



证券登记结算 法律问题研究

● 周敬之 著



广东省出版集团
新世纪出版社

证券登记结算 法律问题研究

● 周敬之 著

· 广 州 ·



广东省出版集团



新世纪出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券登记结算法律问题研究 / 周敬之著. ---广州: 新世纪出版社, 2009.6

ISBN 978-7-5405-4086-9

I. 证… II. 周… III. 证券法-研究-中国 IV.
D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 092036 号

出 版 人: 陈锐军

责任编辑: 熊 雁

封面设计: 赵国贞

责任技编: 王建慧

证券登记结算法律问题研究

周敬之 著

出版发行: 新世纪出版社

印 刷: 广州战士报社印刷厂

开 本: 787 毫米×1092 毫米 1/16

印 张: 12.75

字 数: 25.5 千字

版 次: 2009 年 6 月第 1 版

印 次: 2009 年 6 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5405-4086-9

定 价: 28.00 元

质量监督电话: 020-83797655 购书咨询电话: 020-34120352

本书创新点

1. 主张投资者对托管证券的权利性质应定性为共同所有权。由于法律传统和法律资源不同,各国对投资者对托管证券的权利性质定性不尽相同。这些定性主要有合同请求权、所有权、信托权和证券权。通过比较这四种权利,笔者认为基于立法成本和法律体系的考虑,我国应该借鉴同为大陆法系国家的德国的模式,把投资者对托管证券的权利定性为共同所有权,并通过立法排除适用传统共同所有制度对共有物转让的限制。

2. 主张中央对手方介入证券交易双方当事人原始交易合同的依据应是债的更新。关于中央对手方介入证券交易双方当事人原始交易合同的依据,国际组织的文件主要规定了债的更新和开放式要约,我国法律规定的是合同权利义务的概括移转。通过比较这三种法律依据,笔者认为英美法概念下的债的更新制度比开放式要约和合同权利义务的概括移转更切合作为拟制交易人的中央对手方在证券登记结算过程中的作用。

3. 主张债的更新发生的时间应是证券交易所主机撮合成交的时间。债的更新发生的时间应该与证券交易双方当事人原始交易合同生效的时间同步。在传统的要约承诺关系下,合同的生效时间是承诺到达要约人的时间,即成交回报传达至证券交易双方投资者时生效。但是,在以证券集合交易为主要方式的现代证券交易体制下,笔者认为,传统合同法上的要约承诺制度不能适用于证券结算过程,因为证券交易所交易主机对双方投资者要约的撮合结果具有不可撤销性,所以债的更新发生的时间是证券交易所主机撮合成交的时间,成交回报的传递只是交易所对该合同生效的通知方式,不具有使合同生效的法律效力。

4. 主张证券登记结算机构对交收担保品的权利属性应定性为优先权。关于证券登记结算机构对交收担保品的权利属性,学界主要有两种观点:一是质权,二是留置权。2007年《交收担保品管理办法》明确了证券登记结算机

构对担保品的拥有的权利是质权。通过比较优先权、质权和留置权这三种权利,笔者认为无论从立法目的还是从法律特征看,优先权比质权和留置权更符合证券登记结算机构对交收担保品的权利属性。

5. 主张推广证券间接持有模式来完善我国的货银对付制度。目前我国的货银对付制度存在着以下的缺点:交收存在时间差和交收方不一致。交收存在时间差,证券登记结算机构可以通过技术的改进来完善,而交收方不一致只能采取两种途径来解决:一是采取一级结算模式;二是在维持二级结算模式的基础上,通过证券间接持有来实现交收方的统一。通过比较这两种途径,笔者认为由于证券登记结算制度以安全和效率为价值取向,二级结算模式比一级结算模式在风险分担和结算资源上更能体现安全和效率,因此采取后一种途径的做法更加科学。

摘要:

证券市场的运作可以从宏观上分为前台和后台两个层面。所谓“前台”是指证券的发行、承销、保荐、上市和交易等活动。所谓的“后台”是指证券的登记、持有、托管、存管和结算等活动。前台和后台既有区别,又有联系,共同构成了证券交易合同的生效和履行的全过程。我国理论界对证券市场的法律制度研究存在“重前台,轻后台”的现象。证券市场前台的法律制度研究已经比较深入,而后台的法律制度研究则刚刚起步。本文从后台制度中挑选出3个主要的法律问题,即证券登记和持有的法律问题、中央对手方的法律问题和证券结算风险控制的法律问题进行深入研究,以期完善我国证券登记结算法律制度提供理论指导。

关键词:

证券持有.中央对手方.证券结算

Abstract:

From a macroscopic perspective, the process of securities transaction can be divided into two parts, one is the front office, and the other is the back office. The

front office includes several parts such as securities issuing, underwriting, sponsor, listing and trading. Meanwhile the back office includes the following parts such as securities registration, holding, custody, deposit and settlement. They constitute a complete process of securities trading contract.

In China, legal study on securities market has some kind of character that is more emphasis is put on the front office rather than the back office. The legal study on the front office has achieved spectacular success while the study on the back office is just at its beginning. So this thesis picks 3 major legal issues from the back office to make further research, which are securities registration and holding, central counterparty and legal control of securities settlement risks.

Key word:

引 言

一、问题的提出

证券市场的交易系统构成了证券市场运作的“前台”(Front Office),而它的登记结算系统则是证券市场运作的“后台”(Back Office)。只有这两个系统保持平衡发展,才能从整体上促进证券市场的高效和安全运行。登记结算环节的效率性、安全性直接制约着证券市场的发展,并影响到支付系统和整个金融系统的健康运作。

证券登记结算体制是证券市场的重要基础设施,是支撑和保障证券市场安全、高效运行的后台中枢。随着我国证券市场改革和发展的不断深化,证券登记结算体制逐步暴露出一些深层次的问题。特别是在近几年证券公司风险集中显现的情况下,个别证券公司不能正常履约造成的信用风险向结算系统转移,涉及登记结算机构的法律纠纷明显增多,证券登记结算体制的正常运行面临严峻挑战。

党的十六届三中、五中全会和国务院“关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见”都明确指出,要进一步完善和健全证券登记结算体系。2005年修订的《证券法》总结了我国证券登记结算体系的实践经验,对证券登记结算领域的重要原则和基本问题作出明确规定,充分体现了加强证券市场基础建设的立法精神,贯彻了党中央、国务院的指导思想,夯实了证券登记结算体系的法律基础。如《证券法》明确了证券登记结算机构与证券公司、证券公司与客户分别进行结算的二级结算体制;明确了净额结算原则;明确了货银对付原则;规定了证券结算机构处理违约结算的法律手段和强化了对用于结算的证券和资金的保护措施。但是,囿于当时的实践经验和认

识水平,《证券法》对登记结算业务涉及的基本法律关系缺少明晰的界定,一系列相关配套的法律法规仍然缺位,更为重要的是对一些权利性质的定性模糊不清。这在实践中给登记结算体系的运行带来了较大的不确定性,对证券市场的安全运行和投资者的切身利益造成了不利影响。因此,加强证券登记结算领域的研究与立法工作,完善证券登记结算体系的法制环境,成为十分现实和迫切的需要。

长期以来,我国证券后台制度研究明显不足。理论界和实务部门的研究和关注重点,更多的集中于证券市场前台制度,尤其是发行与交易制度上,对于证券市场后台制度,却缺乏应有的关注。与证券市场的前台制度相比,证券市场后台制度的相关理论研究和立法比较匮乏,这导致实践中中国证券市场的前台制度和后台制度的发展日益脱节,并将最终损害到证券市场的健康发展和投资人的合法权益。

因此,论文意图以“证券登记结算”制度作为切入点,结合国际上的成功经验,主要对证券登记和持有的法律制度;中央对手方的法律制度和证券结算风险的法律控制制度进行深入的研究,为进一步完善我国证券登记结算法律制度提供参考和借鉴,并以期能起到抛砖引玉之效,引发国内理论和实务界对包括证券登记结算在内的证券市场后台制度建设的关注。

二、国内外研究现状综述

(一)国外研究现状综述

国外对于证券登记结算体制的研究主要体现在相关国际组织的研究报告和个别国家的立法,具有代表性的研究成果主要有:

1. James Steven Rogers 于 1996 年写的《修订 UCC 第 8 编的政策视角》(Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8)^①从证券的间接持有与系统性风险两者的关系出发,详细地介绍了 UCC 第 8 编修订的背景、采用的修订技

^① James Steven Rogers, Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8, UCLA Law Review, June, 1996.

