

数字经济视角下的新《证券法》

——修订解读、实施支撑与未来展望

邢会强

(中央财经大学法学院,北京 100081)

摘要:新《证券法》直接体现了数字经济的内容,主要有:将对客户保密制度升级为投资者个人信息保护制度,明确信息披露的载体包括证券交易场所网站,规定证券登记结算机构可以提供信息服务,在证券交易方面大幅度增加电子化交易的内容,尤其是新增了程序化交易和信息技术系统服务机构,等等。当然新《证券法》在信息技术系统服务机构和程序化交易方面需要进一步细化。而诸如互联网、云计算、大数据等数字技术都是数字经济时代的新型技术,它们虽然没有规定在新《证券法》中,但却对于新《证券法》的实施具有重要意义。未来包括投资性众筹、智能投顾和区块链结算在内的数字经济内容将会在新《证券法》的进一步修改中得到更多体现。

关键词:数字经济;证券法;大数据;人工智能;个人信息

中图分类号:DF438.7 **文献标志码:**A **文章编号:**1009-1505(2020)04-0067-09

DOI:10.14134/j.cnki.cn33-1337/c.2020.04.007

2019年12月28日第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议审议通过了《证券法》修订草案,这是《证券法》的第二次全面修订。除了这两次修订外,《证券法》还有2004年、2013年和2014年三次修正。^①与以往历次修正、修订不同的是,2019年修订的一大背景是数字经济时代。数字经济的概念出现于20世纪90年代,是由经济合作组织(OECD)首先提出的^[1]。2016年二十国集团杭州峰会达成的《二十国集团数字经济发展与合作倡议》对数字经济的定义是:“数字经济是指以使用数字化的知识和信息作为关键生产要素、以现代信息网络作为重要载体、以信息通信技术的有效使用作为效率提升和经济结构优化的重要推动力的一系列经济活动。”^[2]有鉴于此,世界上很多国家均将数字经济视为本国经济转型的优先方向^[3]。我国也不例外,党中央、国务院高度重视发展数字经济。党的十九大报告提出,我国“经济结构不断优化,数字经济等新兴产业蓬勃发展”。国家《十三五规划纲要》提出“加快建设数字中国,推动信息技术与经济社会发展深度融合”。《国家信息化发展战略纲要》提出要“开发信息资源,释放数字红利”。在这样的背景下,2019年12月修订后的《中华人民共和国证券法》(以下简称

收稿日期:2020-03-18

基金项目:国家社会科学基金重大项目“大数据法制立法方案研究”(18ZDA136)

作者简介:邢会强,男,中央财经大学法学院教授,博士生导师,法学博士,主要从事经济法、大数据法制研究。

^①我国立法区分“修订”与“修正”。局部的修改为“修正”,全局的修改为“修订”。

新《证券法》)即直接体现了数字经济的内容。而数字经济技术对于落实好新《证券法》也大有可为的空间。数字经济将会在未来《证券法》的进一步修改中得到更多体现。因此,从数字经济视角看新《证券法》具有独特意义。

一、新《证券法》直接体现了数字经济内容

新《证券法》的最大成就是全面推行证券发行注册制。而此前科创板的成功推出则为证券发行注册制奠定了经验基础。可以说,新《证券法》是对科创板成功的最好肯定。科创板坚持产业方向的纯粹性,不允许传统行业的企业上市。科创板重点支持新一代信息技术等高新技术产业和战略性新兴产业,推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合。由此可见,数字经济企业是科创板重点支持的方向之一。除了证券发行注册制对于数字经济的支持之外,新《证券法》还主要在以下几个方面直接体现了数字经济内容。

第一,将对客户保密制度升级为投资者个人信息保护。新《证券法》第41条由《证券法》(2014年修订)第44条修改而来:一是将客户账户保密升级为投资者的信息保密,以适应大数据时代对个人信息进行法律保护的需要,并新增“不得非法买卖、提供或者公开投资者的信息”的规定;二是将保密的主体范围扩大到证券服务机构及其工作人员;三是新增证券交易场所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构及其工作人员不得泄露所知悉的商业秘密^[4]。

第二,规定证券登记结算机构可以提供信息服务。新《证券法》第147条由《证券法》(2014年修订)第157条修改而来。本条规定的是证券登记结算机构的职能。其中第1款第(六)项规定:“办理与上述业务有关的查询、信息服务”,“信息服务”为新增内容。

