

专题论坛一：持股行权与公司治理

如何确保跨境交易中境内投资者获得 与境外投资者同等保护

刘辅忠*

对于投资者来说,基本的权利包括知情权、收益分配权、交易权、参与权和寻求救济和资产安全的权利,对于境外投资者来说,同样必须具有这些基础权利。所以为了使中国的股票或者中国的产品能够成为国际投资者重要的投资类别,我们需要在境外投资者的主要权利上予以相应的保护,这具有一定的战略意义。

作为交易所和其他的一些重要证券市场的基础设施,我们需要提供相应的制度和保障。深圳证券交易所(以下简称深交所)提供了几项基础设施:一是英文版,由于境外投资者阅读习惯使用的语言是英文,所以要出英文简要的基本信息介绍,我们把它叫作信息快报。二是互动易作为投资者关系管理的互联网工具,我们会把它英文文化,境外投资者可以直提问题。

对于相应的境外安全,投资者有非常强烈、细致的要求。在深港通的安排过程中,证监会的领导在同港方谈判的时候作出了相应的安排,通过公报的时候,香港结算所具备结算权,出版的证据可以代表香港和境内投资者作为保护的证据。它的意义在于首次在国际舞台上确认了境外投资者持有中国股权的合法地位和进行法

* 深圳证券交易所国际部总监。

法律诉讼的基本依据,所以这个文本的存在实际上起到了打消当时境外投资者对持有中国股票和中国资产的顾虑的作用,为中国资本市场敞开大门提供了一项基本的保障。

同时我们在交易权中,进一步强化了 A + H 股对停复牌的安排,尤其是近年来, A 股停牌的要求不断增强,深交所通过各种渠道和合作备忘录的安排,确定了可以具体停牌的规则、复盘的要求,明确化的规则对境外投资者来说保证了他们的交易权。同时深交所在深港通当中推动识别码,一人一户,进一步将内地和境外投资者参与的权利平等化。

对于资产的安全来讲,两个结算所应该是作为各自交易所的代表和各自投资者的代表,在行使代表权参与网络投票方面都发挥了重要作用。

境外投资者的名义代理人,也就是香港结算所,已经开展了非常普遍的网上投票和参与股东大会的一些工作。所以,他们在资产安全和参与权中得到了相应的技术保障。

接下来,深交所也将继续完善全球路演的一些工作,在全球继续推广深交所上市的股票,加强境外投资者的知情权。我们还要开展相应的服务工作,包括邀请上市公司走进交易所,让境外投资者走进上市公司与上市公司的高管进行面对面的交流。同时,举行境外投资者的分析大会,让境外投资者更好地了解中国上市公司的标的。

我们希望通过一系列的制度安排和服务工作,尽量能够完善对境外投资者权利的保护,增强中国投资市场的吸引力。

优化上市公司独立董事制度

王会芳*

独立董事在上市公司内部治理结构中正在发挥着越来越重要的作用。自中国证监会 2001 年 8 月发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》以来,独立董事作为上市公司董事会的重要组成部分,取得了较良好的效果。深圳证券交易所(以下简称深交所)对独立董事的履职情况进行了调研,从调研结果来看,独立董事运用会计、法律等专业优势和从业经验,积极为上市公司献言献策。在过去两年中,上市

* 深圳证券交易所中小板副总监。

公司的独立董事向任职的公司提出的事项外的合理化建议超过了 3500 条,上市公司认为独立董事对完善公司治理发挥了作用,在保障公司重大事项的合规性、保障公司会计处理的恰当性、维护股东利益等方面提供了专业建议和支持。

但不可否认的是独立董事的履职还存在一些不尽如人意之处。在市场上一直有独立董事不独立、不董事的批评。不独立主要体现在独立董事通常是由大股东推荐,这就导致一部分独立董事在作出决策或者发表独立意见时,其观点或者立场可能会受到相关主体的影响。不董事主要体现在独立董事不勤勉尽责。目前上市公司的独立董事都在多家公司里有兼职,所以其在独立董事的职位上投入的时间和精力就显得不足。

针对上述两个问题,深交所在 2017 年 5 月就对《深证证券交易所独立董事备案办法》进行了修订,一是进一步严格了独立董事任职资格的相关要求,强化了对独立董事候选人过往履职情况的关注;二是加强了对独立董事履职的持续监管,独立董事在任职后出现不符合任职资格的,应在一个月内辞职,上市公司应在两个月内完成补选工作;三是明确在计算独立董事兼职家数的时候,要包含在境外证券交易所上市的公司。对于那些已经在 5 家 A 股上市公司任职,又在 H 股上市公司任职的独立董事,要求其要在任意一家上市公司董事会筹备换届的时候作出选择,减少任职的公司家数。

我们建议从以下几个方面着手,优化独立董事制度,增强独立董事作为中小股东代言人的角色定位。一是强化独立董事的履职约束。例如,扩大需要独立董事事前确认的重大事项范围、扩大限定独立董事兼职公司数量计算范围、提高独立董事的履职时间标准、强化独立董事履职相关情况的披露以及强化独立董事候选人过往履职情况的披露要求。二是提高独立董事的独立性。例如,推进独立董事的人才库建设,进一步细化对独立董事独立性的认定标准,考虑全面推行独立董事选举的累积投票制。三是探索强化独立董事的激励机制。一方面,加大对独立董事的精神鼓励。例如,由地方上市公司协会和中证中小投资者服务中心等组织来收集独立董事履职的优秀案例,积极宣传,适时举办优秀独立董事的评选。另一方面,改变独立董事津贴标准单一的现状。探讨是否及如何将独立董事的薪酬与其工作绩效挂钩,以独立董事的勤勉程度、风险分担等确定量化考核指标,考评其工作绩效。

