

金融商品的法律形成原理与 权利构造:统一立法的法理基础

周 亮*

摘要:本文从“物”的视角重新审视金融商品的法律属性,阐述了新型金融商品与传统有体商品之间在法律性质上的区别,揭示了金融商品在形成过程中所运用的权利证券化的法律原理,并进一步从外在和内在两个方面剖析了金融商品的权利构造,在此基础上对金融商品所蕴涵的风险开展了法学层面的分析,据此提出金融商品统一立法具备法理基础和可能,应当紧紧结合金融商品形成原理及权利构造中蕴涵的风险因素进行制度设计。

关键词:无体物 权利证券化 权利构造 金融商品统一立法

一、引言:从金融商品统一立法潮流说起

金融市场的法治建设与诚信发展首先需要解决的是制度建设问题,恰到好处的规则与制度能够

* 南京大学法学院2009级经济法学博士生,江苏亿诚律师事务所公司业务部主任。

起到事半功倍的效果,因此制度建设和完善也一直成为各国金融市场的不懈余力之举。放眼全球,新型金融商品的统一立法运动正在悄然进行,在这一立法潮流中,“金融商品”概念正在逐渐取代“证券”、“基金”、“期货”等种类繁杂的各色金融交易产品,成为抽象化的立法概念。英国率先在1986年制定了统一的《金融服务法》,2000年又通过了《金融服务与市场法》,对所有的金融服务商品进行了整合规范;2001年澳大利亚通过了《金融服务改革法案》,对所有金融商品实行统一监管;2004年德国通过《投资者保护改善法》对《证券交易法》进行修改,导入新的“金融商品”概念;2004年欧盟通过《金融工具市场指令》,引入“金融工具”概念促使金融法制呈现统一化发展趋势;从2000年日本制定《金融商品销售法》开始,到2006年将《证券交易法》改组为《金融商品交易法》,日本的立法者将绝大部分金融商品纳入了一个覆盖整体金融服务的法律体系之中进行一揽子的统合规范;2007年韩国通过《资本市场统合法》,将多头资本市场整合为一,首次提出“金融投资商品”的概念,实现了对金融商品的统一立法和监管。尽管不同国家在金融商品统一立法上的统合化程度尚有差异,但作为一种立法潮流和趋势,统一的“金融商品”概念在立法上得到确认,这一现象足以引发金融市场的关注和思考。

关于这场针对“金融商品”开展的统一立法运动,学界一般理解为与20世纪80年代以来发生的金融混业经营格局变化有关。在金融产品日益抽象化的当今社会,为充分保护新型投资产品的金融消费者,确保金融市场的信赖性和有效性,很多国家进行了金融法制的大变革,其共性大体上是除银行、保险等领域之外的金融投资业统统整合在一部法规中进行统一调整。这个立法运动被学者们称为资本市场统合法运动。^①此外也有学者认为,金融商品概念既可以满足投资者对投资服务的多样性需求,还可以有效扩大金融投资公司的业务范围和监管机关的监管范围,以金融商品统领各业产品,把证券、金融衍生产品等纳入其概念范围中,对交叉领域的新型产品给予立法上的概念归纳,以

^① 许凌艳:“金融监管模式的变革及资本市场统合法的诞生”,载《社会科学》2008年第1期。

纳入监管范围。^②

上述种种说法,都强调了金融商品统一立法的必要性和有效性,是从经济社会运行需要这一角度认识这种统一立法运动的。然而,对于这种统一立法潮流背后隐藏的法理基础,尤其是法律逻辑上的可行性问题,现有著述鲜有论及。作为立法者,可能会存在这样的困惑:即便有统一立法和统一监管的需要,如果各色金融产品在法律属性上存在巨大差异,也难以实现立法上的统合。对金融商品本身法律属性和构造的研究,是解决这一困惑不可或缺的法理基础,这也正是本文所要阐述和解决的问题。笔者认为,从法律视角审视各色金融产品可以发现,不同种类的金融产品具有共同的法律特征、相似的形成原理和内外部权利构造,这正是“金融商品”统一立法得以进行的法理基础,同时也能为这种统一立法活动提供法理指导。

二、金融商品的法律性质与特征:“物”视角的另一种解释

(一)金融商品的法律性质:“合同”抑或“物”

关于金融商品的法律性质,当前大部分学者和监管部门都是从合同的角度来认识的。比如,中国银监会制定的《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》(2011年第1号令)对衍生品的定义是“一种金融合约,其价值取决于一种或多种基础资产或指数”;又如,有学者认为“权证的性质是合同”,“权证即是发行人对买受人或持有人的一种允诺,即发行人对买受人或持有人承诺在约定时间以约定价格向后者卖出(认购)或收购(认沽)标的资产,也是发行人与买受人或持有人之间的一种约定,即约定持有人可以在特定的时间以特定的价格向发行人出售(认沽)或者由发行人处买入(认购)标的资产”;^③再如,有学者认为“交易标的是金融衍生品,通常被认为是一种金融商品,但其本质是法律上的‘合同’”,据此该学者针对金融衍生品交易法律问题提供

^② [日]黑沼悦郎:《金融商品交易法入门》,日本经济新闻社2007年版,第15页。

^③ 薛林:《权证风险控制与监管法律问题研究》,法律出版社2008年版,第69页。

了五个层次的分析框架,分别是:衍生品作为合约的基本特征、衍生品合同的履行、金融机构与客户在衍生交易中的关系、衍生交易监管与合约效力问题、衍生交易与公司治理。^④ 基于上述普遍性认识,西北政法大学金融法研究中心“中国金融消费者保护立法研究”小组起草的《金融消费者保护法》(草案)第7条对“金融商品”的定义是“由金融机构公开售卖的,以资金融通为目的,以货币资金为标的的合同”。

“合约说”在当前学术界和立法界占据了主流地位,这种认识有其合理性。但是,笔者认为这种学说不得不面对这样的质疑:第一,合同应当体现缔约主体平等、自愿协商的过程,体现缔约主体之间的合意,而金融商品主要是由金融机构设计和销售的一种产品,在金融机构与金融商品购买者之间并不存在平等、自愿、协商金融商品条款内容的缔约过程;第二,交易主体之间发生的合同关系实际上应当是有关金融商品的买卖合同关系,而并非金融商品本身的合同关系;第三,将金融商品界定为“合约”的主要目的是要使用有关“合约”的法律规则来规范和调整金融商品的交易行为,但是《合同法》并不能有效调整和规范金融商品问题,对金融商品的调整和规范还必须依赖大量另行制定的监管规则。

实际上,主张“合约说”的学者也都不约而同地意识到了金融商品与普通合同的差异。比如,前述认为权证是合同的学者进一步将权证解释为“标准合同”,指出这种合同“由一方当事人拟定,另一方只能表示接受或者拒绝”,“合同的内容一般比较固定,通常被大量反复使用”,同时该学者还将权证界定为“证券化的合同”;^⑤又如,前述主张衍生品本质上是合同的学者也指出,“衍生品合约与通常的买卖合同或者互易合同相比,有两点显著的差异:第一,衍生品合约不仅设定权利义务,更直接产生盈亏……第二,衍生品合约的性质是‘对赌’”。^⑥ 这

^④ 刘燕、楼建波:“金融衍生交易法律问题的分析框架:跨越金融部门法的界限”,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第3卷),法律出版社2012年版,第4~5页。

^⑤ 薛林:《权证风险控制与监管法律问题研究》,法律出版社2008年版,第75~76页。

^⑥ 刘燕、楼建波:“金融衍生交易法律问题的分析框架:跨越金融部门法的界限”,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第3卷),法律出版社2012年版,第5~6页。

