

# 无纸化条件下的证券法律关系分析

陈 东

(福建农林大学 人文社会科学学院,福建 福州 350002)

**[摘 要]**证券无纸化后,证券法律关系发生了很大的变化。无纸化条件下证券的主要法律关系可以概括为“四方主体+三大法律关系”。投资人与发行人间的法律关系因持有模式的不同而相异;发行人、投资人与证券登记机构之间的法律关系分别为证券登记法律关系和证券存管法律关系,随着中央证券登记结算机构的出现,证券登记和证券存管逐渐趋同;投资人与证券经纪商(直接中介商)之间的关系总体上是一种民事代理关系,这些关系的具体内容由当事人之间的约定和有关法律法规等规范性文件的规定共同确定,具有约定性和法定性双重属性。

**[关键词]**无纸化证券;证券法律关系;登记关系;存管关系;代理关系

**[中图分类号]** D922.287 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-9477(2011)01-0070-04

## 一、问题的提出

目前,我国证券发行和交易已经由实物券进入到全面无纸化时代。截止到2010年10月份,我国2010年度股票成交金额累计约为41.3万亿元,日均成交金额达2098.89亿元,股票市价总值为27万亿元。也就是说,我国单在股票市场就有近30万亿元的财产权益都是以无纸化的形式存在,而且日均流转总量超过2000亿元。<sup>[1]</sup>可见,以无纸化方式存在的证券财产已经成为我国社会财富的重要组成部分,也是党的十七大提出的“创造条件让更多群众拥有财产性收入”政策的具体落实。面对市值如此庞大的证券市场,为了保障投资者的投资权益安全,我国应加快为无纸化证券权益登记和交易立法,权益登记的首要前提是确定权益的内容,而权益的内容正是法律关系的内容,因此,厘清无纸化条件下的证券法律关系就成为无纸化证券立法的基础工作。

在纸质证券时代,证券市场的当事人主要是发行人和投资人,最多再加一个参与人证券经纪商;证券无纸化后,证券市场的参与人除了最基本的发行人和投资人外,另有登记存管机构、经纪商等中介机构也参与到证券的发行、交易中来,这在不同程度上影响和改变了投资者持有、交易证券的传统方式和内容,在法律上形成了一个非常复杂的法律关系网,可以概括为“四方主体+三大法律关系”,对于这些法律关系的性质和内容,学者的观点不一,有些观点存在偏颇甚至错误之处,对此,有必要进行系统的梳理和澄清。

## 二、证券投资人与发行人之间法律关系

在无纸化证券市场上,投资人与发行人之间的法律关系是证券市场法律关系网中最根本的基础关系。这一法律关系与证券持有方式密切相关。

实物券时代,投资人直接从发行人处认购证券,或者是无记名证券,或者是以自身名义记载于发行人登记簿上的记名证券,不论是哪一种,投资人与发行人均存在直接的法律关系,投资人可以直接向发行人主张权利。证券无纸化后,投资人与发行人之间的法律关系因证券持有方式的不同而有所变化。在直接持有模式下,投资人与发行人之间存在直接法律关系,投资人可以直接向发行人主张证券权利,如要求分取红利、股息,行使投票权等;在间接持有模式下,投资人与发行

人不存在直接法律关系,投资人不能直接向发行人主张证券权利,只能向其直接中介机构主张证券权利,发行人也只需要向其名义持有人履行分红、派息,通知参加会议表决等有关义务。

综上,在直接持有方式下,无纸化证券的投资人与发行人的法律关系与实物券时代基本一致,只是投资人行使权利、发行人履行义务的方式有所不同,无纸化证券投资人一般会通过中央证券登记存管机构的电子簿记系统行使权利。但是,间接持有模式下的无纸化证券,投资人与发行人之间隔着一层或者数层中介机构,投资人与发行人之间的直接法律关系中断,投资人只能通过直接中介机构主张证券权利。

## 三、发行人、投资人与中央证券登记存管机构之间法律关系

根据传统的证券法和公司法理论,证券登记机构和证券存管机构是两个不同的机构,其中证券发行人与证券登记机构之间的法律关系为证券登记法律关系,证券投资人与证券存管机构之间的关系为证券存管法律关系。证券无纸化后,出现了集中登记、集中存管、集中结算的“三集中”中央证券登记结算机构,证券登记和证券存管逐渐趋同。

