

互联网时代证券权利结构的嬗变与反思

Evolution and Reflection of Right Structure of Dematerialized Securities

万国华 张崇胜

WAN Guohua ZHANG Chongsheng

【摘要】 证券是权利物化的产物。迅速发展的互联网技术，解构了传统物权法下“证券所有权和证券权利”并存的二元权利结构。证券所有权消失了，证券权利的载体变成了电子数据。但是，现代物权法强调支配性的实物形态与价值形态并存，强调对财产的利用。证券账户的实名制度和簿记系统的公示效力，使投资者实际上对价值形态的电子数据具有支配地位，从而使电子数据具有“物”性。目的解释和类推解释下，实名制账户中的电子数据也具备物化权利的功能，继而重构了“证券财产权和证券权利”的二元权利结构模式。值得注意，物质形态和价值形态的异质性，导致证券实物形态时代的旧有规则不再具有适用空间，证券的概念、证券权利的归属和流转变动等规则面临着挑战。规范与实践之间的疏离，要求证券法作出理性回应。

【关键词】 证券无纸化 二元权利结构 价值形态 证券权属

【中图分类号】 DF438.7 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 2095-9206 (2018) 04-0005-13

Abstract: Securities are the product of rights materialized. The Internet technology has deconstructed the dual rights structure under the traditional property law of “stock ownership and securities rights”. Securities ownership disappeared and the carrier of securities rights became electronic data. However, modern property law emphasizes that the physical form coexists with the value form, emphasizing the use of property. The effectiveness of the real-name system of securities accounts and the publicity of the book keeping system enables investors to have a dominant position on the electronic data of value patterns, so that the electronic data has the character of “material”. The electronic data in real-name account also has the function of materialize rights, and then reconstruct the dual rights structure model of “property rights and securities rights”. It is worth noting that the old rules in the era of the physical form of securities no longer have applicable space. The alienation between norms and practices requires a rational response from securities law.

Key words: Dematerialized securities Dual rights structure Value form Securities ownership

【收稿日期】 2018-04-15

【作者简介】 万国华，男，1960年12月生，南开大学法学院/公司治理研究院教授，博士生导师，天津市商法学会会长，研究方向为证券法和公司治理；张崇胜，男，1993年10月生，南开大学法学院研究生，研究方向为证券法与公司治理。

互联网技术的发展导致了证券的无纸化,继而出现了证券市场无形化、证券交易场所无形化^{〔1〕}的发展趋势。然而从规范分析的角度来看,我国《公司法》、《证券法》以及相关法律制度仍基本停留在实物形态的证券阶段。投资者如何持有证券?如何证明其证券权利?怎样界定无纸化证券的所有权归属,又怎样使这种归属获得公信力?这一系列问题对传统证券法中有关证券的概念、证券权利的归属和流转变动等制度和规则提出了挑战。从法理上讲,非移动化使不透明间接持有体制下投资者所享有的证券所有权转变为请求权;^{〔2〕}而无纸化则彻底消灭了证券作为“物”的表现形式,以至于有学者主张“证券已死”,^{〔3〕}目前立法上的证券实际上是证券权利。^{〔4〕}这些问题与论断反映出的是,证券权利结构的嬗变与传统证券法理念和制度之间的冲突,以及物权法在传统与现代之间、实物形态和价值形态之间的迷离与徘徊。

一、证券权利结构的源流

证券权利结构与证券定义和类型的界定密切相关。证券的定义和类型与视角是广义还是狭义相关,如果我们认为证券仅仅表示投资证券,那么证券的定义和类型就会被严格限定。本文意在探寻证券权利结构,当然不可能一开始就自设立场,而会从一个客观的视角对证券作较为全面的解读。

(一) 证券词义溯源

早期“证券”一词的含义较为广泛,包括存款单、存货单、借据票据和股票等。学界普遍认为“证券”系外来词汇。20世纪50年代文字改革时,汉语言学家通过对汉语外来词的研究肯定了“证券”、“有价证券”等一些现在法律术语是清末从日文翻译而来的。^{〔5〕}也有学者考证,“证”与“券”两个词合用,始于“券证”,意指契据。^{〔6〕}如《魏书·释老志》中“其他若买得,券证分明者,听其转之”。汉语中有的词语字的顺序颠倒但表意相同或相近,如会计与计会。《战国策·卷十一·齐四》中“谁习计会,能为文收责于薛者乎”,这里的“计会”便是管理和计算财务的工作。至于哪个汉语文献首先出现“有价证券”一词,还有待考证。

(二) 证券类型谱系

学界未对证券的内涵与外延达成统一的认识。在广义上对证券进行研究,言之有理或至少足以发人深思的代表性学者有史尚宽先生和谢怀栻先生。史先生认为,“证券,指代证明权利的凭证”^{〔7〕}。与私法上之权利义务有关系的书据,皆可称之为“证券”。