术、UCC 第 8 编的主要内容并得出美国各州应尽快颁布法律,适用 UCC 第 8 编的相关规定。

2. IOSCO/CPSS 2001 年发布的《证券结算系统建议》(Recommendations for Securities Settlement System)^①为证券结算的整个流程提供了 19 条建议。该文件中的证券结算系统范围广泛,包括所有的证券交易确认、清算和结算,以及证券托管的机构安排。文件对各个证券结算环节提出了带有弹性的建议,并对这些建议的实施提供了评估的标准,有利于各国依据本国证券市场的发展情况,按不同的程度采纳。

3. Joanna Benjamin&Madeleine Yates 2002 年写的《有关全球托管的法律》(The Law of Global Custody, 2nd Edition)^②深入探讨了电子化环境下的托管关系、托管资产的担保、全球托管机构的责任、跨境托管等一系列有关证券全球托管的法律问题,提出全球托管业不断完善的法律框架。

4. IOSCO/CPSS 2004 年发布的《中央对手方建议》(Recommendations for Central Counterparties)^③对《证券结算系统建议》中有关中央对手方的建议 4 进行深化。IOSCO/CPSS 意识到中央对手方在证券结算系统中的作用不断上升,中央对手方风险管理的失败可能扰乱市场,破坏支付结算系统和证券结算系统,因此该建议分 15 条覆盖了中央对手方面临的主要风险。

5. Matthias Haentjens 2007 年写的《证券法的协调:欧洲私法内的证券托管与转让》(Harmonisation of Securities Law: Custody and Transfer of Securities in European Private Law)^④通过对各国证券法中有关证券托管与转让的法律进行比较,指出各国相关法律需要改进的地方,并提出相关法律法规在欧洲领域内协调的途径。

6. Luc Thévenoz 于 2008 年写的《间接持有证券,法律风险和全球商法

① IOSCO/CPSS, Recommendations for Securities Settlement System, available at <http://www.bis.org/publ/cpss46.pdf>

② Joanna Benjamin&Madeleine Yates, The Law of Global Custody(2nd Edition), Butterworths, 2002

③ BIS/CPSS/IOSCO, Recommendation 13: Governance, Recommendations for Central Counterparties, available at <http://www.cnmv.es/publicaciones/IOSCO-CPSS.pdf>

④ Matthias Haentjens, Harmonisation of Securities Law: Custody and Transfer of Securities in European Private Law, Kluwer Law International, 2007

的趋同》(Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law)^①以国际统一私法协会的《证券间接持有实体规则公约》为重心,讨论了规制证券间接持有实体法律的趋同化,分析了各国国内法关于证券间接持有法律规制的不同,提出证券间接持有实体法律趋同化的途径和方法。

(二)国内研究现状综述

国内对于证券登记结算体制的研究,主要从经济学、金融学的角度来进行,从法学的角度进行研究相对较少,具有代表性的研究成果主要有:

1. 涂建、毛国权于2002年在《证券法律评论》上发表的《证券登记与托管的国际经验与中国实践》^②主要对证券登记和托管问题进行比较分析,介绍了各国不同的的证券持有体制,并就证券间接持有体制对原“投资人——发行人”和“投资者卖方——买方”这两段法律关系造成的影响进行阐述。

2. 乔雄兵于2004年在《行政与法》发表的《证券间接持有体制及托管证券权利性质探析》^③主要在对间接持有体制下托管证券权利性质进行比较分析的基础上,对我国证券持有体制及托管证券权利性质进行界定,指出应该通过立法的方式将间接持有体制下的托管证券的权利界定为“证券所有权”。

