

存托凭证持有人保护机制比较研究

谢贵春¹ 吴瑕²

(1.上海证券交易所, 上海 200120; 2.上海财经大学法学院, 上海 200433)

摘要: 存托凭证持有人保护涉及存托凭证法律属性、持有人身份、证券法的域外管辖等诸多问题。在法律性质上, 存托凭证持有人不被视为上市公司的股东, 持有人享有的权利依存托协议具体而定。为了解决异地发行管辖权问题, 境外市场主要从通过立法扩充监管机构和司法机关的域外管辖权、明确发行人的法律责任以及强制要求设立诉讼代理人加以实现。此外, 设置专门的投资者保护组织以及明确存托机构的义务和职责也有助于发挥各自在存托凭证持有人保护中的作用。

关键词: 存托凭证; 投资者保护; 证券法; 域外管辖

Abstract: The protection of depository receipt holders involves many problems such as the legal attribute of depository receipts, the identity of the holder and the extraterritorial jurisdiction of the securities law. In terms of legal nature, depository receipt holders are not considered shareholders of the listed company, and holders' rights are subject to the depository agreement. Overseas markets carry out various measures in order to solve the problem caused by extraterritorial jurisdiction, including expanding the extraterritorial jurisdiction of regulators and judicial organs through legislation, clarifying the legal liability of the issuer and obligating the establishment of litigation representatives. In addition, setting up a special investor protection organization and clarifying the obligations and responsibilities of the depository institution also contribute to their respective roles in the protection of depository receipts holders.

Key words: depository receipts, investor protection, securities law, extraterritorial jurisdiction

作者简介: 谢贵春, 法学博士, 上海证券交易所博士后科研工作站站博士后, 研究方向: 证券法。吴瑕, 上海财经大学法学院博士生, 研究方向: 证券法、金融法。

中图分类号: D922.287 **文献标识码:** A

引言: 存托凭证持有人权益保护的现实困境

2018年3月30日, 国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》(以下称《试点意见》)。¹ 传闻已久、备受市场关注的中国存托凭证(CDR)终于渐行渐近。存托凭证(香港称为预托凭证), 是指作为受托人的存托机构基于作为委托人的发行公司所提存的股票所发行的一种受益凭证, 本质是一种证券化的受益凭证。² 存托凭证的发行交易活动涉及到两地的证券法律、监管执法协调, 证券登记交易托管结算系统匹配等诸多复杂问题, 其中尤为关键的是存托凭证持有人的权益保护问题。

在实践中, 存托凭证持有人面临的权益保护症结具体包括: (1)信息劣势。存托证券发行人与投资者之间存在着信息不对称, 地域区隔进一步加大了投资者行使知情权的难度。此外, 存托证券发行交易活动中存在的虚假陈述、内幕交易和市场操纵等不法行为, 也将直接影响到存托凭证的价格生成。(2)交易机制复杂。由于存托凭证的发行交易链条较长, 中间涉及多个参与主体, 当出现存托证券发行人、托管银行和存托机构等中介机构破产, 存托证券、存托证券的股息红利被挪用等情形时, 持有人的正当权益将受到侵害。(3)管辖权分隔。由于存托凭证的发行交易活动牵涉两个和两个以上司法管辖权, 管辖权分隔导致投资者诉讼救济障碍。一是举证

难，境内投资者难以对境外发行人的违法行为进行有效举证。二是调解、诉讼以及执行难。当投资者与存托证券发行人、证券中介机构、交易场所、登记结算机构或其他利害关系人，因存托凭证发行和交易活动而产生纠纷时，一则持有人境外诉讼成本较高，二则在境内诉讼的情况下，由于存托证券发行人的主要资产在境外而存托证券发行人拒不履行时，调解、判决虽然生效但执行具有非常大的难度。

由此可以看出，完善持有人保护机制不仅需要强化投资者的风险认知、做好投资者的适当性管理，更重要的是：(1)明确托管银行、存托机构等中介机构对投资者所负职责和义务。这就涉及到对存托凭证、存托协议的法律属性，以及存托证券发行人、中介机构和投资者之间的法律关系进行精确界定。(2)为投资者借助纠纷解决机制进行权益维护提供便利。有必要说明的是，本文主要针对的是境外上市公司在A股市场发行CDR时，本国持有人权益的保护。