些认识都注意到了金融商品有别于民法上合同的不同之处,“合约说”主张者必须真切面对并合理解释这些不同之处。

将金融商品界定为“合同”,实际上是寄望于通过传统的民法逻辑框架来解释这一新鲜事物,是一种典型的法学思维逻辑;但这种逻辑存在很大局限性,甚至根本无法达到通过适用《合同法》而有效规范金融商品的目的。面对金融商品这种新鲜事物,我们不妨逃离逻辑缜密、体系固化的传统民法框架,换一个视野来重新审视其法律属性。笔者认为,我们完全可以不将金融商品看作是具有债权属性的合同,而将之看作是买卖合同中的交易标的物。实际上将金融产品称为“商品”也是潜在地将其作为“标的物”在看待,但是,这种“标的物”与《民法》或《物权法》中的“有体物”又存在区别,并不能通过适用物权法律制度而得到有效规范,但可以参考和借鉴物权制度的法律思维方式来解析金融商品这种标的物。

需要特别说明的是,本文对金融商品法律属性问题的研究,是在与传统有体商品的比较过程中进行的。为了与物权法上的“有体物”商品(传统有体商品)区分开,下文将大范围地使用“新型金融商品”的概念。这一概念是相对于“传统有体商品”而言的,既包含较为常见的债券、股票,也包括较为前沿的基金份额、远期合约、期货合约、权证、存托凭证、资产证券化产品以及其他金融衍生产品等;而传统有体商品主要是指可以适用传统的民法或物权法制度进行调整的有体物。

(二) 新型金融商品有别于传统有体商品的法律特征

与传统有体商品相比,新型金融商品至少具有以下几方面的特征:

1. 新型金融商品是“无体物”。

“无体”反映了新型金融商品的外在形态特征。不同于民法上的有体物,新型金融商品并没有特定的物理实体,诸如股票、期权等都不以物理实体为必要;尽管某些新型金融商品以纸张或证书的物理实体形式表现出来,但实际用于交易的绝非是这些纸张或证书,而是纸张或证书上记载的某种权利或权利组合,这种权利或权利组合才是真正用于交易的商品。更为重要的是,伴随着信息技术的发展和技术手段的提升,这种权利或权利组合完全可以不再依附于被称为债券、股票、票据、权证的纸张或证书而存在,而完全可能通过电子化的方式予以记载

和存在,从而将其无体物的形态特征表现得淋漓尽致。这与民法上的有体物是存在本质区别的,很显然,离开了具有物理实体形态的有体物,民法上的物权便不可能存续。

“无体物”是罗马法学家盖尤斯首先提出来的概念,由于罗马法时代尚不存在“权利”概念,盖尤斯希望通过“无体物”的概念将那些与所有权不同的其他权利一并纳入物权法的讨论范围之中,所以创设了“无体物”概念。伴随着权利概念的兴起和成熟,盖尤斯的无体物理论趋于瓦解。笔者这里所称新型金融商品是无体物,与盖尤斯创设无体物概念的目的不同,只是借用盖尤斯的“无体物”称谓来描述新型金融商品的外在物理形态特征,以便与传统有体商品的外在物理形态相区分。实际上,新型金融商品作为一种“无体物”,是多种权利义务关系的复合体。

2. 新型金融商品是人为创造出来的。

新型金融商品并非与生俱来的客观存在之物,而是人们借助于逻辑思维和技术手段,发挥主观能动性而创造出来的。审查各类新型金融商品,要么是人们在法律上拟制和创造出来的一种新类型的权利,要么是人们将法律上已经存在的不同种类权利通过一定的结构创造出新的权利组。前者如股权,股权的出现与此前存在的权利存在显著的区别,既不能生搬硬套地归入法律上既有的物权或债权,也并非既有不同权利的组合;后者如权证、可转换债券等,实际上是在股权、债权等既有权利的基础上融入选择权而创设出来的新型商品,通过权利的结构化组合等方式,人们不断创造出更多种类的新型金融商品,金融衍生品的兴起便是最为典型的案例。

人为创造的特性反映出新型金融商品的开放性,不拘泥于有限的种类和内容。这种开放性与盖尤斯无体物概念下的开放性财产观具有相似性。可以说,罗马法学家的理论贡献,不仅在于他们建立了简单商品经济条件下的财产权体系,更在于这种理论为近现代新型财产权的构建提供了一些关键的概念性工具。而新型金融商品的可创性和开放性,不仅体现了商品的发展演变过程,也预示了商品种类的丰富繁多甚至是不计其数。

3. 新型金融商品具有经济价值和财产属性。

作为可以用于交易的“无体物”,新型金融商品必然对交易对象具有经济价值。但是,新型金融商品的经济价值与传统有体商品的经济价值存在一定的差异,传统有体商品的经济价值在很大程度上来源于有体物所具有的使用价值,有体物本身就是财产;但新型金融商品由于无体,所以不可能具备有体物那样的使用价值,其经济价值需要具备一定的条件才能体现出来。因此严格地讲,新型金融商品并非财产,但却具有财产属性。所谓具有财产属性,是指新型金融商品具备经济价值,能够在具备一定条件的情况下为相关主体带来经济收益。比如在法律上,股票本身不是财产,但是股票持有人可以在以下几种情况下取得财产收益:一是公司分红,二是将所持有的股权进行转让,三是在公司清算时获得剩余财产的分配。

4. 新型金融商品一般具有相对复杂的权利构造。

与人为创造之特性相适应,新型金融商品一般情况下都具有较为复杂的权利结构。可以肯定的是,如果新型金融商品是将法律上已经存在的不同种类权利通过一定的结构创造出来的新的权利组,必然存在不同种类的权利之间的结构化组合,从而使得新型金融商品具有相对复杂的权利结构。实际上,即便不是既有权利的结构化组合,而是人们在法律上拟制和创造出来的新类型权利,通常也会存在比传统有体物更为复杂的权利内容。这在一定程度上使得新型金融商品的权利实现过程变得更加繁杂,权利的实现过程不仅仅取决于权利人的主观态度和行为,可能还会取决于很多不确定的客观因素,从而增加了新型金融商品所具有的经济价值的实现难度,使得新型金融商品具备了一定的交易风险。

三、权利的证券化与新型金融商品的形成原理

如前所述,新型金融商品并非与生俱来的客观之物。人们在创造新型金融商品的过程中,经常伴随着一种现象,那便是权利的证券化。所谓“权利的证券化”,是指用证券来表彰一定内容的权利,这一现象

在商品发展演变过程中具有里程碑的意义。

(一) 证券:新型金融商品脱离传统民法框架的重要表现

对于民法而言,证券是一种新鲜的事物,证券的价值不再体现在以纸张形式存在的证券之上,对证券本身所享有的物权与证券所表彰的权利之间出现了分离。于是,人们开始将证券作为一种特别的事物来开展研究。而将有价证券作为一个法的领域来考察,则是从德国法学开始的。“从18世纪到19世纪,德国的信用经济盛行,各种证券都开始形成,票据也在那时发展为现在的形式,从18世纪末开始,各国地方自治组织的公债以无记名证券的形式发行,19世纪股份公司飞速发展,发行了无记名股票,与此同时,提单、仓单、公司债券等如同票据一样也以指示证券的形式发行。到了19世纪中期,开始了关于票据法和无记名证券的研究,如票据法中商人纸币的学说,票据理论中的复数契约说,等等。”^⑦由于民法缺乏对于证券这种事物的综合性和概括性规定,各种有价证券在很长一段时间内只能在民法典之外独自发展完善。在证券的发展过程中,不乏有学者从民法角度对其开展的研究和认识,但并未能很好地解决证券制度与传统民法之间的不协调。

