

伞形信托业务发展及其监管反思

蔡奕*

摘要:伞形信托是中国金融业分业监管、综合经营下的金融创新,因身份信息隐秘、开设门槛低、投资限制少等优势,在实践中获得超常规发展。但其存在账户信息披露不透明造成误导,普遍加杠杆运作模式加剧市场运行风险等问题,造成了一系列法律风险。本文将从识别伞形信托的行为合法性、确保对伞形账户的“看穿式”监管、审慎评估和应对伞形账户的高杠杆配资风险、有效实现券商及软件公司对伞形账户接入的前端控制等方面加强对伞形信托的监管。

关键词:伞形信托 类伞形信托 HOMS 系统
杠杆交易

一、伞形信托的由来及范畴分析

伞形信托是中国金融业的分业监管、综合经营态势下的一种金融创新,在境外并无完全相同的实践。从产品特点而言,其兼具伞形基金、多管理人基

* 厦门大学法学院讲座教授、研究员,法学博士。

金(Multi-manager Fund)、证券投资结构化信托(Securities Investment Structured Trust)的某些特征,是一种综合性、复合化、跨业态的结构化投资产品。其原理为:在一个主信托账号下,通过分仓交易系统设置若干个独立的子信托,每个子信托(子伞)便是一个小型结构化信托,有单独的优先级和劣后级委托人,各个子信托的账户交易、会计核算、投资组合期限、信托财产分配等均完全独立。信托公司通过其信息技术和风控平台,对每个子信托进行管理和监控。

伞形信托的产生,实际上是规避监管的产物。2009年7月,中国证券登记结算公司(以下简称中证登)发文,禁止信托公司以信托合同直接开立证券账户。其肇因为:银监部门与证监部门对阳光私募信托的监管范围与标准存在歧异,从证券监管角度考虑,以信托合同直接开户,许多私募信托背后的信托资产实际控制人并不清晰。且当年发生了数家信托公司用“拖拉机”账户违规申购新股的事件,于是证券监管部门叫停了信托证券开户,并注销了相当规模的信托账户。这一禁令直接导致了存量信托账户“物以稀为贵”的现象,某些信托公司单一证券账户的通道标价可达300万元。一些信托公司为解决信托证券账户匮乏问题,遂使用了伞形信托这一模式,在存量账户下加挂子账户的方式解决既有通道不足的问题。

2012年9月,中证登发布《关于信托产品开户与结算有关问题的通知》,正式解除了对信托产品开具证券账户的限制。伞形信托的通道价值不再显著,遂陷入沉寂期。

伞形信托的再次兴起,与中国证券市场走牛态势密切相关。在经历2008年至2013年的熊市周期后,证券市场逐渐复苏,产业资本对此先知先觉。早在2013年下半年,产业资本通过伞形信托进入A股的迹象即已显现,并以金融股为重点配置方向。随着A股走牛态势日益清晰,2014年下半年后更大规模的资金通过伞形信托进入A股,并在此后呈现爆发式增长。据某信托公司网站“信息披露”中相关伞形信托子信托成立情况统计,在2014年5~6月,分别成立4只和11只子信托;在行情启动的2014年7月则成立了35只;在随后的数月中,其子信托的成立数量分别为71只、101只、138只、93只,到2014年12月时达到201只。据信托业内人士估计,2014年12月末,伞形信托的存续规模为2000亿

元,而来自券商最新的估算则认为,其规模则为3000亿~4000亿元。^[1]

伞形信托作为一种创新金融产品,其兴起只有短短数年时间,其业务流程和运作特征也不为公众所周知,因此容易与相近范畴产生混淆。本文略作分析:

(一) 伞形信托与伞形基金

伞形基金(umbrella fund)是指在一个母基金之下再设立若干个子基金,各子基金独立进行投资决策的基金运作模式。其主要特点是:在基金内部可以为投资者提供多种选择,投资者可根据自己的需要转换基金类型(不用支付转换费用),在不增加成本的情况下为投资者提供一定的选择余地。相对于传统基金,伞形基金具有多重优势:发行运作成本低,“一拖多”的伞形管理结构,在托管、审计、法律服务、管理费用等方面有规模经济优势,有助于降低基金日常运作及管理成本;投资便利,投资伞形基金具有“一次选择,多次机会,免费转换”的优势;此外,伞形基金的多元化投资策略有利于基金管理公司稳定客户,减少赎回压力。^[2]

