

市场的道德:对当今时代的警示*

劳伦斯·E. 米歇尔** 肖 宇***译

摘要:实体经济本应当是证券和资本市场行为的基础,后者也本该反映前者,但从美国金融市场的情况来看,证券越来越远离实业生产的基本经济状况。投资者的兴趣从具体生产活动转向了资本市场,这一市场行为对公司管理或实体经济中其他业已证券化的部门造成深刻而负面的影响。本文以公司股票和房地产抵押担保证券两类投资产品为例,探讨现代金融理论和证券衍生是如何将证券与投资分离合法化,又是如何将这种分离变成现

* 本文发表于《斯坦福法律与政策评论》2009年第20卷。本文完成于2008年5月中旬,并立即投入杂志编辑。然正如我们看到的那样,随后发生的一系列事件都证实了本文主要论点的预测。但考虑到对该列事件进行完整的分析就必须对本文进行一次彻头彻尾的修改,同时也会占用更多有限的篇幅。根据杂志编辑的要求,特此附加一段简短的后记,概括性地将随后发生的事件与本文的思想相结合。——作者注

** 劳伦斯·E. 米歇尔(Lawrence E. Mitchell):现为美国凯斯西储大学(Case Western Reserve University)法学院院长,文章发表时为美国乔治华盛顿大学Theodore Rinehart教授。感谢Larry Cunningham, Theresa Gabaldon, 和Dalia Tsuk Mitchell对文章的建议,感谢Jason G. Dalal对研究提供的帮助。

*** 法学博士,华东政法大学国际金融法律学院助理研究员。本文由北京大学法学院博士研究生周淳、华东政法大学国际金融法律学院硕士研究生何况校对。

实的。

关键词: 实体经济 公司股票 投资组合理论 证券化 房地产 抵押担保证券

现行法律明确规定,除非在特定情形下,股东和债权人无须对其投资的公司或企业承担义务。^① 有限责任学说为这种责任的隔离提供了理论依据。^② 我并不打算挑战这些规则或提出改进意见,但最近发生在美国金融市场的事件向我们提出了一个道德性的或审慎性的问题:股东和债权人是否应该在一定程度上向他们所投资的公司和生产性企业负责(responsible),以确保金融市场和支持它的美国实体经济的完整性和稳定性。^③ 这是目前急需解决的问题,因为投资者责任的显著缺失在很大程度上很可能是最近这场经济危机的一个重要原因,或至少是一个催化剂。如果事实果真如此,那么在金融市场存在着众所周知的集体行动问题的背景下,^④投资者应该在多大程度上负责^⑤较为合适,是本文提出并将探讨的问题。

① 对股东的例外包括对所有公司的控制股东,也可能包括封闭型公司的非控制股东。对债权人的例外(不包括破产法意义上的)包括:成文法中如 CERLCA 在极少情况下要求担保债权人承担的责任,United States v. Fleet Factors Corp., 901F.2d 1550, 1558 (11th Cir. 1990), cert. denied, 498 U.S. 1046 (1991),普通法学说如(1)由于一些不公平(inequitable)行为,债权人权利被劣后处置(surbordinate)或否认(disallow),参见 Adam Feibelman, *Equitable Subordination, Fraudulent Transfer and Sovereign Debt*, LAW&CONTEMP. PROBS. 171, 174 (2007);(2)当债权人对公司采取不正当的控制时,债权人应对其他公司债务承担责任。Id. at 176. 例外有时候还包括债权人的肯定性(aiffirmative)合同义务,但通常只限于融资本身。

② 通过有限责任,法律确保了无论公司在侵权、违约、破产或其他活动中造成了多大的损害,股东和债权人都不会被要求在其对公司的实际投资以外付出任何东西。法律责任(liability)的限制还使得股东要负的责(responsibility)大为缩减,而债权人要负的责虽然多一点,但也是被缩减的。

③ 生产经济在文中也被称为“实体经济”,基于金融市场的全球化性质,这个问题当然可以讨论得非常宽泛。为了简便明确,本文的讨论仅限于美国的现状。

④ 关于集体行动问题的涵义参见 Kent Greenfield, *The Failure Of Corporate Law: Fundamental Flaws And Progressive Possibilities* 214 (2006)。

⑤ 说要“负责”,我并不必然是说要有法律责任。我用该词来指向一个更宽广的含义,即那些凡是在企业运作中有所参与、获益、甚至略有发言权的人,都应该对社会该行为运作负有相应的责任(accountability)。

简而言之,我认为现在各种证券是无根之木(deracinated)。^⑥我这么说是由于证券及其他金融工具和它们声称要为之融资的活动之间的关系已日益疏远。贸易和投资激励本来是证券和资本市场行为的基础,后者也本该反映前者,但它们目前看上去与实业生产的基本经济状况及货物和服务的供应关系不大。正如我即将讨论的,曾一度密切联系的金融领域和生产领域(当然如今依然在某些情况下相互联系)^⑦日渐彼此分离,以至于金融工具的持有者对支持其证券产品价值的实体经济活动知之甚少或漠不关心。更确切地说,他们在另一个市场中做交易——一个依其自身的逻辑、独立的动机和实际运转的市场,结果是金融为金融融资(finance finances finance)。

