

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2020.02.012

新金融业态下“证券”权利转进及法律认定

——以众筹证券权利为中心

石光乾

(兰州文理学院, 甘肃 兰州 730000)

摘要: 新《证券法》虽表现出对“互联网+”股权众筹方式公开发行“证券”立法保护之谨慎, 但新型金融业态下众筹各参与主体法律关系及其财产关系日趋复杂, 传统证券财产权因不同持有模式而具有异质性, 而新型证券模式正催生传统证券物化权利向“互联网+金融”证券财产权利转进。目前实践中众筹财产纠纷案件多发的原因在于未明确新型众筹证券财产权及其性质, 因此须明确认定投资人、发行人、证券中介机构和存管人各主体法律关系, 并得出金融创新体制下解决新型证券财产权纠纷的法律标准。

关键词: “互联网+众筹”; 新型证券; 主体法律关系; 认定标准

中图分类号: DF438.7 **文献标志码:** A **文章编号:** 1672-626X (2020) 02-0106-06

一、问题与进路：金融创新体系下的“证券”权利

在现代金融创新体系下, 众筹新型融资行为已成为“互联网+金融”模式的重要典范。从实质上讲, 此类民间金融行为并未纳入正规金融的监管, 我国证券法也只承认公开发行证券行为, 对众筹这种类似非公开发行(即私募)行为并不认定其为“发行或交易股票、公司债券以及依法认定的其他证券的行为”。3月1日实施的新《证券法》并未明确对“被认可的互联网平台公开发行证券”作出“可以豁免核准、注册”的规定, 立法仍表现出对“互联网+”股权众筹方式公开发行“证券”保护之谨慎。虽新《证券法》不应以法律适用瑕疵为由否定股权众筹的“证券”属性, 但目前多发的股权众筹纠纷案件所涉众筹证券财产权法律认定和司法裁判问题已然出现^①, 尤其是证券监管部门对此类“证券”可豁免情形出台认定标准前, 对传统证券财产抑或新型众筹证券财产问题进行讨论, 均对证券立法监管和司法规范具有实践推动意义。

在证券法理论上, 证券是符合立法界定的具有明确规范的概念, 无论何种证券对其证券财产权法律适用规范的基本原理并无相异, 其准据法及适用标准确定主要取决于对证券定性和适用范围的划定。因证券无纸化改变了证券载体, 产生了“证券必须被金融机构保管并通过账户来记录”这一强制性要求^[1],

收稿日期: 2020-03-25

基金项目: 甘肃省高等学校科研项目(2016B-122); 甘肃省高等学校科研项目(2015A-175)

作者简介: 石光乾(1971-), 男, 甘肃平凉人, 兰州文理学院教授, 研究方向为经济法、金融法。

投资人通过证券中介（如证券公司、众筹平台等）平台托存经营自有证券而形成间接持有，如中介机构挪用该证券且因资不抵债不能给付或破产跑路，投资人对经证券中介机构（或众筹平台）持有的证券资金是行使财产取回权还是破产财产分配权？如直接取回证券财产，发起人利益如何保护，如以债权人身份参与破产清偿其债权利益又如何救济？这都凸显了对被中介机构托管或寄存的证券财产权的法律定性问题，即间接持有模式下证券财产是物权还是债权抑或是一种新型财产权？欲回答上述法理问题须对不同持有结构下被托管证券财产法律性质予以准确认定。

二、间接与直接持有模式：传统证券不同持有体制成因与评介

从理论上讲，证券投资人既可通过证券账户持有电子证券，亦可通过互联网中介机构持有众筹股权。而实际投资人往往通过证券账户（或众筹平台）持有证券财产，将投资人姓名或名称直接登记于发行人（或项目方，下同）或法定登记机构设置的证券（平台）账户上即为“直接持有”；如发行人或法定登记机构簿记系统中只记载中介机构姓名或名称，即为投资人通过名义持有人账户间接持有证券。在直接持有模式下，投资人名称登记于证券发行人或其代理人名册上，投资人享有证券所有权；但当证券被间接持有时，投资人可以不直接与发行人互生关联，只不过投资人的相关证券权利记载于中介机构平台账户而已，中介机构要么通过自己登记在发行人或其代理人名册上直接与发行人发生关系，要么通过更上层的中介机构间接与发行人发生关系^[2]。