〔1〕 参见李骞:“论证券交易所无形化的发展趋势”,《世界经济》2001年第3期,第77页。

〔2〕 参见楼建波、刘燕:“证券持有结构对投资人证券权利法律定性的影响——一个新的分析框架”,《商事法论集》2009年第1期,第4~6页。

〔3〕 参见范中超:《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,第181~183页。

〔4〕 参见张保红:“论证券权利变动制度的构建”,《云南大学学报(法学版)》2014年第2期,第56页。

〔5〕 参见王健:《沟通两个世界的法律意义:晚清西方法的输入与法律新词初探》,中国政法大学出版社2001年版,第219~220页。

〔6〕 参见前注〔3〕,范中超书,第10~12页。

〔7〕 史尚宽:“有价证券之研究”,载郑玉波主编:《民法债编论文选辑》(下),五南图书出版公司1984年版,第1361~1371页。

依照法律效力的不同，可以将证券划分为证书、有价证券和资格证券三类。基于“邮票、印花、纸币，其证券本身即有价值，与为表彰特定之财产权所做成有价值之证券不同”〔8〕的观念，史尚宽先生并未将邮票、印花、纸币纳入广义的证券行列。谢先生将生活中几乎所有与权利有关的契据、凭证划分为两类：证书和证券。仅仅用于证明法律事实发生的文书称为证书，与其所表示的权利义务关系无直接联系，诸如合同、结婚证等。与证书不同，证券不仅仅记载一定的权利，其本身就代表一定的权利。〔9〕可以看出，谢先生以凭据与权利之间密切程度为区分依据，将文书分为证书和证券。对证书而言，权利可以脱离证书而存在，证券则不同。按照证券与权利之间的紧密程度，证券可以分为金券、资格证券和有价证券三类。有价证券又可分为三类：货币证券、资本证券和财物证券。〔10〕归纳学界的研究和业界的实践，从属种关系和组成关系的逻辑上，大致可以归纳出证券类型谱系，参见图 1。

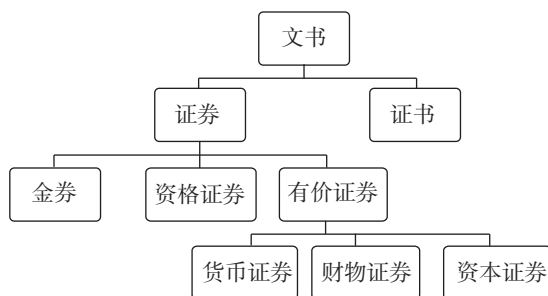


图 1 证券类型谱系图

无论以邮票、印花为代表的金券，还是以火车票为代表的资格证券，抑或以汇票、股票为代表的有价证券，都是“权利和物”的结合。但是，在证券法语境下，证券一词的外延在理论研究和法律实践中有一个逐渐缩小的过程，缩小到仅仅指代资本证券。作为有价证券种类的股票、债券证券的实践较之证券理论在国内更早出现，始于 1840 年鸦片战争之后。例如，1859 年上海美商琼记洋行发行股票；1864 年汇丰银行向商号和个人发行 5 000 万两白银的开业股本。1872 年盛宣怀向李鸿章提出《轮船章程》共六条，第二条规定集商股银五十万两，并仿外商洋行“以一百两为一股，给票一张，认票不认人，以收银日为始，按年一分支息，一年一小结，总账公阅，三年一大结，赢余公派”。〔11〕这一点从国内外证券监管立法的实践也可以看出。无论美国 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》还是我国《证券法》，调整的证券均是资本证券，即投资证券。不同之处在于，美国 1933 年《证券法》第 3 条 a 款对豁免证券做出了规定，诸如汇票、本票和保险单等，本属于有价证券之范畴，但是因存在替代性监管或其他原因而不受证券法调整，而我国并未提及，因此从逻辑上看《证券法》仅仅直接调整投资证券属于缩小了证券的外延。

（三）证券权利结构

概念的划分需符合一定的逻辑方法与规则，依据不同的标准可以将证券划分为不同

〔8〕 同上，第 1365 页。

〔9〕 参见谢怀栻：《票据法概论》，法律出版社 2006 年版，第 3 页。

〔10〕 参见万国华主编：《证券法学》，中国民主法制出版社 2005 年版，第 4 页。

〔11〕 参见戚厚杰等编：《百年证券变迁》，江苏美术出版社 2002 年版，第 7～8 页。

种类,因此偏离同一个标准对不同学者观点进行评判毫无意义。按照《辞海》的解释,“证券是以证明或设定权利为目的所做成的凭证”。^{〔12〕}“证”,取证明、证实之意;“券”,取契约、凭证之意。对证券内涵的界定包括认识性内涵和规定性内涵两个层次。认识性内涵可以将证券与其他文书区分开来,例如结婚证、纸币。前者仅仅对事情予以记载,不代表权利;而后者本身便具有价值,没有其所要代表之权利。本身具有财产价值与代表财产权利是有本质区别的。例如,纸币本身具有价值,纸币存入银行取得的存款单便是证券。规定性内涵可以准确界定证券的本质特征。寻求一个普遍认可的定义并非易事,但找出各种定义之间的一些共同要素还是可能的。学者通常从两个层面提炼证券概念的特征:其一,证券是一种记载于某类介质上的权利凭证;其二,证券是财产权利的凭证。^{〔13〕}在大陆法学理中证券的特征被总结为:证券是指记载并且代表一定权利的凭证。这一特征适用于所有的证券,反映的是广义上的证券之共性。诸如收益性、风险性等特征,是股票、基金份额等资本证券所具有的个性。

证券是记载并代表一定权利的凭证。证券上存在两种权利:一是证券所有权,即证券持有人对凭证这个“物”享有的所有权;二是证券权利,即凭证这一载体所代表的权利。由此可以看出,证券上存在一个二元权利结构:证券所有权和证券权利。传统证券法理念和制度就是建构在这种二元权利结构之上的。例如,证券的发行和交易,都是伴随着证券的转移而实现的;投资者也是基于对证券的占有取得证券权利。证券所有权是一种物权,其产生、变动和消灭要遵从物权法的基本原则,证券权利借助凭证得以公示,“证券权利的公示实际上是以物权公示的方式进行的”。^{〔14〕}“权利就是证券”,“证券就是权利”^{〔15〕},证券是“权利物化”的产物,在这种二元模式下,证券权利和证券所有权统一于证券,二者“几于相同”^{〔16〕},密不可分。对于我们所要研究的投资证券而言,上述剖析也是适用的。例如股票,证券所有权即对股票的所有权,是从物权法角度进行的描述;证券权利即持有人对公司的股权,是从公司法角度进行的描述。如无特别说明,下文所说的证券是指证券法语境下的投资证券。

