

证券集中交易 法律关系研究

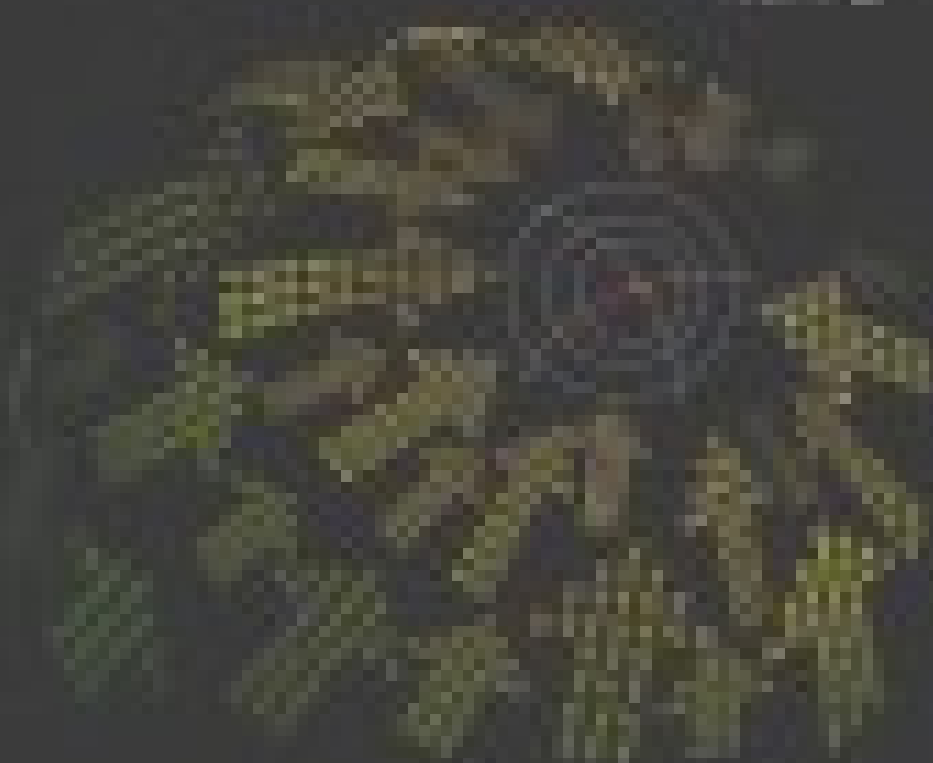
邓丽◎著



中国人民公安大学出版社

证券集中交易 法律关系研究

傅卫等著



中国人民大学出版社

证券集中交易法律 关系研究

邓 丽 著

中国人民公安大学出版社

·北 京·

图书在版编目 (CIP) 数据

证券集中交易法律关系研究/邓丽著. —北京: 中国人民公安大学出版社, 2010.4

ISBN 978 - 7 - 5653 - 0035 - 6

I. ①证… II. ①邓… III. ①证券交易—法律关系—研究—中国 IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 064115 号

证券集中交易法律关系研究

ZHENGQUAN JIZHONG JIAOYI FALU GUANXI YANJIU

邓 丽 著

出版发行: 中国人民公安大学出版社

地 址: 北京市西城区木樨地南里

邮政编码: 100038

经 销: 新华书店

印 刷: 北京蓝空印刷厂

版 次: 2010 年 4 月第 1 版

印 次: 2010 年 4 月第 1 次

印 张: 7.625

开 本: 880 毫米 × 1230 毫米 1/32

字 数: 168 千字

书 号: ISBN 978 - 7 - 5653 - 0035 - 6/D · 0021

定 价: 28.00 元

网 址: www.cppsups.com.cn www.porclub.com.cn

电子邮箱: cpep@public.bta.net.cn zbs@cppsu.edu.cn

营销中心电话 (批销): (010) 83903254

警官读者俱乐部电话 (邮购): (010) 83903253

读者服务部电话 (书店): (010) 83903257

教材分社电话: (010) 83903259

公安图书分社电话: (010) 83905672

法律图书分社电话: (010) 83905637

公安文艺分社电话: (010) 83903973

杂志分社电话: (010) 83903239

电子音像分社电话: (010) 83905727

本社图书出现印装质量问题, 由本社负责退换

版权所有 侵权必究

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 问题的提出	(1)
第二节 已有研究文献的简要述评	(5)
一、国外相关研究文献综述	(5)
二、国内相关研究文献综述	(8)
三、小结	(13)
第三节 研究方法与篇章结构	(14)