第三,明确信息披露的载体包括证券交易场所网站,废除了“指定媒体”。《证券法》(2014年修正)第70条规定:“依法必须披露的信息,应当在国务院证券监督管理机构指定的媒体发布,同时将其置备于公司住所、证券交易所,供社会公众查阅。”这些指定媒体主要是七大全国性报纸,尤其是四大证券报。但中国法学会证券法学研究会一开始就建议将“在国务院证券监督管理机构指定的媒体披露”改为“在国务院证券监督管理机构指定互联网网站免费披露”。修改理由是:“互联网时代,没有必要指定纸质媒体。互联网披露足矣。”^[5]中国法学会证券法学研究会坚持建议:“在信息披露的途径和方式方面,应鼓励互联网平台信息披露,打破目前指定纸质披露媒体垄断、可阅读性弱的局限,减少信息披露成本,便于信息存储。”^[6]新《证券法》第86条规定相同:“依法披露的信息,应当在证券交易场所的网站和符合国务院证券监督管理机构规定条件的媒体发布,同时将其置备于公司住所、证券交易所,供社会公众查阅。”但将“国务院证券监督管理机构指定的媒体披露”改为“符合国务院证券监督管理机构规定条件的媒体”好像能打破了少数纸媒的垄断,但纸媒仍是必须披露的载体之一,仍未完全数字化。而新三板则是一个披露载体完全数字化的板块,根本不需要在纸媒上披露。

第四,在证券交易方面,除了第39条继续肯定证券的电子形式之外,还在第134条新增“证券公司不得允许他人以证券公司的名义直接参与证券的集中交易”,第105条新增“证券交易所不得允许非会员直接参与股票的集中交易”,在第106条明确了投资者可以采取“自助终端、网络等”委托方式,新增了实名制开户的要求。并在第107条新增了禁止任何人出借证券账户,而此前证券法仅禁止法人出借证券账户,未禁止自然人出借证券账户。与此相对应,第195条、第200条和第209条还分别规定了违法出借证券账户、证券交易所允许非会员直接参与股票集中交易,以及证券公司允许他人以证券公司的名义直接参与证券集中交易的法律 responsibility。这些规定,使得新《证券法》深深地烙上了2015年“股市异常波动”的印迹。而造成这次“股市异常波动”的,正是诸如 HOMS 之类的信息技术系统。配资者利用 HOMS 之类的信息技术系统从事配资,导致过多的杠杆资金进入股市,具有助涨助跌的作用。而部分

高频交易者绕开了证券公司的主机,与证券交易所的交易系统直连,获得了交易速度上的优势,这对其他投资者来讲是不公平的,因此,新《证券法》第134条和第105条直接禁止了这一行为。

第五,新增第45条,规定了程序化交易。程序化交易(Program Trading)是指通过既定程序或特定软件,自动生成或执行交易指令的交易行为和技术^[7]。它区别于人工做出交易决策和下单的交易。程序化交易比人工交易更迅捷,所蕴含的风险更大。因此,有必要对此加以规制。本条规定程序化交易应当符合国务院证券监督管理机构的规定。本条还规定程序化交易应当向证券交易所报告,以便证券交易所了解情况。本条规定程序化交易不得影响证券交易所系统安全或者正常交易秩序。这是一条底线。第55条第1款第(四)项还增加了“虚假申报操纵”,而“虚假申报操纵”往往是需要借助于程序化交易来实现。第197条还相应规定了采取程序化交易影响证券交易所系统安全或者正常交易秩序的法律責任。

第六,证券服务机构中新增信息技术系统服务机构。新《证券法》第160条由《证券法》(2014年修订)第169条修改而来。本条规定的是证券服务机构的范围和准入机制。主要修改是:一是在证券服务机构的范围方面,明确证券服务机构包括会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构。比修法前增加了财务顾问机构、信息技术系统服务机构。二是改革了证券服务机构进入证券市场提供服务的机制,除对证券投资咨询服务机构实施核准制之外,其他均实行备案制,体现了简政放权的精神。

信息是数字经济的关键生产要素。新《证券法》加强对投资者个人信息的法律保护,规定证券登记结算机构这一具有公法意义的金融基础设施可以提供信息服务,并新增信息技术系统服务机构作为证券服务机构,均便利了信息在证券市场上的流转、加工和增值。新《证券法》增加网站作为发行人信息披露的必备渠道,也有利于信息的流转,适应了数字经济时代的发展潮流。程序化交易是计算机程序自动生成或者下达交易指令进行的交易,其背后是人工智能及其核心——算法,这也是数字经济的关键技术之一。总之,新《证券法》体现了大数据、人工智能等数字经济时代的特色,是一部与时俱进的新时代《证券法》。

