

不完备法律（上）

——一种概念性分析框架及其在 金融市场监管发展中的应用

卡塔琳娜·皮斯托 许成钢

从开始起，金融市场就不断充斥着丑闻和舞弊行为，尽管立法者一直试图通过颁布新的法律和强化执法制度，控制损害行为的发生。本文提出这样的问题，即，依赖法庭执法的法律为何没有对这类舞弊行为产生有效的阻吓，以及如何提高执法的有效性。本文认为，法律的阻吓作用因其内在不完备性而削弱。法律的

* 伦敦经济学院的许成钢与美国哥伦比亚大学法学院的皮斯托所提出的“不完备法律”理论，目前正引起欧美法律与经济学界和实务界越来越多的兴趣和重视。在世界权威的“社会科学研究论文网”（Social Science Research Network, SSRN）“法与经济”类论文中，本文在今年七、八月连续两个月位居下载次数最多的论文前十名。欧洲证交所联合会主席保罗·阿尔曼（Paul Arlman）认为，“不完备法律”理论对未来欧盟金融市场监管体制的发展、统一金融法律的制定具有重要的参考价值。“不完备法律”理论涉及经济学和法学的基本假设，对监管，特别是金融市场监管的存在提出了新的见解。我们相信读者将有兴趣关注这一以中国学者为主提出的理论发展。因篇幅原因，我们将分两辑刊登。——编者注

本文初稿题为《不完备法律下的执法》，曾于2001年4月提交给“哈佛大学法和经济学研讨会”。我们感谢该会的参与者，同样，感谢于2002年春季在哥伦比亚法学院、纽约大学斯特恩商学院、温德布尔特大学法学院、耶鲁法学院召开的研讨会的参与者，谢谢他们提出的有益的评论和建议。尤其要感谢Luca Enriques, Damien Geradin, Victor Goldberg, Louis Kaplow, Kon-Sik Kim, Richard Posner, Andrei Shleifer以及Peter Strauss的评论和建议。文中错误由作者负责。

非常感谢麦克阿瑟基金会的资助。

不完备性对立法和执法制度的设计有深刻的影响。法律不完备时，剩余立法权及执法权的分配方式会影响执法的有效性。在不完备法律下，对立法及执法权最优分配的分析，集中于可能作为立法者的立法机构、监管者和法庭，以及可能作为执法者的监管者和法庭。我们认为，剩余立法权及执法权的最优分配取决于法律不完备性的程度及性质，对导致损害的行为进行标准化的能力，以及此种行为产生的预期损害和外部性的大小。在高度不完备的法律下，如果损害行为能加以标准化，并且该行为继续下去会产生大量的外部性，此时监管者优于法庭。重大的证券欺诈导致投资者对金融市场丧失信心便是一例。除此之外，由法庭拥有立法及执法权是最优的。这类例子包括公司法中有关信义义务原则的判决。我们用这一框架分析了19世纪中期之后英国金融市场监管的发展，同时参考了美国及德国的发展。这些用于比较的证据显示，在这三个国家，金融市场监管者都是为了解决高度不完备法律下司法机构执法效率低下问题而出现的。

第一部分 导言

本文提出了一种分析框架以解释和评估立法及执法权在不同机构间的分配。我们从一种简单的观察现象开始我们的论述，即在当今复杂的法律体系内，立法及执法权是由不同的机构行使的。尤其是，我们注意到，在许多法律领域内（虽然并非全部领域），除法庭之外，监管者是主要的立法和执法者。尽管立法、行政、司法三权分立作为一种原则已经得到确认，但很多情况下，立法及执法权常由同一个机构来行使。

我们的理论称为“不完备法律理论（Incomplete law theory）”。我们下面

在较早期的论文《不完备法律下的执法》中（未公开文稿，2002），我们建立了一个正式模型，以探讨不完备法律对法庭或监管者执法的影响。我们的理论模型及大量模拟证明，在特定条件下，如果法律体系设计不当，则不完备法律将会导致阻吓失灵甚至执法失败。这一正式模型使本文提出的观点更为有力，同样，对历史数据的研究认可了我们通过模型做出的选择。

“不完备法律”一词在文献中常被提及，但从未发展成一种广义的框架以解释立法及执法的程序和制度。和我们对“不完备法律”一词的用法相近的，也许是William M. Landes 和 Richard A. Posner的The Independent Judiciary in an Interest-Group Perspective, 18 J.L. & Econ. 875 (1975)。在这篇解决司法独立难题的论文中，作者指出，“……人类远见的局限、语言的模棱两可以及立法研究的高成本相结合，使得大部分立法只能以一种极度不完备的形式加以颁布，而许多不确定的领域则留给了法庭解决”（第879页）。本文提出的理论在此基础上则更进一步，我们认为，不仅是法庭，其他的机构，比如监管者，也可以进行立法和执法，并且，我们试图确定立法及执法权的最优分配。

将要论述，不完备法律理论有助于解释为何立法及执法权会扩散到立法者和法庭之外，尤其有助于解释，在如今大部分经济体中，为何监管者会充当如此重要的立法及执法者的双重角色。同时，该理论还解释了在特定领域内不存在监管者的原因。一言以蔽之，我们提出了在法律内在不完备的前提下立法及执法权最优分配的理论。

不完备法律理论受到了不完备合同理论的启发，后者由奥利弗·哈特（Oliver Hart）等人在经济学文献中率先提出。将这一理论用于法律分析虽刚开始，但正如许多人所认为的那样，它是极具潜力的。我们理论的出发点是，除合同之外，法律也是内在不完备的——事实上，法律中的不完备问题比合同中的要更为深刻。

如果所有可能造成损害的行为都能准确无误地由法律详细规定，则我们认为法律是完备的。否则，法律就是不完备的——这或是因为法律存在空白（即法律不能处理特定的损害行为），或是因为法律条款的开放性质（即法律的边界未清晰地加以限定）。在法律中，某些领域比其他领域更不完备。环境因素会影响法律的相对不完备性。比如，受社会经济及技术的快速变革所影响的领域，相对于不受外因变化影响的领域会更不完备。原因在于，这样的变革会不断挑战那些为解决“老”问题而设计的法律解决方案，因此，如果法律还想维持有效性，就需要频繁修改。

法律也可能由于有意设计而具有不完备性。立法者可以决定将法律设计得或多或少不太完备，而且考虑到现有的执法制度及其有效性，他们常常会这样做。由于立法者知晓法庭会介入并且填补法律留下的空白，他们会起草宽泛、

参见下文第一部分第三节。

参见Karen Eggleston, Eric A. Posner等, *Simplicity and Complexity in Contracts*, John M. Olin Law & Economics Working Paper (2000)。该文对这一新兴领域做了出色的介绍。“不完备合同”这一术语在法律文献中曾长期使用。参见Ian Ayres和Robert Gertner, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, Yale L.J. 87 (1989)。他们将不完备性的问题主要视为设计问题，认为合同之所以不完备，是因为起草完备合同的成本过高，或者合同当事人相信，从策略上考虑，他们能够从相对不完备的合同中受益。相反，经济学中有关不完备合同的文献（本文第三部分将详细讨论）认为，不可核实性是完备问题的核心。因此，设计出完备的合同是不可能的（Oliver Hart和John Moore, *Foundations of Incomplete Contracts*, 66 *Review of Economic Studies* 1999）。

我们甚至认为，法律不完备的事实影响了那些可用于处理合同不完备问题的策略。

不完备法律的这些类型与法律文献中使用的“规则”和“标准”这些更一般分类之间的区别，可参见我们在脚注第119页注所作的讨论。

开放性的而非详细的条款。反过来说, 如果不愿给予法庭立法权, 或者法庭被认为无法以按预期的方式行使这些权力, 那么立法者会试图以更精确的方式表述其意图。然而, 即使高度明确的法律也是不完备的, 因为它必定会遗漏一些影响裁决未来案件的相关问题。

在法律不完备时, 如果不阐明法律的含义, 则无法用之断案。我们将这种解释现有法律, 适应环境变化, 并把它扩大适用于新案例的权力称为“剩余立法权”。剩余立法权可由立法者保留, 也可授予法庭或监管者。本文将探讨剩余立法权在立法者、法庭和监管者之间进行最优分配的条件。

但是, 仅分配立法权还不够。除此之外, 还应分配执法权。除非能自愿或强制地得到遵守, 否则再好的法律也会形同虚设。大量文献对有效执法的条件进行了探讨。这些文献的核心是边沁主张的刑罚的阻吓功能, 贝克 (Becker) 为这一理论建立模型, 而施蒂格勒 (Stigler) 将之进一步发展。波林斯基 (Polinsky) 和夏瓦尔 (Shavell) 在近期对这些文献做了综述。这些文献均探讨了如何为达到有效阻吓的目标而对法律及刑罚进行最优设计的问题。但是,

类似的观点, 参见Eli Salzberger, *A Positive Analysis of the Doctrine of Separation of Powers*, or: Why do we have an Independent Judiciary, 13 *International Review of Law and Economics* 349 (1993); 也可参见Joseph A. Grundfest和A. C. Pritchard, *Statutes with Multiple Personality Disorders: The Value of Ambiguity in Statutory Design and Interpretation*, 54 *Stan. L. Rev.* 627 (2002)。在该文中, 作者认为, 立法者可以制定极度模棱两可或者不完备的法律, 因为这是他们惟一能达成的妥协。

我们在下面第三节要进一步讨论, 这些名词借鉴了合同不完备性的相关文献, 而后者启发了我们的不完备法律理论。

Jeremy Bentham, *The Rationale of Punishment*第三章, 题为“Of the Ends of Punishment”, <http://www.la.utexas.edu/labyrinth/rp/index.html> (1983)。关于刑罚的阻吓作用, 边沁这样写到: “痛苦和快乐是人类行为的巨大根源, 当一个人认识到或假定痛苦是其行为的结果, 那么在一定的压力下, 他会倾向于不再那么做。如果那种痛苦表面上的大小或者价值超过了他预计从其行为中可获得的快乐或利益的大小或价值, 那么他绝对不会从事这种行为。从事该行为会带来的损害也就因此得以制止。”

Gary S. Becker, *Crime and Punishment: An Economic Approach*, 76 *J. Pol. Econ.* 169 (1968)。

George J. Stigler, *The Optimal Enforcement of Laws*, 78 *J. Pol. Econ.* 56 (1970)。

Mitchell Polinsky和Steven Shavell, *The Economic Theory of Public Enforcement of Law*, 38 *Journal of Economic Literature* 45 (2000)。

它们并未解决由不完备法律而产生的法律制度的设计问题。事实上，依我们看来，这些文献的隐含假定是，法律是完备的，即，对同一经济体中的所有个人和执法者而言，法律的表述均是准确无误的，并且，法律涵盖了所有可能的损害行为。在此假定下，设计一种以通过最优阻吓来达到最佳效果的法律就成为可能。与此相一致，法庭执法成为此类分析的核心。

但如果像我们在本文中所主张的那样，法律是不完备的，那么显然，无论是在判例法还是在成文法中，执法所面临的挑战要比设计最优刑罚更复杂。它要求设计适当的制度机制以解决不完备法律下执法无效的问题。在更进一步的条件下（例如预期损害的程度），仅靠法庭不足以保证执法的最优化。这源于法庭执法的本质。法庭被设计成被动执法者。只有在另一方——国家或私人——起诉之后，法庭才能开始行动。法庭本身不能发起调查，因为这会削弱其中立性和公正性。至少，在法治国家中，上述观念（法庭的中立及公正性）都是核心价值观，它们将法庭设计成争端解决者并取得了成功。相反，监管者却可以主动执法。他们主动监督各种行为，开展调查，禁止或惩罚损害行为。我们认为，在许多领域内，监管者的主动式执法的产生在很大程度上是由于法律不完备，以至于大量“负外部性”致使被动式执法无效。

为本文的目的，我们假定，立法者、法庭和监管者都试图使社会福利最大化。我们没有考虑激励问题、监管者俘获或腐败问题，尽管这些问题会从不同方面影响以上三类立法和执法机构。我们承认这些问题非常重要，但我们认为，在分析过程中，相比之下，法律不完备的问题更为重要。以诸如取消监管者等方式来解决监管俘获问题，并不能解决执法不足的问题，而且要看到，最初正是执法不足才导致了监管者的设立。相反，有一种观点认为，在执法过程中，当收集证据的成本很高时，监管者比法庭更为有效，但这种观点不能解释，为什么我们不能在信息收集成本很高的所有法律领域都看到监管者的存在。我们

Milgrom, North和Weingast的研究结果显示，从中世纪晚期开始，中立的争端解决者在欧洲经济发展中扮演了关键角色。参见Paul R. Milgrom, Douglas C. North等, *The Role of Institutions in the Revival of Trade: The Law Merchant, Private Judges, and the Champagne Fairs*, 2 *Econ. & Pol. I* (1990)。通过建立博弈的理论模型，他们证明了法庭在充当中立的裁判者时的积极影响。放宽这一“中立性”假定，并假设法庭违反其公正性，则当商人们与那些未建立长期商业关系的集团进行交易时，法庭在解决他们所面临的信息问题方面会有消极影响。

参见Edward Glaeser, Simon Johnson等, *Coase vs. Coasians*, 116 *Quarterly Journal of Economics* 853 (2001)。虽然这篇论文关注的是转轨经济，但它潜在的应用范围可以更广。

认为，诸如腐败和监管者俘获问题的产生，至少部分原因是因为法律不完备，但对此进一步的分析留待今后再研究。

我们并不认为，在所有法律领域监管者都是合适的，即使该领域内法律高度不完备。在早期的一篇论文中，我们分析了在董事对股东的信义义务（Fiduciary Duty）方面，立法及执法权的最优分配问题。我们认为，尽管信义义务是高度不完备法律的一个例子，但此时将立法及执法权分配给法庭却是最优的。原因在于，对于特定公司中的股东，预期损害通常是有限的；并且，由于董事可能采取的行为多种多样，而这些行为可能会也可能不会导致损害结果的发生，因此将那些可能导致损害的行为类型加以标准化极为困难。此时，将监管者强加其上不仅会产生高昂成本，而且可能导致对私有公司决策程序的过度监察。

本文按如下方式组织：第二部分提出不完备法律理论；第三部分，在现有的法和经济学文献范围内讨论我们的理论，这些文献包括法律的不确定性、合同的不完备性以及执法和监管。我们还回顾了当代经济学家所作的有关1933/1934年美国引入证券监管的观察资料，这些资料在很大程度上与我们的理论是吻合的；第四部分，我们用这一理论框架分析了19世纪中期以来英国金融市场监管的发展；第五部分，我们将这一分析拓展到其他国家，并总结了美国和德国金融市场监管的重大发展；第六部分，总结有关何时需要监管以及如何监管最优的分析，并提出未来需要研究的领域。

第二部分 不完备法律理论

下面，我们将解释为什么法律是内在不完备的，并且在法律不完备的前提下，剩余立法权及执法权在不同机构之间的分配会影响执法的有效性，以及在立法者、法庭和监管者三者之间进行立法及执法权分配的权衡问题。

1. 为什么法律是不完备的

如果法律能准确无误地规定出所有相关的适用情况，而且如果证据充分即能切实地加以执行，则我们认为法律是完备的。这要求法律能够自我说明（即所有法律的适用对象都对法律的含义持相同看法），并且不需要进行司法解释。否则，法律就是不完备的，也就是说，法律对一些相关问题未做规定或者规定

Katharina Pistor和许成钢，Fiduciary Duties in (Transitional) Civil Law Jurisdictions - Lessons from the Incompleteness of Law Theory, *Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals* (Curtis Milhaupt主编，将于2003年出版)。

不清。不完备法律即使有充分的证据仍然不能切实加以执行。

我们的基本前提是，法律是内在不完备的。既然法律通常被设计为要长期适用于大量的对象，并且要涵盖大量迥然不同的案件，那么它必然是不完备的。只有当社会经济或技术变革的过程静止时，法律才可能完备。在后农业社会，这显然是不切实际的幻想。

法所具有的一般性、持久性、可预测性以及对所有人都平等适用这些性质，并不必然是法律的普遍属性。大量历史和现实证据表明，法律总是被掌权者武断任意地利用、随心所欲地更改以及歧视性地加以适用。尽管如此，上述性质的好处仍长期受到认可。马克斯·韦伯在其有关经济史的论述中指出，理性的、可预测的法律是资本主义产生的前提之一。法的一般性是指，它应当是静止的、要长期适用于数量众多的对象。这一概念与“法律面前人人平等”的观念密切相关。一般性的法律应当能够平等适用于法律所规定的所有情形，而不考虑阶级、社会地位或个人的其他属性。这样一来，一般法便不能被轻易地用做压迫反对者或进行任意处罚的工具。与法的这种一般性相对立的是，尽管完备的法律能清晰地确定未来可能发生的不同案件的结果，但要将其设计出来却是不可能的。

如果没有法治原则的约束，法律可以设计得较为完备。它可以设计成仅适用于某特定案件并仅持续很短的时间。这样的法律非常类似于一种国家与私人的特别合同，而非一种多个适用对象之间的社会契约。因此我们称之为“个案

传统的社会主义者学说认为，西方国家所谓法律应具备可预测性且应坚持平等、公正原则的观念是“资产阶级的迷信”，与社会主义法制毫不相关。有关苏维埃法和国家的理论参见William E. Butler, *Soviet Law* (1988), 第二版。在第30、32页。一般的说，从自身利益考虑，独裁者几乎是不可能愿意遵守这些原则，因为这样会束缚其任意统治权。然而，大量证据显示，缺乏法治会危害到国家的繁荣。参见Stephen Knack和Philip Keefer, *Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Measures*. 7 *Econ. & Pol.* 207 (1994); Paolo Mauro, *Corruption and Growth*, *CX The Quarterly Journal of Economics* 681 (1995)。

参见马克斯·韦伯, *General Economic History*, *Social Science Classics Series* (1924/1981), 第4部分, 第22章, 第277页。可预测性并不是指案件的结果能被清楚预料, 而是指, 法律体系充分稳定, 使得企业家能够在该体系的框架内计划其活动。关于韦伯的法律观点, 可参见Randall Collins, *Weber's Last Theory of Capitalism*, 45 *American Sociological Review* 925 (1980); David M. Trubek, *Toward a Social Theory of Law: An Essay on the Study of Law and Development*, 82 *Yale L.J.* 1 (1972)。

