

分类号_____

密级_____

U D C _____

编号_____

厦 门 大 学
博 士 后 研 究 工 作 报 告

中国证券市场监管的有效性研究

姓 名： 陈斌彬

工作完成日期 2006 年 11 月—2008 年 8 月

报告提交日期 2008 年 9 月

厦 门 大 学

2008 年 10 月

中国证券市场监管的有效性研究

THE RESEARCH ON THE EFFECTIVENESS OF LEGISLATIVE
REGULATION ON SECURITIES MARKET IN CHINA

博 士 后 姓 名：陈斌彬

流动站（一级学科）名称 厦门大学理论经济学

专 业（二级学科）名称 法律经济学

研究工作起始时间 2006 年 11 月 28 日

研究工作期满时间 2008 年 7 月 30 日

厦 门 大 学

2008 年 8 月

内容摘要

在过去近二十年的时间里，我国证券市场正逐步突破计划时代的体制藩篱和意识形态的束缚，从无到有迅速地成长壮大，证券经济的观念已经深入人心。然而，在我国证券市场发展的过程中，却屡屡伴随着许多证券违法违规行为。这些行为不仅扰乱了证券市场的正常秩序，减损了证券市场的运行效率，而且还侵害了广大投资者的合法利益，危及社会的稳定。因此，如何对证券市场施以有效监管以遏制和减少证券违法违规行为的发生产成为摆在各国政府面前的一件现实性课题。

具体到我国，虽然对证券市场监管的必要性鲜有争议，但在理论上，对证券市场为什么需要监管，以及如何实现有效监管的研究却不够系统和深入，这在一定程度上造成证券监管实践的盲目，制约着证券监管有效性的发挥。为此，本报告选取构建我国证券市场有效监管为研究主题，从广义的证券监管范畴出发，先对证券市场监管的一般问题即监管的原因、监管结构，监管的目标以及监管的成本—收益作了全面的梳理，然后在此基础上具体剖析了我国证券行政监管、自律监管和司法监管的实施现状与不足，从中找出监管效率低下的症结所在，并借助法经济学的分析工具对已有的监管制度安排如何取舍与优化，提出了相应的完善对策与建议。最后，针对三种监管类型的不同功能及其内在的联系，本报告提出了在我国构建一个主体多元化、层次多极化，行政机关、自律组织和司法机关三种监管机构相互协调配合又相互制约抗衡的有效监管体系。综观全文，本报告的一大特色是采用规则分析与经济分析相结合的研究思路，试图突出有效证券监管的公平与效率兼具的特质，以为在我国构建一个专门化的证券监管理论做一些有益的探索。

关键词：有效监管；经济分析；监管结构；行政监管；司法监管；自律监管

Abstract

In the past 20 years, the securities market in our country has been growing up quickly after it got rid of the constraint from the traditional planning-system and ideological situation. But during the developing procedure of the securities market in our country, there are always many illegal conducts in different periods. These illegal conducts not only disturb the orders and reduce the efficiency of the securities market, but also infringe the legal interests of the investors and jeopardize the stabilize of the society. So all the countries in the world pay more attention to the securities supervision.

As for our country, there are few disputes in the necessity of the securities supervision. but in theory, our country still lacks in the systematic research that how to realize the effective securities supervision. Consequently, the effective securities supervision doesn't exist in our countries. So that this paper selects the effective securities supervisions as researching object. The detailed information about the paper is as following:

Firstly, the paper introduces the general problems about the securities supervision, including the reasons of supervision, the structure of supervision, the aims of supervision and the cost-gain of supervision. And then, on the basis of the introduction, the paper analyzed the currence and inadequacy of administrative supervision, self-discipline regulation and the judicial supervision systematically. It also put forward the corresponding perfect suggestions and strategies to improve the supervision system. Finally, the paper uses previous theory and structure model to analyze the structural flaws and the improving path of regulation of the main land's securities market, and propose constructing a reasonable regulation structure including various kinds of regulators who should be cooperative and constraint with each other.

Additionally, with the help of analysis thinking from law & economic, this paper uses not only the rule-analysis method but also the economic-analysis method to demonstrate the equitable and effective nature of optimal securities

supervision system in our country.

