

金融投资商品统一立法趋势下 “证券”的界定

陈洁*

摘要:对“证券”概念的界定是构建证券法制的起点和基础。我国现行《证券法》第2条关于“证券”的规定隐含着诸多制度性的缺陷。本文通过借鉴全球金融投资商品统一立法的趋势,尤其是日本《金融商品交易法》有关“金融投资商品”的立法经验,认为对投资性金融商品实现一元化管理是我国重修《证券法》的必然选择。在此基础上,要引入“证券”的一般性概念,同时由证券监管机关根据需要对金融创新工具给予认定和核准。

关键词:金融投资商品 证券 适用范围

对“证券”概念的界定是构建证券法制的起点和基础。根据证券法的性质与功能,证券法规制的“证券”是有其特定的种类和范围的。“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。对证券法上“证券”内涵、外延的确定,是我国《证券法》起草和修订过程中广为讨论和争议的问题。

* 法学博士,中国社科院法学所商法研究室副主任,副研究员。

题,但时至今日,各界观点依旧不一。

考察我国《证券法》颁布及修订十三年多的市场发展,《证券法》适用范围和调整对象的确定,已经成为执行《证券法》的一个至关重要的问题。有学者指出,比起其他诸如“证券欺诈”、“披露信息遗漏”、“实际控制人操纵”、“大股东侵占小股东利益”等可诉性问题来说,证券适用范围问题对证券市场的影响要大得多。前者只是影响具体的上市公司的股东利益,而后者则影响整体市场的发展与繁荣。^①

在当前全球资本市场统立法方兴未艾,而我国《证券法》又面临重修之际,立足我国市场实践,认真审视、回应全球金融投资商品统一立法趋势,重新对“证券”概念及其适用范围进行深入全面而且富有前瞻性的思考,是我国重修《证券法》迫切需要解决的基础性问题。

一、现行《证券法》对“证券”界定所隐含的制度性缺陷

(一)《证券法》第2条关于“证券”规定的解析

早在1998年起草制定《证券法》时,关于《证券法》调整范围的讨论,就形成了两种代表性的观点。一种观点认为,《证券法》调整范围应该宽一些,应该对各类证券都进行调整,不能仅调整股票和公司债券以及国务院依法认定的其他证券。另一种观点则认为,《证券法》应该根据我国发展阶段的特殊情况,调整有限种类的证券。立法机关要就我国证券市场经过实验、有了一定实践经验、问题看得较清楚的、又是我国市场经济发展现实需要的证券品种加以规定,而不能从“证券法”的名称概念和“证券”的名词概念出发,更不能照抄照搬外国的做法。^②1998年的《证券法》正是采纳了第二种观点,即调整股票和公司债券以及国务院依法认定的其他证券。此后的实践表明,国务院始终没有依法认定过任何证券,因此“国务院依法认定的其他证券”只是作为一个

^① 参见吴志攀:“证券法适用范围的反思与展望”,载《法商研究》2003年第6期。

^② 参见李飞:“关于如何确定证券法的调整范围问题”,载《中国法学》1999年第2期。

备用的授权条款,而不具有可操作性。

2005年《证券法》修订时,根据市场发展的实践情况,立法机关对证券法上“证券”的范围做了重新界定。修订后的《证券法》第2条规定:“在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规另有规定的,适用其规定。证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定。”与1998年《证券法》的规定相比较,修订后的《证券法》规范如下:(1)继续规定股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易适用《证券法》。《证券法》未作规定的,适用《公司法》和其他法律、行政法规的规定。(2)改变了原《证券法》将政府债券的交易排除在《证券法》适用范围之外的做法,规定政府债券的上市交易也要适用《证券法》的规定。由于政府债券的发行有特别法如《国库券条例》等专门规定,可以不适用《证券法》。(3)由于《证券投资基金法》对证券投资基金份额的发行做了系统规定,因此新《证券法》第2条仅规定证券投资基金份额的上市交易适用《证券法》。(4)对于证券衍生品种的发行与交易,新《证券法》规定由国务院依照证券法的原则规定相应的管理办法。归结而言,现行我国《证券法》调整下的“证券”就是指:股票、公司债券、政府债券、证券投资基金份额和国务院依法认定的其他的证券。其中,“国务院依法认定的其他的证券”由于自《证券法》修订以来事实上国务院并没有根据《证券法》的授权认定任何一个“其他证券”而形同虚设。

(二)我国“证券”的界定所隐含的制度性缺陷

从上述比较分析可见,2005年《证券法》的修订对“证券”概念本身并无实质性的重大修改。我国《证券法》上“证券”外延的狭窄,直接限制了《证券法》在我国资本市场上的适用,难以适应我国资本市场快速发展的需要,并造成了一系列的制度性缺陷。

1. 不利于保护投资者

从立法角度而言,如何准确界定“证券”的概念进而合理确定证券法规制的“证券”的范围,与其说是一个立法技术问题,不如说是一个

立法哲学问题。当立法上采纳宽泛的“证券”外延时,立法者真正的意图是希望通过规范尽可能多的证券品种,使得通过公开发行渠道进行投资的社会公众,都能得到充分而准确的信息披露的保护。深究这种立法取向的哲学背景,立法者实际上更倾向于把《证券法》定位于类似于“消费者保护法”的“投资者保护法”,而不仅仅是“股票持有人法”或“债券持有人法”。反之,当一国的《证券法》肩负的是为部分企业筹资提供便利的特殊使命时,该《证券法》可能就只是针对上市公司与股权证券的技术性规范,因此其立法上必然倾向于采纳狭窄的“证券”适用范围。^③

