

证券法教程

A COURSE IN SECURITIES LAW

叶 林 主编



法律出版社

21 世纪法学规划教材

证券法教程

A Course in Securities Law

主 编 | 叶 林

副主编 | 王世华 王华杰

撰稿人 | 刘辅华 刘志华 潘文军
按姓氏拼音为序 彭插三 王华杰 王世华
张辉和



法律出版社

始创于 1954 年

www.lawpress.com.cn

好书,同好老师和好学生分享

图书在版编目(CIP)数据

证券法教程/叶林主编. —北京:法律出版社,2005.6
21世纪法学规划教材
ISBN 7-5036-5648-4

I. 证… II. 叶… III. 证券法—法的理论—中国
—高等学校—教材 IV. D922.287

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 052511 号

©法律出版社·中国

责任编辑/董彦斌 李燕芬

装帧设计/曹 铀 于 佳

出版/法律出版社

编辑统筹/法律教育出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京北苑印刷有限责任公司

责任印制/张宇东

开本/787×960 毫米 1/16

印张/26

字数/478 千

版本/2005 年 6 月第 1 版

印次/2005 年 6 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)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

网址/www.lawpress.com.cn

传真/010-63939622

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

销售热线/010-63939792/9779

传真/010-63939777

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85388843 重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636 北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995 苏州公司/0512-65193110

书号:ISBN 7-5036-5648-4/D·5365

定价:29.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

主 编 简 介

叶林 男,1963年出生,天津市人,法学博士,现任中国人民大学法学院教授、博士研究生导师,中国人民大学民商法律研究中心兼职研究员,中国人民大学金融与证券研究所核心专家,中国法学会商法学研究会副会长,北京市民商法学研究会副会长。

自1987年以来,一直致力于民法和商法教学科研。最近10年,主要从事商法、公司法、证券法和合同法的教学科研活动。著有《中国公司法》、《中国证券法》、《证券法》和《违约责任及其比较研究》等学术著作,在《法学家》、《政法论坛》、《现代法学》等刊物上发表多篇学术论文。1990年以来,曾多次受邀参加证券法、合同法、拍卖法、产品质量法和公证法等立法论证。2004年,担任国务院法制办公室公司法起草专家小组成员。

出版说明

20 世纪 80 年代,当中国改革开放开始勃兴,法律和法律教育开始再度崛起之时,法律出版社便以精诚态度和极大力度服务于中国的法律教育。针对不同阶段的读者,本社陆续推出多种系列的法学教材,迄今已达数百种。高等学校教材、教学参考书为其中主要部分。而历年来逐步推出的“八五”、“九五”及正在推出的“十五”国家级规划教材,更为重点。长期以来,“法律版”的众多教材,颇受学林瞩目。在此,我们深深感谢读者和作者对我们的信任。

进入 21 世纪以来,中国法律教育在取得长足发展的同时,也积极酝酿和展开改革举措,培养高素质的现代法律人才成为法律教育的重要目标。为此,本社应时而动,力求从教材的品种上、内容上、形式上实现更大突破,为新一代法律人学取专业知识提供更好读本。

就高等学校教材而言,我们立足两种进路:全面革新既有教材,或推出全新教材。革新既有教材,意在选取已出版教材尤其是“八五”、“九五”规划教材中的精品,从内容到形式全面更新、修订,重新整合,使这些长盛不衰的法律教育财富,以崭新面目,继续服务于新读者。推出全新教材,则或为推出“十五”规划教材,或约请优秀作者撰写新作,精阐原理,结合实践,关注前沿,努力创造出新世纪的新经典。优秀作者,或为老一辈与盛年名家,或为新生代才俊。或革新,或全新,这些教材在 21 世纪呈现崭新风采,并同享规划教材之盛,因之统为一名:“21 世纪法学规划教材”。

我们深信,中国的法律教育事业将在改革和发展中不断壮大;我们承诺,本套“21 世纪法学规划教材”,以及本社所有法律教育图书都将在发展中不断更新和超越。本着竭诚为法律和法律教育发展服务,竭诚为读者服务之宗旨,我们愿更加敬业,与广大读者和作者一起,共同创造法治事业及法律教育事业的美好未来。

