

# 境外上市与公司治理

## Overseas Listing and Corporate Governance

王文字 主持

WANG Wen-yeu

缪因知 整理

MIAO Yin-zhi

**【刊发说明】** “合金论坛”是由来自国际中文学界十余个法域、数十个机构、近百位相关领域的一流法律研究者和实务者共同组成的一个邀请制在线论坛，创办人为台湾大学王文字教授。其宗旨是希望以合同研究为基础，探讨商事组织特征逻辑，进而探究涉及的金融法律议题。

作为财经法学领域的知名特色刊物，本刊与该论坛合作整理部分精华成果刊发以飨读者。这里不仅有顶尖专家就其关心的最新最前沿的具体话题的针锋相对，也有他们对各自得意之作的亲笔介绍，可谓不可多得的思想盛宴。为便于体现争点，本刊既适当保持了当时的交流原貌，也事后做了加工整理。

本期讨论实际发生于2016年2月，参与者横跨学界和律师界，从一起中国企业在美国私有化的案例谈起，各方讨论了公司并购中的跨境法律套利和反制，以及东道国是否应当对境外上市公司严加管制的问题。尤为称道的是其对法律前沿问题的精妙之处存在明显的交锋和砥砺。

### 一、从搜房网私有化看法律套利与投资者保护

台湾大学法律学院王文字教授推荐了新加坡管理大学法学院助理教授张巍在微信个人公众号“比较公司治理”上刊发的文章《搜房网红筹回归交易的光和影》<sup>〔1〕</sup>。此文主要分析了搜房网回归内地A股市场时在境外部分采取的法律设计。张巍认为，通常红筹回归先要将境外上市公司私有化（go private），这几乎没有多少法律风险。此中最大的奥秘就是这些公司选择开曼群岛作为注册地，从而避免了美国特别是德拉瓦州公司法对私有化交易的种种规则，让红筹公司的私有化成了个“三不管”的死角。而搜房网放弃私有化，以资产换股份，实施反向合并（reverse merger），更将法律漏洞利用到了极致。张巍的具体分析如下：

一个美国公司要反向并入另一家上市公司（包括中国A股公司），通常有三种交易结构。一是直接合并（statutory merger），二是股份互换（stock for stock），三是以公司资产换取对方的股份（stock for assets）。

〔1〕 参见 [http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzI3MjExMDYyNg==&mid=402721861&idx=1&sn=f0f28516863eb72da3c99e0fea2044c5&...](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzI3MjExMDYyNg==&mid=402721861&idx=1&sn=f0f28516863eb72da3c99e0fea2044c5&...)

搜房网如果选择第一种方案，无论按德拉瓦法还是开曼群岛法，都需要获得股东大会的批准。《德拉瓦普通公司法》(DGCL)底下的合并法定门坎是简单多数决，开曼公司法规定公司合并须获2/3股东的同意。以美国的经验看，一个常用的迂回策略是设立一个子公司，将拟用于合并的资产注入该公司，再让它与交易对方合并。该公司唯一股东的董事会代表母公司决策、行使合并的股东表决权。母公司自己的股东实际上失去了对公司合并的批准权，这被称作三角合并(triangular merger)。拥有众多子公司且子公司掌握实质资产的搜房网若进行三角合并，条件可谓得天独厚。张巍认为搜房网弃用此方案之原因可能与中国内地对公司并购的监管要求有关，例如对上市公司与外商独资企业的合并限制。另一种可能则是开曼公司法对三角合并的态度。三角合并之所以在美国大行其道，是因为德拉瓦州法院看重并购交易的形式，而非实质，选取了不同的交易形式，就可以适用不同的法律规则，即否定了“实质合并”(de facto merger)的理论。而开曼法未必如此。

至于第二种以股换股的交易结构，对搜房网来说不可行。不仅中国内地法律对A股上市公司与境外上市公司换股存在限制，要劝说搜房网美股的股东接受一家中国A股壳公司的股票，也不容易。

于是，以资产换股份就成了搜房网中意的交易结构。假如搜房网是德拉瓦州注册公司，这并非上策，因为要出售其全部或者实质全部资产(all or substantially all assets)仍需要多数股东批准。何为出售“实质全部资产”，自然存在模糊地带。但也有几条常用经验法则，譬如被出售资产的市值达到或超过公司总市值75%，又如被出售的业务部门是公司主要利润或收入来源。据报道，搜房网非常可能达到出售“实质全部资产”的程度。

