

## 定义“证券”:内涵加外延的 立法模式

周晓松\*

**摘要:**证券法“列举式”的定义已不适应市场发展和金融监管的需要,必须对证券内涵进行规定。证券内涵应是市场本质和法律本质的科学融合,并表现为商业证券和金融证券两个历史阶段。商业证券推动了法律内涵的发展,具体包括持有人制度、证券公示制度、善意持有人制度三个方面的内容;金融证券的市场内涵和法律内涵大大突破了商业证券,且法系差异性较大。中国需要以投资者保护为核心确定证券法律内涵,科学处理投资者权力、监管权力和司法权力的关系。

**关键词:**商业证券 金融证券 投资合同

### 一、引言

法制改革和市场发展的良性互动是中国经济改革成功的经验之一。十四届三中全会以来,每次

---

\* 任职于中国光大银行战略管理部,法学博士、金融学博士后。

“三中全会”都跟随着较大规模的法律修订,这些修订总结了前期改革的经验,为下一轮改革发展明确了方向,是“中国模式”成功的原因之一。法制改革的民主化、科学化和市场化是改革是否成功的基础,也是决定中国获得“后发优势”抑或“后发劣势”的关键。<sup>[1]</sup>十八届三中全会明确提出“健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革,多渠道推动股权融资,发展并规范债券市场,提高直接融资比重”的要求,《全国人大常委会2014年立法工作计划》将《证券法》修订列为2014年工作计划,并计划于2014年12月启动初次审议程序,是落实十八大决定的重大举措。

证券的定义是证券法律体系的“基础范畴”。证券的定义是立法和研究的起点和基础,证券法律体系在很大程度上是“基础范畴”+“逻辑推理”后形成的概念、原则、规则体系。除非存在合理例外,概念、原则、规则必须符合内在逻辑关系。<sup>[2]</sup> 证券定义必须为具体原则和规则的设计留下概念基础。例如《美国统一商法典》将证券定义为一种“份额”(participation)或“(发行人的)义务”,<sup>[3]</sup> 而不同于传统的股票和债券。前者为将“有限合伙的合伙份额”认定为证券留下概念基础,后者“发行人的义务”意味着“投资人的权利”没有局限在“财产权利”,充分考虑了证券还包括诸如投票权、知情权、询问权等大量人身权利。

我国1998年《证券法》的制定和后期两次修订均采用“列举”立法模式,回避“证券”内涵的厘定。列举模式充分考虑了我国市场发展、立法技术和监管水平等客观因素。不过,随着金融市场发展,证券内涵的缺失已经表现出一定的弊端,主要有以下几点:(1)无法有效引导市场创新,释放金融潜力。由于缺乏“内涵”标准,金融创新“合法”和“非法”的界限模糊,市场潜力无法充分释放,倒逼民间资本采取地下运行模式。(2)不利有效打击非法金融行为,引导和规范金融市场的理性

---

[1] 关于“后发优势”和“后发劣势”的争论见:Jeffrey David Sachs、胡永泰、杨小凯:“经济改革和宪政转轨”,载《经济学(季刊)》2003年3月期;林毅夫:“后发优势与后发劣势——与杨小凯教授商榷”载《经济学(季刊)》2003年3月期。

[2] Karl . N. Llewellyn *Jurisprudence: Realism in theory and Practice*. The University of Chicago Press, 1962, pp. 26 - 48.

[3] UCC § 8 - 102(15).

发展。由于缺乏“内涵”标准,监管机构和司法机构同样无法有效对金融创新的合规性和合法性进行裁定和判断。例如众筹、支付宝、P2P、文交所等现象的性质以及合法边界缺乏认定标准。美国司法判例中,“投资合同”的主要功能之一就是在合法金融行为和非法行为之间划定界限,符合该标准则意味着行为获得合法性,具有合法授权的效果;最近,美国证券监督委员会颁布的《众筹监管规则》,合理界定了众筹的合法要件,也为打击非法证券提供了基础。〔4〕(3)监管权力失衡,影响金融市场结构。由于缺乏“内涵”定义,证监会的权力主要集中在股票、公司债券、基金等证券的准入监管,证券在两个交易所的交易监管和证券退出监管。交易所外的银行间市场,银行业、保险业、信托业的证券创新行为基本脱离了证券监管,在监管机构间形成权力的不均衡;另一方面,监管权力不均衡直接影响市场结构。2007年后证券公司理财业务受限,银行理财和集合信托计划得到快速发展。截至2013年末,业务总量达到20.4万亿元,约占GDP的35.8%。〔5〕证券定义的狭窄和后期不同监管部门监管尺度的差异直接导致证券公司理财业务发展受限,证券公司、银行、信托形成不均衡的市场结构,银行在“杠杆率、期限错配、贷款标准、信贷质量、表外业务”等方面的风险不断积累。〔6〕