(一)发行人与登记机构之间的证券登记法律关系

在实物券时代,无记名证券的发行不需要登记,发行人只要将证券交付给投资人即可,记名证券则由证券发行人或者其代理人将证券持有人的名字记载于证券持有人名册,也就是说,在实物券时代,证券登记机构是可有可无的,只有发行人发行记名证券,并且将证券持有人登记任务交由代理人负责时候,才需要证券登记机构,产生证券登记法律关系。然而,证券无纸化后,证券的实物凭证消失,证券必须借助证券登记和证券存管制度才能证明其存在,具体而言就是证券登记机构负责对证券持有人及其证券权利的归属与变动进行记录。此时,证券登记制度成为无纸化证券权利制度必不可少的重要制度。

从性质上而言,证券登记法律关系是一种民事代理关系,其中发行人是委托人,登记机构是代理人。证券登记法律关系的主要内容是证券登记机构根据发行人的委托,置备发行人的证券持有人名册,并负责维护、更新登记记录,目的是确定证券权利的权属,同时根据发行人指示负责向证券持有人分红、派息、通知有

关信息等。

## (二) 投资人与中央证券存管机构之间的证券存管法律关系

所谓证券存管,是指证券存管机构或其代理人受投资者委托,为其开立证券账户,代其保管证券并管理证券权益的行为。<sup>[2]</sup>在证券市场早期并不存在证券存管,上个世纪60年代美国证券市场爆发“文档危机”,为了减少证券交易中物理交付这一环节,提高交易效率,证券存管制度应运而生,实物证券由此被“固化”。

证券存管通常表现为两种模式:一种是多级托管模式,即证券经纪商为投资者开立证券账户,中央证券存管机构为其参与人(证券经纪商)开立证券账户。该种模式具有多重法律关系,投资人与中央证券存管机构不存在直接保管法律关系,投资人不能直接向中央证券存管机构主张证券权利。另一种是直接存管关系,即投资人直接以其自身名义在中央证券存管机构的簿记系统上开设账户。此时,投资人与中央证券存管机构产生直接存管关系,中央证券存管机构负有维护投资者证券账户记录的义务,即根据投资者证券权利变动情况在账户记录中记增或者记减,同时负有代投资者领取股利,将现金股利记入投资者的资金账户,将股票股利记入投资者的证券账户的义务,并且“须对投资者所拥有的证券的毁损、灭失或不当处置承担责任”。<sup>[3]</sup>

## (三) 无纸化背景下证券登记与证券存管的合一

证券无纸化后,证券权利的证明高度依赖证券登记制度和证券存管制度,证券登记和存管机构必须与证券发行人和投资人分立,成为中立的利益无涉的第三方,才能具备无纸化证券制度体系正常运行所要求的社会公信力。无纸化证券的集中交易,又亟待呼唤证券集中登记和集中存管制度的建立。在这样的背景下,承担“集中登记”、“集中存管”、“集中结算”三职能于一体的中央证券存管机构应运而生,满足了证券市场对社会公信力、高效率、低成本追求。

目前,法国、澳大利亚建立了集中登记和集中存管于一体中央证券登记存管机构,英国、美国等实行分散登记模式的国家,也建立了中央证券存管机构,而且“这些采用分散登记模式的证券市场,往往会通过中央证券存管系统将各分散的证券登记机构连接起来,以便于证券集中交易的进行”。<sup>[4]</sup>

而且,从技术上而言,中央证券登记存管机构为发行人置备的证券持有人名册和为证券持有人开立的证券账户的数据信息是一致的,证券持有人名册的数据通常是根据证券账户数据并通过预先编制的统计程序生成的。事实上,证券登记与存管“不再具有技术意义上的区别”。<sup>[5]</sup>即便是实行证券登记和存管分立制度的证券市场,登记机构和存管机构也是通过现代网络技术连接,分享同一数据。

