

跨境上市制度:美国的实践及启发^{*}

李海龙^{**}

摘要:跨境上市是资本市场国际化的重要组成部分。美国资本市场对境外企业具有较强的吸引力,在长期的跨境上市制度实践过程中积累了较为丰富的经验。美国跨境上市企业监管理念旨在实现吸引境外企业上市与向投资者提供保护之间的平衡。美国豁免制度的创设及不断完善映射出吸引境外企业与保护境内投资者之间的紧张关系。互认制度是美国在境外企业跨境上市监管领域中的创新和尝试。这些创新与实践对于我国相关法律制度具有一定的启发价值。

关键词:跨境上市 豁免制度 公司治理 互认制度

第二次世界大战之后,学者与业界人士皆认为美国是企业融通资本的“首善之区”。由于美国设有世界上最大且誉满全球的证券交易所,论者长期以来认为绝大多数跨国企业只能在此融资,而别无

* 本文系国家社科基金后期资助项目“全球并购背景下证券交易所法律制度改革研究”(17FFX036)的阶段性成果。

** 浙江财经大学副教授。

其他更好的选择。^[1] 概括地讲,境外企业进入美国证券市场有三种方式。第一种方式是将其股票放在场外市场(over-the-counter, OTC)进行交易。在这一方式中,境外企业不需要遵守 SEC 有关信息披露的相关规定,因此受到 SEC 的监管也不多。^[2] 正因如此,它不可能如同公开募集股份那样能领略到美国整个资本市场的巨大能量与魅力。第二种途径是采取私募(private placements)的方式进入美国证券市场。私募之所以称为“私”,是因为机构投资者所认购的企业份额不能在诸如 NYSE 这样的二级市场公开、自由交易,而只能在合格的机构投资者之间转让。按照法律对这一方式的要求,除了遵守美国有关私募的相关程序规定之外,它也无须达到 SEC 有关信息披露的相关规定。第三种方式是公开发行业证券并上市交易。这一方式要求上市企业在 SEC 处对其证券予以登记。通常而言,登记包括如下几类重要事项:对企业资产及业务的表述;对用于销售的证券的描述;公司管理层的基本信息;独立审计师认证的财务报表。^[3] 可以说,境外企业进入美国市场公开发行业证券并上市交易是受 SEC 监管最严,同时也是遵守相关规定最多的融资方式。如无特别说明,本文所阐述的跨境上市就是指第三种方式。

一、跨境上市:美国证券监管理念的变迁及启示

(一) 第一阶段:孤立主义的做法

从 20 世纪 30 年代到 70 年代末,SEC 对境外企业跨境上市以及其向美国投资者销售证券的行为采取了“孤立主义”(isolationist approach)的态度。当然,对于这一种所谓的“孤立主义”态度不应抱有偏见的看法,因为每一个国家都有权利这样做。正如学者所言,“美国

[1] Chris Brummer, *Post-American Securities Regulation*, 98 Cal. L. Rev. 327.

[2] Hannah Buxbaum, *Regulating Corporations: Who's Making the Rules*, 97 Am. Soc'y Int'l. L. Proc. 269.

[3] U. S. Securities and Exchange Commission, *The Laws That Govern the Securities Industry*, available at <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>.

证券法和监管理念享有相对独立发展的自由现象贯穿于美国 SEC 发展史的大多数时间”。〔4〕换句话说,在《1933 年证券法》通过并实施的四十年余年间,SEC 的基本态度是,境外企业进入美国证券市场应当遵循 SEC 所出台的相关规则。此外,在涉及证券欺诈领域,SEC 也积极主张应适用美国法律。〔5〕可见,包括美国在内的绝大多数国家,证券立法对证券发行及交易行为的规制采取的孤立主义做法实际上等同于“属地主义”(territorial)理念。〔6〕从本质上讲,“孤立主义”做法是一国(地区)法律的域外适用。美国在这一阶段之所以拥有如此足够的底气,原因是其在当时条件下独一无二的优越性。也就是说,那些打算在美国资本市场募集资本的境外企业,一来看中美国资本市场巨量的资金;二来看中诸如 NYSE 等大型证券交易所具有的广告效应。所有这些优势,是那个年代其他国家所望尘莫及的。

美国有关境外企业的法律规范主要来源于 1977 年 SEC 提出的境外企业适用 Form 20 - F 以及境内企业与境外企业适用统一信息披露规则的建议,尽管此前的 1964 年、1967 年及 1976 年也有其他的相关规则出台。〔7〕在这一建议通过之前,SEC 曾向社会征求意见。反馈的意见大多认为,这一做法将会增加境外企业信息披露的成本,从而阻碍美国资本市场国际化的步伐。对于这些批评和反对声音,SEC 认为它们与公众投资者的利益不符,“反映的是直接受其影响的境外企业、证券交易所以及证券经纪人的观点,而不是公众投资者的意愿”。〔8〕在如上观点的影响下,SEC 最后通过了境内企业与境外企业采用相同信息

〔4〕 Kenneth B. Davis, *The SEC and Foreign Companies - A Balance of Competing Interests*, Social Science Electronic Publishing, Vol. 71, 2010.

〔5〕 Roberta S. Karmel, *The Securities and Exchange Commission Goes Abroad to Regulate Corporate Governance*, 33 *Stetson L. Rev.* 849. 例如,美国有的判例认为当美国投资者持有英国公司股份 2.5% 时,美国反欺诈条款可适用。还有判例认为,如果违反证券法律的行为对美国产生实质性影响,无论该交易是否发生在美国,地区法院都具有管辖权。

〔6〕 Chris Brummer, *Stock Exchanges and the New Markets for Securities Laws*, 75 *U. Chi. L. Rev.* 1435.

〔7〕 Steven M. Davidoff, *Rhetoric and Reality: A Historical Perspective on the Regulation of Foreign Private Issuers*, 79 *U. Cin. L. Rev.* 619 (2010).

〔8〕 *Id.*

披露制度的规则。在学者看来,SEC 这一处理方式旨在确保美国境内企业在面对国际对手时保持足够竞争力。^[9]

(二) 第二阶段:国际化的做法

1979年,针对境外企业在美证券市场发行证券和上市交易行为,SEC 设计通过了新型的信息披露方式——Form 20-F。在这一时期,基于商业及政治等因素的考量,SEC 的做法开始趋向于国际化做法(internationalist approach)。^[10]就境外企业在美跨境上市而言,SEC 采取逐渐开放的做法的重要原因是,在这一时期,随着欧盟证券市场的迅速发展,美国政府已发现包括英国在内的证券市场逐渐与美国形成竞争关系。同时,出于英国国有企业私有化过程中在美国证券市场融资的考虑,提供友好、国际化的信息披露制度也是极为必要的。^[11]

同时,推动 SEC 对境外企业跨境上市态度变化的其他因素还包括,SEC 与国外证券监管者合作的逐渐密切、以国际证监会组织(the International Organization of Securities Commissions, IOSCO)为代表的国际组织的出现以及国外政府在推动新型信息披露制度方面所做的努力等。^[12]在这段将近二十年的时间里,SEC 修改了有关境外企业在美发行证券和上市等方面的相关规定,对境外企业采取了更加开放的态度,使其更趋于国际化。正是由于采取了这些友好的措施及开放的态度,这一时期境外企业在美跨境上市数量激增。根据统计数据,1995年在 NYSE 上市的境外企业数量为 246 家,至 2004 年增加到 459 家,2013 年增加到 519 家。

(三) 第三阶段:单边主义做法

以 2002 年 SOX 法的通过为重要标志,SEC 开始对境外企业的监管转向单边主义的做法(unilateralist approach)。^[13]该法案几乎毫无差别地在境外企业、境内企业间统一适用。以该法案为典型标志,美国联

[9] 同注[7]。

[10] Roberta S. Karmel, *The Securities and Exchange Commission Goes Abroad to Regulate Corporate Governance*, 33 *Stetson L. Rev.* 849.

