

Legal Study on
L Securities
Company
Withdrawal Mechanism

证 券 公 司

杨宏芹 / 著

退出机制的法律研究

Legal Study on
L Securities
Company



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

证 券 公 司

退出机制的法律研究

杨宏芹/著

Legal Study on
Securities
Company
Withdrawal Mechanism



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

证券公司退出机制的法律研究/杨宏芹著. —北京:
经济管理出版社, 2012.3

ISBN 978-7-5096-1785-4

I. ①证… II. ①杨… III. ①证券公司—证券法—
研究—中国 IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 021918 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010)51915602 邮编：100038

印刷：三河市文阁印刷厂

经销：新华书店

组稿编辑：贾晓建

责任编辑：魏晨红

责任印制：黄 铎

责任校对：蒋 方

880mm×1230mm/32

7 印张

201 千字

2012 年 3 月第 1 版

2012 年 3 月第 1 次印刷

定价：20.00 元

书号：ISBN 978-7-5096-1785-4

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部
负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010)68022974 邮编：100836

目 录

导 言	1
第一章 证券公司退出机制的理论基础	13
第一节 证券公司退出机制相关概念之解析	13
第二节 证券公司退出机制理论基础之一：市场失灵理论 ...	19
第三节 证券公司退出机制理论基础之二：制度变迁理论 ...	22
第四节 证券公司退出机制理论基础之三：外部性理论	26
第二章 证券公司退出根源之剖析	
——以证券公司经营失败为中心	35
第一节 我国证券公司经营失败的历史考察	35
第二节 我国证券公司经营失败的原因剖析	38
第三节 问题证券公司退出的典型案例分析	54
第三章 证券公司退出机制的整体思路及制度选择	75
第一节 建立健全证券公司退出机制的必要性分析	76
第二节 建立健全证券公司退出机制的基本原则及其性质 ...	91
第三节 建立健全证券公司退出机制的考量因素	98
第四章 证券公司退出之预防机制	101
第一节 证券公司退出的预警制度	101
第二节 证券公司退出的救助制度	110



第五章 证券公司非破产退出方式之规制	117
第一节 证券公司的非破产退出方式	117
第二节 证券公司非破产退出之一般程序	133
第六章 证券公司破产退出方式之规制	137
第一节 建立证券公司破产法律制度的必要性	138
第二节 美国证券公司破产法律制度的借鉴	140
第三节 我国证券公司破产法律制度的设计	144
第七章 证券公司退出之“善后”机制	
——以证券投资者保护基金制度为中心	165
第一节 投资者保护必要性之分析	167
第二节 域外投资者保护基金制度及启示	171
第三节 我国证券投资者保护基金法律框架及评述	180
第八章 证券公司退出之监管机制	
——以证监会监管为中心	189
第一节 证券监管部门监管的理论基础	189
第二节 证监会的退出监管	194
参考文献	209
后 记	215

导 言

一、问题的提出

亚洲金融危机以来,国际上有英国巴林银行、日本北海道拓殖银行、山一证券等金融机构关闭或破产,我国发生了海南发展银行、广东国际信托投资公司关闭和破产事件。从2002年鞍山证券被撤销到2006年底,我国已有40多家证券公司^①被撤销(关闭)、托管、行政接管、并购或破产。从2006年初开始逐步显现的美国“次贷危机”,2007年8月席卷了美国、欧盟和日本等世界主要金融市场。它致使全球主要金融市场隐约出现了流动性不足危机。^②从2008年9月9日开始,这场金融危机开始失控,并导致多家大型的金融机构倒闭或被政府接管。^③2011年12月15日,我国上证指数收报于2180.9点,整个市场弥漫着悲观和恐慌。^④

① 关于证券公司的概念,本书采用的是《证券法》规定的概念,“证券公司是指依照《中华人民共和国公司法》和本法规定设立的经营证券业务的有限责任公司或者股份有限公司”。美国的证券法律分别界定了“包销商”、“交易商”、“经纪商”、“自营商”等术语。日本的《证券交易法》定义了“证券公司”的概念。新加坡的《证券业法》提出了“交易商”一词。我国台湾地区的《证券交易法》对“证券商”界定较为简明。我国香港地区的《证券法》界定了“交易者”、“包销人”等词。参见吴弘:《证券法论》,世界图书出版公司1998年版,第21~22页。

