

浅析《关于中介化证券的实体法公约》对我国证券公司产品与业务创新的影响^{*}

方 哲^{**}

摘要:受法律规则滞后的束缚,诸多国际证券市场成熟的金融服务无法在我国开展,实体经济的投、融资需求因此受到抑制。《关于中介化证券的实体法公约》是各国就证券持有、转让法律关系达成的重要共识,体现了未来国际证券市场立法的发展趋势,为我国修订并完善现有立法体系中关于证券的规定提供了借鉴,将会对我国证券公司开展产品与业务创新产生积极的影响。

关键词:《关于中介化证券的实体法公约》创新
中介化证券

我国经济体制正处于转型时期,中国资本市场

* 中信证券法律部郭上上、李京也参与了本文的部分资料收集整理工作,在此表示感谢。本文仅代表作者个人观点,文责自负,不代表所任职单位的意见。

** 中信证券股份有限公司法律部总监,法学硕士,研究方向为证券法、公司法。

的发展和整个经济体制的转轨密切相连,^[1]实体经济的发展,需要不断深化资本市场的改革创新,要求证券行业提供多样化的产品和服务。然而,国内现行立法的部分规定与境外成熟证券市场的通行作法相比尚存在差异,不符合市场主体的客观需求,一定程度上限制了市场参与者金融创新的空间。国际统一私法协会于2009年通过的《关于中介化证券的实体法公约》^[2](简称《公约》)是证券持有领域一次有益的国际立法尝试,为我国证券公司等市场主体进行产品与业务创新提供了重要借鉴。

一、《关于中介化证券的实体法公约》简介

(一)统一私法协会简介

国际统一私法协会(UNIDROIT)^[3]是致力于私法统一的政府间国际组织,成立于1926年,总部设在意大利的罗马,以统一和协调不同国家和国际区域之间的私法规则为宗旨,并促进这些私法规则的逐渐适用。截至2012年4月,该协会共有63个会员国,^[4]我国于1985年7月23日正式接受该协会章程,并从1986年1月1日起正式成为其会员国。

(二)《公约》的起草背景及简介

《公约》是国际统一私法协会为调整中介持有模式下证券的跨国交易而起草的国际公约。

[1] 郭树清:“深化证券期货市场改革,促进实体经济科学发展——郭树清主席在第九届中小企业融资论坛上的讲话”,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201112/t20111201_202480.htm,2012年4月13日访问。

[2] “关于中介化证券的实体法公约”,载 <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/convention.pdf>,2012年4月13日访问;官方网站提供的参考译文网址,<http://www.unidroit.org/chinese/conventions/2009intermediatedsecurities/convention.pdf>,2012年4月13日访问。

[3] The International Institute for the Unification of Private Law, See UNIDROIT Official Website, available at: <http://www.unidroit.org/dynasite.cfm>,2012年4月13日访问。

[4] See *Membership of UNIDROIT*, available at: <http://www.unidroit.org/english/members/main.htm>,2012年4月13日访问。

证券持有模式连接着证券登记、托管、清算、交收等多个环节,并涉及投资者与发行人、证券公司、托管银行及中央证券登记机构(Central Securities Depository, CSD)之间的多重法律关系。一般而言,因各国中央证券存管机构的地位及其是否掌握实际投资者证券账户的区别,可分为直接持有和中介持有两种持有体系。证券直接持有是指投资者直接占有实物证券或投资者的姓名被直接登记在发行人的股东名册上,发行人通过股东名册可以直接了解公司的股东构成,投资者也可以凭发行人股东名册直接行使权利。我国A股即是典型的直接持有模式。证券的中介持有,国内习惯称作间接持有,是指原始投资人并不直接占有实物证券,其名字、持股等信息也不是直接记载在股东名册上,而是由投资者在中介人(证券经纪人、证券公司)处开设证券账户,其持股情况均记载于该账户中,并非直接记载于发行人处的股东名册上。在间接持有模式下,中央证券存管机构的记录不直接体现投资者的证券持有状况,其证券权益须通过中介机构的记录实现。

