

境外资本市场重要法律文献译丛 ⑭

美洲卷

美国《1933年证券法》 及相关证券交易委员会规则与规章

(中英文对照本)

Securities Act of 1933
and Related SEC Rules and Regulations



中国证券监督管理委员会 组织编译



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

境外资本市场重要法律文献译丛 14

美洲卷

美国《1933年证券法》 及相关证券交易委员会规则与规章

(中英文对照本)

Securities Act of 1933
and Related SEC Rules and Regulations



中国证券监督管理委员会 组织编译



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

美国《1933 年证券法》及相关证券交易委员会规则与
规章 / 中国证券监督管理委员会组织编译. —北京:
法律出版社, 2015. 1
(境外资本市场重要法律文献译丛)
ISBN 978 - 7 - 5118 - 6707 - 0

I. ①美… II. ①中… III. ①证券法—汇编—美国
IV. ①D971. 222. 8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 182628 号

© 法律出版社·中国

责任编辑/陈 妮 胡艺芳

装帧设计/贾丹丹

出版/法律出版社

编辑统筹/财税出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京中科印刷有限公司

责任印制/吕亚莉

开本/787 毫米×1092 毫米 1/16

印张/63.75 字数/1280 千

版本/2015 年 1 月第 1 版

印次/2015 年 1 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85388843 重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636 北京分公司/010-62534456 深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 6707 - 0

定价:416.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

《境外资本市场重要法律文献译丛》

编 委 会

总 编：姚 刚

副 总 编：黄 炜

执行主编：程合红 刘辅华

执行编委：何艳春 王 强 陈黎君 张政燕

尚 敏 顾军锋 常明君 武建华

陈竹华 范中超 张朝辉 陆 曦

李欣健 李非凡 张 圣 杜沅晨

徐承志 夏铭远 郝 金 李 颖

张 静 朱建新 胡文巧 崔 佳

张海新

《美国〈1933 年证券法〉 及相关证券交易委员会规则与规章》

主 编：桂敏杰

副主编：黄红元 徐 明

编 委：卢文道 项 剑 王升义 杨 懿
陈亦聪 谭 婧 武俊桥 张 媛
朱文超 吴 非 王文心 徐 俊
常 明 彭鲁军 陈建新

致 谢

上海证券交易所对本书的出版给予了大力支持！

译者说明

在美国证券市场发展的早期,证券交易完全通过大量的个体经纪人进行,交易所需的报价撮合、证券交付及资金交割完全由这些经纪人作为客户的代理加以完成。由于市场源自自发形成的熟人关系,这种基于人际关系的交易并不需要很正式的监管,小范围的群体关系可以使经纪人自觉遵循公认的规则而形成共同遵守的交易惯例与信用维护体系,因此证券交易能够在缺乏政府机构监管的情况下依靠自律规则而得到有序运行。但在 19 世纪 80 年代以后,随着华尔街市场作为美国证券交易中心地位的形成,大量外来经纪商参与交易过程,经纪人队伍日益庞大,原先熟人的信用关系已不能制约交易主体之间的诚信关系,在缺乏监管的情况下,经纪人通过欺诈、误导的成本变得极低,收益却极大,那些有违诚实信用原则进行的投机行为成为“除了声誉,什么也丢不了”的合算买卖。由于既缺乏自律性的信任约束,又缺少外部强制性的监管制约,以散布虚假消息、不转移所有权的自我交易和操纵市场(通过无限制的买空、卖空)为特点的交易泛滥于华尔街的各个角落。¹而就对待市场经济的态度上,罗斯福新政前的美国政府所奉行的是完全放任的自由市场主义,政府从不愿意干预“一个愿打、一个愿挨”的所谓“自由交易”。这也使得证券市场的“买者自负”(caveat emptor)²成为政府对待证券欺诈行为的默认准则。在这样的监管认知背景下,以获取博弈利益最大化的欺诈行为在证券市场层出不穷。

