

论跨境监管套利的风险规制

刘凤元, 邱锐

(华东政法大学国际金融法律学院, 上海, 200042; 华东政法大学经济法学院, 上海, 200042)

摘要: 跨境监管套利是企业利用国家、地区间法律制度的差异, 主动选择监管环境以降低监管成本的市场行为, 可能带来监管竞次、数据泄露和风险跨境流动等隐忧, 需得到有效的法律规制。监管差异和不完备法律是监管套利生成的内外机理。目前关于跨境监管套利的规制路径多指向消除监管差异, 但会忽视监管差异生成的客观背景并可能挫伤套利所兼具的正向价值。跨境监管套利的风险规制应从不完备法律入手, 完善境内融资制度并加强全流程的跨境监管合作, 同时强化跨部门的综合性监管, 提高原则在监管规范体系中的地位。

关键词: 监管套利; 跨境监管; 一价定律; 不完备法律; 国家安全

中图分类号: D912.28

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2022)04-0042-11

最近几年, “滴滴” “运满满” “货车帮” “BOSS 直聘” 等在美上市企业因数据信息安全问题被国家网信办实施网络安全审查, 其中蕴藏的数据泄露风险引起了境内监管部门和社会公众的广泛关注。与此同时, 在美中企屡遭美国监管机构打压, 前有美国证监会(SEC)主席 Gary Gensler 在 2021 年宣布暂停境内企业通过壳公司注册上市, 后有 SEC 列出可能退市的中概股名单。这些行动增加了中国企业赴美上市的成本和维持上市地位的不确定性, 致使众多企业转向其他市场进行 IPO。由于不同国家、地区的上市条件、程序要求不同, 证券监管制度亦有所不同, 企业作为 “理性经济人”, 理所当然会选择最符合自身利益的证券市场进行融资, 此种 “选择性” 跨境/区上市在学理上通常被认为是跨境监管套利(或 “跨区监管套利”) 的典型例证。这是一种市场主体将同一交易内容或经济实质转移到更有利的司法管辖区的现象, 是理性的市场主体为实现经济目的作出的制度选择。该套利方式源于不同管辖区对同一经济活动或业务活动不同的监管待遇以及监管合作的缺失, 其隐含的风

险不容小觑。从国际经验来看, 合理规制跨境监管套利, 对进一步完善资本市场内生稳定机制, 维护资本市场平稳运行至关重要。

一直以来, 理论界对于监管套利的关注集中在跨业监管套利, 很少涉及跨境监管套利。从目前学界的主流观点看, 应对监管套利的主要方法是消除监管差异, 但若将其照搬到跨境监管套利的规制中, 则会忽视监管差异产生的特定社会背景和市场基础, 抹杀跨境监管套利可能兼具的倒逼监管者完善监管制度的正向价值。当前, 企业境外上市引发的国家安全问题以及美国监管机构对中概股的持续打压, 为研究跨境监管套利提供了良好契机。因此, 有必要全面剖析跨境监管套利的风险隐忧及其生成机理, 进而探寻规制跨境监管套利的路径与应对举措。这对维护国家经济安全、促进资本的有序流动具有重大意义。

一、跨境监管套利的风险隐忧

“监管套利”(regulatory arbitrage)从金融学

收稿日期: 2022-01-15; 修回日期: 2022-05-05

作者简介: 刘凤元, 男, 四川广汉人, 华东政法大学国际金融法律学院教授、博士生导师, 主要研究方向: 法律与金融交叉领域; 邱锐, 女, 福建龙岩人, 华东政法大学经济法学院博士研究生, 主要研究方向: 证券监管法, 联系邮箱: qiunilaw@163.com

“套利”(arbitrage)一词衍生而来,根据《布莱克法律词典》的定义,套利指在金融市场中通过价差获利。监管套利与金融套利的区别在于,金融套利是利用不同市场间或不同金融产品间的价格差异获取更高收益,而监管套利是利用不同市场制度差异来降低合规成本或实现其他经济目的,是一种对抗监管效果的行动^[1]。本文所要探讨的跨境监管套利则是在监管套利的概念基础上,专指市场主体跨越不同司法管辖区,利用其间的监管制度差异,主动选择监管环境开展经济活动。例如,企业有选择的境外上市融资行为即属于跨境监管套利,可能引发监管竞次、数据信息泄露等问题,进而破坏良性的监管竞争秩序,诱发金融风险并威胁国家经济安全。因此,需要从更全面的视角看待跨境监管套利行为,对其风险隐患进行准确、客观的评价。

(一) 跨境监管套利与监管竞次

良性的监管竞争可能产生有益的结果——监管竞优(race to the top),即监管者或竞相完善监管制度,或缩小与成熟监管者的监管差异以吸引被监管者。而恶性的监管竞争会使监管者放松监管标准以赢得被监管者的青睐,从而引发监管竞次(race to the bottom),导致恶性竞争。跨国、跨地区的监管竞争与一国内不同监管机构间的竞争一样,均具有取悦利益集团、吸引潜在监管对象或扩展监管势力范围之目的^[2]。资本的跨境流动加剧了国际证券市场监管者之间的博弈。为扩大国际影响力,争取更多的企业在自身监管辖区内上市,监管者可能主动放松监管,进而形成监管真空,为套利创造条件。监管竞争还有可能滋生畸形化的监管容忍,放任被监管者的行为而不及时予以纠偏,加剧跨境监管套利的现象。

