间接持有证券的权益性质与法律适用初探

廖凡

内容提要：间接持有是国际证券持有的主流模式。在间接持有证券的权益性质界定方面，主要存在两种方式：一是将其纳入经过扩展的所有权范畴,二是专门为其创制新的权利形式。在跨境间接持有证券的法律适用方面，相关中间人所在地原则（PRIMA）正获得日益广泛的接受。随着中国证券市场逐步对外开放，间接持有尤其是跨境间接持有将日益增多，但目前对权益性质和法律适用等关键问题尚无规定，亟需完善。

关键词：间接持有 证券权益 所有权 证券权 准据法

一、问题的提出

现代证券市场是一个复杂的功能集合体，包含多种不同流程，其运作有赖于多种服务系统的配合和支持。从最基本的层面看，这个集合体包括两大类功能系统，即证券交易系统和证券登记结算系统，前者构成证券市场运作的“前台”（front office），后者则被称为证券市场运作的“后台”（back office）。证券登记结算是证券登记、托管和结算的总称，这些功能相互区别而又密切联系，共同为证券市场的高效和安全运行提供后台支持，而证券登记则是后台运作的基础。证券登记是指记录证券的权属并编制证券持有人名册，对证券持有人持有证券的事实加以确认，实质上是对证券权益的带有一定强制性的认定。证券登记可以由证券发行人自行办理，但更为常见的是由获得主管部门批准和注册的专门机构来进行，后者提供的名册是持有发行人证券的法律依据。

所谓证券持有方式，正是就证券的实际投资者同发行人的关系而言，取决于如上所述的证券权属登记。由于发行人同实际投资者之间关系和持有层级的不同，形成了直接持有和间接持有两种持有体系。为交易和过户便利而创设的间接持有方式，虽然出现较晚，但已成为国际证券持有的主流模式。然而，对于间接持有方式下的证券权益性质和法律适用，则由于各国法律传统和实践需求的不同，并未形成一致的界定，而是选择了不同的诠释路径。对于正在逐步开放证券市场、间接持有实践日益增多，而相关法律定位又尚付阙如的中国而言，研究证券间接持有的国外实践和法律规则，进而对间接持有证券的权益性质和法律适用加以清晰界定，无疑已成为不容回避的紧迫课题。

二、证券间接持有制的基本内涵

在传统证券市场上，投资者自行持有实物证券，其名字直接记录于发行人的证券持有人名册，发行人能够清楚的知晓实际投资者的身份及其持有情况。投资者通过持有证券（对于无记名证券而言）及/或记录于证券持有人名册（对于记名证券而言），对证券享有直接、独立的所有权，进而拥有发行人的股东或债权人的身份，而无需借助中间人（intermediary）的协助或证明。这就是证券直接持有方式（direct holding of securities）。传统的直接持有方式与实物证券相联系，在证券交易中需要将证券凭证实际交付给买方或其经纪人，并填写和使用相应的过户文件。这种交易方式一直延续到 20 世纪 60 年代后期，直至交易量的剧增超过了后台系统的承受能力，导致华尔街著名的“文档危机”。危机后的反省促成了中央存管系统的建立，即将实物证券统一存放于全国性或国际性的中央存管机构（CSD），以其帐簿划拨代替证券的实际交付，实现证券的非移动化，从而缓解文档工作压力，提高交易和结算效率。

证券被集中存放在CSD以后，投资者就不再直接持有证券凭证本身，而是自行或通过中间人在CSD开立证券帐户，并通过证券帐户来进行交易和主张权益。[1] 事实上，CSD的基本功能便是

[1] 在存在实物证券的情形下，证券凭证被集中存放于CSD的库房中，不再在参与人之间实际交割，即所谓“非移动化”（immobilization）。更进一步则是完全取消实物券，代之以CSD及各级中介的电子簿记，实现证券的无纸化

使得所有的证券交易都得以通过簿记形式（book－entry form）来处理。[2] CSD通常只为数目有限的参与人开立帐户，参与人再为自己的客户开立帐户，以此类推直至实际投资者；实际投资者的身份和持有信息只记录于为其开立帐户的中间人处，而不出现在CSD帐簿或发行人登记簿中。这就是所谓的间接持有（indirect holding of securities）。

简言之，证券间接持有是指在发行人同实际投资者之间存在多个中介性的持有层次，投资者的名称和证券持有情况不直接体现在证券持有人名册中，而是只在与其最邻近的中间人——即所谓直接中间人（immediate intermediary）——处开立帐户，通过该中间人的帐簿记录而“间接”持有相关证券。间接持有系统是一个多层次的金字塔结构：位于顶端的是 CSD；第二层是数量有限的投资银行、证券经纪商、地区性托管机构等大型中间人，它们与 CSD 直接订立托管合同，并在 CSD 开设证券帐户，拥有自己帐户名下的各项证券权益，通常被称为 CSD 的参与人；参与人进而为其客户——可能是实际投资者，但主要是下一层的中间人——开立帐户和托管证券，以此类推，直至最终的实际投资者。这样，在位于底部的实际投资者和位于顶端的 CSD 之间就存在多个证券持有层次，间接持有系统因此又称为“多层持有系统”（tiered holding system）。在间接持有系统中，CSD 保存的记录表明其为不同参与人持有的证券，而这些参与人的记录分别表明其为自己客户持有的证券。CSD 下设的证券帐户只并记录其参与人持有证券的情况，而不记录参与人的每个客户（无论是下层中间人还是实际投资者）的具体信息；同样，参与人的证券帐户也只记录其直接客户的证券持有情况，而不记录更下一级主体的具体信息，以此类推。这样，投资者的证券权益就完全依赖于他在直接中间人处所持有的证券帐户。

