

# 美国“多层次”证券法公共执法制度的实证分析

徐文鸣

---

**摘要：**本文聚焦于美国“多层次”的证券法公共执行制度，即公共机构通过发起执法程序使得违法行为人承担法律责任的机制。美国证券交易委员会、金融业监管局和各州证券监管机构都可以独立执行证券法，多层次的公共执法制度保证证券法得到有效执行。对上述机构执法活动投入和产出数据的分析显示，美国证券交易委员会的执法投入和产出水平都较高，并且保持较为稳定的增长率。它还通过设立公平基金，承担着赔偿投资者的职责。而美国金融业监管局作为自律监管机构，负责对经纪—自营商进行一线监管和自律处罚。美国各州的证券监管机构则有权起诉证券市场的欺诈行为人。多层次执法制度最小化“监管失灵”对证券执法的负面影响，保障了对证券市场违法犯罪行为的威慑力。

**关键词：**法律与金融；公共执法；美国证券市场；实证分析；投入产出

[中图分类号]D971.222.8 [文献标识码]A [文章编号]2096-6180(2019)05-0060-13

---

## 一、问题的提出

诺贝尔经济学奖获得者 Gary Becker 对犯罪预期成本的分析认为，法律的威慑力主要由法定处罚和犯罪行为被定罪的概率决定。<sup>[1]</sup> 法定处罚由法条（law on the book）决定，而定罪概率由法律执行制度（law enforcement）的效率决定。法律执行制度主要分为公共执行（public enforcement）和私人执行（private enforcement）。所谓公共执行，是指依靠公共机构实施法律，发现和处罚违法者，它的处罚方式多样化，可以施加民事、行政和刑事处罚。公共执法优势主要体现在专业性、规模经济和信息优势。首先，公共执法者往往是受过专业训练的专才，具有处理某类犯罪行为的专业知识。在其职业生涯中，会反复调查和处罚相关的犯罪行为，积累特定的人力资本。与普通公众相比，监管者的专业判断力更强，执行法律的成本更低。其次，监管者执行法律具有规模经济的优势。当犯罪行为的受害者数量众多时，让每一个受害者都去法院单独提起诉讼的社会成本是很高的。而公共机构可以集中执法，避免了反复起诉的成本。最后，受害人可能缺乏犯罪行为

---

【作者简介】徐文鸣，法学博士，中国政法大学法与经济学研究院副教授。

【基金项目】国家社科基金后期项目（18FFX042）和北京市社科基金青年项目（17FXC017）。

（1）Gary Becker, *Crime and Punishment: An Economic Approach*, 76 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 169-217 (1968).

人的相关信息时，而公共机构则掌握了这些信息。例如，内幕交易受害人可能对于加害人的信息一无所知，甚至并不知道自身遭受了损失。如果他们要确定加害人的身份，需要投入资源调查取证。而证券监管机构对市场保持实时监控，充分掌握证券价格和交易量的相关信息，因而公共机构执行法律的成本较低。公共执法的劣势则体现在执法结果对公职人员的收入影响较小，他们可能缺乏执行法律的合适激励，因而易导致执法产出不足。

所谓私人执行，主要是指依靠私人主体实施法律，通过提起民事诉讼达到赔偿受害人（compensation）和威慑潜在犯罪（deterrence）的目的。私人执行的优势明显，民事诉讼的结果关系到投资者的切身利益，因而他们有充足的激励。它还可以作为“双保险”，避免公共机构逃避执法责任。当公共机构怠于执法时，私人执行可以作为公共执行的替代机制，而成功的私人执行可能会给公共机构带来潜在的声誉损失，也会激励公共机构在事前积极参与法律执行。最后，私人部门在执法过程中会产生广泛制度创新，如诉讼策略或和解技巧等，这些都可以被监管机关采纳以降低公共执行的成本，存在显著的正外部性。但是，私人执行具有内在缺陷，即中小投资者参与诉讼的成本和收益不匹配，易陷入集体行动困境。他们需要承担主动获取信息和参与公司治理的全部成本。但由于仅持有公司的部分股份，其行动产生的收益需要和其他投资者分享，私人收益一般小于私人成本。因而，中小投资者往往采取“被动的”投资策略，一旦出现治理危机就“用脚投票”。

各国证券执法体系并不存在统一的模式，但可以分为两大类：第一类是以中国为代表的“集中执法”模式，中国证监会在事实上（*de facto*）行使排他的剩余立法权和剩余执法权，对全国证券市场实行集中统一监督管理，并有权力直接作出行政处罚。考虑到监管资源的有限性，证监会将对轻微违法行为的调查和处罚权进一步委托给 38 家证监局和交易所。该项制度安排可以有效利用地方监管者的信息优势，并降低监管干预的时滞。但是，证监会作为“垄断的”执法者，也存在执法强度较弱和选择性执法等问题。<sup>(2)</sup> 第二类是以美国为代表的“多层次”执法模式，让公共执行和私人执行制度并行发挥作用。该模式的优势在于避免了监管机构不作为的风险，证券执法产出的数量远超其他经济体，也视为形成“美国特例”（American Exceptionalism）的主要原因。<sup>(3)</sup> 但“多层次”执法模式的执法成本和诉讼成本较高。本文聚焦于美国多层次的证券法公共执行制度，对美国证券交易委员会（SEC）、金融业监管局（FINRA）和州证券监管机构的投入和产出进行深入探讨，为我国构建有效率的证券执法制度提供参考。

---

(2) 徐文鸣：《证券民事诉讼制度的实证研究》，《中国政法大学学报》2017年第2期，第74-83，160页。

(3) John Coffee, *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, 156 UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW 229-311 (2007).

