

公司·金融·法律译丛



Gatekeepers:
The Professions and Corporate Governance

看门人机制： 市场中介与公司治理

〔美〕约翰·C. 科菲 著
黄辉 王长河 等 译



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

Gatekeepers:

The Professions and Corporate Governance

从安然丑闻到金融危机，全球资本市场和公司治理领域接连出现重大灾情，令人震惊。公司治理领域为何越治越“无理”？到底错出在哪里？为解答这些问题，科菲教授在本书中提出并全面阐述了著名的“看门人理论”，大胆突破了公司治理研究囿于董事会等公司内部机制的传统范式，将目光投向公司治理的外部环境，全面深入地考量了审计师、律师、证券分析师以及资信评级机构等市场中介在公司治理中的角色，从看门人机制的角度对公司治理问题提出了全新的理论诠释和现实对策。

该理论在国外影响巨大，并直接指导了相关立法改革，包括安然丑闻后的《萨班斯—奥克斯利法》和金融危机后的《多德—弗兰克法》。对于一直在学习西方经验进行改革的我国而言，本书无疑具有同样重大的价值。

→ 本书适合哪些人阅读？ ←

- 公司、证券领域从业人员
(审计师、律师、证券分析师、资信评级机构人员)
- 政府监管者、公司高管人员、投资者
- 公司、证券、法律领域研究人员
- 未来要从事公司、证券工作的人
(经济、法律、金融等专业学生)

上架建议：法律、经济、金融

ISBN 978-7-301-19204-7



9 787301 192047 >

定价：54.00元

公司·金融·法律译丛

Gatekeepers:

The Professions and Corporate Governance

看门人机制：

市场中介与公司治理

〔美〕约翰·C. 科菲 著

黄辉 王长河 等 译



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

北京市版权局著作权合同登记号 图字:01-2009-4768

图书在版编目(CIP)数据

看门人机制:市场中介与公司治理/(美)科菲(Coffee, J. C.)著;
黄辉,王长河等译. —北京:北京大学出版社,2011.7

(公司·金融·法律译丛)

ISBN 978-7-301-19204-7

I. ①看… II. ①科… ②黄… ③王… III. ①上市公司-金融
监管-研究 IV. ①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第129201号

书 名: 看门人机制:市场中介与公司治理

著作责任者:[美]约翰·C.科菲 著 黄辉 王长河 等译

责任编辑:白丽丽

标准书号:ISBN 978-7-301-19204-7/D·2885

出版发行:北京大学出版社

地 址:北京市海淀区成府路205号 100871

网 址:<http://www.pup.cn> 电子邮箱:law@pup.pku.edu.cn

电 话:邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027

出版部 62754962

印 刷 者:世界知识印刷厂

经 销 者:新华书店

965mm×1300mm 16开本 30印张 400千字

2011年7月第1版 2011年7月第1次印刷

定 价:54.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

“心理东西本自同”

——“公司·金融·法律译丛”总序

2009年4月14日,国务院颁布了《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建设国际金融中心和国际航运中心的意见》,明确提出,到2020年,将上海基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心。这不仅是上海未来经济建设和社会发展的战略性举措,也是促进人民币国际化、推动我国作为世界经济强国崛起的战略需要,更体现了我国促进全球金融稳定发展的大国责任。

在国家战略部署这一宏大的历史与现实背景下,法律何为?法律学者何为?我们似乎可以从素有“中国资信业第一人”的章乃器先生(1897—1977)说过的一番话中,获得些许教益。

章乃器先生在阐述金融的含义时,说过这样一段话——

“金”是一种坚硬而固定的物质,而“融”是融化流通的意思。“‘金’何以能‘融’?这有赖于‘信用之火’的燃烧,但有时‘信用之火’烧得太猛烈了,融化的金沸腾洋溢,反而要浇灭了‘信用之火’;这就是信用过度膨胀成了恐慌的现象。”

诚哉斯语!反观当今肇始于美国并波及全球的金融危机,八十年前的这段譬喻依然鲜活。

与章先生此语异曲同工的是,美国前总统小布什在针对金融危机的演讲中称“酒是好的,但华尔街喝醉了”。其所谓之“酒”,表面上是指金融高管所分得之巨额花红,深层含义则是指支撑金融产品之“信用”——市场无节制地开发和攫取“信用”资源,最终反而走向了反面:在法律监管大大落后于道德风险的情境之

下,华尔街推出的令人眼花缭乱的 CDO、CDS 等金融衍生产品,其信用基础何等孱弱!而其背后的利欲动机却何其强烈,以至于美国总统奥巴马大声指斥华尔街高管们“无耻、贪婪、不负责任、不够节制”,并对接受政府救助的金融公司的高管们祭出了“限薪”的大旗!

