

国际金融法论丛

证券客户资产风险 法律问题研究

廖凡◎著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

证券客户资产风险 法律问题研究

廖凡◎著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

证券客户资产风险法律问题研究/廖凡著. —北京:北京大学出版社,
2005. 11

(国际金融法论丛)

ISBN 7-301-09818-9

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 120762 号

书 名: 证券客户资产风险法律问题研究

著作责任者: 廖 凡 著

责任编辑: 白丽丽

标准书号: ISBN 7-301-09818-9/D·1325

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027

电子信箱: pl@pup.pku.edu.cn

排 版 者: 北京高新特打字服务社 82350640

印 刷 者: 北京原创阳光印业有限公司

经 销 者: 新华书店

650 毫米×980 毫米 16 开本 12.5 印张 196 千字

2005 年 11 月第 1 版 2005 年 11 月第 1 次印刷

定 价: 20.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

总 序

一、法律方法与经济问题

本套专著有一个共同的特点,就是作者们不约而同地采用法律方法研究经济问题。过去我们在二十多年的时间内,多看到用经济学的方法分析法律问题。特别是国外法学界开展的轰轰烈烈的“法律的经济分析”,已有若干部专著翻译成为中文。而现在,在中国的大学和研究机构里,法律研究工作者开始进入经济学、公共管理学和工商管理学的领域,用法律的方法来研究这些边缘领域的问题。

在社会科学几个相近的领域,例如经济学、公共管理学、工商管理学和社会学等领域,都有法律研究的论文和著作,这种跨学科的研究成果,也越来越多了。在中国政府将“依法治国”定为基本国策之后,采用法律的思维与方法分析目前的经济改革问题也非常有意义。其意义就在于,我们所说的“依法治国”,不仅仅是表现在一个宏观的口号上,而是要将“依法治国”作为可以实际操作的、用来实际分析经济问题的、作为经济政策设计基础的法律方法。

全国人大常委和全国人大财经委员会委员、北大前校长吴树青老师曾经问我,依照《宪法》,“债转股”是否应该提交全国人大财经委讨论?我说需要研究一下法律,才能回答。此后,国务院关于《国有股减持与成立社保基金》的办法出台,又有人问我,这么大的财政支付转移,是否应该经过全国人大财经委开会讨论?我回答说,需要研究法律。直到我在写这个序的时候,相关的法律研究工作还在进行。我希望从法律制度变迁的角度和我国财经法制程序演进的过程中找出符合法律的答案。

不断遇到类似问题,使我开始研究与思考经济学家们提出的问题:“全国人大财经委员会的职权范围究竟是什么?”“全国人大财经委员会对于国家重大财政支付转移是否有权审议?”从法律学的角度来研究这些经济学问题,本身就构成了一个重要的法律制度程序化和司法化的法学课题。

二、经济学家敏感,法学家稳重

还记得有一次,一位金融业界人士对我说:“改革十多年来,讨论经济改革的问题,几乎都是经济学者的声音,这不奇怪。目前,讨论《证券法》或公司治理的问题,也几乎都是经济学者的声音,这也不奇怪。奇怪的是,所有这些问题的讨论中,几乎听不到法学家的声音!”说到这里,这位朋友几乎用质问的口气对我说,“你们法学家们关心什么?为什么听不到声音?你们都干什么去了?”

我一下子被他的语气盖住了!当时我想不出用什么简单办法向他来解释。尽管我不完全同意他的看法,因为这里可能有他个人信息渠道的问题,也可能有社会媒体关注的偏好问题,但还有可能是更深层的问题,例如,在改革过程中,许多法律制度和程序都尚未定型,如果采用法律的方法,可能会增加改革的成本,特别是时间方面的成本等。

