

政治经济学视角下的 《1933 年证券法》*

[美] 保罗·G. 马霍尼**

朱锡俊 周雅妮***译 刘凤元****校

译者评注: 保罗·马霍尼(Paul G. Mahoney)是弗吉尼亚大学法学院教授,2008 年至 2016 年担任法学院院长,主要研究领域是证券监管,法律与经济,公司金融,金融衍生品等。在任教于弗吉尼亚

* The Political Economy of the Securities Act of 1933, 30 Journal of Legal Studies 1-31 (2001)。本文已获得作者翻译授权。

** 弗吉尼亚大学法学院布洛考(Brokaw)公司法教授、艾伯特·C. 贝维耶(Albert C. BeVier)研究教授。电子邮箱: pgm9h@ virginia. edu. cn。感谢杰夫·米勒(Geoff Miller)、马克·温斯坦(Mark Weinstein)、审稿人埃里克·波斯纳(Eric Posner),以及弗吉尼亚大学法学院、经济学院和耶鲁大学法学院研讨会参与者提出的有益建议,并感谢弗吉尼亚大学班卡德政治经济基金(The Bankard Fund for Political Economy)的财务支持。同时感谢哈佛大学的贝克图书馆和约翰·沃登(John Warden)为我查阅美国诉摩根案的审判记录。本文仅代表作者个人观点,文中错误由作者自负。

*** 译者分别为上海证券交易所员工、中国证券监督管理委员会江苏监管局员工,署名不分先后。

**** 华东政法大学国际金融法律学院教授、博士生导师,资本市场研究中心主任。

大学法学院之前,马霍尼教授还曾在纽约 Sullivan & Cromwell 律师事务所执业,担任美国联邦第二巡回上诉法院法官 Ralph K. Winter 和美国最高法院 Thurgood Marshall 法官的书记员。2018~2022年,马霍尼教授在证券交易委员会的投资者咨询委员会任职。

美国《1933年证券法》是第一部联邦证券法,该法以时任美国总统罗斯福坚信的信息披露哲学为指导思想,确立了美国的证券发行制度——注册制。本文从政治经济学这一独特视角介绍了美国《1933年证券法》的立法背景、过程及其影响等。

本文介绍了《1933年证券法》出台前,美国投资银行业竞争逐渐加剧,抢先交易、折价销售等乱象开始出现,再加之商业银行、综合性银行参与投资银行业务的竞争,原有证券行业辛迪加体系逐渐显现出危机。《1933年证券法》的出台和罗斯福新政的金融改革着力解决上述问题。一是政府通过禁止抢先交易和折价销售巩固了辛迪加体系。二是改革放缓了证券分销的流程,将证券分销分为不同的批发和零售阶段,减小了综合性银行的竞争优势。三是改革将商业银行从承销业务的竞争者中剔除。

《1933年证券法》以信息披露为核心,有着“证券真实法”之美誉。然而,从改法对投资银行业产生的影响来看,其作用不仅于此。其通过禁止抢先交易、折价销售,分离证券批发与零售阶段等手段缓解了投资银行业的竞争态势,从而巩固了辛迪加体系。如果仅仅是为了实现充分披露的目标,这些规定都不是必需的。因为这些规定将限制投资银行业的竞争,提高发行人和投资者的成本。马霍尼教授还指出,《1933年证券法》很可能是监管寻租的产物。最大的受益群体头部投行与美国政治利益群体密不可分,如 J. P. 摩根、狄龙·里德等头部投行的许多合伙人都纵横于政商两界,对立法产生着重要影响。如文中所述,“当需要监管的行业‘问题’等重要信息是由相关利益集团提出时,即使是坚信自己正在追求公共利益的立法者也会被利益集团所影响”。

摘要:《1933年证券法》通常被认为是一部要求“充分披露”的法规,然而,其中的许多详细条款禁止在特定时期内或使用特定媒体披露关于待发行证券的信息。在该法出台前,主承销商们曾广泛地对证券零售销售进行限制,但到了20世纪20年代末,主承销商们很难继续按

照合同来执行对零售销售的限制。《1933年证券法》的通过,赋予政府限制证券零售销售的权力,其净效应是减少了投资银行之间的竞争。尤其是该法保护了分业经营的批发和零售投资银行免受来自综合性公司的竞争。

关键词:《1933年证券法》 强制披露 证券零售销售 承销商竞争

一、引言

对于经济监管的寻租理论来说,《1933年证券法》〔1〕是一个严峻的试验场。1933年,投资银行业在立法领域面临着巨大的困境。彼时,该行业的公众形象处于历史最低点。新总统罗斯福成功地利用就职演说令公众将大萧条的责任归咎于金融家,并在竞选中承诺减少金融家的权力和影响。《1933年证券法》是在匆忙和保密的背景下起草的,其主要起草人詹姆斯·兰迪斯(James Landis)是一位对金融建立更强的公共控制感兴趣的学术改革者。〔2〕

然而,《1933年证券法》确实投资银行业内产生了赢家和输家。与其他新政改革相配合,该法遏制了零售交易商之间的竞争,而这些竞争威胁到了20世纪20年代辛迪加*分销体系(及其相关的零售价格维持)的生存。《1933年证券法》的另一个重要影响是保护了头部的批发投资银行,以及代表他们分销的零售交易商,免受来自在20世纪20年代末获得市场份额的综合性批发/零售投资银行的竞争。具有讽刺意味的是,在20世纪40年代末,司法部对17家头部投资银行提起了

〔1〕 Act of May 27, 1933, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (codified as amended at 15 U. S. C. § § 77a-77z-3).

〔2〕 要仔细了解罗斯福新政证券改革的政治背景和主要人物, see Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street 1-100* (1982)。

* 辛迪加是 syndicate 的音译,原意是“组合”,指相互间有利害关系的个体成员组成的联合组织,经营和从事特定商业交易,一般属于财经性质,也可以为临时性的目的组建。投资银行家们为了避免单一投资的巨大风险,往往联合起来包销某一证券或认购未被认购的大量证券。——译者注

反垄断诉讼(美国政府诉摩根案),指控其意图垄断承销业务,但未获成功。^[3]在一定程度上,司法部的指控依据是被告在与不知名的投资银行竞争承销业务市场份额方面所获得的成功。

前期关于《1933年证券法》的文献基本上没有公共选择方面的分析。一些经济研究曾寻找(但基本上没有找到)证据,证明该法提高了投资者的回报或增加了价格的信息含量。^[4]然而,公共选择解释的匮乏并不令人惊讶。我们没有关于投资银行1933年之前的价值或盈利能力的系统数据,因为当时投行大多是私人合伙企业,从事基本上不受监管的业务。《1933年证券法》是在非常匆忙的情况下以口头表决的方式通过的,没有产生任何的原始材料(委员会和国会的投票记录),而这些材料通常被用来说明经济利益所代表的阵营是支持还是反对立法。^[5]因此,这两个最有说服力的实证检验途径是不可用的。亨利·曼恩(Henry Manne)认为头部投资银行可能从《1933年证券法》中得到了好处,而非受到打击。他认为,对于承销低风险证券并密切关注被保荐公司的头部投资银行来说,“充分披露”政策没有什么损失,相反通过赶走了承销高风险证券的公司获得了很多好处。^[6]但是,曼恩承认此结论缺乏支持数据。

先前的研究者也倾向于只看《1933年证券法》的宏观设计,而不看

[3] See *United States v. Morgan*, 118 F. Supp. 621 (S. D. N. Y. 1953).

[4] See Carol J. Simon, *The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues*, 79 *Am. Econ. Rev.* 295 (1989); Gregg A. Jarrell, *The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues*, 24 *J. Law & Econ.* 613 (1981); George J. Benston, *The Effectiveness and Effects of the SEC's Accounting Disclosure Requirements*, in *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities* 23 (Henry G. Manne ed. 1969); George J. Stigler, *Public Regulation of the Securities Markets*, 37 *J. Bus.* 117 (1964); Irwin Friend & Edward S. Herman, *The S. E. C. through a Glass Darkly*, 37 *J. Bus.* 382 (1964) (disputing Stigler's results).

[5] 罗伯塔·罗曼诺(Roberta Romano)使用这些证据构建了一个关于期货市场监管的令人信服的公共选择解释。See Roberta Romano, *The Political Dynamics of Derivative Securities Regulation*, 14 *Yale J. on Reg.* 279 (1997).

[6] See Henry G. Manne, *Economic Aspects of Required Disclosure under Federal Securities Laws*, in *Wall Street in Transition: The Emerging System and Its Impact on the Economy* 33-36 (Henry G. Manne & Ezra Solomon eds. 1974).

