

## 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

冯 果\* 李安安\*\*

**摘要:**我国问题券商市场退出的法律机制呈现出一幅行政权扩张与司法权收缩的现实图景。“强行政与弱司法”的权力格局固然有一定的合理性,但其缺陷与隐忧颇值得全面检讨和审思。在资本市场法治化的拷问之下,我们需要建构一种与法治社会相匹配、行政权与司法权和谐共生的问题券商市场退出法律机制。这种理想图景的实现,不仅需要思想观念的更新与洗礼,也需要有针对性的制度设计相配套。

**关键词:**问题券商 市场退出 法律机制 资本市场

券商作为我国证券市场最主要的中介结构,自产生之日起就在资本市场上发挥着桥梁与纽带的重要作用,其发展水平与完善程度直接关系到中国资本市场的发展与壮大。治理结构健全、经营运作规范的券商是稳定资本市场的重要机构力量,而问

---

\* 武汉大学法学院副院长,教授、博士生导师。

\*\* 武汉大学法学院经济法专业博士研究生。

题券商的存在会恶化资本市场的法治生态,打击投资者信心,对资本市场的正常秩序造成严重冲击。券商作为金融企业,其在经营过程中面临着市场风险、信用风险、操作风险、法律风险等诸多风险,而且这些风险具有典型的“外部性”与“系统性”,当券商难以克服这些风险而陷于失败时,如何退出市场就成为亟待解决的问题。一套完善的资本市场法律机制,不仅包括规范的市场准入机制和健全的经营监管机制,还应当包括顺畅的市场退出机制。在我国资本市场走过风雨二十年的历史时刻,全面检视问题券商的市场退出法律机制,权衡其利弊,探究其得失,为资本市场的未来发展提供可资参酌的经验共识,已成当务之急。

## 一、从零乱走向规范:问题券商市场退出法律机制的历史考察

在我国资本市场发展的第一个十年,即从两家证券交易所的成立到2001年前后,问题券商的市场退出尚属个案,并没有引起太大的社会影响。1995年9月,中银信托由于严重违规、资不抵债被中国人民银行接管,首开问题券商(兼营)市场退出的先河。其后,中创、广国投、中经开等多家证券兼营机构被关闭或宣告破产,其证券营业部分别被原国泰证券、广发证券、银河证券等接管。在此期间,1996年上海万国证券因“327国债期货违规事件”<sup>①</sup>与申银证券合并、1998年君安证券又因重大违规行为被迫与国泰证券合并当属具有代表性的问题券商市场退出案件。

2002年之后,券商历年累积的风险集中爆发,大量问题券商被强制性地退出市场,证券行业遭遇了前所未有的系统性危机。2004年8月起,中国证监会开展了针对券商的综合治理工作,将全国130多家券商划分为A、B、C、D四类。其中A类为创新类,在通过审批的情况下

---

<sup>①</sup> 1995年2月23日,在上海证券交易所的“327”国债期货品种交易中,上海万国证券公司等空头机构蓄意违规操纵市场,严重扰乱了市场秩序,导致国债期货交易被叫停,这就是所谓的“327国债期货违规事件”。

可以从事各项创新活动;B类为规范类,有资格参与股票询价发行、开展资产管理等工作;C类为风险类,D类为处置类,均为市场退出监管的重点治理对象。据统计,仅2004年至2006年间,就有30多家高风险券商被证监会处置。其中,大鹏证券等19家券商被关闭,河北证券等5家券商被撤销,南方证券等4家券商进入破产清算程序,<sup>②</sup>辽宁证券等7家券商由资产管理公司参与处置,广东证券等3家券商由证券投资者保护基金公司托管清算。通过对问题券商的风险处置,资本市场的规范化程度明显提高,投资者的信心进一步增强,这在某种意义上奠定了股权分置改革之后我国资本市场繁荣的基础。

在我国新兴加转轨的资本市场下,问题券商的市场退出法律机制经历了一个渐进的制度变迁过程。在1998年之前,问题券商的市场退出几乎处于无法可依的状态,仅依靠证监会等部门的“通知”、“意见”等缺乏稳定性和权威性的文件进行调整,显得零散与混乱。1998年的《证券法》虽然地位显赫,但对于规制问题券商的市场退出几乎毫无作为。2001年的《金融机构撤销条例》主要适用于银行业金融机构,没有针对问题券商的市场退出作出相应的制度设计。在2002年至2004年这段高风险券商被集中处置的时期,问题券商的市场退出并没有针对性的法律可供遵循,实践中证监会多参照《金融机构撤销条例》的有关规定来启动问题券商的强制退市。可以说,这段时期我国处于“花钱买机制”的探索阶段。2005年成立的中国证券投资者保护基金公司,是问题券商市场退出法律机制的重要配套措施,对投资者保护发挥了积极作用。同年修订的《证券法》算得上是问题券商市场退出法律机制发展的里程碑,该法明确规定了问题券商市场退出可以采用的方式,包括责令关闭、撤销证券业务许可、停业整顿、撤销和托管。新《证券法》没有规定问题券商的破产清算这一重要的市场退出方式,应当说是一缺漏。但2006年通过的《企业破产法》对此进行了拾遗补缺,在其第134条第2款规定:“金融机构实施破产的,国务院可以依据本法

