

# 论离岸金融法律问题的特殊性

韩 龙

(中南财经政法大学 法学院, 湖北 武汉 430073)

**摘 要:** 离岸金融是真正意义的国际金融, 具有不同于在岸金融的一系列特征。这些特征导致离岸金融的法律问题具有不同于在岸金融法律问题的特殊性, 主要体现在: 离岸金融给管辖和监管带来了前所未有的挑战, 传统规则适用于离岸金融具有巨大的局限性, 离岸交易方式的创新引起许多新的法律问题以及通过合同安排在各管理体制机制内进行套利具有不同寻常的作用等。离岸金融及其法律治理上的特点对于国际金融一体化条件下货币金融体系的稳定影响甚巨。

**关键词:** 离岸金融; 法律问题; 特殊性; 国际货币金融体系

**中图分类号:** DF438      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1002-3933(2010)03-0024-08

## The Features of the Legal Issues of Offshore Finance

HAN Long

(Law School, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430073 China)

**Abstract:** Offshore finance is international finance in real sense and has a series of features that differentiate it from onshore finance. These features have further led to the features of the legal issues of offshore finance, making them sharply different from the legal issues of onshore finance. Such features mainly include among others: offshore finance has brought unprecedented challenges to jurisdiction and supervision, traditional financial regulations are awkward to be applied to regulate offshore finance, the innovations in the methods of offshore transactions have resulted in new legal problems and contract agreements play extraordinary role in the choice of benefits of governments' management systems. Offshore finance and its legal governance features have enormous impacts on the stability of international financial system.

**Key words:** offshore finance; legal problems; features; international monetary financial system

离岸金融是与国内金融和传统的国际金融并行的金融市场形式, 是各国包括我国进行金融交易的重要场所。不仅如此, 离岸金融的广泛国际性使其具有不同于在岸金融的一系列特征, 并导致离岸金融法律问题具有与在岸金融法律问题不同的特殊性, 也造成离岸金融及其法律治理对国际货币金融体系具有更加密切和直接的影响。深入研究这些问题对于正确认识离岸金融及其法律问题、维护国际货币金融体系的稳定以及对于我国妥善利用离岸市场和建立我国的离岸市场, 都具有十分重要的价值。本文拟在对离岸金融的特征进行论述的基础上, 重点论证离岸金融法律问题的特殊性, 并对离岸金融及其法律治理特点对国际货币金融体系稳定的影响进行探讨。

### 一、现代金融市场的架构与离岸金融的特征

离岸金融市场(以下或称离岸市场)与涉外金融市场

即传统的国际金融市场、一国国内金融市场共同构成现代金融市场的架构。离岸市场的特征是在与传统金融市场的比较中体现出来的。传统的金融市场可从两个方面进行概括: 一是横向扩展, 一是纵向构造。从前者来看, 传统金融市场包括国内金融市场和涉外金融市场。在国内金融市场上, 资金的供给是由本国资金供给者提供的, 资金的需求者也是本国的, 二者间的媒介是本国的金融机构, 所使用的货币是本国的货币, 因此这种市场是纯国内金融市场。当事人在从事金融活动时毫无疑问应当遵守本国的法律、法令。涉外金融市场, 与国内金融市场相比, 只是渗入了某涉外因素, 如在传统的国际信贷和国际证券发行中, 以某种货币筹资只能到该货币资本出现剩余的国家即货币发行国进行, 在该国市场上, 该货币资金的供给者、筹资所使用的货币与国内金融市场完全相同, 唯一不

收稿日期: 2009-06-16

**基金项目:** 韩龙教授主持的2008年国家社会科学基金重点项目:《防范和化解国际金融风险和危机的制度建构研究》(08AJY013)和中华人民共和国司法部2007年国家法治和法学理论项目:《金融风险防范法律制度研究——以我国金融业对外开放为重心》(07SFB2046)的阶段性研究成果

**作者简介:** 韩 龙, 法学博士、博士后, 中南财经政法大学法学院教授、博士研究生导师, 研究方向: 金融法、国际法。


同的是筹资者。可见涉外金融市场基本上是一国性质的,因此,在该市场发生的金融交易通常须遵守市场所在地的法律、习惯,例如外国借款人或证券发行人在有关国家从事借贷或发行证券时必须遵守借款地或发行地所在国的规定和限制。基于以上原因,可以说涉外金融市场是国内金融市场的延伸,属于一国金融市场的性质。从市场的纵深构造来看,国内金融市场主要有信贷市场和证券市场,涉外金融市场除上述信贷市场和证券市场外,还包括外汇

市场<sup>[1]</sup>。


离岸金融市场的出现改变了传统金融市场的架构,在国内金融市场和涉外金融市场之外出现了离岸金融市场。离岸市场是不同于传统的国际金融市场的新型金融市场。根据传统<sup>①</sup>,离岸金融通常是有关货币游离于货币发行国之外而形成的通常在非居民之间进行的各种金融交易。离岸金融所表现出的一系列特征表明离岸金融才是真正意义上的或现代的国际金融。

现代金融市场的架构

纵向构造 \ 横向拓展	国内金融市场	传统的国际金融市场 (涉外金融市场)	离岸金融市场
信贷市场	√	√	√
证券市场	√	√	√
外汇市场		√	√



一国金融市场(在岸市场)



