

法律与金融丛书

LAW & FINANCE

FALV YU JINRONG

法律与金融

第一辑

法律与金融编辑委员会



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

014043867

法律与金融丛书 **LAW & FINANCE**

D912. 280. 4
62
V1

本书的出版，得到了上海地方本科院校“十二五”内涵建设项目“高水平特色法学学科建设与人才培养工程（085工程）”的支持

FALV YU JINRONG

法律与金融

第一辑

法律与金融编辑委员会



北航

C1731730

D912.2804
62
V1



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

法律与金融. 第一辑 / 法律与金融编委会. —北京:
法律出版社, 2014. 4

ISBN 978 - 7 - 5118 - 6150 - 4

I. ①法… II. ①法… III. ①金融法—研究 IV.
①D912.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 045922 号

法律与金融(第一辑)

法律与金融编委会

责任编辑 吕丽丽
装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

开本 720 毫米×960 毫米 1/16

版本 2014 年 5 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京北苑印刷有限责任公司

印张 19.5 字数 313 千

印次 2014 年 5 月第 1 次印刷

编辑统筹 学术·对外出版分社

经销 新华书店

责任印制 陶 松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-6150-4

定价:42.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

《法律与金融》编辑委员会

编委会主任：罗培新

编委会副主任：程金华 刘凤元 郑晓雷

编委会委员：冷 静 廖志敏 刘 俊 陈秧秧 丁 勇
郑 彧 纪海龙 姜 影 陈儒丹 陈晓芳
赵 渊 肖 宇 梁 爽 金小野 赵冉冉
李诗鸿 廉 鹏 安曦萌

本辑执行编辑：郭一璟

法律与道德风险的赛跑

——《法律与金融丛书》总序

从“监守自盗”到占领“华尔街”

笔者写下这番文字的时候,在数十年来一直被奉为全球金融中心的纽约,一场声势浩大的“占领华尔街”(Occupation of the Wall Street)运动正愈演愈烈,并迅速蔓延了华盛顿等数个大中城市。在这场始于2011年9月17日的大规模示威游行中,上千名示威者通过互联网组织起来,聚集在美国纽约曼哈顿,试图占领华尔街,有人甚至带了帐篷,誓言要长期坚持下去,直至把华尔街变成埃及的解放广场。

示威者的抗议矛头直指华尔街贪婪成性、金融系统弊病丛生、政府监管不力等诸多社会问题。

世间万物竟有如此关联?此番景象,令笔者联想起2010年度奥斯卡最佳纪录片《监守自盗》(*Inside Job*)。该片片尾有一段旁白:“他们会告诉我们,我们需要他们;但他们的所作所为,复杂而难以理解;他们承诺这一切都不会再来,但他们仍会投入数十亿美元来抵制变革;改变这一切并不会太容易,但至少有一些东西,值得我们通过奋斗去争取。”这里所指的“他们”,正是华尔街,正是美国金融公司的高管们。

难道正是这段旁白,激发了美国民众“为权利而斗

争”的理想和愿景？笔者宁愿相信其中必有关联。《监守自盗》通过对金融从业者、政府高官、知名学者等的深入调查和访问，揭露了业界贪婪、政治腐败、监管乏力、学界无良等金融危机的四大元凶。虽然囿于访谈的限度以及影片剪辑者对受访者回答的重新组织，该片传递的信息具有一定的片面性。但无论如何，这都是一部非常成功的纪录片，它不仅深刻地揭示了金融危机爆发的根源，而且其图文并茂、深入浅出的叙事风格，使其同时成为一部普及金融市场基础知识的良好教材。

贪婪至上？

对于金钱，美国纽约华尔街乃至全球金融高管欲壑难填，这已是不争之事实。

2008年金融危机爆发以来，在全球范围内，金融企业高管的薪酬之高，引发了政府和民众的广泛愤怒。据《纽约时报》报道，2008年全年亏损270亿美元的美林证券在被美国银行并购前，向高管仓促派分了40多亿美元的“红利”。美林证券首席执行官肯尼思·刘易斯2007年薪酬高达2000万美元，2008年亦有575万美元的收入……2008年美国华尔街金融企业的员工获得了总额高达184亿美元的分红，相当于2004年金融业鼎盛时期的水平。此时正准备实施经济“大输血”方案的美国总统奥巴马拍案而起，公开抨击华尔街金融高管“可耻”和“极端不负责任”，并于2009年2月4日宣布，得到政府资金救助的美国金融公司的高管工资将受到限制，最高年薪不得超过50万美元，同时还要对这些高管进行多项审查。类似地，2009年2月9日，时任英国首相的布朗（现已离任）表示，必须扫除金融业高管拿高薪的“传统”。一时间，在世界范围内，金融企业高管的限薪风潮可谓“山雨欲来风满楼”。