不过，搜房网是开曼公司，不归美国有关公司治理的法律所管。搜房网境外交易设计的精华在于钻了开曼法的大漏洞：不管出售多少公司资产，董事会可以自行决策，无需经股东批准。股票回购请求诉讼或许是开曼公司股东目前最有力的自我保护措施。然而，这只适用于公司合并的情况。

讲到利用资产出售规避股票回购请求权，就不能不提美国公司法上有名的 *Farris v. Glen Alden Corp.* 案中巧妙的交易设计。一家德拉瓦州的公司 List 希望与另一家宾夕法尼亚州的公司 Glen Alden 合并。两家将交易设计成了一项资产出售：先由 List 向 Glen Alden 出售其全部资产，以换取后者的股票，再将此股票分配给前者的股东，同时解散 List。

一方面，根据德拉瓦法律，被合并公司的股东享有股票回购请求权，而出售资产的公司股东则没有这种权利。另一方面，根据宾夕法尼亚法律，公司合并时，双方的股东都有股票回购请求权，但在资产出售交易中，只有出售方的股东有此权利。于是，本交易双方股东都失去了请求回购股票的可能。假如搜房网交易的设计者有考虑到股票回购请求诉讼之规避，说不定是从该案中获取灵感。

张巍感慨说：各地法律的差异，以及法律对形式不同、实质相似的交易的不同规则，不啻为并购交易的设计者们留下了重要的法律套利(legal arbitrage)空间，也不断激发着并购律师们的想象力。正由于此，公司并购业务才成为公司法律服务中一个变化不断、高潮迭起的魅力部门。

但搜房网毕竟没有私有化。即便交易最终得以顺利完成，搜房网也将面临中美两地

上市的局面，要接受两地监管、双份的合规成本。目前虽然已经有美国股东对搜房网提起证券诉讼，却未必能对此交易的境外部分构成威胁，因为此类诉讼多会以和解终结。不过从长远看，搜房网在中美两地的经营活动很可能通过两地证券披露的要求被联动起来，一地出现的诉讼或者麻烦，会牵动另一地监管者的神经，甚至引发股东诉讼。

尤其值得一提的是，在搜房网借壳交易完成后，境内公司将成为境外公司的子公司，两家公司之间的交易会成为关联交易。且此子公司还有30%左右的股份归小股东所有；关联交易合法性说不定将成为一个反复出现的质疑。要免去今后的麻烦，恐怕搜房网最终仍然要从美国退市。

Sullivan & Cromwell 律师事务所香港分所林靖扬律师认为张巍文章在很多方面很有见地地总结了“China-based, Cayman Islands incorporated, U. S. listed companies”在美国下市后在A股上市的路径。他这几年做了很多这种案子（例如分众传媒、药明康德、盛大游戏等等），也做过德拉瓦州公司的私有化，他认为：

1. 说“红筹公司私有化几乎没有多少法律风险”有些夸大。这些红筹公司在私有化交易中，买方及卖方独立/特别委员会要支付数以百万美元计的美国律师费，以降低法律风险。公司层面上，开曼公司的法律风险比较小，在于其原则上没有衍生交易。但是美国证券交易法对私有化交易有复杂的披露及程序要求和较大诉讼风险。

2. 通过设立子公司实施合并分为买方设立和卖方设立子公司的情形，后者并不是美国公司常见的并购路径。因为这并不解决卖方董事会受信义务（fiduciary duty）的问题。林靖扬通常会提醒代表卖方董事会审查并购合法性的特别委员会，在试图和大股东合并时设立子公司从事三角合并的受信义务风险更高，因为这除了在形式上绕过股东会决议，便于把公司卖给大股东外，很难看出有什么合理的商业目的。

3. 开曼法针对公司合并规定的股东批准门槛不一定更高。德拉瓦州注册公司在《德拉瓦普通公司法》（DGCL）底下的合并法定门槛虽然是简单多数决，但是实务上几乎所有特别委员会都会坚持少数股东的多数决（Majority of minority voting），就是卖方大股东同时是并购买方时，其在卖方表决时的股份不予计算。德拉瓦州近年判例法颇关注此点，包括私有化交易在什么条件下可以享有经营判断规则，什么条件下可以享有完全公平（entire fairness）规则的举证责任倒置，其中少数股东的多数决情况都是判断的重要标准。

