

证券公司市场退出与投资者利益保护

内容提要： 通过回顾中国证券公司目前的市场退出实践模式，指出我国目前解决券商退出的方案存在的问题，探讨作为证券公司客户的投资者利益保护的缺失。并进一步挖掘现实的发展思路，从保护投资者利益角度，提出完善我国证券公司退出和投资者保护的制度设计。

关键词： 证券公司 退出 投资者利益

作者： 陈颖

近几年来,随着证券市场的持续低迷,多家问题证券公司相继退出市场,但作为金融机构,证券公司市场退出不同于一般的生产企业而具有特殊性。目前,我国证券公司的市场退出及配套制度存在明显的任意性,本身规范化程度远远不够,造成投资者利益保护缺乏有效的长期的规范体系,需要不断结合现阶段本国国情对证券公司市场退出和投资者^①保护制度加以完善,挖掘新的发展思路。

一、中国证券公司市场退出的实践模式

我国证券公司的退出一般采取重组、责令关闭、撤销、停业整顿、托管、破产等多种方式。

(一) 重组

资产重组是最为积极的危机证券公司处置方式,危机不严重的公司可以采取这种方式,其优势也十分明显,能够保持公司的持续经营,保留人才,保障债权人的利益,避免风险爆发。证券公司重组的法律依据主要是《公司法》、《证券法》、《合同法》等法律法规。

证券公司的重组包括新设合并和吸收合并,这里我们主要讨论证券公司吸收合并或新设合并情况下,投资者利益的保护问题。根据法理,合并包括资产收购和股权收购。这两种收购,都关系到投资者利益的保护。因为证券公司的资产本身构成投资者、债权人利益的一般担保。证券公司被合并后,产生了投资者、债

^①本文所指的投资者是从证券公司客户的角度来谈的,主要是指证券公司的债权人,并不是指作为上市公司股东的投资者。

权人等利益关系人的债务承担问题。^①

（二）责令关闭

2005年修订《证券法》将证监会责令关闭作为对证券公司违法行为的一种处罚措施。第211条和219条均对责令关闭有所规定，涉及的情形包括擅自买卖客户证券、挪用客户证券或资金、超出业务许可范围经营证券业务等。在我国实践中，需要市场退出的证券公司往往涉及到违规经营特别是挪用客户资金，而挪用客户交易结算资金是证券公司侵害投资者权益的主要手段，因此证监会可以适用《证券法》的上述条款关闭证券公司。但是，因经营不佳或资产状况恶化而需要退出市场的证券公司不一定都存在严重的违规行为；换言之，责令关闭的覆盖范围有限。责令关闭导致证券公司的法人资格消失，进入清算程序。实践中被关闭证券公司的证券业务往往出售或者托管给其他主体继续经营。鞍山证券和新华证券均属此种情况。

（三）撤销

撤销在1998年《证券法》、行政法规或是证监会的规章中均无规定。从其所表达的内涵看，可以视为责令关闭的另一种说法。2005年修订《证券法》第153条将“撤销”明确规定为证监会对证券公司的处置措施之一，但对于其同“责令关闭”之间的关系并未加以说明，并且与其后条文中出现的“撤销”的内涵似乎不尽一致，值得商榷。

（四）停业整顿

2005年修订《证券法》第153条规定，证券公司违法经营或者出现重大风险，严重危害证券市场秩序、损害投资者利益的，证监会可以对该证券公司采取责令停业整顿、指定其他机构托管、接管或者撤销等监管措施。停业整顿通常伴之以对证券公司营业部的托管。

停业整顿的可能结果有三种：第一，整顿期间证券公司经营状况好转，证监会因此结束整顿，恢复正常经营；第二，在整顿期间发现有严重违规行为，从而责令关闭，进行清算；第三，整顿期间发现证券公司资不抵债，从而转入破产清算程序。实践中，大连证券就属于第二种情况。