一、研究方法	(14)
二、篇章结构	(15)
第四节 基本概念与专业术语	(17)
一、基本概念	(17)
二、专业术语	(22)
第二章 无纸化证券集中交易的前提：证券登记 与证券存管	(24)
第一节 股权凭证的没落与无纸化证券的缘起	(27)
一、“文书工作危机”催生无纸化证券	(27)



证券集中交易法律关系研究

二、我国“拿来主义”式制度引进	(34)
第二节 证券登记与证券存管制度概论	(36)
一、证券登记与证券存管的概念与模式	(37)
二、证券登记与证券存管法律关系	(44)
三、无纸化证券的持有方式	(48)
四、无纸化证券的权利性质与权利证明	(51)
第三节 我国证券登记与证券存管制度考察	(58)
一、证券登记与证券存管体制	(58)
二、我国证券登记与证券存管法律关系	(65)
三、关于证券所有权证明问题的规范分析	(75)
第四节 一个相关的问题：证券交易结算资金账户	(84)
小结	(87)

第三章 无纸化证券集中交易模式及主体间

法律关系分析	(90)
第一节 无纸化证券集中交易程序与中央结算模式	(93)
一、微观例示：国债回购交易的程序与模式	(93)
二、宏观概括：无纸化证券集中交易的特点	(112)
第二节 证券集中交易参与主体之间的法律关系	(121)
一、以证券结算机构为中心的结算法律关系	(122)
二、证券经纪商与投资者之间的法律关系	(129)
第三节 证券经纪商对投资者资产的实际控制权	(139)
一、证券经纪商的强势地位	(140)
二、投资者获得法律救济的前景不明朗	(144)

小结	(147)
第四章 无纸化证券集中交易中的权益冲突与结算风险 ...	(151)
第一节 证券经纪商支付不能情形下的权益冲突 与结算风险	(152)
第二节 法律法规的适用和政策层面的应对	(154)
一、关于投资者资产区分问题	(157)
二、关于证券经纪商为融资而将投资者托管的证券质押 给第三人的问题	(161)
三、关于证券经纪商挪用投资者托管的国债参与质押式 回购交易的问题	(166)
第三节 证券结算系统权利优先规则	(172)
一、证券结算系统权利优先规则的丰富内涵	(172)
二、关于证券结算系统权利优先规则的经济分析	(176)
三、证券结算系统权利优先规则对投资者利益的 影响	(183)
小结	(184)
第五章 投资者的法律地位与法律风险	(188)
第一节 关于投资者法律地位的现实考察	(189)
一、投资者在证券存管法律关系中的主体地位不明确 或被否认	(189)
二、投资者在其与证券经纪商的法律关系中处于 弱势地位	(191)
三、投资者是证券结算法律关系的局外人和权益冲突 最终风险的承担人	(193)



