

成本效益分析方法在美国证券 规则制定中的应用及其启示

——从美国证券交易委员会三次败诉说起*

董翔**

摘要:开展成本效益分析是美国多数监管机构制定规则时的必要步骤,它要求仅当拟制定规则的效益能够证明成本的正当性时方可发布规则。美国证券交易委员会(Securities Exchange Commission, SEC)虽然不在必须开展规则成本效益分析的机构之列,但它自 20 世纪 80 年代起便对所制定规则的成本及效益进行考量。实践中 SEC 对成本效益分析方法的运用存在缺陷,因而遭到了国会的质疑,法院也对 SEC 部分规则进行了司法审查。本文从 SEC 近年来遭受的三次行政败诉谈起,揭示良好的立法^[1]成本效益分析在美国证券监管机构规则制定中的重要性,进而探究该方法在证券

* 该论文为 2010 年度华东政法大学科学研究项目《金融监管的法律经济学研究——以证券行业为对象》(项目编号:10HZK022)的阶段性成果之一。

** 华东政法大学博士研究生,讲师。

[1] 广义的立法包括从中央到地方一切国家机关制定和变动各种不同规范性文件的活动。就本文的讨论范围而言,“立法”主要是指包括独立监管机构在内的美国行政机构制定和变动行政规则的活动。

领域规则制定过程中的应用与经验,以期对我国的证券修法活动提供一些有益参考。

关键词: 成本效益分析 证券规则 应用 启示

一、SEC 三次败诉及其引发的思考

2005 年以来,SEC 在哥伦比亚特区巡回上诉法院(以下简称上诉法院)接连经历了三次败诉,直接导致辛苦制定的两部规则功亏一篑。三次败诉事出同理——法院认定 SEC 对规则之成本效益的分析“不合格”。通过对三个败诉案的梳理与研究,可以为我们研究和借鉴美国证券规则制定中的方法论开启一个新的视角。

(一) SEC 三次败诉情况概要

1. 美国商会(Chamber of Commerce of the U. S. A.)诉 SEC^[2]

2005 年,美国商会就 SEC 发布的《投资公司治理(规则)》(Investment Company Governance)向 SEC 提起诉讼。本案争议规则要求共同基金董事会中独立董事占比应当不低于 75%,且由独立董事担任董事会主席。商会对 SEC 提出上述两项要求的合法性以及 SEC 在采纳规则方面的论证提出了质疑。法院对商会提出的质疑未予支持,但认同它提出的“SEC 没有充分考虑共同基金为遵守该规定需要付出的成本,对独立董事担任董事会主席这项规定的替代性建议也缺乏足够考虑”的观点。上诉法院特别指出 SEC 没有考虑共同基金的合规成本,并认为 SEC 宣称“其没有合理依据来判断共同基金将采取怎样的行动以遵守规定,因而使得与选举独立董事相关的成本难以测算”的说法难以令人信服。上诉法院裁定 SEC 重新开展规则成本效益分析,令其采取措施弥补规则制定过程中的缺陷。虽然有批评意见认为上诉法院关注的成本显得十分微小,有过分干预 SEC 规则制定之嫌,但其对于 SEC 所称无法计算有关成本的质疑却不无道理。

[2] Chamber of Commerce v. SEC, 412 F.3d 133 (D. C. Cir. 2005).

2. 美国股权投资寿险公司(American Equity Investment Life Insurance Co.)诉 SEC^[3]

2010年,美国股权投资人寿保险公司起诉 SEC。本案争议规则将固定指数型年金排除在《1933年证券法》(Securities Act of 1933)规定的“年金合同”之外。上诉法院认可规则的具体规定,但指出 SEC 在分析成本效益时的方法性错误,包括其没有提出争议规则能够促进“竞争”的合理依据,没有分析州法管辖之下的市场竞争现状,也没有结合市场现状就规则对效率的影响做充分分析。上述后两项缺陷均是由于没有按照《A4通知》的要求界定基准线,因此使提议规则的成本效益无法与现状乃至与替代性规则的成本效益做出比较。上诉法院由此认定“SEC关于该规则对效率、竞争和资本形成(capital formation)的影响所做的考虑是武断而多变的”,裁定撤销该规则。

3. 商业圆桌会议(business roundtable)及美国商会诉 SEC^[4]

2011年,上诉法院再次以成本效益分析不当为由对 SEC 做出不利判决(以下简称商业圆桌案)。本案的争议对象是“委托书使用规则”(Proxy Access Rule,以下简称 14a-11 规则)^[5],它要求公众公司将符合董事提名资格的股东所提名的候选人姓名等信息写入公司的委托书材料,从而“向股东提供股东提名的董事候选人的有关信息并赋予股东选举上述候选人的权力”。此次上诉法院依然指出 SEC 在成本效益分析中的缺陷,并据此裁定撤销规则。

法院判决称“(SEC对 14a-11 规则的)论证没有考虑边际成本,是不合逻辑的”。关于 SEC 就州法下股东提名董事规则的现状分析,法院指出,仅仅对现行州法的成本进行量化,却未尝试对州法的效益开展评估或量化,是本案成本效益分析中的一项根本性错误。法院批评 SEC“在确定规则的成本效益时,前后不一”,是一种“机会主义的做

[3] Am. Equity Inv. Life Ins. Co. v. SEC, 613 F.3d 166(D. C. Cir. 2010).

[4] Bus. Roundtable v. SEC, 647 F.3d 1144 (D. C. Cir. 2011).

