

# 第一章

## 證券法基本原理

# 一 證券

## 1. 證券的概念與特徵

證券的定義或概念涉及多重因素，一方面它與特定國家的法律有關，另一方面它與其社會的時代變化有關。在大陸法國家中，證券被稱為「有價證券」，這些證券為一定民事財產權利，依法可以自由流轉的證書，證券上權利的發生、移轉和行使均必須持有該證書。<sup>1</sup> 在現代證券法實踐中，證券往往僅指資本證券，例如債券、股票、基金受益人證券、期貨投資合同、票據、提單等。但在英美法系中，證券則被稱為「流通證券」，英美法國家對於證券的含義多不採取演繹概括的方式，而採取外延列舉的方式，其流通證券的類型複雜而多樣。<sup>2</sup> 例如美國《1934年證券交易法》第3節第(10)條明確規定，「證券」泛指任何票據、股票、國庫券、債券、公司債券、利潤分享協議和石油、天然氣或其他礦產特許或租賃協議下的權益證書或參與證書，任何關於證券的抵押信託證、組建前證書或認購證、可轉讓股份、投資合同、投資信託證、存單，任何關於證券、存單或證券指數的賣出權、買入權、跨式選擇權、選擇期權或優先權（包括其權益或由其價值所生之權益），任何在國家證券交易所達成的外匯賣出權、買入權、跨式選擇權、選擇期權或優先權，或一般意義上被認為「證券」的任何票據，或前述之各證券的權益證書、參與證書、暫時或臨時證書、收據、認購或購買的擔保或權利，但不包括貨幣或自出票期起有效期不超過九個月的任何票據、匯票或銀行承兌書（有寬限期的情況除外），也不包括有效期相當有限的更新的票據、匯票或銀行承兌書。英美法對證券的此種外延列舉雖不能有效地概括出證券的本質特徵，但卻合理地克服了證券社會在不斷發展和變化中帶來的困難。

大陸法系國家的法學理論認為，有價證券的內涵概括反映了其具有以下的基本特徵：<sup>3</sup>

1. 參見李文莉：〈證券發行註冊制改革：法理基礎與實現路徑〉，《法商研究》，2014年5期。
2. 參見藍壽榮、李成：〈美國證券法之證券含義探討〉，《光華法學》，2009年2期。
3. 楊東、劉磊：〈證券法的轉型：從傳統有價證券到金融商品——日韓兩國給我們的啟示〉，《證券法苑》，2011年2期。

- (1) 有價性。證券是代表一定民事財產權利的證書，其權利內容具有一定的財產價值，而不具有人身關係內容。因此某些代表人身權或行政權的權利證書不屬於證券，如結婚證、中國過去的糧票、布票、專利權證書等。
- (2) 證券上權利具有獨立性。大陸法系商法認為證券不同於其他民事財產權證書的基本特徵，在於證券上權利與證券持有人身份無關，證券上權利與證券不可分，因此凡持有證券者或提示證券者即可依法推定為證券上權利的享有人，這以無記名證券體現得最為明顯。在許多國家的債券發行實踐中，債券上往往載明本券或息票持有人的推定權利。在商事交易中，往往難以簡單地使用傳統民法中關於認定合同無效、返還原物等處理方式。英美法系中，也存在類似的表面推定證據規則。因此，需要證明身份方可行使權利的權利證書不屬於證券，如中國目前的銀行存摺。
- (3) 具有自由流轉性。證券是僅依行為人的意志即可依法自由流轉的權利證書，其轉讓無須得到證券上義務人或第三人的同意，也不適用相應的合同法規則。而合同的轉讓涉及通知對方當事人及經其同意。因此，僅可依合同法轉讓權利的合同文件及有限責任公司股東持有的出資證明也不屬於證券。由此意言，在中國《證券法》實踐的定向募集中，由於法律禁止公司股權證書和憑證式國債證書流轉，故嚴格意義上也不屬於證券，它們與有限公司的股東出資憑證和民法上的借據並沒有本質差別。這也是英美法系國家將證券稱為「流通證券」的根本原因。

