

沪伦通及其跨境转换制度： 临时法角度的初步分析

唐应茂

内容提要：沪伦通规则允许英国上市公司到我国上市，而跨境转换制度是沪伦通规则的一项关键制度，该制度赋予我国证券公司跨境买卖英国上市公司股票、生成和赎回存托凭证的专营权。跨境转换制度以及该制度所依赖的禁止发行新股融资制度，都具备美国金斯伯格教授所称的临时法的特点，是临时性、过渡性法律规则。事实上，此类临时法规则具备法律实验功能，可以避免长期性规则对当事人权利带来的永久伤害，减少资本市场对外开放的成本，但同时也存在制度重置成本高、法律质量不高等潜在问题。从监管角度而言，对于此类规则，可能存在加强管制与放松管制并存的情形，不是单纯的“自由式监管父爱主义”，而是“混合式监管父爱主义”，由此可能产生临时法蜕变为永久法以及具有不可逆性等深层问题。

关键词：沪伦通 跨境转换制度 临时法 监管父爱主义

唐应茂，北京大学法学院副教授。

引言

2018年10月，中国证监会发布沪伦通规则，允许英国上市公司到上海证券交易所（以下简称“上交所”）上市。^[1]在沪伦通项下（以下简称“沪伦通”），英国上市公司可以向我国投资者发行存托凭证，存托凭证代表该上市公司股票权益，而存托凭证则在上

[1] 《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》（下称“《证监会沪伦通监管规定》”）（中国证监会2018年10月12日发布）。2018年11月2日，上交所发布《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法》（下称“《上交所沪伦通暂行办法》”）以及其他相关规则。有关沪伦通制度的研究成果，参见谢超、黄亚伽、李瑾：《加速融入全球市场，资金层面无需担忧——“沪伦通”分析》，《国际金融》2019年第2期；姜雨汐：《“沪港通”对“沪伦通”的开通风险启示——基于“沪港通”对我国证券市场风险的影响研究》，《经济研究导刊》2019年第1期，等等。

交所上市交易。沪伦通的推出标志着我国资本市场与国际资本市场的进一步接轨。^[2]但是,在沪伦通规则中,我国规定了一些相对独特的制度,总体上带有临时性、过渡性的特点,与国际主要资本市场实践存在很大差异。

在沪伦通规则中,我国设立了跨境转换制度。^[3]在该制度下,我国证券公司出境购买境外上市公司股票,将股票交付存托人(存托银行),由存托人向其发行存托凭证,再由跨境转换机构将存托凭证转售中国投资人,存托凭证在上交所上市、挂牌交易,由此完成英国公司到我国的跨境上市流程。从世界范围来看,我国的跨境转换制度非常独特,其是在主要国际资本市场,创设专门的监管规则,对跨境转换机构和跨境转换活动进行监管,类似制度并不常见。比如,万科B股转H股并在我国香港地区上市,采用了香港法意义上“介绍上市”(introduction)做法:万科不发行新股票,仅将我国内在的现有股票(B股)转换成境外上市股票(H股)到我国香港地区上市,其实质就是跨境转换活动。从公开材料看,中信证券国际担任独家保荐人,除此之外,没有所谓跨境转换机构的角色。同时,不仅跨境转换制度具有独特性,在沪伦通规则下,英国上市公司在我国不能发行新增股票,不能通过发行新增股票转换成存托凭证的方式实现在我国上交所上市,这也非常独特。《证监会沪伦通监管规定》第3条规定,“以非新增股票为基础证券在境内公开发行人应当符合《存托凭证管理办法》。”所谓“非新增”股票,就是现在已经发行的、在伦交所交易的股票,而不是英国上市公司以增资为目的、新发行的股票。^[4]

为什么沪伦通项下会出现跨境转换制度以及禁止发行新股融资制度这类非常独特的制度?本文希望指出的是,跨境转换制度,以及与之密切相关的禁止发行新股融资制度,都是我国资本市场开放过程中“路径依赖”的产物。同时,借鉴美国芝加哥大学金斯伯格教授(Tom Ginsburg)等学者提出的“临时法”(temporary law)理论,本文认为,跨境转换制度、禁止发行新股融资制度不具备长期实行的基础,是我国试图解决路径依赖问题而采用的短期性、过渡性措施。^[5]从临时法角度来看待沪伦通规则看待跨境转换

[2] 有关创新红筹企业回归和中国存托凭证(CDR)的研究,参见薛晗:《中国存托凭证投资者保护机制的完善路径》,《中国法律评论》2019年第2期。

[3] 《证监会沪伦通监管规定》第11条规定,“本规定第十条所指的境内证券公司应当具有证券自营业务资格和一定国际业务经验、内部控制健全有效,并按照上海证券交易所的规定进行备案。”上交所2018年11月2日进一步发布了《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证跨境转换业务指引》。

[4] 沪伦通不允许境外公司发行新股(存托凭证)融资的制度、跨境转换制度是比较有特色的制度安排,也是近期部分研究的观点。参见谢超、黄亚铷、李瑾:《加速融入全球市场,资金层面无需担忧——“沪伦通”分析》,《国际金融》2019年第2期。

[5] Tom Ginsburg, Jonathan S. Masur & Richard H. McAdams, *Libertarian Paternalism, Path Dependence, and Temporary Law*, 81 *University of Chicago Law Review* 291 (2014). 同时参见耶鲁法学院尹埃尔斯(Ian Ayres)的一篇对话性的评论文章, Ian Ayres, *Extempore*, 81 *University of Chicago Law Review Dialogue* 72 (2014), 该文将金斯伯格等人文章的临时法概念扩展到其他领域,包括父母对未成年人的限制措施。金斯伯格教授的前述文章,在笔者看来,与美国法学界在行政监管、公共政策领域有关政策(以及法律)的可逆性、实验性和临时性的讨论一脉相承。这方面的文献较多,参见 Yair Listokin, *Learning through Policy Variation*, 118 *Yale Law Journal* 480 (2008), 该文提出公共政策和行政监管中的寻找最优方案的理论(optimal search approach), 强调法律规则的可逆性; Michael Abramowicz, Ian Ayres & Yair Listokin, *Randomizing Law*, 159 *University of Pennsylvania Law Review* 929 (2011), 该文强调法律的实验功能, 提倡小范围内随机选择人群适用法律并观察结果。

