



民

民商法学专题研究书系

ZHENGQUAN ZHISI

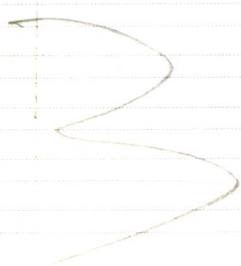
CONGQUANLI ZHENGQUANHUA

DAO QUANLI DIANZIHUA

证券之死

——从权利证券化到权利电子化

范中超 著



知识产权出版社

F830.91/122

2007

民

民商法学专题研究书系

ZHENGQUAN ZHISI
CONGQUANLI ZHENGQUANHUA
DAO QUANLI DIANZIHUA

证券之死

——从权利证券化到权利电子化

范中超 著

知识产权出版社

内容提要

证券的本质属性在法律上体现为一种二元权利结构,正是因为有了这样一个二元权利结构,一些事物才具有共性,才能够被统称为证券。现代科学技术使权利电子化成为可能,权利电子化解构了证券二元权利结构,纸面形式之外的“证券”的“其他形式”只是人们的想象与拟制。电子化之后,证券死了。我们必须更新观念,在理论与制度上重构电子化时代的权利图景。

责任编辑:汤腊冬 何 薇 责任校对:韩秀天

封面设计:SUN 工作室 责任出版:杨宝林

图书在版编目(CIP)数据

证券之死:从权利证券化到权利电子化/范中超著.

北京:知识产权出版社,2007.5

ISBN 978-7-80198-927-7

I. 证… II. 范… III. 计算机应用—证券交易—研究 IV. F830.914

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第071801号

证券之死——从权利证券化到权利电子化

范中超 著

出版发行:知识产权出版社

社 址:北京市海淀区马甸南村1号

邮 编:100088

网 址:<http://www.ipph.cn>

邮 箱:bjb@cnipr.com

发行电话:010-82000893 82000860 转 8101

传 真:010-82000893

责编电话:010-82000860 转 8108

责编邮箱:hewei@cnipr.com

印 刷:知识产权出版社电子制印中心

经 销:新华书店及相关销售网点

开 本:880mm×1230mm 1/32

印 张:8.75

版 次:2007年5月第一版

印 次:2007年5月第一次印刷

字 数:234千字

定 价:18.00元

ISBN 978-7-80198-927-7/D·029

版权所有 侵权必究

如有印装质量问题,本社负责调换。

本书主要缩略语表

1. 《中华人民共和国公司法》——《公司法》
2. 《中华人民共和国证券法》——《证券法》
3. 《中华人民共和国刑法》——《刑法》
4. 《中华人民共和国民事诉讼法》——《民事诉讼法》
5. 《中华人民共和国证券投资基金法》——《证券投资基金法》
6. 《中华人民共和国合同法》——《合同法》
7. 《中华人民共和国电子签名法》——《电子签名法》
8. 《中华人民共和国民法通则》——《民法通则》
9. 《中华人民共和国担保法》——《担保法》
10. 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》——《担保法解释》
11. 《中国证券登记结算有限责任公司证券登记规则》——《证券登记规则》
12. 《中国证券登记结算有限责任公司证券账户管理规则》——《证券账户管理规则》
13. 《中国证券登记结算有限责任公司债券登记、托管与结算业务实施细则》——《债券登记、托管与结算业务实施细则》
14. 《上海证券交易所关于严格国债交易交收制度的通知》——《关于严格国债交易交收制度的通知》
15. 《上海证券交易所关于调整国债回购业务的通知》——《关于调整国债回购业务的通知》
16. 《上海证券交易所、上海证券中央登记结算公司关于无纸化国债用于回购业务的通知》——《关于无纸化国债用于回购业务的通知》

摘 要

权利证券化使抽象的权利得以通过证券表现于外，使人们可以直观地把握权利。转让证券就可以转让证券所代表的权利。但随着交易量的激增，大量的证券凭证在交易参与人之间倒腾，最终会导致市场瘫痪。非移动化与无纸化是解决方案。非移动化是将证券交由集中保管机构保管，集中保管机构设立证券账户以记载保管信息。无纸化是指发行人不再发行纸面凭证，直接通过账户以电子形式记载权利及其变动情况。

