



跨境证券融资的法律规制

以境外公司在境内上市的监管为视角

彭岳 著

Legal Regulation on Transnational Securities Financing

In the Perspective of Supervision over Overseas Company's Listing on Domestic Exchange



复旦法学文丛

跨境证券融资的法规制

以境外公司在境内上市的监管为视角

彭岳 著

Legal Regulation on Transnational Securities Financing

In the Perspective of Supervision over Overseas Company's Listing on Domestic Exchange

法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

跨境证券融资的法律规制:以境外公司在境内上市的
监管为视角 / 彭岳著. —北京:法律出版社, 2011. 8
(复旦法学文丛)

ISBN 978 - 7 - 5118 - 2309 - 0

I. ①跨… II. ①彭… III. ①跨国公司—企业融资—
证券法—研究—中国 IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 145230 号

复旦法学文丛

跨境证券融资的法律规制

彭 岳 著

责任编辑 易明群
装帧设计 乔智炜

© 法律出版社·中国

开本 A5

印张 10 字数 268 千

版本 2011 年 9 月第 1 版

印次 2011 年 9 月第 1 次印刷

出版 法律出版社

编辑统筹 学术·对外出版分社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 永恒印刷有限公司

责任印制 吕亚莉

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85388843

重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-2309-0

定价:30.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

前 言

2007 年肇始于美国的金融危机愈演愈烈,波及世界各大经济体,其中,欧洲的经济受到重创、日本的经济继续停滞不前,而中国的经济则遭遇发展模式“瓶颈”,在多重合力的作用下,世界经济于 2009 年陷入谷底。当前,世界经济仍处于不稳定的发展状态之中,为应对国际金融危机,各国政府及相关国际组织纷纷采取立法与组织重整措施,进行国际金融监管体制的改革。例如,美国于 2010 年 7 月通过了《华尔街改革和消费者保护法案》,不仅强化了监管的力度,而且扩大了监管的范围。二十国集团 2009 年伦敦金融峰会创立一家全新的金融稳定委员会(FSB),作为金融稳定论坛(FSF)的延续性机构。按照二十国集团的设想,FSB 应与国际货币基金组织进行合作,对宏观经济和金融危机风险发出预警,并采取必要行动解决这些危机。

2009 年 4 月,中国国务院发布《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》,正式提出到 2020 年

将上海建成与中国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心。国务院在国际金融危机肆虐的时候提出建立国际金融中心有其政策深意。具体而言,金融全球化、监管境内化以及各国金融发展不平衡的现实决定了只有少数几个国家拥有对国际金融事务的话语权,而无论一国如何“封闭”本国的金融业和资本市场,拥有话语权国家的法律制度将会直接影响到该国金融业和资本市场的稳定与发展。2010年,中国的GDP总量已经超越日本达到世界第二,但在货币和金融领域的表现却差强人意,如中国政府持有的大量外汇储备因美元的贬值、美国公司特别是房地美和房利美的下市而遭受巨额损失;上海证券交易所的国际板迟迟难以开张等。与之形成对比,第二次世界大战之后所建立的国际金融体系几经演变,仍主要体现了美国等发达国家的利益诉求。无论是间接融资还是直接融资、无论是金融服务还是证券投资,美国等发达国家的大型银行、保险公司、证券公司等金融中介机构均占有大部分的市场份额,国际直接融资的场所也集中于美国和欧洲。在直接控制国际金融资源的情况下,以美国为首的发达国家就可以为国际金融活动设定有利于自身利益的游戏规则。因此,中国政府提出建设国际金融中心远非局限于促进某一区域的经济发展或转型,而是着眼于通过建立国际金融中心来参与制定全球性的金融交易和监管规则,获得国际金融事务的话语权。

尽管中国具有建立国际金融中心的意愿,并且也不缺乏相应的物质基础,但历史经验表明,即使一国(如日本、德国)GDP长期居于世界前列,也不能保证能够建立国际金融中心。除了雄厚的经济基础之外,法律制度的创新和建立国际金融中心路径的选择同样重要。中国证券市场的融资性开放是继服务性开放和投资性开放之后的又一重大举措,它标志着中国证券市场已经达到全方位开放的临界点。在建立国际金融中心的宏大背景之下,证券市场的融资性开放所面临的挑战远非当初为履行WTO义务的服务性开放、回应国际压力的投资性开放所能比拟。全方位开放意味着中国证券市场将从封闭市场逐步转型为