二、证券权利结构的嬗变

主体、行为、权利和责任,是证券法研究的重要对象。主体是基础,行为是主体和权利之间的纽带,权利是核心,责任是保障。权利是抽象的,是由法律人创造的一个技术工具,是对事实的抽象化和类型化描述。权利的物化使得证券权利获得具体的、实物的表现形式,从而使证券权利直观化、流转便捷化、内容标准化,强化了社会信用关系,促进了商品经济的发展。同时,权利的物化也带来了一系列问题,尤其是实物形态的证券之交易结算方式与市场交易脱节,从而催生了证券的“非移动化”和“无纸化”,最终导致证券二元权利结构的嬗变。

〔12〕《辞海》(1989年版缩印本),上海辞书出版1994年版,第440页,转引自朱锦清:《证券法学》(第3版),北京大学出版社2011年版,第35~36页。

〔13〕参见顾功耘:《证券法》,人民法院出版社1999年版,第2页;叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2000年版,第2页;前注〔10〕,万国华书,第3~4页。

〔14〕陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第11页。

〔15〕叶林:《中国证券法》,中国审计出版社1999年版,第29页。

〔16〕〔日〕松波仁一郎:《日本商法论》,郑判译,中国政法大学出版社2004年版,第142页。

(一) 非移动化和无纸化

证券交易场所的建立主要是为了解决证券的交易问题。证券交易是一种“券钱”互换的过程,可以划分为交易和交付两个环节。交易阶段指证券买卖合同的缔结,交付阶段指证券交割和资金交付,即所谓的前台和后台。^[17]传统的证券市场运作机制以纸质证券为基础,后台交易涉及实物证券的转移。卖方需要把标的证券交付给买方,买方还要把证券送到发行人的过户代理人处;在股权转让时,过户代理人负责销毁旧的股票,为买方印制并且换发新的股票,然后办理股东名册登记。这使得证券交易的过程极为复杂,每一笔交易都需要证券的实质转移,通常依靠邮局来实现,从而导致了交易与交收环节的严重脱离,大量成交的交易不能在约定时间交付,导致连锁性违约,即“后台危机”。据统计,在这场“后台危机”中,美国纽约证券交易所会员券商破产或被合并的数量达160家之多,数以万计的职员失业。^[18]为此,美国开始实施“非移动化”,即将实物证券集中存放于一个集中保管机构,然后由该集中保管机构通过计算机系统开立证券账户予以记录。美国于1973年成立存托公司(Depository Trust Company,简称DTC),从而实现证券的簿记交割。1999年,DTC与全国证券清算公司(NSCC)合并成立了存托与清算公司(DTCC)。簿记交割最大的特征就是通过中央证券存管机构在账簿上做简单的借贷记账,使约定的证券和资金在不同账户之间实现转移,从而不必进行实物证券的转移。这一集中保管机构被称为“中央存管机构”(CSD),在我国是由中国证券登记结算有限责任公司(以下简称“中证登”)履行这一职能。无纸化是指证券发行人不再印制及交付实物证券,而是直接通过账户以电子媒介的形式登记权利及其变动情况,即不再通过凭证,而是借由投资者证券账户中的记录对权利进行记载。为了配合无纸化进程,美国法学会和美国统一州法委员会支持的《统一商法典》(以下简称UCC)在1978年进行修改,采纳了凭证式和非凭证式证券发行双轨制,认可完全电子形式的金融资产。1994年UCC的修改,确立了一套无凭证式发行和权益归属体系,并引入了“证券权益”(securities entitlement)这一法律术语。

(二) 证券所有权的消灭

有纸化时代,证券呈现出证券所有权和证券权利并存的二元结构。投资者通过持有证券证明和行使权利。无纸化运动之后,证券权利的载体——那张纸——凭证不存在了。那么,证券是通过什么途径继续存在的?立法者在《证券法》和《公司法》中都提到证券除了纸质的表现形式外,还可以采用“国务院证券监督管理机构规定的其他形式”^[19]。现存规则没有就“其他形式”进行明确的规定或解释。有学者认为,证券无纸化后,证券账户及其账户里的记载内容成为证券新的表现形式,持此观点的学者将证券称为“电子证券”^[20]。虽然对于“电子证券”是否存在尚存争议,但是学界多数观点认为证券无纸

[17] 参见屠光绍主编:《结算系统:运作与趋势》,上海人民出版社2000年版,第1~2页。

[18] 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467页。

[19] 参见《证券法》第41条:“证券交易的当事人买卖的证券可以采用纸面形式或国务院证券监督管理机构规定的其他形式。”《公司法》第128条:“股票采用纸面形式或者国务院证券监督管理机构规定的其他形式。”

[20] 参见周友苏、李红军:“无纸化背景下证券权利若干问题研究”,《社会科学研究》2012年第4期,第59页;夏思宇:“无纸化背景下对证券所有权的重新思考”,《上海政法学院学报(法治论丛)》2017年第1期,第119页;王静:“电子证券的基本法律问题”,《首都师范大学学报(社会科学版)》2006年第5期,第100~104页。

