

中美证券公司破产 法律制度比较研究

杨宏芹 胡茂刚 桑志刚

摘要:从2002年6月鞍山证券被撤销开始,我国证券公司退出市场的方式多是行政性的,包括责令关闭(撤销)、托管、行政接管、停业整顿、撤销证券业务许可(吊销证券经营资格)等。2007年6月1日刚刚施行的《中华人民共和国企业破产法》(简称《破产法》)对证券公司等金融机构的破产作出明确规定,并授权国务院制定实施办法,表明我国在资本市场、金融市场更为开放的态度。本文比较研究美国和中国证券公司破产法律制度的特点,以借鉴美国成熟的证券公司破产法律制度。

关键词:证券公司;证券公司退出市场;破产

中图分类号:D922 **文献标识码:**A **文章编号:**1006-1894(2007)05-0050-06

一、建立证券公司破产法律制度的必要性

1. 有利于完善证券公司市场退出机制 完整的证券公司退出机制应当包含多种退出方式,而破产退出方式是证券公司市场退出机制的重要组成部分。在我国,由于传统观念的影响,认为破产就是彻底退出市场,尤其对于极为敏感的金融业是一种极端的做法。这就导致在实际操作中,破产总是作为一种迫不得已的手段才实施。实践中,我国证券公司退出市场的方式主要是行政性关闭等行政手段,而不是市场化的破产方式。当然也有一些案例是在行政关闭后走向破产的,但总的来说是行政主导型的模式。行政关闭后,出了问题,人们往往还会去找政府,寄望政府施以援手,助长道德风险。另一方面,行政关闭随意性很强,法律法规又跟不上,行政手段与司法发生争议时是否有效也很难判定。因此,必须尽快发挥证券公司破产在证券公司退出机制中的应有功能,改变以行政性关闭为主的处理方式,转向市场化的证券公司破产法律制度。

2. 有利于债权人保护之强化 市场经济是信用经济,债权本身就表明了一种信用,不履行债务就是不讲信用。当前,我国经济生活中不讲信用而逃避债务的行为比较普遍,这对于我国市场经济的健康发展极为不利。因此,必须通过建立健全破产责任制度、对欺诈破产和虚假破产的惩戒机制等,以强化对债权人的保护,遏制各种逃避债务行为的发生,建立

和维护良好的社会信用。美国经济学家La Porta, Lopez Silanes, Shleifer and Vishny (简称LLSV)对保护股东和债权人的一系列重要法律法规进行了讨论,并阐述了这些规则在49个国家中的流行情况。LLSV认为对债权人进行保护的法律主要涉及破产和重组程序,并且包括使债权人重新获得抵押品,保护债权人优先权,使公司在重组中寻求法律保护加大难度。^①破产法的目的是“为债权人的集体利益去实现债务人资产利用的最大化”,它既可能使债务人的总资产价值增加,又可能提高债务人资产处置的效益,还可以降低用于防范他人“损人利己”行为而必须付出的代价,它在使所有债权人的集体行为统一于破产程序的前提下,使每个债权人的获偿状态更好而无任何人比原来的状态更坏。^②

3. 有利于金融资产之优化配置 证券公司作为企业,在市场经济条件下参与竞争,遵循优胜劣汰的竞争规则,经营失败时应该通过破产机制退出市场,这是市场经济优胜劣汰规律的必然选择。证券公司破产法律规定明确了证券公司的市场退出机制,改变了证券公司经营亏损由国家承担的做法。一方面,对那些已经符合破产条件的证券公司来说,不对其进行破产宣告,允许其继续借银行的钱或把投资者的钱用于各项支出,实际上就是容忍其继续浪费社会资源。另一方面,破产法律制度的内容并不限于证券公司破产清算,相反,还有重整、和解等程序,通过这些程序可以使陷于经营困境的证券公司暂时免受债权人的追讨,获得复苏的机会,从而最终避免社会资源的浪费。所以,建立证券公司破产法律制度对于整合社会资源,提高资产的利用效率具有重要意义。破产法的贯彻执行将使证券公司存在较大的竞争压力,迫使他们不断提升自己的竞争力,能够更有效地配置社会资源。