开放市场,意味着占主导地位的宏观政策的考量将逐步让位于微观法律技术的分析。与之相对应,封闭市场下的证券监管理念、监管框架和监管方法将不得不进行艰难调整以应对开放市场中各类利益冲突所带来的问题。

中国以建立国际金融中心的方式谋求国际金融事务的发言权具有渐进主义特征。国际金融中心难以在短期内建立,而且建立之后仍需面临其他国际金融中心的激烈竞争。在关于如何建立金融中心以及如何进行金融监管方面大致存在两个思想流派,而这两个派别对人性、社会以及政治等的解释大相径庭。其中一派认为,应从放之四海而皆准的抽象原则推导出符合理性的制度框架,任何个人、组织和国家均应为达到此理想制度而奋斗。“好”模式下的规制竞争理论、功能合作理论和网络理论均是此类思想流派流风所及的产物。在此思维模式下,目标是确定的,剩下的问题仅是如何选择手段而已。另一派则认为,将市场、政府和人设想如此地完美和具有理性是不现实的。人类的自利本能不应被排除而应被利用。就国际金融监管体系变革而言,不存在一个完美的目标,只有暂时的利益平衡。就此,在指导能力方面,历史的先例远远优于抽象的道德目标。

中国参与国际金融监管体系变革进程的目的不是促成一个理想目标的达成,而是实现中国利益的最大化以及尽量减少当前国际金融体系中的罪恶。因此应秉承是现实主义的分析思路,特别注重区分“能力”和“意愿”之不同,为中国建立国际金融中心以及积极参与国际金融监管体系变革进程提供较为可行的理论路线图。本书以境外公司在境内上市监管为视角,对跨境证券融资的法律规制进行了全面的分析。在界定了证券融资的内涵以及介绍了证券市场融资性开放的一般理论之后,将研究重点主要集中在三个方面:(1)融资性开放市场中的利益冲突及相关解决方案;(2)境外公司在境内上市融资的特殊问题与监管策略;以及(3)跨境证券融资监管中的理想权力配置和现实限制。本书认为,在促进证券市场发展与保护投资者利益之间存在孰先

孰后问题,监管者应平衡各类利益,而非以一种利益压制另一种利益。为建立国际金融中心,中国有必要对境外发行人实行有条件的豁免,但应在监管的理念、框架和方法等方面进行全面升级以应对证券融资市场国际化所带来的挑战。此外,基于政策基调和救济方式存在显著差异,理想状态中的国际监管权力配置难以真正实现,各国仍有必要进行审慎监管,以发挥各自的比较优势。

本书为教育部人文社会科学研究青年基金项目“外国公司境内上市融资监管法律制度研究——以建立国际金融中心为视角”(项目批准号:09YJC820052)的最终成果,主要内容脱胎于我在复旦大学法学院从事博士后研究时所提交的出站报告,部分内容曾发表于《社会科学》(2011年第4期)以及2010年第21期上证联合研究计划——“境外企业境内上市与境内股东权的法律保护研究”(复旦大学)的报告之中,受惠于导师孙南申教授的悉心指导。非常感谢复旦大学法学院将本书列入“复旦法学文丛”,非常感谢法律出版社易明群编辑辛勤、细致和卓有成效的工作。由于个人能力所限,书中诸多观点和论述定有不妥之处,敬请方家批评指正。

