

清华大学商法研究中心·编

朱慈蕴·主编

总第29卷

Commercial Law

商事法 Review 论集

Volume. 29

中国资本市场金融创新产品的法律监管问题研究 范健 熊静

中小企业之筹资困境及法制创新 王志诚

指数股票型基金ETF之创造赎回与公司证券法令适用之探讨 郭土木

日本法上的金融商品交易者等机构的行为规制 周剑龙

韩国商法上关于认股权证(warrant)导入的议论动向 徐琬锡

论我国虚假陈述纠纷案件的法律适用及创新机制 王建文

做市商报价交易功能及其法理探析 孟令星 郑春玉

CEM之经济分析与管制模式

——港台引进复数表决权股之介绍 方嘉麟 林郁馨

类别股的设置及其在中国的未来架构 谢维华

从“孟文公案”中的优待股争议看类别股权益的平衡路径 吴建斌

公司法现代化背景下我国类别股制度之建构 雷兴虎 薛波

国企混改中引入优先股的“定制”思考

基于利益平衡的视角 官欣荣

优先股的制度风险与回购权 王延川 萧娇茹



法律出版社
LAW PRESS CHINA

总第29卷

Commercial Law

商事法

Review
论集

Volume. 29

清华大学商法研究中心·编

朱慈蕴·主编



法律出版社
LAW PRESS CHINA

图书在版编目(CIP)数据

商事法论集. 第29卷 / 朱慈蕴主编. -- 北京: 法律出版社, 2017

ISBN 978-7-5197-1679-0

I. ①商… II. ①朱… III. ①商法—世界—文集
IV. ①D912.290.4-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第289418号

商事法论集·第29卷
SHANGSHIFA LUNJI · DI 29 JUAN

朱慈蕴 主编

策划编辑 李峰云
责任编辑 李峰云
装帧设计 李 瞻

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 北京京华虎彩印刷有限公司
责任校对 杨锦华
责任印制 陶 松

编辑统筹 学术·对外出版分社
开本 787毫米×1092毫米 1/16
印张 19.75
字数 468千
版本 2017年11月第1版
印次 2017年11月第1次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

网址/www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司销售电话:

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85330678

重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636

深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5197-1679-0

定价:75.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

资本市场现代化与企业融资

- 3 中国资本市场金融创新产品的法律监管问题研究
——以伞形信托产品为例
范健 熊静
- 11 中小企业之筹资困境及法制创新
——兼论违法股权群众募资之法律责任
王忠诚
- 62 指数股票型基金 ETF 之创造赎回与公司证券法令适用之探讨
郭土木
- 76 日本法上的金融商品交易业者等机构的行为规制
——以说明义务和适合性原则为中心
周剑龙
- 82 韩国商法上关于认股权证 (warrant) 导入的议论动向
徐琬锡
- 87 **Modernization of European (and Swiss) Capital Market Law**
—Lessons for China?
Prof. Dr. Rolf H. Weber

资本市场与公司治理

- 105 **From “housekeeping” to “gatekeeping”: the enhanced role of the company secretary in the governance system**
Joseph Lee

120 **Legal Transplant of Corporate Governance Rules and Related Party Transactions:
Preliminary Evidence of Some Hong Kong – listed Companies**

Christopher CHEN, Assistant Professor of Law, Singapore Management University

WAN Wai Yee, Associate Professor of Law, Singapore Management University

证券市场违法行为的法律责任

137 **Amending China's Insider Trading Prohibition**

—An Immodest Proposal

Nicholas Calcina Howson

161 **论我国虚假陈述纠纷案件的法律适用及创新机制**

王建文

168 **做市商报价交易功能及其法理探析**

孟令星 郑春玉

类别股与股东利益平衡

183 **Delaware's Implied Contractual Covenant of Good Faith and
"Sibling Rivalry" Among Equity Holders**

