

摘 要

本课题以美国证券投资者保护制度的演进历程为主轴,辅之以其他国家相应的经验教训为佐证,从证券投资者保护的自律管理(20世纪30年代之前)、证券投资者保护的全面干预(20世纪30—70年代)、证券投资者保护的强化(20世纪70—90年代中期)、加强监管还是放松监管(20世纪90年代中期至今)四个阶段对国外证券投资者保护的理论与实践做出了全面、系统的梳理和总结,描绘出了国外证券投资者保护制度演进的全过程。

本课题不仅详细描述了四个阶段证券投资者保护的具体法律、政策内容,以及具体的保护方式和方法,而且更重要的是试图揭示出证券投资者保护每一个发展阶段的总体特征、形成的理论背景和实践背景,以及投资者保护的实际效果,以便发现国外证券投资者保护制度演进的历史动因和历史条件。为了更清晰、更生动地展示出国外证券投资者保护制度演进的历史动因,我们采用专栏的形式将引起制度变革的重大事件标注出来。我们这样做得目的是:不仅为我国的证券投资者保护提供借鉴的国外经验,而且更重要的是进一步告诉借鉴这些国外经验必须要明确它所依赖的具体条件,脱离开具体条件和具体的发展阶段简单地移植国外经验对中国的证券投资者保护制度的建立是有害的。

在认真梳理国外证券投资者保护理论与实践的基础上,本课题从中总结出了九大具有规律性的结论:一是证券投资者保护是证券市场健康发展的制度基石;二是证券投资者保护的主体是政府;三是证券投资者保护的基本手段是法律;四是证券投资者保护制度是一个逐步的完善过程,不可能一蹴而就;五是证券投资者保护的措施和力度在证券市场的不同发展阶段是不同的;六是证券投资者保护制度的演进历程在证券市场上表现出先发展后规范的特征;七是证券投资者保护法律、政策出台的时机具有明显的突发事件导向特征;八是证券投资者保护法律、政策的出台是多方利益博弈的结果;九是证券投资者保护的法律与政策必须得到有效地贯彻执行。我们认为,这九大结论对我国建立证券投资者保护制度具有重要的理论和实践价值。

目 录

摘 要	1
前 言	4
一、 证券投资者保护的自律管理	5
——20 世纪 30 年代之前	5
(一) 自律管理的背景	5
1、政府信用保障了证券市场初期的投资者利益	5
2、交易活动迅猛发展掩盖了市场混乱潜藏的危机	6
3、经济自由主义理论支持了自律管理	8
(二) 证券投资者保护的主要方式、方法	8
1、证券投资者保护的行业自律管理	9
2、实行各州政府分散监管体制	10
3、早期的法律保护	10
(三) 证券投资者保护的效果	12
1、总体效果不佳	12
2、分散监管不能有效保护投资者利益	13
3、金融混业经营加大了证券投资者保护的难度	13
4、《蓝天法》对投资者的保护乏力	13
5、自由放任理论的非现实性	13
二、 证券投资者保护的政府全面干预	15
——20 世纪 30—70 年代	15
(一) 政府全面干预政策的时代背景	15
1、侵害投资者利益的事件频发	15
2、股价大跌，证券市场出现信心危机	17
3、混业经营的危害日益显现	18
(二) 政府全面干预政策的理论背景	19
1、凯恩斯主义的兴起	19
2、其他经济学理论的陆续发展	20
(三) 证券投资者保护的 法律保障	20
1、《1933 年证券法》	20
2、《1934 年证券交易法》	21
3、保护投资者的其他重要法律	23
4、各州“蓝天法”的统一	25
5、结论	26
(三) 证券投资者保护的主要方式、方法	26
1、证券投资者保护由分散管理走向集中管理	27

2、成立证券交易委员会监管市场和保护投资者	27
3、自律组织（SROs）走向成熟化	29
（四）证券投资者保护的效果	31
1、政府全面干预切实保护了投资者利益	31
2、法律框架下保护投资者影响深远	31
（一）强化证券投资者保护的背景	33
1、大量小投资者进入股市	33
2、投机活动和证券违规操作、欺诈行为大量涌现	34
3、并购浪潮促成股市泡沫	38
4、固定佣金率受到挑战加速了小券商的破产	40
5、经纪自营商事务部门危机直接导致了券商的破产风波	41
6、券商最低资本要求的松懈加剧了券商倒闭	43
7、反通货膨胀政策加剧了股市的下跌	43
8、全国性的投资者补偿机制缺失	44
（二）强化证券投资者保护的相关法律和措施	47
1、美国出台《证券投资者保护法》	47
2、其他国家对投资者的赔偿机制	48
（三）《证券投资者保护法》框架下对投资者的保护方式	50
1、成立证券投资保护公司（SIPC）负责对投资者赔偿	50
2、证券交易委员会（SEC）监管整个市场并监督SIPA实施	50
3、自律组织进行自律监管并协助SIPA实施(Anonymity, 1973)	51
4、券商和经纪人加强自我防护	52
（四）《证券投资者保护法》的实施效果	52
（一）加强监管和放松监管争论的背景	55
1、信息化时代带来监管难题	55
2、安然事件引发放松管制与加强管制的争论	56
3、公司治理受到关注	59
4、《萨班斯—奥克斯利法案》出台	61
（二）《萨班斯—奥克斯利法》（SOX）对证券投资者保护的内容	62
1、成立独立的上市公司会计监察委员会，加强审计行业的自律监管	62
2、强化证券交易委员会（SEC）监管职能	63
3、加强对上市公司信息披露和公司治理的监管	63
4、加强会计师事务所管理，保证注册会计师独立性	65
5、美国审计总署积极协助监管	65
（三）《萨班斯—奥克斯利法》（SOX）的实施结果	66
五、简要的结论	69
参 考 文 献	71

前 言

对证券投资者的保护，是证券市场稳定、持续、健康发展的重要保障，也是落实科学发展观、构建和谐社会的重要内容。因此，研究证券投资者保护，具有重要的理论意义和实践价值。

我国证券市场正处在快速发展过程中，证券投资者的保护还很不完善。加强证券投资者的保护，也就成为消除证券市场体制性障碍亟待解决的重大问题。但是，构建中国证券投资者保护的基本制度，必须秉承这样的理念：建立与中国证券市场发展阶段相适应的证券投资者保护制度，落后或超前于发展阶段的证券投资者保护制度都会破坏中国证券市场的稳定、健康发展。这是因为，纵观世界各国对证券投资者的保护，都有一个随着证券市场理论与实践的发展，以及重大经济事件的发生而不断演进和完善的过程。因此，梳理国外证券投资者保护制度的演进过程，找出其中的规律，对于建立中国证券投资者保护制度，就具有奠基性的意义。

美国证券市场发展具有悠久的历史，如今已经成为世界上最发达、最繁荣的证券市场，不仅对美国经济而且对世界经济都有着巨大影响，考察美国对证券投资者的保护历程，可以从中了解世界证券市场对证券投资者保护的整个发展过程。本课题就以美国对证券投资者保护的发展历程为主线，辅之以其他国家的经验验证，试图找到证券市场发展阶段与证券投资者保护之间的相关关系，从而为我国证券投资者保护制度的建立提供有益的借鉴。

根据美国对证券投资者保护的演变进程，我们将其分为四个不同的发展阶段。本研究报告遵从历史的发展过程，分四部分对其展开梳理，并在第五部分做简要的总结。

由于我们的水平有限，研究报告中肯定存在着许多不足之处，敬请给予批评指正。

课题组
2007年2月15日

一、证券投资者保护的自律管理

——20 世纪 30 年代之前

20 世纪 30 年代之前，美国还没有对证券市场进行监管的全国性法案，对投资者的专门保护几乎处于空白状态。这一时期的证券市场基本上处于自由放任状态，对投资者的保护以及对证券市场的监管和控制基本上由各州独立进行，证券公司和经纪人主要依靠自律管理，这种状态一直持续到 1929—1933 年经济大危机的爆发为止。这一时期的证券市场突出表现为以下三个基本特征：一是商人只想在证券市场上通过投机活动获得暴利。二是投资者尚不成熟，只是盲从地进入市场，渴望从资本市场上获得高额回报。三是监管机制不健全，政府并没有主动地对证券市场实施监管，监管主要依靠券商、交易所的自律监管和社会舆论监管。政府不参与监管的重要原因是：在传统古典和新古典经济理论指导下，政府相信市场的自发力量足以保障各方的经济利益，从而默认代理人会形成有效的自我约束。所以，概括起来说，自律管理是这一阶段证券投资者保护的基本特征。

（一）自律管理的背景

1、政府信用保障了证券市场初期的投资者利益

最初在美国本土进行交易的证券来自于欧洲，在小麦、烟草和奴隶的买卖中，这些证券被带至美国，并在始自 1725 年的商品拍卖市场上进行交易（Colbert, 2001; Teweles 和 Edward, 1998），但这一阶段美国并没有专业化的金融市场和证券交易商。在独立战争期间，美国政府发行了多种期限不同的战争债券，政府以官方信用作为政府债券还本付息的保证，投资者对政府债券的信心高涨，促进了证券交易的发展，形成了美国最初的证券市场。

在美国建国初期，一直扶持和鼓励商业活动的汉密尔顿强调政府在建立金融体系和维护经济秩序中的积极作用，认为政府应当承担起发展商业活动的责任。在他出任联邦政府财政部长后，发行了美国独立战争后的新国债，并建立了纽约银行。为了解决新联邦政府最为困扰的财政混乱问题，汉密尔顿试图做三件事情：

一是寻求建立一个完善的联邦税收体系，以保证国家有一个稳定的财政来源（在此前的联邦税收体制下，联邦政府没有征税的权力，只能被迫向各个州要钱）；二是用美国政府信用作担保，以优厚的条件发行新的国债，偿还旧的国债（包括国内的和国外的），以及战争期间几个州的债务；三是按照英格兰银行的模式建立中央银行，以代替政府管理财政并监管国家的货币供应（戈登，2005）。可见，早期的金融活动受到了新联邦政府的大力支持，而且像发新债偿还旧债这样的金融技术已经开始被广泛使用。在政府信用担保的情况下，诸多证券（包括股票、债券，其中主要是政府债券）交易并没有直接侵犯投资者的基本利益。也就是说，政府信用保障了美国建国初期证券市场的交易安全，降低了交易风险。

2、交易活动迅猛发展掩盖了市场混乱潜藏的危机

经过了 18 世纪末至 19 世纪 30 年代短暂的低迷，美国证券市场伴随着经济的快速增长而获得了迅猛的发展，形成了 19 世纪 30 年代至 19 世纪末美国证券市场发展的黄金时代。

19 世纪 30 年代，美国出现了铁路热，由于修建铁路及其维护需要高额的资本投入，所以企业对融资的需求规模较大。1830 年，美国发行了最早的铁路股票，并迅速成为纽约证券市场上最重要的交易品种。到 1835 年美国已经有 1000 英里的铁路线在运营了（戈登，2005）。铁路的发展为投资于铁路证券的投资者带来了巨大收益，所以证券市场上对铁路股票的投机活动几近疯狂，继而带动了银行、保险、石油、煤炭和运河公司竞相上市。在混业经营的条件下，许多投资者采取信贷手段获取资本，参与到证券投机活动中来，而且此时大量的欧洲资本涌入美国，更是放大了资本量，短短数月内便导致了铁路、运河等股票市价上涨 2—3 倍。这一轮的投机浪潮直到 1836 年的粮食歉收和次年的股价下跌才止步。

19 世纪 40 年代，电讯业的发展带动了美国证券交易的发展。对证券市场而言，电报的发明革命性地改变了证券交易的效率。以往跨地区的交易信息传递需要等待漫长的几十分钟，价格和供求信息严重滞后，降低了市场的交易效率，每轮买卖的信息可能要超过一个小时的时间才能完成。电报发明后，信息的传递只需要几秒钟的时间，交易效率的提高增强了证券市场上资本的流动性，投机活动

的交易更为活跃，刺激了证券投机和证券市场的发展。

19 世纪 50 年代，淘金热刺激了人们又一次的投机热情。1848 年，在美国西部加利福尼亚州发现了金矿，引发了全美国的淘金狂潮。人们对黄金的渴望引发了对道路交通的新一轮热情，所以这一时期金矿企业和铁路企业的股票再度受到追捧，同时银行的贷款再一次扩充了投机资本的规模，但是本轮热潮仅仅持续了一年，股市再度低迷。

19 世纪 60 年代，美国爆发了南北战争。为了应付战争的各项开支，以往政府通常都是通过征税和发行纸币来解决财政紧缺问题。但是，由于税收要受到税基的限制，发行纸币将会引发通货膨胀，所以有些政府会采取发行战争债券的方法进行融资。发行战争债券的方式，以往都是政府私下向银行和经纪商出售债券，这些银行和经纪商再将这些债券作为储备持有。在美国南北战争的债券发行中，一位名叫库克的银行家创造性地采取了新型的战争债券发行模式，他通过华尔街向公众发售战争国债。他告诉普通美国人，购买这些战争债券不仅是一种爱国的表现，也是一笔很好的投资。到战争后期，库克出售国债的速度已经超过北方政府为战争花钱的速度（戈登，2005）。投资者开始认识到，战争带来了更为丰富的交易品种和数量庞大的证券数量，而且由于战争物资的生产需要，政府的开支将用于铁路、钢铁等一系列具有军工属性的行业，而这些行业的利润最终都将通过证券市场分享到投资者手中。战争的爆发刺激了证券投机活动，投资者在证券市场中的获利显著增加。

19 世纪 70 年代的西部大开发、工业和电讯事业的发展拉动了证券市场新一轮的高涨。西部大开发再一次带动了铁路等交通运输行业的发展，这些行业的股票再度受到追捧。19 世纪后期在以美国先导的工业化国家全面开始了第二次工业革命，工业企业特别是制造业的发展为证券市场注入了新鲜而持久的活力。1878 年，在纽约证券交易所上市的公司中还没有一家以制造业为主，但到了 1900 年，工业股票已经迅速成长为华尔街的股票主体（戈登，2005）。同时电话交易将交易所与场外交易连接的更加紧密，又一次提升了证券市场的交易效率。

第一次世界大战使全球的资本涌向美国，美国证券市场空前繁荣，20 世纪 20 年代，近 2000 万的大小股东利用第一次世界大战后的经济繁荣在股市上赚取了大量财富（SEC 官方网站），此时投机活动也非常活跃，在投机活动中崛起的不乏摩根、洛克菲勒、卡耐基等今天仍然活跃着的金融家族。

这一时期经济繁荣引发的大量股票和债券的发行，使市场交易活动异常活跃，投资者获利颇丰，社会财富急剧增长（Teweles 和 Edward, 1998），交易活动和利润的同时高涨使政府和投资者在蓬勃发展的市场和利润面前都忽视了证券的风险因素。虽然市场经历了若干次的反复，但是直到 1929 年大危机之前，资本市场的市盈率和交易量都保持了较高的水平，特别是在南北战争至 20 世纪 20 年代期间，资本市场保持了长时间的繁荣。市场的空前繁荣掩盖了市场混乱潜藏的危机，政府仍然坚持认为自由主义的经济政策是最有利于市场发展和投资者利益的。

3、经济自由主义理论支持了自律管理

在亚当·斯密“看不见的手”的理论指引下（Smith, 1776），经济自由主义思潮风行于资本主义发展的早期，特别是在资本主义发展欣欣向荣的 19 世纪占据着统治地位。

一直以来，受“看不见的手”的思想影响，从政府到微观主体都认为没有任何管制的经济是最有效率的，一个有效的市场被认为是可以自动保障所有参与者的利益的。这时的经济学家和实务工作者都是市场的崇拜者，都完全信奉亚当·斯密的“看不见的手”的信条。因为在“看不见的手”的调节下，每个人追求个人利益的过程中自然会实现社会利益。斯密（Smith, 1776）曾说：“确实，一般说来，他既不打算促进公共利益，也不知道他促进的公共利益是多少。……通过追求它自己的利益，他通常会促进社会利益，其效果要比它真正想要促进的社会利益更大。”按照这个逻辑政府是不应该干预市场的，只有充分依靠市场的力量才能促进经济达到效率状态。在这个理念下，证券投资者利益的保护问题自然也就交给证券市场自行解决了，因为人们利己的行为会导致利他结果的出现，证券投资者的利益不会因为别人的利己行为而受损。

（二）证券投资者保护的主要方式、方法

在自律管理的证券市场下，对投资者的保护主要体现为以行业自律管理为主，辅之以州政府的“蓝天法”及其他法律的分散监管。

1、证券投资者保护的行业自律管理

1789 年美国财政部成立，汉密尔顿任财政部长，他任命杜尔为助理部长。但是，杜尔却利用自身的职权参与到金融投机过程中。为了避免自己建立的国家信用计划被编入到一个高风险的金融体系内，汉密尔顿联合纽约银行采取了有效措施限制了杜尔的一系列投机计划，切断了他的现金流。当杜尔被迫宣布无法履约付息的消息时，投资者愤怒了，他们感到这种无序的市场状态势必将继续对自身的利益造成损害。所以，投资者们也开始寻求保护自身利益的方法。这是“梧桐树协议”签订的一个重要历史原因（瓦赫特尔，2005）。

所谓“梧桐树协定”是指：1792 年 5 月 17 日，24 名股票经纪商和商人聚集在一棵梧桐树下达成一项协议，该协议宣称：“我们，签约者，作为买卖公共证券的经纪人，特此庄严承诺并彼此保证：在从今往后的交易中，无论买卖任何证券，都将以不低于交易额 0.25% 的比率提取佣金，而我们之间彼此交易时，则相互磋商，互惠互利”。协议的签订，打破了拍卖商对证券交易的垄断，放弃了所谓的“公开拍卖方式”原则，并且对所有公众股的买卖收取最低的佣金，在买卖中相互给予优先。这份协议规定了证券交易过程中的基本规范（Teweles 和 Edward, 1998），制定了证券交易的最初准则，对证券交易有了初步的约束，初步保障了交易的有序性，间接保护了投资者，是证券投资者保护行业自律的雏形。

从该协议签订的目的来看，这些交易商根本上是为了阻止政府对市场干涉、保护自我利益的一项协议。规则内容本质上只有三条：只在会员间进行交易，不准外人参加，交易按规定收取佣金。可见，这个协议本质上是一种行业自我保护的协议，他们只是在当时特殊的历史环境下凭借一个协议的形式来保护在位的股票经纪商和商人的利益。但是从客观效果来看，“梧桐树协议”已经具备了行业协议的性质，是证券市场上的一种行业自律，从此，会员制和固定最低佣金成为纽约证券交易所的传统和定制，延续并影响到以后的交易活动，直至 20 世纪。

“只在会员间进行交易，不准外人参加，交易按规定收取佣金”，这三条核心内容是早期有组织的证券交易商们需要共同遵守的行为规范，后来成立的纽约证券交易所以及其他证券交易所也按照这个思路采取了一些规范交易行为的行业自律措施，当然后来的行业自律规定和手段更为复杂和繁琐，但此时的行业自律已经直接或间接保护了投资者的利益（Wachtel, 2003）。可以说，在证券投资者保

护的历史进程中，“梧桐树协议”是证券交易商行业自律的肇始。人们也习惯于将“梧桐树协议”签订的这一天作为有组织的证券交易活动的开始。当天按照这个规则进行交易的，是美利坚银行的股票。这家银行就算纽约证券交易所的第一家上市公司。这种为了自身利益而建立的行业协议，实质上促成了对市场交易的约束和规范（Wachtel，2003），也在一定程度上保护了投资者的利益。

2、实行各州政府分散监管体制

美国是一个联邦制国家，企业的各种经营活动以及投融资活动通常更为直接地受所在辖区的州政府的直接监管。美国宪法规定，政府对经济活动的有限干预，实行联邦政府与州政府分权而治。宪法中的“州际商业（Interstate Commerce）”条款是联邦干预经济生活的重要宪法基础（尚福林，2006）。从证券投资者保护的历史来看，州政府对投资者的保护是先于联邦政府的，从美国建国初期汉密尔顿和杰斐逊有关商业投机的认识和争论以及最终结果来看，联邦政府似乎更倾向于鼓励商业活动的发展（戈登，2005），虽然没有明文提出，但是可以从联邦政府一系列鼓励商业投机活动的政策看出，联邦政府更倾向于发挥自由市场的效率功能，相信一个自由活跃的市场可以给市场参与者带来足够的福利。联邦政府不太倾向于对企业的融资活动进行太多的限制¹。

因此，在1929—1933年经济大危机之前，州政府是执行证券市场监管、保护投资者利益的主要力量，而且这种监管和保护也是由各州独立进行的。比如，马萨诸塞州1852年开始对公用事业发行证券加以限制，规定了铁路公司必须在认购股票票面值的20%，而且已经实际付款后方能开工修建铁路；加利福尼亚州1879年宪法明文规定禁止以信用方式购买证券；罗德岛州1910年规定发行股票必须通知州秘书长，并接受州银行专员的检查（尚福林，2006）。