彭岳

2011年9月

目 录

前 言 /1

引 言 /1

第一章 研究对象和研究方法 /6

第一节 研究对象 /6

一、融资 /6

二、跨境证券融资 /10

第二节 研究方法 /22

一、基调 /22

二、功能比较 /35

第二章 证券市场的融资性开放 /53

第一节 理论争议和一般模式 /53

一、理论争议 /53

二、一般模式 /57

第二节 中国证券市场对外开放的领域 /61

2 跨境证券融资的法律规制

一、服务性开放 /62

二、投资性开放 /65

三、融资性开放 /69

第三节 中国融资性市场的开放路径 /75

一、目标及阶段定位 /75

二、政策性争议 /79

三、模式的确定 /82

第三章 证券市场融资性开放下的监管问题 /97

第一节 融资性开放市场中参与者的利益诉求 /98

一、投资者的利益诉求 /98

二、发行人的利益诉求 /100

三、规制者的利益诉求 /105

四、证券交易所的利益诉求 /108

第二节 利益冲突与解决途径 /112

一、境外发行人与境内投资者的利益冲突与解决途径 /114

二、证券交易所和监管机构的利益冲突与解决途径 /128

第四章 境外公司在境内上市融资的监管 /141

第一节 投资者保护与证券市场发展 /143

一、手段的选择 /144

二、效果的取得 /147

三、投资者保护和市场发展之间关系的再思考 /151

第二节 对市场中介的审慎监管 /168

一、对市场中介的市场需求 /168

二、市场中介产生的新问题 /171

三、审慎监管的原则及强度 /186

第三节 对境外发行人的特别要求 /208

一、境外公司在中国上市融资的诉求 /209

二、程序和实体要求 /218

第五章 跨境证券融资监管权力的配置及挑战 /246

第一节 国际证券市场融合的理想图示 /247

一、证券市场国际化的进程 /249

二、证券监管的成本收益分析：以强制信息披露为例 /252

三、跨境证券融资监管的权力配置 /256

第二节 境内证券市场分割的现实场景 /262

一、政策问题 /263

二、救济问题 /271

第三节 挑战 /286

参考文献 /295

引 言

2008年6月17日至18日,中美两国在美国马里兰州安纳波利斯海军学院举行了第四次中美战略经济对话(SED)。在本次SED成果中,作为金融业开放的步骤之一,中方同意将按照相关审慎监管原则,允许符合条件的境外公司通过发行股票或存托凭证形式在中国证券交易所上市。2009年5月11日,第二次中英经济财金对话在伦敦举行,并发表了新闻公报。在“金融稳定和资本市场发展”部分,公报指出,“中方同意按照相关审慎监管原则,允许符合条件的境外公司(包括英国公司)通过发行股票或存托凭证形式在中国证券交易所上市。”这一表述与中美第四次SED的承诺基本相同。就此,在国际谈判中,中国政府已经将开放境内直接融资市场作为可资利用的筹码。

与国际层面的谈判并行,2009年4月14日,国务院发布了《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》(《意见》)。从内容上看,《意见》详细地阐述

了金融市场和金融产品的发展目标,但是,却有意无意地忽略了金融机构(除了再保险公司)的规划问题。考虑到中国最为重要的银行、保险公司和证券公司的总部云集于上海这一事实,结合中美 SED 和中英经济财金对话中的具体承诺,可以认为,在一定程度上,国家的金融发展战略似乎是将上海打造为国际直接融资中心,而非间接融资中心。^[1]

一国允许境外公司在境内上市融资并不是建立国际金融中心的充分条件,如众多国家均允许境外公司在境内交易所上市,但不是每一个已经国际化的证券交易所所在地所能够称得上是国际金融中心。或许正是注意到这一点,《意见》提出,到 2020 年,应将上海基本建成与中国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心。由于当时中国经济实力已经位于世界第三,因此,《意见》中国际金融中心的定位与人民币国际化密切相关。

理论上,人民币国际化须经历三个阶段:以人民币进行贸易结算;以人民币进行金融交易计价;人民币成为世界储备货币之一。截至 2009 年 4 月,中国人民银行已与中国香港地区、韩国、马来西亚、印度尼西亚、白俄罗斯、阿根廷等 6 个国家和地区的央行及货币当局签署了货币互换协议,总额达到 6500 亿元人民币。^[2] 在贸易结算方面进行“去美元化”的合理性在于,只要货币互换双方进行贸易,则在经常项目账户将形成一种总体上可以抵消的关系,就此,交易双方无须借助于美元等国际货币进行结算。然而,依靠抵消原理推行人民币国际化必然受制于货币互换双方的实际贸易量,外贸的逆差或顺差仍需依赖于国际货币的持续供给方能维持。因此,以货币互换为前提来提升人民