尽管资本与生产相分离听起来是种投资理论,而且该理论也得到了不少金融学家和市场人士的认可,但其改变了投资者行为的动机,将本意是为投资者提供流动资金的资本市场,变成了给实体经济带来道德风险的地方,结果形成了一个日益投机的、充满虚无的金融市场,这也促使公司的管理层在决策时可能会作出有损公司长期健康发展的决定。

法律没有对股东和债权人设定对公司的义务,^⑧这建立在以下前提之上,即盈利的动机会引导投资者理性地追求其自身利益最大化,而这与他们所认识的公司利益是一致的。这种理念有利于生产活动得到广泛的融资。^⑨投资者会促使企业良好运营,或至少是以取得商业成

⑥ 也有例外,比如私募证券和长期债务,但本文讨论的重点是公开证券市场。

⑦ 这是说当然大多数普通的债权融资,甚至股权融资都是为了增加生产资本。

⑧ 在此我只讨论公司内部治理和相关学说中涉及债务人和公司关系的规定;股东当然要对公司违反外部监管规定如反垄断、环境侵权、产品责任、证券以及其他法律而必须进行损害赔偿的情形间接承担责任。Nina A. Mendelson, *A Control - Based Approach to Shareholder Liability for Corporate Torts*, 102 COLUM. L. REV. 1203, 1211 (2002). 在极端的案例中,债权人也要承担此类法律责任。

⑨ 比如早期的表决权信托案例表达了一种政策关注,反对股东的表决权与股东经济利益相分离。用于实现那种目的的现代技术也提出了类似的关注。See, e. g., *Ringling Bros. - Barnum & Bailey Combined Shows, Inc. v. Ringling*, 53 A. 2d 441 (Del. 1947); Henry T. C. Hu & Bernard Black, *Hedge Funds, Insider, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 13 J. CORP. FIN. 343 (2007).

功为目的,因为让企业良好运营是符合资金提供者的利益的。然而,当证券离实际生产越远,这个理论就愈渐失真。

这并不是说投资人总是要认可管理者的行为,事实上投资者的异议可以对管理者行为起到平衡作用,比如,在某些领域,不同的投资者会有不同的意见。普通股股东通常是倾向于公司经营中应冒一定的风险,然而,长期无担保债权人则偏好最低限度的风险以便公司能到期偿还他们的本金和利息。但这只是程度的问题。普通股东一般不喜欢管理层过于冒险,而长期无担保债权人也明白,要使公司能长期存续和繁荣,就必须让公司从事一些有风险的业务。^⑩ 在每一种情形下,投资者关注公司因为如果他希望实现其期待的投资回报,就必须关注公司的运营状况。

我认为,目前这种情形已不复存在,至少从投资人的角度来看是这样。投资者所投资的基础性实体必须存续和繁荣以实现其投资回报,这当然是必要的。但正如我即将解释的,现在投资人的看法已经发生了戏剧性的转变,他们关心的不再是某项特定的投资,而是在投资组合中哪些部分盈利哪些部分亏损。现代金融理论与证券组合理论的结合促使投资者对给定公司或其他投资对象的命运或多或少地漠然了。投资者的兴趣从具体生产活动转向了资本市场,投资成为了资本市场主流的行为方式。

投资者新思维的结果通常是没有错的,^⑪然而这一市场行为对公司管理或实体经济中其他业已证券化的部门造成深刻、并通常是负面的影响。为简明起见,我将着重讨论公司股票和房地产抵押担保证券,我认为对这两类投资产品的分析可以简易推广至普遍的投资领域并及至整个资本市场行为。^⑫

^⑩ See Chancellor Allen's interesting discussion of the problem in *Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. PatheComm'ns Corp.*, Civ. A No. 12150, 1991 WL 277613 (Del. Ch., Dec. 30, 1991).

^⑪ 比如投资的交易成本降低,对公司治理的监管成本降低了,在不增加风险的情况下投资者的回报将得到最大化。

^⑫ 基于本文的主题我只能作出最概括和宽泛的解释。我目前正在做一项更有理论性和实证性的研究,该研究能更详细和精确的论证金融市场和实体经济间的关系。

在本文中我将探讨现代金融理论和证券衍生是如何将证券与投资分离合法化,又是如何将这种分离——尽管分离并非本意——变成现实的。如果说资本市场存在的正当性主要在于为生产活动提供融资,那么现在这种合法性越来越站不住脚。^⑬ 现在的解决方案只能是让资本市场对实体经济的经济生产负责,或者至少表现得是负责的。^⑭

一、对公司股票的分析

本部分将通过详细分析普通股这种最基础的投资方式来论证。^⑮ 我将特别关注投资组合理论的发展与实践,其对投资活动从生产活动中分离起到促进作用。从19世纪晚期美国的工业公司开始大量在公开市场上发行股票以来,组合投资被认为是谨慎的投资方法。在 Benjamin Graham 和 David Dodd 1934 年经典著作《证券分析》一书中将其作为区分购买公司普通股是投资行为还是投机行为的重要标准。事实上这本书在某种意义上旨在希望股票能回归到其本身的投资功能,而不是像过去那样被当作投机工具,以及在1927年到1933年的市场泡沫和大萧条中充当的角色。

Graham 和 Dodd 要给公司普通股在“投资品种”中找到其应得的一席之地,^⑯他们将其定义为“通过分析实现本金安全和可观回报的一种投资方法”,以回应著名的分析师 Lawrence Chamberlain's 在1931年提出的所有的股票都是投机,只有债券是投资的论断。为了证明将普通

^⑬ 从我正进行的公司股权和资本市场间关系的实证研究来看,数据表明公司股权和预期的一样,在美国资本市场目前扮演着从所未有的重要角色。参见 Lawrence E. Mitchell, *The Legitimate Rights of Public Shareholders*, 66 WASH. & LEE L. REV. (forthcoming 2009); Lawrence E. Mitchell, *Who Needs the Stock Market? Part I: The Empirical Evidence*, available at <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1292403>.