为进一步提高间接持有系统的效率，多数CSD和中间人均在混合（omnibus）和可替代（fungible）帐户的基础上为其客户保管证券。直接中间人在其上层中间人处开设一个单一的帐户，用于统一记录其所持有的所有投资者的证券；该帐户被称为“客户帐户”，以区别于其自有帐户，但不包括任何单独客户的身份或权利信息。上层中间人也采取同样方式记录其客户的证券，直至CSD。这样，任何一个客户（下层中间人或实际投资者）的证券权益都不独立于其他客户，无法就特定证券主张权利，而只能同其他客户分享可替代的证券集合中的相应份额。换言之，参与人或客户失去了要求交付特定证券的权利，代之以要求给付与其簿记持有相对应的批次、类型和数量之证券的权利。[3]

与间接持有和中央存管密切相关的是所谓的“名义人登记”（nominee registration）方式。“在CSD中，记名证券登记和保管在名义持有人名下，而非实际持有人名下。名义持有人登记制度对CSD的平稳运作非常重要。”[4] 名义人登记又称“街名登记”（street name registration），是指证券经纪人将自有证券和客户证券一并登记在自己名下，从而成为客户证券的名义持有人。名义人登记并非中央存管和簿记系统的产物。早在 20 世纪 30 年代，美国的证券经纪人就已广泛使用街名登记方式，作为持有客户在保证金交易（margin transaction）中所质押证券的一种便捷手段，以及起到规避税收的作用。[5] 但是，CSD的设立和簿记系统的引入使得名义人登记和街名登记具有了新的特点：作为CSD参与人的证券经纪人将其代表自己及客户持有的证券存放在CSD，这些证券全部以CSD的名义人的名义记录于相应发行人的登记簿。这样，个人投资者对证券的所有权就只能直接通过证券经纪人的簿记条目并间接通过证券经纪人在CSD簿记中的条目来反映。这种作法产生了一个独特的现象，那就是CSD的名义人成为大部分上市证券的登记持有人。例如，据统计，DTC的名义人Cede & Co.大约持有纽约交易所上市股票总数的 83%和上市债券总数 91％，以及纳

（dematerialization）。

[2] 参见《G30 建议》第三章，载于中国证券登记结算有限公司编：《国际组织证券登记结算业务重要文献》（上），第 9 页（内部资料）。

[3] 与此相反的一种作法是，每个特定投资人的身份和权益均以分帐户的形式在各层中介结构直至CSD的帐户中予以保留，这被称为非替代（non-fungible）或可溯源（traceable）帐户。如前所述，这属于直接持有的变种。

[4] 参见《G30 建议》第 3.2 节，载《国际组织证券登记结算业务重要文献》（上），第 11 页。

[5] See SEC, *Final Report on the Practice of Recording the Ownership of Securities in the Records of the Issuer in Other than the Name of the Beneficial Owner of Such Securities* (December 3, 1976), n.27.

斯达克上市股票总数的 72%。[6]

在簿记系统和街名登记方式下，当投资者通过证券经纪人购买证券时，除非特别要求并作出相应安排，否则不会收到任何证券凭证；取而代之的是证券经纪人每月发出的帐户声明，表明该投资者是特定数量证券的所有人。通常情况下，这个证券经纪人又是 CSD 的参与人或与参与人有关联。这样，在簿记的证券世界里，没有任何具体的证券凭证可以归结到任何单个的受益所有人，有的只是一个以 CSD 名义人的名义持有的巨大的公共“证券池”，以及数量极其庞大的受益所有人；后者完全依赖 CSD 及证券经纪人的帐簿记录来确立其所有权。

三、间接持有证券的权益性质

（一）所有权框架内的界定

在直接持有方式下，投资者对证券——无论托管在证券经纪人、银行还是中央存管机构处——直接享有独立的所有权，其依据是法定登记机构的记录，这一点是确定无疑的。然而，在广泛采用混同和可替代帐户的间接持有系统中适用传统所有权的概念却存在困难，因为根据传统的法律原则，同类财产的混同会导致所有人对被混同的财产项目的直接财产权的终止。根据渊源于罗马法的普通法系和民法法系所共同适用的传统原则，将财产托管于他人之处并不影响寄托人所享有的任何财产权，但条件是被托管的财产不能与托管人或其他寄托人的财产混同。一旦财产混同，则法律后果将取决于托管合同的具体规定：寄托人可能只享有返还相同类型和数量之财产的契约请求权，也可能同其他寄托人一起对混同财产集合享有某种形式的共有权。

如果证券投资者享有的仅仅是要求交付相同数量和种类证券的契约请求权，那将使得投资者完全依赖于其直接中间人的诚信和清偿能力；若后者不当处置证券或者破产，则投资者的权益将面临风险，无法全部乃至根本无法实现。因此，为使投资者的证券权益在直接中间人破产时仍能获得保障，对混同证券的共同所有权解释应运而生。这种解释将中间人为投资者持有的混同证券作为一个独立的财产集合，投资者在其中享有某种形式的共有权，该种权利的具体内涵则取决于各国的具体规定。大致可以划分为对实际证券集合（actual pools of securities）的共有权和对名义证券集合（nominal pools of securities）的共有权。

1. 对实际证券集合的共有权

采取这种界定方式的有德国、加拿大和英国等。在德国，根据其 1995 年《有价证券托管法》，[7] 证券的存托托管被区分为特别托管和混合托管：如果寄托人要求予以特别托管，则托管人有义务对寄托人的证券附加辨认标记，并同其自有证券或其他寄托人的证券相互分离而予以托管。在这种情况下，寄托人享有单独和完全的所有权。[8] 如果寄托人未要求特别托管，则托管人可以将寄托人的证券与其他证券混合托管。在混合托管的情形下，自相关证券到达混合托管人处之时起，此前的所有人（寄托人）对属于托管人混合存量的同种类证券享有按份共有的所有权；寄托人可以要求托管人从混合存量中按面值数额或（若为无面值证券时）按证券数交付为其托管的证券，但不得要求返还原来所交付的证券。[9] 在混合托管中，投资者的按份财产权可以依法溯及（legally traceable to）实际的混合证券集合；若投资者以其权益份额设定质押，则质押权人将被认为对实际证券集合的相应份额获得了推定占有或推定登记所有权（constructive possession or record ownership），尽管后者并未对证券集合中的任何证券进行实际占有或实际登记。加拿大的处理方式与德国的混合托管类似：证券经纪人在加拿大中央存管机构处以混同方式为其客户持有的证券，被视为由所有相关投资者按比例共同所有。

英国对此问题的认定则是源自传统的信托法分析：证券投资者被视为证券集合的衡平法上

[6] See ALT & NCCUSL, Uniform Commercial Code, Official Text (2000), Revised Article 8 (1994 Revisioin), Prefatory Note, at 655.