但随着 20 世纪初经济大萧条时代的到来,1929 年那场著名的股市崩盘成为美国证券市场监管的重要转折点:在美国参议院银行货币委员会委托费迪南德·皮科拉(Ferdinand Pecora)进行了一个名为“皮科拉听证会”的调查后,皮科拉听证会对证券市场欺诈、误导行为的揭示内容激发了广大民众对联邦政府直接管理股市做法的支持。³随后,在罗斯福新政期间,美国立法机构通过了以贯彻“披露原则”为主的《1933

1 有关这段时期美国证券市场交易的历史可参见[美]约翰·S.戈登著:《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起(1653~2004)》,祁斌译,中信出版社 2005 年版,第 119~161 页。

2 所谓“买者自负”是指投资者对其所投资的股票价值负谨慎义务,其在投资前和投资过程中应自行查明和判断拟购或已购股票是否存在瑕疵,发行人或交易商并不对其所发布的消息的真伪承担任何法律责任,也即商品市场上“货即售出,概不退货”的翻版。参见郑彧:“中美证券法中中介机构信息披露法律责任的比较研究——兼评我国《证券法》第 63 条、第 161 条之缺陷”,载顾功耘主编:《公司法律评论》2001 年卷,上海人民出版社 2002 年版,第 148 页。

3 [美]乔尔·塞利格曼著:《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》,田风辉译,经济科学出版社 2004 年版,第 2 页。

年证券法》和《1934 年证券交易法》,这两部法律连同随后几年的《1935 年公共事业控股公司法》、《1940 年投资公司法》和《1940 年投资顾问法》构成了美国证券监管制度的基本框架。这个新建立起来的监管体系以“卖者负责”哲学代替早先“买者自负”原则,即卖者必须为其出售的证券按照法定的要求向买方或市场做出披露,否则即要承担相应法律责任。在这样的总体背景下,在围绕信息披露的真实性与有效性的立法理念下,考虑到市场内部各主体基于利益冲突的原因都不适合充当市场主体信息披露的监管载体,再加上在美国经济危机时期上台的美国第 32 任总统富兰克林·罗斯福接受了凯恩斯主义关于国家干预经济的立场,其对证券市场一直坚持“当充分暴露在公众审查之下的时候,银行家们在道德上的不法行为就会得到遏制”¹的观点,因此,一个被罗斯福总统所热衷的行政机构监管机制被写入《1933 年证券法》,并最终在《1934 年证券交易法》的立法过程中基于国会反对派与改革派互相斗争的结果,而由一个全新的行政机构——证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)而替代联邦贸易委员会和联邦储备委员会接管对证券交易信息披露的监管权力。²

为行使这种法定的信息披露监管职责,在随后的 70 多年间,SEC 逐步根据《1933 年证券法》的授权制定了一系列为细化信息披露内容与程序所需要的规则(Rules)与规章(Regulations),并先后依据这些法令颁布一整套的信息披露注册表格(如 S 系列表格、F 系列表格等)和公开披露系统(如 the Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System, EDGAR)系统及前几年刚刚上线的 IDEA(Interactive Data Electronic Applications)系统。通过这些法令、规则、注册表格与披露系统,SEC 行使着对信息披露的第三方监管,并通过这种与市场有关的重要信息的披露监管行使着对市场公平交易和避免投资者遭受欺诈的保护职能。基于这些法律法规,在美国境内进行的所有证券的发行与交易都必须遵循“全面披露”与“审慎披露”的原则。在此要求下,首次公开发行证券的公司就其证券的发行及上市交易必须向 SEC 进行招股与交易信息文件的登记,通过对发行人递交文件的登记推定发行人已经承诺并确认全部披露了为进行首次公开发行及交易所需要的全部信息。需要注意的是,对招股文件进行登记只是发行人公开发行及上市的程序性义务,因为从程序上,即使公开发行的披露文件完成了注册登记程序也不意味着作为监管机关的 SEC 对发行人上市(柜)交易的批准或否定。而且从监管的内容上看,SEC 对法定信息的披露登记只限于对披露文件的形式性审查,而不涉及披露文件本身的内容审查,这意味着 SEC 并不承担对经其登记的信息披露材料履行内容完整与准确的监管保证。由此可见,《1933 年证券法》只是要求发行人的如实注册登记义务,并不对招股文件的注册内容进行价值审查,究其原因在于立法者认为“如果市场出售的证券将所有相关情况都予以充分、公正的公开,投资者就

