

美国金融史话译丛

华尔街变迁史

—— 证券交易委员会及现代公司
融资制度的演化进程
(修订版)

【美】乔尔·塞利格曼 / 著
田风辉 / 译

THE TRANSFORMATION OF WALL STREET

*A History of the Securities and
Exchange Commission and
Modern Corporate Finance*



经济科学出版社
Economic Science Press

华尔街变迁史

—— 证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程

(修订版)

[美] 乔尔·塞利格曼 / 著

田风辉 / 译

美国金融史话译丛



图书在版编目 (CIP) 数据

华尔街变迁史/[美] 乔尔·塞利格曼 (J. Seligman)
著; 田风辉译. —北京: 经济科学出版社, 2004.6
(美国金融史话译丛)
书名原文: The Transformation of Wall Street
ISBN 7-5058-3695-1

I. 华… II. ①塞… ②田… III. 证券交易-资本市场-经济史-美国 IV. F837.129

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 065048 号

华尔街变迁史

——证券交易委员会及现代公司

融资制度的演化进程

(修订版)

[美] 乔尔·塞利格曼/著

田风辉/译

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100036

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

北京天宇星印刷厂印刷

永明装订厂装订

690×990 16 开 55 印张 850000 字

2004 年 6 月第一版 2004 年 6 月第一次印刷

印数: 0001—5000 册

ISBN 7-5058-3695-1/F·3001 定价: 86.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

美国金融史话译丛

策划人语

这套系列丛书向您讲述的是美国金融发展史长河中一个个真实的故事。

她讲了一条街——华尔街的变迁；一个国——美国的行业垄断；一个领域——金融领域产生动荡的起因等等。剖析了人对金钱的贪婪和欲望这种人性中的组成部分对一个个历史事件的缠绕。

弱国无外交，这是一条铁律，在全世界都在力求发展变革的年代，这套系列故事给人们提供了理性的心态，同时也描述了前人曾经历的案例。以史为鉴向来是智者的行为方式。

我们称它为故事，是因为这不是金融领域的专业书籍，而是发生在大洋彼岸——美国那个相对成熟的金融市场，回忆曾经从不规范至逐渐规范的历程，那些事件……那些人物……

这是一套可读性很强的书籍，是人们茶余饭后展现自己知识面和高品味的资料库。

在这个系列中，我先给读者讲五个故事。今后将继续书海拾贝，还要给大家讲不同国度里大财团发展史的故事。同时我很希望您能告诉我您知道的大财团的故事，我会购买版权，再讲给我们的朋友听。

王书燕

2004年4月18日



丛书序言

华尔街是美国金融业的浓缩，近代美国金融又是全球金融的影像。华尔街的一端起于百老汇大街，隐喻着百老汇的魔幻将在此继续演绎，因此，什么事情都可能发生。华尔街的另一端结束于一个小小的三角型墓地，风清气和，秋雨潇潇，墓地的祥和反衬着墓碑的黑沉，昭示着华尔街的一切终结于此。去过华尔街的人，站在这条宽仅十数米，长仅数百米的街头，面对全球金融巨头总部的黑窗和厚门，都不会不感到拂面而来的历史，不会不发出由衷的感叹。

今天，美国的金融实力远远超过她的生产能力，美国 GDP 占全球 GDP 的比重为 34.6%，而美国资本市场市值占全球资本市场市值的 54%，美元占全球外汇储备的 72%、占全球外汇交易的 54%，占全球贸易结算的 58%。全球最大 15 家银行中，美国占了 8 家。罗马不是在一天中建成的。仅仅 10 年以前，美国尚未有一家银行入围全球最大 15 家银行之列；仅仅 15 年前，美国资本市场市值占全球比重只有今天的一半；50 年以前，美国工业生产占全球工业生产比重是其金融实力全球金融规模的 3 倍；100 年以前，美国金融业的主要业务是把欧洲的资金融到美国本土；200 年以前，当时的美国金融商业只是在曼哈顿南端挡风的一堵墙下，即今天的华尔街所在地和命名之由来，以手势做交易……

