

ZHENGQUAN GONGSI
FENGXIAN CHUZHI YANJIU

证券公司

风险处置研究

张学政 著

知识产权出版社

证券公司风险处置研究

张学政 著

知识产权出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券公司风险处置研究/张学政著. —北京:知识
产权出版社, 2005. 9

ISBN 7-80198-445-5

I. 证... II. 张... III. 证券交易所—风险管
理—研究—中国 IV. F832.39

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 099209 号

内容提要

当前,我国证券市场正处于承前启后的又一个关键阶段,改革与发展的空间巨大,机遇良好,但所面临的挑战也很突出,亟待解决的任务亦十分艰巨。近年来,对高风险证券公司进行风险处置既是一项全新的现实工作,也是一个比较值得研究的理论课题。笔者选择证券公司风险处置这一课题,既对国外证券公司风险处置的模式进行了概括,并对其形成的原因做了较深入的研究,也对我国证券公司风险处置提出了自己的看法,概括了现行的模式,并对完善我国证券公司风险处置机制提出了符合我国国情的、切实可行的建议。

证券公司风险处置研究

作 者:张学政

责任编辑:蔡 虹

出版发行:知识产权出版社

社 址:北京市海淀区马甸南村 1 号

邮 编:100088

网 址:<http://www.cnipr.com>

电子信箱:zscq-bjb@126.com

电 话:010-82000860 转 8324

传 真:010-82000890

印 刷:知识产权出版社电子印制中心

经 销:新华书店及相关销售网点

开 本:850mm×1168mm 1/32

印 张:9

版 次:2005 年 10 月第 1 版

印 次:2005 年 10 月第一次印刷

字 数:228 千字

定 价:36.00 元

ISBN 7-80198-445-5/F·047

如有印装质量问题,本社负责调换。

谨以此书献给

为证券风险处置不懈努力的人们

前 言

一、对论文题目的说明

概念是研究问题的起点,在论文伊始,需要明确什么是证券公司和风险处置,进而明确什么是证券公司风险处置。

证券公司是指按照法律、法规规定,经法定证券监管机构批准或在法定证券监管机构登记注册生效的,从事有价证券承销、代理证券买卖、自营证券买卖以及相关业务的法人和自然人。我国《证券法》规定,证券公司是依照《公司法》和《证券法》规定的从事证券经营业务的有限责任公司和股份有限公司。许多国家的商业银行大量从事政府机构证券买卖,一些国家的中央银行买卖证券进行公开市场业务操作,这些从事政府机构证券买卖的银行不在本书研究的证券公司范畴之列。

风险处置是指风险相关主体对已经造成风险或潜在的巨大损失进行处理的一系列的方法和技术的总称。理解风险处置可以和风险管理进行比照。风险管理是指面临风险时进行风险识别、风险估测、风险评价、风险控制,以减少风险负面影响的决策及行动过程。风险管理最主要的目标是控制与处置风险,以防止和减少损失,保障社会生产及各项活动的顺利进行。风险管理的目标通常被分为两部分,一部分是损失前的目标,另一部分则是损失后的目标。损失前的管理目标是避免或减少损失的发生;损失后的管理目标是尽量把损失减少到最小或者尽快恢复到损失前的状态,两者构成了风险管理的完整目标。风险处置侧重于风险管理的后端,即对累积风险的控制和化解。所以,风险处置可以定义为风险相关主体对风险造成的损失或者潜在的巨大损失进行处理的一系列方法和技术的总称。

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。在市场经济下任何企业都会面临风险,证券公司也不例外。风险对证券公司的日常经营来讲是一种常态,证券公司的经营目标也是在风险一定的条件下追求利益的最大化。在本书中,不研究那些造成证券公司日常经营困难的风险管理,只将注意力集中于如何化解引发社会风险或系统性风险的风险因子,并研究风险处置的方法和技术。

