

境外资本市场重要法律文献译丛 ⑪

美洲卷

美国《1934年证券交易法》 及相关证券交易委员会规则与规章

(中英文对照本)

Securities Exchange Act of 1934
and Related SEC Rules and Regulations

(第二册)



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

美洲卷

美国《1934年证券交易法》 及相关证券交易委员会规则与规章

(中英文对照本)

Securities Exchange Act of 1934
and Related SEC Rules and Regulations

(第二册)



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《1934年证券交易法》及相关证券交易委员会规则与规章:全4册/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 978-7-5118-6627-1

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155840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

总印张/200.5 总字数/4110千

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 978-7-5118-6627-1

定价(全4册):1080.00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〈1934 年证券交易法〉 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

为了应对1929年开始的经济大萧条,罗斯福就任美国总统后立即开始实施“新政”,包括颁布立法,其中有金融业著名的《1933年格拉斯—斯蒂格尔法》、《1933年证券法》和《1934年证券交易法》。历史总是惊人地相似。2006年年初露端倪的美国次贷危机引爆全球资本主义金融危机,奥巴马总统不失时机,于2010年7月21日签署了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》(以下简称《多德—弗兰克法》),应对大萧条以来最严重的经济衰退,而所面临的问题与“新政”时期几乎完全相同。¹《多德—弗兰克法》旨在对华尔街问责,利用强有力的措施保护消费者,增加金融交易透明度,永远终结利用纳税人开展救助活动,其中对包括《1933年证券法》、《1934年证券交易法》和《2002年萨班斯—奥克斯利法》在内的联邦证券法²进行了修订。

《1934年证券交易法》与《1933年证券法》一起构成相对独立、完整的联邦证券法立法体系。³概言之,联邦证券法大致可以分为信息披露法、反欺诈法和诚信法三大部分;其中强制披露是诚信义务和反欺诈的要求与手段,强制披露包括公开发行时的初始披露和上市交易后的持续披露。初始披露由《1933年证券法》规范,而持续披露则由《1934年证券交易法》规范,即《1933年证券法》规范证券发行,俗称一级市场,而《1934年证券交易法》则规范证券交易,俗称二级市场。由于真实、准确、及时、完整的披露对实现证券法基本宗旨有关键作用,因此,对虚假陈述、内幕交易、操纵市场等欺诈行为的禁止和惩处,不仅是对具体行为的惩处,更是为了防止、制止对资本市场根基的动摇和侵蚀,是为了维护公众对资本市场的信心。

根据《1934年证券交易法》授权,美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)于1934年设立,负责联邦证券监督、管理工作,具有准立法权、准司法权、独立执法权。SEC使证券法有了“牙齿”(teeth in it),就像在“华尔街中安排的警察”,将监管的触角延伸到证券市场的每一个细小环节。

1 张路著:《从金融危机审视华尔街改革与消费者保护法》,法律出版社2011年版,第1页。

2 发展至今,美国联邦证券法体系主要由以下立法组成:《1933年证券法》、《1934年证券交易法》、《1939年信托契约法》、《1940年投资公司法》、《1940年投资顾问法》、《1970年证券投资者保护法》、《2002年公众公司会计改革与投资者保护法》等;此外,美国联邦各级法院的判例和证券交易委员会制定的规则和条例也是联邦证券法律体系的重要组成部分。

3 两法合在一起,相当于我国的《证券法》。

美国联邦证券法有5项基本宗旨,即保护投资者的合法权益、维护公共利益、提高效率、促进竞争、促进资本形成。¹《1934年证券交易法》具有混合性,目前共有39条,所涉及的范围非常广泛,主要规范证券的流通、退市、持续信息披露和监管。就保护投资者的范围而言,《1934年证券交易法》比《1933年证券法》广泛得多,致力于证券市场和证券交易的各个方面。《1934年证券交易法》除对证券发行人规定报告等披露要求外,还监管证券交易商和其他市场专业人员、全国性证券交易所、全国证券交易商协会等自律组织以及市政证券交易商和政府证券交易商。

