

证券登记结算法律制度完善研究

中国人民大学课题组*

摘要:现代资本市场主要是围绕证券发行、交易、登记结算三大活动来运行的;其中,证券登记结算体系作为资本市场的后台系统,具有不可或缺的地位。然而,我国现在实行的单一化证券登记结算制度,难以满足多层次资本市场和多元化证券品种发展的需要。本文基于无纸化环境下多层次资本市场和多元化证券品种发展的需要,探讨适度放开证券登记结算业务管制,建立市场化、有竞争的多元证券登记结算业务系统的制度设计;同时以证券登记效力规则和持有模式为核心,构建无纸化证券确权、交易的民商事规则。

关键词:登记 托管 持有 结算 效力

近年来,随着资本市场信息系统和网络建设的不断发展,证券登记结算体系对资本市场发展的基础性作用日益显现出来。现代资本市场主要是围绕证券发行、交易、登记结算三大活动来运行的;其中,证券登记结算体系作为资本市场的后台系统,

* 课题组负责人为中国人民大学叶林教授,课题组成员包括张昊、邹启钊、徐展、胡传高、赵刚。

具有不可或缺的地位。

证券登记结算机构的功能和地位很重要,它是投资者持有证券事实的确认者,投资者证券资产的保管者,投资者账户的管理者,交易达成后钱券清算交收的组织者。^[1]因此,一个安全稳定、高效运行、风险可控的证券登记和结算体系,已经成为资本市场建立、运转和发展的基础,它不仅在微观上保障证券财产和证券交易的安全,而且在宏观上承担了促进证券市场运行效率,防范资本市场区域或系统性风险的重任。

然而,我国现行《证券法》对证券登记结算制度的立法支撑尚显薄弱。立法支撑不足主要表现在:一是无纸化证券缺乏足够的登记结算法律规范安排,导致我国证券市场无纸化十几年以来始终处于无法可依、有法难依的窘境。^[2]二是单一化的证券登记结算制度难以满足多样化证券品种、多层次资本市场发展的需要。现实地看,需要通过修改《证券法》,进一步完善证券登记结算制度,以维护资本市场公开、公平、公正,维护投资者特别是中小投资者合法权益,促进资本市场健康发展。

一、我国证券登记结算体系与证券持有模式的选择

世界范围内,由于法律传统与法律体系等客观条件的不同,各国证券登记结算体系与证券持有模式呈现多样化的形态,并构成不同的体系与持有模式。不过,虽然不同模式在构造上有所区别,但其追求的目标却并无二致:安全、高效、低成本与国际化。因此,对证券登记结算体系与证券持有模式的选择,就是一个在给定的法律传统与现实等客观条件下,选择与调整证券登记结算体系与证券持有模式,从不同的法律路径达成上述四个目标的平衡与统一。

[1] 屠光绍:“进一步完善证券登记结算体系”,载《中国证券登记结算法律国际研讨会会议材料》。

[2] 欧阳译华:“加快我国证券无纸化立法”,载《中国金融》2008年第6期。

(一) 建立适度集中和多元竞争的证券登记结算体系,是资本市场发展的必然选择

在我国,自20世纪90年代初上海、深圳证券交易所开始营业,进而形成集中交易证券市场以来,资本市场快速发展,基础性制度建设不断加强,建立了较为完善的法律法规、市场组织和市场监管体系。^[3]不过,由于我国证券市场属新兴市场,而且正处于转轨的特殊阶段,市场发展日新月异,法律、法规的滞后现象也显而易见,难以满足多元化证券品种与多层次资本市场的需求。明显的例证是:我国实体经济中的大、中、微型企业分别有数千家、数十万家和1000多万家,这种企业层次在客观上需要一种“金字塔”形的资本市场体系与之匹配。但是,我国市场却呈“倒金字塔”形。现有的上市公司主要是大中型、成熟型企业,场外市场功能尚未有效发挥。由于市场体系结构不健全,加之市场的弹性和包容性不够,导致实体经济中大量真正初创的、新兴业态的、新商业模式的企业不能得到应有的支持,知名网络公司很少在国内上市,对文化创意、“三农”、高科技、现代服务业等领域的服务远远不足。^[4]

为了加快多层次资本市场建设步伐,提高资本市场服务实体经济的能力,需要加快推动中小企业股份转让市场、区域性股权交易市场、机构间证券交易市场和柜台交易市场的建设。而现行《证券法》下单一的证券登记结算体系显然无法满足各类资本市场不同证券形态、不同交易形式和不同市场环境的登记结算需求。因此,在修改《证券法》时,必须完善证券登记结算制度,建立起能够涵盖多层次、多类型证券登记结算机制的制度,既要满足交易所上市证券的证券登记结算业务需求,也要满足各种场外市场和小额私募发行证券的登记结算业务需要。

另一方面,在发达证券市场,证券交易品种十分丰富,除了股票和债券这两个基本证券品种外,还有各种资产支持证券、集合投资金融产

[3] 参见中国证监会:《中国资本市场二十年》,中信出版社2012年版,第1页。

[4] 参见申屠青南:“多层次资本市场建设步伐将提速”,载《中国证券报》2013年3月18日。

品以及各种证券衍生产品。目前,我国《证券法》明确确认的证券品种较为单一,主要是股票和公司债券。但我国金融市场中还存在很多具有证券实质特性的金融产品,如具有债券性质的中票、短融券等,具有资产支持证券性质的信贷资产证券化产品,具有集合投资金融产品性质的集合信托计划、理财产品等。这些不同的证券品种对登记结算的方式也有着不同的要求。随着《证券法》的修改,广义“证券”将纳入《证券法》的调整范围。如果没有相应配套适用的登记结算体系设计,这些非典型证券的投资者将难以保障自己的合法权益。因此,证券登记结算体系选择上既要考虑传统的股票、债券等典型证券,又要考虑在金融市场中广泛存在的资产支持证券、集合理财产品、份额化投资权益等非典型证券的登记结算需求。

基于以上考虑,《证券法》可以将证券登记结算机构的种类从中央证券登记结算机构扩张到兼营证券登记结算服务业务的机构。市场参与人不仅可以通过中央登记结算机构统一进行证券的登记结算,也可以委托给其他人如证券公司、银行、区域性股权交易市场等经批准从事证券登记结算服务业务的机构进行登记结算,符合条件的证券发行人还可自办登记而由投资者自行结算。

具体而言,鉴于公开发行的证券涉及不特定的投资者群体,牵涉面广,社会影响大,由专业、中立的第三方专业登记结算机构办理证券登记结算服务较为稳妥。对于上市交易的证券,基于集中交易、连续交易产生的大量的结算和及时登记工作,由集中统一的中央证券登记结算机构办理上市交易证券的交易性登记,有助于保持证券交易所交易秩序的安全、快捷,避免多头登记产生交易结算的不确定和不稳定;也有利于维护参与交易所交易的投资者的权益。而对于非公开发行的证券,证券发行人可以根据证券种类、发行人登记系统建设情况、登记成本等因素自主选择自办证券登记或委托证券登记结算机构办理证券登记结算服务。从而形成我国资本市场适度集中、多元竞争的证券登记结算体系。

(二) 多种持有模式并存,是我国资本市场创新发展和对外开放的必然选择

如何完善我国证券持有模式,须对世界范围内的证券持有模式进

行综合考察与分析。由于证券持有模式高度的立法技术性特征以及证券持有模式与国际证券市场对接的现实需求,有关证券持有模式的国际经验将对我国相关制度的完善具有重要的启示意义。

1. 证券直接持有模式

关于直接持有模式,2000年11月召开的海牙国际私法会议发布的报告《间接持有体系下证券处置的法律适用》指出,证券所有权的基本法律模式是对证券的直接持有。对不记名证券,所有人直接持有凭证。对记名证券,所有人姓名记录在发行人或其代理人的登记簿册中。在这两种模式中,所有人的权益是直接的财产权。^[5]也就是说,证券的实际权利人即是证券的登记权利人,在权利归属上“名”、“实”一致,因此各项法律关系较为直观,也相对较为简单。不过,在证券无纸化与集中托管的情形下,证券持有人并不实际占有纸质凭证,交易中也不涉及实物证券的交付。

20世纪末,英国、美国、澳大利亚、我国香港地区等国家和地区的证券市场均推出了证券直接持有系统,将证券权利直接登记到实际投资者名下。比较起来,现今高科技支持下的直接持有系统不仅交易效率并不逊色于间接持有系统,而且在投资者保护上反而更为有利——实际投资人也是法律上的名义所有人,证券中介机构既难以挪用其证券,证券中介机构本身的破产也不会对实际投资者的证券权利产生实质性的影响。

2. 证券间接持有模式

在证券的间接持有模式中,在发行人或发行人的代理人维护的登记簿册中登记的证券权利人,并非证券的投资人,而是投资人委托的名义权利人。因此,投资人在名义上并不对证券享有权利,其只能通过名义权利人间接享有证券权益。依照传统民法,在这种情况下,实际投资人对名义权利人的权利仅仅是合同上的请求权,即投资人仅享有依据合同请求其名义权利人交付特定数量和种类证券的权利。因此,在名

[5] 参见中国证券登记结算有限责任公司编译:“间接持有体系下证券处置的法律适用”(海牙国际司法会议2000年11月),载《国际组织证券登记结算业务重要文献》(下册),第176页。

义权利人不当处置证券或破产的情况下,投资人将面临损失部分甚至全部证券利益的风险。显然,间接持有模式下,投资者权利的保护大大低于直接持有模式。为矫正投资人权利的过分减损,使投资人在证券间接持有模式中享有可靠的财产权益,许多国际机构进行了大量研究并提出了相应的建议,而许多国家或地区也对其相关的法律进行了改造。

