

# 论“沪港通”机制下证券权益的法律适用

涂广建\*

**摘要：**2007年“港股直通车”推出3个月后即被叫停，之后内地与香港低调孕育了7年，最终于2014年4月10日联合推出了“沪港股票市场交易互联互通机制试点”（本文简称“沪港通”）。由于技术条件、市场基础已经比较成熟，“沪港通”已按计划实施。“沪港通”开始运作后必然会带来内港跨境股票权益纠纷，解决纠纷应适用何地法律与两地的证券持有模式息息相关。本文在分析两地证券持有模式以及各种证券持有模式下的法律适用规则的基础上，结合《海牙证券公约》及美国《统一商法典》的做法，试图对“沪港通”机制下内港跨境证券权益法律适用问题的协调提出可行性建议：证券直接持有模式下，证券将适用证券所在地法；证券间接持有模式下，两地都可采纳“权利实现地法原则”；将意思自治原则与相关中介所在地原则结合；在比较复杂的现实案例中，当运用上述规则难以找到令人满意的实体法时，我们均可考虑引入“最密切联系原则”来缓解（补充）上述规则之不足。

**关键词：**沪港通 证券争议 法律适用

## 一 问题的由来

2007年“港股直通车”从宣布到叫停历时仅短短3个月，究其原因，技术难题和金融危机是导致其难以成行的主要因素。<sup>①</sup>时隔六年，2013年1月10日至11日召开的中国人民银行工作会议明确提出，“继续支持香港等境外人民币市场发展……积极做好合格境内个人投资者（QDII2）试点相关准备工作”，这意味着“港股直通车”的落实指日可待。<sup>②</sup>当时即有分析人士认为，从字面来看QDII2可以投资全球股市，不仅仅限于投资港股，但港股可能很快会以QDII2

---

\* 法学博士，澳门大学法学院副教授。

① “港股直通车”是指允许境内投资者在中国银行等试点商业银行开立境外证券投资外汇账户并委托这些商业银行在香港的证券公司开立代理证券账户，籍此购买境外证券。2007年8月，我国国家外汇管理局宣布“港股直通车”计划；2007年11月，时任总理温家宝访问乌兹别克斯坦时即指出，中央还需更多时间来综合考虑此计划的实施对两地股市带来的潜在风险，中央政府无限期推迟“港股直通车”。转引自中新网报道，<http://online.wsj.com/articles/SB119418307671781711>，最后访问时间：2016年4月6日。

② 参见中华人民共和国中央人民政府网站“2013年中国人民银行工作会议在北京召开”相关内容，[http://www.gov.cn/gzdt/2013-01/11/content\\_2310183.htm](http://www.gov.cn/gzdt/2013-01/11/content_2310183.htm)，最后访问时间：2016年4月6日。QDII2是指在人民币资本项目不可兑换条件下，有控制地允许境内个人投资境外资本市场的股票、债券等证券投资业务的一项制度安排。

的形式落实。<sup>①</sup> 仅约一年后，内地与香港在2014年4月10日联合推出了沪港股票市场交易互联互通机制试点（即“沪港通”），公告文件指出上海证券交易所（以下简称“上交所”）和香港联合交易所（以下简称“联交所”）允许两地投资者通过当地证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市的股票，从推出之日起至“沪港通”正式启动实施，大概经历了七个月的准备时间。<sup>②</sup> 毫无疑问，“沪港通”对内地和香港的经济都将有一定的拉动作用，有利于加强两地资本市场的联系，推动两地资本市场的双向开放。内地A股市场因此打开了增量资本进入的渠道，将在与国际金融市场更深度的融合中不断提升对外开放的层次和水平；香港可以发展成为内地投资者重要的境外投资市场，进一步巩固香港的国际金融中心地位。

从现行法律文件看，“沪港通”采用双向投资模式，由南向“港股通”和北向“沪股通”构成。具体而言，“沪股通”运作的基本模式为，香港投资者先委托联交所许可的交易参与者，交易参与者再委托联交所在上交所设立的子公司，向上交所申报交易买卖沪股，并由香港结算作为中国结算的结算参与者，以人民币进行清算交收；“港股通”运作的基本模式为，内地投资者先通过沪市人民币普通股证券账户，委托上交所的会员证券交易服务公司，交易服务公司再委托上所在联交所设立的子公司，向联交所申报交易买卖港股，并由中国结算在香港结算开立的名义持有人账户统一以港币进行清算交收。<sup>③</sup>

在“沪港通”机制下，虽然投资者通过本地的证券服务公司进行交易委托，但其买卖标的为另一地的股票，在另一地的交易所进行交易并需要遵循另一地的交易规则，因此这种证券交易具有跨境交易的性质，出现纠纷时属于跨境证券纠纷。鉴于“一国两制”的基本制度及目前两地实体私法的差异，“沪港通”运作中的跨境证券权益纠纷势必产生法律冲突和法律适用问题。<sup>④</sup> 证券持有模式（直接持有模式或间接持有模式）直接影响证券权益的法律适用。“沪港通”机制下两地投资者以何种模式持有证券，对该种或该几种证券持有模式下的跨境证券权益两地分别将会适用何种冲突规则加以解决，两地的冲突规则是否可以协调以及如何协调，是本文将要探究的课题。本文首先考察内地和香港的证券持有模式及成因、“沪港通”机制下的证券持有模式，然

① 参见凤凰网财经网：《分析指 QDII2 为变相“港股直通车”》，<http://finance.ifeng.com/hk/dt/20130114/7551950.shtml>，最后访问时间：2016年4月6日。

② “沪港通”已于2014年11月7日正式启动，参见《中国证券监督管理委员会香港证券及期货事务监察委员会联合公告》，<http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/news-and-announcements/news/doc?refNo=14PR136>，最后访问时间：2016年4月6日。

③ 有关“沪港通”运作模式，参见我国证券监督管理委员会网站《中国证券监督管理委员会香港证券及期货事务监察委员会联合公告》第一条、第三条，网址：[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201404/t20140410\\_246762.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201404/t20140410_246762.htm)；上海证券交易所网站《上海证券交易所沪港通试点办法》第四条，网址：[http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c\\_20140429\\_3803206.shtml](http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c_20140429_3803206.shtml)；香港联合交易所网站《沪港股票交易机制建议主要特点》第1（1）、（6）、（7）条，网址：[http://www.hkex.com.hk/chi/market/partcir/hksc/2014/Documents/cc\\_080\\_2014.pdf](http://www.hkex.com.hk/chi/market/partcir/hksc/2014/Documents/cc_080_2014.pdf)；中国证券登记结算有限公司网站《沪港股票市场交易互联互通机制试点登记、存管、结算业务实施细则》第十五条、第十六条，网址：[http://www.chinaclear.cn/zdjs/editor\\_file/20140429162802861.pdf](http://www.chinaclear.cn/zdjs/editor_file/20140429162802861.pdf)（以上网站最后访问时间均为2016年4月9日）。

④ 同上。另外，虽然上交所发布的《上海证券交易所沪港通试点办法》第12条规定“联交所证券交易服务公司应当……督促联交所〔沪股通〕参与者及其客户遵守内地相关法律、行政法规、部门规章和规范性文件以及本所业务规则，接受本所监管”；港交所发布的《沪港股票交易机制建议主要特点》第1（8）款规定“通过沪股交易通向上交所提交的或在上交所执行的所有订单（北向），应遵守上交所的规则和程序以及中国内地适用的法律规定；通过港股交易通向联交所提交的或在联交所执行的所有订单（南向），应遵守联交所的规则和程序以及香港适用的法律规定”，但依作者所见，以上所指规则及程序等法律规定仅指相关证券交易规则的行政规定，而非实体私法规定。