此情此境,再回想美联储前主席格林斯潘曾经说过,“保护投资者的最好方法,是蒸蒸日上的经济和股票市场”,不禁令人喟叹:不受驾驭之道德风险,彻底颠覆了格氏多年来笃信不疑的市场信条!

晚清帝王之师陈宝琛先生在哈佛大学燕京学社中曾写有这样一幅对联“文明新旧能相益,心理东西本自同”。是的,人,总是贪婪的,道德风险向来不分国界;人,也是健忘的,历史总是不断在重演,金融危机从来不可能彻底消亡。然而,法律制度的设计,在抑制人类弱点、保护投资预期、维系金融稳定方面,却有高下之别。

故而,参酌海内外成功的国际经验,无论是纽约还是伦敦,建设世界金融中心的必备条件中,首屈一指的是良好的法律生态环境。在促进我国本土金融市场体系的现代化与国际化过程中,包括交易设施在内的硬件往往具有“后发优势”,而法律制度这一软环境,则必须在比较与借鉴域外经验的基础上,小心求证,务求适宜。

正因为如此,上海市政府于 2009 年 6 月 25 日颁布的《推进国际金融中心建设条例》中,特设“金融风险防范与法治环境建设”一章,对金融监管、金融审判、金融仲裁提出了新的要求,并强调健全金融稳定协调机制、完善金融突发事件应急预案和处置机制、加强对金融违法犯罪行为的预防和打击。

而为此提供学理及智识指引,正是法律学者可以用力的方向。

当然,任何制度均无法自给自足,其有效性不仅取决于制度本身,而且受制于文化、经济等诸多外部因素。历史多次证明,制度的有效性是相对而不是绝对的,具体的而不是抽象的,历史的而不

是永恒的。故而,译介域外公司与金融法律经典论著,并本着审慎节制之立场,扬其所长,避其所短,为我所用,实乃吾辈学者之良好期许与愿景。

是为序。

罗培新

2010年6月20日

看门人机制:公司治理的效率瓶颈(译者序)*

一、为何翻译此书

从世纪之初的安然丑闻到当前持续的金融危机,资本市场和公司治理领域接连出现重大灾情,其频率之高、影响之巨都实属罕见。从2001年到2002年期间,美国突然爆发了大量的公司丑闻,数以百计的公众公司修正了他们的财报,几十家公司被美国证监会起诉,一些公司高管受到刑事指控。其中,最为突出的两家公司是安然公司(Enron)和世通公司(WorldCom),它们在市场欺诈行为曝光之后便迅速解体,成为当时美国历史上最大的两起公司破产案,这引发了整个资本市场的大动荡。然而,仅仅时隔七年,前美联储主席格林斯潘称为“百年一遇”的金融危机又疯狂肆虐,美国五大投资银行无一幸免地或被收购,或是破产,或是转型,以华尔街为代表的美国金融市场已经面目全非。这一危机波及全球其他金融市场。

以上种种几乎不可想象,但却是事实。惊诧之余,大家都在探询同一组问题:公司治理领域为何越治越“无理”?到底问题出在哪里?如何防止类似灾难的再度降临?安然丑闻和金融危机的成因解释当然很多,仁智互见,可以列出一个很长的清单,但其中最具影响力的一个就是所谓的“看门人理论”(gatekeeper theory)。从历史上看,看门人理论发轫于20世纪80年代,经过很多学者的不懈研究努力逐步完善,至本世纪初成型。美国哥伦比亚大学教授约翰·科菲(John C. Coffee Jr.)是看门人理论的集大成者,多次在

