



上海“五个中心”建设
丛书

金融市场 基础设施的法律保护

现状、冲突与改进

郑彧 季奎明 曾大鹏 著

非外借

上海人民出版社

华东政法大学国际金融法律学院
上海“五个中心”建设丛书

金融市场 基础设施的法律保护

现状、冲突与改进

郑彧 季奎明 曾大鹏 ◎ 著



上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融市场基础设施的法律保护:现状、冲突与改进/
郑彧,季奎明,曾大鹏著. —上海:上海人民出版社,
2018

(华东政法大学国际金融法律学院上海“五个中心”
建设丛书)

ISBN 978-7-208-15455-1

I. ①金… II. ①郑… ②季… ③曾… III. ①金融市
场-基础设施-法律保护-中国 IV. ①D922.297

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 220700 号

责任编辑 夏红梅

封面设计 一本好书

华东政法大学国际金融法律学院上海“五个中心”建设丛书

金融市场基础设施的法律保护

——现状、冲突与改进

郑 彧 季奎明 曾大鹏 著

出 版 上海人民出版社
(200001 上海福建中路 193 号)

发 行 上海人民出版社发行中心

印 刷 常熟市新骅印刷有限公司

开 本 635×965 1/16

印 张 14.75

插 页 2

字 数 198,000

版 次 2018 年 11 月第 1 版

印 次 2018 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-15455-1/F·2553

定 价 48.00 元

自序

金融市场基础设施(Financial Market Infrastructure)无论在学理还是实务上都存在不同的理解,一切为金融交易提供服务的场所、机构和设施在广义上都可以称之为金融市场基础设施。金融市场基础设施对于金融系统运行的稳定性、金融市场系统性风险防范性的作用越来越得到金融监管当局的认可与关注,世界主要金融市场也已针对金融市场基础设施的存在和运营在不同的法律层面进行了规范和确认。

在上海建设国际金融中心的大背景下,国际金融中心地位的树立不仅仅要依靠合理有序的资金流、信息流、人才流,还需要一系列能够支撑这些资金流、信息流的金融辅助设施系统。就我国目前金融市场基础设施的现状而言,中国证券登记结算有限责任公司(以下简称中国结算)构筑了对以股票、公司债为主要服务对象的统一证券登记结算系统;中央国债登记结算有限责任公司(以下简称中央结算)构建了为国债、企业债等债券交易提供支持的债券登记结算服务系统;银行间市场清算所股份有限公司(以下简称上清所)确立了以场外债券登记托管结算和中央对手方清算服务为特点的场外清算服务系统。这些主要金融市场基础设施的存在与发展为快速发展的全国金融市场提供了稳定、有力的清算和结算保障。

但问题在于,在前述金融市场基础设施快速发展的过程中,我国既无法像英美判例法系那样创立新例,也不存在德国那样在“民商分立”模式下由商法独立规范商事交易的立法模式,这导致一方面由于缺乏统一的监管安排和监管规则,我国尚未对金融市场基础设施建立起统一的

管理规则和指引，现有的金融市场基础设施的运行和监管主要依据监管部门的零散规定，并没有健全的、成体系的上位法予以保障，且金融市场基础设施日常运行所依赖的法律环境还存在不确定性，亟须修改完善；另一方面，受限于我国法律传统深受“民商合一”（即将传统民法与现代商法在逻辑体系上视为一家，称之为“民商法”）理念的影响，现有的法律体系遵循民法体系的基本逻辑，强调对个体交易的“公平保护”，强调“意思自治”和“等价有偿”，禁止双方当事人在担保过程中事先设定“债务人无法清偿债务时，担保物所有权自动归属债权人”的“流质条款”，也不承认那种以“先卖后买”的交易形式所实现的实质上的“让与担保”。这些传统民法逻辑的路径对于我国金融市场基础设施在所有权让与、新型金融产品质量登记、提前终止净额清算的有效性和结算的最终性等方面，导致了一系列金融市场基础设施运营所依赖的法律基础存在不确定性等问题。因此，如何在我国现有的民法、刑法法律框架下合理解决金融市场基础设施在执行金融交易、提供金融服务的过程中可能遇到的法律纠纷则成为目前金融市场基础设施群体最为关注和担心的问题，因为在日新月异的金融市场上，为这些不断涌现的金融创新产品提供交易、登记、清算和交收服务的金融市场基础设施不断面临着所有权转移、担保物登记效力、抵押品快速处置、提前净额结算效力等看似与现有传统民商规则体系不同的内部规则制定和执行语系。因此，本书希望通过探究目前金融市场基础设施现有法律保护所存在的背景、问题和根源，尝试在中国（上海）自由贸易试验区“先行先试”政策的赋权下，为构建满足上海国际金融中心建设需求的金融市场基础设施提供一些良好的法律保障建议，希望能够推动立法层面对于金融市场基础设施建设更为有效的制度供给。

