

总 编◎徐鸿武 张占斌

中外政府管理比较丛书

中外政府 证券管理比较

ZHONGWAI ZHENG FU
ZHENG QUAN SHI CHAN
GUAN LI BI JIAO

马小芳 等著



国家行政学院出版社

中外政府证券管理比较

马小芳 等著



国家行政学院出版社

图书在版编目(CIP)数据

中外政府证券市场管理比较/马小芳等著. —北京:国家行政学院出版社, 2011.
ISBN 978-7-5150-0197-5

I. ①中… II. ①马… III. ①证券市场—市场管理—对比研究—世界
IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 258320 号

书 名	中外政府证券市场管理比较
作 者	马小芳 等著
责任编辑	吴蔚然
出版发行	国家行政学院出版社 (北京市海淀区长春桥路 6 号 100089) (010)68920640 68929037 http://cbs.nsa.gov.cn
编辑部	(010)68928873
经 销	新华书店
印 刷	北京金秋豪印刷有限责任公司
版 次	2012 年 10 月北京第 1 版
印 次	2012 年 10 月北京第 1 次印刷
开 本	650 毫米×980 毫米 16 开
印 张	17
字 数	261 千字
书 号	ISBN 978-7-5150-0197-5/F·061
定 价	42.00 元

本书如有印装质量问题,可随时调换。联系电话:(010)68929022

《中外政府管理比较丛书》总序

国家行政学院原常务副院长

魏礼群

《中外政府管理比较丛书》(以下简称《丛书》)经过作者们的长期学术积累和勤奋努力,今天和读者见面了。这是一项重要的研究成果,值得称道和庆贺。

邓小平曾经指出:“社会主义要赢得与资本主义相比较的优势,就必须大胆吸收和借鉴人类社会创造的一切文明成果,吸收和借鉴当今世界各国包括资本主义发达国家的一切反映现代化生产规律的先进经营方式、管理方法。”(《邓小平文选》第三卷第373页)该《丛书》以中外政府管理的视角,从比较中精选,从实践中探求规律,为提高我国政府管理水平提供智力支持,这无疑是行政理论研究者的一项重要任务。

该《丛书》具有以下优点和特点:

第一,视野开阔,资料新颖。该《丛书》放眼世界,追踪研究外国尤其发达国家的新做法、新动向、新趋势,研究吸收外国政府管理的文明成果,为我国加强和创新政府管理提供有益启示。

第二,探索规律,着眼未来。该《丛书》研究政府管理一般规律,致力于解决面临的共同矛盾和问题,体现前沿性、前瞻性,既服务于现实问题的解决,又放眼于未来的发展。

第三,简明生动,可读性强。该《丛书》文字简明,通俗易懂,突出典型案例,突出量化数据,以增强可读性、可信度和说服力。

该《丛书》选题符合国家行政学院的性质与任务,对促进教学、科研、咨询三位一体的全面发展,建设国际一流的行政学院,将会发挥积极

作用。

中外政府管理内容十分广泛,此次出版内容仅是这一重大课题研究成果的一部分,也仅是一个阶段性成果。希望作者以坚强的毅力把这方面研究继续下去,以期取得更好更多的成果,为深化我国行政体制改革,建设现代化政府作出更大的贡献。

前 言

我国“十二五”规划指出：“大力发展金融市场，继续鼓励金融创新，显著提高直接融资比重。拓宽货币市场广度和深度，增强流动性管理功能。深化股票发审制度市场化改革，规范发展主板和中小板市场，推进创业板市场建设，加快发展场外交易市场，探索建立国际板市场。积极发展债券市场，推进债券品种创新和多样化，稳步推进资产证券化。推进期货和金融衍生品市场发展。促进创业投资和股权投资健康发展，规范发展私募基金市场。完善金融监管体制机制，加强金融监管协调，健全金融监管机构之间以及与宏观调控部门之间的协调机制。完善地方政府金融管理体制，强化地方政府对地方中小金融机构的风险处置责任。强化对系统重要性金融机构的监管。参与国际金融准则修订，完善我国金融业稳健标准。加强与国际组织和境外监管机构的国际合作。维护国家金融稳定和安全。”可以说，证券市场监管是金融监管的重要组成部分，政府对证券市场的监管主要是由证券业的特殊属性所决定的，即证券业是一种具有“公共性”、“社会性”的产业；证券市场的负外部性导致证券市场失灵；证券业是一种高风险行业，具有内在的不稳定性；证券市场在社会生活中居于重要地位。