有学者将整个证券体系分成了四个层级:第一层级是证书和证券(广义)的区分;第二层级只针对证券(广义)展开,分为特殊证券和有价证券(广义)两类;第三层级在特殊证券和有价证券(广义)体系中分别展开,其中特殊证券分为金券、资格证券、信用证券和其他证券四种,有价证券(广义)包括物品证券和有价证券(狭义)两类;第四层级在有价证券(狭义)中展开,分为资本证券和货币证券,其中货币证券主要是指票据,资本证券包括股票、债券以及各种证券衍生品种。^⑧面对种类如此繁多的证券,民法之物法着实难以包容,即便是主张证券属于民法之物的学者,也只能将其列入特别法中进行探讨,足见证券之复杂。

换一个视角来看,证券将某种财产权利直观化、标准化,促进了财产权利的高度流转,极大地顺应了商事交易便捷性的需求。正如英国

^⑦ 刘琳琳:“商业证券权利研究——以有价证券理论为基础”,吉林大学博士学位论文,载CNKI优秀博士论文库。

^⑧ 杨立新:《民法物权制度研究》,法律出版社2008年版,第311页。

学者詹克斯所说:“由于工业的逐渐发展和商业活动的更大发展,终于创造了另外一种和最初的形态完全不同的动产;这张动产的价值并不取决于它的自然性质,而是取决于它的法律性质,如果把一张一百生丁的票据看作是一个自然的对象,那么它可能值不了什么,如果把它看作是某个有钱人的付款保证,那么,它可能值一百法郎。债券、股票、保险证券以及其他许多系争财产和作为债务要求权对象的财产,都和上述情况一样”。^⑨ 证券将一定形式的特定权利通过证券化予以定型,并通过证券化后所提高的流通性来有效地促使权利实现商品化,纷繁复杂的证券充斥着现代商事活动。在某种意义上,证券的出现是商事交易标的物脱离传统民法框架的一个非常重要的外在表现。

(二) 证券化:财产制度的革新与进步

如果说证券的出现是商品脱离传统民法框架的重要表现,那么“证券化”现象则实现了人类财产表现形态和利用方式的革新与进步,并且大范围地丰富了新型金融商品的种类和内容。

1. 未来财产的现时利用

日本学者我妻荣在其经典著作《债权在近代法中的优越地位》中说:“债权是在人与人之间相互信用的基础上产生的。在人类文化史上,它后于物权而发展。由于认许了债权,人类经济生活更加丰富。人类不仅依物权形成财产关系,仅以物权作为财产客体的时代已经过去。但是,承认了债权制度,就可以使将来的给付预约,变为现在的给付对价价值。人类在经济生活中,除了过去和现在的财产之外,还可以增加将来的财产。”^⑩这一论述揭示了债权制度在人类财产表现形态发展史上的里程碑意义。

与债权制度对人类财产表现形态的重要贡献相似,证券化开创了人类财产全新的利用方式,为人类的经济生活增添了无穷的活力。虽然债权制度为人类的财产增加了“未来财产”的表现形态,但是“未来财产”也意味着未来才能实现和利用,而无法像物权一样可以即时实

^⑨ 转引自王利明:《民商法研究》(第4辑),法律出版社1999年版,第170页。

^⑩ [日]我妻荣:《债权在近代法中的优越地位》,王书江、张雷译,中国大百科全书出版社1999年版,第29页。

现和利用。“证券化”改变了这种尴尬,使得未来财产得以即时利用和交易,实现了未来财产的现时利用。

2. 现时财产的加速变现

就现时已经拥有的财产而言,由于财产标的额较大、性质上难以及时变现等原因,无法为财产权利人提供及时、通用的财产价值,而证券在法律制度所安排的善意取得法则、抗辩限制法则、权利转让简便、要式证券性、免责证券性、除权判决等规则之下,具备了较强的流通性。“证券化实际上是将证券上的权利主体一般化,将权利客体和权利内容法定化;借助物权法定主义的理念,从而便于权利的转让,提高权利的变现能力,淡化对债务人的依赖程度,即淡化证券上请求权的相对性;加上配以发达的证券市场,证券几乎可以在任何时间内变现,收回债权,从而凸显了证券权利对世的效力,获得将证券上的权利物权化的效果,使债权如物权一样广泛、高效、安全地流通。”^①“法技术将有价证券中权利和证券紧密地结合在一起。因此权利与证券结合的法理最终目的是,有价证券成为有利于权利流通的手段,有价证券的流通性构成有价证券的核心部分,是与有价证券之外的证书、证券相区别的重要的特质。”^②通过对权利人的某些财产实施证券化,可以在很大程度上提高财产权利的商品化程度,从而帮助财产权利人及时有效地将财产进行变现。

(三) 权利证券化:新型金融商品形成过程中的法律原理

20世纪五六十年代后,伴随着金融全球化和国际化之发展态势,受金融资本市场之影响,欧洲商事公司资本形成发生了深刻的变化,权利证券化使各种实物资产和抽象权利得以通过证券表现于外,使人们可以直观地把握权利,转让证券就可以转让证券所代表的权利。^③随着“证券化”研究不断深入,证券化的客体不断扩大,大有由“权利证

^① 谢永江:“资产证券化是债权物权化的过程”,载《北京邮电大学学报》(社会科学版)2006年1月刊。

^② 刘琳琳:“商业证券权利研究——以有价证券理论为基础”,吉林大学博士学位论文,载CNKI优秀博士论文库。

^③ 胡军:“法国现代金融有价证券的私法分析”,西南政法大学博士学位论文,载CNKI优秀博士论文库。

券”向“资产证券”转化的趋势,尤其值得关注的是,自20世纪70年代美国开创抵押贷款证券化以来,资产证券化在世界上许多国家和地区都得到了发展,^⑭证券化连同自由化、国际化已经成为当今时代金融发展的三大趋势。^⑮

“金融创新是金融市场的核心内容之一,也是金融机构运用利率、期限、金额及发展前景等各种元素的排列组合形成精巧而严密的法律文件,并通过合法的程序发行以换取投资者的货币的重要手段。”^⑯在金融创新过程中,将“各种元素排列组合形成精巧而严密的法律文件”就是金融商品,所谓的“发行”实际上就是金融商品的销售。在金融商品的设计过程中,“证券化”基于其所具备的“未来财产现时利用”和“现时财产加速变现”的功能,自然而然地与“资金融通”的金融行为产生契合,成为金融商品创新过程中最为重要的方法。“1960年以来,全球金融市场掀起了一股金融创新浪潮,各种金融创新工具不断涌现,令人眼花缭乱,应接不暇。其中,资产证券化以其精妙的构思,独特的功能更为人瞩目,成为近几十年来世界金融领域的最重大创新之一。”^⑰

这里值得提出探讨的是“资产证券化”的概念表述问题。尽管有人根据证券化的客体差异,将之区分为“权利证券化”和“资产证券化”,但笔者认为,从法律上界定“证券化”的客体,都是“权利的证券化”,因为所谓的“资产证券化”并未使用法律术语,“资产”在法律上的性质归根到底还是某种财产权利,包括物权和债权等。因此,在法律上,将“资产证券化”称为“财产权利的证券化”更为适宜。

