

我们沿着历史的隧道去探究一下这条泥泞小街是怎样成为通天大衢，
又是怎样不可逆转地改变了这个世界的一切？

华尔街的变迁： 证券交易委员会及 现代公司融资制度演进

(第三版)

*The Transformation of Wall Street:
A History of the Securities and Exchange Commission and
Modern Corporate Finance*

(美) 乔尔·塞里格曼 / 著
徐雅萍等 / 译校



中国财政经济出版社

我们沿着历史的隧道去探究一下这条泥泞小街是怎样成为通天大衢，
又是怎样不可逆转地改变了这个世界的一切？

华尔街的变迁： 证券交易委员会及 现代公司融资制度演进

(第三版)

The Transformation of Wall Street:

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

(美) 乔尔·塞里格曼 / 著
徐雅萍等 / 译校



中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

华尔街的变迁: 证券交易委员会及现代公司融资制度演进/ (美) 塞里格曼 (Seligman, J.) 著; 徐雅萍译校. —北京: 中国财政经济出版社, 2009. 2

ISBN 978-7-5095-1239-5

I. 华… II. ①塞… ②徐… 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 (2009) 第 014622 号

责任编辑: 付克华

责任校对: 陈可强

封面设计: 陈瑶

版式设计: 苏红

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010-88190406 北京财经书店电话: 010-64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 62 印张 1200 000 字

2009 年 2 月第 1 版 2009 年 2 月涿州第 1 次印刷

定价: 120.00 元

ISBN 978-7-5095-1239-5 / F · 1052

图字: 01-2007-3957

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

目 录

中文版序言一	(1)
中文版序言二	(7)
英文版第三版序言	(9)
序言与致谢	(11)
炉边谈话：华尔街的变迁	(18)
第一章 股市大崩溃之后	(34)
第二章 弗兰克福特带来的变化	(69)
第三章 “一个完美的机构”	(99)
第四章 莫利推荐的人	(125)
第五章 詹姆斯·兰迪斯和《行政管理程序》	(145)
第六章 完成使命的人	(174)
第七章 新政的终结	(223)
第八章 公用事业控股公司委员会	(246)
第九章 联邦预算局管辖下的证交会	(267)
第十章 卡里领导下的振兴	(288)
第十一章 证交会的中年危机	(341)
第十二章 未竟的日程	(419)
第十三章 证交会的成就	(533)
第十四章 轮 回	(582)
注 释	(699)
词 语 表	(942)
后 记	(984)

中文版序言一

一年前，2007年1月11日，徐雅萍女士在中国证券监督管理委员会信息中心主任任上英年早逝。这部《华尔街的变迁》，就是她基本完成翻译但未来得及统稿和最终定稿的遗作。她的生前友好和同事们出于和她的友谊，也是为了纪念她，数十人在这一年时间里的合作终于使得此书付梓。愿此书的出版，能够慰藉雅萍的在天之灵。

《华尔街的变迁》讲述的是美国证券交易委员会的历史。本书以美国证券交易委员会历任主席为主线，从他们上任的政治背景、个人理念、历届委员会的组成到他们任内经历的主要事件（或者案件），从特定的角度反映了近3/4个世纪以来美国证券市场的历史轮廓。通读此书，细细品味，受益良多。虽然中国的证券市场和中国证券监督管理委员会的历史还不到20年，相对于美国的证券市场以及证券交易委员会并不具有直接的可比性，但是《华尔街的变迁》对于我们理解证券市场的运行、理解证券市场相关各方的关系、理解证券市场监管的重要原则和主要方式以及理解我国证券市场的进一步发展都具有很好的参考价值。

在美国，证券交易委员会是《1933年证券法》的产物，而《1933年证券法》本身则是1929年开始的经济大萧条的产物。在20世纪七八十年代，美国证券市场经历了放松管制和金融创新，在两个世纪之交的时候，美国证券市场经历了电子化和金融深化，所有这些都带来了证券市场组织、运行以及监管等诸多方面的重大变革。在中国，20世纪80年代的国有企业危机和国有企业改革以及深圳股票发行的“8·10事件”，直接促成了中国证券市场和中国证券监督管理委员会的产生。现在，中国正经历着改革开放的深化过程，这是一场内容深刻、影响深远的革命，证券市场作为这场革命的重要组成部分，必然会得到进一步发展，并成为中国现代市场经济的核心。这就要求证券市场制度和监管适应时代的

