

研究报告

RESEARCH REPORT

证券公司风险处置的投资者保护研究

课题研究员 舒细麟



深圳证券交易所综合研究所

2007.03.12 深证综研字第0149号

内 容 摘 要

证券公司市场退出是证券法制建设的重要内容,而保护投资者合法权益是其核心。证券公司风险处置的投资者保护内在地包含两个基本组成部分:防范证券公司风险,主动保护投资者合法权益;化解证券公司风险,被动保护投资者合法权益。报告回顾了我国证券公司风险处置的历史轨迹,反思了其中暴露的投资者保护问题,考察了境外投资者保护的制度安排,从一般和具体两个层面提出若干对策,旨在完善证券公司风险防控机制,推动建立投资者保护长效机制。主要结论如下:

1. 在不同历史时期,监管部门根据当时的具体条件,采用多种模式化解证券公司的风险。但综合治理前的证券公司风险处置都不彻底,而综合治理较为彻底地化解了我国证券公司长期积累的风险,推动了行业的规范和发展。

2. 证券公司风险处置实际上是信息集中披露的过程,既暴露了我国证券市场制度设计的缺陷,也凸显了特定历史阶段投资者保护方面的不足。其中,证券市场制度设计存在缺陷,为实施损害投资者利益的违法行为提供了基本条件;缺乏有效的行政执法体制和监管制度,违法违规成本过低,则在客观上助长了损害投资者利益的违法行为;主要立法缺失和处置措施不明晰,影响了风险处置的进程和效率;投资者保护具体措施不到位,减损了风险处置过程中投资者保护的实效效果。

3. 根据国际证监会组织颁布的文件和欧美等成熟证券市场的经验,在证券公司破产或清算过程中,应根据本地的法律和监管框架,采用多种方式,建立以防御为主导,以市场化为基本导向,以有限保护和差别保护为基本原则的多层次投资者保护体系。

4. 从一般层面来说,加强风险处置的投资者保护应围绕保护客户资产安全的基本目标,确立有限保护和差别保护原则,在转变投资者保护基本理念的基础上,构建包括风险预警机制、重组重整机制、破产补偿机制在内的多层次投资者保护联动体系。

5. 从具体层面来说, 监管机构应尽可能通过业务隔离避免将证券公司自身风险传导给投资者, 通过资产隔离截断证券公司挪用客户资产的通道, 将可能出现的违法违规行消灭在萌芽状态, 最终通过证券公司风险防控减少或避免给投资者带来损失。在此基础上, 对万一出现的高风险证券公司, 采取积极的处置措施, 补救投资者的损失。为此, 在立法层面上, 应分别制定《证券公司风险处置条例》、《金融机构破产实施办法》、《证券投资者权益保护法》; 在监管层面上, 应加强证券公司风险业务的监管, 全面实施客户资产隔离制度, 推进证券公司信息公开披露, 健全证券公司治理结构, 建立有效的内控和风险管理制度, 提高行政执法效率, 加大违法违规成本; 在处置层面上, 应确定投资者保护的基本范围, 尊重投资者的程序性权利, 采用“先行冻结, 事后异议”的冻结制度, 确保被处置证券公司破产财产价值最大化, 明确投资者债权清偿顺序, 扩充保护基金职能, 引进投资者商业保险, 建立投资者事后救济体系。

6. 强化交易所在保护投资者方面的作用, 督促会员在席位转让前清空席位上托管的股份, 不因被处置公司欠缴席位管理费而停止有关服务。以新会员规则颁布为契机, 加强交易所对会员风险的事前预警、事中监管、事后处罚机制, 减少并避免风险积累, 保护投资者合法利益。

关键词：证券公司 风险处置 破产 投资者保护

目 录

一、 导言	1
二、 我国证券公司风险处置的历史轨迹和现实问题.....	1
(一) 我国证券公司风险处置的历史轨迹.....	2
(二) 我国证券公司风险处置的投资者保护现实问题.....	4
三、 境外证券公司风险处置的投资者保护制度安排与启示	10
(一) 国际证监会组织：证券公司破产的投资者保护制度安排	10
(二) 美国和欧盟：证券公司破产的投资者保护立法与实践	14
(三) 境外证券公司破产投资者保护制度安排的启示.....	18
四、 加强证券公司风险处置的投资者保护一般构想	18
(一) 明确投资者保护的基本目标.....	18
(二) 确立投资者保护的基本原则.....	19
(三) 树立投资者保护的基本理念.....	21
(四) 构建投资者保护的层次体系.....	23
五、 实现证券公司风险处置的投资者保护具体对策	25
(一) 立法层面：制定风险处置和投资者保护法律	25
(二) 监管层面：加强证券公司风险防控与风险隔离.....	31
(三) 处置层面：建立和完善投资者事后救济体系.....	36
(四) 强化交易所在风险处置中对投资者的保护.....	47
结语	49
附录 1 投资者面临的可能来自证券公司的风险	50
附录 2 证券公司风险处置情况一览表.....	50
附录 3 证券公司风险处置措施一览表	54
附录 4 证券公司风险处置流程图.....	56
附录 5 与撤销有关的几个概念比较	57
参考文献.....	58

一、导 言

证券市场的法律结构由市场准入法、市场运行法和市场退出法三部分组成。证券公司市场退出是证券法制建设的重要内容，而保护投资者合法权益是其核心。相对证券公司而言，投资者包括证券公司的客户和股东。除另有说明外，本报告所指的投资者仅指证券公司的客户(包括经纪业务客户和资产管理业务客户)。证券市场是高风险的市场，投资者面临可能来自证券公司的风险包括操作风险和财务风险(参见附录1)，风险的积累对投资者合法权益构成潜在威胁，而其破产则对投资者合法权益造成现实损害。因此，保护投资者在逻辑上内在地包含两个基本组成部分：防范证券公司风险，事前主动保护投资者合法权益；化解证券公司风险，事后被动保护投资者合法权益。国际证监会组织(IOSCO)在《证券监管的目标和原则》中，就市场中介机构的监管提出了四项原则，其中有三项旨在防范风险，一项旨在提供事后救济。据此，监管机构不但应采取积极措施处置证券公司的风险，更重要的是应加强事前保护和事中监控，尽量消弭投资者面临的风险，尽可能避免给投资者带来损失。

报告回顾了我国证券公司风险处置的历史轨迹，反思了其中暴露的投资者保护问题，考察了境外投资者保护的制度安排，从一般和具体两个层面提出若干对策，旨在完善证券公司风险防控机制，推动建立投资者保护长效机制。

二、我国证券公司风险处置的历史轨迹和现实问题

证券公司风险处置是指，证券监督管理机构依据法律法规，对高风险证券公司采取各种处置措施，以控制和化解风险，保护投资者利益的证券监管行为。^①迄今为止，我国证券公司风险处置已有十余年历史。由于历史遗留问题，依据不足，经验缺乏等原因，我国在如何处置高风险证券公司以及如何保护投资者合法权益方面，尚存在一些亟待解决的现实问题。

^① 另有学者认为，证券公司风险处置是指当证券公司在经营中出现流动性或清偿性危机，由于损失较大，可能危及社会利益或者引发系统性风险时，由监管当局采取特定的制度性措施和安排或者以监管当局为主导，采取市场化的方法，从而达到缓解不良社会效应，提高证券市场效率的做法。参见张学政：《证券公司风险处置研究》，人民银行研究生部2005年硕士论文。

（一）我国证券公司风险处置的历史轨迹

自证券市场成立以来，我国证券公司数量稳步攀升。^①典型意义上的风险处置始于上个世纪 90 年代中期，根据监管主体的变更大致可分三个时期：^②

1992 年 10 月以前，为中国人民银行集中统一监管时期。由于这一阶段我国证券市场和证券业务处于发展初期，证券公司业务量少，没有出现太大的风险，因此没有典型意义上的风险处置。不过，这一时期证券公司的无序发展形成并积累了一部分风险，来自银行系统的管理人员存在着将客户证券交易结算资金当作存款挪用的思想根源，为日后风险爆发埋下了隐患。

1992 年 10 月至 1998 年 6 月，为中国人民银行与中国证监会共同监管时期。由于多头管理形成监管空档，制度缺陷助长违规操作或过度经营，一些证券公司出现严重风险。这一时期的风险处置主要有四种模式（参见表 1-1）。由于当时市场行情好，被处置证券公司数量少，没有给市场和投资者权益造成太大的影响。

表 1-1 中国人民银行与中国证监会共同监管时期的证券公司风险处置模式

风险处置模式	被处置的公司或因处置产生的公司
将兼营证券业务的金融机构的证券部门独立组建证券公司	广东证券、国通证券、中信证券等
将被关闭的信托投资公司的证券营业部托管或转让给证券经营机构	中银信托投资公司、中国农村发展信托投资公司、中国新技术创业投资公司等
国有企业收购证券公司“壳资源”实行重组	联合证券、东方证券等
在有关部门及地方政府主导下进行行政式重组	万国证券并入申银证券之中成立申银万国证券等

资料来源：根据相关资料整理

1998 年 6 月至今，为中国证监会统一监管时期。由于部分证券公司和人民银行没有真正脱钩，信托和证券没有完全分离，历史遗留问题并没有解决。证券公司监管权移交证监会之前，国家审计署对证券公司的审计结果表明，有 22 家公司已经存在巨大的风险。在新兴加转轨的历史环境中，证券公司融资渠道狭窄，公司治理失衡，内控机制不健全，经营模式单一，违法违规普遍，加上 2001 年后市场持续低迷等原因，大量证券公司陷入严重危机，风险集中爆发，严重损害了投资者的利益。这一阶段的风险处置分为前后两个时期。

^① 从 1998 年到 2004 年，我国证券公司的家数分别是 84、87、94、102、125、133 和 130 家。

^② 三个时期的划分参见张学政：《证券公司风险处置研究》，人民银行研究生部 2005 年硕士论文，第 67 页。

1998年至2003年为“规范发展时期”，主要采用六种模式进行风险处置(参见表1-2)。风险在谁的管理下产生就由谁来处置，证监会把握方向。^①个人债权一般由人民银行再贷款收购，没有明确、统一的投资者保护政策。在多数证券公司风险处置过程中，证监会都出台了支持的政策和措施。但这一阶段的风险化解并不彻底，深层矛盾仍未解决，基础制度仍有缺陷，客观上需要进行综合治理。

2004年至今为“综合治理时期”，主要采用五种模式进行风险处置，其中最典型的是“托管清算(理)一体化处置模式”(参见表1-2)。该模式始于处置大鹏证券，由证监会指定机构托管证券经纪业务及证券营业部，委托市场中介机构进行行政清算(理)，证券投资者保护基金(以下简称“保护基金”)(其成立前为人民银行)收购客户证券交易结算资金缺口和个人债权，其他市场主体(一般为托管机构)受让证券类资产，原证券公司被取消证券业务许可并责令关闭，最后由法院宣告破产。在风险处置过程中，监管部门在保护投资者利益的前提下，坚持合法合规、稳妥高效原则，务求彻底化解证券公司的风险，建立风险处置长效机制，服务综合治理目标。随着保护基金的建立以及“两法”和新《破产法》等法律法规的出台，风险处置日益朝着透明化、市场化、法制化的方向发展。

表 1-2 证监会统一监管时期的证券公司风险处置模式

阶段	风险处置模式	被处置公司
规范发展时期 (1998-2003)	地方政府、大股东或公司主导下的增资扩股	锦州证券、三峡证券、联合证券、华夏证券、甘肃证券、洛阳证券、浙江证券、江西证券、厦门证券
	地方政府主导下的合并重组	河南证券、黑龙江证券、哈财政券、牡丹江证券
	人民银行主导停业整顿或撤销	鞍山证券、佳木斯证券
	证监会主导下的直接关闭破产	大连证券、新华证券
	证监会和地方政府主导下的关闭新设	珠海证券、云南证券、海南证券
	人民银行或地方政府主导下的合并新设	三江源证券、远东证券等
综合治理时期 (2004-2006)	行政接管	南方证券
	整体托管	德恒证券、恒信证券、中富证券、汉唐证券、闽发证券
	托管经纪业务同时整体清算(托管清算一体化)	从大鹏证券开始
	托管经纪业务同时行政清理(托管清理一体化)	从新疆证券开始
	破产重整	大通证券

资料来源：根据证监会深圳专员办葛伟平副专员在“证券公司风险处置及投资者保护经验交流座谈会”上的发言(2006年12月10日)整理

^① 鞍山证券、佳木斯证券等由人民银行成立清算组清算就是因为这些公司的风险主要是在人民银行的监管下形成的。

从 2004 年初到 2006 年底，证监会共处置了 30 家高风险证券公司，^①其中南方证券等 19 家公司被关闭，河北证券等 5 家公司被撤销，中富证券等 3 家公司未被撤销，第一证券被撤销证券业务许可，辽宁证券被托管但未关闭，大通证券成功重整（参见附录 2）。30 家证券公司中，4 家已进入破产程序，7 家由资产管理公司参与处置，3 家由证券投资者保护基金公司（以下简称“保护基金公司”）托管清算，^②27 家存在国家收购问题。2004 年 9 月 30 日以前，人民银行为处置高风险证券公司共拨付了 184 亿元，其中弥补客户交易结算资金缺口 160 亿元，收购个人债权 24 亿元。保护基金公司成立后偿付了 14 家“问题券商”的债权人，合计 22.654 亿元，其中个人债权为 4.3 亿元。^③

（二）我国证券公司风险处置的投资者保护现实问题

风险处置实质上是信息集中披露的过程，既暴露了证券公司长期掩盖的违法违规行，凸显了证券市场相关制度缺陷，也反映出我国在特定历史阶段投资者保护方面的不足，为我们反思现行制度提供了条件。

1. 证券市场相关制度设计存在缺陷，投资者事前保护机制不足

我国证券市场的许多制度是由市场主体“自下而上”制定的，一些制度在设计之初不但没有充分考虑投资者的利益，相反还为市场主体违法违规预留了“后门”。证券公司风险爆发，原有制度缺陷暴露无遗，主要体现在：

（1）客户证券交易结算资金管理制度缺陷。证监会一直在探索建立符合中国证券市场实际情况的客户证券交易结算资金存管制度，但效果不甚理想。^④如果监管部门当初坚决、彻底地实施客户交易结算资金第三方存管制度，那么即使证券公司破产，也不至于产生如此严重的后果。从某种意义上说，投资者是原客户证券交易结算资金管理制度的直接受害者，国家为保护投资者“买单”则使其成为

^① 侯捷宁：《近三年 30 家券商被处置》，《证券日报》，2006 年 12 月 29 日。

^② 南方证券、大鹏证券、昆仑证券、五洲证券（以及 2004 年以前处置的大连证券、佳木斯证券）进入司法破产程序；辽宁证券、闽发证券、汉唐证券、德恒证券、恒信证券、中富证券、华夏证券由资产管理公司参与处置；广东证券、中关村证券、中国科技证券由保护基金公司参与处置。

^③ 刘昆明：《“投资者保护基金”正在市场化》，《证券时报》，2006 年 11 月 13 日。

^④ 在推出第三方存管以前，由于客户证券交易结算资金以证券公司名义立户，管理权和控制权仍由证券公司掌握。由于只掌握客户证券交易结算资金总额，不掌握客户明细账，银行客观上无法有效防范和发现挪用情况。由于担心客户流失，银行主观上也不愿严格履行监管职责。证券公司通过月底短期拆借存入交易结算资金账户的方式规避银行月报制度的监管，甚至伙同银行修改手工输入报送的数据，从而使报告制度形同虚设。结果，证券公司大肆挪用客户证券交易结算资金，严重损害了投资者的合法权益。

最终受害者。在实施交易结算资金第三方存管的过程中和此后还可能出现哪些风险，需要进一步考虑。

(2) 国债回购制度缺陷。原国债回购中的封闭式制度、虚拟标准券制度和主席位清算制度方便并助长了证券公司挪用客户国债的违法违规行为。在封闭式制度下，正回购方在获得逆回购方的资金并自由支配使用的同时，还可对其账户内的具体券种自由买卖。在标准券制度下，交易所与结算公司只控制虚拟标准券综合余额，正回购方可在保持综合余额的情况下随意处置其账户内的具体券种。在主席位清算交收制度约束下，交易所与结算公司不掌握证券公司的客户二级明细账目，不知道债券的具体分布和来源，以致国债回购成了监管的真空地带。^①

(3) 委托理财制度缺陷。长期以来，证券公司委托理财的法律性质和保底条款的法律效力存在争议，^②法律定位的模糊导致委托理财双方权利义务失衡，便利了证券公司滥用优势地位挪用客户委托理财资产。

这些与生俱来的制度漏洞为证券公司挪用客户资产、损害投资者利益提供了基本条件，成为严重威胁投资者资产安全和其他合法权益的重大制度隐患。

2. 行政执法不力，缺乏持续动态的法律监管

法律制度的有效性不仅取决于法律本身的完善程度，而且取决于执法效率的高低。证券公司损害投资者利益的违法违规行为之所以屡禁不止，风险之所以越积越大，制度缺陷仅仅提供了一种可能性，仅仅是一个方面的原因。更为重要的原因在于，没有建立严格、高效的行政执法体制，有法不依、执法不严、违法不究现象严重，证券公司违法违规成本过低。即使法律本身是完善的，但如果执法效率低下，法律条文也形同虚设。几乎每家被处置的证券公司都有违规委托理财、挪用客户交易结算资金、违规国债回购、操纵市场、建“老鼠仓”等严重损害投资者利益的违法违规行为，但实际被查处的人员和公司与实际发生的违法违规行为在数量上相去甚远；实际被查处的违法违规行为所获惩处与该行为所造成的损

^① 2004年以来，我国对国债回购制度进行了大幅改革。主要包括：改革主席位清算制度，隔离自营债券和客户债券；推出买断式国债回购交易，按证券账户交易；建立国债回购“质押库制度”，防范挪用客户国债；推出客户债券查询系统，加重对挪券行为的处罚力度。这些措施强化了风险控制，大大加强了交易所债券市场投资者资产的安全性。

^② 由于缺乏明确细致的法律规定，委托理财的法律性质和保底条款的有效性仍然存在很大的争议，导致证券公司义务和责任不明，依赖保底条款的客户上当受骗。在前一问题上存在两大类观点：保守型观点主张在现有法律框架内对委托理财进行定性，其下又分为信托、委托、借贷、联营、承包、混合等诸多观点；激进型观点跳出现有法律关系，认为委托理财是一种独立法律关系。在后一问题上存在三大类观点：有效说、无效说和区别说，每一类观点下面还可细分许多观点。

害后果严重不相称。^①在实际执法过程中，监管部门没有保持充分的独立性，容易受外界政治或商业干预的影响，甚至屈服于黑恶势力的淫威。有些证券市场禁入人员在禁入期满后就被监管部门迫不及待地委以重任。重返证券市场后，这些人不但没有“改邪归正”，反而“重犯前科”，再次走上违法违规道路。这充分说明行政执法不力，制裁没有产生足够的威慑。

长期以来，我国证券监管制度侧重于市场准入审批的静态监管，对证券公司的持续监管即动态监管没有给予充分重视。尽管证监会先后颁布了一些关于加强内部控制的规范性文件，^②但这些规则没有很好地执行，对于内部控制缺失的证券公司也没有进行有效的监管和及时的纠正。虽然现场检查是较为有效的监管手段，但由于监管力量有限，证券公司对现场检查反感等原因，现场检查实际实施较少。此外，证券公司风险的早期预警机制也未能有效发挥作用。法律监管长期不到位以致无法及时发现和控制证券公司的风险状况，是证券公司风险持续积累直至最后不得不对之实施强制退出的重要环境因素。^③

3. 有关风险处置和投资者保护的主要立法尚存缺失，不利于保护投资者

原《破产法》、《民事诉讼法》企业破产还债程序及最高人民法院出台的相关司法解释中，都没有证券公司破产的规定。《金融机构撤销条例》仅适用于银行金融机构，不直接适用于证券公司。原《证券法》对证监会在风险处置方面的监管职责仅有原则性规定。在实际操作中，证券公司风险处置参照《金融机构撤销条例》的规定，由证监会会商有关部门后报经国务院批准，以执行国务院决定的名义进行。在证券公司风险处置实践中，有些做法（比如清算组的成立）突破了原有法律规定，^④有些做法（比如技术性冻结）能够解决现实问题，但法律依据不足。^⑤

尽管监管部门先后采用过停业整顿、行政整顿、托管经营、行政接管、行政清算、行政重组、重整、撤销关闭等措施来处置高风险证券公司，但其中有些措

^① 证监会共对 19 家公司进行了行政处罚，对 9 家公司作出了行政清理的决定，对 1 家公司撤销业务许可；累计对 40 人采取了市场禁入措施，对 29 人给予了警告、罚款、吊销从业资格的行政处罚，另有 65 人的行政处罚进入了程序。参见孟国珍：《齐心协力，共建多层次证券投资者保护体系》，在证券公司风险处置及投资者保护经验交流座谈会上的发言（2006 年 12 月 10 日）。

^② 如《证券公司内部控制指引》、《关于加强证券公司营业部内部控制若干措施的意见》等。

^③ 王保树等：《证券公司退出的法律机制》，上证联合研究计划第十期课题（2004 年），第 10 页。

^④ 原《公司法》规定清算组必须有股东参加，原《破产法》规定清算组成员由人民法院指定，但风险处置中成立的清算（理）组，既没有股东参与，其成员也非法院指定，以至于被处置证券公司（如北方证券）的股东以清算组无股东参加违反原《公司法》第 192 条规定为由，要求清算组停止一切清算工作。