实际上,“权利证券化”不仅是金融商品创新的重要方式,也是其他很多新型金融商品形成过程中的法律原理。比如,股票实际上是将投资人对公司进行投资后所形成的权利进行了证券化,投资人的出资

^⑭ 沈炳熙:《资产证券化:中国的实践》,北京大学出版社2008年版,第2页。

^⑮ [日]坪谷二郎:《最新金融读本》,中央经济出版社1997年版,第116页。

^⑯ 管晓峰:“金融创新监管中的若干法律问题——基于对‘金融管理成本过高’与‘金融创新过度’的法律分析”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第3卷上),法律出版社2010年版,第302页。

^⑰ 张新广:“资产证券化法律问题研究”,对外经济贸易大学法学院1999年硕士学位论文,第2页。

成为了公司财产,投资人不再对公司财产享有权利,但却对公司享有权利,这种权利便是股权。为了便于投资人认购、持有、行使、转让这种因投资而对公司产生的权利,公司依法将这种权利细分为一定数量的股权,用股票来代表每一份相同内容的股权,由投资者根据各自的出资情况持有特定数量的股票,其中将基于出资而形成的对公司的整体权利细分为一定数量股权的过程,就是运用了“权利证券化”的法律原理。

与民法上针对特定的有体物所确认的物权不同,新型金融商品在很多情况下都不需要将某种财产权利进行“整体”交易,而是可以分拆成“部分”交易。民法上的“物权”是对物理上客观存在的特定有体物所进行的法律确权,在民事交易过程中交易主体看重的是特定有体物的物理使用性能,不论是特定物还是种类物,在“一物一权”的物权规则下,交易主体都是对特定有体物进行物权整体的交易,以此来获取该种有体物基于物理上的完整性所具备的使用性能。但是,新型金融商品具有人为创造性,并非是对与生俱来的客观存在物的法律确认,这便使得财产权利的分拆具备了可能性;同时金融商品交易的目的也并非如民事交易那样注重物理使用性能,而是注重经济收益(比如在多次交易过程中形成的差价收益、未来财产现时利用产生的孳息收益等),这便使得财产权利的分拆交易具有必要性。这种财产权利的分拆交易理念,实际上便是运用了“权利证券化”的法律原理。除了前述股票的形成之外,基金份额、期货合约、合伙份额等新型金融商品都具备分拆后开展部分交易的特性,这种特性均是来源于新型金融商品形成过程中所运用的“权利证券化”的法律原理。

四、证券的无纸化与新型金融商品的去载体化

随着现代科技的发展,原本作为证券形象表现的纸面凭证逐渐消失,出现了证券无纸化现象,证券改以电子化的方式发行、交易、登记、分类、存储,在簿记形式中由比特和字节构成。这实际上是证券化权利脱离纸质载体的过程。去载体化,使得新型金融商品的“无体物”特征得以充分彰显,无体的电子数据形式使证券概念逐渐摆脱民法上物的

范畴而更趋独立。^⑮

(一) 去载体化:新型金融商品彻底脱离民法框架

有学者在研究证券无纸化现象中认为证券无纸化本质上并非证券形式的电子化,而是实现了从“权利证券化到权利电子化”的转变,进而认为证券已经死了。^⑯实际上,“证券之死”的现象充分反映出证券所表彰的权利内容才是金融商品本身,而该种权利内容所依附的载体并非金融商品交易关注的对象,载体的形式如何,有没有载体,实际上都无关紧要。当初所进行的权利证券化,除了受制于科技手段之外,在某种意义上也与法律规范的缺失有关,当权利义务取代实物成为人们交易的对象,面对民法物权对象局限于有体物的矛盾,人们采取了将权利义务固定在纸质载体上的变通处理方式,以借助于对纸质载体的民法物权规范,来化解现实与法律之间的矛盾,进而继续在传统民法框架内解决问题。从权利证券化到权利电子化的转变,使得民法借助于物化手段调整权利交易关系的方式落空,于是民法不惜牺牲原有严密清晰的逻辑内涵,将其所调整的物的范围扩展到权利这样一种无体物。当这种权利仅仅为传统民法所确认的较为直接或简单的权利之时,传统民法尚且可以应付;但当商事交易标的物开始摆脱较为直接的权利义务关系,而将具有复杂结构的权利义务关系纳入商事交易的范畴之时,民法就无从应对了,否则民法将难保逻辑严密清晰的美名而陷入逻辑交叉与混乱之中。于是,新型金融商品的法律地位在这种去载体化的过程中得到了进一步的稳固和确认。

(二) 权利电子化:新型金融商品持有方式的变革

现代有价证券在经过电子化改革后,传统以“有形财产”为载体的证券权利过渡到“电子契约化”之证券权利。^⑰尽管促使这种“质变”发生的原因在于现代计算机信息技术的应用,但在法律范畴上需要思考的是“权利电子化时代”下新型金融商品的法律调整规则的变化与

^⑮ 叶林:《证券法》(第2版),中国人民大学出版社2006年版,第7~9页。

^⑯ 范中超:《证券之死——从权利证券化到权利电子化》,知识产权出版社2007年版。

^⑰ 胡军:“法国现代金融有价证券的私法分析”,西南政法大学博士学位论文,载CNKI优秀博士论文库。

应对。

从有纸化证券到无纸化证券的转变,意味着新型金融商品与权利主体之间关系的变化。在有纸化证券时代,金融商品由权利主体直接持有,尽管证券本身具备的流通性较大幅度地提高了金融商品的流转效率,但是仍然存在较大的局限,甚至在金融创新进程中发挥了一些消极阻碍的作用。^① 伴随着证券的无纸化和权利的电子化,交易主体不再直接持有实物证券,而是通过在托管银行、登记结算中心、证券公司等处开立账户的方式来记录自己所持有的金融商品的情况,亦即出现了金融商品的间接持有。这种间接持有的状态颠覆了实物证券时代登记结算的传统模式,使得集中统一的登记结算具有很强的操作性,原先分散的、烦琐的有纸化登记变得相对统一和简便,证券处理和交收的成本得以降低,交收周期得以缩短,同时也更有利于跨境交易的快速有效执行。总体而言,无纸化赋予了证券更强的灵活性和流动性,并且能够提高证券结算登记的效率和安全性,适应了证券交易电子化和国际化的趋势。^②

虽然我国证券市场的无纸化进程发展迅速,已经基本实现了彻底的无纸化交易,但是我国《证券法》似乎并未充分反映无纸化背景下证券市场特殊的制度要求,有关间接持有的规定只是散见于《证券登记结算管理办法》等效力层级较低的部门规章中,^③更谈不上从商法层面上对证券化后又去载体化的新型金融商品的抽象规范。

不过,海牙国际私法会议《关于与中介持有证券相关的某些权利的准据法公约》和罗马统一私法协会《中介化证券实体法公约》分别从统一冲突法和统一实体法的角度对新型金融商品间接持有的模式进行了确认和调整。按照《中介化证券实体法公约》中对“中介化证券”的定义,是指“贷记到账户中的证券以及因将证券贷记到证券账户而产生的证券权利或利益”,包括两层含义:一是贷记到账户中的证券,二是

