

交易所债券通用质押式回购中的 特殊质押规则 ——以结算风险控制为中心

Settlement Risk Control and Special Pledge Rules in Bond Repurchases

赵宸可

摘要：交易所债券通用质押式回购是一类标准化交易产品，因其采用担保交收方式而兼顾融资效率与安全。担保交收的产品特点决定了结算机构需要围绕结算风险控制审慎作出质押制度安排。为此，结算机构创设了不同于回购交易结构的特殊质押规则，将结算参与人与结算机构自身引入质押关系。在法律构造上，宜将其解释为融资方委托结算参与人通过隐名代理的方式与结算机构直接建立质押关系。

关键词：通用回购 债券质押 结算风险 隐名代理

Abstract: The general pledged repurchase of exchange-traded bonds is a type of standardized transaction product, which takes into account financing efficiency and security because of its use of guaranteed delivery. In view of the product characteristics of guaranteed delivery, settlement institutions need to prudently make pledge system arrangements around settlement risk control. To this end, the settlement institution creates a special pledge rule that differs from the repurchase transaction structure and introduces a pledge relationship between the settlement participants and the settlement institution itself. In terms of legal structure, it should be interpreted as the financing entity entrusting the settlement participants to directly establish a pledge relationship with the settlement institution through the unnamed agency.

Keywords: General Repurchase, Bond Pledge, Settlement Risk, Unnamed Agency

2022年1月27日，沪深证券交易所发布《债券交易规则》，证券交易制度上的“股债分离”改革宣告完成。其中一项变化是将此

作者单位：深圳证券交易所。本文系作者个人观点，与所在机构无关。



前的债券质押式回购正式更名为债券通用质押式回购（以下简称“通用回购”），与银行间市场实现了统一。与交易所债券市场中的协议回购和三方回购采用逐笔全额结算交收不同，通用回购采用的是多边净额结算且中国证券登记结算有限责任公司（以下简称“中国结算”）作为交易共同对手方承担担保交收责任。这就意味着，中国结算在通用回购交易中能否做好担保品管理，能否取得质权人地位，与哪一方主体建立质押法律关系，对于结算交收风险控制至关重要。为此，中国结算在其业务规则中创设了不同于通用回购交易结构的特殊质押制度安排，并引发了法律解释上的诸多争议。本文将在简要介绍通用回购的交易实质和特殊质押规则基础上，论证该规则对于控制结算风险的合理性，并尝试对该质押规则下通用回购各参与主体之间的法律关系展开分析。

通用回购中的特殊质押规则

何以产生：通用回购的结算风险

同股票质押式回购交易一样，债券通用回购本质上是一种融资交易，并以符合特定条件的债券作为融资担保品，担保的形式为债券质押。根据深圳证券交易所《债券交易规则》第10.1条第（四）项，通用回购是指资金融入方将符合要求的债券申报质押，以相应折算率计算出的质押券价值为融资额度向资金融出方进行质押

融资，交易双方约定在回购期满后返还资金的同时解除债券质押的交易。

相较于股票质押式回购和其他类型的债券质押式回购（如协议回购、三方回购），通用回购的显著特征在于其交易方式上可实行竞价交易，由中国结算担任交易共同对手方，结算方式上实行担保交收，这个特征有两方面好处。一是对于资金融入方而言，由于实行竞价交易，其只需要填报价格、数量等申报要素，即可等待交易系统按照价格优先、时间优先的原则自动撮合获取资金，而无须寻找交易对方，更不用与交易对方另行协商融资细节，提高了融资效率。二是对于资金融出方而言，由于实行担保交收，根据《证券法》第158条，由中国结算为交易提供履约保障，承担到期还款义务，其无须考虑资金融入方的到期违约风险，有力保障了融资安全。也正是因为通用回购兼顾融资效率与安全，其已成为交易所债券市场份额最大的交易产品。