第一，证券业是一种具有“公共性”、“社会性”的产业。证券市场的公共产品特性主要表现在：一个稳定、公平和有效的证券市场带来的利益为社会公众所共同享受，无法排斥某一部分人享受此利益，而且增加一个人享用这种利益也并不影响生产成本。在证券市场上，一方面，所有拥有企业股票的投资者都是企业的股东，而一个企业的股东可能成千上万，那么对企业经营运作的监督就成了股东之间的公共产品。个别股东对企业

进行监督的成本独自承担,其他股东存在搭便车行为。另一方面,对证券经营机构、中介、咨询机构的监督,对整个市场参与者来讲,也同样是公共产品。因此,证券市场对整个社会经济具有明显的公共产品特性。在西方市场经济条件下,私人部门构成证券体系的主体,政府主要通过外部监管,提供诸多方面的公共产品以弥补市场的不足,保持证券体系的健康稳定。

第二,证券市场的负外部性导致市场失灵。这是指投资者投机行为的动机完全是自身的利润最大化,一旦出现股价崩溃的兆头,他们会集体抛售,造成市场狂泻。他们并不会考虑其行为对实体经济的影响,而实际上,股票价格的膨胀一崩溃往往会导致金融机构的破产倒闭,以及其连锁反应将通过货币信用紧缩破坏经济增长的基础(Michael D. Bordo and Olivier Jeanne, 2002)。按照福利经济学的观点,外部性可以通过征收“庇古税”来进行补偿,但是由于金融活动具有巨大的杠杆效应——个别金融机构的利益与整个社会的利益之间存在严重的不对称性,显然使这种办法苍白无力。最终,这些行为对实体经济产生了破坏,引起资源配置的不当。另外,科斯定理从交易成本的角度说明,外部性也无法通过市场机制的自由交换得以消除。因此,需要一种市场以外的力量介入,从而限制金融市场的负外部性影响。

第三,证券业是一种高风险行业,具有内在的不稳定性。证券市场具有一般市场所没有的、由市场特性和市场结构所决定的内生的不稳定性。众所周知,证券市场是每时每刻都在变动的市场,其正常波动正是吸引众多投资人的魅力所在。但是超过一定的度,就会影响投资人的正常利益,影响证券市场的健康发展,甚至影响整个经济的稳定。首先,过度投机是证券市场较为可能存在的现象,也是高风险的体现。由于证券交易的内在特殊性,投机行为在相当程度上根源于并不一定理性的心理预期,同时又伴有一般商品市场难以比拟的强烈示范效应,由此引起的连锁反应常常导致证券市场价格扭曲,出现暴涨暴跌,价格信号失真,进而抑制资源的有效配置,并且在相当长的一段时期内无法恢复到均衡水平。其次,证券市场容易为少数人所操纵。证券市场是信息经济的重要场所,信息的全面、及时、有效对于证券而言即意味着价值。但是,信息不对称和不完全是证券市场自身的缺陷。少数人利用预先获得的信息进行内幕交易或

操纵市场,从中牟取暴利,而广大的中小投资者虽人数众多,但较为分散,很难协调一致对抗少数人的市场操纵。另外,证券市场的虚拟化加大了风险。与以实物贸易为主的传统商品市场不同的是,证券市场建立在信用制度的基础之上,其交易品种是虚拟的,因此,理论上证券市场的交易量可以无限放大,并且随着高科技在证券业的广泛应用,这些交易可在瞬间完成。巨大的交易规模、资金流动和迅速完成的交易速度本身就蕴藏巨大的风险。因此,证券市场的自身特性亟须政府通过干预来抑制过度投机、制止市场操纵,减少系统性风险,以使市场保持相对稳定。作为市场有机部分的证券市场,同样存在市场失灵,并且,由于证券市场面临更大的风险因素和不稳定性,一旦失控将对社会造成极为严重的后果。为保护投资者的利益,充分发挥证券市场的功能,促进经济的持续稳定发展,证券监管势在必行。

第四,证券市场在社会生活中居于重要地位。首先,证券市场处于国民经济的核心,证券业涉及面非常之广。单从主体上来看,上市公司、中介机构、广大投资者以及监管机构,涉及社会方方面面。其次,证券活动已受到全社会的普遍关注。无论是电视、广播、报纸,还是网络、证券始终是中心内容、焦点问题。可见,证券已经深入我们生活的每个角落。再次,风险一旦爆发,必然造成社会经济巨大的震荡,从而引发国家的经济危机甚至政治危机,这必将极大地破坏生产力,影响社会的进步和人们的安居乐业。

