



Stock Market
The Waste Land

股市荒原

朱伟一 著

Stock Market
The Waste Land

股市荒原

朱伟一 著

- 声 明
1. 版权所有，侵权必究。
 2. 如有缺页、倒装问题，由出版社负责退换。

图书在版编目（CIP）数据

股市荒原/朱伟一著. —北京:中国政法大学出版社, 2017. 11
ISBN 978-7-5620-7903-3

I. ①股… II. ①朱… III. ①证券市场—美国—文集 IV. ①F837.125-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第283338号

出 版 者 中国政法大学出版社
地 址 北京市海淀区西土城路25号
邮寄地址 北京100088信箱8034分箱 邮编100088
网 址 <http://www.cuplpress.com> (网络实名: 中国政法大学出版社)
电 话 010-58908437(编辑室) 58908334(邮购部)
承 印 北京华联印刷有限公司
开 本 720mm×960mm 1/16
印 张 27.25
字 数 380千字
版 次 2018年2月第1版
印 次 2018年2月第1次印刷
定 价 79.00元



序

法律语言应当是精准的，但再精准也难道出真相。我们做同一件事，不同的人动机不同，即便同一人做同一件事，也有不同的动机，甚至是相互矛盾的动机。但出于逻辑的需要，法律分析通常只论一个动机。可是若干动机并存时，只论一个动机，就难以令人信服。结果，律师和法官循环解释，诉状或判决书动辄洋洋数万言，数十万言也并不少见。但经常是越说越混乱，以一个谎言掩盖另一个谎言。文学语言不同，可以风光独占，一言以蔽之。

法律语言是锐器，直奔主题，切中要害。但法律语言同时也是钝器，表述定义横平竖直，逻辑推定横平竖直，不仅难以曲尽其幽，而且难免打击一大片。文学语言也是锐器，摧枯拉朽，乱云急雨，倒立江湖，但也可以是彩笔飞来云一朵：花在杯中，月在杯中。法律语言是攻防锐器，意在稳、准、狠地打击对方，而文学语言是青磷萤火，映照人的悲剧和荒诞之处。T. S. 艾略特（Eliot）的长诗《荒原》（The Waste Land）中有这样的描述：“我看见成群的人，在绕着圈子走……无实体的城，在冬日破晓的黄雾下，一群人流过伦敦街，人是那么多。”

是的，“在绕着圈子走”，“人是那么多”——股市再“成熟”，也是荒原，是荒诞的悲剧，贪婪和恐慌始终是股市的两大原动力——或是说一大原动力，恐慌因贪婪而起。

朱伟一

2018年1月8日

目录

CONTENTS

序 / 001

引 言 / 003

一、什么是证券？

证券定义是证券法的首要问题。游戏股市、游戏法律、游戏投资者从这里开始。

1. 理财产品应当被界定为证券 / 001
2. 信托产品应当被界定为证券 / 003
3. 寻找中本聪：对待代币发行的两种做法 / 004
4. 杠杆贷款：理财产品的异国孪生姐妹 / 014
5. 为 P2P 正名 / 016
6. 优先股的矛盾性 / 021
7. “证券市场”的同义词 / 024
8. 衍生产品：华尔街死守不退的高地 / 025
9. 衍生产品与设赌 / 032

二、投资银行业务：发行和并购

证券公司别名投资银行（investment bank）。投资银行业务则特指证券发行和并购业务。

10. 核准制与注册制 / 035
11. 证交会的新政：IPO 的秘密申报 / 037
12. 价值投资难，难于上青天——Facebook 公开上市 / 042

