

## 比较法视野下的证券 权利变动规则

赵 刚\*

**摘要:**证券权利变动规则关乎投资者的基本财产权利。从比较法的角度考察,由于不同国家对证券法律性质的认识不同,证券权利变动所适用的规则也不同,进而为证券权利变动提供服务的基础设施也不相同。我国自证券交易所建立之初,就迅速地过渡到全面的无纸化证券交易,但法律制度层面尚未能建立一套无纸化证券权利变动的规则。我国下一步制定相关制度,在借鉴境外发达市场相关制度的同时,也需要厘清相关概念,科学理性地设计无纸化证券权利变动的规则。

**关键词:**证券 权利变动 比较法

2013年年底,《证券法》的修改列入了十二届人大的立法计划,有关证券市场的一些基本民商事制度有望在这次修法中得到加强,这其中就包括证券权利变动的相关规则。我国《公司法》以及《证券法》在证券权利变动方面多是针对纸面证券加以规范,实务上我国自证券交易所建立之初就迅

---

\* 北京师范大学博士后流动站博士后。

速过渡到全面的无纸化,这就造成现行法律中的相关规定难以适用无纸化证券权利变动。为了更为科学地修改法律,理性地设计相关制度,从比较法的角度考察借鉴发达资本市场的相关制度尤其必要。本文拟对德国、英国、日本的证券权利变动规则加以考察,以期能对制定我国证券权利变动规则有所助益。〔1〕

## 一、德国的证券权利变动规则

### (一) 概述

#### 1. 证券的法律性质:动产的一种

德国法中的证券,一般表现为一种纸面凭证,凭证本身就融合了证券所代表的基础权利,如股票即融合了所代表的股权。从权利客体角度看,证券是一种有体物(tangibles),法律性质上属于动产,适用动产的公示和权利变动规则,德国法上也没有发展出独立的有关证券权利变动的规则。〔2〕

#### 2. 证券的权利变动规则

德国法上的证券权利变动一般直接适用动产规则。以股票为例,在德国,发行人多发行无记名股票,几乎很少公司发行记名股票。无记名股票,在股票交付给买受人,且买受人占有股票后,买受人就成为该股票的所有人。而对于记名股票,则股票应当交付给买受人,出卖人还需要进行相应的背书,买受人只有在占有了背书后的凭证,方取得了股票的所有权。

#### 3. 股票所有权变动与股东名册

发行记名股票的公司尚需要备置股东名册,对于记名股票来说,只

〔1〕 本文选取德国、英国、日本,主要考虑德国、英国分别是大陆法系和英美法系的代表国家,日本则先是继受德国法,但近年来借鉴了很多英美法的制度,体现了创新的思路。

〔2〕 Eva Micheler, *The Legal Nature of Securities: Inspirations from Comparative Law*, in Louise Gullifer and Jennifer Payne (ed.), *Intermediated Securities Legal Problems and Practical Issues*, Hart Publishing, 2010, p. 135.

有名字记录在股东名册中,方可以向发行人(公司)请求行使股东权利。但是,必须明确的是,股票所有权的变动与买受人的名字是否记录在股东名册并无关联。名字未能记录在股东名册中并不表明买受人未取得股票的所有权。同样,名字记录在股东名册,也并不能表明是真正的股票所有人。名字是否记录在股东名册中,其法律意义在于股东据以向公司行使股东权利;从公司的角度,则在于向股东名册中记录的“股东”履行了相应的义务后,相关义务消灭,同时对其他未记录在股东名册中的主体提出的权利请求加以抗辩。

## (二) 德国法中证券的保管<sup>[3]</sup>

在德国,为避免证券丢失或被盗等原因,发展出了证券保管的制度;为了应对大量的证券交易所带来的证券交收效率问题,德国法上采取了集中保管的制度。

### 1. 证券保管

由于德国法上证券的权利变动适用动产的规则,相应的,动产无权处分的规则同样也要适用于证券权利变动。证券被无权处分的情形下,证券的善意受让人占有了标的证券,即成为标的证券的所有人,且可以对抗原权利人的请求。

