

美国证监会监管失败的教训与启示

张子学*

次贷危机引起的华尔街投行全线崩溃,加上麦道夫“庞氏骗局”丑闻,使一向被奉为证券监管国际典范、行政监管国内翘楚的美国证监会(SEC)饱受抨击与质疑,也使这一即将迎来七十五岁生日的机构颜面大失,并可能面临部分权力被剥夺的无奈。除了不适宜的金融监管体制的掣肘、监管权限的制约等客观因素外,监管者自身的误区与过失被认为是一系列监管失败的重要原因。^①“前车之覆,后

* 中国证监会行政处罚委员会委员。

① 本文关于美国证监会监管失败的论述,主要参考了以下文献:(1)Poser, Norman S, *Why the SEC Failed; Regulators Against Regulation*, February 24, 2009; *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Vol. 3, Spring, 2009; Brooklyn Law School, *Legal Studies Paper No. 132*。Poser教授曾任美国证监会交易与市场监管部副主任。(2) Roberta S. Karmel, *The Future of the Securities and Exchange Commission as a Market Regulator*, May 20, 2009. *Cincinnati Law Review*, 2010; Brooklyn Law School, *Legal Studies Paper No. 152*。Karmel教授曾任美国证监会委员。(3)Coffee, John C. and Sale, Hillary A., *Redesigning the SEC: Does the Treasury Have a Better Idea?* (November 2008), Columbia Law and Economics Working Paper No. 342。(4)Fisch, Jill E., *Top Cop or Regulatory Flop? The SEC at 75* (April 15, 2009). *Virginia Law Review*, 2009。(5) Zingales, Luigi, *The Future of Securities Regulation*, January 29, 2009. Chicago Booth School of Business Research Paper No. 08-27。

车之鉴”，美国证监会的失误，能在监管哲学、监管定位、监管重点、监管方式、监管机构自身建设等方面给我们诸多启示。

一、监管失败之“监督制约机制日益弱化”

美国证监会在日常监管上的失败，既表现在一些重大事项上不当地放松了监管，也表现在弱化了有助其监管的制约机制。

（一）放宽对证券经纪交易商支付能力的要求，但缺乏有效监督，导致了投资银行的灾难性后果

对证券经纪交易商设定最低净资本要求，是保护其客户、债权人和交易对手，维持市场稳定的重要手段。美国证监会在1942年推出净资本规则，但豁免了对一些纽交所会员公司的要求。1975年金融危机致使100多家纽交所会员公司倒闭后，美国证监会遵照新修订的证券交易法，采用“统一净资本规则”，取消了这种豁免。但是，2004年，美国证监会推出了一种新的、可供选择适用的净资本计算规则——“合并监管规则”。只要证券经纪交易商最终的投资银行控股公司（IBHC）同意美国证监会对其集团公司进行整体监管，集团内其他非证券经纪交易部分也成为合并监管对象，且证券经纪交易商资金雄厚、风险控制措施得当，他们就可以选择这种新规则，即通过其内部的数学模型来计算市场和衍生品相关的信用风险，而不需要再按常规方法计算，也无须再遵循负债与净资本的比例限制要求。这样修改，也是为了使业务横跨欧美的美国投资银行在欧洲的运作符合欧盟的金融集团指引。^② 贝尔斯登、高盛、美林、雷曼兄弟和摩根斯坦利这五家最大的美国投行均不谋而合地选择了新规则。时任美国证监会主席唐纳森解释这一变革时称：“通过消除导致竞技场倾斜和不必要成本的障碍，监管程序将从‘支配与控制’模式转向更加高效与目标导向的模式。”

事实上，与常规净资本方法相比，这一新规则降低了对证券经纪交

^② 朱小川：“净资本规则与美国证券经纪交易监管”，载 http://www.ceibs.edu/specials_c/financial_crisis/docs/fc_3.pdf。

易商资产流动性的要求。一方面,一些缺乏流动性的金融工具甚至税收递延返还都被记入了净资产。另一方面,摆脱约束的合并监管对象(CSEs)不顾巨大风险,大举借债经营,将资金投向了抵押支持证券以及其他新奇的金融工具,导致资本杠杆率急剧膨胀。最终以次贷问题为导火索,大规模的流动性危机集中爆发,这些投资银行控股公司陷入巨大灾难,并引发了美国信用系统的瘫痪与经济衰退的加深。

本来,合并监管的新规则给美国证监会提供了对投资银行控股公司的经营活动和风险头寸进行整体监管的机会,但遗憾的是,出于对这些大投行自我控制经营风险动力与能力的过分相信,美国证监会在很大程度上把净资产的监管交给了监管对象。John Coffee 教授批评说:最后讽刺性的结果是,美国证监会放宽了要求,却没有实施有效的监管。承担此项监管任务的审慎监管与风险分析办公室只有 13 名职员;对每个庞大的合并监管对象,只有 3 位职员组成的小组负责监管;监管计划直至 2005 年才出台,具体监管工作缺乏领导,人员职责不清;而且,对已发现的问题麻痹大意。美国证监会首席督察公开承认,监管人员“在贝尔斯登崩溃之前,已经发现了不少风险隐患,包括过于集中的抵押支持证券、高杠杆、风险管理有缺陷、合规性不足等,但是,并没有采取行动限制这些风险因素。”“证监会的职员没有完成检查程序就发布了许可、没有及时审查入禀文件、在关键审计问题上允许贝尔斯登的雇员以内部审计代替外部审计。”

2008 年 9 月,美国证监会取消了上述新规则,时任主席考克斯承认这一新规则“具有根本性的缺陷,因为投资银行可以随意地接受还是避开监管。”

(二)取消“报升卖空规则”,使卖空行为失去约束,加剧了市场下滑,打击了市场信心

“报升卖空规则”(Uptick Rule)是在 1929 年股市崩盘之后推出的。为防止在市场下跌情形下“空袭者”(Bear Raiders)联手给股市施加更大的下行压力,依照 1934 年《证券交易法》授权,美国证监会推出了“报升卖空规则”,又称做“增额测试”(tick test),规定上市证券的卖空价格应当符合以下要求:(1)高于最近的前次成交卖价(增价交易,plus tick);或者(2)等于最近的前次成交卖价,前提是该价格高于再前次的

卖价(零正点交易, zero-plus tick)。也即卖空价格不得低于最近的前次卖价,但是如果前次卖价比再前次卖价高的话,则可以按前次卖价卖空,禁止减价交易(minus ticks)与零负点交易(zero-minus ticks)。这样,就保证了卖空价格不低于当前最新一笔交易的成交价格。对Nasdaq市场的卖空交易来说,则是卖空价格不能低于当前最新一笔交易的申报价格。

2003年,在“报升卖空规则”实施了六十五年之后,美国证监会考虑取消之,原因是数年的经济研究表明,这个规则对市场的动荡并没有影响。为此,2004年在1/3的大型上市证券中对这一规则进行了为期一年的暂停测试。美国证监会经济分析办公室的测试结论称这一规则“未显示出其在防止市场操纵上的必要性”,一份专家评论也认为“取消这一规则,意味着取消了一项无益于投资者的、代价高昂的合规难题”。于是,“为了使对卖空行为的监管走向现代化与简单化”,美国证监会于2007年废除了“报升卖空规则”,同时禁止交易所等自律组织采用或者保留其自身的类似规则。纽交所虽然支持取消该规则,但考虑到不受限的卖空行为在市场走熊时可能带来的后果,请求允许自律组织可以在必要时对卖空行为进行限制。这一要求被美国证监会拒绝,规则在2007年7月被废除。

但是,市场的突然变化无情地戏弄了美国证监会。仅在废除规则一个月后,次贷危机正式爆发,股指见顶后一路惨痛下跌,缺乏约束的卖空行为如脱缰野马,使市场下跌愈演愈烈,虽然美国证监会试图通过禁止卖空大型金融机构的股票等临时措施来挽救,雷曼兄弟公司还是与卖空势力垂死搏斗后一败涂地。

各方人士对美国证监会的做法提出了批评。早在2007年,资深监管官员Muriel Siebert女士就撰文认为,SEC取消了这项卖空规则,致使投行业肆无忌惮的卖空行为加剧了市场波动。到了2008年下半年,市场批评声越来越高。著名并购顾问Wachtell Lipton公司表示,卖空交易量已经达到了历史顶点,呼吁SEC恢复具有70年历史的“报升卖空规则”。共和党总统候选人、参议员麦凯恩指责SEC取消“报升卖空规则”系纵容卖空交易,是将美国的证券市场变成了一个赌场。索罗斯则批评认为不受约束的卖空行为与CDS问题交互作用,对大型金融机

构成了致命的联合攻击。2009年年初,SEC前主席考克斯在离职当天也建议SEC根据过去几个月市场出现的极端情况,考虑推出一项经过改进的“报升卖空规则”。最终在2009年3月10日,SEC和国会金融服务委员会主席公布了重新启用这一规则的计划。4月17日,美国证监会公布了200多页的重启建议稿,提出了两套方案:一是恢复普遍适用的基于申报价格、或者基于成交价格的“报升卖空规则”;二是根据特定证券的下跌情况,设置防止继续下跌的“断路器”。

