

## 国际金融中心与国际板建设的 若干问题\*

董安生\*\*

继中央政府批准上海建设国际金融中心的计划后,2009年4月14日,国务院又发布了《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》。<sup>①</sup>上海证券交易所拟以此为契机,加紧国际板的筹备工作,以助力实现将上海建设为国际金融中心的目標。但是建设国际金融中心所需要的条件如何?上海建设国际金融中心需要中央政府乃至全国证券业怎样配合?本文将以此为主线,谈些自己的看法。

### 一、法律制度是建设国际金融中心的基础

世界上各主要的国际金融中心在形式上都吸引了大量的金融投资者,汇集了大量的金融交易量,从而聚拢了大量的金融服务企业与业务量,集

---

\* 本文为教育部人文社会科学研究基金项目成果。

\*\* 中国人民大学法学院教授,博士生导师。

① 国发[2009]19号文件。

中推升了相关房地产与第三产业的市值。但在实质上,造成国际金融中心此类表面繁荣的真正原因,是其依赖的公平而精致的法律制度。可以想像,在缺少适合各类投资者的多样、合理的交易制度与交易产品的条件下,至少部分投资者就不可能来投资;在缺少适合于境外投资者资金进入渠道与金融经纪人网络的条件下,所谓的金融中心就只能是国内范围内的金融中心,金融交易量也只能是有限的;同时,缺少对于金融纠纷和金融服务公平解决与有效规制的条件,最终也将会阻退各类投资者进入国内市场。应当说,建设上海国际金融中心实际上需要完善我国的基本法律制度,需要完善我国的司法制度,需要完善我国的非诉法律环境,但首要的是完善我国的金融证券交易制度。

在我国目前的法制条件下,金融证券监管中最大的问题是:并不是交易制度适应投资者的合理需求,而是投资者被动适应交易制度的许可,这显然是计划经济时期行政许可管制的遗风,是与发展市场经济条件下与国际接轨的证券市场背道而驰的。

在交易产品选择上,基于外汇管制限制,我国仅在有限的范围内允许货币与外汇交易、黄金交易;在交易市场层面上,我国仅仅存在适合于散户投资者或一般投资者的主板证券市场,而适合于机构投资者的市场与产品则极端有限。实际上,我国正在建设的金融期货市场及其将开发的产品具有极大的潜力,此类市场与产品的主要投资者正是机构投资人;我国未来必然走向统一的债券市场同样也具有巨大的潜力,在解决了不合理的交易制度与经纪人制度的羁绊后,它也将形成重要的机构投资人市场。因此,有针对性地结合证券市场发展现状培育机构投资人是我国建设国际金融中心战略层面上的重要举措。

在交易制度方面,我国证交所基于修订前的原《证券法》与政策的限制,仅仅提供了适合于散户交易者交易的投资人指令驱动交易制度(即集中竞价交易制度),<sup>②</sup>而机构投资者也只能适应这一制度的要求,由此造成机构投资人投资模式散户化的严重问题。尤其值得说明的

---

<sup>②</sup> 详见我国1999年《证券法》第33条之规定。

是,根据2004年“国九条”、2008年“金九条”与新《证券法》<sup>③</sup>的规定,“变单一集中竞价交易制度为多种交易制度”已经是我国证券法制发展的重要原则;但我国证交所及交易制度目前仍受到旧政策的约束与影响。在面对机构投资人开设的应当采取证券商报价制度的大宗交易柜台,我国目前采取的做法是依据集中竞价交易市场的平均成交价,以集合竞价方式撮合成交,这实际上根本改变了大宗交易的意思自治之协议本质,没有交易报价的所谓“约定”难道也是协议吗?显然不是。实际上,如果在证券交易法制中排除了证券商报价制度,那么不仅大宗交易不能有效进行,而且创业板证券交易、三板市场证券交易也都无法正常进行。

不仅如此,在上市公司的控制权转让交易上,按照目前一系列规定的要求,对上市公司的股权转让只有在很小的、不确定的范围内才可以依审批程序采取协议转让方式进行;这实际上消灭了上市公司协议收购的基本可能性,从而也就使得我国证券市场将生产要素有效配置的基本功能大打折扣。如果排除了协议转让制度,那么对上市公司股权收购究竟还可采取何种方式呢?有关政策的设计基本均依赖于强制性“要约收购”制度。但目前在世界范围内任何市场经济发达的国家中,强制性“要约收购”都只是一项辅助性制度,而基本的上市公司收购方式只能是股权协议转让,因此多数国家的证交所都必然坚持设置针对散户投资者的集中竞价交易制度、针对机构投资者大宗交易的证券商报价制度和针对控制权交易的场外协议转让交易制度。为说明这一问题,只需要指明我国目前的上市公司并购交易中广泛配合使用公司吸收合并、定向增发等措施和我国《证券法》颁布以来尽管反复放宽条件,但没有一宗通过强制性“要约收购”规则成功收购上市公司的案例就足够了。

