

Aordo Investment Review 3

奥尔多

投资评论

第 3 辑

北京奥尔多投资咨询中心 主编



中国财政经济出版社

奥尔多投资评论 第3辑

Aordo Investment Review 3

北京奥尔多投资咨询中心 主编

Edited by Aordo Center for Study of
Investment Order

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

奥尔多投资评论. 第3辑/北京奥尔多投资咨询中心主编. —北京: 中国财政经济出版社, 2006.4

ISBN 7-5005-8970-0

I. 奥… II. 北… III. 金融-监督管理-研究 IV. F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 016653 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 23.75 印张 392 000 字

2006 年 6 月第 1 版 2006 年 6 月涿州第 1 次印刷

印数: 1—3 000 定价: 38.00 元

ISBN 7-5005-8970-0 / F·7807

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

主编：

北京奥尔多投资咨询中心

编辑委员会：

陈彦斌 陈浪南 陈 凌 金朝武 李 涛 陆 磊 马 骏
裴兰英 齐天翔 瞿 强 沈艺峰 唐寿宁 王晋斌 王志芳
吴卫星 吴联生 肖争艳 徐龙炳 杨宜音 赵晓力 张勇卫
张 杰 周业安

本辑执行主编：周业安 陈浪南

目录

金融监管的新视角

——行为和制度分析

..... 周业安 (1)

世界各地的银行监管

——一个新数据库

..... James R.Barth Gerard Caprio, Jr.

Ross Levine (26)

什么是最优金融监管?

——关于瑞典金融部门竞争力的政府官方
调查研究

..... Richard J.Herring Anthony M.Santomero (87)

欧元区金融监管

——四层次监管模式的建议

..... Giorgio Di Giorgio Carmine Di Noia (125)

金融现代化的经济学和政治学

..... Randall S.Kroszner (147)

新兴市场中的银行业和金融监管改革的政治

经济学 Randall S.Kroszner (159)

银行业改革的内在动因 Randall S.Kroszner (177)

内幕交易监管

——在财产所有权和证券欺诈之间的路径



依赖选择	Stephen M. Bainbridge (189)
银行监管的决定因素	
——法律、文化和经济的多重视角	李 涛 (250)
金融腐败行为与中国金融市场发展	陆 磊 (270)
投资者法律保护与股权集中度的关系研究	
——一个综述	许年行 (290)
帕累托最优、卡尔多—希克斯效率与公司控制权市场立法的法律	
经济学分析	沈艺峰 (310)
自由社会秩序的若干原则	F. A. Hayek (351)
	邓正来译



Contents

A New Perspective of Financial Regulation ——Behavior and Institutional Analysis	<i>Zhou Yean</i> (1)
The Regulation and Supervision of Banks Around the World——A New Database	<i>James R. Barth Gerard Caprio, Jr. Ross Levine</i> (26)
What is Optimal Financial Regulation? ——A Study for the Government official Inquiry on the Competitiveness of the Swedish Financial Sector	<i>Richard J. Herring Anthony M. Santomero</i> (87)
Financial Regulation and Supervision in the Euro Area——A Four Peak Proposal	<i>Giorgio Di Giorgio Carmine Di Noia</i> (125)
The Economics and Politics of Financial Modernization	<i>Randall S. Kroszner</i> (147)
On the Political Economy of Banking and Financial Regulatory Reform in Emerging Markets	<i>Randall S. Kroszner</i> (159)
The Motivations Behind Banking Reform	<i>Randall S. Kroszner</i> (177)
Insider Trading Regulation——the Path Dependent Choice between Property Rights and Securities Fraud	<i>Stephen M. Bainbridge</i> (189)



The Determinants of Banking Regulation——Legal, Cultural and Economic Perspectives	Li Tao (250)
Financial Corruption and the Development of China's Financial Market	Lu Lei (270)
The Relationship between Legal Protection of Investors and Ownership Concentration——A Survey	Xu Nianxing (290)
The Law and Economics of Pareto Optimum, Kaldor-Hicks Efficiency and Market for Corporate Control	Shen Yifeng (310)
The Principles of a Liberal Social Order	F.A. Hayek (351)