Daniel S. Kleinberger

214 **CEM 之经济分析与管制模式**

——港台引进复数表决权股之介绍

方嘉麟 林郁馨

226 **类别股的设置及其在中国的未来架构**

谢维华

235 **从“孟文公案”中的优待股争议看类别股权益的平衡路径**

吴建斌

247 **公司法现代化背景下我国类别股制度之建构**

雷兴虎 薛波

257 **国企混改中引入优先股的“定制”思考：基于利益平衡的视角**

官欣荣

264 **优先股的制度风险与回赎权**

王延川 蒲娇茹

285 日本公司法中新型简易经营监督模式

——监查等委员会设置公司制度

酒井太郎 译者 朱大明 姜富超

296 台湾地区“公司法”下关于监察人独立召开股东会之权限与案例研究

林国彬

资本市场现代化与企业融资

中国资本市场金融创新产品的法律监管问题研究

——以伞形信托产品为例

范 健 熊 静*

引言

2015 年中国股市上演“过山车”。6 月 5 日上证指数时隔八年再次站上 5000 点,然而在之后短短两个多月时间内一度跌破 3000 点,跌幅超过 40%。对于此次股市的大幅震荡,不少业内人士认为场外配资引起的杠杆效应和“多米诺骨牌”效应是股市暴跌的原因之一,这一点也能从监管层对场外配资持续清理行动的“对症下药”中得到佐证。

在场外配资的体系中,信托公司扮演着极其重要的角色,其设计的新型金融产品——伞形信托不仅为证券公司、信托公司、配资公司、银行等金融机构提供了合作的平台,同时也为二级市场的投资者提供了可以根据风险偏好进行自主选择的投融资服务。作为一种仅在我国发行的金融创新产品,伞形信托是信托公司设计的一种结构化证券投资信托,其通过受益者分级的结构设计满足了不同风险偏好者的投资需求,因此,在二级市场运行平稳且走势向好的时候,信托公司的伞形信托业务非常火爆。但是,该结构化金融创新产品设置的虚拟子账号、运用的第三方接入系统、产生的杠杆效应以及产品本身混业经营的特点给我国现有的法律监管制度带来了前所未有的挑战。股市异常波动后,为防范系统性风险的发生,监管层针对伞形信托和场外配资采取了一系列措施。2015 年 2 月,证监会要求证券公司严格执行《证券公司融资融券业务管理办法》,禁止以代销伞形信托、P2P 及其他自主开发的融资服务形式,为客户与客户、客户与他人之间的融资融券活动提供任何便利和服务。2015 年 4 月,证监会要求证券公司不得以任何形式开展场外股票配资、伞形信托等活动。2015 年 6 月,证监会下发《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》,要求证券公司对信息系统外部接入管理开展自查。2015 年 7 月,证监会发布《清理整顿违法从事证券业务活动的意见》,严禁账户持有人通过证券账户下设子账户、分账户、虚拟账户等方式违规进行证券交易。2015 年 9 月,证监会表示,拟决定对不具有经营证券业务资质客户提供多种证券业务属性功能系统的恒生公司、铭创公司、同花顺公司及相关责任人员作出行政处罚,通过软件接入的伞形信托

* 范健,南京大学法学院教授;熊静,南京大学法学院博士研究生。

配资账户则被要求限期清理关闭。在一波“禁伞”政策后,伞形信托业务基本无法继续开展,短暂火爆的金融产品走向了终结。

信托公司设计并发行的伞形信托是一种典型的金融创新产品。金融产品创新以重组金融要素、突破传统交易模式为特征,这与基于固有模型而设计的法律监管制度之间总是存在着一种紧张的关系。金融法律监管制度的改革似乎总是落后于金融的创新,这其中虽然有金融产品为监管套利而进行创新的原因,但更主要的原因还是表现为现有金融法律监管制度对创新产品的应对力不足。回顾此次伞形信托从兴盛到受到全面限制的过程,以下问题值得思考:伞形信托的运行原理是什么?以伞形信托为代表的现代创新金融产品是如何突破我国现有法律监管体系的?面对金融创新产品,我国金融监管制度为何应对力不足?如何提高我国金融监管制度对金融创新产品的应对力?

