

## 目 录

一、CSD 的定义及在证券市场的作用

二、CSD 在中国的形成与现状

三、CSD 在中国的主要问题

四、认识 CSD 在中国

----“中央存管、二级托管”是中国证券存管体制的准确定位

----持续净额结算是现阶段中国 CSD 的主要结算方式

----CSD 是证券清算银行

----现行证券帐户体制必须改革

五、CSD 在中国当前的任务

----尽快完善法规,明确参与人关系

----逐步实现 DVP 交收

----完善证券结算网络,发展 STP, 支持网上交易

----进一步探索交收体制新模式,建立良好的证券结算资金支付

体系

----进一步拓展 CSD 业务,为市场发展与开放打好基础

## 一、CSD 的定义及在证券市场的作用

CSD(CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY), 最早见于以 HOLLAND 先生为首的“三十人小组”提交的《关于证券清算交收体系的报告》(G30 报告)。G30 认为, 每个地区应于 1992 年或之前设立一所高效和发展完善的中央证券存管机构, 其组织及管理应尽量鼓励业内参与者充分利用其服务。CSD 作为从事证券存管、结算业务专门机构, 为实现证券的无纸化, 减少实物流转, 使大量证券交易以簿记方式集中进行交收, 从而提高交收效率, 降低交收风险, 起到决定性的作用。

CSD 出现的原因是, 传统的证券分散托管与分别交收造成效率低, 交收时间长, 交收风险大, 集中在 1987 年的全球金融风暴中表现。经过分析研究, G30 认为, 可以把证券的经纪商分别托管与集中存管分开处理, 办法是实行非流动性交收和逐步推行非实物性存管。达到提高结算效率, 减少交收风险的目的。

CSD 的核心由三个要素构成。其一, 一个市场上的所有证券品种包括跨国券种证券交收由一个机构集中进行, 其二, 通过非流动方式进行, 最终达到证券的非实物化存管; 其三, 采用货银对付(DVP)方式完成, 理想模式是同时直接办理现金交收并与支付系统紧密结合, 以利于实施真正的 DVP。

CSD 的产生有效地解决了由于证券及客户现金分散托管造成证券与现金交收存在时间差(Time Gap)而带来流动性风险, 同时它使证券市场形成一个相对独立的结算系统, 避免资本市场与货币市场的相

互冲击，它的 DVP 原则使证券结算系统排除了本金风险，让因某一个参与者违约而影响整个证券市场以至多个市场直至全球证券市场风险的情况不再重现。同时，它的建立还明确了证券结算与银行间的关系，加强了不同国家、不同市场的清算交收体系间的联系，为跨国联系创造了条件，也为今后建立全球证券市场统一结算规则打下了基础。

CSD 的行业国际组织有 CSD 国际会议、ACG、ISSA。CSD 会议是全球中央证券存管机构每两年举行一次的行业会议，目前已经召开了五届，成为在全球颇有影响力的资本市场研讨会。

ACG 即亚太证券中央存管机构组织（Asia-Pacific Central Securities Depository Group）是一个非正式的民间组织。该组织由亚太地区的十四家证券中央存管机构发起，于 1997 年 11 月在香港正式成立。ACG 每年召开一次成员年会，目前已经召开了三届会议，年会由大会秘书负责组织，大会秘书由各成员机构轮流担任，任期一年。ACG 的成员必须是亚太地区范围内依据其本国或本地区法规行使证券中央存管职能的机构。目前，ACG 共有十八家成员机构。ACG 成立至今，已就 CSD 最佳运作方式、交收风险管理、促进 CSD 间信息、经验交流和革新及 CSD 跨国联动等成员共同关心的问题分别进行专题研究。

ISSA 为国际证券服务协会，会员通常根据地域的不同被分为三个区域会议：1979 年，花旗银行、德意志银行和瑞士联合银行牵头成立，Chase Manhattan Bank，DresdnerBank，Midland Bank 和

Nomura Securities 等多家金融机构也先后以赞助会员的形式加入 ISSA。ISSA 的会员是由执行董事会邀请加入的，合法的成员可以是银行、清算机构、中央存管机构、知名交易所、证券公司、资产管理人和金融行业专业协会组织。欧洲、美洲、亚太。三个会议各自为 ISSA 提供自己的经验和信息，他们负责各自区域的发展和 innovation。目前，ISSA 在全世界约有 80 个会员机构和 2000 个捐助者。基本目标是：推动证券服务行业的发展，为证券行业参与者和投资团体提供各种专业知识，与其他金融领域的行业组织交流合作。

CSD 行业组织的作用主要是目的是加强市场运作效率，完善证券存管机构服务，共享信息，加强合作，讨论共同关心的最新问题，制订行业规范，相互培训。

## 二、CSD 在中国的形成与现状

中国证券市场证券实现非实物化存管与非流动性交收的进程很快，几乎不存在实物证券(股票)在证券经纪商或银行托管的历史过程。两个交易所开始运行时，CSD 的结算原则已为全球大多数证券市场接受并实行。两个交易所在尽快发展规模的驱动下采用了 CSD 三个核心要素的前两个。

中国的 CSD 由国家法律确定其地位。1998 年 12 月通过的《证券法》专设一章对证券登记结算机构的设立、职能、责任及义务等作了规定。这些规定与 CSD 一般业务是一致的。

中国 CSD 具有三大特点：

### 1、效率高

中国 CSD 业务处理数据化程度相当高,1995 年两市场统一为证券 T+0 交收,现金 T+1 交收,交收效率在国际证券结算业处于领先地位。

近年来国外许多证券市场热衷于推行的直通式(**Straight Through Processing--STP**),即在日常处理中减少甚至消除手工干预,代之以电子化处理,来提高效率和节约成本的交易结算方式,也早用于中国 CSD。

国际证券机构交易通讯协会(**ISITC**)将直通车处理(**STP**)定义为:  
“指令,数据和信息,从一国内的交易处,通过一系列的中介(可能会经过好几个国家),至交收过程中的最后一个实体(当地市场的中央存管机构),然后再传回,这样的一个不中断的传输过程。”

**STP** 主张交易交收信息可以被这个交易循环中的所有各方所取得:它以电子方式处理由投资者为开端的交易(包括个人与机构投资者),并且不存在重复的输入和处理。我国证券市场从一开始就采用计算机处理从投资人委托申报、交易系统主机撮合到成交回报全过程,其中没有中断和人工干预。1998 年上证登记公司的参与者远程操作平台(**Participants Remote Operation Platform--PROP**)投入使用后,实现结算数据后台处理再回到经纪人并通过经纪人提供给投资人的电子数据交换,至此,上海证券市场做到从投资人交易委托申报到证券与资金交付交收全过程 **STP**。这在全球 CSD 中可以认为处于领先地位。

## 2、功能全面

在综合业务能力方面名列前茅。以上证登记公司为例，根据国际金融证券咨询业著名的托马斯公司的统计，全球 CSD 通常开办的业务分为十二类 52 种。其中上证登记公司开办了 38 种，列 ACG 第一。其中 A 类证券已开办 29 种。在全球 50% 以上 CSD 已开办的 33 种业务中，开办了 23 种，由于这些统计是将服务于股权证券市场、固定收入证券市场和货币市场的三种 CSD 业务综合统计的，同时兼有三种服务的 CSD 很少，因此可以认为上证登记公司的业务功能比较齐全了。当然也应注意到，对 CSD 来说相当重要的几项业务，如证券中央借贷、代理发行新证券、跨境交收等，上证登记公司仍未涉足，这是比较遗憾的。

### 3、发展快

中国 CSD 建立不到 10 年，在 ACG 中业务规模已属中等。以上证登记公司为例。截止 2000 年 3 月底，证券存管数在排名第 6，列日本、香港、新加坡、韩国、台湾之后。存管总股数排名第 6，列日本、香港、新加坡、韩国、台湾之后。上市公司数排名第 7，列日本、香港、新加坡、韩国、台湾、泰国之后。以上业务规模如加上深圳证交所排名应为第 3 或 4。营运资本排名第 5，列新加坡、香港、台湾、韩国之后（注，日本 CSD 分为两公司统计不全）。(附件 1)

