

公司·金融·法律译丛



Law and Corporate Finance

# 法律与公司金融

[美] 弗兰克·B·克罗斯 著  
罗伯特·A·普伦蒂斯 著  
伍巧芳 高汉 译



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

公司·金融·法律译丛

Law and Corporate Finance

# 法律与公司金融



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 01-2010-1790 号  
图书在版编目(CIP)数据

法律与公司金融/(美)克罗斯(Cross, F. B.), (美)普伦蒂斯  
(Prentice, R. A.)著;伍巧芳,高汉译.—北京:北京大学出版社,  
2011.9

(公司·金融·法律译丛)

ISBN 978-7-301-18403-5

I. ①法… II. ①克… ②普… ③伍… ④高… III. ①公司-  
金融-法律-研究 IV. ①D912.290.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第181189号

书 名: 法律与公司金融

著作责任者: [美]弗兰克·B.克罗斯 罗伯特·A.普伦蒂斯 著  
伍巧芳 高 汉 译

责任编辑:王 宁 王 晶

标准书号: ISBN 978-7-301-18403-5/D·2933

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](mailto: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: 三河市富华印装厂

经 销 者: 新华书店

965mm×1300mm 16开本 17.5印张 240千字

2011年9月第1版 2011年9月第1次印刷

定 价: 34.00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](mailto:fd@pup.pku.edu.cn)

**弗兰克·B. 克罗斯 (Frank B. Cross)** 美国得克萨斯大学麦库姆斯 (McCombs) 商学院的“赫伯特·凯勒赫商业法百年教授” (Herbert D. Kelleher Centennial Professor of Business Law), 得克萨斯大学法学院的法学教授, 得克萨斯大学“政府教授”。

**罗伯特·A. 普伦蒂斯 (Robert A. Prentice)** 美国得克萨斯大学麦库姆斯 (McCombs) 商学院的“埃德和莫莉·史密斯 (Ed and Molly Smith) 商业法教授”。

**伍巧芳** 华东政法大学副教授, 硕士毕业于英国伯恩茅斯大学商学院, 华东政法大学经济法博士, 硕士生导师。研究领域包括金融立法、法律翻译和商务英语研究等。在国家级专业核心期刊发表研究性论文十余篇, 出版十一五规划教材一部, 专著一部。

**高 汉** 华东政法大学副教授, 经济学博士, 法学博士后。毕业于复旦大学经济学院, 澳大利亚维多利亚大学访问学者, 主要从事金融产品及监管等领域的研究。先后在国家级核心期刊发表专业论文四十余篇。同时, 在《法制日报》发表热点问题分析论文若干, 专著两部, 相关课题最近两年分别获得教育部人文社科项目立项和国家社科基金立项。

## “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

## 译者前言

本书英文原著 *Law and Corporate Finance* 由美国得克萨斯大学奥斯汀分校商业法教授 Frank B. Cross 和 Robert A. Prentice 编写, 爱德华埃尔加出版社 (Edward Elgar) 2007 年出版。本书探讨了法律法规在公司和其他企业的发展与成功中所扮演的角色, 从理论和实践两方面探讨了法律法规与经济福利关系, 重点关注基本法、公司法与证券法, 还详细地阐述了法律与公司金融的行为分析, 并介绍了公司金融的法律监管简史, 在本书的最后, 两位作者对该领域的当前争议提出了新的看法和观点。因此, 本书的独特优势是把所有相关的方面都结合起来, 而不是孤立地进行分析。

美国哈佛大学法学院教授 Mark Roe 评价本书: “Frank Cross 和 Robert Prentice 对法律与公司金融之间的相互作用进行了相当有用和非常明确的分析与评述。”

英国剑桥大学圣凯瑟琳学院教授 Eilis Ferran 评价本书: “它最大的优点是以简洁、清晰和富有启发性的方式涵盖了大量的材料; 新颖、严谨的分析引人注目, 对于学生和学者均具有非常重要的价值。”

随着中国社会主义市场经济体制的建立和完善, 金融市场在资源配置与风险管理方面正发挥着越来越重要的作用。因此, 必须加强微观金融方面的全方位深入研究。公司金融学是在市场环境中研究公司与管理层的融资、投资和分配等行为, 在中国当前的转轨阶段, 更需要健全的法律法规来维护金融市场的良好秩序。译者翻译出版了这本专著, 希望能对读者有所裨益。企业财务主管、公司法律顾问、商务和法律专业的学者、研究生以及本科生是本书的合适读者。

本书共分六章, 由高汉和伍巧芳合作翻译, 其中高汉翻译了第



## 2 法律与公司金融

二章和第五章以及校对译稿,其余四章和索引等由伍巧芳翻译。本书内容新颖,涉及面广泛,由于译者水平有限,时间仓促,缺点和错误在所难免,恳切地希望读者提出宝贵意见,以利于我们不断提高和进步。