4. 一般三角合并是买方设立用于合并的子公司（merger subsidiary）并入（反三角）或吸收（正三角）目标公司。为什么一般公司不用搜房网这种架构？原因不一而足。一个明显的原因是，这种架构根本不能完成严格意义的私有化，也就是美国上市公司主体无法免除向证券交易会（SEC）报告的义务（deregister from SEC reporting obligations），而尾大不掉，甚至面临在美国被集团诉讼的风险。从美国证券律师的角度来看，这个代价很大，可能比适用正规的私有化规则 13e-3 的代价更大。如分众传媒与 SEC 和解金高达 5 500 万美元，还不算惊人的律师费。当然，分众传媒被调查不是因为私有化交易，但可见在美国与 SEC/股东硬拼的代价很大。

林靖扬赞赏张巍的文章确实非常有意义，因为实务家很少有时间或心情对这些法律问题做整理，而学术界往往难窥实务操作背后法律上考虑的全貌。据他不完全统计，2010年以来已经有超过60家中国大陆公司在美国进行私有化、申报13E-3表（Schedule 13E-3）。这个巨大的潮流已经形成一个相当成熟的市场实务惯例。但近年的

A股回归上市潮流又再度对许多实务操作的细节产生冲击，使其不断演进，这些都是跨国并购业务醉人的地方。

张巍对林靖扬的意见表示感谢，认为：

1. 有关红筹公司的私有化几乎没有法律风险的问题，并非学术意义上的精确结论，可能是有些夸张，但也有所依据。有关红筹公司私有化可能面临的诉讼问题，张巍以为主要是两块：一是公司法上，股东针对董事会违反受信义务的诉讼，这牵涉到开曼法对受信义务的态度、美国存托凭证持有人是否具有合格股东身份、衍生诉讼是否可行等。第二块正是林靖扬指出的美国证券法的披露问题。不过，红筹公司私有化交易区别于一般的证券法披露事项，主要会涉及两项，规则 14a 和规则 13e-3。前者的披露义务，作为外国私人发行者（foreign private issuer）的红筹公司一般已被免除。至于后者，是否伴有私人诉权（private right of action）并无定论，即股东能否提起 13e-3 诉讼尚无定论。红筹私有化交易本身成为证券诉讼的对象，可能性不太大。当然，13e-3 文件报备（filing）仍要足以符合 SEC 评论（comments）的要求。

2. 三角合并是否常见，是一个事实问题，张巍表示信赖林靖扬的判断。买方设立子公司的三角合并主要规避的是买方股东的投票程序，无论卖方与买方母公司合并（direct merger），还是与买方子公司合并（forward/reverse triangular merger），卖方董事会的受信义务均无不同。

3. 分众传媒股东提出的诉讼理由是两条，一为规则 14a 证券诉讼，这个迅速被被告驳回了，因为分众传媒被免除 14a 下的义务。第二条是开曼公司法 92 条 e 项的解散公司诉讼。因美国存托凭证持有人没有诉讼资格，美国法院也没有管辖资格，所以也遭到驳回。在此背景下，双方很快和解。分众传媒私有化整体的交易金额超过 20 亿美元，和解金额占的比例不到 3%，但绝对数字还是很大的。张巍猜测，收购方愿意和解可能是担心延误收购进程。事实上和解之后，交易很快交割了。张巍提出，分众传媒案有一个特别值得注意的地方，就是小股东完全没有提到受信义务问题，也完全没有提到规则 13e-3 问题，这和他前面分析的，小股东基于这两条主张权利没有坚强的法律基础看似吻合。

林靖扬对上述观点表示了赞同和补充，称根据他们在分众传媒案的经验，在公司法层面而言，在开曼提出衍生性诉讼确有困难，在证券法层面，在美的外国私人发行者已经被免除适用大部分的征集规则（proxy rules），但 Schedule 13E-3 还是需要披露的，而且披露要求相当高，实际上境内外发行人在一个规则 13e-3 交易中的披露要求没什么区别，但是形式有异。前者需要递交 Schedule 13E-3 表及 14A，后者是 13E-3，然后把 proxy 的内容作为附件。但实质内容很类似，SEC 审查标准也是一致的。违反 13E-3 下的义务成为小股东诉讼对象，是有可能的。

此外，在三角交易中，若卖方董事会把资产打包进一个子公司然后把子公司卖给关联方，使上市母公司成为一个空壳（甚至一个必须在投资公司法下注册的公司），且没有强大的商业理由做后盾，这种决定在受信义务的层面风险不小。

张巍回应称：私有化中，卖方董事会的受信义务确实会加重，由于涉及控制股东自我交易（self-dealing），德拉瓦州法院要求符合完全公平标准，故此以特别委员会批准加上少数股东多数决。无论买方是否架设三角结构，卖方董事会都有此等加重义务。而买方在私有化中是卖方的大股东、董事、管理层的话，通常是个人或者由财团协议