[5] 该规则中 proxy access 的含义是股东使用委托书提名董事权的资格,基于此并为了突出其使用委托书(而非传统的征集委托书的过程),故直译为(股东)“委托书使用”。参见李诗鸿:“从‘美国证监会 14a-11 规则无效案’看董事提名权改革”,载《法学》2013 年第 5 期。

法”。在此后其他案件的判决中,上诉法院强调“商业圆桌案中的举证问题并不限于 SEC 没有充分考虑公众的意见”,更大的问题在于“它没有处理好反面证据”。法院指出,“如果机构对一个问题的重要方面不予考虑,抑或所做的决定与机构自身掌握的证据相悖却未能做出解释,这时则认为机构的立法是武断而多变的”。〔6〕

(二)对三个案例的思考

上述案件的共同点是 SEC 在制定规则时都进行了成本效益分析。事实上,在 2003~2012 的 10 年间,SEC 超过 96% 的新规则都附随了成本效益信息。〔7〕作为一个独立监管机构开展成本效益分析的情况尚且如此,非独立行政机构在立法成本效益分析的执行上无疑更为严格。〔8〕这与成本效益分析的必要性理念深入机构并嵌入国家的立法逻辑不无关系。

首先,成本效益分析能促进更具理性的决策、更富效率的立法。尤其当意图解决的问题可能被过分夸大时,该分析方法可帮助立法者冷静判断仓促立法的负面效应,避免冲动型立法。此外借助于成本效益分析方法科学、严格的分析,一方面使立法者能够“以最具说服力的事理逻辑,最大限度地摒弃权术与政治的不当侵扰,从而真正赋予规则以‘科学’和‘技术’的品性,最大限度地增进社会福利”;〔9〕另一方面可以增强立法严肃性,并提高规则对抗外界质疑的能力,避免规则朝令夕改和迫于压力的嬗变。

其次,通过对立法成本与效益的定性与定量分析并披露分析情况,同时邀请公众参与评论,该方法能够提升立法的可信度、透明度和民主

〔6〕 Am. Petroleum Inst. v. EPA, 684 F.3d 1342, 1351 (D. C. Cir. 2012).

〔7〕 OIRA of OMB, *Draft 2013 Report to Congress on the Benefits and Costs of Federal Regulations and Unfunded Mandates on State, Local, and Tribal Entities*, at http://www.whitehouse.gov/omb/inforg/regpol_reports_congress/, April 2013.

〔8〕 12866 号等总统行政命令(见本文第二部分)未强制要求 SEC 等独立监管机构开展规则成本效益分析,但要求非独立行政机构对管制方案做成本效益评估。根据行政命令中的定义,“独立监管机构”是指包括 SEC、商品期货交易委员会在内的 19 个监管机构以及经法律确定为联邦独立监管机构/委员会的其他机构。参见 *Executive Order 12866*, section 3(b), 58 FR 51735. Oct. 4, 1993.

〔9〕 罗培新:“科学化与非政治化:美国公司治理规则研究述评——以对《萨班尼斯—奥克斯莱法案》的反思为视角”,载《中国社会科学》2008 年第 6 期。

性,是一种负责任的立法方法。鉴于机构的规则制定权限来自于法律(或美国国会等法律赋权机构)的授权,事实上的委托—代理关系容易引发信息不对称等问题,公共利益易受侵害。成本效益分析方法是帮助委托人克服这种不对称问题的重要条件,增加受托人决策的透明度,并通过政治或司法的监督保证规则制定的依据真实充分,进而确保机构的立法考量符合委托人利益,保障立法的民主性。

此外,开展立法成本效益分析还能改进稀缺法律资源的优化配置,并有助于保障紧急事态立法的质量等。囿于篇幅,本文于此不做过多阐述。

上述案例还说明仅仅开展成本效益分析是不够的,只有严谨、合理、有效的成本效益分析过程与结果才是保障其规则免于公众或司法质疑的“护身符”。从同一法院对三个案件的判决书中也不难看出法院对于 SEC 未能开展良好成本效益分析的容忍度在逐渐降低,主动批判的意味渐浓^[10](商业圆桌案中,甚至在一定程度上可以认为法院重新开展了成本效益分析)^[11]。上述情形恐怕与 7 年间(2005 - 2011) SEC 一直未能在其组织规章中就如何开展成本效益分析提出明确的指引有关,法院的判决结果正是对 SEC 的不作为(或至少是不充分作为)的一种司法回应。

二、立法成本效益分析方法在美国的历史沿革及应用简述

以成本效益分析在美国整体立法领域的发展作为研究起点,有助于以全局的视角更好地理解美国证券规则制定的成本效益分析。

(一)立法成本效益分析在美国的沿革与规定

在立法中开展成本效益分析的要求始于 1981 年里根总统发布的

[10] 在第一个案件中法院要求 SEC 弥补规则成本效益分析的缺陷,而在其后两案中则直接裁定撤销规则;商业圆桌案中,判决书对于 SEC 未能做好成本效益分析的批判更是显得言辞犀利而直接。

[11] 该案中法院对于 SEC 就实证数据的审查结果进行了详细审核,并得出结论认为 SEC 所依赖的证据不足以证明规则的合法性。

12291 号行政命令 (Executive Order 12291)。该文件规定,在制定有关规章的立法建议稿、制定新规章及审查现行规章时,行政机构^[12]在法律许可的范围内,其监管行为可能产生的社会效益必须大于可能的社会成本,监管应该以社会净福利最大化为目标。^[13]

随后克林顿总统于 1993 年发布的第 12866 号行政命令 (Executive Order 12866) 取代了 12291 号行政命令,它规定了 12 条“制定规章的原则”,成本效益分析是贯穿其中的核心要求。12866 号命令延续了 12291 号命令中的部分规定,同时也做出部分重大修改,特别是它认识到“某些成本与效益难以量化”,“在合理推断出预期的效益能证明有关成本的正当性时,即可提出和采纳一项规则”,^[14]而不再强调 12291 号命令所要求的监管行为的“效益必须大于成本”。^[15]关于立法成本效益评估的基本内涵,12866 号行政命令也做了阐述:“在决定是否监管和如何监管时,行政机构应评估一切有效的替代性方案(包括不监管在内)的成本及效益。成本及效益既要包括可以量化的成本及效益(应在最大限度上将其量化),也包括难以量化却又必须考虑的定性的成本及效益。另外,除非法规另有规定,行政机构在可供选择的监管方案中,应选择那些能使净效益最大化的方法(净效益包括在经济、环境、公众健康及安全,以及其他方面可能的益处、对分配的影响以及公平性)。”^[16]

现行有效的 13563 号行政命令 (Executive Order 13563) 由奥巴马总统于 2011 年签发,它补充并重申了 12866 号行政命令中确立的规章审查的原则等内容。该命令特别要求各机构“运用能够掌握的最佳技

[12] 若无特别说明,本文中称“行政机构”均指美国非独立性行政机构。

[13] *Executive Order 12291*, section 2 (b), 46 FR 13193, Feb. 17, 1981.

