

证券市场的国际化与证券法制的国际化

倪 建 林

证券市场的国际化,是当今国际证券市场发展最突出的现象;而证券法制的国际化,是伴随着证券市场的国际化而产生的。如何

适应市场的国际化而作出市场法制的国际化调整,是各国证券立法者和管理者所面临的迫切任务。

一、国际化之原因

所谓证券市场国际化,是指以证券形式为媒介的资金在国际上自由流动,即证券的发行、证券投资、证券交易和证券市场结构,超越国界实现国际间的自由化。美国纽约证券市场、英国伦敦证券市场和日本东京证券市场是当今世界国际化程度最高的三个证券市场。据统计,仅1994年1~9月,在美国市场上的国际证券发行量(包括债券和股票)就达346亿美元,这一数字在英国是272亿美元,在日本是306亿美元。

对证券市场国际化的原因,我国著名国际金融学者陈彪如教授把其归纳为:一是生

产和资本国际化的发展;二是国际资产调节机会的存在;三是欧洲货币市场使得国际资本具有充分的流动性,将最大国家的金融市场紧密地联系起来,主要资本主义国家金融市场和国家通货的国际化发展,加速证券市场的国际化;四是统一的国际债券市场的形成,使证券市场的国际一体化趋势加强。而国外学者通常把国际化和自由化相提并论,认为国际化是自由化的必然结果。

依笔者之见,证券市场的国际化,有两个因素是起极大推进作用的,即全球经济的一体化和金融市场的自由化。经济的一体化促

政策。同时改进引资规定,不必限得太死,以调动外商进一步对我投资的积极性。另一方面,应完善外商投资产业政策,重视优化外向型产业经济结构。如果我们继续停滞在劳动密集型和资源加工型产业产品类投资上,尤其是低层次、低水平的重复投资,将导致我国产业经济的恶性循环,带来严重后果。应通过国家性产业政策和权力性调控,对这类投资加以有效的限制和取消。对国际产业界来说,我们尤应通过产业政策的导向,使外商投资与优化我国产业经济结构相统一,发育新的经济产业优势,增强国际竞争能力。

在招商引资的运行上,应逐步由政府行为向法人行为转变,政府只管宏观调控和产业政策,具体操作由法人组织实施,从根本上改变政出多门、手续繁琐、空耗时间、办事效率不高的问题。这样做会受到外商的欢迎,同时也促使我们的企业直接进入市场,更灵活更有效地参予国际竞争。

使融资战略的国际化从而导致证券投资和交易的国际化;市场的自由化意味着市场的开放度的增大,从而使国际化更易形成。

勿庸置疑,市场的国际化是市场法制国际化的最主要原因。除此之外,当今各国法制的趋同化也是证券市场法制国际化的原因。

而法制的趋同化“源于法律文化的交流”。另外,国际组织的立法(造法)活动推动了证券市场的法制的国际化。各国立法所追求的“普遍性”原则也为法制的国际化打下了有利的基础。

二、国际化之表现

证券市场法制的国际化,随市场的国际化形式不同而有着不同的表现形式。纵观美、英(欧共体)及新兴市场的国际化情况,笔者认为,可把其概括为以下几方面:

第一,各国纷纷修改证券法制,制定新法规,放松对外国资本(包括外国发行人和证券公司)进入本国市场的法律限制,吸引外国资本的流入。

美国是世界上最大的资本市场,世界各国都想从那里吸取所需的资本。为此,美国的证券法制朝国际化的目标发展有了很大变化。其中,最为著名的是S规则(Regulation S)和144A规则(Rule 144A)的制定。S规则是美国证券与交易委员会(SEC)于1990年4月制定的,旨对在美国境外发行和销售证券但又与美国证券市场有关(指美国投资者在指定离岸市场转售证券)者,给予登记豁免。也就是说,在“指定离岸市场”上美国投资者进行的证券交易,SEC不加管制,而这些“指定离岸市场”即被视为“登记豁免安全港”。这样规定的好处在于,外国发行人可通过“登记豁免安全港”而不经SEC的注册登记程序来争取美国投资者,大大方便了外国发行人。144A规则也是SEC在1990年4月制定的规则。该规则强调:对于任何准备进入美国私募证券市场的外国企业均可得到与国内企业同等待遇,给予登记豁免。144A规则的颁布,实际上极大地方便了外国发行人进入美国资本市场。为管理在美国的外国证券商,SEC于1989年7月颁布了15a-b规则。根据