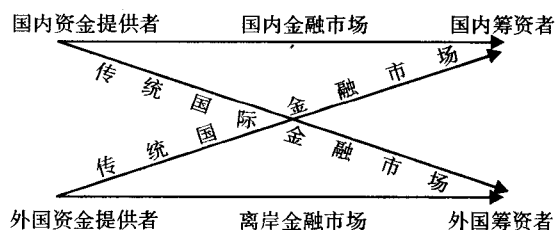
真正意义国际金融市场

首先,离岸金融是有关货币游离于货币发行国之外而形成的各种金融交易,具有离岸性。欧洲货币市场、亚洲美元市场、拉美美元市场是很好的例证,这些市场都是在货币发行国之外形成的以该国货币进行金融交易的场所。然而,需要指出的是,美国国际银行设施(IBF)的创立对于离岸性赋予了新的内涵。1981年美联储批准设立的IBF具有以下特点:(1)所有获准吸收存款的美国银行、外国银行均可申请加入IBF,在美国境内吸收非居民美元或外币的存款,与非居民进行金融交易。(2)该市场交易享受离岸市场的优待,免除适用美国其他金融交易的存款准备金、利率上限、存款保险、利息预提税等限制和负担。(3)存放在国际银行设施账户上的美元视同境外美元,与国内美元账户严格分开。IBF开辟了货币发行国境内设立离岸金融市场和开展离岸金融交易的先例,从而打破了传统的离岸金融中有关货币须游离于货币发行国境外的这一特点。在IBF背景下,离岸中的“岸”已不再与国境等同,而实际上是指一国国内货币金融循环系统。有关金融活动离开这个系统,从而不受该国对在岸金融活动所实行的限制和制约,就构成离岸金融;否则,就不构成离岸金融。所以,在IBF创设的背景下,离岸金融所指的是在货币发行国国内金融循环系统之外通常在非居民之间以离岸货币进行的各种金融交易。货币的离岸性及其运行方式的独特性使离岸金融从交易对象、交易界限、交易的清算方法等方面与离岸市场所在国和离岸货币发行国的在岸金融区别开来<sup>[1]</sup>。

其次,离岸金融通常具有“两头在外”的特征,即离岸金融通常是非居民之间以离岸货币所从事的金融交易,资金的提供者和资金的需求者都是外国的。在离岸市场上,资金的需求者不是来自市场所在地国,而是众多的国际组织、国际机构、各国政府、来自各国的金融机构、跨国公司、

法人等;资金的供给者通常也不是来源于市场所在地而是全世界。这一特征是离岸金融与市场所在地的在岸金融在资金来源(供给)与资金出路(需求)方面的区别。各种类型的离岸市场一般都具有这一特征。内外分离型的市场(如IBF)最能体现这一特征,这种市场在实质上是专为非居民交易而人为创设的市场,具有与在岸市场相分离的特征,表现为管理当局对非居民交易给予各种优惠待遇,但非居民交易与国内账户必须严格分开,禁止非居民与居民进行交易。而在岸市场则不同,以传统的国际金融市场为例,传统的国际金融市场是本国资金供给者与外国筹资者或本国筹资者与外国资金提供者交易的场所。

#### 离岸金融市场与国内金融市场、传统国际金融市场的比较



最后,离岸市场要把众多的国际金融机构和大量的国际资金吸引到离岸市场,通常在存款准备金、存款保险、利率、税收、外汇管制等方面给予离岸金融业务以优待。这些优待是造成离岸市场与在岸市场差异的基本因素,这些优势辅之以良好的基础设施和简洁高效的工作效率是离岸市场的生命力和吸引力所在。各种类型的离岸市场所在国都给予离岸业务以优待。如美国联邦储备委员会通过建立国际银行设施的计划后,对D条例和Q条例作了若干重要修改,直至最终取消了对国际银行设施存款利率上限的制约

并将存款准备金降为零,国际银行设施不受美国政府适用于其他金融领域的税收政策的限制。日本东京离岸市场也是这样,在该市场所从事的交易不受利率管制以及存款保险制度的制约,不交存款准备金、不交利息予扣税和法人税等。避税型离岸市场更不例外,往往以更优厚的条件吸引离岸资金,如巴林离岸市场不存在外汇管制,也不提交存款准备金,实行自由利率,在巴林开展离岸业务的机构免缴利得税,每年只须交纳 25000 美元的手续费。正因为离岸交易享有在岸金融不具有的优惠,因此离岸市场具有金融的“经济特区”性质。

此外,离岸市场上的金融机构来自于世界各国;从市场范围来看,如果说一国金融市场由于其国别性质是有形的并具有一定范围,那么离岸市场通过发达的通讯设施与世界各地相联在瞬间即可达成交易,因而是无形的、没有边界的市场。

离岸金融的以上特征清楚地表明,无论是从市场所使用的货币、资金的供给者、需求者、供需间的媒介,还是从市场的范围来看,只有离岸金融市场才是完全意义上的国际金融市场。正因为如此,西方众多的国际金融法论著和国际金融论著在研究国际金融法律问题和国际金融时或以离岸金融作为对象,称离岸金融为真正或纯粹意义(in real or pure sense)上的国际金融;或对国际金融采取广义的理解,称涉外金融为传统的国际金融,而称离岸金融为现代意义上的国际金融<sup>[2]</sup>。

## 二、离岸金融法律问题的特殊性

离岸金融的广泛国际性特征不仅导致离岸金融具有不同于在岸金融的特征,而且伴随这种金融市场形态所产生的法律问题与国内金融和传统的国际金融的法律问题相比具有显著的特殊性,从而使对离岸金融法律问题的研究更加必要。离岸金融与在岸金融的法律问题的差异是多方面的,但主要体现在以下几方面:

### (一) 离岸金融给管辖和监管带来了前所未有的挑战

首先,离岸市场赋予更多国家以管辖和监管根据,从而使对离岸市场的管辖和监管更加复杂。如前所述,无论是国内金融,还是传统的国际金融,基本上都要遵守市场所在地的政策、法律、习惯,因为市场所在地国的因素在上述金融活动中占有压倒性的优势,二者都属于一国金融的性质。因此,对二者的管辖和监管显得相对简单和有章可循。离岸市场则不同,不仅货币具有离岸性,而且金融机构、资金的供给者即投资者和资金的使用者通常也来自于市场所在地国之外。在这种情况下,市场所在地国、货币发行国和投资者母国分别可以根据属地原则、货币主权和属人原则对离岸金融交易主张管辖和监管。筹资者的涉外性虽然在东道国国内因素占压倒性优势的国内金融市场上对管辖和监管根据的影响无足轻重,然而,在国际性因素众多并呈等量齐观之势的离岸市场上,筹资者的涉外性亦赋予其母国据以对其离岸金融活动进行管辖和监管的根据,而且离岸市

场的特殊性亦促使其母国对其活动进行必要的管辖和监管。同时,离岸市场还受到来自自律性组织,特别是国际资本市场协会(International Capital Market Association,简称 ICMA)的保护<sup>②</sup>。以上诸多因素和变化是传统国际金融市场不曾有的,这些因素交织在一起,使离岸市场的管辖和监管更加纷繁复杂。而另一方面,这种监管和法律影响的多元性由于是在各方都有一定的监管和管辖根据,而主权林立的国际社会又缺乏对离岸市场统一、有效的法律治理的情况下产生的,且不同国家对离岸市场具有不同的利益关系,因而造成任何一方都无法对市场行使完全控制,导致该市场监管宽松、薄弱,也为有关金融机构利用离岸监管漏洞埋下了隐患。

其次,对离岸金融的监管容易出现漏洞。在一些离岸金融中心,特别是避税型离岸金融中心成立的贝壳银行(Shell Branch)即是一例明证。允许贝壳银行设立的离岸中心通常缺乏监管,贝壳银行在该地只登记交易账目,而对其进行经营控制是在记账地之外进行的。如果经营控制地既不是母国也不是东道国,贝壳银行就得不到有效监管,既不受批准设立贝壳银行的批准地的有效监管,也不受经营控制地作为母国或东道国的监管<sup>[3]</sup>。

有鉴于此,巴塞尔委员会和离岸银行业监管集团(Offshore Group of Banking Supervisor)联合成立的工作组于 1996 年提出的报告建议离岸中心不要批准不存在有效监管的贝壳银行,要求有关监管当局要彼此协商消除上述监管的漏洞,但是利益的驱使使得这些建议很难奏效。实际上,无论是市场所在国,还是离岸货币发行国以及其他有关国家对离岸交易有着重大利益,在它们之间、在这些国家的金融机构之间以及彼此相互间进行着巨额的金融交易,因而离岸市场具有极为复杂的国际间连锁关系,若要分清责任、实行充分监管,是相当困难的。因此,有关国家的利益冲突是造成离岸市场监管出现漏洞的根本原因。

最后,跨国金融机构的复杂结构使该类机构容易钻离岸金融监管的空子,使监管受挫。以破产的国际商业信贷银行为例,处于该跨国银行顶端的是在卢森堡注册成立的银行持股公司(以下称 BCCI)。BCCI 在卢森堡注册成立了国际商业信贷银行(以下称 BCCI S. A.),在离岸中心开曼群岛注册成立了海外国际商业信贷银行(以下称海外 BCCI)。在该银行倒闭前,BCCI、BCCI S. A. 和海外 BCCI 在数十个国家里开设了几百家金融机构,且大多数业务是在注册地即卢森堡和开曼群岛以外的地方进行。这种结构突出地暴露出两大问题:一是由于有了两个母行的存在,承担监管责任的母国就有了两个即卢森堡和开曼群岛,因此不能由一个母国实行并表监管;二是 BCCI 的主要业务都在母国之外经营,由于监管信息获取障碍的存在,有效监管无法实现。

巴塞尔委员会一系列协议的核心原则之一是并表监管,认为除非依据并表监管的办法对银行全球业务进行检查,否则就不能对该银行的稳健状况做出恰当的评价。然

而,BCCI复杂结构使之不仅能够逃避有效监管,而且能够通过混淆在不同国家的资产故意迷惑监管者而极难被察觉。正如英格兰银行约翰·巴特莱所言:“银行集团的结构及其内部交易方法使人很难理解 BCCI 究竟做了些什么或正在做什么”。美国监管者也说:“没有一国监管机构能对该金融机构实施统一调整和检查,BCCI 正是在这种情形下经营的,从而能够操纵账目,掩盖真实金融状况而极难被察觉”<sup>[4]</sup>。BCCI 从容躲避并表监管的一例明证是,BCCI 曾向海湾运输集团发放大笔贷款,该贷款额相当于当时 BCCI 资本的 60%,远远超出了审慎经营的界限。为了规避英国银行法对巨额风险暴露的限制,BCCI 将该借款转移至离岸金融中心开曼群岛,最终没有遇到任何限制地达到了目的。

从以上可以看出,离岸金融给管辖和监管所带来的挑战是传统的国际金融所无法比拟的。如何针对离岸金融的特征解决管辖和监管冲突与缺失问题是离岸金融所需要面对的重要课题。

## (二)传统规则适用于离岸金融的局限性

由于离岸金融具有不同于在岸金融的一系列特征,因此,将适用于传统金融的有关规则原原本本地用于解决离岸金融的法律问题会出现适用是否适当、是否具有确定性等问题。所谓适当是指将传统规则适用于离岸金融法律问题是否符合这些规则的原有法律理念、是否适合离岸法律问题的实际。所谓确定性是指对离岸法律问题如何适用规则以及能否取得一致性的结果。在所有的离岸金融市场中,伦敦离岸市场最悠久,也最大,从币别来看离岸美元交易量最大,英美法中的金融法相对比较发达,因此,离岸交易受英美法影响最大,当事人通常也选择适用英国法或纽约州的法律。即便如此,英美法中的一些传统规则对离岸金融有关法律问题仍显得不适应,判决之间相互矛盾,缺乏确定性。

