

# 我国《证券法》上证券概念的扩大及其边界

邢会强<sup>\*</sup>

**内容提要** 证券法上“证券”的定义问题是证券法的第一问题。证券是投资者为了获取利润而取得的代表投资性权利的凭证或合同,投资者之间共同进行了投资或者它允许投资者对外拆分转让该证券,它具有损失本金的风险且该风险未受其他专门法律的有效规制。换言之,证券具有投资性、横向共同性和风险未受规制性(或风险裸露性)三大本质特征。简言之,证券的特征可以概括为“共同投资,风险裸露”八个字。凡是符合该定义的凭证、产品或合同都是证券,都应该纳入《证券法》的调整范围,这就意味着我国《证券法》上证券概念应扩大。但证券概念的扩大是有边界的,它不能涵盖所有的金融投资商品。证券是具有横向共同性特征的金融投资商品,但并非所有的金融投资商品都具有横向共同性。

**关键词** 证券 金融商品 金融投资商品 投资合同 豪威测试

DOI:10.14111/j.cnki.zgfx.2019.01.012

证券法上“证券”(以下简称证券)<sup>①</sup>的定义和证券法的调整范围问题是证券法的第一问题、原点问题。在国内,在1998年制定《证券法》之时,它是个争议非常激烈的问题,在《证券法》实施之后每逢修订时,它总是各方争鸣的热点问题。本次《证券法》的修改也不例外。2015年4月的《证券法(修订草案)》(“一读稿”)曾试图给证券下一个定义,但这一定义并不尽如人意,遭到了一些学者的异议和反对。而2017年4月的《证券法(修订草案)》(“二读稿”)又删除了“一读稿”的证券定义。这反映出了给“证券”下定义之难,争议之大。在我国当前资本市场日益纵深发展的新形势下,重新审视并科学界定证券的定义,有利于我国《证券法》保持与时俱进的品格,发挥应有的调整功能;有利于加强我国的资本市场基础制度建设,保护投资者的合法权益,促进我国资本市场健康发展;有利于我国金融监管体系的完善,防范和化解金融风险。因此,本文试图对证券下一个定义并主张扩大《证券法》调整的证券种类。

<sup>\*</sup> 中央财经大学龙马学者特聘教授。本文受到2018年国家社科基金重大项目“大数据法制立法方案研究”(项目批准号:18ZDA136)资助。感谢彭冰、缪因知、董新义、高丝敏、姚佳、周游等提出的宝贵意见。

<sup>①</sup> 民法上的证券与证券法上的证券范围不同。民法上的证券分为金券、资格证券、有价证券三大类。有价证券又分为货币证券和资本证券两类。证券法上的证券相当于民法上的资本证券。本文只讨论证券法上的证券。

## 一、证券的特征梳理与定义归纳

证券的定义与证券法的特殊机制有关。现代证券法的机制起源于英国 1720 年的《泡沫法》以及美国《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》。英国 1720 年《泡沫法》规定的“公司对股东负有法定的真实披露之义务”,虽然只有寥寥数语,它所反映的内容却正是信息披露制度的基础,被后世之立法所继承和发展,最终形成了现代证券法上的信息披露制度。<sup>②</sup> 美国《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》以及其判例法(以下简称美国证券法)提供的证券法机制概括起来主要有三点,它们被各国证券立法所广泛借鉴,成为了现代证券法的特殊机制:第一,证券的发行需要向证券监管机构进行注册(除非该证券或交易被特别豁免)<sup>③</sup> 并进行信息披露。第二,证券法针对证券欺诈行为为投资者提供了比一般民法更具保护力的民事救济措施。<sup>④</sup> 尽管某些证券的注册可以被豁免,但其销售和交易通常还是适用反欺诈和反虚假陈述的相关规定的。<sup>⑤</sup> 根据一般民法,被告若构成欺诈,则必须是重大的虚假陈述,明知错误却故意为之,故意引导受害人相信该陈述且使其受到损失。<sup>⑥</sup> 而证券法则大大降低了赔偿门槛。例如,发行人对其虚假陈述和在注册文件中的信息遗漏承担严格责任。证券法还在举证责任方面向投资者倾斜。例如,根据“市场欺诈理论”,在一个开放且发展良好的证券市场中,重大虚假陈述或遗漏,一般均会影响股价;而投资者普遍以股价作为股票价值的表现,故即使投资者并未直接信赖该虚假陈述或遗漏,该投资者仍可推定为受欺诈者。<sup>⑦</sup> 因此,实务中往往采取因果关系推定存在的做法,从而减轻投资者的举证负担。例如在美国,原告负举证责任的场合,证明标准是“优势证明”(preponderance of the evidence),而一般民法的欺诈案件的证明标准则是“明晰且有说服力的证明”(clear and convincing evidence)。<sup>⑧</sup> 证券法还扩充了虚假陈述的被告的种类与范围,将任何在注册文件上签字的人、董事、专家(experts)和承销商都涵括进去。第三,证券法提供了包括刑事责任和行政救济(administrative remedies)在内的公共保护(public protection)。<sup>⑨</sup>

一旦某种金融产品被界定为证券,这就意味着它的发行者要承担注册和信息披露

② 参见吴照华《1720 年英国〈泡沫法〉研究》,安徽大学硕士学位论文,2015 年 4 月,第 29 页。

③ 本文暂不区分“注册”与“核准”“审批”等制度之间的差异,一律简称为“注册”;也不区分注册机构是证券监管机构还是证券交易所。

④ See James D. Gordon III, *Defining a Common Enterprise in Investment Contracts*, Ohio State Law Journal, 72 Ohio St. L. J. 63 (2011).

⑤ See Ronald J. Coffey, *The Economic Realities of a “Security”: Is There a More Meaningful Formula?* 18 W. RES. L. REV. 371 (1967).

⑥ See William Lloyd Prosser, Dan B. Dobbs, Robert E. Keeton & David G. Owen, *Prosser and Keeton on The Law of Torts* (5th ed.), at 738-739 (West Pub. Co., 1984).

⑦ See *Basic Incorporation v. Levinson*, 485 U.S. 224, 108 S. Ct. 978, 99 L. Ed. 2d 194 (1988).

⑧ E.g., *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 387-91 (1983) (citing Rule 10b-5).

⑨ See James D. Gordon III, *supra* note 4, 63.

义务(除非获得豁免),它的投资者有权获得证券法的上述民事、行政和刑事等保护。是否有必要对发行人课加上述义务,对投资者给予上述保护,是立法者需要考虑的问题。

### (一) 证券的第一个特征:投资性

通常认为,证券法之所以要求某种证券需要注册或核准,是因为它涉及广大的投资者,具有涉众性的特点,涉及公共利益;发行人之所以要承担强制性的信息披露义务,是因为存在着信息不对称,且一对一的谈判不能解决之或解决成本太高;之所以对投资者给予民事和行政乃至刑事的特别保护,是因为这里面有特别的利益需要平衡。而这背后,乃是企业巨型化与当事人地位互换性的丧失。投资者(尤其是中小投资者)与融资者的地位不对等,且由于投资者的分散性和“集体行动的困难”,使其无法通过一对一的谈判来解决这种不对等,因此,需要法律的特别保护。但是,这不足以说明这种法律的特别保护一定就是证券法。这是因为,巨型化的企业在生产经营的过程中,除了向社会公众公开发售证券以进行直接融资外,还向社会公众公开发售它生产的商品或提供的服务。而消费者与经营者之间同样存在着类似于投资者与融资者之间的产品涉众性、地位不对等和信息不对称。只不过,消费者购买的是一般产品,投资者购买的是金融产品。对于消费者与经营者之间消费关系,除了一般民法外,还要由消费者保护法予以特别调整;对于投资者与融资者之间的融资关系,则除了一般民法外,还要由证券法予以特别调整。证券作为投资者与融资者之间融资关系的表征和凭证,之所以异于一般产品或产品的凭证(如仓单),并不在于证券的虚拟性和价值不确定性,而在于其投资性。而一般产品则具有消费性。具有投资性还是消费性,才是一个产品是否属于证券的根本之所在。

在美国《1933 年证券法》颁布伊始,法院没有将投资性与消费性分开。在 1943 年的 SEC. v. C. M. Joiner Corp. 案中,法院认为,一个工具是否属于《1933 年证券法》中“证券”之下的“投资合同”,要看它是否是以交易的名义或方式(under terms or courses of dealing),或者是否作为众所周知的一个证券(commonly known as a security)的形式的任何利息或工具(any interest or instrument),进行公开发行或交易。<sup>⑩</sup>“以交易的名义或方式”就确立了“投资合同”的“商业属性”(character in commerce),法院主要以此来判断一个工具是否是“证券”之下的“投资合同”。这并不奇怪,因为当时还没有出现较为体系化的消费者保护法。体系化的消费者保护法于 20 世纪五六十年代后才出现。1946 年的 SEC. v. W. J. Howey Co. 案推翻了以“商业属性”来测试一个工具是否是“投资合同”,并建立了识别“投资合同”的四项标准,这就是被广泛援引的“豪威测试”标准。它共有四项要素:(1) 必须是资金投资;(2) 必须投资于共同的事业(common enterprise);(3) 目的是为了获取利润;(4) 该利润仅依靠他人的努力。<sup>⑪</sup>

“豪威测试”体现了一个灵活的原则,那就是能够适用于满足几乎没有边界限制

<sup>⑩</sup> See SEC. v. C. M. Joiner Corp., 320 U. S. 344(1943).