本书为笔者接受上海市金融办 2017 年 3 月委托所进行的“构建符合上海国际金融中心需求的金融市场基础设施法律保障体系”之课题成果。其中，郑彧副教授负责本书的总体写作框架和统稿，撰写了本书第一章第三部分、第二章第一部分（合写）、第三部分和第四部分、第三章

自序

第一部分和第三部分(合写)、第四章第一部分、第六部分及第七部分的内容;季奎明副教授负责撰写本书第一章第一部分和第二部分、第二章第一部分(合写)和第二部分、第三章第四部分、第四章第四部分和第五部分以及附录1有关信托登记疑难问题研究的内容;曾大鹏副教授负责撰写本书第三章第二部分和第三部分(合写)、第四章第二部分和第三部分。在本书的写作过程中,华东政法大学国际金融法律学院廉鹏老师提供了数据分析的支持,以下同学在金融市场基础设施国际经验资料收集方面提供了帮助:王静慧、叶勇攀、张钰、李麦欣、陈慧琳、王念东、张柏森、庞纯晨、林航、史一单、陈君琦、高倩、谢嫣雯、李经浩、魏舒、徐姗、罗浩亮,由此一并收录他们相关的成果作为本书附录5,在此一并致谢他们的辛勤付出。最后感谢上海人民出版社对本书的支持,也感激本书责任编辑夏红梅女士对本书付梓过程的包容和辛勤工作。

二零一八年八月

自序 / 1

金融市场基础设施：
争议及前行

- 一、何谓金融市场基础设施？ / 1
- 二、本书的语境与定义 / 4
- 三、金融市场基础设施的基石作用：金融市场系统稳定性的
基础保障 / 6

金融市场基础设施法律保护：
国际经验与启示

- 一、立法对于金融市场基础设施地位的明确授权 / 12
- 二、金融市场基础设施规则优先性和最终性的法律
保障 / 21
- 三、对于商事习惯的优先承认与保护 / 28
- 四、高效的商事纠纷快审快裁和专业裁决制度 / 32

我国金融市场基础设施法律保护的主要问题

- 一、我国金融市场基础设施的法律地位界定不明 / 37

- 二、我国金融市场基础设施的所有权变动规则与传统民法要求存在冲突 / 43
- 三、我国金融市场基础设施对交易标的的出质、质押登记及质押物的处置效力并无法律授权 / 49
- 四、提前终止净额结算的效力缺少法律保护 / 66

我国金融市场基础设施法律保护之提升路径

- 一、尽快明确金融市场基础设施的法定地位，通过法律或者司法实践赋予金融市场基础设施内部规则的普遍“对世权” / 71
- 二、赋予金融市场基础设施交易过户中所有权变动的特别保护规则 / 79
- 三、应该通过司法实践承认商事担保规则与民事担保规则的不同适用标准 / 84
- 四、尽快赋予金融市场基础设施对金融品质押的“登记生效”的功能 / 94
- 五、赋予金融市场基础设施标准合约中提前终止净额结算约定的法定化效力 / 98
- 六、通过司法实践或司法解释尽快将商事习惯直接作为法源进行承认与保护的条件与标准 / 104
- 七、建立涉及金融市场基础设施纠纷的专属管辖或指定管辖机制 / 112

结 语 / 129

- 附录 1 信托登记的疑难法律问题研究 / 131

- 附录 2 中国人民银行办公厅关于实施《金融市场基础设施原则》有关事项的通知 / 186
- 附录 3 中国证券监督管理委员会办公厅关于实施《金融市场基础设施原则》有关事项的通知 / 194
- 附录 4 香港证券及期货事务监察委员会关于支付及交收系统委员会与国际证监会组织的金融市场基建的原则适用范围的指引 / 198
- 附录 5 金融市场基础设施法律保护的国际经验 / 207
- 附录 6 最高人民法院关于上海金融法院案件管辖的规定 / 217