法”。一般法在设计之初就具有潜在的不确定性，与之相比，“个案法”因其处理特定问题并适用于特定时期，从而更加完备。但这一方法存在重大的局限性。只有在“个案法”设计的特定时期内，并且只有该特定案件的当事人，才可从中受益。那些非此“个案法”的当事人虽然也可以讨价还价争取类似协议，其讨价还价的结果却难以确定。与此类似，即使是该“个案法”的当事人也需要在此种法律到期之后就其条款重新进行谈判。换句话说，“个案法”仅处理特定事项，但不能以一般性规则的形式产生“正的外部性”，一般性规则有助于他人构建法律关系并对解决将来可能发生的争端提供指导。换言之，“个案法”创造的是私人利益，而非社会的利益。其次，“个案法”也更易受到利益集团的压力。最后，由于对所有特定案件以及所有未来的变动都要制定特别法，因此“个案法”的交易成本很高。

在近代西方法律史中，“个案法”的例子包括，19世纪时设立公司必须取得政府机构的特别批准（即许可），或由国会通过特别法案。例如，在工业化时期，美国国会颁布的设立法案的数量与日俱增，同时，与制订这些法案有关的腐败指控也不断增加，这使得19世纪30年代之后，许多州开始采纳一般化公司设立法，其中特拉华州于1833年采纳。由于“个案法”的数量并未因此而减少，准确地说，是由于“个案法”可以赋予公司一般法所无法给予的优势，为改变这种现况，特拉华州于1897年修订州宪法，禁止在一般法以外设立公司。从此，法律的任何变化都会影响所有在特拉华州设立的公司，立法者不可能再利用裁量权仅为特定公司而改变法律。在判例法中，对法的一般性或许会存在争议。在普通法国家中，法庭拥有大量原始的和剩余的立法权，它能以所审理的特定案件为基础来发展法律。只有那些以事实为依据的判决才能约束其他法庭，称为“*holdings*（裁决）”或“*ratio decidende*（拉丁文，“做出判决的依据”或“制定规则的基础”）”，其他判决则视作“*dicta*（法官意见）”。尽管如此，除对特定的案件具有法律效力之外，如果不被推翻，裁决也对类似的所有案件具有约束力。这样一来，判例法同样表现出了法的关键特征：一般性和平等性。

The Fundamental Divergence of Social and Private Benefits of Litigation, *J. Legal Stud.* 575 (1997)。在该文中，Shavell就起诉问题提出这一观点。

Russel Carpenter Larcom, *The Delaware Corporation*, (1937), 第4页。

Jane C. Ginsburg, *Legal Methods - Cases and Materials*, (1996)。

法律会因为各种原因而不完备。一种情况是，法律没有对特定行为进行界定或仅列举了少数行为，使得对行为结果的限定很宽泛（第I类不完备法律）；另一种情况是，法律虽明确了应予制止的行为，却不能涵盖所有相关行为（第II类型不完备法律）。

第I类型不完备法律的一个例子即侵权法。一般性侵权原则通常规定，损害他人财产、生命及自由的责任人要承担侵权责任。要注意到，它并未定义具体的损害行为，仅定义了造成财产损失要支付赔偿金这种广义的行为结果。尽管在确定侵权责任时要求行为人存在故意或过失，或规定某类行为要负严格责任，这样可以进一步限定责任范围，但这仍然给损害行为的形式留下了空间。

第II类型不完备法律的一个很好的例子是刑法。刑法通常会规定许多以保护产权为目的的条款，但每条都针对特定行为，例如盗窃、侵占、财产损坏等等。更仔细地审视这些条款则会发现，法律并未概括所有可能侵犯产权的行为。但人们还是宁可有意选择制定高度明确的法律，即使这意味着那些可能产生类似损害结果的行为不可避免地会被遗漏。我们猜想，这种选择受到“*nulla poena sine lege*”（拉丁文，意为“法无明文规定不处罚”，即“罪刑法定”）原则的影响，而后者直接来源于法治原则。

对第II类型不完备法律的描述，可以参考如下情况。多数法律体系禁止盗窃。盗窃罪通常定义为：以破坏他人对财产的占有来占用其拥有的资产。电发

在法律文献中，第I类不完备法律的某些性质有时被视作“规范”来加以讨论，第II类不完备法律的某些性质则被视作“规则”。分析“规范”和“规则”之间的得失权衡，可参见Louis Kaplow, *Rules versus Standards: An Economic Analysis*, 42 *Duke L.J.* 557 (1992); Louis Kaplow, *General Characteristics the nulla of Rules*, <http://www.encyclo.findlaw.com/lit/9000art.html>, 1997。以这些文献为基础，有些作者建议，新兴市场和发展中国家在进行立法时，应主要使用“硬性规则”。参见Jonathan R. Hay, Andrei Shleifer等, *Toward a Theory of Legal Reform*, 40 *European Economic Review* 559 (1996)。他们认为，由于这些国家的法庭的力量比较弱，因而留给执法者的裁量权应该相当少。其潜在假定是，立法者可选择制定完备性可多可少的法律。虽然在某种程度上这是事实，我们却认为，由于法律是内在不完备的，要制定出完全取消裁量权的法律根本不可能。我们理论的创新之处在于，它认为，由于法律不完备，有必要在不同机构间进行剩余立法权及执法权的分配。并且，我们的理论提出了决定立法及执法权最优分配的一种权衡方式。

《纽约州刑事法典》在155.05节这样定义盗窃罪或偷盗罪：“故意剥夺他人财产，或故意将他人财产据为本人或第三人所有，从而以违法方式取得、获取或保留财产所有者的财产的，应认为是窃取他人财产并构成盗窃罪。”与之类似，《德国刑法典》第242节这样规定：“任何剥夺他人资产并故意将之据为其本人或第三人所有的人”构成盗窃罪。

明之后，有些人直接把电器接入电网，而不以正规方式去接线并交费，于是问题就产生了：这种行为是否构成盗窃罪？19世纪后期，德国最高法院（Reichsgericht）不得不就该问题做出判决，而其中的关键问题是，电是否构成法律所定义的“资产”（eine Sache）。法院最终宣判被告无罪，因为它否定电具有资产属性，并且认为，对现有盗窃条款进行扩大解释实际是在以类推方式进行立法，这将违背“罪刑法定”（nulla poena sine lege）原则。对此，立法所作的回应是，在专门处理占用能源问题的法典中加入相应的新条款。

对于类似案件，英国和美国法庭则认为，关键问题并不是某物的资产属性，而是其能否被占用。但由于这一问题始终模棱两可，直至1978年才有一件案件被提交到纽约最高法院。与此同时，《纽约州刑事法典》将财产的定义扩大解释为“任何物品、物质或有价值物，包括任何气体、蒸汽、水或电”。最近，英国法庭面临这样的问题：能否扩大适用有关窃电的判例法，以起诉那些以诈骗方式使用电话线而不交费的个人。结果法庭认定在此处使用类推适用并不恰当，拒绝扩大适用。

盗窃罪的问题证明，技术变革会使得起初非常完备的法律变得不完备。电或电讯发明之前，盗窃概念的定义很准确也很完备，但在传统观念中，电或电话线并非资产或财产。因此立法者和执法者不得不决定，未经授权使用电或电话线是否应受到同等程度的处罚。这些判例还揭示出，法庭在刑法领域行使的只是有限的剩余立法权。即使某些特定行为被广泛视为违法行为，诉讼的结果也常常是宣判无罪。这是执法不足的明显例子，也是法律体系坚持诸如“罪刑法定”原则所要付出的代价，如果损害行为在发生之前没有被清楚地规定为犯罪，这些原则将限制政府对损害行为进行处罚的权力。更一般的说，任何试图制定高度完备的法律以明确所有应受制裁的行为类型，都必定导致执法不足，

参见RGStr 29, 111和RGStr 32, 165。

可参见于1900年春天加入法典的StGB 第248c节。

有关美国和英国在该事项上的判例法的总结，参见402 N. Y. S. 2d 137。伊利诺斯州最高法院于1937年处理该事项时认为：“就何者构成盗窃罪的主体，真正要考虑的，看来并非主体是否有形，而是主体能否由非所有者占用。”出处同上，第140页。

参见《纽约州刑事法典》第155节。

R. V. Shrinaeh Kalesusuwar (1933) 14 Cr. Ap R. (S. 49)。上诉法院裁定，在特定的本案中，依靠对欺作用电案进行类推是不恰当的。

因为那些立法者无法事先预见但会产生类似损害结果的行为注定还会发生。

2. 法律的不完备与证据的不足

上述盗窃电力罪的例子还证明，将确定证据的问题和不完备法律进行区别非常重要。在这些判例中，被告将电器接入现有的电网，但未订合同，也未交费，因此应视为占用了能源，这些事实都没有争议。惟一的问题是这些行为能否构成盗窃。

起诉某人或要求其依法承担责任时所需证据的类型，取决于所适用的法律。因此在收集证据之前，很重要的一点是要确定行为是否在法律规定的范畴内（假定所有的相关证据都可以确定）。如果情况很明显不是，那就不需要处理证据问题了。只有在法律能够解释为包括相关行为在内时，才会产生证据问题。

举例而言，假设一项反腐败法规定，向政府官员送礼，如果数额超过每年500美元，则应视为贿赂。有人指控，A向负责建筑审批的官员赠送50美元的礼品。既然法律清楚地规定了比所指控行为更高的责任起点，则该行为不在法律禁止的范畴之内，因此，没有必要收集证据。但要注意的是，如果法律相当含糊，即当我们在处理第I类型不完备法律时，为决定对某特定案件能否适用某项法律，可能需要收集证据。例如，如果反腐败法规定，赠送价值“高”的礼物可视为贿赂，那么就必须收集证据以表明为什么某一特定礼物的价值要视为“高”。不过，即使是这个问题，也不同于A是否真的赠送给官员50美元的礼物这个事实问题。

3. 法律的不完备与惩罚的不确定

在本质上，法律的不完备性不同于惩罚程度的不确定性。只要行为人知道，他可以预期到惩罚，并且他所预期的惩罚程度的最大值足够高，那么，法律为达到最优的社会效果已具备足够的阻吓力，且这一阻吓力与惩罚程度的不确定性无关。相比之下，如果法律不完备，对于行为者个人以及执法者而言，核心问题均是确定行为是否违反法律。不完备的法律可能会惩罚无辜者，从而阻止有利于社会的行为。当然，它也可能阻止潜在的损害行为。因此，除非能找到在不完备法律下增强执法的制度机制，否则不完备法律会使执法处于次优状态。我们认为，解决方案是适当分配立法权和执法权。

4. 立法及执法权的分配

每一法律体系都在不同的机构之间分配立法及执法权。在民主制度下，最普遍的立法机构是立法者，还包括法庭（至少在普通法国家中是这样），而最重

要的执法机构是法庭。这些机构可认为是在行使原始立法权和执法权。如果法律不完备，仅分配原始立法权和执法权是不够的。如果一项既定的法律不可能解决所有未来的案件，那么解释和发展现有法律并决定如何用之处理新案件的权力也需要进行分配。我们将这种权力称为剩余立法权和执法权。这些权力可以分配给法庭或其他机构，例如监管者。对监管者所采取的制度性约束完全不同，这使得它能以不同于立法者或法庭的方式来制定和执行法律。

每一法律体系都面临着同样的挑战，即如何使得各种法律的相对完备性最大化，以及如何对剩余立法权进行相应的分配。世界上两大主要法系——普通法和民法体系，分配剩余立法权及执法权的方式截然不同。在普通法体系中，法官不仅享有大量的剩余立法权，还拥有原始立法权，即发展新的法律原则的权力。但在民法体系中，法官被认为只能解释而非创设法律。以上讨论的盗窃案件便证明了，在处理类似案件时，民法和普通法法官所可能采取的方法存在着差异。在当时的德国最高法院被迫宣判盗窃电力行为无罪的同时，英国法庭却能以特定案件为基础发展出新的法律。

但法律创设与法律解释之间的界限经常很难划分。法律解释，即使是狭义的解释，也会包含剩余立法的因素。这意味着，法律在一组特定事实中的适用，并非直接根据制定法或判例法的字面意思。在某方面，民法法官甚至可视为比普通法法官受到的约束更少。因为，他们不必服从“先例拘束”规则，也就是说，他们没有遵循上级法院判决的法律义务。但在实践中，下级法院却常会这样做，因为，不这样的话，他们要冒判决被推翻的风险。但是，没有正式的

正如导言中所阐述的，我们将本文的分析仅限于监管者。将来的研究会解决其他执法者如自律机构的问题。

比较法的法学家通常会区分民法法系下的几个子法系，即法国民法法系、德国民法法系以及斯堪的那维亚民法法系。参见Konrad Zweigert和Hein Kötz, *Introduction to Comparative Law* (1998)；Rene David和John E. Brierly, *Major Legal Systems in the World Today* (1985)；Mary Ann Glendon, Michael W. Gordon等, *Comparative Legal Traditions: Text, Material and Cases on the Civil and Common Law Traditions, with Special References to French, German, and English* (1994)。

是否普通法的法官实际上是在“创设”法律，或者是否他们仅以法律原则为基础“发现”法律，这都存在大量争议。从我们的目的而言，这种区别并非至关重要。关键在于，在普通法国家，法官行使着大量权力来创设具有法律约束力的先例以填补法律的空白，这点是受到广泛认可的。这种立法权是法官的关键职能之一。

“先例拘束”规则，法官在解释法律时就有更多的回旋余地。因此我们认为，即使在民法国家中，法官也行使剩余立法权。不过我们承认，较之普通法系国家的法官，民法法系国家的法官在行使这些权力时受到的约束更多，部分原因是法律信条不同，部分要归因于法官所面临的制度约束截然不同。

在执法方面，法庭和监管者行使剩余立法权和执法权的程序及时间不同。法庭的职能被设计为中立裁判者，这是以法治为基础的法律体系的本质特征之一。因此，法庭是被动的，并且仅在起诉之后才能行使其立法及执法权。也就是说，即使那些应该受到干涉的事件展现在法庭面前，他们也无权采取行动。

相反，监管者被设计成主动执法者。主动式执法包括多种职能，涉及到控制市场准入、监督各种活动、开展调查、禁止损害行为，以及对违法者予以行政制裁。法庭不能履行这些职能，因为法庭必须公正，并因此不得不保持被动直至有人提起诉讼。我们的监管理论与边沁在19世纪所持的观点一致，他认为，“设计一套适合于防止侵害发生的法律”非常必要。

有关主动执法者的一个简单例子是警察。警察监督他人的行为，禁止可能引起损害结果的行为发生，从而防止损害赔偿。即使司机未超速，也未违反其他规定，警察也可以拦下一辆车，仅仅因为驾驶的方式显得有些问题（即使准确地遵循了规定，有时也照样会使人怀疑）。这是主动式执法的典型例子。警察不能根据刑法宣告司机有罪——这仍是法庭的任务，但他可以拦住司机，进行酒精测试，而且如果测试结果为“阳性”则可以阻止司机继续驾驶，甚至处以罚金。为做到这些，警察被明确赋予调查、收集证据和禁止损害性行为的权力。总之，监管者可描述为“发动者”，法庭则为“解决者”。

我们认为，对主动式执法者如监管者的需要仅在法律不完备时产生。当法律完备时，法律体系不必费心寻找一个机构来替代作为主要执法者的法庭。它

关于不同法律体系中法官的“冒险精神”的经验性分析，可比较Robert D. Cooter和Tom Ginsburg, *Comparative Judicial Discretion: An Empirical Test of Economic Models*, 16 *International Review of Law and Economics* 295 (1996)。

前述其他特征为法的一般性及平等性。

Jeremy Bentham, *Theory of Legislation* 358 (第2版, 1871)。

此处，我们假定排除了收集证据时的激励问题。格雷泽等人的研究显示（参见Coase vs. Coasians, 116 *Quarterly Journal of Economics* 853 (2001)），监管者是更为有效的执法者，因为他们更能受到激励。更深入详细的研究，参见我们在以下第III部分对其方法的讨论。

所需要做的，只是保证惩罚程度以及拘捕概率足够高。这是加里·贝克尔在其论述法律对损害行为的阻吓功能的代表作中所确定的条件。他的著作，以及其后大量有关执法的文献，都隐含着法律完备的假定。如果这些文献中确定的两个条件——制裁的程度和被拘捕的概率——都能达到最优，则法律在很大程度上应该是自我执行的，即均衡情况下不应发生违法现象。

但如果法律不完备，执法机构的设计和立法及执法权的最优分配则变得至关重要。原因在于，当法律不完备时，法律的阻吓效果削弱。加之法庭被设计成被动式执法者和主要的事后立法者，这样便导致执法不足。上文解释过，即使有证据表明特定行为已经发生并产生了损害结果，这些行为是否处于相关法律的范畴之内仍是有疑问的。个人如果对其行为进行规划，则会从两方面对不完备法律问题做出反应。一种情况是，行为人假定法律不会适用于他们，因而继续其行为；或者，因为其行为可能处于某特定法律的范畴之内而面临惩罚，他们会过分谨慎。任何一种情况下，法律的阻吓作用都远非最优。第一种情况下，法律阻吓不足，第二种情况下，法律阻吓过度。

在行使立法和执法权的时间方面，法庭和监管者通常是不同的。多数情况下，法庭在事后即损害发生之后才创设及执行法律。事后执法与法庭作为被动式执法者的职能密切相关。因为法庭不得不等着他人起诉，所以通常只在当事人受到足够高的激励进行起诉时，法庭才能出面。但是，法庭也能应当事人的请求采取行动以预防损害行为的发生。程序上的方法便是向法庭提出颁发临时禁止令的请求。

相反，监管者在事前和事后都能创设及执行法律。由于监管者是主动执法的，因此只要发现足够高的预期损害程度，他们就可以开展执法程序。而且，他们可利用立法权改写或变更规则，以回应所观察到的社会经济或技术变革。较之立法者，监管者能更灵活地行使立法权。他们不必通过冗长的立法过程，

Becker (1968), 所引用文献同前脚注12; Stigler (1970), 所引用文献同第114页注。也可参见Polinsky和Shavell近期所作的综述(2000), 所引用文献同第114页注。

在执行这些规则方面，监管者并不总是成功的。美国证券交易委员会在前主席Lippett在任时，曾于2000年向国会提议，限制审计事务所为其进行审计的同一公司从事咨询业务，但这一努力由于来自审计事务所的强烈反对而终止，也未能得到国会的支持。参见同名作者，“You Were Right”，The Washington Post，2002年1月25日，第2页。文章影射了安达信公司及其他公司阻挠这项措施的游说行为。

