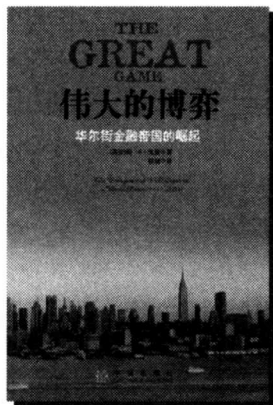


# 浅谈资本博弈、诚信和市场监管

——从《伟大的博弈》看我国证券市场发展



孙蔓莉

几个月前，偶然翻阅由约翰·S·戈登撰写、祁斌翻译的《伟大的博弈》一书。本来只是在闲暇时随便看看，岂知一开始，即无法释卷。这本记述华尔街发展历史的著作可谓声情并茂，娓娓道来，挥洒幽默，引导着读者穿透纸张看到那些没有硝烟的华尔街股市风云。

戈登先生1944年生于纽约，是职业作家和经济历史学家。由于成长于证券职业世家，使他能够对华尔街的重大历史事件具有深入的体会和独到的见解。他先后撰写了华尔街三部曲：《资本的冒险》、《伟大的博弈》和《金融的帝国》。在《伟大的博弈》中，笔者惊异地发现：原来，如此辉煌的华尔街金融帝国在它的发展道路上也曾经经历过许多曲折！一直困扰我国资本市场的坐庄、公司欺诈、内幕交易等都曾是华尔街两百年历史的主旋律，其程度与我国证券市场相比，绝对是有过之而无不及。因毫无监管导致混沌不堪的市场；因法律缺失导致腐败无耻的法官；无所约束的交易、腥风血雨的赌博、一次次的股市大崩溃……都是纽约股票交易所的过去。股市崩溃迫使法制建立、秩序强化、道德恢复。投机的商人退出舞台，而诚信的人成为最后的赢家。即使在现代，以安然公司为代表的美国资本市场丑闻和舞弊案件仍时有发生，但随着市场运作规则越来越严密，市场秩序不断改进，整个市场才不断向着有序、繁荣的方向前进。

## 资本博弈 诚信致胜

按照最直观的理解和经济学最基本的经验，证券市场中的博弈似乎应该是资本为王。在戈登先生所描述的华尔街的历史舞台上，先后登场了许多风云人物，各自演绎了多姿多彩的人生，也掀起了纽约交易所的惊涛骇浪。这其中，就有许多资本大鳄自信满满、肆无忌惮地操纵股价，买空卖空，但是最终的结果往往适得其反。这样的实战案例几乎贯穿了《伟大的博弈》全书。

1791年，曾任美国国家财政委员会秘书和财政部部长助理的威廉·杜尔利用内幕消息，挪用财政部巨款投机纽约银行的股票。杜尔的这次炒作使该股票的认股权证价格高至92美元，但随即因东窗事发而入狱，并在狱中中了却余生。1834年，以投机市场的短期波动而闻名的雅格布·利特尔，以每股10美元的价格买断莫里斯运河的股票，并在一个月内迫使卖空者以每股185美元的价格向他购买该股票平仓。可是在1857年的股市崩盘中，他最终破产，一蹶不振。1881年，费迪南·沃德利用前美国总统格兰特的名义进行集资诈骗，用新投资者的资金偿还对早期投资者承诺的高额分红。在骗局揭穿后，人们发现沃德公司的资产仅余67 000美元，而负债则高达1 600万美元。沃德终究没有逃脱法律的严惩。1907年，F.奥古斯塔·海因兹和查尔斯·W.莫尔斯在控制了

家银行后，试图坐庄联合铜业股票，当年10月中旬海因兹和莫尔斯的计划因受空方的强大阻击而告失败，二人宣布破产。更为严重的是，这一事件直接导致若干家银行受到挤兑，并蔓延为全国性的金融恐慌。1970年开始，石油大亨巴克·亨特兄弟囤积白银，使银价达到10年前的10倍。二兄弟的结局是因负债过高、利息负担过重而失败，并于1987年宣布破产。

与这些投机商人形成鲜明对比的是，华尔街上也出现过不少真正富有社会责任感并且奉行诚信的投资家和金融家。这些人开创了华尔街的新时代，重塑了华尔街在美国公众中的形象。其中，最为杰出的代表是J.P.摩根，作为世界上最负盛名的投资银行家之一，他是至今惟一仍为美国家喻户晓的19至20世纪的华尔街人物。

摩根曾多次帮助美国渡过金融危机。1895年，美国黄金储量巨减，国库黄金存量仅为法定黄金储备量的一半，并仍在源源不断地流向欧洲，美国财政岌岌可危。在总统的求助下，摩根在欧洲筹集了1亿美元的黄金，遏制了黄金外流的势头，挽救了美国，避免了一场金融灾难。1907年，美国发生金融恐慌，尼克博斯信托银行倒闭，多家银行遭遇连环挤兑，又是摩根力挽狂澜，通过组织银行家动用在结算中心的存款增加货币供给，使经济很快恢复了繁荣。总统罗斯福称赞他：“具有传统美德的商人，在这场危机中的

表现,充满了智慧和公众精神。”

