

我国证券登记结算法律的进展与疑惑

郭雳¹ 廖凡²

(1. 北京大学法学院, 北京100871; 2. 中国社科院国际法研究所, 北京100720)

摘要: 修订后的《证券法》及证监会制定的《证券登记结算管理办法》通过确立共同对手方、分级结算、货银对付等原则, 完善了我国证券登记结算法律, 然而对于诸如存管概念、《管理办法》效力权限的不同认识, 仍将在实践应用中构成疑问。登记结算机构试图在自己和证券买卖者之间设立防火墙的愿望得到一定程度的实现, 但在分离的明晰度上结算环节要好于登记托管环节, 证券公司的交易通道功能整体上没有改变。立法应在维护系统稳定与保护投资者间寻求平衡。

关键词: 证券登记; 证券结算; 托/存管; 证券法律
 作者简介: 郭雳, 法学博士, 北京大学法学院副教授。廖凡, 中国社科院国际法研究所助理研究员。
 中图分类号: DF438 文献标识码: A

Abstract: Rules on securities registration and settlement are optimized since amendment of Securities Law and implementation of CSRC Administrative Rules on Securities Registration and Settlement, based on principle of mutual counterparty, tier settlement and DVP. However, in practice, there is still misconception on the interpretation of depository and juridical power of the CSRC administrative rules. Fire wall between the clearing house and their members is realized to some extent, settlement better than registration and depository, although the trading links between the securities firms and stock exchanges remain unchanged. A balance between system stability and investor protection should be struck through legislation improvement.
 Keywords: securities registrar; securities settlement; securities depository; securities related laws

证券登记结算是技术性极强的领域, 证券登记结算法律可以说是证券法律制度中最复杂、最不易把握的部分。在证券无纸化、中央存管、间接持有等实践发展中, 这一特点尤为凸显。作为一个新兴证券市场, 中国迅速跨越了实物证券和分散登记结算的“初级阶段”, 进入到中央登记结算、无纸化和簿记管理的“高级阶段”, 用十余年的时间完成了发达证券市场数十年乃至上百年的嬗变历程。这或许也正是新兴市场“后发优势”的一种表现。然而, 能够快速借鉴发达证券市场的硬件设施、信息系统乃至操作规程, 却难以复制其在长期演变过程中累积形成的法律基础制

度和应对经验, 又恰是新兴证券市场的“后发劣势”。

2005年我国《证券法》修订过程中, 立法者和监管部门充分认识到加强证券登记结算领域法律的重要性。新《证券法》第七章的14条中, 较之前修改达10条, 新增3条, 比较明确地规定了证券登记结算法律制度的主要方面。2006年4月颁布的《证券登记结算管理办法》(下称《管理办法》)中, 证券监管部门在总结我国证券结算领域经验教训的基础上, 对实践中普遍接受的重要原则和通行做法给予了确认, 例如分级结算原则、以多边净额清算为主的清算原则、货银对付的交收原则等, 更加详细地规定了证券与

资金交收的账户设置和流转过程, 进一步理顺了当事各方在结算过程中的法律关系。

本文针对我国证券登记结算中的法律和制度风险, 围绕证券登记托管和交易结算两大核心环节, 讨论了风险规制的具体应对方案。通过对新《证券法》和《管理办法》确立的法律关系和风险防范机制进行解读和评析, 不难发现我国在证券登记结算法制领域的长足进步, 同时必须看到在“存管”的法律含义、《管理办法》的效力权限等方面仍不无疑问。

登记托管相关概念辨析

证券登记是指记录证券的所有权

并编制证券持有人名册,对证券持有人持有证券的事实加以确认。证券登记实质上是对证券所有权带有一定强制性的认定,可以由证券发行人自行办理,但更为常见的做法是由获得主管部门批准和注册的专门机构来进行。这些专门的登记机构负责替发行人编制和保存发行人登记簿(issuer register),记录证券权属及其变更,其提供的名册是持有发行人证券的法律依据。登记机构的称谓不尽相同,如美国称为“过户代理人”(transfer agent),英国称为“登记人”(registrar),日本称为“股票过户代理人”(stock transfer agent),香港称为“股票过户登记处”(share registrar),但其基本职能是一致的。从法律关系上看,登记机构是发行人的代理人,与公众投资者并无直接关系,但基于后者对登记记录的信赖,登记机构也对其承担一定程度的勤勉和注意义务。