由于我国《证券法》既缺乏对“证券”的一般性定义,法定的证券种类又比较狭窄,在金融市场日新月异、金融创新产品多样化的背景下,许多“不明身份”的金融投资工具,包括一些具有证券属性的理财产品,如银行理财产品、信托理财产品、资产证券化产品等都游离于《证券法》之外。这些处于法律交叉地带的金融商品往往置投资者利益于危险之境地。当投资者因购买这些金融商品发生纠纷时,他们不能寻求《证券法》的相关制度给予保护,而法院在实务中也倾向于适用合同法、侵权法等民事基本法律并参照金融监管机关颁布的规范性文件解决此类纠纷。由于合同法、侵权法等这些民事基本法律属于普通类而非专门证券类的法律,对证券交易的特殊性没有作出专门的规定或规定得不够具体,而且金融监管机关制定的行政规章等规范性文件效力较低,致使投资者获得救济的成本增加。反之,当《证券法》规制的“证券”范围宽泛时,由于证券法律为保护投资者利益、防止证券欺诈等创设了一系列诸如强制性的信息披露制度、禁止虚假陈述、禁止内幕交易、禁止操纵市场等制度规则,这些制度本身在归责原则、举证责任分配等方面都为投资者提供了较多便利去追究违法者的民事责任、行政责任乃至刑事责任,因此在发生纠纷时,投资者容易援引相关法律条款寻求保护。所以,我国《证券法》将诸多金融投资工具排除在“证券”范围之外的做法对投资者利益的保护无疑是极为不利的。

^③ 参见汤欣:“修法可从‘证券’开始”,载《法人》2004年第3期。

2. 限制资本市场的发展空间

市场经济的发展规律表明,经济发展是需求,证券市场是供给,需求越大,供给也应该越大,两者具有正相关的互动作用。由于我国《证券法》的适用范围和调整对象限制了资本市场证券的品种和市场层次,也就限制了交易的多样性和相关性。以证券衍生品种为例,我国证券市场证券品种单一,证券衍生品种几乎处于空白状态,而诸如权证、股票期权、指数期货、国债期货等证券衍生品种,具有套期保值、价格发现、管理风险、活跃交易等功能,这些产品长期缺位,加剧了股票、公司债券等基础证券市场的风险和困境,严重制约了我国证券市场的发展,也影响了我国证券市场的竞争力。如果证券市场中交易的证券种类丰富,市场层次多样,交易形式互补与配合,我国资本市场发展的空间就要比现在大得多,市场活跃程度也要比现在高得多,市场投资者的积极性以及证券市场与经济发展的相关性也就大得多。当前,我们要积极推进证券市场的发展,要大力发展包括债券市场、股票市场、金融衍生品市场,构建主板、创业板、店头市场、股权转让市场(三板市场)在内的多层次的资本市场发展模式,当务之急就是要扩大《证券法》适用范围和调整对象。只有《证券法》的适用范围和调整对象拓宽了,证券市场的多层次化、证券交易品种的扩大化、交易方式的多样化、融资渠道的多元化才是可以预见的必然趋势。由此,多层次的证券市场的大幕才会拉开,各层次市场上的证券买卖活动才会活跃,市场才会有活力,我国的证券市场也才能健康和谐地发展。

3. 不能满足市场正常的投、融资需求

我国多年持续的经济快速发展,需要大量的资金支持;而经济快速发展带来的充沛民间资金,也需要寻找更多的投资渠道。然而,我国处于转型之中的金融制度却始终无法为企业资金的融通提供顺畅的管道。2003年发生的“孙大午案”就对我国现行的金融监管框架提出了严重质疑。由于我国目前国家垄断的金融体制都是向国有企业倾斜,致使那些具有合法融资需求的民间集资者,无论是寻求金融中介机构的间接融资还是公开发行证券的直接融资安排,都难以实现他们的融资需求,这就迫使相当多的合法经营者走上非法集资的道路。而这也正是非法集资活动屡禁不止的制度根源。实践中,由于大量的非法集资活

动不会直接采用股票或者公司债券的形式筹集资金,无法被认定为“证券”而适用《证券法》,由此导致对非法集资活动的处理只能采用间接融资的模式,不论该集资安排是否合理、投资者是否愿意,都是直接予以取缔。事实上,实践中出现的很多以预售、合作经营、投资入股或者加盟等方式进行融资的行为,我们不排除这其中有一些的确是以欺诈为目的进行融资的,但也有很多就是为了经营而进行融资,而且事实上也能按约定向投资者提供投资收益。因此,有学者指出,将多数非法集资活动视为一种直接融资而非间接融资问题,放弃用间接融资手段处理非法集资问题,改用直接融资方式,不仅能更好地实现保护投资者的公共政策目标,也应是我国经济转型所选择的方向。^④ 对此,最具针对性的措施无疑是通过扩大“证券”外延的方式,将大部分的非法集资活动纳入《证券法》的管辖范围。以美国的经验为鉴。美国《证券法》下的“投资合同”是美国证券定义中的一个重要类型,被美国法院用来界定所有那些在《证券法》的证券定义中没有明确列举的融资方式,以对付各种试图逃避证券法监管的花样翻新的融资安排。美国最高法院在 *Howey* 案中提炼了界定“投资合同”的四个标准:^⑤ (1) 以获得利润为目的;(2) 投入资金;(3) 到共同事业中去;(4) 而该利润主要来自他人的努力。^⑥ 实践中,美国法院在认定某一金融投资工具是否为投资合同进而确定是否需要适用美国《证券法》时,需要考虑的一个重要因素就是是否已经有其他法律对该金融投资工具予以规制。这种思路是将证券法律作为兜底性的保护投资者的法律来看待,以弥补法律漏洞。而我国的做法正好相反,我国《证券法》规定的证券的范围本来就很小,遇到类似投资合同等新型融资行为没有既有制度和规范处理时,就统统收入非法集资的大口袋,由证券监管机构以外的政府部门去处

^④ 参见彭冰:“非法集资活动规制研究”,载《中国法学》2008年第4期。

^⑤ *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U. S. 293(1946)。

^⑥ See Park McGinty, *What is a Security? Wisconsin Law Review* 1033 (1993). 理论上也一直有人倡议用 *Howey* 检验作为唯一界定证券的方式,参见 Kyle M. Globberman, *The Elusive and Changing Definition of a Security: One Test Fits All*, 51 *Florida Law Review* 271 (1999)。

理。^⑦而客观而言,很多被查处和没被查处的非法集资行为就是一种证券发行的行为,这些行为是在我国证券概念狭窄、法定证券品种单一、证券公开发行门槛太高且证券私募发行制度又极其不完备的情况下采取的变通做法。因此,要理顺市场投、融资需求,规范我国非法集资活动的关键就在于扩大“证券”的适用范围。