^⑭ 在此我并不对投机交易中道德和伦理的维度作出评价。我关注于投机交易对实体经济所带来的损害。

^⑮ 我并不是指普通股就不复杂,但从普通股的法律和金融特征的稳定性和规范性来看,其比其他投资形式清晰得多。

^⑯ Lawrence Chamberlain And William W. Hay, *Investment And Speculation*, at xii, 8-11, 55-56 (1931).

股界定为“投资”的正当性,Graham 和 Dodd 提出了依靠个人能力来估值的内在缺陷,指出通常参照某一个别公司每股历史收益的估值技术极其不可靠。他们认为,普通股投资理念与保险业的习惯之间有相似的特点:保险公司基于经验来决定保费,并根据道德风险来调整。一旦知道在某件案子中损失将超过已付保费,他们将对被保险人用投资组合的方式进行资产配置。同样地,Graham 和 Dodd 提到,当普通股投资者试图使股票的本金得以保值并取得每股的“全值”时,和保险人的道德风险一样,我们是不能从过去的收益中去预测将来的收入的。因此,普通股要符合成为投资工具的苛刻条件,就必须按照“多样化是所有标准化股份投资运作的一部分”进行,正如我们认为给一个自然人或一幢建筑投保是可以构成保险的,而购买单一股票是不能被称为投资的。

根据公认的,依据利润调整普通股的购买以使本金保值的价值理念,普通股不再是投机的工具,而是和债券一样被认为是投资工具。但前提是必须学会挑选股票,目前最流行的方法是根据基本面估值,认真分析每家公司和每次发行价格,以寻找恰当估价甚至是被低估的股票。

本文重点要关注的是投资组合理论是将股票是投资工具作为理论基石的。Graham 和 Dodd 对如何根据公司特有的融资基础和特征衡量它的“内在价值”给出了细致和周到的方法,即当某人购买了股票,他就可能在商业中取得收益;当他拥有了投资组合,他就可以取得让人满意的回报。当投资组合的多样性在对保护投资者的本金是必需时,如何谨慎地选择股票就是核心问题了。

投资组合理论是随着 20 世纪 50 年代现代金融理论的发展而逐步成熟起来的,但是由新金融经济学发展的投资组合理论与 Graham 和 Dodd 的理论虽然在源头上是相近的,但事实上已经大相径庭了。现代投资组合理论的创始人 Harry Markowitz 在他的诺贝尔获奖的致辞中提到,他灵感的直接来源是 John Burr Williams,而不是 Graham 和 Dodd,也没有在其著名文章《投资组合选择》中引用 Graham 和 Dodd。^①

^① Harry Markowitz, *Foundations of Portfolio Theory*, 46 J. FIN. 469 (1991); Harry Markowitz, *Portfolio Selection*, 7 J. FIN. 77 (1952).

这似乎有些奇怪,因为和 Dodd、Graham 一样,Markowitz 显然也热衷于将投资与投机进行区分。投资组合理论的一个重大贡献就是将投资者从费力耗时的基本价值分析中解救出来,而该分析正是 Graham 和 Dodd 的多样化投资理论的核心。

Williams 观念的核心是投资者追求投资价值的最大化,方法在于通过对未来股息对现值贴现来确定预期回报最高的股票。Markowitz 从批判这个理论开始,指出“这绝不意味着一个多元化的投资组合就优于非多元化的投资组合”。因为多元化的组合是“需要观察力和智慧的”,所以 Williams 的理论并不能被广泛地适用。¹⁸

相反,Markowitz 认为,一个更具普世性的规则是:成熟投资者通过建立有效的投资组合在风险波动和投资回报之间寻求平衡。易言之,我们既要选择高回报高风险的品种,也要选择低风险稳定回报的品种。Markowitz 的理论调和了 Graham、Dodd 和 Williams 理论之间的差异,前者追求低风险的稳定回报而后者追求高风险和高回报。Markowitz 的理论追求在既定的风险下追求收益的最大化,也迎合了投资者的口味。我讨论这种理论发展史的目的,不是为证明投资组合理论作为投资方法的理论正确性和实践可行性,而是给我下一步的论证提供基础。如果投资者的关注点是投资组合而不是单个的公司,那么公司的作用就仅仅体现在其股票的风险回报状况是否符合投资者的组合。这似乎听起来与 Graham 和 Dodd 的理论差别不大,其实 Markowitz 真正意识到了证券分析的重要作用。而且接下来的发展就有重要的变化。

理论的继续发展就是 William Sharpe 和 John Lintner 的资本资产定价模型 CAPM。¹⁹ 该模型的产生和完善为证券分析的消亡提供理论上的完善性,改变了证券纯理论分析的状态,从此投资者不再需要进行由 Graham 和 Dodd 指引的耗时的证券分析工作,Sharpe 和 Lintner 通过该理论将公司变成了一系列的数据,这样现代金融理论将投资变成了一

¹⁸ Markowitz, *Portfolio Selection*, *supra* note 25, at 77.

