

无纸化背景下我国证券登记结算制度的改革与完善

袁康*

摘要:技术进步和市场发展必然导致法律制度的变革。证券无纸化使得证券登记结算制度的制度基础从传统的实物券转换成电子化的证券,这种深刻的变革必然要求证券登记结算制度进行相应的改革和完善。无纸化给实物券时代证券登记结算模式带来颠覆性影响,无纸化时代证券登记结算关系中各类主体之间的权利义务关系也需要进行重估。在我国证券登记结算制度的法律文本与制度实践脱节的背景下,需要改革和完善我国证券登记结算制度,以更好地适应无纸化时代证券市场的发展。

关键词:无纸化 证券登记结算 权利义务 法律责任 制度变革

随着资本市场的勃兴和证券交易量的激增,华尔街在20世纪60年代末出现了“纸面作业危机”。为了应对和化解这一危机,华尔街尝试着通过“非移动化”改革将证券集中保管在中央证券存管机构

* 武汉大学法学院经济法专业博士研究生。

以避免证券转移造成的繁琐手续和高昂成本,同时得益于信息技术的发展,证券信息得以通过电子簿记的形式进行记载,证券权利表彰及证券转移脱离纸质载体,真正实现了所谓的“无纸化”。^① 证券登记结算体系作为证券交易的后台,自然无可避免地会受到证券无纸化变革的深刻影响。我国证券无纸化进程发展迅速,已基本上实现了彻底的无纸化,但我国《证券法》似乎并未充分反映无纸化背景下证券市场特殊的制度要求。^② 我国的证券登记结算制度亦是在实物券时代和无纸化时代之间踟蹰彷徨,且存在诸多不尽合理之处,尤其需要进行改革。因此,准确把握证券无纸化的时代要求和证券登记结算制度的应然逻辑,及时有效地加以完善,对于优化和重塑我国证券登记结算制度、保障证券交易顺利进行具有十分重大的意义。

一、证券无纸化给证券登记结算带来的影响

技术进步对于法律制度形成和变革的作用不容低估。^③ 我们不能无视信息技术对于证券市场全方位、颠覆性的影响,不能对证券权利表彰形式变化所带来的制度规则的变革视而不见,而应对建立在纸面操作语境下的传统证券法理论进行全面的检视。^④ 对于触动证券登记结算制度内核的证券无纸化所带来的深刻影响,我们尤其应该认真对待和客观分析,以求从中寻求制度变革的突破口。

(一) 证券无纸化颠覆了实物券时代证券登记结算的传统模式

在实物券时代,证券以纸质凭证作为权利载体,证券的登记结算都依赖纸质媒介。在证券登记环节,发行人通过向投资者签发股票以确

^① 参见范中超:《证券之死:从权利证券化到权利电子化》,知识产权出版社2007年版,第70~95页。

^② 参见范健:“关于我国无纸化证券立法的几点思考”,载《社会科学》2009年第3期。

^③ See Michael S. Baram, *Social Control on Science and Technology*, Science, May 1971, Vol. 172, No. 3983, pp. 535-539.

^④ 参见冯果:“网络时代的资本市场及监管法制之重塑”,载《法学家》2009年第6期。

认股东身份,并以券面记载作为证券权利的基础。在证券结算环节,实物券的实际交付是证券转让交收的基本形式。即使在证券非移动化改革之后,中央存管机构取代投资者实际占有实物券,证券的登记交收须臾不能离开纸质证券这一实物媒介。概言之,证券登记、存管和结算环节都有现实的物质表现形式即纸质证券作为基础。

但是在无纸化时代,纸质凭证不再是证券的权利载体,取而代之的是存储在计算机系统里的电子数据。发行人所发行的证券都以数据电文的形式存储在证券登记结算机构的电子簿记系统中,投资者则以证券账户中的电子数据记载作为主张证券权益的基础和依据。在证券交易所产生的证券交收也被简化为电子簿记系统中简单的数据更改,传统的实物券转让交付已成为明日黄花。伴随着实物券交付成为过去,抽象化、电子数据化的证券都集中由证券登记结算机构实际占有,证券公司和投资者只能通过向在证券登记结算机构开立的证券账户来承受和反映自身证券权利的变化,证券权利的转移也只是在不同的证券账户之间发生数据的流动。如此一来,证券登记结算机构得以从繁重的纸面作业中解脱出来,随着证券被电子数据拟制,证券的托管、交收亦都以电子数据的形式被拟制,便捷高效的电子数据处理使得证券登记结算高度简化。

