

中国证券市场监管均衡 与适度性分析

尹海员,李忠民

(陕西师范大学 国际商学院,陕西 西安 710062)

摘要:多年来中国证券市场的监管模式变迁并非遵循节约交易费用和增进资源配置的路径,而是按照国家偏好进行制度安排,这种强制性变迁路径没有考虑到效率和成本因素。文章从证券市场监管的成本收益分析出发,推导出针对单个被监管对象的监管均衡点,在此基础上构造整个市场监管的适度监管线,以寻找最优的监管边界。这种适度监管模式实际上是处于最强监管边界和最弱监管边界的一种中间状态,同时它的实施有赖于充分发挥自律监管和加强证券市场执法力度。

关键词:证券市场监管;监管均衡;适度性

中图分类号:F830.59

文献标志码:A

文章编号:1008-5831(2011)03-0058-06

维斯库斯认为,监管是以制裁手段,对个人或组织的自由决策的一种强制性限制^[1]。从世界范围来看,证券市场都是一个受到严格监管的产业,原因是证券市场本身存在的比普通商品市场严重的外部性、信息不对称和非完全竞争力量。政府对证券市场进行监管的原因可以归结为安全、支付系统和结构(经济集中、效率、利益冲突)、顾客保障和货币政策^[2]。一个不被监管的证券市场必将导致完全无序,最终会危害金融市场的资金融通功能。但是过度监管同样有害,比如容易引发道德风险、加大监管成本、监管者被俘获等问题^[3-5]。从本质上说,证券市场监管是一种经济行为,所有的监管活动都存在不同程度的成本,政府从来都不是,也不可能不计成本地维护市场秩序。最优的监管模式应该是在分析成本与收益的基础上,正确界定证券市场监管的任务和干预范围,以寻找最优的监管强度。

一、中国证券市场监管模式变迁

改革开放以来中国多数经济制度的变迁一直遵循的是互动演化的过程^[6],首先是市场自发引起,然后得到国家许可,再进行推广。但与此形成鲜明对比的是中国金融制度变迁过程中绝大部分时间都是政府强制推行的,在证券市场监管模式的选择过程中这种特征尤为明显^{①[7]}。从中国证券市场监管的演变轨迹

收稿日期:2011-04-15

基金项目:教育部人文社科青年基金项目“基于投资者行为分析的中国证券市场监管研究”(06JC790027);陕西师范大学211工程第三期建设项目资助

作者简介:尹海员(1979-)男,山东日照人,陕西师范大学国际商学院讲师,博士研究生,主要从事行为金融理论、证券市场监管研究。

①张杰(1998)对这一现象用国家效用函数进行了解释,认为这种强制型的金融制度变迁是由于政府追求垄断的产权形式、垄断产权“增量”扩展的结果。

来看,可以分为三个阶段。1998年12月之前,是分散多头监管的阶段,这个时期中国证券市场正在形成阶段,与此对应形成了多部门分散监管的监管体制,还未形成统一的集中管理体系。这一时期证券市场发展的动力更多来自于传统计划体制的信贷体系不能满足企业的融资需求,股票作为一种创新的融资方式成为制度创新的试验品,这种潜在收益很快为地方政府所重视,并成为政府监管证券市场的主要目标。

1998年12月底,全国人大通过《证券法》,确立了中国证券市场的集中监管体制,中国证监会成为唯一权威性的集中监管主体。这一时期政府通过对国有企业进行股份制改革,有意识地组织股票市场为国有企业筹集资金服务,进而明确要为国有企业解困服务,可以将这时的证券市场定义为“国企融资场所”。中央政府将证券市场与国有企业改革联系起来,开始有意识地推动市场发展,监管错位,政府对市场干预严重。

2005年至今可以被看作是第三个阶段,股权分置改革是此阶段的重要标志。主要是经过10年的发展,证券市场在取得巨大成绩的同时,也积累了许多问题,一系列阻碍证券市场健康发展的尖锐矛盾日益暴露出来,使得管理层不得不重新审视证券市场的功能定位以及制度化建设,开始提出市场化、规范化、国际化等概念,逐渐强化信息披露、对市场违规行为的打击和对投资者利益的保护。

