



Research on the
Frontier Problems
of Securities Law

证券法前沿问题研究

谢九华 樊沛鑫 著



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

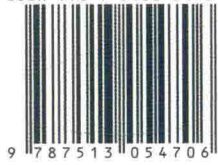
责任编辑：韩婷婷
封面设计：郑焕良



扫一扫，出版咨询

上架建议：法律类

ISBN 978-7-5130-5470-6



9 787513 054706 >

定价：59.00 元



Research on the
Frontier Problems
of Securities Law

证券法前沿问题研究

谢九华 樊沛鑫 著



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

图书在版编目 (CIP) 数据

证券法前沿问题研究/谢九华, 樊沛鑫著. —北京: 知识产权出版社, 2018. 5
ISBN 978-7-5130-5470-6

I. ①证… II. ①谢… ②樊… III. ①证券法—研究—中国 IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 051244 号

内容提要

本书从证券法基础理论入手, 阐述了证券市场主体、证券投资基金、证券监管行为的法律规制, 针对境外证券法制改革及我国证券法制的协同完善进行了探讨, 并提出了有建设性的观点。

责任编辑: 韩婷婷

责任校对: 谷 洋

封面设计: 郑焕良

责任出版: 刘译文

证券法前沿问题研究

谢九华 樊沛鑫 著

出版发行: 知识产权出版社有限责任公司

网 址: <http://www.ipph.cn>

社 址: 北京市海淀区气象路 50 号院

邮 编: 100081

责编电话: 010-82000860 转 8359

责编邮箱: 46816202@qq.com

发行电话: 010-82000860 转 8101/8102

发行传真: 010-82000893/82005070/82000270

印 刷: 三河市国英印务有限公司印刷

经 销: 各大网上书店、新华书店及相关专业书店

开 本: 720mm×1000mm 1/16

印 张: 14

版 次: 2018 年 5 月第 1 版

印 次: 2018 年 5 月第 1 次印刷

字 数: 253 千字

定 价: 59.00 元

ISBN 978-7-5130-5470-6

出版权专有 侵权必究

如有印装质量问题, 本社负责调换。



谢九华, 1977年4月出生, 江西遂川人, 西南政法大学民商法学博士, 现为景德镇陶瓷大学副教授, 公开发表论文二十余篇, 主持省级以上课题两项, 主持和参与其他课题十余项, 出版专(译)著两部。



樊沛鑫，四川西充人，西南政法大学法学学士，英国兰卡斯特大学国际商务与公司法硕士。现为重庆电子工程职业学院老师。主要研究方向：国际商法、公司法、证券法等。参加省部级课题研究数项，发表学术论文数篇。

第一章 证券法基础理论	1
第一节 证券的概念... 1	
第二节 证券市场和证券市场体系... 10	
第三节 证券法与公司法的关系... 23	
第四节 证券法的基本原则... 40	
第二章 证券市场主体的法律规制	51
第一节 证券交易所的法律地位考察... 51	
第二节 场外交易市场的法律问题... 60	
第三节 证券公司的法律风险控制... 69	
第四节 证券服务机构的行为规制... 78	
第三章 证券投资基金的法律规制	86
第一节 证券投资基金的分类解读... 86	
第二节 证券投资信托法律关系... 94	
第三节 我国开放式证券投资基金信息披露制度的法律完善...104	
第四章 证券监管行为的法律规制	113
第一节 证券监督管理机构的法律认识...113	