证券托管是指投资者出于交易便捷和安全等考虑而将证券存放于证券经纪人或专门的托管机构处,由后者依据托管合同的约定而进行保存管理和权益监护。早期的证券托管处于分散的状态,即由证券经纪人或托管银行自行保管客户的证券。随着交易越来越集中于证券交易所,各交易所逐渐建立起隶属于本交易所的托管中心。20世纪60年代后期华尔街著名的“后台危机”(Back Office Crisis)使得证券业界深刻认识到对证券进行集中托管以减少乃至消除证券实际交付的必要,于是中央存管系统应运而生。在中央存管系统下,一个国家或地区建立中央存管机构(Central Securities

Depository, CSD),统一存放和管理所有使用该系统的投资者的各种证券,通过对需要清算的证券账户进行贷记或借记完成证券交割,以此代替证券凭证的实际交付。国外CSD一般并不直接为所有投资者开设证券账户、建立托管关系,而是只面对数量有限的客户(即所谓的参与人),后者再面对自己的客户,直至最终的投资者。

换言之,中央存管系统在国外通常是同证券间接持有体制相联系的。我国证券业界习惯上将中央存管机构与参与人之间的托管称为存管,以区别于证券经纪人与投资者之间的托管。事实上二者在性质上并无区别,只是涉及的层级和托管关系的主体不同而已。国外有关文献在提及存管机构(depository)的职能时,并没有一个专门的词来表达所谓的“存管”服务,而是统称“托管”(custody)。因此,实际上称为中央存管或是中央托管,从法律角度看本无二致。

登记与托管是两种不同的行为,具有各自的内涵和法律后果。登记是法定的所有权认定和移转形式,托管则是一种契约行为,并不必然导致所有权的改变。即使是在中央存管系统下,如果法律没有赋予中央存管机构以法定登记机构的职能,那么其记录也不具有证明证券所有权的功能。在无纸化条件下,由于没有了实物证券的存在,无论登记还是托管都表现为电子簿记的记录和更改,如果只从行为方式观察很容易将二者混淆。此时必须从服务提供者的职责/功能及其行为的法律效果出发,才能对这两种服务及其引致的相应权利义务关系加以区分。但是,从另一个角度看,中央

存管系统的引入本身就是为了增加证券交易的效率和安全,如果中央存管系统的记录不能同法定登记记录有很好的衔接,那么势必影响交易的顺利进行和投资者利益的确定。根据证券市场的集中程度和无纸化程度,衔接大致可以通过三种方式来实现:其一,中央存管机构与法定登记机构实现联网,在中央存管机构完成账户划拨后,法定登记机构对其登记记录进行相应变更。英国中央存管和结算机构CREST系统曾使用该方式。其二,赋予中央存管机构的账簿记录以法定所有权记录的效力,同发行人登记簿一起共同组成完整的证券持有人名册。例如2001年后的英国CREST系统负责无纸化证券的登记,传统登记机构则负责实物证券的登记,二者的记录均构成证券所有权的法定依据。其三,规定中央存管机构同时也是唯一的法定登记机构,集登记和托管职能于一身,其簿记内容构成证券所有权的唯一法定依据。我国即是该方式的典型。

证券持有主要是就证券的最终投资者(或称受益所有人)同证券发行人的关系而言:依投资者是以自己的名义直接拥有实物证券或者记录于法定登记机构的证券持有人名册,还是同其他投资者一起将证券集合以中介机构的名义登记,并通过在中介机构处的账户享有证券权益,可将证券持有方式分为直接持有方式和间接持有方式。如前所述,证券托管则是就证券投资者同证券托管机构的关系而言。从证券经纪人各自保管客户证券,到证券交易所专设证券托管中心统一保管,再到中央存管机构的集中保管,

证券托管也经历了从分散到集中的演变过程。证券持有方式与证券托管是密切相关但又相互区别的两个概念：一方面，无论是在直接持有还是间接持有方式下，都存在证券托管的问题，只不过托管关系的具体内涵有所变化；另一方面，分散托管或是集中托管，也并非直接或间接持有的判断标准，持有方式的定位主要取决于证券的权属登记。