### 三、CSD 在中国的主要问题

CSD 在中国建立时间不长，发展很快，存在一些问题并不奇怪。但如果存在的是危及生存的致命问题，却长期未能解决，就十分奇怪了。不幸的是，中国 CSD 恰恰是后者。

所有证券交易应以银货对付(Delivery Versus Payment--DVP)的方法交收,即“在同日以持续方式即时对付证券和现金,交付同时进行并作最终论,不可撤销。”是CSD赖以生存的基本原则。

据托马斯公司1998年统计,全球服务于股本市场的CSD,75%以上实行不同模式的DVP,一些发达证券市场更进一步研究实时银货对付(RDVP)。国际证券、金融业界对DVP的运作非常重视。从1992年开始,在国际结算银行组织下,西方主要国家中央银行每年开会评估各国证券市场DVP运作情况;ISSA、ACG等国际的年会更少不了这个话题。原因在于,在经济全球一体化的今天,一个不实行DVP的证券市场,不但会因某个参与者违约交收引发该证券市场系统性风险,从而导致该国金融危机,而且还会造成国际金融风波,影响其他国家经济安全。

至今仍实行证券与现金不对付的交收体制是我国CSD的致命问题。证券T+0交收,资金T+1交收,证券与现金交收的时间差(Time Gap)达一天,而且这个时间差没有任何信用保证或抵押。一旦出现交收违约,CSD被迫垫款,这种垫款如何超出会员互保性质的“清算交割准备金”,就会引起“多米诺骨牌”反应,使整个证券结算系统无法正常运作。

我国DVP交收至今未能形成统一的制度,其原因比较复杂。归结起来有如下几个方面:

由对证券结算参与者定位产生歧义而形成的“集中托管说”,是

## 阻碍 DVP 实施的主观原因

业内一种比较流行的认识是，由于登记公司直接登记所有证券持有人的证券帐户且对其簿记操作，因此，登记公司托管了所有投资人的证券，必须对这些证券负责，为表述方便且称之为“集中托管说”。

“集中托管说”使整个证券结算陷入一个无法摆脱的死循环--如果交易所会员付不起应付的代客购买证券款，交易所不应交付证券以避免本金风险；但交易所因不能确定其“集中托管”的帐户中谁是违约交收主体，而只能交付证券，否则有违托管责任。

“集中托管说”造成证券结算参与人主体错位、责任不清--证券结算最重要的是在每笔交易交收时明确收谁的款付给谁券，也就是明确参与责任。“集中托管说”认定交易所是直接为证券持有人过户，即把投资人作为结算系统的直接参与人，结果造成了 CSD 的现金交收对手是交易所会员；而证券交收对手却是其委托人的怪事。参与人主体错位，DVP 从何谈起？一般投资人本没有资格直接进入证券交易系统，事实上也没有与 CSD 产生任何交易合同却成了与 CSD 直接交收的主体；交易所按规定只对会员，却做了大量会员的“份内事”；会员是证券交易及结算经纪，掌握着客户交易保证金却不必承担操心客户证券的管理。在这些混乱的交收关系上如何建立责任清楚的结算体制？

“集中托管说”分割了证券交付与现金交收：中国 CSD 的独特现象是没有交收日 (Settlement Day)。交收日是证券结算是重要时刻，是对证券与现金对付的时间规定。在现行市场上，证券 T+0 交付，现



金 T+1 交收，时间差(Time Gap)达一天。证券交付由 CSD 直接记到投资人帐上，现金由 CSD 与会员经纪人实行中央交收。

## 证券帐户与客户交易结算资金管理混乱是 DVP 难以实施的客观原因

证券托管或存管与交易是不同经济主体间发生的经济活动，应该以不同帐户来记录、管理与核算。现在一个证券帐户既当托管(存管)帐户用，又做交易帐户用，造成了许多矛盾。

由 CSD 按不同投资人主体设置证券帐户，目的在于区别客户经纪与会员自营，便于监管。但在实际运行中，恰恰由于是这种帐户设置方式和卫星广播式的成交回报让证券公司的自营做庄意图容易被解读，证券公司为隐蔽作业而大量使用投资人证券帐户。结果是反而造成各类帐户混用现象普遍存在。在制定防止客户交易结算资金被挪用措施时，管理者希望 CSD 提供证券公司自营与经纪业务清算数据，CSD 只能按帐户分类统计。可所有人都知道，这种统计可能只有十分之一可信度，已经无从单就证券帐户类别判断持有人性质。主管机关在一团迷雾之前，如何判断组织实施 DVP 产生的市场效应？

在投资人交易结算资金管理方面。出于禁止买空的考虑，现行交易体制要求客户在交易申报前交付全额保证金，并将其交由经纪商管理，希望依靠会员自律区别经纪与自营资金管理。由于利益驱动机制的作用，客户交易结算资金被会员严重挪用于自营证券甚至其他投资，这是形成会员交收违约的主要原因。挪用现象之普遍，数额之巨

大足以引发社会问题。因此，当需要处理会员交收违约事件时就面临一个棘手的两难——如果实施证券扣押可能由于当事会员一时无法弥补资金缺口而损害投资人利益引发支付风波；如果不采取强制措施制止透支，CSD 被迫承担本金风险，则可能造成系统危机。在多数情况下，管理者会把选择放在让 CSD 承担风险上而不愿承担引发社会问题的责任。

### 证券结算法规不全是 DVP 难以实施的制度原因

《证券法》虽然对证券交易中证券交易所、证券登记结算公司、证券公司与投资人的责任关系做了规定，可以认定投资人是通过证券公司为中介进入证券市场的。但由于证券的非实物性存管，投资人已无从指认其持有的证券，也就是说投资人已经不能再对某一特定证券拥有追索权(兰氏报告称为投资人“间接持有”证券)，因此，为保护通过中介机构托管证券的投资人权益、权利责任，就需要对 CSD 的存管责任与中介人的托管责任加以明确规定。这正是现行法律法规所忽视的。

《证券法》虽然已实施，但其中一些有关证券结算的概念至今没有可引用的司法解释。有些条文相互矛盾,没有合理的解释无法执行。如关于投资人证券"托管"关系，

第 150 条规定，“证券持有人所持有的证券上市交易前，应当全部托管在证券登记结算机构”。

第 138 条规定，“证券公司办理经纪业务，必须为客户分别开立

证券和资金帐户，并对客户交付的证券和资金按户分帐管理，如实进行交易记录，不得作虚假记载”。

以上两条规定相互矛盾,投资人证券到底托管何处？

交易所通过发布推行全面指定交易与会员法人结算的通知，把原有业务规则中会员与交易所及客户三者间在结算方面的责任义务关系进一步加以明确。通过与会员签订交收协议，明确实施 DVP 的具体措施。但这仅仅是交易所在《证券法》实施前制定的业务规则，以及寻求《合同法》的保障。证券主管机关还没有按照《证券法》要求制定统一的结算规则，在这种条件下，CSD 要实施 DVP，虽然不违法，但却容易产生歧义，引发纠纷。

证券市场准入机制不完善是 DVP 难以实施的体制原因

中国证券市场有一个十分独特的现象----75%以上的证券经营机构由两家以上政府主管机关监管。即使已由《证券法》明确监管机构的证券公司，仍有三分之一因各种历史原因被主管机关接收。多头管理通常会使本来较简单的事情变得复杂。

《证券法》规定只有证券公司才能经营证券业务，规定了成为综合类证券公司和经纪类证券公司的条件，按此条件目前大部分证券经营机构都属违法经营，但历史遗留问题采取保持现状，逐步过渡的现实办法，因此可以说证券市场准入机制还远未完善，尤其是在实行信托与证券分业过程中，许多证券经营机构的变更是由政府行政干预产生的，干预结果有时甚至毫不考虑证券结算风险控制。比如，要解决信托公司问题而采取将其属下的证券营业部分出，指定一家证券公

司“托管”，同时声明这家证券公司不必承担交收责任，制造出风险控制真空。交易系统的准入是这种状态，结算参与人制度便不可能严格建立和执行，不能想象一个没有结算参与人制度的结算体系能够有效实施 DVP。

