

股东身份识别中公司法与证券法的冲突与调和

● 郑 彧 *

【内容摘要】 股东身份的确定依赖于公司股东名册的记载,但股东名册的被动记载特点与证券市场大量、频繁的股票交易过户需求并不匹配,由此促生了以“集中托管、分级结算”为特征的股票间接持有制度。在此一体制下,中央存管机构作为名义股东被记载于公司股东名册之上,呈现出“虚拟账户变动、实物股票不动”的交收新特点,股东身份在“名”与“实”之间产生分离。但间接持有结构并未被我国证券法所肯认,证券账户持有人在“穿透式账户”体系下被当然地认定为公司的股东,从而引发了在上市公司股东认定标准上的“证券持有人名册”和“股东名册”之争。为了解决现有一级托管结构下进行二级净额结算所致的股东身份认定标准权源冲突的问题,可以在尊重股东名册公司法效力的基础上合理改进证券登记和交收的流程,以具有中国特色的证券登记结算模式实现兼顾股东身份识别全球经验与我国证券市场发展特点的本土化改造。

【关键词】 股东身份识别 股东名册 证券持有人名册 穿透式账户 区块链登记

2023年修订后的我国《公司法》(以下简称现行《公司法》)在股份公司这一公司类型中取消了“无记名股”的股票类型,包括上市公司在内的股份公司只能制作记名股票并依法置备股东名册。^[1]同时,记名股票的转让还须满足“受让人的姓名或者名称及住所记载于股东名册”的程序性要求,而且公司股东还获得了查阅和复制股东名册的基本权利。^[2]从形式上看,现行《公司法》的此等改革契合了近年来在反洗钱和反恐怖融资共识下逐步取消“无记名股”的全球经验。但问题在于我国的证券登记

* 作者单位:华东政法大学国际金融法律学院。本文系国家社科基金一般项目“兼顾公司法与证券法特点的上市公司董事法律责任研究”(项目编号:22BFX093)的阶段性成果。

[1] 本文主要讨论“记名股”与“无记名股”二分法下股东身份识别的法律问题。由于我国的有限责任公司向股东签发的“出资证明书”必须包含“股东姓名或者名称”的记载,故我国的有限责任公司并不存在“无记名股”的适用空间,文中所讨论的“股东名册”均只针对股份有限公司而非有限责任公司。此外,考虑到有限责任公司的股权转让并不存在本文主题项下所依赖的“公开流通性市场”场景,故本文并不专门针对有限责任公司的股东名册问题与上市公司股东名册问题展开比较,特此说明。

[2] 虽然现行《公司法》第110条第4款规定“上市公司股东查阅、复制相关材料的,应当遵守《中华人民共和国证券法》等法律、行政法规的规定”,但我国《证券法》自颁布以来不论经历哪一次的修订(改)都只存在“证券持有人名册”而无“股东名册”的规定,而且《证券法》也无有关股东查阅、复制相关材料的任何规定。

结算体系与以“多级托管、多级登记、分级结算”为特征的世界主要证券市场托管结算体制并不相同。在具有中国特色的“穿透式账户”下,取消无记名股反而会在“证券登记”(证券持有人名册)和“股东登记”(股东名册)这两个原本不在同一维度上的制度之间产生股东身份识别的冲突。这是因为在穿透式账户下,我国的证券中央登记结算机构(以下简称“中国结算”)统一负责投资者证券账户的开立和交易过户,中国结算开立的“一体化”账户包含了投资者所购买的全部而非单一股票。在证券登记的细节上,中国结算也并非在每一交易日收盘后即将特定上市公司的全部持股情况汇总,其仅在特定事件(如召开股东大会)或者特定周期(通常为 10 日)才将分散在各个投资者证券账户中的持股信息汇总,以此生成特定上市公司的“证券持有人名册”。^[3]在此类证券持有人名册生成之前,上市公司无法根据每日股票交易的结果知道自己的股东及持股情况。不难发现我国《证券法》有关证券登记结算的规则、要求和实践与现行《公司法》有关股东名册置备、股份转让登记和股东查阅权利的规定之间存在冲突,这样的冲突反过来会影响我国上市公司股东身份识别的认定。鉴此,本文意在厘清股东名册和证券持有人名册各自制度渊源和法律意义的基础上,在尊重《公司法》和《证券法》各自既有规则体系稳定性的前提下,针对我国上市公司股东身份的识别尝试提出一个既能契合不同部门法内在逻辑、又可避免法律规则之间冲突的本土解决方案。

一、股东身份认定的公司法基础： 全球经验的确定性与本土移植的争议性

(一)传统公司法上记名股与无记名股的二元区分

股东在法律地位上获得认可的最根本要件乃是“能够作为公司的成员载入公司所准备的成员登记册,未载入门册的人不能获承认为公司股东”。^[4]作为商事外观主义的一种体现,公司法在股东权利行使和成员关系方面的显著特点就是要求公司成员的身份被公司知悉,并且成员之间有权相互知道彼此之间的股东身份。^[5]但问题在于随着过往百余年来公司规模日益扩大化,以交易套利而非长期持股行权为目的的股票投资者越来越多,公司与市场都需要有一套既便捷又节省成本的股东身份确认方式。基于此,出于对公司融资便利性和投资者转让便利性的双重考虑,在公司成员类型上衍生出两类法律概念:一类是由公司登记且公司知道股东身份的记名股股东;另一类则是以实物证书证明其股东权利,在行权前其身份并不为公司知晓的无记名股股东。

记名股与无记名股之间存在“公司是否知晓股东具体身份”的最大差异,并由此导致各自在股东身份识别和股东权利行使方面的形式不同。就记名股而言,虽然公司向投资者签发了证明股东身份的记名股票,但本质上这类股票只是持票人持有公司股份的表面证据,因为就公司而言,其只会将股东名册上所记载的那个“人”^[6]承认为公司的股东,而非单纯地向记名股票的持有人履行义务,这就呈

[3] 虽名为“证券持有人名册”,但有时也仅是持股数量排名靠前者(比如前两百名大股东)而非全部投资者对上市公司股票的持有信息。

[4] 何美欢:《公众公司及其股权证券》(上),北京大学出版社 2000 年版,第 233 页。

[5] See European Post Trade Group: Shareholder Identification and Registration, <http://www.europeanissuers.eu/positions/files/view/591da562f05ba-en>, last visit on Mar. 10, 2025.

[6] 此处的“人”不仅包括民法意义上的“自然人”“法人”“非法人组织”,还包括商法意义上类似于商业信托、契约型主体(如证券投资基金)等特殊商主体。

现出持票人身份与股东名册登记人身份“票册合一”的记名股之法律效果。^{〔7〕}而无记名股票则是凭借直接持有股票即可行使股票背后所蕴含之股东权利的“可转让金融工具”。^{〔8〕}发行人在发行无记名股票时不对股东身份进行标注,公司股东名册也无法实时记载或者显示真实股票持有人的信息。在证券交易的场景下,无记名股票的真正权利人(以下简称终端投资者)多是通过中介机构(比如存管机构)以名义股东的形式持有无记名股票,^{〔9〕}因此无记名股所对应的股东权利就须在出示无记名股票以证明持有人的股东身份后方能得以行使。^{〔10〕}

