

日本对境外企业境内股票发行与上市规则的演变及启示

李强

(上海政法学院,上海 201701)

摘要:日本很长时间一直没有将外国企业在日本发行股票纳入证券法的规制范畴,对其信息披露也没有特殊的要求,导致到日本上市的境外企业越来越少。为此,日本制定了英文披露制度,证券发行人在向日本发行证券前,应向内阁总理大臣提交有价证券申报书以及相关文件,经审批后方可发行股票。经过两次修改后的《金交法》,对外国企业承认、许可、资格三种说法并存,其繁琐的规制达到的实际效果尚存疑问。但某些做法值得我们借鉴:一是将股份分割、股份稀释方面信息披露的内容纳入招股说明书之中;二是要求企业在信息披露中注明董事责任保险制度实施情况;三是制定英文披露制度,并适时修订《暂行规定》,取消外商投资股份有限公司发起人须有中国股东的规定。

关键词:日本;境外企业;境内交易;规制;法律

中图分类号:F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1671-2404(2014)65-0023-05

1 日本对境外企业境内股票发行监管规制的演变

1.1 有价证券范围的确定

1998年以前日本一直没有将境外企业在日本境内发行股票纳入证券法的规制范畴。1948年《证券交易法》第2条以列举的方式明确了有价证券的范围,某种证书或权利如被规定为有价证券,即遵循:其发行、上市须适用证券交易法的信息披露制;“对于该证书、权利的交易,根据流通的情况,适用禁止操纵价格、禁止内部交易等证券交易法禁止不公正交易的规定;以该证书、权利的买卖、受托等为业的,作为证券业被规制的法律效果。”由于境外企业在日本发行股票并上市的不具备《证券交易法》规定的格式,不适用其信息披露和禁止操纵市场、内幕交易的规定以及证券行业的规制,不利于保护投资者。为了促进证券市场对外开放,日本1991年的证券上市报告书规定:“投资者出资,资金的受托者以该资金从事企业的经营或资产的运用;出资的资金和其他出资者出资的资金由管理运用者统一管理或运用;投资者根据该合同可以从管理运用者得到资金管理或运用所产生的利益的分配;基于该同等的投资者地位或权利可以转让,合乎以上四

要件,的合同或表示结构中的地位或权利的证券或权利为证券。”确定了境外企业在日本境内向机构投资者和个人发行的短期债券、可转让海外存款证书、信托受益权等金融衍生品银行可以受理,但没有确定广义有价证券的范围。1998年修改了《证券交易法》,将日本法人投资、境外企业投资证券、投资权利的股票或证书、海外托管证券也明确为证券。但这次修改同样没有广义有价证券的概念。2007年的《金融商品交易法》(简称《金交法》)沿用了《证券交易法》有价证券的内涵,但扩大了有价证券的范围。包括不发行股票的新股认股权、记账式企业债、记账式国债、不发行股票的有限责任公司股份。《金交法》认定为有价证券的有境外企业信托获益权、境外企业股东权、海外基金份额等权利。境外企业正式接受《金交法》的规制。经过2次修定的《金交法》,对境外企业承认、许可、资格三种说法并存,其繁琐的规制没有起到激励境外企业到日本发行股票的目的。

1.2 日本对境外企业境内发行股票监管规制的演变

日本法律对于境外企业在境内发行股票和上市并没有特殊的信息披露规定。只是将股票发行分别用《商法》和《证券交易法》的信息披露制度明确。但两者规制的内容有区别。《商法》上的信息披露必须向境外企业股东名簿上的股东展开的直接披露。要求境外企业在日本境内发行股票时,需登记境外股东名簿,境外企业应该向股东名簿上的股东