以支付为例,在英美法中货币的定义建立在货币演化的基础之上,认为货币是有形动产,是现金。与这一理念相适应,英美法认为除当事人协议另有规定外,有效支付只能以法定货币或现金形式进行<sup>[5]</sup>。因此,运用电子资金划拨等方式进行的支付并不注定能够解除支付人的支付义务。对于支付地点,英美法认为除非双方协议另有规定,银行在客户开户的机构即存款地偿付客户存款。银行偿还存款地点的定式化亦与货币演化及货币的法律理念密切相关。在英美法中,货币被认为是动产、现金,银行存款等同于现金,英文中“存款(deposit)”这个词本身就有在一定地点存放有形物的含义,所以英美法把银行存款看作是存放于特定地点的物。这样存款地与偿还地之间就存在着某种观念上的或实际的联系,即存款的偿还地是在存款地即开户机构所在地。

然而,上述规则若适用于离岸存款运作,则有巨大的局限性。首先,离岸存款中的货币,通常只是在货币发行

国之外或货币发行国金融循环系统之外的账户做出与货币发行国金融机构账户相对应的记载和反映,是账目、影子货币或“准货币”,而有形货币并没有离开发行国,这种方式被认为是离岸货币存款运作的通例<sup>[6]</sup>。离岸存款的偿还有两种方式:一是通过有关货币发行国的清算系统,二是通过银行内部划拨和往来行划拨,而通过货币发行国清算系统经清算偿还是离岸货币市场的通行做法<sup>[7]</sup>。因为离岸货币只是账目或“准货币”,离岸支付不能支付有形的离岸货币,若以离岸货币进行支付,需要将离岸货币在有关货币发行国转换为相关货币。由于离岸银行不能直接获得与其吸收的存款相对应的巨额货币,离岸银行的偿还义务具有不同于偿还国内存款的性质。这就意味着,英美法中关于账户所在地就是支付所在地的法律规则适用于离岸存款运作是不适当的。虽然银行在以记账方式吸收巨额外币存款时也负有偿还的义务,但是其履行偿还义务须在货币发行国实施一定的履行行为方能完成,正如霍夫曼所指出的那样:“……从伦敦离岸美元账户中支付,需要在美国进行实质的履行行为”<sup>[8]</sup>。

其次,从离岸存款偿还的步骤来看,适用传统法律规则也难以行通。存款偿还细加分析可分为以下几个步骤:(1)客户提出偿还请求;(2)银行为偿还进行准备;(3)银行实际支付。虽然在国内存款偿还中三者可在同一家银行中完成,然而在离岸存款运作中则很难做到,因为只有前两个步骤才能在账户所在地的离岸银行完成,第三个步骤则通常需依赖货币发行国的清算划拨。在离岸偿还中,尽管存款人有权在其账户开立地请求偿还,但是支付并不是在这里进行的,离岸存款运作的核心即资金清算是在货币发行国进行的,实质上的支付义务是在货币发行国履行的。英美法中传统规则是建立在账户所在地与支付地密切联系的基础之上的,支付地与账户所在地分离使这一基础丧失净尽,也使传统的规则无法适应<sup>[9]</sup>。建立在货币演进基础上的有关货币和支付的传统法律规则应当随着货币和支付方式在当代的演进进一步地发展。

虽然离岸金融及其法律问题具有不同于在岸金融及其法律问题的特殊性,但是,英美法并没有形成有关离岸金融的特别的法律制度。在这种情况下,无论是学术界还是司法界对于如何运用法律来解决离岸存款运作中的法律问题都有着不同的看法,概括起来有两种态度:一是认为仍应适用传统的有关银行与客户关系的法律规则;一是认为,尽管离岸存款是银行客户关系,但它是一种有别于传统的银行与客户关系的独特的关系。按照后一观点,若将调整一般的银行与客户关系的法律规则成功地适用于离岸存款运作,就必须针对离岸存款的特殊性对上述规则进行变更或补救,否则就会产生诸多的灰色区域。在传统规则与其一概适用于离岸金融交易所产生的局限性之间的碰撞中,英美法院对相同或相似问题的判决,或遵守传统的规则,或根据离岸金融的特点将传统规则予以变通,结果造成判决之

间的矛盾,缺乏确实性。以英国法院对利比亚阿拉伯对外银行诉银行信托公司案和美国法院对威尔·法柯亚洲有限公司诉花旗银行案的判决为例,两个类似案件的判决以及同一案件不同审级法院的判决及其根据大相径庭<sup>[10]</sup>,可以清楚地看出判决没有可资遵循的共同标准。

由于传统规则适用于离岸法律问题具有很大的局限性,如何根据离岸金融的特点解决好规则适用的适当性和确定性问题,关系到离岸市场的稳定和健康发展,也关系到当事人权益的保护,是离岸金融法律治理中的又一特殊问题。

### (三) 离岸交易方式的创新带来了新的法律问题

离岸金融交易或由于离岸金融的性质所致,或由于适应有关国家的法律要求,或者是科学技术运用到离岸交易的结果,在交易方式上出现了许多创新,给离岸金融带来了新的法律问题和挑战。这些创新无论是在离岸货币市场上还是在离岸证券市场上都普遍存在。

