文章编号: 1008-1542(2008)01-0083-04

中国证券交易所监管激励分析: 政府与交易所监管权分配

曹 潇, 张弓长, 林 波

(西北工业大学经济研究中心, 陕西西安 710072)

摘 要: 中国证券交易所组织制度与所处环境决定了交易所以自我发展为目标, 受制于政府约束的自我发展目标扭曲了交易所的监管激励制度, 然而, 交易所组织改制对其监管激励的强化不具现实意义, 阶段性修正交易所监管激励的缺失应强调政府与交易所之间的监管权分配。

关键词: 交易所; 监管激励; 监管权

中图分类号: F830.91 文献标识码: A

Analysis on supervisory incentive of stock exchange in China: Distribution of supervisory power between the government and stock exchange

CAO Xiao, ZHANG Gong-chang, LIN Bo

(Economical Research Center, North Western Polytechnical University, Xi'an Shaanxi 710072, China)

Abstract: The organizational institution in stock exchange in China and the situation determined self-development as the goal of the stock exchange. Bound by the government, it distorted supervisory incentive in stock exchange. While consolidation on its supervisory incentive by reform on stock exchange organization can hardly be a real practice, amendment on supervisory incentive of stock exchange at the present time should focus its attention on distribution of supervisory power between the government and stock exchange.

Key words: exchange; supervisory incentive; supervisory power

源于新古典经济学的公共利益理论(public interest)及经济管制理论(regulatory economics)认为, 证券市场存在垄断、市场操纵与欺诈, 政府应当介入市场[1,2]。事实上, 这些现象在政府介入监管后依然存在。在中国, 政府控制型监管体制的建立是与证券市场同步发展的, 然而, 近年来中科创业、亿安科技等市场操纵事件的频频出现表明, 证券市场中存在的失灵现象并不必然构成政府介入监管的充分理由, 政府介入前还应考察市场自身(主要是交易所)的监管激励。如果交易所有足够的激励监管市场, 使市场的外部性内在化, 则无需政府介入, 政府介入监管的领域只应是那些交易所没有足够激励并且监管收益大于成本的领域。

现有文献对中国交易所监管激励缺失的现状研究比较充分, 但对激励不足的内在成因缺乏深入分析。因此, 以交易所组织制度的目标及其约束为基点, 分析其监管激励不足的成因, 进而寻求强化交易所监管激励的策略, 对有效完善监管体制的构建具有积极意义。

收稿日期: 2007-09-04; 修回日期: 2007-12-04; 责任编辑: 王海云

基金项目: 陕西省软科学研究计划资助项目(2004KR55)

作者简介: 曹 潇(1975-), 男, 陕西榆林人, 博士研究生, 主要从事社会经济系统工程的研究。

1 中国证券交易所组织制度的目标与约束

与英、美自发成立的交易所不同,上海和深圳证券交易所的设立主要来自政府的规筹,其组织制度不是严格意义上的会员制,而是政府领导下的交易会员制[3]。因此,对于中国交易所监管激励问题的研究,首先要分析的是交易会员制导致交易所侧重于哪些方面利益的权衡,然后才能够考察交易所是否有足够的激励监管市场。

政府监管当局领导下的交易会员制使得交易所的目标不可能是会员利益的最大化,其目标难以通过理论推导的方式得出,但可以通过交易所的实际运行加以考察。从中国交易所当前的实际状况来看,两大交易所最为关心的问题涵盖多个方面:市场份额的增加、相对竞争地位的提升、收入的增加以及交易所主要领导和员工的收入增加等,其中最核心的是市场份额的增加[4]。交易所侧重的这些利益考虑可归属为交易所的发展问题,因此,可以认为发展是当前交易所最主要的目标。而影响和约束交易所发展的主要因素又来自于政府方面,具体体现在立法与行政2个层面。依据现行的《证券法》,对于交易所的发展,政府具有绝对权力。首先,政府可以决定交易所主要领导的任免和交易所的组织结构,譬如,作为交易所最高权力机关的会员大会无选择和决定交易所管理层的权力,上交所和深交所总经理由政府直接任命,而作为交易所的权力机关——理事会的成员任命,法律规定有近半数的成员(不超过1/2,不少于1/3)由政府直接委派[1];其次,政府掌握着对于交易所发展至关重要的公司上市及交易品种申请的审核批准权[2];最后,政府在认为必要时可以直接改变交易所规则、否定交易所的决策,以及要求交易所采取某些措施。当然,政府这些绝对权力的控制旨在考虑市场发展的同时,更侧重于以谨慎的行为方式保证市场的安全和稳定。

