

强制信息披露的行政起源*

[美] 亚历山大·I. 普拉特** 著

陈 邹 沈卓韵 徐安安 沈子宜***

何伟晖**** 译

* Alexander I. Platt, *The Administrative Origins of Mandatory Disclosure*, 49 *The Journal of Corporation Law* 1143 (2024). 本文已获得原文作者的翻译授权,仅代表译者个人观点,与译者所任职单位无关。

** 堪萨斯大学法学院副教授。

作者感谢 Margaret Blair, Patrick Corrigan, Ben Depoorter, Greg Elinson, Blake Emerson, Daniel Ernst, Joseph Franco, Jamie Grischan, Joanna Grisinger, Howell Jackson, Andrew Jennings, Guha Krishnamurthi, Geeyoung Min, Nicholas Parillo, Morgan Ricks, Shalev Roisman, Amanda Rose, Peter Salib, Michael Sant' Ambrogio, Reuel Schiller, Joel Seligman, Glen Staszewski, Will Thomas, Andrew Tuch, Yesha Yadav, participants in the "How the New Deal Was Run" Conference hosted by the Vanderbilt Policy Accelerator, the American Law and Economics Association annual meeting, the Vanderbilt Law and Business Seminar, BYU Winter Deals Conference, Washington University School of Law Advanced Securities Regulation Seminar, National Business Law Scholars Conference, the Junior Scholars Legal Research Workshop, and Faculty Workshops at UC Law SF, Michigan State Law, and KU Law, and the editors of this journal 的有益评价及讨论。感谢 librarians/archivists at the Franklin Roosevelt Presidential Library, Columbia University Rare Book & Manuscript Library, the Harvard Law School Library Historical & Special Collections, Washington & Lee Law School Library, Kyle Skinner, and the Wheat Law Library at the University of Kansas 在文献方面的帮助。本研究部分由堪萨斯大学新任教师研究基金资助。

*** 上海证券交易所工作人员。

**** 西南政法大学民商法学院博士研究生。

摘要：强制企业信息披露制度的诞生是现代法治国家的一个标志性事件。本文基于档案资料、口述历史以及其他原始文献，提出了一个关于强制披露制度起源的修正历史观点，超越了对《1933年证券法》条文的抽象解读，指出20世纪30年代真正实施的强制披露制度并非法律界泰斗们精心设计的布兰代斯主义法律体系，而是一个完全不同的、更具统合主义色彩的制度，是由一位鲜为人知的中层官员通过富有创造力和智慧的行政手段，变革了现代行政国家基础性监管制度的故事。

关键词：强制披露 缺陷函程序 行政监管 历史修正

引言

1929年股市崩盘以及随后的大萧条时期，富兰克林·德拉诺·罗斯福(Franklin D. Roosevelt)总统上任时肩负着打击华尔街“金融投机者”的使命。最初的一项提案获得了美国参议院的批准，该提案赋予联邦政府广泛的经济规划权力，使其能够根据企业的实际价值来决定哪些公司可以发行证券。詹姆斯·兰迪斯(James Landis)在费利克斯·法兰克福特(Felix Frankfurter)的指导下以及在路易斯·布兰代斯的影响下共同起草的另一项竞争性提案，仅要求公司进行信息披露，由市场来决定哪些公司值得投资。国会最终选择了布兰代斯主义披露法案。九十年后的今天，这部“证券真实法”(正式名称为《1933年证券法》)仍是美国资本市场监管的基础。

这就是美国强制披露制度广为人知且极具说服力的起源故事。当时最杰出的法律人才走出象牙塔，致力于解决一个关键且棘手的公共政策难题——如何遏制金融资本主义的过度行为，同时又不抑制对社会有益的市场活动。凭借无与伦比的专业知识、卓越的才智和政治敏锐度，他们克服了来自证券行业(他们反对出台新的监管规则)以及

新政改革派中的统合主义者(他们主张政府承担更广泛的经济规划职能)的强烈抵制,制定出了一项大胆且前所未有的立法方案。该方案如此精妙、平衡且构思周全,以至于近一个世纪以来几乎未作任何改动。

关于强制披露制度起源的这种说法在有关新政、^[1]美国证券交易委员会(以下称 SEC)、^[2]投资银行、^[3]会计学^[4]的历史著作,以及关键人物的传记和回忆录^[5]中均有出现。它还反复出现

-
- [1] See, e.g., MICHAEL HILTZIK, THE NEW DEAL: A MODERN HISTORY 85-92 (2011); ADAM COHEN, NOTHING TO FEAR 149-53 (2009); RONALD EDSFORTH, THE NEW DEAL: AMERICA'S RESPONSE TO THE GREAT DEPRESSION 193-94 (2000); ANTHONY J. BADGER, THE NEW DEAL: THE DEPRESSION YEARS 98-101 (1989); JOSEPH P. LASH, DEALERS AND DREAMERS 130-36 (1988); KENNETH S. DAVIS, FDR: THE NEW DEAL YEARS, 1933-1937, at 81-90 (1986); ELLIS W. HAWLEY, THE NEW DEAL AND THE PROBLEM OF MONOPOLY 307-09 (1966); WILLIAM E. LEUCHTENBURG, FRANKLIN D. ROOSEVELT AND THE NEW DEAL 58-60 (1963); ARTHUR M. SCHLESINGER, JR., THE AGE OF ROOSEVELT: THE COMING OF THE NEW DEAL 440-42 (1958).
- [2] See, e.g., JOEL SELIGMAN, THE TRANSFORMATION OF WALL STREET 1-72 (3d ed. 2003); MICHAEL E. PARRISH, SECURITIES REGULATION AND THE NEW DEAL 42-72 (1970); RALPH F. DE BEDTS, THE NEW DEAL'S SEC: THE FORMATIVE YEARS 30-55 (1964); A. C. Pritchard & Robert B. Thompson, Securities Law and the New Deal Justices, 95 VA. L. REV. 841, 849-52 (2009); Thomas K. Iacona, With the Consent of the Governed: SEC's Formative Years, 1 J. POL'Y ANALYSIS & MGMT. 346, 347-48 (1982).
- [3] VINCENT P. CAROSSO, INVESTMENT BANKING IN AMERICA: A HISTORY 352-58 (1970).
- [4] ROBERT CHATOV, CORPORATE FINANCIAL REPORTING: PUBLIC OR PRIVATE CONTROL? 31-36 (1975).
- [5] See, e.g., DAVID NASAW, THE PATRIARCH: THE REMARKABLE LIFE AND TURBULENT TIMES OF JOSEPH KENNEDY 204, 215-16 (2013); MICHAEL PERINO, THE HELLHOUND OF WALL STREET 287-89 (2011); H. W. BRANDS, TRAITOR TO HIS CLASS: THE PRIVILEGED LIFE AND RADICAL PRESIDENCY OF FRANKLIN DELANO ROOSEVELT 334-37 (2008); JEAN EDWARD SMITH, FDR 323 (2007); WILLIAM LASSER, BENJAMIN V. COHEN: ARCHITECT OF THE NEW DEAL 71-81 (2002); THOMAS K. MCCRAW, PROPHETS OF REGULATION 171-76 (1984); MICHAEL E. PARRISH, FELIX (转下页)

在司法意见、〔6〕法律专著〔7〕及案例集。〔8〕在当代证券监管、〔9〕

-
- (接上页) FRANKFURTER AND HIS TIMES: THE REFORM YEARS 233–37 (1982); BRUCE ALLEN MURPHY, THE BRANDEIS/FRANKFURTER CONNECTION 131–36 (1982); DONALD A. RITCHIE, JAMES M. LANDIS: DEAN OF THE REGULATORS 43–48 (1980); NELSON L. DAWSON, LOUIS D. BRANDEIS, FELIX FRANKFURTER, AND THE NEW DEAL 78–81 (1980); ALFRED STEINBERG, SAM RAYBURN: A BIOGRAPHY 111–14 (1975); DAVID E. KOSKOFF, JOSEPH KENNEDY: A LIFE AND TIMES 54–55 (1974); RAYMOND MOLEY, THE FIRST NEW DEAL 306–15 (1966); JAMES M. LANDIS & NEIL NEWTON GOLD, THE REMINISCENCES OF JAMES LANDIS 155–72 (1964), microformed on Colum. Univ. Oral Hist. Collection No. 112 (Colum. Univ.); RAYMOND MOLEY, AFTER SEVEN YEARS 175–84 (1939); James M. Landis, The Legislative History of the Securities Act of 1933, 28 GEO. WASH. L. REV. 29 (1959).
- 〔6〕 See, e.g., *Cochran v. SEC*, 20 F.4th 194, 219 (5th Cir. 2021) (en banc) (Oldham, J., concurring); *Cent. Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U.S. 164, 170 (1994); *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 194 (1976); *United Hous. Found., Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 849 (1975); *SEC v. Cap. Gains Rsch. Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, 186–87 (1963).
- 〔7〕 LOUIS LOSS, JOEL SELIGMAN & TROY PAREDES, *SECURITIES REGULATION* 304–16 (6th ed. 2011); THOMAS LEE HAZEN, *PRINCIPLES OF SECURITIES REGULATION* 16–17 (4th ed. 2017).
- 〔8〕 STEPHEN J. CHOI & A. C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* 112–13 (5th ed. 2019); JOHN C. COFFEE, JR., HILLARY A. SALE, M. TODD HENDERSON, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 3–4 (13th ed. 2015); ALAN R. PALMITER, *SECURITIES REGULATION: EXAMPLES & EXPLANATIONS* 20–21 (6th ed. 2014).
- 〔9〕 See, e.g., DONALD C. LANGEVOORT, *SELLING HOPE, SELLING RISK* 7, 19–20 (2016); ANNE M. KHADEMIAN, *THE SEC AND CAPITAL MARKET REGULATION* 23–31 (1992); ROBERTA S. KARMEL, *REGULATION BY PROSECUTION* 40–42 (1982); RUSSELL B. STEVENSON, *CORPORATIONS AND INFORMATION* 79–82 (1980); Michael D. Guttentag, *An Argument for Imposing Disclosure Requirements on Public Companies*, 32 FLA. ST. U. L. REV. 123, 125–26 (2004); Cynthia A. Williams, *The SEC and Corporate Social Transparency*, 112 HARV. L. REV. 1197, 1227–35 (1999); Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure As A Solution to Agency Problems*, 62 U. CHI. L. REV. 1047, 1077 n.123 (1995); Jonathan R. Macey, *Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation*, 15 CARDOZO L. REV. 909, 923–24 (1993); George Benston, *Security for Investors*, in *INSTEAD OF REGULATION* 175–76 (Poole, ed. 1982); Gregg A. Jarrell, *The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues*, 24 J.L. & ECON. 613, 619–21 (1981).

行政法、^[10]信息披露^[11]等领域的学术研究中,以及在证券监管政策制定者的声明中^[12]都屡屡被提及。SEC 主席加里·根斯勒(Gary Gensler)也多次援引这一起源故事,为其任期内采取的无数监管行动进行辩护和解释——从气候信息披露,^[13]到私募基金、^[14]特殊目的收购

[10] See, e.g., ROBERT E. CUSHMAN, INDEPENDENT REGULATORY COMMISSIONS 327–29 (1941); Reuel E. Schiller, *The Era of Deference: Courts, Expertise, and the Emergence of New Deal Administrative Law*, 106 MICH. L. REV. 399, 413–19 (2007).

[11] See, e.g., ARCHON FUNG, MARY GRAHAM & DAVID WEIL, *FULL DISCLOSURE: THE PERILS AND PROMISE OF TRANSPARENCY* 6–7 (2007); MARY GRAHAM, *DEMOCRACY BY DISCLOSURE: THE RISE OF TECHNOPOPULISM* 1–2, 13 (2002).

[12] See, e.g., Robert J. Jackson, Jr., Comm’r, SEC, *Competition: The Forgotten Fourth Pillar of the SEC’s Mission* (Oct. 11, 2018), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/speech-jackson-101118> [<https://perma.cc/D7W7-BXME>]; Kara M. Stein, Comm’r, SEC, *Remarks at the “SEC Speaks” Conference* (Feb. 21, 2014), <https://www.sec.gov/news/speech/2014-spch020421kms> [<https://perma.cc/MPZ6-6VKD>]; Elisse B. Walter, Comm’r, SEC, *Remarks at “The SEC Speaks in 2009”* (Feb. 6, 2009), <https://www.sec.gov/news/speech/2009/spch020609ebw.htm> [<https://perma.cc/75BY-9354>]; Arthur Levitt, Chairman, SEC, *The SEC Perspective on Investing Social Security in the Stock Market* (Oct. 19, 1998), <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch223.htm> [<https://perma.cc/P32K-53DY>]; David S. Ruder, Chairman, SEC, *Remarks before the 10th Annual Conference on Securities Regulation and Business Law Problems: The Evolution of Disclosure Regulation* (Mar. 10, 1988), <https://www.sec.gov/news/speech/1988/031088ruder.pdf> [<https://perma.cc/8AKL-NMVM>]; Caroline A. Crenshaw, Comm’r, SEC, *Moving Forward Together – Enforcement for Everyone* (Mar. 9, 2021), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/crenshaw-moving-forward-together> [<https://perma.cc/3LPC-HWAY>]; James C Treadway, Jr., Comm’r, SEC, *Keynote Speech to Third Annual Seminar of Securities Activities of Banks, A Seamless Web: Banks, New Activities & Disclosure* (Sept. 29, 1983), <https://www.sec.gov/news/speech/1983/092983treadway.pdf> [<https://perma.cc/G9JD-53L3>]; see also *infra* notes 14–16, 18–20 (collecting speeches by Chair Gary Gensler).

[13] Gary Gensler, Chair, SEC, *Statement on Proposed Mandatory Climate Risk Disclosures* (Mar. 21, 2022), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-climate-disclosure-20220321> [<https://perma.cc/2K4C-PEH7>]; Gary (转下页注 13)

[14] Gary Gensler, Chair, SEC, *Prepared Remarks at the Institutional Limited Partners Association Summit*, (Nov. 10, 2021), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-ilpa-20211110> [<https://perma.cc/6JJP-EEF7>]; Gary (转下页注 14)

公司(SPACs)^[15]和加密货币的监管,^[16]从“薪酬与业绩挂钩”披露,^[17]到执法^[18]等等。^[19] 这些关于强制披露制度起源的传统论述围绕着三

-
- (接注释[13]) Gensler, Chair, SEC, Prepared Remarks Before the Principles for Responsible Investment “Climate and Global Financial Markets” Webinar, (July 28, 2021), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-pri-2021-07-28> [<https://perma.cc/NRR3-FF5N>]; Gary Gensler, Chair, SEC, Remarks Before the Investor Advisory Committee (June 9, 2022), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-iac-remarks-060922> [<https://perma.cc/8LUM-STMS>]; Gary Gensler, Chair, SEC, Remarks at Financial Stability Oversight Council Meeting (July 28, 2022), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-financial-stability-oversight-council-meeting-072822> [<https://perma.cc/CB2V-N633>].
- (接注释[14]) Gensler, Chair, SEC, Prepared Remarks: “Dynamic Regulation for a Dynamic Society” Before the Exchequer Club of Washington, D.C. (Jan. 19, 2022), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-dynamic-regulation-20220119> [<https://perma.cc/KU2X-CPAL>].
- [15] Gary Gensler, Chair, SEC, Healthy Markets Association 2021 Healthy Market Structure Conference (Dec. 9, 2021), <https://healthymarkets.org/2021-healthy-market-structure-conference> [<https://perma.cc/3G7M-CPBR>].
- [16] Ephrat Livni, Gary Gensler’s Reflects on His First Year as S.E.C. Chair, N.Y. TIMES (Apr. 16, 2022), <https://www.nytimes.com/2022/04/16/business/dealbook/gary-gensler-sec.html> (on file with the Journal of Corporation Law).
- [17] Statement, Gary Gensler, Chair, SEC, Statement on Pay versus Performance (Jan. 28, 2022), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-pvp-012822> [<https://perma.cc/2SFR-BP59>]; Statement, Gary Gensler, Chair, SEC, Statement on Final Rule Regarding Pay Versus Performance (Aug. 25, 2022), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-pay-vs-performance-082522> [<https://perma.cc/ATL8-GDCE>].
- [18] Gary Gensler, Chair, SEC, “This Law and Its Effective Administration”: Remarks Before the Practising Law Institute’s 54th Annual Institute on Securities Regulation (Nov. 2, 2022), <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-remarks-practising-law-institute-110222> [<https://perma.cc/EH5D-5LGN>].
- [19] Financial Services and General Government Appropriations for 2023; Hearing Before the Subcomm. On Fin. Servs, & General Gov’t of the H. Appropriation Comm., 117th Cong. 183 (2022) (testimony of Gary Gensler, Chair, SEC); Oversight of The U.S. Securities and Exchange Commission; Hearing Before the S. Comm. on Banking, Hous., & Urb. Affs., 117th Cong. 5 (2022). 根斯勒似乎对自己对历史的痴迷有所自知,曾对听众坦言:“诸位或许知晓,我非常喜欢谈论 20 世纪 30 年代我国证券法的创立历程。” Gary Gensler, Chair, SEC, Remarks on Cybersecurity and Securities Laws at the Northwestern University Pritzker School of Law (Jan. 24, 2022), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-cybersecurity-securities-laws-20220124> [<https://perma.cc/6DTF-94K5>].

个核心假设展开:

(1) 《1933年证券法》的起草和颁布是确立该制度基本特征的重大标志性事件,因此研究该法律的立法史是了解该制度的一个有效途径;^[20]

(2) 强制披露制度反映了对统合主义经济监管模式的刻意摒弃——该模式下政府将与大企业合作共同规划经济,最著名的体现是《全国工业复兴法》;^[21]并采纳布兰代斯主义经济监管理念——在这种理念下,政府与企业保持对抗关系(制定规则并起诉违反规则的企业),同时让市场力量发挥作用;^[22]

(3) 像詹姆斯·兰迪斯、费利克斯·法兰克福特等精英律师,以及那些塑造了《证券法》的人,才是这一制度真正的思想奠基人。因此研究这些人的背景、思想、努力和动机是了解该制度的一个有用途径。^[23]

本文对这三项假设均提出了质疑。通过查阅档案资料、口述历史以及其他原始文献,重新梳理了美国强制披露制度的起源,^[24]主要提出以下三个观点:

首先,20世纪30年代的强制披露要求与国会制定的《证券法》中的制度存在显著矛盾。在该法中,国会要求任何计划出售证券的公司首先向监管机构^[25]提交包含详尽披露内容的“注册声明”,只有在该声明生效后公司才能推进销售。根据该法,除非监管机构基于“重大”虚假陈述或遗漏而启动正式程序以阻止销售,否则该声明将在20天后自动生效。该法还规定了监管机构可采用的审查程序,以收集必要的背景信息

[20] 详见本文第二部分。

[21] 详见本文第三(二)部分关于《全国工业复兴法》体现新政下统合主义的相关论述。

[22] 详见本文第三部分。

[23] 详见本文第四部分。

[24] 除公开可获取的资料来源和数据库外,我还参考了罗斯福总统图书馆、哥伦比亚大学珍本与手稿图书馆、华盛顿与李大学法学院图书馆、哈佛法学院历史与特藏部,以及SEC历史学会在线档案库的馆藏档案。我还曾尝试检索弗吉尼亚大学阿尔伯特与雪莉·斯莫尔特特藏图书馆(弗兰克·贝恩档案)、得克萨斯大学多尔夫·布里斯科美国历史中心(萨姆·雷伯恩档案)、明尼苏达大学西中明尼苏达历史研究中心(查尔斯·马奇档案)以及立法档案中心(国家档案和记录管理局)的相关资料,但均未查得。

[25] 最初是联邦贸易委员会(FTC)。1934年,国会成立了美国证券交易委员会(SEC),并将这些职责移交给了这个新机构。为简明起见,本文中统一称其为“监管机构”。

来支持其执法行动。在审议该立法时,国会强调在 20 天的等待期内,监管机构仅对注册声明进行“初步”和“粗略”的审查,以发现“明显”的违规行为。国会还明确审议并否决了赋予监管机构自行决定加速修订文件生效的权力。立法历史同样清晰表明,设定 20 天的固定等待期旨在为市场参与者提供可预测性,使发行人及其承销商能够有信心地为预定日期的销售做好准备。

这项精心设计的法定制度从未得到实施。相反,在该法案通过后,监管机构立即将其束之高阁,转而实施了一套截然不同的制度。监管机构的工作人员没有按照法案的要求通过正式程序来监管信息披露不足的情况,而是对几乎所有的注册声明都发出函件指出“缺陷”,并要求公司进行修改或撤回发行。监管机构也没有按照国会的要求对收到的每份声明进行“初步审查”,以发现“明显”的问题,而是对其进行了所谓的“仔细且严格”的分析。法案设想这些注册声明将在 20 天后自动生效,但实际上绝大多数注册声明的生效都面临长时间的拖延,而且几乎所有情况下的时间安排都取决于监管机构不可预测且多变的自由裁量权。正如监管机构承认的那样,其不仅依据国会指示对注册声明中的“重大”遗漏或虚假陈述进行监管,还通过缺陷函程序纠正非重大错误。监管机构未按法定审查程序收集信息,而是直接在缺陷函程序(deficiency letters process)中提出要求。尽管国会明确拒绝授予监管机构加速修订文件生效的裁量权,但监管机构却广泛行使了这项权力。因此,笔者得出结论:20 世纪 30 年代的《证券法》既未授权强制披露制度,更未对此作出合理解释。传统以成文法为中心的强制披露制度起源的论述,本质上是错误的分析。^[26]

其次,真正的强制披露既不是对统合主义经济模式的否定,也不是对布兰代斯主义监管理念的采纳,而是应对行政能力不足的权宜之计。从一开始,监管机构就面临着总体监管任务与可支配的有限资源不匹配的问题,放弃法定制度并创设缺陷函程序帮助监管机构在各方面弥补了这一能力缺口。最重要的是,它将证券专业人士(律师、会计师、投资银行家)从对手转变为合作伙伴,使监管机构在执行任务时能够利用这些

[26] 详见本文第二部分。

从业者的专业知识和人力支持。^[27]

但监管机构的巧妙替代措施也从根本上且不可逆转地改变了该制度的本质特征。传统观点将该法规描述为纯粹的布兰代斯主义监管体系:一个以信息披露为基础的制度,将竞争和市场作为主要的组织力量,以政府与企业之间的对抗关系为核心,摒弃了庞大的官僚机构。转向缺陷函程序后,该体系已很大程度上向统合主义模式靠拢。关键的信息披露和会计规则是在幕后由监管机构工作人员和精英证券专业人士共同制定的,这些专业人士享有接触政府运作机制的独特渠道,因而能够为其服务收取高额费用。缺陷函程序引发了普遍的认识(有时甚至是现实),即政府不仅仅是执行信息披露规则,还积极地参与经济规划,基于实质判断对特定的公司发行进行批准或否决。^[28] 缺陷函程序挽救了强制披露体系,但却是以牺牲其核心理念为代价的。

最后,要理解真正的强制信息披露制度的起源,就需要超越像法兰克福特和兰迪斯这样制定了相关法规的标志性律师知识分子,去关注真正负责这一制度的一个鲜为人知的监管机构中层官员鲍德温·贝恩(Baldwin Bane)。本文首次对其生平进行考证,他的背景和思想理念与通常被视为该制度创始人的那些标志性人物截然不同。正是贝恩独特的视角和地位,使他放弃原有的法定制度,代之以他所推行的行政监管体制。结果是:与传统观点相反,真正的强制披露制度更多的是对20世纪30年代精英法律文化的背离,而非其产物。^[29]

本文挖掘了强制披露制度被湮没的历史,讲述了一位普通的中层官员如何通过富有创造力和智慧的行政手段,变革甚至可能是挽救了现代行政国家基础性监管制度的故事。这同样也是那些标志性精英律师知识分子立法失败的故事,以及他们所推崇的布兰代斯主义经济监管模式的失败。

本文做出了若干贡献,核心贡献在于对美国证券监管起源的历史诠释。如上所述,这一历史不仅持续吸引着历史学、法学和金融学学者,也

[27] 详见本文第三(一)部分。

[28] 详见本文第三(二)部分。

[29] 详见本文第四部分。

受到当代监管者、律师和法官的关注。^[30]

本文还对新政历史的其他领域有所贡献,包括探讨了既有或缺失的行政能力如何影响各种新政举措,^[31]精英法律专业人士如何从政府内部和外部塑造这些举措,^[32]以及相互竞争的进步主义监管理念如何塑造各种新政计划的思想史。^[33]

本文分为五个部分。第一部分介绍背景,从广为人知的《1933年证券法》的起源讲起,继而探讨该法颁布后立即建立的截然不同的实施机制,并阐明正是这第二套机制成为现代证券监管的真正基石。第二部分揭示了20世纪30年代强制披露的实际执行情况与声称授权这一制度的法律条文之历史和目的存在着根本的背离。第三部分论证了真正的强制披露体

[30] 这是一项描述性历史研究项目。在另一篇论文中,我评估了当前缺陷函程序的成本与效益。See Alexander I. Platt, *Rethinking the IPO Bureaucracy* (working paper) (on file with author).