1 [美] 乔尔·塞利格曼著:《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),田风辉译,经济科学出版社 2004 年版,第 41 页。

2 同上,第 97 页。

是受到了充分的保护”,¹“管理者的工作是确定哪些信息应该公开并确保提供恰当的信息,即没有错误、遗漏和延误的信息”。²

因此,从《1933年证券法》及相关证券交易委员会规则与规章的法条中可以观察到,美国监管制度的显著特征就是始终以“披露至上”作为证券监管的原则和监管底线,其所秉承的理论基础在于通过政府介入市场主体交易过程中的信息披露监管以避免因“信息不对称”所造成的市场博弈失衡。在此理念下,就监管责任而言,SEC 仅在法律授权范围内,通过颁布法规、法令或要求登记的方式就买卖双方如何进行信息披露提出要求,它对市场主体如何参与市场活动,或者以什么方式参与市场交易并不多作干涉。因此,美国的证券监管并不是以行政审批作为其监管特点,主要还是通过对存在法定披露要求信息的登记备案来实现保证市场交易公平和合理的监管目标。在司法实践中,除如实披露(包括及时、全面、公平披露)监管要求外,SEC 在交易的实体或程序方面并无过多的要求,它只是忠实充当保障市场信息得到有效披露的“看门狗”(watch-dog)。从监管职责上看,SEC 只负有维护市场交易公平的义务,而不负有维持市场信心或其他直接干预市场交易的监管义务。因此,总体而言,美国证券监管一直遵循着尊重市场主体交易自主,以保护交易信息对称的方式进行证券监管,任何主体若违反法定的披露义务或要求,则因其行为的违法性而可在刑事、民事及行政三个层面而分别被司法部、交易对手及 SEC 所追诉,从而以设置高昂的违法成本的方式来震慑市场主体的违法动机。这样的立法设计既不会对证券产品的自由交易施加不必要的行政影响,又可以保护证券的发行与交易的公平进行。总之“不管犯罪,只管程序是美国证券发行程序性注册制的基本精神”。³

对此,就对于处在“市场+转轨”时期的我国证券市场及其监管改革而言,美国证券监管的经验和教训不失为一个极其宝贵的借鉴素材。正是基于“他山之石,可以攻玉”的学习态度,为了完整、准确、全面地反映《1933年证券法》及相关证券交易委员会规则与规章的精髓,我们在选择本套法律法规的翻译团队时也是费尽心思,翻译团队成员中既有十年来翻译出版近十余部英美经典公司法、证券法著作的全国十大杰出青年法学家,也有从事近十年境外 IPO 和跨境融资经验的非诉律师,并且还有受教于美国证券法研究权威并且其研究项目受到世界银行资助的美国法学博士。我们由衷地希望通过我们的翻译不仅能够准确还原美国《1933年证券法》及相关证券交易委员会规则与规章的条文规定,还可以向读者清晰地展示出美国证券法律制度“精细”的条文叙述和制度设计。

最后衷心地感谢上海证券交易所徐明副总经理、卢文道总监和杨懿博士对于翻译团队的支持、帮助与鼓励,感谢法律出版社财税分社沈小英社长、陈妮编辑、胡艺芳

1 [美]托马斯·李·哈森著:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社2003年版,第6页。

2 美国证券专家组:“关于证券立法的报告”,第413页。转引自崔明霞:“证券发行制度研究”,载《河北法学》2000年第6期。

3 马朝阳:“国外股票发行制度中的‘承’与‘销’”,载《中国证券报》2004年8月27日第3版。

编辑对于本套译著辛勤的编辑工作。对译著中的错误理应由译者自负,我们欢迎广大读者批评指正。我们的联系方式是 2331@ecupl.edu.cn。谢谢!

