

转轨背景下“证券”概念的扩大与 监管模式的立法修正

李晓露

(华东政法大学 经济法学院, 上海 200262)

摘要:基于“证券”定义在证券法中的功能、目标和地位,“小证券”概念不能适应资本市场的转轨。应采用“大证券”的定义,引入“投资合同”的概念,扩展“证券”的调整范围。金融监管可从机构监管向功能监管、行为监管转变;改进信息披露制度;设立分层监管机制;扩大投资者保护的方面着手,完善证券法治。

关键词:证券定义;投资合同;证券监管

中图分类号:D922.287

文献标志码:A

文章编号:1008-6021(2018)02-0015-05

一、问题的提出

1999 年到 2014 年的《证券法》中,对“证券”概念的设定均是以我国分业经营、分业监管的立法原则为前置条件,但我国市场已从单一的证交所市场发展到的多层次资本市场,金融产品的种类更加多样,分业监管向功能性监管转变。在“转轨”的资本市场下,应打破以“股票化”思维立法模式,完善“证券”的内涵和外延。“证券”概念的界定是构建证券法治的起点和基础,“证券”概念的主要功能就是确定证券法的适用范围和调整对象,使其成为法律意义上的“证券”,受证券法的特别监管。但各界对“证券”的定义仍莫衷一是,《证券法(修订草案)》“一读稿”是“大证券”的范畴,不仅包括股票、债券还包括一些金融衍生品,比如资产支持证券等受益凭证、权证的发行和交易等,但《证券法(修订草案)》“二读稿”中又回到了“小证券”的范畴。法律究竟如何给证券设定一个范畴,决定未来的监管模式和方向,需要认真加以研究。

二、“证券”定义在证券法中的地位、功能与目标

我国《证券法》正在加紧修订,立法背景已经面临深刻变化,重新界定“证券”,关乎未来金融资本市场的发展兴衰,是我国《证券法》亟待解决的现实问题。

法律的制定预设着支配制定过程之特定规则的存在:依循这些规则所规定的程序,并且由经过这些规则授予资格的人所说或写下的词语,为这些语词明示或暗示之范围内的所有人创设了义务,而负义务的这些人可以包括那些参与立法程序的人^[1]。“证券”决定了证券立法的调整范围和证券监管模式。证券法始终是以“证券”为核心的法律制度。可见“证券”乃证券法律制度的逻辑起点,并以权利、义务进行扩展。纵观美国发展史,乃先有证券,之后才有美国《1933 年证券法》。

通过界定“证券”之要义,可以为金融创新和打击非法集资奠定法律基础。证券的范围作为法律适用的前置条件,只要发行人被认定发行的不是证券,不纳入证券监管范围之列,就无须承担信息披露业务。因此,发行主体为逃避法律规制,很可能会设计不会认定为证券的投资产品,比如 ICO 在全球范围的升温。相应地,法律也必须将证券定义得非常广泛,这样才有可能不给发行人以可乘之机^[2]。证券定义的宽泛也可以避免筹资人掉入非法集资的境地。长期以来,我国将公开发行之外的众多正常的筹资活动定性为非法集资,由公安部门进行刑事处罚。这样做显然是不恰当的^[3]。如果不把证券的定义拓展,大量的

收稿日期:2017-12-18

作者简介:李晓露(1993—),女,河南巩义人,硕士研究生。研究方向:证券法。

证券活动就没有法律依据,打击非法证券活动也会变得异常困难。同时,扩展外延也有利于资本市场的多层次发展。中国自 2005 年就开始试点信贷资产证券化,现在已经进入常态化发展阶段。一个合乎逻辑的推论是资产证券化的“证券”应属于《证券法》尚未纳入调整对象之证券^[4]。证券的定义不是随意为之,是基于特定的目标而做出的,并非所有的证券都由证券法调整。在证券法上,用概括的方法给证券下定义十分困难,迄今为止还没有一个令人满意的定义^{[3]35},而列举又带有滞后性。概括性的定义停留在汉语词义的一般诠释上。泛泛的归类列举,又缺乏对证券法所规范的特定证券的深入探讨^{[3]39}。笔者认为在概括和列举两种方式都很难找到突破口时,不妨采逆向思维来推断出界定“证券”的标准,笔者认为主要应从以下三点来评定是否纳入证券法调整的范围。

