



债券市场实务研究文集

Zhaiquan Shichang Shiwu
Yanjiu Wenji

中央国债登记结算有限责任公司债券研究会 主编



债券市场研究系列丛书之四



中国市场出版社
China Market Press



债券市场实务研究文集

Zhaiquan Shichang Shiwu

Yanjiu Wenji

中央国债登记结算有限责任公司债券研究会 主编



债券市场研究系列丛书之四



中国市场出版社
China Market Press

图书在版编目 (CIP) 数据

债券市场实务研究文集 / 中央国债登记结算有限责任公司
债券研究会主编. —北京: 中国市场出版社, 2008. 10

(债券市场研究系列丛书; 4)

ISBN 978 - 7 - 5092 - 0424 - 5

I. 债… II. 中… III. 债券 - 资本市场 - 中国 - 文集
IV. F832. 51 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 144193 号

书 名: 债券市场实务研究文集

主 编: 中央国债登记结算有限责任公司债券研究会

责任编辑: 许 慧

出版发行: 中国市场出版社

地 址: 北京市西城区月坛北小街 2 号院 3 号楼 (100837)

电 话: 编辑部 (010) 68012468 读者服务部 (010) 68022950

发行部 (010) 68021338 68020340 68053489

68024335 68033577 68033539

经 销: 新华书店

印 刷: 河北省高碑店市鑫宏源印刷包装有限责任公司

规 格: 880 × 1230 毫米 1/32 10.50 印张 270 千字

版 本: 2008 年 10 月第 1 版

印 次: 2008 年 10 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5092 - 0424 - 5

定 价: 28.00 元

前 言

中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）作为我国债券市场的重要基础设施提供者之一，始终坚持研究先行的理念，2005年底开始编辑出版“债券市场研究系列丛书”，已出版《债券市场创新理论与实务》、《国际债券市场考察报告》、《债券市场前沿问题研究》，得到了各方的认可与好评，不少读者认为，债券市场非常需要此类理论联系实际、紧跟市场步伐、贴近市场前沿的专业书籍。

本书是该系列丛书之四，所收录的论文，主要涉及债券实务中市场普遍关注的热点问题，对市场人士和研究机构有一定的参考价值。

本书的出版得到了中央结算公司债券研究会会长吕世蘊和副会长白伟群同志的指导，同时得到了债券研究会各位干事的积极支持和协

助。研究会总干事吴方伟、秘书长景乃格及研究会干事林也可等同志为本书的出版作了许多具体工作。我们争取能够将“债券市场研究系列丛书”长期出版下去，向读者展示更多更好的研究成果。

中央国债登记结算公司债券研究会

2008年10月

目 录

债券市场建设与发展

证券持有体系与托管制度比较分析及对银行间 债券市场登记托管制度的认识	陈晓辉 徐 真 (3)
银行间债券市场创新产品与业务操作实务研究	李 杨 宗 军 (22)
我国债券场外市场建立中央对手方机制及风险 控制研究	田 鹏 戴武装 (39)
立足银行间债券市场 大力发展企业债	庞昭曦 (63)
我国公司债券市场发展的现状、问题与建议	李 婧 (76)
中央托管机构 IT 基础设施建设初探	罗小清 (86)
关于债券交易流通制度、安排的探讨与研究	吴 青 曹向兵 (94)
推动企业债券发行之我见	付 颖 (104)

债券市场业务创新

构建“基金超市” 建立统一的基金销售平台

…………… 张世杰 李海涛 刘彦 陈一丁 (115)

我国发展房地产信托投资基金的政策建议

…………… 宗军 林也可 李杨 (129)

中国债券回购市场制度变迁的初步研究与思考

…………… 徐真 (144)

关于我国发行通胀指数债券的探讨 …………… 管圣义 (164)

债券市场投资分析

银行间债券市场常规业务异常指标界定研究 …… 陈一丁 (183)

国债市场半强有效检验 …………… 牛玉锐 (200)

关于银行间债券市场远期业务风险与防范

的探讨 …………… 刘彦 吴青 (209)

国际债券市场研究

债券发行制度国际经验研究

…………… 吴亚洲 王子扬 刘彦 戴晓艾 (221)

