证券公司风险处置中的投资者保护

王彬[1]

伴随着中国证券市场长达四年的低迷，证券公司——这个曾经被称为金融桂冠上璀璨明珠的朝阳行业——开始频繁的爆发出因前期违规操作而带来的各种风险，一块块另人震惊的伤疤逐渐一一展现在监管部门以及众多市场投资者面前。挪用客户资产、违规自营、违法吸收公众存款等等，一时间，证券行业在众人心目中成了一潭无法见底的浑水。为了规范市场行为、强化市场秩序、防范行业风险，为广大投资者提供一个公平、公正、公开的投资环境，中国证监会自2004 年开始果断的对大鹏、南方、亚洲、民安等高风险证券公司采取了行政接管、托管，直至关闭等处置措施。截止 2006 年 7 月底，全国共处置证券公司 25 家。

需要关注的是，作为一个特殊的行业，证券公司具有和银行、保险公司相类似的特性——服务客户群体广泛。一个规模较小的经纪类证券公司，客户数也有十万多，对于大规模券商来说，上百万的客户更是不在话下，而这其中有百分之九十以上都是普通的个人投资者。如果证券公司被风险处置，走上了破产关闭的道路，那么这十余万甚至数十万的投资者怎么办？如果按照一般企业的破产程序，众多投资者的利益必定要受到严重的损害，他们的权益难道真的要成为被处置公司的殉葬品？

国际证监会组织（IOSCO）将保护投资者利益列为证券监管三大目标（保护投资者；确保市场公平、有效和透明；减少系统风险）之首，中国证监会也不只一次的强调要保护投资者，尤其是中小投资者的利益。只有充分保证了广大投资者，尤其是中小投资者的合法权益不受到侵害，才能提升投资者的信心，才能维护证券市场的长期健康发展，否则市场可能成为无本之木、无源之水，缺乏活力。由此就要求我们在证券公司风险处置过程中必须采取相应的投资者保护措施。

通过近两年在证券公司风险处置过程中不断地总结，同时借鉴市场发达国家相关经验，目前，我国已经建立起了一套证券投资者资产安全保护体系。该体系主要由以下四方面构成:

第一，　对高风险证券公司接管或托管经营。

[1] 王彬，女，1980 年生，毕业于中南财经政法大学。现工作于甘肃证监局机构处。

在证券公司风险处置过程中，证监会不是简单的将其破产清算，关门大吉，而是首先对其采取接管或托管措施。托管，又称托管经营，是指在高风险证券公司已经或可能发生信用危机，严重影响股民利益时，经金融监管部门决定，由另一金融机构对其进行托管经营。接管，又称行政接管，是指在高风险证券公司已经或可能发生信用危机，严重影响股民利益时，经金融监管部门决定，由金融监管部门牵头，汇同其他有关部门组成接管组，对高风险金融机构进行全面接管。

接管和托管虽然在行政意志程度、法律性质等方面存在差异，但是二者间有一个共同点，即实施不影响高风险证券公司的正常业务开展，并且以保证正常业务的开展为首要目标。这样，即有利于金融监管部门对该高风险金融机构采取进一步的处置措施，也减小了因直接处置高风险金融机构所造成的社会振荡等负面影响。

第二、成立证券投资者保护基金公司。

被处置证券公司由于前期违规操作和巨额亏空，都存在有较大金额的、应向正常证券投资者偿付的债务。在风险公司被处置之后，托管或接管可以保证正常客户的日常交易，但是这些债务并不能因此而解决。如果根据针对一般企业的《破产法》，将这部分按破产债权申报，一般投资者必定要遭受很大的损失。在国外证券市场中，一般通过成立投资者赔偿(或保护)公司或者赔偿基金来负责被处置公司债权人的偿付工作。

在研究国际证券市场经验，结合我国市场实际情况的基础上，2005 年 8 月 30 日，中国证券投资者保护基金有限责任公司正式挂牌成立。该基金公司经营范围包括证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会采取行政接管、托管经营等强制性监管措施时，按照国家有关政策对债权人予以偿付。目前偿付项目主要有两项:

（一）弥补由证券公司挪用造成的客户交易结算资金缺口。

虽然《证券法》明文禁止证券公司挪用客户资金，证监会主席尚福林在上任之初也立即出台了“严禁挪用客户交易结算资金、严禁挪用客户委托管理的资产、严禁挪用客户债券”的“三大铁律”，但在实际操作中，由于以前证券公司的客户资金存管模式是全部资金以证券公司名义开户存放，券商对客户资金有很大的支配能力，挪用客户保证金巨额亏空的恶性事件屡禁不止。综观近两年被处置的

证券公司，少则几千万，多则上百亿，每一家都存在不同程度的挪用客户保证金违规现象。这部分资金，被处置证券公司是断然无法偿还的，但是也绝对不能让无辜的投资者来承担。为保护众多证券投资者的合法权益，国家规定由保护基金以贷款形式向被处置公司拨付全额的弥补保证金缺口资金，同时，保护基金作为债权人参与破产债权的分配。

通过这种方式，正常的证券投资者无论在哪一家证券公司进行证券交易，都不用担心自己的正当权益会因为证券公司的违规行为而受到损害。

（二）收购被处置证券公司的个人债权。

作为市场经济主体，企业在经营过程中以负债方式融入资金是非常正常的行为，但是证券公司作为一个特殊的行业，在它的债务融资中就会存在一些非正常的、带有行业性质的特点。从目前证券公司处置情况看，大部分被处置公司都存在有巨额的对外负债，而这些债务并不都是通过资金拆解、贷款等正常形式形成的。以甘肃证券为例，它的债务大部分是以委托投资国债形式融入，即双方签订合同，由证券公司代投资方投资国债，并按照规定的利率向投资方偿还利息，除此以外，还有一部分债务是通过向投资者发售国债代保管单的形式融入，也就是说证券公司以发售国债并代客户保管为理由，向投资者出售一种叫做“国债代保管单”的凭证，并约定按照固定的利率向投资者支付利息。以上这两种融资途径都是和国债投资相关，但事实上，所谓的标的国债是根本不存在的，证券公司只是以这样的借口向投资者融入资金。已被处置证券公司中，通过这些方式融资的并不只是一两家而已。

正是由于证券公司特殊金融行业的地位，投资者出于对这个行业的信任，才会拿出自己的积蓄来做所谓的投资，而在这整个过程中，由于信息不对称，投资者是处于绝对的劣势地位，在国家对违规证券公司进行风险处置时，不能不顾忌这些投资者的利益。根据中国人民银行、财政部、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员 2004 年联合发布的《个人债权及客户交易结算资金收购意见》规定，由保护基金和地方政府共同完成对被处置证券公司个人债权的收购。具体收购比例为：2004 年 9 月 30 日之前发生的个人债权，10 万元以下的部分全额收购，10 万元以上的部分按 90％收购。2005 年，上述四部委又联合出台了《关于个人债权收购有关问题的补充通知》，规定对于 2004 年 9 月 30 日至 2006 年 1

月 31 日之间发生的个人债权，也将由保护基金和地方政府联合收购，可是个人债权在 10 万元以上 300 万元以下的部分不再统一以 9 折收购，而是划分一定区间，采取折扣逐渐降低的方式收购，但最低折扣不少于 50%。对于同一个人债权金额累计超过 300 万元人民币以上的部分将不予收购。

这里需要注意的是，保护基金和地方政府收购的只有个人债权，不包括机构债权，这和国际证券市场中投资者赔偿的惯例是相一致的。华尔街有一句名言很好地解释了这一现象: 保护了中小投资者的利益，就是保护了所有投资人的利益。机构投资者与广大的中小投资者相比，无论是掌握的信息，还是对风险的评估能力，均大为胜出，自我保护能力较强，对风险的承受能力也是要高出一筹，自然就不需要保护基金再赔偿其投资损失了。另外，与全额弥补客户保证金缺口不同，对部分个人债权是“打折收购”，这是因为在整个投资行为中，个人债权人还是需要承担一定的投资决策失误责任。而且即便是在投资者保护措施相当完善的发达国家，对投资者的个人债权也只是在一定范围内进行偿付，一般有最高限额，而非全额偿付。例如，美国 SIPC(美国证券投资者保护基金)对个人赔付的最高限额为 50 万美元。

