我国证券公司治理机制实证研究

——以2004年来我国券商退市案为例

李 嵘 著

A Positive Research on the Corporate Governance Mechanism to the Securities Agencies in China

—from the cases of the bankruptcy of some securities agencies in China since 2004

法律出版社
LAW PRESS · CHINA

我国证券公司治理机制实证研究

——以2004年来我国券商退市案为例

李 嵘 著

法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

我国证券公司治理机制实证研究:以2004年来我国券商退市案为例/李嵘著. —北京:法律出版社,2008.7
ISBN 978-7-5036-8617-7

Ⅰ.我… Ⅱ.李… Ⅲ.证券交易所—企业管理—研究—中国 Ⅳ.F832.39

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第094396号

©法律出版社·中国

责任编辑/张春喜　　**装帧设计**/乔智炜

出版/法律出版社　　**编辑统筹**/法律出版社上海出版中心
总发行/中国法律图书有限公司　　**经销**/新华书店
印刷/北京北苑印刷有限责任公司　　**责任印制**/陶　松

开本/A5　　**印张**/11.25　　**字数**/301千
版本/2008年7月第1版　　**印次**/2008年7月第1次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)
电子邮件/info@lawpress.com.cn　　**销售热线**/010-63939792/9779
网址/www.lawpress.com.cn　　**咨询电话**/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)
全国各地中法图分、子公司电话:
第一法律书店/010-63939781/9782　**西安分公司**/029-85388843　**重庆公司**/023-65382816/2908
上海公司/021-62071010/1636　**北京分公司**/010-62534456　**深圳公司**/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5036-8617-7　　**定价**:30.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序言

在现代公司治理理论体系中，如何建立有效的公司治理结构是法学界和经济学界研究的基本课题，也是人们一直在积极求索并尝试解决的重大问题之一。市场经济条件下，公司治理是有关主体对企业作为赢利性商事主体的权力体系实施的规范和协调活动，是建设“现代企业制度”的核心内容。公司治理的外在表现形式为公司治理结构，而其内在的权力分配、责任划分、风险承受和运行效益评价体系则构成了公司治理机制。良好的公司治理结构是公司治理机制得以高效运行的物质基础和基本条件，但是，形式上完美的公司组织结构，却不一定必然产生高效的公司治理效果。处于转轨时期的我国证券公司，虽然实行了符合传统公司治理理论的近乎理想化的公司治理结构，但实行的效果却不尽如人意。

进入21世纪以来，随着我国资本市场的不断发展，国内证券公司的经营环境发生了巨大变化，证券公司积累的经营和治理风险逐渐暴露出来：经纪业务的利润空间不断萎缩，资产管理业务的同业竞争日益加剧，自营业务出现严重亏损风险，市场股价结构出现深幅调整，股票指数单边下行。2004年年初以来，中国证券业出现了行业性的经营困境，不管是国有券商，还是民营券商，不管是规模巨大的综合性证券公司，还是规模较小的经纪类证券公司，都赫然出现在危机证券公司的名录中。各证券公司复杂、合规、“完美”的公司治理结构都无法阻止或减缓这场悲剧，利益相关者的权益受到严重损害。

在我国证券公司治理研究领域，传统的委托代理矛盾由于强势

股东对高管任命的绝对权威而大大降低了;“内部人控制”问题则由于我国证券公司股权的相对集中化而尚未成为主要的矛盾。在“新兴加转轨”的历史环境中,我国证券公司治理出现了许多新的现象和问题:一是国有控股证券公司的经营控制权的“泛行政化”,公司治理的独立决策权力和自担风险责任被人为地扭曲;二是民营资本控股的证券公司,其股东滥用证券公司的“融资功能”“淘空”证券公司,民营化的良方并未改变公司受“股东擅权”所困的窘境;三是证券公司治理失败的主要受害者是证券投资客户和以银行为主体的债权人,核心利益相关者的权益维护问题已越来越成为证券公司治理机制的焦点问题;四是外部审计和其他中介组织对证券公司治理发挥着日益突出的作用,但却并未成为投资者保护的有力推手。

