

梅世云/编著



国际证券 托管结算体系研究

GUOJI ZHENGQUAN
TUOGUAN JIESUAN TIXI YANJIU



中国金融出版社

国际证券托管结算体系研究

梅世云 编著



 中国金融出版社

责任编辑：张智慧

责任校对：潘 洁

责任印制：陈晓川

图书在版编目（CIP）数据

国际证券托管结算体系研究（Guoji Zhengquan Tuoguan Jiesuan Tixi Yanjiu）/梅世云编著. —北京：中国金融出版社，2013. 5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6830 - 2

I. ①国… II. ①梅… III. ①国际证券市场—托管制度—研究
②国际证券市场—结算业务—研究 IV. ①F831. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 048477 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533（传真）

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686（传真）

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 15.5

字数 264 千

版次 2013 年 5 月第 1 版

印次 2013 年 5 月第 1 次印刷

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6830 - 2/F. 6390

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

发挥集中登记托管优势 服务金融改革和监管（序）

登记托管，是人类社会政治、经济、法律和管理活动的常见现象和基本管理手段，也是宏观活动和微观活动的交汇点。在日常生活中，人们经常进行户口登记、结婚登记、房产登记、林权登记、企业登记和社团登记等，也常常把自己的物品、资金、票证托管给其他的组织或个人。这些登记托管活动，既是社会不断发展的产物，更是社会向前发展的基础和条件。如婚姻登记制度，就是人类文明进步的结果，也是巩固这种文明所必需的管理手段。在经济活动中，登记托管更是一种非常普遍的现象，特别是在金融活动中，登记和托管不仅是开展各项金融活动的前提，也是金融制度的一项基础性制度安排，还成为具有特殊性、专业性的一项金融业务。随着信息技术和金融市场的快速发展，登记托管系统也成为一国的金融基础设施，得到高度重视和广泛运用。

从国际证券市场来看，各个国家都根据本国的实际，建立了各具特色的证券登记托管体系，但绝大多数国家都具有以下共同特点：一是集中化，即实行全国集中统一登记托管，为金融产品的全国流动奠定基础，而且节约社会成本，提高市场效率。二是一体化，即登记、托管、清算、结算业务为一个整体，由一个机构承办，这既是业务逻辑的必然联系，又是这项业务具有规模效应的具体体现。三是公司化，即成为一个独立的经济法人，实行单独核算，同时又考虑到其业务的特殊性，一般实行“行业共有、效益共享”的股份公司制，体现其公共服务、客观公正的企业本质属性。因此，即使有许多交易所成为上市公司，但全球仍未有托管结算公司上市。四是多元化，主要是因为集中登记托管制度是金融的基本制度安排，涉及面广、应用性强、见效快，所以在金融市场的发展中，起步之初就要做好各类金融工具和投资者受

益权等方面的登记托管工作。首先是从股票、债券这类基础性的产品和投资者所有权的登记开始，随着二级市场的发展，所有权的登记逐渐发展到资产托管、质押登记、清算结算、还本付息、信息服务等方面业务，形成了逻辑清晰、不断增值的业务链；其次是随着一国金融市场的不断繁荣，业务创新不断，新的金融产品特别是衍生品层出不穷，借助基础性金融产品市场的经验，登记托管机构的业务不断向衍生品、信贷资产、依托财产等物权领域延伸，既拓宽了登记机构的服务范围，又有利于规范新产品市场的发展；再次是随着登记托管的作用越来越重要，其逐渐成为金融领域一个专业性强、功能多样、涉及面广的行业，而且是各国监管机构的助手和平台，其社会影响力日益增强，服务范围也拓展到碳排放权、艺术作品、社会信用、应收账款等方方面面的登记托管，乃至有的登记托管公司还负责本国公民身份认证、土地权证等工作。

