

现代资本市场研究丛书

证券监管的 经济学分析

张慧莲 著

ZHENGQUAN
JIANGUAN DE JINGJIXUE FENXI



中国金融出版社

现代资本市场研究丛书

证券监管的经济学分析

张慧莲 著



中国金融出版社

责任编辑：古炳鸿

责任校对：刘 明

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

证券监管的经济学分析 (Zhengquan Jianguan de Jingjixue Fenxi) / 张慧莲著. — 北京：中国金融出版社，2005. 10

(现代资本市场研究丛书)

ISBN 7 - 5049 - 3856 - 4

I. 证… II. 张… III. 证券交易—资本市场—监督管理—经济分析 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 123403 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京金星印务有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 7.5

字数 219 千

版次 2005 年 10 月第 1 版

印次 2005 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—2500

定价 18.00 元

如出现印装错误本社负责调换

目 录

0 导言	1
0.1 问题的提出和选题的意义	1
0.2 研究的理论背景	3
0.3 本书的思路和结构	4
1 西方经济监管理论发展综述	7
1.1 传统经济学关于政府管制经济的早期理论	7
1.2 法经济学对政府监管的早期研究	14
1.3 监管理论近年来的发展	17
1.4 对三类国家中监管问题的研究	22
本章小结	25
2 投资者保护的经济学分析	27
2.1 投资者保护与法律起源	27
2.2 投资者保护的经济学分析	33
2.3 提高投资者保护的基本原则与可行路径	40
本章小结	45
3 内幕交易的经济学分析	46
3.1 内幕交易监管的三个基本原则	47
3.2 内幕交易与公司管理者补偿	51
3.3 内幕交易对股价波动性和股市流动性的影响	54
3.4 内幕交易对股价效率的影响	55
3.5 内幕交易与股价操纵	57
3.6 内幕交易的财富效应	58

3.7 内幕交易的噪声理性预期均衡模型	61
3.8 世界主要国家关于内幕交易的法律法规	63
本章小结	68
4 信息披露的经济学分析	77
4.1 信息披露的理论依据	77
4.2 现代资产组合理论、有效资本市场假说与信息披露	81
4.3 强制信息披露的理论依据	83
4.4 审计师和中介机构在信息披露中的作用	88
4.5 管理者的自愿信息披露问题	90
4.6 信息披露对资本市场的影响	97
4.7 影响公司信息披露研究的其他因素	100
4.8 美国证券市场信息披露监管的演变与启示	102
本章小结	105
5 证券监管的效果和激励	107
5.1 对新股发行监管效果的研究	107
5.2 对信息披露监管效果的分析	119
5.3 内幕交易监管效果分析	126
5.4 监管者俘获与激励问题	128
本章小结	138
6 中国证券市场的监管与发展	140
6.1 中国证券监管组织和法制建设的演变	140
6.2 中国证券监管的现状与分析	149
6.3 中国市场监管效果的初步实证分析	162
6.4 中国证券监管中存在的主要问题和原因分析	176
本章小结	187

附录：国际证券委员会组织 1998 年发布的《证券监管的 目标和原则》的主要内容	191
参考文献	207
后记	227



导 言

0.1 问题的提出和选题的意义

1. 问题的提出和选题的意义

近些年来，证券市场的话题在我国成为热点，有关投资者保护和加强监管的呼声日趋高涨。国内学者不断撰文发表看法，提出政策建议。但是我们发现那些多年以前就提到的一些问题仍然在重演，投资者保护的整体状况并不见明显好转，监管中的许多漏洞时时被媒体抓住炒作一番。这就提出一个问题，为什么我国证券市场上投资者的地位得不到提高，监管中到底是哪些因素在影响监管者执法的效果和水平？结合我国转型经济的特点，不难想像，证券市场作为经济转型时期制度安排的一个重要组成部分，不可避免地根植于我国特殊的政治、经济国情中，由此产生的种种问题和困难也就离不开这样的大背景。而目前学者们所提出来的政策建议大部分没有被采纳可能说明这些政策建议实施起来有一定的难度，或者说这些理论研究并没有能够拉近理想与现实之间的距离。