然而，三年之后呢？似乎一切都没有改变。

2011年10月3日，我国央视财经频道推出“金融危机三周年”系列访谈节目，提供了一系列令人瞩目的数据：

2010年，欧美15家最大金融机构的首席执行官薪酬排名中，摩根大通银行首席执行官吉米·戴蒙以近2100万美元拔得头筹。相比2009年，增长了14倍多。高盛的首席执行官布朗·克菲的年薪从2009年的86.3万美元，增长至1410万美元。在英国，巴格莱银行、汇丰银行、劳埃德银行和苏格兰皇家银行共同向首席执行官发放超过2600万美元的现金与股票奖金，这与2009年形成鲜明对比。当时这四家银行的首席执行官纷纷拒领奖金，以平息公众与政界的愤怒情绪。2010年，欧美15家最大金融机构首席

执行官的平均薪资大涨 36%，达到 970 万美元，而这 15 家最大银行的平均收入只增加 2.9%。

为什么这些银行家们贪婪成性？除了他们自认为远比一般人聪明，理当获取高薪之外，对于金钱的病理性追逐也是重要成因。美国臭名昭著的内幕交易案件主角之一伊文·博斯基甚至在加州大学商学院的毕业典礼上说：“贪婪好 (greedy is good)，而且我还想告诉大家，贪婪有益健康。你可以非常贪婪，同时还自我感觉良好。”

在《监守自盗》中，麻省理工大学的一名教授称，神经学家和病理学家曾经对金融企业的某些高管进行测试，让他们参与以金钱作为奖赏的游戏，当受试对象赢钱时，大脑作出反应的部位与吸食可卡因时作出反应的部位一模一样。更为荒唐的是，国际货币基金组织的执行董事 Dominique Strauss-Kahn 称，他参加了一个由当时的财政部长保尔森主持的晚宴。在宴会上，诸多投行的大佬们居然说，“我们确实太贪婪了，这是没有办法的”，然后转向保尔森，“你本应当实施更有力监管的，因为我们控制不了自己的贪欲”。然而，当真正要加强监管时，他们却又竭力反对。

投行高管所获得的巨额收入，除了来自于薪金、期权等渠道之外，还有相当部分来自于其内幕交易等不当行为。而在贪欲的驱使下，他们并不以违规为耻。在《监守自盗》中，面对国会“为什么一边私下大骂金融衍生产品是狗屎，另一边却公开向客户大力推荐并销售这些有毒产品”的质询时，高盛等投行的高管窘态频现。事实上，由于学理及法理认识的错误，美国投行的内幕交易由来已久。

1930 年以前，美国并没有正式的法律来禁止内幕交易。当时的华尔街居然流行这样一句投资格言——“内幕交易是投资制胜的唯一法宝”。而当时在学术界，对于内幕交易危害性的认识也远未达成一致。著名的法学教授亨利·曼尼 (Henry G. Manne) 还发表了“为内幕交易辩护”一文，试图通过以下逻辑为内幕交易正名：其一，任何依赖信息的市场均存在内幕交易；因而，对证券市场上内幕交易大加指责，是对市场规律的不理解。其二，内幕交易是补偿企业管理人员的有效途径，因为内幕交易回报直接又迅速，比其他激励措施更加有效。他甚至宣称，如果没有内幕交易，公司系统将不复存在。其三，内幕交易复杂而隐蔽，禁止内幕交易花费巨大且收效甚微，以至于经常得不偿失。从各国的实践来看，内幕交易往往禁而不止。

在那个股市狂飙的疯狂年代，对于内幕交易，更有人试图以“零和游戏”逻辑为其开脱罪责。他们引用凯恩斯在《就业利息与货币通论》中的言

论称,从事职业投资,就好像是玩“递物”或“占位”等游戏,谁能在音乐终了时,把东西递给邻座或者占到一个座位,就是胜利者。与之类似,在内幕交易中,有人获利,有人受损,其结果只是造成了社会财富的转移,而就整个社会而言,得失相抵,并没有任何损失发生。

然而,这种怪诞论调的支持者却刻意回避一个关键的细节,那就是内幕人员总是可以在激战中取胜,因为他知道音乐的节奏、音乐开始和终了的关键时点。对此,美国证券法权威路易斯·罗斯(Louis Loss)教授曾经以打牌作喻:“假如游戏规则容许某人在牌上做记号,那么还有谁愿意继续玩这种游戏呢?”