金融监管的新视角

——行为和制度分析

□ 周业安*



导 言

政府和市场的关系一直是经济学的核心内容。经济学在分析各种经济活动时，除了道德层面的内容，即使表现在政策理念上，也存在一个立场问题。相信市场的经济学家，总是认为经济活动的各种状态是参与活动的理性经济人决策的结果。这种结果可能合意，也可能不合意。如果是后者，市场内在的竞争机制会做出自动调整，使得不合意的结果转变成合意结果。早期古典经济学家大多相信市场的自发力量，亚当·斯密的“看不见的手”是这些经济学家矢志不渝的信条。但是，随着市场经济的复杂化，经济活动中不合意的结果越来越多，很多人开始怀疑市场的自发力量。特别是20世纪20、30年代的大危机更是极大地摧毁了人们心目中原本的市场信念。以凯恩斯为主的经济学家相信，政府完全有能力做得更好。前苏联为主导的社会主义实践和美国罗斯福新政在当时获得的成功，也极大刺激了经济学研究。当时，除了米塞斯、哈耶克、弗里德曼等少数后来被称为“朝圣山学社”的主要成员极力维护市场的地位外，大多数经济学家都或多或少相信政府在很多方面能够替代市场。

尽管经过了近百年的争论，经济学家们逐步认识到哈耶克等人的基本观点可能是对的，但对经济自由和市场竞争的遵从并没有完全体现到实际行动上来。很多人相信，即使政府不能像前苏联和罗斯福新政那样有效，也比自由主

* 作者系中国人民大学经济学院教授。



义经济学家眼中的政府能干得多。经济学教科书在讲述完全竞争市场的原理后，就是对市场的攻击和对政府的赞扬。按照这些理论，由于完全竞争市场不现实，所以现实的市场是不完全竞争的；由于不完全竞争的市场经常失灵，所以需要政府出面拯救。在标准的教科书中，政府是大公无私的救世主，能够弥补市场的任何缺陷。相信政府的人都深信，政府比普通的市场活动的参与者都高明。应该说，市场失灵理论直接为政府干预提供了理论基础。假定政府是公共利益的代表，并且假定政府具有完备信息，就能够通过提供某种规则或制度保护消费者免受企业的伤害。在这种理论看来，企业的逐利行为是以侵害消费者利益为代价的，单个消费者无法保护自己的利益，而政府是代表社会的公共利益执行者，能够帮助弱小的消费者。因此，在这种理论看来，政府是必要的。但没有政府，就不能有其他机制能够替代政府的功能吗？显然，这种理论不能为政府干预提供充分性证明，也就不能证明政府在资源配置方面必然优于市场机制。

从20世纪60年代开始，一些相信市场的经济学家开始研究政府本身。这些研究发现，政府是由各种官僚构成的，官僚的私人利益会通过政府行为体现出来。这意味着政府不可能是代表公共利益的。新的研究假定政府和其他经济参与人一样，具有私人利益。对公共利益假定的放弃是政府研究的质的飞越，它说明人们终于能够揭开政府的公共利益面纱，正确认识政府行为的本质。新的理论从以下几个方面对政府行为进行了深刻剖析^①：

首先，“俘获理论”（Theory of Capture）指出，政府干预会改变原有的利益结构，为了让政策的制定对自己有利，被干预者就可能利用各种机会“俘获”政府。在这种理论中，政府并不必然追求自己的私人利益，但肯定和参与人一样，不会比参与人更高明。特别是在政府政策实施一段时间后，即使政策的初始实施阶段是有效的，政府的出发点也是好的，但当被干预者越来越熟悉立法和行政程序后，就能够通过政策影响来主导被干预的行业，也就间接主导了政策实施者的行为。

其次，“利益集团理论”认为，政府的行为实际上是受各种利益集团的影响和支配的。这种理论比俘获理论更进一步。它假定政府和生产者、消费者一

^① 对政府干预的各种模型讨论参见史普博：《管制与市场》，上海三联书店、上海人民出版社1999年。



样都是追求利益最大化的经济主体，生产者或者消费者为了更多地获取自身利益，形成不同的利益集团。这些集团相互竞争，并希望利用政府干预来实现自己的愿望。政府作为不同利益集团之间利益冲突的仲裁者，其政策不过是各利益集团之间相互竞争和协调的结果。利益集团的力量对比决定了政府政策的性质。因此，生产者集团或者消费者集团产生了对政府干预供给的需求，而政府通过供给干预政策来实现自己的利益，二者的互动决定了政策规则。Peltzman (1976) 明确指出，政府干预过程就是政府追求政治支持最大化的过程^①。斯蒂格勒、佩尔茨曼、贝克尔、波茨纳等人的共同观点就是，政府为了私人利益干预市场，而受益的个人和集团则愿意为政府的服务提供补偿。