与此同时,被监管者的跨境监管套利行为会刺激监管者相继降低监管水平,继而引发监管竞次,破坏监管竞争效率^①。在证券发行市场上,理性的发行人会选择到监管水平和上市难度更低、融资成本更小的地区上市,从而规避本国的上市要求和监管制度规则,以谋求跨境监管套利。此时,监管标准较高的市场将处于竞争劣势,面临上市企业流失的风险,作为回应,监管者可能竞相降低监管标准以扩大监管范围或国

际影响力,扭曲监管竞争,破坏监管制度的系统性,增加投资者的选择成本和市场风险。有研究表明,银行资本正流向监管较少的市场以规避监管,这使许多国家(尤其是发展中国家)不断地调低监管标准,由此引发破坏性的监管竞次^[3]。由此观之,跨境监管套利与监管竞次相互发生作用,若得不到有效规制,则会驱使监管水平整体向下恶化。

(二) 跨境监管套利与数据泄露

跨境监管套利决定了被监管者需要遵守套利目标国家或地区的法律规定,在此过程中可能会泄露涉及国家安全和重要战略的关键数据。通常情况下,企业跨境上市在发行审核环节,除了需要满足发行上市的基本条件外,还需要遵守相关信息披露的要求,其中可能涉及部分敏感数据或信息,例如用户隐私数据、道路信息数据^②和货运数据^③。这关系到国家金融安全和数据安全,擅自披露可能带来安全隐患。正是基于这一担忧,“滴滴”在美国纽交所上市不久,网络安全审查办公室即依据我国《国家安全法》和《网络安全法》启动了网络安全审查。即使企业能够在上市环节达到数据合规,其在后续的监管环节仍可能面临披露敏感数据的要求。根据美国2021年12月通过的《外国公司问责法案》(Holding Foreign Companies Accountable Act, HFCAA)最新修正案,外国发行人需要接受美国公众公司会计监督委员会(Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)的审查,若连续三年不能满足检查要求,其证券将被禁止在美交易,公司也将面临退市风险。根据这一监管规则,在美上市的中国企业有可能会慑于问责和退市的压力,存在擅自披露涉及金融与国家安全数据的风险。

为了保护数据安全、防止信息跨境泄露,我国《证券法》^④、《数据安全法》^⑤均规定,非经主管机关批准,不得私自向境外提供数据资料,而“滴滴”“运满满”“BOSS直聘”等赴美上市企业暴露的数据安全和涉密信息管理问题,则表明我国事前监管不充分、安全审查不到位,对企业提供的数据和信息缺乏规范和引导。为了保障数据安全,政府有必要对涉外经济进行适度干

预,特别是要从规制跨境监管套利的角度防范数据泄露风险。

(三) 跨境监管套利与风险蔓延

跨境监管套利将加剧资本流动速度,提升地区间的市场关联度,其间蕴藏的风险也随之会在不同国家、地区的市场间蔓延,最终传递给投资者。目前,国内愈来愈多的企业选择跨境或跨区上市,以期规避较为烦琐的程序要求和严苛的上市条件。截至2022年4月中下旬,境内有280家企业在美国三大证券交易所挂牌上市(见表1),并有476家大陆企业(占香港联合交易所上市公司总量的18.5%)在香港跨区上市。其在数量与体量方面都是相当大的规模,一旦滋生金融风险,势必会对相关资本市场、实体经济和各方利益产生深远影响。

表1 企业赴美上市公司分布情况 单位:家

交易所	企业赴美上市 市公司数量	交易所上市 公司总量
纽约证券交易所(NYSE)	83	2 242
纳斯达克证券交易所 (NASDAQ)	190	3 771
美国证券交易所(AMEX)	7	209

资料来源:Wind数据库,查询于2022年4月20日。

我们须清醒地认识到,金融与实体经济具有共生共荣的关系,风险可以通过多种方式在两者间交叉传递(见图1)。一是境内企业的经营状况会直接影响境外投资者的股票收益;二是境外投资者的交易行为会对境内企业产生影响;三是当境

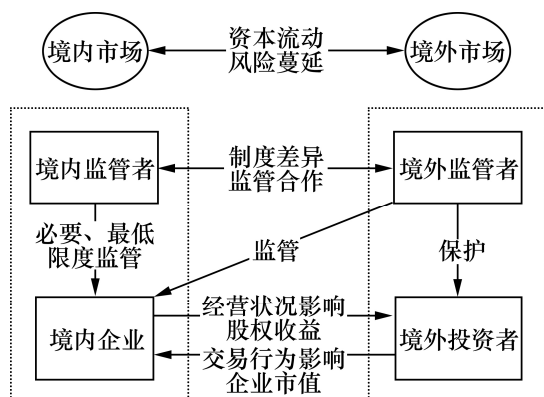


图1 境内企业境外上市四方关系

外监管者对企业实施打击型监管或施加不利执法时,会间接波及国内相关利益者的权益。由此可见,境外上市行为深化了监管者与被监管者、境内市场与境外市场、金融经济与实体经济之间的交叉联系。在跨境监管套利的驱动下,资本流动越强,风险的影响范围也越广,境内外监管机构应当在更高、更深层次上加强监管合作,以力阻风险的蔓延与扩散。

二、跨境监管套利的生成机理

有效规制跨境监管套利风险,首先应从理论上解构套利的生成机理。一般而言,监管套利可以分为跨境/区套利(jurisdictional arbitrage)和跨业套利(categorical arbitrage)^{[4]⑥},两者尽管在套利对象、套利所涉范围和行为表现上有所不同,但市场动机和生成机理是相同的(见表2)。具体到“跨境/区监管套利”,笔者认为可基于内外两个视角把握其生成机理,即监管差异诱发套利动机的内在机理和不完备法律(incomplete law)创生套利空间的外在机理。