后分析两地对两种持有模式不同的冲突法规定，最后在结合对美国和海牙证券公约的立法经验分析基础上，为“沪港通”机制下跨境证券权益的法律适用问题提出可行性建议。

## 二 两种证券持有模式

### （一）证券持有模式简介

一般来说，证券持有模式分为直接持有和间接持有两种。在证券直接持有模式下，证券所有人（即投资者）与发行人之间具有直接的关系，投资者被记录于发行人登记簿上或者实际持有不记名证券凭证。当证券为无记名证券时，谁持有证券谁就对发行人享有直接的请求权；当证券为记名证券时，只要在发行人或者发行人的过户代理机构维护的登记簿中记载为证券的所有人，该所有人即是证券的实际持有人并且与发行人形成直接的法律关系。<sup>①</sup> 证券间接持有模式又称多级持有模式，该模式由直接持有模式演变而来；此模式中的投资者和发行人之间存在一级或多级的证券中介机构。投资者与发行人之间没有直接的关系，投资者在中介处开立账户，中介再（或进一步在其他中介处）以自己的名义开立账户，证券往往通过各种、多级中介持有，直接中介则作为名义持有人直接持有证券进而成为形式上的证券所有人，并对证券享有所有者性质的权利。<sup>②</sup> 间接持有模式由增量式的多等级证券中介机构构成，最顶级中介机构一般由国家或国际性质的中央存管机构构成，该机构的服务对象是各证券发行商发行的大量非流动性的证券组合，次一级机构由有限数量的金融机构、证券经纪公司、存管机构，以及其他与中央存管机构有直接法律关系且通过中央存管机构的账面记录账户持有证券权益的专业投资者构成，以上中介主体进而拥有对自身或机构投资者、或下一级中介的证券拥有相关权益，依此类推，直至该证券账户由确定性投资人所有。<sup>③</sup>

两种证券持有模式各有利弊。直接持有模式中的权利义务关系明确，发行人与证券受益所有人（即投资人）之间有直接的法律关系，发行人可以很容易地知道谁是证券受益所有人；证券受益所有人的权利往往能得到很好的保障，因为其对于证券的权利主要体现为直接的所有权形态。<sup>④</sup> 但随着金融市场国际化及集中交易模式的发展，直接持有模式无法适应现代证券交易对跨境、效率、快捷的要求。<sup>⑤</sup> 相比之下，间接持有模式以集中方式进行证券登记、存管、结算，通

① See Prel. Doc. No 1 of November 2000 of the Hague Conference on Private International Law, Christophe Bernasconi, “The Law Applicable to Dispositions of Securities Held through Indirect Holding Systems”, p. 2, 19, [http://www.hcch.net/upload/sec\\_pd01e.pdf](http://www.hcch.net/upload/sec_pd01e.pdf) (last visited April 9, 2015).

② See Richard Potok, “Legal Uncertainty for Securities Held as Collateral”, (1999) 18 *International Financial Law Review*, p. 12.

③ Generally see Joanna Benjamin, *Interests in Securities: A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets* (OUP, Oxford, 2000), Chapter 2.

④ Joanna Benjamin, *Interests in Securities: A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets* (OUP, Oxford, 2000), Chapter 2.

⑤ See Christa Roodt, “The Law applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary: The Hague Securities Convention”, (2006) 18 *South African Mercantile Law Journal*, p. 83; Luc Thévenoz, “Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law”, (2007/2008) 13 *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, pp. 384 – 385.

过多级、跨国的中介机构,最大限度地实现证券交易的便利化,克服了直接持有模式的缺点。<sup>①</sup>但证券间接持有模式也有其缺陷,即多级中介机构易造成账户的混同,由于证券受益所有人不直接持有证券,因此其权利不再是直接所有权那么简单;直接中介则作为名义持有人直接持有证券进而成为形式上的证券所有人,并对证券享有一些所有者性质的权利,使原本复杂的证券实际所有人与发行人及相对第三人之间的关系变得更加复杂,这无疑为证券纠纷中的责任追究问题带来了更多的困难。<sup>②</sup>虽然证券间接持有模式出现相对较晚,但已成为国际上证券持有的主流模式;<sup>③</sup>且近几十年来大有取代直接持有模式之势。<sup>④</sup>

## (二) 内地的证券持有模式

笔者系统梳理、阅读了内地有关证券的法律及法规,将内地没有明确规定可以由名义持有人持有证券的情形归纳为适用于证券直接持有模式的规则;将明确规定可以由名义持有人持有证券的情形归纳为适用于证券间接持有模式的规则。

一般而言,内地对本国投资者在本国的投资实行证券直接持有模式,对外国投资者在本国、本国投资者在外国、以及外国投资者在外国的跨境证券投资允许间接持有。<sup>⑤</sup>从内地证券市场的现状看,本国投资者在本国的投资居于主导地位,其他投资相对较少,因此内地的证券持有模式为直接持有为主间接持有为辅。<sup>⑥</sup>

### 1. 与证券直接持有模式有关的规定

2002年我国证券登记结算有限责任公司(以下简称中国结算(CSD))《证券账户管理规则》第1.2条和第1.4条的规定表明证券账户持有人为实际投资者,中登公司(CSD)直接为申请人开设账户。<sup>⑦</sup>2014年新《证券法》第166条也规定:“证券登记结算机构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。”2006年《证券登记结算管理办法》第18条规定:“证券应当记录在证券持有人本人的证券账户内,但依据法律、行政法规和中国证监会的规定,证券记录在名义

① See Prel. Doc. No 1 of November 2000 of the Hague Conference on Private International Law, Christophe Bernasconi, “The Law Applicable to Dispositions of Securities Held through Indirect Holding Systems”, pp. 12, 17, [http://www.hcch.net/upload/sec\\_pd01e.pdf](http://www.hcch.net/upload/sec_pd01e.pdf) (last visited April 9, 2015).

② See Steven L. Schwarcz and Joanna Benjumin, “Intermediary Risk in the Indirect Holding System for Securities”, (2002) 12 *Duke Journal of Comparative and International Law*, p. 309.

③ See Roy Goode, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialized and Immobilized Securities”, in Fidelis Oditah (eds.), *The Future for Global Securities Market, Legal and Regulatory Aspects*, Clarendon Press (Oxford, 1996), pp. 107 – 110.

④ See Steven L. Schwarcz and Joanna Benjumin, “Intermediary Risk in the Indirect Holding System for Securities”, (2002) 12 *Duke Journal of Comparative and International Law*, p. 312.

⑤ 外国投资者在外国的证券投资是指外国投资者购买中国公司在境外上市的股票的情形。

⑥ 本文总结的“本国投资者在本国投资”的情形是指我国境内股票市场中的个人投资者和机构投资者在境内购买股票。我国股票市场中个人投资者的投资比重最高,参见深证证券交易所网站《2012年度深圳证券交易所股票市场绩效报告》第22页, <http://www.szse.cn/main/files/2013/02/28/148177440107.pdf>, 最后访问时间:2016年4月6日;另见深证证券交易所网站《从近年数据看深市投资者结构和行为变化特征》,网址 <http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39749823.shtml>, 最后访问时间:2016年4月10日。

⑦ 《证券账户管理规则》第1.2条规定“……本公司上海、深圳分公司(以下统称本公司)及本公司委托的开户代理机构为投资者开立证券账户”;第1.4条规定“证券账户是指由本公司为申请人开出的记载其证券持有及变更的权利凭证”,网址 [http://www.chinaclear.cn/zdjs/editor\\_file/20130806204213933.pdf](http://www.chinaclear.cn/zdjs/editor_file/20130806204213933.pdf), 最后访问时间:2016年4月10日。

