

关于电子化簿记式证券若干 法律问题的思考

汪有为*

摘要:在证券的电子化、簿记化、无纸化背景下,证券登记结算业务具有证券登记结算机构作为共同对手方担保结算、二级结算、多边净额结算、滚动交收等制度特征,决定了证券登记结算行为与传统商事法律行为之间有密切联系,但也有很多区别。因此,有必要对证券市场电子化簿记式证券所涉相关法律问题做一些梳理和思考。

关键词:簿记式证券 登记结算 法律问题

目前,我国大陆证券现货市场挂牌和交易的证券均是电子化簿记式证券,也称无纸化证券。品种包括 A 股、B 股、基金、权证、政府债券、企业债券、公司债券、可转换债券等。其中,上海证券交易所、深圳证券交易所(以下简称上交所、深交所)成立不久也都基本实现了证券电子化、无纸化发行、交易、登记、托管、存管和结算;1996 年银行间市场建立之初,中央国债公司几乎可以全部提供债券发行、登记、托管和结算的电子化、无纸化服务,到 2001

* 中国证券登记结算有限责任公司法律部副总监。

年国债实物券全部退出历史舞台。在证券的电子化、簿记化、无纸化背景下,证券现货市场,尤其是证券交易所场内交易具有集中性、匿名性、无因性等制度特征,结算业务具有证券登记结算机构作为共同对手方担保结算、二级结算、多边净额结算、滚动交收等制度特征,与传统民商事活动中的一对一、面对面、逐笔全额结算等特点相比较,场内证券交易对安全和效率的要求之高,与传统民商事活动相比较不可同日而语。上述特点决定了证券交易所发生的证券交易和结算行为与传统民商事法律规范的商事行为之间有密切联系,但也有很多区别。实务中对证券市场参与主体之间的权利、义务和责任以及证券持有、流通过程中的权利状况等相关法律问题有不同的理解;在司法实务中,甚至出现同一家法院对同一类案件做出两种截然相反的判决结论。因此,本文希望对证券交易所市场电子化簿记式证券所涉相关法律问题做一些梳理和思考,并恭请批评指正。

一、证券登记结算机构的职能

根据《证券法》、《证券登记结算管理办法》(证监会第29号令)和相关业务规则,沪、深证券交易所挂牌证券的登记、存管和证券交易后的清算、交收等职能由中国证券登记结算公司承担。《证券法》和《证券登记结算管理办法》对证券登记结算机构职能、法律地位和制度设计也作出明确规定。就其职能和作用而言,证券登记结算机构不仅为证券交易提供集中登记、存管和结算服务,同时还具有维护证券登记结算系统的安全和稳定的功能。从某种意义上讲,它承担了社会公共服务职能的公益机构,不同于普通商业机构。其主要制度设计和职能表现在以下几个方面:

(一) 证券账户管理职能

与纸面证券比较,电子化簿记式证券是以证券登记结算机构或中介机构计算机系统中处理的电子化簿记系统中的电子数据表彰和证明证券权利,并通过对其证券账户的借记(记减)和贷记(记增)实现证券权属的变更登记;投资者通过其在证券登记结算机构或中介机构开立的

证券账户持有、转让证券或行使其他证券权利。目前,证券交易所市场现有证券账户体系基本可以分为三类:一是客户直接在证券登记结算机构开立证券账户并以自己的名义持有证券,证券账户的维护(借记和贷记)由证券登记结算机构进行,如 A 股等。二是客户在中介机构处(证券公司或 QFII)开立证券账户并持有证券,中介机构在证券登记结算机构开立统一名义持有证券账户,并以自己的名义为所有客户持有证券,中介机构掌握客户持有证券的明细,证券登记结算机构不掌握客户持有证券的明细,客户证券账户的维护(借记和贷记)由中介机构进行,作为名义持有人的中介机构的账户由证券登记结算机构进行维护(借记和贷记),如境外 B 股等。三是客户在中介机构(证券公司或 QFII)开立证券账户并持有证券,但证券账户的编码由证券登记结算机构统一配号,维护(借记和贷记)责任属于中介机构,但中介机构委托由证券登记结算机构进行维护(借记和贷记),中介机构另在证券登记结算机构开立统一名义持有证券账户,对客户证券进行总账管理,如融资融券业务等。