3. 万江于2005年在《证券法律评论》发表的《证券持有与证券登记、存管和结算制度之比较研究》^④对证券持有模式的发展和法律特征,证券集中登记、存管和结算制度以及两者的相适应性进行分析,重点讨论了证券间接持有的法律问题,并对构建我国的集中登记存管和结算法律制度体系提出了自己建议。该文全面、深入地分析了证券持有和证券结算两个环节的法律问题,将这两个环节有机结合起来,提出了建立我国证券登记结算体系的有益的法

① Luc Thévenoz, Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonization of Commercial Law, Stanford Journal of Law, Business and Finance, Spring, 2008

② 涂建、毛国权,《证券登记与托管的国际经验与中国实践——与证券所有权为基础》,《证券法律评论》,北京:法律出版社,2002(2)

③ 乔雄兵,《证券间接持有体制及托管证券权利性质探析》,《行政与法》,2004(5)

④ 万江,《证券持有与证券登记、存管和结算制度探析》,《证券法律评论》,法律出版社,2005(4)

律建议。

4. 廖凡于 2007 年在《证券市场导报》发表的《美国破产法金融合约例外条款评析》^①对美国 2005 年《破产改革法》的内容进行详细介绍。通过与美国《破产法》在金融合约破产安全港保护方面的对比,得出新的《破产改革法》扩大了金融合约破产安全港的保护。证券交易的合同属于金融合约的范围,该文对我国证券结算担保品免受破产法的约束提供了借鉴。

5. 范中超于 2007 年在《太平洋学报》发表的《证券结算的法律构造及其在中国的实践》^②一文对共同对手方、净额结算和货银对付这三个结算环节的法律依据进行论述,指出我国证券市场结算系统的不足,并对我国的二级结算体制进行反思。

6. 中国证券登记结算有限责任公司的内部资料。中国证券登记结算有限责任公司是具体履行证券登记结算职能的自律性法人。它在日常的运营中不仅能接触到第一手资料,而且清楚知道证券登记结算法律制度上存在的不足。由它作出的研究报告无疑在实践上和理论上都具有极为重要的价值。这些报告主要有:《证券持有模式及不同持有模式下持有人权利研究》、《证券公司投资者登记结算法律问题研究》、《证券交易结算担保体系法律问题研究》和《证券公司兼并重组、破产与证券登记结算法律问题研究》等。

三、本文的研究方法

本文采用的研究方法有:

1. 比较分析的方法。我国的上海证券交易所成立还不到 20 年的时间,在这短短的 20 年里,虽然我国证券市场的硬件已经达到世界先进水平,但是法律制度等软件方面的建设还有很多不完善的地方。只有对世界各国先进的证券登记结算制度进行借鉴,才能加速完善我国的证券登记结算法律制度。

^① 廖凡,美国破产法金融合约例外条款评析,证券市场导报,2007(5)

^② 范中超,证券结算的法律构造及其在中国的实践,太平洋学报,2007(10)

2. 历史分析的方法。任何制度的发展变化都是与当时特定的社会历史条件相联系的。只有把证券登记结算法律制度放在产生它的历史的背景下,才能深刻理解该法律制度产生的根源,才能更好地把握该制度的发展趋势。

3. 法经济学分析的方法。任何法律制度的建立和运行都有它的制度成本。运用法经济学的分析方法对证券登记结算的法律制度进行成本效益分析,有利于我们理解法律制度的取向。

4. 系统分析的方法。证券的登记、持有、结算并非没有联系的独立的证券后台制度,不同的证券登记制度决定了不同的证券持有模式,不同的证券持有模式决定了不同的证券结算制度。通过系统分析的方法能从整体上把握整个证券后台制度。

四、论文主要创新和不足之处

(一) 论文创新之处

本文的创新之处主要有以下五点:

1. 主张投资者对托管证券的权利性质应定性为共同所有权。由于法律传统和法律资源不同,各国对投资者对托管证券的权利性质定性不尽相同。这些定性主要有合同请求权、所有权、信托权和证券权。通过比较这四种权利,笔者认为基于立法成本和法律体系的考虑,我国应该借鉴同为大陆法系国家的德国的模式,把投资者对托管证券的权利定性为共同所有权,并通过立法排除适用传统共同所有制度对共有物转让的限制。

