

COMMERCIAL LAW REVIEW

Volume. 16

清华大学商法研究中心 编
王保树 主编

商事法论集

2009年第1卷 总第16卷

· 特稿

证券持有结构对投资人证券权利法律定性的影响
——一个新的分析框架

· 商法基础理论

在商法和刑法之间
——社会秩序和个人自由的刑商辩

· 商法专题研究

子公司重组中的母公司股东保护

· 国外商法

日本公司法中的并购手法和敌意收购方式
世界范围内的股东权保护问题（词汇研究方法Ⅱ）



法律出版社
LAW PRESS CHINA

中国政法大学图书馆藏

馆藏号: 77

2004.12.20 14:00:00

1.1000.1000

商事法论集

商事法论集 总第100卷

100

商事法论集 总第100卷

—— 商事法论集

商事法论集

商事法论集

商事法论集 总第100卷

100

商事法论集 总第100卷

100

商事法论集 总第100卷

商事法论集 总第100卷

中国政法大学图书馆藏

图书在版编目(CIP)数据

商事法论集. 总第16卷 / 王保树主编. —北京: 法律出版社, 2009. 7

ISBN 978 - 7 - 5036 - 9724 - 1

I. 商… II. 王… III. 商法—世界—文集 IV.
D912. 290. 4 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 115915 号

商事法论集 总第 16 卷

王保树 主编

责任编辑 刘文科

装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

开本 / A5

印张 / 14.25 字数 / 441 千

版本 / 2009 年 8 月第 1 版

印次 / 2009 年 8 月第 1 次印刷

出版 / 法律出版社

编辑统筹 / 学术·对外出版分社

总发行 / 中国法律图书有限公司

经销 / 新华书店

印刷 / 北京北苑印刷有限责任公司

责任印制 / 陶 松

法律出版社 / 北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件 / info@lawpress.com.cn

销售热线 / 010 - 63939792/9779

网址 / www.lawpress.com.cn

咨询电话 / 010 - 63939796

中国法律图书有限公司 / 北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店 / 010 - 63939781/9782

西安分公司 / 029 - 85388843

重庆公司 / 023 - 65382816/2908

上海公司 / 021 - 62071010/1636

北京分公司 / 010 - 62534456

深圳公司 / 0755 - 83072995

书号: ISBN 978 - 7 - 5036 - 9724 - 1

定价: 35.00 元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)

卷 首 语

本卷是《商事法论集》第16卷,即2009年第1卷。

本卷仍立足于中国商法的发展与完善,广泛借鉴和吸收国外商法的发展经验,推动商法专题研究,促进商法学的学科建设,为商事立法和司法实践服务。同时,坚持“百花齐放,百家争鸣”,文责自负。

本卷设“特稿”、“商法基础理论”、“商法专题研究”、“国外商法”、“硕士学位论文”等栏目。

在“特稿”里编入了楼建波、刘燕的《证券持有结构对投资人证券权利法律定性的影响》,该文通过对证券市场中投资人持有证券方式的历史演变的考察,系统地梳理了证券所有权观念滥觞、流行、式微、回归的整个历史过程,揭示出证券持有结构这一客观存在的市场机制对于投资人证券权利的影响。其结论是,在保护投资人利益的总目标下,证券监管立法与以财产法、商法为核心的证券私法之间存在分工、合作的关系。财产法规则针对本国证券持有交易结构的特点来界定投资人的权利,在必要的情形下放弃“所有权”概念,并非损害了投资人利益;恰恰相反,它通过建立一个适应现代证券交易市场客观需要的法律基础,以自身特有的逻辑与方式最大限度地实现了保护投资人利益的功能。

