

法院如何介入证券监管？

陈志武 文*

本文发于 5 月 20 日《财经》

上期我们谈到，证券市场大致有三种监管模式：“纯法院”模式、“纯行政监管”和“法院与行政相配合”模式。其中，中国十几年的经历更像“纯行政监管”，而英美在二十世纪中期之前为“纯法院”、之后转型为法院与行政配合的模式。从世界多国的经验看，这种混合模式是大势所趋。我们的经历也表明，“纯行政监管”只会导致政府对证券市场的过度管制、创造更多的“寻租”机会和产生严重的激励扭曲（见上期张维迎教授文章）。因此，为了建立真正的证券市场（而不是“计划资本市场”），我们必须让法院发挥应有的作用。

那么，法院如何介入证券监管呢？当然，法院不能象证监会那样主动设立行业规章或直接立案调查，而是通过对证券诉讼案的判决来间接树立市场和行业规则，通过对行政部门设立的规章作司法审查来平衡后者的权力。按目前的规定，检察院可对违法者提起刑事诉讼，个人和法人可对侵权者启动民事诉讼。因此，法院介入的主动权还掌握在检察院、法人和股民手中。正因为这样，证券诉讼程序就变得至关重要（包括集团诉讼、诉讼费、律师胜诉费、举证责任，等）。一个国家可以有严格和完美的书面法律，但就象近几个月看到的，如果没有相应的诉讼程序为股民提供方便或者法院干脆“暂不受理”，那么再好的法律也只能在橱窗里展示。

尽管法院对市场的监管为间接，但其实效可能比直接行政监管更强（至少美国和英国的经验证明这一点。见上期和以后的文章）。第一，只要股东和律师通过民事索赔能得到一定的补救，众多股民和律师就有激励去调查是否有欺诈、内幕交易和市场操纵的存在。这就可调动成千上万的股东和市场参与者、启动民间资源去跟踪上市公司及其管理层的行为，寻找诉讼理由和证据。这种跟踪与寻找自然形成对上市公司管理层的规范和约束。相比之下，证监会的人手和物力总不如广大股东和律师，监察的范围也不如后者。另外，行政人员的激励机制与作为受害方的股东绝然不同，后者有充分的动力去追究证券侵权责任，但前者不一定有。一个典型的事实是，证监会早就有权调查并处罚各类市场违规，但真正受到处罚的欺诈、市场操纵和内幕交易者还只是少数几个。为什么呢？这一方面是因人手不够，证监会力不从心。另一方面，行政部门也不一定真的想抓到底，万一这样做把上证指数压到 1000 点怎么办？相反地，众多受害股东想行使《证券法》给予的权利对使害者起诉，可是法院又先是暂不受理，到今年初暂可受理虚假陈述案时又加以经证监会认定的前置条件。——因此，一旦法院可全面受理证券诉讼，股民的广泛参与将使法院真正行使对证券市场的间接监管。这种间接监管形同一只“看不见的手”，发

*陈志武是美国耶鲁大学管理学院金融经济学终身教授。作者感谢刘向民、石宏、石明磊、熊鹏、杨林和周年洋给此文帮助。

挥股民和律师的监督积极性。跟由此调动的民间监督资源比，行政部门的人手资源就显得有限（而且因“寻租”带来的社会成本高）。

法院的第二个重要功能是通过判例给市场设立新规则。时下讨论的热门话题之一是何时和如何修改《公司法》与《证券法》。但可以预见，不管这两部法律最后是如何修改的，时过不久又会发现许多漏洞和不妥。在不可能每天都修改成文法律的情况下，众多条款的解释权不得不留给证监会和法院。对这些条款作出新解释实际上就等于给证券市场设立新规则。那么，这种解释权及市场规则制定权应该如何 在证监会和法院间分配呢？在现实运作中，答案取决于具体证监会官员和法院间的互动。效率高、执法严的证监会可能时常在法院之前主动设立并执行有效的规则。而如果证监会效率低且执法不严，法院可取而代之、通过判例来重新设立市场规则。此外，法院也应对证监会 有司法审查权。正是这种证监会与法院间的互动和相互制约，使美国股市这七十年得以兴旺发达。

为了说明这种互动的奥妙，下面我们介绍美国一个最新的案例：纽约州法官发给美林公司的禁令。这里，我们之所以重点介绍由纽约州检察长（Attorney General）启动的证券欺诈刑事案，而不是一起由股民启动的民事诉讼案，是因为美林案还在进行中，况且其意义深远。我们的目的是说明法院可如何起到“监管”作用。

