

# 做实托管功能 回归证券公司中介本质

## ——证券市场托管体系研究报告摘要

□中国证券业协会托管结算委员会托管体系研究小组

随着我国金融市场发展不断深化,市场规模逐步扩大,金融产品种类和金融业务逐渐增多,银行、信托类等金融机构不断创新、壮大,但相比较而言,证券公司的整体规模却越做越小。尽管近年来证券公司为了生存发展不断尝试创新改革,试图寻找一条具有差异化的发展路径,但到目前为止,仍然无法从根本上改变绝大部分证券公司在牌照保护下以收取交易佣金和通道服务报酬为主的生存方式。做实证券公司的托管功能或许是改变目前局面的有效方式之一。为了深入研究证券市场托管体系,进一步推动行业创新发展,中国证券业协会托管结算专业委员会成立证券市场托管体系专题研究小组,深入开展相关研究工作并撰写本报告。

### 一、厘清概念、统一认识是目前做实证券公司托管功能最需要解决的问题

券法》调整的“证券”范畴,因而游离于《证券法》的监管之外,但依据主要发达资本市场国家的法律,它们均属于广义的“证券”范畴。再如证券账户,在现代证券市场中,证券账户作为记载客户资产及交易变动情况的载体,是证券托管体系的运行基础。投资者在证券托管机构和中央证券存管机构开立证券账户,并由证券托管机构和中央证券存管机构通过簿记完成当事人的证券交易、借贷、出质等交易指令。依据我国现行规定,“证券账户”仅指中国证券登记结算有限责任公司(简称“中国结算”)负责开立和维护的账户,证券清算交收也是由中国结算

直接贷记到客户证券账户。该定义缺少证券公司与证券账户之间关系的规范,证券公司缺乏基于其实际管理客户证券账户从而有效开展证券托管服务的法律基础。另如证券托管,国际上及学术界认为证券托管主要有如下三个特征:一是代客户持有证券,即对客户证券的保管;二是维护客户的账户,即对客户证券账户进行日常贷记账维护;三是为客户提供证券并提供资产服务,包括代为行使投票权、为投资组合提供合规监控和投资回报分析等特殊服务。我国对托管这一概念的定义比较模糊,《证券登记结算管理办法》规定了托管是指证券公司接受客

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,在此对托管的定义涵盖了主体和行为模式,但并未对托管证券的权属关系进行界定。虽然证券公司可以与客户签订托管协议进一步约定服务范围,但从实际情况来看,客户证券账户由中国结算直接维护和管理,证券公司难以履行国际通行的托管业务中“代他人持有和管理证券”的职能,因此我国证券公司能为客户提供证券托管服务非常有限。由此可见,厘清证券市场托管体系的相关概念、统一认识,已经成为做实证券公司托管功能最重要问题。

### 五、证券托管法律体系建设

我国证券业的基本法《证券法》确立了证券登记托管和存管的基本框架和一般规则,但相对于鲜活的证券登记托管业务实践而言,或者稍有滞后,或者出现空白,于是常常出现行业规范、行业惯例在实践中规定着中国的证券登记托管制度,这实际上已经成为我国证券登记托管体系中最大的法律风险。从本质上讲,证券登记托管应当建立具有发展性和弹性的法律调整机制,尤其在证券的类型不断丰富,证券登记托管的业务范围也不断扩展的情况下,需要在《证券法》修改时补充或完善证券登记托管的一般性或指导性规定。在法律的层面上建立证券登记托管的法律架构的同时,亦须给予部门规章、行业规范足够的自治空间,即在规则制定层面上适当放权。针对目前证券公司托管功能的立法现状,依据修法难易程度,我们建议从三个方面逐步予以完善:

(一)修改《融资融券登记结算业务实施细则》,做实证券公司对投资者信用账户的托管职能

我国融资融券业务中的证券持有模式采取看穿式的间接持有模式,即融资融券业务中的证券记录在信用交易担保证券账户内,以证券公司名义持有,证券公司登记在证券持有人名册上。鉴于此,《融资融券登记结算业务实施细则》应当中做出适当修订,做实证券公司的托管功能,其主要包括证券公司的信用账户维护职能和管理职能。

证券公司的维护职能,是指证券公司根据投资者的交易数据自行完成投资者信用证券账户的结算,并将结算结果交由中国结算确认的行为,证券公司的维护职能是通过投资者委托证券公司进行交易而获得。中国结算对证券公司的结算数据进行确认,向投资者提供另路查询,对证券公司维护信用证券账户的行为进行监督,确保证券公司结算的真实、准确、完整。