[14] *Executive Order 12866*, section 1 (b) (6), 58 FR 51735. Oct. 4, 1993.

[15] 12866 号行政命令对命令中所指的“监管行为”给出了明确的定义。“监管行为”是指由行政机构颁布的或预期会引起最终规则或规章颁布的实质性的行为(通常发表在《联邦登记》上),包括征询通告、提议规则的预通告,以及提议规则的通告。参见 *Executive Order 12866*, section 3 (e), 58 FR 51735. Oct. 4, 1993.

[16] *Executive Order 12866*, section 1 (a), 58 FR 51735. Oct. 4, 1993. 另外,净效益即立法效益与成本的差值。

术,尽可能准确地量化当前以及未来的成本及效益”。^[17]

除上述三份行政命令外,美国管理和预算办公室(Office of Management and Budget, OMB)^[18]在2003年9月发布了《A-4通知》(Circular A-4),提出非独立行政机构衡量和报告成本效益的标准化做法,为其开展立法成本效益分析提供了更加细致的指引。

(二)成本效益分析方法在美国立法实践中的应用

在美国,立法的成本效益分析方法广泛应用于环境、健康和安全等领域。实践中除部分例外情形,^[19]行政机构制定规章时都开展了成本效益分析以确定规章制定的必要性,相关分析以报告形式呈递总统、国会或OMB审阅。在各类规章的成本效益分析中,重大规章的成本效益情况备受关注,原因是此类规章的立法质量将对联邦和州政府、企业及个人造成直接的经济影响。所谓“重大规章”主要是指那些每年对经济的影响值在1亿美元以上的管制行为,或对经济、生产力、竞争等造成负面实质性影响的管制行为。^[20]

行政机构的规章草案和成本效益分析报告应提交OMB下设的信息管制事务办公室(the Office of Information and Regulatory Affairs, OIRA)审查;经OIRA审核的重大规章随后提交国会审核。除审查拟制定的规章外,OMB每年还要求行政机构提交管制成本与效益的年度分析报告,并在汇总整理的基础上形成向国会汇报的联邦管制成本效益年度报告。该报告自1997年首次发布以来,至今已发布逾15年。^[21]

2003~2012年财政年度期间,联邦机构共在《联邦登记》上发布了37786条最终规则。根据第12866号及第13563号行政命令,OMB审查了其中的3203条,根据这些规则对经济的预期效果,有536条被认

[17] Executive Order 13563, section 1 (c), 76 FR 3821, Jan. 21, 2011.

[18] 联邦管理和预算办公室(OMB)是政府范围内总统政策的执行机关。行政机构按要求衡量成本及效益,并将分析提交OMB审核。

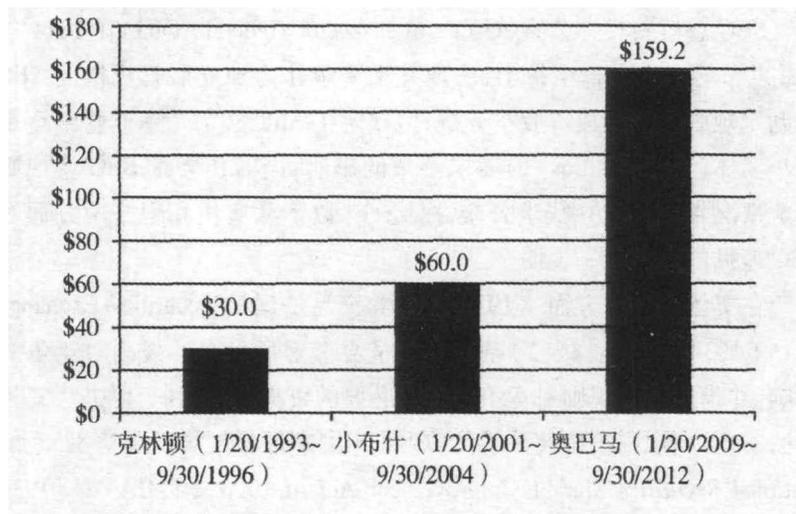
[19] 12866号行政命令(《管制计划与审查》)第3条规定了四种例外情形,包括按照美国法典第五编第556~557条关于正式制定规则的条款所发布的规章等。Executive Order 12866, section 3 (d), 58 FR 51735. Oct. 4, 1993.

[20] Executive Order 12866, section 3 (f), 58 FR 51735. Oct. 4, 1993.

[21] OIRA of OMB, OIRA Reports to Congress, at http://www.whitehouse.gov/omb/inforg_regpol_reports_congress/, 1997-2013.

定为重大规章。^[22]

在过去的 20 年中,美国政府严格将成本效益分析作为是否立法和怎样立法的一项重要依据,并在实践中尽力追求对社会产生最大净效益的立法方案。下图显示了过去三任美国总统的首届任期内重大规章净效益的情况。^[23] 该图表明,政府在不断寻求扩大立法净效益。



三任美国总统首届任期内重大规章净效益情况(单位:十亿美元)

三、美国证券规则制定领域成本效益分析方法的应用

从最早由里根总统发布的 12291 号行政命令开始,关于规定联邦机构要开展成本效益分析的历次总统行政命令均把独立监管机构豁免在外。SEC、美国商品期货交易委员会(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)等独立监管机构因此都免受立法成本效益分析的约束。在此背景下,多数独立监管机构关于立法成本效益分析的实践

[22] OIRA of OMB, *Draft 2013 Report to Congress on the Benefits and Costs of Federal Regulations and Unfunded Mandates on State, Local, and Tribal Entities*, at http://www.whitehouse.gov/omb/inforeg_regpol_reports_congress/, April 2013.