厘清存托凭证的法律属性是构建持有人保护机制的前提

在美国等境外成熟市场，司法实践中已经明确将存托凭证归为证券的一种、存托凭证持有人受证券法律保护。³然而，在更为微观的法律关系上还存在着一些争议。

一、存托凭证的发行人是存托证券的发行人还是存托机构

依照日本《金融商品交易法》、我国《证券法》和台湾地区“证券交易法”中有关发行活动规则的文义解释，存托凭证的发行人应当是存托机构。⁴由此导致的法律后果是，投资者对于发行过程中存在的欺诈行为可向存托机构提起损害赔偿诉讼。此时存托机构所负的民事责任是绝对责任与无过失责任，且不得主张其无故意或过失而免除责任。而在美国存托凭证(American Depositary Receipts, ADR)的实践中，美国证券交易委员会(SEC)发展出所谓“双主体理论”(Double Entity Theory/Ectoplasmic Theory)，认为存托机构并非真正意义上的发行人，ADR的发行人是一个虚构的实体(fictitious entity)，存托凭证的发行并不适用于《1933年证券法》关于证券注册的规定。⁵换言之，存托机构并不需要承担作为一般证券发行人应当承担的责任。我国台湾地区证券监管机构在其制定的“外国发行人

募集与发行有价证券处理准则”之中，也明确了台湾存托凭证(TDR)在台湾地区的发行属于“第二发行”、TDR发行人对投资者所负的义务仍归于存托证券的发行人。然而，有研究认为，这种处理方式“应为穿透面纱将台湾存托凭证之发行所需负之责，欲藉由行政规范的方式直接转由外国发行人承担，达到保护投资人之目的”，客观上突破了上位法的规定。⁶这样也进一步引申出第二个问题——持有人的法律地位。

二、存托凭证持有人是否应当被视为基础股票股东、享有相应股东权

从境外实践来看，存托凭证的存托证券包括股票和债券。为论述便利，本文以下仅分析存托证券为股票的存托凭证。比较有代表性的观点认为，存托凭证表示的是对股票的所有者权益(Ownership Interest)。存托凭证持有人即股票的所有者。由于股票是股权凭证，是可流通的，其证券权利就是股权。⁷但在实践操作中，存托凭证持有人并不能像基础股票跨国上市交易机制下的投资者，可以个别地、直接地行使投资者权益。由于存托凭证持有人并未记载于基础股票上市公司(以下简称“上市公司”)的股东名录内，依照商事裁判中的公示主义和外观主义原则，存托凭证持有人不被视为上市公司股东：一是不能直接参与基础股票上市公司的表决投票(表决权)，二是不能以持有存托凭证为据主张对上市公司账簿、财务报表等进行查阅(知情权)，三是股息红利的受领需要由存托机构代为办理，在送股、转增、配股等方面也有诸多限制(财产性权利)。从这个意义上来说，存托凭证持有人基于存托凭证所享有的权利不能被视为股权，或者至少不能被视为普通股权。如香港交易所在其网站上所提示的，“香港预托证券(凭证)并不是股份，所引致的法律效果有别于股份”。⁸Coach公司和迅销公司在其香港预托凭证上市介绍文件中也都指明，“预托证券持有人并非本公司股东……预托证券持有人并无股东权利，而仅享有预托协议中就其利益而订定的合约权利”。⁹

三、存托协议属于何种法律性质

在对这一问题的处理上，大陆法系和英美法系表现出鲜明的差异。在大陆法系，由于存托机构通常扮演着依照存托协议的约定，处理存托凭证的发行、股息红利的分派(含将现金股利兑换成本国货币支付)、表决权的行