曾参与过俄罗斯、乌克兰、印尼等国证券法改革的美国斯坦福大学法学院教授伯纳德·布莱克(Bernard Black)教授认为,强有力的证券市场必须具备两个首要条件:其一,投资者可以公平地获得赖以评估公司价值的信息;其二,投资者相信公司的内幕人员不会骗走他们的投资。而内幕交易恰恰从根本上侵蚀并摧毁着证券市场的这两块基石:信息机制和信任机制。

残酷的现实,使得为内幕交易正名的论调显得苍白无力。1929年股市大崩盘及经济大萧条的严重影响,迫使美国国会制定了《1933年证券法》及《1934年证券交易法》,确立了反欺诈规则,其中最为著名的是规定短线交易禁止条款的Section 16(b)。1942年,美国证券和交易委员会(SEC)根据证券交易法的授权,制定了10b-5规则,以兜底性条款的形式,发展出了禁止内幕交易的含义和基础,使之成为美国内幕交易法律中最重要的规则。

然而,即便法有明文,内幕交易每天仍在上演,只不过是其形式有所变化而已。历史总是镜鉴,但历史也总是在重复自己。

华尔街的华盛顿?

2011年10月3日,央视财经频道《金融危机三周年》节目播出了对诺贝尔经济学奖得主斯蒂格利茨的采访。斯氏直接指称,在这场金融危机中,金融业者绑架了政府。美国政府为了挽救经济,向银行投入了巨资,但这些钱被银行家们当作薪水和奖金瓜分掉了,而没有像政府希望的那样,把这些国家的钱贷给一些苦苦挣扎的中小企业。而两年之后的2011年,斯蒂格利茨仍然认为,银行太大而不能倒(too big to fail)的问题,比危机前更严重。银行更大了,有了更多的风险。而且,银行家们知道,一旦出了问题,政府会来救市。这大大强化了其赌博心理。

与此同时,斯蒂格利茨称,许多金融业者在华尔街挣到大钱之后任职华盛顿,并对立法施加影响以放松监管,然后又到华尔街去赚更多的钱。他甚

至称,美国政府是华尔街的政府。的确,众所周知的事实是,在美国的政治生态中,拥有投行背景的人粉墨登场,进入财政部、美联储、货管局、证交委、总统经济顾问班底等的事例,可谓层出不穷。

《监守自盗》为斯氏的上述言论提供了两个注脚:其一,1981年,里根总统委任美林投资公司的首席执行官 Donald Regan 担任财政部长。此后,在金融机构和经济学家游说下的政府,开始了为期三十年的放松管制政策。1982年,里根政府放松了对储蓄信贷公司的管制,允许其用存款进行风险投资,这些都为华尔街赚得盆满钵满奠定了制度基础,但却使大量的储蓄信贷公司走向破产。其二,小布什委任高盛 CEO 亨利·保尔森担任美国财政部长。从表面上看,似乎微薄的政府收入很难令日进斗金的保尔森满意,但事实上,担任财政部长却是其毕生最重要的财务决定。保尔森必须卖出其持有的价值 4.85 亿美元的高盛股票,由于老布什政府时期通过的法律,保尔森无须为此缴税,这为其节约了 5000 万美元。

彼时,保尔森还声称要比前任秉持更高的道德标准,在任内避免与高盛管理层紧密接触。

然而,据《纽约时报》报道,自 2008 年金融海啸爆发以来,保尔森却与高盛总裁布兰克费恩频繁密接触,并以与高盛商讨非常重要事宜为由,要求取得道德豁免权。2008 年 9 月 17 日下午,他取得了白宫法律顾问和财政部发出的道德豁免权。自 2008 年 9 月 16 日开始,华府同意贷款 850 亿美元于美国国际集团(AIG),部分款项用作偿还高盛。当天保尔森便接到布兰克费恩来电,翌日保尔森更五度致电布氏,后者向保尔森谈到雷曼兄弟伦敦业务陷入困境及货币市场的混乱。在从 2008 年 9 月 16 日起的一周内,两人通电话达 24 次,远多于保尔森跟其他华尔街大行的通电次数。而保尔森的日程表更显示,在 2007~2008 年取得道德豁免权前这段期间,保尔森与布氏通了 26 次电话,难免令人产生私相授受的疑窦。

裙带关系、政治献金,就像幽灵一样,一直游走于华尔街与华盛顿之间。

据《监守自盗》称,1998 年至 2008 年间,美国金融业耗资 50 亿美元,用于国会游说和政治捐助。金融危机爆发之后,金融业雇用了 3000 多名政治游说者,平均每个国会议员要对付 5 名。

1 名“占领华尔街”示威者称,“在美国,1% 的富人拥有 99% 的财富。我们 99% 的人为国家纳税,却没有人真正代表我们。华盛顿的政客都在为这 1% 的人服务”。此番话语虽过于偏颇,却也道出了诸多隐情。

