



上海黄金交易所博士后工作站文库

交易所跨国并购 法律方略研究

卢 静◎著

 中国金融出版社

非外借



上海黄金交易所博士后工作站文库

交易所跨国并购法律方略研究

卢 静 著



中国金融出版社

责任编辑：黄海清

责任校对：潘洁

责任印制：程颖

图书在版编目 (CIP) 数据

交易所跨国并购法律方略研究/卢静著. —北京：中国金融出版社，
2019. 5

(上海黄金交易所博士后工作站文库)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9998 - 6

I. ①交… II. ①卢… III. ①黄金(货币)—商品交易所—
跨国兼并—企业法—研究—中国 IV. ①D922. 291. 914

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 036058 号

交易所跨国并购法律方略研究

Jiaoyisuo Kuaguo Binggou Falü Fanglüe Yanjiu

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 13. 75

字数 189 千

版次 2019 年 5 月第 1 版

印次 2019 年 5 月第 1 次印刷

定价 46. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9998 - 6

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

《上海黄金交易所博士后工作站文库》

编委会

主 编 焦瑾璞

编 委 王振营 宋钰勤 顾文硕

庄 晓 张爱农 陆雄文

陈祥锋

总序

黄金，作为国际金融市场上成熟的投资品种，已被全世界众多机构和个人投资者所认可。在我国，黄金作为消费品历史悠久，但自新中国成立以来，其生产和流通一直被纳入极其严格的计划管理体制。1950年4月，中国人民银行制定下发的《金银管理暂行办法草案》中明确规定国内的金银买卖统一由中国人民银行经营管理。1983年6月15日，国务院发布《中华人民共和国金银管理条例》，规定国家对金银实行统一管理、统购统配的政策；中华人民共和国境内的机关、部队、团体、学校，国营企业、事业单位，城乡集体经济组织的一切金银的收入和支出，都纳入国家金银收支计划；在中华人民共和国境内，一切单位和个人不得计价使用金银，禁止私自买卖和借贷抵押金银。随着社会主义市场经济体制的逐步建立和金融、外汇体制改革的不断深入，这种严格的计划管理体制越来越不适应经济发展的要求。2001年4月，中国人民银行宣布取消黄金统购统配的计划管理体制，在上海组建黄金交易所。2002年10月30日，上海黄金交易所经国务院批准正式成立，黄金管理体制改革的向市场化的道路迈出新步伐。

经过十五年的发展，上金所逐步建成了由竞价、询价、定价、租借拆借市

场等共同组成的，融境内主板与国际板市场于一体的黄金市场重要金融基础设施，成为中国黄金市场的核心枢纽以及全球重要的黄金、白银等贵金属交易场所，已连续 10 年位居全球黄金现货场内交易所之首，对全球黄金市场格局产生深远影响。尤其近年来，上金所不断拓展渠道、加强市场推广培育，各项业务快速发展，产品结构日趋均衡，市场服务功能逐步增强，在推动中国黄金市场服务实体经济、实现财富增长和助力人民币“走出去”等方面发挥了积极作用。

百舸争流，千帆竞发。上金所在历史的新征程中提出了建设国际一流的综合性黄金交易所，在未来国际化过程中，上金所作为全国黄金市场的核心枢纽，将继续把握主动，统筹好市场化、国际化两个发展大局，实现黄金市场从商品交易为主向商品交易和金融交易并重转变；由现货交易为主向现货与衍生品双功能为主转变；由国内市场为主向国内市场和国际市场共同发展转变。打造上海金和百姓金“两金”品牌，营造一流的企业文化，构建各类市场主体深度参与、开放水平不断提高、要素有序流动、资源高效配置、具有活力和竞争力的市场体系，实现业务国际化和交易全球化，推动黄金市场创新、开放、共享和平衡健康发展。

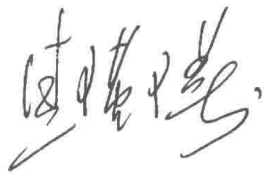
为了更好地服务黄金产业及国家的经济金融发展大局，为中国金融市场的改革开放、人民币国际化深入推进和国家的“一带一路”倡议贡献力量，上海黄金交易所与复旦大学根据全国博管委《博士后管理工作规定》于 2016 年协商设立上海黄金交易所博士后科研工作站，延揽有志之士对上金所发展中面临的重大问题开展战略性、前瞻性研究，也为中国黄金市场进一步发展培养、储备高级人才。

工作站依托复旦大学科研流动站丰富多样的理论研究资源，立足上金所市场实践，为博士后研究人员提供全面了解中国金融市场、深刻理解中国黄金市场以及深入研究黄金市场前沿问题的机会，吸引国内外一流人才参与中国黄金