---

<sup>②</sup> 2006年8月16日,南方证券因资不抵债121亿元被深圳市中级人民法院宣告破产,这是继大鹏证券(2006年1月24日,大鹏证券进入司法破产清算程序)折翅之后,第二个走向破产清算程序的券商,也是迄今为止中国最大的券商破产案。

和其他有关法律的规定制定实施办法”,这也为国务院日后出台《金融机构破产条例》奠定了合法性基础。<sup>③</sup> 2008年通过的《证券公司风险处置条例》吸取了近年券商综合治理和风险处置过程中形成的各种行之有效的政策措施,进一步提升了资本市场的法治化水平,可谓是资本市场基础性制度建设的一项重大成果。<sup>④</sup> 该行政法规在规定金融机构破产方面先行一步,这对于制定银行和保险类金融机构的破产办法将具有积极的示范与推动作用。

我国资本市场风雨发展的二十年,也是问题券商市场退出法律机制在不断试错的过程中艰难前行的二十年。虽然现行的机制已经从零乱走向了相对规范,但政府主导下的强制性制度变迁注定了“周期变异”,其稳定性与可预测性均有待观察。在资本市场法治化的拷问之下,如何构造与市场经济相匹配的问题券商市场退出法律机制,是我们必须正视的问题。

## 二、“强行政与弱司法”:问题券商市场退出法律机制的现实图景

在问题券商市场退出的制度安排中,行政权与司法权的配置在很大程度上决定了市场退出法律机制的权力格局。从理论上讲,行政权与司法权应该有明确的权力界分,让“上帝的归上帝,凯撒的归凯撒”,两者在券商市场退出法律机制中应该是协同配合、相得益彰的关系。然而,审视我国的问题券商市场退出法律机制,呈现出的却是行政权扩张与司法权收缩的现实图景。

### (一)我国现行的问题券商市场退出方式及其性质分析

根据2005年《证券法》与2008年《证券公司风险处置条例》以及

---

<sup>③</sup> 学界与监管部门对《金融机构破产条例》的研究与论争已有多,但该条例目前仍出于难产状态,何日出台尚难预知。有学者认为,金融机构破产的前置程序、金融机构财产的变现、金融机构投资者保护基金等是困扰该条例出台的难点问题。参见李曙光:“新企业破产法与金融机构破产的制度设计”,载《中国金融》2007年第3期。

<sup>④</sup> 同年,国务院通过了《证券公司监督管理条例》,这是我国券商市场准入监管机制和持续经营监管机制的重要立法成果。

2001年《金融机构撤销条例》的规定,目前我国问题券商市场退出的方式主要包括责令关闭、停业整顿、撤销、托管、接管、行政重组、破产清算与重整。<sup>⑤</sup>

责令关闭属于典型的行政方式,是证监会对问题券商的一种最严厉的行政处罚措施。<sup>⑥</sup>《证券法》第211条规定:“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,责令关闭或者撤销业务许可。”第219条规定:“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。”从这些规定可以看出,责令关闭只适用于存在违规行为的问题券商,主要包括挪用客户资金等行为,对于那些因经营状况不佳或资产状况恶化的券商并没有适用的空间。责令关闭的法律后果是券商的法人资格归于消灭,所以责令关闭券商时一定要对其进行清算,了结债权债务关系,并进行财产分配。

停业整顿同样属于行政处罚方式,是证监会为了防范和化解高风险券商可能引发的社会风险和系统性风险而采取的强制市场退出的执法手段。停业整顿的法律依据主要是《证券法》第153条,即“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。”作为一种行政处罚手段,停业整顿要遵循相应的行政程序,如公告程序等。停业整顿只是暂时让问题券商退出市场,并不必然导致其法人资格的终止或业务资格的丧失。假如经过停业整顿,问题券商恢复了经营能力,则该券商还可以继续经营。由此可以看出,停业整顿某种程度上是为了避免券商被最终强制解散而采取的补救手段。

撤销是监管部门针对问题券商采取的强制性手段,行政干预色彩极其浓厚。2001年国务院颁布的《金融机构撤销条例》第2条将撤销

---

<sup>⑤</sup> 实践中还出现了通过并购问题券商使其退市的案例,如2001年7月,广发证券收购锦州证券;2003年4月,广发证券收购华福证券;2003年10月,中信证券收购青岛万通证券。

<sup>⑥</sup> 责令关闭同样属于公司法上强制解散公司的一种情形。《公司法》第181条规定:“公司因下列原因解散:……(四)依法被吊销营业执照、责令关闭或者被撤销……”

界定为“中国人民银行对经其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”。2003年银监会成立后,人民银行对金融机构的撤销权被大大压缩了。再加上我国分业经营和分业监管的现实,该条例对问题券商的市场退出并无适用空间。证监会若采取撤销的方式让问题券商退出市场,其法律依据只能是前述《证券法》第153条。此外,《证券公司风险处置条例》中专设一章,对撤销进行了详细规定,是现阶段证监会撤销问题券商的主要操作依据。