* 本序基于黄辉:“看门人机制与公司治理:从安然丑闻到金融危机的监管反思”,载梁慧星教授主编:《民商法论丛》2010年第46卷,第248—268页。

美国国会上对于看门人机制问题提供专家证言。在本书中,科菲教授结合安然丑闻等现实问题对看门人理论进行了全面系统的阐述,深刻揭示了看门人机制与公司治理的相互关系。诚然,安然事件和金融危机都是大不幸,但它们能促使我们从中警醒并亡羊补牢,从而避免更大的灾难。从这个意义上讲,本书既有重大的理论价值,更有直接的现实意义。

近年来看门人理论在国外影响很大,学术研究和讨论非常热烈,引起了立法者和监管者的高度重视,他们在立法和监管中采纳了该理论的很多观点。比如,在安然丑闻后,美国布什政府通过了著名的《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley),对于看门人职业之一的会计师大力整治,该法迅速被其他国家广为效仿;针对当前的金融危机,美国奥巴马政府痛定思痛,努力推行一揽子金融监管体制改革计划,再一次以看门人理论为指导寻求对于资产证券化问题和资信评级机构的有效监管办法。无疑,本书对于一直在学习西方经验进行改革的我国而言,具有同样重大的价值。

二、本书的内容

在本书中,科菲教授深入地考察了以下一系列问题:什么是看门人机制?其制度功能是什么?它如何影响公司治理和监管?它又为何会失灵?应该如何改进?

科菲教授将“看门人”定义为“那些以自己职业声誉为担保向投资者保证发行证券品质的各种市场中介机构”,主要包括审计师、律师、证券分析师和信用评级机构等。理论上,与投资大众相比,这些中介机构在市场地位方面具有一定优势,能够获得更多的关于公司和金融产品的信息,并运用自己的专业技能进行分析和判断,在发现上述信息存在问题时向市场发出警报,阻止不当行为的发生,从而发挥看门人的作用,有效地保护投资者利益,保障金融市场的健康运行。

为什么这些市场中介机构能够担任看门人的重要角色呢?因

为上述机构都是市场行为的重复参与者,在市场中经营多年,为大量公司客户的证券发行提供信息核实服务,从而建立起了自己的“声誉资本”(reputational capital)。一旦拥有这种声誉资本,这些机构在核实公司发行人的相关信息时,就等于将自己的声誉资本借给或抵押给公司发行人,投资者或市场能够据此信赖公司发行人的信息披露和证券品质。比如,审计师对于发行人的财务报表进行核实,律师对于招股说明书的内容出具法律意见,投资银行提供证券承销服务,信用评级机构对于公司和金融产品等进行评级,以及证券分析师对于证券的买卖推荐等,从制度经济学的角度看,这些行为实际上就是看门人以自己的“声誉资本”为相关信息提供“担保”,以增强其可信度。

简言之,上述市场中介机构能够担任看门人的核心因素就是他们的声誉资本。如果一个人没有足够的声誉资本,他就不可能成为一个让人信赖的看门人。如果他们被发现渎职,包庇了其公司客户的不当行为,那么他们的声誉资本就会减损甚至完全毁灭。因此,看门人面临的选择是,一方面是重大的、甚至是致命的声誉资本损失,另一方面是勉强同意欺诈而可能侥幸获得的额外收益。这是一个很简单的经济分析:如果看门人的声誉资本价值超过他们从客户处获得的可期待利润,他们就会选择忠于职守,拒绝与客户串通作假。现实中,情况通常如此,投资者也就据此逻辑信任看门人,进而信任看门人担保的公司客户的信息和产品质量。当然,在某些情况下,看门人的成本收益对比可能截然相反,他们此时的理性选择便是为了一时收益而不顾声誉资本,疏忽职守甚至监守自盗,最终导致金融市场的灾难,这就是看门人机制的失灵。

无论是在世纪之初的公司丑闻浪潮中,还是在当前的全球金融危机中,一个共同的现象就是,公司管理层为了短期赢利目标而漠视公司的长期利益,大量公司违规操作或承担过高的商业风险,最终导致巨大损失甚至公司破产。显然,公司治理出现了重大问题,但问题到底在哪?在过去的几十年里,公司董事制度和股东救济制度等传统的公司治理机制一直在不断加强,但公司治理问题