进行信息披露。披露的信息包括境外企业资产负债表、损益表、现金流量表、经营情况说明、分配利润方案、处理损失制度等。《证券交易法》确定的境外企业信息披露对象是境内投资者,包括两种方式:直接披露和间接披露。前者有股东行使权利时的信息披露、招股说明书披露等。包括:“有价证券申报书;有价证券报告书;中期报告书、临时报告书;回购股份的信息披露等。有价证券的发行人,在募集或推销时,必须制作计划书,计划书对提交的申请书应记载事项的内容必须加以记载。”^①该计划书即招股说明书。《证券交易法》将境外企业信息披露的内容分为重要和准重要两种,重要内容包括境外企业股票的发行、上市公司股份分割、境外企业股份稀释、境外董事责任保险、公司财务状况、公司合并等等;准重要内容如与境外企业业务协作关系、子公司破产、分公司诉讼、境外企业临时处分等。显然,《证券交易法》对于信息披露重大性的认定主要考虑是否对境内投资者的投资判断发生显著影响,显著影响指境内股票投资者如果了解该信息会做出确定的买卖判断。

东京证交所发布的《关于上市有价证券发行公司的信息的适时披露规则》,明确披露的信息包括“对有价证券的投资判断有重大影响的公司的业务、经营或业绩有关的信息,这些信息包括与上市公司有关的信息和与关联子公司有关的信息,其中与上市公司有关的信息又被分为:有关决定事实信息、有关发生事实信息和决算有关信息。”但证交所可在认为需要时,对境外企业施加额外的信息披露规定,不过,境外企业可作出申述。同时,证交所可以依据境外企业的情况豁免、修改或免除境外企业按照第13章要求的信息披露义务;但证交所可以要求境外企业订立一份协议做为此次豁免的附带条件。

20世纪80年代日本推出了国际板,1991年曾吸引了全球131家境外企业在日本上市,但之后股价长期低迷,加上交易成本过高,境外企业大多选择了退出日本。“至2003年,东京国际版只剩下32家公司。2010年3月,主板和创业板分别有12家和2家境外企业上市交易。”^②为了提高日本证券市场的国际竞争能力,日本2005年6月发布《部分修改证

券交易法的法律》,推出英文披露制度,境外企业等向日本证交所提交的信息资料,只要无损日本投资者的利益可以应用英语。允许使用英文披露的资料包括招股说明书、有价证券报告书、年度报告、中期报告、临时报告,等等。同时,为减轻境外企业的成本,可以放宽持续信息披露的免除条件,为方便境外企业实施了信息电子披露系统,并完善了跨国结算体系。

1.3 招股说明书的统一

国际证监会组织发布的《外国发行人跨国发行和首次上市的国际披露准则》要求世界各国按照准则披露相关信息,日本也以该准则为蓝本,对境外企业在本国境内的招股说明书信息披露的统一规制。日本《证券交易法》规定:对于境外企业在本国境内股票发行并上市过程中招股说明书的具体内容应考虑到境外企业的特点,按照境外企业信息披露的一般原则与对称原则,以理性人为准则,那些能够使日本投资者的投资判断产生显著影响的重大信息在证交所公开披露。境外企业应在保守商业秘密的前提下,按照《外国发行人跨国发行和首次上市的国际披露准则》的要求充分披露境外企业的相关信息。

2 日本对境外企业境内股票上市监管规则的演变

日本对境外企业境内股票上市交易没有特殊的豁免政策。《金交法》规定:“有价证券的募集是指对新发行的有价证券进行取得要约劝诱,即取得劝诱。但应该符合以下要件:第一,向多数不特定对象进行诱导。多数不特定对象指以下两种情形:一是指向50人以上的投资者对上述有价证券进行购买诱导;二是指向500人以上的投资者对上述视为有价证券进行购买诱导。第二,它不包括向合格机构投资者取得劝诱、向特定投资者进行的取得劝诱和向少数对象进行的取得劝诱。有价证券转让是指以同等条件向多数不特定对象对已发行的有价证券进行转让要约劝诱。依据《金交法》,该转让要约须符合以下条件:一是以同等条件进行劝诱;二是向多数不特定对象进行劝诱。”^③

