

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*

刘 燕** 楼建波***

摘要:现代证券市场中,证券持有模式体现为投资者在证券公司、托管银行或中央存管机构等金融中介开立账户,由后者代为保管(记录)证券并通过簿记来完成当事人指令的证券转让、借贷、出质等交易中的证券交收行为。由此引发财产法上的一系列新问题需要回应,核心是对“证券”的重新界定。《中介化证券实体法公约》创设了“中介化证券”的概念,这是在扬弃了账户权利、间接持有证券、通过中介持有的证券、无纸化证券等概念的基础上提出的,一方面反映了现代证券持有方式的技术特征,另一方面也力图包容各国法律对于证券财产权的不同定性。当前有必要消除对“中介化证券”概念的误解,借助《证券法》修改的契机而推动我国中介化证券立法,以完善我国证券市场的财产法律基础,促进多层次资本市场健康稳定地发展。

* 本文系“证券交易中的商法逻辑”系列研究之二。前期资料收集得到中国证券登记结算公司法律部牛文健总监的大力协助,特此致谢。

** 北京大学法学院教授。

*** 北京大学法学院教授。

关键词: 中介化证券 证券间接持有 证券透明持有 证券账户
无纸化证券

一、问题的提出

“中介化证券”,或 *intermediated securities*,是有关证券市场交易清算交收法律基础的两个国际公约——《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》(以下简称《准据法公约》)、^①《罗马统一私法协会中介化证券实体法公约》(以下简称《实体法公约》)^②调整的对象。作为一个法律概念,它也是国际社会,包括金融界的从业人员、监管者与法律界的专家学者,对现代证券市场中投资人通过在金融中介机构处开立账户来持有证券这一现象进行理论抽象,所创设出的一个新的专门术语。

然而,“中介化证券”这一概念在我国却颇受冷落。法学界、特别是民商法学者对“无纸化证券”概念情有独钟,^③而证券实务部门则对“中介化证券”一词中的“中介”二字耿耿于怀。学界的偏好尚无解释,但实务部门的情绪很好理解:一是“中介”一词在我国经济生活中有一定的贬义色彩,实践中常伴随“混乱的中介行业”或者“对中介行业进

① 该公约英文为 *Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary*, 由海牙国际私法会议 2002 年通过并开放签署,现已有三国签署而生效。本文中引《证券准据法公约》以及相关立法文件均来源于海牙国际私法会议的《证券准据法公约》专题网站: http://www.hcch.net/index_en.php?act=conventions.text&cid=72。

② 该公约英文为 *Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities*, 由位于罗马的国际统一私法协会(以下简称 *Unidroit*)组织起草,2009 年 10 月外交会议通过了最终文本,现开放给各国签字,待三个国家签字后即可生效。来源: <http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/preparatorywork.htm>。本文中引 *Unidroit* 的其他文件,均源自该网站。

③ 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”,载《河南大学学报》(社会科学版)2009 年第 2 期;邓丽:“论无纸化证券的持有与所有”,载《法律科学》2008 年第 4 期;黄炜:“无纸化证券民事法律关系研究”,载《社会科学研究》2008 年第 3 期。

行清理整顿”之类的表达;二是“中介化证券”,特别是其前身“中介持有证券”(securities held with intermediary)以及相关的“间接持有证券”概念,似乎与我国A股市场证券持有模式不吻合,因为我国投资人是直接在登记结算机构开立账户并持有证券,而为投资人开立交易账户的证券公司并不持有证券,故并非“中介持有证券”。特别是,“中介持有”一词让人联想到前些年券商挪用客户交易结算资金以及挪用客户债券进行回购导致的行业性危机。为保护投资人利益,我国2005年之后实行了客户证券交易结算资金的第三方独立存管、国债以投资者名义直接开户持有等制度,最大限度地减少了“中介持有”。回归“中介化证券”是否意味着中国证券市场的倒退?上至监管部门,下至普通券商,心中的隐忧恐怕都很难消除。

笔者以为,这里可能存在对“中介化证券”概念的简单化理解。作为客观现象,“中介化证券”泛指通过对在中介人处开立的特定证券账户并以“贷记”(credit)形式来表彰的股票、债券或其他金融资产。在现代证券市场中,投资人不再直接持有证券凭证,而是借助金融中介开立账户持有证券。证券市场的清算交收程序则通过账户的借记、贷记来表彰投资人处分证券的行为。这种制度安排被公认为提高证券市场结算效率的重要保障,对于促进证券市场的流动性、安全性有积极的意义,在跨境证券投资中更是如此。^④然而,对于这一新的持有方式如何从法律上给予定性,并不是一个简单的问题。有关中介化证券的两个国际公约的起草过程,实际上也是全球金融市场中的法律人士为科学

④ 关于投资人通过中介账户持有证券方式对于提高证券市场效率与安全的意义,参见海牙国际私法会议为起草中介化证券的准据法公约所发布的第一份综合性研究报告——*The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems*, Report Prepared by Christophe Bernasconi, Preliminary Document No 1 of November 2000 for the Attention of the Working Group of January 2001 (以下简称Bernasconi报告2000)。我国学者的讨论,参见吴志攀:“证券间接持有跨境的法律问题”,载《中国法学》2004年第1期;廖凡:“间接持有证券的权益性质与法律适用初探”,载《环球法律评论》2006年第6期。需要说明的是,直到2005年8月之前,国际金融法律界对这一现象的描述一直使用“证券间接持有”或者“间接持有证券”等概念,国内学者至今仍在使用这些概念。但是,作为一个法律概念,“证券间接持有”有其特殊的含义,与常识理解的并不相同,由此产生的混乱是《实体法公约》最终创设“中介化证券”概念的主要原因。对于“证券间接持有”概念存在的问题,本文因主题所限,仅在第三部分略微提及。

地、精确地界定这种持有方式而不断探索的过程。从《准据法公约》草案最初使用的“account right”，到后来的“securities held with intermediary”，直至2005年《实体法公约》草案第3稿创设的“intermediated securities”概念，以及其后公约起草者对“中介化证券”定义内容的修订，都反映出国际社会、特别是金融市场中的法律人士对于新的证券持有方式及其引发的财产法上的新问题在认识上的深化。

我国证券市场并不绝缘于国际潮流之外，恰恰相反，域外证券市场经历数十年的证券非移动化、无纸化、中央存管、账户表彰、跨境持有等基础架构的变革，在我国几乎是转瞬之间即已完成。然而，市场基础的改变并不意味着法律框架的调整、观念的变革能够同步完成，由此产生的误读与误解比比皆是。本文拟通过回顾在相关国际公约制定过程中“中介化证券”概念形成的轨迹，展示现代证券持有方式在财产法层面提出的新问题以及法律界给予的应对，以期增进同仁对此一概念的了解，并对我国相关部门修订《证券法》相关条款以及考虑是否加入相关公约提供一点背景资料。