[31] 一位权威法律史学家曾指出:“在新政的法律史研究中,国家行政能力问题值得更多关注……”Nicholas Parrillo, “The Government at the Mercy of Its Contractors”: How the New Deal Lawyers Reshaped the Common Law to Challenge the Defense Industry in World War II, 57 *HASTINGS L.J.* 93, 97 (2005). For foundational contributions, see KENNETH FINEGOLD & THEDA SKOCPOL, *STATE AND PARTY IN AMERICA’S NEW DEAL* (1995); Theda Skocpol & Kenneth Finegold, *State Capacity and Economic Intervention in the Early New Deal*, 97 *POL. SCI. Q.* 255 (1982); Margaret Weir & Theda Skocpol, *State Structures and the Possibilities for “Keynesian” Responses to the Great Depression in Sweden, Britain, and the United States*, in *BRINGING THE STATE BACK IN* (Evans, Rueschemeyer & Skocpol eds., 1985).

[32] See, e. g., Daniel R. Ernst, *Lawyers, Bureaucratic Autonomy, and Securities Regulation During the New Deal* (Geo. L. Fac., Working Paper No. 115, 2009) [hereinafter Ernst, *Lawyers*]; Daniel R. Ernst, *The Shallow State: The Federal Communications Commission and the New Deal*, 4 *U. PA. J.L. & PUB. AFFS.* 403 (2019) [hereinafter Ernst, *The FCC*]; Daniel R. Ernst, “In a Democracy We Should Distribute the Lawyers”: The Campaign for a Federal Legal Service, 1933–1945, 58 *AM. J. LEGAL HIST.* 4 (2018) [hereinafter Ernst, *Democracy*]; PETER H. IRONS, *THE NEW DEAL LAWYERS* (1982); RONEN SHAMIR, *MANAGING LEGAL UNCERTAINTY: ELITE LAWYERS IN THE NEW DEAL* (1995).

[33] See, e.g. Jessica Wang, *Neo-Brandeisianism and the New Deal: Adolf A. Berle, Jr., William O. Douglas, and the Problem of Corporate Finance in the 1930s*, 33 *SEATTLE U. L. REV.* 1221 (2010); LAURA PHILLIPS SAWYER, *AMERICAN FAIR TRADE* 267–89 (2018); HAWLEY, *supra* note 2; ALAN BRINKLEY, *THE END OF REFORM* (1995).

系并非源于对布兰代斯主义监管理念的坚守,而是出于弥补行政能力不足的务实考量。为扩大行政能力而采取的权宜之计,最终彻底改变了该制度的本质特征。第四部分通过传记形式呈现了强制披露制度奠基人鲍德温·贝恩的生平,揭示了其特殊背景如何使其有别于通常被视为证券监管先驱的精英律师群体——也正是这种背景使他得以摒弃法定体系,开创行政监管模式。第五部分则探讨强制披露制度的真实历史如何以及为何被“湮没”。

一、背景：一部法律,两种制度

1933年5月,罗斯福总统签署了《证券法》,确立了针对向公众发行证券的联邦强制披露制度。两个月后,负责执行该法的监管机构的一名中层官员将这一法定制度抛诸脑后,另创了一套新的制度,这套新制度构成了当今证券执法机制的基础。

(一) 法定制度：注册声明在 20 天后自动生效,除非启动正式程序介入
《1933年证券法》第5(a)条规定,除非注册声明“生效”,否则不得“出售或要约购买”任何证券。^[34] 该法规定,这些注册声明必须向联邦贸易委员会(FTC)提交,披露有关发行人、其业务以及发行的某些信息。^[35]

第8条阐述了注册声明生效(或未生效)的程序。第8(a)款规定:“注册声明的生效日期为提交后第20日。”该条款列举了监管机构可介入该程序的三种机制:

(1) 拒绝令。委员会可在注册声明生效日期之前(在发出通知并给予听证机会之后)发布命令,阻止(“拒绝准予”)“表面上在任何重大方面看来不完整或不准确”的注册声明生效。^[36]

[34] Securities Act of 1933 § 5(a), Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74, 77 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77e).

[35] Securities Act of 1933 § 7, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77g); Securities Act of 1933 Schedule A, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77aa).

[36] Securities Act of 1933 § 8, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77h).

(2) 停止令。委员会可“中止”任何“包含了对重大事实的不实陈述,遗漏了任何需要陈述的重大事实或遗漏了为使其陈述不致产生误导而必须陈述的任何重大事实”的注册声明生效,通过在发出通知并给予听证机会后“随时”(即在生效日期之前或之后)发布“停止令”来实现。^[37]

(3) 审查。委员会还可以“在任何情况下进行审查,以确定是否应发布停止令”,包括要求提供账簿和文件,审查发行人、承销商及其他相关方,并要求由独立会计师对发行人的财务状况进行认证。^[38]

第8条还规定,如果注册人在其注册声明生效日期之前自行提交了对其注册声明的修订版,除非该修订版是“经委员会同意”或“依据委员会的命令”提交的,否则将重新启动20天的计时。^[39]

(二) 行政方案:注册声明须经监管机构审查并按监管机构指示修订后方可生效

该法案生效两个月后,^[40]大量注册声明提交给了联邦贸易委员会新设立的证券部;有报道称数量“超过100份”。^[41] 该部门新任命的主任

[37] 同上注。

[38] 同上注。

[39] 同上注。若修正文件系“经委员会同意”或“根据委员会命令”提交,则不会重新启动20天时限。同上注。

[40] See Securities Act of 1933 § 3(a)(1), Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77(c) (在注册义务生效前设有60天的过渡期)。

[41] 关于初始阶段提交的注册声明确切数量,各方说法不一。New Approaches to Disclosure in Registered Security Offerings: A Panel Discussion, 28 BUS. LAW. 505, 531 (1973) (statement of Harold Marsh) (讨论“超过100份”的申报); RITCHIE, supra note 6, at 50 (41); Edward N. Gadsby & Ray Garrett, Jr., “Acceleration” Under the Securities Act of 1933—A Comment on the A.B.A.’s Legislative Proposal, 13 BUS. LAW. 718, 721 (1958) (85); Byron D. Woodside, Development of S.E.C. Practices in Processing Registration Statements and Proxy Statements, 24 BUS. LAW. 375, 377 (1969) (“超过80份”); Ray Garrett, Jr., Former Chair, SEC, Keynote Speech, Disclosure and “Corp Fin” Branch Chiefs: The SEC Review Process (June 6, 1977), https://www.sechistorical.org/collection/papers/1970/1977_0606_DiscCorpFinChief.pdf [<https://perma.cc/K3L7-L3EZ>] (24); \$ 100,000,000 Share Registrations In, WASH. POST, Jul. 15, 1933, at 17 (“超过60份”); Hundred Millions of New Stocks Listed With U.S. in Week, CHI. TRIBUNE, Jul. 15, 1933, at 22 (65份外加“十余份”); Securities Act Registration is \$ 75,000,000, WASH. POST, Jul. 8, 1933, at 2 (“约50份”)。

管鲍德温·巴克纳·贝恩^[42]指示其下属审查这些大量且复杂的文件。起初,该部门只有十几名从其他部门临时抽调的员工,^[43]后来才扩大人员规模以应对堆积如山的文书工作。^[44]审查完成后,贝恩的下属报告称所有注册声明都存在重大缺陷,并建议委员会全面启动正式程序。^[45]

贝恩没有接受这一建议,他也没有挑选出其中最差的注册声明并通过正式程序来处理。相反,贝恩让他的下属给所有注册人发出信函,告知他们提交的文件中存在明显的缺陷,并“邀请”他们提交修订文件予以更正,这其中也暗含着如果注册人拒绝配合将启动正式程序的潜在威胁。^[46]

这种“缺陷函”手段很快就被固定下来,取代了法定程序成为监管机构主要的信息披露执法手段,^[47]其中一些方面随后被编入经委员会批准的法规中。^[48]在接下来的几十年里,绝大多数的注册声明都会收

[42] RITCHIE, *supra* note 6, at 49; Arthur H. Dean, Book Review, 50 MICH. L. REV. 1388, 1390 (1952) (reviewing LOUIS LOSS, SECURITIES REGULATION (1951)); LOUIS LOSS, SECURITIES REGULATION (1951); Testimony of Baldwin B. Bane, Director, Division of Corporation Finance, SEC, Before the H. Subcomm. on Interstate & Foreign Commerce, 82d Cong. 394 (1952) [下称贝恩 1952 年证词].

[43] Woodside, *supra* note 42, at 377.

[44] E.g., Securities Act Registration is \$ 75,000,000, *supra* note 42 (“在正式监管首日突然涌入的大量财务报表使委员会措手不及,无法快速处理这些报告”,且“委员们召开会议并增派人员协助证券工作”); 65 New Issues Filed Under Securities Act, N. Y. TIMES, Jul. 15, 1933, at 17 (首周结束时“贝恩先生的部门约有三十名员工从事处理证券注册及核查错误的新工作”).

[45] New Approaches to Disclosure in Registered Security Offerings: A Panel Discussion, *supra* note 42 at 531; RITCHIE, *supra* note 6, at 50; Gadsby & Garrett, *supra* note 42, at 721; Woodside, *supra* note 42, at 377; Garrett, *supra* note 42; HOMER KRIPKE, THE SEC AND CORPORATE DISCLOSURE: REGULATION IN SEARCH OF A PURPOSE 13 (1979).

[46] New Approaches to Disclosure in Registered Security Offerings: A Panel Discussion, *supra* note 42, at 531; RITCHIE, *supra* note 6, at 50; Gadsby & Garrett, *supra* note 42, at 721; Woodside, *supra* note 42, at 377; Garrett, *supra* note 42.

[47] E.g., Hearing Before the Subcomm. of H. Comm. on Appropriations, 73d Cong. 151 (1934) (statement of Baldwin Bane) (将缺陷函程序描述为证券法核心行政管理的重要组成部分); Baldwin B. Bane, The Federal Securities Act of 1933, 14 B.U. L. REV. 35, 37 (1934).

[48] E.g., Exchange Act Release No. 47, 1933 WL 28860 (Sept. 22, 1933).

到一封或多封此类信函。^[49] 管理这一非正式程序成为监管机构的“主要职能”，^[50] 而《证券法》第8条规定的正式程序则居于次要地位。^[51]

这种替代性执法机制面临的挑战在于,对于注册人而言,根据这些

[49] Rodney Starkey, *The Special Problems and Responsibilities of the Accountant Under the New Act at 13* (1935) reprinted in AMERICAN MANAGEMENT ASSOCIATION, FINANCIAL MANAGEMENT SERIES 38 - 62, 1932 - 1940 (在1935年“几乎所有提交的注册声明”都会收到缺陷函); Letter from Adolf Berle to William Douglas (Sept. 23, 1937), https://www.sechistorical.org/collection/papers/1930/1937_0923_DouglasCongratulationsT.pdf [<https://perma.cc/U7XQ-VWML>] (1937年“仅有六七份注册声明未收到缺陷函”); George Bates, *The Waiting Period Under the Securities Act*, 14 HARV. BUS. REV. 203, 208 (1937) (缺陷函“并非例外,而是常态”); Gullie Goldin, ‘Perversion’ of 1933 Securities Act Charged by Former Employee of SEC, N.Y. TIMES, Jun. 25, 1939, at B1 (“未经 SEC 事前咨询而提交的注册声明,在 20 天期限届满时未收到缺陷函即生效的情况实属罕见”); WALTER GELLHORN, FEDERAL ADMINISTRATIVE PROCEEDINGS 56 (1941) (1941年“多达五分之四”的注册声明收到缺陷函); MONOGRAPH OF THE ATTORNEY GENERAL’S COMMITTEE ON ADMINISTRATIVE PROCEDURE, 77TH CONG., ADMINISTRATIVE PROCEDURE IN GOVERNMENT AGENCIES: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 24 (Comm. Print 1941) [hereinafter, MONOGRAPH]; Bane, 1952 Testimony, supra note 43, at 423 (1946年至1951年间,生效的注册声明中未收到缺陷函的比例不足4%); EDWARD T. MCCORMICK, UNDERSTANDING THE SECURITIES ACT AND THE S.E.C. 239 (1948) (1948年“多数”申报材料收到缺陷函); LOSS, supra note 43, at 172 (1951年“绝大多数情况下……审查小组会起草问询函,列明注册声明存在不足之处”); ALLEN CHOKA, INTRODUCTION TO SECURITIES REGULATION 13 (1958) (“SEC 几乎总是建议对注册声明进行修改”); Robert Logan, *The Disclosure of Information under the Securities Act of 1933* (Apr. 1939) (Ph.D. dissertation, Northwestern University) (on file with author) (发现1933年至1937年间酒类企业提交的171份注册声明中,无一未经修订即获生效)。

[50] SEC, ANNUAL REPORT OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 26 (1935) [hereinafter, SEC, FIRST ANNUAL REPORT]; see also SEC, THIRTEENTH ANNUAL REPORT OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 2 (1947) (“主要职能之一”) [hereinafter, SEC, THIRTEENTH ANNUAL REPORT]; Cf. William Douglas, *Keeping the Investor Informed* (Jul. 11, 1936) (“尽管委员会有权发布停止令……其主要职能仍是登记机构。”), quoted in Logan, supra note 50, at 4.

[51] E. Merrick Dodd, *The United States Securities and Exchange Commission: 1942 - 1946*, 10 MOD. L. REV. 255, 256 n.7 (1947) (缺陷函“在执法手段上实质上取代了停止令”); Joel Seligman, *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 9 J. CORP. L. 1, 41 (1983) (“历史上,SEC 很少发布停止令,而是采用更非正式的缺陷函机制,劝说发行人进行完整准确的披露或撤回注册声明”).

缺陷函的要求进行修改可能需要花费相当长的时间,^[52]而考虑到法律规定的严格的 20 天期限,这往往难以实现。注册人必须在投资者开始购买证券之前完成修正,否则投资者将基于不完整和错误的信息做出购买决定。问题在于,第 8(a)条规定,在没有根据第 8 条启动正式程序的情况下,注册声明将在 20 天后自动生效。等到监管机构审查注册声明、发现缺陷、起草通知信函并送达注册人时,通常留给注册人考虑并作出修改的时间已经不多了。这意味着存在重大缺陷的注册声明可能会生效,投资者可能会依赖这些有缺陷的声明购买证券,注册人可能面临潜在的法律风险。

为避免出现这种结果,并为注册人留出更多时间来落实缺陷函中提出的修正要求,贝恩巧妙地指示其下属邀请收到缺陷函的注册人立即提交一份“延期修正”申请——要求对原始文件进行小幅修改。^[53]根据法规,这样做的效果是重新启动 20 天的计时,从而争取到一些时间来做出必要的实质性修改。^[54]

这一举措解决了时间紧迫的问题,但又产生了新的问题——将生效日期推迟到了法律所设想的 20 天期限之外,贝恩再次提出了富有创造性的行政解决方案来缓解这些延误。如果注册人在最初的 20 天期限结束前能够将实质性的修正案提交并获得监管机构批准,那么注册人只需撤回其最初的延期修正申请,从而恢复最初的 20 天期限。^[55]机构还鼓励注册人在修正缺陷后申请“加速生效”的灵活补救措施,并且通常会轻松地批准此类请求。^[56]

缺陷函机制对注册声明的生效产生了显著影响。在许多情况下,收到缺陷函会显著改变注册人的成本收益计算。在某些情况下,注册人推进发行的意愿可能取决于能否以特定方式呈现信息或省略某些信息。收到缺陷函后,注册人可能不再有意愿推进发行。监管机构允许注册人

[52] SEC, THIRTEENTH ANNUAL REPORT, *supra* note 51, at 3 (要求在 20 天内完成修改“几乎不可能实现”).

[53] Exchange Act Release No. 47, 1933 WL 28860 (Sept. 22, 1933).

[54] 同上注; LOSS, *supra* note 43, at 172.

[55] Exchange Act Release No. 47, 1933 WL 28860 (Sept. 22, 1933).

[56] LOSS, *supra* note 43, at 173. Congress formalized this authority in 1940. *Infra* Part I.C.

在生效日期前自愿撤回其申报文件,但需获得委员会的“同意”。^[57] 到 1936 年,普遍存在的缺陷函和鼓励撤回政策相结合,导致涉及约 3 亿美元证券的注册声明被撤回——这一数额超过了通过拒绝令和停止令被阻止发行金额的三倍。^[58]

(三) 行政体制的胜利

国会于 1940 年通过修订《证券法》第 8(a) 条批准了缺陷函程序,而为监管机构一直采用的“加速生效”技术提供了明确的法律依据。^[59] 如上所述,“加速生效”是贝恩发明的一种行政手段,旨在缓解缺陷函程序造成的延误——收到缺陷函后,注册人会提交一份或多份“延期修正”申请,以不断重新启动 20 天的计时;待修正至监管机构满意后,注册人会请求(且监管机构通常会批准)加速生效,以尽量减少任何不必要的进一步延误。在 1940 年的立法中,国会明确授权监管机构可以使注册声明在 20 天后生效“或在委员会经充分考量后确定的更早日期生效,考量因素包括:此前向公众披露的发行人信息是否充分,拟注册证券的性质及其与发行人资本结构的关系是否清晰,证券持有人的权利是否明确,以及公众利益和投资者保护”。^[60] 立法历史证实,该修正案的意图在于确保委员会有权加快注册声明生效,^[61] 这一点也得到了 SEC 的实施条例以及该立法通过后的首份年度报告的确认。^[62]

[57] Exchange Act Release No. 47, 1933 WL 28860 (Sept. 22, 1933).

[58] SELIGMAN, *supra* note 3 at 149; see also Seligman, *supra* note 52, at 43 (发现 1955 年至 1971 年间向 SEC 提交的 32,312 份注册声明中,有 66 份受到停止令约束,另有 546 份因回应问询函而撤回)。

[59] See Investment Company Act of 1940 § 301, Pub. L. 76-768, 54 Stat. 789, 857-58 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77h(a)).

[60] 同上注。

[61] 76 CONG. REC. 10069-70, 10249-50.

[62] Statement of Commission Policy with Respect to the Acceleration of the Effective Date of a Registration Statement, Exchange Act Release No. 2340, 1940 WL 967 (Aug. 22, 1940); SEC, SIXTH ANNUAL REPORT 118 n. 1 (1941); see also LOSS, SELIGMAN & PAREDES, *supra* note 8, at 1034-35 (阐释 1940 年立法修订《证券法》旨在“允许委员会将生效日期提前”).

缺陷函程序一直延续至今,^[63]现在监管机构对申报文件的审查由超过280名律师、会计师和其他专业人士组成的团队负责,这些人员分布在SEC公司融资部(该部门于1942年取代了注册部)下设的九个特定行业办公室。^[64]信函名称也已改称为“问询函”(comment letters),以避免与所谓“缺陷”相关的污名。自2004年起,这些信函以及公司的回复都已公开。^[65]而《2012年促进创业企业融资法》允许某些公司可以保密方式提交首次注册声明,并规定只有在公司最终推进发行时,发行人与监管机构之间的往来信函才会公开。^[66]除此之外,这一程序看起来与1933年时大同小异。

世界各地的证券监管机构也采用了类似的程序。^[67] SEC还实施了

[63] See Filing Review Process, SEC (Sept. 27, 2019), <https://www.sec.gov/about/divisions-offices/division-corporation-finance/filing-review-process-corp-fin> [<https://perma.cc/9ENU-E3PC>]; CHOI & PRITCHARD, *supra* note 9 at 533 – 35; COFFEE ET AL., *supra* note 9, at 244 – 47.

[64] Erik Gerding, Director, SEC Div. of Corp. Fin., Statement on the State of Disclosure Review (June 24, 2024), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gerding-statement-state-disclosure-review-062424> [<https://perma.cc/4G2S-JZFD>]; SEC Reorganized; 90 Jobs Abolished, N.Y. TIMES, Aug. 20, 1942, at 29.

[65] Press Release, SEC, SEC Staff to Publicly Release Comment Letters and Responses (Jun. 24, 2004), <https://www.sec.gov/news/press/2004-89.htm> [<https://perma.cc/P9U9-7UVB>].

[66] Jumpstart Our Business Startups Act of 2012 § 106(a), Pub. L. 112 – 106, 126 Stat. 306, 312 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77f(e)).

[67] E.g., Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of June 14, 2017, on the Prospectus to Be Published When Securities Are Offered to the Public or Admitted to Trading on a Regulated Market, and Repealing Directive 2003/71/EC, 2017 O.J. (L 168) 12 Art. 20 § 4 (要求招股说明书在上市前获准,并规定监管机构可要求发行人在批准前修改文件及补充信息); UK FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, PROSPECTUS REGULATION RULES SOURCEBOOK § 3.1.2 (2024) (采纳欧盟法规); BILLY K.M. AU ET AL., HONG KONG INITIAL PUBLIC OFFERINGS 75 – 76 (2021) (概述“监管审核”流程,即香港监管机构在批准申请前审查上市申请并向发行人提出意见及质询); TORYS LLP, INITIAL PUBLIC OFFERINGS IN CANADA 30 – 31 (2017) (描述加拿大IPO流程及监管机构律师与会计师通过信函及电话对招股说明书进行多轮意见反馈的程序,发行人须解决所有意见方可推进发行); see also Directive 2003/71/EC, of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the Prospectus to be Published When Securities are Offered to the Public or Admitted to Trading and Amending Directive 2001/34/EC, 2003 O.J. (L 345) 64 (欧盟法规旧版包含实质相似的流程).