[23] 同上注。

晚于非独立行政机构,并在实施的严格程度上也有所不及。

然而应当注意到,近年来伴随着来自监管对象的质疑,以及司法审判的挑战,以 SEC 为代表的不少独立监管机构正在快速发展与完善本机构的立法成本效益分析实践。

(一) SEC 执行成本效益分析的相关依据

SEC 总监察长办公室(Office of Inspector General, OIG)在 2011 年 6 月发布的一份报告中指出,法律并未要求作为独立监管机构的 SEC 在制定规则时开展成本效益分析,但规定了 SEC 必须考虑监管给竞争及小实体(small entities)的需求带来的影响,同时还要求 SEC 将规则制定情况告知公众并征求公众意见。^[24] 以下从实体和程序两方面对 SEC 遵循的要求做一说明。

在实体性要求方面,《1934 年证券交易法案》(Securities Exchange Act of 1934)第 23(a)(2)条要求委员会考虑所发布的规则对竞争的影响,并指出如果规则对竞争造成不必要的负担,或不利于促进法案目标的实现,则规则不应获采纳。《1996 年国家证券市场发展法案》(the National Securities Markets Improvement Act of 1996, NSMIA)对《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法案》以及《1940 年投资公司法案》(Investment Company Act of 1940)做了补充,要求 SEC 参与制定规则及审核自律监管组织的规则时,应考虑并确定某一立法行为是否必要或是否符合公共利益,并且除考虑投资者保护外,还应该考虑该行为是否会促进效率、竞争及资本形成。此后的《1999 年格雷姆—里奇—比利雷法》(《1999 年金融服务现代化法》, the Gramm - Leach - Bliley Act of 1999)也做了与 NSMIA 相同的规定。可以认为上述要素构成了对规则产生的效益及成本的重要考量。

在程序方面,1946 年《行政程序法》(the Administrative Procedure Act of 1946, APA)设立了“通知—评论”的规则制定程序,要求行政机构在《联邦登记》上公布提议的规则,使利益相关者有机会发表书面意

[24] See SEC, *Follow - up Review of Cost - benefit Analyses in Selected SEC Dodd - frank Act Rulemakings*, at [http://www. sec - oig. gov/Reports/AuditsInspections/2012/Rpt% 20499_FollowUpReviewofD - F_CostBenefitAnalyses_508. pdf](http://www.sec - oig.gov/Reports/AuditsInspections/2012/Rpt%20499_FollowUpReviewofD - F_CostBenefitAnalyses_508.pdf), Jan. 27, 2012, pp. 3 - 4.

见。行政机构还要就最终规则的基本原则及目标进行简要陈述。根据《行政程序法》，法院可以撤销那些被裁定为“武断而多变，滥用自由裁量权，或与法律相抵触”的规则。1980年《缩减文书工作法案》（the Paperwork Reduction Act, PRA）及同年通过的《立法弹性法案》（Regulatory Flexibility Act, RFA）也分别阐明了规则制定的部分具体程序性要求。其中《缩减文书工作法案》要求行政机构征集并阅研公众响应提议规则中关于收集信息的要求而反馈的意见，^[25]它同时规定机构应评估“信息收集”的需要并“对规则产生的负担作出具体且有客观依据的评估”。《立法弹性法案》则规定，对于按照《行政程序法》的要求必须履行“通知—评论”程序的所有规则，行政机构在评估提议规则和最终规则时应考虑小实体的需求，但行政机构的负责人“保证规则发布后将不会对大量的小实体产生重大经济影响”的除外。

同时，SEC对于相关总统行政命令中成本效益分析的有关规定持认同态度，并遵照执行。^[26]由OMB发布的《A-4通知》在实践中也成为SEC制定《SEC规则制定中经济分析^[27]通用指南》（Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings,以下简称《指南》）时的重要参考。

再者，生效的法院判决作为对未来案件具有法律规范效力的法律判定，同样构成要求SEC开展成本效益分析的依据。上文的三个案例因SEC未开展或没有正确开展成本效益分析而遭致败诉，固然引发了诸多争议，但SEC并未提出上诉，^[28]致使判决生效。“商业圆桌案”之后SEC调整部门设置和发布《指南》以弥补原有方法的不足，这正体现

[25] 同上注，p. 4.

[26] 同上注，p. 3.

[27] 除特别说明外，“经济分析”与上文“成本效益分析”可互换使用。严格意义上的“经济分析”包括狭义的对成本与效益的评估（CBA）以及对竞争、效率与资本形成的影响评估（ECCF），但2012年以来SEC规则附随的经济分析将CBA与ECCF合并，且规则对竞争、效率及资本形成的影响事实上是规则产生的成本效益的一部分，这时“成本效益分析”即具有了广泛含义。

[28] See Chairman Mary L. Schapiro, *Statement by SEC Chairman Mary L. Schapiro on Proxy Access Litigation*, at <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-179.htm>, Sept. 6, 2011.

了法院判决对 SEC 成本效益分析的影响。

此外,在过去几十年间 SEC 多任主席曾向国会承诺在立法活动中开展成本效益分析,这同样构成了 SEC 开展立法成本效益分析的依据。

(二) SEC 执行成本效益分析的总体情况

SEC 早在 20 世纪 80 年代即把成本及效益作为制定规则时的考量,并将其视作良好监管的一种做法。^[29] 在过去近 30 年间,SEC 的规则成本效益分析经历了从无到有,从弱到强,由粗略到精细的过程。在诸多金融监管机构中,SEC 可以算作开展成本效益分析的典型代表,相比其他独立监管机构,它更能够自觉对照 12866 号等行政命令的规定,在制定和发布规章时附随成本效益分析的相关信息。

如表 1 可以看出 SEC 在 2003 ~ 2012 年的立法数量以及在立法的同时是否附了对成本或效益的分析;表 2 则说明在同样的时间范围内美国独立监管机构制定的规则总数以及其中附带成本、效益信息的规则数量。^[30] 从中可见 SEC 的立法几乎全部附带了成本效益信息,而其他独立监管机构对所制定规则进行成本效益评估的情况则要少得多,附带成本效益信息的独立监管机构的规则仅占该类机构颁布规则总数的 76% 左右。

表 1 2003 ~ 2012 年美国 SEC 颁布的规则数量及其
中附随成本与效益信息的规则数量

机构	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
SEC 颁布的规则数量	5	1	5	0	7	4	8	9	10	7 ^[31]
SEC 颁布的附随成本与效益信息的规则数量	5	1	5	0	7	4	8	9	9	6 ^[32]

[29] See Chairman Mary L. Schapiro, *Testimony Concerning Economic Analysis in SEC Rulemaking*, at <http://www.sec.gov/News/Testimony/Detail/Testimony/1365171489400#.Uu5PIvmOyNO>, April 17, 2012, p. 10.