另一方面，如果我们眼睛向外，就可以发现，西方许多国家的证券市场起步比我们早，他们的经济也比我们发达，他们是不是也有同样发达的证券市场呢？LLSV（1998）等人的研究证明，不同的发达

国家，证券市场发展的程度相差很大。他们通过对法律起源的分析发现，是外部投资者保护的状况而不是经济发达的程度决定了证券市场的发展程度。那么，又是哪些因素影响到投资者保护的状况呢？显然，保护投资者的主要渠道是法律途径。进一步地，如果认为投资者保护的状况取决于法律制度的建设，那么是不是简单的法律移植就能够解决问题呢？目前，有关这个问题的理论分析凤毛麟角，但从转轨国家的实践情况来看，效果已经打了折扣，这说明在立法之外还有其他因素在起作用。

此外，对于监管而言，如果我们只是简单地谈及监管，而不对监管的具体对象进行分类，可能遇到无法逾越的障碍。就拿金融监管而言，如果就论金融监管而不对间接融资市场（主要是银行业）的监管和直接融资市场（主要是证券市场）的监管进行分门别类，可能会发现许多应用于银行业监管的办法不能直接拿来用到对证券业的监管上。这不仅是因为这两个市场使用的金融工具相差很大，而且因为在这两个市场上参与的主体不同。在银行信贷市场上，监管的对象主要是数目有限的金融机构；而在证券市场上，监管的对象除了经纪人公司、审计师和金融分析师之外，主要是极为分散、背景差异极大的上市公司。同时，这两个市场所面对的风险类型也不一样。银行业自身所具有的脆弱性容易招致系统性风险，而证券市场上的风险主要还是非系统性风险——它产生的系统性风险至少是不明显的。

无论是在国内还是在国外，相对于银行业监管的研究而言，对证券监管的系统研究仍然很欠缺。这既包括对证券监管的目标、原则和意义方面的研究，也包括对证券市场具体监管措施，如信息披露、内幕交易等问题的深入研究。因此，本文研究的目的是尽量吸收现有国际国内相关文献的思想精华，构筑一个用经济学方法分析证券监管的框架，并在运用已有理论和观点的基础上，对我国证券监管的实践做一次初浅的经济学分析尝试。

0.2 研究的理论背景

监管问题是一个涉及政治、法律、经济等诸多方面的复杂问题，在历史上，不同领域的学者提出的监管思想与各国具体的监管实践交叉推进，形成了一幅非常生动的经济监管史画卷。本书的文献回顾将从经济学有关监管的理论发端开始，最后回归到近年来学者们在监管理论方面的新思想、新成果。

西方学者对监管问题的理论研究和观点散见于大量不同时代、不同流派的文献中，既有传统经济学在讨论政府与市场关系中所发掘出来的政府经济管制思想，又有法经济学在对公共执法和私人执法认识中产生出来的监管思想；既有把政府监管者视为公共利益代表者，进而认为政府监管对社会福利最大化有益的理论，又有把监管者视为具有自利目的的经济人，可能会被自己的监管对象所俘获，进而否定监管的理论。从研究的方法来看，既有规范分析，也有实证分析；而且这两方面常常相互促进：当实证分析发掘出监管的实践与人们的理想目标不一致时，规范分析提出新的解释——监管工作在新的理论的推动下，改进具体的监管措施——实证分析检验监管的实际效果，并发现需要解决的问题——进一步推动监管理论的新发展。