(三)对股东通过征集代理投票权推选董事、参与公司治理的权利进行限制,削弱了股东对公众公司管理层的监督

股东投票委托书制度是专为保护小股东参与公司治理的投票权而设计的,该制度在美国十分盛行。1934年《证券交易法》授权美国证监会为了公共利益和保护投资者利益,对投票委托书进行规制。1942年,美国证监会推出了规则14a-8,规定除一些例外情形外,股东的有效提议必须包含在管理层向所有股东发送的征集投票委托的委托书陈述中。这样,提议股东就避免承担印制和发送自己提议的昂贵成本。其中,例外情形之一是“与董事选举有关”的提议,而选举董事事项则是公众公司股东的最重要权利。管理层提交给股东的是一揽子的董事候选人名单,股东可以同意全部的候选董事,也可以反对其中的一个或者多个董事,但是,规则14a-8并没有给股东提名董事候选人的权利,除非他发起一场昂贵的征集委托战。可见,这种董事候选人提名方式并不符合《证券交易法》提出的“公平的公司投票”目的。不过,随着机构投资者的不断壮大,让股东把董事选举事项纳入管理层的委托书陈述中,是可行而且合理的。事实上,2003年,美国证监会曾经打算出台一个规则,允许单独或者联合持有5%以上股份的股东在管理层的委托书陈述中提出一名董事人选,但是,面对公司管理层的激烈反对,美国证监会最终将这项相对温和的打算束之高阁了。

不仅如此,在2006年AIG作为被告的一个案件中,美国第二联邦巡回法院判决认为,如果一项股东提议只是建议修改公司章程确立一种“程序”,依据该程序股东可以把提名的董事人选纳入管理层的委托书陈述中,而并不是直接要求把具体的董事人选纳入管理层的委托书陈述中,则该提议不构成“与选举董事有关”的例外事项,因此必须将

之纳入管理层的委托书陈述之中。但是,2007年10月,美国证监会将股东提议例外事项的范围扩大解释至“与提名或者选举董事会(或者类似管理实体)成员有关的事项,或者提名与选举的程序”,推翻了法院的判决,事实上大幅削减了股东权利。^③

不过,美国证监会最近基于“加强股东监督是增强董事会责任意识的手段”,于2009年5月20日公布了修改相关规则的建议稿。根据该建议稿,单独或者联合持有上市公司股份达到一定比例(根据总股本大小,依次为1%、3%和5%以上)而且持股超过一年的股东,有权将自己的提名董事纳入管理层的委托书陈述之中;而且,股东可以要求将自己提出的有关修改董事提名程序及其他董事提名披露条款的议案纳入管理层的委托书陈述之中。

(四) 压制证券领域的私人诉讼,给投资者的维权活动带来较大障碍

由于证券案件的专业性,美国证监会出具的“法庭之友”意见书对法院具有相当大的影响力。在早年,美国证监会积极利用其“法庭之友”身份支持投资者起诉,并称投资者的私人诉讼是“美国证监会执法活动的必要补充”。在1985年 *In Bateman Eichler, Hill Richards, Inc. v. Berner* 一案中,对于错误地泄露非真实的内幕信息事项,法院判决在很大程度上依据了美国证监会支持原告诉讼请求的意见书。但是,近年来,美国证监会却站到了投资者利益的反面,反复敦促联邦最高法院减少投资者通过证券欺诈私人诉讼谋求补偿的权利。这包括说服法院对客户与经纪商之间的争议提出强制仲裁要求、豁免投资银行的反垄断责任、收紧证券欺诈案件的起诉条件、以不能证明因果关系为理由驳回投资者的诉讼请求。

在2005年 *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* 案中,作为原告的投资者提起集团诉讼,要求作出误导性陈述的上市公司赔偿其股票交易损失。在美国证监会影响下,最高法院判决认为,原告必须在被告应诉阶段就证明其损失与被告误导性陈述之间存在因果关系,否则,案件就

^③ Brown, J. Robert Robert, *The SEC, Corporate Governance, and Shareholder Access to the Board Room*, February 18, 2008. U Denver Legal Studies Research Paper No. 08-05.

不能提交给陪审团。这一判决使许多证券欺诈案件失去了提交给陪审团裁断的机会,极大地增加了投资者的诉讼困难。

在2007年 *Tellabs v. Makor Issues & Rights, Ltd* 案中,最高法院根据美国证监会首席律师办公室代表政府出具的法律意见书,从严解释1995年《私人证券诉讼改革法案》的相关条款,认为证券欺诈诉讼中的原告应当提供使法院足以推断出被告存在过错(故意或过失)的特定事实。这一判决同样增加了投资者的诉讼困难。

在2007年 *Credit Suisse Securities (USA) LLC v. Billing* 案中,最高法院听从了美国证监会首席律师的意见,认为投资银行在IPO过程中从事的不符合正当竞争原则的行为,属于美国证监会的管辖范围,其反垄断责任可以得到豁免。这就拓宽了最高法院以前判决的豁免范围,限制了投资者起诉证券经纪商、获得赔偿的能力。

对投资者维权活动负面影响最大的当属2008年的 *Stoneridge Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc* 判决。该案争点是:仅故意地参与了证券欺诈的策划,但是没有签署虚假陈述公开文件的次要行为人是否可以作为“主要违法者”,成为私人证券诉讼的被告承担赔偿责任。这一判决的结果至关重要,因为在诸如安然、世通那样的大规模上市公司欺诈丑闻中,由于上市公司的赔偿能力有限,如果投资者不能追究“次要行为人”(包括审计机构、律师、投资银行等)的责任,就无法得到赔偿。按照最高法院1994年在 *Central Bank of Denver* 案中的主张,依据规则10b-5提起私人诉讼的对象,只能是证券欺诈中的“主要违法者”,而不包括“帮助者”与“教唆者”。

美国证监会并没有在该案中出具意见。但是,16名美国证监会的前任主席、委员、首席律师与11名法学教授,联合提交了一份支持被告的意见书,认为除非“次要行为人”本身做出了原告所依赖的虚假陈述,则其不应当被视为规则10b-5下的“主要违法者”。这份意见书还特别敦请法院驳回原告提出的“策划责任”理论(只要参与策划就可被视作“主要违法者”)。最高法院采纳了这份意见书中的大部分内容,做出了支持被告的判决。不过,美国证监会前任主席 *William H. Donaldson*、*Arthur Levitt* 及一名前委员提交了支持原告的意见书。

论者分析,一大批前美国证监会高官敢于“冒天下之大不韪”支持

被告,除了受自由主义“法与经济”理论的影响至深这一因素外,另一个不可忽视的因素是,其中有些人当时的身份是为上市公司提供服务的华尔街律师或者咨询公司的合伙人,本案对其利益有着直接或者间接的影响。但是,这些人在出具意见时,只标明自己曾是证监会高官,并没有披露这些利益上的关联。

(五) 其他方面的放松与弱化

比如,以降低企业特别是小企业的融资成本为由,逐步缩短了私募证券进入公开市场交易前的持有期间,1997年从2年降为1年,2007年又进一步降为半年。又如,2005年,允许拟公开发行证券的公司在获得美国证监会注册同意前进行公开推介。

二、监管失败之“证券执法漏洞频出”

麦道夫的“庞氏骗局”,只是美国证监会执法失败的一个缩影。众多事例表明,2000年以来,面对许多证券市场日益猖獗的不法行为,作为证券市场与证券业的主要执法者,号称“华尔街头号警察”的美国证监会并没有及时发觉市场不当行为,其监管触觉常常滞后于财经媒体和州监管机构。在另一些情况下,虽然已经发现了危险信号,却没有采取适当行动加以制止。究其原因,一方面在于政策导向,另一方面在于能力。所反映出来的问题是系统性的而不是单一的。

(一) IPO 新股发售中的黑幕

2000年,《华尔街日报》的调查记者曝光了波及整个证券业的投资银行在IPO新股发售中的黑幕。20世纪90年代末期,首次发行的新股受到市场热捧,首日涨幅超过50%的股票比比皆是。为此,一些投资银行利用自己作为新股承销机构的便利,将部分新股私下分配给一些机构投资者,对方则报之以丰厚的经纪业务。随后,《华尔街日报》进一步曝光了另外三种黑幕行为:其一被称为“吐丝”(spinning),投资银行私下里把IPO证券分配到一些公司高管人员的私人账户,以换取这些公司的投资银行业务;其二是“搭梯”(laddering),投资银行把IPO证券配售给自己的客户,条件是这些客户要在后市购入同种证券帮助

托市;其三,投资银行把 IPO 证券配售给自己的客户,其条件是这些客户要在不相干的经纪业务中缴纳很高额的佣金。这些行为不仅操纵了 IPO 证券的后市价格,更是剥夺了普通投资者公平获取 IPO 证券的权利。据报道,美国证监会在 20 世纪 90 年代初就发现了这些黑幕行为,但是直到 1997 年才采取执法行动。

(二) 证券分析荐股中的黑嘴

2002 年,纽约州总检察长经调查后宣布了美林证券的证券分析丑闻:从 1999 到 2001 年,美林证券在其互联网股票池中,未发布过一单“减持”或者“卖出”建议,在公开的研究报告中将这些股票包装为“一朵鲜花”向投资者推荐。但是,美林证券的分析师在公司内部电子邮件中却将这些股票斥为“一堆狗屎”。究其原因,在于美林证券是网络股的主要承销商之一。进一步的调查发现,这种做法在华尔街的证券业中十分普遍。投资银行通过自己的证券分析师定期宣传推荐一些公司,以赢得自己在投行方面的业务,并在这一过程中误导投资者买进可能暴跌的股票。最后,10 家最大的投资银行和两名证券分析师与美国监管机构达成和解,交纳了总金额达 14 亿美元的非法所得和民事罚款。事后,各方面指责美国证监会居然在长达两年的时间内,任由投资银行背叛客户。