¹⁹ William F. Sharpe, *A Simplified Model for Portfolio Analysis*, 9 *MGMT. Sci.* 277 (1963).

项填数字的游戏,与每家公司不相干,除了公司股票体现的数据。^② 该理论最终确立其在电脑化时代的统治地位。

Sharpe 创立了一种可以应用 Markowitz 理论的低成本模型,该模型尝试使用后来被称为 CAPM 模型的基本框架。CAPM 模型在次年显现了其巨大价值,当时 Sharpe 正着手建立模型对证券风险定价。根据他的结论,有效地多元化可以使投资者规避所有的资产风险,但是经济周期仍会产生系统风险。这意味着“虽然分散可以避免各种风险,当然,除了隐藏于经济活动自身的系统性风险,但是经济活动中资产回报率的反应仍然与风险定价相关”。Lintner 对 Sharpe 的理论进行了重要修正,指出了对普通股的投资比普通的市场活动风险要大得多,因此多元化的证券投资并不能规避证券风险,这也是著名的资本资产定价模型 CAPM 的含义:证券的风险收益的定价是以市场运行的整体表现为基础的,风险收益可被表示为一个数字或参数,作为与市场运行相关的股票过去表现的回归分析的结果。这种风险溢价可以用一个系数或参数来表示,分析的是股票的过去的表现与市场间的关系。在此,我并不是想批判现代金融理论中关于投资工具的观点,我只是想关注该理论的应用对实体经济产生的结果。我同时也想指出不管是 Sharpe 还是 Lintner 都没有否认证券分析的作用,但是他们的证券分析理论与 Graham 和 Dodd 的理论已经产生了偏离。

除非假定资本市场是完美的,或者接近完美的,该市场上股票的历史表现对了解该公司的经营运作的质量帮助不大。对参数 β 的依赖赋予不关注运营基础的行为正当性,而随之而来的结论是,一个理性投资者应建立参数 beta 的投资组合进一步掩盖了公司股票所反映的、个别公司的信息。因此根据当代的投资组合理论,投资者几乎不需要关注他们所购买股票的公司的基本商业表现和具体特征。

限于篇幅,我不可避免地简化了上述理论,同时也略去了该理论发展的步骤及争议。我做这番分析的原因在于,CAPM 和参数 β 在投资领

^② 在此我并不是想批判现代金融理论中关于投资工具的观点,我只是想关注该理论的应用对实体经济产生的结果。我同时也想指出不管是 Sharpe 还是 Lintner 都没有否认证券分析的作用,但是他们的证券分析理论与 Graham 和 Dodd 的理论已经产生了偏离。

域中有重要的影响力,其对现代共同基金的产生和发展也或多或少也起到了重要作用。参数 β 作为风险衡量标准被普遍适用,取代了 Graham 和 Dodd 的耗时费力又公认并不科学的证券分析。^{②①} 不管怎么样,对金融史的回顾表明了现代投资理论是将股票与公司有效分离的方式。特别是在一些领域,如对股票的选择、投资组合选择、投资组合重新平衡等考虑的只是股票价格的数理表现,而不是某个公司的基本运营因素。这并不是说,在任何情况下公司的表现都是毫不相关的。当然,股票价格的差异有赖于其财务表现等因素,但公司作为独立的生产性实体,作为实体经济中的一部分,在投资人的股票买卖决策中已经明显起不到重要的作用了。

同时,市场对股票买卖决策会对公司管理层的行为起到深远影响,^{②②} 因为市场不仅影响单个公司的股票价格,而且影响资本成本和公众对其的信任度。近来的调查证明了这一点。比如,2005 年对 400 家大公司的首席财务官 CFO 的调查发现,他们愿意做一些损害公司长期发展的行为以迎合分析家每季度对股票价格的分析。这些行为包括削减员工,降低研发预算,延缓必要的资本投资,如此不等。最近不少的研究也表明:为迎合资本市场的需要,刺激了管理层日益增长的短期行为。

市场自身也展现了其由投资市场转变为高水平赌场的一面。2007 年纽交所交易的换手率 (Turnover) 是 123%,2000 年网络泡沫破裂时为 88%,而 1980 年仅是 36%。事实上我们得回到 1928 年和 1929 年去发现与近些年一样甚至更高的换手率。^{②③}

^{②①} Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy: How Finance Triumphed Over Industry* 275 (2007). Robert S. Harris, Felicia C. Marston, Dev R. Mishra & Thomas J. O'Brien, *Ex Ante Cost of Equity Estimates of S&P 500 Firms: The Choice Between Global and Domestic CAPM*, 32 FIN. MGMT. 51, 52 (2003).

^{②②} 股票的价格会影响到公司经理的期权行使、奖金和职务任期等。J. A. C. Hetherington, *Fact and Legal Theory: Shareholders, Managers, and Corporate Responsibility*, 21 STAN. L. REV. 248, 266 (1968).