3、早期的法律保护

20世纪初期，各州政府纷纷出台了各自的《蓝天法（Blue—sky Law）》，这一法律旨在限制和制裁证券市场的欺诈活动。尽管最终的执行效果并不理想，但

¹ 否则也不会有后来上市企业数量急剧增加，而审批过程极为简略，以至于上市企业不足以保证应有的资产质量。

是这是以法律手段进行证券投资者保护的开始。

在蓝天法之前各州已经颁布过一些“公司法”，这些公司法规定了公司经营管理的规范，并且部分地根据证券市场发展的现实规定了一些有关公司股票和债券发行所必需遵从的规范，即便这样早期的证券市场上已经存在着诸多的欺诈行为，“蓝天法（Blue—sky Law）”的颁布是各州为了约束证券欺诈而颁布的，之所以被称作蓝天法，是因为由于当时证券市场中侵害投资者利益的各种金融欺诈行为极为普遍，人们认为如果不对证券业加以监管，也许有一天蓝天也会被出售的。一般认为“蓝天法”泛指美国各州对投资公司、经营公司的债券买卖进行监督和投资者免遭欺诈的《公司证券欺诈防治法》之俗称，也称证券买卖控制法，用于规范股票与债券的登记和交易程序的法规。

历史上第一部“蓝天法”是堪萨斯州于1911年首先通过的。对于颁布“蓝天法”的主要原因，Macey和Miller（1991）认为，主要是那些小型的金融机构非常担心，不规范的交易行为和证券欺诈行为可能吸引更多的金融资本，从而导致他们失去应有的存款客户；州政府的官员们也担心自己管理的州会受到证券投机热的影响而无法控制，而那些在投机中获利的投资者实际上并不担心证券交易不规范和欺诈行为而会发生利益损失。但是，当时普遍的看法是：证券市场上欺诈行为已经颇为严重，证券投机已经使人们丧失理智，过度的投资热情掩盖了证券市场的风险特质，从而会对实体经济产生极为不利的影响。州政府的官员们以及部分投资者已经开始担心，如果缺乏必要的管理，投机商们甚至可以将蓝天进行出售。因此，各州才会颁布“蓝天法”以规范证券市场的交易行为。

堪萨斯州的“蓝天法”是一种以业绩监管为主导的法律，它要求出售证券的厂家必须从银行专员处获得许可证，并定期报告财务状况，它要求证券发行人必须公布财务报告并接受银行专员检查。投资公司也要报告它们的经营计划、财务状况和所有准备在堪萨斯销售的证券副本，甚至当投资公司没有充分的理由证明自己发行的金融产品可以获得应有的收益时，银行专员都有权禁止投资公司在该州营业（Macey和Miller，1991）。

毋庸置疑，这种严格的监管法律限制了一些机构在证券市场中的既得利益，势必遭到投资银行、债券发行者和大银行的强烈反对。“蓝天法”在各州的推广情况不尽相同，在证券市场欠发达的南部和西部各州比较顺利地推行了堪萨斯州式的“蓝天法”，而在证券业比较发达的东部各州，“蓝天法”遭到了强烈反对，

甚至成立了投资银行家协会（Investment Bankers Association）来对抗“蓝天法”的颁布和实施。1913年前后，美国已经有23个州制定了证券监管方面的法律，其中有17个州的证券法是以堪萨斯州的法律为蓝本。尽管“蓝天法”得到了各州法院和政府的支持，但在1914年到1916年先后有4个被联邦法院裁决为过于家长式，超出了州政府治安权，直到1917年最高法院才裁定，州政府为防止欺诈而有权在州界内管制证券交易，公职人员可根据申请者的声誉决定是否发放进行证券交易的执照（Macey 和 Miller, 1991）。最终“蓝天法”成了各方利益集团（投资者、投资银行、州政府等）进行博弈而折中的一种法案，大危机爆发时，大部分州都已经有了自己的“蓝天法”，但是由于力量之间的博弈和妥协，这些“蓝天法”已经进行了大幅的修改，致使各州的“蓝天法”不尽一致，根据其主要目标，可分为防止欺诈型、登记证券商型、注重公开型、注重实质管理型等四种类型，而且各州的“蓝天法”均已经脱离堪萨斯州“蓝天法”的业绩监管模式，其监管效力和证券投资者保护的力度都大打折扣。这也为后来“蓝天法”实施不力埋下了隐患。

（三）证券投资者保护的效果

1、总体效果不佳

美洲大陆的第一次金融投机活动是针对当时原始的货币——贝壳串珠所进行的投机，弗雷德里克·菲利普斯（Frederick Philipse）通过囤积贝壳串珠（北美印第安人用作货币和装饰品）策划了北美洲历史上第一场金融操纵案，在17世纪上半叶北美印地安人只愿意使用贝壳与欧洲的商人进行贸易，在贸易日益频繁的同时发生了严重的通货膨胀，菲利普斯开始大量囤积贝壳串珠，他通过调节货币供给使贝壳串珠的币值上升，他手中持有的货币购买力就大幅上升，这种类似于当代调整货币供给量的货币政策的方法为菲利普斯带来了高额的回报。

这一时期来自欧洲大陆（或者说荷兰）的投机思潮已经开始逐渐蔓延到美洲大陆，美国证券市场从发展初始就充满了大量的商业投机行为，庄家和各种投机技术在这里得到了高度的体现，而投资者的利益保护问题在商业活动高度发展的早期却迟迟未能得到足够的重视，以至于在一轮又一轮的泡沫经济下广大投资者

的福利被侵蚀殆尽。自由放任的政策使得对证券市场的发行和交易缺乏监管，理应由政府主导的证券投资者保护在这一时期却主要依赖于市场参与主体的自我约束，投资者利益缺乏保障，最终大危机爆发引发经济混乱，股市暴跌导致大批投资者破产，国民财富大幅贬值（SEC 官方网站）。虽然有一些法律法规以及一些机构对证券投资者保护作出了努力，但是他们忽略了对证券发行和交易的充分监管和信息披露，这样证券投资者保护的总体效果不佳。

2、分散监管不能有效保护投资者利益

在股市异常繁荣的过程中，存在着大量的证券欺诈行为，州政府仅能在其管辖范围内行使证券监管和证券投资者保护的权限。随着公司规模和市场规模的不断扩张，跨地区的证券发行和交易变得越来越普遍，各州单独监管不能针对这种跨地区的证券欺诈行为做出有力的反应，也就无法有效保护投资者的利益。

3、金融混业经营加大了证券投资者保护的难度

这一阶段的银行业和证券业是没有明显界限的，商业银行也从事证券活动——这时期崛起的金融寡头都是得利于此，所以在放松监管的政策下，广大投资者的利益往往会被大的庄家侵犯（Wachtel, 2003），对投资者保护的力度较差。

4、《蓝天法》对投资者的保护乏力

由各州独立制订的《蓝天法》的效果也比较有限，未能有效遏制证券欺诈行为。侵犯投资者利益的行为反而愈演愈烈，投资者的利益缺乏切实的保护。塞利格曼（2004）借用证券欺诈交易预防会议主席的话指出，对于大多数州而言，“蓝天法”的实施仅仅是个“政治足球”而已。“蓝天法”的实施一般经常由非专业的律师进行，而且没有专门的负责人督促“蓝天法”的实施进程。

5、自由放任理论的非现实性

导致政府放松对证券市场监管和投资者保护的自由放任理论，与现实经济生活存在较大的差距，这是因为“看不见的手”的有效性是建立在以下假设前提基

础上的：第一，理性人假设。行为主体是理性的经济人，他们追求自身利益最大化，且不存在货币幻觉；第二，完全信息假设。行为主体掌握着交易双方的一切信息，签订契约的双方不存在隐瞒信息的可能；第三，完全竞争假设。买卖双方的行为主体数量众多，单个主体的市场份额较小，无法左右市场；第四，市场出清假设。一切交易行为在市场出清，且交易并不存在跨期的提前或滞后交易。这些假设在现实经济运行中是不可能达到的，这就会产生严重的市场失灵，对投资者利益带来严重的损害。

二、证券投资者保护的政府全面干预

——20 世纪 30—70 年代

1929 年大危机的爆发使得国民财富锐减，经济萧条，失业严重，银行金融业普遍面临着挤兑的危机，大量银行商号破产，证券市场上的各种欺诈行为和经济的景气引致了信心危机，市场信心不足。大危机爆发要求政府采取应对策略，以凯恩斯（1936）的《就业、利息与货币通论》和罗斯福“新政”为代表，理论界和实务界全面兴起了对经济进行全面政府干预的思想，自此，对投资者利益的保护才得到了全面的贯彻和执行。

（一）政府全面干预政策的时代背景

1929-1933 年经济大危机的爆发，彻底打破了“市场万能”的神话，使证券市场的监管和对投资者利益的保护进入了政府全面干预的新阶段。

1、侵害投资者利益的事件频发

20 世纪 20 年代的纽约证券交易所已经成为了世界上最大的证券市场，但是就其制度和运行方式而言，却和 1817 年它刚刚建立的时候没有太大的差别。从本质上讲，它仍然是一个私人俱乐部，其宗旨仍然是在为交易所的成员牟取利益，而不是保护公众投资者的利益，（戈登，2005）。证券市场中存在着许多侵害投资者利益的事件，而且从规模和手段来看也是愈演愈烈，这突出表现在以下几个方面：

第一，信息披露不完全，甚至披露虚假信息欺骗投资者。代表性事件见专栏一：

专栏一：证券发行中花旗银行的欺诈行为——秘鲁国债事件

花期投资公司参与了总价值 9000 万美元的秘鲁债券的销售活动，而当时秘鲁国内的经济状况较差，秘鲁政府的信用状况也比较差，常常不能按时清偿债务。1927 年 3 月，花期投资公司却加入了塞利格曼投资公司的活动，承担了 1500 万美元的秘鲁债券发行工作。由于花旗投资公司总裁查尔斯·米切尔一贯推行高压销售的手段，花期投资公司也没有在债券说明书中提到秘鲁政府恶劣的债务状况，所以债券被销售一空。此后，花期投资公司的海外代表和花旗银行海外部经理都报告了秘鲁国内恶劣的经济形势，财政税收、国际收支一盘散沙，根本不具备偿还债务的能力。但花期投资公司仍在 1927 年 2 月和 1928 年 10 月再次参与了 5000 万美元和 2500 万美元的秘鲁债券发行工作。

花期投资公司不仅没有如实披露有关秘鲁政府的债务状况，而且他们甚至在说明书中向投资者作出免责声明，从文本上看，这份声明具有明显的诱导性，声明宣称：“如上声明都是基于权威界的电报和其他渠道所得的信息而作出的，……，我们相信他们是可信的。……在任何条件下它们不能被解释为是我们的陈述。”这样到 1933 年 2 月为止，投资者已经在秘鲁债券上损失了将近 7500 万美元的资产，债券在 1933 年的销售价值曾一度降到了初始价值的 5% 以下。

二，操纵股市，从中牟取私利，损害投资者的利益。代表性事件见专栏二：

专栏二：摩根公司对投资者利益的侵害

1929 年 1 月，摩根公司用其所持有的公共事业股票和少量现金换取了联合公司 60 万只优惠股，80 万只普通股和 71.42 万份永久性期权证明，而后联合公司又向公司创建者摩根公司和邦布赖特公司销售了 40 万只普通股和 100 万份期权证明。这些期权的行权价格为 27.5 美元，一旦市场价格高于行权价格，两大公司就可以立刻行权获利，而行权之后，将减少每股的资产量和可分配的利润额度。

利用 1929 年大危机前的股市暴涨和摩根高超的操作手段，联合公司的股票价格从 25 美元上升至 73 美元，此时摩根公司通过行使 20 万份认购期权而获利 850 万美元。如果联合公司的两大创立者全部行使期权，那么流通股股票的市值将会下跌 25%，这对投资者的利益造成了潜在的威胁，同时为了保障公司创立者的利益而采取拉高股价的行为使其他投资者面临着巨大的风险。

第三，挪用甚至侵吞投资者资产，给投资者造成巨大损失。代表性事件见专栏三：

专栏三：基金侵吞投资者利益（导致投资公司法的出台和纽约证券交易所改革）

各种基金大量地吞食了投资者的财产，数额巨大的投资者资产被非法挪用、抵押甚至侵吞，据证券交易委员会 1939 年的一份调查估计，在 20 年代至 30 年代期间，共同基金的供给者将投资者的 11 亿美元的财产占为己有。

以惠特尼丑闻为例，纽约证券交易所有一项总值为 250 万美元的离职基金，该基金规定其成员去世后将向成员的后裔提供 2 万美元的资金。理查德·惠特尼（曾任纽约证券交易所的总裁）从 1935 年开始就是该基金五个选举托管人之一，而且兼任基金经纪人。自 1937 年 2 月，惠特尼占有了该基金交给他托管的 90 万美元债券并侵吞了 22.1508 万美元的现金。然而在摩根公司合伙人乔治·惠特尼（理查德·惠特尼的兄弟）和托马斯·拉蒙的帮助下，理查德·惠特尼成功地避免了法律的制裁。

20 世纪 20 年代是美国经济的黄金时代，美国已经发展成为世界第一强国。以汽车工业股票为先导，整个证券市场空前繁荣，比如，美国国民生产总值增长了不到 50%，可是道琼斯指数却上涨了 3 倍。当时的投资者只需支付 10% 的保证金就可以购买股票，余额由经纪人支付（戈登，2005）。对股市的风险，人们有所忽视。与此同时，各州的“蓝天法”并没有得到有效的实施，纽约证券交易所也没有完全认真地执行它的股票上市登记规则。被批准上市的股票数量不断增加，1926 年为 300 家，1928 年为 571 家，而 1929 年的前 9 个月就达到了 759 家。但是在这个过程中负责实施这些规则的仍然是交易所的 8 个成员，它们包括股票上市登记委员会成员和一个很小的调查小组（塞利格曼，2004）。在大危机爆发前，美国资本市场的多种形式的金融活动已相当频繁，高涨的市场中证券欺诈等诸多侵害投资者的行为比较普遍，不过股市的持续繁荣却掩盖了这一事实。

2、股价大跌，证券市场出现信心危机

1929 年 9 月美国在 20 年代的巨大牛市泡沫开始进入了破灭阶段，9 月 5 日，市场开始下跌，1929 年 10 月，股票市场全面危机，股价大跌。

1929 年 10 月 19 日，美国纽约证券市场上出现抛售股票浪潮，股票价格大

幅度下跌，道琼斯指数跌到 323.87 点。1929 年 10 月 21 日，技术分析师哈密尔顿警告说，指数图形走势很不好，指数已经跌破密集成交区。是日，工业指数跌穿了哈密尔顿的临界值，两天后铁路指数也步其后尘。市场垂直跳水，成交量也达到历史第三位，高达 600 万股，崩盘拉开序幕。虽然 10 月 22 日市场行情有所趋缓，但是 10 月 23 日《纽约时报》平均指数下跌了 18 点，不到一周的时间内，该平均指数已经下跌了 30 点。

1929 年 10 月 24 日——历史上著名的“黑色星期四”，美国股市崩盘。人们聚集在大街上，流露出明显的恐慌气氛，此时谣言四起，事态已经明显失去控制，极度恐慌的投资者们命令他们的经纪人抛售股票，这一天成交量放大到 1200 万股，导致美国股市崩溃。这引发了商业及消费支出急速缩减，商业及投资信心低落，美国开始了数年的大萧条。10 月 25 日，胡佛总统试图通过发表一个振奋人心的讲话来稳定局势，但是恐慌情绪却在继续蔓延。10 月 28 日，《纽约时报》平均指数再度下跌 29 点，这时任何救市的努力已经无济于事了，这天道琼斯指数狂泻 38.33 点，日跌幅达 13%。10 月 29 日，道琼斯指数一泻千里，跌幅达 22%，创下了单日跌幅最大百分比。下跌势头直到 11 月 13 日，指数跌到 224 点才稳住阵脚。然而 1930 年进一步下跌，直到 1932 年 7 月 8 日跌至 58 点才真正见底，不过此时工业股票已经跌去市值的 85%。

尽管摩根等财团在其中采取过一些救市行动，比如以期通过买入价值数千万美元的证券来稳定市场，但是大规模的损失仍不断发生。在股灾发生的最初两个月内，纽约证券交易所的损失量总额达到了 180 亿美元，《纽约时报》平均指数的跌幅已经相当于过去 18 个月的增幅（塞利格曼，2004），自此引发了资本主义历史上规模最大、破坏最为严重的全球性经济危机。从 1929 年 9 月 1 日至 1932 年 7 月 1 日，在纽约证券交易所上市的股票总市值从近 900 亿美元下降到 160 亿美元，跌去约 82.22%，道琼斯指数较 1929 年的历史最高点下降了 89%。广大投资者的大量财富消失殆尽，投资者迫切需要政府能够采取积极的政策保护投资者的利益（Wachtel，2003）。

3、混业经营的危害日益显现

美国早期的金融业是混业经营，商业银行大多从事证券交易活动，而且交易

者可以通过在商业银行取得信贷来参与证券交易。在证券交易最为活跃的 20 世纪 20 年代，杠杆交易的模式使得投资者可以用较少的资本拉动更大规模的交易量，而信贷资本可获得性的增强无疑强化了杠杆机制的力量，联储银行从美联储贴现窗口以 5% 的利率借出资金，然后倒手以 12% 的利率借给经纪人，而经纪人又转身以 20% 的利率借给投资者（塞利格曼，2004）。大量的居民储蓄以各种各样的形式进入了证券市场，参与股票、债券的买卖，使股票市场看上去一片繁荣，却使人们忽略了这种混业经营模式下潜藏的各种危机，给银行系统带来了安全隐患。信贷资本可获得性的增强使得证券市场与实体经济的分离加大，股票的市盈率更多的受货币资本（或者说股票市场的货币量）的控制，在大量货币涌入的条件下，股票的价值已经远远偏离其实体经济的盈利能力，投机行为所产生的泡沫不断膨胀。

大危机爆发后，由于商业银行将大量财富投于证券市场，而证券市场危机导致财富缩减，引起了银行资产的缩减，清偿能力下降。恐慌中的储户争相提现引发了大规模的挤兑，大量银行破产（SEC 官方网站），商业银行的股东、债权人和储户（商业银行的主要利益相关者）的利益损失惨重，投资者利益严重受损。

（二）政府全面干预政策的理论背景

1、凯恩斯主义的兴起

1929—1933 年的大危机，引发了世界性的经济大萧条——大量产品过剩，大量企业倒闭或停产，银行在挤兑下破产，失业问题空前严重。在这一历史背景下，凯恩斯（1936）提出了市场经济不存在自动达到充分就业均衡的论点，从而否定了传统经济学供给自动创造需求的观点。他以“边际消费倾向递减”、“资本边际效率递减”和“流动性偏好”三方面的基本心理规律解释了有效需求不足的成因，而有效需求不足又将导致经济长期处于非充分就业均衡的状态。他为此开出的“药方”是，政府应当积极主动地采取各种政策，特别是财政政策干预经济，使经济达到充分就业均衡状态。

凯恩斯的政府干预思想在美国得到了最好的贯彻，虽然罗斯福本人并没有直接宣称接受凯恩斯的理论见解，但是他的“新政”却是这种思想的充分体现。为

了拯救命悬一线的美国资本市场，“新政”颁布和实施了一系列以维护证券市场健康发展、保护投资者利益为目的的法律法规。

2、其他经济学理论的陆续发展

继凯恩斯之后，陆续产生的诸多经济理论从不同侧面证明了，政府实施全面干预政策的必然性或可能性。这些理论大多证明了在保护投资者利益的过程中，政府政策的多角度干预对证券投资者保护是极其有效的。与实体经济市场一样，虚拟经济市场上，也同样存在市场失灵的问题，资本市场只能在极端苛刻的条件下才能达到最优效率状态，这种理论上的变化让人们意识到就公司的投融资活动而言，也要更多的考虑资本市场的诸种独有特征。这些理论认识上的进步对完善资本市场、促进企业融资和保护投资者利益都有着显著影响。

这些理论主要包括：研究市场失灵的有关理论（新制度经济学、信息经济学、法经济学等）、规制经济学（经济管制理论、俘获理论等）、研究金融系统脆弱性的有关理论以及微观金融学理论（公司金融、行为金融等）等等。

（三）证券投资者保护的法律保障

在大危机的救助过程中，罗斯福宣誓就职后实施了“罗斯福新政”，请求国会就金融业立法，他首先禁止商业和储蓄银行投资股市证券；其次，建立银行保险金保护储户利益（Wachtel, 2003），这也奠定了联邦政府后来分业监管的基础，同时也拉开了政府强势介入保护投资者的序幕。在这段时期，他敦促国会通过了《1933年证券法（Securities Act of 1933）》和《1934年证券交易法（Securities Exchange Act of 1934）》等一系列保护投资者利益和拯救资本市场的法律，这些法律奠定了美国证券监管和证券投资者保护的基本框架。