这样的规则对于德国投资者持有证券的制度影响很大。投资者必须要保管好自己的证券,否则证券在丢失或者被盗后被转让,就会丧失证券所有权。<sup>[4]</sup>因而,在德国,保管好证券凭证就成了投资者的一项重要需求。这也促使德国的银行发展出证券的保管业务。

### 2. 集中保管制度:证券转让的非移动化(immobilization)

证券纸面凭证的存在,必然导致在证券交易频繁的情形下证券交收作业处理得烦琐,即所谓的纸面作业危机问题。为了提高证券交收效率,降低证券交易成本存在不同的选择。一种方案就是不再发行纸面凭证,实行证券的无纸化。但是,德国没有选择这一种方案,而采取另一种方案即保留证券凭证,设立证券集中保管机构,通过集中保管,

[3] Eva Micheler, *Property in Securities*, Cambridge University Press, 2007, pp. 193 - 217.

[4] 当然,丧失证券所有权的投资者是可以通过向无权处分人或者盗窃者请求损害赔偿的救济。

以达到在履行时无须移动证券凭证,直接在特定簿记中作出记载的方式来实现证券转让的做法,即证券转让的非移动化方式。

德国在战后危机的年代,银行决定将其客户的证券集中到一个集中保管机构(Kassenverein),且采取混同的方式加以保管,以节约成本。集中保管机构作为保管的受托人,并不知道证券的所有人,所有人的身份需要由下一级的保管银行加以确认。首先是在柏林,随后是在法兰克福、德累斯顿、艾森、斯图加特,都纷纷建立起集中保管机构。如此,大量的地区证券保管银行都通过账户的方式彼此间联系在了一起。

通过集中保管制度,证券的转让就不再需要物理上的移动,而是通过簿记(book entry)的方式实现。若买卖双方在同一家银行开立证券账户,则这家保管银行,只需要在出卖人账户中记减,同时在买受人账户中记增即可。若买卖双方在不同银行开立账户,这两家银行都与同一个集中保管机构连接,则卖方的银行可以要求集中保管机构将证券转让给买受人的银行,买受人的保管银行在买受人的账户中记增。如果两家银行未能与同一个集中保管机构连接,也可以通过两个集中保管机构的账户之间完成证券的转让。出卖人间接连接的集中保管机构从出卖人的保管银行账户中将相应证券转到买受人保管银行所连接的集中保管机构的账户中,转入的集中保管机构再把相应证券记增到买受人的保管银行账户中,买受人的保管银行则将相应证券记增到买受人账户中。

如此,无需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。为了推进这种转让方式的改变,两位这个领域里的权威学者 Georg Opitz 和 Hans Schultz 就这种基于集中保管的证券转让法律关系出具了一份法律意见。他们认为,尽管存在一个保管中介人的链条,客户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,买受人即获得相应证券凭证的占有,尽管凭证事实上并未移动。

德国之所以选择了非移动化,而没有选择发行无纸化证券,其重要原因即在于证券权利变动对动产转让规范的适用。依德国法理论,若放弃纸面凭证,证券在法律性质上即表现为一种权利,证券的转让也就

应当适用权利转让的规则。这在规则上将是一项重大的变革。因此,在放弃纸面凭证采取一个新的法律架构,与维持既有法律框架保留证券的纸面凭证之间,德国的法律改革家们选择了既有的法律架构。直到现在,德国学界的主流观点仍然认为适用纸面证券的法律分析非常重要。

### 3. 集中保管制度的影响

集中保管制度给证券市场带来的影响首先表现在证券凭证从单一凭证转变为全球凭证(global certificate)。传统上,德国的证券都是每一份额印制一张凭证。为了防止伪造,发行人需要考虑纸张、印制的方式等,这需要大量的成本。当绝大多数凭证被保管在一个集中保管机构时,单一的证券凭证无须再发挥本来在市场上的流通功能。反而,大量的纸质凭证印刷出来后,将不得不保管在集中保管机构的仓库中。显然,这种印制单一证券凭证的方式花费了不必要的成本。为此,德国的发行人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。对这种全球凭证,法律上认为投资者共同占有这种全球凭证,为该全球凭证的共有人。从法律上看,德国之所以还保留一张全球凭证,也是基于适用动产相关规则的考虑。<sup>[5]</sup>