① 日:《证券交易法》第13条。

② 参见东京证券交易所网站 <http://www.tse.or.jp/cn/listing/index.html>。

③ 《金融商品取引法》第2条第3款。

2.1 书面报告提交之前

《金交法》规定,“证券发行人在向内阁总理大臣提交有价证券申报书以及相关文件之前不得进行有价证券的募集或者转让。发行人或者承销商的金融商品交易者如果进行了此禁止行为,将会被追究刑事责任。”^④

《证券交易法》和《金交法》对于境外企业境内股票的募集或销售的申报做了如下规定:

(1)散发境外企业在本国发行股票、上市的信息文件,召开募股大会,用各种形式向投资者讲师招股情况,通过各种新闻媒体做广告宣传境外企业股票发行、交易等行为均是有价证券的募集和转让。“符合上述有价证券的募集和转让的情形时,如果发行价格总额或者转让价格总额为1亿日元以上的有价证券的募集或者转让,有价证券发行人就该募集或者转让必须向内閣总理大臣提交有价证券申报书及其相关文件,进行申报。”^⑤但必须用EDINET系统填报有价证券申报书。对于股票发行价格或交易价格超过1亿日元的需向大藏大臣说明境外企业股票发行信息,或者境外企业在本国发行股票的价格或出售股票的价格不到5亿日元的必须补充相关信息。如果境外企业股票的发行价或交易总额在1亿日元以下的可不受此限制。^⑥

(2)对于在确定时间向日本股东名簿的股东进行境外企业股票的发行或交易时,必须在股票发行或交易日的前40天提出申请。

(3)对于境外企业发行者在不需申报的股票发行、交易时,应根据大藏省的要求制定股票发行、交易的书面报告,但境外企业股票发行价格或销售总额在10万日元以下的,不需要制定书面报告。

书面报告包括以下内容:该境外企业的商号及与出资相关的信息;境外企业的经营和其它重要事项;境外企业的高级管理人员及发起者的信息;关于境外企业股票发行、交易的信息;其它信息等。书面报告的提交方式有完全披露、编入和参照方式3种。

2.2 书面报告提交之后

境外企业股票发行的书面报告受理之后至申报生效这段时间,内阁总理对境外企业的书面报告及其他资料展开审查。一是书面报告的内容是否明确披露了对投资者的必要信息;二是确认书面报告不存在虚假内容。但不能证明经过内阁总理大臣审查后已生效了的书面报告等文件里不存在虚假陈述,也不说明内阁总理大臣的审查是对该境外企业股票价值的审查。法律明确:“任何人不得因为申报生效了就认为内阁总理大臣认定有价证券申报书的记载是真实和正确的,或者不存在遗漏重要事实,或者内阁总理大臣保证或承认了该有价证券的价值。若发行人等相关人违反该规定作出了某种表示,将会受到法律的制裁。”^⑦

书面报告等文件提交日至报告生效的时间内,境外企业可以进行发行股票、交易的劝诱。但境外企业、销售者、承销商、购买者、相关金融机构等不能进行该股票的买卖。如果书面报告已经生效了,但以后内阁总理又中止了书面报告的效力,在书面报告效力被中止时间,境外企业也不能进行股票的发行与交易事项。“违反规定的,将被处以5年以上有期徒刑或者500万日元以上的罚金。因违反规定给交易相对人造成损害的,还得承担损害赔偿责任。”^⑧

按照《金交法》,境外企业不但需要制作书面报告,还要求该境外企业的发行者、销售者、承销商、购买者等在申报生效后,必须把符合法定规定的书面报告等相关信息直接披露给日本投资者,以确保日本投资者能够根据该信息做出投资判断。“如果违反了该规定,违反人将被处以1年以上的有期徒刑或者100万日元以上的罚金。如果给交易相对人造成了损害,同样违反人必须承担损害赔偿责任。”^⑨

《金交法》对于书面报告的内容进行了具体规定:一是书面报告中对投资人的投资判断有重大影响的事项,因书面报告披露方式不同而有差异。完全披露中书面报告应记载的内容有股票发行信息、