与国际证券结算标准比较，CSD 在中国存在的问题还有：

——两个证券交易所各设一家 CSD，互不联系、自成体系，造成整体结算效率低、交易成本较高；

——证券结算系统与支付系统联系不紧密，参与人流动性风险较大；

——证券结算的一些标准化建设还未提上议事日程，如 G30 要求各国应在 1992 年前采纳国际标准化组织所制定的证券讯息标准 (ISO 第 15022 号标准)，所发行的证券应采用国际证券号码 (ISIN) 编码系统，我国 CSD 远未考虑。目前两个交易所各按自身原有编码习惯走下去，将对 CSD 国际化制造越来越多的麻烦。等等，但上述问题与交收体系的重大弊端相比，就不值一提了。

#### 四、认识 CSD 在中国

如果以上对中国 CSD 主要问题的分析能成立的话，我们接着需要对中国 CSD 的最佳模式给出基本认识：

其一，“中央登记、二级托管”是中国证券存管体制的准确定位

证券中央登记的内涵：

一是法律规定投资人证券的持有与变更全部由登记公司记录在

册，唯一证明有效；

二是证券交易交收采用非流动性非实物性中央存管，由登记公司采用簿记过户方式办理所有权转移，在这意义上，“中央登记”具有中央证券存管的内涵；

三是上市证券的权益分配、公司行为代理等事项由登记公司集中为发行公司代理。

### **证券二级托管的内涵：**

一是投资人进行证券交易的前提条件是将证券资产委托证券公司管理；

二是投资人只与证券公司产生证券交易交收合同关系，且不论投资人对证券公司是否履行合同，证券公司必须对其行为向交易所负责；

三是投资人应得证券权益由其受托人通过登记公司获得；

**“中央登记、二级托管”的法律框架已由《证券法》确立。**

《证券法》第一百零三条规定，进入证券交易所参与集中竞价交易的，必须是具有证券交易所会员资格的证券公司。第一百零四条规定，投资者应当在证券公司开立证券交易帐户，以书面、电话及其他方式，委托其开户的证券公司代其买卖证券。第一百一十五条规定，“证券公司办理经纪业务，必须为客户分别开立证券和资金帐户，并对客户交付的证券和资金按户分帐管理，如实进行交易记录，不得作虚假记载。”

根据法律规定和客观实践，我们认为，CSD的中央存管与经纪

人的二级托管是有本质上的区别的。

证券交易是一种高级形态的商品交换。既是商品交换就需要买卖双方订立合同，明确交易双方的责任义务。由于证券法规不允许非证券经营机构直接进入交易市场，其交易行为只能由中间人代理。同时，中国证券市场从来就没有法律规定也没有实行过证券交易合同当事双方进行交收确认的程序，交收确认由交易所向登记公司传送交易记录代替。因此，投资人不可能与登记公司建立民事责任关系的。

事实是：

——CSD 虽然进行所有证券帐户的电子簿记管理，但从来没有接受过任何非证券经营机构的证券托管委托；

——CSD 进行簿记过户的依据，对流通中证券主要是会员通过交易系统转来的交易委托执行指令，按照《证券法》对交易的程序性规定，这种指令就是以会员名义发给 CSD 的交收指令，国际证券结算界称之为“锁定交易” (Locked-in Trade)；

——客户持有证券的财产管理，如分红派息、配股认购等均由经纪会员办理。

把上市前为实施中央簿记交收而进行的证券登记及根据成交结果进行的变更登记和组织与此相关的现金交收行为称之为中央存管 (Depository)，而把客户为交易委托而在证券公司处存入证券，同时委托证券公司保管并代理占用权称为托管 (Custody) 是合适的。为容易与中国习惯说法结合，统称为“中央登记、二级托管”。

存管与托管两概念在证券结算业的区别在于，一般来说，存管

是对整个证券市场而言，托管仅对个别证券或个别当事人而言；一个市场通常只能有一个存管机构，而可以有多个托管人；从事存管的 CSD 可以同时办理托管事务，而从事托管的经纪商却不能同时承担存管责任。

### “中央登记(存管)、二级托管”是国际证券业的通行做法

综观国外证券存管体制，我们可以发现，虽然各国对证券登记存管的法律规定不尽相同，但以下基本做法是一致的：

登记与托管可以由不同机构分别办理；

实行中央登记后，投资人证券托管仍然分别由经纪人进行；

即使允许投资人直接在 CSD 开立托管帐户，其交易交收责任仍然由经纪人代理，CSD 没有与投资人直接建立交收关系。

以英国为例：

英国是实行分散登记的国家。根据英国和爱尔兰法律，证券的法律所有权由证券登记处认定，证券登记由几十家法定登记处办理。登记处将其名字登记在股份帐户上，从而享有作为股东应得的所有权利和收益。1994 年，CREST co(英国 CSD)成立，所有在伦敦证券交易所达成的证券交易通过 CREST 清算与交收，衡平法意义上的证券登记仍由证券登记处办理。到 2000 年 4 月，CREST 共有系统用户 271 个，由 17000 多个证券名义持有人使用，这些名义持有人代表着 50 多万个投资人。CREST 实行全额对全额的 DVP，在该系统完成的证券过户已是最终不可撤销的，但根据英国的衡平法，还需要证券登记处登记。即使法律允许 CREST 最终登记后，投资人证券托管仍然

是由其名义持有人负责的，这些名义持有人主要是银行和证券公司或基金管理公司等。**CREST** 规则上接受投资人直接登记在其名下，但在其名册上至今只有一位不愿透露姓名的富商，而这位富商的证券交收指令还是由其经纪人发出的。

以美国为例：

美国证券集中交易市场实行中央登记制。**NSCC** 与 **DTC** 合并后成立的 **DTCC** 是上市证券法定登记机构。投资人将股份存放在经纪商处，经纪商作为名义持有人在 **DTCC** 开设的代理人帐户存管这些证券，在上市公司股东名册中只有名义持有人的名字。1996 年 11 月后，**DTC** 开设《直接登记系统》，允许投资者选择直接登记在有关公司的股东名册，相应地 **NSCC** 推出《自动过户服务》(**ACAT**)，为会员提供会员间客户帐户过入过出服务。但是，**DTCC** 这些服务都没有改变投资人证券托管在经纪商处的做法。**NSCC** 的《自动过户服务》规则规定，**NSCC** 不对会员向 **ACAT** 提出自动过户申请时提交的客户住处的完整性和准确性负责，也不负责核实申请单是否已由客户签字。**DTCC** 只是向其会员提供一种技术手段，以便于提高托管服务效率。

再看看香港：

香港在从分散登记到中央登记的转化过程中。1992 年，香港结算(**HKCC**)开始运行其中央存管系统(**CCASS**)，将香港上市证券实行非流动性存管(**Immobilization**)，联交所交易几乎全部通过香港结算采用持续净额结算(**Continuous Net Settlement**)方式进行并由 **HKCC** 办理非实物化交收。



香港结算条例规定，只有经纪参与人才可开立证券交收帐户，证券交收由 **HKCC** 通过贷记或借记经纪参与人的证券交收帐户得以完成。投资人持有证券只能以其经纪商名义存放在 **HKCC** 的存管系统。1998 年初香港发生正达证券属下财务公司倒完闭而无法兑现客户托管的股票事件。1998 年 5 月，**HKCC** 推出投资人托管帐户服务，鼓励个人和公司投资者直接在中央结算系统开设证券户口。通过此项服务，投资人可操控存放于系统内股份的转移，并直接从 **HKCC** 获得有关的持股证明，以及享有更佳的保障。但投资人股份的转移仍须由其经纪或托管商处理，只是这种转移必须由投资者本身确认才可执行。据分析，投资人帐户服务并没有根本改变分级托管体制。而且，投资人帐户的交收需要投资人的交收指示，客观上增加结算成本，这项计划在香港进展相当慢。二年过去，投资人帐户交收的股数仍仅占联交所交易股数的 8%。

日本的证券交收与资金结算是由日本证券存管中心和东京证券交易所分别进行的。资金的净额结算通过会员和东京证券交易所在结算银行或日本银行开立的帐户来进行。日本证券存管中心的参与者包括证券公司、银行、保险公司、证券金融公司、证券交易所、证券过户登记处，每一个参与者都在日本证券存管中心开设帐户来存管股票凭证，个人投资者通过在存管中心参与者处开设帐户进行股票存管。证券交收则通过日本证券存管中心的参与者帐户、以及客户在参与者处的帐户两个层面以簿记形式进行。

