

论我国《证券法》修改的证券范围 扩张:投资合同的引入^{*}

李有星^{**} 金幼芳^{***}

摘要:中小企业融资与资本市场实现对接,是证券法修改首先要解决的任务。我国证券法没有证券定义并缺乏功能性标准,直接造成具有实质性的证券融资活动无法受证券法调整,中小型企业更是难以借用股票和公司债券以外的权益证券融资。法定证券的狭小范围,抑制了证券融资功能,缩小了证券监管的应有范围,以至于我国管理企业融资的部门混乱,非法集资的打击被滥用,导致基金业管理的漏洞。扩张证券范围,引入投资合同、证券私募和小额融资豁免制度,赋予证券监管机构与法院证券认定裁量权,实现证券融资领域的全面无缝隙监管。

关键词:证券定义 监管范围 投资合同 证券私募 小额豁免

^{*} 【基金项目】浙江省社科规划项目(11YD30YB0);浙江省金融研究院重点课题《浙江金融法制环境建设研究》(2011GH03),温州市政府《温州市民间融资管理研究》(CTZB-F120822CWZ-1)。

^{**} 浙江大学光华法学院教授、博导,从事公司法、证券法、金融法教研。

^{***} 浙江大学光华法学院研究生,研究方向为金融法、证券法。

2013年9月26日,浙江省人大常委会正式审议《浙江省温州民间融资管理条例》(草案),该条例规定了“定向债券融资和定向集合资金”两种企业直接融资方式。按照设计者的初衷理解,其实就是企业私募债券融资和私募基金融资。问题的关键在于这两种融资模式是否可以归入证券法的调整范畴,企业的这种融资是否应当归入证券监管范畴。客观地讲,从统一管理全国证券融资市场的角度看,以及比照境外管理企业证券融资的立法和监管看,应该是属于证券法调整而且当然归入证券监管领域。但是从我国目前的《证券法》规定和中国证监会的监管范畴看,显然这种企业实质性的证券性融资活动,无法受《证券法》调整,也不属于证监会监管。提出的问题一:为什么这么明显的实质的证券性融资活动,证监会无权管辖和监管?原因在于《证券法》规定的法定证券和证券扩展制度存在问题。问题二:证券监管到底要不要主管全国的企业资本融资市场?今后,我国的企业资本融资市场到底归谁主管?

证券市场最基础的作用在于为企业的发展筹集资本,而这种作用发挥是否充分,关键要素之一是《证券法》所定义的证券种类是否适应不断发展的证券市场的需要。我国自1998年《证券法》出台到2005年新《证券法》修订一直存在证券范围“应宽或应窄”的激烈争议^[1]。在缺乏证券定义的情况下,《证券法》第2条第1款规定“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”,由此,股票与公司债券以及国务院认定的证券成为证券法调整的法定范围。由于《证券法》未对证券的认定标准和证券“功能标准”作出规定,加之国务院认定的程序困难和认定证券数量有限,^[2]这种状况已经相当不适应证券融资市场发展的需要和中小企业利用证券融资的需要。

[1] 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;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。

[2] 迄今为止,国务院尚未明确认定其他种类的证券。参见吴志攀:《金融法概论》(第5版),北京大学出版社2011年版,第280页。

一、我国证券范围狭窄造成的不良情形

证券是记载着民事财产权利的特殊书证〔3〕,多数国家和地区的证券法都对证券范围依照“功能标准”作出不完全列举。所谓功能标准是指按照某种权利证书是否符合证券的基本属性和功能来判断其应否归属于证券,而不是按照该证书是否被冠以证券之名而进行判断〔4〕。我国《证券法》不能给出证券定义或者说证券“功能标准”,致使判断上发生分歧,甚至实质意义上的证券无法认定为证券而无法借助证券法律的调整,从而产生新型金融工具定性困难,无法科学判断企业的实质证券融资行为、企业难以借用股票和公司债券以外的权益证券融资,中小企业的证券融资渠道受限并与非法集资相纠结,以致打击非法集资及非法证券活动的范围宽泛和出现偏差等问题。

第一,实质性证券融资活动难以调整。中国不断发展与开放的金融市场创造了令人眼花缭乱的金融工具,果园投资合同、产权式酒店投资、地产投资券、矿产开采权投资、多方委托贷款以及一系列的资产证券化投资工具。上述投资的特点是投资者取得的不是股票、公司债券这种传统的凭证(证券),而是基于投资的合同、契约而取得他人经营的利益份额,也可以理解为依照投资合同确定的投资份额而分享他人经营的利益成果。诸如上述的创新型金融产品因为不符合证券法中规定的“股票和公司债券”以及国务院认定的证券,也没有相应的法律专门规制,而在出现时无法定性,也就没有相应的监管。在现实生活中,中小企业融资中不是借贷、股权融资,而是采用投资份额式融资很多,造成融资中的“实质性证券”融资但证券法不调整的局面。撇开新型企业融资、投资工具繁乱的名称,其都具有一个共同的特点,即都是一种以权利凭证换取货币金钱的实质意义上的“证券”融资行为。