制度,有助于理解该制度在减少资本市场开放成本方面的好处。但是,临时法意义上的沪伦通规则以及相应的跨境转换制度,也必然带来制度重置成本和法律质量不高等诸多问题。

一 临时法改变路径依赖的功能

从 20 世纪 80 年代开始,“路径依赖”被经济学、政治学和历史学者所青睐,广泛用于制度演进的研究中。^[6] 路径依赖可以表现为不同形式。^[7] 简单而言,可以被理解为历史决定当下、先例决定现在和制度锁定效应。或者说,历史上形成的制度、习惯和偏好,影响甚至决定了当下的制度、习惯和偏好,尽管存在另一套也许更好的制度、习惯和偏好的可能性。在笔者看来,禁止发行新股融资与设立跨境转换制度是近十年前国际板开放未果的产物,属于典型的路径依赖下产生的制度安排。与此同时,禁止发行新股融资、跨境转换制度,乃至沪伦通规则本身,又都具有临时法的特征,属于我国监管机构用临时法安排,试图改变国内投资人、中小企业和其他相关方认知偏误,摆脱制度锁定效应,寻找更优制度安排的过渡性措施。

(一) 资本市场开放的路径依赖

早在 2007 年,上交所就提出国际板概念,建议允许境外公司到中国境内上市。^[8] 该提议得到了当时证券监管部门相关人士的认可。^[9] 2008 年国际金融危机之后,在建设上海国际金融中心的背景下,国际板被列入日程,并得到一系列官方文件的确认。^[10] 但是,迄今为止,国际板一直未能推出。国际板之所以搁浅,其中一个重要原因在于国际板不被境内投资人所认可。有人认为,境外公司到中国上市,会吸纳股市资金,造成

[6] 政治学者对路径依赖的研究,参见 Scott E. Page, Path Dependence, 1 *Quarterly Journal Political Science* 87 (2006), 该文对政治学领域对路径依赖的研究做了综述;关于历史学者和社会学学者对路径依赖的研究,参见 James Mahoney, Path Dependence in Historical Sociology, 29 *Theory & Society* 507 (2000), 该文对历史社会学领域对路径依赖的研究作出相应综述;学者经常引用的经济学家对路径依赖的研究参见 Paul A. David, Clio and the Economics of QWERTY, *American Economic Review* 75, 332-337 (1985); Douglas C. North, *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge University Press, 1990。

[7] Oona A. Hathaway, Path Dependence in the Law: The Course and Pattern of Legal Change in a Common Law System, 86 *Iowa Law Review* 601 (2001)。

[8] 2007 年 5 月,上交所发布了《2007 年市场质量报告》。在该报告中,上交所首次提出,要加快大型企业境内上市步伐,在条件成熟时允许外国公司在内地上市,在境内交易所开设国际板。有关国际板的学术研究,主要集中在 2010 年到 2014 年期间。具有代表性的研究成果,参见冯果、袁康:《国际板背景下证券法制的困境与变革》,《法学杂志》2013 年第 4 期;邱润根:《论我国证券市场国际板法律制度之构建》,《东方法学》2012 年第 3 期;马其家、刘慧娟、王森:《我国国际板上市公司持续信息披露监管制度研究》,《法律适用》2014 年第 4 期。

[9] 参见何广怀、赵晓辉:《尚福林:鼓励 H 股公司和境外公司到 A 股市场发行上市》,参见新华网, http://news.xinhuanet.com/newscenter/2007-12/01/content_7180634.htm, 最近访问日期[2019-10-30]。

[10] 这方面的文献比较多,有代表性的包括中国人民银行 2009 年 3 月发布的《2008 年国际金融市场报告》,其中指出,在股票市场,进一步研究红筹企业回归 A 股市场以及推进国际板建设的相关问题,增强中国证券市场的影响力和辐射力,提升中国资本市场的国际竞争力;国务院 2009 年发布的《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》,其中指出,根据国家资本账户和金融市场对外开放的总体部署适时启动符合条件的境外企业发行人民币股票。

股市整体资金缺乏,或者影响中国企业自己的上市资金需求。^[11] 从下表可以看出,2011年5月20日,有关人士表示,“中国离推出国际板越来越近”,股市立刻下跌约2.9%,股民对此反应激烈。从2012年开始,我国证券监管机构负责人不得不频频出来辟谣,声明国际板推出没有时间表,以此缓解国内投资人的担忧。^[12]

表 国际板、红筹回归和沪伦通对股票指数的影响

日期	当日跌幅(点)	当日跌幅(%)	次日跌幅(点) ^[13]	次日跌幅(%)
2011年5月20日 ^[14] (证监会:“国际板越来越近”)	-83.9	-2.9%	-91.4	3.2%
2011年11月16日 ^[15] (上交所:“国际板已经基本就绪”)	-62.8	-2.5%	-66.7	-2.6%
2018年3月30日 ^[16] (证监会发布红筹回归规则)	8.4	0.3%	2.6	0.1%
2018年10月12日 ^[17] (证监会发布沪伦通规则)	23.5	0.9%	-15.3	-0.6%
2018年11月2日 ^[18] (上交所发布沪伦通规则)	70.2	2.7%	59.1	2.3%

注:股指数据来源于万得上证综合指数信息。

伴随着境内投资人对国际板的负面评价,我国资本市场对外开放出现了比较典型的路径依赖现象。我国沪深两家交易所上市公司超过3500家,其市值在全球排名仅次于美国。但是,在这3500家上市公司里,没有一家是境外注册的公司。与此相对,早在20世纪80年代,就已经有30-40家非美国公司在美国上市,约占美国上市公司总数的2%;20世纪末,在美国上市的非美国公司已经占美国上市公司总数约20%。^[19] 我

[11] 参见陈捷:《谢百三:违背规律的改革难言成功》,《董事会》2011年第7期。

[12] 2013年10月,上海自贸区正式建立,之后便传出上交所将借道自贸区推出国际板,当日上交所就否认此传闻,参见《上交所否认将借道自贸区推出国际板 称尚无时间表》,参见凤凰网, http://finance.ifeng.com/a/20131010/10823311_0.shtml,最近访问时间[2019-08-30]。