证券集中交易法律关系研究

第二节 关于投资者法律风险的整体思考	(194)
一、法律关系结构在现实层面的不均衡	(195)
二、法律规范与交易规则在执行与适用方面的 不确定	(199)
三、投资者权利与风险意识不足	(204)
第三节 证券集中交易法律关系中的投资者利益 保护问题	(206)
一、监管理念的反思：“保护市场”与“保护投资者 合法权益”	(207)
二、法律制度的完善：明确各主体权利义务边界	(208)
三、投资者保护与投资者责任	(211)
小结	(213)
第六章 结论	(216)
一、我国证券集中交易法律关系的真实结构	(216)
二、市场主体风险外部化能力悬殊导致法律关系结构 扭曲进而失衡	(219)
三、失衡的法律关系结构使投资者利益和社会经济 面临严重威胁	(220)
四、反思与建议	(221)
参考文献	(226)
后 记	(235)

第一章 导 论

本章旨在提出我们所要研究的中心问题、梳理已有文献的相关内容，并对全书的基本概念和篇章结构进行介绍。第一节指出，证券公司的违规行为同时危及投资者资产安全与证券结算安全，并使投资者与证券登记结算机构之间产生直接的权益冲突，因此有必要对证券集中交易中的权利、义务关系进行明晰的界定，尤其应当关注投资者在证券集中交易法律关系中的地位与风险，这就是本书的研究动机和主要论题。第二节，对国内外已有的文献进行有重点的简要评述。第三节，介绍本书的研究方法和篇章结构。第四节，对基本概念和专业术语进行解释和说明。

第一节 问题的提出

这是一个典型的源于实践、诉诸学术的论题。

连续几年以来，我国证券市场都被笼罩在问题券商关闭破产的阴影之下。2004年，部分发生严重违规的问题券商进入托管、破产清算等风险处置程序，其中包括南方、辽宁、广东、闽发、德恒、恒信、中富、云南、海南、新华、佳木斯、汉唐证券等，而新



华证券、佳木斯证券等特别处理券商已进入关闭破产程序。^① 2005 年, 违规券商的处罚和清算工作继续进行, 是年中国证监会针对 17 家违规券商下达了行政关闭的处罚决定书。^② 2006 年新年伊始, 新疆证券、中关村证券、中国科技证券被托管……^③ 各券商的违规手法颇为雷同, 有文章将其归结为中国券商三重原罪: 一是挪用客户资金, 二是违规国债回购以及借发债名义乱融资, 三是违规炒作股票。^④

证券公司的违规行为使市场主体之间的法律关系与法律责任界分成为一个凸显的问题, 尤其是在国债回购黑洞问题上。证券公司挪用投资者账户中的国债参与回购交易, 并按照交易规则将这些国债“质押”给中国证券登记结算公司(以下简称“中国结算公司”), 事后却无力回购。证券公司的违规行为造成两方面的严重后果: 一方面, 证券公司无力回购国债而形成的巨额欠库及其挪用客户交易结算资金而造成的大面积透支严重影响到中国结算公司的现金流, 威胁到证券结算系统的安全和稳定。据悉, 中国结算公司设立的最高限额为 30 亿元的结算风险基金业已消耗殆尽, 中国人

① 中国证券业协会编:《中国证券业发展报告》(2005), 中国财政经济出版社 2005 年 9 月版, 第 10 页。

② 贾靖峰:《中国去年处罚三十九家券商涉案百余人十七家关闭》, 载中国新闻网, 2006 年 2 月 18 日。<http://www.chinanews.com.cn/news/2006/2006-02-18/692083.shtml>

③ 焦菁:《中关村、中科证券遭托管 高风险券商重组将升温》, 载中国新闻网, 2006 年 2 月 27 日。<http://www.chinanews.com.cn/news/2006/2006-02-27/695782.shtml>

④ 胡朝辉:《中国券商三重原罪:挪用保证金非法融资违规炒作》, 载《中国经营报》, 2004 年 6 月 6 日。

民银行不得不数次动用再贷款，用于解决中国结算公司的流动性问题。^①另一方面，证券公司大肆挪用投资者的证券和证券交易结算资金，严重损害了广大投资者的财产利益，给证券市场带来不稳定因素。而且，由于证券公司濒临破产，那些国债被挪用的投资者陷入无法有效索赔或受偿的悲惨处境。于是有投资者迁怒于中国结算公司，将其与肇事的证券公司一同告上法庭，注册资本仅为 12 亿元的中国结算公司可能为此卷入标的额高达 28 亿元的诉讼。^②