台湾证券集中保管公司 **TSCD** 亦只负责证券的集中存管，而不

涉及资金结算。**TSCD** 实行两级式的证券存管制度，投资者向证券公司开设帐户，并与证券公司签订协议。投资者证券的登记与过户，实物券的存入与提取，查询等，只能在同一证券公司处完成。各市场参与者在开设证券交收（证券买卖交割的帐面划拨）帐户，办理证券的划拨与交割。

## 其二，持续净额结算是现阶段中国 **CSD** 的主要结算方式

**CSD** 在集中交易证券市场最有效的功能是净额结算，当交收日  $> 1$  时，第一个交收日未完成的交收自动延续到下一个交收日进行，这种方式称为持续净额交收(**CNS**)。目前大部分中央交收体系都采用 **CNS**。因为对证券买卖进行多边轧差后，市场众多买卖方变为若干净买方和净卖方，交收对手发生变化，每一个净买(卖)方只能一个代表，由 **CSD** 中介交收。净额结算的参与方越多，越彻底，需要交收的资金和证券就越少、交收效率越高，风险越小。

中国 **CSD** 一直实行净额交收，但是否为 **CNS** 呢?准确回答比较困难，因为首先无法准确回答我国证券市场目前 **A** 类证券的交收日到底是 **T+1** 还是 **T+0**，如果是 **T+1**，那么 **T** 日未完成的交收当然要持续到 **T+1** 日完成；如果是 **T+0**，则不存在持续交收问题。从目前支付系统所能提供的条件出发，资金交收时间只能 **T+1**，相对应的证券交付时间也必须是 **T+1**，而不能在 **T** 日。为此需要做以下选择:改变现有 **T+1** 证券可以再卖出的做法，或者明确 **T+0** 已进行部分交收(或称预交收)，在此基础上实行 **T+1** 的持续净额交收。

实时全额结算(**Real Time Gross Settlement**)是相对于 **CNS** 的一种

DVP 交收方式。其基本做法是，在 CSD 主持下，交收双方进行证券与现金实时逐笔对付。RTGS 的优点是在交收指令配对的同时完成证券和资金的交收，从而完全消除信用风险和流动性风险。RTGS 是这几年国际证券结算界推崇的结算方式，有些人认为这种方式将取代 CNS 而成为主流方式。

RTGS 的实现需要同时满足两个条件：

一是交易交收对手是一一对应的；二是银行支付系统能够实时响应。前一个条件在中国似乎很容易解决，交易所的撮合系统随时可以提供成交配对双方，问题在于每天成交几百万笔(不久的将来是几千万)如何逐笔交收？第二个条件在中国也不容易，没有银行间实时清算系统支持，跨行汇划资金都难以做到同日资金，如何实时交收？

我们注意到，国外证券结算系统对参与人的定义是严格的，所谓 RTGS 是在结算参与人间进行的，其中有些投资人(主要还是机构投资者)已成为参与人，但其证券交收还是需要经纪人办理。我国证券市场的特点是一个中小投资人(散户)占绝大多数，投资人成为参与人直接进入结算系统，至少在将来若干年内不可能也没有必要。

RTGS 不需要中央交收保证，也就不需要许多交收风险准备，按理说是应当低成本的，但对银行支付系统的效率要求相当高，在目前反而增加了交收成本。世界上以 RTGS 为集中证券交易交收的，都是中央银行组织的 CSD，如英国和澳大利亚，而只有中央银行能有效组织实时支付系统。但另一方面，跨行交收必然费用昂贵。英国的 CREST 自 1994 年以来为参与人提供了 T+3 至 T+1 2 0 的 RTGS，

但 CREST 的结算成本比北美市场高出近十倍。最近，在证券国际化和交易所竞争压力下，CREST 拟与其他结算公司联手实行净额结算。

我国 CSD 也应当研究参与人的 RTGS,但如果在未能解决 RTGS 实施条件时，要求 CSD 放掉中央净额结算，可能给整个结算系统带来灾难性的后果。

### 其三，CSD 是证券清算银行

相对于“免付款交收”来说，实行 DVP 交收的 CSD 必须同时管理参与人的证券与现金帐户，从而使证券与现金的交收对手具备对称性，对两类帐户实施清算与划收划付。从这个意义上说，CSD 是证券清算银行。CEDEL 集团的清算公司就直接称为“CEDEL BANK”，德国的证券结算公司 DBC 与 CEDEL 合并后，负责证券结算的公司亦称为“CLEARSTEAM BANKING FRANKFURT”。土耳其的 CSD 称为“伊斯坦布尔证券交易所结算与保管银行 (TAKASBANK)”。比国外大部分证券结算机构做得更具体的是，国内 CSD 要求经纪人在 CSD 名下开立现金交收帐户，经纪人从此帐户划收划付现金必须通过 CSD，CSD 甚至起到代收代付的作用从而更是一家“银行”。

说 CSD 是证券清算银行是为了强调 CSD 在证券结算体系中的主导作用以及说明 CSD 与银行支付系统的关系。商业银行为证券结算提供支付系统服务。美国证券结算法则称之为交收银行 (SETTLING BANK)。CSD BANK 与 SETTLING BANK 的关系是从属关系，银行对 CSD 提供的是代收代付服务。所有提高证券结算效率、防范风险的措施基本上都与支付系统有关。目前国内单一银行支付系统对证券

结算支持的效率已相当高，就银行保证证券商同日资金 2 小时抵用这一点来说，已达国际先进水平；但与整个支付体系的联系上还很不适应。会员资金在需要跨银行划转时，就难以做到当日抵用。这个问题目前对证券结算的影响还不大，一旦客户交易资金与证券公司自营资金分帐管理彻底实施，即客户交易资金不再以经纪人(证券公司)名义存银行，而以自身名义存放，银行根据证券公司的结算指令为客户银行结算后，整个支付系统与 CSD 的关系将成为制约结算效率的瓶颈。

说 CSD 是证券清算银行还为了防止在研究投资人交易结算资金管理上的片面性。不能认为只要将客户交易结算资金从证券公司帐户中分离，交由商业银行监管，而忽视实行 DVP。将证券交付与现金交收人为分割，其结果是 CSD 无法建立存管系统与结算系统及支付系统的有效连接，不但无法从根本上消除中央结算系统的本金风险，而且还会因此造成 CSD、证券公司、银行责任不清的现象，使资本市场与货币市场的风险相互放大，相互冲击，使结算系统更难以自保。这种表面上看似保护投资人利益的举措，一旦引发系统风险，所带来的后果必是大大地危害了客户的长远利益。

客户交易结算资金被挪用问题，并不是现行的以法人结算为基础的中央交收制度造成的，它反映了投资人与证券公司经纪人的资金经纪关系失却制衡，根本的办法只能在投资人、经纪人及银行这三者关系上寻找新的有效制衡。

有效制衡意味着既要防止证券公司有意挪用客户交易结算资金，又必须保证投资人与证券公司的交收贯彻 DVP 原则，证券公司

要依法控制客户交易结算资金。

解决挪用客户交易结算资金问题，应有利于证券公司与 CSD 这一层面上 DVP 交收的有效实施，而不应影响这一实施。如果设想由 CSD 来解决下一个层面的问题，要么牺牲结算效率，要么牺牲风险控制，都是不可取的。为稳定市场计，目前出台的解决方案仍维持证券公司管理客户交易结算资金的帐户格局，希望采用 CSD 与银行定期核对证券公司算营资金与交易情况的办法事后监督。这不失为稳妥之策。但这一方案最大的不足是没有提出 CSD 与证券公司净额结算与客户交易结算资金全额托管间的合理解决方案，没有能从根本上防止证券经营机构挪用客户交易结算资金，同时为将来的 RTGS 打好基础。

#### 其四，现行证券帐户体制必须改革

中国《证券法》规定证券登记结算机构(以下称 CSD)应履行的职能之一是:"证券帐户、结算帐户的设立"。同时,《证券法》又规定,"证券公司办理经纪业务,必须为客户分别开立证券和资金帐户。"至此,有两类机构必须为开立证券帐户负责。什么是"证券帐户"?证券帐户与证券存管体制是何关系?如何规划更合理合法的证券帐户管理体制?这些不仅仅是证券存管技术问题,还关系到一个证券市场如何健康有序运作的规范问题。

从其功能上分,证券帐户似有以下三类:

##### 1、 证券登记帐户

法定证券登记机构为证券持有人开出的记录其证券持有及变更

情况的帐户。

## 2、 证券交易帐户

证券市场参与者用于记录交易合同品种、数量并用于向 CSD 发送清算交收指示的帐户。

## 3、 证券托管帐户

证券托管人为其委托人开立,用于记录托管证券变更的帐户。

不同功能的证券帐户具有一个共同的特性,即,它都是用于证券核算服务,它代表着服务提供者与被服务者间的合同关系。证券帐户是由提供服务的一方向被服务的一方开出的,除非合同双方约定,这种帐户不被用于其他合同。

证券帐户被用于证券交易、结算的各环节,分别由不同的服务主体管理。

如在境外大多数证券市场中,CSD 一般只向参与者开立证券帐户并负责管理。如该 CSD 同时是法定登记机构,则参与者证券帐户通常兼具登记帐户和结算帐户双功能。

就其登记功能来说,该帐户一般只是名义持有人帐户(NOMINAL ACCOUNT)。据 ACG 对其成员的问卷调查分析,在 11 家 CSD 对“CSD 的帐户簿记系统是否区分会员/参与者与客户的资产?”的回答中,有 10 家是否定的(除 SSCRC 外),其中有家表示虽然可以向参与者提供二级帐户(SUBACCOUNT)供参与者区分其客户资产,但不对客户资产的真实性的负责,并且他们这种帐户记录的“客户”只是一种分类,而不是实际持有人。(附件 2)

就存管结算功能来说,该帐户及其次级帐户内的证券是一种“可替换”(Fungible)证券。即参与者存放于该帐户内不同品种的证券,即使分开自营证券帐户与客户帐户,在结算时是可以由 CSD 按市值替换用于交收的,除非该参与者不存在违约交收。

作为交易帐户的证券帐户由交易系统为参与者(证券公司、基金公司等)开立并管理。

传统证券交易所与 CSD 及其参与者有联网协议关系,各方确认交易所会员和 CSD 参与者(二者大部分是同一个)使用同一个证券帐户于交易和交收,实现交易所集中撮合后的“锁定交易”。

另类交易系统(如 ECN)直接对投资人开立证券交易帐户,但这个交易帐户是否同时作为登记帐户取决于该 ECN 是否具备证券托管人资格。另外,投资人在 ECN 的证券帐户与 CSD 是没有关系的。

证券公司对其客户开立证券帐户用于证券经纪交易和托管证券资产;如果客户证券是托管在银行,则该帐户只作经纪交易。

中国现行证券帐户管理体制问题多多。归纳起来有三:责任不清、结构复杂、资源浪费。

### **证券帐户管理体制重交易轻结算,造成责任不清。**

现行证券帐户完全由交易所一手包办。帐户设计思想主要满足交易系统直接对证券公司客户帐户撮合的需要,因此证券公司实际只给客户开立资金帐户。这种做法严格说是违背《证券法》规定的。从道理上说,既要求证券公司为投资人开立证券帐户,证券公司就应为投资人证券帐户管理负责,而现在证券公司并没有执行法律规定的这



一义务。CSD 为投资人开立证券帐户，在法律上意味着什么，也没有定义清楚。实际运行中投资人与 CSD 间没有任何契约，投资人仅仅从 CSD 的代理机构手中取得记录其持有证券的凭证。实际记录其从交易合同履行后增加的证券目前是由交易系统执行的，而依《证券法》，交易所并无此职能，交易系统在 T 日自动为客户证券帐户过户的做法更表现了交易结算体制中的责任混乱。

### 证券帐户管理设计过多地考虑监管需要，结构越发复杂。

出于监管需要,现行集中帐户管理模式被认为天然合理。为了某一时期控制某一投资群体交易行为，CSD 会被要求开立不同的客户证券帐户；增加新的交易品种也想到使用新的证券帐户来区别。客户证券帐户既要反映持有人性质,又得体现交易品种,结果是结构繁杂,一人多户。我们在一个比较投入的投资人身上，可以找到 7 种以上证券帐户(用于两个交易所)。

监管者希望通过按持有人性质设立证券帐户来监管证券公司的自营,却不要求证券公司在 CSD 开设区分自营和客户证券的分级证券帐户,这种直接管理到客户帐户的做法并没有达到预期效果,反而使帐户管理体制混乱。

上海证券交易所 1999 年底三类证券帐户分别持有流通股的比例如右表:

实际上证券公司自营、基金及其他机构投资者持有流通股的比例大大超过 8%。(附件 3)

客户证券帐户设置过于具体形成大量闲置浪费

从整个市场角度看,客户证券帐户设置存在大量重复,造成资源的浪费。

截止 2000 年 6 月底,两交易所已开立证券帐户 5000 多万个,但这个数字与实际投资人数相去甚远。光考虑同一投资人同时拥有两交易所帐户因素,就可去近一半。上海证券交易所 A、B、D 三类帐户的占用率(统计时持有证券的帐户/帐户总数)一直不足一半(见下表)其中连续一年未使用的帐户占 35%之多。实际投资人可能不超过 1000 万个。我国证券交易市场投资人数与美国相比少得多,但上海证券交易所的成交笔数通常是 NYSE 的数倍,这个比较显然不能简单以中国市场散户多来解释。托管体制和与此相关的证券帐户体制是根本原因。1991 年以来,证券帐户每年以 175%的比率增加,投资人数还仅占总人口的十几分之一,再过若干年,证券帐户数有可能以亿计,证券品种以千计,交易系统系统仍然维持按现有投资人证券帐户撮合方式,将是什么一种规模?当然单就交易所交易系统来说,计算机系统可能可以近于无限扩张,但证券交易系统毕竟指的是包括证券公司前台、通讯系统以及存管结算后台在内的整体。要求整个交易结算系统维持现有交易模式一齐无限扩张,不会是合理经济的。不能不认为是一种巨大的压力,影响新业务与新技术的开拓与运用。(附件 4)

受交易系统撮合方式影响,现行证券上网发行方式更加造成资源浪费,几乎每种新的发行方式都与客户帐户挂勾,为争取中签机会,投资人拼命多开帐户。右表显示:每当新股上网发行,上海证券交易所证券帐户使用数就猛增,不发新股时又回到正常使用状态。(附件 5)

现行证券帐户设置方法还给市场提供虚假信息,如《证券法》实施后,证券公司不敢公然使用他人帐户,但现行新股发行办法规定每一证券帐户的申购上限,证券公司只好增加自营帐户开户数,据统计,今年上半年,机构帐户(B类和D类)增幅为32%,是A类帐户增幅(14%)的2.2倍,有关媒体为此特发头版报道为机构投资者大举入市。令人遗憾的是这个2.2倍是证券公司为所,D帐户新增增2.38倍,全部是一家多户。证券公司一家多户申购新股和在二级市场购入股票有的是为着回避关于对持有上市公司股份超过5%必须公告的规定,又向市场提供虚假的“千人千股”信息。

**改革现行证券帐户管理体制的基本思路是：区别功能、统一编码、分级管理。**

按照《证券法》规定,证券帐户应由不同的服务提供者一开立并管理,因此,要破除单一交易帐户设计思想,明确按功能区别证券帐户的做法。其中,用于交易所的交易及交收帐户要体现经纪交易交收功能;登记帐户要体现持有人身份与状态(直接持有或间接持有)功能。交易系统理论上只对经纪帐户(会员帐户)撮合的做法应当认真考虑。结算系统只对参与者帐户集中交收的做法应当肯定和坚持。取消按证券交易品种设置证券帐户的做法。