然而，这些政府行为的理论至多也就是讨论了政府失灵问题。市场可能出现失灵，政府也可能出现失灵，政府替代市场的理由并不是很充分。但这些理论是在给定政府干预的框架下讨论问题的，并没有解释为什么需要政府干预这一基本问题。因为利益集团本身是按照某种利益目标形成的，一个群体在某个利益目标下形成一个松散的集团，在另一目标下形成另一集团，集团之间很难有明确的边界，即利益集团本身是很难界定的。除非形成有组织的形式，否则利益集团的作用就无法证实。另一方面，即使存在某些利益集团愿意通过某种强制手段来获得更多利益，这种强制手段未必会被其他利益集团接受。政府则不同，政府是被所有辖区居民接受的组织，这一点和利益集团无关。所以，利益集团理论能够解释部分政策的制定和变动，但无法解释政府作为整体组织的起源。

科斯在其《企业的性质》一文中，着重解决企业的起源问题。在他看来，因为利用市场机制是有成本的，人们选择了一种相对便宜的组织形式——企业——来降低总的交易费用。问题在于，科斯的理论是否适合政府呢？科斯没有给出答案。哈耶克正确地指出，社会的演变是一个自发的扩展秩序，但这种扩展秩序并没有包括组织。组织确实存在着，即使理论上证明价格机制非常有效，至少在现实生活中它没有完全替代组织。那么剩下的问题就是：组织（包括政府）如何起源？

认为政府干预理所当然的观点在金融领域最明显。经济学家和金融学家绝大多数都认为，金融市场是特殊的，信息不对称尤其严重，如果没有政府干预

^① Peltzman, S., 1976, "Toward a More General Theory of Regulation", *Journal of Law and Economics*, P.211~240.



就无法解决道德风险和逆向选择问题。早期中央银行和中国证监会的出现彻底改变了金融市场的制度格局，大大稳定了金融市场，促进了资源配置的效率。在他们看来，金融市场固有的特征和金融产品的虚拟性加剧了金融市场的不完全性，金融交易很难实现一个均衡价格，金融产品价格波动已经成为经济周期不可分割的部分。金融市场上的价格波动会扭曲资源配置。更严重的是，这种波动还会影响参与人的预期，造成所谓的“传染”，从而带来大面积的经济恐慌。历史上重复出现的经济危机很大程度上伴随着金融市场泡沫，早期的银行挤兑和后来的股市崩溃都对经济体系造成致命的打击。正因为如此，各个经济体很早就开始认识到对金融市场规模的必要性，并通过制定法律和建立监管部门来遏制金融市场危机。

但是，随着监管体系的逐步完善，金融危机并没有完全消除，在适当时候甚至会复发，比如20世纪90年代的网络股泡沫就是例证。进一步看，如艾伦和盖尔（2002）所言，金融危机的治理本身会面临一个权衡问题，金融市场价格波动并不是和有效的资源配置对立；相反，波动的消除会弱化价格的信号作用，损害资源配置本身。这就带来一个问题，何谓合理的价格波动？监管部门能否实现这一合理价格波动区间？金融监管的两难困境引起了经济学家的广泛关注，一旦金融监管放松，经济就会获得活力，但同时也蕴涵了泡沫；如果为了治理泡沫而加强监管，经济的竞争力又会下降。人们一般认为，通过合理的或最优的监管能够实现金融市场稳定性和资源配置有效性的统一，比如斯蒂格利茨等人提出的金融约束论就是如此。

过去的研究首先假定市场因外部性、信息不完全和不对称、垄断、公共物品等原因而失灵，所以必然需要政府监管。给定政府监管的前提，经济学理论需要讨论的仅仅是最优政府监管的条件而已，但金融史的研究已经对这种论断提出了质疑。这些研究发现，政府对金融活动的管制并没有给资源配置效率带来好处，而是抑制了市场的进步。这又回到那个老问题上了：如果市场中的自律组织能够有效治理市场，那么为什么还需要政府监管？



