
国际投资法体系下 跨国证券投资 法律制度



LEGAL SYSTEM ON
TRANSNATIONAL SECURITY
INVESTMENT UNDER
INTERNATIONAL INVESTMENT LAW

孙南申 彭岳 周莺·著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

上海市哲学社会科学规划课题研究成果

国际投资法体系下 跨国证券投资 法律制度

LEGAL SYSTEM ON
TRANSNATIONAL SECURITY
INVESTMENT UNDER
INTERNATIONAL INVESTMENT LAW

孙南申 彭岳 周莺·著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

国际投资法体系下跨国证券投资法律制度 = Legal System on Transnational Security Investment under International Investment Law / 孙南申, 彭岳, 周莺著. —北京: 法律出版社, 2016. 4

ISBN 978 - 7 - 5118 - 9317 - 8

I. ①国… II. ①孙…②彭…③周… III. ①国际投资—证券投资—国际经济法—研究 IV. ①D996. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 066626 号

© 法律出版社·中国

责任编辑/王晓增 闫春晓

装帧设计/李 瞻

出版/法律出版社

编辑统筹/法律出版社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

责任校对/晁明慧

责任印制/张建伟

印刷/北京北苑印刷有限责任公司

开本/A5

印张/11.5 字数/255 千

版本/2016 年 4 月第 1 版

印次/2016 年 4 月第 1 次印刷

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 - 9317 - 8

定价:48.00 元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)

序 言

国际投资法是国际经济法的重要分支,是调整国际投资关系的国际法规范和国内法规范的总称。就其内容而言,主要涉及各国如何规制外国投资,以及各国如何在国际层面协调彼此规制行为,从而达到促进和保护投资的目的。在这一规制与规制协调的过程中,如何妥当地平衡投资者利益与国家规制权之间的关系至关重要。《国际投资法体系下跨国证券投资法律制度》,是一部全面论述跨国证券投资法律制度的专著,亦是作者承担上海哲学社会科学规划课题“跨国证券投资法律制度研究”的最终研究成果。

一、研究的目的和意义

经济全球化背景下的国际投资包含直接投资与证券投资,近年来的双边和多边投资协定中已反映出这种投资定义泛化的趋势。本书研究的理论出发点,是将证券投资法律制度纳入到国际投资法理论体系中,用以探讨国际投资发展的

实践与问题。因此,这一研究目的与成果对于国际投资法的理论创新与发展具有重要理论意义。

外商证券投资是我国近年来向国际投资者逐步开放国内资本市场的重大现实问题,需要相应的法律制度加以调整与规范。跨国证券投资法律制度包括国际证券投资与外商证券投资两方面,本书研究的重点在后者。外商对中国的证券投资包含境外证券市场的外商投资和境内证券市场的外商投资。本书研究的外商证券投资法律制度的重点也体现于后者。这一研究思路与成果对于完善我国外商证券投资的市场准入与法律监管制度具有重要现实意义。

二、研究的基本思路与内容

一国证券市场的服务性、投资性和融资性开放处于不同的发展阶段,各国之间的开放模式也存在巨大差异,从而影响到证券投资法律体制的国际化进程。就中国而言,将现行的证券投资法与国际法相接轨存在两方面的难题:

其一,国际层面的证券投资法仍处于初步发展状态。其概念出现于双边投资协定(BITs)之中,但BITs并未对之规定特别规则。因此,即使与国际法接轨,一国的证券投资法也只需受制于常规的市场准入、投资待遇、投资保证、投资争端等规则的约束。

其二,国际上统一的证券市场并未真正形成。理论上,投资者获取高额收益和减少投资风险的需求有利于国际统一证券市场的形成。但是,各国证券市场发展的不均衡以及各国法律制度的不同构成了市场统一的障碍,从而使证券市场被分割为各个区域。

正是基于以上难题,证券投资法当前仍具有明显的国内法特征。而且,由于各国对证券市场的严格控制,证券投资法的国际化之路仍然漫长。在此背景下,从国内法现有的规定出发研究跨国证券投资,实为一种可行的路径。由此,本书的基本思路与内容反映为以下方面:

1. 就证券投资法而言,其国内法的色彩极为浓厚,而国际层面的证券投资法仍处于初步阶段,因而从国内法视角界定证券投资可能引发的法律冲突将相对较少。只有当国内法未作具体规定时,一般的国际投资法规则才适用于证券投资。国际投资法规则的默示适用功能恰恰表明,跨国证券投资属于广义国际投资法重要的组成部分之一。

2. 国际投资法的基本理论问题,涉及国际投资法律地位、法律渊源、法律关系等,并包括直接投资与间接投资、跨国并购和证券投资、证券投资法律关系等问题。国际证券投资的基本理念和处理方法与一般的国际投资存在亲缘性。随着国际证券投资行为的日益普遍化,有必要将国际证券投资引入国际投资法的体系之中。

