

从美国证券市场投资者保护制度谈起

郑学勤*

摘要:投资者保护是美国证券监管的核心,它的主要手段是信息披露,惩治执法是对信息披露的补充。投资者保护的主要工作,是防止和惩罚欺诈、市场操纵和内幕交易等不法行为。投资者保护本身不是目的,但离开了投资者保护,资本市场就无法实现集资功能。投资全民化对投资者保护提出了更高要求。美国在投资者保护方面有许多有益经验,但也受自身历史条件的限制。向成熟市场的学习,不只要了解他们怎么做,而且要了解他们为什么这样做,以建立自己的精准有效的监管体系。

关键词:投资者保护 资本市场集资 信息披露 穿透式监管 集体诉讼

一、投资者保护并不仅仅同资本市场有关

美国证券市场的监管,从美国《1933年证券法》和美国《1934年证券交易法》开始,历时85年,经历了各种市场演变和政治气候变更。中国资本市场的时代特征不一样,政治制度不一样,监管的法律框架不一样,监管者的社会使命不一样,投资者结构也不一样。因此,任何学习和借鉴,需要首先摸清自己的情况,树立自己意识形态的理念和法律框架,基于这个理念和框架来吸收别人的经验。在借鉴成熟市场的经验时,考察他们在做什么固然很重要,但更重要的是考察他们为什么这么做。考察学习的目的无非是要建立一个符合中国证券市场的精准和有效的监管体系,使这一监管体系既能切中肯綮地保护投资者,也能让资本市场竭尽所能地发挥集资功能。

美国的证券监管在历史上是一个创举,它创造了一种介于对市场放任自由的管

* 芝加哥期权交易所前董事总经理。

理方式以及对能源电力等与国计民生有重大关系产业的传统监管之间的一种监管方式。这种方式允许资本市场的自由运作,但要求它必须在透明和公平的条件下运作。到股市中投资与到银行中存钱不同,投资是有风险的。投资因为资产价格运动会有风险,建立资本市场是为了交易价格风险。但资本市场如果管理不善,自身便会产生市场风险。证券监管不是管理价格风险,而是管理市场风险。在美国联邦政府机构中引入证监会(Securities and Exchange Commission, SEC)是罗斯福总统对现代政府演变的建树。按照历史学家的看法,美国《1933 年证券法》的最重要的意义,是它为一个现代政府机构提供了发展的机会。

美国《1933 年证券法》的产生靠的是政治的力量,而不是市场自身的动力。资本市场存在的根本理由是为企业集资,也就是资本铸成(capital formation)。资本铸成的过程也是社会财富生成的过程。在这个过程中,在金融领域活动的人,容易利用自己的地位和才能的优势以及金融活动中不可避免的信息不对称,攫取本来不应当属于自己的财富,而这种不轨行为的牺牲品就是投资者。1929 年经济危机证明,卡尔文·柯立芝总统的“商业国家需要商业政府”的经济政策是不正确的。在罗斯福刚就任的 100 天内,美国空前地出现了有钱人说话没人要听的历史时刻。罗斯福进行的证券法改革,入手点不是为了解决经济复苏所需要的集资或资本配置的问题,而是要在证券市场推行进步的政治观和路易斯·布兰戴斯的“阳光是最好的防腐剂”的理论。事实上,美国证券监管的历史说明,要解决重大的监管问题,通过立法和增订法案等一次性行动,比持续不断的管理性监管更有效。

罗斯福对建立证券市场的监管的目的和方法有明确的看法:第一,证券市场不应当用来销售只是为了使少数人致富的没有必要存在的证券。第二,不能让美联储的资金被用于投机的目的。第三,政府不应当通过批准或担保,使投资者相信新发行的证券在将来有保持过去盈利的能力。第四,政府有责任通过法律迫使向投资者出售证券的公司和机构对公众披露信息,并禁止对买入证券的公众隐瞒任何重要信息。第五,披露真相的责任应当在卖方,这样才能保持证券交易的诚信和恢复公众的信心。证券交易难免有投机。立法不是为了反对投机,而是为了让投资者知道投机的性质和范围,从而有可能对成功和失败作出自己的判断。