不同国家或地区对其法律进行改造的路径主要有两种:一是在传统法律框架内进行;二是创设新的财产类型,而不是从投资者、发行人关系上进行解释。

第一类以法德等国的共有权为代表,即将登记在名义权利人处的证券视为全部实际投资人证券的集合体,全体实际投资人对该证券集合体享有共同所有权,但各投资人只能按比例提出请求权。这种对证券共同持有的类型又可细分为两种情况。^[6]

(1)对实际混合证券(actual pool of commingled securities)的共同持有,即众多投资人将证券集中登记在中介机构名下,中介机构名下的证券实行真正的混合集中式托管,每位投资者的证券无法再特定区分。德国、加拿大和英国目前的证券持有体系均属此类。在英国,由于传统信托法上区分法定所有权与衡平所有权,因此,该结构不构成对既有法律的冲击:按照信托法的结构,实际投资人相当于信托法律关系中委托人和受益人,而与投资人发生直接法律关系的中介机构则相当于受托人的地位,即中介机构是证券的法定权利人,投资人是证券的受益所有权人(衡平法所有权人)。在德国,《证券托管和持有法》中区分了证券单独持有和证券共同持有。在共同持有中,投资人共同持有保管在中央证券存管机构的证券。在加拿大,投资人按比例共同持有中介人名下的证券。

(2)对名义混合证券(notional pool of securities)的共同持有。在此种情况下,投资人在证券中间人处的实物证券并未被真正混合,但是法律规定将证券中间人托管的证券视为一个财产集合体,全部投资人对该部分证券享有共同所有权。比利时1995年修改后的62号皇家法令

[6] 参见刘晓明:“证券持有模式法律制度研究”,中国政法大学2006年硕士学位论文。

认为,无论实物证券在哪里,通过同一证券中间持有人持有某个证券的全部投资人对这部分证券享有共同所有权,其唯一依据是证券中间人维护的簿记记录。62号法令同时赋予了投资人在证券中间人破产时对证券的追索权。卢森堡1996年修改后的公国法令定义了通过证券中间人持有某种不记名证券的投资人对该部分证券享有共同所有权。与比利时的62号皇家法令相似,卢森堡公国法令也赋予了投资人在证券中间人破产时对证券的追索权。^[7]

第二类是将投资者通过中介机构持有的证券财产权定义为一种新型的财产权益,以美国的证券权益为代表。IBA的报告认为:投资者对通过金融中介机构(financial intermediary)而持有的证券享有的权益,应被立法定义为或被解释为与金融中介机构存在直接契约关系的持有人对金融中介机构持有的证券权益或证券集合按比例享有的一种权益,这种契约关系仅以持有人在金融中介机构开设的账户作为证据;而不能被认为是一种对特定证券具有溯源性的财产权(a traceable property right)或仅仅是契约请求权(contractual claim)。1997年IOSCO的《新兴市场清算和交收的法律框架》引述了该概念。该种类型最为典型的是美国1994年版的《统一商法典》(UCC)第8章规定的“证券权益”。该章是有关证券转让的规定。在1994年以前的版本中,相关规定建立在传统的投资者直接持有实物证券的基础上的,但该版本认可通过簿记系统而持有证券的间接持有体系,并且将投资者间接持有的证券财产权利定义为一种新型的财产权益及证券权益。证券权益有以下特征:(1)证券权益自身为一种独特的产权形式(a unique form of property interest),是一种新型的财产权,而不仅仅是对中介机构的一项“对人请求权”(personal claim)、单纯的契约上请求权。保管证券的中介机构并不能拥有被保管的证券的所有权,客户对其享有的不是一般的债权;(2)证券权益是证券权益持有人(投资者、客户)(the entitlement holder)与其开立账户的券商(作为一般托管机构的中介

[7] 参见中国证券登记结算有限责任公司编译:“间接持有体系下证券处置的法律适用”(海牙国际司法会议2000年11月),载《国际组织证券登记结算业务重要文献》(下册)。

机构)相对而言的权利,是在证券托管与登记结算领域内的,而非在交易领域;(3)证券权益是客户在他与为其开立账户的中介机构的法律关系中所享有的权利的组; (4) 证券权益不能脱离特定的客户与为其开立账户的特定中介机构而存在;(5) 证券权益只由中介机构开立的账户来证明。证券权益有以下内容:(1) 权益持有人不承担中介机构其他经营的信用风险,即中介机构为客户持有的财产不受中介机构一般债权人的追索;(2) 中介机构在持有的财产和权益持有人拥有的全部权益之间建立对应关系;(3) 中介机构将有关证券的权益分配转移至权益持有人;(4) 中介机构按照权益持有人的指令行使投票权以及证券所有权的其他权利和特权;(5) 中介机构按照权益持有人的指令转移或以其他方式处置权益余额;(6) 权益持有人可以指令中介机构,采用其他证券持有方式,将其持有的权益余额转换,如以证书的形式。上述权利的组称之为证券权益(security entitlement)。不过,尽管证券权益(security entitlement)这一概念被 IBA 的《证券所有权、转让、抵押法律的现代化》所推崇,但该概念系美国法上的,因此在大陆法系国家并未被广泛接受。^[8]

3. 证券混合持有模式

证券直接持有模式与间接持有模式,是证券持有的基本模式,但具体到一个国家或地区,单一持有模式并不一定能满足其证券市场的需求。因此,大部分国家和地区的证券持有体系都采用是直接持有与间接持有并行的体系,即所谓的混合模式。

在美国,证券的直接持有系统和间接持有系统相互并行、互为补充。投资人通过直接持有系统 DRS(the direct registration system)直接持有证券并进行证券的交易;但是绝大部分投资人是通过全美证券结算公司 NSCC(National securities clearing - corporation)以及美国存管信托公司 DTC(Depository trust company)在间接持有系统中持有证券并进行交易。英国的直接持有系统和间接持有系统同为一个系统,即 CREST 系统。该系统既支持证券的间接持有,同时也为投资人提供直

[8] 参见涂建、毛国权:“证券登记与托管的国际经验与中国实践”,载中国民商法律网,<http://www.civillaw.com.cn/article/default.asp?id=13180>,2013年9月1日访问。

接持有的服务。我国香港地区在 1998 年之后也开始推行证券的直接持有与间接持有相并行的体系。在此之前,香港中央结算公司 HKSCC 实行证券的间接持有系统。香港证监会于 2003 年 10 月发布了《有关无纸化证券市场的建议运作模式的咨询文件》,根据该咨询文件香港证监会将在香港证券市场推行“分立登记册模式”。该模式将股东名册分为两个部分:一部分是由香港中央结算有限公司管理的证券账户登记册,另一部分是由发行人管理的证券账户登记册。发行人登记册记录中央结算系统以外的无凭证式股份,两个登记册的投资人持股记录互不重复。这一模式在性质上属于证券的直接持有。这样,投资人通过香港中央结算公司 HKSCC 可以选择以直接或者间接方式持有证券。〔9〕

4. 证券透明持有体制

为了协调与融合不同的证券持有体系及不同法系视为证券持有制度,国际统一私法协会(UNIDROIT)在《中间人持有证券实体法公约》(以下简称《公约》)中采用了功能主义(functional approach)的国际立法方法,不再沿用传统的直接持有或间接持有的分类,而是提出了新的划分标准:透明还是不透明的证券持有体制。直接持有还是间接持有是根据投资者和发行人之间的关系进行划分的,而透明还是不透明的证券持有体制是根据 CSD 的账簿记载能否直接体现投资者的持有状况而区别。此分类不考察投资人和发行人之间是否存在直接关系,而是强调投资人与 CSD 之间的关系,关注 CSD 是否直接掌握与“看穿”终端投资者的证券账户情况。

“透明持有体制”概括了至少四种情形:(1)CSD 以实际账户持有人的名义直接维护证券账户,中间实体仅仅对投资者账户予以技术性操作(比如代位操作等),这样的国家有芬兰、捷克、瑞典、澳大利亚等。(2)CSD 以中间实体(比如证券公司)的名义维护证券账户,直接和中间实体建立法律关系,不与实际投资者建立法律关系。这些中间实体的证券账户下同时反映了中间实体的下级中间实体至终端实际投资者的次级明细账,账户是透明和细分的,这样的国家有巴西、阿根廷等。

〔9〕 参见刘晓明:“证券持有模式法律制度研究”,中国政法大学 2006 年硕士学位论文。

(3)CSD 以与其建立直接法律关系的中间实体的名义和为此中间实体维护一个混同账户,中间实体再依此为其账户持有人(客户)维护各自独立的证券账户,由于各层级的账户信息需要常规性汇总,以便 CSD 能够随时掌握中间实体之客户的账户持有情况,因此对 CSD 而言,终端投资者的证券持有情况是透明的,这样的国家有西班牙等。(4)区分持有国内证券还是国际证券(international securities)可采取不同的模式:一种是账户持有人可以直接通过 CSD 持有国内证券,CSD 的账簿记载是唯一有效的权利证明;另一种是账户持有人必须通过一个已经在发行人股东名册上有记载或与境外 CSD 有业务联系的特殊实体而非 CSD 持有国际证券,这样的国家有英国、爱尔兰等。

应该说,在世界范围内,实行证券直接持有模式的是少数,而在参与《公约》的国家中更是属于少数派,因此透明体制实际是以间接持有模式为基础而发展的。《公约》之所以提出透明持有体制并相应地做出上述种种努力,目的是让《公约》能够适用于证券直接持有市场。

5. 我国资本市场对证券持有模式的选择

我国证券市场起步较晚,却具有后发优势,在交易所集中交易的股票和部分债券类的证券已实现无纸化与集中托管,并且直接登记在证券权利人名下,属于典型的直接持有体制和透明持有体制。与此同时,QFII、QDII 和境外投资者购买 B 股则采用了间接持有体系,交易所部分国债、银行柜台凭证式国债市场也采用了间接持有体系。可以说,我国在资本市场证券持有体制上采取的是混合持有体制。