该规则,在一定条件下,外国证券经纪商可以在豁免登记的情况下与美国投资者发生经纪行为。目前,SEC正在考虑比15a-b规则的登记豁免条件更加便利外国经纪商接近美国投资者的办法。该办法的重点是:在本国证券当局管理下表现素质优良的外国经纪商,可以不必经由美国经纪商而自行与美国投资者作交易。1994年4月,SEC又采取了一些新措施,包括对外国发行公司信息披露的简化,降低其注册成本等。英国证券市场为适应国际化发展,创设了证券交易自动报价系统的国际体系(SEAQ International),修改了上市规则,便于外国公司进入。伦敦证交所于1994年8月开始允许以全球存托凭证(GDRs)交易方式而便利本国投资者投资外国公司发行的证券。日本东京证券交易所为了吸引外国公司(特别是亚太国家和地区的公司)上市,废除了其1985年的上市指南(Guidelines),而制定了新的能降低上市成本和格式简化的上市标准。同时,日本政府也决定开放其证券市场,并为加强国际竞争而准备修改其证券交易法规。新兴市场在这方面也不甘示弱。韩国曾于1988年12月宣布了一个促使其资本市场国际化的渐进计划。另外据报道,新加坡政府不断修改其有关证券法规,如允许中央基金(CPF)持有者投资于外国股票和债券。

第二,取消外国投资者通过证券投资本国公司的限制,制定鼓励本国公司进入外国资本市场的新规定。

这一方面,新兴证券市场表现得尤为明

显。因为属新兴市场的发展中国家都急需引进外国资金,而通过证券的形式是很好的途径。在东南亚国家,通过设立“国家基金”和“海外基金”引进外资是普遍的方式。泰国、菲律宾、印尼、印度、巴基斯坦等国的证券法制里都有对境外投资者的规定。例如,菲律宾法律规定,外国人通常只能购买一家公司40%以下的股票。韩国政府的国际化计划里,包括允许外国投资者进入本国市场投资的三阶段:(1)1990年前允许外国投资者通过投资基金与海外公司权益相关连的债券进行非直接投资;(2)1991年前允许外国投资者通过可转换债券方式进行直接投资;(3)1992年允许外国投资者在有一定比例限制的条件下自由进行直接投资。另外,鼓励本国公民进入外国资本市场融资也是推进国际化的一个举措。由此,各国证券管理机构对本国公司的海外发行和海外上市制定了规则。

第三,加强双边合作和交流,协调两国法制,签订便于两国相互发行和投资证券的协定。

由于各国证券法制的不同,特别是对信息披露要求的不同,对各国公司的跨国上市(cross-listing)带来很大的不便。为此,制定或协调统一的信息披露规则的要求呼之欲出。美国证券交易委员会和加拿大证券委员会于1989年所签订的多边管辖信息披露制(Multi-Jurisdictional Disclosure System MJDS)被认为是建立世界性证券市场的典范。在该制度里,两国证管当局协调了信息披露要求和注册程序,如允许公司用本国的持续报告文件来满足外国相似的报告要求,即可以把按本国法制作的发行文件向外国管理机构注册登记。后来,美国、加拿大和英国三国之间又相互协调,制定统一的信息披露要求和注册程序。1987年,美国证券交易委员会和伦敦证交所签订了《造市协定》(Agreement on Market Making),在证券的经销领域取得双方法制的承认。美国法本依

SEC10b-6规则规范证券的域外销售,签订该协定后,可更多地依赖英国《金融服务法》第47节(2)项,而不再过分依赖SEC规则的域外适用(extra-territorial application)。1994年3月15日,美国证券交易委员会、商品期货交易委员会(CFTC)和英国证券投资委员会(SIB)联合发表了一个声明,来共同管理衍生商品市场,被认为是在衍生商品市场加强国际监管合作的开始。据报道,美国SEC也曾要求德国证管当局在证券欺诈调查方面能给予合作。东盟国家也在谋求统一协调的上市规则。