④ 《金融商品取引法》第4条第1款。

⑤ 《金融商品取引法》第4条第1款、第5条第1款、第6条第25条。

⑥ 日:《证券交易法》第4条,第5条,第23条之3,第23条之8,第24条,第24条之5。

⑦ 《金融商品取引法》第23条第2款,第205条第1项。

⑧ 《金融商品取引法》第10条第1款。

⑨ 《金融商品取引法》第200条第3款,第16条。

境外企业信息、担保企业的状况等。编入方式中应记录的内容有该股票信息、境外企业财务信息、其它信息、担保企业的状况和特别消息。参照方式中内容包括该股票信息、财务信息、交叉信息、担保企业的状况和特别消息;二是书面报告以外的但由内阁府令所要求记载的信息。书面报告不论以哪种方式披露,下列信息都必须记录:境外企业在日本发行股票并交易的申报已经生效;如果该股票是由外国货币标明其面值的,则须标注该股票投资可能受到外汇市场波动的影响;参照方式,还必须注明应参照书面报告提交后发生的重大性信息、境外企业经营概况和主要财务指标的变化情况。

书面报告及相关材料提交后的时间,为了促进股票的发行与上市,境外企业等相关人可以向公众投资者散发说明书,其主要内容和生效后的书面报告一致。

2.3 书面报告的修改

如果境外企业股票发行、上市的书面报告申报日以后至申报生效日的时间内,书面报告中所记载信息发生了较大改变,有必要修改时,境外企业须向内阁总理大臣提供修改申报表。其具体的修改信息按法律规定由内阁府令进行要求。对于书面报告的修改法律采取的是自发性修改,如果书面报告中所记载信息发生了较大改变,有必要修改时而没有提交修改申报表,内阁总理大臣将以书面报告记录的信息不完整,或该境外企业的重要信息有遗漏为由,命令该境外企业提供修改申报表。当境外企业认为有必要修改时,即使没有发生法定的修改信息,也应提供修改申报表。符合一定条件的境外企业回购股份必须通过公开市场回购来进行,并且需要补充披露相应信息。

3 对中国的借鉴与启示

3.1 信息披露内容

日本有比较完善的股票期权制度,股份分割、股份回购等信息披露的规定也比较细致。但中国股票期权制度尚未健全,因此,招股说明书中也没有股份分割、股份回购的规定,应借鉴日本的做法,将股份分割、股份回购方面的信息纳入招股说明书之中。

日本对企业实行了董事责任保险制度,并要求境外企业在信息披露中注明相应的信息。2000年美国 Tillinghast Towers Perrin 公司的调查报告显示,

2 059 家美国和加拿大企业接受了调查,其中 96% 的美国企业和 88% 的加拿大企业都购买了董事责任保险。中国香港也有 60% 至 70% 的人购买了董事责任保险。由于中国目前没有对企业高管人员强制实施责任保险制度,所以招股说明书没有要求披露董事、经理人和其他主要工作人员的保险和责任补偿等信息。今后中国若允许境外企业在中国境内发行股票,应该在法律上明确在招股说明书中补充相关内容。

另外,中国的招股说明书中只要求披露管理层做出的公司财务分析的简要结论,简要说明该企业的财务情况、偿债能力、产品开发及盈利前景、面临的挑战等,其披露仅做为财务信息中的 1 项内容。而日本则将该信息作为 1 个单独条款进行披露,披露内容非常多。因此,中国应当对境外企业在中国境内发行股票在其招股说明书中制订类似的条款,要求境外企业的董事会对企业经营情况做出详细的分析:包括企业的各项收入来源、成本和费用的构成情况,企业的总体经营情况、各分公司、子公司或附属机构近 3 年的经营情况,包括各分公司、子公司或附属机构的收入来源、成本和费用的情况,分析企业年度经营情况的差别及其产生的根源,包括分公司的经营成果与当地的经济环境对公司业务的影响,企业的变现能力、长期和短期负债组成以及企业所面临的市场风险等。