(一)投资者利益保护

著名的加州大法官特芮纳(Traynor)在判决“银丘乡村俱乐部上 V·索比斯基”一案中指出:证券法“专门针对那些以吸引风险资本为目的的欺骗性计划,保护并帮助投资者避免上当,不管这些计划设计伪装得多么巧妙。”尽管投资者购买的东西叫会员资格而不叫股票,其中的风险却不会有丝毫减少,因此这些会员资格是证券,其发行(即出售)必须按证券法的要求进行披露^{[3]138}。证券法的目的是保护投资者,给“证券”下定义,就是要抓住这部法律的本质特征。投资者的信心是维系证券市场发展的主要支柱,正如美国证券交易委员会所指出的那样,“除操纵市场外,没有其他事件比选择性的信息披露和滥用内幕信息更损害投资大众对公司和证券市场的信心了”。投资者如果感觉到其处于不利地位的话,将要或已经不愿意投资于证券市场^[5]。同时,证券投资市场中人数众多,又极易引发市场主体的逆向选择和道德风险,形成证券市场所谓的“囚徒困境”,投资人的集体行动困境使得发行人主动披露信息——而非由投资人被动收集信息——成为更高效、可行的促进监督的措施,这是强调信息披露的又一原因。不仅如此,数量众多的投资人协调行动的困难也使得借助监管机构来保障他们的利益,代替他们监督发行人成为必要。最后,集体行动困境还削弱了投资人向违规者追究责任的动力——只占有很小比例的投资者要搜集证据来证明违规常常得不偿失。这样一来,一旦抓获违规,

就必须处罚,否则违规的收益与成本的天平便会偏向前者,从而激励违规。

(二)强制信息披露义务承担

信息的不对称性令信息披露自然成了证券监管的首要任务,信息披露制度作为有效监管的核心要素,能够减轻或消除因证券市场信息不对称所产生的弊病。一方面,证券监管部门要求发行人在达到法律规定的披露临界点时,及时、有效地向社会披露相关交易信息和发布定期、临时报告。这种要求一般不会出现在商事交易中,即便出现,也是只在双方缔约之时,缔约方可能承担一次性信息披露的义务,除非在当事人自行约定的情况下,法律并不强制要求经常性的披露。另一方面,证券发行人承担的信息披露义务也远远大于民商事合同的缔约方。一般的合同缔约方只负有不做出虚假陈述,保证信息真实、准确完整性的义务,无须主动承担披露的责任。换言之,沉默本身不构成欺诈,在英美合同法的发展历史中针对“单纯的沉默不构成虚假陈述”这一规则仅在特定条件下承担责任,在这些情形下被告负有将其所知道的某些信息披露给买方的义务。然而,证券监管规则却会在通常情况下将单纯的沉默视为虚假陈述,甚至要求发行人随时更新原先已经披露的信息。

(三)事前监管机制设立的必要性

和其他合同监管一样,证券监管是缔约方行为的事前约束。也就是说,监管者并不会等待负面结果出现,方才来追究造成这种结果者的责任,而是在结果出现之前就设定好哪些行为必须惩戒。不履行相应的义务本身就会被追究责任,而无须进一步等待因违规导致实际损害的产生。例如,信息持续性披露制度是公开原则在证券市场的集中表现,是有效防止违规增持的第一道防线,要求在达到 5% 的比例时对外进行披露,在事前对投资者的行为进行监管,如果被认定为一种不需要公权力机关介入监管的“证券”,也就无法适用的余地和必要。

三、证券概念的界定

从证券的地位、功能和目标三维层面分析,只有那些面临信息不对称及集体行动困境的投资人用于投资的交易工具方才应该认定为“证券”。若证券市场中持有该“证券”的投资者所占比例极小,甚至不存在信息不对称和集体行动困境的可能,就难以被纳入法律意义上的“证券”。