中国证券市场监管在20多年的实践中不断变革,监管制度发生了很大的变化:监管主体由多头共管演变为以证监会为主的集中统一监管模式;监管对象日益清晰,对违规的惩处力度加大;监管方式由倚重于政府行政手段转变为市场主导等^[8]。但总体来看,中国证券市场监管的变迁并不是遵循节约交易费用和增进资源配置效率的路径,而是按照政府的偏好产生或废止、扩展或收缩,目的在于控制金融资源,服务于国家偏好的经济增长方式,现有的集中统一的监管模式就是这种偏好的体现。不可否认其在一定条件下是合理可行的,但这并不意味着其具

有低成本、高效率。

监管是一项需要成本支持的公共政策,不考虑效率和成本的监管是不可取的。如何在监管过程中把握合理的监管界限,使市场机制充分发挥作用,同时又能够有效弥补市场的不足,是证券市场监管面临的一个难题。在现有监管模式下,由于缺乏有效的监管思想指导,导致政策跟着市场走,结果是经常出现非均衡的供求状态,其表现为:要么对于有限的证券供给,市场狂热投机;要么对于需求不足而市场超跌低迷。这种暴涨暴跌不仅危害证券市场本身,引发市场泡沫,更会殃及社会经济发展和稳定。

二、证券市场监管的成本收益分析

证券市场监管强度的选择是一个发现并服从市场运行功能的结果,从这一思路出发,监管的实质是如何衡量监管成本和收益,并寻找在不同目标偏好下的均衡点。

(一)成本分析

几乎所有的监管活动,包括监管立法、监管执行和裁量活动,都会产生不同程度的隐含成本,这样监管制度供给会受到约束,本身是一种稀缺资源。由稀缺性引发的成本节约问题,便转化为对监管政策的慎重选择和监管效率的评价问题。证券市场监管的成本由两大部分组成。

(1)直接监管成本,包括执法成本^②、守法成本、寻租成本。执法成本是监管部门为制定政策而进行信息收集、分析和推行监管制度的实施而付出的代价。守法成本包括被监管主体为了遵守有关监管安排而额外承担的各种成本,比如强制性信息披露义务的履行过程中支出的会计审计、新闻发布、内部管理等费用。值得重视的是,寻租成本也构成了运行成本的一个重要部分:首先在法律、法规设立时,利益相关者为了争取有利于自己的法案而进行游说、贿赂都要付出成本;其次,在监管部门执法时,出于自身既得利益的考虑,利益集团也会对监管者进行贿赂,从而产生寻租成本。

(2)间接监管成本^③,主要包括道德风险成本和

^②1971-1979年间,美国金融监管部门的机构运行成本由1亿美元上升到3亿美元(以1970年美元为基准);英国1986年金融大改革之后,仅证券投资委员会(SIB)的年度行政费用就高达500万英镑,加上其他自律组织的费用达2000万英镑,成本之高可能会超过由于遭受欺诈而造成的个人投资者的损失总和。引自:黄运成《证券市场监管:理论与实践与创新》,中国金融出版社,2001年版,第42-45页。

^③美国20世纪70年代的劳动力管制带来的效率降低损失占到GDP的1.5%~2%;控制污染的管制给1974-1985年的经济增长损失占GDP的2.5%;最为显著的例子是,从1975年推行的HSE管制使得制造业全要素生产率累计下降了10%(Guasch,Hahn,1999)。

效率抑制成本。道德风险成本指监管会使私人部门认为监管部门已经保证了证券市场的安全性,从而有意去冒更大的风险谋取利益。新兴市场的监管部门对市场的严格监管更为突出,这种政府“隐性担保”助长了投机行为和政府政策的依赖性,加大了证券泡沫的产生。效率抑制成本是指监管过度会抑制市场竞争,滋生无效率的制度安排,同时为了降低系统风险会抑制金融创新,造成效率损失。在证券创新技术迅速变化的今天,类似于中国这种转轨证券市场,创新本身就缺乏足够的产权驱动力,监管引起的效率抑制成本就更为明显。

(二) 监管收益分析(市场失灵的弥补)