以离岸证券市场为例,离岸证券市场虽受到来自方方面面的法律影响,但是各国有关的证券法令又都有一些豁免性规定。在离岸证券市场上,离岸美元份额最大,美国证券法对离岸证券市场的影响也最为显著。美国证券法一方面对证券市场实行严格监管,发行人、证券、券商等都要进行规定的登记,要进行充分的信息披露等;但另一方面,又对离岸证券的发售制定了一些豁免性规定如 S 条例等。这就为对离岸金融交易进行设计提供了条件,从而使利用有关国家法令豁免性规定所提供的避风港并避免因触动禁止性规定而招致干预成为可能。离岸市场适应美国 S 条例所产生的锁定期限和全球证书等做法就是有力的例证。

S 条例是美国证券交易委员会(SEC)依据美国证券法制定的、旨在澄清在什么情况下证券法第 5 条不适用于发生在美国之外的证券交易,是取代 SEC 4708 号决议的现行有效规定。S 条例允许对美国市场没有重大利益的外国发行人在美国之外的离岸市场发行证券,也允许美国公司通过离岸市场发行证券。上述证券的发行和交易只要符合条例规定的条件,就不会招致美国证券法第 5 条的干预。条例创设了两个避风港,一是发行人避风港,适用于发行人、承销人、交易商或依据证券发行的合同安排参与证券发行的其他任何人;一是转售避风港,适用于上述主体及其附属机构和代理人之外的其他主体。虽然二者所需满足的条件不尽相同,但有两项基本条件是共同的,即在美国不能有直接销售的努力(no directed selling effort)和交易必须是离岸交易(offshore transaction)。这两项规定反映了 S 条例的基本政策需要,这就是所发行的证券必须是与美国或美国人有最少接触的证券。根据 SEC 902(b)规则的解释,直接销售努力是指为了影响美国市场采取的或可合理地预期对美国市场产生影响的任何证券活动,其核心要求是不能有影响美国市场的广告或宣传。离岸交易的要求主要有两点:一是不得对美国境内的人提出要约,二是在购买要约发出时购买人在美国之外或者是出售人及其代理人有理由相信

购买人在美国之外。

对于未按证券法第 5 条进行登记的证券,SEC 不采取行动的条件是证券的发行方式会造成证券滞留于国外,而要做到这一点,S 条例要求对证券发行应进行合理的设计以防证券在美国或对美国国民发行或再出售。这一规定体现出美国证券法的宗旨和需要即保护美国的投资者和美国证券市场。既然证券滞留国外,SEC 也就没有必要采取活动。有鉴于此,发行人、承销商以及律师所要解决的问题就是要设计一种机制以确保证券能滞留国外,在实践中所确立的这种机制主要有以下内容:首先是法律文件禁止承销银团和销售集团的成员出售或要约出售证券给美国国民或居民,该成员应向牵头经理人证实经分派所得到的证券没有出售给美国人。其次是锁定期限,要求上述成员应告知购买人不得在证券发行结束后的 40 天内(S 条例规定的期限)将证券出售或要约出售给美国人,也不得为美国人的利益购买证券。为此,从债券发行结束之日起 40 天内,在发行期间购买债券的投资者不能获得有形债券,以避免发行离岸债券违反美国的证券法。最后,在 40 天的锁定期限结束前,用临时全球证书这种方式代表全部证券并交付保管人保管。锁定期限结束后,实际债券由受托人或财务代理人交给清算中心,在清算中心确认其簿记上的所有债券不是为美国国民或居民拥有的情况下,投资者才有权请求换发有形债券。采取锁定期限这种办法的原因在于美国市场对这类证券有重大兴趣,在证券价格波动的高峰期即发行后接下来的期限里离岸市场上发行的证券流往美国的可能性最大,所以 40 天交易限制旨在通过在此期限内禁止对美国人进行销售阻止证券在这一高峰期流往美国,从而保护美国投资者和美国市场。

适应美国 S 条例规定的要求而产生的锁定期限、全球证书等做法只是离岸市场应对各国法律和监管的需要而进行创新的一个缩影。然而,这种创新会产生许多新的法律问题。以锁定期限和临时全球证书为例,在锁定期限内以全球证书代表全部证券的情况下,由谁作为持有人行使债券的权利,是投资者、券商,抑或是清算机构或者保管人?债券出现遗失、被盗、差错等情况时该怎样确定债券的归属和承担者?且在锁定期限结束后,投资者虽有权要求换发有形债券,但实际上很少换发有形债券,且债券通常采取无记名形式,在这种情况下如何进行证券部分提前赎回等等。

(四) 通过合同安排在各管理国体制之间进行套利具有不同寻常的作用

尽管在离岸金融中管辖、监管、规则适用等方面具有很大的不确定性,尽管离岸金融交易方式出现许多创新,但是当事人在离岸金融交易中同样需要法律关系的稳定和交易的安全。在这种情况下,这些需要的满足主要是通过合同安排来迎合有关国家法律的要求和维护离岸金融法律关系的稳定。具体来说,在离岸金融中当事人的合同安排具有

以下重要作用:首先,通过合同安排消除或减少不确定性,增强离岸金融交易和离岸金融法律关系的稳定性。离岸金融交易往往具有复杂的程式,所涉及的当事人很多,主要有两类:一类是直接交易的双方如离岸银团贷款的贷款人和借款人;一类是介于直接交易双方中间的各类中介如离岸银团贷款和离岸证券发行中由市场中介组成的银团。在上述各类当事人中通常存在复杂的法律关系,如直接交易双方的法律关系、市场中介成员之间的法律关系、市场中介分别与交易双方的法律关系等。不仅如此,上述主体之间的复杂法律关系是在多个国家法律中影响下发生的,因而变得更加复杂。在这种情况下上述各类主体尤其需要借助于各种协议确定彼此的权利义务和责任,债权人如贷款银行等尤其需要借助合同安排保障其权益。此外,当事人在合同中还通过选择争议解决的机构、选择适用的法律、甚至在合同中针对离岸金融的特点对有关规则做出立法和司法所能接受的变通性规定来减少上述不确定性。其次,离岸合同安排的最重要作用体现在通过这种安排防范、消除或减少有关国家的法律对离岸金融交易的干预,维护交易的安全和效率。上述为满足美国S条例要求而出现的锁定期限和临时全球证书等做法就是有力的例证。