为统一中介持有证券的法律适用规则,海牙国际私法会议于2002年通过了《中间人持有证券若干权利法律适用公约》^[5](简称《准据法公约》),但是该公约仅涉及法律适用等程序法问题,不涉及实体法问题。为建立中介化证券的持有、转让、抵押的统一法律框架,减少证券跨国交易的法律风险,国际统一私法协会自2002年9月开始起草中介持有证券的实体法公约。经过5个研究组及来自全球二十多个国家学者多年的努力,于2009年10月9日,在日内瓦召开的国际统一私法协会政府间专家会议最后通过了《公约》,并开放供各国签署。

《公约》第42条规定:“本公约自向公约文书存管处递交的第三份批准、接受、同意或加入文书之日起六个月期满后当月的第一天起,在递交该等文书的缔约国之间生效。”截至2012年4月,《公约》仅孟加

[5] See *Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary*, available at HCCH Official Website: <http://www.hcch.net/upload/conventions/txt36en.pdf>, 2012年4月13日访问。截至2012年4月,《准据法公约》共毛里求斯、瑞士及美国三国签署,参见 http://www.hcch.net/index_en.php?act=conventions.status&cid=72, 2012年4月13日访问。

拉国签署,^[6]因而尚未生效。

二、《公约》主要章节内容述评

《公约》不仅对中介持有模式进行了规范,还对证券交易过程中的诸多问题进行了界定,其条文吸收了主要证券市场成熟的立法经验,是国际商事惯例的重要体现。

(一)关于“证券”概念的界定

对“证券”概念的界定是构建证券法律体系的基础。20世纪80年代以来,为应对资本市场经营壁垒模糊化及金融产品复杂化的发展趋势,各国着手调整金融法律体系,将众多金融工具纳入到“证券”范畴中。美国立法沿袭了“证券”这一固有称谓,但运用了“列举+开放式描述”的立法技术。1933年《证券法》及1934年《证券交易法》规定,证券指股票、票据、债券“或一般来说,被普遍认为是‘证券’的任何权益和票据”,^[7]诸如“投资合同”(Investment Contract)等金融工具亦在列举范围内。欧洲各国、日韩等则在立法中创设了新的称谓。例如,最早对金融产品进行统一规制的英国在2000年通过的《金融服务与市场法》中采用了“投资商品”一词,将“存款、保险合同、集合投资计划份

[6] See *Status of the UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities-Signatures, Ratifications, Acceptances, Approvals and Accessions*, available at UNIDROIT Official Website: <http://www.unidroit.org/english/implement/i-2009-intermediatedsecurities.pdf>, 2012年4月13日访问。

[7] “The term ‘security’ means... or, in general, any interest or instrument commonly known as a ‘security’, or any certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.” See *Securities Act of 1933* § 2(a)(1), 15 U. S. C. § 77b(a)(1); *Securities Exchange Act of 1934* § 3(a)(10), 15 U. S. C. § 78c(1)(10). 一些交易所交易的衍生品,如货币期权、股票期权、股票指数期权等都被划归为“证券”而接受证券交易委员会的监管。金融危机之后,美国虽通过立法加强对场外衍生品的监管,但并不禁止或者限制衍生品品种的创新。《多德-弗兰克法》第七部分“增强华尔街透明度及问责法”就是针对包括信用衍生品在内的场外金融衍生品交易监管而制定。

额、期权、期货以及预付款合同等”囊括其中。^[8] 欧盟于2004年4月通过的《金融工具市场指令》^[9]引入了“金融工具”的概念。这一概念涵盖了可转让证券、短期金融市场工具、集合投资计划份额和衍生品交易,并对金融工具的信息披露进行了统一的规定。^[10] 根据《金融工具市场指令》要求,一些欧盟国家在其国内立法中定义了“金融工具”,例如德国《证券交易法》中就纳入了“金融工具”概念,包括“证券、货币市场工具、衍生品和证券认购权”。^[11] 2006年日本《金融商品

[8] See Section 22: “The classes of activity and categories of investment”, and the Schedule 2 makes provision supplementing this section, *Financial Services and Markets Act 2000*, available at: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/pdfs/ukpga_20000008_en.pdf, 2012年4月13日访问。

[9] “Financial Instruments (1) Transferable securities; (2) Money-market instruments; . . . (10) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to climatic variables, freight rates, emission allowances or inflation rates or other official economic statistics that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event), as well as any other derivative contracts relating to assets, rights, obligations, indices and measures not otherwise mentioned in this Section, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognized clearing houses or are subject to regular margin calls”. See Section C of Annex 1, *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) 2004/39/EC*, available at: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2004L0039:20060428;EN;PDF>, 2012年4月13日访问。

[10] See Article 4: (“Definitions” 17) Financial instrument, of *The Markets in Financial Instruments Directive*.