显然,金融市场创新、金融司法实践、金融市场监管、金融市场结构健康发展都要求现有立法对“证券”的本质进行科学的界定,为处理好上述关系打下良好的法律基础。

## 二、证券“内涵”：市场本质和法律本质的科学融合

证券的法律本质应充分体现证券的市场本质,并通过立法将必要的市场本质转化为法律条文。从市场本质的角度,证券经历商业证券

---

〔4〕 17CFR Parts 200, 227, 232, 239, 240 and 249.

〔5〕 Asian Development Bank. Knowledge Work : *Shadow Banking Through Trust Funds* (2014).

〔6〕 同上。

(商品交易凭证、有价证券等类似的概念)向金融证券发展的两个阶段,两种证券的市场本质存在巨大差异,相应的法律制度也存在不同。美国、英国、德国、日本等国家都形成了民法法层面的“商业证券”立法和金融法层面“金融证券立法”的双重体系。<sup>[7]</sup>因此,从历史角度区分商业证券和金融证券两个阶段,研究证券的市场本质和法律本质的互动发展,是研究证券“内涵”的合理角度。

### (一)充分尊重证券的市场本质,将市场内在规律转化为法律

“市场经济是法治经济”,证券定义需要将市场规律合理和科学地确定为法律规则,这个过程具有两个层面的效力:一方面,确定证券的合法范围,授予市场主体独立行为的权力。市场主体有权力在证券定义划定的范围内实施金融创新等市场行为,这种权力不受监管和司法等公权力的任意干涉,该权力也是独立经营权、独立投资权、买方自负等具体法律制度的权力基础。从法律技术层面,证券定义和“非法证券”行为构成“互补体系”,符合证券定义的行为实质获得合法授权,监管机构无权任意干涉。另一方面、确定金融监管的合理调整范围。监管机构有权力在证券的定义范围内,按照法定程序,实施金融监管。

### (二)充分尊重立法的特点,通过立法技术将证券的市场本质转化为法律制度

立法是一项专业化并具有独立性的工作,需要充分考虑法律自身的独立性,将证券的市场本质科学的确定为法律。例如:流通性(transferability)是证券的市场本质之一,在商业证券时代,各国立法主要通过“善意持有人制度”保障其流通性;在金融证券的无纸化时代,各国主要通过证券托管制度、存管制度和登记结算制度保障其流动性,具体的法律制度设计存在极大的区别。

---

[7] 美国商业证券立法主要规定在《统一商法典》,其中第八章第103条为:“确定特定债务和权益是否是证券或金融资产的规则”,为区分商业证券和金融证券典当了基础。需要说明的是,美国没有引入金融工具的概念,而是使用金融资产作为兜底概念,涵盖了期货、期权、组合产品等创新金融产品;德国《民法典》第7章第二十一节规定了记名证券、第二十二节规定了不记名证券,共25个条款;日本关于证券的一般规则散落在《日本民法典》第86条,第364~366条,第519条。

### (三) 合理处理法律和市场关系,部分市场规律不需要转化为法律制度

法律和市场边界是一项重大和古老的课题,国家实践和理论实践没有绝对的定论。从证券的本质看,营利性是证券的市场本质,但法律制度并不能将营利性作为内涵标准,而是通过证券法层面的“买者自负”或者民商层面的“经营独立原则”涵盖营利性。因为实践中,某种创新证券的产品是否在本质上有营利性,应该由投资者独立判断和独立负担。再如,“均分性”是金融证券的早期特征,不过随着结构性产品、组合性场品的出现,已经被市场实际突破,主要国家都没有再引入该标准,而是通过“证券化”或者“资产支持证券”涵盖;即使在民商法层面,也只有《美国统一商法典》列入“可分割”替代“均分性”作为内涵标准。