金融市场的制度结构和不完全性的治理

经济学家一般简单地把金融市场看作是金融交易的场所，资金供求双方在



该场所从事货币的买卖，金融的作用仅仅体现为媒介资金和动员资源的作用。由于信息不对称等原因，导致金融市场价格波动，从而影响到金融系统的稳定性，损害资源配置效率，因此，需要政府部门通过监管活动来规制价格波动及其背后的交易者行为。在这些理论看来，金融系统的稳定性是首要目标，通过该目标的实现，金融市场才能有效实现其各种功能。

随着研究的深化，人们对金融市场的认识也在加深。如 Merton 和 Bodie (1995) 所指出的，金融市场除了能够动员资源外，还可以进行风险管理、信息交流和企业监控等。这些复杂功能的存在就不能仅仅通过金融交易场所来认识。本质上说，金融市场作为交易场所只是形象地刻画了其表面现象。Dosi (1988)、霍奇逊 (1993) 明确地指出：“市场本身也是一种制度，它涉及社会规范、习惯、制度化的交换关系，以及信息网络（有时是有意组织的），这些本身要被解释。”的确，市场总是包括异常丰富的活动。除了定价、运输及联络客户等具体交易活动外，也许最重要的活动有两方面：一是信息的收集、处理和传递、交流等活动；二是围绕产权让渡所引起的一系列契约活动，包括契约的签订、磋商和执行等。后者体现了市场的制度面，那种仅仅把市场看作是交换场所的观点恰恰“忽视了对所有市场制度来说是中心问题的习惯的、合法的、政治的和其他的社会安排”（霍奇逊，1993，P.208）。

由于市场的信息交换和契约活动，导致了市场的制度化、组织化。简而言之，“市场就是制度化、组织化的交换”（霍奇逊，1993，P.208）。“这一组织市场由一系列制度规范和创造、应用这些规则的从事特定商品交易的人组成，目的是改善各自的效用。换句话说，组织市场是个人或组织的团体之间关系契约的网络。这一关系契约可以是正式的，也可以是非正式的。”（Furubotn and Richter, 1997, P.284）。

假如人们可以在交易中确知可能发生的每一种状态及应对方法，那么达成完全契约就是可能的。在完全契约的约束下，人们总能以发行“阿罗—德布鲁证券”的方式从事金融交易，任何纠纷都可以通过谈判来解决。此时就不需要政府干预。问题的焦点集中在：如果当事人面临不完全信息和不对称信息的情况，金融市场就不可能是完全的，此时必定需要政府干预才能解决潜在的纠纷。这是大多数经济学家同意的观点。因此，我们需要先讨论金融市场不完全性的性质。

金融市场存在意义是与不完全信息及不确定性，或人的有限理性联系在一起的。如果从不完全信息或有限理性假定出发，金融活动就必然面临不确定性



及科斯的交易成本。由于不确定性存在，人们不能完全掌握对交易对手的认识，这意味着当事人在决策时可能犯错误。在信息不完全时，信息就成了稀缺商品，人们寻求决策的准确性，必须为获得信息而付费。当事人的财富是有限的，他获取信息的能力也是有限的，因而信息获取的方式及获取的程度会融合到契约中，通过契约来决定资源配置的效率。Melody (1988, P.363) 深刻地指出：“制度反映了团体中，或团体之间，或通过正式组织行为的个人之间的相互作用情况，这种相互作用的本质是信息交流。”

具体地说，在考虑信息或交易成本的前提下，金融市场是不完全的，体现在以下几个方面：

第一，在信贷市场上，信息成本使市场发生分割，竞争者的有效数目会远远少于完全信息下所需的竞争者数目 (Stiglitz, 1994)。由于借款人的还款能力是私人信息，金融机构在发放贷款时，必须搜寻这些信息，这一信息费用会构成“进入壁垒”。同时，当某借款人被一金融机构所拒，则很难从其他机构获得贷款，因为机构面对“陌生人”所要支付的信息费用比较高。再加上借款人也不可能到市场上一家一家地寻找机构，所以从借款人的角度看，可利用的金融机构不多。这说明信息成本决定了信息市场的竞争程度。

第二，由于信息的不完全性，资金需求者不得不在市场上寻找能提供恰当价格和服务的资金供给者；同样，资金供给者也会不断地寻找合适的需求者。这一搜寻活动是要付费的。对金融交易来说，承诺由需求方作出，而需求方是否愿意或能够保守诺言，供给方难以判断。供给方在主观地确认需求方的质量类别时必须支付许多不必要的资源，这就需要一些机制（如信用评级）来披露信息。但在信息成本约束下，这些机制的作用是有限的，因此信贷市场上不可避免地会出现“逆向选择”现象，由此导致价格机制失灵 (Stiglitz and Weiss, 1981)。