3. 跨国证券投资法律的基本法律问题,包括跨国证券投资的法律地位、法律形式、法律调整、风险管理、返程投资、战略投资等内容,重点在于从国内法的视角研究跨国证券投资的规制问题。就中国而言,主要关注外国投资者在中国境内的证券投资问题。由于中国的投资性证券市场并未完全开放,因此,外国证券投资者的权益保护问题首先受制于中国国内法,但当此类投资构成 BITs 意义上的投资时,还受到双边投资协定的保护。

4. 外商证券投资的一般性法律问题,主要指外商证券投资的法律地位、法定模式、审批程序、法律监管等。就法律性质而言,外商证券投资制度为国内法,该类证券投资并不构成控制权的转移,因此属于国内法层面上的间接投资。各国对于控制权的界定标准并不一致,导致某一类投资在国内法上属于间接投资,在国际法上属于直接投资。但国际法和国内法之间的冲突基本上是属于形式上的,具体法律的适用问题仍要视投资争端的类型与解决机构的性质而定。

5. 与一般的外商证券投资不同,外资并购影响到控制权的转移,属于较为典型的国际直接投资行为。在并购手段上可分为股权

并购和资产并购,而股权并购会涉及证券投资问题。规制外资并购的内容,除了论及并购的含义、方式和性质特征外,重点是从返程投资、战略投资、安全审查三方面讨论外资并购的法律规制问题。

6. 在全球金融危机日趋严重的背景之下,以外汇储备为主要资本来源的主权财富基金(SWF)积极介入世界各重要资本市场。SWF证券投资有助于稳定东道国的金融秩序、提高外汇储备收益,但同时也可能因背离商业目标而削弱目标公司的内部治理。东道国的私法不足以防止主权财富基金滥用其股东和投资者的权利,而“国家安全审查”机制又容易引发新保护主义与新重商主义之争。

7. 各国证券立法在证券含义及范围的界定、上市与交易条件、证券市场主体及其证券监管体制等方面存在差异与冲突。这种法律冲突在发行与交易行为、股份转让限制、跨国证券并购、股东利益保护、上市公司治理、证券民事责任等方面均有体现。鉴于国内法是调整跨国证券投资的主要渊源,有关证券法律适用的准据法确定,主要取决于对证券的定性及其适用范围的划定。

三、研究成果的观点与特点

1. 在国际证券投资领域,国际多边投资协定主要依附于服务贸易协定。当服务贸易采取商业存在这一方式时,就涉及机构投资。为了在自由化和国家管制之间达至平衡,WTO主要通过达成互惠互利安排,以“原则有例外、例外有规则”的方式来约束各国。证券市场的服务性开放是金融服务业开放的重要组成部分之一,可以归属于服务贸易范畴,就此,服务贸易总协定(GATS)及各成员方的具体承诺构成了一国开放证券市场的国际法依据。

2. 传统的外国直接投资并不排斥跨国证券投资,但强调此类投资需达到控制标准。因各国关于控制的标准并不完全一致,以致同一项投资在不同的国内投资法体制下可能构成不同的投资形式。证券投资法具有较为强烈的国内法特征。这与国际层面各国证券

市场的开放模式和开放领域存在密切关系。这种模式和领域间的差异决定了各国很难就证券投资达成协议。

3. 中国证券市场是在不完善的法律框架、较弱的执行力度下发展起来的。中国证券市场是典型的政府主导模式市场。对于政府而言,法律越多意味其自由裁量的范围越窄,因此法条中含有较多的授权性规则;而证券投资者的权利尚有待通过法律的修订,获得明确的界定。

4. 中国证券市场的对外投资性开放并不全面,当前仅对特定的投资对象和投资者开放。其中,特定的投资对象指的是境内上市外资股(B股),特定的投资者指的是合格境外机构投资者(QFII)和战略投资者。因此,我国的证券市场的投资性开放仅开放了投资的形式,相关的可投资领域仍受制于股票发行者所处的行业在《外商投资产业指导目录》中的定位。

5. 作为一种社会现象,国际投资法存在的合理性在于其能为国际投资(包括证券投资)提供独特的服务。在总体框架上,国际投资法的内容编排不宜采用规范演绎的方式,而应代之以功能归纳的方法。因为希望通过统一的国际投资法规范来指导投资行为显然不切实际。而功能主义编排,则可以把现行的支配国际投资运行关系的法律规则,统一为比较容易接受的形式。