[13] 在表中列举的事件中,部分事件一经媒体报道,当天就对股指产生直接影响,而部分其他事件,如2018年若干规则的发布,发生在当天股市交易结束后的晚间,因此,表中同时报告了次日股市跌幅,以反映第二天开盘后股市对头一天晚上事件/新闻的反应。

[14] 2011年5月20日,证券监管部门相关人士在陆家嘴论坛讲话,表示“中国离推出国际板越来越近”,参见中国新闻网, <http://www.chinanews.com/stock/2011/05-22/3057474.shtml>,最近访问日期[2019-08-30]。有关学者和媒体对该讲话对股指的影响,参见李勇:《国际板咋成了“A股杀手”》,《中国经济周刊》2011年第49期。

[15] 上交所副总经理徐明表示,A股国际板目前已经“基本准备就绪”,并“随时可能推出”,参见新浪网, <http://finance.sina.com.cn/stock/l/20111117/080210832729.shtml>,最近访问时间[2019-08-30]。

[16] 中国证监会2018年3月30日公布《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》(国办发[2018]21号)。

[17] 中国证监会2018年10月12日发布《证监会沪伦通监管规定》。

[18] 上交所2018年11月2日发布《上交所沪伦通暂行办法》。

[19] John C. Jr. Coffee, Racing towards the Top: The Impact of Cross-Listing and Stock Market Competition on International Corporate Governance, 102 Columbia Law Review 1757, 1772 (2002).

国上市公司全部由境内公司构成,股民和境内上市公司排斥境外公司,形成了某种“均衡”状态。这种“均衡”状态难以打破,直接影响了资本市场的对外开放,形成了典型的路径依赖。路径依赖的形成可以从很多方面进行解释。比如,从网络效应(network effect)角度看,在所有上市公司都是中国境内注册公司的情况下,如果只有一家境外公司加入成为中国的上市公司,就会出现典型的缺乏网络效应问题:对于境外公司来讲,缺乏参照系,合规成本高,对于境内投行、律所等中介机构来讲,客户少,无法形成规模效应。缺乏网络效应使得改变全部由境内公司构成均衡状态非常困难。再比如,还可以从“所得偏好”(availability heuristic)(人们倾向于过于乐观的估计已有的东西)或“厌恶失去”(loss aversion)(人们恐惧失去所得、不珍视未来收益的倾向)等认知错误等原因进行解释。中国股民对国际板的抵触,缺乏网络效应、所得偏好或厌恶失去都是潜在的行为学或心理学的解释因素。

2015 年末,人民币申请加入国际货币基金组织货币篮子(简称“入篮”),该项申请需由国际货币基金组织审议。在审议过程中,最为突出的核心问题涉及人民币的属性:人民币是否属于“自由使用”(freely usable)的货币。事实上,确定人民币是否是“自由使用货币”的障碍之一在于,中国当时尚不允许境外机构到中国境内发行股票(即“国际板”),也不完全允许境外机构到中国境内发行债券(即“熊猫债”)。^[20]但是,即便人民币“入篮”面临外部压力,其所代表的人民币国际化属于中国自己的诉求,符合中国自身的利益,但是在熊猫债获得迅猛发展的同时,国际板当年却也未顺利推出。直到沪伦通规则发布之前,我国上市公司仍然全部由境内公司构成,这种“均衡”状态并未被打破。

(二) 临时法改变路径依赖

金斯伯格教授等学者认为,临时法规则,或者说其效力存在一定期限而非永久有效的法律规则,可以用于解决路径依赖形成的制度锁定效应问题。^[21]在 2014 年的一篇文章中,金斯伯格教授认为,在存在两个或者多个均衡可能性的情况下,第一次出现的某种均衡状况可能是路径依赖的结果,很可能不是最理想的状况,而临时法规则可以暂时改变路径依赖造成的均衡状况,引导甚至强制当事人重新选择,进而形成新的、可能更为理想的均衡状况。在临时法规则失效之后,当事人还可以再次选择。如果当事人选择接近临时法失效之前的均衡状态,那么,这证明临时法是有效果的,改变了之前路径依赖形成的不理想的均衡状态;如果当事人选择恢复到临时法生效前的均衡状态,那

[20] 参见时任中国人民银行行长周小川在国际货币基金组织国际货币和金融委员会第 31 次会议的讲话:“International Monetary and Financial Committee Thirty First Meeting April 18, 2015, IMFC Statement by ZHOU Xiaochuan, Governor, People's Bank of China”, 参见国际货币基金组织网站, <http://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/statement/eng/chn.pdf>, 最近访问时间[2019-10-30]。

[21] See Tom Ginsburg, Jonathan S. Masur & Richard H. McAdams, *Libertarian Paternalism, Path Dependence, and Temporary Law*, 81 *University of Chicago Law Review* 291 (2014); Ian Ayres, *Extempore*, 81 *University of Chicago Law Review Dialogue* 72 (2014); Yair Listokin, *Learning through Policy Variation*, 118 *Yale Law Journal* 480 (2008); Michael Abramowicz, Ian Ayres & Yair Listokin, *Randomizing Law*, 159 *University of Pennsylvania Law Review* 929 (2011).

说明临时法规则是错误的。但是,由于临时法规则的临时性、过渡性,其并未永久改变当事人的行为方式,因此,即便证明了临时法规则的错误,其实施对当事人的负面影响也仍然可控。

在金斯伯格教授看来,临时法的好处很多:它既解决了信息缺失带来的监管难题,也提供了一个监管容错机制。也就是说,如果信息充分,我们非常清楚,当前呈现的某种均衡状态就是路径依赖造成的,是一个不理想的状态。而且,我们也知道理想状态是什么状态的情况下,那么,监管应该一步到位,直接发布永久性规则,促成新的理想状态的实现。但是,在现实情况下,信息往往可能是缺失的。我们可能并不知道与目前状态不同的新状态是否更好。即便我们知道新状态更好,我们也可能不知道新状态的均衡点究竟在哪里。因此,临时法承担了“法律实验”的功能——验证是否存在某个新状态以及这种新状态的均衡点究竟在哪里?此外,如果通过“法律实验”证明临时法规则是错误的,目前状态就是理想状态,那么,临时法规则到期失效,避免了对当事人造成永久伤害。^[22]