离岸金融交易中的合同要实现和发挥上述作用,需要对离岸交易所涉及的有关国家法律的有关规定进行充分的研究和比较。研究和比较的内容一方面包括有关法律中可能对离岸金融交易产生影响的禁止性和例外性规定,以便对离岸金融交易进行相应的设计,避开禁止性规定和利用例外性规定,从而避免招致有关国家法律的干预而损害离岸交易的安全和效率。另一方面是研究和比较所涉及的不同国家法律和不同法系的价值理念、司法制度等,使合同的规定能够产生可预期的、确定性的结果。在离岸金融的背景下后一方面的比较和研究往往更具价值。例如,离岸银团贷款协议都规定有在一定的条件下贷款银团可以立即、不受限制地终止贷款协议和对未到期贷款加速到期。对于以这种方式规定这样的一种权利是否会被司法机关认可或干预,需要对司法制度价值理念进行研究。根据英国法,当事人可以约定合同的特定条款构成合同的条件,违反这一条件银团即可行使上述权利。英国法院也会承认这一条款的有效性而不考虑违约是否严重,银团是否因违约而损害损失等<sup>[11]</sup>。而在许多大陆法系的国家,司法机关可以依据违约程度、是否造成损失、救济方法是否公平合理等对合同规定的权利进行干预<sup>[12]</sup>。离岸市场的交易者正是通过研究和比较从而对合同进行周密安排和对交易进行合理设计,才避免了交易违反有关国家法律的禁止性规定并充分利用其例外性规定所提供的避风港,维护交易安全和效率,并增强行为后果的可预见性。因此,戈来比曾指出,离岸市场是对各国管理体制套利<sup>[13]</sup>。

如果说对离岸交易所涉各国的法律进行比较和分析是离岸合同实现其上述作用的途径或手段,那么离岸合同能

够发挥上述作用的根本原因是世界各国法律所一致承认的当事人意思自治(合同自由)原则。根据这一原则,离岸交易当事人只要不违反有关法律的强制性、禁止性规定可以任意约定合同的内容,自由行使和处分自己的权利。在一定程度上可以说,离岸合同所发挥的对各国体制的套利作用是利用研究和比较的手段将当事人意思自治原则发挥到极点的结果。

需要指出的是,离岸金融法律问题的特殊性是离岸金融的国际性所决定的。由于离岸金融具有真正的国际性,所以它给管辖、金融监管、一般规则的适用带来了巨大的挑战;也正是由于离岸金融的国际性特征及其导致的上述特殊性所致,当事人为了寻求法律关系的稳定和交易的安全,而利用合同在各国管理体制间进行套利和进行交易方式创新从而导致许多新的法律问题出现。

### 三、离岸金融及其法律治理特点与国际货币金融体系的稳定

离岸市场所在地国给予离岸业务的大量优待、离岸金融监管的薄弱和存在的漏洞吸引了大量的金融机构和资金进入离岸市场。这些金融机构为克服传统规则适用的局限性和避免有关国家的干预,利用合同安排对各国管理体制进行套利,并在交易方式等方面大力地进行创新,从而使金融交易得以在稳定、安全和高效中运行,这反过来进一步吸引更多的金融机构和资金进入离岸市场。

在这种情形下,首先,离岸市场的巨大的资本流动会对国际货币金融体系的稳定产生巨大的冲击。由于上述因素作用的结果,离岸市场在中介国际资金中的作用日益突出,各国不通过传统的国际金融市场,而是通常直接借助于离岸市场进行国际资本交易。同时,过剩的国际流动性与信息通讯技术相结合,产生了以衍生产品为代表的金融创新。这些创新产品风险极高,交易量巨大。世界上的剩余资金特别是发达国家富裕阶层的剩余资金纷纷流往离岸市场,并通过离岸市场加入国际资金流动的行列,因此,离岸市场成为沟通国际资金流动的重要渠道,集聚着大量的资金,成为国际资金流动的主要管道,对国际金融一体化条件下的金融体系稳定构成严重挑战。20世纪末发生的亚洲金融危机有力见证了由离岸金融市场,特别是原来一些次要的离岸中心所引起的巨额国际资金流动对国际货币金融体系的稳定产生了强大的冲击。

从金融角度来看,导致东南亚国家金融市场脆弱性的原因是由于对外短期债务的大量积累而造成的流动性风险及兑换风险的激增,而巨额贷款和投资的来源和去向无不与离岸中心密不可分。进入20世纪90年代东南亚出现了国际投资热。从向东南亚提供贷款的银行国籍来看,截至1997年6月末,日本籍银行为最高,约1238亿美元,占整个外来贷款余额的31.7%,欧洲几个主要国家为1714亿美元,占43.9%,美国、加拿大的银行贷款余额为394亿美元,占10.1%。但从这些贷款贷出的场所来看,