积极股东的理论和实践

田正大*

近年来,A股的投资者结构发生了一些变化。以沪市为例,机构持股占比连续上升,已经从2015年年末的74.8%上升到了2017年年末的77.7%,A股逐步迎来了机构投资者的时代。而且机构投资者越来越重视股东地位,并且更加频繁地扮演了积极主动的角色。股东积极主义,是指股东凭借其持有的股份,积极参与公司治理的行为,主体既包括机构投资者,也包括公众投资者,但由于公众股东持股过于分散,比较注重短期收益,因此股东积极主义的主体还是以机构投资者为主。

股东积极主义最早产生于20世纪30年代的美国,壮大于80年代。回顾整个发展历程,可以看到主体是以美国养老基金、共同基金等机构为代表的投资者。采取股东积极主义主要有以下几种途径:

第一个途径是递交股东提案,一般涉及公司业绩表现、董事会构成、社会履职情况、管理层报酬等方面。第二个途径是征集股东投票权,即为了争取自身所提议案获得通过向中小股东征集投票权。第三个途径是私下与管理层和董事会进行沟通,随着机构投资者实力的增强和持股比例的提高,管理层通常也会考虑机构投资者的意见。第四个途径是通过进行法律诉讼来助他们维权。例如,当管理层采取措施妨碍并购交易的时候,机构投资者可以通过诉讼来维护自身的权益。第五个途径就是通过非正式的渠道,例如,规模较大的机构投资者可以定期公布一些经营不善的公司名单来表达对管理层的不满,或者通过社会的媒体组织来施加压力。

近十几年来,我国在整个股东积极主义方面取得了很大成就,相关法律法规制度不断完善,股东积极主义的理论和实践也不断成熟。在立法和规则层面上,《公司法》为股东积极主义提供了法律依据,给予了股东知情权、建议权、咨询权、3%以上股东的提案权、累计投票制,另外证监会、交易所在股东大会规则、上市规则中细化了回避表决制度,全面采用了网络投票方式和对审议影响中小投资者利益重大事项时单独计票的制度,同时董事会、独立董事和符合相关条件的股东也可以征集投票权,且公司不得对征集投票权提出最低持股比例的限制。在实践方面,通过近几年的案例可

* 上海证券交易所公司监管二部副总经理。

以看出,越来越多的机构投资者通过在股东大会上行使自己的表决权否决了一些损害公司长远发展、侵害中小股东利益的议案。在创新方面,投服中心的成立其实是在行使股东积极主义方面一个非常有中国特色的创新,投服中心通过发股东建议函、参加股东大会、参加重大资产重组媒体说明会、现场查阅等行为积极行权、在调解纠纷、解决诉讼等方面也取得了非常显著的成效。

但与国际成熟市场比较起来,我国的股东积极主义的践行还有明显不足。其原因是主要存在以下几个方面的障碍:

第一,一股独大的问题依然存在。大股东往往有压迫性的优势,使机构投资者的提案会被忽视。

第二,机构投资者采取行动的方式有待完善。股东对上市公司审议议案的内容、背景和影响,往往都不够了解,而且征集股东投票权程序也比较烦琐,这些都影响机构投资者参与股东大会的积极性。

第三,机构投资者的投资比例目前仍旧受到诸多限制。例如,基金“双十”规定和保险基金的限制,降低了机构投资者的持股比例,以及其在公司中的话语权,也降低了其参与公司治理所产生的效能。

第四,缺乏一定的补偿机制和合理的考核监督机制。一方面,机构投资者尤其是专业的机构投资者积极参与公司治理所收获的收益不确定,即使有收益,也是全体股东共享,而成本需要其独自承担。另一方面,机构投资者为了应对业绩考核、市场排名、投资者赎回等压力,比较注重追求短期效益,忽视长期投资价值。

毋庸置疑,机构投资者积极参与公司治理有助于形成长期投资、价值投资的风气,并且持续改善上市公司的治理水平。因此,为了进一步推进机构投资者积极参与到公司治理中来,有以下几个方面的建议:

第一,优化机构投资者参与公司治理的法律制度环境,提供多种参与方式降低治理成本。具体而言,一是细化征集股东投票权制度,明确征集股东投票权的资格、程序,适当简化相关程序,并研究征集网络投票权的可能性,同时支持和鼓励第三方研究机构针对股东大会议案提供投票建议,为中小股东提供参考。二是进一步完善相关的法律制度,使投服中心在行使股东大会提案权、提议召开股东大会、征集投票权等方面发挥更大的作用,适当突破持股比例和持股时间等方面的限制。三是可以进一步推动股东大会诉讼制度,放宽相关对诉讼主体资格和程序方面的一些要求和限制。

第二,进一步改善上市公司治理结构,增强董事会的独立性。应该进一步鼓励上市公司引进战略投资者,降低公司股权集中度,改善治理结构,同时鼓励机构投资者积极提名董事及独立董事,增强董事会的独立性,保障公司政策决策的科学。

第三,引导机构投资者的发展,优化机构投资者的结构。一是放宽投资者限制,进一步树立长期投资、价值投资文化;二是加强机构投资者自身的公司治理建设,通过董事会治理机构改善机构投资者本身经营中存在的代理问题;三是强化机构投资者的信息披露,提高机构投资者参与市场活动的透明度,同时也通过加强对机构投资者行为的监管,防止其与大股东管理层合谋侵害其他中小股东的权益。