第二,企业的“证券性”融资渠道明显受限。对于中小企业融资难

〔3〕 叶林:《证券法》(第3版),中国人民大学出版社2008年版,第6页。

〔4〕 同上,第12页。

的问题,许多言论将矛头指向银行对中小企业贷款的苛刻要求,而忽视了除银行贷款这条间接融资外的另一条融资渠道——直接融资。对于这个问题,吴志攀教授早在2003年就提到:“由于《证券法》适用范围和调整对象限制了市场证券的品种,限制了市场分层,使中小企业不能利用证券市场融资〔5〕。”我国《证券法》规定公司可通过股票和公司债券融资,同时对股票和公司债券的公开发行进行了严格的准入限定〔6〕,这样以中小企业的规模就不可能以公开的方式在证券市场筹集资金了。同时,中小企业通过金融创新方式进行的融资又必须先由国务院认定为证券后方可进行,这无疑又是中小企业进行融资时的一道坎,无法逾越。也就是说,绝大多数公司企业无法以公开的方式利用“股票和公司债券”以及国务院认定的证券工具在证券市场融资。此外,《证券法》第十条还规定了企业可以以非公开的方式发行证券融资,但主要针对的是上市公司,对非上市公司,并没有相应的对非公开发行融资的一个“安全港”制度设计,且依据2007年《国务院办公厅关于依法惩处非法集资有关问题的通知》未经批准公开、非公开发行股票、债券等也是非法集资的一个特征,因此企业的非公开发行融资就容易滑入非法集资的禁区,企业的融资与非法集资存在纠结的不正常联系也限制了企业的“证券性”融资。

第三,利用实质性证券融资合法性边界模糊。企业利用具有实质意义的权利凭证融资是常象,但在没有正确认识证券的范围或应当有的范围的情况下,国家无法真正提供合法与违法边界的界定标准,只有用非法集资和非法证券活动的大口袋管制打击〔7〕。虽然,最高人民法院为区别非法集资与合法融资不断进行探索,在2010年12月13日以法释〔2010〕18号《关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》(以下简称《非法集资解释》)中规定未向社会公开宣传,在亲友或者单位内部针对特定对象吸收资金的,不属于非法吸收或者变

〔5〕 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。

〔6〕 如公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准;公开发行公司债券的股份有限公司的净资产不低于人民币三千万元,有限责任公司的净资产不低于人民币六千万元等。

〔7〕 李有星:“论非法集资的证券化趋势与新调整方案”,载《政法论丛》2011年第2期。

相吸收公众存款。然而该解释仍未就不特定对象给出一个标准化的参考依据,即使是针对单位内部的融资,如内部职工再向社会不特定人集资从而构成“传销金字塔”的集资方式,也可能会产生“非法集资”或者“非法证券活动”指控的可能。就是在美国,曾认为未经豁免向单位内部发行证券合法的惯例,也被1953年出现的SEC v. Ralston Purina Co.案所颠覆〔8〕。因此,我国企业非法集资与利用证券合法融资之间的边界仍模糊。特别值得一提的是《非法集资解释》第2条列举的11种非法吸收资金的情形中,基本上都是采用实质意义上具备证券“功能标准”的证券融资行为〔9〕。但遗憾的是,此种行为无法由现行证券法调整,而是作为非法吸收公众资金形态加以调整。

第四,缺乏实质证券“功能标准”的判断依据。在证券法明文规定证券种类和功能的基础上,如何认定某种证书是否属于证券,主要由法官根据功能标准作出个案判断,但如果证券法缺乏“功能标准”将致使法官判断的不可能。我国出现的多种形式的投资、融资关系中,虽然借

〔8〕 该案中 Ralston Purina 是一个种子和谷物的制造与分销商,其每年向经过选择的雇员发行普通股。几年间,超过 400 个雇员购买了这些普通股,其中包括不少低职位的雇员。该案焦点是这种发行是否是非公开性的,是否可以适用 1933 年《证券法》第 4(2) 节规定的豁免向 SEC 注册。初审法院认为, Ralston Purina 的证券发行应该豁免注册,因为“Ralston Purina 进行的是内部发行,没有任何招揽行为,而且仅仅是向经管理层选择认为值得挽留或未来有升值空间的雇员销售有限的证券”,因此不构成公开发行。美国联邦最高法院认为作为 Ralston Purina 证券出售对象的那些人“没有办法获取在注册中所需披露的那些信息的途径”,而 1933 年《证券法》的立法目的是“通过促进投资决定所需信息的充分披露来保护投资者”,因此该发行不适用注册豁免,也就形成非法证券活动。See SEC v. Ralston Purina Co. 346 U. S. 119 (1953).