其细节。甚至曼恩也从字面上认为,“证券真实”法*是一部有关披露的法律。人们不太了解的是,《1933年证券法》同样是一部有关保密的法律。该法禁止在向美国证券交易委员会(SEC)提交注册文件之前公开披露拟发行产品的信息。〔7〕该法还规定,零售开始的时间至少要比提交注册文件的时间延迟20天。虽然这些条款习惯上被描述为仅仅是“充分披露”技术手段的一部分,但实际上对零售和批发竞争都施加了重要的限制。

我试图说明,最好将这些“技术”细节理解为消除几种特定竞争技巧的手段,在20世纪20年代末和30年代初,市场地位较低的证券交易商成功地用这些技巧来对付市场地位较高的证券交易商。鉴于可用的量化信息有限,本文以定性分析为主。然而,我试图用可取得的承销商薪酬和市场份额的相关数据来支持这一论点。这些数据本身并不足以说明问题,但它们补充了对《1933年证券法》和其产生的竞争背景的定性讨论。

本文结构如下:第二部分描述了第一次世界大战后投资银行业的变化情况;第三部分检验了20世纪20年代投行业竞争加剧的量化方法;第四部分描述了新进入投行业的竞争者用来获得市场份额的具体竞争策略;第五部分讨论了《1933年证券法》针对市场竞争的条款以及罗斯福新政相关的政策;第六部分回到量化证据,论证《1933年证券法》提高了行业集中度和承销商的利润;第七部分为小结。

二、20世纪20年代投资银行业的结构性变化

在20世纪20年代,投资银行业的竞争比以前大大加剧。本节介绍投资银行业在第一次世界大战前的情况以及20世纪20年代发生的

* 美国《1933年证券法》又称“证券真实法”(Truth in Securities Law)。——译者注
〔7〕 正如最初制定的那样,在注册声明生效之前,该法规禁止任何与股票发行有关的招揽活动。然而,证券交易委员会允许使用初步的招股说明书进行有限的招标活动。从1933年直到1934年证券交易委员会成立,联邦贸易委员会一直是证券交易的管理机构。

变化。

(一) 第一次世界大战前

19世纪末20世纪初,新股发行承销和销售的辛迪加制度在美国发展起来。辛迪加制度的显著特征是联合销售。^{〔8〕}在以往的实践中,投资银行组团按固定价格买入新发行证券,然后各自选择时间、地点和价格单独出售。相比之下,在辛迪加制度下,投资银行依据合同约定在辛迪加管理者指定的时间和地点以统一价格销售证券。就连销售广告也是统一组织的。

辛迪加是由一家投资银行“发起”或“发行”,该投行承担如今典型的主承销商的作用——为公司提供咨询,调查其业务,谈判证券类型、条款以及发行细节。^{〔9〕}其他辛迪加成员将几乎全部的管理控制权委托给发起行。我在文中交替使用“发起行”(originating underwriter)、“管理行”(issuing underwriter)和“主承销商”(lead underwriter)这三个术语来指代担任发行公司主要财务顾问的投资银行。

承销商通过折价购买的方式获得报酬。辛迪加以协商价格从公司买入证券。投资者最终以发起行与公司协商后确定的固定价格购买。“总承销价差”(投资者支付的价格与公司收到的价格之间的差额)是给承销商提供财务建议、承担承销风险和寻找买家的报酬,并根据不同发行职责在投行和交易商之间进行分配。在1933年以前的时代,在一个公司和最终投资者之间可能有数层辛迪加,每一个辛迪加能比上一层以稍小折扣购买证券。

主承销商在辛迪加金字塔的顶端,能获得最大的酬劳。辛迪加向其支付费用作为管理发行的报酬。此外,主承销商在与发行人协商后,选择其他承销商和交易商,并确定他们承销或销售承诺的金额。^{〔10〕}对于一个投行来说,分配承销业务的能力是一项宝贵资产。

相较于第一次世界大战以后,第一次世界大战前的证券分销和投资银行业务的层次结构是静态的。发起机构和分销机构之间存在明显

〔8〕 See Fritz Redlich, *The Molding of American Banking* 358 (1968).

〔9〕 See *id.* at 56 - 57.

〔10〕 Arthur Galston 在 *Security Syndicate Operations* (1928) 中讨论了组建承销辛迪加的机制。

的区别。^[11]前者是纯粹的或主要的批发商,直接与发行公司谈判,并将证券销售给其他证券交易商和机构投资者。^[12]发起行处于投资银行的上层。分销商应发起行的邀请参加承销辛迪加,再将证券部分出售给小型交易商,部分出售给投资者。对于大规模的发行来说,处于核心地位的发起行很可能由一家位于纽约的大“发行机构”担任,这些“发行机构”中最突出的是 J. P. 摩根(J. P. Morgan & Co.)* 和库恩·勒布公司(Kuhn, Loeb & Co.)**。^[13]在战前几年,威廉·姆里德公司(William A. Read & Co, 1921 年更名为 Dillon, Read & Co., 即狄龙·里德公司)***也加入了这个专属俱乐部。^[14]其他投资银行则在特定的行业中独占鳌头,例如西北哈里斯公司(N. W. Harris)(后更名为哈里斯·福布斯公司, Harris, Forbes & Co.)和位于芝加哥的哈尔西·斯图亚特公司(Halsey, Stuart & Co.)专注于公共事业领域,雷曼兄弟(Lehman Brothers)和高盛(Goldman, Sachs & Co.)则专注于商业领域。

第一次世界大战之前的新发行市场的结构特点是从事批发业务的投行占据了主导地位。当时主要的购买者是机构和资金实力雄厚的投资者;散户投资者还没有大规模地直接参与证券市场。^[15]美国是净资本流入国,所以承销商一定程度上依赖于外国投资者。这使公司倾向于通过重要金融中心——纽约,以及与国际业务广泛的承销商来发行

[11] See Samuel L. Hayes III, *The Transformation of Investment Banking*, 76 Harv. Bus. Rev. 153, 154 (1979).

[12] See *Stock Exchange Practices: Hearings before the Senate Banking and Currency Comm.*, 73d Cong., 1st Sess., pt. 1, at 168-69 (1933) (hereafter “Pecora Hearings”) (testimony of George Whitney).

* J. P. 摩根公司于 1861 年在纽约建立。经过美国 1929 年的经济大萧条后, J. P. 摩根公司根据 1933 年美国实施的银行法案中商业银行业务和证券业务必须分离的决定,于 1935 年决定维持原有的商业银行业务,而部分高级合伙人和职员退出公司,成立摩根士丹利证券公司。——译者注

** 库恩·勒布公司于 1867 年在纽约州创立,是 19 世纪末和 20 世纪初最具影响力的投资银行之一。——译者注

[13] See George W. Edwards, *The Evolution of Finance Capitalism* 227-28 (1967).

*** 1921 年,威廉·姆里德公司加入了合作伙伴克拉伦斯·狄龙,因此更名为狄龙·里德公司,是一个设在纽约的投资银行。——译者注

[14] See Morgan, 118 F. Supp. at 671-72.

[15] See Edwards, *supra* note 13, at 228.

证券。

相较其他投行, J. P. 摩根和库恩·勒布公司更容易获得资本。这两家银行都是从商业客户那里吸收存款的私人银行(私营、不受监管的商业银行, 不为普通公众提供服务), 尽管与普通商业银行相比, 它们的总存款额很小。更重要的是, 这两家银行都与欧洲有广泛的业务联系, 并且与大型商业银行关系密切。这些关系使他们能够在短时间内借到钱并投放大量证券。^[16]

证券分销的过程很缓慢。辛迪加协议期限通常为 1 年, 其中证券分销过程通常持续几个月。^[17] 新发行证券市场以债券为主。股票一般通过经纪人撮合的私募配售和公司内部人员配售的方式进入二级市场。

(二) 从第一次世界大战到《1933 年证券法》

上述投资银行的业务结构在战后发生了重大变化。美国在战后成为一个债权国, 拥有“世界上最大的储蓄存量和流量”。^[18] 国内借款人不再需要依赖外国资本。他们也第一次可以利用小投资者所组成的大军。

证券市场对“零售”销售的依赖程度越来越高。为了筹措军费, 美国财政部发行了空前规模的证券。1917 ~ 1918 年发行的四笔自由公债(Liberty Loan) 和 1919 年发行的胜利公债(Victory Loan) 总计达 215 亿美元。^[19] 对比来看, 截至 1916 年末的国债总额为 12 亿美元, 而 1907 ~ 1916 年发行的公司证券总额为 167 亿美元。^[20] 为了销售如此大规模的债券, 财政部征集了商业银行、投资银行和经纪公司在全国范

[16] See id.

[17] See Brief on General Points in Support of Defendants' Motion to Dismiss at 47, Morgan, 118 F. Supp. 621.

[18] See Irwin Friend et al., *Investment Banking and the New Issues Market* 92(1967).

[19] See Vincent P. Carosso, *Investment Banking in America: A History* 224(1970).