第一章

金融市场基础设施：争议及前行

一、何谓金融市场基础设施？

金融市场基础设施(Financial Market Infrastructure)在学理和实务上存在不同的定义，从广义上讲，一切为金融交易提供服务的场所、机构和设施都可以称之为金融市场基础设施。而从狭义上讲，只有那些为大规模金融交易提供集中、统一、有序服务的机构或设施才是世界各地金融监管当局所关注的金融服务内容。

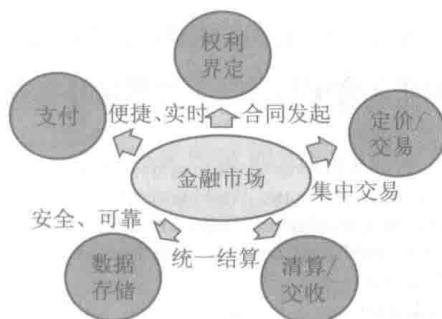


图 1-1 金融市场的分层结构

在学界，不同的专家学者对于金融市场基础设施有着不同的定义，这种不同更多的原因在于其各自关注或研究重点的不同。如美联储前主席伯南克(Ben Bernanke)在 2009 年华盛顿特区对外关系委员会演讲中将金融市场基础设施认定为是一种“金融的管道”(Financial Plumbing)，是一种“用以管理金融市场交易、支付、清算和结算，实现金融机构间相互联系和相互作用的制度、规则和惯例”；^①而里昂(Leon)和佩雷斯(Perez)在其 2013 年的研究《作为金融市场基础设施系统重要性之指标的“中心化”》(Authority Centrality and Hub Centrality as Metrics of Systemic Importance of Financial Market Infrastructures)一文中将金融市场基础设施定义为“参与机构之间用于执行、交换、清算、结算或记录付款、证券、衍生工具或其他金融交易的多边系统”，^②他们自己认为该等定义与国际支付结算体系委员会(CPSS)和国际证监会组织(IOSCO)所颁布的《金融市场基础设施原则》(Principles for Financial Market Infrastructure, 以下简称《FMI 原则》)中的定义不同之处在于：《FMI 原则》将适用范围限定在金融市场基础设施的狭义定义中，该原则承认其他市场基础设施如贸易交易所、贸易执行设施等的存在，但并未自动将这些其他市场基础设施纳入金融市场基础设施的范畴之中，而是需要取决于相关金融当局的认定；此后，费拉里尼(Ferrarini)和萨瓜托(Saguato)在其 2014 年的研究报告《金融机构和市场设施相互关系和金融稳定性》(Financial Stability and Interacting Networks of Financial Institutions and Market Infrastructures)一文中将金融市场基础设施定义为“为金融机构之间的交易提供交易、结算、清算、记录和压缩服务的多边系统”，^③但基于他们的研究目的，他们在文章中只专注于提供结算服务的金融市场基础设

① Ben S. Bernanke, *Financial Reform to Address Systemic Risk*, Speech by Chairman Ben S. Bernanke at the Council on Foreign Relations, Washington, D.C., March 10, 2009.

② Leon & Perez, *Authority Centrality and Hub Centrality as metrics of systemic importance of financial market infrastructures*, Published by: Banco de la República, Available at: <http://www.banrep.gov.co/en/borrador-754>, pp.4—5.

③ León & Berndsen & Renneboog, *Financial Stability and Interacting Networks of Financial Institutions and Market Infrastructures*, Published by: Center for Economic Research, Available at IDEAS: <https://ideas.repec.org/p/tiu/tiucen/e1e8f9bc-2084-46df-873c-5285364138a2.html>, p.1.