不难发现，由于担保交收的存在，通用回购资金到期违约风险由资金融出方转嫁给了中国结算承担，而且此种违约风险不同于证券现货交易中的资金交收违约风险。就证券现货交易而言，由于实行“一次交易，一次结算”，中国结算只需面临一次即时违约风险，加之交易前验资制度已在我国施行多年，实践中几乎不存在资金交收违约风险。而通用回购采用“一次

交易，两次结算”，两次结算之间的时间差显著提升了违约风险，更何况在此期间融入方的资金使用完全处于中国结算的监控之外，因此中国结算面临的是远期违约风险。此种情况下，作为履约担保品的质押债券以及建立在该债券之上的质押权利意义凸显。

何以特殊：脱离交易主体的质押关系

从通用回购的交易逻辑上看，借贷资金由资金融出方提供并流向融入方，融入方为了担保该借贷债务而提供自有债券作为质押品，质押关系理应建立在这两个交易主体之间，即资金融入方作为债券质押人，融出方作为债券质权人，这也是股票质押式回购、债券协议回购等交易的惯常安排。然而，中国结算在其业务规则中创设了完全不同于以上交易逻辑的特殊质押规则。

根据中国结算2015年修订的《债券登记、托管与结算业务细则》第46条第3款，融资方结算参与人^①（实践中指通用回购的交易经纪券商）应根据融资方的委托并以融资方结算参与人自己的名义，将该融资方证券账户中的债券作为质押券向中国结算提交，由中国结算实施转移占有，并以融资方结算参与人名义与中国结

算建立质押关系。

上述规则条文的核心在于，作为通用回购交易参与主体的资金融入方和融出方之间未能建立起质押关系，反倒是作为共同对手方的中国结算和作为融资方结算参与人的证券公司之间建立起了债券质押关系。如果说考虑到通用回购具有担保交收的特征，中国结算作为共同对手方已经成为事实上的资金融出方进而具有了交易主体地位，由其取得质权人地位也未尝不可，并不明显违背交易逻辑。那另一方面，该如何解释作为结算参与人的证券公司，在质押债券本身并不是由其所有的情况下成了质押人？在回答这一问题之前，本文先从实用主义角度出发，分析特殊质押规则对于控制结算风险的现实合理性和必要性。

特殊质押规则与结算风险控制

质权人端：中国结算享有优先受偿权

在通用回购特殊质押规则中，由中国结算担任质权人是一切制度设计的起点与核心。脱离了质权人这一身份，无论质押规则设计得再精妙，只要最终权利行使不在中国结算一方，就无法实现结算风险的控制，更可能导致“为他人作嫁衣”

^① 根据证监会《证券登记结算管理办法》第78条，结算参与人是指经证券登记结算机构核准，有资格参与集中清算交收的证券公司或其他机构。由于我国交易所市场证券和资金结算实行分级结算原则，通用回购交易主体不能直接与中国结算清算交收，而必须经由有结算参与人资格的证券公司完成清算交收。



情况的出现。也因此，中国结算在《债券登记、托管与结算业务细则》中不只一处强调通用回购系“与本公司建立质押关系”、“本公司对该等质押债券享有质权”。究其根本，是因为中国结算作为质权人可以依照《民法典》第386条在融资方违约情形下享有就质押债券优先受偿的权利，并通过兑付或处置质押债券填补因违约带来的结算损失。值得一提的是，为了保证这一优先受偿权利能够在违约情形下切实转化为经济补偿以缩小结算风险敞口，中国结算还建立了相应的配套制度。

一是设立质押债券准入标准。质押债券及其发行人的信用评级反映了市场对该债券流通安全性、发行人偿债能力的判断。对于质权人而言，质押债券的信用评级越高，意味着通过兑付或者处置质押债券补足通用回购融资方到期违约金额的可能性越大，风险敞口越小。2017年，中国结算修订《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引》，将质押债券准入标准提高为债项评级AAA级、主体评级不得低于AA级，低于该标准的债券将不得作为质押品参与通用回购交易。