但在金融投资市场国际化发展趋势下，实践中必然会存在各国投资人经多个国家证券中介机构去间接持有他国公司股票，因历史上“纸制文档危机”对证券清算和交收系统容量构成的严重威胁，迫使证券间接持有交易体系与登记结算方式产生，因而交易结算时不必要交付证券凭证，也不需要经发行人或其代理机构进行过户登记，最终会由清算公司进行结算，并通过证券中介机构网络系统过户登记，而在持有模式变迁背景下，直接持有模式并未被间接持有取代，两者处于某种共生状态。

如按此推论，那么在证券混合持有模式体系下，因持有结构变化会对投资人证券权利产生何种影响呢？通过考察发现，美国证券体系两种持有系统是补充并行的，投资人如通过直接持有系统则本身无需持有证券，但在证券账簿系统通过载明投资人信息来确认其所有权。英国证券体系则有所不同，两种持有模式均由 CREST 系统提供证券间接持有和为投资人直接持有服务功能。而我国香港特别行政区在发布的《有关无纸化证券市场的建议运作模式的咨询文件》中已推行“分立登记册模式”，股东名册一部分是由香港中央结算有限公司管理的证券账户登记册，另一部分是由发行人管理的证券账户登记册。发行人登记册记录中央结算系统以外的无凭证式股份，两个登记册的投资人持股记录互不重复，投资人通过香港中央结算公司 HKSCC 可以选择以直接或者间接方式持有证券^[3]，因此从现代证券市场尤其是新型金融投资形态看，证券直接和间接两种持有模式混同存在有其必然性。

三、比较与局限：西方主要国家证券权利法案之述评

从本质上讲，直接持有模式下投资人以其名义享有证券所有权，间接持有体制下投资者持有的证券是显示为无形电子记录的证券账户而非直接持有体制下的证券实物券^[4]，投资人并未以自己名义登记账户财产，因此投资人证券所有权事实上存在被异化表现。根据物权公示主义，最上层中介机构则为证券所有权人，而在证券实务中，实际投资人（所有权人）并非中介机构，如此则实际投资人财产权利与权利性质就是必须研究的问题。无论何种持有方式，投资人拥有证券所有权已被各国确认为普遍法律规则，现有各种文献提出的“所有权说”“共同所有权说”“衡平法所有权说”“信托说”等则皆属一致，只

是存在法律概念之差异。

德国于1995年颁布的《有价证券保管法》首次对证券权利性质作出了立法定义。依该法案相关条款,投资者只对托管的同类证券享有按份共同所有权,并可要求在同种类的证券集合中按数量交付为其保管的证券,但不得要求返还原来所交付托管的证券。可见,德国法已经将传统的对待托管股权只是一种人身或合同的请求权转变成为对托管证券替代物的一种共有财产权,但这种共有财产权在功能上和传统的财产权仍是相同的,这种建立在过时的观念基础上的“对个人证券的可追溯的所有权”并未克服传统的法律规则带来的弊端^[5]。

而比利时《皇家法令62号》第10条则规定:托管证券的实际出资人对替代证券享有对物的无形权利,这种权利只能对抗保存证券账户的有关机构,实际投资人享有要求收复同种类型的证券的一般权利,以帮助他们在中介机构破产的时候能维护自己的权利。此种对替代证券享有对物的无形权利因可转让给其他当事人,所以持有人所享有的权利被认为是物权范畴,其凭在中介机构账户的相关记载便可取得财产利益,所不同的是,此种权益与个人证券追索权和对中介机构按比例持有证券所有权迥然不同,表现为由不同的账户持有人共享替代证券权利,虽然只表现为名义而非实质意义的证券权利,但立法实践中仍将此财产利益名义上界定为证券按份共有权。

虽然在大陆法系中一物一权理论根深蒂固,但英国衡平法则认为,间接持有模式下证券被托管于中介机构处并为中介机构持有,实际上已经构成了一个集团信托^[6]。中介机构作为证券注册所有人拥有法定所有权,实际投资人则对信托财产享有收益所有权或衡平所有权。《支付和结算系统术语表》第26条规定,在间接持有模式下,名义所有人作为官方登记的法定所有人,受益所有人则被认定为名义所有人记录下的证券所有人,因此每个实际出资人均可按照给定比例或份额,针对证券集合即信托财产享有收益所有权。

事实上,具有同样法案规定也体现在美国颁布的《美国统一商法典》中,但该法案并未摆脱传统立法模式之局限。正如罗格斯(Rogers)教授所言,证券权并不是对一种特殊的同一物的请求,而是投资人所享有的可抗辩证券中介机构及其财产的一揽子权利和利益^[5]。而间接持有模式体现的最根本原则,即中介机构须为保障权利人能得到该证券内含的所有经济利益和其他权利履职尽责。持有人只可向该中介机构请求履行义务而不能向其直接主张支配权,此完全不同于对传统的可追溯财产权或按份共同所有权之法律界定。