基于记名股与无记名股在股东身份识别上的前述差异,公司法在这两类股东行使股东权利的方式上就需要设置一种有所区别的规范标准,这套标准就藏身于“股东名册”的法律意义之上。事实上,传统公司法中的“股东名册”本身就意在“以更加稳定的方法来把握股东权的归属关系”。^{〔11〕}因为从法律效果上看,记名股股东的信息必须在股票签发时直接登记在公司名册之上,在完成股票转让后,受让方还必须完成公司股东名册的变更才能成为公司所认可的新股东,否则仅仅持有对记名股票本身的物权(物的所有权)而非股东名册上登记的股东(身份的认定)仍无法向公司要求行使记名股票所记载的股东权利。^{〔12〕}但无记名股票却不受此类记载规则的约束,因为公司对无记名股票只会标注特定的股票数量和编码,无需记载具体的股东身份信息。理论上,无记名股股东对公司而言只是一种“抽象”而非“具体”的存在,由于发行时不记载于股东名册,因此无记名股票背后的持有人变动也无需由公司进行股东名册变更。相较于记名股,无记名股股东的具体身份只会在其希望具体行使股东权利的特殊场合(比如投票)才会被公司知晓,并且须在进一步确认所出示股票的真实性后才能得以行使与记名股股东同等的股东权利。^{〔13〕}这就在公司法层面分离出记名股票和无记名股票在股东身份识别和股东权利行使方面的传统差异。

(二)现代公司法意义上股东身份识别的全球标准

就普通法系而言,在2016年英国呼应金融反洗钱的全球趋势而废除无记名股之前,其公司法一直存在记名股票与无记名股票(share warrant)之分。在英国法上,对记名股票的股东识别标准是“只有名字登记入公司股东名册的人才可以是公司的股东”,^{〔14〕}但无记名股的股东识别标准却只要是无

〔7〕 在此效果上形成法律效力上的两个约束。其一,记名股票只是持票人持有股份的表面证据而不是直接权利表彰,这意味着记载于公司股东名册上的股东可因遗失、灭失等原因向公司申请废除原记名股票而签发新的记名股票。其二,记名股票所对应的股份转让会受制于公司章程对股东转让限制的约束,持有记名股票的股东不可任意处置其所持有的公司股份。

〔8〕 参见金融特别行动工作组(Financial Action Task Force,简称FATF,中国于2007年正式加入该国际组织)对“无记名股”之定义, <https://www.fatf-gafi.org/en/pages/fatf-glossary.html#accordion-a13085a728-item-776c6d21d8>, 2025年3月10日访问。

〔9〕 See European Central Securities Depositories Association: The Registration of Securities Holders, https://ecsda.eu/wp-content/uploads/2016_07_19_ECSDA_Registration_Report.pdf, last visit on Mar. 10, 2025.

〔10〕 See Egon Guttman, The Transfer of Shares in a Commercial Corporation—A Comparative Study, 5 Boston College Law Review 505(1964).

〔11〕 [韩]李哲松:《韩国公司法》,吴日煥译,中国政法大学出版社2000年版,第242页。

〔12〕 有关对物本身的权利(比如作为对实物股票这一特定物的所有权)以及对物背后所指向的权利(比如实物股票承载对公司的股东权利)之区分,参见谢怀栻:《票据法概论》,法律出版社1990年版,第5页;张舫:《证券上的权利》,中国社会科学出版社1999年版,第9页;叶林:《证券法教程》,法律出版社2005年版,第1-2页。

〔13〕 See Department for Business Innovation & Skills: Transparency & Trust: Enhancing the Transparency of UK Company Ownership and Increasing Trust in UK Business, Government Response (April 2014), <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a7e2de6ed915d74e33f090b/bis-14-672-transparency-and-trust-consultation-response.pdf>, last visit on Mar. 10, 2025.

〔14〕 See Section 22 of Companies Act 1985 (United Kingdom); Section 112 of Companies Act 2006 (United Kingdom).

记名股票的持有人即可在公司章程范围内自动视为公司的股东。^[15]同时,根据英国1982年《股份转让法》,无记名股的转让可不受股东身份诸多条件的限制。在美国,《示范商业公司法》将股东定义为“在公司股东名册中以其自身名字登记为股票所有人的‘人’”。而且,对无记名股股东而言,只有在“公司对于间接持有方式知情且同意”的前提下,“在已向公司备存的匿名证书中可享有权利的股份实际受益人(beneficial owner of shares)”^[16]才可被认定为公司的股东。为此,美国各州公司法对于公司股东身份识别与认定的基本准则也是强调记录于“股东名册”上的那个人(而非股票持有者)才是公司的股东,并且只有在股权登记日登记在册的股东才可以对公司行使股东权利。在我国香港特别行政区,不论在无记名股票废除之前还是之后,其《公司条例》对公司股东(成员)的认定同样服从于“所有同意成为公司成员,而其姓名已记入成员登记册的其他人士,均为公司成员”之规则。^[17]

而就大陆法系而言,德国的股份公司如果发行了记名股,其必须在股份登记处进行登记,且在登记时须说明股东的姓名、拥有股份的数额、每个股份的编码及其面值等事项,且记名股票的转让必须根据《德国民法典》和《德国有价证券保管法》的规定完成转让和过户登记,^[18]“在与公司的关系中,只有在股票登记簿上登记的人,始得成为公司的股东”。^[19]因此,受限于记名股票的此等要求,自19世纪末起德国股份公司的股票上市多采发行无记名股的形式,这一趋势直至20世纪80年代末德国大型公司谋求在美国主要证券交易所上市机会时才有所改变。^[20]在法国,记名证券的证券持有人作为股东的证据只能是发行证券的法人所置备登记簿上的登记事项,对记名证券转让的规定也是不在公司所置备股东登记簿之上的主体无法成为公司所认可的股东,而无记名证券则由经认可的特定机构(并非发行人本身)完成对证券所有人和证券数额的变更登记。^[21]与德国法类似,随着1990年《日本商法典》只允许“记名股”而废除“无记名股”的修改,日本公司股东名册的效力就体现为“通过受让股份而取得股份者,未将取得人的姓名及住所记载于股东名册,就不得以之对抗公司”。^[22]在须专设股东名册的强制性要求下,不仅公司股东而且公司的债权人都可以随时向公司提出查阅股东名册的请求,这使得股东名册在日本公司法下成为对公司与所有利益相关人“更加有用之物”。^[23]

(三)上市公司股东身份认定的本土争议与实践做法

虽然现行《公司法》在修订前就股份公司存在“公司发行的股票,可以为记名股票,也可以为无记名股票”这种模棱两可的规定,但先前的规定却清楚地区分了记名股与无记名股在股东大会通知和股份转让上不同的法律效力。比如,记名股与无记名股在转让方式上存在是否需要“由股东将该股票交

[15] See Section 122 of Companies Act 2006 (United Kingdom).

[16] See the definition of “Record Shareholder”, Model Business Corporation Act (updated through November 2023), § 1.40.

[17] 参见我国香港特别行政区《公司条例》第112条(该条款最后更新日期为2019年2月1日)。

[18] 参见[德]托马斯·莱塞尔等:《德国资合公司法》,高旭军等译,法律出版社2005年版,第121-122页。

[19] 《德国股份公司法》,贾红梅、郑冲译,法律出版社1999年版,第36页,第67条。

[20] 20世纪80年代以来,一些大型德国公众公司(比如Daimler-Benz)为了实现全球化的融资目的,通过发行在数量上只有一份的“全球股份凭证”(Global Share Certificate)进行跨市场的股权融资和上市交易。全球股份凭证是一种在形式上只体现名义上的单一股东(体现为凭证的存管机构)的股权证书,它在本质上是记名股票的另一种表现形式。See Michael Gruson, Global Shares of German Corporations and Their Dual Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges, 22 University of Pennsylvania Journal of International Law 192 (2001).