二、新《证券法》中关于数字经济方面的内容尚需细化和完善

新《证券法》尽管直接规定了上述几个方面与数字经济有关的内容,但在以下两个方面,尤其需要证券监管机构进一步出台规则,并做好行政规章的解释工作。

(一) 将第三方证券交易软件纳入对信息技术系统服务机构的监管轨道

数字经济时代,需要强大的信息技术和系统支持,对于客户端来说,更安全、更稳定、更高效、更友好、更便捷,将是重要的吸引力;对证券公司来说,网络和系统安全将成为重要运营能力,比如使用大量生物识别技术去验证和识别客户身份,对公司数据存储、备份、使用、恢复、应急能力要求更高^[8]。

信息技术服务机构最早出现于2000年。2003年3月,中国证监会发布《网上证券委托暂行管理办法》,证券交易网络化时代开启,各大证券公司都开发了自己的网上证券系统。但是,由于证券公司IT技术薄弱,这些信息技术服务系统都是通过服务外包的形式从第三方IT公司订购的,甚至该信息技术系统的运维也是由第三方IT公司负责的。中国证监会和中国证券业协会多次尝试对此类信息技术服务系统进行规范,如2015年3月13日,中国证券业协会修订发布了《证券公司网上证券信息系统技术指引》;2015年6月12日,中国证券业协会根据证监会要求发布了《证券公司外部接入信息系统评估认证规范》;2015年6月,中国证监会发布了《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》(证监办发〔2015〕35号)等。在2005年的“股市异常波动”中,一些信息技术系统服务机构因“违法经营证券业务”而遭受证监会的严厉处罚。

但最终定型的规范是证监会于2018年12月发布的《证券投资基金经营机构信息技术管理办法》。根据该办法,信息技术服务机构,是指为证券基金业务活动提供信息技术服务的机构。信息技术服务的范围如下:重要信息系统的开发、测试、集成及测评;重要信息系统的运维及日常安全管理;中国证监会规定的其他情形。重要信息系统,是指支持证券投资基金经营机构和证券基金专项业务服务机构关键业务功能,如出现异常将对证券期货市场和投资者产生重大影响的信息系统。该办法提出的对信息技术服务机构的规制方法主要有二:(1)信息技术服务机构备案制。该办法规定,基金管理公司、证券公司应当选择已在中国证监会备案的信息技术服务机构。该办法规定的信息技术服务机构备案制最终在新《证券法》第160条得到法律肯定。(2)证券公司为主,信息技术服务机构为辅的“主辅关系”。该办法规定,证券基金经营机构借助信息技术手段从事证券基金业务活动的,可以委托信息技术服务机构提供产品或服务,但证券基金经营机构依法应当承担的责任不因委托而免除或减轻。证券基金经营机构应当确保重要信息系统运行始终处于自身控制范围。除法律法规及中国证监会另有规定外,证券基金经营机构不得将重要信息系统的运维、日常安全管理交由信息技术服务机构独立实施。

除前述证券公司的网上(手机)证券系统提供行情信息以便投资者交易外,金融信息(行情信息)服务商这一新兴行业也于21世纪初快速发展。我国金融信息(行情信息)服务商如同花顺等,除提供行情信息外,逐渐也许可投资者绑定自己已在证券公司开立的实名制账户下单,即成为所谓的“第三方证券交易软件”,当然前提是这一证券公司与金融信息提供商建立了合作关系^[9]。除了同花顺外,其他互联网巨头也纷纷进军这一领域。第三方证券交易软件的手机客户端目前的市场份额远远大于证券公司自己的手机客户端。二者相比,第三方证券交易软件手机客户端具有技术优势和服务优势,最终在激烈的竞争中胜出^[10]。

第三方证券交易软件的主要盈利渠道是来自合作证券公司的佣金分成收入、信息服务收入和广告收入等。第三方证券交易软件作为引流平台,只是提供了辅助和补充服务,也可以解释为新《证券法》第160条和《证券投资基金经营机构信息技术管理办法》所规定的“信息技术服务机构”。他们未违反证券经纪业务的监管规定,因此不构成经营证券经纪业务,不属于“经营证券业务”,不需“经国务院证券监督管理机构批准”。总之,新《证券法》第160条对信息技术服务机构备案制的规定为肯定该类信息技术服务机构的合法性开辟了法律空间。2020年2月29日,证监会起草了《证券服务机构从事证券服务业务备案管理规定(征求意见稿)》为信息技术服务机构的备案作出了明确规定。这有望将第三方证券交易软件纳入新《证券法》监管的轨道上来,有利于进一步促进我国互联网证券的发展。