时运变迁。

在这段时间里，资本市场随着工业革命和垄断的狂飙突起而直冲霄汉，并逐步取代长期居金融资产龙头老大的银行业，成为金融资产最重要的组成和运作。资本市场弱肉强食，推动了财富的急剧集中，1900 年的第一个“镀金时代”，在垄断和资本市场的狂想探戈舞中，占美国人口 1% 的家庭第一次拥有了 42% 的社会财富。100 年后在“新镀金时代”中，在 IT 和资本市场的虚拟而又狂烈的炫舞中，财富又一次以 45% 的比例集

聚到1%的家庭中。

在这段时间里，华尔街人来如过江之鲫，去如大浪之沙，有人功成名就，有人身败名裂。那堵墙被风雨逐步销蚀，高楼逐渐拔地而起，进而遮日挡空，使华尔街从昨日真正的墙街演变成为今天的“墙街”。老摩根曾在他在华尔街的办公室里，代表美国财政部躊躇满志地运筹在欧洲发行美国国债，而后又在他的办公室窗前面对大危机的突如其来发出无奈的叹息。长期资本管理公司的诺贝尔经济学奖的获得者，运用火箭技术的数学模型，殚精竭虑地向全球发起冲击，又在一个清冷的秋晨黯然离去。

在这段时间里，贪婪和欲望多次冲破华尔街的高楼和厚墙，米尔顿在他那加州面对大海的宽敞办公室遥控纽约的债券市场，又在西格尔的内部交易中锒铛入狱。天才股票分析师指点江山，使股票狂飙直上后又轰然倒下，最后以美国金融历史上罚款数额最为庞大的十数亿美元了结。位列世界前十名的大公司在假账丑闻中轰然倒下。

在这段时间里，金融机构发生了巨大的变化，昔日以“兄弟”和“父子”命名的皮包商人银行成为了今天无所不在的投资银行。昔日熟知邻里每一个居民的小镇储蓄机构，变成了今天在全球设点、富抵数十国的超大型银行。银行、证券、保险都从简单的单一业务经营机构成为全能化的资金运筹者，并在此过程中走向虚拟化，又在全能化和虚拟化的过程中，成为人们生活和工作中不可或缺的部分。

在这段时间里，竞争和欺诈并存，金钱和犯罪共在。金融运行和金融监管在道魔之争中尺进丈跃，互进互退。商业运作日渐复杂、机密，金融监管时进严格、缜密。从150年前大橡树下的握手交易到美国证券交易所成立，并在股市崩溃中迎来证券监督委员会的诞生。同样在银行的崛起中，见证美联储、美国存款保险公司和美国货币总署的监管方式逐步形成。

.....

美国金融业的影响跨越了国界，华尔街敏感的神神经牵动着世界的目光。长期以来，美国金融业不断地在制造、输出新的工具、新的金融产品、新的服务方式。华尔街造就了声名显赫的公司，成就了天才的人物，创造了神奇。华尔街的指数在很大程度上反映了世界经济的行情，华尔街的技术很大程度上反映了金融业的新潮流，华尔街的声音在很大程度上主宰着国际金融市场的舆论导向。华尔街因为其重要性和在世界经济舞台中

扮演的角色，又经常蒙上了一层神秘的色彩。这种神秘性是缘于尘封的历史，缘于跌宕起伏的变化，缘于追求虚华或虚张声势或者利用高超的包装技术造成的，更是由于背后所包含的复杂的政治、社会、经济利益关系角逐的结果。但是，华尔街是如此重要，以致于我们不能不关注，我们不能不尽可能多地去了解。

感谢经济科学出版社组织人员翻译了这套丛书，对我们认识美国金融、了解华尔街、揭开其神秘性都会有很大的帮助。这一套丛书包括《华尔街史》、《华尔街变迁史》、《似火牛年》、《金钱 贪婪 欲望》和《美国垄断史》五本，从不同角度、不同层面介绍了1790~1999年200多年的历史中，与美国金融发展相关的重大事件。每本书自成体系，各有侧重，因为都是对美国重大金融事件的描述，它们相互间也存在一定的联系，读者可在穿越时空的大视野中相互映证，借此形成对美国金融史及华尔街历史的总体印象。