不同功能的证券帐户在整个交易交收过程中具有相关性,尤其在完全非实物化存管条件下,要保证交易交收的直通处理,证券帐户统一编码规则十分重要。

证券帐户的编制规则由证监会制定,用于各个证券交易场所、

证券公司和 CSD。

投资人证券帐户由证券公司根据统一编码规则开立并负责核算管理。

登记帐户由 CSD 开立，以中央登记和二级托管制作为登记体制的依据。流通股份实行直接持有制，未流通股份中的国家股可实行间接持有制。

证券公司结算用证券帐户由 CSD 开立并负责核算管理，在此帐户下分设自营和客户分类帐，两类帐户内的证券是可替换的。

以证券帐户为载体的交易结算直通处理流程如下：

1、投资人在证券公司处取得证券帐户，委托证券公司买卖并托管证券。该帐户不区别交易场所，投资人可使用公司提供的自助委托系统申报；

2、证券公司向交易所申报交易时使用 CSD 开出、交易所认可的会员证券帐户。该帐户可下设客户二级帐户。该帐户不区别交易所。

3、交易系统只检查会员名下证券余额是否足够卖出申报，不检查其二级帐户（也可考虑都不检查）。交易系统集中撮合可以针对会员帐户也可以针对冠以会员帐户的二级帐户。

4、交易系统将撮合达成的交易合约加上交易所识别码后传到 CSD 的结算系统，结算系统接收各交易系统或证券公司传来的交收指令，进行中央清算并组织 DVP 交收。

5、CSD 完成中央交收后向参与人和交易所发送参与者证券帐户

(包括二级帐户)更新数据;交易所于下一个交易日前更新会员证券持有数据;证券公司为客户办理过户手续并向 CSD 发送证券持有人权益数据,用于对帐和登记。

这种帐户管理体制具有许多优点:

——责任明确。投资人、证券公司、交易所及 CSD 间交易、登记、托管使用不同帐户核算,各自代表不同的合约关系。

——节约资源。不同交易系统可共用一个帐户体系;一个证券帐户可用于多个交易系统;CSD 可以方便清算来自不同交易系统的交易合约。交易系统不检查二级帐户,结算系统去掉重复的二级帐户都有可以节省大量资源,每天信息处理量将大大减少,市场对通讯资源的占用更是大幅度减少,证券公司与交易所及登记公司间,两个交易所间的重复劳动将大大节省。

——灵活性大。交易系统改对客户帐户直接撮合为对证券公司帐户(包括冠于会员代码的二级帐户)撮合,使系统灵活性大为增加:既可以对名义帐户撮合,也可以对客户帐户直接撮合,条件是证券公司对帐户的真实性负责。交易前大量分类整理准备工作已在经纪人一层完成,各项业务在交易运行与结算两个环节变得容易操作,将极大方便新业务拓展。如 RTGS 在参与人间进行,条件就更具备。

改革已经实行多年的证券帐户管理体制不是件容易的事,需要进行反复论证。目前可能引起争议的问题主要是:

- 1、交易所不对投资人证券帐户进行撮合前持有认证,将无法防止证券卖空行为;

2、交易所不实时掌握客户证券交易明细，不利于对市场进行实时监控；

3、改变现行帐户管理体制，不利于发展网上交易（ON-LINE TRADE）。

证券法规定证券公司不得从事向客户融资或融券的证券交易活动，但并没有规定证券交易所要对这类活动负责。实际上，如果交易所仍然保留对证券公司持有证券量的撮合前认证，对整个证券市场就已经起到总量管理作用了，且不说在 DVP 条件下，卖空也可以事后控制。证券公司对客户提供融资融券，对一个成熟的市场来说，不仅不是坏事，反而是增加市场流动性的一般做法，相信中国证券市场也会变得灵活起来。

交易所现在对投资人证券帐户进行实时监控，效果不见得理想，因为帐户真实性不够。改变管理体制后，证券公司仍然要向交易所 CSD 申报客户明细登记数据，仍然可以监控，针对性还更强。

在中国现行证券法规体制下，网上交易如何开展还十分不确定。美国及以其他发达国家兴起的网上交易只是交易所外交易申报及撮合手段的变革，并没有改革现有以证券经纪商人(BROKER)为主的证券托管结算体制。投资人将交易指令(ORDER)发到电子通讯网络(ECN)时，如果 ECN 本身不承担证券托管职能，它首先会要求客户申明其证券托管商(BROKER)，然后进行撮合。交易后，还是由各个 BROKER 到 DTCC 进行交收配对，客户的证券帐户还是由 BROKER 开给，ECN 并不提供证券托管帐户；如果 ECN 本身作为 BROKER，则

只以一个净额与 TDCC 交收。至于 NYSE 介入网上交易的概念，目前只是由 NYSE 向 BROKER 提供统一的交易申报模块，以此来打出 NYSE 品牌，还没有听说改变现有经纪商负责的证券帐户体制。因此，不能得出改革中国证券市场现有帐户体制与网上交易发展有冲突的结论。

## 五、CSD 在中国当前的任务

在全球经济一体化浪潮冲击下，各国证券、期货市场结构迅速演变。计算机互联网技术发展推动着证券交易手段的日新月异，也使资本的全球流动更加快速。各国证券交易所面临的竞争越来越激烈，需要同时面对其他传统交易所和传统交易所以外新的交易系统的挑战。各类投资工具和融资产品间的差异在逐步缩小，机构投资者逐渐成为金融市场的主导力量，对综合性投资的组合管理和风险控制的需求日益增加，其多元化组合和风险控制策略需要一个系统内完成多种产品的结算流程，在这种情况下，世界各地交易所都重新构思其策略和运作，市场进行垂直整合外，也在进行横向整合。20 世纪即将结束的最后一两年内， 证券交易所与期货交易所合并、 证券结算机构与期货结算机构合并、 证券交易所与 CSD 合并、 CSD 与 CSD 合并成了国际证券业的时髦。证券结算业出现以下趋势：

- 1、 结算产品开始向多元化发展， CSD 不再仅仅根据产品提供专业结算的服务，要提供包括股票/政府债券/公司债券/期货等的整合结算业务，以降低系统运营成本/提高结算效率及控制风险。

- 2、 业务领域突破原有界限。一方面为实现规模效应，提高效率，

降低风险，提高其在国际上的综合竞争力，一国内各 CSD 的原有业务领域被打破，通过机构合并、业务联合等方式，国内各证券市场乃至期货等衍生品市场的结算趋于统一；另一方面，为适应跨国交易等跨境业务的需要，各国的 CSD 之间的业务联系更为密切。

3、与直通式交易结算(STP)相配合，全额结算方式更多被采用。建立在互联网技术上的电子商务为全额结算扫清了障碍，实时全额交收 (RTGS) 消除了 CSD 的本金风险，由于跳跃了轧差净额的过程，从而降低了系统风险。但由于实时结算，对流动性的要求大大提高，系统的流动性风险也相应增加。同时，包括参与人、银行、交易所、CSD 在内的结算系统的构架变得相当复杂，对通讯及计算机技术提出了相当高的要求。

与全球 CSD 的发展趋势对照，中国 CSD 似乎走着一条方向不那么一致的路子：国外兴起证券交易所与 CSD 合并之风时，我国《证券法》特别就证券登记结算机构的独立设置运作专列一章；国外致力于商业银行更方便进入证券市场时，我们在争取证券与银行资本市场与货币市场分得更清楚。当然，如果我们了解中国证券市目前的任务以及资本市场对外开放的时间表后，就不应简单地按照国际证券市场的一般性规律来观察和分析我国 CSD 今后走势，而是要把握中国证券市场的特殊规律，克服浮躁心理，踏踏实实地参照 G30 等国际证券结算标准，从中国的实际出发，继续打好 CSD 的基础。据此，我们认为，当前的任务是：

——尽快完善法规，明确参与人关系



《证券法》对参与证券交易所证券交易的投资人、证券公司、及交易所登记公司等有关各方如何进行交易与结算作出了框架规定。目前急需在此框架内，对市场参与者(Participant)在交易及结算上的责任义务关系加以具体化和条文化。主管部门、交易所（登记公司）应尽快完善或制定证券结算业务规则；参与者各方还将各自的责任义务以协议方式具体落实。

首先要确定参与者资格。上海证券中央登记结算公司曾制定过《结算会员管理试行办法》，但这办法中的结算会员是否包括交易所会员不明确，事实上该办法主要对象是各地证券交易中心与登记公司。中国证监会与财务部制定的《结算风险基金管理办法》中，指定风险基金来源之一由结算会员缴纳，结算会员在该办法中应理解为交易所会员。就法规可操作性而言，应即对《结算会员管理试行办法》加以修订，分别不同参与范围、内容规定结算会员种类与责任、权利、义务。

证券公司是 CSD 结算系统的主要参与者。证券公司接受投资人委托进行证券交易经纪，二者间的责任义务关系已有“指定交易协议”约束。证券公司与 CSD 间的证券交易交收关系目前没有专门规则。登记公司、交易所会员及结算代理银行间签的《证券交易资金结算协议》（“四方协议”），是主要的参与者协议。但这个协议是针对资金交收的，形式也不规范。最好改为双方协议，其中 CSD 与交收对手的协议必须包括证券交付。