法律出版社
2004 年 1 月

序 言

证券法律是我国现有法律制度中变化最为剧烈和频繁的重要法律。《证券法》自1998年12月29日通过、1999年7月1日施行以来,立法机关陆续制定了信托法和投资基金法等相关法律,修改了商业银行法和保险法等相关法律;中国证券监督管理委员会发布了数十件部门规章性文件,其内容涉及证券发行、交易和监管的各方面;最高人民法院通过了多件与证券法律直接相关的司法解释,人民法院也受理并审结了多起证券纠纷案件;立法机关自2003年起启动了修改《证券法》工作。现实而鲜活的证券法律实践告诉我们,现实的证券法律制度已经不能用《中华人民共和国证券法》加以简单概括;多年发展而来的证券法理论也告诉我们,证券法学界对文字、内容没有发生根本变动的《中华人民共和国证券法》有了更为丰富多样的理解。

本书旨在归纳、总结、梳理发展着的证券法理论和实践问题,然而,这项工作异常艰巨。或许是我国证券市场发展太快,或许是证券法理论界和实践部门有着太多争议,或许将生活写成文字的难度太大,更或许发展证券市场的立法问题过于敏感,许多极富争议的问题很难形成共识,《证券法》修正案迟迟没有提交全国人大常委会审议。

对于希望比较准确地反映现有证券法基本理论的教材来说,其撰写难度远非拟订计划时那样乐观和从容。证券市场是我国政治、经济、社会变动的集中表现形式,证券法律制度发展变化太快,所涉及问题又不单纯地是法学问题或者纯粹的理论问题,没有经济学或者金融学功底,读懂证券法律是极其困难的。作者在一次又一次向出版者道歉之后,不得不放弃等待《证券法》修正案出台后定稿的想法。作者能做到的,就是尽力跟踪证券法律的发展进程,在今后不断地加以修改完善。

本书不单是对《证券法》条文的解释和说明,本书作者希望尽力将我国证券法理论和实践中的问题,以浓缩方式呈现给读者,它或许根本无法反映我国证券法律发展的全部内容,也无法反映经济全球化给我国证券市场带来的各种问题。但若能提供给读者最主要的制度框架、主要内容和新近发展,似乎也就达到了作者和出版者的意图,读者阅读本书时或许也能体谅作者这样的苦衷。

王华杰、王世华、潘文军、刘志华、彭插三、张辉和刘辅华与我首度合作编写教

2 证券法教程

科书,他们杰出地完成了相关章节的撰写工作。作为主编,我忠心感谢他们的热情、执着与敬业,希望我对全书修改定稿没有遮掩他们的工作成果,也希望读者能将本书存在的问题归咎于我。

2005年2月20日完稿

目 录

第一章 证券法概述	(1)
第一节 证券的概念和特点	(1)
第二节 证券法的调整对象	(8)
第三节 证券法的表现形式	(15)
第四节 证券法的性质和地位	(19)
第二章 我国证券法的产生与发展	(23)
第一节 《证券法》颁布前的证券法制状况	(23)
第二节 《证券法》的制度创新	(27)
第三节 《证券法》实施中的制度创新	(31)
第四节 我国证券法修改主要问题	(40)
第三章 证券法的宗旨和原则	(43)
第一节 证券法的立法宗旨	(43)
第二节 证券法的基本原则	(50)
第四章 证券市场信息披露制度	(64)
第一节 信息披露的制度价值	(64)
第二节 公司信息披露的法律框架	(76)
第三节 信息披露制度的分类	(82)
第五章 证券市场监管体制	(88)
第一节 证券市场监管制度概况	(88)
第二节 政府监管机构的性质及设置	(97)
第三节 政府监管职权和执法措施	(100)
第四节 自律监管组织	(104)
第六章 证券发行制度	(113)
第一节 证券发行的概念与性质	(113)
第二节 公开发行股票条件	(121)
第三节 公开发行股票的审核制度	(125)
第四节 公司债券发行制度	(134)
第五节 证券发行审核规则及法律责任	(137)

