

证券公司破产应当如何特别立法*

姜沅伯**

摘要:证券公司破产与投资者权益密切相关,需要作出特殊安排。美国形成了较为完整的证券公司破产法律制度,可供我国选择借鉴。从实际情况看,我国现有的制度体系不需要作重大调整,但是仍存在完善空间。行政处置程序具有现实意义,立法应当维持。证券投资者财产权益保护已有相应制度保障,并不需要在立法中作出多余规范。同时,应当构建行政重组中的管理人制度和系统性金融机构的风险处置与有序退出制度。

关键词:证券公司 破产法 风险处置 投资者保护 有序退出

“金融是现代经济的核心。”^[1]金融机构对于实现资金流动、支持实体经济具有不可替代的作用。我国的法律法规已经对金融机构的破产作了

* 本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。

** 上海证券交易所法律部员工。

[1] 《习近平谈金融经济:经济是肌体,金融是血脉,两者共生共荣》,载人民网:[http://cpc. people. com. cn/xuexi/n1/2019/0226/c385474-30901903. html](http://cpc.people.com.cn/xuexi/n1/2019/0226/c385474-30901903.html),2019年9月20日访问。

规定。特别是,《企业破产法》用一个条文对金融机构破产作了衔接性的授权规定。《企业破产法》自生效至今已经实施了12年,相关规定是否适应现实需求、如何进行完善修改,都值得评估思考。证券市场是我国金融市场体系中日益重要的组成部分,而证券公司则是证券市场运行的基本载体。本文以证券公司为对象,探讨证券公司破产如何特别立法的问题,以求对今后的金融机构破产立法规划有所裨益。

一、问题的提出——证券公司破产如何特别立法

证券公司,是依法设立并经营证券业务的公司。证券公司作为典型的金融机构,是市场经济中的资本桥梁,具有其自身的特殊属性。首先,涉众性。证券公司向不特定的公众提供证券金融服务,与公众的利益密切相关,影响范围广泛。其次,负债经营性。由于交易结算和信用交易等业务,证券公司与客户之间形成了广泛的债权债务关系。再次,资产无形性。包括特许经营权(证券经营牌照)与营销网络、营销团队在内的无形资产是证券公司资产的主要组成部分。最后,风险传导性。金融市场的互联程度较高,个别证券公司发生危机,可能会导致公众对其他金融机构及整体金融系统的信心受到影响。

证券公司的上述特殊性决定了证券公司的整体制度安排应当有别于其他类型企业。正因如此,世界各国都建立了自己的金融监管体系,对包括证券公司在内的金融机构实施不同于其他领域的监管规制。从世界范围来看,银行业是金融行业的主导领域,其负债经营性质更强、影响范围更广,因而受到各个国家和地区以及国际组织的重视。相比之下,证券公司破产受到的关注程度不及银行,但是证券公司的经营状况关系到广大证券投资者的权益,影响到证券市场的平稳有序运行。证券公司发生经营困境或财务危机时,如何处置危机、清理风险,同样是立法需要关注和规范的基点。

我国在制定《企业破产法》的过程中,就金融机构破产如何立法的

问题产生了热烈的讨论。^[2] 学界也就金融机构破产如何立法的问题作了各自的探讨。总体来看,大家对金融机构破产应当特别立法没有太多异议,争论焦点主要是如何实现特别立法。比较有代表性的观点有以下几类:(1)制定《金融机构破产法》:应当在《企业破产法》《银行业监督管理法》《商业银行法》《证券法》《保险法》等法律法规的基础上,制定独立的《金融机构破产法》。^[3] (2)制定《金融机构破产条例》:由国务院制定统一的行政法规,对金融机构破产的共同问题作出整体协调。^[4] (3)分别立法:考虑到各类金融机构的特殊性,建立具有普适性的一般破产制度难度很大,分别制定破产法律规范更加适宜。^[5]

那么,金融机构破产如何特别立法?通过研究证券公司的风险处置与破产问题,明晰证券公司破产立法的方向,有助于确定金融机构破产立法整体路径。下文结合美国的证券公司破产立法经验,探究证券公司破产立法的应然路径。

二、我国并不适宜单独立法模式

由于证券公司的特殊性,我国在2005年修订《证券法》的过程中,规定了证券公司监管的基础性制度。同时,在2006年通过的《企业破产法》中对金融机构破产作了兜底性的衔接安排。国务院于2008年颁布了《证券公司风险处置条例》,从而构建起了证券公司风险处置与破产制度体系。