在“商法基础理论”里编入了三篇论文。首先是吴前煜的《从两大法系间的冲突与融合构建商事代理制度》,该文试图通过对德国传统商事代理授权行为无因性理论的民法回归与商法再发现,在必要与可能的程度上解决两大法系相互融合的制度背景下,商事代理“是什么”的问题,从而构建商事代理制度的概念体系,完善商事代理制度的结构功能。潘勇锋的《论我国商法上的善意取得制度》试图探讨商法的善意取得与民法的善意取得之间的联系与区别,认为票据权利、提单权利及股权的善意取得是典型的商事领域内的善意取得。随着社会经济生活的发展

与科学技术的进步,现代交易方式的改变对于善意取得制度产生很大影响。类似于无纸化股票与商业秘密这种完全脱离了实物载体的善意取得问题,对善意取得制度的发展提出了新的挑战,也成为这一领域新的研究课题。叶建勋的《在商法和刑法之间》是一种跨学科研究的尝试,旨在探讨没有良好的社会秩序,个人自由难以保证;没有个人自由,即使井然有序的秩序亦无价值。所以,社会秩序是个人自由的保证,是个人自由充分实现的外在环境;而个人自由又是社会秩序得以存在的根据,是衡量社会秩序优劣的重要标准。

“商法专题研究”编入了两篇论文。李凡的《子公司重组中的母公司股东保护》讨论的是在企业集团中,如何保护母公司股东的权利,旨在探讨在未来公司立法中引入表决权穿越规则,即借鉴国有资产立法的做法,在子公司发生基础性变更时,由母公司股东取代母公司直接行使表决权。黄荷懿的《探析资产证券化之适格资产新趋势——以知识产权为中心》探讨的是知识产权资产证券化中的资产适格问题,此类研究对未来中国资产证券化的发展是有实践意义的。

“国外商法”部分发表了两篇译文。日本一桥大学布井千博撰写、朱大明翻译的《日本公司法中的并购手法和敌意收购方式》,全面阐述了日本公司法上的并购手法和敌意收购的方式。前者,实际讨论的是公司重组。在市场经济条件下,公司重组对于有效配置资源,提高公司运营效率,完善公司治理,有着非常重要的作用。因此,日本重组的经验很值得我们重视。和具有发达资本市场的美国相比,敌意收购在日本发展较晚,而敌意收购在我国起步时间也不长,两者有许多共性问题,因而关注日本的做法是必要的。马西亚斯·M. 西姆斯撰写,王瑞、赵耀祖翻译的论文《世界范围内的股东权保护问题(词汇研究方法Ⅱ)》分析了二十多个国家从1995年到2005年间股东权保护是如何发展的问题。研究的结果认为:绝大多数国家股东权保护在最近几年都已经有所进步;在股东权保护问题上发达国家要比发展中国家做得更好些;股东权的保护在普通法系国家中是非常相似的,相反,在同属于大陆法系的德国法和法国法在这个问题上却没有什么相似之处;对比其他国家的公司法,德国的公司法更主流一些,而美国的公司法更另类一些;总体而言,对于股

东权保护问题已经有所趋同。

本卷《商事法论集》加强了“硕士学位论文”这一栏目,刊登了苏翠萍的《股东大会决议不存在制度研究》、姜婉莹的《公司法人格否认之人格混同情形司法适用研究》、秦子甲的《上市公司股票期权激励下的治理控制机制完善》、韩佼的《公司对外担保制度的形成与完善》四篇硕士学位论文。论文涉及的问题具有一定的前沿性,其发表会引起人们对这些领域的深入研究。

目 录

· 卷首语 ·

· 特稿 ·

- 证券持有结构对投资人证券权利法定性的影响——一个新的
分析框架 楼建波 刘 燕 / 3

· 商法基础理论 ·

- 从两大法系间的冲突与融合构建商事代理制度——以商事代理
授权行为之无因性为契机 吴前煜 / 51
- 论我国商法上的善意取得制度——以票据权利善意取得为中心 潘勇锋 / 68
- 在商法和刑法之间——社会秩序和个人自由的刑商辩 叶建勋 / 93

