

规则、原则和实施证券法的竞争

[美] 詹姆斯·帕克 著 薛前强 译*

内容提要：证券执法可分为规则执法和原则执法。与原则执法相比，规则执法成本较低且争议较少。因为特定规则倾向于反映行政制度的技术要求，而原则则反映更为广泛的社会价值观。行业执法者可能会根据行业价值来狭义地解释原则。相反，公共价值的维护者倾向根据社会价值观进行原则执法，但有时也会因其政治抱负的原因超出、偏离既定目标。企业家类执法者更倾向于支持原则执法，但会因个人逐利原因而产生颇富争议的案件结果。在集中式执法与分散式执法之间的选择从根本上表征的实际是在与证券执法有关的价值一元论和价值多元论之间的抉择。证券集中执法论背后的动机是消除反映不同价值观的执法方法之间的冲突。但采用集中执法的代价是抹杀了执法人员多样化所带来的优势。通过识别不同执法者的特殊优势而非专注于是否产生最佳执法量，分散执法是最合理的执法方式。

关键词：证券执法 规则强制执行 原则强制执行 证券交易委员会

一、绪 论

毫无疑问，尽管美国证券交易委员会（SEC）是证券法的主要执法者，但其光芒经常被其他证券法执法者所掩盖。各州检察长和集体诉讼律师在证券执法方面更为积极、更具创新性且更有能力。联邦检察官经常通过引人注目的定罪来抓住执法机会。尽管 SEC 坐拥优渥资源和专业优势且每年都发起数百例执法行动，但其常常被批评为消极怠工甚至是无能的。故一些法律学者认

* 詹姆斯·帕克，加州大学洛杉矶分校法学院教授；薛前强，中央民族大学法学院讲师。

本文为中央民族大学校级青年教师科研能力提升计划项目“少数民族企业应对社会突发事件法律机制研究”（2021QNPY60）、国家社科基金一般项目“公司资本制度改革实效评估与再改革研究”（16BFX113）的阶段性成果。

经原作者同意，译者在此省略了注释。

为,多个执法者可以通过与 SEC 竞争,促使其采取更积极的行动,帮助其防止、改善在证券法方面的执法不力。

另一方面,存在一个强有力的外部推动以巩固证券执法者的数量和向 SEC 集中更多的执法权力。直到最近金融危机爆发之后,人们才开始担心美国的证券监管过于激进和缺乏可预测性,部分原因就在于执法系统的分散性。执法者之间的竞争曾被批评为可能导致各部门的执法努力受欢迎的同时缺乏约束力。此外,不断有批评认为,私人执法人员可能滥用证券法来谋取私利。对于一些法律学者来说,现行制度导致了非生产性竞争和多个执法者之间的冲突,最终走向过度执法之局面。故这些学者建议,SEC 作为一个专业的行政机构,应该控制执法活动,以反映政策的统一性和一致性。

围绕这场辩论的文献在很大程度上集中在证券执法的经济理论之上,其一直侧重于是否产生了正确执法的数量而对执法案件的类型不加区分。这种方法的局限性在于缺乏一种有意义的方法来确定何种程度(级别)的证券执法是最佳的。此外,如果假设证券强制执行本质上是一种统一的产品,这就意味着强制执行者是可替代的,可产生相同的产出,并且单个强制执行者可以独立地、充分地生产该产品,那么这一假设就将这场辩论逐渐引向支持集中(统一)执法。

证券执法的效率不仅仅取决于执法工作的完成数量,更取决于执法工作的质量。常规例行执法事项对那些处于最前沿的执法案件有着不同的影响。虽然一些执法者可能满足于追求简单的案件,但其他执法者可能愿意接受涉及更大成本和更富争议的挑战性案件。如果想要充分了解分散性执法体系的特点,就必须了解有哪些制度性因素在影响着执法活动。不同的执法者存在对不同类型的案件产生相异影响的倾向和能力。

本文通过提供一个将不同类型法规区别对待的证券执法的定性描述,从而使读者能更好地理解围绕证券执法所展开的辩论。本文将证券执法一分为二:规则强制执行(rule enforcement)和原则强制执行(principle enforcement)。事前规则(ex ante rules)在要求方面是具体的、特定的;事后原则(ex post principles)在本质上则是一般性的。这二者之间的区别是对法律进行分类的基本方法不同。在证券监管语境下,规则(rules)倾向于监管政策的实施技术,而原则(principles)则反映了更为广泛的价值观。诚然,规则和原则之间的区别是模糊的,最优的策略是将二者描述为一个统一连续体。本文则提供一个框架以用于区分两种执法方式。

具言之,规则执法和原则执法的区别表现在执法成本和执法争议两个方面。首先,规则执法的成本通常低于原则执法的成本。规则有明确的内涵,并且易应用于特定的情况。相反,原则的定义是模糊的,若想实施则需要投入大量的调查成本和诉讼成本。其次,规则执法比原则执法所引发的争议更小。规则执法倾向于针对违反监管计划的技术行为,不太可能导致道德谴责和对违规者的重大制裁。与此相反,原则执法涉及适用含义有争议的宽泛措辞条款,以坚决制裁违反公共价值的行为。

执法者在原则执法的承担成本、争议解读以及影响原则执法的价值观方面各不相同。自律组织(self regulatory organizations,简称 SROs)等行业从业者更倾向于注重规则的实施,根据行业价值狭义地理解证券法原则,并看重可预见性和对行业标准的依赖性。像 SEC 这样的监管执法者会发现很难积极地原则执法,因为原则执法必须与更广泛的监管政策保持一致以反映出监管

工作的客观性和专业性。如联邦检察官和州总检察长等公共价值观的执法者有很大的可能根据公共价值观而积极的注重原则的实施，与 SEC 相比也更有可能会受到政治因素的影响。如集体诉讼律师等这类企业式执法者，有经济动机去大力支持原则执法并且有动机提起疑难案件以从中获利。

尽管 SEC 的专业知识反映了一种执法方式，但 SEC 并不是唯一合法的声音。行业标准、监管政策和公共价值观都在界定证券执法方面发挥着一定的作用。虽然这些价值观之间有时可能是和谐共存的，但也有发生冲突的可能。在证券集中执法和分散执法之间作出选择，不仅是为了产生最优的执法数量，而且是从根本上在一元论（one monistic）和多元论（pluralistic）这两种不同的证券执法理念之间作出选择。

本文在合并式（consolidated）、监管式（supervisory）以及分散式（decentralized）三种执法模式的背景下评估了这一选择。每种模式都反映了不同程度的集中监管和不同程度的多元化。合并模式的优点在于减少执法人员之间的冲突，但同时也减少了执法人员数量，而这些被减少的执法人员往往比专业执法者在表达公共价值方面更为积极主动。监管模式力求保留多元执法人员且同时通过监督加以控制的优势，但目前尚不清楚的是，监管模式是否将大大增加法院在审查行为是否无责方面的工作量。分散模式的优点在于依赖在监管方法和监管能力上各不相同的执法者，但缺点是可能造成冲突且代价高昂。

本文认为，证券法的多元执法最优结果是通过强调这些执法人员的相对优势来加以说明，而不是侧重于是否产生了最大执法数量。行业自律组织和监管执法者最擅长规则执法，而公共价值观和企业式执法者最擅长原则执法。即使一个执法者可以同时扮演上述两个角色，但对于该执法者来说，将精力集中在它最擅长的工作上可能会更有效果。SEC 的专业知识性使其在执法框架中扮演特殊角色，但同时也阻止其有效地扮演所有角色。故需要进行改革，以更好地确定不同执法者的监管重点，减少各个执法者之间的冲突。为减少多元执法者之间可能产生的冲突，可采用的方法是将证券执法人员划分为两类群体：一类关注规则执法，另一类则关注原则执法。

本文共分六个部分。第一部分对支持和反对证券集中执法的观点进行总结。第二部分介绍了规则执法与原则执法的区别。第三部分描述了执法者在原则执法上的差异。第四部分论述了影响证券执法的不同价值及其表现形式。第五部分分析了三种执法模式，并反映对执法价值多元化的不同容忍度。第六部分认为，依赖于多个执法者的执法制度应当强调不同执法者在处理某些类型案件时的比较优势。

二、集中式证券执法

本部分讨论当前关于证券执法结构的争论。评论家们认为，由于有些执法者有着过度执行证券法的倾向，故合并模式执法或者监督模式执法非常可取。而分权执法论的拥护者则回应认为执法者之间的竞争可以防止被俘获的监管者不遵守证券法。但当聚焦于何者才能产生最佳执法量时，这两种方法的解释力都是有限的。

（一）过度执法的问题

对分散式证券执法的批判很大程度上是由过度执法问题引起的，即一些执法者提起更多案件的趋势与社会最优相悖。以执法者激励为研究重点的经济分析发现，某些执法者可能存在过度执法动机。支持集中式执法学者认为应当由具有公德意识的执法人员替代或者监督那些具有过度执法倾向的执法者，前者更有可能在某些情况下行使自由裁量权而选择不进行证券执法，而私人执法者更有着过度执法的动机。正如史蒂文·沙维尔（Steven Shavell）所指出的那样——依靠私人行动者来执行法律的根本问题是他们并没有将执法的社会成本内部化。如原告不承担被告的费用，而该费用可以表现为律师费及应诉费用；辩护诉讼也并未权衡提起诉讼的成本及原告从中可能获得的金钱利益。结果是私人执法者有着强动机来提起更多与社会最优相左的诉讼。

与私人执法者相比，公共执法者更愿意为公共利益而行动。因为他们经常要承担公共使命，具有对公共利益敏感的文化。结果是，即使公共执法者不直接承担诉讼的社会成本，公共执法者也更有可能权衡其成本。因此，在社会成本很高的情况下，不太可能提起可疑的诉讼。公诉人在赢得诉讼时也不会获得个人金钱收益，从而降低了提起使公诉人受益但损害社会的案件的动机。当然，那些担任公共执法人员的人会从中获取工作培训、职业发展以及提起执行案件的兴奋等丝丝个人利益，但是总的来说，公共执法者更有动力去促进、维护社会利益。

解决私人过度执法问题的一种潜在解决方案是赋予公共执法者更多的执法权力。私人执法者会毫不犹豫地扩大法规适用范围。即使可以这样做，公共执法者更喜欢行使其自由裁量的权力，不针对可疑案件提起诉讼。公共执法人员在领域可能具有特殊的专业知识，可以使其最好地决定是否需要就特定案件开展证券执法。与提起具有边际优势的案件相比，公共执法者更愿意酌情决定不提起诉讼。

（二）提议证券执法的集中化

证券执法集中化在经济上是有利的这一观点被提出。正如下面讨论所表明的那样，尽管说州总检察长的积极执法是一个因素，但证券执法集中化的主要推动力是对日渐兴起的证券集体诉讼所做出的反应。本节描述了一些有关证券执法集中化的学术提议，范围从加强对执法者的监督到巩固执法人员的数量。这些提议最终得出的结论是，证券执法应由具有正确经济动机的专家实体进行控制。

1994年，在对私人证券集体诉讼施加各种限制的《私人证券诉讼改革法》（the Private Securities Litigation Reform Act，简称PSLRA）通过之前，约瑟夫·格兰德斯特（Joseph Grundfest）发表了一篇颇令人兴奋的文章，认为SEC应加强对私人证券执法的控制。他以与证券买卖欺诈相关的10b-5规则为靶向，认为法院对反欺诈条款的宽泛解读不仅使私人原告获得隐含的诉权，而且也长期以来被认为是私人证券诉讼泛滥的根源。格兰德斯特认为，SEC有权力削弱（至少部分削弱）私人原告根据10b-5规则提起证券集体诉讼的权利。SEC可以通过其规则制定权来更精确地定义规则要素，在撤销动议阶段将那些无意义的案件筛选出来，从而限制私人滥用10b-5规则进行诉讼索赔。SEC通过缩小10b-5规则的适用范围，可以降低过多的私人诉讼成本。

格兰德斯特观点的言外之意是，由于 SEC 在证券法方面具备专业知识，因此与私人机构相比，SEC 是更好的证券执法者。对于格兰德斯特而言，SEC 体现了公共执法者的精神，而公共执法者将根据具体情况酌情决定不提起证券诉讼。他还提议认为，对 10b—5 规则的缩小解释将仅适用于私人诉讼且不会降低 SEC 的证券执法能力，相反使其获得更多的证券执法权力。

