

# 论证券公司的破产清算特别程序

## ——以中美比较为视角

廖 凡<sup>\*\*</sup>

**【内容摘要】** 由于证券公司的客户包括为数众多的公众投资者,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,还将造成投资者普遍丧失信心,诱发系统性风险。因此,对于证券公司的破产,需要在普通破产清算程序的基础上,确立旨在保护投资者利益的特殊机制。其中最重要的一点,就是将证券公司的破产清算程序与证券投资者补偿机制相结合,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。

**【关键词】** 证券公司 破产清算 投资者保护

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。这也是自以《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公司成立为标志的中国证券公司风险处置新模式确立以来,首家进入司法破产程序的证券公司。这不只是一个个案,它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。然而,证券公司的破产目前整体上处于“无法可依”的尴尬境地。在此背景下,为了顺利实现行政处置与司法破产之间的对接,有效保护广大债权人尤其是中小投资者的利益,对专门适用于证券公司的特别破产清算程序加以研究,并在此基础上尽快出台相应的法律或条例,已是势在必行。

### 一、证券投资者保护机构的介入

法律上的破产是指债务人不能清偿全部债务时所适用的偿债程序及该程序终结后债务人的身份地位受限制的状态。在这个意义上,证券公司的破产清算同其他市场主体的破产清算并无本质区别。但是,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,还可能进而造成投资者普遍丧失信心,诱发系统性风险。因此,对于证券公司的破产,在普通破产清算程序的基础上,需要确立旨在保护投资者

\* 作者单位:中国社会科学院法学研究所。

参见邹海林:《破产程序和破产法实体制度比较研究》,法律出版社1995年版,第1页。

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,美国的做法具有代表性。

美国《破产法》第七章(“清算”)第三节(“证券经纪人的清算”)是关于证券公司破产清算的专门规定,该节内容在很大程度上来自1970年《证券投资者保护法》(SIPA)。SIPA实际上包括两大部分内容,一是证券投资者保护基金的筹集和使用,二是证券投资者保护公司(SIPC)在证券公司破产清算中的特殊地位、权利和作用。其中,第二部分内容被整合进破产法的上述章节,对该节原有的规定形成修正、补充和细化。与此同时,国会意识到破产法的某些一般性条款可能无法实现SIPA的目的,因此规定在涉及证券公司的破产清算时,它们只在与SIPA“一致”的程度上适用。因此,在与证券公司破产清算有关的方面,SIPA实际上构成破产法的特别法,同后者结合起来发挥作用。用最高法院的话来说,SIPA“创设了一种只适用于会员公司的新型清算程序,旨在确保公开交易的完成及客户财产的迅速返还”。

当SIPC认定任何会员证券公司对客户违约或者存在违约的危险,并且该证券公司(债务人)符合下列条件之一时,SIPC可以向有管辖权的法院申请客户保护令(protective decree):(1)资不抵债,或者将无法履行到期债务;(2)是未决程序的对象,且接管人、信托人或清算人已被指定;(3)违反1934年《证券交易法》或任何自律组织规则中有关财务责任或客户证券担保的规定;(4)无法进行为遵守财务责任或担保规则所必需的计算(SIPA §5(a)(3))。SIPC的客户保护令申请具有优先地位,即使之前存在任何未决的破产、抵押权实现或股权接管程序,或者任何重组、保存或清算会员或其财产或者强制执行对会员财产的留置权的程序,SIPC仍可提出申请(SIPA §5(a)(4))。在发出保护令之前,收到申请的法院必须中止(stay)这些未决的破产程序或类似程序(SIPA §5(b)(2)(B)(i))。本来,按照破产法第362条的规定,一旦债务人自行或由债权人提起破产请求(petition),此前针对债务人或其财产的任何行政或司法程序即自动中止;换言之,破产程序具有优先地位。但是,为保护投资者利益,SIPA赋予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。破产法第742条对此给予了确认,指出第362条的规定不影响SIPC申请客户保护令;申请一旦提出,此前的所有破产程序即自动中止,除非并直至申请被法院驳回;如果破产管理人完成了对债务人的清算,此前的破产诉讼亦告终结。简言之,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。

如上所述,即使是在清算程序正式开始之前,申请客户保护令这一行为本身也立即对债务人及其财产和债权人产生直接的效果。申请一经提起,受理地区法院即获得对证券公司及其财产的管辖权,无论该财产是位于法院所在地域之外,是被第三人作为担保物持有,还是受制于留置权。除少数例外情形外,证券公司的财产和财务状况自申请提起之日即被冻结(SIPA §5(b)(2)(A)(i))。因此,同根据破产法提起的破产请求一样,保护令申请具有暂缓或中止任何将要或已