法官给美林公司的禁令

今年4月8日，纽约州最高法院发给美国最大证券商——美林公司的禁令使华尔街内外发生振荡。该项禁令要求从4月19日起，美林公司发布的任何证券分析师（security analyst）股评报告都必须清楚申明：

（1）美林公司是否与所推荐的上市公司在过去三年中有过投资银行业务、现在是否还有、将来是否打算有这种业务；

（2）所使用的股票评级系统中各类评级的百分比分布。

该禁令的意味深远。不管对美林的证券欺诈指控最后是否成立，有一点是肯定的：法官的禁令从此改变了证券业务和股评分析师的运作规则，打破了华尔街二百多年投资银行与股评推荐业务混在一起的传统，也从此对“证券欺诈”罪加以新的解释。有意思的是，这次法院的介入跟美国证监会毫无关系，而是由司法系统独立进行的一场改革。事情的经过大致如下。

在1998、1999和2000年中，互联网公司上市、互联网股炒风盛行。一方面，华尔街的职业股评家争相推荐，使不少收入甚微的互联网股一夜间连涨数倍。哪怕今天一支概念股的价格只有15元，只要有一位著名股评分析师说它一年后会涨到200元，不到几天就真的超过200元！一时间沸沸扬扬。另一方面，任何公司都争着上市、充分利用这生平一次的“圈钱”机会。众多公司上市当然给华尔街的投资银行带来许多业务。于是，各券商相互争夺上市业务。为了赢得这些项目，同一券商的投资银行部与证券分析股评部配合，向潜在的客户保证：如果对方把上市业务给该券商，那么后者肯定会指派一著名股评分析师来推荐其股票。在华尔街内，投资银行与股评分析师配合运作早已不是秘密：为了赢得并保留住这些投资银行客户，券商（卖方）股评分析师怎会客观地推荐客户上市公司的股票呢？但，在

华尔街之外的老百姓并不知道这背后的利益冲突，会听信这些有营业资格的职业股评分析师的推荐。可是，这种职业股评推荐是否构成“证券欺诈”呢？

职业股票推荐背后隐藏着严重利益冲突的事实早已是公开的秘密，但美国证监会并没采取足够的措施。因此，追查并纠正这种行为的责任就只好落在司法的肩上。在美国，除联邦司法系统外，各州有自己的法院和相应的《公司法》以及证券类法律。因此，在联邦证监会无行动的状况下，各州的执法机构和法院也可独立采取行动，并非唯证监会不可。也就是，美国证监会和各州司法机构间也存在某种竞争及制约机制。

去年6月，办公室设在华尔街附近的纽约州检察长（Attorney General）开始对美林的股评分析师立案调查：他们的股评推荐是否构成纽约州1921年通过的《马丁法案》（Martin Act）中界定的“欺诈”行为？——到今年4月初，经过对美林公司和其它券商发传票、抽调多达三万多份材料，斯皮查（Eliot Spitzer）检察长得到充分的证据，证明这些分析师的行为构成证券欺诈。部分事实如下。

美林公司的股评系统

象其它券商一样，美林公司向外公布的股票评级系统从1到5分五级：

“1”等于“强买”（buy）。一般预计会涨20%以上的股票得此评级。

“2”等于“增持”（accumulate）。预涨幅在10%到20%之间。

“3”等于“中立”（neutral）。预涨幅在-10%到+10%间。

“4”等于“减持”（reduce）。预跌幅在10%至20%间。

“5”等于“强卖”（sell）。预跌幅超过20%。

此外，根据将来持股时间的长短，股评分析师针对每支股票的近期（一年）和长期（超过一年）持股段分别评级。比如，美林分析师可把IBM股票评为“2-1”，表示“近期增持”，但“长期”投资者应“强买”。如果是“1-3”，那么短期投资者可“强买”，但长期投资者可回避（“中立”）。据美林内部的规章，“分析师的股评建议必须客观和独立。如果任何分析师的推荐不完全客观或受到本公司任何其它业务的影响，那么这将严重损害本公司的信誉并可能带来法律责任。”尽管公司正式的书面政策如此，实际运作可是另一回事。

检察长的调查发现，虽然理论上五个股票等级，但美林的互联网股评组从来没推荐过“4”（减持）和“5”（强卖）。比如，在2000年上半年该组跟踪的24支股票中，没有一支得到过比“2”更差的评级。因此，美林实际使用的是一个“三等级”、而不是向股民声称的“五等级”股评系统，但股民们不知道这一点。一旦分析师觉得任何股票应被降到“4”或“5”，他们则不去真这样作，而是静悄悄地取消对该股票的跟踪、不再对其发布股评。既使这样，美林公司也不对此作任何公开的声明或解释。因而构成误导。