(一) 证券公司风险处置与破产立法的现状

21世纪初期,经过多年的发展,我国证券公司各类问题集中显现,

[2] 参见朱少平:《关于金融机构破产的几个问题》,载《中国金融》2007年第9期。

[3] 参见白鹤祥:《金融机构破产法律建设的国际经验及启示》,载《金融时报》2018年4月2日。

[4] 参见张世君:《我国金融机构破产制度的反思与重构》,载《经贸法律评论》2019年第1期。

[5] 参见王光平、王婷:《专家认为金融机构破产要分别立法》,载《中国证券报》2008年6月2日。

挪用客户资产、报表虚假、违规经营等治理失效问题爆发。这一时期发生了多起证券公司破产事件,包括南方证券、闽发证券、华夏证券、中富证券、汉唐证券和大鹏证券等一批证券公司陆续破产倒闭。中国人民银行、证监会等部门集中实施了综合整治与风险处置。为了从法律上应对证券公司风险乱象,我国在修订《证券法》过程中增加了大量关于证券公司的内容,在制定《企业破产法》时对金融机构破产作了专门规定,并颁布了《证券公司风险处置条例》(以下简称《条例》),构建起了证券公司风险处置与破产的制度体系。

1.《证券法》增加了证券公司基础制度

2005年修订《证券法》时,增加了许多关于证券公司的条文规定,不仅包括证券公司建立内控机制、客户交易结算资金分离管理等内容,而且规定了国家设立证券投资者保护基金,国务院证券监管机构对证券公司风险控制指标作出规定并可采取监管措施,国务院证券监管机构可以对出现重大风险的证券公司采取监管措施。在2019年刚刚修订的《证券法》中,这些基本制度也得以保留。

2.《企业破产法》对风险处置与破产作了衔接规定

在《企业破产法》出台之前,社会各方对金融机构退出市场的担忧集中于缺乏统一的市场退出制度,各类行政措施没有制度规范等问题。^[6]2006年通过的《企业破产法》对商业银行、证券公司、保险公司等金融机构的破产作了衔接性规定。第134条规定,有本法第2条规定情形的,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。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。同时,金融机构实施破产的,国务院可以制定实施办法。这一条文对金融机构风险处置与破产采取了原则规定加授权立法模式,为金融机构的行政处置程序留出了空间,确认了金融监管机构对金融机构破产申请的主导权。

[6] 参见阎维杰:《银行业金融机构市场退出现状和存在的问题》,载《中国金融》2007年第3期。

3.《证券公司风险处置条例》规定了证券公司风险处置制度

首先,《证券公司风险处置条例》规定了风险证券公司的行政处置程序。一是停业整顿、托管或接管。证券公司风险控制指标不符合有关规定,在规定期限内未能完成整改的,证券监管机构可以责令证券公司停止业务进行整顿;发生可能影响证券公司持续经营情形的,国务院证券监管机构可以对其证券经纪等涉及客户的业务进行托管;情节严重的,可以对该证券公司进行接管。二是行政重组。证券公司出现重大风险,但是财务信息真实、完整,省级人民政府或者有关方面予以支持,整改措施具体,有可行的重组计划的,可以由证券监管机构实施行政重组。三是依法撤销。证券公司经停业整顿、托管、接管或行政重组达到正常经营条件的,经批准可以恢复正常经营。经前述救助程序仍达不到正常经营条件,但能够清偿到期债务的,依法撤销其证券业务许可。证券公司经救助程序后仍达不到正常经营条件,且有第19条规定情形的,证券监管机构应当撤销证券公司。^[7]四是行政清理。证券监管机构撤销证券公司的,应当实施行政清理,进行清理账户、安置客户、转让证券类资产。

其次,《证券公司风险处置条例》规定了监管机构对破产申请的主导权。在行政清理工作完成后,证券公司已达破产界限的,证券监管机构或其委托的行政清理组可向人民法院申请破产清算。证券监管机构可以直接向人民法院申请对证券公司进行重整。另外,证券公司或者其债权人可以向人民法院提出破产清算或者重整的申请,但应当报经证券监管机构批准。

4.《证券投资者保护基金管理办法》规定了对投资者的偿付保护

2005年7月,为了推动证券公司风险处置机制长效化,证监会、中国人民银行和财政部联合发布了《证券投资者保护基金管理办法》。^[8]

[7] 《证券公司风险处置条例》第19条规定:证券公司同时有下列情形的,国务院证券监督管理机构可以直接撤销该证券公司:(1)违法经营情节特别严重、存在巨大经营风险;(2)不能清偿到期债务,并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力;(3)需要动用证券投资者保护基金。

