

监管理论变迁与证券监管制度完善的路径选择

刘灿辉,曾繁华^①,游保德^②

(中南财经政法大学,经济学院 湖北 武汉, 430073)

[摘要] 监管理论对证券监管体制完善有着重要指导作用,而一个国家证券监管体制是否完善,又会影响证券市场健康有序发展。文章在考察监管理论的变迁中,发现证券监管及其理论受约束于主流经济思想,危机是监管理论发展的重要推动力,理论受约束于其前提条件,具有自身局限性,结果可能导致市场失灵或监管失灵,从而影响证券市场的有效性。通过对国内外监管理论优缺点的分析,借此选择完善我国证券监管制度路径。

[关键词] 监管理论; 监管失灵; 审慎监管; 证券监管

[中图分类号] F832.5 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2012)02-0046-05

从2007年的“次贷危机”到中国2011年以温州为代表的民间信贷问题无不折射了监管在金融行业中的重要作用,我国要实行经济结构调整,必借重于证券市场的融资功能为企业发展融资,而以创业板为首的高管疯狂套现,以及信息披露不透明等证券市场的不规范现象,都对我国证券监管理论与监管政策的制度选择提出了进一步完善的要求。

一 监管的目的

证券市场是非常重要的资本市场,通过证券市场的融资功能和价格发现功能实现资源的合理配置。可在我国证券的发展历史中,由于证券市场的不完善性,导致证券市场非正常波动经常发生。引入监管主动干预市场失灵,成为监管的重要目的,通过引入监管制度来调整证券市场各个主体之间的利益,可以实现证券市场正常有序发展,从而达到证券市场与实体经济之间的良性互动,为投资者提供一个公平、公正、公开的竞争环境 and 安全、健康发展的证券市场。

二 监管理论的历史变迁

(一)20世纪30年代以前:古典经济学思想影响下的早期有限监管亦即监管理论产生初期阶段

此时期古典经济学自由放任思想占据统治地位,认为市场这只“看不见的手”对市场资源的调节是最有效率的,此时基本没有统一的专门监管机构,也没有系统的监管理论。由于过度相信市场的力

量,危机不断交替发生,危机的频率越来越高,规模越来越大,历史上曾发生过几次比较著名的危机,比如17世纪荷兰的“郁金香泡沫”危机,英国的“南海泡沫”事件、18世纪初法国的“密西西比泡沫”事件等;在中国清朝末期也曾发生3次金融风潮:第一次是1883年上海金融风潮,第二次是1897年的贴票风潮,第三次是1910年的橡皮股票风潮^[1]。为应对金融市场对经济的冲击,英国制定并于1720年6月20日生效的《泡沫法》,规定成立上市公司必须经过议会批准,这是历史上第一部证券市场监管法案;法国成立了官方的证券交易所,对上市公司进行监管。美国堪萨斯州于1911年通过了《蓝天法》(Blue Sky-Law),这是第一部规定强制性信息披露的州证券法,标志着美国州一级证券监管的正式开始。

1920年,庇古在其发表的《福利经济学》中,首次提出外部性理论,而外部性正是政府监管的重要理论基础。洛桑学派代表人物帕累托的帕累托效率法则和帕累托最优理论,说明了社会资源的分配标准与改进方法,为政府的干预提供了理论基础。

总体上,此时期证券市场的发展是以行业自律为主,监管理论不是此时期的理论主流,政府的监管与干预有限,逃避监管相对容易^[2]。

(二)20世纪30年代至70年代初:凯恩斯主义思想影响下的安全优先监管理论

自1929年开始的大萧条以后,古典经济学自由放任思想受到质疑,以凯恩斯为代表的主张干预的

思想逐渐占据主导地位,安全优先成为这一时期证券监管的核心原则,各国逐渐建立了专门的证券监管机构,监管的制度与理论得到不断发展。从放任发展到主动监管,具有代表性的转折点事件是美国于1933年和1934年,分别制定的《证券法》与《证券交易法》两部证券监管法律,美国1956年又制定了《统一证券法》。

