



人大重 阳

研究动态

第 87 期

2014 年 9 月 22 日

可信的严惩制，资本市场监管新建议

对外经贸大学教授、博士生导师 郝旭光 张士玉

我国资本市场发展已取得很大进步，但资本市场监管制度不完善，监管效果不佳，已成为阻碍资本市场进一步发展的重要障碍。通过定量研究和事件研究评估资本市场监管效果，我们认为我国证券监管的前瞻性、严密性和综合性较差，而监管理念偏差是导致监管无效的根源。鉴于资本市场健康发展对我国经济结构调整意义重大，证券监管应树立正确的监管理念，重新定位资本市场功能、监管主体角色以及监管目标。同时，在监管政策制定和执行中，要注意激励相容原则的应用，慎用行政手段，加强制度规范，建立可信的惩罚机制，并注意监管的主



动性和及时性。

一、研究过程与研究结论

我国证券市场监管虽取得长足进步，但问题仍十分明显。对证券市场监管效果的研究，大多从事后监管即执法角度进行，把监管无效归结为执法不力。我们指出监管政策效果不佳，并探讨监管失效的深层次原因。

我们首先用调查问卷统计方法对我国证券市场监管有效性进行实证分析，并用层次分析法得到监管有效性模型。以证监会 2008 年 4 月《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》为例，被调查者对监管有效性的评价没有达到及格的水平¹，对整体监管水平也没有达到及格水平。我们又以事件研究法对国有股减持、《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》、完善新股发行制度、股权分置改革、以及推出股指期货、历次印花税调整等相关政策进行了细致分析，结果表明，有关政策短期效果较好显，除了股权分置改革外，各种政策中长期效果并不明显，而股指波动与政策意图往往存在一定偏差²。有关关联规则的研究表明，证券市场监管政策并没有很好的发挥稳定市场、保护中小投资者的作用，也没有有效的遏制违法违规事件的发生，市场参与者政策满意程度不高。

研究还发现，监管理念偏差是导致监管无效的根源，监管者对证券市场本质

1 郝旭光：“中国证券市场监管有效性研究”，《中国工业经济》，2011 年 6 期（被《新华文摘》2011 年 20 期和《中国人民大学报刊复印资料》《投资与证券》2011 年 10 期同时全文转载）；

2 郝旭光等：“我国股市监管政策与股指波动因应”，《改革》，2011 年 1 期；



和监管目标的认知存在偏差，导致其对证券市场主要矛盾缺乏清醒认识，监管过程中违背“三公”原则，制定政策时“考虑不全面，措施不配套”，从监管效果来看，就表现为政策的前瞻性、严密性和综合性较差³。

二、提高监管政策效果的政策建议

（一）树立正确监管理念

树立正确的监管理念是改善监管效果的根本，这需要重新做好“三个定位”——资本市场功能定位、监管主体角色定位以及监管目标重新定位。

做好资本市场功能定位。从历史角度看，我国资本市场建立的初衷是为国有企业改革和发展筹集资金，这在当时条件下是必要的，应该说资本市场对国有企业改革和发展做出了重要贡献。但随着我国市场经济不断发展，市场参与者多元化程度提高，相对于融资活动而言，投资活动对经济持续健康发展也具有同等重要性。国内外大量研究表明，不能有效保护投资者正当权益的证券市场，其融资功能也必然受到极大限制。在新形势下，资本市场应同时强调投资和融资功能，资本市场监管也应同时服务于投资者和融资者。国际经验进一步表明，由于投融资双方信息不对称的普遍存在，发达国家证券市场监管实际上主要致力于保护投资者尤其是中小投资者权益。保护中小投资者合法权益，要求在强制信息披露基础上形成市场竞争，最终通过价格发现机制实现经济资源的优化配置。此外，资

3 郝旭光等：“中国证券市场监管政策效果研究——基于问卷调查的分析”，《管理世界》，2012年7期



本市场功能重新定位，还意味着在我国证券市场监管中，应尽快消除改革早期形成并长期存在的所有制歧视。

做好监管主体角色定位。我国政府既是早期主要上市公司（国有企业）的股东、又是试图维护证券市场健康发展的监管者，既是裁判员又是运动员，角色冲突成为必然。国有上市公司可能享受优待，牛市时期比熊市时期的执法标准更严，Chen, et al(2011) 研究发现监管执法会受到违规公司产权性质的影响，同时监管执法也可能被政府当成稳定股价的工具。其结果是，监管执法难以真正贯彻“三公”标准，监管的权威和公信力更无从谈起。除了与国有企业存在利益关联外，按照“监管捕获论”，监管政策还可能受到监管者（个人）利益的影响。所以，应通过立法重新定位监管者角色，规范监管者行为，并保护其相对独立性，将其塑造成超脱于市场利益之上、可代表全社会长远利益的公共机构，从整体上不断完善市场制度，并以此维护市场健康运行。

