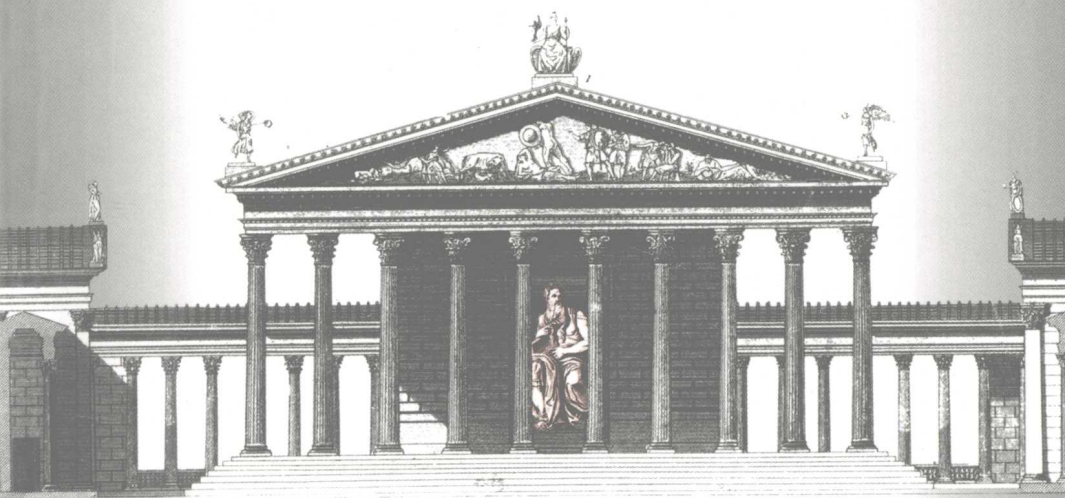


武汉大学国际法博士文库

跨国证券交易的国际私法问题

萧凯 / 著



Series of Doctoral Thesis on
International Law
of Wuhan University



WUHAN UNIVERSITY PRESS
武汉大学出版社

武汉大学国际法博士文库

Series of Doctoral Thesis on
International Law
of Wuhan University

跨国证券交易的国际私法问题

Transnational Securities Transactions in Private International Law

萧凯 / 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS
武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

跨国证券交易的国际私法问题/萧凯著. —武汉: 武汉大学出版社, 2008. 7

武汉大学国际法博士文库

ISBN 978-7-307-06406-5

I. 跨… II. 萧… III. 证券交易—国际私法—研究 IV. D997

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 102366 号

责任编辑:张 琼

责任校对:程小宜

版式设计:支 笛

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: wdp4@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 湖北省荆州市今印印务有限公司

开本: 880 × 1230 1/32 印张: 10.625 字数: 302 千字 插页: 1

版次: 2008 年 7 月第 1 版 2008 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-06406-5/D · 811 定价: 22.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

致 谢

本书的完成是我在武大法学院学业结束的一个纪念，也是我回赠给求学之途上所有帮助、教益和支持我的父母、师友、亲人的一个小小礼物，我愿意在书的最前面向他们表示我最诚挚的谢意。

感谢父亲、母亲二十多年来含辛茹苦的养育之恩。至今犹记小学读书时，父亲每日接送，风雨无阻；母亲每日清晨早起做饭，我上学出门时一遍遍的叮咛和嘱咐……每每思之，心潮起伏。可以说，我任何些许的进步都全赖父亲、母亲从小到大的关爱。亲恩浩荡，何敢言报，只求此生操守无移，有益于社会，不辱父母双亲养育一场。

感谢导师黄进教授三年来的言传身教，导师的学识、严谨的学风、儒雅的风度实为后学的楷模。肖永平教授是我硕士时的导师，初入武大法学院，是肖老师的悉心指点使我初窥法学门径，本书的出版也是肖老师的举荐。就读期间，还多次得到韩德培先生的垂教，2001年赴海牙国际法学院作博士研究正是韩先生的推荐之功。还要感谢武大国际法所的万鄂湘教授对我学习的肯定和支持。在论文的撰写之时，法学院的余敏友教授、郭玉军教授、宋连斌教授也多有指点，特在此一一致谢。来到上海交通大学法学院，童之伟教授、周伟教授、徐冬根教授、王福华教授、陈方以及叶健女士也多有教益和帮助，一并致谢。