总体来说,建立上海国际金融中心需要很多外部基本条件,例如外汇管制的放开、经纪人制度的国际化等。但是,对于交易市场来说,提

---

<sup>③</sup> 详见2004年2月2日《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》、2008年12月8日《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》与2005年修订后《证券法》第40~42条之规定。

供适合于各类投资者的公平合理的交易制度与交易产品是一个首要条件。进一步说,丰富交易产品、完善多种交易制度不仅仅是上海建设国际金融中心的必由之路,更是我国建立和完善多层次资本市场战略举措的必要条件。

## 二、我国外汇管制政策下的资本市场国际化措施

在我国目前实行外汇管制政策的条件下,交易市场实施国际化措施必然要考虑过渡性与发展潜力的问题,具体来说,国际板与 QFII 制度的构建都是在外汇管制条件下的有效措施。

本文认为,根据各国资本市场的成功经验,CDR<sup>④</sup>将是上交所国际板的主要交易形式。我国证券界目前探讨的境外公司在中国境内募股上市之方式包括境外公司直接募股上市与 CDR。境外公司募股上市主要涉及境外公司章程与我国《公司法》的对接、资金进出境等问题,如发行人主要下属企业与用资项目均在境内,无资金换汇与出境问题,故不妨采取直接募股上市方式。但对于外国公司而言,必定存在募股资金出境与换汇问题,在外汇管制条件下,则只能采取 CDR 方式,即外国上市公司将部分已发行上市的股票托管在中国当地保管银行,由中国境内的存托银行发行、在境内 A 股市场上市、以人民币交易结算、供国内投资者买卖的投资凭证。这一方式要求存托银行承担起对境内投资人的信息披露转达义务和对发行人的信息受托质询义务、分红派息分送义务、股东会受托出席表决义务、受托诉讼义务等,离开了存托银行的服务义务,投资人的权利与利益将无从保护。由于不同外国公司所在国的币值原因,该外国公司在中国的股份发行价格还可能远离最佳售卖区,因此离开了 CDR 制度将会产生极不合理的市场效果。

我国目前尚未建立以提供存托证服务为业务的存托银行,现有的

---

④ CDR 是中国预托凭证的英文简称(China Depository Receipt),是中国存托银行向我国境内投资人发行的代表对其他国家公司上市股票所有权的某种可流转证券,该证券将在我国 A 股市场上市,它是在外汇管制条件下为方便证券跨国交易与结算而创制的原基础证券(可以是股票或债券)的派生工具。

主要商业银行虽具有国内外商业网点多的优势,但并不熟悉此类低风险纯服务的金融业务。本文认为,如果国内的商业银行承接存托凭证业务,则应当成立专门的机构;其国内商业网点收费标准应当受到监管部门的强制性规则约束;其在国外上市公司的主要上市地必须具备相应网点与专职人员;商业银行承接存托凭证业务时必须向国内投资人承诺前述存托凭证服务义务、存托凭证终止时的赎回义务;由于互联网技术的发展,目前相当一部分存托银行业务可以通过互联网网站以低成本方式实现。

除上述之外,在上海国际板的建设中,外国上市公司在募股上市及持续性信息披露中究竟应适用何国会计准则?采用何种语言进行信息披露?这也是影响外国公司来华上市的重要因素。本文认为,我国对此应当采取宽松立场。在此问题上,日本证券市场的做法与变革是极具启发性的。日本在 21 世纪前,对外国公司到日本募股上市强制性适用日本会计准则,在信息披露上强制性采用日语;这不仅强烈地影响了外国公司到日本募股上市的积极性,而且各国多数公司在其他国家进行公开发行加全球配售的过程中均被迫放弃了日本作为私募配售地。在日本后来的证券市场改革中,东京证交所从根本上废弃了原有规定,认定外国公司到日本募股上市和持续性信息披露中,可以适用日本会计准则、国际会计准则或者美国会计准则(GAAP<sup>⑤</sup>),在信息披露中可以使用日语或者英语。本文认为,上交所国际板的建设应当充分考虑到未来市场可能的发展,在我国的外汇管制未来放开后,我国肯定会成为全球配售市场中的重要配售地;在我国国际板建成并且放开外汇管制后难免会产生与其他国家证券市场进行跨市流通的要求,国际板应当对未来的发展未雨绸缪。

