

日本有价证券无纸化法理

——以国债、公司债、股份为中心

崔香梅 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

日本有价证券无纸化法理

——以国债、公司债、股份为中心

崔香梅 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

日本有价证券无纸化法理:以国债、公司债、股份为中心/
崔香梅著. —北京:北京大学出版社,2010.12

ISBN 978 - 7 - 301 - 18290 - 1

I. ①日… II. ①崔… III. ①证券法 - 日本 - 高等学校 - 专著 IV. ①D931.322.8

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第249225号

书 名: 日本有价证券无纸化法理
——以国债、公司债、股份为中心

著作责任者: 崔香梅 著

责任编辑: 刘秀芹 朱梅全 王业龙

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 18290 - 1/D · 2775

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672

编辑部 62752027 出版部 62754962

电子邮箱: law@pup.pku.edu.cn

印刷者:

经销者: 新华书店

890mm × 1240mm A5 7.625印张 165千字

2010年12月第1版 2010年12月第1次印刷

定 价: 24.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

序 一

近年来,世界各国为了提高证券市场的国际竞争力,正在加速证券结算体系的改革。有价证券完全无纸化立法,对于降低证券结算风险、提高交易结算效率具有重要的意义。我国证券集中交易虽然早在 20 世纪 90 年代就实现了无纸化发行与交易,但我国现有法律没有体现证券无纸化的特点,许多制度尚属空白。有价证券无纸化发行后的投资者的权利归属、流转等基本民商事法律关系亟待通过立法加以明确。至今我们也很少见到这方面的理论研究成果。对日本有价证券无纸化制度的研究,本书作者崔香梅小姐为国内第一位。她的研究成果,有助于改善我国现有研究薄弱的现状,因此我欣然同意为此书作序。

本书以国债、公司债、股份等为中心,对日本近一百年来的有价证券无纸化制度的历史演变过程进行了系统分析,探讨了日本有价证券无纸化法理。作者对日本 2001 年—2004 年之间制定的有价证券完全无纸化最新立法及其学说等进行了全面考察,有助于我们研究借鉴日本的最新立法。作者以有价证券无纸化的历史发展变化为轴线,对日本出现的各种有价证券无纸化相关制度进行的分析,有助于我们深入了解有价证券无纸化制度的本质属性。书中有关日本该领域的资料,均为作者收集的第一手文献,为我国学者、实务界和

立法部门研究借鉴日本的相关经验打下了良好基础。附录部分收录的三篇论文,可以使我们透过中日比较研究,更好地了解两国有价证券无纸化制度的异同,对完善我国有价证券无纸化立法很有借鉴意义。

有价证券无纸化法律问题的研究有很多视角,涉及的领域多、技术强、理论极为复杂,此项研究难度很大。我很欣慰地看到作者一直坚持不懈地在该新兴领域开垦,相信她的辛勤耕耘日后会取得更为丰硕的成果!

A handwritten signature in black ink, reading '顾晓燕' (Gu Xiaoyan), written in a cursive style.

2010年12月10日

序 二

本书以日本的国债、公司债、股份为中心,从历史的视角对日本的有价证券无纸化现象及其法理进行了探讨。另外,对于有价证券无纸化后,权利的流通及权利者保护发生了怎样的变化,作者进行了详细的研究。

在日本,证券的集中交易经历了由证券的非移动化(Immobilization)到证券发行阶段全面无纸化(Dematerialization)的发展过程。例如,1984年颁布的《股票等保管及账簿划拨法》实施后,在证券交易所进行集中交易的股票,大多被集中保管在股票保管及账簿划拨机关。股票的买卖无须实际交付证券,通过账簿划拨即可完成,即股票在交易阶段实现了非移动化。之后,为了提高证券市场的国际竞争力,日本对证券结算法制进行了进一步改革,在2001年颁布了《短期公司债等账簿划拨法》,2002年将该法进行修订后制定了《公司债等账簿划拨法》,2004年又进一步修订后制定了《公司债、股份等账簿划拨法》,并于2009年全面实施。账簿划拨制度的适用对象也从短期公司债扩大到国债和公司债,最后到股份及应表示在有价证券上的权利等。可以说,对有价证券无纸化相关法律问题的研究属于新兴领域。