[1] 境内关于金融中心“多元论”与“一元论”的争议,可参见王大贤、马丁:“上海为什么能成为国际金融中心?”,载《国际融资》2009 年第 5 期;陈北:“中国的国际金融中心,应该以谁为中心——来自经济史学的解读”,载《国际融资》2008 年第 7 期。

[2] 参见王宇、姚均芳:“中国再签货币互换协议推动人民币‘走出去’”,新华网北京 4 月 2 日电, http://news.xinhuanet.com/newscenter/2009-04/02/content_11120902_1.htm, 2009 年 11 月 16 日访问。

币在贸易结算方面的国际地位很难称得上是真正意义的国际化。同样,在金融交易中采用人民币计价与采用人民币结算存在天壤之别,前者涉及货币的价值尺度功能,而后者涉及货币的支付中介功能。在国际经济领域,前者被称为账户货币,后者被称为付款货币,通过账户货币所表现的价值,债务人可以知道其所承担的债务的数量,通过付款货币这一交换中介,债务人可以向债权人清偿其债务。显然,与衡量债务的账户货币相比,消灭债权债务关系的付款货币重要得多。因此,虽然中国曾经在境内上市外资股(B股)的发行和交易领域采用了以人民币标明面值,以外币认购和买卖的方式,^[1]但对于提升人民币的国际地位助益甚少。总而言之,如果将发展国际金融中心建立在人民币国际化的基础之上,则唯有人民币成为世界储备货币之一时,中国才拥有真正的国际金融中心。^[2]

国际金融活动具有极为明显的中心经济特征,在一定程度上可以通过网络效应(network effects)理论加以解释。^[3] 具体而言,网络效应可细分为规模效应和占优效应,一旦国际金融中心确立,其交易成本将会随着规模的不断扩大而减低,其交易模式将会成为通行的标准,从而形成赢者通吃的局面。可以断言,将上海建设成国际金融中心将面临多个方面的竞争以及众多不确定因素。但有一点可以肯定,允许境外公司到中国上市融资是实现这一宏伟目标的必要举措之一。本书正是以建立国际金融中心为背景,考察一个相对“技术性”的问题:监管当局应当秉持何种监管理念,建构何种监管框架,采取何种监管方法来规

[1] 参见《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》(1995年国务院第189号令)第3条。

[2] 参见华民、曹宏成:“构建国际金融中心的路径”,载《南京大学学报》(哲学·人文社科·社会科学)2007年第1期;胡坚、杨素兰:“国际金融中心评估指标体系的构建——兼及上海成为国际金融中心的可能性分析”,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)2003年第5期。

[3] See Mark A. Lemley & David McGowan, Legal Implications of Network Economic Effects, California Law Review, Vol. 86, 1998, p. 481.

制此类跨国证券融资活动？

上海国际金融中心建设大事记

1992年，党的十四大报告提出，“尽快把上海建设成为国际经济、金融、贸易中心之一，带动长江三角洲和整个长江流域地区经济新飞跃”。同年，国家在上海进行开放保险市场试点，美国友邦、日本东京海上保险公司等获准进入。