---

判例显示,如果破产法条款同SIPA的任何明确条款相冲突,或者其适用将会实质阻碍SIPA的公平和有效实施,而又不能提供重大利益作为抵销,那么该条款就同SIPA不一致,从而不能适用。See Michael E. Don & Josephine Wang, *Stockbroker Liq-uidations Under the Securities Investor Protection Act and Their Impact on Securities Transfers*, 12 *Cardozo L. Rev.* 509, 519 (1983).

SIPC v. Barbour, 421 U.S. 412, 416 (1975).

在这方面,SIPC扮演相对被动的角色:法律要求SEC或任何自律组织在发现任何SIPC会员处于或接近财务困境时,必须通知SIPC。See SIPA §5(a)(1).

经发生的针对债务人的司法、行政或其他诉讼,以及中止任何对债务人财产进行占有或设定利益的行为的效力(Bankruptcy Code, §362(a))。同在普通破产清算程序中一样,自动中止的目的在于暂停对债务人财产的分割,以便实现有序和公平的清偿。但是,鉴于证券公司破产清算的特殊性,SIPA 赋予法院在维持现状(status quo)方面的更大权限。SIPC 通常会请求法院在自批准申请之日起至少 21 日这段期间内,中止任何人对债务人财产行使留置权、质押权或抵销权(setoff),或者对回购协议或证券合同进行结算,除非征得 SIPC 和破产管理人同意。在普通破产清算程序中,破产法明确禁止法院中止、撤销或以其他方式限制证券公司、金融机构或证券结算机构对证券合同(securities contracts,包括证券买卖和借贷合同等)或回购协议进行结算的合同权利,而 SIPA 清算程序则是一个例外(Bankruptcy Code, § 555, 559)。这一特殊权限使得 SIPC 和破产管理人能够确定作为证券合同或回购协议标的的证券是否为满足客户请求权所必需;如果是,SIPC 可以请求破产管理人以支付价款或履行债务人合同义务的方式获得这些证券。

在收到 SIPC 的申请后,如果债务人同意,或者法院证实债务人满足上述四个条件之一,那么法院必须发出客户保护令(SIPA §5(b)(1))。如果法院发出保护令,那么它必须按照 SIPC 的指示,立刻指定债务人的破产管理人及破产管理人的代理律师(SIPA §5(b)(3))。破产管理人和代理律师可以由来自同一家律师事务所的人担任。只有同债务人没有利害关系的人才可以担任破产管理人或代理律师,而根据 SIPA 的规定,下列情形均被视为同债务人有利害关系:(1)是债务人的债权人(包括客户)、股东或合伙人;(2)现在或曾经是债务人任何已发行证券的承销商;(3)现在或在申请日之前两年内曾经是债务人或上述承销商的董事、合伙人、管理人员、雇员或代理律师;(4)其他表明该人同债务人或承销商有关系,或者同任何类别的债权人(包括客户)或股东具有重大相反利益的情形。

在发出保护令和指定破产管理人后,法院必须立刻将清算程序移交给本司法辖区内对破产法下的案件具有管辖权的破产法院。在移交之后,该破产法院将获得 SIPA 赋予接受申请和发出保护令的法院的所有管辖权、权力和职责(SIPA §5(b)(4))。在与清算程序有关的一切方面,SIPC 均被作为当事人,有权就一切问题发表意见,并被作为介入了清算程序的所有环节。此外,SEC 可以就在任何 SIPA 清算程序中到场并提交通知,并可以作为一方当事人参与程序(SIPA §5(c)-(d))。

## 二、对某些特别事项的处理

### 1. 对待履行证券买卖合同的处理

破产管理人对债务人的待履行合同(executory contract)有权承认(并履行)或拒绝。在根据美国破产法第七章提起的普通破产清算程序中,破产管理人应在法院发出指令之日起 60 日内或法院视需要规定的更短期间内承认(并履行)或拒绝债务人的待履行合同;如果在此期间内未作出承认或拒绝的表示,则视为拒绝(Bankruptcy Code, §365(d)(1))。但是,在证券公司破产清算程序中,考虑到证券交易在时间方面的特殊性,对于债务人在日常经营过程中的任何待履行的证券