二、财产法的新挑战：如何描述现代证券持有方式下 投资人对证券的权利

在现代证券市场中，投资人不再直接持有股票、债券等实物证券，而是通过在证券公司、经纪人、保管银行等金融中介处开立账户，通过账户记录来反映自己持有证券的状况。这一现象通常被称为“证券的间接持有”（indirectly held securities）。它源于证券非移动化（投资者的证券集中保管于中央存管机构CSD）以及证券无纸化（证券不再以纸质方式存在，而是登记在账户中），^⑤并基于证券的跨境持有而在各国

^⑤ 证券非移动化发端于美国证券市场20世纪60年代末的文档危机，证券无纸化以法国20世纪80年代初的改革为起点。参见 Charles W. Mooney, *Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries*, 12 *Cardozo L. Rev.* 305; 范中超：《证券之死——权利证券化与权利电子化》，知识产权出版社2007年版。

普及开来。

证券的间接持有引发了从公司法、财产法^⑥两个不同角度对投资者权利状况及其行使方式的新的关注。公司法角度着眼于证券持有人如何穿越层层间接持有关系而参与公司治理;而财产法角度则关注证券作为一种特定的财产形态如何表彰所有权,如何转让、处置、出质或借贷,它事关证券交易市场、特别是证券跨境交易流转顺利运作的核心。有关中介化证券的两部国际公约也都是着眼于财产法的立场而制定的。从财产法的角度看,对于借助金融中介的账户记录来持有证券模式下投资人权益的法律属性,或者通俗地说,投资人拥有的是什么,各国法律的定性不同。大多数国家对此适用的法律,还是从传统有形物的保管合同中发展起来的一套规则。对于投资人对处于券商保管下的证券的权利属性,有规定为所有权的,有规定为共有关系的,有规定为信托受益所有权的,也有规定为纯粹的合同关系的。此外,少数国家基于证券被中介以自己名义托管于第三人处而导致的投资人与证券之间实际联系的切断,认为投资人无法拥有证券,故创设出一种新的财产权形态来表述投资人对证券享有的权益,即“证券权益”(securities entitlement,如美国)或者“名义财产份额”(如比利时)。^⑦

各国在新的证券持有方式下投资人权利属性上的定性差异,并不仅仅是法律概念上的分歧,它导致在证券转让的程序、风险与所有权转移的时点、证券设立担保的方式、实现担保的途径、金融中介破产时投资人如何受偿等方面存在显著的差异。当证券跨境持有时,不同国家或法域对法律属性的不同规定,也使得证券转让、担保交易的准据法的

^⑥ “财产法”与“公司法”的两个视角是国际上的通行分类,参见 Mohamed F. Khimji, *Intermediary Credit Risk: A Comparative Law Analysis of Property Rights in Indirectly Held Securities*, (2005) J. Bus. L. 287。这里“财产法”在我国法律环境中涵盖物权法、担保法、合同法、破产法等民商事法律规则,相关内容可参见楼建波、刘燕:“证券持有结构对投资人证券权利的影响——一个新的分析框架”,载王保树主编:《商事法论集》(第1卷),总第16卷,法律出版社2009年版。

^⑦ 对各国法律在证券持有方式的法律界定问题上的一个分类考察,参见 Bernasconi 报告2000。关于试图从证券持有结构的角度协调各国法律定性问题的尝试,参见楼建波、刘燕:“证券持有结构对投资人证券权利的影响——一个新的分析框架”,载王保树主编:《商事法论集》(第1卷),总第16卷,法律出版社2009年版。

确定存在极大困难。由此形成的法律不确定性及其给证券担保融资设置的障碍,在美国被认为是引发1987年10月股市黑色星期一的法律基础方面的原因。^⑧伴随着金融全球化,投资人跨国境持有证券的情形日趋普遍,各国法律在证券持有方式下权利属性问题上的混乱,^⑨越来越多地被国际社会视为构成全球范围内资本跨国境流动的速度、成本、安全性的阻碍。

20世纪90年代之后,国际上一些金融组织及法律团体为消除证券跨境持有与转让中的法律不确定性,从准据法、实体法两个方面进行努力,形成了两个公约:一个是海牙国际私法会议2002年通过,由美国与瑞士在2006年首先签署、现已生效的《准据法公约》,另一个是罗马统一私法协会组织起草并于2009年通过、正待各国签署生效的《实体法公约》。《准据法公约》及《实体法公约》的首要及其核心问题,都是要寻找一个新的概念,来准确描述投资人借助中介开立账户持有证券这一现象。特别是,两个公约奉行功能立法的思路,^⑩既无意改变各国现有的法律体系的规定,也不想直接采用某个国家的现有概念,而是试图用一个中性的、描述性的、适应性强的概念来揭示新证券持有模式最主要的特征,以便容纳不同国家中的证券市场的具体实践。

可以说,这是一个巨大挑战,因为投资人借助中介开立账户持有证

^⑧ James Steven Rogers, *Policy Perspectives on Revised U. C. C. Article 8*, (1996) 43 UCLA L. Rev. 1431.

^⑨ 人们把此领域下的问题归纳为四个方面:(1)投资人对金融中介以簿记方式表彰的证券拥有什么性质的权利,所有权还是请求权?(2)在金融中介破产时,投资人能否取回资产?与其他债权人之间的优先权关系如何?(3)如何确定这种间接持有证券下的交易所适用的准据法?(4)当这种证券出质时,如何转移占有或者公示?担保权人如何实现担保权?参见 Randall D Guynn, *Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Law, A Discussion Paper on the Need for International Harmonization*, Capital Market Forum, Section on Business Law, International Bar Association. 1996.

^⑩ 功能性立法是指起草法律的过程中,尽可能采用中性的语言,并着眼于欲实现的结果来确定相关的规则。功能性立法关注的是“法律效果”,而不是“法律性质”,这是它与概念法学之间最重要的区别。参见 Unidroit, *Position Paper*, at 14。这也是《实体法公约》研究小组从《准据法公约》的拟订过程中获得的经验。当时,来自不同法域的人们甚至对于“财产”(property)或“财产权益”(proprietary interests)等最通用的概念的理解都无法达成共识,最后《准据法公约》采用了类似“具有对抗第三人效力”(effects against third parties)的中性的表达方式。

券这一现象中交织着诸多特征,如“证券”、“账户”、“簿记”、“中介”、“间接持有”、“通过中介持有”,等等。那么,哪些特征构成了现代证券持有这一现象最本质的特征,从而可以提炼出来作为特定的概念,并且构成其定义的内容?特别是,考虑到拟订公约是一个国际层面的立法过程,而各国证券市场中投资人对证券的具体持有方式差别很大,金融中介机构承担的功能及其名义相去甚远,^①因此,各国对于不同特征赋予的权重也各不相同。也就是说,即使公认存在一个有别于传统直接持有方式的新持有方式——投资人通过金融中介开立账户持有证券,在这个新的持有方式下也存在各种不同的持有安排:既有美国式的“多层中介+名义持有”模式,也有西班牙式的“多层中介+透明持有”模式,还有法国式的“单层中介+投资人直接持有”模式等等。^②甚至在同一个国家内,本国投资人的持有方式与外国投资人的持有方式也不同,如我国A股的持有方式是投资人直接在中国登记结算公司开户的“透明持有”模式,而境外投资人持有B股和一部分QFII则采取了美国式的“多层中介+名义持有”模式。因此,创设一个反映新持有方式下投资人证券权益的法律概念,不仅是一个调整、筛选用语的过程,同时也是国际社会对于新的证券持有方式本身进行描述、分类、抽象的过程。