托管是近年来我国政府与监管当局处置问题券商的一种常用方式。虽然对问题券商采取托管的方式让其退出市场在我国有明确的法律依据,但现行法律并没有界定托管关系的法律性质、受托公司的法律地位以及各方当事人的权利义务,因而导致了不少争议。尽管托管本身不是行政行为,但由于实践中的托管人通常采用证监会指定的形式,<sup>⑦</sup>所以托管整体上可以纳入行政处理程序的范畴。接管抑或行政接管则是比托管更为严厉的行政干预方式,<sup>⑧</sup>一般是由证监会成立接管组,行使被接管券商的经营管理权。至于行政重组,无论是股权重组、债务重组还是资产重组,甚至是通过注资、合并的方式,<sup>⑨</sup>均是在行政主导下完成的,行政权的扩张体现得极为明显。

从上述分析可以看出,我国问题券商的市场退出基本上背离了市场化方式,而是基本上采取了行政化方式,行政权力无孔不入,政府干预无处不在。那么,作为问题券商市场退出方式之一的破产清算与重

---

<sup>⑦</sup> 实践中的托管经营模式主要包括同业托管经营和资产管理公司托管经营,前者如太平洋证券托管云南证券、民族证券托管鞍山证券和东北证券托管新华证券,后者如中国华融资产管理公司托管恒信证券与德恒证券、中国东方资产管理公司托管闽发证券、中国信达资产管理公司托管汉唐证券。参见张叶:“从托管看问题券商市场退出机制的完善”,载《江南论坛》2005年第12期。

<sup>⑧</sup> 这一点从《证券公司风险处置条例》第8条的立法表述中即可看出,该条规定:“证券公司有下列情形之一的,国务院证券监督管理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:……”

<sup>⑨</sup> 目前,对问题券商进行注资的主要机构是中央汇金投资有限责任公司及其全资子公司建银投资和中国证券投资者保护基金有限责任公司。如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,向国泰君安证券注资10亿元,再加上对国有商业银行的巨额注资,汇金公司已经成为一个庞大的金融控股公司。

整这一传统市场化退出方式是否可以摆脱行政权干预的窠臼呢?下面对此进行重点分析。

## (二)问题券商市场退出的司法介入:司法权对行政权的超越与局限

司法是社会正义的最后一道防线。问题券商退出市场会引起众多主体的利益变动,利益的冲突与碰撞必然会引发纠纷。处于社会转型期的当下中国,券商市场退出的立法还远未达到完善的程度,如果司法能够很好地履行对各种利益进行合理再分配的功能,能够对因券商退市引发的不当行为所造成的损害提供及时的法律救济,便会有效地缓解社会矛盾。一套公正透明且有社会公信力的司法程序介入问题券商的市场退出过程,不仅可以增强投资者的内心确信,最大限度地保护其合法权益,而且也是资本市场法治化的题中应有之义。<sup>⑩</sup>以大鹏证券和南方证券等券商的破产为起点,我国还将有不少问题券商通过破产清算的方式退出市场。倘若行政权与司法权能够实现合理的配置,行政处置与司法破产顺利实现对接,那么投资者的利益会得到更好的维护,资本市场也将得到更好的发展。

然而,考察我国现行的问题券商市场退出法律机制,我们不难发现,在司法介入过程中,行政权的强势地位非但没有消弭,反而在不少环节都对司法权进行了牵制,从而使司法权的行使步履维艰、捉襟见肘。首先,行政权对问题券商司法破产程序的启动具有主导性。《企业破产法》第134条规定,商业银行、证券公司、保险公司等金融机构有本法第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。虽然该条并没有剥夺金融机构与债权人的申请主体资格,但在当下的中国金融法律体系内,任何金融机构及其债权人抑或其他当事人若要提起破产申请,都必须

---

<sup>⑩</sup> 2003年广国投破产案的审理终结,不仅使债权人的利益得到了最大保护,而且彰显了中国追求法治的信念。美国《华尔街日报》评论认为,广国投宣告破产,标志着中国法治从此进入了新纪元。参见张娜:“广国投破产案:创造性司法的典范”,载《人民法院报》2008年2月15日。广国投破产虽然不属于券商市场退出,但其对问题券商破产的昭示意义颇值得玩味。

事先得到监管当局的首肯。<sup>①</sup>从这个意义上讲,证监会事实上垄断了启动问题券商司法破产程序的权力,司法权的行使也必须以行政权的许可为前提。其次,在问题券商进入司法破产程序之后,行政权依然起着举足轻重的作用。根据《证券公司风险处置条例》第四章的制度设计,从破产管理人的人选推荐到重整计划草案的审查与表决,从重整计划的监督到重整程序终结后问题券商被撤销,证监会都发挥着关键性的作用。行政权的干预使司法在问题券商破产清算程序中的独立性荡然无存,这既可能损害投资者的合法权益,也可能导致不必要的迟延并增加破产成本。<sup>②</sup>

值得关注的是,在问题券商市场退出过程中,司法权出现了主动退却与收缩的现象。首先,最高人民法院对于各级法院受理申请券商破产的案件设置了八项前提性条件,包括:(1)须经国家证券监管机构的批准;(2)证券类资产处置完毕;(3)纳入《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》应当收购的债权收购完毕;(4)职工已经安置或有切实可行的职工安置方案;(5)在行政处置期间没有对债权人进行个别清偿的情况;(6)公安机关专案组收缴的资产、账簿要移交;(7)地方政府要有维护社会稳定的方案;(8)报经最高法院批准。<sup>③</sup>这些条件的设置将不少问题券商的破产申请变相地排除在了受理范围之外,事实上,将人民法院在司法程序中的主导权让渡给了行政权。其次,最高人民法院根据国务院的整体部署,发布了“三中止”通知,即在一定期限内,对已进入风险处置阶段的包括证券公司在内的金融机构为被告的民事案件尚未受理的暂缓受理,已经审理的中止审理,对其作为被执行人的案件中止执行。“三中止”通知折射出了人民法院在问题券商市场退出过程中的尴尬地位,司法权的消极与保守更加映衬出行政权的强势

