

证券登记结算专栏之九

完善共同对手方制度 保障登记结算安全高效

一、共同对手方概述

(一) 共同对手方的概念和性质

共同对手方(Central Counter Party, CCP),又称中央对手方或共同交收对手方,指结算过程中介入证券交易买卖双方之间,成为“买方的卖方”和“卖方的买方”,并保证交收顺利完成的机构。多边净额结算一般要求结算机构作为共同对手方,介入买卖双方的合同关系,成为所有结算参与人唯一的交收对手。

责任更替和担保交收是共同对手方制度的核心内容。责任更替(Novation)是指结算机构一旦介入买卖双方参与人的合同,原来买卖双方作为交易对手达成的合同就被双方分别以结算机构为共同对手方的两个新合同所取代,买卖双方参与人之间的权利和义务均由共同对手方承接,市场参与人与结算机构一个对手方发生债权债务关系,并进行资金和证券的交收。担保交收是指共同对手方承担的履约义务不以任何一个对手方正常履约为前提。如果买卖中的一方不能正常地向共同对手方履约,共同对手方也应当首先对守约一方履行交收义务,然后再通过处置违约一方的资产和担保物,向违约方追索等方法弥补违约造成的损失。

(二) 共同对手方的作用和意义

一个设计良好、具有完备的法律制度保障和风险管理安排的共同对手方能够有效地减少结算风险,提高结算的效率,改善市场的流动性,从而发挥稳定金融的作用。证券市场的结算风险中,结算参与人的信用风险,即结算参与人不能按交易达成的条件及时、足额地完成证券或资金的交收,是最主要的结算风险之一。对于任何一个证券市场来说,面对多变的形势和复杂的管理任务,保证每个参与人完全不出现交收违约几乎是不可能,可以说风险的存在是绝对的。问题的关键是如何通过完备的法律和规则体系,有效地预防风险的发生,并且在风险开始转化为现实损失时,能根据明确的制度规则化解风险,减少市场参与人和结算系统遭受的损失,避免引发系统性风险。共同对手方这种制度设计,就是出于这样的考虑。共同对手方的作用主要体现在以下几个方面:

一是重新分配对手方风险,解决了多边净额交收失败的问题。对于参与人众多的证券市场,市场参与者自行控制对手方风险的困难较大,成本也很高。在多边净额结算的模式下,如果没有共同对手方提供担保交收,一旦出现个别参与人交收违约,就可能引发连锁反应,产生大量的交收失败。有时结算机构不得不全部交易重新进行清算,致使结算系统不能及时恢复正常运行。共同对手方的介入承接了交易双方的对手方风险,解决了个别参与人交收违约引起连锁交收失败的问题。

二是降低结算参与人的交收风险。共同对手方对每个参与人应收应付的金额和证券进行轧差,不仅减少了每个参与

人的风险头寸,也使整个市场的风险总头寸显著减少。

三是提高结算效率和资金使用效率。共同对手方组织多边净额结算,简化了参与人交收过程,减少了参与人资金和证券实际交收的数量,大大提高了结算效率;同时也减少了结算参与人在结算系统内占用的资金量,提高了资金的使用效率。

四是活跃市场交易。共同对手方提供担保交收并实施严格的风险管理制度,使市场参与者无需再顾虑对手方的信用风险,有助于增强投资信心,活跃市场交易。

共同对手方在发挥上述积极作用的同时,也承担着整个市场的对手方信用风险,必须依靠完备的法律保护制度和严格的风险管理手段加以防范和化解。如果法律制度不完善,风险管理不到位,就可能造成结算体系的重大损失,直接影响到结算系统和整个证券市场的安全运行。因此,共同对手方制度的正常运行必须建立在较为完善的法律制度环境和结算机构风险管理制度的基础之上。

(三) 境外市场的一般做法和相关法律制度

1、香港市场

在香港市场,香港交易结算所的全资子公司“香港结算(HKSCC)”为证券市场提供共同对手方服务。香港法律和规则明确了共同对手方的法律地位,维护了共同对手方享有的权利。

一是法律较好地维护了结算规则和违约处置程序的权威性。

二是结算业务规则明确了责任更替(香港的用词为“责任变更”)的概念和法律后果。

三是对结算系统中的担保物予以有力的法律保护。香港证券期货条例规定,已经成为结算系统担保物的财产不能根据法院判决或命令强制执行。

四是共同对手方并非覆盖市场全部产品和交易。也就是说,香港结算并非对所有产品和交易都承担共同对手方责任。对一些香港结算认为风险较大或结算参与人可能无力交收的交易,香港结算有权在交收之前将其从担保交收的系统中划分出来,不对其提供担保交收。

2、美国市场

在美国市场,全国证券清算公司(NSCC)为美国纽约股票交易所等多个证券交易所市场提供清算服务,承担股票市场的共同对手方职责。70年代之前,美国各个交易市场都有自己的结算机构和共同对手方。随着衍生产品交易的推出,不同的市场主体逐步认识到共同对手方的整合对提高市场效率和加强风险防范有很重要的作用。美国用了年左右的时间对证券清算机构进行整合,形成了证券交易所市场主要由NSCC提供共同对手方结算服务的格局。

美国资本市场是当今世界上最为发达的市场,也是产品和服务创新最为活跃的市场,这也得益于其法律制度对市场

整体发展和创新的重视和保护。在共同对手方的问题上,美国《破产法》等法律法规作出了相关的规定。美国破产法362-b-6款规定,证券交易合约的一方金融机构破产时,证券合约的执行和证券交易的净额结算不受破产法“自动中止支付债务”条款(automatic stay)的限制。这个规定的