仍然接连发生,甚至有愈演愈烈之势。看门人理论认为,其中的关键问题在于看门人机制失灵,影响了上述传统的公司治理措施的实际效能。

在现代公司中,特别是英美法系国家的大型公众公司中,公司的所有权与控制权相分离,由于股权高度分散和信息不对称等问题,公司经营权实际上掌握在管理层手中,股东难以对管理层进行有效制约,因此,管理层利益与股东利益之间存在偏离,这就是所谓的“管理层代理成本”(agency costs of management)。公司治理研究的终极目标就是通过设计和运行各种公司治理机制,“胡萝卜加大棒”,激励与约束并用,努力降低公司经营的代理成本,尽量使得管理层利益与股东利益保持一致。这些公司治理机制主要包括:独立董事制度;股东选举董事的权力;以股东诉讼制度为支撑的董事义务制度;以股价为参照点的经理人薪酬激励制度;敌意收购的市场压力等。

但是,上述公司治理机制的一个共同点是,它们的效能都取决于股价的准确度和股东手中拥有的相关信息。如果股价不准或股东信息不足,上述机制就难以有效发挥作用,从而破坏公司的治理质量,减少总体的社会财富。看门人机制的核心功能正是在于解决公司管理层与股东之间的信息不对称问题,并提升公司股价的准确度,为传统的公司治理机制提供一个良好的运行环境。换言之,看门人机制是传统公司治理机制的前提和基础,前者出现问题,后者必然瘫痪,诚如电器没有电力就无法运行一样。从此意义上讲,看门人机制是公司治理的效率瓶颈。

值得指出,看门人机制的运行与失灵是一个非常复杂的问题,同时也是一个大有可为的研究领域。市场中的看门人职业很多,除了本书重点讨论的会计师、律师、证券分析师和资信评级机构等之外,还有一些其他比较重要的看门人职业,比如公司并购中的财务顾问,公司上市中的保荐人等。我们的法律改革路径总是出现一个问题解决一个,我们永远不知道下一个出现问题的看门人职业会是哪一个;而且,“世易时移,变法宜矣”,社会不断在变化和发

展,看门人机制的商业模式和运行环境也在不断变化和发展,这给看门人机制失灵问题不断带来新的动因和影响,使得同一个看门人职业可能在解决一个问题后又出现新的问题。因此,看门人机制的运行和失灵问题是一个动态发展的问题,它可能比我们想象得要复杂和艰难得多,这将不断为我们带来新的研究课题和空间。

三、作者和译者

本书的最大特色在于,将深奥的法学理论与具体的现实问题紧密地结合起来,对安然丑闻和金融危机进行了抽丝剥茧般的深入剖析,大胆地跳出了公司法研究的传统窠臼,将眼光投向公司治理的外部环境,试图解决公司治理的效率瓶颈——看门人机制失灵的问题,从而为公司治理问题找到一个全新的理论阐释和现实对策。的确,本书一经问世,就引起了各界的广泛关注,并直接影响了美国在金融危机后的法律改革路径。

本书作者约翰·C. 科菲教授应该是不需要介绍的,因为他是当今美国乃至全球公司法、证券法学界公认的泰斗,是其所在的哥伦比亚大学法学院的一面大旗。接触过科菲教授的人都有一个感觉,那就是他从里到外有一种独特的人格魅力,神态举止之间散发出一种领军人物式的大家气势。当然,科菲教授的声望和气质是实实在在地来源于他的渊博学识和丰富经历,以本书为例,说理与叙事相结合,在构建看门人理论时运用了大量的实证数据和实务经验,并涉及了多个看门人职业,对于各行业的历史发展和现实问题,甚至其种种“潜规则”,都非常熟悉,如数家珍。在这方面,本书代表了当前公司法、证券法研究的一个发展趋势,即法学研究不再限于“闭门造车”式的抽象思维,而是需要结合具体实在的经验数据。

更难能可贵的是,地位尊崇的科菲教授又非常平易近人。我在纽约和悉尼的几个不同场合与科菲教授相见,并一直保持联系。几年来,他多次不厌其烦地详细解答了我关于美国证券法的一些

困惑问题,并允许我在发表的文章中直接全文引用他在电子邮件中的解答。^[1] 得知我有意翻译本书时,科菲教授非常高兴,并答应为中译版特别写一个序。这里需要特别提及的是,2010年夏天科菲教授不幸腿部骨折,但他仍然践行诺言,忍着伤痛按时把序发给我!