· 商法专题研究 ·

- 子公司重组中的母公司股东保护 李 凡 / 111
- 探析资产证券化之适格资产新趋势——以知识产权为中心 黄荷懿 / 129

· 国外商法 ·

- 日本公司法中的并购手法和敌意收购方式 [日]布井千博 著 / 145
朱大明 译
- 世界范围内的股东权保护问题
(词汇研究方法Ⅱ) [英]马西亚斯·M. 西姆斯 著 / 181
王 瑞 赵耀祖 译

· 硕士学位论文 ·

- 股东大会决议不存在制度研究 苏翠萍 / 217
- 公司法人格否认之人格混同情形司法适用研究 姜婉莹 / 276
- 上市公司股票期权激励下的治理控制机制完善 秦子甲 / 339
- 公司对外担保制度的形成与完善 韩 佼 / 402

特稿

证券持有结构对投资人证券权利法律定性的影响 ——一个新的分析框架*

楼建波** 刘 燕***

目 次

- 一、问题的描述与研究进路
- 二、投资人证券权利的语境：财产法的视角
- 三、证券持有结构的三种基本类型
- 四、传统持有模式下的证券权利：所有权观念的滥觞与流行
- 五、多层中介名义持有模式下的证券权利：所有权观念的式微
- 六、透明持有模式下的证券权利：所有权观念的回归
- 七、对我国证券持有结构与投资人证券权利的一个简要分析
- 结语

一、问题的描述与研究进路

现代证券市场中，投资人由于证券的强制保管^①或者无纸化，^②通常

* 本文系“证券交易中的商法逻辑”系列研究之一，该选题源于对国债回购纠纷以及围绕《中介化证券实体法公约》（草案）的争议所暴露出的忽略证券私法、特别是其中的商法基础这一问题的关注。中国证券登记结算公司法律部牛文健总监、伍静小姐对若干技术性问题给予了耐心的解答，特此感谢。文中任何谬误概由作者承担。本文获中国法学会商法研究会 2008 年商法学优秀论文一等奖。

** 伦敦大学法学博士，北京大学法学院副教授。

*** 北京大学法学院教授。

① 例如，我国《证券法》第 159 条规定，证券持有人持有的证券，在上市交易前应当全部存管在证券登记结算机构。这就属于强制保管制度。

② 无纸化或无实体化（dematerialization），指发行人发行的股份、公司债不以纸质证券来表彰，而仅以账户记录来反映。投资人为持有该证券，必须借助开立在金融中介的证券账户。我国发行的记账式国债以及目前证券市场中发行的所有股票都属无纸化证券。

不再直接持有证券凭证,而是通过证券经纪人、托管银行或其他专门的证券账户管理人(以下简称中介)开立账户记录自己持有证券的事实。由此产生的法律问题是,投资人对于通过金融中介账户持有的证券究竟拥有什么样的权利,所有权还是请求权?

就常识理解而言,投资人通常并不认为证券无纸化或证券保管在中介处对自己的权利有何影响,即使登记在中介维护的账户中,证券依然是“我的证券”,自己对证券依然有所有权。然而,法律的逻辑并非如此。证券保管于中介处或者登记于中介开立的账户类似于保管合同。从民商法原理来看,证券属于种类物,一经保管人占有并混同保管即转移所有权。因此,保管人享有所有权,投资人仅享有对保管人的合同上的请求权,可要求后者返还相同数量的特定种类的证券。^③

颇意味的是,这一基于民法基本原理的推论在实践中并没有得到多少支持。或许是感觉“所有权”更有助于保护投资人的利益,多数国家秉持“投资人拥有证券所有权”的观念,或者规定“所有投资人对混合保管的证券享有共同所有权”。一些国家则用信托关系来解释,认为金融中介作为保管人对证券拥有法律上的所有权,而投资人具有受益所有人的地位。然而,也有一些国家抛弃了所有权主张,创设出新的权利概念,如比利时、卢森堡的“名义份额所有权”(right to a notional proportion of pool of assets),美国的“证券权益”(securities entitlement)^④等。这些新的权属概念与传统的所有权、共有权、受益所有权等概念之间的差异,也成为近年来国际上围绕着中介化证券的准据法公约、实体法公约起草