以美国证券交易委员会为例。在 SEC 与华尔街之间,有一扇“旋转门”

(revolving door),连通了市场的监管者与被监管者。这扇“旋转门”经常被用来解释为什么 SEC 雇员对于调查证券市场的不当行为缺乏热情。华尔街高额的薪酬对于 SEC 雇员特别是那些背负着沉重的学生时期贷款压力的年轻雇员来说,有着难以抗拒的吸引力,后者往往将供职 SEC 作为一个临时的跳板。^①

现在,SEC 的许多职员都注重最大化其在法律圈子中的执业声望,以谋求通向市场和业界的退路。例如,近年来,SEC 执法部门的领导层与业界的双向流动极其频密。^② 数据表明,SEC 过去 19 任执法总监中,只有斯坦利·斯波金(Stanley Sporkin)后来选择了出任公共职位,担任了中情局的总法律顾问和联邦法官。此种裙带关系,使得业界巨头往往能够左右 SEC 的行动。例如,摩根·斯坦利就成功地限制了 SEC 对一家名为 Pequot 的资本管理公司的内幕交易案的调查。^③

总之,近年来华尔街高管薪酬的大幅飙升对于 SEC 的监管激励,带来了不可忽视的负面效应:其一,SEC 雇员频频跳槽业界,使得 SEC 因缺乏拥有长期工作经验的雇员而对复杂金融工具之监管欠缺必需的智识和经验;其二,由于 SEC 雇员对复杂的金融工具欠缺研究,他们为累积工作业绩,就倾向于促成案件的和解,或者对那些不需要花费大量时间和精力案件进行选择性的执法。凡此种种,无不降低了 SEC 的监管强度,侵蚀了保护投资者的监管资源。

最近的一个事例是,2010 年 7 月 15 日,高盛的金融衍生品欺诈案有了结果,美国 SEC 与高盛达成和解,高盛交出 5.5 亿美元的罚单,而 SEC 则不再追究高盛的责任。相对于高盛 2009 年高达 134 亿美元的年利润,5.5 亿美元是个小数目。而在此之前,花旗集团瞒报了 400 亿美元的次贷资产,事情败露之后,美国 SEC 与花旗集团和解,花旗集团只需缴纳 7500 万美元的

① Eric W. Bright, Letter to the Editor, "It Isn't Surprising That SEC Missed Madoff's Scam", *Wall Street Journal*, Jan. 23, 2008, A12.

② 如 SEC 执法部总监琳达·汤姆森(Linda Thomsen)此前在 Davis Polk & Wardwell 律所供职,2009 年辞职之后仍回原律所工作。琳达·汤姆森的继任者斯蒂芬·M. 卡特勒(Stephen M. Cutler)在离开 SEC 之后,很快就担任了 JP 摩根的执行总裁。类似的情形还包括 SEC 的执法总监理查德·沃克(Richard Walker)现任职德意志银行(Deutsche Bank)总法律顾问;威廉·R. 麦克卢卡斯(William R. McLucas),现任职 WilmerHale 的证券部主管;欧文·波莱克(Irving Pollack),SEC 执法部的首任总监,现供职于 Fulbright & Jaworski 律师事务所。

③ <http://finance.senate.gov/press/Gpress/2008/prg100708.pdf> (stating that SEC officials "conducted themselves in a manner that raised serious questions about the impartiality and fairness" of the Pequot investigation).

罚款,问题就一笔勾销。花旗集团甚至不需承认自己有错。

在“监管”与“去监管”之间

2008年的金融危机,可谓“冰冻三尺非一日之寒”。而金融监管部门陷入“反监管思潮”,则是其监管失位的根本症结。下文不妨以美国证券交易委员会(SEC)为例,来阐释这一命题。

近年来,“做大”资本市场份额即等同于提升市场竞争力的迷思,使SEC遵从了盛行于20世纪80年代的“反监管”思潮,解除了诸多意在保护投资者和强化市场诚信的举措,甚至一度抛弃了监管立场。然而,翻开SEC的发展史,严苛的监管正是SEC赢得美誉和地位的看家本领。对这段历史的梳理,有助于厘清SEC近年来迷失的路径。

美国2008年的经济与证券市场状况,与SEC诞生之时颇为类似。1929年的经济大萧条及其余波,使得在纽约证券交易所上市的股票市值跌去83%。1934年,美国经济陷入了历史最低谷,代表着总人口25%的1300万人失业。^④虽然2009年早期的美国经济形势还不至于与1934年的情形一样糟糕,但其股票市场已经跌掉了前十年累积的增幅,失业率居高不下,公司收益大幅下挫,其情形同样堪忧。