权利冲突就这样产生了：投资者主张其享有国债所有权，要求从回购交易系统中取回国债；而中国结算公司则认为，按照交易规则，其无需辨认进入交易系统的国债之实际权属，并以向融券方支付回购费用为对价而对该国债享有质押权，言外之意，此质押权可以对抗原所有权。

继而，国债权利之争演化为法律关系之辩。中国结算公司通过各种途径和方式表达其立场：本公司仅与作为结算参与人的证券公司之间存在法律关系，而与投资者不存在直接的法律关系，故投资者无由向本公司主张权利。其后，证券交易所和中国结算公司在改进、制定交易规则和结算规则时反复强调了上述观点。^③

国债回购交易是证券集中交易的一种典型形式，发端于国债回购问题的证券集中交易法律关系之辩最终演变为一个重要的学术命题。在证券集中交易机制中，这些主要的参与主体——投资者、证券经纪商、证券登记结算机构，他们彼此之间在法律上究竟有着怎

① 李菁、吴小亮：《证券结算危机》，载《财经》2005 年第 12 期。

② 王凯：《回购风险探源》，载《证券市场周刊》，2004 年第 46 期。

③ 参见本书第三章关于国债回购交易规则及其演变的介绍。



样的关联？大致上，我们可以分辨出，投资者与证券经纪商之间是委托买卖证券关系，而作为结算参与人的证券经纪商则与证券登记结算机构之间存在结算法律关系。

但是，上述模糊认识并不足以使我们对证券集中交易机制作出透彻的法律解说，实践细节和现实问题带给我们很多困扰：无纸化证券的交易必须以证券登记与证券存管为前提，在这些业务中，投资者方面接收到的信息不仅来自证券公司，也来自中国结算公司，到底谁是证券存管人？在证券交易的清算与交收中，证券登记结算机构一方面极力否认其与投资者之间存在法律关系，另一方面却在投资者的证券账户中直接进行操作，这又当作何解释？证券登记结算机构并非申报交易的主体，却对证券经纪商挪用来进行交易的证券主张质押权，该质押权能否成立，其与投资者所主张的所有权之间的权利冲突又当如何解决？

虽然上述问题产生于证券交易的不同环节、不同阶段，但它们都指向一个共同的焦点：在证券集中交易法律关系中，谁对谁负责？尤其是，谁对投资者负责？所以，总体来说，这是一个关于证券集中交易法律关系主体识别的问题。

我国现有法律体系对上述问题鲜有针对性的规定，更没有考虑到无纸化证券与传统实物证券的实质性差异，造成法律适用上的不便和不确定。此种不确定性给我国证券市场增加了多方面的交易成本：首先，权利纠纷层出不穷，诉讼或争端增多，政府为了稳定市场不得不付出高额成本矫正利益归属；其次，本于“效率”目标制定的交易规则由于潜在或已显现的法律风险而不得不改道而行；最后，市场主体可能会由于无法预测交易后果而对是否参与交易持

观望或保守态度等。

本书写作目的正在于回应上述社会需求，将法律法规及交易规则与证券集中交易实践相结合，在厘清证券集中交易各环节法律关系的基础上，反观各市场主体实现权利、承担义务的实际状况，进而综合考察投资者在证券集中交易法律关系结构中的真实处境及其面临的法律风险。就这一写作目的而言，投资者利益保护确实重要的价值目标，但证券结算安全问题也非常值得关注。虽然证券登记结算机构与投资者可能在某些具体问题上产生权益冲突，但从根本上来说，维护证券结算是确保投资者能够持续参与交易的必要条件。所以，这两个目标都是重要的，问题的关键在于寻找达到这些目标的适当途径。