(consortium agreement) 协同起来的几方投资人, 因此, 其内部未必有董事会和股东大会的区分。如果不涉及私有化交易, 买方以公平 (arm's length) 交易去购买标的财产, 则无论是否采用三角架构, 应该都适用业务判断规则。

## 二、东道国是否应强制境外上市公司接受本地治理规则?

密歇根大学法律科学博士候选人蔡彦守提出: 公司法和证券法的区别及监管思维值得重视。美国法上从内部事务原则 (internal affairs doctrine) 及联邦主义出发, 规定公司内部事宜或治理事务由注册地州法管辖; 证券法则主要透过强制揭露来管制, 尽管后来有 SOX 法大规模以强制规定方式入侵到公司治理领域。

严格区别公司、证券法管辖的精神由法经济学者继续发扬光大, 他们建构在公司为契约本质的理论上, 主张政府不该强制介入公司契约, 甚者公司法规应该以赋权 (enabling) 为主, 以因应企业主在交易安排上不同的需求。学界大部分认同至少在公司初次上市时, 外部性是很低的, 政府要尊重当事人自主选法及根据该选法所为的公司事务安排, 至多应注意到所谓中游机会主义 (mid-stream opportunism) 的问题。美国法的例子以双层股票结构 (dual class structure)<sup>〔2〕</sup> 的管制争议或许是为经典。中游机会主义监督部分也涉及并购: 最近美国公司盛行倒转 (inversion)。而因为注册地变更后, 公司治理会受到影响, SEC 去年发布解释要求股东会就合并及相关公司治理的变更“分开”投票。

蔡彦守认为这个精神放大到国际上跨境挂牌的监管问题也可以适用而且获得印证: 东道国 (host country) 对于外国公司予以强制揭露的方式管理规范以外, 基于公司契约理论、礼让 (comity) 等理由不该对外国公司的治理涉入过多。事实上, 除美国萨班斯 (SOX) 法或纽交所对设置审计委员会的要求以外, 国际上大部分 (含德国、英国) 对于外国公司来挂牌交易的公司治理至多要求做到“要么遵循, 要么解释为何不遵循” (comply or explain) 某些原则化的公司治理法典 (“principle-based” corporate governance code), 而不强制外国公司遵守特定规定。

从实际面来看, 东道国必须考虑到规范竞争的问题。强制介入过多, 外国或境外公司将选择用脚投票。例如阿里巴巴舍弃香港至纽约上市, 飞雅特集团从意大利改至荷兰注册, 都是为了保持双层股票结构或多重投票权股票 (multiple voting shares)。

以上种种不禁让蔡彦守感慨台湾强制要求外国挂牌公司必须修改章程纳入台湾《公司法》(属于强制性而非赋权) 上所谓的“股东权益重要保护事项”以及下市时的“董监事强制买回条款”(均规定于上市契约中) 是否管制太多、父权心态太重?

林靖扬对此深表赞同, 认为阿里巴巴就是一个近期的经典案例, 相对于美国的规则化 (rule-based), 香港的上市规则及并购条例是原则化的, 不过确也侵入公司治理领域, 而且基本只有遵循 (comply), 没什么解释 (explain)。同时, 香港证监会及联交所的“父权心态”不可谓不重。不过, 香港这几年异军突起, 在国际资本市场有着举足轻重的地位。除了中资红筹及 H 股加持外, 也有不少外国公司前来二次或初次上市。可见公司在选择上市平台 (listing venue) 时, 可能还是把估值放在第一考虑。

〔2〕编者注: 指不实行“一股一票”, 而是存在投票权有高有低的两种股权。

针对上述批评，香港城市大学法律学院助理教授林郁馨则有更积极的看法，她认为：

1. 就跨境上市公司的公司治理管制而言，2012年的统计显示香港上市公司中有87%为境外公司，因此境外公司的治理质量对于香港资本市场的安定性具有重大影响。就此，香港采取积极介入的政策，除了美国常见的独立董事比例及董事会相关委员会的设立外，其上市规则要求境外公司必须修改章程将香港公司法中主要保护投资人的条款纳入，包括关于股东会的通知程序、股东得以多数决解任董事等；并于公司法中订有拓宽（outreach）条款，将股东代位诉讼及不公平损害（unfair prejudice）诉讼等救济制度适用于在香港上市的境外公司，使得股东得于香港提诉。另外，上市规则3.08条也将董事之忠实义务及注意义务之标准纳入，并针对不同法域的公司客制化其公司治理规则，其规范的细致程度非其他法域可比拟。