感谢武汉大学出版社张琼老师的督促和帮助，使拙著顺利出版。感谢家人的关心：妹妹始终如一的鼓励，内子许君相濡以沫的支持。感谢我的诸位同窗学友，感谢他（她）们和我学术上的相互切磋以及彼此间同喜同悲的友谊。

萧凯

·2004年6月敬识于沪上莲花居

总 序

黄 进

《武汉大学国际法博士文库》终于面世了！这是令人高兴和值得庆贺的事情。作为推动《文库》编辑出版工作的负责人之一，本人有责任也很乐意将我们做这项工作的缘由和初衷告诉读者。

2000年，经过严格的评审，武汉大学国际法研究所被国家教育部确定为“教育部人文社会科学重点研究基地”。随后经过三年的建设，基地又于2004年顺利通过国家教育部组织的合格评估。作为教育部人文社会科学重点研究基地，武汉大学国际法研究所深感任重而道远，自然不须扬鞭自奋蹄，一直在积极探索如何进一步推动我国国际法教学和研究向前发展，勤勉地做了或者正在做一些有益的事情，其中一项举措就是编辑出版《武汉大学国际法博士文库》。

改革开放以来，我国自己培养的国际法专业博士逐年增多。仔细看看他们撰写的博士论文，我们不难发现，博士研究生已经成为我国国际法研究的生力军，他们以博士论文表现出来的许多研究成果或者填补了我国国际法研究的空白，或者开拓了我国国际法研究的新领域，有的甚至还在某些方面代表了我国国际法研究的最高水平。因此，我们感到责无旁贷；有必要精选部分优秀国际法博士论文，以文库的形式编辑之，出版之。这就是我们为什么要编辑出版《文库》的缘由。必须说明的是，我们编辑出版《文库》决不是短期行为，更不是当下时常见到的应景之作，我们是要把《文库》当着法律文化工程和长期经营的品牌来建设的。我们相信，随着《文库》收录的一本本博士论文问世，它们一定会对提升我国国际法研究的学术水平，推进我国国际法学界的学术交流，进而推动我国国际法研究的不断发展，发挥积极的作用。

《文库》的生命力关键在质量。为了保证《文库》的质量，按照我们的设想，《文库》首先要坚持开放性。所谓开放性，一是《文库》收录的博士论文不局限于狭义的国际法或者说国际公法的博士论文，凡是研究国际法律问题、跨国法律问题或者涉外法律问题的博士论文，包括但不限于国际公法、国际私法和国际经济法的博士论文，均在收录之列；二是《文库》收录的博士论文不局限在武汉大学求学毕业的博士的论文，非武汉大学出产的优秀国际法博士论文也在收录之列。坚持开放性实际上是对《文库》收录的博士论文的范围或者外延的界定，表明它有海纳百川的胸怀。其次，《文库》要实行精品化。所谓精品化，就是《文库》收录的博士论文应该是精品，必须是精品，一定是精品。出精品是《文库》质的要求和内涵的要求。为了保证质量，我们在选择收录武汉大学的国际法博士论文时，通常是每年在国际公法、国际私法和国际经济法三个领域各选一篇校内外评阅和论文答辩均获得全优，并获得论文答辩委员会成员一致推荐收录的论文。

《文库》得以顺产是同方方面面的关心、支持或资助分不开的。我们要感谢国家教育部及其社政司、国家社会科学基金，我们要感谢武汉大学社会科学部、研究生院、国际交流部和出版社，我们还要感谢校外参与评阅博士论文和参加博士论文答辩的专家。当然，《文库》的顺产也是我们自己努力的结果。法学院特别是武汉大学国际法研究所的同事们精诚团结，齐心协力，自强不息，追求卓越，每个人特别是担任博士研究生培养和指导工作的教师都为《文库》的编辑出版工作付出了许多心血，尽管《文库》收录的只是部分博士研究生的论文，但大家都把《文库》视为己出，更视为共同的国际法事业的组成部分，对《文库》关爱备至。