^① 例如直接持有模式曾经给融资融券交易造成障碍,参见邱永红:“我国融资融券担保制度的法律困境与解决思路”,载《证券市场导报》2007年第3期。

^② 张辉:“证券无纸化与中国证券登记存管制度检视”,载《中国商法年刊》(2008),北京大学出版社2009年版,第641~648页。

^③ 范健:“关于我国无纸化证券立法的几点思考”,载《社会科学》2009年第3期。

账户持有人基于对证券账户的贷记而享有的证券权利或利益,前者定位于“证券”本身,后者定位于“权利”。^{②④}从这一定义来看,“证券”与“权利”两重含义均被顾及。实际上,关于“证券无纸化”和“权利电子化”后到底应当从“证券”角度还是从“权利”角度来认识这一交易的标的物,不同国家产生了不同的理解,围绕着“证券”还是“权利”的争论,体现了人们对于新型金融商品间接持有方式之本质的理解。

尽管前述《中介化证券实体法公约》将两者均纳入概念中,但笔者认为,权利电子化仅仅是反映了商事交易标的物持有方式的变化,这种变化并没有改变金融商品作为“权利”的本质。“证券”是新型金融商品脱离传统民法框架的重要表现,而“证券化”则是财产制度发生变革和进步的一种法律手段,对权利进行证券化是很多新型金融商品产生过程中运用的重要法律原理。所以,我们应该从更高更为抽象的层面来认识“证券”和“证券化”,从而将其与范畴更为广阔的“新型金融商品”联系起来,而不能仅从狭义的有价证券角度来看待证券无纸化现象。由此看来,强调“权利”更能反映间接持有方式下交易对象的法律属性。

五、新型金融商品的外在权利构造

与传统有体商品相比,作为新型金融商品的权利的目的并非是要实现对有体物的控制,而主要是为了实现权利的流转和交易。为了便于权利的流转和交易,新型金融商品的权利设置就不再过分强调对有体物的绝对控制和支配,而是取而代之为对某种无形财产权利的控制。而作为新型金融商品所控制的无形财产权利,在利于实现流转这一重要目的指引下,作为法律上创造出来的权利,就不再像传统有体商品那样具有天然的排他性,新型金融商品的权利实现可能受制于多种环节、

^{②④} 刘燕、楼建波：“从‘账户权利’到‘中介化证券’——《中介化证券实体法公约》核心概念的演变”，载张育军、徐明主编：《证券法苑》（第5卷中），法律出版社2011年版，第897～898页。

多个主体,甚至在某些情况下还受制于一些权利人根本无法控制的因素。认识新型金融商品的权利构造,有助于我们在立法时把握新型金融商品的本质因素,更为科学地规范金融创新行为和交易行为。

这里首先探讨的是新型金融商品的“外在权利构造”问题,亦即从权利产生、权利行使到权利实现的过程中,新型金融商品与外界发生联系的诸多环节所存在的特殊构造问题。根据笔者的考察,绝大部分新型金融商品的外在权利构造符合以下全部或者多项要求。

(一) 权利产生上的人为性

民法上物权的产生来源于法律对客观有体物的权利确认。作为新型金融商品的权利与之不同,除了需要取得法律的确认或认可外,还需要诸如人的创造活动、行政机关的行政许可等。有学者指出,创造性活动是权利产生的“源泉”,而法律(或国家机关的授权活动)是权利产生的“根据”。^⑤ 作为事实行为的人类创造活动,以及作为行政行为的政府许可或授权行为,两者同时存在于新型金融商品的产生过程中是最为常见的。比如基金公司发售的某一项基金产品,既离不开基金公司对基金产品合约的设计活动,也同样需要取得证监会对基金公司发售该种基金产品的许可。当然,也存在部分新型金融商品的产生仅需要其中一项行为,比如尚未纳入金融监管范畴的“月光私募基金”,主要由一些不具有金融资质的民间资产管理公司设计和发行,并无金融监管机构的行政许可或备案行为。

(二) 权利主体上的并存性

传统有体商品一般情况只能由一个主体来占有和使用,然而作为新型金融商品的权利却可以存在多个主体。虽然并非所有的新型金融商品均可以同时存在多个权利主体,但这种权利主体的并存性现象确是传统有体商品所不具有的。“无形财产与物最本质的区别在于其客体可以共享,特定的无形财产可以由若干人同时控制使用,可以同时存在于多个时空,而无形财产的所有者并不会丧失其所有权,无形财产

^⑤ 梁慧星主编:《中国物权法研究》(上),法律出版社1998年版,第98页。

的共享性与物的排他性形成鲜明对比。”^{②⑥}当然,不同权利主体对同一权利的享有应当在法律框架内进行,必要时履行相应的程序或者满足特定的条件。

采用信托机理的新型金融商品是权利主体并存的典例。“根据布莱克法律词典,信托是衡平法上特有的为享受财产利益而设的权利,受托人(the trustee)享有法定的 title,根据设定人(the settler)的要求为受益人(the beneficiary)的利益而 hold 财产。其中受托人是 legal owner,享有 legal title,对财产享有 trust ownership 也称 bare ownership;对应的受益人是 equitable owner,享有 equitable title,对财产享有 beneficial ownership”,而英美法上的所有权,如“ownership”,并不表示物的归属,“只要有物上利益,即使利益相加不等于所有权的总称也称之为所有者(owner)”。^{②⑦}受托人和受益人以不同的方式对信托财产共同享有信托法上的财产权利,成为同一个金融商品上并存的两个权利主体。当然,在当前我国的信托法上,并不认可这种双重权利,最主要的原因还在于我国是在传统民法“一物一权”的理念和框架下来认识信托财产权,立法理念尚未超脱传统民法,尚未从商法的角度来认识和界定信托财产权。

(三) 权利内容上的多元性

尽管从权能来看,民法物权中的所有权也具有占有、使用、收益、处分这四项权能,但四项权能实际上具有同质性。与之相比,很多新型金融商品的权利内容就表现得更为丰富。比如,股票的权利内容包括自益权和共益权两个方面,其中自益权包括获取分红派息、转让收益等方面的财产性权利,共益权主要是表决权这样的非财产性权利,两者属于不同性质的权利类型;此外,诸如基金份额、合伙份额、信托份额等都具有与之相似的权利内容。

当然,并非所有的新型金融商品都具有权利内容多元化的特性,但至少这种权利构造在新型金融商品中是很常见的,尤其是在以证券的

^{②⑥} 方明:“论知识产权的权利构造——与物权比较的视角”,载《学海》2009年5月刊。

^{②⑦} 赵萃萃:“论英美法信托的特质”,载《东岳论丛》2010年3月。

形式存在的新型金融商品中。有学者指出“证券持有人被视为证券财产权的权利人,并不是因为证券持有人拥有的权利是对证券发行人的债权性请求权,而是持有证券使得证券的权利发生分离。一方面,证券持有人可以行使证券表决权、证券收益权等传统财产性权利;另一方面,证券持有人可以行使证券价值变现权或附加价值(plus-value)等金融性权利”。^②该学者的这一观点实际上揭露了通过证券化手段增强了流动性的这类新型金融商品除了具备原有权利本身的内容之外,还特别具有了因流动性而产生的价值变现、溢价转让等金融性的权利;证券持有人对这种金融性权利的关注和重视程度甚至已经远远超出原有的权利内容。

(四) 权利行使上的时空性

很多新型金融商品只能在一定的时限或地域、空间范围内存在和有效,需要指出的是这里的时限并非诉讼时效概念意义上的时限。一方面,就权利行使的时限性而言,出于各种不同的目的,不同的新型金融商品存在不同的有效期。比如,期权存在一定的行权期,期货合约存在交割期,集合资金信托计划产品存在信托期限,等等,都反映出新型金融商品具有特定的时限性。另一方面,就权利行使的地域性或空间性而言,基于物理、技术或法律上的种种属性,很多新型金融商品需要在特定的地域或空间才能有利于权利的行使和实现。比如,股票、期货合约等需要在特定的交易所才能开展交易,离开了特定的交易场所,其权利属性中的很多内容都无法实现。

