

证券监管自身具有天然垄断性,如果证券监管部门不考虑其政策的运行成本,就不可避免地会产生监管不当或者监管过度的风险,造成监管所耗费的资源成本接近或超过其最终获得的收益,从而对整个证券市场的效率和社会福利产生不良影响

# 证券监管宜尽快引入成本——收益分析法

□浙江证监局 颜旭若 徐政军

证券监管作为一种保障证券市场健康、有序运行的制度安排,是需要耗费资源的,因此有效的监管不仅仅是程序合法、权力行使正当,同时还应当是有效的。一个没有效率的证券监管可能导致整个市场资源配置的低效率,其存在的合理性也必然会受到怀疑。我们认为,在证券监管中引入成本—收益分析法是非常必要的,有利于提高监管效率,维护监管权威。

## 监管引入成本—收益分析法非常必要

成本—收益分析法是经济分析的基本方法之一,广泛应用于经济领域,同样适用于政府监管。将成本—收益分析法引入证券监管,主要是因为:

适应建设一个精简、高效政府的需要。改革开放25年来,我国政府体制发生了巨大的变化,建设一个行为规范、运转协调、公正透明、廉洁高效的行政管理体制正成为我国政府体制改革的目标。同样,《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》中也对证券监管部门提出了“树立与时俱进的监管理念,建立健全与资本市场发展阶段相适应的监管方式,完善监管手段,提高监管效率”的要求。“拿了多少钱,办了多少事”也将成为社会考量政府效率的一个重要指标,目前国家审计署对政府部门的审计就是其中一种形式。在此背景下,证券监管部门应该转变观念,及早树立效率监管意识,以适应政府体制改革的要求。

低效率监管不受市场欢迎。随着社会的发展,市场对一切强制的、缺乏效率的非市场化行为变得越来越排斥。我们知道,监管是需要耗费资源的,这就存在这样一种可能:在贯彻实施监管制度的过程中所耗掉的资源成本有可能大于实现监管目标后的收益。或者运用机会成本的概念,监管过程中所耗费的资源原本可以有更好的、更合算的用处,能够带来更大的收益。

执法成本是国家及证券监管部门为制定各种证券监管的法律、法规等制度安排所耗费的成本。譬如,我国《证券法》的出台,历时六年,十几次易稿。所以,立法成本一般说来是相当高的。

但是证券监管起因于证券市场失灵。从这点上看,证券监管收益不仅包括监管的直接罚没所得,还应包括如果证券监管部门不实施监管,证券市场出现不稳定给国民经济造成的影响。也就是说,通过监管部门的监管,证券市场维护了“公开、公平、公正”的原则,防范和化解了市场风险,保证了证券市场体系的稳定,保护了投资者的利益,这些都是证券监管的直接收益。

守法成本一般包括监管措施所涉及的所有监管对象为遵守有关监管措施而额外承担的各种成本。譬如,上市公司为履行强制性信息披露义务、中介机构为执行财务责任制度所担负的成本等等。这种守法成本的数额也比较大。据我们粗略统计,浙江辖区67家上市公司的维持上市费用年平均为232万元/家,其构成:

间接成本。是指监管对象因为监管行为改变了原来的行为方式所造成的间接效率损失。

一是道德风险成本。证券领域的道德风险是指由于制度方面的原因而引发的市场行为的变化,进而产生有害的、而且往往是消极的作用。

从世界范围来看,发达国家的证券监管部

门越来越重视运用经济分析方法研究证券监管措施。英国的《金融服务与市场法》就要求金融服务局(FSA)在推出任何监督法规和指南时必须同时公布对它的成本—收益分析,证明该项措施对金融业影响的收益大于成本。美国克林顿政府也于1993年9月签发了《12866号行政命令:管制的计划与审核》,要求行政机构所提出的新的制度,必须提交监管成本—收益分析的报告,并证明在这种监管方式下,获得的收益和花费的成本是适当的。美国证券交易委员会(SEC)也有相应的CBA部门。

因此,证券市场监管虽然是一种政府管理证券领域的制度安排,也应顺应市场经济的要求,尽可能的以市场化的监管方式和监管理念代替过去纯行政式的非市场化方式和理念。这样,引入成本—收益分析法对于证券监管有着极为重要的意义。