改革开放以来,我国经济和社会发生了深刻变革,社会主义市场经济体制初步建立并不断完善。1979年到2010年,我国的国内生产总值(GDP)年均增长率达到9%以上,经济成长为世界第二大经济体,综合国力跻身世界前列。在这一发展过程中,我国资本市场萌生、起步、发展,通过各个方面的共同探索和努力,走过了一些成熟市场几十年,甚至是上百年的道路,逐渐成长为一个在法律制度、交易规则、监管体系等各方面与国际通行原则基本相符的资本市场,为世界所瞩目。

中国资本市场的发展得益于中国经济和金融体系的改革,随着资本市场各项功能逐步健全,它也推动了经济和金融体制的改革,引领了一系列经济和企业制度的变革,促进了国民经济的增长,对中国经济和社会发展的影响日益增强。

资本市场逐渐成为中国经济资源市场化配置的重要平台。上市公司日益成为中国经济体系的重要组成部分。截至 2010 年底,上市公司市值达 18 万亿,相当于占 GDP 的比重已经超过 46%。宝钢、中石化、工商银行、中国人寿、中国平安、中国石油、大秦铁路等规模大、盈利能力强的企业日益成为资本市场的骨干力量;同时,上市公司的行业布局日趋丰富,产业结构由以传统工商业为主转向以制造业、电信、电子、能源、石化、金融、交通等基础和支柱产业为主的新格局,资本市场对国民经济的支持作用逐步显现。

资本市场融资和资源配置功能逐步发挥,推动了企业做大做强。资本市场为企业拓宽了外部融资渠道,改变了其原来单纯依赖银行贷款和财政拨款的局面,在一定程度上降低了企业的负债率,至 2010 年底,境内资本市场累计为企业股票融资约 3.5 万亿元,债券融资 2.4 万亿元。同时,资本市场加速了资源向优势企业集中,增强了企业的核心竞争力,推动了一批企业的壮大,并促进了机械制造、金融、电子、能源、钢铁、化工等行业的发展。此外,资本市场有力地推动了企业重组和产业结构调整,从而促进了国有资产的保值增值,并为民营企业的发展提供了广阔的空间。

资本市场的发展促进了企业的价格发现和价值重估。在资本市场出现之前,中国企业缺乏有效的定价机制,估值通常基于企业的净资产,没有公开有效的平台让更广泛的投资者参与竞价,因而难以取得与企业价值基本相符的价格。在资本市场上,企业的价值主要由其未来盈利能力而非净资产决定。未来盈利能力越强,预期产生的现金流越大,企业的价值就越高,由此确立的企业价值往往数倍甚至数十倍于企业的净资产。过去十几年,中国资本市场的发展使得大量中国企业得到了价格发现和价值重估。

可以说,资本市场的发展带动了股份制公司在中国的普及,推动了现代企业管理制度在中国经济体系中的确立,完善了相关的法律制度和会计制度,并促进了中国社会信用体系的逐步建立。同时,资本市场开始进入中国社会的千家万户,财富效应初步显现,理财文化悄然兴起。

但是,我们必须清醒地认识到,目前中国资本市场的基本特征仍然是“新兴加转轨”,整体发展水平仍然处于初级阶段:整体规模偏小,直接融资比例较低,股票、债券市场结构失衡;市场机制不够完善,市场运行效率

不高;上市公司治理水平有待提高;证券公司综合竞争力较弱;投资者结构不合理,机构投资者规模偏小,发展不平衡;法律和诚信环境有待完善,监管有效性和执法效率有待提高。尽管自由主义的“守夜人”理论和凯恩斯主义的“看得见的手”理论对证券市场的管理模式一直有着不同的争论,但 20 世纪证券市场的管理实践证明,干预性管理模式符合对证券市场的管理,这也是由证券市场自身独有的一些特征所决定的。证券市场与传统其他市场比起来,在市场失灵等诸方面,更加敏感,影响范围也相对更大,因此,世界上实行市场经济的许多国家和地区越来越多地采用凯恩斯主义的干预模式来管理证券市场。即使是自律式管理体制的英国,也逐渐转向自律与监管的结合,强调政府监管之重要。

纵观证券监管理论的发展,是无法脱离当时环境下的经济学发展背景的,也就是说,在当时经济学的发展背景之下,才平行地产生出相关的证券监管理论。事实上,证券监管理论是作为经济学理论的一个分支,一直是与主流经济学平行或接近平行发展的。证券监管理论的发展,与经济学理论发展的情况一样,是以“危机”来作为转折点,且往往带有一定的滞后性,主流经济学的观点转变,往往是在重大危机之后。我们来看成熟市场经济国家证券管理的发展阶段,基本上可分为三个阶段:第一个阶段是混业经营与集中监管阶段;第二阶段是分业经营分业监管阶段;第三阶段是金融再度混业经营下的监管体制变革阶段。可以说,成熟市场经济国家的证券管理走过了上百年的漫长道路,无论从证券监管的理论发展到证券监管的实践运行都会给我国的证券监管提供很多宝贵的可借鉴的经验。