持有人证券账户内的，从其规定。”<sup>①</sup> 由上述规定可知，内地证券持有模式基本为直接持有。

## 2. 与证券间接持有模式有关的规定

### (1) 外国投资者在本国投资的情形：B股、QFII

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条和2002年中登公司(CSD)《关于落实〈证券账户管理规则〉中有关B股账户业务补充通知》第7条的规定表明“境内上市外资股的权益拥有人”和“境外投资者”，即B股投资者，<sup>②</sup> 可以将其股份登记在名义持有人名下。以上规定表明，我国对B股很早就允许间接持有。

2006年《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》第16条规定：“合格投资者可以在证券登记结算机构申请开立证券账户。该证券账户可以是实名账户，也可以是名义持有人账户。”由此可知，合格境外机构投资者（即QFII）持有的证券可以为间接持有，这使得间接持有制度有了进一步的立足之地。<sup>③</sup>

### (2) 本国投资者在外国投资的情形：QDII

合格境内机构投资者机制（即QDII）与合格境外机构投资者机制（即QFII）是相对应的。2007年《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》第35条规定，托管人应当为合格境内机构投资者开立结算账户和证券托管账户。这表明内地允许其境内证券经营机构以自己的名义在外国资本市场买卖证券，而不是机构投资者的名义，故此情形下证券持有模式为间接持有，属于跨国证券间接持有的模式。

### (3) 外国投资者在外国投资的情形：境外上市外资股

国务院于1994年8月颁布的《关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》第16条第2款规定：“境外上市外资股的权益拥有人可以……将其股份登记在股份的名义持有人名下。”由此可知，内地允许境外上市外资股的权益拥有人不直接持有证券。

## (三) 香港的证券持有模式

香港中央结算公司（以下简称“香港结算”）为投资者设立了两种户口，一种是附寄接单服务的股份独立户口，另一种是投资者户口。<sup>④</sup> 在这两种户口中，投资者持有证券的方式分别为间接持有和直接持有。

1998年前，香港证券市场中的投资人只能通过股份独立户口持有证券，并以经纪商或托管人名义存放在中央结算公司。在投资者通过经纪商开立的股份独立户口下，投资者是股份的实际受益主体，但不是股票的名义持有人，实际上并没有独立处分股份的权利。经纪商或托管人以中

① 《证券登记结算管理办法》由中国证监会2006年制订并于2009年修订，网址 [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/200911/t20091127\\_173555.htm? keywords =](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/200911/t20091127_173555.htm?keywords=)，最后访问时间：2016年4月10日。

② B股即人民币特种股票，它是以人民币标明面值，以外币认购和买卖，在境内上市交易的股票，参与投资者为香港、澳门、台湾地区居民和外国人，持有合法外汇存款的大陆居民也可投资。

③ 关于QFII与“沪港通”的关系，当时在任证监会主席肖钢在2014年博鳌论坛上表示，“‘沪港通’对QFII有一定的政策替代效应，但是这两个机制不同，从主体来讲，QFII是资产管理公司、机构进行投资，‘沪港通’是两个交易所的合作……”，参见中国证券网报道，《肖刚：沪港通与QFII机制并不矛盾》，[http://news.cnstock.com/news/sns\\_bwxx/201404/2982094.htm](http://news.cnstock.com/news/sns_bwxx/201404/2982094.htm)，最后访问时间：2016年4月15日。

④ 参见香港交易所网站，[http://www.hkex.com.hk/eng/prod/clr/sec\\_clrsett/secclgsettservice.htm](http://www.hkex.com.hk/eng/prod/clr/sec_clrsett/secclgsettservice.htm)，最后访问时间：2016年4月11日。

央结算系统参与人的身份对股份独立户口进行维持,并通过该户口为投资者进行有别于其自身或其他客户的投资股份的记录及通报业务,所以,是经纪商或托管人而非投资者本人对股票交易拥有全盘的控制权。<sup>①</sup>正如当时《香港证券及期货(结算所)条例》规定“除经纪商外,其他股票投资人不得在中央存管机构登记及托存证券”,<sup>②</sup>因此可以说,1998年前香港结算一直只接受证券的间接持有模式。<sup>③</sup>

1998年香港正达证券下属财务公司倒闭以致无法兑现客户托管的股票事件发生后,香港开始考虑引入证券直接持有模式。<sup>④</sup>1998年5月8日香港结算推出投资者户口服务,鼓励个人和机构投资者直接在香港结算以自身名义开设投资者账户,投资人通过此项服务可以直接从香港结算获得持股证明。换言之,投资者户口账户作为存管账户,投资者可直接享有该账户下股份的实际控制权。虽然证券的交易仍需通过证券中介机构进行,但证券中介机构代理投资人进行证券交易时必须得到投资主体本人的确认。<sup>⑤</sup>自此,投资者可以通过两类户口持有香港结算系统的电子记录股票,一类是投资者通过经纪商开立的股份独立户口,另一类是投资者直接开立的投资者户口。<sup>⑥</sup>前者为证券间接持有模式,后者为证券直接持有模式,不过间接持有模式仍是市场主导。因此可以说,1998年后香港的证券持有模式变为间接持有为主,直接持有为辅。

内地和香港对证券持有模式的不同规定有其历史原因。内地证券市场虽从20世纪90年代初才开始起步,但由于恰逢全球证券无纸化浪潮,所以其所有证券从一起步,就能主要以电子化方式进行交易。<sup>⑦</sup>证券直接持有模式下,以电子簿记方式登记、托管、交易和结算能使法律关系相对比较简单,加之考虑到交易安全因素,起步晚、尚不健全的内地证券市场从发展伊始即主要实行无纸化环境下的证券直接持有模式;另一方面,虽然内地为了实现与国际证券市场的融合也允许证券间接持有模式,但由于内地资本市场国际化程度及开放程度还不是很,且没有经历实物券交付带来的限制和弊端,从而并没有面临大规模实现证券间接持有的压力,所以证券的间接持

① 参见香港投资者教育中心网站关于“股票持有”的规定, <http://www.hkiec.hk/web/en/investment/stock-trading/share-holding/about.html>, 最后访问时间:2016年4月11日。

② 《香港证券及期货(结算所)条例》已被《证券及期货条例(2002)5》取代, [http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/OpeningUp/RelatedPolicies/QDII/201211/t20121109\\_216706.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/OpeningUp/RelatedPolicies/QDII/201211/t20121109_216706.html), 最后访问时间:2016年4月11日。

③ 参见王益主编:《资本市场》(上册),经济科学出版社2000年版,第314页;另见香港交易及结算有限公司“1999年市场资料”, [https://www.hkex.com.hk/eng/stat/statrpt/factbook/documents/fb99\\_01.pdf](https://www.hkex.com.hk/eng/stat/statrpt/factbook/documents/fb99_01.pdf), 最后访问时间:2016年4月11日。

④ 1998年之前,香港证券投资者赔偿基金规定,每位联交所参与者最高赔偿额为800万港元,这意味着正达证券公司的所有客户总共最多只能获得800万港元的赔偿,这与正达证券公司客户总共25亿港元损失的巨额索赔,相去甚远。这一事件表明,间接持有证券模式下,有时实际投资者的所有者权益难以得到有效保障。

⑤ 参见香港投资者教育中心网站关于“股票持有”的相关规定, <http://www.hkiec.hk/web/tc/investment/stock-trading/choosing-broker/faqs.html#7>, 最后访问时间:2016年4月12日。投资者户口中的证券的交易需要通过经纪人或托管人进行是因为,在香港只有经纪参与人才可开立证券交收账户,证券交收由HKSCC通过贷记或借记经纪参与人的证券交收账户得以完成,参见香港交易及清算公司《中央结算系统一般规则》“一般抵押管理系统与股票账户”第六章之规定, [http://www.chinaclear.cn/zdjs/xgzyj/rp\\_list\\_2.shtml](http://www.chinaclear.cn/zdjs/xgzyj/rp_list_2.shtml), 最后访问时间:2016年4月12日。