市场建设，打造服务交易所与中国黄金市场未来发展的人才基地，培养素质全面，拥有国际化视野的高端人才。

为了展示和分享在站博士后的科研成果，我们推出《上海黄金交易所博士后工作站文库》丛书，编辑出版上海黄金交易所博士后的学术专著，涉及各金融市场要素如证券、期货、外汇、贵金属以及法律、计算机、信息工程等专业领域。丛书涵盖人民币国际化与中国黄金市场发展、黄金定价机制问题、黄金市场风险管理、黄金市场参与者交易行为研究、金融市场创新与投资者保护、金融市场基础设施建设、金融机构公司治理问题研究、中国黄金市场法制体系建设、金融科技（Fintech）与黄金市场发展、金融市场衍生品和交易模式创新以及改革开放背景下金融市场全球化发展战略等重大研究课题，旨在为黄金市场、金融市场的研究者和工作者提供交流平台，以阐发观点、启迪思想，开拓创新，为黄金市场、金融市场的建设提供有益的理论借鉴。

我们期待丛书的出版能够引起社会各方面的广泛关注，对我国黄金市场和金融市场的发展起到推动和促进作用。丛书的编写工作难免有不周之处，还望海内外同仁同行批评指正，不胜感激之至。



2018 年 1 月



自序

在全球经济、金融一体化的今天，交易所的跨国并购产生着重要的影响，由于政府管制及参与主体的博弈，使得跨国并购越发复杂。并购主体的权利、义务和责任甚至包括风险等问题需要得到充分的考虑。交易所跨国并购的成功与否，关键在于并购法律方略的设计。本书通过对交易所跨国并购的最新动态和发展趋势进行分析，从中找到可资借鉴的理论依据、实务经验以及制度保障，对交易所跨国并购法律方略的选定进行理论分析和实证分析。

本书首先针对交易所并购的发展趋势进行分析，然后对相关并购经验进行总结，从而提出交易所跨国并购中可能面临的风险及障碍，并提供对策建议。包括如何评估和防范东道国政府的产业安全审查风险、市场准入限制和审查；如何通过反垄断审查；如何在并购后进行整合，对并购后的交易所控制权进行规划等问题。

通过分析交易所跨国并购可能受到的监管和制约，探究我国交易所进行跨国并购可能遇到的障碍和风险，并在一定的理论高度进行分析，以便我国交易所学习和借鉴。通过交易所跨国并购法律问题的研究，可以建立跨国并

购的风险防范机制，助力交易所以一种合规、负责任、遵循国际规则的方式顺利地“走出去”。同时，交易所跨国并购的专题研究，可以为中国公司法、商法学、经济法学理论研究的深化、视野的拓展和有关法律理念的创新提供参考。

目录

绪论	001
一、本书研究的背景及其意义	001
二、国内外研究分析	002
三、本书的创新与不足	005
四、研究方法与技术思路	006
第一章 交易所跨国并购概述	008
一、国际范围内交易所并购	009
二、交易所并购的成因剖析	012
三、交易所并购的积极效应	014
四、并购对上金所国际化发展的启示	015
第二章 典型交易所跨国并购案例分析	025
一、交易所跨国并购成功案例	025
二、并购未果的案例	032
三、达成并购的要素分析	035
四、跨国并购风险总结	036
	001

第三章 国内外监管政策风险及应对策略	042
一、我国相关的监管政策变化趋势	042
二、东道国的法律政策障碍及应对	049
三、政治风险的区别对待	060
四、市场等其他风险及应对策略	065
第四章 并购交易风险及防范	071
一、并购方案的设计	071
二、目标交易所的锁定策略	074
三、目标交易所的收购风险控制	077
第五章 并购后的整合	092
一、治理架构的整合	093
二、产品及业务整合	098
三、并购后运营风险控制	105
四、人力资源与企业文化整合	117
第六章 并购后的监管	127
一、自律监管	127
二、协议监管	129
结语	138
一、交易所跨国并购概述	138
二、典型交易所跨国并购案例分析及启示	140
三、国内外监管政策风险及应对策略	142
四、并购交易风险及防范	145
五、并购后的整合	148
六、并购后的监管	153

附录 作者博士后期间发表的文章	155
黄金市场法律监管制度研究	155
论沙盒监管在我国互联网金融领域的运用	169
论商业判断规则在分红诉讼中的适用	177
参考文献	195
后记	203