市场失灵理论(Market Failure Theory)。此时,主流经济学家以及政策制定者意识到市场的不完全性,市场存在的外部效应、公共产品、信息不对称、自然垄断,市场的无形之手难以实现资源的最优配置,导致市场失灵,正因为此,为政府的干预提供了理论基础,政府利用法律、法规对证券市场进行直接或间接干预。

公共利益理论(Public Interest Theory)。此为政府干预的另一理论基础,公共利益理论认为监管者是利他主义者,监管者的利益是独立的,没有本身的私利,作为全体市场参与者利益的代表,为调整市场存在的市场失灵现象,监管者可以以很低甚至无成本的监管手段对被监管者进行监管,维护证券市场的正常运行,促进资源优化配置,实现公共利益的最大化。其中,波斯纳在1974年出版的《管制的公共利益理论》明确提出公共利益理论,并在其中指出政府可以利用经济、行政、法律手段纠正市场失灵以提高社会福利^[3]。

(三)20世纪70年代中期至90年代以前:新自由主义经济思想影响下的效率优先监管理论

进入20世纪70年代,发达国家出现了凯恩斯宏观经济学难以解释的“滞胀”现象,以密尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)为代表的现代货币主义为起点的新自由主义经济思想开始兴起,布雷顿森林体系的彻底解体进一步确立新自由化的思想基础地位。在此思想影响下,金融自由化理论逐渐成形,该理论主张放松对金融机构的过度监管,此时期,效率优先原则成为监管的核心原则。金融自由化理论认为过度监管会牺牲金融市场的效率,甚至监管本身也会失灵。金融市场通过证券直接融资规模不断扩大,银行、保险、证券通过金融创新跨界经营越来越多,科技的发展进一步推动了证券业的国际化发展,严格监管受到市场的质疑。

金融自由化理论。以Mackinnon and Shaw(1973)的“金融抑制”和“金融深化”的理论为主要组成部分,主张放松对金融机构过度管制,恢复金融行业的竞争,提高金融机构的效率。他们还特别指出,“金融抑制”是导致发展中国家经济落后的主要

根源,通过“金融深化”能更好配置资源实现经济发展。

监管失灵理论。作为此时期最重要反击政府的过度监管理论基础,根据“利益集团理论”、“俘获理论”、“寻租理论”,以及存在管制成本与监管双方博弈会导致监管者在监管时难以达到监管初期设计时的监管目标,从而管制失灵。

全球金融监管与协调。金融创新工具的不断出现,加大了监管的难度,金融自由化的不断发展,使全球各国证券市场联系越来越密切,单独监管的难度越来越大,监管机构之间的合作监管成为常态。

此时期美国分别在1980年制定《小企业投资促进法》,1984年国会通过《内幕人士交易制裁法》,1986年制定《政府证券法》,1988年制定了《内幕交易与证券欺诈施行法》,以立法的方式来保障市场的健康运行^[4]。

(四)20世纪90年代至今:安全与效率并重的审慎监管

进入20世纪90年代,各地区金融证券危机不断发生,比如拉美墨西哥、巴西,亚洲东南亚相继爆发金融危机,直至2007年美国的次贷危机,危机的深度与广度不断扩大。监管理论在前期理论的基础上,开始注重对危机的传染与反传染、金融活动具体管理、防范金融体系系统风险的研究,实行安全与效率并重的监管。此时期,理论界注意到,市场调节与政府监管都有本身的不足,再加上证券市场上各方目标的不一致,导致了金融证券市场问题不断出现,谨慎监管得到认同。此时期,新自由主义思想受到理论界质疑。

随着金融自由化思想进一步深入,混业跨界经营成为常态,加上金融工具的创新,以及互联网的发展,使监管更加困难。同时由于监管的滞后性,难以适应新时期证券市场变化新的监管需要,比如美国采取的“双重多头”监管。证券市场开始注重监管的国际合作、风险防范、监管者本身的监管、危机的预警与防范,证券市场本身特殊性及其风险产生、传导机制的研究,合理协调安全、稳定与效率之间的关系。1990年美国国会通过了《国际证券执法合作法》(International Securities Enforcement Cooperation Act),旨在加强防范证券欺诈的国际间合作^[5]。