〔9〕 如(1)不具有房产销售的真实内容或者不以房产销售为主要目的,以返本销售、售后包租、约定回购、销售房产份额等方式吸收资金的;(2)以转让林权并代为管护等方式吸收资金的;(3)以代种植(养殖)、租种植(养殖)、联合种植(养殖)等方式吸收资金的;(4)不具有销售商品、提供服务的真实内容或者不以销售商品、提供服务为主要目的,以商品回购、寄存代售等方式吸收资金的;(5)不具有发行股票、债券的真实内容,以虚假转让股权、发售虚构债券等方式吸收资金的;(6)不具有募集资金的真实内容,以假借境外基金、发售虚构基金等方式吸收资金的;(7)不具有销售保险的真实内容,以假冒保险公司、伪造保险单据等方式吸收资金的;(8)以投资入股的方式吸收资金的;(9)以委托理财的方式吸收资金的;(10)利用民间“会”、“社”等组织吸收资金的;(11)其他非法吸收资金的行为。

助融资的工具名称不同(如股权、基金、林权证书等),其实质是利用具备“功能标准”的证券融资,但因我国缺乏“功能标准”认定的证券名称、标准和认定机构,因此无法往证券上考虑。美国著名证券法教程中提到了这样一段话:下列事物的共同性是什么?苏格兰威士忌,自行改善的跑道,化妆品,蚯蚓,河狸,麝鼠,兔子,灰鼠,渔船,真空吸尘器,一小块墓地,牛胚胎,灌制原版唱片合同,动物饲养计划,诉讼共同基金和果树。答案是:基于功能判断,判决认定上述均为联邦或州证券法意义上的证券。证券法覆盖下的这些非常规投资范围之如此巨大,可归因于“证券”广泛的法定概念。^[10]

第五,间接导致投资基金监管的巨大漏洞空间。2012年12月28日通过的《证券投资基金法》将私募证券投资基金纳入了监管的范围。但是,证券投资以外的基金没有纳入《基金法》的调整范围之内,法律修订小组努力通过扩大证券概念解释等方式将股权投资基金纳入《基金法》的调整范围,但没有成功。^[11]因此,各种基金只要远离股票、公司债券等狭窄的证券范围进行投资,就不受《证券投资基金法》的约束,不属于证监会监管的范围。而混乱的私募基金市场证监会只是监管的一部分,而另一部分任其野蛮生长和发展。正是在这种情况下,《浙江省温州民间融资管理条例》(草案)中,可规定允许各种非证券基金的筹集和运行,而且监管机构不是证监会,是地方政府金融监管部门(金融办)。

二、投资合同与证券注册豁免的启用

面对我国因证券定义而起的问题,借鉴海外立法例从而获得启示实在有必要。美国证券法中的功能标准、投资合同以及私募、小额豁免制度等设计理念和具体制度值得借鉴。美国法认为证券范围应宽不亦

[10] 托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社2003版,第23页。

[11] 刘运宏、卫学玲:“证券投资基金法修改中的创新与不足”,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第8卷),法律出版社2013年版,第144页。

窄,一切其他法律未作调整的融资行为,《证券法》都应进行调整,这样就避免了在金融创新中的法律监管的缺失,又不妨害证券市场的自由创新。为此,美国在1933年《证券法》及1934年《证券交易法》中设计了一整套制度来规定证券活动。

美国早在1933年《证券法》第2条第1项中就以证券“功能标准”将投资合同明确作为证券的一种^[12],由证券法进行监管。但当时的《证券法》并没有给投资合同下过定义,投资合同更像是一个证券定义中的“兜底条款”。没有对投资合同的明确定义,公众也就难以识别自己所签订的投资合同是否属于证券法中的投资合同。投资合同的判定标准出现于SEC v. W. J. Howey Co.案^[13]。最高法院在该案^[14]中宣称:《证券法》目的上的投资合同是指一个合同、交易或计划,一个人据此:(1)将他的钱投资;(2)投资于共同事业;(3)受引导有获利期望;(4)利益仅仅来自发起人或第三人的努力。即投资合同的检测标准(Howey Test)是“一个人将他的钱投入共同事业并期待从发起人或第三人的努力中获得利润”。^[15]有了投资合同的定义标准,“其他定义所不能涵盖的‘证券’都可以设法联系到这里,根据‘Howey Test’判定

[12] 1933年证券法第2条第1项规定:本法所称证券,除依其情形另有他指外,指任何票据、股票、库存股份、债权、无担保债权、债务凭证、任何分享利润协议之参与或权益证书、担保——信托凭证、公司成立前认股证明、可转让股份、投资合同、表决权信托证书、证券存托凭证、石油、天然气或其他矿权中部分未分割权利、或任何一般通认为证券之权益或工具、或上述各种证券之权利参加分配书、临时权益凭证、收据、权证、权证认股证书、股份认购之权利。

[13] 在该案中,被告Howey公司将其所有的大片柑橘田以亩为单位划分为若干片,吸引公众投资者,并与投资人签订了“土地销售合同”和“服务合同”,其中约定,土地以保证契约的形式转让给投资人;服务合同期为10年,在合同期间Howey公司对橘子的播种、收割和销售拥有完整的决策权。卖方既无权进入橘园,也无权拥有任何产品。买卖双方对于土地和产品甚至不是联营,买方只是在收获季节收到一份表示他那一份额收益的支票。果园的投资人,即买方居住地距离橘园通常很远,大多不是当地人,以旅游者或居住在一家由Howey公司经营的旅馆中的住户为主;他们大多不具备播种、收割和销售橘子的设备和经营;他们接受合同的唯一理由是希望依赖Howey的经营带来的利润。双方争议的焦点是“土地销售合同、保证契约、服务合同是否一起构成了《证券法》第2条(a)(1)所指的‘投资合同’,因而属于证券法规范的‘证券’”。See Supreme Court of the United States, 1946, 328 U. S. 293.