但却可以在其立法权限内，以简单程序改写及变更法律。只要以民主方式制定的法律将监管者的管辖权界定得足够准确，这种行为就不会侵犯国会的权力。

从前的文献也承认监管者的立法职能。事实上，监管经常与规则的制定而非主动式执法相提并论，而后者在我们的理论中才是监管者职能的关键因素。例如，夏瓦尔考察了意外事故的责任与安全监管规则之间的区别。他推测损害发生之后才产生责任。相反，监管则可以规定那些监管者认为合适的注意标准，将它们在前强加给经济主体。夏瓦尔提出，既然监管者不能充分预见风险的程度，那么事前制定的规则不会达到最优。可是，这一观点仅仅在只有立法者制定安全规则时，才是成立的。因为在变更法律时，较之监管者，立法者面临更多的制度约束和更高的成本，所以他们不能轻易调整规则以回应所观察到的变化。但监管者能做到。此外，根据不完备法律理论的核心观点，至关重要是，监管者不仅是规则制定者，而且是执法者。立法及执法权兼备使得监管者的立法活动能直接得益于其执法活动。

损害结果的受害人的反应也取决于法律不完备这一事实。当法律的适用范围不清楚时，他们可能不愿起诉。原因在于，即使他们相信自己能提供充分证据，他们仍要面对案件结果的巨大不确定性。结果便产生执法不足。对这一问题，一种可能的解决方案是，允许政府机构代表私人或在私人之外进行起诉。美国“谢尔曼法”(1890)就赋予检察官以制止反竞争行为的起诉权，这些条款可视为解决执法不足问题的一种手段，因为个人是不会有足够的激励来提起诉讼的。但赋予政府机构以起诉权，仅仅减轻了由于法庭被设计成被动执法者所产生的执法不足问题。这并未解决那些为了不断增强法律的完备性而改动与变更现有规则以适应社会经济与技术变革的问题，而增强法律的完备性才能大大增强有效执法的可能。因此，为使执法最优，将立法与执法都纳入享有持续立法权和主动执法权的机构手中，可能才是更合适的。

5. 制度选择

在前面部分，我们已分析了法庭和监管者作为剩余立法权及执法权的所有

Steven Shavell, A Model of the Optimal Use of Liability and Safety Regulation, 15 Rand Journal of Economics 271 (1984); 以及 Steven Shavell, Liability for Harm versus Regulation of Safety, 13 J. Legal Stud. 357 (1984)。

这部分的观点，可参见 Hans B. Thorelli, The Federal Antitrust Policy - Origin of an American Tradition (1954)。

者的主要特点。这一节，我们试图确定法庭和监管者间执法及立法权最优分配的决定因素。首先应注意的是，在最佳状态下不存在制度选择的问题，此时法律是完备的，并且最优设计的法律能充分阻吓损害行为。而本文的目标是，在法律不完备的次佳状态下，如何使执法及立法权进行最优分配。

我们曾经说明法庭作为剩余立法权及执法权所有者的缺点，并提及监管者的比较优势。但监管也并非毫无成本。监管的直接成本包括各种必需的资金用以雇佣监控者、调查员，维持档案系统，以及启动诉讼。监管的间接成本包括：市场参与者因为不得不服从监管而产生的成本；监管者执法不足或过度时产生的社会成本。同法庭或立法者一样，监管者也可能犯错，导致监管失灵。如果不考虑激励问题，监管者的优势在于，他们能主动以灵活的方式对过去的错误做出反应并加以改正。如果监管者强加的成本超过主动式执法的收益，监管就会失灵。当过多的潜在有利行为受到禁止，或监管原本良好的初衷却抑制了经济活动时，监管失灵便产生了。监管者也会监管不足，因为他们面临着资源的约束或分配不当。于是问题变成，在什么条件下将立法及执法权分配给法庭是最优的，以及何时应将这些权力（再）分配给监管者，或者何时用法庭执法对监管执法进行补充会更好。我们提出了两种重要因素：标准化以及预期损害的程度（外部性）。

标准化是指一种能力，即以合理成本对损害行为及结果进行描述，以便监管者能有效行使主动式执法权的能力。主动式执法的有效性取决于监管者监督市场以及确定行为及其结果的类型的能力（这类行为及结果在合理预期下，会导致损害性结果）。尽管随着时间的推移，对究竟哪种行为及结果会满足这些条件，评估的标准会发生改变。然而，为了有效利用资源并避免过度监管的缺陷，监管者对这些类型进行确定以及标准化仍很关键。以我们下面第IV部分要详细分析的证券监管为例。如果监管者不能辨别对大众投资者造成的损害究竟是来

参考文献同上页脚注。夏瓦尔指出，即使不发生损害，监管机构也会运作。法庭也是这样。这是当然的，除非法律体系只想依赖临时机构来解决争端。

有关监督及调查行为与这些监管执行机制的成本之间的权衡，参见Dilip Mookerjee和I. P. L. Png, *Monitoring vis-a-vis Investigation in Enforcement of Law*, 82 *Am. Ec. Rev.* 556 (1992)。他们利用一个正式模型进行比较权衡，得出结论：这些可选择的执行机制的使用，应该与侵害行为的严重性相适应。侵害行为不太严重，就不必调查，仅需监督。侵害行为较严重，则需根据其严重程度进行调查，并使罚款最大化。

自证券发行、面向小投资者的证券发行、特定公司的证券发行行为本身，抑或是公司在发行证券时未告知投资者公司关键业务及未来增长潜力，他们就可能使用立法和执法权阻止所有的公开发售，或者只禁止特定公司的公开发售。

这一例子看来可能很极端，但德国法律在19世纪晚期的发展情况显示，对危险的真正起因，国与国之间会有不同理解，并且这种理解会与救济措施的选择密切相关。当时的德国立法者相信，小投资者不应投资于大型公众持股公司，因此法律规定，任何发行并销售的股票的面值都不得低于1000马克，这一价值超出当时多数投资者的能力所及，从而有效地阻止了小投资者购买股票。这一例子显示，如果对可能导致损害结果的行为类型没有任何经验，设立事前监管者可能是一个错误。然而，一旦这些行为类型得以确定，监管者不仅会是比法庭更有效的执法者，而且成本会更低，因为许多人都会节省因诉讼拖沓所产生的成本。

在当今大多数国家中，证券监管的核心是公司在证券发行时对相关信息的披露义务。对这一问题的确认以及对与投资者相关的信息类型的确认，使得设计主动式执法制度成为可能。证券监管者能监督披露行为，并能进一步规定需要披露的信息种类。对于证券监管要求披露的个别内容是否有必要，常有争议。不过，即便对披露是否应为强制性仍存在争论，对披露的重要性却几乎没有异议。

决定最优制度选择的第二个因素是预期损害的程度。如果预期损害的程度低，事后立法和被动式执法的约束则是可以容忍的。当受害人可能遭受的损害较小，或当仅有少数受害人受潜在损害行为的影响时，便是这种情况。单个家庭发出的噪音只会影响近邻。由于邻居能确定损害的原因，他们可以起诉并向作为被动执法者的法庭寻求法律救济。相反，在工厂排放污染物时，会影响到比近邻更多的人。只要这些人所遭受损害的程度有限，那么将案件提交给法院执行，并通过允许集团诉讼和给予三倍赔偿金等制度来进行激励，这样就足够了。但是，如果预期损害的程度相当大，比如核电站这样的情况，法庭执法便

这部分的观点，可参见Louis Kaplow, *General Characteristics of Rules*, <http://encyclo.findlaw.com/lit/9000art.html>, 1997。

对SEC披露制度的主要攻击，可参见George J. Benston, *Corporate Financial Disclosure in the UK and the USA* (1976)。

对这一问题的相关文献所作的总结和关键性评论，可参见Roberta Romano, *Empowering Investors: A market Approach to Securities Regulation*, 107 *Yale L. J.* 2359 (1998)。

不会有效。它通常来得太晚，即在损害发生之后。由于主动式执法制度通过设置准入壁垒、持续监督和调查等方式，试图预防损害的发生，因此，采取这样的制度会更好。

总之，监管者履行的职能与法庭截然不同。作为主动式执法者，监管者禁止损害性行为，并启动执法程序，而后一职能在法律不完备时与法庭相比是个重要优势。作为持续性立法者，不论违法行为是否发生，或其他人是否注意到该问题，监管者都能改变法律规则以回应所观察到的市场变化。不过，即使这样，我们也并未观察到监管者存在于所有法律领域，并且事实上，我们也不能证明在所有情况下设立监管者都是正当的。只有当行为能够加以标准化，并且这些行为可能产生极大的损害和负外部性时，由于被动式执法无法对其进行充分救济，监管者主动执法所付出的代价才是合理的。

我们认为，金融市场便是监管合理的领域，即引入监管所产生的利益可以弥补由此带来的成本。如果仅仅是几个股东在进行欺骗，这不会削弱金融市场的发展能力。但是，如果股票欺诈过于普遍，就会严重削弱投资者对资本市场的信心从而损害经济。1929年的股票市场崩溃便是这样。最近，一些公司的收益报告严重误导投资者的事件被披露出来，致使美国投资者的信心受到重创，股票市场的剧烈下跌即可证明这点。一些评论家于是将之与20世纪20年代后期发生的事件，以及在那之后于20世纪30年代早期监管者所作的反应进行了比较。

参见Paul Milgrom和Nancy Stokey, *Information, Trade, and Common Knowledge*, 26 *Journal of Economic Theory* 17 (1982)。文章论述了无监管的金融市场中信息方面的严重问题。也可参见Bernard Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 *UCLA L. Rev.* (2000)。强制性披露有助于避免外部性这一主张在法律文献中备受争议。支持强制信息披露的学者包括: Lucian Bebchuk, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition and the Corporation*, *Harvard L. Rev.* 1437 (1992)。John C. Coffee, Jr., *SEC Deregulation: Sense and Nonsense*, 214 *New York Law Journal* 5 (1995)。John C. Jr. Coffee, *The Lessons From Securities Market Failure: Privatization, Minority Protection, and Investor Confidence*, Draft, September 1999 (1999)。Merritt B. Fox, *Retaining Mandatory Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment*, 85 *VA L. Rev.* 1369 (1999)。反对者包括: Roberta Romano, *Empowering Investors: A market Approach to Securities Regulation*, 107 *Yale L. J.* 2359 (1998); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, (1991)。

参见Seeligman的文献，他清楚地分析了股票欺诈与1929年的市场崩溃之间的联系。

Gerald Seib和John Harwok, "What Could Bring 1930-Style Reform of U.S. Businesses? -A several Economic Downturn that Gives One party Control, a Clear Mandate", *The Wall Street Journal*, 2002年7月24日, 头版及A8页, 专栏5。

更一般的说，金融市场法律的历史证明，市场参与者确实诡计多端，他们策划的那些欺诈投资者的阴谋，已再三被证实为超出现有法律能力所及。试图仅靠提高判例法或成文法的完备性来对这类行为进行阻吓，已证实是不成功的，因为法律总是滞后于新的市场发展，包括滞后于那些欺骗投资者的新方法。立法者仅仅依靠制定更完备的法律是无法预防未来的损害行为的，最终这一方式不得不让位于监管者的出现——监管者最早以证券交易所形式出现，后来以政府监管者形式出现。即便这些机构并未使证券监管领域的执法变得尽善尽美，它们仍提高了执法的有效性。尽管在1933/1934年的监管架构中，遗漏了对会计师事务所的监管，但现在设立了新的监管主体对其进行监督，那段历史看来会在如今得以重复。

我们的理论与当代观察家们对美国证券交易监管的出现所做的描述也是一致的。兰迪斯（Landis）于1933年被任命为美国证券交易委员会（SEC）委员，针对如今通常称为监管型政府的那些行政程序的出现，他在1938年的著作中这样解释其原因：一方面，在工业化过程中社会经济关系的复杂性日益增长；另一方面，在该情势下司法机构的立法及执法不足。兰迪斯将行政程序出现的合理性解释为对“不间断的监督利益”（我们称之为“监督”）的需要。他将这种职能描述为“与司法机构的要求不相容”，与那些不同案件只有通过向上级法院上诉这种旷日持久的司法程序才能得到终审判决的惯例，也是不相容的。此外，他认为，诉讼程序“大大妨碍了求偿权的执行以及私人主动起诉的权益”。

判决程序的拖沓促使人们产生了“对发起诉讼的权力的需求”。兰迪斯还指出，司法程序和行政程序的重要差别在于，后者拥有独立调查的权力，而这是他认为对开展执法和发展丰富的法律规则而言最关键的。

2002年7月，国会通过一项新法律，即Sarbanes-Oxley Act of 2002，该法案已由总统签署并生效。

Landis, *The Administrative Process*, (1938)

同注，第33页。

除这些考虑之外，他还认为，某些领域的立法需要实务专家而非一般的司法推理（“在某些领域，立法较少来源于那些从严肃权威的教科书和判例抽象出来的一般性和原则，而是来源于对实务的判断”）。

同注，第34页。

同注，第35页。

兰迪斯清楚地认识到，行政程序经常兼有立法和执法职能，这与典型的分权理论不一致，这些职能应授予政府的不同分支机构。但是，他指出，行政程序所实现的救济类型不同于法庭的强制执行机制。并且，他认为，立法及执法权兼备是对司法不足的反应。以他的观点，法官和法官立法对环境中所发生的变革反应迟滞。他还认为行政程序并非不受控制，这些控制包括：监管者的管辖权限比法庭更窄；监管者要有专业水平；下达行政命令需要事实进行支持；行政法庭具有独立性——由行政机构内部的一部分人员加以保证；最后，行政命令要接受司法审查。

第三部分 法律的不完备性与相关理论

在这一部分，我们将不完备法律的理论与其他相关理论一起加以讨论，这些理论包括：不完备合同、法律的不确定性以及监管理论。我们并不企图对有关这些理论的文献进行全面概述，只是试图描述我们的不完备法律理论和这些相关理论之间的差别。

1. 不完备合同理论

不完备法律理论受到了经济学中不完备合同理论的启发。“合同不完备”的概念现在已受到广泛认可。这一概念是作为解释产权和企业边界的一个关键因素引入的。根据不完备合同的文献，如果所有相关的或有变化及其对这些变化的控制权利（即合同规定的当事人权利及义务）都能够毫无歧义地加以明确规定，则合同是完备的。完备合同能在事前解决所有将来可能在合同当事人之间发生的纠纷。当某些相关的或有变化被遗漏，或者某些内容规定得很含

“没有人不会认识到，这些职能糅杂在一个行政机构会带来的内在危险”，第56页。

因为我们已在本文的第II部分以一定篇幅讨论过有关执法的文献，因此这部分我们不再讨论。

关于不完备合同的理论基础的争论，参见Oliver Hart和John Moore，*Foundations of Incomplete Contracts*, 66 *Review of Economic Studies* (1999)；Eric Maskin和Jean A. F. Tirole，*Unforeseen Contingencies and Incomplete Contracts*, 66 *Review of Economic Studies* 83 (1999)。

Sanford J. Grossman和Oliver D. Hart，*The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, 94 *J. Pol. Econ.* 691 (1986)。Oliver Hart和John Moore，*Property Rights and the Nature of the Firm*, 98 *J. Pol. Econ.* 1119 (1990)；Oliver Hart，*Firms, Contracts, and Financial Structure*, 228 (1995)。

糊时，合同是不完备的。结果便是，合同不能得到切实执行，并且仅依其本身是无法解决未来纠纷的。因此，当合同中未规定的事件发生时，当事人需要订立专门条款以分配剩余决策权。法学界只是到最近才开始关注不完备合同理论。

不完备法律理论与不完备合同理论的主要区别在于研究的主题。不完备合同理论关注经济主体之间的私人合同，并试图在经济效率方面使剩余权利的分配最优。而不完备法律理论的中心是法律制度，即长期约束立法者、执法者及所有个人的社会契约。对于剩余立法权及执法权的分配而言，需要考虑的一个主要的考虑因素是：在法治国家，原则上，法律必须是一般化的，并且法律面前人人平等。在只考虑效率的前提下，执法可以通过制定尽可能完备的法律而实现最优（即制定大量的个案法），但上述原则限制了最优执法的程度。此外，由于被动式立法受到诸如“罪刑法定”原则的限制，上述原则也限制了重新谈判的范围。在刑法领域尤其是这种情况。合同的不完备性理论则不受类似的约束。因此，它能自由地对合同剩余权利的最优分配方式及提高合同完备性的策略进行试验。此外，不完备合同理论假定由法庭执行合同。显然，如果法律不完备，并且立法及执法权以截然不同的方式加以分配，那么，这会影响合同的执行，并影响到合同的事先设计。因此，不完备法律概念的引入有助于凸显法律和合同的设计问题，而这些都是将激发更深入的研究和分析。

2. 法律的不确定性

我们的贡献并非要重述这样的基本看法，即无论成文法还是判例法都不能准确无误地预测特定案件的结果。这是众所周知的事实。相反，我们的主要贡献是，要在法律不完备观念的基础上提供一种分析框架，从而理解不同法律制度在设计和运作上的差异。

法学界很早就认识到我们称之为“不完备法律”的这种现象，并一直将之视为法律的“不确定性”（Indeterminacy）。法理学家们，最早是哈特（H. L. Hart），认为，它是“人类困境的一种基本特征”，我们根本无法“在对特定结果不作进一步正式指引的情况下，运用一般标准对行为的范畴进行准确无误的预先控制”。

有关的全面概述，参见Eggleston等，引用文献同第113页注。

H. L. Hart, *The Concept of Law* 128 (1961) (第二版, 1994)。

原因便是，世界过于复杂。

与我们的方法相比，不确定性理论通常对规范性问题特别关注。其中一个重要问题便是不确定性法律与法治之间的相互兼容性。法律并不像“法律形式主义者们所认为的那样是解决案件的明确指南（法律形式主义者们认为，法官服从法，并且只服从法），这一“发现”使得人们对那些仅仅固守法律的法官能否维护正义产生怀疑。在关于法律不确定性的争论中，争论者根据立场的不同，要么试图批评，要么试图调和正义法治的基本原则，与法律不能决定结果而至多是约束执法者面临的选择这一主张之间的矛盾。根据不完备法律理论的核心观点，我们认为，法治的核心特征（例如法的一般性与平等性原则）意味着法律是不完备的，或者不完备法律是与法治同时并存的。

用H. L. Hart的话来说，“如果我们生活的世界仅用有限的特征便能刻画出来，并且这些特征连同所有他们结合的方式都能为我们所知，那么，针对每一种可能性（……），都能预先做出相应规定。”他还说，“显然，这个世界并非我们的世界。”出处同第131页注。