由上可見，證券概念或權利證券化之概念本身依存於法律制度，而不取決於對特定的民事財產權利證書冠之以何種名稱。某種財產權利證書依一國法律具有證券性質，但依另一國法律則可能不具有證券性質。應當說，證券的可流轉性表明了證券的本質特徵，從法制實踐看，證券的有價性依存於其可流轉性（市場決定價值），而證券上權利的獨立性則是證券可流轉性的必然結果。同時，從某種意義上說，證券的概念並非純粹是法律問題，還有賴於市場制度設施的建設情況，它是一個市場概念。在市場和交易制度不發達的條件下，證券只具有有限的意義。

通常所說的資產證券化，即是使文據性資產權利在法律上可自由流轉，例如在國際金融交易中，使合同權利、房產權利、債權等可流轉，其目的在於提高資產品質。資產證券化中所稱的「資產」是會計用語，其法律實質是請求權的證券化，或稱合同權利的證券化。

證券不同於合同性財產權證書，如前所述，合同權利與證券權利有明確的界限，在市場交易中應嚴格區別合同性產品和證券性產品。現實交易中，投資者往往遭受合同性產品的損害而無法得到足夠的救濟。

在近十年來某些國家的證券法制變革中，英國、韓國、日本的法律試圖在證券概念的基礎上建立「金融投資商品」的概念，並將證券法的傳統調整方式貫徹於整個金融投資商品。依據這一變革，證券法將被金融商品法所取代，證券概念將被金融投資商品概念取代，具備有價性或投資性的高流動性產品屬於金融投資商品，而具備投資性的低流動性合同產品亦屬金融投資商品。此類金融投資商品在發行與交易問題上均適用與傳統證券法相類似的基本控制規則。在理論上，金融投資商品法制所面臨的最大難題在於：儘管納入金融投資品的合同性產品可以通過私募規則、櫃檯交易規則、合同條款約定來改變該類產品的流動性條件，使之不再適用於合同法的硬性約束規則，但對於大陸法系制度來說，在合同性產品與證券性產品之間作一界分是十分重要的。如果允許當事人在任何類型的合同中均以特約來改變合同權利變動條件（例如約定不再適用合同權利轉讓的通知規則或協定變更規則），顯然將會對合同法秩序造成實質傷害，相信這將是金融投資商品法制所面臨的最大問題。各國對金融投資品法律規制所遇到的這一難題，實際上也是其證券監管中始終面臨的難題。在以美國為代表的證券監管體系中，始終將金融期貨、金融期權、其他金融衍生品與證券列為大體相同的法律規範與監管物件。

## 2. 證券的類型

依據不同的分類標準，證券可作不同的分類。例如依證券上記名與否，可將其分為記名證券和不記名證券；依證券上權利的法律性質，可將其分為債權證券、物權證券和社員權證券等。但是，對於理解證券本質，依據證券

上權利的功能進行分類是最有意義的。依此可將其分為資本證券、貨幣證券和商品證券三類。<sup>4</sup>

- (1) 資本證券，是代表一定資本權益的有價證券，例如股票、長期債券等。資本證券本質上是一種長期投資工具，具有生息或增值功能。實踐中，許多國家僅將資本證券稱為證券。
- (2) 貨幣證券，是代表定額貨幣的有價證券，它又稱為票據，例如匯票、支票、本票等。貨幣證券本質上是一種短期信用工具，具有到期支付功能和提前貼現力，其流轉多依背書規則。中國目前尚未有確定的票據貼現市場。
- (3) 商品證券，是代表特定貨物或商品所有權的有價證券，例如可流轉的提單、倉單、期貨合約等。商品證券本質上是某種商品交易，特別是期貨交易的工具，具有到期交割的功能。

應當說明的是，將上述權利證書稱之為證券，不僅意味着法律已經為其提供了可流轉之規則，而且意味它已經取得了市場化條件。在非市場化條件下，不僅提單、倉單不能稱之為證券，就連票據和股權憑證也不具有證券之性質。在現代社會中，由於各國交易法制的長足發展，多數權利證書已經取得了市場化的交易條件。不僅傳統的資本證券、貨幣證券和商品證券均已取得市場化的交易條件，而且層出不窮的金融投資合同、期貨交易合同、結構性投資合同也都在不同程度上取得了市場化的交易條件。