在某种程度上，美国最高法院接受了 SEC 是更好的证券执法者这一论点。在大量的案件中，法院限制了证券集体诉讼原告针对次要行为者（例如证券欺诈行为的辅助者和教唆者）追讨的能力。法院的做法至少部分受到私人过度执法问题的影响。法院指出，其裁决不影响 SEC 对次要行为者采取强制行动的能力，这暗示 SEC 比私人原告更受信任。

尽管格兰德斯特的提议侧重于 SEC 在实施更为集中的执法方面解读、解释实体法的能力，但阿曼达·罗斯（Amanda Rose）最近提出的一项建议则依赖于 SEC 对案件的直接审查以监督私人执法。罗斯提议以对私人集体诉讼的案情进行另一层次审查的方式而非缩小私人原告适用 10b—5 规则的范围来规范私人证券欺诈诉讼。在提出索赔之前，“被推定的私人执法者……在联邦法院提起 10b—5 规则集体诉讼之前，可能需要将其提交给 SEC 进行审查”。SEC 可以选择的审查结果有三：允许私人原告继续索赔、介入案件本身以及决定不允许进行私人诉讼。与格兰德斯特的提议一样，罗斯的论点同样是基于证券执法集中化的假设，即以利润为驱动力的私人执法人员的过度执法是一个重大问题。该提议“将依靠……SEC 进行使其专家自由裁量权，以防止过度的证券诉讼”。同样，证券执法集中化这一观点同样深信 SEC 的特殊专业知识将使其能够以优于私人执法者的最佳方式实现最佳执法。尽管格兰德斯特和罗斯的建议主要旨在限制私人证券执法，但被限制的对象还可以扩展到其他证券执法者，正如罗斯后来建议应将联邦、州和私人执法机构权力收归于 SEC。

但是，并非所有证券执法集中化的立论基础都集于公共执法者的优点之上。亚当·普里查德（Adam Pritchard）提出执行证券法反欺诈规定的权力应该在很大程度上由诸如证券交易所之类的自律组织集中管理，并受到 SEC 的监督。像格兰德斯特和罗斯一样，普里查德也关注执法者的激励问题。证券交易所具有减少影响市场流动性的证券欺诈的动机。如果股票市场充斥着欺诈行为，那么交易的个人将减少，交易所将获得的佣金亦会减少。因为交易所承担了过度执法的成本，所以它们比集体诉讼律师等其他执法者更有动力去检查过度执法。普里查德甚至曾断言，证券交易所可能是比 SEC 更为优秀的证券法强力执行者，因为后者往往受政治动机所左右。

另外一个证券执法集中化的有趣提议来自阿米泰·阿维拉姆（Amitai Aviram），他注意到证券执法倾向于加剧公众关于欺诈与经济动荡有关这一认知。在经济不景气的情况下，执法人员会感受到公众施加压力要求提起证券执法诉讼，而此举反过来也会增强公众在经济下滑时期非理性地抨击证券业的趋势。阿维拉姆认为，最佳的执法政策应该是反周期的，也就是说在经济危机时期，证券执法人员应受到更多的约束，以遏制公众反应过度的趋势。当注意到存在多个执法者会造成周期性执法问题后，阿维拉姆建议在 SEC 中集中执法权或允许多个执法者并行，但给予“专家大陪审团”对案件的筛选权。

伴随着外国证券市场和监管制度的兴起,证券执法集权化这一观点在政策领域也得到发展。在最近的金融危机之前,那些抨击美国证券系统的批评者指出,具有集中监管系统的外国股票市场为发行人提供了比美国分散式执法系统更可预测(或更友好)的监管。这些批评家认为,集中化对于维持美国在全球资本市场中的地位是必要的。有大量的提议与合并证券监管相关,而在其中最引人注目的是美国财政部颁布的《现代化金融监管结构蓝图》。

综上所述,关于证券执法集中化的提议很普遍,倾向于对证券执法进行经济分析并提出两个论点:其一,一些证券执法者有过度执行证券法的动机;其二,应该将执法权力更多集中在诸如SEC这类专家执法者手中,他们没有前述过度执行证券法的经济动因。

(三) 作为竞争性观点的证券执法权力下放理论

对集中化论点的回应虽然没有得到充分发展,但总体上有两点。首先,像SEC这样的专家执法人员容易被行业团体俘获并受到资源限制,这可能会导致执法力度降低。其次,多个执法者可以与专家执法者竞争,从而监督证券法的执法不力。

长期以来,公共选择理论一直挑战着公共执法者才德兼备这一传统认知。该理论认为公职人员并非总是为了公共利益才采取行动,有时他们也会为自己谋求私利。支持公共选择理论的人认为公职人员会受到自己私心的利益驱使,例如将来在私营部门就业。当私人利益俘获公共执法者时,可能的结果是证券执法的不足。例如,大型公司利益可能会影响监管机构,使其相信该行业的判断,而不是积极执行证券法。因此证券法的公共执法可能仅限于针对规模较小、影响力不大的公司。

此外,公共执法人员可能会因资源有限而执法不足。从理论上讲,排他性公共执法可能比依赖私人执法者更为理想,但事实是有限的资源主要分配给了公共执法部门,使得私人执法长期以来一直被视为对公共执法的“补充”。受经济收益激励的检察长会发现,调查和执行证券法有利可图,使公共执法人员能够将其资源集中在其他任务上。

很多学者曾认为,分散式执法将有助于执法者间进行竞争,以监督执法不足。约翰·科菲(John Coffee)和希拉里·塞勒(Hillary Sale)注意到执法竞争的好处,并注意到“州总检察长在起诉证券欺诈中发挥了积极作用,并促使SEC在自身的执法工作中更加活跃”。蕾妮·琼斯(Renee Jones)则指出,执法方面的监管竞争可以帮助减少监管俘获并使监管对公众的关注更加敏感。学者们还认为,美国强有力的证券执法系统(包括国家和私人两个层面的执法努力)可以阻止欺诈行为,因此有助于其市场的流动性和透明度。

(四) 聚焦于产生最佳执法量所带来的问题

当前的讨论在解释力上是受到限制的,因为其狭隘地聚焦于如何实现最佳执法量。不论是证券执法集中化的支持者还是批评者,都倾向于根据执法的经济分析来进行立论,着眼于执法“过度”或执法“不足”。这种方法的明显局限性在于缺乏有意义的标准来衡量什么是“最佳执行量”。即使存在一个可供量化的指标,但其所能传达的有关执法效力的信息也是有限的。例如对于执法效果的经济分析,往往借助诸如执法资源支出之类的投入与提起诉讼或收取罚款之类的产

出来进行。但当关注资源投入时，可能存在的问题是执法资源被错配或者未得到充分使用。同样，当将重点放在执法产出上时，虽然可以粗略估计执法活动的收益，但其并未提供有关所提请案件类型的详细信息。证券执法间的不同不仅仅表现在数量上，更体现在质量上。当将证券执法视为一种产品类产出时，虽然此方法将分析简化并极具吸引力，但这种定量分析手段未体现出案例之间的重大性质差异。显然，有大量证券集体诉讼已被证明是证券执法过度，但支持者可能会辩解在针对诸如安然公司和世通公司之类的公司诉讼中，证券集体诉讼的优点很值得关注。虽然 SEC 提起了大量证券执法诉讼案件可被视为公共执法者勤勉尽责的证据，但批评家可能会回应认为这些常规案件中的大多数都很琐碎，以至于 SEC 错过了提起更重要诉讼案件的机会。当然，对于案件质量的衡量并不容易，因此未来的替代性方案必须提供一个具有可操作性的质量把控方法。

如果仅关注执法案件数量的话，那么证券执法集中化这一论点就有着很强的合理性。当执法者的产出一致时，那么将执法权集中在一个主体手中就不会带来过多成本。当然，集中化的支持者实际上并不认为执法工作是完全统一的，但是他们对执法的分析并不能区分执法工作的类型。要了解多个执法人员角色，就需要研究其执法方式的差异性，而这是由重大制度间的差异所决定。分散式证券执法的好处可能并不在于执法数量的增加，而是不同执法者提起执法案件的质量将有所差别。

三、证券法规则执法与证券法原则执法

本部分借助将证券执法简要区分为规则执法和原则执法，从而为理解证券执法提供另外一种路径，这一路径的框架清晰简要。与大多数法律领域一样，证券监管受反映特定技术要求的狭义规则和可以解释为反映公共价值的宽泛原则的双重约束。一般而言，确定的规则执法比模糊的原则执法成本要小，更不容易引发争议。虽然说执法的质量/效果可以通过多种方式加以衡量、区分（如标的额大的案件与标的额小的案件、知名案件与非知名案件、政治案件与非政治案件、民事案件与刑事案件）。但规则执法与原则执法二者的分野被文献资料关注已久，与传统的将证券执法视为统一产出的经济分析相比，这一区分方式使证券执法更为立体化/形象化。

（一）证券法规则与证券法原则间的区分

人们习惯于根据特定化程度的强弱来将法律分门别类。很多文献都探讨了以规则（rules）、标准（standards）及原则（principles）为要素对不同法律条款进行分类。虽然上述三者作为术语并没有精准的定义，但相互间仍存在着一些显著的差别特质。而本文着重于在规则与原则之间进行更为清晰的区分，原因是规则 and 标准之间的区别并未体现出原则必不可少的道德要素。

文献中最常见的是将规则与标准之间进行区分。二者的特定化程度不同，通常规则有着更为具体的要求，而标准则更为普遍。如“每小时 55 英里”是对速度的一种限速规则表述，而“以合理的速度行驶”则是对速度的标准描述。由于存在不同的特殊性，监管者往往更青睐于规则执

法,因为标准执法要求监管者付出更大的判断力。规则的内容在很大程度上是通过行政或立法程序事前确定的,而标准的内容在很大程度上是通过诉讼并在法院的监督下事后确定的。规则的特殊性在于限制监管者做出某些超出规则范围的不当行为的权力。标准的普遍性使监管者可以自由决定是否采取立法者没有特别设想的行为。

由于通常对标准采用一般化的定义方式,因此法院和执行者通常会利用外部因素或考虑其他因素来解释标准。那些由政策定义的标准和由价值或原则定义的标准之间的不同逐渐趋于明显。在定义什么是合理的标准时,政策法依赖的是诸如成本效益分析、行业标准或惯常做法。限速中合理的速度可以看作是策略驱动的标准,可以通过查看驾驶员的平均速度来定义。随着时间的流逝,当执法者就合理速度值达成共识时,这样的速度限制就逐渐规则化。

有些标准有时也有可能借助政策背景来进行定义,同样一些原则也有可能勉强通过诸如成本收益分析这种政策考量因素进行定义。这些原则可能反映了各个社区或整个社会的基本价值。重新回到限速的例子,如果以原则的形式进行限速,那么其含义可能等同于禁止以危险的速度行驶。与确定“合理驾驶”这一概念相比,确定什么是“危险”可能涉及更为困难的价值判断。不能仅通过对平均速度的科学计算来确定危险性,而需要仔细考虑违反者的主观意图,而这就需要结合具体案件情况进行分析判断。尽管在一些案件中,“危险性”很容易判断——如在醉酒时故意沿着错误的方向驶下街道,但在另外一些案件中,确定是否构成“危险”则显得十分困难。因为“危险”反映了对公共价值观的严重无视,而行为人被发现危险比被发现以不合理的速度行驶将受到更严厉的制裁。

在整篇文章中,笔者将原则执法视为标准执法的简称,而这种标准执法主要是根据原则而不是政策来进行解释。换言之,本文侧重讨论的是那些看起来更像是危险性标准而不是合理性标准的标准。笔者之所以把原则作为讨论对象,是因为规则和原则之间的差异性比反映政策的标准和规则之间的差异性更为明显。虽说规则和标准之间的主要区别是特定性的不同,但规则和原则之间的区别也实际反映出法律规定背后价值观间存在实质性差异。尽管反映政策考虑因素的标准执法也会引起争议,但其中最困难的证券执法还当属涉及竞争价值的情景。此外,证券监管类文献的内容通常提及的也是原则执法而非标准执法。笔者的写作目标不是在规则、标准及原则的三者讨论中开拓新的领域,而是强调证券法实施方式间的粗略区别。在对执法类型性质进行区分时,困难案例与简单案例之间的差异可以借助规则与原则之间的差异来体现。

