

证券法律制度的经济分析



宋晓燕 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

证券法律制度的经济分析

宋晓燕 著

图书在版编目(CIP)数据

证券法律制度的经济分析/宋晓燕著. —北京:法律出版社,2009.4

ISBN 978 - 7 - 5036 - 9326 - 7

I. 证… II. 宋… III. 证券法—经济分析 IV.
D912.280.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第029727号

证券法律制度的经济分析

宋晓燕 著

责任编辑 张新新
装帧设计 贾丹丹

© 法律出版社·中国

开本 A5

版本 2009年4月第1版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京北苑印刷有限责任公司

印张 8.375 字数 225千

印次 2009年4月第1次印刷

编辑统筹 法律应用出版分社

经销 新华书店

责任印制 陶松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939840

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5036 - 9326 - 7

定价:25.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

前 言

20世纪60年代以来,西方(主要是美国)逐渐兴起利用经济学分析方法来研究法学理论和法律制度的潮流,并影响到其他国家。不同的研究者曾给予这一潮流以不同的名称,如法和经济学(law and economics)、法律的经济方法(economic approach to law)、法律的经济分析(economic analysis of law)、法律经济学(legal economics)以及经济分析法学(jurisprudence of economic analysis)等。这些名称,反映了这一学术思潮的历史变迁,也反映了各研究者所强调的不同重点。

进入20世纪以后,包括法学在内的各门学科的发展,一方面越来越专业化,往往一个人毕其一生也很难精通一个领域;另一方面却又不不断相互渗透,出现了许多新兴的交叉性学科。法学也正是这样,一方面对内的“法的理论”中,有关法的概念、法的渊源、法的体系和法典编纂等研究越来越深入,法学研究的分支不断出现分化和深入;另一方面,对外的“关于法的理论”也不断扩展和深化,越来越多地重视与法律有关的政治、经济、社会、科学等问题,并融合其他学科的分析方法,创造出新的交叉学科,力图用更综合的方法、更多的手段来实现法律的目标,解决日益增多的、高度复杂的社会问题。

作为法学和经济学交叉融合而成的经济分析法学,其产生的背景,既有这两门学科内在扩张动力的需要,更有社会经济发展的需要。传统法学观念总认为,法只解决公平正义问题,即如何才能充分在社会成员中合情合理地分配权利和义务,而不解决经济问题和效益问题;经济学也仅仅关注经济效益问题,即如何才能充分有效地利用自然资源,最大限度地增

加社会财富总量,而忽视了权利这一从事经济活动的重要制度环境因素。但从现代法学和经济学观点来看,权利本身也是一种资源——一种稀缺性资源,它通过法律的形式,以合理的制度赋予社会主体,可以降低交易成本、提高经济效益、增加社会财富总量。因此,对法律进行经济分析,以期优化权利资源配置,促进经济效益最大化,便成为法学和经济学共同面临的课题。在这种情况下,经济分析法学便应运而生。

经济分析法学的最基本特征,就是将经济学的方法运用于法律分析。经济分析法学的集大成者波斯纳的主要贡献是从理论上对经济分析法学的基本概念、原理进行了系统的阐述,而且对财产法、合同法、侵权法、刑法、反垄断法、程序法甚至宪法、行政法等作了系统的经济分析和效益评价。

经济分析法是对法学研究产生重大影响的一个法学流派,而证券法正好也是非常适合进行经济分析的一个领域。对证券市场性质及其功能的理解程度深刻影响着证券法律制度的效率。构建一个证券法律体系同样要考虑现实的市场。证券法的一般指向,应是在发现现象(市场)规律的基础上;在经济学对此现象(市场)做出了“为什么”的解释的基础上;在符合规律,在人所能及的前提下界定、规范主体的行为。若市场本为此,而法律却针对彼,此种法律的效用可见一斑,此种立法也将贻笑于公众。因此,检验一部经济法律的最好方式莫过于用经济的方法,将法律制度作为一个外生变量,通过分析该变量对经济的影响以及法律主体的相应反应来考察此一制度的效率,并进行评判和提出改进建议。经济分析法学首先就是被运用于经济法律领域(如反托拉斯法),用独特的成本、收益、交易费用等分析方法对经济法律的建设发挥了创造性的作用。证券法律制度规范的是整个证券市场的不同体系,包括市场运行体系、市场中介体系、证券管理体系等。对每一体系的法律制度进行经济分析,使证券法律来源于证券市场又能回到证券市场,从经济和法律的角度来说都是极为必要的。

