

## Securities and Exchange Commission/证券与交易委员会的局限

### 【U. S. Securities and Exchange Commission/SEC的使命】

作为一个Federal/中央政府机构，U. S. Securities and Exchange Commission/美国政府/美国证券与交易委员会的Mission/使命如下：

At the Securities and Exchange Commission (SEC), we work together to make a positive impact on the U.S. economy, our capital markets, and people's lives. 在证券与交易委员会，我们共同努力对美国经济、资本市场和人民生活产生积极影响。

Since our founding in 1934 at the height of the Great Depression, we have stayed true to our mission of protecting investors, maintaining fair, orderly, and efficient markets, and facilitating capital formation. 自1934年在大萧条高潮时期成立以来，我们始终坚守保护投资者、维护公平、有序和高效的市场以及促进资本形成的使命。

Our mission requires tireless commitment and unique expertise from our staff of dedicated public servants who care deeply about protecting the investing public and others who rely on our markets to secure their financial futures. 我们的使命要求我们敬业的公务员们不懈的承诺和独特的专业知识，深切关心保护投资公众和其他依赖我们的市场来确保其财务未来的人们。<sup>1</sup>

长期以来，人们模糊地知道SEC的成立背景是1929年开始的大萧条，但从政治过程来看，1933年才成立的国会证券法以及1934年加以修订扩充而成立的证券交易法和从Federal Trade Commission (FTC)/联邦贸易委员会独立分出的SEC是当选总统Roosevelt/罗斯福“New Deal/新交易”（“新政”的既有汉译不准确）的竞选承诺和成果，罗斯福接受总统提名的“新交易”讲演致力于“枯燥的财政题目”。Pecora/佩科拉在国会的听证影响了立法的过程。SEC一旦成立，就利用登记法规关闭了9个交易所，包括一个只有一个人在一个台球室操作的交易所。此后SEC法规的修订主要不是基于经济金融理由（危机），而是对经济领域上有影响的团体们的政治性回应。<sup>2</sup>

“As protection against financial illusion or insanity, memory is far better than law. ...For protecting people from the cupidity of others and their own, history is highly utilitarian. It sustains memory and memory serves the same purpose as the SEC and, on the record, is far more effective. 在防范金融幻觉或疯狂方面，记忆远胜于法律。……在保护人们免受他人和自身贪婪之害方面，历史具有高度的功利性。它维系记忆，而记忆的作用与SEC相同，而且从记录来看，它更为有效。”<sup>3</sup>由此看来，（意外的）稀少的关于SEC的历史记忆、评论、展望、改革更值得译注。

### 【美国政府/独立代理机构】

政府中FTC、SEC等Commission/委员会被称为agency，具有“被（立法或行政部门）委

<sup>1</sup> <https://www.sec.gov/about/mission>

<sup>2</sup> Second Thought: Myths and Morals of U.S. Economic History, ed. Donald N. McCloskey, Oxford University Press, 1993. 18 Susan M. Phillips and J. Richard Zecher, The Securities and Exchange Commission: Where from, where to?

<sup>3</sup> John Kenneth Galbraith, The Great Crash. Cited from Joel Seligman, The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance, Houghton Mifflin Company, 1982. P.1.

任”、“代理（立法或行政部门）”行事的性格，同时具有一定产业/专业领域范围内的独立性，日语除了用汉字“厅”命名行政机构（相当于半个“省（部）”级别），也用片假名エージェンシー转写，而贫乏的汉字无法准确翻译之，只能用“机构”、“组织”、“办事处”等近似词汇表述。我找不出准确的汉字翻译，暂时以汉音元素词母转写为 $\text{エー}|\text{ジ}$ 与 $\text{ム}$ 。为 $\text{セ}$ - $\text{ム}$ × $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ 的“新交易”同时意味着 $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ 的 $\text{ム}$ 儿政府在20世纪的转换，其中特别体现在SEC这样的从近代社会经济关系中出现的 $\text{エー}|\text{ジ}$ 与 $\text{ム}$ ，而法学者Felix Frankfurter/ $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ × $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ 最早敏锐认识到这个转换是“我们时代的独特发展”<sup>4</sup>。