第二节 证券业协会的定性与功能...119

第三节 证券信息披露制度探讨...122

第四节 金融业混业经营监管问题研究...139

■ 第五章 域外证券法制改革及我国证券法制的协同完善 153

第一节 美国证券法的最新发展及其思考...153

第二节 日本证券法的最新动态及其启示...169

第三节 Reforms in Market Abuse...175

第四节 The Capacity of Company's Agency as Applied in Company Law...192

■ 参考文献 208

■ 后 记 218

第一章 证券法基础理论

第一节 证券的概念

证券概念的界定涉及证券法的调整范围并与证券法的宗旨和功能定位紧密相关,既是学习、思考证券法理论的起点,也是证券立法问题和证券法相关案件裁判的出发点。进入 21 世纪以来,在资本市场风云变幻、资本市场法制改革呼唤统一的金融服务法的背景下,一个充满人类智慧和科学理性精神并彰显法律的技术理性和价值理性有机融合的证券概念无疑是法律对现实经济生活实践需求及其面临的困境最为有力的回应。对证券概念进行界定具有重要的意义,主要表现为以下三个方面:①“证券”概念的界定是新证券法的关键性前提。由于我国证券立法过于保守,证券法中“证券”概念过于陈旧,界定范围过于狭窄,已经在实践中产生了许多问题,例如金融理财产品难以纳入证券监管的范围,广受学者和实务专家的批评。因此,扩大证券的概念已经成为当务之急。②“证券”概念是界定证券行为的基础,而证券行为规制,为行为主体设定法律义务是证券法的基本手段。③“证券”概念的界定是确定证券监管权力、实现功能监管的基础。最早的功能监管立法是美国 1999 年的《金融服务现代化法》。这部法律专门设了“功能监管”一章,废除联邦证券法对商业银行的豁免,要求商业银行将大部分的证券业务转交给单独的关联结构或者子公司进行并接受证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission, SEC) 的监管。^① 功能性监管的核心是“将金融投

^① 黄韬. 我国金融市场从“机构监管”到“功能监管”的法律路径 [J]. 华东政法大学学报, 2011 (11).

资业、金融投资商品、金融消费者根据经济实质和金融功能进行分类”。“只要金融功能相同,就适用同一的标准与规则,对同一金融功能的金融消费者适用同一的投资者保护制度。因此,对于证券这种金融商品,不论是哪些机构发行、销售、经营,也不论是否冠以证券的名称,只要符合证券的要式性、投资性、风险性等特征,就应纳入证券法统一规制,由监管机构按统一的规范和标准监管。”^①

本书对证券概念的探讨即在这一背景下展开。首先从理论视角对证券概念的源流加以梳理,进而从立法论视角阐述我国证券法中证券的概念及其面临的困境,最后提出界定证券概念的初步构想。

一、证券和证券权利流变及其演绎史

(一) 民事权利证券化与证券的产生

法律描述财产的核心概念即为民事权利,私法中庞大的权利家族谱系是财产关系形态多样性、复杂性的反映。证券原本为一个可以感知的具象概念,辞海将其解释为“用以设定或证明具有一定权利或价值的凭证”,即为明证。法学中的证券定义也难以忽视证券的具体可感知属性,将其界定为“在专用纸单或其他载体上,借助文字或图形,表彰特定民事权利的书证”;并且进一步揭示了证券所具有的载体属性:“它有时是侧重于描述民事权利的载体,这种载体既可以是纸张,也可以是记载和表彰民事权利的其他载体。”^②但法学上的证券定义更重视揭示证券的抽象属性,即其背后所承载的财产性民事权利。作为一种权利主体或者请求他人“为一定行为或者不为一定行为的可能性或意思自由”^③的民事权利概念,证券获得了近乎无限的抽象空间,因而使得其具有非常强的涵摄力。民事权利证券化使得抽象权利具体化,使民事权利飞入寻常百姓家,实现其作为市场交易工具、流通手段、财富增值手段等经济职能。

民事权利证券化的第一阶段是民事权利的债权化。债法和物权法都是调

① 郭峰. 大金融视野下的证券监管理念和证券法修改路径. 中国金融服务法律网. <http://www.ourlaw.net/>.

② 叶林. 证券法 [M]. 四版. 北京: 中国人民大学出版社, 2013.

③ 李开国. 民法总则问题研究 [M]. 北京: 法律出版社, 2003: 90.