《证券法》规定，“登记结算机构根据成交结果，按照清算交割

规则，进行证券与资金的清算交割”，这里十分模糊的是：由谁提供有效的“成交结果”？CSD 负责进行那些当事人间的清算交割？

清算交收与确认证券所有权的登记是两种不同的行为。我们理解，所谓“过户”，是证券帐户上记载量的变更，由交易所交易引起的交收过户是难以区分谁过给谁的。但由于交易合约必须执行，这种建立在 DVP 原则上的过户是最终不可撤销的。证券公司间最终不可撤销的证券过户由 CSD 进行；投资人证券与现金最终不可撤销的交割由证券公司进行。

交易合约履行后产生的证券所有权变更，应由一个法定机构加以确认。在欧洲(香港也是这样)，这种机构不止一家。在我国实行中央登记，由《证券法》赋予中国的 CSD 负责。

目前交易所在 T+0 对投资人证券帐户直接进行持券余额增减，并作为 T+1 “前端控制”的依据，这种做法与证券公司办理与投资人的清算交割是冲突的、重复的。交易所没有依据也没有必要替证券公司履行其与客户签订的交易合约（委托合约）。这种做法最大的弊病是责任不清，使 DVP 难以实施，应当取消这种做法。

证券公司为其客户办理交易后的清算交割（过户）后，必须将过户结果向 CSD 申报证券登记，其过户才能最终生效。根据《证券法》只有 CSD 有权提供证券持有人证券所有权证明。

基金托管人(商业银行)也 CSD 系统的参与者。但 CSD 与其没有协议规定双方关系。托管银行以“XX 基金”的名义与 CSD 签订协议，而基金本身不是独立的民事主体。

## ——逐步实现 DVP 交收

DVP 结算原则在交易所推行会员法人结算过程中已经得到较多的宣传。在实际运行中也不同程度地执行着，如新股申购预缴款不足的会员，被交易所扣相应的申购号，由此引起投资人利益受损，会员全部负责。申购号是投资人出资购买的一种权利，委托其经纪人购买时，CSD 当然也是要“银货对付”的。

推行 DVP 首先需要在规则上明确 DVP 意义上的交收日。我们认为，将 T+0 的证券过户作为预交收，同时对预交收透支会员实行 T 日买入证券的转托管限制，如果该会员 T+1 下午无法弥补支款，则实施相应的证券扣押，就此定义交收日为 T+1。

扣押证券实施待交收是一种 DVP 手段，它是要与保证金、其他资金抵押等手段一道使用的，如果没有待交收手段，单靠会员互保也是一种不公平。实施证券扣押待交收的次序是先自营后经纪，会员应承担因交收违约被扣证券造成投资人利益损失的全部责任。

委托与受托是一种市场行为，投资人有权选择经纪人。中国 CSD 的中央存管具有直接登记投资人证券帐户并根据经纪人要求操作投资人证券过户的特色，这一做法与 DTCC、HKCC 为投资人提供证券帐户服务相类似。从 DTCC 与 HKCC 等 CSD 的实践看，在实行净额证券对净额资金 DVP(模式三)的中央结算体制下，经纪人间净额结算完成后，CSD 利用其中央存管条件提供经纪人与投资人间的证券交收服务，有利于保障投资人利益。关键是，这种服务也是 DVP，CSD 并不保证交收，投资人与经纪人有一方违约，CSD 同样要实施待交

收。

### ——完善证券结算网络,发展 STP, 支持网上交易

证券结算技术系统对证券结算体系的重要性与交易技术系统对交易体系的重要性不相上下,就其风险性而言,则有过之无不及。

1997 年,上海证券交易所证券结算系统建设上进行了大手笔的投资,建成相对完整的结算系统。1998 年上证登记公司开发的参与者远程操作平台(PROP)在证券公司总部及其所有营业机构使用后,又成功地与各家银行联网,实现证券结算网络化。2000 年 7 月,上证登记公司宣布推出“PROP2000”,为 CSD 与参与者全面实现网络互联提供了技术支持。自此,一个由近千个网络服务器互联,可向全体市场参与者提供网络服务的证券结算网络推出。

PROP 在上交所 1998 年推行全面指定交易时提供了有力的后台支持;是同年上证所完成推行会员法人结算工作的技术保证,而会员法人结算在证券方面的运作没有 PROP2000 更难以实现。实践已经证明了 PROP 在证券市场的巨大作用。

受境外网上交易影响,中国证券界也兴起网上交易热。在此,证券结算网络能起什么作用?

证券网上交易不论是交易所主导型,还是场外分散型,都必须在网上实现证券与现金的清算交收,否则还是成不了网上交易。在美国,客户通过互联网向 ECN 输入交易指令,能够在网上清算交收,是因为 ECN 直接为其客户办理清算交收,客户的证券就托管在 ECN 名下,现金也通过 ECN 管理或 ECN 通过联网能掌握其存款或银行授

信。而当单个 ECN 的证券买卖不能对抵（通常是这样），ECN 要以其名义以一个净额参加到 DTCC 的清算与交收，如果 DTCC 不提供给 ECN 清算交收的 STP，其实对 ECN 来说，也还不是网上交易。

在我国《证券法》体制内，证券公司直接为客户交易撮合还没有法律依据，网上交易必然表现为交易所主导型。

交易所会员与 CSD 间通过 PROP 已经实现 STP。也就是说在专用网的定义上实现了网上交易。如果要发展为交易所主导下互联网的网上交易，可以考虑将交收方式改现行 CNS 为 CNS 与 RTGS 并存式。即，CSD 对部分实施网上交易的会员从 CNS 中划分出来，以会员为单位全额逐笔交收，会员名下的交收则由会员与其客户进行。实行 RTGS 的条件是，会员与银行建立实时的结算关系，CSD 要能够实时从会员在银行帐上扣划应付现金。从系统整体性来说，银行结算系统的电子化、网络化程度低于证券交易及结算系统，目前实行 RTGS 难度很大。

为推进 STP，支持网上交易，CSD 的结算网络还要做许多事，其中，最重要的是：

修订 CSD 与参与人间使用 PROP 的有关协议，使 PROP2000 成为证券结算的行业技术标准。

PROP2000 目前联接是证券公司、银行、上市公司法人，对这些法人，CSD 开放其网关，通过这些法人与其下属机构或关联机构的联网，达到证券结算的 STP。这样一个网络需要一个技术标准来解决结算的安全性、有效性和效率。

互相开放的网络，统一使用 PROP 的接口标准是为了保证安全与效率,避免不同系统数据格式多次转换引起错误，其中证券代码需要采用国际标准的 ISO1502 编码。

证券结算参与人间每天大量的现金及证券资产划转通过 PROP 实现，其电子签名有效性由 CSD 管理的认证中心负责,这也是 PROP 标准的内容之一。电子签名在我国法律有效性还不是十分明确，因此，参与人协议就十分重要。在使用 PROP 前，应认真审阅协议内容，签了协议就要受协议制约。

CSD 应建设功能强大的国际互联网接入平台，将 PROP 与 INTERNET 联接。在保证证券结算专用网安全的前提下，CSD 的网站应能够建立与其参与人各个专门业务网络的有效联接。

实行中央登记的 CSD 记录所有投资人的证券交易及持有数据，形成了庞大的信息资源。CSD 应充分采用最新的数据处理技术，尽可能为市场参与人、监管人提供在线的法定存管查询服务和其他增值服务。

### ——进一步探索交收体制新模式，建立良好的证券结算资金支付体系

为从根本上解决客户交易结算资金被挪用问题，建立安全高效的证券结算资金支付体系，可以着手研究证券结算资金交收新模式。具体有：

改变现有会员在登记公司开立结算备付金帐户，由登记公司代收代付的做法为银行代收代付。

在这种模式下，结算参与者在登记公司开立证券帐户，在银行开立资金帐户，参与各方通过 **PROP** 直通处理。登记公司在核查会员在银行的交收备付金帐户决定是否进行最终不可撤销的证券过户；银行根据登记公司发送的不可撤销划款指令在登记公司与会员帐户上划收划付。如会员交收备付金帐户头寸不足，银行采用资金拆借或证券质押贷款等多种融资方式加以支持。