华东政法大学 郑 彧

总译校:

罗培新,华东政法大学国际金融法律学院院长、科研处处长,教授、博士研究生导师,北京大学法学博士,中国社会科学院法学所博士后,耶鲁大学、牛津大学访问学者,教育部新世纪优秀人才、上海市曙光学者、上海市第三届“优秀中青年法学家”、新华社特约咨询专家、上海市高级人民法院高级咨询专家、上海市社科新人、上海市长宁区领军人才、上海市 2010 年年度教育十大新闻人物、第七届全国十大杰出青年法学家获得者。出版《公司法的合同解释》等专著、译著 10 多部。在《中国社会科学》、《法学研究》、《中国法学》等刊物发表论文 200 多篇。全面负责美国《1933 年证券法》及其配套法规翻译的统筹、术语统一和定稿工作,承担了美国《1933 年证券法》主文的主要翻译工作。

审校和翻译人员:

郑彧,华东政法大学国际金融法律学院讲师,法学博士,中国执业律师,曾从事数十年的中国企业海外融资和境内外并购法律服务。先后在《中国社会科学(内刊)》、《法律科学》、《法商研究》、《法制与社会发展》、《环球法律评论》等期刊发表法学专业论文 30 多篇。曾获上海证券交易所主办的“上证法治论坛”一等奖。参与完成上海证券交易所“上市公司退市法律问题研究”的课题研究,具体完成了美国《1933 年证券法》主文的部分翻译和美国《1933 年证券法》配套法规之 230 部分总计约 25 万字的翻译工作。

翁小川,上海交通大学凯原法学院讲师,新加坡国立大学法学硕士、美国宾夕法尼亚大学法学硕士。曾主持和参与多项国内外研究基金项目,持有宾夕法尼亚大学沃顿商学院法律与商业证书。曾担任沃顿商学院研究助理、宾夕法尼亚大学语言集团高级注释员、担任包括 *Yale Journal on Regulation* 在内的三本美国期刊的编辑。发表的多篇论文被美国一流专业杂志收录。具体完成美国《1933 年证券法》配套法规之 231~239 部分总计约 14 万字的翻译工作。

总 序

中国资本市场是适应我国经济体制改革和对外开放的形势要求逐步建立发展起来的。为了有效借鉴境外成熟市场的制度经验,中国资本市场从成立伊始,就特别注重按照“立足国情,为我所用”的原则,不断学习、消化和吸收境外成熟市场的运行规则和监管制度。目前,中国资本市场现行有效的法律、法规、规章、规范性文件共 521 件,加上大量的交易所和协会的自律规则,基本形成了我国资本市场的法律制度规范体系。这些制度规范构建起一整套与国际通行原则基本相符的法律框架、交易规则和监管体系,有效维护了市场秩序,保证了市场功能和作用的发挥,保护了投资者的合法权益。

经过 20 余年的改革发展,我国资本市场进入了创新发展的新阶段。立足于服务实体经济发展的全局需要,重点解决资本市场自身结构不平衡、服务实体经济能力不足、为居民提供投资理财产品相对匮乏等突出现实问题,资本市场现有的以股票公开发行并在交易所上市交易为主的境内市场体系,将逐步发展成为一个公募与私募并重、股票与债券平衡、场内与场外协调发展的资本市场体系。与此相适应,需要进一步发展壮大财富管理行业,立足于功能监管的制度定位,统一资产管理行为规则,放松行政管制,增强创新活力。实现这样的改革目标,需要我们更加重视学习境外成熟市场的制度经验,充分借鉴境外市场有关私募发行、债权融资、资产管理、期货及衍生品等方面的法律制度,在尊重市场规律的前提下,大胆进行制度和机制创新,确保我们的各项制度适应和满足市场改革的实际需要。