(二) 证券监管中的规则与原则

与大多数法律一样,证券法中贯穿着规则与原则。近些年,关于证券监管应主要是以原则为基础还是以规则为基础的讨论变得白热化,这也促使学者更加重视证券监管原则的研究。但正如劳伦斯·坎宁安(Lawrence Cunningham)所观察到的,这一论战的意义可能不大,因为事实上的美国证券监管是规则与原则相结合。一个合理的证券执法体系必须考虑到对规则执法与原则执法的同时开展。

在规则执法方面很容易就能举出与证券监管相关的示例:如有规则要求跨州发行证券的公司

必须提交注册声明；当持股人持有上市公司 5% 以上的证券时，其必须进行备案；上市公司需定期备案；券商必须登记注册；对证券交易经纪人有专门的资本要求；公司内部人六个月内短线交易所获利益归公司所有等等。这些规则概念清晰，并反映出监管体系的技术要求。

近些年，证券监管的实际运行中践行了多种原则。如所有的证券执法者都禁止与证券欺诈行为相关的变相欺诈，而这一举措就带有原则执法的特点。欺诈的概念被高度概括，而若要发现欺诈行为，则需要对是否出于欺诈目的进行虚假陈述进行价值判断。确认一项证券行为是否属于欺诈很难归结为一种政策判断，而是需要对具体行为进行评估，但由于执法者个人观点的不同，最终判断结果的差异性可能很大。换言之，反欺诈原则看起来更像是“危险”标准而非“合理”标准。

虽然很多原则执法都规制股票发行人的虚假陈述行为，但在很多其他场景下，证券原则执法同样也很重要。在针对证券分析师、证券经纪商以及共同基金经理不当行为提起的证券原则执法中，牵涉到的不仅包括反欺诈原则，而且还涉及更为广泛的信托责任和不当得利原则。这些案件不仅涉及对联邦法律的援引，而且还涉及对自律组织监管规则和州法所反映出的原则的运用。

当然，有很多法律条文并不适合在规则、原则的二分法则内进行归类。许多法律规定处于二者的交叉射程之中。但对法律规定进行二分处理的做法并不是简单地将证券法归类为规则或者原则，而是强调二者背后实际表征了两种截然不同的执法方式。

（三）界分证券法规则执法与证券法原则执法

可以至少基于两个相关理由来区分规则执法和原则执法。首先是执法成本。与原则相比，规则的执法成本通常较低，因为规则的含义难以引起争议。第二是执法方面的争议。规则执法主要涉及直接的技术问题，而原则执法通常涉及有争议的价值观。

1. 执法成本

在对规则和原则的经济分析中，路易斯·卡普洛（Louis Kaplow）从监管者的角度观察到，一项规则的成本是在该规则发布前产生的，而一项原则的成本是在执法过程中产生的。这种基本区别是思考规则执法与原则执法之间区别的基础。

（1）规则执法的成本

规则的成本通常是预先产生的。换句话说，是规则的颁布者而非执行者承担了立法的大部分费用。规则制定存在特定的要求，因而必须从规则的内容和形式上加以仔细考虑。制定不当的规则可能会造成严重的破坏。由于规则不像原则那样有一定的灵活性，这就导致被监管者在处理有问题的规则方面可能并无回旋余地。因此，在起草规则时，了解规则的成本和收益及其与其他规则的关系至关重要。

尽管规则可能很复杂，但是如果被精心设计，那么在执行时就很少引发争议。尽管在某些情况下，是否适用某一规则可能存在争议，但是在大多数情况下，对于执法者来讲，规则的适用都是简单清晰的。比如经纪公司是否满足其资本要求，证券发行是否已注册，经纪人是否注册，公司是否已在所需时间段内保存其账簿和记录，公司是否将首次公开募股中的股票分配给了禁止的个人。

又比如,当一家上市公司未遵循基本报告要求时,执法者很容易找寻到规制此问题的法律规则。正如亨利·弗兰奇(Henry Friendly)法官曾经指出的那样,“提交年度报告的要求没有任何含糊或不确定性……一旦确定公司适用某一规则时,那么该规则对公司行为的期待也是清楚的”。唯一的问题是可能存在多个规则的交叉适用问题。当一条规则模糊不清时,监管者可以对该规则进行解释或者利用其权威性对规则含义进行最终确定。

由于规则通常针对的是失范行为,而随着时间的流逝,这种不当行为往往会以类似的方式重复出现,故执法人员可以建立起丰富的知识储备和实践专长以提高在执行规则时的胜诉可能性。通常,执法人员可以开发常用的诉讼模板、制定律师培训计划并将资源投向可以降低平均执法成本的措施。因此,规则执法本质上可以简化等同为具有低管理成本的例行程序。

(2) 原则执法的成本

与规则相反,原则要求的前期投入较少,但实施成本更高。由于原则的含义广泛,所以该原则的发布者可能希望其他人可以整理出具体纹路。换句话说,一项原则的起草者将立法的成本分摊给未来的执法者。一些原则旨在传达已达成广泛共识的抽象价值观,另外一些原则因须与立法相协调,故意采用模棱两可的表述。

语义广泛的原则比规则更容易引起关于含义和适用性的争议。原则的内容可能不清楚,因为它可以应用于各种预见到的和未曾预见的事实。当对某一行为进行原则执法规制时,监管者必须实施大量的自由裁决。被执法对象可能会争辩说,监管机构正在不公平地扩大该原则的适用范围,使其超出其预期的含义。此外,原则执法中通常需要确认被执法人主观上有过错,因而原则执法需考察非常具体的事实,进行大量的调查和案例研判。当枪没有正在冒烟或者被执法人未主动供认的情况下,执法者必须以可能引起争议的间接证据为案件处理根据。

尽管原则的应用似乎很简单,因为原则比规则适用于更广泛的行为,开发可行的原则执法案例的成本通常比制定规则执法案例的成本高得多。原则执法通常涉及一组独特的事实。结果,强制执法者必须从本质上重新审理每一个案件。因此,以往案件的经验可能未必会降低执法成本。为了获得成功,执法者将需要收集有责意图的证据,这往往需要昂贵且及时的大量材料审查。

2. 执法争议

规则执法和原则执法也可以根据其执法过程中所引起的争议加以区分。所谓争议,是指对规则或原则适用于有关行为的适当性所存在的分歧。争议和成本的不同之处在于,争议是提起诉讼后引发的。规则和原则所引起的执法争议有所不同,二者往往具有不同的表达意义。规则通常反映特定技术要求,而执法人对这种技术有着高度的共识,但原则却常常反映出在应用中可能引起争议的价值观。

(1) 规则执法的意指

至少在证券监管的语境下,规则主要反映出一种技术要求。规则的实质由专家监管机构 SEC 通过规则制定过程定义,而规则制定过程通常需要进行成本效益分析。通过一项可能会给公司带来沉重负担的特定要求是存在风险的,因而规则倾向于反映监管机构和行业之间所达成的共识。

有了这样的共识，规则的执法就不太可能引起争议。

一旦违反规则的事实被人知晓，违反者不太可能有许多法律途径来抵制执法。违反者可以否认违规行为的存在，也可以找到减轻处罚的借口，但是只有在极少数情况下，违反者可以反对规则执法的合法性。确实，违规可能只是一个错误，违规者仍想遵守该规则。

根据其技术内容，违反规则不一定反映道德上应受谴责的行为。规则通常被无意中违反，因为它们复杂性或因为经营大型组织的困难。例如，如果经纪交易商因疏忽未能留存一定数量资本，这无疑违反了规则，但是很难说经纪交易商在以道德上应受谴责的方式行事。违反规则可能说明经纪交易商遵守监管计划的能力有限，但这并不一定意味着经纪交易商已经触犯了根深蒂固的社会价值观。规则执法的优点是可以用技术术语来描述，以避免有争议的道德辩论。规则执法者无需在行业行为上表示道义上的愤慨，而可以简单地宣称其有权按照所确定的“游戏规则”执法。规则执法可能也不会引起争议，因为它可以与任何执法系统的“威慑”这一基本目标相关联。

向被执法人员发布通知（notice）是产生威慑力的重要组成部分，因为它使执法者可以清楚地表明执法可能性及其成本。一致的规则执法向企业提供有关执法可能性及执法成本的通知，从而有助于威慑目标的实现。借助将执法案件定性为仅是阻止违反规则的技术问题，规则执法者可以避免艰难而有争议的价值判断。

此外，由于违反规则通常反映出技术上的失误，而不是道德上的失误，与原则执法相比，规则执法不太可能涉及施加重大处罚的情形。对于那些道德上应当谴责的行为施加较大的罚款/制裁是妥当的，而适度的行政罚款更可能反映出业务成本。实际上，规则执法中所实施的禁令或承诺仅要求违法者今后不违反规则。违法者可以简单地解决违反问题，而不必争论规则的适用问题，故可以以使争议最小化的方式来进行规则执法。

（2）原则执法的意指

与规则执法相反，原则执法可以吸引执法者参与有争议的价值辩论。尽管执法者对于抽象的原则可能存在共识，但对于指导原则应用的价值观可能存在重大分歧。关于原则的含义和应体现的价值，不同的执法者有着不同的观点。

原则执法通常针对的是困难的案件，并在复杂的环境中进行价值判断。例如会计欺诈要求参考措辞广泛的会计准则以评估财务报表的编制。即使财务报告明显是虚假的，但对于欺诈的识别还考察其是否存在故意，也就是说，欺诈意图是一种类似于原则的要素，因为它被广泛定义并反映出道德上应受谴责的行为。根据 10b-5 规则，无欺诈故意则不构成虚假陈述，有欺诈故意则构成虚假陈述。法院一直在努力定义任何形态的欺诈，并就特定事实是否构成欺诈可能存在合理的分歧。因此可以预见到的是，在原则执法方面存在显著的执法差异。

由于原则执法常常涉及主观意图不当的指控，被告有更大的抗辩理由。毕竟自认违规将产生重大的声誉损失。与违反简单的证券法规则相比，执法者更有可能就违反证券法原则的行为施以实质性制裁。结果是，违反证券法原则的行为人可能有着更强烈的经济动机去积极提起诉讼来对抗证券执法。

同理,顽固的被告可能更抵制证券法原则执法。被告通常可以辩称,鉴于交易的复杂性,其不知道自己行为是错误的。被告同样可以声称,鉴于证券法原则的模糊性,他不知道有关行为是被禁止的。尽管违反证券法原则的被告可能无法成功说服监管机构放弃诉讼,但抵制行为会导致执法行为碎片化,甚至最终出现和解的局面,使反映的行为看起来不如最初所指称的那么严重。

原则执法要求执法者在几乎没有共识的情况下支持自己所主张的价值分歧,这从而也引发更多争议。原则执法是否能适用于那些对于被广泛认定为“商业实践”的失范行为?所欲规制的行为是过于贪婪还是不道德?还是说仅仅因行为人在富有竞争性的行业中做了些什么?首席执行官是在欺骗投资者,还是只是对公司的前景感到乐观?如果受害者是老练的投资者,那么保护具有评估交易风险工具的个人是否合适?这些问题很难回答,而且永远不可能通过统一的政策完全解决。

执法者也可以谨慎地向失范者提起证券欺诈诉讼。禁止欺诈行为的开放性被认为是使监管机构能够规制各种各样的道德上应受谴责的行为的手段。但是一些执法者可能不希望在追求原则执法时涉足道德辩论。对于执法人员来讲,针对违反技术性规则的失范行为提起指控可能更加安全。

当然,在某些情况下原则执法不是有争议的。如某些行为可能已经严重违法,以至于其毫无疑问地违反了证券法原则。惩罚某些庞氏骗局等欺诈行为是没有争议的,因为这些行为无疑是欺诈行为。当要处理的案件已明显违反证券法原则时,原则执法所产生的争议与规则执法所产生的争议就会相似。事实上,许多违反证券法原则的行为也会明显违反证券法规则,并且对于既违反规则又违反原则的案件提起诉讼所产生的争议较少。

与规则执法不同,许多原则执法案件的特殊性质导致原则执法可能更难以与威慑效果联系在一起。由于原则通常要求对各种考虑因素进行复杂且个性化的评估,相比于规则,很难预测原则的执法模式。虽然在过去的原则执法中规制的某些行为显然是错误的,但原则执法所针对的许多行为都位于灰色地带,如果不深入分析事实和法律,监管者就无法断定该行为是非法的。结果是,从事可疑行为的证券从业者可以使自己的情况与之前原则执法所针对的情况略有不同,从而逃脱法律制裁。因此,原则执法在阐明法律并就未来可执法行为提供预警方面是无力的。