⑥ 参见香港交易所网站《中央结算系统一般规则》第6章股份户口及《投资者户口持有人规则》, <http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/clearrules/ccassgr/documents/r10.pdf>, 最后访问时间:2016年4月12日。

⑦ 参见陆一:《我国证券市场发展30年》,中国共产党新闻网 <http://theory.people.com.cn/GB/49154/49155/8115567.html> (2016年4月19日最后访问);另见郭霓、潘拥军:《我国证券登记托管的实践及其法律问题》,载《政府法制》2008年第14期,第38—39页。

有模式在内地尚未居于主导地位。相比之下，香港由于证券市场发达、机构投资者比重比较高，<sup>①</sup>在1998年之前香港结算就已专门采用证券间接持有制度。随着现代电子网络信息技术和金融市场的发展，各国证券市场逐步实现了中央集中存管以及无纸化和非移动化。在这种情形下，无纸化证券的直接持有可以突破实际交付实物券的限制并能使证券交易量大幅提升。顺应这种国际发展趋势，并从1998年香港正达证券下属财务公司倒闭无法兑现客户托管的股票事件中吸取教训，香港1998年推出了投资者户口服务，允许证券直接持有。自此，香港才开启了证券间接持有模式为主直接持有模式为辅的时代。

#### （四）“沪港通”机制下的证券持有模式

中国结算发布的《沪港股票市场交易互联互通机制试点登记、存管、结算业务实施细则》第三章第一节第15条规定“本公司在香港结算开立证券账户，作为名义持有人持有港股通投资者取得的证券，并用于与香港结算进行证券交收。”<sup>②</sup>这表明，内地投资者投资港股通时由中国结算作为名义持有人，这应该为间接持有模式。香港结算发布的《沪港股票交易机制建议（或称作沪港通）主要特点》第1（5）条“符合条件的投资者”中规定“联交所将接纳所有交易所参与者及其客户为沪股通投资者（北向），联交所的交易参与者及其客户统称为联交所投资者”。<sup>③</sup>如上文所述，联交所投资者有两类户口，其中股份独立户口为间接持有证券开设，投资人户口为直接持有证券开设。香港方面表示，“沪港通”推出初期，为免引起混淆，投资人户口将不能用作沪股通股票托管。<sup>④</sup>由此可知，“沪港通”初期香港投资者只能通过股份独立户口投资沪股。由上可见，“沪港通”机制实施初期，无论沪股通还是港股通，应该都为间接持有模式。这种一致的做法利于两地权利义务的对等，进而促进机制的顺利实施。

另外，从香港方面“投资人户口账户在初期时将不能用作沪股通股票托管”的规定，<sup>⑤</sup>我们或许可以推测出沪股通发展到一定阶段后，香港方面是有可能允许直接持有的。如果沪股通允许直接持有，港股通应该也会允许。因此，可以说“沪港通”机制发展成熟后，也可能会允许证券直接持有。

### 三 内地与香港证券权益法律适用规则

#### （一）内地的法律适用规则

内地有关证券的法律适用规则尚不完善，且没有明确区分两种不同持有模式下证券权益的法

① 参见香港交易所网站《香港交易所市场资料2013》“香港市场投资者”部分的相关统计，<http://www.hkex.com.hk/eng/stat/statrpt/factbook/factbook2013/Documents/33.pdf>，最后访问时间：2016年4月12日。

② [http://www.chinaclear.cn/zdjs/editor\\_file/20141120101437860.pdf](http://www.chinaclear.cn/zdjs/editor_file/20141120101437860.pdf)，最后访问时间：2016年4月13日。

③ [http://www.hkex.com.hk/chi/market/partcir/hksc/2014/Documents/cc\\_080\\_2014.pdf](http://www.hkex.com.hk/chi/market/partcir/hksc/2014/Documents/cc_080_2014.pdf)，最后访问时间：2016年4月13日。

④ 参见香港交易所网站“沪港通”专题《投资者资料文件》，[http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec\\_tradinfra/chinaconnect/Documents/14051596\\_HKEx\\_Shanghai-Hong%20Kong%20Stock%20Connect\(c\).full.pdf](http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec_tradinfra/chinaconnect/Documents/14051596_HKEx_Shanghai-Hong%20Kong%20Stock%20Connect(c).full.pdf)，最后访问时间：2016年4月13日。

⑤ 参见香港交易所网站“沪港通”专题《投资者资料文件》，[http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec\\_tradinfra/chinaconnect/Documents/14051596\\_HKEx\\_Shanghai-Hong%20Kong%20Stock%20Connect\(c\).full.pdf](http://www.hkex.com.hk/chi/market/sec_tradinfra/chinaconnect/Documents/14051596_HKEx_Shanghai-Hong%20Kong%20Stock%20Connect(c).full.pdf)，最后访问时间：2016年4月13日。

律适用问题。1986年的《中华人民共和国民事诉讼法通则》(于2009年被修订)以及1988年《关于贯彻执行〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的意见(试行)》曾作为内地处理有关法律适用问题的主要法律依据,但它们都没有就涉外证券的法律适用问题作出专门规定。令人欣慰的是,内地在2010年颁布了《中华人民共和国涉外民事关系法律适用法》(以下简称《法律适用法》),其中第37条和第39条可用来解决跨境证券权益纠纷,但这两条规定也欠详尽。由于内地在司法实践中对于涉港、澳、台案件的处理一直比照涉外案件,又依据2012年《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国涉外民事关系法律适用法〉若干问题的解释(一)》(下文简称《法律适用法司法解释一》)第19条的规定“涉及香港特别行政区、澳门特别行政区的民事关系的法律适用问题,参照适用本规定”,因此,可以认为《法律适用法》及其司法解释一也将适用于“沪港通”问题。除了《法律适用法》及其司法解释,其他单行法规中,大多没有相关的法律适用规定,个别的规定了单边冲突规范。此外,曾一度被热议的2000年《中华人民共和国国际私法示范法》(以下简称“国际私法示范法”)和2002年《中华人民共和国民法典(草案)》(以下简称“民法典草案”)第九篇里的相关内容,由于能在某种程度上体现内地立法者和学者对相关问题的意见和态度,昭示内地未来处理跨境证券权益法律适用问题的可能思路,因此,下文也会一并论及。

#### 1. 《法律适用法》的规定

《法律适用法》第五章“物权篇”第37条规定:“当事人可以协议选择动产物权适用的法律。当事人没有选择的,适用法律事实发生时动产所在地法律。”第39条规定:“有价证券,适用有价证券权利实现地法律或者其他与该有价证券有最密切联系的法律。”

根据第37条的规定,动产的一般法律适用规则为意思自治原则和物之所在地法原则,并且前者优先适用。意思自治原则未加限制地运用到动产物权领域,这一做法,是该法最具特色也是最具争议的规定之一。<sup>①</sup>该规定最终将对内地司法实践产生何种影响,值得关注。物之所在地法原则,是国际上普遍采纳的较为传统的动产法律适用的一般原则。有价证券作为一种特殊动产,也理应遵循第37条的规定。

第39条特别规定有价证券的法律适用规则为权利实现地法与最密切联系地法原则相结合,其中权利实现地法原则是主要原则,最密切联系原则属于兜底性原则。《法律适用法》是内地首次为涉外证券明确接受“权利实现地法”原则的法律,这是内地立法的一大进步。但该法没有对“权利实现地”予以明确界定,在不同环境下如何具体适用该原则,也无从得知。笔者认为,第39条规定的权利实现地是对第37条规定的物之所在地规则的具体体现,即有价证券(物)的所在地为有价证券权益(权利)的实现地。理由为,证券作为一种无形财产,其财产权体现为证券权益,证券权益实现的地方通常就是证券这种财产所在的地方。<sup>②</sup>因此,从法条编排逻辑及文义来理解,第37条是作为一般动产的法律适用规则适用于所有动产,而第39条是作为特别动产即证券的法律适用规则仅适用于证券,第39条中包含的“权利实现地规则”本质上是第37条

<sup>①</sup> 参见郭玉军、徐锦堂:《中国国际私法的立法反思及其完善——以〈涉外民事关系法律适用法〉为中心》,载《清华法学》2011年第5期,第158页;杜涛:《论物权国际私法中当事人意思自治原则的限度——兼评〈涉外民事关系法律适用法〉第37条》,载《上海财经大学学报》2012年第5期,第31页。

<sup>②</sup> See Lawrence Collins with Specialist Editors, *Dicey, Morris and Collins on the conflict of laws* (London: Sweet & Maxwell, 14<sup>th</sup> ed., 2006), pp. 923 - 932.