新《证券法》框架下的澄清和存疑

我国证券市场是典型的无纸化、集中统一、直接持有(对A股而言)的市场。中国证券登记结算公司(“中登公司”)不仅为证券公司开立证券账户，还直接为投资者开立证券账户，同时管理证券公司总账户及其下的投资者明细账户。投资者的全部证券均以其自己的名义登记在中登公司的电子系统中，交易完成后的证券过户(以及非交易过户，如根据法院判决)也由中登公司直接对当事人的证券账户进行操作。

对于境外投资B股，实践中则长期遵循境外操作，采取名义人登记方式，即允许间接持有。1995年国务院《关于股份有限公司境内上市外资股的规定》第22条规定：“境内上市外资股的权益拥有人，可以将其股份登记在名义持有人名下。境内上市外资股的权益拥有人应当依法披露其持股变动信息。”据此，中登公司2002年《关于落实〈证券账户管理规则〉中有关B股账户业务补充通知》第7条规定：“境外投资者可以名义持有人的名义开立证券账户。”证监会2006年



证券登记结算系统的平稳运行有赖于相关主体权责关系的明晰划分和界定。图/Phototex

4月颁布的《管理办法》第18条规定：“证券应当记录在证券持有人本人的证券账户内，但依据法律、行政法规和中国证监会的规定，证券记录在名义持有人证券账户内的，从其规定”，以部门规章形式对间接持有的可能性进行了规定。然而，先期通过的新《证券法》却最终没有纳入此前提交修订草案中包含的关于证券公司受托持有证券的内容，令《管理办法》例外规定的上位法依据被虚置。

对于我国的证券托管体制，中登公司近年来一直主张的定位是“中央登记(存管)，二级托管”，这种观点在很大程度上也得到了证监会的认同。按照这种解释路径，中登公司只是负责所有投资者证券的集中登记，但并不直接同投资者建立托管契约关系、承担托管责任；投资者的证券是先托管在证券公司处，再由证券公司托管在中登公司处——为示区别，将后一层托管关系称为存管——中登公司只对证券公司承担托管责任。不过，这种解读在《证券法》修订前却面临困

难。1998年《证券法》中包含“托管”字样的条款共有5条，即第146~148条、150条、153条，而所有这些条款都指向中登公司，并未提及证券公司或其他机构。其中最重要的第150条明确规定：“证券持有人所持有的证券上市交易前，应当全部托管在证券登记结算机构。证券登记结算机构不得将客户的证券用于质押或者出借给他人。”

新《证券法》将上述条款中的“托管”全部修改为“存管”，但我们难以确知这种改变是反映了对“中央存管，二级托管”主张的支持，还是为与新《证券法》新增的、作为问题证券公司风险处置和市场退出方式之一的“(其他机构)托管”(新《证券法》第153条、154条)相区别。更重要的是，新《证券法》并无任何条款赋予证券公司或其他机构与中登公司的“(中央)存管”职能相对而言的“(二级)托管”职能，这就使得上述“正名”缺乏实质意义——不管是叫“托管”还是“存管”，既然只有中登公

司一家机构行使这种职能，那就都是一级体制。因此，只要《证券法》在这个问题上没有更清晰的表述，“中央存管，二级托管”的主张或实践就始终面临潜在的合法性质疑。

在中登公司开立证券账户首先具有所有权登记的意义，证券账户内的记录是账户开立人持有证券/享有证券权益的法定依据，这一点没有争议。争议在于，这一行为是否还具有建立托管关系的意义。换言之，投资者在中登公司开立证券账户后，是否当然意味着与中登公司之间建立了托管关系，从而与后者确立了相应的托管权利义务？这接下来又决定着投资者能够就证券账户的不当划拨向中登公司追究责任。

