

中国证券登记 结算制度研究



张国平 著

ZHONGGUO ZHENGQUAN DENGJI
JIESUAN ZHIDU YANJIU

中山大学出版社

中国证券登记 结算制度研究



张国平



ZHONGGUO ZHENGQUAN DENGJI
JIESUAN ZHIDU YANJIU

中山大学出版社

· 广州 ·

版权所有 翻印必究

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券登记结算制度研究/张国平著. —广州: 中山大学出版社, 2012. 2

ISBN 978 - 7 - 306 - 03626 - 1

I. ①中… II. ①张… III. ①证券交易—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 039748 号

出 版 人: 祁 军

策划编辑: 王 润

责任编辑: 王 润 赵丽华

封面设计: 曾 斌

责任校对: 曾育林

责任技编: 黄少伟

出版发行: 中山大学出版社

电 话: 编辑部 020 - 84111996, 84113349, 84111997, 84110779

发行部 020 - 84111998, 84111981, 84111160

地 址: 广州市新港西路 135 号

邮 编: 510275

传 真: 020 - 84036565

网 址: <http://www.zsup.com.cn> E-mail: zdcbs@mail.sysu.edu.cn

印 刷 者: 广州中大印刷有限公司

规 格: 787mm × 1092mm 1/16 23.875 印张 435 千字

版次印次: 2012 年 2 月第 1 版 2012 年 2 月第 1 次印刷

印 数: 1 ~ 1500 册 定 价: 58.00 元

如发现本书因印装质量影响阅读, 请与出版社发行部联系调换

序 一

自 20 世纪 90 年代初我国证券交易所创立以来，证券市场的融资功能和定价功能日趋成熟，证券交易制度不断创新，市场交易品种不断丰富，既有股票、国债、公司债等现货产品，又有权证、交易型开放式指数基金（ETF）等基于股票等现货产品的创新证券产品。与此同时，我国证券登记结算业务也在持续发展，证券登记结算规模持续增长，交收方式方法不断创新，在全球较早地实现了证券无纸化和证券中央登记；较早地引入共同交收对手方（CCP），实现多边净额交收，并针对个别上市品种的特殊需求，推出交易主体间的双边直接交收服务；缩短一级市场与二级市场之间的时间间隔，将 ETF 申购、赎回以及二级市场买卖纳入同一净额，方便投资者当天申购的 ETF 当天卖出，提高了交易效率。经过不到 20 年的发展，我国证券市场已经跻身世界先进行列，各方面均已呈现一派繁荣昌盛的景象。

实务的发展必然催生理论研究的进步。随着我国证券登记结算业务的飞速发展，我国证券登记结算相关理论研究也取得了可喜的成果。经过若干年努力，银货对付（DVP）制度终于在 2005 年《证券法》修订之际作为证券结算风险控制的基本原则写进《证券法》，权证、ETF 等新产品的结算制度中据此建立了待交收制度。证券无纸化立法已经引起广泛关注，一批有识之士开始为之发声。值此良机，密切关注国际证券登记发展的态势，调查分析中国证券市场实际需求，研究我国证券登记结算发展的制度建设正当其时。

我国证券登记结算业务发展到今天，迫切需要提高理论水平，以提高制度建设的准确性、有效性、前瞻性和系统性。2009 年 12 月，张国平先生将《中国证券登记结算制度研究》一书的文稿拿给我看，请我指正。我通读后发现，他是以中国证券登记结算制度作为研究对象进行命题的，实际研究的也是制度建设和管理的相关理论。我认为，证券登记结算是证券市场运行的“心脏”，制度则是它的“心肌”。作为市场的理论和制度建设选题，看起来比较大胆，但却较为贴近现实。我国证券登记结算发展到今天，证券结算量和证券登记量均持续增长，取得了不少成就，也积累了不少经验教训，特别是在证券无纸化之后，投资者、证券公司以及中央交收对手方（目前在我国担任这一角色的是中国证券登记结算有限责任公司）三者之间的关系变得模糊不清，中央交收对手方对其参与人的结算风险管理陷入两难。当参与人不支付应付资金时，