[7] 全称为《关于托管和购置有价证券的法律》，简称《有价证券托管法》；制定于 1937 年 2 月 4 日，现行文本为 1995 年 1 月 11 日颁布，故称 1995 年《有价证券保管法》。

[8] 参见《有价证券托管法》第 2 条。

[9] 同上，第 6、7 条。

的共同所有人（共同受益人），而为其客户持有证券集合的直接中间人则充当信托受托人的角色。具言之，在混合托管中，信托标的物的确定性要求已通过一个隐含的共有权安排（co-ownership arrangement）自动满足：托管人根据一个单一的信托，为所有在该托管人处开立帐户的客户持有证券，这些客户成为衡平法上的共有人（tenants in common）。这样，无需为每个客户就其在客户证券池中的未分割部分指明信托关系，而只需就某一类别的全部证券设定一个信托，受益人为作为共有人的该类别证券的所有客户。[10]

2. 对名义证券集合的共有权

所谓对名义证券集合的共有权是指基于直接中间人簿记上的虚拟证券集合而享有的共有权。采取这种处理方式的主要是比利时和卢森堡两国。[11] 在比利时，1967 年颁布的第 62 号皇家法令适用于存放于欧洲清算银行的证券的过户和质押。1995 年，法令进行了修正，以明确对间接持有证券所享有权益的性质。这种权益被认为是对直接中间人代表权益拥有人而持有的同类证券名义集合所享有的共同所有权。换言之，该法令明确将针对直接中间人的单纯契约请求权转变为对该中间人帐户上仅为簿记条目所证明的名义证券集合的共有权，而不论投资者各自的证券或实际证券集合位于何处。该法令还赋予投资者取回权（right of revendication），得在中间人破产时行使。在卢森堡，1971 年 2 月 17 日颁布的大公法令[12] 也作了类似规定，将通过在中间人处的帐户持有证券的投资者的权益界定为对该中间人持有的同类证券集合中特定数目的无差别证券的所有权。同比利时皇家法令一样，卢森堡大公法令也赋予投资者在中间人破产时的取回权。

这种界定方法与上一种方法的主要区别在于，它使得实际证券集合的最终所在地变得无关紧要，簿记条目作出地（place where the entry is made）成为这些证券在法律意义上的所在地。这样，在确定间接持有证券的“物之所在地法”（lex situs）时，就毋须再探究证券凭证实际位于哪个国家（它们往往会分散在不同国家的各级托管人处），而只需考虑投资者的证券帐户处在哪个国家，或者更准确的说，为投资者开立证券帐户的中间人（直接中间人）位于哪个国家。例如，修改后的比利时第 62 号皇家法令就明确规定，欧洲清算银行所持有的证券被视为位于比利时，即使证券凭证由欧洲以外的分托管人实际占有。[13] 与这种界定方法相对应的冲突法原则就是所谓的“相关中间人所在地原则”（place of the relevant intermediary approach, PRIMA），被海牙国际私法会议拟定的《有关间接持有证券某些权利的法律适用公约》 所采纳。[14]

（二）“证券权”：美国《统一商法典》的创新

美国《统一商法典》（Uniform Commercial Code, UCC）第八章（Article 8）是关于投资证券（investment securities）的专门商法规则，该章的 1994 年修订版创设了“证券权”这一概念，用来界定间接持有方式下的证券权益。

1. 证券权的概念

第八章修订版首先试图说明通过证券中间人（securities intermediary）持有证券意味着什么。[15] 第 8-503 节至 8-508 节对通过中间人持有证券头寸的人——称为“证券权人”（entitlement holder）——同该中间人间的一揽子权利和职责的核心内容进行了描述。这些核心内容包括：（a）证券权

---

[10] See Joanna Benjamin, *The Law of Global Custody*, 2d. ed. Butterworths, at 31-33 (2002). 但是，针对客户证券池中的每一种证券，各自存在一个相应的共有关系（tenancy in common）。这是因为各个客户的证券组合所包含的证券品种和比例不可能完全一致，因此不可能不加区别的就整个客户证券池成立共有关系。See *id.*

[11] 二者分别为欧洲清算银行（Euroclear）和世达银行（Cedel，2000 年与德国结算所公司合并为Clearstream International）这两大国际中央存管机构（ICSD）的所在国。

[12] Luxembourg Grand-Ducal Decree of 17 February 1971.该法令 1994 年和 1996 年又两度修改。

[13] See Hal S. Scott & Philip A. Wellons, International Finance, 8th ed. Foundation Press, at 923 (2001).

[14] See Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary, Article 4-5. See also Christophe Bernasconi, T*he Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems* (2000) (Report of the First Secretary of the Permanent Bureau, Hague Conference on Private International Law, to the Working Group of January 2001) (hereinafter referred to as “Bernasconi Report”), Part Three.

[15] 根据第 102 节（第八章的定义部分），“证券中间人”是指：（1）清算公司；（2）在日常经营中为他人保有证券帐户并以此角色行事的人，包括银行和证券经纪人。See U.C.C. 8-102(a)(14) (1994).