存托凭证持有人权利范围的探索

杨金忠*

上海证券交易所(以下简称上交所)这几年在持续推进国际业务,表现在三个方面:一是在国际交流合作上进一步深化,二是在国际影响力上进一步深化,三是产品方面进一步深化。

在国际合作方面,第一个是沪港通。第二个是创新企业试点的推出,还有目前推动的业务,以后还会在业务技术和产品方面进一步探索,也会包括跨境投资者保护的方面。

在国际影响力方面,2017年理事长吴清主席成为国内担任国际组织主席职务的第一人。另外,我们2018年纳入了MSCI指数,这两年两个交易所都分别有了很大的提高。

产品方面进一步深化,我们上交所也加入了可关联交易所,签订了一些金融信息通的项目。

这些国际化业务的开展,带来了新的跨境投资者保护的问题,主要有四个方面。

一是持续跟踪的跨境业务,深入研究投资者保护的安排。就沪港通而言,因为跨境投资的风险凸显,在市场风险这块,对于我们比较熟悉的早期服务是没有的,比如可以关联交易,有做空的机制,也有做空的工具安排,这种情形对我们来讲是不熟悉的,所以这里面当然就会实行一些投资者管理安排,这是一个重要的制度。沪港

* 上海证券交易所国际部副总经理。

通开始是一种交易通道安排,带来了一个新问题,配股怎么办,在最初的沪港通里面没有安排,由于是同股同权的权利,我们可以增加配股的安排。

另外,跨境以后对于股东权利行使,大家开通了网络投票,实行了投票权的安排,这都是在以往的安排中已经实现的一些东西,但还有值得思考的东西,比如通过订单路由的方式,我们通过在订单路由的方式下面,标的股票的市场和市场监管行为可以得到赔偿,这里面有一些法律安排,怎么得到实践的支持来进一步研究。另外,双方之间强化监管协议、保护协议,这是沪港通方面需要研究的内容。

二是创新企业试点,境外的公司回来在境内发行股票的情况下,生成的过程是满足跨境需求的,分红权、投票权可以得到满足。在这个情况下查询权、建议权、提案权、提名权和组织会议的权利等,怎么得到行使和保障,前期在创新企业试点制度安排下,投服中心怎么在这种情况下行使这些权利,除分红和投票权以外的权利也是值得研究的。

另外,我们还有一个新的项目沪伦通也是一样的道理,我们交易的是 CDR,在中国境内发行 CDR,CDR 的基础在英国,这和 CDR 之间是分割的,怎么保障 CDR 的持有者享有相应的权利是值得研究的。

三是加强制度建设,深化落实投资者保护安排网。跨境业务和跨境投资产品,是有境内的风险,加强跨境投资者的制度建设,强化证券公司市场化管理的安排,引导具有知识和能力的公司参加相应的评审是有必要的。制度安排中要关注境外发行人的情况和跨境安排,在制度安排中,比如可以设置一些预防性的制度安排,比如要强调在不同的国家里有不同的规则,还有同等保护原则,我国香港特别行政区法律下的最低保护原则,在最初的环境中作一个相应的安排,还要进行相应的测试,还有差异性披露,让投资者来了解两地市场的差异。这是预防性的措施。

还有救济性的措施安排,在协议中通过对于协议管辖和仲裁的安排来达到救济的措施。当然,更重要的可能是更高层面依法的改革。是否可以参照行为准则或者是效果准则的安排,完善有关的规定,投资者作为股东可以依据公司法来保护权利,作为投资者交易的环节,可以用证券法来保护自己的权益,可以承担相应的民事责任、刑事责任,法律里面还有更多连接点,否则没法立案。在行政立案上有合作方面的安排,另外还有司法部门相关的完善。

四是不断完善投资者教育的形式,适应新形势下投资者保护的需求。

最后还要进一步加强合作,集中大家共同的努力,推进投资者保护工作,这里面

体现为国际合作和国内合作,境内的中小投资者服务机构要做好行权工作,监管机构需要做相关的安排,来巩固已有成果。

持股行权业务深化与规划

陈 洁*

持股行权业务的深化主要有三个方面的问题。一是为什么要深化持股行权业务;二是深化持股行权业务的方向和目标是什么;三是深化的路径是什么?

为什么深化持股行权的业务?

在我国资本市场发展进程中,中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)的构建以及持股行权机制的建立实际上是我国资本市场投资者权益保护机制的一个重大创新,它已经产生了非常突出的成效并获得了市场、社会,乃至国际社会积极的反响。但从投服中心两年多来持股行权的实践中也反映出在这个过程中存在的问题,严重影响了持股行权效能的进一步提升。

首先,在现阶段的持股行权过程中主要有以下几个突出问题:一是投服中心自身的法律地位不够清晰,致使投服中心持股行权不具有市场威信。当自身定位不是很清晰的时候,持股行权业务不具有市场威信。二是持股行权制度的保障还不是很充分。现在虽然也有很多的规则指引,但这些规则比较粗糙。三是投服中心能力建设需要进一步加强。现在持股行权是面向整个证券市场,但投服中心行权事务部的人手短缺,人员数量和结构安排不足以满足业务推进的要求。四是行权后续配置机制不健全,在现有的投资者保护体系还没有高效配合的前提下,持股行权缺乏有效的制约机制。比如在证监会内部没有明确的配置机制,无法保证投服中心的实施效果。

其次,在深化持股行权的业务的方向和目标上,我认为也有四个方面的问题:第一个方面是要增加投服中心持股行权的专业性和权威性。投服中心仅持有每个上市公司100股,而且是普通股,行权主要是靠投服中心员工的专业能力,专业性不够。权威性问题上要通过外部来解决,如通过投资者保护条例、证券法确认;专业性问题需要外部专家团队和内部的咨询机制,现在已经开始成立专家委员会,保障专业性的解决。第二个方面是要进一步扩大持股行权的广度跟深度。从广度来讲,要扩