[8] 《证券投资者保护基金管理办法》规定,证券公司被撤销、被关闭、破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时,使用投资者保护基金对债权人予以偿付。需要动用基金的,证监会制定风险处置方案,基金公司制定基金使用方案,报经国务院批准后,由基金公司办理具体的发放事宜。

同年8月,证券投资者保护基金有限责任公司得以设立,其宗旨即是在证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策规定对债权人予以偿付,参与证券公司的风险处置与清算工作。^[9] 该公司成立后,旋即承担起了参与证券公司风险处置和收购客户证券交易结算资金的职能。这标志着我国证券投资者权益偿付从暂时性的政策措施向正式的制度安排转变。随着《证券法》中增加关于证券投资者保护基金的条文规定,证券投资者权益偿付制度也有了上位的法律依据。

(二) 现有模式适应我国的立法和监管体制

美国法中有关于证券经纪商(stockbroker)破产时投资者保护的专门法律。回顾其历史可以发现,美国证券公司破产立法主要包括两次重要的标志性立法事件。一是1970年通过了《证券投资者保护法》(*Securities Investor Protection Act*, SIPA);二是2008年金融危机后在《多德—弗兰克法》中规定的系统重要性金融机构有序退出机制。SIPA是美国证券公司破产单独立法的基石,其确立了证券公司破产的重要制度,包括证券公司破产程序的优先性、对其他法律程序的中止效力、证券投资者保护基金公司(SIPC)对破产程序和管理人选任的主导权、客户债权偿付等内容。^[10] 考察其原因,美国破产法属于联邦国会统一立法的范围。美国宪法关于立法权的第1条规定,国会应当建立全国统一的破产法。^[11] 经学者考证,美国宪法之所以如此规定,与其独立战争期间的债务危机有密切关系。故而,当时的制宪者们在联邦宪法中将破产法纳入联邦国会的专属立法范畴,其他的政府机关则无权制定破产法律。^[12] 这一立法模式的确立,有利于形成全国统一市场、平等保护市场各方权益。

与美国将破产法作为国会专属权限有所不同,我国《企业破产法》

[9] 参见《证券投资者保护基金管理办法》第7条、第17条。

[10] See 11 USCA § 742, 15 USCA § 78eee, 15 USCA § 78fff, 15 USCA § 78fff-2, 15 USCA § 78fff-3.

[11] See U. S. CONST. Art. 1, § 8.

[12] 参见李曙光:《破产法的宪法性及市场经济价值》,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)2019年第1期。

第134条规定,金融机构实施破产的,国务院可以制定实施办法。实际上,这样的授权规定与我国的立法和监管体制相符。

首先,我国《立法法》第65条规定,国务院根据宪法和法律,制定行政法规。行政法规可以就为执行法律的规定需要制定行政法规的事项作出规定。《企业破产法》第134条的授权规定恰是对《立法法》的充分诠释。同时,以行政法规的形式规定证券公司(金融机构)破产,也不影响其权威性。因为行政法规在我国法律体系中的位阶较高,仅次于法律,而且可以在条件成熟时转化为法律。另外,尚未制定法律的,全国人大及其常务委员会可以授权国务院先制定行政法规。因此,行政法规具有“准法律”的性质。

其次,我国目前实行分业监管体制。虽然有人主张应当建立混业监管体制,但是对于如何构建混业监管体制依然存有很大争议。尽管“混业经营”之说甚为风行,但是金融行业内部的差异并未消失,所谓的“混业经营”,只是金融经营的集团化、综合化。金融监管仍然需要根据不同领域的不同特性实施区别监管。正如有学者所言,所谓“金融服务横向规制”的形式意义大于其实质意义。^[13]另外,国务院金融稳定发展委员会的成立,标志着我国金融监管体制迈向成熟的一大步。我国在加强金融监管协调、补齐监管短板方面更加稳健。对金融机构分行业制定风险处置法规,立法和实施的成本较低,也更易于实现。

(三) 现有法律法规能够符合实践需求

立法总是基于现实需求而生,并服务于一定的国家治理或社会管理目标。^[14]美国证券公司破产立法的演变,充分体现了法律对社会现实的回应过程。20世纪60年代末,美国许多证券公司出现了流动性危机,证券行业发生了行业风险。根据美国《破产法典》规定,证券经纪商并不属于可以适用第7章和第11章的“债务人”范围。^[15]于是,美国通过制定SIPA,对证券公司破产中的投资者保护作了特别要求,

[13] 参见冯果:《金融服务横向规制究竟能走多远》,载《法学》2010年第3期。

[14] 参见郑寰宇、杨勇:《法治建设的历史演进与现实使命》,载《吉林日报》2018年8月31日。

[15] See 11 USCA § 109, “Who may be a debtor”.