[20] 政府债务数据来自 2 U. S. Dep't of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, at 1104(1975) (以下简称历史数据)。公司债券发行数据来自 U. S. Dep't of Commerce, Bureau of Foreign and Domestic Commerce, *Statistical Abstract of the United States 1924*, at 293(1925); U. S. Dep't of Commerce, Bureau of Foreign and Domestic Commerce, *Statistical Abstract of the United States 1932*, at 292(1932)。

围内开展销售活动。这些机构通过出售小面值债券招揽了数百万从未参与过证券投资的中等收入客户群体。财政部估计,在1917年之前的非机构债券市场大约有35万名个人投资者。^[21]但此后有2100万余人购买了自由公债。^[22]在开拓这一新市场的过程中,许多投资银行在“高压”销售活动中初次体验了他们可以取得何等成就。

自由公债运动培养了一代经验丰富的推销员,他们可以迅速联系成百上千的零售客户。在第一次世界大战后,这些推销员建立了一个专门向个人投资者销售证券的全国性交易商网络。^[23]这些零售交易商构成了分销网络的最底端。零售交易商为了分销买入新发行证券,并在二级市场持有流通证券存货以应对中产阶级家庭日益增长的投资需求。在许多情况下,称零售交易商为“投资银行家”是一种牵强的说法,因为他们只发挥着分销的功能。因此,广义上的“证券交易商”包括投资银行家和零售交易商这一新群体。

然而,证券零售并不仅存在于证券行业的底层。稍逊于顶级投行的哈里斯·福布斯、哈尔西·斯图亚特以及国民城市公司(国民城市银行的承销部门)*,建立起了大规模的全国性零售销售队伍。哈尔西·斯图尔特安装了庞大的私人专线系统,使其能够从芝加哥总部联系到全国各地的客户。^[24]它通过报纸(和后来的广播)广告来招揽个人投资者,并效仿自由公债运动建立起来的分期付款计划,允许小型投资者以分期付款的方式购买证券。^[25]

第一次世界大战期间,国民城市公司开始组建一支庞大的零售销

[21] See *Annual Report of the Secretary of the Treasury for 1917*, H. R. Doc. No. 613, 65th Cong., 2d Sess. 6 (1918) (hereafter “1917 Annual Report”).

[22] 仅第四批自由公债就有2100万的认购者。See *Annual Report of the Secretary of the Treasury for 1918*, H. R. Doc. No. 1451, 65th Cong., 3d Sess. 18 (1919). 第一批和第二批自由公债分别有400万名和900万名认购者。See *1917 Annual Report*, supra note 21, at 7, 10. 财政部年度报告未提供第三批自由公债的认购人数。

[23] See Morgan, 118 F. Supp. at 638.

* 国民城市银行(National City Bank)成立于1845年,总部位于俄亥俄州,是国民城市公司(National City Company)的控股公司。——译者注

[24] See Carosso, supra note 19, at 260.

[25] Id.

售队伍。在“有史以来最伟大的债券推销员”^[26]查尔斯 E. 米切尔 (Charles E. Mitchell) 的领导下,国民城市公司收购了几家小交易商,并在全国各地开设分支机构。^[27] 国民城市公司曾代表高压营销的最前沿。正如一位同时代的人所说的那样,“米切尔没有等待投资者上门,而是带领着一群年轻的男男女女,为他们提供证券销售培训课程,然后便让他们出去寻找投资者。这种以如此大力度和规模推销的方法,是前所未有的”。^[28] 米切尔开创了先河,一是挨家挨户上门销售证券,二是向成功推销公司所承销债券的销售人员发放大额奖金。^[29] 到 20 世纪 20 年代末,国民城市公司已经是“世界上最大的证券分销机构”。^[30]

更快速的分销。随着个人投资者的重要性日益增加以及作为重要金融中介机构的零售证券交易商的发展,证券分销机制发生了变化。在承销辛迪加的下面又发展出一类新团体,称为“销售团”(selling group)。销售团由发起行选择的证券交易商组成,他们先以折扣价买入分配好的承销证券,并同意再以固定价格卖给投资者。^[31] 由于销售团成员仅在零售分销时购买,因此不存在任何意义上的“包销”。事实上,销售团成员经常只在能找到买主的情况下承诺买入证券。与承销商一样,销售团向发起行授予控制分销条款的较大权限。交易商需按照发起行确定的数量、时间、价格,而且往往还会在指定的特定地区出售。

尽管平均发行量更大、潜在的购买者也更多,新分销技术仍旧极大地提高了新发行证券的销售速度。^[32] 现在有更多的金融机构参与到新股销售中来,他们积极寻找买家而不是等待买家的到来。短短几天内就可以销售完一只新发行证券。

[26] Thomas F. Huertas & Joan L. Silverman, *Charles E. Mitchell: Scapegoat of the Crash?* 60 *Bus. Hist. Rev.* 81, 81 (1986).

[27] See *id.* at 87–88.

[28] Seligman, *supra* note 2, at 24.

[29] *Id.*

[30] See W. Nelson Peach, *The Security Affiliates of National Banks* 87 (1941).

[31] See Morgan, 118 F. Supp. at 642–43.

[32] See *id.* at 644.

证券组合的变化。20世纪20年代末,投资者对股票的投资需求迅速增长。第一次世界大战前的投资银行业专注于公司债券,其次是优先股。第一次世界大战后,投资者为了追求高回报更愿意承担高风险。对此,企业选择向公共市场出售更多的普通股。^[33] 投资者对风险的容忍度趋高,使新成立的公司也可以在公共市场上筹集资金。这反过来又为规模较小的区域性投资银行创造了承销较大风险证券发行的机会。到了1929年,并无很多主承销商相关经验的投资银行都是在为相对不知名的公司发行证券。

三、投资银行业竞争加剧的衡量方法

第一次世界大战后,投资银行不需要花费数年的时间来积累声誉和人脉就可以获得成功,因此许多新公司进入这个行业。老牌投资银行家们很快就抱怨市场上的公司太多。到了20世纪20年代末,他们还抱怨业务利润率的不断下降。本节试图将现有的信息拼凑起来,以提供20世纪20年代投资银行业竞争加剧的定性和定量衡量方法。

(一) 投资银行的数量和资本

1912年,几家投资银行成立了一个行业团体——美国投资银行业者协会(Investment Bankers Association of America, IBAA)。IBAA的年度报告记录了其会员数量的增长和该组织的应对,这证明了在20世纪20年代竞争者快速涌入了投资银行业。

第一次世界大战后,IBAA开始拒绝许多会员资格申请。1919年,IBAA正式将营业期限不少于2年列为入会条件。^[34] 表1收集了一些IBAA秘书和会员资格委员会的报告。他们对第一次世界大战后新公司进入投资银行业的速度太快表示不乐意。然而,在20世纪20年代中期开始的新证券发行热潮中,这些担忧的迹象逐渐减弱。由于第一

[33] 表2展示了普通股发行量占新证券发行总量的百分比的增加。

[34] See Proceedings of the Ninth Annual Convention of the Investment Bankers Association of America 38(1920)(hereafter “1920 Proceedings”).

次世界大战后 IBAA 的排外性日益增强, IBAA 会员的增长必然是低于,也可能是大幅低于 1919 年后投资银行机构数量的增长。

表 1 美国投资银行业者协会会员增长情况

年份	引文
1919	“自本组织成立以来,会员资格委员会从未一年之间收到如此多的申请表……许多新公司的筹备工作引起了一些关注。”(p. 20)
1920	“委员会秘书认为,没有任何一个会员资格委员会像我们去年那样收到如此多的申请。到处都有新的公司成立,有些公司是由有着毋庸置疑实力的债券承销人领导的,有些公司则是由善意但未经世事的年轻人筹备的。”(p. 23)
1921	“申请数量的大幅增加引起了会员资格委员会的极大关注,并导致了限制成员资格的问题。”(p. 32)
1924	“会员资格委员会在接纳新公司问题上的坚定立场是值得庆贺的。这里没有任何回避责任的行为。1924 年 1~8 月,有 39 个新公司被接纳为会员,而前一年有 45 个。更严格的要求导致了数量的减少。”(p. 35)
1926	“可以肯定地说,随着时间的推移,协会的会员资格会越来越难获得。”(p. 85)

资料来源:美国投资银行业者协会(历年)年会论文集。

表 2 展示了 1912~1940 年国内新发行证券量、IBAA 会员公司数量及投资银行业的资本总额。^[35] 这些数据和埃尔文·米勒(Ervin Miller)的结论一致,即“在 20 世纪 20 年代,证券公司的数量和资产都在急剧增长”。^[36] 20 世纪 20 年代前期,证券公司的增长速度也快于新发行证券市场。零售销售队伍的规模也在迅速扩大。根据普查数据,股票和债券销售员的数量从 1910 年的 6000 人增加到 1920 年的 11,000 人,1930 年更是增长到了 22,000 人,这一数量水平直到 20 世纪 50 年代才再次出现。^[37] 表 2 还展示了普通股发行量占新发行证券量的百分比。由于高

[35] 下文提供的市场份额包括国外和国内的发行。在美国发行的外国债券的数据来源是联邦储备局公报,它没有提供 1912 年以来的数据,所以表 2 省略了国外发行数据。

[36] See Friend et al., *supra* note 18, at 93.

[37] See 1 Historical Statistics, *supra* note 20, at 142.