[11] 同上。

[12] 同上。

[13] 同上。

邦议会的态度非常明朗,无论是境内企业还是境外企业,一律适用统一的信息披露制度和公司治理规则。尤其是该法第 404 条的规定,给企业施加了诸多新要求 and 条件。^[14] 由于给企业在遵守相关公司治理条款方面增加了诸多成本,因此在一定程度上影响了境外企业在美上市的积极性。美国立法者的这一单边主义做法招致了包括欧洲国家在内的各个国家(地区)的强烈反对和不满。尽管在该法案颁行之后的很长一段时间里,SEC 通过豁免制度对境外企业的特殊性作出过一些补充性规定或变动,但这种努力的效果似乎微乎其微。正是这一态度上的转变带来不小的负面影响,导致前一阶段高新技术企业疯狂上市的局面不再,更多的中小企业不再选择在美国上市。

在某种程度上,SEC 自信地认为美国有关公司治理的标准远优于其他国家,其有关公司治理的做法与经验也远优于其他国家,因此希望将其做法强加给其他国家。^[15] 实际情况是,与境内企业相比,在美国跨境上市的境外企业在公司治理方面具有自身的特殊性。对于这一点,SEC 恐怕不会无知(早先就在很大程度上秉承了尊重他国公司治理制度的做法)。实际上,当 SEC 在思考有关公司治理问题时,它已提及境内企业与境外企业在信息披露以及公司治理方面的差异。但非常遗憾的是,SEC 似乎就此止步,并没有进一步深入思考并采取相应的得当措施巧妙应对这一问题。“SEC 对向美国投资者揭示境外公司治理差异可能易受文化影响的有意义方法不感兴趣;它也没有对境外公司治理体系演化以及本国信息披露问题加以反思;假如演化存在,它也没有思考其对境外企业治理及信息披露的基本立场。”^[16] 针对美国立法者及 SEC 所采取的这一“倒退”做法,麦肯锡咨询公司(McKinsey & Companies)就给出过这样的建议:“豁免那些已经遵守美国 SEC 制定

[14] Joseph A. Grundfest & Steven E. Bochner, *Fixing 404*, 105 Mich. L. Rev. 1643 (2007); Peter Iliev, *The Effect of SOX Section 404: Costs, Earnings, Quality, and Stock Prices*, 65 J. FIN. 1163 (2010).

[15] Roberta S. Karmel, *The Securities and Exchange Commission Goes Abroad to Regulate Corporate Governance*, 33 Stetson L. Rev. 849.

[16] James A. Fanto, *The Absence of Cross-cultural Communication: SEC Mandatory Disclosure and Foreign Corporate Governance*, 17 Nw. J. Int'l L. & Bus. 119.

并通过的公司治理规则的境外企业适用 SOX 的相关规定。”^[17]

(四) 第四阶段:面向未来

针对学者对 SOX 法的强烈批判,SEC 也在综合各种意见的基础上,经过反复研究,表达了自己的观点和做法。这些做法主要包括如下几个方面:第一,SEC 延迟执行 SOX 法第 404 条,让境外企业充分了解相关规定,以有充分的时间准备。第二,有关跨境并购要约、互换要约、权益要约以及商业合并的规则都予以软化,以给上述行为提供尽可能的方便。第三,制定允许境外企业注销或退市的规则。第四,允许境外企业使用 IFRS 做出法律要求的公司报告。^[18] 针对 SEC 的如上行为,有学者做出这样的评价:“SEC 与三十年前的规则制定做法已相去甚远。在那个时候,基于个人投资者利益保护的考虑,它要求境外企业上市适用美国 GAAP 强加的各种实质性条件。这是 SEC 抛弃境外企业与境内企业适用同样信息披露规则以保持境内企业竞争优势做法的结果。同样,在资本全球化背景下,试图保有这些壁垒和障碍变得举步维艰。”^[19] 在此之后的诸多规则制定上,皆体现出了 SEC 友好对待境外企业,在最大限度上为其提供方便的进步。正如在是否必须适用美国 GAAP 规则这一问题上,SEC 态度的转变以及给出的理由就很能说明问题。“基于投资者保护与境外企业公平参与竞争的双重考虑,SEC 形成了其平衡两种政策诉求的协调考虑:一方面,当投资者做出投资决定时需要了解同一类型的基本信息,无论是境外企业还是境内企业;另一方面,需要保护投资包括境外证券等在内的证券的公众利益。投资者需要了解同一类型基本信息,表明境外企业与境内企业需遵守同样的信息披露要求。然而,如让境外企业遵守境内企业所遵守的那些信息披露规则,有可能阻却它们在美国资本市场上募集证券的行为。果真如此,这将剥夺美国投资者的投资机会,进而迫使他们在境外资本市

[17] Michael R. Bloomberg & Charles E. Shumer, *Sustaining New York's and The US' Global Financial Services Leadership* (2007), available at http://www.nyc.gov/html/om/pdf/nyreport_final.pdf.

[18] Steven M. Davidoff, *Rhetoric and Reality: A Historical Perspective on the Regulation of Foreign Private Issuers*, 79 U. Cin. L. Rev. 619 (2010).

[19] *Id.*

场购买境外证券,而那时的信息披露要求将会低于 SEC 的要求。”^[20]

(五) 证券监管理念变迁的启示

从证券监管理念的变迁可以管窥到全球经济贸易往来的规律与趋势,尤其是美国贸易政策的变化。换句话说,在某种程度上,证券监管理念的变化也就代表着美国对待全球贸易基本策略的变化。在推崇全球化的时期,美国会尽其所能推动全球贸易发展,因此它积极鼓励境外企业在美上市,此时相关的证券监管手段及规则也会变得缓和;当维护美国本国利益成为最高理念时,美国同样会将“全球化”抛之脑后,在极力维护本国利益方面极尽各种可能的手段和方式,此时相关的证券监管手段及规则将会变得严格。目前特朗普政府的做法充分反映了这一点。当然,这一做法无可厚非,因为几乎所有涉及他国的法律制度都是以本国利益为重心和出发点的。

就美国而言,梳理境外企业在美跨境上市监管理念的变化可以发现,“在 SEC 设立的早年,竞争与平等相互伴随,以确保境内企业与境外企业所适用的规范相同。现如今,以全球化之名的竞争已演变成一种对境外企业监管制度松绑而不顾及境内企业的运动”^[21] 换言之,“在没有强大反对声音的情况下,利益集团推动 SEC 赞同对境外企业‘去规制化’进程。这不同于 1977 年,那时 SEC 不能忽视公众利益”^[22] 无论是权威研究机构还是学者,针对美国资本市场竞争力每况愈下的局面,几乎提出了同样的建议,即采取有效的措施以力图挽回颓势。在这一呼号中,弱化对境外企业的监管成为提升其竞争力的重要手段。与此同时,保护个人投资者以及国内其他利益主体的需求,将会在一定程度上削弱这一地位或者强化监管。然而,提高竞争力的需求毫无疑问又将会影响上述权益。^[23] 简言之,SEC 所做的所有一切,

[20] *Acceptance from Foreign Private Issuers of Financial Statements Prepared In Accordance with International Financial Reporting Standards Without Reconciliation to GAAP*, Securities Exchange Act Release No. 8818 (Jul. 2, 2007), available at <http://www.sec.gov/rules/proposed/2007/33-8818.pdf>.

[21] Steven M. Davidoff, *Rhetoric and Reality: A Historical Perspective on the Regulation of Foreign Private Issuers*, 79 U. Cin. L. Rev. 619 (2010).

[22] *Id.*

[23] *Id.*

都旨在努力找寻“既能吸引境外企业前来上市，又能给投资者提供足够保护的规则的平衡点”。^[24]

二、豁免条款：在美跨境上市境外企业监管手段的创设及反思

（一）豁免条款的产生及原因分析

假如某一外国汽车生产商在美国销售其所生产的汽车，毫无疑问，它应当符合与美国国内汽车生产商一样的产品责任标准。那么，为什么境外企业在美国跨境上市却能在很大程度上豁免诸多法律规范呢？对于这一问题，一个可能且让人满意的回答是“特定社会整体法律框架下的公司治理特殊性使然”。^[25] 申言之，当用法律手段规制企业所生产的产品时，没有必要对生产商的企业治理问题进行干预；然而，对那些跨境上市的境外企业而言，如毫无区别地在境内企业与境外企业之间适用同样的法律规则，则会有漠视境内企业与境外企业在公司治理领域存在较大差异这一重要事实之嫌。简单地讲，公司治理与一国的文化息息相关。

另外，按照学者的观点，SEC 之所以制定豁免条款，主要基于如下几点考虑。^[26] 第一，早期制定豁免条款是由于 SEC 制定规则的“惯性”或者说“惰性”。换言之，起先由于境外企业数量较少，没有必要制定特殊的适用于境外企业的另行规则。第二，出于吸引境外企业在美国上市的考虑，同时在调整境外企业方面也确实存在某些冲突及其他法律问题。第三，特殊利益团体的推动与游说。第四，SEC 试图保持其在

[24] Id. 学者与研究机构普遍认为在过去的二十年间，美国资本市场的竞争力每况愈下。Michael R. Bloomberg & Charles E. Schumer, *Sustaining New York's and the U. S. 'Global Financial Services Leadership* (2007); Comm. on Capital Mkts. Reg., Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation (2006); U. S. Chamber of Comm., *Capital Markets, Corporate Governance, and the Future of the U. S. Economy* (2006).