临时法理论基于美国部分城市颁行禁烟令而提出,但是,金斯伯格教授也指出,其初衷并不局限于禁烟令这样的个案,而是可以适用于人身安全/侵权法(如要求乘客系汽车安全带的规则)、宪法(如反种族歧视的某些措施)、宵禁法,甚至银行法(如强制银行停业)和证券法(股票交易停牌规则)等诸多领域。^[23]在金融法和国际金融法领域,美国耶鲁法学院诺马诺等学者也提出过类似概念,如在法律中设置“日落条款”(sunset provision),允许法律颁布后一段时间内重新审视该法律,以决定该法律是否应该继续有效。^[24]

二 沪伦通规则的临时法特征

沪伦通规则被监管机构界定为试行性、暂时性规则,因此,沪伦通规则本身具备临时法的特征。同时,从跨境转换制度的实质以及禁止发行新股融资规定的特点来看,跨境转换制度也具备非常强的临时法特征。

(一) 跨境转换制度的临时性:机构境外投资角度的分析

跨境转换制度的垄断性、专营性受外汇管制的直接影响,具有临时性、过渡性特征。在中国证监会发布的《证监会沪伦通监管规定》中,第10条允许符合条件的境内证券

[22] 这种监管理念被称为“自由式监管父爱主义”(libertarian paternalism),该理论来源于美国哈佛大学法学院桑斯坦教授与其合作者的一系列文章。参见 Cass R. Sunstein and Richard H. Thaler, *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*, 70 *University of Chicago Law Review* 1159, 1174-1177 (2003); Richard H. Thaler and Cass R. Sunstein, *Libertarian Paternalism*, 93 *American Economic Review* 175, 177-179 (2003)。

[23] Tom Ginsburg, Jonathan S. Masur & Richard H. McAdams, *Libertarian Paternalism, Path Dependence, and Temporary Law*, 81 *University of Chicago Law Review* 291, 347-358 (2014)。

[24] Roberta Romano, *Regulating in the Dark and a Postscript Assessment of the Iron Law of Financial Regulation*, 43 *Hofstra Law Review* 25 (2014)。

公司购买境外公司股票,并将境外公司股票交付存托人(存托银行),存托银行发行存托凭证,存托凭证再进一步转让给中国投资者,从而实现存托凭证在中国境内上市、中国投资者在上交所交易境外公司存托凭证的机制。第 11 条还规定,境内证券公司从事跨境转换业务,应该具备跨境转换机构的相关条件,应该完成规定的备案程序。该规定第 12 条则进一步规定了跨境转换机构可以在存托凭证上市后,再将存托凭证转换成境外公司股票的机制。

从上述规定来看,跨境转让制度是一种带有垄断色彩的制度安排。具体而言,只有境内证券公司才能担任跨境转换机构,^[25]境内合格投资者要买卖存托凭证,只能通过跨境转换机构进行。^[26]同时,针对境内证券公司设置的备案制度,实际上将跨境转换业务界定为某种政府许可色彩的跨境证券专营制度。这种垄断性、许可式、专营性跨境证券业务,从临时法规规则角度来看,带有非常强的过渡性色彩。

比如,中国机构投资者进行境外投资,如到伦敦证券交易所购买其上市公司股票,虽然仍然受制于“合格境内机构投资者”规则的限制,需要遵守跨境资金管理的规定,^[27]但是,其可投资范围远远超过境内证券公司。也就是说,所谓跨境转换制度涉及的购买境外上市公司股票这一行为,理论上所有的中国的合格境内投资者都能完成。如果境外公司到中国上市,这些机构既可以在境外购买该公司股票,也可以在中国境内购买该公司的存托凭证。当境外股票价格和境内存托凭证价格存在差异的时候,这些机构能够选择在境内外同时操作,从不同市场进行交易获利。

从理论上来看,这些中国机构投资者可以直接在境外购买股票,将股票交付给存托机构,转换成存托凭证。转换成存托凭证之后,或者自己持有该存托凭证,或者将存托凭证出售给其他中国投资者。但是,由于跨境转换制度的垄断性和专营性,跨境转换业务只能由合格境内证券公司操作,这就剥夺了上述中国机构投资者跨境转换的权利。其后果则是在不能阻止上述中国机构投资者通过两个市场交易赚取差价的情况下,增加跨境转换的成本(因为只能通过有限数量的证券公司进行),潜在扩大境内外两个市场的差价,造成更大的潜在套利机会,或者将套利机会完全赋予跨境转换机构。^[28]

(二)跨境转换制度的临时性:个人境外投资角度的分析

跨境转换制度之所以存在,其中重要的经济原因在于,中国境内个人投资者还不能自由投资境外股市。该制度实际上是允许合格境内证券公司批发购买境外股票,转换

[25] 《证监会沪伦通监管规定》第 10 条。

[26] 《上交所沪伦通暂行办法》第 62 条规定,“合格投资者参与中国存托凭证跨境转换的,应当委托中国跨境转换机构办理。”

[27] 截至 2019 年 2 月 27 日,共有 152 家“合格境内机构投资者”,核准的对外投资额度为 1032.33 亿美元。其中,证券类公司有 58 家,核准的对外投资额度为 461.3 亿美元。“合格境内机构投资者”名单来源于外汇管理局网站, <http://www.safe.gov.cn/safe/2018/0425/8883.html>, 最近访问日期[2019-10-30]。

[28] 《证监会沪伦通监管规定》第 10 条规定,“符合条件的境内证券公司可以按照上海证券交易所的规定以自有资金或者接受符合适当性管理要求的不特定投资者委托买入或者以其他合法方式获得基础股票并交付存托人。”这条规定允许不特定的合格投资者单独委托跨境转换机构,从事跨境转换业务,这实际就是承认跨境转换制度专营性的局限。

成存托凭证后再“零售”给境内个人投资者,其本质上是一种高级形式的跨境批发业务。这种跨境批发业务的存在,前提是散户无法直接投资境外股票。但是,随着外汇管制的逐渐放松、人民币国际化的进一步推动,这个假设会越来越受到挑战。