历史总是镜鉴。彼时,美国《1934年证券交易法》的制定者们敏锐地发现,保护投资者与经济健康发展之间存在紧密的关系。于是,《1934年证券交易法》在引言部分开宗明义地指出,“过度投机”影响了国家的财富,其结果是“联邦政府付出了巨额的成本来担负国家的信用”。^⑤正是该法确立了SEC实施联邦证券法的地位。它的第一任主席约瑟夫·肯尼迪(Joseph Kennedy)是富兰克林·D.罗斯福(Franklin D. Roosevelt)1932年竞选总统时少数商界支持者之一。然而,由于约瑟夫·肯尼迪在20世纪二三十年代从事了大量投机交易,罗斯福总统的这项任命带来了巨大的争议。一位内阁成员将约瑟夫·肯尼迪称为臭名昭著的“证券市场投机者”。^⑥面对这一责难,罗斯福回应说,“让贼去抓贼吧”。^⑦后来,让诸多人士跌破眼镜的是,

^④ Frederick E. Hosen, *The Great Depression and the New Deal*, 257 (McFarland & Co., Inc. 1992).

^⑤ Exchange Act, § 2, 15 U. S. C. § 78b (2006).

^⑥ Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, 105 (The Maple Press Co., 2nd ed., 1982).

^⑦ 原文为“Set a thief to catch a thief”, Kenneth S. Davis, *The New Deal Years 1933-37*, 369 (Random House, Inc. 1979)。

约瑟夫·肯尼迪成为一位勤勉尽责、雷厉风行的 SEC 主席。在他的带领之下,SEC 招募了未来的联邦最高法院大法官威廉·O. 道格拉斯(William O. Douglas)及其助理亚伯·弗塔(Abe Forta)。作为耶鲁大学法学院的教授,道格拉斯是当时公司金融方面最为权威的学者之一,他意志坚强、睿智而且政治敏锐。1937 年,罗斯福任命道格拉斯为 SEC 主席。虽然道格拉斯仅仅在任 19 个月,但其贡献仍可圈可点。他通过《1938 年玛隆尼法》(Maloney Act)创建了全国证券交易商协会(NASD),^⑧对柜台市场实施监管,并颁行了上市公司会计和财务准则。在其任期之内,纽约证券交易所(NYSE)前主席理查德·惠特尼(Richard Whitney)因侵占了交易所基金用于支持证券交易所已故成员的遗孀和孩子而遭到起诉。^⑨

在处理该案的过程中,道格拉斯通过 SEC 举行的听证会发现,证券交易所的诸多大员对这些偷盗行为心知肚明却无所作为,于是道格拉斯以惠特尼丑闻作为一项契机,对纽约证券交易所的治理结构进行大刀阔斧的改革,迫使证券交易所引入了大量专业人士。该体制被固定下来并广泛运用于其他所有的证券自律机构。当道格拉斯离开 SEC 赴联邦最高法院任职之后,^⑩其继任者哲罗姆·弗兰克(Jerome Frank)是新政的拥护者,对《证券交易法》保护投资者的信念笃信不疑。^⑪根据当时的报道,当经纪商、承销商和律师“抱怨法律程序的繁文缛节(red tape)、规则之含混不清时,弗兰克首先考虑到的是如何使 1000 万中小投资者免受不必要的权利救济门槛和障碍的困扰”。^⑫

历史有其偶然性。随着“二战”的临近,美国政府忙于战事,SEC 越来越被边缘化,其权力也在逐渐削减。珍珠港事件之后,美国对日宣战,将证券监管抛在一边。1942 年,SEC 甚至被迫迁址费城,以便在华盛顿为与战事直接相关的其他部门腾出更大的空间。而令人称奇的是,SEC 居然也能

^⑧ 现在其名称变更为金融行业监管局(Financial Industry Regulatory Authority,或 FINRA)。

^⑨ John Kenneth Galbraith, *The Great Crash: 1929*, 166 - 72 (Mariner Books 1955)。

^⑩ 道格拉斯从 1939 年至 1975 年间任职最高法院大法官,是迄今为止任职时间最长的大法官。参见美国联邦最高法院网站, <http://www.supremecourtus.gov/about/members.pdf>, 2009 年 12 月 20 日访问。

^⑪ 弗兰克是 *Law and the Modern Mind* (1930) 一书的作者,该书是 20 世纪法律思想的标志性文献。在担任了 SEC 两年的主席之后,弗兰克被任命为美国第二巡回上诉法院的法官。

^⑫ 参见“Government: Intellectual on the Spot”, *Time Magazine*, 1940 年 3 月 11 日,载 <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,789708-6,00.html>, 2010 年 1 月 24 日访问。

