

# 证券监管的目标和路径

宋晓燕<sup>\*</sup>

---

**内容提要：**对证券监管目标的认识应该回到证券市场，只有对证券市场的功能清楚明了，才能客观地把握证券监管的目标。按照经济分析的思路，证券监管的法律架构应该服务于减少交易成本，提高市场效率。但是将提高市场效率作为唯一的监管目标有失偏颇。自然法学并不排除财富最大化和效率，而自然法学中的正义、理性、道德等丰富的思维切入点给证券监管的目标带来了更开阔的视野。证券监管的目标应该包括公平价值引导下的投资者保护和理性限度内的效率。基于不同的分析范式，监管制度的具体设计也表现出不同的选择取向。

**关键词：**证券监管 目标 路径 经济分析法 自然法学

---

任何对证券监管的考察都不能绕开一个基本命题，即证券监管的目标是什么。对目标的不同理解将直接影响证券监管制度的设计。一种目标定位于保护投资者，投资者应受到保护，免受因误导、操纵或欺诈包括内幕交易、非正当挪用客户资产等造成的损失。但反对者认为，“证券监管不是消费者保护法。对它的学术分析应建立在这样一个假设上：证券监管的终极目标是达到有效金融市场，并提高资源分配效率。”〔1〕这种思路的监管目标就是市场效率，其分析范式采用法律经济分析方法，理论前提为有效市场和理性人假设。然而随着现代金融学的发展，该目标定位正受到行为金融理论对其前提的强大挑战。究竟如何认识证券监管的目标？本文以为，首先还是要回到证券市场，只有对证券市场的功能清楚明了，才能客观地把握证券监管的目标。其次，要在正视法律经济分析方法重要价值的基础之上，兼采其他法学分析范式，综合其他法学价值取向，以达到互相批判、互为补充的效果。

---

<sup>\*</sup> 上海财经大学法学院副教授。

本文是2008年度国家社会科学基金青年项目“价值之平衡：国际金融监管中的消费者保护政策研究”（项目编号08CFX057）的阶段性成果之一。

〔1〕 Zohar Goshen, Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 *Duke Law Journal* 713-714 (February, 2006).

## 一、证券市场的功能和机制

### (一) 功能：融资和定价

任何市场，其最基本的功能都是两个，一是交易，二是定价。在证券市场上，按其和资金的关系可以将参与者划分为两大类，一类是资金需求者，一类是资金供给者。因此，证券市场的交易实际上就是资金需求者与供给者之间的资金融通。资金需求者通过发行与出售证券获得资金，而供给者则通过购买证券获得投资收益。从资金需求者（主要是企业）角度看，证券市场是其融资的场所，此谓融资功能。而从资金供给者（即投资者）角度看，证券市场是其获取投资收益的投资场所，此谓投资功能。融资和投资是一个问题的两个方面，因此也经常合并简称为融资功能。证券市场的另一个重要功能是定价。股票、债券等金融资产的价格是它们今后产生的净现金流的折现。由于牵涉到了今后的现金流，不同的交易参与者就容易有不同的看法。只有让这些具有不同看法的参与者在信息能够充分交换的证券市场里进行自由交易，金融资产的价格才能被合理地定出来。私下的一对一的交易或政府的行政拨款行为，都不能给金融资产定出合理的价格。其他的功能如资源有效配置、分散风险等等都由此两个基本功能衍生而来。资源配置是要解决生产什么、怎样生产和为谁生产这三个基本问题。在市场经济条件下，资源的配置要通过价格的变化来完成。按照福利经济学的观点，除了存在一个灵活的价格以外还需要两个条件，即充分竞争和充分信息，市场才可以完成资源的最优配置，即达到帕累托最优。

### (二) 证券市场机制

#### 1. 金融市场的有效性和流动性

现代金融学中的有效市场理论认为，有效市场的特征为准确定价和高度流动性。准确定价对于达到资源的有效配置至关重要，对于公司控制市场、委托—代理问题、一级市场和二级市场的资源分配等问题也都很重要。流动性则有利于减少交易成本，降低相关投资风险。

有效率的市场必须使股票价格及时准确地反映所有影响公司价值的信息。该过程包括三个不同的环节：信息生产、验证信息准确性、基于信息对股票重新定价。信息生产过程包括搜索尚未公开的可能影响股价的信息。验证准确性是指用必要的手段来确定信息来源和信息本身的可信度。定价要求分析信息以确定其价值，然后利用价格对价值的偏离进行交易。

信息生产包括两类不同的信息：具体企业信息和一般市场信息。前者包括如管理质量、商业计划、过去记录、财务状况、研发潜力等。后者则指企业运作的一般环境，如竞争者情况、行业整体状况、本国和全球经济等。验证准确性包括两类信息：明示和默示信息。前者指所有直接的具体企业和一般市场信息，如财务报表、会议和新闻。默示信息包括所有间接传递信息的活动，如价格变动、交易量、交易者身份以及指令量。信息定价包括两个不同的活动：分析信息和交易。交易指信息被传递到市场的行为，可采取两种形式，即直接交易和向他人推荐或建议的间接交易。<sup>〔2〕</sup>

一个流动性的市场必须具有足够的交易量让大部分买方和卖方都能迅速出清。流动性发生变化的原因包括投资组合调整、消费/投资调整、估值水平发生变化。投资组合调整通过改变投资组合的构成以使投资组合符合投资者预先设置的风险和回报水平，这种交易大部分是在投资者之间随机进行的。消费/投资调整通过影响投资部门和消费部门之间资金的双向流动来创造流动性。当投资者之间减少或增加储蓄的决定互不相关时，这种交易是随机的，但是如果投资者受到明显

〔2〕 Ronald Gilson & Reinier R. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev. 549 (1984).

经济趋势的影响，例如在经济萧条中投资者普遍减少储蓄，这时交易就不再是随机的。市场参与者的估值水平发生变化促使低估股票价值的市场参与者与高估股票价值的市场参与者进行交易，从而创造流动性。这种交易部分是随机的，部分是非随机的。<sup>〔3〕</sup>

## 2. 市场参与者

资本市场的参与者有四种类型：知情交易者（内部人）、信息交易者（证券分析师）、流动性交易者和噪音交易者。

内部人凭借与公司决策层的接近或者他们本身就是决策层成员的优势而获得内幕信息，他们也有评估这些信息并利用其定价的知识和能力。除了内幕信息以外，内部人也能提供并利用一般市场信息。但是，内部人专注于自己所管理的公司，妨碍了他们在搜集一般市场信息以及对其加以评估和定价方面获得规模经济和范围经济。<sup>〔4〕</sup>

信息交易者（证券分析师）虽然不能获取内部信息，但是他们愿意并有能力投入一些资源去收集并分析信息，以作为投资决策的基础。与内部人一样，分析师具有搜集一般市场信息和具体企业信息并对其加以评估和定价的知识和能力。不同的是，分析师关注的范围更广，在信息评估和信息定价方面能获得规模经济和范围经济。规模经济表现为关于某产业中一个具体公司的知识能够适用于其他公司，范围经济则表现为与公司管理相关的知识对分析所有的公司都有价值。<sup>〔5〕</sup>

流动性交易者不关注信息，而是根据储蓄和消费计划来分配其资金。流动性交易者的理性投资策略是购买并持有股票投资组合。

最后，噪音交易者的行为缺乏理性，他们运用的投资方法各不相同。噪音交易者通常自认为拥有有价值的信息，像信息交易者一样进行投资。在许多情况下，其他市场参与者很难区分噪音交易者与真正的信息交易者。<sup>〔6〕</sup>

## 3. 定价过程

内部人和信息交易者依据各自掌握的信息来揣测价格对价值的偏离，并进而进行交易以实现信息优势。<sup>〔7〕</sup>如果找到低估的股票，他们就买进，从而会提升价格；相反，如果认为有些股票被高估则卖出，结果会导致价格下跌。所以每当价格变化不能反映当前已公开的信息，则定会引起一个交易。因此，和拥有信息优势的相对人进行交易将会导致损失，而且这种风险无法被分散，因为所有交易都是因为价格变化或者新信息而引起的。

流动性交易者的交易与新信息无关，他们为了流动性而卖出，为储蓄而买进，交易时不考虑内部人和信息交易者的行为。平均来说，他们只能赚得持有期间的市场平均回报率。简言之，相对于知情交易者，流动性交易者能够分散交易风险。尽管流动性交易者能够分散和更多信息交易者交易的风险，他们也经常会承担非流动性的成本。在非流动性市场，交易者如果想卖出大量的证券，要么接受价格的大幅下降，要么只能在很长的时间内交易。另一方面，高流动性意味着大量交易以低费用快速进行。流动性的主要指标是价差。影响价差的有几个因素，包括总交易量以及交易者间信息不对称的水平。交易量直接影响流动性，交易者越多，流动性越强；不对称信息则间接影响流动性。

〔3〕 Frederic S. Mishkin & Stanley G. Eakins, 《金融市场与金融机构》，清华大学出版社 2001 年版，第 157 页以下。

〔4〕 Jonathan R. Macey & Arnoud W. A. Boot, *Monitoring Corporate Performance: The Role of Objectivity, Proximity and Adaptability in Corporate Governance*, 89 Cornell L. Rev. 356, 357 (2004).