表2 跨境/区监管套利和跨业监管套利之比较

套利类型	跨境/区监管套利	跨业监管套利
套利对象	针对同类行为 差异化的监管制度	针对不同业务 差异化的监管规则
套利范围	跨越不同司法管辖区	同一司法管辖区内
套利行为	转移司法管辖区	操纵交易结构
市场动机	降低成本	降低成本
内在机理	监管差异	监管差异
外在机理	不完备法律	不完备法律

(一) 内在机理: 监管差异诱发套利动机

监管差异的背后是不同国家或地区之证券市场发展水平的参差、监管理念的不同以及相互间的监管竞争。差异化的证券实体制度诱发市场主体进行套利,其运作逻辑可借助“一价定律”(law of one price)予以阐释。该理论最早发端于金融市场,主要指企业或个人的逐利本性驱动其利用市场的不均衡状态进行套利,具体表现为

在某市场低价买入资产并在另一市场高价卖出以赚取价差。上述金融市场价格的不均衡是对一价定律的偏离或违反, 而金融套利正是套利者通过捕捉这一状态获利。同理, 监管市场也存在这种一价定律, 并由此衍生出监管套利。两者的差异在于, 金融套利行为会使价格趋向一致, 因此价格偏差无法长期存在并将逐渐趋近于零, 但监管套源于监管待遇的差异, 只要监管规则或相应的监管措施不进行调整直至监管趋同, 套利行为就不会消除。

对于追求以最低成本实现经济目标的企业而言, 监管亦会被视为一种制度负担或合规成本, 如何最大化降低此种成本, 系企业投身监管套利的“本能”反应。申言之, 监管套利产生的原因可进一步归纳为相似性(similarity)原理和差异性(difference)原理。相似性指不同金融市场或金融产品功能的相似, 两者可以相互替代; 差异性指法律存在相对稳定的形式差异^[4], 替代性越高, 套利出现的可能性就越大。对跨境监管套利而言, 当存在多个市场、多种制度供选择时, 市场之间具有相似性且制度具有稳定性差异时, 企业会对成本与收益进行评估和衡量, 选择制度负担最小的地区或市场进行经济活动。当境外市场的制度负担低于境内市场, 境外市场便成为企业经济意义层面的更优选。此外, 法律的形式也会影响成本的定价, 例如硬法(hard law)与软法(soft law)对企业起到不同程度的作用。这是因为前者(如法律法规)的效力和稳定性更高, 威慑力更强, 随之产生更高的合规成本; 而后者缺乏国家强制力保障, 在制定和实施过程中体现更多的协商色彩, 因而约束力较弱, 也主要依靠市场主体自觉遵循, 这会增加套利出现的概率。

在跨境监管套利中, 被监管者利用监管差异选择符合自身利益的司法管辖区实施经济活动。不同的司法管辖区对应不同的监管制度, 差异化的制度意味着针对同一经济实质, 被监管者将面临不同的监管待遇, 同一行为的合法性会得到差异化的判断, 监管要求和惩处力度也有所不同。仍以境外上市这一跨境监管套利行为为例, 企业选择在不同的证券市场挂牌上市, 面临的制度负担可概括为: 一是挂牌上市环节, 证券交易

所上市要求的高低、上市程序的便捷化程度存在差异; 二是证券交易环节, 不同地区对信息披露的要求以及对内幕交易、市场操纵等违法行为的惩处力度也有所不同, 法律制裁或法律后果被视为非市场领域的影子价格(shadow prices), 确定法律后果的法律规则被类比为市场价格体系^[5]。从中可以看出, 法律制度的差异会转化为经济意义上的成本差异, 从而深刻地影响企业对市场和制度的选择。

需要注意的是, 跨境上市由于涉及两个市场, 企业不得不接受双重监管约束, 增加了套利的总成本, 只有当套利收益大于受监管成本时, 企业才会选择套利^[6]。近两年, 中美证券监管的矛盾日益突出: 一方面, 美国 SEC 暂停内地企业通过壳公司在美国 IPO 注册; 另一方面, “滴滴”事件后, 境内加强对离岸上市公司的监管并收紧跨境数据流动。这些都将提高企业赴美上市的成本, 根据前述的成本一价定律, 美国市场不再具有从前的吸引力^⑦。为降低风险或期望损失, 境内企业将转向其他市场, 例如新加坡的证券交易所进行 IPO。

总之, 金融监管市场的一价定律表明, 在资本自由流动的国际市场中, 只要监管差异客观存在, 就必然会产生跨境监管套利与资本流动。若要彻底终止监管套利, 只能依赖监管差异的消除。

(二) 外在机理: 不完备法律创生套利空间

通过前述内容, 我们可洞察企业萌生套利真实动机的内在机理, 但跨境监管套利的生成, 客观上还需要存在可行性空间, 法律的不完备为这一空间的创生提供了可能, 因而可视其为跨境监管套利的外在机理。所谓“不完备法律”, 这一概念经由经济学“不完备契约理论”(incomplete of contracting theory)发展而来, 两者的主要区别在于探究对象不同。不完备契约关注平等经济主体之间的私人契约, 而不完备法律的研究重点是法律体系, 即长期约束立法者、执法者和守法者的众多社会契约^[7]。关于不完备法律的产生, 有以下两个原因: 一是立法者的天然局限。由于有限理性和信息不对称, 立法者无法设计出内容完备的条款, 监管制度也难以准确预测