上述分析表明,交易所发展目标的实现程度受政府决策及谨慎行为方式的约束,在既定的约束下,交易所的选择是一方面降低政府谨慎性的考虑,使政府认为交易所自身能够保证市场的平稳运行,另一方面严格控制市场风险事件,在政府当局和社会公众面前建立良好的声誉。

2 交易所自律监管激励冲突:不完全监管

交易所有足够激励监管市场的前提是采取完全监管的收益大于成本,继而使得交易所监管的成本和收益内在化。中国证券交易所发展自身的特殊目标与所受约束使其不能完全内在化监管的成本和收益。下面就以交易所对市场操纵行为的监管来考察交易所的监管激励。

市场操纵行为的危害是显而易见的,然而市场操纵有时却能活跃市场,使交易量增加。回顾中国股票交易市场的历程,中科创业、亿安科技等市场操纵事件主要集中于1998–2000年3个年份,同时这3年也是中国股票市场交易为非常活跃的3年,1999年比1998年市场成交额增长了33.02%,成交量增长了36.13%,2000年比1999年市场成交额增长了94.21%,成交量增长了62.27%[3]。可见,市场操纵与市场活跃及交易量的增加存在着一定的相关性。

如前所述,交易所的目标不仅是提高市场的交易量,获得更多收益,而且为了能够使政府放宽市场发展约束,交易所也致力于严重市场操纵的控制及良好声誉的形成。然而,这一目标的双重性使交易所对市场操纵行为的监管陷入了两难之境:一方面,交易所的业绩主要体现在市场活跃度和交易量上,而这两者与市场操纵又存在着相关性,如果交易所对市场操纵行为进行严格监管,那么市场很可能出现交易冷清的局面,从而交易所难以从政府当局获得有利的发展条件;另一方面,如果默许市场操纵的存在,在多空双方对峙激烈,或操纵者手法凶猛时,就很可能引发严重操纵事件,一旦发生严重操纵事件,交易所就会遭到政府更为严厉的监管,不利于交易所的发展。对此,交易所明智的选择是采取不完全监管的策略,即交易所为了自身利益,会允许一定程度的市场操纵行为存在,只要市场操纵行为不酿成恶性事件,市场操纵所产生的成本主要由交易所以外的主体来承担,而交易所获得了由此产生的收益,因此交易所没有内在化监管成本和收益的激励,

1) 参见《证券法》第106,107条,《证券交易所管理办法》第21条;

2) 尽管依据《证券法》第52条,股票上市审核权回归了交易所,但交易所对证券上市享有的自治权,不仅仅是自主决定是否接纳上市,还包括自主规定上市条件,这一自律监管的本原性权利。而《证券法》、《公司法》仍将股票、公司债券上市条件法定化,这意味着公权力仍未退出交易所自治领域,因此,所谓的上市审核权回归交易所,仍然是不彻底的;

3) 根据《中国证券期货统计年鉴》(2003)相关数据计算。

进而采取默许的态度, 一旦市场操纵事件演变成恶性事件, 交易所就会受到政府的严厉惩罚, 所以交易所会内在化部分恶性市场操纵行为监管的成本, 并有相对充分的激励制止恶性市场操纵。

3　监管激励优化: 交易所组织制度选择与监管权分配

交易所选择不完全监管的策略并不意味着政府就一定有必要介入。中国证券市场发展至今, 政府的监管已经很细致了, 如果再要求政府进一步介入监管, 那么市场的发展可能会受到更严重的压制。因此, 政府首先应解决的是改变或修正交易所的激励, 而不是对交易所实行更为严格的监管。

3.1　交易所组织制度选择评析

学界和业界就交易所监管激励不足的问题提出了交易所组织制度改制的对策: 一种观点认为, 中国交易所应实行真正的会员制, 因为真正的会员制有利于增强会员的自我监管意识[5]; 另一种观点则支持交易所的公司化改制, 此观点认为, 公司制更有利于交易所履行市场监管的职责[6]。

以上 2 种观点都缺乏理论和现实依据。首先, 前者是以会员制可以使交易所有足够激励履行市场监管职责为前提的, 但是, 传统会员制交易所由于其不得向会员分配剩余的软约束性, 事实上并没有足够的监管激励; 其次, 中国目前相应配套的法律、法规和监管体系并不健全, 交易所公司化改造缺乏环境支持, 如果冒然实行公司化改造, 可能会使得交易所滥用一些市场监管权力, 公开谋求垄断利润, 而且法律、法规的发展和完善有它自身的规律, 不可能在短时间内有重大突破, 所以, 公司化改制对解决中国交易所监管激励问题的现实意义不大。阶段性解决中国交易所监管激励缺失的问题, 应通过监管权在政府与交易所之间合理分配的方式, 放宽约束交易所发展目标的条件以修正交易所的监管激励。