^{②③} Robert Sobel, *The Big Board: A History Of The New York Stock Market* 159 (1965). For the 1982 - 1999 period see Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance* 52 (2d ed. 2005). See also Mitchell, *The Speculation Economy*, *supra* note 38, at 193, 277 - 278. 事实上即使在 1968 年华尔街因市场泡沫而产生了后台危机的时候, NYSE 的换手率也只有 24%。NYSEData.com Factbook: Annual Reported Volume, Turnover Rate, Reported Trades.

我并不旨在对现代金融理论全盘否定,只是因为这为当前出现的淡化公司作为生产实体重要性的现象提供了合理化的理论依据。而且,也许是因为20世纪股东的冷漠,该理论建议股东较少地关注公司是有道理的。尽管容易被遗忘,但是仍有很长的股东积极主义的历史,并且一直延续至今。这表明单个公司很难脱离至少是部分股东的关系,尽管这些股东一直是、而且将继续是一些较小的股东。^{②4} CAPM使主要的股东,从20世纪60年代以来通常是机构投资者选择抽象的生产企业的投资组合,而不是具体的某家企业。在我得出观点之前,我将先讨论另一种投资类型——这次引起美国乃至全球信贷危机的罪魁祸首——房地产抵押担保证券和担保债务凭证。

二、证券化的蔓延

现代资产组合理论的应用将企业变成投资组合中的风险和收益因素。在这几十年中,金融业花大力气通过多元化投资规避相关风险,这不仅是投资决策,还有风险打包和转售的考虑。^{②5} 实际上,目前的概念范围超出了资本市场,“风险管理”,远远扩展到资本市场以外,不仅是资本市场流行的商业口号,它已经或者正在成为整个社会的主流思想。^{②6}

但客观存在且很重要的问题是,风险管理并未与“责任管理”协同

^{②4} Dalia Tsuk Mitchell, *Shareholders as Proxies: The Contours of Shareholder Democracy*, 63 WASH. & LEE L. Rev. 1503 (2006); Lawrence E. Mitchell, *The “Innocent Shareholder”*: An Essay on Compensation and Deterrence in Securities Class Actions, 2009 Wis. L. Rev. .

^{②5} 参见 Ronald J. Gilson & Charles K. Whitehead, *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*, 108 COLUM. L. Rev. 231 (2008)。

^{②6} 通过SSRN查询的结果来看,在2008年4月25日前有超过1000篇文章用到了“风险管理”这个词语,其中241篇将其置于标题中,包括有大学生校园生活的风险管理,金融风险管理,公司的运作和股东的风险管理,工程风险管理,家庭债务风险管理,保险风险管理,还有其他各式各样的风险管理。这些文章绝大多数是在最近4年发表的。从广义上讲,风险管理是一个包容性的概念,包括通过建议,程序、践行、计划等评估和控制商业和各个行业的风险。

发展,相反,资本市场风险管理的目标是将某种类型的风险分散化以使某个投资者不会承担全部的风险。^② 这种理念适用的结果是没有单个的投资者为相关的投资的可行性负责,没有人为生产性企业负责,也没有人为风险分散了的证券发行负责。

房地产抵押担保证券 (Mortgage - backed Securities, MBS) 在 2007 年引起的次贷危机就是很好的证据,这种后果危害了全球金融市场的稳定。简单地讲,MBS 是一种由 SPES 持有的家庭抵押贷款池所保障的信用工具,抵押贷款人可以通过出售抵押贷款给 SPE,来换取资产负债表中资产的增加。这其中也包括担保债务凭证 (Collateralized Debt Obligations, CDOs) 及其变形。CDOs 事实上是投资池中由 SPE 发行的投资等级证券的衍生形式,受相关抵押凭证违约风险的影响。这些凭证记录在发行银行的账册上,以减轻银行面临的违约风险。于是银行将风险从 SPE 转嫁到了 CDOs 的投资者,同时投资人从 SPE 持有的投资等级资产中获得现金流。相似的,简单的抵押证券,发行银行将风险转给 SPE,最终再转向 SPE 发行证券的持有人。这样,本对实体生产活动有一定责任的金融参与者,如果将投资安全作为首要考虑的话,就不会选择这种投资方式。

MBS 除了有金融上的合理性,在经济上的合理性体现在可以增加家庭抵押资产的流动性,通过出售抵押资产获得的现金可以给贷款人提供新的资金,他们又可以进行新的贷款抵押。在 20 世纪 70 年代 MBS 的发展前,在发行银行所持有的投资组合中,抵押贷款体现在银行的资产负债表中,直接滋生了违约风险。这样直接的风险和收益的影响激励银行认真评估每个借款人的信用状况,并对他们的资产价值准确评估,就像在 Graham 和 Dodd 的证券分析理论中,希望有本金安全能得到保证的投资品种一样仔细查看每个公司。

风险和责任的关系已经随着 MBS 的发展而日趋薄弱,从某种程度上来看,金融风险和相关生产型产业之间的联系被破坏,这也是投资组合理论应用的结果。当然,房地产抵押担保证券业问题有所不同,但

^② Adolf A. Berle, Jr., *The Theory of Enterprise Entity*, 47 COLUM. L. Rev. 343, 352 - 54 (1947); *Walkovszky v. Carlton*, 223 N. E. 2d 6 (N. Y. 1966).