一、新型金融产品对金融监管体系的冲击——以伞形信托为例

(一) 伞形信托的运作原理

2010年中国银监会颁布了《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》,该《通知》第1条对结构化信托业务作了界定:结构化信托业务是指信托公司根据投资者不同的风险偏好对信托受益权进行分层配置,按照分层配置中的优先与劣后安排进行收益分配,使具有不同风险承担能力和意愿的投资者通过投资不同层级的受益权来获取不同的收益并承担相应风险的集合资金信托业务。相对于单一账号结构化资金集合信托而言,伞形信托具有以下特征:第一,作为一种典型的结构化信托产品,伞形信托的信托受益权划分为优先级受益权和劣后级受益权。信托受托人利用信托财产进行投资管理取得的收益首先应分配给持有优先级受益权的受益人,在优先受益人足额获得信托合同约定的利益和本金后,劣后受益人取得扣除受托人报酬和管理费用后的剩余信托利益。伞形信托为自益信托,委托人(投资人)与受益人重合。结构化信托产品最大的魅力在于满足了不同风险偏好、不同风险识别能力和不同风险承受能力的投资者需求:优先受益人的收益水平虽通过约定而固定,但其优先于劣后受益人就信托财产优先分配的顺位将受托人投资失败的风险转移至了劣后受益人,另外加上其他配套风控措施,优先受益人的投资风险基本可以控制在一定的范围内;劣后受益人虽然在信托产品亏损时更先面临本金受损,劣后资金起着优先资金的安全垫作用,但在信托产品收益超出优先受益人约定利益的情形,劣后收益人可以获得剩余全部利益,因此劣后受益人的投资回报比理论上可以远远超过优先受益人。在实践中,优先受益人一般为具有资金规模优势但对收益安全兑付有较高要求的银行等机构投资者,而劣后受益人一般由有高回报追求同时具有较高风险承受能力的投资者担任,如私募机构及合格个人投资者。伞形信托中优先受益人以其投资资金为劣后受益人进行杠杆配资。为更直观地理解结构化信托的原理,可以代入数据进行阐述:假设优先级资金与劣后级资金配比为2:1,优先级资金1000万元,预期收益以8%计算为80万元,劣后投资者可认购的劣后受益权份额为500万元。当信托终止受托人向受益人分配利益时可能会出现以下几种情况:(1)信托财产最终净值低于

1000 万元,则劣后受益人本金全部亏损,剩余亏损由优先受益人承担,信托财产剩余价值全部分配给优先受益人。(2)若信托财产最终净值大于 1000 万元而小于等于 1080 万元,信托剩余价值完全分配给优先受益人,信托财产投资损失及优先受益人的收益由劣后受益人承担。(3)若信托最终净值大于 1080 万元,受托人则从信托财产剩余价值中分配 1080 万元给优先受益人,其余分配给劣后受益人,至于劣后受益人能否有收益,则要看除去 1080 万元后信托财产剩余价值是否超过 500 万元。第二,伞形信托中优先资金(优先委托人在信托成立之初转移给信托公司的信托财产)为劣后资金(劣后委托人在信托成立之后转移给信托公司的信托财产)提供资金配比。信托公司在不同的时期会根据业务的具体情况设定不同的资金配比比例,较为普遍的杠杆比为 1:2 至 1:3,股市行情较好时有的信托公司曾一度放宽到 1:4。伞形信托中优先级资金可以为劣后级资金提供的杠杆比例事关优先委托人的本金安全,也影响着劣后委托人认购的积极性,可谓伞形信托业务中最为关键且决定产品竞争优势的关键一环,因此,信托公司在决定伞形信托资金杠杆比例时往往会科学制定风险防范措施(主要表现为预警线与止损线的设置、强制平仓的运用)并在此基础上最大限度地满足市场的需求。第三,伞形信托是通过母信托与子信托单元的设置形成结构化证券投资信托,其中子单元信托可以分为不同的类型(如根据杠杆比例的不同进行划分),满足不同投资者的需求。母信托对应一个证券账户,伞形信托通过该账户在证券公司证券交易系统中实现股票交易;子信托单元对应的是虚拟账号,投资者可以利用该虚拟账号在信托公司运用的第三方交易系统中下达指令,实现独立的操作,该指令最终将在母信托对应的证券账户中完成。尽管多个子信托单元共用了一个母信托账户,但每个子信托单元由优先委托者与劣后委托者构成,且在第三方交易系统的技术支持下,子信托单元完全可以对劣后委托者完全根据自己意愿买进或者卖出股票的行为进行独立结算和分配,因此,每个子信托单位实质是一个完全独立的结构化信托。第四,伞形信托配有一套较为成熟的风险控制措施,旨在保障优先级资金的安全退出。由于信托单位净值在信托存续期间处于实时变动中,该机制下,信托计划会将某一数值设定为止损线,在信托存续期内任何一个工作日收盘后,信托单位净值若低于信托计划设定的止损线,则投资者应追加资金,追加金额至少不低于使信托单位净值回升到止损线之上的金额。如以优先委托人本金与预期收益之和与信托单位总份数的商数定为保本保收益线,止损线一般会距离保本保收益线预留一到两个跌停板的下跌空间,这是为了在对信托项下的资产组合全部止损变现时,预留应对冲击成本的余量,防止因市场波动致使变现完成后的信托财产净值无法兑付优先级委托人的本金和收益。^①在信托单位价值碰触止损线且受托人向投资者履行告知义务后,投资者若未及时追加资金,受托人将采取强制平仓的措施平抑系统性风险发生的可能,以此保障优先资金的安全退出。