4. 不利于实现资本市场的功能型监管

金融衍生产品和混业经营的发展对以金融组织机构性质为标准而形成的传统金融监管模式提出挑战。为有效解决金融业混业经营格局下金融创新产品的监管归属问题,避免监管“真空”和多重监管,功能型监管规则的确立势在必行。所谓功能型监管,是指依据金融体系的基本功能而设计金融监管体制,即相似的功能应当受到相同的监管,而不管履行这种功能的是何种性质的金融机构。简言之,功能型监管就是要让传递同样风险和受益信号的金融产品、金融服务和金融市场能够受到基本相同的监管。^⑧而我国《证券法》对“证券”范围界定的前提则是我国分业经营的市场体制和分业监管的监管机制。尽管2005年修订的《证券法》为综合经营预留了法律空间,但我国严格的分业监管体制和机构性监管模式并未发生实质性的改变。实践中,在分属不同金融业别的金融机构所推出的理财产品具有很大同质性的情形下,纵向式的监管规则的分割所带来的问题甚为突出。如商业银行的人民币委托理财业务与证券公司所开展的客户资产管理业务、保险公司从事的投资连结保险业务及信托公司开展的资金集合信托业务,虽然名目不同,但其基本权利义务关系、资金管理方式、投资者的收益和风险承担都存在基本共性,就其本质而言都属于人民币委托理财业务,但其适用的法律规范却各不相同,分别是由银监会、证监会、保监会制定各自的规章进行规范,这些规章对原本功能相同的每一类金融商品的发

^⑦ 参见李有星:《中国证券非公开发行融资制度研究》,浙江大学出版社2008年版,第68页。

^⑧ 参见吴素萍、徐卫宇:“功能性金融监管的理论及框架”,载《经济导刊》1999年第6期。

行条件、投资者的资格、转让的限制等作出了不同的规定。^⑨ 这样的结果,在造成有限的监管资源浪费、监管标准混乱的同时,也会导致监管缺位。事实上,在分业监管模式下,“当金融业务形态比较单纯时,金融机构所处的行业与它经营的产品是一致的,这时监管部门只要管住这个行业内的机构,就等于管住了这个行业;然而当金融产品发生融合之后,其他行业的机构也开始经营具有本行业性质的产品时,监管部门仅仅管住本行业的机构就不够了,通常监管部门之间很难插手对方的事务,因此会导致监管缺位”。^⑩ 在当前混业经营日趋加剧的情形下,我国现行《证券法》对“证券”概念的局限性规定无疑会妨碍我国资本市场由传统的机构型监管向功能型监管的转变,最终不利于证券市场的发展。

二、域外金融投资商品统一立法的借鉴与反思:

主要以日本《金融商品交易法》为视角

(一) 金融投资商品统一立法的发展趋势

20世纪80年代以来,面对资本市场金融混业经营格局和企业经营形态壁垒的弹性化以及金融产品的日益抽象化,为充分保护新型投资产品的金融消费者,确保金融市场的信赖性和有效性,很多国家开展了金融法制的大变革,其共性大体上是将除了银行、保险等领域之外的金融投资业统统整合在一部法规中加以统一调整。这个立法运动被学者们称为资本市场统合法运动。^⑪

资本市场统合法运动的核心其实是与金融业统合监管模式相适应的金融投资商品的统一立法。金融投资商品是指具有投资性质的金融

^⑨ 参见李晓波:“论我国证券法上‘证券’概念的扩大”,载《中国商界》2009年第8期。

^⑩ 陶玲:“金融机构理财业务的现状、问题及法律规范”,载《金融法苑》2005年总第69期。

^⑪ 参见许凌艳:“金融监管模式的变革及资本市场统合法的诞生”,载《社会科学》2008年第1期。

商品。日本金融审议会 2005 年 12 月 22 日提出的《迈向投资服务法》报告书中将投资性金融商品的内涵概括为:第一,金钱出资并有赎回金钱的可能性。第二,与资产或股价指数等相连动。第三,可期待高获利(经济性效用),而具有风险性。其中“获利”虽然包括经济效用的提升的可能性在内,但原则上还是以金钱收益为获利的主要期待。“风险”只需有市场风险或信用风险其中之一即可。^⑫ 金融投资商品的统一立法就是指用一部法律调整所有具有投资性的金融商品的立法模式。这种立法模式,通常是用“金融投资商品”概念代替“有价证券”和“金融衍生商品”,将除了传统银行、保险业务等领域之外的规范金融投资商品的金融法规加以整合、统一调整为一部法律规范。与此法律规范相配套,还要建立统一的金融消费者保护机构,对金融消费者提供一体的保护,增强社会大众对金融市场的信心。考察金融投资商品的统一立法趋势的缘由,除了满足投资者对投资服务需求的多样性之外,日本学者指出,金融投资商品概念可以有效扩大金融投资公司的业务范围和监管机关的监管范围,以金融投资商品统领各业产品,把证券、金融衍生产品等纳入其概念范围中,对交叉领域的新型产品给予立法上的概念归纳,以纳入监管范围。^⑬ 通过金融投资商品这一概念将典型的储蓄和保险商品从金融投资业中区分出来,将金融投资商品与其他类金融产品相互分开,从而达到广泛涵盖但明确排除的目的。^⑭

在全球金融投资商品统一立法运动中,英国、美国、德国、澳大利亚、日本、韩国、新加坡等国走在了潮流的前列。英国率先于 20 世纪 80 年代中期开始第一次金融大变革,于 1986 年制定了《金融服务法》;20 世纪 90 年代后期又进行了第二次金融大变革,并于 2000 年通过了《金融服务与市场法》,该法对所有的金融服务商品进行了整合性的统

^⑫ 参见杨东:“论金融法制的横向规制趋势——以日本金融商品交易法为中心”,载郭锋主编:《全球金融危机下的中国证券市场法制:“中国法学会证券法学研究会成立大会暨改革开放 30 年中国证券市场法制建设论坛”文荟》,知识产权出版社 2009 年版,第 63 页。