在实现了证券非移动化的时代，证券账户记录与库房里的证券相对应。证券账户记录不是证券。在无纸化过程中，证券账户及其功能发生了异化。“证券”账户记录没有实物与之相对应。这个账户本来不应该再被称为“证券”账户了，但人们基于习惯，仍然不假思索地称之为“证券”账户，并出现了所谓的“投资者通过证券账户持有证券”的论调。人们认为“证券”账户记录就是“证券”在纸面形式之外的“其他形式”。但既然在有纸化时代，证券账户记录不是证券，为什么无纸化之后，账户记录就成了“证券”？

其实，无纸化之后，证券已经死了。

证券理论与制度得以建立的基础是证券二元权利结构：证券持有人对作为证券的那张纸享有证券所有权，并享有这张纸所表彰的权利——证券权利。证券权利是对证券所表彰的各种权利的统称。证券所有权是这些互不相同的权利得以被表彰并取得共性的前提。没有证券所有权，就没有证券权利。无纸化之后，民事权利通过电子记录表征，证券所有权没有了，证券二元权利结构

证券之死

摘 要

被解构了。原先被统称为“证券权利”的那些权利丧失了共性，证券寿终正寝，建立在二元权利结构基础上的证券理论与制度也消亡了。

目 录

引言	(1)
一、问题的提出	(1)
二、路径和方法	(3)
三、研究范围	(7)
四、结构安排	(8)
第一章 权利证券化	(10)
一、“证券”溯源	(10)
二、“证券”一词的现代用法	(20)
三、证券的本质属性	(32)
四、证券二元权利结构	(36)
五、权利证券化	(47)
第二章 纸面作业危机	(53)
一、大牛市	(54)
二、后台危机	(56)
三、综合治理	(62)
四、风起于青萍之末	(67)
第三章 从非移动化到无纸化	(70)
一、非移动化	(70)
二、中央证券存管机构	(75)
三、无纸化	(81)
四、无纸化在中国的进程	(95)
第四章 “证券”的“其他形式”	(106)
一、无纸化之后的疑问	(106)
二、簿记券式股票	(109)

三、账户与账簿	(113)
四、证券账户	(116)
五、证券账户的法律分析	(135)
六、投资者通过“证券”账户持有“证券”	(147)
第五章 证券死了	(153)
一、权利电子化解构证券二元权利结构	(153)
二、必须澄清的问题	(162)
三、还能称之为证券吗?	(174)
四、证券死了	(180)
第六章 例证	(186)
一、宏智科技临时股东大会事件	(186)
二、国债回购危机	(215)
第七章 从所有到控制	(230)
一、想象与虚构	(230)
二、权利的称谓	(232)
三、权利的计量	(233)
四、权利的证明	(239)
五、权利的控制	(258)
结语	(262)
参考文献	(265)

引言

一、问题的提出

权利电子化是一场真正的财富革命。在本书中，我们将看到这场革命如何在证券市场展开，并最终革了证券的命。

1990年12月和1991年6月，上海和深圳两个证券交易所先后成立，证券市场开始走上中国的经济舞台。截至2007年5月28日，沪、深两市投资者证券账户开户总数突破1个亿，达到10 027.36万户，其中个人账户9 984.69万户，机构账户42.67万户。[●]这彰显了一个庞大的投资者群体。然而，这更是一个复杂的市场。现代科学技术的发展及其应用使无纸化和直通处理（straight-through processing，缩写为STP）成为可能，交易指令、数据和信息，可以从交易的最初环节发出，通过一系列中介（甚至经过好几个国家），到达交易的最后一个环节，然后再传回，而不会中断。这大大提高了市场效率，但也削弱了市场结构的直观性，遮蔽了人与人之间的关系，使市场变得扑朔迷离。本书将要探讨的是，在一个方方面面都受到高科技冲击的社会，这个市场发生了什么，这些事件又进而对这个市场产生了什么样的影响，基于这些影响这个市场的游戏规则将会发生什么样的变化。