[11] “Financial instruments within the meaning of this Act are securities within the meaning of subsection (1), money market instruments within the meaning of subsection (1a), derivatives within the meaning of subsection (2) and securities subscription rights”. See Section 2: Definitions (2b) of *Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz-WpHG)*, available at BaFin-Federal Financial Supervisory Authority Official Website: http://www.bafin.de/nr_720786/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetze/wphg_101119_en.html, 2012年4月13日访问。

交易法》^[12]及2007年韩国《资本市场统合法》^[13]亦将具有投资性的金融商品统一定义为“金融投资商品”并进行统合规制。^[14]

《公约》在上述立法成果的基础上进行了进一步的整合,第1条(a)款指出:“‘证券’是指依本公约规定能够贷记到证券账户、取得和处分的股票、债券、其他金融工具或金融资产(现金除外)。”该条同样采用了“列举+开放式描述”的方式,但冠以“能够贷记”的限定条件,所认可的券种范围略窄于美国法的规定。同时,条文援引了“金融工具”这一新兴概念,体现出对欧洲、日韩立法成果的认可,也给予各国依据市场需求及国内政策的需要经由国内立法增减券种的自由。此种界定方式回避了各国对证券概念的分歧,符合公约的功能性立法原则,所规制的证券既可以是无记名证券,也可以是记名证券,还包括单独证书代表的证券。^[15]

(二)“中介化证券”概念的提出

《公约》的另一重要创新是创设了“中介化证券”的概念。晚近时期,证券的托管制度及证券无纸化,^[16]使投资者不再直接持有股票、债券等实物证券,转而通过在证券中介机构开设账户,通过账户记录的形式反映自身的证券持有的状况。然而,此种模式下投资者在公司法、财

[12] See *Financial Instruments and Exchange Act*, available at Japan Financial Services Agency Official Website; <http://www.fsa.go.jp/common/law/fie01.pdf>, 2012年4月13日访问。

[13] See *Capital Market Consolidation Act*, available at Korea Financial Services Commission Official Website; <http://www.fsc.go.kr/eng/lr/list01.jsp?menu=0201&bbssid=BBS0085>, 2012年4月13日访问。

[14] 杨东、刘磊:“证券法的转型:同传统有价证券到金融商品——日韩两国给我们的启示”,载《证券法苑》(第5卷)(2011年11月号)。

[15] 乔雄兵、王邦武:“《中间人持有证券实体法公约》介评——兼论公约对我国的启示”,载《武汉金融》2011年第9期。

[16] 证券的托管发源于美国证券市场20世纪60年代末期的文档危机,证券无纸化以法国80年代初的改革为起点。参见 Charles W. Mooney, *Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries*, 12 *Cardozo L. Rev.* p. 305; 另见 Luc Thévenoz:“中介化证券、法律风险与国际间商法的协调”,邢梅译,载《2011(第二届)中国上市公司风险管理高峰论坛:转型风险与应对之策——风险管理改变未来》。

产法上的权利属性及外延,各法域的规定存在显著的差异。^[17]对此,《公约》及《准据法公约》均努力探寻一个中性的、描述性的、可被各国广泛接受的概念,以最大限度降低证券跨境持有过程中不同法律规定造成的障碍。

《公约》采用了“中介化证券”这一新设概念,并将其定义为:“贷记到证券账户的证券、或贷记到证券账户的证券所产生的权利或利益。”同时,第9条赋予账户持有人获取并行使证券附随权利,包括分红派息、其他权益分派和表决权。