$\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ × $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ 自己的人生经历了独特的转变<sup>5</sup>，早期他对anarchist/ $\text{ア}$ 儿 $\text{ナ}$ 儿 $\text{キ}$ 与 $\text{ム}$ 自由社会主义者Nicola Sacco/ $\text{ム}$ 儿 $\text{ナ}$ 儿 $\text{キ}$ 和Bartolomeo Vanzetti/ $\text{ム}$ 儿 $\text{ナ}$ 儿 $\text{キ}$ 进行了猛烈抨击——最高法院大法官Louis Brandeis/ $\text{ウ}$ 儿 $\text{ナ}$ 儿 $\text{キ}$ 就任大法官到1939年本人 $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ × $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ 加入最高法院， $\text{ウ}$ 儿 $\text{ナ}$ 儿 $\text{キ}$ 一直与 $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ × $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ 保持着频繁的通信，每年都会给他一笔费用，用于立法研究以及诸如为 $\text{ム}$ 儿 $\text{ナ}$ 儿 $\text{キ}$ 和 $\text{ム}$ 儿 $\text{ナ}$ 儿 $\text{キ}$ 辩护等政治社会行动。“简而言之，政府对近代社会的需求的不可避免的反应而设立的对银行、保险、公共事业、产业、财政、移民、各专业、健康、道德领域的管制，建立了不经过立法的执法机构、不由法庭制定的司法系统，而只非常有限度地服从他们的修订。这些权力寄生在大量的 $\text{エー}|\text{ジ}$ 与 $\text{ム}$ 的混乱中。我们正处于这个过程中，依然处于无意识和不科学的状态，正在调整这些权力的运营到传统的Anglo/アングロ/ $\text{ム}$ 儿 $\text{ナ}$ 儿 $\text{キ}$ 与盎格鲁-American/アメリカーナ/法律与法庭系统。”<sup>7</sup>

因为国会掌握着预算，Federal Reserve/ $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ × $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ 储备系统/ $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ × $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ 、SEC等 $\text{エー}|\text{ジ}$ 与 $\text{ム}$ 的设立必须得到国会批准，其负责人经由总统提名而由国会相关委员会听证后批准，通常任期长于4年因而原则上不随着总统卸任而离职，包括专业性很强的国会图书馆馆长、Smithsonian Institution/ $\text{ム}$ 儿 $\text{ナ}$ 儿 $\text{キ}$ 史密森尼学会总裁，等。专业性高、具有相对独立性的诸 $\text{エー}|\text{ジ}$ 与 $\text{ム}$ 担负着了政府的核心机能，也被称为“第四权力分支”，至于总统是否有权直接解任 $\text{エー}|\text{ジ}$ 与 $\text{ム}$ 的负责人，是个复杂的涉及宪法解释的问题。

得到 $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ × $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ 全力支持的 $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ × $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ 带领几个刚从法学院毕业的年轻人Landis/ $\text{ウ}$ 儿 $\text{ナ}$ 儿 $\text{キ}$ 与Cohen/ $\text{ウ}$ 儿 $\text{ナ}$ 儿 $\text{キ}$ 等两天内以English Companies Act/英国公司法为基础做成了1933年证券法草案，立法核心是“要求局限于发行的证券性质的完全与公平透露、证券的投资质量不需权力机构的通过”等。<sup>9</sup>

<sup>4</sup> Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Houghton Mifflin Company, 1982. P.58.

<sup>5</sup> 例如，从这个题目就可以看出。Paul Finkelman, *The Tragedy of Felix Frankfurter: From Civil Liberties and Civil Rights Activist to Reactionary Justice*. <https://journals.library.columbia.edu/index.php/cjrl/article/view/13108>

<sup>6</sup> 《万塞蒂与沙珂的故事》，[美]万塞蒂、沙珂著，巴金译著，赵京编辑，2009年11月11日。

<https://cpri.tripod.com/cpr2009/aca-1.pdf>

<sup>7</sup> Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Houghton Mifflin Company, 1982. P.59.

<sup>8</sup> 赵京，脱缰的Federal/ $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ × $\text{セ}$ 儿去 $\text{ム}$ 储备系统，2025年4月28日。

<sup>9</sup> Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Houghton Mifflin Company, 1982. P.63.