〔5〕 John L. Orcutt, *Investor Skepticism v. Investor Confidence: Why the New Research Analyst Reform Will Harm Investors*, 81 Denv. U. L. Rev. 1, 6-10 (2002).

〔6〕 J. Bradford De Long et al., *Noise Trader Risk in Financial Markets*, 98 J. Pol. Econ. 703 (1990).

〔7〕 Eugene F. Fama, *Random Walks in Stock Market Prices*, 21 Fin. Analysts J. 55, 75-80 (1965).

噪音交易者虽然活跃但缺乏理性，他们的行为很难预测。假如他们完全随机行动，那么他们对价格的影响彼此抵消，从整体上看，他们不会输给内部人或者分析师。但是事实上，噪音交易者的表现有时像羊群一样，他们可能同时对某一股票、某一产业或者市场整体看空或者看多。因此在长期内，他们作为一个群体肯定会输给内部人或分析师。同时，由于交易过于频繁，他们将承担流动性成本，如买卖价差。

市场价格是四种群体相互作用的结果。内部人或者分析师按照市场价格交易，缩小了市场价格与他们主观估计的价值之间的偏差；采取买入并持有策略的流动性交易者没有扭曲价格，因为他们的交易大多是随机的；只有噪音交易者的无理性交易策略才扭曲了价格，例如羊群效应会导致价格过度上涨或过度下跌。由此可见，股票价格的准确性取决于内部人或分析师抵消噪音交易者的交易并对新披露的信息加以定价的能力。分析师或者内部人消除噪音交易或新信息所引起的价格偏差的能力越强，市场效率就越高。<sup>〔8〕</sup>

## 二、证券监管目标和路径之经济分析法学框架

经济分析法学是对法学研究产生重大影响的一个法学流派，而证券法正好也是非常适合进行经济分析的一个领域。经济分析方法的前提是：人是理性人并在追求自身利益同时使社会财富最大化。因此，在经济分析方法下的法律目标是建立使社会发挥其功能（矫正市场失灵并最小化交易成本）的相应规则，从而使社会财富最大化（经常被表述为提高效率）。这样，经济分析方法往往抽象掉其他价值目标，只定位为通过减少交易成本和矫正市场失灵来提高市场效率。按照经济分析的思路，证券监管的法律架构应该服务于减少交易成本、提高市场效率，因此对于其实现路径的分析都要紧密结合有效市场理论来进行。

### （一）以效率为目标的制度设计

为实现市场效率，证券监管部门需要通过市场参与者提供有效率定价，提高流动性。如前所述，市场上有四类参与者可供选择。流动性交易者不以信息作为其交易的依据，噪音交易者的交易缺乏理性，因此都不适合承担这样的任务。只有内部人和分析师可能成为完成有效率定价和流动性任务的候选人。对这两者的比较可以揭示：信息交易者在一个高度竞争的环境中运作，而内部人则是准寡头垄断。另外，信息交易者享有收集和分析信息上的规模经济，对信息市场产生正外部性，不会操纵商业决定，并且有助于减少公司治理的代理成本。基于所有这些原因，证券监管的政策取向应是保护信息交易者的利益而不是内部人和其他市场参与者。

证券监管法律主要可分为三类：信息披露义务、禁止欺诈和操纵以及对内幕交易的限制。每一类都用明确的方式给信息交易者的活动提供便利。披露义务减少了信息收集成本；禁止欺诈和操纵既降低了信息交易者验证信息可信度的成本，也提高了他们作出准确预测的能力；限制内幕交易则保护信息交易者免受内幕交易的损害以至被驱逐出市场。因此，证券监管的总体效果是为信息交易者建立起一个竞争性市场。<sup>〔9〕</sup>

#### 1. 禁止内幕交易：选择信息交易者

价格变化究竟是由噪音交易还是由内部交易引起，对此分析师无法确定。当两种交易都存在

〔8〕 但是，完全效率的均衡是不可能实现的，价格总会偏离价值，分析师则总是不停地使它们变得一致。很明显，价格围绕价值的波动代表了某种程度的无效率。正是这种无效率带来了信息投资，信息投资又不断地推动着市场变得更有效率。

〔9〕 张维迎：《信息、信任与法律》，生活、读书、新知三联书店2003年版，第65页。

时，分析师不能透过交易量或者价格变动得出有用信息，也无法断定交易者的身份。因此，如果允许内部人参加交易，他们的表现将总是好于分析师，因为分析师关注价格并以信息作为交易依据，信息不对称使他们没有获胜的机会。假定分析师相信某种证券的价格完全反映了其价值，而内部人在利空消息公开前卖出股票，引起股价下跌，由于不了解内幕信息，分析师会把股价下跌理解为股票价值被低估因而买入股票，股价继续下跌。只有当利空消息公开时，分析师才意识到买入了价格过高的股票。反之亦然。分析师不能分散与内部人交易中存在的风险，在与内部人的竞争中分析师总是处于劣势。因此，如果法律允许内幕人交易，这将持续地损害信息交易者，使他们无法补偿其信息投资。如果内幕交易普遍存在，分析师将最终被驱逐出市场。<sup>[10]</sup>

对内幕交易进行法律限制则会改变这种状况。例如对内幕交易的一项法律限制——“披露或戒绝交易”规则，<sup>[11]</sup> 在此项规则下，内幕人要么披露他们所拥有的内幕信息，并和市场其他参与者一起依此信息而交易，要么戒绝交易直到有其他法律要求他们披露。信息一旦披露，内部人和分析师就展开了充分利用这些信息的竞争。开始时，市场上分析师很少，他们的信息投资能获得超额回报。这一阶段，与允许内部人交易相比，市场不会更有效率和流动性。然而，随着分析师数量渐渐增加，他们之间的竞争会使信息投资的回报率下降到平均水平，由此提高了市场效率和流动性。

禁止内幕交易的法律不可能完全消除内部交易，但可将内幕交易的范围尽可能缩小，从而让竞争性分析师的市场尽可能扩大，这比允许内幕交易的结果好得多。内幕交易的范围与分析师市场的范围是此消彼长的：当内幕交易范围受到限制时，竞争性分析师市场将会扩大；当内幕交易范围扩大时，分析师市场将会缩减甚至消失。

## 2. 信息披露义务：减少搜寻成本

一旦信息交易者被委托以给金融市场提供效率和流动性的重任，他们就必须完成这项任务：搜寻信息，检验其准确性，并分析、定价。每项工作都产生成本，降低这些成本提高了信息交易者计算价格偏离的能力。当成本下降时，市场中的信息交易者也将增加。因此，证券监管应该致力于减少搜集、检验和定价的成本。

强制信息披露义务减少了搜集信息的成本。如果没有这个制度，信息交易者将会付出数倍的努力去发现非公开信息。这些努力的成本极高，因为信息交易者和外部人一样，都缺乏对企业管理的了解。披露义务则把这些成本转移给每个企业。对企业来说，获得企业特定信息的成本非常小，实际上只是企业管理的副产品。证券监管中还规定了信息披露的特别格式，这进一步减少了分析信息、比较不同企业数据的成本。

另外，披露义务减少了衡量“价格—价值”偏离度的风险。首先，披露的信息越多，和内幕交易以及估计企业基本价值相关的风险越低。尽管信息交易者可以通过自己在搜寻上的投资来发掘一些未披露的信息，但有些未披露信息即使花费高昂的成本也无法获得。公司可能为了提高价值或者遮掩管理不当而避免披露，因而信息交易者必须积极地搜寻未披露信息，如果不能获得，他们将不得不估计其价值。这些估计是不精确的，增加了信息交易者不能准确衡量“价格—价

[10] Michael J. Fishman & Kathleen M. Hagerty, *Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices*, 23 RAND J. Econ. 106, 110—111 (1992).