第四,与证券管理有关的国际组织在国际证券市场法制的国际化协调及国际统一立法中起了很大的作用。

一般认为:国际经济组织各自具有的有组织、政策、活动等规范性文件或法规法制构成的国际经济组织法本身就是国际经济法体系的一个内容,并对成员国的国内立法有较大影响。目前,与证券有关的国际组织主要有:国际证券交易委员会(ISOCO)、国际证券交易所联盟(FIBV)、国际证券管理者协会(ISSA)、国际证券市场协会(ISMA)等。其中,ISOCO的影响最为著名。ISOCO的第十九届年会于1994年10月在东京召开,参加这次会议的成员国有60个,另有6个以观察员身份参加,其成员国有115个,可见其影响面已很大。在这次会议上,通过的一些有影响的报告有:关于跨国私有屏幕基础交易的管制报告,关于证券和期货监管委员会提及的未管制和未合作管辖的事项的报告(要求各成员国提供相互援助和合作),关于跨国披露和会计的报告。目前,ISOCO起草了《跨国共同基金指南》(Guideline for Cross-Border Mutual Funds),其中包括10条跨国共同基金全球管理的国际准则,主要是制定统一的风险管理和信息披露要求来保护投资者,减少共同基金跨国经销的障碍。可见ISOCO在证券法规的国际协调上扮演了重要的角色。另外,

象国际会计准则委员会(ISAC)、国际证券和互换交易委员会(ISDA)在制定统一的准则上也起了很大作用。美洲证监会会议(COSRA)在区域性的合作上也有较大作用。

第五,欧盟的证券统一立法,是当今国际证券统一立法的典范。

欧盟立法的一个特点是,对各成员国均有拘束力。所以,欧盟的统一立法实际上已直接纳入了各国的国内法,这是其他国际组织所制定的示范法(modal law)所不能达到的。欧盟在证券领域的立法,主要是通过指令(directives)的形式。根据《罗马条约》和《马斯特里赫特条约》,“指令在要取得的结果上它对成员国具有拘束力,但在方式与方法的选择上留待各国当局决定。”所以,欧盟理事会制定有关证券的指令已为各国遵守。英国的《金融服务法》为与指令保持一致,作了一定修改。至今,欧盟理事会在证券领域已制定了以下指令:(1)《投资服务指令》(1984),对从

事投资业务作出了规定;(2)《内幕交易指令》(1989),限定在1992年6月前各国将其实施,作为国内法;对内幕交易进行了禁止,尽管有的国家还不认为非法;(3)《主要持股指令》(1988),主要对持股额超出10%以上的大股东要求公开信息以保护投资者的利益;(4)《公告说明书指令》(1989),对公告说明书的制作作了统一要求;(5)《共同基金(UCITS)指令》(1985),对共同基金的运作作了规范;(6)《收购指令》(1989),针对此起彼伏的收购风潮,该指令作了类似英国的《收购法制》的规定。在1985年欧洲理事会提交的“白皮书”以前,还有三个指令已颁布:《市场进入指令》、《上市细节指令》和《临时报告指令》。

综上笔者所分析的国际化之表现,只是当前已显露出来的表象。证券法制的国际化可能还会向更深、更高的层次发展,但同时也会遇到不少阻力。

三、国际化之障碍

尽管证券法制的国际化趋势已经显现,但仍面临着不少障碍,使国际化进程极其缓慢。有的学者认为,证券法主要是国内法,要进行国际化、统一化甚为艰难,甚至是不可能的。笔者认为,证券法领域的国际统一立法虽没有贸易法的统一那样容易,但也不是不可能,主要是所面临的障碍众多。

首先是一国证券法的域外管辖权(extra-territorial jurisdiction)问题。

按传统的国际私法理论之一的“国际礼让说”,“一国的法律只在该国领域内有效,外国法并不当然具有域外效力,只有得到国内承认时,才发生域外效力”。由此,一国证券法本没有域外力,也就是说,一国在别国进行的证券发行和交易应遵循所在国的法律。但从美国法院的几次判例来看,美国证券法似乎又有很大的域外效力,并将这个问题搞得极