集中保管制度的另一个影响就是集中保管机构的产生。为了实现证券交收的效率,德国产生了一个全国性的证券集中保管机构,即明讯银行法兰克福(Clearstream Banking Frankfurt),它所保管的证券包括本国股票、外国股票、本国债券(含政府债券及公司债券)、外国债券、可转换债券、存托凭证、受益凭证、认购权证及货币型商品等。<sup>[6]</sup>

---

[5] 值得注意的是,德国的政府债券是采取完全无纸化的方式发行和转让的。尽管没有纸质凭证,德国法律上还是采取了法律拟制(legal fiction)的方式,无纸的政府债券被视为一种有体物,同样适用动产转让的规则。

[6] 参见刘肃毅、陈加赞、刘佳:“境外证券存管结算机构业务范围的比较研究及借鉴”,载中国证券登记结算有限责任公司网站,[http://www.chinaclear.cn/zdjs/xyjcbw/rp\\_index.shtml](http://www.chinaclear.cn/zdjs/xyjcbw/rp_index.shtml),2014年10月30日访问。

## 二、英国的证券权利变动规则

### (一) 概述

#### 1. 证券的法律性质:无体物

与早期英美法将公司与股东之间关系定位为信托关系有关,以证券(股票)形式表现出来的权利是一种基于信托契约而成立的契约权利。如此,证券并不是有体物而是一种无体物,在英国财产法上也将证券称为无体动产(choses in action),证券的凭证只是享有证券权利的一种证据。<sup>[7]</sup>以股票为例,股票的凭证只是用来证明股东权利的证据,而不代表股东权利本身。该凭证也并不构成可转让票据,占有了该凭证也不能表明就是所有人。

#### 2. 证券的权利变动规则

由于证券凭证只是证明享有证券权利的证据,证券转让不可以仅仅通过凭证的交付就能完成。鉴于证券权利体现为一种契约权利,契约权利的转让并不能仅由债权人通过转让的方式来完成,尚需要得到债务人的同意。也就是说,债务人需要同意终止与债权人(转让人)之间的债权债务关系,同时与受让人之间形成新的债权债务关系。就股票的转让来说,意味着一个新股东的加入,必须要得到发行人的同意。当然现在的规则并不需要发行人明确作出同意的意思表示,但是发行人在股票转让中依然发挥非常重要的作用。股票的转让必须在发行人维护的证券持有人名册中将受让人的名字登记后,转让才算完成,受让人才算是真正地成为证券的所有权人。英国法中将这种转让的方式称之为“novation”。<sup>[8]</sup>

实务上,证券转让的一般程序是:交易双方达成转让协议后,转让

---

[7] [英]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。

[8] 目前英国法中有关转让程序反映了英国公司法对信托法和合伙法影响的历史源流。记名证券以及记名证券的转让体现了成员权利的转让,涉及发行人对一个新成员的接纳。

人首先将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衡平法上的所有权(equitable ownership);受让人要最终获得法律上的所有权(legal title),必须要由发行人将自己的名字登记在发行人维护的名册中(register),并且取得由发行人发出的以受让人名字做成的凭证,以证明他完全持有证券。整个过程中,发行人通常并不需要明确表示同意转让,但是需要接收由受让人交付的转让表格和证券凭证,并且将受让人的名字登记在证券持有人名册中,并向受让人发出以受让人名字作出的新的凭证。

因此,英国法上确定证券所有权的归属并不困难,在 J. Sainsbury plc v. O' Connor (inspector of Taxes) 一案中,纳斯达克法官就表示“股份法律上的所有权属于登记的持有人,这一点并不难确定”。

### 3. 证券登记

受让人欲最终取得证券法律上的所有权,必须要登记在发行人维护的证券持有人名册中,因此证券登记的法律意义就显得非常重要。证券交易频繁的情形下,证券持有人名册需要经常发生变动,发行人维护证券持有人名册就变得烦琐,自然也就形成由专门的机构提供证券登记服务的需求。英国的证券市场中自然也就产生了证券登记机构。证券登记机构与发行人之间形成委托合同关系,接受证券发行人的委托维护证券持有人名册,办理证券转让中的证券登记。