本译著能够顺利完成,首先要感谢华东政法大学国际金融法律学院院长罗培新教授的鼓励与支持。还要感谢北京大学出版社法律部的编辑字斟句酌地审校了全书,提出了建设性的修改意见。最后要感谢在翻译过程中关心、支持和帮助过我们的所有人。

伍巧芳

2011年8月于上海

# 目 录

“心理东西本自同”	
——“公司·金融·法律译丛”总序	1
译者前言	1
图示和图表	1
第一章 法律在公司金融中扮演的角色	1
法律,金融发展与经济增长	3
公司与证券市场的法律结构	9
重叠部分	22
章节概要	25
第二章 法律与公司金融的经济学分析	30
基础法与信任	31
法律和信任的简要经济学分析	34
公司法的经济意义	53
证券法的经济意义	60
证券法的实证研究	70
公司法和证券法的成本	77
结论	79
第三章 法律与公司金融的行为分析	81
行为决定论介绍	81
行为决定论的影响	93
基础法和行为决定论	97
公司法和行为决定论	106

2	法律与公司金融	
	证券法和行为决定论	111
	政府的作用	121
	总结	123
第四章	法律与公司金融的历史	125
	基础法	126
	公司法	133
	证券监管	149
	结论	170
第五章	法律与公司金融的实证研究	173
	法律和公司金融关系的研究现状	173
	对法律和公司金融效果的考量	179
	基础法关系的简单分析	190
	与公司法相关性的简单分析	194
	证券法相关关系的简单分析	196
	分析法律变量	198
	分离法律变量的金融效应	201
	中间变量	207
	结论	210
第六章	法律与公司金融的当前争议	214
	内幕交易	215
	关于欺诈的合同	223
	对发行人放松管制	226
	竞争调节	230
	《萨班斯—奥克斯利法案》	239
	总结	251
	索引	253

## 图示和图表

### 图示

- |     |            |    |
|-----|------------|----|
| 2.1 | 投资的囚徒困境    | 35 |
| 2.2 | 法律约束下的投资决定 | 43 |

### 图表

- |      |                            |     |
|------|----------------------------|-----|
| 5.1  | 基础法变量之间的联系                 | 191 |
| 5.2  | 基础法变量与世界银行金融变量             | 192 |
| 5.3  | 基础法变量与其他金融变量               | 193 |
| 5.4  | 公司法变量与世界银行金融变量             | 195 |
| 5.5  | 公司法变量与其他金融变量               | 196 |
| 5.6  | 证券法变量与世界银行金融变量             | 197 |
| 5.7  | 证券法变量与其他金融变量               | 197 |
| 5.8  | 因子分析的公因子                   | 199 |
| 5.9  | 法律变量对股票市场的回归               | 201 |
| 5.10 | 法律变量和控制变量对股票市场的回归          | 203 |
| 5.11 | 法律变量和控制变量对具有较弱证券法的国家股票市场回归 | 205 |
| 5.12 | 证券法的公共执行和股票市场控制变量与法律变量间的回归 | 206 |
| 5.13 | 法律变量和控制变量对代理问题的回归          | 209 |
| 5.14 | 法律变量和控制变量对于信息披露的回归         | 210 |
| 5.15 | 多元回归的相关统计显著性               | 211 |

## 第一章 法律在公司金融中扮演的角色

本书探讨了法律法规在公司和其他企业的发展与成功中所扮演的角色。许多公司受限于日常的法律运作,由此造成的不便可能会破坏企业的经营计划。许多经济学家批判说过度的法律法规和诉讼程序正在削弱我们的经济竞争力。虽然不理性、低效率法规的个体案例仍大量存在,但通过法律体系来管理商务贸易对于经济发展至关重要。并且,许多为商业人士所反对的合法要求事实上是有益于经济体系运行的。本书从理论和实践两方面探讨了法律法规与经济福利关系,重点关注基础法,公司法与证券法。本章回顾了金融体制对经济的重要性以及在金融体系中法律法规的本质,为本书的主题探讨提供了背景知识。

当今社会法律法规无处不在。当术语“法律”的领域并不十分明晰之时,我们依然对于“法律”一词遵循着普通的理解,法律代表着一种规则,这种规则由国家的政府当局制定并强制执行。法律意味着政府当局使用权力强制执行一定的规则。从性质上看,这是一种对于自由放任的公平市场中纯粹自愿交易的强制监管。在根深蒂固的资本主义社会,对企业施加法律限制而引起争议是不可避免的。

法律规定对于企业极其重要。法律从各个方面规范企业的行为,从劳动法到环境保护法,再到反托拉斯法等等。本章接下来将要详细阐述,这一点我们必须清楚,法律不仅仅是限制和约束,它还能够赋予权力,对于现代化企业而言,没有什么比物权法更重要<sup>[1]</sup>,它保证投资者和企业可以利用、持有和享受他们的劳动所得。此外,还有合同法,它保证了当事人在日常买卖中如果得不到

---

[1] See Hernando de Soto, THE MYSTERY OF CAPITAL (2000).