施，而未涵盖提供支付、数据存储等服务的金融市场基础设施。

金融市场基础设施在 2008 年之前虽已被学界和监管者所关注，但在 2008 年美国次贷危机所引发的全球金融危机之前，金融市场基础设施对于金融场所具有的稳定作用并没有得到金融监管当局充分的认识和研究。直至 2008 年次贷危机后，国际社会才日益关注到金融市场基础设施对于金融市场稳定的重要性，并开始寻求全球统一的监管标准。美国在此方面再次充当了先行者的角色：美国国会在其 2010 年所通过的《多德·弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)第八章中对金融市场基础设施(Financial Market Utilities, 即 FMU)进行了定义，将其界定为“在证券交易或者其他金融交易中为所参与的金融机构或者金融系统之间提供转让、结算、清算、支付服务的设施”(FMUs are multilateral systems that provide the infrastructure for transferring, clearing, and settling payments, securities, and other financial transactions among financial institutions or between financial institutions and the system)。此后，国际支付结算体系委员会(CPSS)和国际证监会组织(IOSCO)于 2012 年联合发布了《金融市场基础设施原则》(Principles for Financial Market Infrastructure, 《FMI 原则》)，该原则将金融市场基础设施定义为“在各参与机构(包括系统运行机构)之间用于清算、结算或记录付款、证券、衍生工具或其他金融交易的多边系统”。这是一个包含范围较广的定义，其将金融市场基础设施分为以下五种类型：(1)支付系统；(2)中央证券存管系统(CSDs)；(3)证券结算系统(SSSs)；(4)中央对手方(CCPs)和(5)交易数据库(TRs)。①

《FMI 原则》发布以来，其对金融市场基础设施的定义与分类已为大多数国家、组织所认可并在文件或规则中加以直接援引，如金融稳定理事会(Financial Stability Board, FSB)在其文件《金融机构有效处置制度

① See FSB, *Principles for Financial Market Infrastructure*, p.7(For the purposes of this report, an FMI is defined as a multilateral system among participating institutions, including the operator of the system, used for the purposes of clearing, settling, or recording payments, securities, derivatives, or other financial transactions).

核心要素》(Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions)中直接援引了《FMI 原则》的定义及分类；^①香港证券及期货事务监察委员会(Securities and Futures Commission, SFC)在其指导文件《支付及市场基建委员会与国际证监会组织的金融市场基建的原则适用范围的指引》(Guidelines on the Application of the CPMI-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures)中也对之进行了直接援引。除此以外，新加坡金融监管局(MAS)、法国中央银行(Banque de France)、欧盟中央银行(European Central Bank)对于金融市场基础设施的定义也多以《FMI 原则》的定义为准。但在金融市场基础设施的定义上，在原有“一行三会”的金融监管格局下，无论是国务院层面还是原“一行三会”的机构监管层面都没有对“金融市场基础设施”进行统一且明确的界定，只有中国人民银行办公厅在“银办发〔2013〕187号”文件中对《FMI 原则》有关金融市场基础设施的定义进行了直接援引，即将金融市场基础设施界定为“参与机构(包括系统运行机构)之间，用于清算、结算或记录支付、证券、衍生品或其他金融交易的多边系统，包含重要支付系统、中央证券存管、证券结算系统、中央对手和交易数据库五类金融公共设施”，这也是目前我国可见的唯一有关金融市场基础设施的定义。

二、本书的语境与定义

前述可见，对于金融市场基础设施的定义从形式上来看基本大同小异，离不开“为金融交易提供相关服务的多边系统，包括制度、规则和惯例等”核心环节。只不过从其提供服务的交易环节来看，《FMI 原则》对金融市场基础设施的定义是将其局限在交易后环节，而学界则是将交

^① See FSB, *Principles for Financial Market Infrastructure*, p.41(For the purposes of this report, the definition of an FMI includes five key types of FMIs: payment systems, CSDs, SSSs, CCPs, and TRs).

易环节也纳入金融市场基础设施的定义范围之内。而且在某些特定语境下也可对金融市场基础设施的定义进行调整与限缩。比如金融稳定理事会(FSB)在其指导文件《清算中的公司继续参与金融市场基础设施之指引》(Guidance on Continuity of Access to Financial Market Infrastructures for a Firm in Resolution)中就在引用《FMI 原则》定义的基础上进一步将金融市场基础设施扩展为“是为公司企业集团内一个或多个法律实体直接提供重要 FMI 服务,并且独立于该企业集团的功能实体”(An “FMI” is a multilateral system among participating financial institutions, including the operator of the system, used for the purposes of recording, clearing, or settling payments, securities, derivatives, or other financial transactions)。^①很明显,金融稳定理事会对于金融市场基础设施的定义仅限定于支付系统、中央证券存管系统、证券结算系统以及中央对手方的范围,它并没有将《FMI 原则》中的“交易数据库”包含在其对金融市场基础设施的定义范围之内。