坚持对外开放是中国资本市场改革和发展的一贯方针。在经济全球化深入发展的时代背景下,适应我国经济结构调整和经济方式转变和“逐步实现人民币资本项目可兑换”的金融对外开放的总体要求,中国资本市场必须以更加积极的态度参与全球经济竞争,提高在全球范围内配置资源,服务实体经济发展的能力。不论是支持境内企业到境外发行融资,鼓励境内机构和个人到境外进行证券投资,还是畅通境外企业到境内发行融资渠道,平等保护境外机构和个人到境内进行证券投资,都需要在立足国情的前提下,实现制度衔接互通,消除制度壁垒。特别重要的是,市场竞争首先是制度规则的竞争,增强我国资本市场的国际竞争力,一方面要确保我国市场通过制度规则体现法治环境吸引力,另一方面还要增强我国在涉及资本市场对外开放的国际规

则的制定中的话语权,增强我国在国际监管合作和跨境执法合作中的主动权。

同时,我们也注意到,2008 年国际金融危机发生后,境外资本市场对监管体制、机制做了较为重大的调整,提出了不少新的监管要求,出台了不少新的法律文件。例如,美国制定了具有金融综合监管性质的《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》,英国则将原来集证券、银行、保险于一身的《2000 年金融服务与市场法》修改成《2010 年金融服务法》。对于境外相关法律制度的动态发展,需要及时掌握情况,借鉴有益经验,为进一步完善我国资本市场的基础性制度建设提供参考。

经过长期的努力,中国资本市场的制度借鉴和引进已经越过了概念化、碎片状的发展阶段,进入全面、系统、精细化的更高阶段。由于种种原因,对境外资本市场法律制度的介绍,无论是在法学界、法律界,还是在证券期货行业内,一直以来都存在及时性不够、系统性不足、权威性不强的情况。特别是翻译介绍的质量不高、精品不多,这在客观上影响了对境外经验的学习和借鉴。

为了适应资本市场学习借鉴境外制度经验的形势要求,中国证监会精选了境外资本市场国家和地区的重要法律文献,包括境外主要资本市场的重要法律、监管部门的监管规则、经典的司法判例、最新的资本市场立法成果以及相关法学理论权威著作等,组织翻译出版了这套《境外资本市场重要法律文献译丛》。译丛的翻译出版工作,在系统单位、部门和关心市场发展的专家学者的共同努力下,紧紧抓住保质量、出精品的关键环节,建立了“竞标择优确定翻译人员、知名专家评审保证翻译质量、适当报酬和学术声誉结合激励”的工作机制,落实“精选译题、精细翻译、精心审校、精致出版”的工作要求,是中国证监会打造国人了解国际资本市场法律制度权威平台的有益尝试。为此,愿以本文向参与丛书翻译、审校的国际金融、法律方面的专家和学者表示感谢,并与大家共勉,共同为建设起一个权利公平、机会公平、规则公平的资本市场而努力。

中国证监会
2013 年 2 月

序

——走出证券市场的“去监管”迷思

SEC历史上最失意的生日

在历史上,美国证券交易委员会(Securities Exchange Commission, SEC)向来以美国最佳监管机构之一而享誉于世。其监管之有效性是SEC雇员引以为傲,同时也是SEC取信于投资者的最大资本。

自1934年创建以来,SEC在历经多年市场风云变幻之后,于2009年6月迎来了其75岁的生日。然而此时,无论是其本身的声誉还是市场对其监管有效性的信赖,都跌到了历史最低点。如果说20世纪初安然与世通公司的欺诈丑闻,使盘旋在民众心头的阴霾久久未能散去,2008年以来美国证券市场沧海桑田般的巨变,则使人们对SEC的信任几近崩盘。而其中最为人所诟病的是SEC遭到的两场失败:其一,在SEC的多年监管之下,数家巨型投资银行轰然坍塌;其二,SEC罔顾他人对伯纳德·麦道夫(Bernard L. Madoff)一手制造的庞氏骗局的多次举报,造成了国内外投资者数百亿美元的损失,产生了恶劣的国际影响。

笔者在耶鲁大学访学期间,曾于2009年10月27日与美国SEC的监察长大卫·寇兹(David Kotz)有一场私人会面。他提及自己在调查伯纳德·麦道夫的惊天骗局时,与麦道夫有如下对话:

“当别人问你,为什么无论市场如何波动,你都能确保自己管理的基金获得稳定的回报,你怎么回答?”“我回答说,就是有那么极少数的一些人,上帝会给他们买卖股票的灵感,他们知道在何时买入,何时卖出……”

这种回答何其荒诞!但居然无人质疑。作为纳斯达克股票市场公司前董事会主席,麦道夫头上笼罩的光环掩盖了一切。更为荒谬的是,被判处150年徒刑的麦道夫在监狱中承认,SEC只需做一些简单不过的调查,便可及时戳穿其小儿科般的“庞氏骗局”。甚至有两次,麦道夫自己都认为要完蛋了:第一次是2004年,他以为SEC的调查人员肯定会检查他的交割账户,但他却很“震惊”地发现,调查人员居然没有这么做。他认为可能是自己在业界的地位帮助他逃过了一劫;第二次是2006年的一个周五下午,SEC的调查人员确实询问了其交割账户的号码,当时他确信下周一自己的罪行将彻底曝光。然而,居然什么事都没有发生。麦道夫再次侥幸逃脱,但其造成的恶果却是数以百亿的巨额亏损和成千上万个家庭陷入不幸。

无独有偶,2011年10月,在数十年来一直被奉为全球金融中心的纽约,一场声势浩大的“占领华尔街”(Occupation of the Wall Street)运动正愈演愈烈,并迅速蔓延到了华盛顿等数个大中城市。在这场始于2011年9月17日的大规模示威游行中,上千名示威者通过互联网组织起来,聚集在美国纽约曼哈顿,试图占领华尔街,有人甚至带了帐篷,誓言要长期坚持下去,直至把华尔街变成埃及的解放广场。

示威者的抗议矛头直指华尔街贪婪成性、金融系统弊病丛生、政府监管不力等社会问题,其中,作为证券市场的专业监管机构,SEC显然难辞其咎。

究竟是什么幕后推手,将向来被奉为证券监管典范的美国SEC,推向了备受责难的深渊?这个一向以行政监管之精英和翘楚自诩的机构,其颜面尽失的背后,究竟隐藏着怎样的政治和法律逻辑?

在根本意义上,SEC监管失败的根源在于其陷入了“反监管”的迷思,背离了最初安身立命的根本。

严苛的监管,曾是SEC赢得美誉的看家本领

然而,翻开SEC的发展史,严苛的监管正是SEC赢得美誉和地位的看家本领。对这段历史的梳理,有助于厘清“SEC失去的数年”。

自诞生伊始,SEC即凭借严苛的监管而安身立命。颇具讽刺意味的是,美国当前的经济与证券市场状况,与SEC诞生之时颇为类似。1929年的经济大萧条及其余波,使在纽约证券交易所上市的股票市值跌去83%。1934年,美国经济陷入了历史最低谷,代表着总人口25%的1300万人失业。虽然2009年早期的美国经济形势还不至于与1934年的情形一样糟糕,但其股票市场已经跌掉了前10年累积的增幅,失业率居高不下,公司收益大幅下挫,其情形同样令人担忧。

彼时,美国《1934年证券交易法》的制定者们敏锐地发现,保护投资者与经济健康发展之间存在着紧密的联系。于是,《1934年证券交易法》在引言部分开宗明义地指出,“过度投机”影响了国家的财富,其结果是“联邦政府付出了巨额的成本来担负国家的信用”。正是该法确立了SEC实施联邦证券法的地位。它的第一任主席约瑟夫·肯尼迪(Joseph Kennedy)是富兰克林·D.罗斯福(Franklin D. Roosevelt)1932年竞选总统时少数商界支持者之一。然而,由于约瑟夫·肯尼迪在20世纪20年代、30年代从事了大量投机交易,罗斯福总统的这项任命带来了巨大的争议。一位内阁成员将约瑟夫·肯尼迪称为臭名昭著的“证券市场投机者”。面对这一责难,罗斯福回应说,“让贼去抓贼吧”。