(三)关于担保交易的特别规定

《公约》第五章就交易担保法律问题进行了规范,从第31条^[18]的定义上看其对担保的界定与我国《物权法》第170条^[19]的规定相一致;但在制度设计方面,存在诸多创新。

1. 一般担保与让与担保

《公约》第31条(b)和(c)分别规定了“质押担保协议”^[20]和“所有权转移担保协议”^[21]。“质押担保协议”所设立的担保权益,以不完全转让证券所有权为前提,与大陆法通行规定一致,故有学者将其称为

[17] 刘燕、楼建波:“从‘账户权利’到‘中介化证券’”,载《证券法苑》(第5卷)(2011年11月号)。

[18] “本章适用于担保人为担保权人在中介化证券上设定权益以保证担保人或第三人履行现有、将来或者有义务的担保协议”。参见《关于中介化证券的实体法公约》。

[19] “担保物权人在债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现担保物权的情形,依法享有就担保财产优先受偿的权利,但法律另有规定的除外”。参见《物权法》。

[20] “‘质押担保协议’是指担保人与担保权人之间订立的,为确保相关义务得以履行在中介化证券上设立不完全转让所有权的担保权益的协议”。参见《关于中介化证券的实体法公约》。

[21] “‘所有权转移担保协议’是指在担保人与担保权人之间签订的,为确保相关义务得以履行而将中介化证券的完全所有权转让与担保权人的协议,包括两者之间的出售或购回证券的协议”。参见《关于中介化证券的实体法公约》。

“一般担保”或“典型担保”^[22]；“所有权转移担保协议”则将证券的完全所有权让与了担保权人，可归属为让与担保制度。^[23] 一般认为，让与担保者系指债务人或第三人为担保债务人之债务，将担保标的物之财产权转移于担保权人，而使担保权人在不超过担保之目的范围内，取得担保标的物之财产权，于债务清偿后，标的物应返还于债务人或第三人，债务不履行时，担保权人得就该标的物受偿之非典型担保。^[24] 让与担保的设定人与债权人之间一般约定有信托约款，以限制债权人行使担保物的所有权，债权人唯能在担保债权取偿的范围内行使所有权。故让与担保又被称为“信托的让与担保”。^[25] 名义所有权转移担保能够有效地在证券交易的安全性及高效性之间取得平衡，因此《公约》第 32 条对此进行特别规定，要求各缔约国许可实行名义所有权转移担保。^[26]

2. 质押担保协议之下的担保证券的使用权

依照传统民法理论，质权人在质权存续期间，未经出质人同意，不得擅自使用、处分质押财产。然而对于证券这一特殊担保品而言，其价值具有较强的波动性，且如降低其流动性可能对市场产生不利影响。因此，《公约》对“质押担保协议”的规定，体现了赋予交易主体最大限度自主权的立法理念。其第 34 条第 1 款指出，“（质押担保协议之下）

[22] 担保物权有典型担保与非典型担保之分，“典型担保是指法律明文规定的，以标的物设定具有担保作用的定限物权为其构造形态，但标的物的所有权并不发生转移，仍存留于债务人或者第三人，并不转移与担保人。非典型担保是在社会交易中自发产生的，立法并未规定而判例学说承认的担保物权，不以设定物权的方法为其权利构造，但却是实现担保债务为目的，通过标的物所有权转移给担保权人的方式来实现债务的担保”。参见郑云端：《民法物权论》，北京大学出版社 2006 年版，第 400～401 页。

[23] “让与担保者系指债务人或第三人为担保债务人之债务，将担保标的物之权利移转于担保权人，于债务清偿后，标的物应返还于债务人或第三人，债务不履行时，担保权人得就该标的物受偿之非典型担保”。参见谢在全：《民法物权论》（下册），中国政法大学出版社 1999 年版，第 896 页。