## 二、SEC的执法活动

### （一）SEC的执法权

SEC成立于1934年7月2日，是依据《1934年证券交易法》设立的独立监管机构<sup>〔4〕</sup>，主要负责监管证券现货交易市场和与证券相关的期权产品市场（下称证券市场）。执行证券法规是SEC的主要任务之一，由执行部（Division of Enforcement）和派出机构（Regional Offices）负责。<sup>〔5〕</sup>在1934年SEC成立之时，法律部（Legal Division）承担了法律执行的职能。此后四十年间，派出机构一直负责调查证券市场违法犯罪行为并提起民事和行政诉讼，而交易和市场部（Trading and Markets Division）主要负责监管和协调，并将刑事案件提交给司法部提起刑事诉讼。自20世纪60年代，SEC总部执法部门雇员数量急剧增加，越来越多的重大案件转由SEC总部查处。1972年8月，SEC整合了分散在交易和市场部、公司金融部和投资管理部的执法权力，建立了法律执行部，专门负责SEC所有的执法行动。<sup>〔6〕</sup>

SEC对潜在违法犯罪行为的调查分为非正式程序和正式程序两类。一般来说，SEC首先启动非正式的调查程序。在此程序中，调查人员不能通过传票取证，而主要依靠机构和个人自愿的配合来获得相关的信息、证据和证词。非正式的调查程序是不公开的。如果证人拒绝配合非正式的调查，调查人员可以寻求启动正式程序，或者通过传票来获得必要的信息。在开始正式调查之前，调查人员需要获得SEC授权的正式调查令（formal order of investigation）。正式调查结束后，负责人可以决定不采取进一步的行动，或者建议SEC开始执行程序，即向联邦法院或其内部设立的行政法官提起民事或行政诉讼程序，请求违法行为人承担法律责任。

### （二）SEC的执法投入

SEC投入了大量的人力资源和预算资源进行证券执法活动。表1的A栏报告了其在2011年至2018年间雇员规模的变化。2011年SEC雇用了3844名全职雇员，此后雇员规模逐步增长，到2017年达到最高峰4794人，六年间增长了约25%。考虑到市场规模，A栏第三列利用美国国内上市公司数量对SEC的雇员规模进行标准化处理，平均每家上市公司对应0.99名监管人员。标准化雇员数呈现持续上升的趋势，年均增长约2.02%，监管机构雇员规模的增长与上市公司数量的增长相匹配。根据美国政府问责署（Government Accountability Office）2008年的报告显示，

---

〔4〕 美国的独立监管机构与内阁行政机构存在显著的区别，它们拥有“半立法、半行政、半司法权力”，除了受到司法审查之外，这些独立监管机构处于事前没有权力制约的状态，是“无上级的第四部门”，见席涛：《法律、监管与市场》，《政法论坛》2011年第3期，第47-65页。

〔5〕 比较证监会和SEC执法活动的研究，见徐文鸣，朱良玉：《中美证券法公共执行机制比较研究——基于监管机构投入产出的实证分析》，《财经法学》2017年第3期，第132-145页。

〔6〕 Paul Atkins and Bradley Bondi, *Evaluating the Mission: A Critical Review of the History and Evolution of the SEC Enforcement Program*, 13 FORDHAM JOURNAL OF CORPORATE & FINANCIAL LAW 367-417 (2008).

受雇于执行部的工作人员为 1 117 人，约占 SEC 雇员总数的三分之一，其中 50% 为调查律师。<sup>(7)</sup> SEC 同样积极提高雇员的专业性。一方面，其工作人员都受过系统的专业训练。例如，84% 的获得了本科以上的学位，其中约 500 人获得硕士学位，超过 50 人获得博士学位。<sup>(8)</sup> 另一方面，SEC 也积极避免流失有经验的员工，以提高其监管效率。SEC 雇员的平均服务年限为 10 年，40% 的员工服务年限超过 10 年。<sup>(9)</sup> 根据披露的相关数据，SEC 在 2009 年就已实施了更具有竞争力的薪酬制度，以吸引顶尖的人才。<sup>(10)</sup>

表 1 的 B 栏报告了 SEC 在 2011 年至 2018 年间预算规模的变化。该数据从 SEC 年报披露的预算来源表 (statement of budgetary resources) 处获得。根据 B 栏第一列展示的数据，2011 年 SEC 的年度预算超过 17 亿美元，但在次年缩减了近 30% 至约 12.4 亿美元。此后逐年增长，至 2015 年重回前期最高值约 17.1 亿美元。此后 SEC 的预算规模逐年增长，并在 2018 年达到约 23.6 亿元美金，年均增长率约为 6.22%。<sup>(11)</sup> 考虑到数据的可比性，B 栏第三列还使用美国国内上市公司总市值作为分母，对 SEC 的年度预算进行标准化处理。五年内美国股票市场每百万美元的市值中，平均约有 70.65 美元用于支付监管成本。标准化的年度预算呈现逐年递减的原因在于，美国股票市场迅速从次贷危机中恢复，总市值快速增长。上述预算投入主要用于支持执法活动，包括执法项目和守法检查项目，这两个项目的投入约占 SEC 总支出的 55%。<sup>(12)</sup> 在 2011 年至 2015 年间，证券法实施项目投入从 6.3 亿美元增长至 8.6 亿美元，五年间增长了约 38.8%。<sup>(13)</sup>