加强监管者的监督权，减少审批权。在监管过程中，本应加强监督权，减少审批权。但现实情况是，我国监管部门“对问题认识不清楚”，现在一方面审批的权力太大，把在其他国家需用律师事务所、会计事务所、投资银行的信誉才能承担的风险全部接受下来；另一方面，监督的权力太小，香港证监会可以发传票，可以进银行查账，而在内地却不可以。因此，证监会要正确履行监管职责，就应该缩小审批权力，扩大监督权力，集中精力通过制度建设、队伍建设等做好防范违法、违规，查处违法、违规行为的工作，为市场做好“守护者的角色”。

做好监管目标的重新定位。证券监管应秉承“公开、公平、公正”原则，致力于保护投资者尤其是中小投资者权益，防止和惩治违法、违规和欺诈活动，维



护市场平稳运行。为此，目前阶段，我国监管者应把重心放在优化市场环境和改善制度建设上，比如做空机制建设、IPO 制度改革、证监会与交易所关系定位、异常交易的判别标准与防范（避免再次出现光大乌龙指一类的事件对市场的冲击）、证券市场安全的维护等。此外，监管可以关注指数涨落，但更应关注影响指数的基本因素而不是指数本身。

（二）激励相容与制度规范相结合

提高监管政策激励相容度。监管政策的制定和执行中，应充分考虑市场各参与方的不同利益诉求，并协调各方长期和短期利益。要确保相容性，一是尽可能创造兼顾各方利益的多赢解决方案；二是尽可能让执行监管方案会导致短期利益受损的参与者，分享该方案带来的长远利益；三是调动监管方案执行者执行监管方案的积极性和工作热情；四是即使不能保证各方目前的利益，也要让所有参与者有表达自己利益诉求的机会。为此，监管者应对各市场主体的行为和政策反应机制有足够的认识，应建立与市场主体进行磋商的机制和程序，从政策制定到出台都要开展广泛的咨询和听证。

完善监管制度，施加制度约束。如果说激励相容让市场参与者愿意执行政策，则制度约束强调让市场参与者不敢不执行政策。无论上市公司还是资本市场投资者，都希望有一个明确的预期，知道什么能做，什么被禁止，因此建立一套健全完善的监管法律法规，才是监管者与被监管者真正的集合点。目前，我国资本市场的制度建设还很不完善，所以要加强制度建设，使市场参与者能够分享长期发展带来的好处，这对于我国资本市场持续、健康、稳定发展至关重要。

（三）慎用行政手段



资本市场只能以法律法规进行监管，不能以行政手段进行“调控”。我国监管者表现过度自信，常以行政手段直接入市，实际上使市场“政策市”预期不断强化。每当指数大幅下跌时，发社论、出政策、降税率、压供给、救机构，大幅上涨时则查违规、提税率、增供给。此外，以《人民日报》文章进行监管，也带有明显的行政色彩。为促进资本市场长期健康发展，资本市场监管要避免过度自信，尽量避免运用行政手段，要充分尊重市场，不要随意干预市场的正常运行。

（四）监管的主动预防性

主动预防性监管强调，监管者应当把重点放在对违法行为进行事前警示上，而不只是在事后惩罚。资本市场违法违规行为一旦发生，往往会对整个市场产生很大震动和危害，造成很大损失。事后监管虽可以惩戒违法违规活动，让肇事者付出代价，但无法挽回已经发生的沉没成本；而预防性监管活动则可以减少不利事件、违规行为的发生，防患于未然。一是制定法律、法规时，不能只顾眼前，要考虑对市场的长远影响，将来可能产生什么副作用，为未来发展预留空间；二是要预判监管措施一旦出台，市场参与者和执行者会有何反应，执行过程中会有什么阻力；三是针对未来市场可能出现的新情况和新问题，超前研究和拟定可供选择的监管方案；四是禁止性规定制定处罚条文。

（五）建立可信的惩罚机制

要提高监管的有效性，还需要建立可信的惩罚机制。一是警告性原则，法律法规是严肃的，不能触犯，违反它就会受到真实处罚；二是必然性原则，任何人触犯法律法规肯定会被处罚，不管什么时候，只要做了不该做的事，就会遭到惩罚；三是比例性原则，触犯法律法规的程度强时处罚的程度也大，犯的错误严重受的

惩罚就重；四是具体性原则，谁有触犯法律法规的行为，他们及其相应行为就被处罚，要让市场参与者知道什么能做，什么不能做，知道他们错在哪里。

（六）监管的及时性

制定和颁布政策的时机要恰当且及时。监管部门应当能够适时地发现市场中存在的问题并且能及时制定和颁布政策来加以纠正。对于已经出现的问题或者潜在的威胁能够及时发现，并能够在问题或威胁进一步恶化以前采取相应的监管措施，防止损失进一步扩大。并且，处理市场的违规行为和市场恐慌时，要立即采取措施，不能拖延。为此，监管者应当建立详细的数据档案，设立监测市场变化、发展的预警指标体系，建立监测市场违法违规行为、市场系统风险的积聚与爆发的先行指标体系。