证券破产法律制度的建立能给证券市场一个正确的信号,一个稳定的预期,有助于畸形心态的矫正。如果所有的利益主体没有明确的预期,他们会企图在不健全的市场中通过错误的手段攫取利润,让社会承担高昂的转轨成本。

二、美国证券公司破产法律制度的特点

1. 法律适用 美国《破产法》第7章(“清算”)第3节(“证券经纪人的清算”)是关于证券公司破产清算的专门规定,该节的内容很大程度上来自《证券投资者保护法案》(SIPA)。SIPA实际上包括两大部分内容,一是证券投资者保护基金的筹集和使用,二是证券投资者保护公司(SIPC)在证券公司破产清算中的特殊地位、权利和作用。其中,第二部分内容被整合进破产法的上述章节,对该节原有的规定形成修正、补充和细化。与此同时,国会意识到破产法的某些一般性条款可能无法实现SIPA的目的,因此规定在涉及证券公司的破产清算时,它们只在与SIPA“一致”的程度上适用。^③因此,在与证券公司破产清算有关的方面,SIPA实际上构成破产法的特别法,同后者结合起来发挥作用。SIPA“创设了一种只适用于会员公司的新型清算程序,旨在确保公开交易的完成及客户财产的迅速返还”。^④

2. 证券投资者保护机构介入破产清算程序 在市场经济法律制度非常完善的美国,有鉴于证券公司破产的特殊性以及证券交易的技术性、专业性和复杂性,在证券公司司法破产程序中,并非由法院独自负责破产清算工作,证券监管部门或履行一定监管职能的独立的SIPC主导介入进行清算并对客户债权进行赔付工作,实现对客户资产利益的保护。

在普通破产清算程序中,破产法明确禁止法院中止、撤销或以其他方式限制证券公

司、金融机构或证券结算机构对证券合同（包括证券买卖和借贷合同等）或回购协议进行结算的合同权利，而1970年美国国会制定的SIPA的清算程序则是一个例外。这一特殊权限使得SIPC和破产管理人能够确定作为证券合同或回购协议标的的证券是否为满足客户请求权所必需；如果是，SIPC可以请求破产管理人以支付价款或履行债务人合同义务的方式获得这些证券。^⑤

3. 保护措施 当SIPC认定任何会员证券公司对客户违约或者存在违约的危险，^⑥并且该证券公司（债务人）符合下列条件之一时：（1）资不抵债，或者将无法履行到期债务；（2）未决程序的对象，且接管人、信托人或清算人已被指定；（3）违反1934年《证券交易法》或任何自律组织规则中有关财务责任或客户证券担保的规定；（4）无法进行为遵守财务责任或担保规则所必需的计算。SIPC可以向有管辖权的法院申请客户保护令，SIPC的客户保护令申请具有优先地位，即使之前存在任何未决的破产、抵押权实现或股权接管程序，或者任何重组、保存或清算会员或其财产或者强制执行对会员财产的留置权的程序，SIPC仍可提出申请。在发出保护令之前，收到申请的法院必须中止这些未决的破产程序或类似程序。本来，按照破产法第362条的规定，一旦债务人自行或由债权人提起破产请求，此前针对债务人或其财产的任何行政或司法程序即自动中止；换言之，破产程序具有优先地位。但是，为保护投资者利益，SIPA赋予SIPC特殊地位，即使证券公司已经被提起破产诉讼，SIPC仍可通过申请客户保护令介入并主导证券公司的清算过程。破产法第742条对此给予了确认，指出第362条的规定不影响SIPC申请客户保护令；申请一旦提出，此前的所有破产程序即自动中止，除非并直至申请被法院驳回。如果破产管理人完成了对债务人的清算，此前的破产诉讼亦告终结。简言之，由SIPC确定的破产管理人主持的对客户投资者的赔偿程序具有优先于普通破产程序的效力。除少数例外情形外，证券公司的财产和财务状况自申请提起之日即被冻结。因此，保护令申请具有暂缓或中止任何将要或已经发生的针对债务人的司法、行政或其他诉讼，以及中止任何对债务人财产进行占有或设定利益的行为的效力。