为什么我国有的证券公司内控制度的完善程度,从形式上堪与世界一流券商媲美,但最终仍无法摆脱被关闭破产的宿命?为什么我国证券公司在治理结构方面既施行了德国的“双会模式”,又强制性引入了美国的独立董事制度,却仍会发生大股东侵吞公司及客户资产,或内部人严重违法违规经营等问题?为什么被寄予厚望的民营企业控股的证券公司也问题不断,而且大股东侵占公司和客户资产的行为比其他性质的股东更加恶劣呢?为什么有些在成熟资本市场行之有效的治理机制或措施一旦由我国的证券公司来实施,其效力就会大打折扣,甚至画“虎”类“猫”、南辕北辙呢?新的问题、新的环境、新的历史阶段,需要有新的理论研究成果来助推我国证券公司治理机制的完善与创新。

本书作者长期跟踪我国证券公司的经营情况和治理实效,对2004年以来的证券公司危机有丰富的感性经验,并参与了某些证券公司的退市处理工作。以此为基础和出发点,作者采用实证研究和比较研究的基本方法,立足于我国资本市场的国情特色,以事实说话,以法人财产权理论、利益相关者理论、信义理论和法的基本价值追求等理论为指引,深入地解构了我国证券公司的权力生成、运行、监督和校正系统,对我国证券公司治理机制的上述种种困境进行了分析和探究,结合国际上证券公司治理的成功做法,提出了以公正地

此为试读,需要完整PDF请访问: www.ertongbook.com

维护核心利益相关者权益作为公司治理目标、创建有各核心利益相关者参与的公司(代表)大会作为证券公司权力源泉、选择性适用独立董事和监事会制度,以及加强证券业诚信文化建设和中介机构的监督参与机制等一系列具有实用价值的建议,为我国证券公司治理理论的发展提供一些有益的新视角和研究参考,对推动完善证券公司综合治理和建立相关商业性金融机构的治理机制也具有重要的借鉴意义。

公司治理机制是一个常论常新的课题。与国际上几百年来关于公司治理的学术探索和实践检验相比,我国证券公司治理机制的实践深度和理论沉淀都还处于"初级阶段",证券公司治理的法律制度从其价值取向到治理结构的产生、实施、改造等,也依然存在着一系列的缺陷。在日益开放的经济金融环境下,证券公司的股份结构、控制权收益分配、投资者法律地位、职工权益维护等问题将越来越突出,如何尽快完善我国证券公司的公司治理机制的问题已显得特别紧要。目前我国学界关于证券公司治理机制的专业性研究还不多,尤其将国外经验进行本土化探索的研究尚不多见,本书作者以我国现行法律制度和文化传统为研究起点和归宿,为有效维护证券投资客户的合法权益、推动我国证券公司治理机制的完善做了一些有益的创新性尝试,希望可以引起学界对证券公司治理机制的更多关注,以共同维护核心利益相关者的权益,推动我国资本市场不断地走向成熟。

是为序。

2008 年 4 月

目录

第一章 导论

一、研究证券公司治理机制的现实背景 1
二、证券公司治理机制的理论研究综述 9
三、本书的研究方法和基本思路 27
四、本书在创新性研究方面的探索 33

第二章 证券公司治理的基础理论

第一节 法人财产权理论与证券公司的权力生成基础 35
一、所有权概念的发展概述 35
二、公司财产权与股东股权的相异性 48
三、公司财产权的实然状态构成公司权力的基础 56
四、证券公司资产来源多样性决定其权力基础的多元化 60
第二节 利益相关者理论与证券公司治理的参与者 66
一、利益相关者理论的产生及发展 67
二、广义“利益相关者”的应用局限性 71
三、核心利益相关者参与公司治理的现实性 74
四、核心利益相关者参与证券公司治理机制的可行性 77
第三节 信义理论与证券公司的信义责任 80
一、信义理论概述 81
二、信义义务的法律表现 84

三、信义责任的主要内容 86
四、证券公司对核心利益相关者的信义义务 91

第三章 证券公司治理机制的共性与个性

第一节 证券公司与普通公司治理机制的共性 97
一、建立政府公权力与公司意思自治的高效边界 98
二、平衡核心利益相关者之间的权利义务 101
三、实现公司内控机制与治理目的的统一 106
四、促进公司治理结构的优化协调 109
第二节 证券公司治理机制应体现的行业特性 111
一、证券公司业务的特殊属性 111
二、证券公司决策机制的特殊时效性 116
三、证券公司治理重点是平衡利益冲突和分散风险 117
四、证券公司治理的基础是职工有序高效参与 119
第三节 证券公司治理机制中的特殊法律关系 121
一、证券公司对证券投资者的权利与义务 122
二、经纪业务中券商与证券投资者的法律关系 125
三、资产管理业务中证券公司与证券投资者的法律关系 129