[24] 牛文婕、赵刚：“略论证券交易担保制度的制定——以让与担保制度的引入为例”，载《证券法苑》（第 5 卷）。

[25] 梁慧星、陈华彬：《中国物权法研究》（下册），法律出版社 1998 年版，第 1061 页。

[26] “第三十二条 所有权转移担保协议的确认：缔约国法律应许可所有权转移担保协议依协议条件生效。”参见《关于中介化证券的实体法公约》。

担保权人得如担保证券所有人一样有权使用和处分担保证券”,同时进一步规定:“(担保权人)在相关义务履行完毕之前,向担保人交付同等担保物,以代替原来交付的担保证券”,据此规定,证券即使被设定质押,仍可进行流转,该券种的市场流动性并未因质押的存在而受到影响,从而有益于市场的稳定。

3. 担保品价值的维持与替换

以证券作为担保品的另一潜在风险是,证券在市场上作价后可实现的价值将随市场行情的波动而变化,质权人可能更为频繁地面临因担保品价值下跌而不足以担保相关债务的风险。为此,《公约》赋予质权人得额外要求提供担保物的权利,与大陆法立法惯例保持一致。第36条进一步规定:“如果担保协议规定:……(b)交付实质等值的担保证券或其他财产用以替换担保证券或其他财产的权利。”依证券交易惯例,在证券交易价格发生波动时,交易主体会进行远期价值评估,如发现该种证券有价格长期下跌预期的风险,则会及时卖出以止损处理,将所得资金配置于有上涨预期的券种内。因此,赋予交易主体及时替换担保证券自由,符合市场参与者的交易习惯。

三、《公约》对我国证券公司产品与业务创新的影响

与我国银行机构近年来的迅速发展形成鲜明对比,紧贴市场与客户的证券公司却未能分享到实体经济与金融市场规模扩大产生的红利,反而陷入了“专业服务水平不高,创新能力不足”^[27]的窘境。立法与市场需求的不匹配,是束缚证券公司创新能力的主要根源。由于《公约》不仅适用于中介持有体系的法律关系,还对协调各国证券交易实践起到示范作用,因而其有助于我国证券公司开拓思路,打破“通道化”固有业务模式的束缚。

(一)《公约》中对“证券”的定义有助于扩大产品创新的范围

鉴于对“证券”概念的界定,决定着资本市场发展的空间及监管的

[27] 参见郭树清在《财经》年会“2012:预测与战略”的演讲,载 <http://www.caijing.com.cn/2011-12-15/111526682.html>,2012年4月13日访问。

范围,是构建证券市场规制体系以及据此开展证券业务的起点和基础。从市场角度出发,对“证券”范围界定过窄,将无法满足市场正常的投、融资需求,使套期保值、风险对冲等金融工具的发行与交易无法得到立法支持。因证券市场发展历程及立法体系的差异,建立在不同法域的金融市场可能对证券的定义有所不同。《公约》作为融合各国立法经验的产物,为了扩大适用范围,采用功能性立法原则,对证券进行了开放性的定义,将一切可以贷记入账户的金融工具和资产涵盖其中。该种立法模式重点关注证券发行与交易行为的本质特征,在当今金融产品日益复杂化、抽象化的发展趋势下,通过规则的包容性,为金融机构开展创新业务奠定了基础。

我国2005年《证券法》对证券范围的界定较为保守,^[28]既缺乏对“证券”一般性的定义,法定的证券种类又比较狭窄。如对证券衍生品种及其发行、交易的规定体现为《证券法》第2条第3款的授权规范,在金融工具和产品日新月异背景下,许多金融投资工具,包括一些具有证券属性的理财产品,如银行理财产品、信托理财产品及资产证券化产品等由于“身份”的认定不清,因而游离于《证券法》的监管之外。^[29]对比境外成熟市场,我国资本市场创新不足,风险对冲工具不够,市场的杠杆率较低,就是由于现实中,我国对金融产品的创新持过分谨慎的态度,其监管法律多为禁止性、限制性规定,从而延缓了以衍生品市场为代表的创新金融工具的整体发展,也限制了证券交易的多样性。金融衍生品,如债券期货、债券期权、利率期货期权、场内信用衍生品等金融工具,发挥着对冲风险、价格发现、活跃交易的重要作用。以债券市场为例,美国市场的浮息债很多依靠利率互换交易锁定成本,债券发行者也会根据比较优势通过互换交易降低融资成本,因此,债市规模与利

[28] “在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规另有规定的,适用其规定。证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定”。参见《证券法》第2条。