<sup>⑪</sup> See SEC. v. W. J. Howey Co., 328 U. S. 293(1946).

的人类智慧,特别是那些‘用别人的钱实现利润承诺的人所设计出的各种各样的方案’。”<sup>⑫</sup>美国有学者甚至主张用“豪威测试”作为唯一界定证券的方式。<sup>⑬</sup>但这会使得《1933年证券法》列举的其他证券种类显得多余,并不符合国会的立法本意。除了用“豪威测试”来界定“投资合同”外,美国法院还在 *Reves v. Ernst & Young* 一案中确立了“家族相似”方法来测试某种金融工具是否与不作为证券对待的“票据”(note)具有相似性。如果不符合家族相似性,则应属于证券。<sup>⑭</sup>“家族相似”方法考虑四个因素:(1)什么是推动当事人进行交易的合理动机?如果融资者是为了募集一般的营运资金,投资者是为了赚取利润,那么这就可能是证券。如果是为了买卖便利或消费目的,那么它就不可能是证券。(2)分销、流通之计划,它是投机或投资常见的交易工具吗?如是,则是证券。(3)投资者大众的合理期待是否为证券。(4)有无其他另一规范体系的存在以降低投资者的损失风险。<sup>⑮</sup>如无,则是证券。这被称为“里夫斯测试”(Raves tes)。“里夫斯测试”与“豪威测试”虽有所不同,但相同之处都是强调证券的“投资性”,即投资者的获取利润动机。二者的不同之处在于“里夫斯测试”还强调风险性,对此,本部分后面再予论述。

## (二) 证券的第二个特征: 横向共同性

在“豪威测试”中的第二项要件——“投资于共同的事业”(common enterprise)在美国判例法的实践中则有“横向共同性”(horizontal commonality)与“纵向共同性”(vertical commonality)之分。“横向共同性”关注投资者之间的关系,即投资者的投资构成一个池子(pool),每一投资者的收益的成功取决于总体的事业(overall venture)的成功。“纵向共同性”则关注投资者与管理者(发起者)之间的纵向关系,即投资者的收益仅依赖管理者的努力。而“纵向共同性”又有广义和狭义之分,广义的“纵向共同性”仅要求投资者的财富来源于管理者的努力,狭义的“纵向共同性”除要求投资者的财富来源于管理者的努力外,还要求投资者与管理者共盈亏。<sup>⑯</sup>如果在一个事业中,管理者仅获得固定的管理费收入,则缺乏狭义的“纵向共同性”。事实上,“纵向共同性”与“豪威测试”中的第四项要件是重合的。美国的各巡回法院采取的测试标准不尽相同,有的采取“横向

<sup>⑫</sup> *Id.* 299.

<sup>⑬</sup> See Kyle M. Globberman, *The Elusive and Changing Definition of a Security: One Test Fits All*, 51 Fla. L. Rev. 271 (1999).

<sup>⑭</sup> 美国《1933年证券法》第2条规定“证券(security)是指任何票据(any note)、股票……”。在本案中,第二巡回法院认为,“任何票据”的用语不应从字面上理解,而是应该考虑经济实质。第二巡回法院还特别列举了若干不作为证券对待的“票据”[包括“为消费者融资而发行的票据”(the note delivered in consumer financing)、“房屋抵押担保票据”(the note secured by a mortgage on a home)、“小企业或小企业财产留置担保短期票据”(the short-term note secured by a lien on a small business or some of its assets)、“银行客户贷款票据”(the note evidencing a character's loan to a bank customer)、“应收账款转让担保短期票据”(short-term notes secured by an assignment of accounts receivable)、“在日常业务过程中发生的开放账户债务确定票据”(a note which simply formalizes an open-account debt incurred in the ordinary course of business)]并提出了“家族相似性”方法,以确定某种票据不是证券。这一思路得到了美国联邦最高人民法院的肯定。换言之,“票据”既可能是证券,也可能不是。它是否是证券,要通过家族相似性标准来进行判断、排除。

<sup>⑮</sup> See *Reves v. Ernst & Young*, 494 U. S. 67, 70 (1990).

<sup>⑯</sup> See James D. Gordon III, *supra* note 4, 67.

共同性”,有的采取“纵向共同性”;在采取“纵向共同性”的法院,有的采取广义,有的采取狭义;还有的法院既采取“横向共同性”,又采取狭义的“纵向共同性”……那么,究竟何者是“唯一正解”呢?1982年的 *Marine Bank v. Weaver* 案给出了答案。

该案是又一个具有里程碑式的证券法经典案例。在该案中,自然人 Weaver 从 Marine Bank(以下简称海运银行)购买了一笔面值为5万美元的存款单(certificate of deposit),并将该存款单质押给了海运银行,作为 Columbus Packing Co.(以下简称哥伦布公司)对海运银行欠款的担保。作为对价,Weaver 与哥伦布公司的两个业主(即 Raymond 和 Barbara Piccirillo)达成了一项协议,约定了 Weaver 在担保期间有权分享哥伦布公司50%的净利润和得到每月100美元的付款,有权根据其中一个业主(即 Barbara Piccirillo)的决定使用哥伦布公司的仓库和牧场,并有权投票决定哥伦布公司是否继续向海运银行借款。后来,哥伦布公司破产,引发诉讼。本案有两个争点:本案中的存款单是否属于“证券”以及 Weaver 与哥伦布公司的业主之间的协议是否属于“证券”。对于第一个争点,本部分后面将予以分析。这里先分析第二个争点。

本案中的协议具有狭义的“纵向共同性”,但缺乏“横向共同性”。联邦最高人民法院认为,按照证券法,证券作为一项投资工具,它是具有“通常交易”(common trading)特征的;在豪威案中,所涉的投资工具对多数人来讲具有等值性(equivalent values),能够公开交易。而在该案中,哥伦布公司的业主并未向 Weaver 或其他潜在投资者发布招股书,所涉协议是经过具体协商的、独特的,且无意公开交易。尽管其中含有分享利润的条款,但不足以使该协议构成证券。总之,独特的、当事人一对一协商的协议不是证券。<sup>①⑦</sup>这一判决强调证券应具有“通常交易”的特征,应具有“等值性”“能够公开交易”等特点,肯定了投资的“横向共同性”是证券的必备要件。“横向共同性”意味着证券(全部或大部分)必须是具有标准化的,是开放的,具有流动的可能性,是可以部分对外转让的。正因为具有“横向共同性”,证券才可能具有流动性和涉众性,才需要证券法的特别保护。

### (三) 证券的第三个特征: 风险未受规制性或风险裸露性

投资性和横向共同性只是一种产品构成证券的必要条件,却不是充分条件,因为法律的安排还要考虑金融监管分工。美国的法官尽管享有较大的法律解释权,但他们在适用和解释法律的时候,也要尊重制定法,遵从先例,探究立法者的目的和意图,进行体系解释。依德沃金之见,法官就像系列小说的作者,作为整体的法律要求每一位法官在判决案件时将自己视为普通法系列的作者,“他必须将他们的判决当作他必须阐释的长篇小说的一部分,然后按照他自己对如何使这部正在发展的小说尽可能完美的判断继续写下去,”<sup>①⑧</sup>以保证案件之间的连续性或圆润承继。“作为整体的法律要求法官对政治结构的巨大网络中的任何部分以及社会的判决所作出的阐释加以检验,阐明它们是

<sup>①⑦</sup> See *Marine Bank v. Weaver*, 455 U. S. 551, 557 n. 5 (1982).