## 我国证券监管的成本—收益分析框架

对证券监管进行成本—收益分析的主要目的,是运用所获得的数据和合理的技术方法为证券监管部门提供制定监管措施的决策依据和在其实施之后的评价结果。其分析框架包括以下内容:

**第一,界定证券监管的成本范畴。**证券监管的成本大致可分为两种:直接成本和间接成本。

直接成本。是指证券监管体系中的各方主体为制定、实施和遵守各种监管措施而耗费的经济资源,包括立法成本、执法成本和守法成本三部分。

立法成本是国家及证券监管部门为制定各种证券监管的法律、法规等制度安排所耗费的成本。譬如,我国《证券法》的出台,历时六年,十几次易稿。所以,立法成本一般说来是相当高的。

但是证券监管起因于证券市场失灵。从这点上看,证券监管收益不仅包括监管的直接罚没所得,还应包括如果证券监管部门不实施监管,证券市场出现不稳定给国民经济造成的影响。也就是说,通过监管部门的监管,证券市场维护了“公开、公平、公正”的原则,防范和化解了市场风险,保证了证券市场体系的稳定,保护了投资者的利益,这些都是证券监管的直接收益。

执法成本是监管部门为实施各种监管制度安排、维持监管体系运行而付出的成本。如监管部门工作中所投入的硬件设施、组织运作以及监管人才的培训经费等就是狭义上的执法成本。

执法成本大致可从政府监管部门的事业经费资源的效率和经济原则,权衡监管的收益和可能带来的成本等。

守法成本一般包括监管措施所涉及的所有监管对象为遵守有关监管措施而额外承担的各种成本。譬如,上市公司为履行强制性信息披露义务、中介机构为执行财务责任制度所担负的成本等等。这种守法成本的数额也比较大。据我们粗略统计,浙江辖区67家上市公司的维持上市费用年平均为232万元/家,其构成:

间接成本。是指监管对象因为监管行为改变了原来的行为方式所造成的间接效率损失。

一是道德风险成本。证券领域的道德风险是指由于制度方面的原因而引发的市场行为的变化,进而产生有害的、而且往往是消极的作用。

从世界范围来看,发达国家的证券监管部

门越来越重视运用经济分析方法研究证券监管措施。英国的《金融服务与市场法》就要求金融服务局(FSA)在推出任何监督法规和指南时必须同时公布对它的成本—收益分析,证明该项措施对金融业影响的收益大于成本。美国克林顿政府也于1993年9月签发了《12866号行政命令:管制的计划与审核》,要求行政机构所提出的新的制度,必须提交监管成本—收益分析的报告,并证明在这种监管方式下,获得的收益和花费的成本是适当的。美国证券交易委员会(SEC)也有相应的CBA部门。

因此,证券市场监管虽然是一种政府管理证券领域的制度安排,也应顺应市场经济的要求,尽可能的以市场化的监管方式和监管理念代替过去纯行政式的非市场化方式和理念。这样,引入成本—收益分析法对于证券监管有着极为重要的意义。

二是逆向选择成本。逆向选择是证券监管立法宽严失度时所产生的负效应。监管本身的特点就是限制证券机构的行为,从市场准入的限制到进入以后的业务范围和收费标准的规定等等,不能排除可能会有一些合理的、有助于增进证券体系效率的竞争也遭到遏制,从而出现“劣质企业驱逐优质企业”的市场逆向选择。

三是寻租成本。证券监管行为可能造成市场上需求难以满足,从而产生寻租行为。握有监管权力的某些监管部门工作人员除了被动地接受寻租人的回报或行贿外,还可能直接利用手中的权力谋取私利。例如前段时间被新闻媒体曝光的王小石涉嫌受贿一案,就可能涉及发改委等部门的寻租行为。

四是机会成本。应该说,证券监管过程中所耗费的资源是有机会成本的。这部分资源原本可能有更好的、更合算的用处,能够带来更大的收益。

证券监管的间接成本可能比直接成本更大,据国外学者对金融监管的分析,间接成本是直接成本的4倍左右。

## 第二,估算证券监管的收益内容。

证券监管收益的衡量是一个比较有争议的问题。下表所列为中国证券监管部门成立以来至2004年9月对证券市场违法违规事件所采取的监管处罚措施,27.31亿元的罚没收入应该是证券监管的直接收益。