3.2　监管权分配现状与格局重构

依据中国目前证券市场监管的实际状况, 旨在强化交易所监管激励的监管权有效分配应体现在立法与行政 2 个层面。

在立法层面, 国家权力应从交易所自律监管权属领域逐步退出。交易所实行不完全监管策略的主要目的是为了从政府当局获得有利发展的条件, 因而要改变交易所的监管激励, 首先要放宽交易所发展的约束条件, 使交易所能够在一定程度上获得自主发展的空间, 尤其是在证券上市方面, 不能形成政府分配上市的格局。中国现行的《公司法》、《证券法》、《基金法》中, 股票、基金的上市条件是法定的, 交易所无权作任何调整, 而且, 证券发行和上市联动, 审核权都归属证监会, 交易所对是否接受企业上市、按照什么样的条件接受企业上市, 没有任何话语权, 因此, 政府对证券上市的管制, 一方面限制了交易所的发展目标, 使其监管市场的激励发生了扭曲, 另一方面, 也阻止了交易所之间的竞争和市场创新。在此方面, 监管权分配所遵循的原则应当是: 在交易所与政府的监管框架与制度已经建立起来的前提下, 先将证券上市的批准权分配给证监会, 然后再从审核制过渡到核准制, 采取逐步放松的管制方式。

在行政层面, 应尊重交易所作为自律监管组织的独立法律地位, 构建政府对交易所的行政监管分配格局。中国《证券法》将证监会和交易所之间的关系定位为监管与被监管关系[4], 但实践中, 交易所上市规则、交易规则、会员管理规则的制定和修改程序, 是由证监会统一控制的, 交易所自律监管的意图和措施难以及时实现[7]。这种模式下制定的监管规则实质上是政府行政意志的体现, 严重约束了交易所的发展, 弱化了交易所自治与自律监管的激励。因此, 对于行政监管权的分配, 政府监管当局只需制定市场监管的宏观框架, 对于多数市场具体规则的制定应还权于交易所, 而且, 这种监管权分配格局还需借助法律文件的形式固定下来, 在划定行政监管和自律监管边界的基础上, 由证监会与交易所签署《谅解备忘录》, 以明确证监会对交易所进行行政监管的机制和程序, 其中的关键是界定"严重事件", 对非严重事件交易所可以直接调查并采取相应处分, 对严重事件, 应由证监会组织调查, 交易所及社会中介机构予以协助。

4　结　语

综上所述, 政府对交易所和市场的监管应主要采取间接方式, 即在交易所有足够激励的领域, 就需要市

4) 参见《证券法》第 107, 118 条, 第 179 条第 3 项。

场监管的职责由交易所来履行,交易所激励不足的领域,通过监管权的分配以强化交易所的监管激励,并遵循自律监管第一、政府监管监督性与补充性为辅的原则。

参考文献:

[1] STIGLIT Z, JOSEPH E. The inefficiency of the stock market equilibrium[J]. Review of Economic Studies, 1982, 49(2): 32-35.

[2] STIGLIT Z, JOSEPH E. Market failure, and development[J]. American Economic Review, 1989, 19(2): 18-23.

[3] 鲁 篱. 证券交易所自治地位的比较研究[J]. 社会科学研究, 2004, (5): 86-88.

[4] 郭 晔. "有限理性" 框架下证券交易监管研究[D]. 厦门: 厦门大学, 2002.

[5] 龙 超. 证券监管的原因与结构分析[D]. 上海: 复旦大学, 2003.

[6] 杨再斌, 匡 霞. 全球交易所公司化改革趋势及对我国的启示[J]. 经济经纬, 2005, (6): 47-49.

[7] 徐 明, 卢文道. 从市场竞争到法制基础: 证券交易所自律监管研究[J]. 华东政法学院学报, 2005, (5): 25-27.

(上接第 **62** 页)

$$\xi^{+2} + 2\int_t^T (\hat{y}_s^+, (g(s, y_s^1, z_s^1) - g(s, y_s^2, z_s^2))\,\mathrm{d}B_s) - 2\int_t^T (\hat{y}_s^+, \hat{z}_s\,\mathrm{d}W_s)。$$

因此 $\hat{y}_t^{+2} + \int_t^T I_{[\hat{y}_s > 0]} \frac{1-\alpha}{2} |\hat{z}_s|^2 \mathrm{d}s \leqslant$

$$2\int_t^T (\hat{y}_s^+, (g(s, y_s^1, z_s^1) - g(s, y_s^2, z_s^2))\,\mathrm{d}B_s) - 2\int_t^T (\hat{y}_s^+, \hat{z}_s\,\mathrm{d}W_s) + \int_t^T (\frac{2c}{1-\alpha} + \frac{1-\alpha}{2} + c)\hat{y}_t^{+2}\mathrm{d}s + \xi^{+2}。$$