在此背景下,考虑到本书的目的在于构建一个满足上海国际金融中心建设需求、符合国际金融商事交易规则要求的登记、清算和结算体系,因此,虽然《FMI 原则》对于金融市场基础设施的五种分类与本书所需研究的范围存在部分交叉,比如中央证券存管系统以及证券结算系统,但《FMI 原则》定义中所涉及的支付系统与交易数据库(TRs)则不是本书研究的初衷,再加上根据 2015 年 6 月国际支付结算体系委员会(CPSS)与国际证监会组织(IOSCO)联合对《FMI 原则》的监管实施情况进行的评估结果来看,有关金融市场基础设施中的交易数据库目前在我国尚未建立,^②因此,在借鉴《FMI 原则》有关金融市场基础设施定义的基础上,本书中所述的“金融市场基础设施”的范围仅限隐身于金融交易后端

^① See Financial Stability Board, *Guidance on Continuity of Access to Financial Market Infrastructures(“FMIs”) for a Firm in Resolution*, Available at FSB Website: <http://www.fsb.org/2017/07/guidance-on-continuity-of-access-to-financial-market-infrastructures-fmis-for-a-firm-in-resolution-2/>, p.10.

^② 吕世蓁:《借鉴国际经验完善我国金融市场基础设施建设》,载《债券(CHINABOND)》2015 年第 10 期。

的，为金融交易提供存管、清算、交收等服务以保障金融交易中庞大的资金流、信息流得以合理有序运作的金融辅助设施。由此，本书中所述“金融市场基础设施”意指“为了确保在以有形或无形方式提供有组织、大规模交易的场所所进行的金融交易的及时、稳定、有序、合法而为该等金融交易场所提供登记、存管、清算、交收等服务的机构、组织或者设施”。我们通过前述定义限定了本书项下金融市场基础设施的范围，这些金融市场基础设施应至少满足以下要件：(1)其存在的意义在于服务于有形或无形的交易场所，这些交易场所可以是统一、集中的金融交易所，也可以是分散但有组织的场外交易场所(但该等金融交易市场应合法存续，诸如那些为非法设立的场外交易场所或者处于需被清理整顿状态的“非法证券交易所”提供登记、结算或者清算服务的机构或者设施因其所提供服务对象的非法性，自然不在本书所讨论之列)；(2)是为在这些交易场所中进行交易的金融产品的交易提供登记、存管、清算、交收等服务，不包括金融交易系统自身及其规则；(3)这些金融市场基础设施的运行载体可以是作为组织形式存在的法人(包括营利性法人和非营利性法人)，也可能不存在任何组织形式而仅是以电子设备作为载体的机器、设备或者其他工具，因此有关支付功能的金融市场基础设施不在本书讨论之列。

三、金融市场基础设施的基石作用：金融市场系统稳定性的基础保障

当今社会，金融市场基础设施对于金融稳定的重要性被广泛承认，因为任何金融市场基础设施运行的缺陷或者失败都将导致金融市场的灾难性后果，因此金融市场基础设施的稳定性和法律保护已经上升到防止金融市场系统性风险的高度，^①金融市场基础设施在金融体系和更广泛

^① Serafin Martinez-Jaramillo ect, The role of Financial Market Infrastructures in Financial Stability: An Overview, source from, Martin Diehl etc editorial, Analyzing the Economics of financial Market Infrastructures, Business Science Reference, 2016, p.20.

的经济活动中，都起着至关重要的作用。比如，以中央对手方(CCP)为标志的结算系统将有效地控制金融市场交易中的特定交易方履约不能所引发的违约传导风险，将流动性风险控制中央对手方前期的风险压力测试之中，而不是事后的“灭火式”金融援助。正如世界银行经济学家博索内(Bossone)教授在其研究中所指出的：金融市场基础设施的发展与一国经济发展、技术进步以及金融体制的变迁息息相关。金融市场基础设施的发展能够促进规模更大、效率更高的产业资本的积累，而且金融市场基础设施越发达，其承受外部冲击的能力就越强。因此，金融市场基础设施、金融的稳定性与经济增长密切联系：一方面，金融市场基础设施是巩固服务市场、增强金融稳定性的重要基础，通过金融市场基础设施高效、有序、透明的交易流程能够保证交易商对于交易结果有着明确的预期，也能确保监管当局对于交易规模和交易资金的流向有着清楚的认知；另一方面，安全高效的金融市场基础设施，便利了证券、期货等金融交易的清算、结算以及记录，在一定程度上推动了金融交易的繁荣发展，进而促进国家经济增长。