二是贯彻质押债券不得强制执行制度。我国法律允许多重质押，《民法典》第414条规定同一财产向两个以上债权人抵押的，抵押权已经登记的，按照登记的时间先后确定清偿顺序，其他可以登记的担保物权（包括债券质押），清偿顺序参

照适用。这就可能导致对于同一债券，在先顺位的质权人可以优先于中国结算获得清偿，中国结算借由处置质押债券补足通用回购违约敞口的目的无法实现。为此，《证券登记结算管理办法》第59条特别规定，证券登记结算机构收取的回购质押券不得被强制执行。最高人民法院、证监会等四部委联合发布的《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》也对此予以认可，使得中国结算事实上拥有了绝对优先于其他担保权利人的优先受偿地位，无需担心质押债券被其他民事主体处置清偿。

质押人端：结算参与人承担补足担保品义务

质押作为一种物的担保，意味着质权人只能以质押物价值为限优先受偿，质押人自身财产不属于担保责任财产。既然如此，在质押债券已经特定化的情况下，为何中国结算不与提供质押债券的融资方建立质押关系，而要另辟蹊径创设一套特别质押规则，要求“融资方结算参与人以自己的名义，将融资方证券账户中的债券作为质押券向中国结算提交”，并由融资方结算参与人作为质押人与中国结算建立质押关系呢？这与通用回购交易中常出现的一种情形——“欠库”密切相关。

在通用回购交易中，融资方的融资额度是以符合准入标准的质押债券估值乘以中国结算公布的折算率计算出的数值为

限。根据中国结算《标准券折算率（值）管理办法》，中国结算在每个交易日日终发布相应折算率，实现对融资方融资额度的动态调整。当遇到折算率下调时，就会出现融资方已融资数额超过质押债券可以融资的最大限度，俗称“欠库”。例如，T日，融资方提供每张估值100元、折算率0.75的质押债券，按最大融资额度获得75元资金，7日后到期。T+3日，中国结算下调该债券折算率至0.65，此时最大融资额度为65元，便出现了质押债券最大融资额度小于未到期融资回购金额的情形，可能导致结算风险。由于此时通用回购尚未到期，中国结算不能主张交收违约寻求救济，若要主张预期违约则需要按照《民法典》第578条证明“当事人一方明确表示或者以自己的行为表明不履行合同义务”，证明难度极大。从控制结算风险的角度，更为可行的方法是根据《民法典》第433条，以质押债券价值明显减少为由要求质押人补充担保，实践中称之为“补库”。考虑到质押债券折算率降低通常是因为债券发行人资信状况下降、债券兑付出现障碍，将已经或者正在沦为“垃圾债券”的同一债券作为补充担保品可能无法真正控制结算风险，中国结算为此专门发布《关于质押式回购现金担保品有关事项的通知》，允许提供现金作为补充担保品。

在了解“欠库”发生原因以及对应的“补库”措施后不难发现，对中国结算而言，确定由谁成为质押人并与之建立质押关系极为重要，决定了其可以向谁主张补充担保品以防范结算风险。显然，融资方结算参与人最为适合。一方面，融资方自身通常财产规模有限，加之实践中存在以契约型私募基金作为融资主体的做法^①，其责任财产限于私募基金财产，存在无法补足担保品的风险。另一方面，融资方结算参与人通常为证券公司，资信状况良好，且与中国结算建立了长期结算合作关系，即使面对因客户而非自身原因导致的交易违约，也会选择先行补库以免留下信用污点，影响其他交易结算业务的正常开展。因此，选择与融资方结算参与人建立质押关系更有利于中国结算管控结算风险。

综上，中国结算通过创设以其自身为质权人、融资方结算参与人为质押人的特殊质押规则，从制度上实现了对通用回购结算风险的有效控制，对于统筹好交易所债券通用回购市场发展与安全之间的关系至关重要。而如何从法律上对这一安排进行解释学阐述，尤其是融资方、融资方结算参与人、中国结算三者之间的法律关系为何，则是另一个充满争议但又必须回答的问题。