（五）托管

^①倪浩嫣：《证券公司退出机制探析》，《政法论丛》2005年4月第2期，第49页。

证券公司的托管经营是中国处理问题券商广泛采用的方法，托管具有明显的权宜之计和过渡性质。从托管实践模式看，包括以下三种模式：（1）同业托管经营，由新成立券商或老券商托管违法券商和问题券商。在新券商托管中，新的出资者解决问题证券公司个人账户窟窿，接管其证券营业部，获得证券牌照，成立新证券公司。太平洋证券托管云南证券便是新成立券商托管的适例，而老券商托管经营往往不承担问题券商的债务，中国民族证券托管鞍山证券、东北证券托管新华证券就属于这种情况。（2）行政接管。2004年初，国家组成托管组接管南方证券。（3）资产管理公司托管证券公司。如2004年7月，中国华融资产管理公司托管恒信证券、德恒证券等，中国东方资产管理公司托管闽发证券，信达资产管理公司托管汉唐证券。

同停业整顿一样，托管起初也没有明确的法律依据，直到2005年修订《证券法》第153条加以规定。但是，对于托管关系的法律性质、受托公司的地位以及各方当事人的具体权利义务等，修订《证券法》并未作出明晰的界定，从而造成大量悬而未决的问题。托管机构和被托管机构的债权人、职工发生的法律诉讼和纠纷不断发生，法院在处理类型案件中由于无法可依，存在极大的任意性，造成证券市场的严重混乱。特别是在证券市场整体不景气的情况下，被托管机构的债权人认为托管是一种重组和合并，要求托管机构承继问题券商的全部债务，从而进一步增加了证券市场主体的经营风险。

（六）破产

破产是指证券公司发生支付危机，不能清偿到期债务，无法继续经营情况时，由法院宣告其进入破产还债程序。破产程序一般由法院主持，公平处置证券公司的债权。国际证券市场已经发生多起证券公司破产的实例：日本三洋证券、小川证券、山一证券破产，韩国高丽证券破产。2006年1月24日，大鹏证券公司被深圳市中级人民法院裁定破产，从而在被行政关闭一年之后，最终进入司法破产清算程序。这不只是一个个案，更预示着全国范围内的证券公司破产清算进程即将陆续展开。最高人民法院有关人士指出，通过破产程序退出市场，是今后一个时期证券公司综合治理过程中，对于除有重组可能以外的其他高风险证券公司的一种主要处置方式。由于证券公司的客户包括为数众多的个人投资者，证券公司破产对其个人财产造成的损害可能是毁灭性的。如果处置不当，还可能进一步造

成投资者丧失信心, 诱发系统性风险。由于我国证券市场发展时间不长, 证券公司破产更是前所未有的特殊工作, 故在破产中如何保护投资者的合法权益是一个亟待研究的课题。

二、券商退出及投资者利益保护的现状与问题

目前我国确立了以《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》出台和中国证券投资者保护基金成立为标志的证券公司风险处置新模式。2004年10月, 中国人民银行、财政部、中国银监会、中国证监会四部委联合发布《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》(以下简称《收购意见》), 就收购个人债权及客户证券交易结算资金公告作出解释。把2004年9月30日作为确定个人债权保护政策的基准日, 在行政清算期间由国家发生在9月30日前的个人债权予以收购偿付并基于代位权参与证券公司破产分配, 其中对个人客户交易结算资金全额收购。显然公告的基本精神是立足于国家为化解金融危机, 维护社会稳定的政策角度来处理证券公司退出时的客户利益保护问题。2005年9月29日, 我国投资者保护基金挂牌成立, 职能是收购破产证券公司个人债权并参与破产分配。

纵观我国券商退出及投资者利益保护的历史和现状, 可以发现我国目前的证券公司市场退出和投资者保护机制缺陷明显:

(一) 行政干预现象严重, 债权人的利益不同程度受损

在券商退出的初期, 管理层以法律和市场情势为依据进行适当干预有其积极意义。但从我国证券公司退出的案例看, 证券公司的退出基本以行政干预为主。在强制性市场退出案例中, 除了个别证券公司的破产按法定程序, 参照国际惯例操作外, 其他基本上是“行政性市场退出”, 带有强烈的行政干预色彩, 缺乏足够的公开性和透明度, 在手续上也未严格履行法定程序。^①

由于大多数证券公司与政府的产权联结关系及隶属领导关系, 政府的行政意志往往为证券公司的存在与消灭, 甚至证券公司债权人的受偿额等事先作了设定与安排, 并不遵从债权人与债务人的选择。同时, 证券公司行政清算、证券类资产出售、破产申请等各项工作均由证监会主导, 无证监会的批准, 证券公司破产案件法院将拒绝受理。