本套专著的作者们都是研究法律的,他们也可以称为年轻的“法学家”了,因为他们已经发表了相当一批研究成果,从事法学专业研究的时间几乎都在10年以上。他们长期研究的成果,似乎可以部分地回答前面那位朋友的问题了。法学家可能没有经济学家那样敏感,但是,法学家多数比较稳重。法学家的发言将影响经济政策与制度的设计,也影响经济操作与运行。经济发展要考虑效率,但是不能仅仅考虑效率,还要考虑到多数人的公平与程序的正义。我们的政府和社会可能都需要一段时间接受和适应法学家的分析方法和论证方法。

三、研究成果的意义

邀我写序的这套专著的作者们,经过三年多时间的专门研究,又经过一段时间的修改,才拿出这样厚重的成果来。我看到这些成果时,就像看到美国最高法院门前的铜铸灯柱底下基座的铜龟,给人一种稳重、缓慢、深思熟虑的感觉。中国古代在比美国更早几千年的时候,政法合一的朝廷大殿,就有汉白玉雕刻的石龟。龟背上驮着记录历史的石碑,同样给人以庄严、持久、正义的印象。中外司法与法学研究在历史上流传至今,给人的形象方面的印象和感觉是非常类似的,这种感觉在今天还有。

在不太讲究政治经济学基本理念的时光中,又是在变动未定型的过渡时期,经济学家关于对策性的看法是敏捷和回应迅速的。在回应中有许多是充满了智慧的解决方案和温和的中庸选择。相比之下,法学领域的回应

还显得少些,也慢一些。有一个可能的答案,也是从本套研究性专著中解读到的:经济学家们谈论的是“物”(商品与交易),法学家谈论的是“人”(权利与义务)。

现实情况也是如此。市场中的“物”,无论是动产,还是不动产,几乎都成为商品,早已流通。现在,更加上升了一个台阶,市场将作为商品的物,进化到了证券化的虚拟资产的形态了。但是,法学这边的情况呢?《物权法》还在起草过程之中,该法案能否在年内通过,目前还是一个未知数。但是,立法的稳重并不影响市场的发展,法学家们在实务性工作方面,特别在市场中的交易契约设计方面,已经在研究具体的问题,在这方面的成果,也已相当可观。

经济学家对问题的讨论,观点可以是多元化的,也有争论。但是,总的方法还是建立在一个统一的理论框架下和一致的假设前提下的。但是,法律则不同。法律天生就是对抗性的,生来就有正方与反方。抗辩是法律运作的方式,法律的逻辑和理念就是在这种对抗之中发展的。对抗性的法学,本身也导致了它的成果在外界人士看起来充满矛盾性和冲突性。甚至让他们感到,这群人搞的不是科学,而是一种抗辩的技术。

四、国际与国内金融法的融合

如果有人要我用一句话来表达什么是国际金融法,我就会说,它是一张没有国界,只有金融中心与边缘关系的地图。如果说,国内金融法与国际金融法还有什么区别的话,只是时间上的区别了,我国加入 WTO 后,区别将越来越缩小。

如果我们承认一美元在美国和在亚洲都等于一美元的话,国际金融的国界就越来越失去意义。而美元市场上中心与边缘的流通关系,就变得越来越有意义。任何国家国界之内的法律制度如果符合金融流通与发展规律的话,这个国家的经济与社会发展就会顺利,否则就曲折。荷兰的人口是俄罗斯人口的 10%,但是,荷兰的金融规模超过俄罗斯的规模。英国人口 6000 万,是印度人口的 6%,但是,伦敦金融市场的规模比印度大若干倍。这就是金融中心与边缘之间的关系之一。所以,区别国内与国际金融市场,在法律规则方面已经不如以往那样重要,重要的是发展中国家中的大国,如何抵御西方金融中心的垄断,将以美元为基础的金融中心从一极化发展为多极化。

具体到我国,研究国际金融法与国内金融法是不可分的,而且这个领域

范围之广袤,课题之宏大,数据之丰富,关系之复杂,都是非常吸引人的。特别是年轻人。这个天文般宏伟的领域,特别适合青年人研究与学习。因为,在这个领域比其他法学领域出新成果的机会要更大,创新成果也相对较多。这套专著的出版,就是一个例证。