功能监管理论。监管者根据金融的功能设定监管程序,根据默顿(Merton)和鲍迪(Bodie)的观点,金融功能比金融机构更稳定,基于功能观点的金融体系比基于机构观点的金融体系更便于政府监管^[6],功能监管更加有针对性、专业性、预见性和灵

活性,机构形式会随功能的变化而调整,金融产品的功能一般都是同质,通过功能监管可以降低“监管套利”,同时有利于被监管者的金融创新。缺点是监管成本高,对监管人才标准要求高,没有机构为系统性风险负责。1999 年美国国会通过《金融服务现代化法案》以取代《格拉斯-斯蒂格尔法》,就是功能监管理论的成就。

市场约束与监管者自身治理的协调监管理论。通过强调市场纪律在调整证券市场利益的作用,用市场机制来约束市场参与主体的行为的理论。Flannery(1998)论证了市场对改善监管重要作用,将市场信息与政府监管信息结合起来,可以缩短认识和行动之间的时滞,及时发现证券市场存在的问题。通过对监管者自身治理,提高监管者监管的独立性、透明性、及时性与责任性,减少政治干预与利益集团俘获影响提高监管水平避免监管失灵^[7]。

监管激励理论将激励问题引入到对监管双方监管者与被监管者问题的分析中,运用激励机制实现监管最佳设计结果;法律不完备理论认为法律是用来调整一般大量现象的,难以及时调节证券市场中出现的新问题,认为应引入一个机构进行主动监管,应对变化的市场;资本监管理论认为资本全球化条件下,要对资本适当监管以防止风险转嫁,特别是对于金融市场发展不完善的发展中国家;宏观审慎监管理论主张在微观审慎监管基础上的发展,在次贷危机中受到主流经济学家重视,宏观审慎监管从整个系统的角度,自上而下的防范金融系统风险,解决单个机构的审慎理性导致宏观非理性风险。

三 证券监管制度完善的路径选择

(一)中国证券监管体制存在的问题

我国证券市场起步较晚,不同于很多发达国家自发发展的证券市场,我国证券监管的基本特征是:强制性、渐进性和滞后性,证券市场采取的是自上而下、政府主导型的制度供给模式,发展历史较短,有很多需要完善的地方。

1、监管缺乏独立性。我国证券市场监管主体为证监会,同时还受到人民银行、国资委、发改委和证券交易所等职能部门的制约。比如在债券方面,发改委主管企业债,证监会主管公司债,央行则主管中期票据和短期融资券。在这么多部门监管的情况下,债券发行很多时候遇到一些困惑,在隐性成本方面也会有所增加,进而导致监管效率不高。

2、信息披露制度不完善。我国由于信息披露问题而导致的内幕信息交易经常发生,加之法制不健

全和打击惩罚力度不足,严重损害了监管者的信誉。另外,信息披露的及时性、有效性不足,暴露了我国监管效率低和监管滞后的特点,渐进性的指导原则导致创新不足^[8]。

3、证券自律监管不足。作为证券自律组织的证券业协会与证券交易所,这两个层次在行业自律中都不存在缺陷。首先是两地交易所存在较强的地方利益,其对市场交易监管受到所在地政府干预,难以公平、公正;其次,资本自律组织的体制、行政传统下的法律环境决定了其实际上并不能发挥自律作用。

4、对投资者保护力度不足。我国证券市场建立的初衷是为国有企业融资解困,再加上政府在监管过程中强调制度供给,使普通投资者的利益未受到较好保护,监管者非常容易被利益集团俘获,这非常不利于证券市场的长期健康发展。如作为股改对价的产物—南航认沽权证,在制度上弥补了我国做空机制的空白。但在证监会“券商创设”规则公布后,其由当初的 14 亿份迅速膨胀至 120 多亿份,为创设的券商带来无风险套利约 204 亿元,这种权证无限创设制度,凸显了投资者利益保护难题。

5、缺乏对监管者本身的有效监督。我国的监管主要是单向监管,是自上而下的监管,对监管者缺乏有效约束,利益输送很方便,比如证券监管者与被监管者之间的人员流动^[9]。