未来所有事项,对被监管者或然状态下的各类行为提前进行制度安排,明晰所有权责,从而无法预料监管套利这类机会主义行为,遑论通过法律规范提前引导。尤其在过分强调规则监管的监管理念和法律形式主义的逻辑推演下,容易形成监管漏洞和监管模糊,使监管制度遭遇自利寻求行为的侵害,进而可能引发系统性的金融风险。二是法律自身的局限。法律文字和立法精神的差异也会使法律不完备。法律文本的局限性使之无法穷尽式列举所有未来的偶然,其开放、含糊的措辞也影响对法律的理解^[7],法律的这种不完备性是不可避免的内在缺陷。

具体到跨境监管套利,不完备法律的表征体现在以下几个方面:①法律本身的固有缺陷。监管制度通过修正市场缺陷,防范风险、维护金融体系稳定和安全,构成监管者实施监管的依据,具有规范性指引和评价的作用。而监管规则设计上的漏洞,为被监管者进行套利带来可乘之机,从而留下风险隐患。监管者难以判断跨境监管套利行为的合法性,被监管者也难以对行为作出合理预期,感知风险态势,相应的补救措施和责任追究机制也很难明确。尽管2022年4月中国证监会修订了《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定》,明确了企业的信息安全责任,要求不得泄露国家秘密、损害国家和公共利益,提供或公开披露涉密文件的,须向有关部门报批和备案。但上述规定存在很大的解释空间,例如对“国家秘密”“公共利益”等相对抽象的概念未作进一步的说明,很难成为被监管者遵循的指引。②境内不同部门法的独立化实施及不同监管机构的独立化行政。跨境监管套利行为可能涉及不同的市场,甚至是交叉市场,这需要结合行为性质及其所涉的具体内容进行判断,因此可能涉及不同部门法的衔接及不同监管部门的联动。但法律体系内部部门法的分野和监管部门的独立化行政,使跨境监管套利缺乏有效的事前审查和准确的合法性评价,这为套利行为留下了规避空间。③跨境监管合作的缺失。一方面,由于跨境监管套利涉及两个甚至两个以上的司法管辖区,不同监管者尚未就套利行为的监管达成共识。另一方面,境内

监管者对跨境事项的监管也缺乏明确的法律依据,在跨境上市方面,2020年实施的新《证券法》对“长臂管辖权”作出初步的规定,但由于过分粗糙和宽泛,在具体落实方面还需进一步细化。

综上,监管套利是有限理性(bounded rationality)和机会主义(opportunism)条件下,监管机构和被监管者相互作用产生的一种法律风险^[8],而法律不完备性为风险的滋生提供了可能。

三、跨境监管套利的规制路径检讨

前述内外生成机理的合力作用,为企业跨境监管套利提供了主客观条件。循此逻辑,有效规制跨境监管套利可遵循阻断内外生成机理这两条路径来实现,即基于消除监管差异的路径和基于补足不完备法律的路径。过去学界的关注点主要集中在直接消弭监管差异,实现实质性的法律协调(legal harmonization),这一主张可以将套利彻底扼杀在摇篮中,但忽视了差异生成的客观背景,也无法释放套利可能存在的正向价值,故对两条规制路径有进一步检讨与完善之必要。

(一) 监管差异:绝对消除还是相对保留

1. 绝对消除:忽视监管差异生成的客观背景

国内外学界对跨境监管套利的应对方法已经作了不少研究,多数学者主张通过消除监管差异的方式来应对跨境监管套利问题^[9-12]。但是,绝对消除监管差异在客观上很难实现,因为监管差异的产生有其自身制度背景和市场条件,主要体现在以下几个方面:①监管制度是特定历史时期政治、经济条件的产物,蕴含着不同的监管理念和监管文化,规则背后的立法逻辑和监管目标也各不相同。而促进实质性的法律协调将消除制度间的差异,这不仅会破坏法律体系多样化,客观上也不具备可行性。②发达国家和发展中国家的金融发展进程存在巨大差异。美国、英国等国家资本市场发展迅速,已经形成了较为成熟的市场制度,但有更多的国家,特别是发展中国家的金融市场仍处于萌芽阶段,国际金融市场两极分化严重,各国监管能力存在巨大差异。譬如,金融科技的进步带动了监管科技的发展,尖端的区

区块链分布式记账技术能帮助监管者更及时、准确地捕捉交易数据, 强化监管能力, 但这一技术一开始也只能被极少数发达国家掌握。^③监管制度差异也来自市场需求。一方面, 公司的融资需求和承担信息披露成本的能力各不相同, 是否基于声誉机制选择监管标准更高的上市地点的意愿也不同。另一方面, 投资者的偏好存在差异。在过去的半个世纪里, 世界各地的监管标准普遍提高, 但采取低监管标准的市场仍能迎来持续增长。这一现象表明, 部分投资者愿意选择监管标准更低、风险更高的市场来换取更高的回报。因此, 市场主体的不同偏好阻碍了监管趋同, 只要市场偏好存在差异, 监管制度的差异将一直存在^[13]。

2. 相对保留: 释放监管套利的有益价值

套利在不同语境下发挥的作用不同。金融市场中, 金融套利可以纠正资源的错误配置和资产的错误定价^[14]; 监管市场中, 被监管者的套利行为有助于改善监管机构的路径依赖, 督促其不断完善监管规则。因此, 保留监管差异也为套利保留了空间, 并为促进监管制度的完善创造了更多可能。