《准据法公约》以及《实体法公约》最初的起草过程受美国法的影响比较大。这主要是因为,两个公约的直接目的是解决跨境证券持有时投资人证券权利的不确定性问题,而各国不论对于本国投资人采取何种持有方式,对于证券跨境持有通常采用的都是美国式的“多层持有+名义持有”模式。而且,美国1994年对《统一商法典》第八章进行

^① 对于不同国家证券持有模式下金融中介的角色,的一个具体描述,参见 Unidroit, Doc 44 (*Working paper regarding so-called “Transparent Systems”*)。

^② 法国模式类似于传统的分散保管模式,即投资人将证券直接存管于托管银行或券商,托管人的账户记录即构成投资人权属的证明。虽然法国在券商、托管银行之上也有中央登记结算机构,以中介的层次而论存在多层中介,但该机构既不实际保管证券(因法国实行证券无纸化),也不直接进行确权登记,只对券商或托管银行保管的证券总量进行核对控制。参见涂建、毛国权:“证券登记托管的国际经验与中国实践:以证券所有权为基础”,载郭峰主编:《证券法律评论》总第2期,法律出版社2002年版。因此,本文将法国的证券持有模式称为“单层中介+投资人直接持有”模式。

了重大修改,已经完成了对美国当前实行的新证券持有方式的法律关系重构,为两个公约提供了一个现成的借鉴模板。但是,随着更多的国家加入到《实体法公约》的起草过程中,人们逐渐发现各种不同的持有安排,其特点是建立在美国模式基础上的“证券间接持有”概念无法包容的。

“中介化证券”概念的演变正是在这样一个背景下发生的。金融市场人士与法律人一起,相继创设出“账户权利”(account rights)、“借助中介持有的证券”(securities held with intermediary)、“中介化证券”(intermediated securities)等概念,力图更加清晰、准确地概括各国当前的证券持有方式的特征。相反,与美国模式密切相关的“间接持有”一词,虽然几乎成为人们对现代证券市场中持有方式的一般性描述,而且“间接持有证券”(indirectly held securities)概念也在各种文献中广泛应用,但“间接持有证券”从未真正成为一个法律概念。特别是在《实体法公约》草案的讨论过程中,人们进一步意识到“直接持有”与“间接持有”这一组分类在描述证券托管关系上的局限性,更加明确地放弃了用“间接持有证券”概念对现代证券状态的总括性描述。

三、账户权利

《准据法公约》草案最初的版本使用“账户权利”(“account rights”)概念,来描述投资人借助金融中介开立账户而持有证券时所享有的财产权利。^⑬“account right”则被解释为“账户持有人因证券被

^⑬ 参见《准据法公约》(草案)2001年1月版本,第2(1)、5、6条,载 *Report on the Meeting of the Working Group of Experts (15 to 19 January 2001) and Related Informal Work Conducted by the Permanent Bureau on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held with an Intermediary*, prepared by the Permanent Bureau, Preliminary Document No 13 of June 2001 for the attention of the Nineteenth Session(以下简称《准据法公约》2001年6月报告), Appendix B。

贷记到证券账户中而享有的权利的总和”。^⑭与此相关的一个概念是“securities”,它被定义为“股票、债券或其他金融资产或工具,或蕴含其中的任何利益,^⑮它们可以贷记到证券账户中”。

(一)“账户权利”的法律逻辑

“账户”是现代证券市场中证券之存在所依附的工具,但把投资人拥有的证券直接称为“账户权利”,则属于典型的法律上的抽象,而非非常人的理解方式。人们通常会说“处分证券”或者“证券出质”,忽略账户的存在。但是,在法律人看来,当投资人借助金融中介开立账户而持有证券时,“账户”在其中扮演着最关键的角色,一定程度上改变了投资人拥有的财产形态,并且反映到法律对权属性质的界定上。一个可以类比的例子是银行存款。当存款人将现金存入银行后,法律上认为,存款人不再拥有现金,而是拥有“对银行的债权”。对普通公众来说,用银行存款偿付债务与用现金支付债务没有任何区别,但前者在法律上却被称为“转让债权”,后者则为“交付货币”。同理,在法律人看来,有关证券的《准据法公约》以及此后的《实体法公约》所关注的具体财产,并不是实物形态的证券,而是通过证券账户来反映的证券上的权益。对于此种财产的属性,由于各国国内立法存在所有权、信托受益权、债权等不同界定,《准据法公约》的起草者采取了功能立法的思路,无意与各国现行规定冲突,因此创造出一个比较技术性、从而也更加中性化的概念——“账户权利”。从这个意义上看,投资人处分、出质的对象是“账户权利”,而不是“证券”。

2001年1月版的《准据法公约》(草案)第5条是一个最典型的例

^⑭ 《准据法公约》2001年6月报告, Appendix B, at 44, Appendix C, at 48.: (“account right means the aggregate of the rights of an account holder derived from a credit of securities to a securities account”). “贷记”(credit)是一个记账术语,反映账户持有人在账户中有证券或者证券数量增加了。

^⑮ 原文为:“securities” means any stocks, shares, bonds or other financial assets or instruments, or any interest therein, that may be credited to a securities account. 加上“or any interests therein”(“或其中的任何利益”)这个短语主要是为了把法国等一些国家实行的无纸化证券的情形包括进来。在这些国家中,簿记代表的是“证券中的权益”(interests in securities),而不是证券本身。参见 Unidroit, Preliminary Doc No. 3, *Tentative Text on Key Provisions for a Future Convention on the Law Applicable to Proprietary Rights in Indirectly Held Securities*, at 11.

子,它把投资人处置自己“证券”的各种方式都用“账户权利”的变化来表达。其条文如下:

“第5条 准确法适用的范围 准据法决定下列事项:(a)构成账户权利的各项权利的法律性质;(b)对一项账户权利的取得与处分;(c)任何必要的处分程序,以使对一项账户权利的处分得以对抗非处分交易当事人的其他人;(d)拥有账户权利或者在其中有利益的主体,其权益相对于任何对抗性的所有权或权益主张的优先性,以及证券中介对于向账户持有人的权益提出了对抗性主张之人承担的义务,如果有的话;(e)当账户权利为担保品时,实现担保权所必需的程序。”^⑩

(二)“账户权利”概念存在的问题

在投资人通过中介开立账户持有证券的诸特征中,“account right”概念赋予“账户”特征最大的权重。但“账户”在金融实践中的应用很广泛,也很灵活,如存款账户、贷款账户、交易账户、准备金账户,等等。法学界对于究竟是账户本身还是账户中的内容作为客体尚未达成共识。很自然地,在证券持有新模式下,“账户权利”的概念及其界定方式也引起了不少争议。