表 1 2011 年至 2018 年间 SEC 的雇员规模和预算规模

年份	A 栏 (SEC 雇员规模)				B 栏 (SEC 预算规模)			
	雇员数 (人)	雇员数增长率	标准化雇员数 (每家上市公司)	标准化雇员数增长率	年度预算 (千美元)	年度预算增长率	标准化预算 (每百万美元市值)	标准化预算增长率
2018	4 483	-6.49%	1.02	-7.78%	2 358 370	27.16%	77.49	34.20%
2017	4 794	5.27%	1.11	5.15%	1 854 601	-1.25%	57.74	-15.91%
2016	4 554	5.88%	1.05	7.10%	1 878 049	9.65%	68.66	0.49%
2015	4 301	3.64%	0.98	3.35%	1 712 826	10.47%	68.33	16.03%

(7) *Greater Attention Needed to Enhance Communication and Utilization of Resources in the Division of Enforcement*, pp.17-18.

(8) SEC, *SEC HR Database* (2010).

(9) SEC, *SEC HR Database* (2010).

(10) SEC, *2009 Performance and Accountability Report* (2009).

(11) 证券市场频发的丑闻成了 SEC 预算增长的催化剂，为了执行《多德-弗兰克法案》，SEC 的 2010 年年度预算增长了约 60.4%。

(12) SEC 将其预算支出与四个战略目标相挂钩。其中，“促进遵守和执行联邦证券法”列为最重要的战略目标，安排了总额高达 9.549 亿美元的预算。其他三个战略目标和预算安排分别为“建立和保证有效的监管环境”(1.691 亿美元)、“促进投资获得决策所需信息”(2.136 亿美元)和“通过统筹人力、信息和金融资本提高证监会的绩效”(2.46 亿美元)。See *SEC Agency Financial Report: Fiscal Year 2015*, p.49.

(13) *SEC Agency Financial Report: Fiscal Years 2009-2016*.

续表

年份	A 栏 (SEC 雇员规模)				B 栏 (SEC 预算规模)			
	雇员数 (人)	雇员数增长率	标准化雇员数 (每家上市公司)	标准化雇员数增长率	年度预算 (千美元)	年度预算增长率	标准化预算 (每百万美元市值)	标准化预算增长率
2014	4 150	3.16%	0.95	-1.31%	1 550 513	10.56%	58.89	0.92%
2013	4 023	6.29%	0.96	4.30%	1 402 477	13.46%	58.35	-11.87%
2012	3 785	-1.53%	0.92	0.12%	1 236 057	-27.86%	66.21	-39.56%
2011	3 844	2.56%	0.92	5.22%	1 713 531	7.59%	109.56	18.89%
平均值	4 241	2.35%	0.99	2.02%	1 713 303	6.22%	70.65	0.4%

注：1. SEC 年度雇员规模数据来源于 *SEC Agency Financial Report: Fiscal Years 2011–2018*。

2. “标准化雇员数” 使用在美国证券市场上市的国内公司的数量作为分母进行标准化，数据来源见 <http://data.worldbank.org/>。

### (三) SEC 的执法产出

SEC 执法产出同样保持较高的水平，图 1 展示了 2011 年至 2018 年间 SEC 年度执法产出的数据。在此期间内，SEC 平均每年提起 769 件执法程序，年均增长接近 5%。其中 SEC 的执法产出在 2016 年达到了最大值，为 868 件。如果以前一年在美国上市的国内公司总数为分母，对 SEC 年度执法产出进行标准化，则平均每家上市公司每年面临的执法行动在 0.15—0.2 之间。<sup>(14)</sup> SEC 提起的涉及上市公司的执法程序并不多，平均每年仅有 30 家上市公司因违反证券法受到处罚，低于 SEC 执法行动总数的 5%。受到 SEC 处罚的主要对象为证券经纪商（占比 15.4%）、投资公司和投资顾问（占比 15.6%）。

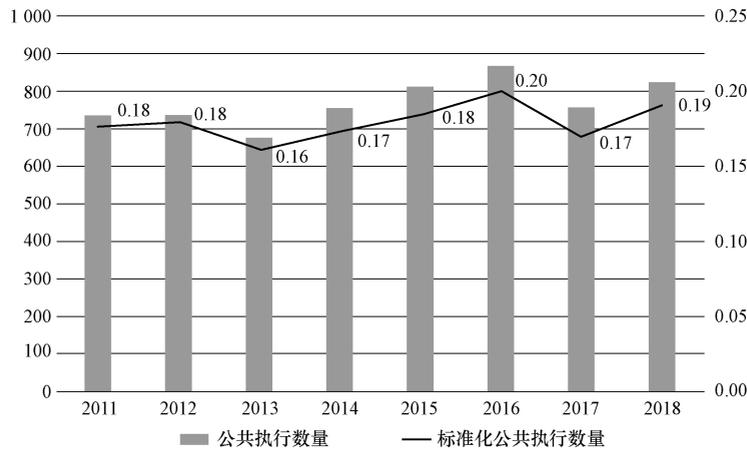


图 1 2011—2018 年 SEC 公共执法总产出

注：1. SEC 年度公共执行总量从 SEC 官网获得，见 <https://www.sec.gov/>。

2. “标准化公共执行数量” 是以前一年美国上市的国内公司总数为分母，见世界银行网站 <http://data.worldbank.org/indicator/>。