私下里，分析师们会告诉美林的大客户他们使用的股票评级从来不会低于“3”，但他们从不向公众如此陈述。而且，这些分析师时常在公开推荐一些股票的同时，私下表达的真实意见却是另一回事。比如，根据斯皮查检察长收集的证据，“互联网资本投资公司”（Internet Capital Group, 简称ICG）是美林的投资银行客户。1999年8月30日美林的明星分析师——布拉杰（Henry

Blodget) 开始跟踪 ICG, 并立即把其推荐为“2-1”(近期投资者“增持”, 长期投资者“强买”)。在布拉杰推荐 ICG 之前, 其价格为 53.5 美元, 到 1999 年 12 月 22 日涨到 212 美元。但, 2000 年 10 月 5 日跌到 12.38 元时, 布拉杰还是公开推荐 ICG 为“2-1”。同一天, 他给另一位分析师的电子邮件中却说, “很遗憾的是, 对于 ICG 我没啥好消息可补充的。这支股票简直是一场灾难……更糟糕的是, 我还看不到 ICG 跌的底线。”尽管布拉杰的真实意见如此, 但他并没向公众这么申明。美林甚至一直到 2000 年 9 月 12 日还把 ICG 放在“最好的十支技术股”(Top Ten Tech List) 名单上。今天, ICG 的股价不到 1 美元。

隐藏在背后的利益冲突

为什么卖方证券分析师不敢说真话呢? 原因是这些上市公司通常又是美林公司的投资银行客户。关于华尔街公司内不同部门间的利益冲突问题, 自股市一开始就存在。正因如此, 以往同一券商公司的投资银行部与证券分析师间由一堵所谓的“中国墙”隔离开, 这种内部墙禁止不同部门间共享彼此掌握的重大、非公开信息, 也禁止彼此间串通一起蒙骗股民大众。如果真的如此, 投资银行家就不会为了使其客户上市公司满意而去影响股评分析师的投资建议。

但, 实际情况却并非如此。美林分析师的意见和股评报告不仅受到其投资银行部的影响和批阅, 而且也通常在向大众公布前先得到被推荐的上市公司的批阅, 目的是为了获得或留住这些投资银行客户。分析师们之所以愿意这么配合和放弃自己的独立性, 是因为他们的收入与奖金跟其是否给美林带来足够的投资银行业务挂在一起。比如, 有一次美林的分析师和投资银行经理在电子邮件中交谈如何两方配合, 把一家上市公司的投资银行业务从竞争对手方夺过来。投资银行经理建议: “就象我们夺过 Go2Net 这家上市公司的业务一样, 我们应该更紧密地把股评分析与投资银行挂钩……你想想, 如果一家上市公司对高盛提供的股评推荐不高兴, 他们肯定要找其它券商接过其投资银行业务(抛弃高盛)。如果你能够更强地推荐该上市公司, 那么我们只需跟他们握握手就可把其投资银行业务夺过来。”

在一份内部材料中, 明星分析师——布拉杰自称他的日常工作“85%是帮投资银行部, 15%是作股票研究分析。”由此可见, 美林公司实际上把股评推荐当成其投资银行部的销售工具。

实例：争夺 GOTO 公司的业务

为看清证券分析师是如何与投资银行部配合, 我们不妨了解一个实例。这些细节对中国执法机构作类似立案调查也可有许多启示。

GoTo.com (现在改名为“Overture Services”, 以下简称 GoTo) 于 1999 年 6 月上市(参见图一)。之前, 美林作过努力、想争取 GoTo 的上市业务, 但没有成功。之后, 在 2000 年 GoTo 打算为其欧洲分公司私募资金, 美林公司再一次发动攻势、力争其投资银行业务。争夺战中, 美林投资银行部经理之一——马祖科(Thomas Mazzucco) 向 GoTo 的财务长保证: 如果美林得到此业务, 其明星分析师

—— 布拉杰会立即跟踪并推荐 GoTo 的股票。经过这些保证与销售活动，2000 年 9 月初美林终于得到该业务。但，美林的酬金则取决于最后私募资金的总额。

图一：GoTo公司历年股价情况



投资银行部得到项目后，在股评分析部的肯贝尔 (Kirsten Campbell) 分析师立即开始对 GoTo 公司进行投资研究，准备起草一份股评分析报告。到 2000 年 9 月中旬，肯贝尔已写好初稿、包括对 GoTo 未来数年的收入预测和投资价值评估。随即，她把初稿和可能的股评推荐级别以电子邮件寄到 GoTo 的财务长，征求意见。