第四章 我国证券公司治理机制的缺陷

第一节 证券公司权力生成机制失调 132
一、传统公司理论为股份决定证券公司权力生成机制奠定了基础 133
二、法律体系确定了股份在证券公司权力生成机制中的决定性作用 136
三、证券公司权力向部分股份集中导致其他主体利益受损 137
四、对我国证券公司股份结构和公司权力缺陷的反思 144
第二节 证券公司权力运行机制失衡 147
一、证券公司权力运行机制的组织结构及其特点 147
二、实践中我国证券公司权力运行机制的缺失 153

第三节 证券公司治理的监督制衡机制失范 163
一、内部监督机制缺乏权威性和执行力 164
二、外部监督机制缺乏有效性和聚合力 169
第四节 核心利益相关者权益保障机制失效 174
一、证券公司章程是股东意志的体现,不能有效维护其他利益相关者权益 174
二、部分券商及其管理层“背信弃义”,损害证券投资客户和债权人权益 177
三、部分券商主体业务定位失当,利益相关者维权机制缺乏物质保障 179
四、第三方存管制度重新划分银证权益,客户资产保障仍存在较大不确定性 180

第五章 我国证券公司治理机制失灵的原因

第一节 价值取向偏失是证券公司治理机制失灵的根源 188
一、市场经济条件下公司应具备的基本法律价值 188
二、法律基本价值对证券公司治理机制的要求 194
三、我国证券公司治理机制中法律价值的偏失 198
第二节 “股东擅权”是证券公司治理机制失灵的主因 200
一、股东权益绝对主义导致“股东擅权”现象 201
二、“股东擅权”现象在证券公司治理机制中的表现 204
三、“股东擅权”对证券公司治理机制的消极影响 210
第三节 “泛行政化”是证券公司治理机制失灵的体制性因素 216
一、行政强力介入对公司自治机制具有一定的辅助作用 217
二、我国证券公司治理机制中“泛行政化”的表现 219
三、“泛行政化”使证券市场和全社会付出了巨大代价 224
第四节 法律生态脆弱是证券公司治理机制失效的外部因素 225
一、社会整体诚信度偏低是证券业面临的基础性困境 225
二、证券业自律组织对其成员不能产生有效的约束 229
三、中介机构难以支持核心利益相关者参与证券公司治理 232

第六章 证券公司治理机制的比较与借鉴

第一节 美国公司治理机制的特性及启示 237
一、美国公司治理理念的发展变化 238
二、美国投资银行公司治理的基本特点 243
三、美国公司与证券法律中的证券投资者保护制度 249
四、美国证券公司治理机制发展的启示 253
第二节 德国证券公司治理特性及启示 254
一、德国公司治理机制的基本权力架构 254
二、德国证券公司治理机制的主要特点 264
三、德国公司与证券法律中的证券投资者保护制度 268
四、德国证券公司治理机制的启示 272
第三节 日本证券公司治理机制的特性及启示 273
一、日本公司治理机制的主要特色 273
二、日本证券公司治理机制的基本特点 282
三、日本证券业法律对投资者权益的保护 286
四、日本证券公司治理机制的启示 290
第四节 我国香港地区的证券投资者保护制度 290
一、政府部门是保障证券投资者权益的主体 292
二、外部审计成为保障证券投资者权益的有效屏障 296
三、相关专家是维护公众投资者权益的重要支柱 299
四、真实充分的信息披露是香港保护投资者权益的基本前提 299
五、证券投资客户资产保护机制是维护投资大众利益的基本保障 305

第七章 我国证券公司治理机制的完善与创新

第一节 重构证券公司的权力生成机制 316
一、创立证券公司的公司(代表)大会制度 316
二、股东大会由公司权力机关转换成股东利益协调机构 319
三、职工(代表)大会应定位为职工权益维护和意见协调机构 320
四、建立证券投资者委员会参与证券公司治理机制 322