^⑤ 基于“三暂缓”和其他冻结措施存在不足之处，为了实现迅速冻结资产的目的，如果清理组或托管组发现有可疑账户，指令电脑人员从技术上予以冻结。

施法律根本没有规定，有些措施法律仅有原则性规定，缺乏可操作性。每项措施的具体含义、法律依据、适用的基本对象、适用的基本条件、适用的基本程序、措施的主要内容、措施的执行机构、措施的适用期限、彼此的界限和相互衔接等都比较模糊。处置方式标准化程度低，适用起来随意性比较大，容易出现交叉和混乱，不利于保持政策的稳定性、连续性和一致性。^①

迄今，与风险处置关系最密切的《证券公司风险处置条例》（以下简称《处置条例》）、《金融机构破产实施办法》仍未出台，与投资者保护关系最密切的《证券投资者权益保护法》也没有制定。主要立法缺失和风险处置措施不明晰客观上影响了证券公司风险处置的进程和效率，既可能增加风险处置的成本，也在一定程度上扩大了投资者和其他利益相关者的损失。

4. 收购政策频繁改变，过度保护与保护不足并存

在证券公司风险处置过程中，我国先后出台了五个规范性文件，但这些文件确定的个人债权收购政策呈现明显的阶段性，缺乏连续性（参见表 1-3）。2004 年 10 月以前，个人债权收购按照人民银行内部文件执行，本息全额收购，由人民银行再贷款支付。^②由于全额收购容易引发投资者、证券公司多重道德风险，故从 2004 年 9 月 30 日开始，个人债权逐渐从全额收购向按比例收购和有限补偿的方向收紧（参见表 1-4）。个人债权收购政策短期内频繁改变，致使投资者对未来政策走势缺乏基本预期，容易造成心理恐慌并激化社会矛盾。^③

表 1-3 我国证券公司风险处置中个人债权收购政策的变化

文件名称	颁布时间	颁布机关	个人债权收购政策
-	-	-	2004 年 9 月 30 日前被处置的证券公司，如原公告中明确了个人债权处理原则，按原政策执行。一般为客户证券交易结算资金缺口和个人债权合法本息全额收购。
《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》	2004. 11. 4	人民银行、财政部、银监会、证监会（以下简称“四部委”）	2004 年 9 月 30 日前被处置但未明确收购政策的证券公司，以及 2004 年 9 月 30 日后被处置的证券公司，客户证券交易结算资金合法本息全额收购；个人债权本金，10 万元以下全额收购，10 万元以上九折收购。

^① 例如，在风险处置实践中，托管经营机构、行政整顿组、清算（理）组的很多职能重合。

^② 参见《大连证券有限责任公司停业整顿工作组公告（第一号）》，《上海证券报》，2002 年 9 月 9 日。

^③ 由于个人债兑付政策由全额兑付变为部分偿付的变化超出了债权人的预期，部分债权人不理解、不接受并担心政策进一步变化，闽发证券处置过程中多次发生投资者冲击营业场所的事件。

续表

《个人债权及客户证券交易结算资金收购实施办法》	2005. 1. 28	四部委	对个人债权、客户证券交易结算资金、其他事项的认定和处理作出进一步规定,明确个人债权收购的程序和责任。
《关于个人债权收购有关问题的通知》	2005. 7. 26	人民银行、财政部、证监会	进一步明确个人债权甄别中的难题和相关各方的责任。
《关于个人债权收购有关问题的补充通知》	2006. 1. 27	四部委	2004年9月30日至2006年1月31日期间新增个人债权本金,10万元以下全额收购;10万元-300万元划分区间,依九折至五折渐次递减,同一个人债权累计300万元以上的,不予收购。
《关于个人债权收购有关问题的补充通知的通知》	2006. 6. 2	四部委	对《补充通知》的执行、宣传,地方人民政府、有关部门、甄别确认小组的职责作出进一步规定。《补充通知》按照“哪个机构出事,在哪个机构张贴”和“不上网、不登报”的原则公布。
—	—	—	2006年1月31日以后新增个人债权,尚无明确的收购政策。

表 1-4 现行个人债权金额区间及对应收购折扣

同一个人债权金额区间	收购折扣
10万元以下(含10万元)	100%
10(不含10万元)-20万元	90%
20万元(不含20万元)-50万元	80%
50万元(不含50万元)-100万元	70%
100万元(不含100万元)-200万元	60%
200万元(不含200万元)-300万元	50%
300万元以上(不含300万元)	0

资料来源:根据公开文件整理

现行收购政策仍嫌简单,过度保护与保护不足并存。收购政策过度保护体现在两方面:一是2004年10月以前,个人债权本息全额收购;二是部分因违法违规(如明知违规委托理财仍然参与)形成的个人债权也纳入收购范围。作为解决历史遗留问题的临时安排,上述政策无可厚非,但其弊端不容否认,不宜长期沿用。^① 保护不足体现在,部分边缘地带的机构名义个人债权,因收购政策要求“名

^① 过度保护很容易造成投资者的投资行为偏离正轨,只考虑收益高低,不考虑风险大小,不考虑如何选择证券公司。

实相符”，而无法纳入收购范围。^①尽管“名实相符”原则有利于防止机构伪装成个人套取国家收购款，但机构名义个人债权成因复杂，“一刀切”的政策客观上对实质为个人债权的投资者不公平。如果投资者没有任何过错，没有参与违法行为，仅因中介机构欺诈形成了以机构名义出现的个人债权，^②类似这样的债权不予收购既不符合法律的公平价值，也不符合救济弱者的伦理原则，其结果是导致实质同个人债权，但待遇相差悬殊的奇怪现象。

此外，现行债权收购政策涵盖范围不周延，存在空白点。2006年1月31日以后发生的个人债权如何处理，迄今仍无明确的政策。机构账户中的证券被挪用的，《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》要求“单独登记，统筹研究”，但迄今仍无妥善解决办法，暂按机构债权对待。纳入收购的个人债权是否包括在我国居住和工作的外籍人士政策上也不明确，但实践中已经碰到了这类问题。

5. 不够重视投资者的程序性权利，容易造成二次伤害

从法理上来说，风险处置是证券监督管理机关行使行政权的过程，应依法行政，尊重投资者的程序性权利。但在风险处置实践中，投资者的程序性权利或多或少被忽视了。主要表现在：转移客户过程中，忽视投资者对证券公司的自主选择权；个人债权收购过程中，忽视投资者对债权甄别确认结果的异议权；^③冻结客户资产过程中，忽视投资者对错误冻结的国家赔偿权；投资者蒙受损失时，获得救济的渠道仍然有限，诉讼门槛过高，诉讼成本太大。忽视投资者的程序性权利，不但不利于保护投资者的实体权利，而且可能对投资者造成二次伤害。

6. 证券类资产转让有待进一步市场化，影响破产财产价值最大化

由于被处置的证券公司不再具备法定经营资格，须将经纪业务客户整体转移到其他证券公司，这在客观上要求整体转让证券类资产。^④在实践中，证券类资产多由托管方受让。由于参与竞价的主体比较少，竞价不够充分，不排除向受让方

^① “名实相符”原则要求纳入收购范围的债权名义与实际均体现为个人，凡个人以机构名义或机构以个人名义对证券公司形成的债权，均不纳入收购范围。

^② 为了拓展委托理财业务，闽发证券动员员工吸收资金。许多投资者将资金交给了闽发证券的营业部委托管理，在未获得客户允许的情况下，营业部以自己的名义与总公司又签订了委托理财主合同。在闽发证券被托管后，部分客户虽持有受托资产管理凭证和资金转入凭证，但由于证券公司营业部违规没有在委托理财合同上签字，委托理财合同是以营业部的名义与总公司签订的而被认为是机构债权。南方证券当年违规经营，工作人员告诉投资者以法人的名义而不要以个人名义购买国债。一些投资者盖上单位的公章，最终以机构的名义在南方证券购买了国债，由此形成了机构名义个人债权。

^③ 在实践中，债权人对自己是否属于个人债权不确定或对个人债权性质有争议的，公告应当告知有关询问地点、方法，并由其决定是否登记。至于债权人对甄别确认结果是否有异议权并不明确。

^④ 证券类资产是指证券公司为维持证券经纪业务正常进行所必需的经营性资产。

输送利益和滋生腐败的可能。由于缺乏市场化的制度安排，估价机制仍不完善，在市场低迷时容易出现资产价值被低估，^①而在行情高涨时容易出现争夺资产的情况。^②如果在破产程序中债权人会议对证券类资产转让价格提出质疑，清算（理）组可能已经解散，它是否应该承担责任，应该承担怎样的责任，如何承担责任等仍然存在疑问。证券类资产转让非市场化，直接影响到破产财产的价值，最终损害投资者和其他利益相关者的利益。

三、境外证券公司风险处置的投资者保护制度安排与启示

针对上述问题，本部分考察了国际证监会组织的相关规则和欧、美等成熟市场在证券公司破产清算或风险处置中保护投资者的制度安排，旨在寻求解决现存问题的因应之策。

（一）国际证监会组织：证券公司破产的投资者保护制度安排

国际证监会组织是国际证券市场监管机构的最重要的组织，其发布的文件和规则对完善国内证券立法和证券监管制度（包括证券公司风险处置）具有重要的指导作用。

1. 保护客户资产安全的基本措施

IOSCO 技术委员会在其发布的《客户资产保护》（1996）^③中提出，保护客户资产免遭证券公司滥用或破产带来的损失是投资者保护制度的中心目标，并从破产保护和日常保护两个方面提出保护客户资产安全的基本措施。

（1）保护破产证券公司客户资产的基本措施

保护破产证券公司客户资产安全的基本措施或机制有三种（参见表 2-1）。这些机制并不是相互排斥的，都在减少客户损失方面发挥着重要作用。

^① 北京证券重组过程中，有人认为有贱卖券商资产的嫌疑。参见乔峰：《建银投资的大生意？》，《21 世纪经济报道》，2006 年 4 月 5 日。大鹏证券的一位前工作人员认为，以大鹏投行业务在业内的口碑，大鹏的投行业务“至少值 10 个亿”，是“贱卖了”。参见冉孟顺：《券商寡头格局雏形悄现 已不能再靠天吃饭》，《南方周末》，2006 年 5 月 18 日。兴安证券共有 22 家营业部和 29 家证券服务部，据《财经时报》了解，海通证券欲以 2000 万元人民币的价格全部将上述营业部和服务部拿下。兴安证券若以每家营业部 100 万元的价格售出，似乎有点太“贱”。参见田文会：《海通低价竞购兴安证券 营业部估值业界费尽思量》，《财经时报》，2006 年 7 月 8 日。

^② 华观发：《财达证券或将“行政性”重组河北证券 广发抵抗》，《21 世纪经济报道》，2006 年 11 月 22 日。

^③ IOSCO Working Party 3, Paper to Technical Committee on Client Asset Protection, 08/1996.

表 2-1 保护破产证券公司客户资产的基本措施

基本措施	实现机制
区别对待客户债权和普通债权	赋予客户优先债权人地位：（1）在公司普通财产上设定抵押，客户债权从中优先受偿；（2）公司以信托方式持有客户资产。
	延续客户资产的客户所有权：（1）公司以客户信托方式持有客户资产；（2）立法特别规定客户资产不能用于偿还公司债权人的债权。
补偿客户损失	建立客户补偿计划
	强制证券公司购买客户资产保险：（1）互助保险；（2）商业保险
客户采取的措施	客户自行采取的保护措施：（1）公司将客户资金交给自己经营的现金基金，通过该基金为公司提供担保；（2）客户与公司签订协议，以现金余额设定抵押；（3）客户以自己名义在银行或存管人处开立允许公司控制的账户；（4）客户通过信用证或与银行的其他安排，仅对适当的文件付款，以保护其资产；（5）一旦公司破产，有效转移客户权益。

资料来源：根据IOSCO Working Party 3, Paper to Technical Committee on Client Asset Protection 整理

破产法通常追求平等对待债权人和债务人的利益，但为了保护客户利益可区别对待客户债权和普通债权，通过以下两种方式让前者获得优于后者的待遇。一是通过在证券公司普通财产上设定抵押，或证券公司以信托方式持有客户资产等方式，赋予客户优先债权人地位，从破产公司某些或全部资产中优先受偿。^①二是通过证券公司以客户信托方式持有客户资产，或立法特别规定证券公司持有或控制的客户资产不能用于偿还普通债权等方式，延续客户资产的客户所有权。^②

证券公司破产时，补偿客户资产损失也有两种方式：一是建立客户补偿计划，由多家公司分散承担一家公司破产的成本；二是强制证券公司购买客户资产保险。客户资产保险分为互助保险和商业保险两种形式，前者要求特定市场所有参与者缴纳会费，让所有市场参与者成为其他市场参与者交易和负债的后盾；后者要求市场参与者个别或集体地从保险市场获得违约保险，包括欺诈、瑕疵履行、文件遗失或公司雇员未经授权交易。^③

^① 采用该方法保护投资者只需要修改法律，可在不增加公司（从而增加投资者）成本的情况下实现对客户的保护。但是，如果破产证券公司净资产不足，客户仍可能遭受损失。其他无优先地位的债权人可能采用留置、抵押等方式来保护其债权，从而减少用于偿还优先债权人（包括客户）的资产总量。

^② 采用该方法保护投资者要求客户资产易于和证券公司资产区分，具体区分方式有：（1）以客户名义登记证券，或将证券登记在独立的指定公司（如法定存管机构）；（2）要求客户资产（至少是某些类型的客户资产）由存管人持有，同时要求存管人独立于证券公司或者为客户指定的第三方。不过，引入存管人需要支付额外的时间和成本，可能减少证券公司业务上的流动性，并对结算过程的速度和效率产生负面影响，更为重要的是客户不能避免存管人破产的风险。

^③ 私人保险不能直接保护投资者资产，但可以补偿包括客户资产在内的损失，有助于提高证券公司内控标准。保险的缺点在于成本较高，并且有诸多例外规定。还有可能出现的情况是，即将违约的证券公司不遵守保险单上规定的保护投资者的严格条件。

客户自己也可以采取措施保护证券公司持有的资产，但达成和实施适当的保护需要较长的时间和较高的成本。不同客户的自我保护能力不同，不一定都能达成对自己有效的保护。如果破产制度无明确规定，证券公司破产时有些安排则可能无效。因此，私人安排不能完全替代通过正常监管程序为客户提供的保护。

(2) 保护客户资产的防御性措施 (preventative measures)

在日常客户资产管理中，包括内部控制和外部监管在内的防御性措施应摆在最重要的位置。通过采取保护客户资产的防御性措施，避免启动客户资产保护机制或补偿机制即是对客户资产的最佳保护。

第一，内部控制。重要的内控措施包括：任何时候都保持正确的记录；为客户持有资产、代客交易都有清晰的账目和防护措施；对证券公司业务的重要方面进行内部和外部审计，包括遵守有关保护客户资产的规则；对应付费用、权利和其他权益作出正确记载；定期向外部机构报告与客户资产管理有关的内控运作情况；适当划分前台职员和负责客户资产管理的职员之间的责任。即使最终没能有效避免证券公司破产，健全且强有力的内控制度也是破产后及时归还和有效保护客户资产的重要条件，能最大限度降低破产带给客户的损失。

第二，外部监管。内部控制不能自动实现，需要外部监督。监管机构应建立对内部控制的检查和报告制度，确保证券公司“资本充足要求”足够审慎，反映其持有的客户资产风险。在一些地区，如果监管机构或市场机构认为证券公司可能破产或无法履行与客户资产相关的义务，有权从公司手中取回客户资产。外部监管有助于识别有破产风险的公司，从而让监管机构或市场机构及时采取相应的措施，避免客户资产的潜在损失。

2. 证券监管的目标与中介机构的监管原则

IOSCO 在其章程中指出，国内和国际范围的证券监管机构应将一贯关注和保护投资者作为其指导原则，始终将保护投资者列为证券监管的三大目标之首（参见表 2-2），进一步指出许多确保市场公平、有效和透明的要求也会促进投资者保护。

①

① 如有必要，应逐渐停止市场中介机构的业务，以不给客户造成损失。证券投资者尤其容易受到中介机构及其他机构行为不当的影响，而个人投资者所能采取行动的能力可能有限。因此，当出现违反法律的行为时，要严格执法来保护投资者。应有有效的机制来处理投资者的投诉，投资者应有权与中立机构（如法院或其他争端解决机构）取得联系，有权对其遭受不当行为的损害主张救济和补偿。

监管市场中介机构^①应着重于其资本、客户资金及公众信心最可能处于风险的领域，具体包括：（1）无能或低水平的风险管理可能导致无法及时执行指令、无法及时结算或无法提供充分的建议；（2）违规可能导致客户的资金或财产被挪用、为中介机构自己的交易目的滥用客户指令（“抢跑道”）、操纵市场及其他违规交易行为或者中介机构、雇员的欺诈行为；（3）某个中介机构无力偿债可能导致客户的资金、证券或交易机会的损失，并可能降低人们对该机构参与的市场的信心。

为了保护投资者利益，防范市场中介机构风险，IOSCO 在《证券监管的目标和原则》^②（2003）中，提出了监管市场中介机构的四项原则（参见表 2-2）。设定市场中介机构的准入标准，有助于减少由于疏忽、非法行为或资本不足导致投资者损失的风险。^③市场中介机构应以保护客户利益及维护市场健全的方式运作。^④有效的证券监管有赖于适当的法律体系，其中非常重要的一项就是《破产法》。中介机构破产时，应特别关注和保护客户的权利。IOSCO 确立的上述目标与原则对风险处置和投资者保护具有重要的指导意义。

表 2-2 证券监管的目标与市场中介机构的监管原则

证券监管的目标	市场中介机构的监管原则
（1）保护投资者； （2）确保市场公平、有效和透明； （3）减少系统风险。	（1）监管应为市场中介机构设定最低准入标准； （2）应根据市场中介机构所承担的风险，提出相应的初始资本、持续资本及其他审慎要求； （3）市场中介机构应遵循内部组织标准和运营操守，以保护客户的利益，确保合理控制风险以及管理层承担与此相应的主要责任； （4）应确立处理市场中介机构倒闭的有关程序，以减少投资者的损失，并控制系统风险。

资料来源：根据 The IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation,(2003)整理

^① 市场中介机构包括从事管理个人投资、执行指令、经营或发行证券及提供与证券交易相关信息的机构。

^② The IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, (2003).

^③ 通过对持续资本标准的充分监管，可促进对投资者的保护和金融系统的稳定。资本充足标准的确立应允许证券公司在市场有较大不利走势时能吸收一些损失，从而在较短的时间内逐渐减少业务，而不给其客户或其他公司的客户造成损失，也不至于破坏金融市场的有序运作，使监管机构有时间进行干预从而实现有序停业的目的。

^④ 若公司应客户要求控制或负责客户的资产，该公司应根据承诺的责任妥善保护资产(例如，分账管理并划明这些资产)。这些措施旨在:防止盗用资产；在市场严重崩溃时促进头寸过户；防止将客户资产用于自营交易或中介机构运营的融资；若有必要，在某个公司无力偿债时协助其有序地逐步关闭。 See IOSCO Resolution No. 16: Resolution on Rules of Ethics of Intermediaries (P.C.), September 1989. See also IOSCO Public Document No. 8, International Conduct of Business Principles, IOSCO Technical Committee, July 1990 and IOSCO Public Document No. 83, Securities Activities on the Internet, IOSCO Technical Committee, September 1998.