(14) 需要说明的是，SEC 的执法行动并不仅仅针对上市公司，还包括金融中介机构和投资者等。因而，使用上市公司的数量对执法产出进行标准化是为了调整证券市场的规模。

由于证券市场的违法犯罪行为以非法获得经济利益为目的，SEC 的货币惩罚直接增加了此类行为的经济成本，是威慑违法犯罪行为重要的政策工具。<sup>(15)</sup> SEC 对违法行为责任人施加货币处罚意图达到两方面的目标：第一，增加违法成本，威慑犯罪行为；第二，赔偿投资者的损失。2011 年至 2018 年间 SEC 货币处罚的总额呈现急剧上升的趋势，七年间从 28 亿美元增加到约 40 亿美元，增长率约为 40%。

如果考虑期间证券市场的市值变化，以当年上市公司的市值为分母，对上述数据进行标准化处理，则标准化的罚款和追缴非法获利数额约为 1.5‰。也就是说，平均每 1 万美元的市值，SEC 每年的罚款和追缴非法获利数额为 15 美元。SEC 施加的货币处罚急剧增长的原因，是由于针对单个违法行为人的处罚数额大幅提高，特别是针对上市公司的货币处罚。<sup>(16)</sup> 在 2011 年至 2015 年间，SEC 共向上市公司被告施加了 37 亿美元的罚款和追缴非法获利处罚。巨额的货币惩罚使得证券市场参与者很难通过违法行为获得预期净收益，有效地降低了违法行为的数量。

直接的货币处罚仅是监管机构执法活动给违法行为人带来的成本之一，证券市场同样会给违法行为人施加声誉处罚。第一，上市公司披露受到监管机构处罚，其股价会承受超额负收益。SEC 的执法程序则给财务虚假陈述的上市公司额外带来了占其市值 24.5% 的声誉损失。<sup>(17)</sup> 第二，被处罚机构的管理层被强制离职的概率增加。例如，SEC 的执法程序导致约 93.4% 的被采取执法措施的管理层被上市公司开除。<sup>(18)</sup> 第三，涉案的中介机构的议价能力、市场份额等都会显著下降。例如，当承销商公布受到 SEC 调查后，次年其市场份额平均下降了 50%，其承销的证券首日折价率也会显著上升。<sup>(19)</sup>

此外，SEC 同样承担着赔偿投资者的职能。<sup>(20)</sup> 《多德-弗兰克法案》降低了 SEC 创设公平基金（Fair Fund）面临的限制。<sup>(21)</sup> 此前，SEC 为了将罚款注入公平基金，必须向同一个违法者追缴

(15) 在 1984 年以前，SEC 并不享有货币处罚权。See *Brother Can You Spare \$8.9 Billion? Making Sense of SEC Civil Money Penalties*, [http://www.klgates.com/files/Publication/7b9cf03a-e90d-4bba-a373-bb494b063f9b/Presentation/PublicationAttachment/e5d51e6b-f798-4bf7-80be-eb853f0ad9/SEC\\_alert\\_021114.pdf](http://www.klgates.com/files/Publication/7b9cf03a-e90d-4bba-a373-bb494b063f9b/Presentation/PublicationAttachment/e5d51e6b-f798-4bf7-80be-eb853f0ad9/SEC_alert_021114.pdf) (last visited May 25, 2019).

(16) 在 2000 年至 2013 年间，上市公司被告在发行人报告和披露违规案件中支付的平均货币处罚为 5790 万美元。See Sonia Steinway, *SEC Monetary Penalties Speak Very Loudly, but What Do They Say-A Critical Analysis of the SEC's New Enforcement Approach*, 124 *YALE LAW JOURNAL* 209-232 (2014).

(17) Jonathan Karpoff, Scott Lee and Gerald Martin, *The Cost to Firms of Cooking the Books*, 43 *JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS* 581-611, 582 (2005).

(18) Jonathan Karpoff, Scott Lee and Gerald Martin, *The Consequences to Managers for Financial Misrepresentation*, 88 *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* 193-215, 194 (2008).

(19) Randolph Beatty, Howard Bunsis and John Hand, *The Indirect Economic Penalties in SEC Investigations of Underwriters*, 50 *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* 151-186, 152 (1998).

(20) SEC 通过公平基金赔偿投资者对我国证券市场投资者赔偿的制度设计有一定的借鉴意义，对该问题的讨论分析，见徐文鸣：《证券民事诉讼与投资者赔偿——基于虚假陈述案件的实证分析》，《山东大学学报（哲学社会科学版）》2017 年第 3 期，第 67-75 页。

(21) 《多德-弗兰克法案》第 929B 章规定即使不存在追缴的非法获利，SEC 仍然可以将罚款用于赔偿投资者。See 15 U.S.C. § 7246 (a).