一个例外是近期Ehud Kamar的一篇论文，*Costs of Departure from Formalism: Shareholder Litigation Under Indeterminate Corporate Law*, 66 *University of Chicago Law Review* 887 (1999)。Ehud Kamar应用“不确定性”概念解释关于规则制定的政治经济学。例如，他认为，特拉华州的法律工作者从制定高度不确定的公司法中获取了不少既得利益，因为这种公司法给予他们以不同于其他州的比较优势。特拉华州在设立大公司方面与这些州竞争，而后者可以轻易地模仿特拉华州公司法——事实上有些州已经这样做了——从而削弱特拉华州的主导地位。但不确定性法律要求法律专业人员的大量介入，从而能够将法律应用到现实世界的案例中。法律职业在公司法方面的专业化很难被其他州模仿，但是从高质量的公司法中获益的股东、经理和公司的其他相关利益人却会对此进行评估。

激进的批评家们使用法律的不确定性概念来主张“法律即政治”，并揭露法治概念只不过是一种荒诞言论。既然法律不能决定特定争端的结果，则其它因素，包括法官的政治偏好或者当事人对争议的政治影响必然会起到决定作用。对这一概念有一系列更细致的使用。其中许多都已摒弃关于不确定性的激进观点，并且将法律决定结果的能力（法律做不到）区别于法律约束结果的能力（法律能做到）。新出现的一致意见，既不是激进地认为法律充满不确定性，也不是认为法律具有完全的决定性。要进一步参考有关这一争论的完善总结，可参见Lawrence B. Solum, *Indeterminacy, A Companion to Philosophy of Law and Legal Theory* Dennis Patterson ed. 2488 (1999) at 489。

这类似于哈耶克的主张，他认为，任何想要制定准确法律的企图都会削弱立法者的公正性，从而与法治不一致。“如果政府要精确地预见其行动的影响，那就意味着它可以不让受影响的人有任何选择的余地。凡是当政府能够精确地预见其各种可能的行动对某种人的影响时，也恰恰是政府能够对各种目标进行选择。如果我们要创造新的对一切都开放的机会，要给人们提供他们能够随意加以利用的机会的话，那么其精确的结果就是难以预见的。因此，普遍性的规则，即有别于具

但我们分析的重点则完全不同。我们首先提出法律不完备的观点，并认识到法律制度设计的重要约束来自法治，随后针对不完备法律问题，尤其是剩余立法权和执法权的分配问题，我们分析了针对这些问题的可能的制度回应。我们试图判断，在我们所确定的特定条件和约束的前提下，在多种选择方案中哪种更优。值得一提的是，一些有关法律不确定性的研究文献（例如，Hart，1961）对法庭和监管的职能已做了一些考察。但是，据我们所知，这些观点都未发展为成熟的理论，并且事实上，在很大程度上被监管理论忽视了。

3. 监管理论

关于监管，在经济学、政治学以及法律方面有大量文献。在经济学文献中，关于监管的一种流行观点认为，当存在大量的外部性和信息不对称问题时，监管是国家为解决市场失灵所进行的干预。但是，这些文献没有区分不同的非市场力量。相反，我们确定了立法及执法在时间和程序上的结构性差异，这些差异将各种政府机构加以区分，并有助于解释，为什么在特定条件下赋予其中一个或另一个机构以剩余立法权及执法权会是更优的。如果将监管定义为主动执法者，并将法庭定义为被动执法者，就可以很轻易地发现，如果市场失灵是惟一的担心，监管的存在可能就没有必要。因为，依赖法庭执法的法律可以有效地解决市场失灵问题。例如，依赖法庭执法的完备法律可以规定强制保险，从而解决保险市场失灵的问题。与之类似，依赖法庭执法的完备法律可以规定对所有产品的强制品质担保，从而解决由市场中的信息不对称和外部性而引起的

（接上页注）体命令的真正的法律，必须要适用于不能预见其详情的情况，因而它对某一特定目标，某一特定个人的影响事前是无法知道的。只是在这种意义上，立法者才可能说得上是不偏不倚的。所谓不偏不倚的意思，就是指对一定的问题没有答案—如果我们一定要解决这类问题的话，就只能靠抛掷硬币来决定。在一个每一件事都能精确预见到的社会中，政府很难做一件事而仍然保持不偏不倚。”弗里德里希·A·冯·哈耶克，《通向奴役之路》（1944）第84—85页。但我们的理论与之不同，因为我们没有就不完备法律的好坏选择一个标准立场。

H.L.A. Hart解释，“有时从一开始，由法律控制的领域就被公认为这样的领域：在其中，在对社会而言非常重要却不可预测的那些方面，个案的特征是如此迥异，以至于立法者不可能预先进行有效的设计，使得在不作进一步正式指导的情况下，对不同的案件能适用同一规则。于是，为了监管这样的领域，立法者建立了极其一般的标准，随后授权给制定规则的行政机构为适应特殊需要而对规则进行改动，因为他们熟悉不同类型的案件。”引用文献同第131页注。

Arthur Cecil Pigou, *A Study in Public Finance* (1928); Joseph Stiglitz, *Lectures on Public Economics* (1980)。

二手车市场失灵的问题。因此，仅市场失灵并不足以证明需要监管是正当的。

我们观点的核心是，法律是不完备的，并且，在不完备法律下被动式执法经常是不够的。此外，法庭不能履行与监管者相同的职能，因为这会违背其作为中立裁判者的角色。如果法庭履行同样的主动式执法及事前立法的权力，这将把他们变成监管者。给定法律不完备，并给定法庭面临法治原则的制度性约束的前提，依赖法庭执法的法律将会引致阻吓失灵，通过引入一个完全不同的机构作为主动式执法者即监管者，阻吓失灵能得以改进。

我们并非第一个认为在特定条件下监管者执法是对法庭执法的一种改进的人。格雷泽、约翰逊和施莱弗在近期的一篇论文中认为，当执法过程中收集证据的成本很高时，监管者执法可能比法庭执法更有效，因为，为使执法活动最优而对监管者设计激励机制要比对法庭进行激励更容易。尽管我们的理论与他们的方法可以相互补充，二者仍存在不同。我们的模型显示，在不完备法律下，即使证据问题得到解决，依赖法庭执法的法律还会遇到阻吓失灵问题。在本文第II部分对盗窃电力案的讨论中，我们可以看到与此类似的情况。因此，我们认为，执法者面临的问题并不限于证据收集，即使假定对两个机构的激励都已最优化，为保证执法的有效性，在法庭之外可能还需要监管者。

我们的观点与监管的公共选择理论不同，后者受到施蒂格勒和波斯纳20世

关于二手车市场的“次品”问题，参见George A. Akerlof, *The Market for “Lemons” : Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 Q. J. Econ. 488 (1970)。

显然，发展成熟的监管支持论不得不解释执法的新形式变成法律的过程，而这要求对政治的动态变化进行充分的说明。尽管如此，在面临社会经济迅速变革的问题时，许多国家选择了相似的解决方案，这一事实表明，政治——我们认为在国家之间政治是不同的，而且它要服务于不同利益集团——不能充分解释监管者的出现。

Glaeser, Johnson和Shleifer (2001), 引用文献同第115页注。关于转轨经济和新兴市场中证券市场监管的重要性的相关论述，参见Jack C. Coffee, Jr, *Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure*, 25 J. Corp. L. 1 (1999); Katharina Pistor, *Law as a Determinant for Stockmarket Development in Eastern Europe, Assessing the Value of Law in Transition Economies* Peter Murrell 249 (2001); Bernard Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 UCLA L. Rev. (2000)。

Pistor和许成钢(2002), 引用文献同第112页注。

出处同上。

纪70年代早期的著作的启发。在这些文献中，监管者和监管型政府的出现主要被解释为利益集团设立保护或提高其利益的机构这一动机。沿袭这些思想，出现了大量文献对监管者行为加以探讨，既有对公共选择理论的支持，也有对它的批评。

不完备法律理论是对监管的公共选择理论的补充。确实，尽管在政治谈判力量方面的转变可以解释设立监管者的时间以及分配给他们的权利，但监管者的一些关键特征及职能仍不能从公共选择文献中得到解释。例如，我们发现，为了回应类似的事件，本文所定义的监管职能——主动式执法和持续性立法——在许多国家都出现了。股票市场的发展及金融工具的交易对现有执法机制提出的挑战便是一个很好的例子。这一发现与流行的公共选择理论所作的解释很难调和，后者几乎只关注美国。

Stigler (1971)，引用文献同第114页注；Richard Posner，*Theories of Economic Regulation*, 5 *Bell Journal of Economic Management* 335 (1974)。

由于不能充分解释监管者的正当性及其行为，这一方法出现之时面对的批评日益增多。以下文献可视为对公共选择理论所作的全面批评：Cass Sunstein，*After the Rights Revolution: Reconceiving the Regulatory State* (1990)。文章界定了可以采取监管的八种目标（如上，第48页），包括：对市场失灵作出回应；为公共利益而进行资源再分配；实现集体性期望与抱负；促进经验和偏好多样化；减少社会等级差距；减少不合需要的偏好；防止对下一代造成不可挽回的损害性结果；实现利益集团的转移支付。可以发现，其中一些解释与我们的理论完全一致，尤其是防止不可挽回的结果的愿望。我们以上论述了，在这些情况下，法庭的被动式执法是不够的，因此将执法权转移给主动式执法者如监管者就变得至关重要。近期的行为研究和心理研究，包括对照实验模型（controlled laboratory experiments）在内，都已经表明个人并非仅为私利而行事，这对公共选择理论的基本假设提出质疑。《康奈尔法律评论》近期的一份专刊（第87卷，第2期，2002年1月）反映了行政法理论的变化，这期专刊是关于康奈尔法学院举办的一次研讨会，题为“超越嘲讽：监管性政府的新理论”。在这次研讨会上，代表公共选择理论这一观点的文献是Jonathan R. Macey，*Cynicism and Trust in Politics and Constitutional Theory*, 87 *Cornell L. Rev.* 280 (2002)。其余大部分论文提出了理解监管活动的替代方案。例如，参见Edward L. Rubin，*Public Choice, Phenomenology, and the Meaning of the Modern State: Keep the Bathwater, but Throw Out that Baby*, 87 *Cornell L. Rev.* 309 (2002)。利用认知心理学方法的有Jeffrey J. Rachlinski和Cynthia R. Farina，*Cognitive Psychology and Optimal Government Design*, 87 *Cornell L. Rev.* 549 (2002)。在行政法文献中有多种方法分析代理行为，Jerry L. Mashaw的论文巧妙地概括了这些方法间的差异：Jerry L. Mashaw，*Essay: Deconstructing Debate: Reconstructing Law*, 87 *Cornell L. Rev.* 682 (2002)。他描述了作为“理想主义者”和“现实主义者”的两个阵营。

我们的不完备法律理论或许更接近戈德堡的著作。25年前戈德堡就认为，最好将监管理解为一种工具，用以管理那些在如何执行方面存在严重问题的长期合同。由于法律可视作国家与众多现在和将来的适用对象之间的社会契约，这一观点可以延伸用来分析法律。

4. 小结

不完备法律理论与大量现有理论密切相关，与当代对金融市场监管于20世纪前半期出现所作的分析也是一致的。其创新之处在于，它为分析法律体系的设计和发展提供了一种新的、具有连贯性分析框架。这一分析框架的基础是不完备法律。而其分析工具则是：剩余立法权及执法权的分配，以及对各种制度在权力行使方式上的差别所作的详细分析。在本文中，我们用这一框架来分析执法，但该理论的意义并不限于此。尤其是，这一理论可用于比较不同的法律体系——就像我们对民法和普通法国家所作的简要分析，也可用于分析那些在选择法律制度时受到更多限制的国家中的立法和执法情况。（未完待续）

（清华大学法学院 汪辉敏译 焦津洪校订）

Victor Goldberg, Regulation and Administered Contracts, 7 Bell Journal of Economics 426 (1976)。在分析公共设施监管的历史起源时，Priest也进行了相同的论述。参见George L. Priest, The Origins of Utility Regulation and the Theories of Regulation Debate, 36 J.L. & Econ. 289 (1993)。

不完备法律（下）

——一种概念性分析框架及其在金融市场监管发展中的应用

卡塔琳娜·皮斯托 许成钢

第四部分 英国金融市场监管的发展

在这一部分，我们以英国金融市场监管的演变为例，说明前文提出的理论框架。因为金融市场监管这一主题过于宽泛，我们仅分析与公开发行股票时的虚假信息陈述有关的法律制度。

选择英国主要是基于几个因素。英国不仅是第一个工业化的经济体，而且是第一批形成与公司证券有关的成熟金融市场的国家之一。英国还是普通法的起源国，而普通法这种法律体系被广泛认为拥有有效的法庭。随着金融市场的发展，社会经济和技术的高速变革带来了许多挑战，法官为应付这些挑战创设了大量法律，因此，英国为检验法官立法的有效性提供了一个出色的案例。普通法的内容随着新型案件不断提交到法院而与日俱增。事实上，司法推理的主要内容是区分新旧判例，并确定能否沿用原有法律来处理那些新的案件事实。虽然研究普通法的理论家们并不使用“法律的不完备性”这一词语，但仍广泛公认一个观念，即普通法不断受到新出现情况的挑战。如前所述，一些学者认

成立于1602年的荷兰东印度公司在1609年向投资者发行股票，此后荷兰建立了第一个证券市场。参见Larry Neal, *The Rise of Financial Capitalism* (1990)。

Martin M. Shapiro, *Courts, A Comparative and Political Analysis*, (1981)；Edward L. Glaeser & Andrei Shleifer, *Legal Origins*, Q. J. Econ. (2001)。

仅参见有关法律方法的标准教科书，例如Jane C. Ginsburg, *Legal Methods-Cases and Materials*, (1996)。

为，相对于自上而下地强制施行制定法，这一过程更可能实现法律的效率。以关于虚假信息陈述的判例法为例，在这个曾经是并且依然是对社会经济和技术变革高度敏感的领域，我们试图探讨其中法官立法及执法的有效性。

此外，大量文献都关注19世纪后期美国监管型政府的出现，由此看来，关注另一个政治经济条件截然不同的国家似乎是可取的。事实上，在1986年“大爆炸”改革致使英国政府承担更多监管权之前，其金融市场的监管就已被誉为远优于美国在1929年股票市场崩溃之后所创造的监管模式。但是，进一步的考察揭示，在1986年“大爆炸”改革之前很久，监管职能就已在英国出现。从19世纪晚期开始，英国《公司法》规定了许多披露条款，后来这些都成为美国证券监管的组成部分。此外，伦敦证券交易所逐渐享有一些权利，可以对希望在交易所上市的公司进行筛选，并发布披露规则。我们下面将要解释，这些权力不像纽约证券交易所（NYSE）行使的权力那么广泛，但也还是客观存在的。此外，贸易工业部和公司登记处履行了一些在美国式证券监管中由政府所集中行使的职能。在我们分析的第三个对象德国，也能发现类似的趋势。我们观察到，在好几个国家中，都存在类似的从被动式向主动式执法的转变，以及立法权向监管者（它们或是政府的或是私人的）的再分配，这暗示着，在公共选择理论文献中通常未予讨论的一些其他因素可能一直在起作用。

最后，近期的一些文献将金融市场监管的出现归因于司法制度失灵，尤其是19世纪美国的地方性司法腐败。虽然有些人指称，英国法庭对于以董事或公

参见Paul H. Rubin, *Why Is the Common Law Efficient*, J. Legal Stud. 51 (1977); 以及George L. Priest, *The Common Law Process and the Selection of Efficient Rules*, J. Legal Stud. 65 (1977)。

仅参见George J. Stigler, *Public Regulation of the Securities Markets*, XXVII Journal of Business 117 (1964); 以及Benston, *Corporate Financial Disclosure in the UK and the USA* (1976)。最近对金融市场的联邦监管所作的批评，可参见Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 Yale L. J. 2359 (1998)。

出于本文的目的，我们不对政府和非政府监管机构进行区分。原因在于，我们的分析集中于证券发行人的责任，即他们必须保证投资者获得所要投资企业的必要且真实的信息。但从发行人的角度来看，相对于政府和非政府监管机构所履行的职能，他们之间的差别反而不太重要。

John C. Jr. Coffee, *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 Yale L.J. 1 (2001)。此后不久，Edward Glaeser和Andrei Shleifer提出类似的主张：*The Rise of the Regulatory State*, (2002)。（即《比较》第二辑“监管型政府的崛起”——编者注）。

司发起人身份出庭的尊贵绅士，要比对卑微的小偷或贪污犯客气得多，但是，对这段时期英国司法失灵的担心毕竟更少。由于我们认为，监管的出现是针对法律不完备这一根本问题，而这个问题即使是运行良好的法院制度也不可能解决，所以，我们选择一个在这段关键时期被司法制度的不良运行破坏得较少的国家。事实上，在以下讨论的判例法中，我们几乎没有发现什么证据能证明法官错误地解释了法律或法庭质量很低。英国法庭的裁定与原有判例法不仅是一致的，而且经常将之进一步发展。法庭在成文法和判例法所定义的制度性约束内运行，并遵循着将其设计为公正的裁判者即被动执法者的机制。在这些约束下，英国法庭和任何法庭所能做到的一样好。换句话说，我们对判例法的研究表明，法庭面临的法律不完备问题不可能仅靠提高法庭质量就能加以克服。相反，它是关于立法及执法权恰当分配的一个根本问题。

在下面的分析中，我们在第1节首先分析与虚假信息陈述有关的合同和侵权法的发展问题。在第2节，我们分析立法对证券市场发展带来的挑战所作的回应。最后，第3节将讨论监管框架的出现，这一框架在传统的法庭被动式执法之外增加了监管者的主动式执法。

1. 法、合同法和侵权法的不完备性

19世纪，英国在发展公司证券的交易市场方面充当了领导者的角色。金融工具市场的出现带来了一个根本问题，即原有法律是否能够以及在多大程度上能够适用于这些交易。根据英国法，股票被视作动产，能像任何其他资产一样使用和转让。这意味着，刑法、合同法和侵权法的一般原则能够适用。这些法律领域的主要原则已经发展了几个世纪。而证券市场的发展致使其中许多原则变得高度不完备，因为，那些早期用以决定刑事或民事责任，以及交易当事人之间风险分配的基本假定，都受到权利书据交易的挑战。

George Robb, *White-Collar Crime in Modern England: Financial Fraud and Business Morality, 1845-1929* (1992).