2 他们的对价就可以获得相应的补偿。

这本书的核心是两部更加专业的法律——公司法和证券法。在美国,公司法主要是州法律。其中它主要调整企业自身内部的结构,规定企业的管理层和董事必须如何处理好与股东的关系并管理好公司。在证券法的领域内有州法律、联邦法律以及国际法规,但是美国证券交易委员会(SEC)所颁布的证券法是最为重要的。总体而言,证券法律不仅规范证券行业的主要参与者(股票经纪人、股票交易员、投资顾问、公共基金、证券交易所等等),同时监管由企业所发行证券的交易。一段时间以来,联邦证券法规、SEC关于强制公司信息公开、防止欺诈规定以及最近出台的公司管理规定都对美国企业及进入美国资本市场的外国企业施加了沉重的压力。作为一个完全受 SEC 监管的上市公司,它平均每年需承担约 250 万美元的花费,包括审计费、注册费、董事及管理层的保险费及其他费用(大型企业的支出更高,小型企业的支出则相对较少),并且那些数字由于最近一部联邦法——《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley)的规定正在不断上涨,2002 年出台的这部法案要求公司应该特别关注内部管理。所有的企业都必须考虑联邦证券法允许公司所获利益是否使公司增加额外成本。对此本书将尝试一定程度的演算,不过主要集中在研究整体经济而不是企业个体。

这种审查尤其具有时效性,因为公司法以及证券法规在最近报纸的商业版中显得尤为突出。安然公司(Enron)数十亿美元的亏损导致了大量针对高管、董事以及顾问的民事、刑事诉讼和债务。尽管安然事件是公司欺诈的开端,世通(WorldCom)、环球通讯(Global Crossing)、Adelphia 电缆通信、泰科(Tyco)、来爱得(Rite-Aid)、朗讯技术(Lucent Technologies)、北电(Nortel)、南方保健(HealthSouth)等公司的财务丑闻说明问题的广泛传播性远远超出了休斯敦能源公司一家的假账问题。在纽约证券交易所挂牌交易的公司中有高达 10% 的公司重新公布 1997 到 2002 年之间的公

司财务账目这一事实也说明了同样的问题。<sup>{2}</sup>

被认为有同谋关系的会计公司和投资银行在公司丑闻中遭受严重后果。安达信(Arthur Andersen)这个也许是最负盛名的会计师事务所,在安然丑闻发生之后被迫退出审计业务。花旗投资银行(Citigroup)付出了26.5亿美元的赔偿金以支付投资者对于其帮助世通进行财务诈欺的索赔。此外,还有司法部对于美林(Merrill Lynch)协助安然制造虚假金融报告的起诉。玛莎·斯图尔特(Martha Stewart)因其阻碍司法部门对于内幕交易的调查而获罪。纽约证券交易所主席兼首席执行官理查德·格拉索(Richard Grasso)因为在位期间获取过多的薪酬而被起诉。南方保健公司(HealthSouth)的首席执行官理查德·斯克鲁士(Richard Scrushy)被控在公司财务报告中公然造假。来得爱医药连锁公司(Rita Aid)的首席执行官由于长期证券诈欺而获刑八年。当本书付印的时候安然的管理层已经认罪或者正在受审。

过去十年来公司的种种丑闻表明以法律制约公司管理对我们的市场经济是有意义的。显然,法律并不是万能的,因为它没能制止这些丑闻的发生。许多人认为法律甚至会起反作用,不仅不能起到预防作用,反而会产生更多的经济危害。例如,导致投资者误以为法律会保护他们免遭诈欺,使他们在做投资决定的时候不够谨慎。当然,缺乏这些法律,这种不诚实的企业行为则会更加频繁,后果更加严重。我们不可能找出证据来证实没有法律时会发生什么,但是公司法和证券法所产生的净经济效应在某种程度上是可以分析和测量的。

## 法律,金融发展与经济增长

任何法律的基本价值都围绕着正义和公平这一基本概念,法律在历史上一直体现出一种矫正正义的价值观,比如仅仅因为单

---

{2} Eugene Spector, *Fraud Made Easy*, NAT'L L.J., September 25, 2002, at A17.

