

平衡与协调：论跨国股票发行中的法律适用

颜 林

摘 要：在跨国股票的发行中，法律冲突和法律适用的问题主要存在于股票发行人及投资者的身份和能力、股票发行中的单方及多方行为、股票发行中的合同关系以及因不当的发行行为而产生的民事责任等4个方面。证券发行中的各法律事项均有各自的法律适用规则，发行地法并非规制相关事项的唯一规范。在证券发行中，这些依据法律适用规则所指向的准据法在相互竞争的同时也相互补充，从而形成某种程度的平衡与协调，并共同规制了跨国股票发行中的各类法律事项。

关键词：股票；跨国发行；法律适用

中图分类号：DF966

文献标识码：A

文章编号：1006-1894 (2015) 02-0074-08

跨国的股票发行主要有两种形态：其一是一国的股票发行人在境外的证券市场发行股票，其二是发行人虽在其本国证券市场发行股票，但外国投资者购买了这一股票。传统上，国内外学者多从实体法的角度研究跨国的股票发行问题，但以Houtte教授为先导的西方学者开始从冲突法的角度对跨国股票的发行与交易展开了较为深入的研究。

从跨国股票发行的实践来看，法律冲突和法律适用问题主要存在于发行人及投资者的身份和能力、股票的发行行为、跨国股票发行中合同关系以及因股票发行中的不当行为而产生的民事责任等4个方面。这4个方面在逻辑上是紧密相连的：在跨国股票发行中，确认哪些主体符合从事这一商事活动的资格和条件是研究的逻辑起点；主体获得发行资格后即可进行股票的发行活动，包括制作招股说明书、进行路演、向发行审核机构递交相关材料、与各类证券中介机构、证券交易所签订各类合同等；在发行过程中，各主体之间主要通过合同确立彼此的权利义务关系；而在股票发行后，可能会因发行人在发行中的一些不当行为而产生承担民事责任的问题，这种民事责任的承担或基于违约，或基于侵权，而合同和侵权关系则有着不同的法律适用规则。

一、股票发行人及投资者之主体资格的法律适用

在股票发行关系中，发行人和投资者显然是最主要的两类主体，如果股票在国内发行而为外国投资者所购买，发行人在主体资格上并不存在法律适用问题；但如果发行人赴海外发行股票，其情形则有所不同。

在海外发行股票的情况下，发行主体的资格包括两个方面的内容：一方面是

发行地国对发行人权利能力和行为能力的规制,显而易见的是,按照发行地国的法律,欲在该国进行股票发行的组织机构必须具有此种行为的权利能力和行为能力;另一方面,发行人所属国有时也会对本国企业赴境外发行股票的权利能力和行为能力进行规制。

(一) 股票发行人主体资格的法律适用

各国均认为,根据冲突法上“人的能力适用于其属人法”的原则,外国法人从事股票发行的权利能力和行为能力应适用其属人法。但对于法人属人法的确定,各国在立法上主要有“成立地主义”和“所在地主义”两种立场,在采用所在地主义的立法模式中,又有以营业中心地还是管理中心地作为法人“所在地”的观念纷争。此外,由于许多法人在其成立之时便指定一个地点作为其住所,甚至一些国家的法律要求某些特定的法人必须在其章程中作出这样的规定(Dolinger, 2000)。在这种情形下,该法人所在地即是其章程中所规定的地点。瑞士、德国等国的立法中还规定,若法人未作此类规定,则以其管理中心地为其所在地,并据此确定法人的属人法。^①

不过,股票发行人在他国发行股票的身份和能力除了受其属人法的规制外,同时也应该受发行地法的制约。例如,中国国务院于1997年所发布的《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》第2条规定,在境外发行股票和上市的中国企业,除了应满足境外法律的相关规定外,还应该得到中国相关部门的允许和批准。

(二) 股票投资者主体资格的法律适用

股票投资者的主体资格问题在本质上即是其权利能力和行为能力问题。在权利能力方面,很多国家出于保护本国证券市场的需要,不允许外国的自然人和法人购买在本国资本市场发行的股票,并适用本国法律判定投资者的国籍。尽管根据国际私法的基本规则,应适用当事人的属人法判定其权利能力,但外国人在内国所享有的民事权利其实是外国人在内国的民事法律地位问题,因此,虽然对当事人的民事主体地位、民事权利能力的取得等问题应该适用当事人的属人法,而对民事权利的内容则应该适用证券发行地法而不是当事人的属人法。