[21] 参见[法]伊夫·居荣:《法国商法》(第1卷),罗结珍、赵海峰译,法律出版社2004年版,第793-796页。

[22] 1999年《日本商法典》第206条第1款(后成为2005年《日本公司法》第133条第1款),参见[日]末永敏和:《现代日本公司法》,金洪玉译,人民法院出版社2000年版,第80页。

[23] 参见蒋大兴:《公司法修订草案中的关键缺失》,载《中国法律评论》2022年第5期,第145页。

付给受让人后即发生转让的效力”之区别,在年度股东大会上存在定向“通知”与不定向“公告”的方式差异,^[24]在股东大会通知上存在“20日”与“30日”的时间差异。此外,在原有的公司法框架下,记名股须置备股东名册,而无记名股票则不需要置备股东名册。

针对原《公司法》这种“可以……也可以”的选择性表述,持“公众股为无记名股”立场的学术观点认为“股份有限公司向社会公众发行的股份多为无记名股,无记名股的转让,由股东在依法设立的证券交易所将该股票交付给受让人后即发生转让的效力”。^[25]即使当今全球股票交易所呈现的无纸化特点使得记名股与无记名股的区分失去现实意义,但证券登记机构的股东账户实行实名制也不能看成是对股票记名的替代,^[26]因为证券无纸化的事实与无记名证券的存在并不矛盾,对于具有流通意义的资本市场而言,无记名证券(即无记名股票)仍然具有存在的价值。^[27]但与此同时,基于“账户实名”的现实,认为我国上市公司公众股为记名股的观点亦不在少数。比如“股票的无纸化发行和交易使上市的股票都是记名的形式”,^[28]“上市公司的股票多采用无纸化形式……都是记名股票……股份转让时自然也无法以背书方式进行”。^[29]还有学者基于我国证券无纸化的演变过程以及从地方到中央的证券立法变迁考察,推演出我国上市公司从一开始就只有“记名股票”而无“无记名股票”的结论。^[30]

围绕股份公司股票“记名”或“不记名”的争议会带来如下两个方面的重要法律影响。首先,如果公开流通的公众股被认定为记名股票,则在传统公司法股东身份识别规则下,所有记名股票都需要随时更新股东名册,并且公司有法定义务制作、保管和更新股东名册。由此,为公司提供相关证券结算服务的机构就有法定或者约定的义务向公司同步证券持有人的信息(身份、标的、头寸等),以便公司更新股东名册。相反,如果公开流通的公众股为不记名股票,则公司在交易期间就无需特别准备股东名册的更新,证券登记结算机构也无义务向公司同步无记名股股东的身份信息,此时证券结算机构为了交易结算所生成的证券持有人名册就天然地有别于为了确认股东行使权利资格的股东名册。其次,在公开交易的流动性市场背景下,以中央存管机构(Central Securities Depository,简称CSD)为核心的股份集中存(托)管关系的存在进一步模糊了原先记名股与无记名股二元划分在转让方面的程序差异性,因为集中化的交易需要在证券登记结算环节尽力维持股东身份的“不变”,以此减少股东身份不断变动登记而可能带来的记录差错和额外的交易成本。CSD在中央存管机制下会被作为公司的名义股东记录在股东名册上,这使得证券交易中的投资者在后续希望直接以公司股东的身份主张行使股东权利时会面临证券间接持有机制的阻隔,CSD会因为在股东名册上的记载而成为公司法所认可的“股东”,由此反过来产生证券交易中的终端投资者如何在公司法项下表彰自身的实际股东身份以及如何实际行使股东权利的股东身份识别问题。

[24] “通知”是指向特定受文对象告知或转达有关事项或文件。参见陈至立主编:《辞海》(第7版),上海辞书出版社2020年版,第4367页。而“公告”在语义上是指“普遍地通知”。参见中国科学院语言研究所词典编辑室编:《现代汉语词典》(第7版),商务印书馆2016年版,第451、1309页。

[25] 范健、王建文:《公司法》,法律出版社2006年版,第308页。

[26] 参见王军:《中国公司法》,高等教育出版社2015年版,第168页。

[27] 参见叶林、张昊:《无纸化证券的内涵与法律地位——兼谈证券的基本属性》,载《河南大学学报(社会科学版)》2009年第2期,第28页。

[28] 周友苏:《新公司法论》,法律出版社2006年版,第255页。

[29] 彭冰:《中国证券法学》(第2版),高等教育出版社2007年版,第142页。

[30] 参见范中超:《证券之死——从权利证券化到权利电子化》,知识产权出版社2007年版,第199页;范中超:《无纸化之后股份登记的异化与立法变革》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第947-948页。

二、股东身份认定的证券法挑战： 股东名册与证券持有人名册的重合与分离

(一) 早期证券市场实物化证券与股东身份认定的关系

在实物持有模式下,证券所有权的基础是对证券的直接持有,一旦证券被买卖,就必须将实物凭证从卖方交割到买方。对于不记名的实物证券,所有人须直接持有凭证;对于记名的实物证券,所有人姓名还必须记录在发行人或其代理人的登记簿册中。^[31]无论是记名证券还是无记名证券,无论是实物证券的“以手过手”还是股东名册的变更登记,交易双方都会面临需要交割的实物灭失或者股东身份登记错误等风险。因此,为了满足日益增长的交易量需求,同时确保减少交收的差错,在提高效率和降低成本的双重考虑下,集中存管、统一过户的实物交收方式就出现了。^[32]这种交收方式的特点就是持有公司实物股票的股东在进行交易前先选择一个可直接或间接连接 CSD 的股票托管机构进行实物股票的托管,^[33]然后在交易过程中无需实际交付实物股票,整个实物股票交易的过程在托(存)管机构的账册上进行相应账户的增减、变更,通过业内俗称的“簿记”方式证明账户所有人对实物股票的权利主张和变动情况。

投资者通过“分散托管+中央存管”这种方式可以更为便捷地完成对实物股票的转让。对于记名股票而言,转让可以通过对记名股票空白背书的方式完成;对于不记名股票而言,虽然公司在终端投资者向公司主动披露之前不会知道投资者身份,但存管机构却可以通过存(托)管服务形成一种连接公司与终端投资者的类似于“链条式”(custody chain)的股票间接持有关系。就法律关系而言,无论是记名股还是无记名股,以实物存(托)管关系为基础的簿记只是记载了投资人拥有多少数额的实物证券,并非直接对应实物证券在法律意义上可表彰的背后权利。换言之,非移动化(immobilization)的簿记方式其实并不能代替实物形式的权利凭证本身可代表的证券权利,投资人必须取回实物股票,并且需凭借实物股票才能真正行使出席股东大会、领取股息等股东权利。^[34]

(二) 证券从“实物化”到“无纸化”对股东身份认定的影响

由于证券交易量的暴增和基于证券实物交收处理所产生的纸面危机(paper crunch),一种抛弃实物证券而纯粹以账户记账方式进行证券所有权证明和转移的无纸化方式自 20 世纪 60 年代出现并得以流行。在新的无纸化登记和交收方式下,如果每一个投资者都在 CSD 处开设证券账户,CSD 将为每一个投资者直接办理账户划拨,再将实际投资者的持有证券记录于集中的簿记系统之中,此时实际投资者仍以自己的身份确定对证券这类“物”的所有权,这与之前通过交割证券实物、办理股东过户登记在本质上是一样的,只不过投资者是以无纸化的形式直接持有证券。但是如果投资者并不在

[31] 参见中国人民大学课题组:《证券登记结算法律制度完善研究》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第 10 卷),法律出版社 2014 年版,第 359 页。

[32] 参见崔香梅:《日本有价证券无纸化法理——以国债、公司债、股份为中心》,北京大学出版社 2010 年版,第 54 页。

[33] “托管”与“存管”的本意差别如下:托管(custody)是一种“保护性看护”(Oxford English Dictionary, 2012),体现的是接受他人之物后的一个主观照看责任;而“存管”(depository)只是表达一个静态的储藏之地(Oxford English Dictionary, 2012),是一种客观的事实表述。对应证券市场,在二级结算体制下,证券经纪商与投资者之间是“托管”关系,券商要对其服务向客户承担信义义务;但中央存管机构只负责实物证券储藏、分发和记账,对券商和投资者不承担信义方面的义务,由此中央存管机构与证券经纪商在股票灭失、挪用、遗失或者被盗方面存在并不相同的法律责任。