---

<sup>①</sup> 《证券公司风险处置条例》第38条第2款规定:“证券公司或者其债权人按照《企业破产法》的有关规定,可以向人民法院提出对证券公司进行破产清算或者重整的申请,但应当按照《证券法》第一百二十九条的规定报经国务院证券监督管理机构批准。”

<sup>②</sup> [瑞]艾娃·胡普凯斯:《比较视野中的银行破产法律制度》,季立刚译,法律出版社2006年版,第68页。

<sup>③</sup> 参见《最高人民法院副院长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)。



与独大。

总之,行政权的扩张与司法权的收缩构成了我国问题券商市场退出法律机制的基本图景。这样的权力布局固然有一定的合理性,<sup>⑭</sup>但对于行政权的强势扩张所引发的问题,我们必须抱有足够的警惕性。历史经验一再证明,政府是一种必要的“权力之恶”,缺少约束与制衡的行政权对于资本市场的法治化不是福音,而是梦魇。

### 三、问题意识与范式转换:现行问题券商市场退出法律机制之省察

#### (一)问题的提出:现行问题券商市场退出法律机制之隐忧

观察现行的问题券商市场退出法律机制,至少存在下列几个问题:

首先,政府的隐性担保加剧了问题券商的道德风险,使市场退出成本居高不下。由于券商多为政府控股的企业,再加上券商在金融体系中的独特地位及其风险的“外部性”,政府与监管当局已经习惯于以其信用为券商和投资者提供隐性担保,“券商倒台、政府买单”也成为我国社会现实的一个真实写照。隐性担保的长期存在,使投资者与券商的行为产生了严重扭曲。投资者因为信赖政府而不用担心券商的风险给自己带来损失,也就没有甄别与监督券商的激励,这往往会助长券商的冒险行为,甚至为了追逐利益最大化而铤而走险。对于券商而言,政府的救助行为使其缺乏足够的市场应对能力,甚至让其产生了侥幸心理。客户保证金被反复挪用,就是券商道德风险的一个典型映射。<sup>⑮</sup>事实证明,政府的隐性担保,非但没有让券商真正走向市场,还让政府

<sup>⑭</sup> 行政权的扩张与司法权的收缩与我国处于转轨时期的社会现实相契合,也是我国政府基于券商等金融机构的特殊性而作出的制度安排。

<sup>⑮</sup> 为了治理客户保证金被反复挪用的行为,2007年8月13日,中国证监会发布通知,要求证券公司规范账户管理,实行股票账号实名制,全面推进客户交易结算资金第三方存管工作。第三方存管有利于从源头上把证券公司操纵市场和挪用投资者保证金的可能性降到最低。

背负了沉重的财政负担。<sup>④</sup>

其次,政府权力与责任的严重不匹配及其行政权力的软约束。权力的行使意味着责任的承担,两者应该是对应关系。然而,现有的法律文本对政府的责任鲜有规定,实践中政府在介入问题券商市场退出过程中,更多地是依靠强制性命令及其权威地位,政府在决策失误甚至行政不作为的情况下也无须承担法律责任。这导致政府权力与责任的严重失衡,也削弱了政府的社会公信力。基于我国行政权力独大的历史传统,法律向来缺少对政府行为的严格约束。在“有限政府”与“责任政府”理念日益深入人心的情况下,如何给政府划定责任边界,使其权力的行使受到严格约束,是完善我国问题券商市场退出法律机制的一个紧迫课题。

最后,现行的问题券商市场退出法律机制难以有效保护相关利益主体的合法权益。在我国集中处置问题券商的2002年至2006年,问题券商的市场退出基本上是在法律缺位的情况下进行的,政府的介入具有强烈的应急色彩,这难免会疏忽相关利益主体的自我权利维护与救济。如在转移客户过程中,忽视投资者对券商的选择权;在个人债权被收购过程中,忽视投资者对债权甄别结果的异议权;在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等。作为典型“事后立法”的2008年《证券公司风险处置条例》同样对相关利益主体的权益维护考虑不周。如该条例第23条规定,行政清理期间,被撤销证券公司的股东不得自行组织清算,不得参与行政清理工作,这与《公司法》的规定明显存在冲突。在问题券商市场退出实务中,行政清理工作组或清算组既没有券商的股东参加,其成员更非法院指定,股东的利益诉

---

<sup>④</sup> 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,中国人民银行分别提供了15亿元、14.5亿元、80亿元再贷款。根据中国人民银行等四部委联合发布的《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地用于补偿问题金融机构包括证券公司的个人债权人 and 客户,预计用于收购客户交易结算资金的再贷款将达到600亿元。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。