## 【the Exchange/日交所】

1934年成立的证券交易法的主要对象是New York Stock Exchange/新交所（纽约）股票交易所，在Wall/华尔街被称为“the Exchange/日交所”。1932年，虽然至少还有33家别的交易所，数千未上市的股票与债券在未登记的over-the-counter/柜台交易，但日交所单独占有3/4的所有登记的证券交易，全国大的公开交易的公司都在此登记，1928-33年期间，90%以上的证券经纪费用都由它的成员们接收。自然地，日交所成为反对、抵抗、试图修正证券交易法（以及“新交易”）的中心势力。从技术层面看，日交所是未注册的组织，它有1375个特权成员，但主要由3百来个specialist/专员们轮流坐庄。最终，证券交易法在国会得到281-84（众议员）、62-13（参议院）的绝大多数赞同而通过，新设立的SEC的5个委员都由总统/国会提名任命，排除了日交所想也占有席位的企图。<sup>11</sup>为了安抚反对新交易的保守派（商界），为上帝/神的休战”妥协战略的设计者Raymond Moley/公开宣称：“股票交易法通过后，新交易实际上就完成了。”<sup>12</sup>为此，肯尼迪出乎意料地选择著名的投机商和bootlegger/私酒贩子Joseph Kennedy/肯尼迪出任SEC首任主席，因为肯尼迪具有变色龙的本事，看到证券市场必须面对政府的管制<sup>13</sup>。

日交所特别喜爱没有管制的short/shorting/做空/股票做空（买空卖空股票，在股价降低后把股票卖回给原出售者），类似近代的prime brokerage/首要经纪者业务，风险巨大但回报巨丰。“股票的借贷在资本市场无处不在，在这里价格是被分配而不是被拍卖的。这个规模万亿美元、没有投标竞争的市场被最大的首要经纪者们、经纪代理银行们以及保险公司们控制着。这个首要经纪者业务仍然是大华尔街商行们不须披露它们的盈利的少数几个业务之一。就是因为丰厚的利润，即使经历最近的动荡和信用危机，导致资产负债表的缩减”<sup>14</sup>，依然如此。本质上，日交所是一个银行系统，从它的成员们得到存款，但没有明确的赔偿规则如何利用这些存款的现金或抵押。首要经纪者业务是世界上最大的、最不引人注意的银行系统。<sup>15</sup>“首要经纪者也是一个银行，只是戴上经纪人的伪装”<sup>16</sup>。

1937-38年重组日交所的治理，不是直接改组日交所，而是在日交所内部鼓励一部分人改革。1938年，新的规则要求披露日交所成员们的资产状况，之前连任4期日交所主席、领导华尔街抵抗新交易的组织人、在国会雄辩地反驳公众对日交所的指责的Richard Whitney/惠特尼只好向当局自首，承认自己就是一个骗子。当他被押送去监狱时，有5千人来见证这一历史场合：“这个伟大的白衣骑士原来是一个光学幻想”。<sup>17</sup>

## 【管制企业治理的局限】

<sup>10</sup> The这个词有“那个、特指的、唯一的，等含义，”无法用汉字翻译，必须用汉音元素词母转写才能表述出原意。

<sup>11</sup> Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Houghton Mifflin Company, 1982. Chapter 3 “A Perfect Institution”.

<sup>12</sup> Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Houghton Mifflin Company, 1982. P.103.

<sup>13</sup> Robert Sloan, *Don't Blame the Shorts*, McGraw-Hill, 2010. Chapter 8 “The Senate tries again with the Pecora Commission 1932-1941”, pp.110-111.

<sup>14</sup> Robert Sloan, *Don't Blame the Shorts*, McGraw-Hill, 2010. Chapter 7 “The First Prime Broker was actually the NYSE”. P.93.

<sup>15</sup> Robert Sloan, *Don't Blame the Shorts*, McGraw-Hill, 2010. Chapter 7 “The First Prime Broker was actually the NYSE”. P.90.

<sup>16</sup> Robert Sloan, *Don't Blame the Shorts*, McGraw-Hill, 2010. Chapter 7 “The First Prime Broker was actually the NYSE”. P.91.

<sup>17</sup> Robert Sloan, *Don't Blame the Shorts*, McGraw-Hill, 2010. Chapter 6 “Mr. Whitney Heads to Washington 1932.”