整私法主体经济关系最为基础的法律部门。从功能上说,物权法调整私法主体之间的财货归属关系,而债法则承担了财货流转之职能。但这两个部门在调整私法经济关系中所起的作用并不相同。在前工业社会,不动产的所有权与不动产的利用范围是一致的,动产的所有与利用也是一致的,基本上遵循所有之所在,即利用之所在,财产的他主占用使用只是偶尔的例外。而且由于个人力量较弱小,必须依靠身份关系来组织生产,实现财产的集合利用功能,在这个阶段,所有权居于优越地位,债权处于依附地位。到了工业社会,虽然所有权仍居于中心,但物权利利用以契约形式得以广泛开展,作为承载物的利用功能的债权仍从属于所有权。而在现代社会,所有权色彩递减,债权色彩递增,甚至于公司这种经济组织也主要是通过债权来维持。因此,日本民法学家我妻荣教授认为,古代法以支配权为中心展开,近代法中的财产实现债权化从而使债权获得更加优越的地位。^①

财产的债权化使得民事权利得以摆脱所有人的支配向着更加高效利用的方向飞奔。但传统民事权利以支配权为核心而展开、非标准化、缺乏必要的流动性等局限性仍在制约着财产的使用价值的发挥。因此,为适应现代社会对商事交易快捷的要求,必须挖掘民事权利的可转让属性、实现民事权利的量化和标准化,并使民事权利获得具体的实物载体,实现财产转让活动的简易化和流通化,以便于迅速满足和实现公司等商事组织面向社会公众筹集资金的需求。民事权利证券化就是“通过某种交易形式将民事权利与证券形式相互结合的过程,简单地说,即将民事财产权利以证券形态加以体现的过程”^②。新近提出的私法权利结构理论认为,权利结构的变化(合成、分解以及单纯的权利结构变动)可使权利产生新的功能。^③该理论从功能视角进一步展示了民事权利证券化的原因及其权利结构变动的技术性是如何满足现代市场经济条件下商事活动的特殊需求的。在财产权债权化,债权取得在商事主体中的优越地位的基础上,如果想使民事权利得到大规模、商业性的利用,首先必须完成权利的集中,例如公司财产之集中利用,并改变财产的单一价值而实现其整体营运价值,因为集合财产的价值远高于单个财产价值,

① [日] 我妻荣. 债权在近代法中的优越地位 [M]. 北京: 中国大百科全书出版社, 1999.

② 叶林. 证券法 [M]. 四版. 北京: 中国人民大学出版社, 2013.

③ 陈醇. 权利的结构——以商法为例 [J]. 法学研究, 2010 (4).

犹如马的价值高于马肉的价值，此为财产商业利用之权利合成技术之利用，为民事权利证券化之前提条件，因为证券之所以有价值是由于证券所承载的证券发行人（如公司）具有良好的信用，其实质在于发行人的集合财产具有实现价值投资的潜在能力，“财产权的合成形成资本性财产权，具有一般财产权所不具备的增值功能”^①。没有单个财产集中为团体商业财产，就不会有分割后的标准化的证券的产生。在第二阶段，若要进一步优化利用商业性财团的整体资产，还须利用权利的分化技术，权利的分化进一步揭示了衍生金融证券产生的结构方面的原因，并从深层解释了民事权利证券化的流通功能和效率价值。首先，与物权的分解产生众多的他物权（用益物权和担保物权）、建立一个庞大的他物权交易市场一样，远期债权的分解也建立了一个能满足商人套期保值、融资便利等需求的金融衍生品市场。其次，权利分解可以节约资本并使权利具有流通性，如期货交易通常只要求以保证金进行而不必支付整个远期债权的价款。金融衍生品债权具有高度的流通性，正是得力于金融衍生品债权的分解与再分解（衍生与再衍生）技术。^②

（二）证券的谱系：广义证券与狭义证券

1. 证券与证书的区别

证书和证券的主要区别在于证书是一种法律事实的证明，如学生证、工作证、毕业证等，而证券则为某种权利之载体。

2. 广义证券及其分类

广义证券即是前述的与权利紧密相连的书证。根据其权利形态的不同，广义证券可以分为金券、资格证券和有价证券。有价证券可以进一步细分为商品证券、货币证券和投资证券，在我国分别由《中华人民共和国合同法》（以下简称《合同法》）、《中华人民共和国海商法》（以下简称《海商法》）、《中华人民共和国票据法》（以下简称《票据法》）、《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）调整。广义证券的谱系如图 1-1 所示。

① 陈醇. 权利的结构——以商法为例 [J]. 法学研究, 2010 (4).