即使在英国，也只是在19世纪的后半期，公司证券才超过政府债券，成为股票交易所中的主要交易票据。1853年，70.2%的证券是由英国政府及其他英国公共机构发行的。1990年，它们仅占13.5%。增幅最大的是金融机构发行的证券（从1853年的1.1%增至1900年的6.4%）。铁路证券构成非政府证券中的最大组成部分（1853年为18.5%，1900年为43.4%），但这一增长很大程度上归功于外国，尤其是美国铁路公司的上市。详细情况，参见Ranald C. Michie, *The London Stock Exchange: A History*, 第88-89页，表3.2和3.3，1999。

我们下面所讨论的成文法和判例法并不是为了证明法庭或立法者的立法很糟糕而精选出来的。虽然，为了防止立法干涉，英国法庭本可以采纳更激进的判决并进一步发展法律，但当时的判决还是牢牢地扎根于原有的法律原则。我们的观点并非说恶法存在或制定过，我们的观点是，由于社会经济环境的变化，那些对某类案件而言尽善尽美的法律在适用于新案件时会变得高度不完备。因此，对于法律的质量，我们感兴趣的是它处理无法预见的未来可能事件的能力。

(1) 刑法

和其他法律领域一样，英国刑法的发展主要是通过判例法。处理有关公布和散发招股说明书者的刑事责任范畴的第一部成文法，是1861年的《反盗窃法》(Larceny Act)。它确定了董事、公司经理和其他明知在招股说明书中含有重大虚假信息的人的刑事责任。该法明确要求存在故意，这不仅很难证明(属于证据问题)，而且引起了更基本的法律问题，即什么才是相关行为责任的适当起点。还要注意的，这种犯罪只是轻罪(misdemeanor)而非重罪(felony)。此外，该法只处理了招股说明书包括虚假信息的情况，而未对遗漏信息的情况进行规定。判例法越来越多地揭示出，披露不足至少和虚假信息一样会侵害投资者。早期立法者未能对此问题做出规定，很好地说明了他们无法预见所有未来可能发生的相关事件。

我们无法获得全面的犯罪统计，但有间接的资料来源表明，在英国于19世纪和20世纪早期经历的那场投机泡沫中，对其中关键人物提起的刑事诉讼几乎没有成功的。一种解释是，刑事指控不得不满足相当高的起点。这与我们的理论分析完全一致。前面提到，刑法要遵守“罪刑法定”原则，这原则约束国家只

《反盗窃法》，1861 (24 & 25 Vict. c. 96), s. 84。

原文是：“任何人，作为任一法人和公众公司的董事、经理或公开官员，如果制造、传播或公开，或赞成制造、传播或公开任何他知晓为重大虚假的书面陈述或说明，从而故意……诱使他人……委托或预付任何财产与这一法人或公众公司的……，视为犯有轻罪……”。

详细的说明，参见George Robb, *white-collar Crime in Modern England: Financial Fraud and Business Morality, 1845-1929* (1992)。

另一个原因是没有执法能力。令人瞩目的是，19世纪70年代英国在这方面设立了一个公众检察官。而之前，是由犯罪行为受害人承担检察官的职能。参见David Philips, *Crime and Authority in Victorian England*, (1977)。众所周知，欺诈行为很难加以证明。直至二战后，苏格兰才设立反欺诈机构。在1986年完成的《罗斯基尔报告》(Roskill Report)中，仍可以发现对防止欺诈行为的热切期待。于是“严重欺诈行为办公室”(SFO)创立了，并且成为英国刑事司法制度的一部分。

能严格地按法律规定行使起诉和处罚权。但与此同时，在第II类型不完备性方面，这一原则使刑法变得不完备，因为法律中未明确规定的行为不会导致刑事责任。

随着时间的推移，法庭尽管很不情愿，但还是稍微放宽了这些原则，20世纪20年代，对一个著名的公司发起人Kylsant的刑事控告最终获得成功，便证明了这点。在被告推销的一家蒸汽邮轮公司的招股说明书中，披露了公司的业绩历史。但它并未提及，近年公司业务发展严重萎缩，并有大量贸易损失。法庭于是参照《1861年反盗窃法》作出有罪判决，尽管该条例仅对披露不准确信息的行为规定了刑事责任。被告就下级法院的定罪提起上诉，为此，英国“王座法院”（The King's Bench）不得不澄清，在刑法中是否允许对法律的措辞进行扩大解释，以及是否允许依法对招股说明书遗漏信息的行为定罪。法院裁定刑法必须“严格解释”。不过它认为，遗漏事实的刑事责任已包括在法律的措辞中。即使招股说明书中所有陈述从字面上看都是真实的，由于它所未加以陈述的内容，整个说明书也能被视作虚假的。这一澄清在《反盗窃法》通过60年之后才出台。

尽管如此，刑事定罪仍罕有发生。立法者试图通过修订刑法以及向执法机构分配额外资源的方式，提高国家惩罚违法者的能力。为了解决20世纪30年代后期大量涌现的股票欺诈发行事件，《防止欺诈（投资）法》于1939年被采纳。1958年该法被另一同名法案取代。法案将刑事责任扩展到在二次发行中不谨慎地包括错误信息的行为，还提及遗漏重大事实的行为，而先前只有故意行为才能被处罚。此外，如果证券发行信息的公布方式不符合《公司法》关于招股说明书的规定，即使这样公布的信息是正确的，依据该法也应承担刑事责任。

加强对欺诈行为执法的努力并未就此停止。近来，为加强刑事执法所作的最重要的努力就是颁布《防止欺诈法》，以及在1988年设立专门的政府机构“严

Rex v. Kylsant, C.C.A. 1931. 1 K.B. [1932], 442.

《防止欺诈（投资）法》，1958，6 & 7 Eliz. 2，380。法案的Art. 13(1)(a)规定：“任何人，做出他认为是误导性的、虚假的或欺骗性的陈述、承诺或预测，或对重大事实进行不诚实的隐瞒，或不计后果地制作任何误导性的、虚假的或欺骗性的陈述、承诺或预测，以这些方式诱使或企图诱使他人签订或主动要求签订任何协议，从而购买、处置、认购或包销证券或以此为目的的，视为犯有侵害罪，须处以七年以下的监禁。”

参见《防止欺诈（投资）法》第14条；也可参见L.C. B. Gower, *Review of Investor Protection* 20 (1982)。

重欺诈行为办公室”——负责对重大欺诈案件的调查和起诉。设立这一机构(SFO)是针对现有司法制度的不足,对重大欺诈案件进行防范和起诉。现有法律是不够的,设立SFO被看作是在推动那些处理严重欺诈案件的更完善法律的发展。虽然SFO并不独立行使剩余立法权,但它为国会立法提供准备。它也对作为执法活动之一的起诉行为提供支持。尽管它与立法和执法无关,但它因此而兼具那些我们认为与监管者相关的重要职能。

(2) 合同法

根据普通法所主张的合同求偿权要求在买卖双方之间存在合同关系。因此,对于要向信息虚假陈述负责的个人(或代理人)而言,只有那些直接从其手中购买证券的投资者才可以起诉他们,而在二级市场购买股票的股东是不能起诉他们的。合同关系在本不相互负有义务的当事人之间确定了专门义务,这使得合同的求偿权相对容易被证明。同时,法庭试图平衡合同当事人的权责。法庭根据包括证券法在内的新判例法重新界定了合同法的一个核心原则,即Caveat emptor(拉丁文,意为“购者自慎”或“商品售出,概不退换”)。这一规则可追溯至16世纪早期。根据这一规则,不对商品进行适当的检验将丧失以合同为基础所主张的求偿权。这一原则假定双方当事人有平等的信息获得渠道,而且,在买卖双方的利益天生就存在冲突的情况下,它反映了分配双方责任的合乎常情的方式。但金融工具的交易不同于实物资产的交易,原因在于,买方很难对所购买的商品进行检验。事实上,依靠包括卖方或中介机构在内的其他人来提供信息,是金融市场交易的特点。随着证券交易的发展,法庭因此不得不重新界定买卖双方的义务范畴,包括,卖方向买方提供信息的义务的范围,以及买方利用他可获取的信息资源的义务的范围。

最重要的合同救济方式是撤销合同,即解除合同关系。根据现有合同法,如果买方在发现使其有权撤销合同的事实之后仍确认了合同,则他将丧失撤销合同的权利。一个很明显的例子是,买方在发现了货品的瑕疵仍不断使用。但投资者/股东与公司之间的复杂关系带来了一个新问题,即什么可视为对合同

<http://www.sfo.gov.uk/about/creation.asp>.

这一原则的形成,可以清楚地追溯到Anthony Fitzherert's *Booke of Husbandrie*, 1524 § 118, 在其中,他提醒可能会买马的人:如果马已被驯服并骑上了,那么购者自慎。参见Heinz-Dieter Assmann, *Prospekthaftung* 21 (1985)。

的确认：卖出股票，建议经纪人卖出股票，还是参加股东大会。

最后，法庭不得不解决一个问题，即在有限责任公司内如何平衡股东和债权人的权利。英国通过的第一部成文公司法是《1844年公司法》，它允许公司只经登记即可自由设立，但它本身未授予股东以有限责任。直至1855年才做到这点。这种变化意味着，债权人只同公司订立了合同，而不是与股东，因此他们只能对公司执行其求偿权。这种新安排影响了公司及其股东之间的合同关系。既然股东可以在债权人执行其求偿权之前收回投资，那么是否即使公司破产了，股东仍可以撤销合同呢？

在下面的分析中，我们要讨论法庭是如何处理这三个问题的，即购者自慎、合同的确认，以及股东和债权人之间合同权利的平衡。

a. 购者自慎

为了说明现有合同法在证券交易方面的不完备性，我们考察以下案例。1865年，Briggs先生购买了一家麦芽公司的股票。他阅读了招股说明书，其中将蛇麻和麦芽的生产及仓储列为公司的主要经营业务。但他并未意识到，招股说明书的条款与公司章程不一致。而后者通过公司登记处即可查阅，招股说明书中也的确明确提及这一文件。但是，直至股票发售之后，Briggs先生才查看公司章程，发现其中一项条款允许公司董事“向种植者、生产者或销售者，以及他们认为合适的其他人预付蛇麻和其它产品的货款，并在他们认为合适的时候对证券（无论是可转让的还是不可转让的）进行投资。”换句话说，除了生产和仓储业务，公司还可以从事金融业务。知道这些后，Briggs先生建议其经纪人卖出股票。由于该股票交易已经暂停，不可能再卖出，他试图撤销合同。法庭认为：“股票的申购者不能以忽视公司章程的条款作为借口。”法庭确认了“购者自慎”原则适用于证券交易，从而澄清了一点，即查询其本身容易获取的资料是买方的义务。不过，法庭没有对这一问题给出最后意见，因为它出于其他原因驳回了上诉。

以上裁定没有解决问题。法律仍是不完备的，因为它并未明确，买方在多

这三个领域仅仅选择了证券交易向立法者和执法者提出的部分挑战，但却是很有意义的一部分。

Ex parte Briggs (1866) LR 1 Eq 483 at 484.

参见以下“合同的确认”一节。

大程度上有了解情况的义务。仅一年之后，英国上议院在一起案件中裁定，如果招股说明书明显存在虚假，卖方不能以“对方只要进行合理的询问就可能已经了解真相”为由进行抗辩。在该案中，相关的招股说明书掩盖了这样的事实：公司还未从中间人手中取得在委内瑞拉建设铁路的许可，并且这一交易的成本会占公司为勘探所要筹集资本的10%。相反，招股说明书使人产生这样的印象，即所需的许可已经拿到了。在这样的情况下，用Chelmsford勋爵的话说，买方有权“反驳他的反对者”，“至少，你，为了吸引我签合同而陈述了不实信息或隐瞒真相的人，不能控告我缺乏谨慎，因为我已经绝对信赖你的公平和诚实。”

假定证券交易的当事人信息不对称，法庭会限定“购者自慎”原则的适用条件，以使不诚实的发行人不能轻易用它作辩护。结果便是，现在这一原则变得不太严格，从而产生了第I类型不完备法律（宽泛，标准模棱两可）。虽然合同救济的范畴扩大了，但代价是买卖双方彼此承担的义务的不确定性也更大，而这又引起了更多而非更少旨在澄清法条含意的诉讼。

b. 合同的确认

根据19世纪中叶发展的合同法，如果买方在知悉使其有权撤销合同的事实之后仍采取了确认合同的行为，则他不能主张撤销合同。原有法律没有明确在证券交易中哪些行为可以视为“确认”行为。法庭越来越感到担忧，证券购买者会为了赌一个好结果而冒险，而一旦结果不利于他们就去追究卖方的责任。

在上面讨论的“Briggs案”中，法庭认为，Briggs要求经纪人抛售股票是以股票所有者的身份行事，这表明，Briggs已经确认了合同，从而丧失了撤销合同的权利。法庭的推理是，当时Briggs已经知晓公司章程的内容，即他当时可以撤销合同。因此抛售该股票表明他已默示地确认了与该公司之间的合同。本着同样的态度，英国衡平法院判定，如果项目的实际期限明显不同于招股说明书的内容，而股东仍积极支持投资项目继续下去，在这种情况下股东无权撤销合

Directors of Central Railway of Venezuela v. Kisch (1867) L.R. 2. H.L. 99.

出处同上，第121页。

Horst Roller, *Prospekthaftung im Englischen und Deutschen Recht* (1991).

parte Briggs (1866) LR 1 Eq 483 at 487.

同。 法庭解释到， 股东本可以立即提出抗议， 要求公司按招股说明书行事， 否则就撤销合同。 在股东为了挽救投资项目而支持对招股说明书的背离之后， 他就受到合同条款的约束。 结果便是， 公司有权要求他缴清所认购股票价款的余额。

法庭认为可视为对合同的确认的其他行为包括： 参加股东大会并对股东事项进行投票。 但沉默也能视作确认吗？ 在关于苏格兰石油公司（ Scottish Petroleum Company ） 的案件中， 有一名股东相信招股说明书中列出的董事将切实履行其义务， 因此认购了股票并缴清了部分购买价款。 股票分配后不久， 其中两名董事辞职， 他要求退出股东名册并返还其投资。 公司拒绝了， 来回沟通几次之后， 问题悬而未决。 一年之后， 公司被清算， 公司接受人要求股东缴清其未缴资本。 法庭裁定， 原则上， 董事早期的辞职能证明撤销合同是正当的。 但是， 股东在公司否定其撤销请求之后的不作为可视为一种确认。 法庭认为， 虽然股东可以过一段时间再采取其他额外行动， 不过， 一旦股东获悉所有事实， “ 他应当毫不迟疑地加以反对 ”。 但是， 在股东不知道这些事实时， 同样的理由还适用吗？ 那么这以后他能以欺诈为由撤销合同吗？ 1896年， 上议院认为， 如果股东对欺诈不知情， 但在公司就其所认购股票的支付问题进行起诉时， 股东发现了欺诈， 那么他可以撤销合同。 他甚至可以不宣布撤销合同， 直至公司起诉他。

这些判例证明， 在股东和公司关系的背景下， 合同的确认已经发展出新的含意。 法庭以既定法律原则为基础对这些案件做出判决。 他们对法律进行零敲碎补， 但是， 由于行为人不断突破法律的界限， 或新的发展对法律的适用范围提出质疑， 所以每种新的解决方案最终还是会引起新的诉讼。

c. 合同的撤销与债权人权利

即使撤销合同是可能的， 并且股东也并未采取确认行为， 他们仍可能丧失对公司债权人的撤销权。 显然， 如果股东要求返还出资或免除他们缴清认购资金的义务， 这总是会使债权人面临潜在的风险。 然而， 这只是承认1855年法律引入的有限责任概念所导致的逻辑结果。 债权人对公司有求偿权， 而对股东没

Sharpley v. Louth and East Coast Railway Company (1876) 2 Ch.D. 663. 在这个特殊案件中， 相关股东是当地的社会活动家， 他强烈支持修建17英里的铁路， 把该镇和东海岸的其他地方连接起来， 但没有筹集到足够的资金。 后来他支持把路修得短些， 最终还是失败了。

(1883) C.D. 413.

Aaron Reefs , Limited v. Twiss , .L. 1896 , 273.

有直接求偿权，但在公司无法偿债、破产或清算的情况下，这种观点还能允许股东撤销合同吗？在这种情况下，法庭应当事人的请求出面，对高度不完备法律的含意加以明确，并阐述股东和债权人权利的差别。

在“Oakes v. Turquand”案中，法庭裁定，一旦债权人通过申请债务人公司破产来执行对公司的求偿权，则股东必须承担其相应责任。股东保留对欺骗他们的人的求偿权，但丧失了对公司的求偿权。至于股东丧失撤销合同权的确切时间则还要由将来的诉讼确定。1879年，法庭确定，无须正式开始清算程序，只要公司丧失偿债能力就足以使股东丧失撤销权。在清算程序开始之前但公司无法偿债之后这段时间，如果股东启动撤销合同的程序，问题就产生了。在法庭看来，关键问题不是程序是否已正式启动，而是这样的事实，即在公司无法偿债之后，新债务的承担不再是公司的事而是债权人的事了。但是，在一个案例中，在公司启动解散程序之前，股东提交了一份书面陈述阐明其申请反诉的意图，那么，在清算开始之后股东正式宣布撤销合同就不成问题了。

d. 小结

合同法的基本原则可追溯到几个世纪之前，然而其适用范围却随时间而改变。资产性质或交易类型的差异致使原有法律变得不完备。证券市场的发展为合同法带来了新的挑战（例如，严重的信息问题更多了，流动市场也更多了），人们心目中在各种交易中建立起来的风险分配、权利和责任这些概念，也受到了质疑。以上讨论的案例表明，法庭修改法律原则以适应环境变化的能力是很强的。但由于每种法律解决方案都创造了新问题，他们并未成功地创造出完备法律。如果被告存在欺诈，“购者自慎”原则不会阻碍合同救济的实现，而一旦法庭承认这点，进一步挑战该原则的大门便已敞开。与此类似，当法庭判决，只有破产能阻止撤销权的实现时，他们还要判决公司丧失偿债能力时的情况。显然，合同法并未向证券购买者提供有力的救济。市场的流动性意味着，在证

(1867) L.R. 2 H.L. 325。有趣的是，法庭本身注意到了这些新公司给法律带来的挑战。Cranworth勋爵明确地指出：“如果从商者大量组织起来从事特定的贸易已成为他们的习惯和利益，那么很明显，这个国家的法律中的一般条款没有能适应这些团体的需要。”参见Aaron Reefs, Limited v. Twiss., L. 1896, 第358页。

参见Tennent v. The City of Glasgow Banks and Liquidators (1879) H.L. 615
出处同上，第622页。

In re General Railway Syndicate (Whiteley's Case) C.A. 1900, 1 Ch. 365.

