

新政时期 美国联邦政府证券监管 问题研究

XINZHENG SHIQI
MEIGUO LIANBANG ZHENGFU
ZHENGQUAN JIANGUAN
WENTI YANJIU

王书丽◎著



人民出版社

014013845

F837.129

43

本书系国家社会科学基金项目

“新政时期美国联邦政府证券监管问题研究”

(08BSS010) 最终成果

新政时期 美国联邦政府证券监管 问题研究

王书丽◎著



F837.129
43



北航

C1700621



人民大学出版社

责任编辑:陈来胜

装帧设计:张新勇

图书在版编目(CIP)数据

新政时期美国联邦政府证券监管问题研究/王书丽 著.

-北京:人民出版社,2013.11

ISBN 978-7-01-012868-9

I. ①新… II. ①王… III. ①证券市场-监管制度-经济史-研究-美国 IV. ①F837.129

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 278692 号

新政时期美国联邦政府证券监管问题研究

XINZHENG SHIQI MEIGUO LIANBANG ZHENGFU ZHENGQUAN
JIANGUAN WENTI YANJIU

王书丽 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京集惠印刷有限责任公司印刷 新华书店经销

2013 年 11 月第 1 版 2013 年 11 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:9.75

字数:224 千字 印数:0,001-3,000 册

ISBN 978-7-01-012868-9 定价:24.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

序 言

当今世界,混合经济模式的广泛采用证实了市场与政府作用的互补性。没有哪个国家是纯粹的市场经济或纯粹的计划经济。政府不仅是生产者和消费者,而且其管理职能呈现出日益强化的趋势。政府政策对经济的影响日益加强,政策设计和管理的不当不仅会扭曲财富分配,也会对国家乃至世界经济稳定产生灾难性后果。

就美国而言,“新政”是美国历史上具有里程碑意义的大事件。正是“新政”开启了联邦政府大规模介入经济生活的新时期,从而肇始了现代管理国家(regulatory state)和福利国家(welfare state),由政府对经济稳定和国民福利承担起更多更大的责任。金融问题是经济体系中的重点问题,它是“新政”的切入点。“新政”联邦证券监管则是其中的关键性环节。可以说,“新政”时期建立的联邦证券监管制度基本上有效遏制了1929年危机前存在的弊端和漏洞,不失为具有美国特色的制度创新。

本书关注的内容是“新政”联邦证券监管的根源何在?它是如何对证券业进行监管的?解决了什么问题?政府监管对金融服务业的稳定与国家经济增长是否必需?联邦证券监管是为了谁的

利益?回答这些问题将揭开美国金融监管解释构架中的“公众利益论”和“捕获论”等神话的面纱。

对“新政”联邦证券监管问题进行研究,其学术和现实意义是不言而喻的。

首先,对“新政”联邦证券监管问题的研究,是美国经济史研究的重要组成部分。大萧条及“新政”时期经济问题一直是美国学界的重要研究领域,许多学者都曾著书立说,留下了大量著述。不过,由于诸多因素的限制,美国学者对于“新政”时期联邦证券监管问题的研究尚不够充分。尽管也有一些专著和论文问世,但与“新政”时期其他经济问题的研究成果相比,对联邦证券监管问题研究明显滞后,侧重从经济角度研究的多而深,跨学科研究则相对少而弱。其中一个很突出的问题,就是一些学者往往集中精力于某一方面就事论事,没有把“新政”联邦证券监管真正作为一个整体进行研究,对一些相互关联的问题缺乏深入探讨,语焉不详。其实,“新政”联邦证券监管之所以是一次具有划时代意义的制度创新,其重要原因在于,联邦政府首次在和平时期的全方位、大规模介入证券业的规章建制,对华尔街行使警察权。但是,“新政”是历史传承延续之下的创新,它并没有废止各州对证券销售与交易的管理权力,也没有拆除以证券交易所自律为主导的行业自律机制,而是在条件允许的情况下予以健全,正是这种策略构成“新政”联邦证券监管成功的基础。总之,“新政”联邦证券监管是一次重大政策变革,是具有划时代意义的制度创新。当然,这种转变与创新不可能一劳永逸,它会产生新的问题。因此,对“金融新政”的研究有助于理解和把握整个 20 世纪美国经济史的脉络,还原接近于真实的历史。