中央交收对手方如果不交付相应的证券，可能会伤及无辜的投资者；但如果交付相应的证券，中央交收对手方则会出现风险敞口而不能持久经营。张国平先生基于他的实务经验与理论素养，大胆地将证券登记结算制度作为研究对象，其目的在于探讨完善我国证券登记结算制度相关理论体系，以指导相关制度的建设。为此，张国平先生对中外证券登记结算制度的发展现状，对证券登记结算原理以及相关经济学理论基础、相关国际标准进行了分析与评估，在此基础上归纳出证券登记结算业务发展规律，并以此为基础探讨如何科学地设计证券登记结算制度，以及如何管理相关制度，尤其是在最后一章专门就完善中国证券登记结算制度的路径选择提出了较为具体的意见，以期对我国证券登记结算制度有所裨益。

张国平先生拥有 20 多年金融业工作经验，前 8 年在中国人民银行工作，后 10 多年在证券市场从事证券登记结算业务，具有银行、证券的金融理论基础和丰富的实际工作经验。特别是他长期从事证券登记结算的具体业务开展和理论研究，对证券交易、清算、交收、登记等证券登记相关基础理论问题形成了自己的见解，《中国证券登记结算制度研究》一书可以说是他多年经验积累的结晶。全书对“托管”、“登记”等业内广泛争议的一些基础概念进行了较有说服力的分析与疏理；对看似枯燥的证券登记结算业务，从制度经济学的角度进行了多视角的分析，并从理论上证明建立集中统一的证券登记结算体系是该业务发展的内在需要，可以更加坚定我国证券登记结算业务后台统一的信心；对目前争议较大的 DVP 实施路径，提出了自己的思路，主张既要按交易主体移位原则构建多层次结算体系，同时也要兼顾公平、正义原则，切实保护投资者的正当权益。对于自营业务，如果结算参与人不付钱则不得券；对于经纪业务，则区分投资者是否实际付了钱而采取不同的风险管理对策。特别值得推荐的是，作者从理论上构建了证券登记结算制度评价体系，通过这一评价体系，从理论上论证了证券登记结算制度与证券交易制度之间相互依存的关系，明确主张：一个系统的证券登记结算制度，如果不能有效地支持、促进证券交易制度的运行和发展，那么，这样的证券登记结算制度就是一个坏的制度。相信这些成果无论对于证券登记结算实务工作者，还是对于相关理论工作者，均会有一定的参考价值，是为序。

陈耀先^①

2010 年 1 月 8 日

^① 陈耀先：中国国际金融学会副会长，中国证券结算公司原董事长，中国证监会原副主席、党组书记，世界生产力科学院中国籍院士。

序 二

呈现在读者面前的《中国证券登记结算制度研究》一书是作者在其博士学位论文的基础上修改扩充而成的。本书在证券登记结算理论和证券登记结算制度建设两方面均有所创新，不乏作者独到的见解，对于我国证券登记结算制度的建设、运行和监管都将具有一定的参考价值。作为作者攻读博士学位的指导教师，我想就作者本人以及作者的这一著作向读者作以简要推荐。

张国平先生在证券登记结算方面具有良好的专业素养。1999年，他被中国证监会聘任为证券从业人员资格考试命题组专家。在从事证券从业人员资格考试命题期间，他充分发挥自己在证券交易结算方面的特长，和专家组成员一道建立了我国证券从业人员资格考试“证券交易”科目的题库。当时，我们同为专家组成员。在工作过程中，通过相互间的讨论、争论，我觉得张国平先生对我国证券交易和结算业务、相关制度以及国外主要市场通行做法的了解和掌握比较全面系统、具体深入，在结算效率、结算风险控制等疑难问题的思考上有自己持续、深刻的见解。2001年，张国平先生被亚洲开发银行聘为“中国证监会技术援助项目中方专家组成员”，作为亚洲开发银行的专家与外方专家一道就如何发展中国资本市场向证监会提供技术咨询。通过中国证监会项目协调部门——培训中心获知，他在此期间所表现出来的专业素养，赢得了中外专家的肯定，以及亚洲开发银行和中国证监会项目培训中心的好评。