伞形信托的设立无疑借鉴了伞形基金的原理,尤其在伞状结构和子伞独立运作方面,伞形信托与伞形基金的运作原则基本一致。但二者毕竟是两个完全不同的投资品种,差异明显:一是二者性质不同,伞形信托是结构化信托产品,通过信托渠道运行,主要归银监部门监管,伞形基金是证券投资基金的一种,主要归属证监部门监管;二是管理架构不同,伞形信托的委托人(投资者)、受托人(信托公司)和管理人关系复杂,委托人可能本身是信托计划管理人,只是借助信托公司通道运作,伞形基金则是委托人认购基金份额委托基金管理人进行理财,适用委托法律关系;三是子伞间转换关系,伞形信托子伞完全独立运作,不存在转换关系,伞形基金子基金间可免费转换;四是运用杠杆不同,伞形信托有优先级投资者和劣后级投资者之分,运用较高的金融杠杆,伞形基金架构一般不涉及杠杆,只是投资风格的多元化配置。

[1] 参见刘夏村:“伞形信托入市现状调查”,载《中国证券报》2015年2月16日版。

[2] Ye Jiang, *Changing Tides of Collective Licensing In China*, Michigan State University Journal of International Law, 2013.

(二) 伞形信托与多管理人基金

多管理人基金(Multi - manager Fund)主要有 FOF 和 MOM 两种类型;FOF(fund of funds)是一种以精选基金组合为投资对象的新型基金,被称作基金中的基金或者组合基金;MOM(manager of managers)是指该基金的基金经理不直接管理基金投资,而是将基金资产委托给其他的一些基金经理来进行管理,直接授予他们投资决策权限。多管理人基金具有组合投资、分别决策的特性,并涉及多个独立资产管理计划,这点使其与伞形信托容易混淆。^[3]

除了信托与基金产品固有的区别外,伞形信托与多管理人基金还有以下明显差异:一是管理人选择方式,无论是 FOF 还是 MOM,其本质上都是单一完整的证资基金计划,有统一的投资组织与决策系统,只不过与一般投资基金直接选择具体投资品种不同,多管理人基金选择的是组合基金和管理者,而伞形信托的伞形管理人不是伞形信托管理人主动遴选,而是被动接纳的,因此也不存在整个伞形信托统一的投资组织与决策体系;二是管理架构不同,多管理人基金是总管理人将基金资产委托给基金经理管理(MOM)或直接购买基金(FOF),伞形结构是自上而下产生,伞形信托计划则多是分散设立,次第产生,呈现自下而上的伞状结构;三是多管理人基金强调的是多元化投资配置,以分散风险,伞形信托无此要求。

(三) 伞形信托与证券结构化投资信托

证券投资结构化信托(Securities Investment Structured Trust)与一般信托产品的不同,主要就在于“结构”上,其通过“分层配置+风险分级+收益匹配”实现杠杆效应和信用增级;首先,在信托计划的委托人上采用“优先/一般”模式,委托人的收益与风险成正比;其次,在风险承担上,一般受益权委托人(一般受益人)以其初始信托资金承担有限风险在先,而优先受益权委托人(优先受益人)承担相对较低的风险在后;在收益分配上,优先受益人则优先于一般受益人;此外,“结构”还体现在投资模式上,即投资的多元组合,此类产品可以投资股票、基金、债券、货币

[3] 参见蒋勇:“论中国伞形基金发展面临的障碍与对策”,载《商业研究》2004年第13期。

市场工具等多种有价证券,具体的投资比例由该信托的投资团队掌握。^[4]

就上述特征而言,伞形信托无疑是证券结构化投资信托的一种,但其具有一般证券结构化信托没有的特点:一是伞形结构,一般证券结构化信托只有一个资产管理计划,其委托人、管理人和受益人都是唯一的,而伞形信托拆分出诸多子伞,每个子伞都是独立的证券结构化信托;二是优先/劣后结构有所不同,在早期发行的结构化信托理财产品中,机构资金多作为劣后级别,以实现“资金安全垫”的避震功能,当信托计划出现较大的风险并由此造成亏损时,机构投资者的资金损失在前,以保障优先级个人投资者的资金安全。与此相对应,当投资获得丰厚回报时,机构投资者的收益也要比个人投资者多得多。但在现今市场大多数伞形信托中,机构资金尤其是银行理财产品为主的资金多为优先级资金,劣后资金多为子伞管理者自筹的资金,以民间个人或一般机构资金为主。除此之外,伞形信托与一般结构化信托在客户标准、产品期限、发行准备、仓位限制方面还有细节性区别(参见表1)。

