

## 证券市场创新的法律思考

——兼议《日内瓦证券公约》\*的借鉴意义

牛文婕\*\*

**摘要:**资本市场创新需要发挥法律的引导功能,当下以市场存量为基础的创新活动更是呼唤新型商事担保制度的确立。现行《物权法》中的权利质押制度虽具民事领域的正当性,但在商事领域局限性则至为明显,难以满足商事实践的需要,实务中也是屡遭突破。反观《日内瓦证券公约》,设专章对证券担保交易作出规定,有关担保的类型、权利实现、担保品的利用、担保品价值维持和替换都作出了明确规定,这些给我国资本市场创新的立法和实践提供了良好的制度范本。在目前立法尚难以立即上马的背景下,部门规章、司法解释、业务规则等其他层级的规范可以先行创设相关的商事担保

---

\* 《日内瓦证券公约》全称为“国际统一私法协会 UNIDROIT《中介化证券实体法公约》”,2009年日内瓦外交大会决议将其定名为《日内瓦证券公约》。

\*\* 中国证券登记结算有限责任公司法规事务部总监,法学硕士,LLM,研究方向为民商法学、证券法学。长期从事证券法律实务工作并多次参与相关立法活动。自2006年起参与《日内瓦证券公约》的起草和磋商,参加日内瓦外交大会,见证了公约文本的草签,现代表中国政府担任该公约“新兴市场、执行及后续事项委员会”联席主席。

制度。

**关键词:**创新 证券 商事担保 权利质押 日内瓦证券公约

证券市场 20 年潮涨潮落。前些年证券公司的“野蛮生长”,导致证券行业进入风险处置状态。经过严格的规管和梳理,当下是人人言必称“创新”的时节。市场各有关机构的创新活动如火如荼,各路精英大显身手,奇思妙想,异彩纷呈。然欣喜之余,凭职业敏感,仍觉来自法律界的声音未免微弱。笔者在参与各项制度设计的实践中,发现了一个有趣的现象:几乎每一个创新品种方案设计的合法合规性论证都会指向对现行民事担保制度的考量。遂引发以法律的角度,借鉴国际商事立法的主要经验,观察和思考证券市场创新之几点浅见,呼吁证券市场创新过程中重视“法制”创新,以法律之手段引导、推进和保障证券市场创新。

## 一、法制创新引导市场和产品的创新

早有经济学大师指出:经济增长的关键在于制度因素。一项好的法律制度可以带来巨大的社会效益,公司制度对近现代社会经济发展的贡献即为明证。法律因时而变。在风险处置阶段,法律的规范作用是显而易见的;在创新阶段,法律风险的评估也是必要的;但目前最需要发挥的是法律的另一个重要作用,那就是法律的引导功能。如果说“顶层设计”是关乎创新成败的基础,那么法律制度的创新和设计就是最有价值的“顶层设计”。方向选对了,事半功倍;否则南辕北辙,可能无功而返。当下创新所涉证券权益担保制度这一领域与其他发达资本市场相比,仍处于尚未开发状态,虽非完全荒芜,<sup>[1]</sup>但实有精耕细作之必要。“保护投资者合法权益”是证券监管者的信条,而“确认投资者证券权益归属和变动规则(包括设定担保的规则)”则是投资者保护的

---

[1] 实践中已有证券公司自营证券质押贷款业务、融资融券等业务突破物权法关于质押的有关规定,尝试新型的商事性质的担保方式。

基础和着眼点,试问“投资者应当享有的证券权利如何确定”尚待明晰,何来“投资者保护”?简言之,我国证券法制体系架构中需要有一整套相对独立的、对应于物权法的调整“证券类财产权益归属和变动关系”的法律规范,可以是单行立法,也可以接纳于证券法中独立成章。创新活动所需之新型商事担保规范也应列于其中。

## 二、以市场存量为基础的创新活动呼唤新型商事担保制度的确立

早期市场的发展以开疆拓土、市场营销为己任,恣意挥洒、成长壮大到如今“市值排名位于世界前列”,实属不易。相较于市场本身发展之迅猛。规范证券权益归属的财产法制度却显得十分滞后。实务界一直以来援引民法原理和物权法规范,辅之以计算机等高科技电子化系统的先进手段,借助后发优势,支撑了庞大而复杂的证券市场登记、存管、结算和托管系统等证券市场的基础设施,<sup>[2]</sup>保障了证券市场的正常运行和充分发展。然而,随着市场发展逐步走向深入,原有对民法基本原理的照搬和套用,以及实用主义的规则制定方法愈发不能适应市场发展的需要。