三、资产管理

资产管理形式多样，是华尔街银行获利的主要来源。证券投资基金是资产管理的主要形式，由证券公司所属的资产管理公司以及另立门户的资产管理公司管理。

四、交易

交易是欧美证券公司和银行收入的重要来源。交易中的股票回购和自营业务与内幕交易和市场操纵结伴而行。

13. 证券分析师的胜算和变局 / 045
14. 中国公司境外上市遭遇逆袭 / 047
15. 上市前的估值玄机 / 050
16. 空壳公司的妙用 / 052
17. SPAC：欧美的借壳上市专业户 / 052
18. 联合利华遭遇收购的启示 / 055
19. 2015 年国际并购业务巡礼 / 057
20. 飞起来的贝莱德 / 060
21. 收费：资产管理人的头等大事 / 067
22. ETF：势头强劲的新锐基金 / 069
23. 秃鹰基金现身 / 078
24. 私募股权基金新动向 / 081
25. 史蒂夫·施瓦茨曼：华尔街的新国王 / 084
26. 私募基金有点烦 / 091
27. 认购授信额度融资：PE 的业绩助长器 / 093
28. 上市公司：证券市场的新“王后” / 095
29. 货币市场基金的新规则 / 098
30. 逃税：私人银行业务的金刚钻 / 100
31. “主权财富基金” / 102
32. 高盛与主权财富基金 / 104
33. 投资顾问的奥妙 / 107
34. 投资顾问与经纪人串演 / 116
35. 适当性规则：美国法院怎么说 / 119
36. 公司回购股票不可取 / 122
37. 交易员的能力 / 124
38. “季度资本主义”下的公司回购股票 / 126
39. 沃尔克规则：监管攻防的主阵地 / 128

五、证券交易所与证券交易场所

如果欧美证券市场是金融乱世， 证券交易所和证券交易场所就是豪强割据的“藩镇”。

六、内幕交易

证券市场就是内幕交易。

七、华尔街银行

华尔街银行是证券市场的豪强。

八、华尔街枭雄

华尔街银行是美国证券市场的豪强， 由一批叱咤风云的枭雄所把持。这些枭雄很多是曹操、曹孟德式的人物，其人生指南是“宁可我负天下人，不可天下人负我”。

九、网络公司

网络技术公司是证券市场的新贵， 证券市场的整个格局也因而而改变。

40. 国际游资何处去？ / 131

41. “债券流动性是幻觉” / 134

42. 交易所妾身不明 / 138

43. 伦敦金属交易所 / 141

44. 纳斯达克停市的启示 / 142

45. 暗池交易：华尔街银行私设的证券交易所 / 144

46. 多层次资本市场的美学观 / 146

47. 难以忍受创业板之轻 / 148

48. 内幕交易新解 / 153

49. 内幕交易是一种人权？ / 169

50. 交友：获取内幕信息的合法手段 / 172

51. 德意志银行的退却 / 177

52. 两面三刀的花旗集团 / 182

53. 只想做个好人？

——试析摩根士丹利的新政 / 183

54. 造谣造到了摩根士丹利的头上 / 190

55. 摩根士丹利的新老领路人 / 193

56. 大英雄芬克 / 199

57. 律师银行家 / 201

58. 华尔街领袖戴蒙 / 206

59. “老英雄” 科尔津 / 208

60. 穿帽衣的大灰狼 / 211

61. 优步：进步、退步，还是止步？ / 213

62. 程序设计师：美国走红的新职业 / 218

63. 贷款业务的新变化 / 220

十、中介机构

中介机构为金融机构和金融机构发行或销售的金融产品提供背书。要求中介机构发挥监管机构的作用是强人所难。

- 64. 律师事务所两手硬：并购与外包 / 224
- 65. 撼山易，撼会计规则难 / 226
- 66. 当会计师遇到诉讼律师 / 229
- 67. 走下 AAA 的神坛 / 232

十一、公司治理

公司治理是证券法与公司法重叠之处，也是证券法蚕食公司法之处。——至少特拉华州的法官这样认为。

- 68. 法官帮闲：美国公司治理的新动向 / 235
- 69. “禅是一枝花”
——谈公司董事责任 / 240
- 70. 上市公司到底谁说了算？ / 246
- 71. 摩根大通的一把手负责制 / 248