但是证券监管起因于证券市场失灵。从这点上看,证券监管收益不仅包括监管的直接罚没所得,还应包括如果证券监管部门不实施监管,证券市场出现不稳定给国民经济造成的影响。也就是说,通过监管部门的监管,证券市场维护了“公开、公平、公正”的原则,防范和化解了市场风险,保证了证券市场体系的稳定,保护了投资者的利益,这些都是证券监管的直接收益。

而像美国,依据《1933年证券法》和《1934年证券交易法》创建了一个独立的、准司法的管理机关——美国证券交易委员会(SEC),兼有立法、执法和准司法权,独立行使对证券市场的全面监管职权,这在相当程度上造就了美国近70年资本市场的稳定发展。

而像美国,依据《1933年证券法》和《1934年证券交易法》创建了一个独立的、准司法的管理机关——美国证券交易委员会(SEC),兼有立法、执法和准司法权,独立行使对证券市场的全面监管职权,这在相当程度上造就了美国近70年资本市场的稳定发展。

第三,监管手段不足,影响证券监管效率。

虽然《证券法》第一百六十八条赋予了证券监管部门许多依法履行职责的权力。但是这些权力在具体实施时没有相应的保障,使得监管部门很难搜集到违法的证据,导致监管不力。譬如,监管部门根据法律规定查询造假公司的财务资料,但在执行过程中,相关人员不配合却没有相应后续手段,使得这项权力名存实亡。

如亿安科技股票异常交易问题,1999年第四季度就已被发现,但缺乏相关执法手段,直到2001年4月才最终出具处理结果,虽然形式上“没收违法所得4.49亿元,并罚款4.49亿元”,但现在却因

为无法找到事主而难以执行。

而美国法律赋予证券交易委员会(SEC)下设的司法执行局相当大的权力,诸如市场监管,犯罪调查、检查权,控诉权,以及在美国法院许可下,可以进行传唤、搜索、扣押以保全证据,执法手段相当充分,有很大的威慑力。

第四,监管制度变更频繁,变动成本过高。

我们知道,证券立法成本是相当高的,而证券监管效应又具有滞后性,即一项监管制度从出台到最终产生效果,往往需要一个较长的过程。在这一过程中监管成本是呈逐渐递减的态势,而监管收益由于其滞后性,要逐步才能显现出来。

目前一个比较突出的问题是,一些监管制度在经过复杂的程序、消耗了大量的立法成本出台后,往往在监管收益处于上升期,即监管收益还

和重要性。但是,证券监管能否达到预期的目的,却存在不确定性。我国证券监管中仍存在一定程度的效率问题。

**第一,成本收益理念尚未引起足够重视。**监管的效率就是达成证券监管目标的成本和收益的比较。因此,监管效率存在问题是必然与监管的成本和收益有关。但由于受计划经济的长期影响,目前成本—收益分析法在我国只应用于企业领域,在政府部门包括政府监管体系,成本收益的理念并未引起足够重视,更谈不上设置具有成本—收益分析职能的相应部门。

**第二,多头监管损害证券监管独立性。**我国证券监管的主体除监管部门外,还涉及人民银行、财政部、国资委、发改委等,这种多头监管致使监管部门的监管行为的威信和效能均不理想。如国有股减持方案的朝令夕改就是五个部委参与其中,多头决策形成的结果。

据统计,自2001年6月出台国有股减持政策以来,沪深股市一度低迷,沪指跌幅超过700点。如此多头监管,成本非常高。

而像美国,依据《1933年证券法》和《1934年证券交易法》创建了一个独立的、准司法的管理机关——美国证券交易委员会(SEC),兼有立法、执法和准司法权,独立行使对证券市场的全面监管职权,这在相当程度上造就了美国近70年资本市场的稳定发展。

而像美国,依据《1933年证券法》和《1934年证券交易法》创建了一个独立的、准司法的管理机关——美国证券交易委员会(SEC),兼有立法、执法和准司法权,独立行使对证券市场的全面监管职权,这在相当程度上造就了美国近70年资本市场的稳定发展。

第三,监管手段不足,影响证券监管效率。

虽然《证券法》第一百六十八条赋予了证券监管部门许多依法履行职责的权力。但是这些权力在具体实施时没有相应的保障,使得监管部门很难搜集到违法的证据,导致监管不力。譬如,监管部门根据法律规定查询造假公司的财务资料,但在执行过程中,相关人员不配合却没有相应后续手段,使得这项权力名存实亡。