第七章 证券承销和保荐制度	(142)
第一节 证券承销概述.....	(142)
第二节 证券承销协议.....	(147)
第三节 证券承销定价与发行方式.....	(151)
第四节 证券承销商的权利义务.....	(157)
第五节 证券发行上市保荐制度.....	(160)
第八章 证券交易场所	(167)
第一节 证券交易场所概述.....	(167)
第二节 我国证券交易场所的性质.....	(172)
第三节 证券交易所的基本功能.....	(178)
第四节 证券交易所的设立和组织.....	(187)
第五节 证券交易所的监管领域.....	(191)
第九章 证券上市及审核制度	(196)
第一节 证券上市制度概述.....	(196)
第二节 证券上市条件.....	(200)
第三节 证券上市审核程序.....	(204)
第四节 上市暂停、恢复和终止.....	(208)
第十章 证券公司经纪业务	(215)
第一节 证券公司概述.....	(215)
第二节 证券经纪法律关系.....	(223)
第三节 证券经纪的行为限制.....	(230)
第四节 证券公司的内部控制.....	(235)
第五节 证券公司与欺诈客户.....	(240)
第十一章 证券交易制度	(245)
第一节 证券交易制度概述.....	(245)
第二节 证券集中交易制度.....	(252)
第三节 证券的非集中交易.....	(258)
第四节 证券交易的特别限制.....	(263)
第十二章 上市公司收购制度	(267)
第一节 上市公司收购制度概述.....	(267)
第二节 上市公司的一般收购.....	(273)
第三节 上市公司的要约收购.....	(276)
第四节 上市公司的特别收购.....	(284)
第五节 收购人及其法定义务.....	(289)
第六节 上市公司收购的监管规则.....	(293)

第十三章 证券虚假陈述的法律管制	(298)
第一节 虚假陈述的概述.....	(298)
第二节 证券虚假陈述的认定.....	(305)
第三节 证券虚假陈述的法律责任.....	(311)
第十四章 证券内幕交易的法律管制	(318)
第一节 内幕交易的概况.....	(318)
第二节 内幕信息和内幕人士.....	(320)
第三节 内幕交易的构成.....	(327)
第四节 短线交易.....	(330)
第五节 内幕交易的法律责任.....	(334)
第十五章 操纵市场的法律管制	(339)
第一节 操纵市场的概述.....	(339)
第二节 操纵市场的行为类型.....	(343)
第三节 法律责任的构成及承担.....	(348)
第十六章 证券投资基金	(355)
第一节 证券投资基金概述.....	(355)
第二节 证券投资基金的类型.....	(359)
第三节 证券投资基金法律关系.....	(362)
第四节 证券投资基金的运作方式.....	(371)
第五节 证券投资基金投资运作及监管.....	(374)
第六节 公司型基金概述.....	(377)
第十七章 投资者保护的救济程序	(381)
第一节 民事诉讼程序.....	(381)
第二节 特别程序和制度.....	(395)
参考书目	(401)

第一章 证券法概述

内容提要

随着现代金融市场的发展, 有价证券已经逐渐成为社会公众的重要财富形式之一。证券具有不同于实物商品的特殊性质, 既需要民商法基本规则的规范, 又需要民商事特别法的调整。证券法作为调整证券、证券行为及证券市场关系的特别法律制度, 是现代私法制度的重要组成部分, 尽管包含浓重的强行法色彩, 但具有其他法律无法替代的积极作用。

重点问题

证券的基本特征

证券法的调整对象

证券法的性质和地位

第一节 证券的概念和特点

“证券”在不同语境下表达着不同含义, 即使就特定国家的多项法律制度而言, “证券”也会因词语的使用环境差异而有差别。不同国家法律传统不同, 法律制度不同, 证券描述的内容也不尽一致。

一、证券的基本含义

在证券出现初期, 证券是以有纸化方式表现出来的, 即借助文字、图形或者文字与图形的结合, 来表彰某种民事权利或者民事资格。有纸化证券占据了一定物理空间且能够被人们支配, 符合传统民法理论上“物”的基本特征。所以, 传统民法理论认为, 证券的纸面是“物”的特殊表现形式, 证券本身即须受到财产所有权制度的约束。依照财产所有权制度, “物”之所有人可以按自己意思行使占有、使用、收益和处分等权利, 也可采取侵权救济等措施排除他人妨碍。此所谓证券上的“物”的权利。

然而, “证券”本意在于表彰民事权利, 证券纸张价值很低。在法律理念上, 证券之物的权利虽得采取损害赔偿等措施来保护, 但实践中, 除权利人请求证券发行

人换发纸面化证券等外,极少出现权利人就纸制证券的归属发生争议或者提起诉讼的情况。事实上,即使在证券及证券法出现初期,证券的核心含义也不拘泥于“物”的形态及证券所有权归属。“证券”主要用来描述书面凭证所记载的民事权利,证券的物质形态主要是用来识别证券上所记载的某种民事权利。在此意义上,证券与证券权利具有相同或者相似含义,即指以书面形式记载的民事权利。

