

我国多层次资本市场监管体系的构建

文/李薇

一、引言

由于在现实经济中资本市场的自发运作常常发生市场失灵，导致资本市场效率损失。因此，资本市场监管制度成为维护资本市场效率的内生要求。我国经济转轨中资本市场投机严重，波动频繁，缺乏效率，其根本原因在于监管制度缺陷。因此，建立和完善资本市场监管制度是对资本市场进行有效监管，是促进资本市场健康发展的根本保证。

二、多层次资本市场的相关概念

(一) 资本市场的概念

(1) 广义的资本市场是指经营一年以上的各种资金融通关系所形成的市场，按融资方式和特点的不同，具体包括中长期信贷市场、证券市场（股票市场和债券市场）等。

(2) 狭义的资本市场把以间接融资为特征的中长期信贷市场排除在外，专指以直接融资为特征的证券市场。

(二) 多层次资本市场的概念

建立多层次资本市场，是指建立多层次的股票、基金证券、债券等证券的发行和交易的市场。鉴于本论文研究对象，本文所指的多层次资本市场是指与中小企业不同发展阶段相适应的多层次的权益性资本市场，包括天使投资、创业投资、创业板市场、场外交易市场。

三、多层次资本市场监管的模式

(一) 斯蒂格勒——贝尔兹门模型 (Stigler—Pelzman Model)

S. P模型的核心假设是控制监管政策的个人，其选择政策的目的是使其政治支持最大化。立法者为了使其政治支持最大化，制定决策时必须考虑受益集团的规模(N)和传递给受益集团的福利的大小(T)。一个利益集团从监管中获得的总利益等于传递给它的福利减去组织该利益集团的成本。集团规模越大，组织成本越高。

S. P模型的一个主要结论是监管将使有强烈偏爱的小利益集体受益。根据立法者最大限度地争取净政治支持的假设，可从模型中得到这个结论。我们需要分析利益集团的规模如何改变和影响净政治支持。首先，注意降低规模(N)对政治支持的两方面相互作用的影响。假定利益集团每个成员的政治支持强度不变，降低规模(N)则会减少政治支持；另一方面，降低规模(N)会通过提高人均受益而增加政治支持的强度。当N降低时，传递给利益集团内的每个成员的福利TM会上升。设把利益集团内的成员组织到一起使他if共同投票的组织成本是C(N)，当N降低时，人均组织成本C(N)可能上升，也可能下降。C(N)刷的方向不确定是因为降低凡减少了总的组织成本，但也同时减少了州发生成本的成员数量凡这样，C(N)刷就可能上升或下降。不管怎样，只要C(N)对N是充分敏感的(这样，当N下降时，C(N)会下降许多)，减少N将提高人均福利肩人均福利T/N-C(N)刷，从而增加政治支持的强度。

了解利益集团较少时C(N)较小的原因非常重要。因为C(N)是组织政治支持的本，当利益集团增多时，需要更多的资源去通知集团内的每个成员应该如何做。而且，全一个成员采取行动去增加政治支持时，他将使集团内所有成员的境况得到改善，而成本由他一个人承担，这样，必然会产生“免费搭车者”问题。在小利益集团内，“免费搭车者”问题没那么严重，因为一方面，小利益集团内的每个成员在政治支持上有较大的边际影响；另一方面，小利益集团内部更容易相互监督每一个成员是否正在做他份内该做的事情。

从S. P模型中可以得出如下结论：该结论给许多监管政策有利于被监管产业的原因提供了解释。作为对监管有强烈偏好的小利益集团的产业比消费者能更好地给立法看提供政治支持，因为消费者为数众多，对监管的感觉微弱。

(二) 贝克模型 (Becker Model)