(三) 共同基金管理中的“逾时交易”、“选时交易”与“抢跑交易”

根据美国证监会依照 1940 年《投资公司法》制定的规则 22c-1,基金份额的买和卖都要执行“向前算”规则(forward pricing)。也即,如果买或者卖的指令发出于当日收盘前,则以当日收盘时的结算价成交;如果买或者卖的指令发出于当日收盘后,则成交价格应当是次一个交易日收盘时的结算价。但是,2003 年纽约州总检察长揭出的基金丑闻表明,一些基金管理人搞双重标准,允许某些与之有特定利益关系的投资人在当日收盘后发出买或者卖的指令,却以当日收盘时的结算价成交。这样,这些特定投资人于当日收盘后,看到某些重大消息发布,才发出买或者卖的指令,实际上是以其他基金持有人的损失为代价,坐享渔利。

纽约州总检察长还发现,一些基金管理人不但允许一些特定的投资人搞上述“逾时交易”(Late Trading),还允许一些投资人搞“选时交易”(Market Timing)，“选时交易”的对象一般是国际基金,目的是为了利用不同市场之间的时区差,进行短线交易套利。本来,“选时交易”

本身并不违法,但是一些基金管理人不向其他普通投资者披露这件事,构成虚假陈述。

基金公司允许特定客户搞“选时交易”或者“逾时交易”,其目的都在于从这些客户身上获取其他利益。比这两种更为严重的,是基金公司的“抢跑交易”(Front Running,类似于我国俗称的“老鼠仓”)。基金公司、基金经理人故意利用或者泄露自己所管理基金的买进或者卖出计划,让自己或者关联人先建仓或者减仓,牺牲自己所管理基金的持有人的利益,为自己或者关联人谋利。

这些2003年暴露出来的基金丑闻,使一些大的机构如美洲银行和美林公司卷入其中,给基金投资者的信心造成了巨大打击,但是在纽约州总检察长将这些违法行为查处之前,美国证监会除了查处了一些“抢跑交易”外,对其他违法行为未采取过任何执法行动。

(四) 拍卖利率证券中的欺骗与误导

拍卖利率证券(Auction-rate Securities, ARS),是一种由地方政府部门、学生贷款机构或封闭式基金发行的长期证券,但支付的是较低的短期债券利息,利息每7天、28天或35天通过券商举行拍卖竞标重新设定。当拍卖需求不足出现流拍时,将调升利率再拍卖。这类投资产品回报高于一般现金存款与货币市场工具,又可及时变现,但其前提是必须有拍卖提供的流动性支撑。次贷危机导致的严重流拍使其丧失了流动性,市场急剧崩溃,投资者损失惨重。自2008年7月以来,纽约、马萨诸塞等州的总检察长开始对瑞银、花旗、摩根斯坦利、高盛等多家大型投行在ARS拍卖、推销过程中的严重作假欺骗行为展开调查,调查力度与范围逐步升级。这些大型投行被指控在2008年2月之后ARS市场已经几乎没有流通性的情况下,有的将本行自己持有的债券变卖,同时继续欺骗广大散户投资人,谎称流通性仍然极佳,高位劝进;有的则是自己秘密买入,人为制造虚假的流动性,隐藏风险。目前,已经有多家投行与州检察机关达成和解,同意从散户投资者手中买回并认缴巨额罚款。美国证监会事前未能发现ARS销售推介中的严重问题,或者已经发现了没有制止。在问题爆发后,与州检察机关快速行动、替投资者追讨损失的作为相比,美国证监会的动作显得相当迟缓。

(五)对信用评级机构的依赖与监管缺失

信用评级机构在这次危机中受到了海量的口诛笔伐,诸如严重的利益冲突、不称职、评估模型的简单化与僵化等等,这些机构在危机生成中充当了极不光彩的角色。

2006年以前,美国证监会对评级机构并无监管权,但是,它对信用评级结果的过分倚重使评级机构获得了“监管特许”下的“评级霸权”。在证券经济交易商最低净资本规则,允许发行某些不可转换债券或不可转换优先证券时使用最简化的、披露要求最低的S-3表格,货币市场基金投资短期金融工具的范围等方面,美国证监会的监管标准严重依赖信用评级结果,却没有建立相应的针对信用评级机构本身的监管与问责机制,这种“权重责轻”的制度错位埋下了美国信用评级业的隐患。^④

2006年,鉴于安然公司宣布破产前四天评级机构才下调其评级,《信用评级改革法案》授权美国证监会对信用评级机构的进行监管。2007年9月,美国证监会出台了评级机构注册、披露等规则,同时要求机构投资者只能投资于一定评级之上的证券。危机爆发后,美国证监会对针对评级机构在严重的利益冲突、糟糕的内部审计和不符合披露要求的行为发布了一份措辞严厉的报告。但是,论者指出,美国证监会并没有严肃对待这些早就显露出来的问题,而且至今未对评级机构采取任何执法行动。尽管美国证监会在报告中对利益冲突问题和所评债券的表现提出了更多的披露要求,但许多评论者认为这些要求并不能解决利益冲突问题。^⑤而且,美国证监会忽略了信用评级上的两个重要问题:一是要区分债券与结构性金融产品;二是要减少共同基金及其他机构对证券评级的依赖。

(六)屡屡出现的“庞氏骗局”

麦道夫的骗局事件已经众所周知。其实,在此案前的八年中,已经发生了四起类似的金额超过数十亿美元、波及全行业的证券骗案。这

^④ 龚宇:“美国信用评级业监管体制之变迁——‘次贷危机’下的反思”,载《证券市场导报》2008年第7期。

^⑤ Lo, Andrew W., *Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis of 2007-2008*, March 10, 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1398207>.

四起案件,均是由州监管机构或者财经媒体捅出来的,美国证监会并没有主动发现,而麦道夫案更是出自当事人走投无路、自暴其丑。因此,媒体抨击说,在这次麦道夫长达十年的弥天大谎中,美国证监会面对频频出现的危险信号麻木不仁,也就不足为奇了。最近,在美国证监会网站上,又有多个大大小小的、针对拉美裔、亚裔等形形色色的“庞氏骗局”被揭露出来。

三、监管失败之原因分析

(一) 监管者浓重的反监管、去监管情绪

从20世纪80年代开始,美国证监会开始放弃其创立时所奉行的对证券市场实施积极监管的宗旨,监管重心逐步从保护投资者利益倒向保护上市公司与投资银行的利益。这种转变,主要受过去二三十年间弥漫于美国政界的“去监管化”氛围的影响,而芝加哥学派的放任主义思潮则是其基本的理论基础。该学派认为,对市场的监管是不必要的甚至是有害的,因为市场的事情最好交给市场自己解决;公众公司的强制信息披露制度也是不必要的,因为获取利润的动机足以驱动公司主动、准确地披露信息;打击市场操纵行为是无效的,因为市场操纵只是杜撰出来的一种说法;还有人认为商业银行从事投资银行业务的“道德风险”也属无稽之谈,这一观点导致了格拉斯-斯蒂尔法案在1999年被取消。他们认为监管往往或者总是会妨碍市场的发展和 innovation,如格林斯潘在其2007年新书《动荡年代》(The Age of Turbulence)中阐述的,“政府干预往往会带来问题,而不能成为解决问题的手段”,“只有在市场自我纠正机制威胁了太多无辜的旁观者的那些危机时期里,监管才是必要的”。这种“去监管化”的立场与做法得到华尔街与上市公司的欢迎。

美国证监会高级官员的公开言论,也集中反映出它关于证券法立法目的的认识发生了根本变化。从《证券交易法》通过到20世纪70年代末期,美国国会、最高法院和证监会普遍认为,打击与遏制证券市场上的欺诈与操纵,不仅是为了保护投资者,也是为了经济能够健康发

展;有效的证券监管不仅不会拖累、反而能够促进经济增长。但是,近年来,美国证监会的认识发生了显著变化。它的一些高级官员公开宣称“证券监管并不是经济增长的重要支撑,而是限制了经济增长”,向华尔街和上市公司明确释放了不会认真履行监管职责的信号。2004年,美国证监会委员 Paul Atkin 对外称,政府在大萧条时期的干预措施拖长了萧条周期,使华尔街成了经济衰退的替罪羊。2005年,美国证监会主席 Cox 在迎合格林斯潘关于“最好的投资者保护措施就是增长的经济和不断攀升的股市”论调时称,美国证监会所有正在做的和应当做的,都要有助于形成和保持促进经济增长的环境;如果市场的问题没有自动爆发,就别去碰它。2006年,美国证监会委员 Kathleen Casey 公开反对法院长期坚持的赋予受欺诈投资者以规则 10b-5 下的隐含诉权。关于其自身使命,美国证监会在“保护投资者”、“维护公平、有序、高效的市場”两项之外增加了一项——“资本形成”。