求明显受到了漠视,由此引起法律纠纷也就不足为奇了。<sup>⑭</sup> 同样,在问题券商行政处置过程中,债权人的利益保护也存在诸多缺漏。例如,在处置问题券商证券类资产时,监管部门一般不对客户资源及其证券营业许可证进行作价评估,其理由是客户资源具有流动性,无法作价,而证券营业许可证本身就不具有可转让性,在券商的经营资格被撤销之后,营业许可证的价值就不复存在了。<sup>⑮</sup> 对此,债权人经常提出质疑,认为监管部门的这一做法侵害了其权益。事实上,在我国证券市场竞争激烈和金融体制管制色彩浓厚的背景下,客户资源与证券经营许可证均具有较高的市场价值,将其拱手相让给受让人,对问题券商的债权人确实不公。

综上所述,政府主导的问题券商市场退出法律机制虽然在短时间内取得了预期效果,但其暴露的问题不容忽视。资本市场的发展历史告诉我们,自治、自律和管治三种机制之间是互补和竞争的关系,恰当协调三种机制的作用是资本市场发展的必由之路。在券商退市问题上,“重行政管制,轻市场自治和自律”已经到了不得不检视的地步。基于资本市场法治化的考量,我们必须建构一种与法治社会相匹配、司法权与行政权和谐共生的问题券商市场退出法律范式。

## (二) 范式的转换:从行政主导走向市场主导

行政主导的资本市场是我国改革开放以来政府主导的制度变迁的一部分。基于路径依赖的历史逻辑,问题券商市场退出的行政主导范式还将存续较长的时间。但可以预期的是,问题券商市场退出的范式将实现从行政主导向市场主导的嬗变,行政权将逐渐摆脱无孔不入的制度偏好,寻求自身的合理定位,而司法权将会从目前的困境状态中实现突围,真正发挥其价值功能。行政权与司法权有望实现合理配置,甚至达致“钢丝上的平衡”。完成这种范式转换,需要在以下几个方面进

---

<sup>⑭</sup> 如在2005年北方证券被托管过程中,北方证券的股东以清算组无股东参见违反原《公司法》第192条规定为由,要求清算组停止一切清算工作。参见深圳证券交易所综合研究所研究报告:“证券公司风险处置的投资者保护研究”,课题研究员:舒细麟,深证综研字第0149号,2007年3月12日。

<sup>⑮</sup> 黄韬:“我国金融机构市场退出法律机制中的权力版图——司法权与行政权关系的视角”,载《中外法学》2009年第6期。

行努力:

其一,从行政接管走向市场托管。行政接管某种意义上意味着政府对问题券商承担兜底风险,即政府要为问题券商承担概括责任。随着资本市场法治化程度的提高以及“风险自担、责任自负”理念的深入人心,<sup>①</sup>行政接管将逐渐让位于具有类似制度功能但更具市场化色彩的托管这一方式。在成熟的市场经济国家,托管是处置问题券商一种惯用的市场化手段。如在美国,当一家券商经营失败或者存在经营失败或无力履行对客户的义务的风险时,证券投资者保护公司(以下简称SIPC)可以向法院申请指定托管人托管该券商。值得注意的是,SIPC既不是政府的代理机构,也不是自律组织,而是非营利性的会员制法人,作为美国证券业监管机构的SEC一般不介入券商的风险处置。<sup>②</sup>而我国对问题券商的托管则是在证监会主导的形式下进行的,主要表现为证监会“指定托管”的形式,即由证监会指定一家券商或资产管理公司对问题券商采取强制托管,行政色彩较为浓厚。2008年的《证券公司风险处置条例》虽然对托管着墨不少,但并没有明确托管的法律性质和托管人的法律地位,也没有界定托管方、被托管方以及问题券商的投资者与债权人之间的法律关系,从而造成了大量悬而未决的难题。在完善我国的托管法律制度时,应适时将证券投资者保护基金公司作为法定的托管申请人,并赋予人民法院指定托管人的权力。

其二,从行政重组走向市场并购。目前,我国对问题券商的重组多为政府主导型的“拉郎配”,纯粹市场化的重组尚不多见。由于券商之间的重组不是建立在市场化基础之上,问题券商的意愿与选择得不到尊重,所以重组后的券商往往缺乏活力,创新动力不足,企业凝聚力低下,甚至带来严重的企业文化冲突。为了优化资源配置,提升券商的市场竞争力,行政重组必须走向市场并购。市场并购的方式,有利于双方之间的资源、人才与业务整合,有助于并购后的券商做大做强,从而形

---

<sup>①</sup> 2004年11月,中国人民银行等四部委发布的《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》规定个人债权本金10万元以上的按照九折进行收购,该规定意味着我国政府不会为问题券商承担概括责任,这是向市场化方式过渡的重要一步。

<sup>②</sup> 上证联合研究计划课题:《证券公司退出的法律机制》,课题负责人:王保树、汤欣。

成规模经济。例如,在2005年至2006年间,中信证券、广发证券、华泰证券等优质券商分别并购了一批问题券商,不仅使本身获得了高速增长的机会,而且进一步巩固了市场地位。对问题券商的市场并购,应当将目标定位于提高券商的综合竞争能力,并将完善公司治理结构纳入并购的视野之内。在将来完善我国对问题券商的市场并购法律制度时,应当放开民营资本进入证券市场,允许有实力的民营资本并购问题券商,甚至在条件成熟的情况下开禁外资并购境内问题券商,<sup>④</sup>从而使券商的股权结构更加多元化和国际化。