够以特殊的方式为战事作出贡献：它帮助军队，通过研读当年工厂设在德国的公司的上市申请材料，来确定工厂的方位，从而帮助军方设定了轰炸任务。^⑬ 在“二战”期间，SEC 被认为是如此的无足轻重，故而直至“二战”结束 3 年之后的 1948 年，它才最终迁回华盛顿。

而颇具讽刺意味的是，正是在 SEC“流亡”费城期间，诞生了美国历史上最重要的证券法条款。1942 年 5 月，SEC 设在波士顿的地区办公室发现，某公司总裁在未向股东披露公司改善了财务状况这一信息的情况下，从股东手中买入了股票。设在费城的 SEC 总部的律师们，发现《证券交易法》中居然无法找到相应的条款来阻止这种欺诈性购买行为。尽管《证券交易法》中的 10(b) 规则在创建之初，试图从总体上规制欺诈行为，但欠缺细致的实施细则。SEC 中一位名为密尔顿·弗里曼 (Milton Freeman) 的年轻律师迅速起草了一条简短的规则，以禁止证券买卖中的欺诈行为。他将草案提交给 SEC 的五位委员，后者只是将草案往桌上一扔，直接说道，“没有问题，我们支持”。其中一位委员更是直截了当：“是的，我们反对欺诈，难道不是吗？”当天，夕阳尚未西下，10b-5 规则即已成为了法律。^⑭ 1946 年，一家联邦地区法院的裁定认为，对 10b-5 规则的违反直接构成了提起私人诉讼的基础。^⑮

真可谓“无心插柳柳成荫”。在战争年代，人们漫不经心通过的证券监管规则，居然成为 SEC 和广大遭受欺诈的投资者最为重要的执法工具。

SEC 历史上冗长的“沉睡期”于 1961 年画上了句号。斯时，美国总统肯尼迪任命哥伦比亚大学教授威廉·L·盖瑞 (William L. Cary) 为 SEC 主席。对 SEC 的历史颇有研究的约耳·塞尔格曼 (Joel Seligman) 称，盖瑞“复兴”了 SEC。在其获得任命后不久，盖瑞从国会中获得了一笔特别拨款，对证券市场的监管绩效进行了长达两年的深度研究，并于 1963 年发布了研究报告，^⑯ 由此促成了许多关键的变革，包括 1964 年通过的法律规定，股票在柜台市场进行交易的公司，也要像股票在证券交易所进行交易的公司那样，遵

^⑬ 参见 2001 年 9 月 13 日的一场访谈，载 <http://www.sechistorical.org/museum/oralhistories/interviews/kroll.php>, 2010 年 1 月 24 日访问。

^⑭ 密尔顿·弗里曼 (Milton Freeman) 讲述了这则故事。Colloquium: Foreword, 61 Fordham Law Review, 1 (1993).

^⑮ Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512, 514 (E. D. Pa. 1946).

^⑯ Report of Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission, H. R. DOC. No. 88-95 (1963).

循同样的信息披露要求。这一保护投资者的措施,迅速扩大了证券市场的规模。另外,1971年纳斯达克市场的建立,为那些在柜台市场交易的股票提供了电子交易平台,对纽约证券交易所形成了强大的挑战。在威廉·L.盖瑞及随后的继任者领导之下,SEC完成了其他关键性的执法和监管变革。在1961年 *Cady Roberts & Co.* 一案中,¹⁷ SEC首次裁定,在公开证券市场中经纪公司代表其客户运用非公开的信息进行交易,违背了10b-5规则。这一里程碑式的裁定,奠定了未来内幕交易规制的基本框架。遵循 *Cady Roberts* 一案的事理逻辑,美国第二巡回法院在 *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* 一案中认定,公司内部人对内幕信息的滥用,构成了10b-5规则之下的责任。

另外,SEC运用《证券法》1975年修订案所赋予的权限,推动了全国性证券市场的建立。20世纪60年代、70年代和80年代早期,SEC通过颁布一系列规则,整合了各项法律中关于信息披露的零散规定,从而简化了披露规则,并且降低了对公司的监管成本。¹⁸

梳理一番SEC起落的历史脉络可知,自《1934年证券交易法》颁布直至20世纪70年代,人们广为接受的观点仍然是,打击证券欺诈和市场操纵行为不仅保护了投资者,而且有利于经济的健康发展。正如美国联邦最高法院1979年称,“保护投资者虽然并非证券法的唯一目标……但国会认为,规范证券市场有助于经济的复苏”。¹⁹ 由此可知,在国会和最高法院的眼中,有效的证券监管有助于而不是有害于经济的增长。

然而,从20世纪80年代开始,情况发生了变化。SEC的一些官员不仅不认为证券监管是经济健康发展的重要基础,反而将其视为经济发展的掣肘。SEC亦在很大程度上放弃了其积极监管者的立场,²⁰反而越来越迎合

¹⁷ *Cady, Roberts & Co.*, 40 S. E. C. 907 (1961).