就当事人从事商业交易的行为能力而言,国际私法历史上著名的“李查蒂案”所确立的基本原则是,在跨国的商业交易中,如果根据当事人的属人法没有从事此类交易的行为能力,而根据交易地法有行为能力,则应认定其有为此类行为的能力。因此,股票投资者的民事权利能力和行为能力不仅应受其属人法规制,也应受证券买卖地法律的约束。而且,在两者在发生冲突时,后者应该居于比前者更高的地位。笔者认为,这样的规定一方面可以维护交易地国的交易安全,另一方面也契合了属人管辖和属地管辖发生冲突时后者优于前者这一基本原则。

^① 见《瑞士联邦国际私法》第21条、德国《股份公司法》第5条第1款、《德国民法典》第24条等相关条款。

二、跨国股票发行行为的法律适用

（一）跨国股票发行行为的界定

发行股票的行为当然是指发行人制作并向投资者发售股票的行为，但股票发行人为成功发行所进行的宣传推广、向证券交易管理机构申请发行、与券商签订合同进行包销或代销以及与交易所签订合同上市销售等行为（如果该证券系上市发行的话）是整个发行过程不可或缺的组成部分，理应被视为“证券发行行为”的范畴。在这一过程中，发行人当然是最重要的主体，而为股票发行提供服务的券商、证券交易所、律师事务所、会计师事务所以及证券的存管、登记和结算清算机构等主体也同时参与了这一过程。

以主体在发行中所发挥的作用为标准，发行行为大致可分为两类：其一是发行人为股票发行而作出的单方行为，其主要表现为制作招股说明书、进行路演、寄送推销宣传材料、刊登广告公告、制作并向发行审核机构及证券交易所提交相关材料等行为；其二是发行人与证券公司、证券交易所、证券存管机构、证券登记结算机构以及其他各类服务商签订合同以实现证券发行的合同行为，在证券私募时发行人更是与投资者直接签订买卖合同。

（二）跨国股票发行中单方行为的法律适用

对于跨国的民商事行为，国际私法一般适用“场所支配行为”的原则，因此跨国股票发行中的单方行为理应适用“行为地法”来决定这些行为的方式。例如《布斯塔曼特国际私法典》第250条规定，关于股票和债券在缔约国国内的发行、公告的方式和保证，各代理处或分处经理人对第三人的责任均依属地法。

但“行为地”又可分为“行为发生地”和“结果发生地”两类，虽然这两个地点常常是竞合的，但两者发生分离时又该如何适用法律？英美法系国家通过判例所确立的规则是，根据“行为原则”和“效果原则”，只要行为发生地或结果发生地之一及于本国，本国法院都有管辖权，并适用本国法作为争议的准据法。在英国法院于1989年审理的证券与投资委员会（Securities and Investments Board）一案^①中，被告是一家瑞士公司，因该公司从瑞士向位于英国的投资者寄送证券发售广告的行为而引发争议，英国法院认为寄送广告的行为是在英国经营投资业务并在英国产生了损害结果，从而应适用英国法解决该争议。在美国，联邦第二巡回法院于1975年审理的Bersch一案也适用了效果原则：作为美国居民的原告购买了被告在巴拿马发售的证券，其后回到美国指控被告在发行证券时有虚假陈述的情形。法院在判决书中指出，美国证券法的反欺诈条款适用于3种情形，其中一种即是“销售证券给美国居民并使其遭受损失，不管其中的那些重要行为（或有过错的不作为）是否发生于美国境内”。^②

^① Securities and Investments Board v. Patell SA, 2 All E.R. 673 (1989).

^② Bersch v. Drexel Firestone Inc., 519 F.2d 974 (1975).