(二) 进一步完善程序化交易制度

新《证券法》规定程序化交易,有利于监管部门进行有效规制,防范证券市场风险,维持良好的证券市场秩序。但新《证券法》第45条本质上是一个立法授权条款,它规定程序化交易应当符合国务院证券监督管理机构的规定。因此,证监会接下来会出台程序化交易管理办法对程序化交易作出具体规定。2015年10月,中国证监会起草了《证券期货市场程序化交易管理办法(征求意见稿)》,但该办法四年多过去了,仍未最终出台。新《证券法》第45条的规定必将有力地促进该办法的出台。

笔者建议,证监会不但要规范程序化交易,更要规范其中的高频交易。高频交易是指采用高速度和高频率的自动化证券交易方法或策略^[7]。由于高频交易具有快速执行的特点,高频交易必须以程序化为基础,但并不是所有的程序化交易都是高频的,有的程序化交易是低频交易。换言之,高频交易是程序化交易的策略之一。随着技术的发展,我国证券市场中的程序化交易和高频交易将越来越多。规模大的程序化交易加剧了证券市场的风险,有必要通过备案加以监控。但规模不大的程序化交易给证券市场带来的风险不大,没有必要要求其备案和进行监控。高频交易易于滋生操纵市场、抢先交易等违法行为,因此,高频交易的备案有利于执法机构掌握信息,事后查处违法犯罪行为。

三、新《证券法》实施离不开数字技术的支撑

《二十国集团数字经济发展与合作倡议》给出数字经济的定义后随即指出:“互联网、云计算、大数据、物联网、金融科技与其他新的数字技术应用于信息的采集、存储、分析和共享过程中,改变了社会互动方式。”^[2]互联网、云计算、大数据、物联网、金融科技与其他新的数字技术都是数字经济时代的新型技术,它们虽然没有规定在新《证券法》中,但却对于新《证券法》的实施具有重要意义。笔者认为,为了落实好新《证券法》,以下领域中运用数字技术大有可为的空间。

第一,利用数字技术进行反证券欺诈监测。在证券监管领域,目前很多国家都开发了相应的数字技术系统。例如,美国证监会(SEC)开发了市场信息数据分析系统(MIDAS),用它来监控市场,精准地知晓市场上发生的各种事件^[11]。SEC还开发了高级相关交易调查系统(ARTEMIS),并专门建立了打击操纵市场的小组(MAU),通过该系统分析交易者买卖的所有证券及买卖时点,一旦发现有可疑违规交易行为,美国证监会就会进一步展开调查。美国的自律监管机构——金融业监管局(FINRA)建立的SONAR系统收集资本市场、新闻舆论数据,用于监测潜在的违规行为^[11]。英国金融行为监管局(FCA)为发现内幕交易,每天接收超过2000万笔市场交易的详细信息,利用机器学习(ML)的监督学习工具分析这些数据并发出市场操纵信号。澳大利亚证券投资委员会(ASIC)的市场分析和情报系统(MAI),能够实时监控澳大利亚一级和二级市场。基于云计算的证券业大数据挖掘可以在整个数据集中查找出可疑交易,而非进行抽样分析,能够保证对可疑交易监测的完整性、全面性^[12]。中国证监会2018年8月印发的《监管科技总体建设方案》明确要求在加强电子化、网络化监管基础上,通过大数据、云计算、人工智能等科技手段,实现对市场运行状态的实时监控,强化对异常交易行为的识别能力,及早发现和及时处置违法违规行^[13]。目前,中国证监会案件调查的线索主要来源包括交易所报告、日常监管部门移送及公众举报。从当前执法实践看,进入证监会案件调查程序的线索多数来自交易所报告。其中内幕交易、操纵市场、利用未公开信息交易类案件线索绝大多数来源于交易所日常监控。如今,证券市场基础设施建设日趋完善,监管科技工具手段日益丰富、高效实用,基于大数据、云计算、人工智能等科技手段,实现了对证券市场交易活动的实时监控、智能监控和穿透监控^[14]。随着监管科技系统的建成和日益完善,它在监管机构发现和稽查证券欺诈案件过程中将发挥越来越重要的作用。