人不承担中间人其他商业活动的信用风险，换言之，通过中间人持有的财产不受制于中间人普通债权人的债权请求；(b)中间人在其持有的资产同其全部证券权人的权益总量之间维持对应关系；（c）中间人应将发行人所派发的股息和其他分配转交证券权人；（4）中间人应按证券权人的指示行使投票权及所有者的其他特权；（5）中间人应按证券权人的指示转让或以其他方式处置证券头寸；（6）中间人应按证券权人的指示将证券头寸转化为其他可能的持有方式，例如获取并交付证券凭证。在对这一揽子权利进行描述的基础上，修订版将其命名为“证券权”（security entitlement），并定义为“证券权人对特定金融资产所享有的、由第五部分具体说明的权利和财产利益”。[16] 这样，证券权这一术语就可以作为通过中间人持有证券头寸的人对该中间人及其财产所享有的一揽子权利的方便的简称。

2. 证券权的法律属性

证券权首先是一种财产权益。根据第 8-503（a）节的规定，在足以满足所有证券权人对特定金融资产的权益的限度内，证券中间人在该金融资产中的全部利益都是为证券权人持有，不属于中间人的财产，也不受制于该中间人的债权人的债权请求。事实上，第 8-503 节的标题就是“证券权人对证券中间人所持有的金融资产的财产权益”。这说明证券权本身就是一种财产权益，而不只是对人的请求权。但是，证券权又确实包含有针对证券中间人的一揽子请求权。第 8-503（c）节规定，证券权人对特定金融资产的财产利益，只能通过对第 8-503 节至 8-508 节所规定的证券权人权利的行使，对其自己的中间人强制实施。这意味着证券权人不能对多级持有体系中的上级中间人主张权利。在这个意义上，证券权又具有一定的对人请求权的特征。因此，证券权是一种自成一体的独特权利形式。对于通过证券中间人持有的金融资产，证券权人处于善意购买者（bona fide purchaser）的地位，免受他人不利诉求（adverse claim）的影响。但是，证券权人之间对同一类别证券的权利则是平等的，任何一个证券权人都不能以善意购买者的身份排斥其他证券权人的诉求。因此，如果中间人没有足够的证券头寸来满足统一类别证券的所有证券权人，那么后者只能按比例分享。

3. 证券权的行使

证券权只能针对证券权人自己的中间人行使，这是 1994 年修订版的标志性内容之一。[17] 起草者认为，这其实并非修订版的创造，而是对证券持有的现实状况的承认：在多级中间人的模式下，每个中间人只知道自己的客户的身份及其头寸情况；一个上层中间人的客户可能自己又是其他人的中间人，但是该上层中间人无从知晓其客户的客户的情形。因此，市场现实要求中间人只能对自己的顾客负责；换言之，证券权人只能向自己的中间人主张权利。只有在严格限制的特殊情况下，证券权人才被允许对特定金融资产或其中利益的购买者直接主张第 8-503（a）节规定的财产权益。根据第 8-503（d）节，以下四个条件必须同时得到满足：（1）破产程序已经由或针对证券中间人启动；（2）证券中间人在所涉金融资产中没有足够利益来满足所有证券权人的证券权请求；（3）证券中间人转让金融资产或其中利益给购买者时违反了第 8-504 节规定的管理职责；（4）购买者不享有（e）小节下的保护。[18] 在满足上述条件的情形下，代表全部证券权人行事的破产受托人或清算人可以从购买者处收回（recover）售出的金融资产或其中的利益；如果破产受托人或清算人选择不行使此权利，那么证券权未获满足的证券权人可以从购买者处收回其在该金融资产中的利益份额。

4. 证券权人的优先受偿权

证券权人享有证券权的金融资产，不属于证券中间人的破产财产，在后者破产时必须用于优

[16] 此处所称的“金融资产”包括：（1）证券；（2）在金融市场上交易或属于被交易类型，或者在其所发行或处置的领域被认可为投资媒介的任何义务、份额、参与权或其他利益；（3）证券中间人在证券帐户中为他人所持有的任何财产，只要中介机构已与该人明确约定该财产将作为本章所说的金融资产对待。根据上下文需要，该术语是指利益本身，或是指证明对利益的请求权的手段，包括凭证式或非凭证式证券、证券凭证、或证券权。See U.C.C. 8-102(a)(9) (1994).

[17] See U.C.C. 8-106(d) (1994).

[18] 第 8-503（e）节规定，对于那些对该金融资产已经支付对价、获得控制、且未与证券中间人共谋违反管理职责的购买者，证券权人不可以主张权利。

先满足其客户即证券权人的权益，而不受制于其普通债权人的请求。换言之，相较于证券中间人的普通债权人，证券权人享有确定无疑的优先受偿权。即使是同在该金融资产中享有担保利益的担保债权人相比，原则上也是证券权人优先受偿；只有在特定情形下，即担保债权人控制（control）该特定金融资产时，才由后者优先受偿。对于担保债权人而言，获得控制的途径有两种：第一，取代原证券权人成为新的证券权人，将证券转移至以其自己名义开立的帐户中；第二，证券中间人同意按照债权人的指令处置相关证券头寸，而无需证券权人的进一步同意。[19] 按照第 8-511（b）节的规定，如果证券中间人的担保债权人未取得对相关证券的控制，则证券权人的权利主张优先；只有在担保债权人取得控制的情况下，才享有优先权。不难看出，对于取得控制的担保债权人，修订版给予其与享有第 8-503（e）节保护的证券购买者（支付对价、获得控制、且未与证券中间人共谋的购买者）相同的地位，即证券权人不能对其主张优先权利。

综上可见，证券权是一种为间接持有证券量身定做的新型权利，其核心在于确保证券权人的相关权利通过且只能通过直接中间人实现，以兼顾投资者的权益和间接持有系统的稳定。1994 年修订版起草委员会报告人Rogers教授对此总结道："证券权不是针对某个特定的可识别物的请求权，而是某人对其证券中间人及其财产所享有的一揽子权利和利益。那种认为可以在众多持有人中层层溯及具体标的物的观念在修订第八章中没有立足之地。间接持有制的基本原则是，证券权人自己的中间人有义务确保证券权人获得该证券所包涵的全部经济权利和身份权利；相应的，证券权人只能倚赖该中间人来履行这些义务。证券权人不能对其他人，例如该中间人持有证券头寸所经由的其他中间人，直接主张权利。"[20] 这一论断堪称精辟。