券购买者发现问题的同时，证券已几易其手，结果就是当前的持有者丧失了对虚假陈述者（即公司、董事或发起人）的合同求偿权。此外，公司入市退市的快速周转经常意味着，在发现欺诈时合同求偿权已毫无价值。因此许多索赔者选择以侵权为由提出求偿，起诉公司、董事和发起人欺骗他们。

（3）侵权救济

与合同求偿权不同，以侵权为由的求偿权并不要求在原被告之间存在合同关系。因此，根据侵权原则，那些信赖了不合法信息的投资者能要求更多涉案者承担责任。但对被骗的投资者不利的是，侵权责任的起点高于合同求偿权的起点。侵权法规定，根据侵权法规则，原告必须证明被告有故意或至少证明重大过失才能确定侵权责任。根据不完备法律的核心观点，更重要的是，侵权原则的发展一直是以对财产、人格尊严和生命的侵害为基础的。原有原则能轻而易举适用于贪污案，但不能同样恰当地适用于信息虚假陈述案件。简单地说，证券市场的发展使侵权制度的转变变得必要，即从针对“蓝领”类型的行为过渡到针对“白领”类型行为。

19世纪中叶之前，要成功地指控欺骗行为，其基本要求可总结成一个公式，即，“要不是”（but for）不合法的信息，另一方不会签订合同。但不合法信息是导致购买股票的惟一原因，或主要原因，或仅仅是众多原因之一，在这些不同情况下，要判断不合法信息的重要性，这一公式的作用很小。难道任何错误，包括招股说明书对未来发展的错误判断，都会导致承担责任？确定销售者的“故意”要什么条件：难道他必须肯定地知道，那些信息在客观上都是虚假的？而且，即便他的想法可能很不合理，要是他确实相信信息的真实性，又会如何？最后，在二级市场上，如果购买者是依赖初次公开发行时发布的招股说明书而购买股票的，他们能享有以侵权为由的求偿权吗？

由于侵权法在证券市场发展之前就已存在，对上述问题中的大多数，它无法提供清楚的解答，因此是高度不完备的。

a. 信息的虚假陈述

招股说明书是公司及其发起人用以吸引投资者的工具。它的作用差不多是

Shannon, *The Limited Companies of 1866-1883*, 4 *Economic History Review* 290 (1933)。第292页有一个计算：在1866-1874年，注册为有限责任公司的6111家公司中，大约1878家即31%失败了；从1875-1877年，这一比率为33%；从1878-1880年，则为45%。

一种包括了投资项目信息的文件，而这种投资项目信息便是吸引注意力的一种方式。自从1844年开始，那些希望向公众发股的公司就不得不公布招股说明书，但法律最初并未对这一文件的内容进行规定。

1867年，一名股东对一家公司及其董事提起诉讼并要求索赔，他声称，他被招股说明书中的一项条款误导了，该条款说董事及其朋友购买了大量该公司的股票。但事实上，他们没有一个人在其中有大量股份。股东提出，在认购该公司股票时，他信赖这一条款，但认购当时，董事及其朋友的股票却已经变现了。本案的一个重要问题是，股东及其朋友所持股份的信息对交易而言是否为重大信息。法庭对此持肯定意见，但它并未就怎样区分重大信息和非重大信息作太多指导。显然，“重大”是一个高度不完备的概念，如果没有对案件细节的详细了解，几乎不可能判断它的内容。这暗示着，在了解事实之后，剩余立法权最好分配给一个擅长行使这种权力的机构，例如法庭。

同年的另一案件产生了这样的问题：信息的遗漏是否构成欺骗？在该案中，一家被质疑的公司从另一家公司转移过来一笔巨额债务，而它恰好是后者的合法继承人，但这家公司没有披露这项债务转移的合同。虽然法庭承认，遗漏重要事实可视为信息的虚假陈述，但是它否定了本案被告的责任。法庭认为，关于信息披露的成文法条款并未规定披露合同的义务。针对这一判决，《公司法》进行修订，加入了一项条款，规定邀请股票认购的招股说明书“应当明确公司或发起人、董事或其受托人（……）所签订的任何合同的日期和当事人名称，任何未明确该内容的招股说明书或通知将被视为欺诈……”。但这一条款几乎没有产生效果。经证实，对投资者而言，列出所有合同只会更让人糊涂而非让人更明白，当然，也不能保证投资者能发现那些会对其造成潜在损害的合同。此外，列出合同的日期及当事人名称并不能揭示合同的内容。1900年修订的《公司法》对招股说明书中所需披露的内容进行了更全面的监管。法律仍要求

34 *Henderson v. Lacon* 1867, L.R. (Equity Cases) 249.

刑法方面，同样的问题后来在“*Rex v. Kyslant*”案中得到处理。这一案件在以上III.1.a讨论过（见*Rex v. Kyslant*, C.C.A. 1931. 1 K.B. [1932], 422.）。

In re Overend, Gurney & Co. (1867), L.R. 325.

参见1867年《公司法》第38条。

1900年《公司法》第10条，63 & 64 Vict, 100。必须披露的内容包括：公司备忘录，股票数目，董事及被提名董事的姓名等。

列出合同，但公司在日常经营过程中所履行的合同，以及在公布招股说明书之前三年签订的合同，都被排除在外。此外，法律还要求公司说明可查询这些合同的时间和地点。这些修订反映出立法者为明确披露要求所作的努力，从而提高了有关信息虚假陈述的法律的完备性。这些修订还证实了，当立法者改变法律以适应判例法的发展时，他们定然无法预见未来的发展，因此要经历一个广泛学习的过程，这说明法律总是不完备的。在《公司法》于1928年修订之前（1929年合并），法律规定了一个详细的附表，它列出了招股说明书中所需披露的全部内容。总之，到20世纪20年代后期，一个关于事前披露规则的全面制度已经建立，在这个制度中，大量事前披露规则规定在《公司法》中，并由法庭的被动式执法加以保障。

根据原有的判例法，并非所有虚假陈述都会引起诉讼，只有那些设计成诱导投资者购买股票的虚假陈述才会这样。通过另一个案例，我们可以说明判断因果关系的困难。某公司的招股说明书邀请投资者认购无抵押债券。其中说到，这些钱将用于公司改建、购买马匹和大篷车、发展公司贸易，但事实上，钱是要用来填补现有债务的。法庭裁定，这一陈述诱使投资者相信债券将有财产担保，既然事实并非如此，董事应承担责任的。法庭用这一案例总结了在以欺骗为由的讼案中需要考虑的主要因素。首先，招股说明书不仅要“对可能性，或可能事件，或陈述者认为可能会发生的倾向做出陈述，而且那些在法官或陪审团（……）看来，尽管其实并不存在但可以当成存在来陈述的事实也要包括在内。”这些相当含糊的词语表明，法官划分“事实”和“意见”的界限有多困难。第二，陈述必须是欺诈性的。根据法庭的意见，欺诈行为并不要求故意告知谎言。如果一个人陈述事实“轻率，并以一种赌博的心态这样去说话”，他就是故意不作更多的调查而认可了一项陈述，若非这一陈述，投资者不会掏出钱来。

欺诈行为的这一定义非常狭隘。法庭要求存在“轻率”，这暗示，过失的虚假陈述是不承担责任的。按早期判例法的这种宗旨，1889年判决的标志性案件

39 Art. 10 (1.) (k) CA 1900, 63 & 64 Vict.

Art. 35 CA 1929, 19 & 20 Geo.5参见法案附件中第四张进度表。

Edington v. Fitzmaurice (1884) C.D. 459.

出处同上，第465页。

“Derry v. Peek”案不得不重新评估。铁路公司的招股说明书中说，相关政府机构已经批准，授权他们将畜力铁轨改建成蒸汽动力铁轨。但事实上，政府的批准只是授权改建部分铁轨。公司解散之后，亏了钱的股东起诉董事，要求赔偿。上议院确认，从客观角度而言，招股说明书中的陈述不正确。但法院仍免除了董事——“五个品行优秀的人”——的责任，因为，他们诚实地相信其所作陈述是正确的。由于举证责任在原告，但原告不能证明存在欺诈，法院不支持其对被告有欺骗行为的起诉。上议院审查了那些试图辨明侵权法一般原则的早期判例法。它批评了那些试图在个别案件中主持正义却不坚持既定法律原则的行为。“也许，颁布这样一部法律是合适的，它规定公众公司的招股说明书应该保证所有陈述的真实性”，但现有法律并未包括这样的条文。不过，上议院的意见透露出来的关键信息是，它并未要求法庭填补空白并制定更完备的法律，而是要求立法者这样做。

应用我们的不完备法律框架进行分析，“Derry v. Peek”案清楚地说明，虚假陈述中存在过失不足以确定欺诈，从而明确了但也因此缩小了那些会引起责任的诉讼范围。判决中所引用的法律对责任起点的规定较高而且主观，也没有对会引起责任的结果进行范围上的限制。在法庭看来，最合理的是要避免打击厌恶风险人群从事金融市场活动的积极性（“反对理由是……要避免如下风险：使受人尊敬、富有责任感的人不愿担当发起人，或让那些两种条件均不满足的人取代他们”），即防止执法过度。

法庭对立法干涉的需求，使得立法者在“Derry v. Peek”案判决仅一年之后就颁布了《董事责任法案》，以期降低责任的起点。根据这一法案，股东和董事在虚假信息陈述中存在过失时，要被追究责任。法案规定，除非陈述的责任人能证明，他们“有合理的理由去相信，并且直到股票、无抵押债券或债券股分配时，根据当时的情况，也确实在相信其陈述是真实的”，否则，招股说明书或其他关于股票发行的通知中的任何不实陈述都会引起责任。被告必须证明其有理由相信陈述的真实性，这一举证责任的转移，有效地在法律上降低了责任的

Derry and Others v. Peek, [1886-90] All E.R. Re 1.

招股说明书明确说明“公司有权使用蒸汽或机械动力代替马匹”，出处同上，第6页。

出处同上，Bramwell勋爵，第9页。

随着《董事责任法案》在1890年获得通过，这一要求实现了。

起点。没有这样的证据，导致损害的任何虚假陈述都将产生责任。如果该法案在“Derry v. Peek”案之前采纳，那么毫无疑问，那些董事不得不对股东加以补偿。

随着1967年《虚假陈述法案》的采纳，责任的起点得以进一步降低。该法案没有明确地针对证券，但更一般地解决了信息虚假陈述的问题。根据其条款，如果侵害者不能证明其信任信息真实是合理的，那么即使无意的虚假陈述也能产生责任。按照我们的概念性框架，《董事责任法案》及之后的《虚假陈述法案》将法律不完备问题从第I类型转变为第II类型。因此，这对于法庭就意味着，他们剩余立法权的范围比以前预期的要更广泛，并且还包含他们早先驳回的案件。

但在证券交易领域之外，“Derry v. Peek”案所摒弃的欺诈法原则仍可适用。直至1963年，上议院才说明，行为存在过失也会导致承担信息虚假陈述的责任，这样便降低了责任的起点。虽然“Derry v. Peek”案最终被驳回，它还是使得上议院有机会回顾该案及其相关案件，并重述过失虚假陈述的条件。勋爵们声称，从“Derry v. Peek”案之后的判例法来看，“如果没有合同，无意的但存在过失的虚假陈述并不会导致诉讼，但就这一问题，我们必须承认，在‘Derry v. Peek’案中并未确定任何普遍原则。”“Derry v. Peek”案判决时，法庭不愿意沿用同样的行为标准来对待契约中的措辞。但这样的态度逐渐改变了。现在，措辞（即信息或建议）会因其中存在过失而引起责任已成为广泛接受的观点。勋爵们很谨慎地指出，过失责任的存在要求当事人之间有特别关系。但是，他们拓宽了满足这些条件的关系的类型。尤其是，他们解释说，特别关系并不要求存在明示或暗示的合同，也不受信托义务的限制。相反，它包括“所有满足以下条件的关系：寻求信息或建议的一方明显信任另一方会履行环境所要求的一定程度的注意；他这样认为是合理的；另一方在知晓或应当知晓询问者对他

UK ST 1967 c. 7.

Hedley Byrne & Co. v. Heller &* Partners (1963) All. E.R. 577. 在该案中，一家银行对它要贷款的公司的财务状况产生怀疑。于是它与公司往常的借款银行联系，要求他们秘密报告公司的财务状况。他们以“银行及其主管不承担责任”为前提，回答说公司状况良好。然而该公司很快破产，银行亏了一大笔钱。它起诉那些提供错误信息的银行。由于两家银行之间不存在合同关系，诉讼以侵权为由。案件最后被驳回，在上诉过程中，上议院也支持这一判决，主要原因是银行在提供信息时清楚地说明“不承担责任”。

Hedley Byrne & Co. v. Heller &* Partners (1963) All. E.R. 577, 第581页。

的信赖后也提供了信息或建议”。这些判例标志着英国判例法从第I类型向第II类型不完备法律的另一转变。它对参与者强制规定了宽泛的责任，但这些责任要遵循法庭依法确定的事实。

b. 对谁承担责任？

“Hedley v. Byrne”案解决了一个多年来不断产生诉讼的问题，即董事、公司发起人及其他对招股说明书内容负责的人应该对谁承担责任。上述例子已表明，招股说明书中所包括的或遗漏的信息对确定招股说明书负责人的责任是至关重要的。显然，因侵权而产生的诉讼并不要求存在购买股票的合同关系。但这也不意味着，任何信赖了招股说明书的人都有求偿权。为了确定责任，他们要求，“在进行陈述的董事和声称被欺骗并因此受损的当事人之间，要存在一定联系。”在这一案件中，原告没有直接从公司购买股票，而是在二级市场购买的。法庭认为，招股说明书是为初次公开发行而发布的。董事和二级市场的股票购买者之间没有任何直接联系，因此不对其承担责任。

在很大程度上，这使二级市场的购买者没有一个真正的机会来弥补损失，因为其直接销售者并非制造或散布不合法信息者。这使得股票发行人可以针对二级市场的购买者来做出某种设计，从而在招股说明书或其他信息中不包括那些能使自己承担责任的不合法信息。法庭很快就遇到了这样的设计，因为他们早期的判例法确实开启了一道大门，让某些人能够设计策略规避第II类型不完备法律。

19世纪70年代，有一对父子开办了一家公司，在南非的德兰士瓦省勘探金矿。投资者受邀购买股票。招股说明书的信息说明了一吨石英的产金量，而这在客观上是错误的。原告收到招股说明书后没有购买股票。但几个星期后，一张大报刊登了一篇文章，题为《南非萨瑟兰金矿的大发现》，文中声称发现了许多金子。基于他保留的招股说明书以及报纸报道的这个好消息，原告在二级市场购买了股票。但后来发现，这篇新闻报道是儿子操纵的，而且这还只是父子俩策划的欺诈阴谋的一部分。法庭将这一案件与“Peak v. Gurney”案加以区别，它声称，公布招股说明书以及发布新闻报道都是一个整体预谋的一部分，而这个预谋就是要诱使那些早期读过招股说明书的人购买股票。因此，法庭做出有

Reid勋爵，Hedley Byrne & Co. v. Heller* Partners (1963) All. E. R.，第583页。

Chelmsford勋爵，Peek v. Gurney (1873) L.R. 377 at 399。

利于投资者的裁定。如果属于整体预谋，则招股说明书内容的负责人所承担的责任就要拓展到二级市场的购买者，但对“整体预谋”的定义还留待将来的判例法解决。这样，判例法确定了一些宽泛的行为准则来描述责任范畴，从而又一次使原有法律原则变得更不完备。

金融实践随时间而产生变化，从而对招股说明书仅针对初始购买者这一原则提出了质疑。1996年，一名投资者起诉，他购买了一家未上市公司的证券，其中有在初次公开发行时购买的，更多的是后来在二级市场购买的。两次投资决策，他都信赖招股说明书中陈述的信息，而这些信息经证明是错误的。被告辩称，他不应对二级市场的股票购买行为承担责任。但法庭裁定支持原告，它指出，商业实践多年来已发生巨大改变。如今，招股说明书的目的不仅是促使投资者成为初次公开发行的配售对象，还要促使公众在二级市场购买。根据这一改变的实践情况，发行者和二级市场购买者之间的关系足以确定责任。在因欺骗而产生的侵权诉讼中必须存在原被告的特别关系，判决承认了这一原则，但极大地扩充了其中所指的“关系”的范畴。

c. 小结

直至进入19世纪，侵权诉讼的主要内容仍是针对人或物的侵权行为问题。随着金融市场的发展，措辞越来越重要，它使得重新评估引起侵权责任的行为类型变得必要。为了避免扼杀市场，法庭一直努力着，在为投资者利益提供有效的法律保护和限制责任范围的需要之间进行平衡。他们也非常谨慎地保护既定的侵权法律原则，避免仅仅为了适应市场的局部（即证券交易）而迅速对其进行全面修订。多重目标的存在，使得仅仅在几个案件中，发展出更明确、更完备的判例法。更常见的情况是，法庭扩大原有法律原则以涵盖新案件，却因此模糊了法律的界限，创造出更不完备的法律。这方面的例子包括：承认措辞和行为同样重要；将责任的范围扩大到在二级市场而非初次公开发行中购买证券的索赔者；将责任起点从重大过失降低到简单过失。在确定什么样的行为会产生责任这一问题上，这些策略增加了不确定性，从而削弱了法律的阻吓作用。这一规则的例外是“Derry v. Peek”案。在这一案件中，法庭驳回了追究董事过失责任的想法，但将这一判决提交给了立法者。立法者也确实干涉了，制定了一项比原有判例法宽泛得多的法律，虽然这样增加了第II类型不完备性，但也因

Possfund Custodian Trustee Ltd and Others v. Diamond and Others (1996), 2 All ER 774.