一本书也好，一套书也好；“丛书”也罢，“文库”也罢，究竟质量如何，最终还得看读者的评判。所以，我们真诚地希望读者在翻阅了《文库》之后给我们提出真诚的意见或建议，以便我们不断地改进编辑出版工作，将渐臻完善的《文库》奉献给读者。

摘 要

随着各国证券市场的国际化以及全球证券市场的形成,跨国证券交易构成了当今国际金融领域最为显著的表现,由此而引起的法律层面上的变革在近几年也发生了很大的进展。总的看来,各国国内证券市场的国际化进程往往也伴随着内国法律规制的放松。但在国际层面上支配跨国证券交易的法律框架尚未建立,冲突法问题也由此而生。本书主要探讨了以股票和债券为代表的证券之跨国交易的法律适用问题,试图借以构建一个跨国证券交易的冲突法框架。

全书分为五章,约25万字。

第一章为导论,旨在奠定跨国证券交易的一般性冲突法框架。这里主要界定了讨论的基本范围,即证券交易自体法的适用及其限制。首先从跨国证券交易中的冲突法框架构建的必要性入手,认为当事人意思自治作为跨国证券交易法律适用的基础,符合当今证券市场全球化背景下各国内国利益的需求,应予以肯定。同时指出,跨国证券交易的法律适用问题,虽然存在一些共同的法律框架,但因证券种类不同、性质有别在具体法律适用上也不可一概而论。考虑到各国对证券的定义多有分歧,故本书仅就股票和债券这两种最基本的证券的法律适用加以探讨,以期对其他类别证券的跨国交易的共通之处提供可资借鉴的地方。另一方面,即使是同一类别证券的跨国交易过程亦可具体分为多种层面,不可能统摄于一个单一的准据法的支配范围内。在此跨国证券交易中涉及诸多不同的涉外因素,牵涉的问题也包括证券发售协议、具体证券交易所内的买卖、证券所有权的转让、券面上所表彰的基础权利的移转等方方面面。因此,对于跨国证券交易应采分割论,对不同的问题应具体研究其法律适用。最后,跨国证券交易的形式也区分为场内交易和场外交

易,由此涉及交易当事人之间的关系也有区别。在此分析和立论基础上,本章肯定了跨国证券交易自体法的支配地位,认为当事人的法律选择自由仍然适用于跨国证券交易,无法律选择时则应诉诸最密切联系原则确定其准据法。但跨国证券交易自体法的适用也存在一定的限制,故本章具体阐述了当事人法律选择的限制、强制规则的限制、公共秩序保留等三个方面。第三节就场内交易和场外交易中证券交易所与其成员之间的证券交易、交易所会员之间的交易、投资者与交易所会员间交易以及直接场外交易和投资建议的法律适用分别作了简要的分析。

第二章以股票为例,探讨了股份转让的法律适用问题。实践中股票的买卖在本质上应是公司股份之移转,正是在这个意义上,本章以股份转让取代股票交易的称谓以突出所探讨之问题的核心所在。本章从股份这一概念入手,考察其法律性质不同层面以及在交易中股票上所表彰之股份性质的侧重,进而从国际私法的角度分析传统的物之所在地法支配股份转让的立论基础及其局限,提出在股份转让问题上公司属人法的主导地位说,并结合现代证券交易的特性对公司属人法在此问题上的冲突法规则予以完善。本章的分析认为,股份的性质虽为公司中股东的地位,但股份转让应为社团加入形成权,借此股票的买卖在性质上表现为公司成员资格以及与之相联系的各项股东权利的移转,从冲突法的角度来看,公司属人法是解决股份转让的合理冲突规范。但在英美法系,股份作为无体物的一种,其冲突规则往往是依据物之所在地法来支配的,这与大陆法系的理论大异其趣。故本章第二节着重于英美普通法中物之所在地法适用于股份移转的理论沿革和利弊分析,并结合 Macmillan 案指出了股份转让法律适用中物之所在地法向公司属人法的演进。基于此种比较分析,本章第三节界定了公司属人法的概念,阐明了公司属人法的适用范围,并强调了公司属人法管辖股份转让的效力的终局性,并由此得出结论,股份转让的冲突规则应以公司属人法为主导并结合物之所在地法的混合规范。