(二)伞形信托产品的优势

首先,伞形信托产品更好地满足了投资者融资需求。在伞形信托产品推出前,融资融券作为我国资本市场重要交易制度为投资者融资提供了途径,其允许证券公司进行“向投资者

^① 吴凌翔:《证券投资型结构化信托创新研究——以一个全能型创新信托产品为例》,2012 年上海交通大学 MBA 学位论文。

出借资金供其买入上市证券或者出借上市公司证券供其卖出,并收取担保物的经营活动”。^②关于出借比例,《上海证券交易所融资融券交易实施细则》和《深圳证券交易所融资融券交易实施细则》规定,投资者融资买入证券时,融资保证金比例不得低于50%。换言之,投资者通过融资融券的方式只能融入1倍资金,例如投资者出资1万元,其可以购买2万元股票。然而,与伞形信托产品资金配比杠杆率相比,融资融券业务并不具有吸引力。投资者若认购伞形信托中劣后收益权份额,其可以支配的是购买资金2倍、3倍甚至是4倍的杠杆资金进行股票投资。因此,相较于融资融券的方式,伞形信托能够为持有有限资金的投资者带来更多融入资金。另外,融资融券的门槛较高,且程序较为繁杂,这也导致投资者更加青睐伞形信托业务。

其次,伞形信托为银行资金入市提供了低风险渠道。银行资金入市有券商两融受益权质押、委托贷款、伞形信托三种方式。相较于前两种方式,伞形信托止损线、外部信用增级、强制平仓制度合理地控制了股市波动给银行资金特别是理财资金所带来的风险,使风险转移至劣后投资者,这无疑满足了银行对资金稳定性和安全兑付的需求。

再次,伞形信托投资范围更为灵活。中国银监会规定,结构化信托中投资单个股票的比例不得超过信托计划资产净值的20%。银监会针对单一账户结构化信托的投资比例限制规则缺乏弹性,而伞形信托因分组交易系统设置的子单元信托可以有更灵活的投资范围。因为子单元信托对应的是虚拟账号,其并不受投资限制比例规则的限制,只要母信托对应的证券账号投资单只股票没有超过20%即可。

最后,伞形信托可以免去投资者开立证券账户的时间成本。投资者可以通过第三方交易系统的运用在独立的子单元信托中实现独立的买入或卖出股票、结算等操作,因此,投资者通过伞形信托投资股票完全无需开户,这也给投资者带来了便利。

(三)伞形信托对资本市场的影响

1. 证券二级市场面临的风险

从整个证券市场的层面分析,当股市出现大幅震荡时,由于伞形信托的杠杆效应,子单元信托的净值极易触及警戒线和止损线。投资者若不能及时追加投资,其将会被交易系统强制平仓。强制平仓导致的大量卖单又会进一步加剧股票价格的下降,引发新一轮的强制平仓,形成多米诺效应。实践中,伞形信托子单元信托中的劣后委托人往往又由配资公司担任,配资公司利用第三方交易系统将子单元信托再进行结构化,其担任次级子单元信托的优先投资者,向大量的个人投资者进行配资,形成“伞中伞”的结构。在配资公司充当优先委托人的次级子信托中,资金配比比例更高,可以达到1:4甚至是1:5,这导致止损线设置随之升高,强制平仓更容易发生。次级子信托的强制平仓导致子信托的平仓,最终导致银行优先级资金的撤离,加剧了股市的波动。因此,伞形信托的杠杆效应可能给证券市场带来系统性风险。