（二）美国和欧盟：证券公司破产的投资者保护立法与实践

美国、欧盟拥有发达的证券市场和证券立法，其有关证券公司风险处置或清算中投资者保护的立法和实践可资借鉴。

1. 美国证券公司破产的投资者保护立法与实践

美国是世界上较早建立证券公司清算和投资者保护特殊制度的国家，通过专门的证券公司清算程序和完善的投资者保护制度安排，共同保护投资者的合法权益。

（1）美国证券公司破产的基本程序

20 世纪 60 年代末，美国遭遇证券业危机。为了保护投资者的合法权益，防止证券公司出现连锁反应，国会制定了 1970 年《证券投资者保护法》（SIPA），成立了证券投资者保护公司（SIPC）。^①美国证券公司清算可以由 SIPC 根据 SIPA 提起，也可以由证券公司或其债权人根据《破产法》提起。就 SIPC 清算而言，如果美国证监会（SEC）和自律组织（SRO）知悉证券公司已经或即将陷入财务困难，应立即向 SIPC 报告。SIPC 判断是否有必要介入会员清算，并为其客户提供保护。^②如无需 SIPC 介入，证券公司可自愿清算业务。如经确认会员符合清算条件，SIPC 应向地区法院申请客户保护令。在签发客户保护令的同时，地区法院必须任命由 SIPC 指定的托管人和托管人律师负责会员清算事宜。然后，案件移交同一司法区内的破产法院，破产法院对案件拥有全部管辖权，执行具体清算事宜。不过，按照美国《破产法》的规定，证券公司破产后不得重组。

（2）美国证券公司破产的投资者保护制度安排

美国证券公司破产中的投资者保护可分为 SIPC 保护和超 SIPC 保护（参见表 2-3）。与《破产法》中的特别清算程序相比，SIPC 有严密的制度安排，更有利于保护投资者利益。超 SIPC 保护即建立投资者商业保险安排，在 SIPC 基础上提供补充保护。两个层次的制度安排为破产证券公司客户提供了比较全面、充分的保护。

^① 从 1971 年到 2005 年底，SIPC 共发起 314 起投资者保护程序，向客户支付的现金和证券合计达 141 亿美元，其中单一净预付额最大为 8050 万美元。此外，还有大量没有 SIPC 参与的证券公司清算。

^② SIPC 的判断标准包括：（1）会员已经不能履行其对客户的义务或者有不能履行义务的危险；（2）会员具备下列四个条件之一：①根据《破产法》第 101 条已经破产，或不能履行到期债务；②是未决程序的主体，并且已为其指定了接管人，托管人或清算人；③不符合《1934 年证券法》的相关要求，或不符合 SEC、SRO 的财务责任规则或客户证券担保规则；④无法对其是否遵守上述财务责任规则或担保规则进行必需的测算。

表2-3 美国证券公司破产中投资者保护的制度安排

制度安排		具体内容
SIPC 保护	界定合格客户	积极标准：合格客户必须具有“投资或证券交易”目的，在“正常营业过程”中购买“法定投资工具”。 消极标准：仅为获得“高利率”和“固定利率”回报的投资者，参与违法行为的投资者，以及SIPA明确排除的投资者不受SIPC保护。
	发布客户保护令	SIPC申请法院发布客户保护令，任何针对证券公司的诉讼自动中止，证券公司的所有财产自动冻结。当事人有权对客户保护令申请提出异议，法院应在3日内举行听证会审查异议。
	转移或出售客户账户	经SIPC批准，托管人可不经客户同意迅速将全部或部分客户账户转移或出售给另一家财务健康的证券公司。转移或出售客户账户后，托管人应立即通知客户。客户可以选择留在新公司，也可以转移到他们选择的其他证券公司。
	公告和申报债权	托管人采用公告和邮寄相结合的方式通知客户和其他债权人申报债权，客户必须在规定的期限内填写债权登记表并返还给托管人。
	甄别确认债权	托管人根据公司记录或其他方式进行初步甄别确认，SIPC对托管人的审查结果进行复核，客户可提供证据对甄别确认结果提出异议。
	有序清偿客户债权	破产证券公司控制的财产分为三部分，客户名义证券直接返还客户，客户财产按客户净权益债权比例分配给客户，超出SIPC保护限额的客户债权和普通债权人一起从普通财产中受偿。
	最大限度偿还客户证券	托管人应最大限度以证券偿还客户债权，甚至可以动用客户财产收益或SIPC基金购买同种或同系列的替代证券返还给客户。
	保护机构有限赔付	SIPC支付有效客户净权益债权的最高限额为每个客户50万美元，其中现金最高限额为10万美元。
	相关机构明确分工密切配合	在证券公司清算过程中SIPC、SEC和SRO分工合作、密切配合。
超 SIPC 保护	购买客户资产保险	由证券公司和第三方私人保险机构签订保险合同，或者由证券公司出资组建保险公司，为客户提供超过SIPC保护限额的保险。

资料来源：根据 SIPA 及相关案例整理

2. 欧盟证券公司破产的投资者保护立法与实践

随着欧洲一体化进程的推进，欧盟（EU）在证券公司破产中投资者保护方面制定了统一的法律。不过，由于法律环境和投资环境较好，欧盟成员国^①内出现的证券公司破产案例相对较少。^②

^① EU 原成员国 15 个：奥地利、比利时、荷兰、卢森堡、德国、丹麦、希腊、西班牙、芬兰、法国、英国、爱尔兰、意大利、葡萄牙、瑞典。后增加 10 个：塞浦路斯、捷克共和国、斯洛伐克、爱沙尼亚、拉脱维亚、斯洛文尼亚、立陶宛、匈牙利、马耳他、波兰。

^② EU 原 15 个成员国中，1999 年前，西班牙、比利时都发生过 5 起因证券破产启动 ICS 的案件。1999 年到 2004 年底，除奥地利、芬兰、法国、葡萄牙、卢森堡、瑞典无证券公司破产外，其余欧盟成员国共发生 1646 起因证券公司倒闭需要保护投资者的案件，其中比利时 1 起，丹麦 1 起，瑞典 2 起，爱尔兰 3 起，希腊 5 起，意大利 10 起，德国 15 起，英国 1609 起。新加入 EU 的 10 个成员国，1998-2003 年，匈牙利启动了 13 次 ICS，截至 2004 年底捷克启动了 6 次 ICS。

(1) 欧盟投资者补偿制度

1997年3月，欧盟理事会制定了《投资者补偿计划指令》(Investment Compensation Scheme Directive, ICD)^①，为破产导致证券公司不能返还投资者证券和资金提供最低水平的保护(参见表2-4)，成员国有义务在国内实施保护水平不低于ICD的投资者补偿计划(Investment Compensation Scheme, ICS)。

表2-4 欧盟证券公司破产的投资者保护制度安排

制度安排	具体内容
ICS 运作条件	如主管机关认为，证券公司暂时无法履行投资者主张的债务，且近期也无法履行；或者司法机关作出中止投资者对证券公司主张债权的判决，ICS 开始运作。
保护的投资者	成员国的 ICS 一般保护零售投资者 (retail investors)，即私人个人和小企业。ICD 允许各国排除某些投资者的补偿主张，特别是专业投资者和机构投资者，以及与公司破产有关的投资者。
保护的投资者工具	在 ICD 中，投资业务的界定参考了《投资服务指令》(现被 Directive 2004/39/EC 取代)中列举投资工具和投资服务。
保护的最低标准	每个投资者对证券公司的债权至少 90% 由 ICS 偿还，最低不少于 2 万欧元，成员国可规定更高标准。 ^②
保护的投资者损失	证券公司无力偿付拖欠或属于投资者的资金，以及替投资者持有与投资业务有关的资金。证券公司无力返还属于客户或替客户持有或管理的、与投资业务有关的投资工具。由于无意错误、疏忽或公司控制和系统瘫痪造成公司倒闭带来的投资者财产损失也在保护之列。
通知投资者的方式	直接通知； ^③ 公告通知； ^④ 直接通知和公告通知结合 ^⑤
债权的申报	投资者应在规定期限内及时申报债权，债权申报期限不少于自破产宣告或公布之日起 5 个月。 ^⑥ 投资者必须通过填写申请表并提交支持其债权申请的附加文件正式申请补偿。 ^⑦
债权的确定	ICS 处理投资者权利主张必须核对每笔债权是否在补偿范围内，并计算应得的补偿额。清算人确定每个投资者在破产公司的资产余额，并支付已经确定的补偿额。
补偿的支付	成员国的 ICS 应在确定债权的合格性和补偿数量后 3 个月内支付补偿，该期限可延长但每次不超过 3 个月。在实践中，成员国的 ICS 在处理债权的时间上差别很大，最短 2 周，最长达 3 年。

资料来源：根据 Oxera, Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9/EC, a report prepared for European Commission (Internal Market DG), (2005)整理

^① European Parliament and Council Directive 97/9/EC of 3 March 1997 on investor-compensation schemes.

^② 关于 ICS 的补偿限额，原 EU15 个成员国中，有 10 个国家规定为 2 万欧元，其余 5 国中的法国为 14 万（其中现金 7 万、投资工具 7 万）、希腊为 3 万、葡萄牙为 2.5 万、瑞士为 2.7 万、英国为 7.2 万欧元。

^③ 用邮件直接通知有权获得补偿的投资者，告知其可以获得补偿及获得补偿的程序。丹麦、法国、德国和意大利等国采用直接通知方式。

^④ 在官方公报或媒体上发布公告，告知投资者关于补偿的详细情况，以及投资者申请补偿必须采取的行动。公告是奥地利、比利时、希腊、卢森堡、瑞典、葡萄牙、瑞士和英国通知投资者申报债权的主要途径。

^⑤ 如果没有投资者的最新地址或者破产公司的记录不完善，投资者保护机构可能无法直接通知投资者，采用公告通知也无法确保所有投资者都能看到公告，因此采用直接通知和公告相结合的方式通知投资者申报债权更有利于保护投资者。芬兰、爱尔兰和西班牙采用直接通知和公告相结合的方式通知投资者申报债权。

^⑥ EU15 个成员国中有 6 个没有采用明确的法定期限，其余的申请期限从宣告破产之日起 5 个月到 1 年不等。

^⑦ 支持文件一般包括身份证、合同详情、公司持有的资金余额或投资工具的详细陈述，以及其他可用来证明对破产公司享有债权的文件。

(2) 欧盟替代性投资者保护机制 (alternative protection mechanisms)

ICS仅对投资者通过证券公司开展投资业务面临的财务风险和操作风险提供一种事后发挥作用的、规则形式的保护，其他替代性投资者保护机制则以特殊制度安排 (institutional arrangements) 或规则 (regulation) 的形式出现(参见表2-5)。这些保护机制可事前发挥作用，从而减少破产发生的可能性；也可事后发挥作用，从而减少破产给客户带来的损失。

表2-5 替代性投资者保护机制的类型

投资者保护机制	规则保护	制度保护
事前保护 (Ex ante protection)	客户资产隔离 (segregation of client assets) ^①	外部存管 (external custody)
	其他业务行为规则 (如披露) (other conduct-of-business rules) ^②	声誉 (reputation) ^③
	审计、监督和处分 (audit, supervision and enforcement) ^④	经济资本 (economic capital)
	监管资本 (regulatory capital) ^⑤	
事后保护 (Ex post protection)	投资者补偿计划	私人保险 (private insurance) ^⑥
	监管资本	声誉
		经济资本

资料来源: Oxera, Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9/EC, a report prepared for European Commission (Internal Market DG), (2005).

^① 对 ICS 的需求严重依赖客户资产充分隔离。如果客户资产与证券公司自身的资产隔离，且在接管或清算程序中不用于偿还公司普通债权人，那么就能保护客户免遭证券公司破产损失的风险。隔离有多种方式，从投资者保护的 viewpoint 来看，严格隔离并采用第三方存管更为可取。

^② 业务行为规则旨在确保证券公司高效、诚实，为客户最大利益经营。包括关于利益冲突、公司管理层和职员行为守则、客户指令执行和客户资产管理规则。其中，特别重要的是披露规则，如果投资者确知现实的和潜在的风险，那么投资者保护规则发挥作用的余地就十分有限。珍惜声誉的公司会确保其所提供的信息是精确的，因此信息披露规则可以作为一种制度形式的事前投资者保护机制。

^③ 公司声誉是事前、事后都能发挥作用的制度形式的投资者保护机制。珍视声誉的公司会谨慎确保一贯提供高质量的服务，并根据客户最佳利益采取行动。这有助于减少公司给投资者带来损失的风险发生的概率。在出现问题的情况下，公司通过补偿投资者因此发生的损失，以便保全其声誉。不过，声誉作为保护机制的效力取决于补偿成本和对公司声誉损害成本之间的平衡。过去欺诈、挪用或其他形式的操作失败案例表明，对声誉的关心并非总是足够强大，以致能确保充分保护投资者。

^④ 为保护投资者课加给证券公司的所有监管要求都可能被有意无意地违反，因此规则需要有监督才能执行。监督包括内部程序（如公司的合规性部门）、外部会计师的审计和国家监管机构的直接监督，并在违反规则时给予处分。违规被查处的威慑及由此产生的处分行为，为公司建立良好的内部制度和控制，从而减少事前操作风险提供了激励。除通过业务行为规则和组织要求确保合规外，公司破产的财务风险也可以通过审慎监管和资本充足测试减少。

^⑤ 资本作为投资者保护机制可以分为经济资本和资本要求，前者源于公司自身的资本构成决策，后者由各国监管机构根据欧洲资本充足框架提出。资本既可以提供事前保护，也可提供事后保护，但各自针对的风险不同。公司的“财力雄厚” (deep pockets) 或母公司提供某些保护措施，从而避免破产的财务风险，这是事前保护。不过，资本几乎不能对操作风险提供事前保护，因为资本健康的公司也可能和资本很小的公司一样挪用资金。如果说资本能针对操作风险提供事前保护的话，在某种程度上仅构成损失的缓冲器。

^⑥ 保险通过在出现财务失败或操作失败时补偿投资者，从而提供事后保护。通过聚积众多公司的资本，保险可以提供一种成本比公司自身资本更加有效的投资者保护方式。不过，作为一种投资者保护机制，保险仍然存在诸多问题。如果保险是自愿的，它取决于公司针对不同风险类型投保的意愿。即使公司愿意投保，市场也不一定能提供针对多数重要风险的保险。有些保险，如专业人员或其他类型的保险可能需要支付较高的成本。保险合同可能含有排除因违反监管规则导致的损失。保险合同有期限限制，可能在证券公司破产时合同已经失效。在这些情况下，ICS 可能是偿还投资者在公司层面破产造成损失的唯一途径。

（三）境外证券公司破产投资者保护制度安排的启示

从境外证券公司破产或清算中投资者保护的制度安排，我们得出如下借鉴与启示：（1）保护投资者是保证资本市场长期发展的基本原则之一，应将保护投资者合法权益摆在立法和监管工作的核心位置；（2）每种保护机制各有优劣，互为补充，应建立以事前防御为主导的多层次投资者保护体系；（3）投资者保护应尊重市场意志，以市场化为基本导向，通过合理的契约安排，从时间和空间上分散证券公司破产的风险和成本；（4）为了防范道德风险，投资者保护应坚持有限保护和差别保护原则；（5）借鉴境外投资者保护的制度安排，应与当地的法律和监管框架相协调。

四、加强证券公司风险处置的投资者保护一般构想

鉴于证券公司综合治理的目标尚未实现，针对风险处置中暴露的问题，如何在日常监管和风险处置中加强投资者保护，成为监管层和投资者较为关心的问题。为了保护投资者的合法权益，应明确投资者保护的基本目标，确立投资者保护的基本原则，树立正确的投资者保护基本理念，构建多层次投资者保护体系。

（一）明确投资者保护的基本目标

在证券公司风险处置过程中，保护投资者的基本目标是保护客户资产安全。客户资产（client assets）是指证券公司为投资目的代表其客户持有或控制的资金、证券和权益（money, securities and positions）。客户资金指证券公司亏欠客户或代表客户持有的金钱，包括股息、利息等与投资有关的收入。客户证券通常由证书代表，但日益以非物质或账簿记录形式持有。客户权益指由证券公司代表客户参加交易产生的契约权利，包括由于期货、期权头寸价值改变产生的市场溢价利益。^①可见，客户资产的范围比较广泛。

保护客户资产安全是证券市场发展的基石，投资者（特别是非专业客户）对市场的信心来源于其资产的安全性。在投资过程中，为了交易方便，投资者必须

^① IOSCO Working Party 3, Paper to Technical Committee on Client Asset Protection, 08/1996.

将自己的资金和证券托管给市场中介机构（如证券公司等），发生委托保管关系，由此产生了资产安全权。^①从性质上说，证券公司破产带给投资者的损失是一种与市场无关的损失（non-market related losses）。这样，证券市场的投资者不仅要承担上市公司的风险，还要额外承担证券公司倒闭的风险。尽管所有投资都伴随有风险，但这种风险应该可预测地来自市场，而不是来自其代理人。^②如果证券投资者在承担市场风险外，还要额外承担证券公司倒闭的风险，那么将导致公众对金融证券市场丧失信心，甚至会发生社会信用危机。投资者不但关心采取合理的措施避免客户损失，而且关心是否建立了有效的客户保护机制，^③因此投资者保护不但应重视预防性措施，而且必须确保破产时客户资产能得到公正处置，并获得适当的补偿。成熟市场真正用于补偿客户的保护资金并不多，关键是通过制度效应恢复和提升投资者对证券市场的信心。

投资者保护的基本目标还要求，在制度选择出现价值冲突时，应优先考虑保护客户资产安全。特别是在我国“新兴加转轨”的市场环境中，更应如此。在证券持有模式和交易结算资金存管模式选择上，我国已经充分考虑到了这一点。^④

（二）确立投资者保护的基本原则

所谓证券公司风险处置中的投资者保护基本原则，是指贯穿于证券公司风险处置各个环节、各个方面，用以指导投资者保护的基本准则。围绕客户资产安全，应坚持有限保护原则和差别保护原则。

1. 有限保护原则

法律对投资者资产的保护源于投资者的资产安全权，但如果对安全的欲求变得无所不包，那么就会产生这样一种危险，即人类的发展会受到抑制或妨碍，因为某种程度的压力、风险和不确定性往往是作为一种激励成功的因素而起作用。^⑤尽管从某种意义上说，客户投资者对证券公司破产并无责任，不应承担因此产生

^① 周正庆：《证券知识读本（修订本）》，中国金融出版社 2006 年版，第 336 页。

^② David A. Kessler, Note & Comment: Investor Casualties in the War for Market Efficiency, *9 Admin. L. J. Am. U. 1307*, p.1343(1996).

^③ 如果客户认为证券公司欺诈、疏忽、责任不清晰或破产给其资产带来损失的风险过高，那么他可能需要付出额外的成本和时间来调查证券公司破产造成的影响，甚至不愿意将其资金委托给证券公司。

^④ 在证券持有模式上，尽管间接持有有可能更有利于提高市场效率和证券公司开展产品创新，但基于优先保护投资者的考虑，我国选择“直接持有为主，间接持有为辅”的证券持有模式。尽管完全实现客户证券交易结算资金第三方存管可能增加证券公司的成本，降低资金利用的效率，但基于优先保护投资者的考虑，我国新《证券法》仍从法律上确立了客户证券交易结算资金第三方存管制度。

^⑤ [美]博登海默著，邓正来译：《法理学、法律哲学与法律方法》，中国政法大学出版社 1999 年版，第 295 页。

的损失，但出于约束道德风险和培养投资者谨慎选择证券公司的风险意识的双重考虑，平衡准政府性质的投资者补偿机制和其他市场化保护机制之间的关系，投资者保护仍应遵循有限保护原则，主要体现为：

（1）补偿的主体有限。各国投资者保护制度通过确立合格客户的界定标准，限定有资格接受保护的投资者范围。

（2）补偿的客体有限。各国投资者保护制度补偿的客体一般限于投资者购买法定投资工具遭受的损失。

（3）补偿的风险有限。各国投资者保护制度主要补偿证券公司破产不能偿还客户资产的损失，^①市场风险不予保护。

（4）补偿的数额有限。各国投资者保护制度均设有补偿限额或补偿比例，让投资者分担数额不等的损失。

建议在立法中规定有限保护原则，明确投资者保护机构保护的投资者和投资工具、补偿的风险和补偿的限额，培养投资者的风险意识，引导其谨慎选择证券公司。

2. 差别保护原则

差别保护原则即根据投资者和其资产类别提供不同程度的保护，具体体现为：

（1）客户和股东比较，优先保护客户。客户和股东都是投资者，证券公司破产既损害客户的利益，也损害股东的利益。由于股东对证券公司有监督和制衡职责，对其破产承担一定的责任，因此证券公司破产时客户应优先于股东获得保护。

（2）个人和机构比较，优先保护个人。^②与机构投资者相比，个人投资者在资金、技术、信息，投资机会、投资成本、投资收益，以及识别和抵御风险的能力等方面相差悬殊。证券市场的一个基本特点是强势机构与弱势个人同台竞技，搏击同样的风险。不过，同样的风险对不同类型投资者的影响迥然不同，一项较小损失对于财力有限的个人产生的影响远胜于财力雄厚的机构。因此，追求公平、安全的法理价值和注重保护弱者的伦理价值要求优先保护证券市场先天禀赋和自

^① 如英国 ICS 还对疏忽的投资建议或低劣的投资管理给客户带来的损失提供补偿。

^② 有学者主张，应当给予机构债权与个人债权同等的保护。“个人债权与机构债权在权利保护的先后、程度及确定性方面都有极大的差异，这违反了平等保护的基本原则。”参见王小芳、晋重文：《破产证券公司债权人权利保障有缺损》，《上海证券报》，2005年12月12日。“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。”参见顾功耘、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。我们认为，在证券公司风险处置中，应坚持差别保护原则，优先保护个人投资者。如果对二者提供相同比例的补偿，一方面投资者保护机构财力不足，另一方面会助长道德风险；如果对二者都不补偿，而是平等参与破产清偿，那么个人投资者因受偿比例过低，容易激化社会矛盾。

我保护能力不足的弱势群体——个人投资者。从某种意义上说，证券投资者保护制度就是证券市场的弱者保护制度，“保护了最小投资人的利益就保护了所有投资人的利益”。

(3) 客户证券交易结算资金和其他客户资产比较，应优先保护交易结算资金。交易结算资金记在客户名下，其所有权属于客户，证券公司作为中介机构，仅按客户“指令”买卖证券，客户一般不应承担来自证券公司的风险。投资者委托证券公司管理的资产，尽管其所有权也属于客户，但由于证券公司有一定的理财选择范围，故其风险系数大于交易结算资金，客户通过证券公司的操作间接承担市场风险。因此，客户交易结算资金应比委托证券公司管理的资产获得更大的保护。

(三) 树立正确的投资者保护基本理念

为了更低成本、更高水平地保护投资者，必须加强事前保护、自我保护和市场化保护，实现投资者保护基本理念的“三大转变”。

1. 由事后保护转向事前保护

根据投资者损失发生的时间，投资者保护分为事后保护和事前保护。事后保护是在投资者合法权益受损后，通过监管机构制裁侵权主体，投资者提起民事赔偿诉讼，投资者保护机构提供补偿等事后方式，实现对投资者合法权益的保护。^①事前保护是通过确立证券公司的市场准入标准、净资本要求、业务行为规则、业务许可制度、股东资格、从业人员及高管的任职资格、加强内部控制和外部监管、加强系统风险控制、加强现场检查和非现场检查、建立诚信档案等措施，减少证券公司违法违规行为，避免对投资者合法权益的损害。证监会及其派出机构还从年审、业务稽查、创新试点评审等多方面加强对证券业务的监督和管理。这些都属于广义的事前保护。