1、《1933年证券法》

《1933年证券法》是主要针对证券发行的法律，目标是保护发行过程中的投资者利益。该法案涉及了确立登记制度、登记内容和法律责任等方面，核心是通过限制发行市场上的各种欺诈行为来保护投资者的利益。证券法的主要工作着

力点是信息披露。

《1933 年证券法》又被称为“证券诚实法 (Truth in Securities)”，其实质是通过建立“证券发行注册制度”，这项法案有两项基本目标：第一，确保投资者可以获得有关面向公众发行的证券一切重大的财务及其他方面的信息；第二，禁止一切欺诈、虚假报告以及其他一切证券发行和销售过程中的一切不诚实行为。

由于《1933 年证券法》主要是针对一级市场即证券发行市场，所以该法案推行了强制的登记制度，法案规定凡在美国向公众发行的证券除被豁免者——包括豁免证券 (exempt securities) 和豁免发行 (exempt offering) ——以外必须注册登记。注册登记开始于向证券交易委员会呈报注册说明书，注册说明书呈报前不得发出任何出售要约。证券交易委员会宣布注册说明书生效前，不得出售任何证券，同时，法案要求证券发行人必须填写专门的注册登记表。在提交注册声明和登记表中，公司必须披露的信息包括四方面的内容：第一，注册人的财产及业务状况；第二，将要发行证券的重要事项，以及该证券与注册人的其他资本证券间的关系；第三，有关注册人经营管理状况的资料；第四，经公共会计师审查过的财务报表。

该法案共 28 条，是首部以保护金融投资者为目的的联邦立法，也是美国第一部有效的证券监管法案，它包含了早期“蓝天法”的许多具有强制性特征的内容。《1933 年证券法》最受人瞩目的规定主要体现在两个方面：信息披露制度和登记注册制度，并在附件 A 中详细列举了发行人必须披露的具体内容。此外，该法案还要求，发行人提交注册申报材料后，应等待 20 天使证券交易委员会有时间对注册申报材料进行审查。《1933 年证券法》的制定和实施对保护投资者的利益，加强对证券一级市场的监管，防止证券发行中的欺诈行为，起到了积极的作用。

2、《1934 年证券交易法》

《1934 年证券交易法》是主要规范二级市场证券交易的法律，目标是保护交易过程中的投资者利益。该法案规定建立 SEC，并针对证券交易商等交易主体而制定了一系列的监管条例，以进行证券投资者保护。

国会根据这一法案创建了专门的机构——证券交易委员会，法案赋予 SEC

以极宽泛的权限来监督整个证券业。这些权限包括登记、监管、监督检查经纪公司、代理商以及像证券自律组织（self regulatory organizations, SROs）这样的结算公司，并对绝大多数证券经纪商和自营商进行注册登记。这些自律组织包括股票交易所，比如纽约证券交易所和全美证券交易所，美国全国证券交易商协会（National Association of Securities Dealers, NASD）——它管理者纳斯达克系统。法案鉴别和禁止市场上特定的交易行为，且赋予 SEC 以很高的权限进行证券监管和证券投资者保护。

《1934 年证券交易法》赋予 SEC 的职权主要体现在以下五个方面：

第一，公司报告方面。法案要求凡是总资产在 1000 万美元以上且股东人数在 500 人以上的股份公司必须公开其年报及其他的定期报告。这些报告现在都可以通过 SEC 的 EDGAR 数据库获得。

第二，委托投票权（Proxy Solicitations）方面。证券交易法要求披露有关股东投票的相关信息，这包括年度或临时股东大会选举董事以及对公司其他经营活动的决策进行的投票。根据规则对信息披露的要求，这些信息被要求必须登记在册，而且文档中必须如实记录管理层或股东要求进行投票的所有重大信息。

第三，要约收购（Tender Offers）方面。证券交易法要求披露那些通过直接购买或要约收购取得公司超过 5% 的证券的购买者的重要信息，因为这种收购是有关公司控制权的重大事件，这种必要信息披露有助于股东针对公司的重大事件进行合理的决策。

第四，内幕交易（Insider Trading）方面。证券交易法严格禁止发行、购买和出售证券过程中各种形式的欺诈行为，这些法规是反欺诈性内幕交易的一系列规则的基础。法案规定，当一个人违反保密信息或限制交易的规则，而利用手中掌握的非公共信息进行证券交易时，那么这种交易就是违法的。这样可以限制证券市场上的各种操纵活动。

第五，登记制度方面。证券交易法要求各种类型的市场参与者必须在 SEC 进行登记，这些市场参与者包括交易所、经纪人、交易商和结算机构，这些登记备案的信息也被要求及时更新。证券交易所和 NASD 同时被视为自律组织，而自律组织必须建立一系列规则来规范其成员的交易行为，建立制度来确保市场的稳定，并确保投资者的利益。这些行业自律规则在经过 SEC 最终确认之前必须经过公众的充分探讨。

证券市场上的金融创新活动非常频繁，所以《证券交易法》也要根据形势的变化不断修正。如 1938 年国会对该法进行了一次修改，把 SEC 对证券市场的管理扩大到柜台交易市场（OTC），建立了“全国证券交易商协会”（NASD），实行自律管理，促进柜台交易市场按公平原则运作。1964 年国会对该法再一次作出修正，将注册登记、财务公开以及其他保护性措施扩大到柜台交易市场上的证券。1968 年国会通过了威廉斯法（并于 1970 年进行了修正），要求公司在现金标购、交易所拍卖、大规模股权购买业务中实行信息公开，并授权 SEC 管理公司接管活动。

《1934 年证券交易法》是对《1933 年证券法》的补充和完善。通过严格的信息披露制度和登记制度，证券市场股票的公开交易能够有效地反映企业的信息，从而有效反应公司实际控制人的经营能力，使市场发挥优胜劣汰的功能，这样才能保障投资者的利益不受非法侵害，所以说，《1934 年证券交易法》是证券投资者保护进程中另一部奠基性的法律文本。

3、保护投资者的其他重要法律

为了不断完善对证券市场的监管和投资者利益的保护，美国政府又先后制定和颁布了其他一些法律，这主要包括《格拉斯——斯蒂格尔法（Glass-Steagall Act）》、《1935 年公共事业控股公司法（Public Utilities Holding Company Act of 1935）》、《1939 年信托契约法（Trust Indenture Act of 1939）》、《1940 年投资公司法（Investment Company Act of 1940）》和《1940 年投资顾问法（Investment Advisers Act of 1940）》。

（1）《格拉斯——斯蒂格尔法》

《格拉斯—斯蒂格尔法》又称《1933 年银行法》。它是美国国会于 1933 年针对股市崩盘和大萧条采取的应对措施。这项内容由国会议员格拉斯和斯蒂格尔两人促成，故通称“格拉斯—斯蒂格尔法（glass-steagall act）”。如前所述，混业经营使大量的信贷资本涌向资本市场，给证券市场的发展带来了巨大的风险。对此，该法的重要内容之一就是规定：国民银行所从事的证券和股票交易业务只限于为客户买卖，不能以自营账户做交易，国民银行不能承销证券或股票发行，这样就将投资银行业务与商业银行业务严格地划分开来，自此确立了持续 60 多年

的投资银行与商业银行的分业经营的体制，保证商业银行避免证券业的风险，这是华尔街历史上很重要的一次业务格局调整。该法案禁止银行包销和经营公司债券，只能购买由美联储批准的债券，并且根据该法案，美国成立了联邦存款保险公司，对 5 万美元以下的银行存款提供担保，以避免公众挤兑事件再次发生。同时，由于该法案严格限制金融机构的混业经营，所以摩根银行被拆分，摩根士丹利便是从 JP 摩根分离出来的。虽然有关这一法案的历史定位存在诸多争论，但是它确实一定时期内降低了证券市场的交易风险，有助于投资者利益的保护。

直到 1999 年 11 月 4 日美国参众两院通过了《1999 年金融服务法(Financial Services Act of 1999)》，废除了 1933 年制定的《格拉斯·斯蒂格尔法》，结束了银行、证券、保险的分业经营与分业监管的局面。

(2) 《1935 年公共事业控股公司法》

公共事业控股公司法要求跨州营运的公司发行、出售证券，或者买卖公用事业性资产之前要得到 SEC 的许可，并且对同一家企业内部之间的贷款提出了限制。该法授权 SEC 管理公共事业控股公司的重组事务，对这类控股公司组织机构的一体化等方面作了规定。该法还包括股息支付的管理、控股公司之间的贷款、申请委托代理、项目审批和其他授权事宜，对公司内幕信息交易的规定等。这项法案主要是针对电力、铁路等一些具有自然垄断性质的企业的证券发行和交易行为进行管制，从而保护投资者利益。

(3) 《1939 年信托契约法》

该法案主要针对各种有价证券例如债券、票据面对公众的发行。即使这些证券会根据《证券法》进行登记，但他们也许无法面对公众发售，除非在债券发行者和债券持有者之间缔结一项正式的协议，而这个协议必须遵从《1939 年信托契约法》所制定的标准。在《1939 年信托契约法》中，法案规定了管理“信托契约”的各项要求；明确了债务证券持有人的权利，证券发行主体的义务，并授权 SEC 审查债务证券的发行。这是针对证券市场上各种有价证券而制定的一项法律，对证券投资者保护有着一定的积极意义。

(4) 《1940 年投资公司法》和《1940 年投资顾问法》

20 世纪 30 年代中期美国许多基金的经营出现问题，这促使美国 SEC 高度关注投资公司经常性地为关联方谋利、侵害投资者利益的问题，《投资公司法》和《投资顾问法》便应运而生。

《投资公司法》是规范从事投资及交易证券的公司——例如基金和投行——的重要法律，特别是那些起初从事投资、再投资和证券交易并且掌握有面向公众发行的证券的共同基金。《投资公司法》要求这些公司披露他们的财务状况以及投资政策，该法案主要关注公众投资的基金的有关信息以及基金的投资目标和投资公司的结构和管理。需要注意的是，该法案并不允许 SEC 直接接管这些公司的投资决策和投资活动，或对投资的优劣作出判断。就具体的政策而言，该法要求投资公司在 SEC 注册登记，并对投资公司的董事会结构、投资公司业务活动的监管以及其分支机构业务等做出明确规定，明确界定向公众提供投资产品的基金公司的责任及需要遵守的限制。

《投资顾问法》主要是对投资顾问的监管法律。该法案要求那些从事为他人提供证券投资建议中收取报酬的企业或个体从业者，必须在 SEC 进行登记注册，并且遵从那些旨在保护投资者的规制条款。该法案作为《投资公司法》的补充，加强了对投资顾问的管理，并向顾客充分公开自身的证券交易情况，禁止欺诈顾客。

这些法律分别从规定分业经营、公共事业控股公司、信托契约、约束投资公司和投资顾问的角度完善了证券市场的法律制度框架。从直接动因来看，这些政策无疑是为了使美国经济摆脱股市崩盘和大危机的困扰，但是最终结果来看，这些法律法规的出台使证券市场的监管体制更为健全，有利于金融系统规避风险维护系统稳定性，并且对保护投资者利益贡献显著。

4、各州“蓝天法”的统一

长期以来，各州的“蓝天法”不尽一致，这对于全国的统一监管是极为不利的。1956年，全国各州的银行监督官会议通过并经证券交易委员会批准产生了《统一证券法》。该法的内容主要包括：（1）关于欺诈等非法行为的规定；（2）证券交易参加各方的注册登记的规定；（3）关于证券本身的注册规定；（4）关于违法罚则的规定。此后，各州“蓝天法”以《统一证券法》为标准根据各州具体情况进行必要的调整（宁智平，1992）。虽然“蓝天法”并没有达到当初堪萨斯“蓝天法”那种极其严格的以绩效监管为标准的证券投资者保护模式，但是在 SEC 为主导的集中监管的制度体系内，《统一证券法》已经成为了联邦各项立法

的有效补充，从州政府监管的角度促进了证券投资者保护制度的完善。

5、结论

随着美国对证券监管和投资者保护法律体系的逐步完善，实际上形成了以证券监管机构为主要保护层次、自律监管为第二保护层次，以及其他金融监管部门及州政府的相关监管部门相结合的多层次的证券投资者保护体系。这一框架可以由下图表示。

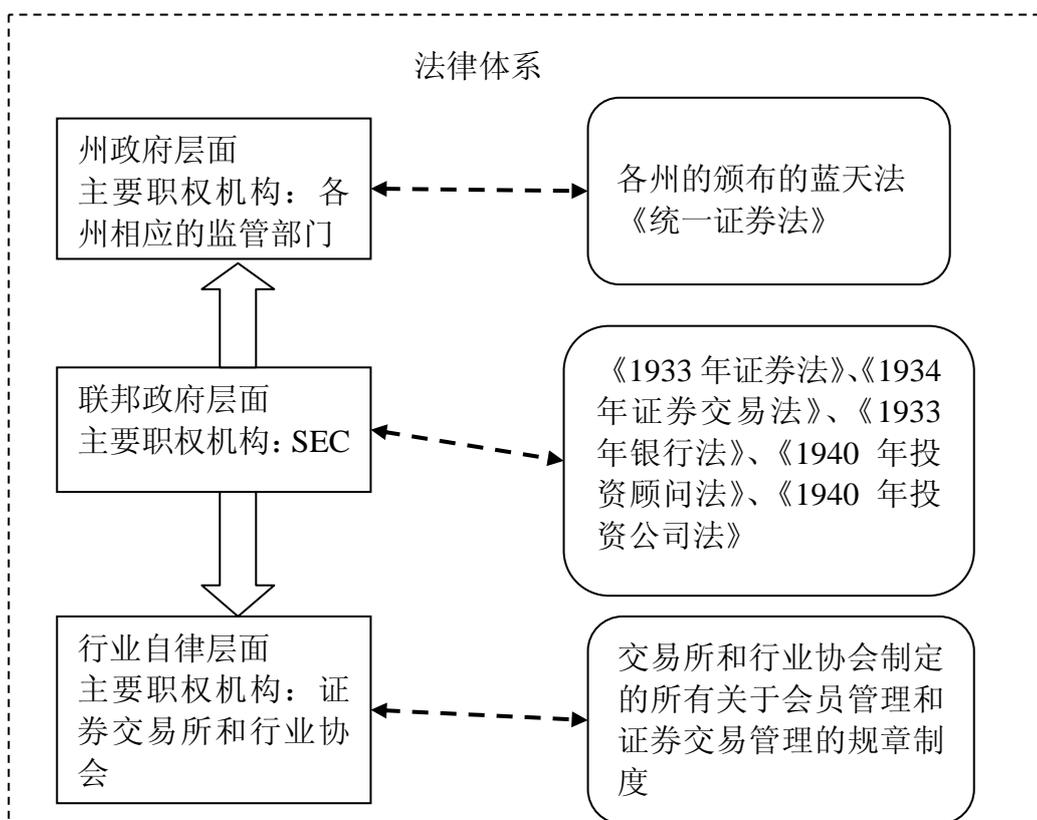


图1 证券投资者保护的基本框架

（三）证券投资者保护的主要方式、方法

随着美国证券投资者保护法律体系的逐步完善，美国对证券投资者保护的方式和方法也随之发生改变，这主要体现在以下几个方面：

1、证券投资者保护由分散管理走向集中管理

大危机之前,美国的证券投资者保护的主体是各州政府以及以“梧桐树协议”为特征的早期行业自律,大危机之后,联邦政府开始成为证券市场监管和证券投资者保护的主要力量。

在联邦制国家,州政府仅能在其管辖范围内行使证券监管和证券投资者保护的权限,而不能跨地区行使权力。在大危机爆发之前,美国市场的证券交易已经异常发达,大量的全国性公司成为证券市场的主力,虽然这些公司会根据“蓝天法”在各州进行备案接受监管和银行官的质询,但是当这些公司进行跨地区的上市交易时,他们很容易利用政策的漏洞进行套利和投机活动。1915年,投资银行家协会就曾经向其成员通报说只要通过邮件在各州之间推销证券,他们就可以不去(理会)任何一个州的蓝天法(塞利格曼,2004)。随着通信技术的发展,证券交易所也开始将此引入到证券交易中,市场不再受到空间的限制,人们越来越多地利用场外空间进行场内交易,与此同时,交易商可以支配的资本量也在不断增大。当公司规模越来越大,并且公司股票和债券进行跨地区发行和交易变得越来越容易时,各州分散监管的模式将受到极大冲击,众多的市场参与者特别是广大投资者迫切感觉到,州政府各自的力量已经远远不能对上市公司的证券发行和交易行为进行监管,只有一种可以跨地区行使的权力才可以对这种跨地区的发行和交易行为进行有效的监管,也才能有效保护投资者的利益。

2、成立证券交易委员会监管市场和保护投资者

大危机之后,联邦政府开始成为证券监管的和证券投资者保护的主要力量,强调运用法律手段严格控制证券业跨地区的发行和交易行为。为修复大危机对证券市场的破坏,根据《1934年证券交易法》于1934年7月2日成立了证券交易委员会(SEC)。

SEC全面负责证券市场的监管,其使命目标是:保护投资者,维护公平、有序且高效率的市场,促进资本形成。SEC的主席由总统任命,主席对国会负责,定期就证券市场的发展情况和证券法的执行情况向国会进行报告,SEC可以由国会授权制订法律,可以对违规行为进行管理和监督,可采取摘牌等,并作为联邦

法庭的顾问对公司重组程序提出意见。SEC 的这些监管职能不受美国总统和其他政府部门的干涉，所以说 SEC 的监管权限已经可以不受人为力量的直接干扰，是一个独立的、非党派的、具有准司法权的权威性证券主管机构，法律赋予了证券交易委员会至高无上的权力，这就保证了证券投资者保护过程中不会像“蓝天法”那样受到外力的不当干扰，对证券投资者保护的力度更强。

SEC 的主要职责是（尚福林，2006）：第一，制定和调整有关证券活动的管理政策，负责制订并解释证券市场的各种规章制度；第二，管理全国范围内的一切证券发行和证券交易活动，维持证券市场秩序，调查、检查各种不法的证券发行和证券交易行为，执行行政管理和法律管理措施；第三，作为全国证券发行和证券交易的信息中心，组织并监督证券市场收集和披露各种有关证券发行和交易的信息。从每个职责来看，又包含着一些具体的内容，如对证券市场参与主体的各种发行和交易行为进行全面的监管，就具体包括：一是管理各种公开的证券发行，负责证券发行的注册，制定注册标准，并负责公开发行有关发行者的发行证券的信息；二是管理投资公司、投资银行、证券经纪商、证券自营商的专门从事证券经营活动的金融机构和个人；三是管理有价证券的交易所内和柜台交易，制定证券交易的管理原则和方法；四是监督指导各证券交易所和证券商协会的管理活动。

SEC 的工作起点更为贴近实际，他们开展工作更加考虑到市场的现实情况。SEC 认识到，投资领域极其复杂多变，它会给人们带来丰厚的回报。但是，与银行业不同，银行业有联邦政府作为最终担保人，而股票、债券和其他证券都可能会贬值，他们是没有切实担保的，所以必须对证券市场进行有效的监管。进行证券投资者保护的最便捷的手段就是对证券市场进行严肃、认真而客观的分析，多了解投资者的真实想法。这是 SEC 工作的一个重要理念。为了完成这一目标，SEC 持续地针对主要市场的参与者，特别是投资者开展工作，倾听他们的意见并且从他们的经历中汲取重要信息。虽然 SEC 的主要身份是证券市场的监督者，但是他们的日常工作与各个机构关系密切，这些组织包括国会、联邦政府相关部门、自律组织（例如股票交易所），各州的证券监管部门以及各种私人组织。为了切实保障投资者的利益，SEC 的主席必须与联储主席、财政部长、期货交易委员会主席等一些重要部门领导保持密切联系，群策群力来维护证券市场的繁荣与稳定，克服市场繁荣与市场稳定的矛盾。

SEC 希望通过建立有效的信息披露机制来推动资本市场的变革,并促进国民经济继续、健康、稳定的发展。SEC 强调法律和各项规则应该有一个言简意赅的理念——即所有投资者,无论是大机构还是私人投资者都有权在进行投资前获得投资产品的基本信息,所以 SEC 要求有关公司向公众披露重要的财务和其他一些信息。这将会有利于投资者掌握投资所必须的信息来决定买进、卖出还是继续持有特定证券。

商品期货交易委员会(CFTC)和联邦储备委员会从期货交易和货币政策的角
度,辅助 SEC 对金融证券市场进行监管,行使证券投资者保护的权力,形成了以证券交易委员会为中心的政府监管体系。

3、自律组织(SROs)走向成熟化

证券投资者保护的自律组织主要有:证券交易所和美国全国证券交易商协会(NASD)