得到 GoTo 管理层的回复意见后，肯贝尔于 11 月和 12 月多次对初稿和财务预估按照 GoTo 的意见进行修正，以期后者满意。在 12 月稿中，肯贝尔把对未来几年 GoTo 的收入预估做了下调，使其在 2003 年上半年才出现盈利。看到该稿后，GoTo 的一位经理向其财务长抱怨说：“如果美林对我们将来的财务预估如此，他们何必要推荐我们公司的股票？这很荒唐！我们永远也不会让美林得到上市业务！”听到这些，GoTo 财务长随即打电话到肯贝尔。压力之下，肯贝尔只好重改财务预测，使最后发给公众的股评报告中声称：GoTo 在 2002 年时会转为赢利（而不再是起初的 2003 年）。

在股评报告的准备过程中，另一个争议焦点是给 GoTo 股票何种评级。经过两个月的研究分析，2000 年 11 月时肯贝尔建议给其以“3-2”评级（近期投资者“中立”，长期投资者“增持”）。但，当她告诉美林投资银行部经理这一建议时，遭到否决。于是，肯贝尔向布拉杰抱怨道：“所有关于我们是独立于投资银行部的宣传都是天大的谎言！……如果不是因为投资银行部，只能给 GoTo 以“3-2”的评级。”布拉杰也承认，投资银行部对“3”的评级有否决权。

投资银行部要求给“3-1”的评级。出于压力，肯贝尔只好让步。11 月中期，肯贝尔把这种评级通知 GoTo 财务长，征求其意见。后者答复说，既然美林把

GoTo 的名叫“LookSmart”的竞争对手公司股票也同时降级，那么 GoTo 可以接受“3-1”评级。

但，这个方案使跟踪 LookSmart 股票的美林分析师——巴尔道夫（Justin Baldauf）不愉快，他觉得当时无理由、无任何新信息把 LookSmart 降级。连 GoTo 公司的人也说，推荐 GoTo 的同时又把其竞争对手 LookSmart 降级，可能太明显；建议先推荐 GoTo，之后再降 LookSmart。听到这些意见之后，负责互联网股票组的布拉杰跟肯贝尔、巴尔道夫和其他人解释道：“让我们把 LookSmart 随后两季度的利润预期减少一点，这样我们就有理由将其降到‘3-1’。另外，我们也可给 GoTo 以‘3-1’的评级”。

就这样，去年 1 月 10 日，布拉杰在肯贝尔起草的、经过 GoTo 管理层和美林投资银行部多次修改并最后同意的股评报告上签字，以他的名义把 GoTo 股票以“3-1”评级推荐给大众，从而实现美林对 GoTo 公司的承诺。

去年 4 月 25 日布拉杰把 GoTo 股票升级到“2-1”，使股价上涨 20%。这些推荐使 GoTo 管理层更满意。

5 月初，投资银行经理——马祖科向 GoTo 财务长建议：GoTo 应该增发股票。他们商定于 5 月 31 日双方举行会谈，正式讨论该事项。可是到 5 月 25 日，GoTo 总裁和财务长告诉马祖科：GoTo 已决定增发股票，但由“瑞士银行第一波士顿”（C.S. First Boston）为主承销商。这可是当头一棒！按照美林的公司政策，美林只作证券主承销商，否则不加入。得到这一消息后，马祖科立即发给 GoTo 董事会成员电子邮件，除表达他的震惊和不快之外，建议是否可让美林作为联合主承销商。

几乎同时，布拉杰和他手下的美林分析师们开始准备把 GoTo 股票降级，作为报复。在讨论过后，他们达成共识：如有必要，以“股价太高”为由降下 GoTo 的评级。这种应对措施准备就绪，存在电脑中随时待用。

可是，以“股价太高”为由似乎很勉强，因为 5 月 22 和 23 日在布拉杰以“2-1”评级强力推荐 GoTo 时其股价为 23 美元，过了两天股价稍跌到 22.75 元时，布拉杰反倒想以“股价太高”将其降级。这难以成立，只能证明他们的股评推荐受美林投资银行业务所驱动！

5 月 29 日上午马祖科通知美林雇员：美林正在争取 GoTo 的股票增发业务。但到晚上，他得知 GoTo 没有选上美林，从而这笔业务的希望全无。

6 月 6 日上午，布拉杰得知该消息后，同时也发现一年前 GoTo 答应由美林帮其欧洲分公司私募资金的事情也一直没成。因此，GoTo 实际没给美林带来任何业务。不到一小时，布拉杰向媒体和众多传播渠道发布新的股评意见，将 GoTo 从“2-1”降级到“3-1”，对其执行惩罚。

