

《物权法》与证券无纸化*

王利明**

《物权法》的颁行在我国法治进程中是具有里程碑意义的大事,它不仅对构建有形财产秩序具有重要意义,而且对于整个资本市场的发展和完善也具有十分深远的影响。任何一个国家,无论其资本法律制度如何健全,如果没有一套保护其财产权的基本制度,那么,其有形财产就无法得到有力的保护,则整个资本市场制度必然是立足于空中楼阁的,资本市场的长远发展也必然受到制约。《物权法》对有形财产秩序的调整和对实物经济的促进,必然会促进建立在实物经济之上的虚拟经济发展的日趋成熟和理性。我国《物权法》中对投资者权益的保护、确定物权的登记制度、保护善意第三人的善意取得制度、证券票据担保制度等,都是与证券市场交易密切相关的制度。因此,《物权法》作为明确财产归属,保护交易安全的民事基本法,对于维护健康的证券市场交易秩序和投资者的权益保护具有重要作用。下面我想谈一谈《物权法》与无纸化证券的关系。

* 本文系根据王利明教授在2010年12月4日第一届“上证法治论坛”上的发言整理而成,未经其本人审定。

** 中国法学会民法学研究会会长,中国人民大学副校长。

大家知道,我国在证券市场就有近 30 万亿元左右的财产权益都是以无纸化的形式存在,而且每天的流转总量超过 2000 亿元。可见,以无纸化方式存在的证券财产已经成为社会财富的重要组成部分,面对市值如此庞大的证券市场,我国应当加快证券无纸化条件下的产权登记和交易立法。随着我国证券市场的发展,无纸化很早就在证券交易实践中得到采纳。目前,无纸化已覆盖我国证券市场的各个环节,包括交易所、代办股份转让市场、开放式基金申购赎回等。但是,目前在证券市场领域,我国没有一套完整的确认财产的法律规则,我国《证券法》等法律所确立的各种规则主要是根据有纸化证券而设计的,未能全面考虑到无纸化证券的特殊情况。同样,《物权法》也是以有形财产的支配和流转关系为对象的法律,所以其主要规则是针对有形财产,对于大量的无形财产的归属和交易并没有设置过多的专门规则。

应当看到,《物权法》的许多规则对无形财产仍然是可以适用的,例如关于以登记簿为确权依据的规则、善意取得的规则等,但毕竟由于缺乏专门的法律规定,这就导致我国使用《物权法》保护这部分私人财产很困难。与一般私有财产的登记需要交付不同,证券无纸化存在一定风险,其证券交易、登记、托管、结算等各个环节都可能引发一定的法律风险。而一旦发生争议,例如登记发生错误、交易确定失误等情况,都没有解决的法律手段和依据。目前我国已有由于证券无纸化所导致的争议案件,但大部分都在证券登记机构内部解决。这类案件目前真正诉诸法律、进入诉讼的还不多,但将来势必会越来越多。这就要求我们从无纸化条件下证券民事法律关系的特殊性出发来研究相应的制度,制定专门的交易规则和纠纷解决规则,完善相应的民商事法律,从而明确界定和规范无纸化证券中各方主体的民事权利义务关系,化解证券市场的纠纷,实现市场交易秩序的稳定和有序。

从《物权法》的角度来看,无纸化证券中有如下问题值得探讨和研究:

一、无纸化证券权利的变动和登记

《物权法》第16条确立的以登记簿作为确权依据的规则,可以适用于无纸化证券权益的确定。但应当看到,证券无纸化后,有关确权的规则确实具有其特殊性,表现在:第一,高度流通性。以电子数据形式记载的证券权利,具有高流动性的特点,类似于动产物权。在证券交易过程中,证券的交收不再需要交付证券或者变更证券上的记名,而是由证券登记机构对电子簿记系统中的证券账户记加或者记减记录而作出变更。这就使得其与有形财产登记相比较,有形财产具有固定性的特点,通过登记表现出来的特点更为明显,而无纸化证券登记所记载的特点并不明显。第二,与证券账户相结合。无纸化证券的权属确认和变动是通过证券登记来完成的。而无纸化证券的登记不同于物权登记,它是与证券账户结合在一起的,例如,许多担保是直接以进入账户为担保的设定标志,而不是以签订担保合同、办理担保物登记为成立要件。第三,权利变动和登记行为的合二为一。证券登记由于登记簿记录的特殊性,往往在过户行为的同时发生,不存在权利变动和登记行为的分别实现。第四,从法律效力来看,证券登记不仅是对证券权利状态的记载和确认,而且是对证券行为状态的记载和确认,如要约收购登记,以判断证券行为结果是否确定和符合规则要求。