尽管有学者支持这种观点,认为“美国基于效果原则而适用单边主义的规则,被德国的立法者和欧洲法院认为表达了世界性的价值”(Ehrenzweig, 1962),但在实践中还是遭到了很多国家的反对,从而迫使美国联邦最高法院在晚近的司法实践中修正了下级法院的判例法规则,以协调与其他国家在这一问题上的冲突。

(三) 跨国股票发行中双方行为的法律适用

股票发行中的双方行为主要是缔结和履行合同的行为,基于“场所支配行为”原则,合同的形式和履行方式应该分别适用合同缔结地和履行地的法律。

当代各国的立法实践及国际公约普遍接受了履行合同的方式适用履行地法这一规则。但对于合同的形式而言,各国的立法和司法实践已经逐渐摒弃了适用合同缔结地法的传统规则,转而采取了更为灵活的规则和方法,而这些方法概括起来,就是所谓的“有效性原则”。该原则是就某一跨国合同形式的有效性而言,如果相关国家中有的立法认为其有效,有的立法认为其无效,则应认定其为有效。该原则与意思自治原则一样,都是为了保护当事人的正当期望(Houtte, 1996)。有学者认为,这一原则是“合同冲突法上的真正的原则之一”,并“已经很好地为所有国家所接受”(Jacobson, 1998)。

因此,对股票发行行为不能笼统地认为应适用“场所支配行为”原则,而应结合具体行为分别对待。具体而言,单方行为应适用行为地法,在区分行为发生地和结果发生地的同时,也应考虑到与案件相关的其他国家的立场;而对于合同行为这种双方行为而言,合同的缔结方式应遵循“有效性原则”,使合同不致因其形式的瑕疵而丧失效力;合同的履行方式应适用履行地法。此外,如果发行人所属国的相关法律制度系强行法,也应在法律选择中予以考量。

三、跨国股票发行中合同关系的法律适用

股票发行中的合同关系主要包括两种类型:第一,发行人与各类提供发行服务的民事主体之间签有各类证券发行服务合同;第二,在股票私募发行等交易形态下,发行人与投资者之间除了成立股权关系外,还有股票买卖合同关系。

(一) 意思自治原则的有限适用

意思自治原则作为合同法律适用首要原则,是否可以适用于股票买卖合同,这是一个引起广泛争议的问题。在美国,1933年《证券法》和1934年《证券交易法》都有所谓的“禁止放弃条款”(anti-waiver provision),这一条款不允许投资者以法律选择的方式放弃美国证券法上的保护。这一般被理解为属于美国证券法上的“公共政策”(public policy)的范畴。但多个联邦巡回上诉法院在审理一系列以劳合社为被告的案件时都认为,案件中选择外国法作为合同准据法的法律选择条款

没有违反美国证券法上“禁止放弃条款”的规定，因此具有法律效力。^①其理由是，“只有当美国证券法上的公共政策制度没有被外国法院所适用时，这些禁止放弃保护的条款才被违反了”（Kronke, 2000）。

但有学者指出，“在证券交易中赋予交易各方以选择法律的权利来规制他们的交易是一个错误的政策”（沃尔夫, 1988）。其理由是：第一，投资者和证券发行人之间的信息不对称，因此需要借助立法对投资者进行保护，如果赋予当事人以选择法律的自由，则不利于保护投资者的利益；第二，不接受此类合同中的法律选择和法院选择条款是经济宏观效应的要求。“美国的证券法律制度制定于大萧条时期之后，它的历史和内容深受我们这一经验及信念的影响：一个公正且秩序良好的市场是经济稳定和社会安定的基石”（沃尔夫, 1988）。

事实上，笼统地讨论是否应赋予股票买卖的当事人以自由选择准据法的权利可能并非适宜，立法者应根据不同的情形予以认定，而在认定标准上应该遵循“弱者利益保护原则”。具体而言，在股票的私募发行中，投资者多为机构投资者，他们拥有专业的证券投资人才、雄厚的经济实力以及丰富的投资经验，一般认为其获取及分析信息的能力、与发行人讨价还价的能力及其经济实力与股票发行人大体处于较为一致的水平，似乎可以允许这些投资者与发行人在签订投资合同时选择合同准据法。事实上，也正是基于机构投资者的上述特点，美国等资本市场发达的国家甚至规定证券私募是豁免登记的。但对于股票的公开发行而言，发行人与投资人之间的确存在着信息不对称、讨价还价的能力不平衡以及专业知识水平相差悬殊等问题，为保护投资者的利益，法律不宜赋予股票公募发行中当事人选择法律的自由。鉴于股票发行地作为一个重要的连结点而在股票发行中的重要地位及意义，立法上可以明确对于这一问题适用股票发行地法。