在过去的 85 年中,投资者保护制度始终是美国证券监管的核心,它被编织在美国同证券市场相关的各项法律里。在美国证券市场的结构中,集资和销售证券是商业活动,由商业利益驱动。保护投资者不因这种商业活动而受到损害,则是监管者的

职责。美国证监会的三大任务是防止欺诈、市场操纵和内幕交易,它的主要手段是信息披露。今天,美国证券法把披露不只是定义为一次性的事件,而是一个过程。按照美国《萨班斯法案》的说法,是要通过更好的程序来做到更好的披露。

美国《证券法》和美国《证券交易法》的颁布和罗斯福时代证监会的运作,并不是对1929年经济危机的直觉的反应,而是基于整整一代人对资本市场和公司法的研究。历史上,华尔街和靠发行证券发了异常大财的人,往往通过各种形式反对证券监管,声称证监会的监管会影响上市公司的集资和投资公司的功效。如果只关心集资,那么投资者对市场某种程度的轻信对社会似乎有益。正如2000年美国网股泡沫所显示的,投资者在一定程度上的过度自信似乎可以帮助积聚资本。但是,如果投资者对市场失去信心,资本市场的规模和深度都会大幅度萎缩。1929年9月1日到1932年7月1日,纽约股票交易所挂牌的股票总市值从900亿美元下降到160亿美元,下降了83%。与此相仿,金融危机之前,美国有65%的家庭直接或间接地拥有股票,经过金融危机,现在只占52%。从历史上看,正是因为有了证券监管,美国股市才会有今天的发展。在没有证券法和证监会之前,1929年美国持股的居民只占人口的1.2%。

美国证券监管的最重要的一个概念,是证监会对行业自律的监察。行业自律管理是结合证监会各项法律权利的枢纽。自律之所以必要是因为两个原因:第一,证监会在实践上不可能对在它管辖之下的几千家上市公司和券商都进行直接监管;第二,这也是行业的选择,因为行业对自己的业务更具有实践知识,参与运用证券监管的各项法律法规,可以减少对行业业务的不必要的干扰。在证监会成立的前40年历史中,公司信息披露是最受行业支持的一项证监会的工作。

1972年证监会发布了“对未来结构的声明”,它代表了证监会历史上的一个转折点。按照之后成为证监会主席的雷·加勒特的说法,证监会不再满足于充当私人企业发展和运作体系的警察,而是要成为发展新体系的领导者。除坚持自律原则之外,证监会还扩大了其他权限,采用了在危机时动用紧急行政措施(administrative proceeding),以减少投资者损失,防止投资者突然丧失信心而导致股市挤兑。美国国会也通过《1970年证券投资者保护法》,建立了证券投资者保护公司(Securities Investor Protection Corporation, SIPC),加强了对自律机构的监管和强制性信息披露。

证监会的监管体系,是一个通过强制信息披露以防止欺诈、市场操纵和内幕交易,从而保护投资者的体系。这个体系是有它的理论基础的,这就是有效市场论。按

照有效市场论的假设,信息只要有效地传布给公众,就会迅速反映在股票价格里,因此弥补市场信息的不对称,减少欺诈、市场操纵和内幕交易的机会。这个理论宗旨是,提供足够的信息,靠市场自身的动力来推动经济体的运作。这个理论虽然并不完善,由此产生的强制披露体系,正如我们在下面会谈到的,缺乏有效的惩治措施,但在之后的60多年里,经历了各种新的政治条件和经济变化,证监会的这个监管体系证明了自己在保护投资者方面具有无可比拟的弹性。

投资者保护制度是美国股市成为资本市场的楷模的根本原因,但对它不是没有争议的。证监会的职责是对股市进行监管,监管的目的是要建立一个有效的、富于竞争的和能实现集资功能的资本市场。在美国,对投资者保护本身没有异议,但对投资者保护是目的还是手段则始终有争议。投资者保护与有效竞争的资本市场之间的平衡点究竟在哪里?来自不同利益集团和不同意识形态的人有不同的解释。