崔香梅在长达九年半的留日学习中一直从事本课题的研究。非常刻苦的她,从一开始就对股份转让问题抱有浓厚

的兴趣,并始终一贯地对该领域进行研究。进入立命馆大学研究生院的博士课程后,她的研究有了突破性的进展。她的研究视角从股份转让问题进一步拓展到包括国债、公司债等在内的有价证券无纸化交易相关法律问题。她留学期间正赶上日本有价证券无纸化法制急剧变化的时期。由于法律不断改正,她必须阅读并钻研大量新出现的文献。为了完成高水准的博士论文,她付出了超乎常人的艰苦努力。基于她的研究成果,立命馆大学授予了她法学博士学位。在日本,至今还没有从历史的角度对该领域进行系统研究的论文,因此对她所从事的研究的学术价值,可以给予很高的评价。可以说,这也是对她付出的极大努力的一个回报。本书就是在其博士论文的基础上整理而成的。

现在,崔香梅作为讲师活跃在上海交通大学。期待她能充分发挥其精通汉语、日语、韩语的语言优势,将研究视角拓展到整个东亚证券交易法制的比较研究中,取得更大的成果。从此意义上讲,本书只是其研究活动的一个阶段所取得的重要成果,该研究并未结束。衷心祝愿她的研究取得更大的成果,并以此结束我的序。

立命馆大学法学部教授 竹濱 修
2010年12月12日

前 言

目前,世界各国的证券集中交易已不再采用证券的实物交割方式进行,而是通过其后台的证券登记结算机关完成。证券发行无纸化后,投资者手中已不再持有实物证券,投资者的权利通过电子账户上的记录体现。投资者要想在集中交易市场进行证券交易,首先要在证券集中登记结算机关或证券公司等账户管理机关开设账户,证券交易结果以增减方式登记在投资者的账户上。有价证券无纸化发行改变了传统的有价证券持有和交易方式,中介机构的参与导致新的法律关系的形成,传统的民事法律关系已经无法适应无纸化证券市场发展的特殊要求。

对有价证券无纸化后的相关法律问题的研究是世界各国面临的共同课题。法国、德国、日本都纷纷以立法的形式对证券登记结算制度进行了规定。无论哪一种立法,都围绕着降低交易风险和最大限度地保护投资者权益进行。我国证券市场虽然早在 20 世纪 90 年代就实现了证券无纸化发行与交易,但是,我国现有的相关规定没有体现证券无纸化的特点,有些重要的制度尚属空白,有些规定是通过部门规章或业务规则形式体现的,法律效力太低,无法有效保护投资者的权益。我国亟待制定一部有价证券无纸化的专门法律。因此,研究借鉴国外,尤其是亚洲证券市场发达国家先进的

立法经验无疑是有重要意义的。这将有助于我国相关立法的完善,促进我国证券集中登记结算法制与亚洲各国证券集中登记结算法制之间的国际接轨,提高我国证券市场的国际竞争力。

近年来,日本有关有价证券无纸化的最新立法,主要是在有价证券的发行与交易阶段实现的全面无纸化立法。但是,有价证券无纸化不仅发生在权利转移阶段,也可以发生在权利行使阶段和权利发生阶段。从此意义上讲,有价证券无纸化现象并非是新生事物。本书中使用了广义的有价证券无纸化概念。在日本,有价证券向无纸化发行与交易的转变,经历了漫长的历史变化过程。历史中出现过的各种制度,它们之间既有独立性又存在着密切的关联性。目前,无论是在中国还是在日本,除了笔者撰写的论文之外,还没有对有价证券无纸化法理进行系统研究的专著和文章。我国学者对日本无纸化证券的立法研究还局限在对日本1984年制定的《股票等保管及账簿划拨法》的简单介绍上,对日本一百多年前出现的国债登记制度和2004年制定的《公司债、股份等账簿划拨法》没有进行研究。

有价证券通过权利和证券的结合,使无形权利的交易变得迅速便捷,既便于证券持有人的权利行使,又促进了权利的流通。既然如此,为什么有价证券又要采用无纸化的形式?有价证券无纸化制度的本质是什么?有价证券无纸化后,对传统的有价证券法理进行了哪些修正?这是有价证券无纸化后出现的新课题。

本书中,笔者主要采用了历史性研究手法与归纳推理方法,以日本的国债、公司债、股份为中心,借鉴有价证券概念的定义方式,对有价证券无纸化概念进行了定义。有价证券

无纸化的概念为,有价证券持有人在权利转移或行使时,不以证券为必要。在此基础上,笔者分析了历史中曾经出现过的各种有价证券无纸化相关制度(有价证券登记制度、有价证券交易阶段的证券非移动化制度以及有价证券发行阶段的全面无纸化制度),考察是否存在统一的有价证券无纸化法理,以及如果存在,该法理应具有什么特征。

本书的主干部分由导论及五个章节组成,以研究日本的有价证券无纸化法理为核心。此外,本书在附录中还收录了笔者的三篇论文,对中日两国有价证券无纸化相关法律问题进行了比较研究。