* 投服中心专家委员会委员、中国社会科学院研究员。

大持股行权的范围,现在对 A 股上市公司都已经涉及,但要尽快扩及新三板和 CDR 涉及的上市公司,扩大持股行权的覆盖面,提高持股行权的机动性和选择性。面对众多上市公司和资本市场主体的时候,投服中心人手不足,可以采用随机抽查的方式。从深度来讲,要提高整个投服中心持股行权参与公司治理的深度,主要是介入有持股比例和时间规定的行权事项,因为有比例和时间的事项是涉及公司股东和公司治理的重大问题,这些问题作为普通股东是无法深入的。第三个方面是要强化投服中心持股行权资源的配置能力。要扩大持股行权在投资者权益保护中的系统效益。比如,在监管体系下,怎么跟一般投资者的协调配合,在制度体系上怎么跟投资者权利、民事责任机制,包括相关诉讼机制的协调配合。第四个方面是要积极探索创新性的行权模式。现在主要的现场行权、发出建议函的方式已经不够了,为了有的放矢,形成规模联动效应,对上市公司普遍的问题专项行权,重大问题要集中行权。比如,对分红的问题,承诺的问题,担保、质押等连续性地行权才能解决问题。

深化持股行权的具体路径有三个方面。一是法律层面,主要是证券法层面和公司法层面。证券法层面要明确投服中心的建构宗旨和形式,要明确规定证监会对持股行权的授权,支持、保障、授权要明确。在公司法层面,主要是确立投服中心作为公益股东特殊的一些权利配置,主要就是关于提案权跟股东代表诉讼的问题。二是制度层面,投服中心内部要对持股行权的范围、行权方式、专项行权的程序等作系统的、深入的规定。三是配套协调方面,主要强调投服中心作为投资者保护体系的一个子体系,在证监会系统内部怎么样发挥独特功能,既不同于其他的组织,又有利于它发挥作用。

双重股权结构下的公司治理变革

汪青松*

在此想和大家探讨的是双重股权结构下的公司治理变革。

双重股权结构自 20 世纪 20 年代在美国兴起,经过近百年的发展,在世界上很多国家的公司中得到适用。双重股权结构是相对于单一股权结构而言的一种资本结构,是根据每一股份上所附着的投票权的差异而对股份进行的分类,通常将股份分为

* 西南政法大学教授。

A类、B类股份,A类股份一般表现为一股一权或者无表决权的劣位股份;B类股份则通常附着数倍于A类股份的表决权,是优位股份。结合世界上各国对双重股权结构适用的情况进行分析,学界对于双重股权结构对公司治理所发挥的作用,不论是消极的或是积极的,都有很多不同的看法。

国内学界大约在10年前开始关注双重股权差异化配置,当时学界的重点工作是对国外制度的介绍,今天可能更多地是要考虑这样一个制度在中国特殊的社会情景下怎么去设计?在双重股权结构下公司治理特殊的安排体现在哪里?简单概括一下,可以看到双重股权结构下的治理机制创新及其特殊之处:第一个是表决权和现金流权利之间出现非比例配置;第二个主要是股权或者说股本的权利与持股者对公司的治理权利之间的关联被切断;第三个是少数股本持股人的控制权被固化。

这样的治理机制的特点会从理念到制度引起一系列治理机制的变化。传统的公司法强调资本民主,比如一股一权原则,现行公司法中有大量的治理机制以持有一定比例表决权为前提,而采纳双重股权后,股东的权利行使会面临一定困难。

通过将双重股权结构与单一股权结构相比较,能发现双重股权结构对公司治理有积极影响,其主要具有以下优点:

1. 双重股权结构解决了融资与控制权稀释的困境,保持了控制人对公司的控制。双重股权结构通常由希望保留公司控制权而同时可以从公共市场获得融资的公司创始人实施。为了满足公司的生产经营,扩大公司的规模,公司必须进行融资获得资本,但是在一股一权的结构下,经过一轮又一轮的融资,控制人所拥有的股权会被稀释。在外部股东投入了足够多的资本时,外部股东获得控制权,内部股东控制权将旁落。而在双重股权的结构下,控制人可以只投入少量的资金而将具有数倍表决权的B类股份控制在自己手中,同时只向外部股东发行只有一份表决权或者没有表决权的A类股份来获大量融资。这样,控制人既可以获得丰富的资本投资,又保留了对公司的控制权,解决了融资与控制权稀释的困境。

2. 双重股权结构能减少控制人的投资风险,丰富控制人的投资组合。在单一股权结构的模式下,控制人如果希望获得融资扩大公司的规模,且同时能继续保持对公司的控制,就要求控制人投入大量的资金,而这就会将控制人的资金困于一个公司中,增加了控制人的投资风险。而在双重股权结构下,控制人可以只投入少部分的资金而获得具有高投票权的优先股股份,掌握公司大量的投票权,控制着公司,从而使控制人能将其资金进行分散投资,丰富投资组合,减少投资风险。

3. 防止恶意收购。在实务中,恶意收购人先通过要约收购获得一定数量的股份,然后发起代理人征集,重组董事会。此时,新的控制人为了更好地掌控公司,可能会将原创始人-控制人赶出公司。很多公司在被恶意收购,失去创始人-控制人后陷入困境,经营困难,比如,“雷士照明”控制权争夺事件。而在双重股权结构下,因为大量的表决权被掌握在控制人手中,收购方不太可能在未经创始人-控制人同意的情况下获得高投票权股份,从而收购公司,重组董事会,所以能保持公司控制人-领导人的稳定,也能保持公司治理秩序的稳定。