其次,对“新政”联邦证券监管的研究,有利于全面而深入地

研究和领悟整个新政时期的历史。面对 1929—1933 年大萧条这一空前的经济灾变,“新政”注定首先是一次全面的经济复兴运动。由于金融是国民经济的神经中枢,罗斯福首先着手对银行货币领域进行了整顿和改革,进而对银行、证券市场建章立制,实现了联邦政府对金融业的监管。因此,对“新政”联邦证券监管的研究,能够使人们更为清楚地把握大危机和新政时期经济领域的变化,从而更为全面客观地评价、领悟这一时期的历史。

第三,对“新政”联邦证券监管的研究,有助于正确认识和把握当代美国金融领域发展的现状和问题。譬如,“新政”构筑了银证之间的“防火墙”,规定了商业银行和投资银行业务的分离,然而,自 20 世纪 70 年代以来由于通货膨胀的巨大压力,特别是 80 年代以来在计算机技术广为普及、国际化浪潮的推动下,美国金融界为应对国际竞争,最终成功促成了《现代金融服务法》(1999 年 11 月)的出台,使“全能型”金融服务机构得以在美国合法现身。这是在新形势下对新政监管构架做出的修正,是在许多漏洞已经得以弥补后的修正。换言之,20 世纪 80 年代以来美国放松金融管制的政策渊源可以追溯到“新政”时代。因此,对联邦证券监管问题的研究,可以帮助我们正确认识美国金融政策变化的主脉络,了解金融业自 20 世纪 30 年代以来的发展变化及其问题。

总之,“新政”时期联邦证券监管是美国新政史研究中的薄弱环节,国内学术界更缺乏专门研究和综合透视。本书对此课题的探索不仅为新政及美国史整体研究所必需,而且对于理解现代资本主义和当代世界经济问题具有重大现实意义。

二

美国学界对新政联邦证券监管问题的相关研究,依其研究深度和广度的不同,大致可以划分为三个不同的解释框架:传统主义解释框架、修正主义解释框架和后修正主义解释框架。第一种解释框架往往从政治角度出发对新政联邦证券监管予以肯定;第二种解释框架从经济学视角对第一种解释框架进行修正,否定新政联邦证券监管的意义;第三种解释框架既承认新政联邦证券监管制度的合理性,亦指出其存在的问题。

(一)对新政联邦证券监管研究的第一种解释框架

1933年,新政成为美国历史舞台上的聚焦点。联邦政府介入证券业的监管是政府及金融界关注的大事。在这一关系民族命运的历史关头,作为改革的亲历者,他们考虑问题的出发点是如何解决金融紊乱的问题,并防止类似灾难的再度出现。他们对这一改革进程抱着强烈的责任感,具有强烈的道德意识和鲜明的政治倾向。由这些人撰写的著作具有纪实性和时政性,同时具有相当高的史料价值。到20世纪60年代中期,这些著作在学界占据主导地位,它们倾向于把新政时期的联邦证券监管看作是自由主义者和保守主义者之间的斗争,结果使纷繁复杂的历史被大大地简化。

在新政尚在进行之时,其参与者即开始了对这一事件片段和场景的记述、预测和评析。费利克斯·弗兰克福特、詹姆斯·兰迪斯、威廉·道格拉斯等人留下了不少时论性文章,为新政证券监管

著述立言、为新政的金融政策进行宣传与阐释。^①反对联邦政府介入者如纽约证券交易所总裁理查德·惠特尼等人也针对卖空(short selling)等具体问题提出自己的看法。不过,持反对立场的著述为数要少。浓厚的政治倾向性是这类著述的鲜明特征。当时及后来也有学者加入进来,帮助形成了对新政联邦证券监管问题的初步解释框架。在这一传统主义解释框架下,新政联邦证券监管被描述为正方与反方的角力。作者往往抱着对政府监管或者极为赞赏或者强烈反对的立场来对相关问题进行记述和评论。

在传统主义解释构架中,影响较大的有斐迪南德·佩科拉根据国会对银行及证券交易行为所作调查而著述成书的《宣誓证词下的华尔街》(1939年)、拉尔夫·德·贝茨教授的《新政证券交易委员会的草创岁月》(1964年)、诺贝尔奖获得者约翰·加尔布雷斯的《1929年大崩溃》(1961年)、苏珊·肯尼迪的《1933年银行危机》(1973年)、小施莱辛格《新政的来临》(1959年)等著作可归入这一类。

《宣誓证词下的华尔街》一书的作者斐迪南德·佩科拉是新政时期联邦政府介入证券业改革的重要参与者。他曾担任1932—1934年美国国会加里—佩科拉调查委员会(Gary-Pecora