(二) 证券无纸化给证券登记结算关系中权利义务的确定带来了新的挑战

在实物券时代,证券登记结算中各方主体的权利义务依托实物证券这一载体尚较容易确定。但到了无纸化时代,由于证券登记结算都以电子数据的形式在证券登记结算机构的计算机系统中完成,传统意义上人们用以确定各主体权利义务的实物证券已然消失,加上证券登记结算都在证券登记结算机构的后台系统以高度简化的电子数据交换的方式完成,整个过程仿佛在一个黑箱中完成,这给证券登记结算关系中各方主体的权利义务的确定带来了许多不确定的因素。

在无纸化时代投资者持有证券、主张证券权利的依据是该证券账户上所记载的电子数据。^⑤ 在间接持有模式下证券公司在证券登记结

^⑤ 参见王静:《无纸化证券与证券法的变革》,中国法制出版社2009年版,第44~45页。

算机构开立一级证券账户,投资者在证券公司开立二级证券账户。投资者对于证券账户和记载在证券账户中的电子数据理应享有支配权,与此同时负责开立账户的证券登记结算机构和证券公司也对该证券账户及其记载的电子数据应当履行保管义务,并可在特定的时候针对证券账户及其记载的电子数据主张相应的权利。^⑥在直接持有模式下投资者在直接在证券登记结算机构开立证券账户,证券交收无须证券公司作为中介,证券登记结算机构只需要自行调整投资者证券账户中的数据,证券公司除了参与资金结算之外,并不直接涉足证券交收。在这一环节,证券公司具有何种权利义务也需要进行深入考量。实际上,无纸化变革似乎实际上削弱了证券公司在证券登记结算环节中的影响力和地位,证券公司只是作为经纪商代理投资者传递交易指令和办理资金结算,而不能影响和控制证券交收。^⑦在这种情况下,就不宜对证券公司课以证券保管方面的义务。总之,证券登记结算法律关系中权利义务的分配,应当充分反映证券发行人、持有人、证券公司和证券登记结算机构等几类主体在证券登记结算关系中的地位和作用。无纸化变革引发的证券登记结算模式的变化对各类主体的地位和作用均产生了深刻的影响,因此必须对各类主体的权利义务进行重估。

(三) 证券无纸化必然引发证券登记结算法律制度的调整

通常认为,作为上层建筑的法律根源于一定的经济基础,法律的内容是由一定的经济基础决定的。^⑧法制发展很大程度上受市场发展水平的制约,法律在某种意义上也是基于市场的现实需要来制定的。在法律制度不能满足市场发展的需求时产生的制度非均衡,会形成法律制度变迁动力。^⑨申言之,法律的制定和发展是建立在一定的市场基础之上的。作为规范证券登记结算关系的证券登记结算法律制度,必然要反映证券登记结算模式的变化,重新分配各方主体的权利义务关

^⑥ 参见叶林:“无纸化证券的权利结构”,载《社会科学》2009年第3期。

^⑦ 参见吴国舫、顾军锋:“证券无纸化立法之必要性及路径选择”,载《人民法院报》2008年5月13日。

^⑧ 参见李龙、汪习根:《法理学》,人民法院出版社2003年版,第24~33页。

^⑨ 道格拉斯·C. 诺斯:《制度、制度变迁与经济绩效》,上海三联书店1994年版,第3页。转引自钱弘道:“法律经济学的理论基础”,载《法学研究》2002年第4期。

系,充分回应证券无纸化所带来的变革。

证券无纸化给证券登记结算法律制度带来的影响是革命性的,证券登记结算中技术手段的进步需要法律制度进行及时有效的回应。证券登记结算法律制度需要在立法理念、立法技术、法律规则、风险防范等各个角度全方位地反映无纸化时代证券登记结算的现实要求。这种法律制度的调整一方面体现为解决既有制度与先进技术的不适应性与滞后性,另一方面也体现为前瞻性地为技术进一步发展预留空间,解决未来证券登记结算关系中可能出现的新问题。