明讯银行的运作特点及启示 刘铁峰 (241)

附录：国际债券市场相关资料

跨境抵押品安排（摘译） 周文斌 贾英姿/译 (257)

明讯银行证券借贷业务规则 王慧明/译 (277)

清算和结算的美国模式

——DTCC 概览

..... 包香明 董屹/译 (296)

债券市场建设与发展

证券持有体系与托管制度比较分析 及对银行间债券市场登记 托管制度的认识

陈晓辉 徐 真

内容简介 在计算机技术发达的条件下，当一个投资人想购买债券的时候，他需要开立债券（证券）账户，在某一个售卖处办理购买手续，当售卖处将他购买的债券记入其债券账户时，他才成为债券的实际持有人，享有债券所有权，获得投资收益，还可以转让。但当债券发生不能兑付的情况时，他应该找谁主张所有权？是找发行人还是售卖处？如果售卖处只是一个最基层的中介机构，他是否可以向上一层级售卖机构主张权利？本文就这些问题对债券（证券）持有体系、托管制度、登记制度之间的关系进行深入的探讨。

一、证券（债券）持有体系

在不同发展阶段和不同发育程度的证券市场上，投资者对于拥有的证券通过什么方式持有不尽相同。从证券持有记录如何在证券账户中加以记录的角度讲，主要有以下几种模式。

（一）证券直接持有体系

证券的直接持有是指在证券登记机构设立的证券账簿登记的证券所有人是该证券的实际持有人（投资者）。该模式是在证券的实物化、登记存管和结算的分散化背景下出现的。在证券市场发展的早期，证券以实物券的形式发行和存在，每个发行人进行自己的证券持有人登记，登记是分散化的；证券交易也是分散化的，买卖双方可以直接进行交易，证券转让需要进行背书和实物券的交付。随着证券市场的发展，逐渐出现了证券中介商，它们开始为投资者代理证券的登记、保管和交易，投资者通过在中介商处登记的证券账簿或存放的实物券以非占有的方式“直接持有”证券，这时的证券直接持有模式发生了一定的改变，只不过证券账簿登记的持有人仍然是投资者的名义。澳大利亚和英国基本上实行直接持有模式。

澳大利亚证券市场比较典型。在直接持有体系下，投资者直接对发行人拥有请求权，投资者将被直接登记为其持有证券的所有权人，相应取得股东（对股票而言）或债权人（对债券而言）的地位。澳大利亚建立了一个直接具有登记功能的证券结算系统，即 CHES（Clearing House Electronic Sunbregister System）系统。澳大利亚 CHES 为投资者开立了登记账户、持有人识别码，并由 CHES 来维护投资者持有证券的情况，投资者就其在 CHES 中持有的证券拥有对发行人的直接请求权。在直接持有体系下，证券登记结算机构一般直接为投资者开立和维护证券账户。

（二）证券间接持有体系

证券的间接持有是指在证券登记机构设立的证券账簿登记的证券所有人是投资者委托的代理机构，即所谓名义持有人，实际持有人（投资者）通过名义持有人享有证券权益。

美国证券市场比较典型。在间接持有体系下，投资者将持有的证券交付证券公司，后者再将投资者交付的证券交存到中央证

券存管机构（CSD），CSD 在登记机构取得股东或债权人的法律地位。在该体系下，投资者不再具备股东或债权人的法律地位，其持有股票而享有的请求权需依次通过证券公司和 CSD 间接地向发行人提出。在美国，证券中介机构分散给投资者开立证券账户，美国存管信托公司（DTC）给参与人开立证券账户。DTC 则被登记机构登记为所存管股票的“股东”，证券交易不对股东名册产生影响，而只影响 DTC 系统内相关证券账户的余额。在间接持有体系下，证券公司直接为其客户开立证券账户，中央证券存管机构不负责为证券公司的客户开立证券账户，只为证券公司开立证券账户总账；客户证券账户和证券公司的证券账户是分层次的，二者在数量上存在分账和总账的对应关系，证券公司各自管理自身为客户开立的证券账户，中央证券存管机构不负责维护投资者层面的证券账户明细。