在发出保护令和指定破产管理人后，法院必须立刻将清算程序移交给本司法辖区内对破产法下的案件具有管辖权的破产法院。在移交之后，该破产法院将获得SIPA赋予接受申请和发出保护令的法院的所有管辖权、权力和职责。在与清算程序有关的一切方面，SIPC均被作为当事人，有权就一切问题发表意见，并被视为介入了清算程序的所有环节。此外，SEC可以在任何SIPA清算程序中到场提交通知，并可以作为一方当事人参与程序。

4. 特别事项之处理

（1）对待履行证券买卖合同的处理。根据美国现在最通行的理论，在破产法中，待履行合同是指合同双方在合同项下的主要义务均尚未履行的合同。托管人对债务人的待履行合同有权承认（并履行）或拒绝。托管人不能对一项合同迟迟不作决定，因为让合同的另一方在不确定的状态中等待过久是不合理的。根据美国破产法第7章提起的普通破产清算程序中，破产管理人应在法院发出指令之日起60日内或法院视需要规定的更短期间内承认（并履行）或拒绝债务人的待履行合同；如果在此期间内未作出承认或拒绝的表示，则视为拒绝。但是，在证券公司破产清算程序中，考虑到证券交易在时间方面的特殊性，对于债务人在日常经营过程中的任何待履行的证券买卖合同，托管人应在法院发出指令之日起的合理时间予以承认或拒绝，但最长不超过30日；若在此期间内未履行合同项下义

务,则视为拒绝该合同。

(2) 特定客户请求权的劣后地位。SIPA建立了一整套在证券公司破产清算程序下向证券公司的客户优先进行赔付的制度。但证券公司的某些客户,由于其特殊的身份或与证券公司的特殊关系,其请求权劣后于其他客户受偿。根据美国破产法第747条的规定,这些客户包括:1)内部人;^②2)拥有债务人任何类别股权证券5%以上的受益所有人,但附有固定的股息和清偿权利的不可转换股票及有限合伙人在有限合伙人中的利益除外;3)分享债务人5%以上净资产或净利润的有限合伙人;4)通过协议或其他方式,对债务人的管理或决策施加或有权施加控制的实体。如果在产生客户请求权的交易发生之时,该客户属于上述群体,则在其他客户的请求权被完全满足之前,破产管理人不得直接或间接对其进行全部或部分偿付。显然,这一规定旨在将那些同债务人具有特殊联系、掌握更多相关信息和资源、一般来说可以更好地进行自我保护的客户同普通客户(中小投资者)区别开来,优先保护普通客户的利益。

(3) 对客户账户的特别处理。客户账户的处理是证券公司破产清算中的重要环节。美国破产法第745条规定,对于某个特定客户在债务人那里以不同角色开立的多个账户,视为不同客户分别开立的账户。这种处理方式的意义有二:其一,避免在这些账户之间进行相互抵销,从而使某些客户受损而使另一些客户受益;其二,由于SIPC为破产证券公司的客户提供的投资者限额补偿是以客户为单位,这将使更多的投资者有机会获得补偿。基于这一思路,第745条还明确规定,如果证券公司或银行代表其自己的客户在债务人处开立有账户,那么该证券公司或银行的每个这样的客户均被作为债务人的单独客户对待。

5. 破产重整制度 美国1898年破产法的最大贡献是引入了“重整”条款,以挽救债务人企业以及保障债权实现为终极目标,重整提供一种“策略性的破产”彻底改变了破产的意义,破产再也不是一种惩罚债务人的手段。

三、我国证券公司破产法律制度的规制

1. 法律适用 由于我国专门的金融机构破产管理办法尚未制定,目前证券公司破产主要按照《破产法》、《民事诉讼法》及相关司法解释进行,实践操作过程中司法机关和监管部门有一些政策要求。国务院制定的《金融机构撤销条例》为证券公司破产清算机制的建立提供了蓝本。该条例在现有破产程序之外确立了一套针对银行和非银行金融机构的行政清算程序。所谓撤销是指人民银行对经其批准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。在金融机构有违法违规经营、经营管理不善等情形,不予撤销将严重危害金融秩序、损害社会公众利益时,应予撤销。金融机构被撤销时,由人民银行、财政、审计等有关部门、地方人民政府的代表和被撤销的金融机构股东的代表及有关专业人员组成清算组,清算组向人民银行负责并报告工作。在清算期间,清算组可以将清算事务委托给人民银行指定的金融机构(托管机构)办理,托管费用列入被撤销的金融机构清算费用。金融机构的清算财产首先用于支付个人储蓄存款的本金和合法利息,剩余财产用于清偿法人和其他组织的债务。