需要补充说明的是,国际板的上市公司无论是采取境外公司直接上市或是采取 CDR 方式上市,对我国主板市场的影响都是相当小的。此类上市公司无论境外规模与市值多大,均仅在我国发行市值的范围

---

<sup>⑤</sup> General Accepted Accounting Principle,指美国的现行会计准则。它是由前会计原则委员会(APB)和财务会计准则委员会(FASB)在《意见书》和《公报》中所规定的会计准则、方法和程序所组成的。既包括指导性原则,也包括具体的方法和程序。

内对我国市场的股票指数具有有限的影响。相对而言,我国的 H 股公司回归 A 股市场对我国市场的影响却是相当大的,在股权分置改革后,其 H 股以外的全部股权均应按市价计入我国的流通市值,因而在我国股票指数中占的权重极大,在我国股指期货产品上市后,此类股票将会在我国证券市场稳定方面发挥巨大的蓝筹股效应。因此,从目前的发展趋势来看,不必过于担心国际板境外公司上市发行会对我国既有的主板市场造成过大冲击。

除国际板外,我国的 QFII<sup>⑥</sup> 制度也是证券市场国际化的重要措施。应当说,世界范围内任何国际金融中心都存在着吸引境外投资者投资入场的问题,而经纪人制度的国际化、外国经纪人的准入、审计与信息披露的国际化、跨国交易的网络化都不过是实现这一目的的手段,这一领域的竞争其实是极为激烈的。

我国目前的 QFII 规模很小,在制度上也存在问题。首先,我国对于 QFII 实际采取特许制,其审批门槛较高,限制了不同类型投资者的进入;其次,我国目前的证券登记部门对于 QFII 及其背后的投资者不提供信托登记,由于 QFII 背后的信托受益人极为复杂,对其不做信托登记无异于放弃了我国《证券法》中规定的权益披露规则、慢走规则与强制性要约收购规则。根据 2009 年 G20 会议的建议,成员国在本国证券金融市场对于对冲基金的进入应当进行登记,在我国目前的证券登记制度下,根本无法看清 QFII 是否代表了对冲交易者。可以不夸张地说,我国一方面对于 QFII 的审批极为严格,另一方面又在对 QFII 的中段监管极为宽松;最后,对于 QFII 和任何形式的境外投资者均应当进行引导,而非堵截。我国未来的国际金融中心必然在很大程度上存在着境外投资者,也必然存在着货币市场、证券现货市场和金融期货市场,这就决定了对冲交易是不可避免的。本文认为,只要我国监管部门将金融衍生工具(即对冲工具)限制在对实体经济和金融秩序有意义的范围内,只要我国监管部门不滥批仅仅针对个别证券的衍生产品,就

---

<sup>⑥</sup> QFII(Qualified Foreign Institutional Investors)是指外国专业投资机构到境内投资的资格认证制度。作为一种过渡性制度安排,QFII 制度是在资本项目尚未完全开放的国家 and 地区,实现有序、稳妥开放证券市场的特殊通道。

不会出现对冲交易泛滥无序,也就一定会对我国实体经济和金融秩序产生积极效果。从日本的经验看,其证券金融市场与交易产品完整齐备,在其金融期货交易所中股指期货与期权、货币期货与期权、汇率期货与期权、利率期货与期权、信用掉期(Swap)等产品一应俱全,某些期货性产品甚至放在柜台交易市场交易。而在本次国际金融风暴中,日本的金融市场基本上没有受到任何影响。究其原因,日本金融证券市场没有类似美国一样基于投资银行的利益驱动而滥发针对个别证券的期货性衍生产品是其中一个重要因素,这一经验也是值得我国重视和学习借鉴的。

### 三、我国国际金融中心未来发展所必须的制度建设

根据近几十年来国际货币金融关系的发展趋势,本文认为国际社会迟早就要就国际货币金融秩序达成较目前更为合理而刚性的国际法约定,这对于我国显然是一个不可错过的重要机遇,而我国外汇管制的完全放开也将是必然的。在我国完全不受外汇管制羁绊的条件下,在事前就早已做好充分法律与制度准备的基础上,上海国际金融中心的地位也将是水到渠成,毋庸置疑的。简要地说,为建设国际金融中心,我国未来在外汇管制放开前后期间将要进行的制度建设至少应包括以下几项:

第一,完善金融证券交易制度、丰富金融证券投资产品。针对我国市场建设单一的问题,本文所称的“完善”是指丰富其类型,提供适合于投资者投资需求多样化的制度选择。这不仅是建设国际金融中心的必然要求,也是世界范围内各国金融市场发展的必然要求。根据英国、日本与韩国的经验,在证券、期货、银行产品、保险产品、信托产品中凡具有投资性内容的产品(称为“金融投资品”)均应受到类似证券类产品的严格监管;依此原则,完善金融证券市场意味着要完善证券市场、期货市场、银行间投资品市场、保险信托投资品市场、其他柜台交易市场、某些低杠杆率的远期合约交易市场(其保证金比例高于15%)等,并对其进行统一的有效监管。在金融证券交易制度上,应当根据投资

者的交易需求提供多样化的合理交易制度,金融证券交易的本质要求是意思表示一致,任何交易制度都必然要符合这一要求而不是违背这一基本理念。在金融证券投资品上,我国市场基于许可管制因素提供的产品极端有限,尤其缺少适合于机构投资人的中间产品。由此造成的问题是:一方面,对于银行间市场、保险信托市场、某些远期合约市场的监管不到位甚至完全没有监管;另一方面,对于某些重要的金融期货产品又迟迟不加许可,造成市场机制不完整,交易品种单一的问题。本文认为,对于实体经济与金融秩序有意义的金融期货产品是应当尽快推出的,像股指期货、汇率期货、利率期货与期权、信用掉期产品等,此类产品对于提升我国的金融效率与实体经济效率具有重大的作用,是实践中极端需要的。

第二,完善法律制度、司法机制与金融服务业合同规范工作。法律制度特别是民商事法律制度的发展对于社会经济活动具有重要的保障作用,在商业信用缺失、债务秩序混乱的市场环境下,建成国际金融中心无异于痴人说梦。应当说,我国民商事法律制度的基本完善与合理化还有很长的路要走。司法制度与仲裁制度是社会经济生活的基本保障,是法律制度工具化的动态载体,是民商事纠纷解决的最终机制。在司法不公与司法腐败的情况下,再合理的法律制度也会沦为一纸具文,法律的基本作用将化为乌有。由于商事活动对于交易效率的极端重视,司法诉讼机制诉累高、耗时长特点往往不能满足市场经济条件下商事交易特别是金融证券纠纷对于快捷、高效与灵活的要求;同时,由于我国商事立法相对滞后,法官固守民商合一的基本理念,往往倾向于引用传统民法规范与原则来判断日新月异的商事案件,以致判决结果不符合经济规律,严重挫伤了投资者的信心,阻碍证券市场基本功能的发挥。而商事仲裁由于重视行业规则、交易习惯与商事判例的作用,加之效率高、成本低,目前已经在金融证券市场发达的国家得到普遍发展与推广。因此,建议上海金融监管部门在我国目前情况下大力推行证券金融仲裁制度,而国内许多地方性仲裁机构的成功发展经验无疑值得借鉴。此外,为避免纠纷,将潜在矛盾消灭在萌芽阶段,大力规范金融服务业合同也具有事半功倍的重要作用。为实现这一目标,应由司法部门对各种金融服务业务进行专业化分类,委托起草标准合同,由商

业行会甚至地方立法部门确认此类标准合同条款的意思推定效力。需要进一步说明的是,“意思推定效力”对于商法领域的交易活动具有极端重要的意义。众所周知,传统民法基于平等原则对意思表示的制度保障可谓面面俱到,不论是在民法总则抑或合同法甚至物权法中,效力待定、撤销、无效等具体制度均体现了民事活动保护当事人意思表示真实的基本价值取向。但是我们必须看到,尽管在民商合一的体制下,民法与商法的基本理念是一脉相承的,但这并不意味着可以忽略商法的特殊性,更意味着传统民法关于意思表示的一系列规则可以无缝地适用于商事领域。恰恰相反,由于商事领域特别是金融证券领域对交易当事人的行为能力要求标准高于传统民事领域,同时由于市场交易效率的基础性要求,当事人的意思表示往往采取客观推定的方式以确定其效力,而标准合同条款的意思推定效力正是上述理论的实践表现。我国的监管部门与司法部门在代客理财合同规范上,已经做了大量的有效的工作,这些经验是值得借鉴和推广的。