使、财务信息和股东会议通知等事宜，因而存托协议至少在形式上更加符合合同法中委托合同的特征。¹⁰在这一委托合同下，存托证券发行人与存托机构的内部关系为基于处理事务之委任关系，对外关系则为发行人的代理人关系，所产生的法律后果直接归于发行人，实务上又称为财务代理协议(Fiscal Agent Agreements)。投资者因购买存托凭证而受存托协议与存托凭证的条款拘束，成为存托协议的当事人。以委托合同去解析存托协议的法律性质，有失周延的地方在于没有实现代理人的财产权益和投资者的权益相互隔离。例如当存托机构(或保管机构)破产或受强制执行时，投资人将无法排除债权人的执行而受损害。因此，在实务中更加倾向于将存托协议定性为英美法系中的信托关系，即将存托机构界定为受托人(Trustee)，使存托机构基于投资者的利益而对发行人进行监督，受托行使投资者信托权利。一般而言，信托关系中受托人负有注意义务、分别管理义务、直接管理义务、忠实义务和书类设置义务等义务，因而更能实现对委托人权益的充分维护。¹¹

根据上述分析，本文认为：(1)无论从存托凭证的发行交易实践来看，还是根据公司法的关于股东身份、股东权利的基本理论，存托凭证持有人都不被视为上市公司的股东。持有人享有的权利依存托协议具体而定。(2)存托凭证发行人对持有人(投资者)所负的义务仍归于基础股票的发行人。因发行过程中的欺诈而导致持有人(投资者)权益遭受损失的，基础股票发行人和存托机构负有赔偿责任。在归责原则上，基础股票发行人承担无过错责任，存托机构承担过错推定责任。(3)存托机构既是登记在股东名录上的股东、基础股票的持有人，同时也是存托凭证持有人的受托人，因而在存托凭证持有人(投资者)保护机制的设计和完善中应充分发挥存托机构的功能和作用，明确对投资者的法律义务。

有效处理存托凭证发行交易中的管辖权问题

“无救济则无权利”，当投资者的正当权益受到侵害后，通过多样的救济途径对其权益进行救济并保证良好的救济效果，是存托凭证发行交易机制的重要环节。正如前文所述，存托股票发行人的资产和主要活动均在境外，而境内投资者结构复杂，个人投资者数量巨大、机构投资者数量不足，境内投资者权利救济存在严重的瓶颈。

一、通过立法扩充证券监管机构和法院的域外管辖权

境内投资者权利救济首先面临的问题是不同市场的管辖权分隔。实务中亟待明确的是本国监管机构和司法机关对于发生在境外、但对境内产生实质影响的证券违法行为是否具有管辖权。

早前，美国联邦证券法律并未向美国联邦法院指明，对于跨境交易引起的证券法律纠纷何时享有管辖权。另外，证券法的立法资料对于国会在这一方面的立场也着墨较少。美国2010年《多德—弗兰克法》第929P条增补了《1933年证券法》和《1934年证券交易法》中关于有关犯罪和诉讼的管辖权条款，扩张了SEC和美国法院的域外管辖权。新条款规定，对于下列诉讼或程序，SEC和美国地区法院享有管辖权：(1)即使证券交易在美国之外发生并且只涉及外国投资者，但在美国境内的行为极大地促进了违法行为；并且(2)在美国之外发生的行为会对美国产生可预见的实质性影响。在实践中，这一规定被认为是赋予了美国法院对于境外原告依照证券法律反欺诈条款所提起的诉讼具有所谓“属物管辖权”(subject matter jurisdiction)，相应的判断标准一是行为标准(conduct test)，二是结果标准(effects test)。如新条款所规定的，结果标准主要看发生在美国本土之外的行为是否对美国的投资者造成了某种实质性不利影响(substantial adverse effect)。

