

□ 金德环

论证券市场监管体系

(一)

从1984年第一个正式股票发行至今,我国的证券市场迅速发展,目前已形成一定规模。相应地,证券法规也陆续出台,为稳定和推动市场发展起了重要作用。但是,从规范的角度看,我国证券市场还很不完善。其主要表现在:市场起伏波动过大,操纵市场等违规事件时有发生,且性质严重。这种现象的发生,除了由于市场的规模还有限以外,很重要的一个原因是市场监管不健全,由此造成市场不规则运行,严重制约了我国证券市场的健康发展。

目前摆在管理层面前的主要问题是如何妥善解决证券市场发展和规范的矛盾。证券市场是社会主义市场经济的重要组成部分,就现有的规模来看,它不是太大,而是太小,还需要进一步发展,通过发展证券市场来筹集更多的建设资金,以适应改革开放和加快经济建设的需要。证券市场中存在的缺陷和问题应该在发展过程中不断加以规范来求得解决。但是,证券投资是所有投资手段中风险最大的一种投资手段,如果没有完善规范的市场,则证券投资风险不但无法控制,而且会大大加强。风险加剧的结果则必然导致大量中小投资者的惨重损失和极少数机构和操纵者获利暴发,从而使市场扭曲,社会动荡因素增长。所以,为保护中小投资者利益和控制风险,必须有一个规范的市场,使投资者严格按规则踢球,可控的风险尽可能减小。在战略上,证券市场的发展和规范是相辅相成,不可偏废的。但这并不排除在短期内两者有所侧重。在市场发展初期,往往是侧重于发展;当市场获得了一定的发展而又暴露了较多缺陷成为限制发展的因素时,则又应侧重于规范市场。这符合事物发展的辩证法则。根据我国当前证券市场的实际状况,在今后一段时期内,国家应当把建立规范的证券市场作为工作重点。从另一种意义上看,规范也是发展。规范市场的过程就是提高市场质量的过程,就是将市场由不成熟发展到成熟的过程。如果我们把前面提到的“发展”看成是证券市场外延规模的扩大,那么,这里的“规范”则是证券市场的内涵规模的扩大。只有在一个规范的高质量的市场内,才会实现投资的高效率。因此,“规范”和“发展”,是证券市场发展中质和量的统一体。

(二)

如何规范我国当前的证券市场?我认为主要的工作是要建立起一套高效健全的证券市场监管体系。从证券市场存在的问题来看,主要原因是由于监管体系不健全引起的。具体表现为四个方面:

1. 市场监管机构体系不规范。我国对证券市场的监管机构最早是由人民银行一家兼管。1992年底起成立了国务院证券委和中国证监会,各地方也开始陆续成立证券管理机构,专门负责对证券发行和交易的监督管理。同时,地方政府也实行了股票发行的审批和管理权。由于

国债的发行由财政部决定,故财政部也管理了国债的发行与交易的业务。企业债券的发行由人民银行管理;国有资产管理局对上市公司中的国有资产实施管理;国家体改委也对公司的改制和股票的发行具有相应的监督管理权。这样,我国目前对证券市场的监管存在多头共管的现象。这种共管往往造成分工不明,主次不分,最终形成交叉、重复管理。好事大家都管,难事大家都不管。这反而容易给市场造成很多漏洞,使市场难以规范运作。

2. 市场监管法规缺乏配套与衔接。由于多头共管,各家管理部门必然要制定相应的法规文件作为自己的监管依据。但这些法规文件如何制定?由于我国目前能够体现证券市场管理的大法——《证券法》尚未出台,这就使各级管理部门制定证券管理法规缺乏必要的依据。各家只能按照自己所认定的管理内容来制定监管法规和有关文件。又由于存在交叉管理内容和管理漏洞,使不少法规相互重复,难免口径不一,有的内容则没有涉及。其结果容易造成执行部门无所适从,降低甚至失去了法规的严肃性。