企业会根据监管规则作出市场选择, 相应地, 监管者也会对市场变化作出回应, 以吸引市场参与者。诚如前述, 企业在作出一项决策前会全面考虑各类配套法规, 综合“计算”合规成本。以企业上市融资目的地的选择为例, 企业会依次考量上市要求(如资本结构、财务要求和获利能力), 信息披露要求(如披露范围、披露程度和不规范披露的不利后果)等, 在此基础上整体评价后作出最优选择。跨境监管套利正是企业作为理性经济人综合权衡后的结果。基于此, 政府作为监管的“供应商”, 通过提供更优质的监管吸引潜在市场参与者进入市场, 从而使所在的司法管辖区获取更丰厚的经济资源^[15]。考虑到企业的套利行为, 监管者还会调整过分严苛的监管政策和规则。譬如, 我国对双层股权结构的承认就是为了更好地契合被监管者对更多元的公司治理需求而进行的规则更新, 使监管规则趋于完备。因此, 跨境监管套利行为有促进监管制度完善的潜在功效。

境内企业或因为不符合境内上市标准, 或出于外汇管制的考量而选择境外上市。如果境内的相关法律制度能在保障国家经济安全和金融风险可控的前提下, 更充分考虑市场的发展需要和企业的融资需求, 调整上市要求, 改进外汇管制措施, 完善多层次资本市场, 那么境外上市的吸引力也将减弱。企业通过市场选择行为倒逼监管规则完善, 矫正不合理的监管要求, 促使规则在实践中磨合跟进, 进而缩小成本差异, 使市场联系更为紧密。对企业而言, 优化后的监管制度将提供更多样的上市选择、更高效便捷的上市程序, 意味着更低的监管负担。与此同时, 就境外上市这一监管套利行为, 除了实现筹资之目的, 同时可为企业带来开拓国际市场、提高国际知名度、借鉴海外经验进而优化公司治理模式等“收益”。所以, 相对保留监管差异可以释放套利的有益价值, 对市场主体和监管制度的完善均有所裨益。

(二) 法律规范: 从不完备走向完备

前文阐释了绝对消除监管差异非规制跨境监管套利的适宜路径, 因为监管套利是金融体系的一个特征而非缺陷^[8], 所以没有必要消除。在保留规则差异的情形下, 针对跨境监管差异诱发的套利行为, 可从跨境监管套利生成的外在机理“不完备法律”入手, 寻找规制套利行为的可行路径。

法律和金融是一对矛盾体。法律对于解释和预测市场参与者的行为至关重要, 金融市场是受规则约束的系统, 法律可以规范金融市场行为, 帮助化解风险, 但也会加速金融市场的崩溃, 加剧金融的不稳定性^[16]。对于不断变化的金融市场, 适时补足法律规范, 使其由不完备走向完备是金融市场有序发展的必由之路。

实然法(law as it is)和应然法(law as it ought to be)是法的不同层次, 以实然法和应然法的关系为切入, 有助于理解法律规范完备化的过程。实然法是特定时空的产物, 具有意志性、相对性、偶然性和特殊性的特点, 会随着历史的发展而变化^[17]。证券法完备化的过程即是实然法走向应然法的过程。证券市场层见叠出的市场创新行为, 对证券法提出了更高的动态调整要求。当下, 监

管机构在认定跨境套利行为危害性、违法性等方面存在诸多不适,在回应市场对上市模式、监管规则调整的需求上也屡陷窘境。因此,立法者有必要克服路径依赖和法律惯性,对既有法律进行补强和更新,主动因应证券市场生态变化,缓和法律与现实之间的紧张关系。通过调整法律规则,消解套利动机、压缩套利空间、防范套利风险,有效规制违法套利行为。通过补足不完备法律,阻断套利生成的客观条件,同时支持监管差异在引导良性竞争、优化证券制度上发挥功效。

(三) 小结

沿跨境监管套利的生成逻辑,发现其规制路径有两条,即消除监管差异和补足不完备法律(见图2)。通过上述分析可知,制度差异是引发跨境监管套利的前提条件,简单地消除差异或统一监管规则的确可以从源头上消除套利行为、扼杀套利动机,但同时也忽视了监管差异生成的客观背景,抹杀了跨境监管套利在促进相应制度完善上的价值。因此,应理性看待监管规则的差异,尊重监管市场的“一价定律”,引导监管竞争走向监管竞优,倒逼监管制度完善。鉴于绝对消除监管差异路径的缺憾,规制跨境监管套利的任务主要得通过补足不完备法律来实现。

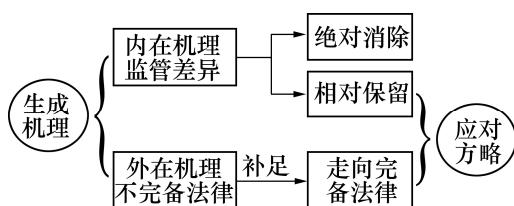


图2 基于生成机理的跨境监管套利规制路径

四、跨境监管套利的应对方略

承认跨境监管领域的“法律不完备”,是制定套利应对方略的前提。立法者要挣脱既有法律规范的羁束,通过调整监管理念和监管规则,填补法律规范的缺憾,疏导跨境监管套利隐患。笔者认为,应合理看待监管差异,将完善系统性的融资制度作为主要任务,同时加强监管合作来协调、缓和监管冲突。此外,跨境监管套利的规制还涉及跨多部门的综合性监管以及监管规范内

部的调整等方面。

(一) 重视融资制度的系统性完善

完善境内融资制度是应对跨境监管套利行为的根本出路,也是监管者在竞争压力推动下不断创新监管服务,使监管竞争迈向监管竞优的表现。企业境外上市的主要动机是以更低的成本实现公开融资。因此,改善融资环境和完善证券制度可以从源头上削弱企业的套利动机,减少套利行为。