民事权利是民事主体依照自己意志独立实施或者请求他人实施一定行为的可能性,它本身就具有某种抽象性。在物质社会中,民事权利必须以某种可识别方式表现出来,才能为人所认知和受到法律保护,当然,这并不排斥理论界在更为抽象的意义上研究民事权利。为了建立完整的民事权利体系,确立抽象权利的法律地位具有重要意义,但抽象权利通常缺乏明显的外部表现,难以为社会公众和裁判者所识别。因此,抽象权利在民事权利的现实保护方面,没有直接意义。依照《民法通则》规定,民事权利分为物权(财产所有权及与财产所有权有关的其他财产权利)、债权、知识产权和人身权利等,为使民事权利的存在事实为社会认知,各种民事权利应采取某种外在方式表现出来。如房屋所有权证书记载并表达房屋所有权人对房屋拥有的财产所有权;动产所有者占有动产的事实,表示占有人对动产的所有权;合同或者借据等债权文书记载并反映债权人拥有的债权;专利权证书则表彰专利权人对某项专利拥有的排他性权利;荣誉证书则直观地反映出公民或者法人享有荣誉权的事实等等。即使一般人格权,同样要以法律规定的特定方式表达其存在。在民事普通法中,法律规定、占有事实和权利证书等已成为表彰、证明民事权利存在的外部标志。可以说,任何民事权利都须借助某种特定形式表现其客观存在,这对于确保他人知晓民事权利的存在、确保他人尊重民事权利的行使,确保权利人得采取司法救济维护民事权利,具有重要意义。

然而,民事权利的存在事实和表彰形式毕竟是不同概念,民事权利的存在事实和证明形式更是不同概念。民事权利的存在具有惟一性,但民事权利的表彰和证明形式则具有多样性。例如,债权存在虽具惟一性,但债权存在的证明形式则可以是双方签订的书面合同,也可以是口头合同,还可能是单方承诺等。有些民事权利甚至难以采取社会公众熟知的形式加以表彰和证明。如在科学上,亲子关系及亲权须根据遗传基因加以确定,一般场合下得依据出生及户籍关系予以证明,但在发生争议时,就无法简单地根据出生或者户籍证明等予以确定;一般人格权则依赖于关于一般人格权的法律规定而表现其存在状况。有些民事权利即使得采取直观表彰及证明形式表现其存在,但记载、表彰或者证明民事权利的表现形式本身就可能存在错误,这种错误记载甚至需要通过司法裁判程序、借助司法裁判文书予以纠正,以恢复民事权利存在的真实状况。因此,民事权利愈抽象、愈复杂,就越需借助某种方式直观地表示其客观存在。

从传统角度来看,证券权利通常采取纸面方式予以表达。必须承认,纸制证券

便于表达证券权利存在的事实,具有得天独厚的识别优势。按照一般生活常识,持有证券的人在法律上被推定为证券权利人,并同时排斥其他人成为该证券的权利人。其他媒介虽然也能发生表彰证券权利人的功能,但往往具有观念、识别和保护上的障碍。在无纸化交易环境下,证券权利人不持有纸制证券媒介,通常只能依赖计算机数据或者设备打印出相关数据证明权利的存在。数据及打印文档虽然记载着证券名称或者发行人名称,但发行人对该数据真实性难以承担责任,证券持有人对证券发行人行使权利时,往往要依赖第三人的证明,即仅凭打印数据难以清晰地反映证券权利人的地位。同时,纸制证券有助于证券权利人充分行使证券权利。根据担保法规定,权利质押须以交付为对抗要件,如果纸制证券持有人欲设定证券权利质押,只要将纸制证券交付给债权人或同时作出记载,即可完成证券质押。但在无纸证券情形下,证券质押不仅需要当事人就证券质押作出约定,还须依赖证券登记结算机构在计算机系统中加以记录,才能最终完成权利质押。这不仅增加了质押完成的时间,还增加了质押能否完成的不确定性。