“三集中”的中央证券登记存管机构的出现,使得证券持有人与中央证券登记存管机构之间增添了一层新的法律关系,即他们之间除了可能存在以开立证券账户和维护账户记录为主要内容的证券存管法律关系外,也可能存在以证券权利的权属确认为主要服务内容的证券登记法律关系。证券登记结算机构作为法定登记机构,受发行人委托为其维护股东名册,同时接受投资者的委托为其确认股份并办理股份变更登记,因此在证券登记环节,证券登记结算机构与发行人和投资者有着直接的法律关系。<sup>[6]</sup>在这种情况下,证券持有人享有证券权利的主要证明方式不再限于发行人或者其代理人处的证券持有人名册,证券持有人有在存管机构开立的证券账户的电子记录成为权属确认的重要依据。因此,中央证券登记存管机构负有正确、审慎、及

时维护、更新账户记录,以及确认证券持有人享有证券权利的的义务,违反这一义务,证券持有人有权提起诉讼,请求登记存管机构履行义务。

但是证券登记和证券存管的合一模式也存在一些缺陷。中央证券登记存管机构一方面作为发行人的代理人履行证券持有人名册登记义务,另一方面又作为投资人证券的保管人履行证券登记和维护账户记录的义务。实际上,中央证券登记存管机构是发行人和投资人共同的受托人,而投资人和发行人作为证券发行关系中対立的当事人,其利益不总是一致的,那么,当双方利益出现冲突的时候,登记存管机构作为双方共同的代理人,就会产生某一方利益受到侵害的风险。这种双方代理也违反了民法关于代理的基本要求。解决这一问题的关键是确保登记存管机构的中立性,增强其社会公信力。

## 四、投资人与证券经纪商之间法律关系

投资人与证券经纪商(直接中介商)之间的关系总体上是一种民事代理关系,根据代理业务的不同和证券持有方式的不同,又可具体分为证券交易代理或行纪关系、证券存管或者托管关系和资金管理关系,这些关系的具体内容由当事人之间的约定和有关法律法规等规范性文件的规定共同确定,具有约定性和法定性双重属性。

### (一) 证券交易代理或者行纪法律关系

证券市场上的证券交易一般实行交易席位制度,即具有证券交易席位的证券交易所的会员才能直接进入证交所进行交易,其他投资者进行证券交易必须委托具有会员资格的证券经纪商向证交所的集中撮合系统下单。因此,投资者进行证券交易必须委托券商完成。那种情况下,投资者与券商之间法律关系性质如何?学术界对此存有争议。

中国证券登记结算公司重大法律课题组研究认为,总体上而言,投资人委托券商进行证券交易而形成的法律关系为行纪关系。<sup>[7]</sup>学者邓丽也持相同的观点。<sup>[8]</sup>也有观点认为,证券委托交易是一种代理合同关系。<sup>[9]</sup>行纪关系和代理关系的主要区别在于受托人是以自己名义还是以委托人的名义从事交易活动,若前者则是行纪关系,后者则是委托关系,上述不同观点的争议点也在于此。

我们认为,辨析投资人与券商在交易方面的法律关系性质要区分证券持有模式。在直接持有模式下,券商以投资人的名义在证券市场上代理买卖证券、交收款项、申请过户和登记等交易服务,证券交易的全部法律后果都由投资人承担。从具体操作上而言,投资人的交易指令都是由投资人做出,只是通过证券经纪商的电子系统将投资人的指令传送到证交所和中央证券存管机构系统中。在间接持有模式下,券商接受投资人委托以自己的名义向证交所交易系统申报交易,并且以自己的名义向证券登记结算机构办理登记、结算事宜。由此可见,投资人与券商在委托交易上的法律关系在直接持有模式下偏向于代理关系,在间接持有模式下偏向于行纪关系。

### (二) 证券存管或托管法律关系

在无纸化证券直接持有模式下,投资人以其自身名义登记在发行人或其代理人处的证券持有人名册上,并且委托“三集中”的中央证券登记存管机构开立证券账户存管其持有的无纸化证券。由于投资人已经将无纸化证券存管于中央存管机构,投资人与证券经纪商之间不存在证券存管法律关系。