违法获利。<sup>(22)</sup> 在公平基金赔偿投资者的案件中，SEC 被视为公共集团诉讼的代理人（public class counsel）。<sup>(23)</sup> 其通过向违法行为人施加货币惩罚，并建立公平基金向投资者支付赔偿，达到威慑犯罪和赔偿投资者的双重目标。<sup>(24)</sup> 但公平基金作为赔偿投资者的机制，与私人集团诉讼存在显著的区别。根据最新的统计数据显示，2002 年至 2013 年间，SEC 共建立了 243 支公平基金，向被侵害的投资者支付了 144.6 亿美元的赔偿，这已经超过了近十二年间 SEC 总计 120.4 亿美元的预算总额。<sup>(25)</sup> 公共机构介入的都是那些私人诉讼不能发挥作用的案件，并且公共执行也避免了循环赔偿的问题（problem of circularity）。一方面，SEC 施加货币处罚的对象大部分是金融中介，如券商、经纪公司或咨询公司等，这些机构往往不是私人诉讼针对的目标。另一方面，违法行为人，而不是雇用他的公司支付了大部分的罚金，并且他们不能通过高管保险（D&O insurance）支付。虽然公平基金在赔偿投资者方面取得了显著的成效，但行政赔偿同样存在显著的缺陷。首先，公平基金的分配方案缺乏有效的程序保障，如司法审查和公示；其次，受侵害的投资者缺乏选择退出赔偿方案的权利，未能充分考虑每个被侵害人的利益；最后，行政赔偿可能与私人诉讼重合，造成资源浪费。<sup>(26)</sup>

### 三、FINRA 的执法活动

#### （一）FINRA 的自律执法权

交易所自律监管在美国证券市场初期是保护投资者利益的主要制度。早在 1791 年，纽约的股票经纪人就采纳了一系列程序规则保证合同履行，并且交易所会剔除那些缺乏诚信的经纪人。<sup>(27)</sup> FINRA 是一家独立的、非营利性的自律监管组织<sup>(28)</sup>，为美国唯一的管理经纪人和经纪自营商的自律监管机构。经 SEC 批准，2007 年 1 月由美国全国证券交易商协会（National Association of Securities Dealers, NASD）和纽约交易所（New York Stock Exchange）的会员监管、执法和仲裁部门合并成立 FINRA。FINRA 的自律监管权主要来自《1934 年证券交易法》（1934 Securities Exchange Act）第十五章的授权。根据《1938 年玛隆尼法》（1938 Maloney Act），经纪人和经纪自营商必须在 NASD 注册才能销售证券。《1975 年证券交易法》修改后，NASD 才明确享有针对违法行为的处罚权。<sup>(29)</sup>

---

(22) Barbara Black, *Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?* 63 BUSINESS LAWYER 317–346 (2008).

(23) Verity Winship, *Fair Funds and the SEC's Compensation of Injured Investors*, 60 FLORIDA LAW REVIEW 1103–1144, 1108 (2008).

(24) 郭雳:《证券执法中的公共补偿——美国公平基金制度的探析与借鉴》,《清华法学》2018 年第 6 期,第 59–78 页。

(25) Urska Velikonja, *Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions*, 67 STANFORD LAW REVIEW 331–395 (2015).

(26) See Adam Zimmerman, *Distributing Justice*, 86 NEW YORK UNIVERSITY LAW REVIEW 500–572 (2011).

(27) Paul Mahoney, *The Exchange as Regulator*, 83 VIRGINIA LAW REVIEW 1453–1500 (1997).

(28) See <http://www.finra.org/about>.

(29) Barbara Black, *Punishing Bad Brokers: Self-Regulation and FINRA Sanctions*, 8 BROOKLYN JOURNAL OF CORPORATE, FINANCIAL & COMMERCIAL LAW 23–55 (2013).

截至 2018 年底,约有近 3 607 家经纪商和 63 万经纪人在 FINRA 注册并受到其监管。<sup>(30)</sup> FINRA 的执法部主要负责调查违反证券法规的行为,并提起自律监管执法程序,请求施加惩戒性措施。<sup>(31)</sup> FINRA 有权力对经纪人和经纪公司施加罚款、谴责、暂停或禁止执业的处罚。与 SEC 的执法程序不同,FINRA 的执法部向其内设的审判员办公室(Office of Hearing Officers)提交投诉申请,因而执法程序不涉及司法审判。审判员办公室在收到投诉后,将组成一个三人的审判小组。该小组一般由一名办公室职员和两名行业专家组成。对于每个案件,审判小组都将在充分考虑涉案双方所提交的证据的前提下,出具书面的裁判决定,并解释裁判的依据。被处罚方如果对决定存在异议,可以向 FINRA 内设的全国审判委员会(National Adjudicatory Council)提起上诉程序。如果其仍不服上诉决定,可以向 SEC 或联邦法院起诉。<sup>(32)</sup>

## (二) FINRA 的执法投入

作为独立的自律监管组织,FINRA 依靠其自身的经营和投资活动筹集运营经费。其总收入和总支出从不同侧面反映出其执法投入的情况。根据其 2018 年的年报显示,FINRA 持有的总资产高达 24 亿美元,并且大部分为流动性较高的货币资产和投资。<sup>(33)</sup> 表 2 展示了 FINRA 在 2010 年至 2018 年间其年度收入和年度支出的数额。总体来说,FINRA 的收入足够支持其监管活动的成本,其全年总收支都大约为 10 亿美元。该数值已经接近 SEC 年度预算的 60%。从 2015 年的数据来看,FINRA 的主要收入来源是监管活动收入(占比 45%)<sup>(34)</sup>、用户收入(占比 22%)<sup>(35)</sup>、合同服务收入(占比 13%)<sup>(36)</sup>和罚款收入(占比 9%)。而 FINRA 主要的支出成本是雇员成本(占比 66%)、专业和合同服务成本(占比 17%)以及电脑运营和数据交换成本(占比 5%)。

表 2 FINRA 年度总收入和总支出规模(单位:万美元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
总收入 <sup>(37)</sup>	91 160	100 510	100 150	109 500	99 980	109 660	103 550	90 700
总支出 <sup>(38)</sup>	99 560	99 460	99 980	96 600	103 930	103 890	99 390	97 570

注:数据来源见 FINRA 2011–2018 Year in Review and Annual Financial Report, 其中“Summary of Operations”展示了相关信息。

FINRA 的收入主要来源于其监管的证券经纪行业,实际上是对该行业征收的税款,在一定程度上增加了投资者的交易成本。而中小经纪自营商无法通过规模经济降低单位守法成本。例如,

(30) See <http://www.finra.org/industry/member-regulation>.