四、主客体关系逻辑:证券财产权利内容及其属性

基于对间接持有模式下实际投资人享有权利的传统解释,无论是大陆法系的共有权还是英美法系的信托衡平所有权,均认为此权利是证券集合的按份共有。而通过综合考察发现,大陆法系和英美法系对按份共有表现出相通的立法理念:其一,由全体共有人协商决定共有财产使用、收益和处分,任一共有人未经其他共有人同意,对共有财产无权占用或处分;其二,共有财产转让中,某按份共有人转让其应有份额时,同等条件下其他按份共有人可行使优先购买权。实质上,这种按份共有的立法设计与证券实际交易规则并不相符,比如对间接持有模式下中介人对托管证券管理需征得全体实际出资人一致同意等,此种权利属性认定会为证券正常交易设置不必要的法律障碍,可见传统的共有原则并不适用于现代投融资市场的证券交易场合。因证券权不再针对特定证券直接行使支配权,对中介机构请求权范围也远超超出合同之债的范围,且在中介机构破产时具有取回权,所以其权利属性已很难用传统物权或债权理论去刻画,它应该是一种物权的衍生财产权^[7]。

从属性关系分析,证券权主体与客体关系表现出传统物权的一些属性。其一是按份共有性。实际投

资人对其中介机构持有的金融资产享有按比例的所有权，证券无纸化后实质已经成为中介机构、发行人和法定登记机构簿记系统中的一些数据符号，若在实物证券时代证券还有区别标志而特定化的话，此时的证券则成为种类物，作为证券集合被中介机构混同占有着，实际投资人只能主张自己份额而不能主张交付中介机构的特定证券。其二是优先性。该权利不受中介机构的债权人追索，相对于中介机构的债权具有优先效力，而“物权效力强于债权，原则上物权优先于债权”则是传统民法的基本主张之一^[8]。其三是物上追及性。因金融资产独立于中介机构财产，中介机构破产时证券投资人享有取回权则是基于物权追及效力而产生之权能，是取回权人以物的所有权人的身份对特定物提出的返还请求权^[9]。而证券权主体与其义务主体（即中介机构）关系亦体现某些债权属性。其一是请求性和契约性。证券权是基于合同设定的实际投资人对其开立帐户的中介机构的权利，不能对中介机构以外的更高层次的中介机构主张权利。此外证券权内容大都记载于证券代持合同中，权利内容不能由证券权人主张支配权而直接实现，而需通过请求中介机构履行义务来实现。其二是相对性。如名义持有人未经实际出资人同意擅自处分金融资产，因发行人处所记载权利人即是名义持有人，假设交易相对方知悉存在隐名的实际投资人，则有理由相信中介机构享有代理权继而构成表见代理，反之，交易相对方不知悉存在隐名的实际投资人则可能构成善意取得，而此时原证券权人不能向交易相对方行使绝对的物上追及权，只能向中介机构主张侵权责任或者违约责任。

五、权义与均衡：无纸化背景下证券权利的法律认定

（一）我国证券持有模式的立法解述

在现有证券市场体系下，我国证券持有模式其实处于混合模式。新《证券法》157条对证券持有、登记模式规定为：投资者委托证券公司进行证券交易，应当通过证券公司申请在证券登记结算机构开立证券账户。证券登记结算机构应当按照规定为投资者开立证券账户。投资者申请开立账户，应当持有证明中华人民共和国公民、法人、合伙企业身份的合法证件。国家另有规定的除外^[10]。从法条结构来看，此条第二款首句是延续以前立法对证券账户开户申请人资格的限制；次句则是对这一资格限制的但书规定，即在直接持有模式外，在国家另有规定情形下，开户申请人可以是境外个人或法人，该但书条款设计在立法上通融了间接持有模式。我国持有A、B股的境内投资者须实名登记在登记结算公司簿记系统中，交易结算后的证券也要过户到实际投资人账户，此为典型的直接持有模式；而持有B股的境外投资人可将个人股份在托管银行或境外结算会员名下代持登记，由此对B股股票达成间接持有。通过考察我国《合格境外机构投资者境内证券投资登记结算业务实施细则》第五条规定和《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》第三条规定可知，合格境外投资者（QFII）所代表的境外实际出资人拥有A股股票通过QFII、托管银行和境内证券经纪人作为共同的名义持有人间接持有。因此我国证券市场上实质存在间接持有证券实例由来已久，并且随着证券专业化和证券市场国际化进程加速，间接持有模式已处于长期发展态势并将适于新型金融业态下的更多投融资主体。