① 北京市第一中级人民法院（2021）京01民终7188号民事判决书。



特殊质押规则下的法律关系分析

根据中国结算《债券登记、托管与结算业务细则》，在通用回购交易中，质押债券的所有者为融资方，融资方结算参与人根据融资方的委托并以融资方结算参与人自己的名义向中国结算提交质押债券，由中国结算公司实施转移占有，并以融资方结算参与人名义与中国结算建立质押关系。其中的法律争议集中在融资方与结算参与人的法律关系上，即结算参与人借由何种路径“代替”融资方与中国结算建立起了质押关系。目前有四种解释路径，相较而言，隐名代理说更具说服力。

直接代理说

此种观点主张结算参与人系代理融资方与中国结算建立质押关系。直接代理说的缺陷显而易见：一方面，《民法典》总则编规定直接代理关系下，代理人需以被代理人名义实施法律行为，无法解释通用回购交易要求的结算参与人以自己名义提交质押债券。另一方面，在直接代理中，代理人实施的法律行为效果由被代理人承担，会导致被代理人（融资方）成为质押人，与通用回购由结算参与人担任质押人的要求不符。

行纪说

根据《民法典》第951条，行纪合同是行纪人以自己的名义为委托人从事贸易活动，委托人支付报酬的合同。相较于直接代理说，行纪说的进步在于解决了以结

算参与人的名义与中国结算建立质押关系的问题，同时由于行纪人与第三人之间的行为效果并不直接归属于委托人，而是先归属于行纪人，而后再按照委托人与行纪人之间的行纪合同进行处理，因此也能回应由结算参与人作为行纪人直接承受质押法律后果的需求。但另一方面，行纪说也面临一些质疑。

一是《民法典》第951条将行纪人的活动范围限缩在贸易领域，结合行纪最早诞生于海外货物贸易，很容易使人产生证券交易是否属于此处“贸易”范围的疑问。

二是与代理人应在被代理人具体授权范围内行事不同，行纪人具有较高的自由度，只要是有利于委托人利益且委托人无特别要求的情况下，行纪人便可以自主决定交易，甚至直接作为交易对方与委托人达成交易。行纪人的上述权利显然突破了《证券法》第133条证券公司应当严格按照客户指令接受委托以及第134条证券公司不得接受全权委托的限制。

承诺转质说

所谓转质，是指质权人在质权存续期间，以其所占有的质物为第三人设定质权的行为。按照是否经过质押人的同意，又可分为承诺转质和责任转质。主张承诺转质说的观点认为，通用回购业务中存在两层质押关系，其一是融资方与结算参与人之间的质押关系，其二是结算参与人与中

国结算之间的质押关系^①。该说较好地回答了以结算参与人名义与中国结算建立质押关系的问题，但却存在转质法理和实践运行两方面的挑战。

一是从转质法理看，转质通常建立在动产质押基础上。尽管《民法典》并未明确禁止权利质押的转质，但此前的《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第101条明确规定以票据、债券、存款单、仓单、提单出质的，质权人再转让或者质押的无效，否认了债券转质的可行性。

二是从实践运行看，转质的前提是要在融资方与结算参与人之间先建立一层质押关系，但目前实践中双方并不签订类似的质押合同或者在相关经纪协议作出类似的意思表示。更为重要的是，中国结算的质押登记系统目前仅登记了结算参与人与中国结算的第二层质押法律关系，在我国债券质押实行登记生效主义的现实背景下，第一层质押法律关系未登记即无法得到承认，在此情形下所谓转质近似空中楼阁，缺乏底层支撑。

隐名代理说

前述已论及直接代理说因为质押效果归属于被代理人（融资方），与通用回购交易中由结算参与者担任质押人的要求不符，存在解释上的困境。本文认为，在通用回购交易中，融资方与结算参与人之间构成委托关系，结算参与人以其自身名义代理融资方与中国结算建立质押关系构成隐名代理^②，适用《民法典》第925条的规定。理由有三点。

