

资本市场的国际化需要 大力加强法制建设*

徐明**

各位领导,各位专家:

上午好!我今天演讲的题目是“资本市场的国际化需要大力加强法制建设”。

众所周知,国际化和市场化、法制化是中国资本市场未来发展的基本方向。当前,伴随着我国经济金融改革的深化、对外开放的不断扩大以及沪港通的正式运营,我国资本市场的国际化正进入一个“黄金窗口期”。资本市场的国际化,不仅仅是单纯的市场开放,更为重要的是资本市场的投融资行为、交易所体制、监管机制等一系列有法律制度支撑的规则体系的国际化。从规则体系国际化的角度出发,在我国资本市场国际化的进程中,我们将面临各种各样的问题与挑战,亟须法律制度的创新支持、引领和规范。为此,我提出以下三个方面的粗浅看法。

* 本文系根据徐明副总经理在2014年12月27日第五届“上证法治论坛”上的讲话整理而成,未经本人审定。

** 上海证券交易所副总经理。

一、改善市场运行机制,提高市场规则的透明性和有效性

资本市场的国际化进程很大程度上受制于资本市场的规模和效率、监管水平、投资者的素质等多种因素。多年来持续的资本市场的制度建设,与资本市场相配套的各项法律制度以及行业规则的机构健全,市场组织制度和市场结构不断完善,基本适应了国际化的发展,但还存在一些亟须解决的问题。我国资本市场的国际化首先要改善资本市场的运行机制,提高相关规则的透明度和有效性。

就发行制度而言,要积极推进股票发行注册制改革,强化以投资者需求为导向,以信息披露为核心,推动各相关市场主体归位尽责,提高市场的透明度和效率。在国际化的进程中,要充分考虑境内外企业和发行制度的差异性,在遵循证券法原则的基础上,对跨境发行作出差异化的制度设计:一是要合理设置发行条件和程序,强化信息披露和风险揭示,明确会计准则适用事项,确立信息披露和投资者保护的公平性原则,对已在境外交易所上市的公司,可借鉴美国“知名成熟发行人”制度,进一步简化发行申请文件和审核程序。二是要积极研究解决红筹公司“可变权益实体(VIE)架构”的法律问题。充分考虑VIE架构与现行发行制度有关发行人须在境内、业务与财务须独立等要求可能存在的冲突,针对VIE架构的特殊性,尽快出台适应其特点的证券发行、外汇、外资准入和会计政策。三是要积极探讨“双重股权架构”的合法性问题。我们认为,我国《公司法》第131条“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份,另行作出规定”,为“双重股权架构”留出了空间,证券发行制度应就双重表决权等新型股权结构下的信息披露、投票权安排、董事提名规范等问题作出回应。

就市场准入制度而言,要适时评估QFII、QDII、RQFII、战略投资者、合资券商、合资基金公司等市场准入制度,资格管理、额度控制以及资金进出限制等问题,逐步开放证券市场投资交易的准入准出。分阶段进一步放松管制,第一步降低资格条件、增加额度或比例、放宽资金进出限制;第二步全面取消参与主体、额度、资金等限制。具体推进步

骤,可结合金融对外开放特别是人民币可自由兑换进程,作出稳妥的安排。

就信息披露制度而言,要针对信息披露制度与国际做法不匹配的问题,增加披露时段,制定更加细致的分行业信息披露要求,减少不必要的停牌,提升信息披露的及时性、有效性、公平性,以更好地满足国际投资者需求,避免在国际化中出现因信息披露水平差异而导致的跨市场失衡。

二、加强资本市场监管,增强国际证券监管合作

资本市场国际化的有效推进,离不开监管。我们在推进资本市场国际化进程中,应更新监管理念和方式,加强资本市场的监管,更应该包括加强国际证券的监管合作与协调,尤其是与各国金融监管机构以及国际金融组织的合作。