这里存在两个问题:第一,《金融机构撤销条例》明确规定只适用于人民银行(现在是银监会)批准设立的金融机构,证券公司被排除在外,证监会对证券公司的关闭(撤

销)程序虽然可以比照或者类推,但毕竟缺乏依据。第二,既然是“撤销”,那么只能由监管部门启动相关程序,证券公司、客户或其他债权人均无权启动,因此需要更广泛意义上的破产清算程序。《破产法》在第10章共有18条专门规定了“破产清算”。

2. 保护措施 近年来,我国司法机关在证券公司破产受理前采取了“三中止”的司法政策。“三中止”政策是指由最高人民法院发布通知,在一定期限内,对以风险处置阶段证券公司为被告的民事案件,尚未受理的暂缓受理,已经受理的中止审理,对其作为被执行人的案件中中止执行。这一措施在金融风险处置工作中发挥了一定的积极作用,但对债权人的利益也造成一定的损害,在实践中引起了不少争议。《破产法》在对金融机构破产法律制度予以确立的同时,将“三中止”的司法政策以法律的形式规定下来,第134条规定“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”。这一规定对证券公司的前期风险处置和与破产程序接轨至关重要。

3. 破产原因 《破产法》第2条规定,“企业法人不能清偿到期债务,并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的,依照本法规定清理债务。”

对于人民法院受理证券公司破产案件的条件,法律并无明确规定,最高法院对此确定了一个基本政策,基本上是“两个同意”和“五个完”。“两个同意”即破产申请经证监会同意、破产受理经最高法院同意。^⑧“五个完”即个人债权债务清偿完、资产和账册清理移交完、证券类业务处置完、保证金缺口补完、员工安置完。此外还有一些其他的条件,包括突发事件的处理方案必须有,赃款赃物的处置方案要妥当。

最高人民法院坚持受理的高门槛标准,不利于证券公司走市场化的破产程序。笔者认为,只要符合《破产法》第2条规定的破产原因,符合条件的申请人申请证券公司破产,人民法院就应受理。

4. 破产申请人

(1) 证券监督管理部门。根据《破产法》第7条规定,债务人、债权人或依法负有清算责任的人可以向人民法院提起破产清算的申请。《破产法》第134条赋予证监会破产申请权。我国证券公司大多数是非上市公司,信息披露方面做得不规范,因此当证券公司面临破产危机时,债权人未必知情,如果此时证券公司作为债务人不申请破产,就有可能使客户和债权人遭受重大的损失。为避免风险进一步扩大,由证监会提出破产申请是必要的。

(2) 债权人。对于金融机构债权人破产申请人资格的问题,有关国家的立法设有最低债权额的限制。债权人所享有的无担保债权额必须达到法定最低限额,否则不能提出破产申请。在英国,此项标准为750英镑。以英国法为蓝本,美国、加拿大、澳大利亚、新西兰、印度等国的立法,也实行了最低债权额标准,其中美国为5000美元。而德国则直接剥夺了债权人和债务人的破产申请权,商业银行的破产申请必须由联邦金融监管局提出;而日本、英国等国的监管当局被赋予破产申请人资格。

笔者认为,根据《破产法》,证券公司的债权人应该享有破产申请权。《证券公司管理办法》第19条的规定“证券公司债权人依法向法院申请证券公司破产的,证券公司必须在得知该事实之日起一个工作日内报告中国证监会。”也说明证券公司的债权人申请破产无需取得证监会的同意。事实上,根据《破产法》,证监会可以在债权人申请破产清算后申请破产重整,以实现了对证券公司破产的监督管理。但由于证券公司对应众多的债权人,如债