(二) 证券登记职能

证券登记的基本功能是确权,即证明和确认证券权利的归属和变动情况。证券登记结算机构根据发行人的委托办理相关证券登记业务。上市证券目前都采取了电子化簿记式的发行方式,所发行的全部证券,均利用证券登记结算机构的计算机系统记入投资者的证券账户中。此后发生证券交易或者转让,证券登记结算机构将相应变更证券账户记录,并定期或非定期地根据证券发行人的申请向证券发行人发送证券持有人名册。证券登记包括初始登记和变更登记。初始登记是指证券公开发行后,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;变更登记是指证券权属状态发生变化导致的持有人名册的变更属于变更登记,引起变更登记的主要原因有集中交易、协议转让、继承、捐赠、强制执行、行政划拨等。

(三) 证券存管职能

证券存管,是指证券登记结算机构作为中央证券存管机构(CSD, Central Securities Depository),接受中介机构(证券公司)委托,集中保管

中介机构(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。在证券交易日益集中化、规模化的趋势下,为实现证券的非移动化和无纸化,必然要求建立中央证券存管机构。中央证券存管机构有以下特点:一是其服务对象主要是证券公司等托管会员机构;二是一国或一个地区证券市场的中央证券存管机构一般只有一家,由其集中保管纸面证券,实现纸面证券的集中保管(非移动化);三是中央证券存管机构通过电子化的证券簿记系统,以电子形式记录证券的归属及变动,不再通过实物证券的移动来完成证券交易的结算,从而替代实物证券交付的制度。随着信息技术的发展,电子化证券簿记系统已成为各国中央证券存管机构运作的核心架构,而且随证券市场的国际化程度日益提高,跨国和跨地区的CSD机构的连接日益密切,投资者可以通过本国CSD机构持有在境外证券市场挂牌交易的证券。证券的中央存管制度简化了证券发行、交易、交收流程,提高了效率,大大降低了市场参与者的运作成本,并解决了纸面证券流转过程中存在的困难和风险,同时极大地促进了证券市场发展的广度和深度。

与存管密切相关的一个概念是托管。证券托管,是指中介机构(证券公司)接受客户委托,代其保管证券并提供代收红利等权益维护服务的行为。存管和托管的主要区别在于承办主体和服务对象不同:存管业务由中央证券存管机构(CSD)办理,中央证券存管机构(CSD)对其存管的证券负有保管责任;托管业务一般由证券公司、托管银行及其他类似机构办理,托管的服务对象主要是证券持有人或者下一层面的证券托管人,托管机构对其托管的客户证券负有保管责任。

(四) 结算职能

证券交易的结算包括清算和交收两个步骤。清算是指按照确定的业务规则轧差计算交易双方证券和资金的应收应付数额的过程,清算结果确定了交易双方的履约责任。交收是指根据清算结果,交易双方通过对待移转证券和资金履行相关债权债务的过程,即卖方将其卖出的证券交付给买方,买方将其应付资金交付给卖方。只有清算交收完成之后,一笔证券交易才能算真正了结。结算是证券市场交易持续进行的基础和保证。目前我国证券结算制度主要包括以下几个组成部分:

1. 合同更新(novation)和共同对手方(Central Counter Party, CCP)。是指证券交易所交易日日末将证券交易的成交数据发送证券登记结算机构后,原一份成交合同(该合同当事人双方为卖出证券公司和买入证券公司)一分为二,变更为两份清算合同(当事人双方分别是卖出证券公司和证券登记结算机构、买入证券公司和证券登记结算机构),两份清算合同的内容与原成交合同的内容完全一致。据此,登记结算机构介入证券交易买卖双方之间的合同,成为一方当事人,成为所有买方的卖方和所有卖方的买方。证券交易合同的履行不是根据原成交合同并在卖出证券公司和买入证券公司双方当事人之间进行,而是根据变更后的清算合同并分别在卖出证券公司和证券登记结算机构、买入证券公司和证券登记结算机构之间进行,证券登记结算机构成为共同对手方,介入买卖双方的合同关系,成为所有证券公司(证券结算系统的结算参与人主要为证券公司)唯一的清算和交收对手。