就与境外监管机构合作而言,伴随着我国证券法律的不断完善、市场环境的不改善、市场国际化的程度逐步提高,与境外监管机构的合作要逐步将形式大于实质改变为实质大于形式。一是重点加强跨境违法行为监管,就跨境案件调查、信息通报、送达以及协助执行等事项作出可行的规则和制度安排。二是尽快完善跨境投资保护机制。要与美国、欧盟等主要经济体达成双边投资保护协定,减少我国企业海外并购所遇到的包括法律问题在内的各种障碍。加快推进双边投资保护协定的签订,纳入跨境证券投资保护内容,为中国企业境外发行上市、收购兼并等活动,提供有力的法律支持。

就与国际证券监管多边合作而言,要积极推动国际证监会组织、世界交易所联合会等国际组织制定国际公约、协定,解决各国和地区在资本市场国际化进程中所遇到的发行、上市、交易、结算,上市公司、中介结构、投资者,股票市场、债券市场、基金市场、衍生品市场,监管机构、自律管理机构等方方面面的差异性和法律、规则的冲突,促进国际多变合作,推动各国证券法律和监管规则的逐步统一。

三、重视证券法律冲突,解决法律适用问题

资本市场的国际化,必然会涉及不同国家和地区、不同法域,由于各国法律对资本市场的规定不尽相同,如何解决法律冲突和法律适用问题,需要我们深入研究。这里主要涉及两个问题:

一是实体法如何适用。在证券发行、上市、交易、结算等各个环节,应该适用哪个法域的实体性规范亟待解决。我国现行《证券法》中并未规定冲突法规范,虽然《涉外民事关系法律适用法》对此有所涉及,比如第39条规定“有价证券,适用有价证券权利实现地法律或者其他与该有价证券有最密切联系的法律”,对证券法律冲突进行了规范,似乎解决了法律适用问题;但在实践中,对于“有价证券权利实现地”以及“与该有价证券有最密切联系的法律”,不同的人往往有不同的认识。以跨境交易为例,如果投资者、委托、成交、结算分别在不同的国家,“权利实现地”、“最密切联系地”究竟是哪一个国家,就可能存在争议,最终可能需要法官进行主观判断。这对于专业性、时效性、复杂性很强的跨境证券活动来说,就很难操作。因此,进一步细化法律适用,解决法律冲突,使其具有可操作性是非常必要的。

我们认为:应根据最密切联系原则,结合跨境证券活动的不同类型和不同情况,直接规定适用的冲突规范。具体来说,其一,发行人发行证券,适用投资人所在地的法律、规则;其二,交易、结算活动,适用成交地、结算地的法律、法规;其三,上市公司的日常监管,适用挂牌上市地的法律、规则;其四,证券公司或经纪商的日常监管,适用注册地(牌照发放地)的法律、规则。

二是管辖权如何适用。违规行为发生后,应当由哪个国家或地区的司法机构、仲裁机关和监管机构处理,涉及证券法的域外效力问题。从国际实践来看,对于证券法的域外效力和管辖权问题,有“效果标准”和“行为标准”之争,即分别依据证券活动的效果产生地和行为发生地作为管辖依据。我们认为,“效果标准”的确定性更强,与当事人利益的相关性更高,已逐渐取得包括美国在内的主要成熟市场国家和

地区的接受,也更符合我国的实际。

就我国的实践情况来看,《证券法》规定:“在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法”。这一规定虽然可以在“境内”的“发行和交易”上做一定的扩大解释,从而部分囊括跨境证券活动,例如境外企业面向境外投资者的发行,但终究不是一个明确的法律规定,缺乏一定的可操作性。我们认为,我国的证券法律应依据“效果标准”明确证券法的域外效力和管辖权问题,即规定境外证券发行和交易行为,如果损害到我国国家利益、社会公共利益或者投资者利益的,将适用我国证券法的规定,我国司法机构、仲裁机构和监管机构都有权管辖。

各位领导,各位专家,中国资本市场国际化的步伐正在加快,中国资本市场国际化的法制建设任重道远,让我们共同携手,一起努力为推动我国资本市场国际化法制建设作出贡献!

谢谢大家。