[14] See 328 U. S. 293, 298 - 299, 66 S. Ct. 1100, 1102 - 1103, 90 L. Ed. 1244 (1946).

[15] SEC v. W. J. Howey Co., 328 U. S. 293 (1946).

属于‘投资合同’进而属于‘证券’^[16]”。Miriam R. Albert认为：“之所以要定义这些投资合同是因为投资者需要企业在联邦证券法下登记的公开信息，知悉这些信息比他们自己参与企业运作更重要^[17]。”

美国法规定的证券实际上可分为两类：一类是已经标准化（standardized）的证券，如股票、债券、票据等；另一类是可变的（variable）、非常规的（irregular）、不常见的（uncommon）证券，如投资合同；前者易于被认定为证券，而后者则需要经过再仔细的考察才能确定其性质^[18]。而“再仔细的考察”一般指使用豪威检验（Howey test）或风险资本检验（Rist Capital Test）^[19]来判断投资合同的经济实质。与美国法中的证券范围对比可知，我国只规定了标准化的证券，而对此类非标准化的证券，我国通常将其纳入了非法集资的行列，因而产生了现有证券法框架下解决不了的问题。因此投资合同的引入，不仅是对现今已经本土化的似证券而被证券法排除在外的金融工具的一种全新阐释，也可以为公众辨明其集资行为是否为证券发行行为提供一个可资借鉴的标准。

设计了投资合同的美国证券法，为合理的监管和有效减少监管压力，建立了包括豁免证券、小额融资豁免以及证券私募豁免在内的证券注册豁免制度，从而解决企业利用证券融资与监管有效的矛盾。证券注册豁免制度源于美国1933年《证券法》第3条豁免证券制度、第4条豁免交易制度，是指符合法定豁免的证券不经注册也可进行交易。^[20]以需要建立注册豁免制度，其逻辑也相当简单，若证券市场所有的交易都需注册，那么不仅监管机构将精疲力竭，更重要的是这将使融资方的成本急剧上升，于证券融资不利。因而需对第5条“任何证券未经注

[16] 董春华：“美国证券法‘投资合同’的法律辨析”，载《证券市场导报》2003年第4期。

[17] Miriam R. Albert, *The Howey Test Turns 64: Are The Courts Grading This Thest On A Curve?* William & Mary Business Law Review February, 2011.

[18] See SEC v. C. M Joiner Leasing Corporation, 320U. S. 344 (1943).

[19] 风险资本检验（Rist Capital Test）确立的条件比Howey test的条件更加宽泛。在Sobiesk v. Traynor VS Silver Hills Country Club案中，法庭认为“利润或期望的回报”不是构成证券的必要条件。但该标准目前只有加利福尼亚、俄亥俄、田纳西等少数州使用，且主要用于检测那些可转让的会员资格。参见刘敏：“作为公众投资工具的投资合同之法律适用研究”，载《辽宁公安司法管理干部学院学报》2007年第4期。

[20] 李建伟谓、王咿人：“美国证券私募发行豁免规则的修正及启示”，载《证券市场导报》2008年第9期。

册进行交易都是非法的”这一总括性规定进行限定。值得一提的是,2012年4月5日,美国总统奥巴马签署了《Jumpstart Our Business Startups Act》[《初创期企业推动法案》(以下简称“JOBS 法案”)],该法案在私募发行方式^[21]、小额发行人注册豁免标准、私人公司向公众筹集资金、私人公司的股东数上限和“成长期公司”的融资便利化等方面作了修改。可以说,美国“JOBS 法案”打通民间资本与中小企业融资渠道。

1933年《证券法》第3条(a)第(2)-(11)款主要规定了以下种类的豁免证券:政府、银行、保险公司和合格的养老金计划发行的证券,短期商业票据,慈善机构发行的证券,建筑及贷款协会、农民合作组织及类似组织发行的证券,某些受联邦法律调整的普通承运人发行的证券,根据破产法由接收人和财产受托人发行的证书,保险单和年金合同,专与现有证券持有人交易发行的证券,司法或行政许可重组时所发行的证券,仅在州内发行的证券^[22]。其中第(2)-(8)款规定的豁免证券的豁免是整体性的,适用于发行与转售的各个环节。之所以作如此规定主要是由于其已被其他法律所调整或发行人的性质特殊,证券风险较小。而第(9)-(11)款的豁免及第3条(b)(c)款、第4条第(1)-(6)款的豁免在整体上是一次性的,若其被转售,则必须进行注册,当然若转售同样符合某种豁免要求除外。无论是第3条的豁免证券还是第4条的豁免交易都要受《证券法》中其他条款,如第12条第(2)款有关招股书与通讯中虚假陈述及遗漏的民事责任、第17条反欺诈等条款的约束^[23]。此外,援引“豁免交易”而不予进行证券注册的人在发生争议时,必须承担举证责任^[24]。

[21] 只要发行人或卖方采取合理的步骤证明合格投资者或合格机构投资者就可以依法享受注册豁免而可以采取向投资者公开劝诱或广告的形式兜售证券。

[22] 托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社2003年版,第135~153页。

[23] See Securities Act § 17(c) and introductory clauses to § 3-4.