表1 伞形信托与一般证券结构化信托的区别

区别	伞形信托	一般证券结构化信托
客户标准	一般情况 500 万元,最低可达 100 万元	3000 万元以上客户
产品期限	期限灵活,随时加入	期限不少于 1 年
发行准备	无须新开账户,1-2 个工作日即可成立	须新开立账户,准备期较长
仓位限制	单一股票不得超过 30% 仓位	单一股票不得超过 20% 仓位

二、伞形信托业务模式及其特征

伞形信托最初用于解决信托证券账户匮乏的问题,现多用于为多名资金量有限的投资者(劣后受益人)提供结构化证券投资的融资服务。

[4] Jing Li, *Money Under Sunshine: An Empirical Study of Trust Contracts of Chinese Hedge Funds*, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2012.

其最大的特点在于利用信托总账户下挂子账户分仓交易的方式,实现各子账户交易、会计核算、投资组合期限和信托财产分配的完全独立。^[5]

(一) 运作流程

据调研了解,伞形信托基本运作流程如下:

1. 分仓交易系统(多为恒生公司的 HOMS 系统)与信托计划证券账户对接。

2. 信托公司向各投资组合的次级受益人派发操作软件。该软件实际上是一个虚拟的资金账户和证券账户,接受各个次级受益人下达的买卖指令申请(即投资建议)。

3. 各投资组合的指令即时汇总到信托公司交易系统,交易系统自动按投资限制参数进行审核,审核完毕后自动发送交易指令至券商交易系统。

4. 信托公司完成对不同投资组合的单独财务核算,根据每个次级受益人的下单记录和盈利情况分发,并即时反映到操作软件界面上。

5. 单个投资组合中,扣除相关费用后,由劣后级客户以全部出资担保优先级客户的到期收益和本金安全,次级受益人获得全部剩余收益。

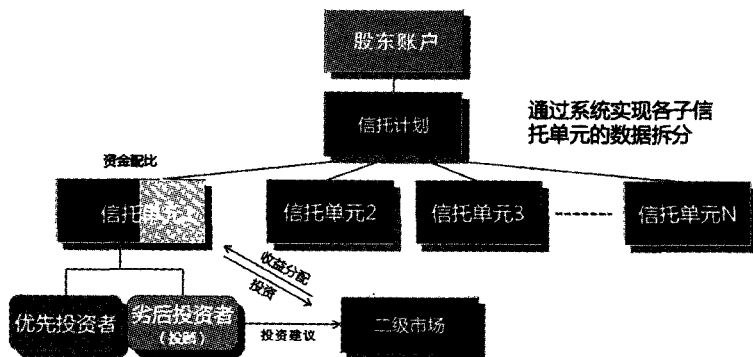


图1 伞形信托基础结构示意图

(二) 业务特征

正是基于上述特殊的伞形结构,伞形信托呈现以下与一般结构性信

[5] 参见高福波:“我国信托业效率评价及发展战略研究”,吉林大学2013年博士学位论文。

托不同的特质:

1. 身份信息隐秘。由于各子伞共用一个主信托账户,因此在股票交易监管中,呈现在监管机构面前的是一个主信托账户名称和代码,交易记录也是所有子伞交易记录的总和,除非联系信托公司了解,否则无从分辨账户交易的真实属性。

2. 门槛低。传统结构化产品劣后级资金门槛一般在 3000 万元或 5000 万元起,而伞形信托通常 500 万元即可,甚至可以达到 100 万元起步,为不满足信托融资的一般中小投资者提供了融资便利。

3. 投资限制少。首先,低门槛的伞形信托的可投资范围涵盖了除 ST 股票等之外的几乎所有股票,相对于同样门槛较低的融资融券,标的范围有极大优势。其次,就单只股票的持仓限制而言,银监会规定结构化信托产品持单只股票不超过信托资产净值的 20%,但是对于伞形信托而言,只要同一主信托账户下所有子伞持单只股票占比总和不超过 20%,单个子伞持单只股票的比例就可以不受限制。