我认为,关于登记确权的规则应当解决如下几个问题:

第一,要明确规定无纸化的电子登记簿形式具有确认权利归属的意义。《证券法》第160条第2款的规定“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……”该条规定并未明确证券账户的登记记录具有确认证券权益归属的效力。

第二,要明确规定证券登记的登记事项、登记程序、登记机构的职责。证券登记结算机构的《证券登记规则》作为商事特别规则规定了登记是确权依据,但由于其层级较低,司法实践中往往不予认可其效力,就证券登记结算机构进行的证券登记行为,是否可以作为产生无纸

化证券权益设立、变更、转让和消灭的法律后果的行为,法律上并没有明确规定。证券登记的登记事项、登记程序、登记职责等也缺乏法律的明确依据。

第三,要明确规定登记的效力。例如,在司法实践中,一些法官从传统物权法的概念原则出发,认为股票所有权的判断并非以证券登记结算机构的登记为准,证券登记是持有登记而非所有权登记,不能作为股票所有权的唯一判断依据,由此对无纸化证券交易制度造成了相当的影响。所以,在法律上要明确规定登记对确认证券权益以及对变更转让和消灭无纸化证券权益的效力。

第四,《物权法》的善意取得是否可以适用于无纸化证券的交易。例如,在登记发生错误之后,登记权利人将证券权利转让给他人,受让人支付了相应的价款,那么受让人是否可以根据《物权法》第106条主张善意取得证券权利?我认为,应当准用《物权法》的相关规定。

二、无纸化证券交易中的担保制度

担保物权是指除法律另有规定外,担保物权人在债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现担保物权的情形时,依法享有的就担保财产优先受偿的权利。担保物权是物权法中的三大物权之一。在资本市场上,要保障资金融通和流动的顺利实现,同样离不开有效的担保机制。因为市场经济是信用经济,而担保物权制度则是保障债权的实现、维护市场信用的重要制度。为了预防和化解无纸化证券交易中的结算风险,有必要在证券交易结算中引入全面的担保机制来维护整个证券交易系统的安全。事实上,《物权法》上有关担保的规定是可以适用于无纸化证券的担保的,例如,关于担保物权优先受偿的原则、有关股权质押、基金份额质押等规则,都可适用于无纸化证券的交易。但是,在无纸化证券交易的情况下,还有许多新问题值得研究。尤其是,需要在传统的担保物权中研究以下几种新型的担保方式,以促进物权法在无纸化证券交易环境下的适用。

(一) 担保合同是否限于要式合同

我国《物权法》第172条规定:“设立担保物权,应当依照本法和其他法律的规定订立担保合同。”第210条规定:“设立质权,当事人应当采取书面形式订立质权合同。”因此,我国《物权法》要求担保合同为要式合同,须采用书面形式。从实践来看,在证券交易中,通常都没有采用单独订立担保合同的方式,在实践中,无纸化证券交易结算中担保的设立一般是以业务规则先行的方式来解决,即当事人一旦进入交易程序,即被视为接受交易结算规则,而无须另行签单个的书面合同。因此,有必要建立和完善相应的法律制度来确认以行业交易规则来解决证券交易中设立担保的方式和效力问题。对于此种做法,有人提出异议,认为不符合《物权法》和《担保法》的相关规定。我认为,证券市场是一个高度追求效率的市场,是以效率为先的市场,证券市场中有关担保的设立并不一定要求必须是要式合同,关键要看当事人是否有设立担保的意思表示,以及是否完成了一定的公示方法。至于有关担保的合同内容可以依据《物权法》等相关法律的规定来确定。