《美国垄断史——帝国的缔造者和他们的敌人（从杰伊·古尔德到比尔·盖茨）》围绕过去130年来美国工业、金融业领域的垄断、兼并、收购，以及反垄断的法律、政策的形成，揭示了华盛顿与美国企业界、华尔街之间不断变化的关系。垄断及其相关政策的变化对美国经济、金融发展产生了重要影响。《华尔街史》讲述了华尔街从成立至今的发展历程，展示了它的繁荣、它的萧条，曾经发生过的与华尔街相关的重大金融、政治事件，以及它们对资本市场产生的影响。《似火牛年——华尔街股票历史上的非凡时刻》对20世纪华尔街股价涨幅最大的10个年份做了具体考察与分析，通过历史的分析，读者也许可以从中获得估测未来证券市场机会的一些有用线索。《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》介绍了自1929年股市大崩溃至尼克松—福特政府结束，美国资本市场监管政策和规则的演变，帮助我们了解美国证券交易委员会的功能，以及现行各种公司融资管理法规的变化渊源。最后，《金钱 贪婪 欲望——金融危机的起因》介绍了美国早期的金融创新、危机和重组的循环，以及20世纪80年代美国金融出现的重大危机，20世纪90年代出现的墨西哥危机和东亚货币危机及其对现代金融市场的影响。令人不能不感叹的是，在不同市场经济环境下，经济的繁荣与衰落、过渡与起步，存在一定的节奏，从中总能看到历史的相似性。

美国的历史经验有特殊的借鉴意义。华尔街既有辉煌、尊贵的一面；

也掺杂血腥和阴暗的一面。美国金融运作蕴含着深刻的历史渊源和深刻的政治经济背景，也包含了机遇和不懈的努力。掩卷长思，抚绪默想，本套丛书所展示的美国金融发展史以及其中蕴涵的经验教训，不也对我国目前的金融建设有着深刻的启迪吗？

张

中文版序言

公平的市场准则是要确保诚实的商业活动有机会通过诚实的交易获得合适的回报。但是，市场并不能自动地达到这种状态。证券市场似乎是最容易出现欺诈和丑闻的领域，这或许是因为巨大的利益驱动，或许是因为信用支撑脆弱的缘故。欺诈和其他违规行为在不同的市场环境下出现的几率和方式会有所不同。在制度不健全而市场发展速度又非常快的情况下，尤其容易出现。中国证券市场在近十多年的发展过程中此方面的教训非常深刻。其实不独中国如此，现时中国的很多情景，在美国等发达国家早期发展中也能不间断地看到。只是经过上百年的发展，随着种种监管措施的改进才达到当今较好的状态。

证券市场的健全运作离不开几个基本的条件：有信用的市场参与主体，包括发行体、合格的专业中介机构及投资者；有较完善的规则体系和较高效率的监管者。当然，也离不开整体的市场环境。

良好的市场秩序需要健全的规则体系的落实。其中，要有合理规范参与者行为，给所有的市场参与者以起码的信心；要有透明的、可靠的信息披露，能够让投资者对投资行为结果进行判断，“用脚进行投票”。以避免各种不正当交易的发生。

监管者是规则的制定者或参与制定者，同时，它也行使警察的职能，对欺诈行为和其他违规行为进行处罚，维持市场运作秩序。监管者的素质、监管政策执行力度在维护市场的健康发展和推动市场走向成熟方面起到重要作用。

一国监管规则和监管体系的形成又与该国的整体市场状况分不开。发达国家的市场行为规则是基于市场几十年、上百年不断完善的基础上形成的。市场有效性与市场结构和市场深度的发育程度有关，因此，规则需要不断根据市场状况的变化进行不间断地调整。20 世纪 20 年代至 20 世纪