第三，要求已处置证券公司必须实行客户交易结算资金的第三方存管制度。

证券公司大规模的出现巨额挪用客户交易结算资金行为，与以前实行的客户资金存管制度缺陷息息相关。为了防止被处置公司在由保护基金全额弥补了客户结算资金缺口后，再次出现挪用现象，保证投资者资产不会被再次侵蚀，中国证监会要求被处置证券公司必须无条件的实行第三方存管制度。在这种新兴的存管制度之下，投资者的交易结算资金不再全部以证券公司名义开户存放，而是以每个客户的名义单独存放，并且要与客户开立的普通结算账户建立一一对应的封闭运行关系，就是说除了证券交易，客户证券资金账户中的资金只能划至其事先设定的、以同一客户名义开立的一般结算账户。通过这种方式，减少了证券公司对客户资金的支配程度，增加了对客户资金划拨的监督程序，降低了券商挪用客户资金的风险。

第四，　追究侵害投资者利益的相关责任人。

在证券公司风险处置过程中，证监会要求各托管清算机构在做好有关工作的同时一定要做好责任追究工作，及时将掌握的有关情况、线索报告中国证监会，

必要时向司法移交，让那些为了谋取个人或小团体利益而侵害投资者利益的人员承担相应的行政、刑事责任。我国正在不断完善的法律环境也为责任追究提供更为有力的条件:

2006 年 1 月 1 日，新修订的《证券法》开始正式施行。修订后的《证券法》中对于证券公司挪用客户资金和证券行为的法律责任做出了更加细致的规定，并增加了追究直接负责的主管人员和其他直接责任人员相应责任的条款。

2006 年 6 月 29 日，十届全国人大常委会第二十二次会议表决通过了《中华人民共和国刑法修正案（六）》，并自当日起施行。此次修正案中也增加了金融机构挪用客户资产的犯罪以及刑事处罚措施。

可以看出，通过以上各项措施，目前证券公司风险处置过程中形成的以投资者保护基金为主体的投资者保护体系，从维护正常交易、补偿已受损失、防范未来风险三个方面基本保证了证券投资者，尤其是中小投资者的正当利益不会因为证券公司的风险处置而受到损害。

但是，我们必须承认，由于我国证券公司风险处置工作开始的时间并不长，与之相关的各项工作流程、工作办法都是在及时总结工作经验的基础上刚刚确立，风险处置中的投资者保护工作也是如此。因此，虽然这一保护体系已经在减少投资者损失、维护社会稳定等方面发挥了显著的作用，但它还是存在有一些空缺和不足。

缺少法律支持是目前最主要的缺陷。我国当前实行的《破产法》是针对一般企业的破产而制定的，并没有涉及到金融企业的特殊情况，对于证券公司在风险处置过程中的各项投资者保护措施只是以“意见”、“办法”的形式规定，还没有形成法律约束，因此一旦投资者保护措施在实行过程中与有关各方的利益形成冲突，会因为缺少法律支持而为各项工作带来较大的麻烦。

另一个方面，由于针对的是证券公司风险处置工作，该保护体系更多的侧重于事后保护，即如何控制风险并补偿现有损失。而这些保护措施在一定程度上很有可能会诱发证券公司的道德风险和投资者的“理性无知”，从而进一步加大市场风险。如何将防范道德风险、“理性无知”与事后保护结合起来，建立一个更加完善、有效的市场保护和投资者保护体系应该是以后工作中的一个重点。

在具体措施方面，目前的保护体系也存在一些缺陷，如对券商挪券的处理。

目前，相关办法只规定了保护基金将全额弥补由证券公司挪用的客户资金，但是对于被券商挪用的证券该如何弥补还没有做出相应的规定。

证券公司风险处置中的投资者保护，是一项刚刚起步而且还需要长期不断完善的工作，建立一个完善的保护体系必将会为证券行业的规范、证券市场的稳定和发展起到强有力的推动作用。