② 同上注。

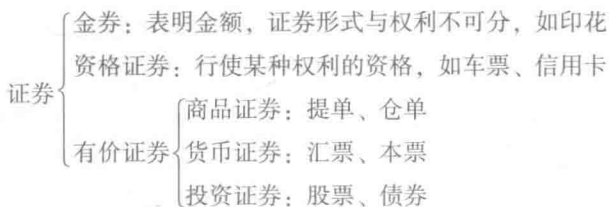


图 1-1 广义证券的谱系

3. 证券的本质是一种标准投资合同的书面凭证

从以上基本划分可知，证券法所调整的证券是指狭义的证券，即资本证券或者投资证券，是“资金需求者通过直接融资方式向资金供应者直接获得资金后，向资金提供者签发的证券”。^① 这类证券的特点在于从投资者角度说是其为投资的凭证，而从资金获得者看实为借贷的凭证，因此，将其界定为标准投资合同的书面凭证更为准确。之所以从投资者角度描述，将其强调为投资者凭证，在于投资合同的特征性履行受领主体（资金提供者）一方呈现出标准化、人数众多、具有公众性等特点，具有与一般合同金钱债权一样的共性，同时从实际地位来看投资者也处于弱势。另一方面，此种投资合同的特征性履行主体即资金需求者不但获得对资金的占有、使用、收益，使其在权利的行使上占据优势，而且其履行还款义务的方式呈现出多样化特点，或为到期还本付息或为支付股权收益，并且这种多样性随证券产品的创新而层出不穷。因此，特征性履行主体的特殊义务一直是证券法规制之重点。有学者认为，此种证券概念界定方式能够勾画出证券法上的证券在民法书证或广义证券体系中的地位，便于从形式上定位证券概念，但此种方法注重形式比较，没有区分商品证券、货币证券或资本证券的实质，在足智多谋的金融投资者面前这种证券概念可能被突破，故而应寻求从投资合同方式上进行界定。^② 笔者认为，该观点认可投资证券定义的体系性、形式性优点，是可取的，但其认为将证券界定为投资性证券与投资合同界定方式系属不同的界定思路却极为不妥。二者均为投资合同界定方式，差别仅仅在于，传统大陆法将证券界定为投资证券的形式主义定义方式更为深层地揭示了投资合同的特

① 叶林. 证券法 [M]. 四版. 北京: 中国人民大学出版社, 2013: 9.

② 姚海放. 论证券概念的扩大及对金融监管的意义 [J]. 政治与法律, 2012 (8).

征性履行行为特征,且其暗含了法律应对投资合同的投资者一方的权利予以重点关注之意,实为概念描述中抓住本质特性、切中要害之定义。应从这个视角对证券进行观察研究,因为投资合同投资者特殊性的观点离证券投资者的倾斜保护等证券法基本宗旨在理论层面也仅差最后一层薄纸了。