（三）看穿式间接持有体系

台湾地区证券市场实行的是两段式的法律架构。证券账户法律上由证券公司为投资者维护，但强制规定证券公司需委托台湾地区集中保管结算所股份有限公司（简称集保公司）处理。证券公司与投资者的证券划拨则通过证券公司给集保公司发送指令，集保公司执行指令的方式完成。集保公司被登记为“股东”，但集保公司将证券持有人名册送交发行人时，默认将股票过户给实际持有人，从而使其取得“股东”的法律地位。这种体系与间接持有体系不同的是中央证券存管机构可以看到投资者层面的证券持有信息，因此称之为“看穿式的间接持有体系”。

（四）直接与间接并存持有体系

考察世界各国证券持有体系可以发现，当前绝大部分国家实行的都是直接持有与间接持有并行的体系，只不过侧重点有所不同。大部分国家采取的是国内投资者实行直接持有模式，而境外投资者则采取间接持有模式，比如法国、中

国等。

我国证券市场证券账户体制是以直接持有为主的体制。投资者直接登记在股东名册上，对发行人拥有直接的请求权。但对于一些特殊品种的交易或特殊模式的交易，也存在间接持有的模式，如部分 B 股境外投资者和 QFII 等采取的是以名义持有人持有证券的模式。在这种体制下，我国市场由证券登记结算机构直接为投资者开立证券账户，在具体实现上登记结算机构也可以委托开户代理机构代为办理。一般的，个人和一般机构开立证券账户由证券公司等开户代理机构受理；证券公司、保险公司、证券投资基 金、社保基金等特殊机构投资者应当直接向证券登记结算机构申请开立证券账户。基本流程是：个人和一般机构开立证券账户须持有效证明、证件向证券公司申请。证券公司在受理投资者开户申请后，根据证券登记结算机构的业务规则，认真审核投资者提供的有效身份证明文件及其他开户资料，确保开户资料的真实、准确、完整。对于审核合格的开户申请，证券公司将有关开户申请信息通过开户系统提交证券登记结算机构，证券登记结算机构作必要的审核后，予以配号并将证券账户号反馈证券公司，由证券公司打印证券账户卡交给投资者，至此证券账户开户手续完成。投资者开立证券账户后，就可以委托证券公司参与证券买卖了。

我国银行间债券市场债券账户体制是直接持有体制。甲、乙、丙类成员均直接在中央结算公司中央债券簿记系统开立债券账户，对自己拥有的债券享有所有权，对发行人拥有直接的请求权。对柜台系统而言的账户管理体制，也是直接持有体制。目前运用柜台系统办理二级托管的财政部指定的金融机构，主要受财政部委托办理在柜台发行的国债的托管业务，个人或机构投资者均可在这些金融机构开立国债账户，投资者可以转让或提前赎回，享有向发行人财政部直接的请求权。

二、与持有形式密切相关的托管（存管）制度

（一）实物保管和权利的账簿化

早期的证券均以实物券的形式存在，证券的登记由发行人自行完成，登记的账簿显示的是证券实际持有人的名义，证券登记以发行人向投资者交付实物证券为基础，证券由投资者自行保管。随着证券交易的不断发展，证券的交易变得普遍和繁杂，逐渐出现了一些交易服务机构，这些机构包括证券交易所、证券交易代理商以及证券代理登记、保管机构等。证券登记代理机构代理证券发行人进行证券的登记，节省了发行人在确认证券权利方面的成本；而证券保管机构则类似于证券银行，接受委托替投资者保管证券。这是一个证券登记保管和结算制度由分散制向集中制发展的过程。所以，证券的登记、保管、结算仍然是分散进行的。

随着证券中介服务机构的大量介入，使得证券市场出现了一些新的关系，尤其是集中交易市场的出现，需要特殊的证券法律的规范。但更多的是有关证券交易的法律，关于证券权利确认、证券的保管、交易后的证券交付方面的法律规范则很少见。因为在证券直接持有模式下，证券持有人通过在证券登记代理机构代为进行登记的证券账簿获得权利认可，更何况其手中仍握有实物证券，虽然该实物证券可能已经托管给了证券保管代理机构，但依照保管合同的有关规定可以解决证券所有权的确认问题。而证券交易后的交付可以通过证券中间商来完成，证券中间商作为代理人实现证券的转移和交付。在这种相对集中的分散制体系中，法律关系仍然非常清晰，只是更多地引入了代理、保管等法律关系。