要求，做到“与时俱进”，积极参与并推动这个历史进程。虽然中国和美国在基本经济制度上有着本质的差别，中国国有企业的问题与20世纪30年代西方经济大危机也有本质的不同，但是，从证券市场基本制度的确立与演变，监管机构的产生和调整来看，似乎都印证了这样的说法，新的历史时期和重大的历史事件将不可避免地要求无论是法律还是行政，都要在制度上和机构上做出相应的变革。面向中国的未来，敏锐地把握我国体制改革和经济发展过程中面临的重大历史事件和重大历史阶段，正确地进行分析，并且及时而适当地做出应对，这是中国政府和证券市场监管部门面临的现实挑战。

美国《证券法》以及证券交易委员会的产生，是“天时、地利、人和”三方面综合作用的结果。所谓“天时”，就是20世纪30年代的经济大萧条和金融危机这样的历史大背景；所谓“地利”，就是支持证券立法的多位政治家们在参议院和众议院及其有关委员会中拥有的重要地位；所谓“人和”，就是这些政治家以及负责推动、构思和起草法律的法学家们相互之间的信任、支持和合作。在《华尔街的变迁》一书的描述中，美国《1933年证券法》是多方面互相配合、共同努力的结果：参议院银行业与货币委员会主席诺贝克不仅将银行业立法的控制权交给了对于经济危机和金融危机进行独立反思并对政府政策提出批评的格拉斯，还聘用了佩科拉作为银行业与货币委员会的法律顾问，并大力支持其对大银行和大财团的证券交易行为及其中的金融丑闻展开调查。佩科拉调查是《1933年证券法》必不可少的基础。哈佛大学的法学教授弗兰克福特是《1933年证券法》起草过程中的灵魂人物。他挑选了兰迪斯、科恩和科伦三位才华出众的年轻助手，协助其起草证券法。作为罗斯福总统的亲密朋友并且得到总统的充分信任，是他挑选了负责在第一年执行《证券法》的联邦贸易委员会官员以及首届证券交易委员会的大部分委员和很多高级职员。在《1933年证券法》的起草和作为法律获得通过的过程中，众议院商务委员会主席雷伯恩的大力支持和娴熟的政治技巧则发挥了关键的作用。当然，美国总统罗斯福作为《1933年证券法》的有力支持者和最大庇护神，则是众所周知的。可以说，如果没有最高政治领导人的远见和信任，如果没有政治家们在立法过程中的推动和运作，如果没有专家学者们的智慧和付出，就不可能有我们见到的这部美国《1933年证券法》。《1933年的证券法》如此，我们相信，其他重大法律的出台过程，大致也会如此。

《华尔街的变迁》向我们展示了围绕美国证券市场而展开的广泛而重大的博弈。这场博弈涉及面非常广泛，除了投资银行、大财团、上市公司、交易所以及广大投资者的经济利益之外，还有政党的选举需要、政治家及其所代表的集团利益、专家学者们的理想、联邦政府的治理需要以及各州政府的财政收入等等。美国《1933年证券法》、《1934年证券交易法》等证券大法，事实上是在证券交易所（市场）及其会员们的反对甚至敌意中出台的。这种监管与反监管的矛盾、证券业界与投资公众的利益冲突、证券交易所因为其专业或者历史经验所产生的自负，一起构成了反对联邦监管法律的巨大力量。如果没有来自政治最高层的推动和支持，没有罗斯福总统的直接干预，我们不知道美国的证券立法会被推迟到什么时候，也不知道最后出来的证券法会是什么样。但从另外一个方面来看，正是这些反对力量和反对声音的存在，才使得证券法不会在很多方面走向极端，而是充分体现了妥协的要求、共存与协作的理念以及法律和监管的可操作性。有意思的是，在一些重大的金融政策和监管措施（比如公司信息披露）方面，“最有前瞻性的步骤不是政府做的，而是最具敌意的机构——纽约股票交易所实施的。”这在证券交易委员会的监管方式、主席人选、职员队伍建设、对于研究的重视、处理与其他行政机构的关系等等各方面都得到了体现。纵观美国证券交易委员会的监管历史，我们可以看到，真正的行政监管和处罚并没有被滥用，更多的则是采用非对抗方法，帮助业界遵守证券法。证券交易委员会借助一个“有牙齿”的行政监管的威慑，通过与行业自律机构的合作、协调及和解，一起共同维护着华尔街的运行。例如，当公司发行者的注册说明书信息不充分时，证券交易委员会向他们致一封“有缺陷函”，而不是发“停止令”，对于很多事情，证券交易委员会采用“无异议函”或“提交解释函”，而不是简单的行政性的批准或者禁止。在证券交易委员会首任主席人选上，罗斯福总统没有选择证券法的主要起草者、主张严格监管并坚持己见的兰迪斯，而是选择了“具有行政能力，了解所要监管的这个行业的特性和行为惯例，善于缓和证券交易委员会内部的不同观点”的肯尼迪。肯尼迪在其商业生涯中，是一个职业的投机分子、联手庄主和空头炒家。后来的事实证明，启用这样一个可能广受非议的市场行家担任证券交易委员会的首任主席，并不完全是迫于妥协的压力，而是非常明智的政治决策。这一决策保证了证券交易委员会的顺利启动以及《证券法》和《证券交易法》逐步被