中“物之所在地规则”的延伸。由于《法律适用法》是内地有关涉外民事关系法律适用的基本法源，所以内地有关证券直接持有模式和间接持有模式下的权益纠纷都应主要依据其第37条和第39条来解决。

## 2. 其他法规中的规定

国务院于1994年8月颁布的《关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》第29条规定“中国境外上市外资股股东与公司之间，境外上市外资股股东与公司董事、监事和经理之间，境外上市外资股股东与内资股股东之间发生的与公司章程规定的内容以及公司其他事务有关的争议……适用中华人民共和国法律”。该规定为简单的单边冲突规范，仅仅指向中国法，明显过于草率和以偏概全，忽视上市地法律的规定，与世界各国立法趋势相违背。股份有限公司境外上市过程中产生的跨境股票纠纷，与上市地所在国和中国可能都有很密切的联系，一味单边适用中国法显然是不妥的。另外，上述第29条的规定主要解决的是外资股股东与公司有关的争议，如果境外上市外资股权益（外资股持有、转让、抵押）纠纷与公司无关，比如为境外上市外资股权益持有人与第三人之间的争议，则无法援引第29条。

## 3. 《国际私法示范法》和《民法典草案》第九篇的规定

《国际私法示范法》第六节“物权部分”第83条规定：“商业证券，适用证券上指定应适用的法律。没有指定的，适用证券签发机构营业所所在地法。”<sup>①</sup>相似的立法理念在2002年《民法典草案》第九篇第3章第38条也有体现，其具体规定“有价证券的权利，适用有价证券指定的法律；没有指定的，适用有价证券发行机构住所地法律或者权利实现地法律”。上述两个规定虽未为被立法者全盘接受，但大体能够反映内地学界及部分立法者对证券法律适用问题的思考，因此可能会对未来内地立法的进一步完善和司法实践产生一定的影响。

## 4. 分析与总结

从上述规定可以看出，内地有关证券的法律适用规则随着《法律适用法》的颁布，较之以前有了些许进步，但总体而言还很不完善。

首先，除《法律适用法》第37条和第39条的简要规定外，内地其他法律、法规对跨境证券权益的法律适用问题或只给出单边冲突规范，或根本就没有规定。由此可以看出，内地对证券法律适用的规定比较简单，不够系统和全面，无法真正应对证券市场快速发展的需求。当权利实现地法被接纳可适用于直接和间接持有模式下的债券纠纷时，《国际私法示范法》中提及的证券签发机构营业所所在地法或者是《民法典草案》中提及的有价证券发行机构住所地法律，理应也可以纳入《法律适用法》，用以解决直接持有模式下的证券纠纷。<sup>②</sup>

其次，对直接持有模式下证券权益准据法的确定，《国际私法示范法》和《民法典草案》分别规定，在当事人没有指定的情况下，应当为证券签发机构营业所所在地法和有价证券发行机构住所地法。根据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的意见》第3条，“……法人的住所地是指法人的主要办事机构所在地或者其成立地或登记地”。据此推测，在司法实践中，《法律适用法》第37条中所指动产（证券）所在地及第39条中所指权利实现地

<sup>①</sup> 另依《中华人民共和国公司法》（2013年修正）第128条第2款，“股票应当载明下列主要事项：（一）公司名称；（二）公司成立日期；（三）股票种类、票面金额及代表的股份数；（四）股票的编号”，由此可知，准据法并不是股票票面必须记载的事项。实践中，我国也极少有在商业证券上直接注明准据法的情况。

<sup>②</sup> 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690页。

很可能被解释为发行人主要营业地、主要办事机构地、法人成立地或登记地。至于间接持有模式下证券权益的法律适用规则即“权利实现地法”，始见于《民法典草案》终被《法律适用法》所采纳，则是在一些证券市场发达的国家早已得到运用。<sup>①</sup>这是因为，就证券这种无形动产而言，其权利实现地往往就是物之所在地，因此权利实现地法这一冲突规则实质上就是物之所在地法规则的延伸。在间接持有模式下，投资人的权利往往在其开立账户的中介所在地实现，因此《法律适用法》第39条所规定的权利实现地在证券间接持有模式下最终将通常指向相关中介所在地。<sup>②</sup>

最后，《法律适用法》第37条接纳意思自治原则作为动产法律适用的一般原则，有价证券作为动产的一种，也理应遵循该原则。虽然该原则在其他动产物权领域的适用尚存在争议，但用来解决证券权益的法律适用或许较为可取。《法律适用法》另一重大立法进步体现在第39条规定的最密切联系原则，它是国际私法领域广为接受的一个基本的冲突法原则，第39条对它的引入有利于增强有价证券法律适用的灵活性，并且，最密切联系原则对两种持有模式下证券权益的纠纷均可适用。<sup>③</sup>

## （二）香港的法律适用规则

香港1990年颁行的《证券条例》（已废除）和2002年出台的新《证券及期货条例》均未针对跨境证券权益的法律适用问题做出任何规定。<sup>④</sup>鉴于香港曾经是英国的殖民地，属普通法系地区，所以对这些问题的研究还需要从判例法入手。根据《中华人民共和国香港特别行政区基本法》（下文简称“香港基本法”）第8条“香港原有法律，即普通法、衡平法、条例、附属立法和习惯法，除同本法相抵触或经香港特别行政区的立法机关作出修改者外，予以保留”的规定，回归后，香港法院审理案件仍需援引回归前本地的判例；又根据《香港基本法》第84条“香港特别行政区法院……审判案件，其他普通法地区的司法判例可作参考”的规定，回归后，香港法院审理案件仍然可以参引其他普通法系国家的判例尤其是英国，这可以弥补香港本地判例不足的缺陷。所以，下文在考察香港的相关规则时，我们仍需参照英国甚至一些其他普通法系国家的相应做法。

### 1. 证券直接持有模式下法律适用规则

戴西、莫里斯和柯林斯认为，物之所在地法不仅决定物的性质（动产或不动产），而且还决定与该物相关的权利和义务。<sup>⑤</sup>股份是体现股东因其投资而拥有的某项财产权，英美法系国家和地区包括香港一般将其视为无体动产而纳入财产法的范畴，并对股份财产权利性质的纠纷参照有体动产适用物之所在地法原则。<sup>⑥</sup>

英国判断股份所在地依据登记簿所在地、股权证书所在地、或该股份所属公司成立地。登记

<sup>①</sup> See Lawrence Collins with Specialist Editors, *Dicey, Morris and Collins on the conflict of laws*, pp. 923 - 932.

<sup>②</sup> See Lawrence Collins with Specialist Editors, *Dicey, Morris and Collins on the conflict of laws*, pp. 923 - 932.