根据对证券直接持有模式与间接持有模式的分析,应当认为,我国证券混合持有模式是适应我国资本市场发展的需求的。但是,问题在于我国《证券法》相关规则主要是以直接持有为蓝本设计的,缺乏对间接持有体制的法律支持。目前仅有《证券登记结算管理办法》、《证券登记规则》、《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》等监管规章和自律规则针对间接持有体制下的证券持有规则作出规定。而证券持有体制涉及证券持有人享有、行使证券权利这类基本民事法律关系问题,监管规章和自律规则在法律层级上不足以确定基本民事法律关系。《证券法》有必要提供相应法律效力上的规范,保护间接持有证券投资者的合法权益。

例如,在间接持有体系下,发行人、中央证券登记结算公司和证券投资者之间介入了中介持有机构,即名义持有人。中介持有机构的存在,切断了发行人和证券投资者(实际持有人)之间的法律联系。这就使得证券投资者必须依赖中介持有机构实现自己的证券权益;同时也为中介持有机构挪用、盗用证券投资者证券提供了便利。因此,《证券法》有必要规定名义持有人负有定期向中央证券登记结算机构披露证券实际持有人的义务。那么即便在发行人和投资者之间隔着中介持有机构,这种持有链条也是可以通过中介持有机构的信息披露透视的。发行人完全可以通过中央证券登记结算机构了解到最终实际持有人的证券持有情况。这为实际持有证券的投资者行使和主张证券权利提供了便利。

二、证券登记的法律效力研究与制度选择

证券登记是证券发行人或证券登记机构对证券权利的归属、变动及权利状况进行记载的法律行为。证券登记的核心目的是确认证券权利,确保证券交易安全。

由于现行《证券法》没有设置证券登记的法律效力规则,导致证券归属和交易的效力问题只能依赖于《物权法》和《合同法》的规则加以判断。然而,在无纸化证券形式成为证券市场主流证券形式,集中竞价、净额结算成为证券交易主要的交易、结算方式的现实环境下,《物权法》和《合同法》的规则不仅无法完全解决证券归属和交易效力问题,甚至可能影响到证券市场的交易安全。

权利正确行使的前提是权利的性质和内容明确。只有这样,在一个权利无处不在的社会里,权利与权利才能和平共处;在权利发生冲突时,才能够依赖对权利边界的判断来解决纠纷。权利的边界实质上就是权利的效力规则。我国《物权法》对证券间接持有制下的财产权益根本没有触及。然而,由于我国《证券法》没有确认间接持有制,对间接持有制下证券权益的确定,立法就不可能顾及。证券投资者是否拥有间接持有的证券权益以及证券权益的效力界定在法律上呈空白状

态。而《物权法》中只是提出了“私人合法的储蓄、投资及其收益受法律保护”。而现行法律未规定间接持有的证券权益的效力,保护又从何谈起?

除此以外,融资融券交易中的让与担保无法得到《担保法》和《物权法》的支持;而《合同法》上的撤销规则更是构成基于净额结算规则的场内交易连续性、安全性的重大法律威胁。

从国外立法实践看,证券登记的法律效力规则也不是完全依赖于传统民法体系中的物权制度和合同制度。如美国的统一商法典创设了基于间接持有的“证券权益”,日本通过《公司债、股份等账户划拨法》确定了无纸化证券的公示效力。

因此,我国《证券法》修订过程中,关于证券登记的制度安排,首先要解决证券登记的法律效力问题。

(一) 证券初始登记的效力

我国《证券登记结算管理办法》规定,证券公开发行后,证券发行人应当向证券登记结算机构提交已发行证券的证券持有人名册及其他相关资料。证券登记结算机构据此办理证券持有人名册的初始登记。^[10] 因此,在现行制度下,证券初始登记被定义为已发行的证券在证券交易所上市前,由中国结算公司根据证券发行人的申请维护证券持有人名册,并将证券记录到投资者证券账户中。

《证券登记结算管理办法》的规定无疑符合我国目前股票发行与上市一体的现实状况。但是,一旦放到多层次资本市场和广义证券的语境下,《证券登记结算管理办法》对于证券初始登记的理解就不准确了。事实上,证券初始登记分为两类:无纸化发行的初始登记和实物证券缴存时的初始登记。

1. 发行初始登记的效力

证券发行一般包括证券创设、资金募集和证券交付三个环节。发行初始登记,是指在无纸化发行条件下,证券发行人不发行实物证券,

[10] 《证券登记结算管理办法》第28条(2006年4月7日中国证券监督管理委员会令第29号公布,根据2009年11月20日中国证券监督管理委员会《关于修改〈证券登记结算管理办法〉的决定》修订)。

而是直接通过证券登记机构的证券簿记系统进行证券创设和交付,将证券直接记载于证券簿记系统相应证券投资者账户的行为。

与发行实物证券不同,无纸化发行不需要制作实物证券,不以证券制作、证券签章行为作为证券创设效力的依据。无纸化发行的证券以发行初始登记作为证券创设的依据。就技术层面而言,证券发行人在证券簿记系统中记载拟发行证券的品种、数量、发行人信息,无纸化证券即告创设成功。

权利人只能通过对证券账户的控制来实现占有无纸化证券,不能通过直接的实物占有方式来占有证券,证券交易也只能在账户之间通过划转方式进行。所以,无纸化证券只能通过证券账户进行交付。在无纸化发行条件下,将证券初次记入证券持有人的证券账户视为完成发行证券的交付,可以明确证券无纸化发行完成发行的时间点,便于判断证券发行是否成功。认购证券的投资者可据此及时向证券发行人主张权利。

因此,无纸化发行的证券,证券初始登记既具有创设证券的效力,同时也是判断证券发行阶段发行人是否履行证券交付义务的依据。

2. 实物证券缴存登记的效力

实物证券发行完成后,证券发行人或证券持有人希望在特定无纸化交易场所交易证券的,可以通过将实物证券托管至交易场所认可的证券登记机构进入该交易场所交易。证券登记机构接受实物证券托管后,为证券发行人或证券持有人进行的证券登记,即实物证券缴存时的初始登记。

与发行初始登记不同的是,在实物证券发行时,证券就已经通过实物证券制作和签章行为完成了证券创设。因此,实物证券托管至证券登记服务机构后进行的证券登记并不具有证券创设的效力。但是,为了避免实物证券与账户登记电子证券之间可能发生的权利冲突,我们可以赋予实物证券缴存时初始登记变更证券形式的效力,使得缴存证券登记服务机构的实体证券不再具有证券效力,从而使实体证券从非移动化进化为无纸化。这样,证券登记簿记系统内的证券无论是无纸化发行的还是缴存实体证券形成的,都具有了相同的证券属性。

因此,实物证券缴存登记应当具有转换证券形式和实物证券除权

的效力。

(二) 证券登记的公示效力

在理论上,权利是一种公众认知的利益存在形式,当权利失去了特定的表彰形式时,不仅社会公众无法识别权利的存在,也难以提供恰当的司法救济。果真如此,权利将沦为空谈。因此,以公众可识别的形式表彰民事权利,就成为宣誓民事权利的制度根基。证券权利可采用“纸质凭证”的表彰形式,也可采用无纸化的表彰形式。正因如此,证券无纸化的核心,一方面是以证券账户替代纸质证券,成为证券权利的主要表彰形式;另一方面也就意味着公司股东或者债券持有人名册的无纸化。^[11]

作为权利载体的证券,其表彰形式的外观公示效力对于证券本身有着重要的意义。甚至可以说,证券的外观公示效力是证券存在的基础。对于实物证券而言,证券的外观效力更多表现在证券实物凭证上。而对于无纸化证券,无论是证券账户还是无纸化的持有人名册,都是证券登记的产物。因此,无纸化证券的外观公示效力需要通过《证券法》证券登记制度的效力规则加以解决。

无论是对于证券发行人还是证券投资者,证券登记的外观公示效力无非是要解决证券权利归属和证券交易安全的问题。换言之,就是要明确证券权利推定力、决定力和公信力问题。

1. 证券登记公示效力的范围:必要记载事项

《证券法》规定了证券持有人登记簿的必要记载事项和证券账户的必要记载事项:一是能够明确证券登记服务机构的法定登记范围和具有公示效力的登记事项范围;二是能够确定证券登记服务机构托管责任的范围。

证券持有人登记簿的主要功能是使证券发行人了解自己所发行证券的权利人情况,从而能够根据证券持有人名册来组织证券持有人会议,履行发行人对证券持有人的义务。因此,证券的种类、发行数量、证券持有人名册、权利受限的证券情况应当作为证券持有人登记簿的必要记载事项。

[11] 参见叶林:“无纸化证券的权利结构”,载《社会科学》2009年第3期。

证券账户是证券持有人在证券发行人或证券登记服务机构开立的用以记载证券持有人所持证券信息的电子簿记账户。对于证券持有人和证券持有人的交易对手而言,证券账户是投资者持有证券的载体和交易证券的依据。因此,证券账户的必要记载事项应当以表彰证券持有状况和变动状况为内容,包括证券的名称、种类、持有数量、权利受限情况、基于账户记载证券权利获取的孳息和其他权益、账户记载权益的变动情况。

2. 证券登记的权利归属推定效力

证券权利归属的推定是财产法上的权利推定。权利推定属法律上的可反驳的推定之一种,其意思为,以某种特征之前提(前提事实)为依据,推定一个权利之存在。^[12]因此,证券权利归属的推定,可以在具体法律程序中,根据特定的事实予以推翻。换言之,未纳入登记的证券权利人,一定条件下可以通过对实际权利的证明,取得证券权利。

对于无纸化证券而言,证券登记的权利归属推定效力是证券确权的重要法律规则。英国、^[13]日本^[14]等国的证券立法均对证券登记的权利归属推定效力作出规定。

证券登记包括证券持有人登记簿和证券账户的登记,二者在权利归属推定效力上是有所不同的:

[12] 参见黄茂荣:《法学方法与现代民法》,中国政法大学出版社2001年版,第163页。

[13] 《英国无纸化证券规则》(The Uncertificated Securities Regulations 2001)(中国证券登记结算公司编《境外证券电子簿记立法资料汇编》第一辑)之24规定,登记簿条目的效力:在符合本《规则》第29条和本条下述相应条款的情况下,股东登记簿、运营者公共证券登记簿是依据本《规则》指示或授权而加入该登记簿的任何事项的初步证据,且在苏格兰是充分证据,除非有相反证据;运营者公司证券登记簿上记载的以无纸化形式持有单位证券的人的条目应是该单位证券所有权的证据;因本《规则》第22(3)(a)条设置的登记簿上的条目(如该单位证券能够以实物形式持有)应是该条目相关人对其被记载为以无纸化形式持有的单位证券享有所有权,如同以实物形式持有该单位证券享有所有权的初步证据,且在苏格兰是充分证据,除非有相反证据。

[14] 日本2004年修订的《公司债、股份等账户划拨法》在第76条、101条、151条规定,推定客户合法持有其账户记载或记录的电子登记公司债等权利。日本《股票保管及过户法》(1984年)第24条规定,参与人和客户账户根据其账户记载的股份数量,推定对托管的股份享有共有权。参见崔香梅“日本‘无纸化’证券善意取得制度新发展及其借鉴”,载《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版;中国证券登记结算公司编:《境外证券电子簿记立法资料汇编》(第一辑)。

(1) 证券持有人登记簿的权利归属推定效力。正如前文所述,证券持有人登记簿的主要功能是使证券发行人了解自己所发行证券的权利人情况,从而能够根据证券持有人名册来组织证券持有人会议,履行发行人对证券持有人的义务。因此,证券持有人登记簿的权利归属推定效力主要针对证券发行人和证券持有人会议的参与者。

由于公司法、破产法等法律法规还有关于股东名册、债权人会议等规定,当工商部门备案的股东名册与证券持有人名册发生矛盾,就会涉及名册效力的问题。从实践来看,由于证券转让的过户登记是无纸化证券唯一的交付方式。证券持有人名册一旦委托证券登记服务机构管理,证券登记服务机构在办理证券过户之后,会依据证券账户记载,制作相应的证券持有人名册。证券登记服务机构制作、保存的证券持有人名册,能够更加及时地反映证券持有人的持有状况变动情况。证券发行人需要根据证券登记服务机构提供的持有人数据,及时更新原来置备于公司或公司登记机构的持有人名册。

因此,《证券法》确定证券持有人登记簿作为证券发行人确定证券持有人权利和召集证券持有人会议的依据,有助于证券发行人依法履行义务,也有助于证券权利人行使权利。

(2) 证券账户的权利归属推定效力。从证券投资者的角度看,其持有、买卖的证券最终会反映在证券账户的记载上。就证券持有人与证券发行人之间的关系而言,能够表明证券投资者持有证券及享有的证券权利的,除证券持有人登记簿外,就是证券账户的记载。因此,对于证券投资者和证券交易而言,证券账户的权利归属推定效力对财产的静态安全具有更加直接的影响。

证券账户的权利归属推定作为一种财产归属规则,不可避免地要受到财产法基础——《物权法》的影响。依德国的立法与学说,《物权法》上的不动产登记簿的权利推定具有双重效力,即①积极效力——在土地登记簿上,某项权利被为某人的利益而登记的,推定为此人享有该项权利;②消极效力——在土地登记簿上,某项已登记的权利被注销的,推定该项权利不存在。^[15] 证券账户登记的权利推定效力应当具有

[15] 参见朱广新:“论物权法上的权利推定”,载《法律科学》2009年第3期。

相同的效果,即证券账户的权利归属推定效力主要表现在证券账户所有人在法律上被推定为账户内证券的合法所有人,证券账户记载的权利人被推定为具有记载的证券权利。如日本2004年修订的《公司债、股份等账户划拨法》在第76、101、151条规定,推定客户合法持有其账户记载或记录的电子登记公司债等权利。^[16]

证券账户的权利归属推定效力上,要解决的一个重要问题是证券账户登记与证券持有人登记簿登记冲突的问题。

由于投资者的证券账户信息记录依赖于证券登记服务机构的登记服务,而通常证券登记服务机构设定的证券持有人登记簿信息也往往是根据证券账户信息汇总形成的,当证券账户与证券持有人登记簿记载发生冲突,应当优先确认证券账户的记载准确性。

如果证券账户登记有错误,因证券登记服务机构是由证券发行人选定,并在发行证券时由证券发行人与证券登记服务机构签订委托办理证券登记的协议。证券发行人更有便利条件从证券登记服务机构取得证据证明证券账户登记错误。相反,证券持有人从证券登记服务机构取得证据证明证券持有人登记簿记载错误就比较困难。证券账户与证券持有人登记簿记载发生冲突,在立法上规定由证券发行人对证券账户登记有错误承担举证责任也比较合理。

3. 证券过户及权利变动的确定力

证券交易过程中证券结算分为清算、交收和过户登记三个环节,结算机构按照确定的规则计算证券和资金的应收应付数额;根据确定的清算结果,通过转移证券和资金实现相关债权;因此清算是交收的基础,交收是对清算的执行;过户登记则是登记机构对交收结果的确认和公示,过户完成证券交易終了。^[17]因此,证券过户登记的确定力是保障证券交易效力的基本规则。

然而,现行《证券法》仅规定了证券登记结算机构办理清算交收的程序。对于证券过户登记的效力缺乏规定。特别是对于非集中交易和

[16] 参见崔香梅:“日本‘无纸化’证券善意取得制度新发展及其借鉴”,载《证券法苑》第四卷,法律出版社2011年版。

[17] 参见周多:“我国证券账户体系的法律分析”,载《2011年中国法学会银行法学研究会年会论文集》。

非交易性过户的交付原则和效力缺乏规定。效力性规则的缺失容易导致证券过户过程中难以判断交付效力,从而导致纠纷。如有学者认为证券登记结算机构设置的证券持有人名册完全可以满足无纸化证券的表彰和证明的法律要求。因此,在证券权利变动上,证券登记结算机构的证券持有人名册具有优先适用的效力。^[18]而在多元化证券登记体系中,证券账户登记和证券持有人名册可能是分离的,以证券持有人名册作为过户效力的依据,显然会造成证券交易的不连续和不稳定。

对于实物证券而言,证券持有人的权利随证券交付而发生变动,证券的交付是证券持有人变动的生效要件。我国《物权法》第23条规定:“动产物权的设立和转让,自交付时发生效力,但法律另有规定的除外。”该规定可以作为实物证券权利变动的确定力规则。对于无纸化证券而言,由于不存在实物交付行为,如何确定证券过户及权利变动的确定力就需要《证券法》加以明确。

无纸化证券是通过证券登记服务机构对证券账户之间证券记载的增记、减记实现证券过户的,因此《证券法》应当通过确认这种账户增记、减记具有交付的法律效力来确定证券过户及权利变动的确定力。

一些资本市场发达的国家也是如此。如美国《统一商法典》规定:“证券在下列情况下被视为交付给购买人……证券结算机构在其簿记系统作出符合第8-320条规定的适当入账。”^[19]该法典第8-320条规定:“在中央存管系统内转让或质押证券:如果任何证券在结算机构的簿记系统上登记于转让人或质押人的账户上;那么,该证券或其代表的权益还可以转账方法进行转让或质押,即减少转让人或质押人的账目额,增加受让人或受质押人的账目额,转账的内容为转让或质押的债

[18] 参见周友苏、李红军:“无纸化背景下证券权利若干问题研究”,载《社会科学研究》2012年第4期。

[19] U. C. C. § 8-313 Transfer of a security or a limited interest (including a security interest) therein to a purchaser occurs only: ... (g) at the time appropriate entries to the account of the purchaser or a person designated by him on the books of a clearing corporation are made under Section 8-320.

务额,或股票数额,或权利。”^[20]日本《股票保管及过户法》第27条第2款规定,账户上的过户记载与股票的交付具有同等的效力。日本2004年修订的《公司债、股份等账户划拨法》第73、98、148条规定,根据电子账户划拨申请,当受让人的账户有相当于该转让部分的增额记录时,转让即发生效力。该法也是以电子账户的记录为确定权利转移的生效要件。^[21]

综上,《证券法》可以将证券登记作为无纸化证券转让等处分行为的生效要件。证券交付时,证券登记服务机构将其账户名下的证券划转到买受人账户实现交付功能;质押证券时,证券登记服务机构通过在其账户中加注质押标记,来实现质押。这些证券账户变动的记载是证券权利变动的生效要件。

4. 证券登记对第三人的公信力

登记的公信力是指对于登记内容予以信赖者,法律根据信赖内容赋予法律效果。纵使登记内容与实体关系不一致,法律亦视为登记内容正确,从而发生与真实的权利状况一样的法律效果。^[22]公信力是公示效力的必然结果,它赋予公示内容以一定范围的公信效力,从而保护交易安全,使善意第三人在无权处分的情况下确定地取得证券权利。换句话说,证券持有人在依法进行证券登记公示后,即使依证券账户或证券登记簿表现出来的证券权利变动有瑕疵,法律仍应保护基于信赖证券变动登记的真实存在而从事证券交易的人。在交易过程中,公信力规则有效地阻断了证券权利人对证券的追及效力,使连续发生的证券交易活动不会因原证券权利人主张权利而毁于一旦,从而保护了交

[20] U. C. C. § 8 - 320 Transfer or Pledge Within Central Depository System. (1) In addition to other methods, a transfer, pledge, or release of a security or any interest therein may be effected by the making of appropriate entries on the books of a clearing corporation reducing the account of the transferor, pledgor, or pledgee and increasing the account of the transferee, pledgee, or pledgor by the amount of the obligation or the number of shares or rights transferred, pledged, or released, if the security is shown on the account of a transferor, pledgor, or pledgee on the books of the clearing corporation; is subject to the control of the clearing corporation.