(1) 证券交易所

证券交易所采取会员制的组织形式¹,交易所根据其章程对会员进行管理并对各种交易行为进行检查监督。证券交易所处于市场监管的第一线,与SEC的监管相补充。根据法律,证券交易所的自律监管受到SEC的事前监管和事后评估。首先证券交易所要接受政府监管机构(SEC)的监管和指导,其活动必须在法律规定的框架之内进行,其颁布的规则和标准要经过政府监管机构的审核才能得以实施;同时,自律监管的效果也要受到SEC的评估,如果监管不力或没有切实的执行各项证券业法规,交易所也会受到相应的制裁和处罚(课题组,2005)。²为了执行规则,交易所内部也有自己庞大的监管、调查、执法部门。在证券交易所发展的早期,交易章程就规定,交易所可对任何违反交易所规则的行为进行调查、予以处罚。这就有效地保障了投资者的利益。

一般意义上,证券交易所对证券投资者保护的职能主要体现在会员管理、交易管理和市场监察三个方面。会员管理包括:制定和执行会员注册制度、制定会员报告制度、管理会员帐户;交易管理包括:制定和执行证券发行注册制度、制定和执行证券交易注册制度、规定交易价格机制并监督其实施、制定和执行证券

¹ 当前很多证券交易所已经进行了公司制改组,例如纽约证券交易所。

² 在 20 世纪 70 年代以前,还没有有关投资者损失补偿的法律条文。

交易结算制度；市场监察主要是利用技术手段对场内场外的一切交易进行监督检查。以纽约证券交易所为例，它负责制定政策（制定上市规则、交易规则、信息披露等方面的具体标准）、监督交易所会员的行为以及上市公司，也负责管理交易所会员议席的转换，包括评审申请成为专家人士的资格，关注市场交易和交易的品种。

（2）全国证券交易商协会（NASD）

美国全国证券交易商协会（NASD）是一个规范场外交易市场的行业自律组织（SROs），在 SEC 注册，它依法制定了一系列规则来对场外证券交易市场进行监管，行使对会员的监督管理职权。全国证券交易商协会成立于 1938 年，是一个半官方、半民间的非盈利性组织，受其全权管理的在全国场外交易市场从事证券交易活动的成员，主要包括证券公司、投资银行或个人证券经纪人、证券交易商等。其宗旨是：监督、管理场外交易市场对因特网的使用状况，促使成员遵守联邦和州的证券业电子化法规，加强 SEC 与 NASD 各成员之间的信息交流和配合。

行业协会主要通过制定特定行业准则和行业标准，推广行业经验来实施自我管理、自我规范，并对其会员进行监督，作为一个行业自律机构，NASD 进行的行业自律主要体现在如下一些方面：第一，制定和执行特定的会员制度，以考试等方式确定会员的执业能力与执业资格；第二，利用特定的技术手段指导证券交易，并监督各种证券的交易，防止非法交易对投资者利益的侵害；第三，执行联邦政府有关证券业的相关法律，并切实配合 SEC 的管理活动。以经纪人资格认定的执照考试为例，我们可以发现美国全国证券交易商协会（NASD）对其成员的自律行为是非常严格的，首先，Series 7 是证券业务代表执照考试，只有持有该执照，才可为客户进行股票、期权、政府债券、公司债券、市政债券以及共同基金等金融产品的交易。其次 Series 63 是经纪人行业法规考试。只有通过 Series 7 考试的证券业务代表还不能立即为客户买卖证券，必须通过 Series 63 考试才能正式为客户交易。最后，Series 65 是投资顾问执照考试。而且这个从业执照并不是终身制的，每隔特定周期，必须参加“继续执业”的考核测评。执照经纪人进行注册前，还要做指纹鉴定，如果以前有过犯罪记录，是不允许从事此类对客户利益事关重大的工作的。在经纪人执业期间如果因违规行为而被查处，将被吊销执照。

可见，这种严格的行业自律是美国证券市场良性发展的必要保障，在证券投资者保护的历史进程中，行业自律已经从“梧桐树协议”阶段走向证券交易所和 NASD 这样自律组织的高级阶段。

（四）证券投资者保护的效果

1、政府全面干预切实保护了投资者利益

通过建立多层次的证券投资者保护体系，美国政府有效地帮助证券市场走出危机，并逐步树立了投资者对证券市场的信心。通过颁布一系列法案，政府对投资者的保护从分散化走向统一化，在全国形成了一种政府主导型（其中 SEC 是核心机构）的监管模式和证券投资者保护模式。同时，金融业从混业监管走向分业监管，降低了证券市场的风险，约束了投资者的非理性行为，从银行监管和现金流管理的角度保护了投资者的利益。证券交易所和 NASD 的行业自律是这一时期证券投资者保护的重要辅助力量。综合来看，这一时期以法律体系为依托，SEC 监管为核心的多层次监管体系对投资者利益进行了有效地保护。

2、法律框架下保护投资者影响深远

在对大危机的治疗中，法律体系的完善对证券投资者保护发挥了重要作用。在以后证券投资者保护过程中，法律制度的重要作用始终受到极高的重视，LLSV（1997，1999）的研究证实了法律对金融市场效率的积极影响。全面的监管体系促进了日后公司治理结构和信息披露制度的完善。国会通过的诸多法案及 SEC 的建立和改革为后来的证券投资者保护及相关理论和实践工作的发展提供了参照框架。此时 SEC 和行业自律组织制定的一系列登记制度为后来的市场参与者（包括证券交易商、经纪人、投资者等等）的资格审查积累了必需的经验。

更重要的是，人们开始认识到法律制度对证券投资者保护和公司治理结构的影响可能已经超出了法律规章设立的初始目的本身，使投资者更为理性地看待证券交易行为。这种以法律为核心的证券投资者保护模式造就了一批成熟的市场投资者，这从长期来看对证券投资者保护的贡献最为明显。

美国通过立法全面干预证券市场，保护投资者利益的成功模式，在其他国家

也得到了进一步的验证。

加拿大实行联邦政府与省政府之间分权而治，证券监管的立法工作由各省独立进行，以安大略省为例，1928年就制定了第一部证券法案——《1928年反证券欺诈法案》，这主要是针对经纪人的资格约束和反欺诈行为。1945年又出台了《证券法》，开始系统地规范证券市场的有关发行和交易行为，1966年安大略省再次颁布了《证券法》，针对证券投资者保护的问题系统地开始就信息披露、交易规制、降低证券市场的风险等问题进行监管，此后其他各省在证券的发行和交易的监管方面达成了共识。针对证券市场发展过程中的欺诈行为，政府于1978年系统修改了《证券法》，并根据新的证券法奠定了证券市场的监管体系框架。

日本的商法体系早期秉承了德国的传统，第二次世界大战后，1948年日本参照美国的《1933年证券法》、《1934年证券交易法》制定了《证券交易法》。日本政府于1950年根据《证券交易法》设立了证券交易委员会，该委员会作为非政府的职能部门隶属于大藏省，负责证券事务，随后该委员会于1952年被解散，证券管理权再度归大藏省。1964年大藏省再度将证券管理权分离出来成立了证券局。1955年为了进一步鼓励证券市场的发展，对《证券交易法》进行了修改，其主要特点是对证券市场的规制程度有所减低，比如证券交易所的成立登记制度被变更为审批制度。尔后为了应对证券业的危机，日本政府再次修改《证券交易法》，将证券公司的审批权收归政府，而且开始了早期的从业人员资格认证制度。这些制度保留了许多美式证券监管的印记，在证券投资者保护方面效果显著。关于监管模式和自律管理方面，日本证券业的监管很大程度上受美国的影响。大危机后，联邦政府根据《1933年银行法》决定开始分业经营分业监管的模式，而战后日本移植了美国的证券管理制度，奉行分业经营分业监管的原则。1949年日本政府在33个地方证券业协会的基础上成立了证券业协会联合会，一直到1973年日本证券业协会的成立之前，这一行业自律组织始终在发挥着全国性的证券业行业自律的功能。

由此可以断定：运用完善的法律体系全面干预证券市场，保护投资者利益的模式，是世界各国普适的一般模式。

三、证券投资者保护的强化

——20 世纪 70—90 年代中期

第二次世界大战结束以后，受到技术进步的支持，美国经济蓬勃发展，与此同时，美国证券市场也逐渐走出 30 年代大危机的阴霾迅速发展，投资者信心恢复，市场规模扩大。从 20 世纪 50 年代开始，美国股市进入了长达 15 年之久的持续繁荣，此间也是美国股市问题最多、情况最为复杂的一段时期。1967 年，受到各种因素的影响，股市大跌并暴露出证券监管方面的一些缺陷，为此在从 20 世纪 70 年代到 90 年代的 20 多年中，在美国股市规模不断扩大并逐步走向成熟的过程中，面对美国已经非常流行的自由竞争理论，美国证券监管部门和自律组织针对市场上不断出现的新情况、新问题进行协调、研究和妥协，使美国的证券法规进一步完善，强化和完善了对投资者的保护。其中最有代表意义的是 1970 年《证券投资者保护法案》的出台，依据该法案成立的证券投资者保护基金，通过对会员的监督和投资者的事后补偿机制，有效预防了经纪商破产，维持了市场信心。

（一）强化证券投资者保护的背景

1、大量小投资者进入股市

战后美国经济增长迅速，人口总数和人均收入大幅增长，经济的繁荣迅速影响到证券市场，从 1952 年艾森豪威尔将军当选美国总统开始到 1967 年，是美国股市历史上持续时间最长的大繁荣时期。股市的繁荣吸引了大量投资者进入，这时大多中小投资者仍然不够成熟，很容易受到误导，从而造成利益损失。保护中小投资者的利益以维持其对市场的信心，促进股市的持续、稳定并促进实体经济的发展，成为美国股市当时必然面对的问题。

1953 年 9 月到 1955 年 1 月间，480 种股票的标准普尔指数上升了 50%。道琼斯平均指数从 1955 年的 388.2 点上升到了 1961 年的 734.9 点。伴随着市场的上扬，1950~1960 年之间，投资银行家和销售人员数目都翻了一番，市场加大了宣传力度，公众开始熟悉股票，纽约证券交易所也借机向中小投资者进行宣传，

大量投资者进入股市。到 1959 年，虽然个人投资者的交易量和 50 年代初所占的比例一样，在总交易量中占大约 55%（机构投资者占 25%，场内会员交易占 20%），然而小投资者投资的绝对数量和人数迅速增加。1949 年美国小投资者的规模还相当小，但是到 1959 年，小投资者的数目已经翻了一番。¹

20 世纪五、六十年代，美国股市的另一个特点就是共同基金的兴起和迅速发展。从《1940 年投资公司法案》发布到 1960 年，共同基金获得了长足发展，共同基金净资产值已经从 4.5 亿美元增加到了 382 亿美元，在所有投资公司中的比重也从 21% 增长到了 83% 的主导地位。与此同时，基金投资者的数量也增加了 11 倍，从 1940 年的 30 万人增长到了 1965 年的 350 万人。²与普通股不同，共同基金主要依靠强制推销的方式，在投资者还不够成熟的时候，共同基金净值的增加吸引了大量小投资者。1940 年，旨在为小投资者提供服务的共同基金（它们允许以 10 美元为最小投资单位进行投资）为 5 亿美元，到 1950 年共同基金达到 25 亿美元，1960 年迅速增长到了 170 亿美元。

2、投机活动和证券违规操作、欺诈行为大量涌现

《1933 年证券法》等一系列法律颁布以来，虽然美国股市走上了政府全面监管的道路，但在证券市场快速发展的过程中，还是出现了大量的投机和欺诈行为。“从 1954 年春开始，大量铀矿开采投机股票都援引了《1933 年证券法》中的小额豁免条款，从而开始了史无前例的发售活动”，³助长了市场的投机行为，误导了很多中小投资者。同时，很多个人、媒体以及经纪公司的行为或者为投机和欺诈创造了环境，或者直接助长了投机和欺诈。

20 世纪 50 年代早期，美国证券市场出现了大量“锅炉房”现象，引导投资者购买高风险债券，极大损害了投资者利益（见专栏四）。

专栏四：“锅炉房”现象

20 世纪 50 年代早期，美国证券市场出现了大量“锅炉房”现象，在锅炉房中通常会有 20—30 部电话机，过去一些狂欢节目工人、小商小贩、骗局圈套策划人或者以赌马为生的人在这里通过这些电话向大量经验不足的投资者推出具有欺诈性或者具有高度投机性的债券。

¹ 查里斯·R·吉斯特：《华尔街史》，经济科学出版社 2004 年版，第 261 页。

² 乔尔·塞利格曼：《华尔街变迁史》，经济科学出版社 2004 年版，第 367 页。

³ 乔尔·塞利格曼：《华尔街变迁史》，经济科学出版社 2004 年版，第 274 页。

在利益的诱导下，部分媒体节目主持人也通过媒体向公众提供各种“秘密消息”，从而将公司股票价格突然之间抬高若干个点，出现了“温切尔市场”，助长了投机氛围（见专栏五）。

专栏五：“温切尔市场”

这段时期比较有代表性的节目主持人是沃尔特·温切尔（Walter Wichell），他在每周主持的广播和电视节目中免费向人们提供“秘密消息”，他的这些消息通常是从各种出版物的渠道中获得，但是这些消息经常可以把公司股票的价格迅速提高若干个点。华尔街历史学家罗伯特·索贝尔（Robert Sobel）写道：“1955年1月，温切尔宣称如果某个人在他前一年所提及的40种左右的股票中，每一个都购买一百股，那么他现在的账面价值大约已经达到了25万美元。”索贝尔说，尽管温切尔的论断并不属实，但是一个曾经担任过全国最受欢迎的广播节目主持人的一番言谈却“吸引着数以千计的投机者进入市场”。当时由于温切尔在媒体中对投机行为的推波助澜所带动的证券市场的投机现象，被称作“温切尔市场”。

一些经纪人公司夸张的广告宣传，也为证券投机和欺诈创造了环境。1961年美国SEC进行了《证券市场特别调查报告》¹，报告指出，经纪自营商和几乎全部个人销售收入都与新发行和二级市场的交易量直接相关，这就存在着经纪人可能会不负责地采用自由账户过度交易、向投资者做出不实陈述、或者是推荐不适当证券等以达到增加交易量的危险。就连纽约证券交易所的一些会员公司也采用了快速致富之类的广告宣传，“热股”发行主导了整个新股市场。SEC对证券市场进行的专门调查指出，从1959年到市场开始下滑的1962年初期，过去一些从来没有公开发行过证券的公司其证券发售活动达到了历史最高水平。这种新股发行活动是在整体乐观和投机盛行的条件下发生的。在一些‘充满魔力’的行业中，投资者们怀着可望的心情搜索新股的发行，并希望它们可以很快地发生大规模的价格上升，而这种愿望往往会成为现实。在初始上市几天甚至几小时之后，所谓的热手证券的交易价格就可能比原始上市价格提高300%左右。

但是SEC并没有通过处罚或者事前进行市场准入考察或培训来预防这些危

¹ 参见：Securities Markets Investigation, Hearings, House Commerce Subcommittee, 87th, Cong., 1st Sess. (1961); Public Law 87-196, 75 Stat. 465 (1961); and Cary, Politics and the Regulatory Agencies, p. 71.

险的发生。当时全国大约有 6000 多家经纪自营商，其中 3/4 是全国证券交易商协会的会员，协会是执行证券行业自我管理的主要机构，但是协会对主要经纪自营商办事机构的检查间隔时间较长，而且所采用的检查程序也几乎完全忽略了通过欺诈性陈述损害投资者的可能性。另外，证券行业的准入要求非常低，申请人只需要经过一个简单的测试就可以从业，20 世纪 50 年代兼职证券销售人员大幅度增长，从业人员素质相对较低，难以避免虚假推销和强制推销等行为的产生。SEC 的消极态度，纵容并导致了吉利根—威尔公司违规操作和瑞氏父子案件等美国证券交易所券商的严重违法行为（见专栏六、七）。

专栏六：吉利根—威尔公司违规操作事件

克罗韦尔—科利尔公司是《科利尔杂志》(Collier's) 的发行人，1953 年和 1954 年该杂志正在停办边缘痛苦挣扎，因此投资公司认为发售新的普通股是不现实的。到 1955 年 5 月，银行信贷人开始向该公司施加压力，除非公司能够从其他渠道取得长期债务，否则到 1955 年 8 月到期的巨额债务将无法展期。但是公司没有根据《1933 年证券法》进行信息披露，美国证券交易所的经纪自营商爱德华·埃利奥特 (Edward Elliot) 建议公司通过“私募”方式发行了 400 万美元可以立即转换成普通股的可转换债券。

1955 年，埃利奥特向 27 个投资者卖出了 300 万美元的债券，在每笔交易中附加了一个投资书，表明“相应债券购买行为是出于投资目的，签署购买人目前无意转售这些债券。”然而人们普遍忽视了投资文件的这些约束，最终这些债券被分配给了代表着 88 个人中的 79 个购买者。1956 年，该公司又通过同样的方式发售了 100 万美元的债券。在这个过程中，公司都没有向投资者充分披露公司的财务状况不稳定的信息，公然违背了《1933 年证券法》。

在购买债券的人中，有一个美国证券交易所的专业券商詹姆斯·吉利根 (James Gilligan)，他是吉利根—威尔公司的总合伙人。1955 年，吉利根成功使克罗韦尔—科利尔公司的普通股在美国证券交易所获得了上市资格，他自己担任了该股的专业券商，另外还向亲友转售了未注册的债券，总额达 50 万美元，从而违反了《1933 年证券法案》。除此以外，吉利根—威尔公司还参与过其他公司非上市证券的发售活动，其中很多活动都违反了《1934 年证券交易法》中禁止承销商实施价格操纵的相关规定。

埃利奥特和吉利根的违规操作并没有及时得到处罚，到 1958 年 SEC 才决定对埃利奥特公司进行惩罚，吊销其全国证券交易商协会成员资格 20 天，吊销吉利根—威尔公司资格 5 天。到 1962 年 2 月，SEC 又决定吉利根 5 年之内不得从事美国证券交易所专业券商的工作。对市场违规、违法行为的纵容导致了证券市场更加严重的违法行为。

专栏七：瑞氏父子案

由杰勒德·A·(杰利) [Gerard A.(Jerry)]和杰勒德·F·瑞 (Gerard F. Re.)组成的父子组合于 1954 年 7 月到 1957 年 4 月发售了斯旺一芬奇普通股 578000 股，价值超过了 300 万美元，但是瑞氏父子却没有按照《1933 年证券法》的要求提交上市申请。在这些股票的非法发售活动中，有一半是通过杰利·瑞的一个朋友格兰德 (Grande) 的傀儡账户进行的，格兰德实际对证券业务一窍不通。对于斯旺一芬奇将要发行的股票，杰利·瑞没有向 SEC 注册，相反把这些股票注入了格兰德的账户，并非法将这些股票出售给了大众投资者。1957 年 4 月 SEC 对斯旺一芬奇事件进行了调查，但是瑞氏父子等并没有受到任何处罚。

几个月后，美国证券场内交易委员会发现在美国制造公司股票的交易中，瑞氏父子没有履行专业券商的职责，但是也没有受到处罚。直到 1959 年 11 月美国证券商业行为委员会指控瑞氏父子对泛大陆工业公司的股票非法进行了卖空交易，并提交给了美国证券交易所的理事会。1959 年 12 月 19 日，专业券商控制的理事会以 18:5 的表决结果免除了对瑞氏父子的惩罚措施。但是 SEC 后来发现证据表明瑞氏父子也曾参与过赛鄂春电子电视公司 (Skiatron) 和 I·洛凯奇父子公司股票的非法销售活动，并向美国证券交易所施加压力，美国证券交易所以未有效地保持所需记录为理由吊销了杰利·瑞 30 天的交易资格。此时，SEC 才展开了对瑞氏父子的调查，他们发现瑞氏父子不仅利用傀儡账户进行股票非法发售活动，而且还尽心安排购买事件或者卖空交易对股票价格进行人为操纵活动、欺诈性地隐瞒他们持有相应证券的信息。瑞氏父子开创了前所未有的证券法违犯模式。

1961 年 4 月，SEC 在美国证券交易所中驱逐了瑞氏父子，1963 年，因为在 1954 年和 1957 年间对斯旺一芬奇公司的操纵行为，两人被判入狱 6 个月。

很多基金比如海外投资者服务公司 (IOS)、公平基金公司 (Equity Funding Company) 等也暴露出了欺诈现象，对股市造成了灾难性的打击，这两起事件使投资者的 8 亿美元损失殆尽。当欺诈行为越来越多地被揭发出来以后，很多会员公司陷入金融困境，从而导致破产，极大地损害了投资者的利益。