十二、监管机构

从理论上说，证券监管机构是为了保护投资者而设立的。但现实中，监管机构大多是策应和掩护金融机构。

- 72. 美国金融监管机构新说 / 251
- 73. 美国证交会：一个很不讲理的监管机构 / 264

十三、监管机构人物志

“真可耻，我们对善恶都无动于衷……在权势面前，我们是一群可鄙的奴才。”（《沉思》，莱蒙托夫）在华尔街的豪强面前，美国监管者是一群可鄙的奴才。

- 74. 奥巴马向寡头输诚 / 267
- 75. 奥巴马：从绩优股到 ST / 269
- 76. 参议员华伦对富国银行的短促出击 / 279
- 77. 努钦：银行家中的关系大师 / 283
- 78. 克莱顿：美国证交会的新主席 / 286
- 79. 自有幽人独往来：纽约市的劳斯基 / 288
- 80. 欧洲央行行长其人 / 290
- 81. 国际组织的坏头头 / 294

十四、监管方式

和解是美国的主要监管方式。

- 82. 法官让摩根大通低头 / 297
- 83. 德国的诗意法官的诗意批判 / 299
- 84. 和解：美国金融机构逢凶化吉的法宝 / 301
- 85. 民事和解：高盛的胜利 / 304
- 86. 美国资本市场的联合工作组 / 309
- 87. 瑞士信贷认罪之谜 / 311

十五、央行妾身不明

作为美国的央行，美联储有监管华尔街银行的职责。金融危机之后，美联储又忙于量化宽松（稀释美元的委婉语），为华尔街输血打气。

十六、资本市场是一种文化

从全球范围看，证券市场最发达的两个国家是美国和中国，也可以说是中国和美国，或者是排名不分先后。从历史上看，犹太人和华人的财产易主最为频繁，但这两个民族对金钱和财富的追求最为执着。或许，是历史使然，是文化使然。

十七、为美国资本市场卸妆

“常恨世人新意少，爱说南朝狂容。把破帽年年拈出。”

88. 公司内部举报之乱 / 313

89. “谨慎提示”：预测误导可以免责 / 315

90. 证券诉讼中的因果关系 / 317

91. 量化宽松，饮鸩止渴 / 322

92. 美联储的公开政策 / 324

93. 货币超级宽松政策 / 327

94. 继续稀释美元 / 329

95. 欧洲央行的踌躇 / 333

96. 资本市场是一种文化 / 336

97. 金融中心之争 / 339

98. 瑞士联合匪徒 / 342

99. 金融创新好在哪里？ / 346

100. 避税：美国资本市场的主旋律 / 349

101. 离岸金融中心：大国逐鹿的必争之地 / 351

102. 避税胜地卢森堡 / 363

103. 高峡出平湖 / 365

104. 希腊危机的地缘政治 / 370

105. 有钱，还是比较有钱？ / 377

106. 谁是1%？ / 379

107. 《21世纪资本论》：声讨资本市场的战斗檄文？ / 381

欧美金融乱世（结束语） / 384

注 释 / 398

致 谢 / 425

一、什么是证券？

证券定义是证券法的首要问题。游戏股市、游戏法律、游戏投资者从这里开始。

1. 理财产品应当被界定为证券

近年来，由商业银行发行或销售的理财产品大行其道。但若是遇到违约问题，销售理财产品的商业银行就百般推诿，一口咬定自己是第三方，只是代人销售产品，无需承担任何法律责任。果真如此吗？

答案取决于理财产品是否被界定为证券。如果被界定为证券，那么发行理财产品的金融机构就可以被界定为发行人，而销售理财产品的商业银行就可以被定性为承销商，而不是什么第三方，就必须向投资者承担赔偿责任。不仅如此，如果理财产品被界定为证券产品，理当由证券公司来销售，至少是公开发行的证券不应当由商业银行发行。