1994年4月4日，中国外汇交易中心在上海成立，人民币汇率向市场化迈出的重要一步。

1996年4月，全国银行间同业拆借交易中心在上海建立并开始运作。

1996年12月2日，国家允许设在上海浦东、符合条件的外资金融机构试点经营人民币业务，同时颁布《上海浦东外资金融机构经营人民币业务暂行管理办法》。

1999年7月1日，中国证监会上海证券监管办公室正式挂牌，2004年3月更名为中国证券监督管理委员会上海监管局。

1999年12月，上海金属交易所、上海商品交易所和上海粮油交易所合并组建上海期货交易所，开始正式运营。

2000年4月25日，中国保险监督管理委员会上海办公室成立。2004年2月6日更名为中国保险监督管理委员会上海监管局。

2000年5月2日，上海个人信用联合征信系统建设正式启动，6月28日建成开通。

2000年10月27日，经国务院批准，中国国家级的钻石交易所——上海钻石交易所成立。

2001年2月19日，经国务院批准，中国证监会决定，允许境内居民以合法持有的外汇开立B股账户，交易B股股票。

2001年12月29日，香港汇丰银行、香港上海商业银行参股投资上海银行举行签约仪式。

2002年3月21日,中国内地首家经营全面外汇业务的独资外资银行——花旗银行上海浦西支行开业。

2002年3月26日,中国银联股份有限公司在上海宣告成立。

2002年6月1日,中国人民银行正式批准上海浦东发展银行和交通银行在沪开办离岸银行业务试点。

2003年3月26日,境内首个银行卡产业园区在浦东张江开园。

2005年8月10日,中国人民银行上海总部成立。

2006年9月8日,中国金融期货交易所上海挂牌。

2006年1月17日,国家发改委批复,以上海浦东新区陆家嘴金融贸易区为载体推进金融改革创新试点。

2006年12月11日,汇丰等8家首批提出转制法人银行申请的外资银行,均将注册地选择在上海。

2007年4月,花旗、汇丰、渣打和东亚4家银行成为首批法人转制的外资银行。

2008年5月9日,首届陆家嘴金融论坛成功举办,央行征信中心落户上海。

2009年4月14日,国务院发布《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》。

2009年6月25日,上海市人大常委会表决通过《上海市推进国际金融中心建设条例》。

第一章 研究对象和研究方法

第一节 研究对象

一、融资

融资主要指的是资金在时间上的配置,即资金富余方将资金交付给资金短缺方以换取后者对未来收益的确定或不确定承诺。^{〔1〕} 根据配置资金的方式,在法律上,可以将融资大致分为直接融资和间接融资两种。

(一) 间接融资

间接融资是指资金富余方与资金短缺方并不存在直接的资金供需关系,在法律上也不存在直接的合同关系。实际的情况是,资金富余方通常将多余的资金存入银行等金融机构以获得针对金融机构的货币请求权,而银行等金融机构再利用自己的

〔1〕 参见〔美〕兹维·博迪·罗伯特·C.莫顿:《金融学》,欧阳颖等译,中国人民大学出版社2000年版,第3页。

专业技能、规模和优势将货币借贷给资金的需求方。

从法律的视角而言,间接融资主要包括如下两大类法律问题:

1. 资金富余方与银行等金融机构的关系

一般而言,银行信用高于商业信用而低于国家信用。为保障资金富余方的利益,各国一般均对银行业规定了较为严格的准入门槛,并制定了若干经营指标以确保银行稳健存续,当银行出现破产征兆时,还会采用迥异于一般企业清算的办法来保护存款者的利益。^[1] 所有这些规定均可以纳入银行监管这一法律问题之下。在金融一体化的进程中,跨国银行的影响越来越大,为防止各国监管标准或规则不一而导致银行择地运营,国际清算银行(BIS)下的巴塞尔委员会制定了众多银行监管方面的原则、准则或标准,这些原则、准则或标准被世界大多数国家所采用,具有重要的法律意义。^[2]

2. 资金短缺方与银行等金融机构的关系

在法律上,资金短缺方一般通过与银行等金融机构签订贷款合同的方式从银行等金融机构获得货币。为保证合同能够得到顺利履行,作为货币的贷出者,银行等金融机构主要通过两种方式维护自身权益:

其一,在贷款合同中设立众多风险防范条款,从而使银行在贷款合同的履行中占据主导地位。这些风险防范条款各具特色,往往成为各主要商业银行的格式合同中的标准条款。

其二,除贷款合同外,还专门订立担保合同以保证银行收回或部分收回贷出的款项。

(二) 直接融资

直接融资是指资金富余方直接将货币形态的资金交付给资金短缺方,而由资金短缺方向资金富余方签发证券或其他有关凭证以表明资金

[1] 如《中华人民共和国破产法》第134条。

[2] See Ross Cranston, *Principle of Banking Law*, Oxford: Clarendon Press, 1997, pp. 109-116.