### 三、商业证券的市场本质和法律本质的基本分析

表 1 商业证券的市场本质和法律本质

种类	市场本质	法律本质
物权凭证(提单、仓单)	交易的安全性	持有人主义制度
支付工具(汇票、本票、支票、保理合约)	交易的便利性 交易的连续性	公示制度 善意持有人制度

#### (一) 商业证券的市场本质是实现商业交易安全、便利和维护市场交易连续性的工具

商业证券的出现,实物交易实际转化为证券本身的交易,随着支付工具的发展,交付也转化为支付工具的支付,交易各方仅仅通过商业证券和支付工具的交易,完成实物交易和支付的效果,大大降低了交易成本、提高了交易安全。同时,由于证券的安全性和便利性,后续交易可以仅仅通过证券连续交易而实现,最终达到市场交易的连续性。显然,商业证券的市场本质要求立法对商业证券的“安全性、便利性和连续性”进行保护,这是商业证券早期发展的立法需求。

## (二) 商业证券的法律定义包含了商业证券的立法需求

商业证券包括物权凭证和支付工具等,虽然各国的定义不同,<sup>[8]</sup>但其定义基本围绕持有人主义制度、公示制度、善意持有人制度设计,而这三个制度基本实现了安全性、便利性和连续性等市场本质的立法需求。(1)持有人主义制度(bearer rules):证券的占有即所有,持有人和所有人混同,并对抗或有条件对抗真实所有人,保障交易的安全性和便利性;在很多情况下,盗窃所得的证券依然具有所有人的效用,充分保障了证券的流通性。(2)公示制度(representation rules)。通过特定的公示方式(登记、交付或者背书),实现权力的对世效力。该项制度为资产证券化、大宗商品交易、衍生品的交割制度奠定了基础。在电子证券的背景下,集中统一登记、中央结算、托管制度以及市场化的结算公司都起到公示机构的作用。(3)善意持有人制度(holder in good faith)。证券与证券形成的原因分离,证券在市场可以独立流通,不受其前手交易非法性的影响,保障证券交易的连续性。显然,三个制度的设计实现了证券的安全性、便利性和连续性。

(三) 英美法系和大陆法系对于商业证券的法律制度具有一定的差异

表2 商业证券法律制度国别比较

国别	性质	持有人主义	善意持有人	可分性
美国	义务	采纳	采纳	采纳
德国	债	有限采纳	有限采纳	无
日本	动产(《民法典》第86条)	采纳	采纳	无

### 1. 证券的法律性质认识存在差异

美国将证券认定为发行人的“义务”(obligation),德国认为证券为“债”(obligation),日本认定为动产。需要说明的是,有学者将美国商法中的 obligation 翻译为“债”较不合理,因为美国没有物权和债券的基本分类,obligation 主要表现为基础性法律关系中的“义务”,并且如果翻译为“债”,则证券的范围过小,无法覆盖非债务性证券;德国民法中的 obligation 也具有“义务”或“债”的双重含义,不过《德国民法典》将“证

[8] 同注7。

券”规定在“债法篇”，视其为债的一种形式，其《民法典》层面的证券基本是债务性证券。德国在《证券交易法》中，对于证券的性质有所突破。

## 2. 持有人主义的抗辩制度存在差异

持有人主义意味着持有即所有，在没有抗辩理由的情况下，持有人推定为所有人，发行人必须满足持有人的权利主张。美国和德国关于该制度的抗辩理由存在较大差异。根据《美国统一商法典》第8章的相关规定，证券发行人对抗持有人的构成如下：（1）发行人必须将抗辩理由通知持有人，否则无抗辩效果。例如，发行时无效的证券，如果没有及时通知，则持有人可以主张证券有效，且后手持有人也可主张有效。这一条实际加重了证券发行人的发行审慎义务。（2）证券持有人已经支付了证券的对价，否则无法抗辩。（3）严格有限的抗辩理由：非政府证券发行时无效、证券本身记载内容或援引的内容包含了抗辩持有人的理由。（4）发行人的所有其他抗辩，包括证券的未交付或附条件交付，无法对抗已支付了对价的持有人。《德国民法典》设计了较多的除外条款作为抗辩理由，具体包括：发行人主张持有人无权处分而抗辩支付；发行人基于发行行为无效抗辩支付；发行人基于证券自身的原因抗辩支付；德国《民法典》没有将通知作为抗辩的必备要件。