(二) 缺乏证券公司退出的系统健全法律机制

^①夏涛、叶文中:《浅析我国证券公司退出机制》,《台声·新视角》2005年第9期,第116页。

《中华人民共和国证券法》、《关于进一步加强证券公司监管的若干意见》、《证券公司的报批程序》、《中华人民共和国公司法》、《客户交易结算资金管理办法》、《关于执行〈客户交易结算资金管理办法〉若干意见的通知》、《证券公司管理办法》、《外资参股证券公司设立规则》、《金融机构管理规定》、《金融机构撤销条例》等是我国证券公司退出的主要法律依据，但其中没有一部是关于证券公司退出处置的专门法规。这些法律、法规数量虽多，但是对证券公司市场退出的方式、标准、范围和程序等都没有做出具体、系统的规定，缺乏可操作性。由于市场退出无法可依，自然增大了市场退出过程中的随意性。因此很有必要进一步完善我国证券公司市场退出的法律法规。

尤其是我国专门针对证券公司的破产并没有明确的法律规定，应该说存在立法上的重大不足。对于专业性很强的证券公司的破产，市场经济发达国家均有一套专门的程序来解决，而我国在这方面既缺乏完备的法律，又缺乏实践经验，目前只能依据普通主体的破产法律规范，这使得我国法院在证券公司的破产案件上缺乏特别性的法律规定，更无法准确处理与中国证券监督管理委员会的权利衔接，这有可能会增大证券公司破产对证券市场的冲击，特别是会损害投资者的利益，动摇投资者对资本市场的信心。因为，法院在处理证券公司破产问题上，其专业能力和对资本市场的独特性明显不如专业性的证券监管机构。对证券公司客户的权利保护是证券公司破产法应当亟待完善的内容。

（三）差别待遇，债权人法律地位不平等。

从目前我国证券投资者损失救济的实践可以看出，基本上是采用机构投资者和个人投资者区别对待的“分类处置”的原则。按照《收购意见》及证监会、最高院有关意见，对经甄别纳入收购范围的个人债权，10万元以下的个人债权全额收购，10万元以上的个人债权9折收购，而且个人债权人可以选择接受收购，也可以选择参加被处置金融机构的破产清算，按清偿比例受偿清算财产。而机构债权只能在证券公司进入司法破产清算后参加破产分配程序。笔者认为，无论是机构债权还是个人债权，债权本身是没有优劣区别的，这是债权平等原则的应然之义。况且，其实严格区分机构债权和个人债权可能会违反政策设计者的良好的初衷，特别是在基金和其他集合理财计划中，虽然委托人是基金等机构的名义出现，但实际上背后的受益人或财产的实际拥有方是个人财产。目前把机构投资者

与个人投资者区分保护的政策,主要处于维护稳定的政策因素考虑,实质上违反了债权平等保护原则。造成了证券公司个人债权人和机构债权人待遇不一,若无法进入司法破产程序,机构债权人权利将长期无法主张。但值得注意的是,《收购意见》仅是部门规章,法律上并没有这么规定,只能在行政清算程序适用,一旦进入司法破产程序,所有债权人的地位都是平等的,机构债权人和个人债权人必须按比例平等受偿。

(四) 证券公司退出后的投资者保护机制尚需完善

保障投资者的利益是证券公司退出机制设计的重要目标。在加强对证券公司监管的同时,大多数国家都建立了投资者保护机制,对保护投资者权益、维护市场信心和稳定起到了重要作用。

在我国投资者保护基金挂牌成立前,主要由央行再贷款来解决券商退出市场的遗留问题,其实本质上均是由国家财政进行支付。也就是说由全民来承担券商违规经营的后果。这无疑增加了中央财政的负担。为此,我国成立了投资者保护基金,但其现有职能仅限于收购破产证券公司个人债权并参与破产分配,应进一步完善投资者保护机制。证券公司作为有限责任公司,出现风险后只能以出资额为限承担有限风险,投资者的所有损失就有可能得不到全额追溯。在制度上若不能很好解决退出处置中投资者保护问题,政府必然会对有问题证券公司承担责任过多,保护过宽,从而又导致证券公司逆向选择和道德风险,使证券公司退出处置的随意性和潜在成本增大,有可能加剧系统性风险。