Key words: effective supervision; economic-analysis; supervision structure; administrative supervision; self-discipline regulation ; the judicial supervision

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

1 引言	1
2、 分析框架及主要内容.....	3
3、 本报告预计的创新与不足.....	5
4、 本报告的研究方法.....	7
2 证券监管的一般问题.....	9
2.1 证券市场的产生、特点与功能	9
2.2 证券监管的概念辨析.....	12
2.3 证券监管的类型.....	15
2.4 证券监管的结构.....	17
2.5 证券监管的理论依据.....	19
2.5.1 公共利益理论.....	19
2.5.2 契约理论.....	20
2.5.3 俘获理论.....	21
2.5.4 公共强制理论.....	22
2.5.5 不完备法律理论.....	22
2.5.6 对上述各种理论的评价.....	23
2.6 证券监管的目标.....	25
2.6.1 一般经济学意义上目标：公平与效率	25
2.6.2 证券监管的具体目标.....	29
2.7 证券监管的成本与收益分析	33
2.7.1 证券监管的成本.....	33
2.7.2 证券监管的收益.....	39
2.8 证券市场的有效监管及其均衡模型的解析	41
2.8.1 证券市场的有效监管.....	41
2.8.2 证券市场有效监管结构的均衡模型解析	44

2.9 中国证券市场的发展及监管体制的演进	46
2.9.1 当代中国证券市场的发展历程	46
2.9.2 中国证券监管体制的演进	50
3 证券市场行政监管研究.....	54
3.1 证券行政监管的概述.....	54
3.1.1 证券行政监管的原因：证券市场失灵	54
3.1.2 证券行政监管的特征：	59
3.1.3 证券行政监管在证券监管结构中的地位和作用	61
3.2 有效的证券行政监管模式之构建	63
3.3 我国证券发行市场的行政监管	65
3.3.1 我国证券发行监管的缺陷与改进	65
3.4 我国证券交易市场的行政监管	79
3.4.1 我国证券信息披露监管的内容及有效性分析	80
3.4.2 我国内幕交易监管的内容及有效性分析	85
3.4.3 我国市场操纵监管的内容及有效性分析	91
3.5 提高我国证券行政监管有效性的对策与建议	100
3.5.1 宏观的对策与建议.....	100
3.5.2 微观的对策与建议.....	102
4 证券市场自律监管研究.....	112
4.1 关于证券市场自律的基本理解	112
4.1.1 证券自律监管的形成.....	112
4.1.2 证券自律监管的经济分析	115
4.1.3 证券自律监管与证券行政监管的关系	122
4.2 我国证券自律监管的现状与问题	125
4.2.1 我国证券交易所监管的现状与问题	125
4.2.2 我国证券业协会监管的现状与问题	131

4.3	完善我国证券自律监管的对策与建议	133
4.3.1	完善我国证券交易所自律监管的对策与建议	133
5	证券市场司法监管研究.....	143
5.1	证券司法监管的出现.....	143
5.2	证券司法监管的基本特点.....	144
5.3	证券司法监管在证券监管结构中的地位和作用	145
5.4	我国证券司法监管的现状与原因	148
5.5	我国证券司法监管途径之一：证券行政诉讼	151
5.5.1	我国证券行政诉讼的价值功能	151
5.5.1	我国的“政策市”对证券行政诉讼的影响	153
5.6	我国证券司法监管途径之二：证券民事诉讼	157
5.6.1	证券民事赔偿诉讼的价值	157
5.6.2	我国证券民事赔偿诉讼制度的演进历程	158
5.6.3	关于我国证券民事诉讼的基本问题及其完善建议	160
5.7	我国证券司法监管途径之三：证券刑事诉讼	167
5.7.1	证券刑事诉讼的对象——证券犯罪的特点	167
5.7.2	证券犯罪的形式、罪名构成与刑事责任	169
5.7.3	关于我国证券刑事诉讼的基本问题及其完善建议	174
6	结束语：我国证券市场有效监管的实现途径	177
	致谢	181
	参考文献	183
	附录	188
	个人简历：	234
	博士生期间发表的学术论文，专著	235
	博士后期间发表的学术论文，专著	237
	永久通讯地址	238