证券监管的披露哲学起源于小投资需要实质性帮助的考虑。信息披露以中等水平的投资者为目标。在意识形态上,有人坚持不能让私有经济力量依靠知识和财富的优势利用证券市场盘剥普通投资者的观点;有人则坚持要赋予私有经济以最大限度的自由的观点。在监管职责上,有人把投资者保护作为证券监管的唯一合法目的;有人则完全根据市场的有效性和集资的功能来限定对投资者的保护。在政治上,证监会的5名委员必须分别来自美国民主党和美国共和党,重大决定由多数票拍板。每个委员在对重大政策的投票上不得不考虑本党的意识形态倾向和相关议员的竞选资金。奥巴马政府通过的《乔布斯法案》(JOBS)和“众筹集资”在美国就受到不少批评,被认为是在集资和创造就业的名义下牺牲了对投资者的保护。《萨班斯法案》则被认为在要求披露的内容上过于涉及企业商业细节,同时大幅度地增加了披露成本,影响了企业上市的积极性。2013年美国私募的资金(1.6万亿美元)超过了通过上市募集的资金(1.3万亿美元),在一定程度同这样的因素有关。《萨班斯法案》因此经过了几次修订。

自美国的证券法和证监会诞生以来,人类社会发生了巨大的变化。今天,投资者保护的问题,其实已经不再局限于资本市场的有效运作。这个变化的重要标志,是投资的全民化(democratization,也被称作民主化或大众化)。这是一个强有力的社会运动。在美国,它产生于20世纪80年代和90年代。但是,赋予美国证监会的法律权限和使命并没有因为这种社会变化而有重大修订。中国股市建立在社会主义的制度下,建立时的主要投资者并不是一小批拥有特权的富人,而是已经积累起一定财富的

投资大众,股市有 1.3 亿的股民。有的时候,在国内市场照搬美国的一些监管条例,特别是早期的法规和措施,会有捉襟见肘的情况。

投资是为了得到回报而投入资源。投资全民化将投资活动扩展到人民大众。在人类生产力不够发达的历史阶段,投资是少数能够攫取数量有限的剩余财富的特权阶层的权利。在古代罗马,投资人是贵族,管理有钱人财富的则是奴隶或者下层平民。在历史上,投资和商业活动推动了历史的变化,但大部分人在现代社会之前并没有从这些活动中获利。历史的进步,特别是第二次世界大战以来的社会进步,革命性地扭转了这个趋势。随着生产力的提高和工资收入的增加,普通百姓手中逐步有了储蓄积累。工业革命、现代股份公司的组织形式和公众资本市场的出现,为实现投资全民化铺垫了基础。随着投资全民化的深入,出现了各种类似退休基金、共有基金、保险、信托等管理财富的机构。平民成了投资者,社会精英则成了管理人员。

在资本市场中,什么样的监管才能使投资大众公平地分享应得的回报的问题,比起如何保护投资者从而使得股市运作更有效的问题来,具有更深远的社会意义。同实体生产一样,金融投资也是社会稳定发展的重要环节。如果中国当前的社会主要矛盾是人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾,那么能否使大部分人在金融投资中能够保存通过劳动赢得的财富,并得到与社会经济发展同步的增益,就成为解决“不平衡不充分的发展”问题的一个重要方面。监管不当的金融活动会加剧社会的贫富差距,这一点我们在过去 30 年的历史中已经见证了。

美国证监会在投资者保护方面做了很多工作,但是美国股市的发展带来的财富积累是极其不平衡的。根据纽约大学经济学家爱德华·沃尔夫的报告,美国最富有的 10% 的家庭在 2001 年时持有美国所有股票的 77%,这个比例在 2016 年为 84%。持有股票的中产阶级家庭急剧减少的重要原因是 2001 年和 2008 年股市剧烈波动。尽管股市泡沫不在美国证监会的监管范围内,但股市泡沫的不可避免的破裂对投资者的杀伤力,事实上要远远大于个别欺诈、市场操纵或内幕交易的案例给投资者带来的损害。历来的投资者保护的理论并没有真正保护投资大众,让他们到分享经济发展通过股市能够带来的利益。