2. 主张中央对手方介入证券交易双方当事人原始交易合同的依据应是债的更新。关于中央对手方介入证券交易双方当事人原始交易合同的依据,国际组织的文件主要规定了债的更新和开放式要约,我国法律规定的是合同权利义务的概括移转。通过比较这3种法律依据,笔者认为英美法概念下的债的更新制度比开放式要约和合同权利义务的概括移转更切合作为拟制交易人的中央对手方在证券登记结算过程中的作用。

3. 主张债的更新发生的时间应是证券交易所主机撮合成交的时间。债的

更新发生的时间应该与证券交易双方当事人原始交易合同生效的时间同步。在传统的要约承诺关系下,合同的生效时间是承诺到达要约人的时间,即成交回报传达至证券交易双方投资者时生效。但是,在以证券集合交易为主要方式的现代证券交易体制下,笔者认为,传统合同法上的要约承诺制度不能适用于证券结算过程,因为证券交易所交易主机对双方投资者要约的撮合结果具有不可撤销性,所以债的更新发生的时间是证券交易所主机撮合成交的时间,成交回报的传递只是交易所对该合同生效的通知方式,不具有使合同生效的法律效力。

4.主张证券登记结算机构对交收担保品的权利属性应定性为优先权。关于证券登记结算机构对交收担保品的权利属性,学界主要有两种观点:一是质权,二是留置权。2007年《交收担保品管理办法》明确了证券登记结算机构对担保品的拥有的权利是质权。通过比较优先权、质权和留置权这三种权利,笔者认为无论从立法目的还是从法律特征看,优先权比质权和留置权更符合证券登记结算机构对交收担保品的权利属性。

5.主张推广证券间接持有模式来完善我国的货银对付制度。目前我国的货银对付制度存在着以下的缺点:交收存在时间差和交收方不一致。交收存在时间差,证券登记结算机构可以通过技术的改进来完善,而交收方不一致只能采取两种途径来解决:一是采取一级结算模式;二是在维持二级结算模式的基础上,通过证券间接持有来实现交收方的统一。通过比较这两种途径,笔者认为由于证券登记结算制度以安全和效率为价值取向,二级结算模式比一级结算模式在风险分担和结算资源上更能体现安全和效率,因此采取后一种途径的做法更加科学。

(二)论文不足之处

本文的不足之处主要有以下3点:

1.证券登记结算本身是个实践性、操作性、程序性都很强的过程,如何增强研究的法律性,如何在证券登记结算的法律问题研究中寻找登记结算的法律依据,体现或总结出法学理论具有一定的难度。

2.搜集的资料不够充分。一方面,从法律的角度研究证券登记结算制度

的论文和著作比较少,大部分都是从制度经济学的角度来研究;另一方面,证券登记结算法律制度在各个国家都不尽相同,限于语言和搜集途径的限制,笔者主要以美国、欧盟和香港地区的证券登记结算制度为参考。因此,本文研究的深度和广度受到一定的限制。

3. 证券登记结算的实践性决定了对其法律制度的研究最好能具备相关的专业背景。笔者虽然在证监会实习期间请教了中国证券登记结算有限责任公司的工作人员和证券公司的工作人员,但是对整个体系的运作还是缺乏微观上的把握,对某些具体制度之间的衔接还有模糊之处,影响了研究的深度。

目 录

MU LU

引 言	(1)
第一章 证券登记结算制度的概述	(1)
第一节 相关概念的界定	(2)
一、证券结算的基本内涵	(2)
二、证券结算和证券登记	(3)
三、证券结算和证券交易	(3)
四、证券结算和证券托管	(4)
五、证券结算和证券存管	(5)
第二节 证券登记结算制度的价值取向	(6)
一、制度安全	(6)
二、商事效率	(7)
第三节 证券登记结算制度的法律原则	(9)
一、公开原则	(9)
二、公平原则	(10)
三、公正原则	(11)
四、安全原则	(12)
五、高效原则	(13)
第四节 证券登记结算制度的法律框架	(14)
一、证券登记和持有法律制度	(14)
二、中央对手方法律制度	(15)
三、证券结算风险法律控制制度	(16)