这些贷款的大部分是通过这些银行设在香港、新加坡、加勒比海地区等离岸中心的特定目的公司 (Special Vehicle Company) 提供的<sup>[14]</sup>。因此,离岸中心成了向东南亚新兴市场国家提供国际流动资金的重要渠道。大量资金的流入,加上流入国没有对资金流入进行对冲,造成通货膨胀上升、汇率压力增大、出口优势丧失和资产泡沫加大,并最终导致金融危机爆发。这一渠道同时也是危机发生时国际流动资金逆向流回的通道。在 1997 年 6 月到 1998 年末的一年半时间里,离岸中心从东南亚收回贷款高达 543 亿美元,从日本收回贷款 577 亿美元,加上从其他东亚诸国或地区回收的贷款,共计共达 1400 亿美元。这些资金的绝大部分通过离岸中心被欧美借走,主要途径是欧洲对美国的证券投资和美国国际收支平衡表中误差和遗漏所体现的短期资本流入。危机期间资金的流出加重了危机,使遭受危机打击的国家雪上加霜,同时造成市场信心缺乏、投机加剧,导致危机在国际间蔓延,给国际货币金融体系的稳定造成重创。

其次,离岸金融交易方式的创新也会造成国际货币金融体系的脆弱和各国金融的不稳定性。20 世纪 60、70 年代一些发展中国家如阿根廷、巴西、墨西哥、秘鲁、韩国等为发展本国经济、改善国际收支在离岸货币市场大举借贷。离岸银团贷款的交易方式是借短放长、浮动利率,长期贷款是依靠离岸银行所吸收的短期存款或短期融资的不断滚动来支持的。临近 80 年代,西方国家的经济出现了“滞胀”,美国里根政府上台后为了治理居高不下的通货膨胀实行了高利率政策,从而带动了离岸市场利率的提高。这就使发展中国家的国际借款成本高昂,不仅如此,浮动的高利率使上述国家偿付的利息在到期债务中占到了相当大的比例,利息不断资本化,债务再引起债务,形成难以摆脱的结构性债务负担<sup>③</sup>。发展中国家特别是拉美国家所经历的上述债务危机险些导致离岸市场的崩溃,从此以后也促使离岸金融机构在资金运用上从贷款转向证券。

发展中国家长期债务偿付情况(单位:亿美元)

年份	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
偿债额	403	545	826	1005	1274	1381	1276	1421	1403	1465
本金	252	332	473	481	553	574	508	587	615	726
利息	151	213	353	524	721	807	768	843	787	740
利息比例	37.6	39.0	42.7	52.1	56.6	58.4	60.2	58.7	56.0	50.5

离岸金融及其法律治理的特点对国际货币金融体系稳定带来的巨大挑战,客观上要求改善对离岸金融的法律治理。实际上,随着离岸市场的消极影响日益明显,国际金融界从上世纪 60 年代后期开始就给予了极大关注,并出台了一系列方案。亚洲金融危机及其蔓延使国际社会对离岸市

场对国际货币金融体系的影响有了更加清醒的认识。1999 年 6 月西方七国首脑在开罗会议的共同声明指出,在过去的二年间发生在亚洲、俄罗斯以及拉美的金融危机表明国际货币金融体系存在重大的脆弱性,要求采取措施加强和改革国际金融体制和国际性安排。作为实施上述措施的具体措施之一,西方七国首脑设立了“金融稳定论坛”。基于对形成“国际货币金融体系的重大脆弱性”原因的认识,该论坛设立了三个部门分别对离岸金融中心、高杠杆风险交易机构和短期资本流动三个论题进行研究。透过上述三个论题可以看出,离岸中心在构成国际货币金融体系的重大脆弱性中具有极大的份量,高杠杆风险交易机构往往在离岸中心设立机构或总部,在或通过离岸市场进行高杠杆的风险交易,而短期资本流动往往以离岸市场为渠道和中介。2000 年 5 月金融稳定论坛公布了关于离岸中心金融监管、信息披露和法律治理程度的评价报告,并从国际货币金融体系稳定性的角度将世界上 43 个离岸中心分为体制较完备、有必要改善组和存在问题等三类,为有关国际组织如 IMF、BIS 等制定规制离岸中心的具体政策提供了基础。

为了挽救这次美国金融危机并避免类似危机重演,国际社会再次决心对离岸中心,特别是避税型离岸中心进行彻底治理。2009 年 4 月 2 日,G20 伦敦峰会发布公告指出,我们采取行动反对避税港等不合作的行为,我们已经做好了制裁这些行为的准备,以保护公共财政及金融系统。银行拥有保密权的时代已经结束。在峰会后,经济合作与发展组织(OECD)公布了一份名单,列出了由全球论坛评估的反对按照全球标准交换税务信息的国家。

然而,对离岸市场能实现有效的法律治理吗?虽然未来如何,尚不得知,但离岸市场作为国际资金流动的重要渠道,只不过是国际资金流动的再分配者,它们本身不创造国际资金即国际流动性。国际流动性供给的途径有两个:一是美国经常项目收支的赤字;一是金融自由化、国际化的发展使资金进入离岸中心更加容易。前述亚洲金融危机的例证,充分表明离岸中心不过是为美、日、欧等发达国家的流动资金寻求出路的一个通道。换言之,是这些发达国家通过向离岸中心的银行提供存款而提供了国际流动性。离岸中心只不过是离岸存款市场为中介从发达国家筹集国际流动性,将其在全世界加以分配,并通过高风险机构的高杠杆金融活动加大了国际货币金融体系的不稳定性。即便采取措施使离岸中心遵守国际标准,也许可以抑制离岸中心加大国际货币金融体系不稳定性的效果,却不能消除不稳定性的源泉即过剩的国际流动性本身,无法从根本上解决离岸市场给国际货币金融体系稳定带来的问题。

不仅如此,有关国家在离岸市场上具有的重要利益关系使有效的法律治理变得十分困难。由于这种利益关系的存在,在今年 G20 伦敦峰会上,有关国家就哪些离岸中心应列在黑名单中产生了激烈的争论,并险些导致伦敦峰会公报的夭折。以加勒比的离岸中心为例,该地区的离岸