作用主要体现在两个方面:一是要求结算参与人不能因进入破产清算程序而终止对共同对手方的支付义务。因为该规定允许结算机构继续冲抵与破产结算参与人的债权债务,首先就意味着结算参与人交收义务不能自动中止,必须继续执行。

二是保护了共同对手方净额结算的做法,避免了因个别参与人破产清算导致结算秩序的混乱。如因个别参与人破产清算即终止其对已成交交易的交收义务,净额清算的链条就会被破坏,整个结算秩序将被完全打乱。

对于提供净额结算的共同对手方来说,美国破产法的这一规定无疑为其提供了优先于破产参与人其他债务人行使证券合同交收权利的优势,对共同对手方净额清算提供了有效的保护,减少了金融机构破产清算对结算系统的不利影响。

3、欧洲市场

在欧洲市场,大多数的情况下也是由清算机构承担共同交收对手方的职责,如德国交易所集团下的清算机构Eurex Clearing,英国和法国泛欧交易所等市场的清算机构LCH Clearnet等。欧洲相关法律对证券清算系统结算最终性的规定,体现了对共同对手方净额结算的法律保护。欧盟1998年通过了“支付和证券清算系统结算最终性法(98/26/CE)”。这部法律的目的是降低支付和证券清算系统的系统风险,特别是由于系统某个参与者破产时引发的系统风险。这部法律从1999年11月起开始实施,它的三个主要立法精神都与共同对手方提供净额清算的法律基础有关。

一是对过户指令和净额轧差的保护。该法规定,过户指令和净额轧差具有法律强制性,在过户指令已经进入系统后,即使一个参与者进入破产清算程序,过户和净额清算都必须执行,不可撤销。

二是对破产程序不应影响已成交交易正常清算的规定。该法规定参与者进入破产程序的时点应当以相关行政机关的宣布为准,并规定该宣布必须立即通告欧盟各成员国。还规定破产程序不应追溯以往的交易,否定和废除了所谓的“零点规则”。

三是对清算系统担保物的保护。该法规定担保物排除在破产清算程序之外。即使一个参与者进入了破产程序,清算系统也应当能够继续完成交收,因此一个参与者向清算系统提供的担保物应当隔离在破产程序之外。

二、《证券登记结算管理办法》的相关规定及其意义

我国证券市场实践中,证券登记结算机构对大部分上市

产品的交易实行多边净额结算并充当了共同对手方的角色。但以前,我国在法律法规层次上并没有对共同对手方制度作出明确的规定。在新《证券法》明确的“净额结算”、“货银对付”等基本原则的基础上,《证券登记结算管理办法》(以下简称《办法》)在规章层面对共同对手方制度作出了具体规定,正式确立了证券登记结算机构共同对手方的法律地位。

《办法》规定,“证券登记结算机构采取多边净额结算方式的,应当根据业务规则作为结算参与人的共同对手方,按照货银对付的原则,以结算参与人为结算单位办理清算交收”(第四十五条)。

《办法》还规定,“证券登记结算机构与参与多边净额结算的结算参与人签订的结算协议应当包括下列内容:1、对于结算参与人负责结算的证券交易合同,该合同双方结算参与人向对手方结算参与人收取证券或资金的权利,以及向对手方结算参与人支付资金或证券的义务一并转让给证券登记结算机构;2、受让前项权利和义务后,证券登记结算机构享有原合同双方结算参与人对其对手方结算参与人的权利,并应履行原合同双方结算参与人对其对手方结算参与人的义务”(第四十六条)。该规定对证券登记结算机构通过“责任更替”担当共同对手方的角色,承担相应交收义务、享有相关权利的基本法律关系作出了清晰、明确的表述。

三、落实《办法》相关规定的思路

落实《办法》对于“共同对手方”的相关规定,应当从以下几点着手:

一是必须坚持和完善共同对手方制度。我国证券市场建立之初即采用了多边净额结算制度,证券登记结算机构作为共同对手方为证券市场提供了安全、高效的结算服务,对市场的稳定和发展发挥了显著的作用。实践证明这一制度是适合我国证券市场发展需要的,必须在坚持这一制度的前提下,努力推动结算制度体系的不断完善。

二是要积极推动共同对手方法律制度环境的改善。《证券法》和《办法》明确了证券交易两段式分级结算的法律关系以及登记结算机构作为共同对手方的法律地位,为共同对手方依法运作提供了重要的法律依据。下一步还应积极推动《破产法》、《担保法》等法律法规的完善,对“结算体系参与人破产清算不应影响共同对手方正常交收”作出更为明确的规定,为共同对手方制度营造更为完善的法律制度环境。

三是要进一步加强结算风险管理体的建设。应当健全和完善风险防范、控制、处置制度,逐步形成层次分明、制度完善的风险管理体系和风险处置程序,更加有效地防范和化解共同对手方面临的风险,充分发挥其积极作用,保障证券登记结算系统的安全、高效运行。



招商证券 CHINA MERCHANTS SECURITIES 敦行致远

招商证券二零零六年中期投资策略研讨会

伟大的时代

2006, 熊牛交替的转折之年。
中国经济出现全盛特征, 中国证券市场进入一个伟大时代!
全流通制度变革、人民币升值、流动性刺激投资需求……A股市场正欣喜地面对一次全面牛市。
风云变、群雄聚。招商证券集百名证券市场权威研究人士, 共同探讨证券市场投资方略。

主要议题:
1、当前宏观经济形势分析
2、QFII对A股市场看法
3、A股市场下半年投资策略
4、50家上市公司现场交流

2006年6月8日—6月9日·广东惠州



NEVONE牛
www.nevone.com.cn