## (二) 英国法上的证券无纸化改革

1. 电子证券交收系统(securities settlement system): 无纸化证券的诞生

英国法上的证券凭证虽然只是证明证券权利的证据,但是在发生证券转让时,转让人仍要转让给受让人,且受让人需将该证券凭证交还给发行人,发行人换发新的记载受让人名字的新的证券凭证。因此纸质凭证的存在仍然给证券转让带来不便,在存在大量证券交易时同样会产生证券交收的效率问题。为此,英国的证券实务上采取了一系列的改革。

1993年英国央行开始研发设计 CREST 证券交收系统,并于1994年正式成立英国 CREST 公司,CREST 系统于1996年7月正式上线。在1995年英国 CREST 系统建成之前,投资者需要把纸面股票和相关

过户文档交送到伦敦股票交易所处理。1995年CREST系统建成后,证券交收直接在CREST系统中采取电子簿记的方式完成。发行人可以不再发行纸面证券,也就是说,证券可以不采取纸面凭证作为证据。英国《1995年无纸化证券条例》(*The Uncertificated Securities Regulation 1995*)中对此做出了明确。<sup>[9]</sup>

但是,当时CREST系统的电子证券交收只能使受让人获得衡平法上的所有权,取得法律上的所有权仍需通过证券登记,即在证券持有人名册上登记。这使CREST系统必须要与相关证券登记机构关联起来,CREST系统交收完毕后很快将相关数据传输给证券登记机构,由证券登记机构完成证券登记。尽管实务中证券登记会在证券交收完成之后很短的时间内完成,但这种时间差所导致的风险,可能会造成受让人无法取得证券所有权,直接影响到证券交收的最终性。这种风险的存在直接导致英国法上的改革。

## 2. 2001年的改革:直接赋予CREST系统证券登记的功能

在2001年之前,在CREST系统完成的证券交易,证券交收后所标示的状态为“待登记”(awaiting registration),CREST系统需要将交收结果发送发行人或其委托的证券登记机构办理证券登记;后者需要在两个小时内完成登记并更新名册。因为CREST交收系统与发行人登记处是独立的两个法律主体,这种证券交收运营机构与证券登记机构之间的制度安排会对交收最终性构成一定的冲击,可能导致无效证券交收的风险。

为将证券交收风险控制尽可能低的水平,CREST公司提出有关“电子权利转让”的解决思路,也就是赋予CREST系统中完成的证券交收同时具有证券登记的效力。提出该思路的主要原因在于允许法律

---

[9] 英国《1995年无纸化证券条例》第2条,有关该法的目的条款中规定:These Regulations enable title to units of a security to be evidenced otherwise than by a certificate and transferred otherwise than by a written instrument, and make provision for certain supplementary and incidental matters; and in these Regulations “relevant system” means a computer-based system, and procedures, which enable title to units of a security to be evidenced and transferred without a written instrument, and which facilitate supplementary and incidental matters. 该法案自1996年生效。



上的所有权在交收时点即转移,而非两小时之后,这有利于降低交收风险,同时符合欧洲中央银行有关交收最终性的建议。CREST 公司与英国财政部一起积极推动该方案的实施,并修订了《无纸化证券条例》,即《2001 年无纸化证券条例》( *The Uncertificated Securities Regulation 2001* )。

《2001 年无纸化证券条例》赋予了 CREST 证券登记的职能,也就是说在 CREST 系统作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,无须再将相关数据报送给发行人或证券登记机构。CREST 系统的记录同时发挥了证券交收和证券登记的职能,消除了无效证券交收的风险。

### (三) 英国证券无纸化的法律分析

直到 1996 年,伦敦交易所的证券转让都还是借助纸质凭证,但由于纸质凭证的证券转让过程过于烦琐,英国选择了证券的无纸化( dematerialisation )。与德国不同,英国的证券凭证只是发挥证据的功能,并非融合了证券所代表的权利本身,可能正因为此,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。