3. 证券市场的监管执法缺乏严肃性。监管执法是实施监管的主要部分。法规再多再全,不认真执行就等于零。就我国目前证券法规而言,也已经出台不少。但和许多其他行业类似,不少法规仅仅是纸上文件,缺乏明确而严肃的监督和执行机构,有些只管制定法规而不管监督执行,其结果是使大量的法规形同虚设。证券市场中大量的违法现象已成为见怪不怪的公开秘密,诸如联手操纵、利用内幕消息炒作、大量透支信用交易等等。此类现象的蔓延,都是由于监管执法的软弱和分散而造成的。

4. 证券市场的自律管理不成体系。自律管理是证券市场管理的重要组成部分。在有些国家,证券市场的管理主要依靠自律管理。我国证券业的自律管理主要由三方面组成,即证券交易所、证券业协会和证券商。证券交易所主要是通过制定有关的章程和规则对上市证券及其交易实施管理;证券业协会则是对整个证券业的正常运作实施自律管理,它主要是通过制定一些要求券商共同遵守的规则,或通过培训提高从业人员业务技能和道德素质来实现自律管理;证券商的自律管理主要是通过内部管理制度来实现的。我国目前自律管理的现状是:在证券交易所方面,虽然订立了章程和相应的规则,但并不完善,有些方面有较大的随意性,对于一些突发性事件尚缺乏快速自动的应变能力;而证券业协会的自律管理目前还基本处于空白阶段;券商的自律管理在总体上处于比较松散的状态,不少公司内部控制制度不严,个别公司仅仅由于个人的违规而对市场造成了严重的后果。

上述四方面是造成我国证券市场过度波动的主要原因。为使这个市场健康地发展下去,就有必要针对当前暴露的问题进一步健全证券市场监管体系,使我国的证券市场在整个市场经济的框架内规范运作。

(三)

怎样才算是高效的证券市场监管体系?我认为衡量的标准有两点:首先是在这样的监管体系下证券市场能够达到自身的最佳运作目标。也就是在总体上实现使流入这一市场的投资资金能够获得最大的收益和最小的风险,即实现市场资源的最优配置。任何市场的过度波动都会破坏这种配置而降低收益。其次是为实现这一运作目标而必须遵循的原则,这就是公开、公平、公正的原则。要使这个市场内的每一个投资者具有同等的权力充分利用公开的市场信息独立地进行投资决策,从这个市场内取得任何信息和收益都必须是公正的。整个市场的监管体系都要围绕实现这一目标和原则服务。要使市场资源达到最优配置的状态,就需要充分地客观地

披露上市公司的信息,严厉打击利用内幕信息进行交易,操纵市场和欺诈行为;要实现三公原则,就必须在市场内建立起一系列规则,使公司、投资者和证券市场管理机构严格按照规则办事。

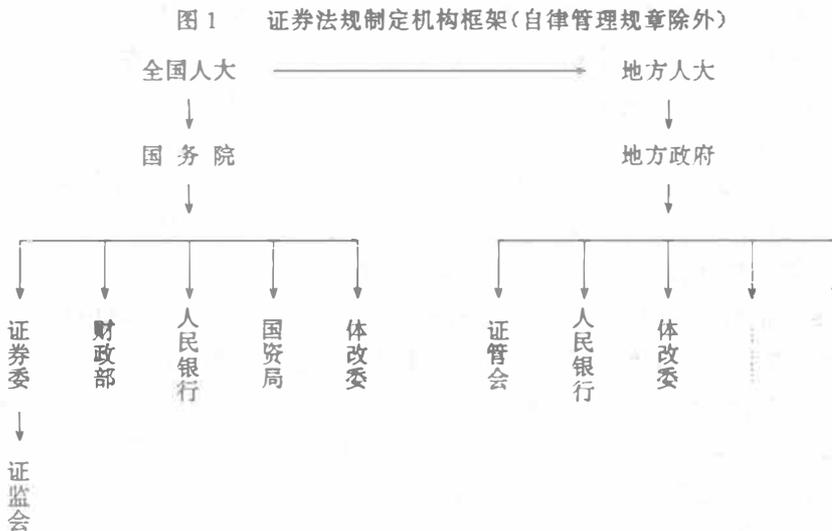
证券市场的监管体系,特别要注意保护中小投资者的利益。其必要性有两方面:1、中小投资者是证券市场最大的投资者群体,没有数量众多的中小投资者,就不可能形成有效的市场。因为市场必须有众多的参加者。从某种意义上讲,中小投资者是证券市场顺利运作的润滑剂。2、在证券市场中,最容易被忽视的也是中小投资者的利益。证券市场的参与者有上市公司、券商、机构、证券交易所、大户和中小投资者。单个中小投资者的资本量在整个市场中是微不足道的。同样一笔投资委托业务,券商耗费的工作量完全一样,但他的收益却可以由于委托者是散户或机构而相差几百倍甚至几万倍,这必然造成券商对大小投资者的态度和待遇有所区别。在上市公司或证券交易所处理证券交易纠纷时,也容易发生同样的情况。但是,一笔中小投资者的损失,就市场来看是微不足道的,而对中小投资者而言则可能造成倾家荡产。所以,一方面市场离不开中小投资者,另一方面则又表现为市场鄙视中小投资者。这就必须在建立市场监管体系时,着重考虑保护中小投资者的利益。鉴于上述考虑,我国的证券市场监管体系应该加以清理、补充和完善,构架起适应我国当前证券市场特点的监管体系。