事前保护着重前端控制，是一种积极的防御性保护，要求监管机构投入较多的资源；事后保护着重后端救济，是一种消极的被动性补偿，需要投资者保护机构支付较大的成本，二者存在此消彼长的关系。事后保护的目的在于，也不能防止导致证券公司破产的欺诈或管理不善，而这些要靠证券公司的制度和控制以及

^① 《刑法修正案(六)》将证券公司及其工作人员等违反受托义务，侵占和挪用客户信托或者委托财产等行为规定为犯罪，增设了新罪名，适当提高了法定刑，为保证证券公司客户资产的安全提供了强有力的制度保障，必将有效遏制挪用客户资产情况的普遍发生。

审慎管理来实现。如果各种防御性保护措施有效地发挥作用，那么证券公司违法和破产的概率很低，对投资者造成的损害也相对较小。^①因此，投资者保护应以事前防御为主导，事后保护为补充。

2. 由外力保护转向自我保护

根据依靠力量的不同，投资者保护分为外力保护和自我保护。外力保护是通过证券监管机构、司法机关、市场中介机构、行业协会、投资者保护机构、新闻媒体等外部力量采取措施保护投资者。自我保护是投资者通过提高风险意识，树立理性投资理念，及时行使法律赋予的实体和程序权利来保护自己的利益。自我保护要求投资者能识别交易过程中损害客户利益的行为；^②谨慎选择风险低、实力强、信誉好、运作规范、资金充盈的证券公司；^③合法权益受到侵犯后及时行使诉权；^④通过各种信息渠道及时行使知情权。^⑤

“个人是其自身利益的最佳判断者”，自我保护机制是资本市场投资者权益保护的基础机制。^⑥“风险自担”要求投资者具备基本的自我保护能力，^⑦因为外部力量拥有的资源始终有限，且可能存在利益冲突和激励不足等问题，难以为投资者提供全面保护。如果投资者过度依赖外力保护，当外部力量缺位或不作为时，投资者利益反而更容易受损。随着我国证券市场向纵深发展，应当进一步强化投资者的自我保护意识，建立自我保护机制，提高自我保护能力。

3. 由行政保护转向市场化保护

根据保护措施的性质和成本分担，投资者保护分为行政保护和市场化保护。行政保护是监管部门（或行业协会）运用行政手段（或准行政手段），动用公共资

^① 美国、欧盟、澳大利亚等国家，由于投资者事前保护机制运作良好，近年很少发生因证券公司破产引发的投资者补偿案例。比如，美国 2004-2005 年仅有 3 家证券公司破产，SIPC 年报将这一显著成果归功于 SEC、SROs 和各州的监管者，认为是他们监督了经纪公司遵守 SEC 关于资本充足的规则和客户资产隔离规则。参见 SIPC2005 年年报。

^② 包括违背客户的委托指令买卖证券；不在规定时间内向客户提供交易的书面确认文件；挪用客户委托买卖的证券或者客户账户上的资金；私自买卖客户账户上的证券，或者假借客户的名义买卖证券；为牟取佣金收入，诱使客户买卖证券；其他违背客户真实意思表示或损害客户利益的行为。

^③ 评价金融机构的风险要求专业人士评估大量技术信息，这对缺乏相关信息和专业知识的投资者而言，存在一定的困难。

^④ 投资者及时行使诉权既可以维护自己的利益，又可以对证券公司形成外部压力，促使其完善内部治理。

^⑤ 投资者应及时了解证券公司披露的信息，及时查询自己的账户。

^⑥ 张育军：《投资者保护法律制度研究》，人民法院出版社 2006 年版，第 140 页。

^⑦ 这里的风险不仅包括价格波动的风险，来自上市公司的风险，还包括来自证券公司的风险，特别是其经营失败的风险。应当指出的是，“投资者风险自担”的前提是证券市场信息充分披露，投资者利益受损后有适当的救济渠道，否则，片面强调“风险自担”便是不合适的。

源保护投资者的合法权益。^①市场保护是市场主体运用市场手段，动用市场主体提供的资源保护投资者的合法权益。市场化的投资者保护机制由教育机制、诉讼机制、补偿机制组成，其核心是由市场主体提供保护资源，将证券公司退市成本锁定在市场本身。

随着中国证券市场的市场化进程加速，证券公司市场退出已成“共识”。在证券公司市场退出过程中行政力量应逐渐淡出，市场力量应不断增强。^②即使是证券监管机构，在保护投资者合法权益时，也应尊重市场规律，采用市场化手段，坚持市场化导向。由行政保护转向市场保护是投资者保护发展的必然趋势。

（四）构建多层次投资者保护体系

尽管保护投资者有多种机制，但没有任何单一机制能在各个时段、全面充分保护投资者的合法权益，多种机制联动才能产生理想的保护效果。围绕证券公司风险处置，应建立多层次、全方位的投资者保护体系。

1. 建立风险预警机制，通过证券公司风险防控保护投资者

“冰冻三尺非一日之寒”，证券公司的风险是日积月累的，不是突然陷入困境的。证券公司的风险长时间积聚并集中爆发，充分说明了我国尚未建立起有效的风险预警机制和事前防御机制。通过加强日常合规性监管和审慎性监管，完善以净资本为核心的风险预警机制，推进投资者资产隔离机制，强化证券公司信息披露机制，拓展投资者诉讼机制，倡导证券市场诚信文化建设，能有效避免证券公司风险积累，减少证券公司破产的危险，减少投资者因此所受的损失。

建立风险预警机制的目的在于，要求进入风险临界的证券公司及时补足资本，^③及时采取措施保护投资者的合法权益。这是保护投资者的第一道防线。如果投资者事前、主动和自我保护机制有效发挥作用，那么投资者补偿等事后保护制度就可备而不用，趋近无为而治的理想境界。

^① 在以前的风险处置实践中，政府多采用行政手段而不是市场手段来处置风险，以政府信用为金融机构和投资者提供隐性担保，以公共资金填补证券公司给投资者造成的损失，助长了证券公司从事高风险业务，甚至间接鼓励证券公司挪用客户资产用于高风险业务，而投资者则不必担心证券公司破产带来的损失。

^② 在实践中，市场力量增强具体体现为：（1）处置措施由原来的行政关闭、撤销或接管，转化为主要采用司法破产和市场化重组方式；（2）托管主体由原来的政府或具有国有性质的资产管理公司托管，转化为主要由市场主体同业托管；（3）投资者保护由过去的央行埋单，转化为由证券投资者保护基金补偿。

^③ 由于证券公司有对外股权投资，随着股权价值发生变化，证券公司的净资本必然随之发生变化。特别是在市场下跌的时候，证券公司的净资本有可能不符合最低净资本要求，此时必须及时补充净资本或者收缩业务，否则会产生较大的风险。

2. 完善重组重整机制，通过挽救证券公司保护投资者

重组和重整是在风险预警机制失灵，风险既已形成的前提下，通过挽救证券公司，从而保护投资者的积极机制。由于证券公司等金融机构破产对社会的影响比较大，各国金融监管当局都鼓励通过重组重整等挽救性措施来化解风险，保护利益相关者的合法权益。重组是行政处置阶段的挽救措施，分为行政重组和市场化重组：行政重组一般由中央或地方政府，或者具有特殊职能的公司出资重组高风险证券公司；^①市场化重组一般由其他证券公司、外资、大股东、债权人等市场主体采取注资、股权重组、债务重组、资产重组或其他措施重组被处置的证券公司。^②重整是在证券公司符合破产条件的情况下，由证券监督管理机构等向法院提出重整申请，通过制定和实施重整计划来挽救证券公司。对有挽救价值的证券公司应更多地通过市场化的重组或重整化解风险。在重组或重整过程中，政府应更多地提供政策上的优惠和支持，一般不宜直接投入公共资金，同时应特别注意对重组重整过程的监管，积极追究导致证券公司破产的违法违规人员的法律责任。

对于投资者和债权人而言，重组和重整保留了更多的资产价值，重组和重整后的公司继续承担原来的债权债务，有利于最大限度保护投资者的合法权益。因此，完善重组重整机制挽救证券公司，是保护投资者的第二道防线。

3. 完善破产补偿机制，通过事后救济保护投资者

对于没有挽救价值或无法挽救的高风险证券公司，应果断通过司法破产程序让其退出市场，并通过事后救济建立投资者保护的最后一道防线。

(1) 经纪业务托管是投资者保护的基本前提。由于证券交易的特殊性，风险处置不能停止经营行为。监管机构须指定具有一定资质的市场主体托管经纪业务并转移客户和客户资产。投资者通过被托管的营业部，可以继续享受连续性服务，保证交易活动正常进行。

(2) 账户清理是投资者保护的重要基础。托管清算机构根据账户清查目的，确立适当的账户分类标准和清查步骤，甄别确认各账户性质，确认被挪用的客户

^① 如汇金公司注资银河证券、申银万国证券、国泰君安证券，重庆市政府重组西南证券等。汇金公司向银河证券注资 100 亿元，向申银万国证券注资 25 亿元，另提供贷款 15 亿元，向国泰君安证券公司注资 10 亿元，另提供贷款 15 亿元。西南证券获得中国建银投资公司 11.9 亿元新增资金和 8.1 亿元流动性贷款，同时重庆市政府也安排重庆渝富公司对西南证券增资 3 亿元。

^② 如瑞银外资重组北京证券、南航债转股重组世纪证券、华泰证券注资重组联合证券、大股东中国民族国际信托投资公司和首都机场集团重组民族证券等。

证券交易结算资金和个人债权总额，以及每位客户可获补偿的具体数额，为投资者保护机构的收购提供切实的依据。

(3) 返还账户内的资产是对投资者的直接保护。如果客户账户内的资产与被处置证券公司的自有资产、其他客户资产相区别，权属清晰，没有发生混同，也没有被挪用，那么客户账户内的资产是属于客户所有的财产，应当由托管清算机构返还客户，或者由客户取回。

(4) 债权收购是投资者保护的实现机制。根据账户清理和债权甄别的结果，投资者保护机构依照法律或政策，弥补客户证券交易结算资金缺口，收购个人债权，以直接的经济形式补偿投资者的损失。

(5) 最大限度收回被处置证券公司的资产，并按市场化方式处置其证券类资产，是投资者保护的物质保障。破产是以债务人的全部资产作为偿债基础的特殊清偿手段。^①破产财产价值最大化有利于提高清偿比例，对保障包括投资者在内的所有债权人的利益至关重要。

(6) 商业保险是投资者保护的重要补充。商业保险为投资者保护机构保护范围之外的风险和保险限额之外的损失提供保护。我国暂无此类机制，但可以考虑适时引进商业保险机制，扩大投资者保护的范围，提高投资者保护的水平。

五、实现证券公司风险处置的投资者保护具体对策

投资者保护的一般构想要靠制定法律、加强监管、完善制度来实现和保障。本部分从具体层面提出加强证券公司风险处置中投资者保护的若干具体对策和建议。

(一) 立法层面：制定风险处置和投资者保护法律

市场经济是法治经济，无论是证券公司风险处置，还是投资者保护都应依法进行。加强证券公司风险处置中的投资者保护应完善的基本立法至少包括：解决破产前行政处置问题的《证券公司风险处置条例》；解决破产中特殊程序问题的《金融机构破产实施办法》；解决两个阶段投资者保护问题的《证券投资者权益保护

^① 齐树洁：《破产法研究》，厦门大学出版社2004年版，绪论。

法》。目前,《证券公司风险处置条例》仍在作后期修改,应抓紧出台《金融机构破产实施办法》,适时制定《证券投资者权益保护法》。

1. 尽快完善《证券公司风险处置条例》

完善处置措施和处置程序有利于提高证券公司风险处置效率,最终有利于保护投资者合法权益。对有再生价值的证券公司,宜采用停业整顿、托管、接管、重组、重整这些挽救措施;对严重违法挽救无望的证券公司应适用撤销关闭、行政清理、司法破产这些淘汰机制。鉴于《证券公司风险处置条例》已经列入国务院的立法计划,根据《证券公司风险处置条例》(2006年9月21日草案)(以下简称《处置条例》(草案)),结合新《证券法》、《证券公司风险控制指标管理办法》(以下简称《管理办法》)的相关规定,就风险处置措施(参见附录3)和风险处置程序(参见附录4)提出如下完善意见。

(1) 处理好行政程序与司法程序的衔接

证券公司风险处置包括行政处置和破产清算两个阶段,适用两种不同的法律制度,证券监管机构、司法机构和投资者保护机构等多个机构同时参与,因此必须明确各自的权力边界,避免职责冲突。

一方面,证监会作为证券市场的监管机关,对证券公司的市场退出有全面的监管权力。行政处置阶段的措施都应由证监会决定并监督实施。证监会根据措施的实施情况决定进一步采取其他后续措施或者解除已采取的措施。证监会的基本行为准则和目标应是充分尊重和遵循市场经济规律的内在要求,以完善的法律法规为依据,维护市场安全和社会稳定。^①对国家相关监管机构依据有关行政法规、规章所采取的行政处置措施,法院一般应予尊重。^②

另一方面,证监会是市场的利益主体之一,它的行为受到法院的调整。司法具有最终权威,法院超越于社会之上,依法对市场的利益主体进行平衡。如果在证券公司破产案件中,法院和证监会的权力界限模糊,可能导致行政对司法的干预,从而影响司法的独立性,既可能损害投资者的合法权益,^③也可能导致不必要的迟延并增加破产成本。^④

^① 参见李国旺等:《我国证券公司退出机制研究》,上海证券交易所第十期联合研究课题(2004年),第16页。

^② 窦玉梅:《为推进证券公司综合治理提供有力司法保障》,
<http://www.chinacourt.org/public/detail.php?id=178827>。

^③ 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页。

^④ 参见[瑞士]艾娃·胡普凯斯著,季立刚译:《比较视野中的银行破产法律制度》,法律出版社2006年版,第

(2) 扩大申请证券公司破产的主体

根据新《破产法》第 134 条、《处置条例》(草案) 相关条款的规定, 似乎只有证监会可以申请证券公司破产。^①证监会申请证券公司破产, 既是非常必要的, 也符合国际通行做法。^②但我们认为, 应允许以下主体申请证券公司破产:

第一, 债权人应有权经证监会批准后申请证券公司破产。申请不能清偿到期债务的债务人破产是新《破产法》赋予债权人的基本权利。^③在实践中, 也有债权人申请证券公司破产的先例。^④

第二, 证券公司(特别是民营证券公司)作为债务人也可有条件自行申请破产。允许证券公司自行申请破产是现代破产法保护债务人功能的体现。尽管国外立法多规定证券公司可以自愿清算或“自我废业”, 但需要经过审查。^⑤建议我国立法也允许证券公司有条件申请“自我废业”, 只有经证监会审查没有违法行为或没有严重违法行为, 且不损害投资者利益的情况下才能获准。^⑥

由于保护基金公司不是证券公司的监管机构, 也不是其直接利害关系人, 我们不赞成直接赋予其申请会员破产的权利。但如其以债权人身份出现, 则可以申请债务人(证券公司)破产。

(3) 其他具体修改建议

第一, 增加停业整顿机构和客户回转规定。由于高风险证券公司的停业整顿

68 页。

^① 具体分为以下几种情况: (1) 证监会直接申请符合《破产法》第 2 条的证券公司破产; (2) 证监会直接撤销关闭证券公司, 经行政清理后申请其破产; (3) 证监会采取停业整顿、接管、托管、重组、重整这些挽救措施不成功, 撤销关闭证券公司, 经行政清理后申请其破产。参见新《破产法》第 134 条, 《证券公司风险处置条例》(草案) 第 9、13、15、19、36、38 条。全国人大常委会法工委副主任安建也认为, 金融机构破产须由金融监管机构提出。参见《企业破产清偿顺序重新界定》, http://pcftl.cn/htmldata/2/2006_11/article_28_1.html。

^② 从国外的情况来看, 在大部分法律体制之下, 监管机构有权启动金融机构的破产程序。例如, 加拿大《破产和清算法》规定, 证券委员会可以申请证券公司破产。证监会是证券公司许可证的颁发机关, 它有权决定证券公司是否继续经营。与投资者和其他债权人相比, 证券监督管理机构能充分获得证券公司的信息, 如其不及时申请证券公司破产, 可能使风险扩大, 从而使投资者遭受更大的损失。证监会地位相对超脱, 有利于从保护投资者利益、维护行业发展的高度来启动破产程序。证监会申请证券公司破产有利于提高风险处置的效率, 节约成本。

^③ 参见新《破产法》第 7 条。

^④ 2006 年 7 月 12 日, 深圳市中级人民法院发布公告, 正式受理了申请人深圳市蓝波湾投资有限公司申请被申请人南方证券股份有限公司破产还债一案。

^⑤ 根据 SIPA 的规定, 如果经过判断无需 SIPC 介入并动用基金来偿还客户, 证券公司可在 SIPA 程序之外自愿清算业务, 自律组织可以提供其认为适当的帮助或监管, 以保护证券公司客户的利益。日本有“自我废业”制度, 即经营状态恶化、无法继续营业的证券公司主动申请交回营业许可证, 宣布事实上倒闭。大藏省在接到证券公司的申请后, 立即对其进行检查, 在确认客户资产不受损失等前提下, 方予以认可。但是, 如果在检查过程中发现重大违法事件, 则不能接受“自我废业”, 而是对证券公司作出吊销许可证的处分。

^⑥ 在实施客户交易结算资金第三方存管后, 预计这种不需要保护客户, 无违法行为, 仅因为过度经营而破产的证券公司可能会出现。

需要相应的指导和监督，建议增加关于停业整顿组的规定。如果需要将客户转移到其他证券公司，那么应规定经停业整顿恢复正常经营以后，客户如何回转到原公司。

第二，确立托管机构的资质标准。鉴于托管直接关系到投资者利益，托管机构在很大程度上优先受让被处置证券公司的证券类资产，同时为了避免地方政府因地方利益强行要求本地证券公司托管，或者托管机构本身在两三年后又被处置的尴尬，应规定托管机构的资质标准。^①

第三，避免概念使用混乱。例如，撤销（经营）证券业务许可/撤销/责令关闭/撤销相关业务许可是一组密切相关的概念（参见附录5），但在相关法律中的适用似乎有点混乱。^②从逻辑关系上理解，“撤销（经营）证券业务许”似乎应当包含撤销全部证券业务许可和撤销相关（部分）证券业务许可；撤销全部证券业务许可等同于“撤销”；“责令关闭”内在包含撤销全部证券业务许可并消灭法人资格；不过，撤销全部证券业务许可或“撤销”并不一定导致消灭公司法人资格。

第四，让行政处置阶段的合格人员担任破产管理人。考虑到行政处置阶段的相关人员（一般为熟悉证券业务的监管部门人士或市场专业人士）熟悉案情，破产管理人中应包含曾参与行政处置工作的合格人员。此外，还可借鉴美国的做法，允许保护基金公司在特定条件下担任破产管理人。

第五，关于债权登记，我们倾向于支持在行政处置阶段所有债权都应当申报并进行登记。^③由于被处置的证券公司规模不一，债权人的数量和债权数额相差悬殊，为了提高风险处置的效率，建议行政处置阶段纳入收购范围的债权申报期限设置更富弹性，为自处置日（或清算组公告之日）起最短不少于30天，最长不超过90天。清算（理）组在该范围内根据被处置公司的实际情况确定债权申报期限，并在公告中说明。

此外，尽管适用挽救性措施处置高风险证券公司可以较好地保护投资者的合法权益，但容易掩盖矛盾和问题。因此，在适用挽救性措施的过程中，应注意加

^①具体资质标准包括具有经营证券业务的资格；财务健康；具备履行托管职能的专业人员和资金来源等。

^②比如在《证券公司风险控制指标管理办法》第39、40条中，“撤销”与“撤销经营证券业务许可”、“撤销相关业务许可”在同一法律文件中作为并列概念列出。有学者认为，在我国证券公司风险处置过程中，撤销和责令关闭的内涵是一致的。参见李淑清 龙成凤：《我国证券公司风险处置问题探析》，《证券市场导报》2006年11月号，第48页。

^③在美国证券公司清算程序中，托管人登记所有债权人的债权，但对客户和其他债权人分别适用不同的登记程序。从理论上说，只有登记了所有债权后才能最终确定证券公司资不抵债，从而向法院提出破产申请。

强对被处置公司及相关责任人员违法违规行为的责任追究和法律制裁。

2. 抓紧出台《金融机构破产实施办法》

金融机构破产具有不同于一般公司的特殊性，众多国际规则和国内立法都要求对金融机构破产作出特别规定。^①我国新《破产法》第 134 条规定，“金融机构实施破产的，国务院可以依据本法和其他有关法律的规定制定实施办法。”^②

(1) 《金融机构破产实施办法》的立法模式

金融机构破产有两种立法模式：一种模式是综合立法，即由国务院根据新《破产法》授权条款的规定，制定综合性的《金融机构破产实施办法》，将银行、证券、保险等所有金融机构的破产纳入其调整范围。另一种模式是分别立法，即由国务院根据新《破产法》授权条款的规定，分别制定证券公司、商业银行、保险公司等金融机构破产实施办法。前者突出金融机构破产的共性，立法成本相对较低；后者突出各金融机构破产的个性，立法成本相对较高。考虑到综合经营是未来金融机构发展的趋势，其破产宜采综合立法模式，同时应在立法中顾及不同性质的金融机构各自破产的特殊性。