我国 2014 年推出了沪港通、2016 年推出了深港通,它们都允许符合条件的中国境内个人投资者买卖香港联交所上市公司的股票。在沪港通、深港通项下,中国境内个人投资者既可以在境内买卖上市公司股票,也可以买卖在香港上市的同一公司股票,反之亦然。在这种情况下,我们很难想象跨境转换制度具备存在空间。实际上,沪港通、深港通规则都未推出类似跨境转换制度的制度,这也反映出跨境转换制度本身存在的制度约束。而沪伦通项下,在推动两国上市公司到对方上市的背景下,跨境转换制度目的在于协助完成跨境上市,而非针对个人投资者的跨境投资。但是,如果未来沪伦通项目允许中国个人投资者跨境投资,允许其购买伦敦上市公司的股票,那么,我们很难想象,跨境转换制度会有继续存在的必要和空间。

(三) 禁止发行新股融资制度的过渡性

跨境转换制度所依赖的禁止发行新股融资制度,则更是具有很强的临时法特征。在美国、英国和我国香港地区等国际金融中心,虽然也存在允许现有股东出售其持有公司股票(即存量股),然后将该股票上市的制度,但从未禁止境外公司发行新股上市,也未禁止境外公司发行新股转换为存托凭证以后上市。从企业跨境上市的动机来看,跨境上市的同时或上市之后,现有股东出售其持有公司股票套现,这是动机之一。但从公司角度来讲,通过发行新股,在跨境上市的同时融入资金,支持企业发展,在跨境上市后能够持续融入资金,这也是动机,而且是公司最重要的动机之一。因此,只允许现有股东持有的存量股票上市、不允许发新股融资安排,这在主要国际金融中心极为少见。

2008 年世界金融危机之后,我国香港地区也推出其“国际板”,如允许意大利普拉达(Prada)等境外企业以发行新股的方式到香港上市,并允许普拉达等境外企业在香港融资。^[29] 其他国家和地区也允许我国公司在其境内上市和交易,比如,2014 年 9 月,阿里巴巴在美国上市,美国既允许阿里巴巴发行新股,将新股转换为美国存托凭证,以美国存托凭证的方式在纽约证券交易所上市,也允许阿里巴巴的股东出售其持有的公司股票、将该存量股票转换成美国存托凭证,在上市时一并向美国投资人出售。再比如,在沪伦通项下,中国公司赴伦敦证券交易所上市,伦敦证券交易所也允许中国公司发行新股,将新股转换成存托凭证,然后以存托凭证的方式在伦敦证券交易所上市。^[30] 因此,在美国、英国和我国香港地区,跨境转换制度与新股发行融资制度都是同时存在的,几乎不存在只允许存量股票转换上市,不允许发行新股融资的安排。

[29] 参见意大利 Prada 在香港联交所上市的上市文件,参见香港联交所网站, http://www3.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2011/0613/ltm20110613008_c.htm, 最近访问日期[2019-10-30]。

[30] 《证监会沪伦通监管规定》第 17 条规定,“境内上市公司以其新增股票为基础证券在境外发行存托凭证,或者以其非新增股票为基础证券在境外上市存托凭证的,应当符合《证券法》《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》等法律法规及中国证监会关于境内企业境外发行或上市证券的有关规定。”

综上所述,无论从我国外汇管制的发展趋势来看,还是从沪港通、深港通规则来看,以及从主要国际金融中心的实践来看,禁止新股发行制度属于孤例,跨境转换制度属于我国的独创,它们都存在非常明显的过渡性、短期性和临时性特征。

三 沪伦通临时法规则的利弊

从临时法角度来看待沪伦通规则,其利弊都非常明显。而且,利弊本身也是具有对应性的,即临时法的某种好处,可能就是其弊端;反之亦然。本部分拟借鉴金斯伯格教授等的理论框架,分析沪伦通临时法规则的利弊。但是,在之后的部分,本文也指出了金斯伯格教授等人提出的理论未能涉及的相关中国特色问题。

(一) 沪伦通临时法规则的好处

临时法规则的优势之一,来源于其“法律实验主义”的功能,来源于其发现更优状态的可能性。从目前境内 A 股市场来看,所有上市公司都是境内公司,没有一家境外公司。这种状态如果不是最优状态,如果还存在某种更优状态,比如境内公司占 80%、境外公司占 20% 的状态(类似于美国),那么,临时法规则允许境外公司到中国上市,这会有助于我们发现是否会存在前述更优的状态? 如果存在,均衡点在哪里? 是 80% 比 20%,还是 50% 比 50%,或者其他任何一个比例?

进一步讲,是否存在一个更优状态,不在于临时法的发布,而在于临时法的终止。临时法发布后,在其实施工过程中,当事人形成新的行为模式,如中国投资者不仅仅投资境内的上市公司,也投资来自英国的上市公司;临时法终止后,在临时法规则不再具有强制性约束力,当事人重新选择,比如是继续投资在中国上市的英国公司,还是转而投资中国境内上市公司? 不能得到中国投资者青睐的英国上市公司,将从中国退市,类似于巴西淡水河谷在 2016 年从我国香港地区退市一样。通过临时法终止后当事人的选择,来发现是否存在上述的更优状态,以及更优状态的均衡点,这是临时法的好处。临时法的这一好处,与法学学者讨论的法律规则所具备的信息揭示功能一致,^[31] 金斯伯格教授将其进一步扩展,认为临时法规则在解决制度变化后的重置成本问题、网络效应问题和协调问题等方面,也都存在优势。^[32]

除了效率或经济优势以外,临时法规则还有其他好处。禁止发行新股融资规则,这属于直接“取悦”境内投资人的措施。目的在于减少境内投资人对沪伦通“掏空”境内资金的担忧,减少境内投资人对沪伦通的反对声音。从经验观察来看,从上述表格中可以看出,2018 年 10 月和 11 月,中国证监会和上交所分别发布沪伦通规则后,股市并未出现急剧下跌状况。这说明至少从规则层面看,沪伦通临时法规则在很大程度上解决了之前国际板出现的股民恐慌问题。

[31] See Yair Listokin, Learning through Policy Variation, 118 *Yale Law Journal* 480 (2008).