② 次贷危机(Subprime Lending Crisis)又称次级房贷危机,也译为次债危机。它是指一场发生在美国,因次级抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡引起的风暴。<http://world.people.com.cn/GB/8212/139525/index.html> (访问日期:2011年12月16日)。

③ <http://baike.baidu.com/view/2110134.htm> (访问日期:2011年12月16日)。

④ <http://business.sohu.com/20111216/n329197423.shtml> (访问日期:2011年12月18日)。



2005年1月2日,上证指数首次跌破1200点,证监会在同一天首次发布稽查令,宣布对德恒、中富、恒信、闽发、南方、云南、汉唐、辽宁8家问题券商进行立案稽查,并依法对公司和相关负责人做出处罚。^①2005年随着南方、大鹏破产,华夏被重组,汉唐、闽发被托管……整个行业经历了前所未有的信任危机。在此危局下,证监会决定“壮士断腕”,以市场化手段处理问题证券公司,一批高危证券公司通过行业整合、托管或者并购的方式,逐渐淡出历史舞台。问题证券公司被要求限期整改。同时,证券公司分类监管体系逐步确立。

2001年12月11日,我国加入世界贸易组织。在世界贸易组织的22个协定中,涉及金融业开放的主要是《服务贸易总协定》,该协定共有29个条款和8个附件,其中两个是关于金融服务的附件,阐明了定义、范围,与正文一样具有法定约束力。此外,1997年12月13日,世界贸易组织成员国在日内瓦达成了新的《金融服务贸易协议》,并于1999年3月1日起生效。《服务贸易总协定》和《金融服务贸易协议》对我国证券业的开放提出了要求,证券公司面临着新的竞争压力。2004年底我国已有11家境外机构获得了合格境外机构投资者(QFII)资格;证监会先后批准了13家中外合资基金管理公司;合资证券公司有华欧国际证券公司和长江百富勤证券公司,外方的持股比例均为33%。^②2006年6月底,我国已设立合资证券基金管理公司23家、合资证券公司7家,上海、深圳从事A股交易的境外证券经营机构分别达到39家和19家。^③截至2011年11月,有121家境外机构获得合格境外机构投资者资格。^④面对日益开放和国际化的证券市场,我国证券公司将进入一个大规模的市场化调整和整合阶段。

① 华东政法学院公司法研究中心、海通证券研究所联合课题组:《证券违法违规惩戒实效和制度成本研究》,《上证研究法制专辑》2005年第4期。

② http://news.xinhuanet.com/fortune/2004-12/10/content_2317727.htm (访问日期:2011年12月18日)。