(二) 担保物权的设立要件是否限于登记

我国《物权法》第226条规定:“以基金份额、证券登记结算机构登记的股权出质,质权自证券登记结算机构办理出质登记时设立;以其他股权出质,质权自工商行政管理部门办理出质登记时设立。”因此,《物权法》仅规定以基金份额、股权出质,质权以办理登记为设立要件。但是在无纸化证券的交易结算实践中,不同交易品种的担保设立方式有一定的区别,例如,有的是以办理过户作为担保物权设立的要件,有的是以办理登记为设立要件,还有的是以控制证券或提交证券为设立要件。对于实践中的多种做法,我们应当针对证券交易结算的实际操作需求来解释担保物权的设立要件,使之不限于办理登记这一种方式。哪些应该办理登记、哪些无须办理登记,在法律上应当明确。因为这不仅涉及公示方法的问题,还涉及物权是否设立的问题。

(三) 让与担保是否有效

让与担保是适应商事实践的需要而发展起来的一种法律制度,但我国《物权法》立法中尚未正式承认此种担保制度。应当看到,在证券交易过程中,让与担保的做法已经在世界范围内得到了广泛采用。通

常的做法是,让与担保以证券转入担保权人的证券账户作为证券担保权的生效要件,转入担保权人证券账户的证券就归属于担保权人所有,如果担保人按时履行债务,则担保权人保证返还同质同量的证券财产。《期货交易管理条例》和证监会发布的《证券公司融资融券试点管理办法》等规范性文件在事实上都规定了类似于让与担保的有价证券充抵保证金制度和融资融券担保制度。这种新型的非典型担保物权在金融创新实践中具有十分重要的作用。但对于此种担保的性质和效力如何认定,仍然存在疑问。我国《物权法》没有承认动产让与担保是一种物权,在《物权法》起草过程中曾经就是否规定让与担保问题发生过激烈的争议。《物权法》考虑到让与担保缺乏相应的公示方法,且其设立的合理性仍有争议,没有对其作出规定。

从世界范围来看,让与担保是一种非典型的担保,也就是说,它并不是由法律直接规定的,而是通过习惯和司法判例创设的。各国法律大多没有将其在物权法中作出规定。虽然《物权法》未规定让与担保制度,但是,目前已经开展的融资融券业务并不会受到影响,这并不影响我国商事实践进行让与担保的制度创新。我国《物权法》采用严格的物权法定主义,不承认习惯可以创设物权。因此,动产让与担保设定之后,不能认为其具有物权的效力。但应当看到,《物权法》不承认其具有物权效力,就认为其当然无效。我认为动产让与担保作为一种合同形式仍然是有效的。主要原因在于:第一,从法律依据上说,这种合同形式仍然可以从《合同法》、《信托法》等法律中找到法律依据。尤其是作为无名合同,其内容不违反法律规定和公序良俗的,应当认定有效。第二,证券市场是追求效率的。让与担保避免了复杂的拍卖和变卖程序,富有效率。尤其是考虑到证券本身的价值随着市场而波动,具有相当的风险。允许事先交付证券、移转所有权,也是实现证券价值的一种有效方式。

(四) 流质契约是否完全禁止

我国《物权法》第211条规定了流质契约禁止条款,该条规定:“质权人在债务履行期届满前,不得与出质人约定债务人不履行到期债务时质押财产归债权人所有。”但是在证券市场上,是否也必须严格遵守流质契约禁止条款的规定,则值得探讨,因为法律的规定必须契合证券

交易实践的发展和创新发展需求,才能有利于证券市场交易手段的完善和业务模式的拓展。

实践中,证监会发布的《证券公司股票质押贷款管理办法》已经突破了《物权法》和《担保法》的限制,质权人(即银行)可以在股票市值降至平仓线时,出售质押股票。但是这种直接转移担保品以清偿债务的做法,是否会因为与物权法禁止流质的规定不相符合而无效,则引发了实务界的担忧。我认为,物权法针对一般的担保关系而禁止设定流质契约是十分必要的:一方面,是为了避免出现高利贷和变相的高利贷,当事人因为一时急需钱财而将财产设定流质担保,在还不起债务时就立即丧失对担保财产的所有权;另一方面,这样做有利于保证实质公平,避免出现显失公平的现象。但是法律的这种规定并未考虑到证券市场的特殊情况,证券市场是高效率市场,如果每笔交易都需要通过司法程序来进行清算,则时间过长、费用过高、效率过低。更何况进入证券市场的当事人一般都是理性的人,往往还是商事主体,有能力保护自己的利益,无须法律过多的照顾。所以,可以考虑在证券交易中作为例外而允许流质契约的存在。