六、新型金融商品的内在权利构造

讨论完外在权利构造,我们再来讨论新型金融商品的“内在权利构造”,亦即作为新型金融商品的权利的內部所存在的影响权利实现的因素及其构成。据笔者考察,绝大部分新型金融商品的权利结构中融

^② 胡军：“法国‘电子化证券改革’对现代金融财产权的影响及其评述——从传统物权法模式出发思考证券无形财产保护”，载《改革与战略》2010年第3期。

入了简单或复杂的行为因素,有些甚至还融入了射幸因素。新型金融商品内在权利构造中的行为因素和射幸因素以及相互之间的组合方式,直接影响着新型金融商品权利实现的难易程度。

(一)行为因素:权利与有体物的联系途径

在民法上,行为与有体物一样都是民事权利的客体,其中有体物是物权的客体,行为是债权的客体。实际上,行为不仅仅可以成为债权的客体,同时也可以成为诸多新型金融商品权利构造中不可或缺的因素,在行为因素的联系下,作为新型金融商品的无形财产权利与传统的有体物之间发生联系。这里,我们以证券形态的新型金融商品为例来说明这一问题。

仓单、提单等物权凭证主要是出于货物交付之方便考虑而设计出来的证券,就物权凭证所表彰的权利而言,仍然属于民法物权或传统有体商品的范畴。实际上在某种意义上也可以将仓单、提单看作是相应于有体物的替代物而非权利凭证。此时就可以在传统民法中“物必有体”的框架内理解仓单和提单。但是,债券的出现便难以再作此种解释。债券是政府、金融机构和工商企业等机构直接向社会筹措资金时,依法定条件向投资者发行的约定在一定期限内还本付息的一种借款凭证,本质上是具有法律效力的债权债务关系的证明书。^②二级市场上发生的债券流动,实际上是商事交易主体之间进行的一种以债权凭证为标的物的买卖活动。所谓债权凭证,意味着债券所承载的债权归属于债券持有人,债券本质上彰显的是一种权利(债权)的归属,如果一定要在民法上解释债券,就必然将物的范畴扩展至无形之权利。其实,无论是物权凭证还是债权凭证,其所表彰的都是传统民法中所确认的财产权利,其权利构造直接来源于民法上的物权和债权制度。如果说物权凭证作为“物的归属”层面的权利仍与有体物存在密切联系的话,债权凭证作为“物的流转”层面形成的权利,则需要借助一定的行为才能与有体物发生联系。此时正如有学者所指出的,行为与有体物构成

^② 李云丽:《中国债券发行理论与操作实务》,法律出版社2009年版,第3页。

了债权法律关系的双层客体结构,有体物包含在行为之中,^⑩债权凭证与有体物之间的联系程度已经不如物权凭证那么直接,行为因素的介入使得债权凭证与有体物之间产生了一定的距离。尽管如此,彰显民法意义上的债权,内容的债权凭证与有体物之间的距离还是可控的,因为民法债权制度定位于规范“物的流转”,整部民法制度都没有脱离对有体物的规范。

作为权利凭证的股票的出现,使得其所彰显的权利已经不是纯粹的传统民法中的财产权利,而是一种综合性权利,既具有财产权利的属性,又不仅仅局限于财产权利。学术界关于股权性质的学说主要有所有权说、债权说、社员权说、独立权利说等,^⑪无论哪种学说都认可股权与传统民法中财产权利之间的差异。实际上作为新型金融商品的股票权利已经脱离了传统民法中“物的归属”层面的物权和“物的流转”层面的债权的范畴,股权与民法有体物之间的联系相对较小。尽管股权产生时的出资过程、股权存续中的分红过程以及股权消灭时的剩余财产分配过程都在很大范围内与民法有体物存在关联,但是相对于债权而言,此种关联有赖于更多、更复杂的行为因素的介入。从这个角度来认识股权这种新型金融商品,我们发现,其实现了对传统民法中物权和债权这两种权利构造的组合、改造和创新,权利内容与民法有体物的联结不再如物权那样无缝,也不再如债权那样仅需介入诸如买卖行为、租赁行为等一个层次或一个方面的行为因素。股权通过出资、转让、表决、分配等多个方面的行为因素才能与民法有体物发生联系,而这多个方面的行为属于有机联系的整体,并非民法债权行为的机械组合。也正因为此,股权才被认为是一种独立的权利。

行为因素的介入,促进了商事活动的繁荣。在营利动机的驱动下,纷繁复杂的新型金融商品被创造出来,此种创造往往是对当时既有的金融商品进行组合或改造。从逻辑上讲,此种组合或者改造主要有两种方式:一种是在权利与有体物之间已经介入的行为因素的同一层面,

^⑩ 郑永流:《法哲学与法社会学论丛》(四),中国政法大学出版社2001年版,第284页。

^⑪ 参见范健、王建文:《公司法》,法律出版社2007年版,第294~296页。

增加更多的行为因素,从而需要多个行为按照一定的规则联动作用才能在权利与有体物之间建立起联系;另一种是在权利与有体物之间已经介入的行为因素的不同层面,增加其他的行为因素,由此使前一层面的行为因素附加了条件,只有在后一层面的行为因素实施的情况下,前一层面的行为才具有实施的条件,从而才能与有体物建立起联系。比如,以股票或债券这两种既有金融商品为基础而创造出来的可转换债券,既可以看作是在债券与有体物之间介入的债权行为的同一层面,又增加了一个有权选择转变为股票的行为因素,也可以看作是在股票与有体物之间已经介入的转让、表决、分配等行为因素的不同层面,为这些行为附加了一个条件,即作出将债券转变为股票的意思表示。总体而言,随着在权利与有体物之间介入的行为因素的增多,新型金融商品与有体物之间的联系程度便相应降低,权利人对于有体物的控制难度随之增加,新型金融商品权利实现所面临的风险也随之扩大。

(二) 射幸因素:有限的合法性

除了通过介入多重行为因素使得新型金融商品与有体物发生联系之外,还可以通过不受权利人意思影响的不确定客观事实将新型金融商品与有体物联系起来,此即“射幸”。对于介入射幸因素的新型金融商品来说,持有人在持有之初尚不能确定是否能够获得权利中的结果标的,而只是取得了获取结果标的的或然性,或者说取得结果标的的希望。罗马法学家将与射幸有关的买卖活动称为“买希望”。^②

彩票作为典型的射幸事物,彩票的持有人最终能否取得彩票指向的有体物,取决于某些不确定因素。在此种情况下,作为新型金融商品的彩票,在大多数情况下,都与有体物奖品之间无关,亦即彩票与有体物之间的距离已经脱离了彩票持有人的能力控制范围,彩票持有人承担了无法取得奖品的风险。正如日本著名民法学家我妻荣认为显著的射幸行为属于违反公序良俗的行为,^③射幸所具有的投机性副作用会

^② 黄风:“射幸契约与衍生金融工具交易”,载杨振山、[意]桑德罗·斯奇巴尼:《罗马法·中国法与民法法典化——物权和债权之研究》,中国政法大学出版社2001年版,第594页。