2. 多边净额结算。净额结算是双方当事人之间存在多笔交易时,就买入和卖出交易(包括客户和自营交易)的应收、应付资金和证券做同质冲抵轧差处理,以轧差得到的净额进行交收的结算方式。多边净额结算是指证券登记结算机构作为共同对手方(多边形的中心点),以各结算参与人为单位(每个结算参与人构成多边形的一条边),对证券登记结算机构与各结算参与人之间的清算合同中的应收、应付证券和资金予以同质冲抵轧差,每个结算参与人根据轧差所得净额与证券登记结算机构进行交收的结算方式。相对于全额、逐笔结算,多边净额结算大大减少了证券交易的结算处理量(结算效率可达90%以上),提高了市场运行效率,降低了市场参与者的风险。目前,绝大多数证券市场都采取了多边净额结算模式。

3. 滚动交收。滚动交收是指所有交易的交收安排于交易日(一般称为T日)后固定天数内完成,如美、英、日等大多数国家和我国香港地区的证券市场,均采用滚动交收模式,交收期一般在T+2或T+3日。尽早地完成交收,对于提高市场效率、防范结算风险具有重要意义。所以,采用滚动交收方式并缩短交收期,是国际证券界倡导的方向。国际30人小组(G30)提出的对证券市场清算与交收制度的九点建议中,很重要的一条就是要求各市场在1992年以前实现T+3日滚

动交收。现在,大多数证券市场经过努力已对集中交易市场的交易采用了滚动交收方式,交收期亦缩短至 T+3 或 T+2 日。目前,我国 A 股交易实行 T+1 交收,B 股交易实行 T+3 交收。

4. 担保交收。为保证证券交易和交收的连续性,大多数证券市场的结算机构均承担担保交收的责任。即如存在任何应付义务的结算参与人对作为共同对手方的证券登记结算机构违约,证券登记结算机构也必须在规定的交收期内向其他应收结算参与人承担交收责任。为保证担保交收机制的正常运作,大多数证券市场一般建立结算风险基金、结算互保基金和交收融券制度,以确保一旦发生存在应付义务的结算参与人交收违约的情况下,市场应收方能够及时取得卖出的资金或买人的证券。

5. 分级结算。现代证券交易的结算一般实行分级结算制度,即证券登记结算机构与取得结算资格的证券公司等结算参与人进行资金和证券的多边净额结算;证券公司再与其客户即投资者进行二级结算。分级结算下的法律关系体现为“两段式法律结构”,即在证券交易的结算环节,证券登记结算机构与证券公司之间、证券公司与投资者之间存在直接的法律关系;证券登记结算机构与投资者之间不存在法律关系。场内交易实行匿名交易、集中撮合等制度,证券买卖的投资者数量很多,每天成交笔数和金额都很大,交收周期很短。如果不实行分级结算制度,证券登记结算机构将直接面对成千上万个投资者进行交收,效率低、成本高、风险大,完全无法满足现代证券市场飞速发展的需要。“分级结算”制度是现代证券交易、结算效率和安全目标的必然要求,也是国际证券市场的通行做法。

6. 货银对付(Delivery versus Payment, DVP)。俗称“一手交钱,一手交货”,是指证券登记结算机构与结算参与人在交收过程(包括客户和自营证券交易)中,当且仅当资金交付时给付证券、证券交付时给付资金,交收完成后不可撤销。在货银对付的机制下,一旦结算参与人发生资金或证券交收违约,证券登记结算机构可以暂不向违约参与人交付其买入的证券或应收的资金,并在必要时对暂不交付的资金或证券进行处分,从而控制和化解共同对手方本金损失的风险,保护履约参与人的合法权益。