① 参见詹姆斯·M.兰迪斯:《对投资进行管理》(“The Regulation of Investment”),载《当今重要演说集》(Vital Speeches of the Day),第2卷第6期(1935年12月),第172—174页;《过度投机》(“Excessive Speculation”),载《当今重要演说集》,第2卷第12期(1936年3月),第374—376页;《复兴的趋势》(“The Direction of Recovery”),载《当今重要演说集》,第3卷第5期(1936年12月),第152—154页;《行政管理的新机制》(“New Mechanisms of Administration”),载《当今重要演说集》,第3卷第20期(1937年8月),第631—634页;《作为理念演进的自由》(“Liberty as an Evolution Idea”),载《当今重要演说集》,第4卷第16期(1938年6月),第488—489页。

Investigation)首席顾问。该书是佩科拉就参议院银行货币委员会于1933年1月到1934年7月期间对20世纪20年代证券交易所、银行及证券市场操作行为所作调查写成的著作。该书可以说是新政参与者对联邦政府金融监管政策合理性的强有力表述。“不利于货币兑换商的事实既不是道听途说的传闻也不是主观臆测,它是建立在大量的证据之上的,这些证据是华尔街最有势力、最有见识的人们在经庄严宣誓后,在参议院银行货币委员会举行的听证会上所公开提供的证词。正式记录在案的证词有12 000页,它们涉及华尔街多种业务操作的方方面面。”^①正是金融界不当的舞弊行为把美国金融和美国经济拖入了深渊。尽管佩科拉调查有明显的局限性,如为金融界反对者所诟病的没有采取交互询问方式等,但是我们对此不应过分夸大。其材料尽管未必十分全面,但具有真实性,不失为对新政时期金融问题进行研究的重要资料来源。

拉尔夫·F·德·贝茨教授的《新政证券交易委员会的草创岁月》一书堪称是第一种解释框架的代表作之一。拉尔夫·德·贝茨教授以学者看待历史问题的视角对证券交易委员会的历史缘起、其初期发展进行了研究,并把它们置于当时发生的金融和政治事件及与当事人的关系中进行了考察。^②德·贝茨教授同样指出正是新政前证券市场广为存在的不当行为导致了联邦证券法的出台。但该书把主要相关者分成了黑白分明的两个阵营,显得过于

① 斐迪南德·佩科拉:《宣誓证词下的华尔街》(Ferdinand Pecora, *Wall Street under Oath*),纽约,西蒙与舒斯特公司1939年版,序言。

② 参见拉尔夫·德·贝茨:《新政证券交易委员会的草创岁月》(Ralph F. De Bedts, *The New Deal's SEC: The Formative Years*),纽约,哥伦比亚大学出版社1964年版,序言,第Ⅺ页。

脸谱化和简单化,内容不够充实。

罗伯特·索贝尔的《大牛市:1920年代的华尔街》一书具有重要学术价值。索贝尔是一位历史学家,他把20世纪20年代的股市投机置于广阔的历史背景之中进行研究。^①这一点比经济学家们要高明得多。遗憾的是,该书范围只包括20世纪20年代的股市,因而无法了解作者对随后的联邦政府证券监管的历程及做法的评价。

著名经济学家约翰·K.加尔布雷斯在《1929年大崩溃》一书中认为导致1929年股市崩溃的原因在于过分投机,这是金融创新和无管制金融市场运作方式的结果。在20年代后期弥漫于美国的自信乐观的情绪、对股评家预言的信任和对人人都该致富的迷恋共同推动着股市不断扬升。人们对利率的提高不在乎,对投资所具有的风险不以为意,听不进不同的意见。只要股市在上升通道中,购买者就会在对前期盈利者的模仿中,即“羊群效应”作用下,“吃进”股票。^②加尔布雷斯的《1929年大崩溃》一书可读性强,但正如一位学者所指出的,该书影响虽大,却称不上是最优秀的著作。

苏珊·E.肯尼迪的《1933年银行危机》从20世纪20年代美国金融结构的缺陷入手,指出1929年10月股市危机加重了银行体制的固有缺陷。由于胡佛总统行动迟疑,他未能阻止1930年1月1日到1933年3月5日间出现的银行倒闭潮。其间,有5790家银行倒闭,涉及存款达350亿美元。苏珊·肯尼迪围绕着1933

① 参见罗伯特·索贝尔:《大牛市:1920年代的华尔街》(Robert Sobel, *The Great Bull Market: Wall Street in the 1920s*),纽约,诺顿出版社1968年版。