另一方面,如果原则执法变得有迹可循,那么可能会提示行业参与者在评估其行为时采取先发制人的行动。遵守原则就要求受监管的个人和实体做出大量判断。与简单的遵守、运用规则不同,合规性要求行为人预测监管者将如何把证券法原则应用于新颖的证券交易行为之上。原则执法的危险在于它可能产生寒蝉效应,即各方担心监管者事后认定某行为不当实施处罚而过于谨慎行事。原则执法比规则执法成本更高且更富有争议,这就要求执法者在案件提起诉讼和应诉过程中承担一定的风险。

(四) 执法策略

规则执法与原则执法之间的区别表明执法者可能会选择不同的执法策略。此外,原则执法者所寻求表达的价值也会有所不同。执法者所带来的规则执法和原则执法的案例混合数也会不同。一个强调规则执法的执法策略会对那些寻求提起量大、影响低且低成本诉讼案件的执法者颇有吸引力。执法者可能会选择不进行原则执法,因为他们试图节省成本并最大程度增加诉讼案件数量。反之,一个强调原则执法的执法策略会对那些试图寻求提起量少、影响力大且执法成本高的

诉讼案件执法者有吸引力。这类执法者可能没有资源来处理大量案件，但愿意投入精力并忍受争议，去解决一些影响力大的案件。

原则的措辞含义在本质上是广泛的，这会导致原则执法间的差异性远大于规则执法间的差异性。一些证券执法者对原则进行扩大解释从而积极的应对那些行业失范行为。其他执法者将遵循行业标准并狭义地解释原则，这时原则更像是发挥着规则的功能。由于对于原则的应用很大程度上取决于案件事实的选取，故原则执法可以根据执法者所提请的案件事实以不同的方式进行。

当一个证券执法者希望将与证券原则执法相关的成本或者争议最小化时，那么他往往会选择性执法。例如，执法者可以选择仅对没有力量进行抗辩的各方进行原则执法。这样一来，执法者可以将原则执法的成本和争议降至最低。但有野心的执法者可能只选择会引人注目的案件进行原则执法，其愿意为此投入资源、精力并承担更大的风险以换取案件可能产生的重大影响。

最后，一些执法者可能会通过原则执法的动议，但在某种程度上，又将对于原则的违反视同仅应受到名义制裁的对于规则的违反。在对原则进行技术性执法过程中，执法人员不会采取重大制裁措施，这类诉讼的成本是相对琐碎的行政成本。即使这样的执法者在技术上进行原则执法，但其也不能被认为是该原则真正的执法者。

四、证券执法的趋势

执法人员在选择使用的规则执法和原则执法组合方面会有所不同。一些执法者比其他执法者更有能力承担原则执法的成本和争议。执法者在原则执法中还受到不同价值观的影响。考察这些趋势可以洞悉当前的证券执法情况。本部分研究了行业协会、监管者、公共价值维护者以及企业家等不同类型的证券执法者，并根据规则执法与原则执法之间的区别来描述其实施证券法的方法。

（一）行业协会执法者：自我监管的组织

大量证券监管已委派给自我监管组织（SROs）进行。在 SEC 监督下的自律组织主要监管证券交易所的交易和经纪交易商的行为。晚近，规范交易所和注册经纪交易商特定行为的权力被集中在一个自律组织手中——金融业监管局（the Financial Industry Regulatory Authority，简称 FINRA）。自律组织通常积极参与证券执法，监管市场活动和经纪交易商的不当行为。他们在证券执法方面有着多重动机。虽然有一定的独立性，但 SROs 执法部门多由其成员资助，倾向将执法成本最小化，尤其是在经济困难时期。此外，积极、高调的执法工作可能会突出不当行为，从而给自律组织带来不便与尴尬。但在另一方面，SROs 又有着执法渴望，因为人们普遍认为如果经纪交易商和证券交易所可以在不受制裁的情况下从事不法行为，那么市场可能会遭受损失。

当把资源的有限性和执法动机的复杂性结合在一起时，一个结论正逐渐清晰，即与原则执法相比，SROs 更可能偏爱规则执法。规则执法对 SROs 颇具吸引力，因为它可以以低成本的方式实施且不太可能引起重大争议。相反，如果 SROs 专注于复杂的原则执法工作，则它可能会花费不成比例的有限资源来起诉可能对业界造成重大声誉损害的案件。实际上，SROs 执法往往涉及相对较小的罚款，这表明许多 SROs 案件仅涉及简单的规则违反。

SROs 原则执法与行业密切相关，因此很可能反映行业价值观。实际上，SROs 的规则强调

了行业执法标准。例如,《2010年FINRA规则》要求FINRA成员按照高标准的商业荣誉和公平的交易原则行事。当执行《2010年FINRA规则》中所确立的证券法原则时,SROs在评估是否提起诉讼时会参考业界的期望。当涉及有影响力的行业成员的不当行为时,SROs的执法活动可能是被动的,而非主动的。SROs执法人员不太可能进行道德上的讨价还价并运用原则执法来积极改变行业行为。相反,他们将更有可能利用其规则制定权力来解决新形式的系统性不当行为。通过将不当行为归结为对技术的违反,SROs可以帮助确保将违规行为视为内部行业纠纷,而不是值得公众关注的事情。由于是由行业资助并且可能会受到行业价值观的影响,SROs没有动力去关注原则执法,反而最有可能追求规则执法。

(二) 作为监管者的执法者:美国证券交易委员会

SEC是主要的证券监管机构。可以说,它独立于证券业,资金充裕,而且很大程度上是出于公共利益来执行证券法。因此,我们可以预期,与SROs相比,SEC将在强调原则执法方面做更多的工作。但另一方面,SEC存在着制度约束,可能会阻止其充分追求原则执法。SEC官僚机构的庞大规模以及SEC作为专家监管者的角色可能会鼓励其将更多精力放在规则执法上。从而,有时SEC可能无法提供足够的证券执法活动。

1. SEC的官僚属性

SEC通常被认为是低效的执法者,因为它是一个庞大的官僚机构。官僚机构往往由严格的等级制度支配,规避风险并依靠广泛的正式程序来控制决策。与官僚结构一致,SEC的执法受到广泛审查程序的约束。直到最近,发出正式传票以展开调查的决定还必须得到SEC专员的批准。而且,经过调查,执法行动的潜在目标可能会收到韦尔斯通知(Wells Notice),告知采取执法行动的可能性以及有机会准备韦尔斯申请(Wells Submission),来争辩指控的无根据性。当SEC执法人员完成调查后,委员会成员必须批准执法人员在花了很多时间来阅读材料以了解案例后所做的任何执法决定。

美国政府问责局2009年的一份报告指出,SEC的“执法人员认为内部案件审查系统的负担减慢了案件处理速度,并形成了规避风险的文化”。随着执法案件必须经历SEC审核流程的每个步骤,监督人员必须花时间了解此案并将有机会提出异议。在此期间,会经常发生人员更替,由于新员工需逐步熟悉此案,这就会导致额外的时间延误。评估复杂案件所花费的时间可能会降低案件的发展势头,而使名义上的解决方法成为最有吸引力的选择。过度的拖延会减少工作人员的主动性,并最终减少执行案件的影响力。与官僚机构打交道的挫败感致使SEC很难吸引和留住最有能力处理创新性原则执法的精英律师。

经常有人指责SEC倾向于规避风险,而判断依据部分源自其所提起的执法案件数量。鉴于其规模和管辖权相对较大,SEC有望产生一定数量的执法成果。通过提起规则执法案件,SEC可以轻松制造大量案件。虽然重大的原则执法行动可能会产生很大的威慑力,但行动的效果可能尚不清楚。故当考虑到原则执法所涉及的风险和时间成本后,SEC将执法重点放在简单明了且可能很快解决的规则执法案件上就显得十分合理。

但需要承认的是,SEC的官僚化结构并不仅仅是负面的。实际上,基于SEC的使命,其许多安排其实都有着一定的必要性。而SEC之所以庞大,是因为它有责任去监管全国性市场。SEC

的规模和资源使其可以组建各个方面无与伦比的证券监管专家小组。对案件进行多层次审查有助于确保执法手段的统一性并能够反映 SEC 的专业知识。同时，一些学者指出，审查过程可以减少可能影响 SEC 人员的认知偏见。

同时，这种结构限制了 SEC 快速果断采取行动的能力，这也许会导致 SEC 有时倾向于将重点放在规则执法上而不是原则执法上。由于其简单性，规则执法的案例更有可能幸免于多层审查。即使存在案件处理延误或者原始处理者中途离开的情况，但规则执法案件也不会很难转移到其他人员手中。鉴于 SEC 的官僚化结构和工作使命，其有时可能会合理地选择将重点放在规则执法而非原则执法上。

2. 作为专家的 SEC

除了规模问题和官僚主义外，SEC 还扮演着行政角色，这使得根据富有争议的价值观原则采取激进行动就变得困难。SEC 是一家独立机构，并被期待是保持无党派状态的。作为专业的监管机构，它有望散发出胜任力和专业精神的光环。除了执行职责外，SEC 还发挥着市场监管职能，而市场健康状况对国家经济至关重要。必须将执法的任何好处与该行业的执法成本进行权衡。为了履行其使命，SEC 的监管方法必须平衡并扎根于专业知识。结果是，对于那些很有可能引发争议的价值判断行为，SEC 将承担重大的执行风险，这也降低了其进行原则执法的意愿。

如前所述，公共选择理论的拥护者认为 SEC 是代理机构捕获的受害者。SEC 被迫对具有政治影响力的大公司做出回应。SEC 执法人员可能希望建立联系，以促进未来私人部门的就业，且不想疏远有权有势的行业成员。这些趋势可能会通过主要针对小型新兴的以及没有资源来实现复杂合规要求的公司采取突发性执法行动来影响 SEC 保护大型公司免受竞争威胁。

不可否认的是，SEC 承受着政治压力，而公共选择理论也仅仅讲述了故事的一小部分。SEC 是一家独立的机构，拥有强大的文化，可以使其在某种程度上抵制政治压力。很难说执法律师可以在不积极进行证券执法的情况下为自己赢得声誉。确实，SEC 具有悠久的实施开创性证券执法的历史。此外，公众会仔细审查 SEC，因此执法力度不佳可能使其容易受到批评。

虽然 SEC 必须在强大行业的约束下采取行动，但有时行动迟缓很可能是由于专业知识的谨慎性而不是被行业腐败俘获所导致的。由于其作为专家行政监管者的角色，SEC 必须权衡成本和收益以使其决策更具合法性。市场稳定性问题可能与采取积极的执法行为相冲突，SEC 更是要必须同时解决这两个问题。结果是，SEC 有理由避免创新性的原则执法而将精力集中在争议较小的规则执法之上。

3. SEC 的执法时期

由于其官僚机构的局限性以及专家监管者的作用，SEC 执法通常以重要的原则执法时期为特征，其后的时期是其体制局限性限制了执法工作。本小节简要介绍了 SEC 执法的一些主要时期。SEC 在成立初期通过在两个主要领域的原则执法建立了基本的执法框架：内幕交易和反海外腐败贿赂。禁止内幕交易需要扩大 10b—5 规则的禁止欺诈的范围，以涵盖不符合普通法对欺诈定义的市场交易行为。10b—5 规则中禁止内幕交易的第一个官方声明来自 SEC 对 Cady Roberts 公司的行政命令。SEC 在 SEC 诉 Texas Gulf Sulphur Co. 一案中寻求并获得了 10b—5 规则的解释权，多年来，其不断突破内幕交易法的界限。

1970年代, SEC成立了新的执法部门追查公共公司向外国官员支付的可疑且未在公开信息披露文件中所反映出来的款项。尽管没有SEC规则直接禁止此类付款,但SEC辩称这些款项违反了充分准确的信息披露原则。SEC的努力引起争议,因为这些小恩小惠显然并不重要,至少它们不足以显著影响财务业绩。而且,此类实践可以说与行业惯例是保持一致的,而SEC的原则执法行为无疑挑战了行业的既有价值观。