[30] OIRA of OMB, *Draft 2013 Report to Congress on the Benefits and Costs of Federal Regulations and Unfunded Mandates on State, Local, and Tribal Entities*, at http://www.whitehouse.gov/omb/inforeg_regpol_reports_congress/, April 2013.

[31] 其中包含 3 项与 CFTC 共同制定的规则。

[32] 其中包含 2 项与 CFTC 共同制定的规则。

表 2 2003 ~ 2012 年美国独立监管机构颁布的规则数量及其
中附随成本与效益信息的规则数量

机构	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
独立监管机构颁布的规则数量	7	4	11	4	10	11	13	17	17	21
独立监管机构颁布的附随成本与效益信息的规则数量	5	3	5	1	7	6	8	11	11	16

(三) 成本效益分析在 SEC 立法实践中的具体应用

1. SEC 进行规则制定的一般步骤

SEC 制定规则的权力源于一系列联邦证券法律的赋权,包括《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》、《信托契约法》(1939)、《投资公司法》(1940)、《投资顾问法》(1940)等。此外,《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》(the Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Dodd - Frank Act, 简称《多德—弗兰克法案》)和《创业企业融资法案》(the Jumpstart Our Business Startups Act)也赋予了 SEC 额外的法规制定权。以负责草拟规则的员工根据 SEC 指令或国会命令提出制定规则的建议为起点,规则制定过程宣告启动。包括公司金融部 (the division of corporation finance)、投资管理部 (the division of investment management) 和交易与市场部 (the division of trading and markets) 在内的 3 个规则制定部门承担了规则制定的主要职责,它们一方面安排员工起草规则,另一方面也联系 SEC 其他部门和办公室以确保相关人员一同参与规则制定。SEC 的规则制定通常包括三个阶段。^[33]

(1) 规则提议前阶段。这一阶段,规则草拟部门、总法律顾问办公室 (office of general counsel, OGC)、经济与风险分析部 (division of

[33] See SEC, *Implementation of the Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings*, at <http://www.sec-oig.gov/Reports/AuditsInspections/2013/516.pdf>, June 6, 2013, p. 3.

economic and risk analysis, DERA)^[34]以及 SEC 其他相关部门和办公室间召开内部会议,对拟制定规则的范围与条款进行讨论并提出有关规则制定计划。如果 SEC 决定在发布提议规则前征求公众意见,则其还可能进行一次概念发布。^[35]

(2)规则提议阶段。提议规则经 SEC 批准后可向公众发布,公众可以在给定的期间(通常是 30~60 天)内提出意见。发布稿通常既包括提议的新规则或修订规则的文本,也包括对提议规则意图解决的问题的讨论,以及一份详细的经济分析。

(3)规则采纳阶段。新规则或修订规则的最终稿经 SEC 批准后即意味着获得官方认可并可以实施。SEC 将就此发布一份批准令,从中反映 SEC 如何考虑公众意见,同时附上一份详细的经济分析。

2. SEC 立法成本效益分析的要件与方法

在规则制定的成本效益分析方面,SEC 一贯遵循由法律总顾问办公室制定的《合规手册》(Compliance Handbook),它阐明了制定规则阶段开展成本效益分析的总体要求,并列举了最佳做法,供 SEC 的规则制定部门和有关办公室在开展成本效益分析时参考。2012 年 3 月 16 日,DERA 和法律总顾问办公室联合发布了《SEC 规则制定中经济分析通用指南》,^[36]对 SEC 制定规则时如何开展经济分析做出进一步规定。

根据《指南》的要求,SEC 制定规则时的每一项经济分析一般包含以下要素:(1)对提议制定规则的必要性的陈述;(2)划定衡量提议规则潜在经济影响的基准线;^[37](3)明确替代性管制方案;(4)分析提议规则及其替代性方案的效益和成本,并对通过分析研究得出的定量与定性

[34] 该部门原名为风险战略和金融创新部 (division of risk, strategy, and financial innovation, RSFI)。

[35] 概念发布通常是列明关注的问题,提出各种可能的解决路径,并提出一系列需要征求公众意见的事项。SEC 将结合对公众意见的考虑来决定采用何种路径。

[36] SEC, *Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings*, at http://www.sec.gov/divisions/riskfin/rsfi_guidance_econ_analy_seculemaking.pdf. March 16, 2012.

[37] 在衡量提议规则的经济影响(即潜在成本与效益,包括对效率、竞争与资本形成的影响)时,应当树立一个基准线。基准线的含义是如果没有所提议的行动将是怎样的情况,它是分析提议规则时的主要比照基准。

的效益和成本进行评估。

具体来说,《指南》在成本效益分析的操作上提出了以下方法:

第一,确定提议规则及主要的监管替代方案可能产生的效益与成本。除了直接的效益和成本,经济分析还应该针对显著的附属经济影响进行说明。虽然不同的规则可能产生不同的成本与效益,但存在一些在判断成本效益时可适用的一般原则。

例如在效益方面,一般而言规则产生的效益对应于制定规则的正当理由。举例来说,如果规则旨在解决投资者掌握信息不充分这类市场失灵问题,且规则要求增加披露内容或提高披露强度,这时可以推定该规则的可能效益应包括投资者能做出更好的知情的投资决策;而这一结果又将使投资者的投资与其投资目标更加匹配、使投资者对市场更为信任、使风险溢价更低,最终使资本得以更好地配置。规则的经济效益通常包括了经济效率的提升,而更高的经济效率则包括降低激励错配、监控成本和资本成本;更好的信息共享(使风险溢价更低且资本配置更佳);加强竞争(使价格更低而质量更高);克服集体行动产生的问题;减少本人—代理人问题(如承担过多的风险或做出原本有道德风险的行为)以避免有害的交易;降低交易成本;更有效率地执行 SEC 规则。