[21] 崔香梅:“日本‘无纸化’证券善意取得制度新发展及其借鉴”,载《证券法苑》(第四卷),法律出版社2011年版。

[22] 肖厚国:《物权变动研究》,法律出版社2002年版,第324页。

易的动态安全。这对集中交易的证券交易场所尤为重要。

因而,公信力是一种以合理信赖为保护对象的制度。在现代社会环境下,信赖成为极为重要的秩序形成与维护的媒介。^[23]对于证券市场而言,信用是其生命力;公信力是证券市场不可或缺的秩序支柱。

证券登记对第三人的公信力的制度安排,最为核心的问题是证券交易中的善意取得规则。现行《证券法》第120条规定,按照依法制定的交易规则达成证券交易,不得改变其交易结果。业界一般对该条作扩大解释,即根据该条规定,按照依法制定的交易规则达成证券交易,不仅不得改变其交易结果,而且根据该交易结果进行的清算交收结果也不得改变。从民商法的视角考虑该条规定,该条规定实际上是用行业的技术性语词描述了证券善意取得的制度。^[24]但是,从法律适用的角度看,这样一条规则很难分解出适用善意取得的要件,只能得出客观交易结果至上的结论。这显然与登记簿公信力下善意取得的法理不符。

证券国际公约和其他国家、地区证券法律对证券善意取得有明确规定。例如,日本2004年修订的《公司债、股份等账户划拨法》第77、102、152条明确规定,如果投资者申请账户划拨后,其电子账户有增额记录,该投资者又无恶意或重大过失,则可以取得该增额部分所对应的权利。^[25]

“中介证券统一实体法公约”第18条规定:(1)除非取得方在相关时间实际知道或应该知道在证券及中介化证券之上存在他人的权益、证券贷记至取得方证券账户或授予某项权益侵害了他人与该权益相关的权利:(a)该取得方取得的权利或权益不受该他人权益的限制;(b)该取得方不对该他人负有责任;(c)该贷记、指定簿记或授予权益行为不因侵害他人的权益或权利而无效或可被撤销。(2)除非取得方在相关时间实际知道或应该知道某项已经作出的瑕疵簿记:(a)该贷

[23] 参见叶金强:《公信力的法律构造》,北京大学出版社2004年版,第43页。

[24] 参见汪有为:“关于电子化簿记式证券若干法律问题的思考”,载《证券法苑》(第三卷),法律出版社2010年版。

[25] 参见崔香梅:“日本‘无纸化’证券善意取得制度新发展及其借鉴”,载《证券法苑》(第四卷),法律出版社2011年版。

记或权益不因该瑕疵簿记而无效、不能有效对抗第三人或被撤销；(b)取得方不对因该瑕疵簿记无效或撤销而可能获益的任何人负有责任。(3)第1款和第2款不适用于通过赠与或以其他无偿方式取得证券,但担保权益的让与除外。^[26]

《证券法》对证券登记公信力下的善意取得制度也应作直接规定。无纸化证券善意取得应当取决于两个要素:一是对证券登记公示的信赖;二是受让人不知情(即善意),且这种善意必须建立在对登记公示的基础上。即无纸化证券善意取得的前提条件是让与人的对证券账户的控制足以使受让人推定他有处分权,如果欠缺这一要件,那么即使受让人确实不知情,也不能得到法律保护。

因此,《证券法》应当明确,在证券交易中,如果证券的出让人无权处分证券账户中的证券,证券登记服务机构根据法律或交易规则的规定为善意受让人办理了证券过户登记,受让人有权取得该证券;因信赖证券账户登记而通过账户记载善意取得账户内证券担保权益的,该担保权益不受无权处分行为的影响。为了维护证券发行人的持续经营活动,证券持有人登记簿记载错误不应当影响已经召开的证券持有人会议的效力。

证券登记的公信力决定了在交易时,免除证券账户所有人的举证责任,证券账户所有人无须证明自己是账户记载证券的所有权人,而不是说在权利归属发生争议时,证券账户所有人不负举证责任。在前一种情形下,证券账户所有人不负举证责任是占有公信力使然;而在后一种情形下,要否定公信力,因此,证券账户所有人当然需要在有反证的情形下举证捍卫自己的权利。如在委托代持证券、间接持有等情形下,名义持有人与实际持有人之间就不能简单适用公示公信规则。

此外,非交易原因产生的证券过户,由于取得证券的过程中受让人是无偿取得的证券,不应适用善意取得规则。受让人不因证券登记服务机构办理证券交付登记而取得对抗证券权利人的效力。受让人应就

[26] UNIDROIT, Convention on substantive rules for intermediated securities, 载 <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/main.htm>, 2013年7月10日访问。

所交付证券或证券转让所得对证券权利人承担返还责任。

(三) 证券登记的责任及证券登记机构的托管责任

对于证券登记制度来说,谁是证券登记的最终责任人,证券登记机构对证券发行人和持有人的证券是否承担托管责任?这是证券法必须回答的问题。

1. 证券发行人的证券登记责任

对于证券发行,发行人负有向认购者(转化为证券持有人)交付证券的义务。对于无纸化证券而言,由于证券持有人只能通过证券账户持有证券,证券交付须以证券账户的开立为基础。同时,证券发行人负有组织证券持有人会议的责任,而证券持有人名册是召集证券持有人会议的基础。因此,由发行人承担建立证券持有人登记簿(簿记)系统,为证券持有人开立证券账户的责任较为妥当。同时,为了向证券发行人和证券持有人提供专业、安全和便捷的证券登记服务,应当允许证券发行人委托证券登记服务机构办理证券登记事务。

2. 证券登记机构的托管责任

(1) 托管责任的产生

无纸化证券的持有、交易和权利行使都依赖于登记系统的电子簿记和账户电子记录。而登记系统又处于证券登记服务机构的控制和支配之下。在此情形下,证券登记服务机构对登记系统的任何疏忽都有可能导致证券发行人和证券权利人权利受损或对外承担责任。因此,证券登记服务机构对证券发行人和证券权利人负有托管责任。这种托管责任不仅包括确保权益记载和分配的正确性、适当的保密责任,还包括证券权益限制效果的实现。

(2) 登记机构作为名义持有人的托管责任

在间接持有证券的体系下,由于证券投资者对证券权益的享有要通过作为名义持有人的登记机构来实现;如果不使名义持有人负担对实际持有人法定的托管责任,很容易导致名义持有人侵害或漠视实际持有人的权益。因此,在美国的间接持有体系中,中间人有义务听从其客户持有或处理证券头寸的指令,中间人应当向其客户移转来自于其被记录为所有人的经济和其他权利,投资者只能对那些簿记上记录其

身份的中间人主张权利。^[27] 另一方面,如果对名义持有人托管责任要求过高,则会降低间接持有证券体系下证券流通的效率。因此,《证券法》应选择对于保障实际持有人证券权益最为关键的事项作为名义持有人的托管责任。

第一,足额持有证券的责任,名义持有人归根结底是一种代持行为,只有根据实际持有人的指令持有足够证券数量才能确保实际持有人证券权益的实现。根据实际持有人的指令持有足够证券数量也意味着根据实际持有人指令处分相应证券。

第二,依实际持有人指令行使对发行人的权利,证券持有人的共益权和一些自益权需要向证券发行人进行意思表示。只有名义持有人按照实际持有人的意思向证券发行人表达,才能实现证券实际持有人的证券权利。

第三,分配证券和权益的责任,证券的投资性决定了获取回报是证券权利的重要内容,名义持有人从证券发行人处获取的证券收益理应分配给实际持有人。

(3) 错误登记的责任

证券登记机构的托管责任还要解决好登记错误的责任承担问题。这里造成登记错误的原因,既包括登记机构工作人员故意以及疏忽大意等过错,当事人提供虚假材料欺骗登记机构,也包括登记、结算系统故障、计算机网络攻击和自然灾害等情形。

由于在证券市场中,一方面,就登记事项而言,投资者处于相对弱势的地位,几乎没有承担登记错误风险的能力和措施;另一方面,登记机构是登记系统的控制者,更有条件发现登记错误的原因和最终责任人,同时还具有通过风险基金缓释登记错误风险的措施。让登记机构首先对登记错误的损失承担责任,既是登记机构经营登记业务承担登记业务风险的应有之意,也是充分保护投资者利益,促进登记机构提供安全高效登记服务的需要。登记机构在赔偿后,还可以向造成登记错误的人追偿。

[27] 参见[美]詹姆斯·斯蒂文·罗杰斯:“美国统一商法典第八编修正之反思”,载《中国证券登记结算法律国际研讨会会议材料》。

因登记错误或登记不及时,给他人造成损害的,证券登记服务机构就受害人的直接损失承担赔偿责任。证券登记服务机构赔偿后,可以向造成登记错误的人追偿。受害人对损害的形成有过错的,可以减轻或免除证券登记服务机构的赔偿责任。

但是对于不可抗力造成的损害,应当基于公平的原则由登记机构承担补偿责任,这种补偿责任不应影响登记机构的持续经营能力。因此,由国务院证券监督管理机构根据证券登记服务机构的一般情况设定证券登记服务机构和投资者分担损失的最高责任限额,证券登记服务机构在此限额内承担有限的补偿责任较为合适。

(4) 登记机构的免责

证券登记服务机构根据法律或交易规则的规定,按照账户所有人、有权机关或交付请求权人的指令,以善意接受、交付证券或对证券权利进行限制,则即使下达指令者无权处置该证券,证券登记服务机构也不承担侵占证券或违反托管义务的责任。