这些早期的原则执法工作引起了强烈反响,因为一些著名批评家强调了SEC以“执法推动监管”的方式来助推原则执法。评论家坚持认为,SEC在制定法律时应更多地依靠规则制定而非执法行动。他们认为,原则执法并没有向工商业提供一个预测,即哪些行为是被禁止的。也许是警惕到这种批评的存在,如下所示,可以说SEC在原则执法上变得更加谨慎。毕竟,与其提起会引起争议的创新型案例,SEC可以简单地通过一项规则,禁止在未来实施此类行为。

尽管采取了创新性的执法措施,但在其大部分历史中,SEC通过原则执法来实施重大制裁的能力是受到限制的。多年来,SEC只能寻求禁令救济和小额罚款,导致一位评论员将其工作人员描述为“抖抖手腕”。因此,即使SEC所实施的法规措辞较为宽泛,但SEC的执法看起来更像是具有争议的规则执法,而不是有争议的原则执法。

自1990年获得对违反证券法行为实施民事罚款的一般权力之后,十年来,SEC对大公司只零星地使用了此项权力。一项研究发现,从1997年到2002年,SEC执法行动中公司的市值要远低于证券集体诉讼的公司市值。SEC可能一直将重点放在相对较小的公司,这些公司更有可能实施明显的违反规则行为且抵抗力较弱。

SEC长期以来以和解案件金额相对较低而臭名昭著,对于这些案件的处理要么很快,要么经过多年的不确定性调查。这种方法反映了以类似于规则执法的低风险方法来实施原则执法。随着时间的流逝,涉诉案件逐渐变得模糊不清,被告更有可能同意和解。与其通过冗长的诉讼来确定嫌疑对象是否出于故意行事,SEC可能会将不当行为定性为违规行为,这仅需名义上的罚款。最近,随着2000年早期开始的金融欺诈浪潮,SEC开始针对更大的公司施加更多重大处罚。但是,新的原则执法时代是SEC经常对纽约总检察长提起的原则执法诉讼做出的被动反应。经过一段时间的加强执法后,SEC发现自己所实施的严厉处罚经常受到批评,作为回应,SEC试图限制可能受到处罚的情况。批评的结果是,这阻碍了对更复杂案件的追究,阻碍了那些新颖的法律推理方法或者具有整个行业影响力的方法的使用,转而赞成那些被认为更常规或更可能获得委员会批准的方法。换句话说,SEC从原则执法转向规则执法。执法政策的这种反复表明,SEC难以维持足够的原则执法工作。诸如SEC之类的监管执法者本愿意原则执法,但由于其机构限制,常常会发现自己无法有效执行。

(三) 公共价值的执法者

当激进的执法者指出公共价值挑战行业标准时,一些最有争议的原则执法就将产生。联邦检察官和州检察长有时依靠自己作为人民代表的权威,将个人意志注入证券执法活动。尽管这些公共价值执法者更容易受到政治影响,但他们不像SEC那样受制于人,也不受同一官僚机构的约束。

1. 联邦检察官

联邦检察官在证券执法中发挥了重要作用。在 1980 年代，联邦检察官针对著名被告提起重大内幕交易案诉讼。在 2000 年代，联邦检察官在涉及大型上市公司，例如安然、世通和阿德菲亚的证券欺诈诉讼中成功应对，并最终使个人定罪。同时，一些最冒险、最重要的原则执法就是通过联邦检察官起诉发生的。

联邦检察官有能力去追求（实施）原则执法，因为许多刑事法律措辞都是宽泛的。此外，联邦检察官在证券法范围内从事规则执法的能力有限。联邦检察官只能针对能够证明犯罪意图的最恶劣行为提起证券诉讼。对规则的无心之过不足以构成诉讼条件，因为与证券法有关的联邦诉讼将始终涉及对被告的动机进行密集的事实调查。

由于没有像 SEC 那样对证券市场制定规则的权力，联邦检察官无法通过简单的规则制定来增加对不当行为的处罚。故联邦检察官对监管框架的投入不大，并较少受以下论点的约束：对不当行为的适当补救措施可以简单地通过一条规则加以实现。当然，联邦检察官可能会觉得有必要尊重 SEC 的专业知识，但是当有明确证据表明违法者行为恶劣时，这种尊重就不再可能。实际上，SEC 经常将案件移交给联邦检察官，因为他们认识到后者有能力寻求更大的制裁，并且具有审理案件的技巧。

与 SEC 相比，联邦检察官更少被俘获。联邦检察官没有证券业不断施加压力的负担，也没有全国性的证券监管责任。他们没有负担鼓励资本形成和照看行业稳健性的压力。联邦检察官比 SEC 更加多元化，因为其成功并不仅仅取决于他们是否被视为公平的证券监管专家。此外，联邦检察官具有不受政治影响的独立文化。尽管有些联邦检察官有政治野心，但当他们确定自己有案件可以在审判中胜诉时，在大多数情况下，联邦检察官只对程序特别关注。但这并不是说联邦检察官不会越轨，大量证券欺诈调查引起的妨碍司法公正的刑事定罪被翻转就证明了这一点。

由于专注于证券执法的部门很小，联邦检察官比 SEC 更为灵活。较小的群体可能会从成功执行案件中获得更多好处，因此联邦检察官可能更愿意调查和制定原则执法行动。规模较小的组织可能等级较低，使员工、律师可以快速访问决策者，并对寻求有趣案件的律师更具吸引力。确实，联邦检察官以寻求处理涉及精英被告的案件而闻名，这些案件案情复杂，颇具挑战性和职业价值，他们可能会采取更加有力的辩护。如果该小组以提出有趣且重要的案件而闻名，那么它可以招募最有能力进行原则执法的精英律师。

依靠刑法的力量，联邦检察官可能会专注于维护公共价值观，而不是遵守行业标准。尤其是刑事法规通常在各种禁令中表达公共价值观。刑事法规往往用词过于笼统，它们赋予联邦检察官在打击严重不当行为方面拥有重大酌处权。因此，联邦检察官经常将自己视为代表人民执行法律的律师。

尽管与自律组织或者 SEC 相比，联邦检察官可能更愿意进行原则执法，但刑事责任的高标准极大制约了联邦检察官原则执法的能力。因此对刑事不当行为的制裁可能很高，联邦检察官在没有最明显过错证据的情况下行使权力的能力是有限的。证券法案件往往涉及复杂的事实，这就很难将某些案件向陪审团解释清楚。因此，联邦检察官只能追究数量有限的原则执法案件。

当然，刑事制裁的严厉性会导致被告，尤其是公司被告进行辩诉交易。过于激进的联邦检

官则可以利用这种手段不公平地向规避风险的被告进行“敲诈”。另一方面，个别刑事被告人有通过审判对刑事案件进行抗辩的动机，因为即使是和解也可能需要服刑。证券欺诈往往涉及富有的人，有充足的资源去反抗定罪。尽管刑事标准很高，但联邦检察官还是愿意受理棘手的证券执法案件，以维护公共价值，即使在审判中存在重大的败诉风险。在承担这种风险时，联邦检察官仍表明自己是原则执法者。

2. 州检察总长

在不同的时期，州总检察长都提起过重要的证券执法案件。纽约总检察长在2000年代针对研究分析师和共同基金行业采取的原则执法行动是众所周知的，并且在更早的原则执法中存在颇为努力的先例。正如亨利·曼恩（Henry Manne）在1966年写道：纽约总检察长根据最简单、最简短的证券法规则行事，而SEC则在最复杂、最详细的系统下运行，以起诉欺诈性股票操纵者，二者之前经常发生竞争。

州检察长在证券执法的许多方面都类似于联邦检察官。像联邦检察官一样，州检察长没有制定规则的权力，并且很大程度上依赖于措辞广泛的反欺诈法规，例如纽约州的《马丁法案》。像联邦检察官一样，州检察长也不是主要从事证券监管业务，很少被证券行业俘获。像联邦检察官的内部证券监管部门一样，州检察长的内部证券执法部门往往相对较小，与分层式官僚机构中的执法部门相比，行动速度更快，但也承担着更多的风险。像联邦检察官一样，州检察长将自己视为寻求正义的人民律师，而不是管理规章制度的专家。

也许联邦检察官和州检察长之间的区别主要在于州检察长有能力通过民事诉讼进行原则执法。结果，他们负担得起的费用比联邦检察官刑事案件的原则执法受到更大的限制。因为制裁是民事的，而不是刑事的，减少的举证责任使州检察长可以拥有更大的自由裁量权起诉那些证据可争议的案件。

由于州检察长经常面临选举问题，因此他们比联邦检察官更容易受到政治因素的影响。原则执法可能比常规规则执法更有效地获得宣传。在民粹主义情绪高涨的时代，州检察长可以通过积极对那些不受欢迎的公司实施执法活动来迎合公众。同时具有提起刑事和民事诉讼的双重能力，可能导致州检察长利用刑事制裁的威胁来勒索民事解决方案的通过。政治执法者将从成功的执法行动中获得政治利益，而不一定承担原则执法的所有成本。另一方面，州检察长在追究原则执法案件时可能因自身的政治野心而变得过于谨慎。如果证券业在州政治格局中颇有影响力，那么该州的司法部长可以选择不与该行业进行对抗。

州检察长的意愿就像联邦检察官一样，并且有能力进行原则执法。州检察长更有可能承担比联邦检察官更高的风险，因为他们有能力提起民事诉讼，但也确实比联邦检察官更容易受到政治影响。

（四）企业家类实施者：证券集体诉讼律师

许多证券执法，特别是欺诈执法，是通过私人集体诉讼发生的。集体诉讼律师是企业家的执法者，愿意投入资源来追求不当行为的创新理论。出于可能收取较大额外费用之原因，集体诉讼律师比公共执法者更愿意承担复杂的原则执法诉讼费用和争议。许多企业家执行者还认为自己在捍卫公共价值观，尽管获利动机有时会导致他们不公平地假定被告以最黑暗的动机行事。

企业家类执法者通常能够迅速而积极地采取行动。尽管一些集体诉讼中的律师事务所规模很大，但大多数集体诉讼律师都是为小型律师事务所工作的，通常不必通过多层官僚机构来提起诉讼。由于企业家类执法人员通常只有在胜诉后才能获得报酬，并且没有传票权，他们无法在提起诉讼之前找到“冒烟的枪”（指直接证据），从定义上讲，他们几乎都是风险偏好执法者。与公共执法者不同，公共执法者的激励动机可能是为了公共利益，而企业家类执法者则受经济利益驱动。的确，证券集体诉讼律师往往因竞逐寻找下一个案件而臭名昭著。

利润动机的社会效益是企业家类执法者愿意承担成本来弄清事实并为一个原则执法案件提起诉讼。企业家类执法者会从较高的和解或判决中获得很大一部分，这使他有动机提起诉讼，直到对方屈服、妥协为止。相比之下，政府证券执法者可能对快速和解方案感到满意，即使该和解方案对于政府部门来说收益较小，因为后者不会从更高的和解方案中获得金钱利益，收益大小主要根据所解决的案件数量多寡来判断。

在某些情况下，愿意对案件进行多年诉讼直到达成重大和解方案的意愿对于有意义的原则执法来讲可能是必不可少的。诚然，几乎所有集体诉讼均已得到和解，但证券诉讼和解未必能传达出明确的信息表明所争议的行为违反了一项证券法原则。但是，和解金额的确传递了一种有关违规性质的信号。快速、名义上的证券和解往往传达出的信号是不端行为仅是技术上的违规。另一方面，重大和解可能意味着指控是有根有据的，且同时很可能违反了一项原则。关于安然公司和世通公司数十亿美元的证券集体诉讼就是和解的典型例子，这些和解花费了数年的时间才得以实现，表明了基本索赔的价值。当然，某些和解之所以重大，部分原因是与案件价值无关的因素，例如潜在的赔偿金额或希望摆脱拖延了多年的案件，但鉴于和解规模的广泛分布，那么确定一个案件是否重大的一个因素可能就是案件的价值。

企业家类执法者不仅将大量资金收入囊中，而且还提起了试探法律界限的诉讼。集体诉讼律师试图根据 10b-5 规则将集体诉讼责任扩大到“守门人”被告身上的努力遭到了挫败，但这也导致了数十亿美元的和解。在世通案中，集体诉讼律师赢得了一项裁决，在储架发行注册情况下对承销商尽职调查义务施加了高标准，最终在一个鲜有诉讼的领域建立了规则。