其三,从行政破产走向司法破产。有学者将我国现行的问题券商行政性退出方式称之为“行政破产”,<sup>⑤</sup>其具体内容和步骤是:(1)由证监会宣布对问题券商行政关闭或撤销;(2)对个人债权由人民银行再贷款,地方财政作担保,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券商承担,或者等待清算偿付;(4)分割业务与牌照,将其分别转让给其他券商。前文已经对这种“行政破产”的隐忧进行了分析,这其实已经暗示了我国必须建构一套真正意义上的问题券商司法破产清算制度。《破产法》第134条已经为问题券商进入破产清算程序打通了法律障碍,现在要做的就是尽快制定出台《金融机构破产条例》或者《证券公司破产实施办法》,针对券商的特殊性作出相应的制度设计,如可以借鉴美国的立法经验,构造针对券商的破产清算特别程序。<sup>⑥</sup>

---

<sup>④</sup> 虽然按照我国加入WTO的协议安排,证券业并不在金融业对外开放的范畴,但实践中境外券商利用我国处置问题券商的契机,频频进入我国的证券市场。如2004年12月,美国高盛公司捐赠约5.1亿元用以偿还海南证券公司挪用股民的投资保证金缺口,以换取中国政府批准其在华建立一家具有里程碑意义的投资银行企业高盛高华证券公司。2005年9月,瑞银证券以19亿元的代价重组北京证券(其中的14亿元用来偿还北京证券的经营债务),取得重组后的北京证券公司的20%的股份。

<sup>⑤</sup> 廖凡:“论证券公司的破产清算特别程序”,载《法学》2006年第7期。

<sup>⑥</sup> 美国证券公司破产清算的特别程序主要体现在1970年的《证券投资者保护法》(SIPA),该法详细规定了证券投资者保护公司(SIPC)在证券公司破产清算中的独特地位、权利与作用。关于美国证券公司破产清算特别程序的具体内容,可参阅Michael E. Don & Josephine Wang, *Stockbroker Liquidations Under the Securities Investor Protection Act and Their Impact on Securities Transfers*, *Cardozo Law Review*, December, 1990.

#### 四、理念更新与制度设计:完善问题券商市场退出 法律机制之进路

长期以来,我国政府及其监管部门对问题券商的市场退出存在诸多观念障碍,这些观念又深刻影响了问题券商市场退出的制度运作。完善问题券商市场退出的法律机制,需要从理念和制度方面实现双重突破。

##### (一) 问题券商市场退出的观念误区及其突围

首先是根深蒂固的“父爱主义”,即政府对券商存在过于浓厚的管制情结,政府的过度干预挤压了券商的自治空间,诱发了券商规避管制的机会主义行为。当券商陷入困境时,政府首先想到的不是市场经济条件下“优胜劣汰”的游戏规则,而是采取“一方有难、八方支援”的办法对其进行救助。这事实上是计划经济时代“政府包办一切”思维的延续,本身并没有根除问题券商的疾瘤,而只是暂时将风险转嫁给了社会。证券业作为金融行业,政府管制固然有其充分的理由,但过多过滥的管制只会起到适得其反的效果。正如有学者所言,“社会不足以使人们在孤立于政府和社会的情形下过上满意的生活,因此,衍发出公民要求政府为特定行为的积极权利。这些权利的诞生以及随之而来政府承担的积极行动之义务,使得政府比以前更密切、更广泛地介入人们的生活,这实际上又对个人自治和契约自由构成了限制与威胁。”<sup>④</sup>祛除政府对问题券商的“父爱主义”情结,根本上还需政府树立和践行“有限政府”和“法治政府”的理念,进行行政体制改革,按市场经济规律办事。

其次是金融机构“太大不能倒”(Too Big To Fail, TBTF)的传统观念,即金融机构(包括券商)在出现问题并影响到一国金融体系的稳定时不会被允许破产、清算,政府会为之提供担保而维持其存续。由于金

---

<sup>④</sup> 孙笑侠、郭春镇:“法律父爱主义在中国的适用”,载《中国社会科学》2006年第1期。

融业具有强烈的外部性,金融机构退出市场可能会引发多米诺骨牌效应,从而对社会造成严重冲击,所以金融机构“太大不能倒”几乎被视为真理。然而,随着社会的发展,这一理论的合理性越来越受到质疑。在本次金融危机中,雷曼兄弟等券商退出市场,美国政府并没有给予救助,这也说明传统观念在发生悄然改变。美联储主席伯南克近日表示,鉴于这次金融危机的教训,新的美国金融法案出台以后,监管机构必须摒弃金融机构太大不能倒的观点。<sup>⑤</sup>事实上,问题金融机构不能退出市场会导致灾难性的后果,正如中国人民银行行长周小川所言,“市场经济中,金融机构应当有生有死,存在优胜劣汰。因此,我们必须建立这样一种机制,使差的金融机构、特别是最差的金融机构能够被淘汰出局,这也是巴塞尔Ⅱ所提倡的市场约束原则。差的金融机构能在金融体系内继续残存,就是对金融稳定最大的威胁,就是最大的不确定因素,也会形成巨大的道德风险”。<sup>⑥</sup>我们必须打破“太大不能倒”的观念桎梏,建立问题券商顺畅的退出通道。