[25] Kenji Taneda, *Sarbanes - Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation* (2003), Colum. Bus. L. Rev. 715.

[26] 具体负责的机构是国际公司金融办公室 (Office of International Corporate Finance)。

美国以及国际证券监管与调整上的地位,需作出一定的努力。^[27] 以下将对其进行具体的阐述与分析。

20世纪30年代的美国,境外企业数量较少,因此,《1933年证券法》《1934年证券交易法》在出台之时并没有刻意地区别对待境内企业与境外企业。当然,应当提及的是,美国政府在这个时候已经发现境外企业尤其是境外政府发行证券可能带来的严重影响与不利损害。1929年美国发生经济大萧条,其中不能忽视的重要原因是缺乏有效规制证券市场交易的法律规范。^[28] 在充分调研的基础上,美国联邦议会制定了相应的证券法律制度。在这一过程中,议会已经对境外企业以及外国政府发行证券造成的不利影响引起了一定的重视。正是看到了这一点,在《1933年证券法》第二部分制定了适用于国外政府发行证券以及境外企业发行证券的法律规定,然而这些规定与境内企业所适用的规范并无二致。1935年,也就是在《证券交易法》颁布的第二年,成立不久的SEC发现,境内企业与境外企业适用完全同一的规则似有生搬硬套之嫌。鉴于此,当年就通过了适用于境外企业的豁免条款。可以说,这是适用于境外企业豁免条款的开端。

随着在美跨境上市的境外企业数量增加,同时为了吸引更多的境外企业前来上市,立法者与SEC就境内企业与境外企业在公司治理差异性问题上作过一些思考,在它们看来,“境外企业在其母国往往受到不同信息披露与公司治理规定的约束”,^[29] 因此不应过度干预。基于这一理念,SEC也陆续出台了若干豁免条款。随着豁免条款的不断增多,集腋成裘,最终形成了与适用于境内企业的法律规范存在较大差异的专门适用于跨境上市的境外企业的豁免条款制度体系。正如学者所言,“在美国存在两类投资者权益保护体系:一类是适用于境内企业的

[27] James A. Fanto, *The Absence of Cross-Cultural Communication: SEC Mandatory Disclosure and Foreign Corporate Governance*, 17 Nw. J. Int'l L. & Bus. 119.

[28] Kenji Taneda, *Sarbanes - Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation* (2003), Colum. Bus. L. Rev. 715.

[29] *Id.*

严格制度;另一类是适用于境外企业相对宽松的制度”〔30〕究其根本,豁免条款的产生不外两个方面的原因。

1. 尽量避免干预境外企业的治理结构

如上所述,相较于信息披露制度,对境外企业治理结构提出新要求无疑会增加境外企业跨境上市的制度成本。也就是说,企业的内部治理结构深受当地历史、文化以及政治的影响,存在较大差异在所难免〔31〕如若按照对待境内企业的标准要求境外企业披露全部的信息,则将会使境外企业不能承受信息披露之重。正如学者所说,“一个经常批判美国证券监管制度的观点认为,美国信息披露文件的准备过于昂贵、困难,因为事无巨细都需要披露”〔32〕举例来说,英美法系国家企业中的股权普遍呈现分散(*dispersed ownership*)的特点,但是来自大陆法系国家的企业多具有股权集中(*concentrated ownership*)的特点,当大陆法系国家的企业在英美法系证券市场跨境上市时,应遵守针对股权结构分散型企业所制定的公司治理要求,而这些要求强加给股权集中型企业时则会造成某些冲突与矛盾。“当跨境上市企业适用股份分散的国家法律时,在母国法采取措施进行股权结构改变前,它在适用上市法律时将承担较大的成本。”〔33〕

正是基于这一考虑,证券交易所往往也对跨境上市的境外企业在治理结构问题上“网开一面”。在这里,以上市规则为例进行说明和分析。在证券市场中,上市规则(*listing standards*)由 NYSE 首创,旨在打造“高品质的品牌”。与开始仅涉及财务信息披露不同,自 20 世纪初开始,上市规则中开始出现对公司治理标准的规定。所有这些试图保护投资者权益而对公司治理提出的要求都远高于美国各州公司法的规定。值得注意的是,美国的证券交易所制定的上市规则对境外上市

〔30〕 Donald C. Langevoort, *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, 95 Va. L. Rev. 1025.

〔31〕 Larry E. Ribstein, *Cross-listing and Regulatory Competition*, 1 Rev. L. & Econ. 97 (2005).

〔32〕 Howell E. Jackson, Eric J. Pan, *Regulatory Competition in International Securities Markets; Evidence from Europe - Part II*, 3 Va. L. & Bus. Rev. 207 (2008).

〔33〕 Larry E. Ribstein, *Cross-listing and Regulatory Competition*, 1 Rev. L. & Econ. 97 (2005).

均采取了豁免的做法。缘何 SEC 同意在境内企业与境外企业适用上市规则上采取差别化对待的办法? 在学者看来, 主要原因是 20 世纪 80 年代在美国证券交易所上市交易的境外企业数量相对较少。如果按照适用于境内企业的规则调整境外企业的话, 则有可能不利于境外企业在美跨境上市。^[34] 而且, 还有一个非常重要的方面不能忽视, 就是文化的差异, “如果境外企业认可无投票权股票或者它们认为审计委员会与绝大多数大陆法系国家双层董事会结构不一致的话, 相较于对境内企业的公司治理规定而言, SEC 以及 NYSE 要求这些企业适用本国公司治理标准则没有正当性的基础”^[35]

简言之, 公司治理的差异性决定了不能盲目地适用同一法律的所有规定。也就是说, “要求境外企业适用内部治理规则时应充分考虑到境外企业与境内企业在法律规制核心方面的诸多差异”^[36] 从中可以发现, 豁免条款的存在有其合理根基这一点是毋庸置疑的。

2. 注重公司信息披露问题

按照“约束理论”的基本观点, 相较于企业的内部治理问题, 信息披露对跨境上市企业而言更为重要。在获得充分信息的基础上, 投资者才能对是否向企业投资做出正确的判断。^[37] 根据“有效市场假说”的观点, 只要充分披露相关信息, 股票价格就可以有效地反映股东权利保护的水平。依照这一逻辑, 为了不断减少融资的成本, 境外企业有动力强化对股东权利的保护。在信息披露制度建设上, 相较于其他国家, 美国最为完善, 无论是在信息披露具体制度的规定方面, 还是在制度执行以及救济方面皆是如此。正如学者所称, “相关研究发现, 在美跨境上市的境外企业确实在信息披露方面优于未在美国上市的同类企业”^[38]

[34] John C. Coffee, Jr., *Racing towards the Top?: The Impact of Cross-listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, 102 Colum. L. Rev. 1757.

[35] Id.

[36] Larry E. Ribstein, *Cross-listing and Regulatory Competition*, 1 Rev. L. & Econ. 97 (2005).

[37] Id.

[38] Tarun Khanna et al., *Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting with U. S. Markets*, 42 J. ACCT. RES. 475 (2004).

如前所述,公司治理规则与信息披露制度之间存在一定的差别。因此,要实现法律在境内企业与境外企业间的平等适用,一个符合逻辑的办法是剔除那些与公司治理相关的内容。也就是说,“旨在提高对投资者信息披露质量的证券法特定条款,应当同等适用。假如特定条款主要针对在美国普遍存在的公司治理问题,就境外企业而言,SEC 则应当豁免这些条款”^[39] 申言之,信息披露制度的目的是方便重大信息的自由披露,从而让投资者掌握更全面的信息。从这一角度来看,境外企业同样应当向投资者提供其财务状况、风险因素、未来前景等信息。可见,在这一领域不能设置豁免条款,否则,境外企业“由此产生的特殊管理成本要超过其可能获得的收益”^[40] 另外,那些用于调整公司治理结构的相关规则,适用于跨境上市的境外企业则可能带来较大的成本支出。因此,当其在美国跨境上市时,证券法有关公司治理的规则应当予以豁免^[41] 当然,需要注意的是,尽管公司治理与信息披露之间的界限并非绝对明晰,但是二者间的大概界限却是存在的。“在决定是否适用豁免条款时,要判断这一规定主要是纠正公司治理中出现的特定不足,还是仅作为一种信息披露机制。”^[42]

(二) 豁免条款制度体系的逐渐形成与不断完善^[43]

1. 20 世纪 30 年代

为应对 1929 年发生在美国的“经济大萧条”,作为罗斯福新政重要内容的《1933 年证券法》是提振投资者信心的重要举措之一。在学者看来,“经济大萧条”的出现与缺乏有效的证券监管不无关系。为弥补监管上的漏洞,《1933 年证券法》主要应对“发行人、承销商、高管、董

[39] Kenji Taneda, *Sarbanes - Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation* (2003), Colum. Bus. L. Rev. 715.