S. P模型是基于监管者选择能使政治支持最大化的政策，而贝可模型则是基于不同利益集团之间的竞争。为简便起见，假设有两个利益集团：集团1和集团2(分别用G1和G2表示)。一个利益集团能够通过影响监管政策来提高它的福利。G1获得的传递福利依赖于它施加在监管者身上的压力(用P1来表示)和G2施加的压力(用P2来表示)。压力的多少取决于集团内成员的数量和使用的资源数量。G1施加较大压力的同时，G2施加小的压力，这就意味着G1对政治程序有较大的影响。获得更多福利的G1会产生更大的影响。尤其是，如果T是由于监管而使G1增加的福利，那么T=11(P1, P2)，这里11(P1, P2)是G1的影响函数。假定11(P1, P2)随着G1压力的增大而上升，随着G2压力的增大而下降。为了把T福利传递给G1，必须减少G2的福利。传递给G1的福利和从G2拿

走的福利之间的差额，就是监管造成的福利净损失。

贝克模型的特性是总影响是固定的。这意味着对决定监管活动量来说，重要的是一个利益集团相对于另一个利益集团的影响。

每个利益集团都选择了自己的压力水平，以便在给定的另一个利益集体所选择的压力水平下，使自身福利最大化。由于更大的压力将耗费集团更多的资源，因此，每个集团都不想运用过大的压力。另一方面，一个集团运用的压力越小，另一个集团的影响也就越大。这样，通过降低 P_1 ， G_1 的相对影响就会减少，结果是它获得的福利传递更小。在考虑压力的收益和成本时，只要给定 P_2 的任何值，人们就能获得 P_1 的理想值。

如图所示， G_1 理想的压力水平是 $W_1(P_2)$ ，在此，由于 $W_1(P_2)$ 向 G_1 指出了对应于 G_2 的压力水平，什么样的压力水平是最好的，所以 $W_1(P_2)$ 被指定作为 G_1 的“最好反应函数”（Best response function）。注意： $W_1(P_2)$ 随 P_2 的增加而上升。 G_2 施加的压力越大， G_1 的影响越小，为了弥补这些减少的影响， G_1 发现投资更多的资源以谋取更大的压力是理想的。

政治均衡被定义为一对压力水平，在该水平上两个利益集团中的任何一个都没有动去改变他们的决定。换句话说，如果假定 G_2 运用的压力水平为 P_2^* ，那么 P_1^* 就是 G_1 福利最大化的压力水平，那么 P_2^* 就是 G_2 福利最大化的压力水平，这样， (P_1^*, P_2^*) 撇一个政治均衡点。那么，政治均衡点被定义为两个“最好反应函数” $W_1(P_2)$ 和 $W_2(P_1)$ 的交点，在该交点上两个利益集团同时达到理想状态。

P_2 $W_1(P_2)$

$W_2(P_1)$

P_2^*

P_1^* P_1

贝克模型

四、我国多层次资本市场监管体系的构建

（一）健全内控机制

在强化股东监督的同时，健全公司的内控机制，也是优化公司监管机制的一项重要内容。而公司内控机制的关键，是改善董事会的监控职能，使董事会能切实履行《公司法》所赋予的职能，对公司经理人的行为进行监督。从目前的实际情况来看，健全内控机制可以从引入独立董事制度入手：

1、建立独立董事人才数据库

要以市场配置资源作为建立我国上市公司独立董事制度的宗旨，立足于建立一个素质优良的候任独立董事队伍和一个健全、有效、开放、完全按市场机制运作的独立董事人才市场。本文认为最重要的在以下两个方面：一是要有足够同时也有有限的激励和利益（包括经济的和非经济的），使得有人愿意做，同时又不愿为之冒很大风险；二是足够承担一定的责任和风险（包括有形的和无形的），使得没有人敢随意做，同时不致人人都不敢做，这样独立董事最终获得中等收益和付出中等成本。笔者认为，较为合理的做法是：由中国证监会对独立董事的任职资格进行认定，建立中国独立董事专家数据库，并根据市场上公司的业务实际情况向其差额推荐独立董事候选人，上市公司通过召开股东大会，将中国证监会推荐的候选人的资历、背景以及与公司有无重要关系