<sup>①⑧</sup> [美]德沃金《法律帝国》,李常青译,中国大百科全书出版社1996年版,第213页。

否能够成为证明整个系统为正确的前后一致的理论的一部分。”<sup>①⑨</sup>在对证券的含义进行解释时,美国法官也要考虑立法机关对美国证监会与其他金融监管机构之间的职责划分,这一分工是美国政治结构的一部分。

首先是保险产品是否是证券的问题。事实上,除定期寿险外,所有保险形式都有一些投资因素,但《1933年证券法》第3(a)(8)条豁免“由受美国任何一州、准州或哥伦比亚特区保险监督官、银行监督官或任何行使类似职能的机构或官员监管的公司所发行的任何保险或两全保险单、年金合同或选择年金合同。”这在表面上似乎形成一种否定暗示:保单是证券,只是豁免注册,但仍要受反欺诈条款的管辖。但SEC在一次听证会上阐述了其立场:不特意将正式组建的保险公司发行的保单或两全保单或年金合同当作证券,《1933年证券法》第3(a)(8)条实际上是多余的。<sup>②⑩</sup>但SEC的立场并非一成不变。在一份判决的附带意见中,联邦最高人民法院也认为该豁免“明显属于多余”。<sup>②⑪</sup>在1977年的 *American Mut. Reinsurance Co. v. Calvert Fire Ins. Co.* 案中,法院认为,再保险合约不被认为是证券,因为它们受到保险法规的全面监管。<sup>②⑫</sup>1986年,SEC通过的《规则151》规定,年金合同或选择年金合同属于《1933年证券法》第3(a)(8)条的豁免范围,但前提是:(1)保险人受州保险监管官监管或银行监管或类似功能的监管;(2)保险人承担“该规则规定的投资风险”; (3)该合同不主要作为投资进行销售。<sup>②⑬</sup>但对于可变年金这样的金融创新,法院认为可变年金保险属于证券。<sup>②⑭</sup>SEC则认为,它不仅仅是投资合同,也不仅仅是保险合同,保险和投资因素能被精确地分开,以便州保险监管机构监管前者,SEC监管后者。<sup>②⑮</sup>

其次是企业年金计划是否是证券的问题。在1979年的 *International Brotherhood of Teamsters v. Daniel* 案中,美国联邦最高人民法院认为雇主全额负担的、强制的年金计划不是“投资合同”,从而不是证券。除了利用“豪威测试”论证它不是“投资合同”外,判决还特别提到“《1974年雇员退休收入保障法》(The Employee Retirement Income Security Act of 1974)全面地监管雇员年金计划的使用和条款,这极大地降低了将《1933年证券法》和《1934年证券交易法》适用于雇主全额负担的、强制的年金计划的必要性,雇员通过《1933年证券法》和《1934年证券交易法》可能获得的任何形式的好处现在都由《1974年雇员退休收入保障法》以更为明确的形式来提供。”<sup>②⑯</sup>这其实就是“里夫斯测

①⑨ 前引①⑧,德沃金书,第219页。

②⑩ 参见[美]路易斯·罗思·乔尔·塞利格曼《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第218页。

②⑪ *Tcherepin v. Knight*, 389 U. S. 322, 342, n. 30 (1967) .

②⑫ See *American Mut. Reinsurance Co. v. Calvert Fire Ins. Co.*, 367 N. E. 2d 104 ( Ill. App. 1977) .

②⑬ See 17 CFR 230. 151 – Safe harbor definition of certain “annuity contracts or optional annuity contracts” within the meaning of section 3 ( a ) ( 8 ) .

②⑭ See *SEC v. Variable Annuity Life Ins. Co. of Am.*, 359 U. S. 65 ( 1959 ) .

②⑮ 参见[美]乔尔·塞利格曼《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》(修订版),田风辉译,经济科学出版社2004年版,第220页。

②⑯ *International Brotherhood of Teamsters v. Daniel*, 439 U. S. 569-70 ( 1979 ) .

试”中的第四项因素“有无其他另一规范体系的存在以降低投资者的损失风险”) ,但其比后者早了十多年。

最后是银行存款单是否是证券的问题。在1982年的 *Marine Bank v. Weaver* 案中,地区法院(一审法院)认为银行存款单不是证券,但第三巡回法院(二审法院)却推翻了地区法院的认定,认为它是证券。<sup>②7</sup>最后,联邦最高人民法院又推翻了二审法院的判决,认定银行存款单不是证券。其实,该产品完全符合“豪威测试”的四项标准,但美国联邦最高人民法院在审理该案时却指出了银行存款单与其他长期债务契约的不同:银行存款单是由受联邦监管的银行发行的,该银行全面地受银行业法规的系列监管,该存款需要遵守联邦银行法关于存款准备(reserve)、报告和检查等方面的要求,与存款利息有关的广告也是受监管的。此外,该存款还获得了联邦存款保险公司的保障。联邦存款保险公司自1933年成立以来,由它提供保险的濒临破产的银行的几乎所有的存款都被全额赔付了,即使是超过了保险限额的部分也得到了赔付。因此,美国联邦最高人民法院认为,银行存款单与其他长期债务契约有较大的差异,但二审法院却没有适当考虑到存款单的购买者事实上已经被保障全额支付了,而长期债务契约的持有者却要承担债务人破产的风险。因此,“银行存款单的发行人承担联邦证券法上的反欺诈责任是不必要的,因为银行存款单的持有者已经完全地受到了联邦银行法的保护。”<sup>②8</sup>

通过上述案件,美国联邦最高人民法院实际上为“豪威测试”标准增加了第五项标准:是否有其他保护投资者的替代方案以至于使证券法的适用不再必要。<sup>②9</sup>这一标准在1990年的 *Reves v. Ernst & Young* 案中再次被确认,这就是“里夫斯测试”的第四项因素。“豪威测试”通过增加第五项标准,再一次与“里夫斯测试”达成了共识。

“里夫斯测试”的第四项因素说明了证券的界定并不纯粹是一个逻辑问题,还是一个政治架构、金融监管分工安排问题。这正应了霍姆斯最经典的名言“法律的生命不在于逻辑,而是经验。被感受到的时代需求、盛行的道德和政治理论、公共政策的直觉(公开的或者无意识的)、甚至法官之间达成一致的偏见,对于决定人们应当被如何统治的规则都比演绎推理具有更多的意义。”<sup>③0</sup>但是,霍姆斯本人也并不排除逻辑在法律推理中的作用。他所反对的是这样一种错误观念“法律的发展过程中唯一起作用的力量是逻辑。”<sup>③1</sup>银行、保险、证券的界分、分野与分业,可以说既是逻辑的作用,又不完全是逻辑

<sup>②7</sup> See *Weaver v. Marine Bank*, 637 F.2d 157(3d Cir.1980) .

<sup>②8</sup> *Marine Bank v. Weaver*, 455 U. S. 558-59 (1982) .

<sup>②9</sup> See James D. Gordon III, *supra* note 4, 71.