专栏八：海外投资者服务公司和公平基金公司的丑闻

伯纳德·科恩费尔德从 50 年代开始致力于销售共同基金，他注意到投资者对共同基金的需求非常强烈，而当时基金还没有受到 SEC 的调控。他把自己的海外投资者服务公司（IOS）的基金出售给流亡的美国人 and 那些希望在繁荣的华尔街分得一杯羹的外国人。

科恩费尔德具有过人的组织和销售才能，在强大的推销下，许多投资者购买了科恩费尔德的基金凭证，10 年之内他已经掌握了 20 亿美元的资金，代表了 100 万股东的利益。除了以净值的持续增长吸引投资者以外，他还宣称所有的投资者在任何时候都受到严格保护。60 年代后期，当证券市场走下坡路的时候，科恩费尔德的共同基金帝国开始摇摇欲坠，罗伯特·威斯寇的国际管理公司（ICC）也遇到了很大的现金压力，因此罗伯特·威斯寇以 ICC 为根据地准备收购 IOS，由于 IOS 急需资金，交易达成。当公司兼并之后，威斯寇唯一的目的就是从中掠夺现金，据估计，威斯寇至少卷走了 5 亿美元，这使投资者陷入困境。

公平基金公司（EFC）也在市场掀起了轩然大波，该公司的股票是整个时代股价的领头羊之一，它销售一种新型投资产品：人寿保险和共同基金的组合。销售人员将它作为人寿保险卖给投资者，保险费将用共同基金的红利支付。公平基金公司开始时得到了投资者的青睐，销售量迅速增长。5 年之内，公司的股票价格从 6 美元上升到 90 美元，各种各样的投资者都购买了该基金。70 年代初，不断下滑的股市和幕后交易使该公司陷入财务危机的边缘。

这些股市迅速发展带来的投机和欺诈现象造成了股市不稳定因素，一旦这些问题被投资者了解和揭穿，很有可能引起股市的连锁反应，引发股市暴跌。战后美国股市长期繁荣伴生的投机和欺诈行为对加强证券投资者保护、维持市场健康发展提出了新的要求。

3、并购浪潮促成股市泡沫

20 世纪 50 年代后期，股市的迅猛发展带动了制造业企业的并购，开始了美国的第二次兼并浪潮。随着市场的发展，老公司市盈率低，账面价值非常便宜，购买这些公司比新建一家公司更为合算，因此它们成为接管的对象，并引发了兼并的浪潮，该浪潮从 20 世纪 50 年代中期一直持续到 60 年代。在 1962~1969

年间，位居财富 500 强的制造业公司中，有 22% 的公司被收购。为了避免反托拉斯法的限制，此次并购浪潮表现出跨行业兼并的特征。SEC 对这次跨业经营兼并浪潮并没有给予足够的重视，这就为股市泡沫和证券市场的暴跌埋下了隐患。

关于跨行业并购的会计处理在当时证券市场中存在两种许可的方式：一种是购买法会计。即按照购买活动进行财务处理，被收购企业资产在列入收购企业资产负债表时，需要记录实际收购成本和并购公司账面价值的差额，这一差额被称为“商誉”，并在以后年度中用收入进行冲销，从而客观上减少了以后年度收购公司的收入；另一种方式是联营合并报表法。这种方法将两个合并公司的资产直接加总到一起，当收购成本高于账面价值时就无法反映出来，从而增加收购公司的每股收益水平。由于这种方法能够增加公司“即刻收益”所以大部分公司在 20 世纪 60 年代的跨行业并购中都选择使用第二种会计方法。很明显，联营法刺激了企业的兼并活动，鼓励公司过度发行债务或优先股，对投资者产生误导，联营法的运用引起了会计准则委员会和 SEC 的关注，他们对是否废除联营法进行过多次讨论，但 SEC 并未明确表明自己的态度。

专栏九：联营合并报表法应用实例

在 20 世纪 60 年代的跨行业兼并中，大部分公司都采用了联营合并报表法，该方法掩盖了实际的收购成本，快速虚增了公司的每股收益。

例如，1967 年，海湾西部公司（Gulf & Western）用总价值量曾一度达到 1.85 亿美元的债券收购了帕拉蒙特（Paramount）电影公司，而该公司当时的账面价值为 1 亿美元，其记帐方法就是采用的联营合并报表法。

之后海湾西部公司按照公平市场价值将帕拉蒙特电影公司的故事片电视播放权卖出，公司获得了 2000 万美元左右的“即刻收益”，公司就宣布收入从 1966 年的 22 769 000 美元增长到了 1967 年的 46 109 000 美元。实际上，如果该公司按照公平市场价值来处理对帕拉蒙特电影公司的收购，该公司的收入增长量实际是 370 万美元，而不是 2300 万美元。

在这次并购浪潮中，SEC 在证券投资者保护方面采取了比较温和的做法。仅仅规定当收购目标是拥有某种类型股票的 10% 以上时需要进行信息披露；针对跨行业并购公司信息披露数据的缺失，SEC 协助制订了一个法规，使公司在增加很少成本的前提下提高了对投资者信息的披露程度。然而这两项做法都是不充分的，没有在会计准则方面进行统一的规定，从而更好地监管上市公司。由于没有

对跨行业并购进行很好的监管，并购浪潮中的会计处理直接影响了投资者对公司价值的判断，损害了投资者的利益，成为 20 世纪 60 年代末股票下跌的重要原因之一。

4、固定佣金率受到挑战加速了小券商的破产

纽约证券交易所在 20 世纪 50 年代两次提高佣金率，使其成员在佣金率上缺乏竞争，从而引发了成员间一些反竞争的做法。这些做法包括一些大型经纪公司提供辅助性服务，进行非佣金竞争、在纽约证券交易所上市的股票同时在场外证券市场进行交易、共同基金中的佣金让与，以及通过与非交易所成员进行互惠交易和服务安排减少非成员经纪自营商成本等。证券市场固定佣金率制度的存在，减少了竞争，增加了投资者成本。共同基金中也同样存在这样的问题，到 20 世纪 60 年代中期，基金的迅猛发展使其成为一个广泛争议的问题，其中基金管理中最基本的一个问题是：与存在有效竞争条件下可能产生的结果相比，现实的销售佣金和咨询费用水平一直偏高。在佣金率的问题上，SEC 仍然坚持经济管理立法的思想，这与当时经济界普遍接受的以竞争为导向的理论思想之间产生了冲突，在 1966 年《投资公司成长报告》的基础上，SEC 提出的共同基金议案，为此经过多次妥协才在 1970 年 12 月正式颁布。SEC 在佣金率问题上的消极态度，受到了来自国会、司法部以及私人团体等各方面的压力，它们都要求 SEC 在创造证券市场竞争氛围的过程中承担相应的责任。

1965~1968 年之间，纽约证券交易所的佣金率问题和进入规则问题都导致了高于竞争水平的交易成本，与反托拉斯法精神有所违背，并受到业界的质疑和挑战，但是 SEC 并没有正式采取行动以寻求这方面的补救措施。处于多方面的考虑，到 1968 年 1 月，SEC 只是敦促纽约证券交易所对自己的佣金率格局进行改革，然而纽约证券交易所为了维护自身利益尽可能维护固定佣金率制度。纽约证券交易所通过一份经济分析报告对废除固定佣金制所引起的后果进行了估计，这份报告受到了多方面的攻击，一些著名经济学家如萨缪尔森、鲍莫尔、德姆塞茨等都对该报告进行了严厉的批评，他们认为，固定佣金产生了超额利润，没有存在的充分理由，竞争性的佣金体系是更好的也是可行的方式。由于国会和业界在固定佣金率方面所施加的压力是相互冲突的，SEC 采取了谨慎态度，直到 1972

年2月,SEC才对30万美元以上的交易取消了固定佣金要求。1975年5月1日,SEC废除了一切固定佣金制,结束了自“梧桐树协议”以来执行的固定经纪佣金制度,开始实行浮动佣金制。

虽然对大的经纪自营商来说实际上它们早已经在实行竞争佣金率,它们通过提供其他服务等给予客户一定的优惠,然而对于业务单一的小经纪自营商而言,取消固定佣金率将在很大程度上影响它们的收入状况,甚至可能会危及到它们的生存。在自由竞争的大环境下,取消为经纪公司带来稳定收入的固定佣金,转而实行浮动佣金率的制度,加速了小经纪自营商的破产。

5、经纪自营商事务部门危机直接导致了券商的破产风波

在证券交易量迅速增加的过程中,经纪自营商将主要精力投入到提高营业额上,对事务部门的管理投入较少。由于业务量不断增加,经纪公司不得不吸收更多的新员工加入,但是公司没有更多的时间和精力来培训新员工,这使他们无法快速适应工作,从而使纽约证券交易所成员公司的错误和坏帐率大幅上升,造成了1967~1970年间的经纪自营商事务部门危机。这是证券行业在自我管理活动中遭遇的最严重失灵现象,是行业调控的一种崩溃现象,SEC认为是“40年以来证券行业中发生的最严重、历时最长的一次危机”¹。

事务部门危机分为两个阶段。第一个阶段是1967年到1969年初期的事务处理危机阶段。由于当时证券交易的处理大多依靠手工完成,证券交易活动的不断增长使证券公司的事务部门能力不足问题凸显出来,很多公司大量的纸面工作无法及时完成,投资者的交易常常被延迟,后台工作混乱不堪。为了缓解经纪公司业务处理的压力,证券交易所和全国证券交易商协会做出缩短交易时间的决定,先是缩短了每天的开市时间,继而在1968年决定每周三闭市,但是收效甚微,相当一部分成员公司还是不能及时向客户交付资金和证券。1968年4月,据纽约证券交易所统计,成员公司当月的失约金额达到了26.7亿美元,1968年12月增加到了41.2亿美元,全行业交易表现出失控的状态。第二个阶段从1969年开始到1970年结束,该阶段主要表现为证券经纪公司的财务危机,这与1969~1970年的股市暴跌大致同步发生。1969年5月14日到1970年5月26日之间,

¹ 查里斯·R·吉斯特:《华尔街史》,经济科学出版社2004年版,第457页。

道琼斯工业平均指数下跌了 35%，从 968.85 点下降到 631.16 点，纽约证券交易所日平均交易量从 1968 年的 1300 万股下降到 1100 万股左右。交易量的下降使整个行业出现亏损现象。由于证券行业长期以来没有产生利润，1967~1968 年的事务部门危机又产生了较大的财务损失，1969~1970 年的股市暴跌使大量经纪公司陷入财务危机，从而引发了经纪公司的破产风波。

自纽约证券交易所成员公司——格雷戈里儿子公司（Gregory & Sons）清算开始，1969 年 10 月后期美国经纪公司出现大规模倒闭，不断有经纪公司破产倒闭，其中包括一些规模和影响巨大的公司，比如麦克唐纳公司（McDonnell）。该公司于 1970 年倒闭，它的倒闭加速了纽约证券交易所成员公司倒闭的速度，继麦克唐纳公司倒闭以后，彼沃尔德—德布尔公司（Baerwald & De Boer）、克雷纳—贝尔公司（Kleiner Bell）、梅耶森公司（Meyerson）、福兹—施麦尔兹公司（FuszSchelzle）、奥维斯兄弟公司（Orvis Brothers）和布莱尔公司（Blair）相继倒闭。在这些倒闭公司的清算过程中，纽约证券交易所从自己的专门信托基金中对这些成员公司的客户进行补偿，或者通过担保基金等形式促成公司的合并，但是面对大量公司的倒闭，纽约证券交易所也已经无力为所有公司的客户进行赔偿。据众议院 1972 年的一份报告称，在 1969 年至 1970 年间，大约有 160 家纽约证券交易所成员退出了证券业务，其中有 80 家被其他公司兼并，另外 80 家解散、清算或退出了证券业务。

专栏十：麦克唐纳公司（McDonnell）的倒闭

麦克唐纳公司（McDonnell）是华尔街最大且最受敬仰的经纪公司之一。1968 年，其年营业额在 3300 万美元左右，净资产达到了 1500 万美元；26 个分支机构遍及美国和法国；在 8 个证券交易所中拥有成员资格，而在纽约证券交易所的席位有 3 个；雇员人数达到 1500 人，客户数量接近 10 万人，他们每天的交易量大约在 3500 次左右。到 1969 年末，该公司情况急转直下，麦克唐纳公司开始关闭一些分支机构，裁撤一些经纪人。在媒体的揭露下，由于公司涉嫌欺诈、交易记录严重缺失、有组织的进行频密交易（churning accounts，用客户的账户进行频繁的交易以获得更多的佣金）以赚取佣金等违规操作，1970 年 3 月该公司正式倒闭。麦克唐纳公司倒闭之后，纽约证券交易所的成员公司倒闭速度加快。

6、券商最低资本要求的松懈加剧了券商倒闭

20 世纪 50 年代到 70 年代，美国对经纪自营商最低资本的要求缺乏统一的标准，尽管 33 个州都要求经纪自营商达到一个最低的资本额度或者提供履约保证书，考虑到最低资本要求会阻碍新成员的加入，SEC 曾禁止全国证券交易商协会发布这样的要求，因此包括纽约和伊利诺伊州在内的重要地区都没有这样的要求。因此，新经纪自营商公司资本缺乏就成为一种常见现象，20 世纪 50 年代和 60 年代初期，欺诈性行为和不适当的证券销售活动流行部分原因在于经纪自营商的资产无法补偿损害赔偿要求，他们不担心法院的裁决，更不会花费更多成本雇佣有经验的销售人员或对人员进行培训。

而且以前的法律和规则虽然都规定券商不能滥用客户资产，以及规定了券商的最低的财务指标，但 1969—1970 年的危机促使人们关注到证券业现存的自律结构无法起到很好的作用，很多券商已经倒闭。很明显的证据是纽约证券交易所在执行其净资本规则时比较松懈，纽约证券交易所成员没有充分的流动资产对自己的债务提供补偿。根据纽约证券交易所的规定，从客户或合伙人那里得到的附属贷款或抵押即期票据都可以计入资本额，但是这些附属性贷款是非常不稳定的资本形式，这部分资金随时会撤出。但是这种附属贷款形式被经纪自营商非常普遍地采用，而且在经纪自营商的资本额中所占份额较高。1970 年这部分资金在纽约证券交易所全部合伙关系成员资本总额中所占的比重高达 40%，在其成员公司资本总额中达到 34%，25% 的纽约证券交易所合伙关系成员以及 10% 左右的纽约证券交易所成员的总资本金中，有 70% 或者更多部分都以某种附属贷款形式筹集而来。股市一旦暴跌，将有大量公司面临倒闭的威胁。

7、反通货膨胀政策加剧了股市的下跌

20 世纪 60 年代美国的通货膨胀不断恶化，60 年代末期，为了消除通货膨胀的压力，美国政府减少了货币供应，对经济进行干预，市场利率迅速上升，到 1969 年底，市场利率比 1963 年上升了 4 个百分点。根据 1933 年和 1935 年银行法，银行利率在调整时有一个最高上限，以避免银行竞争过程中提高利率带来的风险，多年来这个最高上限基本没有发挥作用，60 年代末的利率上升使市场利

率突破了 this 上限，资金向证券市场分流。然而此时的证券市场大幅下滑，纽约证券交易所的股票指数从 1969 年 12 月的 50.86（1965 年=50）下降到 1970 年 7 月的 41.15，下降了 19 个百分点。所有投资者都将注意力集中在通货膨胀及其对企业经营的影响上。利润预期的不确定性，以及紧缩的货币政策给投资者带来的不确定性等因素共同影响了有价证券的价值。与通货膨胀相伴随的股市的过分膨胀，以及随后因为反通货膨胀政策带来的股价急剧下降都对证券市场造成了影响（Economic report of the president,1971）。

1967-1970 年美国证券市场遭受了漫长的财务危机，这是 1929 年大危机以来最严重的一次危机，1970 年的资本市场经历了 40 年来最严重的下滑。1968 年中期到 1970 年底，至少有 30 家券商倒闭，虽然这些都是规模相对较小的公司，但这使大券商不得不与更强的券商合并。在迅速下滑的市场中，券商挪用客户保证金和毁灭性的使用贷方余额以挽回其经营的损失，在证券经纪商频频破产、倒闭和兼并的过程中，投资者保证金损失惨重，到 1970 年客户损失了 130,000,000 美元（Economic report of the president,1971；Anonymity, 1973）。

8、全国性的投资者补偿机制缺失

20 世纪 50 年代，受到艾森豪威尔政府维持预算平衡和消除或防止联邦管理“过度现象”，以及倾向于和商业界之间保持和睦关系的执政理念的影响，美国证券交易委员会不断裁减工作人员，在法规实施和制订方面都没有发挥积极的作用，证券法的贯彻实施和 SEC 管理权限上的必要扩张工作遭到了挫折，美国 SEC 走到了低谷。在 1952~1953 年之前，纽约证券交易采取重要的行动必须征求 SEC 的意见，但是在 20 世 50 年代，SEC 行动的出发点发生了变化，他们认为对行业领袖进行不断地审查，就可以促使行业采取严格的自律措施，他们把很多事务的自主权交给了纽约证券交易所，由他们自行决定，而 SEC 则把精力放在对纽约证券交易所和证券经纪自营商等机构的监管上。但实际上，SEC 在评估和监督证券交易所和全国证券交易商协会自律活动中并没有很好地尽到责任。它只能平均每三年对经纪自营商进行一次审查，对位于纽约市的经纪公司则平均五年或六年才审查一次，另外，很多证券销售人员都是兼职的，也不具备证券销售资格，他们中有很多人没有受到监督。

二战以后,SEC 对纽约证券交易所成员业务经营和财务问题关注程度逐渐弱化,除了预算的原因以外,纽约证券交易所成员公司鲜有破产现象,而且 SEC 对纽约证券交易所监督成员业务和财务方面给予了足够的信任和肯定,当有券商倒闭时,主要由纽约证券交易所自己承担对投资者的补偿责任。1964 年纽约证券交易所成立了专门的信托基金以在成员公司破产时对投资者进行保护。在经纪公司破产浪潮初期,SEC 对该现象没有足够的估计,对投资者的补偿仍然主要依靠纽约证券交易所的自律管理,但随着纽约证券交易所成员公司破产现象增多时,纽约证券交易所难以对所有公司的客户进行补偿,很多小券商的客户保证金受到损失,大大影响了投资者信心。从 1968 年开始,SEC 出台了一些限制措施,但已无法避免经纪自营商的大规模破产。

国会担心纽约证券交易所的特殊信用基金和其他的交易信用基金在券商倒闭时无法足够的保护投资者。更糟糕的是有很多非交易券商根本就没有此类准保险性质的保护。对投资者的赔偿主要是证券交易所依据《破产法》或自己筹集资金来偿还受损的投资者,然而 1968 年以后的实践表明该方式无法保护中小投资者,投资者信心受到重创。为维持投资者信心,防止金融风险的传递和扩散,美国急需一个能够在更大程度上保护投资者的正式的制度安排。在 SIPA 的听证会上,国会也认为现存的规制是不够的。国会希望该法案能够提升财务质量和要求券商利用充足的非客户资本经营其业务,这将使客户财产不受券商经营的威胁,从而使对该保险的需要真正减少 (Anonymity, 1973; Economic report of the president,1969,1970,1971)。

专栏十一：纽约证券交易所的专门信托基金

20世纪60年代初期，由于投机行为的存在导致美国部分经纪公司倒闭，客户的保证金受到损失。1962年，商品市场特别是棉花籽油、豆油和豆粕市场的投机商安吉利斯（Angelis）编织了一张非常复杂的投机网络，试图在色拉油市场进行囤积活动。他在现货和期货市场上同时买入豆油，并储存在自己农场的油库中，

为了筹集投机所需要的资金，他将豆油的仓单售出，大部分卖给了美国运通公司的一个子公司——美国运通仓储公司。运通公司又将这些仓单卖掉，但当运通公司的观察员到安吉利斯的油库检查时却发现，安吉利斯不仅卖掉了仓单，也卖掉了豆油。为此，1963年11月19日，安吉利斯的植物油精炼公司申请破产，但这仅仅是一个开始。

安吉利斯曾经通过威利斯顿—比恩公司（Williston and Beane）和艾拉·豪普特公司（Ira Haupt and Company）两个大的经纪公司在色拉油的期货市场上进行投机，安吉利斯的破产，使这两家公司陷入绝境，第二天早晨，纽约证券交易所暂停了两家公司的交易活动。这两家经纪公司拥有较多的客户，艾拉·豪普特公司有2.1万个客户，在公司的账户上有客户的4.5亿美元证券资产和550万美元的现金，其中很大一部分证券是在公司的名下，以方便客户交易或是客户在以保证金方式购买证券时用作抵押。当经纪公司破产时，在客户名下的证券很快会归还客户，但是公司名下的证券就可能拖延数月甚至数年之久。威利斯顿—比恩公司拥有9000名客户，也有类似数目的资产处于这种风险中。