¹⁸ 例如,SEC通过 Regulations S-K, 17 CFR § 229 (非财务信息)和 S-X, 17 CFR § 210 (财务信息),从而统一了披露规则,简化了披露程序。

¹⁹ See Michael Lewis & David Einhorn, “The End of the Financial World As We Know It”, *New York Times*, Jan. 4, 2009.

²⁰ 然而,在两任SEC主席 Arthur Levitt (1993~2001年)和 William Donaldson (2003~2005年)的领导下,SEC的确采取过重要的监管举措,包括引入了FD规则(Regulation FD)(涉及了公司披露)和NMS规则(涉及全国的市场制度)。参见 U. S. Securities and Exchange Commission, Historical Summary: Past Chairmen and Commissioners, 载 <http://www.sec.gov/about/sechistoricalsummary.htm>, 2009年2月13日访问。

放松管制的主张。^⑲ 芝加哥“自由放任”(laissez-faire)学派为此提供了合法性的注脚:(1)监管市场不仅没有必要,甚至是有害的,因为最好的方法是自律;(2)强制性的公司披露是不必要的,因为利润驱动给了公司足够的动力来作出准确的披露;^⑳(3)对操纵市场的行为进行监管是徒劳无益的,因为迄今为止,操纵市场仍然只是个迷思。^㉑ 另有人认为,商业银行从事投行业务存在道德风险的观点,同样只是个迷思。^㉒

不难想见的是,华尔街将这种“反监管”理论奉为圭臬,因为这种观点为投资银行无所敬畏地、无止境地、免受政府责难地追逐利润提供了正当性。在1987年名为《华尔街》(*Wall Street*)的电影里,一名虚构的金融人士戈登·盖葛(Gordon Gekko)公然宣称,“贪婪是好的”,将华尔街此种无节制的态度体现得淋漓尽致。

与此同时,SEC官员的多次表态向华尔街和公司高管们传递着微妙的信息:SEC不会过于严苛地履行监管职责。2004年,SEC委员保罗·阿特金斯(Paul Atkins)在美国证券交易商协会的致辞中称,“在大萧条中,政府积极介入证券市场的行为,拉长了大萧条的时期”,而且“华尔街成为了美国经济恶化的替罪羊”。^㉓次年,SEC主席克里斯托弗·考克斯(Christopher Cox)在经济学家俱乐部的发言中,引用了美联储主席艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)的话,称“保护投资者的最好方法,是蒸蒸日上的经济和

^⑲ 例如,美国食品与药品监管局因未能有效保护消费者而备受诟病。参见 Lars Noah, *The Little Agency that Could (Act with Indifference to Constitutional and Statutory Strictures)*, 93 *Cornell Law Review*, 901 (2008); Cameron Rhudy, *How Congress May Have Failed Consumers with the Food and Drug Administration Amendments Act of 2007*, 27 *Biotechnology Law Report* 99 (2008)。

^⑳ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”, 70 *Vanderbilt Law Review* 669, 682-84 (1984) (“如果披露有益于投资者,则公司会从提供信息中获益”)。21世纪初安然和世通公司的丑闻弱化了此种见解。关于强制性披露信息重要性的论争,请参见 Cox, Hillman & Langevoort, *Securities Regulation: Cases & Materials*, 253-57 (5th ed. 2006)。

^㉑ Paul G. Mahoney, *The Stock Pools and the Securities Exchange Act*, 51 *Journal of Finance* 343 (1999) (作者称,认为《证券交易法》中的规范证券市场操纵的条款,构建于错误的假定之上); Daniel R. Fischel & David J. Ross, “Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Markets?”, 105 *Harvard Law Review*, 503 (1991)。(作者认为,应当放弃“操纵市场”这一概念,因为很难对“操纵市场”下一个令人满意的定义。)

^㉒ 例如,可参见 Franklin R. Edwards, *The New Finance: Regulation and Financial Stability*, 71 (1996)。(作者称,《格拉斯·斯蒂格尔法》关于防火墙的规定,对于保持银行资产的质量和金融市场的稳定,未必是事所必需的。)

^㉓ 2004年10月7日SEC委员 Paul S. Atkins 在证券交易商协会的演讲,第1~32页。

股票市场”，并且还说“SEC 所做的——或者为我们的国家所应当做的，就是帮助创建促进经济增长的环境……换言之，如果经济增长的泡沫没有破裂，就不要去修复它”。^{②⑥} 因而，SEC 主席考克斯奉行无为而治的监管政策，除非有人举报存在重大的欺诈行为。在向产业集团所做的演讲中，SEC 的委员们将筹资列为 SEC 的三大目标之一，另外两项目标分别为投资者保护及维持公平有效的市场。^{②⑦} 如果投资者保护是 SEC 相互独立的三大目标之一，就可以顺理成章地得出结论：SEC 可以减少管制以更好地发挥筹资功能。然而，这种观点却与构成《1934 年证券交易法》基础的哲学背道而驰：遏制欺诈、维持公平有序的市场、确保公司诚实披露信息，是资本市场发挥筹资功能的基石。