② 参见约翰·K.加尔布雷斯:《1929年大崩溃》(John Kenneth Galbraith, *The Great Crash, 1929*),波士顿,企鹅公司1961年版,第174—176页。

年3月6日银行休假展开论述,时间上从1930年12月11日美国银行(the Bank of the United States)倒闭开始,止于《1933年银行法》成为法律。苏珊·肯尼迪对《1933年银行法》进行了研究,指出《1933年银行法》是针对导致银行业危机的根本性原因所进行的立法改革举措——为此立法者进行了长达三年的努力。^① 作者具有明显的不赞成胡佛总统而支持罗斯福的倾向,且在行文中暴露出金融理论与组织结构概念模糊不清的弱项。

上述对新政金融监管问题的正统阐释,折射出在“市场失灵”的现实压力下,人们对联邦政府介入经济生活合理性的充分肯定。面对1929—1933年特定的经济、政治和社会失序现实,联邦政府首次在和平时期介入证券市场监管,这固然是政府为走出经济困境而采取的不得已尝试,然恰切时代诉求,这是实践上对“市场万能”的否定。此情之下,对大危机前美国证券监管中联邦政府缺位,及由此带来的严重后果的时代审视成为人们关注的核心主旨,挖掘联邦政府证券监管的合理性,强调其正面作用自是题中之意。这种从现实出发的学理阐释直到20世纪60年代仍广为学界和政界所接受。

(二)对新政联邦证券监管研究的修正主义解释框架

当历史的脚步迈进到20世纪60年代,美国经济发展进入极为繁荣的时期,这也是学术研究的反叛时期,对新政联邦证券监管的研究出现了新的动向和解释框架——修正主义解释框架。从总体上看,修正主义解释框架崛起于60年代不是偶然的。此时,于20世纪30年代建立起来的新政联邦证券监管架构开始显露出—

^① 参见小阿瑟·M.施莱辛格:《新政的来临》(Arthur M. Schlesinger, Jr., *The Coming of the New Deal*),波士顿,霍顿·米夫林公司1959年版,第203页。

些问题,如商业银行业务和投资银行业务分离的模式过分强调专业化,使银行的业务范围受到了限制,影响了商业银行业的竞争力;证券监管也开始显露出动力不足,致使证券市场出现投机活动复苏的迹象。这些问题的出现促使学界对新政金融监管问题进行新的审视与反思。以乔治·斯蒂格勒、乔治·本森等人为首的芝加哥学派用经济学的方法对新政时期建立起的联邦证券监管体制所产生的实际效果进行实证性研究,得出了与传统主义解释框架下大相径庭的结论:管制无用。其中影响力较大的著述有:乔治·斯蒂格勒(George J. Stigler)的《证券市场的公共管制》(1964年)、默里·罗斯巴德(Murray Rothbard)的《美国大萧条》(1972年)、苏珊·菲利普和理查德·泽赫合著的《证券交易委员会和公众利益》(1981年)、乔治·本森(George J. Benston)的《商业银行与投资银行业务的分离:重评格拉斯—斯蒂格尔法》(1990年)、米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦兹合著的《美国货币史》(1963年)等。

其实早在1949年,本杰明·安德森的《经济学与公众福利:1914—1946年美国的金融经济史》就对第一种解释框架提出了挑战。本杰明·安德森是20世纪上半叶美国著名经济学家。在《经济学与公众福利》一书中,他对两次世界大战之间美国的高关税、廉价货币政策、商业银行的信贷扩张等问题进行了很具专业水准的研究。他指出20世纪20年代美国联邦政府政策的不当,其中廉价货币政策是导致1929—1939年危机的关键因素,而联邦政府介入市场则是一切麻烦产生的根源。^①

① 参见本杰明·安德森:《经济学与公众福利:1914—1946年美国的金融经济史》(Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare; Financial and Economic History of the United States, 1914-1946*),新泽西普林斯顿,诺斯特兰公司1949年版。

不过,修正主义解释框架的出现真正开始于乔治·斯蒂格勒的著作,他以《证券市场的公共管制》为起点展开了经济学家对联邦证券监管的新阐释。^①在这篇文章中,斯蒂格勒对证券交易委员会要求上市公司进行信息披露——向投资者公布经营状况——是否提高了投资者的收益进行了分析,其结论是管制无用。^②他进而指出市场效率的标准是能否使买方和卖方尽快地相遇,价格是否稳定并不是市场是否有效率的标准,投机者在提高市场效率方面发挥了重要的作用。