这两家经纪公司被暂停交易引发了其他经纪公司也开始要求取出他们在经纪公司的证券和现金，面对类似银行挤兑的危险，纽约证券交易所和其会员公司决定采取行动。美林公司和沃斯顿公司（Walston and Company）宣布对威利斯顿—比恩公司提供50万美元的贷款，使其能够满足纽约证券交易所对其资本金的要求，并得以重新开业。美林公司还宣布，如果有必要的话，已经做好接管该公司的准备。11月22日威利斯顿—比恩公司重新开业。

为拯救艾拉·豪普特公司，面对肯尼迪总统遇刺带来的股市大跌，11月25日，各方达成了一份协议：纽约证券交易所要求其会员为艾拉·豪普特公司提供1200万美元以使其客户不受损失，艾拉·豪普特公司所欠各大银行的2400万美元贷款将被延期归还。随后艾拉·豪普特公司将被清盘，资产被变卖，用来偿还交易所和银行的债务，如果还有剩余将分给合伙人。第二天，纽约证券交易所正常营业，纽约证券交易所对会员公司的高度负责的做法维持了股市的平稳。

在此事件的一年之后，纽约证券交易所宣布建立一个1000万美元的特殊基金（外加1500万美元的信用贷款额度），用来应付未来可能发生的类似事情。这个基金的成立是华尔街运行方式的一大变化，他们意识到他们有超越各自公司利益的共同利益。

（二）强化证券投资者保护的相关法律和措施

1、美国出台《证券投资者保护法》

面对 20 世纪 50—70 年代美国股市的大幅波动和股市的巨大变化,美国 SEC 对投资者的保护既有经验也有教训。SEC 虽然在应对股市存在的各种问题时都进行了各种努力,试图与国会和业界在妥协中达到对投资者的保护,并在自由竞争的大背景下争取到了对证券市场的适当监管,然而 SEC 在这个发展阶段上,对很多问题的监管是消极的和被动的,他们对很多问题的严重性没有给予充分的估计并作出预防性措施。应该说美国 SEC 对于 20 世纪 60 年代末 70 年代初的股市暴跌付有一定的监管责任。

为了更好地保护投资者,SEC 从 60 年代到 90 年代中期,对证券法案提出了多次修正,然而由于缺乏深入的调查和取证,从而导致他们提出的《1964 年证券修正案》和《1975 年证券修正案》经过多次修正和妥协才最终通过。随着场外交易的发展,在《证券市场特别调查报告》中认为,在所有的欺诈案件中,大部分案件中的涉案发行人都不受《1934 年证券交易法》连续信息披露要求的约束。SEC 力争对《1934 年证券交易法》进行修正,经过长期努力,最后在多方妥协下,1964 年 8 月 20 日《1964 年证券修正法案》正式签署生效,加强了对投资者的保护。《1964 年证券修正案》,也被称为弗里尔—富布莱特议案。该法案最主要的内容包括:如果某个证券发行人的某种股票投资者达到或超过了 500 人,同时总资产超过了 100 万美元,那么《1934 年证券交易法》中的定期信息披露、表决代理制度、内部交易等条款的规定就适用于该发行人。《1975 年证券法修正案》主要解决全国证券市场电子连接体系运行机制问题,该法案要求 SEC 建立一个由 15 个成员组成的全国市场顾问委员会,对于有助于全国市场体系建立过程的各种措施展开调查,并将自己认为适当的措施推荐给证券交易委员会,SEC 保留了所有的相关管理权。通过该法案,SEC 取得了在全国市场建设过程中发挥监督作用的权力。

鉴于市场上缺乏对投资者进行赔偿的机制,为保护投资者利益,SEC 迅速而决断地在 1970 年提出了《证券投资者保护法》(SIPA),并于 1970 年 12 月获得国会通过,形成了对投资者的赔偿机制,强化了对投资者利益的保护,成为该时

期美国对证券投资者保护的最重要举措，从而形成了美国相对比较完整的证券投资者保护体系。依据该法案成立了证券投资保护公司（SIPC），当券商因破产、关闭、被撤销等情形而无法归还客户资金时，以给予投资者所受到的一定范围内的财务损失。该公司管理的基金可以向客户提供价值为 5 万美元的保险保护措施。SIPA 意在通过颁布预防性的制度和建立事后补偿的机制来增强 SEC 的权力。

《证券投资者保护法》（SIPA）的出台以及证券投资保护公司（SIPC）的成立，使美国证券监管体系通过对证券市场的监管和规制延伸到了对投资者的补偿，最大限度的保护了投资者因为非投资选择问题造成的利益损失(Anonymity, 1973)。

SIPA 是其始作俑者 SEC 和证券业妥协的结果，尽管证券业反对，国会还是给予 SEC 制订规则的权力以监督和考察其成员。在 SIPC 指导委员会构成中，证券业界再一次遭受挫折：在七个成员中，只有三个是证券业代表而且他们是由总统任命而不是由证券业内任命。但是在会费收取和不使 SIPC 成为一个新的司法机构方面，证券业界占了上风。

2、其他国家对投资者的赔偿机制

实际上早在美国建立证券投资者保护基金公司之前，加拿大就在 1969 年成立了加拿大证券投资者保护基金（CIPF），该基金是一个非盈利性的保护投资者利益的组织。CIPF 成员既包括证券经纪商也包括期货经纪商，所有加拿大投资交易商联盟（Investment Dealer Association）和 CIPF 的赞助商蒙特利尔证券交易所的成员，现有成员近 300 个。他们向 CIPF 缴纳会费，当他们经营遇到困难破产时，其所有客户获得该基金的破产保护。基金自成立以来资金不断增加，截至 2004 年底，基金总额已经达到近 3 亿美元。

与美国类似，日本在 20 世纪 70 年代以后也进入证券市场完善和监管逐步成熟的阶段，加大了对证券投资者保护的力度。日本在 50 年代以后经济快速增长，股市也进入繁荣发展时期。进入 60 年代，日本股市投机过度，造成了 1962~1965 年的大危机，东京股市日经平均价格从 1800 多点跌至 1000 点，引起了投资者的恐慌。为了应对此次危机，日本政府重新修订《证券交易法》，废除了注册制度，实行了证券公司的许可证制度，并完善交易规则。这些措施并没有能够避免大批公司的破产，从 60 年代中期，日本实施了稳定股东计划，企业与银行间相互持

股，相互约束，以避免敌意收购，日本加强了对证券市场的监管。日本各法人之间的相互持股计划使证券市场迅速发展，但是从国有铁路的私有化开始，日本股市出现了较大的泡沫成分，并面临通货膨胀的困境。日本中央银行为防止物价上涨，通过预防性紧缩政策提高贴现率来抑制物价，1989年5月，官方贴现率提高到3.25%，到1990年8月，中央银行再次将贴现率提高到6%。贴现率的提高引发了证券市场的暴跌，日本股市泡沫破灭，日本陷入衰退。为保护投资者利益，使之免受券商破产造成的保证金损失，1998年以前日本成立了寄托证券补偿基金，之后又成立了由国内券商组成的日本证券投资者保护基金和外国经纪公司组成的证券投资者保障基金，2002年两个基金合并成为“证券投资者保护基金”。该基金强制证券公司加入，一旦在证券公司经营失败时，保证有能力对一般顾客进行支付和履行义务，既保护了投资者的利益，也提高了证券公司的最低资本金额。

在美国成立证券投资者保护基金公司以后，各个国家都纷纷成立了自己保障中小投资者利益的基金公司。1987年，澳大利亚建立了国家保证基金(NGF)；英国在2001年2月成立了“金融服务补偿计划有限公司”(FSCS)；我国香港1985年成立了联合交易所赔偿基金，2002年建立了“新投资者赔偿基金”。另外，菲律宾、印度和土耳其等国家和地区均设立了类似的机构。我国台湾地区于1993年设立了证券投资者保护基金，并在1997年拟了一个《证券投资人及期货投资人保护法》草案，1998年在财团法人“证券及期货市场发展基金会”下附设了一个“证券投资人服务与保护中心”。但是到目前为止，台湾地区仍然没有获得立法院的正式通过，该机制主要通过“证券及期货市场发展基金会”进行运作。

从各国投资者赔偿基金的运作模式来看可分为两类：一种是独立模式，即成立独立的投资者赔偿(或保护)公司，由其负责基金的日常运作，该模式以美国为代表，英国、爱尔兰、德国等也采用了这种模式；另一种是附属模式，即由证券交易所或券商协会等自律组织发起设立基金，并负责其日常运作，加拿大、澳大利亚等采用了此种模式。

（三）《证券投资者保护法》框架下对投资者的保护方式

1、成立证券投资保护公司（SIPC）负责对投资者赔偿

1970年12月30日美国成立了证券投资者保护公司（SIPC），它是一家非营利性的会员制公司，其会员为证券经纪商和自营商。其会员包括所有依照美国《1934年证券交易法》第15（b）条款注册的证券经纪商、自营商以及全国性证券交易所成员，截止到2005年底，SIPC共有会员5959家（SIPC: Annual Report, 2005）。美国的SIPC由7位董事构成，其中5位董事经参议院批准由美国总统委任，在这5位董事中，3位来自证券行业，2位来自社会公众，另外两位董事分别由美国财长和联邦储备委员会指派。董事会的主席和副主席由总统从社会公众董事中进行任命。

SIPC的主要权力和职责是：

（1）负责管理和使用证券投资者保护基金。在美国，证券投资者保护基金主要来源于三个渠道：一是会员每年缴纳的会费，以及这些资金投资于政府债券的利息收入；二是从商业银行组成的银团的借款10亿美元；三是在需要时，可以由SEC向美国财政部借调最高额度为10亿美元的资金给SIPC使用。截止到2005年底，美国证券投资者保护基金总额达到12.9亿美元，充足的资金有力地保障了在券商遇到财务危机时有足够的资金对投资者进行偿付。如今，每个客户能够获得的补偿最高为50万美元，现金请求最高限额为10万美元。

（2）如果SIPC认为其会员不能或有可能不能履行对投资者的义务以及满足细则（b）（1）时，SIPC向法院递交申请，要求法院指定受托人对公司进行清算并保护投资者。客户账户的财务价值按索赔要求的提出日期进行计算，无论如何，客户所拥有的证券是要得到补偿的，为达成此目的，必要时SIPC会动用其储备基金，从市场上购买替代证券来赔偿投资者。

（3）在对投资者赔偿后，SIPC取得对会员的代位索偿权，参与其清算过程。

（4）对会员的财务状况进行监控。

2、证券交易委员会（SEC）监管整个市场并监督SIPA实施

SEC在实施以前的监管权力的同时，在SIPA出台之后，还要参与SIPA的

整个程序。首先，SEC 负责监督 SIPC 的工作。SEC 可以否决和修订由 SIPC 提出的规章、制度，并监督 SIPC 的运作；其次，强制要求 SIPC 执行其义务。如果 SIPC 拒绝运用他的基金或者保护其成员的投资者，SEC 有权要求 SIPC 所在地的法院要求 SIPC 履行其义务；再次，SEC 可以要求 SIPC 提供其认为对公众利益必需的或合适的报告、记录和资料；最后，接受 SIPC 的年度报告。每财年结束时，SIPC 需要向 SEC 递交关于其业务以及其行使权利的报告，其中包括该财年的财务状况。

对自律机构的管理监督方面，SEC 还具有：

(1) 在自律机构对其成员的财务状况进行检查和检验的频率和范围方面，以及检验人员的资格和人员选择方面，可以要求任何一个自律机构对它的规则、惯例、程序等做出任何的修改或补充；

(2) 可以要求任何一个自律机构向 SIPC 提供与相应机构成员的财务状况相关的报告、记录或者相应文件的复印件；

(3) 可以要求任何一个自律机构对该机构任何成员的财务状况进行检查或检验。

随着电子技术的发展，美国 SEC 启动了电子信息披露项目，开始从纸面信息公开向电子化过度。1984 年 SEC 要求成员公司在电子数据收集分析和检索（Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval）系统上自愿参加该项目，到 1993 年，SEC 要求所有的发行商都必须通过该系统提交电子文件代替纸面文件，以便于向投资者公开信息。英国、加拿大和澳大利亚也都有了这样的系统。日本直到 2000 年才有了类似的规定。

3、自律组织进行自律监管并协助SIPA实施(Anonymity, 1973)

在美国自律组织机构主要是证券交易所和全国证券交易商协会（NASD），他们在证券市场中发挥了重要的自我管理作用，对维持市场秩序起了重要的作用。在 SPIA 框架下，自律组织除了继续进行自我管理以外，还在 SPIA 运作中发挥重要的作用。

首先，SEC 和自律组织如果了解到属于 SIPC 会员的券商和经纪人身处或即将面临财务困难时，要立即通知 SIPC。其次，作为代管机构代管 SIPC 成员可作

为支付的财产。自律组织是权威检察机关，除非该公司是自律组织成员或者它参与了该清算机构，SIPC 成员要将其资产交由自律组织代管。如果 SIPC 成员不是自律组织的成员则直接向 SIPC 支付赔偿。再次，当 SIPC 成员也是自律组织成员时，自律组织将根据财务责任条款进行监督，但是当自律组织是清算成员（此种情况由 SEC 监督）和当 SIPC 成员属于多个自律组织时（由 SEC 指定一个或者由 SEC 监督）时除外。第四，自律组织要向 SIPC 提交检察报告。最后，SIPC 将咨询和与自律组织就以下事项进行合作：一是制订相关合理的机制以发现 SIPC 成员可能存在的财务危机；二是自律组织检察 SIPC 成员是否遵守财务规则，以及形成报告；三是 SIPC 成员定期向自律组织提交财务信息并受其监督。

香港联合交易所于 1985 年设立了联合交易所赔偿基金，并成立了证券赔偿基金委员会，该委员会必须在符合有关规定下负责管理赔偿基金。赔偿基金由以下各项组成：（1）监察委员会经财政司司长批准，可从监察委员会的储备金中拨出一笔其认为适合的款项，进入赔偿基金。（2）交易所公司按照有关条文向监察委员会缴付或缴存的所有款项，主要是交易所公司就每份交易权须交付的现金款项 \$ 50000。（3）监察委员会或代理监察委员会藉行使本法所赋予的任何诉讼权而讨回的所有款项；（4）监察委员会可不时为赔偿基金的目的，向任何贷款人借入款项，该项借款总和，在同一时间不得超过 \$ 1000000。（5）合法付入基金的所有其他款项。

4、券商和经纪人加强自我防护

券商和经纪人除了要遵守之前法律规定的内容外，在 SIPA 框架下还要遵守改变了的净资本规则，即美国《证券交易法》中对券商的净资本进行了规定，而 SIPA 要求券商在净资本中保持有最低客户资金 25000 美元，而不是原来的 5000 美元。另外，如果自律组织已经通知给 SIPC，这些券商和经纪人就应该遵照自律组织的安排或自愿着手清算和减少他们的业务，自律组织应该给予帮助和监督。

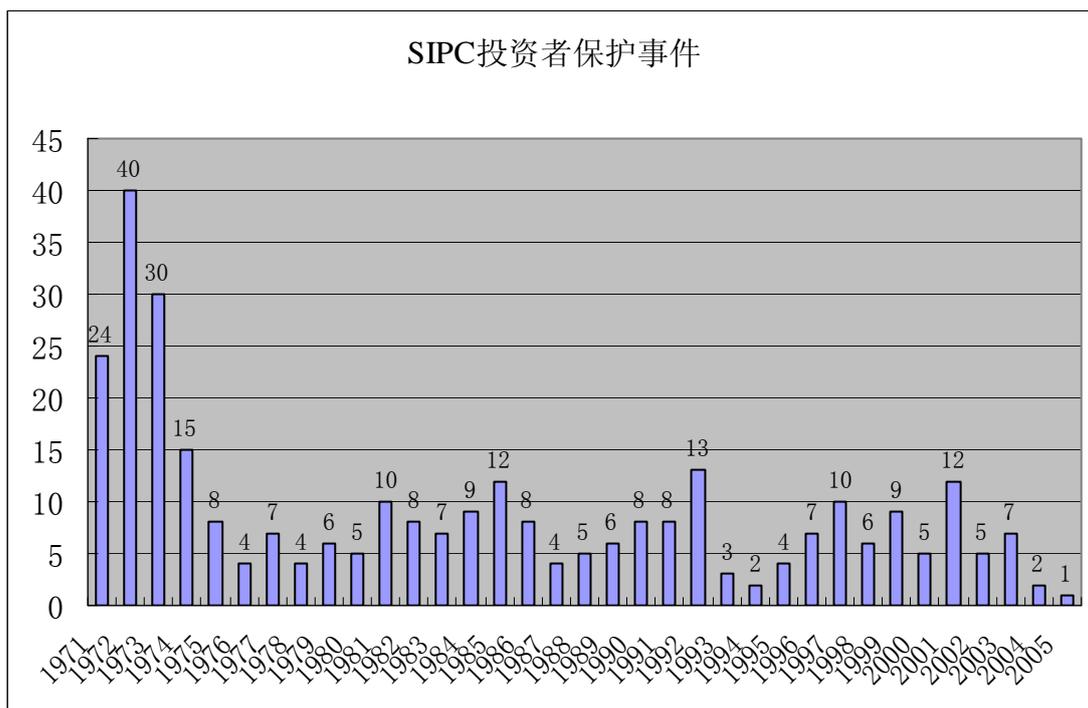
（四）《证券投资者保护法》的实施效果

在《证券投资者保护法》出台之前，美国和世界大多数国家一样，对证券市

场投资者的保护主要体现在对上市公司信息披露的规定、上市公司和经纪公司资格的限制，以及交易秩序的维持方面，在经纪商破产时投资者遭受的损失没有完备的补偿机制。面对频繁倒闭的券商而出台的《证券投资者保护法》，在保护投资者的损失的同时还有一个更重要的意义就是通过对券商的监督提升券商财务质量，减少投资者受券商经营情况的威胁。投资者赔偿制度在世界范围内已经经过了近 30 年的发展，大部分国家都已经建立了类似的制度安排。通过该制度，各国证券市场有效地保护了中小投资者的权益，维持了投资者对金融体系的信心，补充了自律监管体系的作用。

一方面，SIPC 的工作确保了投资者的信心，维持了社会安定。证券投资保护基金公司从组织上和资金来源上为投资者提供了实质性保障，成为投资者面临经纪商倒闭或遇到财务困难时，避免资金和证券损失的第一道防线。在补偿过程中，SIPC 主要针对中小投资者进行补偿，而将与倒闭券商关系密切的股东、董事、经理等过失方排除在受偿对象之外，以降低道德风险。截止到 2004 年 12 月，SIPC 为可能追回的 142 亿美元已经预付了 5.70 亿美元，保护了 624,000 投资者的利益(SPIC 网站)。到 2005 年底，SPIC 共处理了 314 起成员破产案件，其中 283 起已经完全结案，26 起进入了司法程序，5 起进入了执行程序。在 35 年中，SIPC 总计向投资者支付 141 亿美元，其中 138 亿来自债务人资产，3.71 亿美元来自 SIPC 基金。在所有的请求中，341 位投资者要求的现金和证券总额超出了 SPIA 所允许的最高额度，涉及 3970 万美元，2005 年减少了 204.1 万美元，这部分未被完全补偿的金额仅占有所有案件中赔付总额的 1%。虽然并非每一位投资者都会受到 SPIC 的保护，但是据估计，到目前为止在经纪商倒闭的案件中，99% 以上的符合条件的投资者得到了补偿。

另一方面，SIPA 实施以来，倒闭券商的数量不断下降，从 1970 年到 2005 年底，共发生 314 起证券投资者保护事件，在 35 年来所有的 SPIC 的 37800 家成员公司中，所占比重不足 1%。从每年发生的数量来看，1974 年以来券商出现财务困难的数字有了大幅下降，虽然之后有一定的起伏，但数量都远远少于上世纪 70 年代，2004 年和 2005 年分别仅有 2 个和 1 个证券投资者保护案件，创了历史上案件最少的记录（图 2），可见，SIPC 对券商财务状况起到了很好的事先预防作用（SIPC: Annual Report, 2005）。



资料来源：SIPC: Annual Report, 2005。

图 2： SIPC 证券投资者保护事件发生情况

由于加拿大的金融市场发展较为健全，蒙特利尔证交所、加拿大 SEC 会员和 CIPF 对各个会员有严格的监管，因而破产的券商迄今为止只有 17 家，他们的客户已经获得了 3.7 亿美元来自 CIPF 的赔偿。

为提高证券监管机构干预市场的效率，1990 年 11 月，美国国会通过了《证券市场改革方案》，其主要内容是加强证券市场管理部门的权利。改革的目的是赋予 SEC 等监管机构更大的权利，以利于在以法律为主、行政手段为辅的情况下，创造一个更加公平的投资环境，增强中小投资者的信心，强化证券市场的诚信原则。