<sup>③0</sup> [美]小奥利弗·文德尔·霍姆斯《霍姆斯读本——论文与公共演讲选集》,刘思达译,上海三联书店2009年版,第70页。

<sup>③1</sup> 前引<sup>③0</sup>小奥利弗·文德尔·霍姆斯书,第23页。

的作用,其中也包含着复杂的历史与政治等因素。<sup>②</sup>法官在续写证券法这部系列小说时,不得不考虑已经形成并公布于众的前面的这些章节和故事,并保证其圆融承继。

“里夫斯测试”的第四项因素还揭示了证券的另一个本质特征——它有损失本金的风险且也未受到其他专门法律的有效规制。任何投资都是有损失本金的可能性,但有的金融产品,其损失本金的可能性已被其他专门法律安排(如存款保险、银行监管、保险监管、企业年金监管等)所规制,投资者已经受到了相应的专门法律的保护,因此,没有再适用证券法的必要。但是,如果该损失本金的可能性没有被其他专门法律所规制,投资者没有受到其他专门法律的保护,且该产品符合投资性和横向共同性的特征,就该考虑适用证券法以使投资者获得特别的法律保护了。笔者将证券的这一风险性特征称为“风险未受规制性”或“风险裸露性”。

#### (四) 证券的定义归纳

包括美国和我国在内的大多数国家和地区的《证券法》都没有对证券下一个概括性的定义。给证券下定义是证券法的一大难题,任何尝试都难免会受到争议和质疑。或许,任何一个证券定义都不会成为研究的终点,而会成为进一步研究的新起点。为了便于今后的研究,根据前述梳理,笔者暂且给证券下一个学理定义,即:证券是投资者为了获取利润而取得的代表投资性权利的凭证或合同,投资者之间共同进行了投资或者它允许投资者对外拆分转让该证券,它具有损失本金的风险且该风险未受其他专门法律的有效规制。根据这个定义,证券的构成要件有三:(1)投资性,即投资是为了获取利润;(2)横向共同性,即投资者之间共同进行了投资或者它允许投资者对外拆分转让该证券;(3)风险未受规制性或风险裸露性,即在它未受证券法的规制之前,它有损失本金的风险且也未受到其他专门法律的有效规制。

上述定义与特征中的“横向共同性”不仅包括现实的横向共同性,还包括潜在的横向共同性。如果某金融产品成立时只有一个委托人(投资者)和一个受托人(管理人),受托人管理的财产只是该委托人一个人的,这看似缺乏“横向共同性”,但如果委托人的权益是可对外拆分转让的,则它具有潜在的“横向共同性”,因为委托人可以随时对外转让其中的一部分,从而具有现实的“横向共同性”,因此,它同样可以构成证券。当然,我们也可以说它在转让之后,具备至少两名投资者时才构成证券,在此之前则不构成证券,但这一形式上的区分实际上是没有意义的,也容易引发法律规避。为对投资者实施一体化的保护,笔者认为,对于具有潜在的“横向共同性”的金融产品也应视为证券予以规制。

<sup>②</sup> 金融分业经营、分业监管原来是不存在的,20世纪30年代大危机时,美国《1933年银行法》才作出了银行与证券分业经营的决定,这影响了不少国家,从而形成了世界上众多国家的金融分业体制。而《1933年银行法》之所以要求银行与证券分业经营,原因之一是担心银行家势力太大从而影响政治安全。另有研究认为,该法之所以通过,一个重要的动机就是以利益集团(银行集团)为代价,保护另一个利益集团(投资银行集团)的利益。参见邵东亚《金融业的分与合:全球演进与中国实践》,北京大学出版社2003年版,第107页。

## 二、我国《证券法》上证券概念扩大的必要性

我国《证券法》在 1998 年颁布时,其所调整的证券仅包括“股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券”。应该看到,这部《证券法》具有阶段性特征,当时其调整范围“还不能与国际上的做法全面接轨,而应当就我国证券市场经过实验、有了一定实践经验、问题看得较清楚的又是我国市场经济发展现实需要的证券品种加以规定”。<sup>③</sup>此外,《证券法》虽授权给国务院认定其他证券的权力,但国务院很少行使该项认定职权。

2005 年我国修订《证券法》时,根据实践发展的情况,同时结合对未来的展望,在证券的调整范围上做了两点修改,一是将政府债券、证券投资基金份额的上市交易纳入《证券法》的调整范围,但其发行与非上市交易适用其他相关法律法规的规定;二是将证券衍生品种的发行与交易纳入《证券法》的调整范围,但仅准用于《证券法》的原则。这使得我国《证券法》关于证券规定的种类更加科学。

如今十多年又过去了,中国的金融市场发生了翻天覆地的变化。2006 年 8 月,《合伙企业法》修订,引入了有限合伙企业,有限合伙制基金遍地开花。随着银行间市场债务融资工具的发展,各类债券创新不断,竞争激励。随着居民收入的增长,各种理财产品涌现市场,种类繁多。随着企业融资需求的增长,各类资产证券化产品发展较快。网络借贷(P2P)中的债权公开转让模式一经问世,便很快流行。这些产品实质上大都是证券,但它们大都没有纳入《证券法》的调整范围。于是,各种扩大证券范围的呼声不断。<sup>④</sup>

但是,也有人提出反对的意见。这些反对的意见主要有:第一,我国《证券法》对证券定义扩展的目的在于为社会提供创新的融资手段,而非为种类繁多、自由创新的任何证券产品提供兜底性的监管。因此,我国《证券法》上的证券定义不宜过宽,更不能扩展至“投资合同”,而应循序渐进地处理好具体的股权类和债务类证券产品范围,审慎把握证券定义扩大进程。<sup>⑤</sup>第二,我国目前的执法和司法环境不具备大幅度扩张证券概念的条件。第三,证券概念的扩张应考虑或迁就已经形成的金融监管分工。

对于这些观点,笔者不予认同。第一,《证券法》对证券概念扩展的主要目的并不是仅仅促进资本形成,便利企业融资,还要更好地保护投资者,或者说在促进资本形成与保护投资者之间取得平衡。证券概念扩张和提供兜底式监管的目的,就是为了对投资

<sup>③</sup> 李飞《关于如何确定证券法的调整范围问题》,载《中国法学》1999 年第 2 期。

<sup>④</sup> 例如,有的学者主张将非法集资纳入证券法调整范围,参见彭冰《非法集资活动规制研究》,载《中国法学》2008 年第 4 期;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。有学者主张将艺术品和文化产品的份额化交易等纳入证券法调整范围,参见姚海放《论证券概念的扩大及对金融监管的意义》,载《政治与法律》2012 年第 8 期。有学者主张将理财产品、集合投资计划纳入证券法调整范围,参见季奎明《论金融理财产品法律规范的统一适用》,载《环球法律评论》2016 年第 6 期。有的学者主张将任何有关投资的金融商品均纳入证券法进行一元化管理,参见陈洁《金融投资商品统一立法趋势下“证券”的界定》,载《证券法苑》2011 年第 5 卷。

<sup>⑤</sup> 参见吕成龙《我国〈证券法〉需要什么样的证券定义》,载《政治与法律》2017 年第 2 期。

者提供证券法保护,这是证券涵义的根本所在。将所有具有投资性、横向共同性和风险未受规制性特征的金融产品都纳入《证券法》的调整范围之内,在为投资者提供证券法保护的同时,能更好地促进资本形成,为企业提供合法的融资渠道。换言之,通过证券概念的扩张,将所有的证券集资行为都纳入证券法监管的轨道,能促进企业融资的规范化、有序化。第二,不扩张证券的概念而等待执法和司法环境的完善是不现实的,我们应该一边扩张证券概念,一边加强证券执法和司法环境建设。证券执法环境建设主要是扩张证券监管机构的权力,证券司法环境建设主要是疏通司法救济机制,扩张代表人诉讼机制或引入集团诉讼制度。第三,尽管证券的定义要兼顾金融监管的政治分工,但是,随着金融创新的发展,金融产品的边界逐渐模糊,如果在证券的界定上只顾及政治与历史传统,一味地对其他金融监管部门予以“礼让”,其他金融监管部门体系下的金融产品性质上明明是证券却故意不被当作证券对待的话,也会带来负面效应,即监管规则的不一致会导致监管套利。所谓监管套利,是指在其他条件相同的情况下,市场主体利用不同的金融监管机构在监管规则 and 标准上的差异甚至是冲突,选择监管环境最宽松的市场进行金融交易的行为。市场主体以“经营自由”为由进行监管套利,哪里监管宽松就去哪里,哪里投资者保护力度较弱就去哪里,将会导致监管规则的“逐底竞争”以及投资者保护的弱化。尽管可以通过监管协调机制统一规则,但统一规则之后不久,分立的监管格局又会重新导致规则的不统一。因此,在立法和顶层设计上还是应坚持逻辑,打破金融监管分割,尽量将实质上是证券的金融产品以“证券”对待。

总之,扩张证券的概念,扩大《证券法》的调整范围,不仅有利于提高法律的科学性,也有利于消除监管漏洞,更好地保护投资者的合法权益,进而提高法律的有效性;还有利于扩大直接融资,促进多层次资本市场的发展,进而促进我国经济的转型升级。因此,笔者主张,应修改和完善《证券法》,将具有投资性、横向共同性和风险未受规制性特征的凭证、工具或合同,纳入《证券法》上的调整范围。

其实,证券概念的扩张有其深刻的市场哲学基础,符合“让市场在资源配置中起决定性作用”的市场经济基本要求。和通过行政手段动辄禁止或取缔不同,证券法强调公开,通过公开的手段来达到保护投资者的目的。<sup>③⑥</sup>它要求发行人在发行证券之前对公司的情况做出真实、准确、完整的披露,使投资者在知情的情况下决定是否投资。美国证券监管的主要关注点之一是确保证券的交易双方在做出投资决策时拥有必要的信息。这在证券法上被称为“信息披露哲学”,对此哲学的形成影响最大的是布兰代斯的名言“公开是医治社会和产业疾病的良方。阳光是最好的防腐剂,电灯是最有效的警察。”<sup>③⑦</sup>美国《1933年证券法》之所以采取披露哲学,是因为罗斯福总统认为,当充分暴露在公众审查之下的时候,(投资)银行家们在道德上的不法行为就会得到遏制。<sup>③⑧</sup>这揭

③⑥ 参见朱锦清《这些果园是证券——兼评〈经济日报〉“庄园主”一文》,载《法学家》2000年第2期。

③⑦ Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It*, at 92 (F. A. Stokes, 1914) .