[24] See SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119, 126 (1953).

美国法中的小额豁免制度主要源于 1933 年《证券法》第 3 条 (b)^[25] 及由该条所赋予证券交易委员会的权利所制定的相关规则和条例。这些规则和条例主要有条例 A 为采用类似于登记发行时招股说明书的发行公告方式年发行总额不超过 500 万美元的豁免；条例 D 中的规则 504 规定的 12 个月内不超过 100 万美元的发行豁免；规则 505 规定的为不限数量的“授权投资者”12 个月内发行不超过 500 万美元的豁免或为 35 个以下“非授权投资者”12 个月内发行不超过 500 万美元的豁免；规则 701 规定的为不受 1934 年《证券交易法》定期报告要求约束及非依据 1940 年《投资公司法》登记（或要求登记）的投资公司的雇员股票补偿计划的豁免（每年从 50 万美元到 500 万美元）。国内有学者指出，小额发行之所以需要豁免，其原因之一在于，相比于小额发行所获得的收益，核准的成本太高，不值得维持^[26]。因而，对于打算发行少量证券的发行人而言，《证券法》提供了如下选择：或依据第 3 条 (b) 款、A 条例或 D 条例中的规则 504、505 寻求小额发行豁免，或依据第 4 条第 (2) 款及 D 条例中的规则 506 寻求私募发行豁免，若仅针对内部雇员还可寻求规则 701 的雇员股票补偿计划的豁免。“JOBS 法案”要求 SEC 修改 Regulation A，即对小额发行有条件豁免制度进行修改或者采取新的制度，将 12 个月内依据联邦法豁免注册非限制债券、权益和可转债的募资总数从 500 万美元提高到 5000 万美元。当然，融资豁免注册系统的发行依然适用州蓝天法，除非证券只出售非合格投资者，或在全国的证券交易系统发行或出售。^[27] 另外，在美国《证券法》下新增“汇群集资”豁免条款，规定如符合条件的企业在之前一年

[25] 美国 1933 年《证券法》第 3 条 (b) 规定证券交易委员会若认为因公开发行所涉及金额不大或公开发行受限制的特点，从维护公共利益和保护投资者的角度对发行证券执行本法规定并无必要，则可通过制定规则和条例并根据其中可能规定的条款和条件，不时增加本条中所规定的豁免证券的种类；但是，若向公众发售证券的发行总额超过 500 万美元，则该证券之发行不得依本款规定予以豁免。豁免的限额由 1933 年的 10 万美元提高到 1980 年的 500 万美元，1992 年证券交易委员会建议国会将其再次提高到 1000 万美元。

[26] 彭冰：《中国证券法学》（第 2 版），高等教育出版社 2007 年版，第 44 页。

[27] 倪受彬：“美国 JOBS 法案对中国金融改革的启示”，载《证券时报》2012 年 4 月 26 日 A3 版。

时间内累计集资额不超过 100 万美元的,则免于联邦证券注册要求。

1933 年《证券法》第 4(2)条规定,“本法第 5 条不适用于与公开发行人无关的发行人的交易”。这就是私募发行豁免制度最早的制定法渊源。私募发行豁免适用于对机构投资者的发行,因为他们经验丰富,不易被发行人欺骗,无须证券登记注册的保护。此外,该豁免还适用于向有限数量的有资格的个人发行,这类人与机构投资者相似,能够承受投资风险,也无须证券法的注册登记保护。此外,基于该条规定过于原则和抽象。SEC 在 1982 年发布了 D 条例。D 条例简化和统一了私募发行和小额发行豁免制度,组成了三种注册豁免规则,其中的规则 506 即专门规定私募发行环节的豁免^[28],为私募发行提供了一个“安全港”。在规则 506 下,私募对象仅有两种:一是授权投资人,包括一些投资人的关系人和规则 501 规定的 8 种投资人^[29];二是非授权投资人,但非