70年代是影响美国证券市场监管规则发展的重要时期，通过对一些重大事件的反思，美国有关监管理念发生了变化，逐步形成了监管机构和交易所的“公共义务”概念。美国证券监管机构的一系列制度建设推动了公用事业控股公司的结构、公司治理机制、会计准则、信息披露规则、私募规则、交割规则、经纪佣金等规则的调整。同时，围绕交易所控制权、证券交易委员会监管范围以及如何提高证券监管行政管理能力和效率等也曾引起过广泛的探讨，从而推动了有关措施的改进。在此期间，监管机构对证券市场进行的特别调查，对多起重大违规事件坚持不懈的追查，对纠正监管偏差和市场偏差都起到了积极作用。这些工作对形成美国证券交易委员会和纽约交易所的声誉，对确立美国监管规则，进而完善美国证券市场都起到了积极作用。因此，熟悉这一段历史，研究这一段变革的历程，一定能带给目前中国证券市场的制度建设以启迪。

夏 斌

2004年4月26日

1995 年版前言

一位好的家长都知道偏爱两个或多个孩子中的某一个人是不聪明的做法；每一个孩子都有权得到绝对的关爱。

但是对于一个作者而言，却不会存在这一方面的限制。我写作或合作写作过的著作已经有 17 本了，但是我却可以很容易地说出其中《华尔街变迁史》是我最得意的一个作品。在写作《华尔街变迁史》的过程中，我了解了很多关于现代公司以及证券法方面的历史知识，这一过程为我选择后来的职业起到了重要作用。同样重要的是这一过程也教会了我一种分析写作的风格，我喜欢把它称作是“背景主义风格”。

在新政时期，杰罗姆·弗兰克（Jerome Frank）等一些法律作家对于自己的评价通常是“事实怀疑论者”。引用来自于霍姆斯一句经常被引用的话来说，他们认为“（一直以来）决定法律生命的不是逻辑，而是经验。”当时这种流行思想运动的推动力既有实证主义的特点，又有反理论主义的味道。情况显然已经发生了变化。我们现在处于理论法律学（Theoretical legal scholarship）的“正午时间”。现在，公司法或证券法方面的理论作品通常都会集中对某个独立的问题进行研究，同时还会将若干种经济分析应用于其中。这种类型的作品的优势在于它的经济分析方面，而不在于它对问题背景所作的那些讨论。与此相反，《华尔街变迁史》以及与路易斯·洛斯（Louis Loss）教授合作完成的《证券监管》（*Securities Regulation*）中所收录的我的文章却都把重点放在了对背景的介绍上。

提到背景，首先我指的是原文背景，也就是说该领域中由法令、法规以及机构法律解释等所组成的一个完整的法律框架。在与其他类似问题的法律处理方式进行比较的时候，证券法问题的性质是存在很大不同之处的。比如说，如果我对类似证券法披露管理机构的情况缺乏了解，那么对于《1968 年证券交易法案》所做的股份收购修正部分，我很难想像自己

可以提出什么批评意见。在有关于强制披露制度的作品中，有很大一部分都集中到了与其他披露责任相关的问题上。1968年修正案中的若干个条款都是在之前一些法规的启发之下而产生出来的。为了对1968年修正案做出解释，证交会时常要借助于在对早期法规进行解释过程中所积累的那些经验。

另外，背景也可以指某个问题的历史背景。举一个简单的例子，证交会在1982年推行了“协调披露制度”（Integrated disclosure system），其中部分地收录了《1933年证券法案》中关于新股发行的技术以及《1934年证券交易法案》中有关于定期披露责任的内容。如果想对1982年的行政监管活动有所理解，那么对于导致20世纪30年代证券法产生的那些历史事件、这些法规本身、该机构之后的一些立法和司法解释活动，以及评论家们对这些法规的认可或批评意见，我们就都要有所了解。