权人均可提出破产申请会不利于证券市场的稳定,在国务院制定《金融机构破产管理办法》时,应根据证券业的特殊性,参照国外立法,对普通债权人提出破产申请从债权数额大小上给予必要的限制。

(3) 证券公司。由于证券公司属于准入机构,其自身的性质决定了证券公司的设立、变更、退出都必须经过主管部门批准。因此,证券公司在出现破产原因时,可以提出申请,但必须取得其主管部门证监会的批准。

5. 破产清算与偿付 国务院在規定证券公司破产清偿顺序时也应确立劣后于一般债权的特别债权。如母公司对子公司资本投入不足,或母公司对子公司的控制行为中有欺诈等不当或违法行为时,当子公司破产时,母公司应该次于子公司其他债权人受偿。同时,笔者认为,该原则的适用范围可扩大至公司的关联公司及特殊第三人,即对破产公司的控制股东、关联企业以及特殊第三人这种具有特殊身份的债权人,虽然允许他们申报债权并参加财产分配,但法院要将其债权劣后于破产企业的其他普通债权人清偿,除非上述主体举证证明其债权是基于公平交易或其他合法、公平原因产生的。

6. 破产重整制度 与《企业破产法(试行)》相比较,《破产法》的一项重要内容就是引入重整程序,并对重整程序的有关内容做了具体规定。《破产法》将重整与和解分开,不能不说为明智之举,并在第8章专门规定“重整”,共25条。通过调整债权人、股东及其他利害关系人与重整企业的利益关系,并限制担保物权的行使,公平分配财产,积极地避免债务人破产。一方面,把债权人的权利建立在债务人复兴的基础上,保留证券公司的营运价值,债权人能够得到比在破产情况下更为有利的清偿结果;另一方面,通过债务调整,消除破产原因,使证券公司摆脱经济困境,获得复兴的机会。法院裁定受理重整案件后,产生重整申请的法律效力。法院接到重整申请后,作出受理或驳回裁定前,有必要对债务人的行为做一定限制:对债务人有关处分行为的限制;对企业业务的限制,以免企业债务继续增加。

(作者单位:上海对外贸易学院 大连商品交易所上海发展总部
上海市公安局交警总队)

注 释:

- ① LLSV:《投资者保护与公司治理》,载《经济社会体制比较》2001年第6期。
- ② 郁光华:《论破产法经济逻辑原理》,载魏振瀛、王贵国主编:《市场经济与法律》,北京大学出版社1995年9月版,第177—178页。
- ③ 判例显示,如果破产法条款同SIPA的任何明确条款相冲突,或者其适用将会实质阻碍SIPA的公平和有效实施,而又不能提供重大利益作为抵销,那么该条款就同SIPA不一致,从而不能适用。See Michael E. Don & Josephine Wang, *Stockbroker Liquidations Under the Securities Investor Protection Act and their Impact on Securities Transfers*, 12 Cardozo L. Rev. 509, 519 (1983).
- ④ SIPC v. Barbour, 421 U.S. 412, 416 (1975).
- ⑤ 廖凡:《美国证券公司破产程序中的投资者保护机制》, <http://www.iolaw.org.cn/showarticle.asp?id=1559>, (访问日期:2007年3月10日)。
- ⑥ 在这方面,SIPC扮演相对被动的角色:法律要求SEC或任何自律组织在发现任何SIPC会员处于或接近财务困境时,必须通知SIPC。See SIPA § 5(a)(1)。
- ⑦ 根据破产法第101条的定义,如果债务人是公司,则内部人包括债务人的董事、高级管理人员、债务人在其中担任普通合伙人的合伙、该合伙的其他普通合伙人以及上述人员的亲属;如果债务人是合伙,则内部人包括债务人的普通合伙人、债务人在其中担任普通合伙人的合伙、该合伙的其他普通合伙人以及上述人员的亲属。此外,内部人还包括债务人的关联企业及关联企业的内部人。See Bankruptcy Code, § 101(31)。
- ⑧ 在法院系统内部,一直要求接受破产申请的中院逐级报批,只有最高法批准了才能受理。