

## 危机下中国金融风险的法律应对

——访北京大学法学院金融法研究中心副主任彭冰博士

### 《SGLA 法律观察》：透过雷曼兄弟的倒闭，应该如何看中国证券公司破产中投资者的保护？

**彭冰：**与商业银行和保险公司破产涉及大量中小公众债权人不同，证券公司的客户资产（无论是经纪业务的客户资产还是资产管理业务中的客户资产）往往属于受托财产，独立于证券公司的自有财产，并不会受到证券公司破产的影响。因此，在传统理论上，商业银行破产应当适用特别破产程序，以保护公众债权人，证券公司破产则并不需要特别程序。不过，由于美国证券公司大量开展融资融券业务，公众投资者也可能与证券公司发生大量的债权债务关系，因此，美国才最终颁布《证券投资者保护法》（1970年），设立证券投资者保护公司（SIPC），对因证券公司破产而受到影响的投资者提供类似存款保险的保护——每个投资者可以获得50万美元以下的赔偿，其中现金赔偿不超过10万美元。

这也是美国政府此次对雷曼兄弟陷入困境，却袖手旁观任其破产的主要原因之一。不过，从此次雷曼兄弟破产的影响来看，美国政府忽略了雷曼兄弟破产可能产生的系统性风险和给市场带来的信心打击。雷曼兄弟破产导致同业拆借利率飙升，多数金融机构立刻面临流动性危机，美国政府不得不通过紧急向市场提供流动性支持以维持金融市场的正常运转。事后，多位专家检讨都认为美国政府让雷曼兄弟破产是个错误的决定。

反观中国，A股市场采取直接持有的证券登记体系，证券直接登记在投资者在证券登记结算公司的证券账户内，证券公司并不持有客户证券，只持有客户交易结算资金。在2006年之前，客户交易结算资金由证券公司与其自有资产混同存放和使用，因此，往往发生证券公司挪用客户交易结算资金的恶性事件。但在2006年之后，我国基本上实现了证券公司客户交易结算资金的第三方存管，证券公司挪用客户交易结算资金的可能性大大降低。在法律上，《证券法》和最高人民法院的一系列司法解释，也确认了客户交易结算资金的独立性，不受证券公司破产的影响。迄今为止，中国证券公司并未开展融资融券业务，证券公司不得向客户透支，除非发生挪用，证券公司和其客户之间并无债权债务关系。因此，中国证券公司发生破产时对投资者的影响可能表现为两类：

一类是正常经营的证券公司，其破产对投资者的客户交易结算资金或者资产管理财产并无影响，可以适用一般的破产程序。按照《证券公司风险处置条例》的规定，对不需要动用证券投资者保护基金的证券公司，国务院证券监督管理机构应当在批准破产清算前撤销其证券业务许可（第39条）。被撤销证券业务许可的证券公司应当停止经营证券业务，按照客户自愿的原则将客户安置到其他证券公司，安置过程中相关各方应当采取必要措施保证客户证券交易的正常进行。被撤销证券业务许可的证券公司有未安置客户等情形的，国务院证券监督管理机构可以成立行政清理组，清理账户、安置客户、转让证券类资产（第18条）。

另一类是存在挪用客户交易结算资金或者客户委托管理财产的证券公司。对于这类证券公司，由于存在挪用的情况，客户往往不能足额取回自有资金或者资产，法律必须给予特别保护。2006年之前，我国大量陷入困境的证券公司都存在此类情况。为此，我国发布有《个人债权与客户交易结算资金收购办法》和《证券投资者保护基金管理办法》，对被挪用的客户交易结算资金全额偿付，对其他客户债权10万元以下的全额偿付，超出10万元以上的部分则偿付90%。对需要动用证券投资者保护基金的证券公司，国务院证券监督管理机构将不批准该证券公司或者其债权人自行提起破产清算，由国务院证券监督管理机构按照规定撤销该证券公司，进行行政清理（《证券公司风险处置条例》第39条）。在行政清理工作完成后，国务院证券监督管理机构或者其委托的行政清理组依照《企业破产法》的有关规定，可以向人民法院申请对被撤销、关闭证券公司进行破产清算。

在中国目前，证券公司与银行和其他金融机构的同业往来并不频繁，证券公司自身投资的杠杆率也并不高，证券公司破产并不会发生系统性风险。因此，中国证券公司破产时面临的问题与雷曼兄弟并不相同。中国现有的证券公司风险处置手段从中国实践中总结而来，应能应对中国现实，目前尚无需要重大改进之处。

**《SGLA 法律观察》：近来中信泰富、深南电等中国背景企业纷纷因为复杂衍生产品而发生巨额亏损，相关金融机构在向国有企业兜售复杂衍生品的过程中，是否存在欺诈或信息披露不完整的问题？中国企业可以通过那些法律途径来保护自身利益？**

**彭冰：**在相关金融机构兜售衍生品过程中是否存在欺诈或者信息披露不完整的问题，涉及复杂的事实问题，从新闻报道中只能看到某些个人的说法，很难做出明确判断。

但能否追究相关金融机构在兜售衍生品过程中的欺诈责任或者信息披露不完整的责任，要看该兜售行为发生地或者结果地的相关法律规定。因为该等类型案件大多发生在香港（国内因为外汇管制和金融市场不发达，此类衍生品交易很少），所以多数情况下应当适用香港法。

此类行为如果发生在中国大陆，则应当直接适用大陆法。大陆法现行法律很难直接追究相关金融机构的欺诈或者信息披露不完整的责任。因为大陆目前衍生品的推销往往采用场外交易的模式，只能适用《合同法》的相关规定。在《合同法》下，并无要求金融机构应当全面披露信息的要求，除非能够证明金融机构故意欺诈。但要证明金融机构的主观故意，显然非常困难。

处理此类问题最好是能够适用《证券法》加以保护。因为《证券法》对于信息披露有明确的要求，发行人在发售证券时必须做全面的信息披露，包括披露所有的重要风险。在打击反欺诈上，《证券法》也有一套特别的制度安排，以更为方便的保护投资者。但目前大陆《证券法》的适用范围非常狭窄，仅仅包括股票和公司债券，“证券衍生品种的发行和交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定”。目前除了权证，国务院并未对证券衍生品种的发行和交易做出规定，而其他金融衍生品种，则更无法被纳入《证券法》的管辖范围。因此，类似中信泰富这样的案件即使发生在中国大陆，也很难追究金融机构欺诈或者信息披露不完整的责任。

为了更好地保护投资者，大陆《证券法》应当放宽证券的定义，将投资性的衍生品也纳入证券法的管辖范围。

版权所有© SGLA 2009。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。