<sup>③</sup> 参见下文相关论述。

<sup>④</sup> 参见《香港法例》第333章《证券条例》和第571章《证券及期货条例》。

<sup>⑤</sup> See Lawrence Collins with Specialist Editors, *Dicey, Morris and Collins on the conflict of laws* (London: Sweet & Maxwell, 15<sup>th</sup> ed., 2012), p. 1279.

<sup>⑥</sup> Lawrence Collins with Specialist Editors, *Dicey, Morris and Collins on the conflict of laws* (London: Sweet & Maxwell, 15<sup>th</sup> ed., 2012), p. 1282.

簿所在地主要用来判断记名股票所在地。在伦敦和南美投资信托有限公司诉英国烟草（澳大利亚）有限公司（*London and South American Investment Trust Ltd v British Tobacco Co (Australia) Ltd.*）一案中，英国法院确认记名股份的物之所在地即为其登记簿所在地。<sup>①</sup> 股权证书所在地主要用来判断无记名股票所在地，也就是说，纸质无记名股票视为位于其股权证书所在地。在怀南斯案（*Winans v Attorney General (No. 2)*）中，法官认为涉案证券物理性地位于英格兰（“physically situated in England”），因此应受英国法支配。<sup>②</sup> 股份签发公司的成立地既可能被视为记名股票的所在地也可能被视为不记名股票的所在地。公司成立地视为股份所在地的理念基础是：公司为法律创设的人为实体，创设公司的法律应当用来决定与公司有关的重要权益可以在什么时间、以什么方式被有效转让，因公司股份属公司的重大利益凭证，所以它也理应受公司成立地法支配。<sup>③</sup> 英国枢密院 1996 年审理的麦克米伦公司诉盖特投资信托公司（*Macmillan Inc v Bishopsgate Investment Trust plc*）一案是适用公司成立地法的权威判例，它后来在普通法法系得到广泛认同。<sup>④</sup> 上述三个原则中，似乎公司成立地法原则在司法实践中相对更具重要性，笔者认为可能存在以下四个原因：其一、公司成立地可以用来确定两种类型股份的所在地，不需要区分股票是否记名，统一适用公司成立地法有利于实现法律适用的一致性、稳定性和可预见性；<sup>⑤</sup> 其二、实践中，登记簿所在地通常即为公司成立地；<sup>⑥</sup> 其三、如果登记簿所在地变更或者有两个以上的登记簿，则适用登记簿所在地法可能带来潜在的不公或者使问题复杂化；<sup>⑦</sup> 其四、证券市场的无纸化发展趋势使纸质无记名股票大量减少，并进一步导致股权凭证所在地法原则适用空间越来越少。

紧跟英国的做法，香港将证券视为无体财产。在香港冲突法中，财产权益（包括所有权的取得、消灭及转让的有效性）法律适用的总原则是传统的物之所在地法。<sup>⑧</sup> 因此，跨境股份纠纷应适用的法律即为股份所在地法，股份所在地可被指向登记簿所在地、股权凭证所在地、或公司成立地，不过公司成立地日益受到推崇。<sup>⑨</sup> 在第一激光有限公司诉华闽集团有限公司一案中，上诉法院和终审法院的法官都认为股份（shares）收益权受股份所在地法支配，股份所在地应为公

① See *London and South American Investment Trust Ltd v British Tobacco Co (Australia) Ltd* (1927) 1 Ch 107.

② See *Winans v Attorney General (No. 2)* [1910] A. C. 27. 在该案中，怀南斯（Winans）先生是美国人并且在美国去世，但他在英国遗留有一笔无记名的债券和股票，这些债券和股票由一家非英国籍的公司所签发，并可以在伦敦证券交易所进行交易，英国法院认为这些债券和股票的所在地应为英国。

③ See Prel. Doc. No 1 of November 2000 of the Hague Conference on Private International Law, Christophe Bernasconi, “The Law Applicable to Dispositions of Securities Held through Indirect Holding Systems”, pp. 27 – 54, [http://www.hcch.net/upload/sec\\_pd01e.pdf](http://www.hcch.net/upload/sec_pd01e.pdf) (last visited April 9, 2015).

④ 参见 *Macmillan Inc v Bishopsgate Trust plc (No. 3)* [1996] 1 WLR 387. “……股份应被视为位于其发行公司成立地，此作法早在加拿大司法实践中运用多年”，参见 Graeme Johnston, *The Conflict of Laws in Hong Kong* (Hong Kong: Sweet & Maxwell, 2005), p. 316.

⑤ 参见颜林：《论英美法系关于跨国股份物权关系的法律适用规则——兼评我国〈涉外民事关系法律适用法〉第三十九条》，载《南京工业大学学报（社会科学版）》2013 年 4 期，第 56 页。

⑥ 颜林：《论英美法系关于跨国股份物权关系的法律适用规则——兼评我国〈涉外民事关系法律适用法〉第三十九条》，第 55 页。

⑦ See Graeme Johnston, *The Conflict of Laws in Hong Kong*, p. 317.

⑧ Graeme Johnston, *The Conflict of Laws in Hong Kong*, p. 297.

⑨ Graeme Johnston, *The Conflict of Laws in Hong Kong*, pp. 316, 317.

司成立地。涉案公司 FCL 在中国注册成立，因此应适用中国法。<sup>①</sup> 在香港，尽管“股票收益权和财产权是否有时可受不同法律支配”这一点尚存争议，<sup>②</sup> 但大家似乎已经达成共识，公司成立地法原则可同时适用于二者。<sup>③</sup>

## 2. 证券间接持有模式下法律适用规则：由混乱到逐渐统一于相关中介所在地法

至于间接持有模式下证券权益的法律适用规则，英国的理论和实践经历过一段比较混沌的时期。在麦克米伦案的一审判决中，Millett J. 法官依据交易行为地法原则判定纽约法应当用来解决股票财产权益纠纷。虽然结果不变，而该案的二审法官则是依据股份发行公司成立地原则适用纽约法来解决股份财产权问题。<sup>④</sup> 采用意思自治原则的判例可见于 Harvard securities ltd 一案，该案中，法官认为，虽然澳大利亚公司发行的股票的登记簿在澳大利亚，本应适用澳大利亚法律，但由于股票交易合同中的条款后来被修改为“1986年7月14日及以后适用英国法”，因此应当充分尊重当事人意思自治，对1986年7月14日及以后买卖的澳大利亚股票适用英国法。<sup>⑤</sup> 另外，由于英美法系信托制度发展比较成熟，也有依据信托来解决间接持有证券的法律适用的。在证券间接持有模式下，投资人通过中介投资证券，投资人与直接中介对共同的证券享有各自的权益，中介可以视为投资人财产的受托人，投资人与中介之间建立了信托关系。依据传统的信托冲突规则，信托权益转让中的财产权性质的问题适用信托权益所在地法。因为信托权益位于受托人（即中介）住所地或营业地，所以信托财产转让中的财产权性质的问题应适用中介住所地法或营业地法。<sup>⑥</sup> 不过，为了避免电子簿记方式下各种信托益所在地确定的人为矫造性，Roy Goode 及其跟随者主张统一适用一个规则，即直接指向相关中介所在地，并依据相关中介所在地法来解决一切情形下间接持有证券转让中的财产权性质的问题。<sup>⑦</sup>

英国权威学者莫里斯等人也对相关中介所在地法规则较为认可，不过他们不是依据信托方法来确定，而是依据权利实现地来判断。在莫里斯等人看来，证券属于权利动产，权利动产所在地即权利实现地。<sup>⑧</sup> 由于证券间接持有模式最主要的特征就是各种、多级中介机构的交叉存在，且所有中介机构存托系统中的证券通常为非移动化证券，该特征使得法律适用问题更为复杂。<sup>⑨</sup> 莫

① See *First Laser Ltd v Fujian Enterprises (Holdings) Co Ltd*, [2011] 2 HKLRD 45.