即便商业银行无需为其所销售的证券承担责任，也不应当由商业银行向公众销售证券。潜意识中，普通投资者通常都以为商业银行是遵纪守法和讲信用的金融机构；有些普通投资者甚至会以为，商业银行所售理财产

品已经有了商业银行的默示背书，而商业银行又有政府做后盾，所以理财产品就不会有问题，有问题政府也会援手。由商业银行销售理财产品，势必产生误导作用：挂羊头，卖狗肉。

理财产品是一个宽泛的名词，包括信托产品和许多其他类型的理财产品。既然如此，商业银行销售信托产品，也是在销售证券，也可以被定性为信托产品的发行人，必须向投资者承担赔偿责任。

那么理财产品是不是证券呢？按照中国《证券法》，国务院可以决定理财产品是否属于证券，或是哪些信托产品属于证券。《证券法》是这样规定的：证券包括“股票、公司债券”和“国务院依法认定的其他证券”。是的，《证券法》授权国务院依法认定其他证券，但国务院以及其下属机构都没有界定股票和公司债券之外的证券。相反，中国银监会推出了一个“非标准化债权资产”名词。

2013年3月25日，银监会发布《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发〔2013〕8号），将“非标准化债权资产”（简称“非标资产”）界定为：“未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等。”该定义十分宽泛，在中国遍地开花的理财产品和信托产品也包括在内。是的，银监会没有表明理财产品是证券，但银监会也从未表明理财产品不是证券产品。不说真话与公开说谎话之间还是有区别的。

2005年中国人民银行和银监会联合颁布了《信贷资产证券化试点管理办法》（人民银行、银监会公告〔2015〕第7号）。根据该办法，信贷资产证券化指“在中国境内，银行业金融机构作为发起机构，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动”。按照上述定义的逻辑，信托产品和理财产品也应当被界定为证券。发行理财产品，实际上就是资产证券化。

美国也有人发行类似中国理财产品的金融产品，其目的也是蒙混过关，违法发行证券。按照美国最高法院的判例，“投资者将钱投资于一个共同业务，并且仅仅依赖他人努力即可获取利润”，所涉及的就是投资合同，而投资合同又属于证券。美国最高法院 1946 年在证券交易委员会（简称“证交会”）诉豪伊公司案 [SEC v. W. J. Howey Co., 328 U. S. 293 (1946)] 判决中制定该规则，2004 年又在证交会诉爱德华兹案 [SEC v. Edwards, 540 U. S. 389 (2004)] 中重申该规则。

吾人经常抱怨法律滞后，所以金融骗术屡禁不止。但事实并非如此：法律并不滞后，而是监管者和法官们不愿适用法律，故意顾左右而言他。请不要再自欺欺人。为大局计，为国家计，理财产品应当被界定为证券。切不要让银行继续肆意妄为。

2. 信托产品应当被界定为证券

“据说‘女朋友’就是‘情人’的学名，说起来庄严些，正像玫瑰花在生物学上叫‘蔷薇科木本复叶植物’，或者休妻的法律术语是‘协议离婚’。”《围城》中的这段话也适用于信托产品。信托产品号称中国金融创新，但却酷似美国的投资合同。

美国法院认定，投资合同有四大特点：投资者将自己的钱（1）投资于（2）一个共同业务，（3）期待获利，并且（4）完全借助他人努力。再看我国的“信托公司集合资金信托计划”——我们的信托产品之一。银监会规定，所谓信托公司集合资金信托计划，就是由（1）两个以上的受益人将资金委托给信托公司，（2）由其集中管理，（3）以获得利润，（4）而获利方式是借助信托公司的管理。而按照美国证券法，投资合同是一种证券。