4. 资金成本相对较低。伞形信托的优先级资金一般来自银行的资金池,劣后级资金承担的打包成本在 8% 上下,其中承担银行优先级资金的固定收益多为 7% 左右,相对证券公司融资融券资金成本并不高。

5. 产品成立快,期限灵活。伞形信托账户开立时间短,随时加入,一般一两个工作日即可完成子伞账户开立程序;存续期灵活,可以约定 3 个月、6 个月、1 年不等的存续期限。

(三)类伞形信托——HOMS 系统

HOMS 系统是由恒生电子公司开发的一款以投资交易为核心并兼具资产管理、风险控制等相关功能的投资管理平台,它提供统一的 Internet 接入客户端,实现投资经理、交易员、风控管理员等角色的划分,并提供电子化的指令委托投资流程、多账户公平交易方案、“一揽子”股票交易、实时风险控制等方面的相关功能,覆盖投资管理业务全过程。

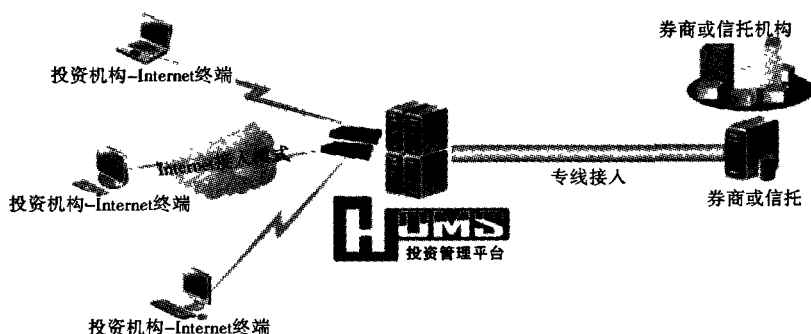


图2 恒生 HOMS 系统示意图

之所以将 HOMS 系统称为类伞形信托,是因为其在账户管理上的两大特点:一是分仓功能。使用 HOMS 系统的投资管理方(多为私募基金)可以在系统中添加主账户,主账户对应的是信托/资管产品的证券账户或个人账户,主账户下又可设立多个子账户交易单元(即分仓),主账户的资金可以分配至这些二级子账户进行独立交易与核算,投资管理方可根据自己的需要添加或修改子账户。二是跨产品授权管理功能。接受配资的子账户客户通过交易员权限操作子账户,该交易员权限由配资公司在系统中添加然后授权给交易员使用,只要权限许可,子账户客户可以同时管理不同主账户下的多个子账户,即配资客户可以同时参与不同的信托/资管产品并统一管理与交易。^[6]

HOMS 系统采取了与伞形信托类似的伞状子账户管理结构,但其比伞形信托更为隐蔽,因其投资管理人多为私募机构或配资公司,其风控与内部管理并无明确监管要求,故 HOMS 系统的子账户多为虚拟非实名账户,其配资与杠杆状况也完全不受监控。实践中 HOMS 系统与伞形信托对接后,情况更为复杂。在对接模式中,首先信托公司的客户(一般为一个投资管理公司)自己出资认购信托或资管结构化产品的劣后级,充当投资顾问或投资决策人,从而获得一个结构化信托产品的控制权;然后投资管理公司利用 HOMS 系统对信托产品进行“分仓”操作,最

[6] 参见郝静:“HOMS‘躺枪’——证监会严查场外配资”,载《华夏时报》2015年6月11日版。

后将拆分出来的“子伞”账户交给自己的客户,投资公司在此过程中赚取从信托配资然后再配给投资者的利率差价(约5%左右)。

在此类模式中,信托公司扮演的角色与伞形信托不同。在传统伞形信托产品中,信托公司扮演的是“通道”角色,在恒生 HOMS 系统模式中,由于分仓操作是由投资管理公司完成,信托公司实际上成为“通道的通道”。此外,除了与传统伞形信托一样具有投资限制少,使用期限灵活等特点外,恒生 HOMS 系统还具有更低的融资门槛甚至没门槛的优势。较之伞形信托的 100 万元最低门槛以及券商融资融券证券资产规模 50 万元且开户满一定期限的门槛,在 HOMS 系统的配资业务中,配资公司根据客户支付的保证金配资后开设证券交易子单元,一般不设资金门槛,也没有类似券商融资融券的投资者适当性要求。