本来这套专著的作者们要我写个小序,他们的书稿引发了上面一些话语,我感到有些喧宾夺主了。我感谢作者们以加速折旧的生活方式,写出了这样多的研究成果。学者们的生活,分为两个阶段,在学习的时候,取之于社会;而做研究的时间,特别是出成果的时候,是学者用之于社会和回馈于人民。

愿这些专业研究对金融业内人士有所帮助,对金融体制改革有所贡献。

吴志攀 谨志

2004年6月28日

内 容 提 要

在中国目前的证券市场萧条和证券公司危机中,证券客户资产风险问题日益突出。本书将证券客户资产风险界定为证券投资者托付给证券公司或其他托管人的证券及/或资金因为后者破产而部分或全部无法收回的风险,试图从投资者保护的角度,对其间涉及到的重要法律问题进行系统化的分析。

本书分为五章。

第一章讨论证券的持有和托管体制,旨在为全书提供一个知识背景和技术平台,因为不同的持有和托管制度意味着托管人和客户之间不同的权利义务安排,直接影响客户资产风险的范围和程度。本书分析指出,与多数证券市场不同,中国实行直接持有和一级托管的证券持有/托管体制,并对实践中的所谓“中央登记,二级托管”的做法进行了讨论和否定。

在讨论客户资产风险的制度背景之后,第二章分析客户资产风险的内容,即客户证券风险和客户资金风险。客户证券风险在间接持有系统下较为突出,各国通过对间接持有证券的权益性质进行专门界定作为回应。由于中国实行直接登记/持有,客户证券风险较低,问题较多的是客户交易结算资金风险。在细致分析客户交易结算资金的所有权问题后,笔者建议引入信托机制来保证客户资金的独立和安全。

第三章至第五章从三个相对独立而又紧密联系和互动的方面依次展开。第三章讨论日常经营中对客户资产风险的预防性控制,从托管人的资本充足要求和对客户证券、资金的分隔管理义务两个方面进行分析,重点讨论了中国的客户交易结算资金分账管理和独立存管制度,指出若不引入信托机制将难以从根本上解决问题。

第四章讨论客户资产风险的实际应对,即在托管人破产时如何通过有倾向性的清算程序优先满足客户的证券和资金请求权。在目前的中国,这主要表现为证券公司被强制退出市场后的财产清算和分配。本书讨论了其中有别于一般破产清算制度的一些特殊程序和处理方式,以及其与投资者补偿制度的衔接,并建议在制定《破产法》或针对金融机构的《破产法》实施

办法时,对二者作出统一规定。

作为第四章逻辑的合理延伸,第五章讨论在客户通过破产清算程序无法完全满足其请求权时,对其损失的统一弥补,亦即证券投资者保护基金的建立和运作。本书分析了投资者保护基金的资金来源、管理运作模式、补偿范围和限额,并建议在《破产法》或相关实施办法中明确规定投资者保护基金管理机构在破产清算程序中的特殊地位。

关键词: 客户资产风险 托管 信托 投资者保护

Abstract

In the current brokerage firm crisis in China, the securities customer property risk becomes outstanding. Basically this concept relates to the risk where the customer securities and/or money entrusted with a brokerage firm or other custodians are partly or wholly unable to be taken back due to the latter's bankruptcy. From the perspective of investor protection, this book tries to make a systematic analysis of some significant legal issues therein.

This book is divided into five chapters.

Chapter One generally discusses the securities holding system, with the purpose of providing a technical background for the topic at bar, because different holding and custody arrangements lead to different rights and obligations between customers and custodians, and in turn impact the range and extent of the customer property risk. By comparison with other countries, this chapter finds that China has adopted a direct holding and one-tier custody system, and rejects the so-called "central registration, two-tier custody" practice.