绪论

一、 本书研究的背景及其意义

（一）背景

自 2006 年纽约证交所和泛欧交易所合并，首次开展洲际合作以来，主要国际交易所之间的并购逐渐成为一种趋势。2011 年，马勒伯、克莱里和牛顿金指出“交易所的发展将出现六大趋势，包括交易所组织形式公司化、市场竞争白热化、兼并收购战略化、技术发展加速化和趋同化、新兴市场从边缘走向中心风险管理价值回归和自律管理受到质疑”^①。上海黄金交易所如何参与跨国并购；如何明确并购法律方略？本书将对这些问题进行探讨，通过梳理相关政策法律，建立交易所跨国并购风险防范体系，为上金所的国际化发展做好理论准备。

（二）研究内容及预期目标

在全球经济、金融一体化的今天，交易所的跨国并购也产生着重要的影响，由于政府管制及参与主体的博弈，使得跨国并购越发复杂。并购主体的权利、义务和责任甚至包括风险等问题需要得到充分的考虑。交易所跨国并购的成功与否，关键在于并购法律方略的设计。本书通过对交易所跨国并购的最新动态和发展趋势进行分析，从中找到可资借鉴的理论依据、实务经验以及制度

^① 刘逖. 平台的未来——移动互联时代交易所运营方法论 [M]. 上海：格致出版社，2017：30.

保障,对交易所跨国并购法律方略的选定进行理论分析和实证分析。

书中首先针对交易所并购的发展趋势进行分析,然后对相关并购经验进行总结,从而提出交易所跨国并购中可能面临的风险及障碍,并提供对策建议。包括如何评估和防范东道国政府的产业安全审查风险、市场准入限制和审查;如何通过反垄断审查;如何在并购后进行整合,对并购后的交易所控制权进行规划等问题。

(三) 研究意义

1. 科学意义。通过分析交易所跨国并购可能受到的监管和制约,探究我国交易所进行跨国并购可能遇到的障碍和风险,推动交易所合规、顺利地“走出去”。

2. 学术价值。交易所跨国并购的实践需要从法律层面,并在一定的理论高度进行分析,以便中国交易所学习和借鉴。同时,交易所跨国并购的专题研究,可以为中国公司法学、商法学、经济法学理论研究的深化、视野的拓展和有关法律理念的创新提供参考意见。

3. 应用前景。本研究可以推进上海黄金交易所“国际化”的发展战略。在全球经济一体化的时代背景下,“一带一路”倡议为区域黄金市场的合作互通和机制共建提供了新的契机。加强国际合作以及国际化发展也是上金所的既定发展方向,上金所“国际化三步走”,第三步骤即是积极探索“走出去”发展路径。通过开展跨市场合作,为境内外投资者开辟多样化的投资渠道,并根据不同特点的市场探索不同的交易模式。通过交易所跨国并购法律问题的研究,可以建立跨国并购的风险防范机制,助力交易所以一种合规、负责任、遵循国际规则的方式顺利地“走出去”。

二、国内外研究分析

(一) 国内研究现状

我国对交易所跨国并购的研究比较有限,现有的研究主要是从经济学、管

理学和投资学的角度展开,且仅有数十篇论文围绕交易所跨国并购的法律问题展开研究。有的学者论证了交易所并购行为的积极意义,如张小茜、王笑妍采用事件研究法对ICE收购行为的经济效益进行实证分析,并在《交易所并购新浪潮中主并公司绩效研究——以ICE收购NYSE Euronext为例》一文中阐明实证结果为ICE的并购行为有助于规模的扩大,“ICE的市场占有率由2010年的全球第14位发展为2013年的全球第2位”^①。有学者提出我国交易所进行跨国并购行为有助于与国际接轨,如王军的《从并购潮看我国交易所发展方向》一文从2011年发生的全球交易所并购浪潮分析交易所并购的原因,同时提出我国应积极借鉴跨国并购模式。^②吕凯的《国际并购浪潮下我国证券交易所的未来之路》一文认为,虽然大陆的交易所目前所受的现实竞争压力不强,但是从长远看,有必要考虑参与并购的时代趋势之中^③。有学者探索交易所并购的路径,如黄璜的《略论交易所并购潮下的中国化反思》一文认为,交易所一步走向公司制进而从事并购行为是不现实的,应当在当前法律法规的范围内寻求合作。^④王石河在《证券交易所并购潮的经济与制度基础》一文中指出,我国若要参与交易所业务的国际竞争,必须加强经济基础和制度基础的建设,方为交易所获得国际地位的必由之路。^⑤贺显南、孟娟的《证券交易所跨国并购动因探析及启示》一文认为,我国交易所若要参与国际竞争必须首先完善交易所功能和服务,扩大交易品种和范围,加强制度建设。^⑥有的学者从法律制度建设和监管的角度论述了交易所并购后的规制问题,如李志君、于向

① 张小茜,王笑妍.交易所并购新浪潮中主并公司绩效研究——以ICE收购NYSE Euronext为例[C].第九届(2014)中国管理学年会论文集,1-10.