第二,利用大数据进行投资者适当性管理工作。新《证券法》新增了投资者适当性管理制度,即第88条第1款规定的是证券公司向投资者销售证券、提供服务时的义务:(1)应当按照规定充分了解投资者的基本情况、财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等相关信息;(2)如实说明证券、服务的重要内容,充分揭示投资风险;(3)销售、提供与投资者上述状况相匹配的证券、服务。第2款规定的是投资者在购买证券或者接受服务时的义务:即应当按照证券公司明示的要求提供前款所列真实信息。投资者拒绝提供或者未按照要求提供信息的,证券公司应当告知其后果,并按照规定拒绝向其销售证券、提供服务。第3款规定的是证券公司违反投资者适当性管理制度所应承担的民事责任。据此,证券公司在向投资者销售证券、提供服务时,首先应该充分了解投资者的基本情况、财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等相关信息。而要了解这些信息,证券公司可以通过向投资者发放问卷的方式进行,但这不但耗时费力,也存在着诸多的粗疏和不准确之处,因为如果问卷过长,问题过多,投资者很难有耐心回答;如果问卷过短,问题过少,则又达不到“充分”了解的程度。万一事后出现纠纷,证券公司则面临败诉的风险。如果证券公司能够运用大数据技术了解投资者的上述相关信息,不但数据的维度较为丰富,还省时省力,准确度高,当然,需要证券公司与相应的商业银行之间进行数据共享,需要证券公司开发相应的大数据技术,并有相应的模型对投资者的风险承受能力进行预测和画像。数据可携权可以解决证券公司与相应的商业银行之间进行数据共享问题^[15]。数据可携权为

欧盟《一般数据保护条例》(GDPR)第20条所首创,我国国家标准 GB/T 35273—2020《信息安全技术个人信息安全规范》中第8.6条规定了数据可携权,但可携数据的范围极为有限。该条规定:“根据个人信息主体的请求,个人信息控制者宜为个人信息主体提供获取以下类型个人信息副本的方法,或在技术可行的前提下直接将以下类型个人信息的副本传输给个人信息主体指定的第三方:a)本人的基本资料、身份信息;b)本人的健康生理信息、教育工作信息。”如果像 GDPR 第20条那样,将金融交易数据也纳入数据可携权的范围,如果证券公司和商业银行均采用此标准,证券公司就可以共享商业银行的相关个人信息,证券公司对投资者适当性管理制度的遵循和适合性义务的履行就会更好,更能预防纠纷的发生。

第三,利用大数据技术辅助证券民事赔偿诉讼。新《证券法》第95条第3款确立了“中国版证券集团诉讼制度”。它移植和结合了美国式“默示加入、明示退出”制度的优势。结合了我国专门的投资者保护机构——中证中小投资者服务中心有限责任公司和中国证券投资者保护基金有限责任公司——的专业优势。投资者保护机构实力雄厚,能够支付起开发相关损失计算软件和技术成本,这是一般的律师、检察院无法比拟的^[16]。利用大数据技术,与证券登记机构合作,投资者保护机构可以精准地知道,在证券欺诈行为期间,哪些投资者进行了交易,哪些投资者符合获得赔偿的条件,每一个投资者具体的损失数额是多少。并且,每个投资者损失的计算方法、系统性风险扣除比例和结果可能是不一样的。考虑到投资者保护机构在担任诉讼代表人代表的是原告一方利益,从理论上讲其不宜再接受法院委托在该案中从事专业辅助工作。一个较为合适且可操作的方案是,在由某投资者保护机构担任诉讼代表人或支持诉讼角色的案件中,法院委托另外的投资者保护机构从事具体技术辅助工作。当然,这些技术辅助工作的结果并不具有当然的证据效力,应像其他证据一样接受法庭审查^[17]。此外,还可以利用金融行业信息数据优势,为诉讼全过程提供有力信息技术服务。如可利用证券市场看穿式实名制账户体系和电子化交易结算数据,在集体成员身份确认、通知、登记、证据核实甚至执行赔付等各个环节,利用信息化手段快速高效地实现^[18]。

第四,中介机构可利用大数据辅助进行尽职调查,履行勤勉尽责义务。最近几年来,随着大数据技术的进步和政府数据开放进程的加快,大数据在中介机构从事尽职调查过程中的作用日益显著。在传统的尽职调查中,其信息收集主要是中介机构要求发行人按照尽职调查清单的要求提供信息,至于这些信息的真实性再通过其他渠道或者方法进一步核实,人工调研工作的时间成本非常高,中介机构未能勤勉尽责的风险非常大。大数据分析技术将会彻底改变信息收集的手段。未来会有供中介机构和投资者机构使用的互联网信息抓取工具软件,实时全网抓取尽职调查所需的重要信息和数据。大数据技术可以将几个星期的市场调研和数据收集工作缩短成仅仅几个小时内完成,且信息数量惊人,数据质量可靠,调查的工作效率将得以极大提升。此外,利用大数据技术,对发行人数据仓库中的原始信息进行提取、清洗、建模、运算、分析、验证,帮助中介机构和投资机构还原企业真实数据水平。总之,传统的信息数据收集工作将由智能算法工具替代^[19]。当然,由于大数据技术的成本不菲,能够用得起大数据技术的中介机构往往是头部机构或具有先进理念的机构,这将促使中介机构行业的重新洗牌。