确实，要想对协调披露制度有充分的理解，还需要一个第三种类型的背景分析，我把它称做是“实证背景”。对于任何一部法规，在对其明智性进行检验的时候，最终的标准总是它在现实世界中的实施情况。为了对实施情况有所理解，我们就必须对真实的世界本身有所了解。就证券法的披露条款而言，要想对其有所了解，我们就必须对证券承销和会计准则有所了解。而且对于其他的证券法规体系的理解，比如说对伦敦以及欧洲联盟证券法规体系的理解，也渐渐地成为了一种必要条件。证券法规同时要求我们要对计算机和通讯技术的潜力有所了解。随着计算机技术和传真机的应用，债务有价证券在欧洲债券市场上的分发速度在不断提高，而这种情况可能是导致1982年协调披露制度出台的真正“导致”原因所在。应用经济分析方法的经济学者或法律学者一般都不会在自己的作品中强调这样一种观点。在像1987年股市崩溃的形成机制这样的更加复杂的问题中，正是计算机技术使交易证券的类型发生了革命性的变化；指数期货和指数期权的价格随着相应股票的价格而变动，而正是这种技术使这些衍生工具的出现成为了可能。同时，计算机技术也是证券组合保值等一系列交易策略产生的原因所在。最后，在对市场流动性的问题上，以及对市场间交易系统处理大幅度增长的交易量的问题上，人们的信心发生了过度的膨胀，在这些现象的产生过程中计算机技术再次发挥了决定性的作用。

《华尔街变迁史》的写作过程是我对于现代证券交易复杂性的入门过程。如果我在这本书上所花费的四年调研时间能够帮助我避免过度单纯化

现象的话，那么就这一点而论这四年的时间也就值得了。

在这个修改版本中，对原来的书本内容和前言部分，我没有做出任何的改动，而是加上了一个结束语部分，它大概涵盖了到 1992 年为止的一些事情。时间经过的太少因而无法为这段时间写一个正式历史，但是在这段时间内证券监管活动中却发生了一些让我感到震动的重大事件，而我则试图对其做出描述。

我十分感谢东北大学出版社（Northeastern University Press）能够出版这个修改版。正如原来的前言和致谢部分所提到的那样，这个作品是我在东北大学法学院中前几年教学过程中调研和写作的结果。该法学院及其学生尽最大努力为我的工作提供了支持，在数年的时间中，他们一直允许我把一年的教学任务压缩到两个季度内完成。我清楚地记得我曾到华盛顿特区、纽约、纽黑文、匹兹堡、夏洛茨维尔等地的调研活动，而其中一部分经费就是由东北大学调研学术发展基金（Research and Scholarship Development Fund）所提供的。当时这个工作看起来像一个永无休止的任务，而工作人员和协助人员仍然表现出了极大的热情，对此我记忆尤其深刻。

正如第 1 章所引用的约翰·肯尼思·加尔布雷思（John Kenneth Galbraith）的话所说的那样，记忆可以给人带来教训。但是它同时也可以给你带来亲切的感觉。我仍然记着采访阿贝·福塔斯（Abe Fortas）的情景，在我所见过的人中他是最精明的一个，他对于发生在将近 40 年的事情记忆及其精确，就好像这些事情是当天上午发生的一样。我怀念曾经在两天的时间中我有机会与前证交会主席威廉·卡里（William Cary）进行了一些交谈，而当时他正在哥伦比亚教会医院进行化学放疗。他向我讲述了罗伯茨·卡迪案件的前期背景，那时候他似乎在突然之间年轻了几十年，对于那些时刻我十分的珍惜。我仍然记着在证交会档案室中度过的几周时间，当时我翻阅了有关银行家们的档案箱，其中有很多从来没有向外界开放过。我仍然能够记起自己在度假旅馆中为标记注释而度过的那些不眠之夜，还有访问很多资深律师们时他们所讲述的自己年轻时候的那些时光。特别地，对于在证交会工作的人们所表现出的情感，我的印象尤为深刻。