3.2 信息披露方式

日本为了减轻外国企业的信息披露负担,对持续信息披露阶段的文件适用英文披露制度,对境外企业在日本发行股票并上市仍可以日语披露。考虑到中国投资者保护的要求,将来对于境外企业在中国境内发行股票并上市的其发行信息可以中文方式披露,但是,对于境外企业上市后持续信息披露可以使用英文披露,就是说这些境外企业的年报、半年报、季报、临时报告等信息可以在母国已披露的英文报告来代替,但这些英文信息也必须在中国证监会指定的媒体完整披露。

考虑到境外企业在境内上市与交易的特殊性,应专门制订英文披露制度,详细规定境外企业应当遵循的信息披露要求,内容和格式等。使境外企业的信息披露有章可循。

3.3 修改《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》

日本对于“三资企业”在境内发行股票与上市

交易没有特殊的法律规定。1995年1月中国原对外贸易经济合作部发布《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》,明确:“外商投资股份有限公司是由外国的公司、企业和其他经济组织或个人与中国的公司、企业或其他经济组织在中国境内设立的,其中,以发起方式设立的公司,除应符合《公司法》规定的发起人的条件外,至少有一个发起人应为外国股东;以募集方式设立的公司,除应符合前述条件外,至少有一个发起人还应有募集股份前3年连续盈利的记录并应提供经审计的财务报告;由此分析,参与改组外商投资企业的发起人除应具备2人以上200人以下,半数以上发起人在中国境内有住所的条件外,以发起方式设立的,必须至少有一个发起人为外国股东,同时必须至少有一个发起人为中国股东且不得为自然人股东。”^⑩但根据《关于外国投资者并购境内企业的规定》,“三资企业”中的外商独资企业如果在中国发行股票并上市,必须首先引进中国法人股东。对于外商独资经

营企业这是个非常困难的事情。外商独资企业也同“中外合资经营企业”、“中外合作经营企业”一样同为中国境内企业法人,在目前对境外企业实施国民待遇的背景下,外商独资企业理应获得与内资企业相同的环境。笔者建议商务部应修改《暂行规定》,取消外商投资企业发起人须有中国法人股东的规定。

参考文献

- [1] [日]岸田雅雄编:逐条证券取引法-判例与学説-神崎克郎先生還歴紀念[M].商事法务研究会,1999:28.
- [2] [日]神崎克郎,马太广译.日本战后50年的金融、证券法制[J].法学杂志,2000(2):47.
- [3] 马太广.日本证券法的最新修改[J].法学杂志,1999(3):48.
- [4] [日]池田唯一:金融·资本市场制度をめぐる現状と展望[J].商事法务,2009(1/5-15合并号):48.
- [5] [日]河本一郎,大武泰男,侯水平译.证券交易法概论(第四版)[M].法律出版社,2001:(27).

Evolution of Japan's Domestic Financing and Foreign Enterprises' Listing and Its Revelation

LI Qiang

(Shanghai University of Political Science and Law, Shanghai 201701, China)

Abstract: There haven't been regulation of issuing shares for foreign enterprises in Japan's Securities Law for a long time, neither have been the special requirements of their information scope, which lead to less and less listing foreign companies in Japan. Therefore, Japan built an English disclosure system, which means the securities issuer prepares to be listed in Japan should submit declarations and related documents prior to the Prime Minister first, then issue shares after approval. Regulations of admitting, licensing and eligibility for foreign listing companies all exist in the revision of "Gold Exchange Act". Although its practical effect remains to be seen, we can still learn from certain practices: firstly, including information like stock split and share dilution in the prospectus; secondly, stating implementation status of the director liability insurance system in the information disclosure; thirdly, establishing English disclosure regime and timely revising "Interim Provisions" to abolish the requirements that foreign promoters must have Chinese shareholders.

Key words: Japan; foreign enterprises; domestic transactions; regulation; law

^⑩ 《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》,第6条,第10条。