此减少了第一类类型不完备性。

我们讨论的判例法不是错误的或者“糟糕”的法。在每一案件中，法庭都面临着一种权衡，是坚持既定的法律原则，还是改变它们以适应面前新型案件的需要。假定他们具备当时市场交易性质的有限信息，其判决的正当性便很好证明。如果法庭对市场变化更敏感，在某些场合，立法干涉可能就不需要了。但是，我们仍心存疑虑，这是否足以保证执法的有效性，从而防止对主动式执法者即监管者日益增长的需要？

2. 监管者的出现

有些法律领域随时间而发生了巨大的变化，尽管做了许多努力进行调整，结果仍是高度不完备，而且，这些领域内损害行为会产生大量负的外部性，对于这样的法律领域，我们以上各部分的分析表明，判例法和成文法都不能提供完全令人满意的解决方案。本部分探讨监管职能在英国的出现。我们已经提到，我们并不强调监管者的性质是私人的（即证券交易所）还是政府的。我们感兴趣的主要是监管职能，包括剩余立法和主动执法，这些职能在英国是由私人 and 政府机构共同履行的。伦敦证券交易所作为英国主要的证券交易所，承担了越来越多的监管职能。此外，贸易工业部也被立法者授予监管权。近来发生了一些变化，监管职能首先划归到证券投资委员会（SIB），后来是金融服务局（FSA），后者现在负责监管对公众的股票发行。

有关证券交易所承担监管证券发行的职能的证据，最早可追溯到1827年。外国股票交易所的记录中说到，负责证券上市的交易所委员会曾经拒绝过一家外国政府的证券上市，因为它以前有过违约。此例证明了交易所对那些可能导致损害性结果的行为（即向公众发行证券）有进行制止的意愿和能力。但这一事件终究只是一件孤立事件。在相当一段时间内，证券上市许可的一般规则都未能确定。这些上市许可都是按个案决定的，主要考虑股票的预期流动性，以及对交易所会员的赢利性。

伦敦证券交易所颇花费了一段时间才意识到，它不仅要保护交易所及其会员

外国证券交易所后来与伦敦证券交易所合并。

Victor E. Morgan和W. A. Thomas, *The London Stock Exchange-Its History and Functions* 152 (1962)。

Ranald C. Michie, *The London Stock Exchange: A History* (1999) 75 at 83。

的利益，还要保护更广泛的投资大众的利益，而事实上，这些目标是相关的。在英国，公开发行都是通过交易所进行，这一事实强化了交易所保护投资者利益的关键作用。两种行为，即发行股票和在交易所上市，是当作一种行为来做的，所以实质上所有公开交易的公司都遵守交易所的规则。因此，证券交易所通常要为股票市场的丑闻而受谴责就毫不令人吃惊了。此外，交易所交易证券的质量会影响交易所及其会员的业务，这一点也日益明显。

19世纪末，伦敦证券交易所建立了一些筛选机制，主要是披露要求。这些要求以今天的标准来看是较低的，但却已超出了当时公司法的要求。这些规则要求公司提交一份招股说明书副本；一份法定声明，其中要说明向公众配股的数额，已缴清的数额，以及对证券即将发行所作的确认。如果是新公司，还要求提交关于资本和股票面值的一份陈述。只有满足了这些要求的公司才能在交易所上市。

Ranald C. Michie, *The London and New York Stock Exchanges* (1987)；最近的有John C. Jr. Coffee, *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control* 111 Yale L.J. 1 (2001)。这两篇文献都讨论到，LSE不如NYSE那样主动地行使主动式执法权及事前立法权，从而不像NYSE那样发展成主动性监管机构。Coffee认为，这一差别与交易所结构、会员规则以及交易所在各自市场上所面临的竞争相关。

这一实践与欧洲大陆及美国的情况明显相反。在欧洲大陆国家，上市与股票公开发行是分开的。事实上，法国和德国都要求公司在登记之前配股——尽管，在较小范围的股东中配售股份，然后通过以后的增资及二次发行，或通过原始股东在公司成立之后卖出股票来扩大范围，这样当然都是可能的。美国与英国的主要差别在于，在美国，许多公司是进行柜台交易而非在正式交易所进行交易。要分析欧洲大陆和美国在发行方面的差异，可参见Friedrich Kessler, *The American Securities Act and Its Foreign Counterparts: A Comparative Study*, 44 Yale L.J. 1133 (1935) at 1136。美国采纳《证券交易法》之后，美国和英国之间有关初次公开发行的法律的比较，参见John Hanna和Edgar Turlington, *The Securities Act of 1933*, 7 S. Cal. L. Rev. 18 (1933)。

19世纪中叶的英国公众对证券交易所的普遍态度，Stuart Banner, *Anglo-American Securities Regulation-Cultural and Political Roots, 1690-1860*, (1998)一书有很好地概括。有关这本书的评论，参见Paul Mahoney, *The Pernicious Art of Securities Regulation*, U. Chi. L. Rev. 1373 (1999)。

1900年的英国《公司法》中规定了第一套全面的披露规则。

Victor E. Morgan和W. A. Thomas, *The London Stock Exchange-Its History and Functions* 152-53 (1962)。相反，Ranald C. Michie, *The London Stock Exchange: A History* (1999)，在该文中，作者论证了，二战结束之前LSE并未承担这类权力，当时，政府压力是一个重要因素，促使交易所本身承担监管权，而不要被动地接受政府监管。

起初，交易所没有多少能力从事持续性监督。但在20世纪30年代，交易所对其执法角色进行重新定位。当时，国内公司证券的市场已成为交易所的核心市场，而且，在1928/1929年以前，成文法已经超过了交易所的披露要求，已有效地对高度自治的交易所强制施行自己的制度。尽管如此，在20世纪30年代早期，当投资者意识到推销股票的不当行为如此普遍而法律却无法防止之后，信心直落。伦敦证券交易所面对的压力越来越大，要么改善其监管制度，要么面临更大范围的政府干涉。交易所的反应是，强行规定更严格的披露要求，并提高甄别信息的能力。这确实是对交易所监管职能的一种改进，并在1948年的《公司法》修订案中得到承认。该修订案确定了迄今为止英国法中最全面的法定披露要求。但要注意的是，它免除了已经根据交易所规则进行了充分披露的公司的披露责任。这明显表示，立法者对交易所的监管活动很满意。

1948年之后，伦敦证券交易所进一步扩展了其作为公司监管者的角色。现在它要求对财务报表进行审计。此外，1954年之后，交易所要求披露董事的报酬，而1965年之后，则要求披露半年度报告。为保证提交信息的准确性，交易所对中介机构极为信任，例如证券承销公司、股票发行经纪人以及专业审计机构。但交易所会通过自己的“股票上市部”审查所提交的信息，并在此基础上批准或不批准证券的上市。这明显是主动式执法职能。直到今天，股票上市部的审核基准也不简单地是一张内容详细的单子，而是一个宽泛的——按我们的标准是高度不完备的——规则，它要求公司提交投资者做出“知情判断”所需要的所有信息。这样，交易所便保留了它要求特定公司提交信息的权利。多年来，伦敦证券交易所不断改变其披露要求，这与成文法法律框架明显相反，因

相关法律是1939年的《防止欺诈（投资）法》，但该法在1944年生效。

Ronald C. Michie, *The London Stock Exchange: A History* (1999), 第260页，尤其是第265页。

起初，要求披露过去十年的财务报表。1973年，减少到五年。参见George J. Benston, *Corporate Financial Disclosure in the UK and the USA* 27 (1976)。今天，披露三种经审计的过去三年的财务报表就足够了。

关于自律框架及其局限性的评论，参见L.C. B. Gower, *Review of Investor Protection* 32 (1982)。

2001年5月的《LSE准入和披露准则》中，有一项条款说明，发行人必须遵守交易所“准则”提出的所有规定。但此外，交易所“可以在它认为合适的案件中，或参考它认为合适的详情，（无条件地或在一定条件下）增加、免除或修改准则的适用”。参见《LSE准入和披露准则》Sec. 4.2。

为后者在1948年之后几乎未变。

在1986年“大爆炸”改革之前，对发行者进行监管的惟一政府机构是贸易部（DT）（后来是贸易工业部，DTI）。1948年《公司法》明确赋予贸易部如下权力：发起调查、要求公司董事提交账簿和信息、以股东名义并代表股东起诉。贸易部有权调整法律规定的披露要求，即对这些事项行使剩余立法权，但这一权力受到了重要的限制，即这些规则不能“致使法律规定的要求更繁冗”。这一条款极大地限制了贸易部的剩余立法权。从这些约束看来，贸工部没有发展成一个积极监管者也许毫不令人吃惊。贸易部没有公开关于披露要求的详细规则和规章，也未例行检查公司提交的报告。贸易部会提起诉讼的惟一情况是在“欺诈或不法行为受到怀疑并且已经造成损害”时。换句话说，贸易部采取了一种消极和被动式执法的政策。

1986年的“大爆炸”改革建立了对金融市场的政府监管，这构成了英国金融市场监管制度的一次重大的彻底革新。尽管如此，交易所对向公众发行新股行为的管辖权没有根本性的变化。1986年《金融服务法案》（FSAct）的第IV部分是关于“证券的正式上市”，它明确指定证券交易所理事会为法案第IV部分的“主管当局”。这一机构的管辖权扩大了，不仅包括在正式交易所进行交易的证券，还包括经批准进入替代交易系统的证券，以及将在欧盟其它成员国的市场上进行配售的证券。惟一不在管辖权限内的是未上市证券。

可以肯定的是，《金融服务法案》将监管职能授权于证券交易所这一事实，

有关评论，参见Gower（1982）和L. C. Gower, *Review of Investor Protection*（1982）。
参见《1985公司法》§§ 431-35。

见George J. Benston, *Corporate Financial Disclosure in the UK and the USA*（1976）中有关《Jenkins委员会报告1962》的引文。

Sec 142（6）FSA 1986.

通过将《欧盟招股说明书指令》（89/298，1989 OJL 124（May 5，1989））纳入英国法而实现了后一要求。由于英国仅有少量柜台交易，股票发行与上市通常也是一步到位，它缺少一个“主管”机构监管不在本土上市的股票。有关该指令在英国实施的详情，参见Vanessa Edwards, *EC Company Law*,（1999），at 266, 275；Simon Gleenson和Harold S. Bloomenthal, *The Public Offer of Securities in the United Kingdom*, 27 *Denver Journal of International Law and Policy* 359（1999）at 371-376。

《欧盟招股说明书指令》（89/298，1989 OJL 124（May 5，1989））。有关该指令在英国实施的详情，参见Vanessa Edwards, *EC Company Law*,（1999），at 266, 275；Simon Gleenson和Harold S. Bloomenthal, *The Public Offer of Securities in the United Kingdom*, 27 *Denver Journal of International Law and Policy* 359（1999）at 371-376。

标志着金融市场监管历史上的一次变革。不过，以前证券交易所能自主地制定规则，现在，它代表政府监管者并在其监督之下履行这一职能。随着2000年《金融服务和市场法案》(FSMA)的采纳，政府的作用得以进一步加强。新的法律将根据1986年法律授予交易所的大部分权力都拿走了。从今以后，界定上市标准和批准股票发行的，不再是交易所，而是政府机构即金融服务局(FSA)。从自律转变为政府监管有很多原因，伦敦证交所作为立法和执法者的有效性只是其中之一。我们并不想探询这次转变发生的时机，对有关自律和政府监管利弊的进一步分析也留待将来再做。但值得一提的是，政府监管者的作用更强，自律组织和政府监管者之间的分工更明确，这些都与其他高度工业化的国家的发展一致，尤其是美国(参见我们下面的讨论)。

没有主动的立法及执法机构，立法者和法庭不可能有效立法及执法，英国金融市场监管的历史就是一个例证。为了跟上国内外市场的发展，对市场准入标准进行灵活调整是至关重要的。虽然，在1928/1929年，尤其是1948年，成文法的立法者在强化披露规则方面取得了一些显著进步，但以后的几十年，立法者再次落后于市场发展，而把这一领域留给了交易所。在执法方面，由法庭独占执法权是不够的，这在19世纪就已经变得很明显。损害行为引起的损失不仅影响相关的直接当事人(即特定公司的股东)，还影响普遍的投资者，并危及金融市场的声誉，这都证明了执法不足的严重问题。伦敦证交所可能很不情愿地承担了更广泛的监管职能。事实上，如果不是政府用立法干涉(交易所通过发展其自身的监管能力曾经取代过这一权力)加以威胁，由于伦敦证交所害怕在和其他交易所的竞争中失去要上市的公司，这一过程很可能会拖得更久。但根本的问题是，原有法律阻吓不足，从而产生了对投资者权利的普遍侵犯，针对这些问题，交易所承担了监管职能。

第五部分 以比较的视角看法律的不完备性

在那些不断发生变化致使法律可能高度不完备的领域，英国并不是惟一个努力改善执法问题的国家。其他国家也面临类似的问题。详细比较各国针对金融市场法律的不完备性问题所采取的对策，超出了本文的范围。但对美国和德国的经历做简短的总结，可以证明，其一，在不同国家，针对相似的问题，

Sec. 79 (1) (a) FSMA.

都出现了有效的监管职能（主动式执法与灵活的立法相结合）；其二，立法及执法权分配不当会影响金融市场的长期发展。

1. 美国

在美国，处理信息虚假陈述的一般性法律条款与英国在《董事责任法案》之前的规定类似。和英国一样，在美国的金融市场上，信息不对称问题猖獗，经济的快速变革隐含着法律的高度不完备，可是在保证执法的有效性方面，判例法却越来越多地揭示出这些原则的局限性。

尽管如此，法庭并没有感到压力要去模仿英国成文法来发展自己的法律原则。在20世纪20年代后期，虽然“合同约束当事人原则”已受到某种程度的侵蚀，美国法庭仍拒绝追究董事、公司发起人或会计师对过失的虚假信息陈述所应承担的责任。事实上，他们大量引用“Derry v. Peek”案，而正是这一案件的判决促使英国通过了《董事责任法案》。

直至1931年，纽约上诉法院仍裁定，存在过失的前提是原被告之间有合同关系，或至少要求被告方有义务“按照那些根据雇佣合同属于恰当的注意义务相同程度的注意来行事”。但对于以欺诈为由提起的诉讼这是不够的。

证券交易所承担了大量主动式执法权，这一事实部分地缓解了由于法律不完备而产生的执法不足问题。在美国，纽约证券交易所很快就作为主要的证券交易所出现。1817年纽约证券交易所公司正式成立。最初的设立文件主要适用于监管交易所会员和交易商。早在1853年，交易所就对希望上市的公司规定了上市条件。他们不得不提供关于有关发行在外的股份和资本来源的完备陈述。1869年引入了新规则，要求所有股份在银行或其他适当机构予以登记。1895年，

Ultramares Cor v. Touche, 174 N.E. 441 (N.Y. 1931).

“Ultramares Cor vs. Touche”案的相关问题是，会计师事务所是否应就证明伪造账目而承担责任。虽然法庭排除了会计师知晓欺诈行为的可能性，但显然，他们并未试图核实平账之后手中会计账簿的改动。更早时，在产品责任案件中，同一法庭裁定过失行为不承担责任。然而迫于压力，法庭还是区分了“散布或传播物理动力（物理上的外力）”的案件，与只散布“书面的或口头的措辞”给第三方的案件。换句话说，尽管会计师明显存在过失，并知道其报告会传递给第三方如债权人，但是，由于他们与债权人之间并无直接的合同关系，他们不应就过失行为承担责任。“过失本身不能代替欺诈”（29）。这一原则从更一般的角度限制了信息虚假陈述包括证券发行的责任。

可与LSE进行比较。LSE直至19世纪末才开始担当主动式执法者的角色。有关LSE与NYSE之间的详细比较，参见John C. Jr. Coffee, *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 Yale L.J. 1 (2001)。

纽约证券交易所建议而非强制性地要求，所有公司都要提交附有损益表和资产负债表的年度报告。1923年，交易所设立了一家反欺诈局，1926年，上市条件变得更加严格，并鼓励公司给予所有股东以平等的投票权。

交易所之所以努力创造的一系列旨在保护股东的规则和主动式执法机制，只能保护在交易所上市的公司的投资者。意识到自身监管的局限性以及来自其他交易所的压力之后，在1933/1934年，纽约证券交易所开始支持制订联邦证券法。从那以后，交易所的努力都集中于持续性监管，而不再是股票初次发行了，因为后者已经包括在《1933年证券法》发行注册条件的要求之中了。

根据不完备法律理论的核心观点，1933/1934年证券规章最重要的贡献，是创造了一个监管者（SEC），它兼具事前的规则制定权和主动式执法权，包括监督权、调查权、禁止损害行为权，以及处以罚金或请求法庭制裁的权力。

在20多年的时间里，各州政府一直在努力打击证券欺诈。到1933年，有39个州政府制订了所谓的“蓝天法”，对那些希望对该州居民销售证券的个人或实体进行监管。对在各州范围内发行或交易的证券，大多数州都规定了注册条件，通过准入条件他们可以筛选发行人，进行主动式执法。39个州中有37个还修订并扩充了反欺诈条款。1921年的《纽约州马丁法案》（New York's Martin Act of 1921）（§ 352）对欺诈行为作了最全面的定义。

联邦监管者面临着不同监管理念的选择。一个是模仿纽约州的做法，主要依靠反欺诈条款进行被动执法；另一个是加强主动式执法，他们最终选择了后者。1933年《证券法》的核心条款是，除非证券发行进行了登记（第5节），并

Joel Seligman, *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 9 J. Corp. L. (1983)。

Louis Loss和Edward M. Cowett, *Blue Sky Law* (1958)。

本质上，司法部长可以干涉任何有虚构、欺骗或欺诈迹象的行为。他能调查、传唤证人，要求提交账簿及票据。不遵守传唤者会被视为犯罪。此外，司法部长有权禁止违法行为或被告利用任何州内机构卖出股票。违反禁止令者将处以1000美元的罚款。

Louis Loss, 《证券监管的基本原则》(2001)。

1933年《证券法》(SA)主要关于证券初次销售。联邦贸易委员会(FTC)成立于1914年，最初负责执行《证券法》。证券交易委员会(SEC)直至1934年《证券交易法》(SEA)后才成立。今天的SEC还执行其他五部法律，《信托契约法》(Trust Indenture Act)(1939)、《公用事业控股公司法》(the Public Utility Holding Company Act)(1935)、《投资公司法》(the Investment Company Act)(1940)、《投资顾问法》(the Investment Advisers Act)(1940)和《证券投资者保护法》(the Securities Investor Protection Act)(1970)。

且除非其招股说明书满足该法律所规定的要求，否则发行任何证券都是非法的。该法对何为“证券”所作的定义非常广泛，它列出了所有根据法律可视为证券的金融工具，而且这个单子还并未穷尽。登记不同于批准权，后者才是主动式执法最明确的形式。尽管如此，SEC还是能在注册阶段利用权力延迟甚至停止证券发行。

SEC还行使大量的剩余立法权。有些法律条款“规定了有关登记陈述，以及有关不同类型证券和发行者的招股说明书的规则和规章，还对法案中的会计、技术和贸易术语进行了定义”（第19节），而SEC的剩余立法权使其能够不断制定、修改或撤销它认为是执行上述法律条款所必需的那些规则。为了保证这些规则和法律条款得以遵守，SEC还被授予主动式执法权。尤其是，SEC可以主持宣誓、取证词，传唤证人，取证，要求制作账簿、可流通票据和其他它认为与调查相关或重要的文件。SEC可以正式发出停止或拒绝上市的命令，以及向法庭起诉，申请禁止损害行为的预先禁止令，这些权力都与主动式执法权相互补充。