同时，更为重要的是要认识到集体诉讼律师会以自己的方式规避风险。企业家类证券执法者有动机以最少的价格去解决案件，以免案件被驳回时一无所获。企业家类执法者也可能选择涉及明显支出的案例。例如，集体诉讼律师经常提起的私人诉讼与 SEC 等公共执法人员提起的早期指控相类似。

尽管可以说企业家类执法行为部分表达了公共价值，但利润动机所衍生的缺点是它刺激了对被告施加不合理高标准行为的动机。故主要问题不再是企业家类执法者是否会提起完全没有根据的案件，而是企业家类执法者几乎永远不会将怀疑所带来的好处交给被告。企业家类执法者有经济动机去假设，任何欺诈证据都支持着最坏的事实，因此可以强迫被告去进行和解。当执法人员对某一行业的动机总是进行猜测时，那么执法人员有动机把任何错误都视为表明存在欺诈，并以此为由来审查该行业的证券行为，最终的结果是企业经营难以维系。

相较于 SEC、联邦检察官和州检察长等政府执法人员，企业家类证券执法人员也处于不利地位，因为他们无权在提起诉讼之前调取文书。结果是，在他们所提起的诉讼过程中，更容易存在重

大错误的风险。从本质上讲，许多案件是在驳回动议阶段决定的，那时案件事实还未得到充分发展，驳回动议被拒绝后达成的解决方案可能仅反映了避免诉讼成本的经济决定。与和解结果相伴而生的是，除了表明存在欺诈的可能性外，集体诉讼对原则执法可能没有多大作用。利润使集体诉讼律师有动机去专注于那些资源密集型案例，但也会激励人们在审查行业行为时对人性过分悲观。

五、证券执法中的竞争性价值观

正如第四部分所明确指出的那样，不同的价值观激励着执法者和影响他们实施原则执法的方法。当前的多个执行者体系反映了多元化的方法。本部分进一步确定、描述和对比了影响证券执法的价值观，并讨论了这些价值观之间的潜在冲突。

（一）执法的价值

至少有三类价值观可能影响并通过证券强制执法来表达：（1）行业价值；（2）监管价值；（3）公共价值。尽管任何分类都是人为的，但检验这些价值应该有助于诠释原则执法的不同方法。

1. 行业价值

行业可能会对监管计划产生重大影响。一个行业对其内部实践的了解要远比外部监管者强很多。由于行业具有专业知识且将某些监管职能委派给该行业可能具有成本效益，故监管机构将在某些问题上正确地服从该行业。一个行业有动机去执行、制定游戏规则，以定义可接受的行为。植根于行业价值的执法方法将在定义原则执法时，既重视可预测性，也重视对行业标准的遵从。

（1）可预测性

证券监管框架应尽其所能地具有可预测性。公司需要知道哪些行为会被禁止，以便他们可以相应地组织其行为。大多数公司都遵守法律，并希望避免与监管机构发生冲突。如果监管体系变得不可预测，那么行业参与者可能不愿承担必要的风险。因为在经济危机时期，他们经常被当作替罪羊，公司将发现可预测的特定法规限制了雄心勃勃的监管者的自由裁量权，使其具有吸引力。

执法系统可以通过专注于规则执法来实现可预测性目标。公司可以通过投资合规性措施并认真关注规则的特定要求来增加其行为符合规则的可能性。如果不时有失误，制裁也将相对温和，并且可以看作是做生意的正常成本。虽然合规对企业而言是一个负担，但对于高度受监管的证券业而言，合规是必不可少的。只要还可以预测，公司就可以容忍此种成本。

相比之下，原则执法可能会引起业界的不信任，因为它具有潜在的不可预测性。如前所述，在什么行为是被允许的方面，原则比规则给予更少的指引。广泛定义的原则可使监管机构有能力针对灰色地区的行为建立案例。雄心勃勃的监管机构可以运用原则执法来迫使公司进行大数额和解——原因在于上市公司几乎永远不会冒险审判。行业将倾向于定义广泛但未强制执法的原则，不喜欢处理构成实质性惩罚基础的原则。因此，一个行业很可能会推动制定特定的、可预测的规则，或者将其与未强制执法的原则相结合。

在一定程度上需要原则执法的情况下，从行业的角度来看，宁愿以可预测的方式解释原则。例如，虽然《2010年FINRA规则》要求FINRA成员按照“高商业荣誉标准和公正公平的贸易原则行事”，但在某些人看来，它是一项应主要与特定规则结合执行的规定而不是建立了一项独

立的责任基础。此观点反映了可预测性的行业价值。

(2) 行业标准

除了可预测性之外，行业还更喜欢根据行业标准判断的执法体系。任何有名望的行业参与者都将了解这种做法，并告知其可接受或不可接受的内容。那些局外人看似不能理解的行为，从行业的角度来看可能实际上是必要的或符合经济性的。符合行业标准还可以作为可疑行为不能反映欺诈意图的证据。以行业价值为指导的原则执法很可能会遵循行业惯例。

规则执法对行业具有吸引力，不仅因为它更容易预测，还因为它经常反映出行业惯例。规则解决与行业相关的特定问题，并且通常受行业影响。一旦采用，规则就可以成为该行业特殊语言的组成部分。诸如公司何时必须提交注册声明，经纪人何时必须获得许可以及经纪人的资本储备等问题，基本上是那些参加或计划加入该行业的人所关心的。很少有证券业以外的人士对了解此类规则的具体内容感兴趣，而违反这些规则对外部人士而言也不会引起太大兴趣。

规则规定了行业参与者应了解并遵循的明确要求，而规则执法有助于确保被规制对象总体上遵循证券法规则。作为区分胜任者和不胜任者的一种方法，证券法规则体系可能对更强大的行业参与者具有吸引力。尽管在某些情况下，规则可能是维持行业垄断权的一种机制，但在许多情况下，规则还可能会助推行业行为的高标准。

新型治理文献强调了行业标准在定义监管方案中的有用性。正如克里斯蒂·福特（Cristie Ford）所描述的那样，“新治理方法的基本组成部分是监管，它是由私人行为者自下而上、分散化、水平横向的实践过程所告知和支持的”。新治理学者认为，当行业与监管机构之间的协作利用行业的专业知识时，监管将更加有效。长期以来，对行业标准的依赖一直是证券监管的一部分，并应继续产生影响。

受行业价值影响的证券执法方法不会完全消除有意义的原则执法。原则执法的方式反映出对于把持行业专业水平做法之关注。例如，经纪交易商要遵守措辞广泛的适用性要求，要求他们评估客户的需求。如前所述，2010年规则表明了对“高商业荣誉标准和公正公平的贸易原则”的关注。承销商、董事和审计师可以对根据1933年《证券法》第11条提起的证券诉讼进行辩护，前提是他们进行了尽职调查，而这一概念就是针对行业惯例而定义的。因此，以行业价值观为指导的原则执法仍将对行业行为产生重大影响。

另一方面，当行业实践的发展方式偏离了可接受的社会规范时，由行业价值观激发的强制执法方法可能会变得不够充分。行业执法可能不够主动，无法在问题流行之前就消除有问题的行为。执法人员应警惕不法行为者以行业惯例为由而提出的防御措施，作为可疑行为免责的借口。不可避免地，在某些情况下必须根据外部价值对行业行为进行审查。

2. 监管价值

证券业受广泛的监管计划约束，而该计划是规则执法、原则执法之间的巧妙结合。监管执法的独特之处在于，监管机构不仅必须履行其执法职责，而且还必须在执法与监管计划的其他问题之间取得平衡。在执行广义的证券法原则时，监管价值方法倾向于强调两个因素，即：一致性和监管政策。

(1) 一致性

SEC等监管机构不仅负责执法,还负责使用各种工具管理全面的监管计划。监管执行者必须努力与监管制度的其他方面保持一致。此外,每个监管执法案例都应努力与其他监管执法案例保持一致。监管者的一致性反映了其专业知识和连贯的政策。

在证券监管中,原则执法发生在一系列广泛的规则中,随着时间的推移,在专家和行业的投入下构建起一套规则体系。建立规则体系是一项复杂且成本高昂的工程。行政机构必须学习与行业问题相关的专业知识,以确定需要确立一条新型规则。规则的实质内容需要经过公示和社会评议过程。行政机构必须制定规则,以反映其所积累的规则知识。

考虑到规则制定所付出的努力和过程,规则执法具有合法性,而原则执法可能没有这种合法性。原则执法的过程不受制于规则制定的公开审查程序。许多人认为在个别情况下通过执法进行监管是制定全面法律的一种错误方法。这种观点产生了以与规则的特定性质相一致的方式来狭义解释证券法原则的外部压力。该论点可能是,如果监管机构可以通过实施措辞广泛的原则来规避规则制定过程,那么拥有规则系统就毫无意义。

由于希望始终如一地适用法律,强调监管价值的方法可能不鼓励采用创新性的证券法原则。监管者可能会深陷自己过去的做法和立场,因此可能会采取过于谨慎的态度。对一致性的需求在一定程度上激发了SEC官僚化的动机。具有多个审查级别的层次结构有助于阻止监管者在其执法工作中随意采取行动。规则执法可能被认为是更客观和一致的,而原则执法则被认为是主观的和偶然的。最终,尽管对于执法人员来说一致性可能是必需的,但对一致性的关注会限制执法工作的有效性。

(2) 监管政策

与任何行政机构一样,SEC等监管机构很可能以反映其总体监管政策的方式来解释原则。特别是,SEC必须考虑其规则和行动是否能保护投资者并“促进效率、竞争和资本形成”。执法本身不是目的,而是可以用来塑造行业行为的一系列措施之一。与原则执法相反,规则执法几乎总是可以与监管政策联系在一起。规则的特殊性通常反映了基于监管机构与业界就理想规则进行的协商所达成的共识。通过规则执法,监管机构可以实施促使此类规则通过的政策。为了使规则体系更具有意义,规则执法是必要的。如果企业可以在不担心制裁的情况下违反或忽略这些规则,那么建立规则体系就毫无意义。

原则执法也可以服务于监管政策。通过惩处身处法律灰色地带的不当行为,监管机构可以向企业传达这样一个信息,即企业需做的不仅仅是遵循内容明确的法律规则。积极的证券执法实际上发挥了执行鼓励市场诚信政策的效果。另一方面,执行主体可能会争辩说,鉴于监管机构未能充分定义相关规范,更好的监管对策可能是原谅该行为并通过一项规则,明确表明将来禁止此类行为。

原则执法可能与监管机构必须考虑的其他问题紧密相关。SEC负责促进高效、健康的证券市场。捍卫执法行动的成本会消耗公司的资源并可能造成市场动荡。监管制度可能与其他制度之间发生竞争,后者可以提供较少积极性的执法手段来诱使企业。这种相互竞争产生的不良实例是SEC因通过积极执法寻求重大处罚而面临批评。批评者认为无辜的股东承担部分此类罚款的成

本，因此此类罚款的成本是没有必要的。这些政策考量也是 SEC 制定执法方法时必须考虑的。

3. 公共价值

尽管受行业和监管价值观激励的执法方法侧重于内部问题和政策，但一些执法者认为他们的工作是以可能在行业和监管体系之外的含义来实施公共价值观。一个公共价值观的执法方法要求公司预见其行为应遵循社会规范。

(1) 预期的负担

虽然行业价值观强调执法的可预测性，但大多数监管制度要求被监管者期望监管者行使其自由裁量权来应用更广泛的原则。如前所述，原则执法的成本和争议将使一些监管机构不愿进行证券执法。没有任何一个规则制度是全面的，因为构建一个全面的规制框架成本高昂，而且也将对行业施加过多的任意约束。在监管像证券市场一样复杂且日新月异的行业时，使用措辞广泛的证券法原则可能会很有用。在原则执法的框架下，证券法规则将显得简单，因为监管机构不必预测各种形式的潜在不当行为。

但是，原则执法也是有代价的。他们要求企业预见其行为是否会与措辞不一的规定相抵触，这些措辞可以根据不同的价值观进行解释。对于 SEC 前主席兼哥伦比亚大学法学教授威廉·卡里（William Cary）而言，证券法和公司法具有以下基本要素：可预期性。卡里辩称，公司及其律师不仅应接受舆论对法规的影响，而且应预见哪种行为会引起公众的强烈抗议，从而引发强烈反对。尽管一个行业宁愿按照自己的做法和它所博弈而生的监管政策来进行运作，但任何监管计划都必须受到事后强制执法的影响。卡里的方法实际就是一种可预期的方法论。