从我国的实践来看，1996年中央国债登记结算公司的成立，标志着我国金融市场尤其是债券市场集中登记托管制度的建立。十多年来，这项制度安排为我国债券市场的发展起到了重要作用。作为新兴市场国家，坚持并不断完善我国中央登记托管制度，我们必须借鉴国际经验，坚守市场建设的基本规律，从国家利益、投资者利益出发，增强中国金融市场的活力和国际竞争力。本书作者梅世云同志，根据自己十多年的专业工作经验，认真学习、综合分析国际证券托管机构的现状、发展历程、历史背景、经验教训等，同时结合中国的实践进行深入细致的研究，全面准确地归纳整理，总结揭示一些普遍性的特征，深刻地探索其发生的经济、管理学原理和形成机制，分析充分、坚实而精湛，论证严谨、有力。可以说，这本书给我们展示了一个新的金融视窗，阐释了一个新的金融行业，揭示了一些新的金融规律，指明了一个崭新的发展方向，也为我们描绘了中国金融登记托管行业未来美好的愿景。2013年全国人大会议通过的政府机构改革方案决定：一是按照同一件事由一个部门负责的原则，整合房屋登记、林地登记、草原登记、土地登记的职责，由一个机构承担；二是建立不动产

统一登记制度，以更好地落实物权法规定，保障不动产交易安全，有效保护不动产权利人的合法财产权。这充分说明了统一登记制度的重要性和科学性，也用事实证明了金融集中登记托管制度的必要性、可行性和科学性，我们必须毫不含糊地坚持、一以贯之地推广、科学合理地完成，使之成为中国金融市场发展的基石和特色。

作者在总结各国证券登记托管机构发展规律的基础上，结合中国的实际，独立思考，学以致用，文以载道，提出了许多真知灼见。从宏观层面看，“建设集中统一的登记托管、清算结算体系”，“建立托管结算集团公司，建立集中的金融信息、产权登记体系”，“建立证券托管结算银行，探索市场条件下的专业银行发展之路”，“建立金融登记托管法律体系”等等，这些新颖、鲜明、可行的意见，是一个立足实践、实事求是、敢于创新的研究人员的基本素质的体现；从微观层面讲，作者对清算（Clear）、结算等概念的全面分析、多方比较，显示出作者一丝不苟、认真严谨的研究态度，其所提出的“完善二级托管制度”、“科学安排中央对手净额结算制度”、“发展公司事务服务”等方面的建议，具体详细，针对性强，可操作性强，把理论与实践有机地结合起来，具有很强的指导作用和借鉴价值。总之，这本书材料翔实，逻辑严谨，行文流畅，是一部理论与实践相结合、国外与国内相结合、证券业与银行业相结合、远景目标和行动路径相结合的用心之作。

我认识梅世云同志十多年了，但自去年调到银监会后，因为理财市场建设工作我们才在一起进行较多的业务交流、探讨，了解也就更多了些。特别是在我读了书的样稿中作者的后记后，更深切地认识到，作者作为一名金融从业人员，对中国金融市场的发展高度责任感，对工作单位的拳拳赤子心跃然纸上，值得充分肯定。

当然，作为一部研究论著，特别是金融登记托管是一项基础性、创新性的研究，这方面的论著、论文极少，加上研究对象发展变化很快，有些材料可能不准确，有的口径不一致，有的观点

不正确、不成熟，有的问题论述不清楚、不深刻等等，对于这些，无论是质疑、批评还是认同，我相信作者都会感到欣慰，因为有这么多的人在关注、在重视或者是在研究思考这个问题，这也是作者和我所希望的。

是为序。

杜金富

2013 年 4 月 8 日

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究背景.....	1
第二节 研究的意义.....	3
第三节 研究方法.....	4
第四节 文献综述.....	6
第二章 证券登记	10
第一节 登记	10
第二节 证券登记	16
第三节 国际证券登记模式	21
第三章 证券托管	29
第一节 托管	29
第二节 证券托管	32
第三节 证券托管模式	39
第四节 证券托管业务范围	41
第五节 国际证券托管体系	48
第六节 托管风险案例分析	58
第四章 证券清算与结算	72
第一节 清算和结算	72
第二节 清算的产生和作用	78
第三节 结算目标和任务	81
第四节 结算类型和模式	88
第五节 国际证券结算业.....	103
第五章 证券结算风险管理	120
第一节 结算风险概述.....	120
第二节 结算风险管理.....	122
第三节 主要机构风险管理经验.....	131