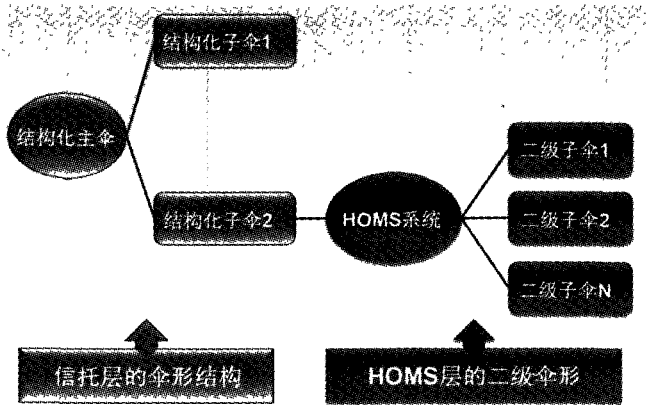


图3 伞形信托与 HOMS 系统对接的“伞中伞”示意图

三、伞形信托的利弊分析

伞形信托具有成立快、门槛低、杠杆高、投资范围灵活、接入便利等优势,有助于投资机构扩大客户源,便于实现客户分层管理,从投资机构个体而言,伞形信托的出现实现了灵活化、多层次客户管理和风险统一监控的协调统一,不失为一项重要的金融创新,提升了客户资金和交易

系统的使用效率。也正基于此,伞形信托和类伞形信托的托管主账户和股票市值规模都有了迅猛增长,据媒体估算,其市值规模可能已超过3000亿元。^[7]

但从市场整体风险考量和监管秩序稳定性而言,伞形信托的大发展可能蕴藏着重大的风险隐患,有些甚至危及市场稳定性和监管有效性的基础。

(一) 看穿式监管面临颠覆性挑战

目前A股市场实施看穿式监管,其核心优势在于呈现在监管者面前的账户名称与所有者名义上存在稳定的唯一对应关系,即便账户姓名与实际控制人不是同一个人,监管机构也能根据账户的交易信息和名义所有人身份信息判断交易的异常程度,而前述伞形产品使得各子伞所属投资者的交易信息和身份信息全部以同一个名义账户(总伞)的形式呈现在监管部门面前,相当于不同投资者都戴上了同一个面具,监管部门无从判断产品的性质与类别,难以掌握各子伞投资者的具体资料,多个投资者共用一个账户,打破了投资者与账户交易行为的“唯一对应”关系,看穿式监管完全失效,这对现有市场监察的线索发现机制构成极大挑战。

(二) 账户信息披露不透明造成误导

信息披露的前提是股份信息与身份信息的对应,而伞形产品由于不能确定股份与交易者身份信息的对应关系,表面的持股信息及变化披露均是总账户的汇总数据,既无法判断产品的实际控制人,也不能明确分辨具体的交易者和股份变化情况,此类汇总披露对市场没有实质意义。如某些伞形信托出现在上市公司十大流通股股东名单中,往往体现为整体的资管计划名称“某些信托公司××证券投资资金集合信托计划×期”,既不能判断股东的机构或个人属性,也不能确定资管计划的实际控制人,甚至某些不法主体利用多个伞形信托实际控制了上市公司,也能规避现有规则对超比例持股信息和实际控制上市公司的披露要求。

(三) 普遍加杠杆运作模式加剧市场运行风险

目前券商融资融券业务的杠杆比率为1:1并有严格券种和风控限

[7] 参见王俊丹:“伞形信托规模两月增2000亿 银行降杠杆限增速”,载《理财周报》2015年2月2日。

制,伞形信托杠杆比率一般为1:3,在实行配资的HOMS系统中,杠杆比率达到惊人的1:5至1:9。^[8]在牛市环境下,伞形产品运作的灵活性和杠杆性对投机性强的投资者极具吸引力,容易造成“劣币驱逐良币”情形,越激进、对股价越有信心的投资者(如上市公司的关联方或内部人)越有动力通过此类产品参与交易,一旦市场出现波动,激进投资者追涨杀跌的操作更为坚决,以追求高收益和避免被平仓的风险,可能加剧杠杆市的“踩踏效应”和集体爆仓时的股价螺旋下跌等风险。如果市场出现“黑天鹅”事件,伞形信托出现系统性不能平仓风险,可能危及优先级客户和银行资金的安全,造成更大的系统性金融风险隐患。