全面提升证券市场的竞争力,需着眼于融资制度的系统性优化,使之成为跨境监管套利的约束力量^[18]。近三十年来,境内上市制度在实践与借鉴境外先进经验中磨合跟进,为了满足市场的需要,我国《证券法》在不断修改中得到完善,股票发行注册制增强了对企业的包容性,双层股权结构能更好地满足控制权强化的需求。上述改革是证券制度不断改进的体现,但仍存在一些不足:繁杂的注册或审批程序以及过长的等待时间,对财务指标等方面严苛的要求都是阻碍企业在境内上市的重要原因。未来,应及时修订关于上市公司股权结构、公司治理和财务等方面的规定。同时,要重视投资者权益保护,构建常态化的退市机制,系统性、全流程地优化证券市场融资制度,优化资本市场的资源配置。目前,中美监管理念的差异、监管政策的冲突正好为中概股回归创造契机,境内证券制度可以借此机会完善上市制度,对盈利要求、股东要求及公众持股要求作出调整,以降低企业在境内上市的门槛。当然,也要协调好国家安全、国内证券市场发展与企业融资需求之间的关系。通过完善境内上市制度,缩小与成熟证券市场融资制度的差异,使市场参与者实施跨境监管套利的动机变弱。

(二) 加强全流程的跨境监管合作

加强区域间的监管合作,不仅可以通过柔性的方式协调和缓和监管冲突,还可以为借鉴域外成熟制度提供契机,实现前瞻性的法律供给,通过完善规则缩小监管差异,减少套利空间。近年来,中概股危机问题持续发酵,无论是“瑞幸”事件、“滴滴”事件,还是美国通过的《外国公司问责法案》及其《最终规则》(Final Rule)修正,都暴露出监管者之间缺乏事前的监管合作。加强

跨境监管合作,有助于各方通过平等协商的方式就数据信息共享的内容和形式达成一致意见,这样既能维护数据提供方的信息安全,又能满足信息需求方即境外证券监管机构调查、检查的需要,实现互利共赢。境外上市是一种典型的跨境监管套利,监管者之间若能加强监管合作,使之得到有效规范,将产生多方面的积极影响:一是为境内企业提供融资渠道;二是为全球投资者提供分享中国发展成果的机会;三是提高上市地证券市场的国际影响力。

跨境监管套利是监管者与被监管者间、不同区域监管者间以及监管法律间的博弈,监管合作是平衡监管竞争和监管趋同的有效路径,各地区应加强双边、多边甚至全球的监管合作^[19]。具体而言,一是在制定、实施我国上市规则和监管策略的过程中,注意协调与其他国家/地区的监管要求,形成相对统一的监管认知和规范。二是在与境外监管者的沟通协调过程中,一方面,要将合作流程覆盖事前、事中和事后,开展全流程的监管合作,从而避免在分散、破碎的监管框架中形成监管真空和监管重叠;另一方面,在协商内容上,监管者可以就某些规则达成共识,部分消除差异^[20]。因为监管制度之间不仅仅是单一的相互替代性竞争,同样可以相互作用,取长补短。

相比其他部门法,证券法的国别属性更弱,同质化程度更高,各国证券法在局部领域趋于融合,共同接受金融安全、效率与公平的基本价值观念,信守投资者保护这一共同的价值取向,因此,互相参考和效仿具有很大的空间。通过监管合作可以从整体上提升监管水平,防控金融风险,避免陷入监管竞次,促进国际资本市场的稳定发展,实现全球监管规则的整体向上调整。

(三) 强化跨部门的综合性监管

跨境监管套利行为本身并不违反境内现行法律规则。我国法律也并未直接对市场参与者的跨境监管套利行为作出规定。根据“法不禁止皆自由”的基本法理,该行为是市场经济下自由意志的体现,因此形式上并不违法。但即使立法未设禁令,也不能从上述命题中推导出行为人享有为此(类)行为的自由。实然法虽不禁止某一行为,但禁止该行为在价值判断上具有正当性,行

为人亦无自由^[21]。依此,中国民营企业为了规避外商投资准入^⑧、外资并购监管^⑨,通过“红筹模式”(或境外间接上市模式)到境外上市,使内资企业变为外商投资企业^[22],这一海外融资行为本身并不违法,是企业“选择法律体系”之行为。但法律天然的不完备以及各个部门法及其实施的独立化、法律运行机制的疏漏,造成套利行为蕴含着潜在风险。因此,政府有必要监管干预(regulatory intervention),通过综合性的监管约束跨境监管套利行为,提前防范风险,弥补法律不完备的缺憾。

不完备法律的表征包括规则的滞后性以及间接导致的监管真空和监管模糊,这在客观上难以避免,但是监管者可以提前介入,通过开展事前的法律审查,遏制违法套利行为,纠正企业行为偏差,强化监管警示,形成监管威慑。监管机构的出现正是为了填补法律不完备以及法律无法有效执行的缺憾,监管机构积极主动的监管结合灵活的法律规范,可以提高执法效力^[16]。因此,鉴于部分跨境监管套利行为涉嫌违反境内强制性法律,对境内资本管理秩序造成冲击,威胁国家经济金融安全,为预防境外上市行为与金融监管目标背道而驰,政府应当依法进行跨部门监管^⑩,纠正市场偏差并遏制违法行为。

根据《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》^⑪,境内企业赴境外上市应向国务院证券委员会提出申请并经批准,同时受证券委员会或者其监督管理执行机构中国证监会监督管理^⑫。就此看来,这一跨境监管套利行为有报批的前置性要求,但是,“滴滴”等在美上市企业涉嫌的数据泄露等国家安全问题,暴露出事前审批不够详尽、安全审查不够到位的安全隐患。因此,证监会与国家网信办等相关监管部门应加强合作,开展跨法律部门的综合性审查,依照我国的《证券法》《个人信息保护法》《数据安全法》等法律要求,严格把控核心数据、重要数据的出境风险,加强安全审查与评估,在安全、效率和公平的价值理念指导下,对具体案件行为的合法性进行判断,从而防控金融风险、维护金融体系的稳定和安全。