1 引言

1、问题的提出及选题的意义

证券市场由于其所具有的筹集闲散资本、优化资源配置、提高经济效益，增进社会福利等功能而日益成为现代市场经济运行的轴心和中介。^①马克思就此指出：“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，那么恐怕直到今天世界上还没有铁路，但是，集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了。”^②他高度评价股份公司和股票市场，认为它们是加速“社会积累的新的强有力的杠杆”，和其“对国民经济的迅速增长的影响恐怕估计再高也不为过”。^③

自上世纪 90 年代初，作为我国市场经济改革的试点，我国政府也先后在上海和深圳两地成立证券交易所，开始推行证券场内集中交易，从而揭开了我国证券市场成长的序幕。^④而正是在距今不到二十年的时间内，我国证券市场的发展步伐十分迅猛，在某些指标方面已经接近或达到发达国家的水平。据统计，1992 年底我国开始推行证券场内交易时，沪深两市的上市公司才 321 家，市价总值仅 1000 亿元(人民币)，而截至到 2007 年底，两市的上市公司数量已增加到 2087 家，股票市价总值达到 30 万亿元，相当于 2007 年国民生产总值的 1 / 3 还多，而 A 股的开户数也已达到 1.3 亿户，占据全国总人口的 1 / 10。足见，今天的证券市场在我国国民经济生活中已扮演着举足轻重的地位：其不仅为我国国企改革的顺利进行筹集了大量资金，推动了现代企业制度的建立，同时还促进了我国国民经济结构的调整、产业升级以及国民经济运行效率的提高。

然而，证券市场是一把双刃剑，其在为我国社会经济生活带来诸多方

^① 关于证券市场的概念，下文会有专门的分析。如没有特别说明，本报告的“证券市场”主要指的是股票市场。

^② 马克思.资本论（第一卷）[M].北京：人民出版社，1975：688。

^③ 马克思.资本论（第一卷）[M].北京：人民出版社，1975：689。

^④ 而对于我国当前的证券市场，究竟以什么作为形成标志，目前学界上存有两种不同的认识：一种认为应从 1984 年 11 月 14 日上海飞乐音响公司向社会发行第一支股票算起；另一种认为应从 1990 年和 1991 年上海和深圳证券交易所的设立为标志。笔者从现代意义上证券市场的集中竞价特征出发，倾向于认可我国证券市场应当形成于 1990 年代初期。

便和巨大好处的同时，也不可避免带来一系列负面的影响和成本支出。从早期的“327 国债事件风波”、“红光实业”、“东方锅炉”、“琼民源”……到中期的“大庆联谊”、“亿安科技”、“粤海发展”、“银广厦”……直至最近的“浙江海大”、“绿源股份”和“杭萧钢构”事件，内幕交易、价格操纵、虚假陈述等证券欺诈行为在我国证券市场上一直层出不穷，不仅极大地削弱了市场的运行效率，而且对投资者的利益造成了严重的侵害。因此，为维护市场秩序和保护投资者利益，证券监管就成为一种必要的制度安排。然而，如何对证券施以有效的监管一直成为困扰各国证券监管部门的现实性课题。尤其在我国这样一个新兴加转轨的市场，监管部门在呵护市场发展和打击证券违规违法上可能存在一定的矛盾和冲突。因为呵护市场发展可能会放松监管，而过于严厉的监管无疑会扼杀市场创新活力。并且证券市场固有的信息不对称性和监管机构自身的有限理性也注定了过于严厉的监管会“过犹而不及”，诱发监管失灵。这也是为什么在被监管部门确定为“监管年”的 2001 年，我国证券市场依旧陆续发生了相当多不甚和谐的证券欺诈事件的原因所在。而且，监管是一种资源的耗费，有监管就必然有监管成本，增加和扩大监管就意味着耗费更多的监管资源，倘若这种追加的监管所带来的收益不足以弥补为此付出的监管成本，那么这种扩张后的监管显然是一种过度而非适度的监管，对证券市场效率的改进是百害而无一利的。因此，这不能不引发我们深入思考：证券市场所需的监管不是一般的监管，而是有效的监管。有效监管既非乏力不足的监管，也非“多多益善”的监管，而是一种适度的监管。即在争取监管成本支出最小化的前提下，因势利导，对证券监管权限进行合理科学的配置，使行政监管、自律监管与司法监管分工明确，相互协调，既“有所为”，又“有所不为”，从而循序渐进地增进整体的监管效率。然而我国目前证券监管的现状与有效监管的要求相去甚远，主要表现为行政监管的范围过于庞大，几近家长式监管，无所不包；而司法监管的范围过于狭窄，力量过于微弱；民间自