二、选题背景

随着证券市场的发展,我国的证券公司也获得了长足的发展。截至2004年3月底,我国共有证券公司129家,注册资本金总额为1250多亿元,其中80家具有主承销业务资格^①。我国证券公司不仅在数量上增长迅速,而且在质量上也有了很大的提高。但是大发展也带来了一些严重的问题,如违规现象严重、道德风险突出等,近几年来,连续出现的证券公司被接管、被关闭就说明了这一点。1997年爆发的亚洲金融危机表明了发展中国家脆弱的高风险金融机构体系极易成为引发金融危机的导火索。这给我国敲响了警钟。对于问题严重的金融机构,必须做到该关的就关,该撤的就撤,该重组的就重组,该合并的就合并,这要求我国的监管部门要有较高超的手法来处理金融机构的风险处置问题。但是从实践来看,我国已经有了风险处置机制的雏形,但证券公司风险处置以行政为主导,处理的时机又不太恰当,风险处置所依据的法规不足,风险处置还未形成一套机制,不太稳健和完善。

另一方面,我国理论界主要借鉴的是西方国家的经验。在美国,投资银行和存款性金融机构被完全分割开。存款性金融机构

^① <http://www.sznews.com/szsb/20040408/ca873596.htm>.

被认为是公共机构,学者们十分重视对其安全性的研究,而且美联储经常援助存款性金融机构。相反,投资银行一直被认为是私人机构,不吸收存款和发放贷款,与公共利益关系不大,美联储也极少援助投资银行。这就造成了国内外很少有学者深入研究证券公司的风险处置问题。国内监管部门没有什么经验可借鉴,只能“摸着石头过河”,大多是就事论事,个案处理。因此,有必要研究国外对证券公司风险处置机制,并在深层次上探讨该机制的成因,从而作为我国的借鉴,避免生搬硬套,形成和完善有中国特色的风险处置机制。本书就是在这样的背景下写作而成的。

三、研究方法

(一) 成本与收益的方法

成本-收益分析是经济学研究中最基本的分析方法。成本是一项经济活动所耗费的资源和代价(包括机会成本),而收益则是此项活动所获得的回报。在分析外部性、证券公司风险处置的国际借鉴和我国证券公司风险处置时采用了这一方法。

(二) 规范分析和实证分析

经济学中的实证分析就是描述经济现象“是什么”以及社会经济问题“实际上是如何解决的”,而规范分析往往要追究经济活动“应该是怎样”的问题,这需要加入某些价值判断。本书对风险处置的理论基础分析时用了大量的规范方法,而对证券公司风险处置的模式和实践进行分析时运用了大量的实证方法。

(三) 动态分析方法

动态分析相对于静态分析更加关注经济活动的发展和变化过程。在研究外部性时,关注到理论的动态发展。在研究国外金融机构风险处置和我国证券公司风险处置的实践、模式和成因时,运用了这一方法。

四、逻辑框架和主要观点

本书正文分为五部分,共有五章十七节,具体的逻辑结构如下:证券公司风险处置的理论基础、证券公司风险处置概述、证券

公司风险处置的国际借鉴、我国对证券公司风险处置的实践、完善我国证券公司风险处置机制的构想,主要包括以下内容:

第一章是理论部分,主要阐述证券公司风险处置的理论基础。本章分为四节:第一节阐述了什么是外部性和外部性的分类,并对外部性理论的研究做了比较全面的回顾和评介。第二节从一般意义上探讨了外部性的成因,并分析了证券公司外部性的传导机制。第三节说明了三个问题:①外部性是市场失灵的重要根源,因此,需要采取措施对外部性进行矫正。然而,新古典经济学派、新制度经济学派和新经济史学派从不同的角度出发,主要采用不同的矫正方法。综合三派的观点,可以得出两个结论:一是从静态的角度出发,外部性由市场还是由政府为主体来矫正要看交易费用的大小;二是从动态的角度出发,外部性的解决有赖于社会发展水平和生产力的提高;②说明证券公司经营失败的外部性导致的成本过于高昂,使得政府在证券公司风险处置中居于主导地位。③进一步点出了政府干预的有效边界:对于制度失灵造成的外部性,政府应完善市场赖以运行的各项制度;对于交易成本高昂而导致的外部性,政府干预的主要任务是充分利用各种方式来降低交易成本,并引导私有经济利用市场化方式来担当风险处置的任务,实现经济效率的帕累托改进。第四节从法与金融的角度探讨了证券公司风险处置问题,结论是:①证券的价值表面上看由其现金流来决定,实际上是由证券权利和保障这些权利的司法制度来决定;②法律体系对金融发展非常重要,普通法对投资者的保护要强于成文法;③在发展中国家,由于对投资者保护比较薄弱,政府往往介入,对证券公司风险处置概莫能外。