在导论中,笔者首先从权利流通的视角,对历史中出现的各种有价证券无纸化制度及其变迁特征进行了概述;其次,指出了根据有价证券无纸化发生的阶段不同,各种制度对投资者的保护也存在着差异;最后,指出了应注意证券市场和金融市场对有价证券无纸化制度的影响。

在第一章“国债和公司债等登记制度的诞生”中,分别对日本在1906年制定的国债登记制度和1942年制定的公司债等登记制度进行了分析。国债登记制度设立之初的目的为,通过整理日俄战争后的国债,适当抑制市场上的证券流通,维持市场价格。《公司债等登记法》制定之初的目的为,掌握公司债的长期持有人,给予公司债长期持有人租税上的优惠政策,从而将个人或金融机构的资金引向公司债市场,使企业与政府机关更容易筹集资金。虽然国债登记制度与公司债等登记制度的创设,主要是为了满足战争时期整理国债或筹措资金的需要,但是两种登记制度在保护无记名证券持有人静的安全方面均发挥了重要的作用。如果从权利发生阶段与证券发行阶段考察有价证券无纸化现象,国债登记制度

和公司债等登记制度均是对已经发生的权利,在应发行债券阶段取消了证券的实物发行;由于利用登记制度的国债债权人 and 公司债等债权人享有发行债券或交付债券的请求权,因此,这里的不发行债券并非是指完全不发行债券。从权利行使阶段考察有价证券无纸化现象可以发现,无记名国债或无记名公司债券的持有人只要将其姓名登记在国债或公司债等登记簿上,即使不出示无记名证券也可以得到本息。因此,两种登记制度在权利行使阶段实现了无纸化。从权利转移阶段考察有价证券无纸化现象可以发现,两种登记制度的利用者均可以在无须交付证券的情况下转让登记国债或登记公司债等;但要对抗发行人及其他第三人,则须进行登记簿的变更记载。因此,两种登记制度在权利转移阶段也实现了无纸化。

在第二章“股票不持有制度的诞生”中,分析了日本 1966 年制定的不持有股票制度(指公司采取不发行股票措施的情况)。由于不持有股票制度的引入与《商法》第 205 条密切相关,因此要正确理解不持有股票制度,既要了解不持有股票制度的立法背景,也要掌握 1966 年《商法》第 205 条修订前后的变化。由于上市公司股份的大量流通,以发行记名股份为主的日本在 1966 年《商法》修订时,将记名股份的转让方式,由原来的股票背书或交付股票并附转让证书的转让方式,改为采用交付股票的转让方式(《商法》第 205 条);在善意取得方面,取消了记名股份与无记名股份之间的差异。为了保护持有记名股票的安定股东的静的安全,在 1966 年《商法》第 205 条修订时,引入了不持有股票制度。不持有股票制度的立法目的是保护股东的静的安全,而并非促进股份的流通,但其附属功能却实现了股票发行阶段的无券面化及权

利行使阶段的无纸化。不持有股票制度与第一章介绍的国债登记制度和公司债等登记制度不同,只在权利行使阶段实现了无纸化,在权利转移阶段未实现无纸化。这也是不持有股票制度与两种登记制度的本质区别。总之,国债登记制度、公司债等登记制度及不持有股票制度,虽然各自的立法目的不同,但在保护无记名证券持有人(1966年《商法》修订后,记名股份的转让方法已经实现了无记名证券化)静的安全方面均发挥了重要的作用。

在第三章“以证券的实物存在为前提的账簿划拨制度”中,根据历史发展顺序,分别从有价证券账簿划拨结算制度、国债账簿划拨结算制度、《股票等保管及账簿划拨法》的制定背景、投资者权利保护方法以及促进权利流通的方法等角度对有价证券账簿划拨结算制度进行了探讨。日本早在昭和初期(1926年为昭和一年)就开始对有价证券账簿划拨结算制度进行研究。但是,有价证券账簿划拨结算制度的正式实施与有价证券的大量发行密不可分。二战后,随着证券市场的恢复,股票的发行量不断增加,东京证券交易所开始了对记名股份账簿划拨结算制度的研究。为了实现有价证券账簿划拨结算,需要通过一定的技术处理,将特定的证券上的权利以抽象的数字进行表示。其技术手段有消费寄托、信托、混合保管三种方式。以混合保管和共有权理论为前提的股份账簿划拨结算制度与国债账簿划拨结算制度的出现,对防止证券市场的纸面作业危机发挥了重要的作用。这两种制度均以法解释的形式承认最末端的投资者对账簿划拨结算机关享有物权的效力。但是,由于法解释存在着一定的局限性,有必要通过立法加以明确。《股票等保管及账簿划拨法》通过立法明确了混合保管和共有权理论,并规定根据客