信誉的承销商会避免承销普通股,因而普通股的占比也衡量了低信誉公司对承销业务的渗透情况。

表 2 投资银行业和新发行市场(1912~1940年)

年份	新发行证券量 (百万美元)	普通股发行 (占总数的百分比/%)	IBAA 会员 公司数量/个	资本总额 (百万美元)
1912	2254		257	263
1913	1646		354	
1914	1437		356	
1915	1436		340	
1916	2187		361	
1917	1531		407	
1918	1345		399	
1919	2668	28.2	433	
1920	2788	19.9	485	
1921	2270	8.8	552	
1922	2949	9.8	586	1053
1923	3165	10.4	607	
1924	3521	14.7	617	
1925	4223	14.4	620	
1926	2574	14.8	662	
1927	6507	10.5	676	
1928	6930	30.2	690	
1929	9376	54.0	665	2632
1930	4957	22.3	626	
1931	2372	8.2	533	
1932	644	2.0	427	
1933	380	36.1	378	659

续表

年份	新发行证券量 (百万美元)	普通股发行 (占总数的百分比/%)	IBAA 会员 公司数量/个	资本总额 (百万美元)
1934	397	6.3	495	
1935	2332	.9	621	
1936	4572	5.9	751	
1937	2310	12.3	796	
1938	2155	1.2	754	
1939	2164	4.0	734	526
1940	2677	4.0	691	

资料来源:新发行证券量和普通股:美国商务部、美国统计局、(历年)美国历史数据集;IBAA 会员公司数量:美国投资银行业者协会的(历年)年会记录;资本总额:Irwin Friend et al., *Investment Banking and the New Issues Market*(1967)。

(二) 行业盈利能力

20 世纪 20 年代末,IBAA 的成员开始抱怨承销业务利润率的下降。^[38] 在此期间,平均利差似乎有所下降。1923 年,阿瑟·杜温(Arthur Dewing)估计,对于一般债券发行来说,总利差是销售价格的 5% 左右。^[39] 但在 1940 年,肯尼斯·黑文(Kenneth Haven)收集了 1926 ~ 1929 年的债券发行数据,发现平均利差约为 3.0%。^[40] 1937 年,美国证券交易委员会研究部主任撰写的文章显示,在 1927 年至 1931 年的债券发行样本中,平均利差也为 3.0%。^[41] 另一项也发表于 1937 年的研究

[38] See, for example, *Proceedings of the Sixteenth Annual Convention of the Investment Bankers Association of America* 45 (1927) (hereafter “1927 Proceedings”) (IBAA 主席的讲话指出“边际利润递减”); *Proceedings of the Seventeenth Annual Convention of the Investment Bankers Association of America* 8 (1928) (hereafter “1928 Proceedings”) (IBAA 主席的讲话指出,为了“有更好的条件和更好的净利润”,有必要恢复到“前几年享有的良性竞争的状态”。)

[39] See 2 Arthur S. Dewing, *The Financial Policy of Corporations* 147–50 (1923).

[40] See T. Kenneth Haven, *Investment Banking under the Securities and Exchange Commission* 34 (1940).

[41] See Paul P. Gourrich, *Investment Banking Methods Prior to and Since the Securities Act of 1933*, 4 *L. & Contemp. Probs.* 44, 69 (1937).

显示,同一时期 224 笔债券发行的平均总利差为 3.03%。^[42]

当然,利差的下降并不能证明盈利能力的下降,因为在 20 世纪 20 年代,投行业的成本也在发生变化。承销新发行证券的一些固定成本可以产生规模经济,如对发行人的业务展开调查、提供建议和制定销售策略。因此,对较大规模的证券发行来说利差(百分比)通常会较小,且在 20 世纪 20 年代,证券发行规模在不断扩大。^[43] SEC 的一项研究发现,在 1925~1929 年期间,规模低于 500 万美元的债券发行的总利差为 5.2%,这表明主要是平均交易规模变得更大了导致利差下降。^[44] 此外,由于发行节奏更快,库存证券的融资成本(以及相关风险)也在下降。然而,其他承销成本可能在增加。较以往的销售模式而言,新销售方式的成本更高,因为新销售方式需要更庞大的销售队伍。在此期间,短期利率的上升抵消了因更快速的销售而减少的部分融资成本。

由于缺乏更多信息,我们不能定量判断 20 世纪 20 年代末承销利润是否减少了。银行家们对产能过剩和利润下降的频繁抱怨是最有力的证据。正如一位投资银行家所说:“快速增长问题所导致的利润率下降真是一个大问题。”^[45]

(三) 承销市场的集中度

我们可以从 20 世纪 20 年代中期开始计算主承销商的市场份额。1925 至 1935 年间,国家统计局(National Statistical Service, NSS)定期公布了按主承销商分组的所有新公开发行证券的名单。^[46] 我利用这些信息编制了一份涵盖 1925~1935 年所有由“主要”承销行承销的发行清单。我将“主要”承销商定义为,在 1925~1935 年至少承销过一次超过 1000 万美元的公开发行证券(不包括关联公司或共同基金发行的证券)。根据这一定义,在 1925~1935 年,有 105 家主要承销行承销了

[42] See S. L. Miller, *Effects on Investment Banking Practices of Federal Regulation of Securities*, *Annalist*, September 10, 1937, at 412, 413.

[43] 关于发行规模, see Morgan, 118 F. Supp. at 642.

[44] See Friend et al., *supra* note 18, at 408-9(数据来自 SEC)。

[45] See 1927 Proceedings, *supra* note 38, at 206.

[46] See National Statistical Service, *American Underwriting Houses and Their Issues*, Volumes I-VI(Otto P. Schwarzschild ed. 1928, 1930, 1931, 1932, 1933, 1935)。

4344次发行。

国家统计局的数据在1935年之后便没有了。然而,更多的市场份额数据可以从摩根诉讼案的审判记录中获得。诉讼双方利用SEC和投资银行的记录,将《1933年证券法》颁布后的一系列3年期的市场份额数据作为证据。这个数据来源有两个缺点。其一,该数据仅汇总了3年期间的总市场份额,而不是逐年汇总。其二,该数据将发行金额分摊到所有列名的联合承销商。相反,国家统计局的数据是将所有的发行金额都计入了“主要”承销商名下。为了使这两个数据来源具有可比性,我查看了从1936~1940年《华尔街日报》上所有的墓碑广告*,并确定了这些广告的主承销商(牵头承销商总是出现在墓碑广告的左上方)。我还查看了摩根案中的被告所提供的原始数据,得出了同一时期市场份额的逐年细分情况。

表3 投资银行业的市场集中度(1925~1940年)

年份	集中度(%)	年份	集中度(%)
1925	37.0	1933	14.6
1926	31.2	1934	48.3
1927	29.5	1935	53.6
1928	19.4	1936	54.8
1929	12.9	1937	50.4
1930	34.1	1938	54.1
1931	47.4	1939	46.3
1932	55.3	1940	53.1

资料来源:主承销商份额;National Statistical Service, American Underwriting Houses and Their Issues, Volumes I - VI (Otto P. Schwarzschild. 1928, 1930, 1931, 1932, 1933, 1935); United States v. Morgan, 118F. Supp. 621 (S. D. N. Y. 1953) (trial records)。新发行证券总量;domestic, U. S. Dep't of Commerce, Bureau of the Census, Historical Statistics of the United States(1975); foreign, Federal Reserve Bulletin(various issues)。

注:市场集中度是指前五大投资银行承销的国内外公司、外国政府新发行证券的金额占有所有国内外公司、外国政府新发行证券的金额的百分比(均以美元计价)。

* 墓碑广告(tombstone advertisements),指证券发行广告,因该广告底阔顶尖,像一座坟墓,故被称为墓碑广告。——译者注

表3显示了1925~1940年,每年前五大主承销商的总市场份额。根据摩根案中搜集到的更多(证监会注册前)发行的有限证据,1925年的高市场集中度显然是1918~1924年的典型情形。然而,在20世纪20年代末竞争日益激烈的市场中,集中度稳步大幅下降,从1925年的37.0%的高点降至1929年的12.9%。

四、辛迪加体系危机

随着零售层面的竞争加剧,有些卖家开始违反辛迪加协议中规定分销时间、价格的条款来寻求竞争优势。在20世纪20年代,由于发行速度的加快和对零售的关注,主承销商们很难监控和控制成百上千参与新发行证券销售的证券交易商的行为。到20世纪20年代末,投资银行家们意识到辛迪加体系的存在受到了威胁。

老牌银行家将这种现象描述为投资银行业务专业化程度的下降。就像今天的律师和医生一样,20世纪20年代的许多投资银行家将自己视为学识渊博的职业一员,而这一职业的标准正被仅仅是推销员的新加入者所破坏。1926年秋季,在IBAA的年度大会上,成立了商业问题委员会(Committee on Business Problems),这就是对这一问题关注的体现。该委员会在1927年大会上提交的第一份报告的主要内容是由其下属的分销委员会编写的,报告讨论了分销方式的变化。^[47]

分销委员会的报告特别提到了两种分销策略:“抢先交易”(在商定的销售期限之前销售)和折价销售。报告还表达了对高压销售策略和来自商业银行的竞争的担忧。到1933年IBAA会议召开时,国会已经解决了前述四个问题。

本节首先将逐一讨论这些竞争问题。其次探讨主承销商们为什么会想要去维护辛迪加体系。最后指出将批发和零售结合在一起的综合性投资银行并没有像独立的批发或零售投资银行一样遇到这些问题,这是综合性公司的竞争优势。

[47] See 1927 Proceedings, *supra* note 38, at 187-93.