本书的讨论将从发掘证券制度的理论基础展开。以我们身边的事为例，近年来，饭票、车票等各种各样的“票”正在消失，但它们的消失是如此自然，没有人觉得惋惜、愕然，也没有人会

● 相关数据来自中国证券登记结算有限责任公司网站。

把大学食堂计算机系统里存储的学生存款信息称为饭票，并创造出“无形饭票”、“无纸化饭票”之类的名堂。在中国证券市场上，“两所一司”控制着现货市场运转的基础设施。其中，上海、深圳两个证券交易所拥有并维护交易系统，中国证券登记结算有限责任公司（简称“登记结算公司”^①）拥有并维护登记结算系统。“两所一司”的计算机系统不比大学食堂里的计算机系统落后，这个市场也早就不再发行股票、债券等“票”了，投资者的持股信息也是存储在计算机系统里。但是，人们并没有认为电子化之后证券就消失了，而是创造出了“无形股票”、“无纸化证券”这样的说法。^②在很多人的观念里，电子化仅仅是一个技术问题，是“证券”的电子化，是证券的存在形式发生了变化，而不是权利的电子化。^③这种粗浅的理解，反映在立法上就是对电子化问题的漠视，好像电子化从来就不曾发生。立法上的漠视又反过来导致理论研究的混乱。举一个简单的例子，既然电子化之后证券仍然存在，那么，是否还有记名证券与无记名证券的区分？有的学者认为无纸化与不记名不兼容，也就是说，电子化之后，所有的证券都只能是记名证券。^④有的学者则以一种犹疑的态度表达自己的看法：“目前我国上市公司的股票发行和

● 中国证券登记结算有限责任公司自己的“官方”简称是“中国结算”，但市场人士一般称之为“登记公司”或“结算公司”，本书简称“登记结算公司”，以涵盖其两大主营业务。中国证券登记结算有限责任公司成立于2001年3月，2001年10月，它承接了上海、深圳两个交易所市场的登记结算业务。此前，这些业务分别由成立于1993年3月的上海证券中央登记结算有限公司和成立于1991年1月的深圳证券登记有限公司办理。中国结算成立后，这两个公司成为中国结算的分公司。因此，本书所称的“登记结算公司”在某些语境下可能是指“上海证券中央登记结算有限公司”或“深圳证券登记有限公司”。

● 参见江平主编、方流芳副主编：《新编公司法教程（第二版）》，法律出版社2003年版，第200页；桂敬杰主编：《〈中华人民共和国证券法〉、〈中华人民共和国公司法〉新旧条文对照简明解读》，中国民主法制出版社2005年版，第42页。

● 叶林编著：《中国证券法》，中国审计出版社1999年版，第2~3页。

① 这是笔者在一次研讨会上听到的某位教授的观点。

交易都通过计算机实行了无纸化，这就使上市公司的股票都可能采取了记名的形式。”●“可能”一词反映了作者的犹豫不决。当然，该学者的态度在其他地方则肯定得多，“股票无纸化的发行和交易使上市的股票都是记名的形式”●。也有学者认为：“境内上市公司中普遍存在记名股和无记名股之分。”●当然，还有学者认为，电子化之后，证券不能再区分为记名证券和无记名证券了。●记名证券与无记名证券的区分本来应当是一个很容易搞清楚的问题，却引起了争议。我认为，探讨问题不应当就事论事，而应当追本溯源。问题的根源既然出在电子化上，我们就应当探究电子化之后证券或者权利的存在状态。搞清楚电子化之后证券或者权利的存在状况，一切问题就会迎刃而解。

那么，电子化之后，证券到底是死亡了，还是借尸还魂了？这正是本书所要研究的。

二、路径和方法

我们需要从证券的发生史谈起，也就是以权利证券化作为研究的起点。但是，对证券的传统研究，缺少前提性界定，缺乏对证券基础法理的梳理与建构，似乎很多东西都是不证自明的。本书试图从芜杂的现象出发，发掘证券的本质属性，说明诸如车票、饭票与股票、债券这些看起来毫不相干的东西的共同特征，进而说明正是基于这个共性，它们才都叫证券。因为它们有着共同的属性，所以它们的命运具有可比性。我们既然可以坦然承认