类似程序以执行其他信息披露要求,《1934年证券交易法》第13条要求在交易所上市的证券进行年度及其他定期披露,但该法并未规定审查这些披露内容的方法,也未规定除诉讼和执法之外的执行该要求的非正式途径。^[68] 法案通过后不久,这些披露就开始由同一组人员通过相同的问询函程序进行审查。^[69] 《1934年证券交易法》的另一条要求交易所进行注册,其中规定的审查程序与缺陷函程序颇为相似。^[70]

同样,在《1940年投资公司法》中,国会规定投资公司须向委员会提交注册声明和定期报告。第8(e)条借鉴了缺陷函程序来执行这些披露要求。实际上,该法案在国会审议期间,一位SEC官员在众议院委员会听证会上将其描述为一种“发出缺陷通知的机制”,此表述正是沿用了《证券法》注册申报中采用的非正式程序用语。^[71]

总之,1933年创设的这一非正式程序历经90年,为当今大部分信息披露执法制度奠定了基础。

二、20世纪30年代《证券法》并未授权或解释真正的强制披露

上文所述的20世纪30年代实施的缺陷函制度在《证券法》中并未

[68] Securities Exchange Act of 1934 § 13, Pub. L. 73-291, 48 Stat. 881, 894-95 (codified as amended at 15 U.S.C. § 78m) (要求定期披露); Securities Exchange Act of 1934 § § 18-22, Pub. L. 73-291, 48 Stat. 881 (codified as amended at 15 U.S.C. § § 78r-78v) (规定私人责任、执法、调查及听证程序)。

[69] E.g., SEC, SECOND ANNUAL REPORT OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 4 (1936). Congress would codify this review of periodic reports in 2002. Sarbanes-Oxley Act of 2002 § 408, Pub. L. 107-204, 116 Stat. 745 (codified as amended at 15 U.S.C. § 7266)。

[70] 《证券交易法》第6条要求交易所进行注册。Securities Exchange Act of 1934 § 6, Pub. L. 73-291, 48 Stat. 881 (codified as amended at 15 U.S.C. § 78f)。该条款与《证券法》第8条类似,规定交易所可通过提交申请进行注册,并要求委员会须在30天内作出回应,即“签发批准注册的命令,或在适当通知并给予听证机会后签发拒绝注册的命令”。同上注。但不同于《证券法》,该条款还明确规定了非正式的行政指导程序,允许监管机构要求修改申请材料并延长时限。同上注。

[71] Investment Trusts and Investment Companies; Hearings before the Subcomm. of the H. Comm on Interstate and Foreign Commerce, 76th Cong. 109 (1940) (statement of David Shenker)。

被明确提及。实际上,从很多基本方面来看,这一制度与法律条文直接相悖。本部分将根据当时的历史资料,来说明缺陷函制度如何偏离或违背了法条文本、立法历史和立法目的,而以往对《证券法》的历史研究无法完整地阐明这一监管制度的起源。

本文对强制披露制度起源的传统论述提出了质疑。许多论述明确宣称,《证券法》确立了强制披露制度的基本框架,并且在后续 90 年里基本保持不变。^[72] 还有许多论述将《证券法》的起草和颁布置于分析强制披露制度起源的核心,而完全忽略了该制度的行政实践及其对法条的偏离程度。在上述回顾美国强制披露制度起源的众多论述中,只有极少数提到了 20 世纪 30 年代该制度的行政实践,但几乎没有提及这些行政实践与国会所制定的制度之间存在重大差异。^[73] 只有极少数资料暗示

[72] See, e.g., SELIGMAN, *supra* note 3, at 39 - 40; HILTZIK, *supra* note 2, at 91; SUSAN M. PHILLIPS & J. RICHARD ZECHER, *THE SEC AND THE PUBLIC* 9 (1981); PERINO, *supra* note 6 at 289; LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, *SECURITIES REGULATION* 314 (5th ed. 2003); HAZEN, *supra* note 8, at 16 - 17; MCCRAW, *supra* note 6, at 154; Frank Easterbrook & Daniel Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VA. L. REV. 669, 669 (1984); PALMITER, *supra* note 9, at 20; *Merrill Lynch v. Dabit*, 547 U.S. 71, 78 (2006); STEVENSON, *supra* note 10, at 80; Adam Pritchard, *Corporate Governance, Capital Markets, and Securities Law*, in *OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE* 1063, 1068 (Gordon & Ringe, eds. 2018); Mark Uyeda, Comm'r, SEC, Remarks at the "SEC Speaks Conference" 2022 (Sept. 9, 2022), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/uyeda-speech-sec-speaks-090922> [<https://perma.cc/ZD8S-RKWA>]; Crenshaw, *supra* note 13; DE BEDTS, *supra* note 3, at 54 - 55. 类似地,某些权威解读将《证券法》第 8 条执法机制——该条款包含 20 天的法定期限——描述得似乎其已完整涵盖了强制披露制度的实际情况。BADGER, *supra* note 6, at 99 (“拟发行方必须向联邦贸易委员会提交详尽的财务报表,并等待 20 天后方可发行证券”).

[73] See SELIGMAN, *supra* note 3, at 149 - 50 (主张 SEC 在早期运用缺陷函程序,使其得以“有效阻止更多涉嫌虚假或误导性的证券招股说明书进入投资市场”); 同上注, at 619 - 20 (赞誉缺陷函程序是“对行政程序的创造性运用”,这有助于解释为何证券监管制度“在新政时期政策普遍式微后仍能长期保持其效力”); LOSS, SELIGMAN & PAREDES, *supra* note 8, at 360 (“从历史实践来看,SEC 极少签发停止令,而是通过问询函或缺陷函这类非正式程序手段,说服发行人作出充分准确的信息披露或撤回注册申请。”); 同上注, at 1038 - 54 (认为“第 8 条提供的重型武器是为恶劣案件预留的”,并将缺陷函程序描述为“彰显行政程序备受推(转下页)

了强制披露制度可能与法条存在冲突,但只是间接、顺便提及,并没有对该冲突进行详细分析或者考虑其影响。^[74]

需要明确的是,本文并非意指缺陷函程序是非法的,以至于法院应将其撤销。^[75]相反,本文运用法律解释方法来表明,行政部门选择采用缺陷函程序的做法,与国会所制定的制度相比,构成了根本性的、戏剧性的背离。本文意在表明,在强制披露制度的起源中,缺陷函程序是一个未曾预料到的、独立的、偶然的、具有变革性的事件,以至于许多仅关注《1933年证券法》起草和颁布过程的历史叙述都遗漏了某些关键性的东西。

(一) 法律文本

1. 第8条明确列举了监管机构干预未生效注册声明的三种机制,并默示排除了其他未列明的干预方式。

第8条规定,除非监管机构干预,注册声明在20天后自动生效。该条列举了监管机构可采取的三种干预措施:监管机构可依据第(b)款启动拒绝令程序,依据第(d)款启动停止令程序,或者依据第(e)款启动审查程序。如果监管机构未采取上述任何措施,根据法条设定的规则,20天期限届满后,注册声明即生效。

《证券法》并未提及实际用于执行披露要求的缺陷函程序的相关内容。法律允许修正注册声明,并且修正将导致20天的生效期限重新起算,但并未授权监管机构通过上述正式程序之外的方式来要求修正注册

(接上页)崇的灵活性的典型范例”); CHOI & PRITCHARD, *supra* note 9, at 533-35 (在描述问询函程序时未涉及其与基础法律之间的张力关系); CHATOV, *supra* note 5, at 99 (在讨论早期缺陷函程序时未涉及其与基础法律之间的关系); Jarrell, *supra* note 10, at 622 (在描述《证券法》制度体系后继而阐述缺陷函程序,但未讨论二者之间的冲突)。

[74] HAZEN, *supra* note 8, at 88 (“1933年《证券法》第8条规定的程序并未准确反映SEC注册审查流程的实际运作情况”); COFFEE ET AL., *supra* note 9, at 244-45 (描述第8条规定的严格时限制度后,指出“实际情况却截然不同”,继而阐述了现行问询函制度体系); PALMITER, *supra* note 9, at 136-37 (在概述第8条法定框架后指出“实践中,SEC极少使用拒绝令与停止令”,继而阐述了问询函运作程序)。

[75] 此类主张至少面临三重障碍。首先,将21世纪后《行政程序法》时代的文本主义解释方法适用于1933年的法律条文存在明显的时代错位。第二,从实务角度看,缺陷函程序的非正式性与非终局性特征,使其本质上极难受到司法审查。第三,国会已于1940年正式认可了缺陷函程序,故主张其非法性的论点已完全失去实际意义。参见前文第一(三)部分论述。

声明。

鲍德温·贝恩是缺陷函制度的主要设计者和管理者,他坦率地承认《证券法》并未明确规定此种方式。他在1939年《纽约时报》的一篇文章中写道:“的确,《证券法》并未明确规定以何种非正式方式告知注册人有关注册声明中的错误或缺陷。”^[76]无独有偶,曾与贝恩共同建立该制度并在整个20世纪30年代中期持续监督其运作的詹姆斯·兰迪斯(先后担任联邦贸易委员会委员、SEC委员及主席),后来坦率地将缺陷函制度称为“法外发展的产物”。^[77]贝恩在SEC的两位早期副手于1937年指出:“《证券法》没有提供任何非正式的方法来督促纠正或补充注册声明。”^[78]早期有关证券监管的专著也承认了这一点,^[79]此外,许多20世纪四五十年代的行政法权威著作,^[80]来自行业的知名人

[76] Baldwin Bane, SEC's Work Defended as Liked by Investors and Registrants, N. Y. TIMES, Jul. 2, 1939, at F1; see also Bane, 1952 Testimony, supra note 43, at 392 (“《证券法》与《证券交易法》均未规定注册声明及申请材料的行政处理程序。两部法律明确规定通过正式程序来审查法定须提交文件的准确性与完整性……”).

[77] JAMES LANDIS, REPORT ON REGULATORY AGENCIES TO THE PRESIDENT-ELECT 46 (1960).

[78] Adolph C. Johnson & Andrew Jackson, The Securities and Exchange Commission: Its Organization and Functions Under the Securities Act of 1933, 4 LAW & CONTEMP. PROBS. 3, 10 (1937).

[79] MCCORMICK, supra note 50, at 35 (讨论缺陷函程序时承认“应当注意,《证券法》仅明确规定了通过正式程序对注册实施行政监管”); LOSS, supra note 58, at 172 (“在缺乏具体法定授权的情况下,监管部门逐步形成了一套极具操作性的审查程序”。当代权威教材亦指出这一点。HAZEN, supra note 8, at 88 (“《1933年证券法》第8条规定的程序并未准确反映SEC注册审查流程的实际运作情况”); see also DAVID RATNER, SECURITIES REGULATION 128 (2d ed. 1980) (指出缺陷函程序“未由《证券法》规定”)).

[80] MONOGRAPH, supra note 50, at 24 (讨论缺陷函程序时不情愿地承认“从条文表述来看,法案似乎只规定了两种选择——要么经过法定期限自动生效,要么通过正式程序完全失效”); GELLHORN, supra note 50, at 56 (赞誉缺陷函程序是“展现非正式裁决实效性的显著例证”,但同时指出法律仅规定“注册声明在法定期限届满后自动生效——除非委员会在此期间启动‘停止令程序’”); Kenneth Culp Davis, Administrative Powers of Supervising, Prosecuting, Advising, Declaring, and Informally Adjudicating, 63 HARV. L. REV. 193, 206 (1949) (“从法律条文来看,人们可能认为决定性认定应当基于听证程序产生的证据。然而在实践中,关键的职能既非裁决也非规则制定,而是几乎不存在程序保障或司法审查的监管活动”)).

士,^[81]以及几位 20 世纪中期的 SEC 主席^[82]和其他机构官员也持同样看法。^[83]

对某些权力的明确列举有时被视作隐含排除未列举的其他权力。正如首席大法官约翰·马歇尔(John Marshall)在 1824 年所指出,这种列举“预设了未列举的内容”。^[84]马歇尔当时指的是《宪法》第一修正案,但这一原则有时也被延伸到其他领域。^[85]

根据这一原则,由于《证券法》明确列举了监管机构在注册声明自动生效前可采取的三种不同形式的干预措施,该法似乎隐含地排除了包括缺陷函在内的其他干预方式。早期,监管机构自身似乎也认同对法条的此种解读。联邦贸易委员会(FTC)的一份年度报告(该财年于 1933 年 6 月 30 日结束,正好是《证券法》通过后一个月但尚未生效的时候,缺陷函制度尚未被创造出来)将法条解读为把监管机构的权限限于明示授予的行政权限。该报告率先指出:“除非委员会采取相反行动,否则注册声明将在提交后 20 天生效……”接着,报告指出,委员会可采取的“相

[81] Bates, *supra* note 50, at 208 (讨论缺陷函时指出“负责执行法案的机构已显著超越立法表面意图”); Arthur H. Dean, *Twenty-Five Years of Federal Securities Regulation by the Securities and Exchange Commission*, 59 COLUM. L. REV. 697, 719 (1959) (“《证券法》本身未对缺陷函作任何规定,仅在第 8 条中规定了当提交的注册声明在任何重大方面存在不完整或不准确情形时停止令程序的启动机制(包括正式的通知和听证程序)”); James Sargeant, *Private Offering Exemption*, 21 BUS. L. 118, 128 (1965) (“《证券法》未提及任何关于缺陷函的内容”).

[82] Garrett, *The SEC Review Process*, *supra* note 42 (讨论缺陷函程序时指出“从法条文义上来看,停止令才是委员会可用于质疑有缺陷的注册声明的法定方式”); Gadsby & Garrett, *supra* note 42, at 721 (“问询函-修正申请-加速到期”的工作路径并不是法定的行政方法).

[83] Abba David Poliakoff, *SEC Review: Comfort or Illusion*, 17 U. BALT. L. REV. 40, 43 (1987) (“《1933 年证券法》并未明确规定此类审查向委员会提交的注册声明的方式”); Interview by Richard Phillips with Milton Kroll, Former Comm’r, SEC, in Washington, DC (Sept. 13, 2001), <https://www.sechistorical.org/collection/oral-histories/kroll091301Transcript.pdf> [<https://perma.cc/W7LE-L5N3>] (讨论缺陷函程序时指出“法案仅仅规定,发行人提交注册声明,20 天后它会自动生效,除非委员会发出停止令”).

[84] *Gibbons v. Ogden*, 22 U.S. 1, 196 (1824).

[85] E.g., *Raleigh & G.R. Co. v. Reid*, 80 U.S. 269, 270 (1871) (“法条限定了某种特定模式的做法时,意味着其他做法是不允许的”).

反行动”仅限于第8条所规定的种类,即第8(b)和8(d)条款所规定的正式程序。^[86] 同样,SEC在1936年的一份法律文件中指出,“对于《证券法》注册条款的日常行政管理规定,委员会必须依靠行政救济措施中的停止令……”^[87] 实际上,所谓的“日常”行政管理赖以展开的程序,根本无法在法律文本中找到根据。

2. 第8条明确规定监管机构仅可对注册声明中的重大虚假陈述或遗漏采取行动,并默示禁止监管机构对非重大缺陷采取行动。

该条文并未赋予监管机构纠正非重大的虚假陈述或遗漏的权力。第8条所包含的三项救济措施授权监管机构处理重大虚假陈述或遗漏。第(b)款赋予监管机构在发现注册声明“在任何重大方面不完整或不准确”时下达拒绝令的权力。第(d)款赋予监管机构在发现注册声明“包含了对重大事实的不实陈述,遗漏了任何需要陈述的重大事实或遗漏了为使其陈述不致产生误导而必须陈述的任何重大事实”时下达停止令的权力。第(e)款赋予监管机构通过审查来决定是否应根据第(d)款下达停止令的权力——通过引用纳入了该条款中的重大性要求。

然而,纠正非重大缺陷恰恰是监管机构运用缺陷函程序的目的所在。^[88] 例如,SEC的1936年报告指出“如果注册声明不存在实质性缺

[86] FTC, ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL TRADE COMMISSION FOR THE FISCAL YEAR ENDED JUNE 30 1933 14-15 (1933); see also Securities Rules Issued Under Act, N.Y. TIMES, Jul. 7, 1933, at 23L (“委员会的专业注册会计师将审核注册声明并出具报告,此后委员会可责令暂停拟发行证券的发售,或批准其向公众发售”).

[87] Brief for Respondent at 19, Jones v. SEC, 298 U.S. 1 (1936).

[88] Starkey, supra note 50 at 13 (“在几乎所有实际案例中,在注册声明提交审核直至向公众发布期间,发行人都不得不提交大量修正文件以纠正瑕疵——在大多数情况下最终被证明只是轻微缺陷或程序性违规。”); Bates, supra note 50, at 208 (“尽管重要性是选择的理论基础,但缺陷函中标记的许多事实实际上可能无关宏旨”); MCCORMICK, supra note 50, at 292, 294 (指出诸如“‘缺陷函’中引用的事项往往既非重大又缺乏连贯性”的批评意见非常常见,并总结认为这类批评“在SEC长期处于‘探索定位阶段’的时期无疑具有正当性”); The Securities Act of 1933, 33 COLUM. L. REV. 1220, 1227-28, n. 72 (1933) (认为1933年10月的法规“使得委员会强制要求注册人进行细微修正”,即便这些修正“不足以构成拒绝注册的依据”); Dean, Book Review, supra note 43, at 1394 (指出委员会要求纠正“并非核心、亦不相关的细节”).

陷,发行人将被建议并获准通过修正文件进行更正。”^[89]同样,据报道,SEC 主席杰罗姆·弗兰克(Jerome Frank)在 20 世纪 30 年代未曾与一名机构工作人员谈起,他曾试图制止这种做法,但未能成功:“我告诉那些人放过那些微不足道的缺陷,但我无法让他们照做。”^[90]另一位 SEC 主席詹姆斯·兰迪斯后来观察到,“这些信函中存在相当大的吹毛求疵倾向。”^[91]一项对缺陷函制度的早期实证研究发现:“(因缺陷函程序产生的)这些修正文件提供的额外信息很少,以至于人们可能会怀疑,当回应不明确或出于其他原因不能令审查员满意时,缺陷函只是作为程序上的例行公事而被使用。”^[92]1937 年,阿道夫·伯利(Adolf Berle)写信给即将上任的 SEC 主席威廉·道格拉斯(William Douglas)说:“只有六七个注册协议在没有缺陷函的情况下通过,这对 SEC 来说可不是什么好名声。这要么证明所有试图注册的发行人都是无赖或是傻瓜;要么就说明所适用的法律太过晦涩难懂。”^[93]总之,尽管国会并未赋予监管机构纠正注册声明中非重大缺陷的权力,但监管机构却自行发明了缺陷函制度来达到这一目的。

3. 第 8 条明确规定监管机构只能通过正式审查程序向发行人索取与注册声明相关的信息,并默示禁止监管机构通过其他方式索取此类信息。

该条文规定了监管机构获取与注册声明相关的额外信息的唯一程序,即第(e)款所规定的正式、透明但程序繁琐的审查程序。而缺陷函程序通过提供一种替代性的、简化的、非正式机制,使得委员会能够在审查

[89] SEC, SECOND ANNUAL REPORT OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 31 (1936).

[90] KRIPKE, *supra* note 46, at 3.

[91] LANDIS, REPORT, *supra* note 78, at 46.

[92] Logan, *supra* note 50, at 42.

[93] Letter from Adolf Berle to William Douglas (Sept. 23, 1937), https://www.sechistorical.org/collection/papers/1930/1937_0923_DouglasCongratulatoryT.pdf [<https://perma.cc/D4QU-YGHZ>]; see also A.A. Berle, Accounting and the Law, 13 ACCOUNTING REV. 9, 12 (1938) (抱怨缺陷函程序时指出“多数会计问题都是通过密室程序解决的,且主要由基层审查员决定”); see also KRIPKE, *supra* note 46, at 13-14 (批评缺陷函指出的问题都是“吹毛求疵”和“挑刺”)。

程序之外获取注册人的信息,实质上改写了条文原意。相较于费劲地遵守第(e)款的要求,监管机构更多通过法律规定之外的缺陷函程序来获取信息。^[94]

非法定的缺陷函程序还使得监管机构得以规避第(e)款对于信息类型的实质性限制,委员会经常利用这种非正式的缺陷函程序向发行人索取超出注册声明法定要求的信息,仅仅是出于委员会自身的了解需求。^[95]

4. 与《证券法》其他条款不同,第8条并未规定主观意图要件,这默示排除了任何依据主观意图的执法启动机制。

《证券法》中的一些救济措施包含了主观意图要件。例如,如果在出售证券过程中作出重大虚假陈述或遗漏的人,能够证明其“不知情且在合理注意的情况下也无法知晓该不实陈述或遗漏”,则其责任可免除。^[96]又如,有规定明确,应当对“故意”违反该法的行为处以刑事处罚。^[97]再如,对于注册声明中的虚假陈述,除发行人外的任何人只要在注册声明生效时“有合理理由相信且确实相信其中的陈述是真实的”,即可相应免除责任。^[98]

相比之下,第8条赋予监管机构的救济措施没有对主观意图的要求。^[99]如果存在重大虚假陈述或遗漏,不论任何人是否有意为之,监管

[94] 详见本文第一(二)部分。

[95] SEC, FIFTH ANNUAL REPORT OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 24 (1939) (“在某些情况下,可能需要首先要求注册人提供补充信息以协助理解复杂情况”); Bane, 1952 Testimony, *supra* note 43, at 411 (指出监管机构“相当频繁地”运用缺陷函程序获取“机构内部关于注册声明的参考信息和分析材料,而非作为注册声明的组成部分”); Goldin, *supra* note 50 (指出缺陷函“甚至可能要求注册人提供仅供‘委员会参考的信息’(而非用于注册声明),提交大量并非《证券法》或任何规则要求的附加信息与数据”).

[96] Securities Act of 1933 § 12(a)(2), Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77i).

[97] Securities Act of 1933 § 24, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77x).

[98] Securities Act of 1933 § 11(b)(3), Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77k).

[99] Securities Act of 1933 § 8, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77h).

机构均可根据该条款采取正式行动。

然而,监管机构创造出缺陷函程序后,实质上在第 8 条规定的程序中附加了一项法定范围以外的主观意图要求。只要注册声明反映出“真诚”且“诚实”地试图遵守法律,监管机构就会通过缺陷函程序来纠正其中的缺陷;只有在监管机构发现违规存在“故意或重大过失”的情况时,监管机构才会启动正式程序。^[100]

总之,尽管第 8 条是基于严格责任制度制定的,但监管机构的缺陷函程序却将其基础转变为一种过错责任制度,对于无心之失导致出现不实陈述或遗漏,则仅仅启动缺陷函程序,而只有存在主观故意的情况下,才会启动第 8 条规定的正式程序。

(二) 立法历史

1. “初步”审查

《证券法》的立法历史表明,国会理解并有意限制监管机构在注册声明提交后生效前的 20 天内,仅能对明显缺陷进行初步和粗略的审查。众议院委员会报告指出“旨在使委员会能够对任何明显偏离法律所设标准的情况进行初步核查……”^[101]同时强调,委员会在注册声明初次提交时的职能“仅限于确定所提交的信息在表面上是否完整和准确。”^[102]

[100] SEC, THIRD ANNUAL REPORT OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 3 (1937); SEC, FOURTH ANNUAL REPORT OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 35 (1938); Johnson & Jackson, *supra* note 79, at 11; Jay W. Blum, *The Federal Securities Act, 1933 - 36*, 46 J. POL. ECON. 52, 54 (1938); James Joseph Byrne, *Securities Exchange Commission*, 10 ALB. L. REV. 140, 141 (1940); Dodd, *supra* note 52, at 176; MCCORMICK, *supra* note 50, at 35; see also 25 Fed. Reg. 6737 (July 15, 1960) (缺陷函“通常不适用于以下情形:由于对法律法规轻率漠视而导致出现瑕疵,存在故意隐瞒或误导的主观意图,或委员会认为基于公共利益需要启动正式程序”); *In re Doman Helicopters, Inc.*, 41 S.E.C. 431, 440-41 (1963) (指出缺陷函程序是“我们为协助那些秉持善意努力遵守法律的注册人而制定的”); Woodside, *supra* note 42, at 378 (“正式调查或行政程序适用于以下情形:情节恶劣的案件、涉嫌欺诈的案件、重大疏忽的案件、诚信存疑的案件,或委员会认为需对某些原则性问题进行正式探讨并形成裁决意见以公示立场的案件”).

[101] H. R. REP. NO. 73-85, at 25 (1933); *The Furnishing of Information and the Supervision of Traffic in Investment Securities in Interstate Commerce*; Hearing before the H. Comm on Interstate and Foreign Commerce, 73d Cong. 20 (1933).

[102] See sources cited *supra* note 102.