乔治·斯蒂格勒于1911年1月出生在美国华盛顿州伦顿,1938年在芝加哥大学获得博士学位,1964年出任美国经济学家协会主席,长期从事产业组织和政府管制的研究,开创了信息经济学等新的学术领域。他在1962年发表的关于电力行业管制的文章,和1971年初次问世的关于经济管制的力作——《经济管制论》在学界产生了重大影响。他在该文中提出:“管制通常是被管制行业自己争取来的,管制的设计和实施是为受管制行业的利益服务的。”^③并进一步认为管制不但无效(例如各州对电力行业的监管),且有益于被管制行业的垄断。管制并非是遏制私人部门权力滥用的有效途径,政府更不能以加强管制的办法作为改进不如

① 参见乔治·斯蒂格勒:《证券市场的公共管制》(George J. Stigler, “Public Regulation of Securities Markets”),载《芝加哥大学商业杂志》(*Journal of Business of the University of Chicago*),第37卷第2期(1964年4月)。

② 参见同上书,第124页。

③ 乔治·斯蒂格勒:《经济管制论》(George J. Stigler, “The Theory of Economic Regulation”),载《贝尔经济与管理学杂志》(*Bell Journal of Economics & Management Science*),第2卷第1期(1971年春季),第3页。

人意的管制效果的手段。^①在《经济管制论》中,斯蒂格勒尝试用经济学的基本范畴和方法分析经济管制的产生,从而开创了经济学的一个分支——管制经济学。此前的经济学家习惯于将政府管制看作外生变量,斯蒂格勒则把政府管制看作是内生变量。

默里·罗斯巴德的《美国大萧条》是奥地利学派的一部力作,与前面谈到的安德森博士的观念有着某种内在的联系。罗斯巴德指出政府过多干预经济是20世纪30年代大萧条的根源。具体到金融领域,罗斯巴德对中央银行严加抨击,批评联储违背金本位制,对金融货币问题进行人为干涉,这种做法严重损害经济系统的自身调节机制,对经济的长远发展不利。^②作者认定政府介入经济生活是大萧条的根源。

苏珊·菲利普和理查德·泽赫从否定联邦证券监管的立场出发,从反思的角度对联邦证券监管的目的、证券交易委员会的工作效果提出了质疑。他们在《证券交易委员会和公众利益》一书中,针对人们普遍把证券交易委员会看作是一个高效率 and 令人钦佩的证券监管机构看法提出不同见解。他们的观点是证券交易委员会不过是证券市场上各种相互冲突的利益集团之间的平衡器。联邦政府对证券业的监管并不是为了保障公众利益,而是为了增进利益集团的私利,是实现利益集团在竞争的市场条件下难以达到的目的的手段和途径。证券交易委员会的做法既不是为了公众利益,也谈不上高效和令人钦佩。这就是说,“政治市场上进行交换的核心商品是财富的转移,在这个市场上选民是需求方,政治代表

① 参见乔治·斯蒂格勒:《经济管制论》,载《贝尔经济与管理学杂志》,第2卷第1期(1971年春季),第20—21页。

② 参见默里·罗斯巴德:《美国大萧条》(Murray N. Rothbard, *The America's Great Depression*),堪萨斯城,布德和沃德公司1972年版。

是供给方。因此,与其他的市场一样,有效需求最高的一方获得了较多的商品分配。”^①而造成报表重复、代价高昂的信息披露制度之所以能得以维持,是由于能够从信息披露制度中得到好处的律师和会计师等既得利益集团的护卫。

乔治·本森于1990年出版了《商业银行与投资银行业务的分离:重评格拉斯—斯蒂格尔法》一书,这是修正主义解释框架中的一部力作。本森一书的最大贡献在于向大家广为接受的观点提出了挑战,对历史记录材料进行了重新审视,并尽可能找出实证材料。乔治·本森的方法论是先列出卡特·格拉斯参议员与其他学者如文森特·卡罗索、乔尔·塞利格曼、苏珊·肯尼迪等人描绘的12项利益冲突问题及其弊端^②,然后通过对历史记录、文献的分析,力图搞清楚这些问题在多大程度上是能得到证实的。乔治·本森最后“证实”这些所谓的弊端中的绝大多数,或者是属于格拉斯和历史学家们的夸大之词,或者是与商业银行经营证券附属机构的能力没有关联(如,对银行高级管理人员避税的指控)。本森得出结论说,在当时特定环境下——银行恐慌、挤兑、危机——商业银行家乐得扔出一块骨头(证券业务)给狗(管理者),作为缓冲,免得陷入更严厉的监管之下。况且,在大危机的特定形式下,证券业务无利可图。