第三，市场是一个自由流动的相互冲突并相互影响的未经组织的环境 (霍奇逊, 1993, P.217)。当我们进入这一环境时，价格更多情况下是由当事人之间谈判决定的。然而，当事人不可能就每一件事进行谈判，价格也不可能时时刻刻进行变化，故此，刚性价格可看作是交易双方价格谈判的组织结果。一旦涉及到组织，价格就成了社会惯例，受习惯的强制，并包融于特定的制度中 (Hodgson, 1998)。贝克尔 (转引自霍奇逊, 1993, P.220) 认识到，即使是股票市场中的交易也展示了显著的社会结构性模式；Mulkerin、Netter and



Dverdah (1991) 也把金融交易看作组织, 通过创造产权影响了经济发展; La Porta 等人 (1998) 则以详实的论据显示了法律对金融市场的影响。可见, 金融市场上价格机制的调节作用离不开契约形式以及契约背后的制度环境。

第四, 对道德风险的控制就是契约的执行问题。由于契约签订与执行之间有一段时间间隔, 资金需求者的违约动机就会产生, 此时恰当的控制机制设计对保证契约的效率至关重要。

总的来说, 信息的不完全性导致了不完全的金融合约和金融市场。由于新古典经济学只关注契约结束那一刻交易活动的组织, 因而把完美市场当作一个理所当然的存在物, 对其作用的组织反而模糊了。市场是一个过程, 从签约前的信息搜寻到签约过程中的谈判, 直到签约后的执行活动, 无一不贯穿着不确定性, 这是当事人根本无法完全预见的。金融风险并不是因某个工具引起的, 而是资金需求者违约的可能性始终客观存在着。

由于金融市场是不完全的, 导致人们理所当然地认为需要某种程度的政府干预, 即使不像以前那样直接管制价格, 一个约束性的干预政策体系还是必要的。如斯蒂格利茨所言, 政府对金融市场的约束有利于资源配置效率的改进。但是, 即使金融市场是不完全的, 是否政府干预就必然能够有效解决这一不完全性? 换句话说, 是否存在其他备择机制能够更好地解决这一不完全性的后果? 笔者曾经在一些论文中对金融约束论进行了深入讨论, 其结论是: 至少在理论逻辑上, 金融约束论是站不住脚的, 因为这种理论把整个金融市场看作单一的独立运行的市场, 忽视了市场的制度结构本身能够起到的自我调节作用。

Dowd 等人对自由银行业历史的研究和 Stringham 等人对证券交易史的研究, 同样质疑金融管制和金融约束论。他们发现市场本身就具有波动性, 对这种波动的治理并不必然依赖政府的外在监管, 好的声誉机制同样有效。特别是在没有监管的环境中, 金融系统良好运转的例子也普遍存在。Dowd (1996) 等人对一些银行业发展史的研究表明, 美国、加拿大、苏格兰等国家和地区的早期自由银行 (即没有政府管制时的银行) 具有更高水平的资本金及更低的破产概率。例如, 早期美国银行在没有联邦政府干预时资本充足率为 40% 以上。到 1933~1934 年间, 联邦存款保险制度建立时, 这一比率下降到 15%。这说明没有政府规制时的银行业更为稳定, 而政府的直接干预反而增加了金融市场的风险和不确定性。



Stringham (2002, 2003) 通过对证券市场监管史的研究发现, 荷兰鹿特丹 17 世纪证券交易市场和英国伦敦证券交易所的发展, 正是在没有政府干预的前提下自发演化出了一种市场秩序。比如 17 世纪时荷兰发行股票导致了证券交易市场的出现。当时的政府并不是制定政策鼓励这种市场的发展, 而是设法对该市场加以抑制, 但通过证券经纪人自身的努力, 在经纪人自身声誉机制的基础上发展出了期权、卖空等衍生品, 市场自发地发展起来。伦敦证券交易所同样是依靠证券经纪人的声誉机制自发演变而来的。过去人们总认为, 声誉机制只能存在于紧密关系的网络中, 比如血缘关系、邻里关系、朋友关系等, 一旦社会网络扩大, 声誉机制就很难约束当事人的行为。但 Stringham 通过研究伦敦证券交易所的发展历史发现, 随着市场的广度和深度扩大、经纪人日益增多, 证券经纪人相互之间仍然通过一种类似俱乐部的制度形式确保声誉机制有效运行, 这种俱乐部制度后来就演变为交易所制度。因此, 对证券市场的监管通过交易所的自律同样能够有效实施, 而并不必然需要政府的介入。