国会会议报告同样强调,在这 20 天的等待期内,“委员会在此期间仅应进行初步核查。”^[103]

对于委员会职能的此种预期本身就体现在等待期上。1933 年,威廉·道格拉斯(后来担任 SEC 主席)曾指出:

在 20 天的等待期内,委员会的审查必然只能是粗略的……委员会不可能对成千上万家不同公司的内部事务都了如指掌,从而能够对注册声明所载之错综复杂、详尽无遗的事实材料进行细致的甄别和判断。此种权力充其量只能遏制公然滥用职权与越权的行为。^[104]

其余观点亦关注到了同样的情况。^[105]

但监管机构实际实施的缺陷函程序绝非“初步”或敷衍了事。1945 年,监管机构宣称已对“所有注册声明都进行了仔细且严格的分析”。^[106]当时的一位批评者指出:

与对《证券法》的普遍认识不同的是,委员会倾向于开展的并非确认注册声明是否“表面上”完整准确的“初步核查”,而是由专家进行细致审查,以核实其所能设想的投资者可能关心的所有事实是否均已披露。^[107]

另一位前机构官员强调:“国会并未授权委员会在收到注册声明后立即像使用显微镜一样仔细审查,然后像实验室技术人员那样费力地寻找各种缺陷。”^[108]

总之,尽管立法历史清楚地显示,国会希望监管机构在 20 天的等待期内进行的审查是“初步的”和“粗略的”,但监管机构实际上实施的审

[103] 77 CONG. REC. 3879 - 3888, at 3901(1933) (Conf. Rep.).

[104] William O. Douglas & George E. Bates, *The Federal Securities Act of 1933*, 43 YALE L.J. 171, 212 (1933).

[105] Fred Rodell, *Regulation of Securities by the Federal Trade Commission*, 43 YALE L.J. 272, 275 (1933) (“在分配给委员会的有限调查时间内,隐蔽的不实陈述与巧妙的欺诈手段往往能蒙混过关”).

[106] *In re Universal Camera Corp.*, 19 S.E.C. 648 (1945). 20 世纪 60 至 70 年代,当监管机构采用分层审查制度处理积压案件时,将其“常规”/“惯例”审查与“粗略”审查相区分——暗示常规审查并非流于形式。SEC Release 33-4934 (Dec. 2, 1968); SEC Release No. 33-5231 (Feb. 3, 1972).

[107] Bates, *supra* note 50, at 208.

[108] Goldin, *supra* note 50.

查过程却要严格得多,也细致得多。

2. 未设置庞大的官僚机构来审查申报文件

国会同样多次否决了设立一个庞大官僚机构来审查申报文件的提议。例如,有些学者指出在《证券法》辩论期间,“多位国会议员提议设立一支政府工作人员队伍来审计上市公司”,但“在会计行业的游说者说服国会利用注册会计师行业来履行这一职能后,这一想法被否决了。”^[109]在众议院审议该法案期间,一位众议员解释称,之所以选择仅对披露文件进行形式审查,而非要求政府承担“实质”判断的角色,其中一个好处就是可以避免建立庞大的官僚机构:

若采用另一种理论——即假定政府需承担证券价值评估责任——则必须设立庞大而广泛的调查机构,负责评估财产价值、估算专利权的潜在效用或各类企业的盈利可能性。^[110]

然而,在该法案通过以及缺陷函程序实施之后,恰恰是这样一个庞大的官僚机构得以建立,因为国会一再满足贝恩增加人手的要求,以应对他所创设的缺陷函制度所带来的工作量。1933年7月7日,联邦贸易

[109] William E. Bealing, Jr., Mark W. Dirsmith & Timothy Fogarty, *Early Regulatory Actions by the SEC*, 21 ACCT., ORGS. & SOC'Y 317, 324–25 (1996).

[110] 73 CONG. REC. 2931 (1933) (statement of Rep. Wolverton). 当时在参议院,当会计行业代表发表证词时,讨论转向了法案中关于独立审计师对信息披露予以认证的要求,一位参议员质询,若由“政府机构而非会计师民间行业协会”来“核查或确保”注册声明的“准确性”,是否更能维护公共利益? 会计行业代表当即以“不切实际”驳回该提议,称此类审查“需耗费大量人力”,并指出“若某公司发行证券前已聘用独立公共会计师 20 年,这些会计师应能比政府更经济高效地完成审查”。随后对话如下:

雷诺兹参议员 (Sen. Reynolds): 倘若我们在法案最终通过时决定聘用贵组织的五六百名审计师,应该没问题吧?

卡特先生 (Mr. Carter): 我认为政府无法聘用五六百名独立会计师。

雷诺兹参议员 (Sen. Reynolds): 为何不可?

卡特先生 (Mr. Carter): 我认为执业会计师不会放弃现有业务转投政府任职。

雷诺兹参议员 (Sen. Reynolds): 若薪酬足够优厚呢?

卡特先生 (Mr. Carter): 是的,若政府能提供匹配其价值的报酬……但若如此,政府恐怕需要在华盛顿增建办公楼安置这些人员。

雷诺兹参议员 (Sen. Reynolds): 那我们最好彻底否决该法案。

Securities Act: Hearings on S. 875 Before the Senate Comm. on Banking and Currency, 73d Cong., 57–60 (1933).

委员会(FTC)的注册部门开始运作时,仅有十几名员工负责审查注册声明。在收到海量文件后,他们决定进行细致审查并发出缺陷函,员工人数迅速增加。1933年底,贝恩向国会报告称,他手下有60人负责审查注册声明并草拟缺陷函。^[111]1934年秋季,该部门转至SEC时,员工人数已超过100人。^[112]1952年,这一数字已增至175人。^[113]

3. 不得自行决定加速注册声明生效

在关键时刻,国会审议并坚决否决了允许监管机构自行决定“加速”注册声明生效的这一想法。^[114]当该法案提交给联席会议委员会待审期间,联邦贸易委员会提交了一份备忘录(由鲍德温·贝恩起草),该备忘录在赞同众议院版本的同时,提议修改第8(a)条以授予联邦贸易委员会裁量权,允许经修正的申报文件早于法定的固定期限生效:

众议院版本第8(a)条 ^[115]	联邦贸易委员会 提议版本第8(a)条 ^[116]
注册声明的生效日期应为提交后第三十日,但下文规定情形除外。若在注册声明生效日前提交任何修正文件,则注册声明应被视为于提交该修正文件时提交;但经委员会同意在注册声明生效日前提交,或依据委员会指令提交的修正文件,应被视为注册声明的组成部分。	注册声明的生效日期应为提交后第三十日,但下文规定情形除外。若在注册声明生效日前提交任何修正文件,则注册声明应被视为于提交该修正文件时提交;但委员会另有明确指示的除外。

[111] Independent Offices Appropriation Bill for 1935 Hearing Before the Subcomm. of H. Comm. On Appropriations, 73d Cong. 149 (1933) (statement of Baldwin Buckner Bane, Director of Securities Division).

[112] Stock Control is Taken Over by Commission, CHI. DAILY TRIB., Sept. 2, 1934, at A10.

[113] Bane, 1952 Testimony, supra note 43, at 398.

[114] 详见前文第一(二)部分论述(阐释加速生效机制的产生背景及其在缺陷函制度中的核心地位)。

[115] H.R. 5480 73d Cong. (as passed House May 5, 1933) (emphasis added).

[116] See Memorandum from the FTC on HR 5480 (“Suggestions with Reference to H.R. 5480 as it Passed the House of Representatives”) (on file with Harvard Law School Library, James McCauley Landis Collection, Folder #34) (emphasis added).

联席会议委员会否决了联邦贸易委员会的提议,该法案最终以众议院最初通过的版本获得通过——没有任何机构有权加速注册声明生效。^[117] 詹姆斯·兰迪斯曾起草第 8 条,他参与了联席会议委员会的咨询工作。^[118] 但如前文所述,法案刚一通过,联邦贸易委员会就自行创设使用加速生效机制。^[119] 此外,如前文所述,1940 年国会重新审议了这一问题,修订了法条以作出明确授权。^[120] 总之,尽管国会于 1933 年明确拒绝赋予监管机构加速注册声明生效的自由裁量权,但监管机构实施的缺陷函制度却高度依赖这种被禁止的加速路径。更确切地说,鲍德温·贝恩试图通过立法实现但终未实现的目标,却通过行政手段达成了。

(三) 目的

选择证券发行的时机在过去和现在都至关重要,第 8 条规定的等待期在最初提出时就备受争议,因为它在原本讲究“趁热打铁”的发行流程中引入了延迟机制。通过设定固定等待期,并严格限定 SEC 在注册声明生效前可采取的有限措施,该条法规旨在于两种相冲突的考量之间取得平衡:一方面,等待期作为“冷却”手段,可以防范高压销售策略,并且监管机构得以进行“初步且粗略”的审查以发现明显错误;另一方面,等待期的期限都是固定的,并且监管权力受到严格限制,该制度仍可为发行人与承销商提供相当程度的确定性。

第 8 条的主要起草人詹姆斯·兰迪斯有意将该条设计为对官僚机构的一种约束。他解释说:“为避免官僚机构造成的延误,我们坚持认为,若委员会未采取任何积极行动,时间效力的认定应有利于注册人。”^[121] 后来

[117] 联席会议委员会对该条款做了一些其他方面的调整,例如将等待期时长从 30 天缩短至 20 天。

[118] Landis, *Legislative History*, supra note 6, at 46.

[119] 详见前文第一(二)部分。

[120] 详见前文第一(三)部分。

[121] Landis, *Legislative History*, supra note 6, at 35; see also JAMES LANDIS, *THE ADMINISTRATIVE PROCESS* 107 (1938) (阐释兰迪斯认识到“延迟必须受到限制。深知股票发行的恰当时机对其成功至关重要,兰迪斯提议设定 20 天期限,以此迫使企业和监管机构双方都必须迅速行动。延迟不可能持续,因为若监管机构未发现文件的问题,或仅仅是未能及时完成审查,注册将在 20 天期满时自动生(转下页)

的另一位 SEC 主席解释说:“起草该法案的起草人和通过该法案的国会都满怀信心地认为,在通常情况下,注册声明在委员会的档案中停留 20 天且无任何修正,届时即自动生效,无需委员会采取任何行动。”^[122]

但是,这一精心设计的法定制度最终未能付诸实施,取而代之的缺陷函程序的运用不可避免地导致了注册过程中的大量延误和不确定性。法定的 20 天等待期几乎被完全忽视,绝大多数的注册声明在超过(在某些情况下远远超过)20 天后才生效。^[123] 同样消失的是法定程序中固有的可预测性,发行人无法确信发行将在 20 天内推进,发行时间表转而是由监管人员不可预测的自由裁量权来决定。这导致了注册人成本的大幅增加。^[124] 总之,尽管第 8 条的核心目的在于提供确定性和速度,但缺陷函程序使法定的 20 天期限形同虚设,严重削弱了这一立法目的。

(接上页)效。这一冷却期运作机制犹如婚礼上的传统禁令:要么即刻异议,要么永久沉默”); RITCHIE, *supra* note 6, at 46 (指出兰迪斯“试图通过详尽界定[联邦贸易委员会]的职责,使其行政管理几乎成为机械化和强制性的常规流程”).

[122] Gadsby & Garrett, *supra* note 42, at 721.

[123] Goldin, *supra* note 50 (“[一个假想的注册声明]是否会在提交后 20 日届满时生效? 注册人能否基于资金会及时到位的合理预期来推进商业计划并作出承诺? 其信赖《证券法》规定的 20 天等待期是否具有正当性? 答案极可能为‘否。’”); LOSS, *supra* note 43, at 174 (报告显示 1945 年提交日和生效日之间间隔天数的中位数为 30.5 天); SEC, THIRTEENTH ANNUAL REPORT *supra* note 51, at 3-4 (报告显示提交日和生效日之间延迟天数的中位数在 1946 年为 29 天,在 1947 年则显著超过 20 天); Earle C. King, Chief Accountant, SEC, Address of Earle C. King Before the Annual Meeting of Pennsylvania Institute of Certified Public Accountants (June 24, 1947) (报告显示,对 100 份缺陷函的审查结果表明,其导致了“获取生效注册的严重延迟”); CHOKA, *supra* note 50, at 14 (“20 天等待期基本上被完全忽略”); H. Orvel Sebring, Log Jam on the Potomac-The Current Delay Problem of the SEC, 15 BUS. LAW. 921, 926 (1960) (报告指出,在 1956 年,不到一半的注册声明在 20 天内生效,在 1959 年,比例下降至不足四分之一); LANDIS, REPORT, *supra* note 78, at 6 (“《1933 年证券法》规定,一份普通的新股发行注册声明生效前有 20 天的法定等待期,但实践中部分案例被拉长至 40 到 60 天”); Bane, 1952 Testimony, *supra* note 43, at 435 (指出在 1947 年至 1951 年间,仅有不到二十分之一的注册声明能在 20 天或更短时间内未经修正直接生效); see also COFFEE ET AL., *supra* note 9, at 245 (指出自 20 世纪 50 年代以来,“在国会最初设定的基础 20 天期限内生效的可能性事实上已不存在”).

[124] Paul J. Bickel, Effect of Recent Federal Legislation on the Practice of the Law of Business Associations, 7 OHIO ST. U. L.J. 130, 143 (1941); Dean, Book Review, *supra* note 43, at 1394.

(四) 相反观点

20世纪30年代和40年代,当有人质疑缺陷函程序的法律依据时,有人主张这一程序是“必要的”,可避免对所有提交有缺陷注册声明的注册人启动正式干预程序可能带来的危害。贝恩将这一程序描述为一种行政善举——旨在“为注册人提供充分机会修正注册声明以使其符合要求,并避免停止令带来的不利影响”。^[125] 同样,1941年司法部《行政程序报告》将该程序作为“非正式程序如何通过中间裁决防止当事人陷入困境”的典型范例。^[126]

但这种辩护掩盖了关键的前置政策选择。如果没有缺陷函程序,监管机构就不会对所有相同的注册人启动正式程序,其预算和人力根本不足以支撑此举。此处应作出的合理政策框架选择并非介于例如100项缺陷函程序与100项正式程序之间,而实为100项缺陷函程序与可能5

[125] Bane, Federal Securities Act of 1933, *supra* note 48, at 37; see also Bane, SEC's Work, *supra* note 77 (指出缺陷函“被广泛认为是为注册人提供的显性服务”); Garrett, The SEC Review Process, *supra* note 42 (“巴尔登同样清楚的是,若每份注册声明都进入停止令程序,公开融资市场确实将陷入停滞。因此他提出惊人建议:将工作人员的意见告知注册人,并给予注册人通过修正文件弥补所指出缺陷的机会”).

[126] ATTORNEY GEN. COMM. ON ADMIN. PROC., FINAL REPORT OF THE ATTORNEY GENERAL'S COMMITTEE ON ADMINISTRATIVE PROCEDURE 39-40 (1941); see also Kenneth Culp Davis, An Approach to Problems of Evidence in the Administrative Process, 55 HARV. L. REV. 364, 377 (1942) (指出SEC发展出“纠正缺陷的非正式方法”,以避免启动“对注册人造成的损害几乎等同于最终不予注册决定”的正式程序); GELLHORN, *supra* note 50, at 56-57 (监管机构创设缺陷函程序是因为其“意识到”法条规定的正式程序将引发“公众对拟发行证券的质疑……其成功发行将变得不可能”,因此“放弃”正式程序无疑“极大惠及那些理论上应受正式程序规范的群体”); E. Merrick Dodd, *supra* note 52, at 176 (“注册声明中的大多数缺陷属于非欺诈性质,有必要找到一种方法,既能纠正此类缺陷,又可使发行人免遭停止令程序的公开性所带来的不利影响”); MCCORMICK, *supra* note 50 at 35 (若对“非故意”存在缺陷的注册声明“启动正式程序”,“将破坏本法许多最重要的立法目的”); Peter Woll, Informal Administrative Adjudication: Summary of Findings, 7 UCLA L. REV. 436, 449 (1960) (“正式程序……会阻碍受委员会管辖的私人主体实现业务高效运营,并使其承受正式程序固有的时间与金钱成本,从而导致不公正结果”); Woodside, *supra* note 42, at 378 (缺陷函程序是实现法条“可运作性”的必要程序); Ralph Demmler, Address to ABA, 10 BUS. LAW. 42, 44 (1954) (“鉴于证券发行时机对多数融资活动至关重要,且正式程序……往往会导致发行计划彻底夭折,委员会的惯例是通过非正式方式告知发行人存在缺陷”).

至 10 项正式程序之间的权衡。监管机构本需行使更大的执法裁量权,以判定哪些缺陷严重到足以启动正式程序。^[127]

(五) 小结

学者们对 20 世纪 30 年代强制披露制度的形成提出了大量相互竞争且相互交织的解释。最广为人知的说法是,《证券法》是对 1929 年股市崩盘和随之而来的大萧条的一次民主(和/或民粹主义)回应,正是这些事件激起了整顿华尔街的呼声,使得富兰克林·德拉诺·罗斯福得以借此入主白宫。^[128] 与此相关但又有所不同的一种观点认为,强制披露制度是针对这些事件所显示的市场失灵而做出的理性监管回应。^[129] 有

[127] New Approaches to Disclosure in Registered Security Offerings: A Panel Discussion, *supra* note 45, at 531 (“然而,[贝恩]当时显然还有另一个大概率被其驳回了的选择,除了启动逾百项停止令程序之外,他本可告知其工作人员,针对他们提出的 95% 至 99% 的审查意见,若再提出此类荒谬意见,将对他们予以解聘”); Demmler, *supra* note 127, at 43 (讨论并否决了以下观点:“委员会应允许注册人提交其认为内容和形式均合规的文件,基于所提交文件进行销售,并自行承担本法责任条款规定的民事与刑事责任”).

[128] E.g., *Merrill Lynch v. Dabit*, 547 U.S. 71, 78 (2006); SELIGMAN, *supra* note 3, at 39–72; PHILLIPS & ZECHE, *supra* note 76, at 8–9; MCCORMICK, *supra* note 50, at 18–27; KHADEMIAN, *supra* note 10, at 26–27; COHEN, *supra* note 6, at 149; HILTZIK, *supra* note 2, at 85; KARMEL, *supra* note 10, at 39; LASSER, *supra* note 6, at 71; PAUL G. MAHONEY, *WASTING A CRISIS* 37 (2015); RITCHIE, *supra* note 6, at 44; LANGEVOORT, *supra* note 10, at 7; Stuart Banner, *What Causes New Securities Regulation—300 Years of Evidence*, 75 WASH. U. L. Q. 849, 850 (1997); CHOI & PRITCHARD, *supra* note 9, at 18; PALMITER, *supra* note 9, at 2021; Jarrell, *supra* note 10, at 619–21; *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 194 (1976); *Cent. Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U.S. 164, 170 (1994); STEVENSON, *supra* note 10, at 80–81. (该论述的复杂性在于:当代经济学家普遍质疑大崩盘与大萧条之间存在强烈关联) E.g., MAHONEY, *supra* note 129, at 39.

[129] E.g., SELIGMAN, *supra* note 3, at 604; DAVID M. KENNEDY, *FREEDOM FROM FEAR: THE AMERICAN PEOPLE IN DEPRESSION AND WAR, 1929–1945* 367–68 (2001); LISA FAIRFAX, *BUSINESS ORGANIZATIONS* 353 (2019); *SEC v. Cap. Gains Rsch. Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, 186–87 (1963); *United Hous. Found., Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 849 (1975); see also James Burk, *The Origins of Federal Securities Regulation: A Case Study in the Social Control of Finance*, 63 SOC. FORCES 1010, 1015 (1985) (指出“市场失灵论目前已被证券监管政策历史学家广泛接受”).

种更现实的观点认为,《证券法》是利益集团政治博弈的产物,这些观点强调法案的起草者与受监管行业存在关联并对该行业抱有同情,行业游说者在立法过程中成功推动了对他们有利修正案的纳入,而且精英投资银行和会计师并未因法案通过受到损害,甚至从中受益。^[130]

尽管这些观点各不相同,但都基于一个核心假设,即立法具有首要地位。他们都将《1933年证券法》的起草和颁布视为关键的变革时刻,并对其进行分析。在这些观点中,正是这一立法事件从根本上界定了这一制度,并成为观察和解释的主要对象。这种假设反映了对政府运作的一种形式主义看法:国会制定法律,行政部门“执行”法律。

但这种形式主义的解释在此处站不住脚,也无法解释现实情况。《证券法》并非只是笼统地规定强制披露义务,然后将具体任务交由某个机构处理。相反,法条对如何实施行政管理作出了详尽且细致的指示。正如兰迪斯后来所写,法条体现了“有意以如此详尽的方式界定行政机构的职责和活动,从而使行政工作几乎成为机械的、强制性的常规惯例”。^[131]然而,行政部门却拒绝了这些详细指示,自行设计了一套完全不同的体系。

缺陷函制度与其说是对授权的行使,不如说是对国会指令的公然违背。^[132]对于那些习惯于将《证券法》视为现代证券监管基础的人来说,

[130] LASSER, *supra* note 6, at 80-81; Paul G. Mahoney, *The Political Economy of the Securities Act of 1933*, J. LEGAL STUDS. 30 (2001); MAHONEY, *supra* note 129, at 37, 66-76; Henry G. Manne, *Economic Aspects of Required Disclosure Under Federal Securities Laws*, in WALL STREET IN TRANSITION 33-36 (Manne & Solomon eds. 1974); PARRISH, *supra* note 3, at 42; PARRISH, *supra* note 6, at 236; GARY JOHN PREVITS & BARBARA DUBIS MERINO, *A HISTORY OF ACCOUNTANCY IN THE UNITED STATES* 270-76 (1998); Barbara D. Merino, *Financial Reporting in the 1930s in the United States Preserving the Status Quo*, 27 ACCT. F. 270 (2003); KENNEDY, *supra* note 13, at 368.

[131] LANDIS, *THE ADMINISTRATIVE PROCESS*, *supra* note 122, at 54 (“由于国会对于行政机构的专业能力与履职担当并不完全信任,就偏离《1933年证券法》的刚性要求而言,行政机构仅仅被赋予极其有限的裁量权”).

[132] 不可否认,《证券法》的颁布确实发挥了重要作用。关于注册的法定要求、第8条列举的正式干预措施以及授予联邦贸易委员会的监管权,所有这些法定要件共同构成了后续监管体制的必要前提——若缺乏这些制度基础,缺陷函体系根本不可能形成。

这一主张构成意义非凡的修正主义观点,值得他们重新思考证券监管“奠基”时刻的意义。

三、有限的行政能力与真实的强制披露的起源

在罗斯福总统首个任期的头一百天里,国会通过了一系列立法,大幅扩展了联邦政府的经济监管权力。^[133] 但徒法不足以自行,若没有实际执行能力,它们不过是一纸空文。^[134] 到了罗斯福总统任期结束时,这种执行能力已大幅增强,但在 1933 年夏天,也就是罗斯福就职仅几个月后,当鲍德温·贝恩坐下来处理《证券法》生效首日提交的大量注册声明时,他面临着执行能力严重不足的问题。

联邦贸易委员会最初仅从该机构的其他部门抽调了十几名职员来协助这项工作。^[135] 这些职员中没人有过管理此类项目的经验——因为此前从未有过这样的项目。他们都是联邦贸易委员会的职员,并非来自证券行业。贝恩本人没有金融、证券或企业方面的经验,^[136] 联邦贸易委员会的其他人也没有。^[137] 他的职员也无法依据任何现有的、权威的披露或者会计方面的原则或者指南来指导他们的审查工作——国会已经正式要求该机构制定此类规则,作为实施新披露制度的一部分。^[138]

来自业界的合作几乎无法保证,证券业仍在为该法案的通过而愤怒不

[133] See COHEN, *supra* note 6.

[134] 正如 Reuel Schiller 指出,“行政国家的出现不仅仅是政治家实现其选民要求对经济和社会秩序进行更多国家控制的愿望的过程”,而是“被这些政治冲动在现有体制架构下的折射所塑造,包括现有的宪法官僚体制结构”。Schiller, *supra* note 11 (collecting sources); see also, e.g., Daphna Renan, *Pooling Powers*, 115 COLUM. L. REV. 211, 220 (2015) (区分行政能力的法律、政治和实践模式)。

[135] Woodside, *supra* note 42, at 377.

[136] 详见本文第四(二)第 3 部分。

[137] LANDIS & GOLD, *supra* note 6, at 173 (“就联邦贸易委员会而言,他们的成员都不真正了解证券……”)。

[138] PREVITS & MERINO, *supra* note 131, at 270–80.