(二)中国证券监管制度完善的路径选择及其理论分析

根据诺斯的理论,制度变迁是有路径依赖的,人们现在的选择受过去所作选择约束,所以中国的证券监管制度完善必然受到我国过去监管历史的约束。根据对证券监管理论的分析,不管是市场约束还是监管约束,都可能导致失灵现象发生。任何制度的缺陷随着时间的纵向累积,最终都会以危机作为其外在表现方式表现出来,根据过去国内外监管历史发现,必须同时采取兼顾安全与效率的全面的协调审慎监管,2007 年次贷危机引发的全球危机进一步在理论界确立了这一思想。

目前我国证券市场的制度供给,是政府主导型的强制性制度供给,加上我国对监管者本身监管缺乏有效约束,极容易被各利益集团俘获。中国证券市场主要的利益集团主体有政府及其代理人、国有企业、国有银行和非公有制企业,而普通投资者由于人数众多,难以形成合力,在博弈过程中经常会处于弱势地位,所以经常会看到普通投资者很受伤很无奈地表达意见。在我国监管者的利益有政治利益与经济利益,根据寻租理论和俘获理论,监管者会追求

自身利益最大化,特别是有政府和国资背景的企业在证券上市方面拥有很大优势,监管会失灵。

监管的目的是提高市场运行效率,保证市场健康平稳发展,防止市场或监管失灵现象发生,在制度选择时,我们必须要看该制度是否有助于降低监管成本、是否有助于提高监管效率、是否有助于防范风险与是否有利于保护投资者的利益^[10]。根据理论分析及我国证券监管体制存在的问题,笔者认为我国证券监管体制完善可选择以下的路径入手:

第一,培育与完善证券市场,引入市场力量监督,加强信息披露制度,杜绝内幕交易。首先,完善证券市场的“退市”制度,加强监管借壳上市现象,真正发挥市场的价值发现功能。目前ST和创业板等小市值、高估值及成长不确定的公司反而受到投机者的大肆追捧,借壳传闻让垃圾公司乌鸦变凤凰,“退市”比例过低,让投资者风险意识淡薄,“蓝筹大盘股”在资金紧张的环境中较难得到认同,这种投资价值扭曲的文化不利于我国资本市场发展和成熟,为此,我们要加快“退市”制度建设和实施,合理引导投资并营造良性投资环境。其次,遵循信息披露至上原则,规范内幕信息知情人登记管理制度,对上市公司及相关信息知情人员的信息予以公布,扩大内幕信息的监督范围,减少内幕交易存在的基础性环境。通过制度完善和建立强制性完整信息披露制度,降低证券交易过程中的信息不对称。最后,加大内幕交易惩罚及时性与惩罚力度,提高人才队伍素养与监管技术水平。

第二,完善市场制度的顶层设计,加强制度创新。首先,完善发行制度,解决发行价过高现象,特别是IPO的审核机制。其次,实行对保荐人的持续监管与责任追究制。培育价值投资的市场氛围,杜绝扭曲市场价值的“炒新”现象发生。最后,加强实体经济与资本市场的联系,利用资本市场的募集资金功能,为实体经济输血,特别是短板行业,实现经济结构转型,同时利用资本市场的价值发现功能,监督企业的行为。比如:我国科技创新以及农业、食品行业和资本市场的联系不够紧密;社会保障还没有和资本市场形成密不可分、相互支持的关系。

第三,加强对监管者的约束,提高监管者的独立性,协调好监管者与市场主体之间的利益关系,限制监管者与被监管者之间的人员流动,防止双方利益输送,引入对监管者利益激励机制设计,加强绩效考核制度对监管的激励作用,促使监管者为全体证券市场参与者利益服务^[11]。