(2) 《金融机构破产实施办法》的基本架构

《金融机构破产实施办法》的基本架构至少应包括：金融机构的市场准入和市场退出关系到社会公众的利益，是金融监管的重要内容，其市场退出须经金融监管部门批准；破产是金融机构风险处置的最终措施，应明确破产与其他处置措施之间的过渡与衔接；金融机构破产一般分为行政处置和司法破产两个阶段，应明确划分两个阶段的基本任务，注意两者之间的对接；为了确保最大限度收回资产，应对金融机构行政处置期间的“冻结”或“中止”程序作出特殊规定；为了保证金融经纪业务不因金融机构破产而中断，应对金融经纪业务客户转移作出规定；为了保护金融机构客户的合法权益，应对客户资产保护作出专门规定，预留

^① UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law (2004) 指出，许多国家针对不同的经济部门，制定了专门的破产制度。对于某些具有特殊性质的企业，如银行、保险机构以及股票或商品经纪人等（要求特殊待遇的债务人），可能需要一些特殊规则。为了解决这些债务人破产的问题，可以在监管制度（regulatory regimes）中规定特别适用于这类企业破产的条款，或者在普通破产法中作出特别规定。美国 1978 年《破产法》第 7 章第三节以“证券经纪商清算”（Stockbroker Liquidation）为标题，对证券公司破产作出专门规定。加拿大《破产清算法》第七部分，以“证券公司破产”（Securities Firm Bankruptcies）为标题对证券公司破产作出专门规定。

^② 全国人大财经委法案室主任朱少平表示，新破产法所指称的金融机构破产，其涉及范围非常广，它涵盖货币市场、外汇市场、证券市场、保险市场、债券市场、期货市场、信托市场，甚至包括境外金融机构在华设立的金融机构。参见钱昊旻、董文胜：《新破产法将于 07 年 6 月 1 日施行 亟待相关制度配套》，《中国证券报》，2006 年 12 月 25 日。

与相关客户保护机构和保护（保险）基金衔接的接口。

3. 适时制定《证券投资者权益保护法》

（1）制定《证券投资者权益保护法》的必要性

从国内层面看，制定专门法律保护处于弱势地位的特定社会群体是我国一贯的做法。尽管近年来投资者保护在立法中颇受重视，但总体上立法分散，层次偏低，可操作性不强，保护面较窄，彼此不协调。证券集团诉讼和证券仲裁仍付阙如，投资者维权渠道仍然有限。投资者教育停留在较低层次，其自我保护能力亟待提高。现行债权收购以部门规章为依据，政策缺乏连续性。保护基金公司在破产程序中的法律地位、权利、义务等都还不很明确，实际运作仍然面临不少法律难题。全面解决上述问题首推专门立法。

从国际层面看，制定专门立法保护投资者合法权益似乎成了国际潮流。各国投资者保护立法大体上分两类：一类是在国家专门立法中确立投资者保护制度，以美国、澳大利亚、爱尔兰等国为代表；^①另一类是在综合性法律中规定投资者保护制度，以英国、德国、爱沙尼亚等国为典型。^②甚至过去建立在行政规章基础之上的投资者保护制度，现在也“升格”由专门立法或综合性立法来规定。^③

从外部环境看，上市公司股权分置改革即将结束，证券公司风险处置接近尾声，修订后的“两法”实施了一年有余，由全国人大制定综合性的《证券投资者权益保护法》的外部环境日趋成熟。

（2）《证券投资者权益保护法》的基本架构

考察境外投资者保护立法后，^④我们认为，《证券投资者权益保护法》的基本架构可包含三部分：第一部分为投资者保护机构、保护基金方面的内容，包括但不限于已经成立的证券投资者保护基金。第二部分为证券公司破产清算特殊程序方面的内容，该部分应注意与《金融机构破产实施办法》相协调，着重规定证券

^① 美国 1970 年制定了《证券投资者保护法》，澳大利亚 1987 年制定了《国家担保基金法》，爱尔兰 1998 年制定了《投资者补偿法》。

^② 英国 2000 年制定了《金融服务和市场法》，德国 1998 年制定了《存款担保和投资者补偿法》，爱沙尼亚 2002 年制定了《担保基金法》。

^③ 例如台湾证券暨期货管理委员会 1995 年颁布了《证券投资人保护基金设置及运用办法》，以行政立法方式对证券投资人保护基金的设置及运用等相关事宜作出规定。2002 年 7 月制定了《证券投资人及期货交易人保护法》及相关子法，形成了一个规模庞大的证券投资者保护法群，包括《证券投资人及期货交易人保护机构管理规则》、《证券投资人及期货交易人保护机构调处委员会组织及调处办法》、《证券投资人及期货交易人保护基金偿付作业办法》。

^④ 例如，美国 SIPA 主要包括投资者保护机构和保护基金以及证券公司特殊清算程序两部分。台湾《证券投资人及期货交易人保护法》主要包括投资者保护机构和保护基金以及投资者诉讼支持两部分。

公司破产的特殊程序和投资者保护机构参与证券公司清算的程序问题。第三部分为投资者申诉、调解、仲裁、诉讼、咨询和教育等投资者服务项目。新法应注意与现有法律法规衔接，着眼于建立全面、系统的投资者保护长效机制。

鉴于全国人大制定法律的周期较长，《投资者保护条例》已经成稿，可作为过渡形式的立法先出台。不过，条例不能解决投资者保护的所有问题，集团诉讼和集团仲裁等问题还须由位阶更高的法律来规定，因此在制定《投资者保护条例》的同时，至少应启动立法准备工作，适时制定《证券投资者权益保护法》。

（二）监管层面：加强证券公司风险控制与风险隔离

证券公司风险集中爆发充分暴露了我国在证券公司监管方面存在不足。通过加强对证券公司的监管，积极防止证券公司风险积累和破产，遏制损害投资者合法权益的违法违规行为，有利于最大限度保护投资者。

1. 加强证券公司风险业务的监管

对证券公司的监管方法主要有审慎性监管和经营行为监管两类：前者的重点落在证券公司的财务责任方面，后者的重点落在规范证券公司的业务行为。风险处置的实践证明，证券公司各项业务中自营业务和资产管理业务风险比较大。证券公司往往是在违规自营亏损或者开展违规托理财无法偿还的情况下，才挪用客户交易结算资金或委托理财资产。控制证券公司的财务风险，必须在证券公司风险发展到很严重的程度之前，通过持续性监管及早发现问题。发现证券公司提交的定期报告和特别报告（特别是财务报告）可能存在潜在风险的，证券监管机构应及时组织现场检查。

《证券监管的目标和原则》指出，公司内部应有明确的政策，规定哪些情况下可自营交易。监管机构应获得被监管公司的自营交易情况，并判断该公司的净资产是否足以承受其自营交易所含的风险。公司所提供的信息必须充分，以便监管机构了解公司及其子公司的整体业务风险，并监管保证金交易，察觉利益冲突或操纵行为。应确保证券公司实行严格的业务隔离，竭力避免或妥善处理利益冲突。^①若冲突可能发生，应通过妥善的披露、内部保密规定或停止可能引起冲突的行为等途径，确保公平对待客户。

^① 尽管我国证券法律法规都强调不同业务部门之间的防火墙制度，但在实践中并没有得到有效执行。证券监

鉴于委托理财的主体、标的、内容都具有特殊性，^①但表现形式上又类似于普通民事代理，我们认为委托理财双方构成特殊商事代理关系。^②委托理财的受托资金视同交易结算资金管理，由客户自行承担投资风险。证券公司不得承诺收益或分担损失，保底条款因其违反证券法的强制性规定而无效。^③交付委托理财资产后，投资者不但难以控制其交付的资产，而且难以有效监督和制约证券公司的行为。证券公司则对投资者的委托资产享有很大的自由处置权，极容易滥用优势地位，损害投资者的利益。在这种情况下，应加强对委托理财的监管，让证券公司承担更高的法律责任。这种法律责任类似于信托，要求证券公司将客户的利益置于自己的利益之上。

2. 全面实施客户资产隔离制度

控制证券公司风险的根本点在于，杜绝证券公司接触从而避免挪用客户交易结算资金及客户证券资产。在证券公司和客户之间设立“防火墙”，是保护投资者利益的事前防范机制。

从法理上说，保护投资者资产安全最有效的方法是将投资者委托给证券公司的资产界定为所有权（物权），^④而有效实现投资者的所有权要求有效隔离客户资产（资金/证券）。新《证券法》从立法上肯定了交易结算资金第三方存管制度，同时规定“具体办法和实施步骤由国务院规定”，其具体实施则结合风险处置，从高风险证券公司开始。^⑤

由于第三方存管会给证券公司会带来一定的不利影响，部分公司可能有抵触情绪或者处于观望状态。业内对第三方存管的操作模式以及由谁主导等问题仍有

管机关对于这方面的监管与督促也不够。一些证券公司将其经纪业务和其他业务混合操作，以便能够挪用经纪业务部门的客户保证金。个别证券公司的管理人员甚至同时担任证券自营、经纪和资产管理等部门多个有利害关系的部门负责人。有些证券公司的前台经纪业务和后台资金结算系统由一人负责，中间没有防火墙。此外，我国证券公司普遍缺乏合规性检查部门，难以对内控制度出现的问题及时采取矫正措施。一旦出现利益冲突，优先保护证券公司利益而忽视甚至损害客户利益在所难免。

^① 委托理财是一项金融业务，金融机构须经批准才能开展该项业务。受托方向委托方提供的金融产品投资管理是专业理财服务。委托理财的标的（资金或证券）是一种金融产品，其所有权属于委托人。受托方以委托方的名义进行投资管理，但具体投资决定由受托方自主作出。

^② 这种特殊的代理关系建立在民事代理的基础上，但又不同于一般的民事代理。既受《合同法》的调整，又受《证券法》等法律法规的约束。如二者出现冲突，《证券法》的规定优先适用。

^③ 司法实践和风险处置实践都认定，委托理财合同中的“保底条款”无效。

^④ 物权方法更能保护物权人的权益，当物权方法不能适用时，才适用债权方法。根据罗马法确定的原则，如果保管财产没有与受托人自己或其他委托人的其他类似财产混同，那么委托人就仍然拥有对于这部分财产的所有权，可以行使所有权人的权利；但是若托管财产与受托人处的其他财产已混同，通常情况下，委托人可能只对中介机构具有合同上的要求返还同等同类数量财产的普通债权。王平，柯荆民：《证券所有权及转让和质押——无纸化引发的法律变革》，《金融时报》，2003年9月27日。

^⑤ 南方证券是国内第一家实施三方存管的证券公司。

争议。新《证券法》强制要求第三方存管后，银行要求在存管中获得更大的利差收入。因此，实现第三方存管很难“毕其功于一役”。在完全实现第三方存管之前，证券公司仍有挪用客户资金的通道。在实施第三方存管过程中，如果证券公司有意或无意以不适当的方式隔离客户资产，公司破产时客户资产仍然面临风险。即使交易结算资金实现第三方存管后，证券公司依然有挪用投资者保证金的可能。^①更为重要的是，第三方存管会产生存管银行违法和破产的风险。为此，我们建议：

(1) 确立存管银行的资质标准，控制第三方风险。考虑到要让没有关联的存管人持有巨额的客户资产，因此谨慎选择合适的存管人非常重要。^②IOSCO 要求采用第三方持有客户资产的监管机构，应在适合其客户资产保护制度的情况下，确立甄选存管人的标准，确保即使不能提高也应维持客户现有的保护水平，并充分披露一切风险。^③

(2) 建立信托安排，确保客户交易结算资金的独立性。存管银行以信托账户存管客户交易结算资金，建立以客户交易结算资金为信托财产的信托法律关系，使信托账户内的资金独立于存管银行的其他资产。

(3) 合理划分存管银行破产时客户保护基金的责任。存管银行破产时，客户在存管银行一般有两个账户，其中交易结算资金账户缺口宜由证券投资者保护基金弥补，存款账户缺口宜由银行存款保险基金弥补。

(4) 明确存管银行破产时证券公司和客户可能承担的责任。监管机构应明确证券公司在多大程度上承担选择和管理 (choice and conduct) 代表其持有客户资产的银行和存管人的责任，以及客户在多大程度上承担第三方破产的责任。^④

(5) 加强管理，提高记录质量。有效隔离客户资产和公司资产严重依赖证券公司和存管人的记录质量，监管部门应要求证券公司加强记录保管和账目更新。精确的记录和明晰的账目有利于加快清算工作的进程，提高行政清理的效率。

^① 在首届全国区域金融合作、金融市场创新与投资者保护研讨会上，吴晓求教授提出该观点。参见蒋晔：《警惕侵害投资者权益方式的新变化》，《证券时报》，2006年11月13日。

^② 从理论上说，持有客户资产的存管人或第三方应具有高于证券公司的信用级别。在此情况下，实施第三方存管才有可能增加对客户资产的保护。否则，客户资产的风险不但不会下降，反而可能增加。

^③ IOSCO Working Party 3, Paper to Technical Committee on Client Asset Protection, Recommendation 6, 7, 08/1996.

^④ IOSCO Working Party 3, Paper to Technical Committee on Client Asset Protection, Recommendation 8, 08/1996.

3. 推进证券公司信息公开披露

除中信证券和宏源证券外，我国证券公司均为非上市公司，其财务状况不对公众公开。这为少数证券公司掩盖违法经营事实，隐藏经营风险，逃避监管和社会监督提供了可乘之机。作为为广大投资者服务的金融机构，证券公司也是“公众性公司”，监管部门应监督证券公司进行详细、及时、准确的信息披露。客户作为证券公司的直接利益相关者，有权知道其财务状况和经营情况，以便决定是否选择该公司提供服务。信息不对称也许是导致市场失败的最重要原因，而对金融消费者进行更充分的信息披露将有助于纠正这一问题。更充分的信息有助于更好地保护消费者免受其可能并未意识到的金融风险的影响。向消费者进行信息披露的本质是提醒用户和潜在用户注意与金融交易相联系的风险。^①

《证券监管的目标和原则》指出，为确保投资者更好地保护其自身利益，监管机构应确保公众能获知执证机构的相关信息，比如其所执执照的种类、获准从事的业务范围、高级管理人员、获准以该中介机构名义行事的人员。^②《协调保护投资者的核心商业行为准则》^③指出，在提供投资服务以前，证券公司必须向客户充分提供关于其自身和其所提供的投资服务的信息。IOSCO 技术委员会发布的《客户资产保护》（1996）强调在客户保护过程中透明度的重要性，必须让客户知道其资产面临的风险水平和风险类型。证券公司应定期、及时向客户报告其代表客户持有的资产和客户资产保护安排的相关信息。

如果证券公司披露的信息成为市场的信号，就能警示投资者主动退出交易或者选择不与特定证券公司交易，以此对管理和经营不善的证券公司实施市场惩戒，通过有效的外部压力促使其退出市场。只有知悉其资产可能面临的风险类型和风险水平，投资者才能对交易作出信息充分的决定，并及时采取行动保护其资产安全。新《证券法》确立了证券公司强制性信息报告制度，但没有要求证券公司履行向社会公众的公告义务。为此，证监会启动了证券公司信息公示制度，要求所有证券公司必须按照监管部门要求的形式和内容，通过多种形式和渠道向公众进行信息公示，并对公示信息的真实性、准确性、完整性负责。^④建立和完善信息公

^① 约瑟夫 J. 诺顿著，廖凡译：《全球金融改革视角下的单一监管者模式：对英国 FSA 经验的评判性重估》，《北大法律评论》2006 年第 7 卷第 2 辑。

^② 信息必须完全公开并随时可获得，可保存在监管机构或自律组织的中央信息库。

^③ 2001 年 2 月，欧洲证券委员会论坛（FESCO）发布《协调保护投资者的核心商业行为准则》。

^④ 参见证监会 2006 年 7 月 26 日发布的《关于证券公司信息公示有关事项的通知》。

示制度有利于增强证券公司的透明度，让其接受社会公众的监督；同时也有利于增强投资者的辨别能力，方便投资者主动选择具有相应资质的机构和合规的产品，保护自身的合法权益。

4. 健全证券公司治理结构

证券公司治理除了所有者与经营者关系之外，还多了一层证券公司与客户的关系。证券公司治理的目标不仅是保护股东的利益，而且更重要的是保护证券公司客户的合法权益。^①从理论上说，证券公司本身处于控制其自身风险的最佳位置，其风险很大程度上都处于自身控制范围之内。实证研究表明，我国证券公司股权相对集中，公司实际控制权掌握在内部人手中；长期缺乏合规融资渠道，缺乏有效的债务约束机制；董事会没有充分发挥作用；激励机制不到位，偏重短期激励。由于治理结构不健全，一些证券公司难以有效控制自身的风险。证券公司破产很大程度上源于自身的行为，包括故意的违法行为。

为了健全证券公司的内部治理结构，需要积极吸收私人股份和外资参股，促使股权结构多元化。强化董事会的职权，加强监事会的监督作用。将证券公司股东和实际控制人纳入证券公司监管范围。将经理层和员工的当前利益和长期利益有机结合，建立多层次的激励体系。为了加强证券公司的外部治理机制，需要优化证券公司的外部法律环境，完善监管制度，建立控制权市场、服务市场和经理人市场，建立证券公司市场退出机制，大力推进证券公司公开上市。

5. 建立有效的内控和 risk 管理制度

建立有效的内部控制机制，是金融机构防范和化解金融风险的基本保障。控制和管理风险是证券公司业务运营的核心部分。长期以来，我国证券公司重业务开拓，轻风险管理，没有按要求建立内控机制，风险管理专业人员和手段缺乏。为此，证券公司应根据证券行业的特殊性，建立健全事前、事中和事后全面覆盖的，符合健全、合理、制衡、独立原则的风险管理和内部控制，^②确保风险管理与内部控制的有效性。只有证券公司内部建立了有效的风险管理系统，才能规避各种风险，保护公司资产的安全和客户的利益。^③证券监管机构对证券公司进行外部风险监管，也是为了确保证券公司行为合法、合规，保障广大投资者的利益，防范系统性风险。

^① 陈共炎：《证券公司治理机制与对策》，中国财政经济出版社 2005 年版，第 143 页。

^② 编写组：《中华人民共和国证券法释义》，中国法制出版社 2005 年版，第 198 页。

^③ 庞介民：《证券公司风险控制研究》，中国财政经济出版社 2005 年版，第 2 页。

6. 提高行政执法效率，加大违法违规成本

法律制度对违法行为的威慑力主要取决于两个方面：违法违规成本的高低和被查处概率的大小。为了抑制证券公司的违法违规行为，一方面要加大对违法违规行为的处罚力度，使违规成本绝对地大于违规利益。如果违规支付的成本很小，而预期获得的收益很大，那么不但不能有效抑制，相反还在一定意义上“鼓励”了违法违规行为。另一方面要提高行政执法的效率，严格执法，做到有违规必有查处。

美国著名法学家庞德曾经说过，法律的生命在于其实行。从某种意义上说，行政执法的约束力量不在于处罚的严重性，而在于处罚的不可避免性。执法不严、违法不究对守法者（特别是投资者）而言有失公允，让其对市场失去信心；对违法者而言，让其心存侥幸，萌生继续违规的动机。一旦再有适当的机会，这些心存侥幸的违法者又将“如法炮制”，变换手法再次损害投资者利益。正如卢梭指出的：“当正直的人对一切人都遵守正义的法则，却没有人对他遵守时，正义的法则就只不过造成了坏人的幸福和正直的人的不幸罢了。”^①因此，监管部门应依据新《证券法》、《刑法修正案（六）》、《证券市场禁入规定》等法律法规，对风险处置中暴露的违法违规行为一查到底，决不姑息。在市场相对繁荣时期查处违法违规行为，更能彰显监管部门惩处违法违规行为的意志和决心，比市场低迷时期打击违法违规行为产生的威慑力和示范效应更大。

监管和执法既是监管部门的职权也是其职责。监管机构在行使其职责和权力时，运作上必须独立于外界政治或商业的干预，并切实负起责任。为了加强行政执法的力度和提高行政执法的效果，建议设立行政法定期巡查制度，对于在巡查中发现有怠于监管或疏于监管的部门或人员，应建立相应的惩处制度进行约束，以体现监管作为职责属性的一面。

（三）处置层面：建立和完善投资者事后救济体系

由于高风险是证券市场的固有特征，证券市场的制度设计难以完全消除来自证券公司的所有风险。由于人类认识能力的非至上性，任何法律制度都难以完全消除损害投资者利益的违法行为。因此，一旦证券公司风险防控机制出现漏洞或

^① [法]卢梭著，何兆武译：《社会契约论》，商务印书馆1980年版，第49页。

失灵，不幸发生证券公司破产事件，应建立和完善投资者事后救济体系，为投资者提供最后的保护。本部分结合证券公司风险处置实践中出现的问题，就建立投资者事后救济体系提出如下建议：

1. 确定投资者保护的基本范围

坚持“有限保护”和“差别保护”原则客观上要求确立合格客户的界定标准，细致地区分相关概念，从而确定投资者保护的基本范围。

(1) 确立合格投资者的界定标准

合格投资者指有资格从投资者保护机构获得补偿的客户投资者。多数投资者保护计划通过确立合格客户的界定标准来界定保护的範圍。以美国为例，合格客户需符合下列标准：第一，具有“证券交易或投资目的”。SIPA 保护为证券交易目的，作为投资者或交易人进入证券市场的人；^①不保护无意实际参与证券市场或单纯获取利息的客户。第二，符合“正常营业过程”标准。SIPA 保护的客戶限于对证券公司在其“正常营业过程”中接收、获得或持有证券主张权利的人。不正常的“高利率”或“固定利率”回报约定不符合上述标准，故此類客戶不在 SIPC 保护之列。第三，购买法定投资工具。只有购买 SIPA 指定投资工具的投资者才能获得保护，包括票据、股票、债券、共同基金和其他投资公司份额以及其他注册证券。第四，明确列举排除在保护范围之外的债权人。参与违法行为的投资者，与证券公司倒闭密切相关的股东、董事、经理等过失方不在补偿之列。其中前三项为肯定标准，第四项为否定标准，两者结合精确界定了投资者保护的範圍。

建议我国在投资者保护相关立法中确立合格客户的界定标准，明确保护基金的保护范围，引导投资者正确判定其投资行为的風險。至于实践中提出的在我国居住和工作的外籍投资者对金融机构形成的个人债权是否收购的问题，建议采用国际私法上外国人民事法律地位中的互惠待遇制度解决。^②

(2) 严格区分相关概念

贯彻“差别保护”和“有限保护”原则要求根据破产债权性质和证券公司债权人身份的差异，严格区分以下三组概念(参见图 4-1)。

^① See SEC v. F.O. Baroff Co., Inc., 497 F.2d 280, 283 (2d Cir. 1974).