## (二) 问题券商市场退出法律机制之塑构

问题券商市场退出法律机制的构建,是一项复杂的系统工程。限于篇幅,笔者在此仅提出三点建议,以供商榷。

首先,重塑证监会在问题券商市场退出中的角色与定位。在问题券商退市过程中,证监会既是组织者,又是监管者,这两种角色本身即存在一定的冲突。如何保障证监会既不越位,又不错位,而且还能准确定位,着实颇费思量。一方面,《证券法》与《证券公司风险处置条例》等行政法规赋予了证监会广泛的监管权,但并没有对权力制衡作出相应安排,于是“谁来监督监管者”就成为一个很现实的问题。<sup>⑦</sup>正如证

<sup>⑤</sup> 滕瑾:“伯南克决心终结太大不能倒”,载《中华工商时报》2010年9月6日。

<sup>⑥</sup> 周茜:“央行行长周小川表示:把差的金融机构淘汰出局”,载《证券时报》2004年7月13日。

<sup>⑦</sup> 经济学上的“规制俘虏理论”(Capture Theory of Regulation)认为,规制者存在寻求经济利益或政治利益的动机,相关利益集团在决策过程中会积极活动以形成对自己有利的决定,由此可能出现规制者被利益集团俘虏的现象。于是,“谁来规制规制者”成为理论和实践的双重难题。See Thomas W. Joo, “Who Watches the Watchers? The Securities Investor Protection Act, Investor confidence, and the Subsidization of Failure”, *Southern California Law Review*, May, 1999.

监会主席尚福林所言,我国的证券监管存在一些“拍脑袋”的随意性失误,以后的证券监管工作应当坚持改革力度、发展速度与市场承受程度的统一,坚持监管职能和监管方式要适应市场发展的要求。<sup>⑳</sup> 另一方面,券商与地方政府存在千丝万缕的联系,在券商面临市场退出情形时,地方政府出于税收、融资等方面的考虑,总会千方百计地介入与干预,进而对证监会的监管独立性造成负面影响。如何解决这些难题,学界颇多争议,如有学者主张通过提升证监会层次的方式来强化证监会监管的独立性。<sup>㉑</sup> 更激进的观点则建议将证监会从国务院独立出来,作为一个独立控制的行政执法委员会,直接由全国人大常委会管辖,证监会只对全国人大负责,不受国务院及其地方行政部门的干涉。<sup>㉒</sup> 但考虑到该方案对现行金融体制的巨大冲击及其高昂的制度变革成本,提升证监会层次的观点缺乏可行性。基于我国资本市场新兴加转轨的社会现实,在券商退市过程中,加强自律组织独立性与自治性的同时改进证监会的监管方式,不失为一种稳妥的过渡性制度安排。长远来看,证监会应当借鉴独立规制机构<sup>㉓</sup>的运行模式,实现从干预主义向监管治理的转变。这就要求加强证券监管的清晰度并扩大社会主体的监督,并加强对证监会的监管,使其职权行使得到有效控制。在具体措施上,应落实证监会的可问责性,从而使其具备应有的抗衡各部委和利益集团的重要“制衡机制”。<sup>㉔</sup>

其次,加强问题券商市场退出过程中的投资者保护。投资者信心是维系资本市场健康发展的基石,保护投资者利益应当贯穿于证券法律制度设计的始终。国际证监会组织(IOSCO)于2003年发布的《证券

<sup>⑳</sup> 参见“尚福林再造中国股市”,载《经济观察报》2007年1月17日。

<sup>㉑</sup> 林国全:《证券交易法研究》,中国政法大学出版社2002年版,第13~14页。

<sup>㉒</sup> 杨宏芹:《证券公司退出机制的法律研究》,华东政法大学2007年博士学位论文,第172页。

<sup>㉓</sup> 1887年,美国州际贸易委员会(ICC)的诞生标志着独立规制机构作为一种新型的政府组织进入了历史舞台。独立规制机构,又称独立监管机构、独立管制机构,其典型代表是美国的独立规制委员会(Independent Regulatory Commission),其具体内容可参阅 Marshall J. Breger, Gary J. Edles, *Established by Practice: the Theory and Operation of Independent Federal Agencies*, *Administrative Law Review*, Fall, 2000.

<sup>㉔</sup> 经济合作与发展组织编:《OECD国家的监管政策——从干预主义到监管治理》,陈伟译,法律出版社2006年版,第114页。



监管的目标与原则》提出了监管市场中介机构的四项基本原则,其中第四项原则是“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”。<sup>③</sup> 美国于1970年制定了《证券投资者保护法》(SIPA),并成立了证券投资者保护公司(SIPC)。美国对问题券商市场退出中的投资者保护分为SIPC保护与超SIPC保护两种形式,前者的制度安排包括界定合格客户、发布客户保护令、甄别确认债权、最大限度地偿还客户证券等,后者的制度安排主要体现为购买客户资产保险。<sup>④</sup> 欧盟理事会于1997年制定了《投资者补偿计划指令》(Investment Compensation Scheme Directive, ICD),<sup>⑤</sup>为破产导致券商不能返回投资者证券和资金提供最低水平的保护,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)。“他山之石,可以攻玉”,我国可以借鉴上述国际组织和发达国家的成功经验,尽快完善我国问题券商市场退出中的投资者保护法律制度。就宏观而言,适时制定《证券投资者权益保护法》已是势在必行,其法律框架应当涵盖合格投资者的界定、投资者保护机构的设置及其职权、投资者权益救济的渠道与程序、法律责任等。当然,“徒法不足以自行”,券商市场退出中的投资者权益保护还需要相应的制度配套,如加强券商的风险控制、完善券商的信息披露、健全券商的公司治理、提高行政执法的水平等。就微观而言,打造证券投资者保护基金公司在问题券商市场退出中的主体性地位已经大势所趋。中国证券投资者保护基金公司成立五年来,先后托管并参与处置了广东证券、中国科技证券和中关村证券,对一批问题券商的个人债权和客户证券交易结算资金进行了偿付,为规范问题券商市场退出的法律机制发挥了积极作用。但是应当看到,证券投资者保护基金公司应有的法律定位