户账簿上记载的股份数,推定客户占有相应的股票,赋予账簿划拨记载与交付证券具有同等的效力。当股票数量不足时,账户管理机关(包括账簿划拨机关与参与者)负有填补义务。因此,《股票等保管及账簿划拨法》解决了之前的制度在投资者保护方面存在的局限性问题。上述各种有价证券账簿划拨结算制度中,在证券交易阶段出现了证券非移动化现象。从无纸化的观点看,可以视为在权利转移阶段实现了无纸化。在有价证券账簿划拨结算制度中,由于权利的转移并非直接在买卖双方之间进行,难以断定由谁取得了发生错误记录的增额部分,加之证券集中交易具有不可撤销性的特点,为了提高结算效率,必须承认账户管理机关等产生错误的增额记录时,投资者可以善意取得该增额部分。但这里的善意取得概念,已经不同于传统的善意取得概念。另外,随着证券交易结算的全球化,必须完善以有价证券券面存在为前提的账簿划拨结算制度。

在第四章“证券发行阶段的全面无纸化”中,首先,从有价证券发行阶段开始实现的全面无纸化立法背景、投资者权利保护方法以及促进权利流通的方法等角度对有价证券账簿划拨结算制度进行了探讨。伴随着证券交易的全球化,为了提高证券市场的国际竞争力,日本在2001年到2004年之间,对证券结算体系进行了改革。有价证券全面无纸化的账簿划拨法律的制定,就是其中的一环。在立法的第一阶段,日本于2001年制定了《短期公司债等账簿划拨法》。考虑到CP(Commercial Paper,即“企业商业票据”)的适用对象主要是机构投资者,采用的是直接持有体系,于是在立法的第二阶段,对《短期公司债等账簿划拨法》进行了修订,将其与公司债和公司债等账簿划拨制度统一到《公司债等账簿划拨法》

中。在立法的第三阶段,考虑到投资者也从原来的机构投资者扩大到一般投资者,所以采用了间接持有体系,将股份等也纳入到全面无纸化账簿划拨制度中,使电子账簿划拨制度的适用对象从 CP、国债、公司债等进一步扩大到了股份等。2004 年,日本制定了《公司债、股份等账簿划拨法》,该法于 2009 年 1 月全面实施。《公司债、股份等账簿划拨法》的制定,使国债、公司债和股份等在券面发行阶段、权利转移阶段以及权利行使阶段均实现了全面无纸化。《公司债、股份等账簿划拨法》规定,投资者相当于持有与其账簿记载内容相同的证券,客户对发行人直接享有权利;当电子登记公司债等转让时,先由转让人进行账簿划拨申请,当受让人的账户有相当于这部分数额的增额记录时,转让即发生效力;推定客户合法持有其电子账户记录的电子登记公司债、股份等权利;如果转让人申请账簿划拨后,受让人的电子账户有增额记录,该受让人又无恶意或重大过失,则可以取得该增额部分所对应的权利。为了确保证券市场结算的安全高效运行,该法还明确规定,当账户管理机关等产生错误的过大记录时,如果该过大记录部分被转让,受让人善意且无过失地受让了该过大记录部分,则投资者可以发生权利从“无”到“有”的善意取得,保证了交易的不可撤销性的实现。此外,该法还规定,产生错误记录的账户管理机关等应有注销义务。为了防止账户管理机关在履行注销义务前破产,该法又引入了投资者保护信托制度。另外,笔者还分析了完全无纸化账簿划拨制度中存在的若干法律问题(权利归属和权利转移等问题、权利行使问题以及账簿划拨结算制度和受让人成为股东的时点、投资者保护问题等),并对新学说的状况(有关新性质权利的讨论、对善意取得者的保护与交易的不可撤销

性、物权保护的贯彻和破产处理)进行了探讨。其次,对非公开公司的不发行股票制度进行了探讨。为了消除非上市公司不发行股票的违法状态和降低公司的股票发行成本,日本《商法》在2004年修订时,规定非公开公司可以在公司章程中规定不发行实物股票。之后,在2005年颁布的《公司法》中,将之前的原则与例外作了倒置,规定非公开公司原则上不发行股票,如果公司将发行股票的宗旨写在章程中,则可以发行股票。此时,股东名册上的记载为对公司及其他第三人的对抗要件。从无纸化的视角考察,虽然该不发行股票制度也在权利转移阶段与权利行使阶段出现了无纸化现象,但由于股东名册变更手续复杂,以及不能发生善意取得,与存在股票时相比给转让带来了许多不便。非上市公司的不发行股票制度,并非以促进权利的流通为目的,且在股票持有人的权利保护方面也存在着不足。