中美两国远隔千山万水，投资合同与信托公司集合资金信托计划却如此相像，正因为资本市场是相通的，人性是相通的。投资合同现象还可以

用一本书的书名来概括：《别人的钱——银行家如何用》（*Other People's Money—And How the Bankers Use It*）。“别人的钱，银行家如何用”——这是诛心之论，揭示了资本市场的本质。银行家们借投资合同用别人的钱投资冒险，而风险则由投资人承担，所以银行家必须披露相关情况。此书是美国最高法院大法官布兰代斯的扛鼎之作，奠定了美国证券法的理论基础。

证券法的核心就是披露，而银行家和金融机构则是要想方设法地不披露或少披露。因此，信托公司发行理财产品时，便闪身银监会之后，不愿接受证监会的监管，不愿承认其发行的信托产品为证券。银监会欣然从命。

监管机构有双重性，既是行业的婆婆，又是行业的老娘舅，而且经常是老娘舅的一面多于恶婆婆的一面。最近，银监会又给信托产品冠以“非标准化债权资产”之名，将其牢牢固化在自己的管辖范围之内。这就割裂了资本市场的监管：债务变为证券后游离表外，但银监会坚持称其为非标准化债权，不容证监会监管。这就不利于遏制影子银行的野蛮增长，不利于投资者主张权利。

按照《现代汉语词典》的解释，妾指“旧时男子在妻子以外娶的女子”。“妾”在中国又有其他各种称谓，常用的有：小老婆、偏房、二房、外室、外二奶、姨太太、如夫人，还有贵妃。但妾就是妾。沉鱼落雁是妾，荣华富贵是妾，三千宠爱在一身，也还是妾。同样，证券就是证券，指鹿为马也只能是掩耳盗铃。在信托产品的问题上，切不可再自欺欺人！在影子银行的问题上，切不可再自欺欺人！在资本市场的问题上，切不可再自欺欺人！

3. 寻找中本聪：对待代币发行的两种做法

创新，多少欺诈骗假汝之名而行。近几年来，代币发行大行其道，是所谓的创新热点之一，各种违法行为随之而来。代币发行或“首次代币发行”（Initial Coin Offering 或 ICO）是指向投资者出售数字代币，筹集比特币

(Bitcoin) 或以太币 (Ethereum) 等虚拟货币。¹ 发行人筹集密码货币，而投资人则获得代币，用代币购买发行人未来出售的产品或服务，也可以转手出售代币。² 严格说，代币发行包括首次代币发行和之后的代币发行。但首次代币发行之后，很少有能够再进行代币发行的。因此，“代币发行”和“首次代币发行”可以作为同义词混用。

一、美国规则：代币发行是证券

比特币的定性非常重要。只有对比特币定性之后，才能决定是否需要适用任何法律，是否需要加以监管以及如何进行监管。在 2013 年的证交会诉谢弗斯案 [U. S. v. Shavers, 2013 WL 4028182 (E. D. Tex. Aug 620131)] (简称“谢弗斯案”) 中，德克萨斯州东区美国联邦地区法院适用证交会诉豪伊案规则后认定，代币发行是投资合同。《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》所界定的证券包括投资合同，所以比特币是证券，公开发行需要在证交会注册。证券非公开发行可以得到注册豁免，但需要符合一定的条件。因此，如果事先没有在证交会注册，就为筹集比特币而进行公开代币发行，便构成违法发行证券。该案一审判决之后，被告并没有提出上诉，美国联邦地区法院一锤定音。可见，将代币发行定性为证券发行几乎已无争议。

美国关于证券法的法院判例规则很多，但多数判例规则不能有理、有节地断案和说理。比如，美国联邦法院以维护州权力为理由，推翻了证交会关于同股同权的要求。³ 豪伊规则是一个难得的例外，是辨别金融凭证是否为证券的试金石。各类主体发行证券可以巧立名目，掩盖证券的真实面目，但适用豪伊规则，就可以使其原形毕露。依照豪伊规则，只要 (1) 多位投资者以钱投资于 (2) 共同业务，并且 (3) 依靠他人努力，(4) 期待获得利润，交易就构成投资合同 (investment contract)。