回应了那个时代的呼声。^[16] 我国《企业破产法》自颁布至今已有十余年。关于证券公司破产的规定是否有必要调整,不仅需要理论上的考虑,更需要依据相关法律法规的实际运行情况作出分析判断。经过梳理,现有的证券公司风险处置与破产实践情况如下:

1. 21 世纪初的券商危机成功处置

21 世纪初期,为了处置证券公司危机,中国人民银行、证监会等部门牵头自 2005 年起实施对证券公司的综合治理与风险处置。截至 2007 年,证券公司风险处置工作基本完成。统计数据显示,当时有 31 家高风险证券公司被采取行政处置措施,其中 26 家进入破产清算程序。截至 2009 年,被处置证券公司的个人债权与客户交易结算资金收购已完成 99% 以上。^[17] 另外,中国人民银行还依托中央汇金公司和建银投资公司,通过股东注资、流动性支持和引进战略投资者等措施,对银河证券、申银万国、华夏证券、北京证券等 9 家证券公司成功实施了重组。^[18] 这些案例均系在《企业破产法》生效之前进入行政处置程序。虽然有两例(闽发证券、华夏证券)在《企业破产法》生效之后进入了破产程序,但其是在《证券公司风险处置条例》生效前实施行政处置。在《企业破产法》《证券公司风险处置条例》生效后的 10 年间,并未发生证券公司重大风险的案例。

2. 近期的问题券商风险得以有序化解

2018 年 5 月,上海华信证券公司(以下简称“华信证券”)因违法为股东上海华信国际集团有限公司提供融资被上海证监局采取限制股东权利的监管措施;因违规开展资管业务被上海证监局采取责令改正并暂停资产管理业务的监管措施。华信证券 2017 年年度财务会计报表被审计机构出具了无法表示意见的审计结论,上海证监局 2018 年 8 月责令其限期整改,但是其仍未完成相关整改工作。

2018 年 8 月,中国证监会对华信证券违法违规行为立案稽查,并于 2019 年 11 月作出了行政处罚决定。^[19] 中国证监会按照《证券法》

[16] 该法后来历经多次修改,但总体框架未变。

[17] 参见中国人民银行:《中国金融稳定报告(2010)》,第 48 页。

[18] 参见中国人民银行:《中国金融稳定报告(2008)》,第 39 页。

[19] 参见《中国证监会行政处罚决定书(华信证券)》([2019]122 号)。

《证券公司监督管理条例》《证券公司风险处置条例》有关规定,撤销华信证券全部业务许可,并分别委托国浩(北京)律师事务所、国泰君安证券公司对华信证券实施行政清理和托管,包括转让其证券经纪业务等相关证券类资产。根据中国证监会的公开信息,在行政清理工作完成后,华信证券的剩余资产、负债依法纳入华信集团统一处置,客户资产权益都得到有效保护。^[20]

不难发现,在现行法律法规下,如果证券公司发生风险,监管机构可以采取停业整顿、托管、接管等多种方式处置风险,或者通过注资、股权重组、债务重组、资产重组、合并等方式实施行政重组。经过行政处置程序的证券公司,应该能够恢复正常营业。即便其最终进入破产清算,也已经过了有序的风险处置,客户权益可得到充分保障。在目前阶段,行政处置程序有利于帮助金融机构渡过难关,维护证券投资者权益和证券市场稳定。因而,从实际需求进行分析,法律应当维持现有的行政处置程序。

三、正确认识证券公司风险处置与破产程序的关系

有观点认为,这种行政处置先行的模式会使行政权力扩张,导致司法程序退缩,体现了政府管制色彩,阻碍了金融机构退出的市场化进程,有必要在法律层面对两者的关系予以厘清。^[21]也有人认为,我国目前的立法模式尚不成体系,《银行业监督管理法》《商业银行法》等对银行的接管、机构重组、停业整顿、撤销、托管、破产清算等的规定缺乏

[20] 参见《证监会有关部门负责人就华信证券风险处置相关事宜答记者问》,载中国证监会网站:http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201911/t20191115_366081.html,2019年12月6日访问。

[21] 参见冯果、李安安:《问题券商市场退出法律机制之审思——在资本市场法治化的拷问之下》,载《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版;崔明亮:《证券公司行政处置与破产程序的冲突与协调》,载《北京航空航天大学学报》(社会科学版)2017年第2期。