(四)

建立我国高效、健全的证券市场监管体系,主要从监管手段和监管机构的责权分配两方面加以实现。

1. 在监管手段方面,应实行以立法为先导、执法为重点、自律管理为基础、相互衔接配套、各有侧重的综合管理手段。

要监管,就要有依据。因此,立法必须先行。根据证券市场法律规章的不同层次,我国当前证券立法机构也从全国人大、国务院、有关部委到地方人大和政府机构等分成不同的层次(见图1)。



由图1可见,目前我国涉及制定证券法规的政府和部门繁多,呈多头管理而缺乏系统性。在国务院以下,各个部门都有权发布关于证券的法规,如财政部可以对国债发行交易和证券税

收制定法规；人民银行可就证券经营机构制定法规；国资局可以就证券市场中的国有资产管理制定相应的法规；等等。这种立法散见于其他法规而不成系统的国家也是存在的（如英国）。但我以为，我国已经有了专门对证券市场进行监督和管理的机构，而且我国幅员辽阔，证券市场的发展前景也十分广阔，又由于我国的证券市场刚发育不久，市场参与者的素质还有待提高，在这样的情况下，还是以实行专业化的相对集中立法更为有利（见图 2）。

图 2 设想中的证券市场法规制定框架



根据这一思路所设计的证券法规制定框架比较简单明了。所有证券法规的制定根据不同的层次分别由相应的机构制定。在同一层次上的有关部门涉及证券市场的法规都应通过证监会或证管会制定。这样就有可能理顺政出多门、多头管理的现象。有必要指出，立法先行并非是指所有证券法规都要在市场运作以前全部制定出来，而是指超前性法规必须先行。这种超前性法规是指对市场总体具有指导性意义的法规。如公司法、证券法等。没有这些法规会导致证券市场的无序运行。此外，不少法规是属于填补性法规，即在市场运作过程中对出现的漏洞或问题进行堵塞和纠正的法规。这些法规是不可能超前的。目前，统帅我国证券市场的根本大法《证券法》还没有出台，这对市场的有序运行是有影响的。从规范角度来看，应让这部大法尽早出台。在《证券法》的统帅下，各管理机构制定相应的法规进行配套和衔接。其顺序应当由上而下，由专业到兼管。即下级机构根据上级机构制定的法规，就本级机构管理权限内应该管而上一级法规又没有涉及的部分制定相应的法规；非证券专业监管机构应在证券专业监管机构制定的法规的基础上，就兼管机构涉及的业务范围会同专业监管机构制定相应的法规。这样就可以避免重复，理顺关系。

严密的法规体系需要强有力的监管机构加以执行，才能使法规产生应有的作用。因此，严格执法是现阶段市场监管的重点。执法主要通过违法、违规行为的处罚来实现，处罚方式主要有刑事处罚、行政处罚和经济处罚三类。在证券市场监管中必须严格按照违法、违规行为的性质和程度恰当使用相应的处罚方式，严禁不同处罚方式的任意替代，这就需要在相关法规中明确所对应的处罚方式和程度。近年来我国证券违法、违规案例不少，但真正依法处理的却为数不多。这就给市场潜伏了更大的危机。建议有关部门大力加强各监管执法部门的力量，在近期内对证券市场的各类违法、违规事件进行一次大清理。对有法不依、执法不严的现象采取坚决措施加以纠正，以建立起有效的执法体系。