^⑬ 参见[日]黑沼悦郎:《金融商品交易法入门》,日本经济新闻社 2007 年版,第 15 页。

^⑭ 参见张珍宝:“韩国资本市场法系列之一:金融投资商品概念简析”,载《金融法苑》总第 79 期(2009 年 12 月)。

一规范,并实现了金融业的横向规制。该法中的“投资商品”概念就包含了“存款、保险合同、集合投资计划份额、期权、期货以及预付款合同等”,从而使英国的《金融服务及市场法》涵盖了证券市场、期货市场、货币市场和外汇市场。该法被视为1986年伦敦金融“大爆炸”以来最具意义的深刻变革。^⑮2001年澳大利亚通过《金融服务改革法案》,对所有金融产品实行统一监管,向金融服务横向规制迈出了实质性的一步。2004年德国通过《投资者保护改善法》对《证券交易法》进行修改,导入新的“金融商品”概念,对“有价证券、金融市场商品以及衍生品交易等”做了界定,并通过修改《招股说明书法》导入投资份额的概念,将隐名合伙份额等纳入信息披露的对象。2004年欧盟通过的《金融工具市场指令》引入了“金融工具”概念,涵盖了可转让证券、短期金融市场工具、集合投资计划份额和衍生品交易。欧盟内部其他成员国的金融法制也逐渐呈现横向化和统一化趋势。韩国在2007年通过了能够引起韩国金融业“大爆炸”的《资本市场统合法》。该法将分为证券、资产运营、期货、信托等多头板块的资本市场整合为一,旨在激励各金融机构自我改革和创新,增强韩国对外国金融机构的吸引力,其推出必将给韩国资本市场带来革命性的变化,并预示韩国金融业整合期的到来。^⑯该法首次对金融投资商品作出了一个概括性定义,其第3条规定,本法所称的“金融投资商品”指以获得利益或回避损失为目的,在现在或将来特定的时点,约定以金钱或金钱以外具有财产价值的物品支付所取得的权利,为取得此权利而已经支付或应该支付金钱等的总额(贩卖手续费等以总统令所定的金额除外)可能超过从上述权利回收或是可以回收金钱等的总额(包含解约手续费等以总统令所定的金额)。但是,相当以下各类的任一情形除外:(1)以韩元标示的让渡性存款证书;(2)管理信托(指不将信托财产的处分权限赋予受托者的信托)的收益权。第3条同时把金融投资商品分为证券和金融衍生商品两类。其中证券分为6类,金融衍生商品又分为场内衍生商品和场

^⑮ 参见张忠军:《金融业务融合与监管制度创新》,北京大学出版社2007年版,第178页。

^⑯ 参见李准晔:“韩国金融监管体制及其发展趋势”,载《金融发展研究》2008年第4期。

外衍生商品两类。该法还对各类证券进行了定义。^⑮

日本对金融商品进行横向规制的金融体系改革始于1996年桥本龙太郎首相的“金融大爆炸”。2000年日本制定《金融商品销售法》。2006年日本将《证券交易法》改组为《金融商品交易法》。该法把证券、信托、金融期货、金融衍生品等大部分金融商品进行“一揽子”、综合性的规范,构建了一个横向化、整体覆盖金融服务的法律体系,并于2007年7月1日开始分阶段实施。日本最初是以美国1933年《证券法》和1934年《证券交易法》为范本开始证券立法的。但英国近年来的金融监管体制改革,对全球金融监管体制产生了相当大的影响。因此,日本近十年来证券法的制定和修改都是以英国的《金融服务法》为蓝本,《金融商品交易法》就是日本仿照英国“金融大爆炸”实现本国金融法律体系巨变的“金融大爆炸”式改革。虽然《金融商品交易法》还没有达到英国《金融服务法》涵盖所有金融商品的程度,但应该说距离已经非常接近了。有学者指出,该法融合判例法和成文法的制度,“从而成就了目前世界上最先进的证券金融法制之一”。^⑯ 其以保护投资者为目的的横向金融法制的制度设计,较好地平衡协调了金融创新和金融监管的关系,在此次美国金融海啸席卷全球时,日本的金融体系未受太大影响。^⑰ 鉴于我国的证券法规则理念始终在借鉴大陆法系和英美法系两大法系的优势中摇摆,而日本则是两大法系的兼收并蓄,因此,本文择取日本《金融商品交易法》为模本,主要从金融投资商品的统一立法以及“证券”范围扩展角度来探讨其借鉴意义。

(二)从“有价证券”到“金融投资商品”:日本《金融商品交易法》的立法经验

日本证券法规制的证券的范围是随着社会经济的发展而不断扩大的。《金融商品交易法》同原来的《证券交易法》相比较,在“证券”的界定上有重大发展。新法尝试将任何有关投资的金融商品,包括原来没有纳入《证券交易法》适用范围的投资性存单、投资性保单及商品期

^⑮ 参见韩国《资本市场整合法》第4条。

^⑯ 杨东:“论金融法制的横向规制趋势”,载《法学家》2009年第2期。

^⑰ 日本、韩国等少数国家在金融风暴中独善其身,引发了诸多关注。其中的主要原因被归结为日本政府对金融业的理性认识以及对金融商品的审慎态度,从而更注重监管。

货等风险性金融商品纳入规范之中,以便进行一元化管理,而且通过整合《金融期货交易法》,将金融期货等也列为《金融商品交易法》的规制范围,并且可以政令的形式追加指定新的衍生品交易类型。

1. 扩大“有价证券”的范围

日本自1948年《证券交易法》制定以来,一直使用“有价证券”概念并广为人们接受。《金融商品交易法》并没有对金融投资商品作出定义,该法把金融投资商品分为有价证券和金融衍生商品,从而继续沿用“有价证券”概念,但此概念属于“旧瓶装新酒”。原来的《证券交易法》为了增加证券法规制对象的确定性而尽可能地采用具体列举有价证券的方式,^②同时,也设置了兜底条款,^③即对于其他证券,根据其流通性、投资性以及其他法令是否对其规制等情形,由政令来断定其是否应作为规制对象。就《金融商品交易法》而言,它在维持原《证券交易法》的构造,即把有价证券分为发行了证券、证书的权利(有价证券)和未发行证券、证书的权利(推定有价证券)的同时,扩大了第2条第1项所列举的“有价证券”以及同条第2项所列举的“推定有价证券”的范围。具体而言,在第2条第1项所列举的“有价证券”中主要追加了抵押证券(同项16号,原由抵押证券法规制),即扩大了隐性认股证书(covered warrant)的范围(同项19号)。另外,在第2条第2项所列举的所谓的“推定有价证券”中主要作了以下改正:追加了信托受益权(同项第1号、第2号,原由信托法规制)、新设集合投资计划份额的总