四、跨境间接持有证券的法律适用

（一）"透视"理论及其困境

传统直接持有制通常采用"物之所在地法"（lex rei sitae）来确定证券所有权问题的准据法。对于不记名证券，这一方法相对明了，物之所在地即为证券转让或处分时相关凭证的所在地。对于记名证券而言，问题则复杂一些。如果记名证券并未无纸化，一些国家仍继续将凭证所在地作为决定性因素。另一种方法是认为证券所在地为记录证券所有人信息的登记簿所在地。还有一些国家则是将发行人的成立地作为证券所在地。这些方法都是在证券直接持有制下发展而来，尽管存在一定程度的拟制，但基本上为直接持有体系提供了一个清晰的规则框架。[21]

相反，将上述传统方法应用于间接持有制却是举步维艰。最大的困难在于，在间接持有制中援用传统理论时，需要采取所谓的"透视"方法（"look through" approach），即透过层层中间人，溯及发行人、登记簿或是实物证券凭证。对于非替代性账户，由于证券中间人为其客户分别开立账户，指明特定客户所持有的证券，故此可以确定特定证券的归属，透视方法尚有用武之地。然而，正如上文已经指出的那样，非替代账户实质上是直接持有的变种，并非典型意义上的间接持有；间接持有制下的普遍实践是混合和可替代账户。对于可替代账户，透视理论可以说是束手无策，因为实际投资者的信息只记录于其直接中间人的簿记中，其他层级的中间人或者发行人的登记簿中都不会记录特定投资者的证券权益。这样，如果投资者或其担保债权人试图在任何更高层级主张其证券权益，都会因缺乏权益记录而难以获得支持。

不仅在基本问题上难以协调，透视理论在间接持有制下还存在一些实际操作困难。例如，投资者往往会将包含不同国家发行的证券的多样化证券组合中的权益用于提供担保，这样，按照透视理论，担保权人需要为每一笔交易满足不同国家的担保成立要件。此外，即使采用透视方法，到底适用何国法律规则仍然是不确定的：是发行人所在地，登记簿所在地，还是证券凭证所在地？再者，即便担保权人知晓何种系属公式将得以应用，也可能因难以获取必需的信息而无法实际确定连接点。[22]

---

[19] See U.C.C. 8-106(d) (1994).
[20] See James Rogers, Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8, 43 UCLA L. Rev. 1431, 1456-1457.
[21] See Bernasconi Report, at 31.
[22] 例如，即使知晓适用"证券凭证所在地"这一系属公式，通过多级中间人持有证券的投资者也可能无法确定

上述种种困难使得透视方法难以满足证券市场各方参与者对交易确定性的要求，从而在间接持有制下面临根本性的困境。

（二）PRIMA 及其立法实践

传统方法在适用于间接持有制时的困境使得采用新的法律适用方法成为必要。新方法应该既能反映间接持有的现实，又遵循一条得到普遍认同的冲突法原则，即所有权问题的准据法应当是所有权记录的所在地、从而也是涉及所有权的指令能够被有效执行之地的法律。在基于可替代账户的间接持有系统中，投资者的权益记录保存在与其有直接关系的证券中间人处，对投资者的证券权益的出售、设质或任何其他处分均会反映在直接中间人的簿记中。基于此，合乎逻辑的结论是将直接中间人所在地作为证券权益问题的物之所在地。这种方法便是所谓的“相关中间人所在地原则”（place of the relevant intermediary approach, PRIMA）。相较于传统方法，PRIMA 最大的特点和优势在于，将投资者在其证券组合中的所有相关权益置于同一国法律之下，即使不同证券的发行人和证券凭证位于多个不同国家。这样，交易各方便得以事先确定何国实体法将支配其权利和义务，而免于承担不合理的迟延。

具言之，PRIMA有着如下特点：（1）PRIMA规定与证券有关的权益的创设、担保、过户、实现和优先性均适用以簿记方式记录该等权益的直接中间人所在地法；（2）PRIMA将投资者在其多样化证券组合中的所有相关权益置于单一法域之下，即使这些证券的发行人和实物凭证可能位于多个国家；（3）PRIMA的运用与证券过户原因无关（无论是买卖还是设定担保），在担保交易中与担保形式无关（无论是设质还是转移所有权）；（4）PRIMA的运用与担保人或担保权人的法律地位无关；（5）PRIMA的运用与担保人、担保权人或任何中间人成立地或营业地无关。

PRIMA已经在不少国家和地区的立法实践中得到不同形式的采纳。例如，早在20世纪80年代就已实现证券全面无纸化的法国，其1983年出台的第83-1号法案第29条通过以单边冲突规范的形式采纳了PRIMA。该条款管辖证券帐户的质押，规定在法国境内直接中间人处开立的证券帐户的质押适用法国法，无论帐户中是否有非法国发行人发行的证券。[23] 但是，对于通过在法国境外直接中间人处的帐户持有的非法国发行人发行的证券是否运用PRIMA，该条款未作说明。美国《统一商法典》修订第八章更明确的采纳了PRIMA。该章第8-110（b）节规定，下列事项适用直接中间人所在地法：（1）从证券中间人处获得证券权；（2）证券中间人和证券权人源自证券权的权利和义务；（3）证券中间人对针对证券权的相反请求人是否负有任何义务；（4）能否向从证券中间人处获得证券权，或者从证券权人处购买证券权或其中利益的人提出相反请求。与此相似，《欧盟担保指令》（Collateral Directive）[24] 第9条也明确规定，下列与簿记式证券的担保有关的事项适用相关帐户所在地的法律：（1）簿记式证券担保物的法律性质和所有权效果；（2）涉及簿记式证券担保物的金融担保安排的生效要件；（3）担保权人对簿记式证券担保物的权利和利益是受制于相反诉求，还是享有善意购买人式的保护；（4）在强制执行情形下为实现担保权所需采取的步骤。《欧盟担保指令》是在欧盟在1998年《结算终局性指令》（Directive on Settlement Finality）[25] 的基础上，于2002年6月6日颁行的。截至2005年7月，该指令已经在英国、法国、德国等23个欧盟成员国及挪威、冰岛等4个非欧盟成员国获得实施，[26] PRIMA也随之在更大范围内获得了实践支持。

（三）海牙公约对PRIMA的规定

2002 年 12 月 13 日，经过长久的讨论，海牙国际私法会议通过了《有关间接持有证券的某

CSD实际保管证券凭证的地点。See Bernasconi Report, at 29.