[28] 李建伟、王喨人:“美国证券私募发行豁免规则的修正及启示”,载《证券市场导报》2008 年第 9 期。

[29] 投资人的关系人是指因亲属关系密切或法律利害关系与投资人相同。规则 501 规定的 8 种投资人指以下 8 种人:(1)银行(包括储贷协会)、保险公司、投资公司、商业发展公司、小企业投资公司、职工救济计划;依《证券交易法》第 15 条注册的经纪人、交易商;为雇员利益,由州、州分支机构及其代理机构或部门建立并维持的任何计划,该计划的总资产超过 500 万美元。(2)1940 年《投资顾问法》第 202 条(a)款 22 项所定义的“私人商业开发公司”。(3)《国内税收法典》第 501 条(c)款(3)项规定的组织,其总资产超过 500 万美元;总资产超过 500 万美元,非为获取发行证券的目的而设立的任何公司、马萨诸塞公司或类似的商业信托、合伙。(4)总资产超过 500 万美元,非为获取发行证券的目的而设立的一般信托机构,并同时满足一定条件,如其投资决定由规则 506(2)(ii)说规定的成熟人士做出。(5)其证券正在要约发售的发行人的任何董事、高级管理人员、一般合伙人,或者该发行人一般合伙人的任何董事、高级管理人员、一般合伙人。这里所说的“高级管理人员”包括“负责主要业务部门(如销售、行政或财务部门)的主管、副主管、执行决策职能的其他管理人员及为发行人决策的其他人;附属公司的为发行人执行决策职能的高级管理人员。”(6)在购买证券时,个人净资产或与配偶共同的净资产超过 100 万美元的自然人。(7)在最近 2 年的每 1 年中,个人收入超过 20 万美元,或与配偶收入合计超过 30 万美元,且在本年度有合理的预期,收入可达同样水平的自然人。(8)其全体股权所有人都属于上述“合格投资者”的任何主体。参见郭雳:《美国证券发行法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年版,第 105~107 页。

授权投资人本身或其代表人具有商务或财务专业投资背景。^[30] 基于此,规则 506 为发行人合理相信“非授权投资人”不超过 35 人的证券发行提供豁免。

美国以往法律要求在会计年度首日符合下列两项条件的企业作为《证券交易法》下的“报告公司”,履行相应法定义务,一是资产规模超过 1000 万美元,二是在册股东人数达到 500 人。JOBS 法案将其中第二项条件变更为在册股东人数达到 2000 人,或者非“获许投资者”的人数超过 500 人。^[31] 在计算股东人数时,还将通过员工持股计划成为股东者予以排除。类似的调整也适用于银行或银行控股公司,法案将取消注册和停止报告的在册股东人数标准由现行的 300 人修订为 1200 人,换言之,银行类企业将能够更容易地摆脱报告义务。^[32] 郭雳认为美国私募发行的核心在于豁免,而之所以可免于注册:在于其发行针对特定对象、采取特定方式、接受特定规范。^[33]

三、扩张证券范围及配套处理的具体建议

理论上讲,证券是彰显权利的凭证,充当实质证券的种类很多。除了传统的股票、债券、投资基金份额、衍生证券外,还应包括票据、提单、保险单、存款单等。还有就是根本不出现“股票”、“公司债券”等名称但实际上具有证券功能的投资合同,投资人除支付金钱义务外等约定的投资收益。朱锦清教授将证券定义为“因投资于一项共同的风险事业而取得的主要通过他人的努力而赢利的凭证”,认为投资份额也应

[30] Rule 501 对“购买者代表”的认定明确进行规定,须同时满足如下条件:(1)代表人不是发行人的“关系人”;(2)具备足够的商务知识与经验以至于对投资的潜在风险和收益能够进行评估;(3)购买者代表的身份经过书面确认;(4)在书面确认前,购买者代表需要向购买者书面披露其与发行人、发行人“关系人”之间是否存在重大关联性。See Rule 501(h).

[31] 即非获许投资人不超过 499 人。

[32] 莫莉:“美国放松证券监管 助力中小企业融资”,载《金融时报》2012 年 5 月 22 日第 6 版。

[33] 郭雳:“美国《证券法》注册豁免规定研究”,载《金融法苑》2003 年第 6 期,第 187 页。

是证券的一种^[34]。我国规定的股票、公司债券和国务院认定的证券为证券,受证券法调整。股票、公司债券的法律界定没有争议,但国务院对于一般中小企业的实质性证券融资的证券难以具体认定,这样一来,理想的逻辑周密性与现实证券融资的多样性认定的不可能性产生了矛盾。

显然,我国与美国对融资行为采取了不同的规制模式,美国通过扩展“证券”的概念,将融资行为纳入证券法的调整范围,而我国却将大量符合证券特征的投资工具排除在证券的范围之外^[35],目前,我国的集资行为呈现一种证券化的趋势,而我国认定的许多非法集资,其实也就是“美国式投资合同”。^[36]因此,进一步来说,针对我国证券定义不明,《证券法》调整范围较小的情形,一个走出以上所述困境的较好的方法是借引美国投资合同,给出一个判断证券的标准,将符合投资合同的证券纳入《证券法》监管,并同时建立证券私募发行、小额豁免制度。这样的一种制度设计基于这样一个逻辑,首先让公众了解其集资行为是否为证券发行行为,然后为其发行行为提供选择:公开发行、私募发行或小额豁免发行,因为私募发行与小额豁免发行无须监管机构复杂繁琐的审核程序,这样就将大量的无须监管机构重点监管的证券发行行为以豁免(或备案)的方式排除,从而减轻了监管机构的监管压力;同时私募发行与小额豁免发行又为社会的证券发行行为提供了一个“安全港”设计,在“安全港”内的证券发行行为不受追究,这样合法证券发行行为、非法证券活动与非法集资之间的界限也就明朗了,从而也有利于打击真正的非法集资。

投资合同的评判标准在海外国家已相当成熟,在我国建立标准也没有难度。日本在2006年的《金融商品交易法》中引入了“集合投资计划份额”^[37],韩国在2007年的《资本市场统合法》中也引入了“投资