五、完善以主办银行制为载体的债权人参与机制 324
第二节 健全证券公司的权力运行与监督机制 326
一、完善董事会的产生与运行机制 326
二、改革证券公司独立董事和监事会机制 327
三、建立核心利益相关者监督参与机制 328
第三节 加强证券公司治理机制的法治生态建设 330
一、优化对证券公司治理的行政监管 330
二、完善中介机构的监督参与体制 331
三、加强证券市场的诚信体系建设 331

参考文献 334
后 记 346

此为试读,需要完整PDF请访问: www.ertongbook.com

第一章 导论

证券公司(俗称"券商")是资本市场的重要中介机构,对资本市场的健康发展,特别是对企业直接融资和居民投资途径多元化进程起着举足轻重的作用。稳健高效的证券经纪服务,把证券发行人和广大投资者有机联系起来,构成活跃的多功能市场体系;科学合法的证券投资银行业务,是全面推介上市公司、沟通投资者与上市公司信息的重要渠道;证券公司集中的大批金融专才,可以对上市公司的经营管理和规范运作,以及投资者的理性投资与风险防范,提供及时敏锐的市场技术辅导。但是,处在"新兴加转轨"特殊历史时期的我国证券公司,"由于体制、机制上存在缺陷,证券公司在发展中积累了许多矛盾和问题。一些证券公司随意挪用客户交易结算资金和证券、违规理财以及股东和关联方占用资金等违法违规现象屡有发生。2004 年前后,证券公司长期积累的问题充分暴露,风险集中爆发,全行业生存与发展遭遇严峻的挑战"。[①] 我国证券公司已经行走在历史性的节点上了。

一、研究证券公司治理机制的现实背景

(一)2004 年以来我国多家证券公司集中爆发风险

由于我国证券市场和证券业存在的固有缺陷,以及资本市场环境的巨大变化,自 2003 年年末开始,中国证券市场进入了风险集中

① 引自中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社 2008 年版,第 60 页。

爆发时期，上证指数从1631点(2003.4.15)跌至998点(2005.6.6)，下跌近40%。市场的长期低迷引起公众投资信心下挫，证券投资资金纷纷撤离，新增投资者数量逐年减少。2005年，沪、深两市A股股票筹资总计330.1亿元，比2001年减少862.1亿元，下降72.3%，证券市场功能日渐退化。2004年以来，国内先后有23家证券公司被公告处置，其中17家被予以关闭和撤销。已被公告处置的23家证券公司在处置期间对证券登记结算公司的透支最高时达170亿元，至2005年年末仍有60多亿元透支挂账，证券公司巨额的结算透支已严重影响证券市场支付体系的稳定。①

与以前多次爆发的证券市场风险有所不同，此次危机中，由于证券公司非法挪用巨额客户证券交易结算资金(俗称"保证金"或"客户保证金"，是证券投资者买入证券之前必须存入证券公司指定银行以保证正常证券交割清算所需的资金)、大规模从事违规自营，致使其本身直接处在风口浪尖上，经受着市场的考验和监管规则的检验，部分券商终难侥幸渡过危难，被市场和监管者同时逐出。2004年1月2日，鉴于南方证券股份有限公司(以下简称"南方证券")违法违规经营，管理混乱，为保护投资者和债权人合法权益，中国证监会、深圳市政府决定对南方证券实施行政接管，②从此揭开了此轮券商退市的大幕。2005年2月，南方证券进入破产清算程序。此后，闽发证券、辽宁证券、汉唐证券、大鹏证券、五洲证券等也因类似原因先后被托管、重组甚至关闭。据有关媒体了解和统计，2005年国内共有云南证券、大鹏证券、民安证券等13家券商被接管、托管或关闭。2006年约有50家中小型券商被关闭、托管或者合并给大型券商。③甚至有

① "从我国证券风险处置看中央银行维护金融稳定"，载中国人民银行研究局编：《中国人民银行金融研究重点课题获奖报告(2005)》，中国金融出版社2006年版，第222页。