2. 商业银行面临的风险

在伞形信托中,即便商业银行提供的优先级资金在严格的风险控制措施下可以将风险保持在较小的范围内,但风险也不能完全避免。由于股票在跌停时无法卖出,这导致强制平仓

^② 参见《证券公司融资融券业务管理办法》第2条。

在股市连续暴跌时在技术上无法实现。因此,子单位信托的净值在股市连续暴跌的情况下是有可能突破信托公司设定的止损线的,优先级受益人也可能受到损失。优先级资金一般为银行的理财资金,其受损又必然给购买银行理财产品的金融消费者带来损失。另外,作为金融创新,在给银行带来丰厚收益的同时,由于没有严格的资本充足率的要求,从而使银行在从事金融创新业务中的风险无法得到及时的反映,使银行面临巨大风险。^③

3. 投资者面临的风险

证券投资本身就蕴含了较大的风险,投资者很可能对股市未来的走向作出错误预判,但这种错误预判的代价会因为投资者参与伞形信托业务而加倍放大。因为强制平仓机制的存在,无法追加出资的投资者会在较短的时间内输掉所有筹码,因此也将失去持有股票而待其重新上涨以减少损失的机会。另外,在伞形信托中,由于不存在第三方资金托管及监管机构,投资者资金也有被配资公司挪作他用的风险。

二、我国金融监管制度对金融创新产品应对力不足的成因分析

金融创新给中国分业监管模式带来了巨大的挑战。我国目前实行的是分业监管模式,银监会、证监会、保监会形成了一行三会“三驾马车”的监管格局,分别对银行业、信托业、证券业、保险业实行监管。但是,伴随金融工具与产品的不断创新,新型交易方式及混业经营趋势对我国分业经营模式形成了冲击。这种冲击直接暴露出我国金融监管制度应对金融创新产品的能力不足的问题,具体有以下四方面的原因:第一,金融创新产品具有“混业”经营的特点,多方机构的参与和复杂的产品内部设计增大了监管的难度。由于融资渠道的拓宽,非银行金融机构(如信托公司)在金融市场中扮演的角色的重要性日益增大,这直接导致商业银行在金融市场中的份额不断下降。为保持市场竞争力,商业银行不得不尝试改革传统的业务以适应市场的发展需求,使其资金能够更为灵活运用。通过与其他金融机构或非金融机构的合作无疑是突破传统业务受限的有效途径。银行理财资金在伞形信托业务中充当优先级资金即是一种典型的银信合作。金融机构之间的合作以及金融创新产品跨市、跨行业的特点势必导致传统分业监管模式技术上和结构上的不足。第二,创新金融产品在一定程度上是逃避金融监管的产物,为获取更大的利润,监管套利有时正是创新产品所追求的。因此,某种意义上,金融监管制度总是落后于金融产品的创新。监管套利主要表现为:在监管分工合作的框架下,被监管的金融机构利用“分业多头监管”的缺陷,设计跨部门、跨行业的创新产品实施监督套利,通过监管主体的转变、市场主体身份的转化(例如从保险经营者转化为期货经营者)、业务形式的转换(最为明显就是衍生工具的创造)以及核算制度的转入等手段,达到监管套利的目的。^④第三,分业监管模式下监管机构之间的协作不足。以伞形信托为例,监管层下发的“禁伞令”起初在信托公司与证券公司并没有得到彻底执行,究其原因,是伞形信托背后错综复杂的利益链以及各参与主体对应的监管机构之间未达成共识。在伞形信托业务中,主要的