● 周友苏：《新公司法论》，法律出版社2006年版，第219页。

● 周友苏：《新公司法论》，法律出版社2006年版，第255页。

● 蒋大兴：《公司法的展开与评判——方法·判例·制度》，法律出版社2001年版，第516页。

● 高富平：《证券登记结算数据电子化的法律问题研究》，中国证券登记结算有限责任公司“证券登记结算重大法律课题研究计划”。

在电子化之后饭票消失了，也应当爽快地承认在电子化之后股票、债券也消亡了；而且如果我们能够坦然接受饭票的消失，就应当坦然接受股票、债券的死亡。这是一个惊人的结论。本书试图说明这个过程及其原因。

为了说明这个过程，本书介绍了美国的纸面作业危机以及相关国家和地区的证券非移动化与权利电子化的进程，作为铺垫和背景知识。但就主体而言，本书主要讨论中国的市场实践，并针对中国的市场制度进行分析评论，对境外的借鉴相对较少。这主要有两个原因：一是境外关于权利电子化的深入研究也不多；二是对于一些法律现象的分析，凭直觉和基本法律知识就能作出判断的，无须言必称西洋。

本书的论题看起来很宏大，但并非不涉及市场运行的细节，相反，它涉及大量的市场运行制度，甚至是一些业务操作流程。记得有一本书上曾说，对金融市场的研究，要研究制度变迁，而不是具体的市场制度，因为具体制度变化太快，研究者根本跟不上节奏。但是，不研究具体的市场制度，又怎么知道制度发生了变迁？又如何研究制度变迁？这是一种很奇怪的论调。“千里之堤，毁于蚁穴”，笔者一直认为，任何真正的制度变迁都是由具体的市场运行制度引发的，甚至是一些具体的操作流程的改变引起的。但是想把具体的操作过程描述清楚，实在不容易，因此，甚至有来自市场的人士规劝我，对具体问题采取大而化之的态度。我则希望深入到市场的细部进行观察。在中国，人们对宏大理论的探讨已经太多了，比如这几年，人们常说要建立长效机制，要完善金融生态。然而，真正决定制度变迁的，是高谈阔论背后的市场实践。因此，我曾希望从大人物的言谈举止，从小人物的狡黠与无奈中研究证券市场制度变迁的奥秘。有时候，左右制度变迁的可能不是我们耳熟能详的经典理论，而是权势人物不经意间的一句话，甚至是办理公文的小职员的个人能力，乃至仅仅是他的语言表达能力或者语言表达习惯。我想，也许只有这样

的研究，才能把握决策者与执行者的心理，才能洞悉在具体事务的处理上权势人物与小人物分别会起到什么样的作用，也最终才能弄明白制度到底是怎样形成的。

所以，当我在电视上看到崔永元主持的“电影传奇”时，我曾经有一个奇怪的想法，我们也应该像小崔那样做一个“市场传奇”，通过探寻中国证券市场这出戏中主角、配角、跑龙套的以及观众的心路历程，把这个市场十几年来的故事讲出来，一方面能为经济史家留下宝贵的研究资料，另一方面也可以使我们这些学习法律的人直观地观察和感受制度到底是怎样形成的。如果这些东西不整理出来保留下来的话，过不了多久，它们就会面目全非，我们也很难找到当事人印证了。这是一件比小崔做“电影传奇”更有意义的工作。“电影传奇”的意义无论如何放大，充其量只不过是一件文化抢救工作，而如果能做出一个“市场传奇”的话，不但可以真实地揭示出社会经济制度演进的真实面貌，而且可以作为一面镜子，使我们能够及时汲取改革中的教训，总结发展中的经验，而这恰恰是当今中国所缺乏的。我们不能一直摸着石头过河，我们更需要温故而知新，鉴古而知今，高瞻远瞩地规划明天。因此，当小崔通过寻访当事人，弄明白在一出戏里，某个角色的台词为什么要这样说而不是那样说，某个场景为什么是这样布置而不是那样布置时，我就想，对于市场制度的研究也应该达到这样的程度。比如对市场制度性文件的研究，就可以通过研究该文件在决策机构的公文流转过程中的每一个环节所发生的故事，来把握规范性文件的制定过程及其要义；通过分析这个过程中每一个拿捏过这个规范性文件的人物的性格、学识等个人背景，来把握偶然性因素对制度形成的影响；通过对时代背景、官场文化以及民族心理的探究，分析必然性因素对制度形成的影响，从而把握制度发展的趋势或宿命。要想对市场进行透彻的研究就要切入到市场发展的深层历史中去。不过，囿于各种原因，搞“市场传奇”的难度显然要比搞“电影传奇”大得