Chapter Two explores the content of the customer property risk, namely the customer securities risk and the customer money risk. The former mainly lies with the indirect holding system, and as reaction some countries have specifically defined the legal nature of the interests in indirectly held securities. In China, the direct holding system reduces the customer securities risk, and the major risk is that of the customer money or the "customer settlement fund". After detailed analysis of the ownership of the customer settlement fund, the author suggests that a trust arrangement be introduced to ensure the independence and safety of the customer money.

Chapters Three to Five deal with three separate but related issues in turn. Chapter Three discusses the control of customer property risk in the daily operation of custodians by imposing net capital requirements and customer property separation obligations. The author especially delves into the current customer

money custody mechanism in China, including the so-called “independent custody” requirement, concluding that without the introduction of trust arrangement the misappropriation problem cannot be solved thoroughly.

Chapter Four deals with the treatment of the customers’ claims based on their securities and money under custody in the case of the custodian’s bankruptcy. In China, this issue presently mainly concerns the liquidation of failed brokerage firms and the distribution of the proceeds. This chapter discusses some special procedure and methods employed in such liquidation proceeding, as are different from the general liquidation proceedings, as well as its linkage to and coordination with the investor compensation plans.

As a logical continuation of Chapter Four, Chapter Five discusses the systematic compensation to securities customers when their claims cannot be fully satisfied out of the liquidation proceeds. The author analyzes the source, administration, operation, scope and ceiling of the securities investor compensation fund, with the suggestion that the powers and priorities of the fund management entity in the liquidation proceedings should be specified in the proposed Bankruptcy Act or its implementing rules.

Key Words: Customer Property Risk; Custody; Trust; Investor Protection

CONTENTS 目 录

导言	1
一、问题的提出	1
二、研究的必要性	5
三、基本价值判断	6
四、文献回顾和研究方法	7
五、本书框架	10

第一章 客户资产风险的背景:证券的 持有和托管体制	11
一、证券的登记和托管	11
二、直接持有与间接持有	18
三、中国证券持有和托管体制的 基本定位	29

第二章 客户资产风险的内容:客户证券 风险和客户资金风险	40
一、客户证券风险	40
二、客户资金风险	65

第三章 客户资产风险的控制:托管人 的财务责任和管理义务	80
一、最低净资本要求	81
二、客户证券分隔管理义务	94

CONTENTS 目 录

三、客户资金分隔管理义务	101
四、其他相关问题	117
第四章 客户资产风险的实际应对:托管人的破产清算和财产分配	122
一、证券公司破产清算程序的特殊性	123
二、客户证券与资金的分配	136
三、冲突性请求权的处理	145
第五章 客户损失的弥补:证券投资者保护基金及其运作	150
一、投资者保护基金的制度基础和资金来源	150
二、投资者保护基金的管理主体和运作方式	159
三、投资者保护基金的补偿范围和赔付限额	164
结语	174
参考文献	176
后记	182

导 言

一、问题的提出

在现代证券交易中,投资者并不自行保存和管理自己的证券和资金,而是由特定金融机构提供专门的保存(safekeeping)和管理(administration)服务。这种为证券投资者的证券和资金提供的专门服务通称托管(custody),提供托管服务的金融机构被称为托管人(custodian),而接受托管服务的证券投资者则成为托管人的客户(customer/client)。^① 根据各国法律规定和操作习惯的不同,提供托管服务的金融机构可以是证券公司、银行、证券中央存管机构等;客户的证券和资金可能由同一托管人一并托管,也可能分别由不同的托管人托管;具体的托管模式、结构和法律意义也不尽相同。但是,不管处于何种托管模式或结构之下,投资者都面临共同的特定风险,即其资产(证券及/或资金)因为托管人的不当行为或经营失败而部分或全部无法收回的风险。风险的来源可以从两个角度认识:一是从托管人经营的审慎性角度,即托管人在日常经营(不限于托管服务)中因过度冒险导致经营失败,清偿能力不足,引发风险;二是从托管人处理与客户关系的行为角度,即托管人在业务经营中利用信息优势进行不规范操作(如将客户证券擅自转让或设定担保、挪用客户资金等),侵害客户权益,造成风险。这种风险,本书称之为证券客户资产风险。