[11] “披露或者戒绝交易” (abstain or disclose theory) 是禁止内幕交易的重要归责原则。该原则在 1961 年为美国 SEC 在 *Cady Roberts & Co.* 一案中采用，在 *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* 一案中得到美国第二巡回法院的支持。该理论强调双方“信息取得之平等性”，即投资者的平等知情权，主张知悉内幕信息之人只有两个选择，一是披露该项信息，二是不得利用该项信息从事公司股票的买卖。

值”偏离度的风险。第二，通过增加信息交易者的数量和活动水平，披露义务降低了噪音交易者和相关噪音风险的影响。<sup>[12]</sup>

最后，披露义务对信息交易者的影响提高了流动性并因此也有利于流动性交易者。首先，更多的公开披露减少了交易者之间信息不对称的可能；第二，更多的公开披露降低了不对称信息的期望价值。随着披露的增加，交易者间的信息优势只能通过对公开信息的深入分析获得，而不再依赖于内幕信息。第三，披露责任弥补了搜寻成本，为信息交易者提供了竞争性市场。随着信息交易者之间竞争的密集，单个信息交易者开发信息优势的能力逐渐削弱。所有这些效果减少了与造市商和拥有信息优势的交易者交易的风险，相应地就会产生较小的买卖价差，由此带来的高流动性会增加流动性交易者的交易。总之，增加的流动性和资本低成本都会给市场效率带来积极的影响。<sup>[13]</sup>

### 3. 对欺诈和操纵的限制：减少检验成本

在信赖信息之前，信息交易者必须去检验它的准确性。检验过程既包括明示信息，也包括默示信息。如果没有对欺诈和操纵的限制，所有信息交易者都会设法去检验同一个信息，这些重复的检验显然是一种浪费。另外，由于信息交易者是外部人，检验过程也是成本高昂的。还有，信息交易者不容易发现隐含信息的扭曲，例如洗售、相对委托。<sup>[14]</sup>这个任务要求一个中央组织的检验和执行体系，例如美国联邦证券交易委员会。对欺诈和操纵的禁止减少了检验成本，因为明示信息不能有虚假陈述，重大事实不能遗漏，默示信息不能被操纵。如果有虚假陈述或虚假交易（洗售、相对委托），就会有刑事和民事惩罚。把检验信息的担子交给信息来源成本更低，避免了众多信息交易者的重复支出。

对欺诈和操纵的限制也降低了与捕捉价格—价值偏离相关的风险。欺诈和操纵可在两个阶段影响分析师：分析形成之时和预测付诸实施之时。在分析产品的准备阶段，分析师可以对虚假陈述采取预防措施。但是，当分析产品已经完成并准备据此交易之时，采取预防措施是很困难的。假设分析师预测到年底某一股票的价格将会下跌20%，再假设到年底该公司的管理层发布了虚假陈述，公布一些积极的“消息”使价格上升，信息交易者就无法实现其投资的价值。为了减少不能实现价格—价值偏差的风险，信息交易者就必须不停地检验所有能够获得的信息。而且，即使信息交易者可以投资进行预防并发现虚假陈述，噪音交易者的活动还是依赖于价格扭曲，最终还是阻止信息交易者实现价格—价值偏差。对欺诈和操纵的禁止使预防成本最小化，也降低了与捕捉价格—价值偏离相关的风险。

[12] 在信息交易者间的竞争还产生了重要的信息协同效应。信息交易者的竞争市场产生了强制披露以外的额外信息，所有投资者都可免费获得。额外信息有两个来源：首先，竞争的信息市场增加了对企业特定信息的需求，相应地就会给管理层提供超越法律强制要求及时、细致披露信息的动机，试图去抓住增加的信息交易者所带来的利益。强制披露是形成竞争性信息交易者市场的前提，并且一旦形成，就会引致企业接受一个更及时、细致和微调的披露制度，而不是强制义务。第二，在竞争市场，强有力的营销和其他的压力将会保证一些可能是保密的分析产品也会向市场披露。披露的分析产品甚至是其一部分也提供了额外信息，并让信息交易者去比较、重新评估自己对公共信息的分析，因而减少了与搜集、分析信息相关的成本。

[13] 前引 [1]，Zohar Goshen 等文，第 715 页。

[14] 所谓洗售（wash sales），又称虚买虚卖、虚售或冲洗买卖，是指以影响证券市场行情、制造证券虚假价格为目的，同一利益主体实际控制两个以上的账户，通过不同的账户对证券进行不转移所有权的买卖。该行为制造市场的虚假繁荣，诱使其他投资者跟进，证券价格因交易量和交易额的增长而拉高，而操纵者则伺机将股票抛售牟利。相对委托（matched order），又称相互委托或合谋，是指行为人意图影响市场行情，与他人同谋，由一方作出交易委托，另一方依据事先知悉的对方委托内容，在同一时间、地点以同等数量、价格委托并达成交易的行为。这些操纵行为大多涉及数十乃至数百个账户，操作隐蔽，因此信息交易者几乎无法发现。

还有，对欺诈和操纵的限制也保持了分析师产品的价值，并保护分析师的声誉。有些分析师依赖并加工信息，但并不交易，而是把金融分析卖给其他投资者。如果他们并不交易，分析师就不能对虚假陈述的来源提起诉讼，即使他们能够证明信赖关系。因为欺诈和虚假陈述扭曲了分析师的预测并稀释了分析的价值，购买金融分析的投资者就会受到虚假陈述的不利影响。认识到分析师的预测可能会受到欺诈和虚假陈述的影响，投资者对分析师的信任就会减少，并会下调他们愿意付给分析师服务的费用。而且，由欺诈和虚假陈述引起的扭曲会破坏分析师的声誉，使他们收回信息投资的成本变得更困难。因而，对欺诈和操纵的限制就保持了分析师产品的价值，并保护了分析师的声誉。<sup>[15]</sup>

如强制披露义务一样，对欺诈和操纵的限制也产生了一个良性循环。通过减少信息交易者的预防成本，对欺诈和操纵的限制提供了进入信息交易者市场的便利，并增加了信息交易者间的竞争。增加的竞争也会相应地增加检验出虚假陈述和欺诈的可能性，并因此减小公司进行欺诈和虚假陈述的动机，动机减少又会进一步减少信息交易者的预防成本。

最后，对欺诈和操纵的限制也增强了流动性，有利于流动性交易者。对欺诈和操纵的限制减少了虚假陈述的发生次数，相应降低了市场造市者信息不对称的风险，这就会导致造市者降低买卖价差。低价差的结果就是高流动性、低资本成本和效率的提高。

## （二）对经济分析范式有效性的考量

上述分析严格按照经济分析法学的思路，对证券市场的功能在现代金融的框架内进行了界定，并提供了一个相应的证券监管目标和内在一致的监管路径。这种分析模式总体来说符合证券市场的特征，逻辑也较为严谨，尽管行为金融学的发展对有效市场理论和理性人假设提出了有力的质疑，使上述分析的理论前提受到了挑战，但这种分析模式现在仍然影响很大。可以借鉴美国法理学教授艾克曼的观点来给以帕累托原理、有效市场理论解释证券监管的目标和路径作出一个中肯的评论，“这种思想路线提供了一个分析结构，使我们能够对由于采用了一个法律规则而不是另一个法律规则而产生的收益的规模和分配进行理智的评价”。同时，他也指出，“只要不把经济学作为唯一的评价原则而误用，而是理智地运用它……就能抓住躲在法律背后的真正的价值问题”。<sup>[16]</sup> 因此，将提高市场效率作为证券监管目标是该方法的合理运用，但如果将之作为唯一的监管目标而和其他目标相对立就走向了片面，失之偏颇。

事实上前述分析还是存在比较大的缺陷的：第一，实证研究表明，即使是发达国家的证券市场也并没有真正达到有效市场的水平，各国市场也都普遍存在非理性投资，这样，信息反映于定价并提高市场效率的整个环节可能根本无法成立；第二，本文第一部分已经指出，证券市场的功能包括投、融资和定价。很显然，经济分析方法的切入点是从定价功能开始，得出提高市场效率的监管目标。然而，定价功能并不能和投、融资功能完全等同。虽然定价是整个交易中的重要环节，但在投、融资过程中还有诸如股份的分配、制度风险等问题是不能用定价来解决的，这些都涉及其他目标。因此，仅提出提高市场效率的目标是片面的。

其实，除去对前述分析框架本身的思考，还应该回到一个本源性的问题上：证券监管的目标是应只追求效率，还是也需包含对公平、正义等其他目标的追求？法律应当追求各种不同价值目标的理念在证券法律领域是否适用？有学者认为，相对于婚姻家庭等情感法律领域，甚至相对关乎人之生死的刑事法律领域而言，公司法对公平和正义目标的追寻在很大程度上完全等同于对效