其复杂。在最近的Afladda诉Fenn案的判决中,第二巡回法庭的判决似乎把美国证券中的反欺诈规定的域外管辖权又扩大了。这样,任意扩大国内证券法的域外适用使得国际间的合作和国际统一立法变得很困难。试想,如果每个国家的证券法域外效力都很大,那还有进行国际立法或国际协调的必要吗?对证券法的域外效力不加以限制,势必会造成法律适用的混乱,最终导致法律冲突的加剧,影响到法制的协调。

其次,国际统一立法对国内法影响至深,以致有人反对国际法上的过度约束。

虽说欧盟证券立法统一了欧盟各国的证券立法,但由于过度约束和各国情况的不同,不时受到各成员国的指责。在伦敦市长的一次谈话中,其就公开指责限制过严的欧盟法

(下转第46页)

的外汇管制,政府宏观经济调控能力反而减弱。

2. 区域经济一体化的设计不周全

往往超越各成员国实际经济能力而确定目标,导致区域经济一体化的目标难以实现,一体化进程受阻。其具体表现是重协议签订轻协议落实,计划庞大而实施步骤不全;缺乏强有力的运行机制和有效的争端解决程序,成员国的矛盾较难合理解决;缺乏公正的利益分配机制,影响成员国实现一体化计划的积极性。

3. 发展中国家组成区域经济一体化的国内条件并不充分,一体化实施的难度加大

第一,发展中国家之间要素禀赋状况相似,经济结构和产业结构低层次雷同,影响了各成员国按比较利益原则充分展开产业间的分工,同时,由于经济技术水平较低而基本不存在产业内部分工,贸易创造效应较难发挥。第二,发展中国家在建立一体化之前互相间的贸易联系并不紧密。由于很多发展中国家

历史上是某个发达国家的殖民地,与原宗主国的经济贸易联系极为紧密,而与相邻的国家并不构成互为重要贸易伙伴的关系,组成一体化之前各成员国贸易联系的松散化,影响了区内国家贸易的深入和拓展。最后,发展中国家不发达的资本市场以及对资本要素国际移动的诸多国内壁垒和限制政策,大大影响了发展中国家区域经济一体化内部互相投资的扩大,资源有效配置和合理化生产格局难以形成。

4. 发展中国家区域经济一体化建设还时常受到非经济因素的困扰

这些困扰来自于发展中国家内部政局不稳,政府经常更迭和军事政变频繁,也来源于成员国间的政治分歧和边界冲突。由于发展中国家与发达国家的经济联系紧密,发达国家经济状况的变化也会影响发展中国家区域经济一体化的建设。例如,70年代中期以来,发达国家进入滞胀,贸易保护主义加强,发展中国家的经济发展受到阻碍,国内经济的滑坡必然带来区域经济一体化建设的举步不前。

(上接第20页)

律和规则,限制了伦敦作为国际金融中心地位的业务的开展,警告如伦敦由于这原因而业务上受到打击,那对整个欧洲也是灾难,并呼吁欧盟的立法者应注意反映各国情况的不同,以此适应国际化的发展。同样,欧盟其他一些国家也认为统一立法破坏了其传统立法。从欧盟立法的状况,我们对国际性的统一立法就可略见一斑。各成员国国情的极其复杂性,使证券法制的统一化绝对困难。

最后,各国法律传统的不同和经济发展水平的悬殊,使得证券法制的国际协调较为困难。

不仅英美法系和大陆法系的法律存在传统的差别,就是属于同一法律传统的国家其

证券法制也各异。如何让其改变传统的制度去适应新的制度,绝不是一朝一夕所能完成的。加上各国证券市场发展水平的悬殊,更不能找到一个令各方满意的协调制度。以衍生商品市场的法律管制为例,美国的一些信息披露,要求和风险管理制度并不能让其他方接受,美国也警告如搞成统一的国际市场,风险将会更大。

由此看来,很难协调各国利益是证券法制国际化的主要障碍。在激烈的国际竞争中,势必会加剧各国利益的冲突,从而阻碍国际化进程。但另一方面,冲突的结果往往是相互协调,证券法制在相互协调过程中走向国际化。