与牛津出版社近年来出版的其他几本经典的法学学术著作相比,本书篇幅较长,而且涉及多个市场中介行业领域,因此,对于译者在时间投入、理论知识和实务经验等各方面都提出了较高要求。综合考虑以上因素,我精心组织了一个翻译团队,成员都有能力且有志于为中国的公司治理和金融监管贡献力量。这些译者的简介如下(以翻译章节先后为序):

- 黄辉,清华大学工科学士、法学学士、法学硕士,澳大利亚新南威尔士大学法学博士,现任香港中文大学法学院副教授,澳大利亚新南威尔士大学法学院双聘副教授,并兼任中国政法大学客座教授,香港证券专业学会顾问等职务。负责翻译第1、2、3章,第二部分的“概述”,科菲教授的中译本序言,并对全书进行校对和统稿。

- 陈娟,武汉大学法学学士,北京大学法学硕士,澳大利亚新南威尔士大学法学博士候选人。负责翻译第4章和参与翻译第10章。

- 杨奕,清华大学法学博士,中国政法大学和中国再保险集团股份有限公司联合培养博士后。负责翻译第5章。

- 李飞,清华大学法学博士,南京师范大学法学院讲师。负责翻译第6章。

- 黄健,清华大学法学博士,现任职于中国证券监督管理委员会上市公司监管部。负责翻译第7章。

- 毛海栋,清华大学法学博士候选人,美国斯坦福大学法学院

[1] 比如参见 Hui Huang, “Redefining Market Manipulation in Australia: The Role of an Implied Intent Element” (2009) 27 Company and Securities Law Journal 8, 14 (此文2010年被新加坡最高法院在 Monetary Authority of Singapore vs Tan Chong Koay and another [2010] SGHC 277 一案中引用)。

访问学者。负责翻译第8章。

- 孟凡鹏,香港中文大学法学博士候选人,美国加州大学伯克利分校法学院访问学者。负责翻译第10章。

- 王长河,中国人民大学法学博士,香港中文大学法律硕士,现任中国证券监督管理委员会行政处罚委员会办公室综合处处长。负责翻译第9、11章。

四、其他

在翻译体例上,需要指出几点:第一,除了大家熟知的人物和公司之外,比如美国联邦最高法院大法官、“进步时代”运动的旗手布兰代斯,安然公司等,人名和公司名称一般不作翻译;第二,案例名称都不作翻译;第三,有些机构团体的名称在首次出现时进行了翻译,但以后就用其英文简称,比如美国证券交易委员会(SEC),译者专门制作了一个简称中英文对照表,供读者查阅。之所以如此处理,主要出于以下几个考虑:第一,人物、团体和案例等的英文名称翻译意义不大,不翻译通常不会影响阅读,毕竟名称只是一个标识符号而已,而本书读者的英文水平应当都足以认识这样的标识符号;第二,在很多情况下,翻译英文名称的效果可能适得其反,比如,中文翻译的用词不统一,反而导致混乱;翻译名称有时很长,很难断句,反而不利于阅读;第三,在译文中保留英文名称可以更加醒目和简洁,而且方便读者以后追溯原文和做其他进一步的研究。

本书的出版需要感谢北京大学出版社,特别是责任编辑白丽丽女士。北京大学出版社在翻译国外法学名著方面享有盛誉,这次的合作经历让我明白了个中原因,从协商翻译意向、联系版权,到校对、编辑和出版,北京大学出版社的高效和严谨给我留下了深刻印象:一方面,在确定翻译后的很短时间内就从牛津大学出版社拿到了版权;另一方面,校对和编辑过程非常认真,甚至修正了英文原书中都存在的一些格式上的问题!在本书编辑的最后阶段,