2002年至2006年，张国平在职攻读博士学位期间，如饥似渴地补充自己在经济金融理论方面的不足，对于学校规定的以及导师和任科老师推荐的经济学、金融学书目，他认真阅读，并主动就“流动性陷阱”“流动性过剩”等货币政策方面的问题与老师、同学展开热烈讨论，为其顺利完成博士学位论文选题与研究打下了良好的理论基础。2004年9月，他顺利完成博士学位论文的选题，将自己在校所学与自己的工作相结合，确定以“中国证券登记结算制度”作为研究对象。2006年，他经过近两年的努力，其毕业论文《中国证券登记结算制度研究》以优异成绩通过学位评审。在完成论文的过程中，他对我国证券登记结算制度发展现状的关切与忧虑之情，流露于言语之中，跃然于字里行间，深深感染着我。针对证券登记结算制度的基础，如术语的规范与统一，经济理论的适用，证券登记结算在证券市场以及国民经济中的定位，证券登记结算自身发展规律等，长期以来，他有许多思考，但终究比较零乱。通过

博士生课程的学习，经过系统补充经济学理论知识，他终于找到制度经济学这把“钥匙”，以打开证券登记结算制度这扇“大门”。本书可谓其打开这扇“大门”之后的最新发现。简而言之，这一研究成果具有以下三个方面的特点。

1. 视角独特

自1987年世界性股灾以来，全球证券登记结算研究领域关注较多的是证券登记结算业务的最佳实务，即好的做法，如G30的九条标准、BIS关于DVP的总结与归纳、IOSCO关于证券结算的标准体系等，国内理论界的研究大多也是如此，或者研究证券结算风险，或者比较介绍国际标准体系，或者比较分析各国证券结算模式，以制度经济学为理论工具，将中国证券登记结算制度整体作为对象进行研究，立意较高，有利于从整体上分析、评价、完善我国证券登记结算体系。对我国证券登记结算制度发展较为关心的人士应该了解，目前，我国证券登记结算体系在制度层面的建设，虽然相对于过去已经有不少进步，特别是自中国证券登记结算有限责任公司于2001年3月成立以来，证券账户规则、登记规则、ETF登记结算细则等规则相继出台，渐成体系，但仍有一些核心业务的制度基础还没有上升到规则层面，如结算业务；各规则之间的联系缺乏制度约定，还有赖于制度执行者任意解读；早于2005年写进证券法的货银对付原则还无法落到实处；证券结算与证券交易之间的关系在证券法等制度性规定中没有得到合理且充分的揭示；证券结算、证券托管、证券存管以及证券登记所涉及的业务主体、相互之间的法律关系还没有得到清晰且有说服力的规定。这些制度建设方面的问题客观上已经对中国证券登记结算业的发展构成一定的障碍。因此，以中国证券登记结算制度为对象进行研究，视角独特且务实。无论其研究成果能否赢得公众或学界的一致认可，希望这一选题能够切实开启研究中国证券登记结算制度之风。

2. 取材翔实

作者本身多年从事证券登记结算工作，对我国证券登记结算实务与制度建设有切身的体会，对我国证券登记结算制度现状的介绍与分析比较客观。尽管所利用的数据和文件都是相关机构官方网站上公开的，但由于作者对业务本身比较熟悉，因此，对制度现状的分析是比较全面的，所引用数据也是比较新的。

不仅如此，由于作者长期关注其他证券市场的证券登记结算业务和制度的发展，因此，对美国、澳大利亚、日本等国证券市场登记结算制度的介绍和分

析,所用资料也比较详细,从法规和实务两个方面对相关市场进行了描述,在此基础上进行了国际比较。然后,利用制度经济学理论和证券登记结算原理方面的研究成果从中归纳出证券登记结算发展规律,以此作为作者的证券登记结算制度建设与发展的理论基础。