^③ 大陆法系、英美法系国家都普遍承认这一根植于罗马法的原理。参见海牙国际私法会议发布的研究报告:*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 Report), at 19。种类物保管合同在一些大陆法系国家又称为“消费寄托”或“消费保管”。我国《合同法》虽未有“消费保管合同”的概念,但依学理解释,《合同法》第378条关于种类物保管的规定(“保管人保管货币的,可以返还相同种类、数量的货币。保管其他可替代物的,可以按照约定返还相同种类、品质、数量的物品”)即体现了消费保管合同特点。参见崔建远主编:《合同法》(第3版),法律出版社2003年版,第446页。

^④ 对于“securities entitlement”概念,我国尚未有统一的翻译。本文采用了李昊等的译法,见ALI(美国法学会)NCCUSL(美国统一州法委员会):《美国〈统一商法典〉及其正式评述》(第2卷),李昊、刘云龙、戴科、高圣平译,中国人民大学出版社2005年版。也有学者译为“证券权”,如廖凡:《证券客户资产风险法律问题研究》,北京大学出版社2005年版。

过程中争议很大的问题。^⑤

投资人对处于中介保管下的证券拥有什么样的权利,或者说投资人证券权利的法律定性,并非一个单纯的理论问题,而是具有显著的实践意义。所有权或合同请求权的差异,直接影响到标的证券的流转、出质程序,以及当保管人破产时投资人有什么样的救济;更进一步,这个问题还可能影响到投资人与善意取得证券的第三人之间的冲突如何解决。我国 2005 年前后集中爆发的投资人与中国证券登记结算公司(以下简称“中证登公司”)的国债回购纠纷就是一个例子。证券公司挪用客户国债进行回购融资,中证登公司作为质押式回购交易结算的中央对手方而成为担保权人,占有被挪用国债作为担保品。证券公司破产时,客户基于对证券的所有权而要求追回被挪用的国债,导致中证登公司面临大规模的担保悬空。学界多赞同投资人的证券所有权主张,但对于这一观点与种类物保管之法律原理之间的冲突,投资人与善意第三人(包括担保权人)之间的冲突等问题,则甚少关注。实践中,挪用者被清算后,客户与中证登公司之间的纠纷却久拖不决,给证券交易结算的顺利进行以及证券市场的效率与安全都带来了不小的冲击。

各国立法规定的多样化以及我国实践与学理的冲突都表明,对投资人证券权利的界定并非简单地贴上一个“所有权”的标签就万事大吉了。为什么会出现不同界定方式?是源于法律传统、学理框架还是政策倾向?它真的是一国在“保护投资人还是保护金融机构”之间政策选择的结果吗?各国不同法律规定之间的差异究竟在哪里?这些问题并未得到清晰的解说。现有的文献大多是平面化地比较各国规定的差异,把“所有权”、“名义份额所有权”及“证券权益”等概念置于同一层面上,很少考虑到它们是在证券市场发展的不同阶段上,顺应不同交易结构而出现的概念,而不仅仅是不同法系或者不同国家所使用的概念。因此,尽管

^⑤ 准据法公约指海牙国际私法会议 2002 年拟订的《间接持有证券的准据法公约》(Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary);实体法公约指罗马统一私法协会正在拟订过程中的《中介化证券的实体规则公约》(Draft Convention on Substantive Rules on Intermediated Securities)。其中,海牙国际私法会议为起草准据法公约,在 2000 年发布了一份综合性研究报告(即 Bernasconi report),对不同国家中证券权利性质有一个全面而系统的比较。国内学者对此报告内容的代表性介绍,参见廖凡:“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。