争议之一涉及“账户权利”概念的外延。一些国家的法律专家认为,公约草案对“账户权利”的界定方式还不够明确,它应当不仅指证券账户中的证券或权益,而且包括账户作为一个整体本身。也就是说,“处分账户权利”既可以包括处分账户中的证券或权益,也可以包括处分整个证券账户。^⑪

争议之二涉及“账户权利”的内涵。由于将“account rights”界定为账户持有人源于证券账户贷记而享有的“权利的总和”,给人的感觉是它还包括某些纯粹的合同权利,即账户持有人与金融中介之间基于开户合同而存在的信义义务,甚至代理买卖关系(如当经纪人兼任保管人时)。这显然与《准据法公约》本身的适用范围不一致。因为《准据法公约》所确定的准据法,仅适用于通过中介账户持有的证券在财产法上的权利配置,不涉及账户持有人与相关中介之间合同法上的权利

^⑩ 《准据法公约》2001年6月报告,Appendix B,第45~46页。

^⑪ 《准据法公约》2001年6月报告,Appendix B,第14页。

义务关系,除非该合同权利本身作为出质或处分的对象。^⑩

此外,以《准据法公约》草案最初版本对“证券”(securities)和“账户权利”(account right)两个概念的界定方式来看,二者实际上指的是同一个东西——投资人通过中介开立账户持有的证券(或权利),只是前者从权利客体的角度来界定,而后者从权利内容的角度来界定。但从字面意思来看,“账户权利”一词涵盖的内容更广,因此,二者并用容易引起混乱。不仅如此,“持有账户权利”或者“处分账户权利”之类的表述,属于太抽象的法律表达方式,也与大众对持有证券的认知相去甚远。

或许是基于上述考虑,《准据法公约》(草案)专家起草组在2001年7月《间接持有证券中财产权利的准据法公约核心条款文本》(Preliminary Doc No. 3,以下简称预备文件第3号)中,放弃了“账户权利”(account right)的概念,代之以“借助中介持有的证券”(securities held with intermediaries)的短语。《准据法公约》对“借助中介持有的证券”的定义,与原来对“账户权利”的定义完全相同,即“账户持有人因对证券账户的贷记而享有的各项权利”,^⑪但侧重点落在了“证券”,而非“账户”,这样也与普通投资人的认知更吻合。

四、借助中介持有的证券

根据《准据法公约》预备文件第3号的界定,“借助中介持有的证券指账户持有人基于对其证券账户的贷记而取得的各种权利”。

(一)“借助中介持有的证券”的法律含义

“借助中介持有的证券”(securities held with an intermediary)并不

^⑩ 《准据法公约》2001年6月报告,Appendix B。另参见美国《统一商法典》第八章官方解释对有关间接持有证券财产法规则范围的澄清,《美国〈统一商法典〉及其正式评述》(第三卷),ALI(美国法学会)NCCUSL(美国统一州法委员会)著,高圣平译,中国八民大学出版社2005年版,第166页。

^⑪ 《预备文件第3号》,第6页(“securities held with an intermediary” means the rights of an account holder derived from a credit of securities to a securities account.)

是一个完全新的概念,此前,各国际组织文件以及法学文献在描述证券间接持有模式时,都普遍使用这一短语,只不过并非作为一个固定的法律术语来使用。《准据法公约》预备文件第3号在解释为什么采用“securities held with an intermediary”作为公约的核心概念时指出,这一表达方式正是为了便于把各国法律对投资人借助中介而持有证券时其权益属性的不同界定都包容进来:

“在有些法律体系中,投资人的权益被描述为一种对基础证券的直接的财产权,另外一些法律体系则把它当作针对中介机构持有的财产的一种特殊的财产权。还有的法律体系中,投资人仅对中介机构有合同法上的请求权。为起草(具有普遍适用性的公约)目的,需要找到合适的词或词组来概括投资人通过在中介机构开立账户而持有证券这一事实所蕴涵的权益,不论其国内法上如何定性。‘securities held with an intermediary’的表述能够实现这一目的,因为它就是人们通常的口语表达中描述这种证券持有状态的词组。当然,这个词组在公约中成为具有特定含义的法律概念,指投资人通过在中介处开立账户而持有证券时所享有的权益,而不再考虑各国实体法对此现象如何界定。”^②

不过,《准据法公约》的起草者认为,“securities held with an intermediary”作为一个概念过于冗长,因此在预备文件第3号的标题中,他们使用了一个更简短的词组“间接持有证券”(indirectly held securities),并建议将后者作为未来的准据法公约的标题。按照起草者的解释,“indirectly held securities”与“securities held with intermediaries”的含义没有差别,仅是为使标题更为简洁,且 indirectly held securities 在各类文献中的使用更广泛。^③不过,这一建议没有被海牙国际私法会议接受,最终提交各国签字的《准据法公约》在正文和标题中均统一采用

^② 《预备文件第3号》,第6页(“securities held with an intermediary” means the rights of an account holder derived from a credit of securities to a securities account.)。

^③ 《预备文件第3号》,第3页(“securities held with an intermediary” means the rights of an account holder derived from a credit of securities to a securities account.)。

了“securities held with intermediaries”的短语。^②

罗马统一私法协会在拟订证券实体法公约草案时,为保持与《准据法公约》的一致性,在草案第1稿(Doc 18)、第2稿(Doc 24)中都沿用了《准据法公约》的提法——“securities held with intermediaries”以及对该概念的解释。^③因此,在《准据法公约》以及《实体法公约》(草案)的早期版本中,“借助中介持有的证券”的含义是一致的,指“账户持有人因对证券账户的贷记而享有的各项权利”。

(二)“借助中介持有的证券”概念的缺陷——与“间接持有”之间过于紧密的联系

尽管《证券准据法公约》引入“借助中介持有的证券”概念是为了具有更广的适用性,但是,其概念中使用的“借助中介持有”(held with securities)短语,强调的是“中介持有”或“间接持有”的特征,自觉不自觉地指向了证券间接持有(indirectly held securities)的模式,这与当今大多数国家的证券持有模式并不一致。在《实体法公约》的起草过程中,各国专家逐渐认识到,由于“借助中介持有的证券”概念与“间接持有”概念之间的紧密联系,容易让人误读,可能会限制未来《实体法公约》的适用范围。

需要先说明的一点是,法律意义上的“间接持有”与常识理解的“间接持有”是完全不同的。人们通常所谓的“间接持有”是泛指投资人借助金融中介来持有证券这一客观状态,但作为一个法律概念的“间接持有”指的是投资人与证券发行人之间不存在直接的法律关系,^④二者并不是等同的。例如,当金融中介以投资人自己的名义开立

^② 此外,《准据法公约》对“证券”的定义也比最初的版本简化了,删除了“可贷记到证券账户”的限定词。这样,“证券”及“借助中介持有的证券”两个概念之间的区别更加清晰,前者泛指基础证券或证券权益,后者指基于证券账户的贷记而产生的权益。

^③ 参见 Unidroit, Doc 18 (Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules Regarding Securities Held with an Intermediary) (Article 1 (f): “securities held with an intermediary” means the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account)。