^② 日本《证券交易法》第2条第1款规定的证券包括:国债证券;地方债证券;法人根据特别法律发行的债券;公司债券;依特别法设立之法人所发行的出资证券;关于合作组织金融机关优先出资的法律规定的优先出资证券以及表示优先出资认购权的证书;股票(包括零股)以及表示新股认购权的证券或证书;证券投资信托以及贷款信托的受益证券;法人为筹措事业所必需的资金而发行的本票中符合内阁府令规定者;外国及外国法人发行的证券及证书中具有以上证券及证书性质者;在外国法人发行的证券及证书中,表示向经营银行业或其他从事贷款业务者信托的贷款债权的信托受益权及此类权利的证券及证书中符合内阁府令规定者;此外,根据其流通性及其他情况,认为对确保公益及保护投资者有必要而由政令规定的证券及证书。

^③ 该法第2条第(1)项第11号规定:“鉴于其流通性及其他情况,由政令确定为确保公益及投资者的保护所必需的证券及证书;”第2条第(2)项第5号规定:“其流通状况被认定相当于证券交易法上有价证券,并具有该有价证券同样的经济性质及鉴于其他情况,由政令认定为公益及保护投资者所必要且适当的金钱债权。”

括定义(同项第5号、第6号)、从政令指定的要件中删除了流通性要件(同项第7号)。^②换言之,原《证券交易法》中有价证券的信托受益权仅限于投资信托、贷款信托、资产证券化法中特定目的信托的受益证券等,但在《金融商品交易法》中,其他的信托受益权也均视为有价证券,从而无遗漏地横向扩充了适用对象范围。只是有一些特殊的金融商品,比如黄金的期货交易,由于它是由特别法来进行规范的,因而并没有涵盖到《金融商品交易法》中。

值得注意的是,《金融商品交易法》将原《证券交易法》的政令指定条件中的流通性要件加以删除,主要是考虑到从事投资性金融商品的销售和劝诱,具有与多数单纯的相对交易(即不经过交易所等公共流通市场,卖方和买方面对面谈判的交易方法)不同的经济实态,为保护投资者,新法规定,不论是否具有流通性,政令有权指定有价证券和推定有价证券具有“同样的经济性质”。^③此外,因为考虑到政令指定对象中可能存在不一定视为“金钱债权”者,所以将政令指定对象从“金钱债权”扩大为“权利”。

由上述可见,《金融商品交易法》是采用“投资对象性的标准”而不是“在市场中流通性的标准”的考量。可以说,《金融商品交易法》将“有价证券”的定义扩展为名义上是“有价证券”实际为“金融商品”的概念,这也是为了适应近年来金融商品和投资服务不断创新对现实环境提出的需求。

2. 导入集合投资计划的概念

把集合投资计划份额列入有价证券的范围内,并作为各种基金适用《金融商品交易法》的概括性规定,是此次日本修法的最大亮点之一。近年来,在日本,利用合伙合同进行投资或开展各种事业的基金越来越多,扩展到了各个领域,并呈多样化复杂化的趋势,由于其中某些投资对象已超越法律的规制范围,从而影响到对投资者的保护。例如,投资者因投资匿名合伙形式的事业型基金而受害以及大型金融机构的

^② 参见庄玉友、吴开龙:“日本证券法制规制对象的演进及其对我国的启示”,载《聊城大学学报》(社会科学版)2009年第6期。

^③ 参见庄玉友、吴开龙:“日本证券法制规制对象的演进及其对我国的启示”,载《聊城大学学报》(社会科学版)2009年第6期。

交易客户利用利率互换致投资者受损等事件时有发生。因此,有学者指出,对于不断创新的多样化的集合投资计划,需要打破原有的纵向规制法制,构建着眼于运作或流动化构造功能的横向法制。其理由如下:第一,在日本,集合投资计划是“金融大爆炸”之后成为金融领域主流的“市场型间接金融”的主角,完善其法制是当务之急。第二,集合投资计划一般是销售给普通投资者,从投资者保护的角度出发,需要对计划的组成和运营进行横向覆盖的法制化和制度建设。第三,投资者人数较多,容易产生集体行动的问题,需要解决这个问题的法制基础和制度建设。第四,原有的法制是纵向不全面的,其内容也不充分,产生了诸多不便和障碍。因此,需要对集合投资计划加以横向全面的根本意义上的制度建设和法制完善。^④

集合投资计划的基本类型有两种:一种是资产管理型,即从多数投资者筹集资金进行各种资产管理运作;另一种是资产流动型,即特定的资产产生的现金流加以组合然后卖给多数的投资者的构造。从历史上、经济上、实务上来说两者都是不同种类的类型,因此需要制定横向覆盖的规则体系,包括交易规则、市场规则、业者规则等。^⑤在进行集合投资计划的法制完善时,有一个根本问题需要解决:不管计划的私法上形态(公司、信托、合伙等)如何,是否课以相同的交易规则?对此,日本借鉴了美国联邦最高法院判例着眼于经济性的实质内容而忽略法的形式理念,在《金融商品交易法》解决了这个问题,即通过直接列举和导入“集合投资计划”的概念,最大限度地把几乎所有具有投资性的金融商品和投资服务纳入适用对象,进行统一规制。《金融商品交易法》第2条第2款第5项规定:集合投资计划是指民法上的合伙、商法上的隐名合伙、投资事业有限责任合伙、有限责任事业合伙、社团法人的社员权以及其他权利,享有通过金钱出资进行的事业而产生的收益分配或该出资对象业务相关的财产分配的权利。集合投资计划的概念主要包含了三个构成要件:(1)接受投资者金钱的出资、支出;