[40] Id.

[41] Id.

[42] Id.

[43] 钱穆先生在《中国历代政治得失》中说道:“要讲某一代的制度得失,必需知道此制度实施时期之有关各方意见之反映。这些意见,才是评判该项制度之利弊得失的真凭据与真意见……我将称之曰历史意见。”“而后代人单凭后代人自己所处的环境和需求来批评历史上已往的各项制度,那只能说是一种时代意见。……我们不单凭时代意见来抹杀以往的历史意见。”“我们此刻重视这些历史意见,其意正如我们之重视我们自己的时代意见般,这两者间,该有精义相通。”

事、控股股东以及发行收益的使用等问题”,对发行人相关信息披露则没有规定。1934年通过的《证券交易法》则主要对发行人定期报告、管理层薪酬以及自我交易等方面的信息披露作出规定。^[44]在如上两部规制证券相关行为的法律中,联邦议会并没有针对境外企业适用豁免条款的打算。相反,在立法者看来,如同境内企业一样,境外企业引发了诸多问题,也成为立法所重点关注的对象。如学者所说,“境外证券,尤其是外国政府证券的买卖与交易泛滥,在1929年证券市场崩溃后,这些证券多数一文不值,这一倾向使政府确信不能免除证券法律对它们的适用”。^[45]简言之,在“经济大萧条”的背景下,无论是境内企业还是境外企业,都成为美国联邦议会议会所重点规制的对象,二者在适用法律上并无二致。

然而,依据《1934年证券交易法》授权设立的SEC很快就出台了针对境外企业适用本国法律的特别规定——豁免条款。1935年,SEC对境外企业豁免了《证券交易法》中有关代理投票条款(第14条)及有关6个月内成交所获得收益报告条款的适用(第16条)。另外,SEC考虑到境外企业在美国证券交易所交易的股票数量相对较少,从而不会对美国证券市场造成太大影响。^[46]基于此,SEC才出台了如上的豁免条款。按照学者的看法,尽管SEC很快制定了适用于境外企业的豁免条款,但是它并没有花费太多的精力去思考、研究和分析境外企业自身的特殊问题。^[47]

[44] Kenji Taneda, *Sarbanes - Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation* (2003), Colum. Bus. L. Rev. 715.

[45] James A. Fanto, *The Absence of Cross-cultural Communication: SEC Mandatory Disclosure and Foreign Corporate Governance*, 17 Nw. J. Int'l L. & Bus. 119.

[46] 有学者指出,1933~1954年,在美国交易的境外证券数量极少。See John R. Stevenson, *Legal Aspects of the Public Offering of Foreign Securities in the United States Market*, 28 Geo. Wash. L. Rev. 194 & n. 5 (1959). 例如,1936年在美国交易的境外证券中,股票市值仅为7000万美元,而债券市值则达8亿美元。See James A. Fanto, *The Absence of Cross - cultural Communication: SEC Mandatory Disclosure and Foreign Corporate Governance*, 17 Nw. J. Int'l L. & Bus. 119, n. 86.

[47] James A. Fanto, *The Absence of Cross-cultural Communication: SEC Mandatory Disclosure and Foreign Corporate Governance*, 17 Nw. J. Int'l L. & Bus. 119.

2. 20 世纪 60 年代

1964 年,美国联邦议会经投票决定修改《1934 年证券交易法》,这次修法增加了 12(g) 条款,该条款要求将企业报告制度适用于那些没有在证券交易所上市交易但其资产和股东数量超过最低额度的企业(境外企业全球范围内的股东数量超过 500 人,其资产总额达到 50 亿美元,同时美国股东超过 300 人)。实际上,这一规定主要是针对在海外市场交易的企业,使其同样需要按照法律的规定向 SEC 定期报告相关事项。针对这一条款,联邦议会发现它有可能对未向 SEC 注册登记的境外企业产生消极影响,因此首次明确赋予了 SEC 制定相关豁免条款的权力。同时,SEC 也对这一问题高度关注,“因为美国投资者在境外券商的投资逐渐增加,自其诞生以来,SEC 不得不第一次认真对待境外企业在美的现状问题,同时也不得不注意其母国公司治理与信息披露制度。面对这一新情况,SEC 采取了极为谨慎的态度”^[48]。不久,SEC 制定 12g3-2(b) 豁免条款予以应对,该条款同样适用于在美国证券交易所公开交易或公开发行股票的境外企业,^[49]同时,它应满足如下几个条件:第一,向 SEC 提出适用豁免制度的申请;第二,向 SEC 提供其已根据母国法律要求向证券交易所提交或已向证券持有人发布的特定信息。“SEC 不愿意将美国公司治理要求拓展到那些已在美国证券市场融资的境外企业信息披露当中去。”^[50]

在这一时期,随着欧洲证券市场的不断发展,它们已对美国构成实质性的挑战。1964 年,肯尼迪政府担心美国企业在融资方面处于劣势,于是建议美国联邦议会通过了《利益均衡法》(*Interest Equalization Act*)。该法试图借助税收的方式使境外企业处于不利地位,从而达到保护境内企业发展的目的。另外,为了清除美国境内企业在境外融资方面的障碍,SEC 制定规则要求只要不“特别指向美国在海外的国家

[48] Id.

[49] Kenji Taneda, *Sarbanes - Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation* (2003), *Colum. Bus. L. Rev.* 715.

[50] James A. Fanto, *The Absence of Cross-cultural Communication: SEC Mandatory Disclosure and Foreign Corporate Governance*, 17 *Nw. J. Int'l L. & Bus.* 119.

利益”,将不对美国企业的离岸融资进行管辖。^[51] 这些措施本来试图巩固、提高美国境内企业在证券市场中的地位,然而出乎意料的是,上述措施却在很大程度上使企业开始转向包括伦敦等在内的欧洲证券市场,进一步提升了其对美国证券市场挑战的实力。面对这一不利局面,SEC真切感受到来自国际证券市场的巨大压力,为了有的放矢地应对挑战,SEC于1973年专门成立了“国际金融办公室”(Office of International Finance),研究并应对伦敦等证券交易所给美国证券市场带来的威胁。犹如学者所言,“SEC从来没有像现在这样意识到,其监管活动应当从国际视野的角度去分析”。^[52] 尽管如此,在SEC看来,美国的公司治理结构以及信息披露制度是最优的,是其他国家所学习的样本。^[53] 可以说,这样的一种观念与看法是根深蒂固的,至少在那个年代是这样的。

3. 20世纪70年代末至80年代初

20世纪70年代,有两个重要事件对SEC制定针对境外企业的政策发挥了重要作用:第一,与公司有关的贿赂丑闻使人们更加关注公司治理问题;第二,“有效市场假说”成为指导SEC从事证券监管事务的重要理论根据。以下将对这两个重要事件予以详细阐释。在这一时期,美国发生了一连串非法使用公司资金贿赂境外官员的事件,如美国一家航太工业公司Lockheed曾向日本政府行贿以获取上市机会。这些性质恶劣的事件使人们对有关公司治理的立法是否发挥其应有作用产生了疑问。针对这些影响恶劣的事件,SEC迅速做出反应并采取了一系列举措:在有关代理投票权征集的年度报告中增加了更多的信息披露要求;要求NYSE针对上市公司增加设立独立审计委员会的规定。^[54] 作为公司治理改革的重要组成部分,SEC在1976年建议修改适用于境外企业

[51] Kenji Taneda, *Sarbanes – Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation* (2003), Colum. Bus. L. Rev. 715.

[52] Id.

[53] James A. Fanto, *The Absence of Cross-cultural Communication: SEC Mandatory Disclosure and Foreign Corporate Governance*, 17 Nw. J. Int'l L. & Bus. 119.