后来,让诸多人士跌破眼镜的是,约瑟夫·肯尼迪成为一位勤勉尽责、雷厉风行的SEC主席。在他的带领下,SEC招募了两位未来的联邦最高法院大法官威廉·O.道格拉斯(William O. Douglas)及其助理亚伯·弗塔(Abe Forta)。作为耶鲁大学法学院教授,道格拉斯是当时公司金融方面最为权威的学者之一,他意志坚强、睿智而且政治敏锐。1937年,罗斯福任命道格拉斯为SEC主席。虽然道格拉斯仅仅在任19个月,其贡献仍可圈可点。他通过1938年的《玛隆尼法》(Maloney Act)创建了全国证券交易商协会(NASD),对柜台市场实施监管,并颁行了上市公司会计和财务准则。在其任期之内,

纽约证券交易所(New York Stock Exchange, NYSE)前主席理查德·惠特尼(Richard Whitney)因侵占了交易所基金用于支持证券交易所已故成员的遗孀和孩子而遭到起诉。

在处理该案过程中,道格拉斯通过SEC举行的听证会发现,证券交易所的诸多大员对这些偷盗行为心知肚明却无所作为,于是道格拉斯以惠特尼丑闻作为一项契机,对纽约证券交易所的治理结构进行大刀阔斧的改革,迫使证券交易所引入了大量专业人士。该体制被固定下来并广泛运用于其他所有的证券自律机构。当道格拉斯离开SEC赴联邦最高法院任职之后,其继任者哲罗姆·弗兰克(Jerome Frank)是新政的拥护者,对《1934年证券交易法》保护投资者的信念笃信不疑。根据当时的报道,当经纪商、承销商和律师“抱怨法律程序的繁文缛节(red tape)、规则之含糊不清时,弗兰克首先考虑到的是如何使1000万中小投资者免受不必要的权利救济门槛和障碍的困扰”。

历史有其偶然性。最为重要的证券法条款,居然诞生于第二次世界大战期间。

随着第二次世界大战临近,美国政府忙于战事,SEC越来越边缘化,其权力也在逐渐削减。“珍珠港事件”之后,美国对日宣战,将证券监管抛在一边。1942年,SEC甚至被迫迁址费城,以便在华盛顿为与战事直接相关的其他部门腾出更大的空间。而令人称奇的是,SEC居然也能够以特殊的方式为战事做出贡献:它帮助军队,通过研读当年工厂设在德国公司的上市申请材料来确定工厂的方位,从而帮助军方设定了轰炸任务。在第二次世界大战期间,SEC被认为是如此的无足轻重,故而直至第二次世界大战结束3年之后的1948年,它才最终迁回华盛顿。

而颇具讽刺意味的是,正是在SEC“流亡”费城期间,诞生了美国历史上最重要的证券法条款。1942年5月,SEC设在波士顿的地区办公室发现,某公司总裁在未向股东披露公司改善了财务状况这一信息的情况下,从股东手中买入了股票。设在费城的SEC总部的律师们,发现《1934年证券交易法》中居然无法找到相应的条款来阻止这种欺诈性购买行为。尽管《1934年证券交易法》中的10(b)规则在创建之初,试图从总体上规制欺诈行为,但欠缺细致的实施细则。SEC中一位名为密尔顿·弗里曼(Milton Freeman)的年轻律师,迅速起草了一条简短的规则,以禁止证券买卖中的欺诈行为。他将草案提交给SEC的5位委员,后者只是将草案往桌上一扔,直接说道,“没有问题,我们支持”。其中一位委员更是直截了当:“是的,我们反对欺诈,难道不是吗?”当天,夕阳尚未西下,10b-5规则即已成为了法律。1946年,一家联邦地区法院的裁定认为,对10b-5规则的违反直接构成了提起私人诉讼的基础。