---

SIPA § 5(b)(3), 5(b)(6)(A). 若情形显示债务人对所有普通债权人和次级债权人(subordinated lender)的总负债不超过 75 万美元,并且债务人的客户少于 500 人,则 SIPC 可以指定自己或一名员工作为破产管理人。国会的一份报告称:“在那些由 SIPC 员工作为破产管理人的案件中,破产管理费用被大大节省。并且,由于 SIPC 及其员工的专业知识,清算工作得以更快完成。”See H. R. Rep. No. 95 - 746, 95th Cong., 1st Sess. 23 (1977). SIPC 自身在任何案件中均被视为无利害关系,而 SIPC 的员工如果除了其与 SIPC 的关联之外符合上述标准,也被视为无利害关系。See §5(b)(6)(A).

买卖合同,破产管理人应在法院发出指令之日起的合理期间予以承认或拒绝,但最长不超过 30 日;若在此期间内未履行合同项下义务,则视为拒绝该合同(Bankruptcy Code, §744)。

## 2. 特定客户请求权的劣后地位

证券公司的某些客户,由于其特殊的身份或与证券公司的特殊关系,其请求权劣后于其他客户受偿。根据美国破产法第 747 条的规定,这些客户包括:(1)内部人;(2)拥有债务人任何类别股权证券 5% 以上的所有受益人,但附有固定的股息和清偿权利的不可转换股票及有限合伙人在有限合伙中的利益除外;(3)分享债务人 5% 以上净资产或净利润的有限合伙人;(4)通过协议或其他方式,对债务人的管理或决策施加或有权施加控制的实体。如果在产生客户请求权的交易发生之时,该客户属于上述群体,则在其他客户的请求权被完全满足之前,破产管理人不得直接或间接对其进行全部或部分偿付。显然,这一规定旨在将那些同债务人具有特殊联系、掌握更多相关资源和资源、从而一般来说也可以更好的进行自我保护的客户同普通客户(中小投资者)区别开来,以优先保护普通客户的利益。

## 3. 对客户帐户的特别处理

客户帐户的处理是证券公司破产清算中的重要环节。美国破产法第 745 条规定,对于某个特定客户在债务人那里以不同角色(in separate capacities)开立的多个帐户,视为不同客户分别开立的帐户。例如,如某个客户以本人、信托受托人和监护人身份分别开立帐户,则这些帐户将被作为不同客户的独立帐户对待。这种处理方式的意义有二:其一,避免在这些帐户之间进行相互抵销,从而使某些客户受损而使另一些客户受益;其二,由于 SIPC 为破产证券公司的客户提供的投资者限额补偿是以客户为单位,这将使更多的投资者有机会获得补偿。基于这一思路,第 745 条还明确规定,如果证券公司或银行代表其自己的客户在债务人处开立有帐户,那么该证券公司或银行的每个这样的客户均被作为债务人的单独客户对待。

SIPC 第 101 - 104, 200 - 201 号规则从正反两个方面对上述规定进行了细化:(1)客户既包括个人,也包括法人和非法人机构,因此对于公司、合伙、政府或其分支机构等以个人帐户的形式在债务人处开立的全部帐户,合并作为一个客户帐户对待;(2)代理人或名义人为被代理人或受益所有人开立的帐户,除非另有规定,否则视为该被代理人或受益所有人的个人帐户;(3)以被继承人、其遗产执行人或管理人名义持有的帐户,合并构成一个客户帐户;(4)监护人为被监护人利益而持有的帐户,被视为与监护人的个人帐户相独立的单独帐户;(5)公司、合伙或其他非法人组织被视为与其所有人相分离的单独客户,条件是在申请提起日该商业组织业已存在,且其存在并非专为获得或增加 SIPA 下的保护;(6)代表有效设立且其存在并非专为获得或增加 SIPA 下的补偿的信托的“合格信托帐户”(qualifying trust account),被作为区别于委托人、受托人和受益人个人帐户的单独客户帐户;如果不是代表上述合格信托,则被视为委托人的个人帐户;(7)对于在充分披露基础上通过其他证券商在债务人处持有帐户的人,视为债务人的客户,并给予 SIPA 下的保护,无论其是否在债务人处自行开立有其他帐户;但是,通过同一个证券商在债务人处持有的全部帐户将合并构成一个客户帐户,而通过不同证券商持有的帐户则不予合并。

