

JINGWAI QIYE JINGNEI GUPIAO FAXING
YU SHANGSHI JIANGUAN FALÜ ZHIDU YANJIU

BY JIANG HUIYU

境外企业境内股票发行 与上市监管法律制度研究

蒋辉宇 / 著



法律出版社
LAW PRESS·CHINA

JINGWAI QIYE JINGNEI GUPIAO FAXING
YU SHANGSHI JIANGUAN FALÜ ZHIDU YANJIU

BY JIANG HUIYU

境外企业境内股票发行 与上市监管法律制度研究

蒋辉宇 / 著



法律出版社
LAW PRESS·CHINA

图书在版编目(CIP)数据

境外企业境内股票发行与上市监管法律制度研究 /
蒋辉宇著. — 北京:法律出版社,2017
ISBN 978-7-5118-9302-4

I. ①境… II. ①蒋… III. ①证券法—研究—中国
IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 064158 号

境外企业境内股票发行与上市监管法律制度研究
JINGWAI QIYE JINGNEI GUPIAO FAXING YU
SHANGSHI JIANGUAN FALU ZHIDU YANJIU

蒋辉宇 著

策划编辑 程 岳
责任编辑 程 岳
装帧设计 汪奇峰

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 北京京华虎彩印刷有限公司

责任印制 胡晓雅

编辑统筹 法律应用·大众读物第一出版分社

开本 A5

印张 7.125

字数 169 千

版本 2017 年 12 月第 1 版

印次 2017 年 12 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)

网址/www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-63936702

咨询电话/010-63936706

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、子公司销售电话:

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85330678 重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636 深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-9302-4

定价:38.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)



本书的出版系以下“人才计划”和科研成果：

1. “安徽省高等教育振兴计划人才项目——省高校优秀青年人才支持计划”；

2. 安徽省哲学社会科学规划项目：《我国国际板境外上市公司监管的法律规则冲突与协调研究》（项目批准号：AHSKY2016D02）；

3. 安徽省高等学校人文社会科学研究重点项目：《中国证券融资市场对外开放中境外上市公司监管法律问题研究》（项目批准号：SK2017A0430）；

4. 安徽财经大学重点科研项目：《中国国际板交易市场法律冲突协调机制研究》（项目批准号：ACKY1614ZDB）。

内容提要

经济金融化与金融全球化极大地推动了各国证券市场国际化的快速发展,在激烈的国际竞争中,我国要谋求国际金融话语权,增强本国资本市场国际竞争力,也应当加快境内证券市场国际化的发展步伐。正是在这一背景下,上海证券交易所适时决定吸引境外企业来境内发行股票并上市交易,积极筹备为境外股票交易的“国际板”,这在较大程度上将提高我国证券市场的国际化程度,是实现我国证券市场国际化金融战略的重大举措,是我国证券交易所谋求国际化发展、提高国际竞争力的重要手段,同时也是我国建设国际金融中心的核心环节。

境外企业境内股票发行与上市将对境内投资者股东权益、境内金融安全 and 经济秩序产生重要影响。这种跨境股票融资行为不仅需要在监管层面设计相应的特殊监管制度,同时,也将引发我国相关法律制度与其他国家或地区法律制度的众多法

律冲突。本书主要对我国证券融资市场的对外开放在监管制度设计和法律冲突的处理等方面进行理论研究,并提供相应制度建议。全书除导言部分外,共分五章,各章主要内容简述如下:

第一章 境外企业境内股票发行与上市监管的理论基础

企业实施跨境股票发行与上市行为是多元目标的结果,除了纯粹的融资目的外,增加企业证券的交易流动性、扩大企业股东基础、追求高标准证券交易所的“高声誉”、接受高标准证券交易所“自愿约束”以及提高企业与产品(或服务)知名度都可能成为企业实施跨境股票发行与上市行为的真实动因。