从外部来看,国外学者特别强调的控制权市场对公司治理的改善功能,在双重股权下会大大弱化。针对这类公司,现有的研究一般从以下几个方面评价其治理的特征:

第一个要关注劣位股东或者说表决权被弱化的股东,是否对公司特殊的事项拥有一种特殊的表决权?特定事项包括双重股权结构的采纳、董事选举、审计人的聘任、财务报告的批准等。

第二个关注的指征是双重股权比例是暂时性的、可变的,还是永久的、不变的。也就是说是否存在一个类似于国外学者讲的“日落条款”,即在特定情景下要变成一股一权形式。

第三个是董事会是否主要由独立董事构成。

第四个是董事长或者董事局的主席是否由独立董事担任。

第五个是公司章程是否为劣位股东设计一些在特定的控制权变更之下所享有的特别保护机制。通过这些方面评价一个双重股权结构下公司的治理机制到底是优还是劣。

在这样一个大的趋势下,中国未来双重公司股权治理结构的重心要从以下几个方面考虑:

一是要有强制性的“日落条款”,在特殊情况下,要把股权结构变回一股一权。二是限制高低投票权差异的幅度。三是在收购过程中,对于一股一票的投资者具有一些特殊保护的设计。四是在中国的公司下要有针对小投资者特殊保护机制的构建,比如投服中心所持有的100股,未来在双重股权结构下到底要设计什么样的模式。可以考虑赋予投服中心一些特殊的权利,比如将投服中心的持股定位为一种特殊的公益股,公益股的内涵里有一个特殊的救济机制,在特定情况下,可以依法行使针对中小投资者的救济权利。当然,这些课题需要各个行业的同仁一起努力,为未来中国股权设计一个完善的制度。

跨境投资者保护的若干问题

黄 辉*

投资者保护是证券监管的重中之重,也是国际证监会组织明确指出的证券监管的首要目标。在证券市场日益国际化的今天,跨境证券交易的投资者保护问题正日益凸显,我就以我国香港特区和内地之间的互联互通为中心简要谈一下目前这方面的挑战和前景。

投资者保护要靠证券法的有效实施,而实施模式主要分为两类:一是公共执行,也就是作为公共权力机关的证监会追究违法者的行政责任或通过法院追究违法者的刑事责任;二是私人执行,也就是投资者通过民事诉讼的方式寻求赔偿救济。上述两种模式相辅相成,通过惩罚违法人和赔偿受害人达到投资者保护的共同目标。在跨境证券交易的情形下,公共执行问题主要体现为监管合作,而私人执行问题主要体现为区际民事诉讼。下面我就分别谈谈这两种机制面临的若干问题。

首先看看监管合作问题。自20世纪90年代以来,内地与香港资本市场不断融合,从初级到高级,从单向到双向,“沪港通”和“深港通”的实行标志着两地市场的互联互通进入一个新的时代。在带来巨大经济效益的同时,紧密联系的两地市场要求中国证监会与中国香港特区证监会进行更高水平的监管合作。多年来,通过《监管合作备忘录》的签署与加入国际证监会组织等方式,两地的监管合作取得了很大成绩,然而,近来出现了不少问题,折射出监管合作中的难点与盲区。

2014年5月23日,香港特区证监会入禀法院,对国际四大会计师事务所之一的安永提起了诉讼,要求其提供相关的会计材料。安永在内地的合资所安永华明为一家申请在香港上市的内地公司提供审计服务,但这家公司涉嫌欺诈上市,香港特区证监会介入调查,需要安永华明提供相关会计底稿以便执法。然而,安永却以相关资料涉嫌中国的国家秘密,披露将违反中国法为由拒绝向香港证监会提供所需要的会计资料。

遗憾的是,目前中国的相关法律对上述诉讼涉及的国家秘密问题并没有提供清晰的答案。比如,到底什么是国家秘密?国家秘密由谁来认定?相关审批程序是什么?实际上,这个问题并不限于在香港上市的内地公司,也发生于去美国等其他法域

* 香港中文大学教授。

上市的公司。随着内地与香港特区证券市场的互联互通机制进一步深入,监管合作的需求也会相应扩大。如果上述问题得不到妥善解决,将会对香港特区接受来自内地公司的 IPO 申请造成重大障碍。

监管合作的另一个问题是监管机关信息交流的定性和程序问题。具体而言,这种信息交流是纯粹的监管合作问题,从而由监管机关自己解决,还是属于区际司法协助,需要走区际司法协助程序呢?比如,中国证监会向香港特区证监会提供了一些信息,以便香港特区证监会的调查和处理,但香港特区证监会随后提起了诉讼,涉及了司法问题。这是因为,与中国证监会不同,香港特区证监会的行政执法权力只限于持牌机构,对于其他市场参与人员需要通过司法程序进行处理。因此,这就产生一个问题,即这种信息交流是否构成区际司法协助。如果构成了区际司法协助,那么就需要遵循严格的区际司法协助程序,比如,需要通过司法部进行,而且要有协议为基础。

在互联互通的新形势下,跨境的不法行为日益呈现复杂化与隐蔽化的特点,这要求监管者作出更为及时与精确的反应,需要在信息交流方面更加有效。信息交流是监管合作的常态化机制要求,如果需要走区际司法协助程序,将会费时费力,不利于监管工作的开展。另外,根据香港特区民事诉讼法,诉讼程序启动的标志通常是诉状的送达。但在安永华明案中,香港特区证监会的诉讼是要求会计师事务所提供资料,而不是根据资料起诉欺诈上市的主体。因此,严格来讲尚未启动实质性的民事或刑事诉讼程序,将相关取证申请视为区际司法协助存在法律障碍。