如亿安科技股票异常交易问题,1999年第四季度就已被发现,但缺乏相关执法手段,直到2001年4月才最终出具处理结果,虽然形式上“没收违法所得4.49亿元,并罚款4.49亿元”,但现在却因

为无法找到事主而难以执行。

而美国法律赋予证券交易委员会(SEC)下设的司法执行局相当大的权力,诸如市场监管,犯罪调查、检查权,控诉权,以及在美国法院许可下,可以进行传唤、搜索、扣押以保全证据,执法手段相当充分,有很大的威慑力。

第四,监管制度变更频繁,变动成本过高。

我们知道,证券立法成本是相当高的,而证券监管效应又具有滞后性,即一项监管制度从出台到最终产生效果,往往需要一个较长的过程。在这一过程中监管成本是呈逐渐递减的态势,而监管收益由于其滞后性,要逐步才能显现出来。

目前一个比较突出的问题是,一些监管制度在经过复杂的程序、消耗了大量的立法成本出台后,往往在监管收益处于上升期,即监管收益还

没有达到最佳时,就被废止了,制度的变动成本相当高。

**第五,存在普适性制度防范偶然性事件的现象。**尽管制度可以系统地防止非效率,但建立任何一项制度都是需要付出代价的。尤其是用建立某项制度的方法来防范偶然性事件,其成本可能远高于其收益。举个证券市场以外的例子,为了防止有人拿假学生证买半价火车票,某部门竟然提议将全国所有的大学学生证都装上特定防伪标志。其实,这种做法所造成的效果将远远高于少数人拿假学生证买火车票造成的损失。

**第六,对监管过度的认识还有争议。**完善的监管体系一般是监管部门追求的目标,但是许多人以为完善的监管体系就是监管程度越严格越好。事实上,历史和经验告诉我们,无论多么严格的监管机制,都不能完全规避市场风险。而且为了建立全面的报告系统和分析系统,市场参与者和监管部门都要付出高昂的代价。

美国在2001年爆发一系列财务虚假案后,于2002年颁布了《萨班斯—奥克斯利法案》。这部法案一方面是加重对公司管理层违规行为的惩罚,另一方面加强了对会计行业的监督。该法案有效地提升了在美国上市公司的治理水平,也更好地保护了投资者利益。但是与此同时公司也要付出更为高昂的守法成本。据《华尔街日报》报道,由于不堪《萨班斯—奥克斯利法案》所带来的大笔额外会计及管理费用,越来越多的在美国上市的外国公司选择了主动退出美国市场。根据NASDAQ的统计数据,该市场2004年1—8月总计有13家外国公司上市,但主动退市的外国公司家数却达到了10家。在纽约证券交易所,同年1—8月有8家外国公司上市,仅是前年同期的半数,却也有2家公司主动退市。

这是任何一个证券市场开放都可能遇到的问题。随着证券市场的国际化,资本会从次优的监管制度下转移到最优制度下,即产生所谓的“监管套利行为”。我国证券市场同样要与成熟的境外证券市场竞争,近年来就有较多的境内公司去海外上市,其中就有规避国内复杂上市程序的原因。

## 降低监管成本、提高监管效率的对策建议

鉴于证券监管中存在一定程度上的效率问题,为有效地降低成本,提高证券监管的效率,维护监管权威,促进证券市场的健康发展,有必要采取一定的改进措施。为此,我们建议:

**第一,讲究成本收益分析,树立监管效率理念。**作为经济领域的监管部门,应该顺应市场化监管的政府体制改革要求,吸收发达国家市场经验,通过建立专门的成本效益分析部门,可以考虑建立专门的成本效益分析部门,目前全国性的上市公司自律组织还没有建立,我们建议尽快成立,以充分发挥自律监管的作用。

**第六,厘清监管边界,坚持适度监管。**把握证券监管的适度性。实际上就是要明确证券监管的边界,证券监管应该针对证券发行、证券交易等具有证券市场特性,在证券市场范畴内发生的问题,而且证券市场机制能够自行完成的任务,证券监管也不应涉足。根据上述指导思想,证券监管的范围可以考虑限定在以下方面:制裁证券市场的违规违法行为;保护投资者的合法权益;宏观引导社会资金和资本合理分流,以实现资源的优化配置,维护公共利益。