2. 就跨境上市公司的规范方式而言，各法域规范方式不同，其实是视乎事后救济制度的发达与否。例如在美国，股东诉讼及证券集体诉讼非常发达，其事前的监管就无需介入太多，只要确保有足够披露即可。然而在香港，股东诉讼及证券诉讼几乎不存在，因此必须仰赖监管机关事前管制。制度设计上必须于事前管制与事后救济间取得一个平衡。

张巍认为，林郁馨提到的以上市规则对公司治理结构提出要求的做法非常值得借鉴。只是这样一来，有可能让香港证券交易所在IPO竞争中处于不利地位。当年纽交所不得不面对美交所的竞争，放弃“双层股权必须退市”（dual class delist）的规则也有类似之处。当然，最终此乃一经验问题，非经验性研究无可解答。

林郁馨表示，港交所确实在失去阿里巴巴这个大案子后，认真考虑过开放双层股权（dual-class share），经过一年多的公开征询程序，最终于2015年10月5日因香港证监会反对而暂时搁置该提案，目前仍坚持一股一表决权。从此案看来，港交所并没有落入如美国早年交易所竞争下逐底竞争（race to the bottom）的情况。而从近年来中国内地在美上市企业纷纷进行私有化回到香港或内地上市的趋势看来，港交所是否因坚持一股一表决权就失去竞争力，恐怕还言之过早。如林靖扬所说的，目前公司在选择上市地点时，似乎还是将估值摆在第一位，与跨境上市理论中著名的约束假设（Bonding Hypothesis）似乎背道而驰，是否是因为美国法规赋予外国公司太多豁免，使中国赴美上市的企业未能真的提升其公司治理从而未能享受到约束的好处？还是内地资本市场对于科技产业的估值过高，未能合理反映公司治理质量？

中央财经大学法学院副教授缪因知表示赞同哥伦比亚大学Coffee教授等提出的约束理论，即认为投资者薄弱国家的企业可以/需要通过借助境外上市和境外更严格的法律与监管来实现约束（discipline），倒逼同一实体的境内投资者保护水平提高。金融学界对多国企业的跨境上市溢价（premium），即公司赴美上市后本国上市股票价格也永久性上升的实证研究也可佐证此点。

从现实意义看，境外上市对中国内地的国有企业的功效可谓典型。由于其在境内具有特殊的政治经济势力，缺乏有效“管教”，故中国大型国有企业几乎都实现了境外上市，以减少国企经营者相对于国家所有者的代理成本。<sup>〔3〕</sup>然而，由于中国国企巨大的经

〔3〕 See Miao Yinzhi, The Interplay of the State and the Firms: Overseas Listing As A Governance Institution For Chinese SOEs, *Frontiers of Law In China*, Vol. 10, No. 1 (March 2015).

济实力以及其与国家的密切关系，境外上市这一对国企相对“最有用”的公司治理机制（较之于其他机制）可能也是“对国企”相对最没用的机制（较之于其他企业）。〔4〕2003年中国人寿公司被诉事件后中国国企境外上市目的地从纽约转向体量更小、更受中国内地影响的香港，更是如此。不过，虽然较之纽约，香港可能只算次优选择，却仍然对中国内地有制度优越性。事实上跨境上市带来的溢价也存在。

换言之，与蔡彦守立场略有不同，缪因知倒是欢迎发达法域东道国严管境外企业，至少是中国内地的企业。反之，上海证券交易所一直在议论要搞国际板，则可谓“何德何能”。无非就是让外国公司挂个牌、融点资、活跃一下二级市场罢了。中国内地那些未见高明的证券管制措施包括披露措施，〔5〕到底是让外国挂牌公司遵循好呢，还是不遵循好呢？

而就一般制度而言，接受跨境上市的交易所一般位于世界或区域金融中心。美国并不掩饰对自身制度优越性的自信，所以较注重要求境外上市公司接受其治理规则。在缪因知看来，对搜房网、三角合并案的讨论表明受信义务等的施加对保护小股东利益确有裨益；林郁馨亦认为香港法制对诸多法域有长处，所以严管具备正当性（此外，对香港这样“内轻外重”的资本市场中心，对境外上市公司的管制更有特殊意义）；而蔡彦守的潜台词则大概是认为台湾《公司法》中的诸多强制要求对提高在台上市的境外公司的质量并无大的裨益。

然而，一国对境外上市公司的公司治理进行强制要求的好与不好，可能最终落实为一个事实判断问题。更深入的探究可能需要对比不同法域的条文、执行状况，跨境上市公司股价溢值的有无及幅度，甚至对上市公司予以访谈等才能最终得出。