因此,不论是作者所呈现给读者的理论创新,还是全书关于美国或其他国家的证券登记结算制度、证券登记结算制度、国际组织证券登记结算标准方面的研究成果等方面的介绍资料,对证券实际工作者和理论工作者都有很好的参考价值。

3. 理论创新

作者对于证券登记结算制度建设与发展的理论创新是显然的,据我所知,试图分析归纳证券登记结算业务发展规律,作者的尝试可能是开创性的。全文对证券登记结算制度建设与发展理论的创新可以归纳为以下六点。

一是比较系统地疏理,并重新定义了证券登记结算术语,有些定义是大胆的尝试,如对于“证券”术语的定义,发展了美国通行的何威法则。对于证监会29号令关于证券托管与存管的定义也提出了自己独到的批评意见,强调存管是保管,而托管是委托管理,后者的含义更加广泛,从内涵上否定了29号令关于托管是证券公司对其客户证券资产的保管,存管则是证券登记结算机构对证券公司证券资产的保管,即二者实质上都是证券资产保管之说,显然从逻辑上作者的说法有其合理之处。

二是运用制度经济学相关理论分析了证券登记结算业务的本质,指出证券登记结算业务存在自然垄断的属性,为证券法关于证券登记结算实行集中统一营运的规定找到了经济学理论基础,也从理论上为证券登记结算业务制度设计指明了方向。运用制度经济学相关理论,对证券登记结算业务的发展提出了不断降低交易成本的要求,从理论上要求我国证券登记结算制度的运营必须加强成本核算与考核。

三是分析寻找证券登记结算自身发展规律,为我国证券登记结算制度建设与发展寻找方向。通过比较分析若干国际组织关于证券登记结算标准,客观上指出了多标准等于没有标准的现实,作者不是盲从国际经验或国际成果,而是努力借助国内外现有理论和实务研究成果,寻找证券登记结算业务本身的发展规律,为相应的制度建设与发展确定方向。这一行为无疑具有创新性、启发性。

四是探讨性地设计出证券登记结算制度一般架构,对于中国乃至世界其他国家证券登记结算制度的设计者具有一定的参考价值。而作为制度架构本身的

研究，无论是在国内还是国外，均具有较强的创新性。

五是尝试性地设计出证券登记结算制度的评价体系，从理论上告诉我们，证券登记结算制度也和其他制度一样，应该定期或不定期地评估。这一观点无疑具有创新性和开拓性。尽管目前由于与之相配套的统计核算和会计核算体系还没有系统地建立，还无法直接利用作者所给出的评估体系进行较为有效的评估，但我相信，作者这一思想将会促进评估体系的完善，还会催生相应的会计核算以及统计核算体系的建立与完善。

六是作者从证券登记结算具有自然垄断属性这一研究出发，同时按照证券法的相关要求，对于如何统一我国证券登记结算体系提出了自己的设想。虽然目前这些想法在可行性方面还有待论证，但相关见解是比较务实的，也是有新意的。

衷心祝愿张国平先生在他热爱的证券登记结算事业上取得更大的成就，为我国金融事业的发展作出更大的贡献！

朱新蓉

2009年11月10日

目 录

导 论	1
第一章 证券登记结算原理	9
第一节 基础概念	10
第二节 参与主体	26
第三节 基础业务关系	28
第四节 风险管理	34
第二章 证券登记结算制度的经济学分析	42
第一节 产权经济学与证券登记	46
第二节 俱乐部学说与证券登记结算的规模管理	49
第三节 科斯交易费用理论与证券登记结算	52
第四节 网络经济理论与证券登记结算营运模式	57
第五节 制度创新理论与证券登记结算制度的发展	66
第三章 中国证券登记结算制度的演变	69
第一节 中国证券市场发展历史简要回顾	70
第二节 证券登记结算制度的混沌发展期	75
第三节 证券登记结算制度的被动发展期	81
第四节 证券登记结算制度的自觉发展期	103
第四章 中国证券登记结算制度现状	112
第一节 法律架构	112
第二节 组织架构	125
第三节 业务架构	128
第四节 风险管理	139