证券业内及社会各界所接受。关于各州政府之间的竞争，我们可以引用书中写到的关于蓝天法的一段话：“到了20世纪初，像新泽西、特拉华和内华达这样被称为‘执照贩子’的州早已展开了一场持久性竞赛，通过消除其公司法中严厉的限制，来吸引其他州的公司到它们这些日益友好的地区注册。作为回报，这些州可以按年度收取每家公司上交的特权税。”如此看来，100年以前，美国的有些州就尝试过利用“特区”的优势，以便获得财政收入上的好处。这可能也算得上中央（联邦）政府与地方（州）政府博弈以及诸侯经济的一个美国版本吧。

“这部法律是好是坏，将取决于执行它的人们。”这是在罗斯福总统签署《1934年证券交易法》当天，佩科拉向总统强调的。此话在形式逻辑上好像并不严谨，但很有道理，并且也不只适用于《1934年证券交易法》。前面说过，把证券交易委员会的首任主席的担子交给肯尼迪是《1933年证券法》和《1934年证券交易法》得以启动并逐步被业界和社会接受的明智之举。这个阶段过后，证券交易委员会对其主席和工作人员的专业要求越来越高，肯尼迪自觉还有更加合适的人选可以担任证券交易委员会主席的职务，便提出了辞职。这时，《1933年证券法》和《1934年证券交易法》的起草者和法律权威兰迪斯接替肯尼迪成为证券交易委员会的第二任主席。在兰迪斯任内，证券交易委员会作为联邦行政监管机构的定位逐渐清晰。兰迪斯任期的一个重要特色就是对于人的因素的重视，在这一点上他与佩科拉是完全一致的。兰迪斯不断地强调，“要改进行政程序，至关重要的是选择高质量的人。其他任一举措都不能达到同样的目的”。他很快培养了职员的团队精神，使其保持了高质量的标准，并对优秀的律师富有吸引力，证券交易委员会的专业化监管的特色逐渐形成。证券交易委员会的巅峰时期是在道格拉斯任主席期间，正是道格拉斯不妥协的强硬态度和声望使得证券交易委员会在纽约交易所的关系中树立了监管的权威，并促使交易所作出相应的改革。从此以后，证券交易委员会步入了高度专业化的权威的监管机构的轨道。证券交易委员会历史上经历的几个低潮阶段也与人事任命和人力资源投入不足有关。我们可以把杜鲁门和艾森豪威尔当政时期的证券交易委员会作为例证，《华尔街的变迁》是这样说的：由于杜鲁门任命平庸之辈到证交会就职，因而，在一定程度上破坏了该机构的效率 and 政策连续性；艾森豪威尔对证券交易委员会的人员实行了全面而过度的节俭政策，使得证券交易委员会的执法能力和制定政策的能力比历