（二）不同持有结构下证券财产权法律认定

因不同持有模式下投资人与证券具有不同关联程度，证券权利人所托管证券财产法律属性亦不相同，所以其间权利义务关系亦存差别。而定性证券财产权属性时须明确证券持有的模式类型，以此解构证券持有和账户设置两个核心问题。其一，是关于证券直接持有和间接持有的识别标准问题。若实际投资人姓名或名称登记在发行人或其代理人的记录簿中，实际投资人则直接持有金融资产并享有证券所有权；若实际投资人姓名或名称仅登记在其直接中介机构的记录簿中，实际投资人便以登记在发行人或其代理人的记录簿中的最高层次的中介机构名义，间接持有金融资产并享有证券所有权；其二，是关于CSD

的账户设置问题。若 CSD 为实际投资人开立证券账户或证券明细账户, 实际投资人即通过证券账户直接持有证券; 若 CSD 处开立证券账户只是记载中介机构姓名或名称, 实际投资人的金融资产被混同地托管于中介机构处而使 CSD 处和发行人处无法识别, 则实际投资人通过其中介机构间接持有证券。因而通过这两个关联问题解构可以认定证券持有模式, 并探讨证券财产所有权下权利义务边界以及应然的均衡状态, 以得出证券财产权利的法律认定标准。

1. 直接持有模式下证券财产权法律认定。一是投资人与证券中介机构的权利义务关系。在以住直接持有模式下, 证券投资人信息与所持证券登记于发行人登记账簿中, 投资人则对所持证券享有直接财产权, 而在证券交易或转让过程中, 证券中介机构实则以行纪人的代理身份参与证券交易, 投资人账户均会完整记录证券交易、结算等程序环节信息, 如投资人遭受证券中介欺诈则会诱发证券市场系统性风险, 因而证券机构破产清算时, 投资人证券资金不应作为中介机构破产财产, 中介机构与投资人本质处于居间合同关系, 其所有代理行为所产生法律责任均由投资人承担。二是投资人与发行人和 CSD 的权利义务关系。在此持有模式下, CSD 作为投资人与发行人的服务中介, 投资人以其名义持有证券且自己信息被记载于 CSD 和发行人账簿, 通过两方账簿记录以确认投资人享有证券所有权, 投资人即成为 CSD 证券结算直接参与者, 此时投资人则为名义亦为实际的证券持有人, CSD 避除其作为名义持有人之义务。

2. 间接持有模式下证券财产权法律认定。一是投资人与证券中介机构的权利义务关系。间接持有模式下投资人是证券实际持有人, 其实质是通过证券中介机构行使证券权利, 证券中介机构是为了实际持有人的权益进行运行, 最终权益归属于实际持有人, 实际持有人集委托人和受益人于一身^[11]。虽然证券中介机构是对外公示的证券持有人, 但对其权利之行使均有立法限制。中介机构替投资者持有的证券并不属于中介机构, 因而让中介机构背后的投资者或下级中介机构承担这样的风险是不合理的^[12]。而 CSD 通过约务更替 (Novation) 将所有证券交易结果转嫁于己, 并利用其管理的证券账簿通过净额轧差方式减少证券资金结算流转量, 则证券中介机构对客户的欺诈风险不会扩散, 此间各级中介机构均以自己名义开展证券交易, 因此所产生的法律责任均由各级中介机构一概承担。二是投资人与发行人和 CSD 的权利义务关系。间接持有模式下投资人与 CSD 之间并无合同关系, CSD 只作为名义持有人与发行人存在业务关系, 投资人仅依赖证券中介开展证券交易, 其证券登记过户并不引发 CSD 账户变动。因为 CSD 是全部或者至少是大部分证券名义持有人, 投资人全部或者大部分证券都登记在发行人账簿中并为 CSD 持有, 所以投资人交易行为不会引起发行人登记账簿变更。

六、结语与启示: 新金融业态下“证券”权利之嬗变

考察域外证券立法与持有结构表明, 证券持有结构是决定投资人证券权利性质的核心, 证券载体的“有纸化”“非移动化”“无纸化”转变, 促使证券物化的权利功能已向实质的证券财产权转进, 而新型证券则具有财产权与请求权的多重复合特征, 因此应对证券中介机构可支配权利作出法定限制。虽学术界对此问题争论持久, 但笔者认为, 证券作为市场投资权利物化的载体, 其单一的物化结构与权属表现, 已无法因应物权法上实物形态与价值形态的统一, 囿于传统证券所有权与证券二元权利结构影响, 法学理论过多强调物的占有即权利所有, 使理论上对证券权利定性均以不同持有结构为划分, 此理论模式会为金融创新体系下新型证券财产权产生依据造成障碍, 因为证券间接和直接持有只能或部分表征传统的实物证券财产权问题。