我可以证明其对实体经济的影响有相似性。生产性企业通过出售股权将经营失败的风险转移给股东,而 MBS 的原始持有者将风险传给外部的投资者。尽管由投资者承担全部的风险本应促使他们更关注相关实体经济的运营,但投资组合理论和风险分散的理念又抵消了他们的这种关注和担忧。

MBS 的利率通常要比一般的抵押品的利率高,这增强了对投资者购买的吸引力。同时,抵押证券发行人尽可能多地制造产品,因为他们的薪酬是和销售量挂钩的。在正常的经济环境下,这种刺激的效应显现出来,从 2002 年到 2006 年美国房市开始形成泡沫的时候,同时房产抵押证券业也空前繁荣起来。

只要将投资组合中的抵押品列入发行银行的资产负债表,贷款人的薪酬激励就会被违约风险、职业安全等因素所制约,于是在贷款时需要合理地审慎受理。但 MBS 的发展允许银行将违约风险从资产负债表中剔除,没有了约束的因素,就像股票与生产型企业分离使股东利益与其投资的公司关联性变低一样。

正如前文所提到的,MBS 存在的经济上的合理性在于增强了贷款机构的流动性,由此促使制造更多的抵押产品给投资者,使贷款人能攫取更多的利润。这些证券的公开发行人又促进了其需求,^②发行人就更有动力制造更多的抵押贷款产品。这在正常的经济环境中会产生道德风险,而当房地产泡沫使情况越来越失控,贷款人不断地放宽贷款标准、不停地制造抵押产品,如将浮动利率抵押授予那些不能支付传统 30 年固定抵押贷款的购房者,当本金或利率调整时,他们就会出现不能支付的情形。

贷款人对流动性的需求和市场对 MBS 证券的需求就使得实践中贷款人不仅向信用良好者而且向信用记录有瑕疵,偿还能力欠佳的购

^② SEC. INDUS. & FIN. MKTS. Ass'N. , *Research And Statistics, Statistical Tables, Mortgage - Related Securities, Issuance*, available at <http://www.sifma.org/research/pdf/Mortgage-RelatedIssuance.pdf> (2008) (提供了房产抵押贷款证券的发行和增长数据)。

房者大量发放贷款。^②当贷款人在售出风险的时候,投资银行将这些证券打包成不同类型的证券,审慎投资和资本市场间的关系被打破。

我在前文提及,发行人对风险的外包出售可以转移发行人的责任,他们就不需要为自己的错误决定承担后果。同时他们将产品重新打包,不由某一个主体来承担全部失败的风险(或者像是在 MBS 中通过复杂的结构化设计来隐藏风险)。他们向不特定的公众投资者发行,投资需求很容易扩张但却没有适当的风险评估。这种市场需求的膨胀使发行人陷入了一种不断生产劣质产品来满足市场需求的怪圈。而证券的流动性也给投资者带来刺激,投资者依赖评级机构的评级(评级机构也有自身的利益诉求)^③无节制的购买和交易证券,这又刺激发行人生产更多的证券。

有人可能会认为这是泡沫经济的特征,所以这是例外现象而不是运行规律,从某个程度来讲,这是对的。但这并不影响根本的判断。当将风险和活动本身越分离,当风险越被分散,投资者在购买产品之前对风险进行评估的动力就越小,对风险进行控制的动力也越小。同时,在风险可以部分通过分散来掩饰的情况下,发行人出售风险的机会越大,其接受不明智的风险的动力也越大。结果是,即使在正常的市场环境下,正常的风险承担方式已经改变,市场的参与者正在损坏实体经济的基础。

公司股票市场和抵押担保证券市场的例子也可以用心理学和伦理学的角度来分析。决策者与其决策所产生的后果在时间和空间上的分离越大,决策者内化该责任的可能性就越小。^④因此,即使一个公司经营者的决策导致了妇女和儿童在恶劣的环境里工作,由于他既不

^② Walter Hamilton, E. Scott Reckard & Molly Hennessy - Fiske, *Lending Crisis Ignites Broad Economic Fears*, L. A. TIMES, Mar. 14, 2007, at A1. Tom Petrino, *Wall St. Waits to See What Will Be Repaid*, L. A. TIMES, Aug. 21, 2005, at C 1. Gretchen Morgenson, *Will Other Mortgage Dominoes Fall?*, N. Y. TIMES, Feb. 18, 2007, at 1.

^③ Aaron Lucchetti & Serena Ng, *Credit and Blame: How Rating Firms' Calls Fueled Subprime Mess*, WALL. ST. J., Aug. 15, 2007, at A1.

^④ Elizabeth A. Wolgast, *Ethics of an Artificial Person: Lost Responsibility in Professions and Organizations* 72 - 78 (1992). Tom Baker, *on the Genealogy of Moral Hazard*, 75 TEX. L. Rev. 237 (1996).