[54] Kenji Taneda, *Sarbanes – Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation* (2003), Colum. Bus. L. Rev. 715.

的报告表格——Form 20 和 Form 20 - K。在 SEC 看来,“不断改善的境外企业信息披露可以促进资本在各国之间的自由流通”。^[55] 同时,也是改善“需要向 SEC 定期报告的境内企业相对于境外企业的不利地位”,进而提高境内企业的竞争力的重要举措。^[56] 修改后的新报告表格 Form 20 - F 是注册文件与年度报告的结合体,同时也是境外企业信息披露的核心内容,它与境内企业公司治理相关信息的披露相一致,同时要求详细披露每一高管、董事的个人过往经历及具体薪酬情况。^[57]

就第二个方面而言,经济学家尤金·法玛(Eugene F. Fama)1970年提出了“有效市场假说”(efficient markets hypothesis)。该假说认为:“如果在一个证券市场中,价格完全反映了所有可以获得的信息,那么就称这样的市场为有效市场。”^[58] 根据“有效市场假说”之一的“半强式有效市场假说”(semi-strong-form market efficiency)的观点,证券市场能迅速获取公司披露的最新信息。受到这一理论观点的影响,1979年SEC强化了“软信息”(如管理层对公司预期的收益及未来规划的讨论)的披露。在SEC看来,通过加强信息披露的精确性、全面性,可以大大提升市场的有效性。^[59]

仍是受到这一理论的影响,1982年SEC引入“一体化信息披露制

[55] Steven M. Davidoff, *Rhetoric and Reality: A Historical Perspective on the Regulation of Foreign Private Issuers*, 79 U. Cin. L. Rev. 619 (2010).

[56] Id.

[57] Kenji Taneda, *Sarbanes - Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation* (2003), Colum. Bus. L. Rev. 715.

[58] 有效资本市场假说有三种形式:(1)弱式有效市场假说。该假说认为在弱式有效的情况下,市场价格已充分反映出所有过去的证券价格信息,包括股票的成交价、成交量、卖空金额、融资金额等。(2)半强式有效市场假说。该假说认为价格已充分反映出所有已公开的有关公司营运前景的信息。这些信息有成交价、成交量、盈利资料、盈利预测值、公司管理状况及其他公开披露的财务信息等。假如投资者能迅速获得这些信息,股价应迅速作出反应。(3)强式有效市场假说。强式有效市场假说认为价格已充分反映了所有关于公司营运的信息,这些信息包括已公开的或内部未公开的信息。

[59] Kenji Taneda, *Sarbanes - Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation* (2003), Colum. Bus. L. Rev. 715. Safe Harbor Rule for Projections, Securities Act Release No. 6084, [1979 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) pp. 82, 117 (Jun. 25, 1979).

度”(integrated disclosure system)与“储架注册制度”(shelf registration)。长期以来,无论是境外企业还是境内企业,要公开发行证券或者在证券交易所上市交易,需根据 SEC 提供的多种表格提出申请,随着 SEC 提出的要求不断增加,需提交的表格与材料也变得繁多起来,无形中给企业增加了不少的成本。正如 SEC 自身所反思的,“不断增加的信息披露要求将导致境外企业不再前往我们的证券市场融资”。^[60] 基于此,提供更加实用、恰当、便捷的信息披露方式确有必要。在 SEC 看来,至少对于那些早已在美国证券交易所上市交易已久的优质企业而言,其目前市场价格中已包含了与其相关的信息。因此,SEC 允许在发行新股时只需援引早已在年度报告中披露的信息即可,无须要求它再次全部披露。换言之,“改革现状不仅对于境外企业向投资者提供信息具有重要意义,而且可以改善国内证券市场,从而促进资本在各国间的流动”。^[61] 就境外企业而言,当其在美国证券市场发行证券时,可根据自身情况选择 Form F-1, Form F-2 和 Form F-3,从而调整其相关行为;同时,Form 20-F 视作证券交易过程中以年度汇报的方式对信息进行披露。综上,基于各种压力,SEC 不得不通过豁免条款的方式减少境外企业在美上市的成本,但在它看来,美国有关公司治理的规定最为先进,并试图通过设计新型制度用于境外企业信息披露的观点和理念并没有动摇。^[62]

4. 20 世纪 90 年代至 21 世纪初

在这十余年的时间里,面对全球商业以及证券市场空前发展的事实,SEC 针对境外企业制定了诸多变通适用的豁免制度予以应对。在很大程度上,这些豁免条款实际上是试图向境外企业提供更多的进入美国资本市场融资的渠道,从而构建可供境外企业进入美国资本市场的多样化选择“菜单”。从欧洲国家企业融资的角度来说,就可发现这一“菜单”方式自身具有的重要意义和价值。具体而言,这一“菜单”包括如下五种基本方式:第一,本国募集(local offering)。根据这一方式,

[60] James A. Fanto, *The Absence of Cross-Cultural Communication: SEC Mandatory Disclosure and Foreign Corporate Governance*, 17 Nw. J. Int'l L. & Bus. 119.

[61] Id.

[62] Id.

需要遵循本国有关信息披露的相关规定。第二,国际化方式募集(international - style offering)。采取这一方式的企业应当同时遵循本国信息披露规则和欧洲市场相关实践规则。第三,国际化募集之10b - 5 规则方式(international - style offering with Rule 10b - 5 letters)。根据这一方式,企业除了遵循国际化募集方式所应遵循的法律条件之外,还应当遵循 10b - 5 规则,并向 SEC 提交两份声明。第四,国际化募集之 144A 方式(international - style offering with Rule 144A letters)。根据这一方式,企业除了遵循国际化募集方式所应遵循的法律条件之外,还应当遵循 144A 的规定,并应向 SEC 提交一份声明。第五,国际化募集之公开发行(international-style offering with U. S. Offering Registered Under the Securities Act of 1933)。根据这一方式,企业除了遵守本国及欧盟相关规定之外,还应遵循美国有关公开发行的相关规定。这些新的方式不仅推动了美国资本市场不断繁荣,也在很大程度上提高了其对境外企业的吸引力。详言之,这些制度主要包括以下几个方面:

(1)144A 规则。

根据美国《1933 年证券法》第 5 条的规定,除非在 SEC 注册,任何人出售证券都属于非法行为。同时,该法第 4(2)条又规定发行人的交易如不涉及公开发行时,第 5 条则不予适用。这两条规定确立了美国公开发行与私募发行划分的基本法律依据。为了推动私募市场的发展,为“无须注册的证券形成流动性更好、更加高效的机构投资者转售市场”提供便利,1990 年 SEC 制定了 144A 规定,对私募证券的转售事项规定了“安全港”(safe harbor)制度。^[63] 该条款简化了企业向特定机构投资者发行证券的程序,并向该证券在二级市场中的交易提供“安全港”。^[64] 在学者看来,SEC 这一举措旨在为美国境内的机构投资者购买境外证券提供可能的便利。同时,这一条款也为那些不希望遵循《1933 年证券法》相关规定进行注册并提供相应材料的公开发行与上市交易规定的企业提供了便利的融资渠道。换言之,尽管与公开

[63] William K. Sjostrom, Jr., *The Birth of Rule 144A Equity Offerings*, 56 UCLA L. Rev. 409.

[64] Luis F. Moreno Trevino, *Access to U. S. Capital Markets for Foreign Issuers: Rule 144A Private Placements*, 16 Hous. J. Int'l. L. 159 (1993).

募集尚存在不少差异,但借助 144A 规则,企业无须遵守美国证券法律有关公司治理、审计以及 SOX 法的相关规定,而可以直接进入美国证券市场融资。可以说,在长期的实践中,这一方式已成为境外企业在美国资本市场融资的惯常方式。

(2) S 规章(Regulation S)。

1990 年,SEC 制定并通过了 Regulation S,对离岸(offshore)证券发行与交易提供了“安全港”。这一规定“允许境内企业与境外企业在美国境外销售证券而无须向 SEC 注册,主要遵循旨在防止该证券在美国境内转售的几个列举式条款即可”。^[65]与美国境内企业从事离岸发行证券行为相比,S 规章对境外企业在离岸市场发行证券所施加的条件极少。此外,在特定情况下,S 规章还允许使用 144A 规则在美国之外买卖离岸证券,从而提升境外企业发行证券的流动性。正是这两个条款的配合适用,大大增加了境外企业在美国资本市场融资的数量。

(3) 跨境信息披露制度(MJDS)。

如前所述,1991 年美国与加拿大之间签署跨境信息披露制度(multijurisdictional disclosure system, MJDS),这一举措在一定程度上为两国之间的证券发行与交易提供了诸多便利条件。根据协议的规定,Form 40 - F 取代 Form 20 - F 成为加拿大企业在美发行证券、上市信息披露所应主要遵循的方式。^[66]换言之,基于加拿大与美国在文化、法律制度等方面相似性的考虑,一国企业在对方国上市,无须遵守上市国的法律规定,只需遵守本国相关法律即可。这一制度开启了两国证券发行与交易的新篇章。

(4) 国际证监会组织(IOSCO)与国际会计准则(IAS)。

IOSCO 成立于 1974 年,其关注的重点是证券监管问题。尽管这一国际组织的相关规范并不具有强制性,但近年来,其所制定的相关制度

[65] Felicia H. Kung, *The Internationalization of Securities Laws: The Rationalization of Regulatory Internationalization*, 33 Law & Pol'y Int'l Bus. 443, 454 (2002). See also Roberta S. Karmel, *Will Convergence of Financial Disclosure Standards Change SEC Regulation of Foreign Issuers?*, 26 Brook. J. Int'l L. 485, (2000).