^③ 岳树梅:《国际金融创新监管法律机制研究》,载《社会法学家》2009年第6期。

^④ 陈业宏、黄辉:《国际金融监管套利规制困境与反思》,载《中南财经政法大学学报》2013年第2期。

参与方为证券公司、信托公司和商业银行三类机构。证券公司是伞形信托业务的发起方,其将有杠杆投资需求的客户介绍给信托公司,其利益诉求是赚取交易佣金;信托公司是伞形信托产品发行方,收取信托财产一定比例的管理费,由于信托资金规模较大,因此信托公司同样能收取非常可观的费用;作为优先级的银行理财资金也能在伞形信托中为银行带来较低风险的投资回报。三方参与者中,银行与信托公司对应的监管部门是银监会,而证券公司的业务则由证监会监管。不同监管部门之间的协调不足,导致了对伞形信托产品的监管真空地带。伞形信托借机进行监管套利,借助由信息系统为客户开立的虚拟证券账户突破了《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)《证券公司监督管理条例》关于证券账户实名制、未经许可不得从事证券业务的规定,实质上形成了一个完整的互联网券商结构,打破了证券公司和中国证券登记结算有限公司对证券投资账户开户权限的垄断。更让传统金融方法失灵的是,伞形信托子单元信托的二级虚拟账号具有隐藏投资人的功能,投资人的操作将被掩盖在母信托证券账号之下,且投资者的操作记录、交易记录将随着资金清算、虚拟账号的注销而消失,即“阅后即焚”,监管者无法追查到任何信息。伞形信托证券投资业务的监管套利主要在信托公司内部完成,而信托公司由银监会而非证监会监管,银监会又可能只对主体监管而不对证券投资业务监管,因此最终导致对伞形信托的监管不力。第四,分业监管模式无法对金融创新产品进行全面监管,这降低了对某一金融创新产品监管的效率。2015年我国股市震荡后,监管层开始“禁伞”并清理场外配资,但回顾整个整顿过程,对伞形信托的限制政策基本由证监会作出,而开展伞形信托的信托公司并没有收到其对应监管部门——银监会的任何通知。在清理的过程中,证监会要求证券公司禁止代销、为伞形信托业务提供任何便利等监管措施只能说是一种间接的打击伞形信托的措施。另外,由于证券公司与信托公司之间签订协议在先,证券公司单方面不提供端口的行为可能构成违约,而证券公司违约则又将造成信托公司对投资者违约,甚至可能引发群体性事件。证券公司与信托公司的矛盾已经公开化,但监管层(证监会与银监会)并没有一致表态,这也是信托公司向证券公司“叫板”的原因。可见,分业监管模式在面对有多方参与的金融产品时,其监管措施的执行能力可能较低。

三、完善我国金融创新产品监管的对策

(一)金融监管模式的改进

在我国分业监管的框架下,金融创新产品有更大的监管套利空间。我国分业监管机构为应对混业经营带来的挑战这些年也采取了一系列措施。如我国银监会、证监会和保监会共同签署了《在金融监管方面分工合作的备忘录》,建立了监管联系会议机制和“经常联系机制”,旨在明确三会在金融监管方面的职责,加强三家机构的协调配合,避免监管真空和重复监管,以提高监督效率,促进金融创新。2008年金融危机爆发后,为控制风险的蔓延,国务院要求央行会同“三会”(银监会、证监会、保监会)共同建立金融监管协调机制,金融监管协调部级联席会议重启。2013年,国务院再次发文批复同意建立金融监管协调部级联席会议制度,确定了央行的牵头地位。总体而言,我国分业监管的基本格局在我国现行法律框架下基本没有可

能发生颠覆性改变,因此,强调监管机构之间的协作监管、信息共享是在当前框架内克服分业监管模式弊端的最有效途径。金融发达国家在金融危机爆发后同样也采取了一系列促进协作监管的措施。总结这些国家的监管协调机制,主要有以下经验值得借鉴:首先,借助立法直接规定各监管机构的协调合作框架,并就各自职能作出明确的规定,使监管协调合作有法可依;其次,通过签署监管各方谅解备忘录,规定监管协调的实施细则和相应的制度安排;最后,依法成立协调委员会或类似的机构进行多边合作及负责具体的协调运作,如英国通过金融服务监管局(FSA)来进行金融监管的协调。^⑤