第五章 国际证券登记结算制度分析	144
第一节 发达国家的证券登记结算制度	144
第二节 发展中国家的证券结算制度	175
第三节 启示与借鉴	191
第六章 证券登记结算制度标准的发展	197
第一节 G30 标准及其演变	199
第二节 ISSA 标准及其演变	210
第三节 IOSCO/CPSS 标准及其演变	218
第四节 欧盟标准	235
第五节 国际标准的比较分析	243
第七章 证券登记结算制度的设计	246
第一节 证券登记结算业务的发展规律	246
第二节 证券登记结算制度的架构	285
第三节 证券登记结算制度的管理	298
第八章 证券登记结算制度的评估	302
第一节 定性评估体系	302
第二节 定量评估体系	306
第三节 中国证券登记结算制度的评估	320
第九章 完善中国证券登记结算制度路径的选择	330
第一节 制度完善	330
第二节 路径选择	347
结束语	361
参考文献	363
缩略语	368

导 论

经过 20 多年的发展,我国证券登记结算业务已经取得了长足的进步。截至 2010 年年底,中国证券登记结算有限责任公司(以下简称“中国结算”)共为投资者开立证券账户 15 454.03 万户,同比增长 10.17%;登记证券 2 776 只,同比增长 23.93%;登记证券面值 3.52 万亿元人民币,同比增长 30.10%;2010 年当年证券交易过户总笔数 61.45 亿笔,比上年减少 14.72%;过户总金额 141.93 万亿元,比上年增长 4.53%;结算总额 355.67 万亿元,比上年增长 92.02%;结算净额为 7.92 万亿元,比上年增长 13.31%;净额因子^①为 97.77%,比上年增加 1.54%。目前,我国证券市场正处于一个特殊的发展时期,股指期货、权证、交易型开放式指数基金(ETF)等证券衍生产品以及融资融券业务的相继推出,使得证券买空卖空成为可能,证券市场不再是单边市场,这些新形势给我国证券登记结算制度的发展带来了新的机遇,提出了新的要求。

与此同时,中国证券登记结算业的发展形势并不乐观。从国内环境看,沪深证券交易所市场的结算后台与银行间国债市场的结算后台仍然处于分割状态,相互之间虽然在债券登记业务上建立了业务联系并发生业务往来,但由于各自所属主管部门不同,在业务设计和规划上,各自沿着不同的路线前进,客观上造成市场参与主体必须被动适应不同的登记结算后台,相应的增加了市场交易成本。从国际环境看,美国证券结算存管机构——证券托管清算公司(DTCC)于 2004 年进入中国,设立了上海代表处;全球最有影响的证券登记机构金培公司(Computershare)也于 2007 年在北京设立了代表处,国际同业竞争在中华大地悄然兴起。

在这个特殊时期,我们有必要,也迫切需要系统地汲取他国证券登记结算制度建设方面的经验和研究成果,科学地运用现有的经济学理论工具,探讨证券登记结算业务的发展规律,不断改进我国证券登记结算制度,争取少走弯路,充分发挥后发优势,在全球同业竞争中占据一席之地。

① 统计数据引自 <http://www.dtcc.com/pressroom/statistics.htm>。

一、研究背景

全球开始系统地研究证券登记结算业务，特别是证券结算业务，大概始于1987年的全球股灾。20世纪全球证券市场刻骨铭心的股灾有两次：一次发生在1929年10月24日，史称“黑色星期四”^①；另一次则发生在1987年10月19日，史称“黑色星期一”。1929年的股灾，催使美国于1933年制定了首部《联邦证券法》，增加了美国联邦政府的证券管理权力。这部证券法在世界上具有举足轻重的作用，它所倡导的“阳光是最好的消毒剂，电灯是最好的警察”^②的监管理念，对于全球各国建立证券信息披露制度起到了引导作用。1934年，美国颁布《证券交易法》，授权联邦政府设立美国证券交易委员会，对美国的证券交易结算活动进行监管。