谢弗斯案中，法院认定，代币发行符合豪伊规则的四个要件：第一，

投资者以比特币投资于比特币储蓄信托（BTCST），等同于用钱投资。从形式上看，比特币是软件密码，又具有货币或黄金等商品的某些特性。美国国内税务署（Internal Revenue Service）则将比特币界定为财产（property）。谢弗斯案中，法院认定，比特币是“电子货币”（electronic currency），通过P2P平台进行交易。比特币可以用来兑换真实货币、货物和服务，但没有中央银行支持。证交会还表示，比特币并不是美国的法定货币（legal tender）。比特币的支持者主张，既然比特币非此非彼，就没有必要适用任何法律。第二，“投资者依赖谢弗斯的比特币市场的专业技能，也依赖谢弗斯在当地的关系……”所以“存在共同业务”。第三，“谢弗斯最初承诺，日利率为1%，而且在相关阶段的某个时点，利率是3.9%。显然，参与BTCST的任何投资者都期待通过谢弗斯的努力获得利润。”所以该案的代币发行是依赖他人努力获得利润。

2014年9月22日，法院就谢弗斯案的实体问题做出判决，认定被告的行为违反美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》，判被告吐出非法所得4000万美元，每位被告各另交15万美元的罚款。⁴

英美法判例具有灵活性，体现了英美法官机动灵活的战略战术，以适应各种新情况、新问题，豪伊规则便是一例。但也并不尽然。豪伊规则的第一个要件是，多位投资者以钱投资。谢弗斯案判决意见中，为了满足豪伊规则的第一个要件，法官将比特币定性为“电子货币”。比特币的使用者和支持者对此当然是拍手叫好。但比特币并没有央行的支持，也没有任何政府的支持，与法定货币之间有很大区别。所以，即便是在谢弗斯案之后，证交会也只认定比特币作为钱使用，但是虚拟货币。⁵

二、我国的规则：禁止代币发行

与美国不同的是，我国完全禁止比特币及其相关发行。⁶2017年9月，人民银行、中央网信办、工信部、工商总局、银监会、证监会和保监会联

合发布《关于防范代币发行融资风险的公告》(下称《公告》),禁止了所有代币或“虚拟货币”及其交易。⁷《公告》完全否定了代币或虚拟货币的货币属性。《公告》第1条第2款明确规定:“代币发行融资中使用的代币或‘虚拟货币’不由货币当局发行,不具有法偿性与强制性等货币属性,不具有与货币等同的法律地位,不能也不应作为货币在市场上流通使用。”

一个时期内,我国也有平台从事代币发行业务。按照《公告》的界定,“代币发行融资是指融资主体通过代币的违规发售、流通,向投资者筹集比特币、以太坊等所谓‘虚拟货币’”(第1条第1款)。《公告》将代币发行定性为“非法公开融资的行为”,具体行为有可能构成“非法发售代币票券、非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动”(第1条第1款)。除前述犯罪行为之外,域外的经验显示,比特币还有两大公害:一是可以为毒品交易或其他犯罪活动提供资金;二是比特币用电惊人。

三、比特币的“邪恶”性

比特币2008年左右在网上出现,进入2017年后发展迅猛,年初时一个比特币大约价值1000美元,12月已经卖到14000美元。⁸但也有乐极生悲的。据报道,某君遗失其便携式计算机,结果损失了数百亿美元的比特币。比特币的存在形式是软件密码,可以将密码记在纸上或用U盘拷贝。如果没有备份,遗失密码之后,比特币就无法失而复得。到2017年,已有400万个比特币因为遗失或其他原因灭失。⁹此外,更有人主张完全铲除比特币。

约瑟夫·施蒂格利茨(Joseph Stiglitz)是哥伦比亚大学经济学教授,诺贝尔经济学奖得主,担任过世界银行副总裁和首席经济学家。施蒂格利茨全盘否定比特币,坚决主张铲除比特币。他的逻辑是,已经存在美元、