《1934年证券交易法》有关证券和发行人的持续披露要求会触发其他报告和救济条款。例如,对操纵行为、持有重要非公开信息时进行的不适当交易、内幕人员短线交易、表决代理权和要约收购等均有详细规定。与《1933年证券法》类似,《1934年证券交易法》也有一条反欺诈条款,禁止欺诈和对相关重大事实的错误陈述。

《1934年证券交易法》还致力于证券市场的结构监管,包括对证券市场本身和中介参与者的监管。该法要求所有的全国性证券交易所及其会员交易商、自营商和经纪商要依法注册,SEC是经纪—交易商的监管许可机构并有权禁止其违规行为,同时,对被许可的经纪商和交易商规定了最低资本要求。金融市场不断出现的重大丑闻显示,“一仆不事二主”的古老诚信原则(fiduciary principle)在证券市场中具有无法替代的作用,是证券市场中介机构监管的首要原则。

总之,美国联邦证券法为实现其宗旨,调用了一切可行的责任追究机制。违反联邦证券法可能会引起刑事责任,违法行为还可能导致SEC的民事强制执行。而且,多年来的相关判例也显示,违反证券法可能导致SEC的行政诉讼,还可能导致证券交易所或者全国证券业协会给予的纪律处分。执行联邦证券法不仅限于政府或者自律组织,私法救济手段同样发挥着巨大作用。

配合联邦证券成文法的实施,制定相应的规则和条例(rules and regulations),并由法院结合判例主动适用法律,这是美国法律的最大特点之一。《1934年证券交易法》出台后,SEC就依据该法积极制定各种规则和条例,这既是实施联邦证券法的必然要求,也是联邦证券法的必要和重要组成部分。重要的证券法规则和条例涉及内幕交易、要约收购、诚信义务、民事责任、刑事责任、集团诉讼等。本次翻译的《1934年证券交易法》项下的规则和条例就是依据该法制定的所有规则和条例的汇编。

美国证券法的具体规则以《1933年证券法》和《1934年证券交易法》中的对应条款命名。以10b—5规则²为例。该规则是SEC于1942年主要³根据《1934年证券交易法》第10条第(b)款授权制定的,依据该第10条第(b)款制定的规则包括10b—1规则至10b—5规则,根据需要还可以继续往下排。经过70年的演进,10b—5规则成为证券欺诈集团诉

1 美国《1933年证券法》第2条第(b)款和《1934年证券交易法》第3条第(f)款,两法关于证券法目的的行文完全相同。

2 本次翻译的美国证券法规则和条例汇编第240.0—1节至第240.24b—3节中,小数点右边的数字分别对应于《1934年证券交易法》项下规则和条例的编号。

3 其实,SEC是在综合《1934年证券交易法》第10条第(b)款和《1933年证券法》第17条第(a)款的基础上制定了著名的10b—5规则。

讼的首选利器;默示民事责任和原告举证责任的减轻,在该规则中发挥到极致。该规则又被称为“默示赔偿”规则,在联邦证券法中广为人知,几乎每一件证券欺诈案都以不同方式涉及该规则,尤其内幕交易是援引10b—5规则最多的领域,也是SEC影响最广泛最深刻的10b—5规则领域。10b—5规则全文118个英文单词,发展为美国证券法中最重要的反欺诈条款,是反欺诈法的核心。10b—5规则也是私募基金反欺诈的核心。10b—5规则可以用于追究多种证券欺诈(包括虚假陈述、内幕交易、操纵市场、不当管理、券商欺诈等几乎所有证券欺诈行为)的各种责任(包括刑事、行政和民事责任),而不同性质的责任、不同种类欺诈的责任就要素而言大同小异。为了应对内幕交易行为,SEC作出积极回应,一是制定关于要约收购的14e—3规则,不以违反诚信义务作为承担责任的前提;二是围绕诚信义务,推出新的归责理论,提出适用10b—5规则的盗用理论。10b—5规则对利用内幕信息(即受托信息)交易的人还规定了刑事责任;违反诚信(fiduciary)义务成为犯罪构成要件之一。因为10b—5规则下存在刑事责任,为澄清法律,消除因暧昧不清引起的普遍担忧,SEC于2000年适时出台了10b5—2规则,列举了依据盗用理论存在诚信义务的3类情形。