正是出于这样的考虑,本书选择了证券市场监管中几个最重要的领域,包括股票市场监管、债券市场监管、投资银行监管、金融衍生工具监管、私募股权基金和对冲基金等另类投资的政府监管、主权财富基金监管等,分别介绍了成熟的市场经济国家、新兴工业化国家以及我国在证券市场监管方面的历史沿革、现状和改革措施等,在此基础上进行中外对比研究,找出外国证券市场监管的成功经验对于中国证券市场监管与发展的启示和借鉴。

本书系统而全面地研究和介绍了国外证券市场监管的历史沿革、发展现状及特点、最新的改革动向,同时运用最新的数据资料和研究成果,

着眼于国外最新的发展动态;力求清晰完整而准确地介绍国外的做法和经验教训,着眼于比较和借鉴的研究。本书对金融危机后各国尤其是成熟市场经济国家对证券市场监管的改革做了大量深入而细致的研究,可以说是本书的特色之一,希望本书能够对我国证券市场监管及证券市场稳定健康发展有所贡献。

本书是我与几位学者合作的集体劳动成果,我是全书的主笔,负责设计写作框架,撰写了第三、四、五、六章,并对全书统撰和修改,参与本书写作的有:申银万国证券国际业务总部市场发展部高级经理许弘林博士(第一、二章),上海大学金融系李翔博士(第七章)。我的合作者都是从事证券市场领域教学研究和实际工作的青年专家,他们都有留学海外的背景,视野开阔,思维敏捷,在此,感谢他们为本书所做的工作。

当然,由于我们水平有限,书中缺点和错误难以避免,恳请专家学者和各位读者批评指正。

马小芳

2012年7月31日

目 录

CONTENTS

第一章 导论	1
第一节 证券监管的一般理论	1
一、证券监管的基本概念及主要内容	1
二、证券监管理论的经济学发展背景	5
三、证券监管理论的发展	7
第二节 证券监管的历史沿革	13
一、成熟市场经济国家证券监管的发展阶段	13
二、中国证券监管的发展阶段	16
三、现代证券监管的改革与发展	18
第二章 中外股票市场的监管制度比较	21
第一节 美国股票市场的监管	21
一、历史沿革	21
二、法律制度	22
三、市场状况	32
四、监管模式	35
第二节 英国股票市场的监管	37
一、历史沿革	37
二、法律制度	38
三、市场状况	40
四、监管模式	42

第三节 日本股票市场的监管	45
一、历史沿革	45
二、法律制度	46
三、市场状况	50
四、监管模式与监管机构	52
第四节 中国香港地区股票市场的监管	56
一、历史沿革	56
二、法律制度	57
三、市场状况	63
四、监管模式	64
五、独特之处	71
第五节 中国股票市场的监管	72
一、历史沿革	72
二、法律制度	74
三、市场状况	80
四、监管模式	83
五、独特之处	88
六、发展趋势	90
第六节 小结:对比与借鉴	92
一、各国和地区监管制度的对比	92
二、各国和地区监管制度的发展趋势	94
三、各国和地区监管制度对中国的启示与借鉴	95
 第三章 中外政府债券市场监管比较	97
第一节 外国主要债券市场发展现状	97
一、美国债券市场的发展现状	97
二、日本债券市场的发展现状	100
三、欧洲债券市场的发展现状	102
第二节 外国主要债券市场监管的发展现状	105
一、美国债券市场监管	105
二、日本债券市场监管	109

三、欧洲债券市场监管	115
第三节 中国债券市场发展现状及其监管	119
一、中国债券市场发展现状	119
二、中国债券市场监管的发展现状	124
三、对中国债券市场监管的建议	126
 第四章 中外投资银行的监管	131
第一节 投资银行发展现状介绍	132
一、第五次全球并购浪潮背景下——投资银行飞速发展 ...	132
二、美国次贷危机爆发——投资银行遭到重创	133
三、投资银行新格局	134
第二节 投资银行风险性及监管的必要性	135
第三节 投资银行监管的现状	135
一、西方国家投资银行监管介绍	135
二、投资银行国际监管概述:IOSCO 和 FSF 的监管模式 ...	147
第四节 中国投资银行监管	150
一、中国投资银行发展现状	150
二、中国投资银行监管现状	152
三、中外投资银行监管的比较	154
 第五章 中外金融衍生工具的监管	158
第一节 金融衍生工具及其交易发展概述	158
一、金融衍生工具的定义、种类与功能	158
二、金融衍生工具的产生与发展	161
第二节 金融衍生工具法律监管体制	166
一、金融衍生工具监管模式选择	166
二、美国政府主导下的多头监管	167
三、英国自律主导型的单一监管	181
四、德国政府主导型的综合监管	186
第三节 国际衍生产品监管的动向以及对中国的启示	190
一、G20 伦敦峰会关于金融体系变革的宣言	190