我不断接到来自于新闻记者、律师、证交会员工及其委员们所打来的电话，他们想从我这里得到一本已经不再印制的《华尔街变迁史》，十几年以后我决定重新写一个新的版本。对我自己而言，撰写《编后记》的过

程给我提供了一段与得意之作重温旧梦的欢乐时光。

在我写作编后记的过程中，很多记者都为我提供了帮助，我想借此机会向他们表示感谢，其中比较突出的包括：塔马·弗兰克尔（Tamar Frankel）、乔尔·H·戈德堡（Joel H. Goldberg）、罗伯特·汉密尔顿（Robert Hamilton）、查尔斯·玛丽娜希欧（Charles Marinaccio）、欧文·波拉克（Irving Pollack）、小 A.A. 萨默（A.A. Sommer, Jr.）

1994 年 12 月

前言及致谢

本书是一部证券交易委员会以及该委员会与公司融资活动之间关系变化关系的历史，其时间跨度从最终导致 1934 年该机构的成立的 1929～1932 年期间的股市大崩溃时期，一直到 1977 年早期尼克松—福特政府的结束。有一些具体事件，例如证交会为建立全国性证券市场系统所做出的努力，这些情况都已经被更新到了 1981 年的春季。近期内发生了一些新的进展情况，其中包括证券期权市场的建立、关于市政债券披露问题的争论以及为提高财务审计而进行的尝试活动，对于这些内容本书并未涉及。如果要想对这些进展情况做出历史性的分析，所经过的时间还太不充分。尽管我一直想就 1929～1977 年之间证券监管的演变情况写一部完整的历史，但是我并没有忽视现有文献的存在。因为一些技术文献已经对证券欺诈诉讼活动、公司披露程序、证券法的免除义务情况等方面做出了详细的论述（例如，可以参见路易斯·洛斯的《证券监管》一书），所以尽管本来应该给予详细的论述，但是本书却并没有那么去做。与此类似，对于一些特定的事件，如公司可疑支付案件、佩恩中枢铁路公司（Penn Central Railroad）破产案以及 20 世纪 60 年代末 70 年代初的“恶性”欺诈案件，无论是技术文献还是一些流行的作品都对此做出了详细的介绍，因而在本书中我并没有将其当作重点内容。与上述情况相反，与证券市场结构相关的一些问题在技术文献以及流行作品中所引起的关注都相对较小。对于这些问题，本书在后面的几章中进行了详细的介绍。

在 20 世纪上半叶中，我们国家的公司融资体系发生了根本性的变化。在过去，新证券发售活动主要为 J.P. 摩根财团这样的私人投资银行所控制。在那个时候，“联手抛压”或者是股市“集合基金”每天都会出现于全国的报端；公正地说，那个时候的纽约证券交易所可以说是一个“私人俱乐部”；那个时候，参议院的听证会不断揭示出秘鲁债券销售欺诈案、

“优惠”持股者名单、受贿记者对各种证券进行“吹捧”、或者操纵股票价格等内幕消息，这引起了全国的注意。这种现象到现在已经一去不复返了。另外，一起消失的还有公用事业控股公司。在20世纪20年代“牛市”时期以及“空白”公司代理时期，因为州级法律存在着不完善的现象，因而那个时候的证券欺诈活动通常是得不到矫正的，而公用事业公司就是在那个时期发展起来的一种最不合理的公司结构。从1792年以来固定最低佣金制度一直是纽约证券交易所的一种生活方式，而在过去的10年中，这种制度也几经被废除。现在，用电子相连的全国证券市场体系部分或全部地替代全国证券交易有形交易场已经成为了人们所追求的目标。

在公司融资活动发生这种演变的过程中，发挥主要影响作用的就是证券交易委员会。在新政期间以及随后的短暂时间中，证交会赢得了一种美誉，被人们认为是管理活动最见成效的联邦管理机构之一，其主要原因是证交会工作人员拥有着很强的能力；在1935~1937年之间，为使公众对证券投资安全性恢复信心，该机构发挥了重要的作用；在1937~1938年之间，证交会对纽约证券交易所的管理层进行了重组；同时还贯彻实施了《公用事业控股公司法案》(Public Utility Holding Company Act)中的地理整合和公司结构精简条款。