二、无纸化背景下我国现行证券登记结算制度检讨

无纸化证券出现之后,世界各国都纷纷推动其本国的证券无纸化改革,希望尽快实现证券市场的无纸化。尽管在无纸化实践中各国进度各异,程度不一,但是不论其是推行全面的无纸化,还是无纸化和实物券并存,都不能掩盖无纸化这一主流趋势。^⑩尤其是在证券登记结算环节的无纸化更是理论界和实务界的一致追求。^⑪在这场声势浩大的证券业变革中,我国充分发挥了新兴市场的后发优势,在资本市场发展初期便实现了证券无纸化。^⑫但是,尽管我国在实务操作中早已实现无纸化,但证券法制却并未充分地反映这一变革,我国证券登记结算制度也未能较好地回应无纸化带来的深刻变革,进而在证券持有模式、登记存管等方面存在法律文本与制度实践的脱节。

^⑩ 参见范中超:《证券之死:从权利证券化到权利电子化》,知识产权出版社2007年版,第81~95页。

^⑪ 三十人小组高瞻远瞩地直接声明了证券交易各个环节都应该实现无纸化,其中尤以清算与交收环节的无纸化为要。See G30, Group of Thirty Recommendations Regarding Securities Clearance and Settlement, Report, March 1989. 后来三十人小组对证券结算体系的无纸化的发展进行了持续性的研究,参见 Global Clearing and Settlement: A Plan of Action, January 2003; Global Clearing and Settlement: Final Monitoring Report, June 2006. 除此之外,国际清算银行支付清算系统委员会(CPSS)和国际证监会组织(IOSCO)也联合提出建议,认为应当实现全面的无纸化,证券权利义务都应该在电子簿记系统中记载。CPSS, IOSCO, Recommendations For Securities Settlement System, Report, January 2001.

^⑫ 参见陈加赞:“我国证券无纸化的回顾和建议”,载《中国证券》2007年第1期。

(一) 揠苗助长:以直接持有为主的证券持有模式不能满足证券市场发展的要求

根据投资者是否以其自身名义记载于证券登记结算机构的电子簿记系统,证券持有模式主要有直接持有模式和间接持有模式两种类型。^⑬在直接持有模式下,证券投资者的证券持有信息直接记录于证券登记结算机构。在间接持有模式下,证券投资者将自身证券权益登记在作为中介机构的证券公司开立的证券账户中,而证券公司则作为名义持有人在证券登记结算机构开立证券账户。我国目前的证券持有模式主要以直接持有为主,但是在合格境外投资者(QFII)、部分B股证券以及国债回购等特殊领域采取的是间接持有模式。此种模式的成因,正是我们所引以为傲的所谓新兴市场的“后发优势”。证券无纸化的很大一部分动因是纸面作业危机,而为了应对纸面作业危机,一些证券市场发达国家已经通过间接持有的方式来化解危机,而后借着信息技术的进步实现了无纸化,进一步破除了实物券所造成的证券登记结算的难题。但是在我国证券市场尚未到达进化的临界点,即传统的实物券的直接持有并未造成纸面作业危机时,直接凭借决策层的推动跨越性地实现无纸化,完全跳过了通过中介机构间接持有的这个阶段。诚然这种跨越性的无纸化极大地提高了证券交易和登记结算的效率,有效地避免了证券市场发展过程中会出现的“证券洪流”,但是却揠苗助长式地跳过了间接持有的自然进化过程,从而使得快速实现无纸化的“后发优势”变成了无视间接持有模式而冒进地推动直接持有模式下的无纸化,进而导致间接持有发展不足的“后发劣势”。

尽管直接持有模式可以明确证券权利人,能够有效地肯定和保护证券投资者的利益,并且此种模式确实在防范证券被挪用中发挥了重要的历史作用,但是直接持有模式却因为直接登记在投资者证券账户中的证券流动性欠缺而在金融创新进程中发挥了一些消极阻碍的作用。^⑭而间接持有模式则由证券公司作为名义持有人,赋予了证券更