(一) 抢先交易

在20世纪20年代末,一种被称为“抢先交易”的做法开始流行。根据一般的承销业务惯例,承销和销售辛迪加协议包含一项承诺,即在主承销商通过电报或电话通知“发行”该等证券之前,承诺不会出售该等证券。抢先交易违反了辛迪加协议,即在证券发行前就接受客户的委托。

抢先交易可以让交易商在争夺零售客户的竞争中领先于其他交易商,却违背了联合销售的前提——每个卖方都遵守协议中有关销售价格、时间和区域(若有)的限制。主承销商会非常认真谨慎地对待来自因遵守辛迪加协议而流失客户的零售商的投诉。

为了防止抢先交易的发生,发行机构直到最后一分钟都在努力保密发行时间和价格。然而,这并不总是可行的,特别是对于大公司的发行。大公司受到财经媒体的密切关注,报纸或投资杂志可能会在证券发行机构正式向辛迪加公布信息之前,就刊登出即将发行的大规模证券的详细信息。^[48]因此,即使销售团成员根据辛迪加协议有等待义务,但他们有足够的信心能够按照所报时间和价格提供证券从而接受客户的订单。

这种“不公平交易做法”^[49]的出现引起了极大的恐慌;一位评论员将投资银行家描述为“全神贯注于”抢跑。^[50] IBAA 商业问题委员会宣布其致力于“确立‘公平竞争’的原则,使所有参与公开发行的人都能在公平的基础上就证券报价时间进行竞争”。^[51]然而,对于主承销商来说,唯一可行的惩罚就是不允許违约交易商参与未来的交易。除非能确定违约者真的抢先交易了,否则承销商不会采取如此极端的手段。当然说起来容易做起来难。交易商可能会向发行机构投诉其他交易商,但他们一般不愿意提供具体细节。如果交易商在报价日打电话给客户,却得

[48] See 1928 Proceedings, *supra* note 38, at 183 – 84.

[49] See George E. Bates, *The Waiting Period under the Securities Act*, 15 Harv. Bus. Rev. 203, 212 (January 1937); see also Gourrich, *supra* note 41, at 44, 65 (describing the practice as “unfair competition”).

[50] See Bates, *supra* note 49, at 212.

[51] See Proceedings of the Eighteenth Annual Convention of the Investment Bankers Association of America 170 (1929).

知客户已经允诺从其他交易商那里购买,他就会知道存在违约行为。然而,提出投诉的交易商因为担心相关调查会冒犯客户并导致业务流失,所以不愿意把客户名单告诉发行机构。^[52]

IBAA 分销委员会的总结认为,抢先交易问题的根源在于发行前的过度宣传。^[53] 当销售员和顾客都能从早报上获知一项即将推出的产品的详细信息时,即使是再谨慎的交易商,也免不了要抢先交易。要么是销售员禁不住在报价日期之前拜访客户,要么是客户主动联系销售员。分销委员会主席对发行机构严格控制发行时间和价格等信息的行为表示赞许,但也承认了这种“理想状态”很难达到。^[54] 就大规模证券的发行,他指出:“发行机构正千方百计地将信息同时传给你们每一个人,他们需要的是有人告诉他们一个切实可行的办法,同时也需要有人设法不让消息通过报纸公布出去。”^[55]

在极少数情况下,当这种“理想状态”得以实现时,又会导致另一个问题——销售团成员必须在几个小时内决定申购的证券份额。这增加了发生昂贵错误的可能性。发行机构希望能够提前几天向潜在的销售团成员提供拟发行的细节,但他们又能肯定得到消息的交易商不到发行开始不会接受订单。

(二) 折价销售

折价销售的做法在 IBAA 内部引起了更激烈的争论。如上所述,承销商以低于固定发行价格购买证券,从而获得服务的报酬。折扣由承销机构和销售机构共同享有。销售机构所享有的折扣被称为“销售折扣”。对于先买入证券再销售给客户的交易商,销售机构可以反过来将特定份额的销售折扣“返还”。以债券承销为例,假设 1000 美元面值债券的总利差为 20 美元,其中 10 美元由承销商留存,10 美元作为对分销商的销售折让,而分销商可以向任何其他证券交易商返还至多 2.5 美元的销售折让。

因为“证券交易商”没有一个公认的定义,所以在不公然违反辛迪

[52] See 1927 Proceedings, *supra* note 38, at 240.

[53] See 1928 Proceedings, *supra* note 38, at 174.

[54] See *id.* at 184.

[55] *Id.* at 186.

加协议的情况下,希望通过价格竞争的承销商和销售团成员发展出了向讨价还价的客户返还销售折扣的做法。起初,所有的金融机构如银行和信托公司,开始期望获得折扣。^[56]到了 20 世纪 20 年代末,一些交易商向所有机构投资者、律师及其他专业人士提供销售折扣。IBAA 的副主席在 1927 年的大会上抱怨说,“如今大幅度的销售折扣已经发展到除了少数倒霉蛋几乎任何人都可以得到的程度”,倒霉蛋是指未能成功讨价还价的客户。^[57]

在协会的大多数成员看来,折价销售和抢先交易一样,都是一种不道德的行为,但却是一种很难杜绝的行为。一位 IBAA 会员认为,“我们最大的恶行就是折价销售”。^[58]

对此,有两个解决方案。第一个方案是简单地禁止所有的折扣,这样任何不属于销售团的证券交易商都必须以与公众相同的价格购买。第二个方案是由 IBAA 的区域组织制定“经认证的”证券交易商名单,并禁止向任何不在名单上的交易商提供折扣。

(三) 销售技巧

我已经讨论了新式零售策略的发展,如报纸、广播广告、上门销售及分期付款计划等。面对更为积极进取的竞争对手为招揽潜在买家所做的竭尽全力,老牌投资银行家感到震惊。由于证券交易商数量的增加以及交易商雇用了越来越多的推销员,投资者可以在众多的卖方中进行选择。正如一位观察家所说的那样:“推销业务人满为患,过多的推销员在拜访每一位客户和潜在客户……对于非专业债券投资者来说,谁也不需要四五个以上的债券推销员经常来拜访他。大多数投资者要么有四十个推销员,要么最后厌恶地一个也没要。”^[59]因此,在说服投资者通过 X 交易商而非 Y 交易商购买新股的战斗中,抢先交易和折价销售成为重要的新战术。

[56] See 1927 Proceedings, *supra* note 38, at 195.

[57] *Id.* at 236.

[58] *Id.* at 206.

[59] Wall Street at Close Range: II – The Bond Salesman’s Problems, *World’s Work*, January 1931, at 98.

(四) 与商业银行的竞争

美国财政部在很大程度上依赖商业银行来销售自由债券。^[60] 因此,第一次世界大战后,许多商业银行建立了债券部门或证券分支机构,利用在自由债券运动中学到的销售技巧,参与证券承销和交易。从1922年到1929年,通过单独的证券分支机构或债券部参与证券分销业务的商业银行从277家增加到591家。^[61]

相较一家新投资银行的入场,一家商业银行的入场造成的竞争威胁更大,因为商业银行可以将更多的资金用于承销业务。商业银行开始将这些资金用于直接竞争,而不是短期贷款给投资银行辛迪加。由于商业银行同时拥有雄厚的资本和庞大的销售团队,它们特别倾向于同时承做证券发行和零售分销业务。

(五) 为什么是辛迪加体系?

为什么IBAA的会员如此在意保留辛迪加体系,而不是允许证券交易商在价格基础上竞争?对此,投行业态和金融文献都提供了可能的解释。

采用固定价格的辛迪加体系是维持零售价格的一种形式。如很多其他行业一样,发行人和主承销商可以选择零售价格维持措施,以吸引交易商提供特定产品服务。^[62] 这与主承销商的行为一致,主承销商敦促分销商熟悉发行人和证券,以便能够推荐适合其客户的证券。同样值得注意的是,零售价格维持措施通常出现在制造商拥有市场支配力的高度集中性市场中。^[63] 辛迪加体系兴盛于20世纪初至20世纪20年代中期,在这一时期,少数主承销商主导了证券业务。20世纪20年代末,随着主承销商市场集中度的大幅下降,主承销商市场分崩离析。1933年至今,辛迪加体系一直存在,且集中度较高。

[60] 第一次和第二次自由贷款的认购中,分别约有56%和53%是通过全国性银行获得的。See 1917 Annual Report, *supra* note 21, at 548-49. See also Peach, *supra* note 30, at 31-32. (其中载有银行销售自由债券的更详细数据,并指出:“在战争期间,几乎所有的全国性银行都掌握了分销债券的技巧。”)

[61] See *id.* at 83.

[62] See Lester G. Telsler, *Why Should Manufacturers Want Fair Trade?* 3 J. Law & Econ. 86 (1960).

[63] See *id.* at 88.