乔治·本森指出,银行从事证券投资与银行倒闭及银行业系

① 苏珊·M.菲利普、理查德·泽赫:《证券交易委员会和公众利益》(Susan M. Phillips and J. Richard Zecher, *The SEC and the Public Interest*), 马萨诸塞州剑桥, MIT出版社1981年版。

② 参见乔治·J.本森:《商业银行与投资银行业务的分离:重评格拉斯—斯蒂格尔法》(George J. Benston, *The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered*), 纽约, 牛津大学出版社1990年版, 第48—49页。

统性风险之间不存在因果关系,从事证券活动的银行比不从事证券活动的银行有着更强的抗风险能力,对公众提供的服务至少与(不接受存款提供贷款的)证券承销商所做的一样好。因此,《格拉斯—斯蒂格尔法》的通过与所谓银证业务混营活动造成的问题之间没有必然联系。该法之所以通过是利益使然,而不是事实在说话。它是国会中某些关键人物的看法和想法发挥作用的结果,如卡特·格拉斯参议员等人把国会听证会披露的情况和新闻报道看作是应该分业的理由。在本森看来,听证会披露的材料和新闻报道含有不少人为的成分。在20世纪90年代,由于是否废止《1933年银行法》关系到美国金融界的国际竞争力,本森对格拉斯法的考察便显得更有说服力。然而,他过多泼墨于“全能银行”(universal banking)与专业银行问题,分散了读者的注意力,弱化了自己的主题。值得注意的是本森对格拉斯法通过之前背景情况的考察有失偏颇,已有学者对此提出了批评。

修正主义学者的研究视野集中在经济领域,主要关注点集中在行业内部。从方法论上看,他们主要使用经济学方法对政府监管政策进行研究,采用投入产出的成本分析对政府监管进行量化研究。这实际上是等于把政府监管问题纳入一个与其他政治、社会因素隔离开来的真空中进行考察,片面重视监管者与被监管者关系,略其他因素而不计。该学术框架的中心论点是监管机关被所监管行业捕获的“捕获论”(capture theory)。它把监管者等同于一个协调一致的独立个体——监管人来处理,未能考虑到监管决策是在美国多层政治机构的制度制约下进行的。从历史实证角度看,这种观点把监管这个由政治、经济、社会等种种因素共同影响的行政过程过于简化了。

修正主义解释框架起初确实给人耳目一新之感,但其随后的

发展则使人觉得问题愈来愈多,他们把自然科学的研究方法运用到社会科学的研究上,往往抽取几个变量,把它们从各种社会因素中剥离出来,再放入到一个“真空环境”(譬如一个模型)中去进行研究,结论往往走向极端,难有服人之效。

(三) 对新政联邦证券监管问题的第三种解释框架

随着修正主义解释框架愈益走向成熟,其弱点亦愈益明显,主要表现为方法论上的局限性和观点上的偏颇。于是,对修正主义解释框架的修正成为学界必须完成的功课。后修正主义解释框架乃以具有更为中肯和客观的面目出现了,但也有人称之为只是对修正主义解释框架的“工匠式的修补”。

美国联邦第七区巡回法院法官弗兰克·伊斯特布鲁克的著述被看作是后修正主义的开山之作,1991年出版的《公司法的经济结构》一书既采用了实证研究手段,又从较为宏观的视野对联邦证券监管的重要环节进行了审视。研究联邦证券法的权威史学家乔尔·塞利格曼有效驳斥了乔治·本森教授对“1934年证券交易法”生效前证券市场环境的描述。企业史学家托马斯·麦克劳等人从历史演进的长视角对新政时期联邦证券监管及其演进进行了自己的解读和阐释。

针对联邦证券监管采取的强制性信息披露制度,伊斯特布鲁克在承认其合理性及带来一定好处的同时,着重提醒人们对市场机制的激励作用及自我修复功能不可小觑。“认识到市场存在缺陷,其实与认识到任何一件好的事物都存在不可回复的运作成本一样,都没有多少助益,这正如买入钢材是制造汽车的成本而不是‘汽车市场不完善’的成本一样。其实法律比市场更容易面临‘功能失效’问题,因为几乎没有什么力量能够自动纠正运行发生偏