四、数字经济对新《证券法》下一次修改的期待

尽管新《证券法》体现了诸多的数字经济内容,但数字经济毕竟是新兴事物,国外可资借鉴的经验有限,国内数字经济虽蓬勃发展但还不能说是已经定型或成熟,因此,新《证券法》在数字经济内容方面还存在着诸多遗憾,这留待学术界继续加强研究和论证,以便在以后新《证券法》修订之时吸纳。

第一,关于投资性众筹的合法性问题。投资性众筹是指通常通过互联网平台向一大批支持者(即“公众”)募集资金以支持某一项项目的活动。投资性众筹为初创企业开辟了新的融资渠道,为投资者开辟了新的投资渠道,丰富了我国多层次资本市场的内涵,是“另类金融”“微型金融”或“互联网金

融”“金融科技”的组成部分。投资性众筹属于公开发行证券,在我国目前还处于违法的状态^[20]。全国人大常委会于2015年4月20日审议的《证券法修订草案》(简称“一读稿”)第13条规定,通过证券经营机构或者国务院证券监督管理机构认可的其他机构以互联网等众筹方式公开发行证券,发行人和投资者符合国务院证券监督管理机构规定的条件的,可以豁免注册或者核准。“一读稿”意味着股权众筹公募化,可以突破200人红线。2017年4月审议的《证券法修订草案》第二次审议稿(简称“二读稿”)的上述条款没有变化。2019年4月审议的《证券法修订草案》第三次审议稿(简称“三读稿”)第11条规定,通过互联网平台公开发行证券且募集资金数额和单一投资者认购资金数额较小的,可以豁免核准、注册,并授权国务院证券监督管理机构制定相关管理办法,报国务院批准。中国证券法学研究会向全国人大常委会提交的建议认为:“我国目前对互联网平台的登记实行多头管理,除了证监会之外,银保监会及工商机关都有相应监管和管理权限。另外,由于众筹风险较大,应对网络众筹平台的责任进行适度配置,一方面,网络众筹平台责任太重的话,将影响众筹活动的活力,另一方面,如果一味豁免监管、网络众筹平台责任又不到位,则将导致难以有效保护投资者权益。因此建议:删除‘三读稿’第11条第(一)项对网络众筹平台的小额发行予以豁免的规定。建议引入中介机构合理配置、落实网络众筹平台发行过程中的相关法律责任,即通过网络众筹平台进行的小额发行也应实行强制保荐制度,由保荐人与发行人、网络众筹平台对证券发行过程中的欺诈行为承担连带赔偿责任。”^[21]但美国的经验表明,投资性众筹是不适合于承销制的(美国没有保荐制),其他国家的投资性众筹也没有实行保荐制的先例。投资性众筹的本质在于发行豁免,众筹平台自身就具有“承销”平台的功能(当然不是包销),众筹平台还应履行信息披露义务和投资者适当性义务。如何规制投资性众筹,众筹平台如何定位,目前争议较大^[22]。而且,如何防止投资性众筹被用来非法集资,立法者和监管者目前可能尚没有特别有效的方案,因此,最终通过的新《证券法》没有规定投资性众筹。展望未来,我国还是应该放开投资性众筹,通过对新《证券法》的修改,肯定投资性众筹的合法性,并出台专门的规章,对投资性众筹进行相应的法律规制。

第二,关于智能投顾的生存空间问题。智能投顾是人工智能在投资理财领域中的应用,是各国金融业发展的最新趋势。智能投顾是指没有或较少有自然人投资顾问的直接参与,而是以大数据为基础,通过算法自动化提供投资者教育、客户洞察、投资组合分析与选择、资产配置、交易执行、投资组合再平衡、税务规划、遗产传承等一项或多项金融理财建议与执行的服务^[23]。在传统的投资顾问业务模式下,主要为高净值人士、私人银行客户等富人提供服务,大部分长尾客户即中小散户无法获得有效的投资顾问服务,这就使得中小散户转而求助于各种股评以及各种交易型网站和app,这使得大部分中小散户的投资行为偏向短期投机,表现为换手率高、追涨杀跌、亏损率高等,而且总有部分中小散户出现巨亏而影响自身生活,形成社会问题。而智能投顾利用算法和技术,自动化地提供金融产品建议,没有自然人顾问直接参与,彻底释放了长尾市场的潜在发展空间。此外,相对于传统投顾,智能投顾拥有更快速的反应和强大的数据处理能力^[24],通过系统自身的交易策略探索与历史数据的分析,在相互博弈中得到最优交易策略,大大提升策略表现。