[15] 前引 [1]，Zohar Goshen 等文，第 716 页。

[16] 转引自张文显：《二十世纪西方法哲学思潮研究》，法律出版社 1996 年版，第 236 页。

率即股东财富最大化的追求,所以在当代公司法理论中,效率是一个主导性的理论范式,尊重情感、伦理等在其他法律领域中可能要被考虑的多维目标,在公司法中则无需顾及。因此法律经济分析方法的效率导向与公司法的财富和效率最大化目标堪称完美的契合。<sup>[17]</sup>那么证券法律呢?从本质上讲,证券市场是一个信心市场。然而,投资公众的信心并不仅是一种单纯的心理因素,它依赖于前述证券市场的运作机制。之所以大多数国家证券立法中都有“公开、公正、公平”的要求,应该说这是证券市场运行规律的反映,也是证券市场运行的基本诉求,投资者的信心即以此为基础。道德理念是支持、维护公众信心的重要基础。设若内幕交易横行、信息披露虚假、欺诈行为泛滥,这些与社会公德和市场交易中的伦理要求格格不入的行为首先冲击的便是公众投资者的信心。<sup>[18]</sup>如果投资者失去信心选择退出市场的抗争方法,则后面以定价为核心的一系列机制将无法达到均衡状态,所谓效率自然无从实现。博登海默说过:“法律是一个带有许多大厅、房间、凹角、拐角的大厦,在同一时间里想用一盏探照灯照亮每一间房间、凹角和拐角是极为困难的……这些学说最为重要的意义乃在于它们组成了整个法理学大厦的极为珍贵的建筑之石,尽管这些理论中的每一种理论只具有部分和有限的真理。”<sup>[19]</sup>因此,在选择研究范式时,除了以效率为核心的经济分析外,其他法律价值也应纳入我们的思维。既然证券监管的目标是一个根本性的问题,就不妨多采用一些根本性的视角,法理学中的其他流派也提供了很多分析方法可用以阐释证券监管,如自然法学派和社会法学派。<sup>[20]</sup>对法律终极价值的多维思考应该会给证券监管的目标带来比提高效率更宽阔的视野,在监管制度的具体设计上也会提供不同的思考路径。

### 三、证券监管目标与制度设计之自然法学理念

西方自然法是西方一切法哲学流派的滥觞。近代以后,不管人们如何对待自然法,自然法的影响仍然极为深刻,因为自然法学追求的是法律背后存在的终极价值,从而具有较为普遍和永恒的意义。从自然法的视角来看,“法”在人们的心灵深处常常是一种道德良知和价值追求。只要人类存在,人的良知和自然法将继续发展并变得更加精密。自然法是维系人类社会数千年的正义观念,能够平衡人的利益冲突和引导人的精神追求。正因为自然法强调法律背后的终极价值,因而具有强烈的批判功能,当人们面对变化的社会需要更新法律观念和完善法律制度时,自然法思想可以成为人们思考现实法学问题的传统尺度和价值标准之一。和前述经济分析法学显著不同,尽管自然法不排除财富最大化和效率的重要目标,但并不视其为终极(或唯一)的社会目标。

[17] 罗培新:《公司法研究的法律经济学含义——以公司表决权规则为中心》,《法学研究》2006年第5期。

[18] 如果仅从经济分析角度来看,甚至有可能得出一些不同的结论。例如关于内幕交易是否应限制的问题,管制论者(regulators)和非管制论者(deregulators)持完全相反的观点,并长期存在着激烈的争论。以曼恩为代表的非管制论认为,内幕交易是证券市场中投资者资质差异、证券市场竞争以及信息的经济价值的反映。曼恩曾在其著作《内幕交易与证券市场》(Insider Trading and Stock Market)中提出了两个命题:(1)内幕交易不损害任何人;(2)内幕交易是对企业家的最好补偿。国内学者曾将非管制论对内幕交易积极价值的经济分析归纳为三个方面:一是降低资讯传播成本,保障信息传播效率;二是补偿企业管理阶层,刺激企业寻求革新;三是促进证券市场流动,提高资金配置效率。参见胡光志:《反内幕交易的经济根源》,《现代法学》2001年第6期。

[19] [美]博登海默:《法理学:法律哲学与法律方法》,邓正来译,中国政法大学出版社1999年版,第198页。

[20] 社会法学派的代表人物庞德认为,法律的作用在于承认、确认、实现和保障利益。他把利益分为个人利益、公共利益和社会利益。在三种利益中社会利益是最重要的利益,公共利益与社会利益有时是重合的,当三种利益存在重叠或冲突时,更应强调的是社会整体利益。参见[美]罗斯科·庞德:《通过法律的社会控制——法律的任务》,沈宗灵、董世忠译,商务印书馆1984年版,第25页以下。

(一) 自然法学的价值目标

对正义的追求贯穿西方自然法学的发展。在西方自然法的历史变迁中，从苏格拉底到斯多葛派，从西塞罗的正义与法律的自然观到中世纪神学自然法思想家将正义说成是上帝的意志，从康德、黑格尔认为正义是人类自由意志的体现到富勒认为法律有内在及外在道德，虽然它们在理论上有所不同，但其共同的东西一脉相承，都强调自然法是社会持续不断的思维和行动的原则，是“人类所共有的权利或正义体系”，都使正义始终与作为其载体的法律紧密相连。

法作为一种最具有权威性的价值体系和规范体系，当然也应将实现正义作为自己最终的理想目标。罗尔斯认为，正义是至高无上的，它是社会制度的首要价值。每个人拥有的权利都具有一种基于正义的不可侵犯性，即使为了全社会利益也不能加以侵犯。在作为公平的正义理论中，权利的概念优先于善（善分为个人的善和社会的善）的概念。罗尔斯所讲的正义主要是指社会正义，也即社会制度的正义，而正义是社会制度的重要美德。正义并不等同于公平，但正义的要义正是公平，要从公平的角度来观察正义，以达到作为一个结构来集合正义的内容。平等的权利是正义的前提，正义是权利的重要原则。德沃金的权利平等说也强调法律和特定价值不可分，论证了个人权利基本上是平等权利，并将平等权利解释为“关怀和尊重的平等权利”。〔21〕

道德是人性在法的精神中的体现，是人类社会的永恒话题。绵延几千年的自然法无不包含了人类最美好的道德关怀。自然法纠正人们对法的错误理解，使单纯的道德原则在社会中得以体现，道德秩序借助于法的运行来实现。在道德对法的渗透下，法得以永恒。因此，随着社会的发展，自然法会变换不同的形态，也会受到来自其他方面的冲击，但自然法永远不可能消失。如 19 世纪末 20 世纪初，分析实证主义法学曾盛行一时，道德价值在法中的地位曾受到挑战。但不久爆发的第二次世界大战便使人们重新认识到自然法的重要性，自然法学家把自由、平等、人格尊严摆到了至高的地位。现代一些著名的自然法学家对自然法的重新崛起发挥了巨大的作用。这些都充分说明，只要人类存在，就不会失去对道德价值的追求。〔22〕

从自然法追求价值的角度出发，人之存在的终极目标是“善”（good）。〔23〕这和法律经济分析所关注的目标形成鲜明对照。后者并不认同个人存在的单一目标，而是努力达到个人或集体选择追求的无论什么目标。经济分析法学和自然法学都假定个人追求“善”，但它们对“善”的界定却大相径庭。自然法哲学中“善”是一个通过推理可知的客观真理，独立于人的个人偏好；而在经济分析中，只有偏好是可知的，满足个人偏好就是“善”。因此，在后者，无偏好就无“善”，而自然法学家则认为个人之偏好和对其而言的“善”并不相同。因此，按照自然法的逻辑，可以说“某人偏好对其并不‘善’的某事”，但按照经济分析法学，这就出现了典型的逻辑错误。

〔21〕 前引〔16〕，张文显书，第 37 页以下。

〔22〕 吕世伦、张学超：《西方自然法的几个基本问题》，《法学研究》2004 年第 1 期。

〔23〕 自然法理论的切入点并不是唯一的。从理论的历史演进来看，逻各斯（Logos）、自然秩序、神的旨意以及人之理性，这些概念都曾被作为自然法理论的基点。约翰·菲尼斯《自然法与自然权利》一书的中译本将 good 译为“善”，但也有学者在相关文章中将其译为“幸福”。比如沈宗灵先生认为，“汉语中的‘善’一般属于道德范畴，但菲尼斯强调，他所讲的 good，或基本 goods、价值、福利等并不是指道德上的 good，因而在本书中译为‘幸福’”。确实，菲尼斯所说的善并不等同于道德，而是先于道德，它与幸福、福祉、自我实现、人类兴旺这些概念更为靠近。参见沈宗灵：《现代西方法理学》，北京大学出版社 1992 年版，第 61 页；〔英〕约翰·菲尼斯：《自然法与自然权利》，董娇娇等译，中国政法大学出版社 2005 年版，第 86 页。

## (二) 选择自然法范式的合理性：证券监管制度中的自然法精神

### 1. 禁止内幕交易：公平正义理念的追求

罗尔斯在他的《正义论》中首先指出了社会一般正义观的基本含义，即所有的社会基本价值（自由和集会、收入和财富、自尊的基础）都要平等地分配，除非对其中一种或所有价值的平等分配合乎每一个人的利益。一个公平的制度设计应体现这一正义观。<sup>〔24〕</sup>