证券法律来源于证券市场,证券市场的深度和广度深刻影响着证券法律制度。在证券法律著述中经济学语言和法学语言的比例平均达到三

七开甚至更高,所以利用经济理论来分析证券法律是一种非常自然的研究方法。证券法律的经济性可以从其强大的经济功能中得以体现。

我们知道,经济学是研究具有稀缺性的资源如何达到最佳配置的学科。而证券法律也是一种资源。同其他一般资源不同的是,它是安排资源的资源。它可以通过对证券法律主体权利、权力、义务、责任、程序等的不同安排,提供给主体不同的收益,通过合理有效的制度安排,可以降低证券市场的交易成本,提高经济效益。

因此,就有了本书以经济分析方法对证券法律制度的研究。

摘 要

通过运用经济学方法来分析和评价法律制度及其功能和效果,属于经济分析法学派的研究范畴。该学派自 20 世纪 60 年代在美国兴起后,由于其创新的方法论得到了越来越多的关注,成为西方法学领域中一个独特的流派。本书致力于运用该方法对证券法律制度进行尝试性的分析。

在 20 世纪 60 年代,美国法学流派中兴起了经济分析法学派,其后很快传播到其他西方国家。该学派的核心思想是:以价值得以最大化的方式分配和使用资源是法的宗旨。所有的法律活动(立法、执法、司法、诉讼)和全部法律制度(私法制度、公法制度、审判制度)最终都是以有效地利用自然资源、最大限度地增加社会财富为目的的。经济分析法学的代表人物波斯纳把该学派的主要观点归纳为:法律程序的参加者都是“有理性的使自我利益极大化者”;法律制度本身——法律规则、程序和制度受到促进经济利益这种关心的强烈制约;对法律进行经济分析有助于设计法律制度的改革方案;对法律制度进行定量研究是富有成效的。^①

由于经济分析法学独特的方法论,在西方迅速形成了较大的影响。1983 年美国《法律教育》杂志主持的“经济学在法律教育中的地位”专题讨论认为,经济分析法学运动是 70 年代以来法学的主要发展。用经济学的观点来解释法律的发展和作用,也符合 20 世纪以来社会科学各学科互

^① R. A. Posner, *Economic Analysis of Law* (2nd edition), Little, Brown and Company, 1977, pp. 1-4.

相渗透的潮流。^①

在经济分析法学发展的过程中,也有一些法学家对此持消极否定态度,指责经济法学的“效益分析”只讲“功利”、“效益”,不讲“人权”、“公平”,特别是以德沃金为代表,对该学派进行了尖锐批评,认为其是一种非道德的分析方法和证明原则。^② 尽管如此,经济分析法学还是在各种各样的评论中发展壮大起来。美国著名法理学和宪法学教授艾克曼(B. A. Ackerman)对经济分析法学家以帕累托效益原理来解释、评论和改革法律制度的思想路线作了中肯的评论,“这种思想路线提供了一个分析结构,使我们能够对由于采用了一个法律规则而不是另一个法律规则的结果而产生的收益的规模和分配,进行理智的评价。这种分析是特别重要的,因为它常常揭示出,法律规则的潜在影响可能与推动制定该规则的立法机关或法院的目标(至少在表面上)大不相同。所以,只要不把经济学作为唯一的评价原则而误用,而是理智运用它,就能使学生揭开修辞学帷幕,抓住躲在法律问题背后的真正的价值问题。”^③

笔者在关注该法学流派的同时,希望能够对其独特的方法论进行运用。由于笔者对证券法律制度也较为关注,因此就产生了用经济分析的方法对证券法律制度进行研究的想法。不吝浅陋,仅希望本书所作的研究对我国法律界的经济分析方法和证券法律制度能够有所裨益。

本书的结构可分三大部分,由八章构成,共计二十万余字。

第一章绪论为第一部分,介绍了经济分析法学的产生、发展和基本原则,进而对运用该方法研究证券法律制度的可行性和必要性进行了分析。

第二章至第七章为第二部分,分专题对证券市场的法律制度进行经济分析。

第二章对证券监管制度进行经济分析,指出监管中存在的直接监管成本和间接效率损失,并分别以英国证券监管机构、国际证券监管内容以

① R. Cramton, *The Place of Economics in Legal Education: Introduction*, 33, *Journal of Legal Education*, p. 183.

② R. Dworkin, *Taking Rights Seriously* (revised edition), Harvard University Press, 1978, pp. 97-99.

③ B. A. Ackerman, *The Economic Foundation of Property Law*, New York, 1975, pp. 11-14.