美国是智能投顾的领跑者。智能投顾体系最早由几家硅谷金融科技初创公司如Wealth Front、Betterment、Personal Capital设立。Betterment和Personal Capital目前是智能投顾行业的领头羊,占据了大部分市场份额^[25]。随着智能投顾市场的不断增长,传统金融机构也纷纷通过自主研发、收购、与初创公司合作等方式搭建其智能投顾平台。2015年5月,嘉信理财上线智能投资组合服务^[26]。如今,嘉信理财也完成了从折扣经纪商向综合理财服务商的转型。而高盛、摩根大通、摩根士丹利、瑞银等传统金融机构均通过加大金融科技的投入和各项服务板块的整合,最终走向了私人财富管理模式。

接受投资者全权委托,代投资者进行投资、理财,进行自动化执行,是智能投资顾问服务的核心功能之一^[27]。但境外通行的智能投顾全权委托业务模式也在我国面临着被禁止的法律障碍。我国《证券法》(2014年修正)第171条规定禁止投资咨询机构及其从业人员代理委托人从事证券投资。对此,不少

人呼吁解禁^[28-29]。最终通过的新《证券法》没有删除证券投资咨询机构及其从业人员不得代理委托人从事证券投资的规定。这尚待继续努力。

第三,关于区块链结算问题。2015年10月,纳斯达克推出了 Linq,能够使非上市企业使用基于区块链技术的数字方式代表股权^[11]。由于 Linq 是一个私人分布式分类账户(而不是比特币的开放式公共区块链),使用该技术的“概念验证”可将风险降低99%。2018年1月16日,澳大利亚证券交易所发布公告称将使用区块链技术取代其现有清算及结算系统,成为全球首家利用分布式账本技术(Distributed Ledger Technology, DLT)取代原有中央存管机制(CSD)的证券交易所。DLT在证券结算上的应用,可以使得证券结算流程更简便、更快速和更经济,不但节约了成本,还分散了风险,风险承担机制由中央对手方担保变为由交易双方当事人自我承担,既公平,又符合法律。DLT结算系统是金融科技在证券交易中的革命性创新,具有很大的技术优势,既可以实现证券结算机制的安全、高效,更可以为一国或地区的资本市场创建一个全新的证券交易信用体系^[30]。值得我国对此加强研究,在时机成熟时,将分布式账本技术结算机制写入未来的《证券法》。

五、结 语

数字经济是我国创新驱动战略的重要载体,是实现我国新旧动能转换、推动经济高质量发展的重要力量。数字经济的内涵很丰富,外延很宽泛。但尽管如此,数字经济时代的标志性技术则是互联网、云计算、大数据、物联网、金融科技等。2019年的《证券法》修订,根据官方的解读,并不是以数字经济为背景的。无论是全国人民代表大会宪法和法律委员会“修法报告”,^①还是中国证监会祝贺新《证券法》修订通过的“贺信”,^②均未见“数字经济”四字。但是,笔者却从新《证券法》中领略到了数字经济时代气息。数字经济时代已经大踏步到来,我们需要探微知著,细致地解读新《证券法》的数字内容,同时,也要加强对数字经济的研究,以便在下一轮新《证券法》修订时更全面地体现数字经济的内容,促进数字经济的更好发展。

参考文献:

- [1] 逄健,朱欣民. 国外数字经济发展趋势与数字经济国家发展战略[J]. 科技进步与对策,2013(8):124-128.
- [2] 二十国集团. 二十国集团数字经济发展与合作倡议[EB/OL]. (2016-09-20)[2020-03-16]. http://www.g20chn.org/hywj/dncgwj/201609/t20160920_3474.html.
- [3] 许可. 数字经济视野中的欧盟《一般数据保护条例》[J]. 财经法学,2018(6):71-83.
- [4] 邢会强. 《中华人民共和国证券法》新旧条文对照与适用精解[M]. 北京:中国法制出版社,2020:23.
- [5] 郭锋,邢会强,缪因知,等. 中国证券法学研究会《对〈证券法〉修改草案的意见》[M]//郭锋. 金融服务法评论. 北京:法律出版社,2016:486.
- [6] 郭锋,施天涛,邢会强,等. 关于《证券法》修订的若干建议[M]//郭锋. 金融服务法评论. 北京:法律出版社,2018:6.
- [7] 邢会强. 证券期货市场高频交易的法律监管框架研究[J]. 中国法学,2016(5):156-177.
- [8] 韩开创. 数字经济与证券业的未来发展[M]//郭锋. 证券法律评论. 北京:中国法制出版社,2020:572.
- [9] 胡伟. 第三方证券交易软件运营商监管研究[M]//郭锋. 金融服务法评论. 北京:法律出版社,2018:145.
- [10] 邢会强. 券商切断第三方手机交易软件意欲何为[N]. 法治周末,2015-10-20(2).