笔者运用权利结构理论的“权力性权利”概念^①从权利视角进一步揭示证券发行人在投资合同中的优越地位。权利结构理论认为权利的合成、分解以及单纯结构变动可以改变权利的性质,并影响权利的功能。它既包括权利的宏观结构,也包括权利的微观结构。我国学者认为法律权利的微观结构应该具有三个层次,即权利的核心、核心的外围以及控制边缘;而权利的宏观结构则由一般权利、具体性权利和补救性权利组成。^②权利结构具有权利结构模式的无限性、变调性、独立性、整体性四个特征。^③权利结构现象是私法中的普遍现象,在一些制度创新领域颇具解释力。以股权为例,投资合同中证券发行人通过财产权的合成生成了资本性的专用财产,甚至赋予此种社团以法人地位,使原有的财产提供者失去了对财产的支配权,而获得一个实质意义上的债权性质的股权,因此从实质上改造了“投资者—公司财产”关系的权利构造样态。此种结构的变动使得实际控制公司集合财产的内部人(如大股东、董事、经理)形成一种具有支配、控制地位的权力性权利。此种权力性权利无法在合同法中进行特别规制,而证券法以规制微观证券交易中的强势权利和证券市场监管者之权力为使命,因此,除证券法制的宏观设计外,投资合同中的特殊微观权利构造也应成为证券法关注的另一焦点。

综上,本书将证券法所调整的证券界定为广义证券中的资本证券或投资证券,其实质为标准投资合同的书面凭证。

二、我国证券法的证券概念及其面临的困境

(一) 我国证券法中的证券概念

2005年《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

① 陈醇. 权利的结构——以商法为例 [J]. 法学研究, 2010 (4).

② 林志敏. 论法律权利结构 [J]. 吉林大学社会科学学报, 1990 (4).

③ 陈醇. 权利的结构——以商法为例 [J]. 法学研究, 2010 (4).

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。

(二) 现行规定的缺陷

我国现行的证券法存在以下几个方面的不足:

(1) 列举的证券种类有限,调整范围过窄。现行证券法调整的证券概括起来包括股票、公司债券、政府债券、投资基金券以及国务院认定的其他证券。但在实践中,国务院并未认定其他证券,因此证券法调整的证券实际上就是前四类。实践中广泛运用的一些金融消费商品如银行理财产品、信托理财产品等无法纳入证券法的调整范围,调整范围过窄导致许多本属于证券法调整范围的案件无法适用证券法中的证券投资者保护规定,这使得司法实践中法院常适用《合同法》或者《中华人民共和国侵权责任法》(以下简称《侵权法》)等予以裁判。但其弊病是明显的,因为法律制度对经济的支持作用分为几个层次:第一阶段是某种法律体系的简单存在(如财产法、合同法与侵权法等以及审判机构的存在);第二阶段是比较复杂的关于公司(或者其他形式的商业机构)的法律;第三阶段是证券法。^①较高层次的证券法的缺位使商事审判的专业性不足,难以满足复杂商事交易的需求,这正是证券法调整范围过于狭窄所致。

(2) 未对证券进行抽象界定。证券法欠缺行为准则功能,缺乏行为标准,是非法集资泛滥的一个重要原因。另外,证券种类未对金融与经济生活进行适应性回应。保持法律对现实的适应性是成熟市场经济法制的基本立法政策。据称,发达国家平均每两年对证券法进行一次修订。而我国近年来未对证券法作过修订,立法对银行、券商、信托行业层出不穷的金融理财产品创新缺乏关注,未对金融与经济生活予以现实回应,实质上使金融创新处于极端自由乃至失序状态,不得已则转而求助于刑法规制,希图以杀一儆百来弥补粗糙的证券法制之失误。孙大午案、吴英案、曾成杰案均为其例。立法

① [美] 弗兰克·B. 克罗斯, 罗伯特·A. 普伦蒂斯. 法律与公司金融 [M]. 伍巧芳, 高汉, 译. 北京大学出版社, 2011 (9): 10.