1935年成立的Public Utility Holding Company Act/公用事业控股公司法是（首都）Washington/×丫丁丨△去ㄣ/华盛顿（政治）与×丫-儿街（金融）最大的对决，也是SEC最大的成果<sup>18</sup>。但是，“ㄣ-△×せ儿去当局のㄣせㄣ为丫儿企业法方面的议程最主要的未竟事务是规制企业治理的法规立法”<sup>19</sup>，包括非市场竞争的公用事业（控股）公司的企业治理依然摆脱不了social sin/社会性△丨ㄣ（固有缺陷、局限）。

例如，PG&E Corporation/公司和Pacific Gas and Electric Company/太平洋煤气与电力公司实际上是双位一体，后者是公共事业公司，受CPCU/加州公共事业委员会和FERC/ㄣせㄣ为丫儿能源规制委员会的规制，也受到NRC/原子能规制委员会的规制，是业务主体；PG&E是控股公司，占有后者96.24%股份，却另有20名高管雇员领空赏。2018年11月5日，我向公用事业控股公司PG&E提交Shareholder Proposal on Corporation Structure Reform/公司结构改革的股东提案：shareholders recommend that PG&E Corporation reform PG&E's structure to combine with Pacific Gas and Electric Company into one organization under one board and one executive team/股东们建议PG&E改革公司结构，与太平洋煤气与电力公司合并，组成一个由同一董事会和同一管理团队领导的组织，合二为一，提高安全和效率、减少浪费。因为Californians cannot afford to award three bosses for one and same poor public utilities service at the same time with such an absurd high compensation. /ㄣ丫为丨ㄣㄣ-ㄣ丨丫/加州居民们无法承受同时向三位提供同样糟糕公共事业服务的老板支付如此高昂的薪酬。The division of PG&E Corporation and Pacific Gas and Electric Company is unnecessary for and harmful to public service, and is unethical for two groups of executive officers to award themselves with absurd compensation. There is no such a “joint venture” of public service in other advanced democratic societies. PG&E公司和太平洋煤气与电力公司的分割对公共服务而言是不必要的，也是有害的；两组高管们为自己支付如此高昂的薪酬也是不道德的。在其他发达民主社会中，不存在这样的公共服务“合资企业”。

提案发出几天以后，就发生了85人致死的不幸火灾事件，类似的小规模事件经常发生，但这次灾难严重，导致PG&E申请破产。公司随即以“正在申请破产”为理由向SEC致函排除我的改革提案，我提出反驳，指出现在改革公司结构更迫切、也更自然。2019年3月13日，SEC反驳了PG&E排除我的提案的理由。我的提案得以在6月21日的股东年会上付诸表决，得到13%股份赞同<sup>20</sup>，也得到当地媒体The Mercury News和国际媒体Agenda<sup>21</sup>等的广泛报导。

### 【SEC缺少了什么？】

William Orville Douglas/ㄣ又ㄣ为丫△/道格拉斯以捍卫公民权、反对越南战争等最激进自由派的最高法官（1939-75年在任）著名，但他不到两年期间作为SEC第三任主席（1937-39年）的想法与实践可

<sup>18</sup> Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Houghton Mifflin Company, 1982. Chapter 5 “James Landis and the Administrative Process.” P.127.

<sup>19</sup> Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Houghton Mifflin Company, 1982. P.205.

<sup>20</sup> “美国公共事业公司的治理问题：PG&E和太平洋煤气与电力公司联合股东大会观感”、“2018年PG&E和太平洋煤气与电力公司联合股东大会”、“2019年PG&E联合股东大会：场内提案和场外抗议”。<https://cpri.tripod.com/cpr2020/corporategovernance2020.pdf>

<sup>21</sup> (a newsletter circulated to business leaders by Financial Times) Bonuses Slapped Down at Bankrupt PG&E, By Tony Chapelle, September 23, 2019.