总之,我国证券公司的市场退出及配套制度本身规范化程度远远不够,造成投资者利益保护缺乏有效的长期的规范体系。证券公司的退出应遵循市场化、审慎性和保护投资者利益原则。市场化原则要求退出模式应从行政干预为主导向市场主导转变。审慎性原则要求监管机构应给予危机证券公司一定宽限期、鼓励其寻求并购或整改。而破产程序中也应给予证券公司重整机会。保护投资者原则要求券商退出时应通过制度安排优先保障投资者的利益。只有根据证券公司的退出原则,尽快建立市场化的退出机制和投资者保护机制才能彻底解决目前困境。^①

三、建立证券公司市场化退出机制的思考

从发达国家资本市场的发展过程来看,证券公司的优胜劣汰主要是通过股权

^①吴晓求:《中国券商的未来之路》,《经济导刊》2004年第4期,第35页。

转让、收购兼并以及破产清算等方式来完成的,这也是成熟市场的一个重要标志。这种退出方式大多表现为市场化并购方式的主动性退出,这显然有利于证券公司的规模扩张和业务整合。对照发达国家成熟市场的主动性退出模式,笔者对我国建立证券公司市场化退出机制提出如下思考:

(一) 积极推动证券公司的市场化并购

有效的并购市场的形成、运行,对证券业经营风险的自我化解具有显著的作用。若证券公司已陷入危机中,可通过适当的方式引导证券公司进行并购。首先推动证券公司进行市场化并购,若无并购方,则尝试引导证券公司进行援助性并购;若仍未果,则向法院申请破产。

1、股东通过市场寻求并购。在完全市场化的并购中,由危机证券公司自主选择并购方,并购方将完全承担退出方的负债。对于并购方而言,是自身利益的最大化。只有当并购收益大于处置成本,市场化并购才可能发生。

2、援助性并购。随着证券公司危机程度的恶化,并购方成本越来越高,并购方就没有动力实施并购。但此时对于整个社会而言,并购仍可能是较优选择,监管机构或投资者保护基金等可参与有关活动,对并购方实施适当援助,但并购方的选择仍应采取市场化方式。援助措施包括允许并购方进入新的业务领域、开辟新的市场、扩大分支机构网络、实施减免税政策及获得其他政策优惠等。

目前,证券公司之间的市场化并购还不普遍,比较多的是证券行业主管部门以政策为导向的危机处理机制。这种行政性的“拉郎配”式的重组,造成了证券公司退出市场问题上问题丛生。因此,应该放宽证券公司股东的持股资格的限制,允许实力民营机构收购证券公司,促进证券公司的股权多元化。除此以外,国家还应该鼓励证券公司股权在全国范围内的市场化收购和兼并,限制和破除证券公司经营的地方依赖性。^①

(二) 鼓励已无救助可能的证券公司最终通过破产退出证券市场

对于目前不具备并购条件、需要尽快采取措施予以处置的证券公司,实践中往往是监管部门牵头,对相关证券公司采取了关闭和撤销证券业务许可的处罚。在采取相应的处罚措施后,还需对被处罚的证券公司做进一步的处置。通过托管、接管的方式完成客户和证券类资产的转移、个人债权及客户证券交易结算资金的

^①顾功耘、倪受彬:《证券公司市场退出和投资者利益保护》,《探索与争鸣 2005 年第 1 期》,第 41-42 页。

收购，这就是所谓的行政处置。但是，在对证券公司实施行政处置的过程中，中央政府投入了大量资金解决被行政处置的证券公司的债务问题。但是，证券公司长期以来形成的巨大资金缺口不可能全部依靠财政且拯救无望的高危证券公司不能一直停留在“敲敲补补”的行政处置阶段，但是如果确定被处置的金融机构已无救助的可能，最终将通过司法破产退出证券市场，正得到越来越多人士的赞同。

破产程序的一个重要目标就是实现债权人对债务人财产的分配。破产程序是债权人对债务人财产的整体执行程序，通过破产程序可以全面清收破产企业的对外债权以提高清偿率，实现证券公司债权债务关系的全面、彻底清理，这对维护证券公司投资者的利益尤为重要。