已,一场资源雄厚的运动已然展开,旨在诋毁并瓦解新的监管体系。^[139] 贝恩也不能指望总统或国会,《证券法》只是罗斯福首个任期头一百天里所推行的改革中的一小部分。^[140]

因此,1933年7月,当贝恩的部门收到大约100份注册声明,且这些声明将在20天后生效时,贝恩面临着任务与行政能力之间的巨大不匹配。^[141] 据当时的报道,贝恩的部门“毫无准备”,^[142] “远未组织起来”,^[143] 并且对处理这些工作感到“压力巨大”。^[144]

本章第一节认为,真正的强制披露首先是作为贝恩为应对处理能力不足的紧迫问题而采取的权宜之计,正是贝恩的程序创新使得强制披露制度真正切实运作。^[145] 但正如本章第二节所述,这种权宜之计也带来了后果。尽管它帮助该机构克服了行政能力的不足,但缺陷函制度也从根本上改变了强制披露制度的性质。

[139] CAROSSO, *supra* note 4, at 358-61; SHAMIR, *supra* note 33, at 44-46; CHATOV, *supra* note 5, at 74-90; SELIGMAN, *supra* note 3, at 78-100; Ernst, *Lawyers, supra* note 33, at 5. 贝恩很清楚这种日益高涨的反对情绪,于1933年秋天进行巡回演讲以回应。Defends Securities Act, WALL ST. J., Dec. 22, 1933, at 4; New Securities Act Discussed by Bane, WALL ST. J., Nov. 29, 1933, at 12.

[140] See, e.g., COHEN, *supra* note 6.

[141] 可以肯定的是,如上所述,贝恩可能会选择5到10个与法律要求不符程度最严重的当事人,起诉他们,并且让其他人通过审查,从而保证其在技术范围内符合法律要求。

[142] 例如,证券法注册费为7,500万美元。*supra* note 42.

[143] File 50 Securities Under New Law, N.Y. TIMES, Jul. 8, 1933, at 16.

[144] Securities Rules Issued Under Act, N.Y. TIMES, Jul. 7, 1933, at 23.

[145] See LANDIS & GOLD, *supra* note 6, at 173 (“如果不是鲍德温·贝恩,我认为这部法律在当时它面临的压力下永远不会站起来”); Telegram from Harold Bradford to FDR (Jun. 30, 1934) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.) (贝恩“对联邦《证券法》的杰出成功负责”); Letter from John Brookes (Lawyer) to FDR (Feb. 5, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.) (“我觉得[贝恩]在为建设性和有能力的政府奠定基础方面做了大量工作,委员会本身现在正在制定《证券法》”); see also SELIGMAN, *supra* note 3, at 619-20 (对于SEC的“法律在新政时期政策的热情普遍减弱后仍能长期存在”的现象,一个“普遍解释”是,SEC“在利用行政程序的灵活性方面表现出色”,以缺陷函程序为例)。

(一) 缺陷函程序使行政能力得以扩张

1. 引入精英专业人士

缺陷函程序的高明之处在于将精英证券专业人士(律师、会计师、投资银行家)从新制度的反对者转变为合作伙伴。引入这些专业人士使委员会能够利用他们丰富的私人专业知识来执行新的任务,从而有助于克服行政能力的不足。法律设想政府与企业之间保持一种独立和对抗的关系,在这种关系中,政府单方面制定披露规则,并起诉违反这些规则的公司。

缺陷函程序改变了这种关系。信息披露及其规则的制定成为一种公私合作的结果——由监管机构和精英“守门人”专业人士在反复进行的缺陷函程序中共同完成。正如詹姆斯·兰迪斯后来所解释的那样,“委员会在承销实践、公司披露和会计技术方面所带来的重大改革——他们实际上已经带来了许多,并没有形成公开记录”,因为这些变革是通过缺陷函程序实现的。^[146] 缺陷函制度打破了自上而下的规则制定和执行体系,而是将复杂的私人参与者整合到一个不断协商、非正式的规则制定过程中。

贝恩如此赞誉缺陷函制度:该制度使“注册程序以及委员会的规章制度”得以“精心制定”,并根据“国内最具经验的律师、会计师和商界人士的建议”进行调整,而非严格自上而下推行。^[147] 该制度实质上使这些私人参与者与政府建立了伙伴关系,正如贝恩所言,赋予他们“通过承担和充分履行公共责任来创建一个真实而值得尊敬的职业的机会”。^[148] 据贝恩描述,该制度让私人证券专业人士参与到创建和执行新的信息披露制

[146] LANDIS, THE ADMINISTRATIVE PROCESS, supra note 122, at 109(“从委员会的停止注册意见中,很难发现政策方针的趋势。这些改革的本质只能通过审视生效日期之前对注册文件的连续修正来发现,这些修正的目的是希望更正后的披露能够避免被提起诉讼”).

[147] Defends Securities Act, supra note 140.

[148] Baldwin B. Bane, The Securities Act of 1933, CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANT, Oct. 1933, at 587, 592 (emphasis added); see also Baldwin B. Bane, Chief, Sec. Div. of the FTC, On the Securities Act of 1933; Delivered before the Convention of Affiliated Better Business Bureaus, (Sept. 12, 1933), <https://www.sec.gov/news/speech/1933/091233bane.pdf> (on file with the Journal of Corporation Law), <https://www.sec.gov/news/speech/1933/091233bane.pdf>.

度这一公共职能中来。

历史学家指出,尽管《证券法》规定了会计规则的行政制定权力,^[149]但委员会选择不使用这一权力,而是允许会计行业制定这些规则。^[150]然而,这些学者忽略了法定之外的缺陷函程序在促进这一过程中发挥的核心作用。缺陷函程序构建了一个极具吸引力的协作平台,使监管机构与会计行业得以通过反复协商、非诉讼化的持续公私合作模式共同制定会计准则。^[151]

2. 先发制人,避免丑闻

转向缺陷函制度还保护了委员会执行其职务的能力,使得新制度免受可能的毁灭性政治攻击。

首先,缺陷函制度可能让精英阶层相信,维护而不是攻击制度符合他们的最佳利益。如上所述,缺陷函制度让这些私人律师、会计师和投资银行家得以在规则制定过程中占有一席之地——让他们参与到信息披露政策的制定过程中。此外,(如下文所述)这一缺陷函制度的保密性确保了专业人士的特权渠道和信息,使之向客户溢价出售这些信息,种种好处很快帮助这些专业人士认识到,他们将从新制度中受益。

其次,缺陷函制度使委员会得以避开《证券法》似乎有意引发的、与证券业直接且可能造成灾难性后果的公开对抗。贝恩解释说,如果该机构依照该法第8条的规定采取正式执法手段来纠正每一个重大缺陷,正如条文所建议的那样:

[149] Securities Act of 1933 § 19(a), Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77s(a)).

[150] SELIGMAN, *supra* note 3, at 197-201(回顾 SEC 早期主席的决定,即“将会计原则的颁布几乎完全留给会计行业”);MCCRAW, *supra* note 6, at 186-92; PREVITS & MERINO, *supra* note 131, at 270-90(回顾 20 世纪 30 年代的会计史,得出“会计师经受住了失去专业自主权的威胁”的结论);JOHN C. COFFEE, JR., GATEKEEPERS: THE PROFESSIONS AND CORPORATE GOVERNANCE 123-30 (2006)(与之类似)。

[151] See Letter from Donald L. Pomeroy to FDR (Feb. 1, 1935)(on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.)(赞扬贝恩“将该法案的许多敌人变成了朋友”);Ernst, *Lawyers*, *supra* note 33, at 4-6(讨论华尔街律师在“对旧规则悲伤的五个阶段”中的快速进展——当他们开始理解该制度对他们的利益带来的好处时,从敌意迅速转变为接受)。

在这种政策下,委员会理应被指责为采取阻挠策略,在知道注册声明存在缺陷的情况下袖手旁观,而不试图协助注册人遵守法律要求,采用不公平手段为粗心或缺乏经验的注册人设下陷阱。根据这样的政策行事,委员会可能会被指责为执法不善。^[152]

缺陷函程序提供了一种避免与证券业发生代价高昂的政治冲突的方法,这种冲突是法律所引发的。最后,在每份注册声明生效前进行仔细检查和修改,或许就能够避免一场灾难性的政治丑闻。否则,对于一份合规提交的注册声明日后若被发现包含大量重大虚假陈述,导致投资者遭受重大损失,丑闻就可能发生。^[153]

3. 扩大职权范围

缺陷函制度还通过说服国会增加资源投入,更直接地提升了行政能力。如上所述,在审议《证券法》期间,国会曾经认真考虑并否决了建立一个由会计师和律师组成的大型政府机构来审查注册声明的想法。^[154]但缺陷函程序开始运行后,贝恩得以反复向国会证明:他需要更多的预算和员工来应对不断增加的工作量。例如,在1933年12月的一次听证会上,贝恩向国会详细介绍了缺陷函程序的细节,^[155]并解释道“委员会对工作时间和人力的需求持续攀升,而这种需求实际上才刚刚开始”;^[156]并指出:“你可以让员工加班,不考虑工作时长,并建立和维持一种团队精神,但你不能无限期地这样做。”^[157]同样,在1934年的一篇文章中,贝

[152] Bane, *Federal Securities Act of 1933*, *supra* note 48, at 37; see also Bane, *SEC's Work*, *supra* note 77(指出缺陷函“通常被视为向注册人提供的一项独特服务”); Garrett, *The SEC Review Process*, *supra* note 42(“布拉德利同样清楚,如果每份注册声明都陷入停止令程序,公共融资确实会停滞不前。因此,他提出了一个令人震惊的建议,即应将工作人员的意见告知注册人,并给予他们机会通过修改来弥补委员会声称的不足”)

[153] See KRIPKE, *supra* note 46, at 16(将SEC咄咄逼人且往往微不足道的缺陷函程序归因于该机构的“自我保护防御”;“当投资者亏损时,SEC不想处于这样一种状态下,即其曾经允许任何乐观或者无法核实的陈述,或者曾经未能警告投资者可能发生的任何一个不利发展”)

[154] 详见前文第二(二)第2部分。

[155] *Independent Offices Appropriation Bill for 1935 Hearing Before the Subcomm. of H. Comm. on Appropriations*, 73d Cong. 2d Sess. 149 (Dec. 7, 1933).

[156] 同上注。at 120.

[157] 同上注。at 154.

恩解释说,缺陷函程序“意味着该部门的工作人员要对需要多次修改的注册声明进行审查,而由于工作人员人数少,这就意味着他们需要不分昼夜地连续工作”。^[158]而且,在1952年的证词中,贝恩向国会委员会表示,其部门在审查申报文件工作上的进度已经落后:

我们现在进度落后的原因是人手不足,这是最主要的、也几乎是唯一的原因。我们根本没有足够的人员来处理这些有时间限制的文件(《1933年证券法》),同时还要对那些没有时间限制的文件(《1934年证券交易法》)保持合理更新。那些没有时间限制的文件自然只能被搁置,以便处理有时间限制的工作。而我们根本没有足够的人力再回过头来处理这些工作。^[159]

在这些听证会上,贝恩或委员会中的任何人都没有提及法律实际上并未设想由委员会对这些申报进行全面审查,也没有提及这种审查制度正是贝恩本人所创。国会多次应贝恩的要求增派人员以应对他所创的缺陷函制度所带来的工作量。贝恩手下可用的工作人员从最初的十几人增加到1933年底的60人,次年增加到100多人,一直增加到1952年的175人。^[160]

(二) 缺陷函程序使强制披露制度更具统合主义色彩

历史学家们区分了在新政内部相互竞争的两种监管理念:统合主义和布兰代斯主义。^[161]

统合主义:统合主义者认为大企业会一直存在,并支持建立一个强大的政府与企业合作管理国家经济。这种做法倾向于集中的经济规划,而非依赖自由竞争和市场。关于反垄断、集中化和透明度的担忧应被搁置,以便企业和政府领导人能够在工资、生产水平等方面进

[158] Bane, *supra* note 51.

[159] Bane, 1952 Testimony, *supra* note 43, at 396-98.

[160] Independent Offices Appropriation Bill for 1935, *supra* note 156; Stock Control is Taken Over by Commission, *supra* note 117; Bane, 1952 Testimony, *supra* note 43, at 398.

[161] E.g., HAWLEY, *supra* note 2, at 12-14, 35-52; LASH, *supra* note 2, at 79-81; COHEN, *supra* note 6, at 228-29; IRONS, *supra* note 33, at 20-21; DAVIS, *supra* note 6, at 86-87; PARRISH, *supra* note 6, at 221-22; Wang, *supra* note 34; MOLEY, THE FIRST NEW DEAL, *supra* note 6, at 306. E.g., Michael Sandel, America's Search for a New Public Philosophy, ATLANTIC (Mar. 1996).

行有效合作。^[162]《全国工业复兴法》是新政下统合主义的巅峰之作。^[163]该法案是罗斯福“百日新政”的核心内容,授权总统与贸易/行业协会合作,为特定行业制定和执行“公平竞争法规”。众所周知,最高法院于1935年以该授权立法违宪为由,裁定该法案无效。^[164]

布兰代斯主义:这一对立框架的命名源自投票推翻《全国工业复兴法》的大法官之一——路易斯·布兰代斯。^[165]布兰代斯通过司法意见、非司法著作,^[166]以及在罗斯福政府内部培养了一批忠实的精英律师追随者的方式,传播了他的理念。^[167]布兰代斯主义者反对企业和政府的规模过大。政府的恰当角色应是市场调节者——制定并执行旨在保护自由市场和竞争的明确规则,而非成为大企业的合作伙伴或中央经济规划者。反垄断法应当得到大力执行,以拆分大型实体,并鼓励小型实体之间的竞争。透明度和信息披露是关键的监管工具——通过让企业和政府接受“最佳消毒剂”的检验,确保它们不越界。^[168]

[162] 关于20世纪30年代统合主义监管理念的描述,see, e.g., HAWLEY, *supra* note 2, at 43-46; LASH, *supra* note 2, at 79; COHEN, *supra* note 6, at 228-29; IRONS, *supra* note 33, at 19; William W. Bratton & Michael L. Wachter, *Shareholder Primacy's Corporatist Origins*, 34 J. CORP. L. 99, 102-03, 113-114(2008).

[163] E.g., HAWLEY, *supra* note 2, at 35-52; IRONS, *supra* note 33, at 19-21; Bratton & Wachter, *supra* note 163, at 114-17; SAWYER, *supra* note 38, at 267-89; BARRY KARL, *THE UNEASY STATE* 112-19 (1983).

[164] *A.L.A. Schechter Poultry Corp. v. United States*, 295 U.S. 495 (1935).

[165] 在做出这一决定后,布兰代斯向罗斯福总统发出了一条私人信息:“这是集权的结束,我希望你回去告诉总统,我们不会让这个政府集中一切。它已经结束了。” PHILIPPA STRUM, *LOUIS D. BRANDEIS: JUSTICE FOR THE PEOPLE* 349-52 (1984); see also Nelson Dawson, *Brandeis and the New Deal*, in *BRANDEIS AND AMERICA* 44-45 (1989); LEWIS PAPER, *BRANDEIS* 350-51 (1983); LEUCHTENBURG, *supra* note 2, at 149.

[166] E.g., LOUIS D. BRANDEIS, *OTHER PEOPLE'S MONEY* (1914); LOUIS D. BRANDEIS, *BUSINESS — A PROFESSION* (1914); LOUIS BRANDEIS, *THE CURSE OF BIGNESS* (1934).

[167] Dawson, *supra* note 166, at 42-43.

[168] 关于20世纪30年代布兰代斯主义理念的一般描述,see, for instance, HAWLEY, *supra* note 2, at 47-51; LASH, *supra* note 2, at 79; COHEN, *supra* note 6, at 228; IRONS, *supra* note 3, at 20; DAVIS, *supra* note 6, at 86-87; PARRISH, *SECURITIES REGULATION*, *supra* note 6, at 222; LOSS, *SELIGMAN & PAREDES*, *supra* note 8, at 309-10; Alan Brinkley, *The Antimonopoly Ideal and the Liberal State*: (转下页)

新政内部,两种理念都有其追随者。^[169] 罗斯福本人则持不可知论。^[170] 一些学者认为时间的推移带来了转变,所谓的“第一新政”以更倾向于统合主义的方式为特征,而“第二新政”则以更倾向于布兰代斯主义的方式为特征。^[171] 但也有其他学者描绘了一幅更为复杂的图景。^[172]

尽管存在分歧,但历史学家和其他学者一致认为《证券法》本质上是一项布兰代斯式的干预措施。^[173] 与那些赋予联邦政府权力,根据企业的优劣来决定哪些公司可以推进发行计划(一种统合主义式中央经济规划)的替代方案不同,最终通过的法案是一个以信息披露为核心的制

(接上页) The Case of Thurman Arnold, 80 J. AM. HIST. 557, 568 (1993); Wang, *supra* note 34, at 1222; Dawson, *supra* note 166, at 38-40.

[169] 统合主义方法的主要拥护者包括 Moley、Tugwell 和 Adolf Berle。See Bratton & Wachter, *supra* note 163(描述 Berle 的统合主义); Dawson, *supra* note 166, at 42-44. 主要的布兰代斯主义者包括 Felix Frankfurter, See LASH, *supra* note 2, at 79; COHEN, *supra* note 6, at 228-29.

[170] HILTZIK, *supra* note 2, at 7-8; COHEN, *supra* note 6, at 5-7; 229.

[171] BRUCE ACKERMAN, WE THE PEOPLE: TRANSFORMATIONS 302 (2000); MICHAEL JANEWAY, THE FALL OF THE HOUSE OF ROOSEVELT 4-5, 17 (2004); MELVIN I. ROFSKY, FELIX FRANKFURTER: JUDICIAL RESTRAINT AND INDIVIDUAL LIBERTIES 37 (1991); COHEN, *supra* note 6, at 288; H.N. HIRSCH, THE ENIGMA OF FELIX FRANKFURTER 104 (1981); HAWLEY, *supra* note 2, at 15; JEFFERSON COWIE, THE GREAT EXCEPTION: THE NEW DEAL & THE LIMITS OF AMERICAN POLITICS 96-97, 108-14 (2016); Dawson, *supra* note 166, at 44; PAPER, *supra* note 166, at 339-60.

[172] E.g., KENNEDY, *supra* note 130, at 153-54; ROBERT F. HIMMELBERG, THE GREAT DEPRESSION AND THE NEW DEAL 49-50 (2000).

[173] E.g., HAWLEY, *supra* note 2, at 306-08; SELIGMAN, *supra* note 3, at 41, 621; COHEN, *supra* note 6, at 153; KARMEL, *supra* note 10, at 39; SCHLESINGER, *supra* note 2, 19, 444-45; MURPHY, *supra* note 10, 131-35; LOSS, SELIGMAN & PAREDES, *supra* note 8, at 309-14; CAROSSO, *supra* note 4; STEVENSON, *supra* note 10, at 81; GRAHAM, *supra* note 16, at 1-2; DE BEDTS, *supra* note 3, at 34; DAWSON, *supra* note 166, at 78-81; LEUCHTENBURG, *supra* note 2, at 59.

对于那些认为第一新政主要是统合主义,而第二新政是布兰代斯主义观点的拥护者而言,《证券法》似乎并不合适。E.g., ACKERMAN, *supra* note 172, at 302; PAPER, *supra* note 170, at 344-45; DAWSON, *supra* note 166, at 78-81; LEUCHTENBURG, *supra* note 2, at 149. 此处指的是《1933年证券法》。后来的证券法律更接近统合主义模式。E.g., LOSS, SELIGMAN & PAREDES, *supra* note 8, at 314.

度,将主要的组织力量留在竞争和市场手中,而非政府手中。^[174] 进一步来说,该法设想了一种典型的布兰代斯式的政府与企业之间的关系,政府制定披露规则,^[175]然后在规则被违反时,通过正式、透明的程序实施制裁。^[176] 此外,《证券法》的主要起草者深受布兰代斯的影响,^[177]主要

[174] E.g., SELIGMAN, *supra* note 3, at 40 - 41, 56, 70; PARRISH, *SECURITIES REGULATION*, *supra* note 6, at 51, 53, KARMEL, *supra* note 10, at 42; PERINO, *supra* note 6, at 288; KHADEMIAN, *supra* note 10, at 28; LOSS, SELIGMAN & PAREDES, *supra* note 8, at 309 - 15; LASH, *supra* note 2, at 131; CHATOV, *supra* note 5, at 34; PALMITER, *supra* note 9, at 20 - 21; HAZEN, *supra* note 8, at 16 - 17. 法律条文甚至规定,任何人以联邦贸易委员会的名义,向任何潜在证券购买者“以任何方式暗示委员会默示或者明示批准了证券”的行为都是“非法的”。Securities Act of 1933 § 23, 15 U.S.C. § 77w. 明确拒绝任何政府“价值”审查是对该法案的讨论和辩论的一个持续主题。E.g., Hearing on H. R. 4314 before the H. Comm on Interstate and Foreign Commerce, 73d Cong. 140 - 41 (1933); Message of the President of the United States Transmitting a Recommendation to Congress for Federal Supervision of Traffic in Investment Securities in Interstate Commerce, H. R. DOC. NO. 73 - 12 (1933); H. R. Rep. No. 73 - 85, *supra* note 104 (statement of Rep. Mapes); 73 Cong. Rec. 2925 (statement of Rep. Bulwinkle); 73 Cong. Rec. 2931 (May 5, 1933) (statement of Rep. Wolverton); 73 Cong. Rec. 2950 (May 5, 1933) (statement of Rep. Reilly). 早期的委员会领导人在公开讲话中反复强调,政府并没有通过从差公司中挑选好公司来开展经济规划。E.g., 1935 Urgent Supplemental Appropriations, Hearing Before the Subcomm. of the H. Comm. On Appropriations., 74th Cong. 10 (statement of SEC Chair Kennedy); File 50 Securities Under New Law, *supra* note 144; Securities Rules Issued Under Act, *supra* note 145; U. S. Official Defends New Securities Law, CHI. DAILY TRIB., Sept. 20, 1933, at 25; Baldwin Bane, Speech on The Securities Act of 1933 Before the Bond Club of Philadelphia (Dec. 21, 1933), <https://www.sec.gov/news/speech/1933/122133bane.pdf> [<https://perma.cc/8QHR-GK8A>].

[175] Securities Act of 1933 § 5, Pub. L. No. 73 - 22, 48 Stat. 74 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77e).

[176] Securities Act of 1933 § 8, Pub. L. No. 73 - 22, 48 Stat. 74 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77h).

[177] LANGEVOORT, *supra* note 10, at 7; MOLEY, *FIRST NEW DEAL*, *supra* note 6, at 306; HIRSCH, *supra* note 172, at 113; MURPHY, *supra* note 10, at 131 - 35; MCCRAW, *supra* note 6, at 157, 175; Dawson, *supra* note 166, at 46; LEUCHTENBURG, *supra* note 2, at 59; J. ROBERT BROWN JR., *THE REGULATION OF CORPORATE DISCLOSURE* § 4.01 (4th ed. 2022); DAVIS, *supra* note 6, at 86; JANEWAY, *supra* note 176, at 17; PARRISH, *SECURITIES REGULATION*, *supra* note 6, at 61; MORTON KELLER, *REGULATING A NEW ECONOMY* 208 (1990); John H. Walsh, *A Simple* (转下页)

的统合主义者对该立法持反对态度。^[178] 与《全国工业复兴法》等统合主义立法不同,《证券法》的合宪性得到了法院的普遍认可。^[179] 《证券法》还体现了布兰代斯对庞大政府官僚机构的摒弃;^[180] 尽管一些立法者提议,作为披露制度的一部分,政府应当聘请会计师审查上市公司的财务披露,但该提议被断然拒绝。^[181]

但布兰代斯式的《证券法》从未得以实施,取而代之的是缺陷函程序,这使得该制度更像《全国工业复兴法》中的统合主义。

(接上页) Code of Ethics: A History of the Moral Purpose Inspiring Federal Regulation of the Securities Industry, 29 HOFSTRA L. REV. 1015, 1040 (2001); EDSFORTH, supra note 6, at 194; Roberta S. Karmel, Management Fraud — What are the Standards, L.A. DAILY J., Dec. 15, 1978, at 12; DAWSON, supra note 10, at 78 – 81.