会在远处驻足观看他们,也不会来探望他们,他的良心也不会受到谴责,这就类似于他开着豪华跑车碾过一只狗,因为他没看到其惨状也不太会有不安。这个经理还不足以称为坏人,他所做的只是普通人的正常表现,这说明我们的经历在不同的时间、空间有不同的结果。^②

如果将该理论扩展,将投资从实体经济的分离也会产生这种类似的不负责任。而且,这种利益的断裂将产生另一情形而使问题恶化,即当大家都要承担潜在的责任时,似乎每个人都不需要负责,特别是当他们觉得个体行为几乎没有发挥任何作用的时候。问题是,市场作为综合体,投资者,不管是股东还是 MBS 购买者,他们的共同行为都会对实体经济带来巨大甚至毁灭性的影响。

三、合法性的问题

鉴于公司股票和 MBS 只是当今资本市场的一部分,因此我只是提到了证券和证券市场与实体经济分离的问题。资本市场现在正充满了各种令人眼花缭乱的证券衍生品,这些证券衍生品扮演着既与实体经济相关又与实体经济无关的金融工具的角色。金融远期合同、现金结算股份掉期协议以及其他的投资银行设计的交易工具,它们既不会给实体经济带来融资,从新兴对冲基金的表现来看也至少在短期内不太会受到实体经济的影响,如果游戏能继续,那么长期也如此。这种非融金融组合的迅速发展产生的离心力将证券从实体经济中甩出,甩进了其单独的虚拟世界。这种虚拟世界已经将实体经济遗弃,最终变成了为金融业提供融资的地方。这个虚拟世界已经不断远离生产经济,必将处于漂浮的状态。当次贷危机变成全球信用危机时,说明一旦实体经济影响到金融业时,给这两类经济带来的都是灾难性的后果。游戏不能玩下去了,实体经济才是最重要的。

目前最紧要的是在经济政策制定时,考量新金融是否有可能损害

^② Adam Smith, *The Theory of Moral Sentiments*, I. i. 4. 5 - 8 (1759); Mitchell, *Corporate Irresponsibility*, *supra* note 41, at 63 - 64.

实体经济,以及是否有相应的办法来控制它。新型金融工具的诀窍是只被少数人掌握,甚至只被这少数人中的一部分人进行交易设计。我们对其复杂性缺乏了解,使我们很难评估风险和衡量价值,从而以应有的谨慎对待它们。这也使得有效市场很难建立,因为在缺乏了解的地方很难产生有效性。

新金融出现了更深层次的必须被严肃对待的问题就是它和经济之间的关系。金融晦涩难懂,而且似乎除了给自己带来融资也别无所成,这导致了其作为社会和经济媒介的合法性质疑。资本市场的流动性曾是以利于实体经济融资为前提的。流动性可以理解为是钱放到金融企业作为财产储备,并在需要时或投资决策改变时取回。但具备流动性并不是流动存在的合法理由,同样流动性也不能成为金融生产力的代名词。新金融的存在需要合法性,它对经济与社会的贡献要与它所占用的社会资源和给实体经济带来的风险相匹配。目前,我们甚至尚不能确定金融对实体经济发挥的作用以评估其存在的合法性。

当然,我们缺乏对市场运行的足够认识,因此尚不能确定全方位的市场监管是否必需,如果是必需的,那么监管的本质应是什么?新金融经济继续发展,它离实体经济越来越远会继续威胁生产企业的发展。因此,首要的问题变成了如何纠正风险与责任间的分离。集体行动问题和金钱的诱惑意味着即使我们能试图理解这种新现象,也不太可能说服每个市场参与者要对自己的行为负责。因此,挑战就变成了创造激励措施使他们的行为有责任感,使他们按照风险与责任关系被重塑后的模式来行动。

这并不是一个容易解决的问题,即使我有能力来解决,这样庞大的话题也无法在这样一篇论文中说清楚。但是世界变化的方式是值得关注的。放松管制已成为我们国家治理的标语,³³甚至近来要向对冲基

³³ The enactment of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104 - 67, 109 Stat. 737 (1995), the 1999 repeal of the Glass - Steagall Act by the Gramm - Leach - Bliley Financial Services Modernization Act, Pub. L. No. 106 - 102, 113 Stat. 1338 (1999), the Supreme Court's continued diminution of the anti - fraud regulations of the securities law, *Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific - Atlanta, Inc.*, 128 S. Ct. 761, 772 (2008), and the calls for diminishing the constraints of Sarbanes - Oxley, Roberta Romano, *The Sarbanes - Oxley Act and the Making of Corporate Governance*, 114 YALE L. J. 1521, 1602 (2005).

金进行监管的微弱呼声也被迅速淹没。监管确实会成为一种破坏性的工具。但如果我是对的,新金融经济会出现大规模的相对于实体经济的市场失灵。我们不应去过分关注纽约和伦敦相比是否失去了在 IPO 上的优势地位,我们应当首先关注我们自身,解决“了解难”的问题,并在需要的时候,对市场中出现的企图进行监管。市场可能是不道德的,但一个秩序井然的经济体系必须有道义性的法治基础。

结 语

在这篇文章即将发表的时候,美国和整个世界的金融市场都处于崩溃和无序的状态,形成了历史性的衰退。市场崩溃的最直接的原因应该是对 MBS 信用评级的明显降低,触发了大规模的信用违约掉期。证券衍生品业务在很多金融机构中占有重要的地位,包括一些世界上最大的金融机构也难以履行他们的义务,这使他们陷入了资金耗尽的危险之中。关于这些事件已经有大量的著作和文章,但对于经济崩溃的真正的原因仍需继续探究。对大多数的评论家、记者和监管者,关注于证券衍生品市场的失灵,呼吁监管要直接对准这个目标,而崩溃的真正原因要深层次得多。有趣的是,真正原因事实上已经被一些人察觉到了,如艾伦·格林斯潘在政策界中,理查德·波斯纳在学术界,他们为后续的基础研究提供了工具。