除了上述法与经济思潮的影响外,美国证监会的“去监管化”倾向,还有两个更加现实与直接的原因。

其一,是证券监管上的“监管俘获”与“监管竞争”问题。多年来,围绕监管权力的分配、是否两会合一,以华盛顿为根据地的证券业支持美国证监会,以芝加哥为根据地的商品期货业支持美国商品期货监管委员会,两者在国会中均有作为利益团体代言人的议员,进行了多年明争暗斗。这就导致监管者与监管对象站到了同一个战壕里,各自为了扩大自己的地盘而放松监管。批评者指出:从20世纪80年代以来,监管者把金融业的市場交易利益放在了实体工商业利益之上;在最近的数年中,与维护现有市場的公正有序相比,美国证监会过分地把精力放到了发展交易市場与证券业上。而主张把市场竞争机制引入监管領域的论调,则导致无序的“向底竞争”(race to the bottom),争相降低监管标准。

其二,是判断失误。首先,遗忘了《证券交易法》的一个重要目标就是减少并且控制证券信用。当时的立法者认为,不受规制的证券信用成就了20世纪20年代的大牛市,也最终导致了1929年的大崩溃。过分的证券信用导致过度的市場投机,从实体工商业、农业分流了大量资源,产生或者加剧了证券市场泡沫。因此,应当控制证券信用,以保

护美国的银行体系和联邦储备体系。为规范证券抵押借款,《证券交易法》第七章对证券抵押作出了要求,旨在防止“过度利用证券信用买入或者持有证券”。美联储被授权制定证券融资限度的标准,美国证监会被授权监督执行这些标准。这次场外衍生品引发的危机,表明监管者把《证券交易法》的教诲忘到了脑后。其次,基于对机构投资者“睿智、成熟、抗风险能力强”的过于乐观认识,主张让其通过私人博弈去保护自己的利益,从而免去高昂的合规成本,对其披露与透明度的要求越来越低。这种理念集中体现在对证券私募不断扩展的披露豁免和对场外衍生品的疏于监管上。但次贷危机与麦道夫骗局都证明了这种推断的局限性,机构投资者同样需要强有力的监管来保护,遑论机构投资者的背后实际上是为数众多的普通散户。

(二) 监管队伍的自身建设问题

“旋转门效应”使众多的美国证监会职员只是把在监管部门服务作为尽快投奔私人部门的跳板。近年来华尔街机构暴涨的薪酬,更是让囊中羞涩甚至还未还清大学贷款的年轻职员们眼热心动,加速了监管人员的周转。未来赴华尔街谋一个肥差的强烈职业预期,使一些调查官员和审查官员不敢得罪已经成为强大势力群体的华尔街大佬们,监管标准与监管力度就自然而然调低了。这一点,在麦道夫骗案中表现得尤为明显。Coffee 教授指出,从 20 世纪 60 年代,麦道夫就是证券业有很大权势和影响力的重量级人物。美国证监会在 2006 年就发现其误导调查,但认为是小事一桩不足以引致执法行动,结果不了了之。2006 年,因在调查一家资本管理公司涉嫌内幕交易案中的失职行为,美国证监会的一位执法人员被开除。随后的参议院报告指责,在美国证监会执法过程中,存在拖延调查、高级执法官员向调查对象的律师泄露案件敏感信息、无故收窄调查范围等情况;而且,由于执法人员表现出的对一位涉案华尔街著名高管的“过分尊重”,推迟了询问时间,致使追诉时效过期。

同时,日益频繁、快速的职员流转,致使监管人员经常是“新手上岗”,缺乏足够的培训与足够的经验去理解复杂的金融工具、理解多变的金融市场并作出有洞察力的判断。此外,还有一个因素,就是美国证监会的调查官们为了在办案数量的比赛中胜出,都喜欢办那些案情简

单、很容易和解结案的案件,而对那些调查周期长、涉及复杂金融工具或者新型违法的案件,则倾向于不了了之。

从整体上看,面对大型上市公司和大型证券机构,美国证监会似乎患上了“软骨症”。一份关于美国证监会对投资银行和证券经纪商执法行动的实证研究表明,对于同类型、对投资者损害程度相当的违法行为,相对于小机构,美国证监会对处于显赫地位的大机构给予了两方面的关照:一是倾向于以美国证监会的行政程序结案了事,而不通过到法院起诉的方式解决;二是在行政程序上对违规大机构雇员处以较轻处罚。^⑥

(三) 人员与费用预算限制

缺乏监管资源是另一个被广泛提及的原因。2005年至2007年,美国证监会调查部门的人数从1338下降至1192人,审查人员的数量则是从2002年就没有增加过,尽管在此期间投资顾问的数量增长了50%。从经费看,从2000年的3.77亿美元增长至2008年的9.06亿美元,增长了140%。而在此期间,职员总数从3235人增长至3868人,只增长了20%。显而易见,在此期间,人均经费数量有了大幅增长。

因此,一些美国评论者认为,美国证监会是否缺乏监管资源,尚不能妄下结论。同时,不少论者指出,不管过去还是将来,美国证监会的监管资源都不会有充足的时候,一个重要的解决之道,就是牢记最高法院在40年前指出的,证券法领域的私人执法行动是“美国证监会监管工作的必要补充”。

(四) 监管体制的制约

这次危机充分暴露了美国金融体系存在严重的监管重叠和监管缺位问题。实际上,由于金融监管制度演变的路径依赖,这两个问题在世界各国都不同程度存在。美国现有的金融监管体系基本上是20世纪30年代“大萧条”后逐步形成的,从总体上看,采用“双线多头”金融监管模式,“双线”是指监管中有联邦政府和州政府两条主线。“多头”是

^⑥ Gadinis, Stavros, *Is Investor Protection the Top Priority of SEC Enforcement? Evidence from Actions Against Broker-Dealers*, January 21, 2009. Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 27.

指有多个履行金融监管职能的机构。1999年通过的《金融服务现代化法案》，虽提出了功能监管的概念，并授权美联储对金融控股公司实行伞形监管，但实践中仍保持了由各监管机构对证券、期货、保险和银行业分别监管的格局，实际上是“混业经营下的分业监管”。特别是对于次级按揭贷款抵押证券这类跨市场、跨行业的交叉性金融工具，到底该由美联储、储蓄管理局，还是证监会来管，没有明确规定，以至于无人监管。而且，各部门、各产品的监管标准不统一。最后，多头监管的存在，使得没有任何一个机构能够得到足够的法律授权来负责整个金融市场和金融体系的风险，最佳的监管时机往往因为会议和等待批准而稍纵即逝。^⑦

除了整个金融监管体制暴露出支离破碎的弊端外，美国证监会的内部组织结构也没有跟上市场发展的步伐。它的三个传统运营部门——投资管理、交易与市场和公司融资，是根据三个主要的联邦证券法规搭就的，相互隔离。它们只是分别向美国证监会的五位委员汇报工作，彼此之间并没有真正的协作、整合机制。

(五) 证券市场的国际化带来了许多需要国际协作的监管难题

20世纪90年代以来，美国证券业展开了双向国际化的全球布局，但同时伴随着双向的监管缺失。一方面，五大投行分别在欧洲、亚洲和南美设立分支机构，吸纳当地资金投资于CDS等华尔街衍生品及挂钩产品；另一方面，实施全球分散化战略，将新兴市场纳入其全球投资组合，吸引美国投资者进行海外投资。但是，这次危机中，美国证监会对本国大型金融机构在海外的融资行为、对海外投资基金在美国的投资行为，皆是鞭长莫及。^⑧

在证券执法上，从财务报告欺诈来看，目前，有55个国家的1200多家公司在美国证监会登记注册，这些公司在美国境内发行证券，但是其日常运营却位于美国境外。从欺诈发行来看，一些欺诈发行的证券

^⑦ 曹红辉等：“美国版大部制能否优化金融监管”，载《国际金融报》2008年4月8日。

^⑧ Cox, James D., *Coping in a Global Marketplace: Survival Strategies for a 75-Year-Old SEC*, September 23, 2008. Duke Law School Public Law & Legal Theory Research Paper No. 221.