但是对于这种管辖权的扩张，美国法律实践中还有很大的争议。在1975年Bersch v. Drexel Firestone, Inc.一案中，美国第二巡回上诉法院表达“各人自扫门前雪”的态度：当法院处理涉及明显属于境外交易的争议时，必须考虑国会是否希望看到美国法院和执法机构的宝贵资源被耗费在这上面，而不是把这些问题留给外国自己解决。¹²这一态度后来也为一些地方法院所沿用。而就在2010年《多德—弗兰克法》颁布前后，美国联邦最高法院在Morrison v. National Australia Bank一案中重申了这一原则：境外投资者根据其在境外交易所购买的股份而向境外公司提起诉讼不能援引美国《1934年证券交易法》第10(b)条¹³向美国法院提起诉讼。¹⁴但是，需要指明的是，美国联邦最高法院所确立的这一“Morrison原则”并未为全美各法院所普遍接受。而在一些案件中，被告在进行抗辩、表示审理法院不具有管辖权时，仍然会援引“Morrison原则”，例如下文述及的Johnson v. Siemens AG一案。¹⁵

二、存托凭证发行人和存托机构各自承担的责任有别

美国联邦和地方法院近年来审理的有关美国存托凭证50余宗，主要包括两类：(1)存托凭证持有人诉存托机构，认为存托凭证在将发行人派发的股息红利兑回美元并发放给持有人时选择了不利于持有人的汇率，违反了诚实信用和公平交易原则¹⁶，或者是未能在股东大会上有效执行持有人的投票指令。¹⁷(2)存托凭证持有人诉境外发行人，认为境外发行人存在虚假陈述行为，影响了证券的价格，使持有人正当权益受到侵害。¹⁸

通过对这50余宗案件进行梳理，可以概要梳理出美国司法机关在涉及ADR案件时的裁判意旨：(1)由于美国证券法律已经明确了ADR属于受规制的证券，因而ADR的发行和交易活动均需要遵循美国证券法律的规定，因此美国法院对于ADR的发行人、存托机构的不法行为均具有管辖权。(2)对于ADR欺诈案件中涉及到境外基础股票持有人权益部分，相关的判决书虽然并未直接表明是否可以适用美国证券法律，但从判决书的倾向来判断，“Morrison原则”仍然被一些法院所沿用。以Johnson v. Siemens AG一案为例。Siemens AG(即西门子公司)普通股在德国法兰克福证券交易所上市，ADR在纽约证券交易所上市。2010年，1199 SEIU Greater New Pension Fund(以下简称1199 SEIU)向美国纽约东部地区法院提起了集团诉讼，代表持有Siemens AG美国存托凭证的自然人和持有Siemens AG普通股的美国居民主张Siemens AG及其高管存在欺诈行为，要求赔偿投资者损失。Siemens AG则辩称，依照“Morrison原则”1199 SEIU并不能代表普通股股东向美国法院提起诉讼。从法官的最终判决来看，有关普通股股东权益保护的主张未被纳入裁判范围之内。(3)基础股票的发行人承担ADR发行人的义务和责任，而在整个ADR业务中发挥着重要作用的存托机构未作为共同被告。换言之，ADR持有人一般不向存托机构主张存托机构应履行发行人的职责。(4)在涉及ADR持有人和发行人的诉讼纠纷中，案件多以持有人败诉告终，举证不力是其中的关键。

三、强制境外发行人在境内设立诉讼代理人便利诉讼

如果说像Siemens AG、Lloyds Banking Group, PLC(即英国劳埃德银行)¹⁹和Infineon Techs. AG(即英飞凌科技)²⁰等跨国公司因其业务和分支机构遍布全球，在诉讼纠纷

中无论法律文书传达或是后续程序开展都具有很大便利，那么在一些特殊情况下，境外存托证券发行人在境内没有开展营业活动时，存托凭证持有人的诉讼维权将面临很大的障碍。²¹为了解决这一问题，台湾地区2011年修订“证券交易法”时进行了必要制度设计。

1. 对“外国公司”进行了概念界定

按“证券交易法”第4条，“外国公司”“谓以营利为目的，依照外国法律组织登记之公司”。主要的“立法”考量：一是台湾岛内公司在岛外发行ADR或者全球存托凭证(Global Depository Receipts, GDR)均无须岛外政府在组织形式上进行认可准许，如此规定有利于体现平等对待原则。二是虽然“外国公司”在岛内没有开展营业活动，但在实务上通过证券监管机构和交易场所对TDR发行进行实质审查，相比较于对组织形式上进行认可准许，更能够保护投资者权益。²²