方面承担责任有失公平正义而强制合同执行,因而从一方调整利益给另一方以改变合同本身设定的对价。无独有偶,侵权行为法律也是用来纠正一些被社会认为是不正义的行为,比如盗窃财产或者使用暴力攻击他人身体。尽管如此,合同法和侵权行为法都对这些普遍规则规定了一些豁免事由,当正义如此诉诸时,比如人们在进行正当防卫时有权使用暴力,这些豁免事由将启动。当然,法律还反映了其他许多价值观,比如个体具有自由选择权的经典自由价值观。

4 尽管法律至少看上去是建立在公平这一概念的基础上,但这些问题并不是这本书的重点所在。我们关注的是法律在推动社会整体经济增长以及相关利益方面所起到的作用。有些人认为这才是法律和公平的本质和精髓所在。哈佛法学院的路易斯·卡普洛教授(Louis Kaplow)和斯蒂文·沙维尔教授(Steven Shavell)曾经就到底是广泛的福利还是一般的公平性问题是法律实现哲学意义上的正义这一问题展开了长期并且激烈的争论。<sup>[3]</sup>这是一个众所周知的哲学争论,不在本书的讨论范围之内。相反,我们会简单分析法律通过促进经济增长能推动社会普遍福利到什么程度,即使它不是法律关注的唯一价值,但它一定是有些价值的。

有的人也许会挑战国民经济发展的价值观,提出公平分配(不管作为惩恶扬善的正义还是平等的分配)远比整体社会经济福利来得重要。尽管这两者在本质上并没有冲突。在公平分配经济蛋糕时,比起小蛋糕,大多数人更愿意分到一个大蛋糕。有些人提出异议说物质财富的增长没有内在哲学上的价值,甚至不一定能实现提升幸福指数等实用性目标。<sup>[4]</sup>然而,提出以上异议者,往往都是那些享受着极其丰富的物质财富之人。而那些为贫穷所困的人却很少会贬低物质财富增长的价值。此外,有充分的证据表明,普

---

[3] See Louis Kaplow & Steven Shavell, FAIRNESS VERSUS WELFARE (2002).

[4] See e. g., Gregg Easterbrook, THE PROGRESS PARADOX (2003). 伊斯特布鲁克所强调的是,虽然美国人的物质生活在不断丰富,但他们对生活的不满也随之增加。



遍来说,物质财富增长确实给人们的生活带来了幸福感。<sup>[5]</sup> 不管怎么说,我们可以清晰地看到,人们普遍的价值取向倾向于追求物质福利,所以在我们分析法律尤其是公司法和证券法对经济的作用时,这将是我们的主要关注点。

尽管经济学家们通常强调在增加社会福利过程中个人管理的效率价值,他们逐渐开始注重法律在创造社会财富中扮演的角色。举例来说,道格拉斯·诺斯(Douglass North)创建了“新制度经济学”并对法律制度在促进经济增长过程中的重要性进行了具有历史意义的研究,因此获得了诺贝尔奖。<sup>[6]</sup> 他阐述道,对于财产权和合同的强制执行的有效性是……“决定经济效益唯一最关键的因素……”<sup>[7]</sup> 这个经济学理论紧紧围绕着交易费用的分析,对此本书将进行广泛讨论。一个拥有权力和规模经济的政府能够利用适当的法定权利(legal rights)合理可靠地执法,对于加快经济深化发展是十分有利的。这项经济分析现今已被广泛接受。法律能够服务资本主义、为其提供便利,反过来,资本主义亦会促进经济增长。

资本主义促进经济增长的一个关键因素在于个人有效投资的能力,在个人获利的同时,通过创造就业机会和社会财富为他人也带来利益。企业需要现金或者其他经济资源来促进自身发展、购置新的生产设备、采购原材料和雇用工人。新公司往往没有足够的利润实现再投资,对这种融资的外部渠道就有着迫切的需求。一个成熟的市场有助于保证资金的有效分配。他们引导投资追求利润最大化并且进一步推动专业化的形成。他们同时使投资分散化从而减少投资者的风险。此外,金融市场也为新技术革新的发

[5] See Michael R. Hagerty & Ruut Veenhove, *Wealth and Happiness Revisited: Growing National Income Does Go with Greater happiness*, 64 SOC. INDICATORS RES. 1 (2003).

[6] See e. g., Douglass C. North, *INSTITUTIONS, INSTITUTIONAL CHANGE AND ECONOMIC PERFORMANCE* (1990).

[7] Douglass C. North, *Institutions and Economic Performance*, in *RATIONALITY, INSTITUTIONS AND ECONOMIC METHODOLOGY* 245 (Uskali Make, Bo Gustafsson, & Christian Knudsen eds. 1993).