第二章是证券公司风险处置概述,共分三节:第一节讲述了证券公司风险处置的目标和原则。因为证券公司风险处置是证券公司监管的一个组成部分,所以它的目标与对证券公司监管的目标是一致的,即保护投资者;确保市场公平、有效和透明;减少系统性风险。证券公司风险处置主要遵循风险最小的原则、及时性原则、

依法处置原则、成本最小原则和效率原则。第二节从参与者、资金来源和处置方式等方面讲述了证券公司风险处置的机制。证券公司风险处置的参与者有处置方和被处置方。处置方主要包括金融监管部门、金融同业及同业组织、证券业保险组织、专门的处理机构等；被处置方就是陷入流动性或者清偿性危机的证券公司。对证券公司风险处置的资金主要有央行流动性保证、财政资金、股东负责、同业援手和存款保险基金或者证券投资者保护基金等几个方面。对证券公司风险处置的方式有紧急处理措施（资金援助、接管、临时关闭）和最终处理措施（自立重组、兼并收购和破产清算）。另外，证券交易所在证券公司风险处置中起着不可替代的作用。证券投资者保护基金对证券公司风险处置有着巨大的稳定作用。第三节从直接成本和间接成本的角度对证券公司风险处置进行了分析。

第三章分三节阐述了证券公司风险处置的国际借鉴。第一节阐述了证券公司风险处置和商业银行风险处置的区别。结论是：由于对系统性风险的认识不同，西方主要国家在商业银行的风险处置方面，有比较健全的制度安排，主要是官方安全网的设置和完善的市场退出机制，而证券公司风险处置方面，主要依靠市场机制和程度不同的证券投资者保障制度，但是中央银行的最后贷款人制度没有被引进风险处置中。第二节重点考察了国外商业银行和证券公司风险处置实践，得出了一些有意义的结论。第三节归纳了国际上证券公司风险处置的模式：以市场为基础，采用直接或间接的行政指导和干预为主要手段，依靠完善的法律制度来处置风险；探讨了国外证券公司风险处置模式的成因和借鉴。结论是：①股份公司和证券市场的充分发展、完善的法律制度、遵循“市场本位”的理念等是国外证券公司风险处置模式的重要成因；②由于我国的证券公司实质上是变相的存款金融机构，因此在安全网方面要借鉴对商业银行风险处置的制度安排。

第四章回顾了我国证券公司风险处置的实践，在此基础上探

讨了我国证券公司风险处置的模式和成因。本章分四个小节:第一节回顾了我国证券公司风险处置的发展轨迹,归纳了在各个时期风险处置的特征。第二节分析了我国证券公司风险处置的模式和成因,主要结论是:①保持市场的稳定是监管当局在风险处置中的首要目标,风险处置的一般原则也适用于我国;②现阶段,采用以行政为主导、非正式的证券投资者保护制度的风险处置模式是必然的选择。第三节从实证的角度考察了我国证券公司风险处置成本。第四节讨论了我国证券公司风险处置中存在的若干问题。

第五章对完善我国证券公司风险处置机制提出了构想。本章分为三个小节:第一节从产权、文化和社会环境以及监管部门的执法机制等方面罗列了影响我国对证券公司风险处置的因素。结论是:①我国的证券公司绝大多数是有限责任公司,国有股一股独大和股权过度集中的产权结构增大了证券公司风险处置的成本;②我国缺乏法治基础,二千多年的人治文化和地方政府的行为不利于证券公司风险处置的顺利进行;③监管部门有限的执法权导致了不必要的社会成本。第二节从完善风险处置的配套机制入手,认为加强证券公司的内部控制有助于风险处置,实施“分类监管、区别对待”的政策有助于拓展风险处置的方式,建立诚信激励机制有助于夯实市场经济运行的基础,建立多层次的资本市场体系有助于降低风险处置的社会成本。第三节论述了从以下几个方面完善我国证券公司风险处置的机制:设立多种市场风险准备基金和投资者保护基金;建立和完善多元化的风险处置方式,包括对紧急处置方式的选择和完善;引入重整制度和完善退出机制。

五、创新和不足

由于证券公司风险处置是一个全新的课题,本书的创新之处有以下几个方面:

(1)选题新颖,与实际联系比较紧密。过去谈论的大多是对商业银行和中小金融机构的风险处置,对证券公司风险处置的研究几乎是一片空白。最近,中国证监会继对鞍山证券、大连证券、新

华证券和富友证券进行风险处置后,又对汉唐证券和德隆系的三家证券公司进行托管。证券公司风险处置研究无论在理论上还是在实务上都很有意义。

(2)对国外证券公司风险处置模式和我国证券公司风险处置模式进行了概括,并且从制度经济学的角度对国外不同模式的形成进行了深层次的探究。

当然,论文也有很多不足之处,例如,对证券公司风险处置的时机选择缺乏定量分析,对国外证券公司风险处置的演变缺乏动态分析。随着时间的推移,这方面的数据和案例会越来越易收集,可以填补这方面的空白。

张学政

2005年6月28日于五道口

目 录

第一章 证券公司风险处置的理论基础	1
第一节 外部性的经济学溯源	1
一、外部性的含义	1
二、外部性研究文献的回顾	2
三、外部性的分类	11
四、对外部性研究的简要评介	14
第二节 外部性的成因	17
一、外部性的成因	17
二、证券公司外部性的成因	19
第三节 外部性与政府干预的有效边界	22
一、外部性与外部性的矫正	22
二、监管当局在证券公司风险处置中的主导作用分析	27
三、政府干预的有效边界	29
第四节 证券公司风险处置——法与金融的视角	30
第二章 证券公司风险处置概述	35
第一节 证券公司风险处置的目标和原则	35
一、证券公司风险处置的目标	35
二、证券公司风险处置的原则	37
第二节 证券公司风险处置机制	38
一、证券公司风险处置的参与者	39
二、证券公司风险处置的资金来源及选择运用	41
三、证券公司风险处置的方式及选择运用	44
第三节 证券公司风险处置的成本分析	51
一、证券公司风险处置的直接成本	51

二、风险处置的间接成本	52
第三章 证券公司风险处置的国际借鉴	54
第一节 证券公司风险处置和商业银行风险处置的区别	54
一、商业银行和证券公司对系统性风险的影响程度分析	54
二、证券公司和商业银行在风险处置上的差别	57
第二节 国外金融机构风险处置模式	58
一、1980~1994 年美国联邦存款保险公司(FDIC)	
和处置信托公司(RTC)的经验	59
二、美联储对美国长期资本管理公司的风险处置	72
三、日本对证券公司的风险处置	79
四、东亚国家证券公司风险处置模式	85
第三节 风险处置的经验借鉴	88
一、风险处置模式的成因	88
二、借鉴	90
第四章 我国证券公司风险处置的实践	95
第一节 我国证券公司风险处置的发展轨迹	95
一、中国人民银行集中统一监管时期(1992 年 10 月以前)	95
二、中国人民银行和中国证监会共同监管时期(1992 年	
10 月~1998 年 6 月)	97
三、中国证监会统一监管时期(1998 年 6 月至今)	98
第二节 我国证券公司风险处置的模式	103
一、目标和原则	103
二、我国证券公司风险处置方式及选择	104
三、我国证券公司风险处置的模式	109
四、现阶段,采用以行政为主导、非正式的证券投资者保	
护制度的风险处置模式是必然的选择	111
第三节 我国证券公司风险处置的成本收益分析	113
一、证监会采取的风险处置措施	113
二、对××证券公司风险处置的成本分析	114

三、对××证券公司风险处置的社会效益分析	115
第四节 我国证券公司风险处置中存在的问题	116
一、资金来源	116
二、风险处置的法律问题	116
三、缺乏风险处置的长效机制	118
第五章 完善我国证券公司风险处置机制的构想	120
第一节 影响我国证券公司风险处置的因素	120
一、产权	120
二、文化和社会环境	123
三、监管部门的执法机制	124
第二节 配套机制的构建	125
一、加强证券公司的内部控制	125
二、建立和完善证券公司风险预警机制	130
三、实施分类监管、区别对待	135
四、建立诚信激励机制	138
五、建立和完善多层次资本市场体系	141
六、完善证券市场相关制度	143
第三节 建立和完善我国证券公司风险处置机制	147
一、设立多种市场风险准备基金和投资者保护基金	147
二、完善多元化的风险处置方式	149
附录	160
附录 1 关于我国证券公司发展问题的若干思考	160
附录 2 证券市场突发事件应对机制研究(摘要)	183
附录 3 个人债权及客户证券交易结算资金收购意见	216
附录 4 个人债权及客户证券交易结算资金收购实施办法	222
附录 5 最高人民法院关于证券公司风险处置的相关法规	228
附录 5.1 最高人民法院关于冻结、扣划证券交易结 算资金有关问题的通知	228
附录 5.2 最高人民法院关于对与证券交易所监管职	