及我国证券监管体制为对象进行经济分析;第三章研究证券发行制度中的信息披露制度,以美国为例分析该制度的效率设计,并从供给和需求的角度对我国信息披露制度进行分析;第四章选择了证券发行制度中的核准制度,通过对美国证券发行注册豁免制度和搁架注册式承销制度的研究,分析了证券发行管制成本降低的制度设计,并指出了我国证券发行核准制存在的问题;第五章选择内幕交易法律规制进行经济分析,分别从效率和公平的角度对其进行阐述,进而对反内幕交易法的目标、执行及私人救济进行分析;第六章对场外交易制度从制度经济学的角度进行分析,并指出我国场外交易制度的设立应选择公平和效率的平衡点;第七章对证券民事赔偿制度进行了供求分析,从经济分析的角度阐述了证券民事赔偿制度的构成,分析了中国证券民事赔偿制度存在的问题。

第八章为第三部分,包括对经济分析法运用的实证分析,以及从其他角度来看经济分析的相关内容。

目 录

第一章 绪论 /1

第一节 法律经济分析概论 /1

第二节 证券法律制度的经济分析——之必要性分析 /6

第三节 证券法律制度的经济分析——之可行性研究 /14

第二章 证券监管制度的经济分析 /20

第一节 监管经济学的成本分析 /21

第二节 证券监管体制的经济分析 /27

第三节 英国证券监管机构改革的经济分析 /33

第四节 国际证券监管制度的经济分析 /44

第五节 对我国证券监管体制的经济分析 /56

第三章 证券发行法律制度研究之一

——信息披露制度的经济分析 /61

第一节 证券信息披露制度的经济分析 /62

第二节 美国信息披露制度的经济分析 /68

第三节 我国证券市场信息披露制度的经济分析 /74

第四章 证券发行法律制度研究之二

——注册制和核准制的经济分析 /86

- 第一节 证券发行审核制度的供给 /87
- 第二节 证券发行监管法律之辩
——一个行为金融学的角度 /90
- 第三节 证券发行管制成本降低的制度设计之一
——美国证券发行注册豁免制度研究 /99
- 第四节 证券发行管制成本降低的制度设计之二
——美国“搁架注册”式承销 /108
- 第五节 论我国的证券发行核准制 /112
- 第五章 证券交易法律制度研究之一**
——证券内幕交易法律规制的经济分析 /125
- 第一节 内幕交易的经济分析 /126
- 第二节 内幕交易的效率之辩 /135
- 第三节 内幕交易的公平之辩 /140
- 第四节 对反内幕交易法的若干思考 /145
- 第六章 证券交易法律制度研究之二**
——场外交易制度的经济分析 /150
- 第一节 证券场外交易制度概述 /150
- 第二节 场外交易制度的经济分析 /156
- 第七章 证券法律救济制度研究**
——证券民事赔偿制度的经济分析 /163
- 第一节 民事赔偿制度的供求分析 /164
- 第二节 证券民事赔偿制度的构成 /167
- 第三节 各国(地区)关于证券民事赔偿制度的立法 /175
- 第四节 关于我国证券民事赔偿制度 /187
- 第八章 对经济分析法的若干思考 /196**

第一节 证券监管的目标和路径

——经济分析法学和自然法学的阐释 /196

第二节 对成本收益分析法在美国金融监管制度中的实证分析 /221

参考文献 /244

后记 /250

第一章 绪 论

第一节 法律经济分析概论

通过运用经济学特别是微观经济学的观点,分析和评价法律制度及其功能和效果,朝着实现效益最大化的目标改革法律制度,属于经济分析法学派的研究范畴。该学派是20世纪60年代首先在美国兴起,而后传播到其他国家的法学流派。学派形成之初被称为“法律和经济”(law and economics),70年代,人们开始用“法律的经济分析”(economic analysis of law)、“法律与经济运动”(law-and-economic movement)、“经济分析法学”(jurisprudence of economic analysis)、“法律经济学”(legal economics)或“经济学法学”(economic jurisprudence)等来表示这一日益壮大的学术流派。

一、经济分析法学的产生和发展

把“法”作为经济现象进行分析,分析法律制度的经济根源,早在自然法学派的孟德斯鸠,历史法学派的萨维尼、梅因,功利主义法学派的边沁等人,就已经开始了。^①但他们并不以经济学为基础,而是以自然法、民族精神、神秘理性、人性或功利主义为依据,经济分析仅作为一种旁证。^②亚当·斯密首次将市场经济分析的观点运用到法律领域,以论证对市场这一自然秩序有重要作用的自然法学的经济理性。马克思则强调