③ <http://www.zjscdb.com/newsdisp.asp?id=21897> (访问日期:2007年3月10日)。

④ <http://money.163.com/11/1213/16/7LSRHPU100251LIE.html> (访问日期:2011年12月16日)。

为了控制和化解证券公司风险，保护投资者合法权益和社会公共利益，保障证券业健康发展，2008年4月23日，国务院第6次常务会议通过了《证券公司风险处置条例》。

二、选题的背景和意义

证券市场在现代经济活动中，具有为企业筹集资金和提供投资者参与公司投资机会的重要功能。证券市场功能的发挥，有赖于证券市场的规范运作。证券市场筹资和定价的功能直接决定投资者利益和公司发展，间接影响社会对投资者的态度和其他经济利益，影响社会发展和社会秩序。为保证证券市场健全运作并发展，对证券市场的活动予以适当的规范与管理是必要的。证券公司作为证券市场最主要的中介机构，效益好坏直接关系到证券市场能否正常运行和投资者信心能否得到保持等重大问题。因此，证券公司的业务经营能力是否充分，财产财务状况是否健全，业务经营行为是否公正、公平，与投资人能否得到充分的保护，证券市场能否健全发展有着非常密切的关系。证券公司退出机制的健全和完善是解决我国证券市场正常运行和持续发展问题的重要的制度性安排。美国经济史学家诺斯和托马斯在考察了公元800~1700年西方各国的经济史后指出：“有效率的经济组织是经济增长的关键。”^①的确，公司作为经济生活中最富效率的经济组织，通过集中并经营民间资本而为社会创造财富，并由此推动着社会经济的持续增长。如何妥善处理证券公司的危机，建立证券市场的硬约束，规范证券公司的退出，防范金融风险，是当前资本市场急需解决的重要问题。

竞争是市场经济的灵魂。有市场就有竞争，缺乏竞争的市场是残缺不全的市场。我国要建立市场经济，一个重要的方面就是引进、确立和保障竞争机制。竞争机制的运作情况，代表着一个国家市场经济

^① 道格拉斯·诺斯、罗伯斯·托马斯：《西方世界的兴起》，华夏出版社1999年版，第1页。



的发育程度,它是衡量市场经济是否成熟的尺度。竞争的结果之一是优胜劣汰。只有体现优胜劣汰的竞争,才是完整意义上的竞争。在市场竞争中被淘汰出局就会退出市场。然而,竞争主体之间是有联系的,退出市场有可能影响并损害其他竞争主体的利益,甚至可能引起市场动荡。因此,退出市场的过程就是要解决被淘汰者与竞争者、市场之间的联系,维护各方的利益,保持市场秩序的稳定。没有规范的退出秩序就没有稳定的市场秩序。如何按市场原则,公开、公平、公正、按法定程序完成退出是市场退出的真谛。因此,建立市场退出制度是市场经济的一项重要内容。建立完善的市场退出制度,是市场经济完全竞争的标志之一。我国自实行社会主义市场经济以来,竞争规律已得到社会的普遍认可。但是,由于种种原因,淘汰的内容贯彻得不彻底,最为突出的就是社会保障体系不健全,使得企业市场退出没有得到真正的实行。其结果是保护了落后,削弱了竞争规律的积极作用。^①

为推动资本市场稳定健康的发展,国务院于2004年1月31日颁布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》。其中第8条明确提出:“鼓励证券、期货公司通过兼并重组、优化整合做优做强。建立健全证券、期货公司市场退出机制。”这就涉及当前我国资本市场一直缺乏的重要的市场约束机制——退出机制。“中国证券业当务之急就是首先完善监管方式、整合证券公司及中介机构,以迎接证券业对外开放。”^②

现代市场经济风云变幻,市场竞争异常激烈,随时都有证券公司进出市场。我国虽然在实践中已有证券公司退出市场,但制度在某种意义上尚处于“真空”状态。因此,建立一个良性的市场退出机制,使不能、不愿或不被准许继续经营的证券公司能够平稳地退出市场成为《公司法》和《证券法》理论与立法的重大课题。从一定意义上讲,公司退出机制是衡量市场机制运行好坏的重要指标。诚如有学者所

① 阎维杰:《金融机构市场退出研究》,中国金融出版社2006年版,第2页。

② 曹仁超:《曹仁超观天下》,《21世纪经济报道》2006年10月27日第14版。

言：“一个企业的存在，不但要‘善始’，而且应该‘善终’，这样的社会才是一个有秩序的社会。”

证券公司退出机制是各国证券市场制度建设的重要内容之一。证券市场“新兴+转轨”的市场特征决定了我国证券公司在发展中不可避免地遇到一些问题和风险。建立健全证券公司退出机制，有助于我国证券公司的“优胜劣汰”，有利于提高证券行业的资源配置效率和集中度。在我国具有十分重要的理论意义和实践意义，是我国证券公司从现状出发，面对未来挑战和增强竞争实力的必然选择。