四、完善我国证券公司退出和投资者保护的制度设计

完善我国证券公司退出和投资者保护机制，应该多管齐下、标本兼治。一方面应完善证券公司退出的法律及市场环境，一方面应加强对证券公司的监管，增大证券公司的违规成本，另一方面应切实保护中小投资者的合法权益。具体表现在：

（一）完善证券公司市场退出的法律法规

如何规制证券公司的市场化退出机制，还需要从立法的角度给以规范。我国已经采取的一些处理危机证券公司市场退出的方式，在一些相关的法律法规中已有所体现。但是，我们的立法还很不健全，还需要专门为金融机构制定市场退出办法，如金融机构破产法、金融机构接管法等，以明确危机金融机构（当然包括证券公司）的认定标准、监管部门、投资者利益保护、债权人和债务人权利义务等，为金融机构的市场退出提供有效的法律依据。^①

金融机构破产是否及如何写入破产法，一直是新破产法制定过程中争议的焦点。按《企业破产法（草案）》规定，银行和金融企业破产在一般程序上适用破产法的规定，但特殊问题“适用有关的规定，金融机构实施破产要由国务院依据企业破产法和其他有关法律的规定制定实施办法”。可见，《企业破产法（草案）》对于金融机构破产的具体规定还是预留了足够的司法解释空间的，所以，金融机构退出机制的建立和完善还是可以逐步地在法律框架下进行的。但是，无论是单

^①周君：《议我国金融机构市场退出机制》，《当代财经》2001年第11期。

独立法还是由国务院制定专门实施办法, 证券公司的破产清算都需要专门作出规定。^①鉴于当前投资者保护不足的主要原因在于制度的缺失, 笔者认为, 必须尽快完善立法, 使证券公司退出机制真正做到有法可依。

(二) 完善投资者保护机构的介入机制

保障投资者的利益是证券公司退出机制设计的重要目标。投资者保护基金是发达国家应对证券市场经营风险的重要手段。与存款保险制度一样, 发挥了稳定市场的作用。

投资者保护基金主要用于证券公司关闭、破产时对投资者证券保证金损失的补偿, 其目的在于利用市场化的手段对投资者进行赔偿。一方面, 作为保护投资者权益的最后补救措施, 当出现券商破产危机时, 能够及时保护中小投资者权益、防止危机蔓延和扩散; 另一方面, 成立投资者保护基金为投资者提供了一个监督券商的利益代言人, 有利于对证券公司运营状况进行持续监管, 并在较大程度上化解单个证券公司的破产风险, 防止金融风险的传播和扩散。概括而言, 投资者保护制度的主要特点为: (1) 投资者保护机制都建立在明确立法基础之上, 并设有投资者保护机构。(2) 侧重保护中小投资者的权益。(3) 投资者保护基金的资金来源于会员缴纳的会费及投资收益。

证券公司破产, 由于涉及大量投资者资产及权利的保护, 世界各国均在普通破产清算程序的基础上专门设立旨在保护投资者利益的特殊程序和制度。其中, 最突出的一点就是将证券公司的破产清算程序与专门的证券投资者保护机制相结合, 由证券投资者保护机构介入证券公司破产清算过程, 实现对客户资产利益的保护。在这方面, 美国的作法颇具特色。不妨借鉴美国 1970 年《证券投资者保护法》(SIPA) 的作法, 将投资者保护基金的筹集、管理和运用同证券公司的破产清算和财产分配统一作出规定, 并赋予证券投资者保护机构启动、介入和主导证券公司破产清算程序的权力。具体而言, 即SIPA赋予证券投资者保护委员会(SIPC)特殊地位, 即使证券公司已经被提起破产诉讼, SIPC仍可通过申请客户保护令介入并主导证券公司的清算过程, 申请一旦提出, 此前的所有破产程序即自

^① <http://finance.163.com/06/0125/11/28ACT84600251LPJ.html>

动中止,即由SIPC确定的破产管理人主持的对客户投资者的赔偿程序具有优先于普通破产程序的效力。^①我国投资者保护基金公司虽已于2005年9月29日挂牌成立,但其现有的职能仅限于收购破产证券公司个人债权并参与破产分配,建议参照美国《证券投资者保护法》明确投资者保护基金公司在证券公司破产中的地位、职能及程序,进一步加强证券投资者和债权人的保护。