在传统经济学方面,监管理论的最初观点主要来自于福利经济学的公共利益论,认为监管者是代表社会公众利益、处理市场失灵的国家机构。此后,当学者们将目光转向监管决策的具体过程时,对监管者是否做了他们应该做的事情产生了怀疑。一些学者对政府管制所造成的垄断问题从多方面进行了抨击,提出了利益集团论和监管俘获论。他们认为监管者是代表特殊利益集团的,最终将被监管对象所俘获。监管经济学则将监管视为一种产品,有供给也有需求。监管的需求来自于不同的经济利益集团,供给则来自于鼓励竞选捐赠和收受贿赂的政客们。

法经济学的早期代表人物基本上认为监管是不必要的，因为经济合同如果能够设计到最优，就能够约束违约的一方，使其回到遵守合

同和法律的轨道上来。他们还认为,监管是政治的产物,是利益集团到立法者那里活动的结果。近年来,法经济学对金融市场监管的基本观点还是认为监管者的用处不大,但保护投资者的法律本身是重要的。但他们也注意到,诉讼成本和搜集证据的成本可能会影响监管者与法庭的力量对比。

近二十年来,监管理论研究取得较大进展。斯蒂格利茨通过对信息不对称和市场失灵普遍存在的分析,指出了监管普遍存在的理由,这既是对福利经济学公共利益论的进一步发展,又对存在严重信息不对称的领域,如金融市场的监管具有重要的理论指导意义。另一方面,在自然垄断产业监管方面,最大的进展可能要数激励监管理论。这种理论将监管问题理解为委托—代理问题,在博弈论、信息经济学、制度经济学等的推动下,为自然垄断产业的监管问题开出了新的药方。在最近几年的时间里,监管理论又有两项研究成果值得回味:一是监管者激励理论,二是不完备法理论。前者认为,监管者比法庭更容易被激励去搜集证据。在取证成本比较高、需要激励才能完成时,监管者比法庭有比较优势。后者认为,法律本身是不完备的,无法穷尽所有未来违法的事件并作出详尽的规定,所以需要将剩余立法权进行分配,而由于监管者相对于法庭而言具有主动执法的优势,将剩余立法权分配给监管者比分配给被动执法的法庭更优。

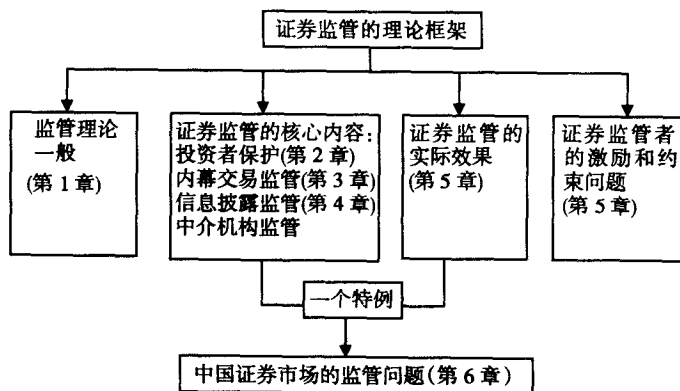
最后,近年来学者们还对三类国家(发展中国家、新兴市场经济国家和转型经济国家)的监管问题产生了极大的兴趣。他们的研究表明,这三类国家普遍存在监管失灵的现象,这是因为这些国家忽略了其经济和法律制度与发达国家之间存在的巨大差异,简单地移植了发达国家的法律和制度,却未能解决这些国家目前所面临的问题。他们甚至还为这些国家提高监管工作的效率提出了一些建议。