显然，美国和德国采取了两种不同的立法理念设计持有人制度，在证券的定义中，两国均只采用了“持有人”（bearer）的表述，但具体制度内涵差异较大。我国《证券法》也有“持有”的表述，但缺乏具体的制度设计，其内涵到底如何需要更细致的制度安排。

## 3. 善意持有人制度设计存在差异

美国善意持有人制度的例外情况是“持有人涉嫌欺诈或非法活动的参与方”，并且明确规定：“证券交付后可以不受对抗性主张的对抗”。德国善意持有人制度的例外情况是可宣告遗失和灭失证券的无效以及时效对抗。

小结：两大法系的民商法对于证券的市场本质和法律本质的认识相似，不过两个国家在制度设计的具体理念和内容上存在差异。美国体现了高度的实用主义，其制度设计高度体现了市场便利和安全的需求，实践中，《统一商法典》（1994）发展出非常系统的关于证券交易的规则，由于该法典同时引入金融资产这一上位概念，其调整的范围覆盖金融证

券、期货、期权、大宗商品合约等,大大便利了交易,规范和发展了市场。从这个角度看,《证券法》意义层面的证券只是美国金融市场中较小的一部分,证券交易的规则很大程度需要从《统一商法典》中寻求依据。

#### 四、金融证券的市场本质和法律本质分析

表3 金融证券的市场本质和法律本质

金融证券	市场本质	法律本质
债券证券	具有风险性、流动性、收益性的融资工具、风险管理工具、价格发现工具、投资工具	1. 欧盟、日本、韩国、香港: 兜底模式 2. 美国: 复合模式 3. 德国: 实质标准
股权证券		
基金份额		
货币证券		
集合理财和结构性产品		

##### (一) 金融证券已经发展为集合性和结构性的金融工具

在实体经济金融化的背景下,商业证券从传统的货物凭证和支付工具变化为结构性和组合性的金融工具。<sup>[9]</sup> 在市场需求、金融创新、电子网络技术发展等要素的推动下,金融证券已发展为实现投资(投机)、价值发现、风险管理、价值管理、宏观经济管理、公共服务等功能的集合性和结构性工具。<sup>[10]</sup> 虽然有一些学者质疑过度金融化对市场带来的消极影响,<sup>[11]</sup> 不过金融创新和金融市场发展几乎是不可避免的趋势。一些学者认为“通过制度和技术的安排可以把金融发展为人类财富的管理者”。<sup>[12]</sup> 从立法角度,金融证券市场本质的剧烈变化导致法律本质定性

[9] Thomas I. Palley, *The Macroeconomics of Financialization: A Stages of Development Approach*(2009), <http://ideas.repec.org/a/ekz/ekonoz/2009305.html>, 2014年6月8日访问。

[10] 罗伯特·希勒:《金融与好社会》,中信出版社2012年版,第1~26页。

[11] Engelbert Stockhammer, *Financialization and Global Economy*, PERI Working Paper Series (2010); Gerald A. Epstein, *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, 2005, pp. 5, 6.

[12] 同9。



的困难,不同国家和地区采取的立法模式存在差异。

## (二) 立法模式差异

1. 兜底模式。欧盟、日本、韩国、香港地区回避对证券法律本质进行规定,均引入金融工具作为兜底概念,<sup>[13]</sup>但这些国家和地区对于金融工具的法律本质没有明确规定,唯一确定的是“金融”作为“证券”的定语,将该类证券和传统商业证券进行了区别。

2. 复合模式。美国确定了三个标准:(1)《统一商法典》第 102 确定了证券的实质标准,第 103 条列举了“区分特定债务或者权益是否是(金融)证券或者金融资产的规则”的 9 条具体标准;(2)美国《1933 年证券法》第 2 节确定的“投资合同”标准;(3)判例对于投资合同的解释和扩展。三者的关系:《统一商法典》为证券的内涵标准奠定了一般性规则;“投资合同标准”则为具体的产品是否属于证券进行具体判断;判例则确定了更为具体的“先例规则”(precedent)。需要说明的是,美国有 2/3 的州批准采纳《统一商法典》,其设定的标准仅在这些州具有效力。根据判例法的适用规则,美国各州可以引用投资合同的判例标准,其适应几乎覆盖全美。

3. 实质标准模式。德国采取实质标准,《德国证券交易法》第 2 条规定:“证券是任何在金融市场上本质具有可转让性的证券,无论这种证券是否具有权证。”