[178] SELIGMAN, supra note 3, at 71 – 72; SCHLESINGER, supra note 2, at 444 – 45; LEUCHTENBURG, supra note 2, at 60; KARMEL, supra note 10, at 42 – 43; LOSS, SELIGMAN & PAREDES, supra note 8, at 310 – 13; LANGEVOORT, supra note 10, at 7; Pritchard & Thompson, supra note 3, at 852 – 56; DE BEDTS, supra note 3, at 51 – 53; see, e.g., William O. Douglas, Protecting the Investor, 23 YALE REV. 521, 528, 530 (1933) (讨论“仅仅依靠关于证券的真实来期待实质性进展是徒劳的”;呼吁政府对企业管理进行“更广泛”的控制,保护股东少数和公司资本结构,“动员资本流向各种生产渠道”和“我们目前组织形式固有的权力和利润增长的根本问题”;并将《全国工业复兴法》和《农业调整法》确定为模型); A. A. Berle, High Finance: Master or Servant, 23 YALE REV. 20, 42 – 43 (1933) (批评《证券法》“不是最重要的”,因为它“没有解决主要问题”,并且会阻止“参议院委员会最近提出的问题,也即投资银行家的交易很少甚至不存在”,并呼吁采取以《全国工业复兴法》为蓝本的更广泛的方法); Letter from Adolf Berle to Wooden (Apr. 12, 1933), in NAVIGATING THE RAPIDS 1918 – 1971; FROM THE PAPERS OF ADOLF A. BERLE 86 (Beatrice Bishop Berle & Travis Beal Jacobs, eds., 1973) (批评证券法“由费利克斯·法兰克福特制定,显然没有咨询任何银行或会计人员”).

[179] Barry Cushman, The Securities Laws and the Mechanics of Legal Change, 95 VA. L. REV. 927, 936 – 37 (收集了此类案例).

[180] MCCRAW, supra note 6, at 175 (“通过停止令、冷静期和传票程序举证责任的变化,兰迪斯为更顺利地执行法律铺平了道路。在这样放松执法的同时,他也使实现立法目标所需的庞大政府官僚机构变得不必要”); Henry G. Manne & Ezra Solomon, Economic Aspects of Required Disclosure Under Federal Securities Laws, in WALL STREET IN TRANSITION: THE EMERGING SYSTEM AND ITS IMPACT ON THE ECONOMY 29 (1974) (“对(20世纪30年代)关于披露的法律最有力的辩护之一,是他们不需要低效的官僚机构来传递证券的优点”).

[181] 详见前文第二(二)部分第2点。

1. 从对手到伙伴

如上所述,^[182]缺陷函程序彻底重塑了政府与企业之间的关系。它建立的并非是法律所设想的那种政府与企业之间的对抗关系,而是形成了一个持续的协作伙伴关系,一方是负责审查披露内容的委员会工作人员,另一方是帮助企业起草披露文件的专业“守门人”(律师、会计师、投资银行家)。披露规则的内容并非通过行政命令(如法律所设想的那样)来制定,而是通过委员会工作人员与会计师、律师和投资银行家之间就一系列注册声明进行反复对话而逐步形成的。这种与专业“守门人”合作制定披露规则的方式,与大多数现代学者的认识相反,使得《证券法》最终看起来更像是在统合主义的《全国工业复兴法》下制定的行业规范。这种“协作关系”是统合主义治理的缩影,与布兰代斯主义治理方式背道而驰。

2. 让信息披露规则更不透明

《证券法》第8条规定的正式的执法救济措施是一种透明机制。当委员会决定依据该法条采取正式行动时,市场将获知这一事实以及SEC提起诉讼的依据。而且,最终当该行动由法官审理并作出裁决时,全世界都能看到法官的意见。因此,在法定制度下,有关新披露制度的法律将在阳光下发展。

缺陷函程序极大地改变了这一过程。尽管缺陷函中讨论的事项往往涉及重大公共利益——涉及委员会对全新证券法规不断演变的解释和适用——但委员会从一开始就决定不将这些沟通过程公开。^[183]由于缺陷函程序的存在,披露规则最重要的发展是在委员会与个别发行人

[182] 详见前文第三(一)部分第1点。

[183] Bane, 1952 Testimony, *supra* note 43, at 422(告诉国会,缺陷函不是公开的,且公开这些信件是错误的,因为“我们有时会在缺陷函中提出一些事后得到解释的问题,如果被提出,可能会给各方带来极大的尴尬”)。很久以后,在1975年,该机构提议将这封信件推定为公开,但几年后撤回了这一提议。See SEC, Confidential Treatment of Information, 40 Fed. Reg. 4944 (Feb. 3, 1975)(“委员会现在认为,通常没有必要隐瞒其工作人员对各种注册声明和注册申请的意见、来自市场的答复或者相关材料”); SEC, Withdrawal of Rule Proposal Concerning Commission Records and Information, 44 Fed. Reg. 31227 (May 31, 1979)。最后,该机构于2004年公开了这些沟通过程。SEC工作人员将公开发布意见函和回复, *supra* note 66。

(及其顾问)之间的秘密沟通中完成的,而非在公开意见中。

关键的管理人员对此心知肚明。^[184] 1952年,当国会就此询问贝恩时,他坦率地解释说,缺陷函“不公开,因为正如您所见,有很多原因导致它不应公开。我们有时在缺陷函中提出的问题后来会被解释清楚,如果公开可能会使相关方陷入极大的窘境。”^[185] 这种保密做法对布兰代斯主义而言是可憎的,但却是典型的统合主义。

3. 促进(行业)集中

缺陷函程序的隐秘性为顶尖机构、反复参与的机构创造了关键优势。要了解 SEC 对披露规则不断演变的解释,唯一的途径就是与该机构就其披露规则进行定期对话,例如提交大量注册声明。因此,相对较多参与发行的专业“守门人”占据了很大优势。任何发行人天然更愿意雇佣熟悉 SEC 秘密程序的人,并愿意为此支付更多费用。

阿道夫·伯利在 1937 年写给即将上任的 SEC 主席威廉·道格拉斯的一封信中抱怨该机构过度依赖缺陷函:

我痛恨于看到那些多年来一直盘剥企业的华尔街大律师事务所每年(就像现在一样)收取双倍于常规的费用,仅仅是因为他们,且只有他们才能引导客户在行政裁决的迷宫中安全前行,而这些裁决的解释又几乎不受控制。^[186]

同样的,1935年,一位会计行业领袖指出,对缺陷函程序的“公正的批评”是,缺陷函程序“往往将业务集中在少数专家手中,这些专家未必是处理相关事务最擅长的人,而是最精通法律中技术性条款的人。”^[187] 一篇早期论文解释说,由于缺陷函程序的存在,“一年内向委员会注册许

[184] LANDIS, THE ADMINISTRATIVE PROCESS, *supra* note 122, at 109.

[185] Bane, 1952 Testimony, *supra* note 43.

[186] Letter from Adolf Berle to William Douglas (Sept. 23, 1937), https://www.sechistorical.org/collection/papers/1930/1937_0923_DouglasCongratulationsT.pdf [<https://perma.cc/4UFP-2VFU>]; Bickel, *supra* note 125, at 142 (“在这一领域广泛执业的律师已经学会了一种技术,使他们能够预见新手可能遇到的许多不足之处”); 同上注, at 148 (“律师和会计师的费用大约是该法案通过前发行的可比证券的两倍”); Woodside, *supra* note 42, at 381(注意到随着时间的推移,根据《证券法》第 8 条的程序被拒绝,“一个了解内情的证券律师协会发展起来”).

[187] Starkey, *supra* note 50, at 13.

多新发行股票的主要承销商自然会比偶尔或从未涉足的中小承销商‘更了解诀窍’。”^[188]

保罗·马奥尼(Paul Mahoney)发现的实证证据表明,《证券法》使得顶尖承销商的集中度提高和盈利能力增强。^[189] 缺陷函程序为上述发现提供了进一步的解释。促进产业集中是统合主义管理的一个显著特征,而这是布兰代斯主义所极力反对的。

4. 鼓励政府“做大做强”

如上所述,缺陷函程序极大地扩大了政府的作用和影响力——该机构的人员规模和能力激增,以应对自我设定的新任务。到1952年,贝恩直接管理着175名员工,分布在12个专业部门,每个部门都有一个部门或小组负责人以及多名分析师、审查员、律师和会计师,所有人都致力于审查注册声明(及其他文件)、起草缺陷函,并与私人证券专业人士密切合作,以生成投资者将依赖的披露信息。^[190] 听完贝恩对缺陷函程序的描述后,一位国会议员指出:“我似乎觉得潜在的注册人可以直接来到SEC,注册声明实际上是由你们的工作人员来准备的。”^[191] 这种庞大的政府官僚机构似乎与布兰代斯的理念背道而驰,更类似于统合主义模式。

5. 经济规划

如上所述,《证券法》的支持者们非常重视避免出现政府根据公司的内在价值来挑选哪些公司可以发行证券的任何迹象。^[192] 例如,罗斯福总统在1933年3月向国会发表的声明中敦促国会考虑并通过证券立法,其中包含这样的告诫:“当然,联邦政府不能也不应采取任何可能被解释为批准或保证新发行的证券是可靠的,即其价值会保持不变或其所代表的资产会盈利的行动。”^[193]

[188] MCCORMICK, *supra* note 50, at 292.

[189] Mahoney, *The Political Economy of the Securities Act of 1933*, *supra* note 131, at 26–30; MAHONEY, *supra* note 129, at 71–76.

[190] Bane, *1952 Testimony*, *supra* note 43, at 400–01.

[191] 同上注, at 402. 贝恩抵制这种描述,坚持认为潜在的注册人只能在“就法案和规则的要求范围内,在准备注册声明的任何部分时得到我的工作人员的帮助”。同上注。

[192] See generally *supra* note 175.

[193] 73 CONG. REC. 937 (1933).

但采用缺陷函程序极大地助长了这种看法。一位早期的批评者指出,该程序的一个“严重后果”在于,“尽管存在相反的声明,普通民众始终未能清楚地理解,政府通过委员会的行动并不承诺对争议事项的实质内容做出裁决。”^[194]一位 SEC 主席指出,“(SEC)公司融资部对注册声明的处理导致公众产生了一种普遍的误解,即 SEC‘批准’证券发行。”^[195]许多人也注意到了同样的情况。^[196]甚至法院也开始认为委员会的“审查和批准”程序……具有一定的证据价值,尤其是在委员会工作人员将其注意力集中于相关披露内容的情况下。^[197]

此后,缺陷函程序将促使监管机构超越表面进而审查实质内容,展开真正的实质审查。委员会形成了一种惯例,即对各类不受欢迎的发行人和发行项目不予加速审核,不论其是否已充分披露了不受欢迎的特征。^[198]而且,最近,SEC 似乎试图通过向一些不受欢迎的公司发出大量问询函来劝阻他们上市,在某些情况下,这一过程会持续一年多。^[199]

(三) 小结

传统观点将强制披露的起源解释为两种相互竞争的新政监管理念之间的一种根本性选择。具体而言,政府拒绝了统合主义的经济监管模式(体现在“实质审查”的概念中),转而采纳了布兰代斯主义模式。与之相反,笔者却认为真正的强制披露制度的诞生与其说是由理念驱动

[194] Starkey, *supra* note 50, at 14.

[195] Demmler, *supra* note 127, at 47.

[196] E.g., Bates, *supra* note 50, at 208-09 (“目前的做法越来越支持委员会正在‘批准’注册证券的观点”).

[197] Poliakoff, *supra* note 84, at 56.

[198] See LOSS, SELIGMAN & PAREDES, *supra* note 8, at 1065(讨论 SEC 在 20 世纪 40 年代和 50 年代在以下情况下拒绝加速注册的政策,包括出售股份的股东没有承担其“公平比例”下的注册费用;董事和工作人员根据《证券法》获得民事责任赔偿;注册声明涉及面值低于其清算优先权价格的优先股); Claudia H. Allen, *Bylaws Mandating Arbitration of Stockholder Disputes?*, 39 DEL. J. CORP. L. 751, 775-82 (2015)(讨论 SEC 工作人员的当代政策,即拒绝向发行人提供加速服务,并规定强制仲裁股东纠纷).

[199] Dave Michaels & Peter Rudegeair, *SEC Scrutiny Blocks Some Crypto Firms from Going Public*, WALL ST. J. (Jan. 24, 2023), <https://www.wsj.com/articles/sec-scrutiny-blocks-some-crypto-firms-from-going-public-11674527071> (on file with the Journal of Corporation Law).

的,不如说是由权宜之计驱动的。面对实施《证券法》总体目标的行政能力严重不足,监管机构通过发明一种新的执法模式来弥补这一能力缺口。然而,在这一过程中,该制度原有的布兰代斯主义特征遭到实质性削弱。

四、强制披露制度的真正创始人

在追溯强制披露制度起源时,传统叙事往往会将目光聚焦于三位起草《1933年证券法》的精英律师(詹姆斯·兰迪斯、本杰明·科恩、托马斯·科科伦)、他们的上级(费利克斯·法兰克福特)以及思想导师(路易斯·布兰代斯)。^[200] 这些标志性人物通常被视为该制度的主要缔造者,

[200] E.g., SELIGMAN, *supra* note 3, at 39–72; PARRISH, *supra* note 3, at 57–58; HILTZIK, *supra* note 2, at 88–90; LASSER, *supra* note 6, at 72–81; MCCRAW, *supra* note 6 at 171–75; BADGER, *supra* note 6, at 98–100(将证券法描述为“费利克斯·法兰克福特及其门徒的典型改革”); *infra* PartIV.B(收集了讨论布兰代斯对《证券法》影响的文献); *Cochran v. SEC*, 20 F.4th 194, 219(5th Cir. 2021) (en banc) (Oldham, J., concurring); Jackson, Jr., *supra* note 13; Levitt, *supra* note 13; Williams, *supra* note 10, at 1227–35; Walter, Remarks, *supra* note 13; Schiller, *supra* note 11, 413–19; Pritchard & Thompson, *supra* note 3, at 849–52; CHATOV, *supra* note 5, at 33–36; JUSTIN O'BRIEN, THE TRIUMPH, TRAGEDY AND LOST LEGACY OF JAMES M. LANDIS: A LIFE ON FIRE 13 (2014). But cf. SELIGMAN, *supra* note 8, at 61(将SEC的长期成功归功于其“才华横溢的员工”,但“在很大程度上”将其归功于费利克斯·法兰克福特).诚然,学界通常还将其他人物认定为证券监管制度创建的关键角色。费迪南德·佩科拉(Ferdinand Pecora)的重要作用几乎无人质疑——他在胡佛政府末期被任命为参议院银行委员会首席顾问,主持一系列关于1929年股市崩盘原因的听证会,并竭尽所能地将听证会转变为全国性媒体现象,激起了民众对整顿华尔街的强烈诉求。E.g., SELIGMAN, *supra* note 8, at 1–38; SCHLESINGER, *supra* note 2, at 434–43; PERINO, *supra* note 6, at 287–88; LEUCHTENBURG, *supra* note 2, at 59; KHADEMIAN, *supra* note 10, at 27; DAVIS, *supra* note 2, at 362; LASH, *supra* note 2, at 130; HILTZIK, *supra* note 2, at 85; KARMEL, *supra* note 10, at 39; Burk, *supra* note 130, at 1022–24; CAROSSO, *supra* note 4, at 352; RITCHIE, *supra* note 6, at 44; CHATOV, *supra* note 5, at 30–31; STEPHEN J. CHOI & A. C. PRITCHARD, SECURITIES REGULATION: ESSENTIALS 18–19 (2008); LANGEVOORT, *supra* note 10, at 7; Jarrell, *supra* note 10, at 620; STEVENSON, *supra* note 10, at 81; DONALD A. RITCHIE, ELECTING FDR: THE NEW DEAL CAMPAIGN OF 1932 168–69 (2007).; DE BEDTS, *supra* note 3, at 43–46. 当然,如果没有罗斯福总统的推动,《证券法》也不可能(转下页)

唯有探究他们的背景、动机和行为,才能更好地解释该制度的形成过程。

然而,尽管这些人都声名显赫、成就斐然,但是他们都并非强制披露制度真正的创始人。在过去九十年里,缺陷函始终是强制披露体系的核心支柱。而推动缺陷函程序创立、实施与常态化的关键人物是一位鲜为人知的中层官员——鲍德温·巴克纳·贝恩。^[201]



图1 强制披露之父鲍德温·巴克纳·贝恩(1917年及1934年)^[202]

(接上页) 出台——他极具政治智慧地将打击华尔街作为 1932 年竞选纲领的重要组成部分。MCCORMICK, *supra* note 50, at 18–27; KHADEMIAN, *supra* note 10, at 26–27; COHEN, *supra* note 6, at 149; HILTZIK, *supra* note 2, at 85; MAHONEY, *supra* note 129, at 41; Walsh, *supra* note 172, at 1019–47; LANGEVOORT, *supra* note 10, at 7; Jarrell, *supra* note 10, at 620; DANIEL R. FUSFELD, *THE ECONOMIC THOUGHT OF FRANKLIN D. ROOSEVELT AND THE ORIGINS OF THE NEW DEAL* 238 (1956). 另有学者强调萨姆·雷伯恩、雷蒙德·莫利等人在幕后发挥的关键作用。COHEN, *supra* note 6, at 151; LASH, *supra* note 2, at 131; HILTZIK, *supra* note 2, at 86–88; PARRISH, *supra* note 6, at 58–59; DE BEDTS, *supra* note 3, at 36–38.

[201] 详见前文第一(二)部分(汇集了将此项创新归功于贝恩的证据)。塞利格曼将“该做法的推广普及”归功于兰迪斯。SELIGMAN, *supra* note 3, at 620 (早在 1934 年 SEC 成立之前,联邦贸易委员会委员詹姆斯·兰迪斯就推广了如下做法:当注册文件不充分时,向发行人发送缺陷函而非申请停止令)。但笔者未发现任何证据(在塞利格曼著作或其他资料中)表明兰迪斯是缺陷函制度的主要推动者,且如前文所述,笔者发现大量第一手和第二手资料均将该制度的创立归功于贝恩。

[202] Photograph of Baldwin B. Bane, in WASHINGTON & LEE LAW YEARBOOK (1917); Photograph of Baldwin B. Bane, in Key Officials Named to Head Important Divisions of SEC; New SEC Official, CHRISTIAN SCI. MONITOR (July 17, 1934).

贝恩如今几乎已经完全无人知晓,大多数关于强制披露制度起源的历史研究甚至未曾提及他的姓名。没有人为贝恩立传,也没有任何图书馆收藏他的文献资料,更无人记录口述历史,但这位被遗忘的历史重要人物理应被铭记。本章第一节概述了这位被忽视的关键人物的生平;第二节将探讨贝恩独特的背景、经历及其思想理念如何使他区别于通常与证券监管诞生相关的精英律师群体,并阐明这种不同的视角与立场如何解释贝恩构建真正强制披露制度的途径和原因。

(一) 鲍德温·贝恩的生平与事业

贝恩于1891年出生在弗吉尼亚州斯坦德斯维尔——一个坐落在蓝岭山脉环抱中的偏僻村落。^[203] 未满十岁时,他的家人已在州内搬迁至少两次(先后至史密斯菲尔德^[204]与夏洛茨维尔^[205])。随后其父(卫理公会牧师)与母亲相继离世。贝恩携两名弟妹在祖母照料下于阿什兰^[206]度过青少年时期,并毕业于兰道夫-梅肯学院。^[207] 他曾在当地预科学校任教数年,教授历史与数学并担任橄榄球及棒球队教练。^[208] 1915年,贝恩进入列克星敦的华盛顿与李大学法学院学习,于1917年获法学学士学位。^[209] 法学院毕业后,贝恩以军官身份加入陆军,第一次世界大战期间曾在法国服役。^[210]

[203] Baldwin B. Bane of S.E.C. Dies at 70, N.Y. TIMES, May 25, 1962, at 33; SEC Proxy Rules, Hearing Before the H. Subcomm. Of the Comm. On Interstate & Foreign Commerce, 78th Cong. 217 (1943) [hereinafter Proxy Rules Hrg.].

[204] See WILLIAM ARMSTRONG CROZIER, WILLIAM DICKINSON BUTLER & HOWARD RANDOLPH BAYNE, THE BUCKNERS OF VIRGINIA AND THE ALLIED FAMILIES OF STROTHER AND ASHBY 163 (1907). Larry DeWitt, Clark Bane Hutchinson on her Father Frank Bane, SOC. SEC. PIONEERS (July 18, 1997), <https://www.ssa.gov/history/fbane.html> [<https://perma.cc/2LJF-96UT>].

[205] See IDRESS HEAD ALVORD, HEAD: DESCENT OF HENRY HEAD (1695 - 1770) IN AMERICA 176 (1948); DeWitt, *supra* note 205.

[206] DeWitt, *supra* note 205. 其祖父为执业医师,在鲍德温出生前已然离世。See ALVORD, *supra* note 206.

[207] See *infra* note 211.

[208] 同上注。(该记载称贝恩在此期间曾执教于兰道夫-梅肯学院,此说法似乎有误)。

[209] Proxy Rules Hrg., *supra* note 204, at 217.

[210] Rules for Sales of Securities to be Given Today, WASH. POST, July 6, 1933, at 2; Proxy Rules Hrg., *supra* note 204, at 217.

1919年从法国归国后,贝恩在联邦贸易委员会(FTC)担任“律师审查官”^[211]——其职责包括“审理案件;开展调查工作、法律解释工作及其他相关事务”。^[212]他经手的案件涉及虚假广告、^[213]反垄断执法^[214]以及上诉事务。^[215]

由于贝恩在联邦贸易委员会的卓越表现,1933年他被任命为新成立的证券部主任。此后二十五年间,他全身心投入《证券法》及其他证

-
- [211] Bane, 1952 Testimony, *supra* note 43, at 395 (其向国会作证时表示自己“几乎毫无”从业经验,解释称“我刚从大学毕业就几乎立即入伍”,且“退伍后很快便加入了联邦贸易委员会”); see also Alumni Bulletin, WASH. & LEE U. BULL., Vol. XXII, No. 15 (Feb. 1924) (“1917级校友鲍德温·B·贝恩现供职于联邦贸易委员会”).
- [212] Bane, 1952 Testimony, *supra* note 43, at 394; see Notes of Departmental Personnel, WASH. POST, Dec. 18, 1927, at A4 (记载贝恩“已从处理案件的纽约市返回华盛顿”).
- [213] 贝恩成功起诉皇家发酵粉公司(Royal Baking Powder Company),因其开展误导性广告宣传,欺骗消费者相信其发酵粉仅含酒石酸乳而非磷酸盐,实则含有磷酸盐——最终联邦贸易委员会发出禁令,要求该公司“立即停止”此类误导性广告。Complaint at 1, 4, *FTC v. Royal Baking Powder Co.*, 4 FTC (1921) (No. 539) (列明贝恩与另一名联邦贸易委员会律师共同承办此案).
- [214] 例如,贝恩曾协助调查肯塔基州禽蛋市场涉嫌垄断的案件。Competition in Egg Buying, N.Y. PRODUCE REV. & AM. CREAMERY VOL. 53 NO. 7, at 289 (Dec. 14, 1921). 此外,贝恩还参与起诉钢铁制造商之间一宗重大价格垄断协议案。In re U.S. Steel Corp. et al., Dkt. 760, 8 FTC 1, 3 (July 21, 1924) (记载贝恩“在案件部分准备和庭审期间参与工作”,并在三家钢铁公司合并调查中担任委员会的“首席律师”). Merger Hearing Resumed, THE IRON AGE (Feb. 5, 1925); see also Hearing in Bethlehem Merger Case to Be Resumed, THE IRON AGE (Jan. 22, 1925), at 307; Investigating Merger, THE IRON AGE 1251 (Nov. 8, 1923).
- [215] E.g., *Int’ Shoe Co. v. FTC*, 29 F.2d 518 (1st Cir. 1928) (列明贝恩作为美国政府代理律师之一), *rec’d*, 280 U.S. 291 (1930) (在诉讼文书中将贝恩列为“特别代理律师”); see also *Int’ Shoe Co. v. FTC*, 279 U.S. 849 (1929) (最初拒绝调卷令,列明贝恩作为美国政府代理律师之一); *Int’ Shoe Co. v. FTC*, 279 U.S. 832 (1929) (批准调卷令,列明贝恩作为美国政府代理律师之一). Other federal court matters Bane participated in include *Macfadden Publ’ns v. FTC*, 37 F.2d 822 (D.C. Cir. 1930) (驳回私人当事方要求颁发强制令指令联邦贸易委员会向第三方发出传票的请求). For a discussion of some of these matters in the context of FTC’s early history, see Marc Winerman & William Kovacic, *Outpost Years for a Start-up Agency: The FTC from 1921–1925*, 77 ANTITRUST L.J. 145, 184–86 (2010) (U.S. Steel case); *id.* at 190–91 (Bethlehem Steel merger); Marc Winerman & William E. Kovacic, *The William Humphrey and Abram Myers Years: The FTC From 1925 to 1929*, 77 ANTITRUST L.J. 701, 737–39 (2011) (International Shoe case).