0.3 本书的思路和结构

世界各国的证券市场无论存在多大差异,其监管所应遵循的基本

目标和原则应该是有共同之处的。本书在回顾了西方监管理论的发展之后，以国际证券委员会发布的《证券监管的目标和原则》为例，提供了一个确定证券监管目标和原则的蓝本。在国际证券委员会的《证券监管的目标和原则》中，证券监管的核心目标被定为：保护投资者，确保市场公平、高效和透明，减少系统性风险。显然，其中最核心的是保护投资者的目标。因为证券市场的系统性风险相对而言不是很明显，而确保市场的公平、高效和透明的目的也是要保护投资者。从经济学上分析投资者保护的意義，不仅仅限于分析投资者保护的狀況对金融市场发展的影响，更重要的可能还是分析金融市场的发展对一国经济增长水平的影响。保护投资者的具体措施很多，首先应该是有保护投资者的法制建设。其次，应该是有限制内幕交易和强制信息披露的监管，以及对证券市场中介机构的监管。最后，监管的实际效果应该是可以检验的，对监管者自身也可能存在激励和约束的问题。在对这些问题已有的研究成果进行总结时，对研究方法给予适当的关注是必要的。将这些问题一一梳理之后，可能对认识和分析我国证券市场监管的具体情况具有启发意义。最后，本书以我国证券市场监管为落脚点，分析一些主要问题及其原因。

按照上述思路，本书共分为7章。第1章回顾和评述西方经济监管理论，第2章是对投资者保护的经济学分析，第3章和第4章分别是对内幕交易和信息披露监管的经济学分析，第5章是证券监管的效



果和激励分析，第6章是中国证券市场的监管与发展。

本书试图构筑一个用经济学方法分析证券监管问题的基本框架，这个框架由监管理论、监管的实际效果和监管者的激励，以及证券监管的三个核心内容——投资者保护、内幕交易监管和信息披露监管组成（见图）。

由于篇幅有限，本书不能涉及证券监管的所有方面，例如证券监管者的约束问题以及市场中介机构监管问题，只能留待以后研究。

1

西方经济监管理论发展综述

监管所涉及的领域是多方面的，从历史上来看，监管问题吸引了来自不同领域的学者们，他们从各自独特的专业背景、历史时代和具体国情出发所展开的研究在今天看来仍然非常丰富。

对于政府监管经济的研究，既有理论经济学的不断探索，也有专门的监管经济学的分析，还有从法经济学和制度经济学的视角展开的争论。被政府实施经济管制^①的行业早期主要集中在自然垄断性质的行业（如有线通信、电力、铁路运输等）上，以后逐渐发展到存在严重信息不对称的领域（如金融业）。本章对早期关于政府管制经济的理论渊源和最近理论界多角度、多层次的研究成果进行回顾与述评。

1.1 传统经济学关于政府管制经济的早期理论

1.1.1 福利经济学与公共利益论

早在 19 世纪末，瓦尔拉在提出一般均衡理论时，就意识到现实

^① 监管和管制在中文里的意思有所不同，但对应的英文都是 regulation，详细说明见龙超：《证券市场监管的经济学分析》，12~15 页，北京，经济科学出版社，2003。本书不严格区别。

中可能存在各种阻碍市场机制发挥作用的因素，因而主张国家对经济进行干预和监管。但一般认为，从 20 世纪 30 年代到 70 年代，监管理论的主流起源于福利经济学的公共利益论。庇古的福利经济学的主要思想是，收入分配的边际效用递减规律和私人生产可能产生负外部性。由于收入分配的边际效用递减，庇古认为，在国民总收入一定的情况下，将富人的一部分收入转移到穷人身上可以使社会总体福利增加。负外部性意味着私人不正当地侵占了社会的福利，应该由政府对个人征收相当于其外部损害的“庇古税”。庇古认为个人的经济福利是可以计算的，个人经济福利加总形成社会经济福利。因此，根据庇古的理论，政府的经济政策和措施只要能够满足增加社会总福利这一标准，就是可取的。

与庇古的标准不同，帕累托提出的标准（即帕累托最优）不仅要求政府的经济政策和措施满足增加社会总体福利，而且还必须保证没有一个人的福利状况会因此变差。然而，在现实中能够满足帕累托最优标准的情形少之又少。此后，英国的经济学家尼古拉斯·卡尔多和约翰·希克斯对这一条件进行了修正，提出如果获益的一方对受损的一方进行补偿能够使双方福利水平提高，则有可能实现增大社会总体福利水平的帕累托改进。这被称为卡尔多—希克斯补偿检验，它将潜在的帕累托改进变成了现实的帕累托改进，从而为政府监管拓宽了理论基础。