而在市场融资和民间资金入市双重需求的叠加期, 互联网金融为建构多元投融资体系提供了技术支持, 且衍生出“互联网+金融”特质的投融资平台, 当前股权众筹、债权众筹等新融资模式催生的新型“证券”^②具有无体性、电子性和间接持有性, 这种新型证券的无体性正诠释着证券权利嬗变的立法基

础。可以明确的是，原有证券实物载体已不能全部呈现特定所有权形式，证券载体正被更替为某种法定的信息数据或技术条件，也修复着以不同持有结构为核心的证券所有权认定标准，因此新金融业态下对投资人主体享有投资证券权利应突破传统法理限度，不以“物之占有即权利所有”为圭臬。证券权利所彰显的是投资者与证券发行人之间的权利义务关系^[13]，而证券交易体制的互联网创新正在解构新型证券权利法律定性的现实基础，因此证券财产在破产清算时不应归为破产财产，证券投资人证券权利优先于善意第三人，以规制和防范证券中介机构欺诈风险的扩散，即使有错误、欺诈、无权处分，那也是背后操控人的行为（可以按民法侵权规则处理，以赔偿替代返还），对证券权利变动的效力没有任何影响^[14]。

注释：

- ① “股权众筹第一案”裁判结果对于众筹行业发展具有指导意义：一是法院支持和鼓励众筹交易发展的结论，为众筹融资行业在我国健康规范发展留下了空间；二是从裁判角度对众筹融资行业交易合法性问题进行具体分析和梳理，明确了个案裁判的具体角度和尺度；三是体现司法对市场交易引导和规范作用，对下一步出台具体监管政策、形成评价规则提供了有益借鉴。参见海淀法院官方微信·中国公开宣判“股权众筹第一案”确认众筹合法[EB/OL]. http://www.sohu.com/a/32257300_116173, 2019-12-05。
- ② 本文所指新型“证券”并非电子证券或证券法认定的证券新形式，特指以“互联网+众筹”方式公开发行股票范畴的“证券”。

参考文献：

- [1] 楼建波，刘燕. 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[J]. 商事法论集，2009，（1）：3-47.
- [2] Philipp peach. Harmonising Substantive Rule for the Use of Securities Held with Intermediaries as Collateral[J]. The UNIDROIT Project, Unif. L. Rev, 2002，（4）：1142-1144.
- [3] 香港交易及结算所有限公司. 有关无纸化证券市场的建议运作模式的咨询文件[EB/OL]. http://www.hkex.com.hk/consult/paper/scriless_c.pdf, 2019-12-02.
- [4] 鲁世平，李卉. 《中介机构所持证券若干权利法律适用公约》介评[J]. 西北农林科技大学（社会科学版），2014，（1）：156-160.
- [5] 乔雄兵，王邦武. 证券间接持有体制及托管证券权利性质探析[J]. 武汉金融，2004，（4）：30-32.
- [6] 王志诚，赖源河. 现代信托法[M]. 北京：中国政法大学出版社，2002：39-40.
- [7] 刘少军. 法边际均衡论——经济法哲学（中青年法学文库）[M]. 北京：中国政法大学出版社，2007：185-186.
- [8] 张俊浩. 民法学原理（上册）[M]. 北京：中国政法大学出版社，2000：401-403.
- [9] 王卫国. 破产法[M]. 北京：人民法院出版社，1999：148-150.
- [10] 新华网.（受权发布）中华人民共和国证券法[EB/OL]. http://www.xinhuanet.com/2019-12/29/c_1125399656.htm, 2019-12-29.
- [11] 万国华，张崇胜. 互联网时代证券权利结构的嬗变与反思[J]. 财经法学，2018，（4）：5-17.
- [12] 杨江涛. 中介机构破产风险与证券投资者权益保护——以间接持有模式为背景[J]. 东方法学，2010，（6）：76-88.
- [13] 夏思宇. 无纸化背景下对证券所有权的重新思考[J]. 上海政法学院学报（法治论丛），2017，（1）：118-126.
- [14] 张保红. 论证券权利变动制度的构建[J]. 云南大学学报（法学版），2014，（3）：56-60.

（责任编辑：彭晶晶）