二、相关法律问题

(一) 证券权利问题

在纸面证券时代,股东名册确认股东身份(社员资格),纸面证券确认证券归属。纸面证券是证券所有权的表面证据,当投资者持有该纸面证券时,就表明该投资者对该证券享有所有权;当投资者转让证券时,转让人需要背书和交付纸面证券,交付的纸面证券是受让人取得所有权的依据,即使股东名册没有做变更登记。例如,受让人再次向第三人转让证券,再次转让人需要背书,并向第三人交付纸面证券。在上述转让过程中,受让人只有去证券登记结算机构(过户处)办理转名登记后,才能够取得股东身份,否则,即使证券已经经过两手或多手转让并交付,证券所有权也随每次转让后的交付发生转让,但只有股东名册上记载的股东才有权进行参加股东大会和投票。如受让人没有向证券登记结算机构(过户处)申请在股东名册上做更名登记,如股东名册上记载的股东仍然为转让人,当其破产时,证券所有权属于受让人,破产法院不能将该证券纳入转让人的破产财产,即使转让人仍然被记载在股东名册上。

就电子化簿记式证券而言,《证券法》第160条规定,证券登记结算机构应当根据证券登记结算的结果,确认证券持有人持有证券的事实。但投资者通过证券账户持有的电子化簿记式证券到底代表一种什么民事权利,相关法律并没有回答。第一种观点认为,电子化簿记式证券难以归类到动产或不动产,有归属问题,但不存在证券所有权。否则,就存在股权所有权、债权所有权问题,从而引发混乱。《物权法》中所有权的一些特征,证券权利并不具备,证券权利应为一类独立民事权利。第二种观点认为,虽然目前法律没有直接规定电子化簿记式证券的所有权,但通过电子化簿记系统进行登记确权实际上解决了证券所有权的归属和变动问题,应当准用《物权法》关于所有权的全部规则,尤其是关于不动产所有权的全部规则。第三种观点认为,在纸面证券背景下,证券权利具有为二元结构,即记载证券的纸面券,存在所有权

问题,该纸面券表彰的证券权利本身属于什么权利就属于什么权利,如股权、债权。纸面形式消失后,证券所有权已不再存在,证券本身是否存在也需要研究。

本文认为,根据《物权法》,电子化簿记式证券确实很难归类到动产或不动产。纸面形式消失后,电子化簿记式证券存在归属问题,但证券所有权是否依旧存在值得深入研究。但证券的概念应当继续沿用。证券无论是以纸面形式还是以电子数据形式存在,其民事权利的标准化、格式化的本质特征并没有改变。纸面形式消失,标准化、格式化的本质特征并没有消失。为解决电子化簿记式证券权利归属和变动的规则缺失问题,本文尝试提供两种建议思路供讨论:一是继续将电子化簿记式证券拟制成纸面证券,在此基础上,准用不动产所有权的归属和变动规则来适用电子化簿记式证券的归属和变动问题,并修改与之不相适应的相关法律规则。二是借鉴美国《统一商法典》第八章等相关规定,不妨创设类似于“证券权益”的新的民事权利种类,并在此基础上,设计电子化簿记式证券的归属和变动规则。

(二) 证券持有模式问题

我国证券持有体制以直接持有为主、间接持有为辅。前述证券账户体系的分类中,第一类应属于直接持有模式,后两类应属于间接持有模式。直接持有模式一般可准用大陆法系物权制度,一物一权;而间接持有模式基于英美法信托制度,存在名义所有权(legal ownership)和受益所有权(beneficial ownership)之分。目前,该问题存在以下几个方面的难题:一是电子化簿记式证券究竟能否适用《物权法》来解决证券的归属和变动问题尚存需要讨论;二是如电子化簿记式证券属于间接持有的,相关权利人的权益确定和权属的变动规则目前尚无较为明确的法律规定。鉴于存在名义所有权和受益所有权之分的英美法信托制度和传统大陆法系一物一权的物权制度在权属方面的逻辑完全不同,目前仅证券监管机构的相关规章中提出名义持有概念,但间接持有模式下证券权利性质、归属和变动以及名义所有权人、受益所有权人和证券登记结算机构之间的权利、义务关系等一系列问题缺乏明确的法律规定。随着证券市场国际化趋势的进一步发展,境内投资者持有境外证券、境外投资者持有境内证券的规模将越来越大。由于证券持有模式和法域