三、证券结算的法律效力研究与制度选择

证券结算是通过清算明确证券交易对手方之间的债权债务关系,进而通过交收了结债权债务,实现证券权益移转和资金支付的法律行为。证券市场发展至今,参与主体多元,涉及产品多样,自然对于证券结算的需求也有所差异。例如,目前,我国实行分级结算的原则,由中央一级结算机构对证券公司等机构进行一级结算,由证券公司等机构对其客户进行二级结算。这种伴随着证券交易中介商的出现而产生的分级结算原则,因其法律关系明确、能有效分散结算风险而受到证券市场的广泛欢迎,甚至在每一级分散风险的能力相对固定的情况下,级数越多,市场分散风险的总能力就越强。然而分级结算虽适应于传统证券交易的安全性需求,但随着多种交易市场和新型证券品种的出现,证券市场对依托于名义持有的直接结算亦有越来越大的需求。

(一) 清算模式与制度选择

目前,在证券交易清算模式上主要存在着净额清算与逐笔全额清

算两种清算模式。净额结算又称差额结算,是指对交易者一方而言,“可能有的交易有盈利,即表现为交易一方对另一方权利的正向价值(positive value),有的交易有亏损,即表现为交易一方对另一方义务的负向价值(negative value),交易双方根据主协议中的净额结算条款或净额结算协议的约定,将双方交易的全部正向价值和负向价值进行轧差或冲抵,得出一个净额价值,并以该净额价值作为双方之间需要实际履行的额度”。^[28]在金融实务中,净额结算又称为净额交收或轧差,在现今的黄金交易、股票交易、票据交换、银行信用卡业务中屡见不鲜,甚至在企业经营中,存在长期业务往来的企业也常用此方法占用对方资金或给予对方占用之便利,以方便交易,同时授受信用。净额结算又可分为双边净额和多边净额清算,后者现已成为场内标准化金融产品清算方式的主流模式,并因其适用于高频交易,与货银对付、共同对手方并行成为证券结算的“黄金组合”。

而逐笔清算指交易双方在证券成交后,实行逐笔全额清算,通过某种机制向对方逐笔交割全部证券和价款。逐笔清算是商事活动最基本的清算方式,这种方式意味着交易商要对交易一笔一笔地进行清算交割,具有债权债务关系明确、易控制流程、风险较小等优势,但同时也存在手续繁琐、效率较低的特点,对于交易量、资金量和结算系统处理能力和自动化水平都有较高的要求。因此,逐笔清算往往适用于那些交易量较小、交易参与人较少、交易频率较低的市场。现行资本市场下,场外一对一直接交易、银行间市场交易、新生衍生品交易、非标产品交易等,一般保留使用逐笔全额清算模式。

基于两种清算模式在安全性和高效率方面各具优势,我们认为,不同市场针对不同证券产品,应当自主选择适当的清算模式,立法不宜作“一刀切”规定。

(二) 净额清算的法律效力

1. 净额清算之法理基础——交互计算

净额结算是会计学中常用的一种会计方法,其核心在于将同一交

[28] 参见贾静:“国际金融衍生交易中净额结算的法律性质”,载《国际商务》(对外经济贸易大学学报)2001年第6期。

易人名下的多笔交易合并计算,无论交易额是否相等、对手方是否同一、买卖方向是否一致,概括地将发生于该交易方名下的所有交易并表计算,结果是得到每一种证券应收应付相抵后的净额。在商法学理上,这种结算契约被称为“交互计算”。

交互计算,是一种便利债权债务结算手段的契约。当事人约定,定期计算相互间交易产生的债权债务,互相抵消,仅仅就其差额进行支付。^[29]作为一种活期账户结算方法,在债务了结方式中,借助于定期结算,不断清算交易双方形成的债权债务,从而避免单方面独立的债权和债务生效。可见,交互计算本身并不实质发生利益的交换,因此相对于其他契约,交互计算具有独特的性质,堪称形式意义上的契约。这种形式意义,不仅体现在制度内涵上,也表现于法律规定中。

交互计算的特点首先在于,对象为当事人相互间交易所产生的债权债务。这里有几层含义:其一,当事人主体身份不限,理论上,既可以是自然人,也可以是法人、社会团体,既可以是商事主体,也可以是普通民事主体;其二,为交易所生之债,换言之,交互计算的债权债务需有一个基础契约,该债权债务关系基于基础契约产生,这体现了交互计算对象的非独立性;其三,为相互间所生之债,既要发生在双方之间,有相对性,又要双方互享债权、互负债务,一方始终为债务承担者,另一方仅为债权享有者,虽可以约定定期计算,但不是交互计算;其四,为一定期间所生之债,这个期间一般以契约约定为限,约定前与约定后所生之债,皆不计入交互计算。

交互计算的特点还在于,相互抵消,仅支付差额。这一特点是交互计算的核心。当事人约定定期计算后相互抵消,债权债务的总额不再存在,在此意义上,交互计算有抵消契约的性质。而差额是否实际支付,并不影响交互计算的成立。

从合同角度看,交互计算是有名合同、不要式合同、诺成合同,且具有明显的继续性给付的性质。从功能角度看,交互计算具有延期支付的功能。这体现在,一项交易完成,产生的债权债务并非即时支付,而要等到约定计算日期,待与其他交易一并计算,得出净差额。从规范角

[29] 参见我国台湾地区“民法典”第400条。

度看,交互计算不发生实质的法律关系,个别债务一旦被纳入交互计算,其独立性便丧失,只成为会计账户中的一项,是“外套契约”,但其成立需有其他实质性交易法律关系如买卖、互易、租赁等的存在,并且这些基础契约在纳入交互计算后仍保留原法律性质。

我国《证券登记结算管理办法》第47条给出了关于净额结算的法律表述,从中可见,净额结算在性质上与交互计算具有高度的一致性:

首先,净额结算了结的是证券交易对手方之间的债权债务。证券结算参与人在开立证券账户和资金账户时,需要与证券登记结算机构签订委托协议,净额结算作为法律规定的证券结算方式,在协议中表现为标准条款,^[30]从而确认了证券结算参与人的净额结算之意思。结合上述交互计算的几层意思来看:

第一,在净额结算参与人的主体身份方面,凡证券法律规范规定的合格证券交易参与人,均可理解为净额结算参与人,包括但不限于自然人投资者、法人投资者、狭义证券结算参与人、证券投资基金、合格境内外机构投资者以及法律规定和相关机构批准的其他合格参与人。虽然作为特别法规则,参与主体有一定的限制(如部分境外机构投资者由于我国对其证券投资参与权予以审批并对其数额和投资范围予以限制,法律所禁止或限制进行证券交易的主体,如证券交易所、证券公司和证券登记结算机构的从业人员,证券监督管理机构的工作人员以及法律、行政法规禁止参与股票交易的其他人员,均不得成为证券结算的参与主体),但仍可以认为主体上具有相当的广泛性。

第二,净额结算之债正是证券交易往来中产生的债权债务,未进入证券市场交易便无净额结算,当期末进行交易,当期便无净额结算。

第三,对于是否是相互间所生之债:净额结算发生于证券交易者之间,结算时登记结算机构充当共同对手方,与各个结算参与人进行结算。多边净额结算下,由于共同对手方的存在,可以理解为结算参与人甲与共同对手方的双边净额结算,与甲实质进行了证券交易的所有主

[30] 《中国证券登记结算公司甲类结算参与人证券资金结算协议》第2条:“乙方同意遵守甲方制定的结算规则和相关规定。”第4条:“乙方同意……自甲方进行多边净额结算起……”《中国证券登记结算公司乙类结算参与人证券资金结算协议》亦然。从而将净额结算规则纳入结算协议条文中。

体的债权和债务,在法律规则的安排下,全部由共同对手方概括承受,那么,原归根结底发生于甲和其他证券交易人之间的债,便在法律的拟制下成为甲与共同对手方之间的债,从而满足净额结算之债系结算主体相互间所生之债的要求。

对于双方是否互享债权、互负债务,有这样一种意见,证券交易中,无论结算人甲在一个结算期内,是既买入证券又卖出证券的双向交易,还是仅进行了单向的交易,由于买卖交易是双务合同,甲和共同对手方一定是互享权利、互负义务。具体而言,对于甲,买入要履行支付价款的义务并享有获得证券的权利,卖出要履行交付证券的义务并享有获得价款的权利,相应地,对于共同对手方,则在两种情况下或者享有获得价款的权利并履行交付证券的义务,或者享有获得证券的权利并履行支付价款的义务。从互享债权互负债务的角度看,这种逻辑性思考并没有错。但也应当看到,交互计算的产生,是在交易双方存在互相支付的需要时,为了简便交易程序、节省交易成本,轧差计算得出应付差额的一种约定。所以,对于证券交易中常见的情况——投资者在一个结算期间仅购入了证券、未卖出证券,因而投资者仅是单方面负有交付价款的义务,对手方仅是单方面负有交付证券的义务,纵然投资者是多次买入,结算过程也只是多次累加,并不存在“轧差”,结算结果也只是“加和之总额”,而非“差额”。

第四,世界范围内对证券结算都规定有一定的清算期间。由于起算期间规则的不同,存在有滚动交收和会计日交收两种。目前,滚动交收为世界范围内普遍采用,但周期时间长短也各不相同,如美国采取T+3,我国香港地区采取T+2,我国内地市场则同时存在T+1和T+3。滚动交收下,净额结算在清算资金时,同一清算期内买卖不同种类的证券所得的价款可以合并清算,但清算证券时,唯有同一清算期的同种证券才可以合并清算。

其次,在核心特质方面,约定在清算期内对证券和价款分别清算、相互抵消、仅就差额进行交收,正是净额结算的本质特征,这点与交互计算完全相同。

交互计算对于有着常年商业往来的商人具有重要意义,德国商法第4编“商行为”第一章,便专设第355~357条对此作出规定。《日本

商法典》第三编第三章也用了6个条文对概念、有关商业证券的债权债务之除去、计算期间、计算书的承认与异议、差额的法定利息以及解除等作出规定。我国台湾地区“民法典”因采民商合一而在第二编“债”中用6个条文专门规定交互计算,与日本《商法典》大体相同。^[31]