[34] 参见梅世云编著:《国际证券托管结算体系研究》,中国金融出版社 2013 年版,第 35 页。

CSD 处开设证券账户,或者虽然开设了证券账户但只是将证券集合起来并以 CSD 的名义在股东名册上进行登记,此时终端投资者的名称和证券持有情况就无法直接体现在发行人的股东名册中,这就出现了导致股东身份识别问题复杂化的证券间接持有模式。

在间接持有模式中,尽管存在多层级的存管结构,发行人在证券交易环节只需要与 CSD 打交道,各个层级的存管机构并不会出现在股东名册的记录上,终端投资者更不是股东名册所记载的股东,只有 CSD 才是公司股东名册记载的合法股东(甚至是唯一股东),^[35]因此间接持有方式又被称作“名义人登记”(nominee registration)。在“名义人登记”制度下,由于证券在间接持有模式中存(托)管是混同的,在任何一个层级的托管机构中,这些托管机构的客户(无论是再下一级的托管机构或者是终端投资者)所享有的证券权益其实都不独立于其他客户,终端投资者对标的证券原本可直接享有的所有权由于证券无法被区分而不复存在,只能与同一托管机构的其他客户分享可相互替代的证券集中的相应份额,^[36]这就使得终端投资者对于被集中存(托)管的证券在本质上不体现为直接、具体、可一一对应的直接所有权关系,而是投资者针对托管机构就存(托)管证券的提取、转移、行权可享有的合同请求权。

(三)无纸化背景下证券持有人名册与股东名册之二元关系

基于存管机构的存管功能,证券账户的生成及交易明细的汇总自然而然地衍生出用于汇集投资者交易信息的“证券持有人名册”。证券持有人名册的一个重要作用在于它是存(托)管机构对其所存(托)管的证券作为一种有形物(实物券)或者无形物(无纸化)的“物的所有权”明细。通常而言,证券账户的功能在于记录并保存有关证券所有权的全部资料。在无相反证据证明的情况下,提供证券登记服务的机构所保存的记录就是账户所有人对证券所有权的证明。^[37]由此,一个新的问题出现了,即这种通过证券账户所生成的证券持有人名册可否天然地替代股东名册,从而在法律意义上成为公司股东身份的证明。

在大多数欧盟成员国,只有载入股东名册的人才可以作为公司的股东自由地行使自己的权利。但问题在于就证券持有模式而言,欧盟对于是否需要将最终投资者登记在股东名册上并不存在统一的要求,并非所有终端投资者都会被登记在股东名册上。此时实际支付价款并购买了“股票”的终端投资者如何能够被公司认可为“股东”并且正常行使股东权利就成为证券间接持有体系必须解决的股东权利保护问题。从实践上看,欧盟各国对此问题的答案并不完全相同,不同成员国基于自身证券市场发展的情况对股东名册与证券投资者之间的关系作出了不同安排。比如,德国规定股票所有权的变动与股票买受人的名字是否记录在股东名册上并无直接的关联,名字未能记录在股东名册中并不表明买受人未取得股票的所有权,而名字记录在股东名册上也不能表明其真正的股票所有人身份。^[38]英国作为早先的欧盟成员国规定,股票转让必须将受让人的名字登记于发行人所维护的股东名册,受让人才能够真正成为股票的所有权人。但不论选择哪一种关联方式,作为股东身份识别基准的股东名册的更新都需要依赖于证券持有人名册的变动,而这种股东名册与证券持有人名册之间的

[35] 参见赵威、仲伟光:《证券间接持有法律问题研究》,中国检察出版社 2008 年版,第 9 页。

[36] 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,第 682 页。

[37] 参见黄刚、丁卫、方哲:《关于〈证券法〉中证券登记、托管相关内容的修改建议》,载中国证券业协会编:《创新与发展:中国证券业 2013 年论文集》,中国财政经济出版社 2014 年版,第 1202 页。

[38] 参见赵刚:《比较法视野下的证券权利变动规则》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第 12 卷),法律出版社 2014 年版,第 216 页。

关联在欧盟可以通过登记与结算同时发生(英国法)、登记与结算挂钩(法国法)、结算先于登记并触发登记(德国法)以及结算与登记不同步(意大利法)这四种不同的方式实现。^[39]

(四) 证券持有人名册概念下我国股东身份识别的证券法困境

1993年《公司法》颁布之前的《股票发行与交易管理暂行条例》只规定了“股票发行采取记名式”^[40]的记名股方式。理论上,作为记名股的定向募集股份在每一次转让时都需要进行股东名册的变更登记,但现实中的过户操作却并没有贯彻传统公司法要求的背书转让和登记过户程序。事实上,沪深两地证券交易所分别通过自行开发的电脑系统进行证券无纸化交收的尝试,通过电脑自动簿记实现股票转让的实际效果,这就模糊了具有证券结算意义的证券持有人名册与具有公司股东身份识别意义的股东名册之间的应有区别。在此背景下,1993年颁布的《公司法》在立法逻辑上稍稍有别于前述暂行条例的规定,前者虽在第133条对社会公众发行的股票采用了“可以为记名股票,也可以为无记名股票”的选择性表述,但第87条要求招股说明书载明“无记名股票的发行总数”似乎又表达了立法机关对于公众股应为无记名股的态度。按照“公众股=无记名股”的法意解释,由于无记名股票是无需准备股东名册的,则证券法意义上的证券持有人名册就与公司法意义上的股东名册没有任何关系;但若回归“公众股=记名股”的学理解释,由于记名股涉及法定的股东名册备存,问题又会回到我国证券市场实践中上市公司股东名册到底何在的本源问题。

在本质上,这一困惑上市公司、结算机构和投资者已久的问题并非源自我国公司法的制度供给不足,而是源自我国证券市场过程中监管机构和结算机构对特定概念及其要件的不同理解。比如,在上位法层面,1998年颁布的《证券法》并没有自动衔接公司法的“股东名册”主题,而是新设了“证券持有人名册”这一术语(第148条第3项),依其第151条第2款之文义,“证券持有人名册”在法教义学上应该仅表明在证券登记结算机构开户的投资者持有证券的事实,而非股东身份的证明。但是,按照1998年《证券法》第151条第1款以及2006年《证券登记结算管理办法》第28条、第78条的相关规定,中国结算接受证券发行人的委托,通过设立和维护证券持有人名册确认证券持有人持有证券的事实,证券发行人应当在证券公开发行后向证券登记结算机构提交已发行证券的证券持有人名册及其他相关资料,中国结算据此办理证券持有人名册的初始登记。由此似乎又可通过中国结算的“证券登记”职能而将证券持有人名册与股东名册等同起来。

事实上,与境外公司法上“要成为公司成员,必须被记载于成员登记册,否则,是不能被认为公司成员”^[41]的法定性要求不同,我国证券交易实践中不存在名义上或具备实际意义的“股东名册变更”程序,有的只是作为证券交易结算保障的证券过户,但这种证券过户只是“证券账户上记载量的变更”,而非股东名册的自动变更。^[42]虽然存在对证券交易数量变化的增(减)记,中国结算会自动在每一个交易日结束后对投资者的持股数据汇总,但其并非形成须立即向上市公司实时传送、更新的“股东信息”。这些汇集完成的交易数据只是一条条沉淀在系统数据库的静态信息,只有在需要时才会予

[39] 参见欧洲交易所组织:《股东身份的识别与登记》,何家颐译,载蔡建春、王红主编:《证券法苑》(第39卷),法律出版社2024年版,第10-13页。

[40] 1993年国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》第53条(该条例的法律效力即使是在《公司法》和《证券法》颁布后仍未被明文废止)。