^④ 参见[日]神田秀树:“完善集合投资计划法制的思路”,载《关于集合投资计划的工作报告书》,野村资本市场研究所2006年版。

^⑤ 参见[日]神田秀树:“完善集合投资计划法制的思路”,载《关于集合投资计划的工作报告书》,野村资本市场研究所2006年版,第42页。

(2)利用出资、支出的金钱进行事业、投资;(3)具有将该事业所产生的收益等向出资人进行分配的相关权利。^{②6}对上述条件均具备的权利,无论采取何种法律形式和进行何种事业,均属于集合投资计划份额而成为该法的适用对象。^{②7}

导入集合投资计划的概念后,日本法形式上仍维持“有价证券”的概念,但是其概念的内容以“结构性”和“投资对象性”为目标发生了实质性的变化。至此,可以说日本20年前开始讨论、16年以来《证券交易法》修改没有完成的所谓“广义的有价证券”的概念终于得以实现。^{②8}

3. 扩大金融衍生品的交易范围

由于金融衍生产品具有衍生再衍生之特性,如果对金融衍生品交易原资产毫无限定而对衍生品设立概括性定义时,其适用的对象范围不一定明确,可能产生过度规制。为避免产生过度规制,《金融商品交易法》对于金融衍生品交易没有采取“包括性定义规定”,而是在扩大交易类型、原资产“金融商品”及参照指标“金融指标”的同时,规定可以以政令追加指定的“广义的定义规定”,^{②9}从而使范围广泛的金融衍生商品交易成为规制的对象。

《金融商品交易法》将衍生品交易分为“市场衍生品交易”、“店头衍生品交易”和“外国市场衍生品交易”,分别做了一般性的界定。其中,“市场衍生品交易”是指在金融商品市场按市场开设者确定的基准和方法从事的一定类型的衍生品交易(该法第2条第21项)。“店头衍生品交易”是指未通过金融商品交易市场和外国金融商品市场进行的一定类型的衍生品交易(该法第2条第22项)。“外国市场衍生品交易”是指在外国金融商品市场从事的与市场衍生品交易相类似的交易(该法第2条第23项)。

与《证券交易法》相较,原《证券交易法》只以与有价证券相关的“衍生品交易”为规制对象,而《金融商品交易法》则是以《金融期货交易法》的对象的交易为出发点,将有关资产、指数的广泛交易和各种类

^{②6} 参见[日]松尾直彦:“一问一答——金融商品交易法”,载《商事法务》2006年版。

^{②7} 参见[日]花水康:“集合投资计划的规制”,载《商事法务》2006年第1778号。

^{②8} 参见马大广:“日本金融商品交易法制的新发展”,载《中国商法年刊》(2008)。

^{②9} 《金融商品交易法》第2条第20款第25项。

型的交易作为规制的对象。具体言之,《金融商品交易法》除了将原《证券交易法》上的有价证券衍生品交易和原《金融期货交易法》上的金融期货交易整合到该法中,还规定了包括利率互换、货币互换在内的互换交易以及信用衍生品交易取引等交易类型,同时还规定衍生品交易的基础资产为“金融商品”,规定衍生品交易的参照指标为“金融指标”,该金融指标因为包含气温等,使天气衍生品也成为规制对象。^⑨为了能够灵活应对新金融衍生品交易类型的出现,金融商品交易法规定可以通过政令的形式追加交易类型、基础资产和参照指标。

(三)对金融投资商品统一立法经验的借鉴

1. 立法技术上从列举主义向兼容并包主义的转换

日本《证券交易法》历来以具体列举的证券或证书和“以其他政令规定的证券或证书”为有价证券。许多国家的证券法,传统上也是以列举的方式表述证券法或特别单行证券法规所规范的证券范围,也就是说只从外延上界定适用证券法的证券范围。对于证券法上的证券范围的界定标准,或者界定证券法上的“证券”概念,国外证券立法鲜有定义性描述。但在金融投资商品统一立法趋势中,立法技术上从列举主义向兼容并包主义的转换成为一大特色。

尽管《金融商品交易法》没有采用“金融商品”的概念而仍然延续了“有价证券”的概念,同时表面上也没有引入“广义的有价证券”概念,但是,早在1991年的证券交易审议会报告书中就参考了美国的证券概念,提倡引入“广义的证券”概念,即作为有价证券的定义,在个别列举之外,提议设置包括条款:对于(1)投资者出资,资金的受托者(管理运用者)以该资金从事事业的经营或资产的运用;(2)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;(3)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;(4)基于该合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。日本金融制度改革的主要内容之一是重新确定证券交易法上有价证券的定义。

^⑨ 原证券法制中未作为规制对象的利率互换、货币互换、信用衍生品、天气衍生品等也列为该法的调整对象范围(该法第2条第20项至第25项)。

日本虽然在2005年《迈向投资服务法》报告书中对金融投资商品采取了概括定义的方式,但在其后的立法中仍采取了列举的方式,其中原因无疑是多方面的,但值得强调的是,日本参考了美国证券法制相关的联邦最高法院判例,作为着眼于经济性的实质内容而不是法的形式概念,创设了集合投资计划份额(基金)的包括性定义(《金融商品交易法》第2条第2款第5、6项),即将接受他人金钱等的出资;运用该财产从事事业;将从该事业产生的收益等向投资者等进行分配这样的结构的持有份额,作为有价证券,这样形成总括性定义,而不问根据的是民法上的组合合同还是其他任何法的形式,也不问将接受出资的金钱等从事什么样的事业(在此基础上,将出资者全员参与事业等一定的结构,从有价证券的定义中除外)。^④这个“集合投资计划”的概念从某种意义上说起到了实质的“有价证券”概念的作用。

事实上,后来韩国立法多方面借鉴了日本的立法经验,同时进行了创新,其《资本市场整合法》对投资公司可以经营的金融投资商品,从一贯采取的列举主义向兼容并包主义转换——原则允许,例外禁止。这种立法模式既可以使投资公司更加自由地依据自己的能力开发出各种创意性的商品,特别是独创性的新型衍生商品,与此同时投资者的选择范围也将大大拓宽。^⑤应该说,立法技术由原来的“正面表列允许”改为“负面表列禁止”是证券法制规范的一大进步。

2. 在监管模式上要实现功能性规制

鉴于机构性监管模式容易产生监管套利、监管空白等问题,于是各国纷纷转向功能性监管模式,即按经济实质相同的金融功能划分监管机关,其主要优点就在于监管标准的一致性,即相同的金融业务,不论由何种金融机构提供,均受相同的法规要件拘束,且受同一监管机关监管,可促进金融系统的公平竞争。^⑥

^④ 参见马大广:“日本金融商品交易法制的新发展”,载《中国商法年刊》(2008)。

^⑤ 参见郭锋主编:《全球金融危机下的中国证券市场法制:“中国法学会证券法学研究会成立大会暨改革开放30年中国证券市场法制建设论坛”文荟》,知识产权出版社2009年版,第60页。

^⑥ See Heidi Mandanis Schooner, *Regulating Risk Not Function*, *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 66, 1998, at p. 459.