史上任何时期都差，其状况达到了谷底。

证券市场监管并不是仅仅通过行使行政权力就能够做好的事情，而需要思想和理论。监管制度和机构的确立和重大演变要建立在由理念指导的大量的调查研究基础上，并且要体现被这些调查研究论证过的观点和想法。例如，《1933年证券法》的直接基础就是佩科拉调查以及相关的国会听证会，它提供了长达12 000页的会议记录；《1938年詹德勒破产法修正案》和《1939年信托契约法》的基石是道格拉斯完成的长达8卷的调查报告；希利主持了对投资公司的研究，报告长达5 100页，它促成了1940年《投资公司法》和《投资顾问法》的颁布。这种研究先行的风格的杰出典范是，1961—1964年间由科恩领导的《证券市场专题研究报告》，他与时任证券交易委员会主席的卡里密切配合，前瞻性地把握了后来发生的国际金融秩序的变革、管制放松和金融创新、上市公司并购浪潮、共同基金大发展等等重大趋势，为证券市场监管提供了翔实而确凿的依据，推动了诸如证券市场重构、佣金改革、改进会计标准、强化上市公司行为监管、市场准入条件、销售行为、后台处理、交易所场内成员、佣金率、共同基金销售、交易所纪律程序等等监管改革和措施的出台，其重要作用在后来的几十年中得到了充分的证明。在《证券市场专题研究报告》的组织上，为了确保《证券市场专题研究报告》小组的独立性，科恩坚持采用非常规程序，由一个准独立的小组来完成，该研究小组的顾问和成员包括法学家、经济学家、证券交易委员会高级官员和优秀专业人士、统计学家、金融分析师和调查员，他们的研究成果也采取准独立小组的报告形式提交。科恩认为，这种安排，对保证研究以及对证券交易委员会的批判性评估方面的质量是“绝对必要”的。当然，在证券交易委员会的历史上，也有过因为缺乏思想和理论而影响其政策制定能力、执法能力，甚至获得预算支持和人员配备的反面教训。比如，由于杜鲁门没有任命一个公司法领域的学术权威或思想家进入证交会，所以导致了证交会在理论和实践上的停滞。在科恩任主席期间，对经济学竞争理论研究不足，常常将证券交易委员会置于与司法部 and 联邦贸易委员会的矛盾之中，从而削弱了国会对其监管政策的支持力度，也影响了总统对其委员的任命和职员配备。

支持科恩主持完成《证券市场专题研究报告》的证券交易委员会主席卡里经常引用这样一句话：“没有理想的技巧是一种危险；缺乏技巧的思想只能是一团

混乱”。卢埃林的格言是对康德的“感性无知性则盲，知性无感性则空”的注释，也是对孔子的“学而不思则罔，思而不学则殆”的注释。东西方的智慧，在“行、学、思”上找到了完美的交汇点。美国证券市场的监管需要理念、思想、理论和研究，中国证券市场的监管同样需要理念、思想、理论和研究。

毫无疑问，《华尔街的变迁》描述的美国证券交易委员会的历史已属过去，但它对于中国证券市场监管的启示在今后也是有价值的。翻译《华尔街的变迁》的徐雅萍女士已经过早地离开了我们，但她为中国证券市场发展所作的贡献就像此书一样，会一直被我们记住，并且会长期地发挥作用。作为雅萍的老领导和老同事，我愿借此序，寄托哀思。

刘鸿儒

2008. 3. 15

中文版序言二

徐雅萍同志离开我们正好两年了。她主持翻译的《华尔街的变迁》一书，在她的生前好友的努力下终于即将付印。在这两年的时间里，国际资本市场也经历了从繁荣到危机的过程。

由美国次贷危机引发的全球金融危机被一些人称为百年不遇的危机，由此让我们不得不想到20世纪30年代的金融危机和经济大萧条。《华尔街的变迁》一书的主角——美国证券交易委员会，既是那场大萧条的产物，又是这次危机中备受指责的对象。

至少，对于次贷等衍生金融产品监管不力，金融市场监管缺乏有效的国际协调，美国证券交易委员会作为全世界最重要的金融市场以及此次金融危机的策源地的监管者，确实有其无法推卸的责任。美国证券交易委员会产生的理由就是为了改变当时的资本市场监管分散、监管不力和缺乏政府强力支持的局面，而经过3/4个世纪之后，美国证券交易委员会受到的指责依然是对于国内市场的监管不力和缺乏在国际监管方面的协调。这种局面的讽刺意味是显然的，但我们不能由此否定美国证券交易委员会产生和存在的理由。次贷危机正好证明，金融市场上的许多创新和金融产品的不断复杂化，并不能成为监管部门放松监管的借口，正好相反，监管部门应当在专业上及时了解和熟悉市场的演变，并与时俱进地改进、加强和完善对于金融产品和金融市场的监管。