^⑬ 参见邓丽:“论无纸化证券的持有和所有”,载《法律科学》2008年第4期。

^⑭ 例如直接持有模式曾给融资融券业务造成了不小的麻烦。参见邱永红:“我国融资融券担保制度的法律困境与解决思路”,载《证券市场导报》2007年第3期。

强的灵活性和流动性,并且能够提高证券结算登记的效率和安全性,适应了证券交易电子化和国际化的趋势。^⑮实际上,间接持有模式已作为被各国普遍公认的证券持有主流模式,具有诸如降低证券处理和交收成本、便于跨境证券交易的快速有效执行、缩短交收周期、符合证券市场全球化需要等多种优势,被海牙国际私法会议《有关证券中介机构持有证券的某些权利的法律适用公约》^⑯和国际统一私法协会《中介机构持有证券实体法公约》^⑰所确认。可以说,间接持有模式是证券市场正常进化的自然选择,具有相当的合理性。

我国证券法制的设计都是建立在直接持有的基础之上的,仅有的肯定部分间接持有的规定只是散见于《证券登记结算管理办法》等效力层级较低的部门规章中,这部分规章因为与上位法的冲突而缺乏效力的正当性。在我国大型机构投资者数量增多、境外投资者大量进入以及创新金融产品发展的背景下,固步自封地专注于直接持有模式并不能满足证券市场发展的现实需要。

(二)掩耳盗铃:证券登记结算机构与证券持有人的证券保管关系被人为割裂

《证券法》第159条规定:“证券持有人持有的证券,在上市交易时,应当全部存管在证券登记结算机构。”这一上市交易证券强制存管制度既未指出托管法律关系的性质,也未明确存管法律关系的主体,从而导致了责任分配的模糊化。^⑱尽管《证券登记结算办法》对这一存管关系进行了更加详细的界定,即客户将证券托管于证券公司,证券公司将证券存管于证券登记结算机构,但托管也好,存管也罢,都是代为保管证券并提供代收红利等权益维护服务的行为,两者究竟有何实质意义上的区别似乎不言自明。深究立法意图,不外乎是想通过将证券公

^⑮ 参见张辉:“证券无纸化与中国证券登记存管制度检视”,载《中国商法年刊(2008)》,北京大学出版社2009年版,第641~648页。

^⑯ See Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary, December 2002.

^⑰ See UNIDORIT, Preliminary Draft Convention on Substantive Rules Regarding Intermediated Securities, UNIDROIT 2007 - Study LXXVIII - Doc. I04.

^⑱ 参见郭雳、廖凡:“我国证券登记结算法律的进展与疑惑”,载《证券市场导报》2007年第2期。

司人为地卷入证券投资者与证券登记结算机构的托管关系中,使其成为阻断保管责任的防火墙。但是这种规定在无纸化时代是否具有实际意义呢?

我们认为,首先,证券公司并不能承担无纸化证券的托管事项。无纸化时代的证券已彻底脱离了实物券时代的纸质实体,其权利表彰和转移的依据是电子数据,而这种电子数据的创设、转移和维护都由证券登记结算机构负责。证券公司作为中介机构,仅能传递交易指令,而不可能直接接触和维护证券登记结算机构电子簿记系统上的电子数据。因此人为地将证券公司作为无纸化证券的托管主体,既不现实也无必要。其次,证券公司并不能阻断证券登记结算机构对于投资者的证券保管责任。根据《证券登记结算办法》的制度设计,证券公司接受客户的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,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。就一般的投资者即证券公司的客户的证券而言,投资者、证券公司和证券登记结算机构三者之间实际上形成了一种转委托关系。这种转委托固然是将证券公司推到了证券保管责任承担的第一线,但是无纸化证券的保管实际上就是证券登记结算机构对于投资者证券账户及其记载的电子数据的维护,这块领域证券公司无法涉足故其不可能在证券保管上造成投资者的任何损失,相反,一旦无纸化证券的保管出现了问题造成投资者损失,必定是证券登记结算机构的原因造成的,根据转委托的责任承担制度设计,在无纸化证券保管不当给投资者造成损失的,尽管投资者可以向证券公司主张损害赔偿,但是证券公司依然可以向复代理人即证券登记结算机构追偿。^①因此证券登记结算机构并不能从证券账户及其所载电子数据的保管维护责任中解脱出来,只是其承担责任的对象由一般的投资者变成了证券公司而已。