2001 年改革之前, Crest 系统所采取的无纸化模式只是对既有法律规则做了一定的完善而已,并未颠覆既有的法律制度。Crest 系统只是采用电子的指令取代了纸质凭证的匹配并提交给发行人, Crest 系统维护的记录仅仅构成了取得证券的证据,也就类似在纸质证券模式下从出卖人手里取得证券凭证和转让表格。在法律上,受让人在 Crest 系统中记录后,只是取得证券衡平法上的所有权,要取得法律上的所有权还需要由 Crest 系统将相关指令发给发行人委托的证券登记机构,并在证券持有人名册中登记后,才最终取得法律上的所有权。

2001 年的改革,改变 Crest 系统记录的法律属性, Crest 系统的记录不再仅仅是衡平法上的所有权, Crest 系统的记录同时具有在证券持有人名册上登记的效力, Crest 系统开始集中维护无纸化证券的登记簿。这样在 Crest 系统办理转让的证券,其衡平法上的所有权和法律上的所有权合在了一起。

### 三、日本证券权利变动规则<sup>[10]</sup>

#### (一) 日本法上有关证券权利变动的基础理论

日本法多继受自德国法,有关证券的基础法理也不例外。传统的证券法理是建立在纸面证券基础上,且将证券作为一种动产加以规范。有研究日本法的学者谓:以纸媒体为前提的有价证券法理,是通过拟制“券面与权利的结合”,将以观念形式存在的权利赋予了有体动产的法律属性;其结果使占有证券具有了“占有”权利的效果。<sup>[11]</sup>有价证券的转让,则需要交付有价证券,且受让人需取得对有价证券的占有;对于记名证券,尚需要满足背书的要求。

需要注意的是,日本在1990年商法典修订时,取消了无记名股票的发行。因此,现行法中关于股票的各种规定,均是针对记名股票的。但这里的记名股票转让方式并未采用记名股票的背书转让方式。而是采用了无记名证券的交付转让方式。这是因为日本为了促进股份流通,在1966年商法典修订时,将记名股票的转让方式改为采用无记名证券的交付转让方式。<sup>[12]</sup>

#### (二) 日本法上证券权利变动制度的演变

##### 1. 非移动化

日本在第二次世界大战前,为了应对证券交收的效率,就对集中交易的有价证券采取了集中保管,以达到证券交收非移动化的效果。投资者的证券交由证券集中保管机构集中保管,同种类的股票直接采用混合保管方式,投资者对集中保管的同类股票享有按份共有权。投资者进行股票交易时无须实际转移股票,只要在经纪人的客户账户与证

[10] 有关日本的相关介绍,主要参考了崔香梅《日本有价证券无纸化法理》一书,该书由北京大学出版社2010年版,详细介绍了日本证券无纸化的实务与法理。

[11] 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。

[12] 引自前注崔香梅文脚注3。

券集中保管账户划拨机构的账户上进行相应的增减记录即可。<sup>[13]</sup>日本在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”。

这种集中保管的制度与上述德国法基本一致,仍然是建立在实物股票上,适用动产的权利变动规则。有日本学者认为《股票等保管及账户划拨法》,以股票的存在为前提,通过混合保管与共有权理论,赋予了电子账簿记载的“占有”性。并通过拟制股票的交付,使以账户划拨方式进行的权利转移,通过有价证券法理进行说明。<sup>[14]</sup>

## 2. 证券无纸化

1996年以来,在业界的强烈要求下,有价证券无纸化的账户划拨制度从企业商业票据开始,依次扩大到公司债和国债,最后到股份及其他应表示在有价证券上的权利。法律制度上,也从2001年有关企业商业票据无纸化的法案《短期公司债等账簿划拨法》发展到2009年实施的《公司债、股份等账户划拨法》。