---

根据破产法第 101 条的定义,如果债务人是公司,则内部人包括债务人的董事、高级管理人员、债务人在其中担任普通合伙人的合伙、该合伙的其他普通合伙人以及上述人员的亲属;如果债务人是合伙,则内部人包括债务人的普通合伙人、债务人在其中担任普通合伙人的合伙、该合伙的其他普通合伙人以及上述人员的亲属。此外,内部人还包括债务人的关联企业及关联企业的内部人。See Bankruptcy Code, §101(31)。

### 三、中国证券公司目前的市场退出机制

目前,我国关于证券公司的破产并没有明确的法律以供适用。1986年《破产法(试行)》仅适用于全民所有制企业,并且其中没有任何有关证券公司乃至金融机构的专门规定。《民事诉讼法》中“企业法人破产还债程序”部分的规定也极为简略和概括。近年来由于频频出现证券公司违规操作导致经营状况恶化的事件,已有若干在监管部门干预下强制退出市场的案例。目前的证券公司强制退出措施中,有明确法律依据的只有责令关闭、停业整顿、撤销、托管、接管,此外还有吊销证券经营资格的作法。

#### 1. 责令关闭

《证券法》(2005年)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,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。《公司法》(2005年)第181条也规定:“公司因下列原因解散:……(4)依法被吊销营业执照、责令关闭或者被撤销;……”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(详见下文)。

#### 2. 吊销证券经营资格

2003年5月,珠海证券因多次违规经营被证监会宣布吊销证券经营资格。在《证券法》中并没有“吊销证券经营资格”这样的措施,与之相近的是第221条的“撤销证券业务许可”和第220条的“撤销相关业务许可”。吊销证券经营资格并不必然导致公司法人资格消失,只是该公司不能再从事证券业务经营。在本例中,珠海证券的证券类资产被出售给了海南第一投资集团下属的第一证券,珠海证券也于2003年9月11日正式更名为珠海市珠证恒隆实业发展有限公司,经营方式由金融服务变更为开发和投资。

#### 3. 停业整顿

停业整顿在1998年《证券法》中并无规定,而是见于证监会2001年发布的《证券公司管理办法》。该办法第35条规定:“证券公司因突发事件无法达到第33条(财务风险监控指标)规定的要求时,应在1个工作日内报告中国证监会,并说明原因和对策。中国证监会可以根据不同情况,暂停其部分证券业务直至责令其停业整顿。”如果将责令停业整顿理解为一种行政处罚的话,那么该条规定的效力就值得怀疑。根据《行政处罚法》第12条,国务院部委的行政规章只能在法律、行政法规规定的给予行政处罚的行为、种类和幅度的范围内作出具体规定;如果尚未制定法律、法规,那么规章只能设定警告或者一定数量罚款的行政处罚。无论是1998年《证券法》还是

---

《证券法》第211条:“证券公司……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,责令关闭或者撤销相关业务许可。”第219条:“证券公司违反本法规定,超出业务许可范围经营证券业务……情节严重的,责令关闭。”原《证券法》(1998年)第201条规定,证券公司骗取证券业务许可或者在证券交易中有严重违法行为,不再具备经营资格的,应取消其证券业务许可并责令关闭。修订后的《证券法》第221条删除了“责令关闭”部分。

《证券法》第221条:“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,由证券监督管理机构撤销证券业务许可。”第220条:“证券公司对其证券经纪业务、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,撤销相关业务许可。”

国务院的行政法规均未规定责令停业整顿,也未授权证监会制定类似规章,因此严格说来,停业整顿起初的法律依据并不充分。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,才给了停业整顿一个明确的“说法”。停业整顿通常伴之以对证券公司营业部的托管。这种托管很大程度上是借鉴了人民银行在处置信托投资公司等金融机构时所形成的“指定托管”惯例,即由某个金融机构对被处置机构的分支机构进行托管。

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。2002年9月7日,证监会发文要求大连证券停业整顿,并会同辽宁省及大连市政府成立停业整顿工作组。停业整顿期间,大连证券下属营业部由大通证券托管,继续经营。2003年4月,大连证券被取消证券业务许可并责令关闭。