威廉姆斯认为监管可以降低市场的有限理性和机会主义^[9]。在证券市场上,由于信息不对称、垄断和外部性更为普遍,所以有限理性和机会主义不同程度地存在着。监管正是通过机制安排弥补市场失灵,降低有限理性程度和机会主义发生的概率。监管收益具体包括:(1)有限理性程度的降低收益。公众投资者的市场信息和专业能力都比较匮乏,受到这些有限理性的影响,更容易非理性投资并且成为机构组织的欺诈牺牲品。实践当中,有限理性程度的降低是通过加强信息公开披露,增加投资者接受真实、及时、有效的信息量来完成的。(2)机会主义的降低收益。当监管供给不足时,市场机会主义就会滋生,占据信息优势和垄断地位的机构组织,包括上市公司、券商、中介机构甚至新闻媒体,将违背自己的宗旨和规则,进而损害广大投资者利益。机会主义的降低通过监管部门加强对内幕交易、股价操纵等行为的查处来达到目的。显然这种监管的难度要比降低投资者有限理性的难度大得多。

三、证券市场监管的均衡分析

监管的主要作用是补充市场和弥补市场缺陷,而不应该取代市场的内在功能。任何监管既需要成本,其边际效率也会递减,当达到一定的监管水平时,即使增加更多的投入,监管效果也不会增加多少,也不能完全杜绝市场违规行为的发生。也就是说,“过度管制”不仅扼杀了市场机制,而且也不能“防范丑闻公司于未然”^④。

现设证券有 N 个被监管对象,包括投资者、上市公司、基金、券商、各种中介服务机构等,其中第 i 个

被监管对象的市场行为表示为 Q_i 。政府对其相应的监管强度表示为 Q_{ig} ,两者的行为强度决定了监管收益和成本。

(1) 从监管收益来看有: $R = B [Q_1, Q_2, \dots, Q_N; Q_{1g}, Q_{2g}, \dots, Q_{Ng}]$, 被监管者的行为自由度大的时候,非理性程度和机会主义增强,证券市场出现失灵,降低监管效果,这样有 $\frac{\partial R}{\partial Q_i} < 0$, 同时由于边际递减规律的存在, $\frac{\partial^2 R}{\partial Q_i^2} > 0$ 。政府监管强度增加的时候,监管效果增加,同样有 $\frac{\partial R}{\partial Q_{ig}} > 0$,

$\frac{\partial^2 R}{\partial Q_{ig}^2} < 0$, 见图 1、图 2。

Q_i^* 为市场主体最优行为临界点, 此时市场是理性且有效的

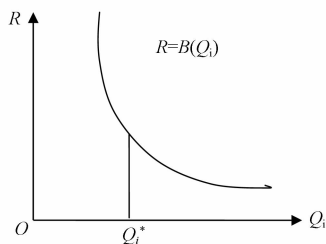


图 1 降低监管强度

Q_{ig}^* 为政府在不考虑成本下的最优监管强度

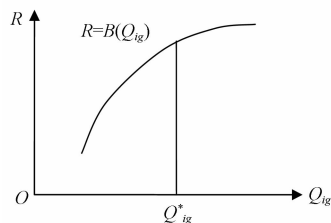


图 2 增加监管强度

需要注意的是, Q_i^* , Q_{ig}^* 都不会是现实中监管均衡时双方的最优行为选择, 从被监管者来说, 放大自己的市场行为 ($Q_i > Q_i^*$) 可以使自身收益增加; 而政府在选择最优监管强度的时候, 会考虑加入成本因素, 这样会使 $Q_{ig} < Q_{ig}^*$ 。

(2) 从监管成本角度看, 直接成本中的执法成本由政府承担, 守法成本和寻租成本由被监管者承担; 间接成本中的道德风险成本和效率抑制成本由市场承担。成本的大小也取决于被监管者和监管者的共

^④张新,陈帼钊论文《美国证券市场监管体制改革与信用制度重建及对新兴证券市场的启发》,经济政治体制比较,2002(3)。

同行为, $C = F [Q_1, Q_2 \dots Q_N; Q_{1g}, Q_{2g}, \dots, Q_{Ng}]$, 监管者的监管强度取决于市场上被监管者的行为, 如果其行为过度非理性和机会主义盛行, 监管强度就会加大, 反之监管强度会减弱。所以可以认为 $C = F(Q_{ig})$, 而且 $\frac{\partial C}{\partial Q_{ig}} > 0$, $\frac{\partial^2 C}{\partial Q_{ig}^2} > 0$ 。也就是说随着政府监管强度的增加, 监管成本支出是递增的, 而且曲线是凸的, 见图 3。