（Significant Relationship）等情况予以公布，由股东投票，实行一人一票制或累积投票制，以最大限度地保证独立董事的独立性。

2、完善独立财务董事制度

可以配合独立董事人数占董事会成员多数的规定，同时要求设立与财务会计专业关系密切、全部由外部董事（包括独立董事）组成且人数不少于3（或更多）人的委员会，包括审计委员会、薪酬委员会和绩效考核委员会等，独立董事至少应占委员会人数的三分之二以上，同时规定不同委员会之间的重复任职不得超过一半，这样可以保证一个董事会中有2—3名独立财务董事，而不是目前规定的1名，这样既能照顾到在董事会中有一定数量的独立财务董事，又不至于将独立财务董事引人注目地置于“火山口”的位置。

（二）加强信用中介监管

一直以来，独立、客观、公正都是国际会计师执业界所奉行的基本立场。但在我国，由于体制的原因，独立性建设一直困扰着我国注册会计师行业的健康发展。而且证券公司作为资本市场的重要中介力量，对资本市场的健康发展起着重要的推动作用。同时，资本市场的发展对证券公司也提出了新的、更高的要求。股票发行改为核准制后，中介机构必须提高素质。为此，要对会计师事务所、资产评估师事务所、律师事务所、证券公司等中介机构进行严格的考核，对考核不合格的机构，应吊销其营业执照。另外，注册会计师行业作为提供鉴证服务的特殊中介，其声誉不仅关乎自身的生存发展，同时也是社会稳定、公平效率的保证。因此维护注册会计师行业声誉尤为重要。无论是作为审计人的注册会计师和会计师事务所，还是作为被审计的注册会计师及其管理层，乃至作为委托人同时也是审计报告直接受益人的股东对于注册会计师的声誉均缺乏应有的现状也迫切需要建立声誉制度以重新构建行业声誉，真正发挥注册会计师的鉴证职能。

（三）提高证监会的监管力度

笔者认为，应该把证监会的人力物力资源用于行政监管最有效率的阶段，把证监会工作的重点集中于事后监管，而把对上市公司的日常监管交给以市场参与者和媒体为主的市场力量。所谓事后监管就是对证券市场上的违法违规事件的事后处罚，以形成一定的威慑力，吓阻上市公司、券商等进行违规操作的企图。证监会必须把工作重点放在增加其事后查处的权力和手段，提高证券监管人员事后严查案件的意识上来，用事后严查严处带来的威慑力来弥补市场监管机制的可能漏洞。

（四）发挥新闻媒体监督作用

对上市公司信息披露起监管作用的媒体主要是财经媒体，它们对上市公司信息披露具有非常重要的监管作用。除了传统媒体对证券市场的监督外，现代科技发展的产物—互联网也成为财经媒体的重要组成部分。互联网使得各种信息更迅速更广泛的传播，从而能更及时有效的对信息披露进行监管。通过舆论监督上市公司，是建立有效的监管机制的重要内容。

五、结论

建立一个独立、高效的资本市场监管体制和一套完整、健全的监管制度，是防范和化解金融风险，保证资本市场和国民经济健康发展的关键。目前，我国资本市场正处于改革与深化的关键阶段，新兴金融机构和业务不断涌现，新的体系正在加紧形成。应本着资本市场提高效率与运行秩序和谐发展、保护投资者利益、监管成本最小化和收益最大化的原则构筑资本市场的监管机制，积极应对开放带来的机遇与挑战

（作者单位：新疆财经学院）

相关链接

论国有独资公司董事会法律制度的完善
市场发育中政府经济管理行为规范研究
政府在发展循环经济中的职能定位
论和谐社会的经济秩序公正
地方立法的成本效益分析
我国多层次资本市场监管体系的构建
发展国际外包对承接方的经济效应分析
论县域经济可持续发展与小城镇建设
对我国地方政府发行债券的理性思考

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心