真可谓“无心插柳柳成荫”。在战争年代,人们漫不经心通过的证券监管规则,居然成为SEC和广大遭受欺诈的投资者最为重要的执法工具。

SEC历史上冗长的“沉睡期”,于1961年画上了句号。斯时,美国总统肯尼迪任命哥伦比亚大学教授威廉·L. 盖瑞(William L. Cary)为SEC主席。对SEC的历史颇有研究的约耳·塞尔格曼(Joel Seligman)称,盖瑞“复兴”了SEC。在其获得任命后不久,盖瑞从国会中获得了一笔特别拨款,对证券市场的监管绩效进行了长达两年的深度研究,并于1963年发布了研究报告,由此促成了许多关键的变革,包括1964年通过的法律规定,股

票在柜台市场进行交易的公司,也要像股票在证券交易所进行交易的公司那样,遵循同样的信息披露要求。这一保护投资者的措施,迅速扩大了证券市场的规模。另外,1971年纳斯达克市场的建立,为那些在柜台市场交易的股票提供了电子交易平台,对纽约证券交易所形成了强大的挑战。在威廉·L. 盖瑞及随后的继任者领导之下,SEC完成了其他关键性的执法和监管变革。在1961年Cady Roberts & Co.一案中,SEC首次裁定,在公开证券市场中经纪公司代表其客户运用非公开的信息进行交易,违背了10b-5规则。这一里程碑式的裁定,奠定了未来内幕交易规制的基本框架。遵循Cady Roberts一案的事理逻辑,美国第二巡回法院在SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.一案中认定,公司内部人对内幕信息的滥用,构成了10b-5规则之下的责任。

另外,SEC运用《1933年证券法》1975年修订案所赋予的权限,推动了全国性证券市场的建立。20世纪60年代、70年代和80年代早期,SEC通过颁布一系列规则,整合了各项法律中关于信息披露的零散规定,从而简化了披露规则,并且降低了对公司的监管成本。

如果说,以上分析仅仅是展开了一幅SEC监管市场的宏大图景,以下关于内幕交易“监管化”的描述,则提供了一份缩微的历史回忆。

内幕交易进入SEC的监管视野

1930年以前,美国并没有正式的法律来禁止内幕交易。当时的华尔街居然流行这样一句投资格言——“内幕交易是投资制胜的唯一法宝”。而当时在学术界,对于内幕交易危害性的认识也远未达成一致。著名的法学教授亨利·曼尼(Henry G. Manne)还发表了《为内幕交易辩护》一文,试图通过以下逻辑为内幕交易正名:其一,任何依赖信息的市场均存在内幕交易;因而,对证券市场内幕交易大加指责,是对市场规律的不理解。其二,内幕交易是补偿企业管理人员的有效途径,因为内幕交易回报直接又迅速,比其他激励措施更加有效。他甚至宣称,如果没有内幕交易,公司系统将不复存在。其三,内幕交易复杂而隐蔽,禁止内幕交易花费巨大且收效甚微,以至于经常得不偿失。从各国的实践来看,内幕交易往往禁而不止。

在那个股市狂飙的疯狂年代,对于内幕交易,更有人试图以“零和游戏”逻辑为其开脱罪责。他们引用凯恩斯在《就业利息与货币通论》中的言论称,从事职业投资,就好像是玩“递物”或“占位”等游戏,谁能在音乐终了时,把东西递给邻座或者占到一个座位,就是胜利者。与之类似,在内幕交易中,有人获利,有人受损,其结果只是造成了社会财富的转移,而就整个社会而言,得失相抵,并没有任何损失发生。

然而,这种怪诞论调的支持者却刻意回避一个关键的细节,那就是内幕人员总是可以在激战中取胜,因为他知道音乐的节奏、音乐开始和终了的关键时点。对此,美国证券法权威路易斯·罗斯(Louis Loss)教授曾经以打牌作喻:“假如游戏规则容许某人在牌上作记号,那么还有谁愿意继续玩这种游戏呢?”

曾参与过俄罗斯、乌克兰、印度尼西亚等国证券法改革的美国斯坦福大学法学院教授伯纳德·布莱克(Bernard Black)教授认为,强有力的证券市场必须具备两个首要