操作性和针对性,也存在以行政干预代替破产退出之嫌。^[22]但是,事实并非如此。金融机构的破产是与其风险处置密切关联的,不能脱离风险处置而单纯思考金融机构破产的立法问题。这一问题可以从基本理论与境外实践两个维度进行分析。

(一) 理论维度:市场经济也需要“有为的政府”

从基本理论维度看,这涉及市场经济中最根本的命题——政府与市场的关系。世界范围内的经济学家、政治学家对此已经进行了长达数百年的论争,并形成了古典自由主义、凯恩斯主义与新自由主义等学派。虽然市场经济体制已经获得广泛的认可,但是在现代市场经济中,政府与市场之间并不是截然对立、非此即彼的取向选择。市场这只“无形之手”对资源配置起决定性作用,而这并不代表政府的“有形之手”就应当“袖手旁观”。波及全球的金融危机就是市场失灵与市场缺陷的例证。有效的市场经济体制,应当是在法治框架下实现政府与市场的平衡,解决市场失灵与政府失灵问题。^[23]发生市场失灵时,政府及时而适度的干预是纠正市场失灵的必要举措,也是现代政府的一项必备能力。从域外经验来看,政府在金融危机发生时进行介入的成功经验也不罕见。美国在20世纪30年代发生“大萧条”后,罗斯福政府通过颁布一系列法令、实施一系列新政举措,推动美国迅速走出经济危机,实现了经济复兴。为了整肃和规范证券市场而制定的《1933年证券法》和《1934年证券交易法》至今都是美国证券法的基石。

(二) 实践维度:行政处置有利于保护证券投资者权益

2008年金融危机发生后,美国政府同样采取了有力的应对政策。对于深陷危机的华尔街五大投资银行,美国政府同样倾注了很多的精力。^[24]2008年3月,贝尔斯登被摩根大通收购;2008年9月,雷曼兄弟宣布申请破产保护;同月,美林证券被美国银行收购;同月,高盛和摩

[22] 参见丁艳:《监管机构在银行破产法律制度中的定位》,载《中国金融》2007年第9期。

[23] 参见李曙光:《法治应是政府与市场的平衡器》,载《人民日报》2014年10月15日。

[24] 另外,在市场经济发达、宪法审查严格的德国,2008年至2009年颁布的《金融市场稳定法》(FMSiG)与《金融市场稳定补充法》(FMSiErgG)也允许政府获得对系统重要性银行的无限制控制权。

根士丹利由投资银行转为银行控股公司。这些投资银行危机处置的背后都有美国政府的身影。美联储通过摩根大通(商业银行)向贝尔斯登提供紧急资金援助,并且与美国财政部一起促成了摩根大通对贝尔斯登的收购;美联储批准了高盛与摩根士丹利的存贷业务申请;虽然雷曼兄弟最终走向破产,但是,财政部、美联储等机构曾积极督促和推动雷曼兄弟公司处置风险,希望帮助其走出困境。另外,房地美(FNMA)与房利美(FHLMC)两家政府支持机构也被联邦财政部接管。即便如此,市场公众对于美国政府为何拒绝救助雷曼兄弟公司依然抱有诸多质疑。^[25] 有学者指出,如果联邦政府能够保护雷曼兄弟公司的票据投资者,那么,雷曼兄弟破产的巨大冲击可以减小很多。^[26]

对于出现风险或经营危机的金融机构,应当慎重实施市场退出,尽量避免金融机构市场退出现象发生。确无重建希望的,应当采取措施保证金融机构的有序退出。^[27] 同时,如果在金融机构出现不能清偿到期债务且资不抵债或者明显缺乏偿债能力情形后再启动破产程序,可能已经为时已晚。在金融机构出现风险、尚未进入破产程序之时,对其及时采取风险处置措施尤为重要。而对于何时介入、采取何种措施,由负责日常监管的金融监管机构作出判断会更加有效。金融监管机构更为了解金融机构的风险状况,也能及时采取相应的监管措施。

虽然金融机构经过监管机构的风险处置以后,不再具有破产程序特别是重整程序的适用空间,但这是由金融机构的特殊性决定的。由监管机构采取风险处置措施,能够避免财务状况恶化、防止金融风险过度扩散。对发生风险的金融机构及时进行风险处置,正是防范金融风险的合理举措。

[25] 参见木兰:《不救雷曼是一个阴谋?》,载《长江商报》2009年9月14日。

[26] 参见[美]罗伯特·博森:《大乱有大治》,传神翻译译,中信出版社2010年版,第173页。

[27] 国际证监会组织(IOSCO)2010年发布的《证券监管的目标与原则》指出,为了减小投资者损失、防范系统性风险,应当规定市场中介机构失败处置的程序。See IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation* (2010), “Principles for Market Intermediaries”, available at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>, accessed July 20th, 2019.