围绕着投资人证券权利法律定性的研究文献并不少见,^⑥但它们始终没有对种类物保管原理与证券所有权观念之间的背离给予明确的解释,更没有针对所有权观念如何适用于现实中各种完全不同的持有方式提供令人信服的解说,因而也很难消除在投资人证券权利性质问题上的争议与困惑。

本文试图提出一种新的解释:投资人证券权利法律定性上的差异并非单纯基于一国特定的法律传统,也不是看该国对投资人保护是否重视,它更多的是源于一个看上去非常技术化的因素:证券保管的具体安排或者证券持有的具体方式。换言之,证券持有的交易结构是决定投资人证券权利法律性质的核心因素。不同的证券持有结构下投资人与证券之间的关联程度不同,直接影响了法律上确认投资人拥有“证券所有权”还是其他权利。具体到实践中,传统的分散托管模式下的持有结构以及20世纪90年代以来流行的透明持有结构为投资人证券所有权的观念的长盛不衰提供了正当性基础。但一国的证券持有结构在不同的历史时期可能发生变化,投资人证券权利的实现方式也随之改变,相应地影响到法律上的确认,类似于“证券权益”、“名义份额所有权”的新概念也就应势而生。对于不同国家而言,如果采用类似的持有结构,法律上对证券权利性质的界定也会基本相同;即使由于法律传统的不同而使用不同概念术语,这种差异恐怕也只是名义上的,而非实质性的。

下文将围绕“证券持有结构对投资人证券权利性质的影响”这一主题而展开论证。在第二部分,我们将描述“投资人证券权利”的语境——财产法视角,并对相关的术语给予简单解释,目的是进一步廓清本文的研究范围,同时搭建起民商法与证券市场实务两个不同领域之间的联系。第三部分是本文的立论基础,我们将简要概括证券持有的历史演变,并在此基础上归纳出证券持有结构的三种基本类型,即传统的分散托管下的持有模式、多层中介名义持有模式和透明持有模式。该部分

^⑥ 国际上有关该问题的比较全面、权威的研究文献,包括海牙国际私法会议 Bernasconi Report 及国际律师协会 Guynn Report(参见下文注②)等。国内有代表性的研究,参见涂建、毛国权的研究报告:《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《证券法律评论》总第2期,法律出版社2002年版);廖凡,同注④书;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年版等。

也将简要比较“证券非移动化”和“证券无纸化”两个因素对持有结构演变的影响。第四、五、六部分展开论证,依次分析三种持有模式下法律对投资人证券权利的界定及其与证券持有结构之间的关系。其中,第四部分将考察在传统持有模式下各国的界定方式,探讨“证券所有权”观念滥觞的客观基础,同时揭示“证券所有权”在实际运用中的局限性。第五部分将针对现代证券市场中多层中介名义持有模式对投资人“证券所有权”的冲击,论证美国的“证券权益”概念或者比利时等国的“名义份额所有权”概念的合理性。第六部分将讨论透明持有模式下的证券所有权观念的回归,揭示科技进步,特别是计算机信息技术的发展对改进证券持有结构的意义,它消解了传统“证券所有权”规则的局限性。第七部分将运用本文提出的理论分析框架来分析我国现行的证券持有方式,指出透明持有模式在我国证券市场中的绝对主导地位决定了我国投资人证券权利基本上可以定性为“所有权”;但仅有标签是不够的,解决投资人与善意第三人之间的冲突是实现“证券所有权”制度价值必不可少的前提条件。结论部分总结了本文的研究对于完善我国证券市场基础法律制度建设可能提供的启示。

二、投资人证券权利的语境:财产法的视角

本文的研究对象是投资人证券权利的法律性质,即投资人对处于金融中介保管下的证券拥有什么性质的权利。这一表述方式是把证券本身视为一种独立的财产的语境下产生的,体现了财产法而非公司法的视角。由于围绕着证券产生的权利比较复杂,为避免歧义,这里首先对相关概念进行界定,以进一步廓清本文的研究对象和范围。