2. 对存托凭证第一上市和第二上市适用法律标准进行了区别对待

对于第一上市公司，考虑到其并未受岛外证券监管机构相当程度的监管，因此对其监管规范除个别进行调整外，在建立内部控制制度、设立独立董事和审计委员会、发行申报、定期公告财务报告等方面比照岛内公开发行公司监管规则。对于第二上市公司，仅就其证券在岛内募集、发行和交易的行为适用“证券交易法”的规定。

3. 要求“外国公司”在岛内指定诉讼代理人

为了便利对岛外发行人的管理，“证券交易法”第165条之三规定，“外国公司，应在‘中华民国’境内指定其依本法之诉讼及非诉讼之代理人，并以之为本法在‘中华民国’境内之负责人。前项代理人应在‘中华民国’境内有住所或居所。外国公司应将第一项代理人之姓名、住所或居所及授权文件向主管机关申报；变更时，亦同。”

充分发挥市场组织和中介机构在持有人权益保护中的作用

一、设置专门的证券投资者保护机构

在一些成熟的市场，设立专门的证券投资者保护机构、专门进行投资者教育和代表投资者维权，是一种较为常见的投资者保护机制，成立专门的机构，一则能够

集合分散的投资者的力量，整合不同监管机构、组织的投资者权益维护渠道，二则能够更加凸显体现专门机构的专业优势。

1. 以投资者教育和投资者沟通为主要功能

新加坡证券投资者协会(Securities Investors Association, SIAS)于1999年成立，该机构为非法定的、非营利性投资者保护组织。截至2016年6月30日，SIAS的会员人数为71535人，绝大多数为证券市场中小投资者。(SIAS, 2016)其日常经费来源除了会员缴纳的会费(普通会员12新加坡元/年，学生会员6新加坡元/年)外，还包括了市场组织、个人的捐助。SIAS并不会代表投资者对上市公司进行诉讼，其主要的活动内容包括：(1)进行投资者教育(Investor Education Programmes)，(2)增强投资者与证券交易所和上市公司的联系(Shareholder Engagement Programmes)，(3)代表投资者与上市公司对话，表达投资者的关切(Shareholder Communication Programme)等。²³

2. 为投资者诉讼提供便利

日本第一个以监督上市公司经营管理为设立目的的投资者保护组织——日本股东监督组织(Kabunushi Onbuzuman, KO)于1996年在日本大阪成立。该组织的主要成员包括20余名律师，以及会计师、专业学者和投资者等。自成立以来，该组织在代理投资者诉讼、维护投资者权益方面发挥了积极作用，其承接的、具有广泛社会影响的派生诉讼案件所涉及的公司包括高岛屋百货公司、住友商社、日本第一劝业银行、野村证券、山一证券、味之素、日本航空和神户制钢公司等。²⁴在计算代理投资者诉讼案件应收取诉讼费用时，出于公益的考虑，KO成员律师的实际收费要低于日本律师联合会(Japanese Federation of Bar Associations)所订立的律师收费标准。

3. 代表股东进行诉讼

台湾地区于2002年制定“证券投资人及期货交易人保护法”(以下简称“投保法”)，成立了专门的证券期货投资者保护机构——证券投资人及期货交易人保护中心(以下称“保护中心”)，其日常性的投资者保护措施包括：(1)接受咨询，受理投资者关于证券市场法律法规以及投资者与市场机构的交易纠纷、诉讼受理求偿事宜的咨询；(2)保管和使用投资者保护基金，用于当证券期货

商因财务困难失去清偿能力而违约时，偿付证券期货投资者的有价证券或价款；(3)行使归入权，以上市公司股东身份要求上市公司行使公司内部人内线交易归入权；(4)提起代表诉讼和解任诉讼，以上市公司股东身份就董事、监事严重损害公司合法权益的行为向法院提起诉讼，请求法院判决解任董事、监事。