依据《公司债、股份等账簿划拨法》的规定,发行人从开始就不需要发行物理意义上的实物证券,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(JASDEC)的电子账簿上,投资者原则上不具有证券发行请求权。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,在每个账户上区分不同品种设置栏目,由每个栏目上登记的有价证券余额数值表示权利的归属。无纸化证券的转让、质权设定等权利转移,由转让人(或出质人)向离其最近的上位机关申请,要求对自己的账户进行减额记录,对受让人(或质权人)的账户进行增额记录。《公司债、股份等账户划拨法》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。<sup>[15]</sup>

[13] 同前注11,第425页。

[14] [日]河本一郎:“股票等的保管及账户划拨制度”,载[日]上柳克郎等编:《注释公司法(4)·股份(2)》,有斐阁1986年版,第272页。转引自前注11崔香梅文,第429页。

[15] 有关《公司债、股份等账簿划拨法》的内容详见崔香梅:“日本有价证券无纸化立法考察”,载《法学》2009年第4期。

从《公司债、股份等账簿划拨法》规定可以看出,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。需要指出的是,日本法上电子账户记录与英国法上无纸化证券的登记,法律意义上也不相同,英国法上的证券登记,体现的是在证券持有人名册上的登记,直接与证券权利取得与否相关;而日本法上无纸化证券的记录(登记)与证券持有人名册并无直接关系。

#### 四、比较法对我国证券权利变动规则设计的启示

##### (一)德、英、日证券权利变动规则的差异

###### 1. 证券的法律性质及权利变动制度不同

传统上,证券都存在纸面凭证,但是对于纸面凭证的法律性质存在不同认识。德国和日本,证券是一种“凭证和权利”的结合体,凭证的占有人一般就推定为证券的所有人;证券的转让适用动产转让的规则,一般通过交付证券的方式发生所有权的转移,记名证券则背书后交付即可;且证券所有权的取得与发行人无关,无须在证券持有人名册作出登记。

英国则将证券的凭证视为证券所有权的证据,当事人占有了证券凭证,多只是取得了证券衡平法上的所有权,要取得法律上的所有权必须要在发行人置备的证券持有人名册上登记。由于受传统信托法理的影响,证券的转让需通过 Novation 的方式进行。

###### 2. 实务中存在的不同的机构设置

由于在证券凭证的性质及证券转让制度上的差别,实务上为证券转让提供服务的市场基础设施也不相同。因为丢失证券可能造成证券被无权处分,从而丧失证券的所有权,德国法上的证券所有权人产生了证券保管的需求,德国、日本的证券保管机构就非常重要。

而在英国,证券的凭证仅仅是证券所有权的证据,证券凭证被无权

处分并不会造成原证券权利人丧失证券权利,因此对于证券保管的需求则不像德国法上的当事人。但是当事人要取得证券法律上的所有权必须要由发行人在证券持有人名册中登记后方能取得。在证券权利变动频繁的市场中,证券持有人名册需要依据证券权利变动不断做出过户登记,发行人自然也就会产生委托市场中介机构维护证券持有人名册的需求,相应地市场中产生了专门从事证券登记的证券登记机构。

### 3. 为提高证券交收效率的制度设计不同

现代的证券市场,证券交易频繁,为了应对繁琐的证券纸面凭证的处理,提高证券交收的效率,不同的法制背景也产生了不同的应对策略,也有了相应的法律制度。德国通过集中保管实现了证券交收的非移动化,仍然固守证券转让对动产规则的适用;而英国选择了无纸化,且赋予证券交收系统以登记的职能;日本则经过了集中保管的非移动化,到现在的全面无纸化,在证券转让规则的解释上,非移动化阶段仍然坚持动产规则的适用,而在无纸化阶段则明确证券权利的变动以证券账户中记录作为要件。

## (二)对我国证券权利变动规则制定的启示

### 1. 法律制度对实务的影响

法律制度上的不同,影响了实务上为证券转让提供服务的市场基础设施。在英国,由于证券登记的重要意义,导致证券登记机构成为市场中的一个重要机构;而在德国,证券的保管机构则成为一个重要的市场机构。由此,我国证券实务中为证券转让提供服务的市场基础设施的设置,也应当考虑到法律制度的因素,明确相关机构所发挥的制度功能。