因此, 可以认为对政府管制的盲目遵从可能来自对市场本身理解不够, 或者说对市场本身存在某种偏见。市场天生就是波动的, 这种波动反映了人们对交易的各种不确定性的看法及其调整。政府管制的支持者总是认为这种调整是一种风险, 会破坏资源配置效率, 其结果反而抑制了人们对经济活动的看法。

既然我们说建立在市场失灵基础上的政府管制理论缺乏坚实的逻辑基础, 那么除非我们提出一个市场自我调节的理论, 否则无法对政府管制理论全面驳斥。而要提出这样一种理论, 就需要考虑是否存在政府管制的相应替代机制。幸好金融发展理论的研究已经发现, 法律对金融的发展有重要影响。法律不仅通过公司治理的建立和完善等促进投资者参与, 而且建立了金融交易的一系列规则, 提高金融交易的效率。从习惯法的角度来看, 法律不能等价于政府。如果法律能够有效解决金融交易中出现的失灵问题, 那么就不需要政府干预。下面我们就来讨论法律和金融发展。



私人合同和公共合同

——法律与金融市场治理机制的互补和替代

前面我们已经讨论了金融市场不完全性的特征, 我们把这种不完全性看作



是不完全的制度安排，也就是不完全合同的集合。按照哈特等人发展不完全合同理论，只要不存在证实成本的约束，合同的不完全程度就不会影响到资源配置效率。道理很简单。如果两个当事人参与金融交易，即使有不确定性，无法预先通过合同条款约定解决办法，那也只能导致未来的合同纠纷；但是如果证实成本是无约束力的，即每个当事人都不在意证实成本，则当事人总是能够通过自我谈判解决纠纷。也就是说，私人合同总是能够解决问题。如果私人合同解决不了，也总是能够通过寻求一个第三方仲裁机构和法院来裁决。由于证实成本对第三方也不构成约束，仲裁或者法院总是能够有效解决潜在的纠纷，所以合同的不完全性仍然不影响资源配置效率。

当金融交易趋于复杂，纯粹的私人合同的有效性就面临谈判成本的约束，当事人双方已经不是考虑证实成本问题，而是证据的确认问题。换句话说，即使双方都能够举证，这种举证也只有双方都认可的前提下才能够解决纠纷。这意味着单独的私人合同缺乏公信力，无法达成一致同意，也就无法达成社会最优。在局部范围内，私人合同能够有效解决合同的不完全性问题，但如果在整个金融市场中，单纯的私人合同就无法做到这一点。这是因为没有公信力做支持，当事人面对的谈判成本会过高，会约束金融交易的实现。布坎南指出，一旦交易不是纯粹的私人事情，公共选择就会发生，这时需要一个基本规则。法律正好起到这种基本规则的作用。

实际上，哈耶克等人早期提出的习惯也是一种基本规则。但迄今的研究发现，这种习惯如果停留在习俗层面上，就很难应对复杂的非人格化的交易。习俗的约束力要依赖个人信息，如果个人信息本身证实的成本很高，单独依靠习俗就很难治理复杂交易。尽管 Stringham 发现了前述两个证券交易所的私人合同治理模式的成功，但并没有给出其中可能涉及的法律和其他制度环境的影响，这就无法把同样的结论推广到其他环境中。比如，伦敦证券交易所的演化 and 习惯法环境有何关系？是不是成文法下仍然会出现这种自发演化？

现实中常见的还是私人合同和公共合同在互动的环境中组织的演化过程。由于私人合同的局限（这一点在威廉姆森等人那儿已经分析得很清楚），使得参与交易的人们在一个扩展的交易范围内很难进行有序的行动。此时如果每个人一致同意，达成一个基本规则（即社会契约），那么如布坎南（2004）所说，就能够稳定所有参与人的信念，从而演化出一种交易秩序。这种基本规则在习惯法的意义上可以理解为“法律”这种正式规则。对成文法而言，也存在着其