能更值得借鉴发挥。1933年证券法通过之后，他在Yale/耶鲁（大学）法务评论上发表著名的批判证券法文章，力主在证券管制之上/之外，应该设立广泛的统一公司法。“从广义的对金融的社会控制的议程角度，这个法案只有次要的重要性。首要的是事务的公共性、对资本结构的控制、对董事们的控制、对投机的管制、对控股公司的管制、对少数股东的保护。”“真正的问题是决定危机来临时的社会与经济价值。”<sup>22</sup>可惜，新交易的终结、特别是世界战争的到来，以及SEC的离任，使SEC成为非必要的机构，甚至被搬出首都Washington/华盛顿到Philadelphia/费城。因为没有统一公司法，美国的企业治理相当自由放任，只服从公司注册所在地的公司法，结果是一个全国性的统一市场由50个州的不同公司法管辖，既浪费资源又带来混乱，而SEC不能、不愿处理属于各州公司法范围的杂乱琐碎事务。绝大多数公司都在最偏袒公司（董事会）的Delaware/特拉华州注册，在特拉华州注册的2百万法人数目是居民人数的2倍。

因为没有统一公司法，国会只好“头痛医头、脚痛医脚”，通过支离的相关经济法案。1940年通过的投资公司法是国会行政期间SEC在立法上最大的失败：这个在国会两院全数通过的法案充满投降妥协，具有监管机构与被监管的法人们都支持的特点<sup>23</sup>。

SEC放弃了政策决定的功能，特别体现在迟迟不能、不愿向国会提案mutual fund/共同基金产业的规制的立法上。共同基金的资产从1940年\$4.5亿（总投资产业的21%）到1966年的\$382亿（83%）、投资者从30万到350万，行业的改革迫不及待。<sup>24</sup>共同基金的业绩曲线把投资者每年必须交税的金额略去，使常年的投资看起来好像是最初一笔投资的亮眼回报，误导普通投资者。有很多客观的研究证实很多共同基金的回报不如随机投资的效应。现在，提供最大的共同基金业务的公司The Vanguard Group/先锋集团管理着全球\$10万亿资产，是很多上市公司的第一大股东，通常占有5%-10%的股份。因为共同基金来自众多投资者，以共同基金投资的公司作为股东不能向占股的公司提案、甚至也不能就提案表决，所以时常读到公司提案的表决结果有非投票份额。先锋集团本身没有上市，其企业治理不甚透明，两年前，它不同寻常地处理一些共同基金导致很多投资者的税务损失，从网上可以看到怨声载道。使人不由得质疑SEC是否有能力承担使命保护投资者们、是否成为它管制的证券产业的“俘虏”？

更进一步，从social order/社会规范与秩序角度来看，SEC使命最大的欠缺是忽视（或者说变相容忍、鼓励）了寡头集团/阶层的形成，对社会公平、平等与安定带来了巨大危害与威胁。与别的机构类似，如Federal Trade Commission (FTC)/联邦贸易委员会Protect consumers from unethical and/or unlawful business practices/从不道德以及（或者）非法的商业行为保护消费者们、Consumer Product Safety Commission (CPSC)/消费产品安全委员会Protect consumers from unsafe products/从不安全的产品保护消费者们，它们主要围绕“投资者们”、“消费者们”群体，缺乏对社会秩序整体的关注。

### 【信息，信息，信息】

<sup>22</sup> Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Houghton Mifflin Company, 1982. Chapter 6 “The man who got things done.” P.206.

<sup>23</sup> Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Houghton Mifflin Company, 1982. Chapter 7 “The end of the New Deal.” Pp.222-229.

<sup>24</sup> Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Houghton Mifflin Company, 1982. Chapter 11 “The midlife crisis of the SEC.” Pp.363-364.

David Kennedy: “1930年代的华尔街的环境极度缺乏信息。很多公开交易的证券的公司不发布定期的报告，如果它们发布报告，那些数据是随意挑出、任性审计，比无用还糟糕。正是在这样的条件下，权力集中在J. P. MORGAN等少数投资银行手中。因为它们支配着为了作出合理的财务决定所需的实际的信息垄断。”<sup>25</sup> “美国资本市场是世界上最好的，因为我们有最好的信息。”<sup>26</sup>

National Association of Securities Dealers/NASD/全国证券交易商协会是证券行业的 self-regulatory organization/自行规制的组织(SRO)，监管over-the-counter/场外交易市场(OTC)与经纪/交易商们。NASD1968年设立了National Association of Securities Dealers Automated Quotations/NASDAQ/纳斯达克，促进了NYSE/纽约交易所的自动化，2007年与NYSE交易所的执法部门合并成立为Financial Industry Regulatory Authority/金融业监管局(FINRA)。