[29] 陈洁:“金融投资商品统一立法趋势下‘证券’的界定”,载《证券法苑》(第5卷)(2011年11月号)。

率衍生品市场规模正相关,而我国2008年利率衍生品市场规模为仅相当于债券市场规模的6%,完全没有发挥出人民币利率类衍生产品在我国债市的基本功能。^[30]

有鉴于此,应借鉴《公约》有关证券定义的立法手段,扩大我国相关法律规则中“证券”的范围,进一步放松对证券衍生品的限制,注重给予市场参与主体充分的创新空间,使其在风险可控且接受监管的前提下,以自身商业判断,创设证券新品种,参与证券衍生品交易。

(二)《公约》中的中介化证券对证券公司创新的意义

证券的持有、清算和托管是金融市场的核心职能,^[31]随着证券市场产品的日益复杂化,除CSD外,托管公司、信托公司、结算公司、商业银行等中介机构逐渐承担了部分客户的部分产品的托管职能。《公约》对由中介持有的证券如何彰显其所有权,怎样转让、处置和借贷进行了规范和调整。

相较之下,我国证券持有模式呈现出“直接持有为主、间接持有为辅”的特征。A股股份、证券投资基金、可转债、一级托管企业债、金融债、企业债务融资工具、公司债以及部分直接登记在实际持有人名下的B股,直接通过中央证券存管机构的记录体现,归属为直接持有模式;以代理人名义持有的部分B股、证券公司集合资产管理计划、二级托管企业债以及境外投资者通过QFII持有的证券,属于中介持有的模式。但是,我国没有在法律层面给予中介持有模式一个正式的“身份”,也没有与“中介化证券”相对应的概念。《证券法》规定投资者证券账户的设立、证券的存管与过户等职能仅由中央证券登记机构行使,^[32]证券公司并不具备进行投资者证券账户维护的法定资格。而《证券登记结算管理办法》则规定中央证券登记机构受证券公司委

[30] 上海证券交易所—中信证券联合课题组:“交易所债券市场产品创新研究”,载 <http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/plan/plan20110519g.pdf>, 2012年4月13日访问。

[31] See Group of thirty, *Global Clearing and Settlement: A plan of action*(2003).

[32] 《证券法》第157条:“证券登记结算机构履行下列职能:(一)证券账户、结算账户的设立;(二)证券的存管和过户;(三)证券持有人名册登记;(四)证券交易所上市证券交易的清算和交收;(五)受发行人的委托派发证券权益;(六)办理与上述业务有关的查询;(七)国务院证券监督管理机构批准的其他业务。”

托维护投资者证券账户,证券公司是投资者证券账户的维护主体。^[33]显然,《证券登记结算管理办法》与上位法——《证券法》之间存在法律逻辑上的矛盾。此外,包括《物权法》在内的其他法律规则也未能就那些中介持有证券的投资者股东地位、证券权益问题进行确认和定性。

由于证券公司许多创新产品均是结合对客户信用程度的判定,对客户的证券资产进行组合而产生的。在现行证券托管模式下,该类证券产品创新必然受制于中央证券登记机构对需求的理解、产品的设计能力、技术系统的支持能力以及相互的配合效率,导致创新成本较高。同时,作为维系整个证券市场平稳运行的核心主体和平台,庞大的运营体系已使得中央证券登记机构的技术系统越来越复杂,业务连续性计划、灾难恢复计划和危机管理计划等也变得极为繁冗,每一次的产品创新、流程优化、系统升级都或将成为风险事件,牵一发而动全局,潜藏的创新风险不容忽视,且最终导致了投资者权利行使的不确定性,也限制了中介机构为投资者定制个性化产品的提供增值服务的空间。

如能加入《公约》,由于国际公约在我国法律适用效力层级上的优先性,^[34]将有助于梳理我国现行证券持有模式的立法体系,明确中介持有相关法律关系,对我国证券公司开展创新业务提供有益指导。即使不能加入《公约》,《公约》所代表的国际商事实践经验也是我国证券市场参与者尽快熟悉国际业务规则、积累经验的有效路径。