结合以上分析,我们认为我国现行证券登记结算制度中关于证券存管的设计是人为地将证券登记结算机构和证券持有人之间的证券保管关系割裂开来。但这种掩耳盗铃式的责任规避,只是制度设计者一

^① 参见马俊驹、余延满:《民法原论》,法律出版社2005年第2版,第739页。

相情愿的尝试,并未导致责任分配的实质变化。并且我们不难从这种制度设计中看到制度设计者袒护证券登记结算机构的显著倾向。

(三) 语焉不详:证券登记结算关系主体的权利义务和责任设置存在缺失

实物券时代,证券的登记、保管、交收等均可参照不动产登记转让的法律制度来确定证券登记结算关系中各主体的权利义务。但是无纸化的变革使得证券被高度电子化、抽象化,证券的登记、保管和交收在证券登记结算机构的电子簿记系统中即可完成,我们很难再根据证券占有状况来确定各主体的权利义务,这给证券法制尤其是证券登记结算制度提出了新的要求。但实际上证券登记结算制度对这一变革带来的权利义务模糊化并未作出有效的回应,而是语焉不详,让证券登记结算关系个主体的权利义务处于一种不确定的状态。

首先,《证券法》和《证券登记结算管理办法》对于证券登记结算法律关系的性质并未明确。《证券法》只是对证券登记结算机构的设立和基本业务进行了原则性的规定,《证券登记结算管理办法》也只是对一般性的业务规则和风险控制制度进行了细化,两个法律文件均未触及证券登记结算关系的性质界定以及各参与主体的法律地位,这些未予解决的问题留给学界进行各种各样的学理上的分析与解释。^②其次,证券登记结算关系中各方主体的权利义务和责任并不明确。证券登记结算制度主要是以证券登记结算机构的业务规则为核心进行的规定,并非是以各方权利义务作为核心进行的制度设计。这种模式就导致了证券登记结算的具体操作有章可循,但各方主体的权利义务只能通过法律解释来确定,但不同的法律解释方法又会导致不同的权利义务分配结果,从而使得证券登记结算关系中各类主体的权利义务处于一种不确定状态。并且由于立法理念的异化和立法技术的缺失,许多本应明确的权利义务却因为制度的刻意模糊化而变得云山雾罩。最后,证券登记结算关系中法律责任设置不合理。《证券法》中仅规定了擅设证券登记结算机构的法律责任以及证券登记结算机构未按要求保

^② 参见马其家:“证券登记结算领域中的基本法律关系”,载《上海证券报》2005年12月27日;周友苏:《新证券法论》,法律出版社2007年版,第516~518页。

存文件资料和挪用证券的法律责任。这种片面强调管制思维而缺乏交易思维的法律 responsibility 设置显然是不足以对证券登记结算关系进行完整而有效的规制。而《证券登记结算管理办法》中法律责任的安排只是集中于交收违约的处理,但殊不知在证券无纸化背景下,以受到证券登记结算机构控制的证券账户为基础的证券交收已较难出现违约的现象。相反,对于证券登记结算机构因其过错导致投资者证券账户上记载的证券权利损害的登记责任和保管责任以及因操作失误造成的清算错误的责任却未提及。这种倾向于证券登记结算机构的法律 responsibility 设置并不能公平客观地反映证券登记结算关系的应然要求,不利于证券登记结算环节利益受损主体的权利救济的实现。

三、我国证券登记结算制度的改革进路

法律制度必须适应市场发展和社会进步所带来的变化,有针对性地进行及时的调整。在无纸化时代,证券登记结算制度需要结合无纸化证券的特点及其给证券交易带来的深刻变革,力求更加符合证券市场实践需求和更加便利证券市场的发展。基于此,笔者认为我国证券登记结算制度应该从以下几个方面加以完善:

(一) 发展间接持有模式

在证券无纸化时代,证券登记、保管和交收都通过电子化数据交换得以方便快捷的实现,效率已不再作为直接持有模式与间接持有模式孰优孰劣的评判标准。相反,学界开始从权利义务结构以及对市场发展的适应性来衡量直接持有和间接持有者两种模式。目前我国《证券法》以直接持有作为证券登记结算制度的基础,仅在合格境外投资者和 B 股以及国债回购中采用间接持有。《证券登记结算办法》中也对证券名义持有人与实际持有人有所提及。有学者认为,直接持有模式已不能适应证券市场进一步创新和发展的要求,间接持有模式将成为我国未来证券持有模式的重要组成部分。首先,不同的证券交易品种及其衍生产品,对登记结算制度有着不同的需求,其中有相当一部分交

易品种比如期货品种比较适于或者说应当采用间接持有的模式。^②其次,随着我国证券市场对外开放的进一步深入,未来将会有越来越多的境外投资者投资中国证券市场,将会有越来越多的中国公司进行境外融资,跨市、跨境交易必然需要引进间接持有模式。此外,间接持有模式还具有机构投资者特别是大型机构投资者提供匿名功能,将为我国日益壮大的机构投资者提供新的风险控制的选择。^③基于这些理由,证券登记结算制度应该作出相应的调整,以肯定和发展证券间接持有模式。一方面要改变《证券法》将证券登记结算制度建立在直接持有模式之上的格局,从法律的层面上肯定间接持有的合法性,以避免部门规章中对间接持有的规定与上位法相抵触。另一方面要妥善安排证券直接持有与间接持有两种模式并存中可能存在的冲突,界定清楚不同持有模式的适用范围和具体规则。

(二) 明确证券登记结算法律关系

要实现证券登记结算制度的完善,必须要摒除对证券登记结算法律关系进行模糊化处理的倾向,对证券登记结算法律关系的性质、各方主体的权利义务进行明确的界定。这就要求我们的证券登记结算制度对无纸化变革下证券登记结算中各方主体的权利义务分配进行正面回应,厘清无纸化证券的登记、托管和结算各个环节中存在的法律关系的性质。首先,要建立和完善适应证券无纸化的登记结算制度。无纸化给证券登记结算带来了很大的挑战,无纸化证券的电子数据的记录和变更都发生在证券登记结算机构的系统中,证券的登记、存管和结算实际上都在证券登记结算机构得以完成,证券登记结算机构的法律地位需要进行重估,并且电子数据化的证券的登记、存管和划拨均在证券登记结算机构完成,其中的利益冲突如何避免也是无纸化背景下证券登

^② 间接持有模式有利于以证券为基础的金融衍生品的发展。参见赵威、韩萨茹：“证券间接持有制度对我国证券市场的影响”，载《内蒙古大学学报》（哲学社会科学版）2008年第2期。

^③ 参见董安生等：“证券持有模式及不同持有模式下持有人权利”，载《上海证券报》2005年12月27日。

记结算制度需要加以解决的。^②其次,要明确投资者、证券公司和证券登记结算机构之间的法律关系。证券公司是否有能力接受投资者的委托保管其证券在无纸化时代需要打一个大大的问号,因此在证券存管关系中,并无必要将证券公司卷入其中,尤其是在直接持有模式下,这一做法既无现实基础,也无实际意义。证券存管与结算不一样,分级结算制度的设置是为了简化程序和防范风险,而二级存管的安排则显得有点多余。还有就是无纸化证券的登记和划拨中因为证券登记结算机构的原因而导致的损害后果,证券法制并未回应如何解决这一问题,而这恰是明确证券登记结算法律关系所不可或缺的。

(三) 公平分配法律责任

无救济则无权利,无责任则无义务,明确的法律责任是证券登记结算关系中非常重要的一部分。公平分配法律责任,确保权利义务对等,是公平原则的基本要求。因此,各类主体承担与其在证券登记结算关系中的地位和作用相适应的法律责任。证券无纸化的变革对于证券登记结算关系也产生了深刻的影响,导致了各类主体在证券登记结算中地位和角色的变迁,其法律责任也需要进行相应的调整,以实现在各主体间的公平分配。我国现行证券登记结算制度实际上是在尽量地将证券登记结算机构从法律责任中解脱出来,要么对于因证券登记产生的法律责任完全不予提及,要么通过分级分层将证券登记结算机构与投资者之间的法律联系人为割裂以避免向投资者承担法律责任。此种偏袒证券登记结算机构,帮助其逃避法律责任的制度逻辑是不合理的,尤其是在无纸化时代证券登记结算机构地位更加重要的背景下,减轻甚至免除证券登记结算机构的责任更是显得缺失公平和不合时宜。