的不同,尤其是英美法的信托制度和大陆法系的物权制度存在的巨大差异,在现行法律框架如何解决上述问题需要进一步研究。

(三) 托管责任问题

目前,证券交易所和证券登记结算机构相关业务规则均规定,证券公司对客户证券资产负有托管责任。但在《证券法》的修改和《证券登记结算办法》(证监会第29号令)的制定过程中,该问题曾引发大讨论,新《证券法》最终未能将证券公司托管责任写进去。第一种观点认为,托管与纸面证券密不可分,实际是对纸面证券的保管。也就是说投资者要参与场内交易,就必须将纸面证券交付证券公司托管,证券公司再将该纸面证券交付证券登记结算机构存管(集中保管),投资者不再持有纸面证券,而是通过证券登记结算机构或中介机构为投资者开立的证券账户的记录来表明投资者持有的证券权利。证券无纸化后,纸面证券完全消失,投资者持有证券仅以证券登记结算机构或中介机构电子化簿记系统的电子记录为准,电子记录是由数字0和1按一定的编码规则形成的,不是物理上的物,所以不存在保管、存管和托管问题,证券公司在证券交易所拥有席位和交易单元,客户和证券公司的证券交易均是通过席位和交易单元向证券交易所主机报单,因此,证券公司仅仅是证券交易的通道,其无托管责任。如确认存管、托管责任,与我国证券法规定的证券的中央登记制度也存在冲突。第二种观点认为,根据证券交易所的业务规则,投资者证券账户虽然由证券登记结算机构开立和维护,但该证券账户指定或托管在受托证券公司的席位或交易单元上,客户资金账户也是由该证券公司开立、管理和维护,证券公司实际上对客户证券和资金资产具有完全的控制力,在实践中也有少量证券公司挪用客户资产的情况,如证券公司无托管责任,挪用怎么可能发生,如不确定证券公司对客户证券和资金资产的托管(保管责任),将难以根本保护客户利益。

本文认为,纸面证券消失后,证券权利的存在、确认和变动均是通过证券登记结算机构或中介机构电子化簿记系统的电子数据处理完成,电子记录由数字0和1构成,传统的托管和存管制度的物理基础不复存在。但是技术手段的进步并未根本改变证券市场交易和结算的制度结构、参与主体的结构和市场参与各方的基本法律关系,业务规则和

《证券登记结算管理办法》(证监会第 29 号令)仍旧确认和规定托管、存管制度,实际上是考虑到历史延续性,将电子化簿记式证券拟制成纸面证券,目的是调和技术手段进步与现有制度存在之间的紧张状态。由于证券公司对客户证券和资金资产具有完全的控制力的事实,证券公司可以没有保管的事实,但其对客户证券和资金资产的保护责任并没有也不能因技术进步而消失,尽管这个责任可以考虑是否使用“保管责任”这个语词。但现有做法确实难以回答观点一所提问题。因此,考虑到技术进步、中央登记和二级托管存在矛盾的事实,考虑到证券权利的存在、确认和变动均是通过电子化簿记系统账务处理实现的事实,确实也应研究另外思路。另外一种思路的重点是,证券公司仅为交易通道,托管、存管已无存在的物理基础,证券公司作为受托人的法律地位和责任不变;证券交收通过电子化簿记系统账务处理中证券过户来完成,证券过户这一行为具有双重法律意义:一是引起证券权属的变更登记;二是证券交收责任的了结;鉴于证券公司实际控制客户证券资产这一事实,未经客户授权,证券公司不得无权处分,一旦无权处分应承担赔偿责任,但第三人应善意取得。但无论选择何种思路,证券公司作为客户的受托人,对其证券和资金资产的管理和保护责任是出发点也是最终目的。