[41] 徐强胜:《股权转让限制规定的效力——〈公司法〉第71条的功能分析》,载《环球法律评论》2015年第1期,第140页。

[42] 参见迪欣:《中央证券存管体制研究》,载上海证券中央登记结算公司:《证券登记结算:法规、规则、制度资料汇编》(2000年11月),第243页,转引自范中超:《无纸化之后股份登记的异化与立法变革》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第939页。

以启动并提取。由此,我国股东身份识别上的问题就会被聚焦于中国结算形成的证券持有人名册可否等同于股东名册。如果两者可以等同,那么基于证券交易端的数据垄断,中国结算自然负有维护股东名册的义务,并须按日向发行人报送股东名册更新信息;但若非如此,公司股东名册的维护和识别义务仍应按照公司法的规定位列于公司之端而非证券结算登记机构之侧。

三、公司法修改对股东身份识别的影响: “穿透式账户”的矛盾与冲突

在 2023 年《公司法》修订之前,对于我国上市公司向社会公众发行的股份是否为无记名股的问题,不仅在法律规范层面体现了“公司法保持灵活、证券法不曾提及”的无定论态势,即便在证券监管层面也体现了监管部门的矛盾心态。最为典型的例子是中国证监会 2006 年发布的《上市公司股东大会规则》针对上市公司股东大会的召开程序采用了一个看似非常矛盾的“以公告方式通知”^[43]的表述。从表达效果上看,“公告”方式在法条上对应无记名股的要求,“通知”才是记名股的正确打开方式。此种表述显然是在《公司法》已有的区分性要求之外硬生生地将“公告”和“通知”这两种方式强行糅合在一起,不复区分。更有意思之处则在于该规则所要求的“以公告方式通知”的时间窗口只有针对记名股的年度股东大会召开“20 日前”(临时股东大会则是会议召开“15 日前”)而非针对无记名股的年度股东大会召开“30 日前”,这无疑已经表明证券监管部门对这一问题的态度取向。在此背景下,2023 年的《公司法》修订又将原来无记名股的相关内容全部废除,这在制度层面上朝着全球“去无记名股化”的公司法趋势更近一步。

(一)全球无记名股废除的“变”与“不变”

基于无纸化证券的簿记方式和现代金融的发展,特别是跨境反洗钱监管的需要,越来越多的国家开始对公司股东的身份展开“去匿名化”的行动。在证券市场,同样基于合规性的需求出现了对证券持有人强化身份识别的呼声,最为典型的例子就是 2013 年 4 月由国际证监会组织(IOSCO)二级市场监管委员会(C2)所提出的《市场有效监控和监管工具的技术挑战》。该研究报告特别强调“监管应有识别客户的能力”,^[44]要求监管当局应当有能力在每一笔订单和交易过程中识别相应的客户和参与人。在此趋势下,无论是经合组织(OECD)还是金融行动特别工作组(FATF)均提出了废除不记名股票的议案,特别是 FATF 在其《打击洗钱、恐怖融资与扩散融资的国际标准:FATF 建议》的报告中提出“禁止使用不记名股票和股权证”“将(无记名股)转换为记名股票或记名股权证”“由受监管的金融机构或专业中介机构持有不记名股票或股权证,固定其流动性”等要求。^[45]在此趋势下,美国特拉华州(2005 年)、我国香港特别行政区(2014 年)、英国(2015 年)就已经废除无记名股,瑞士在 2019 年 11 月废除了有限责任公司的无记名股形式,只允许在上市公司或者通过中介机构存(托)管的股票中保留无记名股形式。卢森堡、开曼群岛等以离岸公司闻名的法域虽还允许无记名股的存在,但也加入了对

[43] 2006 年中国证监会发布的《上市公司股东大会规则》第 15 条规定:“召集人应当在年度股东大会召开 20 日前以公告方式通知各股东,临时股东大会应当于会议召开 15 日前以公告方式通知各股东。”

[44] See IOSCO: Technological Challenges to Effective Market Surveillance Issues and Regulatory Tools, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD389.pdf>, last visit on Mar. 10, 2025.

[45] See [https://www.fatf-gafi.org/content/dam/fatf-gafi/translations/Recommendations/Chinese-FATF-Recommendations-2012_\(Updated%20June%202019%ef%bc%89\).pdf](https://www.fatf-gafi.org/content/dam/fatf-gafi/translations/Recommendations/Chinese-FATF-Recommendations-2012_(Updated%20June%202019%ef%bc%89).pdf), last visit on Mar. 10, 2025.

无记名股集中托管(custodian)的强制性要求。

尽管存在以上废除无记名股的全球趋势,但值得强调的是,无记名股的废除对于大多数国家股东身份的识别并不会产生很大的影响。因为如果是直接持有股票的模式,投资者直接持有股票的事实会直接记入股东名册而被视为公司的股东,这些直接持有股票的股东因为可被公司直接知晓,以记名股解释这些投资者的身份本身就无问题。^[46]而在间接持有股票的模式下,众多法域的公众公司多以存管机构之名记录于股东名册之上,存管机构成为公司的记名股股东。换句话说,这些存管机构是公司股东名册所记录的“在册股东”,存管机构通过“行号代名”(street name)方式持有并帮助最终投资者行使公司股东权利。无论哪一种模式,无记名股的存废实际上都不影响这些直接持有体系或者间接持有体系按照自身原有的运行规则继续有效运转。但无记名股的废除在中国却可能引发“最利之矛”(一级登记)与“最强之盾”(二级结算)的制度互搏。

(二)“穿透式账户”下股东身份识别的现实矛盾

国际清算银行与国际证监会组织于 2001 年联合发表的《证券结算体系建议》将证券直接持有与间接持有的区别归纳为以下两点。其一,在证券直接持有体系中,证券受益人直接在发行人的正式股东名册上体现为法定所有人(如果该证券被要求以证书的形式代表,则证书上应注明所有人的信息)或者是占有无记名证券。无论是发行人、CSD、CSD 的参与者还是任何第三人都被要求只能依据股东名册的记录(记名股)或者持有证券的事实(无记名股)来承认证券上的所有人权利和经济利益。其二,在证券间接持有体系中,名义持有人作为法律意义上的所有人出现在发行人的股东名册上,并且实际所有人(或者通过中介持有证券的人)作为证券所有人只反映在名义持有人自身的账册之中,实际所有人的权利和经济利益透过名义所有人或者相关中介的簿记系统得以反映。^[47]

但是国际证券市场上这种泾渭分明的“直接持有”和“间接持有”划分理论却无法解释我国投资者对证券的实际持有方式。在 1998 年《证券法》颁布之前,深市于 1996 年 5 月废除“分布式登记”方式,采用了托管券商制度下的中央存管系统,实行股份集中管理,由登记结算公司直接管理券商的证券总账及其名下的投资者明细证券。沪市在成立之初则直接采用了“中央托管、一级账户”模式,即中央存管机构为每一个投资者单独设立总的证券账户,直接掌握各投资者账户的证券余额及变更情况,作为与客户签署托管协议的券商并不实际掌握投资者的交易信息。自 1998 年 4 月 1 日起实行全面指定交易后,虽然投资者需要事先指定一家证券经营机构作为其委托交易和清算的代理机构,但无论投资者委托哪一家券商进行交易,其股票的增减都是由交易所的存管系统直接实时处理,^[48]这就形成了“二级分散托管为名、一级集中托管为实”的“反向托管”^[49]结构。

前述“反向托管”的特征在我国证券法修订的过程中逐步得以明确和强化。比如,如果严格依照

[46] 需要特别说明的是,即使是在这些国家的直接持有方式下,投资者的直接持有只是一种静态的持有,如果其寻求交易机会,还是需要将直接持有的股票从直接持有系统中剥离出来交给特定的经纪商,然后通过经纪商系统寻求在场内二级市场的竞价交易中出售股票。此时,一旦从直接持有系统转入经纪商的交易系统,在交易的时刻其实又会短暂地变为以经纪商(存管机构)名义持有股票并进场交易的间接持有系统(买入股票的过程亦同)。

[47] See BIS & IOSCO: Recommendations for Securities Settlement Systems, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d46.pdf>, last visit on Mar. 10, 2025.