第二种可能性是辛迪加体系为在公开发行(特别是首次公开发行)中出现的不对称问题提供了有效的解决方案。发行人比投资者更了解他们自己的业务,但总体而言,投资者整体比发行人更了解影响新证券销售价格的系统性因素。^[64] 投资银行通过向投资者证明发行人质量以及在实际销售前向投资者征询潜在需求来解决信息不对称问题。为了促使投资者做出准确的信息披露,主承销商对披露准确正面信息的老客户将定价调低并给他们分配更多的新股。在20世纪20年代,零售交易商就像今天的机构投资者一样,扮演着常客的角色。

以上两种解释都可以说明主承销商维持辛迪加体系的决心。然而,20世纪20年代以来,主承销商发现通过合同来维持辛迪加体系的成本越来越高。对此,投资银行有两种选择。一是整合。兼具批发和零售功能的公司可以对销售工作实施更大的控制。二是由监管者来强制实施辛迪加体系。正如我们将看到的那样,《1933年证券法》选择了后者。

大约从1900年到20世纪20年代中期,基于当时的执行成本特征,辛迪加体系可能是一种有效的合同安排,但是考虑到20世纪20年代后期更高的执行成本,辛迪加体系只有在补贴(以政府监管的形式)的情况下才能生存。补贴有可能提高了福利——也就是说,发行人和投资者从更有效的分销中得到的好处超过了补贴的成本。然而,这种可能性似乎很小,因为投资银行已经成功地利用垂直整合来替代政府的强制执行,这一点将在下一节中讨论。更重要的是,辛迪加体系的边际效益必须大得令人难以置信,才能覆盖与《1933年证券法》“抢先交易”禁令和美国证券交易商协会(National Association of Securities Dealers, Inc., NASD)“公平守则”有关的遵守成本,这一点也将在下文讨论。可以得出结论是,零售价格维持措施是无可非议的,但不能说零售价格维持措施应该得到补贴。

(六) 综合性公司的挑战

零售价格维持措施的替代选择是整合。那些在全国各地都有零售网点的投资银行,例如哈里斯·福布斯、哈尔西·斯图亚特和国民城市

[64] See Lawrence M. Benveniste & Paul A. Spindt, *How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues*, 24 J. Fin. Econ. 343 (1989).

公司,不必像批发投资银行那样依赖于区域证券交易商。他们可以控制自己公司的零售工作。与只做批发的承销商相比,综合性公司也更相信他们所获得的有关零售需求的信息,因为这些信息大多来自他们自己的零售网点。

因此,综合性公司能够争取到那些起先理所当然地流向高信誉批发公司的发行业务。1927年,作为综合性公司的国民城市公司首次升至市场第三名,而被取代的狄龙·里德则跌落至第四名。1928年,哈里斯·福布斯、国民城市公司和哈尔西·斯图亚特分别位列市场第一、第二和第四。1929年,哈里斯·福布斯再次位列市场第一,而在三家最有声誉的批发投行中,只有狄龙·里德进入了前五名。

1925~1926年,三家顶级批发投行J. P. 摩根、库恩·勒布和狄龙·里德承销了大约25亿美元的证券发行,是三家顶级综合性公司哈里斯·福布斯、哈尔西·斯图亚特和国民城市公司的两倍。1927年,二者之间的差距缩小了,批发投行承销了15亿美元的证券,而综合性公司承销了12亿美元。1928~1929年,综合性公司扭转了局面,承销了19亿美元的证券,而批发公司仅承销了12亿美元。这对批发投行在新发行证券市场上数十年的统治地位来说是一次前所未有的挑战。

五、监管对策

头部投行及其交易团体——IBAA都是经验丰富的游说者,他们曾在19世纪前20年成功地对州证券法(或称为“蓝天法案”)施加影响。^[65] IBAA希望通过联邦层面的信息披露监管来提高投行业的道德水准。^[66] 即使投行不满意其在《1933证券法》中的承销商责任条款,他们还是支持了该法的提案。经过成功的游说活动,《1933年证券法》于1934年修订了相关条款,减轻了承销商责任。

[65] See Jonathan Macey & Geoffrey Miller, *The Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Tex. L. Rev. 347 (1991). 该文对州证券监管的政治逻辑有详尽叙述。

[66] See Michael E. Parrish, *Securities Regulation and the New Deal* (1970).

因为批发投行的业务正在被综合性公司所抢占,所以其更有理由去支持联邦法律的出台。头部批发投行是最与美国政治紧密联系的企业。特别是 J. P. 摩根和狄龙·里德,这些公司的许多合伙人纵横于政商两界。J. P. 摩根的律师约翰 W. 戴维斯(John W. Davis)享有接触参议院银行委员会的特权,甚至参加了相关行政会议为其客户就公开披露财务和商业信息进行辩护。^[67]在众议院和参议院简短的《1933年证券法》提案听证会上,批发投行的合伙人们表示支持信息披露监管,并谴责投行行业的“道德”滑坡。如公共选择理论学者所指出的那样,当需要监管的行业“问题”等重要信息是由相关利益集团提出时,即使是坚信自己正在追求公共利益的立法者也会被利益集团所影响。^[68]

《1933年证券法》和罗斯福新政的金融改革解决了上述的具体竞争问题。概括地说,这些改革有三大影响。一是政府通过禁止抢先交易和支付折扣为实施辛迪加机制提供了帮助。二是改革放缓了分销流程,并将其分成了不同的批发和零售阶段。三是改革将商业银行从承销业务的竞争者中剔除。最终结果是中和了综合性公司的竞争优势,回到了一种批发银行发行新股再卖给独立分销商的机制。本节将展示《1933年证券法》的技术细节是如何实现这些影响的。

(一) 抢先交易

《1933年证券法》恰恰实现了 IBBA 商业问题委员会想要实现但未能实现的目标——它使主承销商在确保分销商于正式发行日之前不可能同意销售证券的情况下,有可能向分销机构提供拟发行证券的详细信息。该法还通过禁止公开发行前的宣传来确保在发行日之前没有零售招揽。

《1933年证券法》要求任何人出售证券之前都必须提交注册文件并

[67] See Senate Banking and Currency Committee, 73d Cong., Minutes for May 23, 26, 30, and 31 and June 5 (保存在美国国家档案馆)。

[68] See Eric A. Posner, *The Political Economy of the Bankruptcy Reform Act of 1978*, 96 Mich. L. Rev. 47, 59 (1997).

使之生效;直到《1954年证券法》修正,“销售”一词包含了任何招揽行为。^[69]因此,在注册文件生效日之前开展任何宣传活动都是非法的。主承销商可以控制生效日期,因为包含固定承销价格的注册文件在明确价格信息之前是无效的。因此,典型做法是先提交一份不包含价格信息的注册文件,一直等到法定20日期限结束之前再提交一份包含价格信息的修正文件。只要SEC同意修正,注册文件就会在首次提交后的第20日开始生效。

在提交注册文件之前,所有关于发行的公开讨论都是被禁止的。如今,证券律师仍然建议他们的客户不要过早发表与发行有关的公开声明,此类声明就是抢先交易。不过,我怀疑许多证券律师并不知道在《1933年证券法》之前就已经有了抢先交易这个词语。

《1933年证券法》还直接禁止了报纸和广播广告,将其定义为“招股说明书”,除了很少的例外情况,在生效前都不得公开发布。对于新闻广告的禁止范围很宽泛,包括采访公司高管关于待发行证券的新闻。在发行日之前,早报上再也看不到关于拟发行证券的消息了,这促使投资者去联系他们的证券经纪人。

当然,监管约束往往会产生反向效果。尽管注册文件生效日之前的“销售”是被禁止的,1936年的一起债券发行中,哈尔西·斯图亚特公司建议在20日的等待期内分发招股说明书的“初步版本”。SEC决定允许此类做法,但要在招股书中加入红色字体的图例,表明该招股书尚未生效,“红鲱鱼”招股书由此诞生。^[70]反对声音很快出现,因为投行又一次通过在等待期内招揽客户实现了抢先交易。^[71]然而,这与1933年之前做法有重要区别,主承销商是通过对招股书生效日的控制来实现对销售时间的完全控制。《1933年证券法》保障了在主承销商做好准备之前证

[69] 1954年证券法进行了修正,允许静默期内就初步招股说明书进行口头招揽及分发。See Securities Act § 5(b), (c), 15 U. S. C. § 77e(b), (c); 就讨论背景, see 1 Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation 394-420 (3d ed. 1989)。

[70] See Halsey Develops New Form of Summary, Wall St. J., May 25, 1936, at 1, col. 5; see also New Issue Bulletins May Be Circulated in 20-Day Period, Wall St. J., May 25, 1936, at 3, col. 3.

[71] See Bates, supra note 49, at 73-74.

券不得出售。

(二) 折价销售

《1933年证券法》将给予未经披露的折扣定义为违法行为。注册文件应披露证券的公开发行人价格,若分销商“给予除承销商以外的任何人或任何类别的主体的”价格偏离了公开发行人价格,“需要公布其名称并明确类别”。^[72]但一项单独的早期罗斯福新政改革的规定更为严格,凭借此,IBAA实现了其长期以来的目标,即限制提供折扣给受到承认的证券交易商*。

罗斯福总统在《1933年证券法》颁布几周后就签署了《全国工业复兴法》(*National Industrial Recovery Act, NIRA*),使之生效。《全国工业复兴法》允许自律监管的行业组织采用联邦法院可强制执行的公平行为准则。作为投行业唯一的全国性交易组织,IBAA立刻成立了投资银行家守则委员会,并制定了“投资银行家公平竞争守则”以及一系列公平守则修正案(统称“守则”),1934年3月,总统以签署行政令的方式批准前述守则生效。^[73]

守则禁止折价销售。守则规定“任何辛迪加销售体系的参与者或销售团体的成员不应……以低于公开发行人价格的价格分销证券”。^[74]并进一步规定,除了注册在相关区域守则委员会并由此有权悬挂国家复兴管理局(*National Recovery Administration, NRA*)蓝鹰标志的投资银行家以外,辛迪加成员不得向任何个人提供任何销售优惠或佣金。^[75]许多与辛迪加销售体系有关的附加条款都旨在弥补可能允许向不符合守则定义的“投资银行家”支付折扣的规则漏洞。

1935年5月,美国联邦最高法院宣布《全国工业复兴法》违宪,但在

[72] Securities Act, 16, 15 U. S. C. § 77a - 77z - 3, sched. A.