### 2. 制度创新上的路径依赖与突破

通过比较法,可以看出在面临革新时,所表现出来的制度路径依赖。既有的制度路径直接影响到新生事物出现时的制度创设。面对同样烦琐证券纸面作业的问题时,不同的法律制度采取了不同的路径。德国法采用了集中保管的方式;而英国选择了无纸化,且赋予了无纸化证券交收系统证券登记的效力。为了提高证券交收的效率,日本在制度上经历了演变的过程,从最初的集中保管制度发展到证券的无纸化,立法也由最初的《股票等保管及账户划拨法》转变为《公司债、股份等

账户划拨法》。日本的制度演变可以看出,其最初受到传统法律制度的影响,仍坚持纸面证券的存在,而为了追求效率,放弃了证券的纸面形式,直接采用无纸化,对于投资者与账户管理机关之间的法律关系,也不再采用“保管”的概念。〔16〕 体现出了制度的创新。从德国、日本在应对证券转让所采取的方式来看,德国显然较为保守,而日本作为法律制度的继受国,则要开放很多,不再受既有制度的羁绊,而寻求了突破。

我国的民事法律制度多继受自德国法。〔17〕 与继受德国法的国家和地区一样,我国对证券法律性质的认识也与德国、日本等一样,将证券作为一种动产来加以规范的。具体说来,无记名股票的转让,交付即可;记名股票则采取交付和背书的方式。〔18〕 但实务上,我国证券市场在经过了短暂的纸面股票交易阶段后,迅速过渡到全面的无纸化阶段。因此,前述日本法的做法值得我国在制度设计上予以借鉴。但在制度创新的同时,也不能抛弃既有的制度逻辑,否则可能会造成法律内部体系上的矛盾。比如,与英国法不同,德国和日本法上证券的权利变动都无需发行人在证券持有人名册中登记,对此,我国相关制度的设计宜遵循相同的逻辑。〔19〕

〔16〕 日本的《公司债、股份等账户划拨法》对投资者与账户管理机关之间的法律关系,没有采用“托管”与“存管”的概念,根据该法第 66 条、第 88 条、第 128 条,电子登记公司债、电子登记国债和电子登记股份的权利归属由电子账簿记录确定。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。日本学界对此又是如何进行解释的呢?森田宏树教授认为:“有价证券无纸化后,投资者(账户名义持有人)与账户管理机关之间不存在托管(存管)法律关系。账户管理机关对登记结算机构或其上位账户管理机关,也不能主张二者之间存在着再托管(再存管)的法律关系。因为有价证券上的权利以观念的形式存在,账户名义持有人既不能要求账户管理机关交付,也不能要求返还。因此,对于投资者与其账户管理机关之间的契约关系,不能定性为作为要物契约的托管契约,而应当是委托契约关系。委托内容为账户管理机关依据投资者的账簿划拨申请,在电子账簿上进行记录,管理投资者的权利。”〔日〕森田宏树:“有价证券无纸化的基础理论”,载《金融研究》2006 年第 25 卷法律特集号,第 54 页)参见崔香梅:“日本有价证券无纸化立法考察”,载《法学》2009 年第 4 期。

〔17〕 梁慧星:“中国民法学历史回顾与展望”,载中国法学网,<http://www.iolaw.org.cn/showArticle.aspx?id=2131>,2014 年 11 月 1 日访问。

〔18〕 《公司法》第 140 条。

〔19〕 我国学者也指出股票的转让是否记载于股东名册,不影响转让的效力。参见施天涛:《公司法论》,法律出版社 2005 年版,第 313~315 页。

### 3. 厘清相关基本概念

我国法律在继受德国法的同时,也大量继受了一些英美法的制度,呈现出多元继受的模式。<sup>[20]</sup>法律继受的过程中也引入一些概念。比如,我国《证券法》中的证券存管、证券登记等概念。通过比较法的分析,可以看出同样的现象在不同的法律制度背景下可能具有不同法律意义,如前述证券纸质凭证;再如证券登记,在日本法上证券账户中的记载与英国法上的证券登记就不在同样意义上使用。对此,我国立法时也应予以厘清,科学设计相关制度。

---

[20] 同前注17 梁慧星文。