^① 张乃根:《经济分析法学》,上海三联书店1995年版,第1、2部分。

^② 周林彬:《法律经济学论纲》,北京大学出版社1998年版,第6页。

有效率的经济组织中产权(资产阶级法权)的重要作用,以及现有产权制度与新技术生产力之间的不适应性,对包括法律在内的制度进行经济分析做出了重要贡献。^①

我们在谈到经济分析法学的时候,往往要同制度经济学联系在一起。有的学者认为,对法律经济分析的理论体系的真正形成期始于19世纪末20世纪初的制度经济学派。^②而我以为这是对制度经济学派未能做一区分。按照先后顺序,曾被称作“制度经济学”的有近代制度经济学(科斯语)和新制度经济学。虽有相同的名称,但事实上并无理论渊源。甚至在某种程度上讲,二者在理论上还是对立的。前者的观点是反理论的,尤其反对古典经济理论;后者恰恰相反,利用西方正统经济理论(包括古典经济理论)去分析制度与现实问题。前者虽论述了法律与经济的影响,但主要是强调法律制度因素对经济的影响,以制度为工具来分析经济;后者是利用正统经济理论去分析制度的构成和运行,并去发现这些制度在经济体系中的地位和作用,是把制度作为经济学的研究对象,用经济分析制度。所以新制度经济学应是经济分析法学的重要基础。

新制度经济学包括斯蒂格勒的政府管制理论(government regulation)、贝克尔的人类行为经济分析理论、布坎南的公共选择理论(public choice)以及科斯的交易成本和产权理论。该学派以交易费用作为研究核心,关注经济运行背后的制度基础,进而来合理地界定、变更和调整制度,降低或消除经济运行中的交易费用,提高经济运行效率,改善资源配置。用另一个代表人物诺斯的话说,“制度经济学的目标是研究制度演进背景下人们如何在现实世界中做出决定和这些决定又如何改变世界”。^③

上述内容很明显还属于经济学的范畴。在20世纪60年代末和70年代初之前,法律的经济分析往往是以经济学理论体系为基础,主要是被

① [美]道格拉斯·C·诺斯:《经济史中的结构变迁》,上海三联书店1991年版,第88页。

② 如周林彬就认为是制度经济学派的创始人凡勃伦创立了“凡勃伦传统”,为法律经济分析奠定了理论基础。该理论主要有两点:一是对古典经济理论进行了全面批判;二是主张从制度上改变资本主义的经济法律结构。主要代表人物还有康芒斯、米歇尔及吉尔布雷斯。

③ [美]道格拉斯·C·诺斯:《经济史中的结构变迁》,上海三联书店1991年版,第2页。

经济学家用以论证对经济法律(如反托拉斯法或政府对经济管制的经济法规等)的认识,属于经济学研究的一个重要分支。1973年,美国芝加哥大学法学院波斯纳教授出版了《法律的经济分析》一书。波斯纳是经济分析法学领域的集大成者,《法律的经济分析》是经济分析方法在法学中最系统、最全面的运用,是经济分析法学的代表作。波斯纳主张法律体制中的许多学说和制度都最好被理解和解释为促进有效益地分配资源的努力,他在书中吸收了以往的各种成果,将过去局限于经济法律的分析视角拓展至非经济法律领域,对主要的法律部门逐一进行了分析和验证,并构建了全面阐释法律的经济原则的宏大体系。该书的出版全面介绍了波斯纳的法律经济分析理论,也正式宣告了经济分析法学成为一个独立的法学流派。^①那么如何给经济分析法学流派下一个确切定义?波斯纳说过,“有一点是肯定的,即努力获得一个独立的领域并被命名为经济分析法学的这一学科的目的是将经济学的研究方法与法学理论和法律制度的有关实质性知识结合起来”。^②因此,本文试图给出一个初步的定义:经济分析法学是用经济学的方法和理论,而且主要是运用微观经济学,以及公共选择理论、交易费用理论、福利经济学及其他有关实证和规范方法考察、研究法律和法律制度的形成、结构、过程、效率及发展的一门边缘学科。经济分析法学的核心思想是“效益”——法的宗旨是以价值得以极大化的方式分配和使用资源,即财富最大化。所有的法律活动(立法、执法、司法)和法律制度(公法制度、司法制度、审判制度)的最终目的都是最大限度地增加社会财富。经济分析法学派的研究既具分析性(analytical)——解释法律制度,又具规范性(normative)——以效益的尺度评论、批判和改革法律制度。该流派中影响较大的代表人物还有科斯、克莱布里斯、贝克尔和波兰斯基。

事实上,经济分析法学的形成是经济学和法学相互接受、相互补充的结果。传统的观念认为法学要解决的根本问题是正义或公平问题,即在

^① Polinsky. A. Mitchell, *An Introduction to Law and Economics*, 1983, pp. 38 - 42.