② See *Kowloon Container Warehouse Co Ltd* [1981] HKCFI 39.

③ See Graeme Johnston, *The Conflict of Laws in Hong Kong*, p. 317, n 95.

④ See *Macmillan Inc v Bishopsgate Investment Trust plc and others (No. 3)*, [1996] 1 WLR 387; [1996] 1 All ER 585.

⑤ See *Harvard Securities Ltd (In Liquidation)*, Re, also known as *Holland v Newbury and another* [1998] B. C. C. 567; [1997] 2 B. C. L. C. 369.

⑥ See Lawrence Collins with Specialist Editors, *Dicey, Morris and Collins on the conflict of laws* (London: Sweet & Maxwell, 15<sup>th</sup> ed., 2012), p. 1279; PreL. Doc. No 1 of November 2000 of the Hague Conference on Private International Law, Christophe Bernasconi, “The Law Applicable to Dispositions of Securities Held through Indirect Holding Systems”, pp. 54, 55, [http://www.hcch.net/upload/sec\\_pd01e.pdf](http://www.hcch.net/upload/sec_pd01e.pdf) (last visited April 9, 2015).

⑦ See Roy Goode, “Security Entitlements as Collateral and the Conflict of Laws”, in Richard Potok (eds.), *Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law (September 1998)* (London: Butterworths, 1998), pp. 22 – 23.

⑧ See Lawrence Collins with Specialist Editors, *Dicey, Morris and Collins on the conflict of laws* (London: Sweet & Maxwell, 15<sup>th</sup> ed., 2012), p. 931.

⑨ Lawrence Collins with Specialist Editors, *Dicey, Morris and Collins on the conflict of laws* (London: Sweet & Maxwell, 15<sup>th</sup> ed., 2012), p. 931; Luc Thévenoz, “Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law”, p. 386.

里斯等人认为间接持有模式下中介所在地为证券财产权益所在地（实现地），所以中介所在地法可以作为证券财产权益的准据法。<sup>①</sup> 相关中介所在地法原则一个很明显的优势在于，它能使所有投资人的所有证券权益都受同一个确定的法律即同一中介所在地法支配，避免如果采取其他原则比如公司成立地法将可能导致的同一个投资人在同一个中介的不同证券权益或不同投资人在同一个中介处的相同证券权益受不同的法律支配的情形发生。<sup>②</sup> 对于适用上述“相关中介所在地法”规则，国际社会似乎也已达成了共识。<sup>③</sup>

在香港，笔者目前还未找到关于间接持有证券权益法律适用的判例。笔者相信，未来香港法院会接受上述英国的做法，并且也会采纳适用相关中介所在地法。

### 3. 分析与总结

在以上论述的基础上，笔者对香港有关跨境证券权益法律适用规则进行以下分析和总结：

第一，在英国和香港法中，权利动产（Chose in action）作为一种特殊动产，与其有关权利、义务、文书，一般适用物之所在地法原则，即证券纠纷适用证券所在地法。

第二，在证券直接持有模式下，投资者与发行人之间的法律关系相对简单、直接，投资者所主张证券权益的性质往往为财产权，适用一般的物之所在地法原则即可。在香港，物之所在地可被识别为登记簿所在地、股权证书所在地以及公司成立地，其中公司成立地逐渐受到推崇。

第三，在证券间接持有模式下，法律关系相对复杂，投资者、中介人、发行人甚至第三人均可卷入其中。英国对间接持有模式下证券权益的法律适用规则由混乱逐渐走向统一，即最终采纳了相关中介所在地法，此规则除符合信托理论外，还能满足“权利动产应当由权利实现地法支配”这一定律。可以预见，未来香港解决间接持有模式下证券权益法律适用的冲突法规则应该是相关中介所在地法原则。

## 四 “沪港通”机制下两地法律适用规则的协调

目前，如果“沪港通”运作中出现跨境证券权益纠纷，同一案件在两地分别起诉，内地和香港将依各自的冲突法规则来寻找准据法，这无疑将可能会导致两地对同一纠纷做出不同裁判。为了避免此类结果的发生，有效地保护相关主体的证券权益，在两地近期又无法统一实体法的情形下，有必要对两地的冲突规则予以统一、协调。如前文所说，“沪港通”运作初期只允许间接持有模式，但发展到一定阶段后很有可能引入直接持有模式，因此，下文将在前文就两地域内法探讨的基础上，对两种持有模式下两地法律适用规则的协调均提出一些建议。

### （一）证券直接持有模式下两地冲突规则的协调

证券直接持有模式下法律关系相对简单，因两地都将证券视为无形动产，传统的有关物的冲

<sup>①</sup> See Lawrence Collins with Specialist Editors, *Dicey, Morris and Collins on the conflict of laws* (London: Sweet & Maxwell, 15<sup>th</sup> ed., 2012), pp. 923, 931, 986.

<sup>②</sup> Lawrence Collins with Specialist Editors, *Dicey, Morris and Collins on the conflict of laws* (London: Sweet & Maxwell, 15<sup>th</sup> ed., 2012), p. 931.

<sup>③</sup> See Philip R. Wood, *Comparative Law of Security and Guarantees* (London: Sweet & Maxwell, 1995), p. 190; 另见后文相关论述。

突法规则将适用于证券,即证券将适用证券所在地法。

具体而言,在香港,证券可被视为位于登记簿所在地、股权凭证所在地或发行公司成立地。在内地,虽然《法律适用法》第37条采纳了动产物权适用的传统冲突法规则,但《法律适用法》及其他现存法律文件并没有对直接持有证券的法律适用问题做出具体规定。然而,在将来为《法律适用法》制定司法解释时可以对第39条做出补充、细化规定,加入诸如“在证券直接持有模式下,记名证券适用登记簿所在地法,无记名证券适用股权凭证所在地法”的内容。籍此,内地与香港在这两个冲突原则上可以实现统一。香港受英国判例法的影响,推崇适用公司成立地法解决证券直接持有模式下的跨境证券权益纠纷。虽然内地《法律适用法》尚无类似规定,但从《民法典草案》和最近最高人民法院发布的司法解释看,内地很可能倾向于采纳与香港相同的做法。<sup>①</sup>因此,笔者认为,未来两地在直接持有模式下进行冲突规则的协调阻碍较小,实现相互协调的可行性较大。

## (二) 证券间接持有模式下两地冲突规则的协调

### 1. 可获得的统一:权利实现地法原则

内地《法律适用法》第39条规定,有价证券这类特殊动产应适用权利实现地法;在香港,有价证券被视为一种特殊的权利动产,位于其权利实现地,因此,有价证券应适用权利实现地法。<sup>②</sup>由此可知,内地与香港就此做法是一致的,两地都可采纳“权利实现地法原则”。

### 2. 可潜在获得的统一:意思自治原则与相关中介所在地原则的结合

证券间接持有模式的发展使得证券实际所在地变得无关紧要,而是证券帐户所在地,通常也即是直接相关中介所在地成为决定证券法律适用的决定性因素。<sup>③</sup>同时,在证券间接持有模式下,核心的法律关系是证券投资人与其中介之间的账户协议,在该协议中,往往有选择准据法的条款。对此,我们有必要借鉴《经由中介持有证券某些权利的法律适用公约》(以下简称《海牙证券公约》)及美国《统一商法典》里的做法。