（二）其他合同法律适用原则的适用

关于默示推定原则的适用，笔者认为，在合同冲突法中，默示推定原则是从属于意思自治原则的，因为法院的“推定”是推定当事人所意欲选择的法律，所以如果法院地国的法律承认股票买卖合同的当事人有自由选择法律的权利，则法院可以进行默示推定以确定准据法。如果不承认当事人的此种权利，则法院当然也不应该进行此种推定了。

最密切联系原则和特征性履行原则显然是可以适用于股票买卖合同的，但各国在立法中通常都是将其与本国的强制性规定联系起来，并以单边冲突规范的形式体现，例如，中国最高人民法院2007年《关于审理涉外民事或商事合同纠纷案件法律适用若干问题的规定》第8条规定，外国投资者如果投资于中国非外商投资企业所发

^① 在Roby v. Corporation of Lloyd's一案中，受案法院明确地表达了这一观点。参见：Roby v. Corporation of Lloyd's, 996 F.2d 1353 (1992)。

行的股票,其买卖合同将一律适用中国法。这种立法主张得到了各国广泛的接受,其目的显然是希望借此扩大本国法规制的事项,维护本国的利益。

此外,如果采用上市发行的方式发行股票,发行人需要与证券交易所签订合同,为了给投资者提供证券交易服务,证券公司也会与交易所签订各类合同,这些合同统称为“交易所合同”。对于这种合同,很多国家的冲突法都明确规定适用交易所所在地法,不允许当事人之间进行法律选择。《列支敦士登关于国际私法的立法》第43条、《白俄罗斯共和国民法典》第1125条第3款第2项即明确规定了这一制度。

四、跨国股票发行之民事责任的法律适用

在跨国股票发行中,发行人常会因其发行中不当行为而须承担民事责任,发行人及其代理人不当行为主要集中在信息披露方面,具体包括有虚假陈述、信息遗漏及信息错误等情形。

(一) 可选择的法律适用规则及其缺陷

股票发行中所产生的民事责任是合同和侵权两种法律责任的竞合。但由于对法律关系识别的不同会导致不同的法律适用规则,我们在此只考虑在当事人(投资者和发行人)的属人法、股票发行地、损害后果发生地以及法院地等多个与股票发行相关的连结因素中适用哪一国法律最好。

从股票的跨国发行情势来看,投资者的属人法仅对投资者的行为具有属人管辖权,对发行人的行为不具有管辖权。更为重要的是,跨国股票的发行人显然无法知道究竟是来自哪些国家的投资者购买了其股票,因此,对发行中的民事责任适用投资者的属人法无法保证发行人对法律适用的合理预期。但如果适用损害后果发生地法解决此类争议,在不同国家的投资者购买同一股票的情况下,可能同样导致多国法律的适用;而且,在某一投资者可能是偶然在某一国停留或暂住时通过网络购买了发行人所发行之股票的情况下,结果发生地与案件事实的联系比较薄弱,对争议一律适用结果发生地法较为牵强,这不仅无法保证当事人的合理预期,而且还会导致当事人的法律规避行为。对股票发行中的民事责任适用法院地法同样会导致投资者挑选法院的现象,如果投资者所选择的法院与该笔证券的发行毫无关系,则对于发行人来说是很不公平的。另外,上述连结因素还因其较强的可变动性而无法保证法律适用的稳定性和确定性。

(二) 以发行地法为跨国股票发行之民事责任的准据法

由此看出,可供选择的连结因素只有股票发行地法或股票发行人的属人法。^①适

^① 1987年《瑞士联邦国际私法》即把证券发行的民事责任问题适用了发行地法或发行人的属人法,其第156条规定,因通过公告等方式发行公债而提出的索赔,适用调整公司的法律或公债发行地国家的法律。

用发行人属人法的优点是，可以使不同国家的投资者都得到同等的对待，而适用发行地法则可以保护发行人的合理预期。但这一法律选择制度同样存在缺陷：跨国股票发行的条件、发行行为的方式及内容都要受到股票发行地法的监管，而发行的后果却适用公司属人法，这无疑是不匹配的。而适用发行地法的缺陷在于，如果某一支股票在多国同时发行，则会导致同一股票发行中的民事责任适用不同的法律。