在跨境股票融资中,由于“国界”的客观存在,东道国投资者在获取境外企业信息上与境外企业母国的投资者相比,始终处于劣势;而且,跨境股票融资将导致境外企业股东基础进一步分散、企业经营权加速集中、企业委托代理成本逐步上升等异化现象发生,信息严重不对称与委托代理关系异化是东道国对跨境股票融资行为进行监管的理论基础。

在股票跨境发行与上市监管中,东道国投资者利益保护与境外企业融资成本控制是一对相互对立但又密切联系的监管目标,前者与东道国证券市场秩序和国家金融安全休戚相关,后者关涉东道国证券市场国际竞争力和对境外企业的持续吸引力。境外证券市场的监管经验和市场建设情况表明,过度重视保护东道国投资者利益,将影响东道国证券市场的国际吸引力,适度考虑境外企业融资成本的控制,是维持东道国证券市场国际竞争力的重要源泉。因此,我国在对境外企业进行监管时,应坚持安全目标与效率目标的统一,应在监管领域、监管手段以及监管程度等方面始终坚持适度监管原则,在保护东道国投资者利益与控制境外企业融资成本之间取得相应的平衡。

第二章 境外企业境内股票发行监管法律制度

当前,各国在法律制度上所形成的境内与境外企业在东道国证券市场的融资成本差,将诱使东道国境内企业变相更改国籍,继而以境外

企业身份迁回本国进行融资,意图通过这种“制度套利行为”来享受境外企业的融资优惠。这种行为偏离了东道国的证券监管目标,混淆了信息披露的效果,因此,应对境外企业进行合理界定。“红筹股”企业在本质上属于国内企业,我国在跨境股票融资监管立法中,应借鉴美国证券法界定境外证券发行人的经验,并结合“红筹股”企业的特征,以“股份比例实际控制标准”、“整体资产国籍标准”、“营业中心所在地标准”以及“主营业务利润来源地标准”所组成的复合标准来界定境外企业。

我国台湾地区和美国对股票跨境发行监管形成了两种不同的监管立法模式,前者适用单向监管立法模式,后者则适用双向监管立法模式。在我国证券市场国际化程度较低的现阶段,我国在对股票跨境发行行为进行监管时,不应采用美国对境内企业在境外市场的股票跨境发行行为和境外企业在境内市场的股票跨境发行行为进行统一监管的立法模式,而宜采用台湾地区的立法经验,对这两种股票跨境发行行为的监管进行分别立法。

世界范围内对证券发行进行审核的注册制与核准制在实施效果上“各有千秋”,证券发行与上市的分立监管模式和一体监管模式在适用选择上也受到各种因素的影响。我国现行证券发行审核体制对境外企业而言过于严格,难以适应证券融资市场对外开放的需要,因此,应结合境外成熟资本市场的监管经验,对境外企业在我国境内股票发行的审核制度以及发行、上市的监管模式进行相应改革。

第三章 境外企业境内股票上市监管法律制度

当前,在对跨境股票上市监管上,境外证券交易所主要形成了“上市(准入)标准集中型”、“后续上市要求集中型”以及“混合型”三种监管规则制定形式。各国的证券发行监管体制以及各国在不同时期对境外企业的监管态度等对证券交易所的规则制定形式有很大影响。根据我国证券市场监管的实际情况,我国证券交易所在对跨境股票进行上市监管时,应对境外企业适用上市(准入)标准与后续上市要求双向集

中规则制定形式。同时,在跨境股票的上市监管上,境外成熟资本市场主要形成了“高门槛,轻义务”和“低门槛,重义务”两种不同的监管方式。两类监管方式各有利弊,前者更适合于主板市场的上市监管,后者则更适合于创业板市场的上市监管。我国证券市场对外开放时,境内证券交易所可根据证券市场的发展情况以及证券交易板块的不同对跨境股票适用不同的上市监管方式。