如果根据行业惯例和监管政策来解释证券法原则，则证券法原则要求的预期程度会降低。受监管的公司可以检查这些做法和政策以了解该原则的含义。当由不尊重行业规则和法规含义的执法人员来参照更广泛的价值观对证券法原则进行解释时，那么预测性就会变得困难。

(2) 社会规范

公共价值观方法不仅需要符合业界的可预测性，也将推动根据社会规范而不是仅基于行业标准来解释原则。公共价值观方法将原则视为社会常识、道德的反映，而不是复杂的监管技术框架。禁止欺诈、信托人违反职责以及自利行为不仅是证券监管的一部分，还反映了普通法中所存在的共同社会规范。公共价值观方法将原则执法视为确保社会价值观的重要途径。

此外，公共价值观方法将倾向于根据案情分别审视每个案例，而不是评估其在更广泛的监管框架中的地位。当行为人故意违反社会规范时，成本效益分析就显得不那么重要了。在某些情况下，此类规范将胜过行业标准和监管政策引发的关注。在公共价值观方法下，原则执法可以表达除了监管之外，具重要意义的某些价值，例如谴责欺诈和禁止不当得利。

通过原则执法来推行公共价值观可能会引起争议，因为它破坏了基于行业和监管价值所生的共识。民粹主义可能会助推体现公共价值观的原则执法，但这将导致不公平，因为特定群体只会选出他们认为符合行业标准的行为。另一方面，通过制裁最严重的不当行为，民粹主义也可能被消除，从而表明可以通过现行法律原则而不是改变整个监管基础架构来解决市场中的腐败问题。

(二) 平衡的难题

现在可以假设，任何执法系统都应考虑前述三种价值。但任何重视这三种价值的系统都将遇

到价值观相互冲突的情况。当原则执法面临是否提起诉讼以及调查资源的配置问题时，这些紧张关系尤其可能发生。

在许多情况下，所有人都会认可证券行为需符合行业标准、监管政策和公共价值观。我们完全可以预见，窃取客户资金会违反证券法规则和证券法原则以及行业价值观、法规和公共价值观念。对这种行为进行严厉制裁不会引起争议。确实，执法人员经常协调工作以解决大家一致认为应制裁的行为。

另一方面，在强调可预测性的方法与强调公共价值观的方法之间也存在根本张力。在某种程度上，当行业价值方法占主导地位时，人们将不再强调可预见性将如何应用于新的不当行为。在某种程度上，当公共价值观为主导的方式时，人们将不再强调建立一个稳定的制度。一个强调监管价值的方法可能身处行业价值和公共价值之间，秉持中间立场。但当考虑到监管一致性的需求时，那么可预测性与行业期待之间的冲突就无法解决。

在经济动荡时期提起执法案件的压力可能会强化价值观的分歧，但也有可能强化规制方法之间的统一性。政治压力可能会促使人们更积极地主张公共价值观反对行业行为。在不断变化的社会规范中，行业或监管路径可能被视为过于谨慎。另一方面，执法人员则最有可能同意在经济困难时期采取必要行动。

如果涉及行为发生在适用规则未明确涵盖的灰色区域中，则可能会发生执法冲突。例如，如前所述，会计准则赋予管理层在准备财务报表时的重大酌处权。会计处理可以说与该行业过去所做的事情一致，但也可能是欺骗投资者的计划。监管方法可能会询问其他监管声明是否禁止了该行为和执法是否会促进更广泛的政策。公共价值观方法将更积极地制裁与社会价值不符的行为。

在决定是否提起诉讼以及制裁的适当性方面，各种方法都可能有所不同。行业价值方法可能会争辩说，该行为与行业惯例一致，因此不应作为证券执法的对象。监管政策方法可能会认为执法仍然是适当的，但是鉴于法律的不确定性，故应仅施加最低限度的制裁。采用公共价值观的方法可能会辩称，被告应预料到该行为的错误性，因此重大制裁是适当的。

证券执法方法之间至少有两种发生冲突的方式。首先，当不同的执法者试图就同一行为提起诉讼时，直接冲突就将发生。在采取何种制裁类型才是合适的这一问题上可能会引起争议。受公共价值观方法影响的证券执法者可能会认为，与由行业价值方法指导的证券执法者相比，应采取更高的制裁措施，后者可能赞成采用更为合作的方法。其次，当一个证券执法者提起诉讼而另一个证券执法者选择不提起诉讼时，则会出现更为间接的冲突。提起诉讼的决定可能被理解为破坏了选择不行使酌情权提起诉讼的证券执法者的政策或权限。

执法方式不仅在提起诉讼的决定上有所不同，而且在调查决定方面也有所不同。很少有执法者会允许有充分证据证明存在不当行为的案件无需采取行动即可终止。原则执法可能会在决定如何部署调查资源以开发建立违反原则的必要事实方面表现出更为关键的差异性。行业价值观方法可以简单地从行业角度对价值进行解释，而无需花费大量资源来验证此类解释是否有效。监管价值观的方法将更具怀疑性，但也可能会对将调查费用强加给一个行业保持警惕。在寻找不当行为的线索时，采用公共价值观的方法可能是最积极的，但是对于就调查目标所需花费的费用也可能不太敏感。

尽管证券执法的动机不尽相同，但执法者之间是可以共存在。但在某些困难的情况下，由于执行者会受到不同价值的影响，因此也有可能无法确定适当的规制方法。在这种情况下，提起诉讼或施加制裁的决定可能会在执法者与激励其采取行动的价值观之间产生冲突，部署调查资源的决定也会发生冲突。集中式执法与分散式执法之间的选择从根本上讲就是消除、管理或允许发生此类冲突。

六、三种证券执法模型

此前，本文讨论了通过合并或加强对执法者的监督来集中证券执法的提议。可以说，目前有三种证券执法模型：综合执法、监督执法和分散执法。每个模式都反映了不同程度的集中化。在本部分中，笔者将根据规则执法与原则执法之间的区别来分析这些模型以及先前讨论的竞争性执法价值。这三种执法系统在对于多个执法价值的容忍度方面存在本质差异。

（一）综合执法模式

在综合执法模式下，由一家而非多家执法机构来进行执法。这种合并式执法的吸引力在于它创设了一种由专家进行统一处理的执法方法。侵扰性诉讼可能会被最小化，当使用公共价值来质疑行业标准或监管制度时会产生冲突的原则执法也会最小化。专家监管者将利用规则制定、规则执法和原则执法来实施一致的监管政策。任何原则执法都可以符合行业价值观或监管价值观，因此是具有可预测性和一致性的。

这种执法权限被单一执法者垄断的危险在于执法往往只表达行业价值或监管价值。当行业实践以容忍不法行为的方式发展时，这种趋势将尤其成问题。行业监管者和规则执法者的反应可能太慢。自律组织执法者很有可能会违反行业惯例。SEC 可能不太愿意遵从行业惯例，但其官僚机构和作为专家监管机构的角色必须遵守一致标准，因此可能无法采取积极执法行动。结果是，在综合执法的模式下，行业行为和监管政策很可能将重点放在偏离公共价值观的地方。

此外，任何独占的证券执法者都将受到其特定制度约束。如 SEC 会因其官僚化结构和管理监管系统的任务而负担过重。行业自律组织的缺点在于其资助来源于行业部门。合并执法可能意味着调查和执法将具有更多缺乏创造力和主动性的统一特征。较小且更灵活的执行者可以消除不当行为，但这一优势也将消失。

如果对 SEC 的执法方式进行改革，使其可以更有效地进行原则执法，那么 SEC 作为独占的监管执法者将会更具吸引力。为了回应对其执法方法的批评，SEC 已采取措施降低官僚主义色彩，从而避免扼杀创新的调查和执法方法。委员会已将发出传票的权力委托给监督执法的律师。SEC 似乎也在努力重振其作为投资者倡导者的角色。目前尚不清楚这种转变是否会有所作为，但也许 SEC 作为投资者的倡导者会不太愿意表达公共价值。

尽管进行了这些改革，但对于 SEC 来说，面向那些有争议的执法时仍然困难重重。一些人认为，SEC 针对高盛的激进执法行动没有向机构投资者披露有关复杂抵押担保的某些事实，反映出其采取了新的执法方式。该案特别有争议，因为它涉及据称接受的行业惯例，受害者是老练的投资者。SEC 传统上一直专注于保护经验不丰富的投资者，而不是老练的投资者，因此 SEC 的

案例可以说与先前的监管政策不符。此案导致了重大处罚,更具争议性的 10b—5 规则指控被撤销,和解遭到五名 SEC 专员中的两位的强烈反对。尽管取得了成功,高盛案就是监管执行者在提出被认为与行业标准和先前监管政策不一致的原则执法案件时可能遇到困难的例证。

改变十分困难的另一个例证是,SEC 通过证券执法对上市公司施加重大处罚时所遭受到的批评。我们可能会看到,较大的罚款与 SEC 的监管角色不一致,原因有两个:首先,惩罚的大小往往是任意的,因此难以按照监管政策的要求以一致的方式实施。其次,罚款会浪费上市公司的资源,从而增加了重视效率的监管系统的监管成本。结果是,SEC 本身是否能够在充分进行证券执法的同时,还忠于其客观性、专家性及前后一致性的执法者角色是值得怀疑的。

在某种程度上,SEC 进行彻底的机构改革是不现实的。SEC 难以及时实施原则执法的部分困难源自每项执法行动都要求五名专员审查和批准。故不管多么勤奋,仍很难看到五名专员每年如何及时对数百项复杂的执法行动做出有意义的决定。但是,对于 SEC 等监管执行者而言,需确保监管政策的一致性,因而这种审查无疑是必要的。实质上分化 SEC 的执法权力将使其难以充当专家、法规执行者的角色。专业知识是要付出代价的,当缺乏主动执法的能力时,创新的执法行为就必须有其他来源作为补充。

(二) 监督执法

解决多个执法人员之间冲突问题的中间解决方案不是完全合并执法,而是赋予监管执法人员更大的权力来监督执法人员,尤其是企业家类执法人员。这样一来,证券执法体制可能达致最好的图景,即能够大力实施原则的分散式执法者,同时赋予监管者更大的权力来实施一致的监管政策。

监管的一种方法可能是赋予监管执法者更大的权力来定义、管理企业家执法者的法律。回顾格伦菲斯特的提案,SEC 将更积极地制定有关私人证券集体诉讼的法律。在某种程度上,格伦菲斯特的论据基于这样一个假设,即国会不愿采取行动实施有意义的改革。在格伦菲斯特的文章发表之后,国会和法院就私人集体诉讼制定了实质性限制。最重要的是,在进行证券集体诉讼时,企业家类执法者必须对证券专家(SEC)提出“强有力的推论”,否则该案将被驳回。如此高的恳求标准限制了企业家执法者根据可疑的欺诈假设提起诉讼的趋势。

但存在的问题是,在维持 10b—5 规则的形式为原则的同时,SEC 是否可以实施其他限制。对于格伦菲斯特提出的更多工作的建议,必须相信,可以通过特定规则进一步定义 10b—5 规则,而不会丧失其禁止欺诈的本质。在实践上,尤其是在 PSLRA 通过改革之后,制定规则的策略可能唯一的重要贡献就是从根本上消除私人诉讼行动。

另一种可能性是以更直接的形式来对企业家类执法者进行监督。与格伦菲斯特的提议相比,罗斯(Rose)的提议在筛选证券集体诉讼中将更直接地发挥作用。即使不使用规则制定权力,SEC 仍有权决定证券集体诉讼是否与监管政策一致。从某种意义上说,罗斯的提议将把对 10b—5 规则的解释权从法院委托给行政机构。该提议基于这样的假设,即 SEC 在筛查无用的案件方面比法院具有实质优势。

确实,正如格伦菲斯特的建议一样,罗斯的建议是大幅降低成本,SEC 将需要制定超出法院已经颁布的限制的其他限制。是否存在这样的限制值得怀疑。如果存在筛选案件的简便标准,则立法机关和法院将已经实施了这些标准。评估案情是一项内在的艰巨任务,这不是因为法院没有

