

证券市场管理模式的比较分析

马 兰

一、证券市场的三种管理模式

现今世界各国的证券管理体制,可分为集中立法型、自我管理型和中间型三种模式,它们都具有对证券市场进行管理和监督的职能。

1. 集中立法型。集中立法型是指政府依据国家法律积极参与证券市场的管理。美国是采用集中与立法管理的典型国家。

美国对证券市场的管理比较规范,着重立法,强调“三公”原则,并有一套较为完整的法律体制,其立法管理上可分为三级:第一级是由联邦政府规定并经国会通过的法令。由1933年《联邦证券法》和1934年《证券交易法》构成其主要框架,前者以新证券的发行为其主要管理对象,后者以全国性证券交易所及有关经纪人为其管理对象。随后又陆续颁布了《公开专业控股公司法》、《马尼洛法》、《信托条款法》、《投资公司法》、《投资顾问法》和《证券投资保护法》等。第二级是各州制定的证券管理法令,这类地方政府有关证券发行与交易的立法统称为《蓝天法》。1956年全国各州的银行监督官会议通过并经证券交易委员会批准产生了《统一证券法》,属地方性统一法规,各州均以此法为标准修改《蓝天法》。第三级是各自律机构,如“联邦证券交易所”和“全国证券交易商协会”所订立的有关章程。这些自律机构在政府的监督下有一定的自由权,对其会员有一定的约束力。联邦证券交易所具有管理与经营双重性质,体现了自我管理的特点,全国证券商协会则是场外交易自我管理的组织机构。可见,美国建立的是一个联邦政府、各州政府和专业机构、团体多层次的证券管理体系。

在机构设置上,美国根据1934年《证券交易法》规定,创立了证券交易委员会,是统一管理证券活动的最高权力机构。证券交易委员会的5名成员由总统提名,参议院审查批准,委员任期5年,不得兼任其他公职,也不能直接或间接从事证券交易。委员会独立行使职权,对全国和各州的证券发行、证券交易所、证券商、投资公司等拥有根据法律行使全面管理和监督的权力,不受总统干涉,但其预算、立法等事项应同有关主管部门协调,委员会直属总统,推选出

主席一人负责与总统联系。委员会设于华盛顿,并在其他10个城市设有办事处,各州还设有公司专员,负责监督地方性的证券发行和证券商以及公司法的执行。证券交易委员会下辖交易组、法律组、申报组等若干重要的职能部门。

美国证券交易委员会通过集中与立法管理,欲求达到的基本目标是:使投资者获得公正和公平的对待。在对证券活动进行管理时,证券交易委员会的重点是放在保护投资者而不是证券发行者方面,因为证券投资者提供资金给发行人运用,并且大部分投资者缺乏有关证券业务的专业知识与技巧。为了使所有投资者都获得公正的对待,证券交易委员会严格限制内幕交易,为投资者创造公平的环境;提高证券市场效率。为了提高证券市场效率,证券交易委员会根据立法作出了一系列规定,以使证券市场的活动较有秩序、较有规则,使证券市场处于一种竞争状态之中,从而促使证券市场的发展,提高证券市场效率。也就是说,提高证券市场的效率是通过维护与促进证券市场的竞争来实现的。

为了维护与促进证券市场的竞争,证券交易委员会确立了以下基本原则,成为通行世界的证券管理准则:(1)充分披露原则。根据充分披露原则,证券发行人必须向公众披露一切必要的资料,并在向证券交易委员会呈报20天后方可营业。充分披露原则对维护与促进公平竞争是非常重要的,充分和正确的信息,可使投资者了解市场价格情况,从而可以有利于自己的价格迅速成交;更重要的是使投资者能在充分了解情况的基础上,较好地投资进行投资决策。证券交易委员会对信息充分披露的要求体现在证券发行和上市交易两个环节上,发行人的信息披露主要包括以下内容:公司的业务性质、组织结构与财务结构;公司的董事、监事及经理与高级雇员的名单、薪金、住址等;公司前3年经过审计的资产负债表、损益表及留存收益表等会计表册;公司已发行但尚未清偿的其他证券的情况;证券发行价格及每股净资产额;其他为证券交易委员会所要求的信息资料。(2)禁止欺诈原则。证券交易委员会不仅要求上市公司充分披露有关信息,而且要求这些披露是真实的,

禁止发行者或投资者散布虚假的或使人误导的信息,并禁止某些不正当的证券销售手段。(3)禁止操纵原则。证券交易委员会明令禁止一切操纵价格的行为和操纵选举表决权的行为,以保障投资者得到公正的对待。(4)限制内幕人士证券活动原则。上市公司的大股东、董事、经理、高级职员以及其他能得到公司内幕消息的行政人员和技术人员均被称为“内幕人士”。证券交易委员会对内幕人士从事证券买卖施以非常严格的限制,禁止其为获取暴利而从事本公司证券交易。规定上市公司的每一位内幕人士均需定期填写“内幕人士报告书”,申报其持有本公司证券的数量及变动情况,并在大众传播媒介上公开发表。此外,一般还禁止内幕人士从事本公司证券的空头交易,并授权股东可以分享内幕人士的不法交易所获得的暴利。