按照1998年《证券法》的规定，应该得出上述结论。相反，“中央登记(存管)，二级存管”的主张，恰恰便是要将开立证券账户与建立托管关系脱钩，使其仅具有所有权记录的意义。新《证券法》将中登公司的“托管”变更为“存管”，从形式上为“脱钩说”提供了空间。《管理办法》进一步朝这个方向作了努力。该办法第五章“证券的托管与存管”规定：投资者应当委托证券公司托管其持有的证券，证券公司应当将其自有证券和所托管的客户证券交由中登公司存管；中登公司为证券公司开立客户证券总账和自有证券总账，用以统计证券公司交存的客户证券和自有证券，证券公司应当委托中登公司维护其客户及自有证券账户；投资者应当与证券公司签订证券托管协议，并同意由证券公司委托中登公司办理其证券账户与证券公司证券交收账户之间

的证券划拨。

上述规定是在我国全面无纸化和直接持有的现实下，向“二级托管”竭力靠拢的体现。据此，证券投资者(通过证券公司)在中登公司开立的证券账户将仅仅具有所有权登记的法律意义，在形式上会成为中登公司为证券公司开立的“客户证券总账”下挂的明细账户；中登公司虽然掌握每个投资者明细账户的信息，但仅具有统计意义，并不为此承担托管责任；中登公司对投资者证券账户内证券的划拨是基于证券公司的委托，证券公司又是事先获得投资者的概括授权(“同意”)，并不表明中登公司与投资者建立了托管关系。

应当说《管理办法》的上述规定在逻辑上是能够自圆其说的，也在很大程度上考虑了同现有体制的协调。但是，有两个问题仍然无法回避，需要进一步思考和澄清：首先，关于中登公司和证券公司在证券托管上的分工，新《证券法》没有任何规定，包括原则性规定。尽管现行《证券法》已经将中登公司的相关职能称为“存管”，但并未对与此相对的证券公司的“托管”职能有任何规定。因此，《证券登记结算管理办法》的“两段论”，固然可以认为是证监会根据新《证券法》的授权，对“存管”实现方式的具体化规定，但也未尝不可以从《证券法》只规定由中登公司行使存管职能，而未明确赋予任何其他机构类似或相关职能的角度出发，认为“两段论”是对《证券法》的逾越甚至违反。

其次，无论是证券公司还是投资者，其证券账户均由中登公司统一开

立和维护(投资者在证券公司开立证券账户时，后者是作为中登公司的代理人履行职责，其法律后果归于中登公司)，并无区别。在此情形下，“两段论”的施行将造成这样一个事实，即同样是证券账户，证券公司可以据此与中登公司形成托管关系，主张相应权利，对于投资者而言却只有记录意义，投资者无权据此与中登公司形成托管关系，相反却只有向作为开户代理人的证券公司主张权利。

对此问题的一个可能解答是，“证券账户”实际上是一个有多种内涵或功能的“集成账户”，出于简化手续的技术性考虑而集成在了一起：首先，它是一个“证券登记账户”，对于证券公司和投资者而言都是如此，并无区别。其次，它还是一个“证券托管(存管)账户”，基于托管(存管)协议而成立和存在，并成为托管关系的实现渠道。对于证券公司而言，证券登记账户和证券存管账户指向的都是中登公司，因此可以向中登公司主张托管相关权利；对于投资者而言，证券登记账户指向的是中登公司，而证券托管账户指向的则是证券公司，依据的是其与证券公司之间的托管协议。两个账户虽然从技术角度看是重合的，但具有不同的法律内涵，投资者不能根据登记账户向中登公司主张托管关系的存在，而根据托管账户主张权利时的对象也只能是证券公司。

证券结算领域

确立的新观念及原则

证券结算是指证券市场上的交易双方根据证券交易系统的成交结果确

定和履行相应权利义务的过程。具体而言, 证券结算包括清算和交收两个步骤。清算是指按照事先确定的规则计算交易双方证券和资金的应收应付数额的过程, 其结果是确定交易双方的履约责任。交收是指根据清算结果, 交易双方通过转移证券和资金来履行相关债权债务的过程。只有交收完成之后, 一笔证券交易才算真正实现。从此意义上讲, 证券结算是证券市场交易持续进行的基础和保证。正因如此, 新《证券法》及《管理办法》着力确立登记结算公司作为共同对手方的观念以及与之配套的若干原则。