四、不必特别规定证券投资者财产权益

有观点认为,应当将在法律法规中将证券投资者权益置于优先保护的地位。^[28]这一观点是否恰当,应当从基础法理的视角进行检讨考察。

(一) 投资者财产权益保护的法律逻辑

对民事主体的权利进行保护,应当以权利的性质为基础。物权、债权等不同性质权利的保护方式会有所区别。物权等绝对性权利享有优先保护的地位,而普通债权等相对性权利则没有优先保护的待遇。正因如此,才有了破产法中的取回权、别除权制度:财产权利人可向破产债务人或管理人要求返还不属于债务人的财产的取回权;^[29]以及在破产程序开始之前,就债务人特定财产设定的担保物权或者其他特别优先权,享有不依照破产清算程序而就该特定财产优先获得清偿的别除权。普通债权则应按照法律规定,在处于优先顺位的各类权利受偿后再行偿付。可见,这两类权利的保护方式有很大区别。另外,正是由于存款人、投保人等金融消费者并非处于绝对优先地位,所以才有了运用存款保险基金、保险保障基金等机制来保护上述金融消费者权益的必要性。

美国法对证券投资者权益偿付作了特别规定,这与美国的证券交易结算体系有关。美国实行间接持有制度,投资者将自己的证券与资金存放在证券经纪商处,证券经纪商以自己名义代客户持有股份,因而可能发生客户财产与证券经纪商财产混同的情况。所以,SIPA将证券经纪商的财产分为不同类别,对于无法完全识别的客户资产实施限额

[28] 参见丁斌、李宏林、李巧巧:《美国证券公司清算程序中的投资者保护典型案例及启示》,载《河北金融》2019年第5期。

[29] 取回权一般是以所有权与其他物权为基础,但也可能是基于某些特殊类型的债权,这些债权从实质上看仍具有物权性的特征或者与物权具有密切关联。参见李永军:《论破产程序中的取回权》,载《比较法研究》1995年第2期;许德风:《破产法论——解释与功能比较的视角》,北京大学出版社2015年版,第222页。

偿付。^[30]那么,我国是否也需如此规定呢?

(二)投资者三类财产权益保护分析

1. 客户交易结算资金

从法律方面来看,21世纪初期发生证券公司风险潮,基本原因是由于当时的证券法律规范尚不健全。客户交易结算资金没有实现分离管理和独立存管,容易导致证券公司挪用客户的交易结算资金,使客户资金遭受损失。^[31]同时,我国尚未建立证券投资者补偿制度,因而在证券公司发生风险时,就有了动用国家资金保障客户交易结算资金的现实需要。中国证监会与中国人民银行、财政部等部门于2004年至2005年发布了关于个人债权与客户交易结算资金收购的3项文件,规定了客户交易结算资金收购制度。^[32]根据相关规定,对客户证券交易结算资金的合法本息实施全额收购,款项全部由中央政府负责。可以说,动用国家资金保障客户证券交易结算资金,是在当时情况下维护投资者权益的临时性政策举措,其功能约等于成熟市场中的存款保险基金、投资者保护基金和保险保障基金。

然而,在2005年修订《证券法》之后,这一问题得到了有效解决。《证券法》建立了客户资金第三方存管制度以及客户资产与证券公司自有资产隔离制度。客户的交易结算资金与证券不属于证券公司的自有财产,不仅禁止以任何形式挪用,而且不能纳入证券公司的破产财产或清算财产。而在银行、保险等间接融资方式下,存款人的存款和投保人的保单债权都属于债权,不具有破产隔离的效力,因而需要通过存款保险等制度予以特别保护。这也是证券公司与商业银行、保险公司的差异之处。

[30] SIPA 将证券经纪商的财产分为客户名义证券(customer name securities)、客户财产(customer property)和普通财产。由于投资者的证券一般是登记在证券经纪商名下,所以大部分证券属于“客户财产”,SIPC 可以向这些客户预付不超过 50 万美元,其中现金偿付不超过 10 万美元(后来提高为 25 万美元)。See 15 USCA § 78fff-3, “SIPC advances”.