除了监管合作,私人执行也是跨境投资者保护的一个重要机制,其同样也面临不少问题。第一个问题是起诉资格。假如内地投资者买了香港公司的股票,公司有虚假陈述等欺诈行为,那么内地投资者是否有资格去香港特区提起诉讼?当前的“沪港通”等互联互通机制都是采用多层名义持有制度,使投资者获得救济面临潜在的困难。具体而言,中国证券登记结算有限责任公司与香港中央结算有限公司相互在对方的平台设立证券账户,作为本地投资人的名义持有人,并且代为行使股东权利。因此,从法律上来讲,以内地投资者为例,他们通过“沪港通”购买香港公司股票,但在香港公司看来,持有股东是中国证券登记结算有限责任公司,而不是具体投资者。那么,内地投资者能否以自己的名义在香港特区法院提起民事诉讼呢?中国证监会于 2015 年 5 月 15 日声明,如果境外投资者可以提供证明其作为实际权益拥有人、直接有利害关系的相关证据,可以依法以自己的名义在内地法院提起法律诉讼。但迄今为止,香港特区尚未发布类似的声明,也没有相关案例,因此这还是一个悬而未决的问题。

私人诉讼的另一个问题是司法管辖。按照一般的司法管辖原理,如果内地投资者买了香港股票,受到欺诈行为的侵害,那么,投资者就要去香港特区提起诉讼。但是,在香港特区打官司成本高昂,旷日持久,加上过关签证等方面的问题,这对于跨境投资者保护是一个挑战。因此,如何更好地利用“一国两制”的独特资源,在司法管辖方面引入一些特殊的处理方式,是值得探讨的问题。当然,这个思路也同样适用于香港特区与内地之间跨境投资者保护的其他问题,以全面提升投资者保护的力度和促进两地资本市场的融合发展。

CDR 架构下跨境投资者保护中的制度冲突

冷 静*

本次发言的关注问题如下:在 CDR 架构下,针对境外基础证券发行人在境内发行存托凭证并上市交易的情况,由于境内境外市场的法律、监管、财会等制度存在具体差异所带来的冲突,导致境内投资者(CDR 的购买者,也是基础证券的实际权益享有者)之权益保护面临现实挑战的问题。下面从四个方面来讨论。

第一,澄清基础概念。目前已经推出的 CDR 制度安排包括 2018 年 3 月出台的独角兽红筹股 CDR 发行框架以及 2018 年 8 月推出的沪伦通 CDR 发行框架,分别指向的发行类型是对应增发股的融资型发行,以及对应存量股的非融资型发行两种情形。在“沪伦通”框架下,基本原则是只允许非融资型发行 CDR,即发行人以已经在境外发行的基础证券作为依托,在境内发行对应数量的存托凭证,不发行新股,也不从境内市场获得新的融资。“沪伦通”CDR 境外发行人的激励主要在于为基础证券创造更多的流动性以及提高国际化声誉,所以对资金压力较小的发行人来说更有吸引力,其投资者主体是满足适格性要求的境内机构投资者。与此相对,红筹股 CDR 则允许发行增量新股,属于融资型发行,且由于估值优势,其在 A 股市场中可以预期的融资功能强大,意向中的投资者也主要针对广大散户。

第二,在跨境发行上市中,制度冲突所指向的东道国市场之两种监管目标存在不可避免的内在紧张,实现完全调和的可能性几乎是不存在的:(1)提升境内资本市场国际竞争力,控制境外企业融资成本与合规成本;(2)维护境内资本市场法制的统一

* 华东政法大学教授。

性,维护经济主权和金融安全,保护境内投资者权益,特别是对两地或者多地上市的境外企业实现投资者的公平保护。应该追问,第二个监管目标所指向的“公平保护”意味着什么?是同等保护?平等保护?“相当”保护?目前在红筹股 CDR 和“沪伦通”架构下,要求关于投资者权益保护的安排总体上应“不低于”境内法律要求。那么,如果境外市场的股东权利保护水平高于我国境内水平(例如,股东代位诉讼在持股比例和持股时间上的启动门槛、股东查阅权的行权成本与行权程序),则存托凭证持有人实际享有的权益保护比起境外投资者是减等的,是一种实质上的不公平。由于境内境外市场的市场结构、投资者文化、监管理念与实践、货币汇率波动等方面可能存在重大差异,同股不同价的现象可能也将比较普遍,无法真正实现跨境投资者“同等保护”的现实后果是可以预期的。

其实,境外市场(美股市场、港股市场、台股市场等)也面临着同样的两种监管目标的平衡难题。对此,境外市场的处理路径基本上呈现出两种模式:就境内法律法规和监管要求的适用,对境外发行人实行比较宽容的超国民待遇或者豁免待遇(或者两者兼具)。如何借鉴值得继续研究。