### 3. 證券上權利保護

證券上權利的保護有雙重含義。其一是證券上所載明的權利須得到法律保護。首先，證券具有價值是由於它代表着一定的民事財產權利，如債權、股權、請求支付權、商品交割權等。如果該權利得不到法律保護或保護不充分，便不是權利證書，證券就喪失了其存在的基礎；其二是證券的公平流轉權須得到法律保護。證券之所以不同於傳統的民事權利證書，並具有吸引力，在於其流轉權受到交易法制的保護。如果該權利得不到保護或得不到公

---

4. 參見姚海放：〈論證券概念的擴大及對金融監管的意義〉，《政治與法律》，2012年8期。

平保護，證券也將喪失其存在的基礎。現代各國的民商法通常對證券提供以下兩類保護：

### 3.1 基礎性法律保護

基礎性法律保護是指法律對證券上所記載權利的保護，它是證券上權利保護制度的基礎。任何有價證券首先須得到基礎性法律的保護，例如公司法對於股票上股東權利的保護，債法和公司法對於債券上權利的保護，票據法對於票據上權利的保護，合同法對於商品證券權利的保護等。離開了這些權利保護制度，就不可能維持證券上權利義務關係所要求的基本法律秩序。根據大陸法系民商法的觀念，對證券上權利提供基礎性保護的法律制度並不屬於證券法。但從實踐來看，為實現此種基礎性法律保護並使之與證券法相銜接，許多國家又不能不對其傳統的公司法、債法、合同法、票據法進行相應的修訂。

基礎性法律保護就其內容而言，主要須解決證券上權利義務確定的問題、對於違反該權利義務行為的責任制裁問題、相關的司法制度和行政審查制度等。

### 3.2 證券交易法保護

證券交易法保護是指法律對於證券交易權利和交易條件的保護，它是證券權利保護制度中較為重要的內容，在現代各國的法律發展中往往受到特別的重視。證券交易法保護主要是為解決證券交易規則、交易市場與中介機構監管規則、證券交易信息披露規則等，以保障證券交易得以公平、公開、迅捷和便利地進行。

從理論上說，證券交易法制對於證券權利的保護是間接的，它求助於市場的作用。但從實踐來看，證券持有人往往更重視此類法律手段，多數證券持有人在其證券上權利難於實現或有風險時，雖然可以求助於公司法、債法或票據法，但通常更希望通過交易市場迅速轉手，從而使法律風險轉變為商業風險。

從整體上看，基礎性法律保護的作用更為根本，而證券交易法制的完善有賴於前者的健全，在信用低劣、三角債成災的條件下，證券交易法制是難以發展的。中國證券監管部門目前對於證券發行人的規範化要求是十分必要的。

## 二 證券市場

### 1. 證券市場的結構

狹義的證券市場主要指證券交易的場所，既包括有形的交易市場，也包括無形的證券交易系統，既包括場內的證券交易市場，也包括場外櫃檯市場。從功能角度，也可將證券市場分為發行市場（或稱一級市場）與交易市場（或稱二級市場）。<sup>5</sup>

國外證券市場的出現可以追溯至 15 世紀，而世界上第一個股票交易所在 17 世紀初於阿姆斯特丹成立。相較而言，中國證券市場起步要晚得多，雖然在 20 世紀初葉的舊中國就出現了由外商開辦的證券交易機構「上海股份公所」和「上海眾業公所」，但其主要交易對象為外國證券。直至北洋政府時期頒佈《證券交易所法》，才推動了北平證券交易所、上海證券物品交易所等中國人自己創辦的證券交易所的成立和發展，逐漸形成了當時的證券市場。