样本国家中仅美国和德国规定了金融证券的实质标准,本文主要讨论证券的“内涵”,以下对两国的法律内涵标准进行比较分析。

## (三) 美国金融证券的法律内涵分析

### 1. 《美国统一商法典》关于金融证券内涵的认定

(1) 将证券定义为“发行人的义务”,为构建完整的投资者保护体系建立了范畴基础

证券的立法定义可以从“投资者权利”或者“发行人义务”等角度设计,将证券确定为“发行人的义务”是芝加哥学派研究成果在立法上的呼应。该学派认为,监管捕获是市场比较普遍的现象,需要通过司法救

[13] 《欧盟金融工具市场指令》(2004/39/EC 指令)第 4 条;韩国《资本市场法》第 1 条;日本《金融商品交易法》第 1 条;香港《证券和期货条例》。

济和提高投资者保护两种手段进行制衡。<sup>[14]</sup> 以此为基础,美国证券法从立法目标、原则、制度、诉讼制度等方面建立了完整的投资者保护制度,而证券定义中“发行人义务”的角度选择,为整体立法的逻辑性提供便利和并集中体现了投资者保护的理念。

#### (2) 证券的对象广泛,为资产证券化等金融创新留下空间

《统一商法典》将证券的对象规定为“发行人义务、股份、份额义务、或其他权益”,这个标准非常广泛,几乎覆盖了发行人的所有人身、财产和其他权利,为美国证券的发展留下了巨大空间。例如,有限合伙中有有限合伙人的合伙份额是“份额义务”的典型形式,该份额也被认为是一种证券,并可以适用证券交易规则,进而大大推动了美国合伙制基金、合伙制中介机构(审计师、律师、评级)的高速发展。再如,理财产品中的“理财服务”是一种典型的“发行人义务”,且该义务是管理义务,而非财产义务,这符合罗伯特—希勒提出的“人身权利中的经济价值”可以通过金融市场得以实现的理念。

#### (3) 引入金融资产的兜底概念,衔接监管差异,规范证券市场和商品期货市场的发展

由于历史原因,美国形成了商品期货市场和金融证券市场立法、监管分离的情况,不过市场交易具有自动整合的作用,自然对于立法提出了整合的需求。《美国统一商法典》引入“金融资产”(financial asset)作为兜底,保留现有法律和监管体制,专注于证券市场、商品期货交易、统一交易规则的制定,实现“相同法律关系、相同监管规则”的理想状态。

#### (4) 可以份额化,并且满足两个实质标准中的一条

首先份额化不是必备条件,而是可选择条件。其次,该条款确定了两个实质标准:标准一,在证券交易所或者证券市场交易的属于证券。不过美国立法对于证券市场(securities market)没有确定法律含义。根据《美国国家证券市场促进法》(1999年)的相关规定,证券市场应该包括:一级市场、二级市场、场外市场、州市场、区域市场等。标准二,充当交易媒介并且其条款表明是一种证券。该标准表明,判断某种证券是否

---

[14] Stigler, George J., *The Theory of Economic Regulation*. Bell Journal of Economics and Management Science(1971).

是金融证券关键看该证券包含的权利和义务条款,并作出具体判断。

(5) 高度实用主义原则,列举多项具体认定标准

《美国统一商法典》第8章第103条列举9条具体标准,认定金融证券,其中比较有特点的是:“(c) 合伙份额和有限责任公司股份不是证券,除非在证券交易所或证券市场交易,或明确声明是证券;(g) 所有权凭证不是金融资产,除非证券中介(securities intermediary)为证券账户开户的人持有的任何资产”。根据(c)条款,份额和有限责任公司的股份原则不是证券,除非在证券市场交易;所有者凭证不是金融资产,自然也不是证券,除非在证券中介机构开户实施了存管。此处的中介机构包括清算公司以及实施存管业务的银行经纪(bank broker)。

2. 美国判例法中的“投资合同标准”<sup>[15]</sup>

《美国统一商法典》为金融证券的判断规定了基础性的要求,但实质条款中的“条款表明是一种证券”存在巨大的认知模糊。美国判例法引入“投资合同”,对这个实质问题进行解读。根据现有判例,投资合同标准的构成包括:(1)存在货币投资行为;(2)投资于公众企业(common enterprises);(3)有获利目的;(4)利益来自第三方。