第三章则以国际债券交易为重点,分析了其准据法的确定。国际债券是国际资本市场上长期资本融通的一个最为重要的机制。国

际债券的发行主体多种多样,发售过程比较复杂难解,其法律适用也应分别就各个方面予以确定。本章从国际债券的定义切入,剖析国际债券在实务中的具体发售过程,借以阐述其中各参与者之间的法律关系。本章认为国际债券的发售大略可分为契约性质和物权性质两个方面,包括确定债券发行之时的形式有效性和实质有效性的准据法、确定债券发行人和债券持有人之间的权利义务关系的准据法、确定债券的持有人和善意购买人的准据法、确定债券所有权如何转让以及其归属的准据法以及债券受让人对抗其转让人的任何权利瑕疵的准据法。提出了国际债券自体法的冲突法规则,肯定了其管辖国际债券发售的基础地位,具体分析了国际债券中的消极担保条款、违约与债券受托人、时效的法律适用。第三节从外汇管制法规和消费者合同两个角度论述了国际债券自体法的局限。第四节则对国际债券发行人能力和国际债券发售嗣后不法性问题,分别界定了相关的冲突规则。

第四章针对目前证券交易结算的间接持有制问题,讨论了多层持有制中的证券处分的法律适用问题。首先提出了间接持有制中证券处分所涉及的冲突法问题的性质,从分析证券间接持有制的一般框架入手,在法理上以比较方法研究了间接持有制中证券权益法律性质在各国目前实体法立法中的差异,并在此基础上阐述了间接持有制中证券处分的冲突法规则,认为适用于传统的直接持有制中确定证券所有权问题的物之所在地法的冲突规则无法解决当今间接持有制中证券处分的法律冲突。最主要的困难在于援用传统理论适用于间接持有制时,需要采取一种“透视”方法,即透过各层证券中间人进而诉诸证券发行人、证券持有人名册或是实物证券等连接因素,从而达到确定证券的物之所在地的目的。但这种“透视”方法存在诸多严重问题,其不确定性会对整个跨国证券交易体制构成内生性的障碍,故本章在分析了间接持有制中透视方法的不足之处后,指出应在解决间接持有制中证券处分的法律冲突问题时树立相关证券中间人所在地法的冲突规范。在这一点上,各国目前的立法实践和相关的国际条约中均有所体现。本章第五节对海牙国际私法会议的 2002 年公约也作了初步的介评。

第五章解析了网上证券交易制度，考虑到法律适用方面的相似性，本章着重以网上证券交易的管辖权的确立为中心。这里首先比较分析了各国关于网上证券发售管辖权的立法例，实践中各国为了维护本国投资者和内国证券市场的稳定，一般都把域外的网上证券发售及交易纳入本国的管辖范围。但这种立法取向反而在事实上排除了内国投资者自愿投资域外证券市场的可能性，局限了内国投资者的证券收益，而且不利于一国证券市场国际化和全球证券市场的进程。对此，本章提出应以新的“网络联系理论”作为网上证券发售和交易的管辖权框架，其内在贯彻的原则旨在平衡网上证券交易中投资者投资利益与融资者融资利益之间的冲突。即网络联系的普遍性侧重法院地国对本国证券投资者和证券市场的保护，而网上行为的主观意愿的衡量则偏向于对融资者的合理利益需求，二者相互制约，贯彻于一个利益平衡内在原则。在此基础上，可构建一个各国之间分配均衡的网上证券管辖权体系。

关键词：跨国证券交易 法律适用 股份 债券 网上交易

Abstract

In pace with the internationalization of domestic securities markets, an integral global securities market gradually comes to its being, marking the most striking feature of modern international finance development. Accordingly, basic legal structure in this field has also been keeping on changing and adjusting. Against the backdrop of deregulation movement, however, the legal framework for the cross-border securities transactions lags far behind the practices. Thus still play an important role of conflict-of-law rules. This thesis, from private international law perspective, focuses on *lex causae* issues of shares and bonds sales, and attempts to establish a conflict-of-law framework for cross-border securities transactions.

The whole dissertation contains five chapters, roughly 250, 000 words.