第一，融资方与结算参与人之间的委托关系符合双方真实意思表示。现行通用回购规则条文已经明确提到结算参与人根据融资方的“委托”向中国结算提交质押债券，且实践中融资方与结算参与人会签订一份《债券质押式回购委托协议》，协议中会载明“甲方（融资方）提交回购交易委托的，视为同意委托并授权乙方（结算参与人）按相关业务规则的规定，以乙方名义将相应债券作为质押券向证券登记结算公司进行申报提交，并以乙方名义与证券登记结算公司建立质押关系”^③。从形式上看，双方的合意即为建立委托法律关系。

① 结算参与人按照《债券登记、托管与结算业务细则》第49条“融资方结算参与人申报提交的质押券属于客户所有的，融资方结算参与人必须保证客户同意将该等债券作为质押券提交给本公司”及相关协议取得了融资方同意转质的意思表示。

② 民法理论一般认为代理行为有两种分类方式。一种是以代理行为实施名义为标准，分为显名代理和隐名代理，前者是指以被代理人名义实施代理行为，后者是指以代理人自身名义实施代理行为。另一种则是以代理行为归属效果为标准，分为直接代理和间接代理。代理行为效果归属于被代理人的是直接代理，归属于代理人自身的是间接代理。

③ 北京市第一中级人民法院（2021）京01民终7188号民事判决书事实认定部分。



第二，结算参与人与中国结算之间的隐名代理关系能够解决以结算参与人名义建立质押关系的问题。《民法典》委托合同一章中专门规定了隐名代理制度，第925条允许受托人以自己的名义，在委托人的授权范围内与第三人订立合同。

第三，结算参与人与中国结算之间的隐名代理关系可以直接在二者之间形成质押关系。《民法典》第925条规定：“受托人以自己的名义，在委托人的授权范围内与第三人订立的合同，第三人在订立合同时知道受托人与委托人之间的代理关系的，该合同直接约束委托人和第三人；但是，有确切证据证明该合同只约束受托人和第三人的除外。”在通用回购实践中，中国结算明知融资方与结算参与者之间存在代理关系，按照第925条的一般规定，因隐名代理而形成的质押合同应当直接约束委托人（融资方）和第三人（中国结算），但又由于中国结算《债券登记、托管与结算业务细则》以及相关业务协议中已明确约定质押关系建立在受托人（结算参与者）和第三人（中国结

算）之间，符合《民法典》第925条的例外情形，可以在结算参与人和中国结算间形成质押关系。值得一提的是，从最终的代理行为效果归属看，由于质押效果归属于受托人（代理人），此种代理关系亦可解释为间接代理，但这并不妨碍隐名代理关系的成立。正如一开始所介绍的，隐名代理与间接代理是从两个不同维度对代理加以区分，二者并不是非此即彼的对立关系。从名义标准看，特殊质押规则中因为以结算参与者（代理人）名义与中国结算建立质押关系，构成隐名代理，与此同时从效果标准上看，由于符合《民法典》第925条“有确切证据证明该合同只约束受托人和第三人”的例外规定使得代理人而非被代理人承受相应的法律后果，构成间接代理，二者同时成立。

综上，隐名代理说能较好地满足控制结算风险的需要，同时也更符合规则条文和协议文本中的表述，对现行制度运行的改造要求不高，兼具解释力和可行性。^[N]

学术编辑：曾一已

参考文献：

- [1]崔建远.合同法[M].北京:法律出版社, 2010:507-524.
- [2]洪艳蓉.股票质押式回购的法律性质与争议解决[J].法学,2019(11):93-106.
- [3]胡东海.《合同法》第402条(隐名代理)评注[J].法学家,2019(06):176-190.
- [4]史尚宽.物权法论[M].北京:中国政法大学出版社, 2000: 364-369.
- [5]最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组.中华人民共和国民法典总则编理解与适用[M].北京:人民法院出版社, 2020:802-812.
- [6]最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组.中华人民共和国民法典合同编理解与适用[M].北京:人民法院出版社, 2020:2495-2503.