#### 4. 撤销

撤销是证监会在处理鞍山证券和新华证券时使用的表述方式,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。2002年8月9日,中国证监会发布关于撤销鞍山证券公司的公告,并以鞍山市人民银行为主导成立了清算组;鞍山证券公司在全国的营业部由民族证券托管。2003年12月5日,证监会决定撤销存在严重违规经营问题的新华证券公司,新华证券的证券业务及所属证券营业部由东北证券托管,证券营业部托管后继续经营;新华证券自然人债务的合法本金及利息将依法偿付。上述两个例子是证券公司撤销(关闭)之后将其业务和营业部进行托管,也有的是在托管之后因为出现符合规定的情形而被关闭。例如,2004年4月3日,鉴于云南证券公司严重违规经营,证监会指定太平洋证券公司托管云南证券的证券营业部及相关经纪业务部门;2005年1月5日,云南证券公司清算组在《证券时报》上发布公告称,因云南证券挪用客户交易结算资金数额特别巨大,证监会决定取消其证券业务许可,并责令关闭。

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。

#### 5. 托管或行政接管

托管是近来证券公司危机处理中使用最多的一种手段,其基本内涵是由受托公司组织成立的托管经营组行使公司经营管理权,证券交易等业务正常进行;除客户证券交易结算资金外所有

---

这个概念可能是借鉴了国务院《金融机构撤销条例》(2001年)中的表述。但是,《金融机构撤销条例》只适用于经人民银行(现为银监会)批准设立的银行和非银行金融机构。

《证券法》(2005年)第153条:“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,国务院证券监督管理机构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。”令人奇怪的是,在这个总括性的条款中,并未提及在后续条款(第211、219条)中有所规定的“责令关闭”措施,而且从行文看,似乎是将“撤销”作为“责令关闭”的同义语使用。然而,在其后的若干法律责任条款(第191、192、205、209、211、212、220-222条)中,“撤销”又均是同“证券业务许可”而非“证券公司”联系,有时还明确作为同“责令关闭”相并列的措施(第211条),并未用于表达终止证券公司主体资格的含义。这种概念使用上的不连贯和不严谨,不能不说是修订工作中的一个遗憾。

债务停止支付,由受托公司负责进行登记、确认。比较近的一个例子是2004年9月3日,证监会宣布由华融资产管理公司对德恒证券、恒信证券和中富证券托管经营,由中国信达资产管理公司对汉唐证券托管经营。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。同托管类似但更为严厉的是所谓的行政接管,即由政府部门对问题证券公司进行接管,并成立接管小组负责业务经营和资产清理。例如,2004年1月2日,中国证监会和深圳市政府联合宣布对南方证券实施行政接管。

总的来看,我国目前的证券公司市场退出机制比较混乱,概念的运用随意性较强,缺乏必要的界定,各种措施之间的关系也缺少梳理。更大的问题在于,这些机制没有专门的破产清算程序予以配合,难以形成系统化的制度。

#### 四、证券公司破产清算特别程序亟需建立

如上所述,由于没有专门的证券公司破产清算法律制度,甚至也没有更宽泛意义上的金融机构破产清算法律制度,当下对于经营状况恶化的高危证券公司主要采取由监管机构主导的、以责令关闭、债权收购或登记和业务托管或转让相结合的行政性退出方式。这种方式被形象的概括为“行政破产”。其基本内容和步骤是:(1)由证监会宣布对问题证券公司行政关闭或撤销;(2)对个人债权由人民银行再贷款,同时地方财政做担保,予以收购;(3)对机构债权包括银行贷款登记在册,由新设的实业公司或另一家证券公司承担,或者等待清算偿付;(4)分割业务与牌照,把问题证券公司的业务、客户及牌照分别转给其他证券公司。

这种行政主导的退出方式主要着眼于压缩系统风险,防止危机扩散,其好处是不会对经济造成过大的冲击,不会形成社会动荡,当事各方也容易达成协议。但是,这种退出方式是以中央银行的大量再贷款为基础的。在鞍山证券、新华证券、南方证券被陆续撤销、接管时,为弥补客户交易结算资金漏洞,中央银行分别提供了15亿、14.5亿和80亿再贷款;而根据人民银行、财政部、银监会和证监会联合发布的《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》,中央银行的再贷款将系统性的用于补偿问题金融机构包括证券公司的个人债权人和客户,预计用于收购客户交易结算资金的再贷款就将达到600亿元。在当时尚未建立存款保险和证券投资者保护基金的情况下,这实质上是把证券公司对个人的负债转变成证券公司对中央银行的负债,债务风险从个人转移到中央银行身上。尽管从短期看,这有助于压缩系统风险和保护个人投资者的资产安全,但终非治本之策。在本质上,这种方式只是暂时缓解风险,不断转移与积累矛盾,而不是在化解风险。无论是行政接管还是中央银行再贷款,证券公司现有或潜在的不良资产并未得到彻底核销,它们仍需挂在账上等待偿还,所不同的只是坏账从一个帐簿转到另一个帐簿,其后果是中央政府的财政负担越积越重,整个金融系统的风险也越积越高。从长远来看,证券公司危机中的客户资产安全不可能一直依赖中央银行或中央财政来保障,而只能通过合理的证券公司破产清算机制和相应的投资者保护基金制度来实现。