四、加强监管还是放松监管

——20 世纪 90 年代中期至今

关于自由竞争和政府干预一直是经济理论争论的话题，对证券市场来说，自 1929~1933 年大危机以后，对证券市场进行监管成为美国以至世界各国的共识，各个国家都制订了证券法规对证券市场进行规制。然而在证券监管的框架下，证券监管始终是证券投资者保护和市场发展之间的权衡，美国证券交易委员会对证券市场的监管就是在市场发展需求和与各方妥协的过程中进行的。20 世纪 90 年代中期以后，随着信息通讯技术和经济全球化的发展，证券市场发生了很多新的变化。证券市场进入电子化、信息化时代，网上交易发展迅速，国际化成为发展趋势，随之证券市场的监管有所放松，2001 年底发生的安然事件，使加强监管还是放松监管的争论再次升温，从结果来看美国出台了严厉的《萨班斯—奥克斯利法案》，加强了对上市公司、会计师事务所等的监管力度，然而关于是否要加强监管力度的争论并没有结束。

（一）加强监管和放松监管争论的背景

1、信息化时代带来监管难题

随着计算机和信息通讯技术的发展，美国证券市场从 20 世纪 70 年代开始进行信息化改造，电子信息系统将美国各个证券交易所和第三市场连接起来。1971 年美国证券交易商自动报价系统（National Association of Securities Dealers Automated Quotation System，缩写为 Nasdaq）正式投入运营，800 多家交易商与之签订协议，该系统为它们提供 2400 种未挂牌证券的信息。后来它们开始有选择地提供交易所挂牌证券信息，引起了纽约证券交易所的关注。随后纽约证券交易所也进行了信息化改造，建立了跨市场交易系统（Intermarket Trading System，简称 ITS），到 20 世纪 80 年代末期，美国事实上只剩下了纽约证券交易所和纳斯达克市场。

互联网促进了网上证券交易的发展，由于网上证券交易具有透明度高、成本低、快捷和信息充分等优势，网上证券交易的发展对证券市场的传统运作模式带来了巨大的改变，传统的经纪业务、路演和 IPO、信息披露等都有了新的形式。根据美国投资公司学会（ICI）和证券业协会（SIA）的一项调查显示，1999 年，约 18% 的美国投资者利用互联网进行证券交易，网上经纪帐户已经约占所有零售股票交易帐户的 25%。其他国家的网上交易也发展很快，在澳大利亚，1999 年 1 月网上交易量只占澳大利亚证券交易所（ASX）交易量的 1.5%，6 月该比例上升到了 7%，到 2000 年 3 月，ASX 每天 12% 的交易量是通过网上进行的。

网上交易的快速发展带来了很多新的问题，一方面是由于技术方面造成的网上时滞、信息终端、指令阻滞和虚假信息发布等问题；另一方面由于交易的便捷使投资者倾向于频繁交易，赚取瞬间波动的价差，其中很多“即日交易”活动涉及违反保证金和卖空规定、净资本亏蚀和误导性广告等问题。新的交易系统和交易模式为监管机构、市场参与者和证券投资者保护带来新的难题，对传统的证券监管和现有法规带来了挑战。在美国，与网上交易有关的投诉急剧上升，1998 年比 1997 年上升了 330%。

各国和 OECD 都已经对该问题进行了大量调查并出台了相关措施，提醒投资者加强自我防范意识，并通过规定加强交易网站的信息披露。1998 年 4 月，OECD 建立了一套保护投资者参与电子商务的总的指引，以保护投资者；1999 年 12 月，为保护网上交易的投资者利益，增强信息披露，澳洲财政部草拟了一个“最佳操作模式”，并于 2000 年 5 月发表了最后定稿。根据 OECD 的指引、美国证监会和纽约司法部长办公室的报告等，澳大利亚证券投资委员会（ASIC）于 2000 年 8 月提出了一份比较详细的证券交易网站信息披露指引。

2、安然事件引发放松管制与加强管制的争论

从亚当斯密开始，对市场是否进行管制一直是经济学家和实践者所争论的话题，美国对证券市场的态度也总是在管制与放松管制之间摇摆。在上个世纪 30 年代以前，美国的证券市场采取了自律监管的模式，1929-1933 年的大危机，股市的大量投机使美国政府加大了对证券市场的监管，并成立了证券交易委员会，形成了以政府主导的集中监管体系。到 20 世纪 70 年代，放松管制的呼声再次高

涨，如通过了放松航空管制法案。20世纪80年代以后，受到经济自由化思潮的影响，美国对银行业从事证券业务的限制有所松动，1987年联邦储备委员会根据《银行持股公司法》修正案，授权部分银行有限度地从事证券业务，随后又授权一些银行子公司从事公司债券公募和私募的承销业务及私募股票的承销业务，促进了股市的快速发展。

随着通货膨胀压力的减缓，美联储开始降低贴现率，1982年道琼斯指数突破1000点，到1985年道琼斯指数达到1500点，1987年1月达到2000点，7月达到2500点，股市的急速上升使投资者担心股市会进行调整，市场上出现了一些悲观情绪。而且此时债券利率不断上升，美国面临巨额的贸易逆差，美元出现贬值传言，市场开始整体下滑。10月16日股市急剧下跌109点，19日在亚洲市场开始狂跌之后，继而伦敦市场也出现同样情况，证券市场的国际化使美国市场同样遭受重创，道琼斯指数在一个交易日内从2247点跌至1739点，跌幅高达22.6%，创历史单日股指下跌百分比最大记录，指数期货下跌更加严重。20世纪80年代后期纽约股市的又一次崩盘，使美国经纪商再次陷入危机，美联储在这次股市大跌中发挥了积极的干预作用，充当了最终贷款人，市场信心很快得到恢复。进入20世纪90年代，美国股市步入快速发展时期，证券市场的国际化不断深入，放松监管成为证券市场的主旋律。迫于国际竞争的压力，为适应证券市场国际化、自由化的发展潮流，美国不仅修改了1933年和1934年的证券法案，而且于1996年通过了《全国性证券市场促进法》。1996年11月11日，经克林顿总统签署生效，这是美国证券市场监管体制立法的一次巨大的革命。取消对证券交易与发行的联邦和州重复管辖问题是《促进法》的核心内容，也是美国证券市场自由化最主要的表现。

1990年代，随着网络经济的崛起，市场投机气氛渐浓，一些上市公司管理层的激励机制过度，使得管理层产生强烈的操纵欲。以安然事件为导火索，美国世通公司、全球通讯公司等一些大公司相继暴出财务欺诈丑闻，彻底打垮了投资者对美国资本市场的信心。安然事件的影响甚至超过了9.11恐怖袭击对公众信心的影响，公众对经济状况的看法和消费者的信心降至10年来的最低点，投资者的信心接近崩溃，道一琼斯、纳斯达克和标准普尔三大指数于2002年10月初均创下新低，股市行情出现了二战爆发后首次连续3年下滑的局面，导致股票市场价值两年多来损失了一半以上，美国人在股市上的财富减少了8.5万亿美元。

(SEC: Annual Report, 2002)

专栏十二：安然事件

作为世界最大的能源交易商，安然在 2000 年的总收入高达 1010 亿美元，名列《财富》杂志“美国 500 强”的第七名，掌控着美国 20% 的电能和天然气交易。安然股票是所有的证券评级机构都强力推荐的绩优股，股价高达 70 多美元并且仍然呈上升之势。直到破产前，公司营运业务覆盖全球 40 个国家和地区，共有雇员 2.1 万人，资产额高达 620 亿美元。安然一直被认为是“全球领先企业”，业务包括能源批发与零售、宽带、能源运输以及金融交易，连续 4 年获得“美国最具创新精神的公司”称号。

2001 年年初，一家有着良好声誉的短期投资机构老板吉姆·切欧斯公开对安然的盈利模式表示了怀疑。他指出，虽然安然的业务看起来很辉煌，但实际上赚不到什么钱，也没有人能够说清安然是怎么赚钱的。切欧斯还注意到有些文件涉及了安然背后的合伙公司，这些公司和安然有着说不清的幕后交易。而且作为安然的首席执行官，斯基林一直在抛出手中的安然股票，而他不断宣称安然的股票会从当时的 70 美元左右升至 126 美元。按照美国法律，公司董事会成员如果没有离开董事会，就不能抛出手中持有的公司股票。

安然的这些问题引发了人们对安然的怀疑，并开始真正追究安然的盈利情况和现金流向，随着人们对安然的疑问越来越多，最终导致了股价下跌。8 月 9 日，安然股价已经从年初的 80 美元左右跌到了 42 美元。10 月 16 日，安然发表 2001 年第二季度财报，宣布公司亏损总计达到 6.18 亿美元，即每股亏损 1.11 美元。同时首次透露因首席财务官安德鲁·法斯托与合伙公司经营不当，公司股东资产缩水 12 亿美元。10 月 22 日，美国证券交易委员会要求安然公司自动提交某些交易的细节内容，10 月 31 日开始对安然及其合伙公司进行正式调查。11 月 1 日，安然抵押了公司部分资产，获得 J. P 摩根和所罗门史密斯巴尼的 10 亿美元信贷额度担保，但美林和标普公司仍然再次调低了对安然的评级。11 月 8 日，安然被迫承认做了假账，虚报数字让人瞠目结舌：自 1997 年以来，安然虚报盈利共计近 6 亿美元。11 月 9 日，迪诺基公司宣布准备用 80 亿美元收购安然，并承担 130 亿美元的债务。当天午盘安然股价下挫 0.16 美元，11 月 28 日，标准普尔将安然债务评级调低至“垃圾债券”级。11 月 30 日，安然股价跌至 0.26 美元，市值由峰值时的 800 亿美元跌至 2 亿美元。12 月 2 日，安然正式向破产法院申请破产保护。

安然是得克萨斯州的第二大公司和美国的第七大公司，其破产金额高达 500 亿美元，投资者损失达 320 亿美元，雇员退休金损失超过 10 亿美元；它的审计师是国际“五大”之一的安达信(AA)。在美国证券交易委员会(SEC)宣布对安然进行非正式调查后，AA 竟销毁了大量有关安然的档案材料；它的主要债权人摩根大通和花旗集团也因为安然的损失分别注销了 4.51 亿和 2.28 亿美元。

安然事件之后，美国世通公司、全球通讯公司等一些大公司相继暴出财务欺诈丑闻，投资者信心大受挫折。

很多人认为，安然事件是放松管制带来的结果，从而主张加强监管。Huck Gutman (2002) 指出，安然公司的破产给了我们很多教训，其中一个教训就是放松管制给证券市场带来了灾难性的后果。政府在很多时候对资本市场的管制保

护了公民的权利不受侵害，没有监督和管制人们将被缺乏道德和不诚实的个人和公司所伤害。另一个教训是放松对投资银行、会计师和法律事务所的管制也是欠考虑的。因此：第一，由于投资银行和券商不能很好地作为监督者，因此SEC 就应该在保护市场公正方面发挥积极作用；第二，由于会计事务所不够诚实，联邦政府就应该通过法规使其对因为他们的工作而使公司的账目不透明造成的损失负责；第三，法律事务所应该为他们与进行欺诈的公司合谋带来的损失负责。¹ Robert Kuttner也指出，在安然事件之后，那些主张放松管制的人坚持认为这仅仅是商业模式的失败，而不是自由市场的错误。实际上，安然公司作假始终没有外人发现，这说明我们需要更加透明的财务制度，我们对市场越依赖，越要求财务报告透明²。

3、公司治理受到关注

自伯利和明斯指出现代公司的管理层和股东之间天然就有一种利益冲突以后，后来对公司治理结构的研究认为，这种冲突是公司中代理成本产生的根源，公司治理旨在通过一系列的内外部制度安排来解决外部投资者的权利保护问题。为解决代理中存在的信息不对称，除了《公司法》对公司资格的限制以外，证券市场上对中小投资者的保护还包括加强信息披露，打击内部交易，建立有效的资本市场等。

《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》就对公司的信息披露义务进行了详细的规定，美国证券交易委员会将其进行了具体化和延伸，明确规定了需要披露的实质性信息的范围；拓宽了履行信息披露义务的时间界限，将上市公司履行信息披露义务的时间延伸到证券发行、交易的全过程；规定信息披露报告分为定期报告和临时报告两种。1968 年的《威廉姆斯法》首次规定了收购上市公司过程中收购方的信息披露义务，要求持有某一上市公司 5% 以上股权的股东，或采取联合行动购买某一上市公司 5% 以上股权的，应当披露其持股情况。从美国对证券投资者保护的发展历程来看，20 世纪 70 年代以后，美国 SEC 更多的精力用来应对市场新的变化和发展趋势，并没有对公司治理给予进一步的关心，从美国对证券法规的修正来看，在该领域并没有出台新的法规和规定。公司财务

¹ Huck Gutman: The Lesson of the Enron Debacle, www.commondreams.org/, 2002. 2. 27.

² Robert Kuttner: The Lesson of Enron: Regulation isn' t a Dirty Word, Business week, 2001. 12. 24.

方面的会计制度的制订和管理主要依靠美国会计师协会进行,SEC 在这方面的监管投入的精力相对较少。

20 世纪 70、80 年代,德国、日本企业利用公司治理模式的创新,运作效率和盈利能力迅速提高并超过美国企业,引起了以美国学者为主的经济学家们的关注,并加强了对公司治理理论的研究。20 世纪 90 年代以后,欧洲以及日本等发达国家的经济学家们也开始关注公司治理的作用,并将公司治理的研究扩展到务实阶段。随着理论的不断深入与完善,各国和国际性组织、中介机构、机构投资者以及金融机构等纷纷参与,出台了各具特色的公司治理原则与准则。20 世纪末,标准普尔、里昂证券、戴米诺和杰克逊等公司纷纷颁布了自己的公司治理评价标准与系统,开始了投资者对上市公司治理结构的监督。这些公司治理原则与准则从法律上肯定了公司治理的重要性,但还需要相应的实施细则,这些细则主要包括评价模式与指标,在各种评级系统中主要包括股东权利、董事会结构及信息披露三个要素构成的系列指标;绝大多数评级系统都是用权重评级方法;获取所需评级信息的方法是一致的,主要来自公开可获得信息;评估具有非连续性等。

1997 年亚洲经济危机以后,公司治理受到更多的关注。亚洲金融危机沉重打击了亚洲新兴市场国家与转轨国家的经济,旧的公司治理结构阻碍了公司和国民经济的快速发展,新兴市场与转轨经济的投资者、监管者都意识到,采取必要的措施监督与改善上市公司治理是提高企业运营效率和保护投资者利益的最佳途径。1997 年亚洲金融危机之前,韩国并没有意识到保护投资者的重要性,危机发生之后,为了迅速走出危机带来的影响,在世界货币基金组织的监督和帮助下,韩国才开始加强了上市公司治理方面的管制。2001 年,巴西率先推出了它的公司治理指数——特别公司治理股票指数(Special Corporate Governance Stock Index)。而且很多发达国家也更加重视公司治理问题,英国也相继建立了自己的公司治理指数。

2001 年 12 月美国最大的能源公司安然公司申请破产,人们发现它的外部审计公司,全美最大的会计师事务所——安达信协助公司在财务报表上作假,安然公司的股票几乎跌到零,由于公司的雇员大部分退休金都投资在安然公司的股票上,从而极大地打击了投资者和公司雇员,安达信也因此倒闭。以安然公司丑闻引发的多家公司财务欺诈案,使投资者对公司治理的有效性、中介公司的诚信以及 SEC 的监管能力产生怀疑,沉重打击了投资者的信心,美国资本市场陷入信

任危机，并因此引发了世界各国对公司治理模式的新思考。

4、《萨班斯—奥克斯利法案》出台

安然和世界通信等财务舞弊让政府监管者甚至国会都感到紧张，他们认为应该立即采取切实措施来提高执业会计师的独立性。为消除对上市公司财务报表真实性的担忧，美国开始着手颁布新的法令来规范公司行为，纽约证券交易所和纳斯达克交易所也同时修改了上市公司守则，实施更加严格的监管措施。

为恢复投资者信心，强化上市公司内部治理和增强资本市场信息披露，2002年7月25日，美国国会通过了涉及会计职业监管、公司治理、证券市场监管等一揽子改革的《公众公司会计改革和证券投资者保护法》。该法案由美国众议院金融服务委员会主席奥克斯利和参议院银行委员会主席萨班斯联合提出，又被称作《萨班斯—奥克斯利法》（简称萨班斯法案）克斯法案（Sarbanes—Oxley Act，简称SOX Act），并经布什总统签署后生效，被称之为“自罗斯福总统以来美国商业界影响最为深远的改革法案”（Sarbanes—Oxley Act，2002）。法案的主要目的：一是明确公司管理层的责任，尤其是对股东所承担的受托责任，加大了对大公司管理层和白领犯罪的刑事责任处罚；二是加强对会计职业的监督，提高上市公司财务报告的可靠性。《萨班斯—奥克斯利法》旨在通过提高公众公司财务报告责任、提高外部审计独立性等，提高公司财务报告和信息披露的质量。该法案于2002年7月15日正式生效。

亚洲国家证券市场的发展也经历了加强证券监管和放松管制的交替过程。20世纪90年代以后，日本加速了金融自由化，对金融体制放松了管制。1996年日本进行了金融大爆炸的改革，1998年6月5日，金融体系改革法通过，将证券从业者特许制改为注册制；取消上市公司股票必须在交易所集中交易的义务；允许上市股票在场外交易；1999年左右日本实现股票手续费完全自由化，同时，废除了银行业、保险业、证券业的行业限制。但在美国《萨班斯—奥克斯利法》影响下，日本等其他国家也开始制订该方面的相关法规。

（二）《萨班斯—奥克斯利法》（SOX）对证券投资者保护的 内容

萨班斯法案对会计师事务所、上市公司等进行了严格管制，对其违法行为加重了处罚力度，进一步强化了 SEC 的监管作用。

1、成立独立的上市公司会计监察委员会，加强审计行业的自律监管

根据《萨班斯—奥克斯利法》成立上市公司会计监察委员会（PCAOB），PCAOB 由 5 名专职委员组成，由 SEC 与美国财政部长和联邦储备委员会主席商议任命，任期 5 年。5 名委员应熟悉财务知识，其中可以有 2 名是或曾经是执业注册会计师，其余 3 名必须是代表公众利益的非会计专业人士。PCAOB 负责监管执行公众公司审计的会计师事务所及注册会计师。其具体职能是：

（1）PCAOB 拥有注册、检查、调查和处罚权限，保持独立运作，自主制定预算和进行人员管理，不应作为美国政府的部门或机构，遵从哥伦比亚非赢利公司法，其成员、雇员及所属机构不应视为联邦政府的官员、职员或机构。

（2）PCAOB 向登记会计师事务所收取“注册费”和“年费”，以满足其运转的经费需要。

（3）PCAOB 有权制定或采纳有关会计师职业团体建议的审计与相关鉴证准则、质量控制准则以及职业道德准则等。PCAOB 如认为适当，将与指定的、由会计专家组成的、负责制定准则或提供咨询意见的专业团体保持密切合作，有权对这些团体建议的准则进行补充、修改、废除或否决。PCAOB 须就准则制定情况每年向 SEC 提交年度报告。

（4）PCAOB 对上市公司审计客户超过 100 户以上的会计师事务所，要进行年度质量检查，其他事务所每 3 年检查一次。PCAOB 和 SEC 可随时对会计师事务所进行特别检查。

（5）PCAOB 有权调查、处罚和制裁违反该法案、相关证券法规以及专业准则的会计师事务所和个人。该委员在必要时可对有关违法行为开展调查；它可采取以下处罚措施：撤销公共审计注册、禁止某一注册会计师在注册会计事务所就业、对事务处以不超过 1500 万美元的罚款、对个人处以不超过 75 万美元的罚

款。PCAOB 的处罚程序要受 SEC 监督，SEC 可以加重、减轻其做出的处罚，也可以修改或取消其处罚决定。

2、强化证券交易委员会（SEC）监管职能

国会从 2003 年度起将 SEC 的拨款增加到 7.76 亿美元，以加强欺诈防范、风险管理、市场监管与投资管理等。并对新建立的 PCAOB 实施监督，加强对注册会计师和审计业务的监管，从而强化了 SEC 的监管职能。2002 年 6 月 27 日，SEC 发布了一道行政法令，要求全美 945 家年营业收入超过 12 亿美元的上市公司的 CEO 和 CFO 以个人认证的形式保证公司财务报表不存在重大失实和误导投资者内容。根据《萨班斯—奥克斯利法》，SEC 的具体职能调整为以下几个方面：

(1) SEC 监督证券交易所、自律组织、证券投资者保护公司以及 PCAOB 等的运作。

(2) 制订相关的证券市场规则，强制要求上市公司、券商、会计师事务所、审计委员会等执行。SEC 在该法案生效 180 天之内制定规则，要求上市公司披露“所有重大的表外交易”，以及“上市公司与任何没有合并财务报告的实体或个人之间可能对上市公司的财务状况产生现实或潜在的重大影响的关系”；所有向 SEC 提交的财务报告必须反映所有由独立审计师所发觉的“重大的纠正性改动”。