区域经济发展状况、东道国投资者素质、东道国证券市场国际化程度与监管水平以及证券交易所竞争观念等因素对跨境股票上市的监管尺度权衡产生了重要影响。从境外资本市场的制度建设实践来看,伦敦证券交易所 AIM 市场、纽约证券交易所、德意志证券交易所集团新市场以及巴西圣保罗证券交易所罗夫·麦卡多市场分别代表了“低端监管”、“中端监管”和“高端监管”三个不同等级的跨境股票上市监管尺度,三类监管尺度实践的成功与失败皆有其特殊的原因。在跨境股票的上市要求上,最低公众持股数、最低公众股东数等通常组成跨境股票上市的股份发行条件;盈利要求、市值要求、营业收入要求、现金流量要求和资产要求等则通常独立或组合形成跨境股票上市的财务条件。而且,境外成熟资本市场通常还对跨境股票的上市提出相应的上市前置要求。我国证券融资市场对外开放时,境内证券交易所应结合证券市场实际情况,充分借鉴境外成熟资本市场的相应监管经验,对我国监管境外企业股票境内上市行为规定科学、合理的上市监管尺度和上市准入条件。

境外上市资源多元化、证券监管资源的合理配置以及东道国证券市场国际竞争力的提高等因素决定了东道国证券交易所应对跨境股票的上市进行差异化监管。境外证券交易所主要依据企业成立地(或注册地)、第一上市与第二上市以及第一上市地监管质量等标准对跨境股票进行差异化监管。我国证券交易所对跨境股票的差异化上市监管应具有层次性,同时,境内证券交易所应建立相应的评价体系,以方便差异化上市监管措施的实施。

在跨境股票融资的信息披露监管上,美国为境外企业设计了详尽的证券发行登记注册表格和持续信息披露表格体系,而且美国的跨境股票融资信息披露监管在内容上也开始注重境外企业非商业、非财务信息的监管内容,这在一定程度上引领了当今跨境股票融资信息披露监管的潮流。我国针对境外企业的信息披露监管规则也应该借鉴和吸收美国信息披露监管制度中的有益内容。

第四章 境外企业境内股票发行与上市监管的法律冲突

股票跨境发行与上市监管的法律冲突是境外企业母国依据国籍管辖原则和股票发行、上市所在地东道国依据领域管辖原则对境外企业的同一组织问题或行为主张管辖权,从而造成的境外企业属人法和属地法等领域的法律冲突。依照不同的标准,可以对跨境股票融资的法律冲突进行不同分类,通常而言,跨境股票融资法律冲突可以细分为组织法冲突与行为法冲突、可调和法律冲突与不可调和法律冲突两大类。

当前,境外成熟资本市场主要通过“超国民待遇”和“豁免”两种协调形式来解决跨境股票融资监管中所产生的法律冲突。然而,在实施目标上,两种法律冲突协调形式到底是为了解决法律冲突还是为了培育东道国证券市场国际竞争力仍难有明确的答案。而且,在实施效果上,法律冲突协调形式的实施在一定程度上将对境内企业在东道国的证券融资产生相应的“挤出效应”;更重要的是,法律冲突协调形式的实施在较大程度上也“漠视”了东道国境内投资者的股东权益。因此,“超国民待遇”和“豁免”两种法律冲突协调形式在东道国境内饱受争议。同时,在跨境股票融资监管中,当东道国所设计的特定法律冲突协调形式对境外企业过于优惠,超出了境外企业母国的承受范围时,东道国的该等法律冲突协调形式应该考虑境外企业母国的利益,应对母国的法律制度保持应有的尊重,否则,可能将境外企业的母国置于较为被动和尴尬的境地。在国际监管实践中,法律冲突协调形式对境外企业很少直接适用,通常由东道国规定相关条件,在通过相应机制达到东道国所满意的法律效果后,才对境外企业适用相应的法律冲突协调形式。

在长期的监管实践中,境外成熟资本市场在法律冲突协调形式的实施上主要形成了实质效果原则、附条件让步原则以及尊重事实与传统等适用原则,这些原则的适用可以对法律冲突协调形式的实施起到相应的引导和规范作用。