[23] See DE VAUPLANE / MOUY, *La réforme du nantissement des titres dématérialisés*, Banque & droit, n° 48, 1996, p. 3, in Bernasconi Report, at 50.

[24] 全称为《欧盟议会和理事会关于金融担保安排的指令》（Directive of the European Parliament and of the Council on financial collateral arrangements, 2002/47/EC）。

[25] 全称为《欧盟议会和理事会关于支付和证券结算系统中结算终局性的指令》（Directive of the European Parliament and of the Council on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems, 1998/26/EC），其第 9 条第 2 款在特定主体范围内采纳了PRIMA。

[26] 统计资料来源为http://www.isda.org/c_and_a/eurocoldir.html，最后访问于 2005 年 8 月 19 日。

些权利的法律适用公约》（Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary，以下简称海牙公约或公约）。海牙公约最主要的意义就在于，以条约的形式将PRIMA确认为间接持有制中证券权益处分的法律适用规则。[27]

1. 两个基本概念的解读

海牙公约没有使用“所有权”的表述，而是代之以更为一般化的“某些权利”，这一点值得注意。事实上，在公约文本草案拟定初期，起草专家小组的报告均采用的是“所有权方面”（proprietary aspects）的表述，而在 2001 年 12 月的草案文本中，“某些权利”（certain rights）取代了上述用语，并最终出现在 2002 年 12 月的正式文本中。但是，这一变化并不意味着公约适用范围上的转变，而只是公约拟定过程中为了避免歧义、协调各方立场而作出的必要调整。例如，至少对于在所有权框架之外为间接持有证券权益寻求定位的国家而言，这种表述是更为妥当的。换言之，PRIMA 不仅适用于因在证券帐户中贷记证券而产生的所有权，也适用于由此产生的其他财产性权利。公约的核心理念在于，以PRIMA作为连接因素确定的准据法，适用于间接持有证券的处分所产生的各项财产权利。[28]

在涉及证券权益的变更原由时，公约使用了“处分”（disposition）一词。根据起草者的解释，之所以使用这样一个宽泛的概念，主要是为了回应公约在适用范围上对于任何针对间接持有证券的权益的行为或措施的包容性。[29] 事实上，公约在起草过程中主要讨论了两种涉及证券权益变更的证券交易，即买卖和担保交易。就担保交易而言（collateral transaction），除不转移所有权的证券质押外，还存在转移所有权的担保机制（title transfer mechanism），或所谓“硬质押”（hard pledge），即担保人将作为担保物的证券的所有权转让给担保权人。后者在证券回购交易中普遍存在。尽管实践中往往因为证券担保交易与证券买卖的难以区分而导致监管难题，但就公约所关注的法律适用而言，区分二者则意义不大。因此，公约使用了“处分”一词，以兼容两者，并在第 1 条第 1 款第（h）项明确规定，“处分”是指任何形式的所有权转移，无论是通过买卖还是担保，以及任何形式的担保权设定，无论是占有性还是非占有性。

此外，公约还对“证券”、“证券帐户”、“帐户协议”、“帐户持有人”、“中间人”、“相关中间人”等关键概念进行了界定。[30]

2. 公约的适用范围

海牙公约第 2 条第 1 款规定，公约适用于确定与间接持有证券有关的下列事项的准据法：（1）由向证券账户贷记证券所产生的权利的法律性质及其对证券中间人和第三方的效果；（2）对间接持有证券的处分的法律性质及其对证券中间人和第三方的效果；（3）对间接持有证券的处分的生效要件；（4）某人在间接持有证券中的权益与他人的权益相比是否具有优先权；（5）在账户持有人以外的人对间接持有证券主张与账户持有人或其他人相冲突的权益时，证券中间人是否承担及承担何种义务；（6）在间接持有证券中的权益的实现要件；（7）对间接持有证券的处分是否延及红利、股息或其他分配，或是否延及回赎、销售或其他收益。

需要指出的是，虽然公约的主旨是关注投资者与其证券中间人之间的财产性权利，契约性权利则交由国际私法中有关合同适用的冲突规则支配，但是公约第 1 条第 2 款专门强调，公约的法律适用规则支配与间接持有证券或其中权益的处分相关的上述事项，即使根据所选定的准据法，

---

[27] 这一点在公约序言中得到了充分的体现：“缔约国……认识到根据（投资者）同中间人签订的帐户协议所确定的相关中间人所在地提供了必要的法律确定性和可预期性，决定为此订立本公约……”

[28] See Prel. Doc. No. 6 of November 2001, Brief Explanation, at http://hcch.e-vision.nl/index_en.php?act=conventions.publications&dtid=35&cid=72, last visited 2005-8-21.

[29] See Prel. Doc. No. 13, at 14, *supra*.

[30] “证券”是指任何股票、债券、其他金融工具或金融资产（现金除外），或者其中的任何利益；“证券帐户”是指由中间人开立的、用于贷记或借记证券的帐户；“帐户协议”是指帐户持有人同相关中间人签订的、用以管辖证券帐户的协议；“帐户持有人”是指中间人以其名义为其开立证券帐户的人；“中间人”是指在营业过程或其他日常活动中，为自己及/或他人开立证券帐户，并以此身份行事的人；“相关中间人”是指为特定帐户持有人开立证券帐户的人。See Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary, Article 1(1) (a)-(e), (g).