2. 净额清算的法律效力

通过前文分析,净额结算在法理上依赖于交互计算制度,但也应当看到,净额结算还具有一些自身的特性:

首先,在主体数目方面,交互计算发生于互负债权债务的双方主体之间,如果涉及多方主体,则必有其他法律制度的安排,如债务承担,这是由债的相对性决定的;但对于净额结算制度,并没有严格的主体上的限制,特别在多边净额结算中,所有交收对手均是该结算参与人的结算对手方。只不过在引入共同对手方替代其他交易对手方后,这种主体上的非限制性表现不再明显,也可以理解为,通过共同对手方的制度安排,人为介入了一个交易对手方,使所有原对手方的债权债务归于共同对手方所有,从而法律拟制出互负债务互享债权的双方主体。换言之,此类“双方”并非交互结算中的原始双方,亦是通过其他法律制度安排创造的“双方”而已。更何况,共同对手方只是在证券交易环节结束后进入结算关系中的双方之一,交易环节,仍是原始证券交易者在进行证券的买与卖。

其次,在产生与效果方面,从规则目的上看,交互计算发生在两个互负债务、互享债权的当事人之间,侧重于这特定双方之间债权债务的结清;净额结算可发生于多方当事人之间,侧重于一方当事人债权债务的概括了结,特别在当代引入共同对手方之后,净额结算的目的更在于明确投资者在一个结算期内所为的所有证券交易行为为其带来的应收应付证券额和资金额。

从交易实际来看,在传统民商事交易中,由于当事人几乎不可能在较近的时期从同一相对人处既买入一类商品,又卖出同一类、同一种规格品质的商品。因此,发端于传统交易中的交互计算,通常发生于金钱

[31] 参见张谷:“商法,这只寄居蟹——兼论商法的独立性及其特点”,载《清华法治论衡》(第6辑),清华大学出版社2005年版。

之债和不同种类物之债中,是对传统交易双方外部横向的清算。而净额结算运用于证券交易这一特殊商事行为中,交易参与人在同一交易日既买入某一证券,又卖出同一证券是再正常不过的行为,所以净额结算是对某一当事人一个结算单位时间内,某种证券买入和卖出行为的轧差,以及因此而产生的应收、应付账款的轧差。这是一种在双方清算之前、于交易一方内部发生的纵向清算。所以从程序上而言,净额结算就是包含了这种内部纵向清算和外部横向清算的综合性清算制度。

值得一提的是,内部纵向清算在传统交易活动中,通过内部会计完成,是一种完全的内部清算;而在证券净额结算中,原本的内部纵向清算也由外部第三方清算机构完成,这也体现了证券结算的特殊性。

最后,在发生原因上,根据我国《合同法》的相关规定,交互计算往往需要当事人的“触发”,即需要当事人为抵消的意思表示,当事人可以选择交互计算抵消,也可以选择不进行抵消;但净额结算系证券结算规则之规定,属于法律的强制性规定,凡是证券参与人在场内进行证券交易的,均要进行净额结算,仅就净额进行交换给付。

罗马法后期以来,以交互计算为代表的抵消为各国普遍接受。但关于抵消的法律性质,不同国家也有不同的理解。立法上,有的采取当然抵消说,认为无须当事人的行为,依照双方债权对立的事实即当然发生抵消,如《法国民法典》;有的采单独抵消说或意定抵消说,认为因有债权互相对立的事实,从而产生抵销权,但抵消系出于抵销权的行使而非当然发生,典型代表如《日本民法典》。对于采当然抵消说的国家,抵消的发生可以理解为一种事实行为,不以当事人的意思表示为要件。与此不同,净额结算纵然为法律所确认,但也要以当事人的意思表示为基础。总而言之,在发生原因上,采当然抵消说之抵消(或交互计算)是一种事实行为,采非当然抵消说之抵消(或交互计算)是一种或然性法律行为,而净额结算是一种必然性法律行为。

(三) 交收模式的法律效力与制度选择

1. 共同对手方的法律性质

证券结算机构充当对手方保证证券交易的按时履约,在现行《证券法》上,这被称为“担保交收”制度。那么,这里所谓的“担保交收”是否就是法理上的担保制度呢?民法理论中,保证分为一般保证和连带

责任保证,由于结算人即使作为保证人对债务人的履行不能也不承担连带责任,故而当属一般保证。然而,《担保法》第17条明确赋予一般保证人以先诉抗辩权,即主合同纠纷非经审判或仲裁,并就债务人财产依法强制执行仍不能履行债务前,保证人可以拒绝向债权人承担保证责任。这一规定与实践中的证券结算机构需无条件地向守约方履行、为违约交易人垫付资金的规定大相径庭,显然证券结算机构并不是传统民法意义上的保证人。可见,将证券结算机构的法律地位按照现行法规规定称之为“担保交收”并不准确。

共同对手方发端于20世纪60年代,随同净额结算一起生发。根据CPSS-IOSCO Technical Committee发布的《证券结算体系建议》(2001年),共同对手方(central counterparty, CCP,或译为中央对手方、中央交收方)指在证券市场上位于买方与卖方之间,充当所有买方的卖出方和所有卖方的买入方的机构。^[32]我国法律法规在相当长的时期内并没有对“共同对手方”的界定,虽然目前共同对手方正式进入我国证券法律规则体系成为原则性规范,但作为基本法的《证券法》却并没有使用这一称谓。

共同对手方分担风险的设计要义在于,介入证券交易的结算人会在一定条件下通过承担合约义务的方式分担违约风险,确保期货合约的履行,从而达到保证交易安全、维护市场秩序的目的。共同对手方的法理根基是“合同更新(novation)”制度,也有人称之为“合约更改”或“责任更替”,与香港法中的“债务变更”、英美法系的“约务更替”或“合同更替”同义。在证券结算中,合同更新制度的要义就在于结算人一旦介入买卖双方的合同,原合同就被双方分别以结算人为对手的两个新合同所取代,结算人代替原合同的卖方成为原合同买方的卖方,代替原合同的买方成为原合同卖方的买方,买卖双方对于对方的权利和义务均由结算人承接。

有学者认为:“中央结算机构与参与人的债权债务关系是一个不

[32] CPSS-IOSCO Technical Committee Recommendation for Securities Settlement System, Annex 5 Glossary, p. 45,转引自邓丽:《证券集中交易法律关系研究》,中国人民公安大学出版社2010年版,第117页。

同于原参与人之间的新的债权债务关系,这两个债权债务是独立的,这不仅是因为当事人不一样,更主要是因为债权债务关系基于不同的法律关系,参与人之间债权债务基于分别代表其客户的证券买卖协议;而中央结算机构与参与人之间的债权债务关系基于中央结算规则。”^[33]那么根据合同更新制度作进一步分析,则中央结算规则的作出是顺应了新的债权债务关系的民法理论基础。换言之,证券合约的更新采法定主义,结算规则推定了当事人有合同更新的意思,体现这层意思的“一定形式”亦由结算规则所赋予。

目前,我国民法中并未规定合同更新,与之类似的是合同变更制度,但二者具有明显区别。首先,从发生条件看,合同变更制度因更加关注权利人的利益而使得债务人的同意不一定属于变更的必要要件,如债权让与;而合同更新制度一定是在新旧合同当事人共同的合意下产生的,即使是债权人更替也需要获得债务人的同意。其次,从结果上是否保持合同同一性来看,合同变更制度使合同的债权债务发生转移,合同同一性并未受到影响,合同债权所附着的利益和瑕疵原则上继续存在;而合同更新制度使原合同被两个新的合同替代,合同同一性丧失,除当事人另行约定外,旧债上的担保利益不必然存续;这一点也可以理解为合同变更制度不是债的消灭原因,而合同更新制度会导致债的消灭。再次,从结果上原债权债务人是否需要实际履行来看,合同变更制度下合同的原债权人、原债务人分别被同一个主体所取代时,转移后的债权债务混同,根据《合同法》第106条的规定,“债权和债务同归于一人的,合同的权利义务终止……”原债权人、原债务人和受让主体三方均无须实际履行;而合同更新制度下,原合同的债权人、债务人在新合同中仍旧是一方主体,仍旧享有相应的合同权利,需要承担相应的履行义务。

根据合同更新制度,证券合约成立后,原合同消灭并被两个新的合同所替代,构成了三方当事人按照各自所在的合同分别进行履行的结构。作为合同一方主体,结算人自然要承担起履约支付的义务。

[33] 毛国权:“证券交易结算担保体系法律问题研究”,载《证券登记结算重大法律课题研究报告(内部资料)》,第297页。

但是,结算业务规则的表述方式很容易使人产生这样的理解:结算人的义务仅是补充义务,其履行前提是交易人违约并履行不能;结算人代为履行后有当然的追偿权。那么,新债与旧债、两个新债的关系分别如何才成就了这种“补充义务”?结算人对违约交易人的“追偿权”是否具有合理的法律基础?