首先，禁止内幕交易制度是源于交易双方的地位不平等，因而强制要求不得滥用该不平等。内幕人占有信息优势是不公平的，其他信息上的不平等可以通过勤勉和努力而克服，但投资者永远也不可能达到内幕人所具有的优势。如果一些人要受到规则的约束，而另一些人却不受其约束，获得非正常的利益，那么这种规则就是不公平的。禁止内幕交易就是让所有投资者都有信心他们在交易中没有受到不公平的对待，没有遭受信息上劣势的损害。

其次，禁止内幕交易制度体现出改变分配不公平之后果的意图。内幕人获益是基于他们的职位而获悉了敏感信息，交易获得利润不是对其表现的报酬，而是其地位所带来的副产品。内幕人获得这些利益不是因为他们的努力，而是因为他们的地位，他们获取的是不正当的财富。相对公平的收入和财富结构在一个社会是较为理想的。因此，任何对资源、财富的不公正分配行为都应加以抑制和禁止。

### 2. 信息披露义务：公开、公平、公正的正义观

信息披露制度是扭转公众投资者的脆弱地位、确保其正当权利公平实现的必要途径，从而使投资者及时、充分地了解相关信息，在最大程度上维护自身的权利。

在自然法中，正义的要求就是实践理性要求的总和，体现为“人们爱好和促进其所在共同体的共同的善”。<sup>〔25〕</sup> 正义包含了三个要素：第一，他人导向性。人们不仅仅寻求自我成就，同时也追求共同体的利益。只有当个体的数目为复数，亦即彼此之间存在互动时，才会产生正义或非正义的问题。第二，义务。简单地说就是欠了别人什么或者别人应该有什么。义务并不是避免不正义的唯一方法，却为人们指出为了避免不正义而不应当做的事。第三，平等。证券市场是由各种参与者组成的，由于其地位不对等，因此出现了个体之利与共同善的经常冲突，此时信息披露义务就作为发行人所必须承担的一项独立、明确的法定义务而存在。同时，证券信息的“公共物品”特征使投资者无法根据契约关系获取信息，因此这项义务便作为外部的力量使证券市场能够合理运行。

正义的范畴可以分为两种。第一种是分配正义，涉及资源的分配，关心“必要的划拨应该给谁，以及划拨条件是什么”。<sup>〔26〕</sup> 第二种是交换正义，涉及个体与个体、个体与共同体、共同体与共同体之间的交往。这种分类法可以追溯到亚里士多德，他在谈到正义问题时，将第一类正义称为分配正义，将第二类命名为矫正正义。<sup>〔27〕</sup> 前者关注整个共同体相关的分配领域，后者矫正个体交往中的不平等。在证券市场上，由于信息的不对称，存在着信息资源分配的显著不公平。作为交易一方，中小投资者提供了证券市场大部分的资金，是证券市场存在的基石，但他们在获取

〔24〕 [美] 约翰·罗尔斯：《正义论》，何怀宏等译，中国社会科学出版社1988版，第7页。

〔25〕 前引〔23〕，约翰·菲尼斯书，第134页。

〔26〕 前引〔22〕，吕世伦等文。

〔27〕 矫正正义在解决伤害、侵权、履行不当等方面确实能发挥很大的作用，美中不足的是没有涵盖足够广阔的范围。因为“矫正”一词非常依赖于对诸如犯罪、侵权、合同等概念的确定，这不可避免地限制了它发挥作用的场合。阿奎那对亚里士多德的定义作了有益的修正，将矫正正义修改为“交换正义”。这个定义极大地扩张了正义发挥作用的范围，因为“交换”几乎是一个与拉丁文中的 commutation（改变）同义的词汇，泛指一切人类交往中涉及的变化，范围要远大于矫正。

和处理信息的能力和条件上处于弱势的地位，而上市公司则拥有影响正常定价的充分信息。如前所述，信息在证券市场中起着重要的作用，因此强制性披露对于中小投资者而言无异于“分配正义”的保护神。上市公司若是有选择地进行信息披露，或者披露之信息不真实、不准确、不完整、不及时，则对应于投资者所支付之对价，显然又违背了交换正义。一个好的信息披露制度正是通过法律的力量使正义的内涵得以充分彰显。

### 3. 反欺诈规则：达到共同善的必经之路

证券欺诈行为使投资者在违背真实意愿的情形下进行交易，这本身就构成了对善的违反。更重要的是，法律所要着重保护的不是个别投资者的利益，而是因为众多投资者利益的存在而形成的一种市场交易的稳定秩序，包括市场的公平、诚信、效率等特质，亦所谓共同善。当行为与基本善以及共同善相符时，它就是合理的。要做到这点，就必须“排斥每一个有意破坏或伤害任何人的任何基本善的选择”，并且“履行一个人的各式各样的责任去尊重和促进一个人的家庭、公司和/或职业、政治共同体、道德上可接受的友谊、伙伴、信任、非官方协会、合作事业的共同善”。<sup>[28]</sup>反欺诈规则中最著名的是美国证券交易委员会规则 10b-5，<sup>[29]</sup>该条对“每一个有意破坏或伤害任何人的任何基本善的选择”在界定上十分笼统，在解释上十分宽泛，被法院广泛地用于各类案件，包括内幕交易、具有欺诈性质的公司错误管理、操纵行为以及向美国联邦证券交易委员会报送错误文件等。在解释具体哪一类错误陈述及隐瞒应当根据 10b-5 规则等反欺诈规定进行起诉时，美国联邦证券交易委员会和法院都拒绝对欺诈的概念作出更详细的定义，其用意很明显，就是要用这种笼统、宽泛的方式对投资者提供尽可能的救济。

尊重共同体的共同善要求人们像对待自己一样对待别人，而这一切的前提是尊重自己。所以，尊重共同善首先要求尊重自己，尊重自己的真实兴趣和基本权利，从而延伸到共同体的其他成员。<sup>[30]</sup>证券市场参与者众多，市场均衡虽需要每个参与者真实意愿的体现，但若无反欺诈规则，市场又将充斥着个体膨胀的私欲，对他人基本权利的尊重势必置之罔顾。反欺诈规则的缜密设计正是达到共同善必经之路径，是保护整个市场公平、诚信等特质的制度安排。

### （三）自然法视角下的证券监管目标

自然法提出“人从其属性来说是社会动物”，许多美德是“社会美德”的观点。人之行为如果“服务于公共福祉”，并且“不仅对社会有益，也对社会的一部分，或者甚至对个人有益”，这就是美德。自然法传统中的美德在证券市场也一样有着至高的地位。美国罗斯福总统和美国国会就曾经强调一个有序证券场所应该具有的特质：适度、诚实、信任、公平。自然法传统谴责任何形式的谎言和欺骗，因为沟通的扭曲会损害社会的结构。因此证券市场中的虚假陈述、内幕交易以及欺诈违反了自然法的根本价值目标。在自然法的价值取向指引下，证券监管目标可定位于投资者保护和理性限度内的效率。

1. 投资者保护。如前所述，正义并不等同于公平，但正义的要义是公平，要从公平的角度来观察正义，以达到作为一个结构来集合正义的内容。公平、诚信要求人们在进行民商事活动时应有良好的主观心理状态，一切民商事法律关系均应依正义衡平的理念加以调整，从而达到平衡市

[28] John Finnis, *What Is the Common Good, and Why Does It Concern the Client's Lawyer*, 40 South Texas L. Rev. 45 (1999).

[29] 该条针对的行为是，任何人，无论是直接地还是间接地，通过任何形式的州际商务通讯手段或工具，或者邮件，或者全国性的证券交易所的设施：（1）制定计划、密谋或设置圈套（device, scheme or artifice）；（2）对于当时情况而言必须记录的重大情况，作虚假陈述或在陈述中遗漏重要的事实；（3）从事任何对证券买卖构成了或可能构成欺诈的行为、业务或其他商务活动。

[30] 前引 [28]，John Finnis 文，第 46 页以下。

民社会成员间利益关系、实现市民社会安全价值的目的。所谓公平与不公平，最终应以人与人之间的关系为判断基础。因此，在对证券监管目标的研究中，有必要建立一种以人为中心的论证体系。在证券市场上，公平体现于：其一，通过确立信息披露制度，促进投资者与经营者行使权利条件的平等，从而促成权利的平等实现。信息披露制度是扭转公众投资者的脆弱地位、确保其正当权利公平实现的必要途径。其二，衡平当事人的利益冲突。<sup>〔31〕</sup>公平就是使人们“各得其所”，然而不同的标准却可得出不同的公平结果，解决这一难题的方案之一就是衡平。其三，保证投资主体充分地行使选择权。投资者选择业绩优良、具有投资价值的股票作为投资对象，这样的要求是善的、无瑕疵的、出于良知的，是道德的、应该的，表现在权利上就是权利主体的选择在权利边际之内，对社会的存在和发展起到保障之作用、对个人利益起到增进之功效。投资者通过资金使用权的让与获得相应的回报，这是出于真实的要求并与健全良知不相背离。这其实就是在公平价值引导下的投资者保护。市场的公平与对投资者的保护特别是防止不正当交易紧紧地联系在一起。