对于什么是公众企业,美国法院存在争议。一些观点适用横向标准(horizontal commonality)认为,公众企业是发起人聚集多方投资形成资金池,并且个别投资者的收益和企业的总体经营关联。根据这个标准,有限合伙企业中不参与管理的有限合伙人份额是证券。一些观点采用纵向标准(vertical commonality),关注投资人和发起人的关系,强调投资人的收益依赖发起人的管理和专业性,认可“一对一投资”以及“中介经纪”行为。根据这个标准定向理财服务属于证券,最新判例将定向发行的对象限制在1000人,超过的为证券,否则为合同行为。

由于判例法仅仅对具体案件进行判断,无法形成一般性的认知标准,以下列举最新判例的一些结论:(1)债券证券。证券的本质是支付

---

[15] Howell E. Jackson and Mark J. Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource - based Evidence*, Harvard University Public Law and Legal Theory Research Paper Series Paper No. 28; *Defining An “Investment Contract”*: The Commonality Requirement of The Howey Test, *Washington and Lee Law Review* 1983.

本金或利息,一般的公司债券、非公司债券、其他债券都属于证券,不过可转换贷款(negotiable loans)和存单是否属于证券存在争议。美国判例法的标准是,合约如果可以在二级市场交易则也构成证券。二级市场的判断标准是,存在做市商、存在产品时价(例如外汇买卖价差),并且在具体交易中存在合约转让行为。合约转让行为的判断标准是,具有贷款结算和新债务证券创造的两个独立行为。(2)票据。金融机构和非金融机构签发的可变利率即期票据是证券(这些票据可能具有真实贸易背景)。不具有真实贸易背景的商业票据(commercial paper)自然是证券。(3)有限合伙份额。有限合伙中不参与管理的合伙人份额是证券。(4)理财服务。超过1000人的理财服务是证券。

#### (四)德国金融证券的法律内涵分析

1. 依赖《德国民法典》确定实质性标准,“在金融市场上本质具有可转让性的证券”。一方面,德国的这项标准和《美国统一商法典》的两个实质标准之一相同,均强调在金融市场交易或者具有可转让性的是金融证券。另一方面,“可转让性”意味着不要求具体的发行和转让,即注册发行和上市前的证券,只要具有可转让性,也是证券法层面的证券。

2. 证券定义的范围相对狭窄。《德国证券交易法》列举的证券种类包括股份、份额、债券三种类型,相较于《美国统一商法典》所确定的“发行人义务、股份义务、份额义务、利益义务”相对狭窄。

3. 引入“金融工具、金融衍生品概念”,弥补证券定义的狭窄。《德国证券交易法》同时写入了金融工具和金融衍生品两个范畴,且都受该法调整,扩大了监管范围,其定义覆盖了《欧盟金融工具市场指令》项下的货币市场工具、集合投资计划、期货和期权等。日本的《金融商品交易法》和韩国的《资本市场法》,都采取了这种立法方式。

小结:(1)金融证券的本质界定存在两种方法:从民商法出发,将金融证券界定为金融市场的证券;或者直接界定为“发行人义务”;回避对金融证券本质的定性,引入金融工具概念,并通过市场实践不断扩展其内涵。(2)金融证券的客体广泛,并不断扩大,为市场创新留置空间。现有英美法的主要国家,将证券的客体扩大为财产、权益、份额等客体,并且不断扩大。研究表明,美国已经开发出以“名誉”为对象的证券化产品。随着金融化的高度发展,客体对象将不断扩大。(3)针对不同种

类的证券,确定更为具体的认定标准。美国确定了9类具体的标准,德国和其他主要国家和地区则直接将成熟的产品写入成文法。基本按照权益类、债务类、基金类、期权和衍生类的分类列举分类。(4)充分强调发行人的义务,为构建投资者保护奠定基础。

## 五、我国《证券法》第二条的评价和修改建议

我国在民商法层面几乎没有关于商业证券的一般性规定。1998年修订《证券法》时,有委员提出,“证券法调整的证券应限于资本(金融)证券,对有把握的证券种类先做规定,同时也为今后证券市场的发展留有必要的余地”,到目前为止我国依然没有关于商业证券的一般性规定,这也导致我国证券法制的基础性制度缺失。我国《证券法》对于上文提到的持有人主义、公示制度、善意持有人制度都没有完整的规定。人民银行开发的应收账款质押系统是公示和登记制度的重要内容,但由于立法的缺失,其效力登记不高,在实践中面临很多问题。在证券的内涵定义中应该充分考虑这个现实,并和后续的登记、托管、存管制度相接。