[48] 参见周正庆主编:《证券知识读本》,中国金融出版社 1998 年版,第 291 页。

[49] 所谓“反向托管”是相较于下文所述的“正向托管”而言。正向托管是投资者先将证券存管于券商,然后由券商统一汇总存管至 CSD 的二级托管机制;而反向托管则是在实质上投资者直接将证券存管于 CSD,然后为了后续二级结算的需要,在 CSD 的中央存管基础上在名义上建立起一个投资者与券商之间的存托管关系。

1998年《证券法》第138条和2006年《证券登记结算管理办法》第34条的规定,股票的托管本应是一种先建立证券经营机构的分散保管,再建立中央证券存管机构集中保管的二级存/托管体制(本文称为“正向托管”)。但在实践中,依据前述《证券登记结算管理办法》第17条和中国结算2002年颁布的《证券账户管理规则》第1.4条,原本在上位法上应该呈现两个不同指向的证券账户在事实上都指向了由投资者在中国结算开立的证券账户,投资者所有的证券信息都被汇总在该等证券账户之内。不仅如此,2005年《证券法》在修订时又将之前的第138条并入新法第166条,确立了“证券登记结算机构”(而非券商)应当按照规定以投资者本人的名义为投资者开立证券账户的要求。由此,投资者在券商开立的“证券账户”其实并不是其在作为经纪商的券商所开立的一种二级账户,我国证券登记所指的证券账户只能是中国结算为投资者开立的具有唯一性、排他性的集中托管账户。在此背景下,虽然对证券登记一直保持“中央登记、二级托管”的提法,但本质上却通过中国结算这个唯一的登记平台实现对投资者所持有证券的一级托管,通过事实上的“一级登记”和“一级托管”实现对最终投资者所持头寸的“穿透式登记”。

(三)“穿透式登记”下进行“净额结算”的权利冲突

在证券交易的交收方式上,我国的证券结算采用分级结算模式,即“证券登记结算机构负责办理证券登记结算机构与结算参与人之间的集中清算交收;结算参与人负责办理结算参与人与客户之间的清算交收”,^[50]因此证券结算的过程在理论上应呈现“两段式”的递进特点:先是中国结算与证券公司的一级结算,然后是证券公司与投资者的二级结算。在一级结算环节,中国结算只与作为其结算参与人的券商发生中央对手方的结算关系,不与投资者发生法律关系。在二级结算环节,作为结算参与人的券商在完成一级结算后就一级结算所净额交割的证券或金额与其客户发生二次结算关系。

在理论上,多级证券结算体制应该对应多级托管结构。但问题在于在二级结算体制下,我国的证券账户却是一种“名义上的二级托管、实际上的中央登记”的一级托管结构。其一,这在法律层面其实意味着在证券持有的所有权方面,由于终端投资者才是证券的直接所有权人,这会导致在证券交收的匹配流程中,为了与证券所有权转移的权利主体名义匹配,中国结算原本应该只是作为所有权人的代理人(而非净额结算中的“合约替代方”)而对投资者账户内的股票进行所有权转移的操作,所有一级托管性质下的股票交收应该只是在投资者的一级账户内由中国结算根据场内交易结果自动完成,无需借助于所谓二级托管的证券公司之手,券商在名义上的股票分级结算下其实根本起不到理论上的“分级”作用。其二,在此结构下,中国结算在资金结算方面却仍需要先与作为结算参与人的券商进行资金结算(一级净额结算),然后才由各结算参与人与其客户(即投资者)进行再次的资金结算(二级净额结算),中国结算在此过程中与投资者并不发生直接的资金交收法律关系,其只对结算参与人当日结算资金的交付承担担保付款责任,而不对结算参与人面向其客户的资金缺口承担交付责任。^[51]这种股票与资金交收流程分离所潜在的风险表现为在股票的一级托管模式下,投资者在法律形式上应该作为这些股票的所有权人直接参与股票和资金的清算交收过程,中国结算在法律逻辑上无权以合约替代者的身份代表投资者进行资金的交收清算。此外,在股票一级托管模式下,中国结算只是被动地根据交收的结果“簿记”投资者证券账户的变动,系统自动生成投资者对上市公司的持股

[50] 2006年《证券登记结算管理办法》第43条。

[51] 参见井涛:《论证券结算客观性风险之法律控制》,载《现代法学》2005年第1期,第122页;沙玲:《证券法对我国证券登记结算制度的完善》,载《人民法院报》2006年2月8日,第B03版。

信息并将其沉淀于中国结算的数据库,中国结算在法律意义上并不是上市公司股东信息的记载义务人或者代理人,其也就不应作为上市公司的代理人负有向全体投资者提供上市公司股东身份信息的义务。正是因为前述股票交收与资金交收对手方错配的局面使得证券登记结算机构、证券公司和投资者之间的法律关系交错关联,造成了证券登记结算机构资金和证券交收对手不对称的模糊观念,导致“股票一级托管”登记模式与“资金二级净额交收”结算模式的运行逻辑冲突,从而容易引起不必要的法律纠纷。^{〔52〕}这其实也是前些年引发市场热议的“叶飞爆料门事件”中散户投资者要求行使对上市公司股东名册查阅权的矛盾根源所在。^{〔53〕}

四、股东身份识别的中国方案： 传统理论框架变通与未来制度创新方向

在高度流动的公开交易市场,股东身份的识别不仅事关公司法上股东权利的行使,还牵扯着证券市场后台结算的运行逻辑。就我国现行《公司法》而言,当无记名股类型在法律层面被完全废除时,我国股份公司将仅存记名股票这种单一的股票类型。由于在电子化的交易方式下唯一能够体现“显名”特征的只有“证券账户”项下的账户登记,由此在形式上似乎将更加容易推导出“证券账户登记=股东名册登记”的结论。但结论果真如此简单的话,那么依据公司法延续至今的传统,所有通过证券交易所这种场内集中交易方式所进行的股份转让就要面临在形式上是否需要遵守“背书转让”(或至少是“指示交付”)这一记名股转让规则的挑战。很显然,在以集中竞价交易为特点的场内市场,这种以点对点为前提的背书转让或指示交付是不现实的,以竞价交易为特点的场内交易无法满足记名股转让时的要式条件。除此以外,如果直接将投资者证券账户的实名登记视为“股票记名”的方式,并由此将证券持有人名册与股东名册之间完全等同化,则原本只应作为股票集中托管与交收机构的中国结算就不能维持现有垄断股票交易数据的事实,中国结算在法理上无权以商业秘密为名而对基于投资者交易所产生的数据享有单方面的处分权。^{〔54〕}就此问题,从短期目标看,可以在明确公司法上的股东名册与证券法上的证券持有人名册二元区分的前提下,通过对证券交易路径的调整消除现有证券登记、证券结算与股东身份识别的逻辑矛盾。而从中长期目标看,考虑到区块链和数字人民币兴起的技术发展趋势,我国证券市场存在比全球竞争对手超前一步且依托于区块链技术发展的证券登记结算和股东身份识别的创新机会,未来有机会通过全新的金融市场基础设施技术布局在我国实现更为简单、便利和低成本的股东身份识别效果。

(一) 股东名册与证券持有人名册区别之本土解释论

无论是记名股票还是无记名股票,原本股东名册的备存、变动及股东行权的确认均是来源于满足公司与股东之间关系的需求。但在交易层面,伴随着股票交易的发展,证券市场参与者更看重的是其“投资者”而非“股东”的身份。事实上,一般意义上的投资者并没有动力为了短暂的持有而完成复杂且可能增加成本的股东名册变更,其更在意的是后续持续交易的权利保障。正是在此需求下,证券市