证券监管法律制度体现的公平价值包括了实质公平和形式公平。就实质公平而言，要求证券监管法律制度对权利和利益进行合理公平的分配，保证证券市场主体法律地位平等；就形式公平而言，要求制定公平的证券市场规则。市场的机制不应过分地向一些市场使用者倾斜。实质公平要求法律制度应当体现以下两个方面的内容：第一，证券监管机关应当严格依法履行其法定职责，对各个市场主体一视同仁，不得滥用职权损害其他证券市场主体的合法权益；第二，证券中介机构应根据商业准则规定的标准，以公正和平等的方式对待投资者。形式公平则要求明确以下制度：第一，市场准入制度。只有正式获得执照或得到授权的人员才准许公开地提供投资服务，投资者有同等的参与证券市场和获取市场信息的机会，并享有投资的自主决定权。第二，市场救济制度。投资者应有权与中立机构如法院或其他争议解决机构取得联系并对其遭受不当行为的损害要求补救和赔偿。第三，证券监管制度。监管制度必须公开、公平、公正，实施监管的具体程序、步骤、方法应当明确。监管应包括对市场操纵及其他不公平交易的发觉、阻止和惩罚。监管应确保投资者拥有平等的机会使用市场设施和了解市场及价格信息。<sup>〔32〕</sup>

2. 理性限度内的效率。自然法并不认为效率和美德之间存在根本矛盾。自然法学家认为，参与基本善不是一个无需讲究方法的过程，人们应该通过有效的行为给世界带来善。人们的行为应该尽可能的有效、适度，不要用无效的方法浪费机会。之所以在有效性之前加上“理性限度”，是因为用功利主义或结果主义的算计作为评价善的标准是不理性的，所谓的最大净善、利益最大化等概念是没有“合理含义”的。“人类幸福的每个基本方面都是同样基本的，没有哪个方面在客观上比其他方面更重要，因而，没有哪个方面能提供一项共同的标准或者单一的尺度来评价所有这些计划的效用。”<sup>〔33〕</sup>如果采用算计的方法，尽管某个行为对其他几种善存在严重的损害，但也可能因为大大满足了一种善而被选为最优，如果一味追求效益和效率的最大化，将很难避免违反理性和道德的状况。因此，自然法学家并不反对经济学家提高效率 and 财富最大化的观点，但认为不应过分抬升效率的地位，效率应该服从于促进最终目标——美德的要求。

美德和效率之间本不存在矛盾，公平、诚信也可以减少交易者之间的交际成本。信任可以构成其重要性不亚于物质资本、人力资本的社会资本。诚实的行为可以削减社会交往的成本，信任及类似的价值观，如忠诚、讲真话等等，都是商品，它们具有真正的实际价值，能够提高制度的运行效

〔31〕 [英] 亨利·梅因：《古代法》，沈景一译，商务印书馆1984年版，第69页。

〔32〕 参见国际证监会组织（IOSCO）2003年修订的《证券监管的目标和原则》第一部分“目的与原则的介绍与陈述”。

〔33〕 前引〔23〕，约翰·菲尼斯书，第92页。

率。公平诚信原则实际上是一种成本更低的维持交易秩序的机制。而以不断增长美德为特征的制度将会“相当有利于经济体系更有效率地发挥功能，特别是在现代、复杂的经济中信息不对称普遍存在的情况下”。罗斯福总统和美国国会在提到大萧条的经济危机时，都明确指出证券业的道德恢复是证券市场经济恢复的先决条件。当时的一份国会报告将主要责任归咎于证券行业本身，报告中写到：“大量的无价值的证券之所以漂浮在市场上，是由于证券经纪商们全然放弃了公平、诚实和严谨的职业行为标准，而该标准恰恰是投资者对企业进行投资活动的保障。他们只顾许下盈利的诺言，却忽视提醒公众投资者应当注意与证券价值息息相关的信息”。<sup>[34]</sup>事实上，研究也表明，“对他人诚实的信任能力的明显下降是1970年代后期美国生产力下降的因素之一”。<sup>[35]</sup>

#### 四、两种方法在具体制度安排上的不同取向

根据经济分析方法，证券监管部门应该选择分析师来完成提供有效率定价和流动性的任务并禁止内部人参与交易。但是，如果分析师故意传递虚假信息，则很显然会直接影响市场定价。<sup>[36]</sup>对于这种情况应该采用何种监管措施，在经济分析法学和自然法学这两个不同的范式下会作出不同的选择。

##### （一）问题设计：信息交易者的利益冲突

证券分析师面临的利益冲突主要来自分析师所在公司的压力、所分析公司管理层的压力、分析师机构客户的压力以及分析师个人投资所带来的利益冲突这四个方面。其中较为突出的是来自所在公司的压力。

作为最重要的信息交易者，投资银行的证券分析师是市场信息的主要提供者和分析者。他们通过股票评级和盈利预测为投资者提供投资建议。证券分析师到处收集各种信息，运用各种分析工具和手段，分析各种证券的价格和价值，寻找价格被低估和高估的证券，并建议所在投资银行或投资机构以及客户采取相应的买卖行动。正如美国证券监管当局所指出的，证券研究对整个市场的价值是毋庸置疑的，众多证券分析师收集、分析信息的活动显著提高了市场的定价效率，从而也增进了所有投资者的效益。但是，证券发行者和证券投资者之间在信息上往往是不对称的，在利益上往往是不相容的：发行者总是希望以较高的价格发行股票或债券，而投资者总是希望以较低的价格购买股票或债券。作为同时服务于上述两个市场主体的信息中介，投资银行的证券分析师存在着潜在的利益冲突可能：他们或者发布有利于发行者的报告，或者发布有利于投资者的报告，或者利用其信息优势从事有利于自身的行为，而天平的倾向取决于投资银行及证券分析师的效用函数。所谓的利益冲突是指投资银行利用其信息优势，为谋求自身或第三者利益而损害客户利益的行为，即投资银行的证券研究部门或者发布偏颇的、过度乐观的研究报告误导投资者，迎合发行者以招揽有厚利可图的投行业务，或者发布过度乐观的研究报告诱导投资者多次交易以赚取更多的经纪业务收入，或者发布不够独立或公正的研究报告以牟取证券分析师的自身利益。

[34] David Ferber, *The Case Against Insider Trading: A Response to Professor Manne*, 23 Vand. L. Rev. 621, 622 (1970).

[35] [美] 弗朗西斯·福山：《信任——社会美德与创造经济繁荣》，彭志华译，海南出版社2001年版，第21页以下。

[36] 证券分析师的行为特别是其利益冲突问题一直以来都是西方金融学界研究的一个热点问题，特别是美国新经济泡沫破灭后，这一领域的研究得到更多学者的关注。客观地讲，我国证券研究的利益冲突问题要比国外更为严重，但国内在这一领域缺少系统和较有深度的研究，相关研究成果一是介绍国外的证券分析师制度以及西方投资银行证券研究的利益冲突行为，二是在实证上探讨我国证券分析师（主要是证券媒体选股）的盈利预测能力。到目前为止，还很少有对对我国证券研究的利益冲突行为及其市场影响的研究，特别是定量上的实证研究。

## （二）不同方法的不同分析思路

首先，经济分析法学和自然法学在对问题的认识上就存在差异。用自然法的原则来分析证券分析师利益冲突问题得出的结论和经济分析的结论有所不同。经济学家认为这个问题是竞争性市场无效或者失灵的表现之一，自然法学家则认为这是个道德问题：研究人员屈服于利益诱惑而作出虚假表述。自然法学家会建议寻求阻止不当行为产生损害，采取措施直接保护“共同善”，还会间接通过谆谆劝导来增加必要的美德以防止这些不当行为再发生。

其次，两者在具体的制度设计思路上也存在差异。经济分析法学的思路中既有规范分析，又有实证分析。实证经济分析是以经济学常用的方法对法律进行定量分析。以美国为例，在过去不到三十年里，美国将成本收益分析法发展为一种非常重要的政策分析工具。美国政府管理和预算办公室规定了政府部门进行监管方案分析的指引，最新的指引是其A-4通知。从这份通知（其实也包括之前的通知）的内容中可以较为清晰地看到如何适用经济分析的方法对监管方案进行设计和评估。通知认为一份好的监管方案分析报告应包括三个要素：监管方案的必要性分析、对其他监管方法的考察以及对监管方案和替代方法的成本和收益、定性和定量的评估，并指出该监管方案如何产生预期收益，指明成本收益衡量的参照系，并指出任何可能的预期负效应。<sup>[37]</sup>因此，对于分析师利益冲突问题，成本收益分析应证明对其实施相应监管方案的必要性，列举可以采取的其他监管方法，以及对所有方法的成本和收益、定性和定量的评估。