在一定程度上,国务院制定的《金融机构撤销条例》为证券公司破产清算机制的建立提供了

---

参见莫菲:《600亿解决“券商原罪”》,载《21世纪经济报道》2004年11月24日。

从根本上说,再贷款最终依赖于中央银行发行更多的货币,从而给国家的支付系统造成压力。因此,尽管从投资者保护的角度看,当前以再贷款收购个人债权和客户交易结算资金是必要的,但这绝非长久之计,也不能成为常规方式。

蓝本。该条例在现有破产程序之外确立了一套针对银行和非银行金融机构的行政清算程序。所谓撤销是指人民银行对经其批准设立的具有法人资格的金融机构依法采取行政强制措施,终止其经营活动,并予以解散。在金融机构有违法违规经营、经营管理不善等情形,不予撤销将严重危害金融秩序、损害社会公众利益时,应予撤销。金融机构被撤销时,由人民银行、财政、审计等有关部门、地方人民政府的代表和被撤销的金融机构股东的代表及有关专业人员组成清算组,清算组向人民银行负责并报告工作。在清算期间,清算组可以将清算事务委托给人民银行指定的金融机构(托管机构)办理,托管费用列入被撤销的金融机构清算费用。金融机构的清算财产首先用于支付个人储蓄存款的本金和合法利息,剩余财产用于清偿法人和其他组织的债务。

事实上,目前的证券公司退出程序,基本上是在《金融机构撤销条例》的框架下进行的。这里存在两个问题:第一,《金融机构撤销条例》明确规定只适用于人民银行(现为银监会)批准设立的金融机构,证券公司被排除在外,证监会对证券公司的关闭或撤销程序虽然可以比照或者类推,但毕竟缺乏依据,亟需正名。第二,既然是“撤销”,那么这套程序只能由监管机构启动,证券公司、客户或其他债权人均无权启动,因此需要更广泛意义上的破产清算程序。

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。在起草过程中有人主张金融机构破产不写入破产法,专门立法调整;有人主张区分类别,有的写入有的不写入;还有人主张统一纳入破产法,但在是仅规定原则还是以专章具体规定特别程序的问题上仍有分歧。在《企业破产法(草案)》2004年6月提交人大常委会审议时,采取的方式是在第163条(附则)规定:“商业银行、保险公司等金融机构实施破产时,由国务院依据本法和其他有关法律的规定制定实施办法。”换言之,金融机构的破产在基本程序上适用破产法的规定,但在一些特殊机制上,如监管机构批准作为前置程序,则留待国务院的实施办法解决。值得注意的是,草案使用了“商业银行、保险公司等金融机构”的表述,而没有直接列出证券公司。个中原因,主要可能在于修订后的《商业银行法》和《保险法》已经对银行和保险公司的破产有所规定,而证券公司的破产却未在当时《证券法》或其他法律中明确提及。尽管如此,“等金融机构”无疑也必将证券公司涵盖在内。破产法草案提交审议后,争议颇多,各种版本的“最新修订”也在坊间广为流传。截至目前,《企业破产法》仍未最终审议通过。

但是,无论是单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。鉴于证券公司破产清算制度与证券投资者补偿制度的密切联系,需要结合起来统一考虑。目前证券投资者保护基金成立伊始,相关制度尚未完全成型。因此,不妨借鉴美国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,并赋予基金管理机构(在证监会的认可和监督下)启动、介入和主导证券公司破产清算程序的权利。

---

参见李巧宁:《金融机构破产走向法制轨道 对话李曙光教授》,载《21世纪经济报道》2004年6月24日。

《商业银行法》第71条规定:“商业银行不能支付到期债务,经国务院银行业监督管理机构同意,由人民法院依法宣告其破产。”《保险法》第86条规定:“保险公司不能支付到期债务,经保险监督管理机构同意,由人民法院依法宣告破产。”

2005年修订《证券法》对证券公司的破产有所提及(第129、139、218条),但未予正面规定。