关于新旧之债的关系,罗马法上有代位说和变形说之分。代位说认为新旧债务在形式与实质上均有所不同,新债与旧债无关。变形说则认为新旧债务具有同一性,形式之变更不影响其实质的同一。^[34] 对于此,因代位说表达出了新债消灭旧债的因果关系而成为主流,获得了包括史尚宽教授和诸多英美法学者^[35]的认同。所谓代位,即取而代之占据其位,代位者的权利义务范围受原有法律关系的约束,因而两个新合同是复制了原合同内容并同时变更了一方主体的新债。

至于新合同之间的关系,笔者认为,两合同之间是独立的。基于各自的债权债务关系,结算人要分别在两个合同中承担支付价款和交付标的物的义务,一个合同的履行时间和当事人的履行顺序并不受另一个合同的影响。即使一个合同中买受人违约,也只是使作为该合同的一方当事人的结算人因此获得对违约方的求偿权。因而,《证券结算保证金管理办法》“代为支付”的相关规定只是对结算人用于支付的资金来源作出客观说明,“代为支付”之“代为”字眼并不能作法律理解,“追偿权”实质上也只是基于债权产生的求偿权,所谓“履约顺序”并不存在。

实践中,中央一级登记结算机构均采用以共同对手方交收为主的交收模式。《证券登记结算管理办法》第45条规定:“证券登记结算机构采取多边净额结算方式的,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。”上海清算所官方网站机构简介中明确说明“银行间市场清算所股份有限公司的主要业务,是为银行间市场提供以中央对手净额清算为

[34] 参见史尚宽:《债法总论》,中国政法大学出版社2000年版,第823页。

[35] 参见[美]A.L.科宾:《科宾论合同》,王卫国等译,中国大百科全书出版社1997年版,第595页。

主的直接和间接的本外币清算服务”。但是,在法律一级立法层面上并没有确定中国结算等为共同对手方,且这些中央登记结算机构作为共同对手方的生成方式也不明确。^[36]这将对我国的证券结算造成很大的法律障碍,引入“共同对手方”的概念十分必要。

2. 交收财产的特别保护

从保证交收程序和保护交收财产的角度看,现行《证券法》第120条规定交易结果不可改变,第168条明确结算资金和证券不得强制执行。这些规定意在确认依法进行的交易和交收具有不可逆转性,并且应当保护交收财产用于清算交收,不可挪作他用。但是,现有的规定虽然已表达出确保交收及时正常完成之意,却仍有一些问题。

首先,我国民法法理上,并不承认物权变动的无因性,即所有权的转移必须有合法的变动原因,一旦变动原因发生改变,所有权即发生回转。在这一法理前提下,如果操作风险或系统风险引起交收错误,所有权就会因缺少变动原因而回转至原所有权人,就可能引起原所有权人以物权请求权向后手不断进行证券追讨的情况发生。仅规定交易的不可逆转,只解决了交易合约不可撤销或变更的问题,并不能解决非因交易原因而致交收错误的情形下所有权回转的困境。

其次,具有忽视破产法对交收产生影响之嫌。这是因为,在交收期滞后于交易日的情况下,会发生交易合约达成但尚未履行的情况。一旦交收日前参与人发生破产清算,根据《破产法》第18、32条等的规定,管理人具有对交易合约的解除权和对已履约清偿的撤销权及追回权。然而证券交易具有高频性,证券流动性非常大,证券在此刻买入,就可能在下一秒被卖出。如果允许推翻已成立的交易合约,就会引发一系列连锁反应,引起交易市场混乱。

关于《破产法》对证券结算的不利影响这一问题,具有三层含义:其一,CCP交收下,结算参与人的破产对证券结算机构的影响,投资者的破产对于证券公司的影响,以及共同对手方的破产对结算参与人或

[36] 一般而言,共同对手方的生产方式有二:一是公开提议,即亲自参与市场,向参与人公开参与条件;二是合同更新,即以协议方式与参与人进行约定。对此,现有法律和文件中均未说明。

客户的影响;其二,非 CCP 交收下,交易对手方的破产对守约方的影响;其三,证券公司的破产对其客户的影响。从国际经验来看,各国普遍排除《破产法》的适用以保护结算财产和投资者权益免受交易对手或证券公司、结算机构等破产的影响。例如,在结算参与者或投资者破产的情形中,美国《破产法》第 362 条(b)第(6)项规定证券交易所因股票交易而产生的结算金求偿权不受破产法自动中止限制,以确保经纪人和有色证券交易所可以在客户出现不能支付的情况下,通过立即抛售未结清期货合同来保护自己和市场,防止出现不能支付的连锁反应。2004 年通过的《联合国国际贸易法委员会破产法立法指南》在其第二部分“一部有效且高效率的破产法的核心规则”中的破产资产处理部分的 H 节对金融合同及结算净额的处理作出了建议,认为共同交易对手方在破产程序开始后,仍然有权行使其抵消已经支付的交收净额的权利。而对于托管证券公司破产可能引发的客户权益风险,《国际清算银行支付清算系统委员会、国际证监会组织对证券结算系统的建议(2001)》中指出:为了保证客户资产不被托管商的债权主张权利,破产法应该对客户对托管商的权利主张给予优先受偿权或特别处理权。在托管商破产的事件中,保护客户的一种方式是在托管商簿记上将客户资产与托管商自己的资产隔离。

事实上,保护结算财产实质就是保护全体投资者的利益,对于已成交的证券交易、已卖出的证券或者已备用于买入证券的资金,在交收完成之前属于已进入清算交收程序的财产,必须继续用于证券交易的清算交收而不得被强制冻结或执行。对于备付不足而导致的违约,建立证券交易清算履约优先制度,明确在结算担保系统中存放的证券、资金、担保品等,交易对手方具有相对于普通债权人的优先受偿权,这是保证证券交易持续运行的基础。

对结算财产的特别保护蕴含着用于交收的财产不得挪作他用之理念。其法理基础有法定说和默示质押契约说。前者指为金融投资者之利益,由法律明文规定强制排除破产法的适用;后者将集合性证券登记结算视为契约行为,每一笔交易指令均构成一个含默示质押条款的附随契约。以一级结算为例,在默示质押契约说之下,证券参与者以用于交收的证券和资金向证券结算机构做质押担保,结算参与者一旦对证

券结算机构透支,证券结算机构就有权对透支交易项下的证券和资金行使质押权,并就处置所得优先受偿;破产中,这种默示质押权不受破产程序的自动中止的效力限制,且基于证券登记结算机构的公共利益,这种质押权亦应当优先于其他担保债权。

3. 交收行为的生效

对于交收行为何时生效,即证券权益何时移转,业界普遍认识模糊,这种现象的存在并非是人们对于交收生效问题的不重视,而是由于目前存在的两个实践做法,确实给交收生效时点的解释带来困难。

第一,证券和资金交收时间的不一致给交收生效时间的解释造成困境。交收是证券交收和资金交收的总和,在二者发生时点不同的情况下,何者算交收这个总行为的生效时点,有待商榷。逻辑上讲,后行为生效之时才应当引起总行为生效,即在后发生的资金交收时点应当作为交收总行为的生效时点。但是,如果是这样,发生在前的证券交收是发生临时性过户还是具有终局效力的交收过户,即证券交收行为是否生效就是一个问题。如果在前的证券交收不生效,就有发生回转的可能性,有违交收不可逆的原则;如果生效,则对于一个参与人而言,交收环节产生两次生效效果,交收就不是一个独立行为,而是两个独立行为。从这个角度看,货银对付不仅保障交收的安全性,对解释交收生效时点也具有便利性和合理性。

第二,登记和交收行为的分离给采登记生效主义的证券权益移转时间带来解释上的困难。证券无纸化的前提下,证券所有权和证券权益的表彰通过账户记载即账簿的登记来实现。而登记生效主义又要求了结债权债务关系、转移证券所有权的交收行为应当以变更登记为生效要件。基于此,似乎就存在着这样的结算过程:结算机构依法根据清算结果进行交收,将确认无误的清算结果发送至登记机构,登记机构完成登记,证券权益方才完成转移,交收才算完成。这样一来,登记行为就被包含在交收行为过程中,登记行为和结算行为的界限,进而登记机关和结算机关的责任划分就不清晰。在登记机关和结算机关同一的情况下,这一问题的表现并不明显,但在登记机关与结算机构分离的情况下,冲突就会凸显。

从逻辑上讲,解决上述冲突的方法有二:一是证券权益的移转改登

记生效主义为登记对抗主义,登记行为只对交收行为起到公示和对抗第三人的作用;二是寻找交收行为与登记行为的物理分界点,以法律的形式施以制度安排。笔者认为,证券移转采登记生效主义是由证券的本质决定的,无纸化证券无法像其他动产那样做实物交付,也就没有除变更登记外其他的可做表彰的形式。因此,上述方法一不宜采用。

笔者建议,在证券无纸化背景下,可以结算模块与登记模块的接口为界点,清算交收数据发送至接口之前,属于交收环节,一旦数据传输至接口进入登记模块,则交收完成,进入变更登记环节。前述被视为交收完成的时点,是区分证券权利变更的时点。在这种划分下,登记生效主义仍是证券权利变更生效的原则,只不过,此处具有生效意义的“登记”并非指事实上的登记完成,而是一旦申请登记(且登记材料完备合法)即推定登记程序顺畅且及时完成,登记产生的法律效果溯及至申请登记的时点生效,而非登记完成时点才生效。这种解释机制能够明晰交收和登记的界线,明确结算机构与登记机构的责任划分,并且合理解释交收与登记的关系。

四、结语

《证券法》对证券登记结算制度进一步地修改和完善,不但更能维护资本市场公开、公平、公正,还能更好地保证登记结算体系高效有序地运行与发展。因此,对促进资本市场的健康发展具有重大意义。

建立多层次的资本市场是我国金融发展的长期目标,在资本市场发展日新月异的情况下,《证券法》所调整的证券种类,证券所表现的形态,证券登记、托管及结算机构与方式均应适当多样化,《证券法》修订应为此留出制度空间。

具体到登记结算制度层面,虽然证券场内集中交易是我国证券交易的主要方式,但《证券法》也应对其他交易方式予以规定。因此,集中登记与分散登记、自办登记与委托登记、直接持有与间接持有等均应成为《证券法》所允许的方式。在证券登记的法律效力方面,应注意区分证券登记与传统民法物权等登记的区分,以满足证券市场的特定需

求。在结算方面,应充分考虑证券结算的复杂性与体系性,在法律层面作出较为全面的规定。

总之,证券登记结算制度并非追求单一的目标,其要达到的是安全、效率、低成本与国际化的有机统一的目标。因此,《证券法》的修改应充分借鉴国际经验,充分利用本土法律资源,在我国证券市场实践的基础上,对各种具体制度进行统一的整体性考虑,为我国证券市场的进一步发展提供有效而切合实际的制度支持。