由向证券账户贷记证券所产生的权利本质上是契约性的也在所不论。在不违背第 2 款的前提下，第 1 条第 3 款指明了公约不适用的事项：（1）由向证券账户贷记证券所产生的纯契约性或其他纯人身性的权利；（2）间接持有证券处分的各方当事人的契约性或其他人身性权利和义务；（3）证券发行人或者发行人的登记人或过户代理人相对于证券持有人或任何其他人的权益和义务。

不难看出，公约所关注的间接持有证券的法律适用问题，一方面主要在于财产性问题，不涉及纯粹的契约性事项；另一方面仅限于投资者与其相关中间人（直接中间人）之间的法律关系，对于在整个间接持有系统中越级的证券权益处分不予置评。

3. 准据法的确定

公约规定的冲突法规则包含几个层次，每一层次都与PRIMA密切相关。[31] （1）作为基本规则，第 2 条第 1 款所述事项的准据法是账户协议中明确约定的账户协议的准据法，或者账户协议明确约定适用于上述事项的其他法律。但是，只有相关当事人于账户协议签订时在上述法律所属国设有在营业过程或其他日常活动中从事开立和维护证券账户业务的办事机构（office），上述约定才是有效的。（2）如果根据上述规则无法确定准据法，但在书面账户协议中明确和清晰的指明相关中间人是通过一个特定办事机构签订该协议，那么该办事机构所在地法就是上述事项的准据法，前提是该办事机构必须在营业过程或其他日常活动中从事开立和维护证券账户的业务。（3）如果仍然无法确定准据法，那么就以书面账户协议签订时或（若无书面账户协议）证券账户开立时相关中间人的成立地法为上述事项的准据法；（4）若准据法仍不能确定，则以书面账户协议签订时或证券账户开立时相关中间人的营业地法或（在有多个营业地时）主营业地法为准据法。

海牙公约认可和采纳了PRIMA，并对其进行了整理和细化，对于统一国际上间接持有证券相关权益的法律适用具有重要意义。尽管由于缺少正式签署，公约目前尚未生效，[32] 但其确认的理念和原则势将在这一领域产生深远的影响。

五、中国证券间接持有的实践与规则完善

（一）现有实践

中国证券市场是一个典型的无纸化证券市场。由于起步晚，实物证券交易的历史包袱轻，中国证券市场早在 20 世纪 90 年代初就已实现全面无纸化，所有证券均以电子化和簿记方式登记、托管、交易和结算。在此基础上，我国实行以直接持有为主的证券持有制度。1999 年《证券法》规定，证券登记结算机构为证券交易提供集中的登记、托管与结算服务，证券登记结算采取全国集中统一的运营方式。[33] 作为法定证券登记结算机构的中国证券登记结算公司（以下简称“中登公司”）统一负责全国所有上市证券的登记、托管和结算，其证券持有记录是证券所有权的法定依据。中登公司不仅为证券公司开立证券帐户，还直接为投资者开立证券帐户，[34] 同时管理证券公司总帐户及其下的投资者明细帐户。投资者的全部证券均以其自己的名义登记在中登公司的电子系统中，交易完成后的证券过户（以及非交易过户，如根据法院判决）也由中登公司直接对当事人的证券帐户进行操作。

比较特殊的是 B 股和 QFII 的问题。目前我国 B 股分为境外投资 B 股和境内居民投资 B 股。对于境内居民投资 B 股，同 A 股一样实行直接登记和直接持有制度；对于境外投资 B 股，则允许采用名义人登记，即允许间接持有。1995 年国务院《关于股份有限公司境内上市外资股的规定》第 22 条规定：“境内上市外资股的权益拥有人，可以将其股份登记在名义持有人名下。境内上市外资股的权益拥有人应当依法披露其持股变动信息。”据此，中登公司 2002 年《关于落实<

[31] See Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary, Article 4-6.

[32] See Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary, “status table”, at http://hcch.e-vision.nl/index_en.php?act=conventions.status&cid=72，last visited 2005-8-22.

[33] 参见《中华人民共和国证券法》第 146、149 条。

[34] 证券公司的帐户由中登公司开立，投资者的帐户由证券公司作为中登公司的开户代理人代为开立。参见中登公司《证券帐户管理规则》（2002 年）第 3.5 条。

证券账户管理规则>中有关 B 股账户业务补充通知》第 7 条规定："境外投资者可以名义持有人的名义开立证券帐户。" 据此，我国存在证券间接持有的实践。然而，在现行法律、法规和规则中，却未对与间接持有相关的实体法问题（如间接持有证券的法律性质）和冲突法问题（如间接持有证券转让、质押等的法律适用）作出规定。尽管因为目前 B 股市场的规模和重要性较小，这些问题尚不突出，但随着我国证券市场对外开放程度的日益加深，上述问题的意义将日益突出，必须给予足够的重视。

相比之下，对于合格境外机构投资者（QFII）持有A股股份的处理方式则颇为有趣。由于现行《证券法》规定，A股帐户只能由中国自然人或法人开立，[35] 且未授权任何部门作出例外规定，因此目前中登公司"曲线救国"，采取由合格投资者、托管银行和境内证券经纪人在证券帐户上联合署名的作法，并规定合格投资者对帐户内的证券资产享有权利。[36] 联合署名的方式介于直接持有和间接持有之间，不妨称之为准间接持有。这种作法虽然规避了《证券法》的限制性规定，但从权属公示的角度看却是颇不严谨的，使得证券持有关系混淆不清。妥当的解决方式是在修改《证券法》时，对该条款作出例外规定，因为现在看来这只是一个技术性问题，并不存在制度障碍。