（一）“宽”与“窄”之争

“证券”一词的外延是非常广泛的，许多具有权利内容和书面形式的凭证都可以归入“证券”范畴，但是从证券法的视角来看，并非所有的“证券”理应受证券法调整。一种观点认为，《证券法》不能只是调整以股票、公司债券以及国务院依法认定的其他证券为对象的投资类产品；另一种观点认为，《证券法》应该根据一定发展阶段的特殊情况，调整有限种类的证券^[6]。目前市场需要一部与当前资本市场的发展趋势相适应的《证券法》。当前证券法最大的问题就是证券的定义范围过窄，限制了市场的证券品种、市场层次和交易的多元化，很难发挥法律的功能，严重制约了我国的金融监管由传统的机构性监管向功能性监管、行为性监管的转变，不利于对证券市场的监管。我国《证券法》第2条规定了投资证券种类有股票、债券、基金和“国务院依法认定的其他证券”。立法采取的列举加认定的方式。立法的本意是证券类型法定，不允许民事主体随意创设新的投资证券品种。尽管我国这种做法有利于促进证券的流通，减少相对人的搜索成本，进而促进交易效率和安全，但证券法既是规范证券交易的法，也是规范各种公共集资行为的法，即大众投资保护法，宽泛的定义显然更有利于对投资者的保护。法律定义的宽泛性，为法院提供可预期的指导工作不断带来麻烦。尽管证券的法定概念广泛，但并非所有基于支付金钱的欺诈都涉及证券^[7]。笔者认为准确地界定证券范围不能一味地扩大其外延，亦非严格限制，目前来看调整范围仅列举债券、股票和基金三种基本证券，这种列举方式已很难适应当下资本市场的发展，拓展“证券”概念已成不争的事实，确立证券法的基本法地位是证券法治现代化的基石^[8]。

（二）“证券”定义宜疏不宜堵

普遍概念或抽象概念的外延尽管可随其内涵的减少而呈扩大趋势，但毕竟是封闭的，因而其范围仍是有限的，换言之，法律仍是不周延的^[9]。新的证券品种不断出现，传统上并非由证券法所调整的证券类型需要纳入到证券法的调整范围等条件和背景都有可能推动证券法意义上的证券范围的变化^[10]。为此不能不加分区地一律不认定为证券，比如 ICO 在其他法律未规定的情况下是否意味着法律出现立法空白，小证券的概念能否满足当前证券市场的发展，大

证券与小证券不是优劣的问题，而是谁更符合未来资本市场的发展趋势。对此应当宜疏不宜堵。

在对“证券”的定义上，美国的监管者基本上是抱着实质重于形式的态度，这对于维护核心的政策无疑是有益的。美国的做法是将这些概念涉及众多普通投资者的类似于股权融资的直接融资都纳入投资合同这一理论中。Mcginty 教授认为证券法的本质即是规制投资，而投资正是证券的本质特征。吴晓灵委员提出应在证券定义中标明证券乃一种“财产权利的证明”，“可均分、可转让、可交易的权利或者投资合同”，扩展证券的定义“旨在建立一套基本的法则，规范投资合同的行为”，将投资合同纳入证券的范畴。在证券定义扩展后，可以参考日本《金融商品交易法》规定，根据流动性风险、信用风险、市场风险、结算的不同，将流动性较高的证券规定为“第一款有价证券”，将流动性较低的证券定义为“第二款有价证券”^[11]。经历 2015 年“股灾之后”，伴随着金融市场开放，我国证券市场已很难脱离全球化的资本市场，我们更应重新审视“证券”的定位。综上分析根据其在证券法的地位、目标及功能，笔者赞同在尽可能对投资性金融商品实现一元化管理的基础上，还要引入“证券”的一般性概念，并由证券监管机关根据需要认定新型证券，从而为将来市场发展留下必要的空间^[12]。但是值得注意的是证券监管机关行权条件应予严格限定，防止权力寻租，同时投资性金融商品未必要建立在一元化之上，“证券”是应区别于其他投资类产品的。在概括性和列举都不周延的情况下，立法技术上可采从列举主义向兼容并包主义的转换，有限增加列举证券品种的种类，消解成文法带来的局限性，至于如何界定还尚待论证，但“证券”概念扩大应值得肯定。