(四) 提高监管规范中原则的地位

监管规范是监管者实施监管的依据,由原则和规则共同组成。规则监管是指以规则为主的监管,而原则监管则以原则为主并以结果为导向。相比规则监管,原则监管的不确定性程度更高、灵活性也更强。这在一定程度上牺牲了制度的可预测性,但更加灵活,能够克服法律不完备的弊端,将无法全面、准确预期的市场行为或关系纳入监管范畴,能够对形式上符合法律条文但破坏立法精神或立法宗旨的行为作出惩处。强调原则在跨境监管套利法律规范体系中的地位,会增加套利行为结果的不确定性,这潜在地提高了套利的风险和成本,从而成为规范套利行为的有力措施。稳定的制度差异和明确的可得利益是诱发套利的坚实动因,因此,增加结果的不确定性将倒逼被监管者在作出决策或开展业务时更加谨慎地对套利的收益和法律后果进行权衡,未来可能的监管待遇是市场主体决定是否实施套利行为的关键要素。另外,原则监管的灵活性特点,使其能够顺应时代发展和社会变迁的新要求,适应不可预见的外部环境变化,动态地审视跨境监管套利行为,结合跨部门的综合性监管,可以成为阻断风险跨境蔓延的“安全阀”。

企业境外上市多采用协议控制模式,其缺陷是对法律形式主义的高度依赖,忽视了实质重于形式的监管理念^[22]。法律形式主义要求遵循规则的字面意思,强调规则的可预测性,在此语境下,其滞后、僵硬的特性与社会现实的发展呈现不可调和的矛盾,从而创造了实然法和应然法之间的鸿沟。而关注监管实质效果的原则监管能够有效应对监管套利,匡正法律文本局限性和立法者天然缺陷所引发的法律不完备问题。但原则监管也存在内在缺陷,原则监管对监管者的专业知识水平要求较高,而且只有在较为完善的监管环境和监管制度下才能有效进行,从而发挥应有功效。另外,原则监管的灵活性和难以预期性使监管过程更多地受监管者的主观因素影响,为监管寻租创造机会,可能滋生腐败,进而产生监管失灵。综上,要提高原则在监管规范体系的地位^[23],但也要注意与规则监管相结合,共同规制跨境监管套利行为。

五、结语

可以预见,随着投融资全球化的进一步发展,资本全球流动的监管治理将成为各国和各地区的重要议题。然而,虽然企业的跨境监管套利行为能够引导良性监管竞争并促进制度完善,但也可能导致监管竞次、数据泄露和风险跨境扩散。

监管差异和不完备法律为市场主体跨境监管套利提供了主观动机与客观空间,对其规制的有效路径也可循此思路展开。一方面,绝对消除监管差异尽管可以从根源上扼杀套利行为,但同时也挫伤了跨境监管套利的正向价值,忽视了监管差异的产生有其特定的社会背景和市场基础,故宜相对保留监管差异,以释放套利的有益价值,促进对市场主体和监管制度的完善。另一方面,完善境内融资制度,加强跨境监管合作,同时开展跨部门的综合性监管,提高监管规范中原则的地位,从而削弱套利动机、减少套利空间、规制套利行为和防范套利风险,以期遏制恶性竞争,引导良性竞争,更好地维护国家经济安全、满足企业融资目的,促进资本在全球范围内有序、健康地流动。

注释:

- ① 当然,监管竞次的发生不具有必然性,取决于某一国家或地区的监管规则发生变化时,其他监管者是否相应调整规则加以应对。
- ② 例如在美国纽交所上市的“滴滴出行”作为移动出行平台,通过收集用户信息掌握大量国家道路信息。
- ③ 例如同在美国纽交所上市的“满帮集团”,有货运界“滴滴”的称号,主要为公路运输物流行业提供服务,掌握大量国内货运信息。
- ④ 我国《证券法》第一百七十七条第二款规定:未经证监会及国务院有关主管部门批准,不得擅自向境外提供证券业务相关的文件资料。
- ⑤ 2021年6月,我国正式通过《数据安全法》,其中第三十六条规定:非经主管机关批准,境内组织、个人不得向境外司法、执法机构提供存储在境内的数据。