律监管独立性差，形同虚设。这种失调的监管结构已成为制约我国证券监管效率实现的瓶颈。由于不重视自律监管和司法监管对行政监管互补功能的挖掘，纵然我国证监会在监管中案牍劳形，疲于奔命，也是难以有效地遏制证券欺诈和保护投资者的利益。

故此，笔者选取有效监管作为研究我国证券监管的基点，此主题的确立，一是基于前述我国当前证券监管体制内在结构缺陷的考量，二是源于20世纪中叶以来主流法经济学及相关理论研究的启发。笔者力图以实事求是的精神，借助法经济学中的价格理论、福利经济学、公共选择理论及其成本—收益和博弈论等经济分析工具，辅予法学的规则分析方法来检视我国证券监管的相关制度内容，进而寻求破除和革新那些不符合有效监管要求的负面安排，以期构建一个专门化的证券监管理论做一些有益的探索，从而更好地为增进我国证券市场的监管效率和保障投资者的利益贡献自己的一些微薄之力。

2、 分析框架及主要内容

如果纯粹从经济法学的角度来探讨证券有效监管实现的途径，那么得出的结论可能是整肃证券监管法规和进一步加大法律监管力度的建议。^①显然，根据上面的分析，这种结论对提高我国证券监管效率的指导意义是不全面或极为有限的。而且，在笔者看来，一个有效的证券监管不仅要具备良好的纠错功能，及时惩处现有的证券欺诈行为，而且还应有足够的防范功能，震慑和预防类似事件的再次发生。即有效的证券监管不仅仅立足于现在，还要着眼于未来。所以，将法经济学的分析方法引介到证券监管有效性的研究中来，能弥补单纯从法学角度分析的不足。有鉴于此，笔者拟从理性“经济人”的行为与动机出发，在传统法学规范分析的基础上结合

^①参见杨志华. 证券法律制度研究[M]. 北京:中国政法大学出版社, 1995.

法经济学的实证分析来分析我国证券欺诈盛行的原因，探究证券有效监管的框架体系，并据此反思和重构我国证券监管体制，使之更能符合有效证券监管的内在要求。

除了引言之外，本研究报告的主要内容如下：

第 1 章，证券监管的一般问题。本章首先对证券监管的研究起点——证券市场、证券监管、证券监管类型、证券监管结构及其相关理论依据进行了全面的考察，为后文对证券监管现状的剖析打下坚实的理论基础。接着，转入与本研究主题有效监管相关的概念，包括证券监管目标、证券监管的成本与收益、证券有效监管及其均衡模型的探析，为法经济学分析工具的引介做好了必要的语境铺垫。最后，本章对我国证券监管体制的演进作了一个纵向梳理，意在为下文分析我国证券监管的现状提供必要的素材背景。

第 2 章，证券市场行政监管研究。行政监管在我国整个证券市场的监管结构中历来扮演着基础性的作用。本章首先解析了证券行政监管的原因，特征及其在整个监管结构中的地位和作用，然后结合我国的实际，深入到我国证券监管体制内，以常见的证券发行市场和交易市场两个领域切入对我国证券行政监管的现状与问题展开系统的剖析，并按有效监管所需就现存的缺陷与不足提出相应的完善对策与建议。

