券市场步入规范健康发展的快车道，降低制度供给成本和提高市场运行效率。

2. 本文认为证券市场监管方式的决定以及证券市场监管模式的选择是证券市场参与各方相互博弈的结果，因此，证券市场监管的制度供给应该是市场参与各方行为动机的函数。本文运用博弈论对我国转轨期证券市场监管主体、客体以及市场参与各方之间的博弈行为进行了具体分析，揭示了博弈各方的行为动机，为证券市场的制度供给提供依据。

3. 从证券市场的监管制度与效率的角度出发, 分析了中国证券市场的监管组织与监管制度的效率, 指出监管主体的多重政府职能与监管活动的多重利益综合是目前中国证券市场监管的重要特征, 它既制约了中国证券市场监管向公平与效率的终极目标演进途径, 又增加了中国证券市场监管向保护投资者利益、降低证券市场系统风险的理想目标演进的难度。

4. 本文从证券市场监管的终极目标“公平和效率”的角度出发, 提出了对监管者进行监管的重要性以及如何加强对监管者的监管。指出由于现实中不完全市场的普遍存在, 使监管者也处于信息不充分状态, 因此, 监管者也有可能出现监管效率低下、有失公允、寻租等监管失灵的现象。

有待深化研究的问题:

本文只是以新兴加转轨市场为逻辑起点, 以加入 WTO 后的开放市场为背景, 研究了我国转轨期证券市场的监管体制问题。但是随着我国资本市场的进一步开放, 金融创新和金融深化会进一步加强, 证券市场监管体制也必须随之进一步完善, 对完全开放的证券市场在本文只是作为一个大的宏观背景提出来, 这里却并未纳入本文的研究框架内, 这正是本文有待深化研究的问题。

关键词: 新兴 转轨 证券市场 监管体制

Abstract

With the rapid development over more than ten years, the Chinese securities market has grown to a fairly big scale. Statistics have indicated that by the end of 2003, the total stock market value has reached 4.24 trillion Yuan, accounting for about 30% of the GDP that year. With the rapid expansion of the securities market, more and more problems have been encountered and accumulated during the process. At the very beginning of setting up such a market, the guiding principle was to 'feel the way carefully'. So the government could only do what it thought right to tackle the problems when they have occurred. This way of administration is obviously the after-the-event supervision. Undoubtedly, it will result in loss in effectiveness, leading this market to run in low efficiency for a long time.

The securities market is a venturesome market with many participators, highly speculating and high sensitivity. The risks in this market can appear suddenly, expand so speedily and affect so widely. It is, therefore, an urgent must to establish a robust and professional supervision organ to watch the operation of such a market, with a bid to find timely and handle properly a variety of abnormalities and keep the market on a sound track.

In recent years, great progresses have been made in building the market scale and standardizing the supervision. Nevertheless, as a newly developed market, the Chinese securities market has been far away from maturity with a number of problems. Besides the inherent risks in the securities market, the Chinese market is facing special risks. Compared with the mature markets in the developed countries, the prices in the Chinese securities market are more prone to being affected by the government's policies. The fairness and the efficiency of this market have been doubted. Therefore, how to strengthen the supervision of this market in an effective manner has caught the attentions from different sectors. It is a fact that there existed debates on how to build and make perfect such a supervision system during the formulation of the first-ever securities law in China. What the supervision mechanism

should be? What are the name and legal status of the supervision body? What are the functions of such a body? How such a body should operate? What are the duties and responsibilities? And how to bring this body under supervision and so on?

The establishment of a standardized and complete securities market supervision system can strengthen the effective supervision of the market, supervise and guide the market participants to act in accordance with the law and bring the market to operate in a standardized way. This should be the fundamental measure to guard against and avert the market risks.

In this paper, the establishment and perfection of a securities market supervision system in China has been explored in – depth and systematically. The discussion is based on the background of China' s entry into WTO and the consideration of the Chinese securities market as a new and transitional market.

The securities market supervision system is referred to as the supervision body and its standardized operation mechanism in the securities law. It includes the definition of the supervision main body, the object body, supervision contents and objectives, the establishment and perfection of the supervision system and the selection of the supervision pattern. Where there exist the securities markets, there should exist corresponding supervision systems.

The securities market supervision is in general composed of legal supervision, administrative supervision and self – discipline supervision. In this paper the focus is put on the supervision system for a new and transitional securities market in China. This topic has not yet been explored in a full – scale, systematic and in – depth manner in the publicly published literature up to now. The opinions on such a supervision system differ greatly from each other due to the difference in market maturity. So do the countermeasures proposed. In this paper, it is argued that the resources allocation in the securities market should abide by the law of the market, letting the market have it full play. Nevertheless, due to the fact that the market may fail to an extent, the government' s supervision on such a market is necessary. On the other hand, the regulation and rules may fail to an extent as well, the supervision should not be so unduly. In such a securities market as in China, unduly supervision and inadequate supervision exist simultaneously, which is a prominent characteristic of this market in a transitional period.

This paper is a study on the Chinese securities market supervision system in the

transitional period and the theme of it is how to bring this market on to the development expressway. The study approaches are a combination of theoretic research and case studies, a combination of historical and realistic analysis and a combination of qualitative and quantitative assessment. Proceeding from analyzing the general theories, this paper first tries to answer 'what the securities market supervision should be'. Then attempts are made to answer the question 'what it is'. With case studies, the status quo of Chinese securities market supervision, the existing problems and their causes have been explored and the present state of the Chinese securities market supervision has been disclosed. Finally, by taking reference to the experience and lessons in securities market supervisions in the developed countries and for the mature markets, the effective supervision pattern for the Chinese securities market has been explored by considering the actual characteristics and the realistic environment of the Chinese market. Specific policy suggestions and countermeasures have been proposed with a view to answer the question of 'how to do it'.

This paper is composed of seven chapters.

The first chapter is the introduction. The study background and the significance of this study, the definition of related concepts, a review of the theories and literature, study approaches, the contents and the structure of this study have been briefly described.

The second chapter discusses on the basic theories for securities market supervision. The relation between the market and the government and the relation among the market, the government and the supervision have been addressed.

In the third chapter, the supervision main body, the supervision object and the supervision objectives are discussed. Proceeding from discussing the basic content of the securities market supervision system, the author has argued that a clear-cut definition of the supervision main body and the supervision object is a precondition for the establishment of a securities market supervision system.

The rules for securities market supervision have been discussed in the fourth chapter. At first several theories for assessing the efficiency of the securities market have been briefly described. Then the causes for the loss in efficiency have been analyzed. Finally the consequences of such a loss and the supervision orientation have been explored.

In the fifth chapter a review of the supervision patterns and contents of interna-