③⑧ 参见前引②⑤, 乔尔·塞利格曼书,第41页。

示了信息披露制度具有遏阻、减少证券市场上的违法行为(主要是虚假信息披露)的功能。其实,“信息披露哲学”更深刻的理论基础则在于“有效市场假说”:证券的价格充分反映了该资产的所有可获得的信息,只有保证信息披露的真实、准确和完整,才能保证证券价格真实和市场机制的健全。投资者在此基础上自主做出投资决策,自负盈亏。

与银行主导型金融体系相比,以证券融资(包括股票融资和债券融资)为主导的金融体系被称为市场主导型金融体系。<sup>③⑨</sup> 银行主导型金融体系以银行贷款、间接融资为主,居民的金融资产以存款为主。市场主导型金融体系则以证券融资、直接融资为主,居民的金融资产以持有证券为主。证券与存款的风险与收益关系是不同的。投资者是选择存款还是购买证券,主要取决于其风险与收益的关系,存款的风险低但收益也低,证券的收益高但风险也高。因此,发展证券市场有利于培养投资者的风险意识和投资能力。

但是,市场主导型金融体系的一个重要缺陷是,投资者被暴露在市场风险之下。为了使个人投资者免受市场风险的影响,需要生命周期长的机构提供风险分担,即银行通过跨期平滑消除风险,从而为投资者提供了保险。但是,银行提供跨期平滑来为投资者消除风险的同时,也要求投资者有时接受低于市场水平的回报,以便在其他时期获得更高回报。<sup>④⑩</sup> 由于不少投资者不甘于如此低的投资回报,他们还是会绕开银行(即“脱媒”)进行直接投资。

市场主导型金融体系与银行主导型金融体系各有利弊。市场主导型金融体系有利于为初创企业融资,但相应地,投资者的风险较大。银行主导型金融体系下,投资者是存款人,风险较小,但不利于为初创企业融资。选择市场主导型金融体系还是银行主导型金融体系,是一个比较复杂的公共选择问题。美国选择了市场主导型的金融体系,因此,《1933年证券法》背后的哲学是鼓励和允许任何创意——哪怕是不合理的商业(unseasoned business)——进行公开融资。<sup>④⑪</sup> 在此情况下,对投资者提供法律保护,避免公众受到巨大损失,就成了证券法的制度基础。“证券法要使投资者不能暴露在不受任何保护的风险之下。”<sup>④⑫</sup>

在市场力量与政治力量的双重作用下,一个基本的事实是,市场主导型金融体系下,证券的范围宽些;银行主导型金融体系下,证券的范围窄些。这一特点也得到了“里夫斯测试”的第四项因素的支持。发展市场主导型金融体系就要求扩大证券的概念,发挥市场的力量,培养投资者的风险意识、投资能力和自主能力,同时,加强证券法对投资者的保护。

银行存款的风险小,但从风险最终承担的角度看,银行存在“大而不倒”的问题,银

<sup>③⑨</sup> 严谨地讲,主流的所谓“市场主导型金融体系”应为“证券市场主导型金融体系”。这里暂从主流。

<sup>④⑩</sup> 参见[美]富兰克林·艾伦、道格拉斯·盖尔《比较金融系统》,王晋斌、朱春燕、丁新娅、胡雅梅等译,中国人民大学出版社2002年版,第10页。

<sup>④⑪</sup> See Daniel J. McCauley, *The Securities Laws - After 40 Years: A Need for Rethinking*, 48 Notre Dame L. Rev. 1095 (1973).

<sup>④⑫</sup> *Supra* note 41.

行的最终损失往往是财政兜底承担的,<sup>④③</sup>即由纳税人承担的,这存在着极大的道德风险。而在证券市场上,此类道德风险要小得多。银行出现欺诈,银行倒闭的可能性较小。证券出现欺诈,证券公司破产和上市公司退市的可能性就很大。<sup>④④</sup>这是因为证券公司的倒闭比银行的倒闭负外部性小,这固然和证券公司的规模较小有关,但也和这些金融机构以及所在的金融市场的市场化程度有关。银行出现欺诈,往往不是由市场来纠错和消化成本的。证券市场出现欺诈,却往往是由市场来纠错和消化成本的。证券化即意味着投资者责任自负。证券市场上的责任自负要比银行市场上的责任自负做得好。之所以如此,还是因为责任自负的前提是信息披露制度,<sup>④⑤</sup>证券市场上有健全的信息披露制度。

如今,无论是银行主导型金融体系的国家,还是市场主导型金融体系的国家,都在大力发展资本市场。<sup>④⑥</sup>我国也不例外。而大力发展资本市场,要求相应的法律变革,首当其冲就是扩大证券的概念。

### 三、我国《证券法》上证券概念与种类的扩大方案

在以上认识的基础上,笔者认为,我国《证券法》应通过列举的方式将下列证券纳入调整范围:

第一是各类债券品种。我国债券品种大体上可以分为四类:由中国人民银行管理的各类金融债券,由银行间市场交易商协会自律管理的短期融资券、中期票据以及超短期融资券等非金融企业债务融资工具,由国家发改委管理的企业债券,以及由证监会管理的公司债券。在法律适用上,企业债券和公司债券一直适用《证券法》。2018年12月,经国务院同意,中国人民银行、证监会、国家发展改革委联合发布《关于进一步加强债券市场执法工作有关问题的意见》(以下简称《意见》),建立了统一的债券市场执法机制。《意见》明确,经国务院同意,证监会依法对银行间债券市场、交易所债券市场违法行为开展统一的执法工作,对涉及公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具、金融债券等各类债券品种的信息披露违法违规、内幕交易、操纵证券市场以及其他违反证券法的行为,依据《证券法》的有关规定进行调查、认定和行政处罚。这使得各类债券品种的交易适用《证券法》,但非金融企业债务融资工具和金融债券的发行还不适用《证券法》。在全面依法治国的今天,应通过《证券法》的修订,早日将非金融企业债务融资

<sup>④③</sup> 参见邢会强《财政参与处理问题金融机构之法律规制》,人民法院出版社2008年版,第23页。

<sup>④④</sup> 在我国,证券公司的倒闭很常见,银行的倒闭不常见。迄今为止,倒闭的证券公司的名单很长,包括但不限于:鞍山证券、大连证券、富友证券、佳木斯证券、新华证券、大鹏证券、南方证券、中富证券、汉唐证券等。而倒闭的银行只有一家——海南发展银行。

<sup>④⑤</sup> 参见邢会强《金融法上信息披露制度的缺陷及其改革——行为经济学视角的反思》,载《证券市场导报》2018年第3期。

<sup>④⑥</sup> 参见祁斌、查向阳等《直接融资和间接融资的国际比较》,载《新金融评论》2013年第6期。

工具和金融债券的发行也纳入《证券法》的调整范围之中,明确规定其发行程序或发行注册豁免。

第二是目前尚未纳入《证券法》调整范围的各类资产证券化产品。中国人民银行(通过银行间市场交易商协会)、银监会、保监会和证监会、国家发改委都在推出本系统的资产证券化产品,它们都是证券,但只有证监会、国家发改委系统的资产证券化产品才被认定为证券,从而可以适用《证券法》。中国人民银行、银监会和保监会系统的资产证券化产品都没有被认定为证券,目前都不在《证券法》的调整范围内,其法律依据仅仅是部委规章甚至是更低层级的规定或自律规范,投资者权益的保护无法适用《证券法》,而只能适用民法和侵权法的一般规定。为克服这一弊端,有必要将所有的资产证券化产品通过列举的方式纳入《证券法》的调整范围。