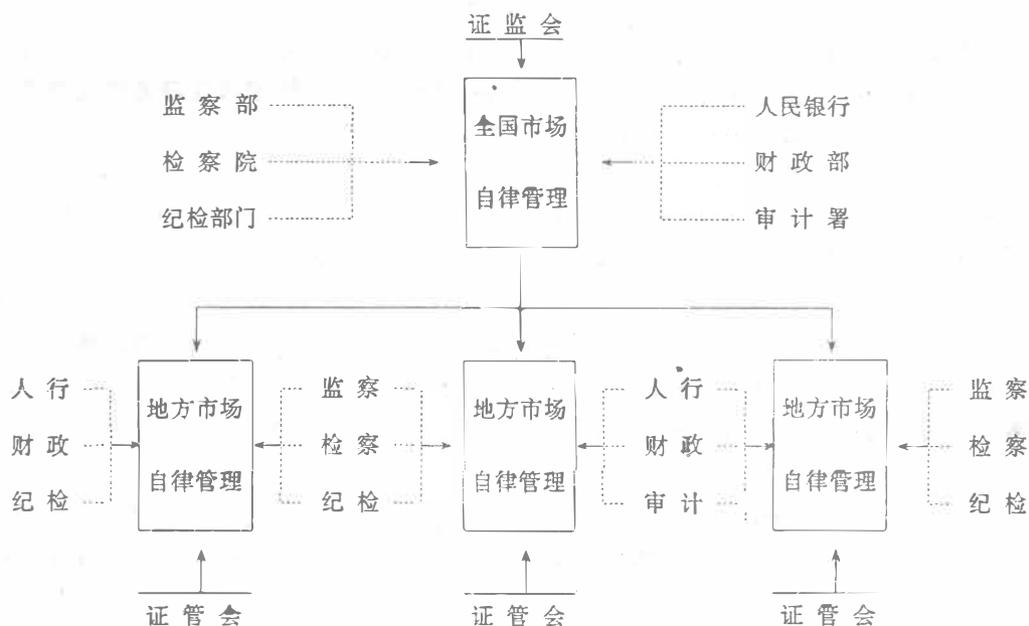
自律管理是证券市场中最基本的自我监督。其涉及面最广，是整个市场监管的基础。要加强证券业自律管理，最重要的是要把证券业协会的作用发挥出来。现在的一个突出问题是，证券业协会远离全国的大市场，如果不贴近市场，也无法了解市场，要发挥自律管理的作用当然

是困难重重。由于自律管理的薄弱,使我国证券市场的外部监管增加了压力。因此,要充分发挥自律管理的作用,建议将证券业协会移师上海大市场,以形成与市场同步的自律管理协调机构。证交所承担着维护市场秩序的重要作用,应当进一步考虑有关规章的补充和完善,同时还应加强监管的技术手段。市场好比一架转动的机器,在运行了一定的时间后,有必要停下来加固部件。最后,需要考虑进一步加强券商的自律管理。在近期,要认真吸取国外的“巴林”事件和国内的“327”事件因自律管理薄弱而造成损失的重大教训。券商都应加强内部管理和控制制度。这直接关系到市场的稳定和券商自身的安全。建议在证券业协会功能不到位的情况下,由各地证管会组织一次券商内部管理制度的清查,帮助券商建立起有效的自律管理机制。这样,立法、执法、自律管理三管齐下,衔接配套,必然会大大加强对证券市场的监管力度。