^③ 梁慧星:“市场经济与公序良俗原则”,载《民商法论丛》(第1卷),法律出版社1994年版,第47页。

被放大从而带来道德风险,不利于社会稳定。长期以来,射幸功能因不合乎社会规范目的而受到法律的非难,如《法国民法典》第1965条规定:“法律对赌博的债务或打赌的偿付,不赋予任何诉权”;^④《德国民法典》第762条规定:“赌博或打赌不使债务成立。因赌博或打赌而给付的一切,不得以债务未曾存在为由请求返还。因某一协议,输方以履行赌博债务或打赌债务为目的,对赢方负担债务的,前款的规定也适用于该协议,尤其适用于债务承认。”^⑤

然而,随着社会经济的发展变化,人们的观念也随之发生着变化,法律对射幸行为的容忍度也逐渐扩大,曾经在民事领域被认为不公平、不合法的射幸行为,正在逐渐因商事活动的需要和人们思想观念的更新而悄悄变得公平、合法。实际上,《法国民法典》和《德国民法典》为了应对商事活动的需要,也早已与时俱进地将某些射幸活动作为例外情况予以保护。《法国民法典》第1966条规定:“关于练习使用武器的竞赛、赛跑或赛马、赛车、网球赛以及其他目的为培养灵巧及锻炼身体的同类体育比赛,约定赌注者,不在此限”;^⑥《德国民法典》第763条规定:“摸彩或抽奖活动经国家批准的,摸彩合同或抽奖合同有约束力”。^⑦此外英国也通过《1845年赌博法》、《1892年赌博法》、《1968年赛赌法》、《1976年博彩娱乐法》等单行法规对射幸活动予以规范。

射幸活动合法性范围的扩大,不仅增加了可供商事交易主体选择的商事活动种类,更为重要的是为人们创造规避风险的新型金融商品提供了法律可能性。保险产品作为一种典型的具有射幸因素的新型金融商品,在现代商事活动中的地位已经不可或缺。人们购买保险产品,实际上是购买了一种权利,该种权利与有体物(获赔的保险金)之间介入了保险事故这一射幸因素,^⑧从权利构造中可以发现,给投保人造成损失的风险因素本身被利用来创造了规避该种风险的商品。当然,为

^④ 《法国民法典》(下),罗结珍译,法律出版社2005年版,第1428页。

^⑤ 《德国民法典》(第2版),陈卫佐译注,法律出版社2007年版,第292页。

^⑥ 《法国民法典》(下),罗结珍译,法律出版社2005年版,第1428页。

^⑦ 《德国民法典》(第2版),陈卫佐译注,法律出版社2007年版,第292页。

^⑧ 当然,与彩票一样,这里的权利与有体物之间并非纯粹仅介入射幸因素,同时也介入了某些行为因素,需要在射幸因素发生之后,借助于某些行为才能取得最终的有体物。

了确保射幸因素在保险活动中所起作用的正面性,法律上强调投保人必须对保险标的具有法律上认可的保险利益,以防止出现道德风险或者纯粹的赌博行为。

除了保险产品之外,利用射幸因素联结有体物的这种权利构造,也被大规模地应用于规避权利证券化所带来的巨大市场风险。权利的证券化增强了权利的流动性,在促进商事交易迅捷的同时,也促成了大量投机行为的产生,可以说有流动性的地方就有投机行为。投机行为似乎与商人的营利性目标更为契合,通过低买高卖证券化后的权利,商人得以在短时间内获取较高收益。投机行为本质上属于射幸行为,投机者实际是在赌所购买的证券的价格走势,而这种走势在很大程度上取决于某些不确定的客观因素。适度的投机行为属于权利证券化的必然产物,能够在权利的流动过程中理性地发现权利的市场价值,因此法律在认可权利证券化这种现象的同时,也认可了适度投机这种射幸行为的合法性。然而,人们往往会被适度投机所获取的利润冲昏头脑,在逐利动机的驱动之下,人们必然在兴奋中走向盲目和狂热,从而出现过度投机追逐暴利,此时所体现的权利价格便是对其真实价值的夸大和超越,即所谓的“泡沫”。“追逐‘泡沫’是指人们在投资和投机过程中追逐价格严重背离和超越价值所形成的虚涨现象”,当这种虚涨达到一定程度,维持虚涨状态所需的资金量接近或超过资金供给量时,虚涨便失去了需求的源泉,由此出现的暴跌实际上是市场所具有的强制性、突出性自我调整 and 价格向价值回归的需要,因而具有内在必然性。^②简言之,权利证券化所具有的流动性是建立在具有射幸性质的适度投机基础上的,在逐利动机的驱动下,适度投机不可避免地转向过度投资,由此引发了商事活动的巨大风险。不难发现,射幸因素是引发此种风险的客观性根源。为了应对此种风险,商人们采取了“以毒攻毒”的方略,利用某种射幸因素创造出规避由同类射幸因素所引发风险的避险工具(如期货、期权等)。这些避险工具的法律本质仍然是用于商事交易的权,其构造便是在权利与有体物之间介入同一种射幸因素。这样,人们在买入(或卖出)与某一种射幸因素有关的商事交易标的物

^② 刘祥夫:《投机与欺诈经营典型案例剖析》,法律出版社2008年版,第31页。

时,便可以同时卖出(或买入)一定数量同类型射幸因素的避险工具,利用同一种射幸因素在两种交易中呈现状态的一致性,权利流动过程中存在的风险便可以在相当大的程度上得以有效控制。

不过,和彩票一样,在很多情况下,射幸因素在新型金融商品权利构造中的运用,与风险规避和风险控制并无太多联系,而仅仅成为追求风险收益的工具。比如,近年来出现的挂钩型理财产品,就是将理财产品的收益与一些指标相挂钩,在理财期内所挂钩的指标决定了理财产品的收益。就挂钩的指标而言,可谓是五花八门,比如利率、汇率、股票指数、基金指数、商品期货价格、水资源、黄金、石油、农产品价格甚至天然气等;就挂钩的方法而言,有正向挂钩、反向挂钩、双向挂钩、组合挂钩等。^④ 由于挂钩的指标的变化状态既不受理财产品持有人的控制,也不受理财产品发行人的商业银行的控制,所以最终的收益水平如何,权利人最终能够获得何种收益完全不受任何控制,对于挂钩型理财产品的持有人而言,几乎丧失了对最终收益的控制权,其间所蕴藏的风险极大。正因为此,挂钩型理财产品就应当受到必要的限制,而不能任由其设计权利结构。有学者提出,中国银监会应当对挂钩型理财产品实行严格的门槛准入制度,只有获得批准的挂钩型理财产品才能向投资人发行;挂钩的指标不宜过多,只能选取一些与投资者相关的指标;挂钩方式应当以正向挂钩为主,并且发行人应当向投资者详细讲解挂钩方式;挂钩指标出现的频率应当经过科学测算,指标落入区间所对应的收益应当公平、合理;商业银行应尽量将理财资金用于指标所在行业的投资,使得资金运用与指标之间建立起互动关系;银监会应当对商业银行的资金运用情况进行严格监管,等等。^⑤ 与挂钩型理财产品相似,对于运用射幸因素构造出来的新型金融商品,应当采取必要的风险控制措施,而不能无限制地允许射幸因素在新型金融商品的权利构造中进行运用。

^④ 潘修平:“雾里看花:挂钩型理财产品的本质探究”,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第1卷),法律出版社2010年版,第84~85页。

^⑤ 潘修平:“雾里看花:挂钩型理财产品的本质探究”,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第1卷),法律出版社2010年版,第91~93页。