〔52〕 参见社论:《强化证券公司托管责任和登记结算机构存管责任》,载《上海证券报》2006年6月1日,第A04版。

〔53〕 参见张丽华、杜卿卿:《“市值管理”乱象中上市公司股东名册有何玄机》,载《第一财经日报》2021年5月18日,第A01版。

〔54〕 根据现行有效的《证券登记结算管理办法》,证券结算登记机构向发行人提供证券持有人名册服务需要满足特定的条件。在实践中,证券监管机关的一种态度是将证券持有人名册视为中国结算的“商业秘密”,故需由发行人按照相关结算管理规则申请获得证券持有人名册,而非自动获得。

场的股票交收才有机会通过集中托管和集中交收的方式完成权利凭证的交换(后续演进为账户式的“簿记加减”)。在此设计下,整个证券交收的链条就产生了“代表托管事实的权利凭证(交易账户)动、代表权利本身的标的股票不动”的新交收方式。在新交收方式下,股票交易的过户变动只会涉及投资人账户余额的变动,不会涉及标的股票所对应的股东名册变动,因此在交易阶段也就无需涉及对投资者股东身份的确认以及持股行权的考虑。在此模式下,投资者看上去交易的是相应的上市公司股票,但在技术层面获得的却是存管机构所签发的对特定实物股票拥有索取权的“存托凭证”,然后投资者再凭借这个存托凭证从存(托)管机构处获得上市公司的实物(无纸化)股票。在存托凭证与标的股票这两个原本被“账户化处理”所合并的细节再次得以区分时,“证券(存托凭证)权利”与“股票(股东)权利”的二元划分即可清晰显现。相对于公司端的股东身份确认需求,在存(托)管机制下,投资者的直接权利其实是要求存(托)管机构返还所存(托)管实物股票的请求权,而非被存(托)管股票所对应的股东权利。在进入无纸化时代后,证券登记作为无纸化股票的确认方式(表现为账户数字化金额的权利)也只是替代了原先实物证券的保管形态,证券账户金额的增减仅代表投资者股票持有数量的变化,此时所谓的证券登记(包括初始登记与变更登记)指向的只是投资者对其所持有证券类型和数量的登记,准确而言证券法意义上的“证券登记”应被称为“证券交易的登记”(“交易端需求”)而非公司法意义上“股东身份的登记”(“公司端需求”)。

交易端需求中的“证券持有人登记”在本质上只是以证券这个“有体物”或“无体物”作为客体进行所有权的主体登记,它在实践中的意义只是汇总特定类型的物(体现为实物股票或者无纸化股票)的所有人信息。因此证券登记只是从交易端需求出发,是证券投资者为了交易的过户所进行的集中存(托)管,它最为主要的作用是对证券这种有体物或者无形物所有权的流转证明,是一种记录证券所有权并对证券持有人持有证券的事实进行确认的法律行为。换句话说,如果“公司端需求”的公司股东名册登记代表了对股东资格的确认,那么“交易端需求”的证券持有人登记则是对代表投资者从事交易所需要要素的确认,即使投资者开立了证券账户,其在形式上仍然可以选择是以直接持有方式还是透过经纪商的间接持有方式持有上市公司的股票。

(二)“一级托管、二级结算”现实下股东名册与证券持有人名册联结的本土方案

1.“可选择直接持有或间接持有+可选择的转户交易”模式的启示

从全球视野来看,成熟资本市场对于股东名册登记与证券持有人登记之间的关系多采用“可选择的直接持有或间接持有+可选择的转户交易”模式。在此模式下,投资者既可以选择以直接持有方式将股票登记在投资者于CSD所直接开立的账户(以下简称投资者CSD账户)名下,也可以选择以间接持有方式将股票登记在其所委托的经纪商账户(以下简称投资者经纪账户)名下,投资者在交易时可自主决定是否将股票由投资者CSD账户转入投资者经纪账户后进行交易。值得注意的是,投资者在此模式下委托经纪商所买入的股票在默认模式下归集于投资者经纪账户,只有投资者向经纪商另行发出单独的转移指令时,新购入的股票才会由投资者经纪账户转至独立的投资者CSD账户,从而由间接持有模式转化为直接持有模式,并最终体现在公司股东名册登记上。

比如,就香港上市公司股票的交收而言,在中央证券登记结算系统之外,香港本地注册的公司还需要另外委聘一间私人公司(非中央证券登记结算系统)作为其股份过户及登记处(“股份过户处”)以另行负责股东名册的备存。股份过户处只代表上市公司处理股份登记事宜,但其所保管的股东名册可以与中央证券登记结算系统直接连接,并以中央证券登记结算系统汇总的数据作为更新股东名册的依据。在股份过户处的基础上,香港于1998年推出了直接持有方式的“投资者户口”服务,鼓励

个人和机构投资者直接以自身名义(而非透过经纪商)开设投资者账户,投资人通过此项服务可以从中央证券登记结算系统直接获得对公司的持股证明,^[55]即投资者的身份和持股信息在直接持有模式下可以直接出现在股东名册之中。但在直接持有和间接持有平行的模式下,“投资者户口”名下的股票如果通过场内集合竞价方式出售,投资者仍然需要以“转仓”的方式,透过指定经纪商的名义在中央证券登记结算系统进行交易。^[56]与香港市场类似,英国的 CREST 系统和美国的 DCTT 系统也都相应配置了投资者可直接持有股票的路径选择,但无论是 CREST 还是 DCTT 的直接持有模式,投资者在选择场内交易时也都需要转托管至证券经纪商,再以间接持有的方式完成股票的出售或购买。

2. 以“强制直接持有+自动转户交易”为标志的混合模式的改造可能

从形式上看,在无记名股票被废除的条件下,我国所有上市公司的股票都应该成为记名股票,此时在《公司法》下所有的股东信息应该都为公司所知晓,由此就产生了证券登记结算系统的投资者信息与股东名册信息强关联的法律需求。但受制于我国特有的“名义上二级托管、实际上中央登记”之一级托管事实,为了确保证券登记逻辑与证券结算结构的吻合,我国现时可以采用“强制的直接持有+自动的转户交易”的混合模式进行改造。

相较于国际通行模式,混合模式之核心在于在股票持有环节将全球通行的“直接持有或间接持有的自愿选择”转换为“法定的直接持有”(体现为穿透式账户下的一级托管),而且将交易环节的“意愿转户”切换为“强制转换”。换言之,首先,对于公众公司股票的持有,投资者只能通过中国结算所开立的证券账户(即前文所述的投资者 CSD 账户)直接持有股票,^[57]对于所有簿记在投资者 CSD 账户上的股票,由法律或者行政法规要求证券持有人名册须以镜像复制方式直接关联于公司另行置备的股东名册之上,只有显名在股东名册上的证券投资者才可自动成为公司的股东。其次,于投资者进行股票交易时,所有股票的交易在形式上必须先从 CSD 的一级托管方式转换为经纪商的二级托管模式后才能进入二级结算流程。即在交易程序上,投资者应该先将投资者 CSD 账户的股票通过中央簿记系统转入其在券商所开立的投资者经纪账户,然后再通过券商在中国结算所开立的客户交易账户(此账户独立于券商自营业务的自营账户)在中央结算系统完成真正二级结算体制下的净额结算(买入的逻辑亦然,只是流程相反)。

在“强制直接持有+自动转户交易”的混合模式下,中国结算可以作为法定或约定的受托管理人负责在每个交易日结束后向公司(或其股份转让代理人)报送最新的证券持有人名册,并由发行人自行根据这些最新的证券持有人名册完成股东名册的确认与更新。此时中国结算只负责证券交易端的数据识别,股东名册的持有、维护、更新与识别义务就完全交由公司而非中国结算承担,股东身份的识别及后续涉及的与股东权利、义务和责任相关的事宜应完全归属于公司,中国结算并不承担公司法意义上的股东身份识别义务,由此实现在股东身份识别全球经验基础上的中国变通。