纸面书证只是记载证券权利的诸多方式之一。20世纪90年代初期,我国证券市场发行的证券主要是有纸化证券。随着电子科技和证券交易制度的发展,出现了无纸化证券,无纸化交易随即成为主要交易形式,证券权利正在采取更为特殊的表彰形式。电子化交易环境下,交易数据或者成交记录成为表彰民事权利的基本形式。交易数据或者成交记录往往并不直接掌握在真实权利人手中,而是记载于证券公司或者证券登记结算机构的计算机系统,这些数据或成交记录可以读取甚至打印在纸制媒介上,但纸制媒介已逐渐失去其原有意义。上述状况表明,虽然证券权利通常是以易于识别的纸面化方式或其他可读方式加以表现,但绝不排斥证券权利以其他方式表现出来,证券形式与证券权利之间是可能相互分离的。

二、证券权利

证券权利是证券所表彰的权利内容。在我国证券市场出现初期,证券所表彰的证券权利主要包括债权和股权,同时还存在少量衍生类投资权益。随着社会进步,随着金融工具的创新和证券化技术的广泛运用,各种衍生类权利和中间性权利的种类不断增加,功能不断变化,地位不断增强,借助证券表彰的民事权利的种类趋向复杂化和多样化。

(一)投资性权利

传统民法理论没有赋予投资以确定的法律含义,但在借鉴经济学研究成果的基础上,可将投资解释为投资人为了追求合理经营利润而将资金交付给他人的合同行为。即货币所有者根据合同将资金交付给资金使用人,取得资金的当事人利用该资金从事经营活动,提供资金方通过对方从事的经营性活动而获得合理利润。相应地,投资性权利即为投资者基于投资行为而取得合理利润的权利。

证券表彰的投资性权利也必须符合必要的技术特性并具有充分的流通性,有

些投资性权利无法借助证券予以表彰,无法转换为证券权利,故只能通过公司法、合同法及民事普通法予以保护。股权是投资性权利的最典型表现方式。投资性权利不同于金钱债权,金钱债权以追求还本付息为目的,债务人不仅有义务向债权人偿还本金,还有义务向债权人支付确定比率的利息。投资性权利旨在通过分取投资收益而最终实现赢利,资金使用者根据赢利状况向资金提供者支付收益,但不承担还本付息的义务。如果出现经营亏损,投资者仅能就剩余资产行使分配请求权,无权要求资金使用者补偿其投资。

投资性权利是个抽象的权利集合体,相对于传统民法中单一内容的法律关系来说,投资性权利的内容非常复杂,表现为资金提供者与资金使用者之间存在的多种性质的法律关系。以股票为例,股票持有人拥有广泛的民事权利。依通说,股票权利即股票所表彰的民事权利是社员权,社员权同时包含着社员资格、社员权利和社员义务。在社员权利性质方面,社员权利包含着物权、债权和人身权等多种属性的民事权利;在社员权利内容方面,我国《公司法》第4条规定:“公司股东作为出资者按投入公司的资本额享有所有者的资产受益权、重大决策权和选择管理者等权利。”

(二) 债权性权利

民法上,债权是一方当事人要求对方当事人依照合同约定或者法律规定履行一定义务的权利。债权产生依据主要包括合同、侵权、无因管理、不当得利和法律特别规定。就债权性质而言,民法债权具有请求权属性,即惟有债权人向债务人提出请求且债务人向债权人履行债务,才能最终消灭债务并实现债权。

证券表彰的债权性权利,必须符合必要的技术特性并具有充分的流通性。因此,证券仅能表彰部分债权,无法借助证券予以表彰的债权性权利,只能受到民事一般法和合同法的保护。首先,证券表彰的债权必须是金钱债权,即这种债权以债务人向债权人偿还金钱为基本实现方式,除承担民事责任者外,债务人不得以金钱以外的其他财产偿还所欠债务。其次,证券表彰的债权属于有期限债权,只有债权期限届满时,债务人才有义务向债权人支付约定的金钱利益。此外,证券所表彰的债权只能是根据所发行债券所形成的债权,以其他名义形成的债权除非具有证券的实质属性外,不视为证券性债权。

在证券市场中,债务人即指债券发行人,是依法发行债券类证券的国家和公司。债权人是合法持有债券类证券的投资者,既包括从发行人处购买并取得债权权利的人,也包括从其他债权人处取得债券权利的人。债权人不得向发行人以外的前手转让方请求还本付息。从证券市场实践来看,债权性权利主要包括国债性债权和公司债债权。国债性债权是指债权人因购买取得国家发行的国库券而对国家享有的金钱债权,该证券权利主要借助国库券予以表彰。公司债债权则是依法取得公司债债券并有权要求公司到期还本付息的金钱债权,主要通过公司债债券