② 王军.从并购潮看我国交易所发展方向[J].资本市场,2012(2):68-71.

③ 吕凯.国际并购浪潮下我国证券交易所的未来之路[J].金融与经济,2012(3):56-66.

④ 黄璜.略论交易所并购潮下的中国化反思[J].经营管理者,2012(4):41-44.

⑤ 王石河.证券交易所并购潮的经济与制度基础[J].华东经济管理,2007(9):146-148.

⑥ 贺显南,孟娟.证券交易所跨国并购动因探析及启示[J].广东外语外贸大学学报,2008(4):25-27.

花的《证券市场跨境监管的法律分析——基于纽约泛欧交易所跨国合并引发的思考》一文认为，如何协调交易所跨国监管已经成为交易所能否真正实现全球同步交易的核心问题，“解决跨国监管问题有统一、竞争和趋同三种方案，其中趋同说具有现实的可行性，而自律在监管规则趋同方面可能扮演重要角色。美国 FINRA 的成立是自律制度的重大改革，有助于应对金融危机和证券市场全球化带来的复杂性和竞争压力”^①。王志诚（中国台湾）的《跨国性并购：政策与法律》（收于王保树主编《公司收购：法律与实践》）用跨国性并购因涉及国别管辖及不同法律规范体系之适用等问题，说明跨国并购管制的高难度及复杂性。该文讨论了跨国性并购的现状及困境，跨国性并购之管制政策，跨国性并购及内国法之适用、协调或统合机制之建构等问题，最后作者也对建立共通性审查标准提出了期许。

但上述研究都没有涉及交易所进行跨国并购的法律分析，国内众多的公司法和商法研究论著，对交易所跨国并购行为研究较为少见。

（二）境外研究动态

境外对交易所跨国并购的研究多为经济学、投资学的研究，从法律层面加以研究的只有少量著作。但境外无论是经济学上的研究还是实务层面的研究，都是非常全面、详细、具体和系统的。联合国《世界投资报告》在“各国经验和国际处理方式”一章中，探讨了国民待遇、国有化和征收、争端解决、业绩要求、激励、技术转让和竞争政策等关键性问题。该报告对东道国规制措施和企业公民的探讨对本书研究也是非常有价值的。帕特里克·A. 高根的专著《兼并与收购法》是比较全面的并购法专著，该书对美国兼并与收购及其法律问题进行了全面探讨，该书的最后一章讨论了国际并购问题，主要涉及外国公司收购美国公司的国家安全审查、特殊行业和资产的限制措施、其他国家

^① 李志君，于向花：《证券市场跨境监管的法律分析——基于纽约泛欧交易所跨国合并引发的思考》[J]，甘肃社会科学，2009（6）：170-173。

的投资壁垒、联邦证券法和反垄断法的域外效力以及比较收购法等，这些研究都是非常有价值的。美国罗伯特·F. 布鲁纳（Robert F. Bruner）所著《兼并与收购的应用》虽然以并购实践应用为主，但也讨论了并购的道德性问题、跨国并购、风险管理、敌意收购和反收购、社会问题、公司治理、法律和规制等理论和法律层面的问题^①。

综上所述，对于企业的跨国并购，国内外的案例分析、实证研究比较多。多见于律师和并购顾问撰写的文章或书籍，这些文献资料多从应用、实用、指南等角度来阐述企业跨国并购的法律事宜，而真正从理论层面、交易所跨国并购的法律层面进行系统研究的并不多见。境内外研究不够深入以及主要空白点包括：交易所跨国并购的主要创新和发展及其法律方略分析；跨国并购相关的投资政策的最新发展；交易所跨国并购的监管体系；市场准入与跨国并购的研究；反垄断审查和国家安全审查的最新发展等。这些空白点构成了本书研究的重点对象。

三、 本书的创新与不足

（一）创新之处

1. 资料新颖、翔实。一是本书引用资料翔实且新颖，特别是包含典型的国内外交易所并购案例；二是资料和数据新颖权威，大部分资料都是近三年统计数据或研究成果；三是密切关注政策法规的最新调整变化，特别是全球范围投资政策的变化和发展趋势，以及有关国家的最新监管举措。因此本书的研究关注最新动向，具有较强的及时性。

2. 观点的创新。本书研究的核心是交易所跨国并购，其中涉及的法律问题与普通企业跨国并购相比有一定的特殊性，其法律分析的意义和价值更大，

^① 罗伯特·F. 布鲁纳（Robert F. Bruner）著，张陶伟，彭永江译，兼并与收购的应用 [M]. 北京：中国人民大学出版社，2011.