第三是目前尚未纳入《证券法》调整范围的金融机构发行的符合证券定义的资产管理产品。资产管理产品主要包括银行非保本理财产品、资金信托计划、证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司和保险资产管理机构发行的资产管理产品等。按照投资者人数的不同,资产管理产品可以分为只有一个投资者的“定向资产管理产品”或“单一资产管理产品”和同时拥有不少于两个投资者的“集合资产管理产品”。“定向资产管理产品”或“单一资产管理产品”的份额如果不可拆分转让(包括不可转让或只可整体转让),则不属于证券。如果其份额可对外拆分转让的,则属于证券。集合资产管理产品更是典型的证券。集合资产管理产品在日本法上被称为“集合投资计划”,并被作为《证券交易法》上的有价证券加以对待。<sup>④7</sup>集合投资计划是对市场型间接金融的法律进路的回应和体现。<sup>④8</sup>但是,中国人民银行等部门发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发〔2018〕106号)或许是因没有权限而未将资产管理产品界定为“证券”,这将导致资产管理产品统一规则立法的科学性欠缺。因此,应通过修改《证券法》将可对外拆分转让的“单一资产管理产品”以及所有的集合资产管理产品界定为证券。

第四是作为企业直接融资工具的符合证券定义的各种“类金融产品”。这些产品未纳入金融监管体系,但在实践中却经常被用来作为企业的直接融资工具,如有限合伙份额、通过各种优惠推销的商业预付卡、<sup>④9</sup>各种公开发售的“计划”“基金”“收益权凭证”等。其中不少是非法集资,甚至是庞氏骗局。若在美国,此类非法集资、庞氏骗局不少都属于“投资合同”,由 SEC 进行监管和打击。但在我国,由于其未被认定为我国《证券法》上的“证券”,因此未纳入证券监管的范围,而是由地方政府负责打击,打击和惩处手段主要是刑事打击和集资款项清退,罪名主要是集资诈骗罪、非法吸收公众存款罪、

<sup>④7</sup> 参见杨东《集合投资计划的法律规制研究》,载《金融服务法评论》第3卷。

<sup>④8</sup> 参见杨东《市场型间接金融:集合投资计划统合规制论》,载《中国法学》2013年第2期。

<sup>④9</sup> 笔者认为,通过各种优惠推销的商业预付卡,只要优惠额超过活期存款利息,就属于证券,因为其符合本文的证券定义。在此,消费者同时也是投资者,投资的目的就是获得该等优惠。笔者将另文论述商业预付卡的证券性质和证券法监管方案。

变相吸收公众存款罪和非法经营罪。它在实践中常常异化为以集资者的成败为标准进行事后打击和追责,而不是以非法集资行为的核心法律特征为标准进行严谨的甄别和及时的处置,<sup>⑤0</sup>因此可能会殃及正常的商业集资行为,也容易纵容非法集资参与者“早投获利晚投赔,获利窃喜赔则闹”的侥幸心理和不良动机,不利于培养投资者的风险意识。因此,应将这些具有投资性、横向共同性和风险裸露性的各类“类金融类直接融资产品”纳入证券的范围,由证券监管机构通过证券法制予以监管。《证券法》应建立各种安全港规则,包括证券非公开发行豁免制度、面向专业投资者的发行豁免制度、众筹发行豁免制度等,以扩张企业合法的融资途径;同时,《刑法》应将“非法发行股票、债券罪”修改为“非法发行证券罪”;证券监管部门应对违反《证券法》的集资行为进行行政执法,行政违法或构成犯罪不必然导致集资合同的无效,投资者盈亏自负,以培养投资者的风险意识。<sup>⑤1</sup>

第五是所有符合证券定义的债权。根据我国《合同法》第79条,除依据合同性质不得转让的债权(主要是人身性强的债权)、当事人约定不得转让和法律禁止转让的债权外,其他债权都是可以对外转让的。如果该债权同时具备投资性、可拆分转让性和风险裸露性,则属于证券。从历史进程看,民法中债权转让制度经历了不可转让到可以转让的变迁。最初,罗马法认为债本身具有最高的人身属性,因此禁止转让。后来,伴随着商业交往的发展,债的人身属性逐渐被淡化。到了近代,金钱之债的人身属性和财产属性发生了逆转,逐渐认可了债权的可转让性,体现了债权从人身性权利向财产性权利的转变,是债权物权化的表现,它承认了债权的流通性,目的是为了增强企业的融资功能。<sup>⑤2</sup>但是,我国现实实践中很多所谓的“创新”,如艺术品份额化交易、P2P平台债权拆分转让等,常常借我国《合同法》第79条允许的债权转让之名,行证券发行和交易之实,意图规避金融监管,严重损害了投资者的利益。明确具有投资性、可对外拆分转让性和风险裸露性的债权本质上属于证券,有利于打击非法集资和非法证券交易,规范证券市场秩序,保护投资者利益。

同时,对于其他证券种类的认定,我国现行《证券法》规定的认定主体是国务院,这主要是因为商业银行和保险领域实际上都在涉足证券,证券种类的认定涉及金融监管分工。但是在实践中,国务院很少认定证券产品。基于此,有学者主张应由证监会行使其他证券种类的认定权。<sup>⑤3</sup>但是,国务院金融稳定发展委员会成立后,由该委员会进行

<sup>⑤0</sup> 参见周珏《治理非法集资地方立法的制度设计路径——以信任和风险控制为视角》,载《经济研究导刊》2017年第6期。

<sup>⑤1</sup> 在我国的证券犯罪中,欺诈发行股票罪也是一个比较严厉的罪行,但是,犯欺诈发行股票罪却并不导致股票发行与认购合同的无效,甚至该上市公司仍然可保留上市地位。如绿大地欺诈发行股票案、万福生科欺诈发行股票案。“举重以明轻”则构成一般证券违法的集资行为也不一定导致证券认购合同的无效,投资者应自行承担投资风险。

<sup>⑤2</sup> 参见郑观《P2P平台债权拆分转让行为的合法性之辨》,载《法学》2017年第6期。

<sup>⑤3</sup> 参见姚海放《论证券概念的扩大及对金融监管的意义》,载《政治与法律》2012年第8期。

证券种类的认定更为合适,其认定结论也更易为各方所接受。<sup>⑤4</sup>

扩张证券的定义,还需要配套制度:(1)注册制度或者豁免注册。如需注册,则需要事先明确注册的部门、流程和审查标准,以引导市场预期。(2)民事诉讼机制的疏通。要创设集体诉讼机制,解决受害者起诉率低的问题。(3)证券执法领域的扩展。证券执法要延伸到所有的证券产品领域和所有环节,包括私募证券和场外证券领域,以及发行、交易、退出等环节。证券法尤其要弥补传统上忽略对私募发行市场进行规制的漏洞。<sup>⑤5</sup>(4)证券监管组织的扩张和执法能力的提升。证券监管执法与银行监管执法、保险监管执法的一个显著差异在于,银行监管执法和保险监管执法的对象或者说“行政相对人”主要是金融机构及其工作人员,由于对牌照的珍视,他们一般都会配合执法。而证券监管执法的对象与之相比则更加复杂多样,除了金融机构及其工作人员外,还有上市公司和中介机构及他们的工作人员,以及实际控制人、投资者等。而投资者的情况亦非常复杂,除了合法的投资者(交易者)之外,还有各自形态各异的违法投资者(交易者),如内幕交易者、市场操纵者等。这些非金融机构及其工作人员作为被执法的对象,在执法过程中的配合态度显然不及金融机构及其工作人员。被证券监管执法的行为样态也更加复杂。这就对证券执法组织和执法能力提出了更高的要求。随着证券品种的扩大,证券监管的组织也应随之扩大,执法能力亦应随之提升。建议有关部门进一步扩张证券监管组织,加强执法队伍建设,以利其提升执法能力。

#### 四、我国“证券”概念扩张的边界

尽管证券的范围很广,我国《证券法》上的证券概念需要扩张,但证券概念的扩张是有边界的。一方面,随着金融创新的发展,并不是所有的金融衍生品都可以界定为证券;另一方面,证券的外延小于金融投资商品,在证券概念扩张所不能之处,恰是金融投资商品定义所涵盖的范围。