(一) 证券上的两套权利:财产法与公司法的分界

证券(securities)或者有偿证券的定义在学理上不乏争议,^⑦不过,本

^⑦ 参见谢怀斌:《外国民商法精要》,法律出版社2006年版,第350~360页。证券的性质和定义也是近年来国外法学文献中一个热点问题,其背景正是因证券持有方式的变化以及证券无纸化给投资人证券权利定性带来的困惑。参见 Joanna Benjamin, *Interests in Securities: A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford Press, 2000, at 31-36; Mohamed F. Khimji, *Intermediary Credit Risk: A Comparative Law Analysis of Property Rights in Indirectly Held Securities*, (2005) J. Bus. L. 287。

文研究的是股票、债券等投资性证券(investment securities),它们通常被描述为“表彰某种投资性权利的凭证”。这一界定方式包含了两个要素:

第一,证券的内容,或者说证券所表彰的是某种投资性的权利,如股权或者公司债权,持有人可以向发行人主张这些权利。从这个角度看,证券是一种法律关系或一套权利,属于无形财产的范畴。

第二,证券有一定的形式,例如一张特制的纸片,它记载着权利内容,从而将抽象的法律关系固定化,便利权利流通和权利行使。从这个角度看,证券是一种特殊的有形动产,可以像其他有形物那样被占有、交付和转让,可以成为“我的证券”。对于无记名证券的持有人来说,这一点尤其关键,占有证券凭证就成为其具有股东或债权人身份的证明。

当证券无纸化后,对权利的记载不再体现为纸面,而是体现为账户中的记录。尽管学理上对无纸化证券尚存争议,但多数观点认为,电子簿记也是法律拟制的表彰证券的一种方式,是一种可观察到的独立存在状态。因此,证券载体的变化并没有消解证券的两重性,^⑧即证券既是一套可针对发行人行使的“权利”,又是一种独立的、可以被占有、转让、处分的“财产”。^⑨

从证券交易的角度看,证券作为一种可被转让、处置的财产这一重要特征更为人关注。此时,证券上记载的内容,即证券所表彰的针对发行人的一套权利,退隐为使证券具有价值、从而具有可流通性、成为交易品种的一个因素了。本文研究的投资人对证券的权利,正是在证券被当作一项财产而拥有、处置的语境下产生的,关注证券交易中投资人对证券的所有权何时转移,证券处于保管人手中时所有权如何转移,等等。

^⑧ 对无纸化证券的争议包括证券是否还能作为“所有权的客体”,或者证券的定义是否还应当包含“凭证”之义等。例如,瑞士认为无纸化证券不再具有载体,而只有权利内容,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,同注⑥书。认为无纸化不改变两重属性的观念,可参见 Francisco J. Garcimartin Alferez, *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。

^⑨ 在英文文献中,对此特征的描述所使用的概念是“资产”(assets),而不是“财产”(property),参见 Mohamed F. Khimji, 同上文注文, at 147-155。

它体现的主要是一种财产法的视角。而证券所表彰的持有人对发行人的一套权利,以及投资人如何基于证券向发行人主张这些权利等内容,主要是公司法(以及证券监管法)所关注的对象。

从全球证券市场来看,20世纪90年代兴起的有关投资人证券权利性质的讨论,主要是在财产法的语境下进行的,目的在于明确现代证券市场中证券处于金融机构保管之下并以簿记方式存在这一事实对于投资人的证券权利产生了怎样的影响,以及它如何进一步影响到证券的转让、出质等流程序。^⑩

对于从财产法、公司法的不同视角关注证券而形成的两套权利概念,中、外学者提出了一些特定的表述方式来加以区分。如法国学者建议,把财产法视角表述为投资人“对证券的权利”(rights on the securities),公司法视角则为“证券所含的权利”(rights attached to the securities)。^⑪我国已故民商法大师谢怀栻先生在《外国民商法精要》一书中把前者称为“对证券的权利”,把后者称为“证券权利”。本文主要研究财产法视角下“投资人对证券的权利”,简称为“投资人的证券权利”;当涉及公司法视角时,会使用“证券所表彰的权利”之表述方式。