Chapter one serves as an introduction, aiming at defining the general conflict-of-law framework for cross-border securities transactions. Application and restraint of the proper law of securities transactions are two major concerns. Beginning with a brief explanation of the necessity of choice-of-law rules in solving cross-border securities transactions disputes, the author maintains that party autonomy, best satisfying domestic governmental interests, is the basis determining the governing law of cross-border securities transactions. This common ground, however, only has limited application. Different types of securities varies in nature, so are their *lex causae*. With this regard, the author chooses shares and bonds as the specimen for further detailed analysis.

Meanwhile, owing to different connection factors the process of securities transactions boils down to several aspects, such as the securities sale contract, respective exchange on which securities transactions occurs, and the transfer of securities titles. A single *lex causae* definitely cannot govern all the aspects of a securities transaction. Thus *dépeçage* should apply. Based on this starting point and subsequent analysis, chapter one concludes that the dominant role of proper law theory, as it is the most supported theory in contract conflicts law, also applies to securities transactions, i. e. parties are free to choose the applicable law, and in absence of choice, the principle of the most significant connection should designate the *lex causae*. Limits of proper law of securities transactions, like limitation of the choice, mandatory rules, and *ordre public* are also elaborated. Besides, the author sketches a concise conflicts law rule of on-exchange and off-exchange transactions, transaction between exchange members or between investors and exchange members, direct off-exchange transactions, and investment suggestions.

Chapter two deals with the governing law of shares transfer. A sale of stocks, certificates representing shares, in nature is transfer of corporations' shares. Therefore, this chapter firstly expounds share concept, elucidates two facets of its legal nature, especially when shares are traded as a negotiable securities, then carefully examines the doctrinal foundation as well as weakness of traditional *lex situs*, and asserts that a redefined *lex corporationis* rule is an appropriate conflicts rule solving shares transfer. In essence, share is merely the membership of corporation, its transfer, however, is a *Gestaltungsgegenrecht* of corporation admission. From a conflict-of-law perspective, therefore, *lex corporationis* should be the reasonable choice-of-law rule. Formed a sharp contrast, share in common law has been treated as an intangible, and accordingly, *lex situs* rule applies. Thus after examining pros and cons of applying *lex situs* and a case study of *Macmillan*, the author points out in the second section the modern evolution of *lex situs* towards

lex corporacionis, which provides a common ground drawing up a uniform conflicts rule. In the third section of this chapter, the definition and scope of *lex corporacionis* is explained, and its finality on the effects of transfer of shares is also emphasized. It is naturally a conclusion that the author develops a mixed conflict-of-law rule, the *lex corporacionis* with revision of *lex situs*.

Chapter three focuses on the applicable law of international bond, which is the most important mechanism of financing long-term capital on international capital market. Because of greatly diverse issuers of international bonds and the complicated issuing process, *lex causae* of international bond should be determined separately according to its respective aspects of issue. This chapter clarifies the notion of international bond, analyzes issuing process of international bonds in practices, and sheds light on its complex legal relationships. The author maintains that conflict of laws issues of international bond may be roughly categorized into contractual and proprietary aspects, including the applicable law determining the formal and essential validity of international, the applicable law determining the rights and liabilities as between the issuer and the holder of the international bond, the applicable law determining whether a person is a holder or bona fide holder of the international bond, and the applicable determining how title of the international bond is to be transferred, whether a holder obtains a title from a transferor, and whether the transferee obtains title free from any defects in title of the transferor. The author proposes a proper law theory of international bond and regards it as the decisive law governing international bond issue, with limited exceptions relating to negative pledge clause, defaults and trustee, and prescription. Section three studies the external constraint of proper law of international bond from the perspectives of foreign exchange control regulations and consumer contracts, while section four makes plain relative conflicts rules regarding ability of issuer of international bond and subsequent illegality.