美国的证券管理体制较健全,证券市场历史悠久,所以许多后起的证券市场都纷纷仿效,如加拿大、日本、菲律宾等国都实行类似体制,但都结合本国特点不同程度地进行了修改和变通。

2. 自我管理型。自我管理型模式是指政府对证券市场干预较少,除了国家立法中有些必要的规定外,对证券市场的管理完全由证券交易所及交易商协会等组织机构自行管理。采取自我管理模式的国家以英国最为典型,政府没有专门的证券管理机构,证券管理体制传统上由证券交易所自律为主。

英国有关于证券管理的专门立法,主要由《公司法》、《防止诈骗条例》、《信贷法》、《股票转移法》等法规中有关规定和交易所的自我管理规定组成一个完整的证券法制管理体系。

在机构设置上,英国没有专门的政府管理机构,主要是由一些非政府机构对证券市场及其交易的参加者进行自我管理。非政府管理机构主要有三个:证券交易所协会、证券业理事会、企业收购和合并问题专门小组。在英国,证券交易所的规章远比《公司法》等证券法重要,伦敦证券交易所由于制定了比较严格的规章制度,积累了比丰富的管理经验,在证券管理上是富有成效的。

英国的证券交易所协会由证券交易所会员组成,根据《证券交易所管理条例和规则》及其他有关公开披露原则,负责全国证券业的基本管制,主要包括关于内部组织、会员惩处及交易市场的有关规定和对证券上市的规定。证券交易所协会的领导机构是由会员大会选举产生的理事会,专门负责英格兰银行证券交易的经纪商是理事会的当然成员。政府不正式控制协会活动,但协会仍相当注意遵守政府关于证券管理的指导原则。

证券业理事会是英由英格兰银行提议于1978年设立的新的“自律机构”,属民间私人组织,由10个以上的专业协会代表组成,但理事会主席由英格兰银行任命,其中有3名成员代表着投资者和一般公众利益。证券业理事会在自律体制中占中心地位,其

主要任务是制定规则并解释、执行这些规则。理事会的活动相当活跃,在一些关键问题上往往能站在公众立场上批评英格兰银行,或建议贸易部对有关问题进行有力调查,并有“常设委员会”负责调查各类有关证券业的投诉。

收购合并问题专门小组是由1968年参加“伦敦城工作小组”的9个专业协会组成的研究组,根据其起草的关于管制企业收购的规则即《股权转让和合并行为准则》,公司控股权的转移和合并事宜由该小组进行管理。一般都是通过小组成员的咨询活动和以发布消息的形式解释和执行准则,但不具备法律的强制力。

此外,政府其他部门也在各自职权范围内参与证券市场管理,如证券发行的登记是由贸易部下的公司登记处监管;贸易部对非交易所会员的证券商和信托业务有一定的管理权。为了金融政策的需要,英格兰银行对一定金额以上的证券发行亦会行使审批权。

采用自我管理模式的还有香港、荷兰、新加坡等国家和地区,证券管理实际上均由证券交易所负责。

3. 中间型。中间型管理模式是介于集中立法型和自我管理型之间的一种管理模式,它既强调集中与立法管理,又注重自我管理。采用这一模式的以德国最为典型。

在立法上,德国以1948年5月23日通过的基本法为大法,其他法律的建立均以此法为根据,但没有建立统一的证券法,有关证券管理方面的规定均散见于国家多种法律之中。关于上市公司及股票的发行和交易的规定见于《证券交易法》、《证券交易条例》、《银行法》、《投资公司法》和《外国投资公司法》;有关保护投资者利益的规定包括在《贸易法》、《刑法》中,同时在各种关于银行、储蓄机构、保险公司以及建房等机构的经营管理法律中也含有关于证券管理方面的规定。

在机构设置上,德国没有建立对证券市场进行全面、广泛管理的专门机构,《银行业务法》赋予银行进行证券业务的独占权利,即银行不仅经营商业银行业务,并且经营证券业务,管理证券市场。同时,证券交易所根据《交易所法》也对证券市场进行管理并接受所在州政府的监督。

意大利、泰国等也采用中间型管理模式。

中央银行作为一国的金融管理部门,又是政府发行公债的代理机关,不论在何种管理体制下,都有权根据国家宏观经济和货币金融政策需要,运用公开市场政策的职能,调节货币供应量和稳定金融市场。还有些国家的财政部拥有证券管理职能。