多，因此，我只能采取一种隔靴搔痒的方式，通过研究市场发展的各个阶段的制度性文献，按图索骥，还原市场发育的脉络，探寻制度演进的奥秘。

这样的研究可能会过于琐碎，但细节决定成败，如果研究者不了解市场运作的细节，对任何问题的研究，无论看起来多么壮观，都只能是外强中干。对细节的把握是高屋建瓴的基础，脱离实践的论断也不可能正确。证券账户卡只是一个巴掌大的纸片，不显示投资者的任何投资信息，不是投资者具体投资情况的证明。然而，人们因为不了解这一点，错误地认为证券账户卡就是投资者持有证券的证明。例如，我国经典的公司法教科书就认为股东账户卡（在涉及股份的场合，证券账户卡常常被称为股东账户卡）是登记公司直接对股东出具的持股证明，会载明公司法规定的纸面形式的股票应载明的事项，即公司名称、公司登记成立日期、股票种类、票面金额及代表的股份数、股票的编号。^①再来看监管机构有关股东名册的规定。中国证监会1997年12月16日发布的《上市公司章程指引》第33条规定：“公司依据证券登记机构提供的凭证建立股东名册”。如果说这一规定反映了市场发育初期人们对市场的某种无知的话，那还有情可原，因为在实践中已经由登记结算机构履行股东名册登记职能了。但当2006年3月16日，中国证监会配合《证券法》^②的修订重新修订印发《上市公司章程指引》时，在第30条中再作出同样的规定，就显得不可原谅了。随后公布的《证券登记结算管理办法》、《证券登记规则》都规定由登记结算公司为上市公司提供股东名册服务。出现这样的偏差，可能是因为后两者是由登记结

① 江平主编、方流芳副主编：《新编公司法教程（第二版）》，法律出版社2003年版，第203页。作者还写道：“股东本人仅有‘股东账户卡’，记载持有某种股份的总数和增减情况。”参见该书第200页。这种表述也与实践不符。

② 本书在行文过程中，《证券法》、《公司法》一般是指2005年10月27日修订后的法律；只有在新法与旧法对比的场合，才分别加上“新”、“旧”字样。

算公司的工作人员起草的，他们离市场更近一些；而前者可能是由中国证监会的工作人员起草的，他们高高在上，远离市场。

三、研究范围

本书研究的是证券市场上的财富革命，具体来说，就是证券的命运。因此，首先需要对证券进行界定。

什么是证券？这也许是法学领域最难回答的问题之一。虽然人们可以列举出股票、债券等具体证券品种，但是证券的种类实在太多，我们很难抽象出一个能够适用于任何种类证券的有足够说服力的概念。我们也无法从久远的历史轨迹中考证出第一个使用证券的人，了解他的想法，了解他对证券的理解，了解他为什么把这类事物称为证券而不是其他。也正是由于证券种类繁多，所以，直到现在，统一的证券法难以制定，以所有各种证券为研究对象的证券法学科也难以形成。在对证券的学术研究过程中，也形成了条块分割的格局。如在法学领域，证券法学者们所研究的一般是那部叫做“证券法”的法律所调整的证券，而像汇票、本票、支票这些支付工具则被另外一部叫做“票据法”的法律所规范并由此形成了另外一个学科。本书主要研究“证券法”调整范围内的证券，甚至还要窄一点，具体来说，就是股票和债券的相关问题。相应地，本书也主要研究股权与债权的电子化。同时，鉴于股票与股权的代表性，书中有的地方可能是专门针对股票或者股权的研究。但是，对研究对象的限定并不意味着本书的研究结论就不具有普遍意义，相反，本书正是希望通过对股票、债券相关问题的研究，通过对股权、债权电子化的研究，达到窥一斑而知全豹的结果。因此，在有些地方，尤其是在基础理论研究部分，本书使用了广义证券的概念。本书并不打算把证券的范围界定得过于死板，这就需要在阅读的过程中，结合上下文的文义，理解行文中证券一词的具体含义。