Chapter four analyzes the governing law of disposition of securities in multi-level holding system. This chapter describes general legal structure of indirect securities holding system, illustrates legal nature of relevant conflict of laws issues pertaining disposition of securities in indirect holding system, and makes a comparative study of different treatment of securities interests in major legal systems. On this basis, the author asserts that *lex situs*, which determines *lex causae* in traditional direct holding system involving proprietary issues, can hardly solve the conflict of laws problem in contemporary indirect securities holding system. The greatest evil of applying conventional *lex situs* theory lies in that, a "look-through" approach should be adopted to pass through all levels of intermediaries and trace back to the issuer, securities holder register, or physical certificate to determine the *situs* of the securities. Among many serious flaws, uncertainty is the Achilles' heel of "look-through" theory, which will inevitably threaten the entire trading network of cross-border securities. A new approach, namely, the place of relevant intermediary approach (PRIMA) is suggested. International legislations also proves the right choice, and the fifth section briefly comments on the 2002 convention of securities disposition by the Hague Conference of Private International Law.

Chapter five explores legal regime of securities trading via the internet. Considering the similarities in determining *lex causae*, the author centers on the jurisdiction rules of securities online trading. A comparative study of several states' current legislations show a clear government policy that in order to protect domestic investors' interests and stability of national securities market, extraterritorial online securities sales are generally subject to domestic jurisdiction and law. This inward policy, however, seems parochial. It in fact precludes the possibilities of domestic investors' voluntary investment choices on other countries' securities markets, thus seriously confines investors' investment gains and also impedes the progress of internationalization and globalization of

domestic securities markets. In this respect, the author proposes “cyber contacts theory” as the jurisdictional framework for securities online trading. The core value of “cyber contact theory” aims to balance and harmonize contradictory interests between investors and funds raisers, i. e. , the universality of cyber contacts leans to safeguard forum’s investors and securities market, while the objective awareness of online acts emphasizes to meet the reasonable expectations of capital raisers. These two sides interacts and inter-confines, which are under the same principle of interests balance. Accordingly, a relative well-balanced jurisdiction rule of online securities trading may be established among different countries.

Key Words: cross-border securities transactions, applicable law, share, bond, online trading

目 录

第一章 跨国证券交易法律适用导论	1
第一节 跨国证券交易的兴起及其冲突法框架	1
一、跨国证券交易的兴起	1
二、国际证券交易中构建冲突法框架的必要性	6
三、跨国证券交易的冲突法框架	10
第二节 跨国证券交易的自体法及其限制	11
一、当事人意思自治	12
二、无法律选择时合同自体法的确定	14
三、对合同自体法的制约	16
第三节 跨国证券交易中其他相关法律关系的冲突规范	24
一、场内证券交易	25
二、场外证券交易	27
第二章 股份转让的法律适用	33
第一节 股份转让的法律性质	34
一、股份的概念、性质和内容	34
二、股份转让的性质	38
三、股份转让的冲突法意义	44
第二节 股份转让法律适用的一种选择： <i>lex situs</i> 的演进	46
一、股份法律适用的传统理论： <i>lex situs</i>	46
二、股份转让法律适用： <i>lex situs</i> 的演进	54
三、现代股票交易中适用 <i>lex situs</i> 的复兴	63
第三节 公司属人法作为股份移转问题的系属公式	65

一、公司属人法 (<i>lex corporacionis</i>) 的概念	65
二、公司属人法的适用范围	77
三、公司属人法的强制力	87
小结	92
 第三章 国际债券的法律适用	95
第一节 国际债券的概念及其发售程序	95
一、国际债券的概念及其性质	95
二、国际债券的一般发行程序	100
第二节 国际债券的自体法	103
一、国际债券法律选择的自由和效力	105
二、国际债券自体法的适用范围	108
第三节 国际债券交易中的强制规则	125
一、外汇管制法规的限制	126
二、消费者合同	133
第四节 国际债券中其他方面的法律适用	140
一、国际债券发行人能力的法律适用	140
二、国际债券发售嗣后不法性问题	144
 第四章 间接持有制中证券处分的法律适用	150
第一节 证券持有制的演变	150
一、证券直接持有制及其转变	150
二、证券间接持有制的演化产生	152
三、证券间接持有制引发的问题	155
第二节 证券间接持有制的一般框架	159
一、间接持有制的结构及特点	159
二、间接持有制的优点与缺点	163
三、间接持有体制中的典型流程	164
四、间接持有制中证券的簿记转让	166
第三节 间接持有制中证券权益的法律性质	167
一、间接持有制中的证券混同与证券权益性质	167