在处理股票跨境发行与上市监管的公司治理法律冲突问题上,各国或地区都尽可能通过各种方式将本国或本地区的公司治理规则或标准合法地适用于境外企业。在这方面,我国香港地区 and 美国的监管方式具有典型代表性。香港联交所将境外企业的注册设立地严格限制为英属百慕大、开曼和库克等国际著名的、以适用英美法为背景的离岸公司注册设立地。通过对注册设立地的限制,联交所达到了如下目的:第一,境外企业在公司治理上都可以成功转化为适用英美法系的公司治理标准,增强了境外企业公司治理标准适用的统一性;第二,离岸公司注册设立地的公司设立成本相当低廉,境外企业重新注册设立公司的成本较低。通过境外企业注册设立地的限制,香港联交所将本地的公司治理标准成功地适用于境外企业。美国在将本国公司治理标准适用于境外企业时,创造性地以证券法的形式来规制和调整境外企业的内部治理事务。这种法律适用方式通过将原本应属于组织法调整的社会经济关系纳入行为法体系中,积极推动行为法“合理侵犯”组织法的传统规制领域,从而使得以适用属地法为主要特征的、内含针对组织法调整对象法律规范的行为法可以“名正言顺”地适用于境外企业。因此,美国是通过证券法替代的方式将本国的公司治理标准适用于境外企业的。我国在客观上不具备香港联交所公司治理标准对境外企业适用的充分条件,相反,美国的证券法替代方式具有较强的法理依据,而且也符合我国的立法实践习惯。因此,我国在解决跨境股票融资的公司治理法律冲突时可借鉴美国的证券法替代方式。

由于在跨境股票融资中存在“信息严重不对称”的现象,因此,东道国证券监管机构在对境外企业的信息披露行为进行监管时,除了通常意义上的“真实性”、“准确性”和“完整性”监管要求外,更应该注重

信息披露的“公平性”监管。在处理股票跨境发行与上市监管的信息披露法律冲突问题时,境外成熟资本市场通常以“从多不从少、从严不从宽”原则、连带信息披露原则、差异信息披露原则以及东道国证券监管机构强制披露原则等来对境外企业在东道国的信息披露内容与质量进行相应的监管。而且,境外企业在东道国的信息披露在时间上应更强调同步性与及时性,在披露形式上更应强调便捷性,在披露语言上更应强调披露语言的本土化。国际会计准则是国际社会为解决各国会计准则的差异而制定的统一会计适用标准,当前,国际会计准则在国际范围内得到了广泛承认。然而,美国对国际会计准则的态度演变过程充分表明,证券市场竞争一直是影响美国接纳国际会计准则的真实原因。当前,各国或地区对境外企业在本国的会计准则适用主要形成了单一适用和选择适用两大类模式,两类模式在适用效果上各有相应的优缺点。

股东的权利义务属于公司的内部事务,依照传统国际私法,本应适用境外企业的属人法,然而,这种法律适用规则将在东道国投资者内部形成股东权利差异,而且,东道国投资者必须时刻关注境外企业母国相关法律法规规则对股东权利义务的规定,这在一定程度上也将增加东道国投资者的投资成本。因此,在跨境股票融资监管中,东道国投资者的股东权利不能完全适用境外企业母国的法律规定,东道国应进行相应的制度设计,以保证本国有关股东权利的法律规则能够继续适用于本国投资者。在境外企业发行普通股份的情况下,东道国投资者与境外企业母国或其他证券发行地的投资者的股东权利不应当存在差别,股东平等原则可以在跨境层面上同样适用于同一证券发行人的不同国家(或地区)的投资者。这在法理上为东道国将本国有关股东权利的法律规范或标准适用于投资境外企业证券的东道国投资者形成了理论障碍。然而,股东平等原则并不笼统禁止股东间的所有不平等待遇,境外企业母国或其他证券市场的股东如若在公司章程中一致或多数同意东道国投资者与自己之间的股东权利存在差异,则东道国法律制度对股