我国监管部门面对以财富管理为代表的金融产品时,应在协调合作的基础上制定统一的监管标准,这不仅可以促使金融机构在提升产品竞争力、扩展客户资源的同时遵循公平竞争原则,也能限制和减少金融机构基于监管主体与制度的差异而进行的监管套利的行为。在我国现有分业监管的框架下,如何实现机构监管向功能监管和协调监管的转化是实现防范系统性风险监管目的的关键。功能型监管的核心在于通过分析金融机构法律行为的本质特征,将金融机构的法律行为予以类型化,在此基础上对同质的、具有相同功能的、产生同种风险的金融产品推断其适用相同的法律法规并制定相应的监管政策,避免同质的金融产品因发行主体的不同而受到不等强度的监管,防止因监管主体的差异导致的监管套利行为。

(二)完善金融消费者保护制度

金融机构具有逐利的本性,其创新的金融产品本身就为追求更高的利益而设计。但利益越大风险也就越大,投资者也因此可能付出更高的成本和代价。另外,创新与监管套利经常伴随发生,这也就意味着创新金融产品的稳定性将受到监管主体监管执行力度的影响。监管的放松可能会使某一产品一度盛行,但一旦风险发生,监管层管控措施的推出也可能直接决定某一产品或业务的存废。这次伞形信托产品从兴盛到将要成为历史就是最好的例证。监管政策的“嬗变”决定了金融产品能在多大范围内进行创新,更为重要的是,其严重影响投资者对于自己投资行为预期利益的判断。投资者在我国尚不健全的资本市场中会因为金融机构的套利行为和监管层监管力度的变化而遭受利益上的损失,因此,如何有效保护金融消费者的权利是我国金融监管改革中必须考虑的事项。金融消费者保护的“双峰理论”(Twin Peaks)认为,金融目标是金融监管的关键和起点,金融监管不应仅围绕审慎监管一个目标,为了追求金融机构发展和市场稳定,金融消费者权利的保护应该作为金融监管的目标来实施,而且应该与审慎监管同时进行。^⑥美国次贷危机爆发后,国际金融监管改革的方向之一即为将金融消费者的权益保护纳入金融监管的目标体系。我国金融消费者保护的意识正逐渐加强,但具体制度的构建还处于起步阶段。我国可以从以下三个方面完善金融消费者保护制度:第一,完善法律体系,设立专门保护金融消费者的法律。目前,我国金融消费者维护自身权利的法律依据为《中华人民共和国合同法》(以下简称《合同法》)、《中华人民共和国消费者权益保护法》(以下简称《消费者权益保护法》)以及其他法律法规中零散的规定。《合同法》《消费者权益保护法》可以保护金融消费者的

^⑤ 张磊:《银信理财合作业务监管法律制度研究》,吉林大学2013年博士学位论文。

^⑥ 关伟等:《金融消费者保护:存在问题与监管优化》,载《财经问题研究》2013年第7期。

一般性权利,但其不具有针对性,无法规制消费者在更为复杂、专业的金融产品中面对的情形,因此,金融消费者在特殊情形可能会陷入无法可依的境地。另外,《合同法》调整的是平等主体之间的权利义务关系,而在投资者购买金融产品时,投资者与金融机构实质上地位并不平等,对金融消费者法律应予以一定的倾斜保护。虽然法律法规中的一些零散规定可以保护金融消费者的权益,如《商业银行法》第29条关于存款人保密原则的规定,又如中国人民银行2011年发布的《关于银行业金融机构做好个人金融信息保护工作的通知》关于银行业金融机构收集个人金融信息时应遵守相应原则、方式的规定,但是,这些零散规定存在体系性不强、立法层级较低等问题,无法肩负起保护金融消费者的重任。因此,设立专门的法律和系统性的法律制度是我国未来保护金融消费者的必然选择。具体而言,我国可以选择制定“金融消费者保护法”或在《消费者权益保护法》中设专章保护金融消费者权益的路径。第二,成立保护金融消费者的专业机构。2008年金融危机爆发后,金融消费者保护与监管机构对金融机构审慎监管之间的关系开始得到重视。由于金融消费者与金融机构之间的利益时常存在某种对立,同时承担金融消费者保护与审慎监管金融机构职能的监管机构必然会因监管目标的差异而导致顾此失彼。因此,在后危机时代,金融消费者保护与金融审慎监管的职能分离是金融监管的发展趋势。美国《多德——弗兰克华尔街改革与消费者保护法》与英国《2012年金融服务法案》都通过设立独立的金融消费者保护机构实现这一功能的转化。我国随着金融消费者数量及消费规模的不断扩大,可以借鉴国外经验,前瞻性地设立专门保护金融消费者的机构,以保护本身就处于弱勢的金融消费者。第三,完善金融创新产品法律责任制度。具有强专业能力及谈判优势的金融机构并非普通的民事主体,而是应承担更严格商事责任的商主体。因此,金融创新产品的责任主体、责任模式、归责原则都应有别于传统的民事责任的有关规则。