(四) 行纪关系问题

根据《证券法》第 112 条、《证券登记结算管理办法》(证监会第 29 号令)和业务规则等规定,证券交易实行二级结算,二级结算意味着证券登记结算机构只根据证券交易所发送的成交数据进行结算,客户与受托证券公司之间根据委托合同进行结算,在结算环节上,证券登记结算机构与客户无任何法律关系。但《证券法》第 141 条又规定客户与证券公司之间是代理关系,代理意味证券交易只存在一级结算,不存在二级结算,无分级结算。两者之间存在冲突。需要特别注意的是,由于我国证券持有模式主要是直接持有模式,导致代理说有一定的市场基础。尤其是在市场实践中,证券公司为客户向证券交易所申报证券交易指令时,不仅申报证券公司的席位号(交易单元号),同时也申报客户证券账户号,证券交易所主机也以证券账户为单位进行证券交易的撮合(配对)。有人据此将证券公司申报客户证券账户号、撮合以证券

账户为单位理解为作为代理人的证券公司以被代理人名义为民事法律行为(证券交易),并据此认为代理关系的认定,不仅符合《证券法》第141条规定,也与证券市场的实践一致。

但多数人认为,客户与证券公司之间应当是行纪关系。行纪关系与代理关系的基础法律关系均是委托关系,但行纪关系与代理关系的法律效果存在巨大的差异。行纪关系与证券市场的其他制度之间更为契合。根据民法规定,代理意味着:证券公司以客户名义进行证券交易,第三人不仅应当知道代理的事实,还应对证券公司是否有代理权进行审查;在证券交易所达成的证券交易合同的当事人为卖方客户或买方客户,当证券交易所将成交数据发送证券登记结算机构后,合同更新后的清算合同的当事人双方是证券登记结算机构和买方客户或卖方客户,证券登记结算机构的交收对手方也是买方客户或卖方客户;当证券公司无权处分时,客户可以以证券登记结算机构没有审核证券公司是否有代理权为由向证券登记结算机构主张返还或赔偿。行纪则意味着:证券公司以自己名义为客户进行证券交易,第三人无须知道受托事实,也无须对客户是否授权进行审查;在证券交易所达成的证券交易合同的当事人为卖方证券公司或买方证券公司,当证券交易所将成交数据发送证券登记结算机构后,合同更新后的清算合同的当事人双方是证券登记结算机构和卖方证券公司、买方证券公司,证券登记结算机构的交收对手方也是卖方证券公司、买方证券公司;当证券公司无权处分时,客户只能向证券公司主张返还或赔偿,而不能以证券登记结算机构没有审核证券公司是否获得授权为由向证券登记结算机构主张返还或赔偿。《证券法》第141条关于客户与证券公司之间是代理关系的规定与证券市场的实践严重不符,与《证券法》第112条关于分级结算(分级结算意味着证券登记结算机构只根据交易结果完成清算交收职责并进行证券权属的变更登记,证券登记结算机构无审核责任)的规定存在内在冲突,并已造成严重的实践上的混乱。目前已有法院根据《证券法》第141条规定推断证券登记结算机构对客户是否授权有审核责任,并据此判决证券登记结算机构承担败诉的法律责任,实属不当。代理说不仅造成客户、证券公司和证券登记结算机构三者之间市场地位和三者之间法律关系的错位和混乱,导致证券交易的交收责任

主体不明,不利于保护客户资产,同时还不适当地加重了证券登记结算机构的法律风险。因此,修改《证券法》第141条关于客户与证券公司之间是代理关系的规定,明确客户与证券公司之间的行纪关系是证券交易所市场的内在要求,也是成熟证券市场的惯例。如我国台湾地区“证券交易法”第15条和第20条关于行纪的规定。