如果说1929年的股灾对完善全球对证券发行和交易的监管起到了推动作用，那么1987年的股灾则促使各国对证券结算业的发展和监管加以重视。针对1987年股灾，国际民间研究机构——国际30人小组（International Group of Thirty，简称“G30”）于1989年发表了G30标准，系统地提出了证券结算业应该坚持的九项建议^③，也可称为九条标准，以提供安全高效的证券结算服务。这套标准对于推动全球证券结算业的发展起到了广泛的指导作用。

回顾我国证券结算业务，自20世纪80年代证券市场再次在中国大地上兴起以来，几经变迁，其交易机制持续得到创新，市场交易的有效性和安全性不断提高。与此同时，我国证券登记结算制度的发展轨迹总是围绕着证券交易制度的发展而演变。登记结算业务长期以来处于被动发展的状态。作者认为，这种情况的产生，主要是因为我国证券登记结算制度的发展缺少相应的理论指导，忽视了对证券登记结算业务自身发展规律的研究。如果这种局面持续下去，证券登记结算总是被动地跟从交易制度的发展，那么证券登记结算本身应有的能动性将会受到扼制，最终可能会在一定程度上阻碍交易制度的创新和发展。

① 这次股灾中最恐慌的一天为1929年10月29日，这一天不少抛盘找不到买家，股票价格直线下降，史称“黑色星期二”。

② （美）艾伦·帕米特（Alan R. Palmiter）：《证券法》，中国方正出版社2003年版，第21页。

③ 中国证券登记结算有限责任公司：《国际组织证券登记结算重要文献》（上册），内部参考未出版，2002年，第1~18页。

在我国金融市场不断深化的今天,各种新的金融衍生产品呼之欲出,金融业的发展也正在经历混业到分业,再到混业的转折时期,证券登记结算业的发展也将越来越受到金融行业其他领域的关注和影响。当前急需研究的证券登记结算问题很多,如证券现货品种的结算与衍生产品的结算是否应该分别在不同的系统中进行,证券现货品种目前的结算制度是否最佳或有效,是否代表未来的发展方向,是否有能力与国外同行展开竞争,等等。要理性地回答这些现实问题,有必要从理论层面上回答:证券登记结算制度发展的一般规律是什么,我国证券登记结算制度是否遵循了这些发展规律,是否需要进一步调整,如果需要,应该如何调整。对这些问题的正确回答,将会减少我国证券市场的发展成本,有效地推进我国证券市场的良性发展。因此,本书拟对中国证券登记结算制度进行研究。

二、研究主题与意义

西方新制度经济学家对经济学的重大贡献在于发现了制度对经济发展的影响,认为同样的生产要素在不同的制度条件下所发挥的经济功能、所能产生的生产效率是不同的。传统经济学比较强调人、财、物等生产要素的配置,但实际上,同样的生产要素配置,在不同的企业组织中、不同的行业制度下、不同的国家法制环境下所能形成的生产力是不同的。

作为经济制度的一部分,金融制度的发展早已引起我国政府的高度重视。新中国金融制度的发展可以从1948年12月1日在华北银行、北海银行、西北农民银行的基础上合并组成中国人民银行开始算起。一度中国人民银行一统天下,无需竞争意识、经营意识,也无需风险意识和效益意识,这一体制在建设社会主义市场经济体制的过程中,逐渐显得不相适应。1983年9月,国务院决定中国人民银行专门行使国家中央银行职能,同时设中国工商银行行使其商业银行功能。经过20多年的发展,目前我国的金融体系已经较为健全,不但拥有经济成分多样化的银行体系,而且建成了经济成分多样化的资本市场体系。为满足不同层次、不同类别的融资需求提供了保证,极大地促进了国民经济的发展。世界银行表示,按照其官方测量方法,中国2005年国内生产总值(gross domestic product, GDP)达到了2.263 825万亿美元,比英国多9 400万美元,成为世界第四大经济体^①。另据中国新闻网报道,中国经济已经于2010