* 此处的“受到承认的证券交易商(recognized securities dealers)系指前文第四章第二节“折价销售”中提到的由IBAA的区域组织制定“经认证的”证券交易商名单,并仅限对名单上的证券交易商提供折扣。——译者注

[73] See Investment Bankers Code Committee, *Code of Fair Competition for Investment Bankers*(1934).

[74] Id., art. V, § 4(a).

[75] See id., art. V, § 4(b); art. IX, § 7; art. X, § 1 - 3.

SEC 的协助下,投行业仍然“自愿遵守”上述守则。^[76] 该守则成功地终止了大范围的折价销售现象,这一点可以从 1937 年一位消防员保险公司主管的抱怨中得到证明,即交易商在国家复兴管理期间终止了给他公司的折扣并再也没有恢复。^[77]

仅仅几年后,禁止支付折扣规则再次成为正式监管要求。1936 年,在 SEC 的许可下,投资银行家守则委员会重组为投资银行家协会,成为证券交易商的自律监管组织。该协会与 SEC、国会起草了《1934 年证券交易法》的修正案,授权证券交易商成立自律监管组织。他们的目标是“继续国家复兴管理局所首次尝试的,在政府监督下坚持自我监管的准则”^[78] 该修正案又称为马洛尼法案(the Maloney Act),于 1938 年生效。在这之后投资银行家协会重组为全国证券交易商协会(NASD)。尽管更大、更有声誉的投行支持马洛尼法案以及公平实务守则,小交易商却并不支持。^[79] 这是可以理解的,因为小交易商更需要通过提供折扣来进行商业竞争。

马洛尼法案明确了禁止支付折扣规则。^[80] 全国证券交易商协会在此规则上制定了一系列“公平交易准则”。这些准则包括(现在仍然包括)禁止支付折扣和禁止向未参与投行或证券业务的人提供证券优惠售价。^[81]

(三) 批发与零售的分离

《1933 年证券法》通过禁止在提交注册文件前招揽以及强制性的“静默期”(即从注册文件提交到生效的期间)将公开发行分成了批发与零售两个独立的阶段。在提交注册文件之前,发行人可以自由与潜在承销商进行接触,这些承销商也可以自由地和其他承销商接触。但是所有

[76] See Carosso, *supra* note 19, at 389. See also Investment Bankers Organize, *Bus. Week*, October 12, 1935, at 23, 24 (指出 SEC 主席 James Landis “建议在自律组织中保留以往守则委员会的工作、想法以及人事”)。

[77] See C. John Kuhn, *The Securities Act and Its Effect upon the Institutional Investor*, 4 *L. & Contemp. Probs.* 80, 87 – 88 n. 7 (1937).

[78] See Carosso, *supra* note 19, at 390.

[79] See *id.* at 388 – 92.

[80] See § 15A(e)(1) of the Securities Exchange Act of 1934, 15 U. S. C. 78o – 3(3)(1).

[81] See NASD Manual, Rules of Fair Practice, art. HI, § § 24 – 25.

潜在的辛迪加成员在这个阶段都无法获得有关零售需求的信息。

这些条款保护了只做批发或零售业务的证券交易商,使其免受来自综合性公司的竞争。如前所述,综合性公司具有两个重要的竞争优势。其一,他们可以通过用所有权替代合同的方式来控制零售活动的时间和价格;其二,他们掌握着更多有关零售需求的信息。《1933年证券法》提供了代替合同的监管执法,这使批发和零售公司的组合再次有可能像综合性公司一样有效地从事固定价格的承销业务。在《1933年证券法》下,收集机构需求信息比收集零售需求信息更为容易。在静默期内,承销商可以通过口头交流和路演来招揽一些投资意向。但是承销商不能进行大众营销,例如刊登报纸、广播或者电视广告。这些措施保证了静默期内的招揽对象只能是机构投资者。

1940年,肯尼思·海温(Kenneth Haven)在SEC对投资银行的影响的研究中称,《1933年证券法》之后的证券承销模式是与英国类似的,一级市场投资者都是大型机构,承销商几乎不参与零售招揽。^[82]这种模式正是20世纪20年代中期批发承销商所倡导的模式。批发承销商与机构投资者建立了长期联系,这使其在收集机构需求的有关信息方面具有优势。综合性公司在收集零售需求信息上具有优势。《1933年证券法》禁止零售招揽,这保证了定价决策基本上是根据机构需求的有关信息作出的。而这是有利于批发承销商的。

(四)与商业银行的竞争

我只是想简单地提及一下与商业银行的竞争,这个问题并没有在《1933年证券法》中得到解决。《1933年银行法》(更为人们熟知的名字是《格拉斯—斯蒂格尔法案》)分离了商业银行与投资银行。乔纳森·梅西(Jonathan Macey)认为《格拉斯—斯蒂格尔法案》是投行业的一项重大胜利,因为该法案排除了商业银行的竞争。^[83]威廉·舒格特(William Shughart)认为《格拉斯—斯蒂格尔法案》将市场直接划分为商

[82] See Haven, *supra* note 40, at 60.

[83] See Jonathan R. Macey, *Special Interest Group Legislation and the Judicial Function: The Dilemma of Glass - Steagall*, 33 Emory L. J. 1 (1984).

业银行业务和投资银行业务,这对两者都有好处。^[84]

《格拉斯—斯蒂格尔法案》并没有大幅减少参与业务竞争的承销商数量。大多数大型银行的证券子公司都是从其商业银行母公司中剥离出来的,或是由离开商业银行的高管新创立的。但是,商业银行与投资银行的拆分确实导致了19世纪30年代证券承销资本的急剧下降。承担承销业务的银行子公司不能随时从母公司得到贷款或出资,因而《格拉斯—斯蒂格尔法案》消除了银行证券子公司的主要竞争优势。而且商业银行也从中获利了,因为私人银行被迫放弃了存款业务从而专注于证券承销(如库恩·勒布公司),或是将自己拆分为商业银行和独立的投资银行(如J. P. 摩根)。

有趣的是,一直到《1933年银行法》通过前的最后几天,《格拉斯—斯蒂格尔法案》都不适用于私人银行,这意味着J. P. 摩根和库恩·勒布公司并不会受到影响,但国民城市银行和大通银行却不得不放弃他们的证券子公司。国民城市银行和大通银行是综合性公司。哈里斯·福布斯(于1931年被大通银行所收购)和国民城市银行在19世纪20年代已经超越了J. P. 摩根和库恩·勒布。但是大通银行的董事长说服了罗斯福总统不顾格拉斯的反对,将承销禁令扩大到了私人银行。^[85]

六、衡量《1933年证券法》的影响

20世纪20年代末,威胁到辛迪加的做法都被明确为非法行为并再也没有出现,由此可见,《1933年证券法》有助于保留辛迪加机制。如上所述,辛迪加机制可能是一种有效率的组织形式,因此有人认为《1933年证券法》是良法。故审视我们所掌握的《1933年证券法》影响承销商的有限证据就显得尤为重要。我回溯了市场份额、利差等现有信息,认为《1933年证券法》削减了承销竞争,这不利于发行人和投资者。

[84] See William F. Shughart II, *A Public Choice Perspective of the Banking Act of 1933*, in *The Financial Services Revolution* 87 (Catherine England & Thomas Huertas eds. 1988).

[85] See Ron Chernow, *The House of Morgan* 375 (1990).

(一) 市场集中度

如表3所示,1933~1940年,除了1934年和1939年,前五大承销商总计市场份额占比都超过50%。国家临时经济委员会(Temporary National Economic Committee)测算1934~1939年前五大承销商的市场份额为53%,这与我的结论是一致的。^[86]但是,这并不能充分说明《1933年证券法》增加了市场集中度。在《1933年证券法》出台前,1930~1932年的市场集中度有所提高。这一数据变化情况的另一替代解释为,在新股发行量以及股权投资上升时期(1927~1929年),市场集中度下降;在新股发行量及股权投资下降的大萧条时期,市场集中度又再次上升。欧文·米勒(Ervin Miller)发现,在承销量上升的时候,市场集中度下降;并且债券领域的承销商集中度是远高于股票领域的。^[87]

为测试《1933年证券法》是否具有边际影响,我估算了以下普通的最小二乘法回归。

表4 回归分析:1933年证券法与市场集中度

变量	可估系数	T-统计量	概率(p)
STOCK	-.751	-5.29	.000
VOLRT	-4.34	-1.63	.129
SECACT	12.1	3.03	.011

注:因变量是1925~1940年承销业务的市场集中度。预测变量是(1)普通股发行占新股发行总量的比例(STOCK);(2)新股发行总量的变化速度(VOLRT);以及(3)一个虚拟变量,1934~1940年取值为1,1934年之前取值为0(SECACT)。R²=0.87,N=16。

$$CON_t = \alpha + \beta_1 STOCK_t + \beta_2 \ln \frac{VOL_t}{VOL_{t-1}} + \beta_3 SECACT_t + \varepsilon_t, \quad (1)$$

CON是指t年的市场集中度(前五大主承销商的市场份额);STOCK是指发行的新证券中普通股所占的比例;VOL是指新发行证券量;SECACT是一个虚拟变量,1934~1940年(1933年证券法生效后)取值为1,1934年之前取值为0。

表4为计算结果。估测出来的系数都反映了一个预期的现象——新股发行量的增长率或普通股发行占新发行证券总量比例的增加都与较

[86] See Friend et al., supra note 18, at 148.