[34] 朱锦清:《证券法学》,法律出版社2007年版,第37页。

[35] 李有星、范俊浩:“非法集资中的不特定对象标准探析——证券私募视角的全新解读”,载《浙江大学学报》(人文社会科学版)2011年第5期,第135页。

[36] 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67页。

[37] 集合投资计划份额是一种与投资合同相似的制度,我国学者对投资合同也有类似的称法。朱锦清教授将无证券之名而有证券之实的、按份额大小计量的投资叫做投资份额,或叫做权益分享。参见朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2007年版,第35页。

合同证券”。这都说明了投资合同制度的可取之处。我国学者也曾专门对投资合同作过研究^[38],认为将我国的产权式酒店、果园开发合同等类似投资合同的金融投资工具纳入证券监管较为合适。郭锋教授在第二届上证法治论坛中就明确提出:根据发达国家的经验,在《证券法》未来修订时,应该对“证券”的品种范围进行扩大。只要是符合投资契约特征的投资性金融商品,包括投资性的银行理财产品、投资性的保险产品,都应放到“证券”的概念中,实现对证券的全方位覆盖和监管^[39]。我们建议在《证券法》引入投资合同的基础上,将投资合同相关制度单独立法,并赋予证券监管机构与司法对证券产品争议的裁量权。具体在现有的《证券法》第2条第1款中的“股票、公司债券”后列举一项投资合同(即为“股票、公司债券、投资合同和国务院依法认定的证券”),将投资合同制度的相关规则以单行法出台,从而可实现证券法的基本调整功能。

在投资合同被《证券法》所确认后,相当多的金融投资工具就可以依据投资合同的判定标准进行判断以确认是否属于证券,但若对投资合同发生的争议,其认定权可以归属于证券监管机构和司法审判机关。目前,国外对证券的认定问题存在一个趋势即行政机关、证券监管机构、法院对证券的认定有着越来越大的自由裁量权^[40]。就我国来说,证监会是全国证券市场进行统一监管的机构,对相关事项进行补充立法与其监管职责一脉相承,符合其角色定位;同时随着证券市场的发展,证监会的市场监管经验日渐丰富,也更为了解市场,具有进行补充立法的能力和条件;作为国务院的下设机关,证监会能够依据证券市场的变化,更有效率地制定或调整部门规章,以适应市场快速发展和创新需求。因此,《证券法》可将证券确认权直接赋予证监会。此外基于法

[38] 详见北京大学金融法研究中心编:《金融法苑》总第56期的《封面故事:证券谜团》中的一系列文章,法律出版社2004年版,第36~118页。

[39] 投资性的银行理财产品与保险产品其实质都是证券的一种形式,只是我国目前采用分业监管模式,而未被纳入《证券法》监管。参见“适时重构新股发行审核制”,载证券时报网, http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/2011-11/28/content_323713.htm, 2011年11月28日访问。

[40] 张育军:《投资者保护法律制度研究》,人民法院出版社2006年版,第32页。

律、行政法规或部门规章都无法事先对证券作出完整的列举,为了判定某个权利凭证是否构成证券,也必须借助法院在个案中的裁判,而无法完全遵循立法者对证券种类的预设^[41]。法院在个案中形成的对证券确认权的裁判案例可由最高院以指导性案例的形式发布^[42],以避免同案不同判的情形;而对于证券确认中的疑难问题,最高法院还可以以司法解释的形式颁布于社会进行阐明,赋予法院对证券定义的自由裁量权可适应证券多样性的现实状况,也可避免形式判断带来的脱法现象,有助于保护投资者利益。

投资合同的证券法引入,必将引起企业融资渠道的扩展,若企业以证券方式融资都需经过审批,监管机构定力不从心。因此,建立类似美国证券法中的证券私募豁免与小额豁免等制度是必需的,而证券私募豁免制度建立的核心是确立私募融资的“安全港标准”。“安全港标准”涉及募集对象、数量、募集区域、信息披露以及转售制度等,而募集对象和数量是目前学界争议最大的问题。按照《证券法》第十条的理解,我国公司以非公开发行的方式向200人以下的特定对象发行证券融资是无须向证监会申请核准的。但对于何为特定对象,为何是200人为限,《证券法》并未有说明。有学者借鉴台湾地区及美国律师协会报告中的标准,结合我国实践,将我国证券非公开发行的认购人分为三类,即法律规定的合格机构投资者(成熟标准——能够理解投资风险,也可以体现为“富有”);符合主管机关认定条件的自然人、法人或基金(财富标准——有能力承担投资损失);证券非公开发行公司或其关联企业的董事、监事及高级管理人员(关系标准——包括但不限于亲属关系,朋友关系,雇佣关系或之前存在的业务关系)^[43]。对于合格机构