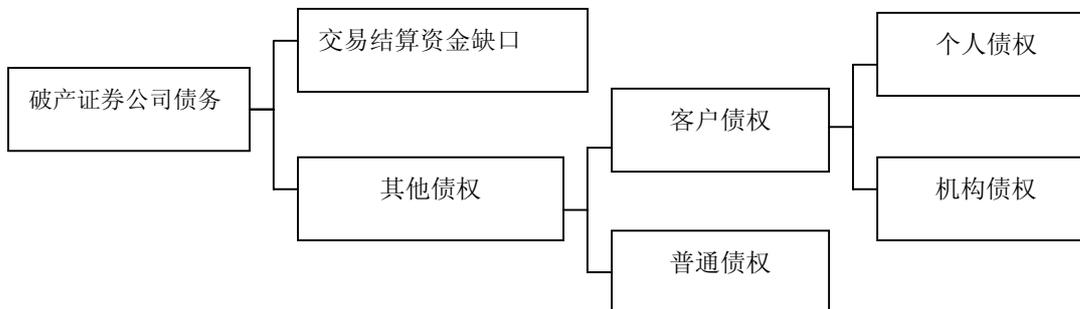
^② 外国人民事法律地位有国民待遇、最惠国待遇、互惠待遇、歧视和不歧视待遇等制度。其中的互惠待遇是指一国赋予外国人某种优惠待遇，也同时要求它自己的国民能在外国人所属的国家享受同样的优惠。互惠待遇既可通过国际条约规定，也可通过国内法规定。如经查明该外国投资者所属国对我国在该国的投资者提供保护，我国也提供同等的保护；如果对方对我国公民实行歧视，我国可采取对等措施。详见李双元：《国际私法学》，北京大学出版社 2000 年版，第 426-429 页。

第一，区分证券交易结算资金和客户债权。对交易结算资金和客户债权保护程度的差异客观上要求对二者作出区分。^①客户证券交易结算资金根据下列标准确认：客户为正常经纪业务客户；客户必须在被处置证券公司开立证券账户和资金账户；客户必须有真实的资金投入。其他非正常经纪类账户^②内的资金不属于客户证券交易结算资金。不过，在实践中二者的界线并不总是分明的。^③

第二，区分客户投资者和普通债权人。保护客户投资者实质上是通过以不同形式赋予其优先地位实现的，因此需要区分客户投资者和普通债权人。^④区分客户投资者与普通债权人可以根据债权人是否开立了资金账户和证券账户，是否具有证券交易或投资目的等标准进行。

第三，区分客户投资者中的个人债权^⑤和机构债权^⑥。优先保护个人债权要求区分个人债权与机构债权，这需要根据开户人的信息和权属状况区分个人和机构的账户。尽管我们赞同机构债权与个人债权分别处置，但对机构名义个人债权，如投资者能举证证明其没有过错或中介机构存在欺诈行为，宜纳入收购范围，以体现实质正义和个体公平。如果投资者举证不能，则不应纳入收购范围。

图 4-1 破产证券公司债务结构



^① 客户证券交易结算资金不论发生时间、不论机构个人，本息全额收购；客户债权则进一步区分为个人债权和机构债权分别处置，个人债权按政策打折收购，机构债权不予收购。

^② 在正常经纪业务外，如果存在书面或事实上的委托理财关系，支付过委托理财高息或借贷收益等额外收入，或出具过单方保底承诺，或有客户承诺资金或证券存入或托管一定期限不提取或不动用的，其所开立的账户属于非正常经纪客户。参见庄穆：《大鹏证券行政清算探索与实践》，内部资料（2006年），第189页。

^③ 在实践中出现的情况是，按相关部委后出台的收购文件对相关账户的定性，与先前法院判决对账户的定性不一致。根据《高风险证券公司账户清理工作指引》的规定，如法院判决与托管清算机构的账户清理结论不一致，此类账户根据法院判决结果分类统计，充分尊重司法的权威性。

^④ 无论是赋予客户差别待遇、延续客户资产所有权、确立投资者补偿制度，还是购买客户保险实质上都可视为给予客户投资者优先债权人地位。隔离客户资产的目的也是便于客户从被隔离的资产中优先获得清偿。

^⑤ 个人债权是居民以个人名义在证券公司开立个人账户或进行金融产品交易，并有真实资金投入所形成的对证券公司的债权。

^⑥ 根据《个人债权及客户证券交易结算资金收购实施办法》，有以下情形之一的，认定为机构资金，不属于个人债权：（1）个人账户资金和证券来自有关机构或机构控制账户，但个人与机构之间不存在投资或债务关系的；（2）开户人属于机构关联人员，开户人也提供不出合法资金来源证明的；（3）因该资金向有关机构及机构控制账户支付过收益的（证券公司挪用个人委托资产支付其他机构委托理财收益的情况除外）；（4）有其他证据证明该账户属于机构。

2. 尊重投资者的程序性权利

无程序即无实体，投资者的实体权利和程序权利是相辅相成的。在证券公司风险处置过程中，托管清算机构应尊重投资者的程序性权利，避免造成二次伤害。

(1) 尊重投资者对证券公司的选择权

自主选择 and 更换证券公司是投资者的基本权利之一。^①在证券公司风险处置过程中，托管清算机构应采取适当的方式尊重投资者的选择权：第一，在客户账户转移前，托管清算机构告知客户在规定期限内转出被处置公司，转往其自主选择的其他公司；第二，托管清算机构不先经客户同意，将客户账户整体转移到其他公司，但在转移后立即通知客户，告知其有继续转往其他公司的权利。^②鉴于证券公司客户数量庞大，为了提高效率并防止集中挤兑，宜采用第二种方式。如整体转移后，客户提出转托管或转指定申请的，托管清算机构或证券公司不得无故拒绝。为挽留客户怠于办理上述手续并因此给客户造成损失的，应承担赔偿责任。

(2) 尊重投资者对债权甄别确认结果的异议权

投资者的损失能在多大程度上获得补偿取决于债权性质和债权数额。在风险处置实践中，由于被处置公司管理混乱，其提供的法律文件和档案信息资料往往不全面，存在瑕疵或缺少必要的资料。为了掩盖违法行为，有些被处置公司对真实信息进行封锁，提供篡改的、虚假的、伪造的记录。由于设备更新换代，还有一些资料存在退役的老设备中，调取困难，甚至出现设备老化丢失数据的情况。有些关键资料和数据可能因为相关责任人正在服刑难以取得。此外，部分地方政府不重视个人债权甄别工作。这些因素客观上影响账户清理的进程和债权甄别结果的准确性。

最高人民法院有关人士指出，如果当事人对甄别确认小组在行政处置程序中做出的关于个人债权及客户证券交易结算资金的甄别、确认、收购结果存在异议，以甄别确认小组或有关监管机构为被告，向人民法院提起诉讼的，相关人民法院应当告知其向有关行政机关反映情况，要求解决。^③有关行政机关可以指令相关行政处置机构进行复核，复核结果报请监管机构审查后，对提出异议的当事人予以

^① 在早期风险处置实践中，曾出现证券公司关闭后未经投资者同意将资金和证券转给托管证券公司，投资者希望转出遇到障碍的案例。

^② 在美国证券公司清算过程中，客户账户转移到其他证券公司以后，托管人应立即通知客户可选择其他证券公司。

^③ 奚晓明：《在全国部分中、高级人民法院审理证券公司破产案件座谈会上的讲话》，2005年9月22日。

答复。建议考虑最高人民法院的上述意见，并借鉴美国等国家的立法，^①明确赋予投资者对债权甄别确认结果的异议权。

(3) 强化投资者的救济权

无救济即无权利，司法救济是投资者运用法律武器维护自身权益的保证。投资者积极行使救济权可以有效填补监管机关行政执法的空隙。围绕证券公司风险处置，建议从以下四个方面扩充或疏导投资者的救济渠道。第一，确立证券集团诉讼。^②证券集团诉讼可在民事诉讼法中规定，也可在专门的证券投资者保护立法中规定，前者以美国为代表，后者以台湾为典型，^③建议我国采用台湾模式。第二，完善证券专业（集团）仲裁，并就与投资者保护有关的事项作出特别规定。^④第三，建立证券纠纷调解机制。在保护基金内部设置相应的机构、负责与投资者有关的民事纠纷的调解。^⑤第四，取消民事赔偿诉讼的前置程序。^⑥“前置程序”构成投资者索赔的障碍，建议最高人民法院通过司法解释的方式取消上述前置程序。

3. 采用“先行冻结，事后异议”的冻结制度

证券市场是高流动性市场，资产转移速度极快。为了保全并最大限度清收资产，风险处置过程中需要高效的冻结措施，包括对被处置公司财产冻结和对被怀疑违法的客户账户冻结两个方面，建议采用“先行冻结，事后异议”的冻结制度。

为了配合风险处置，最高人民法院曾向各地人民法院下达了“三暂缓”的司法保护政策。尽管该政策在实践中发挥了积极作用，但仍然存在不足之处。^⑦新

^① 美国 SIPA 赋予客户对债权甄别确认结果提出异议的权利。

^② 集团诉讼是指在法律上允许由一位或两位原告(也称“牵头原告”或“首席原告”)代表其他具有共同利益关系的人提起诉讼,诉讼的判决对所有共同利益人有效。集团成员只要不在规定时间内明确表示放弃,都视为参加集团诉讼,并将在胜诉后分到应得的赔偿份额。由于证券纠纷案件中受损害的投资者众多,如果没有集团诉讼制度,将给证券投资者和法院造成巨大的诉累。

^③ 美国由专业的律师实行风险代理。如果胜诉,律师将从获得赔偿的金额中收取一定的代理费用;如果败诉,则可能会在代理协议中有免交代理费的条款。台湾投资者保护机构设立“证券投资人及期货交易人保护中心”,经二十人以上证券投资人书面授权与诉讼或仲裁实施权,保护中心以自己的名义替证券投资人提起诉讼或仲裁,行使损害赔偿请求权。

^④ 如仲裁协议体现投资者自愿,开庭地点的选择方便投资者,采取倾向于保护投资者的仲裁证据规则,授权与投资者没有利益冲突的投资者保护机构组建证券仲裁机构等。

^⑤ 台湾设有证券投资人及期货交易人保护机构调处委员会,负责调处证券投资人与其他市场主体产生的民事争议。调处委员会委员目前为 15 位,都是证券、期货或金融机构业务等各相关领域的专业人士。如调处成功并经法院核定,具有与民事确定判决相同的效力。金昶辉等:《如何有效控管证券商之法律风险》,台湾证券商业同业公会 2004 年委托课题,第 70 页。《证券投资者保护基金管理条例》(2006 年 7 月 7 日征求意见稿)在第二章第二节规定设立投资者保护理事会,理事会具有包括调解、仲裁、支持诉讼等广泛的职能,但具体内容仍显粗疏,可操作性不强。

^⑥ 前置程序指投资者提起有关证券纠纷的民事赔偿诉讼时,必须以证监会或其他行政部门作出的行政处罚决定,或者是人民法院的刑事裁判文书为依据。

^⑦ “三暂缓”即对以被处置证券公司为被告的所有案件,法院还未受理的暂缓受理,已经受理的暂缓判决,已经判决的暂缓执行。“三暂缓”在实践中发挥了积极作用,但仍然存在以下问题:(1)“三暂缓”个案启动,

《破产法》将上述司法保护政策上升为法律，^①《处置条例》（草案）对此作了重申。^②但受审查程序和地方保护主义的影响，法院不一定能在短时间内作出冻结裁定，从而减损冻结的实际效果。建议在《金融机构破产实施办法》中借鉴并改造美国的相关规定，^③由监管机构在金融机构处置日向法院提出冻结申请，法院作形式审查后立即发布冻结令，由托管清算机构采用“技术性冻结”措施来执行，从而将实践中行之有效的“技术性冻结”合法化。为了避免冻结错误损害当事人的利益，当事人应有权对冻结令提出异议，法院对当事人的异议实行事后审查，审查期间冻结不予解除。对被怀疑违法的客户账户，也可采用“先行冻结，事后异议”的方式处理。冻结错误给被申请人合法权益造成损失的，由申请人依法承担行政赔偿责任。^④这样有利于迅速冻结被处置公司和可疑账户上的资产，特别是将来外资或者合资证券公司倒闭后，采用该种冻结方式可以及时、有效地防止金融资产汇往国外难以追回。

4. 确保被处置证券公司破产财产价值最大化

破产法遵循两个基本原则：破产公司价值最大化和在受破产影响的主体中正确分配资产变现的价值。针对前者，提出以下建议：

（1）最大限度清收资产

为了最大限度清收资产，建议：第一，比照新《破产法》的规定，将债务人可撤销行为的起算时点从破产受理之日提前到证券公司被处置之日。^⑤清算（理）组向法院申请撤销债务人可撤销行为，由此追回的资产纳入破产财产。至于无效行为，不论发生时间，自始无效。第二，在确定中介机构报酬标准的基础上，根

程序繁琐，人为因素较大；（2）证券公司实际处置日到“三暂缓”宣布之日存在较长的政策空档期，而这段时间正是债务人的资产被冻结或强制执行相对集中的时期；（3）“三暂缓”不透明，当事人无异议权，缺乏监督；（4）“三暂缓”仅针对民商事案件，无法直接对抗刑事案件执行程序。部分法院（如武汉黄陂法院、安徽淮南中院）利用“三暂缓”保护范围的缺陷，强制执行被处置证券公司（如北方证券）的资产。

^① 新《破产法》第134条规定，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，可以向人民法院申请中止以该金融机构为被告或者被执行人的民事诉讼程序或者执行程序。

^② 《处置条例》（草案）第48条规定，……对证券公司进行处置时，可以依照《企业破产法》第134条第一款的规定向人民法院提出申请中止以该证券公司为被告、或者被执行人的民事诉讼程序或执行程序。

^③ 美国法院追求在最短时间内冻结破产证券公司的财产，同时又没有剥夺当事人的异议权。SIPC提出客户保护令申请后，如果债务人同意或没有提出异议，法院应立即签发客户保护令。否则，法院应在3个工作日（或法院决定的时间）内就是否发布保护令进行审理或举行听证会，如债务人的异议无效或经法院审查符合清算条件，法院仍然必须发布保护令。

^④ 参见《关于证券监督管理机构申请人民法院冻结资金账户、证券账户的若干规定》。2005年1月18日由最高人民法院审判委员会第1341次会议通过，自2005年5月1日起施行。

^⑤ 新《破产法》规定了完善的无效行为和可撤销行为制度。无效行为包括为逃避债务而隐匿、转移财产和虚构债务或者承认不真实的债务。可撤销行为包括法院受理破产申请前1年内实施的偏颇性清偿和法院受理破产申请前6个月内进行的个别清偿。

据工作业绩（比如收回资产的数量或比例）规定一定的浮动空间，为中介机构尽责清收资产提供激励。

（2）资产处置进一步市场化

转让证券类资产的直接目的是为了将资产变成现金，处置过程中应坚持以下原则：第一，坚持整体转让原则，证券类资产包括开展经纪业务必需的资产组合，如果分割处理必然减损其价值。第二，按公平的市场价值处置，即买卖双方在正常商业交易中可以合理预期得到的价值。第三，以公开拍卖、公开询价等市场化的方式转让，受让人支付相应的对价。第四，处置收入应专户储存专项管理，原则上不得使用，留存到破产阶段处理。第五，处置结果由清算组向债权人会议报告，要经得起债权人会议的质询，经得起监管部门的审计监督。坚持公开透明的市场化处置原则，有利于证券类资产转让价值最大化。故意低估被转让资产价值的转让行为应属无效，其所产生的不良法律后果应由清算（理）组、相关中介机构或受让人承担。

（3）作价转移客户资源

证券类资产转让和经纪业务客户转移密切相关，但证券类资产转让价值中不包括客户资源的价值。尽管客户是动态的，价值难以评估，但客户资源能给证券公司带来收益，具有一定的价值，这一点当无疑义。因此，在转让证券类资产的同时，应寻找适当的方式确定，并以适当的方式体现客户资源的价值。

（4）严格控制清算费用

在风险处置实践中，参与处置的中介机构受利益驱使，在工作量一定的情况下，通过以下方式增加清算费用：增加工作人员、延长工作时间、使用非熟练人员（如实习生）；将本不应由中介机构完成的事项纳入中介机构的工作范围；分解本应由其完成的工作，发包给关联中介机构另外付费完成；将非清算费用列为清算费用。^①因此，监管机构应加强对清算费用的核查，严格控制清算费用支出。

通过上述四项措施，可以直接增加破产财产的总价值，从而提高最终清偿比例，保护投资者、保护基金公司以及其他利益相关者的利益。

5. 明确投资者债权清偿顺序

鉴于我国完全实现第三方存管尚待时日，仍在一定范围内存在证券间接持有，

^① 关于中介机构增加清算费用的手段，参考了证监会深圳专员办葛伟平副专员在“证券公司风险处置及投资者保护经验交流座谈会”上的发言（2006年12月10日）发言稿相关内容。

风险处置中经常出现多个客户资产在一个账户中混合难以处理的情况，建议按下列顺序清偿客户债权：

(1) 能确认到客户名下且处置日尚存的资产（包括资金和证券），由托管清算机构直接返还给客户。从法理上说，证券公司基于委托交易保管和管理的财产不属于破产财产，权利人有权取回。^①不过，客户行使取回权前，应先偿还对证券公司的欠债。^②

(2) 混合账户中的客户资产，由托管清算机构按客户账户确定的净权益债权比例优先于其他债权人分配给相关客户。^③如证券公司自有资产与客户资产混同，且混合账户中的资产不足以清偿所有客户债权，推定证券公司首先用尽自有资产后再挪用客户资产，混合账户中的资产按客户净权益债权比例分配给除证券公司外的相关客户。如“混合账户”中包含有按政策不能纳入收购范围的债权（例如机构债权），其按净权益债权比例分得的资产直接纳入破产财产。

(3) 客户交易结算资金缺口和个人债权，由投资者保护机构按政策收购。对于正常经纪业务个人客户被挪券，在必要的情况下可考虑由托管清算机构在市场上购买相同种类和数量的证券返还给客户，购买证券的资金由投资者保护机构支付。^④

(4) 超过收购最高限额的个人债权^⑤，放弃收购的个人债权^⑥，按政策不予收购的机构债权，投资者保护机构代位取得的债权和其他普通债权一起从证券公司剩余财产中受偿。

上述清偿顺序有三个特点：（1）证券公司混合持有的客户资产按客户净权益债权比例分配给客户，解决了“混合账户”中的资产分配问题，^⑦在一定程度上减少了投资者保护机构支出的收购资金。（2）允许托管清算机构购买相同种类和数

^① 最高人民法院《关于审理企业破产案件若干问题的规定》第 71 条规定，债务人基于委托交易等法律关系占有他人财产不属于破产财产。

^② 在融资融券实行后，客户对证券公司欠债的情况比较普遍。

^③ 净权益即证券公司对客户的负债减去客户对证券公司的负债的差。

^④ SIPA 授权托管人用客户财产收益或 SIPC 基金，在公平有序的市场，购买与所欠客户证券同种或同系列的替代证券，将其返还给客户以清偿客户对特定证券的净权益请求。如果市场受人为的影响，比如说被操纵，那么托管人应暂停购买。如果不存在购买替代证券的公平有序的市场，则按申请日证券的价值以现金偿还客户。

^⑤ 根据现行债权收购政策，300 万元以上的个人债权不予收购。

^⑥ 债权人可不选择收购方式，而选择参与最后清盘或重组，但最终受偿额如果低于收购标准，不再予以收购。

^⑦ 美国的 SIPA 和加拿大的《破产和支付不能法》都作出了类似规定。基于我国在一定范围内存在间接持有证券的模式，证券公司违法违规将不同客户的资产或者自有资产与客户资产混合，导致证券公司破产时无法直接将混合账户中的资产具体确定到客户名下，因此只能按客户净权益债权比例分配。

量的证券，返还给被挪券的正常经纪业务个人客户，尽可能恢复客户在证券公司被处置日的资产情况。（3）对个人投资者实行分段保护，超出投资者保护机构保护限额的个人债权，仍然可以继续作为普通债权人参与证券公司普通财产分配，投资者保护机构仅在其保护限额内取得代位权。^①

6. 适当扩充保护基金职能，加强保护基金的自我保护

步入后券商综合治理时代，作为准政府性质的专门投资者保护机构，保护基金公司急需明确未来的角色和职能定位，积极寻找一种常态的工作模式。

欧、^②美^③等国的投资者保护机构，除了补偿破产证券公司的客户外，还具有其他职能。随着证券公司综合治理的完成，证券市场基本制度的完善和替代性投资者保护机制充分发挥作用，可以预见证券公司破产事件将大为减少。如不扩张职能，保护基金公司在不久的将来可能会出现“无所事事”的情况，仍然维持庞大的基金和数量众多的永久性职员便是低效的。组建安信证券，搭建风险处置平台，保护基金公司在职能扩张方面已经迈出了第一步，但仍可考虑进一步扩张职能。

（1）预防证券公司破产。保护基金公司应依法享有收集信息的权利和查账权，以便获得与证券公司财务状况相关的信息和文件，主动发现并预防证券公司破产。

（2）挽救濒临破产的证券公司。保护基金公司按市场化原则，救助、推动重组或采取其他措施挽救濒临破产的会员，帮助其恢复财务健康。

（3）定期制作并公布证券公司风险评估报告。违法是导致证券公司破产最主

^① 根据 SIPA，超出 SIPC 保护限额未受清偿客户净权益债权，仍可参与普通财产分配。

^② 如德国允许投资者保护机构依法收集信息、要求审计、并享有其他监管权力。法国允许投资者保护机构具有某些清算前的权利（pre-liquidation rights），对有破产危险的公司注资或提供其他财政援助，帮助将该公司出售给其他机构，或者采取其他措施防止破产事件发生。比利时允许投资者保护机构采取破产前措施实现支付，财务重组或接管会员公司。Oxera, Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9/EC, a report prepared for European Commission (Internal Market DG), p. 33(2005).