需要说明的是,10b—5规则常与《1934年证券交易法》第9条、第10条第(b)款、第16条、第18条和《1933年证券法》的相关条款结合适用,达到更大的效果。

10b—5规则从寥寥数语发展成为宏大的体系,SEC发挥了关键作用,它不仅积极推动立法,还深刻地影响司法。此外,联邦法院也发挥着重要作用,甚至有人说10b—5规则是美国法院造法的典型体现。即便如此,法院在多数时候表现出对SEC较高程度的尊重和依赖,其判决不仅支持和依据SEC的规则,而且还大量引用、参照SEC以各种方式表达的政策主张。

相比而言,我国《证券法》出台后司法解释跟进滞后,法院适用证券法也缺乏主动性和灵活性。中国证监会根据《证券法》的相关规定积极制定各种条例和办法,同时最高人民法院也积极制定相关司法解释并领导各级法院主动适用法律,是我国证券立法、执法和司法的必然选择。

经过多年的发展,美国证券法日臻完善,其立法技术精当、缜密,对其他许多国家证券法的影响极大,是许多国家证券法的蓝本;对我国也极具参考和借鉴价值,而我国证券立法实际上对其亦多有借鉴。我国证券市场长期存在的严重问题,从根本上说,是对证券市场理念和证券法本质、任务的认知存在某些误区,需要继续思考。此外,我国已有不少企业在美国上市,而且还有越来越多的企业将要在美国上市,需要掌握美国证券法律制度。

此外,《多德—弗兰克法》对《1934年证券交易法》的修订也值得注意,主要包括:明确职业诚信义务,规定经纪商提供投资建议,应为客户的最佳利益而不是自身利益行事,而且若所涉金融公司的执行高管或董事的任何作为、不作为或行为违反职业诚信义务,有关机关可采取被授权的行动;在整个联邦证券法中,强化责任标准和执法,如增强对反欺诈条款的适用,规定教唆犯罪要件中“轻率”即满足“明知”标准,加强SEC执法;由于扩大了SEC提起教唆违规请求的能力,相对降低了举证责任标准,SEC

很可能会将证券交易中新的参与者类型纳入教唆犯行列——包括律师、投资银行、会计师、金融分析师、信用评级机构等“看门人”和其他胁从犯；明确规定SEC有权根据《1934年证券交易法》第20条项下的控制权人责任提起诉讼请求；授权SEC和司法部就海外行为强制执行联邦证券法的反欺诈规定，这种变动适用于《1933年证券法》第17条第(a)款、《1934年证券交易法》第10条第(b)款和其他反欺诈条款，可能会将美国境外的证券交易参与者暴露在美国国内提起的联邦证券指控之下。

天津财经大学 张 路

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。

翻译人员:

张路,天津财经大学金融证券法研究所所长,武汉大学国际法学博士、经济学硕士、郑州大学英语学士。曾游学美国,主要翻译作品有《证券监管法基础》、《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》、《SOX 法与内部控制实务》、《中美英基金法比较与实务》、《从金融危机审视华尔街改革与消费者保护法》,主持多家金融机构 IPO 招股书翻译,双语教学开拓者。

郭昱,天津财经大学研究生院助理研究员,经济学硕士。主要从事金融法律实务研究和翻译工作,参与翻译的主要作品有美国《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》、《从金融危机审视华尔街改革与消费者保护法》、《证券监管法基础》等。

宋小丁,郑州大学外语系英国语言文化专业学士,翻译了逾千万字的资料,涉及法律、金融、商务等领域。先后在英国和美国知名律师事务所从事金融法律翻译工作。参与翻译的主要作品有美国《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》、《从金融危机审视华尔街改革与消费者保护法》、《证券监管法基础》等。

胡少宁,英国纽卡斯尔大学硕士、郑州大学外语系翻译学硕士、英国语言文化专业学士,曾任教于郑州大学商学院。有多年翻译经验,现为德意志银行北京证券代表处翻译。参与翻译的主要作品有美国《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》、《从金融危机审视华尔街改革与消费者保护法》、《证券监管法基础》等。

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“精选选题、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”。甚至有两处,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的教授,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