6. 将国际证券投资纳入国际投资法体系有助于该体系的完整。在这一体系中,本书主要采取了“归并”而非“分拆”的研究方式,将涉及证券投资的各类法律规范进行了梳理。其中,对内证券投资又分为一般外商证券投资和涉及控制权转移的外资并购证券投资。由于证券投资法仍然具有鲜明的国内法倾向,因此,本书着重关注接受证券投资国的法律体制:就对内投资而言,主要涉及中国的相关规定;就对外投资而言,主要涉及美国对SWF投资的规制。尽管证券投资涉及众多的公法规范,但其发行和交易过程也受私法规范的调整,因此,本书的最后一部分对可能涉及的法律适用问题进行

了必要分析。

7. 通过分析可以发现,中国主要通过市场准入和投资待遇这两个传统的投资方法规制证券投资。在总体上,中国的证券投资法律规制并未将重点放在投资的促进和保护之上,而在于限制外国投资过度介入中国证券市场,这种宏观的监管思路与 BITs 微观的投资者保护思路存在差异。随着国际金融中心的逐步建立,为吸引外资流入,中国的证券投资规制将越来越倾向于投资者保护。可以预见,国内的证券投资法将与 BITs 相对接,从而使国际投资法的体系更为协调一致。

四、研究成果的学术与应用价值

1. 目前国内外对跨国证券投资的已有论述,主要从证券法角度研究证券发行与交易制度。本书内容的理论创新之处在于将证券投资纳入国际投资法体系进行专项研究,以国际证券投资中外商对华证券投资的法律制度为主要内容,并以中国相关法律体系的适用与构建为主导。

2. 外商证券投资,是我国开放国内资本市场的重大现实问题,需要相应的法律制度加以促进与规范。本书的实际价值在于,从法律角度分析外商证券投资中存在的法律问题和原因,从而提出相应的法律对策与方案,为外商证券投资的发展创造良好的法律政策环境。

3. 本书从外商证券投资的新视角出发,在理论上界定国际投资法的趋势与发展,体现为国际投资法律制度的内容已从传统的直接投资(新建投资)发展到并购投资与证券投资,其法律适用范围也体现为有关投资法、服务贸易法、证券法、金融法、公司法等的多重法律调整。

4. 本书的理论与实践并重,不仅从理论角度界定跨国证券投资在国际投资法体系中的法律地位,而且结合外商证券投资中法律问

题的实践,从国际与国内立法两个层面,对跨国证券投资法律制度及其适用进行实证分析与阐述。

本书由孙南申教授负责全书内容篇目设计、确定写作原则与方法、修改全书初稿和最终定稿,并由彭岳副教授协助本书的统稿。全书的具体章节撰写分工如下:

- 第一章 孙南申 彭 岳
- 第二章 孙南申
- 第三章 孙南申
- 第四章 周 莺
- 第五章 孙南申 彭 岳
- 第六章 彭 岳
- 第七章 孙南申

孙南申
2016年3月于上海

目 录

第一章 导 论/1

第一节 国际投资法的体系化问题/2

一、国际投资法的历史演进/4

二、国际投资法的制度框架/11

第二节 外国证券投资的制度特征/16

一、金融压制下的外国证券投资/17

二、证券投资法律的国内化倾向/20

第三节 跨国证券投资的属性与内容/32

一、跨国证券投资的投资属性分析/32

二、跨国证券投资制度的内容体系/37

第二章 国际投资法的基本理论/41

第一节 国际投资的法律地位/43

一、国际投资的含义与特征/43

二、国际投资的法定形式/52

三、国际投资的法律制度/66

第二节 国际投资法的法律渊源/70

2 | 国际投资法体系下跨国证券投资法律制度

一、外国投资法/70

二、国际投资条约/75

三、国际投资惯例/77

第三节 国际投资法的法律关系/81

一、国际投资法主体/82

二、国际投资管理关系/85

三、国际投资合同关系/89

第四节 国际证券投资关系/91

一、直接投资与证券投资/91

二、证券投资交易的性质/92

三、国际证券投资法律关系/93

第三章 跨国证券投资法律问题/95

第一节 跨国证券投资的法律地位/95

一、跨国证券投资的含义/96

二、跨国证券投资的性质/98

第二节 跨国证券投资的法定形式/100

一、境外证券市场投资/100

二、境内证券市场投资/105

第三节 跨国证券投资的法律调整/111

一、外商证券投资法律框架/111

二、境外上市的法律调整/113

三、证券投资的 QFII 制度/114

四、跨国证券投资的法律监管/119

第四节 跨国证券投资风险管理/124

一、证券风险的形式与原因/125

二、证券风险监管的理论与借鉴/128

三、证券风险管理的机制与配置/133

四、证券风险管理的措施与保障/135

第四章 外商证券投资法律规制/143

第一节 外商证券投资法律地位/143

一、我国外商证券投资的发展历程和动因/143

二、外商证券投资法律性质/146

三、外商证券投资法律关系/148

第二节 外商证券投资的模式与程序/155

一、投资境内上市外资股(B股)/155

二、合格境外机构投资者(QFII)/165

三、战略投资上市公司/183

四、对现有外商证券投资模式的评价/197

第三节 外商证券投资法律监管/200

一、中国证券监管体制/200

二、外商证券投资监管现状/202

三、境内外证券监管制度比较/206

第五章 跨国并购投资法律规制/213

第一节 跨国并购的性质与特征/213

一、跨国并购投资的界定与原则/213

二、跨国并购投资的基本方式/217

三、跨国并购与证券投资的关系/222

第二节 美国对跨国并购的法律规制/223

一、跨国并购的国家安全审查/224

二、跨国并购的反垄断审查/228

三、跨境证券集团诉讼/230

第三节 中国对跨国并购的法律规制/235

一、外资并购法律规制基本内容/235

二、对返程投资上市的法律监管/252

三、对外商战略投资的法律监管/257

第六章 主权财富基金证券投资法律规制/263

第一节 主权财富基金的定义及作用/265

一、何谓主权财富基金(SWF)/265

二、SWF的作用/267

第二节 关于主权财富基金投资的理论争议/270

一、信息和决策/271

二、决策的主体/272

第三节 主权财富基金的国内法规制/276

一、通过私法的限制/276

二、通过公法的限制/279

第四节 主权财富基金的国际法规制/283

一、双边协商/284

二、多边合作机制/286

第七章 跨国证券投资的法律适用/294

第一节 跨国证券投资的法律冲突/295

一、证券发行与交易的法律冲突/296

二、跨国股权并购的法律冲突/297

三、股东利益保护的法律责任/301

四、上市公司治理的法律冲突/304

五、证券民事责任的法律责任/306

第二节 跨国证券投资法律适用规则/310

一、证券发行的法律适用/312

二、证券交易的法律适用/314

三、法律适用中的民事责任定性/319

第三节 跨国证券法律适用特征与发展/323

- 一、证券的双重属性与法律适用/323
- 二、证券法的直接适用问题/325
- 三、证券法的域外适用问题/326
- 四、证券跨境间接持有的法律适用/333

结语/342

参考文献/345

附:主要缩略语含义表/349

第一章 导 论

在国际法碎片化(fragmentation)日益显著的今天,讨论国际投资法的体系化无疑有些“冒进”,而将跨国证券投资法纳入国际投资法领域更需要坚实的理论叙说。本章主要从理论层面对国际投资法的体系进行阐述,指出碎片化的另一积极维度——多样化(diversification)有助于形成制度竞争,而制度竞争本身就是国际法体系化的生成方式之一。^[1]

本书认为,跨国证券投资法并不“先天”地归属于国际金融法或国际投资法,或者说国际金融法和国际投资法均调整跨国证券投资行为,但其关注的重点和研究的方法各有不同。具体而言,国际金融法可分为国际货币法、国际直接融资法和国际间接融资法三大部分,其中国际直接融资

[1] See generally Anne - Charlotte Martineau, *The Rhetoric of Fragmentation; Fear and Faith in International Law*, *Leiden Journal of International Law*, Vol. 22, 2009, pp. 1 - 28.

法以证券融资为主要内容。^[1] 证券融资的反面即为证券投资,国际金融法关注证券融资中的证券市场规制与证券投资者权益保护问题;而国际投资法关注证券投资中投资者的市场准入和待遇标准问题。与之相适应,国际金融法更多地将证券投资者视为一种金融产品的消费者而加以保护与规制;而国际投资法更多地将证券投资者视为一种特别资产的所有者而加以规制与保护。

传统的国际投资法着眼于投资的生产功能而非融资功能,将投资分为直接投资和间接投资,并以直接投资作为考察与调整的对象。其中,直接投资主要指对相关企业的控制,但何为“控制”是一个难以定量的标准。如有的国家认为外国投资者持有的股权比例为5%时,即构成控制;而有的国家则认为应达到50%。^[2] 按此标准,一项持股比例为20%的证券投资,在前者为直接投资,在后者为间接投资。结合传统国际投资法关于调整对象的思路,一个顺理成章但显然自相矛盾的结论似乎是:一项持股比例为20%的证券投资既属于又不属于国际投资法调整。显然造成这一错误结论的根源在于碎片化思维模式,即将一国对直接投资的界定扩张到所有的国际投资法领域,从而使国际投资法在不同的国家有不同的界说。与之相对,本书提出的体系化思维模式将不拘泥于一国或某一国际组织关于投资的定义,而是承认投资的多样化,认为各大法律部门均可调整证券投资这一复杂的国际商事行为。

第一节 国际投资法的体系化问题

国际投资法属于国际法之特殊领域,而国际法,按照哈特的观点,

[1] 参见肖冰等编著:《国际经济法学》,南京师范大学出版社2009年版,第403~405页。

[2] 参见王贵国著:《国际投资法》(第二版),北京大学出版社2008年版,第1页。