对何为证券缺乏明确的概括标准,表面看来似乎并无大碍,但由于证券法并未与刑法同步,加之刑事政策的不确定性,致使涉及资金类的金融案件高发,入罪率较高,并成为部分公权力机关对付民营企业之利剑。

三、我国新证券法证券概念界定的立法构想

(一) 我国证券法修改是否应采取金融商品统合规制立法模式

近年来,以英国、澳大利亚、日本、韩国、新加坡、我国台湾和香港地区等为代表,金融法制出现了从纵向的金融行业规制到横向的金融商品规制的发展趋势,出现了根据功能性监管模式来重新整理和改编原有的多部与金融市场、资本市场相关的法律,将传统银行、保险、证券、信托等金融投资业整合在一部法律中的趋势,特别是将各式各样的具有投资性、集合性的金融产品以及金融服务进行横向统合规制的趋势。^①有学者据此认为应在吸收借鉴他国“金融服务法”立法经验,修改或废除现有的《银行法》《保险法》《信托法》《证券法》《投资基金法》的基础上,制定一部《金融商品发行和交易法》。^②

笔者认为,统合规制立法模式确为中国未来金融立法之最终目标。将具有投资性的金融商品(包括证券、投资性的银行理财产品和保险产品、集合投资计划单位、期权、期货等)纳入其中统一规制,采用统一的信息披露制度、反欺诈制度和投资者保护制度,可极大地便利证券市场主体识别证券品种,并为统一的功能性金融监管奠定基础。但综合考虑立法、体制改革和民众接受程度等因素,统一金融商品交易法不可能一蹴而就。韩国、日本的经验表明,统一金融法制是一个循序渐进的过程。而且横向规制具有相对性,有些技术难题难以克服,统一规制难免扼杀金融创新。^③此外,一些私募股权投资、私募投资产品、互联网金融中的P2P网络借贷等新型金融形式尚无法律加以规范,这些领域亟须单行立法加以规制。因此,较为可行的金融立法模式仍是分别单一立法,并对立法所未涉及的互联网金融进行单行立法监

① 杨东.论金融法制的横向规制趋势[J].法学家,2009(2).

② 郭峰.大金融视野下的证券监管理念和证券法修改路径.中国金融服务法律网.<http://www.ourlaw.net/>.

③ 陈洁.证券法的变革与走向[M].北京:法律出版社,2011:45.

管。就证券法而言,可以通过对证券的定义进行扩展、将具有证券属性的金融商品纳入证券法的调整范围,实现证券法对现实金融与经济生活的回应。

(二) 证券概念界定的立法模式

有学者认为应“采用列举式加具有弹性的兜底条款立法,将所有符合‘投资性合同’特征的证券性金融投资商品纳入证券法的调整范围”。从而把金融投资商品界定为“由发行人为筹资而销售或发行,投资者以获得利益或避免损失为目的,在现在或将来特定的时点,约定以金钱或具有经济价值的物作为支付取得相应的权利,其权利可予以转让、变现、赎回的投资性金融产品”。其具有如下特征:第一,以金钱出资并有赎回金钱之可能性;第二,与资产或股价指数等相联动;第三,可期待获取较高收益,但也需承受投资风险。^①

还有学者认为应采取“概括+列举”方式,即资本市场统合法用“概括所有具有投资性金融商品的单一概念来定义金融投资商品,即为了取得利益或者避免损失及危险管理,负担本金损失或者超过本金损失乃至追加支付的可能性,约定现在或者将特定时间点上的金钱等转移,从而具有的权利”^②。认为应对投资性金融商品实行一元化管理,而创新性的证券品种由证券监管机构认定。

以上这两种模式都在挖掘证券概念的本质属性和功能的基础上,对证券概念的内涵和外延进行界定并对成熟证券品种采取列举方式以明确证券的范围。笔者认为对证券的抽象的定义在学理上非常有价值,但是否将其写入立法条文值得商榷。因为证券市场的创新度非常高,市场主体规避法律的意愿与能力也非常强,投资类证券产品本身是一个开放的不断发展的概念。因此比较好的立法模式还是“列举+兜底”模式,其优点是既能对成熟的投资证券明文列举,又能用限制性兜底性条款为证券法预留足够的调整空间。

① 郭峰. 大金融视野下的证券监管理念和证券法修改路径. 中国金融服务法律网. <http://www.ourlaw.net/>.

② 陈洁. 证券法的变革与走向 [M]. 北京: 法律出版社, 2011: 47.