[87] See id. at 152-64.

低的集中度有关。基于《1933年证券法》模型的估计系数都为正值且显著。当然,重要的是要记住,由于只有16个年度的观察,这些结果只能说明问题,但不能得出确切结论。但是,这些结果与《1933年证券法》减少了市场中主承销商竞争的定性证据是一致的。我使用国民生产总值(GNP)和IBAA成员数量两个参数以代替新发行证券量,以及一个包括前述三个参数的参数,作为预测指标。在每一种情况下,STOCK、SECACT以及回归 R^2 的估计系数和显著性水平都是非常接近表4结果的。^[88]

还有一些其他支持此分析的信息。第一,19世纪20年代末,传统上占有主导地位的批发承销商被综合性公司抢夺了相当大的市场份额,但在1933年以后,批发承销商又回到了行业顶端。1925~1933年,J.P.摩根、库恩·勒布公司和狄龙·里德公司的年平均总市场份额是16.1%,而1934~1949年(在此期间摩根士丹利代替了J.P.摩根)则是31.1%。基于相同方法的t值检验,该差异具有重要的统计意义($p=0.008$)。

尤其需要注意摩根士丹利的竞争地位。J.P.摩根在1933年选择继续做一家商业银行并终止了承销业务,1935年部分合伙人离开J.P.摩根并在1935年9月创立了摩根士丹利。摩根士丹利在1935年只运营了4个月,却在当年承销业务中排名第三,并于1936年重回市场第一。1935~1940年这六年里,摩根士丹利承销的发行项目大约已经超过30亿美元,是其主要竞争对手库恩·勒布公司的近两倍,也超过了J.P.摩根1925~1930年鼎盛时期的总和。相比之下,国民城市银行分拆了其承销业务,就再也没有获得过行业龙头地位。哈尔西·斯图亚特公司重新获得了其在公共事业承销领域的原始市场定位。新近成立的美国纽约第一波士顿公司(First Boston Corporation)收购了大通·哈里斯·福布斯公司(Chase Harris Forbes)的高管以及商誉,但不包括零售网点。

最后一个研究方法是将1933年后存续的投行与没有存续的投行进行比较。该比较思路是由曼尼(Manne)提出的,他也注意到该思路存疑,因为很难区分究竟是大萧条还是《1933年证券法》的影响。^[89]为尽

[88] 我对该回归方程测算了9次,自变量为年份,虚拟变量为0或1,期间是1930~1939年。详细内容请见表4(其中包括虚拟变量SECACT),基于虚拟变量得到了 R^2 的最大值和p的最小值。这为1933年发生的一些特别的事情提供了额外的佐证。

[89] See Manne, *supra* note 6, at 36.

可能分清二者的影响,我将比较分析限制在一个“重要”投行名单的范围中,该名单主要由大萧条后存续的投行组成。我将大萧条后存续的投行定义为 IBAA1933 年度报告中存续的公司,并在 1932 年或 1933 年有一些承销业务,商业银行除外(因为《格拉斯—斯蒂格尔法案》规定商业银行在 1933 年后不能进行证券承销)。关于承销业务的限定是一个严苛的条件,因为 1932 年和 1933 年的新发行证券市场是极其小的。通过此定义,105 家“重要”主承销商中有 54 家在大萧条后存续。

在 54 家主承销商中,有 36 家在 1934~1940 年至少承销了一次发行活动,18 家没有承销发行活动。因此,我们可以将此 54 家主承销商进一步分为在大萧条后存续但在《1933 年证券法》后停止经营,在大萧条以及《1933 年证券法》的共同影响下仍然存续两大类。如表 5 所示,这两类主承销商之间存在一些有意思的区别。总部位于纽约市之外的公司中,仅有 28% 的公司于 1934~1940 年恢复了承销业务,相比之下,61% 的公司再也没有进行承销业务。通过统计《1933 年证券法》之前承销发行的项目数量以及重大发行(超过 1000 万美元收益)的平均项目数量,可以发现《1933 年证券法》颁布后,主承销商市场地位更加稳固。每项差异都具有统计学意义。该结果与定性证据是一致的,即《1933 年证券法》在不同程度上有利于总部位于纽约市的大投行。

表 5 《1933 年证券法》后存续与没有存续的公司

	存续	没有存续	概率(p)
总部位于纽约市之外的比例/%	28	61	0.024
1925~1933 年 承销项目的平均数量/个	49.9	24.9	0.001
1925~1933 年重大承销项目 (超过 1000 万美元)的平均数量/个	15.6	4.0	0.005
样本数量/个	36	18	

注:表中所列公司皆在《1933 年证券法》的生效日依然存续,并在 1932 年或 1933 年有参与辛迪加体系承销。存续列是指在 1934~1940 年至少为一个新发行项目承销的公司;没有存续列是指在此期间没有进行任何承销活动的公司。最后一列是均值检验的 p 值。

(二) 盈利

《1933 年证券法》没有阻止承销利差的下降。四项针对《1933 年证

券法》前后投行业务报酬的独立研究表明,《1933年证券法》颁布后承销利差下降了。^[90]海温(Haven)的数据最为全面,显示债券发行的平均利差从1926~1929年的3.0%下降至1933~1937年的2.2%。^[91]

同样,利差的下降并不会直接告诉我们所想知道的内容,即行业利润率。但是,不像1926~1929年,我们可以对行业利润率的变化方向作出有根据的猜测。实际上,承销商在1933~1937年的所有成本肯定是比1926~1929年低的。因为发行规模在持续增加,而短期利率、工资、员工数量都在大幅下降。唯一上升的成本是由《1933年证券法》产生的额外审计、法律、印刷费用。但是因为发行人直接承担了这些费用成本的大部分,所以这些费用对于承销利差没有直接影响。

幸运的是,我们可以估算发行人成本中最重要的部分,即零售成本。回顾一下,销售成员并不承销。他们仅履行零售分销功能,因此可以得到承销利差中的一部分作为销售佣金。米勒(Miller)在1927~1931年间对债券发行的研究发现,销售人员的佣金平均为发行金额的1.65%,或为承销利差的55%。运用J.P.摩根1932~1934年在交易所听证中提供的数据,我计算了1927~1931年该公司所有债券发行承销中支付给销售人员的佣金。^[92]计算结果是承销利差的57%,非常接近米勒的数据。在《1933年证券法》之后的样本期,米勒和海温都发现支付给销售成员的费用大约为承销利差的44%(或者假设总利差为2.2%,大约为总发行金额的1%)。因此,承销商的最大单一成本下降了40%。

这些估算数据表明,扣除零售成本后,销售佣金从1926~1929年到1933~1937年下降了大约11%。通过控制平均发行规模(发行规模会导致价差减小,在1933年后开始增加)以及平均证券风险(证券风险会导致价差增加,在1933年后开始减小),价差的下降幅度仍然很小。鉴于总体价格、工资以及短期利率水平的大幅下降,承销商的利润在《1933年证券法》之后很可能增长了。

[90] See Friend et al., *supra* note 18, at 408 - 9; Haven, *supra* note 40; Gourrich, *supra* note 41; Miller, *supra* note 42.

[91] See Haven, *supra* note 40, at 20, 34.

[92] See Pecora Hearings, pt. 1, *supra* note 12, at 228 - 39.

七、结论

《1933年证券法》以有益于社会为追求目标。特别是其中的信息披露规则要求公司IPO发起人应披露其持有的公司股份,从而打击了自18世纪中期以来在英美一直存在的滥用行为。^[93]*《1933年证券法》解决该问题的出发点与英国公司法一样——强制披露公司发起人、承销商的费用以及持有的公司股份。

但《1933年证券法》的作用不止于此。通过禁止在发行前与潜在零售买家签订合同,使零售商之间很难争夺客户。配合NIRA和马洛尼法案,IBAA可以禁止和监管公开发行中折扣的使用。同时也能有效地将发行活动划分为批发和零售两个阶段。这些条款有助于头部批发及零售承销商对零售竞争施加限制,而这些限制是辛迪加承销制度的核心,从而保护其市场免受综合性公司的侵扰。如果仅仅是为了实现充分披露的目标,这些都不是必需的。因为这些限制是有利于投行,特别是声誉高的投行,并可能会提高发行人和投资者的成本。

相应地,《1933年证券法》为经济监管效力提供了一个实用的警示故事。《1933年证券法》被普遍认为是罗斯福新政的最成功之处。与许多监管法规不同,其很大程度上没有就提高被监管行业成员准入门槛或实行卡特尔协议受到指控。然而,在19世纪20年代承销市场的竞争背景下,我们更仔细研究一下,就会发现《1933年证券法》很有可能是监管寻租的产物。

(编辑:谢贵春)

[93] See Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, 62 U. Chi. L. Rev. 1047(1995).

* 此处指的是IPO发行人因为与公众的信息不对称而产生的代理成本问题,即发行人因拥有更多信息而作出对个人有利、对公司和公众投资者不利的行为。——译者注