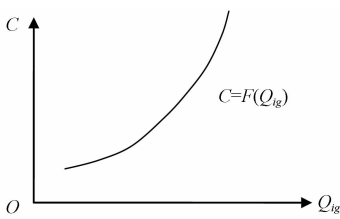


图 3 监管强度与监管成本

(3) 由 $R = B [Q_1, Q_2, \dots, Q_N; Q_{1g}, Q_{2g}, \dots, Q_{Ng}]$ 可以解出其反函数 $Q_{ig} = B^{-1}(R)$, 将其带入 $C = F(Q_{ig})$ 得 $C = F(Q_{ig}) = F[B^{-1}(R)]$, 其一阶导数 $\frac{dC}{dR} = \frac{dC}{dQ_{ig}} \frac{\partial Q_{ig}}{\partial R} > 0$, 见图 4^⑤。

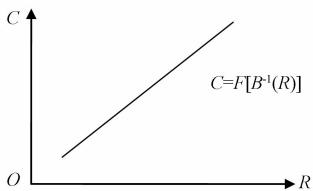


图 4 监管成本与收益

(4) 用 $U(C, R)$ 表示监管者效用函数, 在 C 不变的情况下, $U(C, R)$ 与 R 成正比; 在 R 不变的情况下, $U(C, R)$ 与 C 成反比, 即 $\frac{\partial U}{\partial R} > 0, \frac{\partial U}{\partial C} < 0$ 。图 5 描述了监管效用的无差异曲线, 显然, 较高的曲线代表了更高的监管效用。

将图 4(为便于变量比较, 将其旋转 90°) 与图 5 合并, 见图 6。直线 $C = F[B^{-1}(R)]$ 与监管效用水平 U_i 所对应的无差异曲线相切于 E, E 点就是证券市场监管均衡点。这个均衡点代表了在成本收益约束下监管所能达到的最高的效用水平, 由对应的 R^*, C^* 及公式 $C = F(Q_{ig}) = F[B^{-1}(R)]$, 可以推导出政府最优的监管强度 Q_{ig}^* 。

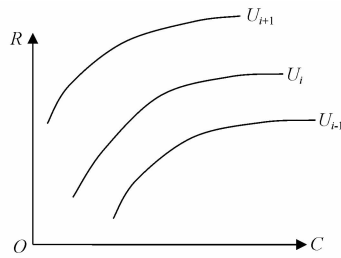


图 5 监管致用的无差异曲线

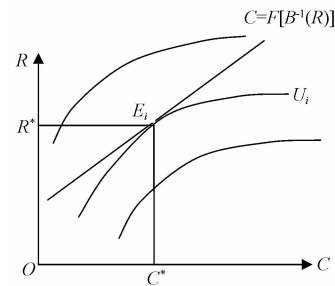


图 6 证券市场监管均衡点

四、证券市场监管的适度性分析

上述分析了单一被监管者的证券市场监管均衡问题, 同样的分析思路我们可以解出 $E_1, E_2, E_3, \dots, E_N$, 每一个市场主体的监管都有相应的最优监管强度 Q_{ig}^* , 如果 $Q_{ig} > Q_{ig}^*$ 就会造成监管过度, 导致执法成本、守法成本等在内的监管总成本上升超过监管收益, 称之为监管的过度供给, 反之称为监管不足。将这 N 个最优监管强度点综合起来, 构成一条证券市场适度监管线(图 7)。