由于证券期货市场投资者较为分散，对于同一事实引起的共同损害，投资者个别求偿在举证、涉讼程序和费用上往往因力量有限而求偿意愿不高，而且一旦有违法行为发生，受害投资者分别向法院提起诉讼，法院也面临较大诉讼压力。对此，“投保法”规定，保护中心应当根据20名以上的投资者的授权，以自己的名义提起仲裁或诉讼。为了便利保护中心开展活动，“投保法”还规定：(1)证券发行人、证券商、证券期货服务机构对保护中心开展业务具有协助提供文件、相关资料的义务。(2)在保护中心参与的民事诉讼活动中，一是需要进行财产保全时免于提供担保，二是诉讼标的金额超过3000万时，超过部分暂免缴纳诉讼费。截至2016年底，保护中心共协助投资者进行了216件团体求偿案件，求偿金额共计505亿余新台币(约合人民币109亿元)，涉及投资者人数13.1万余人。²⁵

针对存托证券发行人在境外、后续诉讼与求偿面临第三方法院执行难题，有研究提出保护中心应加强与外国律师事务所的合作，其具体方式：(1)岛内涉外律师事务所担任台湾地区客户与外国律师的联络窗口；(2)岛内律师扮演台湾地区客户的外部法务专员，提供对外联系、法律咨询和协助议价等服务。²⁶这些目前只是研究建议，实际效果有待观察和评估。

二、明确存托机构对投资者所负义务

除了充分发挥立足于整个证券市场的投资者保护机构的作用外，对于存托凭证这一具体证券产品的投资者保护事宜，有研究提出“因TDR之股东权系由存托机构代为向外国发行人行使，故第二上市公司如发生掏空等不法案件，应可要求存托机构协助扮演为投资人于当地国行使股东权利之角色”。²⁷对于基础股票发行、交易活动中存在的欺诈行为，存托机构应当承担何种责任，大体上可以分为两个部分：第一，存托机构对发行人的欺诈行为是否承担连带责任。第二，在不构成连带责任的情况下，存托机构是否可以(或者应该)依照持有人的要

求代为进行权利救济。

1. 存托机构对存托凭证发行中的欺诈行为依其过错承担连带赔偿责任

前文已经述及，按照我国现行《证券法》的规定，存托机构应当被视为CDR的发行人，而根据境外存托凭证的实践，存托凭证“实际发行人”仍为存托证券的发行人，存托证券发行人和存托机构之间的关系为委托、代理关系，存托凭证发行活动的法律后果由存托证券发行人承担。尽管如此，存托机构在整个存托凭证发行过程中起着连接发行人和投资者的中介作用，“可能就信息披露向发行人提供过专家意见，甚至参加了文件的编制，其意见可能构成信息披露内容的实质性部分，甚至导致法律责任的承担”。²⁸

我国现行《证券法》第69条规定：“发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料，有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，发行人、上市公司应当承担赔偿责任；发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外；发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。”最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》也规定：“证券承销商、证券上市推荐人或者专业中介服务机构，知道或者应当知道发行人或者上市公司虚假陈述，而不予纠正或者不出具保留意见的，构成共同侵权，对投资人的损失承担连带责任。”比照这些规定可以看出：(1)存托机构对于存托证券发行人即将或者正要实施的欺诈行为，应当勤勉尽责、及时进行纠正和制止；(2)存托机构知道或者应当知道发行人虚假陈述而不予纠正的，构成共同侵权，对投资者的损失承担连带责任；(3)存托机构对其虚假陈述给投资者造成的损失承担赔偿责任，在归责原则上适用过错责任。

2. 由存托机构以其名义股东身份代投资者进行权利救济尚未发现规则样本、协议条款或者法院判例

虽然无论在理论研究还是在实践操作中，存托机构

与存托凭证持有人的法律关系均被视为信托关系，如港交所《证券上市规则》19B.16条亦规定，存托协议中必须约定“存管人须单独为预托证券持有人的利益以信托方式(或同等安排)持有预托证券证明书所涉及的证券、有关证券的所有权利及其就此收到的所有款项及利益，但可扣除存管人的酬金及适当费用”；但是，这种信托关系之下，存托机构对持有人行使权利实则扮演着辅助性的角色，是一种消极作用而非积极主张——例如备置存托凭证持有人名录，辅助持有人进行存托凭证的出售或赎回，分派股息红利以及协助持有人认购新股，按照发行人的指示向持有人寄发有关的通知、报告等文件，及依照持有人指令行使表决权等，并不涉及当存在欺诈、内幕交易、市场操纵时存托机构是否需要或者应当为了持有人的利益、以其名义股东的身份进行权利救济。从港交所上市规则、台湾地区TDR存托协议，以及美国和英国涉及存托凭证的判例来看，尚未发现由存托机构依协议约定或者股东请求进行投资者权利救济的规则样本、协议条款或者法院判例。