证券公司的管理职能,是指投资者按照自己的意愿委托证券公司管理信用证券账户的行为。投资者委托证券公司管理信用证券账户的,应当与证券公司签订信用证券账户管理合同,证券公司的管理职能是投资者通过合同授权所得。如此,投资者一方面通过信用证券账户与证券公司进行融资融券,另一方面通过信用证券账户委托证券公司向其他投资者借出或者借入一定的证券,并相应地享有一定的收益或者承担一定的费用。

(二)修订现行《证券法》,明确证券公司的托管职能

目前我国的法律法规层面均未明确区分证券托管与存管的法律含义,为促进多层次资本市场发展,建议修法时以构建证券托管制度为基础,引入证券间接持有模式和中介化证券概念,建立证券市场的多层次托管体系,落实证券公司的托管职能。一是实行证券直接持有模式和间接持有模式并存的证券持有体系,为市场涌现多样化资本中介服务创造空间。二是引入中介化证券的概念,确定投资者对于处于中介机构托管下的证券的权利属性。三是明确间接持有模式下证券账户的资产属性和权利归属,阐明证券账户持有人、证券账户托管人的权利义务。四是在证券间接持有模式下,在投资者与作为托管机构的证券公司之间构建类似民商事法律关系中的行纪合同关系。

### (三)制定专门的无纸化证券法

我国现行《证券法》未明确规定“无纸化”这一概念,《证券法》等法律所确立的各种规则主要是根据实物证券而设计的,未能全面考虑到无纸化证券的特殊情况。但在证券交易所、证券登记结算机构的业务规则中已明确使用了“无纸化”这一概念。该等规则对规范无纸化证券市场,使之稳定运行起到了重要作用,但它们在立法层级上位阶太低,导致这些规定在缺乏法律授权的条件下,存在法律效力不确定性问题,难以作为司法审判的依据,也就难以维护结算秩序,保障结算安全。因此,有必要制定专门的无纸化证券法,从上位法的法律层面确立无纸化证券环境下证券登记结算业务的一些基本的制度特征或要求,对证券的定义、证券持有体系、权利变动规则、让与担保制度、证券托管与过户等进行专门规定,以期补充完善证券无纸化环境下证券登记与结算的相关规定。

综上所述,做实证券公司基础托管职能,由证券公司具体承担起投资者账户维护及在契约关系下的证券保管、维护和管理职能,还原证券公司作为市场中介的本质,对我们整个行业的进步,对于资本市场的创新和发展无疑将有着巨大的促进作用。

### 二、境外国家或地区证券市场托管模式

在这种持有模式下,客户与其委托的证券中介机构(证券托管机构)之间直接发生法律关系,该托管机构负责对投资者证券账户进行维护和清算交收。托管机构以自己的名义再与中央证券存管机构或发行人之间直接发生法律关系,投资者不直接与中央证券存管机构和发行人发生法律关系,市场参与各方的权利义务关系较为清晰,证券托管机构开展业务创新相对灵活,市场风险也较为分散。

二是采用附带“看穿机制”的间接持有多级托管模式,如我国台湾地区。在这种托管模式下,投资者证券由证券托管机构间接持有并受

托保管,证券托管机构再将其自有及代客户持有的证券统一交由中央证券存管机构集中保管,中央证券存管机构作为最高一级名义持有人登记在发行人股东名册上。与上一种模式稍有不同之处在于,台湾地区的中央证券存管机构在为下级证券托管机构开立的总账户下同时为证券托管机构的客户开立二级明细账户,证券清算交收时,台湾地区的中央证券存管机构在与下级证券托管机构总账户间完成证券过户交收的同时,也负责办理证券托管机构名下客户二级明细账户的证券过户交收。

三是以澳大利亚为代表的直接持有一级托

管模式。在该模式下,中央证券存管机构自身既是证券登记机构又是证券托管机构和证券结算机构,为参与证券市场交易的所有投资者开立证券账户,保管实际投资者持有的证券,并在证券交易结算时直接为投资者办理证券过户。芬兰、捷克、瑞典等国家的资本市场也采取此类托管模式。

由此可见,目前世界主要的发达资本市场基本都采取了间接持有多级托管的证券托管模式,这直接反映出该种托管模式对资本市场发展具有重要意义,而采取其他模式的台湾地区和澳大利亚的资本市场都不是主流市场。

### 三、发达国家或地区证券市场托管体系对我国的借鉴意义

选择的结果,主要是由各国或地区的实际情况所决定的。这些实际情况主要包括:法律环境、经济与金融环境、社会诚信体系、地域面积、投资者结构与数量、监管文化、中介主体实力与内控水平、市场交易规模等等。比如,采取直接持有一级托管模式的澳大利亚、芬兰、捷克、瑞典等国家,普遍存在着投资者数量不多、证券市场规模偏小的特征;而西班牙、南非、我国的台湾地区等选择附带看穿机制的间接持有多级托管模式,与当地的监管文化、法律环境等密不可分。