第二节 已有研究文献的简要述评

一、国外相关研究文献综述

本书论题与我国证券集中交易市场的具体实践是紧密相连的，所以就论题本身而言，不能寄希望于从国外研究文献中直接找到非常切题的著述。但是，在广泛的学习和借鉴中，还是有一些相关而且有见地的文献给笔者以很大的帮助和启发。

比如，我国无纸化证券交易体系的建构基本上是一个“拿来主义”的过程，难以体现无纸化证券取代实物证券的历史必然性以及无纸化证券本身的特点与现代证券交易制度的内在关联。但是，那些讲述美国无纸化证券体系之起源的研究文献则会为此提供



一些线索。其中有两篇文章是非常有价值的：一是 Martin J. Aronstein 写作的《股权证书在美国的消亡与没落》；^① 二是美国无纸化债券临时委员会（Ad Hoc Committee on Uncertificated Debt Securities）发表的《关于无纸化债券、系统信用风险以及无纸化债券合同范本的首次报告》。^② 前者详尽描述了美国无纸化证券体系的产生始末：由于实物证券交付带来的不便，20 世纪 60 年代美国证券业发生了“文书工作危机”，此后证券存管制度与证券交收制度逐步改进，终于使无纸化证券体系的设想从实践中诞生并最终在法律制度上获得认可。这一文献展现了无纸化证券从酝酿到诞生的“原生态”，为本书分析无纸化证券与现代证券集中交易制度之间的内在一致性提供了很好的原材料。后者则总结了率先实现无纸化的政府债券在存管及交易实践中积累的经验和出现的问题，对无纸化证券的持有机制、交易机制以及美国统一商法典（Uniform Commercial Code, UCC）第八编关于无纸化证券的相关规定都进行了评述。该文最重要的贡献体现在其对股权证书体系、证券固化（immobilization）体系^③以及无纸化证券体系进行了细致比较，并

① Martin J. Aronstein, *The Decline and Fall of the Stock Certificate In America*, 1 J. Com. Corp. L. & Sec. Reg. (1978).

② Ad Hoc Committee on Uncertificated Debt Securities, *First Report on Uncertificated Debt Securities, System Credit Risk and Sample Uncertificated Debt Indenture*, 46 Bus. Law. (1991).

③ 证券固化，是指证券具有证书形式，但是处于集中存管体制之中，证券持有人并不取回。证券固化体系，是指建立在前述存管制度基础上的证券交易体系。参见 Ad Hoc Committee on Uncertificated Debt Securities, *First Report on Uncertificated Debt Securities, System Credit Risk and Sample Uncertificated Debt Indenture*, 46 Bus. Law. 912 (1991).

提出证券固化体系是一种很好的、很实用的体系，如果实现无纸化会使这一体系得到更大的提高。^①

关于证券的直接持有与间接持有，美国学者的著述非常多。特别是围绕着 UCC 第八编是否以及如何容纳无纸化证券这一问题，学者们的争论很激烈。^② 就笔者所见，在这个问题上论述较为透彻的文章当属 Russell A. Hakes 于 2002 年发表的《UCC 第八编：证券的间接持有能经受住当前的考验吗？》。^③ 该文针对 UCC 第八编 2000 年的修订内容深入探讨了证券间接持有体系中的各种问题，包括间接持有人的权利、证券中介机构的义务、间接持有机制对第三人的影响、间接持有体系中的交易、交收与信用机制等。最后得出的结论是：直接持有机制具有更大的确定性，间接持有机制则有利于减少交易成本，而市场主体之间的风险分配机制是决定如何持有证券的关键因素。^④

Charles W. Mooney 发表的《超越流通性：关于那些为中介机构所控制的证券权益的转让和抵押的一个新模式》一文对于证券权益冲突的解决路径进行了详尽的分析。该文关注那些为中介机构所控制、混杂在一起（fungible bulk）的证券的转让和质押交易。其

① Ad Hoc Committee on Uncertificated Debt Securities, First Report on Uncertificated Debt Securities, System Credit Risk and Sample Uncertificated Debt Indenture, 46 Bus. Law. 913-916 (1991).