第四节	结算风险案例分析·····	143
第六章	全球证券托管结算体系的主要特征·····	150
第一节	组织架构：统一托管、集中结算·····	150
第二节	组织制度：公司制、股份制·····	154
第三节	业务职能：经营范围广、服务功能多·····	156
第四节	经营环境：法律完善、监管严格·····	160
第五节	结算制度：形式多样、市场有别·····	162
第七章	全球证券托管结算体系的发展趋势·····	165
第一节	集中化趋势·····	165
第二节	公司化趋势·····	168
第三节	银行化趋势·····	172
第四节	国际化趋势·····	174
第五节	业务多元化趋势·····	182
第八章	启示与建议·····	188
第一节	坚持中央统一登记、集中托管结算制度·····	188
第二节	建设科学的证券托管结算组织体系·····	192
第三节	完善我国证券登记托管制度体系·····	197
第四节	加快托管结算机构的改革与发展·····	202
第五节	建立健全结算制度体系·····	207
第六节	加快托管结算的法规建设·····	212
附录		
附录一	支付清算委员会（CPSS）与国际证券委员会组织（IOSCO） 技术委员会颁布《证券结算系统推荐标准》（2001年版）···	214
附录二	全球主要国家（地区）证券托管结算机构基本情况·····	220
附录三	全球主要国家（地区）证券托管和清算结算业务 运作模式·····	225
附录四	部分国家证券托管结算机构非证券业务·····	230
参考文献·····		232
后记·····		235

第一章 引言

第一节 研究背景

证券托管结算体系是一个涵盖有关证券托管结算的法律法规、监管体制、机构设置、职能安排、风险管理制度甚至延伸至技术系统和业务流程等在内的综合性概念，它是证券市场的基础和关键环节。这里所指的证券，既包括股票、债券、证券投资基金等基础证券产品，也包括由此衍生出来的各类金融产品，即金融衍生品。因而证券托管结算体系又可以分为基础证券托管结算体系和金融衍生品托管结算体系、股权类证券托管结算体系和固定收益类证券托管结算体系以及国内证券托管结算体系和跨境证券托管结算体系等多个类别。显然，这些细分的托管结算体系并非截然独立，而是存在一定程度的交叉。另外，由于金融市场的交易场所又可分为场内和场外，因此证券在不同的市场其托管结算体系也必然有所差异，各具特色。

托管结算体系是金融业特别是证券业的重要基础设施。这一体系的健全与完善既是证券业务存在和发展的前提，又对整个金融市场起到保障安全运行和防范风险的独特作用。因此加快对宏观层面上金融工具托管结算体系的研究和微观层面上具体交易工具的托管结算模式的研究，是一件重要而且具有很强现实意义的事情。

对于证券托管结算业务的发展，党的十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》指出，要“建立统一互联的证券市场，完善交易、登记和结算体系”。这是中央全会首次对证券登记结算体系的发展作出的最深刻、最全面的决定，反映了中央对发展证券市场登记结算体系的高度重视。《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十一个五年规划的建议》中明确指出要“健全金融市场的登记、托管、交易、清算系统”。我国证券托管结算体系建设经过了二十多年的发展，已进入战略规划的关键时期：一方面在制度、系统、人才方面奠定了一定的基础，积累了多方面的经验和教训；另一方面，它开始越来越多地肩负起

完善我国证券市场基础设施、维护金融市场安全、提升中国证券市场竞争力的历史使命。从 2007 年起，我国金融业处于加入世贸组织的全面开放期。在市场日益无纸化、网络化、全球化的今天，中国的证券托管结算业既面临着发展的机遇，又面临着挑战。参照和借鉴国际经验和发展趋势，从全面推进我国金融改革的角度去研究如何进一步完善和健全托管结算体系，是十分必要和紧迫的。