我国地域辽阔,投资者特别是个人投资者众多,市场交易规模日趋庞大;但整个社会的法制环境与诚信体系尚未达到较高的水平,采取直接持有一级托管模式可以有效防范证券公司挪用投资者证券的风险,有利于保护投资者利益;但是,随着综合治理的完成,我国证券行业发生了根本性的变化,证券公司经营管理由外部约束逐渐转变为自我约束,合规意识和风险管理能力显著增强,这些社会和市场现状都是我国在设计和构建资本市场托管模式时所必须考虑的。我们认为,还原证券公司作为市场中介机构的本质,赋予其实实在在的托管功能,由证券公司直接担负起保管、维护和管理投资者证券的职责,构建多层次的证券托管体系,符合我国的现实需求。

(三)证券托管模式的有效性需要健全的法律体系保障

从海外成熟证券市场看,健全的法律体系是证券托管模式有效运行的重要保障。美国《统一商法典》对证券间接持有及托管制度进行了详尽的规范,为美国托管体系的确立和运作提供了有效的制度基础和法律保障。我国台湾地区于1988年在《证券交易法》中增加集中保管

的规定,主管机关及“行政院”依上述规定,分别制定了《有价证券集中保管账簿划拨作业办法》及《证券集中保管业管理规则》等,从而为证券托管制度及与其相关的金融创新发展奠定了法律制度基础。

与其他成熟市场相比,我国证券市场的相关立法和制度设计较为落后,证券市场缺乏充分、完整的法律环境,市场参与各方在证券托管法律关系中的权利义务缺乏清晰和权威的界定。现行《证券法》的阶段性特征还比较明显,而《物权法》、《公司法》、《担保法》等法律法规也都没有关于无纸化证券的专门规定,难以完全适用于证券托管结算的实践操作,尤其是我国证券市场已几乎全面实现证券无纸化,但有关无纸化法律制度的缺失,导致由证券无纸化引发的众多普遍性法律问题难以得到有效解决,法律制度的滞后已经影响了我国证券市场的进一步发展。

(四)发达国家或地区证券市场托管模式的发展进程对我国完善证券托管模式具有重要的借鉴意义

通过对世界各主要发达证券市场的研究,我们发现大部分国家基本都经历了一个从纸质证券到无纸化证券逐渐演变的过程。在证券市场早期,发行人发行的股票或债券都以纸质的形式存在,每个发行人维护自身的股东名册,办理登记业务。在这段时间,证券登记是分散化的,证券交易同样也是分散化的,买卖双方可以直接进行交易,证券转让需要进行背书和纸质证券的交付。在这种状态下,法律关系比较简单,投资者持有纸质证券即彰显了其所有权。在市场逐步发展的过程中,专业分工逐渐深化,出现了专门的证券登记机构为发行人提供股东名册登记服务,以及证券经纪商为证

券买方或卖方提供交易代理服务,客户将证券交由经纪商保管,经纪商代客户名义持有并交易证券的形式随之出现。随着证券品种越来越丰富,市场交易量也不断增加,交易所开始出现,集中交易市场逐渐形成。当交易规模达到了一定程度,各国为了有效控制风险,加强市场的规范管理,陆续组建了各自的中央登记机构和中央证券存管机构,并逐步形成了“投资者——证券商或银行(一级或多级)——中央证券存管机构”的多级托管体系。但需要注意的是,成熟资本市场的中央证券存管机构采取的集中存管方式,并非是针对全市场所有实际投资者,而仅仅是在中央证券存管机构的参与人层面,即针对证券经纪商、自营商和托管银行自有和所托管的投资者证券进行集中存管,实际投资者仍然需通过其托管机构完成证券的托管和清算交收。

如今,我国证券市场已经走过20多年的发展历史,整个市场的格局并未发生过根本性变化。在经纪业务方面,证券公司依然只是更多地在履行交易代理人的角色,证券公司本应具备的各种基础功能始终没有培养起来,证券公司承担的职能和提供的服务同质化严重,缺乏差异化的核心竞争力,创新动力和创新热情因为制度设计的不完善而完全压抑,一个本有着巨大发展前景、彻底改变市场运行格局的托管行业迟迟不能萌芽。美国在20世纪70年代初发生的结算托管体系改革,催生出了道富银行、纽约梅隆银行这样的大型资产托管机构,也成就了金融市场的一系列重大变革。现在,我国的金融创新已经迎来了最好的历史时期,应以还原证券公司基础托管功能为基点,推动资本市场的深层次改革,促进整个证券行业的长足进步。