散布在不同国家的市场上,其操作也是跨境进行的。从内幕交易看,内幕交易行为人可能逍遥于境外,用于交易的资金和非法所得也放置在境外的账户中。从市场操纵看,一些在 OTCBB 市场或者粉单市场交易的股票,会被违法者通过境外的经纪商操纵。从证券经纪商违规“热门荐股”(boiler rooms)的行为看,策划指挥者、推销团队、受害人、管道账户和证券发行人这诸多要素中的一个或者多个常常不在美国境内。

鉴于此,美国证监会大力倡导并推动在信息共享、证券执法等领域加强国际合作。美国证监会认为,跨境证券欺诈正在变得越来越复杂,其数量也在逐年攀升。大量的案例表明,单靠某一个国家的监管者不能解决问题。打击这种违法行为,既可以通过不同国家的监管者派员一起调查来实现,也可以通过分别调查但是加强合作的方式来实现。证监会国际组织有必要制定一些强制性的规定,促进成员国监管之间的配合,以保证调查的成功。同样必要的是,打击跨境证券欺诈应当做到实时执法以阻止正在进行的欺诈行为,以及追缴欺诈者的非法所得,使投资者得到补偿。^⑨

四、几点启示

近年来美国证券场所出现的重大问题,虽然不能归结为美国证监会一己之过,但是,作为证券市场的最主要、最核心的监管机构,美国证监会显然难辞其咎。与美国证券市场相比,我国证券市场有着不同的发展历程、处在不同的发展阶段,也面对着不同的市场环境、公司治理环境、法律环境与社会文化环境,但是,由于证券市场国际化与证券监管趋同化是大势所趋,而且我国证券市场的构建受美国经验与规则的影响至深,因此,对大洋彼岸出现的问题,我们不能持嘲笑的心态、看热闹的心态或者全盘否定的心态,而应当珍惜和利用我国证券市场的后发优势,结合我国具体情况,客观冷静地分析美国证监会监管失败给

^⑨ 来自笔者 2008 年 10 月在土耳其参加“资本市场发展、执法与监管培训项目”的笔记。

我们带来的镜鉴,笔者思考出以下几点:

(一)在监管哲学,或者说监管的基本理念与指导思想,重新审视市场自由与政府管制的关系,充分认识到市场主体自治的局限性,实施恰当的、适度的政府管制

这是一个老生常谈的话题,也是实践中争议很多、不好把握的问题,但是,美国证监会的监管失败至少让人们进一步认识了三点:

第一,美国证券市场的灾难再次证明了“经济人假设”(Homo Economicus Hypothesis)与“有效市场假说”(Efficient Capital Market Hypothesis)的局限性。市场的疯狂和恐慌造成的市场失灵说明自由市场是有边界的,一旦突破边界,自由竞争的市场理论就不成立了。而在市场失灵的情况下,监管者必须发挥作用。危机之后,加拿大式的政府对证券市场强力监管的模式开始被包括美国在内的其他国家的监管机构关注。实践证明,格林斯潘所认为的美国金融机构自我认知、自我克制、自我修正的所谓“巨大弹性”只能说是一厢情愿的理想,对市场自律机制、声望约束机制的怀疑和加强外部监管的呼声越来越强。^⑩

第二,不能过分相信监管对象的自我约束和内控能力、风险控制能力。市场主体存在认知局限、过度狂热甚至自欺(self-delusion),^⑪利益的驱动会遮盖它们的双眼,冲昏它们的头脑,影响它们的判断,让它们铤而走险。美国证监会的现任高级官员也认为,华尔街的文化鼓励冒险,如果监管上采取放任的态度,就会使疯狂取代金融纪律及投资智慧。这次危机中,高杠杆率使得各大投资银行增大了风险偏好,逐利心理增强,也陷入了价格预期的心理游戏。加之操盘手普遍为80后年轻人,没有股市暴跌的亲身经历,更容易从疯狂陷入恐慌。^⑫

第三,对于专家学者或者市场主体的意见与建议,监管部门应保持

^⑩ Prentice, Robert A., *The Inevitability of a Strong SEC*. Cornell Law Review, Forthcoming; McCombs Research Paper Series No. #. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=753624>.

^⑪ Quinn, Brian J. M., *The Failure of Private Ordering and the Financial Crisis of 2008*. New York University Journal of Law and Business, Forthcoming; Boston College Law School Legal Studies Research Paper No. 177.

^⑫ 来自2008年12月5日美国证监会三位高级官员 Bruce Karpati、Thomas Biolsi 和 Robert Fisher 访问深圳证券交易所的谈话。

客观独立的思考与判断。理论可以指导实践,但其前提是理论家要对证券监管第一线的实际情况有深入、真实和全面的了解。否则,就应“把决定权留给能听得见炮声的人。”而市场主体的判断会时常被利益集团所左右,甚至本身就存在利益冲突。2004年美国证监会悄悄推出新的计算净资本的“合并监管规则”,就是听从了时任高盛董事长保尔森联合华尔街几家最大投资银行所做的鼓动与要求,结果酿成了大患。

与美国相比,我国证券市场不是市场经济发展到一定程度自然生长出来的而是在市场经济的发展初期“嫁接”过来的,不是由市场主体主导自发设立而是由政府直接规划与主导建立起来的,走的是自上而下而不是自下而上的发展道路。这种“出身”,决定我国证券市场重要监管规则的制定、重要改革方案的实施、重大创新举措的推行、重大风险的处置,在相当长的一段时间内,都离不开政府的主导与推动。否则,证券市场的改革就会失去启动动力,证券市场的发展就会失去助推器。同时,我国证券市场主体的先天性不成熟、市场化约束机制的欠缺、股权文化的不发达、司法支持环境的弱化,也使我国证券市场主体与行为天然存在“野蛮生长”的温床与冲动,客观上决定了政府部门对证券市场的监管不能有丝毫懈怠。

在我国证券市场发展过程中,中国证监会的监管工作,也时常受“金融自由化”、“放松管制”思潮的影响甚至攻击。但是,近年来,监管部门对我国国情和证券市场的发展状况与要害问题保持了清醒认识与独立判断,本着改革的力度、发展的速度、市场的承受度“三度统一”的原则,妥善处理政府管制与市场自由的关系。一方面,认识到与成熟证券市场相比,我国证券市场的市场化程度还很低,为此在许多方面、通过多种手段着力推进市场化建设,努力培育市场化发展与市场化约束的良好机制。另一方面,针对我国证券市场的诸多重大体制性障碍和沉痾痼疾,强力推进股权分置改革、证券公司清理整顿、上市公司“清欠解保”和加强证券执法,有效化解了市场风险,并促进了证券公司、上市公司和机构投资者有规制下的市场化成长。

今后,处理好市场自由与政府管制的关系,要把握好四点:

第一,在市场化的进程上只能前进不能倒退,事实上也无路可退,

问题是如何实现真正的市场化而非徒具市场化的空壳。比如,一直提倡建立的市场化约束机制,要在市场化后能真正起到约束作用。在市场准入与日常监管上,除了发挥交易所、行业协会等自律组织的作用,引导并利用好社会舆论与新闻媒体的监督作用外,最重要的是发挥好市场中介组织的看门把关作用。现在主要而且迫切的问题是,如何使投资银行、律师、会计师、资产评估师以及证券评级机构等中介组织既能不受利益冲突的影响、真正保持客观公正,又能具备良好的执业素质与风险承受、责任承担能力。这次危机中,几大评级机构在这两个方面都受到了强烈拷问。一个具有反讽意味却令我们深思的例子是,美国证监会最近频频提示市场不要过分依赖评级结果,而且考虑不再把评级公司的评级报告列为一些债券发行的必备文件。

第二,政府干预的原则。一是干预要适度,不能过度干预;二是干预要适时,把握好干预的时机;三是干预要果断,不能优柔寡断;四是干预的方法要得当,不能像美国这次金融救助开始时,在先注资还是先撤掉有毒资产上本末倒置;最后也是最重要的,干预要建立在形势的客观分析与评估的基础之上,不能盲目干预。这次危机后,笔者认为美国证监会应建立起强有力的、正式的、吸纳多方面有智之士参加的市场数据获取与分析、市场趋势研发系统,减少干预的盲目性。

第三,监管与创新的关系。总体上看,我国证券市场现在不是创新过度,而是创新不足,不能因为美国在创新过程中出现了这样那样的问题,或者因为我国也在国债期货等证券市场创新道路上走过弯路、吃过苦头,就草木皆兵、裹足不前。同时,应当始终认识到,“带闸的车才敢跑得快”。美国的教训告诉我们,对金融创新,必须辅之以更加严格的监管措施,监管对创新应当做到亦步亦趋,甚至监管要超前于创新。事实上,我们正在进行的一系列创新,包括推出创业板、新股发行制度改革、融资融券、股指期货等,都是坚持了规则先行、监管先行的原则。

第四,不能忽视对大机构、大公司的监管。与小机构、小公司相比,它们“大而不能倒”,一旦出问题,对市场带来的冲击是系统性和灾难性的。因此,在坚持分类监管原则的前提下,不能想当然认为大公司、大机构家大业大、高水平的专业人士多,风险管理水平就高;或者投鼠忌器,不敢管,不敢查。

(二)在监管定位上,要妥善处理保护投资者利益,维护公平、有序、高效的市场秩序与培育市场、促进经济发展的关系

在证券监管定位上,无论证监会国际组织推出的《证券监管目标与原则》,还是各国监管机构的自我表白,都把保护投资者利益,维护公平、有序、高效的市场秩序作为首要任务。但是,在实际执行上,往往会出于各种原因走向偏差。本来,保护投资者利益与促进经济发展并不矛盾,只有投资者利益得到充分保护,才会不断增强证券市场的公信力、吸引力与竞争力,从而促进资本形成与经济发展。但是,实践中两者之间的逻辑顺序常常会有意无意地被颠倒,出现为了短期、暂时的经济发展而忽视甚至压制投资者利益保护的情况。一向以保护投资利益著称的美国证券监管,这些年就走了这种弯路。这次危机发生后,全美消费者协会严厉指责美国证监会保护不力。其实,安然事件后颁布的《萨班斯法案》,在很大程度上进行了纠偏。但是,面对英国、欧盟和新兴资本市场的竞争压力,《萨班斯法案》由于其高昂的合规成本等因素备受指责,客观上影响了证券监管机构与法院的判断取舍。美国证监会新任主席夏皮罗女士在近期的公开谈话中,一再强调要把保护投资者利益作为美国证监会工作的“重中之重”。在政策制定与监管执法上强调保护投资者利益的更深含义是,美国的监管者通过这次危机更加认识到,与美国证券市场发展初期不少人参与证券市场是为了投机发横财不同,现在证券投资越来越成为普通民众财富积累与养老保险的主要渠道,证券市场越来越成为普罗大众生活中不可或缺的重要组成部分,也使他们越来越暴露于金融风险的冲击之下,如果处理不慎,经济问题会演化为政治问题,金融危机、经济危机会演化为政治危机。同时,由于美国机构投资者数量从1930年的不到10%增加到现在的70%,隐身其后的是众多的散户投资人,因此,应对不成熟的中小散户投资者和共同基金、养老基金以及其他的资产管理业务实施一体化的保护。