8 看门人机制：市场中介与公司治理

香港中文大学法学院博士候选人郑煜也付出了很多努力。

虽然我们已经尽了最大努力,但由于各方面的限制,翻译过程中难免会存在一些缺憾之处,恳请读者谅解,并欢迎批评指正。

黄 辉

2011 年 1 月于香港

科菲教授序*

这篇序言是2010年专门为《看门人机制：市场中介与公司治理》一书的中文译本而撰写的。因此，有两个问题值得特别关注：（1）本书的英文版首次发表于2006年，其后的2008至2009年爆发了全球金融危机，我们从这次危机中对于看门人问题又有一些什么新的认识呢？（2）在诸如中国的新兴市场中，看门人机制的发展前景如何？

一、2008至2009年全球金融危机的启示

第一个问题必然地将我们的视线聚焦在资信评级机构的糟糕表现上。2008至2009年全球金融危机的爆发有很多原因，但无可争议的事实是，该危机起源于美国的房市，在很短的时期内，某些种类的房屋抵押贷款的质量急剧下滑。本来，这只是美国房市的问题而已，不会产生全球性的影响，然而，这些房屋抵押贷款通过资产证券化的技术变成了债务证券（debt securities），各大资信评级机构给这些债务证券贴上了“投资级”的评级标签，全球的投资者信赖了这些评级并买入了相关证券。今天，有充分证据显示，各大资信评级机构有组织地虚夸了结构性金融产品的信用评级。因此，抵押贷款的发放人能够（事实上也正是这样做的）在不审查借款人的信用状况和没有适当书面证据的情况下大量发放抵押贷款。他们之所以这样做，是因为他们知道，他们能够将这些“有毒”的抵押贷款卖给投资银行，后者将其证券化，转变为债务证券，然后从资信评级机构那里为那些证券获得“投资级”的评级，最后，将

* 科菲教授序言的英文原版存档于译者处。

那些证券卖给信赖这种评级的全球投资者。总言之，资信评级机制将一个区域性的、房地产市场上的问题扩散到了全球的金融市场上。

正如本书第八章将要讨论的，资信评级机构是一类典型的看门人，投资者依赖他们对于债务证券进行信用风险评估。但是，资信评级机构在 2000 年之后的糟糕表现逐渐演变为看门人机制的全面失灵，并最终导致了一场金融大灾难，影响波及全球。到底是什么原因导致了上述的“看门人机制失灵”问题？从本质上看，看门人是一种声誉中介（reputational intermediary），其具有长期为投资者忠诚服务的良好声誉，从而深受投资者信赖。但是，在某些时候，这种声誉资本机制不足以保护投资者。本书对于看门人机制失灵问题在很多不同的背景下进行了检讨，但 2008 至 2009 年的全球金融危机和资信评级机构的集体渎职为我们展现了一个迄今为止最为重要的“看门人机制失灵”的案例。如果监管者不认真研究这个问题，那将来还会重蹈覆辙。

首先，2008 至 2009 年的金融危机表明了在哪种情况下最有可能出现看门人机制失灵问题。在这一点上，存在三个相互联系的因素：第一，不像其他的看门人，资信评级机构从不进行事实的核查工作，而是纯粹依赖发行人和承销商向其提供的相关信息。从这个意义上讲，资信评级机构实际上是“虚幻的”看门人，因为他们实际上并不提供投资者假定他们会提供的事实核查服务。因此，资信评级机构能够（也许是故意的）对市场状况的变化视而不见。第二，资信评级机构现在缺乏他们曾经拥有的相对于公司债券发行人的市场优势。传统上，公司债券发行人只是偶尔才去金融市场筹资，而且，没有一家发行人公司能够占到一个资信评级机构业务总量的百分之一。但是，随着结构性金融在过去 15 年的飞速发展，大概六到八家的证券承销商主导了发行市场，并经常发行新的证券，从而这些承销商具有很强的市场力量，如果资信评级机构不服从他们的要求为相关证券出具投资级的评级，他们就会以撤回业务相威胁。第三，市场竞争通常都对消费者有利，但在资信评级