从证券交易结算的流程来看, 证券登记结算公司扮演着核心角色, 即多边净额清算模式下的共同对手方。多边净额清算模式是以结算参与人为单位, 对其所有交易的应收应付证券和资金予以冲抵轧差, 每个结算参与者根据轧差所得出的净额与证券登记结算机构进行交收的结算方式。“共同对手方”, 又称为“中央对手方”(Central Counter Party, CCP), 是指在多边结算情况下, 证券登记结算机构介入每笔证券交易合同的买方和卖方中间, 成为“所有买方的卖方”和“所有卖方的买方”, 承担担保交收的责任。实践中, 多边净额清算模式往往是与共同对手方联系在一起的两项制度。

共同对手方是为了适应现代证券交易下增大的交易量和证券无纸化的需要而产生, 其目的在于减少中央结算层面资金和证券的流转。通过事先签订协议, 结算参与者之间的债权债务关系概括转移(合同权利义务一并转

让)至中央登记结算机构, 中央证券登记结算机构按照货银对付的原则和净额交收的方式(互负债务的抵销, 只交付不足抵销部分), 与其参与者进行结算。在英美法系国家, 该过程被称为“约务更替”(Novation), 即所有证券交易在交收阶段, 买卖双方之间的合同变更成为证券登记结算机构与买方及与卖方的两份合同, 因而证券登记结算机构成为所有合同的当事方, 承担对任何一方履约交收的责任, 享有依据合同关系对违约交收财产的留置权、处分权等权利。

但是这样的“约务更替”安排, 实际上也将证券交收的违约风险集中在共同对手方身上。特别是过去我国实践中没有实行完善的货银对付原则, 共同对手方的结算安排实际上给证券结算机构累积了大量的违约风险。借鉴约务更替安排, 同时考虑我国《合同法》第88条、第99条等相关规定, 《管理办法》第45条明确“证券登记结算机构采取多边净额清算方式的, 应当根据业务规则作为结算参与人的共同对手方, 按照货银对付的原则, 以结算参与人为结算单位办理清算交收。”同时《管理办法》对“共同对手方”作出明确的定义, 即“在结算过程中, 同时作为所有买方和卖方的交收对手并保证交收顺利完成的主体”, 并规定了中央对手方的具体方案, “证券登记结算机构与参与多边净额清算的结算参与者签订的结算协议应当包括下列内容: (1)对于结算参与者负责结算的证券交易合同, 该合同双方结算参与者向对手方结算参与者收取证券或资金的权利, 以及向对手方结算参与者支付资金或

证券的义务一并转让给证券登记结算机构; (2)受让前项权利和义务后, 证券登记结算机构享有原合同双方结算参与者对其对手方结算参与人的权利, 并应履行原合同双方结算参与者对其对手方结算参与人的义务。”以结算协议必备条款的形式明确了登记结算机构担当共同对手方角色的法律内涵, 厘清了登记结算机构与结算参与人在多边净额清算中的权利义务。这一规定正式确立了中登公司的“共同对手方”的地位, 具体界定了其通过约务更替成为参与者共同交收对手的过程和法律含义, 确认了实践中的做法, 夯实了证券结算制度的法律基础。

在此前提下, 为防止个别结算风险积累和蔓延而引发系统性风险, 从而威胁到结算系统乃至整个证券市场的稳定, 新《证券法》和《管理办法》还确立了一系列机制来保障证券登记结算公司不受结算参与者自身风险的影响。新《证券法》规定了货银对付原则、登记结算机构有权收取交收担保、有权处置违约参与者财产等内容, 而《管理办法》对这些规定进一步细化, 确立了包括分级结算原则、货银对付原则、结算财产履约优先原则, 以及交收担保、证券结算互保金在内的证券结算风险防范机制。

分级结算原则规定证券登记结算机构的交收对手是结算参与者, 而不是结算参与人的客户; 证券登记结算机构负责办理其与结算参与者之间的集中清算交收; 结算参与者负责办理自己与客户之间的清算交收。基于二级结算的制度安排, 投资者并不直接参与中央证券登记结算公司的结算流

程，而只是与接受其委托的结算参与人进行二级结算。投资者之所以被称为“客户”，乃是基于其与证券公司之间的法律关系，即投资者是作为结算参与人的证券公司的客户。《管理办法》以及2005年10月中登公司发布的《结算参与人管理办法》，还就参与人资质条件、权利义务、风险管理、违约处理和纪律处分等方面提出要求，以保证证券登记结算机构交收对手的履约能力。