第三,以“沪伦通”为例,可以观察到两个明显的制度差异。

1. 一个制度差异在于挂牌平台的质量和市场准入门槛:CDR 将在上海证券交易所的主板挂牌交易,而 GDR 则将在伦敦金融交易所的国际订单簿(International Order Book)平台上挂牌交易。伦敦金融交易所现有的中国发行人发行的 GDR 不多,主要发行方式是在港股市场发过 H 股后再到伦敦金融交易所发行 GDR,其中中石化 GDR 是第一家在伦敦金融交易所发行的中国发行人凭证,而且是在主板发行。其他国家企业 GDR 的发行平台除了主板之外还包括专业证券市场(Professional Securities Market)。伦敦金融交易所 GDR 发行门槛较低,比起主板市场高级上市板块交易的上市公司,有一系列财务及公司治理方面的要求不予适用,因此 GDR 主要由资深、专业的投资机构而非散户投资者购买,故流动性较低,在公司治理质量、市场信誉、价格等方面均逊于高级上市板块的挂牌证券,也不具备纳入 FTSE 富时指数的资格。由此来看,未来哪些公司西向去发 GDR、哪些公司东向来发 CDR,值得关注。

2. 另一个制度差异在于保荐人的角色:在“沪伦通”架构下,CDR 必须有保荐人参与,这实际上相当于对发行人资质多了一层质量控制,多了一个发生问题后承担责任的主体,尤其是在 A 股市场已经建立了先行赔付制度的情况下,这种安排体现了对境内投资者保护的重视。而 GDR 的发行则不需要保荐人。

第四,共同适用于红筹股与“沪伦通”CDR 机制的跨境制度冲突集中表现在发行上市标准的法律冲突、公司治理标准的法律冲突、信息披露标准的法律冲突、会计准则适用的法律冲突、纠纷解决方式与程序的法律冲突五个方面。

1. 发行上市标准。研究指出,国际经验呈现出对境外发行人一般要求比本国发行人更严、更高门槛的趋势。例如纽约证券交易所对非美国公司的公众持股数、公众持股额、公司税前利润、现金流量等比美国国内公司要求更高,而德国法兰克福证券交易所也在上市条件上采用双重标准——针对欧盟国家的公司普遍采用一般标准(*general standards*),即在该交易所上市的最低标准,而对非欧盟国家的公司采用较高标准(*prime standards*)。也有学者指出,国际市场普遍经验是“低门槛、重义务”,即上市标准宽松,但上市后的持续信息披露义务很重。目前的红筹股 CDR 规则体现出对境外发行人的地位、规模、行业类型之相当高的要求,而“沪伦通”CDR 规则之下强调的则是合规性标准。

2. 公司治理标准。由于涉及文化因素,成熟的资本市场一般不强求以境内标准来对境外发行人实行“一刀切”适用,而是以豁免境内标准的适用为主要选择。例如,自 1934 年美国证监会(*Securities and Exchange Commission, SEC*)成立至今,监管者是在“复杂的心态”中,一直尽量避免干预境外企业的公司治理实践。但以 2002 年《萨班斯法案》作为分水岭,体现的则是针对境内外发行主体“一体适用”国内法所设定之公司治理标准的趋严态度。即使立法者期待的是一体适用严格化后的公司治理规范,但在上市资源国际竞争的现实压力下,SEC 又不得不针对境外企业制定一些零散的、应急性的豁免条款。

就公司治理结构而言,我国《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》等法律、法规和规章的规定与境外公司治理结构之间存在一些重大差异。在当前 CDR 即将开闸、呼吁制度创新的现实下,境内监管机构和交易所在境外企业公司治理标准方面的态度已经松动。例如,上海证券交易所表示要尊重境外企业“董事会中心主义”的公司治理架构,允许其与我国公司法中的“股东会中心主义”取向适当背离。在“沪伦通”和红筹股 CDR 的规则中,则体现为在公司治理要求方面对境外发行主体实行“豁免”的原则性监管态度,例如不要求设立监事会、在一定限度下允许双层股权结构架构等。

3. 信息披露标准。这方面的关注包括招股说明书的格式及内容标准,以及持续信息披露标准。招股书方面,各个市场普遍对境外发行人适用另外一套格式。总体

而言,境内与境外主要市场的招股书要求大同小异,在结构和必要披露事项的范围方面高度趋同。

就持续信息披露而言,不同法域的证券交易所对定期报告的形式以及披露时间等规定存在较大差异。对于多地跨国上市的企业而言,要实现不同地域的投资者同时获得相同的上市公司信息披露内容比较困难。例如,沪深证券交易所要求上市公司披露季报。而世界各主要证券交易所(如香港交易所、伦敦金融交易所和纽约证券交易所)均无季报要求。又如,境内上市公司应在每个会计年度的上半年结束之日起两个月内编制并披露中期报告,而香港交易所与伦敦金融交易所虽然有中期报告要求,但其规定的披露时间与沪深交易所规定的时间不统一。目前在“沪伦通”CDR 架构下,定期披露中的季报披露已获得明文豁免,而对持续披露则笼统地要求境内境外“同步”披露,同时对于披露时机、披露语言、披露内容、披露形式和披露平台及介质等各个项目没有作出规定,有待规则细化。

4. 会计审计标准。目前“沪伦通”业务监管规定(试行稿)确认了会计审计标准的互认安排机制——“经财政部认可的其他会计准则”以及“监管机构认可的其他会计准则”就包括了国际财务报告标准(International Financial Reporting Standards, IFRS)。允许境外企业直接以 IFRS 来从事财务报告的编制与披露事宜,既可以降低境外企业的合规成本,也将加速我国会计准则向国际标准转换的进程。

5. 证券纠纷解决方式与程序。就纠纷解决方式与程序而言,目前梳理出来的需要关注,但尚未得出答案的问题集中在上市公司章程指导意见中有关“纠纷解决适用仲裁”的条款在跨境交易中的适用问题、投服中心的持股行权与支持诉讼功能对跨境上市公司的适用问题,以及跨境交易所涉诉讼中投资者赔偿标准的平等适用问题。