[41] 叶林:《证券法》(第3版),中国人民大学出版社2008年版,第22页。

[42] 2011年12月21日,最高人民法院颁布了第一批指导性案例,为我国建立案例指导制度画上了关键的一笔。

[43] 参见万勇:“非公开发行证券认购人资格研究”,《证券市场导报》2009年8月号。大多数学者并没有将基金单独列出,基本是将其划入了合格机构投资者中,比如张旭娟将我国私募发行对象列为机构投资者、与发行人具有密切联系、且打算长期持有发行人证券的法人及拥有一定资产数量的自然人、发行公司及关联公司的董事、经理及监事。参见张旭娟:《中国证券私募发行法律研究》,法律出版社2006年版,第105页。但并非所有基金都拥有财经专家,能够理解投资风险,因此,上述列法相对合理。

投资者及符合主管机关认定条件的法人,学界较为统一。而对于自然人的认定条件,目前美国 Rule 506 以财富为标准确立规则正饱受质疑^[44],包括美国在内的许多国家也正趋向于将认定条件严格化。

对于私募对象的数量,学者之间都倾向于对机构投资者数量不作限制,但对于非机构投资者的法人和自然人及关系人,学者之间主要有三种观点:郭雳认为我国《证券法》将非公开发行的人数限制在 200 人以下,《公司法》将发起人设定在 200 人以下的规定不尽合理,发起人首先可以找 199 人组建公司,再向 200 人以下的特定对象发行证券,此 399 人的范围不符“非公开发行”之实,认为人数标准在确立上还未有令人信服的结论,仍需研究。^[45] 张旭娟借鉴美国及我国台湾地区的做法,认为以不超过 35 人为限。^[46] 有的认为将私募证券认购人数统一定为 50 人较为合适。^[47] 根据银监会 2007 年 3 月《信托公司集合资金信托计划管理办法》第 5 条、第 8 条设定的该类信托计划应遵循的私募发行规则:信托公司设立信托计划,委托人须为合格投资人,且投资单个信托计划的自然人不得超过 50 人,合格的机构投资者数量不受限制;同时,信托公司推介信托计划不得进行公开营销宣传。基于该规则在我国实践情况较好,200 人的标准可作为证券私募对象数量的参考。

对于小额豁免制度,原中国证监会规划发展委员会专业顾问委员卫光钦 2011 年 4 月 12 日表示,在严守公开发行的审核底线,可考虑

[44] 较为典型的案例是:美国有一学者假设了典型的例子来印证目前获许投资者界定标准存在的问题。富家女希尔顿依据目前的界定标准肯定能够被 SEC 认为是合格购买未受监管的对冲基金和其他私募投资工具的获许投资者,尽管她在这种高风险的金融投资领域的训练和成熟度非常有限。另外,假定雪莉拥有哈佛 MBA 学位,而且是金融系统分析领域的博士,即是拥有傲人的教育经历,但雪莉却长期处于负债状态,仅拥有少量资产。如果雪莉想投资私募发行证券,SEC 的监管规定并不允许她这么做。因为,雪莉并不像希尔顿那样拥有足够的收入或净资产以符合“获许投资者”的标准。See Wallis K. Finger, *Unsophisticated Wealth: Reconsidering the SEC's "Accredited Investor" Definition under the 1933 Act*, 86 Wash. U. L. Rev. 733 (2009). 以上两种情形下,投资者抗风险的能力都不够强,因而有学者建议,中国私募发行投资者的界定可以更加严格,从采用财富或收入为标准外,也应考虑到投资者的智识与经验。

[45] 郭雳:“我国证券私募的立法完善与行为规制”,载《政府法制》2010 年第 16 期。

[46] 张旭娟:《中国证券私募发行法律制度研究》,法律出版社 2006 年版,第 101 页。

[47] 万勇:“非公开发行证券认购人资格研究”,载《证券市场导报》2009 年第 8 期。

建立我国的小额发行豁免机制,为中小企业的融资提供便利^[48]。我国在建立小额融资豁免制度中可以借鉴美国的A条例、规则504、505、701,将小额融资的发行主体定为中小企业^[49],同时以不同的注册要求为企业提供不同额度的小额融资方式。对于融资额度较大的,采用类似于注册制的监管,如A条例;对融资额小的,尽量放宽监管力度,如规则504^[50]。此外,鉴于美国小额发行多为州内监管,我国也可将小额发行的监管权赋予省级相应部门。

我国《证券法》从2005年修改以来,经过多年的经验积累,应适时对证券品种作相应的扩充了,投资合同作为一个金融工具的概括性品种,纳入证券法的统一调整也已适时顺势,对于证券私募发行我国也已实际运行多年,而小额豁免发行也已有相应的探索,中小企业融资渠道狭隘、非法集资屡禁不止的时代有望终结于投资合同、证券私募发行和小额豁免发行制度的建立。

[48] 卫光钦认为之所以要严守公开发行的审核底线在于公开发行涉及公众利益。参见“建立小额发行豁免机制”,载《中国证券报》2011年4月12日第A02版。

[49] 我国已有相应的对中小企业的分类标准。详见2011年6月18日,工业和信息化部、国家统计局、国家发展和改革委员会、财政部联合印发了《关于印发中小企业划型标准规定的通知》。

[50] 洪锦:“论我国证券小额发行豁免法律制度的建立——以美国小额发行豁免为例”,载《湖北社会科学》2009年第4期。