(五)善意取得问题

《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。业界一般对该条做扩大解释,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应不得改变。证券交易所市场实行会员交易、集中撮合和匿名交易等交易制度,结算实行多边净额、共同对手方担保结算、滚动交收等结算制度。制度设计决定了证券公司是审查客户是否授权的唯一义务人,证券交易所和证券登记结算机构客观上无法对客户是否授权进行审查。交易一旦达成,交易合同成立并生效,交易合同也一定得到清算交收。如改变证券交易成交结果、清算交收结果,证券交易所市场和证券登记结算系统的安全和稳定将受到严重影响,证券交易所市场基本交易、结算制度将受到严重挑战,并可能引发严重的争议和混乱。因此,需要立法进一步明确,根据证券交易所交易成交结果不可撤销、不得改变的特性,登记结算公司根据成交结果进行的清算交收结果也应当不得改变、不可撤销。

成交结果、清算交收结果不可撤销、不得改变的法律规定,根本目的是确保一旦证券公司出现无权处分时,证券交易和交收的效力和结果不受影响,从而保证证券交易所市场的稳定性和连续性。例如,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。世界其他国家和地区证券交易所市场的法律对证券善意取得有明确规定,如我国台湾地区“证券交易法”、“中介证券统一实体法公约”等。建议修改《证券法》时对证券善意取得制度做直接规定。

(六)执行和破产程序的豁免问题

为保证证券交易和交收的连续性,防范系统性风险,成熟证券市场一般对证券结算业务有特殊的执行程序 and 破产程序豁免的规定。执行

程序豁免问题,相关立法相对比较完善。如《证券法》(2005年修订)第167和168条、《最高人民法院 最高人民检察院 公安部 中国证监会关于查询、冻结、扣划证券和证券交易结算资金有关问题的通知》(法发[2008]4号)、《最高人民法院关于冻结、扣划证券交易结算资金有关问题的通知》(法[2004]239号)等均规定,证券登记结算机构收取的用于清算交收的证券、资金和担保物在完成清算交收前不得冻结、扣划。

目前,破产程序豁免没有相关法律规定。在实践中,各家受理证券公司破产案件的法院和破产管理人处理方式也存在差异。有破产管理人认可证券登记结算机构依据业务规则完成对已经成交证券交易的清算交收,不对证券登记结算机构债权和结算财产的处置权进行审查;有破产管理人要求证券登记结算机构通过破产程序并由破产管理人确认证券登记结算机构的债权债务和担保情况后,再依照破产法规定处置相关结算财产。鉴于证券交易所市场对效率和安全性要求极高,证券公司破产程序复杂,时间很长,已经成交的证券交易如走破产程序进行清偿,则可能导致清算交收中断,并严重影响证券登记结算系统的安全和稳定。为保证证券交易结算的连续性,成熟证券市场一般均认可证券登记结算机构处理结算债权和结算财产时优先于破产程序。如我国香港地区《证券及期货条例》第45条规定,认可结算所的处事程序凌驾破产清盘法。欧洲议会和理事会颁布的《关于支付和证券交收系统的交收终局性的指令》(98/26/EC)对破产程序豁免也有相关规定。因此,建议将来修法时对此问题进行研究考虑。

(七) 证券担保问题

电子化簿记式证券设定质押担保的方式一般有多种:一是转指定/转托管式,如券商以自有证券向商业银行质押借款,券商将相关证券账户转指定(或转托管)到商业银行的特别席位上设定质押担保;二是过户冻结式,如银行间市场,担保证券由质押人的证券账户过户入质押权人的质押专户并予以冻结来设定质押担保;三是不过户但冻结式,担保证券不过户,由证券登记结算机构在质押人证券账户中将担保证券加以锁定标识并进行冻结的方式来设定质押;四是过户式,担保证券由担保人的证券账户过户入担保权人的证券账户但不冻结的方式设定担保。结

合《物权法》第 224、226 条等相关规定,在证券登记结算机构登记的电子化簿记式证券设定质押的,应当在证券登记结算机构办理出质登记,否则质押担保不能设立。随着证券市场创新业务的发展,也出现了一些新的证券担保方式,如根据我国融资融券业务相关办法和业务规则,融资融券采取了信托让与担保方式。观察各类担保方式,其核心是担保权人对担保物的控制,即担保人将担保物的控制权移交担保权人。正因如此,《美国统一商法典》第八章规定了以控制权的转移为担保权成立的要件。为充分发挥证券的效用,方便证券市场的创新,以电子化簿记式证券设定担保的,规定以控制权转移为担保设定的条件,也许能更加符合证券市场发展和创新的需要。