当然,就我国证券市场监管的现状来讲,监管基础薄弱,监管程度还不够。因此,加大监管力度,完善监管措施,堵塞监管漏洞,防范和化解证券市场风险既是证券市场监管的当务之急,也是一项长期任务。只有在我国证券市场发育成熟、证券法制完备、监管手段得力、监管效率较高的条件下,适度监管才是水到渠成的事情。

在市场已经对政策措施可能带来的负面影响作出过激反应的情况下,我们有必要对近期相关政策作出客观和理性的分析与判断,真正理解和把握好政策变动给市场带来的实质性影响,而不应该过多的受到市场气氛的渲染,片面夸大政策的影响力和助长自己在操作上的非理性行为。

# 客观理性分析近期政策措施实质

□新疆证券研究所 李先明

从2005年1月1日开始,备受市场关注的非流通股转让规则以及新股询价制度正式实施,同时,实施了3年多的通道制也被保荐人制度所取代。对于非流通股转让规则出台,部分投资者认为这标志着一个独立于A股市场的C股市场开始出现,是全流通的信号。这成为近期上证指数有效击穿1300点“政策底”并持续低迷的主要影响因素之一。另外,新股发行询价制度的正式实施以及取消通道制后,投资者对于新股发行的价格会否较前期出现明显下降,新股发行数量会否大幅增加等问题,也同样存在很大的疑问。由于政策的“模糊性”以及由此带来的争议,在一定程度上增加了市场短期操作的不确定性风险,降低了包括基金等主流机构在内投资者的参与意愿,从而对市场的走势构成压力。尤其在目前市场持续低迷,投资者信心涣散的情况下,市场对于利好消息的麻木以及对于负面消息的过度反应,使得任何政策的出台,都有可能由于投资者的悲观情绪的存在,更容易被市场理解为利空,从而加大了市场短期的波动风险。

在市场已经对政策措施可能带来的负面影响作出过激反应的情况下,我们有必要对近期相关政策作出客观和理性的分析与判断,真正理解和把握好政策变动给市场带来的实质性影响,而不应该过多的受到市场气氛的渲染,片面夸大政策的影响力和助长自己在操作上的非理性行为。

**规范非流通股转让行为与全流通关系不大。**从管理层的角度来看,非流通股转让规则的“流动性溢价”非流通股最低转让比例由原来的5%,下调到1%,在一定程度降低了非流通股转让的门槛,在很大程度上也增加了非流通股的流动性,从而有望提高非流通股的流动性溢价。但即使在巨大差价的诱惑下,投资者对于非流通股的关注程度有所提高,流通股与非流通股之间的流动性溢价在短期内被消除的可能性也并不大。

首先,非流通股的受让主体有严格的规定,一般自然人难以参与。并且在券商代办非流通股转让业务被暂时停止后,非流通股转让受让对象的流动性溢价在短期内被消除的可能性也并不大。

同时,非流通股转让办法刚刚开始实施,仍然面临很大的不确定性。从管理层出台该政策的意图来看,非流通股转让规则出台的主要目的在于规范非流通股的转让行为,而不是建立一个新的市场。因此,如果由于参与的主体大

比例增加,最终非流通股的转让行为较管理层的初衷出现较大的偏差,不排除管理层最终会通过政策等手段来对非流通股的转让行为进行干预,从而使得非流通股的转让面临着较大的政策性风险。

另一方面,虽然在法律上,非流通股和流通股同股同权,分红收益也一样,但在参与主体以及转让规则上存在明显条件限制的情况下,非流通股与非流通股的价格在短期内也难以走向统一。这一点我们从A股和B股之间长期存在较大价差这一现象中,也可以得到印证。我们看到,A股和B股同样是同股同权,并且目前B股市场也是对国内投资者开放的,但由于外汇兑换等方面的影响,使得国内投资者中参与B股市场交易的人数并不多,B股定价以及活跃度都明显要低于同属一家公司的A股股票,部分B股股票的市盈率水平甚至已经远远低于香港等成熟市场同类个股的市盈率水平。

因此,即使在同股同权的情况下,由于A股与B股市场参与主体的不同,使得两个市场中同一家公司的股票在定价上也明显不同。直到现在,相对A股市场“明显偏低”的B股市场也没有能够引起国内投资者的足够兴趣,仍然是一潭死水。交易时间和交易主体与A股基本一致的B股尚且如此,流动性更差,交易主体要求更加严格,并且还面临政策的不确定性风险,目前还