^② Richard. A. Posner, *The Law and Economics Movement*, AER Papers and Proceedings, 1987, p. 4.

社会成员中如何合理地分配权利、义务、资源、收入等；而经济学所要解决的则是“效益”问题，即如何有效地利用资源（如自然资源、人力资源、社会资源等），增加社会财富总量，所以经济学的效益原理对于说明法的性质与法的价值，对于确定权利和义务的合理边界没有意义，而去探求对效益进行何种分配是“最好的”、“最公正的”也没有意义，因为这分别都不是法学家和经济学家各自分内的事。如果生产、交换完全局限于私人部门，国家和法律没有介入，这个观点还可以接受（其中的核心问题就是交易费用，下文将有分析）。但是，由于“市场失灵”（market failure）使得国家介入经济，直接参与社会资源的分配和再分配时，法学家就必须“公平”、“效益”二者兼顾了。^① 因此，当波斯纳正式确立经济分析法学学科之时，也是法学和经济学完成相互渗透的时候。

二、经济分析法学的基本原则

经济分析法学在运用众多经济流派来分析法律时，也形成了自身的基本框架和原则。这些原则在经济学中，被定义为“假定”（assumption）。下文对证券市场各主体的分析将在这些假定的既定前提下展开。

（一）方法论个人主义（methodological individualism）

经济分析法学认为，社会理论的研究必须建立在对个人意向和行为研究、考察的基础之上。分析对象的基本单元是有理性的个人，并由此假定集体行为是其中个人选择的结果。因此，经济分析法学实质上是研究理性选择行为模式的方法论个人主义。

（二）最大化原则（maximization principle）

最大化原则一般地指向利益最大化。尽管“利益最大化”并不是一个很规范的经济学术语，^②但它却能很好地表述出各法律主体的共同行为指向。它无意评判个人作出的选择是否合适，只是阐明：个人是其自身行为的最佳判断者。^③

① 张文显：《二十世纪西方法哲学思潮研究》，法律出版社1996年版，第203页。

② 在经济学中，针对消费者的“最大化”是用“效用最大化”，针对厂商的“最大化”用“利润最大化”。

③ [美]理查德·A.波斯纳：《法律的经济分析》，中国大百科全书出版社1991年版，第13页。

上述两条原则合并一起就是法律主体“利益最大化”原则。此处的利益最大化并不仅仅指经济利益,还包括了诸如社会地位、个人名誉、利他主义等非经济但能满足主体效用的其他目标函数。因此,法律主体“利益最大化”也可理解为自身效用最大化。

(三) 法律主体机会主义 (opportunism) 行为倾向假定

经济分析假定各种法律主体是利己主义的,所追求的是自身利益的最大化。在经济分析法学的文献中,我们可以发现,该学派对“个人主义”的理解包括:一是在“自私”(selfish)的意义上谈——个人只关心其自身事物而不顾他人;二是一种新用法,将其视为“个人”(personal)、“自决”(self-determination),意指这种利己主义并不排斥个人会关心他人、助人为乐的利他主义行为。但是经济分析更为关注的不是人们的助人为乐,而是作为问题的损人利己。损人利己行为可以分为两类:一类是追求个人私利时“附带”损害了他人的利益,如在某一条款中不允许券商融资,证券立法者和监管者的意图本来是要规范证券市场和银行体系,遏制过度投机,但是这种只疏不导的做法却同时遏制了券商的发展,损害其利益。这也是经济学中所说的外部不经济问题。另一类损人利己行为则是“人为”、“故意”的,如内幕交易和市场操纵。这类纯粹的损人利己也被称为“机会主义”行为,即“用虚假的或空洞的,也就是用非真实的行为或承诺来谋取个人利益的行为”。^①当然,机会主义除了具有损人利己的消极属性以外,还具有一定的积极属性,因为机会主义也常常是风险爱好、寻求创新的伴生物。进行法律主体机会主义行为倾向假定的意义在于,在不同利益主体追求自身利益最大化的前提下,也要分析其复杂的行为。这些行为既可以是合法的,也可以采取规避法律的脱法手段,还可能是违法手段,而且不同主体在不同时候可以采取不同手段。对此问题的研究是在分析法律主体之行为以及对应法律制度的基础上展开的,所以必将对提高法律制度的效率起到建设性的作用。

(四) 法律主体“有限理性”(bounded rationality)假设

人的“有限理性”就是人的行为“是有意识的理性的,但这种理性又

^① [美]贝克尔:《人类行为的经济分析》,上海三联书店1993年版,第98页。