证券托管与结算主要有证券登记、托管和结算三大功能。证券登记是记录证券所有权并对证券持有人持有证券进行确认，反映了债权债务关系，是带有一定强制性、行政性的认定行为；证券托管是证券持有人通过协议确定，将其证券资产委托他人管理，是一种经济合同的建立和履行过程；证券结算是证券交易完成后有关各方履行相应权利和义务的过程，包括交易对盘、清算和交收等环节。这些功能是进行证券交易的前提，也是建立证券市场的基础，否则市场是根本不能运转的。而且托管与结算体系包括证券登记、托管、交易和结算等多个业务环节，连接投资者、发行人、中介机构、商业银行、监管部门等证券市场各主要参与者，可以说是证券市场的“神经中枢”，牵一发而动全身。从托管结算机构与证券市场参与者之间的关系来看，可以说是一个多层次、多主体、多性质的经济、法律和行政关系的集合。多层次是指一个国家托管结算体系是由很多层次构成的：一是中央托管层，即中央托管结算机构与分托管结算机构。二是二级托管层，即二级托管结算机构与结算参与者。三是三级托管结算机构与直接投资者。多主体是指证券市场的构成要素中主体多，而且托管结算体系中各类主体由于市场分层分类，其相互之间的关系也不相同；多性质是指市场主体之间的关系有一般的经济关系，还有法律关系和行政关系，即使在同一层次的主体之间，也有着不同性质的关系。因此，建立适合证券市场发展规律的托管与结算体系，明确证券市场各主体之间的关系，有利于奠定证券市场发展的基础。

托管结算体系是市场发展、风险防范以及安全与高效运行的根本保障和最终防线。证券市场风险较高并相对集中。在众多风险中，托管结算风险尤其受到监管当局和投资者的关注。托管结算环节直接涉及到证券和资金，涉及到所有权的转移，也是交易目的达成的最终环节，而且几乎所有的风险都最终在这一环节显现，是发生金融风险的主要通道，一旦出现失败，很可能导致多米诺骨牌效应，引发系统性金融风险。过去我国证券托管结算体系存在的制度性问题，曾给市场带来了许多风险。如交易所国债回购事件反映出托管结算机构风险管理制度的缺陷。上述暴露的问题已经

解决，但如何借鉴全球证券托管结算机构的先进经验，从长远有效治根治本并且切合中国实际的角度，找到一条科学的路径是管理当局和结算机构面临的一个急迫的问题，也是保障证券市场参与者的资产安全、防范和控制市场风险、提高市场运行效率、促进证券市场持续稳定发展的必然要求。

第二节 研究的意义

一、有利于实现证券托管结算体系的总体运行目标

由于历史、制度等方面的差异，各国证券业的托管结算体系都各有特点。但是，各国所追求的目标却趋向一致，即高安全性、高效率性、低成本和国际化。实现这四个目标的和谐统一并达到最优化，应该就是一国证券托管结算体系质量优异的基本衡量标准和发展模式。这种模式要求其业务运作是在法律充分、组织有效、设计合理、系统可靠、功能齐备、标准开放及管理严密等诸方面因素的综合作用下，使安全、高效、低成本以及国际化的要求达到较高层面上的统一和优化。但是，这些目标之间又存在着相互制约的一面。比如安全性和效率性通常就是一对矛盾，而托管结算体系最核心的要求是安全与效率的均衡，二者必须兼顾，厚此薄彼或者相反都有可能对市场造成不良影响。如何解决各个子目标之间的矛盾，找到一条和谐统一、共存共荣的建设路子，就要从各国建设托管结算体系中的经验和教训中去探索路径，分析得失，总结规律，以指导我国证券托管结算体系的建设。

二、有利于托管结算体系与金融业的安全

如果把一个国家或经济体的金融业比成一座大厦的话，那么其中的托管结算体系不仅奠定了这座大厦的基础，而且贯穿于大厦的整体结构之中，金融业大厦的抗震能力在很大程度上取决于其托管结算体系能否起到应有的钢筋铁骨作用。

托管结算体系的安全性是其首要运行目标。为了实现这一目标，结算体系通过建立一系列有效的制度来加强风险管理，例如证券结算中通过券款对付（DVP）^① 制度来消除信用风险，期货结算中引入保证金制度、逐日