因为 $\xi^1 \leqslant \xi^2$, 所以 $\xi^{+2} = 0$。

对上面的不等式两边取数学期望, 可得

$$E\hat{y}_t^{+2} + E\int_t^T I_{[\hat{y}_s > 0]} \frac{1-\alpha}{2} |\hat{z}_s|^2 \mathrm{d}s \leqslant E\int_t^T (\frac{2c}{1-\alpha} + \frac{1-\alpha}{2} + c)\hat{y}_s^{+2}\mathrm{d}s。$$

因为 $0 < \alpha < 1$, 所以 $E\hat{y}_t^{+2} \leqslant E\int_t^T (\frac{2c}{1-\alpha} + \frac{1-\alpha}{2} + c)\hat{y}_s^{+2}\mathrm{d}s$。根据 Gronwall 不等式, 可得 $E\hat{y}_t^{+2} = 0$。因此 $y_t^1 \leqslant y_t^2$, $\forall 0 \leqslant t \leqslant T$。

证毕。

定理 **2** *[共单调定理]* 对于 $i = 1, 2$, 假设 f_i, g_i, b_i, σ_i 和 Φ_i 满足假设 1 和假设 2 的条件。$\{X_t^i\}_{i=1,2}$ 和 $(y^i, z^i)_{i=1,2}$ 分别是下面的随机微分方程的解,

$$X_t^i = x^i + \int_0^t b_i(s, X_s^i)\mathrm{d}s + \int_o^t \sigma_i(s, X_s^i)\mathrm{d}W_s,$$

$$y_s^i = \Phi(X_T^i) + \int_s^T f_i(r, X_r^i, y_r^i, z_r^i)\mathrm{d}r + \int_s^T g_i(r, y_r^i, z_r^i)\mathrm{d}B_r - \int_s^T z_r^i\mathrm{d}W_r。$$

如果 $\Phi_1(\cdot)$, $\Phi_2(\cdot)$, $f_1(t, \cdot, y, z)$ 和 $f_2(t, \cdot, y, z)$ 是共单调的, 且 $\sigma_1 \odot \sigma_2 \geqslant 0$, 那么 $z_t^1 \odot z_t^2 \geqslant 0$。

证明 根据引理 3, 有

$$z_t^1 \odot z_t^2 = \sigma_1^*(t, X_t^1)\partial_x u_1(t, X_t^1) \odot \sigma_2^*(t, X_t^2)\partial_x u_2(t, X_t^2) =$$
$$\sigma_1(t, X_t^1) \odot \sigma_2(t, X_t^2)\partial_x u_1(t, X_t^1)\partial_x u_2(t, X_t^2),$$

根据随机微分方程的比较定理, 知 X_T^i 关于初值 x^i 是递增的; 根据定理 1, 如果 $\Phi_i(\cdot)$ 和 $f_i(t, \cdot, y_t, z_t)$ 关于 X^i 是递增(递减)的, 那么 y_t^i 关于 X^i 也是递增(递减)的。因为 $\Phi_1(\cdot)$, $\Phi_2(\cdot)$, $f_1(t, \cdot, y, z)$ 和 $f_2(t, \cdot, y, z)$ 是共单调的, 因此有 $\partial_x u_1(t, X_t^1)\partial_x u_2(t, X_t^2) \geqslant 0$。因为假设 $\sigma_1(t, X_t^1) \odot \sigma_2(t, X_t^2) \geqslant 0$, 因此有 $z_t^1 \odot z_t^2 \geqslant 0$。

证毕。

参考文献:

[1] PARDOUX E, PENG Shi-ge. Adapted solution of a backward stochastic differential equation[J]. Systems Control Lett, 1990, 14: 51-61.

[2] PENG Shi-ge. The backward stochastic differential equations and its application[J]. Adv Math, 1997, 26: 97-112.

[3] KAROUI N E, PENG Shi-ge, QUENEZ M C. Backward stochastic differential equations in finance[J]. Mathematical Finance, 1997, 7: 1-71.

[4] CHEN Zeng-jing, KULPERGER R, WEI Gang. A comonotonic theorem for BSDEs[J]. Stochastic Processes and Their Applications, 2005, 115: 41-54.

[5] PARDOUX E, PENG Shi-ge. Backward doubly SDEs and systems of quasilinear SPDEs[J]. Probab Theory Related Fields, 1994, 98: 209-227.