^④ 参见《美国〈统一商法典〉及其正式评述》(第2部),第519页; *The Report of Hague Conference the Law Applicable to Dispositions of Securities Held through Indirect Holding Systems*, (Doc 1); 廖凡、郭雳:“我国证券登记结算法律的进展与困惑”,载《证券市场导报》2007年2月号。

账户持有证券,并将该信息直接反馈给发行人时,它符合常识理解上的“间接持有”,即投资人通过在中介处开立账户来持有证券。但是,从法律意义来看,这并不是“间接持有”,而是“直接持有”,因为此时投资人与发行人之间依然有直接的法律关系,发行人知道持有证券的投资人的身份。

我国目前 A 股的持有方式就是如此。虽然有中国登记结算公司以及券商等金融中介的参与,但 A 股投资人以自己的名义在中国登记结算公司开户,与发行人之间存在直接的联系。许多国家、特别是新兴市场国家的证券市场都与我国 A 股市场类似,其共同的特点是符合常识意义上的“间接持有”,但不属于法律意义上的“间接持有”。

“间接持有”的法律意义与常识意义统一的情形,主要存在于美国式的“多层中介+名义持有”模式下。在该模式下,由于中介以自己、而非投资人的名义持有证券,发行人无法得知最终投资人的身份,只是与证券的名义持有人发生联系,因此,发行人与投资人之间不存在直接的法律关系。

从本质上看,“证券间接持有”的描述以及与“间接持有”与“直接持有”这一组分类,是在美国《统一商法典》第八章“证券”的修改过程中首先提出来的。虽然其最初目的是用来描述财产法角度的证券保管关系的新特征,^⑤但更准确地说,这一分类是以“证券登记”为中心,主要反映出投资者与发行人之间关联性上的差异——“直接持有”意味着发行人与投资者之间存在直接的联系,“间接持有”表明不存在直接联系——并没有充分体现投资者对于证券在中介机构处的不同保管关系以及相应的法律效果。换言之,它更多地体现了公司法的视角(股东与公司之间的联系),而非财产法的视角。

^⑤ 即“直接持有”表明投资者直接占有或在发行人的名册中记录为相关证券所有人,无金融中介参与其中以阻断这种联系;“间接持有”表明中介持有证券,投资者不直接占有证券,也不登记在发行人的名册中,从而间接持有。然而,美国学者这样使用“间接持有”概念没问题,但其“直接持有”的界定方式无法排除金融中介涉入其中。例如,一方面是记名证券,直接在发行人名册上登记,但另一方面证券又直接存放在金融中介处。那么,投资者到底属于直接持有证券还是间接持有证券?“直接持有”、“间接持有”分类的这一内在瑕疵,也是导致《实体法公约》起草者最终放弃“直接持有模式”概念,而是独立创制出“透明持有模式”概念的原因之一。

在国际层面上,证券的《准据法公约》以及《实体法公约》最初的起草过程受美国法的影响比较大,“间接持有”、“中介持有”等概念也一度成为对新的证券持有方式的一般性概括。随着更多的国家,特别是包括中国在内的新兴市场国家参与到《实体法公约》的起草过程中,各种不同的持有安排逐一呈现,建立在美国模式基础上的“间接持有”概念无法涵盖这些持有形态。由于信息技术的进步,许多国家建立了一种“透明持有体系”,即中央存管机构(CSD)直接为投资人开立证券账户记录其证券持有状态,并向发行人反馈证券持有人名册。2005年8月,在罗马统一私法协会举行的《实体法公约》(草案)第一轮政府间专家会议上,专家们达成了如下共识:“‘直接持有’与‘间接持有’的分类不是一个精确的分类,人们所感受到的二者之间的区别在确定公约适用范围时没有什么用处。目前可以确定的是:直接占有证券凭证的持有模式以及直接在发行人处登记的持有模式不属于公约的调整范围。”^⑥

因此,《证券实体法公约》转而采用“透明持有/非透明持有”的分类,来更准确地描述基于现代证券市场的证券集中托管而产生的新的财产法关系。从国际层面看,现代证券持有方式区别于传统的投资人直接占有证券凭证的方式,主要可分为三大类:一是以美国为代表的“多层中介+名义持有”的方式,发行人不了解最终投资者的身份,因此最符合“间接持有证券”或“中介持有证券”的特征;二是以法国为代表的“单层中介+投资人直接持有”的方式;三是透明持有模式,即尽管有CSD、券商等多层金融机构参与,但投资者在CSD直接开户,或者CSD可以直接获知终端投资者的身份。采用第三类透明持有模式的国家众多,包括中国A股市场的持有方式在内。这些不同的证券持有结构导致了各国法律对中介化证券上的财产关系有不同的界定,而这

^⑥ Unidroit, Doc 23, para. 22. 其中,波罗的海国家的透明体系被认为属于公约的适用范围,因为它不涉及直接占有证券,也不属于直接在发行人名册上登记投资人姓名。这也就意味着,公约草案需要对“中介”进行更明确的界定,即便这样可能导致与证券准据法公约的中介定义不一致。有些代表团甚至提出用“提供账户的机构”代替“中介”概念。而且公约草案中的某些条款显然不适用于单层持有且账户不具有可替换性的国家。Paras 23 - 25.

些差异恰恰是《公约》为获得普遍适用性而必须关注的问题。如果固守“直接持有、间接持有”的分类,实际上逾越了证券交易财产法的规则,进入公司法领域。由于许多国家(特别是法国、德国等欧洲大陆国家)对于公司法、特别是股东权保护的高度关注,《实体法公约》的越界可能激起众多国家的不满。

可以说,对“间接持有”概念的扬弃,反映了国际社会在中介化证券问题认识上的一次飞跃。从“直接/间接持有”转向“透明/非透明持有”的分类,也标志着《实体法公约》起草过程中理论基础的重大转变。由此带来的结果是,“借助中介持有的概念”(securities held with intermediaries)作为与“间接持有证券”没有本质区别的术语,也难以继续成为《实体法公约》的核心概念。2005年8月罗马统一私法协会举行的实体法公约第一轮政府间专家会议上,专家起草组建议将“借助中介持有的证券”(securities held with intermediaries)替换为“中介化证券”(intermediated securities)。此建议被政府间专家会议接受,^②公约的标题也改为《关于中介化证券的统一实体法规则公约》。^③

五、中介化证券

(一)“中介化证券”(intermediated securities)概念内涵的确定:证券 vs. 权利

与此前的“账户权利”、“间接持有证券”、“借助中介持有的证券”等概念不同,“中介化证券”是一个新创设出来的术语,之前并没有在任何一国的国内法、国际文件或学术文献中被使用,因此其含义完全依赖《实体法公约》来界定。然而,《实体法公约》起草小组的专家似乎并

^② Unidroit, *Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules Regarding Intermediated Securities*(Doc 24), art 1 (f), 2005.

^③ 在2006年11月第二轮政府间专家会议上,公约草案标题中“统一”一词被删除,改为“关于中介化证券的实体法规则公约”(Preliminary Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities),参见 Unidroit, *Preliminary Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities* (Doc 42), Mar. 2006.