在基础的财产法律关系未得厘清之前,以市场存量为基础的创新活动所依赖的证券类财产担保制度就无从搭建。缺乏法律制度的引导和支撑,提高杠杆率的资源配置型创新谈何容易?奇怪的是,此领域内法律创设的强烈需求似乎并未引起法学界和司法界的呼应和共鸣,尽管偶有学者应业界吁请作出回应,但仍未形成广泛共识。一个可供解释的理由是,我国证券市场的发育还远未达到发达市场的成熟程度,来自市场和投资者的资产配置的需求还不够强烈,或者因无合法的渠道和方式实现设定担保的需要,故而多年来各种变相的,以民间三方监管

---

[2] 这一基础设施(infrastructure)不仅包括证券登记结算机构的业务系统,也涵盖了证券公司、银行、基金管理人和托管人等证券市场中介机构的托管与结算系统。

合同等不规范方式<sup>[3]</sup>实现资源配置的方法大行其道。

时下证券市场的发展确已迈入新的阶段,创新需求旺盛,且大都以存量为基础开发新产品,因此,担保制度几乎成了各个创新品种中必须触碰的一项法律制度。如果我们在法律创设的过程中想象力不够的话,最简单的办法是,看看别人是怎么做的。好在随着计算机等高科技电子技术的发展,各国也纷纷提升自己的证券市场基础设施处理能力,在此业务领域重新定义和更新相关的法律制度,形成了各类契合其本国法律体系和业务逻辑关系的法律制度。

2009年,由主要发达市场国家推动,国际统一私法协会 UNIDROIT 制定了《日内瓦证券公约》,为跨境交易的财产权利的流转提供了依据,提高了法律的确定性和可预见性,进而保护投资者的合法权利。

### 三、现行《物权法》权利质押登记制度的民事必要性和商事局限性

《物权法》的发布对我国社会经济生活意义之重大、影响之深远自不待言。其中有关权利质押登记制度为投资者以其金融资产行使担保权、实现其基本民事权利提供了清晰可靠的法律依据和保障。例如,物权法规定了“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;……基金份额、股权出质后,不得转让,……”<sup>[4]</sup>实践中,在股权分置改革前,到证券登记结算机构办理质押登记的投资者以持股数额较大的国有股和法人股股东为主,因其股份本身处于不能流通状态,因此质押登记的方法是采取冻结账户内证券的方式进行。流通股股东在相当长的一段时间内往往采取三方协议由证券公司监管等各种方式实现其股份质押的需求。《物权法》颁布后,证券登记结算机构也于2009年出台了《证券质押登记业

[3] 这类方法非经法定的证券登记结算机构的登记,具体做法不尽相同,往往引起诸多纠纷,投资者面临极大的风险,即使如此,这类做法也是屡禁不绝,投资者基本权利得不到保障之情状由此可见一斑。

[4] 参见《物权法》第226条。

务实施细则》，适应了股权分置改革后全流通市场背景下股权质押的市场需求，并规范该类民事行为，保障了投资者以其金融资产设质的基本民事权利得以实现。具体做法完全符合《物权法》的要求。例如：

1. 出质人和质权人双方需订立合同，有一对一的真实意思表示；

2. 质押标的证券特定且设质后冻结于出质人账户，客观上该证券无法流通，但出质人可以行使该证券的基础权利；

3. 解除质押需质权人办理，非经双方协议，质权人不得单独处分质押证券，如发生争议，需经判决或者裁决方可实现质权。<sup>〔5〕</sup>

总体而言，从民事行为的角度观察，《物权法》权利质押制度对证券市场金融财产的资源配置起到了基本的保障作用，一定程度上避免了资本的闲置和浪费。

但是，在现代高度发达的大规模集中证券交易市场中，交易的效率和安全已经提高到相当水准，更多的标准化产品设计使传统的民事交易转化为典型的商事活动。某些形式要件按照标准化合约的约定，以默示的方法达成交易当事人之间的合意，所以某些商事行为如果以民事的角度观察往往是有其实而无其形，故而在司法实践中因商事规范的不成熟，司法机关往往质疑有关商事行为的合法性，一定程度上危及到交易安全，不利于维护证券市场秩序。过往风险处置期间出现的风险事件即为实证。<sup>〔6〕</sup>