蔡彦守认为，美国法除了独一无二的团体诉讼的威吓以外，其对外国跨境上市公司的执法程度与本国公司相比没有那么严格。除了极少数例外规定以外，上市条件几乎都豁免了。这些极少数规定，例如设立独立审计委员会部分，英国也是有要求。所以所谓绑定（bonding）较严格法规或制度的部分可能只适用团体诉讼部分。

蔡彦守进一步提出，要不要以及如何以本国法规范跨境上市公司的问题涉及许多层面。首先，法律市场上实力原则的问题。美国市场力量大，各国公司竞相前往挂牌，美国似乎有许多筹码得以进行规范。但事实上美国选择豁免外国公司，而香港针对中国内地或与中国内地有关公司的规定或许是举世严格，至少严于美国或欧盟。中国内地许多国营公司跨境至香港上市恐怕绝非因为偏好绑定香港的公司治理而是政治考虑居多。至于地主国（东道国）决定介入以后，规范时究竟要以强制性（mandatory）还是赋权性（enabling）的规范，或以要求揭露法规异同的方式而非强制其遵循本国规范之方式管理（therapeutic disclosure）的问题就涉及公司控制权之争。如先前讨论所述，一般认为如果于IPO时就设立基础规定，较无疑义。这点就跟世界各国趋势相符，即对外国公司采取宽容态度，除定期揭露之规定以外，就公司治理内部事项偏向非强制规定（如comply or explain或是完全遵照母国公司法）抑或如美国所采的豁免方式。

〔4〕 See Miao Yinzhi, The Governance Effect of Overseas Listing on the Chinese SOEs: The Role of the State Matters, *Peking University Journal of Legal Studies*, vol. 4 (2013); 缪因知：“境外上市对国企治理之影响研究”，《证券法苑》第十一卷，2014年。

〔5〕 参见缪因知：“股价异动时不必强求公司披露”，《证券市场导报》2015年第7期；缪因知：“论证证监会信息披露规则的不足”，《法治研究》2016年第2期。

蔡彦守认为：台湾规范跨境上市之规定中，强制要求纳入外国公司章程之股东权利保护事项大概是学香港的。但這些事項都仅是照抄台湾公司法的条文，姑且不论强制是否恰当的问题（在他看来没必要，过于父权），立法技术似乎也不见高明。再者台湾法区分 TDR 及初次上市公司之规范制度似乎也是颇为少见。至于台湾法规规范的“中国大陆情节”，亦即：中国大陆注册或中国大陆人有实质控制权的公司一概不准来台上市（后者规定对台湾存托凭证则又例外），更是举世独创，政治色彩浓厚。但政治问题是否应该凌驾一切，值得深思。如果争取跨境上市是既定政策目标（或许也是必要的），台湾在“法律市场”的实力是否允许台湾采取目前如此高度父权的管制，恐怕是一大问号。如今台湾证券市场理当具备信息上的效率，法人投资户接近五成，则如此高度父权管制是否有必要，亦颇值探讨。当然，最近台湾发生乐升公开收购“弊案”（实际案情尚待厘清）以及兆丰银行被美国纽约州金融服务局（DFS）重罚事件，解除管制的论调绝非显学。

缪因知赞同说美国 SEC 的确对境外公司的执法力度不及对本国公司。但一来美国整体执法力度仍然较高，像前面林靖扬律师就强调不要跟 SEC 拼；二来就是蔡彦守说的私人诉讼机制对境外上市公司的作用（甚至是不可控性）。所以美国还是与众不同。

虽然官方似对此无解释，但缪因知认为中国内地国企转向香港上市，就是因为 2003 年人寿被诉案。尽管北京可能有加持香港的意思，但 2004 年前后的时间点在香港治理史上并无重大事件；之前内地国企也多选择香港纽约同时上市，而非只纽约不香港。对股权结构简单的大国企而言，其实满足了香港治理要求后，似乎差不多就能达到纽约要求了，萨班斯（SOX）法等增加的文牍成本对大企业而言并非大问题。缪因知认为，香港在普通法和英语方面的沉淀优势，连 20 世纪 80 年代全盛时的东京都未曾取代，上海中期内也难以超越。故而，如今内地国企选择在香港上市，也可谓是不得已（除非不搞境外上市）。