本书研究主题的确定一是基于对我国及域外证券公司退出现状的思考，二是受相关理论研究的启发。本书在总结我国证券公司经营失败教训的基础上，对证券公司退出机制进行法律设计，研究了责令关闭（或撤销）、托管、行政接管、停业整顿、吊销证券经营资格（撤销证券业务许可）、并购和破产等退出方式，探讨了证券公司退出的预防机制、“善后”机制和监管机制，以达到防范证券公司违法违规经营导致的经营风险、避免证券公司重蹈覆辙、提升证券公司的核心竞争力、实现证券公司可持续发展的目标。

三、现有文献综述

从2001年到2005年，证券市场处于熊市，证券公司退出屡见不鲜。针对证券公司面临的严峻形势，证监会对证券公司进行综合治理；众多研究机构和科学工作者关注这一热点问题，对其进行了广泛的调查和深入的研究，总结出证券公司经营失败的各种原因，并提出了对策建议。虽然从2006年5月开始，股市一路上扬，但证券公司的退出机制仍然是构建完善的证券市场不可缺少的组成部分。

在本书的写作过程中，笔者主要参考了以下与证券公司退出机制法律问题相关的文献资料：

在《金融机构市场退出研究》^①一书中，作者阎维杰首先探讨了市

^① 阎维杰：《金融机构市场退出研究》，中国金融出版社2006年版。



场退出的理论基础和制度框架，其设计的金融机构市场退出的制度框架和处理问题金融机构的程序方式为我国处理问题金融机构提供了理论参考。然后探讨了建立我国目前尚未实行的金融预警、金融机构破产和存款保险制度。对国内外金融机构市场退出的案例进行了比较，找出我国目前在处理有问题金融机构上的制度缺陷，指出解决债务问题是金融机构市场退出的关键，提出解决当前市场退出现状的有效办法。

清华大学法学院课题组的研究报告《证券公司退出的法律机制》^①首先对我国证券公司退出机制做了总体评述；第二部分和第三部分分别对证券公司停业整顿和责令关闭这两项制度进行专门考察，探讨它们各自的法律依据和具体程序；报告的第四部分从取回权、破产预防、国外破产法关于证券公司破产的特殊规定等方面对证券公司破产问题进行考察；第五部分对证券投资者保护基金制度进行了专门研究；报告最后提出了进一步加强和完善我国证券公司退出机制的具体立法建议。该报告通过研究认为，任何一个市场的发展都必须做到有进有出，尤其是在行政主导、市场自身优胜劣汰机制尚未充分发挥作用的环境下，更应当确立必要的退出机制。

上海证券有限责任公司课题组的研究报告《我国证券公司退出机制》^②认为：“我国证券公司退出机制也应遵循‘救助—并购—破产关闭’这样一种制度安排，并且对救助的标准、并购的推进策略和我国证券公司破产关闭的可行性进行分析。结合我国证券公司未来发展趋势，在我国目前制度环境下，本课题认为我国证券公司退出机制的现实选择应以收购兼并方式为主，破产关闭方式为辅。为此，我国现有的并购制度需要进一步完善。”

对问题证券公司的处置，有观点认为，政府应该在处置中负主要责任，政府既然在商业银行的改革中大量注资、提供支持，那么，证券公司出现危机也不能坐视不管；有观点认为，不应该由政府承担全

① 上证联合研究计划第十期课题之一，课题主持人：王保树、汤欣。

② 上证联合研究计划第十期课题之一，课题主持人：李国旺。

部救助责任，应该尽快建立市场化的证券公司退出机制。

张学政在《券商风险处置研究》一文中从制度经济学和我国证券市场自身形成与发展的特定路径和特定阶段出发，认为在今后一段时期内，我国对券商的风险处置模式仍然是采用以行政为主导、非正式的证券投资者保护制度的风险处置模式。

庄心一提出，应加强和改善行政监管，强化行业自律机制和诚信体系建设，完善风险控制与处置机制，以改善证券公司的发展环境，促进其规范发展。^①

高振营在对近几年证券公司盈利水平分析的基础上发现，融资渠道受限、经营行为短期化和投机盛行直接导致了证券公司普遍偏好违规经营。因此，他提出监管层应转变监管观念，变以堵为主为疏堵结合，为证券公司提供长期的、稳定发展的、经营性的融资渠道，引导证券公司进行业务创新和品种创新。^②