(三) 加强对金融创新产品的准入监管与前置管理

在英国金融监管体制改革中,金融行为局(Financial Conduct Authority, FCA)被赋予了更大的产品管理和干预的权力,通过金融产品管理前置、禁止误导性的金融产品和服务在市场上推广等措施,以确保实现产品的销售范围与目标客户相一致,产品的功能与预期相符等目标。^⑦ 金融创新产品,其追求高回报的本质导致其可能向金融产品消费者隐瞒重要信息、仅披露有利于消费者做出购买决策的信息、选择性的披露信息甚至欺诈消费者。金融产品购买者本身因专业技能的有限就很难完全掌握极其复杂的产品信息,金融机构如再不完全披露信息或披露误导性信息,那么,金融消费者的信息搜寻成本将进一步加大甚至直接对产品作出误判。另外,金融创新产品可能就为逃避监管而设计,因其往往具有跨市场、跨行业的特点,加之计算机技术的应用,其逃避监管的行为更具有隐蔽性,监管机构并不容易发现。考虑到金融创新产品所带来的系统性风险和对广大金融消费者可能造成的利益损害,加强对金融创新产品的准入监管和前置管理实为必要。在具体制度构建和制度安排中,金融创新产品的准入监管和前置管理的规则应具有一定的前瞻性和弹性,以应对未来创新的产品,同时相关措施应尽可能地具有可操作性,以此事先防范金融创新产品给市场及消费者带来的风险。

^⑦ 高田甜、陈晨:《基于金融消费者保护视角的英国金融监管改革研究》,载《经济社会体制比较》2013年第3期。

中小企业之筹资困境及法制创新

——兼论违法股权群众募资之法律责任

王志诚*

前言

资金为产业发展过程之重要基础,亦为企业命脉,有效之资金融通管道,对于企业成长发展特别重要。观诸台湾地区之企业组成结构,尽管中小企业所占比例高达97.64%,然而当前之经商环境对其却非友善。相关产业调查结果显示,除了外部竞争因素与经营成本上涨等原因外,资金筹措困难系中小企业经营困难之重要原因。细绎中小企业资金筹措困难之原因,尽管当前中小企业多依赖间接金融作为融通资金之管道,然由于公司治理不足、与金融机构之严重资讯不对称与担保品不足等因素,造成中小企业无法满足金融中介机构之授信条件。

另外,金融领域与互联网技术结合而生之互联网金融,正挟普惠金融之姿,快速席卷传统金融所排斥之领域。互联网金融百花齐绽之类型中,借由串联广大网路使用者之群众募资,系一种对立於传统运用金融机构获得大笔资金款项之资金融通形态。运用群众募资(crowdfunding)之募资平台进行之资讯交换,使资金需求者直接将其需要诉诸广大之资金供给者,藉由小额资金之汇聚,发挥集腋成裘之结果。中小企业若能利用群众募资融通资金,将在传统融资管道外另辟蹊径。尽管群众募资一词对于台湾仍属陌生,于台湾之发展尚嫌缓慢,且群众募资之形态并非单一,不同类型各自有不同之发展历史,是否每一形态均能为中小企业筹资所用,将有深究之必要。此外,由于不同类型之群众募资有其不同之监理方式,台湾地区如欲引进作为资金融通管道时,除须考量当前法令规范外,亦须考量如何建构妥适对应之监理措施。

本文从“经济部”及相关文献对于中小企业资金融通之研究出发,整理分析当前中小企业资金融通困难之原因。进而介绍当前快速发展之互联网金融与群众募资议题,简述股权型、贷款型、回馈型与捐赠型四种不同之群众募资形态,并就各该形态在台湾地区与外国之发展与监理方式进行整理,最终对于台湾地区在未来监理方向提出相关之建议。

* 王志诚,中正大学法学院教授。