化后,证券权利的载体变成了账户中的记录^{〔21〕}、电子数据信息^{〔22〕},也有学者主张证券账户是表彰证券权利的形式^{〔23〕}。本文认为,证券账户是为了反映投资者证券的增减变动及最终结果而设立的,其并不能反映证券权利的类型、数量或变动情况等具体信息。因此,证券账户不能作为权利物化的载体,美国UCC也规定证券账户是指“依据一项协议,贷记或可以贷记金融资产于其中的账户”。^{〔24〕}从无纸化后证券发行、交易的实践来看,持有人持有的证券数量以证券账户记录上的余额为准,证券权利的转移也是通过在电子簿记系统中的“借”或“贷”直接完成。证券权利类型、数量乃至变动情况的反映均是通过电子数据来完成的。由此可以看出,证券的“其他形式”应该是证券账户里的电子数据。但是按照传统物权理论,“物是指除人体之外,能为人力所支配,独立满足人类社会生活需要的有体物及自然力”。^{〔25〕}虽然《民法总则》第115条将物的范围扩大到权利^{〔26〕},但电子数据明显不具备有体物的特征,非自然力,更非权利。因此单纯的电子数据不是传统物权法意义上的物。证券所有权消失了,二元权利结构瓦解了。

(三) 证券财产权的确立

《物权法》是调整财产关系的基本法律。^{〔27〕}物权的概念,源于罗马法诉讼格式,出现于一千年后的注释法学派理论中,并由日耳曼法获得广泛的实践应用。物权,从最早的“会导致标的物返还的权利”,滑向了“对有体物发生的权利”,又转向了“支配性的权利”,最后又滑向了“对一切人有效力的权利”。^{〔28〕}传统物权强调有体物,是因早期缺乏统一的公示登记体系,也无其他途径实现权利的表征。只有能被占有/控制的有体物,才被认为是物。随着时代的发展,社会已经进入实物经济、知识经济和信用经济并存的时代,“传统物权法强调财产的归属关系,认为物权法中的财产就是或主要是有体物,认为土地、房产这些不能移动的财产才是财产的真正代表,其他财产相比而言都不重要”^{〔29〕}的观点已经显得捉襟见肘。物权法不仅仅调整财产的归属关系,同时也调整财产利用关系。^{〔30〕}现代物权体系要强调价值形态和财产の利用,一切能产生经济价值且可用作交换的利益均可视为财产,同时“指向物的任一种类请求权均可经由占有或登记而具有物权性”^{〔31〕},因此对物和对人的区分可直接归结到公示手段之有无。要想合理地贯彻对物和对人的区分,必须重新打破“物”限于有体物的桎梏。

法国金融学者为解决无纸化后证券权利属性问题,提出了“债权财产说”。^{〔32〕}该学

〔21〕 参见前注〔3〕,范中超书,第149~151页。

〔22〕 参见前注〔2〕,楼建波、刘燕文,第8页。

〔23〕 参见叶林、张昊:“无纸化证券的内涵与法律地位——兼谈证券的基本属性”,《河南大学学报(社会科学版)》2009年第2期,第24~29页。

〔24〕 美国《统一商法典》,第8—501条。

〔25〕 王泽鉴:《民法总则》(增订本),中国政法大学出版社2001年版,第208页。

〔26〕 参见《民法总则》第115条规定:“物包括不动产和动产。法律规定权利作为物权客体的,依照其规定。”

〔27〕 参见王利明:“论《物权法》对我国证券市场的影响”,《法学杂志》2008年第2期,第2~7页。

〔28〕 参见冉昊:“对物权与对人权的区分及其实质”,《法学研究》2005年第3期,第103~105页。

〔29〕 孟勤国:“现代物权思维与古老物权思维的碰撞”,《湖北社会科学》2007年第10期,第137页。

〔30〕 参见《物权法》第2条规定:本法调整平等主体之间因物的归属和利用而产生的财产关系。

〔31〕 前注〔28〕,冉昊文,第101页。

〔32〕 参见胡军:“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”,《改革与战略》2010年第3期,第172页。

说认为，财产不再是为了支配而被占有的，而是具有了转让和流通等新的物之属性。按照孟勤国先生的观点，物权的客体是“能够为权利人直接支配的财产利益”^{〔33〕}，包括实物形态和价值形态。权利物化的目的是为了权利直观化、流转便捷化、内容标准化、社会信用关系强化。根据目的解释，具备公示效力的簿记系统中的实名制账户里的电子数据也具备上述功能。此外，账户是投资者持有财产、管理财产的一种工具，非投资者指令证券账户不会被其他主体所更改，证券账号的唯一性，使得电子记录与证券账户之间有着一一对应的关系，加之簿记系统的登记、公示功能，可以类推出投资者实际上支配其名下账户中的电子数据。电子数据可读，能够反映民事权利的内容，但是囿于“电子数据是没有物质形态的权利记录，无法沿用传统物权或者所有权制度进行保护”的传统思维，考虑到所有权概念居物权概念之下，物权概念居财产权概念之下，本文暂且将具备公示效力的簿记系统中的实名制账户里的电子数据称为“财产”，将投资者对其的权利概括为一种财产权，即“证券财产权”^{〔34〕}。

三、结构嬗变带来的挑战

对交易结构的把握，是证券法研究中最困难也是最有价值的。只有了解各种交易的结构流程，我们才可能真正理解一个交易，从而用逻辑和理论对具体的问题进行分析。无纸化使得实物形态的证券消失了，但是现行证券法及其规范仍建立在实物形态的二元权利结构基础之上，从而造成了法律制度与交易实践的冲突，带来了诸如双重托管、两级清算、法律关系混乱等问题。