目前创新需求旺盛之时，虽有监管部门的“容错”的豁免，也不可记取教训，居安思危。如要证券市场创新发展可得长治久安，必须在“顶层设计”时考虑法律制度的建设。然而，此时再向《物权法》寻求支持时，发现这些民事制度的法学原理虽然可以用来解释这些商事行为的法律关系，在形式上，现有规定并不能完全切合证券市场创新等商事活动的制度诉求。在以往论证过的创新品种中，有融资融券、质押式回购、买断式回购、报价回购、约定式回购、滚动式回购，还有将银行间市场债券引入质押标的的种种设计，各种名称和方案设计花样百出，不一

〔5〕 此项业务制度的设计结合了《物权法》第211条和第219条之规定，符合禁止流质规定的立法精神，考虑了对质权人和出质人的平等保护。

〔6〕 有关风险处置阶段相关问题的讨论曾多有报道，在此不作赘述。

而足。但总结下来有如下(一个或者多个)特点:

1. 各品种方案设计基本是以质押担保制度为原理,盘活现有证券类资产,避免资本处于闲置状态。

2. 有关当事人之间的法律关系以格式合同约定之,一旦投资者买入该品种,即默示其愿意加入该合同所约定之法律关系,无须一对一再行具体协商。

3. 质押标的证券往往无须特定化到每一个投资者,可以形成“担保池(pool of collateral)”,甚至担保证券本身也无须特定化,可以随时替换,只要维持相对于债权额的等价(equivalence)即可。为达致债权人、债务人之间的利益平衡,一般都有担保品管理和逐日盯市等价值评估的制度安排。

4. 质押证券可以被划转到质权人或者留存于质权人的账户中,质权人可以像该证券的真正的持有人一样依约定交易或者使用该证券,而无须锁定该证券,在质押期限届满时返还该证券即可,甚至可以考虑届时归还等值证券,而无须返还原证券。此举很好地解决了民事质押登记的冻结方法对于市场流动性的不利影响,避免了大规模质押登记可能导致的股权分置改革前的证券市场流动性不足的老问题。

5. 上述创新品种无一例外的都有一个诉求,就是突破禁止流质的规定,俗称“快速处置机制”。即当债务人违约或者出现其他“事先约定的”需要实现质权的情形时,当事人无须寻求司法机构的裁决等公力救济手段,即可通过集中交易市场按市价卖出后了结出场,实现自力救济。这一点在证券市场创新设计中尤为重要,几乎是每一品种的题中应有之义,甚至在与证券公司讨论代理民事的质押登记业务时,都呼吁把快速处理的权限也一并下放,可见此点需求之迫切性。

6. 更有甚者,在考虑质押标的证券的范围时还引入了非在证券登记结算机构存管的证券,这样的制度设计一定程度上连通了不同市场或者实现了场外交易场内化。证券法意义上的证券登记结算机构已经不是这类证券的登记存管机构了,但可以通过业务和技术上的安排达到由证券登记结算机构控制这些质押标的证券的目的,更大范围地实现投资者盘活金融资产的愿望,也一定程度上打通了市场分割的状态,但这一点很需要来自不同监管部门的许可和协作。

上述情况表明,其制度供给之需求远非目前《物权法》所能满足,必定有与《物权法》比肩之单行法,独立规定之,方为妥帖。但在单项立法出台前,部门规章、司法解释、业务规则、业务协议等多层级的制度建设和补充也可为权宜之计,但就是不能这样浑然未觉地就事论事,而无远景方略。好在《物权法》第2条第2款也说得清楚:“本法所称物,包括不动产和动产。法律规定权利作为物权客体的,依照其规定。”为此领域的单项立法预留了空间。

#### 四、《日内瓦证券公约》对证券市场创新的启示

大约在我国证券市场处于证券公司风险处置阶段,国际上主要发达资本市场则在着手起草旨在规范跨境证券交易的财产权益流转规则的《中介化证券实体法公约》,后定名为《日内瓦证券公约》。<sup>[7]</sup>该公约第五章关于“担保交易的特别规定”专门讨论了商事领域中以担保制度为原理设计的担保交易的特殊制度安排。给我们讨论新型商事立法中的担保制度提供了很好的借鉴范本。该章主要内容<sup>[8]</sup>归纳如下:

1. 该章规定了两种担保协议:一种是不完全转移所有权的质押担保协议,另一种是完全转移所有权的担保协议。

2. 该章要求缔约国应当允许第二种完全转移所有权的担保协议依照协议约定生效。

3. 实现质权的情形出现时,质押担保的担保权人可以-directly 卖出证券并以其所得优先受偿,或者依照估值依据直接以担保证券归其所有或者折抵债务,或者以净额轧抵的方式了结债务关系;担保权人适用轧抵了结条款时,无须事先通知担保人并告知其意图,无须经法院等司法机构的裁决,也无须经过公开拍卖等方式,即使担保人或者担保权人已经开始破产程序,也可以为之。

[7] 有关内容参见国际统一私法协会 UNIDROIT 网站, [www.unidroit.org](http://www.unidroit.org)。

[8] 有关内容参见《日内瓦证券公约》第31条至第37条内容。

4. 质押担保协议下的担保证券使用权。担保权人可以使用和处分担保证券。担保权人使用该证券的,应当在担保期限届满前归还同等担保物或者其他等值财产。行使担保权、责任的估算应当以商业上合理的方式进行。

5. 担保品价值维持和替换:如果担保协议规定了担保证券因价值变化或者相关债务内容发生变化,或者属于内国法许可范围内的担保协议约定的任何情形,而需要交付额外的担保品或者交付实质等值的其他担保物,以便替换原有担保物的,这些证券或者其他财产的交付不应因发生在担保人破产程序的一定期间内而使其无效、被撤销或者被宣告无效。值得注意的是,担保品维持和替换的制度设计相较于现行民事的锁定式质押登记的做法具有更高的公平性,质押的双方当事人均不必承担因市场价格的剧烈变动而引起的风险,对双方均相对公平和安全。

6. 公约允许缔约国对第五章的内容全部保留,也允许对部分协议类型和证券品种做出保留。但总体原则是,越是受规管的市场中的品种,担保品管理和快速处置机制得以公允价格实现,越便于适用第五章的有关内容。

从上述内容中,我们可以得出几点初步结论:

1. 公约非常重视内国法的规范,仅规定了缔约国法律制度设计的后果,而不探究内国法的实现路径,给国内立法既提供了参考依据,又留出了立法空间。因此,即使加入公约,国内的相关立法仍然十分必要。

2. 公约规定的完全转移所有权的担保方式是其努力推广的方式之一,如果有些市场尚未做到这一点,公约允许对第五章全章保留,以便不影响其加入该公约。

3. 因为有价格公允的市场为依托,允许事先约定流质内容,即质权人在必要时可以启动快速处置机制,此点对当下市场创新活动的法律支撑作用殊为必要,可以说提供了突破制度瓶颈的可能性。

4. 担保证券可以为担保权人所使用,也可以为维持担保品价值而替换有关担保品,并且该担保品的交付不受双方已经开始的破产程序的影响。这一点充分表明了商事领域里担保机制的适用很大程度上依



赖于受规管的市场所能提供的公允有效的价格发现机制和权利实现渠道,且旨在维护正常的证券市场秩序。

## 五、结语

《日内瓦证券公约》虽给我们提供了立法和实践的借鉴意义,但因其尚未生效且我国也未加入,<sup>[9]</sup>目前暂无法直接适用。然而,这并不妨碍我们因期许未来法律制度的演进而在实践中先行一步。看准方向,尝试向法律创设的可能性迈进一步。至少在前述论证中,商事法律体系中相关制度发育尚未完全,故而无禁止性规范,只是缺乏明确清晰的法律关系框架为支撑。在此法律背景下,创新实践所涉及的多层级的法律规范就显得尤为重要,如无立法,则部门规章、司法解释、业务规则、业务协议等均可起到约束相关当事人的作用。因此,在大胆创新的同时,更要谨慎从事,从严论证法律关系和依法合规性。良好的实践效果往往是法制建设的强大推动力,法律并非一成不变。这一点,古代先贤已有认知:“知法治所由生,则应时而变;不知法治之源,虽循古,终乱。”刻舟求剑、郑人买履的故事能免则免吧。

---

[9] 根据《民法通则》第142条的规定,我国加入的国际条约同我国民事法律有不同规定的,适用国际条约的规定,但声明保留的条款除外。