在成本方面,经济分析应该考虑合规成本、直接成本和间接成本。例如,一项合规性申报要求将带来包括人力、资源和外部的会计、法律费用在内的合规成本。直接成本包括为了响应申报的要求,监管对象(包括公司和个人)的行为发生预期的改变而带来的成本。间接成本包括受监管对象在规则意图达到的效果之外所发生的行为改变而引致的成本,或因监管对象之外的主体所发生的行为改变而引致的成本。一般来说,其他类型的间接成本包括但不限于规则的分配效应与竞争效应、担保的负面后果(negative collateral consequences,例如新创设的权利被滥用)、监管套利(降低监管要求)导致的资源错配等。

规则给 SEC 带来的内部成本和效益(也称为行政成本和效益)一般不纳入规则的成本效益分析范畴,因为这些成本效益相对规则的总体成本效益而言并不显著。但某些情况下,如果规则对 SEC 内部运作产生了巨大影响,则这种影响应被认为是总体成本和效益的一部分而进行考虑。

第二,尽可能地量化预期效益与成本。为实现这个目标,规则制定者

应在制定规则的最初阶段即联手 DERA 的经济师,共同确定可以对规则可能产生的哪些成本和效益进行合理的货币化或其他形式的量化,并确定 DERA 是否有所需的资源用于生成这些数据。规则制定者在规则提议稿发布前就应明确哪些数据是为了量化成本效益所必需的(或有助于实现量化目的),并掌握获取这些数据的各种方法。同时,为了便于量化成本与效益,SEC 在规则的提议发布稿中应当提出征集这些数据的请求。

第三,认识和讨论成本效益预估的不确定性,解释不确定因素对分析的影响。当无法对特定的成本或效益以货币形式量化时,规则发布稿应列举一切能够获取的量化信息(例如市场受影响范围的大小,或受制于规则的市场参与人的数量及范围)。即使缺乏能够精确测量的硬数据,也可以通过提出某些假设并加以解释来达到量化的目的。比如,一项提议规则使新交易系统投入运作,这时可以合理假定该新系统将吸引特定百分比的市场容量(如 1%),并由此相应估测产生的分配效应规模,估测内容可以为成本效益分析所用。如果成本效益可以量化,则在发布提议规则的同时应公布量化数据,并征集公众对这些数据的评论;对于公众在评论中就上述数据提出的意见,甚或提出相反数据,在规则最终发布时应当对这些意见和相反数据做出说明。

第四,解释成本和效益为何无法量化。如果 DERA 经济学家和规则制定者认定规则的成本效益无法合理量化,则规则发布稿应就个中原因做出解释,并须对提议规则及合理的管制替代方案的经济影响做出定性分析。对于成本效益的定性分析所依据的信息存在哪些优点或不足,规则发布稿应做出说明。

除了以上四条要件,《指南》还要求 SEC 为成本效益分析中的预测性判断提供支持、对反面数据或预测做出明确回应,并用中立、统一的标准来评估成本和效益。

四、美国证券立法中使用成本效益分析方法的若干经验

(一) 出台指南,提供操作指引

SEC 在规则制定中运用成本效益分析的方法已有较长历史。为向

负责制定规则的相关人员明确规则制定的有关注意事项, OGC 编写和发布了《合规手册》对规则制定步骤进行规定。该手册第四部分对成本效益分析进行了概述, 提出了规则制定部门或办公室在开展成本效益分析时应当坚持的最优做法。^[38]

2007 年美国经济危机之后, 长达 848 页的《多德—弗兰克法案》要求制定超过 348 项规则, 其中需由 SEC 制定的超过 90 项。^[39] 随着各方对 SEC 在规则制定中开展成本效益分析的要求越来越高, 面对国会的质疑以及司法案件的败诉结果, SEC 在参考近来国会以及政府职责办公室 (government accountability office, GAO) 对 SEC 规则制定中成本效益分析的质询、法院裁决以及 OGC 提交的有关报告的基础上, 由 DERA 和 OGC 于 2012 年 3 月 16 日联合以内部备忘录的形式发布了《关于 SEC 开展规则制定经济分析的现行指南》。^[40]

《合规手册》和《指南》的订立与发布为 SEC 制定规则时开展成本效益分析提供了操作指引, 使成本效益分析的步骤得以通过书面形式固化, 降低了实践中成本效益分析的随意性。

(二) 组织机构保证及人事结构优化

1. 组织机构保证

规则制定部门在 SEC 规则制定过程中发挥主导作用, DERA 及 OGC 为规则制定工作提供大力支持。^[41] 部门间的明确分工与合作作为成本效益分析提供了组织机构保证。

[38] OIG, *Follow-up Review of Cost-benefit Analyses in Selected SEC Dodd-frank Act Rulemakings*, at http://www.sec-oig.gov/Reports/AuditsInspections/2012/Rpt%20499-FollowUpReviewofD-F-CostBenefitAnalyses_508.pdf, Jan 27, 2012, pp. 7-9.

[39] SEC, *Implementing the Dodd-frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, at <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/accomplishments.shtml>, 2013.

[40] SEC, *Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings*, at http://www.sec.gov/divisions/riskfin/rsfi_guidance_econ_analy_secrulemaking.pdf. March 16, 2012.

[41] OIG, SEC, *Report of Review of Economic Analysis Performed by the Securities and Exchange Commission in Connection with Dodd-frank Act Rulemakings*, at http://www.sec-oig.gov/Reports/AuditsInspections/2011/Report_6_13_11.pdf, June 13, 2011, pp. 7-8.