例如，SEC法规5600. Corporate Governance Requirements<sup>27</sup>。5605. Board of Directors and Committees法规要求上市公司大多数董事的独立性以及由独立董事们组成的(c) Audit Committee Requirements/审计委员会、(d) Compensation Committee Requirements/报酬委员会。SEC法规的独立性主要指董事成员不是公司高层的亲属或雇员，但从Tesla的CEO报酬的案例等可以看到，仅仅这样的要求不足以保证董事会成员的真正独立性，掌控公司的CEO可以把自己的亲友、(公司以外的)商务伙计、雇员、家庭律师、理发师等拉进董事会。而且，董事会的选举完全不民主，长此以往，必然形成封闭集团，助长了寡头阶级的形成。<sup>28</sup>

证券交易最重要的保证是信息透明，为此，SEC专门维持运营供投资者们获取直接信息的网址：Electronic Data Gathering Analysis and Retrieval/电子数据收集分析与检索(EDGAR)，从SEC的网址就可以进入查询海量的公司信息<sup>29</sup>。EDGAR自1988年设立以来有4千名专业人员利用，但直到2013年，SEC才采用私营企业的最近技术和人才更新EDGAR，使它更为广泛地被公众利用<sup>30</sup>。财经媒体也经常从这里获取最新动态，例如SEC不同意某公司排除其股东提案的理由的决定，我有时也利用它查询我的股东提案的历史和过程。

### 【未竟的议程】

证券规制最有意义的概念之一是“SEC supervision of industry self-regulation/业界の自主规制の監督/对产业界的自主规制的监督，SEC supervision of industry self-regulation is the thread of the unites several aspects of the Commission’s broad jurisdiction.”<sup>31</sup>1973年参议院“证券产业研究”结论到：“证券产业的诸主要规制问题总的来说不是SEC缺乏权威，而是它不愿用它拥有的诸权力”<sup>32</sup>。“自主规制”确实为美国独特的产业制度（优势与弊端）特征，这在2008年爆发的金融危机得

<sup>25</sup> Robert Sloan, Don’t Blame the Shorts, McGraw-Hill, 2010. P.36.

<sup>26</sup> Robert Sloan, Don’t Blame the Shorts, McGraw-Hill, 2010. P.146.

<sup>27</sup> <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/Nasdaq%205600%20Series>

<sup>28</sup> 赵京，Electronic Arts/电子艺术2025年股东会议撤销报酬委员会的提案，2025年2月27日。

<sup>29</sup> Gene Walden, EDGAR: The Investor’s Guide to Making Better Investments, McGraw-Hill, 2003.

<sup>30</sup> Norm Champ, Going Public: My Adventures Inside the SEC and How to Prevent the Next Devastation Crisis. McGraw-Hill, 2017, pp.146-158.

<sup>31</sup> Joel Seligman, The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance, Houghton Mifflin Company, 1982. Chapter 12 “An Unfinished Agenda.” Pp.439.

<sup>32</sup> Joel Seligman, The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate

以充分暴露，已经有很多文献指出，而SEC的推辞之一是它没有足够人力和资金资源追究已经被揭露出来很多企业治理方面的问题。这值得进一步思考、研究、改进。

自从新交易以来，到1970年代超级跨国公司的涌现，对SEC提出了新的挑战：公司业务的正当性、董事会的功能、高管与董事们的法律职责，等，SEC在企业治理方面的角色成为公共辩论的焦点。从方法论的角度看，很多学者都指出各州的公司法与近代企业治理无缘，而“虽然律师们作为一个团体时常对关联的诸社会科学的发展无动于衷，公司法领域展现了文化滞后的egregious/震惊的例子。”<sup>33</sup>

因为需要承受投资风险、不懈的承诺和独特的专业知识，对于SEC的学术研究和公共评论不多。较早的文献可以举出Wayward Capitalists: Target of the Securities and Exchange Commission<sup>34</sup>/捉摸不定的资本主义者们：SEC的目标。作者以社会学家的眼光质疑具有坚实基础的收集人类行为的情报的社会学对别人收集的行为数据却很少提及方法论(Ibid. p. 71)。总的说来，与商业利益相关的商学院、经济学、法学、管理学院的研究极为狭隘，与社会公共价值关联不大；而涉及社会秩序、政治正义的社会学、历史学、政治学、哲学等学科却被边缘化，没有市场价值。<sup>35</sup>