中心多为避税型离岸市场,吸引了许多对冲基金在此设立总部,1998年该地区吸收的资金总额达7420亿美元,从国别来看美国占35%,欧洲各国和亚洲分别占33%和23%。从资金运用来看,加勒比海的离岸中心的最大交易伙伴是美国金融市场。在美国的国际短期资本交易中,加勒比海的离岸中心在美国短期对外债权债务方面大大领先英国、欧洲其他国家和日本等而居首位。美国的大型金融机构出于全球经营战略的考虑也积极在该地区设立分支机构进行自营交易,并对其进行巨额融资。同时,加勒比海的离岸中心对美证券投资不仅从美国金融市场上融资,而且也从日本、伦敦等离岸市场筹集离岸资金转用于对美证券投资。这意味着加勒比海的离岸中心已成为连接对美投资的中介据点。不仅如此,加勒比海离岸中心的高杠杆金融机构除与美国进行交易外,还同全世界进行国际资本交易。这些金融机构不仅从美国市场借入美元,而且也积极利用美元以外的通货,如日元、马克和英镑等。因此,加勒比海离岸中心不仅成为介绍对美证券投资的中心,而且也是介绍对全世界投资的中介据点。由此可以看出,有关国家在离岸

市场中的盘根错节的利益关系,加上离岸市场具有很强的国际性和法律治理上的特征、缺陷,如果各国不能采取协调行动,那么必然会出现漏洞,这也是国际社会长期对离岸市场的监管努力收效甚微的根本原因之一。因此,解决离岸市场的法律治理问题任重道远。

需要指出的是,改革开放以后我国一直利用离岸市场筹集资金,同时我国外汇储备的一部分存放在离岸市场。随着入世后我国经济崛起,为加强我国金融业的竞争力,我国亦规划在上海创建国际金融中心,而没有外币离岸交易的金融中心难以称得上是真正的国际金融中心。此外,伴随人民币用于国际贸易结算范围的扩大和人民币的国际化,境外离岸人民币市场也会逐步扩展。所有这些都表明,离岸市场及其法律治理问题对我国的影响甚大。我们只有深入研究离岸金融的法律问题包括其特殊性,才能正确对待其对国际货币金融体系稳定和我国的影响,采取恰当办法维护我国金融稳定,并为我国国际金融中心的建设和境外人民币离岸市场的监管提供借鉴和对策。

#### 注释:

① 这里的传统是指美国国际银行设施创设前离岸金融市场所存在的状态。

② 为了便于离岸证券的发行、交易、交割、清算并克服相关危机,一些资深的证券商于1969年成立了国际债券交易商协会(Association of International Bond Dealers,简称AIBD),制定该市场发行、交易和清算的规则。1984年,AIBD的一些成员成立了国际一级市场协会(International Primary Market Association,简称IPMA),主要调整和规范离岸证券一级市场。1991年,产品创新和地域的多元化导致AIBD更名为国际证券市场协会(International Securities Market Association,简称ISMA),主要是调整和规范二级市场的活动。2005年7月,IPMA与ISMA合并成立了国际资本市场协会(International Capital Market Association,简称ICMA),同时调整和规范一级和二级国际资本市场的活动,目的是代表投资银行业的利益,维护和发展低成本、高效率的国际资本市场。

③ 参见国际货币基金组织编著:《世界经济展望》,1984年版(第209页)和1987年版(第190页)。

#### 参考文献:

- [1] 韩龙. 离岸金融的法律问题研究[M]. 法律出版社,2001.2,4-9.
- [2] Dufey and Giddy. The International Money Market, Ch2, Prentice Hall, Foundation of Finance Series, 1978; Fisher. International Bond, Ch 1, Euromoney Publications,1986; Marcia Stigum. The Money Market, Ch 6, Dow Jones Irwin,1983; Ravi C Tennekoon. The Law & Regulation of International Finance, Ch 1, Butterworth, 1991; Hal S Scott & Philip A Wellons. International Finance, Ch 1, 4th edn, Foundation Press,1997.
- [3] 韩龙,等. 国际金融法要论[M]. 人民出版社,2008.364.
- [4] Compendium of Documents Produced by the Basle Committee on Banking Supervision[M]. Vol Three, International Supervision Issues, April 1997, p.45.
- [5] E. M. A. Kwaw. Grey Area in Eurocurrency Deposit and Placement[M]. Dartmouth Publishing Company, 1994, pp.82-85.
- [6] Roy M. Goods. Concepts of payment in Relation to Expropriation of Bank Deposit[J]. 2 Journal of International Banking Law,1987,pp.82-83.
- [7] E. M. A. Kwaw. The Grey Areas of Eurocurrency Deposits and Placements[M]. Dartmouth Publishing Company,1994,pp.63-65.
- [8] J. E. Hoffman. The Iranian Assets Litigation[M]. Matthew Bender, 1980, p.350.
- [9] Rupert J. Elderer. The Evolution of Money[M]. Public Affair Press,1964, p.79.
- [10] Hal S. Scott & Philip A. Wellons. International Finance[M]. Foundation Press,1997. pp.657-685.
- [11] Ravi C. Tennekoon. The Law & Regulation of International Finance[M]. Butterworth, 1991, p.22.
- [12] Zeveigent and Kotz. Introduction to Comparative Law[M]. Vol II, Clarendon Press, Oxford, 2nd edn,1987,pp.188-189.
- [13] J·奥林·戈来比. 刘曼红,等译. 国际金融市场[M]. 中国人民大学出版社,1998.52.
- [14] 山本荣治. 离岸金融中心与国际金融体系的不稳定性[J]. 经济评论,2000,(8).

(全文共18,776字)