目前,我国证监会承担着监管市场与培育市场的双重任务。应当说,这些年比较好地处理了加强证券执法、保护投资者利益、维护证券市场秩序与促进经济发展之间的关系。这不仅体现在促进《证券法》、《刑法》的修改等立法工作上,也体现在执法体制改革和违法案件查处

的数量、效率与效果上。但是,市场依然对证监会的执法工作提出了更高的希望与要求。为进一步做好工作,应当“自我加压”与“自我减压”双管齐下。

所谓“自我加压”,就是要进一步加大处罚力度,一方面对市场反应强烈、积习难改、或者造成严重后果的重大、恶性违法违规案件,苗头性的新型案件,坚持从严执法,从快查办,从重处罚,重点处理一批大案要案,加强威慑。另一方面,通过强化执法力量、理顺执法流程,研究引入行政和解、举证责任倒置,加强案件宣传、张声造势等措施,进一步提高证券执法的效率,凸显执法效果。

所谓“自我减压”,就是利用现有的法制环境与社会环境,适当分散证券监管部门的执法压力。首先应当认识到,无论美国还是中国,证券执法不能靠证监会一家独打天下,人力资源与经费预算的增加,可能永远赶不上市场发展的步伐。因此,证监会无论在市场准入、日常监管还是在证券法的执行上,都要善于借助多方力量。当前,在证券法的执行上,要从整体上研究行政执法、刑事追诉和民事索赔这三者之间的合理分工与协调配合,既要理顺三者 in 事实证据上的呼应与借助、法律程序上的协调与衔接、惩戒效果上的梯次与过渡,又要分析三者 in 证明标准、举证责任等方面的区别,目标是形成“和而不同”的、有机的、一体化的证券法执行体系。应当评估最高法院取消证券民事诉讼前置程序对上市公司、中介机构和证券市场的影响,在此基础上,引导、推动证券民事诉讼有序展开,形成证券市场参与者之间良性的法律制衡力量。从世界范围看,作为专业机构的证券监管部门在执法活动中形成的认定标准与责任追究标准,对私人诉讼的结果与效率有着积极的影响。^⑬因此,我国监管部门应通过向法院提交专门意见、支持投资者保护组织介入民事诉讼等方式,以投资者利益维护者的形象出现。这次金融危机中雷曼迷你债事件爆发后,香港大学出具的报告建议,考虑到面对复杂金融工具,作为原告的普通投资者与作为被告的金融工具出售者之

^⑬ Jackson, Howell E. and Roe, Mark J., *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence*, March 16, 2009. Harvard Public Law Working Paper No. 08 - 28.

间明显的信息不对称与举证能力差异,法院应考虑在相关民事诉讼中,不采用抗辩式程序而采用纠问式程序,并考虑直接采用金融监管部门执法行动所认定的事实与证据。这对我们不无启发。^⑭

(三)在监管重点或者说监管抓手上,认清并抓住公司治理中利益冲突与风险管理这两个关键环节,在加强信息披露有效性的同时充分认识与弥补信息披露制度的局限性

一般认为,公司治理与信息披露,是证券监管的两个平台,或者说是证券监管的左膀右臂。特别是强制性信息披露制度,被称为证券法的基石。这次金融危机爆发以后,虽然人们对二者的作用都提出了强烈疑问,但从主流观点看,这两者都不会受到颠覆性的否定。

从公司治理看,OECD 针对金融危机做了一份公司治理检讨报告,结论性的意见是它提出的公司治理原则没有问题,问题反而出在有的国家没有真正执行这些原则,或者在执行上走了样。

在美国国内,抨击的目标既指向了公司管理层,也指向了股东,还指向了政府。这次危机表明,大型金融机构及上市公司股权的过度分散化和过分的流动性,一方面,导致很多投资者把股票看成是一种金融商品和交易工具,市场上充斥着浮躁情绪与噪声交易;另一方面,“理性冷漠”、“搭便车”的效应导致股东责任缺失,股东没有监督公司事务的动力与积极性。对此,有极端的观点认为,只关注短期收益的分散投资者的“短视”、“股东机会主义”是危机的一个重要原因,因此应当取消股东在公司重大事项上的决策权。^⑮ 其实,斯蒂格利茨(Stiglitz)早在1984年《信贷市场与资本控制》一文中就指出了分散股权大公司的治理失效,包括股东大会失灵、敌意收购机制失灵以及用脚投票失灵,并建议让银行和工会来参与监督和控制企业,因为他们的信息成本低,并

^⑭ Arner, Douglas W., Hsu, Berry Fong Chung, Da Roza, Antonio M., Da Roza, Francisco A., Johnstone, Syren and Lejot, Paul, *The Global Financial Crisis and the Future of Financial Regulation in Hong Kong*, February 1, 2009. AIIFL Working Paper No. 4. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1349625>.

^⑮ Mitchell, Lawrence E., *The Legitimate Rights of Public Shareholders*, March 2, 2009. GWU Legal Studies Research Paper No. 461; GWU Law School Public Law Research Paper No. 461. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1352025>.

可以改善搭便车的问题。还有观点认为,运用金融衍生工具而导致杠杆比例过大的投资银行,不应当适用有限责任的原则,同时投行高管与公司之间不应当适用传统的代理法律关系。^⑯ 不过,主流的观点是强调两点:其一,加强外部监管,如 Westbrook 教授所言:在过去 20 年里,我们都认为,基于现代治理机制上的公司是理性的,它们能够自我监管,因而不需要更多的教育和外部监管,这是陈旧的观念。^⑰ 其二,加强股东监督,增加由“董事会中心主义”向“股东大会中心主义”的倾斜,加强股东对公司事务的参与和监督,特别是加强股东提名董事、问责管理层的权力,鼓励机构投资者的“股东积极行动主义”。这些公司治理上的动向给我们以下启发:

第一,虽然我国公司治理上的主要问题是“一股独大”背景下,存在控制权滥用与内部人控制的双重缺失,但是,一些股权分散公司股东之间的长期内斗与内耗导致的经营失败,上市公司被作为“壳”交易的数量多、频率高、时间短,投资者在二级市场频繁的跟风炒作,也都是突出现象。因此,我国完善公司治理的任务是双重的,既包括通过加强外部监管与内部监督防止大股东滥用控制权、防止管理层“拥权自肥”与短期行为,也包括通过引导合理的股权集中度、规定适当的持股锁定期等机制,培育积极、稳定、负责任的主要股东。

第二,美国公司治理上的问题,从表象上看是制衡机制不到位,实质上则是隐藏其后的利益冲突问题没有得到足够的重视与解决。这不但包括衍生品的过度发行、过高的杠杆率,大型投资银行内部“中国墙”的缺失,更突出表现在薪酬与激励问题上的扭曲。“不劳而获”、“过度贪婪”,是本次金融危机中最受指责的一个问题。Lucian Bebchuk 与 Jesse Fried 两位教授指出,美国上市公司的高管薪酬缺乏公平的议价基础,受管理层权力、社会文化和心理等因素的影响,高管薪酬定价机制常常被扭曲。问题不是苹果烂了,而是装苹果的桶烂了。^⑱ 因此,

^⑯ 吴志攀:“次贷危机的法律思考”,载《法学》2008 年第 12 期。

^⑰ 纽约州立大学 David A. Westbrook 教授 2009 年年初在中国社会科学院金融研究所金融论坛上的演讲。

^⑱ *Pay Without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Pay.* LUCIAN BEBCHUK and JESSE FRIED. Boston, MA: Harvard University Press, 2004.