[66] SEC Forms for Applications for Registration of Securities on National Securities Exchanges and Similar Matters, 17 C. F. R. § 249.240f (2003).

得到了越来越多国家的认可和执行,国际影响力与日俱增。毋庸置疑,企业会计规则上遵循标准的不同以及由此产生的巨大差异是阻却境外企业前往美国证券市场上市的核心因素之一。^[67] 1999年,SEC决定启用IOSCO制定的国际信息披露规定(international disclosure requirements)取代非财务性的信息披露规定。SEC的这一行为具有较强的示范功能,其后,越来越多的国家采纳IOSCO的这一规定。国际会计标准委员会(the International Accounting Standards Committee, IASC)制定了“国际会计准则”(the international accounting standards, IAS),相对于IOSCO所制定的相关规则,后者对包括美国在内的诸多国家的影响力较小。在这一时期,美国SEC要求在美国证券市场上市的境外企业的财务报表要么自开始就采用GAAP,要么需与GAAP相协调一致。然而,欧盟宣布于2005年采用IAS标准,这对美国在是否认可适用这一规则的境外企业问题上产生了一定的压力。^[68]

(5) 要约收购豁免条款(tender offer exemptions)。

多年以来,境外企业为了避免美国证券法律的适用,通常想方设法排除美国证券持有者参与收购,因此导致美国投资者长期处于一种不利的地位。针对这一情况,在整个20世纪90年代,SEC采用逐一豁免的办法应对。1999年之后这一情况有所改观,SEC通过“要约收购豁免条款”,明确规定如美国投资者持有证券数量比例较少(占全部豁免的10%),美国证券法律有关信息披露的规定以及要约收购的规定可以豁免适用。^[69]

[67] Kenji Taneda, *Sarbanes - Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation* (2003), Colum. Bus. L. Rev. 715. Howell E. Jackson, Eric J. Pan, *Regulatory Competition in International Securities Markets; Evidence from Europe - Part II*, 3 Va. L. & Bus. Rev. 207 (2008). James A. Fanto & Roberta S. Karmel, *A Report on the Attitudes of Foreign Companies Regarding a U. S. Listing*, 3 Stan. J. L. Bus. & Fin. 51 (1997). Roberta S. Karmel & Mary S. Head, *Barriers to Foreign Issuer Entry into U. S. Markets*, 24 Law & Pol'y Int'l Bus. 1207 (1993).

[68] Kenji Taneda, *Sarbanes - Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation* (2003), Colum. Bus. L. Rev. 715.

[69] Cross - border Tender Offers, Business Combinations and Rights Offerings, Securities Act Release No. 7611, 64 Fed. Reg. 61,382 (Dec. 15, 1999).

(6)公平披露规章(Regulation FD)。

2000年,SEC通过了有关公平信息披露的规章 Regulation FD(fair disclosure),这一规定的目的是禁止企业在披露信息时存在选择性披露行为,即向诸如分析师及机构投资者提供实质性信息而不向公众公开这些信息。^[70] SEC出台的这一规定原本打算在境外企业与境内企业间同一适用,然而遭到了前者的强烈反对,于是,SEC最后不得不对境外企业暂时予以豁免。^[71]

综上,在SOX法出台之前,尽管联邦证券立法原本打算所有规定同等适用于境内企业与境外企业,事实上美国议会也坚持这样的观点,然而在现实中常遭遇境外企业及相关利益团体的反对、抵制。同时,境外企业的确与境内企业存在诸多差异,这也是不争的事实。多年来SEC不得不制定大量的豁免条款,日积月累,逐渐形成了适用于境外企业的另外一套法律规范体系。当然,不能忽略的事实是,随着世界经济一体化趋势不断强化,SEC在进行证券监管时无视境外企业的影响力显然也不现实。从20世纪70年代英国崭露头角,逐渐成为其竞争对手开始,随着时间的推移,竞争对手数量不断增加,而且实力也在不断强化。正如学者所言,“非常明显,SEC所面对的环境已发生根本性变化,任何一个大的境外企业退市都会给美国资本市场造成严重影响。任何新型监管制度出台都必须充分考虑到这一点”。^[72]

5.21 世纪初至今

2002年7月30日,SOX法迅速出炉以应对美国证券市场中因安然等公司破产所造成的恶劣影响。为了应对诸如管理层作假账、滥用公司资金等公司丑闻,该法主要目的在于强化公司治理结构。如前所述,它要求公司CEO/CFO对财务报表做出声明;所有在证券交易所上市的公司应当设立独立的审计委员会;禁止公司向董事或高管借贷;对临时财务报表的限制;对内部人在禁售期交易的限制等。就本文而言,

[70] Selective Disclosure and Insider Trading, Exchange Act Release No. 43154, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) pp. 86, 319 (Aug. 15, 2000).

[71] Kenji Taneda, *Sarbanes - Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation* (2003), Colum. Bus. L. Rev. 715.

[72] *Id.*

最值得关注的是,该法要求境内企业与境外企业同一适用该法,从而使境外企业在公司治理方面符合该法要求时必须付出大量的成本。尽管该法赋予 SEC 根据情况制定相应豁免制度的权力,但实际上 SEC 对境外企业豁免适用 SOX 法没有做过多的规定。^[73] 这一做法造成的直接后果便是 SOX 法有关境外企业的规定成了最具争议的焦点。人们之所以对此存在诸多质疑,重要原因源自“SOX 法借助 SEC 影响到了广泛的公司治理改革”。^[74] 而且,该法具有明显的“美国特色”,导致诸多境外企业无所适从。

(三) 监管者对待境外企业的复杂心态:对豁免条款的反思

在证券市场国际化背景下,吸引更多的境外企业前来上市融资成为促进一国证券市场发展的重要渠道。对此,有学者曾言:“世界经济全球化发展使 SEC 在考虑证券监管时应顾及其可能对境外企业所造成的影响。”^[75] 以美国为例,迫于其他国家争取境外企业上市资源的竞争压力,SEC 不得不尽力豁免境外企业对联邦证券法针对公司治理的条款以及由此衍生的繁冗规定的适用。可以说,在很大程度上,在美国证券市场上市的境外企业的数量积累与这些豁免条款本身对境外企业的吸引力存在正相关关系。也即,东道国为了继续保持其对境外企业的吸引力,不断制定更加有利于境外企业跨境上市的规则是一个有效的方式。^[76]

SOX 法通过之后,SEC 对境外企业公司治理尽量少干预的做法基本被终结。按照 SEC 原有的做法,SOX 应当对境外企业不予适用,至少应做出较大的调整、变通。但事实上,SOX 法几乎采取了对境内企业与境外企业在适用上“一视同仁”的做法。在学者看来,SOX 法之所以一反常态,是因为“境外企业数量的激增以及对投资与资本的国际

[73] 针对境外企业,该法第 306 条的规定所指的高管、董事仅指主要执行人员、财务主管、会计主管。

[74] Kenji Taneda, *Sarbanes - Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation* (2003), Colum. Bus. L. Rev. 715.

[75] Id.

[76] Larry E. Ribstein, *Cross-listing and Regulatory Competition*, 1 Rev. L. & Econ. 97 (2005).