但是,在间接持有模式下,在发行人或其代理人置备的证券持有人名册上登记的证券持有人既不是投资

人也不是中介机构,而是中央证券存管机构。投资者的证券权益以证券中介机构名义记载在中央证券存管机构,投资人与发行人、中央证券存管机构不存在直接的法律关系。投资人仅仅与其直接中介机构存在直接法律关系。此时,投资人在直接中介机构处开立证券账户并将无纸化证券委托该中介机构存管,该账户是“真正可以反映投资人对证券持有状况的电子记录”。<sup>[10]</sup>如果称证券中介机构以其自身名义为投资人在中央证券存管机构开立的账户为“一级账户”的话,那么,投资人在其直接中介机构处开立的证券账户可以称为“二级账户”。在直接中介机构处开立的投资者证券账户中,每一投资人拥有一个属于自己的证券账户,账户中明确地记载了每一位投资人持有证券的名称、数量、证券的购买价格、历史成交记录等信息。投资人通过帐号和密码支配、控制和查询证券账户,不同投资人持有的证券通过不同的证券账户得以区分,因此即便在间接持有模式下,以证券账户及其电子记录为载体的无纸化证券也具备民法上“物”的特定性和独立性特征。

证券账户和电子记录具备物客体属性,投资人对账户记录享有支配权,投资人在直接中介机构处开立的证券账户及其电子记录拥有同样的权利,即对账户记录享有所有权,并通过对账户记录的支配和控制进而实现对证券权利的支配和控制。因此,投资人与直接中介机构之间是委托存管、交易法律关系,尽管证券账户根据委托合同开立,但是证券账户以投资人名义开立后,即由投资人支配和控制,投资人对证券账户及其中的电子记录享有所有权。正因为如此,投资人享有的无纸化证券便取得了对抗直接中介机构的债权人追索的权利。这一对抗权使得中介机构破产清算时,无法将投资人的证券纳入破产清算范围。这一对抗权除了对直接中介机构债权人发生法律效力外,能否取得广泛的对世权,值得研究。在中央证券存管机构开立的一级证券账户,能够取得广泛的社会公示性,而在直接中介机构处开立的二级证券账户不具有广泛的社会公示性,这也正是间接持有方式下投资人享有的无纸化证券权利的特殊性。我们认为,两者在效力等级上应当是平等的。因为间接持有模式下,投资者的证券权利体现为投资人与直接中介机构之间的权利义务关系,投资人享有的证券权利的义务主体是其直接中介机构,而不是发行人或中央证券存管机构,因此二级账户的效力主要规范投资人与其直接中介结构法律关系,不需要具有广泛的公示性。简言之,从功能的角度看,一级账户和二级账户都实现了各自所需要发挥的功能,满足了直接持有和间接持有各自的需要,因此其效力等级不存在高低差异。

值得注意的是,我国2005年新修订的《证券法》仅保留“存管”一词,弃用“托管”来界定中国结算公司的职能,<sup>[11]</sup>然而在我国证券实务界,中登公司在其业务规则中继续使用“托管”的概念来指称投资者与指定交易证券经营机构之间的关系,由此将证券托管界定为投资者委托证券经营机构或相关机构对其证券资产进行保管或对其他证券资产相关权益进行管理的行为。<sup>[12]</sup>而将“存管”用于证券登记结算机构接受证券公司委托,集中保管证券公司的客户证券和自有证券方面。证监会出台的《证券登记结算管理办法》也确认了实务界的做法。<sup>[13]</sup>事实上,中登公司在实践中试图撇清与投资者之间委托存管关系,避免对投资者承担责任,确立有利于中登公司的“一级登记,二级托管”机制。但是,这一做法不利于保护投资者的合法权益,不利于增强投资者的投资信心,而且也无法律依据,甚至

可以说是与《证券法》的规定冲突的。

### (三)资金管理法律关系

证券结算一般分级进行。首先根据成交结果,登记结算机构与证券公司之间进行一级结算,然后证券公司再与其客户之间进行二级结算。因此,投资者买卖证券必须在证券公司开立资金账户,并将交易需要资金预先存入资金账户,证券经纪商根据投资者的授权运用该笔资金与登记结算机构进行交易资金管理。