### 【意外的“同盟”：市场反向投资者】

来自内部专业人士的警告：“Making money through financial alchemy is their version of the American Dream, built on facilitating and sometimes exploiting the more modest dreams of others. It is to be expected they will weasel, scheme, and otherwise test the system with little consideration of extraneous social value. They will develop new and better products for making money from money, in the tradition of junk bonds, portfolio insurance, no-doc mortgages, and credit default swaps. 通过金融炼金术赚钱是他们的美国大梦，建立在促进甚至利用他人较为朴素的梦想的基础上。可以预料的是，他们会耍花招、耍阴谋，并以其他方式测试系统，而很少考虑不相关的社会价值。他们将开发新的、更好的产品，以从金钱中赚钱，就像垃圾债券、投资组合保险、无文件抵押贷款和信用违约转换一样。…The financial system meltdown exposed a *much* greater array of regulatory failure than the wave of accounting frauds of a half-decade before, touching, indeed, every level of American government. 金融体系崩溃暴露了比五年前会计欺诈浪潮更为严重的监管失灵，事实上，它触及了美国政府的每一个层面…Sad to say, it is not realistic to hope we can greatly improve the effectiveness of our regulatory agencies. 可悲的是，希望我们能够大大提高监管机构的效率是不现实的。”<sup>36</sup>

在先天不足的制度缺欠下，市场反向投资者们short/丁巳-去公司股票和证券市场，有时成为SEC意外的同盟。

---

Finance, Houghton Mifflin Company, 1982. Chapter 12 “An Unfinished Agenda.” p.439.

<sup>33</sup> Columbia Law Professor John Coffee. Cited from Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Houghton Mifflin Company, 1982. Chapter 12 “An Unfinished Agenda.” Pp.534-535.

<sup>34</sup> Susan P. Shapiro, Yale University Press, 1984.

<sup>35</sup> 例如，social mobility/社会阶层（阶级）流动变迁是社会学的重点研究领域（我的博士论文课题），但外界少有问津。最近，一个印度裔博士生把这个成熟的社会学议题和方法推介到经济学，成为Harvard/厂Y-XY-勿/哈佛大学最年轻的经济教授。

<sup>36</sup> Richard C. Sauer, *Selling America Short: The SEC and Market Contrarians in the Age of Absurdity*, John Wiley & Sons, 2010. Pp.309-310.

## 【SEC的改革方向】

SEC的未来取决于能否应对新时代经济/金融状态转换（危机）的改革，在转换过程中是否屈从对经济领域上有影响的团体们的压力，事关经济制度的目的和功能。

从近代资本主义的合理性原理（“看不见的手”）看，“The annual labour of every nation is the fund which originally supplies it with all the necessaries and conveniencies of life. 每个国家每年的劳动是提供一切生活必需品和便利品的原初资金。”<sup>37</sup> In the sweat of our brows shall we eat bread. 我们要辛勤劳作才能吃上面包。“The whole of the advantages and disadvantages of the different employments of labour and stock, must, in the same neighbourhood, be either perfectly equal, or continually tending to equality. ... This, at least, would be the case in a society where things were left to follow their natural course, where there was perfect liberty在同一地区，不同劳动力雇用和资本用途的全部利弊，必须要么完全相等，要么不断趋于相等。……至少在一个顺其自然、拥有完全自由的社会中，情况会如此”<sup>38</sup>。

但实际上，例如，世界上最大资产管理公司黑岩自信地断言：“公共债务的增大只会扩展私有市场为经济提供资金和促进其增长的作用”<sup>39</sup>。“资本市场们将不只是补充银行们、公司们与政府们，它们将与他们并列为资本的共同来源。这个逻辑非常简单：市场们比另外三个提供更好的回报”<sup>40</sup>。我的股份太小，无力挑战资产市场的商务逻辑，只能就董事会民主选举提案，获得1.5%股份赞同<sup>41</sup>。

“最富有的人变得更加富有，控制着美国财富的创纪录份额。新数据显示，仅2024年，美国最富有的19个家庭就创造了1万亿美元财富。这超过了瑞士经济的总体价值。”（X Y-儿街日报2025年4月23日）这显示SEC的政策、运营与经济、资本市场和人民生活越来越不相关联。



从较为接近的SEC的有关法规着手从事社会秩序的改良，70年代后，唯一的曙光在股东年会的proxy/代理投票过程和议程中体现出来<sup>42</sup>。特别是进入21世纪“全球化”以及“反全球化”以来，SEC在企业治理方面的角色更显得苍白无力，更需要股东们从包括全体股东利益在内的社会公共政策参与、帮助SEC监督已经失去“自主规制”机制的超级跨国公司的治理。这就是我20多年来利用股东提案在人权、高层报酬、董事会改革（董事会主席与CEO分离、董事会结构多元化、民主选举）等领域挑战、帮助企业治理的初衷、动机、理由和决心。

<sup>37</sup> Adam Smith, The Wealth of Nations, the first line.