货银对付(DVP)原则是指证券登记结算机构与结算参与人在交收过程中，当且仅当资金交付时给付证券、证券交付时给付资金，俗称“一手交钱，一手交货”。为保证货银对付的实施，《管理办法》规定：集中交收前，结算参与人应当向客户收取其应付的证券和资金，并在结算参与人证券交收账户、资金交收账户留存足额证券和资金。而且，结算参与人与客户之间的证券划付，应当委托证券登记结算机构代为办理。在集中交收过程中，证券登记结算机构应当在交收时点，向结算参与人收取其应付的资金和证券，同时交付其应收的证券和资金。为了保证交收的最终性，《管理办法》明确“交收完成后不可撤销”。

结算财产履约优先原则，是指在证券交易所依据依法制定的交易规则达成证券交易结果、发生清算履约义务后，清算履约义务人的财产在偿付其他债务之前首先用于向结算机构清偿清算交收债务的制度。《管理办法》第59条对处于交收过程中证券和资金的强制执行问题进行了明确规定，确立了“结算财产履约优先原

则”。尽管《管理办法》非常明确地规定了结算财产的范围，必须指出的是，《管理办法》在法律层级上只是证监会颁布的部门规章，其法律效力要低于法律和行政法规。如果按照其他法律规定，可以认定上述账户中的证券和资金属于结算参与人或者投资者的破产财产的话，难保《管理办法》确立的结算财产履约优先原则不成为一纸具文。因此，有必要推动《破产法》、《担保法》等法律法规的完善和协调，特别是在为金融机构破产立法时，对“结算体系参与人破产清算不应影响共同对手方正常交收”加以更为明确的规定，以防范潜在的法律风险，因为证券登记结算机构的优先权事实上对以投资者保护为重心的证券公司破产制度构成了一项例外。

结论

证券登记结算系统的平稳运行有赖于相关主体权责关系的明晰划分和界定，需要给予登记结算机构必要的权限和豁免，以降低系统运转失灵的风险。同时，投资者保护作为证券法律制度的首要目标，同样适用于证券登记结算领域。良好的制度设计，必须兼顾效率和公平，寻求恰当的平衡。

整体上，我国证券公司的交易通道功能目前没有改变，然而伴随技术的不断进步，重新划定交易参与各方职责的任务将是长期的，并将持续影响到登记结算领域。登记结算机构试图在自己和证券买卖双方之间设立防火墙的愿望，在《证券法》修订中得到了一定程度的实现，但分离的明晰度

上结算环节显然要好于登记托管环节。“存管”含义如何，《管理办法》效力怎样，不同的解读将导向相反的责任分配，今后恐怕仍会成为争议的焦点。此外，虽然新《证券法》和《管理办法》在相当程度上厘清了证券登记结算法律关系，但其中也留有可商榷的空间。例如，如何处理《管理办法》生效之前已发生的问题，如何尽快实现货银对付使法律规定与实践相契合，以及如何认识客户资金托管银行在证券结算中的法律地位等等。

我国证券市场正处于迅速变化的进程中，实践发展将不断对证券登记结算系统提出挑战。在现阶段保险和银行资金入市、金融衍生产品品种增多、融资融券开展的情况下，证券登记结算体系更须进行相应的调整。防范证券登记结算风险和提高证券登记结算的效率需要注意调整监管方式。

一方面，要深入研究适应不同品种和风险管理需要的结算模式，提供灵活多样的结算服务，满足不同品种和结算参与人的结算需求。另一方面，金融市场的各监管部门应当建立信息共享互通的机制，以形成协调一致的证券结算监管体系。例如，针对客户资金第三方存管就应建立有效机制，充分发挥存管银行的协同监管角色。此外，对于一些基础性的法律制度如信托，学术界和管理层有必要开展广泛深入的探讨，达成共识，避免在无端的画地为牢中进退失据。我国领导人已指出，中国的崛起需要一个强大的资本市场做支撑。作为其中一块重要的基石，证券登记结算领域的风险及其规制期待有识者的持续关注。