技术的发展同样也为美国证监会的保护投资者的职责带来了新挑战。譬如,社交软件和网络信息不是美国证监会监管的职责,但是,根据哈佛教授詹纳森·兹特朗的研究指出,网络的垃圾信息可以成为操纵市场的工具。平均而言,利用垃圾信息的人通过快速买进和卖出的方式可以在被操纵的股票中获利 5%。此外,美国证监会放

任高频交易无节制发展的做法也受到不少批评。批评者认为,在高频交易中,市场参与者的信息获得权和交易机会是不平等的。同时,高频交易为了交易速度细微差别耗费巨大的社会成本。美国证监会现有的法律权限以及商业机构潜在的诉讼妨碍了证监会在这些方面的监管功能。

新的社会学、经济学和心理学理论,在美国推动了对投资者保护制度的讨论。随着经济的增长,普通百姓的福利和财富似乎反而变得越来越少。在资本市场上,人们在寻求更公平的、更多人能分享的和风险更小的工具。正如有的学者指出的,在美国,人们对监管的态度基本是不满和无奈:一方面惧怕重新出现金融危机,另一方面则对监管和政治体制都不信任。

二、披露与惩治

以披露为核心的保护投资者制度的基本假设是,大部分发行股票的公司和推销证券的投行是愿意公布事实的,至少在开始时是这样。总的来说,公司上市时在财务报表上舞弊是例外而不是常例。不过,随着公司在运作遇到困难,或券商在推销证券时有可能利用信息不对称而获得超额盈利,那就难免出现越轨。推销是美国文化品格的核心。美国每年 GDP 有将近 1/4 用在“劝说”上。有研究表明,上市公司在各种报告中进行财务欺诈的可能性是 14.5%。有 20% 的公司会有意识地通过操纵收益来隐瞒事实。同时,凡是公司有欺诈行为,在欺诈被揭露时,给造成公司价值造成的亏损平均为 22%,这无疑投资者的损失。这些情况说明,在投资者保护方面,光靠披露是不够的。

从 1963 年起,美国证监会就开始主张,光靠披露和事先批准还不足以打击在证券推销中的欺诈行为。要有效地保护投资者的利益,还需要跟进的惩治手段,美国证监会的 10b-5 规则是这方面最重要的规则。它在 20 世纪 60 年代被法学专家称赞为占领世界的伟大规则。1972 年美国证监会建立了执法部。1973 年美国参议院发布的《证券行业研究》的报告认为,证券行业监管面临的问题不是美国证券会缺少权利,而是它不愿意使用已有的权利。1984 年,美国国会通过《禁止内幕交易法案》,允许在对内幕交易者进行民事诉讼中除没收非法盈利之外,处以不超过盈利(或躲过的亏损)3 倍的罚款。在 2017 年,美国证监会执法部处理了 756 起执法案件,返还受损投资者 10.7 亿美元。同时,收回非法所得和处以罚款共达 37.89 亿美元。惩治已经

成了美国式的投资者保护制度的象征。

对不轨行为进行惩治的目的之一,是要在股市和金融业树立社会公德。在金融界,获取暴利的另一面一定是大量投资者受损。如果市场规则允许少数人在短期内大量获取暴利,那么市场规则是有问题的。如果通过欺诈、市场操纵或内幕交易获得暴利,那么这样的行为是违法的。金融业财富流动性高,是一个充满侵略性和资源稀缺性的世界,也是一个道德标准容易为趋利欲望扭曲的场所。投资者固有的过度自信和羊群效益是容易为人利用的弱点。有人把金融监管比作赤手空拳捕捉一头浑身涂满油的野猪。根据心理学的研究,同一个人,只要成为银行家,道德水准就会降低。因此,道德风险可能来自金融业的职位而不是金融从业者的人品。在金融行业,同在其他社会领域一样,只有通过惩治清楚地设定道德标准,大部分人才会正确地选择行为准则。