改投资人资金帐户开在会员名下的做法为直接开在银行。这是防止会员挪用投资人交易结算资金的根本办法。关键是何时开始实施，如何起动。考虑市场稳定发展与公平，可以从投资人入手切换，即逐步完善银证转帐，让投资人更多地操控自己的资金帐户。

求得实时跨行支付系统的有效支持，是证券结算系统安全保证，也是证券经营机构提高证券资金的汇划速度，“同日资金” (**Same Day Funds**)原则落实的关键；同时它还是切实解决客户交易结算资金安全问题基础条件。

目前我国商业银行系统内基本实现了证券资金的实时划拨，商业银行可以保证系统内跨地区资金划拨两小时到帐。但是资金跨行实时调拨问题尚未解决。证券结算系统虽然与商业银行连接，但是因跨行实时支付系统的缺位，无法满足证券公司多家银行实时划拨资金的需要。希望成为国际金融中心的上海，目前跨行调拨还是通过两次票据交换形式，而一次交换上午十时出去的资金要到中午一点后方能使用，二次交换调拨的资金当日是无法到帐使用的。这种现状，直接影响了证券资金的使用效率，增加许多结算风险。建立适合证券结算要

求的跨行支付系统问题，只有由中央银行加大力度才能有效解决。

如果有一套支持同日资金的、快捷安全、复盖全国银行间支付清算系统，并使证券结算系统通过与商业银行的联网、商业银行与证券公司联网、商业银行与中央银行联网的形式，将证券资金通过一个封闭式的循环网络实现实时划拨，就可以着手将客户资金完全由银行代管起来。采用二级帐户户名为客户、一级帐户户名为证券公司，除了 CSD 发出的交收指令、客户存取款的指令外，证券公司不得动用该帐户资金，一旦出现透支，中央交收系统对该帐户证券不予实施扣押待交收。

——进一步拓展 CSD 业务，为市场发展与开放打好基础。

统一的 CSD 是每个对内对外开放的证券市场所要求的。一个按统一标准设立的 CSD，可以为多个集中交易市场服务，也可以为多个场外交易市场服务，还可以开展非上市股份有限公司股份存管服务。据了解，全国公开和半公开发行股票的股份有限公司上万家，在两个交易所上市的才不到 1000 家。《证券法》规定公司依法设立的登记结算机构才能从事股票登记业务。为这些未上市股票提供登记的各地登记公司都不具备法定设立条件，CSD 应承担起集中登记的任务。在商品价值规则作用下，这些未上市股票必然有流通要求，为满足这些需要，其他股票交易市场(如 OTC 市场)迟早会出现，从各地开办“产权交易中心”的历史经验看，按地区划分，以交易所交易模式组织这种交易，成功的不多。市场的形成取决于需求信息有效传递，市场需求范围越大，传递越及时准确，价格就越能发现。网络经济热已在中

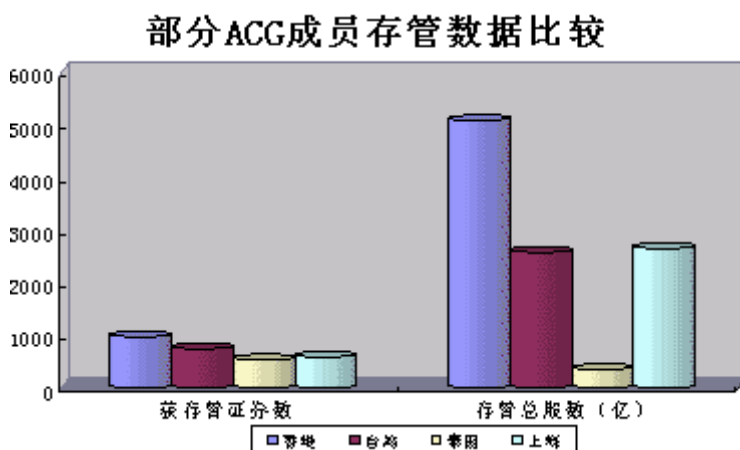


国兴起，在互联网上传递信息，采用做市商制度交易这些股票，可以保证这个市场健康发展。交易所在逐步走向无形化后，交易大厅作为OTC 市场做市商的交易场所不失为一个合理的安排。为形成这个市场，首先需要建立服务全市场的集中存管和结算，CSD 的集中存管条件可以提供最好的服务。

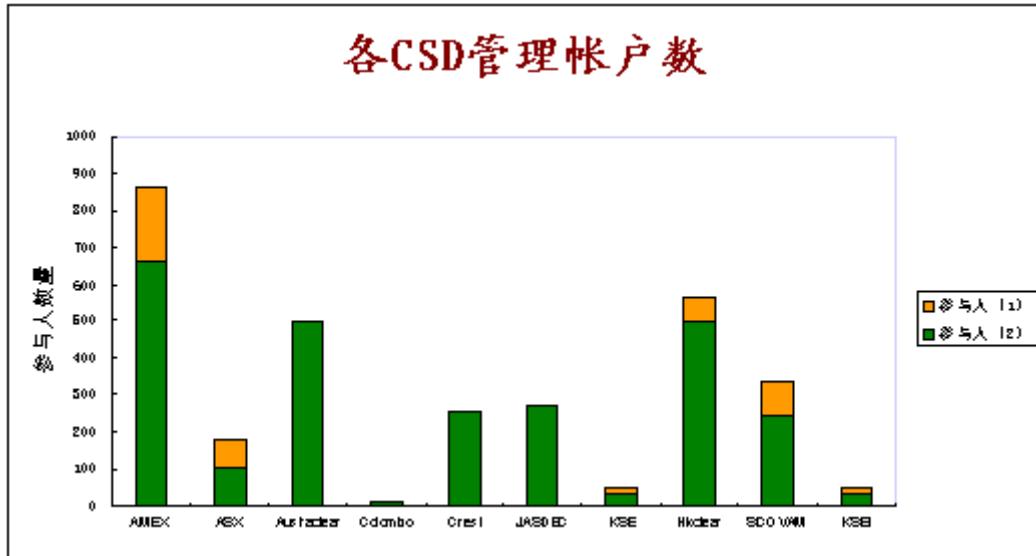
CSD 还可以研究扩展与境外 CSD 的业务合作，从为境外投资人提供上市公司的其他代理服务入手，争取开展存管结算等业务的 ICSD 业务。

文/迪欣

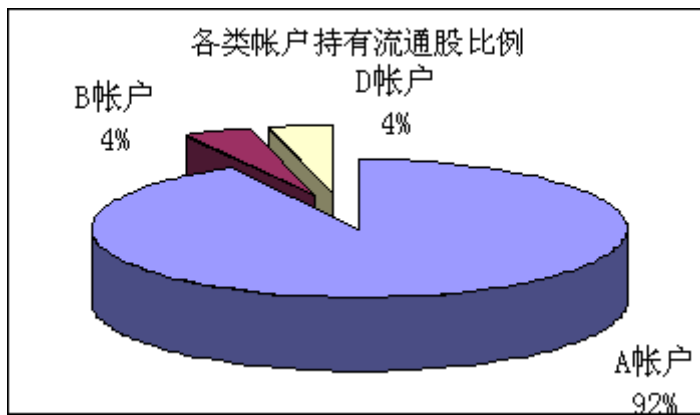
csd1.gif



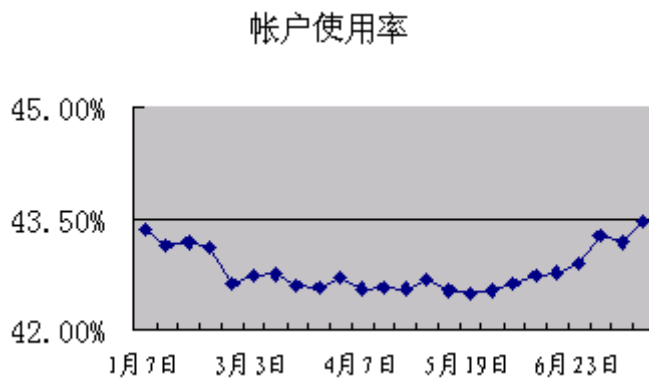
csd2.gif



csd3.gif



csd4.gif



csd5.gif