(31) See <http://www.finra.org/industry/enforcement>.

(32) See <http://www.finra.org/industry/decisions>.

(33) See 2018 FINRA Annual Financial Report, p.26.

(34) 监管收入包括交易费、总收益评估、人事评估和地区办公室评估收入等。

(35) 用户收入包括会员首次注册和年度注册费、资格检查费等。

(36) 合同服务收入主要指 FINRA 提供的监管服务收费。

(37) 总收入等于净收入、利息和红利收入、投资收入和其他投资的权益收入之和。

(38) 总支出等于总费用和其他费用之和。

在 2010 年至 2016 年间，经纪自营商的数量减少了约 17%。另外，FINRA 收缴的罚款全部归为其年度收入。其在 2015 年的罚款数量高达 9 380 万美元。这种制度安排虽然有助于增加执法产出，但由于 FINRA 的执法程序缺乏法定程序（due process）的约束，容易导致处罚过度的情况。

FINRA 维持了相当规模的雇员数量，并呈现持续增长的趋势。2010 年其雇员规模约为 3 000 人<sup>(39)</sup>，而至 2016 年其雇员已经达到 3 600 人，并在此后保持了该雇员规模。<sup>(40)</sup> FINRA 的雇员规模约为 SEC 的 80%，然而其监管活动并不是主要依靠人力完成。在 2015 年，FINRA 的市场监督系统每天平均处理 500 亿笔股权、期权和固定收益市场的交易，最高峰达到 750 亿笔。由于市场交易量庞大，它采用了一个以数据为导向、基于风险大小的监管模式。由于采用了更为智能化的监控方式，FINRA 现场调查的时间占总监控时间的比例，已经从 32% 降至 19%。在 2015 年，FINRA 加大投入研发基于云计算和大数据的监控工具，这将进一步提高监管效率。<sup>(41)</sup>

### （三）FINRA 的执法产出

图 2 展示了 FINRA 在 2011 年至 2018 年间主要的执法产出的数量。FINRA 每年施加的惩戒性措施的数量较为稳定，维持在 1 400 件至 1 600 件之间。而其每年施加的罚款数量呈现逐年上升的趋势，2011 年的罚款总额仅约为 6 900 万美元，而到 2016 年罚款总额增长至 1.76 亿美元，六年间增长了近 3 倍。2017 年和 2018 年罚款总额有所下降，仅为 6 000 万美元左右。此外，违法行为人还需要承担赔偿受害投资者损失的责任。在 2011 年，违法行为人共支付了 1 940 万美元的赔偿，而在 2018 年则支付了 2 550 万美元。投资者获得的赔偿数额的最大值在 2015 年，达到了 9 660 万美元。

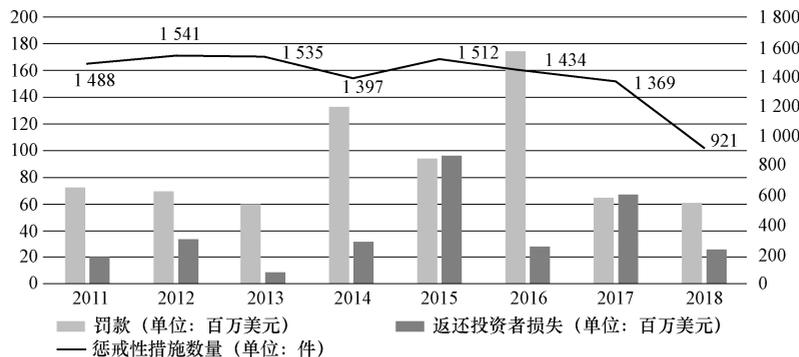


图 2 金融业监管局执法产出

数据来源：FINRA 2011–2018 Year in Review and Annual Financial Report，见 <https://www.finra.org/newsroom/statistics>。

此外，FINRA 还积极寻求对违法违规企业和个人的禁入和停业处罚，以提高经纪人行业的质量。在 2011 年至 2018 年间，FINRA 平均每年裁定约 20 家经纪人公司停止营业，额外 20 家暂停

(39) See FINRA 2010 Year in Review and Annual Financial Report, p.7.

(40) See <https://www.finra.org/newsroom/statistics>. 2017 年、2018 年雇员数为 3500、3400。

(41) See FINRA 2015 Year in Review and Annual Financial Report, p.20.