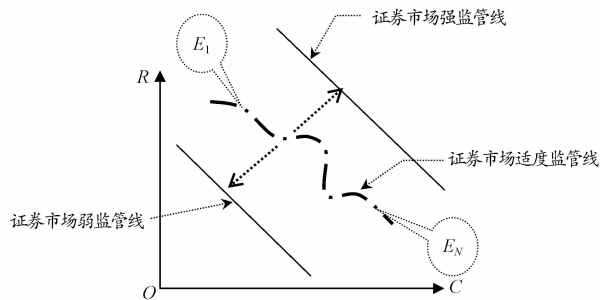


图 7 证券市场适度监管线

图 7 中, 证券市场强监管线是严格管制情况下政府的监管行为线, 可以理解为采用完全强制性计划手段对市场主体的微观行为进行管制; 证券市场弱监管线是指政府的监管强度极度放松, 可以理解为完全放任自律的监管模式; 根据监管均衡分析得

⑤为了便于分析, 假设该复合函数的二阶导数, 并不影响分析结果。

出的证券市场适度监管线是处于两者之间的监管强度模式。所谓“适度”是指证券市场监管不是管制,不能用严格的计划模式替代市场,同时也不能完全放任自由,而应当通过制定合适的制度规则,采用合理的监管强度,修补市场失灵的缺陷,使得证券市场能够稳健运行。在图7中,适度监管线如果向右上移动并接近强监管线,会导致监管成本上升,降低市场的创新效率,甚至带来逆向选择的风险;如果向左下方移动接近弱监管线,会导致市场的非理性投机、机会主义盛行,损害市场的公平,最终摧毁证券市场的存在基础。

同时需要明确的是适度性监管线不是固定不变的,它具有动态演化的特点。这种演化受两个因素的影响:(1)市场中被监管者的行为变化。监管者需要随时监控这种变化并做出适当的监管调整;(2)不同的证券市场发展阶段。政府面对不同的证券市场发展阶段,监管偏好也会不同,这将导致适度监管线发生变化。比如在新兴市场中,投资者的非理性程度非常高,加强此项监管带来的 R 大于成本 C ,这样监管均衡点 E 会向右上方偏移。

五、结论及政策建议

证券市场监管如何选择合理的监管度一直是困扰世界各国证券市场监管部门的现实性课题。尤其在新兴市场上,监管部门在呵护市场发展和打击证券违规违法两个选择上存在一定的矛盾:呵护市场发展可能放松了监管,而严厉的监管制度无疑会扼杀市场创新活力。中国证券市场尚缺乏成熟的市场力量,加上制度的惯性常常导致政府的干预和市场扭曲,培育市场与证券市场监管之间的界限常常会模糊不清,政府监管很容易超越必要的限度。笔者认为证券市场监管通过成本收益的考察,可以找出证券市场监管的均衡点,并在此基础上构造整个监管系统的适度监管线。

笔者的研究结论有着重要的政策意义。中国证券市场兼有新兴和转轨两大特色,远远达不到成熟市场的要求,在此背景下对证券市场的监管需要全新的思路和模式。从上文的分析可以看出,适度监管的均衡点是在成本收益约束下政府监管所能达到

的最高的效用水平,而核心是在监管收益一定的条件下,追求监管成本的最小化。要满足这一要求,必须加强两个方面的工作。

(一)加强自律监管,充分发挥自律机构的自我监管功能

自律监管是指政府监管机构之外的市场参与主体的自我规范和自我管理,主要优点在于其高效率性和高度弹性。自律监管作为政府刚性监管的有效补充,可以在政府监管成本 $C = F(Q_{ig})$ 一定的情况下,增进监管效果;同时由于 $\partial R/\partial Q_i < 0$,自律监管通过约束被监管者的行为 Q_i ,可以增加监管收益 R 。中国目前的监管体制属于高度集权性,体现出“强证监会,弱自律组织”的特点。比如在市场导向的监管体系中,交易所应当承担一线的监管职责,即直接审核证券上市、终止上市、维护交易的顺利进行,行使对会员的管理。政府监管机构应该承担更高层次的监管职能,包括从法律层面负责查处内幕交易、证券欺诈、交易所合法运行、有序的竞争环境和违法惩处和诉讼等。但目前中国证券交易所只是证监会下属的一个主体,在证监会强势的监管权力下,很难在行业自律、维护市场公平方面有所作为。