### (一)评价标准

从立法技术角度,对证券“内涵”条款的评价是基于以下几点考虑:

1. 内涵标准应该完全涵盖列举项的共同内涵,并为未来金融创新和监管留置空间。证券立法的特点之一是扩大证券的内涵,囊括证券、期货和衍生品,为市场规范留下基础。国际普遍的做法是将证券和期货合约平行列举,并再增加金融工具这一兜底概念。目前,美国、德国、日本、韩国、香港、欧盟都采取了这种立法模式。

2. 证券的内涵应该和民法、商法、公司法等制度衔接。例如,证券的性质是界定为基础的“投资人权利”或“发行人义务”需要深入的思考。

3. 从内在逻辑角度,“证券”范畴应该包括性质、主体、对象(客体)、内容、效力等方面的内容。证券的内涵定义必须对这些内容作出规定,或者采取科学的方法规避。从立法技术的角度,《美国统一商法典》关于证券的定义比较完美,《德国证券交易法》关于证券的定义几乎直接沿用了《德国民法典》中证券的定义,仅仅增加了“金融市场”这个标准。

4. 明确立法角度。立法上角度包括发行人角度、投资人角度,或者证券自身角度下定义。从发行人角度则表述为“证券是发行人……的义务”;从投资人的角度则表述为“证券是……的权利”;现有草案从证券角度下定义,德国也采取类似角度“(金融)证券是……证券”,不过这种立法必须建立在基础性的民事法律制度上,德国《德国民法典》作为立法基础,我国没有类似的基础。

## (二) 评价和建议

1. 原条文没有明确立法角度,且没有明确证券的性质。

立法建议:从发行人角度立法,将证券定义为“发行人……的义务”。(1)“义务”可以涵盖所有的证券、期货、期权和相关金融衍生品,为证券范围扩大留置空间,符合市场发展趋势;(2)明确投资人保护的地位,确定以投资人保护为核心的立法理念。具体理由:大量的国家实践和理论研究表明,从立法层面规定投资人权利,设计投资人保护制度,提升金融监管透明度,提高司法权威和完善司法救济是实现金融市场效用的基本要求;<sup>[16]</sup> 现有《证券法》第5条合法原则确定的审慎程度过低,无法有效追究发行人、保荐人和中介机构的责任;证券监管机构执法权利制度设计过于薄弱;司法救济的整体权威性和有效性需要提高。

2. 将证券的对象扩大,确定为“权利或其他权益”:(1)扩大对象范围并涵盖人身权利、份额权利等内容,为后续拓展,以及期权、期货立法衔接,留置空间;(2)增加“能够在金融市场转让”作为判断的实质标准;(3)引入金融市场作为判断“证券”的实质标准之一,符合国际惯例;(4)此处的金融市场包括场内市场、场外市场、柜台市场,具体的认定标准可以由监管机构掌握;从国务院37号文的实践看,将判断的权力交由证监会落实,可以较好地实现权责对等;(5)金融市场标准具有一定的兜底性,可以为后续监管的合法扩大留置空间。

3. 建议删除表述中的“特定”。如果保留“特定”容易诱发歧义,其

---

[16] Jonathan Macey, Joshua Mitts, *Three Justifications for Piercing the Corporate Veil*, Yale Law Research Paper N. 488 (2013); Jonathan Macey, *The Distorting Incentives Facing the U. S. Securities and Exchange Commission*, Harvard Journal of Law and Public Policy (2010); Norman S. Poser, *Why the SEC Failed: regulation Against Regulation*, 3 Brook Journal of Corporate Finance and Commercial Law 2009.

可以理解为,证券是“一对一”的针对特定对象的证券化行为,可能会诱发“资产池、集合性、结构性产品是否属于‘特定’的财产权利”的争议。修改建议:方案一,证券是指发行人发行的代表财产权利和其他权益,并能够在金融市场转让,且可以均分(分割)的金融工具;方案二,证券是发行人对于其他人具有的财产义务和其他义务,并且不仅可以份额化,还可以在金融市场转让。