四、大证券观下我国证券监管模式的重塑

证券法价值在于通过证券监管，促进资本市场的健康、稳定发展，防止股市异常动荡。在大证券观的前提下，应该搭建配套、合理的监管机制。笔者认为“证券”不同其他投资产品，有着自身独特的功能和定位，证券监管在严监管、松管制的原则下可以将证券独立在外，不纳入统一监管体系。

证券监管架构改革不是证监会、银监会、保监会简单地合并或者集中到央行。不同国家监管模式是基于本国历史、文化、现实经济条件所设立。建立适

合的监管体制不应一味效仿别国有效的监管模式,而是应当立足本国实际,建立稳定的金融防范框架,确立有效的货币政策调控体系为衡量标准,实现宏观审慎管理与微观审慎有机结合,

(一)从机构监管向功能监管、行为监管转变

证券概念的扩大,决定着未来金融监管模式的走向和金融监管理念的转变。第五次全国金融工作会议首次提出重视行为监管,这也恰恰满足了我国“证券”范围扩大的需要。尽管“证券”种类的增加有时受证监会、银监会、保监会的多部门管辖,但是金融业务本质是稳定的,比如商业银行的业务就是吸收存款,发放贷款和创造信用货币,其自身的这种特性并不因为综合经营就会发生改变。券商作为投融资主体的中介人,确保相关信息真实、可靠,作为“中间商”的角色同样具有稳定性。保险公司提供财产险种的经济补偿和人身保险的给付功能同样不会发生变化。信托本身是一种法律关系,接受委托人的请求,帮助投资,收取管理费用,受益人享有收益,投资者自担风险。信托的本质也并不因形式而改变。而银行、证券和保险机构所做的资管产品,都要按照相同的规则进行监管,即按照功能和行为进行监管,在金融机构综合经营下,应该对应的是功能监管和行为监管。

(二)改进信息披露制度,缓解信息不对称

强制信息披露制度通过要求信息披露人给予披露对象相关的信息,从而使投资者能够更明智地做出选择,也使披露人不能够滥用其优势地位。但在美国法律中,“强制信息披露”却是被普遍采用但却最少奏效的一项监管技术。尽管强制披露在证券市场过程中,已经成为各国首要的监管对策。然而强制信息披露是一个罗蕾莱(Lorelei),将立法者们诱向监管失败的暗礁。强制信息披露之所以失败,是因为它建立在一条脆弱的因果链条之上。只有当以下三方——立法者、信息披露人以及信息披露对象——都能熟练地扮演自己的角色时,该制度才能有效运行。桑斯坦(Sunstein)也曾写道,信息披露“可能是不够的”“重要的是如何披露,而不仅仅是是否有披露”。法律体系完善过程中,探索有效披露模式,制定具体的披露实施细则成为关键点。美国《1934年证券交易法》规定对于获得5%以上某些类证券的个人应采取邮寄方式在规定时间内提交到在包括其主要行政办事处的证券发行者、进行证券交易的每家交易所和委

员会;同时规定了报告书中应披露的具体内容。相比我国对违反信息披露和慢走规则的相关规定却非常原则,操作性差。

信息持续性披露制度是公开原则在证券市场的集中表现,是有效防止违规增持的第一道防线。近年来,资本市场违规增持的行为却频频出现,可见披露制度的实施尚未达到实际效果。那么如何让披露义务人自觉履行披露义务?应从投资者自身出发,建立证券市场会员信用评估机制和“黑名单制度”,定期对投资者行为进行信用评估。一旦存在违规行为,通过“黑名单”进行公示,限制在证券市场的交易行为;证监会和证交所可以采取约谈问询的方式要求对达到或超过已发行股份5%情况的说明。信息披露制度的建立与完善非一日之功,关乎证券市场的健康运行和发展,不可操之过急,但也必须要引起足够的重视,使其能够真正发挥作用。