纵观各国或地区金融法制的横向规制以及金融投资商品的统一立法实践,一个最重要的立法原则即是由现行的商品类、金融业者规制转换成对“经济实质相同的金融功能”进行“统一规制”的功能性规制。传统资本市场相关金融规制法律习惯上是以“对象商品”或“金融机构”的概念形态或种类为基础的商品类、机构类分业规制模式。这种规制在如今迅速变化的金融市场环境当中日趋不适应。因此高度集中统一的金融监管体制应从现行的商品类、机构类规制转换成对“经济实质相同的金融功能”进行“统一规制”的功能性规制,以有效解决金融业混业经营格局下金融创新产品的监管归属问题,避免监管“真空”和多重监管。为了贯彻这种功能规制原则,首先需要将金融投资业、金融投资商品、客户等根据经济实质进行重新分类,以金融投资商品(证券、衍生商品)、金融投资业(买卖、中介、资产运用业等)、客户(专门、一般投资者)为标准对金融功能进行分类,只要金融功能相同就适用同一规制。^④

日本《金融商品交易法》最大限度地将具有投资性的金融商品、投资服务作为法的规制对象,避免产生法律的真空地带,在扩大“有价证券”使之变成实质意义上的金融商品的基础上,对不同种金融商品的交易进行了统一的规制,通过横断式的处理,整合各种金融商品的交易业务,最终使具备相同经济功能的金融商品适用统一规则,实现业务规制的总括化和横断化,从而使以往的纵向行业监管法转变为以保护投资者为目的的横向金融法制。^⑤

3. 在立法目的上强化对投资者利益的保护

《金融商品交易法》的目的在于统一规范投资商品或者具有投资性质的各类金融商品,投资者保护是其根本目的和立法核心,其本质实际上是投资服务法。^⑥

从保护投资者权益的角度来看,不仅要保护作为股东的投资者的

^④ 参见许凌艳:“金融监管模式的变革及资本市场统合法的诞生”,载《社会科学》2008年第1期。

^⑤ 参见杨东:“论金融法制的横向规制趋势”,载《法学家》2009年第2期。

^⑥ 参见[日]黑沼悦郎:《金融商品交易法入门》(第2版),日本经济新闻社2007年版,第15页。

权益,也要保护衍生性交易投资者的权益,所以如何对投资者权益进行保护,是这部法律制定的重要目的之一。《金融商品交易法》把大部分的金融商品进行“一揽子”、整合性的规范,填补了投资者保护法制的空白。虽然该法没有将所有的金融商品包容进去,但是对于整个金融商品交易过程的各个阶段,比如说销售、劝诱阶段,相关的原则都在《金融商品交易法》中进行了原则性规定。所以说这是一部适用横向整合、整体覆盖投资者的法律体系。

三、重新界定我国“证券”概念的思考

在我国金融创新还严重不足,银行、证券、保险又分属不同的监管机构分别立法的背景下,打破现有的法律框架,创制一个适用并规制所有金融商品及业务活动的大一统的法律,其难度可想而知,其现实的必要性也值得怀疑。然而,在当前资本市场统合立法趋势下,借鉴域外金融投资商品统一立法之经验,扩大《证券法》的适用范围无疑是我国重修《证券法》的必然选择。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。

(一) 引入“证券”的一般性概念

从根本上说,仅列举证券名称或种类来确定证券法应当规制的证券的范围,并不能与民法上或公司法上的证券相区别。因为同种类的证券并不当然归同一法律规制。因此在立法技术上,应从两个角度确定证券法适用范围内的证券种类。一是从证券种类上,即通过列举证券名称划定证券法规制的范围;二是从证券权利的存在过程和实现方式上,即根据证券权利的产生、移转和实现的特点划分证券法规制的范围。前者为显性划分,后者为隐性划分,都是证券立法中划定证券法适用范围所必要的方法。这两个划分结果的交集部分,即为证券法上证券的范围。^④

^④ 参见陈甦:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第16页。

借鉴当前资本市场统合法的立法经验,其最大特征之一就是试图对金融投资商品作出概括性定义。^⑳ 概括主义体系与列举主义体系具有本质性的区别。列举主义是在每每发生规制必要的时候后发性地列举金融商品来扩大规制对象的范围,^㉑而概括主义则要预先对规制对象有一个总体性的把握。

对我国而言,考虑到要为证券监管机关判断某种金融投资商品是否属于“证券”提供判断标准,那么,对“证券”的概念在列举法定证券种类的基础上引入一般性的概念就甚为必要。证券法规制的证券的特性是什么?辨别经济活动中新出现的证券品种应否归证券法规制的标准是什么?对此问题的见解尽管不尽一致,但从法理上说,判定证券法上的证券范围,无疑是根据证券法的宗旨和投资证券的特性决定的。从世界各国法律对“证券”概念的确认来看,我们不难总结出“证券”的基本属性。我们可以借鉴美国“投资合同”或日本“集合投资计划”的定义,只要符合“投资合同”四个标准的金融投资商品都可以成为法定的“证券”的种类。具体立法技术上,也可以借鉴美国证券法对“证券”采用的定义方式。1933年《证券法》、1934年《证券交易法》都对证券采用了冗长的定义,在列举了数十种立法者认为应当被认定为证券的投资工具之后,立法者还用“一般被普遍认为是证券的任何权益或者凭证”(any interest or instrument commonly known as a security)来作为兜底。总之,对“证券”的一般性定义或标准的界定,目的就是要将所有花样翻新、不在明确列举的证券范围内的投资安排都包括在证券定义之内。