随着证券投资者保护基金公司的设立,证监会对于问题券商的市场化、法治化退出机制已经非常明确,“券商谢幕,政府埋单”的退出模式即将终结,未来投资者保护的重任将交给这个基金完成,但现在的启动资金包括新股申购冻结资金利差账面余额和沪深证券交易所交易手续费的20%等五方面来源,建议我国证券投资者保护基金的资金来源可由两部分组成,一部分是证券公司缴纳的会费,另一部分是该笔基金所产生的利息和委托专业机构进行投资所产生的收益,但投资必须遵循安全性和可变现性原则,^②也就是说,埋单者将是市场而不再是政府。

(三) 完善证券公司退出中的个人责任制度

证券公司强制退出的原因是其从事了严重的违法违规行为或出现严重的财务风险,由此损及投资者的合法权益。这种情形下,证券公司本身的高级管理人员、控制股东及其高级管理人员往往对此具有过错,应当依据法律承担个别责任。从有关的法律法规和证监会规章来看,我国目前的责任体系有两个缺陷:第一,只追究有关证券公司及其高级管理人员、其他直接责任人员的行政责任和刑事责任,缺乏对控股股东及其高级管理人员追究责任的规定。第二,缺乏对有关人员追究民事责任的规定,致使在证券公司的违法违规行为受到处罚后,受到损害的投资者的利益没有得到补偿。这样的责任体系对于证券公司的违法违规行为的抑制作用相当有限。在今后修改《证券法》时,建议从以下两个方面完善证券公司退出中的个别责任制度:首先,引入公司法人格否认制度,全方位追究股东或实际控制人责任。在证券公司破产时,若能判令证券公司的实际控制人对证券公司债务承担清偿责任,将大大增加债权人的受偿比例,最大限度保障债权人利益。而上述假设实现的途径有赖于公司法人格否认原理的运用。公司法人格否认是指为阻止公司独立人格的滥用和保护公司债权人利益及社会公共利益,就具体法律关

^①<http://stock.163.com/05/0805/11/1QD0EB7600251HHD.html>

^②郑春瑛:《建立市场化的证券公司退出机制》,《浙江金融》2005年第6期,第39页。

系中的特定事实, 否认公司与其背后的股东各自独立的人格及股东的有限责任, 责令公司的股东对公司债权人或公共利益直接负责, 以实现公平、正义目标之要求而设立的一种法律措施。对于证券公司而言, 主要涉及公司人格形骸化问题。所谓公司人格形骸化实质上是指公司与股东完全混同, 使公司成为股东的或另一个公司的另一个自我, 或成为其代理机构和工具, 以至于形成股东即公司, 公司即股东的情况。鉴于新《公司法》已经确立了公司法人格否认制度, 笔者建议在证券公司破产中运用该制度, 否定公司法人格, 判令股东在过错范围内对证券公司债务负偿还责任。

其次, 应当在立法上确认由对证券公司强制退出负有责任的人员承担民事责任。在以前证券公司退出的实践中, 中国人民银行作为最后贷款人对投资者和自然人债权人予以补偿, 投资者的损害可以得到完全补偿。但设立证券投资者保护基金后, 如果证券公司出现支付或清偿危机时, 投资者可能获得的赔偿仍有最高限额, 即其损失仍可能无法全部得以赔偿, 因此应当允许其诉请违法行为人给予民事赔偿。此外, 投资者保护基金对投资者履行赔偿的责任后应当获得代位求偿权, 为了保障补偿基金的数额, 也应当允许其要求违法行为人承担民事责任。^①

^①在本文写作完毕之际, 2006年8月27日日, 中国最高立法机构表决通过了企业破产法, 从立法上确立了真正意义上的企业破产制度。新企业破产法首次规定金融机构破产事宜, 填补了此领域的空白。新企业破产法对金融机构破产做出规定: 商业银行、证券公司、保险公司等金融机构出现资不抵债等破产情形时, 国务院金融监督管理机构可以向人民法院提出对该金融机构进行重整或者破产清算的申请。法律同时规定: 国务院金融监督管理机构依法对出现重大经营风险的金融机构采取接管、托管等措施的, 可以向人民法院提出中止以该金融机构为被告或者被执行人的民事诉讼和执行程序。