首先,SEC有三个规则制定部门,分别为投资管理部、交易及市场部和公司金融部。在准备规则成本效益分析的内容时,上述部门会与DERA及OGC紧密合作,对包括成本效益在内的规则的经济影响进行考量。

SEC的经济与风险分析部(DERA)成立于2009年9月,原名风险、战略和金融创新部。成立该部门是为了有力地开展经济分析和数据分析,服务于SEC保护投资者权益、建立公平、有序、有效的市场,以及促进资本形成等目标。该部门整合了经济分析办公室、风险评估办公室以及其他职能办公室,负责从经济、金融和法律三个视角分析问题,职责涵盖风险和经济分析、战略研究及金融创新三个广泛的领域。^[42] DERA是SEC的智囊团,它的一项重要任务是为SEC提供详细、高质量的经济、统计分析以及关于特定事项的专业知识。^[43]

以依据《多德—弗兰克法案》要求起草规则为例,DERA在规则发布稿起草过程中的作用因各条规则的不同特点、国会授予SEC自由裁量权范围的大小以及经济分析的复杂程度而变化。一种情形是规则制定部门将成本效益分析交由DERA,DERA负责准备大纲以确保重要的经济问题在发布稿中得到解决。在其他情形下,DERA对规则制定部门的员工起草的发布稿进行审查及评论。^[44]

总法律顾问办公室(OGC)通常就成本效益分析向规则制定部门或办公室提出关于经济影响及法律和政策问题方面的意见,这成为其规则发布稿审查工作的一部分。此外,OGC也对规则提议稿中包含成本效益分析在内的可量化数据进行审查。虽然对于量化的内容不作正式审核或重新计算,但OGC通常仍会提出一些问题以评估数据的来源、准确性及可靠性。实践中OGC也会对规则提议稿所征集到的意见进行审

[42] SEC, *SEC Announces New Division of Risk, Strategy, and Financial Innovation*, at <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-199.htm>, Sept. 16, 2009.

[43] SEC, *Division of Economic and Risk Analysis Overview*, <http://www.sec.gov/divisions/riskfin.shtml>, July 5, 2013.

[44] OIG, *SEC Report of Review of Economic Analysis Performed by the Securities and Exchange Commission in Connection with Dodd - Frank Act Rulemakings*, at http://www.sec-oig.gov/Reports/AuditsInspections/2011/Report_6_13_11.pdf, June 13, 2011, p. 15.

查,并就规则制定部门对规则提议稿的修改提出意见。

2. 人事结构优化

人力资源是实现成本效益分析目标最为重要的要素之一。从美国的经验来看,在立法成本效益分析中人力资源作为关键要素包含两层含义。

首先是具有合适背景的专业人士从事立法成本效益分析。以多德—弗兰克法案的通过作为一个划分节点,在此之前,DERA 有 19 位博士经济学家,1 位非博士经济学家,2 位研究规则制定的工作助理。《多德—弗兰克法案》通过后,SEC 承担了大量的规则制定工作。随着 SEC 制定的提议规则陆续出台,各方的质疑逐渐增多(前述商业圆桌案即为表现之一)。作为对法院判决及国会质疑的回应并为加强成本效益分析的力量,SEC 扩充了本机构金融经济师队伍。截至 2013 年 3 月 6 日,DERA 已有 35 位博士经济学家,1 位非博士经济学家,以及 6 位研究规则制定工作的助手。(见表 3)上述人员中的大部分拥有高质量的学术研究记录,其他则具备较深的华尔街工作背景,领域涉及电脑编程、数据采集、定量及定性分析等。

表 3 DERA 员工类型表

员工类型	多德—弗兰克法案之前	2013 年 3 月
全职 SEC 博士经济学家	18	29
全职 SEC 非博士经济学家	0	1
IPA 博士经济学家 ^[45]	1	6
IPA 非博士经济学家	1	0
DERA 经济学家总数	20	36
全职 SEC 研究助手	2	6
DERA 参与规则制定的员工总计	22	42

来源:人力资源办公室及 RSFI 的员工数据。^[46]

[45] IPA 是指按照《政府间人员交流法》(Intergovernmental Personnel Act)的规定,从州及地方政府、高等学校等及其他符合条件的组织向联邦政府人事部门临时指派的人员,以满足联邦机构对难以填补的空缺职位的需求。

[46] SEC, *Implementation of the Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings*, at <http://www.sec-oig.gov/Reports/AuditsInspections/2013/516.pdf>, June 6, 2013, p. 11.

其次是从工作机制上提升经济师的决事权。曾在一段时间内,SEC的经济师向总法律顾问而非总经济师汇报工作,《多德—弗兰克法案》通过后 SEC 对此做出调整,一方面使汇报对象调整为总经济师,同时指令由总经济师担任 DERA 负责人,领导大部分经济师工作,同时直接向 SEC 主席汇报工作。此外,规则制定部门草拟的规则提议稿与最终稿所附的经济分析必须在获得总经济师的正式认可后,方能提交委员投票。

(三) 社会网络制约,形成内、外监督机制

1. 社会网络形成外部制约机制

SEC 公共权力的生成与运作已深深嵌入国会、巡回法院、公众共同构成的社会网络关系中,相互间存在制度化的信息传递与行为约束机制,使 SEC 并非在明显游离于周围各种影响力的情况下发布行政命令。组织与行为特色独特的政治、司法与市场网络及土壤让 SEC 始终处于受制约、受监督的状态,很好地体现了“把权力关进制度的笼子里”。^[47]

首先,国会是 SEC 规则制定的权力源头,SEC 的规章是对国会法律的贯彻。SEC 要向国会做年度报告,其预算由国会控制;国会的委员会有权向 SEC 发出日常询问信了解议员关心的问题,SEC 必须认真准备并赴国会听证会提供证词。例如,商业圆桌案中上诉法院做出撤销 14a - 11 规则的裁定后次日,时任主席 Mary L. Shapiro 即被召入国会,向国会解释相关情况并说明未来改进措施。又如,美国参议院相关委员会 2011 年 5 月曾致信 OIG,要求总监察长审查 SEC 在根据《多德—弗兰克法案》制定规则的过程中开展的经济分析,^[48]此后 OIG 先后两次发布了调查报告。2012 年 7 月,美国众议院相关委员会也向 OIG 发函,要求 OIG 评估 2012 年 3 月 SEC 发布的《指南》的实施情况,^[49]OIG 随即也通过发布两份报告进行响应。

[47] 参见沈朝晖、董翔:“社会网络造就美国证监会监管特色”,载《中国社会科学报》2013 年 9 月 18 日。

[48] SEC, *Follow-up Review of Cost-benefit Analyses in Selected SEC Dodd-frank Act Rulemakings*, at http://www.sec-oig.gov/Reports/AuditsInspections/2012/Rpt%20499-FollowUpReviewofD-F_CostBenefitAnalyses_508.pdf, Jan. 27, 2012, piii.