(三)《公约》中的证券交易担保制度对金融创新的积极影响

证券交易需要平衡效率与风险,各种形式的担保作为证券交易的基础制度,是市场参与者防范交易对手方违约风险的重要保障。电子化交易与集中交易不仅改变了证券交易的方式,也改变了财产权属的

[33] 《证券登记结算管理办法》第78条:“存管,是指证券登记结算机构接受证券公司委托,集中保管证券公司的客户证券和自有证券,并提供代收红利等权益维护服务的行为。”

[34] 虽然我国宪法及宪法性法律都未就国际条约在国内的适用作出规定,但民商事法律中普遍肯定了国际条约的优先适用,如《民法通则》第142条规定:“中华人民共和国缔结或者参加的国际条约同中华人民共和国的民事法律有不同规定的,适用国际条约的规定,但中华人民共和国声明保留的条款除外。”

传统表现形式。一方面,当事人间难以了解交易对手方的信用;另一方面,证券权利转化为“数字形式的金融资产”,仅通过账户贷记取得权利。^[35]然而,建立在传统“一对一”、“有形物”模式基础上的担保法律体系,并不适应于今天证券交易的实践,特别是承担着高风险的创新金融产品与业务,更需要高效、成本低廉的担保机制来支持。

首先,从担保的生效角度看,《公约》第11条及第12条规定,账户持有人可依据账户贷记或担保协议“获得和处分中介化证券的担保权益及担保权益之外的限制性权益”,虽然我国也承认担保协议在合同法意义上的效力,但对于担保权的取得,依《物权法》第226条^[36]的规定,以证券登记结算机构登记的股权出质,质权自证券登记结算机构办理出质登记时设立。此种以登记为要件的担保制度在实践中给市场参与者带来诸多不便,从效率角度而言,烦琐的登记手续可能导致交易时机的错失;但如不办理登记,虽满足了对效率的需求,却不利于保障交易安全。此外,传统质押担保须冻结无纸化证券账户,不利于投资者规避市场风险。

其次,对于担保的方式,在当前国际证券交易惯例中,多数担保品管理及交易是建立在名义所有权转移担保的基础之上的。然而,我国“立法中有关让与担保的规定尚付阙如”^[37],《民法通则》与《物权法》中皆未规定此类担保制度,仅明确了一般担保的法律地位。受此制约,严重束缚了证券公司研发创新型产品的操作空间。虽然《证券公司监督管理条例》创设了“信托让与担保”^[38],但在实践中难以有效对抗第

[35] 何艳春:“我国金融创新的让与担保法律问题析”,载《证券法苑》(第5卷)(2011年11月号)。

[36] “以基金份额、股权出质,当事人应当订立书面合同。以基金份额、证券登记结算机构登记的股权出质,质权自证券登记结算机构办理出质登记时设立;以其他股权出质,质权自工商行政管理部门办理出质登记时设立。基金份额、股权出质后,不得转让,但经出质人与质权人协商同意的除外。出质人转让基金份额、股权所得的价款,应当向质权人提前清偿债务或者提存”。参见《物权法》。

[37] 梁慧星:“制定中国物权法的若干问题”,载《法学研究》2000年第4期。

[38] 《证券公司监督管理条例》第53条:“客户证券担保账户内的证券和客户资金担保账户内的资金为信托财产。证券公司不得违背受托义务侵占客户担保账户内的证券或者资金。除本条例第五十四条规定的情形或者证券公司和客户依法另有约定的情形外,证券公司不得动用客户担保账户内的证券或者资金。”

三人的请求以及司法机关的强制执行,不利于保护证券公司作为债权人的合法权益,甚至有学者质疑上述条款的合法性。^[39]我国现行的证券交易担保制度,如交易所债券回购交易中的“标准券”质押方式,以及场内期货交易,或场外衍生品交易,如证券公司与非金融机构进行利率互换交易时所普遍采用的保证金等履约保障制度,通常被理解为质押担保形式的一种。^[40]我国《物权法》第211条规定,“质权人在债务履行期届满前,不得与出质人约定债务人不履行到期债务时质押财产归债权人所有”,因而在一方违约后,对手方应如何处置质押品存在法律上的不确定性。