第 3 章，证券市场自律监管研究。西方发达国家证券市场发展实践表明：自律文化和自治精神始终是证券市场规范化运作的内生力量。本章先对证券自律监管的形成、特点及其在证券监管结构中的地位和优势作了详细的论证，然后以沪深两个交易所和中国证券业协会的监管实况为例剖析了我国证券自律监管效率低下的症结所在。最后，本章为消弭此症结提出了改进我国证券自律监管有效性的对策与建议。

第 4 章，证券市场司法监管研究。“司法是维护正义的最后一道屏障”，作为证券市场纠纷的最终裁判者，法院不仅能为受害的投资者提供权利救

济途径，而且能对“咄咄逼人”的行政监管给予必要的约束，防止行政监管的“失灵”。本章先分析了司法监管在整个证券监管机构中的地位和特点，然后以我国为例，从证券行政诉讼、民事诉讼和刑事诉讼三个方面对我国证券司法监管的现状与问题作了探讨，并对如何发挥与改进我国证券司法监管效率也提出了自己的看法。

结语部分，立足前述各章建议对策的基础上，综合提出了在我国构建一个主体多元化、层次多极化，自律组织、行政机构和司法机关三种监管机构相互协调配合又相互制约抗衡的有效监管架构。

3、 本报告预计的创新与不足

目前，有关证券监管的研究，国外的文献大多分散在金融监管和其他一般行业的监管研究之中。西方管制经济学也主要立足于普通产品市场中的公共管制来展开研究，鲜有专门针对证券及证券市场特性展开的监管研究。而已有的证券监管文献更多的是集中在法学范畴，往往倾向于考察某一具体的证券法律制度条款的实施情况和相关证券监管判例的解析。

比起西方学者，我国证券理论界和实务界人士对证券监管的专门化研究似乎表现出更为浓厚的兴趣。就笔者目前所掌握的资料来看，这种专门化的研究主要有两类：一是有关证券监管的基本理论研究，如洪伟力（1999）和赵锡军（2000）分别研究了公共利益理论、俘虏理论和监管经济学理论在证券市场中的应用和体现^①；陈凌（2004）运用公共选择理论找出我国证券监管不力的症结所在，为监管当局提高证券监管效率，给投资者营造公平、高效的投资环境提供一个新思路。^②岳彩申、王俊（2006）又在此基础上研究了私益理论在我国证券监管中的应用^③；刘春彦、黄运城（2006）又

^① 洪伟力.证券监管:理论与实践[M].上海:上海财经大学出版社,1999; 赵锡军.论证券监管[M].北京:中国人民大学出版社,2000.

^② 陈凌.从公共选择理论看如何改进我国证券监管体制[J].企业经济,2004(7).

^③ 岳彩申, 王俊.从监管理论的演变看证券监管制度发展的走向与途径[J].现代法学, 2006 (3) .

详细介绍了法律不完备理论，并且根据该理论的思想得出了应该重新审视我国证券市场法制建设以及重构监管体制的启示。^①二是有关我国证券监管体制、模式与现状的研究，如曹凤歧、徐文石（1998），符启林（2000），高西庆（2002），李东方（2002），袁旭峰（2003），高建宁（2005），李昊（2005），徐丽（2006），张宗新（2007）等的研究，它们大多从分析我国证券监管体制的现状和存在问题入手，提出一些具体的改革措施和模式设计。^②可以说，这些研究对我国证券监管体制的改善起到了积极的作用，为中国证券监管当局的决策提供了富有价值的依据。不过，需要指出的是，这些证券监管研究也存在一些问题：一是对证券有效监管论述不多，即便偶有所涉及也没有给出确定的衡量标准；二是针对以证监会为首的证券行政监管领域研究的多，而对另外两种证券监管即市场自律监管和司法监管鲜有涉及，在研究上普遍存在着不周延性。因此，本报告试图弥补已有研究的不足，从广义证券监管的范畴出发来分析影响我国证券监管收益低下的原因，提出系统构建我国证券市场有效监管框架的初步设想。这是本文在研究内容上的一大创新。

除此之外，本报告预计的创新还有：（1）研究思路上的创新。传统的法学学者往往以公平作为衡量证券监管有效性与否的尺度，多把我国的证券监管安排当成一种自给自足的封闭式逻辑体系，将有效监管简单等价于公平监管，而忽略其效率性存在一面。而本报告则摆脱传统法学的研究窠臼，引入法经济学成本和收益对比的研究思路，将效率融入有效监管的评价标准之中，使证券监管的有效性涵义从法学意义上的“公平”拓展到法经济学上“公平与效率”并重的层面。（2）研究方法上的创新。本报告除了

^① 刘春彦，黄运城.不完备法律理论及对我国证券监管的启示[J].河北法学,2006(9).