这些理论认为市场机制在某些领域并不具备效率，或者说市场失灵了，而政府是仁慈的，有能力而且有必要作为社会公共利益的代表加以干预和纠正，否则，社会的总体福利将受到损失，所以，这一时期的观点被称为公共利益论。政府的角色是“扶持之手（helping hand）”。公共利益论认为监管的基本出发点首先就是要维护社会公众的利益，而社会公众利益的高度分散化决定了只能由国家授权的机构来履行这一职能。所以，政府为了解决市场失灵和外部性问题而采取干预措施。

公共利益理论产生于 20 世纪 30 年代的资本主义经济危机。这场危机为经济学提供了一系列市场不完全性的充分证明，自由主义的思想 and 理论也随之受到挑战。政府对经济的干预和管制思想逐渐受到青

睐也就不足为奇了。但这一理论只提供了一个原则性的框架,它暗含着这样一种思想,即监管是高效的,市场失灵是监管的惟一理由。

1.1.2 对政府监管职能的质疑和监管经济学的产生

从20世纪50年代到70年代中后期,一方面,政府监管事实上不断加强;另一方面,对政府监管经济的质疑也在增加。西方学者们开始把注意力从研究市场失灵转向决策的具体过程,尤其是公共政策的制定过程。“对监管者是否真正做了它应该做的却越来越引起人们的怀疑”(Peltzman, 1976)。

1. 对政府监管职能的质疑。这方面最有影响的主要有阿罗的不可能定理,以布坎南和塔洛克等为代表的公共选择理论,斯蒂格勒等人的利益集团论,以及夏特夫的俘获论等。

(1) 阿罗的不可能定理。庇古认为个人的经济福利是可以计算的,个人经济福利加总形成社会经济福利。但是,阿罗(Arrow, 1951)在1951年发表的《公共选择和个人价值》中提出了一个全新的社会福利函数,认为经由个人的偏好次序推出社会(或集体)的偏好次序是不可能的,即不存在一种把个人偏好加总为社会偏好的理想方法(罗杰·巴克豪斯,1992)。照此,政府的经济政策或对经济的监管在理论上是不可能达到社会福利最大化目标的。

(2) 哈伯格和莱本斯顿的监管社会成本分析。对由于政府管制所造成的垄断经营及由此招致的社会福利损失是20世纪50~60年代经济学界讨论的一个热点。1954年,哈伯格(A. C. Harberger)在《美国经济评论》发表了《垄断与资源配置》一文,认为垄断所造成的消费者净损失超过了垄断厂商所获得的垄断利润,其差额是社会福利的净损失。

1966年,莱本斯顿(Harrey Leibenstein)也在《美国经济评论》上发表了题为《配置效率与X效率》的文章,进一步认为,即使是垄断利润也会由于政府管制所导致的企业效率下降而消失(龙超,2003)。

(3) 公共选择学派的监管观。公共选择理论从经济学最根本的“经济人”假设入手,把政治舞台看成一个经济学意义上的交易市场,广大的选民或纳税人是政治产品的需求者,政治家、官僚和党派

则是供给方。他们的行为遵循效用最大化规则，公众的利益有可能是手段而未必总是目的^①（丹尼斯·缪勒，1993）。

公共选择学派的先锋人物塔洛克（Tullock，1967）认为，政府管制经济会导致经济主体的经济行为发生扭曲，产生寻租、设租、避租和护租等大量非生产性行为，从而导致社会资源的浪费和社会成本的巨大损失。所以，政府监管的引入可能导致利益输送及租金的产生，进而在全社会范围内产生非生产性的寻租行为，招致社会福利的损失。