二、三种管理模式的比较分析

上述三种管理模式各具特色,有所侧重。从现实角度来看,三种管理模式也是各有利弊,比较而言,集中立法型似更有效。

集中立法型模式建立了一整套全国统一的全面

综合性法律制度,市场所有参与者都要受到这些法律的监督,对公开财务会计、审计都规定了标准,还规定了操纵价格、内幕交易的处罚条款,使发行人、投资者、经纪商等各方面都有法可依。而自我管理型和中间型模式则无全国统一的法律规定,有关法律均散见于多种法律条款之中,且各法律之间常有可被利用的漏洞,故对各种违法行为的约束缺乏法律的效力。集中立法型的管理机构超脱于证券市场的当事人之外,更能严格、公平、有效地发挥其监管作用,通常设立证券管理委员会等管理机构,不直接参与市场交易活动。而另两种管理模式不专设全国性的管理机构,交易所既是管理者又是经营者,难以做到公平、有效。商业银行直接经营证券业务弊端很多,使人联想到30年代初美国银行业和证券业合一的银行制度。自我管理和集中管理相结合,具有相当的灵活性,这是集中立法型的又一个显著特征。政府虽有各种法律规定,但毕竟不能囊括证券市场的一切管理事务,特别是突发性事件的处理。因为任何立法都有一个从酝酿到颁布实施的过程,这就需要发挥交易所的作用,灵活、及时地制定规章条例,进行日常自我管理,而另两种模式尚未很好做到将集中与自我管理相结合。集中立法型侧重保护投资者利益,而另两种模式则注重于证券商的利益。而事实上,证券市场的投资者直接影响和制约着市场的投资规模和活跃程度。

三种管理模式都有其形成的历史背景和实用性。

美国的集中立法型管理体制是在30年代金融大恐慌后才确立的。美国是一个没有经过封建社会的国家,它从殖民地经济挣脱出来后直接向资本主义制度迈进,由于其原有经济基础较差,资本积累主要依赖证券集资。与英国相比,美国资本主义经济发展历史不长,其证券市场是随着资本主义商品经济的发展自发、独立形成的,因而证券市场的管理也是松散的、放任的,结果市场上投机、欺诈、垄断之风盛行,最终导致了30年代的大恐慌,使经济、金融受到致命打击,这一惨痛教训迫使政府开始着手确立对证券市场实行集中统一的管理制度。因此,这一体制的特点是形成的历史很短,且是在政府的有意识推动下产生的。

英国是老牌资本主义国家,在资本主义商品经济发展初期,国内银行业尚未发达,资本积累和经济发展主要借助证券集资,证券业较为发达,证券管理体制是随证券业的自发发展逐步形成的,经历了漫长的历史演变过程。因此这种体制的特点是:自发形成,发展期长,有历史继承性,市场管理基础好、水平高,对管理者素质要求严格。进入80年代,英国证券业管理也已朝着政府管理与市场自我管理相结合的趋势发展。

德国的情形则又不同。德国的资本主义商品经济发展初期,国内产业资本积累低,发展所需资金主

要靠银行供给,因而证券业一直不发达。证券业的出现也是由于银行的推动和促进,形成了银行控制型的证券市场,对其管理也自然而然地由“全能银行”担负。在世界证券业发展浪潮的冲击下,这一体制的弊端日渐显露,制约了证券市场的发展。因此,政府近几年也开始考虑建立一个独立的证券法律体系。

综上所述,三种管理模式的特点是都以法制为主要管理手段。相比较之下,集中立法型更为科学有效,自我管理型和中间型有向集中统一管理方向发展的趋势。

三、我国证券市场管理模式的选择

在选择我国证券管理模式时,应本着国外经验与中国国情相结合的原则,并充分考虑我国证券市场的特殊性。

我国社会主义市场经济决定了我国证券市场必须由国家统一管理,证券市场应受制于国家的宏观调控,成为实现国家经济建设计划的保证。同时,我国经济建设也要求证券市场必须稳定协调地发展,杜绝市场剧烈波动对经济的干扰和冲击。为此,需要有一套行之有效的法规作保证,建立多层次、全方位的管理制度。我国证券市场处于起步阶段,需要政府管理部门保持适当的行政管理措施,支持和培育市场的发展。改革开放以来,我国证券市场虽然有了较快发展,但距发达证券市场仍有较大差距,无论在理论上还是在实践上都处于探索之中,管理基础薄弱,管理水平不高,管理者素质亦不尽人意,更不可能等待一个漫长的自然发展阶段。因此,我国的证券市场管理必须在政府的扶持和推动下,选择集中立法型管理模式,实行“集中立法,政府管理,自我监督”。集中立法是指我国的证券市场应实行统一的法制化管理,国家制定和颁布统一的法律、法规,健全法规体系;政府管理指国家设立专门的证券管理机构,负责管理全国的证券市场,监督各种法规的贯彻实施,还可授权地方政府制定地方性法规;自我监督指证券业组织机构实行自律性管理,负责执行国家法规,并制定相应的实施原则。

为了实现上述目标模式,1992年我国已设立了直属国务院的国家证券委员会和其执行机构中国证券管理监督委员会,专门负责对证券市场的组织、协调、监督、管理,各省、市也相继成立了地方性证监会。另外,还成立了中国证券业协会成为全国性证券行业自律管理组织,今年以来,其下属的各地地方性证券业协会已纷纷着手制定会员自律公约,成为我国证券管理体系中有效的环节。目前,我国正在加紧《证券法》的修定工作,配合着已经和正在陆续出台的《公司法》、《银行法》等,我国证券市场的监管将会迈上一个新的台阶。

(责任编辑 徐云鹏)