### 四、稳步放开证券托管业务,做实证券公司托管功能

#### (一)私募债业务

私募债产品具有高风险高收益的特征,交易所和中国结算为彻底防范私募债的结算交收风险,也适时推出了T+0实时逐笔全额交收制度,但在我现有的托管体系下,实现T+0交易对于证券公司来说存在一定风险,因证券账户由中国结算实时完成证券交收,而证券公司则要承担客户资金的实时交收职责,资金和证券交收主体的不一致难以避免各种潜在的结算风险。倘若试点由证券公司采用间接持有模式托管私募债产品,由证券公司切实承担起客户资金和证券的结算职责,则能在一定程度上降低此类风险。以私募债产品作为尝试,引入证券公司间接持有多级托管模式作为现有托管体系的补充,证券公司可具有直接维护和管理投资者证券账户的职能,对于私募债市场的发展具有积极意义。

#### (二)场外交易市场业务

从研究国外的场外交易市场(OTC市场)来看,市场中一般都针对不同产品设立一个或多个做市商以活跃市场交易,保障市场具有充足流动性。引入做市商制度在为市场提供流动性和合理性方面无疑具有很大作用,但在该制度下,参与做市的证券公司或投资机构对于抵押品管

理、证券借贷等业务要求有直接的管控和处置能力,因而也就催生了对场外交易产品间接持有的迫切需求。从实践经验来看,证券间接持有多级托管模式更利于做市商制度的实施。

#### (三)金融衍生产品业务

随着我国资本市场向纵深发展,金融衍生产品将会逐渐被开发出来并通过市场交易,对于标准化的金融衍生产品,虽然可以通过集中市场交易,但因其产品本身的风险性和专业性,参与市场交易的投资者大多为专业的机构投资者,参与机构的单一也就造成交易方向趋同,市场缺乏有效的投机盘,做市商制度的引入成为必然,而间接持有模式本身有助于做市商制度的实施,能够满足做市商在抵押品管理等风险控制措施上的要求,利于保障市场稳定。对于非标准化的衍生品合约,其本身也不适合以一种统一标准的方式托管,合约本身在设计时由交易双方自行拟定,基于标的物的交易价格、交易时间、交易方式、结算方式等要素均不相同,通过证券公司托管无论对系统技术开发还是业务操作都会带来很多便利,作为托管机构的证券公司或投资机构对于抵押品管

### (一)证券间接持有多级托管模式的积极意义

证券公司的托管职能是建立在证券间接持有基础之上的自然延伸。作为海外成熟证券市场的主流托管模式,间接持有多级托管模式对于证券市场发展的积极意义已得到了实践检验。在间接持有多级托管模式下,托管商通常是将投资者的证券进行混同保管,即在上级托管商看来,其下级托管商(名义持有人)以自己的名义在单一客户账户内分品种概括集中记录其所有投资者持有的证券,而不区分哪些证券属于哪一个客户,因为同一证券品种是完全等价和可替换的,但下级托管商自己需要详细维护属于此单一客户账户下的每个具体客户子账户的变动记录。当市场规模发展到一定阶段,客户账户中的每种证券自然也聚集到了相当多的数量,客户账户中可能一直沉淀着大量证券,并没有参与市场流通,证券托管商如果可以合理融通其保管的客户证券资产,在为客户实现资产增值的同时,进一步为证券市场提供充足的流动性,同步提升公司自身的盈利能力和竞争能力,从而形成多赢的局面。当然,托管商需要取得客户的明确授权或同意之后方可使用客户证券。因此,在交易规模庞大的市场环境下,证券多级托管间接持有模式比一级托管直接持有模式具有更高的效率,客户交易成本降低,交易方式更加市场化,结算方式简洁高效,证券公司的业务创新也更为方便,保密性更强,更有利提升市场运行机制的灵活性。

### (二)证券托管模式是由各国或地区的实践决定的

不同国家或地区对证券托管模式差异化

从我国的证券市场来看,尽管目前托管现状存在进一步改善优化的必要,并处在一个最好的时期,但长期以来,证券公司没有实际履行证券托管职能,无论系统建设、制度建设还是人才储备、实践经验等都较为欠缺,现阶段还不具备大规模放开托管业务的条件。结合我国证券托管实际情况,我们建议采取先易后难的方式,在具体业务实践上对托管业务先行先试,探索经验,针对目前已有的创新业务,可重点从以下几个方面进行探索:

#### (一)融资融券业务

2010年3月31日融资融券开闸后,随着业务试点范围放开,融资融券业务出现爆发式增长。不过由于券商只能用自有证券进行融券,券源不足成为了制约融券业务发展的瓶颈。客户(卖空方)无法筹集到充足的券源,极易导致我国证券市场的多空力量的失衡,这些问题从根本上制约着我国证券市场融资融券业务的发展。

中国结算发布的《融资融券登记结算业务实施细则》明确规定了融资融券业务试点的证券账户体系。首先,从开立主体看,与普通证券账户不同,投资者信用证券账户是由证券公司