以下是几种可能的解释：(1)存托凭证持有人可以通过将存托凭证赎回的方式直接持有基础股票，自行以股东的身份进行权利救济；(2)跨境进行诉讼活动旷日持久、成本高昂，在缺少必要的费用补偿机制下，存托机构从存托凭证业务中的收益与其代表股东维权的成本不匹配，赋予存托机构过高的义务会影响到存托机构从事存托凭证义务的积极性；(3)涉及发行人欺诈而进行权利救济时，存托机构作为发行人的发行代理人和存托机构作为持有人的受托人这两种身份之间存在着直接的利益冲突；(4)在法律法规未强制要求存托机构代表持有人进行权利救济时，相比较而言，持有人寻求具有跨境证券诉讼业务经验的律师事务所的支持可能更为便利。

结论与启示

本文比较研究了美国、英国、香港特区和我国台湾地区等具有存托凭证发行、上市交易和监管经验的市场涉及存托凭证持有人保护的公司、证券法律，自律规则，存托协议文本。概括而言，存托凭证均被视为证券法律所规制的证券类型，适用发行上市地的证券法律。存托凭证发行人所享有的权利和义务归于存托证券发行人，

存托机构不被视为证券法律下的证券发行人。存托凭证持有人所享有的权利、应履行的义务主要由存托协议具体规定。根据各市场公司法律，只有被股东名册登记的人才有作为股东的合法性。因此，在公司法层面，存托凭证持有人并不被视为存托证券(股票)上市公司的股东。

基于其他市场在存托凭证持有人权益保护机制上的经验，结合目前我国公司法、证券法的规定，本文认为宜从以下几个方面完善对持有人的权益保护：第一，明确存托凭证的法律属性。在《证券法》或者国务院制定的法规中明确存托凭证适用于《证券法》，《证券法》平等地保护股票、公司债券和存托凭证持有人。第二，落实投资者适当性制度。由于存托凭证的投资风险要远远高于一般的股票和债券，因此极有必要通过适当性制度防范一些风险承受能力较低的投资者因投资存托凭证而遭受不必要的风险损失。同时增强投资者的风险意

识，通过多种方式向投资者进行风险教育。第三，严格把控拟发行存托凭证的境外公司。以高于一般上市公司的标准，筛查拟在境内发行存托凭证的境外公司。从美国、香港、台湾地区的存托凭证发行情况来看，发行人均为优质的境外上市公司。同时，可以借鉴台湾地区的经验，对主营业务不在境内开展的境外公司，要求其在境内设立诉讼代理人。第四，参考台湾地区经验，强制要求境外上市公司在境内设置诉讼代理人，便利境内投资者权益维护和相关的司法活动。第五，推进投资者集体诉讼机制、多元纠纷化解机制的建设。从境外市场经验来看，存托凭证发行和交易活动的活跃与其投资者保护机制的全面和完善是不可分开的，特别是集体诉讼机制在ADR持有人权益维护方面发挥了显著的作用。 ■

【基金项目：本文受中国博士后科学基金第62批面上资助项目“证券市场内部举报制度研究”（项目编号：2017M621419）的资助】

注释

1. “国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知” [EB/OL].http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-03/30/content_5278689.htm, 2018年4月1日访问。

2. 万勇, 张莉. 存托凭证持有人的权利保护——信托法上的思考[J]. 证券市场导报, 2002, (01): 67-72.