东平等原则的突破也是合理有效的。因此,我国证券融资市场对外开放时,在处理股票跨境发行与上市股东权利的法律冲突上,可以借鉴香港联交所的制度模式,由立法部门或证券监管机构在相关法律规定或上市规则中要求境外企业在公司章程中作相应修改,将我国相关股东权利的法律规定纳入到境外企业的公司章程中,以充分保障境外企业在中国的投资者能够享受到我国法律规则所规定的股东权益保障水平。

第五章 境外企业境内股票发行与上市监管的制度路径选择

持续提高我国股东权益保护水平是跨境股票融资监管中维护我国投资者权益的根本途径。当前,我国股东权益的保护水平相对较低,国内立法部门应通过对《公司法》、《证券法》以及《民事诉讼法》的修改,进一步提高我国的股东权益保护水平,从而在跨境股票融资监管中能够更好地保护我国投资者的股东权益。

“不完备法律理论”认为,不完备的法律将为该法的修订、解释和执行预留更多的剩余立法权和剩余执法权,只要这种剩余立法权与执法权在相关机构中分配得当,这种不完备的法律在适用效果上其实能够对社会经济关系进行更合理、更准确以及更及时地规制和调整。因此,在实践中,立法者有时刻意将法律设计得或多或少不太完备,而且常常会起草一些宽泛、开放性的而非详尽的法律条款。在股票跨境发行与上市监管中,由于境外企业来自不同国家或地区,境外企业母国有关公司治理结构、股东权益保护水平、证券发行上市标准的规定各不相同,东道国证券监管机构通常很难对所有境外企业适用一套固定不变的、统一的监管规则。因此,股票跨境发行与上市的监管制度应当保持足够的弹性,以保证能够对不同的境外企业进行灵活监管。实践中,我国立法部门和证券监管机构可以通过概括式立法、授权式立法以及契约关系约束三种方式来实现股票跨境融资监管制度的弹性化设计。

为保障股票跨境发行与上市行为在我国境内能够得到有效监管,我国立法部门和证券监管机构应从法律、行政法规、部门规章,以及证

券交易所上市规则等几个层面为境外企业境内股票发行与上市行为制定各种效力层次相依且详尽程度不同的法律规则,以期通过这些法律规则来对这种跨境股票融资行为进行全方位立体监管。

我国证券融资市场的对外开放应当具有相应的层次性,在主板市场对境外企业开放后,我国创业板市场也应适时对外开放,唯此,才能够持续维护我国证券市场的国际竞争力。在相关条件成熟时,我国可以与香港地区、台湾地区等国内区域以及日本、韩国等主权国家适时建立跨境股票融资监管的“相互承认”制度,以减少与这些国家和地区之间企业的跨境融资成本,进一步促进区域性国际资本的自由流通。