第三,根据法律条件,适时有序地引进境外投资者。在外汇管制情况下,进入我国的境外投资人受到较多的限制,除 QFII 以外,进入 A 股市场的境外投资人还包括各类外商投资企业、以民间渠道进入市场的境外投资人等。在我国目前的法制条件下,对于此类投资人从事的跨市对冲套利等违法行为是难以监管的。而在外汇管制放开的情况下,我国不仅要允许境外投资人进入资本市场,还将面临着引导境外投资人进入中国市场竞争的任务。本文认为,无论在何种情况下,引进境外投资人都存在着“分类管理问题”。根据多数国家与市场的经验,境内外投资者都应当分为机构投资者、一般投资人(仅可进入主板的投资人)、特定投资人(包括因资金与经验因素可以进入机构投资者市场者)、控制权交易者、对冲交易者等,某些国家还将境内外投资者再加以区分或者设立更为严格的“合格的机构投资者(QIB<sup>⑦</sup>)”标准。这一分类实际上是对投资者进行登记与准入管理的基本前提,取消了这一分类就无法解决主板市场、创业板市场、三板市场、金融期货市场、大宗债券交易市场的准入与管理问题。换句话说,我国不论是否开设国际

---

<sup>⑦</sup> QIB(Qualified Institutional Buyer),合格的机构认购者。

板,这一工作都显然是应当进行的,这是与多种交易制度、多样的交易产品类型是相匹配的,是发展多层次资本市场的共同要素之一。

第四,在未来我国外汇管制放开的情况下,为配合境外投资人引进的任务,我国必然还面临着证券金融经纪人国际化与境外证券金融经纪人准入的问题。我国目前的证券金融经纪人不仅缺少经验和境外网点,而且在制度上与发达国家资本市场的规则不对接。我国证券经纪人在A股市场与投资者签署的证券经纪协议为单纯的委托代理关系,这不仅与英美等国的证券经纪协议大相径庭,而且也无法适应金融期货交易、创业板交易和三板市场交易的基本市场要求;单纯的委托代理根本无法容纳做市商制度,也不可能产生经纪行业中竞争性之效果。实际上无论我国何时放开外汇管制,为解决我国目前推行的多重证券市场政策与多种交易制度之变革,证券金融经纪人制度的改革都是必须的。不仅如此,在未来国际化条件下,我国证券经纪人还存在着在全球主要资本市场持牌与业务发展的问題,如果我们仅仅熟悉我国的单纯委托代理法律关系,又如何能在境外继续生存呢?

除上述之外,在未来我国外汇管制放开的条件下,围绕国际金融中心建设要务应推行的改革任务还有很多,包括未来潜在的证券跨市流通问题,包括证券金融经纪人适应新的市场格局的体制与业务改革问题,包括我国机构投资者培养与新交易模式规范问题,包括我国短期资金市场(如票据交换所与交易市场)的培育问题等,这些都有待于继续深入研究。

#### 四、结语

综上所述,可以说,我国国际板的建设是我国证券市场发展过程中的一项近期任务;而我国国际金融中心的建设却是一个系统性、全局性和长期性的重大课题,为实现这一目标,需要有我国立法与司法部门的配合,需要有我国证券金融监管部门的配合,更需要有我国证券金融经营机构的配合,这是一项对我国具有重大意义,实现中华民族经济腾飞的极为重要的战略举措。

在我国外汇管制放开之前,为实现国际金融中心建设,许多过渡性工作应尽快开始进行,诸如交易市场、交易制度与交易产品的完善,诸如证券金融经纪人体制与业务模式的变革,诸如不同类型投资者的分类管理与培养,诸如金融服务业的管理与规范等。我国本来就面临着多种交易制度变革的任务,面临着多类型交易产品创新的任务,更面临着多层次资本市场建设的任务。不能认为只有到我国外汇制度实行重大改革后才会产生国际金融中心建设的问题,不能认为只有境外投资人的交易需求才能改变我国的交易制度与交易产品,更不能认为我国没有人才、没有能力建设主板或类主板以外的证券金融市场与创新性产品。恰恰相反,上交所的国际板市场建设不过是我国金融证券市场的发展过程中力争国际市场话语权的一个缩影而已,虽然我国证券市场在目前的发展过程中仍存在诸多问题,但我们有理由相信,只要有了相关立法、司法、相关监管部门与行业机构的相互配合,只要有了良好的制度设计,只要沿着市场经济正确的宏观发展方向继续前行,不仅上交所的国际板市场会得到成功发展、上海会成为国际金融中心,我国的证券市场也必将走向世界前列!

我国国际金融中心的建设,实际上是在提升我国的资本市场的竞争力与基本水平,这一举措一定会充实和完善我国证券金融市场的实际功能,一定会进一步发挥资本市场作为虚拟经济的纽带作用,对我国实体经济的发展产生重大的积极作用。因此,我们不仅要树立起完成上述历史性任务的信心,更要正视我国证券市场中存在的问题,国际板的建设尚需要一系列具体工作的筹备,不可操之过急,而我国多层次资本市场的战略举措更为任重道远。因此,本文仅期抛砖引玉,希望能引起更为热烈的讨论以为我国金融证券市场的发展提供更多的理论支持。