##### (一)金融衍生品与证券

金融衍生品的基本种类包括远期、期货、掉期(互换)和期权四种。究竟哪种金融衍生品是证券,需要详加分析:

首先,远期是交易对手商定在未来特定日期以特定价格交易特定数量的某种指定产品的金融合约。远期合约是交易对手之间个别协商的,满足的是合约双方特定的需求,是必须履行的协议,不具备共同投资性或可转让性,因此不属于证券。

<sup>⑤4</sup> 参见邢会强《国务院金融稳定发展委员会的目标定位与职能完善——以金融法中的“三足定理”为视角》,载《法学评论》2018年第3期。

<sup>⑤5</sup> 由于实践中私募发行涉及的当事人大都是实力雄厚的机构投资者,他们有能力自我保护,因此,传统上证券监管机构对其是不予公共保护的。但是,2008年金融危机爆发以来,监管者开始注意到影子银行通过私募证券豁免注册逃避监管,蕴藏着系统性风险,因此,开始加强了对私募市场的监管。例如,2010年《多德——弗兰克法案》规定了大型私募基金的注册登记和信息报告义务。

其次,掉期通常指的是当事人双方的衍生品交易,在特定时间内,按照规定的条件,交换付款或利率。美国《2000年商品期货现代化法》规定,任何掉期协议若被合格参与者作个别谈判者不是证券,且该协议的任何条款都未根据“任何证券或证券组合或指数价格、收益、价值或波动性,或其他内在利益为基础”。<sup>⑤⑥</sup> 证券基础掉期协议属于证券,受SEC监管,但无登记要求。

再次,期权指的是在行使日期之前以既定价格购买或出售一项基础资产、工具或指数的权利。期权分为场外期权和场内期权。场外期权的合约是由交易双方“一对一”协商签订的,属于“私人定制”的合约条款,可根据交易双方的需求量身定做,合约条款格式化的内容较少,多数为双方约定的内容,<sup>⑤⑦</sup>因此不属于证券。而场内期权即交易所提供的期权通常是无需协商的可转让的期权,流动性很好,因此可能属于证券。在美国,对场内期权的监管分工大致是,商品期货交易委员会(CFTC)监管包括外汇交易和涉及商品期货交割的期权,SEC监管证券期权。<sup>⑤⑧</sup> 证券期权包括证券和指数的看跌或看涨期权,属于“由基本证券(underling security)派生出来的衍生证券(derivatives)。”<sup>⑤⑨</sup>

最后,传统上,期货合约本来属于商品证券,与资本证券(即证券法上的证券)有本质的不同。<sup>⑥⑩</sup> 期货的价格取决于作为基础资产的货物的价格波动,而证券的价格取决于发行它的企业的价值。<sup>⑥⑪</sup> 期货交易的基本功能是风险管理,美国法院判断期货合约的标准是:第一,期货合约是买卖商品时按合同规定的价格在未来交付商品;第二,交易者很少交割实物,一般通过买卖合同来抵销交货义务。缺少实物交割的期望成为期货合同的一个重要因素。<sup>⑥⑫</sup> 传统上,证券市场与期货市场的交易机制也截然不同,前者是现货交易,后者是非现货交易即期货交易(现在交易,将来履行)。期货法甚至一度不被认为是金融立法体系的一部分。<sup>⑥⑬</sup> 在期货市场发达的美国,期货立法一直与证券立法并行,甚至期货立法早于证券立法。<sup>⑥⑭</sup> 但是,近年来,随着金融创新的发展,期货市场与证券市场边界也逐渐模糊,两个市场出现了交叉融合。在美国,“很明显,证券这个术语,就像

⑤⑥ [美]海尔·斯科特·安娜·葛鹏《国际金融:法律与监管》(下),刘俊译,法律出版社2015年版,第268页。

⑤⑦ 参见薛智胜、高基格《场外期权市场风险防控的法律路径初探》,载《证券法律评论》2017年卷。

⑤⑧ 参见[美]阿兰·N·理查特查芬《资本市场、衍生金融产品与法律》,高汉译,化学工业出版社2013年版,第221页。

⑤⑨ 朱锦清《证券法学》(第3版),北京大学出版社2011年版,第23页。

⑥⑩ 期货合约属于商品证券,持有期货合约表明其拥有取得一定商品的权利;证券则是一种资本证券,表明持有人可按其票面所记载的份额享有一定的利润分配请求权。参见巫文勇《期货与期货市场法律制度研究》,法律出版社2011年版,第18页。

⑥⑪ See David J. Gilberg, *Regulation of New Financial Instruments Under the Federal Securities and Commodities Laws*, 39 Vand. L. Rev. 1621. (1986)

⑥⑫ See *CFTC v. International Financial Services*, 323 F. Supp. 2d 494 (D. N. Y. 2004).

⑥⑬ 参见楼建波、刘燕《我国期货法的定位及其与〈证券法〉之关系——一种立法论的进路》,载《财经法学》2015年第2期。

⑥⑭ 美国的期货立法可追溯至1921年的《期货交易法》,但该法第二年即被美国联邦最高法院宣布违宪而无效。尽管如此,可见期货立法的历史早于1933年《证券法》。1922年,美国通过《谷物期货法》。1936年,美国将《谷物交易法》更名为《商品交易法》并沿用至今。

其不包括传统的人寿保险单一样,也不包括商品期货合同本身。”<sup>⑤</sup>但如果自主商品账户涉及投资基金的集合,或者与经纪商的利润分享,则可能导致“投资合同”。<sup>⑥</sup>“证券交易所与期货交易所上市品种交叉的部分在《证券法》下被称为‘证券衍生品’,在期货行政法规下则称为‘金融期货、期权’,它们都属于场内交易品种。”<sup>⑦</sup>总之,证券与金融衍生品是交叉关系,证券不能涵括全部的金融衍生品,《证券法》只能规制“证券衍生品”。

随着远期、期货、掉期(互换)和期权中多种类型的混合金融衍生品种类越来越多,越来越复杂,各种金融产品之间的边界越来越模糊,将“证券”与“证券衍生品”或者将“证券衍生品”与“非证券衍生品”分别监管的做法同样会存在监管套利。于是,越来越多的国家和地区开始采用“金融衍生品”的概念来统一指代远期、期货、掉期(互换)和期权等概念以及它们之间的混合,并进行统一规制。澳大利亚公司和证券咨询委员会发布的《第 6 号公司法经济改革方案》认为,证券和衍生品之间的区别正在消失,它们的功能正趋于同化,衍生品和证券分开监管已经不适应资本市场发展的需要了。法律上的差异导致了监管上的不灵活和不必要的合规负担,因此,应采用功能方法,采用金融工具的新定义取代证券和衍生品的分别,但二者的披露制度还是不同的,应该分开。澳大利亚 2001 年《金融服务改革法》采纳了这些建议,对《公司法》中有关期货的立法进行了修改,用“衍生品”的概念取代了“期货合约”的概念,并在金融工具的划分上采用二分法,即将金融工具划分为证券与衍生品。衍生品包括商品类衍生品和金融类衍生品。韩国 2007 年通过的《金融服务与资本市场法》对金融投资商品进行了概括性的定义,将具有“投资性”“风险性”的金融投资商品均纳入该法的规制范围之内,并将金融投资商品划分为三种:证券、场内衍生产品、场外衍生产品。但是 2006 年日本《金融商品交易法》尽管将“证券”的概念扩展为“金融商品”,对“金融商品”进行了明确定义(第 2 条第 24 款),但只是进行了列举,没有导入抽象化概括性的表达。从条文看,有价证券和金融衍生品虽属于《金融商品交易法》的规制范围,但“金融商品”并不是二者的总称用语。虽然日本《金融商品交易法》将金融衍生品的对象范围予以横向扩大,即除金融期货交易外,还包括利息、外汇互换、信用金融衍生品、天气金融衍生品等,也即扩大到了有价证券以外的金融资产、金融指标相关的衍生品。<sup>⑧</sup>但受制于分头监管的限制和拖累,该法并未形成真正的横向贯通,这是该法的最大缺陷和败笔之一。<sup>⑨</sup>

金融衍生品属于金融投资商品的种类之一,但金融衍生品具有特殊性。第一,金融衍生品的信息披露制度有特殊性,因为其所涉及的信息不像上市公司的信息那样属于公司的私有信息,而是市场信息、公共信息。第二,金融衍生品的监管具有特殊性,因为