（一）法律关系之剖析

证券法规定由证券登记结算机构为投资者开设证券账户。登记结算机构可以直接为投资者开设证券账户，也可以委托证券公司代为办理。如图 2。

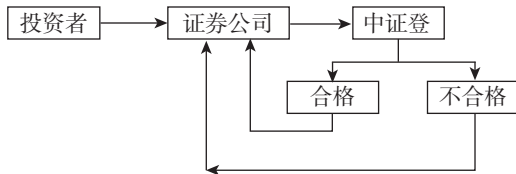


图 2 投资者账户开立流程图

审核合格的，登记结算机构进行实时配号。配号成功，证券公司将打印证券账户卡给投资者。审核不合格的，不予以配号。配号不成功的，需要分析原因。登记结算机构给每一个证券账户都编制一个号码，储存在簿记系统中，即投资者证券账户的编号，也是投资者身份的代码。由此可以看出，证券账户是开设在登记结算机构的簿记系统中。在开户的环节，即使投资者到证券公司开立证券账户，也是与登记结算机构建立基本的法律关系，证券公司和登记结算机构存在委托合同关系。

在证券交易过程中，投资者只有委托证券公司才可以进行交易。与传统证券交易模

〔33〕 孟勤国：“物权二元理论与传统物权理论的重大分歧”，《山东警察学院学报》2005 年第 6 期，第 69 页。

〔34〕 前注〔20〕，夏思宇文，第 121 页。作者在该文中也提及“证券财产权”这一概念，但是其将投资者对电子证券的权利概括为一种财产权，而非投资者对具有物化权利功能的电子数据的权利。

式（如图3）下买卖双方通过证券公司进行报价、撮合达成交易，继而转移实物证券的机制不同，现行模式下，证券交易采取“账户撮合”机制，虽然申报了证券公司的席位代码，但是最终结果直接体现为投资者证券账户记录的“增减”变动（如图4）。投资者和证券公司之间的法律关系应该是委托合同关系，在多边净额结算制度下，登记结算机构作为交易对手方，知晓与其进行交易的客户的具体账户资料，交易结果也非证券公司承担。因此，证券公司是行使了直接代理人的职能。

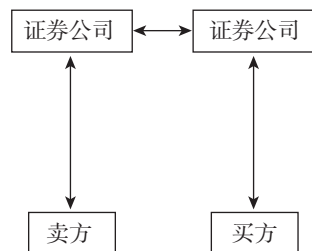


图3 传统证券交易模式

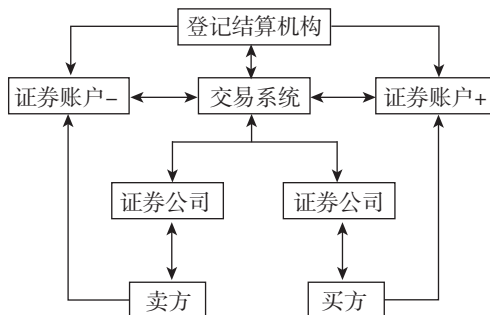


图4 现行证券交易模式

（二）两级清算之批判

两级清算是指“证券公司与登记结算机构之间进行一级结算，证券公司与客户之间进行二级清算”的机制。这一制度体现于《证券法》第112条，“证券公司根据投资者的委托，按照证券交易规则提出交易申报，参与证券交易所场内的集中交易，并根据成交结果承担相应的清算交收责任；证券登记结算机构根据成交结果，按照清算交收规则，与证券公司进行证券和资金的清算交收，并为证券公司客户办理证券的登记过户手续”。《证券登记结算管理办法》第43、48、50条对此进行了细化，从而构建了证券和资金结算的二级结算制度。问题是，证券公司仅仅是投资者的代理人，其并没有以自己名义参与证券交易。在整个证券交易的过程中，投资者证券账户的“增减”并未对应着证券公司自营账户的“减增”。也就是说，证券公司既没有与投资者进行交易，也没有与登记结算机构进行交易。如上文剖析交易之法律关系所得出的结论，证券公司在整个证券交易的过程中是代理人的角色。然而，二级结算制度明显将其视为行纪商，与证券交易实践不符。值得注意，实践中存在证券间接持有模式（后文详细介绍）。该模式下，证券公司与投资者之间应该是信托法律关系，且是自益信托。根据UCC第8章的规定，投资者对其中间人享有证券权益，可以命令中介处分自己账户中的证券^{〔35〕}，账户中财产具有独立性；在中介机构破产时，账户中的财产可追回。

（三）双重保管之反思

投资人将证券保管在证券公司等中介机构处，民商法称之为“保管”，证券行业习惯用“存管”、“托管”等概念，实质上其背后都是保管的法律关系。《证券登记结算管理办法》第34条规定：投资者应当委托证券公司托管其持有的证券，证券公司应当将其自有证券和所托管的客户证券交由证券登记结算机构存管，但法律、行政法规和中国证监会另有规定的除外。可以看出，“托管”是指投资者将证券保管于证券公司；“存管”是指证券公司将投资者委托其保管的证券和自己的证券保管于登记结算机构。问题是，证券发行之前，主承销商要在登记结算机构设立“股份发行专户”，发行人将要发

〔35〕 参见美国《统一商法典》第8—506条。

行的证券自发行时便存储于登记结算机构的簿记系统中,后续的申购、交易等仅仅会引起投资者账户的增减变动。正如上文所分析的,双重保管的观念明显是实物形态证券下的遗物。无纸化后,表彰权利的其他形式是电子记录,自始至终存储于登记结算机构。