没有把“中介化证券”概念的创设看作多大的变化,仅仅强调这一概念比原来的“借助中介持有的证券”术语简洁,更加中性,因此有更好的包容性。^⑳首次使用“中介化证券”这一概念的 Doc 23 甚至没有对该概念给出专门定义,而是沿用了其所取代的“借助中介持有的证券”的定义,即中介化证券指“账户持有人因对证券账户的贷记而享有的各项权利”。

这种“新瓶装旧酒”的处理方式颇让人意外,特别是考虑到“借助中介持有的证券”的定义内容脱胎于“账户权利”,而《准据法公约》起草过程中已经对“账户权利”概念的缺陷讨论得很充分。因此,在2006年3月举行的《实体法公约》(草案)第二轮政府间专家会议上,“中介化证券”这个术语以及将中介化证券定位于“账户持有人……的权利”的定义方式引起了与会各国代表的激烈争论。

一些赞同该定义的国家认为,应进一步强调“权利”特征,甚至可以用“中介化权利”(intermediated rights)来代替“中介化证券”。^㉑但是,以法国为代表的反对者指出,“中介化证券”是“证券”的下位概念,其特征是贷记到投资人在中介处开立的账户中的证券,因此应定位于“……的证券”,而非“……的权利”。“中介化证券”是一种资产,其蕴涵着各种权利,但本身并不是权利。法国为此提供了一个新的定义版本:“中介化证券指贷记到证券账户,并通过证券账户的借记、贷记

^⑳ Unidroit, Doc 23 (The Final Report of the Committee of Governmental Experts for the Preparation of a Draft Convention, First Session August 2005), para 182. 有法国学者认为,《实体法公约》用“intermediated securities”替代“securities held with intermediaries”,是对《准据法公约》预备文件第3号建议的“更简洁、概括性更强”的思路以及“间接持有证券”概念的继承。参见 France Drummond, *Intermediated Securities: Reflections on a New Concept in French Financial Markets Law*, Law and Financial Markets Review, September 2007, at 435. 或许支持其观点的主要依据是,《准据法公约》预备文件第3号提议的“间接持有证券”indirectly held securities”与《实体法公约》采用的“中介化证券”intermediated securities 两个概念,在法语中是同一个词——titres intermédiés。但是,这一理解直接与提出“中介化证券”概念的专家会议文件 Doc 23 相冲突。从上文的分析来看,用“中介化证券”的概念替代“借助中介持有的证券”,更大的可能是为了避免“间接持有证券”概念引发的混乱,而不是对“间接持有证券”概念的继承。

^㉑ Unidroit, Doc 42, at 1, note 1.

来转让的证券”。^④从这个意义上看，“持有中介化证券”不仅意味着账户持有人基于证券账户贷记而享有权益，同时也应包含“持有人拥有证券”之义。^⑤该次政府间专家会议最后形成的《实体法公约》(草案)第3稿(Doc 42)尽管没有修改“中介化证券”的定义本身，但增加了一条注释，以反映该问题上的争议。

此后，一些国家继续对中介化证券定义的修改提出具体建议。法国建议将中介化证券的定义简化为“贷记到证券账户中的证券”，^⑥拉脱维亚也有类似的主张。^⑦美国则建议调整“权利”定位的具体表达方式，将“中介化证券”定义为“账户持有人依据公约第9条的规定，基于对证券账户的贷记所享有的各项权利”。^⑧这一修改建议也得到了德国的附议。^⑨两种不同的思路背后，反映的是以美国、法国为代表的不同证券持有模式的特点。到2006年11月第三轮政府间专家会议时，美国、法国、德国等都做了妥协，达成了“证券与权利共存”的共识，联合提议将中介化证券定义为“贷记到证券账户中的证券(或源自证券的任何权利或利益)”，并建议在《实体法公约》有关账户持有人权利的条款部分说明：内国法可以赋予中介化证券的账户持有人对证券本身的权利和利益(rights and interests in securities)。^⑩

最终，第三轮政府间专家会议通过的《实体法公约》(草案)第4稿(Doc 57)，将“中介化证券”的定义修改为：“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。”^⑪此一定义也被《实体法公约》草案第5稿(Doc 94)接受并成为最终的公约条文。

(二)“中介化证券”的双重含义以及适用

按照《实体法公约》的界定，“中介化证券”概念包括两层含义：一

^④ Unidroit, Doc 43, Appendix 7.

^⑤ Unidroit, Doc 45 (a).

^⑥ Unidroit, Doc 54.

^⑦ Unidroit, Doc 50.

^⑧ Unidroit, Doc 45 (a). [(f) “intermediated securities” means what is conferred on an account holder under Article 9 by a credit of securities to a securities account.]

^⑨ Unidroit, Doc 46 § 1.

^⑩ Unidroit, Doc 58, appendix 12 [(f) *intermediated securities* means securities (or any right or interest therein) credited to a securities account.]

^⑪ Unidroit, Doc 57, art. 1(b).

是贷记到账户中的证券,二是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”。这样就可以把不同国家对投资人通过账户持有证券下的不同法律定性都包容进来,符合公约功能性立法的理念,也使公约具有更广泛的适用性。

1. “证券”

中介化证券指“贷记到中介开立的账户中的证券”,基于此,“持有中介化证券”的表述也就相当于说“账户持有人拥有对中介化证券的所有权”。因此,这一定义既反映出新的证券持有方式的特点,又能够与目前多数国家奉行的“投资人拥有证券所有权”的观念相协调。不论采用传统的券商中介托管模式的国家,还是采取“多层中介+透明持有”模式的国家,也不论这些国家发行的是凭证式证券还是无纸化证券,《实体法公约》的“中介化证券”概念都可以与内国法的基本理念相容。

法国是对此进行说明的一个最佳范本。法国既是传统的券商中介托管模式的典型代表,又是世界上第一个全面实施证券无纸化的国家。在《证券无纸化法案》1984年生效之前,法国投资人通常也会把证券托管于券商、银行或专门的证券保管人处,但只是为了交易便利的目的,券商等的账户记录成为投资人持有证券所有权的证明。实施《证券无纸化法案》之后,无记名证券托管于金融中介的账户成为强制性要求,因为除了中介账户记录外,投资人持有的无纸化无记名证券没有其他载体可以表彰、证明。因此,法国一直存在以中介账户持有证券的形式,账户持有人被视为证券的所有人。法国学者认为,证券托管于金融中介并用账户记录,只是投资人持有证券方式的变化,并不改变其所持有的资产的性质,也就是说,投资人依然拥有账户中记录的证券的所有权。基于此,法国代表在《实体法公约》起草过程中一直主张将“中介化证券”定位于“贷记到证券账户中的证券”,这样就可以毫无困难地适用于法国的“无记名证券”。^⑨

对于目前大多数采取“多层中介+透明持有”模式的国家而言,传

^⑨ France Drummond, *supra* note 29, at 435.