目 录

导 言 / 1

一、研究的背景与意义 / 1

二、研究视角 / 8

三、研究方法 / 9

第一章 境外企业境内股票发行与上市监 管的理论基础 / 11

第一节 股票跨境发行与上市的一般问题 / 11

一、跨境证券 / 11

二、股票跨境发行与上市的产生 / 14

三、企业股票跨境发行与上市的动因 / 17

第二节 境外企业境内股票发行与上市 监管必要性的理论分析 / 20

一、信息严重不对称 / 20

二、委托代理关系异化 / 22

第三节 境外企业境内股票发行与上市 的监管目标 / 24

一、东道国投资者利益保护 / 24

二、境外企业融资成本控制 / 26

三、监管目标的冲突与协调 / 29

四、我国证券融资市场对外开放的监管目标选择 / 32

第四节 境外企业境内股票发行与上市监管的国际视野 / 33

第二章 境外企业境内股票发行监管法律制度 / 35

第一节 境外证券发行人的合理界定 / 35

一、融资成本差异与境外证券发行人合理界定的必要性 / 36

二、企业的国籍 / 37

三、两种关于境外证券发行人的法律界定 / 39

四、我国对境外证券发行人应有的法律界定 / 41

第二节 股票跨境发行监管的立法模式 / 43

一、单向监管立法模式 / 44

二、双向监管立法模式 / 44

三、我国股票跨境发行监管的立法模式选择 / 46

第三节 境外企业境内股票发行的监管体制 / 48

一、证券发行审核制度概述 / 48

二、证券发行与上市监管模式分析 / 50

三、境外企业境内股票发行监管体制的构建 / 53

第三章 境外企业境内股票上市监管法律制度 / 56

第一节 境外企业境内股票上市监管的规则制定形式与监管方式 / 57

一、股票跨境上市监管的规则制定形式 / 57

二、股票跨境上市的监管方式 / 65

第二节 境外企业境内股票上市的监管尺度与监管要求 / 70

一、股票跨境上市的监管尺度 / 70

二、股票跨境上市的准入条件 / 82

三、境外企业境内股票上市的监管尺度权衡与准入条件设置 / 91

第三节 境外企业境内股票上市的差异化监管 / 93

一、股票跨境上市差异化监管的必要性 / 94

二、境外证券交易所股票跨境上市差异化监管的实践 / 97

三、我国证券交易所股票跨境上市差异化监管的制度安排 / 106

第四节 境外企业境内股票融资的信息披露监管制度 / 108

一、信息披露制度概述 / 108

二、美国跨境股票融资信息披露的监管制度与经验启示 / 109

三、境外企业境内跨境股票融资的信息披露监管制度 / 115

第四章 境外企业境内股票发行与上市监管的法律冲突 / 117

第一节 股票跨境发行与上市监管法律冲突概述 / 117

一、股票跨境发行与上市监管法律冲突的界定 / 117

二、股票跨境发行与上市监管法律冲突的产生 / 119

三、法律冲突对股票跨境发行与上市监管的影响 / 123

四、股票跨境发行与上市监管法律冲突的分类 / 123

第二节 股票跨境发行与上市监管法律冲突的协调形式与协调原则 / 126

一、法律冲突的协调形式 / 126

二、法律冲突协调形式的相关质疑 / 129

三、法律冲突协调形式对境外企业母国法律的必要尊重 / 132

四、法律冲突的协调原则 / 133

第三节 境外企业境内股票发行与上市监管的公司治理法律冲突 / 138

一、公司治理法律冲突的产生 / 138

二、东道国公司治理规则的适用：境外证券市场监管经验的借鉴 / 140

三、我国公司治理规则对境外企业适用的制度选择 / 145

第四节 境外企业境内股票发行与上市监管的信息披露法律冲突 / 146

- 一、信息披露法律冲突的特征 / 146
- 二、信息披露法律冲突的处理原则 / 147
- 三、信息披露监管的主要法律冲突与东道国解决方式 / 147
- 四、我国处理信息披露法律冲突的主要制度设计 / 160

第五节 境外企业境内股票发行与上市监管的股东权利法律冲突 / 163

- 一、股东权利法律冲突的产生 / 163
- 二、股东权利法律冲突协调的理论辨析与解决方式探讨 / 165
- 三、跨境股票融资监管中东道国投资者股东权益服务体系构建 / 169

第六节 股票跨境发行与上市监管的国际制度体系 / 172

- 一、股票跨境发行与上市监管的国际制度体系概述 / 172
- 二、股票跨境发行与上市监管的“相互承认”制度 / 174

第五章 境外企业境内股票发行与上市监管的制度路径选择 / 179

第一节 我国证券融资市场对外开放投资者权益保护之途径 / 179

- 一、跨境股票融资监管中东道国投资者权益保护的根本途径 / 179
- 二、我国股东权益保护现状与相关完善机制 / 180

第二节 境外企业境内股票发行与上市的弹性监管制度 / 183

- 一、法律的不完备性与制度弹性 / 183
- 二、股票跨境发行与上市监管制度弹性化设计的必要性 / 184
- 三、境外跨境股票融资监管制度弹性化设计实践 / 185
- 四、我国跨境股票融资弹性化监管制度的实现途径 / 186

第三节 境外企业境内股票发行与上市监管的制度框架 / 187

- 一、国际化视野下法律规则的梳理与修订 / 188
- 二、行政法规与部门规章的制定 / 190