营业，总数约占会员企业数量的1%。此外，受到禁业或者暂停营业处罚的经纪人数量明显增加，近三年来每年约有1200人受到此类处罚，约占注册的销售代表总数的0.2%。

#### 四、州证券监管机构的执法活动

##### （一）州证券监管机构的自律执法权

虽然美国联邦证券法统一了公众公司跨州发行和交易证券的监管规则，但是证券法执行制度却体现了“联邦主义”（federalism）特色。<sup>〔42〕</sup> 联邦证券监管机构 SEC 和州证券监管机构都有权力执行证券法，因而存在垂直的竞争关系。<sup>〔43〕</sup> 联邦政府在 20 世纪 30 年代之前，并未介入证券监管领域。各州依据本州的证券法，又被称为“蓝天法案”（Blue Sky Laws）监管证券市场。1929 年大萧条让美国国会意识到州监管机构主导的体制导致“向下竞争”的问题，监管和执法强度不足以威慑犯罪。<sup>〔44〕</sup> 随后通过的《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》统一了公众公司的信息披露义务，但是联邦证券法规并未取代州证券法。在此后六十余年的时间里，联邦对证券发行、信息披露和反欺诈的监管活动与州证券监管活动并行不悖。<sup>〔45〕</sup>

20 世纪 90 年代，国会开始限制州政府监管证券市场的权力。《1996 年全国证券市场促进法》（National Securities Markets Improvement Act）改变了双层监管制度安排。该法禁止各州以其州证券法监管证券发行和非公开配售，收回了它们在全国市场上监管证券发行和信息披露的权力。SEC 成为监管全国性证券市场的机构。但是，该法却保留了它们针对上市公司欺诈行为和经纪自营商从事的与证券或证券交易相关的违法行为进行执法的权力。

##### （二）州证券监管机构的执法产出

由于美国 50 个州的证券监管机构都有权力执行证券法，各州执法产出存在较大的差异。Rose 和 LeBlanc 收集了 2004 年至 2006 年间，在纽约证券交易所交易的上市公司，申报的 10-K 表格中第三项“重大诉讼”的相关信息。<sup>〔46〕</sup> 在抽样期间，共有 399 家上市公司披露了 534 份涉及证券诉讼的案件。对样本的实证分析显示，超过一半的企业，面临两个及以上原告的指控（SEC、州监管机构或私人投资者）。

---

〔42〕“联邦主义理论”主要探讨联邦和州如何划分监管权限，相关讨论主要集中于美国各州公司法之间的竞争，存在“向上竞争”（Race to the top）和“向下竞争”（Race to the bottom）两种观点。See William Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 YALE LAW JOURNAL 663-705 (1974); Ralph Winter, *State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation*, 6 JOURNAL OF LEGAL STUDIES 251-292 (1977).

〔43〕本小节对州监管机构的定义包括州证券监管机构和州检察官（State attorneys general），包括 50 个独立的州证券监管机构。对 SEC 和州监管者执法行为的讨论，见 Margaret Lemos, *State Enforcement of Federal Law*, 86 NEW YORK UNIVERSITY LAW REVIEW 698-765 (2011)。

〔44〕James Landis, *The Legislative History of the Securities Act of 1933*, 28 GEORGE WASHINGTON LAW REVIEW 29-49 (1959).

〔45〕Amanda M. Rose, *State Enforcement of National Policy: A Contextual Approach*, 97 MINNESOTA LAW REVIEW 1343-1415 (2013).

〔46〕Amanda M. Rose and Larry J. LeBlanc, *Policing Public Companies: An Empirical Examination of the Enforcement Landscape and the Role Played by State Securities Regulators*, 65 FLORIDA LAW REVIEW 395-442 (2013).

绝大部分州监管机构（32 个州）并未提起任何执法行动，其他 14 个州在样本期间起诉的数量小于四次。最主要的执法者是纽约州（New York）、西弗吉尼亚州（West Virginia）、康乃迪克州（Connecticut）和马萨诸塞州（Massachusetts），上述四个州的监管者贡献了 70% 的执法产出。州监管机构处罚的违法行为以金融业的丑闻为主，而不是公司内部的违法行为，占执法产出总数的 93%。具体而言其包括四类违法行为：第一，共同基金择时交易（market timing）和延迟交易（late trading）。第二，保险公司利用非传统的保险产品操纵财务报表。第三，投资银行发布有偏见的财务分析报告和 IPO 股份分配策略。第四，共同基金指定经纪公司的违规行为。

州监管机构的执法对象集中于注册地或主要经营地不在该州的企业（68%），并且若监管机构的负责人是通过民选产生，其执法产出是采用任命制的州监管机构的四倍。执法对象的选择可能反映出政治制度对州监管者执法行为的影响。由于州监管机构负责人的当选依赖选民的选票，因而他们并不愿意得罪本州内的企业，以免影响其选举结果。同时，其又必须积极执行证券法，以积累政治资本。州监管机构在大部分情况下与其他执法者，如与联邦机构（91%）或与私人集团诉讼（67%），共同提起执法程序。

金融业占上述四个州 GDP 的比例都较高。纽约州的金融业产值占其 GDP 的 15%，贡献了所得税的 36%。<sup>(47)</sup> 州监管机构因而有强烈的激励去积极执行证券法，以保证证券市场的健康发展。纽约州检察官（New York Attorney General）主要关注共同基金的违规行为，例如向重要的客户提供择时交易和延迟交易机会的丑闻。直到纽约州检察官 Eliot Spitzer 公开向金丝雀资本（Canary Capital）提出控告后，SEC 才开始关注共同基金市场面临的丑闻。<sup>(48)</sup> 而在 2002 年 4 月，纽约检察官、证券监管局局长（Securities Bureau Chief）以及其他州监管者还与美国最主要的证券经纪公司达成和解协议，这些经纪公司承认向投资者发布具有误导性的研究报告。