无论如何，在过去的二三十年间，盛行于政府（包括 SEC）的反监管思潮，得到了来自学界的理论支持。SEC 的工作重心亦从保护投资者转到了保护受其监管的公司和投资银行。正如两位资深评论人士所称，“为保护投资者免受金融劫掠者侵害而设的 SEC，在某种程度上陷入保护拥有政治权势的金融劫掠者免受投资者的‘侵扰’”。^{②⑧} 近年来，SEC 豁免了对从事证券经纪业务的投资银行公司的最低资本要求，^{②⑨} 取消了旨在防范市场操纵的证券短线交易规则；^{③⑩} 另外还对股东利用投票委托书的机理设置了重重障碍，并且不断地敦促最高法院限制投资者通过私人诉讼以弥补其遭受的损失，这些均是 SEC 走向监管反面的有力例证。

法律的胜利？

SEC 陷入反监管的迷思，只是金融市场重重积弊的冰山之一角。痛定思痛，亡羊补牢。在历经一年多的政治博弈和利益妥协之后，2010 年 7 月 15 日，被称为美国“大萧条”以来最严厉的金融改革法案——《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》，^{③①} 在美国参议院以 60 票赞成、39 票反对

^{②⑥} 2005 年 12 月 12 日 SEC 主席克里斯托弗·考克斯在经济学家俱乐部上的演讲，第 3 页。

^{②⑦} SEC 委员 Kathleen L. Casey 2007 年 10 月 24 日在法律变革高峰论坛上的发言，第 7 页。

^{②⑧} Michael Lewis & David Einhorn, “The End of the Financial World As We Know It”, *New York Times*, Jan. 4, 2009, 9th, <http://www.nytimes.com/2009/01/04/opinion/04lewiseinhorn.html>.

^{②⑨} Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities, 17 C. F. R. 240. 15c3 - 1 (2004).

^{③⑩} Regulation SHO and Rule 10a - 1, 17 C. F. R. 242. 201 (2007). 参见 Release No. 34 - 55970(2007)。

^{③①} 该法案的英文名称为“Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”。

的投票结果获得通过。这份长达 1279 页的金融改革法案,标志着美国完成了历时近两年的金融改革立法,并由此开启了与新自由主义分道扬镳的金融监管路径。

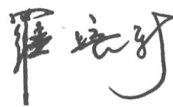
法案的具体内容主要包括:(1)扩大政府金融监管体制的职能和权力,成立金融稳定监管委员会,负责系统监测和应对威胁国家金融稳定的风险,并努力消除金融机构“大而不倒的困局”;(2)设立新的消费者金融保护局,提供历史上最强的消费者金融保护和监管制度,防范普通消费者遭受不良金融产品的侵害;(3)采纳防范金融风险的“沃克尔规则”,限制大型金融机构的高风险投机性套利行为,并将以前缺乏监管的场外金融衍生品纳入监管视野;(4)美联储有权对企业经理层的薪酬进行监督和干预,确保高管不会为了高额薪酬而对金融风险涉足过深。

然而,无论法律规定得如何细密,岁月的年轮和商业周期的潮起潮落,都会将其冲刷得千疮百孔。在实体经济向虚拟经济转换的过程中,传统的股东有限责任、高管诚信义务等规范,在高企的道德风险面前,竟是如此的不敷功用!对此,《监守自盗》中沈联涛先生的一番话,对于揭示虚拟经济环境下法律的滞后性堪称经典:金融工程师的收入比真正的工程师多过百倍。真正的工程师造桥梁,金融工程师则造梦,当美梦衍化成噩梦时,别人来埋单!

奥地利学派的经典商业周期理论认为,经济运行会周期性地出现扩张与紧缩的交替更迭与循环往复。《监守自盗》的片尾,以低沉的、警世箴言般的声音警醒我们,危机还会再来。而且,下一次危机,其破坏力或许会超越人们的想象。

法律与道德风险的赛跑,未有终期。历史多次证明,法律制度的有效性是相对而不是绝对的,具体而不是抽象的,历史的而不是永恒的。故而,译介域外法律与金融经典论著,并本着审慎节制之立场,扬其所长,避其所短,为我所用,实乃吾辈学者之良好期许与愿景。

是为序。



2012年8月