图 1-2 到图 1-4 从纵向发展的角度展示了我国金融市场基础设施中清算业务发展的状况，其中主要包括证券托管/存管以及成交数据。图 1-2 分别给出了中央结算、上清所、中国结算托管/存管证券价值的相关信息，其中中央国债综合业务系统提供的债券托管总量从 2006 年 9.25 万亿元增长到了 2016 年的 43.47 万亿元，新增的托管总量主要源于每年新发行的债券。由于上清所成立时间较晚，早期主要托管短期和超短期债券，但自 2012 年开始至 2016 年短短的 4 年左右时间，上清所债券托管总额增长了 13.45 万亿元，其迅猛增长可见一斑；而在股票、基金与公司债方面，托管于中国结算的证券存管总量也呈现出巨大的增幅趋势。

伴随着托管数量的增加，有关证券交易的数量同样呈现大幅增长的态势：

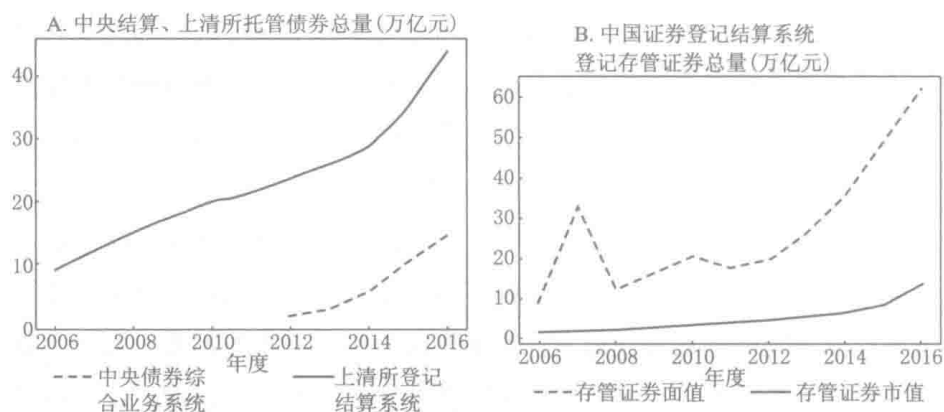
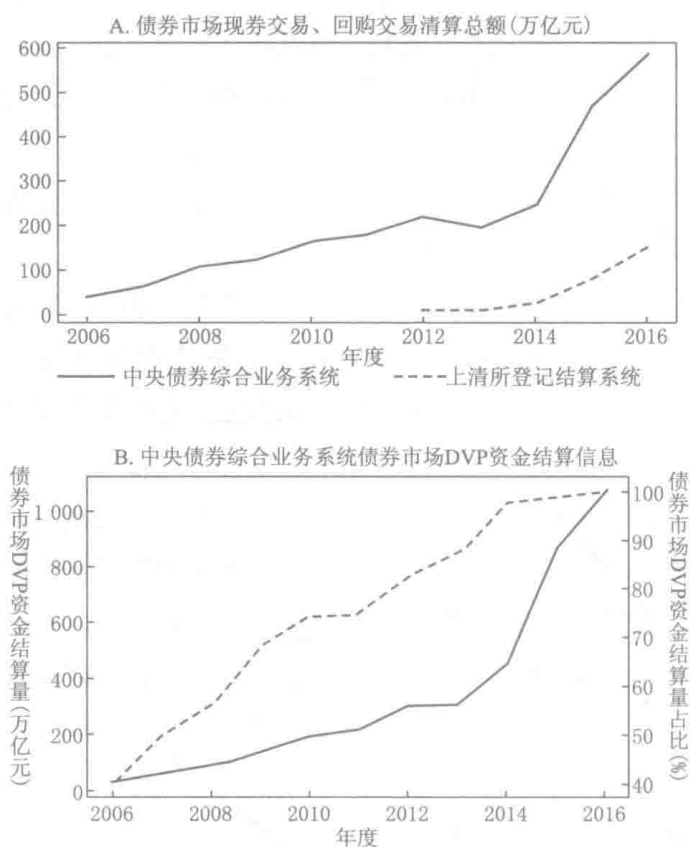


图 1-2 中央结算、上清所、中国结算证券托管/存管总量^①



^① 数据来源：《中国支付体系发展报告》及中央结算、上清所、中国结算网站公布的信息。