林国全先生在《证券交易法研究》^③一书中介绍了日本1991年、1992年修正证券取引法的背景、内容以及1992年设置的证券交易等监视委员会，论述了台湾地区证券主管机关的调查检查权限，对证券市场自律机构功能进行探讨。

David L. Ratner 在《Securities Regulation》^④一书中介绍了Financial responsibility of broker-dealers: Net capital rules, Customer's funds and securities and the Securities Investor Protection Act。

Thomas Lee Hazen 在《The Law of Securities Regulation》^⑤一书中阐述了美国证券交易委员会的职责——监督和纪律制裁，证券商协会和全国交易所的自律。

① 庄心一：《关于我国证券公司发展问题的若干思考》，《中国证券业研究》2003年4月号。

② 高振营：《缺乏自生能力是证券公司违法违规经营的根本原因》，《经济理论与经济管理》2004年第2期。

③ 林国全：《证券交易法研究》，中国政法大学出版社2002年版。

④ David L. Ratner：《Securities Regulation》，法律出版社1999年版。

⑤ Thomas Lee Hazen：《The Law of Securities Regulation》，张学安等译，中国政法大学出版社2003年版。



哈威尔·E. Jackson 和小爱德华·L. 西蒙斯编著的《Regulation of Financial Institutions》^①一书的第四部分论述了美国对经纪人—交易商的监管和对证券市场的监管。

四、研究方法

1. 法经济学

法经济学是运用有关经济学的理论、方法研究法学理论和分析各种法律现象的学说。以波斯纳为主要代表的经济分析法学于 20 世纪 60 年代在美国兴起后,成为最具感召力的法哲学流派之一。波斯纳认为,所谓法律经济学是指运用经济学的方法和理论,主要是运用价格理论或微观经济学、福利经济学、公共选择理论、博弈论及其他有关实证和规范方法,考察、研究法律制度的形成、结构、过程、效果、效率及未来发展的学科。它既以人类社会的法律现象为研究对象,又以经济理论和方法为其指导思想和研究方法,故而分属于法学和经济学,成为它们的分支学科。法经济学理论的核心在于所有法律活动包括一切立法、司法以及整个法律制度事实上是在发挥着分配稀缺资源的作用。因此,所有法律活动都要以资源的有效配置和合理利用即效率最大化为目的,所有的法律活动基于此论断都可以用经济学的方法来分析和指导。^②

基于此,本书将经济学关于市场失灵、制度变迁和外部性等理论引入研究过程中,分析证券公司退出市场的理论基础。

2. 法社会学

法社会学是指以国家与社会之间的区隔和相互作用为前提、以社会科学(Social Sciences)的方法来考察法律现象的客观规律以及制定和执行法律规范的实际状态或功能效果等的各种理论和经验性研究

^① 哈威尔·E. 杰克逊、小爱德华·L. 西蒙斯:《金融监管》,吴志攀等译,中国政法大学出版社 2003 年版。

^② 孙秋枫:《法经济学:用经济的方法分析法律活动》, <http://www.jcbr.com/zyw/n470/ca332833.htm> (访问日期:2007 年 1 月 2 日)。

(Empirical Studies)。真正自觉地把法律学与社会学(Sociology)结合在一起、使法社会学的研究作为独立学科而体系化的是1913年出版的埃利希(Eugen Ehrlich)的杰作《法社会学的基础理论》。季卫东先生认为,法社会学的研究方法是在法律中观察和理解社会,在社会中解释法律;法社会学的价值是以群体主义(关系)为基础;法社会学的主题是正式法与非正式法的相互作用。^①沈宗灵先生介绍了西方法社会学的三种含义:“第一,它指的是以社会学的观点和方法来研究法律。第二,指的是强调法律的‘社会化’,强调‘个人本位’转向‘社会本位’。第三,它指的是强调法律的实行、功能和成效。”他认为:“只有第三种含义在形式上同我们的法律社会学的含义是一致的。”^②“法应当以效益作为分配权利和义务的标准”已成为一些法学家和政府制定政策和法律的一条基本原则。^③“对法律的经济分析已经给法学家带来了深刻的影响。”^④