[32] Tom Ginsburg, Jonathan S. Masur & Richard H. McAdams, Libertarian Paternalism, Path Dependence, and Temporary Law, 81 *University of Chicago Law Review* 291 (2014).

同样地,跨境转换制度给国内证券公司提供了新的业务机会,给予国内证券公司跨境转换的专营垄断权。从已经获得备案资质的跨境转换机构来看,这些机构不仅包括境外投资银行,也包括大量国内证券公司。因此,沪伦通临时法规则的功能,尤其是跨境转换制度的功能,主要在于培养支持境外上市公司的利益团体。^[33] 沪伦通临时规则的实施,让跨境转换机构(国内证券公司)直接获益,改变其之前的行为模式(仅服务境内上市公司),形成新的行为模式(既服务境内上市公司,也服务境外上市公司),从而获得更多收入渠道。沪伦通临时法规则终止后,比如跨境转换制度终止后,跨境转换机构在新的行为模式下,重新作出选择(服务境内还是境外上市公司),从而探索新的、更优状态的可能性。

除了经济因素等考量外,临时法规则对当事人权利或自由的损害度,相对于永久性规则而言,更加温和、有节制,被认为是“自由式监管父爱主义”(libertarian paternalism)的表现。跨境转换机构仅涉及证券公司,且主要是国内证券公司。证券公司本来就属于中国证监会监管的对象。在已有的证券公司监管措施上,增加新的跨境转换机构备案制度,对被监管机构的影响有限。同时,由于跨境转换制度的临时法特征,跨境转换具有“专营”式的垄断性特点,即便对其他合格境外机构投资者、对海量境外个人投资者权利的损害,也相对可控。此外,沪伦通规则仅针对来自英国的上市公司,因此,沪伦通规则的成败,在某种程度上来讲既不影响资本市场的未来开放,也不影响资本市场的既有格局,因此,沪伦通临时法规则,相对于原有的全面开放式的国际板规则,属于典型的温和式“监管父爱主义”规则。

(二) 沪伦通临时法规则的弊端

相对于永久性规则,临时法规则的弊端也非常明显,这主要反映在制度反复带来的重置成本和法律质量不高两个问题。

其一,临时法规则最为直接的弊端在于制度反复带来的重置成本。当临时法终止时,比如最极端情况下沪伦通规则不再有效、英国上市公司从中国退市时,国内证券公司为跨境转换投入的系统需要重置,证券公司为此招聘的专业人员可能需要重新安排,国内股民购买的境外公司存托凭证需要赎回,证券登记公司和交易所与跨境转换机构和存托人之间的对接系统需要重置,甚至监管机构为此设置的备案程序、监管安排都需要重新调整或废弃。同时,当沪伦通临时法规则发布的时候,上述当事人为了遵守规则,已经做了投入,比如设置相应系统、程序、安排等等。因此,临时法规则带来的制度转换成本,不是一次性成本,而是两次制度转换带来的成本。利用临时法规则进行法律实验,发现是否存在更优状态,这种双倍的制度转换成本是临时法规则的最直接成本,也是其最显著的弊端。

不过,制度重置成本也存在下降空间,前提是降低制度的独特性,或者增加制度的弹性与扩展性。本文虽然并不讨论存托人相关的制度安排,但以存托人为例,从存托人

[33] Larry E. Ribstein, Cross-Listing and Regulatory Competition, *1 Review of Law & Economics* 97, 121 – 122 (2005).

角度来看,2018 年年中,创新红筹企业准备回归境内股市,其采用的是存托凭证制度。2018 年末,沪伦通规则采用的也是存托凭证制度。因此,2018 年中存托人为存托凭证制度所作的投入,当 2018 年末扩展到沪伦通项目时,其第一次制度重置的成本已经得到一定程度的分摊。因此,跨境转换制度虽然是沪伦通所新创,但如果以后能够扩展适用于其他新规则,如上海与纽约、上海与法兰克福、上海与其他世界金融中心的互联互通项目项下,那么,跨境转换制度的制度重置成本就能大大降低。

其二,临时法规则的另一个弊端涉及法律的质量。由于临时法规则的临时性,当事人如果预期到这种临时性的话,那么,临时法规则的起草、执行都可能被打折,由此造成临时法规则质量不高,相应执行也可能并不严格,从而造成临时法不能达到预期效果的状况。实际上,这种法律质量不高的情况,在某种程度上已经出现在沪伦通临时法规则中。

比如,跨境转换制度是沪伦通临时法规则创设的制度,作为跨境转换机构的证券公司,与作为沪伦通项下存托凭证上市的保荐人之间应该是什么关系?两者应该相对独立,以此确保保荐职责与跨境转换(类似于承销)职责的相对分离?还是说,由于境外也并未单独创设跨境转换机构,因此,两种角色并不需要区分,可以由同一家券商担任?不同机构角色的界定,不仅仅关系到跨境上市的操作能否顺利完成,关系到发行人(境外公司)与跨境转换机构之间的权利义务关系,也关系到其在证券法下应该承担的相应责任。如果跨境转换机构被界定为“承销的证券公司”,那么,它是否应当承担《证券法》第 69 条项下的信息披露责任?如果不是,那么,它的法律责任应该如何定性?^[34]事实上,此类问题还有很多。列举这类问题,并不意味着这些问题无法解决。之所以列举这些问题,本文希望说明的是,临时法规则项下创设的独特制度,可能存在规则不严密、法律规则之间关系不清楚的情形,这也可能进一步带来法律实施过程中的问题,从而影响临时法规则的效果。

与此相关的另外一个问题,则涉及临时性的界定。最为简单的界定方式,当然是赋予临时法规则某种时效,比如发布之日生效,两年后失效。但多长时间合适,这也是临时法规则需要解决的难题。时间过短,达不到规则预期的效果;时间过长,则临时法变成永久法,失去了临时法的功能。同时,为了确保临时法得到某种程度的遵守,从而实现其预期效果,金斯伯格教授也强调,单纯强调失效时间,可能并非理想做法,最好规定某种最低限度的、确定遵守法律的程度。但是,这种相对主观的判断,又可能增加执法的难度。

此外,临时法规则的执行,也取决于规则的性质和难易程度。越简单的临时法规则,其执行越容易。比如,禁烟令的内容很简单,就是禁止在某些场合吸烟,因此是否

[34] 这也涉及一系列问题,比如,发行人与跨境转换机构的法律关系如何界定?发行人与跨境转换机构的法律关系更接近发行人与承销商之间的法律关系,因此,跨境转换机构应该承担更大的尽职调查义务?还是说,跨境转换机构更接近独立的自营商,其尽职调查义务主要是自己作为股票买方进行,而不是针对最终买入代表股票权益的存托凭证的投资者进行?