② 参见 Martin J. Aronstein, Robert Haydock, Jr., and Donald A. Scott, Article 8 Is Ready, 93 Harv. L. Rev. 889 (1980).

③ Russell A. Hakes, UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day, 35 Loy. L. A. L. Rev. (2002).

④ Russell A. Hakes, UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day, 35 Loy. L. A. L. Rev. 784 (2002).

核心观点是：“在混杂在一起的证券权益中区分优先顺位的财产法建构是一种根本错误的方法。通过证券中介机构享有利益的买受人与接受股权证书的物理性交付或者在发行人的簿记上登记而取得的权利大不相同。通过中介机构而主张的权益，最显著的特征在于它是对抗中介机构的一束权利……如果中介机构不能正常运营，权利主张者与其他处于相似地位的权利主张者按比例分享那些混杂在一起的证券权益。”^①

Charles W. Mooney 的观点非常有见地，但他是在证券的间接持有体制下来展开讨论的，所以解决直接持有体制中的问题不能照搬他的结论。但笔者非常欣赏他在考察权益冲突解决机制时所使用的经济分析方法，^② 故而在这方面有所借鉴。

二、国内相关研究文献综述

笔者在查阅和搜集资料时发现，从整体上对我国证券集中交易机制进行研究的著作主要集中于两个学科，即金融学 and 经济学，他们关心的论题主要是证券价格形成、价格监控制度、证券交易系统的设计等等，即使偶尔出现一些法律术语，也是信息披露制度、拍卖制度等。除了能够从中了解一些技术性的知识之外，这些论著与本书论题几乎可以说是相去甚远。

① Charles W. Mooney, Jr., Beyond Negotiability: a New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries, 12 Cardozo. L. Rev. 310(1990).

② Charles W. Mooney, Jr., Beyond Negotiability: a New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries, 12 Cardozo. L. Rev. 379 - 397(1990).

但是具体到证券登记结算领域的制度探讨，倒是颇有一些有价值的见解和分析，然而时间都不久远。尤其是实务界和法学界对相关法律问题的关注，似乎是随着券商违规问题的暴露才渐次升温的。在早期文献中，引用较多的是由上海证券交易所组织、屠光绍先生主编的《结算系统：运作与趋势》一书。该书于2000年面世，其研究范围包括证券结算体制的运作流程及相应的制度安排和机构设置，也简约地谈到证券登记与证券存管，但总体而言该书侧重于从实务和技术的角度对证券结算系统的不同体制进行介绍和比较。^① 由于这本书出自证券交易所工作人员之手，它在验证交易细节方面有较高的价值。

就法律界而言，较早且被引用较多的专业分析当属涂建和毛国权两位律师合作的《证券登记与托管的国际经验与中国实践——以证券所有权为基础》，该文发表在2002年出版的《证券法律评论》第二卷上。^② 在这篇文章中，作者对国际上各主要证券市场的证券登记、托管机制进行了介绍，并着重解释和论述了证券登记与托管机制对投资者证券所有权的影响。该文对我国证券所有权登记与托管机制的解释是这样的：我国的证券登记与托管机制在实践中是中央证券登记和两层的证券托管/存管体系，但由于证券账户属于“不可替代的”/“可溯源的”账户，投资者对账户中的证券仍

① 屠光绍主编：《结算系统：运作与趋势》（迈向新世纪的证券交易所丛书），上海人民出版社2000年5月版。

② 涂建、毛国权：《证券登记与托管的国际经验与中国实践——以证券所有权为基础》，载郭锋主编：《证券法律评论》（第2卷），法律出版社2002年12月版。