利益冲突问题是公司治理的“牛鼻子”,抓住了这一问题,也就抓住了公司治理的关键与终“结”。从我国证券市场的各类主体看,最容易出问题、也最难解决的也正是利益冲突问题,比如上市公司大股东通过关联交易、违规担保等手段实施“隧道行为”,侵害公司利益;证券公司投行业务与研究业务、投行业务与自营业务、自营业务与资产管理业务、投行业务与经纪业务之间的利益冲突;基金公司、基金经理可能发生的“老鼠仓”行为,公募业务与专户理财业务(无论是一对一还是一对多)的冲突;以及高管薪酬与激励等。应当说,我们在制定法规与规则、日常监管与事后查处上,对这些利益冲突问题、利益输送问题都给予了高度重视。比如,近年来上市公司“清欠解保”、坚决打击基金管理中的“老鼠仓”行为,以及果断暂停上市公司股权激励,要求通过公司治理专项检查达标的上市公司才能推出股权激励方案等。

第三,公司治理上的另一个关键问题是加强内部控制、风险评估与风险管理。本次危机后,各国监管者都将会采取更加严格和更为多样化的手段监管市场风险、流动性风险和信用风险。对于证券监管机构来说,最重要的当属抓住证券机构净资本管理这一核心,并保证在落实上不走样。我国这些年从引入证券公司的净资本概念,到一步步提高净资本的标准并加强日常监控,都走在了正确的道路上。

本次金融危机爆发后,舆论一开始就将矛头直指信息披露,把问题归因于 CDS、CDO 等衍生产品和评级机构评级、高管薪酬的不透明。G20 去年的华盛顿会议为此大张旗鼓地强调信息披露问题。但是后来的研究发现,单从合规性上讲,这些信息的披露并没有违反相关的强制性规则,许多信息已经作了充分披露,只是投资者对已经披露的信息视而不见,或者已经知悉其中的风险仍然跟风而上。G20 今年的伦敦会议可能意识到这一点,不再纯粹强调信息披露的充分性问题。美国有论者指出,投资者“有判断而无信息”成就了麦道夫骗局,而投资者的“有信息而无判断”吹起了次贷危机的泡沫。次贷危机的根源不是投资者不掌握相关证券的信息,而是对这些证券的实质缺乏审慎的判断。

套用先哲康德所言：“有判断而无信息是空的，有信息而无判断是瞎的。”^{①9}危机之后，关于信息披露有三个大的方向需要明确：

第一，在美国持续了十余年的强制性信息披露制度存废之争尽管还会继续，但保留的声音显然会更强。同时，不少人认为，如果对所有公众公司都强制适用整齐划一的披露要求，则会徒增成本、降低效率。

第二，什么样的信息披露制度才能达到真正的透明度，也即形式上的透明与实质上透明问题。有人批评当下日益复杂烦琐、艰深晦涩的信息披露文件不是为了保护投资者利益，而是为了给披露义务人提供堂而皇之的免责理由；还有人认为“透明度创造了不透明”，冗余的信息反而蒙蔽了投资者的双眼。^② 这些批评都不无道理。实现实质透明的渠道既包括精炼披露内容、增强及时性和有效性、使用投资者易于理解的通俗语言，也包括通过强制或者半强制性的投资者关系管理、投资者教育手段使投资者能够真正了解有关信息及其影响。

第三，既不能全盘否定强制性信息披露制度的作用及其继续作为证券法基石的合理性，也不能迷信或者夸大其作用。这次金融危机使人们更深刻认识到了信息披露制度的局限性。一方面，现代金融市场、金融产品的复杂性使专业分析人士、专业监管者都很难清晰理解与把握，连巴菲特也直呼“看不懂”，遑论普通投资者。Schwarcz 教授在 2004 年就指出，对于复杂的金融工具来说，披露要求是一种无效的手段。^③ 因此，仅靠披露不足以有效防范风险。其次，强制性信息披露制度是建立在有效市场假说、理性投资者模型、市场自我纠错机制等一系列假设之上的，但是，从社会心理学与行为金融学的角度分析，这些假说实际上有很大缺陷，比如有限理性、羊群效应、认知偏差、非理性狂热

^{①9} Lipshaw, Jeffrey M., *Disclosure and Judgment: 'We Have Met Madoff and He is Ours'*, March 17, 2009. University of Dayton Law Review, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1361932>.

^② 沈联涛：“去蔽‘透明度’”，载《财经》2009 年第 8 期。

^③ Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 2004 U. Ill. L. Rev. 1, 2004, pp. 10 - 11.

等问题。^②因此,应在信息披露之上附加保护性的措施,比如在银行业监管上增加拨备、限制商业银行发行证券化产品的范围,在证券市场监管上对认识能力与风险承受能力不同的投资者建立区别对待的准入与分级管理制度(日本已经成功这样做了)、对结构性证券产品制定清晰易懂的标准等等。各国监管者普遍认识到,保护投资者的方式,不能仅止于过去的防止发行滥用与交易欺诈,更应注重通过合格投资者制度、限制不适当劝诱等手段,防止散户投资者进入到不适合其风险承受能力的投资品种。同时,对信息披露的规模、手段、格式、内容进行大幅度改革。

我国的信息披露制度,同样面临上述问题与挑战。不过,监管部门已经在不同层面认识并着手解决这些问题。其中一个最突出的例子,就是在创业板上市公司和股指期货中推行合格投资者准入制度,其出发点就是单纯依赖强制性信息披露制度不足以防范投资者在这些市场的风险。

(四)在监管方式上,强化事中监管、功能监管、综合监管,均衡使用规则监管与原则监管,重视跨境监管中的问题并保持国际监管协作上的主动性,加强金融道德教育与金融风险教育

第一,强化事中检查。从监管流程看,美国证监会的监管,侧重于事前的备案审查与事后查处,而不重视事中检查。其监管资源,分配到事中检查上的较少。这一问题在这次金融危机中暴露得比较突出。事前审查的缺陷是不能完全预见也不能完全解决备案审查后出现的问题,而本次危机又显现出事后问责、补偿、威慑的苍白无力和事后救助的有害性。原因是:其一,已经造成的损失和伤害如此巨大,事后弥补、惩戒根本无济于事。其二,现在面临的不是证券发行与交易过程中缺乏透明度与操纵等传统问题,而是最终对任何人不承担责任的公司管理层以损害公司与股东的长期利益为代价,以过度的风险手段谋求自己的短期收益。在系统性风险爆发的情况下,本次危机的一个特征是

^② Avgouleas, Emiliios, *What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from the Global Financial Crisis and Beyond*, March 26, 2009. Available at SSRN; <http://ssrn.com/abstract=1369004>.

“每个人都被打了一耳光,但又指不出谁打的”。其三,事后的政府救助、干预预期会导致严重的“道德风险”(moral hazard)问题,政治因素的介入使市场能够成功要挟、挟持政府,腐蚀市场经济的根基,不利于培养成熟的投资者和培育健康的证券市场。因此,“惩前毖后、治病救人”的功德远远不及“防患于未然”。

美国证监会前主席 Harvey Pitt 与现任主席 Karen Shapiro 均认为,美国证监会的监管是“以执法来监管”(regulation by enforcement),不足以给监管对象以有效的提示。美国有学者提出,至少对那些“大而不能倒”的金融机构与上市公司,要实行“以检查来监管”(regulation by examination),通过加强事中的、日常的监督检查,及时发现和消除风险隐患,防止系统风险的爆发。美国证监会的一位现职委员为此建议,应适当削减擅长于事后查处的法律背景人士在证监会职员中的比重,大幅增加善于在事中检查中发现问题与风险的财务分析与金融分析人士的数量,采用分组负责、定期不定期现场检查的方式,加强日常监督。^②

反观我国的证券监管,则是对事中检查一直很重视。无论对上市公司、证券公司,还是基金公司,都有一整套现场检查与非现场检查的办法,一些一线监管部门还创造性地发明了“关口前移”、“提前介入”、“飞行检查”、“贴身监管”等行之有效的检查措施。从实际执行看,也的确达到了“不战而屈人之兵”的效果。今后的任务是进一步增强现场检查与非现场检查的效能,从未梢上出现的小问题抓起,防止从个别向普遍演变,及时、准确地发现问题与风险。现场检查要真正深入到现场,这方面要向美国 and 我国财经媒体中的调查记者学习,既要会走阳光大道,又要会走“旁门左道”。非现场检查要向独立的财会分析人士、基金与券商的分析人士学习,善于通过公开资料和监管对象报送的非公开资料发现蛛丝马迹。

第二,加强功能监管与综合监管。这次危机后,各国金融监管体制

^② Frankel, Tamar, *Regulating the Financial Markets by Examinations*, February 9, 2009. Boston Univ. School of Law Working Paper No. 09 - 08. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1339913>.

更加面临分行业监管还是分功能监管、“多头”监管还是集中统一监管(大部制)的选择。普遍的看法是,在金融创新日益活跃、金融产品日益复杂、金融市场日益全球化的今天,传统金融子市场之间的界限已经淡化,跨市场金融产品日益普遍,为避免监管疏漏、监管盲区,应加强目标导向监管和功能监管,加强监管机构之间的整合,但不能“一刀切”或者冒进,要视各国具体情况而定。但是,监管的视野与触角,应同时一体化地覆盖金融市场、金融产品与金融机构。美国财政部2008年推出了“金融监管体制现代化蓝图”,提出把零乱的监管机构按功能整合为三大块:市场稳定监管、审慎监管和商业行为监管。

日本在这方面的实践被认为是成功的范例。日本近年来制定综合性的《金融商品交易法》并建立对所有金融行业和金融产品的金融厅一体监管体制,不但帮助其走出了萧条,也帮助其在全球化的资本市场运行中安静而巧妙地避开本次金融海啸。^④对此,日本野村综合研究所主席研究员大崎贞和解释说,过去实行垂直分割型管理体系,不仅存在监管缺位,而且存在对同样商品实行不同管理标准的问题,也不利于金融创新。在新法框架下,将不再有传统的银行、证券、保险、信托等金融行业的区别,所有具备投资服务资格的企业都可以作为投资服务的主体,为投资者提供服务并对投资者负责。因此,新法采取了功能化监管方式,在有效监管的同时,扫除了金融创新的法律障碍,以实现创新和监管之间的平衡。^⑤

同时,需要强调的是,向功能监管、集中统一监管过渡,必须达到实质效果,而不能徒具形式;而且,无论是集中统一监管还是“多头监管”、分行业监管还是分功能监管、混业经营还是分业经营,跨部门、跨板块的监管协调和监管合作都是必需的。德国在这方面被视为失败的范例。2002年德国引入“大部制”(BaFin),但由于内部各板块事实上采用的还是分行业监管而非功能监管,相互之间缺乏协调,导致BaFin