摩根之所以有这样的影响力和号召力,并非是依靠资本。摩根1913年去世时,他所有的财产仅有6000万美元及部分艺术品,在当时的美国甚至不能算是最富裕的阶层。摩根一生奉行诚信原则。当国会会员询问摩根商业信贷的决定因素时,他回答:“品德比金钱和其他任何东西都重要,金钱买不到品德……一个我不能信任的人,即使他以整个基督教世界的一切做抵押,也不可能从我手中借走一分钱。”摩根依靠诚信获得了市场参与者的广泛认可和敬仰,使他在美国金融社会具有了空前的影响力。甚至在经济出现危机迹象之时,摩根仍有能力召集各个金融巨头在他的私人图书馆商议对策。实际上,摩根在美联储成立之前代理了部分美国中央银行的职能。

摩根去世后的12小时,悼念他的电报即近4000份,其中既包括皇室和教皇,也有平民百姓。与那些自恃资本雄厚的投机商人相比,以诚信为本的摩根才是最后的赢家。

### 危机时刻 催生监管

戈登在《伟大的博弈》中描述了在几乎没有政府监管的环境下华尔街市场的混乱景象。当时的交易所允许投资者只交10%的保证金即可参与买空卖空,市场风险被进一步放大,无序的市场成为投机者的天堂。然而几乎每一次庄家的大餐都是以证券市场的崩溃,甚至是金融市场、国家经济的危机来买单的。每当狂热的投资者被狂跌的股市痛击之后,都会发出要求证券业自律和政府参与市场监管的呼声。美国对证券市场的监管体系正是在这样一次次的危机中酝酿和完善的。

19世纪中期,美国证券法律法规严重缺失,股市中的投机商人依靠权钱交易掌控法官,进而运用法官的权

利牟取不当利益。在1868年科尼利厄斯·范德比尔特与丹尼尔·德鲁展开伊利铁路大战时,范德比尔特甚至可以派律师将法官从床上叫起来签发对德鲁等人的拘捕令。而随后不久,德鲁一方即派人携带装满千元大钞的大箱子去行贿议员。双方争斗的结果是达成妥协,而中小投资者最终发现他们所持有的股票价值被稀释了40%。这一事件促使纽约交易所颁布监管条例,要求所有在交易所拍卖的股票必须登记,并且所有新股发行都必须提前30天通知交易所。“对于华尔街上的经纪人来说,这是第一次他们不得不遵守监管条例。”

1929年美国发生了有史以来的最大股灾,触发了长达4年的经济衰退。1932年的股市市值比1929年下降达89%。为了制止市场投机者利用内幕消息牟利,防范联合做庄,禁止经纪人购买他们所交易的股票期权,政府出台了一系列对华尔街的改革政策,包括于1933年出台的《联邦证券法》。

1938年,纽约股票交易所的前总裁理查德·惠特尼由于证券经营失利,竟然盗用自己控制的经纪公司的客户证券,并因此而入狱。惠特尼的丑闻导致纽约交易所很快宣布了一项新的章程,限制会员公司的债务规模,要求经纪业务与承销业务分离,客户账户与公司自营业务分离,等等。自此,证券交易委员会开始正式对经纪人队伍实施监管。这一改革为华尔街20世纪50年代的再次繁荣奠定了基础。

1962年,两大经纪公司发生危机,为防止以后单一金融风险再次扩散为系统风险,纽约股票交易所建立了风险基金。

2000年至2002年美国先后经历了网络泡沫破灭、9·11恐怖袭击、安然丑闻等,但美国股市却出人意外地从危机中迅速恢复起来。除了其他有效的财政金融措施外,以《萨班斯——奥

克斯利法案》的颁布为标志的政府监管的加强发挥了重大作用。

正是美国证券交易委员会的有效监管,为华尔街带来了长期稳定和巨大的繁荣。监管的加强往往只有在一些痛苦的经历尤其是灾难性的事件之后才会来临。在漫长的发展过程中,华尔街的历史是一部经历无数灾难的历史,也是一部不断从灾难中吸取教训以防灾难再次发生的历史。

### 他山之石 可以攻玉

《伟大的博弈》一书为我们展示了华尔街从一条默默无闻的小街发展成为世界金融中心的传奇历程。它在不同历史时期承担了不同的使命,在一次次多方博弈过程中学习和成长。了解华尔街的发展史,可以使我们对我国的资本市场有一个全新的认识。

我国的证券市场是一个体制转轨时期的新兴市场,在发展中确实还存在一些亟待解决的矛盾和问题,诸如市场运作机制还不完善、部分市场参与者缺乏诚信和法制观念、政府监管不充分,等等,直接或间接地影响着我国证券市场的稳定运行和功能发挥。但是,以美国证券市场的发展为镜,我们可以看到:这些矛盾和问题在每一个市场的成长过程中都是不可避免的。华尔街的发展史已为我们提供了解决问题的思路和可能的方式。华尔街用两百年的时间和数次股市崩盘的代价,摸索出了建立有序竞争市场所需要的博弈规则框架。华尔街的发展史是全世界的宝贵财富,我国完全可以借鉴华尔街两百年的经验和教训,总结证券市场的发展规律,设法回避华尔街曾屡屡失足的陷阱,寻求适合于我国现阶段经济环境的证券市场快速发展之路。

(作者单位:中国人民大学商学院)

责任编辑 杨曼