基于此,从社会利益、法的效率角度出发,作者在分析建立健全证券公司退出机制的基本原则时,确立了保护投资者原则和及时处理原则;研究了证券公司退出的预防机制和“善后”机制。

3. 实证分析法

实证分析(Positive Analysis)法是指通过分析案例和相关数据得出结论,描述事实而不做过多的评价,回答“是什么”的问题。^{*}本书根据证监会公告及其他公开资料整理了证券市场建立以来至2011年12月31日我国证券公司退出市场的记录,分析其退出原因及退出方式。

另外,笔者还将实证分析与规范分析(Normative Analysis)相结合,规范分析即从价值上做出理论阐述,回答“应当怎么样”。我国

① 季卫东:《界定法社会学领域的三个标尺以及理论研究的新路径》,《法律评论报》第10期。

② 北京大学法律系法学理论教研室:《法律社会学(论文集)》,山西人民出版社1988年版,第15页。

③ 张文显:《当代西方法哲学》,吉林大学出版社1987年版,第242页。

④ 刘茂林:《知识产权法经济分析》,法律出版社1996年版,第11页。

⑤ <http://edu.sina.com.cn/l/2005-09-05/1210126354.html> (访问日期:2007年3月2日)。



现行法律、法规对证券公司退出已做出一定的规定，本书以规范性文件为法源，对证券公司的预警制度、退出方式、监管制度等进行分析。

4. 比较分析法

比较是思维本身的一项特征，是人类认识和理解世界的基本手段。比较分析法是通过对研究对象的相同点、不同点的对比，对客观事物进行去粗取精、去伪存真、由此及彼、由表及里的改造制作，客观、全面、深刻地认识事物的方法。

比较与借鉴包括国内和国外两个层面。鉴于国内其他学者就同类主题已经完成了一些研究成果，本书借鉴了其中的一些分析方法。相关的研究成果主要有顾功耘和倪受彬的《证券公司市场退出和投资者利益保护》、吴弘和徐志青的《投资者保护基金专题：投资者保护基金如何运作》、浙江大学郑春瑛的硕士学位论文《我国证券公司退出机制研究》、伍永刚、梁静和许立军的《我国证券公司退出机制研究》等。

另外，尽管我国的体制和文化背景迥异于市场成熟国家，但国外特别是美国的一些经验和做法仍然不失为有效的借鉴。鉴于此，本书借鉴了证券业的流动性风险防范方法的三大体系——巴塞尔委员会及欧盟的建立防护栏法（The Building Block Approach）、美国 SEC 的全面型方法（The Comprehensive Approach）以及英国的证券组合方法（The Portfolio Approach）；美国证券公司的破产法律制度；美国、日本、加拿大等国及中国香港的证券监管模式等。

本书通过分析、总结域外证券公司退出的主要特征，以美国、日本等国的有关法律制度和实务为参照，结合我国的具体国情，提出我国需构建主动式市场退出为主、行政指导为辅的证券公司退出机制；提出完善证券公司退出机制相关法律法规的建议，包括：完善、落实《公司法》和《证券法》的规定；根据《破产法》制定《金融机构破产管理办法》；借鉴域外设立投资者保护机制的有关经验，构建具有我国特色的投资者保护机制，对我国投资者保护基金的组织模式、资金来源和赔付机制进行深入探讨；论述如何完善我国证券监管部门对证券公司退出的监管工作，使其在证券公司市场化退出机制中发挥应有的作用。笔者就证券公司退出机制的理论依据、制度结构等问题，不

揣浅陋，做一探讨，以求教于同仁。希望本书对切实保护投资者的权益、维护证券市场的“三公”原则和保持市场的良性运行起到抛砖引玉的作用。