在无纸化时代,以电子数据为权利表彰形式的证券的登记、存管和交收都在证券登记结算机构的电子簿记系统中完成,其他主体只是发布和传递指令,而证券登记结算机构则完全控制和掌握着证券权利确认和转移的整个过程。因此相比于实物券时代,证券登记结算机构的作用变得更加重要,一旦其行为失当将会给整个证券登记结算环节带

^② 参见张辉:“证券无纸化与中国证券登记存管制度检视”,载《中国商法年刊(2008)》,北京大学出版社2009年版,第641~648页。

来巨大的影响,因此理应对其规定更多的法律责任以约束其行为。具体而言,要明确证券登记结算机构在进行股东初始登记、变更登记中发生错误而导致投资者权益损害的赔偿责任;要明确证券登记结算机构在未能履行证券保管义务时产生的损害赔偿责任和违约责任;要明确证券登记结算机构在进行证券结算过程中因证券交收和划拨出现失误而导致的损害赔偿等。对于证券公司,由于其地位在无纸化进程中被弱化,其对证券登记结算环节影响有限,故不宜对其规定过多的法律责任。譬如证券公司实际上并不能保管其客户的证券,其客户的证券实际上是保存在由证券登记结算机构开立的证券账户中,故要求证券公司承担证券保管责任显然不合适。对于投资者,由于其在证券登记结算环节地位较低,并不能对证券登记结算活动进行违规的干扰,故而对于其规定法律责任亦无必要,只需规定相应的违约责任即可。上述这些法律责任,都需要在证券登记结算制度的改革和完善中进行明确。

(四) 回应无纸化带来的深刻变革

既然证券无纸化给证券登记结算环节带来了深刻的变革,在证券登记结算制度的改革和完善中就应对无纸化所带来的变革进行积极的回应。证券无纸化既颠覆了传统实物券时代的模式和规则,又带来了许多新的问题,因此针对无纸化所进行的制度完善也要从两个方面入手,一方面要对《证券法》中不适应无纸化变革的规定进行清理和更新,另一方面要对无纸化时代的新问题进行创新性的规定。比如要加强对无纸化证券的规范,尤其应当对无纸化证券的持有方式、权利行使方式、证券安全性的特殊要求、权利人救济措施等进行详细规定,完善相关的配套规定;又如无纸化证券的质押的登记、质押权的实现等问题也需要证券法制进行明确。^④至于如何进行无纸化立法,又涉及立法模式选择的问题。^⑤笔者认为,要回应证券无纸化带来的变革,并非一定要制定单独的证券无纸化法。因为无纸化只是改变的证券的载体,除了证券的表彰形式和持有方式发生了改变之外,其权利内容和属性

^④ 参见叶敏:“无纸化证券登记法律问题研究”,载《中国商法年刊(2008)》,北京大学出版社2009年版,第635~640页。

^⑤ 参见范健:“关于我国无纸化证券立法的几点思考”,载《社会科学》2009年第3期。

与传统的实物券并无二致,因此无须另起炉灶再立新法,而是要在现有《证券法》基础之上将无纸化证券与实物券进行替换,或者在保留实物券规定的同时加入对于无纸化证券进行规制的部分规则。总之,回应无纸化带来的变革,需要证券登记结算制度将其制度基础建立在无纸化证券之上,并且要结合无纸化证券的特点和属性进行相关的制度更新。

四、结 语

技术进步和市场发展必然导致法律制度的变革。证券无纸化使得证券登记结算制度的制度基础从传统的实物券转换成电子化的证券,这种深刻的变革必然要求证券登记结算制度进行相应的改革和完善。无纸化给实物券时代证券登记结算模式带来的颠覆性影响,无纸化时代证券登记结算关系中各类主体之间的权利义务关系也需要进行重估。在我国证券登记结算制度的法律文本与制度实践脱节的背景下,需要改革和完善我国证券登记结算制度,以更好地适应无纸化时代证券市场的发展。