(二)加大证券执法的力度,完善证券市场违法的民事诉讼制度

在政府监管力度一定的情况下,通过加强执法力度,可以使监管效果增加,反映在图2中,表现为曲线的斜率 $\partial R/\partial Q_{ig}$ 增大。制度经济学中一个基本的共识是经济发展必须依赖于一个可靠的法律体系^[10]。La Porta, Lopez de Salines, Shleifer, Vishny 的研究表明法律和资本市场的发展也存在着重要的因果关系^[11]。他们认为一国首先应该进行“股东中心主义(shareholder-friendly)”的法律变革,否则证券市场很难发展。中国证券市场监管在现实中遇到了很多障碍,法律的不健全、法律执行力度不够是一个重要原因。同时重视行政处罚和刑事制裁,缺少民事责任和程序法的规范是中国证券市场法律的重要缺陷^[12-13]。多年来中国证券市场中,粉饰财务报表、掏空行为、业绩操纵等现象层出不穷,重要的原因之一在于缺乏有力的民事诉讼制度保障,在这种情况下

下,单纯通过公开信息披露制度进行监管往往显得力不从心^⑥。

参考文献:

- [1] 吉帕·维斯库斯. 反垄断与管制经济学[M]. 陈甬军, 译. 北京:机械工业出版社,2004.
- [2] KAUFFMAN. Regulatory regimes: The independence of rules and regulatory structure[M]. Chicago: The University of Chicago Press,2001.
- [3] HUBERMAN. Familiarity breeds investment[J]. Review of financial Studies,2001,14:659-80.
- [4] ODEAN, TERRANCE. Do investors trade too much[J]. American Economic Review,1999,89(10):1279-1298.
- [5] SHEFRIN. Greed and fear[M]. Boston: Harvard Business School Press,2000.
- [6] 周业安. 中国制度变迁的演进论解释[J]. 经济研究,2000(5):3-11.
- [7] 张杰. 中国金融制度的结构与变迁[M]. 太原:山西经济出版社,1998.
- [8] 张宗新. 中国新兴证券市场的均衡监管模式解析[J]. 复旦学报(社会科学版),2007(6):19-25.
- [9] 威廉姆斯. 资本主义经济制度[M]. 短毅才,译. 北京:商务印书馆,2004.
- [10] 傅德伟. 监管制度变迁对深圳证券市场效率的影响[J]. 证券市场导报,2005(8):18-21.
- [11] La PORTA, LOPEZ, SHLEIFER, VISHNY. Law and finance[J]. Journal of Political Economy,1998,106:1113-1155.
- [12] 杨荣国,吴文锋. 证券发行监管模式的适应性环境[J]. 系统工程学报,2008,17(5):554-561.
- [13] 罗正英,陈莉. 证券监管者双引擎激励与监管效率[J]. 财贸经济,2008(2):41-46.

Analysis on Equilibrium and Moderation of Securities Supervision in China

YIN Hai-yuan, LI Zhong-min

(School of International Business, Shaanxi Normal University, Xi'an 710062, P. R. China)

Abstract: Over the years, the model of China securities market supervision did not follow the economy in the transaction costs and resource allocation, but the path of the state system for country's preferences, and the compulsory arrangements for transition path didn't consider the efficiency and cost factor. The paper deduces the equilibrium point of individual objects from revenue and cost analysis, based on this the paper also structures the appropriate supervision line of the whole market, and tries to find the best borders of supervision. Such a mode of supervision is in fact between the weak border and the strong border, and the implementation relies on enforcement of self-discipline and strengthening executing the law.

Key words: securities market supervision; supervision equilibrium; moderation

(责任编辑 傅旭东)

^⑥出于许多考虑,中国证券市场违法的民事赔偿机制有很多限制,2002年1月15日,最高人民法院发布通知,指示人民法院可以受理证监会和派出机构做出有效行政处罚、因虚假陈述而引发的民事侵权赔偿案件,但是不受理其他如内幕交易、操纵市场等行为引起的民事诉讼案件,并且属地管辖限定在上市公司所在地中级法院。2010年5月18日,最高检与公安部联合下发了《刑事案件立案追诉标准的规定》,当中关于对证券市场上内幕交易、违规披露信息和操纵市场等行为的刑事立案追诉标准进行了明确的定量规范,尽管仍然缺乏对投资者民事赔偿机制的规定,但毕竟在立法执法的道路上更进了一步。