七、金融商品统一立法的要旨:风险防范

金融商品在现代商事生活中的比重日益增加,而相应的法律规范却相当滞后,多头监管与分散立法的现象十分普遍,这与法学研究拘泥于传统民法的逻辑框架、未能把握新型金融商品的共性有关。本文揭示了作为无体权利的新型金融商品在形成原理和内外部权利构造上的共性及其与传统有体物的区别。源于形成原理和权利构造上的特殊共性,我们感受到新型金融商品交易充满了有体商品交易所不具有的神秘性和风险性,加强监管的必要性毋庸置疑;更为重要的是,此种特殊共性为我们提供了对所有新型金融商品统合监管的可能性,制定一部统一的“金融商品基本法”完全具备法理基础;同时,新型金融商品形成过程与权利构造中所蕴涵的巨大风险,也成为立法过程中的核心要旨。

(一) 新型金融商品的风险性

目前,法学界对金融商品风险的认识一般援用经济学上的研究成果,缺乏法学层面的解释。实际上,很多风险都可以从前述对新型金融商品权利构造的分析中作出解释:首先,行为因素和射幸因素增多导致权利与有体物之间的联系越来越小,削弱了虚拟经济与实体经济之间的联动性;其次,权利结构的复杂性降低了投资者(金融商品购买人)对权利内容的认识和理解程度,加上权利与有体物之间联系的减弱,拥有有限理性的投资者(金融商品购买人)在决定交易价格、交易时机、交易种类、交易数量、交易方式等事项上的能力出现不足,这也为某些不法分子散布虚假信息和开展不法交易提供了机会;再次,权利的证券化在促进权利流转的同时,也为投机炒作行为创造了良机,在逐利动机驱动下很容易导致权利交易在过度投机中脱离有体物,从而使得虚拟经济丧失实体经济的支撑;此外,行为因素和射幸因素增多导致权利远离有体物,某一项行为因素出现问题(如一方违约或者出现不可抗力等)或者某项射幸因素出现不利,便会导致权利与有体物之间的联系断裂,从而导致脱离实体经济运行的虚拟经济陷入崩溃;最后,随着电

子化等现代科技手段的广泛运用,商事交易在更为迅捷的同时,也进一步扩大了前述各种风险。

这里,笔者着重阐述一下金融商品蕴涵的“权利远离有体物的风险”和“投机风险”。

1. 权利远离有体物的风险

一方面,作为新型金融商品的权利本身受制于复杂的内部构造而无法直接与具有使用价值的有体物发生直接联系,而需要借助于内在构造中的行为因素甚至射幸因素,才能够与具有使用价值的有体物建立联系,缺乏某一环节都有可能导导致权利与有体物之间在法律关系上的脱节。由于作为无体物的权利本身并不具有使用价值,其价值在很大程度上是以具有使用价值的有体物为基础和支撑的,尽管在很多情况下无体物权利的价值已经与基础性的有体物的价值脱钩,但在根源上仍然离不开有体物价值的支撑,所以一旦权利与有体物之间发生法律关系上的脱节,则势必对某一项权利本身的价值及其存在的必要性产生重大不利影响,给权利本身带来巨大风险。

另一方面,在新型金融商品形成过程中所经常运用的权利证券化的方法则进一步加剧了权利远离有体物的风险。作为证券化对象的基础资产,可以是不动产、动产等有体物,也可以是债权、知识产权等无体物,有些基础资产具有可重复利用性,有些基础资产具有可分割性,有些基础资产本身有赖于一定条件才能实现价值。而在将这些基础资产进行证券化之后所形成的份额化权利,并不能直接干预或影响基础资产的重复利用、分割和实现过程,而需要所有的份额化权利人按照一定的规则达成统一意见才能来作用于基础资产。这对于每一个份额化权利人而言,无疑增加了权利远离有体物的风险。

2. 投机风险

投机风险与权利证券化所带来的流动性有密切联系。经过份额化之后所形成的权利,除了具备份额化之前的基础性权利本身的部分权利内容之外,还具有因流动性而产生的特殊价值。有学者曾指出:“证券作为一种金融产品除具备传统‘物之属性’外,还有其作为金融‘物’的特征。从金融投资视角来看,证券有其特殊的客体价值。按照一般的金融规则,投资通常为短期性财产行为,证券是投资者营利的手段,

证券持有人的目的是通过证券抽取金融物的关联价值,即所有权人(证券持有人)和金融相对人(发行人或转受人)依据金融自由来获取‘物之实际效用’。证券持有人不是为了从相应的金融债务人处获取相应的金融对价,而是要对证券之客体进行充分挖掘以收益‘附加价值’(plus-value)。但是,物的‘附加价值’本身作为一种‘无形体’是不稳定的。所以,在金融实践中,当证券的‘附加价值’(plus-value)达到期望的价格高位后,持有人会通过转让来变现‘附加价值’(plus-value)。”^④该学者所述的“附加价值”便是因证券的流动性而产生的增值收益,而这种附加价值在有些情况下与证券持有人的投机性炒作行为不无联系。因此,新型金融商品基于其形成过程中的权利证券化原理,必然伴随着交易主体的投机风险。

(二)我国金融商品统一立法展望

由于对金融商品的风险缺乏法学层面的深入认识,所以无论是学术界还是监管部门,基本上还是围绕着单个类型的金融商品研究或制定风险防范措施,缺乏抽象概括和理论提升,监管思路和理念上难以创新与突破,由此也导致我国的金融商品立法层次低、分散立法、多头监管、头痛医头脚痛医脚的情况较为普遍。本文从金融商品形成原理和权利构造角度开展的法学分析,或许可以为监管思路创新和规则制定提供一个新的角度,通过制定统一的“金融商品基本法”来有效构建我国金融商品的法治市场,促进金融商品市场的规范运作和诚信发展。

从风险防范的宏观层面上看,金融商品的统一立法可以从入市、交易、退市三个环节着手设计。其中,入市环节包括了特定金融商品的交易场所(市场)和产品设计两个方面的制度;交易环节则要侧重于建立合格交易者或合格投资者制度,同时根据特定金融商品的特定风险制定合适的交易规则,尤其是加强对金融商品出售者的信息披露监管;此外还应当建立金融商品的退市制度,让不符合监管规则的金融商品退出交易市场并妥善处理相关主体之间因退市而产生的各种法律关系。

^④ 胡军:“法国‘电子化证券改革’对现代金融财产权的影响及其评述——从传统物权法模式出发思考证券无形财产保护”,载《改革与战略》2010年第3期。

从风险防范的微观层面上看,具体的制度规则应当紧紧围绕金融商品形成过程和权利结构中蕴涵的风险因素来制定。首先,就权利远离有体物的风险而言,新型金融商品的权利构造应当存在一定的制度约束,权利结构中介入的行为因素和射幸因素在种类、层级、数量等方面应当作出细致规范,并且应当通过保险、担保等救济性措施去弥补因某一项行为因素出现问题而导致的权利脱离有体物的损失;其次,就权利结构的复杂性与投资者有限理性之间的矛盾而言,应当通过完善新型金融商品入市和信息披露规则、构建特殊的可撤销或无效制度、强化利用复杂权利结构实施欺诈交易行为的法律责任等措施,来有效缓和这种矛盾;再次,就权利证券化可能导致的过度投机而言,应当通过制度设计强化新型金融商品所具有的规避风险功能,重新审视利用射幸因素设计新型金融商品以规避该种射幸风险这种“以毒攻毒”式权利创新路径的合理性,通过减少权利创新中所运用的射幸因素,将可能引发的过度投机控制在一定的范围之内;最后,对于因电子化等现代科技手段广泛运用而扩大的风险,应当通过研究电子化导致的权利形态及行权方式变化来完善电子化手段的运用方式。