^① 中国新闻网:《世界银行:中国已超过英国成为世界第四大经济体》, http://news.xinhuanet.com/fortune/2006-07/04/content_4794661.htm。

年超越日本，成为世界第二大经济体^①。

在国民经济飞速发展的同时，我国证券登记结算业务也在快速发展着，但总体情况与国民经济的发展并不相称，远远落后于美国。以 2008 年的数据作对比分析，当年年底中国结算登记的证券总面值为 2.27 万亿人民币，美国 DTCC 存管的证券面值为 27.6 万亿美元，如果人民币兑美元按 7:1 计算，中国结算的证券登记量为 0.32 万亿美元，仅为 DTCC 的 1.17%。中国结算 2008 年所结算的证券交易量为 27.9 万亿元人民币，折合美元约为 3.98 万亿，而 DTCC 同年结算的证券交易量为 1 880 万亿美元，前者仅为后者的 0.21%。中国结算 2008 年的净额因子为 97%，而美国的全美证券结算公司（National Securities Clearing Corporation, NSCC）同年的净额因子为 99%^②，两者相差 2%^③。我国国民经济已经排到世界第二位的条件下，证券结算业务却如此落后，这就意味着，我们的证券登记结算制度本身可能存在不足。

因此，有必要以中国证券结算制度作为研究对象，通过国际比较，借鉴现有的相关研究成果，努力发现证券结算业务发展和制度演变规律，以分析我国现行证券结算制度的优势与不足，为我国证券结算制度的完善提出政策建议。

三、研究技术路线与框架结构

本书从证券登记结算原理分析入手，分析证券登记结算制度可以适用的制度经济学理论，回顾分析中国证券登记结算制度的变迁，比较分析发达国家和发展中国家的证券登记结算制度，借鉴国际证券登记结算研究组织关于证券登记结算的研究成果，尝试性地提出探究证券登记结算业务发展规律和证券登记结算制度的一般架构，据此设计证券登记结算制度的定性、定量评价体系，然后将这一评价体系应用于我国现行证券登记结算制度，分析其制度优势与缺点。在此基础上，有针对性地提出我国证券登记结算制度的完善目标以及改进路径。

四、文献综述、创新与后续研究

“人类在几千年的文明史上总共创造出来了东西两大文明体系，人类思维

① 中国新闻网：《全球媒体热议中国 GDP 超越日本居世界第二》，http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/201008/17/t20100817_21729956.shtml。

② 当年 NSCC 的净额结算量为 2.9 万亿美元，而应该结算交易量为 315.1 万亿美元，净额因子为 99%。有关数据可分别参见 DTCC 网站和中国结算网站。

③ 数据引自 <http://www.dtcc.com/pressroom/statistics.htm>。

模式也只能分为东方的综合与西方的分析两大体系。”^①

本书运用了东方文明综合能力方面的相对优势,将证券结算制度本身作为研究对象。关于证券登记结算业务和制度的相关理论研究,国内外已有大量成果。主要体现在以下四个方面。

1. 关于证券结算风险的研究

结算风险是证券结算研究永恒的主题。国外具有代表性的研究主要有1989年的G30建议报告,1992年国际清算银行(BIS)的支付清算系统委员会(CPSS)的货银对付(Delivery Versus Payment, DVP)报告等,指出应该按DVP原则组织证券交收以消除本金风险,应该实现证券非流动化或无纸化以防止证券灭失等损失,等等。国内比较有代表性的主要有屠光绍(2000)^②、迪欣(1997)^③、张凡(2004)^④,以及王信和曹莉(1997)^⑤等人的研究成果,这些成果比较系统地介绍了证券结算各种风险管理措施,如DVP、参与人准入管理等。