(四) 权利属性之困惑

证券权利属性与其持有模式密切相关。严格来说,“持有”不是一个严谨的法律概念,“持有”表达了一种手中握有证券的客观状态,与“占有”的意思相近,都是基于财产法角度的描述。然而,证券持有模式,是基于公司法角度进行的描述,是依据“实际投资者同发行人的关系”^[36]而划分的。“直接持有”是指投资者直接体现在发行人的股东名册之中;“间接持有”是指登记在发行人正式名册上的,是证券名义上的所有人,主要是中介机构。按照现行规定,证券登记结算机构履行股东名册生成与维护的职能,即可以依据“CSD是否知道底层投资人的身份”^[37]来划分这两种持有模式。我国目前以直接持有模式为原则^[38],间接持有为例外。^[39]对于直接持有模式,证券的所有权通过凭证的占有或者发行人或其过户代理人的登记簿的有关记载得到证明,而在间接持有体系中,这一规则无法适用。面对这一问题,有的国家寄希望于对传统法律概念的沿用或改良;也有一些国家通过法律创新,用一种新的权利来描述间接持有人的权利,例如美国的“证券权益”、英国的“证券上的权益”、荷兰的“一揽子特殊的人身权利和财产权利”以及海牙国际私法会议通过的《有关间接持有证券的某些权利的法律适用公约》(以下简称《公约》)中的“某些权利”。^[40]可以看出,间接持有模式下投资者权利属性存在争议。

四、证券法的理性回应

现有的制度路径直接影响到新生事物出现时的制度创设。价值形态的“物”与实物形态的“物”具有不同的法律性质和内涵。证券之法理,即“权利之物化”。通过拟制“物与权利的结合”,使权利具备了物的法律属性,其结果是使占有证券具有了“占有”权利的效果。价值形态下的“物”使证券权利的转移失去了外在的表征。面临这种革新时,我国现有制度体现出严重的制度路径依赖。^[41]当下,关键的问题是构建基于“价值形态”的证券规制路径,革新法律规范以合理而恰当地适用于市场现实。

(一) 域外实践分析

1. 德国。德国仅仅在交易环节实现证券无纸化,即证券的“非移动化”。无须证券凭证物理上的转移,就实现了证券的转让,交易成本也得以降低。如此,投资者仍然能通过混同的方式占有证券凭证,这足以让客户保有对证券凭证的所有权。买受人也可以基于占有证券而对抗第三人的请求。在证券被记增到买受人账户时,买受人即获得相应

[36] 廖凡:“间接持有证券的权益性质与法律适用初探”,《环球法律评论》2006年第6期,第681页。

[37] 楼建波:《金融商法的逻辑:现代金融交易对商法的冲击与改造》,中国法制出版社2017年版,第87页。

[38] 参见《证券账户管理规则》第1.2条和第1.4条;《证券法》第166条;《证券登记结算管理办法》第18条。

[39] 参见《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》第16条;《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》第35条。境外投资外资B股、QFII和QDII属于证券间接持有模式。

[40] See Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary.

[41] 参见《公司法》第130条、第140条和第141条;《证券法》第37条、第167条等。

证券凭证的占有，尽管凭证事实上并未移动。为了节省印刷成本和保管费用，德国的发行人会印制一张全球凭证，替代单一的证券凭证，并将这一全球凭证保管在集中保管机构。非移动化时代，“证券仍被视为动产”^{〔42〕}，证券权利变动适用的是动产转让规则，基于证券所有权的变动而变动。

2. 英国。与德国不同，英国证券无纸化包括发行和交易两个环节，即“非移动化和无纸化”。1993 年英国央行开始研发设计 CREST 证券交收系统，实现无纸化证券簿记交割。证券并不是有体物而是一种无体物。在英国财产法上，证券称为无体动产，证券的凭证只是“享有证券权利的一种证据”^{〔43〕}。受衡平法双重所有权理念的影响，证券交易过程中，转让的表格和证券凭证交付给受让人，受让人获得对于标的证券的衡平法上的所有权；只有自己的名字记载于发行人名册中，其才最终获得法律上的所有权。由此形成了证券转让和证券登记的双轨运作模式。因 CREST 交收系统与发行人登记机构是两个独立的法律主体，会产生交割风险，《2001 年无纸化证券条例》赋予了 CREST 证券登记的职能，即 CREST 系统做出证券交收记录，将同时具有在证券持有人名册上登记的效果。可以看出，与我国关于证券法的理念不同，证券凭证在英国只是发挥证据的功能，而非“权利物化”的凭证，因此英国更易于采用无纸化的方式来处理纸质凭证所带来的问题。针对间接持有模式，英国为间接持有证券的投资者创设了一个与美国 UCC 第 8 章“证券权益”相类似的概念——“证券上的权益”^{〔44〕}（interests in securities），也包括“对中间人的对人权和与证券有关的财产权”两大方面。

3. 日本。虽同是大陆法系国家，但日本的有价证券制度已经脱离了德国法对实物证券的固守，而是直接采取了无纸化的形式。在采取了无纸化形式的同时，也没有采用大陆法系债权债务转移的制度，而是直接以电子账户中的记录作为权利变动和归属的依据，并且电子账户的记录具有权利推定的效力。^{〔45〕}1984 年颁布的《股票等保管及账户划拨法》，以立法形式确立了股票的“混合保管与共有权理论”^{〔46〕}，为证券非移动化奠定了理论基础。2009 年实施的《公司债、股份等账户划拨法》规定，发行人不需要发行实物证券，发行人将投资者的证券所有权以数额形式登记在证券保管划拨机构的电子账簿上。有价证券的权利变动直接通过电子账簿上的数值“增减”记录来确定。每个投资者各设一个账户，并且区分不同品种设置栏目。权利的归属由每个栏目上登记的有价证券余额数值表示。账户的增减变动表示无纸化证券的转让、质权设定等权利转移，明确电子账户的记录具有权利推定的效力，与有价证券实物存在时相同，可以善意取得。^{〔47〕}可以看出，日本通过规定电子账簿记录的证券持有人可以对发行人直接主张电子账簿记录的数额所对应的证券上的权利，保证了投资者证券所有权的实现。