(八) 业务规则的效力问题

证券交易所市场证券归属和变动的规则体系主要分三个层级:一是《证券法》;二是监管部门根据《证券法》制定的规章,如《证券登记结算管理办法》(证监会第 29 号令);三是证券交易所和证券登记结算机构根据《证券法》的授权并依法制定的业务规则。所有证券交易的生成、存在和消灭均在上述规则体系内进行。其中,业务规则的一个突出特点是标准化,业务规则就是将证券交易品种、流程、方式、当事人之间权利义务关系、清算交收流程、方式和结算过程中当事人的权利义务关系等予以标准化。业务规则具有设定证券市场参与各方,包括客户、证券公司、证券交易所和证券登记结算机构之间的权利义务的作用。否定该等业务规则的效力,证券市场参与各方,包括客户、证券公司、证券交易所和证券登记结算机构之间的权利义务将处于极大的不确定状态。皮之不存,毛将焉附。以《证券法》为根本的上述规则体系与传统民商事法律规范密切相关,本质一致;但有一些特殊的规则,尤其是业务规则中的一些特殊规定,是根据《证券法》、监管机构的规章并根据证券交易所市场制度特点依法制定的。因此,解决证券市场相关法律纠纷时,应考虑证券市场交易结算制度设计的特殊性,考虑我国证券市场发展的历史状况,并以《证券法》为根本的证券市场的特有规则体系来解决该等纠纷,不宜简单套用民法中规范一对一、面对面、逐笔全额交付的传统民商事行为的规则。

三、结语

我国大陆证券市场发展已满 20 周年,其中虽曾有曲折,但证券市场的规模、监管水平、基本制度建设等各方面目前均取得了长足的发展和进步。就电子化簿记式证券所涉相关问题而言,从我国证券市场成立之处开始,证券电子化、簿记化、无纸化的技术水平方面已领先于与世界其他成熟证券市场,证券登记结算后台的基础法律制度建设近几年来也已取得了一系列重大成果。共同对手方制度、多边净额交收制度、分级结算制度、货银对付制度、执行程序豁免制度、指定管辖制度等基本制度陆续被国家法律法规、司法解释和部门规章等予以确立,或由业务规则层面提升为国家法律、司法解释和法规,业务规则也在不断得到补充完善。法律制度和业务规则的完善顺应了资本市场发展的需要,也为资本市场的发展壮大提供了必要的支持。

电子化簿记式证券所涉权利归属和变动等相关法律问题非常复杂,但相当重要。在电子化、簿记化、无纸化的物理环境下,证券如何存在,证券权利的性质、投资者如何证明和行使自己的权利、证券账户属性,证券账户和证券持有名册的关系、投资者、中介机构(包括证券公司)、证券交易所、中央存管机构(CSD)和结算机构(CCP)之间的法律关系、权利变动规则如何设计等问题是理论性很强并具有普遍性的基础问题。其涉及以《证券法》为根本的证券交易所市场特有的规则体系,也涉及与《民法通则》、《担保法》、《物权法》、《合同法》和《破产法》等多部相邻民商事法律规则体系之间的关系;涉及证券交易所市场,也涉及其他证券市场。G30 国际组织、国际证券业协会(ISSA)、国际证券交易所联合会(FIBV)、国际清算银行支付清算系统委员会(CPSS)等国际组织有一些专题报告和建议。尤其是国际统一私法协会推动制定的《中介证券统一实体法公约》,该公约是一部实体法性质的公约,希望解决电子化簿记式证券的归属、变动和权利冲突等相关问题。其他国家也有制定专门法律规范该类问题的实践。如日本《中央证券存管和簿记交付法》、德国《证券存管和取得法》、印度《存管法》等。目前,

业界和学界对电子化簿记式证券的相关基本法律问题已有一些研究,但有进一步加强和深入的必要。因此,本文仅对其中若干问题进行了归纳整理,以期有抛砖引玉的作用。