^① 券款对付（DVP），即 Delivery versus payment，是指证券过户和资金支付同时进行的一种结算方式。

盯市制度、限仓制度、风险共担机制等等来防范风险。在现代金融市场上，一旦结算体系出现风险，特别是发生信用风险的时候，就很有可能引发多米诺骨牌效应，导致系统性风险甚至大范围的金融危机。与此相反，如果结算体系本身在风险管理上基本做到无懈可击（风险是不可能完全消除的），那么即使数额较大的投机性交易也不会导致大的风险暴露，也就无力对金融市场造成严重影响。因此，各国金融管理当局无不重视金融市场托管结算体系的建立和健全。

三、有利于构建有中国特色的证券托管结算体系

中国是一个经济大国，但是经济社会正处于转型中。中国证券市场起步迟，规模不大，经验不足，投资主体庞大，市场创新不断，发展速度较快，而且市场的波动性较大，发展中已经出现或潜在的问题较多。作为证券市场的核心设施，托管结算体系要适应并促进证券市场的发展，必须借鉴国外的经验，研究中国的实际情况，实现二者的有机结合，才能构建有中国特色的证券托管结算体系。

第三节 研究方法

基于证券托管结算体系的复杂性、客观性和专业性，本文运用理论联系实际，规范分析与实证分析相结合，同时采用归纳与演绎相结合的方法，对全球主要国家的托管结算体系的现实情况进行全面、系统的研究。

一、实证分析与规范分析相结合

在研究过程中，既要對現有托管結算體系進行分析，又要說明現代證券托管結算體系“是什麼”，因而需要運用實證方法，還要在理論上說明“應該是什麼”，同時要說明我國證券結算體系應該如何再造，以及應該在哪些方面努力等問題，这样就必然涉及到相关价值判断的规范性分析方法。具体结合方式是：实证研究以规范研究为基础，规范研究以实证研究为前提，即在采用规范研究法从文献回顾与评析、托管结算的组织制度解析的基础上，运用实证法研究各国托管结算机构的运行机制，以得出“是如何”的实证研究结论，然后运用规范法进行研究以得出“应如何”的规范研究结论。具体的研究技术路线：一是采取实证研究的手段，对全球主要证券登记结算机构发展的历史、现状的有关数据和实际情况进行调查和资料数据的整理分析。二是通过逻辑推理、历史递进和归纳分析的方法进行综合

研究。三是通过对比分析的方法进行国别的比较研究，找出基本规律和各自的特色，总结托管结算业务的发展规律。

本文把实证分析与规范分析方法结合起来，主要有以下特点：

一是一般与特殊、国外与国内相结合。在评介国外证券托管结算体系“是什么”、“应该是什么”的前提下，结合我国的现实，着力论述其构成模式和运作机制“是什么”、“应该是什么”以及“如何再造”。

二是历史与现实相结合。本文在进行现实考察时，注意相应考察其历史过程和发展背景。这是因为：现在的新体系本身就是新、旧体系同在共生的双重体系，传统的影响和作用在相当程度上和范围内存在。为了在研究中贯彻历史和逻辑的方法相结合的原则，我们必须重视各个国家的特性。本文也适当分析了过去“是什么”，现在“是什么”，而且论述了现阶段“应当是什么”。

二、归纳和演绎相结合

归纳与演绎作为理论研究的两种方法，是任何社会科学惯用的基本方法。所谓的归纳方法就是从众多个别经验或事实的考察分析中找出一般规律性的东西，所谓演绎方法则是强调一般到特殊。马歇尔在其《经济学原理》中指出，“归纳法与演绎法都是科学的思想所必须采用的方法，正如左右两足走路所不可缺少的一样”，“经济学要用归纳法和演绎法，但为了不同的目的，采用这两种方法的比重也不同”。菲利斯·迪思在1985年就任英国皇家经济学会会长就职演说时，也认为经济学这门学科的范围和研究方法，需随时根据它提出的目的和社会问题加以规定，而且允许一种以上改进的研究计划同时进行。根据以上方法论原理要求，本文在研究中，对于现状分析运用了归纳的方法，梳理出一般性的东西，以此为基础，演绎出一般规律。同时运用比较的方法，将国外证券托管结算体系与中国进行比较分析，揭示出现实与目标，一般与特殊之间的差距及其成因，进而探索相应的变革方略。