从中介机构角度看跨境投资中的投资者保护

陈 刚*

从资本市场中介机构的角度看,“跨境投资中的投资者保护”有如下几个方面值得讨论。

* 中金公司合规总监。

一、需要保护的“投资者”

中国的投资者保护制度应该是首先保护国内的投资者。世界各国多是如此。比如美国,其监管规则主要集中在对美国国内投资者的保护,因此有一类 Reg S 交易,就是在国外与外国投资者发生的交易,在很多监管要求方面是获得豁免的。当然,如果外国投资者到了国内市场,在国内市场发生的交易,这类交易则应受到国内投资者保护制度的同等保护。所以这个“国内”投资者,更多地是指在“国内”从事交易行为的各类投资者。

二、跨境投资的标的

资本市场跨境投资方面的改革开放包括“引进来”和“走出去”,今天我们谈论的跨境投资侧重点是“走出去”的过程,主要是指中国国内投资者投资海外证券的过程。国内投资者投资海外,投资的范围包括股票、债券、基金或者其他结构化产品,也可以投资房产等。我们今天所讨论的范围主要限定在前四类,将其统称为证券。当我们主要集中在“沪深港通”“沪伦通”等谈跨境投资时,其实我们忽略了投资上市证券之外的另一个非常重要的投资领域,也就是包括公募、私募基金等产品在内的资管产品投资市场。以国内市场为例,资管产品现在已经是老百姓理财的一种重要投资标的,从某种角度来讲甚至是相对于投资上市公司证券而言比例更大的一类投资标的。因此从标的的范围来讲,广义的证券至少应同时包括上市公司证券和资管产品两类。

三、中介机构持牌是基本的投资者保护的要求

从国际经验来看,一般来说各个国家的监管机构对自己国家投资者的跨境投资保护都给予了相当的关注,其中最主要的保护方式之一就是要求提供这一服务的中介机构持牌。也就是说,任何一家中介机构,无论是在国内还是国外,不能不持牌就给国内的中小投资者提供服务。

以海外市场 IPO 为例,虽然在 IPO 当地已经注册的承销商(underwriter)能接触 IPO 所在地之外的其他国家的机构投资者,但一家承销商,如果没有在其他国家当地

注册(持牌),其想接触其他国家本地的个人投资者,一般是不被允许的。接触机构可以豁免持牌,与接触当地中小投资者需要持牌,这是一个非常重要的区别。

相对而言,我国在中小投资者投资海外证券方面,目前没有监管规则要求为我国中小投资者提供服务的海外中介机构必须在中国持牌。实践中,一个中国国内居住的中小投资者,其只要在海外开有资金账户,在海外证券中介机构再开立证券账户从事海外市场的证券投资,我国对该海外中介机构没有法律限制,我国也没有相关的监管规则对中国的中小投资者进行保护。

虽然其间有一些在海外市场从业的中介机构在该海外市场持牌,在一定程度上受到当地监管机构监管并给予使用服务的国内投资者一定的保护;但两个市场之间与两个监管机构之间也充斥了很多不受管制的灰色区域。比如现在我国有相当多的中小投资者参与海外虚拟货币交易、外汇交易、结构化产品交易等,这些投资多数是通过离岸的中介机构或者境内非持牌机构执行的,这些提供服务的机构和个人没有在中国持牌就为中国境内的中小投资者提供服务。出了问题之后,离岸的中介机构与境内的非持牌机构跑路,国内的中小投资者得不到保护。

对国内投资者的跨境投资提供保护,这是一个长期的过程。在资本市场改革开放的过程中,在中央渠道方面,我们建立了“沪深港通”,要建“沪伦通”,这是扩大我们国家中小投资者去海外投资的一类非常有益的方式,同时也有配套的投资者保护方面的考虑。

但除这类中央渠道之外,另一类非中央渠道的交易方式,即由市场上的中介机构提供中心渠道之外的跨境投资交易的方式,是实践中更普遍,甚至规模也更大的一种跨境投资方式。在这个过程中,要求提供服务的中介机构在国内取得牌照,获得国内监管机构的监管,是一个非常重要的方面。

四、跨境投资标的的适当性管理

从跨境投资标的的角度来讲投资者保护,另一个重要的方面是适当性管理。比如,对一个境外上市的股票定一个什么样的风险等级?目前中国证券业协会将境外上市证券定为四级。四级大概是个什么概念?我们国内的一般的主板上市公司证券被定为三级。风险等级为四级的证券基本上是一些场外交易的产品。因此,投资境外上市证券相关的风险还是比较高的。在海外市场上,当地的券商为本地的投资者

提供服务时,他们对投海外产品的风险等级的判定也是基本上按照这种方式处理的。比如,美国实际上将在外国交易所上市的产品,无论是主板还是其他板的上市公司证券,都定义为场外市场交易的证券。这一不同分级的依据是相对于本国交易所的上市证券、海外上市证券不同的信息披露程度和难以保障的投资者保护而言。所以从这个角度来讲,我们在对海外中介机构服务中国的中小投资者进行监管时,哪怕这一中介机构持了牌,其履行适当性义务时也应参照更高的标准。

五、建议中小投服也可以考虑在资管产品中持一点份额

呼应前面说的投资标的的范围。因为现实中国内中小投资者的投资范围是在投资上市公司股票之外更大规模地投资了各类资管产品。因而,是个人建议投服中心是不是也可以考虑在各类资管产品中,也像持股上市公司那样,持一点资管产品的份额。这样,投服中心也可以代表广大中小投资者的利益,在投资者投资资管产品的投资者权益保护方面,提供更强有力的支持。