为何纽约检州察长立案调查？

纽约州检察长的调查还揭露出七起其他类似案例，它们的共同点如下：第一，美林的分析师通常是一边向公众大力推荐股票，一边又私下在公司电子邮件中骂这些股票是“垃圾”，蒙骗大众股民。第二，作推荐时，他们从来不披露美林是否跟

所推荐的公司在过去、现在或打算将来有投资银行业务，隐藏背后的利益冲突。第三，说是所用的股评系统有五级，但实际上只用到头三级，这也蒙骗股民。

那么，既然以上三点是华尔街多年的公开秘密，为什么美国联邦证监会不出面制止、推出新的禁止性规章？证监会拥有所需要的行业规章制度制定权，为什么它早不使用这种权力？——说到底，这又回到行政机构的激励问题。在没有媒体、国会或者法院的充分压力下，美国的行政部门和中国的一样：无激励去事事主动。像在中国的股市上人人都知道证券欺诈和股评市场操纵盛行，证监会有权作行政处罚、公安部门有权作刑事调查，可就是看不到多少公司或个人被处罚。

既然联邦行政部门不行动，那为什么美国司法部不立案调查？为什么也没有股民和法人作民事诉讼呢？在联邦层面上，如果是追究刑事责任，要由联邦检察官立案调查；如果要对华尔街分析师追究民事责任，则只能由美国证监会立案调查，或者由受害股民和法人立案起诉。但，不管是利用联邦证券法律来进行刑事、还是民事诉讼，都必须在法庭上举出充分证据：证明辩方是“有意”欺诈行害。这一举证要求非常严，证明辩方是“有意行害”通常并非易事。也就是说，证明“故意作虚假陈述”可能不难，但证明“有意通过虚假陈述来行害”较难。

除联邦证券法律外，美国各州又有自己的公司和证券类法律以及州法院系统，州与州间的差别较大。因此，除联邦层面外，30个州系统可分别对华尔街公司采取行动。纽约州是华尔街的所在地，它有自然的条件。但，更重要的是纽约州于1921年通过了一项非常强硬的反证券欺诈法律——《马丁法案》。除了授予纽约州检察长充分的立案调查权外，《马丁法案》在举证责任上比相应联邦法律要松：只要证明是虚假陈述并导致大众受害，不需证明是“有意行害”，即可以欺诈定罪。因此，纽约州法院走在美国证监会和其它州之前，先给证券市场制定新规则。

纽约州法官的禁令和检察长调查到的证据（特别是美林以及其它证券公司的内部电子邮件记录）充分证明了欺诈的事实，这实际上为接下来的众多股东赔偿诉讼开了大门。

美林案的启示

证券市场的建设非常艰难，需要一个多元的政府体系、民间中介机构和独立的媒体等多方面配合。我们可能觉得，只有像证监会这样的行政部门才可作“监管”，而法院即使运作起来也只能起“监督”作用。因此，我们通常不会觉得法院有“管”的功能。其实不一定非得如此。在美林案中，受到法官禁止的股评分析师行为，本来是证监会可通过行政规章禁止的，而且它有这种直接介入的权力。但，行政部门不一定有激励去主动。既然证监会多年不行动，纽约州检察长则主动出击，向法院投诉，由法官的禁令来达到给证券市场树立规则的效果。法官的禁令不仅对美林，而且对整个证券行业有同样的约束力。按照美国的判例法原则，一旦有这样的判例，今后类似案件都得同样审定。这种禁令和判例等同于造法，起到无形的“监管”。从这种意义上讲，“监管”应该不只等于“行政监管”。

有朋友会说，法院的间接监管必须等到受害股东或检察官起诉时才启动，过程那么漫长。而行政监管是那么主动和直接，那不是更快、更立竿见影吗？——

这两者的差别可能象中药和西药在治病思路上的差别：西药针直接进入血管，的确立竿见影，但有可能不治本、副作用也多。而中药是慢，但也许更可治本、副作用也少。法院作为一种公开、公平的补救与惩罚途径，其裁定可给股东、律师和检察官提供一种激励，调动民间资源，让他们去监视欺诈行为。他们所代表的人力和物力远比行政部门的多。因此法院调动的“看不见的手”和政府的“看得见的手”可相互配合、相互制约。

美林案还在调查中。在媒体的压力下，美国证监会于4月18日正式加入纽约州检察长的调查。该案也说明联邦与州之间权力分散的好处：一个部门较容易缺乏激励去行动，但若每个权力分支都袖手旁观，概率可能要小得多。