^④ 中国证券法学研究会代表团访日考察报告:“推动金融体制改革,提升金融体系安全性”,载《中国证券报》2009年4月23日。

^⑤ “大崎贞和‘日本金融商品交易法实施后的证券市场’讲座观点综述”,载深圳证券交易所综合研究所:《学术交流系列讲座》2009年第1期。

徒具集中统一监管的空壳。^⑥ 适当的综合监管有利于实现监管信息共享,消除监管空白,降低监管重叠,提高监管效率。我国证券监管部门近年来一直在分业经营、分业监管的现实框架下,推动功能监管,并根据我国政府组织机构的现实情况,注重与相关部委、司法机关、地方政府的沟通、协作,“综合监管”的范围与深度都在不断加大。

第三,均衡使用原则监管与规则监管。一般认为,美国金融监管模式的一个重要特征就是采用规则导向监管。这次危机表明,面对日益复杂的金融创新和瞬息万变的金融市场,传统的规则监管模式缺乏应有的适应性和灵活性,而新兴的原则监管模式既能够确保监管的有效性,又能够合理配置监管资源并培育监管对象的创新能力。鉴于规则监管的弊端和原则监管在应对金融创新上的优势,2007年,保尔森、伯南克先后表示要采用原则监管。本次危机爆发后,英国式的原则监管进一步受到了推崇。但是,一些学者认为,美国证券监管的模式事实上是原则监管与规则监管的混合体。尽管证监会的净资本规则、卖空规则等是“规则”,但是他们有一些宽泛的、具有普遍适用性的原则作为补充;同时,尽管其反欺诈与反操纵等规定是以原则作为基础的,但是它们可以变体为“多重因素测试”,从而具有规则的作用。同时,按照北美证券监管协会的评价,原则监管并不能取代清楚而且事前法定的规则监管,过于宽泛的行为标准可以作为有帮助的行业指引,同时也可以作为对监管者有用的执法工具,但是,如果仅仅有这些原则,就给滥用留下了巨大空间。^⑦ 而且,英国式原则监管有其特殊的背景条件,包括声誉约束机制、自律监管发达等。近年来,日本金融厅转向了原则监管,例如,对于整个金融商品的销售与劝诱等交易过程,只在新法中作了原则性规定。但是,原则监管带来了如何遵守这些原则的难题,在日

^⑥ Pan, Eric J., *Structural Reform of Financial Regulation: The Case of Canada*, January 2009. Cardozo Legal Studies Research Paper No. 250. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1333385>.

^⑦ Press Release, North American Securities Administrators Association, *NASAA' SCORE Principles for Regulatory Reform in Financial Services*, Nov. 19, 2008.

益严格的法律和原则监管的双重约束下,证券交易所面临操作困境。^②我国学者也认为,原则监管模式的有效实施要受诸多因素的制约,我国尚不具备全面推行这一监管模式的条件,但应积极借鉴其中蕴涵的先进监管理念和监管经验,适度调整监管思路和方法。^③

从我国的立法传统与证券监管的实践看,既有规则监管,又有原则监管,比如,我国《证券法》有许多宣告性、警示性的原则规定,而且许多法律条文在列举之后有兜底条款。因此,应根据我国的法律传统和市场发展的实际状况,客观分析规则监管与原则监管的利弊优劣,扬长避短,均衡使用。

第四,重视跨境监管上的问题,主动开展国际合作。随着我国境外上市公司的逐步增多、放开外国公司在我国境内上市或者发行 CDR,以及外国证券机构在我国拓展业务和我国证券机构逐步走出国门,日常监管与证券执法领域中的跨境监管、国际协作问题会越来越多。

一方面,可以预见,这次金融危机之后,美国等证券市场国际化程度较高的国家会采取更加激进的办法解决跨境监管上的难题。为保护本国上市公司、证券机构和投资者利益,一些国家的监管机构与司法机构,可能会不适当地扩张跨境监管权限,滥用“长臂管辖原则”。事实上,近些年美国的监管机构与法院已经开始试探和推进。对这些问题,我国监管部门一直给予高度重视并积极组织应对。比如,几年前的“中国人寿事件”,2008年发生的美国上市公司会计监察委员会(PCAOB)检查我国部分会计师事务所审计工作底稿事件等,预计将来的摩擦会逐步增多。

另一方面,应主动开展国际协作,坚持“为我所用”,可以利用的证券执法国际合作的渠道有三种。第一种是监管者之间直接签署的监管合作备忘录,第二种是国与国之间正式签订的刑事司法互助协定,第三种则是监管者之间,或者监管者与其他国家的法律文书执行机构之间就特定事项开展的沟通与协作。据美国证监会国际合作官员介绍,在

^② “大崎贞和‘日本金融商品交易法实施后的证券市场’讲座观点综述”,深圳证券交易所综合研究所《学术交流系列讲座》2009年第1期。

^③ 刘秩:“金融监管模式的新发展及启示——从规则到原则”,载《法商研究》2009年第2期。

跨境监管与国际协作中,美国证监会可以动用其在美国境内的广泛权力,为外国同行提供信息帮助,这包括提供监管对象提交给美国证监会的文件,证券经纪商的记录、银行账户信息、公司记录、电话记录、旅店与航班记录、从互联网服务供应商获得的记录,以及宣誓后的证言等。对于这些信息,美国证监会允许国外监管者既可以在常规调查过程中使用,也可在协助自律组织实施监管时使用,还可在民事或者行政执法程序,以及行使调查与诉讼程序中使用。对于美国证监会从外国监管机构处获得的信息,只要信息提供者说明公开这些信息会违反其本国法律,则美国证监会就不得将这些信息公之于众,而且这信息只能适用于在请求帮助时已经明确的特定目的,不能再作他用。美国证监会可以应外国监管机构的请求,对国际证券欺诈涉及的违法资金采取必要的保全措施,包括实施行政控制、向银行发送警示函或者请求法院发布资产冻结令。^①

第五,加强监管的同时加强教育。针对危机显现出的问题,有论者指出,市场主体的本质并非“经济动物”,而是可以基于天性与后天养习形成“有美德的人”,单纯依靠经济惩罚与激励具有局限性,应当加强市场道德、从业操守方面的教育,依靠道德的力量,构建“道德市场”,弥补不完全市场的缺陷。^② 还有论者指出,加强金融文化教育,培育出成熟的金融市场消费者与投资者,是防范过度行为和金融危机的一项重要措施;应当从美国的高中9年级或者10年级开始,向学生讲授基本的经济金融常识与风险管理原则。同时政府应鼓励名牌大学把主要投向理工类项目的教育基金拨出一些到金融技术上。^③

^① 来自笔者2008年10月在土耳其参加“资本市场发展、执法与监管培训项目”的笔记。

^② Colombo, Ronald J., *Exposing the Myth of Homo Economicus* (Book Review of “Moral Markets: The Critical Role of Values in the Economy”, July 30, 2008, Harvard Journal of Law and Public Policy, Vol. 32, No. 737, 2009).

^③ Lo, Andrew W., *Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis of 2007-2008*, March 10, 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1398207>.

(五)在监管者自身建设上,注意发挥整体合力,强化监管责任的督促与落实,着力培养一批有志于长期从事证券监管的高水平的职业化监管队伍

一些批评者尖锐指出,次贷危机与麦道夫骗局,都与监管者的自身建设有关。除了监管人员与监管对象越来越大的薪酬落差、“旋转门”效应下未来“下海”的职业预期这一因素以外,一些监管人员的知识和能力不足以搞懂复杂的金融设计、识破违法者的欺诈伎俩,但又不肯或者不愿承认。同时,一些媒体嘲笑说,美国证监会连篇累牍地要求证券经纪交易商加强内控、完善内部制度建设,但其自身内部管理体制上缺乏协调、缺乏督察、缺乏责任追究的问题这次也被暴露出来了。这些言论,虽然有些偏激,但也提醒我们要从以下三个方面加强自身建设。

第一,进一步实现监管信息共享、监管协作畅通、监管行动一致、监管手段互补,利用有限的监管资源,发挥证监会机关各部门、各证监局、交易所之间的整体合力。比如,对“一控多”公司,也即同时控制多家上市公司、证券公司、基金公司的国有或者民营的“系族公司”,在摸底调查的基础上,由证监会有关部门牵头,组织协调相关证监局和交易所加强日常监管和风险监控,防范德隆系、鸿仪系、飞天系等恶性事件造成的冲击重演。

第二,目前,从管理体制上看,我们在许多方面推行辖区监管责任制。应注意的是,监管责任不应仅仅是写在纸面上的制度和程序,更要有具体的督促、落实措施与问责机制,做到督促到位、层层落实、逐级问责。

第三,就队伍建设来说,既要允许人员在市场与监管部门之间的合理流动,又要防止“旋转门”的负面效应,比如监管弱化、短期行为等问题。如果一支监管队伍中有相当数量的人员“身在曹营心在汉”,监管人员平均服务周期过短、流动过快,必定严重影响监管质量。因此,应在加强学习培训的同时提高薪酬待遇水平,培养出高素质、能安心、相对稳定的以证券监管为长期职业的监督者。