对法经济学进路，缪因知原则上不反对，但各国主管机构的认知可能与此有差。之所以要对上市的境外公司严加管制，除了政治姿态外，可能的实体性理由不妨再做具体讨论。一是上市意味着吸收资本、“圈钱”，故而需要监管公司质量。即便是介绍上市而不招募新股，静态地看也会在既定存量资本的零和游戏中争夺其他上市公司所能获取的资本（沪深股市屡屡浮现的“IPO 打压股价”的议论即是此理）。台湾禁止中国大陆企业上市，大概也是为了防止所谓“钱进大陆”。二是本国投资者难以去外国主张股东权利，既包括交通成本，也包括法律知识成本。前述开曼法的种种不利和国际律师大搞法律套利，可谓一个例子，故而需要在公司治理规则中予以调整。法经济学对此的回应是“双方自愿”、风险自担，但如果以有限理性、信息不对称反驳，也未必站不住脚。甚至投资者可能更容易为境外公司的奇异商业模式所迷，而对相应的法律风险予以低估（高估风险而错失投资机缘的可能性也有，但那不在东道国立法执法者考量范围内）。

故而缪因知并不认为东道国全无强制监管上市的境外公司的理由，只不过效果如何，冷暖自知罢了。如果过度，显然会产生蔡彦守所谓的在“法律市场”竞争中自缚手脚的后果。

蔡彦守对此表示赞同，但认为行为经济学犹如两面刃，以有限理性等等理由来作为国家监管的基础，是不是常常忽略了国家政策制定者本身的有限理性？美国教授 Prichard 和 Choi 以此对 SEC 的批判颇具说服力，遑论另外有监管俘获（capture）的问



题。蔡彦守也不反对某些程度的强制规定，问题在于主管机关不见得比市场更知道何时属于“过度”，主管机关通常有“越管越多”以及“怕出事干脆禁止”的倾向。同时，如 Prichard 等人所述，会发生牛市时睁只眼闭只眼，熊市或危机来到时过度反应式的监管。当然，此所谓市场可能至少得具备所谓信息上的效率。

缪因知表示在原则立场上，也并不看好证券监管的功效。<sup>〔6〕</sup>按照 LLSV 的说法，大陆法系的监管者比起 SEC 之类更为不如。他个人其实持有更为激进的观点，认为金融危机就像人要生病，原则上总是难以避免的，故而金融危机的负面结果是人类发展史的固有内在成本而已。但可能出于风险规避心理的一般大众的社会愿望及由此形成的共识（无论正确与否）是认为政府有能力、有义务监管好市场。出了弊案、风暴，相关政务官就该下台担责。所以政客的合理反应就是加强管制，用取消问题的办法来解决问题，用牺牲发展潜力来避免动荡。而在具体监管问题上，学界实际上能做的，大概也就是尽量通过把相关事项转化为技术性评估，来实现不当管制的削减，比如评估退市时的“董监事强制买回条款”是不是功效不彰。直接提出对一整块制度不要管，不仅对政府往往是与虎谋皮，老百姓恐怕还不答应。

### 三、证券监管中的法系差异

台湾中华开发创投公司董事长刘绍樑博士认为，LLSV 的论证与结论不是都可以参考。但他一向觉得亚洲经常有 over-regulated but under-enforced（过分管制但执法不足）并存的现象（近年有时把 under-enforced 改成 erratically-enforced 即乱执法）。这与大陆法系的背景应该有关系，如果再加上官僚体制+媚俗民意（主）+政治渲染+不同学者同时对机制开出互有冲突的药单+结果都采纳或采取折中案+恶例生恶法（bad cases make bad law）等，就可能问题更大。

缪因知赞同认为：大陆法系的主流还是把国家事前干预作为政治正确，但事后执法反而不足。普通法系则不然。哈佛的 Mark Roe 教授说数据显示，普通法系的证券监管者预算高，执法频度（intensity）更高，SEC 规则繁复。但实际上，普通法系的证券执法精力更多放在信息披露规则和执法上。萨班斯法被说成是民不聊生、庸医治理，很大一块也只是申报繁琐而已。跟 SEC 对发行的审核一样，过程虽然可能会烦死，但行政相对人依照法律指示，坚持做到底，结果确定性还是有的，监管执法随意性较小。行政程序法、法院对政府监管者的制衡更多些，任意（capriciousness）是大忌。Howell Jackson 教授所说的交易所与监管者的“合作监管”也更多些。<sup>〔7〕</sup>而大陆法系包括发达国家的主流是用自以为高明的政府判断来限制、排斥、取代市场机制，甚至就算不高明、不符合经济规律，照样可以用“有一盘更大的棋”为由予以限制。在经济账明显不划算时，甩出“算政治账”也好像理直气壮。如 Coffee 教授批评早期法国政府把巴黎交易所的上市名额用于睦邻外交，导致先发的巴黎所落后于伦敦。而反过来，英美却精打经济账，而不惜以政治账为代价。例如英国退欧的主要支持力量似乎在于认为能因此改