新中國的證券市場萌芽於 20 世紀 80 年代的經濟改革大潮中。1982 年，股票和債券的櫃檯交易陸續在全國各地出現。1987 年，中國成立第一家專業證券公司——深圳特區證券公司。1990 年末，上海證券交易所與深圳證券交易所相繼成立，這是中國證券市場建設中的標誌性事件。<sup>6</sup> 隨後，股票佔據了證券市場的主導地位。不可否認，中國證券市場取得了舉世矚目的成就，在短時間內發展成為世界上的重要市場之一。然而，中國股票市場自其伊始就並非完全市場化，長期被人為地分為兩個市場、兩類股份和兩種定價機制。同時，由於缺乏監管經驗和整體不完善的制度框架，20 世紀 90 年代初期就曾出

5. 參見唐佳祺：〈我國證券市場結構風險及應對措施〉，《中國外資》，2012 年 14 期。

6. 楊昱星：〈中國債券市場的歷史性選擇〉，《特區經濟》，2003 年 7 期。

現「8·10」、「327 國債」等重大事件。另外，由於法律對交易場所、交易品種和交易制度都有嚴格的限制，使眾多場外交易、其他品種的交易形式無法獲得合法的地位，單一現貨交易觀念和單一集中競價交易觀念成為證券市場健康發展的大敵，造成了中國證券市場中坐莊橫行、市場暴漲暴跌的不良現象。除此之外，中國市場還存在其他影響其健康發展的障礙，包括上市公司改制不徹底，治理結構混亂，股權過於集中；證券商規模小，運作不規範；交易產品結構畸形，缺乏適合機構投資者的證券品種和避險工具等。

中國證券市場的法制化過程始於 20 世紀 90 年代。1992 年 10 月，中國成立了國務院證券委和中國證監會。1993 年 4 月，國務院頒佈了具有重要意義的《股票發行與交易暫行條例》，與之相關的大量證券法規其後紛紛出台。1993 年 12 月全國人大常委會審議通過了最初的《公司法》。1998 年 12 月，人大常委會又審議通過了中國首部《證券法》。國務院於 2004 年 1 月發佈了著名的《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》（下稱「國九條」），為中國證券市場的發展和改革指明了市場化的方向。2005 年 10 月，人大常委會修訂了《證券法》和《公司法》，為證券市場的順利發展鋪平道路。2005 年開始，中國進行了影響深遠的股權分置改革，逐步實現全流通，意圖掃清阻止證券市場進一步發展的障礙。2009 年推出的創業板和 2010 年的融資融券業務、股指期貨交易品種的運行，都標誌着中國證券市場在現代化、市場化的進程中邁出了堅實步伐。

一般認為，健康成熟的證券市場能夠實現資本籌措、價格發現、資源配置和創造投資管道功能，而中國證券市場同時還肩負國有企業脫困、改制和促進公司治理的特殊使命。中國證券市場發展的特殊背景是導致其諸多問題的深層次原因。

「國九條」指出，要在「統籌考慮資本市場合理佈局和功能定位的基礎上，逐步建立滿足不同類型企業融資需求的多層次資本市場體系。」這揭示在資本市場的政策層面上，中國視發展多層次資本市場為戰略性目標。建設多層次資本市場體系已經上升到日程的高度，限制多層次資本市場建設的法律障礙也在逐漸清除。

縱觀全球各地的多層次資本市場，美國的多層次資本市場體系最為健全，機制和功能發揮最為完善。其發達程度在市場規模、橫向多元化以及縱向多層次化方面都能充分體現。美國多層次資本市場體系主要包括：主機板

市場（紐約證券交易所）、創業板市場（納斯達克市場）、三板市場（OTCBB和粉單市場）、區域性交易所及私募股票交易市場。<sup>7</sup>

英國證券市場包括倫敦證券交易所與交易所外市場兩個層次。倫敦證券交易所內部又分為若干層次，第一層次是主機板市場，為英國金融服務局批准正式上市的國內外公司提供交易服務；第二層次是選擇性投資市場（AIM），在該市場掛牌的證券不需要金融服務局審批，屬於未上市證券；第三層次是全國性的三板市場（未上市證券市場）。在英國的資本市場中，除了由倫敦證券交易所創辦的，為中小企業進行股權融資服務的選擇投資市場外，還有為更初級的中小企業融資服務的場外市場。