2. 在监管机构方面,应实行以专业机构为主、相关部门协作、纵横交错、内外兼顾、分工明确、各司其职的监管组织结构。

中国证监会是中国证券期货业的专业监管机构。各地的证管会应该是证监会的下属机构,同时又是地方政府的管理部门。证券市场的监管应该以这两级机构为主展开。中国证监会和地方证管会要对全部证券法规的监督实施负起责任。他们有权对证券市场中的违法、违规行为提出处理意见并予以执行。以这两级专业监管机构为轴心,其他相关的监督和执法机构应就其所涉及的专业范围实施分层监管。如检察部门应就业内触犯刑律的案件和有关人员实施侦察和起诉;监察部门应就业内干部的廉政问题实施调查和处理;纪检部门应就业内党员干部的廉政问题实施调查处理;人民银行可就违规券商的资格进行处理;财政部也可以对违规券商的国债经营资格进行处理等等(见图3)。可以这么看:证监会和证管会的主要职责是监管整个证

图3 证券市场监管组织结构



券市场,他们以全部的证券法规作为监管的依据,以期维护市场的稳定和健康发展,是一种纵向监管。而其他相关监督机构的监管依据主要不是证券法规,而是与这些监管机构直接相关的

专业性法规,是一种横向监管。此外,行业内部的自律管理是市场监管的重要组成部分。这类监管的主要依据是行业内部的各种规章。由此形成纵横交错、分工明确、相互协调、结构严密的证券市场监管组织体系。

现在的主要问题是,证监会和地方证管会目前在监管上相互有些脱节。由于证监会面对着广大的全国市场,在监管上要做到疏而不漏难免存在困难。建议让地方证管会担当起更多具体的监管职责。为防止地方证管会存在地方保护主义倾向,可以由证监会向地方派遣特派员代表,与地方证管会共同监管地方市场。通过特派员的定期报告制度把全国的市场监管网络联接起来。

此外,社会监管乃是证券市场监管不可缺少的重要组成部分。社会监管的主要内容有有关法律文件的律师鉴证、财务会计文件的会计师鉴证、咨询评估机构的评估报告、社会舆论的监督等等。只有把整个证券市场置于公正严格的社会监督之下,我国证券市场监管体系才会显得更加完善。

(上接第 21 页)的投资范围,如大市政属市一级的投资范围,那么与大市政配套的中市政和小市政应由区(县)政府负责,但责权利必须同步下放;第三,城投开发公司要转换经营机制,应该充分利用手中的资金积极开展多种经营,以提高资金的利用率,使其不断增值;其他大市政投资开发企业也应一业为主,多种经营,以副补主。第四,对部分盈利水平较高、市场前景看好的行业改政府管理为公司管理,如邮电通讯、机场、港口等行业完全可以实行企业化经营,使它们直接面向市场;第五,对新开工的水、电、煤等市政项目,积极创造条件实行股份化投资;第六,通过经济合同组建企业集团,以改变政企不分的局面。

2. 适度调整、完善两级管理。土地有偿使用的市、区两级管理制度在提高各区的积极性和加速土地有偿使用进程方面起了积极作用,但其给大市政设施建设带来的困难也是显而易见的,因而对此要作适度调整。其具体办法,就是用某种合法的形式,规定市政府为搞大市政设施建设在土地批租方面拥有优先权。只有这样,既能保证以土地变资金来支持大市政工程的建设,又不会挫伤各区的积极性。

3. 明晰产权,规范经营管理行为。产权是一切经营管理活动的基础。大市政项目建成后,其产权应该归投资者。产权的范围包括项目所有权、经营权、管理权以及项目所占土地使用权等。在产权归属明确的条件下,其所有人可以自主经营管理,也可以通过签订合同委托经营管理,受托人每年可按合同规定上缴一定的收益或承担债务偿付义务。对目前产权归属不明的已竣工大市政项目应尽快明确产权关系,同时必须彻底纠正侵权行为。如对对象吴淞路闸桥下的停车场经营者实行清理,并同产权所有人订立委托经营合同,一方面使其经营合法化,另一方面防止收益的流失。

4. 合理负担,分散投资压力。根据“受益者负担”的原则,制定有关上海大市政设施投资分担的政策法规,以法来指导、规范这项工作。具体的方式可采取征收地方特别税,或者推行开发负担金制度。

5. 积极培育金融市场,拓展金融业务,创造良好便捷的融资环境。我们建议,上海应率先试行大市政项目产权或经营权的抵押业务,并发行项目开发债券,然后再发展其他融资业务。