(二) 证券保管对投资人证券权利的影响

对于无记名证券而言,当投资人将证券交予他人保管时,证券的所有权与占有发生了分离,此时就会产生财产法上的一系列问题:

其一,投资人与保管人之间谁拥有保管物证券的所有权。这个问题源于无记名证券的种类物特征,以及保管人通常对同类证券予以混同保管的惯例。

^⑩ 其背景是1987年10月美国华尔街黑色星期一所引发的全球范围内的股灾。事后的调查研究表明,股灾因市场流动性的突然枯竭而加剧,可归责于法律方面的因素就是围绕着投资人证券权利性质的不确定性,导致市场参与者无法以证券为担保而获得融资,从而引发了连锁性的违约。有关的研究参见 Interim Report of the Working Group on Financial Markets, app. D at 15-16 (1988), 转引自 James Steven Rogers, *Policy Perspectives on Revised U. C. C. Article 8*, (1996) 43 UCLA L. Rev. 1431, at 1446, note 23。

^⑪ 这一表述方式是在罗马统一私法协会(Unidroit)起草《中介化证券实体法公约》的过程中,由法国代表团提出的。参见 Unidroit, Doc 43, Appendix 7。本注及本文其他注释中所引 Unidroit 文献,均来自 Unidroit《中介化证券实体法公约》专题资料网页: <http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/preparatorywork.htm>。

其二,投资人与在同一保管人处混同保管同种证券的其他投资人之间的关系。

其三,投资人与交易第三方之间的关系,包括投资人自己转让证券时交易第三人如何取得保管中的证券,以及保管人不当处分时投资人与取得证券的第三人之间的权利冲突如何解决。例如,当保管人擅自出售客户的证券,或者擅自将客户证券出质时,证券的买受人或者接受证券担保品的质权人是否取得权利,是否适用善意取得原则,保管人破产时谁的权利优先,等等。

投资人证券权利的性质,或者说投资人是否拥有证券的所有权,主要是在投资人与保管人之间的保管合同下界定的,但它同时会对投资人与其他投资人或交易第三人的关系产生影响,特别是在保管人破产、保管人不当处分证券等异常状态下。^⑩ 因此,本文在不同持有结构下对投资人证券权利性质的考察将围绕这三组关系进行:(1)投资人—保管人;(2)投资人—在同一保管人处开户的其他投资人;(3)投资人—交易第三人。

(三) 证券保管与“托管”、“存管”

投资人将证券保管在经纪人、托管银行等金融机构处,民商法上称为“保管合同”(bailment),但证券行业惯常使用“托管”、“存管”等概念。其中,“托管”(custodian)一词指投资人将证券保管在经纪人、托管银行等金融机构处,“存管”(depository)一词指经纪人、托管银行将证券进一步保管于中央存管机构处。从法律关系的内容来看,“存管”、“托管”与“保管”似乎并无不同。^⑪ 抽象而论,可以用“保管”来涵盖证券处于各种金融机构保管之下的这一状态。本文正是在最一般的、最广泛的意义上使用“保管”一词,个别情形下也使用“托管”或“存管”的提法。

(四) 证券持有结构与“直接持有”、“间接持有”

证券的保管意味着投资人不再直接占有证券,而是通过保管人来持

^⑩ 何美欢教授对此有一句精辟的概括:“持有人破产或者未经授权处置是某人的物权的检验剂”,引自何美欢:《公众公司及其股权证券》(上册),北京大学出版社1999年版,第273页。

^⑪ 关于证券业强调的存管、托管的特殊意义以及一些法律学者的不同见解,可参见廖凡:《证券客户资产风险法律问题研究》,北京大学出版社2005年版,第32~39页。本文关注的是交易结构,不再涉及概念之争。