② 见中国证券监督管理委员会、深圳市人民政府关于南方证券行政接管的公告(2004年1月2日)。

③ "证监会犁庭扫穴 留大弃小 60家小券商突然死亡"，载《中国经营报》2006年1月9日。

报道称，中国券商中的三分之二应被淘汰出局。①

公开资料显示，按照2004年沪深两市成交总量测算，所能容纳的券商大约为45家，尚不到目前券商总数的一半。一方面是证券业竞争不断加剧，“靠天吃饭”的局面愈演愈烈；另一方面是各券商积极入市“托市”，风险积累日盛，导致证券业发展的可持续性、经营合法性、银行债权和投资者资产安全性日益受到挑战。据中国证券业协会对2004年度证券公司会员经营业绩统计，2004年度114家证券公司实现营业收入169.44亿元，利润总额为－103.64亿元，扣减资产减值损失后利润总额为－149.93亿元。2005年参与统计的116家证券公司中，有104家出现亏损，总亏损额约120亿元，全行业处于亏损状态。② 有些学者更进一步指出，2004年，“中国券商作为一个行业，整体上已经处于零资本状态，在技术上已经破产”。天则经济研究所的一份报告认为，券商的不良资产规模可能超过2500亿元。③

股票有涨有跌，是价值规律在资本市场的体现。证券公司有进有退，是市场经济的必然要求。由于高风险和高收益并存的内在规律，任何券商都不可避免地具有追逐高风险的内在动力。然而，国际成熟资本市场的一般经验表明，证券市场持续走低，并不必然导致证券公司大量倒闭。以香港证券业为例，在1997～1998年股市危机时期，除了百富勤、正达投资集团等极少数证券公司倒闭外，并没有发生大面积的证券公司破产现象，绝大多数证券公司依然可以维持正常经营。但是，国内证券市场走低后，倒闭的证券公司却为数甚众，不仅中小证券公司纷纷被关闭和破产，连一些大中型证券公司如南方证券、大鹏证券等也纷纷被接管和清算。而且，危机类证券公司的证券投资客户资产均面临着全部形成非交易损失的风险，不得不由

---

① “股市寒潮席卷券商　出局预言一语成谶?”，载《中国经营报》2005年4月2日。

② 参见“从我国证券风险处置看中央银行维护金融稳定”，载中国人民银行研究局编：《中国人民银行金融研究重点课题获奖报告(2005)》，中国金融出版社2006年版，第222页。

③ 参见“证监会命券商坦白家底　只为迎接600亿注资到来”，载《经济观察报》2005年4月9日。

人民银行动用再贷款予以收购救助，最终由全体公民为这些证券公司的错误决策、违规经营和管理缺失买单。

证券监管部门认为，证券公司问题成因十分复杂，既有市场环境因素，又有制度不完善、机制不健全等内在因素。证券业爆发的危机是证券业制度、法律规制、券商治理，以及经济文化等综合因素相互作用的结果。证券公司运营生态环境较差，包括证券公司历史定位存在偏差、某些券商的股东单位对证券公司现实定位的失策、缺乏具有灵活性的合法融资渠道、投资者存在较为普遍的投机心理等，使证券公司经营处于某种恶性循环的困境。此外，我国证券监管经验不足，某些监管行为不适当，既存在监管过度，又存在执法不严的问题。部分学者对国内券商进行专题样本研究后认为：[①]第一，证券公司治理机制缺失，导致证券公司投资决策和风险管理失控是证券公司失败的直接原因。主要表现为证券公司股权结构不合理（实业股东比例大、金融机构股东比例低、国有及法人持股占绝对地位、个人投资者少），上市证券公司少，股权流动性差，证券公司透明度低。第二，严格的分业管理制度制约了证券公司的发展，使证券公司之间的竞争达到白热化，业务盈利空间狭小，导致证券公司抗风险能力低。第三，单一行政方式监管缺乏外部约束机制，偏重事后检查和处理。证券市场监管失效、监管滞后是证券公司失败的重要原因。第四，中国证券市场制度性、结构性和功能性缺陷是证券公司经营失败的制度因素。证券市场的定位重融资、轻投资，重股票、轻债券，处于弱势的流通股股东利益被严重侵害，证券市场丧失了有效配置资源的功能。第五，我国证券公司尚处于发展初级阶段，规模很小，管理粗放，研发能力尚未得到重视，企业文化凝练不足，缺乏核心竞争力。总之，不论是监管部门还是理论界，都认为我国证券业爆发的危机是证券业制度、法律规制、券商治理，以及经济文化等综合因素相互作用的结果。