^③ 美国的投资者保护机构与监管机构、自律组织等机构一起承担部分投资者教育职能。学者甚至主张保护机构参与证券公司重整，赋予其预防破产职能。反对者提出，赋予 SIPC 合并和整顿债务人经纪商-交易商业务的权力既无意义，也是有害的。说它无意义是因为，不精确或不完整的账簿和投资者账户记录妨碍该权力的执行；说它有害是因为，授予这种宽泛的权力会带来重大债务和客户的不满。支持者认为这些理由都难以成立。首先，由于有 SEC 关于检查和披露的规则以及自律组织的监管，经纪商-交易商的账簿和记录难以辨认以致不能合并或整顿的危险很小。即使是在 SIPC 清算程序中，托管人也必须核实破产经纪商-交易商簿册中的客户账户。其次，这种广泛的权力在 FDIC（联邦存款保险公司）中充分发挥了作用，其唯一目的是节省清算成本。在特定经纪商-交易商为社区提供大部分投资机会的情况下，如果 SIPC 不让该经纪商-交易商继续保留，投资者的不满可能会增加。此外，挽救危机经纪商-交易商也符合修正后的《美国商法典》第 8 条要求股票经纪商-交易商（holding broker-dealers）对偿还投资者的账户承担最终责任的规定。David A. Kessler, NOTE & COMMENT: Investor Casualties in the War for Market Efficiency, 9 Admin. L. J. Am. U. 1307, pp. 1341-1343(1996).

要的原因，中外概莫能外。^①保护基金公司可利用其独特的地位，收集证券公司及其职员受处罚的记录、风险信息、客户投诉、媒体报道等信息，定期编制并公布证券公司风险评估报告，帮助投资者了解证券公司的相对风险。通过投资者主动拒绝与高风险证券公司发生业务关系，对其实施市场惩戒。

(4) 强化投资者教育职能。投资者教育应成为保护基金公司今后一项重要的任务。保护基金公司应和证监会、证券业协会、证券公司、基金公司等机构密切合作，通过网站等信息平台，深入持续开展投资者教育，努力提高投资者的风险意识和自我保护能力，降低保护基金的运营风险。

(5) 扩大保护基金的保护范围。借鉴英国、澳大利亚等国的做法，将因证券公司错误的投资建议、违约、欺诈造成的投资者损失纳入保护基金的保护范围。^②无论证券公司是否破产，保护基金公司先行向受损投资者赔付，取得代位求偿权后向提供错误的投资建议、违约、欺诈的证券公司追偿，从而为那些经济上不能提起私人诉讼的投资者提供一条方便的救济途径。

(6) 强化投资者救济职能。在投资者保护机构内部设立相应的部门或机构，承担投资者申诉、调解、仲裁、诉讼、咨询等投资者救济职能。

此外，应加强保护基金公司在破产程序中的自我保护。托管清算机构使用保护基金弥补客户交易结算资金缺口并收购个人债权，保护基金作为债权最终受让人依法对破产证券公司享有普通破产债权，具体数额以实际支出为准。^③在证券公司破产程序中，保护基金公司具有不同于其他普通债权人的特殊性。由于保护基金公司的债权数额巨大，可以通过推荐或更换破产管理人、成为债权人会议主席或委员、提议召开债权人会议、监督和控制破产或重整程序、在各项表决中起决定性作用、对不利于自己的决议提出复议或异议等方式维护自身的利益。

不过，应当指出的是，投资者保护机构职能扩张应避免与证监会和证券业协会职能重叠或冲突，应经过证监会的批准并接受其监督。

^① 在 SIPC 参与处理的清算案件中，半数以上的公司有各种类型的欺诈行为，其中最常见违法形式是公然盗用客户的资金和证券。欧盟投资者保护机构参与的破产案件中，违法也占很大比例，如欺诈、挪用客户资金、证券记录错误、玩忽职守、错误隔离。我国通过风险处置揭露的证券公司违法违规行为更是触目惊心。

^② 在英国，投资者补偿计划将投资顾问疏忽的投资建议 (negligent investment advice) 给投资者造成损失纳入其保护范围。在澳大利亚，客户甚至有权在证券经纪商破产前就其违约、欺诈等行为向国家担保基金提出权利主张。

^③ 托管清算机构使用保护基金收购客户交易结算资金缺口和个人债权后与债权人签订债权转让协议。然后托管清算机构再与保护基金公司签订债权转让协议。保护基金公司作为最终债权受让人和其他普通债权人一起参与证券公司破产清偿。

7. 适时建立投资者商业保险机制

由于投资者保护机构一般提供有限补偿，为了更充分地保护投资者，IOSCO、美国、欧盟等都提倡建立投资者商业保险机制。商业保险有五种基本运作模式：（1）投资者保护机构投保商业保险，理赔收入作为保护基金的来源。芬兰、希腊曾采用过该种模式，但由于成本太高没有继续。（2）证券公司投保商业保险，为客户提供超限额（即超过投资者保护机构的最高保护限额）保险。^①伦敦劳埃德（Lloyd's of London）和 XL Capital Ltd.等保险公司均提供此类保险。（3）证券公司投保商业保险，为客户提供超范围（即投资者保护机构不保护的某些风险）保险。^②如由于错误的投资建议造成损失的风险，可通过商业保险来保护。（4）证券公司互保，即由若干证券公司出资组建独立的保险公司，为会员公司客户提供超限额保险。^③（5）证券公司投保专业人员或雇员责任保险。如专业人员的赔偿或者其他涵盖雇员欺诈或挪用客户资产引起损失的责任保险。

建议我国在适当的时候引进投资者商业保险机制，并着手开展下列工作：（1）引进商业保险的必要性主要取决于两个因素：因超过保护限额未获补偿的投资者债权比例；投资者保护机构没有涵盖的风险发生的概率和给投资者带来的影响。保护基金公司调查上述两个方面的情况，作为引进商业保险的依据之一。（2）推动相关保险公司开设相应险种或鼓励证券公司开展互保，为投资者提供超额、超范围的商业保险。（3）强制证券公司投保专业人员或雇员责任保险。（4）证券监管机构和投资者保护机构加强与保险公司的信息共享、沟通和交流，加强对证券公司的持续监控。引入证券市场以外的力量，一方面能加强对证券公司的监管，及早防范和控制证券公司破产风险，同时可以从保护深度和广度两个方面提高投资者保护水平。对于证券公司来说，投保投资者商业保险是以高成本换来更好的信誉，从而增强投资者对该公司的信心，由此可带来更多的客户和业务，弥补其因此支出的费用。

^① 美国一些私人保险公司最高保护限额甚至达到小账户 1000 万美元，大账户 2500 万美元。Herb Greenberg, From the Mailbag—More on the Dangers of Buying IPOs, S.F. Chron., May 6, 1995, at B1; Herb Greenberg, The Mailbag - Can You Be Sure Your Broker Isn't a Crook?, S.F. Chron., Sept. 6, 1997, at D1.

^② 除投资者保护机构保护的客户资产损失外，还有许多其没有涵盖的风险或者涵盖范围不清晰的风险。

^③ 2003 年 12 月，14 家纽交所会员公司组织并提供资金成立的客户资产保护公司（Customer Asset Protection Co., CAPCO）提供此类保险。See U.S. Gen. Accounting Office, Follow-Up on GAO Recommendations Concerning the Securities Investor Protection Corporation, GAO-04-848R, p. 8 (July 9, 2004).

（四）强化交易所在风险处置中对投资者的保护

围绕证券公司风险处置，交易所可从交易席位（交易单元）转让审批和对会员的监管两个方面加强对投资者的保护。

1. 通过席位转让审批程序保护投资者合法权益

在风险处置中，为了保证客户交易的连续性，必须整体转让证券类资产。交易席位是证券公司为维持证券经纪业务正常进行所必需的经营性资产，属于证券类资产的范畴，一般随同其他证券类资产转让。通过席位转让的审批程序，交易所保护投资者利益的同时，也维护了自身的利益。

（1）清理交易席位上托管的资产，确保席位处于可转让状态。交易席位不得退回，但经交易所审批，可转让给其它会员。^①如让处于交易状态的交易席位拍卖或强制转让，会造成托管在这些席位上的股份无法交易，损害投资者的合法权益。因此，在交易席位转让前必须办理席位中止手续，督促会员在席位过户前完成必要的清理工作，清空席位上托管的股份，以保证在席位转让过程中投资者的合法权益不受到损害。如交易所知悉有未知会交易所强行拍卖会员席位的事件，应及时向证监会请示，并向相关法院发函制止。

（2）在保护投资者利益的前提下，清收欠缴的席位管理费。在实践中，绝大多数被处置的证券公司拖欠了应向交易所缴纳的席位管理费。为了保证证券交易的连续进行，保护广大投资者利益，交易所应从大局出发，不能以被处置证券公司欠缴席位管理费为由停止提供与交易席位有关的服务。同时，交易所应采取积极措施收回拖欠的席位管理费。

被处置证券公司欠缴的交易席位管理费，原则上以处置日为界，分两段清收。处置日前欠缴的席位管理费，比照房屋拍卖欠缴房租、水电费的处理方式，由交易席位受让方承担。交易所应在席位转让前告知受让方交易席位欠费的有关情况，受让方在报价时应综合考虑交易席位欠费因素。受让方受让席位后，交易所与受

^①根据 1994 年 11 月深圳证券交易所《深圳证券交易所席位管理暂行规则》要求，我所席位的转让须经我所同意。1997 年 12 月《最高人民法院关于冻结、划拨证券或期货交易所证券登记结算机构、证券经营或期货经营机构清算账户资金等问题的通知》也明确，对交易所席位的执行，应按交易所有关规定办理。我国 1997 年开始施行的（2004 年修改）《拍卖法》第 8 条第 1 款规定：“依照法律或者按照国务院规定需经审批才能转让的物品或者财产权利，在拍卖前，应当依法办理审批手续。”证监会 2001 年 12 月发布的《证券交易所管理办法》第 44 条明确规定，“证券交易所应当对会员取得的交易席位实施严格管理。会员转让席位必须按照证券交易所的有关管理规定由交易所审批。”

让方签署债权转让协议，由受让方支付欠缴的交易席位管理费。处置日后新增的席位管理费，由清算组支付。在风险处置期间，证券交易不能停止和中断，被处置公司继续经营，必须继续使用交易席位，由此产生的席位管理费是为债务人继续营业产生的费用。根据新旧《破产法》关于“为债务人继续营业产生的费用应及时支付”的立法精神，^①直接由清算组支付。不过，为了确认该债权的存在，在行政处置阶段，交易所应及时申报债权。此后新增的席位管理费，应在破产阶段重新申报或补充申报债权。

如通过上述措施欠缴的交易席位管理费仍然不能或者不能全部得到偿还，则根据交易所关于交易席位的管理规则，在欠缴的交易席位管理费或交易单元的使用费得到全部清偿以前，不予办理过户手续。由转让方和受让方自行协商欠缴的交易席位管理费缴纳问题。

2006年12月25日，深圳证券交易所发布了《深圳证券交易所席位与交易单元管理细则》（深证会〔2006〕142号）。^②交易席位切换为交易单元^③后，其转让按新规则进行。新制度为会员交易管理提供了更大灵活性，也为会员加强内部风险控制能力提供了支持。

2. 充分发挥交易所对会员的监管功能，多管齐下保护投资者合法权益

首先，加强对会员风险的事前预警。按照证监会关于证券公司分类监管的原则，加强对风险券商的监管，建立风险预警机制，避免会员风险积累。沪深交易所新出台的《会员管理规则》确立了交易权限管理制度，要求会员参与交易所推出的交易品种、交易方式以及参与的交易规模应当符合设定的资格条件。交易所可对会员交易权限实施管理，并根据需要设定、调整和限制会员参与交易所交易的品种、方式及规模，充分发挥自律监管对行政监管的配合作用，立足于“事前控制”，体现证券公司监管关口前移的精神。

^① 旧《破产法》第34条规定：“下列破产费用，应当从破产财产中优先拨付：（一）破产财产的管理、变卖和分配所需要的费用，包括聘任工作人员的费用；（二）破产案件的诉讼费用；（三）为债权人的共同利益而在破产程序中支付的其他费用”。被处置证券公司欠交易所的证券交易席位费应被视为“为债权人的共同利益而在破产程序中支付的其他费用”，优先于普通破产债权予以支付。新《破产法》第42条规定：“人民法院受理破产申请后发生的下列债务，为共益债务：……（四）为债务人继续营业而应支付的劳动报酬和社会保险费用以及由此产生的其他债务……”；第113条规定：“破产财产在优先清偿破产费用和共益债务后，依照下列顺序清偿……”。体现了对共益债务优先清偿的立法精神。

^② 《深圳证券交易所席位与交易单元管理细则》第3条规定：“被注销的会员的席位，若因司法冻结无法转让的，席位及其权益仍须保留在原机构名下；但被注销的会员正在使用的交易单元经本所批准可进行过户，过户后交易单元的使用费由受让方交纳。”

^③ 交易单元是指会员向交易所申请设立的、参与证券交易与接受监管及服务的基本业务单位，它是交易所对会员交易活动提供服务和管理的载体。

其次，加强对会员风险的事中监控。证券交易所对异常交易行为实行两级管理制度：一方面要求会员应当接受、配合证券交易所对其交易行为的监管；另一方面强调会员对自身及其客户交易行为的管理责任。通过加强对会员行为和信息系统规范管理，有效降低市场运行风险，保障投资者的合法权益。会员应当根据证券交易所的要求，对风险控制情况进行自查，并且接受证券交易所对其风险管理情况的监督检查。根据会员上报的资料，根据会员的财务状况、违法违规情况，异常交易情况判断会员风险的大小，提醒结算公司会员透支风险，并根据实际情况采取相应的处置措施。

再次，加强对高风险会员的事后处罚，提高会员违法违规成本，并及时上报证监会。《会员管理规则》列举了口头警示、书面警示、要求整改、约见谈话、专项调查、暂停受理或者办理相关业务、提请中国证监会处理等七种监管措施，并明确了会员对证券交易所采取的监管措施的配合责任。证券交易所采取的监管措施，有助于及时发现、制止会员存在的或可能存在的违规行为、风险事项。

交易所通过上述事前、事中、事后三个层面的措施，有效减少会员风险，避免风险积累，从而保护投资者的合法权益。

结语

美国经济历史学家约翰·S·戈登在《伟大的博弈》一书中写道，泰坦尼克号在北大西洋与冰山相撞并沉没，才有了《北大西洋冰层巡逻制度》。此后虽然人类也发生过其他的海难，但再也没有发生过轮船与冰山相撞并沉没的事。在证券市场，通过风险处置和危机事件处理，促进制度变革和行业发展在各国亦屡见不鲜。美国历史上制度变革的资料表明，几乎每一次大的制度完善或变革，都是因为发生了惨痛的教训。通过本轮证券公司风险处置，最终应推动证券公司风险处置和投资者保护立法及制度的完善，更为重要的是要加强投资者事前防御性保护。没有证券公司破产事件发生、不损害投资者合法权益就是对投资者最好的保护，其效果胜过最完美的事后保护。

附 录

附录 1 投资者面临的来自证券公司的风险

财务风险	
公司破产	如果公司破产且客户资产没有隔离，那么客户资产有被纳入破产财产的风险。公司破产导致中断和不便增加客户成本。
操作风险	
盗用或挪用	客户资产被公司管理层、职员或者第三方盗窃或者以其他方式挪用的风险。
欺诈	未经授权转移或欺诈性地使用客户资产（填补自己账户交易损失，或者公司管理层、职员或者第三方有其他不诚实行为）的风险。
隔离错误	客户资产被不正确当作公司资产而非客户资产的风险，或者相反。
结算风险	交付的证券与客户支付资金之间不匹配的风险。
对账单错误	公司内部记录的客户头寸与第三方报告的头寸之间不一致的风险。
会计账目和记录错误	由于记录存在问题，公司不能将客户资产分配给个人的风险。
未能执行（或其他违反）客户指令的风险	由于公司未及时或未以正确方式执行客户交易，或以其他方式违反客户指令带来损失的风险。
其他低劣的投资管理	大进大出，错误定价，公司行为失误，股票借贷失误等风险。
有害的投资顾问	收到疏忽财务建议（如没有合理依据的建议）的风险。

资料来源：Oxera, Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9/EC, a report prepared for European Commission (Internal Market DG), (2005).

附录 2 证券公司风险处置情况一览表

序号	公司名称	注册地	处置/关闭或撤销时间	工作组牵头单位	托管组	清算组	处置结果
※ 1	南方证券	深圳	2004. 1. 2/ 2005. 4. 30	证监会、深圳市政府	行政接管组	深圳市政府	建银投资承接央行再贷款，收购营业部和投行业务牌照，组建中投证券。南方证券被取消证券业务许可并责令关闭，由深圳市政府成立清算组清算，2006年8月16日被深圳中院宣告破产还债。
2	德恒证券	重庆	2004. 9. 3/ 2005. 8. 5	上海专员办	华融公司	华融公司	华融公司托管经营，并登记、确认债权，德恒证券被取消证券业务许可并责令关闭，由华融公司成立清算组清算。
3	恒信证券	长沙	2004. 9. 3/ 2005. 8. 5	湖南省证监局	华融公司	华融公司	华融公司托管经营，并登记、确认债权，恒信证券被取消证券业务许可并责令关闭，由华融公司成立清算组清算。

4	辽宁 证券	沈阳	2004. 10. 22/ 已托管未关 闭	中国 人民 银行	信达 公司	无	信达公司托管经营, 并登记、确认债权, 拟受让 证券类资产, 人民银行成立清算组清算。
5	亚洲 证券	上海	2005. 4. 29/ 2005. 5. 24	上海 专员 办	华泰 证券	金诚 同达 律师 事务 所	华泰证券托管证券经纪业务和营业部, 受让 48 家 营业部。亚洲证券被取消证券业务许可并责令关 闭, 由金诚同达律师事务所成立清算组清算。
6	北方 证券	上海	2005. 5. 27/ 2005. 6. 1	上海 证监 局	东方 证券	立信 长江 会计 师事 务所	东方证券托管经纪业务及营业部, 受让证券类资 产。北方证券被取消证券业务许可并责令其关 闭, 由上海立信长江会计事务所成立清算组清 算。
7	武汉 证券	武汉	2005. 8. 5/ 2005. 8. 12	湖北 证监 局	广发 证券	昌久 律师 事务 所	广发证券托管营业部和服务部, 受让证券资产。 武汉证券被取消证券业务许可并责令关闭, 由昌 久律师事务所成立清算组清算。
8	甘肃 证券	兰州	2005. 8. 26/ 2005. 9. 7	甘肃 证监 局	海通 证券	赛德 天勤 律师 事务 所	海通证券托管经纪业务及营业部、服务部, 受让 证券类资产。甘肃证券被取消证券业务许可并责 令关闭, 由赛德天勤律师事务所成立清算组清 算。
9	天勤 证券	北京	2005. 11. 25/ 2005. 11. 25	北京 证监 局	国元 证券	兰台 律师 事务 所	国元证券托管经纪业务和营业部。天勤证券被取 消证券业务许可并责令关闭, 由兰台律师事务所 成立清算组清算。
10	西北 证券	银川	2005. 12. 9/ 2005. 12. 9	宁夏 证监 局	南京 证券	君泽 君律 师事 务所	南京证券托管经纪业务及营业部、服务部, 后受 让证券类资产。西北证券被取消证券业务许可并 责令关闭, 由君泽君律师事务所成立清算组清 算。
11	兴安 证券	哈尔 滨	2005. 12. 30/ 2005. 12. 30	上海 专员 办	海通 证券	大成 律师 事务 所	海通证券托管经纪业务及营业部, 拟受让证券类 资产。兴安证券被取消证券业务许可并责令关 闭, 由大成律师事务所成立清算组清算。
★ 12	河北 证券	石家 庄	2006. 1. 13/ 2006. 11. 7	河北 证监 局	广发 证券	邦信 阳律 师事 务所	广发证券托管经纪业务及营业部, 受让证券类资 产。河北证券被撤销, 由上海市邦信阳律师事务 所成立行政整顿工作组进行行政整顿, 清查公司 财产, 并登记和确认债权。
★ 13	新疆 证券	乌鲁 木齐	2006. 2. 17/ 2006. 11. 7	华证 会计 师事 务所	宏源 证券	华证 会计 师事 务所	宏源证券托管经纪业务及营业部、服务部, 受让 证券类资产。新疆证券被撤销, 由华证会计师事 务所成立清理组进行行政清理。