真正深层次的原因是自由市场所信奉的理念(以及随后对市场真正的放松监管),这种理念主导了美国的法学界和经济学界,同时也影响了从里根政府到乔治布什政府(包括克林顿政府)的美国政府。我们素来被告知,自由市场是可以几乎完全自律的市场,理性的参与者追求自身的利益,作为副产品,产生了有效的资本市场。立法方面,如在 1933 年大萧条中期制定的《格拉斯—斯蒂格尔法》,在证券市场 66 年的波动中保证了政府信用的供给,直到它在 1999 年被《格雷姆—里奇—比利雷法》(《金融现代化法》)废除。因为在认为市场是如此的丰富多样,已不再需要保护的氛围下,那部法案被认为阻碍了美国的金融竞争力。监管规则,如美国证监会的净资本保护规则(protective net

capital rules),从投资银行的角度来看,资产的杠杆率和投机资本的流动性能给融资者带来更大的利润,也能使市场更有效,因此大型的投资银行就需要摆脱该规则的束缚。2000年的《现代商品期货法》最终豁免了有毒资产信用违约掉期和其他一些衍生产品,他们可以不被纳入监管。即使是萨班斯法,因为七年前的大量公司丑闻得以通过,但也被人指责认为使证券发行的中心从纽约转到了伦敦,削弱了美国的金融竞争力。

似乎大家没有关心这样一个关于放松监管的问题:竞争力和效率的目的是什么?从金融业来看,在1929年大崩溃后的几十年中,产生了罗斯福新政时期的大量立法以使金融业理性地服务于制造业。我们的目标是流动性,是为了给实业融资,而不是让投资银行家天马行空的创造产品给华尔街带来巨额的财富。^④当布什政府在推动美国增加自置居所时就引起了对MBS的涨跌合法性的质疑,这是问题的表象而不是原因。罗斯福新政过后,以生产和销售为主的实体经济逐步被忽略,取而代之的是金融业的自由和狂热。而实体经济创造的利润,在生产中产生的盈利才同时具有使用价值与交换价值,这才是最终可以给国家经济带来福祉的源头。

问题是如何根据自由市场经济有效性的基本理念,将不相关的两头——金融与实体经济结合起来。那些依靠新古典微观经济学理论来研究该问题的人没能发现,从微观经济学的角度没有实体经济效益的机构是无害的,但是从宏观经济的角度就会产生巨大的危害。自利的参与者追求自身利益时会使市场变得有效,这可能确实是有道理的,但是我不得不尖锐地指出,他们追求的是自身的利益而不是社会的利益。

个体理性的自利行为可能会让市场有效,但对他们行为的解读才是明智的经济和监管政策必要的支撑。正如我在文章中所提到的,有些时候他们所做的就是根据交易模式给市场中的资产定价。法律适用的需求和供给取决于什么正被需求和什么正被供给。在过去几十年中,资本市场由证券和衍生品的供求所决定,已从实体经济中分离出

^④ Lawrence E. Mitchell, *Who Needs the Stock Market? Part 1: The Empirical Evidence* (2008), available at <http://papers.ssrn.com/abstract=1292403>.

来。投机性证券和衍生品给他们的发行人提供了通过销售获利的机会。投资者购买的原因是认为可以将该产品卖给其他人再次获利。当一个市场的价格走势取决于交易量,当一个市场靠不断的拆分证券来保证有足够多的存货销售时,实体经济的作用迷失了。迷失到近期爆发性增长的市场受到了来自外部的冲击,他们轰然倒塌在地,才发现相关的实体经济的利润是支撑不住他们的。

如果有人问这样一个问题:放松管制是如何给实体经济带来利益的?放松管制可能从未发生过,或至少在某种范围内没有过。我们发现在1907年,甚至是在20世纪30年代初期,一些银行将他们的全部资本(所有的存款和远期债权)投机于证券市场,处于非常大的风险中。在30年代初期对交易保证金没有规定,对投资银行的资本金也很宽松,这种状况刺激发行了一些没有公司利润支撑的无用的证券。正如我们所知道的,在1792年、1819年、1837年、1848年、1873年、1893年、1907年、1921年、1929年、1987年和2000年,至少在美国,金融机构和投资者一般是很乐意相信,规则已经改变,只要有快钱可挣。^⑤但是规则并没有改变,当市场运行良好时一切都好,金融是为实体经济服务而不是与其背道而驰。当缺少利润时,金融业就萎靡不振。当行业和个人财富不能支撑证券的市场价值,市场就崩溃了。并没有出现前所未有的“新时代”,而且也永远不会出现。只有最简单的规则:你所消费的只能是现金(you can only spend cash)。不管美联储为了刺激当前的经济印了多少钞票,这个规则过去、现在和将来也是不变的。希望奥巴马政府能理解这点,将重新连接金融业和实业作为监管的重点。

^⑤ See generally Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics, And Crashes: A History of Financial Crises*, Appendix B (4th Ed. 2000) (chronology). See Mitchell, *The Speculation Economy*, supra note 38, at 194.