从自然法角度出发的制度设计则会考虑如下几点：

1. 在监管制度上应考虑促进美德发展的设计。终极的自然法设想应该是不需要监管，因为信息交易者会具有美德，分析师会尽自己最大努力满足投资客户的要求，并会抗拒发布虚假观点和欺诈性的推荐报告。然而众所周知，如果人是天使，就不需要法律和政府了。因此，一个自然法的方法会考虑寻求劝导这些美德的方式。由于美德是内在的，不能用强迫的方式来获得，因此有利于促进美德的激励性安排如鼓励、劝导等要优于禁令的方式。<sup>[38]</sup>

2. 自然法学认为，对社会问题的解决要取决于激励与非激励的、强制与非强制的方法的最优混合。基于自然法的“美德伦理”制度过于理想化，社会将转而寻求一个道德制度，其中道德生活主要就是遵守社会的强制行为规范。这就相当于立法要求在每一个街道拐角都安排一个警察一样，逻辑上既不可行，成本也高昂，也令自由社会感觉尴尬。其实人们早已认识到，所有的道德、伦理、宗教规范都不可能存在于真空，它们共同存在、互相影响，并受到法律规范的影响。因此，解决问题的思路不可走极端，应采取各种方法的混合。<sup>[39]</sup>

3. 考虑所涉及的问题是否需要法律干预。如果没有一个有效、自愿的道德制度或者其他对证券分析师利益冲突的非强制性的解决办法，接下来的问题就是：分析师的虚假描述是否构成了一个某种程度上需要法律干预的不当行为——即要考虑所有干预的成本。如前所述，故意欺诈有着很严重的后果，因此在自然法原则下选择法律干预也是正当的。并且，如果其他方法都不成功，那么法律干预不仅是正当的，而且是重要的。

4. 在若干个备选监管制度中，要选择最符合自然法精神的干预方法。

[37] See Office of Mgmt. & Budget, Circular A-4: Regulatory Analysis 1 (Sept. 17, 2003), <http://www.whitehouse.gov/omb/circulars/a004/a-4.pdf>.

[38] Ronald J. Colombo, *Analyst Fraud from Economic and Natural Law Perspectives*, 73 *Brooklyn Law Review* 142-144 (Fall, 2007).

[39] Maurice E. Stucke, *Morality and Antitrust*, 2006 *Colum. Bus. L. Rev.* 443 (2006).

### （三）监管制度的不同设计

#### 1. 强行剥离投资银行咨询业务

机构投资公司、基金管理公司和对冲基金公司的证券分析师往往被称为“买方分析师”，由于其收入取决于其分析报告的准确程度，因此有充分的激励对上市公司作客观的分析。而投资银行的雇员则主要是“卖方分析师”。投资银行的收入主要来自承销、推销股票或者买卖股票的佣金，因此这些证券分析师有明显的利益冲突。<sup>[40]</sup> 改变这种情况的一个激进思路就是改变混业体制，实现投资业与咨询业分家，只有这样才能在最大程度上保证分析师的独立性和客观性。这个方法表面上看是个根本解决问题的思路，然而无论从自然法角度还是经济分析角度都并不可取。首先该办法不可避免会增加投资者的成本。投资者通过投资银行投资，投资银行会主动提供免费的分析报告，分析师的报酬则来自于投资银行的业务利润。如果两业分开，分析师的报酬自然要向投资者收取，等于让投资者增加了一笔开支，投资者也难以接受。另外，大多数机构投资者愿意从独立的研究机构获得投资研究报告，但扩大独立研究机构的一个问题是，独立研究机构很难像证券公司那样提供优厚的薪酬吸引一流的研究人员。依据成本收益分析，如果说为了达到分析师的独立、客观而必须增加投资者的成本还勉强可以接受，独立研究机构所不得不付出的高昂薪酬成本则可能会在根本上无法支持这种制度设计。自然法则强调参与基本善需要讲究方法，为了达到“共同善”人们应该通过有效的行为给世界带来善，因此该法和自然法的理念也是相悖的。<sup>[41]</sup>

#### 2. 反欺诈规则

该规则要求分析师披露其利益冲突，否则可被认为是欺诈性遗漏，须承担民事、行政或刑事责任。从经济分析的观点来看，对分析师欺诈采用反欺诈规则利弊并存。反欺诈规则会增加欺诈陈述的成本，并增加分析师观点的可信度。不过与反欺诈规则的潜在收益相比，其成本也不小。欺诈性观点或实质性遗漏所面临的潜在责任会减少研究报告的生产，不仅含有夸大或不实陈述的报告减少，即使完全真实的报告也会减少。后者所担心的是，即使完全是诚实和真实的观点，如果时间证明该观点建立的基础有问题或者观点是错误的，投资银行还是会遇到诉讼。当然这种诉讼可能会失败（因为前面说过涉案观点都是真实和善意的），但是即使是一个失败的诉讼只要一启动就会成本高昂、耗费时间，这种诉讼风险就是与发布研究报告相关的一种成本。这种成本在任何反欺诈规则中都存在。还有，反欺诈规则会阻止含有虚假观点的研究报告的发布，这一作用也会有一些负效应。传统上投资银行发布研究报告是给两类客户看的：投资者客户和投资银行客户。由于这些报告通常都是免费提供的，报告的生产成本就间接地从每一类客户给他们带来的收益中得到补偿。如果剔除掉夸大、夸张以及其他不实的陈述就会减少这些报告对客户的吸引力，投资银行便不太愿意发布这些报告，这样就同时减少了对相应公司有价值的事实信息的公布。<sup>[42]</sup>

[40] 例如在美国安然丑闻曝光之前，很多分析师已经注意到安然公司的收入和利润很高但总资产回报率很低的事实，不过投资银行的分析师基于利害关系，仍强力推荐安然股票。直至2000年8月，18位有利益关系的分析师中仍有13位推荐安然股票为“强力买进”。

[41] 美国在颁布萨班斯-奥克斯利法案（SOX法案）以前，改革华尔街证券分析师业的市场呼声已经很大，当时主要有两个改革方案。一种是激进式方案，强行剥离投资银行咨询业务；另一种是保持现有体制，但投资银行内部必须在投资业和咨询业之间打造防火墙，咨询业务的经费由投资银行从总收入划出，咨询部门要有独立的会计师，分析师的报酬应确定一定标准，而不再与能给投资银行带来多少收入相挂钩。综观SOX法案对证券分析师利益冲突的相关规定可以发现，法案并没有采取激进的措施，而是采取了谨慎态度，选择构建投资银行内部的防火墙。

[42] 同前引〔37〕。

自然法则更倾向于对分析师陈述使用反欺诈规则。证券欺诈行为使投资者在违背真实意愿的情形下进行交易，这本身就构成了对善的违反。更重要的是，法律所要着重保护的并不是个别投资者的利益，而是因为众多投资者利益的存在而形成的一种市场交易的稳定秩序，包括市场的公平、诚信、效率等特质，亦所谓共同善。在经济分析方法看来，由于它的成本，包括对证券研究行业的潜在威胁，反欺诈规则可能并不是一个最佳选择，但从自然法角度出发，为了保护共同善，就应该采用反欺诈规则。当然，在设计该规则时，也应注意上述经济分析所揭示的问题。如果证券分析师已完全尽到了诚信和注意义务但仍未避免事实失真，则不能因为预测的误差追究分析师的责任。证券分析师不对预测行为承担责任，因为证券市场具有不确定性。如果证券分析师出于故意或者存在重大过失误导投资者并造成投资者的损失，则证券分析师应承担个人责任。分析师所在的证券公司或者被分析的上市公司或者其他人员存在胁迫、引诱分析师作出误导性研究报告的情形的，该证券公司、上市公司或该人员应承担连带责任。

### 3. 强制信息披露

如果没有反欺诈规则，对分析师利益冲突的强制性披露接近于美国证券法中的“提醒注意”原则，<sup>[43]</sup>可以排除有错误或误导性观点但却完整、真实地披露了其利益冲突的分析师的责任。如果有反欺诈规则，强制性披露的边际收益就很小，因为反欺诈规则会造成一种“不披露是可诉行为”的担心，从而迫使披露。强制信息披露义务减少了搜集信息的成本。如果没有这个制度，信息交易者将会付出数倍的努力去发现非公开信息，投资者必须负担自行调查研究的成本。因此，从经济分析的角度，强制披露制度是比较有效率的一种制度。<sup>[44]</sup>