---

① 合肥工业大学—国元证券课题组（课题主持人姚禄仕、蔡咏）：《证券公司失败研究》，上海证券交易所第十三期联合研究计划项目，见《上证研究》2005年第3辑。

(二)证券公司爆发危机使核心利益相关者权益严重受损

1. 核心利益相关者权益受到严重侵犯

核心利益相关者(包括职工、客户、债权人等)权益受到侵犯的最突出问题是挪用客户证券交易结算资金。长期以来,我国对证券交易保证金实施独立存管制度,即由证券投资者在券商处开立资金专用账户,用于存放买入证券所需资金和卖出证券取得的价款。这个资金账户一般均由券商管理和控制,由券商组织客户群体统一进行证券交易清算。客户在买卖证券过程中,其专用账户内的资金一般会保持相对稳定的余额,这就为券商挪用这些沉淀资金提供了客观可能性。

券商大规模挪用客户保证金使证券投资客户损失惨重,特别是对证券业的不信任感陡然加剧。据初步统计,南方证券截至停业整顿日,将客户证券交易结算资金78亿元全部挪用,此外还在证券登记结算公司透支19亿多元;汉唐证券将客户交易结算资金计18亿元全部挪用,并在证券登记结算公司透支9亿元;大鹏证券公司挪用客户交易结算资金15亿元,并在证券登记结算公司透支5亿元。[①] 券商挪用客户保证金有三个明显的特点:一是涉及面广。危机爆发时,几乎每家证券公司的分支机构都存在挪用客户保证金的行为,挪用金额占其营运资金的80%以上,有的甚至超过营运资金的数额。二是挪用客户资金的用途多样。大部分用于证券公司自营业务和在一级市场申购新股,有的用于融资赚取利息收入、购置固定资产、支付席位费、偿还借款,有的甚至用于内部发放奖金。三是多数证券公司管理人员(包括分支机构及营业部负责人),对挪用客户保证金行为的错误性质认识不清,将这种挪用客户保证金的违法行为理解为"利用资金的时间差"、"运用保证金"等。并且,由于券商投资失误和自营业务巨额亏损,前述券商均已完全无能力偿还,投资者的保证金和证券资产在理论上已全部损失。

---

① 参见中国人民银行2005年重点研究课题报告:《证券风险处置与中央银行维护金融稳定研究》。

另一方面，证券公司经营失败也使债权银行和保险公司等信贷主体和主要的委托理财客户遭受巨大损失。银行、保险公司与证券公司之间通过同业存放、贷款、票据承兑、担保等方式，形成债权债务关系，商业银行（信用社）是这个债务链中的关键一环。当证券公司爆发支付风险、不能清偿银行债务时，会直接导致银行、保险公司风险暴露，不良贷款迅速增加。据统计，仅南方证券、大鹏证券、汉唐证券三家被处置公司，对银行业机构的负债已近200亿元。随着有关证券公司的关闭清算，这些债权的预期清偿率极低，相关银行、保险机构的债权将大部分变成坏账。

2. 核心利益相关者权益受损的原因

一方面，核心利益相关者权益缺乏有效的法定保障路径。挪用客户证券交易结算资金的行为损害了客户证券交易结算资金所有权人的利益，是一种侵权行为。[①] 从法律上讲，所有权是绝对权，是排他性权利。保证金的所有权属于客户所有，证券公司在未经客户保证金所有权人的许可，又未办理任何合法权利让渡手续（如协议或合同等）的情况下，挪用客户保证金进行证券自营业务等，直接损害了保证金所有权人的利益；证券公司在被允许开展委托理财业务的同时，在账户管理、交易流程、报告制度、防止利益输送等方面没有有效的监管和规范措施，也缺乏有效的内部治理机制，客户证券交易结算资金的委托方没有法定或约定途径参与管理，无法对证券公司的委托理财业务进行监控。因此，客户的委托理财资产始终处于风险失控状态。[②]

实践中，许多证券投资客户的损失都是发生在国债回购领域，这主要是由于我国现行证券登记结算制度中的国债回购制度设计存在缺陷，证券登记结算公司完全按照证券公司席位来统一混同清算，只要是在同一证券公司席位上托管的国债，都被自动统一折算成可用

① 我国《证券法》第73条规定，禁止证券公司及其从业人员挪用客户所委托买卖的证券或者客户账户上的资金，第132条规定"严禁挪用客户交易结算资金"。

② 参见"我国证券公司风险评估及改革建议"，载中国人民银行研究局编：《中国人民银行金融研究重点课题获奖报告（2005）》，中国金融出版社2006年版，第60页。

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com