违反禁烟令一目了然。但是,沪伦通临时法规则不仅直接规则多,接近十项,而且沪伦通规则又援引 2018 年创新红筹企业规则,还援引了证监会针对上市公司发布的一般性规则等等,^[35]规则体系庞杂,涉及问题众多,其质量究竟如何,能否易于执行,很显然这与禁烟令这样的简单性临时法规则无法相提并论。因此,沪伦通临时法规则的质量问题,可能比常见的临时法规则的法律质量问题更加突出。

四 沪伦通临时法规则的监管特征与不可逆性

除上述常见利弊之外,沪伦通临时法规则还存在某些特性,呈现出与惯常意义的临时法规则不同的特点,由此带来某些更为特殊的问题。

(一) 放松管制下的监管父爱主义

金斯伯格教授在讨论临时法规则时,将永久性规则作为参照对象,认为临时法规则不会产生永久伤害,这是临时法的优势。同时,临时法具备实验功能,可以看作是信息不明情况下的权宜之计,临时法本身并不一定追求任何特定目的,尽管临时法理论本身带有某种希望弱化监管、弱化权力的自由主义倾向。换句话讲,临时法是相对“温柔”的管制措施,而临时法又具备一定的中立性,并不一定和放松管制存在必然联系。

但是,沪伦通规则带有加强监管和放松管制的双重属性,而且,加强监管是为了实现放松管制的目标,临时法因而具有很强的放松管制导向,并不具有完全的中立性。比如,跨境转换制度明显属于扩张管制的手段,与之相连的备案制度、持续监管制度,都属于非常明显的政府管制措施;通过禁止性规则不允许发行人发行股票融资,这也属于明显的政府管制措施。但是,设置这两项制度,其目的主要是为了缓解国内投资人的忧虑、增加支持沪伦通的国内利益团体,从而实现资本市场开放与放松管制的目标。

在加强监管和放松管制并存以及加强监管是为了实现放松管制而强化权力又是为了减少权力的背景下,相对于价值中立且目标单一的美式临时法规则,沪伦通临时法规则的法律实验过程要更为复杂。

一方面,沪伦通临时法规则蜕变为永久性规则的可能性更高。在金斯伯格教授举出的例子中,以及其他美国学者所援引的例子中,诸如禁烟、宵禁、银行停业、暂停股市交易这类临时法,法律实施的期限短,临时限制蜕变为永久性限制的概率低,而日落条款则通过限制法律生效期间来防止临时法变成永久法。在沪伦通规则项下,跨境转换制度、禁止新股融资规则的实施,证券监管机构有很大的自由裁量权,且市场机制对其约束更弱。股市停牌一两天,市场也许能够忍受,股市停牌几个月甚至几年,那么,股

[35] 比如,《证监会沪伦通监管规定》第1条规定,“根据《证券法》《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》(以下简称《若干意见》)、《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》(以下简称《存托凭证管理办法》)以及其他相关法律、行政法规、部门规章,制定本规定。”此处援引的规则都是2018年年中创新红筹企业回归A股市场的规则。而第7条又援引了适用于中国境内上市公司的若干规则,如《证券发行上市保荐业务管理办法》、《保荐人尽职调查工作准则》。类似例子还很多,究竟哪些适用于中国境内企业的规则应该适用于境外企业,即便对于经验丰富的律师,这也是一个非常复杂的问题。

市基本就失去了应有功能。在追求市场经济的国家,政府不会轻易试图延长此类临时法规则。但是,对跨境转换制度、禁止新股融资制度而言,在股民的压力下、在新的利益团体的游说下,证券监管机构被影响、被俘获的可能性更大,延长临时性制度的概率更高、终止该制度的可能性更低,临时法规则蜕变为永久性规则的可能性也更高。在极端情况下,则产生后文所说的法律不可逆性的后果。

另一方面,沪伦通临时法规则的成败直接关系到其追求的放松管制、资本市场开放目标的成败,这增加了法律实验的复杂性。在金斯伯格等教授的临时法理论中,临时法规则的成败并不重要。临时法规则改变了人们的固有行为模式,这说明临时法规则是正确的,这当然是好事;临时法规则取消之后,如果人们又回复到固有行为模式,这说明临时法规则是错误的,这也不是什么坏事,因为它是临时的,没有成为永久的错误。在沪伦通规则下,跨境转让制度、禁止新股融资制度追求的是资本市场开放的目标,这些制度成功了,实现了临时法规则的目标,这当然是好事。如果这些制度不成功,它将直接影响资本市场开放目标的实现。加强监管手段与放松管制目标的这种紧密联系,这在某种程度上隐含了沪伦通临时法规则只能成功、不能失败的假设。法律实验只能用于试对、很难用于试错,这限制了沪伦通临时法规则的实验空间。

因此,沪伦通临时法规则蕴含的加强监管与放松管制的双重特性,加强监管与放松管制之间的紧密联系,由此出现临时法规则蜕变为永久性规则的可能性、法律实验只能试对不能试错的复杂性,这是金斯伯格教授等学者的理论模型中未能考虑的问题。从这个角度来看,用美国临时法理论来定性跨境转换制度和沪伦通规则,仍然不够全面。更为确切地说,沪伦通规则是混合型临时法规则,反映的是混合型监管父爱主义,其后果包含了长期性规则带来的永久性权利损害的可能性,以及法律实验无法达成预期后果的可能性。

(二) 法律的不可逆性

法律规则本身可能具有的不可逆性,已经被学者广泛讨论,尤其是涉及道德性质法律规则的不可逆性。比如,如果将毒品的使用合法化,那么,即便未来出台禁止使用毒品的法律,那些在毒品合法化时期出现的瘾君子,将在禁止使用毒品法律出台后继续存在,并不会因为禁毒令的出现而消失。^[36] 临时法规则可能具有的不可逆性,金斯伯格教授似乎并未否认,而是认为临时法规则终止后,新规则的目的就是停止临时法规则产生的不良后果。^[37]

由于混合式监管父爱主义的特性,沪伦通临时法规则的不可逆性可能更为突出。从管制端来看,跨境转换制度、禁止发行新股制度临时法规则的实施,赋予国内证券公司跨境转换业务的专营权。当临时法规则终止后,由于管制专营下挣钱容易,在取消管制这一问题上,不仅可能出现典型的利益集团俘获问题,而且即便取消管制后,在临时

[36] See Yair Listokin, *Learning through Policy Variation*, 118 *Yale Law Journal* 480, 522 (2008).