在转变为监管制度之前很长时期内，英国只是逐渐地改动责任规则，而上述概览表明，在这一点上，美国并未模仿英国。和英国不同，美国各州的法律从未监管对股东或投资者的信息披露，而是监管他们获取信息的权利。如前文所述，英国逐渐规定了越来越多需要披露的内容，并将法律责任与遵守《公司法》的披露条款相联系。当误导投资者所导致的可能损害的范围变得明显之后，

根据第2节，“证券”包括：“任何票据，股票，公债，无抵押债券，债券凭证，利益证明或参与某种利润分配协议的证明，担保信托证，重组证明或签字，可转换股票，投资合同，有投票权的信托证明，购买证券的存款证明，油矿、气矿或其他矿藏开采权未分配部分的权益，以及任何证券、存款凭证、证券组合或指数的看跌期权和看涨期权的马鞍式组合、期权或特权（包括其产生的任何利益或价值），或者在国内证券交易所进行的有关外币的任何看跌期权和看涨期权的马鞍式组合、期权或特权，或者更一般的，任何众所周知是“证券”的利益或工具，或任何对前述票据享有利益或参与利益分配的证明、临时或过渡证明、收据、抵押、保证、认购权、购买。”但要注意，从1996年起，SEC可以使“任何证券”免受法律条款的监管。

参见《证券法》第8、17条。

早在1867年，根据《法国商法典》，向投资者提供经审计的年度报告是强制义务。德国自1861年后也这样规定。参见Katharina Pistor, Yoram Keinan等, *The Evolution of Corporate Law*, 《世界银行发展报告2002》的背景论文, 2000。

从某一时间开始，美国就省略了试错的过程，立即转向以主动式执法为基础的完全不同的执法制度。试错的过程在美国确实也发生过。各州蓝天法的试验情况以及纽约证券交易所的历史，使得人们深刻地认识到，一个不仅提供被动式而且提供主动式执法的制度是有好处的。设立金融市场监管者的时机最可能受到政策因素的影响。但是，第一个证券交易所和大多数州立法者已经认识到，需要对剩余立法权及执法权进行不同的分配，这一事实表明，政策因素并非促使监管职能出现的惟一原因。

在当前有关设立审计师的监管机构的提议中，也可以发现类似的情况。证券监管在20世纪30年代和40年代的早期已经建立，而审计师事务所是当时监管架构所遗漏的少数金融中介机构之一。直至今日，在很大程度上，他们仍依靠自律。但是，审计师事务所从事咨询业务，会引起越来越多的利益冲突问题，自律监管被证明是不能有效防止这些问题发生的。此外，在公司价值和赢利方面，诸如安然（Enron）、世通（Worldcom）以及其他一些公司都在严重误导投资者，但原有的对公司在年报中有虚假陈述所进行的刑事制裁，根本不能对这些公司进行有效的阻吓。在这样的背景下，提议设立一个新监管者，监管审计师事务所并主动执法，从而防止可能导致大量损害的行为发生，这不仅是个听起来很有道理的方法，而且相对于提高惩罚程度，它也许能更有效地阻吓将来类似行为的发生。一部旨在打击公司欺诈的新法案刚在国会通过，它糅杂了不同的立法方法以及立法和执法权的分配方法。产生这样的结果可能根源于政治妥协，也可能因为对这些不同机制之间的权衡缺乏理解。

2. 德国

在其他国家我们也能观察到类似的过程。当德国进入工业化过程后，它通常被描绘为“后发展者”。作为一个“后发展者”，德国可以说从其他国家的发

要注意的是，关于证券欺诈和1929年的市场崩溃之间的因果关系，目前仍存在大量争论。近期关于这一争论所作的总结，参见Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 Yale L. J. 2359 (1998)。

Alexander Gerschenkron, *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Alexander Gerschenkron 5 (1962)。的确，格申克隆指出，德国热切期望跟上领先的工业强国英国，因此保证其他战略的实施，以求在更短时期内完成资本积累，这样便解释了银行对资本市场的统治。对德国工业化早期的银行角色所作的的关键性评价，参见Jeremy Edwards和Sheilagh Ogilvie, *Universal Banks and German Industrialization: A Reappraisal*, XLIX Economic History Review 427 (1996)。

展中获益良多。然而，也是因为这个表面上的优点，我们在英国所观察到的立法的试验过程和灵活性都没有在德国发生。

和其他国家一样，在德国，证券市场以及证券和公司法的早期发展都与19世纪中期的铁路建设密切联系。1838年，普鲁士颁布了一部关于铁路公司的法律，其后于1843年颁布了一部公司法。法律要求设立有限责任公司要经国家批准（许可制度），以防止发生英国在铁路狂潮时期经历过的那种投机泡沫。这样，德国从英国汲取的经验就是试图控制资本市场的形成，而不是进行鼓励。但是，不断增加的诉讼表明，在阻止公司欺诈从而保护投资者方面，法律并不十分有效。如果发生欺诈，根据地方法典（普鲁士萨克森州）或者根据“*ius commune*”（意为“共同的法律”）原则进行推导，便得到合同法或侵权法的一般法律原则，投资者可依照这些一般法律原则进行起诉。尽管原因有所不同，但和其他国家一样，法律在处理信息虚假陈述的问题方面并不十分有效。法官和法学家都一致认为，只包含不合法信息的招股说明书不足以导致承担法律责任。他们的理由是，招股说明书只是创造了一份证明，而这份证明只是针对潜在投资者的一般通知，也只和某一特定公司为融资而发行股票相关，它会促使投资者发出购买证券的要约，但并非对公司具有约束力的要约，更非一份有约束力的协议。

1861年的意大利“卢卡—皮斯托亚”（Lucca-Pistoia）案是招股说明书信息虚假陈述案件的里程碑。它证明了，在处理证券市场发展带来的挑战方面，合同法和侵权法存在局限性。这一案件与以上讨论的许多英国案例类似。

从与这一事件有关的一系列诉讼中，可以发现如下没有争议的事实：法兰克福的Glodschmid银行公布了一份购买债券的邀请书，发行债券的公司正修建从卢卡至皮斯托亚（意大利）的一段铁路。根据邀请书的内容，运营公司已获得意大利托斯卡纳（Toscana）政府的批准，可发行价值525万里拉的债券，其中300万里拉的债券专门用于在德国发售。发行很快就超额认购。公司倒闭之后，投资者才得知招股说明书中遗漏了关键的信息，亏了钱的投资者于是起诉

Heinz-Dieter Assmann, *Die Aktiengesellschaft und das Aktienrecht von den Anfängen bis 1945*, I Aktiengesetz Großkommentar Klaus J. Hop & Herbert Wiedemann 13 (1992).

ius commune (“共同的法律”)是罗马法原则，它被公认为整个欧洲大陆的一般法律原则，并与当地习惯法和编纂法典相补充。

Heinz-Dieter Assmann, *Prospekthaftung* (1985).

Glodschmid银行。

由于银行本身不是发行人，也没有以自己的名义购买债券，它只能作为中介机构被追究责任。根据法律，中介机构仅对其故意的不法行为承担责任。法庭需要解决的问题是，根据相关的罗马法原则（*actio emti*，即“买方诉讼”），故意不法行为是否仅仅要求存在掩盖相关信息，还是除此之外必须存在欺骗的故意，而这些都是有争议的。德国法庭裁定，欺诈责任要求侵害者知道或理应知道信息是错误的，显然，这和英国在颁布1890年《董事责任法案》之前的判例法不同。但这一解释在1886年得到了德国最高法院（*Reichsgericht*）的确认，并在随后的判决中获得支持。

1870年德国公司法进行了自由化，公司可以自由设立而无需政府的特别许可，此后，原有的对欺诈行为的法律救济也受到了新的考验。在这一变革后不久，德国经历了一段重大繁荣期，其后是一场崩溃（1871 - 1873年），它导致立法做出两项反应：1884年公司法典变得更加严格；1896年颁布了《证券交易法》（*Brsengesetz*，下文简称SEL）。总之，法律试图对公司的形成及其在交易所上市的过程进行全面控制，因为，立法者认为在这些领域存在最大的问题。与英国或美国立法者不同，德国立法者对这些问题的反应是，严格限制对公司形式的利用，并且对证券市场的准入进行强制立法限制，从而将证券市场牢牢地置于政府监督之下。因此，德国也是一种典型的法律制度，在这种制度下，对执法不足的问题所作的回应，不是改变立法及执法权的分配，而是大大地扩展事前的规则制定。我们认为，这种回应采取了“对抗性反应”的形式，对德国股票市场的进一步发展是有害的。

根据SEL，设立证券交易所要经地方政府机构许可，这样，散布于全国各地的交易所就牢牢地置于政府控制之中。法律明确地将重要执法权授予交易所。

RGZ 39, 245 (247).

德国法未监管这两种程序之外的股份发行。正如马克斯·韦伯所指出的，在1896年法律通过之前，这种机制甚至促使许多人规避正式的交易所。

Mark J. Roe, *Backlash*, 98 Colum. L. Rev. 217 (1998).

在历史上，交易所是作为独立的企业出现的。有关德国证券交易所历史的总览，参见 Hanno Merkt, *Zur Entwicklung des Deutschen Bösenrechts von den Anfängen bis zum Zweiten Finanzmarktföderungsgesetz*, Bösenreform - Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung Klaus J. Hopt, Bernd Rudolph等，第15页，1997。

每一证券交易所都应当设立上市审核处，在许可公司进入交易所上市之前对其进行仔细的考察。但是，有关批准上市的规章是由国会的上议院起草，而非交易所。因此，立法者保留了对这一关键领域的剩余立法权。立法者对这一领域保留立法权，这似乎阻碍了上市标准的发展，因为相对于LSE和NYSE的规则制定，上议院的规则制定程序要更麻烦。

SEL还规定了有关招股说明书中虚假陈述的责任规则。承担责任的主体被定义为发布或促使公开招股说明书的人。在实践中，这意味着，银行作为主要的公司发起人，最可能成为责任案件的被告。这些规定经证明几乎没有实际意义。首先，他们只涵盖了上市程序，而公司通过在交易所外发行股票即可免受监督。其二，他们没有像英国1890年的《董事责任法案》那样，将责任要件规定得更严格。因此，只有存在故意才能确定责任。德国最高法院直至1998年才认定严重过失亦足以确定责任。其三，只有以在交易所上市为目的而发行招股说明书时，其中的信息虚假陈述适用上述法条，法律并未涵盖因其他原因而产生的信息流通。其四，被告可以通过收回证券并按最初的销售价格做出赔偿，来选择对索赔者进行救济。但给被告以这种选择权意味着，在二级市场卖出证券的投资者已被排除起诉的可能性，因为，如果被告选择撤销合同而非进行赔偿，这些投资者不可能返还证券。就限制索赔者的潜在数量，使招股说明书发行者的责任具有确定性（Rechtssicherheit）而言，这一要求是正当的。最后，究竟享有求偿权的是证券的初次购买者，还是应包括二级市场的购买者在内，这个问题还存在很大的疑问。

多年来，德国法律始终极为稳定。在20世纪大部分时期内，证券市场动荡不堪，政治和经济条件对市场的发展也许并不十分有利。在二战后的头十年，政府也没有做出多大努力促使金融市场的监管框架更加有利于公司和小投资者。监管金融市场的主要手段是证券交易所的法律以及国家规定的上市

这个办公室由交易所的人员充当职员，均为主要银行和大工业企业的代表。参见Heinz Bremer, *Grundzüge des deutschen und ausländischen Bösenrechts* (1969)。

这与早期的一份草案的内容相反，后者试图按处理个人事务所应有的谨慎来设定勤勉标准（*diligentia quam in suis*）。

Michael Kort, *Neuere Entwicklungen im Recht der Bösenprospekthaftung* (§§ 45 ff. BörsG) und der Unternehmensberichtschaftung (§ 77 BörsG), 1999 Die Aktiengesellschaft 9 (1999)。

Heinz-Dieter Assmann, *Prospekthaftung* (1985)。

要求。证券交易所在地方政府的监督下运作。直至1994年，德国才设立联邦证券监管机构即联邦证券监管局（Bundesaufsichtsamt für das Wertpapierwesen，BAW）。与美国证券交易委员会相比，最初这一机构的执法权相当有限，甚至还不如英国金融服务局。在1998年颁布《招股说明书法》之前，BAW的立法及执法权在很大程度上仅限于管制内幕交易。根据1998年的法律，对于未能公布招股说明书或者在其中包括不合法信息的公司，BAW现在能处以最高100万德国马克的罚款。但是，它不能禁止这种行为或对违法者提起民事诉讼。因此，相对于美国的SEC和英国的FSA，BAW的主动式执法权及立法权限始终更为有限。

3. 小结

对美国 and 德国金融市场监管的研究证明，不同法律制度分配剩余立法权及执法权的方式亦有所不同。在美国，根据1933/1934年的立法，SEC享有广泛的立法及执法权。在惩罚违反股票欺诈法的行为方面，法庭依然起着重要作用。事实上，有些人认为，《证券法》和《证券交易法》颁布之后，私人诉讼的范围已经极大地扩展了。但实际情况却是，因为许多潜在的损害行为常常在进行中就会被监管者发现，或者由于监管者发现的可能性足够大，以至于有时在策划中就会被发现，所以它们从未被提交给法庭。相反，在德国，立法者在决定上市条件的内容方面，长期保持着剩余立法权。但由于股东很难证明损失、因果关系，以及故意或严重过失的存在，法庭的被动式执法不太有效。在我们考察的所有法域内，在政府监管机构出现之前，证券交易所是最重要的主动式执法者并赋予其拒绝公司上市或将上市公司除名的权限。但在交易所外私募发行的股票仍绕过了交易所的监管权限。事实上，在战后，场外市场在德国金融市场发展中就起过巨大作用。这些市场由法庭执法。需要提醒的一点是，在成文法极不完美的国家，民法国家的法庭立法权是有限的这一观念并不适用。在处

Wertpapierhandelsgesetz of 26 June 1994, BGBl. I, 1749.

甚至对内幕交易，BAW的执法权也非常有限。他们可以进行监督，包括：有权要求可能的违法者提交额外信息；对不能披露相关信息的行为处以罚款。调查和处罚股价操纵行为并非其职责的一部分。参见Alfred Kueppers, *Germans Look Longingly at SEC Model*, *The Wallstreet Journal*, 2001年9月6日, A15。

Jesse Choper, John C. Jr. Coffee等, *Cases and Materials on Corporations* 307 (2000)。

理信息虚假陈述案件的过程中，德国法庭创设了大量判例。从被动式执法制度在金融市场监管中所面临的问题看来，判例法的发展并不能取代更好的监管制度。

第六部分 结论

我们在本文提出了不完备法律理论。我们认为法律是具有内在的不完备性。由于立法者不能预见未来所有可能的事件，也就不可能制定完备的法律。我们进一步论述了，如果法律不完备，仅仅依靠被动式执法来进行阻吓的执法是次优的。因此，要进行最优执法，就要采取其它立法和执法方式。我们认为，主动式执法结合灵活修改规则的权力，能强化执法。在法律不完备的前提下，完美的执法是不可得的。因此问题变成，在只有次优选择的世界中，什么才是最优解决方案。

我们认为，监管者是被授予主动式执法权和剩余立法权的机构。我们解释了监管者出现的原因，它是针对高度不完备法律下执法无效的问题而产生的。监管者所履行的职能，使它与作为立法者的立法机构、作为剩余立法权和被动式执法权享有者的法庭相区别。虽然其立法权有限，但他们比立法者更能灵活地随时间推移而修改法律。作为主动式执法者，在法庭必须被动地等着他人起诉时，监管者却能提起诉讼并行使执法权。

我们将这一理论应用于英国金融市场监管的发展。我们的研究显示，即使在19世纪晚期的英国，虽然法院制度以及向法庭申请保护投资者权利的途径都运作良好，但作为被动执法者，法庭仍面临着如何保证执法有效性的严峻问题。随着时间推移，监管者承担了越来越多的剩余立法权及主动式执法权。自律机构即证券交易所充当了这一发展的先锋。从前的理论主要将监管者的出现视为利益集团压力的结果，或者是国家工具不断扩张所导致的干预，但上述发展过程表明，这样的理论并不能解释市场迄今为止的全部历史。证券交易所通过组织公司证券的流通市场开展业务，但对股票欺诈执法不足的问题最终对其经营

信息虚假陈述的责任以“前契约责任”为基础（*culpa in contrahendo*，即“缔约过失责任”）。“前契约责任”理论对合同何时可视为已经成立的作了灵活解释，并确认了默示的合同义务。相对于SEL确定的法律原则，这些由法官创设的原则一般更为严格。Heinz-Dieter Assmann, *Prospekthaftung* 80 (1985)。

活动造成威胁，证券交易所针对这一问题制定了上市和披露条件。然而交易所能力有限，政府机构最终取而代之。他们不仅能监管正式的交易所，而且监管在其他地方交易的证券。随着无监管的市场的增长，这一点变得较以往任何时候都更为重要。

与其他法域包括德国和美国进行比较之后，这一论点得到了支持。在美国，纽约证券交易所的监管也早于州和联邦的监管。但早在1933年，美国就对1929年市场崩溃做出反应，形成了向联邦监管制度的转变。德国长期关注对交易所的监管，而非对证券市场的监管——后者只得留给判例法。面对执法不足和欧盟统一的挑战，最近德国建立了一个更一般性的监管架构。重要的是，从理论的和比较的视角对金融市场监管者的出现进行分析，可以看出，政治环境也许能决定监管功能出现的时机，但不能解释监管职能演变的根本原因。

本文仅仅是创建不完备法律理论的第一步。为使我们的观点更清晰，我们假定立法者和执法者都是毫无私利的，把论述的重点放在法律制度设计的基本方面。下一步，我们将分析立法者和执法者的激励问题，以及与不完备法律框架相关的政治问题。分配立法及执法权的各种不同方式，会对立法者和执法者的激励问题产生不同的影响。第I类型和第II类型不完备法律可以为腐败、寻租以及类似问题提供不同的机会。分析其间的细微差别将有助于更好地理解执法问题。最后，在某些市场上，过分依赖信息披露的主动式执法不能奏效，例如，所披露信息可能过于庞杂。新兴市场尤其如此。在将来的研究中，我们会探讨在这些环境中立法和执法的其他可替代策略。□

(汪辉敏 译 焦津洪 校订)

对从自律转变为政府监管所作的详细分析不在本文讨论范围内。