第四,完善对投资者的利益保护机制。首先,加

强对上市企业上市质量的监管,加大对投资者利益的关注力度,及时给予反应,完善证券交易平台,降低交易费用,创建公平、公开、公正的投资环境,对损害投资者利益行为及时给予严厉惩罚。其次,加强上市公司对投资者分红的制度建设管理,目前我国上市公司股息率非常低,约为1%,公司可分配利润中的现金股利支付率约为25%,远低于美国等境外市场。上市公司(含拟上市公司)应完善分红政策及其决策机制,在首次公开发行时,要细化分红规划、分红政策和分红计划。对再融资公司,要明确描述过去的分红情况及将来的分红承诺,监管机构和投资者共同对公司利润分配决策过程和执行情况进行监管,确保证券市场从投机市场向价值市场转变。最后,努力完善中小投资者民事诉讼制度的建设。民事诉讼为保护中小投资者合法权益提供了重要的司法救济途径,是完善公司治理的重要外部机制。近年来,最高人民法院就证券市场虚假乘数引发的民事侵权纠纷案件和赔偿案件出台了有关规定,对保护投资者的合法权益发挥了重要的作用。

第五,加强自律监管。由于自律监管机构与市场距离近,更加灵活,可以及时反映市场新的变化。中国的证券自律组织行政色彩过重,自律组织与证监会之间职能有部分重叠,证券交易所的会员制还没有真正确立起来,证券交易所与证券业协会独立性较差,降低对自律组织的行政干预,增大自律比重^[12]。

第六,建立监管更加统一、权威的证券监管机构。我国证券市场发展的历史在不同的时期分别有不同的监管部门,在证监会成立早期,证监会属于国务院证券委员会的执行单位,证监会的监管地位弱化。虽然现在证监会监管地位变强,但证监会监管权威功能依然受到各利益集团的影响。改变多头监管,建立统一互联高效的债券市场,优化和改善公司债券市场准入、债券审核、信用评级以及投资者服务等制度安排,有效增加公司债融资规模,继续推进上市商业银行参与交易所银行试点工作,逐步探索建立集中监管、统一互联的债券市场监管体系。

[参考文献]

- [1] 李德峰. 金融市场学[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2010:56-58.
- [2] 代春梅. 西方金融监管理论研究综述[J]. 理论与实践, 2009(4): 37-39.
- [3] 岳彩申, 王俊. 监管理论的发展与证券监管制度完善的路径选择[J]. 现代法学, 2006(2): 116-123.
- [4] 易宪容. 美国金融业监管制度的演进[J]. 世界经济,

- 2002(2):33-40.
- [5] 佚名. 美国证券监管立法简史[J]. 金融发展评论, 2011(4):91-102.
- [6] 李成. 金融监管理论的发展演进及其展望[J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2008(4):22-29.
- [7] 郭升选. 证券监管理论变迁、评价及启示[J]. 长安大学学报(社会科学版), 2009(1):80-86.
- [8] 王志伟. 现代西方经济学流派[M]. 北京:北京大学出版社, 2006:90-100.
- [9] 徐龙柄. 国民经济安全研究 金融安全与金融监管[M]. 上海:上海财经大学出版社, 2010:70-112.
- [10] 李国丁, 孙涛. 金融业监管体制选择的比较研究[J]. 国际金融研究, 2001(6):47-52.
- [11] 马洪雨, 康耀坤. 证券市场不同发展模式的政府证券监管[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2011(1):60-66.
- [12] 赵洪军. 证券监管体制的国际演变及对我国的启示[J]. 经济社会体制比较, 2007(5):66-69.

Changes in Regulation Theories and Approaches to Improvement of Securities Regulation System

LIU Can-hui, ZENG Fan-hua, YOU Bao-de

(Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073, China)

Abstract: Regulation theory has an important role in guiding the improvement of securities regulation system, and a national securities regulation system whether is perfect or not, will affect the healthy and orderly development of securities markets. This paper, by examining the changes in regulatory theory, discovers the securities regulation and its theory are bound by the economic mainstream thought. The crisis is an important impetus to the development of regulation theory, and the theory is restricted by its precondition which has its own limitations. This may lead to market failure or regulation failure, which would affect the validity of the securities market. By analysing the advantages and disadvantages of domestic and international regulation theory, this paper hope to improve China's securities regulatory system.

Key words: regulation theory; regulatory failure; prudential supervision; securities supervision