康乃迪克州在地理位置上毗邻纽约市，其金融业占 GDP 的比重达到 10%。该州保险业特别发达，因而其证券监管者约三分之二的执法产出集中于处罚保险公司不当会计处理。在康乃迪克州监管机构介入之前，SEC 和纽约州检察官实际也已经着手调查相关的保险公司。康乃迪克州检察官执法活动的一个显著特点是几乎都停留在调查取证阶段，因而其执法活动仅是对联邦执法活动的补充。

马萨诸塞州的金融业占 GDP 的比重也超过 10%，有大量共同基金在其州内注册，因而其执法活动主要针对共同基金的违法行为。马萨诸塞州监管机构存在明显的搭便车倾向，往往与其他联邦监管机构共同执法。比较有代表性的执法案例是马萨诸塞州联邦秘书长（Massachusetts Secretary of the Commonwealth）和证券监管局副局长，在 2003 年 9 月与公平基金达成了关于择时交易违法行为的和解协议。

---

(47) Michael Bloomberg and Charles Schumer, *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership* (2007), 35–36, [www.nyc.gov/html/om/pdf/ny\\_report\\_final.pdf](http://www.nyc.gov/html/om/pdf/ny_report_final.pdf). (last visited May 25, 2019).

(48) SEC Memorandum of Inquiry PI No.09–38, <http://www.sec.gov/news/studies/2009/pi-09-38.pdf>.

西弗吉尼亚州的经济并未严重依赖金融业，其执法活动的特点在于有“敲竹杠”的倾向。该州检察官往往在违法行为人与其他联邦机构达成和解协议后提起执法程序，因而并未投入任何额外的努力，反而意图通过提起诉讼寻求罚款收入。此外，证券监管者在选任代理律师时，可能存在寻租的行为。西弗吉尼亚州检察官通过指定代理律师，并支付高昂的代理费，以换取律师事务所在竞选活动中为相关检察官提供高昂的竞选捐赠。

## 五、结论

执行制度的效率直接决定了法律对证券市场违法犯罪行为的威慑力。本文对美国“多层次”证券法公共执法的投入和产出进行了系统的实证分析，发现 SEC、FINRA 和州监管机构保持独立的执法权，对打击证券市场违法行为设置了“多重保险”。各执法主体都保持了较高的执法强度。美国证券交易委员会每年平均提起 800 件处罚程序，并保持年均约 5% 的增长率。而 FINRA 自律监管机构，也保持对注册会员较高的执法强度，每年约施加 1 500 件自律处罚。此外，美国证券法授权各州的证券监管机构对证券市场的欺诈行为提起诉讼活动，有效降低了联邦机构“监管失灵”的风险。

美国“多层次”证券执法制度，对我国证券市场法制建设有积极的借鉴意义。我国证券执法由证监会垄断，选择性执法和执法不足的风险较高。虽然证监会的公共执法产出在逐年提高<sup>(49)</sup>，但绝对数量和相对数量仍然较低，无法有效威慑证券市场的违法行为。为了提高证券执法效率，短期内可以要求证监会提高信息披露的水平，引入公众监督，降低监管俘获的成本；而长期来看，应当引入替代性的“保险机制”，当证监会选择不执法时，投资者有提起证券民事诉讼的权利和激励。

此外，证监会仅将货币处罚视为一种威慑犯罪行为的工具，忽略了其补偿投资者损失的功能。如果罚没收入并未通过其他渠道返还给投资者，实际上相当于监管者增加了证券市场的税收负担。SEC 收缴的货币处罚，即通过建立公平基金，赔偿受侵害投资者。在 2002 年至 2013 年间，公平基金共支付了 144.6 亿美元的赔偿。因而，证监会应当将部分货币处罚作为损害赔偿支付给投资者，可以弥补现阶段证券民事诉讼制度的不足，提高受侵害投资者的赔偿比例。

---

(49) Wenming Xu, Jianwei Chen and Guangdong Xu, *An Empirical Analysis of the Public Enforcement of Securities Law in China: Finding the Missing Piece of the Puzzle*, 18 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW, 367–389 (2017).

## **An Empirical Analysis of the “Multi-enforcer” Public Enforcement Regime in the U.S.**

XU Wenming

**Abstract:** This paper focuses on the “multi-enforcer” public enforcement regime of securities law in the United States, which mainly concerns the proceedings that public agencies initiate to make violators legally liable. The Securities and Exchange Commission, the Financial Industry Regulatory Authority and state securities regulators can enforce securities laws independently, which ensures that securities laws are effectively enforced. An analysis of the enforcement input and output of these agencies shows that the SEC has a high level of enforcement inputs and outputs and maintains a relatively stable growth rate. It also has the responsibility of compensating investors through the establishment of fair funds. The Financial Industry Regulatory Authority, as a self-regulatory body, is responsible for regulating broker-dealers. Securities regulators in U.S. states could prosecute fraudsters in the securities market. The “multi-enforcer” public enforcement regime minimizes the negative impact of “regulatory failure” on securities market and guarantees the deterrent effect against illegal activities.

**Keywords:** Law and Finance; Public Enforcement; U.S. Securities Market; Empirical Analysis; Regulatory Inputs and Outputs

(责任编辑: 王乐兵)