那么,投资人与证券经纪商就证券交易资金管理和使用所产生的法律关系的性质如何呢?理论界观点不一,主要有存款合同说、信托合同说和保管合同说三种。<sup>[14]</sup>事实上,上述不同的观点与客户交易资金的存管模式有关。就我国而言,客户交易资金的存管主要经历了证券公司自己存管、第三方存管两种方式。也有学者认为除了上述两种方式外,还有“独立存管”模式,即“证券公司应使客户交易结算资金独立于公司自有资金,存放在具有一定独立性和必要监管职责的存管机构”。<sup>[15]</sup>其实,所谓独立存管模式与第三方存管模式并无本质不同。根据《客户交易结算资金管理办法》(2001年)规定,在第三方存管模式下,客户交易结算资金专用存款账户与自有资金专用存款账户应当在有资格的商业银行开立,并且客户账户和自有账户要分别开立。<sup>[16]</sup>在证券经纪商自己存管的模式下,存款合同说和托管合同说有一定的合理性,因为在这种模式下,证券经纪商对投资人的交易结算资金拥有很大的控制权。在第三方存管模式下,保管合同说更为恰当,它比较准确地描述了投资人与券商之间的委托关系性质,即券商对资金的使用必须按照投资人的授权进行,只能用于投资人证券交易资金结算,而不得擅自挪用。

综上,投资人与证券经纪商之间的资金管理关系总体上是一种代理结算关系。由于分级结算制度的实行,投资人不能直接参与中央证券登记结算机构组织的结算活动,只能委托证券经纪商进行一级结算,然后再与证券经纪商进行二级结算。证券经纪商对投资人证券交易结算资金的使用也仅限于此。

## 五、结语

与纸质时代相比,无纸化条件下的证券法律关系发生了很大的变化。一方面,既有的法律关系性质和内容发生了变化,另一方面,随着新主体的出现,新的法律关系亦浮出水面。厘清这些法律关系的性质,内容成为无纸化证券立法和司法的前提条件之一。这又包含两方面的工作:一是从实证的层面考察目前体制下实际运行的证券法律关系的性质和内容;二是超越实证,从规范层面建构无纸化条件下证券法律关系的应有状态。正是基于以上考虑,本文从实证和规范两个层面对无纸化条件下的证券法律关系进行了考察。

## 【参考文献】

- [1] 中国证券监督管理委员会网站. 2010年10月股票交易情况统计表.
- [2] 邓丽. 投资者在证券集中交易法律关系中的地位与风险 [A]. 中国政法大学博士学位论文 [C]. 2006:21.
- [3] 邓丽. 投资者在证券集中交易法律关系中的地位与风险 [A]. 中国政法大学博士学位论文 [C]. 2006:28.
- [4] 邓丽. 投资者在证券集中交易法律关系中的地位与风险 [A]. 中国政法大学博士学位论文 [C]. 2006:22.
- [5] 廖凡. 证券客户资产风险法律问题研究. 北京:北京大学出版社, 2005:35.
- [6] 马其家. 中国证券登记结算公司重大法律课题摘要(四). 证券登记结算领域中的基本法律关系. 上海证券报.

(下转第86页)

校园网,开辟网上“社会主义核心价值体系建设论坛”,用社会主义核心价值体系引领校园网络文化,形成网上网下思想政治教育的合力,充分发挥校园网络的作用。四是要利用大学图书馆、科技馆、学生文化活动室、广播室、校展室等宣传教育阵地,向学生大力宣传社会主义核心价值体系观,运用丰富的校史资源、老革命家的优良传统资源、中国近代改革开放的发展史对大学生进行社会主义核心价值教育,并不断在宣传内容、宣传形式、宣传手段上有创新,增强教育的针对性和实效性。

#### [参考文献]

[1] 杨德广,晏开利. 中国当代大学生价值观研究[M]. 上海教育出版社,1998.