另外，本书研究的是从权利证券化到权利电子化的过程，行文中的一些用语需要说明。首先，本书在很多地方使用了“无纸化”这个词，这主要是为了照顾人们的用词习惯，但正如书中所说，在电子化的背景下，“无纸化”就是“电子化”。其次，应当说明的是权利一词。事实上并非任何权利都能证券化，也并非任何权利都能电子化，本书所说的权利主要是指原来能够被证券化的那些民事权利，也就是能够被证券表彰的那些民事权利。在“权利电子化”这个表述中的“权利”也是指原先能够被证券化的那些权利。最后，最应当说明的是，电子化之后，根据本书的结论，行文中许多地方不应该再使用“证券”一词，但我并不打算贸然使用一套自创的术语体系。不过，我将尽量避免在不该用“证券”的地方使用“证券”。

当然，在现实生活中，并非所有的股票、债券都死亡了。在交易所上市交易的股权、债权等不再采用股票、债券的形式了，而在交易所之外，股票、债券可能仍然存在。也就是说，目前存在着一个双轨制的格局。证券真正的寿终正寝，还要等到所有由证券表彰的权利全部电子化以后。在双轨制的情况下，我们必须在证券化和电子化两个不同的世界穿梭，这势必会引起某种程度的不便。首先，在电子化的情况下，证券消亡了，但我们可能会因为要穿梭于两个不同的世界而发生术语混用的情况；其次，权利证券化的法律规则与权利电子化的法律规则差别很大，但双轨制的存在可能会模糊我们的视线，使我们漠视权利电子化时代法律制度的建构，而这正是本书一再提醒的。

四、结构安排

本书分为七章。

第一章讨论权利证券化问题。在这一部分，笔者试图通过分析人们对证券的定义与分类，理解证券的内涵与外延，索解被称

为证券的那些凭证的共同属性。以此为出发点，我将解构证券，剖析证券本质属性的法律表达，指出证券法律制度赖以建立的理论根基——证券二元权利结构，并进一步讨论证券化的原因。

第二章介绍发生于20世纪60年代末期美国华尔街的纸面作业危机。证券凭证在交易主体之间的频繁转移降低了市场效率，成为交易量上升的瓶颈，并最终引发了危机。

第三章研究证券非移动化与权利无纸化的进程，主要介绍非移动化的做法、中央证券存管机构的创设与使命，最后介绍一些国家（包括我国）的无纸化进程。

第四章是关于“证券”的“其他形式”的研究。无纸化之后，“证券”仍然存在，这是我国《证券法》和《公司法》的共识，只不过“证券”不采用纸面形式，而是采用国务院证券监督管理机构规定的“其他形式”。那么，这个“其他形式”是什么？这是这一章研究的主题。

第五章研究无纸化之后的问题，指出“证券”无纸化就是权利电子化，权利电子化解构了证券二元权利结构，并进而澄清了一些令人迷惑的问题，最后得出结论——证券死了。

第六章是对本书主题的例证，分别就股权电子化和债权电子化问题研究了两个具有代表性的案例——宏智科技临时股东大会事件和国债回购危机，指出有纸化的思维方式是酿成祸患的根源，我们必须因应权利电子化的需求，制定新的游戏规则。

第七章探讨电子化之后那些原来由证券表彰的权利的存在状况，以及权利人如何掌控自己的权利。笔者尝试就电子化时代权利的称谓、计量、证明与控制提出一些自己的看法，指出在权利证券化到权利电子化的过程中，权利人对权利的掌控经历了从所有到控制的转型。