美国的金融危机值得我们思考。但是，同样的现象不一定能够得出同样的结论，有时候，不同角度得出的结论甚至完全相反。为了应对这次金融危机，美国政府和监管部门对市场进行了力度很大的干预。从这个基本事实出发，有人可以简单地得出结论，中国政府也应当加强对资本市场的干预。但是，如果我们注意到，美国政府干预的前提是美国资本市场的过度自由化，例如对于衍生产品的监

管缺失，而中国资本市场面对的是过度管制，甚至还不存在真正意义上的金融衍生产品，那么中国资本市场需要的就不是简单地加强政府干预，而是市场的进一步发展和不断的金融创新。

美国投资银行全军覆没，重要的原因是投资银行过于专业化，脱离了金融体系的其他子系统，在金融创新和金融技术上孤军突进。直接的结论可能是，投资银行应当与商业银行混业经营，投资银行不应当进行创新，不应当成为专业性很强的一个行业。但是，这样的结论对中国并不适用，我们的投资银行还很不发达，投资银行的技术和专业队伍还很落后。

金融危机表明了美国金融机构在公司治理方面的严重问题。繁多的规章制度、互相制约的内部机构、严重的文牍主义，把公司治理交给了毫无生机的流程和冷冰冰的纸张，即使出现了严重违反常规和常识的现象也无法得到及时和有效地纠正。但是，对于中国的金融机构来说，我们的流程和程序还很不完善，我们处理问题还过多地依赖主观判断和个人干预。

美国金融机构的内部控制人为了自己的工资、奖金和期权价值，让公司承担了过度的风险，最终使公司股东血本无归。但对于中国金融机构而言，我们更需要解决的问题可能是某种意义上的平均主义，而不是激励过度。

美国金融危机暴露了美国金融市场的异化现象：股东雇用的专业代理人反过来统治了委托人，由人们创造的金融产品反过来支配着金融市场的参与者，本来由市场供求决定的金融产品价格反过来主导了市场，本来服务于金融和财务的计算技术和定价技巧反过来统治了金融和财务，等等。

美国金融危机是美国的投资银行制度、业务模式、治理结构、专业技术等各个方面极端化的直接后果。美国金融市场因为多方面的“过度”而引发了这次严重的危机，我们在汲取教训的同时，也要清醒地认识到“过与不及”的中庸古训。美国的资本市场需要返璞归真，需要实现“否定之否定”，而中国资本市场需要的是进一步的理性和规范，需要实现第一次否定。

林义相

2009年1月11日

英文版第三版序言

自从我完成《华尔街的变迁》这部讲述美国证券交易委员会截止到1977年的历史著作，20多年已经过去了。1995年，我出版了该书的修订本，续写了证券交易委员会到1992年的历史；这本书的第三版则进一步续写了截至2001年的历史，直到阿瑟·莱维特主席任期结束，谈到了2002年7月萨班斯—奥克斯莱法案（简称“萨—奥法案”）通过后有关审计的规定事项。

在联邦证券监管70年的历程中，很少有哪个时期像近些年这样的影响深远。1980—2000年，美国的证券市场经过了历史上最长时间的持续牛市；国会参众两院在1994年实现了控制地位的转换，这在过去48年来还是头一次；对20世纪20年代“商业很少出错，政府很少做对”的那种精神怀旧长期居于统治地位，接踵而至的是以安然公司为典型的企业丑闻时期，动荡不安，触目惊心，最终导致自从新政以来最有深远影响的萨—奥法案在2002年的出台。

20世纪90年代的牛市刚刚过去，我写完这部新版本之际，那个充满激情的10年恍如昨日，就像喧嚣的20世纪20年代对于1931年出版了《只是昨日》^①的弗雷德里克·刘易斯·艾伦一样遥远。记载与所描述事件接近的历史能够有助于捕捉那个时期的气息与脉络。

历史也是对各种事件的后果的研究。2002年萨—奥法案的施行，就是那段法律遭到严重破坏时期的产物。只有从现在以后的历史，新的法律值得称颂，证券交易委员会增加预算和职员规模以后，联邦证券监管才重新恢复了活力。

在20世纪90年代大牛市以后的这段时间虽然短暂，但是导致证券交易委员

^① 全书名为 *Only Yesterday: An Informal History of the Nineteen Twenties*，即《只是昨日：20世纪20年代的通俗历史》。作者 Frederick Lewis Allen (1890—1954 年)，美国作家与杂志编辑，生于马萨诸塞州波士顿，1912 年毕业于哈佛大学。著有《只是昨日》、《昨日以后》、《记忆犹新》和《大转变》等。——译者注