在日本成立的 JASDAQ 及多個中小企業市場，建立了比較完善的多層次資本市場體系。日本證券市場包括交易所市場及店頭市場兩大層次，其內部進一步分為若干層次。日本的證券交易所內部一般認為分為三個層次：第一層次是市場一部，即主機板市場，具有較高的上市標準，主要為本國大型成熟企業服務；第二層次是市場二部，上市標準低於第一部市場，為具有一定規模和經營年限的本國企業服務；第三層次是外國部。市場一部、市場二部均以日本國內的公司為主要的上市對象，但市場一部的上市標準比市場二部的標準高許多，因此，大多數日本公司通常先在市場二部上市，待發展壯大後再到市場一部上市。外國部主要為創業板市場，又稱 JASDAQ 市場，內部分為兩個層次：第一層次為第一款登記標準市場；第二層次為第二款登記標準市場，指為未上市、上櫃的公司，但經券商推薦具有成長發展前景的新興事業的股票提供交易平台的市場。近年來，日本業界普遍認識到多層次資本市場合理構建的重要性，開設了包括 MOTHERS、TOKYO AIM 等針對創業型企業的市場。

中國證券市場經過近 30 年的發展，在股票市場方面，初步形成了由滬深交易所為主的主機板市場、以創業板市場為代表的二板市場、以全國中小企業股份轉讓系統為代表的全國性的三板市場和區域性股權交易市場所組成的多層次市場體系。

---

7. 參見劉文娟：〈多層次資本市場建設的國際比較與經驗總結〉，《哈爾濱商業大學學報》，2010 年 4 期。

具體而言，主機板市場是一個國家或地區證券發行、上市及交易的主要場所，對發行人的營業期限、股本大小、盈利水平、最低市值等方面的要求標準較高，上市企業多為大型成熟企業，具有較大的資本規模以及穩定的盈利能力。中國主機板市場集中於上海證券交易所和深圳證券交易所。2004年5月，經國務院批准，中國證監會批復同意深圳證券交易所設立中小企業板塊，從資本市場架構上也屬於主機板市場。滬深證券交易所主機板市場在組織體系、上市標準、交易方式和監管結構方面幾乎完全一致。而中國創業板市場設立於深圳證券交易所，在上市門檻、監管制度、信息披露、投資風險等方面和主機板市場有較大區別，其目的主要是扶持中小企業，尤其是高成長性企業，為風險投資和創投企業建立正常的退出機制。由於創業板基本上延續了主機板的規則，大部分的上市條件和運行規則與主機板相同，所以實質的上市門檻仍然不低。中國三板市場起源於代辦股份轉讓系統，為解決主機板市場退市公司及停止交易的法人股市場公司的股份轉讓問題而設立。全國中小企業股份轉讓系統，是經國務院批准設立的全國性證券交易場所，由全國中小企業股份轉讓系統有限責任公司運營管理，2012年9月註冊成立，又被稱為「新三板」。其宗旨在於為非上市股份公司的股份公開轉讓、融資、併購等相關業務提供服務。「新三板」市場主要採取了與滬深交易集中競價制度不同的交易制度，即證券商報價制度，證券交易的買價和賣價都由報價券商給出，報價券商根據市場的買賣力量和自身情況進行證券的雙向報價。區域性股權交易市場是為特定區域內的企業提供股權轉讓和融資服務的場外市場，一般由省級人民政府監管，是中國多層次資本市場的重要組成部分，對於促進中小微企業股權交易和融資、鼓勵科技創新和啟動民間資本、加強對實體經濟薄弱環節的支援具有積極作用。但總體上看，中國的場外市場主要由各個政府部門主辦，涉及各地方利益，存在市場定位不明確、分佈不合理、缺乏統一規則、結構層次單一、監管缺失等問題，還有待進一步規範。

債券市場方面，主要由銀行間債券市場、證券交易所債券市場和商業銀行櫃檯市場組成。債券種類包括政府債券、公司信用類債券和資產支援證券等，債券交易方式主要包括現券交易和回購交易。長期以來，中國債券市場分割為銀行間債券市場和交易所債券市場，這種市場分割的狀態也是中國債