三、理论与实践相结合

理论是行动的指南，实践是检验理论正确与否的标准。任何理论都是一种特定条件下的产物，都是由其特殊的历史背景和环境决定的，并不存在所谓“放之四海而皆准”的教条和亘古不变的真理，一切结论都必须建立在对现实的客观分析基础之上。本文在研究中，重视理论的指导作用，用理论分析问题，寻找解决问题的方案；同时也从实践中发现规律，总结

理论,而且将形成的理论应用于实践中进行检验。理论与实践相结合的关键是要提出解决问题的办法。凯恩斯理论的价值不在于他分析了美国经济危机产生的原因,而在于他提出了一整套医治经济危机的药方,至于这个药方是否能长期有效,则是另外问题。弗里德曼对货币理论的贡献不在于他对1867—1960年近100年中美国货币供应量变动与国民收入波动的关系的论证,而在于他提出了货币均衡的政策。我感到准确描述分析并把握好国外证券托管结算体系的规律很不容易,但提出我国的发展方向及措施更难。对此,本书提出了一些微观具体措施,但终感难尽如人意。虽然所提出的目标模式、改进建议等来源于实践,是对实践经验的总结,但毕竟认识能力不足,也是一孔之见。

第四节 文献综述

一、研究现状

全球证券托管结算体系的比较研究,总体上看还处于初始阶段。主要表现在:一是这种研究仍是零星的,站在某个国家局部进行的研究,缺乏专业性、针对性和系统性的研究。二是实务性的操作和描述性的介绍多,缺乏进行深层次的综合分析、比较、归纳和概括。三是处于一种单个问题研究阶段,而且研究结算的多,研究登记托管的少;研究某个具体问题的多,缺乏证券托管、结算的整体考虑,系统分析和综合研究,因此,整个研究工作相对于证券其他方面明显滞后。

二、研究历程

(一) 国际研究

早在1988年国际证券服务协会(ISSA)^①就提出了改进证券结算的一系列建议,但这些建议在当时并未引起足够的重视。1989年3月,著名的三十人小组(G-30)^②在ISSA建议的基础上提出了针对全球证券结算的九条建议,在业界引起了很大的轰动。G-30的建议主要包括对盘确认应在

① 国际证券服务协会(ISSA)是证券业重要国际组织之一,其成员的绝大部分是证券托管和结算机构。

② G-30:成立于1978年,是一个独立的非营利私人组织。其成员不超过30人,主要是经济学家,另外还有商业银行、投资银行、政府监管层、学术机构的资深人士。其制定的证券结算标准在20世纪90年代早期被各国视为结算标杆。

T+1 日完成（到 1990 年）、建立中央证券托管组织（CSD，到 1992 年）、DVP 交收（证券交割和资金支付同时进行，即“一手交钱，一手交货”）、滚动交收、证券借贷、同日资金、国际标准证券代码等。针对 G-30 关于证券交收应实施 DVP 的建议，1992 年 9 月国际清算银行（BIS）发布了一个评价当时 DVP 执行情况的报告。1994 年欧洲清算（Euroclear）发表了一份很有影响力的报告，针对 G-30 建议中没有重视的跨境证券结算提出了五种模式，包括世界清算（worldclear）、全球中心、全球 CPU、双边联通和多方进入（multiple access）。目前，多方进入模式已经在全球范围实施，其他模式也在一定范围内流行。1999 年亚太地区中央证券托管组织（ACG）在“Best Practice Report”（最佳实践报告）中从证券结算系统运行和管理、风险管理和结算过程三方面为 ACG 成员国的中央托管机构建设和结算系统发展提供了具体的目标。主要内容包括：直通式处理（STP）、T+1 完成最终性交收，收费标准化，实现即时的最终性的不可撤销的券款对付（SFI-DVP），通过中央结算系统实现资金支付的实时结算，对灾难恢复措施每半年进行一次测试，保证备份系统在一小时内启用，T+0 完成市场直接参与者的对盘确认，T+1 完成市场间接参与者的对盘确认，建立中央证券借贷机制，采用 ISIN 编码等。国际清算银行支付与清算委员会（CPSS）也提出了新的建议标准，主要有：一个严谨的法律框架，让参与者了解金融风险，参与者标准要客观公正，用于结算的资产应由中央银行提供担保，建立灾难备份系统等。美国次贷危机后，支付和结算系统委员会（CPSS）和国际证券委员会组织（IOSCO）在 2010 年 2 月提出了对国际标准的全面检查，主要目的是：吸取金融危机的经济教训，应对金融市场中更大的不确定性和风险；推动金融市场基础设施不同类型、不同设计和不同司法管辖的全球一致，实现 G20 关于加强核心金融基础设施的目标。2011 年 3 月发布《金融市场基础设施原则》（征求意见稿），2012 年 4 月，正式发布最终版，同时将《信息披露框架》、《评估方法论》征求意见。该基础设施原则强调结果而不是实现的方法和手段，强调在确保常规风险管理水平前提下的最低要求，强调适用的广泛性，尤其是对风险管理要求建立全面风险管理框架，关注信贷和流动性风险管理，一般的业务和操作风险管理，提出了缺省管理规则和市场准入方面的要求，还特别明确了管理部门应当承担的对金融基础设施进行适当而有效的监管、拥有相应的权力和资源、信息披露等 5 个方面的职责。