券监管法规的实施工作。^[216] 在其首创的缺陷函程序的运行中,贝恩始终发挥着关键作用——先后以联邦贸易委员会证券部主任、^[217] SEC 执行助理、^[218] 注册部主任^[219] 直至更名后的公司融资部主任^[220] 身份,持续监督该程序运作长达数十年。

贝恩的贡献远不止于缺陷函程序。他主导了一系列关键行政制度的发展,包括基于投资者数量界定“公开发行”标准、^[221] 明确《证券法》第 11 条责任范围,^[222] 以及确立公司可排除“具有一般政治、社会或经济性质”的股东提案的原则。^[223] 兰迪斯后来盛赞其为“我见过最杰出的公务员之一”。^[224] 另一位 SEC 主席则评价贝恩是“公务员体系中非凡人物的代表——这类人物的出现几乎难以预料,却总在关键时刻现身于重要岗位。”^[225]

值得注意的是,贝恩终身未婚^[226]——这一事实使他区别于同时代

[216] Deaths, WASH. POST., May 25, 1962, at B11.

[217] Rules for Sales of Securities to Be Given Today, supra note 211.

[218] Key Officials Named to Head Important Divisions of SEC, supra note 203; Burns Made Counsel of Securities Board, WALL ST. J., July 17, 1934, at 1.

[219] SEC, THIRD ANNUAL REPORT, supra note 101.

[220] SEC Reorganized, supra note 68; Two Men Mentioned for Post, N.Y. TIMES, Jan. 9, 1935, at 4.

[221] Churchill Rodgers, Purchase by Life Insurance Companies of Securities Privately Offered, 52 HARV. L. REV. 773, 791 (1939).

[222] Bane Interprets Securities Law, N.Y. TIMES, Sept. 23, 1933, at 21(与证券发行时因重大虚假陈述或不充分陈述造成的损失不同,交易损失不构成诉讼事由)。

[223] See SEC Release No. 34-3638, Concerning Rule X-14A-7 Of Regulation X-14 of the General Rules and Regulations (1945) (就《X-14A-7 规则》中“属于证券持有人行动适宜议题的提案”这一表述的法律含义,发布《鲍德温·B·贝恩法律意见书》)。

[224] 同上注。at 173.

[225] Ray Garrett, Chair, SEC, Speech at N.Y.U.: Life Begins at Forty (Oct. 26, 1974), <https://www.sec.gov/news/speech/1974/102674garrett.pdf> [<https://perma.cc/MP5N-GDFS>].

[226] Baldwin Bane, Adviser to SEC, WASH. POST, May 26, 1962, at C5(仅记载其弟弗兰克·贝恩为在世亲属); Deaths, supra note 217(记载贝恩为“已故查尔斯·L.贝恩夫妇之子,现居华盛顿哥伦比亚特区的弗兰克·贝恩之弟”)。贝恩的母校华盛顿与李大学法学院保留着校友档案,其关于贝恩的记录明确显示他未婚。《华盛顿与李大学法学院校友档案》(存于作者处)。

绝大多数男性^[227]以及罗斯福总统任命的每一位 SEC 委员(至少在整個 20 世纪 30 年代所有委员均已婚)。^[228]

贝恩在 SEC 任职的最后几年可谓波折不断。贝恩显然染上了酗酒问题,并因此在 1952 年被免去公司融资部主任职务。^[229]随后他被临时调任“执行顾问”以保全颜面,但在艾森豪威尔总统上任并任命了一位旨在精简机构的新主席后,贝恩很快被迫彻底离开 SEC。^[230]他于 1962

[227] Robert Schoen et al., *Marriage and Divorce in Twentieth Century American Cohorts*, 22 *DEMOGRAPHY* 101, 102 (1985) (研究发现:在 1888 至 1892 年间出生且存活至 15 岁的男性中,有 89% 至少有过一次婚姻)。

[228] Cf. James W. Graham, *The Wedding that Changed American History*, *TIME* (Oct. 7, 2014), <https://time.com/3462557/kennedy-wedding> [<https://perma.cc/6JEY-QZWM>] (记述约瑟夫·肯尼迪 1914 年婚姻;肯尼迪于 1934 年被任命为 SEC 主席); G.C. Mathews' Rites Are Held in Illinois, *N.Y. TIMES*, July 14, 1946, at 38 (记载乔治·C.马修斯留有遗孀;马修斯于 1934 年被任命为 SEC 委员); RITCHIE, *supra* note 6, at 27-28 (记述兰迪斯 1926 年婚姻;兰迪斯于 1934 年被任命为 SEC 委员,1935 年任主席); Robert Healy, *Member of SEC, Dies*, *N.Y. TIMES*, Nov. 18, 1946, at 7 (记载希利留有遗孀;希利于 1934 年被任命为 SEC 委员); *Ex-Justice Ferdinand Pecora, 89 Dead.*, *N.Y. TIMES*, Dec. 8, 1971, at 40 (记载佩科拉 1910 年结婚;佩科拉于 1934 年被任命为 SEC 委员); DAVID WILMA ET AL., *POWER FOR THE PEOPLE: A HISTORY OF SEATTLE CITY LIGHT* 72 (2010) (记载 J.D.罗斯 1907 年结婚;罗斯于 1935 年被任命为 SEC 委员); William O. Douglas, *OYEZ* https://www.oyez.org/justices/william_o_douglas [<https://perma.cc/4GQJ-2EV3>] (记载威廉·道格拉斯 1923 年结婚;道格拉斯于 1936 年被任命为 SEC 委员,1937 年任主席); Jerome Frank Dies; *New Deal Braintruster*, *CHI. DAILY TRIB.*, Jan. 14, 1957, at B10 (记载杰罗姆·弗兰克 1914 年结婚并留有遗孀;弗兰克于 1937 年被任命为 SEC 委员,1939 年任主席); John Wesley Hanes Sr., *Aide to Roosevelt and Corporate Chief.*, *N.Y. TIMES*, DEC. 31, 1987 at 24 (记载汉斯留有遗孀;汉斯于 1938 年被任命为 SEC 委员); *Eicher's Death May Halt Sedition Trial*, *MUSCATINE J.*, Nov. 30, 1944, at 1 (记载爱德华·C.艾彻 1908 年结婚;艾彻于 1938 年被任命为 SEC 委员,1941 年任主席); *Talbot Lake, This New Dealer Strives to Keep Prices Fair*, *SUSSEX-SURREY DISPATCH*, Dec. 12, 1940 (记载利昂·亨德森 1925 年结婚;亨德森于 1939 年被任命为 SEC 委员)。

[229] SELIGMAN, *supra* note 3, at 269.

[230] 同上注。(“艾森豪威尔任命的 SEC 主席拉尔夫德姆勒发现,其‘存在一些无用的冗员,将其裁撤不会对工作造成任何损害’的判断得到了印证……有一位公司融资部前主任在出现酗酒问题后被留任为执行顾问。德姆勒施压使所有三人离职……”); *S.E.C. Adviser Retires*, *N.Y. TIMES*, Jan. 5, 1955, at 38 (贝恩于 1952 年从公司融资部主任调任“执行顾问”,且该职位随贝恩退休而被“撤销”)。

年辞世。

(二) 真正的强制披露制度源自贝恩的实践,而非兰迪斯的理论

通常被视为强制披露制度创始人的都是法律界与学术界的顶尖人物。他们组成了一个关系紧密的精英律师网络,拥有共同的学术背景与理想信念,在新政塑造过程中扮演了不可或缺的角色:布兰代斯在最高法院的大法官席位上为这个群体提供思想指引;^[231]法兰克福特在进入最高法院前深得总统信任,协助将这批人士(及其他人)安置于政府各部门要职;兰迪斯曾领导 SEC,之后回到哈佛大学,在那里撰写了为新政时期行政权扩张提供学术正当性的权威著作;^[232]科科伦与科恩同样在整个新政时期担任重要职务。

上述人物具有高度共性:五人皆曾就读和/或任教于哈佛法学院,深受该校独特学术氛围的熏陶;^[233]其中四人曾在最高法院担任过法官

[231] LANGEVOORT, *supra* note 10, at 7; MOLEY, *FIRST NEW DEAL*, *supra* note 6, at 306; HIRSCH, *supra* note 172, at 113; MURPHY, *supra* note 6, at 131-35; MCCRAW, *supra* note 6, at 157, 175; Dawson, *supra* note 166, at 46; LEUCHTENBURG, *supra* note 2, at 59; BROWN JR., *supra* note 178; DAVIS, *supra* note 2, at 86; JANEWAY, *supra* note 172, at 17; PARRISH, *SECURITIES REGULATION*, *supra* note 6, at 61; KELLER, *supra* note 178, at 208; Walsh, *supra* note 178, at 1040; EDSFORTH, *supra* note 2, at 194; Karmel, *supra* note 178, at 12; DAWSON, *supra* note 6, at 78-81.

[232] LANDIS, *THE ADMINISTRATIVE PROCESS*, *supra* note 122.

[233] LASSER, *supra* note 6, at 13, 72-73(记述科恩、兰迪斯、法兰克福特与科科伦交织的哈佛背景); SELIGMAN, *supra* note 3, at 61-63 (same); RITCHIE, *supra* note 6, at 16-20 (Landis' Harvard time); STRUM, *supra* note 166, at 15-29(兰迪斯的哈佛岁月)。据艾恩斯研究,哈佛在此时期的培养重点是“作为监管国家新兴精英阶层的律师”。IRONS, *supra* note 33, at 7. 哈佛与 SEC 的渊源极为深厚:首两任 SEC 主席(肯尼迪与兰迪斯)均为哈佛校友并因此结缘。RITCHIE, *supra* note 6, at 65. SEC 前三任总法律顾问亦毕业于哈佛法学院。Ernst, *Lawyers*, *supra* note 33, at 7. 1935 年 SEC 具有法律背景的职工中半数毕业于哈佛法学院。Urgent Supplemental Appropriations for 1935: Hearing Before the Subcomm. of the H. Appropriations Comm. in Charge of Deficiency Appropriations, 74th Cong. 16-18 (1935). 兰迪斯在离开哈佛教职参与起草《证券法》、担任联邦贸易委员会委员、SEC 委员及主席后,最终重返哈佛出任法学院院长。RITCHIE, *supra* note 6, at 16-20. 包括乔尔·塞利格曼、路易斯·洛斯与托马斯·麦克劳在内的多位最具影响力的 SEC 早期历史记述者,均毕业于哈佛和/或曾任教于该校。哈佛大学至今仍保存着关于 SEC 早期历史的主要文献档案集。

助理(兰迪斯与科科伦)或大法官(法兰克福特与布兰代斯);^[234]唯一例外者(科恩)也曾为显赫的联邦法官担任助理;^[235]每人皆具备立法起草分析、金融法或两者兼备的专业素养;^[236]四人属宗教少数群体并曾因此遭受歧视;^[237]多人本身是移民或移民后代。^[238]总而言之,他们构成了以法兰克福特和布兰代斯为核心的精英律师紧密网络,共享着同一法理语言与监管愿景。

贝恩并不属于这个圈子,他并非哈佛毕业,也没有在最高法院(或其他任何法院)工作过,更非法兰克福特亲自挑选。他既没有起草法规的经验,也不懂金融法。与象牙塔知识分子不同,贝恩是一个亲和友善的南方子弟,曾任高中橄榄球队的教练,其弗吉尼亚家族的血统可以追溯至独立战争时期的一位上校,甚至更久远。^[239]贝恩的背景与通常被视为强制披露制度创始人的那些人截然不同。但正如本文所论证的,恰恰是这种独特性最能解释为何他会在1933年夏季毅然摒弃精心设计的法定体系,转而创立全新的缺陷函制度。

[234] 法兰克福特安排兰迪斯担任布兰代斯的法官助理,并安排科科伦担任霍姆斯的法官助理。RITCHIE, *supra* note 6, at 21-23.

[235] 法兰克福特安排科恩担任联邦法官朱利安·麦克的法官助理。*supra* note 6, at 16.

[236] BADGER, *supra* note 6, at 99; O'BRIEN, *supra* note 201, at 21; LASSER, *supra* note 6, at 72-75; SELIGMAN, *supra* note 3, at 61-63; RITCHIE, *supra* note 6, at 45; MCCRAW, *supra* note 6, at 171(论述布兰代斯“分析财务报表的超凡能力”)。

[237] RITCHIE, *supra* note 6, at 59; LASSER, *supra* note 6, at 4 (Cohen, Corcoran); 同上注, at 16-17 (Frankfurter, Brandeis); see also Ernst, *Lawyers*, *supra* note 33, at 8(解释SEC犹太裔与天主教裔成员“因其族裔背景,本会被精英律所拒之门外”)。科恩、法兰克福特与布兰代斯系犹太裔,科科伦为天主教徒。

[238] Lasser, *supra* note 6, at 7-8(记述科恩的移民父母); 法兰克福特出生于奥地利。IRONS, *supra* note 33, at 8. 兰迪斯出生于日本一个美国传教士家庭,直至少年时期才初踏美国国土。O'BRIEN, *supra* note 201(描述兰迪斯为“出生于东京的局外人”); MCCRAW, *supra* note 6, at 155. 科科伦为爱尔兰移民后裔,曾作为富兰克林·罗斯福总统的常客出入白宫,以演唱“爱尔兰民谣与水手号子”为总统助兴。Kenneth Crawford, Thomas G. (Tommy) Corcoran, Lobbyist of New Deal Era, Dies, WASH. POST, Dec. 7, 1981, at D6.

[239] 更准确地说,是一位身败名裂的独立战争上校:莫迪凯·巴克纳。See CROZIER, BUTLER & BAYNE, *supra* note 212(论述巴克纳家族在弗吉尼亚的历史)。巴克纳因在战场上弃部队于不顾而受到军事法庭审判并被定罪。同上注。

1. 对法律细节不感兴趣

通常被视为强制披露制度创始人的法律精英们,对立法设计艺术有着共同的执着。法兰克福特、兰迪斯与科恩三人皆具备立法起草与分析的专长及成熟见解。^[240] 尽管兰迪斯后期转向更灵活的行政观,^[241]但在20世纪30年代初期,他仍高度聚焦于法定执行机制。^[242] 在1931年一篇重要的论文中,兰迪斯首次提出将立法作为法学院研究与教学主题的构想,并从哲学角度探讨了众多立法机关在制定大量执法机制、制裁措施和程序方面展现的创造力。^[243] 因此,兰迪斯对《证券法》的主要贡献体现在第8条精心设计的救济措施体系。^[244]

而对于贝恩来说,情况并非如此。贝恩曾多次坦率承认,其建立的缺陷函制度缺乏法定依据。^[245] 但在他看来,这绝非踌躇不前的理由。他的理念是,以最“明智”和“有序”的方式完成首要任务,^[246] 无需纠结于法定细节的琐碎之处。若法律设定了目标却配套了低效的管理体系,贝恩的作风就是另辟蹊径去实现这一目标——法定技术细节尽可置之不顾。来自参议员、监管机构和证券专业人士写给罗斯福总统的信函,一致称赞贝恩作为管理者的工作成效、效率和务实精神。^[247] 后来兰迪

[240] E.g., SELIGMAN, *supra* note 3, at 60; MCCRAW, *supra* note 6, at 158-59, 172-75; RITCHIE, *supra* note 6, at 35-37; 46; LANDIS & GOLD, *supra* note 10, at 138-41; LASSER, *supra* note 6, at 21-22, 55-56.

[241] LANDIS, *supra* note 122.

[242] E.g., MCCRAW, *supra* note 6, at 172, 350(论述兰迪斯聚焦“首要的是实施与执行的激励问题”).

[243] See O'BRIEN, *supra* note 201, at 4 (citing J.M. Landis, *The Study of Legislation at Law Schools: An Imaginary Inaugural Lecture*, 39 HARV. GRADUATES MAGAZINE 433, 437 (1931)).

[244] MCCRAW, *supra* note 6, at 173-175; RITCHIE, *supra* note 2, at 46(“重要责任条款与执行规定的起草主要交由兰迪斯负责,他迫切希望践行其法学院理念”).

[245] Bane, *supra* note 77(“确实,该法案未具体规定任何非正式告知注册人其注册声明中存在错误或缺陷的具体方法”); Bane, 1952 Testimony, *supra* note 43, at 392(“《证券法》与《证券交易法》均未对注册声明与申请的行政处理程序作出规定”).

[246] Bane, *supra* note 77.

[247] All of the following letters are on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.: Letter from U. S. Sen. Duncan Fletcher, Chair, Sen. Banking Comm. to FDR (Oct. 22, 1935)(贝恩“对[SEC]的组织建设贡献卓著,该机构的高效运作已为政府赢得声誉”);(转下页)

斯在 1938 年的著述中,很可能正是以贝恩为原型写道:

据我所知,我有幸认识的这位最具才干的行政官员几乎未曾研读(至少未曾深入研读)那些经由他之手转化为现实的成文法。他推定法律已授予其处理行业普遍问题的权力,并基于此理解自行探寻解决方案。^[248]

关键在于,贝恩并未参与法案的主要起草工作^[249]。科恩在法案通过后曾致信兰迪斯坦言:“法案几乎完全按照我们的草案通过,这对我们

(接上页) Letter from Lord, Abbett & Co. to FDR (Jun. 4, 1941) (“卓越的管理者”); Letter from Chapman & Cutler to FDR (Mar. 2, 1935) (“贝恩先生具备处理争议问题所需的应变能力与实践洞察力”); Letter from Clark Howell, Chair, FAA, to FDR (Jan. 19, 1935) (“贝恩先生是位尽职、高效且异常干练的绅士”); Letter from O’Melveny, Tuller & Myers Letter to FDR (Jun. 19, 1934) (“我们不仅对贝恩先生的法律才能印象深刻,更对其领导证券部门的高效管理方式极为赞赏”); Letter from U.S. Sen. Harry Byrd to FDR (June 28, 1934) (“我确信他的资质完全胜任——既深谙设立本委员会的时代背景,又拥有多年高效忠诚的服务经验……”); Letter from Attorney Guilford Jameson to FDR (June 28, 1934) (“他在短期内于联邦贸易委员会创建的部门,能高效执行法案宗旨。该部门的建立及其运作之娴熟,实为贝恩先生行政才能的最佳明证”); Telegram from Iowa Securities Commissioner to FDR (Jan. 11, 1935) (“据本人了解,他从任何角度都堪称合格且高效”); Letter from Gann, Secord and Stead to FDR (Mar. 6, 1935) (称其“非常出色且高效地处理了诸多棘手问题”); Letter from Covington, VA Chamber of Commerce to Hon. A Willis Robertson (Mar. 26, 1935) (“我们相信他完全胜任……”)。

[248] LANDIS, *THE ADMINISTRATIVE PROCESS*, supra note 122, at 75. 笔者认为此处所指很可能是贝恩,不仅因为贝恩在建立缺陷函制度时显著背离了成文法(兰迪斯曾有切身体会),更因兰迪斯在联邦贸易委员会与 SEC 期间与贝恩密切共事,且后来曾以类似措辞形容贝恩为“我见过最杰出的公务员之一”。LANDIS & GOLD, supra note 6, at 173. 第 8 条的失败可能对兰迪斯 20 世纪 30 年代观点的转变产生了重大影响:他在这十年初期曾是立法制裁研究与实务的主要倡导者,而第 8 条正是其将理论付诸实践的机会。但当他亲眼目睹该机制的失败,以及贝恩为替代该机制而创造性地发明了法外的缺陷函程序后,至 1938 年时,他的观点已发生决定性转变——从精心设计的立法制裁转向灵活创新的行政治理。

[249] 担任联邦贸易委员会律师期间,贝恩确实曾为国会协商委员会起草过备忘录,当时该委员会正试图协调众议院与参议院版本的法案。Landis, *Legislative History*, supra note 6, at 46 (“联邦贸易委员会提交了一份细致入微的备忘录,我后来得知由鲍德温·B. 贝恩起草……”); *Suggestions with Reference to H. R. 5480 as it Passed the House of Representatives* (Harvard Landis Archives — “Memorandum by FTC on HR 5480 #34”). 然而,该备忘录主要内容仅是认可众议院版本——即最终颁布的版本。

而言略显不幸”,因为这“使我们对该死的东西产生了过多的家长式情感”。^[250] 贝恩则不存在这种家长式情感。因此,当面临在具体的但缺乏可操作性的法定制度和非法定但更有效的替代制度之间做出选择时,贝恩没有丝毫犹豫。

2. 对布兰代斯监管理念的漠视

贝恩同样未曾对《证券法》所秉持的布兰代斯式监管理念抱有意识形态上的执念。与法兰克福特、兰迪斯等人不同,贝恩既非布兰代斯的追随者,也未浸润于推崇其监管哲学的精英法律文化。实际上,贝恩只是一个普通的公务员,远离了新政时期围绕监管设计的各种理念所展开的意识形态论争。因此,在摒弃成文法规定的布兰代斯式(正式、透明、对抗性)执法体系,转而采用更具统合主义色彩(协作、隐秘、非正式)的体系时,贝恩不存在任何意识形态层面的顾虑。^[251]

3. 缺乏金融专业知识

兰迪斯指出,贝恩“对公司的运营知之甚少”。^[252] 另一位 SEC 主席也提到,贝恩“在金融事务上既无深厚学识,也谈不上精明老练”。^[253] 若仅是如此倒也无妨,但问题在于其上级委员与下属同样普遍缺乏此类专业知识。

法定设计险些暴露了这种专业缺失。根据第 8 条规定,贝恩陷入艰难境地:必须公开质疑精英证券专业人士的工作成果——这些专业人士起草的注册声明正需由他审查重大缺陷。若采取激进的正式执法行动,指控这些专业人士向投资者作出重大虚假陈述,势必遭遇全力抵抗。由此引发的冲突不仅将使贝恩个人陷入极度窘境,更可能对监管制度造成政治灾难。^[254]

缺陷函制度正是摆脱此困境的出路。对于缺乏深厚金融专业知识储备的行政官员而言,该制度提供了一种实现法案核心目标的途径,无需与证券业开展如此高风险的公开对抗。如前所述,贝恩正是用这些措

[250] LASSER, *supra* note 6, at 80.

[251] 详见前文第四(二)部分。

[252] LANDIS & GOLD, *supra* note 6, at 173.

[253] Garrett, *supra* note 226.