循着上述思路,一切影响托管人清偿能力的事实或行为,以及一切挪用、挤占或其他不当处置客户证券、资金的行为,都是讨论客户资产风险时的考查因素。如果托管人有足够的清偿能力,那么即使投资者的利益因违规操作而受到侵害,也可以从托管人处获得赔偿,尚不致影响最终的财产利益;而在托管人资不抵债、陷入破产境地时,问题就较为严重,投资者将直接

^① See Joanna Benjamin, *The Law of Global Custody*, 2d. ed. Butterworths, at 1 (2002). See also Steven L. Schwarcz, *Intermediary Risk in a Global Economy*, 50 Duke L. J. 1541, 1543—1544 (2001).

面对其资产部分或全部损失的处境:一方面托管人的债权人的破产清偿请求可能涉及上述资产并同投资者形成竞争,另一方面即使能够独立于破产程序也可能因托管人的资金缺口而无法全部收回。因此,就核心的内涵而言,客户资产风险应该是指证券投资者的资产因托管人破产或事实上资不抵债而受损的风险;而为了预防这一风险,则需要从托管人经营的审慎性和处理与客户关系的合规性两个方面加以约束。

如上所述,客户资产风险实际上包含两个方面的风险,即客户的证券风险和资金风险。就证券风险而言,在传统的证券直接持有体制下,问题相对简单:客户以自己的名义持有证券,拥有所有权,证券托管人仅以受托人(bailee)的身份控制和管理证券,客户资产风险的问题可以在合同法的框架内加以解决,以确保客户证券不被托管人的债权人追索。然而,间接持有和多级托管体系的出现和广泛应用使得这一问题变得复杂起来。所谓间接持有体系(indirect holding system)是指在证券发行人和最终投资者之间存在多层持有中介,投资者的名称和证券持有情况只记录于其在最邻近的持有中介——直接中间人(immediate intermediary)——处开立的账户中,通过该中间人的簿记条目证明并从而“间接”享有证券利益;直接中间人不仅作为客户证券的托管人,而且作为证券持有人记录在上级持有中介的簿记中,后者再作为证券持有人记录在更上一级持有中介直至发行人的簿记中。^①在这样的体系中,投资者的证券权益完全依赖于其直接中间人的账簿记录,而不再有证券凭证或发行人处的登记记录作为证券权益的证明。这使得证券权益具有了传统的证券所有权所无法涵盖的新特点,从而也给投资者带来了新的不确定性和风险。迄今为止,只有少数国家通过立法明确了间接持有体系下证券权益的法律性质^②,并且其处理方式不尽一致。^③

① 详见本书第一章第二部分的讨论。

② Christophe Bernasconi, *The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems* (2000) (Report of the First Secretary of the Permanent Bureau, Hague Conference on Private International Law, to the Working Group of January 2001) (hereinafter referred to as “Bernasconi Report”), at 19—26. 译文参见中国证券登记结算有限公司编:《国际组织证券登记结算重要文献》(下)。

③ 基本方式有两大类:一是对传统的所有权理论进行补充和创新,使其能够容纳间接持有方式下的证券权益;二是创制新的权利形式,专门适用间接持有的证券。See Ibid. 详见本书第二章第一(二)部分的讨论。

与间接持有和多级托管相伴,证券的无纸化也给证券权益和证券托管关系带来了变数。证券托管传统上被界定为寄托(bailment),而寄托关系成立的基础是实际占有(physical possession)。寄托的本质是占有或实际控制的转移,以区别于所有权的转移,从而证券托管人/受托人(bailee)实际占有被托管的实物证券,而证券的所有权仍属于客户/寄托人(bailor),在托管人破产时不受其债权人的追索。然而,在电子化环境下,不再存在实物证券,证券变成了无体物(intangibles),而无体物不能成为实际占有的对象。因此,电子化/无纸化环境下的证券托管人已经超越了传统的寄托受托人角色,需要给予托管关系新的法律解释。