[49] See OIG, *Implementation of the Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings*, at <http://www.sec-oig.gov/Reports/AuditsInspections/2013/516.pdf>, June 6, 2013, p. 11.

其次,SEC 制定的抽象规则纳入法院的司法审查范围。根据《行政程序法》,如果 SEC 的规则超越法定管辖权或法定授权,或者 SEC 的规则武断而多变、滥用职权或违法时,法院有权宣告该规则无效。实践中,巡回法院受理对 SEC 决策的上诉,司法审查 SEC 的规则。在巡回法院审理的以 SEC 抽象行政行为为诉讼标的的案件中,SEC 几乎全部败诉。最有影响力的莫过于上文提到的商业圆桌案的判决,使 SEC 为制定《委托书使用规则》所付出的多年的努力归零。^[50]

最后,在 SEC 与公众的信息沟通方面,公众(包括个体、市场、相关行业利益集团和利益相关方)可以将有关意见(包括对规则成本效益分析的意见)通过两个渠道反映在 SEC 规则中。一个是《行政程序法》规定的通知与评论程序要求 SEC 制定规则时必须通过官网向公众征集意见,而 SEC 有义务对意见进行研究并反馈;另一个是 SEC 官员与利益相关方举行信息交换的私人会议。

2. 构筑 SEC 内部决策的制约机制

包括成本效益分析内容在内的规则发布稿应当经过委员会委员的表决后发布,仅当多数委员投票签署发布稿时才意味着 SEC 对规则的认可。SEC 实行 5 位委员集体决策制,5 位委员地位平等,任期 5 年,可以交错任期。根据规定,不得有 3 名以上的委员属于同一政党,这样能在不同政党之间达成妥协;委员只能被国会弹劾,不因总统或国会换届而更换。由于每位委员可能代表不同政党及利益集团的立场与利益,对同一问题可能发出不同的声音。例如在 2011 年,SEC 委员 Kathleen Casey 在 SEC 对外召开的《全国认可的统计评级机构》提议规则发布会上尖锐地提出,“委员会并未完全按照法律原本要求的那样开展成本效益分析……如果我们故意无视那些规则带来的成本和效益,我们就不可能,或很难有效地评估规则的最终效果及它们的协同性(interoperability)。没有彻底和全面的成本效益分析,我们只是在盲目地监管”。^[51]正是 5 位委员有效和正当地行使各自权利,敢于发表异

[50] *Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144 (D.C. Cir. 2011).

[51] Kathleen L. Casey, *Speech by SEC Commissioner: Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, at <http://www.sec.gov/news/speech/2011/spch051811klc.htm>, May 18, 2011.

议,通过集体决策凝聚共识,最终实现选择良好的公共金融政策的目标。

五、美国经验对中国的启示

2004年,我国国务院在《全面推进依法行政实施纲要》中指出要“积极探索对政府立法项目尤其是经济立法项目的成本效益分析制度”。此后不少省市也先后提出要开展立法成本效益分析并进行了有益探索。但目前的实际情况是,国家层面在立法领域开展成本效益分析的案例并不多见,已有的成本效益分析多发生于立法后评估中。笔者认为,立法成本效益分析的方法未能大范围推广或可归结为以下原因:(1)在我国行政法规和部门规章中缺少有关立法成本效益分析在实体与程序方面的指引;(2)法律法规制定机构中兼具经济学和法学专业背景(或经济学背景为主,兼有法律或监管从业经验)的人才比较匮乏,能够有效开展成本与效益定量分析的人才稀缺;(3)在我国,抽象行政行为不可诉,这较大程度上制约了对行政机构立法行为的司法制衡。

与我国绝大多数行政领域的情况相似,目前在证券监管领域没有立法成本效益分析的具体规定,实践中也较少出现与立法成本效益评估有关的消息或报道,这与我国在整体立法层面尚无强制开展成本效益分析的要求不无关系。结合上述原因以及证券领域的特点,笔者认为未来不妨适度考虑在证券规则的制定中尝试运用成本效益分析方法。其原因,除了本文第一部分述及的成本效益分析的优点外,证监会相对特定而集中的监管对象(如证券公司、基金公司等数量特定)、遍布全国的监管网络(如证监局、六所一司等自律监管机构)、发达的信息技术(如实时收集和反映监管上市公司数据的第三方系统),以及监管事项的经济属性等,都使得证监会更易于获取相关量化数据,便于对监管措施的成本与效益进行量化;同时,由于证监会监管事务与百姓生活高度相关,证监会开展规则成本效益分析时更容易产生立法民主性效应,取得良好的社会效果。再者,证券规则涉及的利益群体多元,在规则制定或修订进入“各

方利益博弈的过程”^[52]后,从成本效益分析中得到的数据及实证结论有助于平息争论,利于科学与高效决策。

“法治强,则市场兴”。^[53] 法治的重要基础是制定良法。证券规则的修订往往牵动着广大投资者和各类机构的神经,怎样在各种修法意见中做出最优的立法选择,这或可成为成本效益分析方法的用武之地。问题在于,应当如何恰当地开展证券领域制定法律法规的成本效益分析?笔者认为有几个必须思考的问题,例如:成本效益分析审查的主体是谁?成本效益分析的对象是什么?如何界定成本和效益,在评估方法上与其他领域规则的成本效益有何差异?如何确立一套适用于该领域的立法成本效益分析程序?能否建立对行政规则制定的有效监督机制,加强成本效益分析的驱动力?要回答上述这些问题,值得我们研究借鉴美国SEC的经验,并做出符合中国国情的探索。更重要的是,让实践成为最好的引路人,允许我国证券规则成本效益分析同样走一条从无到有、从弱到强、从粗略到精细的道路。

[52] 肖钢:“证券法的法理与逻辑——肖钢主席在第四届‘上证法治论坛’上的演讲”,载 http://www.gov.cn/gzdt/2013-11/28/content_2537788.htm,2013年11月29日访问。

[53] 同上。