自然法学家则不太可能接受这样一个规则，即只要完整、准确地披露了其利益冲突，分析师就可以不承担责任。支持这项规则的人可能认为，在充分披露规则下，分析师的虚假观点和推荐给社会带来的损害是很小的，并没有严重到需要法律干预的地步。但是这个理由仅关注欺骗的经济后果，而没有考虑欺骗对社会道德含义的严重性。另外，单独的披露制度也会和自然法原则相冲突，把“共同善”（所有投资者和整个社会）置于特定善（能够获得充分披露信息并能避免被不诚实的分析师观点欺骗的专业投资者的利益，即使这些投资者占大多数）之下。从自然法角度，一个仅仅是削弱欺骗效果的制度，要逊于直接禁止欺骗的制度，因此该规则至少要和反欺诈规则共同存在。<sup>[45]</sup>

### 4. 其他结构性方法

还可以利用证券市场的结构改变来遏制欺诈，使引起冲突的因素最小化。<sup>[46]</sup>

对于分析师的利益冲突，自然法学家会很看重采用结构性校正方法努力影响市场，例如设立投资者教育基金、开展独立研究、建立证券分析师考评制度、建立声誉制度、给分析师评级打分

[43] “提醒注意”原则 (bespeaks caution doctrine) 要求发行人在向市场散布预测以及其他前瞻性信息时，要同时附有提醒注意、免责、条件等表述，从而使预测或其他软信息的“合理性”受到怀疑，降低软信息说明的“重大性”。根据该原则，如果披露文件（如招股说明书的发行说明）在未来预测或期望等陈述中伴随有提醒注意表述，该说明就是不可诉的。另外，如果能证明在前瞻性说明后紧接着作出了有意义的提示说明，则还可以受到美国1995年私人证券诉讼改革法“安全港”条款的保护，免除美国证券法第11章规定的责任。

[44] SOX法案进一步强调对分析师的利益冲突作强制性披露，目的就是把分析师的可信度交由市场来判断。美国的监管哲学认为，只要所有重要的能够影响投资者决策的信息都被公之于众，市场自然会作出相应的反应并进行有效的调节。从其第501节可见，SOX法案将披露重点放在三大关联交易上：一是证券分析师与被分析的目标公司间的关联交易（如分析师与目标公司的债务关系、投资关系以及薪酬关系）；二是证券分析师与所在公司的关联交易（主要是薪酬关系）；三是投资银行与被分析的目标公司的关联交易（如长期客户关系等）。

[45] 同前引〔37〕。

[46] 剥离投资银行的咨询业务属于此类中最激进的。

等，<sup>[47]</sup>因为自然法方法是要鼓励营造而非损坏一个具有美德的环境。投资者教育和独立研究都可以减少有偏差的研究报告的影响。如果缺乏结构性方法，诱使分析师产生利益冲突的环境会长期存在。尽管法律不能用强制力来制造美德，但可以设法减少美德发展进程中的障碍。<sup>[48]</sup>所以结构性方法既能达到证券监管的目标，又符合自然法的精神。<sup>[49]</sup>相对而言，由于这些结构性校正方法带来的收益可能需要相当长的时间才能显现，并且不容易量化，所以只能对其进行规范的经济分析，不容易作出支持还是反对这些方法的结论。

在投资者教育方面，应当引导投资者特别是个人投资者正确、辩证地认识证券分析师的作用。在证券分析师尚未因为独立性问题受到大规模公开调查之前，美国大多数个人投资者也没有充分认识到证券分析师的利益冲突。他们一般都严格按照证券分析师的投资建议进行操作，结果在本世纪初网络股泡沫破灭期间损失惨重。但美国的机构投资者较早地意识到了这一问题，他们更关注研究报告的细节内容，在此基础上经过自身的判断作出投资决策。所以，对于投资者来说，首要的原则就是不要让分析师的投资建议成为买卖股票的决定因素。如果可以尽可能地关注研究报告的细节内容而不仅仅是投资建议本身，将有助于减少利益冲突问题带来的损失。

虽然完全的独立研究可能由于成本过高而无法实现，但是适当地维护并坚持分析师的独立性将是现实中的重要选择。美国证券业协会就建议巩固强化证券公司中投资银行业务和研究之间的“防火墙”，可采取的措施包括：研究部门的分析师不应向投资银行部门汇报；分析师报酬不应直接与投资银行交易、经纪业务收入或资产管理费挂钩；分析师不应将研究报告报投资银行或公司管理层审批等。目前我国券商的证券研究还是以对内服务为主，几乎没有研究机构“以服务外部为目标”，仅有少数研究机构定位为“对外服务和对内服务都很重要，但侧重外部”。显然，这样的“内向”定位使我国券商证券研究部门很难坚持独立性和客观性。随着我国证券市场投资主体的机构化，券商证券研究潜在的利益冲突问题也受到基金经理的日益关注和质疑。并且，我国证券市场与国际的接轨以及 QFII 的引入也要求我国的证券研究在独立性和客观性上与国际同行接轨。

## 五、结 语

在经济分析法学和自然法学这两种范式下来探讨证券监管的目标和路径，既有截然迥异的结论，也有相容一致的分析。证券监管制度不应是经济与法律制度的简单综合，对这一问题的深入研究必须借助多个学科、多种思维角度的交互补充，以使监管目标和监管制度在逻辑上更加内在一致。自然法理念给证券监管的目标带来了更开阔的视野，使人们对“投资者保护”这个目标有更清晰的认识。而实践中，境外证券立法的发展也在强化着这一目标。最近十余年来，境外证券

[47] 各国证券分析师主管部门都非常强调职业道德规范的重要性，希望在一个良好的职业道德规范下尽可能降低由于委托代理问题所带来的道德风险。在此思路下，各国主管部门纷纷制定相关守则，例如中国证券业协会制订的《中国证券分析师职业道德守则》和美国投资管理和研究协会（AIMR）制订的《操守规则》。AIMR 是一个非政府性机构，它提供各种投资管理和研究方面的服务，而其核心功能则是授权、组织和管理金融分析师（Chartered Financial Analyst, CFA）。《操守规则》是 AIMR 自己制订的执业者的行为标准，但是由于执业者的良好素质所起的示范效应，越来越多的国家都把该协会的《操守规则》作为制订证券分析师职业道德规范的模板。

[48] 同前引 [37]。

[49] 2003 年 4 月 28 日，美国证券交易委员会（SEC）与 10 家投资银行达成“和解”协议。SEC 不再对该 10 家投资银行所属的证券分析师在 20 世纪 90 年代末出于公司及其客户的利益发表有偏差的分析报告误导投资者、严重损害投资者的行为进行指控。同时，该 10 家投资银行共同支付总计达 14 亿美元的和解金。和解金的构成是：4.875 亿美元罚金，3.875 亿美元用于赔偿投资者损失，4.325 亿美元用于支持发展独立研究活动，0.8 亿美元开展投资者教育活动。

法的突出变化是从证券法向金融服务法转型，其特点之一便是证券投资者被视为处于类似于消费者的地位，制度安排也从强调规范证券发行和交易转变为规范证券中介机构等金融服务者的行为。重新构造金融消费者与金融服务者之间统一的金融服务关系正转变为新型证券法的核心内容。因此，对证券监管目标作出正确认识非常重要。而在科学的方法论指导下设计出既合理又具有可操作性的制度，正是当下的使命。

---

**Abstract:** The fundamental purpose of security regulation should find its answers in security market. While the functions of security market are known as direct financing and pricing, the legal framework of security regulation should be submitted to decrease transaction costs and improve market efficiency according to economic analysis of law. However, making “to improve market efficiency” the only purpose couldn’t be considered as a comprehensive thinking.

Firstly, it still doesn’t reach the level of effective market even in the developed countries’ markets. The fact of irrational investment is very widespread among the world’s markets, so effective pricing to improve market’s efficiency through considering information may not be available. Moreover, the key point of economic analysis is pricing, but there do exist other important functions in the security market, such as the distribution of shares and system risk. These issues couldn’t be resolved simply by the means of pricing.

Secondly, whether the purpose of security regulation should only be efficiency, or should include other lists like fairness and justice? In fact, security market is a confidence market where investors’ confidence comes from the operation system of the market. The requirements on fairness and justice are what make investors have confidence. If investors lost their confidence, they will choose to leave the market and make the pricing procedure nonsense.

Thirdly, the contents of security law are in accordance with the rationales of natural law. While forbidding insider transaction and requirement on information disclosure are able to interpret what are fairness and justice, the rule of anti-fraud means a good way to reach “common good”. And from the point of view of natural law, there isn’t fundament contradiction between efficiency and good. The purposes of security regulation should include the protection of investors and improving efficiency within limited ration.

Finally, the insights and solutions offered by natural law reasoning may provide a different regulatory regime. As to the benefit conflict of security analysts, while the economic analysis’ resolving plan considers the necessity of relative regulation regime, listing other alternative regulative methods and evaluating the cost and benefit of all methods, the natural law puts emphasis on the mixture of mandatory and non-mandatory methods to improve the social good.

**Key Words:** security regulation, purpose, route, economic analysis of law, natural law

---