在第五章“分析研讨”中,分别对有价证券无纸化法理与有价证券无纸化概念之间的关系、有价证券无纸化法理的特征、证券市场和金融市场的影响进行了探讨。国债、公司债券、股票等有价证券,只要在权利转移或行使的任何一个阶段不需要券面,就可以定义为有价证券无纸化。有价证券无纸化包括促进权利流通的无纸化和不促进权利流通的无纸化。无论哪一种都是为了保护证券所有人的权益。具体而言,在证券市场上以账簿划拨制度为中心的有价证券无纸化,是以权利转移阶段的无纸化为主,同时在权利行使阶段也实现了无纸化。通过这种方式,既促进了权利的流通,又保护了投资者静的安全。通过国债、公司债等登记制度实现的有价证券无纸化,是为了无记名证券持有人行使权利的方便,和以保护证券持有人静的安全为目的。由于国债登记制

度和公司债等登记制度不以证券持有人频繁转让已登记的权利为前提,权利转移方法比较复杂。为了不将投资者收回其所投资本的门关闭,在上述登记制度中不得已承认了登记制度利用者可以转让其权利。此时,由于有适格的登记机关存在,可以确保利用登记制度的投资者的权利与持有证券时基本相同。另外,非上市公司的不发行股票制度下,股东名册的变更记载为权利转移的对抗要件;国债登记制度和公司债等登记制度中,登记机关的登记为权利转移的对抗要件。此时,由公司自己保管的股东名册与具有公信力的登记机关管理的登记簿相比,前者对投资者的保护明显不及后者。加之,在采用不发行股票制度的非上市公司,投资者收回其投资的手续繁杂,因此不宜将不发行股票制度纳入有价证券无纸化法理的适用对象中。在有价证券账簿划拨制度中,确保结算的不可撤销性非常重要。虽然《公司债、股份等账簿划拨法》通过引入善意取得制度使结算的不可撤销性得到了保证,但理论上仍存在问题。另外,在证券交易所上市交易的国债、公司债、股份等,虽然实物证券已不存在,但法律仍以观念的形式拟制有价证券的存在。因此,现有的法解释难免会受到有价证券法理的强烈影响。

附录中的第一篇论文《日本有价证券无纸化立法考察》曾发表在《法学》2009年第4期上,是国内第一篇研究日本有价证券无纸化最新立法的论文。该论文从投资者保护的视角对日本的有价证券无纸化立法进行考察,指出了我国现有的证券无纸化制度存在的不足,并提出了完善我国相关立法的建议。该论文被人大复印资料《劳动法、经济法》2009年第8期全文转载,也被民商法网站、资本市场网站等转载。

第二篇《我国股票善意取得制度的立法缺失与完善》与

第三篇《日本善意取得概念的新发展及其借鉴——以实物股票向无纸化发行演变中的善意取得概念为视角》均是关于善意取得问题的论文。为了研究我国上市公司无纸化股份(或称电子登记股份)的善意取得问题,笔者首先研究了作为其前提基础的实物股票的善意取得问题。第二篇论文曾发表在《法学》2010年第11期上,为我国首次从公司法与有价证券法的角度对股票的善意取得制度进行研究的论文。我国《物权法》和《票据法》中分别有关于物权和票据善意取得的规定。但是,对于股票(包括无记名股票与记名股票)是否可以发生善意取得,我国学者尚未从公司法与有价证券法的视角展开研究。股票的善意取得问题既涉及物权法,也涉及票据法、公司法及有价证券理论,因此该论文的研究横跨了以上几个领域。该文在借鉴日本的股票善意取得制度时,还结合制度的沿革进行了深入分析,指出了我国股票善意取得制度的立法缺失,并提出了具体的完善建议。第三篇论文分别考察了日本实物股票的善意取得概念、《股票等保管及账簿划拨法》(证券交易阶段的非移动化)中的善意取得概念和2004年制定的《公司债、股份等账簿划拨法》(证券发行阶段开始的完全无纸化)中的善意取得概念。值得注意的是,实物股票采用非移动化和股票完全无纸化发行后,善意取得概念的内涵已发生了重要的变化。通过考察,该文明确了在我国应肯定电子登记股份可以发生善意取得,并指出我国在引入电子登记股份善意取得制度时应注意的理论问题。