竞争,使 SEC 仅将严格的法律规范适用于境内企业而不适用于境外企业的做法难以贯彻实施”。^[77] 也就是说,如果与证券活动有关的规定对境内企业不利,这些企业同境外企业在证券市场及相关产品展开竞争时就需要付出更多的成本。因此,它们会通过游说等方式,极力主张适用于境外企业的豁免条款应同样适用于它们自身。^[78] 如果这一逻辑是正确的,可以推断,颁布 SOX 法的 2002 年,在美国跨境上市的境外企业数量已达到足以引起立法者以及境内企业高度重视的程度。随着境外企业群体的成长与壮大,如果一味地适用“豁免条款”,则不利于维护境内企业在国内证券市场中的公平竞争。但是,如上所述,由于境外企业与境内企业在公司治理上的差异性长期存在,无视这些差异而盲目强调规则统一适用的观点,其合理性也颇值怀疑。事实表明,SOX 法无视上述差异的绝对化做法,在一定程度上对该国证券市场在境外企业眼中的吸引力造成了不利影响。

SEC 这种单纯以豁免条款应对境外企业在适用法律上可能出现的难处的做法并不科学、合理。正如上文所阐述的那样,不同国家在文化、政治、社会环境等方面的差异,导致由此形成的公司治理存在巨大差异。此时,假如 SEC 真切地为美国投资者考虑的话,在信息披露过程中就应当充分注重这种差异性。“假如存在不同的治理结构,应当更多地考察、理解其文化起源。”^[79] 换句话说,“SEC 对境外企业公司治理强制披露的历史表明,这一制度使境外企业向美国投资者提供的有关其公司治理信息意义十分有限。作为美国文化的产物,信息披露制度旨在披露对美国投资者而言重要的内容。历史表明了 SEC 依据法律规定不愿意调整对境外企业规制的基本做法。在它看来,唯一相关的公司治理信息就是美国强制信息披露规则所要求的内容,对于境外企业亦不例外。基于此,它坚持如下观点:在公司治理问题上,境外

[77] Roberta S. Karmel, *The Securities and Exchange Commission Goes Abroad to Regulate Corporate Governance*, 33 *Stetson L. Rev.* 849.

[78] Larry E. Ribstein, *Cross-listing and Regulatory Competition*, 1 *Rev. L. & Econ.* 97 (2005).

[79] James A. Fanto, *The Absence of Cross-cultural Communication: SEC Mandatory Disclosure and Foreign Corporate Governance*, 17 *Nw. J. Int'l L. & Bus.* 119.

企业如同境内企业一样,应满足同样的信息披露要求”^[80] 自 20 世纪 30 年代至今,尽管 SEC 制定了数量惊人的豁免条款,但事实上,尽管由于上述原因而尽可能少地对境外企业适用,但 SEC 坚持认为美国信息披露制度具有某种优越性。^[81] 需要注意的是,除了美国议会、SEC 之外,还有学者认为美国包括信息披露在内的证券法律制度具有独特的优越地位。例如,Coffee 教授就认为:“……强化信息披露可成为替代公司治理改革的次优方案,同时进入美国资本市场应当要求境外企业满足适用于境内企业同样的治理规则与条件。”^[82] 针对这一做法可能产生的弊病,有学者主张:“这些要求与条件是美国文化的产物,它们并不能突出其他文化背景下重要的公司治理信息,由此披露的信息可能会误导美国投资者。”^[83] 结合这一观点,本文认为的正确做法是:在理解隐藏在他国公司治理背后的文化传统、社会基础上,披露其核心信息,经翻译、解析之后抓住其核心。如学者所言,“从文化复杂性这一角度理解,任何情形将意味着个人(包括监管者)的决定不能单纯从个人、团体或机构利益角度去解释”^[84]

三、互认制度:美国对境外企业跨境上市监管的革新尝试与思考

(一) 境外企业跨境上市监管的主要方式

证券市场国际化趋势的不断强化为各种不法的跨国证券交易行为提供了温床。针对跨境上市出现的各种问题,采取措施加强监管无可厚非。然而,“世界上的监管者在采取有力、有效方式规制在国际范围

[80] Id.

[81] Id.

[82] John C. Coffee, Jr., *Racing towards the Top?: The Impact of Cross-listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, 102 Colum. L. Rev. 1757.

[83] James A. Fanto, *The Absence of Cross-cultural Communication: SEC Mandatory Disclosure and Foreign Corporate Governance*, 17 Nw. J. Int'l L. & Bus. 119.

[84] Id.

内开展业务的主体方面,遭遇到越来越多的挑战”^[85] 在境外企业跨境上市监管问题上,主要有单边监管与国际协调监管两种模式。^[86] 就前者而言,如上文所阐述,证券法的适用往往具有地域性,即每一国家都对发生在其国内的证券发行与交易行为主张排他性的管辖权。^[87] 换言之,在一国范围内,证券监管机构处于一种“垄断者”的地位,这一性质决定了它本身没有动力和激励制定并提供高效的证券法律制度,相反,它往往会出于自身利益的考虑而制定不利于投资者和企业的法律规范。^[88] 即使在竞争日趋激烈的国际背景下,证券监管者仍处于这一状态:“监管者享有垄断性监管权力,依此不断强化其官僚制,而这却与竞争背道而驰。”^[89] 正如英国财政大臣乔治·奥斯本(George Osborne)所认为的那样,单边行动是有缺陷的,是一种偏激的做法。强化本国监管并采取措施保护监管者私利,将无法有效地解决那些希望在多个国家从事业务过程中存在的监管重叠问题。^[90]

就后者而言,在国际化的背景下,国与国之间资本市场监管者之间合作可能大大强化。如果用光谱方式看待国际合作的话,在光谱的两端分别是私人化方式、集权化方式。前者对国际间合作的要求最少;后者则是另一端,对国际间的合作要求最多。^[91] 分布其间的则有监管竞

[85] Susan Wolburgh Jenah, *Commentary on a Blueprint for Cross – border Access to U. S. Investors; A New International Framework*, 48 Harv. Int'l L. J. 69 (2007).

[86] 参见邱润根:《证券跨境交易的监管模式研究》,载《当代法学》2006年第3期。

[87] Frederick Tung, *From Monopolists to Markets?: A Political Economy of Issuer Choice in International Securities Regulation* (2002), 2002 Wis. L. Rev. 1363.

[88] Id.

[89] Id.

[90] Susan Wolburgh Jenah, *Commentary on a Blueprint for Cross – border Access to U. S. Investors; A New International Framework*, 48 Harv. Int'l L. J. 69 (2007).

[91] 光谱(spectrum)是复色光经过色散系统(如棱镜、光栅)分光后,被色散开的单色光按波长(或频率)大小而依次排列的图案,全称为光学频谱。

争、监管趋同、互认、监管融合等方式。^[92] 以下将对各种不同的方式作一简要介绍。^[93]

1. 私人化方式 (privatization approach)。在资本市场产生初期, 证券交易与上市并没有证券监管者的监管, 相反, 这一任务落在了自律机构肩上。其中, 证券交易所作为最重要的自律机构, 承担了绝大部分证券监管的任务。在美国, 《1933 年证券法》出台之前采取的便是这一模式, 随着证券监管者的设立及其权力的不断强化, 单纯的私人化方式已不复存在。

2. 监管竞争方式 (regulatory competition approach)。随着国际合作的不断深入, 国家间对境外企业上市资源的竞争也变得激烈起来。境外企业在选择境外上市地点时, 上市地证券监管制度是否科学、合理则成了其在作出选择时需考虑的重要因素。在这一过程中, 为了争取更多的上市资源, 每一国家必须强化自身优势, 从而确保在竞争中立于不败之地。

3. 监管趋同方式 (regulatory convergence approach)。^[94] 按照学者的观点, 监管趋同可以分为“强劲型监管趋同模式”与“微弱型监管趋同模式”两种子类型。在前一类型中, 由于彼此之间实力相当, 因此, 达到趋同的目的只能通过签订协议的方式实现。然而, 随着情况的不断发展, 彼此之间在执行协议过程中可能会出现越来越多的偏差。在

[92] Eric C. Chaffee, *Contemplating the Endgame: An Evolutionary Model for the Harmonization and Centralization of International Securities Regulation*, 79 U. Cin. L. Rev. 587. 有学者认为, 证券跨境交易监管的国际协作可分为双边合作监管、区域合作监管与全球合作监管三种类型。双边合作监管主要目的在于寻求其他国家的相关部门共同对证券跨境交易行为监管进行协调, 以使其本国法律具有域外效力。在区域合作监管中, 目前只有欧盟各国之间的国际合作监管具有实质性内容。全球合作监管主要是通过国际证监会组织来进行。参见邱润根:《证券跨境交易的监管模式研究》, 载《当代法学》2006 年第 3 期。

[93] Eric C. Chaffee, *Contemplating the Endgame: An Evolutionary Model for the Harmonization and Centralization of International Securities Regulation*, 79 U. Cin. L. Rev. 587.