<sup>38</sup> Adam Smith, The Wealth of Nations. BOOK I CHAPTER X. OF WAGES AND PROFIT IN THE DIFFERENT EMPLOYMENTS OF LABOUR AND STOCK.

<sup>39</sup> BlackRock 2024 Annual Report, p.4.

<sup>40</sup> BlackRock 2024 Annual Report, p.13.

<sup>41</sup> 赵京，2025年BlackRock/黑岩/贝莱德董事会民主选举的提案，2025年5月15日。股东提案按股份（而不是人数）计算股东们对提案的立场，鉴于赞同我的提案的股东绝大多数是我这样的小股东，1.5%的股份可能代表15%的股东人数，但实际人数不得而知。

<sup>42</sup> 可惜，一些先驱性人物如Ralph Nader/罗夫·尼克尔通过股东提案成名后，华丽转身去（无可能、无希望当选的）总统竞选，反映了律师职业改革证券交易、企业治理的渺小与局限。



[赵京，中日美比较政策研究所，2025年6月17日]

Securities and Exchange Commission/证券与交易委员会的局限汉音元素词汇

汉音元素词	英语	汉字翻译
ㄟ-ㄐ   ㄌㄇㄟ	agency	独立代理机构
ㄚㄛㄝㄌ   ㄠㄚ	America	美国、美洲
ㄚㄣㄚㄠ   ㄌㄛ	anarchism	自由社会主义
ㄇㄍㄌㄛ	Anglo	盎格鲁
ㄎㄌㄇㄌㄟㄌ	Brandeis	布兰代斯
ㄎㄌ   ㄊㄠㄌ	Britain	不列颠
ㄠㄚㄌ   ㄌㄛㄟ-ㄣ   ㄚ	California	加利福尼亚
ㄠㄛㄌ	Cohen	
ㄌㄟㄌㄌㄠㄠㄠ	Delaware	特拉华州
ㄌㄝㄌ	Federal Reserve	ㄌㄝㄌㄌㄠㄠㄠ储备系统
ㄌㄝㄌㄌㄠ	Federal	自治自由联合、联邦
ㄌㄌㄌㄠㄌㄠㄌㄠㄌㄠ	Frankfurter	
ㄍㄠㄠ	God	神
ㄌㄠㄠ-ㄠㄠㄌ	Harvard	哈佛
ㄠㄌㄠㄠㄌ	Kennedy	肯尼迪
ㄌㄠㄠㄌㄠ-	Moley	
ㄠㄠㄌㄌㄠㄠ	NASDAQ	纳斯达克
ㄠ   ㄠㄌㄠㄌ	Nixon	尼克松
ㄠㄝㄠㄠㄌㄠ	Pecora	
ㄌ   ㄌㄠㄌㄠㄌㄠㄌ   ㄠ	Philadelphia	费城
ㄌㄠㄠ-ㄌㄠㄠㄠㄌ	Roosevelt	罗斯福
ㄌㄠㄠ_ㄠㄠ	Sacco	萨科
ㄌㄠㄠ-ㄌ	short/shorting	股票做空
ㄌ   ㄌ	sin	固有缺欠 (“原罪”译法不正确)
ㄌㄌ   ㄌ	Smith	斯密 (斯)
ㄌㄌ   ㄌㄠㄠ   ㄠ	Smithsonian	
ㄠㄠ	the	
ㄠㄠㄠㄠ_ㄌ	Vanzetti	万塞蒂
ㄠㄠ-ㄠ	Wall	华尔(街)
ㄠㄠㄠ   ㄌㄠㄠㄌ	Washington	华盛顿
ㄠㄠㄠㄠ   -	Whitney	
ㄠㄠ	Yale	耶鲁