会把立法工作置于首位的问题却是长期的。利益冲突、误导性信息披露和公开欺诈并没有减少，而只是在证券交易委员会高度警戒时才会有所收敛。

关于监管机构的这部历史是对它前 67 个年头的不加掩饰缺点的描述。本书特别强调的是，颁布的法规也许无关紧要，除非能够被有效地执行。

我将这本书的第一版献给哈维·J·高斯米德，他当时是哥伦比亚法学院的一位年轻教授，是他说服我开始了我的学术生涯。我将这本书的第三版还是献给哈维。我们比当时开始这项研究时都老了一些。哈维参与了本书最后一章历史的写作。

我要感谢大卫·贝科、麦克尔·库克、哈维·高斯米德、卢梭·霍维兹、唐纳德·朗格伍特、阿瑟·莱维特、理查德·林德西、保罗·马可、约翰·奥尔森、特洛伊·帕雷蒂斯、詹尼弗·斯卡蒂诺、迈克尔·施莱恩以及理查德·沃尔克，他们接受了采访，或者审阅了第十四章的部分或全部书稿。

我还要感谢华盛顿大学法学院 2003 年级的唐纳德·穆罕默德以及 2004 年级的马科·克孜和孙毅，他们对引文部分进行了核对；感谢玛格丽特在准备原稿方面提供的宝贵帮助；同时感谢弗雷德里克·塞里格曼在编辑方面给予的充满智慧的建议。

乔尔·塞里格曼

2003 年 5 月

于密苏里州圣路易斯市

序言与致谢

这是一部美国证券交易委员会（SEC）以及它与公司财务之间关系发展的历史，它涵盖了1929—1932年的股灾（股灾导致了美国证券交易委员会在1934年的诞生），直到1977年初尼克松—福特总统执政时期的终结。某些内容，比如美国证券交易委员会为促进全国证券市场体系的形成所做的努力，从时间上已经更新到了1981年春季。有些新近的发展，包括证券期权的启动，市政债券信息披露的讨论以及为改善财务审计而进行的努力，在这段历史中都未作讨论。因为这些发展做出历史性分析的时机还未到。虽然我一直想对1929—1977年期间有关证券监管方面的主要发展历史进行全面描述，但我并没有忽视现有的文献。由于证券欺诈诉讼、公司信息披露制度、证券法中的豁免条款等已在专业性著作中有详细论述（参见路易斯·罗斯著《证券监管》），因此本书对这些问题的论述就没有本来应该的那么详尽。同样，某些近期发生事件，比如公司可疑支付案件、宾州中央铁路（Penn Central Railroad）的破产以及20世纪60年代末70年代初那些“大”欺诈案在专业性和大众性著作中都已做了很好的评述，因此，我决定在本书中不多做强调。相反，有关证券市场结构的问题，不论在专业性著作还是大众性著作中都关注得比较少。这些问题在本书最后的部分章节中有重点论述。

在过去的半个世纪里，美国的公司财务体系发生了深刻的转变。像J. P. 摩根公司这样的私人投资银行主宰新证券销售的时代已经一去不复返了。同样，人们不再会每天在报刊上看到有关“卖空浪潮”或股票市场“联手操纵”的报道，不会看到纽约证券交易所被称为“私人俱乐部”，也不会再看到吸引了全国注意力的参议院听证会揭露欺诈性的秘鲁债券销售、享有“优先权”的股东名单、吹捧某一证券的受贿记者，或者股价操纵行为。公司事业控股公司这个在20世纪20年代股票市场“牛市”中发展起来的最不合理的公司结构、“空白”的法人委

托书以及由于州公司法的缺陷而使得证券欺诈行为无可救药的那个时代，都已经成为过去。在过去的10年里，最低固定佣金率作为1792年以来纽约证券交易所的生存方式，也被废除了。今天，人们正努力用一个电子连接的全国证券市场系统，替代那些部分或全部是硬木地板的老式证券交易所。

在公司财务体系演变的过程中，主角就是证券交易委员会。在新政期间以及后来的日子里，证券交易委员会赢得了“最有能力的联邦政府监管机构”的美誉，这主要是因为委员会的工作人员具有非凡的才华，委员会在1937年到1938年期间重组纽约证券交易所的管理层，以及委员会地域一体化执法和公用事业控股公司法（Public Utility Holding Company Act）的公司简化条款所发挥的重要作用。