2006年7月5日海牙国际私法会议第19届外交大会讨论通过了《海牙证券公约》,该公约首次以国际条约的形式系统性地规定了间接持有模式下证券权益的法律适用规则。虽然尚未生效,但其主张的理念和原则将在世界范围内产生深远的影响。对间接持有模式下的证券权益,《海牙证券公约》采纳了当事人意思自治为首要原则,即证券应当受当事人协议选择的法律支配,只要相关中介人在签订帐户协议时在准据法所属国有适当的办公场所。<sup>④</sup>“相关中介所在地”在当事人未选择相关事项的准据法或者在所选择的准据法所属国中介人没有符合条件的办公场所

<sup>①</sup> 详见前文相关论述。

<sup>②</sup> 见前文相关论述。

<sup>③</sup> See Lawrence Collins with Specialist Editors, *Dicey, Morris and Collins on the conflict of laws* (London: Sweet & Maxwell, 15<sup>th</sup> ed., 2012), pp. 1294 - 1295; 另见孙南申:《跨国证券投资中的法律适用问题》,载《政法论坛》2010年第2期,第54页。

<sup>④</sup> 《海牙证券公约》第4条第1款规定:适用于公约第2条第1款规定的问题的准据法为账户持有人与相关中介人签订的账户协议中约定的调整该协议的现行有效的法律;但如果账户协议明确规定上述所有问题的准据法是另一国的法律时,则适用该另一国的法律。根据本款指定的法律只有在达成协议时有关中间人在该国有办公场所时才适用。第4条第2款规定了办公场所应符合的条件。

时，作为补充原则得到适用。<sup>①</sup> 在此情况下，如果账户协议是通过相关中介人某特定的符合条件的办公场所所签订，则准据法是该办公场所所在地法；否则，相关中介人的成立地法或（主要）营业地法应当等到适用。<sup>②</sup> 因此可以说，《海牙证券公约》第5条列出的补充冲突原则都是以相关中介所在地为切入点的。

美国《统一商法典》规定，证券中介人所在地法支配间接持有证券权益。对中介人所在地的界定，具体次序如下：当事人协议选择、保有证券账户的中介人办公地、为证券账户提供服务的中介人办公地、证券中介人总部所在地。<sup>③</sup> 由此可知，美国《统一商法典》以相关中介所在地为核心，优先考虑当事人的协议选择，当事人没有选择时，其他规则依次得到适用。

不难看出，虽《海牙证券公约》与美国《统一商法典》有关规则存在细微差别，但二者均优先采纳了意思自治原则，以相关中介人所在地原则为限制或/和补充。《海牙证券公约》与美国《统一商法典》对证券间接持有法律适用的规定相对比较完善，可供其他国家（法域）借鉴。笔者建议，在“沪港通”机制下，内港两地未来立法中可参考他们的做法。具体而言，在内地，《法律适用法》第37条规定的自治是内地接受前述意思自治原则的基础；而第39条规定的权利实现地法则可以延伸、拓展为相关中介所在地法原则。<sup>④</sup> 香港方面，如前文已述，对跨境间接持有证券权益采纳“相关中介所在地法”原则没有问题，理应也能接纳“意思自治原则”。<sup>⑤</sup>

### （三）两种持有模式下的兜底性规则：最密切联系原则

无论证券是在直接持有还是间接持有模式下，在比较复杂的现实案例中，当运用上述规则难以找到令人满意的实体法时，我们均可考虑引入“最密切联系原则”来缓解（补充）上述规则之不足。内地《法律适用法》第2条将最密切联系原则确定为涉外民商事纠纷法律适用的一般性原则，<sup>⑥</sup> 且第39条再次明确肯定了它对有价证券的可适用性。<sup>⑦</sup> 毫无疑问，内地在处理“沪港通”机制下跨境证券权益纠纷时，可以接受最密切联系原则。香港方面，虽尚未将该原则运用于证券纠纷中，但由于香港属于普通法法系，注重案件的实体公正和法官的自由裁量，司法实践中倘若依据相关明确规定的准据法适用法则无法得到合理的裁决时，香港法官应该能够依其宽泛的自由裁量权运用该原则；并且，香港应在此方面跟上全球发展的步伐。<sup>⑧</sup>

## 五 结语

“沪港通”的实施是实现内地与香港之间股票市场互联互通的重大举措，有利于推动内地资本市场对外开放，提升香港的国际金融中心地位。“沪港通”运作中必然产生跨境证券交易纠纷，由于目前两地有关证券的冲突法规则有差异，所以在出现纠纷时可能对同一问题做出不同处理，这将导致两

① 《海牙证券公约》第4条第1及第2款对“相关中介办公场所”的概念和认定条件做了详细规定。

② 见《海牙证券公约》第5条。

③ 见美国《统一商法典》第八条，详见网址 <http://www.law.cornell.edu/ucc/8>，最后访问时间：2016年4月22日。

④ 见前文相关论述。

⑤ 见前文相关论述。

⑥ 见《法律适用法》第2条。

⑦ 见《法律适用法》第39条。

⑧ 众所周知，在国际私法领域，“最密切联系原则”已被中国，美国及欧盟等大多数国家和地区广泛采纳。

地投资者的权利得不到平等保护,增加融资成本,挫伤投资者的信心,最终不利于证券市场的开放和融合。虽然目前“沪港通”只允许证券间接持有,我们有理由相信,未来“沪港通”运行机制成熟后,必然也会考虑引入直接持有模式。因此,有必要对两地在不同证券持有模式下的法律适用规则做出相应的协调和统一。随着“深港通”的呼之欲出,两地冲突规则的趋同必要性愈加的迫在眉睫。

本文通过系统研究内地和香港的证券持有模式及相应法律适用规则后发现,虽然两地法律存在差异,但跨境证券权益法律适用规则可以得到很大程度的统一和协调。首先,在直接持有模式下,登记簿所在地法和证券凭证所在地法规则可以得到统一;当然,未来两地应该会更倾向选择适用证券发行人成立地法规则。在间接持有模式下,两地可以就权利实现地法规则达成一致;然而,考虑到国际社会的发展趋势及美国的成熟做法,笔者强烈建议两地应采纳意思自治原则与相关中介所在地原则相结合的做法。最后,不论证券在何种持有模式下,可以用最密切联系原则来缓解僵硬性冲突规则之不足,当面临现实复杂的案件时,两地法官应被允许灵活运用该原则为案件找到较为合理的准据法。

## **Resolution of Cross-border Securities Disputes under the Mechanism of Shanghai-Hong Kong Stock Connect: An Exploration on the Applicable Law**

*Tu Guangjian*

**Abstract:** The through-train scheme of securities markets between the Mainland China and Hong Kong was shelved unexpectedly three months after its announcement in 2007. With a full-blown conception in the following seven years or so, on 10 April 2014, the China Securities Regulatory Commission and Hong Kong Securities & Futures Commission jointly made an announcement that a pilot program known as Shanghai-Hong Kong Stock Connect would be launched. Currently, Shanghai-Hong Kong Stock Connect has been in operation as originally planned, given that the technical conditions and market infrastructures had already been mature enough to accommodate such a scheme. It is predictable that with the implementation of this scheme, cross-border securities disputes between Mainland and Hong Kong will just be on the rise. To resolve these disputes, one of the most important problems is the determination of substantive law that should apply to them. The issue of applicable law to cross-border securities disputes is closely related to the different holding-systems of securities. After examining securities holding-systems in the two jurisdictions respectively and critically analyzing the corresponding choice of law rules, this paper will make feasible proposals to harmonize the choice of law rules regarding cross-border securities disputes under the Shanghai-Hong Kong Stock Connect with due references having been made to the approaches adopted by the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with An Intermediary and the Uniform Commercial Code of the US.

**Keywords:** Shanghai-Hong Kong Stock Connect, Securities Disputes, Applicable Law

(责任编辑:李庆明)