予以表彰。随着资产证券化技术的不断发展,各种新型的债权性权利不断涌现。

(三)其他证券权利

有些证券权利派生于债权性权利或者投资性权利,但与债权性权利或者投资性权利存在差别,还有些证券权利同时具有债权性权利和投资性权利的双重属性,这些民事权利同样可能采取证券形式予以表彰,衍生性权利情况更为复杂。从我国实践看,配股权、优先认购权和可转换公司债,具有特别重要的意义。

1. 配股权。配股是指上市公司向公司现有股东提出配股建议,使现有股东可按其所持股份比例认购配售股份的行为;配股权是指上市公司股东根据经核准的配股计划和方案,按照配股价格购买上市公司新增股票的权利。在我国证券实践中,上市公司配股数额不得超过已有普通股总数的30%,配股价格不低于公司最近一次公布的每股净资产。在此情况下,通过行使配股权,上市公司股东得以较低价格购买到公司新增股票;若再以股票市场价格出售股票,上市公司股东即可得到相应利益。鉴于配股权本身可能给权利人带来实际利益,一旦允许配股权转让,配股权即会取得相应的市场价格。我国以往证券市场实践曾经允许采取协议方式转让配股权,证券交易所也曾开设配股权证交易市场。在理论上,配股权既不具有金钱债权的性质,也不具有投资性权利的性质,但因配股权人有权以较低价格购买上市公司新增股票,具有着民事权利的基本属性,配股权证也因此成为交易对象。

2. 优先认购权。也称优先购买请求权,通常是指公司股东或公司债券持有人优先于其他投资者购买公司增加发行的新股票或者公司债券的请求权。在公司业绩增长情况下,公司股东或者公司债券持有人行使优先认购权,即得以较低成本增加对公司投资,进而分享公司业绩增长带来的好处。行使优先认购权时,投资者购买证券价格低于无优先购买权时的购买价格;如果公司允许公司股东或债券持有人转让优先购买权,或者允许优先购买权上市交易,优先购买权就能够成为相对独立的证券权利。

3. 可转换公司债债权。可转换公司债指在具备相应条件下可以转变为股份有限公司股票的公司债权,可转换公司债券则是表彰这种转换请求权的权利凭证。公司债通常具有债权请求权性质,股份或者股票具有投资性权利的性质,可转换公司债是介于投资性权利和债权性权利之间的特殊证券权利。我国公司法第四章专门规定了可转换公司债券。

三、证券的基本特征

(一)证券是直接投资凭证

证券法是民商事特别法,颁行证券法旨在规范资本市场行为,保持投资和促进资本市场健康发展。基于直接投资形成的民事权利凭证,都有可能纳入证券范畴。在经济学中,直接投资与间接投资相对应,是指资金供应者直接将资金交付给资金需求者,并根据资金经营状况获得利润和承担风险的行为。依此标准,银行存款凭

证不具有投资凭证的属性。吸收存款和发放贷款是银行的基本业务,在银行业务中储户是资金供应者,但银行只是将储蓄资金提供给资金需求者的中介性机构,而不是资金需求者;同时,银行向储户支付固定利息,而非根据储蓄资金的实际运用情况来决定储户收益的高低,银行承担还本付息义务,储户不承担资金需求者无法偿还银行贷款的法律风险。

随着科技及金融创新的不断发展,有时很难清晰地划分直接投资与间接投资的界限,商业票据等也可能被用来实现与证券相似的功能。这种情况下,商业票据也可能被认定是投资性证券。1990年,美国最高法院在 *Reves 诉 Ernst & Young* 案件中提出,在判断商业票据是否属于证券时,要综合考察证券发行的动机(motivations)、销售计划(plan of distribution)、投资公众合理预期(reasonable expectations of investing public)及监管方式(another regulatory scheme)等因素。根据该案裁决结果,如果企业目的是为了大量筹集资金,而买方主要是希望得到票据带来的利润;如果按照企业票据销售计划和一般交易常识,投资者是不特定的社会公众;如果按照公众合理预期和监管方式,某种票据具有证券的实际功能,商业票据就有可能被认定为证券。