[37] Tom Ginsburg, Jonathan S. Masur & Richard H. McAdams, *Libertarian Paternalism, Path Dependence, and Temporary Law*, 81 *University of Chicago Law Review* 291, 327 (2014).

法规的垄断经营下形成的行为方式也可能很难立刻转变。通过垄断经营赚钱,从单纯的自营、做市方式赚钱,转向通过投行服务与自营赚钱,很可能一时难以完成。

从放松管制端来看,沪伦通临时法规的不可逆性更加明显,或者说,其潜在伤害可能会更大。在极端情况下,从临时法规下的资本市场开放,转向临时法规取消后的资本市场封闭,这不仅意味着境外公司无法继续到中国境内上市,还意味着已经在境内上市的境外公司“困”在中国,既不能进一步融资,也不能很快退市,形成某种比资本市场开放前更不利的局面。事实上,《证监会沪伦通监管规定》并未就退市事宜作出任何规定。《上交所沪伦通暂行办法》第22条规定,“中国存托凭证暂停上市、终止上市的情形和程序由本所另行规定”,但是,上交所并未另行发布任何关于终止上市(退市)的规则。尽管这种极端情况出现的概率可能不大,但是,这种极端情况并非没有可能。比如,2010年,印度资本市场向外国公司开放,渣打成为第一家在印度上市的外国企业。之后几年时间里,汇丰、花旗、沃达丰等大型跨国公司都讨论过到印度上市的可能性,但都未能完成上市,渣打成为好几年中唯一在印度上市的外国企业。美国密歇根大学法学院教授郝山(Nicolas Howson)等认为,印度存托凭证与外国公司股票的可兑换性问题(fungibility)、税法上的不确定性问题以及对印度存托凭证发行时强制性要求分配给某些机构投资者要求等是印度存托凭证项目未能成功的原因。^[38]在本文作者看来,印度存托凭证规则与中国沪伦通规则具有一定相似性。

结 论

沪伦通规则进一步开放了我国资本市场,其历史作用不能低估。但是,从临时法角度看待沪伦通规则,尤其是其中的跨境转换制度,其所依赖的禁止发行新股融资制度,它的法律实验功能、监管纠错功能、减少开放成本功能,以及减少永久权利损害的功能,是沪伦通临时法规的优势。但是,沪伦通临时法规的制度重置成本、法律质量不高问题,这也是沪伦通临时法规不得不面临的固有劣势。

更为重要的是,从临时法规角度看待沪伦通规则,本文不仅指出了沪伦通规则中跨境转换制度以及禁止发行新股制度的临时法特征,还讨论了临时法理论未能涉及的同样具有中国特点的现象,即沪伦通规则中出现的加强监管与放松监管并存的混合式监管父爱主义倾向,放松监管背景下法律实验的复杂性,临时法规蜕变为永久法规的可能性,以及临时法规潜在的不可逆性。

因此,沪伦通规则的实施,乃至对未来资本市场开放其他规则的创设与实施,不仅需要借鉴临时法规的传统框架来分析其利弊,通过相对清楚地界定其临时性,降低规则的复杂程度以提高临时法规的实施效果,提高规则的弹性和普适性以降低制度重

[38] See Nicholas Calcina Howson & Vikramaditya S. Khanna, Reverse Cross-Listings-The Coming Race to List in Emerging Markets and an Enhanced Understanding of Classical Bonding, 47 *Cornell International Law Journal* 607 (2014).

置成本,还需要超越临时法规则的传统框架,考虑放松监管式的临时法规则蜕变为永久性规则的可能性和法律规则的不可逆性,在提高临时法规则法律实验效用的同时,降低永久性监管规则出现的可能性和不可逆性。

从前者来看,通过相应比较公开的方式由监管层说明开放时间表,如未来 3-5 年(或更长时间)考虑允许发行新股融资,通过窗口指导等方式,教育境内证券公司跨境转换制度的临时性,增加沪伦通规则与未来其他规则的可对接性,这都是临时法传统视角下可以考虑采取的措施。从后者来看,临时法蜕变为永久法,这种可能性也许不高,但也并非没有可能。在强化自由退市等措施,以减少境外公司的担忧之外,提高法律规则质量,进一步增强监管的友好性,提高境内中介机构的服务能力,这也许是能够长期留住境外公司,提升境内投资者信心的举措,也是防止临时法蜕变为永久法的措施之一。

[**Abstract**] UK-listed companies are permitted to be listed in China under the rules governing the Shanghai-London Stock Connect Program (Shanghai-London Stock Connect Rules). Under the Shanghai-London Stock Connect Rules, the cross-border conversion mechanism allows Chinese securities companies to buy shares of UK-listed companies, deposit such shares with the depository and receive depository receipts from the depository. The cross-border conversion mechanism and the rules prohibiting issuance of shares and depository receipts by UK-listed companies both have the characteristics of what Professor Ginsburg called temporary law, which is a set of temporary and transitional legal rules. In fact, such temporary regulations have the function of legal experiment, which can avoid permanent damage to the rights of relevant parties and reduce cost of market opening through experiment, but also has such disadvantages as high institutional restructuring cost and low quality of law drafting. From the perspective of regulation, such rules embody a hybrid paternalism that has both regulation and deregulation features-not simple “free supervision paternalism”, but “mixed supervision paternalism”, which may result in the transformation of temporary law into permanent law, irreversibility and other deep problems.

(责任编辑:姚 佳)