就资金风险而言,主要问题在于确保客户资金在法律意义上的独立性以及在实际操作中与托管人自营资金的隔离。客户资金包括客户为购买证券而预存的资金(全额或按比例交存的保证金)、卖出证券所得的款项及证券和资金的孳息。一般来说,客户资金法律意义上的独立性主要是通过信托制度来实现和保障的:资金托管人被要求将客户资金存入指定银行的专门信托账户,以信托受托人的身份、完全为客户的利益而管理该账户;该账户与托管人的其他银行账户相分离,账户内资金不得用于冲抵托管人对银行所欠债务,也不得作为银行向其贷款的担保。

客户资产风险需要在托管人的日常经营中进行预防性的控制。控制的途径大致有两种:一是对托管人课以最低净资本要求,保持其流动性(liquidity),以确保其有足够资金偿付客户投资者,可以概括为托管人的财务责任;二是要求托管人对客户证券及/或资金进行分账管理,不与其自营证券(proprietary position)及/或资金混合使用,并规定详细的簿记、报告和信息披露义务,可以概括为托管人的(证券和资金)管理义务。两种途径各有侧重,并不互相排斥,因此可以结合运作以充分发挥功用。

理想的状态是客户资产风险通过完善的控制手段而被避免,然而事实上这是难以做到的。当托管人陷入财务危机、破产或濒临破产时,客户资产风险的问题就从控制变成了实际应对,即如何处理客户对证券和资金享有的权益同托管人的普通债权人和担保债权人的债权之间的关系,以尽可能保护客户投资者的利益。尽管如上所述,通过信托等安排理论上可以实现客户资产的独立性,但是现实操作的丰富多样又使得问题远非如此简单。

例如,在证券信用交易中,尚未足额偿付证券经纪人融资款项的客户证券被作为担保物由前者控制,这类证券的性质和处理方式同现款交易的证券显然有所区别。又如,在中央结算体系下,中央结算机构作为所有结算参与人(证券公司、银行等)的中央对手方(Central Counterparty, CCP),以自己的资信为任何参与人的履约提供担保,并承担一切参与人的违约风险。为维护结算体系的稳定健康运行,避免因个别参与人无力履约而引发系统风险,不少国家和地区均通过专门规定赋予中央结算机构在参与人破产时的优先受偿权,不受一般破产程序的约束。这种优先受偿权可能会同客户的资金和证券权益形成竞争。这些都在一定程度上增加了处理上述问题的复杂性和难度。

因此,无论是日常经营中的风险控制还是破产处理时的优先对待,都无法完全保证客户投资者远离客户资产风险以及由此造成的损失,尤其是在出现大规模的金融机构经营失败(failure)的情况下更是如此。因此,有必要提供某种额外的事后救济。证券投资者保护基金就是这样一种制度安排。作为世界资本市场的风向标,美国在上个世纪60年代后期的证券公司危机后出台了1970年《证券投资者保护法》(Securities Investors Protection Act, SIPA),设立了证券投资者保护公司(Securities Investors Protection Corporation, SIPC),筹集、管理和运作证券投资者保护基金,为弥补投资者损失、增加投资者信心和稳定证券市场运行起到了显著作用。其他国家和地区也纷纷效法,根据各自的条件和特点建立投资者保护基金。投资者补偿制度的有效实施需要处理好三个问题,即谁出资(基金的来源)、谁管理(基金的管理主体和管理方式)和谁使用(基金补偿的对象及适用的损失/诉求种类),而任何一个问题的解决都涉及诸多规则梳理和利益协调。同时,由于投资者保护基金主要是弥补托管人财产不足偿付投资者的部分,同时基金在对投资者赔付后也需要从托管人的财产中得到清偿,因此投资者补偿制度同破产法律制度的衔接与协调(包括在必要时对破产法一般性原则和