^② 这些具体文献包括：曹凤歧,徐文石.我国证券监管研究[J].财经问题研究,1998(5);符启林.试论我国证券监管的模式[J].政法论坛,2000(2);高西庆.论证券监管权——中国证券监管权的依法行使及其机制性制约[J].中国法学,2002(5);李东方.政府监管的缺陷与证券监管的适度性分析[J].现代法学,2002(8);袁旭峰.中国证券监管的现状和对策建议[J].改革与战略,2003(2);高建宁.我国证券监管的制度变迁与模式选择[J].经济体制改革,2005(5);李昊.中国证券监管模式创新研究[J].南开经济研究,2005(2);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,2007(6).

运用传统法学的规则分析方法之余，还适当参鉴法经济学中的价格理论、公共选择理论及其博弈论等最新分析工具，以更科学、直观地解释我国证券监管有效性不足的原因和达致有效监管的过程。(3) 研究观点上的创新。如在法律不完备性理论的基础上，提出单纯的行政监管也有内在的不完备性缺陷，这是自律监管得以保留和发挥重要作用的原因。还有主张综合吸纳司法监管、行政监管和自律监管的各自优势，在我国构建一个主体多元化、层次多极化，自律组织、行政机构和司法机关三种监管机构相互协调配合又相互制约抗衡的有效监管架构等。

由于时间和精力所限以及证券监管成本与收益的具体数据较难获取和计算，加上笔者经济学学术功力的局限，本报告没有就上述所提出的观点和证券市场有效监管结构模型作数量化的实证研究，对所构建模型的变量处理也比较简化。这些使得本报告对一些监管制度安排所作的经济分析只能停留在成本——收益的大致比较上，缺乏定量检测。这是研究方法上处理的缺陷，只有依靠今后笔者的努力去弥补。

4、 本报告的研究方法

1. 实证分析和规范分析。前者偏重与对现实监管制度实施效果的概括和归纳，即从已有的监管现状出发，总结和分析之所以形成当前监管局面的具体原因，强调对客观事实的陈述与描述，说明我国当前证券监管的效果怎样？为什么会这样？而后者偏重对客观规律的推理和演绎，即从已有的法学和经济学原理出发，对所发生的各种监管问题加以阐述和解释。本项目试图将两种方法有机的结合，通过对现实监管问题的具体研究，在回答“是什么”和“为什么”的基础上，提出“应该怎样”的改进对策及建议。

2. 成本-收益分析法。这是法经济学的基本分析方法，我国证券监管

作为一项法律制度安排，必然要采用成本——收益范式，对其进行客观分析和评价，找到导致监管低效的根源，然后再以实现监管效益最大化的原则寻求相应的证券监管改进方案。

3. 制度分析方法。证券监管是国家对证券市场资源配置的制度安排，法经济学强调制度在经济增长中的内生作用，一个有效率的证券监管制度是证券市场规范发展的关键。本项目将我国现有证券监管作为一项制度，综合运用上述方法进行整体分析，以寻求制度规范分析的途径。

4. 比较分析法。比较是理论研究的基本方法之一，通过比较可以给我们很多的启示。本项目也通过中国与西方许多发达国家证券市场监管安排具体内容的比较，揭示监管制度存在的共性、差异及其背景，以期提出完善我国证券监管的基本思路。

5. 规则分析法。证券立法是整个整个证券监管的基础，法律基本设定了监管的总体框架以及各监管主体的权力范围。因此，对已有的证券法律规定蕴涵的逻辑内容及其相互之间的内在联系进行抽丝剥茧式的规则分析，可以清楚地呈现法条的公平性与否，从而避免单纯的经济分析只注重效率提高的不足。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库