[31] 参见中国人民银行:《中国金融稳定报告(2005)》,第 89 页。

[32] 3 项文件为《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》《个人债权及客户证券交易结算资金收购实施办法》《关于证券公司个人债权及客户证券交易结算资金收购有关问题的通知》。

虽然在一般情况下,货币属于种类物,且其所有权与占有相一致,移转占有即移转了所有权,但是在我国已经实行直接持股、第三方存管、客户财产隔离制度的情况下,客户的资金和证券都不会纳入证券公司的破产财产或清算财产。交易结算资金就具有了物权的性质,所有权依然属于客户。因而,今后也就不再具有对客户交易结算资金进行优先偿付或者收购的必要性。

2. 资管产品投资权益

另外,随着《证券投资基金法》的出台和《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》)及其配套规定的实施,各类委托理财的资管产品(包括公募产品与私募产品)都已纳入法制轨道中。根据《资管新规》,资产管理业务是金融机构的表外业务,金融机构不得在表内开展资产管理业务。而且金融机构开展资管业务,应当确保资管业务与其他业务、资管产品与其代销产品、资管产品之间的分离,并由第三方机构独立托管。《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》(以下简称《证券私募资管办法》)规定,资管计划财产独立于证券期货经营机构和托管人的固有财产,并独立于证券期货经营机构管理的和托管人托管的其他财产;证券期货经营机构、托管人因依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产等原因进行清算的,资产管理计划财产不属于其清算财产。^[33]这样一来,资管产品投资者权益就能实现与证券公司等金融机构的破产财产相互隔离。

资管产品投资份额获得了优先性保护的法律效力,这与资管计划的法律本质相互呼应。《资管新规》指出,资产管理业务是金融机构接受投资者委托,对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。资管业务关系的法律本质应当是信托关系,^[34]作为受托人的金融机构的自有财产与其受托管的信托财产相互分离是信托关系的基本要求。^[35]因此,在资管业务法治化的背景下,资管计划投资份额也就无

[33] 参见《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第6条。

[34] 参见王涌:《让资产管理行业回归大信托的格局》,载《清华金融评论》2018年第1期。

[35] 我国《信托法》第6条规定,信托财产与属于受托人所有的财产相区别,不得归入受托人的固有财产或者成为固有财产的一部分。受托人死亡或者依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止,信托财产不属于其遗产或者清算财产。

须在我国破产法律规范中再作特别考虑。

3. 让与担保类权益

证券市场中存在大量以移转物权来进行担保的经纪业务,如融资融券、买断式回购、约定购回交易等。在这些类型的交易中,投资者将其财产权利转让给证券公司,证券公司在约定条件下再将财产权利返还给投资者。以融资融券为例,证券公司接受客户的保证金作为担保,贷与客户资金或者证券,并以买进的证券或者卖出的价款作为担保,客户可在一定期间内以相反方向买卖或现金、现券方式偿还债务。^[36]对于这些财产权利的性质,各界多有争论。典型理论观点有信托说、^[37]质押说、^[38]让与担保说。^[39]然而,通过分析其交易过程与实质即可看出,这些交易实际上就是通过移转权利实现担保功能的让与担保。这些交易中存放于证券公司担保账户中的财产,虽然是在证券公司名下,却是投资者为了担保自己归还其借入的证券或者资金之用。故而,在证券公司陷入破产时,应当允许投资者在已偿还债务的情况下取回担保财产,这也是一种特殊的取回权情形。如果投资者未能偿还债务,那么证券公司可以对担保账户中的财产行使担保权,将处分所得资金归入证券公司的破产财产。

由上文可见,因为客户交易结算资金和资管产品投资权益不存在被证券公司挪用或者与其自有财产混同的风险,我国证券公司的负债经营性并不如商业银行、保险公司那样显著,那种认为应当给予这些财产权利优先保护地位的观点也就不甚合理了。对于让与担保类权益,则可以通过司法解释的形式予以明确规定,从而维护投资者的财产权益。

[36] 参见何艳春:《证券公司融资融券业务债权担保的法律分析》,载《证券市场导报》2008年9月号。

[37] 参见李宪惠:《信托制度可为融资融券保驾护航》,载《证券时报》2006年7月20日。

[38] 参见楼建波:《化解我国融资融券交易担保困境的路径选择》,载《法学》2008年第11期。

[39] 参见陈红:《我国证券信用交易风险控制的几个法律问题研究》,载《法商研究》2008年第5期。

五、应当构建的两项机制

(一) 行政重组中的管理人制度

管理人制度是现代破产法的一项基本制度,管理人是在债务人进入破产程序后对债务人的财产进行管理、处分以及制定和实施破产方案的主体。作为专门的破产程序中的受托人,管理人应当具备必要的专业能力,并履行相关的专业职责。^[40] 故而,由律师、会计师等专业人士担任受托人,是各国破产实践中的常态做法。美国 SIPA 规定,由 SIPC 或其指定的中介机构作为受托人。而且,SIPC 启动的清算程序的受托人及其律师由 SIPC 选出,由法庭任命;在赔偿数额和客户低于一定数量时,可以由 SIPC 或其员工担任受托人。^[41] 在系统重要性金融机构有序清算程序中,存款保险公司被任命为接管人(receiver)时,应指定 SIPC 为有序清算程序的受托人。SIPC 应当在法院的保护令生效后依照 SIPC 的规定履行管理职责。^[42]