由于证券市场的证券交易前后服务体制由分散制向集中制发展的进程是受不断提高证券交易效率的激励所推动，因此，证券交易前后服务制度集中化成为必然的发展方向，而促使证券登

记、存管和结算集中化发展到顶端的是因为证券交易业务量越来越大，证券的背书转让以及实物券的移动交付导致了文件处理危机，放弃证券的实物化形式，推行无纸化即账簿化成为市场发展的必然选择。同时，随着实物证券的非流动化和证券的非实物化，证券存管主要以账簿的形式存在，而分散存管使得证券的权利往往实际控制在一些市场中间商手中，不利于证券权利的保障和监督，所以，建立集中的证券存管机构显得很有必要。在集中存管制度下，中央存管机构（CSD）实际上成为证券的存放处。所以，证券的无纸化即权利的账簿登记化使得依赖于一个单一机构处理证券的登记、存管和结算成为可能。

（二）中央存管机构的法律性质

存管机构具有存管（Depository）和托管（Custodian）的双重职能。法律词典对 depository 的解释是“a place where one leaves money or valuables for safekeeping”，即“保管金钱或价值物的地方”；对 custodian 的解释是“a person or institution that has charge or custody of property, papers, or other valuables”；对 custody 的解释是“the care and control of a thing or person for inspection, preservation, or security”，据此，我们可以把中央存管机构既看作是一个证券存放地又看作是一个可对这些证券作出一些处置的机构。从私法角度看，实际上存在着保存管理和委托管理两种含义，因此，证券的中央存管既不是单纯的保管关系也不是单纯的委托关系。一般而言，中央存管机构除了保管证券之外，还包括为委托人进行证券权利管理、实物券面保管与证券权益维护，提供证券权利登记、实物证券的存券和提券、证券转账过户、代理支付股利以及为客户提供有关查询服务等职能。

（三）不同持有模式下的证券存管法律关系

证券的保管可以分为特别保管和混合保管。特别保管是指在寄托人要求之下保管人对有价证券通过对每一个寄托人的外观辨认标记，并且与其自己的和第三人的存量相互分离而予以保管；

混合保管是指保管人对同种类的不同寄托人托管的证券混同保管，又称混藏保管，各寄托人依其托管的证券份额对被混合保管的有价证券享有共同所有权，可以就其债务以其在保管人处托管的有价证券份额设质。

在集中存管制度下，证券的存管一般分为两层，第一层是证券所有人将证券存管（托管、寄托）于证券商处，第二层是证券商将证券存管于中央存管机构，它们在本质上是两段不同的保管关系，适用于两个不同的阶段。在不同的证券持有模式下，证券的保管关系结构也不相同。从以上两个持有体系上看，法律关系明显不同。

在证券直接持有模式下，中央存管机构的证券账簿登记的所有人是投资者，证券商作为中介人代理证券投资者委托中央存管机构存管证券。也就是说，在这种情况下存在的法律关系应该是投资者与中央存管机构之间的存管关系和投资者与证券商之间的代理关系。唯一的保管关系的当事人双方是投资者和中央存管机构，证券商不过是第三人而已。因此，证券保管的法律规范应该适用于投资者与中央存管机构，而不是作为代理人的证券商。

在证券间接持有模式下，证券商或托管银行作为名义持有人直接将其手中的证券存管于中央存管机构，名义持有人成为保管关系的当事人，至于证券投资者与名义持有人之间的关系，可以简单地看做是证券托管关系，但本质上名义持有人所为托管行为的是信托关系中的信托财产管理行为之一。因此，投资者与证券商之间适用的应该是信托法而不是保管法。但是，考察各国的有价证券保管法或证券保管规则，都没有作出此类的界定，而是笼统地将民法当中的保管（寄托）制度简单套入有价证券的存管过程中，笼统地将投资者与证券商之间和证券商与中央存管机构之间的关系界定为保管关系，当然，往往还会通过制定作业规则的方式特别规定中央存管机构的证券保管的权利和义务，但是其