[254] 详见前文第三(二)部分第 1 点。

辞精确描述了该制度。^[255]

但缺陷函程序的优势不只在避免冲突,还在于让贝恩(以及整个机构)能够借助这些精英人士的专业知识,弥补自身相关专业知识的不足。每一轮缺陷函的往来都提供了学习机会,且无需担心公众的负面反应。正如上文所述,贝恩正是基于这些理由明确支持缺陷函制度。^[256]更广泛而言,呼吁证券行业与委员会分享专业知识,始终是贝恩公开声明中的重要主题。^[257]

4. 关系管理型人格

贝恩的背景与性格可能促使他寻求协作性、关系型的行政管理方式——这也正是缺陷函制度所体现的特质。一方面,与上文提到的那些犹太人和天主教徒不同,他们可能难以赢得以盎格鲁-撒克逊新教徒为主导的证券专业人士的信任与合作,而贝恩是个“南方乡下小子”,^[258]可能不会面临同样的障碍。^[259]他擅长社交并具备赢得信任与支持的特殊能力。其法学院年鉴评价他“在法学院内外均享有令人艳羡的领导地位”,这归功于“以常识与机智为后盾的强大的人格魅力”,以及“卓越的叙事能力”。^[260]

在 SEC 任职的数十年间,他在机构内部培养了一批数量可观且忠诚的追随者。^[261]1960 年兰迪斯曾指出:“即便今日,你仍能在联邦贸易

[255] 同上注。

[256] 同上注。

[257] See *Defends Securities Act*, *supra* note 140(引用贝恩敦促发行人、投资银行家、律师、会计师及其他专家“应为 SEC 明智行使权力提供建议”,而非推进“修订该法的宣传运动”); *Bane, The Securities Act of 1933*, *supra* note 149(论述会计师协会“为启动本法实施向 SEC 提供了宝贵服务”).

[258] *Garrett, Life Begins at Forty*, *supra* note 226.

[259] Cf. *Ernst, Lawyers*, *supra* note 33, at 8(记载许多精英企业律师想必“因不得不与[证监会的]犹太裔和天主教裔人士协商而感到不悦”).

[260] *WASHINGTON & LEE LAW YEARBOOK 1917*, 47 (1917).

[261] *LANDIS & GOLD*, *supra* note 6, at 175-76(“即便今日,你仍能在联邦贸易委员会找到追溯至贝恩时代的人员,他们仍对此人怀有深厚敬意……他培养了约四五十人的团队,成员对其极度忠诚”); *Letter from Barthell & Rundall to FDR* (Nov. 18, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, *SEC Endorsements Bane, B.B.*)(记载贝恩“比我在华盛顿接触过的任何人士都更具一种可贵特质——能与被视若同仁的下属和谐共事”).

委员会找到追溯至贝恩时代的人员,他们仍对此人怀有深厚敬意……他培养了约四五十人的团队,成员对其极度忠诚”。^[262] 无独有偶,一位证券律师评价道:贝恩“比我在华盛顿接触过的任何人士都更擅长与下属和谐共事,他始终将下属视为平等伙伴”。^[263] 某政府高官亦指出贝恩“深受委员会同僚敬重,并赢得了大家的爱戴与信任”。^[264] 参议员、监管机构与证券业人士致信罗斯福总统推荐贝恩出任委员时,始终强调其富有魅力且开朗的个性:例如贝恩具备“卓越的合作精神”;^[265] 是位“风度翩翩的绅士”;^[266] 他广受“爱戴”;^[267] 对所有接触过他的人都秉持“一丝不苟的诚实与公正,并充满热情”。^[268]

贝恩的和蔼可亲甚至延伸到了他的对手身上。一位曾在重大案件中与贝恩对峙数年的律师(当时贝恩任联邦贸易委员会律师顾问)后来致信总统,力荐贝恩出任 SEC 委员。^[269] 美国注册会计师协会表示,成

[262] LANDIS & GOLD, *supra* note 6, at 175 - 76.

[263] Letter from Barthell & Rundall to FDR (Nov. 18, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.).

[264] Letter from Clark Howell, Chair, FAA, to FDR (Jan. 19, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.).

[265] Letter from Director of Utah Securities Commission to Sen. Carter Glass (Feb. 21, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.).

[266] Letter from Koontz Hurlbutt & Revercomb to FDR (Jan. 9, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.).

[267] Letter from President of NASC to FDR (Jan. 15, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.).

[268] Letter from Sen. Royal Copeland to FDR (Jan. 24, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.).

[269] See Letter from Thomas H. Malone to FDR (Jan. 23, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.).

员们“并非总是认同他的某些决定,但他始终坦诚相待……”^[270]就此而言,贝恩与兰迪斯截然不同——后者虽被公认为杰出律师,但据各方记述却是极难相处且好斗之人;^[271]科恩则以腼腆谦逊著称;^[272]而法兰克福特则被形容为“永远好斗”。^[273]

对深谙取信之道的贝恩而言,缺陷函程序恰是一种极具吸引力的治理模式。尽管法律设想了工作人员与行业之间保持距离、对立的关系,但是缺陷函程序创造了信任、合作与协作蓬勃发展的环境。果然,贝恩通过这一过程与证券专业人士建立了诸多坚实关系——在致信罗斯福总统敦促任命贝恩出任委员的众多机构中,包括顶尖律所、^[274]会计师事务所、^[275]

[270] Letter from Am. Soc’y of CPAs to FDR (Jun. 25, 1934) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.).

[271] O’BRIEN, *supra* note 201, at 3 (兰迪斯“整个职业生涯中都保持社交疏离”); SELIGMAN, *supra* note 3, at 63–64; RITCHIE, *supra* note 6, at 5, 17, 47, 81–82; MCCRAW, *supra* note 6, at 156.

[272] SELIGMAN, *supra* note 3, at 62–63; RITCHIE, *supra* note 6, at 45.

[273] IRONS, *supra* note 33, at 8.

[274] All of the following are on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.: Telegram from McCune Caldwell & Downing to FDR (June 5, 1934); Letter from Kirkland Fleming Green & Martin to FDR (June 4, 1934); Telegram from Baker Botts Andrews and Wharton to FDR (June 1934); Letter from Fisher Boyden Bell Boyd & Marshall to FDR (June 2, 1934); Letter from Sonnenschein Berkson Lautman Levinson & Morse to FDR (June 15, 1934); Letter from O’Melveny, Tuller & Myers to FDR (June 19, 1934); Letter from J. Bruce Kremer to FDR (June 22, 1934); Telegram from Fisher Boyden Bell Boyd & Marshall to FDR (Jan. 8, 1935); Letter from Koontz Hurlbutt (Jan. 9, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum); Letter from Malone & Wade to FDR (Jan. 23, 1935); Letter from Ely Bradford Thompson & Brown to FDR (Feb. 4, 1935); Letter from Chapman and Cutler to FDR (Mar. 2, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum); Letter from Marston Friedlund & Friedlund to FDR (Mar. 2, 1935); Letter from Gann Secord and Stead to FDR (Mar. 6, 1935); Letter from John Brooks to FDR (Feb. 5, 1935).

[275] Letter from Am. Soc’y of CPAs to FDR, *supra* note 271; Letter from A.M. Pullen & Co. to Sen. Carter Glass (forwarded to FDR) (Mar. 16, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.); Letter from S.B. Hoover & Co. to Rep. Willis Robertson (Forwarded to FDR) (Mar. 21, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential (转下页))

行业组织^[276]及投资公司。^[277]

例如,美国注册会计师协会向罗斯福表示“贝恩将获得会计行业的诚挚支持”,该行业对贝恩持有“最高程度的敬意,并视其为高效的管理者”。^[278] 华尔街知名投资公司洛德·阿贝特公司也对贝恩表示支持,告知总统“我们的工作使我们与贝恩先生及其部门有相当频繁的接触,从而有机会对其工作质量作出判断”,这使他们得出贝恩“作风强硬但秉公办事”的结论。^[279] 基尔肯德·弗莱明·格林与马丁律师事务所(现称为凯易律师事务所)也对贝恩表示认可,称他们“与贝恩有过大量接触”,“不仅对其能力印象深刻,更被其目标真诚和不懈的勤勉精神所折服……”^[280] 贝克·博茨·安德鲁斯与沃特律师事务所(现称为贝克·博茨律师事务所)在来信中转述了“众多友人”对贝恩先生的评价——这些与贝恩有过接触的人士“对其作为律师和行政管理者的能力印象极佳”,并表示附议这些支持意见。^[281] 奥梅尔文尼、图勒与迈尔斯律师事务所(现称奥梅尔文尼与迈尔斯律师事务所)则基于他们与贝恩的“频繁接触”,证实贝恩不仅“法律能力出众”,而且“在证券部门的管理工作中表现出色”。^[282]

贝恩或许还将缺陷函制度视为个人晋升的阶梯。他渴望晋升并志

(接上页) Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B. B.); Letter from R.L. Persinger & Co. to Sen. Carter Glass (Forwarded to FDR) (Mar. 18, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B. B.).

[276] Letter from Col. Chamber of Commerce to FDR (Jan. 17, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B. B.); Letter from Col. Mining Assn. to FDR (Jan. 17, 1935) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B. B.).

[277] Letter from Lord Abbett & Co. to FDR (June 4, 1941) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B. B.).

[278] Letter from Am. Soc’y of CPAs to FDR, supra note 271.

[279] Letter from Lord Abbett & Co. to FDR, supra note 278.

[280] Letter from Kirkland Fleming Green & Martin to FDR, supra note 275.

[281] Telegram from Baker Botts Andrews and Wharton to FDR, supra note 275.

[282] Letter from O’Melveny, Tuller & Myers to FDR, supra note 275.

在谋得 SEC 委员席位。^[283] 自 1934 年^[284] 该委员会成立之初,以及此后的 1935 年、^[285] 1937 年、^[286] 1941 年^[287] 以及 1948 年^[288] 出现席位空缺时,贝恩多次被提名填补空缺席位。与兰迪斯等人不同,贝恩在政府内部缺乏强力盟友,只得寻求外部支持来谋求晋升。与精英专业人士建立紧密联系,似乎是推动其职业发展的良策(然而贝恩始终未能获得梦寐以求的政治任命,最终以职业公务员身份完成了漫长的任期)。

(三) 小结

在传统的起源叙事中,强制披露制度是由一小群学术导向的超级精英律师在布兰代斯和法兰克福特的指导和领导下发明的——这些人在相关领域拥有无与伦比的专业知识。但事实是,这群律师设计的制度与现实严重脱节,很快就被抛弃,取而代之的是一套截然不同的制度。该制度真正的缔造者鲍德温·贝恩秉持着完全不同的思想理念与意识形态,恰恰是这种差异才使他能够创造出真正的强制披露制度。与传统叙述相反,真正的强制披露制度与其说是精英法律文化的产物,不如说是对这种文化的背离。

五、历史如何被湮没

鉴于传统起源说的广泛流传与长期影响,我们有必要审视真实历史为何会被湮没。细究之下,有大量可能的因素和事件共同作用,将上述

[283] LANDIS & GOLD, *supra* note 6, at 176.

[284] Pecora is Willing to Rule Exchanges, N. Y. TIMES, June 28, 1934, at 1; Tully Nettleton, A Missionary to Wall Street, CHRISTIAN SCI. MONITOR, June 27, 1934, at 5.

[285] Senate Group Backs Kennedy Aids on SEC, WASH. POST, Jan. 16, 1935, at 3.

[286] Letter from Sen. Edwin Johnson to FDR (June 2, 1937) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.); Letter from Sen. Morris Shepherd to FDR (Nov. 3, 1937) (on file with the Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum, Folder DF 1060a, SEC Endorsements Bane, B.B.).

[287] Letter from Lord Abnett & Co. to FDR, *supra* note 278.

[288] Jerry Kluttz, Supreme Court Ruling Asked on Veterans' Job Preference, WASH. POST, Feb. 12, 1948, at B1.

强制披露的真实历史替换为世人熟知的、以法典为中心、由精英主导的叙述版本。

立法批准：国会于1940年对缺陷函制度予以立法批准，这削弱了对该制度法律基础进行调查的动力。^[289] 1940年之后，对缺陷函制度合法性的精细分析再也无法对监管机构的实践提出法律或公众质疑。^[290] 因此，所有针对缺陷函程序最完善的法律批评都形成于1940年之前。^[291]

胜者的历史：传统叙事中的法律精英们成功塑造了对其有利的历史论述。这些人在生前就已声名显赫，并持续受到历史学者与学术界的关注。他们凭借个人成就，通过媒体访谈、演讲、著作、口述历史、私人文件等渠道，成功主导了关于强制披露起源的叙事，过度夸大自身成功而淡化失败。

兰迪斯在职业生涯中尤其积极地参与了这种历史建构。^[292] 他当年应法兰克福特之邀从哈佛法学院来到华盛顿——此前兰迪斯已获得法学学士学位，并在担任布兰代斯大法官助理后返回哈佛任教——协助起草《证券法》。如前所述，兰迪斯的专业聚焦于行政执法与制裁领域，^[293] 其对《证券法》的主要贡献体现在第8条精心设计的救济措施体系。^[294] 尽管该制度迅速失败，人们或许以为兰迪斯会对在此事中留名有所顾忌，但他却在各种关于强制披露制度诞生的第一手记录中反复强调：正是凭借其在行政制裁设计方面的专业素养，使他能够“创设出

[289] See discussion *supra* Part I.C (关于立法批准程序的讨论).

[290] 需要明确的是，即便在1940年之前，也有理由质疑此类司法挑战是否确实可行。See discussion *supra* note 76.

[291] See Goldin, *supra* note 50 (谴责该做法实为“背离立法本意”)；Bates, *supra* note 50, at 208 (指出SEC的操作方式“与法案的核心理论形成鲜明对比”).

[292] See, e.g., LANDIS & GOLD, *supra* note 6；Landis, *Legislative History*, *supra* note 6, at 29 (主要依据“个人回忆录”，因“该历史阶段的文献佐证稀缺”)；LANDIS, *THE ADMINISTRATIVE PROCESS*, *supra* note 122.

[293] E.g., MCCRAW, *supra* note 6, at 172 (论述兰迪斯着重“运用一切激励手段”促使业内相关人员支持政策的实施与执行).

[294] MCCRAW, *supra* note 6, at 173–75；RITCHIE, *supra* note 6, at 46 (“重要法律责任与执法条款的起草工作主要交由兰迪斯执笔，他始终致力于将法学院秉持的法治理念付诸实践”).

促使合规的新颖工具”，并随即列举《证券法》第8条包含的若干机制作为例证。^[295] 兰迪斯精心打造的传奇形象（尽管带有自我修饰的成分），显然成功说服了几代历史学者相信其学术专长在创立强制披露制度中发挥了关键作用。例如，尽管事实并非如此，还是有一位权威历史学者断言：

“凭借对行业特性的深入思考，以及运用其对国会可用制裁手段的专业知识，兰迪斯在基础证券法律中植入了宝贵的执法工具。与众多监管立法起草者不同，他认识到让制裁措施与问题相匹配的重要性。通过停止令、冷却期以及传票程序举证责任调整等机制，兰迪斯为更顺畅的法律执行铺平道路。这种执法便利化设计，也避免了为实现立法目标而建立庞大官僚体系的必要。”^[296]

但正如本文所论证的，兰迪斯精心设计的行政执法机制与实际法律实施几乎毫无关联。第8条规定的程序几乎完全被边缘化，最终被缺陷函制度所取代。^[297]

贝恩从未获得类似的事后重塑历史叙事的机会。与兰迪斯等“幸运儿”不同，贝恩终其一生都未能成为法律界名人，^[298] 其历史贡献因而轻易被湮没。此外，作为忠诚的公务员，贝恩的职业生涯始终追求公共利益而非个人声望——他从未试图宣扬自身贡献或揭示这些贡献与其所

[295] LANDIS & GOLD, *supra* note 6, at 138-41. 事实上，当兰迪斯于1933年4月与本杰明·科恩共同起草《证券法》时，虽然将30天等待期这一核心构想的创新归功于自己，但该设想早在1933年3月底至4月初的众议院相关听证会上就已被提出并进行了充分讨论。See Hearing on Fed. Securities Act Before the H. Comm. On Interstate and ForeignCom., 73d Cong. 49-50 (1933)（众议员布尔温克尔提出30天等待期方案的声明）；Hearing on Fed. Securities Act Before the H. Comm. on Interstate & Foreign Commerce, 73d Cong. 130 (1933)（众议员汤普森声明称联邦贸易委员会首席法律顾问希利法官“刚刚递交”了增设30天等待期的修正案提案）。

[296] See MCCRAW, *supra* note 6, at 175（“鉴于兰迪斯及其同事当时被迫以极快速度开展工作……他们能如此缜密地完成《1933年证券法》的起草工作实属非凡”）；LANDIS & GOLD, *supra* note 6, at 138-41（论述通过《1933年证券法》所需的立法程序）。

[297] 详见前文第二（一）部分的论述。

[298] Compare RITCHIE, *supra* note 6, at 54, 59, 64（论述兰迪斯20世纪30年代作为法律名人的声望）。

执行基本法令之间的矛盾。^[299]

政治价值：传统叙事中的布兰代斯主义观点对寻求使该体系合法化的监管机构和其他利益相关者颇具助益。传统论述的核心主题在于拒绝更激进、更扩张、更倾向于统合主义的监管替代方案，这些方案曾被考虑但最终被否决。这种叙事常被用以证明现行体制极具合理性，并削弱人们对政府过度且无限制干预市场的担忧。当 SEC 主席加里·根斯勒将该机构的气候披露提案描述为对 20 世纪 30 年代“核心契约”的延续，（即“只要上市公司提供全面、公正的信息披露并保证真实性，投资者就可自主决定承担何种风险”），他实则为该提案披上了布兰代斯主义铠甲——强调现行体制将全部权力赋予市场而非政府规划者。^[300]

无独有偶，SEC 权威历史学家乔尔·塞利格曼在其极具影响力的著作《华尔街的转型》结尾处，精准阐释了这一理论核心：

我认为 SEC 得以存续的最重要原因在于，其监管理论从根本上被证明行之有效。联邦证券法的核心政策在于消除信息不对称……相较于自由放任资本主义以及对市场准入、并购等基本经济条件的管制，解决信息不对称提供了更优越的第三种监管路径。……^[301]

而本文所述历史——包括监管机构架空国会指令、官员与证券业精英形成秘密合作关系、政府官僚体系急剧膨胀等事实——显然缺乏这种光鲜叙事。

对于证券监管体制的支持者和利益相关方而言，没有比监管官员与构成并代表证券行业的精英从业者之间的关系更为敏感的话题。尽管这种关系始终（且至今仍是）构成决定监管计划实施成效的关键，但它也持续引发对监管俘获及相关问题的担忧。^[302] 关于强制披露制度诞生的传统历史叙述回避了这一敏感话题，将其描绘成政府自上而下强加给

[299] 当贝恩被要求谈论或撰写关于《1933 年证券法》的相关内容时，他忠诚地推广了标准叙事。E.g., SEC's Work Defended as Liked by Investors and Registrants, *supra* note 77 (“应当回顾的是，在当前法案通过前，国会曾考虑过更严格的立法形式，但最终选择了‘披露型’立法模式”）。

[300] See *supra* notes 14 - 19.

[301] SELIGMAN, *supra* note 3, at 620 - 21.

[302] E.g., Alexander I. Platt, The Non-Revolving Door, 46 J. CORP. L. 751 (2021) (基于对 SEC 与证券行业“旋转门”现象相关文献的述评)。

企业部门的独立创举。相比之下,本文的修正叙事揭示出政府与企业自始便存在着更深层次的相互依存关系——展现了缺陷函制度如何将私人证券行业纳入该体系,也揭示了在真正意义上的强制披露制度诞生之初,监管机构与行业间的合作关系便不可或缺。

同样地,主流起源说之所以强调知名历史人物的贡献,正是借助这些人物声望为体制增光添彩。^[303] 相较于由 20 世纪最杰出律师团队创造的传奇,一个由无名中层官员打造的体制显然缺乏吸引力。

行政历史研究:实际上,立法史料往往比行政史料更易获取。对于大多数法规而言,学者们可依托一套范围相对限定的标准史料来源——听证会记录、议会辩论、委员会报告、法案草案、签署声明等构成研究论述的主体框架。法规同样创造了一系列易于辨识的研究切入点:法案颁布与生效日期、先前的提案、援引该法的同时期司法意见书、法律简报与学术著作,以及围绕这些事件产生的媒体报道、政客演讲与行业反应。法规的制定与颁布必然涉及至少若干知名历史人物——总统、国会领袖、听证会上的利益集团代表——这些人物可能为研究者提供重要线索,帮助其深入挖掘法规背后的历史脉络。

相比之下,行政史往往缺乏现成的研究路径。在某些情况下,监管机构的关键决策与行动并未纳入公开记录——有时甚至根本无迹可寻。以缺陷函制度这类非正式事项为例,其设计初衷正是通过秘密接触企业避免引发公众反应,因此相关记录极为稀少。实际上,SEC 的缺陷函直到 2005 年才开始作为惯例对外公开,此时距该机构开始寄发此类信函已超过 70 年。此外,对于像缺陷函制度这样法律基础存疑的事项,监管机构显然不会试图为其具体操作留下明确的公开记录。更何况某些监管行动(如缺陷函制度)可能未涉及具有历史影响力的个人或领导者,这使得研究者更难探究该制度的根基。

长期以来,法学学者中一直存在一种倾向,即对非正式的行政管理重视不足,而更倾向于强调立法、司法审查、规则制定和执法等更为

[303] 对于行政国家的某些保守派怀疑论者而言,兰迪斯象征着他们强烈反对的体制——因此将强制披露制度与兰迪斯相联系,或许正是诋毁该制度的一种策略。See *Cochran v. SEC*, 20 F.4th 194, 214 (5th Cir. 2021) (探讨兰迪斯在塑造新政过程中所起的作用)。

正式的独立行动。^[304]

知识分子书写知识分子:对于那些研究并讲述强制披露起源的知识分子来说,传统叙事极尽溢美之能事。英勇的法律精英们从象牙塔降临华盛顿,以无与伦比的专业智慧破解棘手的公共政策难题,其解决方案因设计精妙以致延续近一个世纪。不难理解学者们为何不愿挑战这种叙事——它将法律知识分子置于20世纪重大、广受欢迎且历久弥新的公共政策成就的核心位置。^[305]

结 论

本文对强制披露制度的起源进行了修正的历史阐述。笔者认为传统观点存在三大谬误:一是,聚焦于《1933年证券法》的起草与颁布,而事实上20世纪30年代真正的强制披露体系与该法案存在重大矛盾;二是,将强制披露制度理解为对统合主义经济规划的思想摒弃与对布兰代斯主义监管模式的接纳,实则该体系主要源于对行政能力不足的权宜应对——并最终使该制度转向更具统合主义色彩的模式;三是,着眼于参与立法的精英律师群体,实则该制度的真正缔造者是名不见经传的中层官员鲍德温·贝恩,其背景与那些标志性人物截然不同。

叙事至关重要。^[306]对众多监管者、律师、法官与学者而言,强制披露制度的起源故事长久以来为其提供了深刻的意义、合法性与职业认同感。本文或可引发对叙事所承担的规范性重担的批判反思。

(编辑:沈子宜 姜沅伯)

[304] For critical discussions, see Gillian E. Metzger & Kevin M. Stack, *Internal Administrative Law*, 115 MICH. L. REV. 1239 (2017); *ADMINISTRATIVE LAW FROM THE INSIDE OUT: ESSAYS ON THEMES IN THE WORK OF JERRY MASHAW* (Nicholas R. Parrillo ed. 2017); ELIZABETH FISHER & SIDNEY A. SHAPIRO, *ADMINISTRATIVE COMPETENCE: REIMAGINING ADMINISTRATIVE LAW* (2020).

[305] Cf. LEO TOLSTOY, *WAR AND PEACE* 1252 (2007 ed., trans. Richard Pevear & Larissa Volokhonsky) (“[历史由学者书写]……他们认为自身阶层的活动是全人类运动的基础,这种想法既自然又令人愉悦”).

[306] E.g., Mark J. Roe & Roy Shapira, *The Power of the Narrative in Corporate Lawmaking*, 11 HARV. BUS. L. REV. 233 (2021).