我国现有的相关法律法规中已经规定可以委托专业机构实施托管或行政清理,但没有规定证券公司行政重组程序的实施主体。建议吸收《企业破产法》中有益的制度经验,构建行政重组中的管理人制度。首先,在行政重组中引入管理人方式。虽然这种程序名为“行政重组”,但是,重组过程应当更多发挥专业力量、利用市场资源。引入更为规范的管理人制度,有利于充分发挥专业优势、合理配置各类资源,从而帮助金融机构恢复正常经营,实现重建再生。其次,明确行政重组中的管理人选任要求。由于证券金融机构的特殊性,一般的管理人在专业能力与经验方面不一定能胜任。因此,应当要求由投资者保护基金公司担任管理人。也可以考虑规定证券公司行政重组的管理人应由具有从事证券业务资格和执业经验的专业人士担任。

[40] 参见李曙光、贺丹:《破产法立法若干重大问题的国际比较》,载《政法论坛》2004年第5期。

[41] See 15 USCA § 78eee, “Protection of customers”.

[42] See 12 USCA § 5385, “Orderly liquidation of covered brokers and dealers”.

(二) 系统重要性金融机构退出机制

2008年美国金融危机中,以雷曼兄弟公司为代表的华尔街著名投资机构陷入危机甚至走向破产。本次金融危机暴露出了系统重要性金融机构(systemically important financial institutions, SIFIs)监管的艰巨性与复杂性。^[43] 2010年通过的《多德—弗兰克法》对系统重要性金融机构实施更高的监管要求,同时也设立了适用于系统重要性非银行金融机构的有序清算(orderly liquidation)机制。有序清算机制以存款保险公司主导的银行类金融机构为蓝本,并结合了联邦破产法关于债权人保护的相关规定,从而解决系统重要性金融机构的有序退出问题。

中国人民银行、中国银保监会、中国证监会于2018年11月联合发布了《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》,对包括系统重要性证券业机构在内的系统重要性金融机构的认定识别、特别监管与特别处置作了规定。在特别处置机制方面,该文件规定由中国人民银行会同相关部门进行有序的应对和处置。其建立了由金融委确定系统重要性金融机构,人民银行牵头负责宏观审慎监管,银保监会与证监会负责微观审慎监管的工作机制,兼顾了本国现有的监管体系架构,总体值得肯定。

与商业银行和保险公司相比,证券公司的系统重要性并不显著,但是随着证券公司业务领域的创新与拓展,证券公司的相互关联性、资产流动性与复杂性已经不同于以往。因而,证券公司仍有可能被纳入系统重要性金融机构中。三部委发布的指导意见借鉴了美国经验,其基本思路、制度框架与美国《多德—弗兰克法》非常相似,可谓有异曲同工之妙。但是,这一文件的效力位阶有待提升,权威性尚待增强。应当在这一文件的基础上,由国务院制定系统重要性金融机构监管条例,规定系统重要性金融机构监管的主要原则、职权划分、工作机制等基本制度,特别是系统重要性金融机构的有序处置制度。这样不仅适应了维护金融体系稳定与安全的需求,而且也与《企业破产法》关于金融机构破产的授权规定实现了充分衔接。

[43] 20世纪30年代,英国学者泰勒(Michael Taylor)就提出了“双峰监管”理论,在世界范围内产生了较大的影响。See Michael Taylor, *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*, Center for the Study of Financial Innovation, London, December 1995.

结 论

证券公司的危机处理具有特殊性,应当在法律法规中作出特别规定。但是在立法中不应纠结于“是否应当单独立法”的形式问题,而更应关注制度的实质内容与效力。证券公司的危机处理制度主要包括两个方面:一是在出现风险时快速应对和处理危机,防止金融机构走向破产;二是在风险处置措施无效时依法实施破产,并保护金融消费者的权益。现有法律法规基本能适应这一需求,但是在若干方面还可继续优化完善。我们既要借鉴域外法制经验,也要充分考虑我国现实。在新的金融发展形势下,证券公司破产立法工作应当在实践基础上逐步探索并不断完善。

(编辑:韩励豪)