(二) 证券是流通性权利凭证

证券的流通性具有两方面特定的含义。一方面,证券持有人行使权利,无须借助证券义务人的承诺、意思或者参与,即可将证券权利转让给交易对方。在民法中,民事权利本身往往同时伴随着民事义务,转让民事权利往往同时伴随着民事义务的转移。为了确保交易关系稳定,有效转让民事权利通常要依赖于义务人的承诺、意思或者参与。我国合同法第81条规定,债权人转让权利的,应当通知债务人;未经通知,该转让对债务人不发生效力。在证券法观念上,证券是单纯的民事权利,本身不附有民事义务。证券权利人将证券转让给受让人后,证券发行人即应向合法受让取得证券的权利人承担证券义务。所以,证券转让与债权转让、合同转让都具有民事法律关系的本质,但在观念、表现形式及法律适用上,证券转让与债权转让或者合同转让有着重大不同。另一方面,证券受让人取得证券时,除法律特别规定者外,自然取得证券券面记载的各项民事权利,它不受转让方对证券权利的限制。证券系由证券发行人向证券认购者发行的特殊权利凭证,通常会记载证券发行人名称、证券持有人名称或者姓名、证券种类、证券金额或者数量、权利限制(如质押)和证券签发日期等事项。证券持有人转让证券权利时,受让人即取得证券券面记载的各项民事权利,证券权利所受限制也仅以证券券面记载事项为限,证券发行人与转让人在证券券面之外附加的限制性约定,对证券受让人不具有约束力。

证券具有特殊流通性,这导致证券交易规则和民事权利转让规则的差异。因为民事权利往往附着民事义务,且所转让民事权利原则上不得超过民事权利人既

有权利,这使得转让民事权利通常只能通过“一对一”的协商方式完成,债权人只能向特定的受让方转让债权并具体商定债权转让条件,无法按照统一条件向社会公众转让债权。即使以拍卖方式转让债权时,也允许转让方和受让方在拍卖条件基础上另外商定转让条件。证券转让通常采取“多对多”的交易方式。以股票为例,由于股票发行人同时向众多投资者发行较多数量的股票,股票市场也必然同时存在众多的股票买方和卖方,从而会形成该种股票的竞争性价格。为完成股票交易并形成股票市场价格,通常只能通过“多对多”的交易方式,即同时存在的众多买方和众多卖方以价格竞争机制完成股票买卖。

流通性是证券的本质特征,有些民事权利凭证依照法律或者约定条件禁止或者限制流通,即使这类权利凭证被称为证券,但却不宜视为证券法意义上的证券。如非上市股份公司发行的股票、公司发行时禁止转让的公司债券以及发行时禁止转让的国库券等。有些民事权利凭证虽然不称为证券,但因具备证券的流通性及其他特征,此类民事权利凭证则应纳入证券范畴。

(三) 证券是标准化权利凭证

如何筹集到较大规模的资金,是创设证券的基本经济动因。公司筹集经营资金的基本方式包括举债和发行股票,筹集资金的对象则包括特定投资者和社会公众投资者。公司向特定投资者举债或者发行股票所筹集到的资金规模往往比较小,并要受到该特定投资者提出的种种条件的限制。公司向社会公众投资者募集资金,不仅可以主动限定投资者提出的种种差异性投资条件,还可以筹集到规模巨大的经营资金。因此,通过发行证券筹集资金,有着协商举债和定向发行股票无法比拟的特点和优点。在信贷政策受到诸多政策性限制的情况下,许多公司倾向于通过发行证券向社会公众募集经营资金。

为了便于向社会公众投资者募集资金,公司应先将拟募集资金总量划分成若干相等份额的计算单位,制作面额均等的权利凭证并记载每个单位筹资金额的民事权利。公司在收到社会公众投资者缴纳的资金后,即向投资者交付对应数量的证券。公司发行的每份同种证券在券面金额、筹集资金条件、偿付条件、权利范畴及限制条件等方面完全一致,从而使每份同种证券之间具有相互替代性。

民事权利标准化,是将价值形态的财产权利划分成品质相同的若干相等份额,使具体财产权利分解为由若干具有同等价值的抽象财产权利的过程。通过民事权利标准化处理,民事权利脱离了具体的物质形态,成为规格统一的标准化商品。一旦人们普遍接受了权利交易观念,证券作为标准化权利的交易就成为可能。从实践角度看,证券券面金额越小,就越便于社会公众投资者投资,也就越便于公司筹集经营资金。同时,证券券面金额越小,也会使证券更便于流通和转让。可以说,民事权利标准化是证券市场存在的基础条件之一;惟有进行民事权利的标准化处理,才能确保证券市场高效发展。