统的投资人对证券拥有所有权的观念依然占主导地位。其原因在于：投资人的证券虽然保管在处于多层持有链条顶端的中央存管机构手中，但后者或者直接为投资人开户记录其证券持有情况，或者同时为券商及终端投资人开立总账及明细账户，这样，投资人的身份在整个持有链条中是透明的，可以直接建立与证券的联系。因此，《实体法公约》将“中介化证券”定位于“贷记到证券账户中的证券”，也与这些国家的法律观念相吻合。

2. “账户持有人的权利”

“中介化证券”的另一重含义是指“账户持有人基于对证券账户的贷记而享有的证券权利和利益”。这一定义方式能够适应以美国为代表的“多层中介 + 名义持有”模式国家的需要。在这种持有模式下，集中保管证券的中央存管机构仅为券商等中介开立账户，并不为终端投资人开立账户。也就是说，中央存管机构不知道投资人的身份，而是以券商作为证券的名义所有权人。因此，投资人与证券之间的联系被切断，无法向中央存管机构主张自己是证券的所有权人，只能向为自己开立证券账户的券商主张权利，或者在开户券商的协助下行使基础证券上的权利。

对于投资人在“多层中介 + 名义持有”的模式下拥有的是什么，美国《统一商法典》第8章认为，由于中介名义持有人阻断了投资人与证券之间的直接联系，投资人拥有的不是证券，而是基于券商对其证券账户的记录而享有的一套权利，它具有请求权与财产权复合属性，其主要内容包括：(1) 可以向开户券商主张的一系列权利，如要求获得证券下的分红派息、投票利益；(2) 对账户中的证券进行出售、出质的权利；(3) 对账户中证券的财产权，该财产权可以保障投资人在券商破产时就该财产优先于券商的一般债权人而受偿；但该财产权为在该券商处开户并持有同类证券的投资人共同享有，且只能针对该券商主张。^④《统一商法典》第8章将此权利束命名为“证券权益”(securities entitlement)。比利时、卢森堡、瑞士等国也有与美国类似的法律规定，尽管其不存在“证券权益”的概念。

^④ 参见美国《统一商法典》第8章第501~511条。

《实体法公约》将“中介化证券”定位于“账户持有人因对账户的贷记而享有的证券权利或利益”。其第2章对账户持有人权利内容的具体描述,以及《准据法公约》起草过程中提出的“账户权利”概念以及定义,都与美国《统一商法典》第8章的规则一脉相承。这些规则反映了“多层中介+名义持有”模式的特点。这种持有模式不独为美国等所有,它同时也是各国对于境外投资人持有本国证券普遍采用的持有模式。《准据法公约》、《实体法公约》确认“中介化证券”的这一重含义,也给证券跨境持有下投资人权利定性的统一创造了条件。

六、“中介化证券”概念演变的启示

古语云:“名不正则言不顺,言不顺则事不成。”^④故凡事必先正其名。《准据法公约》、《实体法公约》代表了国际层面协调现代证券持有方式的新型财产法规则的不懈努力,而“中介化证券”概念的创设可谓是这一持续十余年的法律创造活动的一个典型范例。当然,“中介化证券”作为一个法律观念,不可避免地带有“技术性”与“政治性”的双重色彩,使得“中介化证券”这一概念在从公约走入各国国内法的过程中,必然会经历与国内法、政治制度、历史传统以及价值观的磨合或调适。通过对《实体法公约》的核心概念——“中介化证券”演变过程的梳理,我们可以得到以下几点启示。

第一,“中介化证券”的演变反映了各国法律人士对现代证券持有方式认识的不断深化。证券市场的后台结算是一个高度技术性且快速变革的领域,但其运作的法律基础却属于最传统的民商法或财产法规则。二者之间内在的紧张关系一目了然。而各国证券持有模式、民商法历史传统等方面的差异更使得国际层面的财产法规则协调异常困难。从“账户权利”到“中介化证券”,特别是围绕着中介化证券属于“证券”还是“权利”的争论,不同的概念体现了不同阶段人们对于新的证券持有方式的本质特征的理解,这是一个逐步深入的过程。例如,美

^④ 《论语》“子路十三”一则。

国是最早回应现代证券持有方式的国家,其非移动化的路径形成了“多层持有+名义持有”模式,强调投资者对于中介主导的证券账户的依赖。这一模式也与证券跨境持有的模式不谋而合。因此,公约早期采纳的“账户权利”的概念以及定义方式中“账户”特征的凸显,“间接持有证券”、“借助中介持有的证券”等概念对金融中介作用的强调等,都反映了美国式的“多层持有+名义持有”模式的影响,也代表着国际社会早期对证券持有方式所形成的认识。

相反,《实体法公约》后来对“间接持有证券”等概念的扬弃,以及“中介化证券”概念的创设,则是建立在对于各国不同形式的持有模式以及账户结构安排,特别是对于透明持有模式的了解、熟悉、归纳、抽象的基础之上。^⑩在这个过程中,众多的新兴市场国家参与到公约的起草与讨论当中,使得“中介化证券”形成了丰富的双重含义,成为包容性很强的概念。这也为未来证券国际公约具有更广泛的适用性奠定了基础。

第二,“中介化证券”概念的演变,并不单纯是法律对于经济现实中的证券持有模式的被动反映,同时也体现了不同国家之间不同价值理念的碰撞。例如,多层名义持有体系国家可能更考虑证券市场效率,强调金融中介的功能。因此,反映在其对核心概念的选择上,它们更钟情于“间接持有”或者“中介持有”的表述。相反,许多透明持有体系国家,其制度设计更强调对投资人利益的保护,希望公约中保留“投资者对证券拥有所有权”的传统观念。“中介化证券”定义过程中关于“证券”与“权利”的争议,以及最终加入的“证券”属性的定位,背后蕴含着的是投资人证券所有权的观念,这些都折射出人们对新的证券持有方式下金融中介影响力日益增强的隐忧,以及对投资人保护问题的关切。实践中,虽然《实体法公约》文本最终落实于“中介化证券”的概念,但还有不少欧盟国家的学者主张以更加中性化的、仅仅反映现代证券的技术特征的一些词汇,如“簿记权利”(book entry rights)、“簿记证券”(book entry securities)、“账户持有证券”(account held securities)或者

^⑩ 对透明持有体系国家中具体证券持有方式的考察,以及对公约草案的概念、结构、条款的影响,可参见罗马统一私法协会关于透明持有体系的一系列工作报告(Unidroit, Doc 44, Doc 60, Doc 88, Doc 95)。