(3) SEC 根据《1934 年证券交易法》和修订《1933 年证券法》对会计准则制定机构的会计原则是否达到“一般公认”的目标进行认定。SEC 还要就美国财务报告系统如何采用以原则为基础的会计准则问题进行研究，并在一年内向国会提交研究报告。

(4) SEC 有权直接解除公司管理者的职务。以前，美国 SEC 要解除上述人员的职务，必须向法院申请解职令，并且得证明有问题的董事或者其他管理者为“实质不称职”。《萨班斯—奥克斯利法》规定，如果美国 SEC 认为上市公司董事和其他管理者存在欺诈行为或者“不称职”，可以有条件或者无条件、暂时或永久禁止此人在上市公司担任董事和其他管理职务。

3、加强对上市公司信息披露和公司治理的监管

(1) 强化财务信息披露。上市公司应该实时披露，即要求及时披露导致公

公司经营和财务状况发生重大变化的信息。公司财务报告必须反映会计师事务所做出的所有重大调整，年报和季报要披露重大表外交易，以及与未合并实体之间发生的对现在或将来财务状况具有重大影响的其他关系。

(2) 加重白领犯罪处罚力度，保证财务报告的合法性。要求公司首席执行官和财务总监对呈报给 SEC 的财务报告“完全符合证券交易法，以及在所有重大方面公允地反映了财务状况和经营成果”予以保证。对违反证券法规而重编会计报表后发放的薪酬和红利应予退回。上市公司 CEO 和 CFO 对公司定期报告(年报和季报)的真实性要提供个人签字的书面保证，其中包括：第一，该报告不存在重要事实的虚假陈述、遗漏或者误导，符合法定要求；第二，该报告所含财务陈述和信息“在所有实质方面”均为公允表述；第三，CEO 和 CFO 负责建立和运作公司内部控制系统，并在报告提交之前的 90 天内评估内部控制系统的有效性，确信该系统能够有效提供重要信息。为保证上述规定的执行，法案对于违反规定的公司高管附带了严厉的刑事法律责任，并延长了诉讼时效。CEO 和 CFO 如果在知晓公司的定期报告不能完全符合上述要求但仍然提供书面保证，将被处以可高达 100 万美元的罚款和上至 10 年的监禁；而“故意”违反上述要求的，将被处以可高达 500 万美元的罚款和上到 20 年的监禁。

(3) 限制公司高级管理人员。法案禁止公司给高层管理者或董事贷款，也禁止对现有的董事或高级经理所提供的信贷支持进行任何修改或延展；高级财务人员遵循职业道德规则，如果上市公司财务报表需要进行重新核实的情况，管理者必须向公司返还其在先前 12 个月之内获得的所有基于职务表现的奖励性薪酬（如奖金、分红和期权等）及其所有通过出售公司所发行的证券所获得的利润；要求公司管理层在买卖公司股票后立即告知 SEC，持有公司已发行证券 10% 以上的主要股东或高级管理者披露股权变更或证券转换协议的强制期间由原来的 10 个工作日减少为 2 个工作日；法案还禁止上市公司在接受政府或司法调查期间对其董事、高级经理或控股股东支付任何重大款项。

(4) 公司设立法定审计监管机构。法案要求上市公司必须设立法定审计监管机构——审计委员会，该委员会全部由独立董事组成；独立董事为不受公司管理层影响的“非关联人士”，他们除董事津贴、审计委员津贴外，不从公司领取其他酬金。审计委员会主要负责：第一，从管理层之外的来源获得公司信息。公司内部审计直接向审计委员会报告工作，审计委员会负责处理内部审计和管理层

之间的分歧；审计委员会负责建立一定程序，以接受、存放和处理有关公司财务的投诉，并确保雇员进行匿名或者保密的投诉。第二，在外部审计和管理层之间构成隔离带。审计委员会全权负责外部审计（注册会计师）的聘用、解聘、监管和报酬事项。第三，从外部获得财务咨询。审计委员会有权聘用独立财务顾问，从而在处理疑难问题的时候，能够摆脱管理层和外部审计的影响。

4、加强会计师事务所管理，保证注册会计师独立性

(1) 向 PCAOB 注册制度。所有执行或参与上市公司审计的会计师事务所必须向 PCAOB 注册登记，其中审计美国公司（包括审计美国公司的国外子公司）的外国会计师事务所也必须向 PCAOB 登记。

(2) 禁止执行列入禁止清单的服务。执行上市公司审计的会计师事务所禁止为审计客户提供列入禁止清单的非审计服务，具体包括禁止上市公司的独立注册会计师同时向该上市公司提供包括保管财务数据、设计和执行财务信息制度、资产评估或估价服务、核数服务、内部审计、商业或从事管理咨询、经纪或投资银行业务、与审计无关的法律或其他转移服务等非审计服务业务。未明确列入禁止清单的非审计服务也要经过公司审计委员会的事先批准。

(3) 从法律上确立财务会计标准委员会，规范财会标准。法案正式在联邦法律上确立财务会计标准委员会，该委员会负责制定美国统一的财会标准；并规定，在证监会正式确认了该委员会的法律地位之后，应当根据上市公司的市值大小按比例从上市公司收费以作为该委员会的开支费用。

(4) 遵守人员及审计服务的其他要求。比如审计合伙人和复核合伙人每 5 年必须轮换，注册会计师需向公司审计委员会报告的事项，如果公司首席执行官、财务总监、首席会计官等高级管理者在前一年内曾在会计师事务所任职，该事务所则被禁止为这家公司提供法定审计服务等。

5、美国审计总署积极协助监管

《萨班斯—奥克斯利法》也对美国审计总署提出了要求，他们也需要积极参与对会计师事务所的研究，以协助监管证券市场。

(1) 对会计师事务所强制轮换制度进行研究。

(2) 对 1989 年以来的会计师事务所的合并进行研究, 评估其现在和未来的影响, 并对发现的问题提出解决方案。

(3) 研究导致会计师事务所竞争受限的因素, 如高成本、低服务质量、独立性、缺乏选择等。并调查联邦或州的监管政策是否存在妨碍会计师事务所正当竞争的因素。

(4) 就调查研究的情况, 在一年内分别向参议院银行委员会和众议院金融服务委员会报告。

(三) 《萨班斯—奥克斯利法》(SOX) 的实施结果

2002 年制订的《萨班斯—奥克斯利法》经过细则的制订, 于 2006 年 7 月 15 日正式生效, 所有在美国上市的公司都要严格按照该法案执行。该法案旨在通过加大对违法公司经理人员的处罚等来减少证券欺诈, 极大地规范了上市公司的公司治理, 但是由于该法案生效的时间还比较短, 其实施效果还无法验证。但就该法案的针对性和目的性而言, 应该对加强证券市场的监管和投资者的保护具有积极的作用。

当然, 对《萨班斯—奥克斯利法》的出台也存在一些争论, 认为它存在一些负面影响: 首先, 该法案执行成本非常昂贵; SOX 法案主要包括 302 条款和 404 条款, 其中 404 条款对上市公司的内控系统要求很高, 要达到此条款需要很高的花费, 据报道, 通用电气公司为达成 404 条款而完善内部控制系统的费用高达 3000 万美元。Hal Scott 和 Geroge Dallas 认为, 如此高昂的花费不仅会促使美国公司选择其他国家作为上市地点, 而且中国等其他国家的公司也会因为 SOX 条款而放弃美国, 选择其他的国家上市, 这对美国经济将造成很大的影响。¹ Paul G. Mahoney 也认为, 政府并不能在公司治理、信息披露和会计职业监管方法制订出好的政策, 实际上只有利益直接与证券市场相关的证券交易所才更有优势就这些方面制订出切实可行, 有效的政策。² 其次, 《萨班斯—奥克斯利法》改变了过去州法令旨在使公司更容易吸引和保留合格的董事或经理的公司治理理念, 不利于吸引优秀人才从事公司的管理。就公司而言, 苛刻的规定会使公司的经理人员在

¹ Hal Scott and Geroge Dallas, 2006: End of American Dominance in Capital Markets, <http://www.ft.com/>.

² Paul G. Mahoney, 2003: Public and Private Making in Securities Markets, *Policy Analysis*, No. 498.

作出决策时，更为保守，从而影响公司的发展，有损股东价值的提升。正是由于《萨班斯—奥克斯利法》的这些不确定性引发了各界对该法案，从而对加强还是放松对证券市场监管的大讨论。

不论对《萨班斯—奥克斯利法》存在怎样的争论，从美国政府制定和实施该法案的政策倾向性来看，美国对证券市场的监管是趋向更加严格和完善的。

对于放松证券市场监管所产生的严重后果，我们也可以从日本的教训中得到一些警示。日本 20 世纪 70 年代开始了金融自由化进程，1981 年 6 月颁布的《新银行法》规定，银行可以经营证券业务，即允许银行经营新发行债券的窗口买卖，并可以经营债券的买卖业务，这意味着日本分业经营分业监管的原则的终结。在关于分业经营还是混业经营的争论上，日本的争论双方最后是通过相互协商，再加上监管当局的利益调整实现了妥协。作为监管当局的大藏省，在这场利益之争中，既想推进金融制度的改革，又想保证各个不同行业能够实现其平均利益。虽然混业经营有利于活跃证券交易，但是也使广大投资者面临着巨大的风险，就是信贷资本过度进入证券市场，势必导致对证券需求的增加和证券市场上货币供给的增加，所以股价和市值必然会大幅上升，这也蕴含了经济泡沫的因素，为投资者保护带来了技术和制度上的难度。

为了挤出经济中的泡沫，日本政府采取了一系列紧缩银根的政策，比如提高利率，1989 年中期，日本货币当局为了防止物价上涨和控制资产价格的过度膨胀，于 5 月 31 日将官方贴现率提高到 3.25%，1990 年 8 月，日本中央银行采取了“预防性紧缩政策”将官方贴现率提高到 6.0%。这一政策的出台引起了股市的崩盘，从此开始了日本经济十几年的停滞，股票市场的日经指数在 1989 年底高达 39000 点，但 1992 年，日经指数已经下跌至 14000 点，几乎跌掉了三分之二。据统计，1992 年由于股票和土地价格下降所造成的资产损失相当于当年的国民生产总值的 90%。2001 年 3 月 13 日，东京股市暴跌，日经平均股价最终以 11819.70 日元结束了当天的交易，跌破 12000 日元心理大关，创下 1985 年 2 月以来的新低。2003 年 3 月 11 日，日经指数报 7862.43 点，较上一交易日跌 179.83 点，跌幅为 2.24%。这是该指数 1983 年 1 月以来首次收于 8000 点以下。经济高涨时期进入证券市场的那些投资者的个人财富严重缩水，金融自由化的政策使投资者的利益受损，而且这些损失直到现在仍无法弥补。

针对“泡沫经济”崩溃对金融系统和证券市场的破坏，日本政府开始“大爆

炸”式金融制度改革，对监管机构进行了大刀阔斧的改革。1998年6月由大藏省的金融检查和监督职能分离而设立了金融监督厅，同年又设立了金融再生委员会，将金融监督厅和证券交易等监视委员会移交金融再生委员会管辖，来综合性的处理和解决不良债权问题。2000年7月1日，金融厅合并了金融监督厅和原大藏省的金融企划局后正式成立。2001年1月，金融再生委员会被整合到金融厅，大藏省改名为财务省，它主要负责政府财政职能。在证券监管方面，金融厅下设有证券课和证券交易监督委员会。其中，证券课主要负责制定与证券发行交易有关的法律、证券机构的稳健性（资本充足率）、证券机构经营行为的合法性等工作；证券交易监督委员会负责对证券发行交易是否公平、公正、公开等行为进行日常的监督检查以及违规违法行为的调查工作，二者监管的侧重点有所不同。

这种机构改革为主导的思路，对证券市场的恢复和发展已经起到初步成效，日经指数在2003年到达谷底之后开始反弹，股指逐渐走高，现在再度冲击20000点。证券监管的完善对投资者而言是自身利益的有力保障，日本的机构改革最终成效尚需一些时日才能显现，但是政府主导型的投资者保护思路给我们一个值得思考的启示，这种制度将能够及时地避免投资者利益的损失，并且及时针对证券市场的发展现状采取切实而有效的措施，并为投资者利益的保护提供强有力的解决方案。

五、简要的结论

从美国和其他国家证券投资者保护演进历程的梳理,我们可以总结出如下带有一定规律性的几个结论:

1、证券投资者保护是证券市场健康发展的制度基石。任何市场有卖家,必须要有买家,特别是在买方市场的情况下,买家就居于主导地位。证券投资者就是证券市场的买家,如果投资者在证券市场的利益得不到基本的保障,投资得不到应有的回报,投资者就会丧失信心,发展证券市场也就成为空谈。这正是世界各国对投资者利益实施全面、严格保护的基本原因。

2、证券投资者保护的主体是政府。信息经济学已经充分揭示出:市场交易双方的信息不对称是不可能完全消除的,从而导致信息优势一方对信息劣势一方的误导甚至欺诈。在证券市场上,证券投资者是信息劣势一方,特别是对广大的分散中小投资者而言,这种信息劣势更加明显。政府是分散的弱势群体的天然代表,理应承担起证券投资者的保护责任。这也正是世界各国的投资者保护模式虽然有所差异,但普遍都采用政府主导型都原因所在。

3、证券投资者保护的基本手段是法律。市场经济就是法制经济,通过建立一整套完善的法律体系监管市场是市场经济下政府调控的常规手段,这也是世界各国在证券市场出现问题后首先修正既有的法律或颁布新法的重要原因。

4、证券投资者保护制度是一个逐步的完善过程,不可能一蹴而就。美国的证券投资者保护制度演进有百年的历史,其他国家虽然借鉴美国的经验缩短了时间,但也都有一个完善的过程。导致这一现象的基本原因是证券投资者保护,只能随着证券市场的发展和成熟而逐步完善,而证券市场的成熟则是一个过程。

5、证券投资者保护的措施和力度在证券市场的不同发展阶段是不同的。证券投资者保护是政府监管证券市场的重要内容之一,但政府监管证券市场的目的不是管死,而是促进证券市场的健康、快速、稳定发展,这就存在一个市场规范与市场活力的矛盾,这也是对证券市场监管一直存在加强监管还是放松监管争论的原因所在。实际上,对于这个矛盾没有统一的解决方案,只能具体问题具体解决。这就决定了:在证券市场的不同发展阶段,监管的措施和力度是不同的。如

果把成熟市场的监管措施简单地移植到初级市场上，就有可能把市场搞死。这是因为，在初级市场上，增强市场活力居于矛盾的主要方面，它就需要活力优先、兼顾规范。

6、证券投资者保护制度的演进历程在证券市场上表现出先发展后规范的特征。从美国证券投资者保护的各个阶段来看，相应法案和政策的出台基本都是在投资者利益受到损害，市场信心受到威胁的情况下发生的。为了挽救市场，维持投资者信心才采取的事后弥补性措施，而预防性的证券投资者保护政策和措施在美国这样的先发达国家基本不存在。

7、证券投资者保护法律、政策出台的时机具有明显的突发事件导向特征。从美国证券投资者保护经历的四个阶段来看，除了自律管理阶段以外，其他三次重大的政策调整和完善均是在发生重大损害投资者利益的事件之后进行的。其中全面干预阶段缘起于 1929~1933 年大危机，证券投资保护公司的建立是由于 20 世纪 60 年代末大量券商的倒闭，2002 年的 SOX 法案则是直接针对安然事件等一些财务欺诈案而制定的。

8、证券投资者保护政策出台是多方利益博弈的结果。证券投资者保护政策的最终出台并非只是 SEC 或者国会的决定，而是在 SEC 提出议案之后，经过国会、SEC、证券业界、实体经济部门，以及会计师协会等多个部门相互博弈而达成的结果。

9、证券投资者保护的法律法规必须得到有效地贯彻执行。对投资者的有效保护，不仅要做到有法可依，而且还要做到有法必依、违法必究，使法律法规得到有效的实施。在这个过程中，SEC 的态度对证券投资者保护意义重大。对于券商或上市公司所出现的各种违规现象，SEC 采取积极的管制还是采取消极的漠视态度对证券投资者保护有很大的影响。在美国历史上，SEC 曾经对券商出现的违规操作现象没有进行及时地检查和遏制，从而使更多的券商效仿并愈演愈烈，最终导致损害投资者利益的重大事件发生。

参 考 文 献

Anonymity ,1973: The Securities Investor Protection Act of 1970: An Early Assessment, Columbia Law Review, Vol.73,No.4.(Apr.1973),pp.802-841

Bebchuk, Lucian Arye, 1994, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, 957-993.

Bekaert, Geert, and Campbell R. Harvey, 1995, "Time-Varying World Market Integration," Journal of Finance, Vol. 59, 403-444.

Bolton, Patrick and David Scharfstein, 1996, "Optimal Debt Structures and the Number of Creditors," Journal of Political Economy, Vol. 104, 1-25.

Brown, Stephen J. and Jerold B. Warner, 1985, "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies," Journal of Financial Economics, Vol. 14, 3-31.

Bruner, Robert F., 1998, "The Use of Excess Cash and Debt Capacity as a Motive for Merger," Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 23, 199-217.

Colbert, David, 2001, Eyewitness to Wall Street: 400 Years of Dreamers, Schemers, Busts and Booms, Broadway

Burkart, Mike, Denis Gromb, and Fausto Panunzi, 1997, Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm, Quarterly Journal of Economics, Vol. 112, 693-728.

Coffee, John C. Jr., 1999, Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure, Working Paper No. 158, Columbia University School of Law.

Coffee, John C. Jr., 2001, The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control, Working Paper No. 144, Columbia University School of Law.

Coffee, John C. Jr., 1999, The Future as History: The Prospects for Global Convergence and its Implications, Center for Law and Economic Studies, Columbia Law School Working Paper 44.

Economic Report of the President, 1969-1971,2002-2005

Grossman, Sanford, and Oliver Hart, 1988, One-share-one-vote and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20.

Hal Scott and Geroge Dallas,2006: End of American Dominance in Capital Markets, <http://www.ft.com/>.

Hart, Oliver, 1995, *Firms Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press.

Holmstrom, Bengt, and Jean Tirole, 1993, Market Liquidity and Performance Monitoring, *Journal of Political Economy*, Vol. 101, 678-709.

Howard M., 2003, *Street of Dreams - Boulevard of Broken Hearts: Wall Street's First Century*, Pluto Press.

Huck Gutman: The Lesson of the Enron Debacle, www.commondreams.org/,2002.2.27.

Jensen, Michael, 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, 323-329.

Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 2000, Tunneling, *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 90, 22-27.

Keynes, John Maynard., 1936, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Prometheus Books, Reprint edition1997

La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* 55, 1-33.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000b, Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1998, Law and Finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, 1113 — 1155.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1999, Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 1-25.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, Vol. 52

Macey Jonathan R. and Geoffrey P. Miller , 1991. Origin of the Blue Sky Laws, Texas Law Review, Volumn 70

Paul G. Mahoney, 2003: Public and Private Making in Securities Markets, Policy Analysis, No.498.

Robert Kuttner: The Lesson of Enron: Regulation isn't a Dirty Word, Business week, 2001.12.24.

SEC: Annual Reports, 2000-2005

Shleifer, A., Vishny, R., 1997. A survey of corporate governance. Journal of Finance 52, 737-783.

SIPC: Annual Reports, 1999-2005

Smith, Adam, 1776, An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, ed by Modern Library, 1965

Snowden, Kenneth, Three Essays on the American Capital Market, 1870-1913, The Journal of Economic History, Vol. 46, No. 2, The Tasks of Economic History. (Jun., 1986), pp. 491-493.

Teweles, Richard J. Edward S. Bradley, 1998, The Stock Market, Wiley Wachtel.

Aghion, Philippe and Jean Tirole, 1997, Formal and Real Authority in Organizations, Journal of Political Economy, Vol. 105, 1-29.

Wolfenzon, D., 1999. A theory of pyramidal ownership. Unpublished working paper. Harvard University Press: Cambridge, MA.

Wurgler, J., 2000. Financial markets and the allocation of capital. Journal of Financial Economics 58, 187-214.

Zingales, L., 1994. The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange. The Review of Financial Studies 7, 125-148.

Zingales, L., 1995. Inside ownership and the decision to go public. Review of Economic Studies, 62, 425-448.

查里斯·R·吉斯特：2004《华尔街史》，经济科学出版社。

霍华德·M·瓦赫特尔：2005，《梦想大道：华尔街拓荒百年》，中信出版社。

宁智平，1992：“美国对股票市场管理”，《世界经济研究》第4期。

乔尔·塞利格曼：2004，《华尔街变迁史》，经济科学出版社。

尚福林：2006，《证券市场监管体制比较研究》，中国金融出版社。

王保树：2003，《投资者利益保护》，社会科学文献出版社。

约翰·S·戈登：2005，《伟大的博弈》，中信出版社。