（二）规则完善

《证券法》修订草案（全国人大财经委 2005 年 4 月 20 日向全国人大常委会提交稿）对此问题作了与上述分析一致的处理。修订草案第 158 条第 1-3 款依次规定：（1）投资者应当以本人的名义在证券登记结算机构开立证券帐户；（2）投资者开立帐户，必须持有证明中国公民身份或者中国法人资格的合法证件，但国家另有规定的除外；（3）经国务院证券监督管理机构批准，证券公司可以受托持有法律、行政法规规定的证券，成为证券的名义持有人。这一修订除将 QFII 投资 A 股市场的既成事实合法化以外，也为将来中国证券市场对国外投资者的进一步开放预留了空间。更为重要的是，修订草案规定证券公司可以成为证券的名义持有人，适应国际投资者间接持有证券的习惯和需要，在法律层面正式引入了间接持有模式。尽管只是有条件的部分引入——必须是法律或行政法规明确规定的证券；只能以证券公司作为名义持有人，而不能由 CSD 即中登公司作为一级名义持有人——但对于中国的证券持有体制、证券权益以及证券公司与客户间关系仍然构成根本性的调整。遗憾的是，2005 年 10 月正式表决通过的《证券法》修正案只接受了上述草案第 158 条的前两款，而删除了关于证券公司受托持有证券的内容，从而未能在法律层面给间接持有一个正式的"说法"。

然而，即使立法的发展给了间接持有正式的说法，其作为一个复杂的系统，仅仅正名也是远远不够的，还必须从证券权益的定性、权益持有人权利的行使、准据法的选择等方便提供配套性的实体法和冲突法规则支持。作为传统的大陆法系国家，我国并无深厚的信托法传统。2001 年出台的《信托法》较为仓促和粗疏，很多基础性问题没有得到很好的诠释和解决，实践中的信托也尚多限于信托投资公司的信托业务，缺乏良好的制度环境和规则框架。在这种情况下，要想如英国那样，借助信托法上法定所有权与受益所有权的二元结构来界定间接持有证券的权益，似乎不太现实。相反，中国的所有权制度相对完善，目前又正在进行《物权法》的起草，在此过程中借鉴欧洲大陆国家的经验，以某种共有权设计来应对间接持有证券的权益问题，应该说是更为可行的。考虑到我国早已实现证券的全面无纸化，所有证券均表现为电子化簿记系统中的信息符号，不再存在实物券，因此如德国那样将证券权益界定为对实际证券集合的所有权并无太大必要。

---

[35] 《中华人民共和国证券法》第 138 条第 2 款规定："客户开立帐户，必须持有证明中国公民身份或者中国法人资格的合法证件。"根据法律释义，这是"基于目前我国证券市场的发育还不成熟，我国人民币普通股票市场尚不具备对外开放的条件，防止国际投机游资冲击我国证券市场"。参见卞耀武主编:《中华人民共和国证券法释义》，法律出版社 1999 年版，第 219 页。同《证券法》的整体精神一致，这一条款明显带有亚洲金融危机的痕迹。B 股帐户不在此限，因为《证券法》第 213 条规定，B股的相关问题由国务院另行规定。

[36] 中登公司《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》（2002 年）第 6 条规定："证券账户中'持有人名称'一项应为境内证券公司全称和托管人全称及合格投资者全称，其中境内证券公司及托管人全称以营业执照记载的名称为准，合格投资者全称以证券投资业务许可证记载的名称为准；'身份证明文件号码'一项以证券投资业务许可证号码为准。合格投资者对该证券账户的证券资产享有权利。"

仿效比利时和卢森堡，将间接持有证券中的权益界定为对证券中间人簿记上的虚拟证券集合享有的共有权，更为契合我国的实际情形。至于美国《统一商法典》修订第八章将间接持有证券中的权益作为自成一体的独特权利形态的作法，应该说是有其巨大优势的，表现在规则清晰和直接，并可以根据证券持有实践的发展而不断调整，而毋须受制于固有的所有权概念和原则。但是，不可忽视的是，这一套规则相当的复杂和专业，需要大量精于此道的商法律师和专业法官的配合才能够有效的发挥作用。这也是修订第八章的创新虽然在国际商法学界获得赞赏，但迄今并无其他国家跟进的重要原因。同时，“证券权”概念及其相关规则将投资者的利益和诉求完全归结到其直接中间人，也是以普遍范围内证券经纪商相对令人满意的规模、能力和诚信为背景的。考虑到中国证券公司的现实情况，我们并不具备这样的背景。因此，修订第八章的权益界定方式可以作为比对和参考，其中的一些具体规则也可以提供借鉴，但整体仿效则并不现实。

法律适用方面，PRIMA 在理论上已经比较成熟，并已在美国、欧盟等主要证券市场的立法实践中得到体现，被证明是间接持有制下证券权益相关事项较为可行的冲突法规则。海牙国际私法会议通过制订《有关间接持有证券的某些权利的法律适用公约》，进一步确立了 PRIMA 的主导地位，并为其在更大范围内被接受和运用创造了条件。鉴此，我国此后在进行相关立法时，可以考虑采用 PRIMA 原则，作为间接持有证券权益处分的法律适用原则。

综上，从我国证券持有的技术现实和制度背景出发，将间接持有方式下的证券权益界定为权益人对证券中间人（在我国目前为证券登记结算公司）电子簿记上的虚拟证券集合享有的共有权，同时采用 PRIMA 作为跨境间接持有证券的法律适用原则，应当说是比较可行的路径。

On the Legal Nature of and Applicable Law to the Interests in Indirectly Held Securities

Abstract：Indirect holding is the mainstream method of holding securities in the international securities market. In respect of the legal nature of interests in indirectly held securities, two approaches exist: one is to include it into an expanded proprietary concept; the other is to create a brand new type of right tailored for such securities. As to the conflict of law problem, the principle of relevant intermediary approach (PRIMA) has proven to be an effective conflict rule. With the opening up of China’s securities market, indirect holding, especially cross-border indirect holding, will become increasingly popular. However, key issues such as the legal nature and applicable law of interests therein remain unresolved. Action needs to be taken to fill in the blank.

Key Words：Indirect Holding, Securities Interests, Proprietary, Securities Entitlement, Applicable Law

（本文原载于《环球法律评论》2006 年第 6 期）