(三)设立分层监管机制

尽管美国的证券定义非常之宽泛,但由于美国各州本身具有一定的证券发行监管权、SEC采取注册制的发行方式以及证券交易所拥有上市审查权,使得宽泛的证券定义并没有给监管机构造成巨大负担,反而为其提供了广泛的监管权^[13]。借鉴美国的经验,我国也可以给予派出机构一定证券范围内的发行监管权和上市审查权,通过分层监管可以减轻证券监督管理委员会的负担,同时按照证券的特点制定不同类型的监管政策,有针对性地进行监管。

(四)扩大投资者保护的范畴

“证券”概念的扩展,为投资者在证券市场的投资增加了一道法律屏障,使得适用证券法调整的范围大大增加,建立健全投资者损害赔偿机制,制定具有更具操作性的细则,加大对违规行为的惩罚力度,使其不敢触碰法律的底线。证券法律责任制度是证券市场实现其“促进、监管、服务、保护”功能定位的法宝,保护范围的扩大意味着民事、行政和刑事责任体系的扩展,通过三大法律责任之间的相互配合,实现功能之间的互补和协调,进而构成一个均衡的责任体系,从而达到最终保护投资者的目的。

五、结语

冯果认为,“没有现代的证券法治,一个繁荣稳定的证券市场是无从谈起,也是难以为继的。”一个资本市场的发展,它需要有一个理性的、现代的、科学的制

度支撑。目前我国证券市场的发展程度已发生了深刻的变化,在这样的背景下,证券法的小“证券”概念,已很难满足当前市场的发展,立法者要在借鉴别国经验的基础之上,结合本国资本市场发展状况审慎决

策。应当注意的是,我国证券法上的证券定义的扩展也应当是一种有限的扩展,相应地构建合理的证券监管结构,遏制资本市场违规行为多发的状况。

参考文献:

- [1] 哈特.法律的概念[M].2版.许家馨,李冠宜,译.北京:法律出版社,2017:43.
- [2] 张保红.证券法论[M].北京:知识产权出版社,2017:51.
- [3] 朱锦清.证券法学[M].3版.北京:北京大学出版社,2011:7.
- [4] 邹健.中国资产证券化规则之法律解读[M].北京:法律出版社,2016:5.
- [5] 谭立.证券信息披露法理论研究[M].上海:中国检察出版社,2009:359.
- [6] 吴志攀.《证券法》适用范围的反思与展望[J].法商研究,2003(6):13.
- [7] 哈森.证券法[M].张学安,译.北京:中国政法大学出版社,2003:99.
- [8] 徐聪.论转轨背景下证券法治逻辑与制度的现代化:兼评《证券法(修订草案)》“一读稿”[J].法学评论,2016(2):135.
- [9] 徐国栋.民法基本原则基本解释:成文法克服之局限[M].北京:中国政法大学出版社,2001:184.
- [10] 陈洁.证券法的变革与走向[M].北京:法律出版社,2011:46-51.
- [11] 华东政法大学课题组.证券法的调整范围与立法体例研究[C]//证券法苑:第十卷.北京:法律出版社,2014:144.
- [12] 陈洁.金融投资商品统一立法趋势下“证券”的界定[C]//证券法苑:第五卷.北京:法律出版社,2011:19.
- [13] 吕成龙.我国《证券法》需要什么样的证券定义[J].政治与法律,2017(2):58.

On the Legislation and Amendment of the Expansion of the Concept of “Securities” and the Mode of Supervision under the Background of Transition

LI Xiaolu

(East China University of Politics and Law, School of Economics, Shanghai 200262, China)

Abstract: Based on the definition of “securities” in the functions, goals and status of securities law, the concept of “small securities” cannot adapt to the transition of the capital market. The definition of “big securities” should be adopted, the concept of “investment contract” should be introduced, and the scope of “securities” adjustment should be expanded. The financial supervision can be changed from institutional supervision to functional supervision and behavioral supervision. Improving the information disclosure system, setting up a hierarchical supervision mechanism and expanding the scope of investor protection can help improve the rule of law in securities.

Keywords: securities definition; modification; investment contract; securities regulation

[责任编辑 叶甲生]