二、泛欧变革方案主要内容	192
三、BIS 的监管建议	192
四、对我国金融衍生产品市场监管的政策建议	193
第六章 私募股权基金和对冲基金等另类投资的政府监管	198
第一节 前言	198
第二节 对冲基金和私募股权基金的简述	199
第三节 另类资产监管的跨国比较研究	201
一、另类资产监管的共同原因和逻辑	201
二、美国对另类投资的监管	204
三、英国以及欧盟对另类投资的监管	207
四、中国另类投资的政府监管	210
第七章 中外主权财富基金监管	213
第一节 主权财富基金发展现状	213
第二节 主权财富基金的投资风险及政府监管的挑战	216
一、主权财富基金对国际金融市场的影响	216
二、主权财富基金对母国的影响	217
三、主权财富基金对目标投资国家的影响	218
四、全球呼吁对主权财富基金监管	219
第三节 主权财富基金的监管现状	219
一、站在目标投资国家角度的国家监管	220
二、站在主权财富基金母国角度的国家监管	232
三、多边监管与国际监管	236
第四节 中国主权财富基金监管现状及建议	240
一、中国主权财富基金概述	240
二、中国主权财富基金监管现状	242
三、中国主权财富基金监管的几点建议	246
结论	249
参考文献	250

第一章 导 论

第一节 证券监管的一般理论

一、证券监管的基本概念及主要内容

(一)定义

所谓证券监管是指证券主管机关依法对证券的发行、交易等活动和对参与证券市场活动的主体实行监督管理的一系列活动的总和。

(二)证券监管的目标

国际证监会组织公布了证券监管的三个目标,第一是保护投资者,第二是保证证券市场的公平、效率与透明,第三是降低系统性风险。在此要说明的是第三项降低系统性风险,证券市场是一个高风险的市场,它的系统性风险主要体现在当证券市场出现危机或崩溃时,可能影响其他相关行业,使这些行业相继出现危机,引发系统性的反应,从而对经济体系造成严重的伤害。

(三)证券监管的原则

1. 依法监管原则。
2. 保护投资者利益原则。
3. 三公原则——公平、公正、公开。

(四) 证券监管的手段

1. 法律手段:通过建立完善的证券法律、法规体系和严格执法来实现。这是证券监管机关所采用的主要手段,具有较强的威慑力和约束力。

2. 经济手段:是指运用利率政策、公开市场业务、信贷政策、税收政策等经济手段,来对证券市场进行干预。这种手段相对比较灵活,但调节的过程可能较慢,存在时滞。

3. 行政手段:是指通过制定计划、政策等对证券市场进行行政性的干预。这种手段比较直接,但运用不当可能违背市场规律,无法发挥作用甚至遭到惩罚,一般多用于证券市场发展初期,在法制尚不健全,市场机制尚未理顺或遇突发性事件时使用。

4. 自我管理:也就是自律管理。

(五) 证券监管的对象

证券监管的对象涵盖参与证券市场运行的所有主体,包括证券经纪商和自营商等证券金融中介机构,也包括工商企业和个人。可以从以下角度来分析:

1. 从参与证券活动的具体主体的性质来分,包括:

(1)工商企业:这里通常指进入证券市场筹集资金的资本需求者,也包括在证券交易市场参与交易的企业法人。

(2)基金:既包括交易对象的上市基金,也包括作为重要市场力量的投资基金。

(3)个人:大致包含两类,一类是证券市场的投资者即资金供应者,另一类是证券从业人员。

(4)证券金融中介机构:主要涉及证券发行与交易等各类证券业务的金融机构。它可以是专业的证券经纪商、承销商、自营商,也可以是与证券业务有关的商业银行和其他金融机构。

(5)证券交易所或其他的集中交易场所。证券交易所是提供证券集中交易的场所,并承担自律管理职能的特殊主体。它既包括传统的有形市场,也包括以电子交易系统为运作方式的无形市场。

(6)证券市场的其他中介机构:包括证券登记、托管、清算机构,证券