SEC 拥有的专业知识，而是因为在发现前的筛选阶段，事实不明朗。尚不清楚为什么 SEC 在发现阶段评估案件要比法院更好。

此外，罗斯的提案需要辅以对 SEC 官僚化的其他改革。如果 SEC 在处理自己的执法工作时难以及时处理案件，再加上每年两百次左右的集体诉讼，这样做就会更加困难。如果不能消除分散式证券执法的优势，那么可能使企业家类证券执法者不再服从 SEC 的官僚化作风。监督执法的建议有一个共同的信念：一个专业的行政机构可以塑造一个措辞广泛的原则，因此它的应用可以是可预测的和类似规则的。在不将原则简化为形式主义规则的情况下，是否有可能进一步的定义是令人怀疑的。而且，专业知识的应用带来了成本，增加了决策过程的官僚化。

（三）证券执法体系的权力下放

当前的分散式执法系统具有其优势，但也有其成本。多个执法者可以通过执法活动来表达全部价值，但是意见的不统一可能会干扰监管政策并不适当地破坏行业标准。然而，此类中断的程度可能是孤立且可管理的。

具有多个执法者的系统的优点是，它允许激进的执法，同时允许诸如 SEC 之类的监管执法者保留其监管中立的声誉。乔纳森·梅西（Jonathan Macey）将公共选择理论应用于联邦先发制人的问题，有助于构筑这一论点。梅西观察到，为避免在棘手的监管问题上引起争议，国会可能有动机屈从于州或行政机构，而不是先用联邦立法来取代它们。同样，SEC 也会鼓励其他执法者积极调查证券欺诈指控，并提起可能需要数年才能解决的案件。一个由多名执法者组成的系统可使 SEC 避免手忙脚乱，同时为其他监管工作节省了政治资本。通过委托给公共价值执法者和企业家类执法者，SEC 可以保留客观性和专业知识的声誉，并将不法行为者绳之以法。

另一方面，当公共价值执法者和企业家类执法者取得巨大成功时，监管执法者很难维持其中立身份。监管类执法者可能别无选择，只能跟随自己的积极努力以维持其信誉，从而破坏一贯应用于监管政策的监管价值。结果，公共价值类执法者和企业家类执法者可能会破坏监管政策。

有理由相信，这并非一个严重的问题。加大执法力度的压力主要来自联邦检察官和州检察长等公共价值执法者。尤其是在存在政治动机的情况下，一些公共价值执法者毫不害羞地大肆宣传自己的成功并批评 SEC。另一方面，公共价值执法者的积极执法仅限于某些情况，特别是当公众的注意力集中在市场上的腐败和欺诈时。当这些时期平安渡过，联邦检察官和州检察长将逐渐变得保守，不再激进。他们的业务领域并不主要集中在证券执法，因此联邦检察官和州检察长并不总是以破坏监管政策的方式主张执法权。政府监管者也可能回应公众的关注并对过度执法表示强烈反对。这种模式似乎表明，在公共价值执法者进行了一波激烈的活动之后，SEC 再次成为主要的证券执法者。

相反，企业家类执法者不太可能投入太多要求 SEC 采取行动。大多数证券集体诉讼的解决都需要花费数年才能完成，且通常还是在其他地方引起公众注意时。结果是，直接干扰 SEC 实施政策的可能性就很小。企业家类执法者的问题虽然很重要，但问题主要表现为系统成本而不是对监管政策的重大干扰。作为企业家类执法者的集体诉讼律师长期以来一直因寻求自身利益而不是客户利益或公共利益而广受批评。与公共价值类执法者不同，企业家类执法者没有缩减其执法

活动的奢望。在某种程度上,由于需要集体诉讼律师来维持其业务运作,总会有一些可疑的案情被提起诉讼。

理想的监管政策可能会消除不必要的费用,目前尚不清楚该系统的效率低下是否会妨碍监管执法者执行其工作的能力。此外,必须将系统的任何成本与企业家类执法者愿意投入大量资源来解决多年复杂案件的利益进行权衡。与消除多个执法人员相比,采取中间措施,例如由法院进行更积极的筛选,可能是管理企业家类执法者执法成本的更好方法。这表明 SEC 一直支持私人集体诉讼,作为对公共执法的必要补充。在主要的监管执行者看来,企业家类执法者并没有显著阻碍监管政策。

七、执法系统的比较优势

在集中式执法体系和分散式执法体系之间进行选择执法从根本上实际是在执法价值的一维和多维概念之间进行选择。是应该由一名执法人员以其专业的执法方法来控制证券执法,还是应该允许多个执法人员来表达更大的价值多样性?本文的贡献不是解决这场辩论,而是以一种比当前存在的多个执法者系统更丰富或更公平的方式来进行构架。从本质上讲,到目前为止,本文的论点是提出一种执法的比较优势理论。本部分更为全面地描述了该理论,并提出了一个两层的执法体系,以更好地利用执法者的比较优势。

如前所述,关于证券强制执法结构的辩论一直集中在过度执法问题上。这种方法的主要局限性在于不足以强调执法工作的质量差异性。如果说证券执法是统一的产品,那么垄断执法者的理由要比执法质量不同时强得多。

规则执法与原则执法之间的区别表明不同的执法者将以不同的方式发挥作用。原则执法取决于有效的事实发展,这不能归结为官僚体制。创设证券执法案例并非惯例性的工作,而是需要创造力、愿意冒险的精神以及相当多的运气。很难说,在制定有说服力的原则执法案例时,SEC 采取周密、程序的方法总是比其他企业家类执法者的方法更好。

可以通过强调执法人员带来的独特优势提出多个执法人员的实施方案。尽管执法者有时会争夺同一案件的公开和控制权,但在大多数情况下,他们通常会执行自己更适合的特定任务。行业执法者制定并执行行业规范。尽管行动缓慢,但大型官僚机构,如 SEC 以制定连贯监管政策的方式执法。公共价值执法者可以充分利用其不受监管负担影响的优点,灵活地警惕破坏社会价值的最恶劣的行为形式。受利润激励的企业家类执法者愿意与公司展开激烈的战争,后者坚持认为自己没有做错任何事情,从而掩盖了他们的复杂性。多个执法者的价值不仅在于促使 SEC 通过竞争采取行动,还在于他们拥有自己的执法方法,使 SEC 难以复制。

理论上,一个执法者可以执行所有这些任务,但比较优势经济学理论建议最好将某些任务委托给专家。对于 SEC 而言,将精力集中在规则执法和监管政策上可能会更有效率,而较小的冒险者则可以将精力集中在表达公共价值的原则执行上。原则执法的成本和争议可能会分散 SEC 的监管职能。通过将精力放在最擅长的方面,SEC 将能够更好地专注于履行其制定监管政策的核心职能。

证券执法可以构造为两层系统，其中不同的执法者专注于不同种类的执法。第一层包括主要关注规则执法的行业执法者和法规执法者。第二层将包括主要关注公共价值观和企业家精神的原则执法者。在这样的双层系统下，受经济和政治环境的影响，有时一层会比另一层更加活跃。通常，也许第一层的行业和监管执法者将占主导地位，但是当丑闻爆发或腐败现象明显时，第二层将出现并发挥更大的作用。

这样的双层系统不应完全排除第一层执法者进行原则执法的可能性。在第二层执法者没有激励动机或资源辅助的情况下，第一层执法者可能仍会参与原则执法。符合这样的执法案件的一种情形是涉及对个人进行证券执法。这些个人没有煊赫的身份或雄厚的财力，无法吸引第二层证券执法者的参与。另一可能性是，第一层证券执法者可以将其原则执法工作限制在预期的救济范围内，而将经济补偿的征收权力留给第二层证券执法者。如果 SEC 的努力主要是禁令性的，并且由私人方进行昂贵且有争议的后续诉讼，则 SEC 不会因为缺乏一致性而受到批评。

当然，依赖多个证券执法者比较优势的证券执法系统仍然可能存在价值冲突。当第一层的执法者要跟随第二层的执法者成功地实施原则执法时，他们将倍感压力，尽管如果人们普遍认为第一层的执法者主要关注规则执法，这种压力可能会减轻。另一个挑战是，第二层执法者可能以干扰监管政策的方式过度扩张。

为了解决这些冲突，诸如 SEC 之类的第一级执法者可能会获得其他一些影响原则执法的权力，因此它不会偏离监管政策。科菲和希尔明智地提议赋予 SEC 权力，使国家证券监管机构的禁令救济无效，而后者会不当地干扰 SEC 的监管政策。此外，在任何执法者提起的任何证券执法案件中，SEC 均有权同时进行备案，就案件的价值及其是否与监管政策保持一致提出意见。法院和当事方可以将 SEC 的意见作为决定案件是否值得起诉的有力信号。允许 SEC 提供意见的系统可以影响其他执法者提出的案件数量，同时减少了由更正式的审查程序、机制所可能导致的某些官僚主义。最后，监管机构应继续考虑标准的统一性，这将影响他们是否提起原则执法的决定。

反对在原则执法方面限制 SEC 能力的意见可能是 SEC 在原则执法方面具有特殊的合法性。监管政策至少在某种程度上具有公共价值，而 SEC 执法通常有效地反映了公共价值观。可以通过以下事实减轻这种担忧：SEC 仍将对个人提起原则执法案件。即使在最恶劣的情况下，SEC 仍应该有可能去确定哪些可以成为被执法目标。SEC 还可以针对公司实施规则执法，并应该有足够的动力激励公共价值观或企业家类证券执法者对公司提起原则执法案件。诚然，如果 SEC 没有对公司实施原则执法，将丢失某些价值。但是，让 SEC 专注于其作为监管执法者的特殊作用所带来的好处可能会抵消这种损失。

不同的执法人员具有不同的优势，而分散的系统则允许采用专门的执法方法。多元化的执法方式是在专家和非专家、规则执法者和原则执法者、低风险执法者和冒险型执法者、官僚化执法者和企业家类执法者之间建立辩证法，并助推丰富的执法活动。当然，有时候，一层会主导另一层。在执法方面一切平静时，第一层的执法者将占主导地位。当丑闻爆发且腐败明显时，第二层将重新出现并发挥更大的作用。但在大多数情况下，规则执法和原则执法将混合在一起，双层证券执法系统可能使执法者能够更好地定义和表达其相对优势。

八、结 论

当一名外部观察员遇到美国证券执法体系后，他可能会发现体系的重复和混乱。尽管可能存在这种情况，但仍有一种解决方法并存在很大的改进空间。美国的证券执法系统反映了不同的行业价值观、监管价值观和公共价值观。不同的执法者在表达这些价值观时扮演着不同的角色。

证券执法并非统一的产品，其执法方式因质量高低而有很大的不同。任何监管系统都需要制定、执行、定义监管计划更为细节的规则。措辞及内涵广泛的证券法原则为确保将某些价值观纳入考量范围仍富有意义。凭借原则执法，我们可以看到执法方面的最大差异。对监管可预测性和一致性的需求可能会与惩罚违反公共价值观的行为之愿望产生冲突。这种冲突促使公众选择集中式证券执法。尽管消除冲突有其好处，但消除与执法人员（如 SEC）所受约束不同的多样化执法人员的比较优势就需要付出成本。定义最佳证券执法系统的关键在于理解原则执法的动态性并认识到多个执行者的利益、优势，同时制定一个更好地定义证券执法者射程范围的系统、体系。

Abstract: Securities enforcement can be divided into two categories: rule-enforcement and principle-enforcement. Rule-enforcement is less costly and controversial because specific rules tend to reflect the technical requirements of an administrative regime while general principles can reflect a wider range of values. Industry enforcers are likely to interpret principles narrowly based on industry values. Public-values enforcers are willing to enforce principles in light of social values but may overreach because of political ambition. Entrepreneurial enforcers are most willing to invest in principle-enforcement but also have a tendency to bring questionable cases for profit. The choice between a centralized and decentralized enforcement system is fundamentally a choice between a one-dimensional and multidimensional conception of the values relevant to securities enforcement. Proposals to centralize securities enforcement are motivated by a desire to eliminate the conflicts that can arise between enforcement approaches that reflect different values. The cost of such centralization is that the advantages diverse enforcers bring to the table will be eliminated. A decentralized system is best justified by recognizing the particular strengths of different enforcers rather than focusing on whether an optimal amount of enforcement is produced.

Key Words: security enforcement, rule-enforcement, principle enforcement, SEC

(责任编辑: 周游 赵建蕊)