2. 关于证券登记结算模式的研究

这部分主要以国内研究成果为主,国外也有一些,如花旗集团2004年7月向欧盟提交的一篇报告——《欧洲清算交收最佳市场结构》^⑥,该报告认为欧洲证券结算业务维持现状不妥,主要成果有:①认为应该对相关术语进行统一定义,减少模糊性;②认为即使证券清算交收业务放开准入限制,成员国之间的竞争也难以建立,因此,相应的监管就变得非常重要。国内这方面的研究主要体现为:分析现状,借鉴国外经验,提出我国证券结算业应该选择的发

① 季羨林:《季羨林文丛:学问之道》,沈阳出版社2002年版,第201页。

② 屠光绍:《结算系统:运作与趋势》,上海人民出版社2000年版,第74~95页。

③ 迪欣:《引入DVP完善我国证券市场结算体系》,载《上海证券报》,1997年11月25日,第11版。

④ 张凡:《我国证券市场证券结算风险管理研究》,同济大学博士学位论文,2004年。

⑤ 王信、曹莉:《证券结算与风险控制》,载《上海证券报》,1997年11月25日,第7版。

⑥ Citigroup: *The Optimal Market Structure for clearing and Settlement in the EU*. http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2004-consultation/citigroup-en.pdf.

展模式。如蒋国云先生^①认为世界主要市场的登记结算模式有：

(1) 以美国、日本为代表的“分工协作模式”。在这种模式中，债券与股票的清算结算业务分别组织，各自在不同的系统中进行^②，而且每一个登记结算机构都是全国性^③的，而不是服务于某一特定的交易场所，单个交易所无法对登记结算机构进行控制。并且认为，在成熟市场中，许多国家都采用债券与股票相分离的登记结算模式，像意大利、奥地利等。

(2) 以德国为代表的“垂直统一模式”。这一模式的特点是：一国证券市场上存在一个主要的清算结算机构，负责绝大部分证券业务，并兼登记、托管、清算、结算的职能于一身，全国各地的分支机构是其派出机构，直属于中央登记结算机构。法国^④等国家采用类似的模式。

(3) 以中国为代表的“一对一模式”，即每个交易所均有自己的登记结算机构^⑤。

(4) 以世达银行（Cedel）、欧洲结算（Euroclear）为代表的“跨市场结算模式”，即一家登记结算机构为多个国家提供证券的托管清算结算^⑥。蒋文在分析了我国证券结算业务演变过程之后，建议统一我国证券市场的“后台”工作，将原来的沪深证券登记结算公司和中央国债登记结算公司改造为新的中

① 蒋国云：《我国证券市场登记结算模式的研究》，见杨敏杰主编：《深圳证券交易所综合研究所研究报告（1999）》，经济科学出版社2000年版，第251～326页。

② 笔者注：这一说法不准确，美国债券清算公司 FICC 为 NSCC 的子公司，两者实际是一家。另外，1999 年美国证券存管公司 DTCC 与全美证券清算公司 NSCC 合并，从法律上讲，无论是股票还是债券，清算和存管均已经集中到一家机构。

③ 笔者注：这一说法不成立，日本证券清算机构至 2003 年 1 月才统一，而此前，证券结算分别由六家交易所自己办理，不存在全国统一一说。

④ 笔者注：这一说法不完全正确，如在德国，目前的证券存管机构为 Clearstream，而证券清算机构为 Eurex Clearing；法国证券存管机构为 Euroclear France，而证券清算机构为 Clearnet LCH，证券存管和清算分属于不同的法人单位，故蒋文所说的集登记、托管、清算和结算于一身的说法不成立。

⑤ 笔者注：这一情况在 2001 年 9 月 21 日之后发生了改变，由中国结算一家为两个证券交易所提供登记结算服务。

⑥ 笔者注：目前，这两家机构中，Cedel 已经更名为 Clearstream，并且已经为德国证券交易所收购。Euroclear 则分别与法国的证券存管机构 Sicovam 和英国的证券存管机构 Crest Co. 合并。这两家机构传统上是债券的存管机构，目前存管的证券品种增加，但依然是证券存管机构，而不是清算机构，不为任何市场提供 CCP 服务。因此，蒋文所说的为多个市场和多个国家提供证券托管清算结算一说需要作上述澄清。