笔者认为，相对于适用发行人的属人法，适用发行地法更为适宜。第一，某一股票同时在多国发行绝非普遍行为，所以相对而言，这个缺陷所导致的后果并不严重。第二，如前所述，发行人在发行股票时，股票发行的条件、发行行为的方式及内容都要受到股票发行地法的监管和约束，尤其是发行地的一些强制性规则，发行人是不可以违反的，这是所谓“场所支配行为”原则的重要体现，因此对股票发行中的民事责任问题适用发行地的法律有利于维护发行人和投资者的合理预期。第三，股票发行行为一旦作出，则其行为地即已确定，如果跨国股票发行的民事责任适用发行地法，则可避免因适用投资者属人法、损害结果发生地法以及法院地法而导致的法律适用的不确定性。第四，相对而言，发行地法对发行行为的管辖和适用是根据“属地管辖”规则，若适用发行人属人法则是依据“属人管辖”规则，根据管辖权制度的基本原则，在两者发生冲突时，前者应该具有更高的法律适用性。因此总体而言，在跨国股票发行所产生的民事责任方面，发行人的属人法和发行地法都具有可适用性，但适用发行地法似乎是更好的选择。

五、结语

综上所述，跨国股票发行是一个由多方面的事项所构成的一个整体，在这个整体框架下，冲突法制度存在巨大的适用空间，而这一空间长期以来为人们所忽视。股票发行地法仅对发行中的民事责任问题具有法律适用的优势，在跨国股票发行的其他方面，发行地法之外的法律居于重要的地位。例如，对于股票发行人及投资者的资格和能力，各类主体既要受其属人法的制约，同时也受到发行地法的制约。对于股票发行中的单方及双方行为，“场所支配行为”的传统规则正逐渐被打破，发行地之外其他国家的立场和“有效性原则”受到了更高的重视。在股票发行中的合同关系中，因合同的主体及类型的不同而应采取多种法律适用规则，且弱者利益应予特别的考虑。事实上，在跨国的股票发行的法律适用制度下，上述不同地区和国家的立法相互竞争的同时也相互补充，从而形成某种程度的平衡与协调，并共同规制了这一过程中的各类法律事项。

参考文献：

- [1] Cox, James D. Choice of Law Rules for International Securities Transactions [J]. University of Cincinnati Law Review, 1998, (66).
- [2] Dolinger, Jacob. Evolution of Principles for Resolving Conflicts in the Field of Contracts and Torts [M].

- Leiden: Martinus Nijhoff Publishers, 2000.
- [3] Ehrenzweig, A. Treatise on the Conflict of Laws [M]. New York: West Publishing, 1962.
- [4] Houtte, Hans van. The Law Applicable to Securities Transactions: Choice of Law Issues. In Oditah, Fide (ed.). The Future for the Global Securities Market [C]. London: Oxford University Press, 1996.
- [5] Jacobson, Jona. International Issues: Your Place or Mine: The Enforceability of Choice-of-Law/Forum Clauses in International Securities Contracts [J]. Duke Journal of Comparative & International Law, 1998, (8).
- [6] Kronke, Herbert. Capital Markets and Conflict of Laws [M]. 286 Recueil des cours. Leiden: Martinus Nijhoff Publishers, 2000.
- [7] [英] 马丁·沃尔夫. 国际私法[M]. 李浩培, 汤宗舜译, 北京: 法律出版社, 1988.

作者信息: 颜林, 南京师范大学法学院副教授, 研究方向: 国际经济法。

Balance and Coordination: The Applicable Law for the Cross-border Issuance of Securities

YAN Lin

Abstract: During the process of cross-border issuance of securities, the choice of law issues mainly exist in four aspects: the applicable law for the legal identity and capacity of the issuers and the investors, the choice of law in the legal act for issuance from different parties involved, the applicable law for contracts as well as torts. The law of the place of issuance is not the only applicable law for each of them may have its own choice of law rule. In securities issuance, all of these applicable laws may complement and coordinate each other and lead to some kind of balance and coordination, although there might be completion and conflict among them.

Key words: securities; cross-border issuance; applicable law

(责任编辑: 金孝柏)