①参见《全国人民代表大会宪法和法律委员会关于〈中华人民共和国证券法(修订草案)〉审议结果的报告》和《全国人民代表大会宪法和法律委员会关于〈中华人民共和国证券法(修订草案四次审议稿)〉修改意见的报告》。

②参见《完善证券市场基础制度保障资本市场改革发展——中国证监会祝贺〈中华人民共和国证券法〉修订通过》,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/shanxi/xxfw/sxgzjx/202001/t20200107_369324.htm,2020年3月27日访问。

- [11] 何海锋, 银丹妮, 刘元兴. 监管科技(Suptech): 内涵、运用与发展趋势研究[J]. 金融监管研究, 2018(10): 59-65.
- [12] 郭峰. 数字科技对证券市场及其监管的影响——基于大数据、人工智能、区块链的视角[M]// 郭峰. 证券法律评论. 北京: 中国法制出版社, 2019: 8.
- [13] 中国证监会. 证监会正式发布实施监管科技总体建设方案[EB/OL]. (2018-08-31)[2020-03-16]. http://www.csrc.gov.cn/newsite/zjhxwfb/xwdd/201808/t20180831_343433.html.
- [14] 邢会强. 证券法学[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2019: 160.
- [15] 邢会强. 论数据可携权在我国的引入[J]. 政法论丛, 2020(2): 14-24.
- [16] 邢会强. 中国版证券集团诉讼制度的特色、优势与运作[N]. 证券时报, 2020-03-14(A007).
- [17] 黄江东, 施蕾. 中国版证券集团诉讼制度研究——以《证券法》(2019年修订)第95条第三款为分析对象[J]. 财经法学, 2020(3): 124-137.
- [18] 管秀丽. 证监会法律部主任程合红: 探索建立符合国情的金融消费者集体诉讼制度[N]. 中国证券报, 2020-03-14(A2).
- [19] 原数据团队. 大数据分析技术将颠覆投资机构尽职调查[EB/OL]. (2019-09-05)[2020-03-17]. <https://bbs.pinggu.org/thread-7304676-1-1.html>.
- [20] 邢会强. 权益类众筹的法律规制[J]. 法律适用, 2018(5): 47-52.
- [21] 中国证券法学研究会. 关于《证券法》修订草案三读审议稿的修改建议[R]. 北京: 中国证券法学研究会, 2019: 3.
- [22] 彭冰. 股权众筹的法律构建[J]. 财经法学, 2015(3): 5-14.
- [23] 邢会强. 智能投资顾问的发展与规范[N]. 学习时报, 2019-07-19(8).
- [24] 刘雅琨. 金融科技视阈下我国智能投顾监管制度的构建[J]. 浙江金融, 2017(12): 51-57.
- [25] 邢会强. 智能投顾时代的崛起——智能投顾法律问题研究[M]. 北京: 中国金融出版社, 2020: 4.
- [26] 周正. 境内外智能投顾业务模式对比[J]. 银行家, 2017(12): 88-90.
- [27] 邢会强. 人工智能投资顾问在我国的法律界定——从“智能投顾”到“智能财顾”再到“智能投顾”[J]. 人工智能法学研究, 2018(1): 80-95.
- [28] 李文莉, 杨玥捷. 智能投顾的法律风险及监管建议[J]. 法学, 2017(8): 15-26.
- [29] 高丝敏. 智能投资顾问模式中的主体识别和义务设定[J]. 法学研究, 2018(5): 40-57.
- [30] 赵磊. 证券交易中的信用机制——从中央存管(CSD)到分布式账本(DLT)[J]. 财经法学, 2019(3): 51-65.

The New *Securities Law* from the Perspective of the Digital Economy

——Interpretation of the Revision, Implementation Support and Future Prospect

XING Huiqiang

(Law School, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: The new *Securities Law* directly embodies the content of digital economy, mainly: upgrading the confidentiality system for customers to the protection system of investors' personal data, specifying that the carriers' information disclosure include websites of securities trading venues, stipulating that securities registration and settlement institutions can provide information services, and greatly increasing the content of electronic transactions in securities transactions. In particular, programmatic transaction and information technology system service agencies have been added. Of course, the new *Securities Law* needs to be further detailed in terms of information technology system service agencies and programmatic transactions. Digital technologies such as the internet, cloud computing and big data are all new technologies in the era of digital economy. Although they are not stipulated in the new *Securities Law*, they are of great significance to the implementation of the *Securities Law*. In the future, the digital economy, including crowd-funding, AI advising and block-chain settlement, shall be more fully reflected in the further amendment of the *Securities Law*.

Key words: digital economy; securities law; big data; artificial intelligence; personal data



(责任编辑 陶舒亚)