与此形成对比的是，证券交易委员会在第二次世界大战之后经常招致批评。虽然委员会的工作人员素质和它的执法工作以及要求公司信息披露的项目依然获得了很高评价，但是，证券交易委员会在质疑纽约交易所的固定佣金率和20世纪70年代早期反竞争规则的过程中所采取的谨慎态度遭到国会、司法部和独立评论员的猛烈批评。在这10年里，证券交易委员会还因为没有加快促进竞争性的全国市场体系的产生，以及对会计标准设置和公司治理的疏忽而遭到批评。

通过描述证券交易委员会的历史，我试图解释影响委员会政策的决定因素。这些政策包括新政期间证券交易委员会被高度评价时所采取的政策，以及在第二次世界大战后表现不稳定时所制定的政策。像证券交易委员会这种“独立”监管机构的主要目的就是：允许那些有经验的专家来解决特定的、高度专业化的监管问题。在证券交易委员会的大部分历史中，其工作人员的专长价值受到了总统任命的委员会委员的平庸和不充足的预算的限制。证券交易委员会的表现还受到其他更微妙的政治因素的影响。委员会最近做出的关于佣金费率、证券市场结构和共同基金销售的决策虽然招致最严厉的批评，但是这些决策中有不少都可以部分地归咎于委员会没有能够把隐含在联邦反托拉斯法中的经济竞争理论运用到证券业，或是没能够清楚地表达另一个具有说服力、可供替代的经济理论。证券交易委员会最近做出的其他决策，特别是那些关于会计标准的制定和公司治理方面的决策，似乎受到证券交易委员会授权范围的影响。像所有其他的政治角色一样，证券交易委员会不得不选择重点强调的项目。而会计标准的制定和公司治理方面

的问题之所以始终被置于证券交易委员会优先考虑问题的后位，部分是因为委员会制定的其他相关法规的模糊性。况且，即使是在那些被证券交易委员会选定作为重点考虑的项目中，历史分析也能够（用一种范围更小的，通常是做不到的集中研究方式）阐明决策之间的内部联系。要想准确地理解像证券交易委员会这样的机构是如何做出决策的，就必须考虑各种政治原因。我们不仅要研究它已经实现的法规，还要研究其领导者的政策偏好，它同白宫、国会和其他联邦机构以及受其影响的行业之间的关系，此外，还有它最紧迫的任务，以及有关工作人员的能力和决心等各种问题。

有人曾严肃地指出，证券交易委员会是它所监管的那些行业的“俘虏”。其实，只要理性地阅读过委员会的历史，就会发现这种说法是站不住脚的。对于证券交易委员会与相关行业关系的政治活动所作的历史研究清楚地表明，“俘虏”理论和它的变种，诸如该机构的“生命周期”理论，对于解释证券交易委员会某一特定决策的产生并没有什么用处。这样的理论通常以一个含糊的前提开始，即行业内所有公司和交易者协会有相同的目标。实际上，像证券交易委员会这样的机构，其力量大部分来自于它所监管的行业中的各个部分。准确地理解就是，在1937—1938年间，证券交易委员会没有直接“重组”纽约股票交易所，而是授权交易所内部的改革派完成了这次重组。俘虏理论及其类似说法还试图低估委员会精心准备的研究工作的政治影响力，低估机构工作人员的理想主义，低估处于诉讼、规则或法律程序中的委员会与处于国会、其他联邦机构和新闻界政治压力下的委员会之间的区别。只有将委员会的决策放在一个广阔的政治和历史背景下来研究，我们才有可能准确理解委员会运转的复杂性和现实性。

除了为分析监管公司财务的主要规则提供工具，研究证券交易委员会的历史还有另外一个用处。菲利克斯·弗兰克福特（Felix Frankfurter）和詹姆斯·兰迪斯（James Landis），以及帮助起草证券交易委员会最初授权法的人，多少有些偶然地成为新政时期研究行政管理程序的主要理论家之一。对它们在建立证券交易委员会过程中行为的研究，大体上也就是对联邦机构的理论的研究。今天，大部分注意力被引向了“解除监管”是否合理的问题上，而这正好可以让我们回顾一下行政管理机构如何成为美国政府的“第四部门”，它们被期望完成什么，在支持者把它们视为灵丹妙药的时候，它们又是如何运作的。