(三) 区块链方向下股东身份识别创新的中国机会

现有以“中心化”和“净额化”为特征的证券登记结算是一种体现市场参与主体在“成本—效益”考量下的制度创新,其目的在于减少跨主体之间支付或者结算的层级而确保结算的快速完成。^[58]

[55] 参见涂广建:《论“沪港通”机制下证券权益的法律适用》,载《国际法研究》2016 年第 5 期,第 70 页。

[56] 比如,2022 年 7 月 12 日,巴菲特旗下的伯克希尔公司将其持有的 2.25 亿股比亚迪股份从直接持有方式转仓为花旗银行名义持有,并于 8 月 24 日通过花旗银行在公开市场出售了 133 万股。

[57] 但 A 股的境外合格投资者(QFII)、B 股的境外投资者仍然保留了现有的间接持有模式。

[58] 参见郑成:《金融市场基础设施的历史进路及其监管应对》,载《国家检察官学院学报》2022 年第 4 期,第 163 页。

为了整个市场的稳定、效率与安全运行,现有证券结算过程特别强调券款对付原则(Delivery Versus Payment,简称 DVP)的重要性。但如前所述,我国目前的证券结算在法律形式上体现为 DVP 模式三下的“款券全净额结算”要求,但实际运行的却是“证券全额、资金净额”的 DVP 模式二,由此才会出现事实上的证券一级登记与形式上的二级结算形式之间的矛盾。从短期来看,我国可以采用前文所述的强制性混合模式弥补此类实践操作与法律规定相互矛盾的漏洞,但更为值得期待的是通过以“分布式记账”为特点的金融市场基础设施的区块链部署实现本文所述的查缺补漏之目标。

有别于“中心化”的交收系统所进行的净额结算方式,区块链技术使得各类所有权的交易和支付可以重新回到从一个交易对手账户进入另一个交易对手账户的“点对点”“一对一”的实时、逐笔、全额结算方式,其在本质上已经趋近于一个去除中介化的零售支付系统。^[59]因为“点对点”交易无需合约替代,并且区块链上的每一个交易主体都可以作为区块链上的节点参与证券结算,同时通过自动结算实现实时、全额的银货对讫,^[60]这样的特点可以使得分布式账本技术在金融市场中有机会帮助其使用者跳过现有中心化的金融市场设施进行数据的直接分享,实现所有权近乎实时的转移。^[61]此时,区块链上的市场参与各方无需担心通过中心化的结构(如银行或中央结算机构)进行货币和证券交收而可能产生的交易对手的信用风险。^[62]建立在区块链技术上的去中心化、分布式账务体系会向市场提供更廉价、更迅捷和更安全的证券清算和结算服务,^[63]以最小的成本实现目前而言成本仍然最高(但最符合证券一级托管特点)的 DVP 模式一。以区块链为基础的去中心化结算系统的引入不仅不会改变我国现有直接持有模式下的证券形态与证券持有方式,反而在分布式记账凭证技术的帮助下,我国证券市场将会更加便利地从现有以净额交收为特点的 DVP 模式三顺利切换到以全额交收为特点的 DVP 模式一,从而更加有力地保障投资者交易过程的股票和资金安全。区块链技术将确保证券持有人可以继续通过一级托管的“穿透账户”结构持有证券,同时各发行人可以通过区块链直接登记这些账户持有人所持股票的信息从而完成股东名册的登记与更新,区块链上持有证券的主体可以依据区块链的记录直接向发行人主张股权、债权等形式的证券权利,以此更加有利于实现对上市公司的监督、提升作为公司治理水平的投资者保护水平。^[64]

五、结论

股东身份的识别原本是公司法中联结公司股东与公司关系的一个重要环节,能够正确打开这个联结的“密钥”正是对公司股东名册的置备与使用。但遗憾的是,改革开放以来我国公司立法虽然“照葫芦画瓢”般地将股东名册的要求写入法条中,但无论是学界还是业界其实长期以来都忽视了股东

[59] See Paola Fico, Virtual Currencies and Blockchains: Potential Impacts on Financial Market Infrastructures and on Corporate Ownership, <https://ssrn.com/abstract=2736035>, last visit on Mar. 10, 2025.

[60] 参见卜学民:《论区块链对中央对手方结算的挑战及其应对》,载《北方法学》2019年第6期,第154页。

[61] See Andrea Pinna & Wiebe Ruttenberg, Distributed Ledger Technologies in Securities Post-Trading: Revolution or Evolution?, European Central Bank Research Paper Series, No. 172/April, 2016, p. 8-18.

[62] See Government Office for Science, Distributed Ledger Technology: Beyond Block Chain, https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/492972/gs-16-1-distributed-ledger-technology.pdf, last visit on Mar. 10, 2025.

[63] 参见[英]彼得·诺曼:《金融危机以来欧洲证券结算行业的最新发展》,董屹译,载《债券》2016年第4期,第78页。

[64] 参见柯达:《区块链证券结算的法律规制——基于信息系统的视角》,载《大连理工大学学报(社会科学版)》2020年第5期,第80页。

名册对于公司的真正意义。在长期的理论研究和司法实践中,通常更在意由政府主导的工商登记对于股东资格认定或者股东权利行使的作用,^[65]而少有对证券交易过程中公司股东名册与证券登记结算之间应有关系的基础研究。此外,基于“强制性变迁路径”下的“新兴+转轨”特征,我国证券市场在相当长的时间内面临的是“有规则”要比“规则合理”更为重要的价值选择,这就使得对境外成熟市场的经验法则存在“拿来就用”的现象,由此出现了各法律部门或者政府各部门之间的规定及其适用各自为政、互不关联的后续遗留问题,总体上缺少对所移植制度背后理论基础和应然机理的准确把握。2023 年《公司法》的修订对无记名股的处理也带有浓重的实用主义色彩,无记名股的废除虽然紧跟国际潮流,但在事实上却加剧了我国上市公司股东身份识别的制度性冲突。为此,本文通过对股东名册和证券登记结算在公司法和证券法两个层面上的追本溯源,意在找到现有股东身份识别矛盾的问题所在,在不偏离公司法和证券法各自基本法理和监管现实的前提下,实现对股东身份识别的本土化改造,以期根本消除由此技术细节差异而在未来证券市场运行过程中可能出现的制度风险和市场争议。

(责任编辑:洪 玉)

Abstract: The determination of shareholder identification relies on the recording of the company register. Under the market background of shares frequent exchange, the characteristic of passive transfer record in the shareholder register hasn't matched the practice and demand of stock exchange. It led to the emergence of an indirect holding system which means that all of the shares were centrally deposited but hierarchically settled in the stock market. Under the indirect holding system, the central securities depository (“CSD”) is recorded in the register as the nominal shareholder and it shows a new characteristic of delivery that only record change in the virtual account but physical stock unchanged in the CSD. In other words, the end investor and the nominal shareholder were separated in the indirect holding system. However, the indirect holding system has never been recognized by Chinese securities law. It is still the real investor being considered as the shareholder under the looking-through account system. This practice raises some disputes on the standards of the shareholders identification between the shareholders register and securities holder list. To respond these disputes basically arising from the conflict between the real stock custody structure and the theoretical settlement process, we hold that under the condition that no change on the existing design of shareholders register in the Company law, Chinese securities registration and transaction process can be reasonably reformed by a new model and/or new technology to combine the worldwide experience and Chinese historical practice in respect of shareholder identification.

Key Words: shareholder identification, shareholders register, securities holder list, look through account, blockchain registration

[65] 参见李志刚等:《股东名册与股权变动——新公司法第八十六条规定的意义、影响与应对》,载《人民司法》2024 年第 13 期,第 100-111 页。