〔42〕 赵刚：“比较法视野下的证券权利变动规则”，载《证券法苑》（2014 年第 12 卷），法律出版社 2014 年版，第 214～228 页。

〔43〕 〔美〕劳森·拉登：《财产法》，施天涛等译，中国大百科全书出版社 1998 年版，第 25 页。

〔44〕 参见冷刚：“美国统一商法典第八章（1994 修订版）中的‘证券权益’”，《深交所》2007 年 4 月，第 32 页。

〔45〕 关于日本的文献，主要参考崔香梅：《日本有价证券无纸化法理——以国债、公司债、股份为中心》，北京大学出版社 2010 年版。

〔46〕 参见崔香梅：“日本‘无纸化’证券善意取得制度新发展及其借鉴”，载《证券法苑》（2011 年第 4 卷），法律出版社 2011 年版，第 429 页。

〔47〕 参见崔香梅：“日本有价证券无纸化立法考察”，《法学》2009 年第 4 期，第 120 页。

4. 美国。直接持有模式下,投资者对证券享有的权利并无变化,UCC第2、3、4章将其界定为“可追溯的财产权”。但是,UCC引入了“证券权益(securities entitlement)”这一概念,来描述多层中介持有模式下证券的权利属性。按照UCC第8章第5节的规定,证券权益是一个“权利束”,包括请求权和财产权两部分。例如,获得证券发行人的分红、享有表决权等权利^[48],是一种对人权^[49];可以命令中介处分自己账户中的证券^[50]、账户中财产具有独立性以及破产中的风险隔离等^[51];在同一家中介开户持有同类证券的投资人,彼此之间形成共有关系。^[52]可以看出,证券权益“不是针对某个特定的可识别物的请求权,而是某人对其证券中间人及其财产所享有的一揽子权利和利益”^[53],是一种自成一体独特权利形式。

(二) 我国制度的理性回应

制度分为正式规则(宪法、产权制度和合同)和非正式规则(规范和习惯),即使能够从国外借鉴良好的正式规则,如果本土的非正式规则因为惰性而一时难以变化,则新旧规则势必产生冲突。^[54]简单抄袭和照搬适用,只会使原本优良的制度与其应发挥的优势背道而驰,任何制度都有其产生和发展的土壤,市场及法制环境一旦不同,制度运行的客观效果便会受影响,我国2017年初“熔断机制”的夭折,给我们如此之警示。我们在制定证券法律制度的时候,不能照搬国外市场现成的规则体系,而要在遵循市场运作的规律并在总结域外经验的基础上发展创新。

1. 重构证券的内涵。

证券是“权利物化”的产物。正如“人类对这个世界的物化经历了一个从自然的物化到人自身的物化历程”^[55]一样,物也经历着从实物形态到价值形态的演变历程。诚然,从证券法角度观察,无论是实物形态时代还是价值形态时代,我们关注的重点从来都是证券上所承载的证券权利。那么,证券法语境下的证券又具有什么个性特征呢?不可否认,我国证券法理念和制度是移植美国的产物。阐释与解读美国1933年《证券法》第2条和SEC v. W. J. Howey Co^[56]一案是国内学者研习美国关于证券界定的主要路径。Howey一案中提出了投资合同认定的四项要件:(1)投资者投入了资金;(2)投资者将前述资金投资于一个共同事业;(3)投资具有可期待的利润;(4)可期待的投资利润仅仅来源于事业和第三方的努力。Howey一案中投资性合同分析的一般原则为如何认定证券的存在确立了宽泛标准指导思想。^[57]但是,这一原则俨然成了对证券调整范围的兜底性条款。比如,有关学者将投资性合同的概念与证券的概念等同,“证券是

[48] 参见《统一商法典》第8—501(a)条。

[49] 参见邓丽:“论无纸化证券的持有与所有”,《法律科学(西北政法大学学报)》2008年第4期,第98页。

[50] 参见美国《统一商法典》第8—506条。

[51] 参见美国《统一商法典》第8—503(a)条。

[52] 参见美国《统一商法典》第8—503(b)条。

[53] James Rogers, Policy Perspectives on Revised U. C. C. Article 8, UCLAL. Rev. 43, 1996, pp. 1431, 1456~1457.

[54] 参见〔日〕青木昌彦:《比较制度分析》,周黎安译,上海远东出版社2001年版,第2页。

[55] 肖厚国:“民法上物的扩展之反思”,《现代法学》2001年第1期,第64~65页。

[56] See SEC v. W. J. Howey Co, 328 U. S. 293, 298~299 (1946).

[57] 参见〔美〕托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社2003年版,第28页。

因投资于一项共同的风险事业而取得的主要通过他人的努力而盈利的权益（凭证）”^{〔58〕}。重新审视1933年《证券法》第2条，“证券”一词，系指任何票据、股票……投资合同、股权信托凭证……任何股票的出售权、购买权、买卖选择权或者优先购买权……。权利、凭证和合同等都可以作为“证券”，可以看出，该条款是描述性而非严格的法律性界定。盲目地照搬美国的规定，会对国内证券理念和体系产生极大的冲击。结合上文对传统“证券”法理逻辑的解读和“物权”概念内涵的最新演进，可以对证券法语境下的证券做如下学理上的界定：证券，是指记载并代表一定权利的物。此处的权利于证券法语境下是指因投资取得的主要基于他人努力而获取收益的权益。因此可将价值形态的“可均分且可转让或者交易”的投资性合同纳入“物”的范畴。如此，对现有制度改动较小，且可实现法律逻辑上的自洽。