在衍生品结算方面，1993 年 G-30 发表了《金融衍生品：惯例与准则》的报告。该报告将衍生品的使用者分为经纪商和最终用户，对风险管

理提出了 20 条建议,并推荐将风险价值方法 (VaR) 作为衍生品风险管理的手段。另外还对衍生品市场监管者和立法者提出了 4 条建议。在 G-30 推荐使用 VaR 度量市场风险之后, J. P. 摩根 (J. P. Morgan) 先后推出了计算 VaR 的 Risk Metrics TM 模型和 Credit Metrics TM 模型,分别用来衡量市场风险和信用风险。目前,基于 VaR 度量金融风险已成为国外大多数金融机构广泛采用的衡量金融风险大小的方法,这不仅有利于金融机构进行风险管理,而且有助于监管部门有效监管。20 世纪末期,特别是巴林事件以后,人们从操作风险的角度再次审视证券结算的风险问题。各个证券托管结算机构都在研究完善自己的结算体系。在欧洲,欧洲中央银行 (ECB) 2000 年 2 月发表了一篇报告,鼓励证券结算业的整合。欧洲结算所协会 (EACH) 在 2001 年 2 月发表了关于结算所风险管理的报告 (European Association of Clearing Houses, Standards of Risk Management Controls, February 2001)。2002 年 3 月欧洲中央银行 (ECB) 和成立不久的欧洲证券监管委员会 (CESR) 共同发起成立一个结算工作组,以探讨 CPSS/IOSCO 关于结算的建议与欧洲当前环境的适应性,探讨对中央对手方的监管方法,以及研究如何消除 Giovannini 小组^①发现的影响跨境结算的各种障碍等。英国的 David Loader 出版了 *Clearing, Settlement and Custody*, 对欧美清算和结算的结构、清算所和中央证券托管机构的职能进行了简短的描述和分析,然后对债券、股票、衍生产品和其他产品的清算和结算进行了具体的描述,并且对托管服务专门进行了论述,应该说这是一部专业且全面研究证券托管与结算的书籍。

综上所述,一些国际组织的研究倾向于结算准则的规范,主要是从发达国家出发,提出一些建议,阐述应该这样做。英国的 David Loader 也主要是从美国、英国的实践出发归纳了一些具体的方式与方法,并未从宏观层次进行规律性的总结和深入的研究探讨。

(二) 国内研究

国内对证券市场托管结算体系的研究,主要有:一是屠光绍主编的《结算系统:运作与趋势》(2000),对美国、日本、英国、中国香港、德国五个国家和地区的结算系统进行了研究,从结算系统特点的角度进行了必要的介绍。二是有关学者的研究。曾康霖(2002)对证券市场清算媒介考察后指出,分散的结算机构对于证券二级市场而言,无疑会增加较多的结

^① Giovannini 小组是一个金融市场参与者论坛,于 1996 年在欧洲成立,宗旨是发现影响市场效率的因素并向欧盟提供改善欧洲金融市场完整性的政策建议,曾受欧盟委托出台了两篇关于跨境结算的报告。