〔6〕 参见缪因知：“政府性证券监管批判及与民事诉讼之权衡”，《交大法学》2015年第1期；缪因知：“中国证券监管中的不足、成因与改进”，《安徽大学法律评论》2011年第2辑。

〔7〕 参见缪因知：“国家干预的法系差异：以证券市场为重心的考察”，《法商研究》2012年第1期。

善国内收支和福利，反对者也大谈共同市场对不列颠的好处，至于政治影响，倒仿佛在其次。而美国为了贸易摩擦而屡屡交恶大国，也所在多有。中国的情形自不待言，比如近年异军突起的内幕交易执法，不受成文法和法理束缚，甚至有几分宰肥羊的意味，就可谓是刘绍樑的 erratically-enforced 了。

德国波昂（波恩）大学法学博士王国庆律师表示不赞同缪因知说的“大陆法系的主流还是把国家事前干预作为政治正确，但事后执法反而不足”，认为与他从德国、瑞士、奥地利的相关法律规范与实务分析的文献的阅读体验不符。

缪因知同意说全称判断自然会有“一竿子打翻一船人”的讹误。不过美国学者如 LLSV 组合、哥大法学院 Coffee 教授、弗吉尼亚大学 Mahoney 教授等综合运用了数据收集、主观赋值、统计回归、案例分析等方式得出了上述趋势性的结论，甚至认为思想渊源可以追溯到法王路易十四和英国大宪章时期甚至更早，即前者重视以国家作为集体福利的代表，而后者重视个人福利。这当然有美国人的傲慢在内。但美国学者在大陆法系中也区分了法国法系和德国法系，认为后者干预色彩更少，法治色彩较高。<sup>〔8〕</sup> 缪因知还提供了美国学者的相关论文。

王国庆阅读后认为，德国人应该对此类涉及法系优越的争论并不感兴趣。而中国法制与法治现代化的进程没有终点，不能固步自封而应与时俱进是大原则，但更重要的是，用古人而不为古人所役，用外人而不为外人所奴，取舍应以自己的问题为基点，以自己设定的目的目标为基准，就事论事具体客观谈问题，找解方。英美法欧陆法都有大用，也都可为我所用，我们没有必要对外国法制与实务轻易做全面抽象的肯定或否定。

缪因知表示赞同，指出商事和金融制度门类复杂，会随着实际生活的需要、政治现实与思想观念的革新而变化纷繁。源与流、古与今之间也颇有不同。像近日英国首相 May 似有意推动工人代表进入董事会，与不列颠和保守党传统有所背离。探求一些潜在的趋势、风格，或许可以作为一种参照。例如，提醒我们自省，作为大陆法系国家，可有染上过度管制的病灶而不知。但最终解决实务问题，包括立法执法时，应该以自己设定的目的目标为基准，就事论事具体客观找解方，博采众长。

## 参考文献

- [1] Miao Yinzhi. The Interplay of the State and the Firms: Overseas Listing As A Governance Institution For Chinese SOEs [J]. *Frontiers of Law In China*, Vol. 10, No. 1 (March 2015).
- [2] Miao Yinzhi. The Governance Effect of Overseas Listing on the Chinese SOEs: The Role of the State Matters [J]. *Peking University Journal of Legal Studies*, vol. 4 (2013).
- [3] 缪因知. 境外上市对国企治理之影响研究 [J]. *证券法苑*, 2014, 11.
- [4] 缪因知. 股价异动时不必强求公司披露 [J]. *证券市场导报*, 2015 (7).
- [5] 缪因知. 论证监会信息披露规则的不足 [J]. *法治研究*, 2016 (2).
- [6] 缪因知. 政府性证券监管批判及与民事诉讼之权衡 [J]. *交大法学*, 2015 (1).
- [7] 缪因知. 中国证券监管中的不足、成因与改进 [J]. *安徽大学法律评论*, 2011, 2.
- [8] 缪因知. 国家干预的法系差异: 以证券市场为重心的考察 [J]. *法商研究*, 2012 (1).
- [9] 缪因知. 法律如何影响金融: 自法系渊源的视角 [J]. *华东政法大学学报*, 2015 (1).

(责任编辑: 朱晓峰 赵建蕊)

〔8〕 参见缪因知:“法律如何影响金融: 自法系渊源的视角”,《华东政法大学学报》2015年第1期。