美国证监会需要使用事后惩治对披露进行补充,还有其他的原因。

第一,市场监管者不可能事先预见到市场可能出现的所有事件,美国证监会自身的预算和资源有限,不愿意资本市场受监管的国会议员也利用削减美国证监会预算作为减少监管的武器。美国证监会在美国因此基本上是一个反应往往慢一拍的反应型监管机构,在出现对公众和投资者会有重大影响的金融界变革时,开始时往往不知道怎么监管。所以需要依靠事后的惩治来纠正方向。

第二,罗斯福在建立美国证券法时的一个基本原则,是坚持将投行与商业银行彻底分家。这体现在1933年的《格拉斯-斯蒂格尔法案》中。美国证监会的法律权利是基于这个原则。克林顿政府在1999年废除了《格拉斯-斯蒂格尔法案》,但是没有相应地综合和调整金融监管部门的法律权限。美国证监会对股市的监管同其他金融监管之间相对隔离。因此,金融机构有可能在满足美国证监会披露要求的条件下,仍然推出会损害投资者的产品。同我国股市在2015年所经历的配资事件相似,美国证券监管会因为法律界限不清而受到阻碍。此外,系统性风险和安全从来不是证监会的核心法律责任。这些法律责任不清有可能造成损害投资者的事件。但是,在事后脉络理清,谋划这些事件的人仍然有可能成为惩治的对象。

第三,需要事后惩治威慑的另一个原因是因为监管体系缺乏穿透性。乔治敦大学法学教授唐纳德·朗吉佛特指出,美国证监会对金融业缺乏深度的监察能力。用今天中国国内的说法,就是缺乏“穿透式监管”的能力。“穿透式监管”是要保护好投资者,首先把市场看穿,看到每一个交易者的行为,监管者能够穿透交易所的和券商

的层面,直接看到背后的客户。美国的证券监管体系(以及模仿美国建立的全球大部分监管体系)都做不到这一点。这是历史留下的桎梏。

美国在颁布证券法监管证券市场时,证券市场并不是一个全国性的市场,监管证券交易的是各州的“蓝天法”。美国《证券法》和美国《证券交易法》第一次将美国全国的证券交易统一在共同的法律下。但是,这些法律对证券市场的管辖权的基本单元是交易所,而不是从事交易的个人。证监会监管到交易所和券商会员,但对个人客户没有直接知情权和监管权。美国的交易所当时是私人俱乐部性质的会员制机构,交易所属于会员所有。交易所根据证券法律和证监会规则而制定交易所规则,机构或个人要成为交易所会员,就必须承诺遵守交易所的规则,接受自律性的监管。交易所只能监管到会员。不过,任何个人客户要进入市场交易,必须同交易所会员签约,同意接受券商的监管。在这个法律框架下,证监会与交易所是法律监管关系,券商同交易所以及客户与券商是契约型的合约关系。除了在监管立案调查,交易所不能索取和保留个体交易者的信息;证监会也无法直接掌握客户信息。基于这个框架的美国证券法没有赋予国家监管机构穿透国家市场进行全国统一监管的能力。

美国这个体系建立在两个前提下:第一,交易所的拥有权是私有的,私营会员没有代为证监会执法的权力,它们对客户在其他交易所的交易行为也没有知晓权。第二,纽约股票交易所当时是唯一的股票交易所。在建立全国证券体系时,不是国家设定一幅全国证券市场的蓝图,让纽约证券交易所按照这副蓝图重新结构资本市场,而是美国《证券法》和美国《证券交易法》顺应纽约证券交易所的既有实践,相应地制定法律条款。

随着资本市场的发展,美国证监会其实有过改造股市结构和监管模式的设想。特别是在 20 世纪 70 年代,证监会致力于推进全国证券市场体系,但受制于各种既得利益,在控制和落实这个过程中不够坚决彻底。之后,股市中各种事件不断,证监会没有力量专注于这项任务。一直到 2000 年,电子交易和网络的普及打破了旧有的交易所各占山头的布局,同时,证券交易所又全都挂牌上市,成为公众持有股权的公司,打破了交易所的私人俱乐部的会员制。市场结构已经发生深刻变化,但监管体系没有及时更新。