“簿标证券”(book qualified securities)等,来取代“中介化证券”的称谓。^④这种主张在我国实务部门也有一些呼应。

当然,《实体法公约》毕竟是一套规则,而不仅仅是一个概念。通过对中介化证券持有人权利以及账户管理中中介义务的描述,《实体法公约》对于投资者的基本权利给予了充分的关注。这一套规则并不因采用“中介化证券”概念而丧失其功能,“中介化证券”概念也并不意味着将金融中介机构的利益置于投资者利益之上。尤其需要强调的是,《实体法公约》只是从财产法的角度对中介化证券本身的持有、处分特征进行规定,并没有特别关注中介化证券的持有人,特别是在多层名义持有模式下终端投资人如何实现基础证券上的权利问题,也没有特别关注如何防止金融中介损害投资者利益的问题。这些问题都留给了一国的国内法,特别是公司法、证券监管法来解决。如果从公司法、证券法、财产法等不同法律部门的分工合作看,证券市场的投资人利益保护并不取决于一国法律是否宣布“投资者对证券拥有所有权”,而是取决于上述各部门法的具体制度之间如何相互协调,形成一个有效的保护网。^⑤当然,这也提醒我们,如何协调公约关于证券持有的财产法规则与本国公司法、证券法之间的关系,是各国在考虑加入公约时必须面对的一个重要课题。

第三,从立法技术角度看,“中介化证券”是一个相对中性的概念。《实体法公约》的起草是主要证券市场国家的民商法、财产法专家们智慧的结晶,它依循了功能立法的路径,其特征就是“公约所选择的用语,从法律的角度看是一种中性的语言,其目的是便利不同国家的律师和法官对公约的阅读、理解和适用,不需要依赖其本国法域的传统”。^⑥鉴于各国财产法律制度的显著差异,选择已有的法律概念可能在某些

^④ LCG, *Solutions to the Legal Barriers Related to Post - Trading Within the EU*, Second Advice of Legal Certainty Group, 2008.

^⑤ 楼建波、刘燕:“证券持有结构对投资人证券权利的影响——一个新的分析框架”,载王保树主编:《商事法论集》(第1卷),总第16卷,法律出版社2009年版。

^⑥ Javier Díaz, *Does the Preliminary Convention Need A Narrower Definition of the term "SECURITIES"?*, UNIDROIT Seminar on Intermediated Securities - São Paulo, Brazil, 2005, Appendix 9, at 2.

法域下非常恰当、非常有意义,但对另一些法域中的人来说则无法理解。因此,《实体法公约》的起草者陆续提出了“账户权利”、“借助中介持有的证券”以及“中介化证券”等概念,它们或者来自于人们惯常的表达方式,或者是新创设的术语,从而避免与各国现有法律框架的直接冲突。^④

中性概念的另一个优势是概念的包容性更强,适用范围更广。正是在这一点上,我国一些学者钟情的“无纸化证券”概念,由于不能完整而清晰地概括现代证券持有结构下证券财产的特征而游离于公约起草者的视野之外。实践中,证券账户持有的状态源于“非移动化”与“无纸化”两种不同的演变路径。特别是在非移动化而形成账户持有证券状态的国家中,还存在凭证式证券,只不过它们被保管在中央存管机构(CSD)的仓库中,不再基于证券买卖而发生实际移动而已。因此,“无纸化证券”一词作为上位概念,无法覆盖凭证式证券基于非移动而形成的账户记录持有方式。虽然一些国家(如法国、英国)的相关立法名为《无纸化法》,但就其内容来看,重点不在于强调消除“证券”纸质凭证,而在于建立统一的账户记录体系,并明确账户记录确认权属的方式和法律效力;这与非移动化路径下的立法为证券中央登记存管机构(CSD)确立规则的思路是一致的。^⑤

此外,“无纸化证券”概念隐含着对“证券”的纸质凭证外观因素的

^④ 当然,功能立法仅指公约所适用的概念及语言而言,并不意味着公约的适用范围是中性、非强制性的。《实体法公约》的最终意图是统一有关中介账户记录下的证券之权属表彰、转让等问题上的实体法规则。功能性立法只是公约用来消除各国法律差异给全球中介化证券法律统一化进程造成的障碍的一个有效的工具。

^⑤ 在法国,中央控制通过强制要求分散的账户管理人加入中央登记结算机构来实现。中央登记结算有对账、控制的功能,将发行人的总账与作为系统参与人的账户管理人记录进行核对,防止分散的账户管理人虚增或随意减少客户账户中的证券。在英国,CREST系统本身就包含了中央存管意义的账户记录系统。它既可以为经纪人开户记录客户总账,也可以直接为投资者开户,记录投资者持有无纸化证券的状况。尽管CREST不统一保管实物券(投资者退出CREST系统,重新取得实物券),但其作用与美国的CSD具有的对证券权属的中央登记、过户等功能类似。对于英国、法国证券持有、登记系统的介绍,可参见涂建、毛国权:“证券登记托管的国际经验与中国实践:以证券所有权为基础”,载郭峰主编:《证券法律评论》总第2期,法律出版社2002年版。

过度倚重,甚至推出“消灭证券”或“证券已死”的结论。^④然而,证券是为了便利抽象的股权或债权之类法律关系的转让而产生的权利内容与特定表彰方式的合二为一,表彰方式并非其核心,且表彰方式也不局限于纸质凭证一种,电子簿记依然属于一种表彰方式。因此,基于纸质凭证被账户记录取代而推理“证券已死”的主张,并不能被人们普遍接受。^⑤从这个意义上说,“无纸化证券”概念不仅并没有直接揭示出现代证券市场交易环境中投资者持有的证券的特征,反而容易引起误解和争议。

第四,剔除对“中介”二字的偏见,“中介化证券”概念及其双重含义的界定,对我国中介化证券的立法具有积极的参考意义。

在我国现阶段的证券市场中,境内投资人持有A股具有“透明持有”的特征,境外投资人持有B股以及QFII的持有方式则类似“多层名义持有”,它们都属于“中介化证券”,且与“中介化证券”的两重含义一一对应。目前,我国对于这些持有方式下投资人权利的法律属性以及相关当事人之间的法律关系尚未有明确的法律规则,这不仅给中介化证券的出质、借贷制造了法律障碍,而且也导致实践中诸多法律纠纷难以解决。事实上,《实体法公约》创设的中介化证券概念,完全可以适用于对我国A股、B股、QFII等不同持有方式的解释;建立在“中介化证券”概念基础之上的一系列规则,包括账户持有人的权利、账户持有人与中介之间的关系、中介化证券处分与出质、证券结算最终性等,都可以为我国证券市场后台清算、证券借贷等方面的立法提供一个很好的参照系。

从这个意义上看,消除对“中介化证券”概念的误解,借助《证券法》修改的契机而推动我国中介化证券立法,是完善我国证券市场的财产法律基础,促进多层次资本市场健康稳定发展的长远之策。

^④ 参见 Luc Thevenoz, *New Legal Concept regarding the Holding of Investment Securities for a Civil Law Jurisdiction - The Swiss Draft Act*, *Unif. L. Rev.* 2005 -1/2, at 301。我国学者的同类观点,可参见范中超:《证券之死——权利证券化与权利电子化》,知识产权出版社2007年版。

^⑤ 参见 Francisco J. Garcimartin Alférez, *Direct and Indirect Holding: the Challenge of the Functional Approach*, in *Unidroit, Seminar on Intermediated Securities-Bern, Switzerland, 15-17 September 2005*, 以及 Mohamed F. Khimji, *The Securities Transfer Act-The Radical Reconceptualization of Property Rights in Investment Securities*, 45 *Alberta L. Rev.* 137。