[94] 有学者认为监管趋同 (regulatory convergence) 与监管融合 (regulatory harmonization) 一致。但是, SEC 认为二者之间存在较大区别。前者强调的是趋向一种“最优”标准的努力; 而后者则是指当监管存在差异时, 相互之间的一种妥协、折中。Ethiopsis Tafara, Robert J. Peterson, *A Blueprint for Cross-border Access to U. S. Investors: a New International Framework*, 48 Harv. Int'l L. J. 31.

后一类型中,由于国家间竞争并不激烈,而且存在一个相对较强的国家扮演主导角色,因此监管趋势将朝强势国家发展。在很长一段时间里,美国就扮演了这样的角色。

4. 监管互认方式(regulatory mutual recognition approach)。在这一方式中,参与互认的国家之间签订协议,符合某一国家法律所规定的条件则视为同时达到了其他国家法律所规定的条件。美国与加拿大之间所签订的协议就属于这一类型。由于不同国家监管制度存在不少差异,因此互认存在一定的“监管套利”风险。

5. 监管协调方式(regulatory harmonization approach)。在这一方式中,国家间签订协议,共同遵守统一的法律制度或者大致一体的法律制度。欧盟的做法便是这一方式的典型例证。

6. 监管集权方式(regulatory centralization approach)。根据这一方式,国家对证券监管采取全面的监管。尽管这一方式在应对金融危机时能发挥一定的作用,但是由于其故步自封的态度和理念,面对资本市场的国际化趋势,显得力不从心且与时代隔膜。

(二)美国在境外企业跨境上市监管中对互认制度的践行

目前,在成立一个超越国家的监管机构(supranational regulator)条件尚不成熟的背景下,互认制度(mutual recognition)成为克服企业跨境上市过程中出现的各种障碍的有效手段。^[95] 在英国财政大臣奥斯本看来,建立一个超越国家的机构调整某一地区甚至全球的证券交易存在仍不少困难,在短时间内很难完成这一艰巨任务。因此,在他看来,最好的方式是强化国家间合作,不断完善互认的基本准则。“政府与证券监管者应通力合作构建促进国际合作的框架,抵制保护主义的趋势,并保护投资者权益,确保证券市场的诚信。”^[96] 本文所指的互认,是指两个以上的国家间所达成的一种共识,相互之间认可对方对某一行

[95] Pierre - Hugues Verdier, *Mutual Recognition in International Finance*, 52 Harv. Int'l L. J. 55 (2011).

[96] Susan Wolburgh Jenah, *Commentary on a Blueprint for Cross - border Access to U. S. Investors: A New International Framework*, 48 Harv. Int'l L. J. 69 (2007).

为或机构的规制与监管足够充分,并认可其作为本国监管的代替制度。^[97]就跨境上市而言,进入某国上市的境外企业只需要遵守母国的法律即可,无须再遵守上市地相关的法律规定。

1. 美国与加拿大之间签订的互认制度

美国与加拿大之间所签署的互认制度全称为“multi - jurisdictional disclosure system”(MJDS),它是美国 SEC 与加拿大安大略证券委员会(Ontario Securities Commission, OSC)以及魁北克省金融市场管理局(Autorité des marchés financiers of Québec, AMF)之间所签订的双边协定。双方的谈判始于1985年,随着谈判的不断深入,在合作领域及广度上都趋向于利好的方面发展。1991年,加拿大证券监管局(Canadian Securities Administrators, CSA)与 SEC 均认可并采纳了 MJDS 制度体系。该制度体系是互认与监管融合的混合体,如学者所讲,“该协议建立在互认的概念基础之上,参与者尽管在信息披露制度具体细节上存在差异,但是在实质上它们都向投资者提供了作出明智投资决定的信息以及相关、可靠的财务报表。同时,完善、详尽、可靠的执行这些规定的机制也同样重要,如同监管机构适用境外信息披露规定、信息披露标准以及这些标准的日常执行一样”。^[98]按照 MJDS 的规定,加拿大的合格企业在美国发行证券,其依据加拿大法律准备的信息披露文件能得到美国认可,反之亦然。值得注意的是, MJDS 针对企业类型及交易类型制定了一定的标准,这一限定性措施在一定程度上利于监管并及时发现可能存在的潜在问题。^[99]

根据学者的观点, MJDS 之所以能够确定并得以良好执行,离不开如下两个重要因素:第一,对协议参与者在信息披露标准、承销方式、财务报表等方面异同的准确评估;第二,关键领域标准的相似性足以使用可比较的条件取代原有条件具有足够的正当性。^[100] MJDS 旨在实现对

[97] Pierre - Hugues Verdier, *Mutual Recognition in International Finance*, 52 Harv. Int'l L. J. 55 (2011).

[98] Susan Wolburgh Jenah, *Commentary on a Blueprint for Cross - border Access to U. S. Investors: A New International Framework*, 48 Harv. Int'l L. J. 69 (2007).

[99] Id.

[100] Id.

跨境证券交易活动以及持续报告义务的统一化管理,从而使进入他国资本市场变得更加简便、高效,并节省交易成本。

不独有偶,与 MJDS 理念一样,2006 年 TSX Group 首席执行官 Nesbitt 曾提议美国与加拿大在跨境上市交易领域加强合作,并不断强化竞争。他的这一提议也是建立在互认的基础之上。在他看来,要实现上述合作,两国证券交易所应当对对方的证券上市条件及相关管理制度予以认可。其所希望达到的效果是,美国的证券交易所(NYSE、NASDAQ 等)只需继续遵循美国法律的相关规定,就可与加拿大的证券交易所就相关的业务展开竞争与合作,反之亦然。^[101]

2. 美国与澳大利亚之间签订的互认制度

在互认制度中,另一个突破性的进展当属美国与澳大利亚之间所签署的互认协议。2008 年 8 月,SEC 宣布与其与澳大利亚政府及其证券与投资委员会(Australian Securities and Investments Commission, ASIC)之间签署了“互认协定”(mutual recognition arrangement)。该协定是在双方工作人员在评估两国主要的证券监管原则以及这些原则凭借监管制度所发挥作用的方式相似性的基础上所签订的。^[102] 根据该协定,证券交易所与证券经纪商进入对方国家从事证券相关业务无须遵守该国相关法律规定,只需符合本国相关法律制度的要求便可。

(三) 对互认制度的思考

相较于传统的证券监管手段,互认制度有极大的创新性,对传统制度的突破显而易见,这一制度对两国间的证券交易及融资带来了极大便利。然而,互认制度的设立与实践要有深厚的法律制度认同基础,甚至还需要文化及习俗等方面的高度一致。就美国互认制度的实践可知,无论是与加拿大,还是与澳大利亚之间的相关互认协议的签订与执

[101] Id.

[102] Press Release, U. S. Sec. & Exch. Comm'n, SEC, Australian Authorities Sign Mutual Recognition Agreement (Aug. 25, 2008), available at <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-182.htm>. 非常遗憾的是,由于加拿大证券监管权力分散到省,因此造成意见分歧较为严重的困境,最终导致美国与其之间的相关谈判一度陷入停滞状态。Pierre - Hugues Verdier, *Mutual Recognition in International Finance*, 52 Harv. Int'l L. J. 55 (2011).

行,都需要在法律制度方面存在较高度度的相似性。由此扩展开来,我们也会发现,英国之所以“脱欧”,在某种意义上与包括德国、法国等在内的大陆法系相龃龉不无关系。从这一点出发,互认制度的建立是有其严格的法律及文化基础的。将来我国是否设立互认制度以及如何设立,都无法离开这一基础。

综上,毋庸置疑,我国资本市场在国际化发展方面的成绩斐然,诸如“沪港通”“深港通”就是例证。同时“沪伦通”“沪德通”的积极推进也充分表明了我国资本市场对外开放步伐不断加快的决心和行动。尽管如此,相较于本文所阐述的豁免制度、互认制度,我国资本市场对外开放的实践中的创新举措还局限在存托凭证的范围中。随着我国资本市场对外开放程度的深化,无论是证券监管理念,还是豁免制度以及互认制度,都将成为推动这一进程的重要方面。届时,美国的做法及相关经验值得学习参考,当然,相关的教训也应汲取。

(编辑:姜沅伯)