与此相对照，证交会在第二次世界大战之后的表现却经常受到批评。尽管总体而言委员会工作人员的素质、该机构的实施活动以及公司披露活动仍然受到了人们的好评，但是20世纪70年代初期，在处理纽约证券交易所固定佣金制度和反竞争规则的活动中，证交会却表现出了谨慎的态度，并以此而受到了来自于国会、司法部以及独立评论家的严厉批评。与此相类似，10年以来，证交会在推动全国性竞争市场体系的建立过程中进展缓慢，证交会也因此而受到了批评；同时它对于会计准则建立工作以及公司内部管理的监管活动也受到了批评。

在证券交易委员会历史的写作过程中，我一直在尝试着对该委员会政策的决定因素做出解释，这包括证交会得到了很高评价的新政时期，也包括该机构的表现极不稳定的第二次世界大战之后的时期。像证交会这样的“独立”管理机构存在的主要目的是可以让一个有经验的专家工作队伍去处理各种专门的、高度技术性的管理问题。在证交会的大部分历史中，其工作人员专业知识价值的发挥总是会受到来自于有限的财政拨款以及平庸的总统委员会成员任命等方面的制约。另外，证交会的表现还受到了来自

于一些更加微妙的其他政治因素的影响。证交会近期在佣金率、证券市场结构和共同基金发售活动等方面所做出的决策受到了很多的批评，而这从某种程度上可以归因于该机构不仅没有在证券行业中推行联邦反托拉斯法中所体现的那种经济竞争理论，而且也没有能够提出一种具有说服力的替代性理论。证交会近期的其他决定，其中包括最引人注意在会计准则的制定和公司内部管理等问题上的决定，它们的做出可能受到了证交会管理范围方面的制约。和所有其他政治角色一样，证交会必需有选择地去推行一些项目。从某种程度上，由于相关的授权法存在着含糊之处，会计准则的制定以及公司内部管理问题一直被排列到了证交会优先名单的最底层。另外，即使是对证交会选择要进行大力处理的一些项目，历史性的分析也可以使我们对各种结论之间的内在联系有所了解，而如果分析面比较窄的话，我们通常就不会产生这样的理解。如果要精确地理解在证交会这样的机构中各种决定是如何做出的，我们就必须将众多的政治因素考虑在内。我们不仅必须学习该机构的授权法规，同时还要掌握该机构领导者的偏好，要了解它与白宫、国会、其他联邦机构以及相关产业之间的关系，同时还要了解它的第一要务，相关工作人员的工作能力和决心，如是种种。

证交会已经成为自己所管理行业的“俘虏”，对于这种提法几乎还没有人认真提出来过。很简单，只要适当地阅读一下证交会的历史，这种观点是站不住脚的。对于证交会和行业之间的政治关系进行的历史学研究确实可以表明在对证交会某个特定决定是如何做出这一问题进行解释的过程中，“俘虏”理论和它的很多变种（例如该机构的“生命周期”理论）都几乎不会发挥任何的作用。这种理论通常都是以一种未说明的假设为前提条件的，这就是某个行业中的公司和行业协会都具有完全相同的目标。而事实上，在证交会这样一个管理机构所拥有的力量中，有很大一部分都来自于它所管理行业的某些组成部分。我们可以清楚地注意到，在1937~1938年之间证交会并没有直接对纽约证券交易所进行“重组”。该委员会让纽约交易所中的改革派完成了这项任务。“俘虏”理论及其类似理论都倾向于低估一些政治因素的影响，这包括经过充分准备的机构调查；机构工作人员的理想；一个机构运用诉讼、法规或立法等不同形式时所存在的区别；国会、其他联邦机构以及媒体对该机构所施加的政治压力等等。只有把一个机构的决定放在更加宽广的政治和历史背景之下进行研究，我们才能够对该机构运转的复杂性及其运转的真实情况有一个精确的理解。