<sup>③</sup> The IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation (2003).

<sup>④</sup> 深圳证券交易所综合研究所研究报告:“证券公司风险处置的投资者保护研究”,课题研究员:舒细鳞,深证综研字第0149号,2007年3月12日。

<sup>⑤</sup> European Parliament and Council Directive 97/9/EC of 3 March 1997 on Investor - Compensation Schemes.

尚不清晰,其价值功能也没有完全发挥出来。<sup>⑤</sup>今后,证监会应当鼓励证券投资者保护基金公司充任问题券商的破产管理人,充分调动其在债权人会议和债权人委员会中的积极性,甚至在条件成熟的情况下,可以借鉴美国的做法,<sup>⑥</sup>赋予其启动并主导问题券商破产清算特别程序的权利。

最后,寻求问题券商市场退出过程中资本市场自治、自律和管制的平衡。正如前文所述,资本市场的自治、自律和管制是互补的关系,三种机制往往在竞争中取得平衡。券商作为公司的一种,首先应当遵循公司自治的理念,但券商还是一种金融企业,其退出市场会引起复杂的利益变动,因而必须接受金融监管。从这个意义上讲,寻求公司自治与公司监控之间的竞争性平衡是问题券商市场退出法律机制的根本目的所在。在我国目前的问题券商市场退出过程中,行政管制肆无忌惮,而市场自治严重不足,两者之间的博弈处于极度不均衡的状态,有必要予以矫正。但是,“矫枉不能过正”,对问题券商的行政管制不能一味地放松,特殊情况下还需加强。比如,在问题券商被强制性退出市场的场合,行政管制应当粉墨登场,发挥其应有的功能。而在问题券商因经营不善导致资不抵债而自愿退出市场的情况下,行政管制应让位于市场自治,让资本市场充分发挥资源配置的作用。作为证券业的基石,自律的地位与作用备受关注。国际证券化组织(IOSCO)在其著名的文件《证券监管的原则和目标》中指出,自律组织是监管者实现证券监管目标的重要组成部分。国际资本市场组织(ICMG)在《证券市场自律监管的标准》中指出,自律是并且一直是对证券市场进行管理的第一

---

<sup>⑤</sup> 在问题券商市场退出的实践中,证券投资者保护基金公司“公共利益代言人”的角色并不突出,相反,其在问题券商的行政处置程序中的处境相当尴尬。参见孙晓敏、王斐民:“论证券投资者保护基金公司的程序角色”,载《法学杂志》2008年第3期。

<sup>⑥</sup> 美国的证券公司破产清算有两套程序:一种是SIPC程序,另一种是破产法规定的程序。SIPC程序是针对风险证券公司并由证券投资者保护公司启动并主导的清算程序。在SIPC程序中,托管人及其律师由SIPC全权选出,然后由法院任命。按照美国联邦最高法院的说法,这种程序“旨在确保公开交易的完成及客户财产的迅速返还”。See *SIPC v. Barbour*, 421 U. S. 412, 416 (1975)。

步。<sup>⑤</sup>但在我国问题券商退市过程中,证监会几乎垄断了问题券商市场退出的监管权,无论是证券交易所还是证券业协会均没有发挥应有的作用。今后,证监会应当继续下放权力,充分发挥自律组织在问题券商市场退出中的监管功能。可以预见的是,当市场自治、自律与管制达到“纳什均衡”状态时,我国的资本市场亦将实现华丽转身,真正迈向法治化的轨道。

## 五、结论与展望

行政权的扩张与司法权的收缩构成了我国问题券商市场退出法律机制的现实图景,基于路径依赖的历史逻辑,这种权力布局还将在一定时期内持续存在。我国的资本市场尚处于新兴加转轨的历史阶段,但其法治化程度日益提高,迫切要求问题券商市场退出的法律机制从行政主导范式走向市场主导范式。在这种范式转换过程中,理念更新与制度设计需要同步进行。问题券商市场退出法律机制的构建是一项系统工程,其中,证监会的职能调整与准确定位是关键,投资者权益保护是重心,实现资本市场自治、自律与管制的平衡是目标。可以预见的是,完成了范式转换的我国资本市场,必将迎来一个更加璀璨的发展前景。

---

<sup>⑤</sup> 深圳证券交易所综合研究所研究报告:“证券市场的自治、自律和管制法律制度研究——以公司治理相关规则为中心”,课题研究员:徐洪涛,深证综研字第0134号,2006年4月3日。