	能相关的诉讼案件管辖与受理问题的规定 ...	231
附录 5.3	最高人民法院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	232
附录 5.4	最高人民法院关于印发《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》的通知	234
附录 6	证券公司内部控制指引	235
附录 7	关于进一步加强证券公司客户交易结算资金监 管的通知	255
附录 8	关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题 的通知	262
参考文献		272
后记		276

第一章 证券公司风险处置的理论基础

金融是现代经济的核心,在社会经济发展中处于非常重要的地位,发挥着不可替代的作用。从世界的金融系统的类型来看,主要有银行主导型金融系统 and 市场主导型金融系统,前者以间接融资为主,后者以直接融资为主。在一个经济系统中,直接融资和间接融资相互补充,共同把闲散资金汇聚转化为投资,成为推动经济发展的“两驾马车”。证券公司作为直接融资的重要金融中介机构,在金融体系中占有一席之地,但是证券公司与存款类金融机构一样,一旦发生危机便有很强烈的负外部效应,很容易在整个金融体中引发连锁反应,情况严重时甚至引发系统性金融危机,因此,证券公司风险处置成为各国金融监管当局乃至政府普遍关注的问题。

金融机构在发生危机时有很强的外部性,对金融体系的杀伤力很大,这已是学术界的共识。有鉴于此,本章对学术界外部性理论研究做一个回顾,并结合实际研究证券公司外部性产生的原因、机制以及如何应对外部性带来的不良影响。

第一节 外部性的经济学溯源

一、外部性的含义

许多教材在探讨“外部性”问题时,一般引用鲍默尔和奥茨(Baumol & Oates, 1988)对外部性的界定:

定义一 当某一个人(称为 A)的效用或生产关系中包含了一

个真实(非货币)的变量,而这个变量的价值又决定于他人(或其他公司、政府),这些决策者并没有考虑对 A 所产生的福利影响,这时就产生了外部性;

定义二 当决策者的决策行为影响了他人的效用或他人的生产函数,而此时受影响的一方既没有为所得到的报酬支付相应的成本,也没有为所承受的损失而获得补偿。

鲍默尔和奥茨不仅解释了外部性产生的前提,即外部性实施者(决策者)和外部性接受者(A)的行为是独立的,还提出了外部性的一般分类:正外部性和负外部性。

以鲍默尔和奥茨对外部性的界定为基础,可构建一个简单的两人模型来清晰表述外部性含义:

$$Y^A = R(X_{1A}, X_{2A}, X_{3A}, \dots, X_{NA}, W_{NB}) \quad (1.1)$$

在模型(1.1)中, Y^A 表示行为人 A 的成本-收益函数, $X_{1A}, X_{2A}, X_{3A}, \dots, X_{NA}$ 表示 A 为了增加自己的收益而耗费的各种经济资源。 W_{NB} 表示行为人 B 对 A 所造成的影响,这个影响可以看成 B 对 A 的成本的影响,而且 B 不受 A 的控制。B 是外部性实施者, A 是外部性接受者。这里,强调 A、B 是独立行为主体。当 B 的行为节约了 A 的成本时, B 对 A 具有正的外部效应,用微积分来表示,就是 $d(Y^A)/d(W_{NB}) > 0$ 。当 B 的行为增加了 A 的成本时, B 对 A 具有负的外部效应,用微积分来表示,就是 $d(Y^A)/d(W_{NB}) < 0$ 。

二、外部性研究文献的回顾

鲍默尔和奥茨对外部性的定义获得了学界的基本认同。追根溯源,在经济学史上的发展过程中,曾有不少经济学家从不同的角度对外部性问题进行了探讨,在此,我们对外部性理论作一个简要的回顾(见表 1-1)。