(二)对投资性金融商品实现一元化管理

基于证券法保护投资者的目标,所有与投资有关的融资安排都应当被纳入证券的定义;否则,证券法对投资者保护的目标就无法实现。因此,在界定证券时需要注意两个问题:(1)已知的证券品种是否都列

^⑳ 资本市场统合法对金融投资商品的概念作出抽象定义,并将符合该定义的所有金融投资商品作为法律的规制对象,从而转换成了这种概括主义体系。引自[韩]财政经济部:“关于金融投资业与资本市场的法律(暂称)制定方案”,2006年2月17日,第30页。

^㉑ 参见许凌艳:“金融监管模式的变革及资本市场统合法的诞生”,载《社会科学》2008年第1期。

入；(2)如何将那些层出不穷、花样翻新的融资安排都纳入监管范围。^④

首先,对投资性金融商品尽可能实现一元化管理。对新的融资安排(包括金融衍生产品、集合投资计划)在没有分散型法律、法规设计的情况下,由于分散型法律、法规出台的时间是不能预期的,因此只能先用统一型法律来调整证券市场的活动,以避免实践中再出现“无法可依”的状态,否则不利于证券市场的发展,也背离了《证券法》的立法精神。对此,笔者以为,可以借鉴日本《金融商品交易法》的做法,尝试将任何有关投资的金融商品,如股票、债券、外汇存款等风险性金融商品纳入《证券法》规范,以进行一元化管理。针对我国金融市场近年来大量出现的信托受益权及其权利凭证、股权认购权证、为实施资产证券化而发行的资产支持证券,这些金融投资商品已经经过市场的检验,有了一定的实践经验和监管经验,可以列为法定的证券种类。尽管其中很多品种,如信托受益权和资产支持证券多是私募发行并且是受银监会监管,但这并不影响它们成为“证券”的法定种类,不能因为涉及不同监管部门的监管权力和利益就人为地将其排除在“证券”的概念之外。这样立法考虑的理由是基于金融市场法律整合的大趋势而言的。从长远来看,混业经营将是金融机构发展的大势所趋,金融监管模式也将会向银行、证券、保险等多个主管部门之间的混业监管或者以业务为标准(而非以机构性质为标准)的监管方向进行转化和整合。因此,在我国《证券法》修改时应该明确将上述三类金融投资商品列为“证券”的法定种类,同时也应当调整银监会和证监会的监管职权,将该三类金融投资商品纳入证监会的监管对象中来。这些商品若依赖单一的部门划分标准来进行监管,势必会出现监管盲区。

其次,对可能涉及重复监管的金融产品的规制问题可以适用准用性规范。国际上已开发的多种金融衍生产品,如股价指数带动定期储蓄(ELD: Equity Linked Deposit)、股价指数带动收益证券(ELS: Equity Linked Securities)及变额保险(Variable Insurance)等金融衍生产品很难确定在银行与证券法规、证券与保险法规中单独适用何种法律。基于各类不断涌现的新型金融衍生产品而引发的重复规制或者空白规制的

^④ 参见彭冰:“非法集资活动规制研究”,载《中国法学》2008年第4期。

问题,以及不同的受理机关适用不同法律规则造成不合理的结果,如何完善金融监管体制是目前我国面临的不可回避的严峻问题。日本《金融商品交易法》对于投资性强的储蓄、保险、信托等,采用分别在《银行法》、《保险业法》和《信托业法》中规定准用《金融商品交易法》行为规范的方式,以避免行为规制的重复性适用,同时在每一行业法中规定对某种行为的规制和监督,是为了使法的适用关系更加明确。从这种意义上说,即使在金融商品交易法制下,储蓄是银行法,保险是保险业法,信托是信托业法,过去纵向分立的行业法还在维持着。但同时,这些行业立法准用《金融商品交易法》的行为规制,至少在投资性强的金融商品、交易的贩卖和劝诱等方面适用《金融商品交易法》,也就明确了《金融商品交易法》在金融关系中处于中心法律的位置。^①

(三) 金融工具创新由证券监管机构认定和核准即可

我国1998年《证券法》对于证券衍生品种的法律地位并无直接涉及,但学界通常认为证券衍生品种属于“由国务院依法认定的其他证券”。2005年《证券法》对证券衍生品种的法律地位依旧没有直接界定,但《证券法》第2条新增规定:“证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定。”尽管2005年《证券法》较1998年《证券法》明确提及“证券衍生品种”并对制定证券衍生品种发行与交易制度作出授权性规定,无疑值得肯定,但该规定仍有可供讨论之处。有学者指出,新的证券衍生品种的出现,在为投资者提供新的投资手段和交易方式的同时,也往往暗含新的风险形式乃至对现行规制措施的规避,因此法律对证券衍生品种予以特别规制是必要的。但是,法律的变化永远也跟不上证券衍生品种的创新步伐,由国务院主导证券衍生品种的创新模式与证券市场的发展需要不相适应,对每一种证券衍生品种的发行和交易进行特别规制显然过于浪费立法资源。因此,一个可供考虑的制度建构建议是:(1)应当直接规定证券衍生品种属于证券法的适用范围,其发行与交易首先要适用证券法的一般规定。(2)对于证券衍生品种在发行与交易方面的特殊之处,可预先制定体现证券法原则的特别管理办法。(3)对于具体的证券衍生品种,其发

^① 参见马太广:“日本金融商品交易法制的新发展”,载《中国商法年刊》(2008)。

行与交易可由证券监管机构认定和核准即可。^④

笔者以为,我们要充分发挥市场自律在整个市场监管当中的比较优势,对需要调整的证券衍生品种,像目前授权国务院认定的衍生品种,其上市交易办法调整为授权证监会直接作出规定,或者由交易所作出规定,授权证监会批准。此外,证券监管机关也可以根据市场发展和保护投资者的需要,依据法律的授权主动认定某金融投资商品为“证券”,对其发行和交易实施监管,以实现《证券法》对投资者的全面保护。

^④ 参见陈甦:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第23页。