2005 年美国证监会推出美国全国性市场体系(National Market System, NMS)的规则。按照新的法律,所有证券交易所必须联网,交易所和经纪商必须将客户订单送到执行价格对客户最有利的交易所成交,以保证投资者在“碎片化”的市场中得到最优

价格。2016年又决定建立综合各个交易所交易数据的综合数据跟踪库(Consolidated Audit Trail, CAT)。但是,监管体系的法律框架并没有跟上。交易所的所有权其实已经从私人俱乐部的会员手里转到了上市公司的公众持股人手里。尽管自律的结构和原则仍然存在,但是市场的监管权其实已经不再是交易所对某个会员或某个会员对某些客户根据私人俱乐部的规则进行监管,而是交易所和会员机构代为证监会执行证券法律以及根据这些法律制定的交易所规则。在这种格局里,美国证券法其实已经直接同在交易所交易的客户发生联系,但是法律条文并没有根据市场现实更新,监管者仍然不具有对每个交易者的直接法律管辖权。

在实践中,由于这种脱节,再加上交易所既是上市公司又是交易股票的场所,有了潜在的利益冲突,因此,目前美国所有证券交易所的市场监察功能都被剥离出来,交给美国金融业监管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)执行,而交易所负责同证券业协会协调工作的监管部门同业务部门之间也设有防火墙。监管直接对证监会和法律法规负责,而不对交易所的业务高管负责。虽然体制如此,美国法律仍不允许监管者穿透到交易者个人层面获取信息,这就增加了对欺诈行为无法及时察觉的可能。在这种情况下,保持惩治的威慑就尤其重要。

第四,即使有了信息披露制度,也并不等于投资者就完全能够得到保护。信息披露对公司来说成本相当高,特别是对中小企业而言。对信息披露的要求如果涉及过多商业运作细节,也会影响公司上市集资的积极性。披露主要是告诉投资者过去的业绩,特别是公司近期财务周期中的财务结果,但不能预测未来的表现。在证券市场的监管中,必须给予公司管理层足够的信任和自主性。此外,美国今天的投资者结构与30年前已经很不相同,上市公司的70%~80%的股份为机构持有(1978年年底为36.3%),光是共有基金就管理了15万亿美元的投资者的资金。因此,披露的标准需要设定在一个适当的标准上:要求太宽对保护投资者不利;要求太严对实现股市集资功能不利。同时,如果是面对高净值资产的投资者集资,假设他们更有能力和资源获得金融知识和专业人员的帮助,披露的标准也有所不同。

披露制度对投资者提供的不是一个保险制度,而是一个公平和有效的资本市场运作的氛围,它可以减少但不可能完全取消欺诈。在这种情况下,一旦有不轨行为发生,就有了惩治和诉讼的必要。证监会鼓励在欺诈超出证监会惩治范围时,投资者到法庭进行诉讼,其认为这是对证监会监管的一个必要补充。在过去15年中,美国的集体诉讼(class action)所获得的赔偿金额总数为700亿美元,大部分是涉及证监会监

管条例 10b-5 规则的有关的欺诈市场的案件。不过,与中国国内的中证中小投资者保护中心有限责任公司委派公益律师作为代理人,支持证券诉讼的情况不同,在美国,帮助投资者在法庭维权的是诉讼律师,在这 700 亿美元的赔偿金中,有 170 亿美元是律师费。对受害人来说,集体诉讼基本上是一个欺诈保险体系。

在安然公司丑闻之后,根据 2002 年的美国《萨班斯法案》,美国建立了公众公司会计监督委员会(Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)。这是美国证券监管中加强投资者保护的重要举措。2001 年离职的阿瑟·利维特是美国证监会任期最长的主席,他为这一立法做了大量的铺垫工作。他有一句话值得所有从事证券监管的人铭记:“投资者保护高于一切利益。”