14	天一证券	宁波	2006.7.7/ 未撤销	宁波证监局	光大证券	中闻律师事务所	光大证券托管经纪业务及营业部、服务部。由北京市中闻律师事务所成立清理组进行行政清理。
15	中富证券	上海	2004.9.3/ 2006.7.28/ 未撤销	上海专员办	华融公司/上海证券	高朋天达律师事务所	2004年9月3日华融公司全面托管中富证券，2006年7月28日上海证券组成的托管组接替华融公司行使托管职责，由北京市高朋天达律师事务所成立清理组进行行政清理。
16	汉唐证券	深圳	2004.9.3/ 2005.6.17	深圳证监局	信达公司	信达公司	信达公司托管经营，并登记、确认债权，拟受让证券类资产，太平洋证券受让投行业务，汉唐证券被取消证券业务许可并关闭，由信达公司组织清算。
17	闽发证券	福州	2004.10.18/ 2005.7.19	福建证监局	东方公司	东方公司	东方公司托管经营，并登记、确认债权，闽发证券被取消证券业务许可并责令关闭，由东方公司组织清算。
※18	大鹏证券	深圳	2005.1.14/ 2005.1.18	深圳专员办	长江证券	中审会计师事务所	长江证券托管经纪业务及营业部，受让证券类资产，国信证券整体接收投行。大鹏证券被取消证券业务许可并责令关闭，中审会计师事务所成立清算组清算。2006年1月24日被深圳市中院宣告破产还债。
※19	五洲证券	深圳	2005.6.10/ 2005.6.16	河南证监局	东海证券	中兴宇会计师事务所	东海证券托管经纪业务及营业部、服务部，五洲证券被取消证券业务许可并责令关闭，由中兴宇会计师事务所成立清算组清算。2006年9月4日被洛阳市中院宣告破产。
20	民安证券	广州	2005.6.10/ 2005.6.10	广东监管局	国信证券	金杜律师事务所	国信证券托管经纪业务及营业部、服务部，受让证券类资产。民安证券被取消证券业务许可并责令关闭，由金杜律师事务所成立清算组清算。
※21	昆仑证券	西宁	2005.10.21/ 2005.10.27	青海证监局	光大证券	观韬律师事务所	光大证券托管经纪业务及营业部、服务部，受让5家营业部和2家服务部以及其他经纪业务类资产。昆仑证券被取消证券业务许可并责令关闭，由观韬律师事务所成立清算组清算。2006年11月11日被西宁市中院宣告破产还债。
22	广东证券	广州	2005.11.4/ 2005.11.4	深圳专员办	中审会计师事务所	中审会计师事务所	证监会委托保护基金公司，保护基金公司再委托中审会计师事务所成立托管组和清算组进行托管清算，安信证券受让证券类资产，广东证券被取消证券业务许可并责令关闭。
23	华夏证券	北京	2005.12.16/ 2005.12.16	北京证监局	无	信达公司	中信证券、建银投资成立中信建投证券，受让华夏证券全部证券业务及相关资产和非证券类资产。华夏证券被撤销证券业务许可并责令关闭，由信达公司成立清算组清算。

★ 24	中关村 证券	北京	2006. 2. 24/ 2006. 11. 7	深圳 专员 办	金诚 同达 律师 事务 所	金诚 同达 律师 事务 所	证监会委托保护基金公司，保护基金公司再委托北京市金诚同达律师事务所成立托管组和清理组托管清算，安信证券受让证券类资产，中关村证券被撤销。
★ 25	科技 证券	北京	2006. 2. 24/ 2006. 11. 7	深圳 专员 办	中兴 宇会 计师 事务 所	中兴 宇会 计师 事务 所	证监会委托保护基金公司，保护基金公司再委托中兴宇会计师事务所成立托管组和清理组托管清算，安信证券受让证券类资产，科技证券被撤销。
26	天同 证券	济南	2006. 3. 17/ 2006. 3. 17	山东 证监 局	齐鲁 证券	天铎 律师 事务 所	齐鲁证券托管营业部及投行，其他部分有效资产委托一家管理公司管理。天同证券被取消证券业务许可并责令关闭，由北京市天铎律师事务所成立清算组清算。
★ 27	健桥 证券	西安	2006. 3. 24/ 2006. 11. 7	陕西 证监 局	西部 证券	金杜 律师 事务 所	西部证券托管经纪业务及营业部。健桥证券被撤销，由北京市金杜律师事务所组织成立清理组进行行政清理。
28	第一 证券	珠海	2006. 6. 2/ 2006. 6. 2 撤 销证券业务 许可	无	广发 证券	无	广发证券收购证券类资产并承接其相关证券业务，负责填补客户资金缺口，但不承担任何债权债务和经营损失。第一证券被撤销证券业务许可，保留公司主体资格，承担原有债权债务。
29	巨田 证券	深圳	2006. 10. 13/ 未撤销	深圳 专员 办	招商 证券	北京 汉华 律师 事务 所	招商证券托管经纪业务及营业部。由北京市汉华律师事务所成立清理组进行行政清理。
* 30	大通 证券	大连	2006. 4. 30/ 破产重整	大连 市政 府	破产 重整 工作 组	无	经债权人大连港集团有限公司和大连银华机械有限公司申请，2006年4月30日大连市中院正式受理大通证券破产案。债权人向大通证券股份有限公司破产重整工作组申报债权。自2006年8月31日起至2006年10月31日止的破产重整期间，证券会对大通证券采取限制业务的监管措施。2006年12月13日，大连市法院下达终结重整裁定，大通证券成功完成破产重整。

资料来源：根据公开资料整理（时间截至2006年底）

序号前带※为宣告破产的证券公司；带*为完成重整的证券公司；带★为被撤销的证券公司。

附录3 证券公司风险处置措施一览表

措施	法律依据	适用特殊条件	机构	措施内容	措施衔接
停业整顿	新《证券法》第153条、《管理办法》第40条、《处置条例》（草案）第7-9、16、20、21条	证券公司违法经营，或者净资本等风险控制指标不符合规定超过一定的期限，经自行整顿能够达到规定条件。	停业整顿组	改正违法行为，增加资本金使风险控制指标符合规定。委托证监会认可的证券公司管理经纪业务并转移客户。	经整顿或重组达标的，经证监会批准，恢复正常经营。期满不达标或重组失败的，撤销或申请破产。
托管	新《证券法》第153条、《管理办法》第40条、《处置条例》（草案）第10-13、20、21条	挪用客户资产且无法弥补；在证券交易结算中发生重大集中交收违约；严重违法违规经营或者发生财务危机，引发投资者信任危机；公司治理混乱，管理失控；影响证券公司持续经营或者危害证券市场秩序的其他情形。	托管组	自托管之日起对被托管业务行使经营管理权，保证证券公司经纪业务等被托管业务正常合规运行。托管业务盈亏，托管费用和营运资金由被托管证券公司承担，必要时营运资金和客户交易结算资金由托管机构垫付。 ^①	托管期内达到规定条件的，经证监会批准后解除托管；达不到规定条件或重整失败的，由证监会撤销或申请破产。
接管	新《证券法》第153条、《管理办法》第40条、《处置条例》（草案）第10、14、15、20、21条	接管的具体条件与托管相同，但要求情节严重。	接管组	采取有效措施，控制和化解公司风险，恢复公司正常经营，完善公司内控制度，健全公司治理结构。	接管期内达到规定条件的，解除接管；达不到规定条件或重整失败的，由证监会撤销或申请破产。
重组	新《证券法》第129条、《处置条例》（草案）第16-19、20、21条	符合条件，有初步重组方案，经证监会批准可直接重组。在停业整顿、接管、托管期间，符合以下条件可重组：风险底数清楚、措施具体、责任明确。控股股东及有关方面支持；对行业有重要影响或有保留价值；有利于维护证券市场稳定的其他情形。	-	采取注资、股权重组、债务重组、资产重组或其他措施重组。 ^②	重组期内达到规定条件的，恢复正常经营；重组期间如风险加剧；发生违法违规行为；未按期提交重组计划，在批准期限内不执行或不能执行重组计划的，证监会裁定终止重组，依法撤销或申请破产。
撤销	新《证券法》第153条、《管理办法》第40条、《处置条例》（草案）第9、13、15、19、20、23条	违法违规经营特别严重，存在巨大经营风险，证监会可直接撤销；采取其他处置措施后仍无法达到规定条件，需要撤销的。	证监会	撤销全部业务许可。	撤销全部业务许可，进入行政清理。

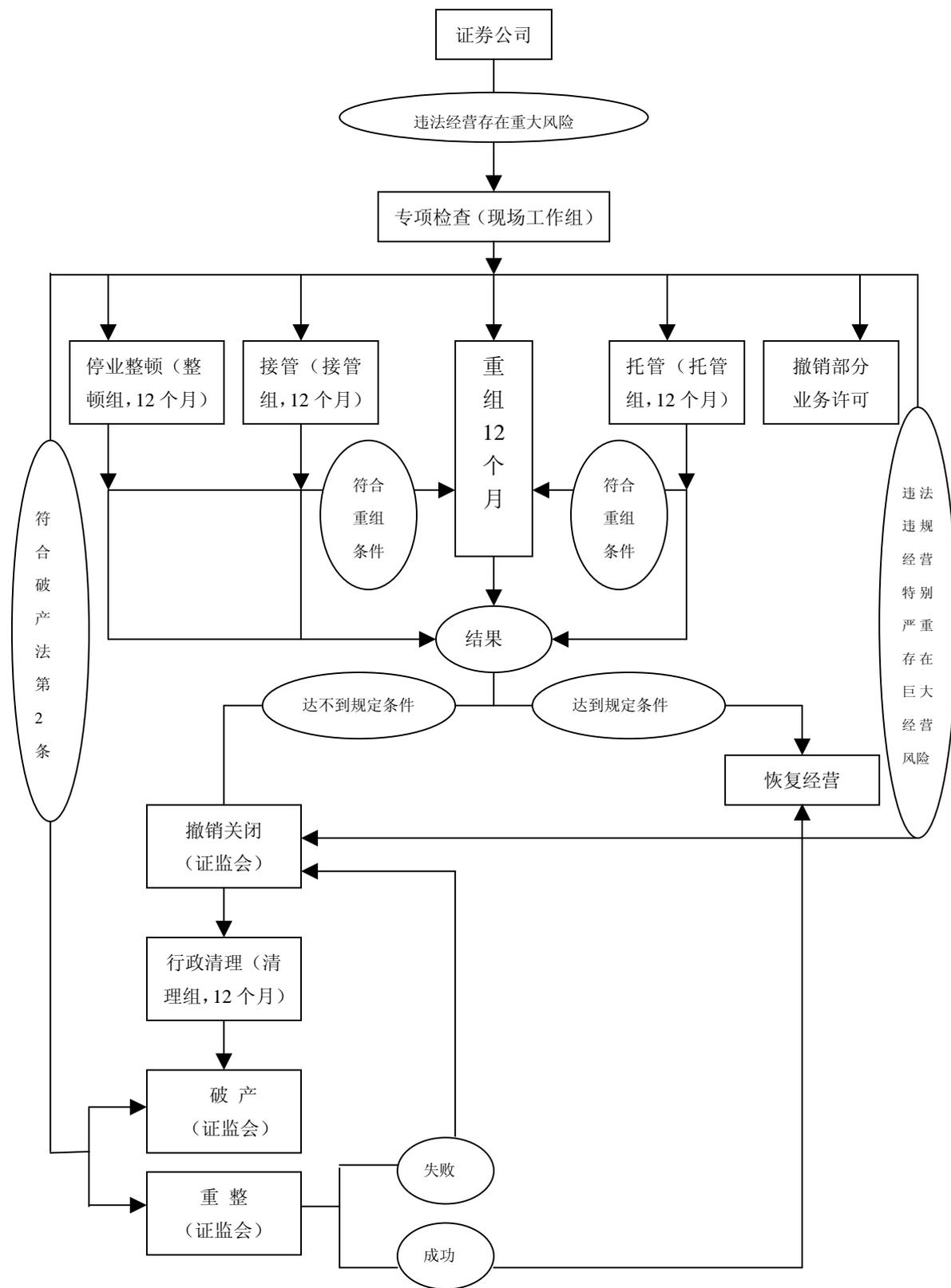
^① 《证券公司风险处置条例》（草案）第12条。

^② 《证券公司风险处置条例》（草案）第17条。

行政清理	《处置条例》(草案)第 24-37 条	行政清理不能直接适用,只能在被处置的证券公司被撤销,或者依法责令关闭后才适用,并作为司法破产的基础。	行政清理组	清理资产、债权债务、转让证券类资产、弥补保证金缺口、进行债权登记、甄别确认收购、申请破产等。	行政清理工作完成后,被撤销公司符合《破产法》第 2 条规定的,由证监会向法院申请破产。
破产	新《证券法》第 129 条、新《破产法》143 条、《处置条例》(草案)第 9、13、15、19、36、38-40、44 条	采取其他处置措施没有达到规定条件、符合《破产法》第 2 条规定证监会申请证券公司破产。	证监会、管理人、法院	重新确认已登记债权、补充登记尚未登记债权、变卖资产、清偿债务。	宣告破产后注销登记,法人资格消灭。
重整	新《破产法》143 条、《处置条例》(草案)38-44 条	符合《破产法》第 2 条规定、证监会申请重整。	证监会、管理人、法院	管理人向法院和证监会报告工作,管理人提出重整计划,债权人会议、证监会、法院通过或批准重整计划,在管理人的监督下证券公司执行重整计划。	重整计划未获通过或批准,重整失败,证监会撤销并进行行政清理,清理完成后,由法院分配破产财产 ^① ;重整成功的,恢复正常经营。

^① 参见《证券公司风险处置条例》(草案)第 42 条、44 条。

附录 4 证券公司风险处置流程图



资料来源：根据相关法律、法规（包括草案）整理

附录 5 与撤销有关的几个概念比较

措施	适用情形
撤销 (经营) 证券业务 许可	提交虚假证明文件或者采取其他欺诈手段隐瞒重要事实骗取证券业务许可的,或者证券公司在证券交易中有严重违法行为,不再具备经营资格的 ^①
	风险控制指标无法达标,严重危害证券市场秩序、损害投资者利益的,证监会可以区别情形,对其采取撤销经营证券业务许可措施 ^②
	未在停业整顿期内达到规定条件,同时不存在收购或者补偿情形 ^③
撤销	违法违规经营或者出现重大经营风险,严重危害证券市场秩序、损害投资者利益的 ^④
	风险控制指标无法达标,严重危害证券市场秩序、损害投资者利益的 ^⑤
	违法违规经营特别严重,存在巨大经营风险,证监会可以直接予以撤销 ^⑥
	经采取停业整顿、托管、接管、重组、重整措施后仍无法达到规定条件的 ^⑦
责令 关闭	挪用客户的资金或者证券,或者未经客户的委托,擅自为客户买卖证券,情节严重的 ^⑧
	违反证券法的规定,超出业务许可范围经营证券业务,情节严重的 ^⑨
撤销相 关业务 许可	净资本或者其他风险控制指标不符合规定且逾期未改正,或其行为严重危及该证券公司的稳健运行、损害客户合法权益的 ^⑩
	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 ^⑪
	承销证券进行虚假或误导性的宣传、广告活动,以不正当竞争手段招揽承销业务,或有其他违反证券承销业务规定的行为,情节严重的 ^⑫
	违反证券法规定,为客户买卖证券提供融资融券的 ^⑬
	假借他人名义或者以个人名义从事证券自营业务,情节严重的 ^⑭
	挪用客户的资金或者证券,或者未经客户的委托,擅自为客户买卖证券,情节严重的 ^⑮
	办理经纪业务,接受客户的全权委托买卖证券的,或者证券公司对客户买卖证券的收益或者赔偿证券买卖的损失作出承诺的 ^⑯
	对其证券经纪业务、证券承销业务、证券自营业务、证券资产管理业务,不依法分开办理,混合操作,情节严重的 ^⑰
	拒不向证券监督管理机构报送或者提供经营管理信息和资料,或者报送、提供的经营管理信息和资料有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的 ^⑱
净资本或者其他风险控制指标不符合规定标准且未按期完成整改、风险控制指标情况继续恶化,严重危及该证券公司的稳健运行的 ^⑲	

资料来源:根据相关法律、法规(包括草案)整理

① 新《证券法》第 221 条。
 ② 《证券公司风险控制指标管理办法》第 40 条。
 ③ 《证券公司风险处置条例》(草案)第 9 条。
 ④ 新《证券法》第 153 条。
 ⑤ 《证券公司风险控制指标管理办法》第 40 条。
 ⑥ 《证券公司风险处置条例》(草案)第 23 条。
 ⑦ 《证券公司风险处置条例》(草案)第 24、44 条。
 ⑧ 新《证券法》第 211 条。
 ⑨ 新《证券法》第 219 条。
 ⑩ 新《证券法》第 150 条。
 ⑪ 新《证券法》第 150 条。
 ⑫ 新《证券法》第 191 条。
 ⑬ 新《证券法》第 205 条。
 ⑭ 新《证券法》第 209 条。
 ⑮ 新《证券法》第 211 条。
 ⑯ 新《证券法》第 212 条。
 ⑰ 新《证券法》第 220 条。
 ⑱ 新《证券法》第 222 条。
 ⑲ 《证券公司风险控制指标管理办法》第 39 条。

参 考 文 献

1. 张育军:《投资者保护法律制度研究》, 人民法院出版社 2006 年版。
2. 周正庆、李飞、桂敏杰:《新证券法条文解析》, 人民法院出版社 2006 年版。
3. 周正庆:《证券知识读本(修订本)》, 中国金融出版社 2006 年版。
4. 庄穆:《大鹏证券行政清算探索与实践》, 内部资料, 2006 年。
5. 庄穆、岳仁华:《闽发证券风险处置及专题评析》, 内部资料, 2005 年。
6. 陈共炎:《证券公司治理机制与对策》, 中国财政经济出版社 2005 年版。
7. 张学政:《证券公司风险处置研究》, 人民银行研究生部 2005 年硕士论文。
8. 庞介民:《证券公司风险控制研究》, 中国财政经济出版社 2005 年版。
9. 齐树洁:《破产法研究》, 厦门大学出版社 2004 年版。
10. 李二元:《国际私法学》, 北京大学出版社 2000 年版。
11. [美]博登海默著, 邓正来译:《法理学、法律哲学与法律方法》, 中国政法大学出版社 1999 年版。
12. [法]卢梭著, 何兆武译:《社会契约论》, 商务印书馆 1980 年版。
13. [瑞士]艾娃·胡普凯斯著, 季立刚译:《比较视野中的银行破产法律制度》, 法律出版社 2006 年版。
14. 李淑清 龙成凤:《我国证券公司风险处置问题探析》, 《证券市场导报》2006 年 11 月号。
15. 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。
16. 江必新:《依法规范金融机构等主体破产 为维护金融安全、社会稳定提供司法保障》, 2004 年 1 月 5 日在全国部分高、中级人民法院审理金融机构等主体破产案件座谈会上的讲话。
17. 奚晓明:《在全国部分中、高级人民法院审理证券公司破产案件座谈会上的讲话》, 2005 年 9 月 22 日。
18. 葛伟平:《在证券公司风险处置及投资者保护经验交流座谈会上的发言》, 2006 年 12 月 10 日。
19. 孟国珍:《齐心协力, 共建多层次证券投资者保护体系》, 2006 年 12 月 10 日在证券公司风险处置及投资者保护经验交流座谈会上的发言。
20. 王小芳、晋重文:《破产证券公司债权人权利保障有缺损》, 《上海证券报》, 2005 年 12 月 12 日。
21. 侯捷宁:《近三年 30 家券商被处置》, 《证券日报》, 2006 年 12 月 29 日。
22. 蒋晔:《警惕侵害投资者权益方式的新变化》, 《证券时报》, 2006 年 11 月 13 日。

23. 冉孟顺:《券商寡头格局雏形悄现 已不能再靠天吃饭》,《南方周末》,2006年5月18日。
24. 王保树等:《证券公司退出的法律机制》,上证联合研究计划第十期课题(2004年)。
25. 李国旺等:《我国证券公司退出机制研究》,上海证券交易所第十期联合研究课题(2004年)。
26. 王平,柯荆民:《证券所有权及转让和质押——无纸化引发的法律变革》,《金融时报》,2003年9月27日。
27. European Parliament and Council Directive 97/9/EC of 3 March 1997 on investor-compensation schemes.
28. The IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation,(2003)。
29. IOSCO Resolution No. 16: Resolution on Rules of Ethics of Intermediaries (P.C.),September 1989.
30. IOSCO Public Document No. 8, International Conduct of Business Principles, IOSCO Technical Committee, July 1990.
31. IOSCO Public Document No. 83, Securities Activities on the Internet, IOSCO Technical Committee, September 1998.
32. IOSCO Working Party 3, Paper to Technical Committee on Client Asset Protection, 08/1996.
33. IOSCO Technical Committee, Recommendations for Securities Settlement Systems, Consultative Report (2001) .
34. Oxera, Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9/EC,a report prepared for European Commission (Internal Market DG),(2005).
35. David A. Kessler, NOTE & COMMENT: Investor Casualties in the War for Market Efficiency, 9 Admin. L.J. Am. U. 1307, (1996).
36. U.S. Gen. Accounting Office, Follow-Up on GAO Recommendations Concerning the Securities Investor Protection Corporation, GAO-04-848R, (July 9, 2004).
37. UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law (2004) .

内部报告 仅供参考
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋

电话：0755-83203511

传真：0755-83203431

邮编：518028