2. 明确证券的权属。

实名制账户下的电子数据也具备物化权利的功能，继而构建了“证券财产权和证券权利”并存的二元权利结构模式。直接持有模式下，投资者享有的“证券财产权”与UCC规定的“可追溯的财产权”无本质区别。间接持有模式下，美国将投资者间接持有证券的权益界定为“证券权益”，从而创设了一种全新的权利。《中国证券登记结算有限责任公司证券登记规则》（以下简称《登记规则》）第5条也创设了“名义持有人”和“证券权益拥有人”的法律术语，从立法上对间接持有模式下投资者权利予以明确；在沪港通方面，也采取了名义持有人制度。中证登和香港结算分别在对方开立证券账户，作为本地投资者买入对方股票的名义持有人，并代为行使股东权利，行使权利前需征求实际持有股票的投资者的意见，并按其意见办理，也即投资者享有作为股东的财产权。从本质上来说，“证券权益”的概念脱胎于英美法系的信托概念，因此可以将其界定为“信托财产权”。账户中的证券登记在中介机构名下，独立于实际持有人；同时，该财产又独立于中介机构的自有证券财产，实际持有人享有股息、红利和按照约定的处分权，实际持有人与中介机构之间存在约定处分行为的自益信托关系。中介机构是为了实际持有人的权益进行运行，最终权益归属于实际持有人，实际持有人集委托人和受益人于一身。

3. 建立簿记登记制度。

现代物权思维，启发我们在学理上设想电子数据在实名账户和公示制度下具备“物性”，把无纸化证券归于记名证券。实物形态下的证券依据占有、背书和交付，来彰显权属的取得与变动。价值形态下，权利的载体是电子数据，只存储于登记结算机构的簿记系统，权利的取得与变动仅仅显示为证券账户中数据的“增减”记录。可以将现行《证券法》第160条“证券登记结算机构应当向证券发行人提供证券持有人名册及其有关资料。证券登记结算机构应当根据证券登记结算的结果，确认证券持有人持有证券的事实，提供证券持有人登记资料”解释为关于证券权利归属证明以及权利转移的生效要件的上位法。由是，构建以“登记生效主义”^{〔59〕}为核心的变动规则，赋予簿记系统证券变动权属登记的职能，其一，登记结算机构具备充分的社会公信力；其二，该作法符合市场运作实践。从而使簿记系统同时具备交易结算和证券登记的功能，并通过建立与

〔58〕 朱锦清：《证券法学》（第3版），北京大学出版社2011年版，第35～36页。该书中作者指出，“凭证”一词可有可无。

〔59〕 参见孙红兵、周韶龙：“簿记证券权利变动规则架构的法理探析”，载《证券法苑》（2014年第12卷），法律出版社2014年版，第120～123页。

维护证券持有人名册中的相应记录，来证明证券的财产权。

4. 确立善意取得制度。

按我国民法学的理论通说，善意取得的构成包括“无权处分、受让人善意、转让合同有偿、完成公示以及转让合同有效”五个要件。^{〔60〕}证券公司代理投资者进行证券交易的实践、证券登记结算机构也存在错误登记的可能，决定了构建针对价值形态证券的善意取得制度的必要性；实名制账户下的电子数据的“物”的属性、“证券财产权”的学理论证和“登记生效主义”制度的确立，使得构建价值形态证券的善意取得制度具备可行性。参照美国 UCC 第 8—503（e）条的规定，受让人善意取得须满足以下要件：第一，受让人购买了证券权益或其中权益并支付了价值；第二，购买人未得到对抗性主张的通知；第三，购买人取得对证券权益的控制。中介机构无权处分或证券登记结算机构登记错误、受让方无故意和重大过失、受让方账户记录完成数额增加变动，满足上述要件即会发生善意取得。现行《证券法》第 120 条“按照依法制定的交易规则进行的交易，不得改变其交易结果。对交易中违规交易者应负的民事责任不得免除；在违规交易中所获利益，依照有关规定处理”的规定与善意取得制度有相通性，通过牺牲真实权利人的权利，保障证券的善意购买人，以增强证券在流通上的安全性。真实权利人在其法益遭到中介机构侵害时，可以基于侵权责任和违约责任竞合之理论，择一行使请求权；对于因为登记结算机构错误导致的过失记录，由其负责在二级市场上购回相同种类、数额的证券，然后予以注销，从而平准证券数量总额。

五、结语

法律的生命在于经验，而不在于逻辑。法律是鲜活而有生命的，它随着规制对象的发展不断地发生变化，这种变化来自于规制对象现实的需要。从法理逻辑层面看，证券是“权利物化”的产物，实名制账户中的电子数据也具备物化权利的功能，继而重构了“证券财产权和证券权利”的二元权利结构模式。从立法技术层面看，物权法作为调整财产关系的基本法律，应该将证券的法律定性由实物形态转变为价值形态，从而适应知识经济和信用经济时代的发展。从实证法层面看，证券作为物权法的主要客体，应着重分析其“价值形态”属性，证券的概念、证券权利的归属和流转变动等都要围绕这一基点展开，重新诠释证券的内涵、证券财产权和信托财产权概念的建立、登记生效主义的权属变动规则是证券法对此做出的理性回应。对证券和传统物权的分析，并非要颠覆现有物权法律秩序，而是要对传统物权制度下某些特定概念赋予新时代的内涵。

参考文献

- 〔1〕李翀：论证券交易所无形化的发展趋势〔J〕，世界经济，2001（3）。

（责任编辑：邢会强 赵建蕊）

〔60〕王利明：“善意取得制度的构成——以我国物权法草案第 11 条为分析对象”，《中国法学》2006 年第 4 期，第 79 页。