3. Johnson v. Siemens AG, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P96, 292.

4. 证监会《试点意见》中采用了“存托人签发”这样一个较为模糊的概念。

5. Hacker, Rotunda: The SEC's Ectoplasmic Theory of an Issuer as Applied to Educational and Charitable Institutions, Bank Trustees, and Other Exempt Issuers[J]. California Law Review, 1977, 65(6): 1181-1215.

6. 谢鸿滨. 论台湾存托凭证发行人证券欺诈责任——以存托银行为中心[D]. 台湾东吴大学, 2016.

7. Mark Saunders: American Depositary Receipts: An Introduction to U.S. Capital Markets for Foreign Companies[J]. Fordham International Law Journal, 1993, 17(1):48-83. 王丰. 存托凭证法律问题研究[D]. 中国政法大学, 2003.

8. 香港证券交易所：“投资海外发行人证券的风险概览” [EB/OL].http://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/rioi_c.htm, 2018年3月31日访问。

9. Coach公司普通股在纽约证券交易所上市，2011年11月其存托凭证在港交所上市。迅销公司普通股在日本东交所上市，2014年2月其存托凭证在港交所上市。相关上市文件可至港交所“披露易”查询，链接地址http://www.hkexnews.hk/index_c.htm.

10. 依照我国《合同法》第396条的规定：委托合同是委托人和受托人约定，由受托人处理委托人事务的合同。

11. 赖源河, 王志诚. 现代信托法论[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2002.

12. ‘When, as here, a court is confronted with transactions that on any view are predominantly foreign, it must seek to determine whether Congress would have wished the precious resources of United States courts and law enforcement agencies to be devoted to them rather than leave the problem to foreign countries.’ Bersch v. Drexel Firestone, Inc., 519 F. 2d 974.

13. 即“对于买卖于全国性(national)证券交易所注册的任何证券、

未批准此等注册的任何证券或者任何以证券为基础的互换协议，违反证券交易委员会为维护公共利益或者保护投资者制定的必要或适当规则和条例，使用或者利用任何操纵、欺诈手段或计谋”。

14. Morrison v. Nat'l Austl. Bank Ltd., 561 U.S. 247.

15. Johnson v. Siemens AG, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P96,292.

16. Normand v. Bank of N.Y. Mellon, 2016 U.S. Dist. LEXIS 134881, Merryman v. J.P. Morgan Chase Bank, N.A., 2016 U.S. Dist. LEXIS 134883.

17. Repsol, S.A. v. Bank of N.Y. Mellon, 2014 NY Slip Op 30352(U).

18. Johnson v. Siemens AG, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P96,292.

19. Ross v. Lloyds Banking Group, PLC, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P97, 056.

20. In re Infineon Techs. AG Secs. Litig., 2011 U.S. Dist. LEXIS 152965.

21. 因此，在对境外公司在境内发行CDR进行审查时，基于投资者权益维护考虑，极有必要将境外公司在全球各地特别是境内业务开展情况作为审查参考标准之一。

22. 需要注意的是，台湾地区“公司法”对“外国公司”的名称、认许、营业资金与公司负责人、认许之消极要件、章程与无限责任股东名册之备置、权利义务等进行了规定(第370条—386条)。从“证券交易法”第4条及其立法资料来看，“公司法”对于“外国公司”的这些规定不适用于拟在岛内发行证券的岛外公司。

23. SIAS, SIAS Annual Report 2015/16 [EB/OL].http://sias.org.sg/files/AGM/SIAS_Annual_Report_2016_web.pdf, 2018年3月31日访问。

24. Mark D. West: Why Shareholders Sue: The Evidence from Japan[M]. The Journal of Legal Studies, 2001, 30(2): 351-382.

25. 《财团法人证券投资人及期货交易人保护中心2016年年报》，第4页。

26. 台湾证券暨期货市场发展基金会. 各国证券集体诉讼制度之研究——以各国对于第一、第二上市公司(外国公司)之证券事件诉讼追偿机制为中心[R]. 证券投资人及期货交易人保护中心, 2012.

27. 洪究明. 外国发行人来台上市之投资人权益保护措施探讨[J]. 证交资料, 2008, 605.

28. 杨少南. 证券侵权法律制度研究[D]. 西南政法大学, 2005.