<sup>⑤</sup> *Moody v. Bache & Co., Inc.*, 570 F. 2d 523, 525-526 (5th Cir. 1978)。

<sup>⑥</sup> 前引<sup>②⑤</sup> 路易斯·罗思等书,第 237 页。

<sup>⑦</sup> 前引<sup>③⑤</sup> 楼建波、刘燕文,第 7 页。

<sup>⑧</sup> 日本原《证券交易法》中关于金融衍生品的定义仅限于原资产为有价证券和有价证券指数等,内容上仅包括有价证券衍生品交易和金融期货交易。

<sup>⑨</sup> 参见杨东《金融服务法统合论》,法律出版社 2013 年版,第 266 页以下。

金融衍生品专业性强,参与者以机构为主,长期以来抵制监管,倡导自律管理。但证券市场上散户很多,需要政府严格监管。第三,金融衍生品在投资者适合性的要求上要宽松于证券,这也是由于投资者结构的不同而导致的。但是,二者的差异正在消失,很多金融衍生品也被出售给了散户和没有投资经验的富裕个人,这些产品的推销者——金融机构应当负有信息披露和风险揭示义务,应该承担适合性义务,应该接受政府的严格监管。基于此,将金融衍生品纳入《金融投资商品法》的规制范围之内,是一个可以考虑的选择。

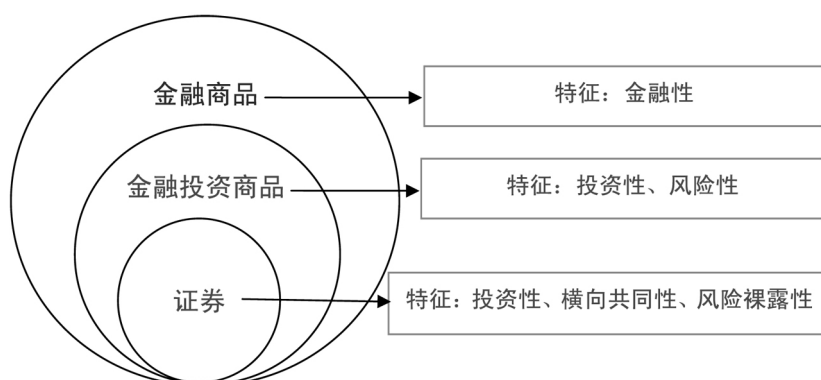
## (二) “金融商品”“金融投资商品”与“证券”

尽管“证券”的概念需要扩大,“证券”的概念范围也非常广,但“证券”的概念不能涵盖所有的“金融投资商品”和“金融商品”。“证券”概念的扩大不能满足多层次金融市场对所有金融产品的诉求,“证券”的概念需要进一步扩张为“金融投资商品”,但不能扩张为“金融商品”。

日本《金融商品交易法》将“证券”的概念扩展为“金融投资商品”,将除了储蓄存款、普通保险之外的投资商品都纳入该法中统一规制。同时,日本将“金融投资商品”简称为“金融商品”。这仅是一种习惯性的称谓,并不具有严谨性。日本《金融商品交易法》上的“金融商品”不包括储蓄存款和普通保险,是因为后两者属于银行法、保险业法等规范的对象。<sup>⑩</sup>笔者认为,将“金融投资商品”简称为“金融商品”并不妥当,不主张我国也将“金融投资商品”与“金融商品”等同。“金融商品”的外延大于“金融投资商品”。凡是金融机构提供的具有金融性质的产品或服务,均属“金融商品”或“金融产品”。但“金融投资商品”仅仅是指具有投资性的金融商品,不具有投资性的金融商品或服务不是“金融投资商品”,如汇款、货币兑换等。

“金融投资商品”与“证券”是包含与被包含的关系。证券具有横向共同性的特征,便于交易和流动。而非证券的金融投资商品是“定制化”的金融产品,流动起来比较困难。因此,横向共同性是证券的本质特征,不是金融投资商品的特征,但金融投资商品仍具有投资性和风险性的特征。例如,不具有横向共同性的定向资产管理产品不构成证券但却属于金融投资商品。在此意义上,统一资产管理产品业务规则仅仅通过扩张“证券”的概念是不够的,还需要引入“金融投资商品”的概念。总之,证券的特征是投资性、横向共同性和风险未受规制性,金融投资商品的特征是投资性和风险性。二者除了是否具备横向共同性的差异之外,其各自的风险性的涵义也是不尽相同的。

<sup>⑩</sup> 参见朱宝玲《日本金融商品交易法》,法律出版社2016年版,第34页。



证券与金融投资商品及金融商品的关系图示

## 五、结论与展望

本文归纳了证券的投资性、横向共同性以及风险裸露性三大本质特征,或简言之“共同投资,风险裸露”八个字。这涵盖了“豪威测试”与“里夫斯测试”的共性,超越了美国证券法上的“投资合同”与“票据”,是对证券下的一个更为浓缩的统一定义,它也应适用于我国。本文主张,证券是投资者为了获取利润而取得的代表投资性权利的凭证或合同,投资者之间共同进行了投资或者它允许投资者对外拆分转让,它具有损失本金的风险且该风险未受其他专门法律的有效规制。凡是符合该定义的凭证、产品或合同都是证券,都应该纳入《证券法》的调整范围,以实现统一监管,避免监管漏洞和监管套利,进而促进我国多层次资本市场的健康有序发展。

但证券概念的扩大是有边界的,它不能涵盖所有的金融投资商品。金融投资商品与证券是包含与被包含的关系。证券是具有横向共同性特征的金融商品,但并非所有的金融投资商品都是具有横向共同性特征。具有横向共同性是证券的本质特征,却不是金融投资商品的本质特征。证券与金融投资商品的差异主要在于是否具有横向共同性特征。

在未来,随着金融业的进一步发展,金融业之间的边界越来越模糊,个性化的金融投资商品越来越多,“证券”的概念需要扩大为“金融投资商品”的概念,同时,证券法也要进化、升级为金融投资商品法。资本市场是多层次的,在当前金融创新层出不穷、金融业别之间的界限日益模糊的情况下,发展多层次资本市场要求制定一部统一的《金融投资商品法》。《金融投资商品法》是多层次资本市场的基本法,是由传统证券法扩张、变迁、转型而来的。《金融投资商品法》的核心概念是“金融投资商品”,它是由证券法上的“证券”或“有价证券”发展而来的一个概念。

“证券”的概念扩张到“金融投资商品”,证券法变迁、进化、转型为金融投资商品法

之后,也就将证券法上的投资者保护机制扩张到所有的金融投资商品上了。金融投资商品法的基本逻辑主要还是证券法的逻辑,即通过“注册或豁免——信息披露——民事责任——公共保护”来保护投资者。证券法变迁、进化为金融投资商品法后,证券法的立法哲学也就得到了扩张。这就意味着,有的金融投资商品即使不具有横向共同性特征,但也需要这样的法律保护。

当然,本文只是对《金融投资商品法》的制定进行了简要展望,而没有详细论证为何要制定该法,是制定统一的《金融投资商品法》还是在《证券法》之外对金融衍生品单独立法。本文也仅仅是提出了“金融投资商品”的特征,而没有详细探讨《金融投资商品法》所规制的“金融投资商品”的范围为何。本文的核心目标是总结出“证券”的定义、特征和扩张边界以及它与“金融投资商品”的关系。至于《金融投资商品法》的制定问题,则需要另文专门研讨。

---

---

**Abstract:** The definition of “securities” in the securities law is the first issue. Securities are the vouchers or contracts representing the investing rights acquired by investors in order to make profits. Investors invest jointly or allow investors to transfer the securities partially, which has the risk of losing principal and the risk is not effectively regulated by other special laws. In other words, securities have three essential characteristics: investment, horizontal commonality and unregulated risk. In short, the characteristics of securities can be summarized as “joint investment, unregulated risk”. All vouchers, products or contracts that meet this definition are securities, and should fall in the scope of regulation of the Securities Law, which means that the concept of securities in the Securities Law of China should be expanded. However, the expansion of the concept of securities has its boundary, and it cannot cover all financial investment commodities. Securities are financial investment commodities with the characteristic of horizontal commonality, but not all financial investment commodities have the same characteristic.

---

---

(责任编辑:王莉萍)