（4）利益集团论。1964年，斯蒂格勒对美国证券交易委员会（Security Exchange Commission，SEC）的作用提出了质疑（Stigler 1964），认为SEC的监管在很多方面实际上干扰了市场机制的正常发挥。他的论文在当时引起了激烈的争议。斯蒂格勒在其随后的文章中认为，“管制通常是产业自己争取来的，管制的设计和实施主要是为受管制产业带来的利益服务的”（Stigler，1971）。他认为一个产业（或者职业）能够从国家那里谋求到的政策主要有四种：直接的货币补贴、限制新竞争者的进入（营业许可或者保护关税）、限制替代品和服务的生产或者鼓励补充品和服务的生产、价格管制等。因此，政府监管是某些利益集团牟取独特利益的需要，而绝非社会公共利益。所以大多数管制会带来市场效率的低下和社会福利的损失。佩兹曼（Peltzman，1976）进一步探讨了利益集团争取自身利益的博弈均衡是如何决定政府监管供应的。所以，这一派的观点也被称为利益集团论。法经济学的重要代表人物之一波斯纳（Posner，1974、1998）和斯蒂格勒、佩兹曼持基本相同的观点。他认为，现实中之所以会有监管机构，都是利益集团到立法者那里活动的结果。他认为监管是政治的产物，从而反对政府监管。

这一派的观点主要集中在芝加哥大学，所以又被称为芝加哥学派，其典型逻辑可以归结为三句话：市场本身可以解决大多数失灵问题；少数失灵可以由私人诉讼解决；即使市场和法庭不能解决所有问题，监管也不见得奏效。所以，他们强调法庭的作用，认为监管者可

^① [美] 丹尼斯·缪勒：《公共选择》，中文版，上海，上海三联书店，1993。

以被俘获，但不认为法庭也会被俘获。

(5) 夏特夫的监管俘获论。1978年，夏特夫(Chato, 1978)构建了一个关于监管的生命周期模型。该模型的基本假设认为，监管机构是某些消费者团体或者公众在共同利益的驱使下，通过成立短暂的同盟并迫使立法机关立法成立的、旨在保护自身利益的机构。监管机构在其生命周期中，力量逐渐被监管对象成功地削弱并最终反被置于被监管者的影响之下(即被俘获)，而无法始终如一地对监管对象实施积极的监管。

公共选择论、利益集团论和俘获论均认为监管者的出现是不同经济利益集团争斗的结果，是为特殊利益集团服务的工具，从根本上否定了监管的公共利益论。其对法庭解决市场失灵的想法受到了科斯的启发。根据科斯(Coase, 1960)定理，在产权定义明确、功能良好的市场经济中，只需要法律和法庭就能够解决社会损害问题。在这样的世界里，监管是不必要的。但实际上科斯的推理并不一定隐含着纯粹私人诉讼更优的观点，因为当存在市场和政府失灵的情况下，交易成本才是决定监管和诉讼哪个能更好地解决问题的依据。

上述理论的积极意义在于突破了以往仅仅从市场失灵需要监管的角度出发对监管进行研究，转向了对监管者实际行为和动机的考察。但是，其理论缺陷也是很明显的，即过于迷信市场和法庭的力量。市场失灵是被经济学家反复证明的事实。近年来，经济学家们还发现，由于富人和权势阶层拥有更多的资源可以影响司法实践，或者出于对政府的依赖，法庭无法理所当然地被理解为保证社会良好秩序的有效机制。另外，这些理论也无法解释我们今天看到的现象。今天我们的生活越来越富裕，但政府监管的范围和强度也明显增加了，从技术标准、价格标准到安全规范，几乎无所不包。

2. 监管经济学的诞生及其主要内容。1971年斯蒂格勒发表《经济管制论》，首次运用经济学的基本范畴和标准分析方法来分析监管的产生，解释监管活动的实践过程，从而开创了监管经济学(regulation economics)理论。此后，佩兹曼(1976)和贝克(Becker, 1983)在斯蒂格勒的基础上进一步发展了监管经济学。