- ⑥ 跨业监管套利源于分业监管的监管方式, 指交易被重组或设计以避免或限制监管成本。这一监管方式难以有效应对金融市场的发展和金融创新, 为监管套利创造了空间。
- ⑦ 由于加强监管而使市场吸引力减弱的现象在美国早有先例。2002 年美国颁布《萨班斯法案》(SOX) 加强企业责任和财务披露要求, 打击企业和会计欺诈, 并设立“公共公司会计监督委员会”(PCAOB) 监督审计行业的活动。《萨班斯法案》的许多合规条款增加了上市成本, 导致竞争力丧失。该法案对外国公司影响更大, 越来越多的外国公司撤销注册, 离开美国市场。因为该法案提高了市场主体的违法成本, 加重了上市企业的合规负担, 最终削弱了外国公司在美上市的积极性, 转向英国、新加坡等监管更宽松的市场上市。
- ⑧ 近年来, 国家发展改革委员会和商务部每年都会发布《外商投资准入负面清单》, 以规范境外投资者的投资经营活动。即使历年有逐步放宽限制、缩减清单的趋势, 但对某些特殊行业的外资准入仍设置限制。
- ⑨ 2006 年, 商务部、国资委、税务总局等多部委联合发布《关于外国投资者并购境内企业的规定》(或称“商务部 10 号文”), 并于 2009 年 6 月经商务部修改, 以规范外国投资者并购境内企业行为。企业通过协议控制模式, 可以规避商务部以该规定对并购进行监管。
- ⑩ 除了与数据泄露直接相关的证监会、国家网信办等部门外, 境内企业境外上市行为就上市载体的设立、投资、纳税及环保等不同事项受商务部、外汇管理局、税务总局、生态环境部和国资委等国家部委监管。
- ⑪ 参见《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》第 2 条、第 4 条和第 5 条。
- ⑫ 2021 年 12 月, 中国证监会发布《境内企业境外发行证券和上市的管理规定(征求意见稿)》。征求意见稿生效后, 企业未来境外发行证券和上市还应遵守该规定。
- [5] 艾佳慧. 法律经济学的新古典范式——理论框架与应用局限[J]. 现代法学, 2020(6): 62-77.
- [6] MINTO A, PRINZ S, WULFF M. A risk characterization of regulatory arbitrage in financial markets[J]. European Business Organization Law Review, 2021, 22(4): 719-752.
- [7] PISTOR K, XU C. Incomplete law[J]. International Law and Politics, 2003(35): 931-1013.
- [8] MARJOSOLA H. The problem of regulatory arbitrage: A transaction cost economics perspective[J]. Regulation & Governance, 2021, 15(2): 388-407.
- [9] 任自力, 刘佳. 论金融机构适当性义务的理论基础与规则完善[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2021(5): 41-52.
- [10] WEADON B M. International regulatory arbitrage resulting from Dodd-Frank derivatives regulation[J]. North Carolina Banking Institute, 2012, 16(1): 249-272.
- [11] 时辰宙. 监管套利: 现代金融监管体系的挑战[J]. 新金融, 2009(7): 11-15.
- [12] 沈庆劫. 监管套利的动因、模式与法律效力研究[J]. 江西财经大学学报, 2011(3): 123-128.
- [13] CARRUTHERS B G, LAMOREAUX N R. Regulatory races: The effects of jurisdictional competition on regulatory standards[J]. Journal of Economic Literature, 2016, 54(1): 52-97.
- [14] PARTNOY F. The law of two prices: Regulatory arbitrage, revisited[J]. The Georgetown Law Journal, 2018, 107(11): 1017-1043.
- [15] NABILOU H. Regulatory arbitrage and hedge fund regulation: The need for a transnational response[J]. Fordham Journal of Corporate & Financial Law, 2017, 22(4): 557-603.
- [16] PISTOR K. A legal theory of finance[J]. Journal of Comparative Economics, 2013, 41(2): 315-330.
- [17] 严存生. “法”的“存在”方式之三义: 必然法、应然法、实然法[J]. 求是学刊, 2015(2): 68-78. 181.
- [18] POLLMAN E. Tech, regulatory arbitrage, and limits[J]. European business organization law review, 2019, 20(3): 567-590.
- [19] 刘凤元, 邱锐. 证券市场跨境监管研究——以 EMMoU 为视角[J]. 金融监管研究, 2019(12): 100-111.
- [20] TURK M C. The convergence of insurance with banking and securities industries, and the limits of regulatory arbitrage in finance[J]. Columbia Business Law Review, 2015(3): 967-1073.
- [1] WILLESSON M. What is and what is not regulatory arbitrage? A review and syntheses[J]. Financial Markets, SME Financing and Emerging Economies, 2017: 71-94.
- [2] 罗培新. 美国金融监管的法律与政策困局之反思——兼及对我国金融监管之启示[J]. 中国法学, 2009(3): 91-105.
- [3] HOUSTON J F, LIN C, MA Y. Regulatory arbitrage and international bank flows[J]. The Journal of Finance, 2012, 67(5): 1845-1895.
- [4] RILES A. Managing regulatory arbitrage: A conflict of laws approach[J]. Cornell International Law Journal, 2014, 47(1): 63-119.

- [21] 易军. “法不禁止皆自由”的私法精义[J]. 中国社会科学, 2014(4): 121-142, 207.
- [22] 刘燕. 企业境外间接上市的监管困境及其突破路径——以协议控制模式为分析对象[J]. 法商研究, 2012(5): 13-21.
- [23] 郑晟. 新证券法下“投资者适当性义务”的实现路径——从“规则监管”到“原则监管”的转变[J]. 证券市场导报, 2021(3): 62-68, 77.

On risk regulation of cross-border regulatory arbitrage

LIU Fengyuan, QIU Ni

(School of International Financial Law, East China University of Political Science and Law,
Shanghai 200042, China;
School of Economic Law, East China University of Political Science and Law,
Shanghai 200042, China)

Abstract: Cross-border regulatory arbitrage is a market behavior that enterprises conduct by taking advantage of the differences in legal systems between countries and regions to actively choose the regulatory environment to reduce regulatory costs, which may bring hidden worries such as race to the bottom, data leakage, and cross-border flow of risks, and needs to be effectively regulated by law. Regulatory differences and incomplete laws are the internal and external mechanisms for the generation of regulatory arbitrage. The current regulatory paths mostly point to the elimination of regulatory differences, but may ignore the objective context of regulatory differences and may frustrate the positive value of arbitrage. The risk regulation of cross-border regulatory arbitrage should start from incomplete law, improve the domestic financing system, enhance the whole process of cross-border regulatory cooperation, strengthen comprehensive cross-sectoral regulation, and emphasize the status of "principles" in the regulatory system.

Key Words: regulatory arbitrage; cross-border regulation; one-price law; incomplete law; national security

[编辑: 苏慧]