- [2] 陈章龙,周莉. 价值观研究[M]. 南京:南京师范大学出版社,2004.
- [3] 高鹏飞. 基于系统学理论的大学生班集体建设规律探析[J]. 河北建筑科技学院学报(社科版),2006,(2):81-82.
- [4] 杨中刚. 论加强对大学生核心价值观的引导和培育[J]. 学校党建与思想教育,2005,(12):47-48.
- [5] 罗丽娜,古建学,魏玲玲. 对大学生进行社会主义荣辱观教育的几点思考[J]. 河北工程大学学报(社科版),2007,(2):67-68.
- [6] 吴长增,常利平. 加强大学生思想政治工作 营造和谐校园环境[J]. 河北工程大学学报(社科版),2007,(2):69-70.
- [7] 罗爱军. 论大学生社会主义核心价值观的树立[J]. 辽宁大学学报(哲学社会科学版),2007,(3):25-27.

[责任编辑:王云江]

## On constructive strategy of socialist core value system of college students

YANG Xi - ying, YANG Jun - qi

(Scientific Research Department, Hebei University of Engineering, Handan 056038, China)

**Abstract:** Through analyzing the features of current values of college students, this paper demonstrates the significance of the construction of socialist core value system of college students, hence proposing four constructive strategies of socialist core value system: to adhere to a scientific world outlook, to broaden channels of social practice, to raise professional ethics of teachers and to promote the construction of campus culture.

**Key words:** college students; values; core value system of socialism

(上接第72页)

- [7] 何诚颖,等. 证券公司与投资者登记结算法律问题[A]. 中国证券登记结算公司重大法律课题摘要(五)[C].
- [8] 邓丽. 投资者在证券集中交易法律关系中的地位与风险[A]. 中国政法大学博士学位论文[C]. 2006:78-79.
- [9] 刘晓明. 证券持有模式法律制度研究[A]. 中国政法大学硕士学位论文[C]. 2006:19.
- [10] 宋相林. 间接持有模式下跨境证券交易中投资者权益保护——以《中介持有证券统一实体法公约(草案)》为基准[A]. 上海交通大学硕士学位论文[C]. 2008:20.
- [11] 《证券法》(2005年修订)第159条规定:“证券持有人持有的证券,在上市交易时,应当全部存管在证券登记结算机构。”另外还有第155条、156条、157条涉及存管职能。
- [12] 参见《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》(2006)第73条第4款。
- [13] 《证券登记结算管理办法》(2006年)第78条规定:托管,是

- 指证券公司接受客户委托,代其保管证券并提供代收红利等权益维护服务的行为;存管,是指证券登记结算机构接受证券公司委托,集中保管证券公司的客户证券和自有证券,并提供代收红利等权益维护服务的行为。
- [14] 廖凡. 证券客户资产风险法律问题研究. 北京:北京大学出版社,2005:67-71.
- [15] 邓丽. 投资者在证券集中交易法律关系中的地位与风险[A]. 中国政法大学博士学位论文[C]. 2006:83.
- [16] 《客户交易结算资金管理办法》(2001年)第2条规定:“客户交易结算资金必须全额存入具有从事证券交易结算资金存管业务资格的商业银行,单独立户管理。严禁挪用客户交易结算资金。”第7条第1款规定:“证券公司应当在存管银行开立客户交易结算资金专用存款账户,在主办存管银行开立自有资金专用存款账户。”

[责任编辑:陶爱新]

## The legal nexus analysis of dematerialized securities

CHEN Dong

(Fujian Agriculture and Forestry University, Fuzhou 350002, China)

**Abstract:** After the dematerialization of securities, the legal nexus of securities has changed greatly. The legal nexus of dematerialized securities can be summarized as “four subjects and three legal nexuses”. The legal nexuses between investors and issuers are different because of different holdings. The legal nexus between issuers and registration agencies is a kind of registration nexus, and between investors and registration agencies is deposit nexus. With the emergence of the Central Securities Depository, securities registration and securities depositories are in the gradual convergence. In general the relationship between investors and securities brokers is a kind of civil agency nexus whose contents are decided by legal agreements of the parties and the provisions of relevant laws, regulations and other normative documents.

**Key words:** dematerialized securities; legal nexus of securities; registration nexus; deposit nexus; agent nexus