最后,传统民法理论就质权人对担保物使用的问题保持了谨慎的态度,旨在防止因持券人的恣意使用造成担保物的灭失或价值的减损。而在证券领域,质权人所关注的并非某一特定之物,而是担保品——证券所代表的可实现的价值。担保权人使用证券后,只需将同等份额的证券过户给出质人,则并不妨碍出质目的的实现,亦不会损害出质人的利益。特别是在无纸化的证券持有制度下,持有人对证券的权益仅体现在证券账户中的份额,其特性决定了对证券逐日盯市并及时处置的必要性。若要求质权人须在取得出质人许可后方得使用证券,则易导致出质后的证券被锁定在账户中,造成市场流动性的丧失,极大地打击市场主体使用证券进行担保的积极性。

反之,我国法律对出质人可否对担保品予以替换也存在规则缺失。我国《物权法》第216条^[41]及《公约》第36条^[42]均赋予质权人得额外要求提供担保物的权利。但有所区别的是,我国立法仅规定了追加担

[39] 廖焕国:“论我国融资融券交易担保机制的法律构造——以最高额质押为视点的框架分析”,载《法律科学》2009年第5期。

[40] “债务人或者第三人将其金钱以特户、封金、保证金等形式特定化后,移交债权人占有作为债权的担保,债务人不履行债务时,债权人可以以该金钱优先受偿”。参见最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第85条。

[41] “因不能归责于质权人的事由可能使质押财产毁损或者价值明显减少,足以危害质权人权利的,质权人有权要求出质人提供相应的担保;出质人不提供的,质权人可以拍卖、变卖质押财产,并与出质人通过协议将拍卖、变卖所得的价款提前清偿债务或者提存”。参见《物权法》。

[42] “如果担保协议规定:……(b)交付实质等值的担保证券或其他财产用以替换担保证券或其他财产的权利”。参见《关于中介化证券的实体法公约》。

保这一种情形,对担保品是否可予以替换的问题则留有空白。虽依担保法理,当事人可经协商一致替换担保品的种类和数量,但操作中,出质人将足额的新券种出质给质权人后,能否将原有券种解除担保并无法律上的依据,可能引发质权人的道德风险。我国证券公司在产品创新过程中,以交易所回购类产品为例,如设计以某类债券或一篮子债券集合设置抵押,在出质期内,抵押品份额的价值会随市场的波动而发生变化,导致出质人的套利机会与止损压力并存。当市场向好,虽然锁定担保品能有效保证质权人的利益,但却令出质人丧失了获利机会,不能从根本上增加出质人的清偿能力,也不符合市场主体逐利的本质特点,缺乏经济性;而在证券市场价值迅速下跌时,如不能及时反应,将导致质权人的担保品价值不足及出质人资产减损的“双输”局面。《公约》中明确了交付实质等值的担保证券或其他财产用以替换担保证券的规定,为补充足额担保券种后出质人取回原有担保证券提供了法律保障。

现行的传统担保法律体系已经不能够适应无纸化和集中交易的证券交易制度。^[43]《公约》对担保交易的规定,为金融市场参与者提供多样性的、富于弹性的担保途径,为开展金融创新提供了有力保障。

四、结语

综上,受基础法律缺失及业务规则滞后的制约,我国证券市场未能充分享受到新兴市场惯有的“后发优势”。实体经济的融资需求依旧过度依赖间接融资,证券公司业务创新显著地受到规则的束缚。《公约》所采用的“功能性立法”原则,“基于交易结构来实现制度创新”^[44],值得我国立法者及市场参与者深入研究和思考。通过借鉴《公约》的先进立法经验,纠正并完善现有立法体系中关于证券的规定,并

[43] 黄炜:“无纸化证券民事法律关系研究”,载《社会科学研究》2008年第3期。

[44] 楼建波:“化解我国融资融券交易担保困境的路径选择”,载《法学》2008年第11期。

在适当的时机加入《公约》，有利于促进我国证券市场的发展，并推动证券产品和服务的创新，使证券公司发挥应有的市场作用，也将为我国发展跨境交易和参与国际证券市场竞争消除阻碍，有利于我国资本市场全面的繁荣与发展。