(四) 账户的虚开和滥用对现行账户管理和登记结算体制造成冲击

伞形和类伞形信托,尤其是HOMS系统的分仓功能,实现了在同一证券主账户下二级子账户的开立、交易、清算等功能,甚至可以开设非实名的虚拟账户或伪实名的“麻袋账户”。这打破了券商和登记结算机构对开立证券账户的专有权,实践中,投资者只要登录投资管理公司的网站,无须到证券公司即可完成证券账户的开户,且账户实名与否并无严格校验。投资管理公司还可利用交易管理者权限,主动新增子账户,自定义用户名。伞形信托子账户使用期限届满后,子账户实际操作者变更,投资管理公司也未必变更用户信息,如此伞形和类伞形信托的子账户存在严重的名不副实问题。

(五) 伞形信托业务模式面临法律风险

1. 涉嫌构成非法利用他人账户

《证券法》第80条规定:“禁止法人非法利用他人账户从事证券交易;禁止法人出借自己或者他人的证券账户。”伞形信托的主账户可能涉嫌违反这一条款,如果伞形主账户为投资管理公司所属账户,则投资管理公司涉嫌向客户出借账户;如果主账户为信托公司或资管公司所用,则投资管理公司涉嫌非法利用他人账户从事证券交易,提供账户的信托公司、资管公司则涉嫌非法出借证券账户。

即使投资管理方不以公司法人名义,而以个人、有限合伙或其他组织名义进行配资交易,也违反了《证券登记结算管理办法》第18条“证

[8] 参见李要深:“被妖魔化的伞形信托”,载《第一财经日报》2015年2月9日版。

券应当记录在证券持有人本人的证券账户内”的规定。^[9]

2. 涉嫌构成非法经营证券经纪业务

《证券法》第122条规定：“未经国务院证券监督管理机构批准，任何单位和个人不得经营证券业务。”《证券法》第125条明确将证券经纪、证券承销保荐、投资咨询等作为证券公司特许业务，须经证监会批准方可从事。根据证监会《关于加强经纪业务管理的规定》，证券经纪业务具有接受客户委托，为客户开立账户，代理客户买卖证券，买卖指令由客户决策，成交结果回报反馈客户等特征。伞形信托的投资管理方均具备上述特征，形式上基本符合经纪业务的法定要求。

但伞形信托不具备将客户指令直接送入交易所交易系统的功能，即最后“临门一脚”欠缺，由此产生伞形信托并非经纪业务的法律争议。我们认为，伞形和类伞形信托，尤其是HOMS系统下投资管理公司接受委托指令，代客户完成交易，反馈成交结果等，其实质是“经纪的经纪”、“通道的通道”，虽然不能直接将客户委托指令输入交易系统，但这是因为交易所现行体制只接受会员（券商）的交易申报，伞形信托必须借助券商交易单元完成订单申报。最后的订单输出问题不影响伞形信托整体类经纪业务的法律定性。

3. 涉嫌构成非法经营杠杆融资业务

《证券法》第142条规定：“证券公司为客户买卖证券提供融资融券服务，应当按照国务院的规定并经国务院证券监督管理机构批准。”依此规定，证券公司从事融资融券须经批准，法务界有观点认为，既然券商的要求如此严格，其余机构或个人从事融资、配资业务亦须经职能部门批准，因此伞形和类伞形信托的配资和杠杆融资行为，涉嫌构成非法杠杆融资业务。但对此问题一直存在法律争议：一是《证券法》第125条的

[9] 《证券登记结算管理办法》第18条规定：“证券应当记录在证券持有人本人的证券账户内，但依据法律、行政法规和中国证监会的规定，证券记录在名义持有人证券账户内的，从其规定。”该条虽有“名义持有人”的特殊豁免，但必须有法律、行政法规和证监会的规定作为依据，目前证监会只对QFII等特殊投资机构有“名义持有人”规定，即允许账户名义持有人与实际使用人不一致，伞形信托不在此豁免之内。

“证券业务”并不包括融资融券,融资融券是否属于特许业务存疑;^[10]二是融资融券一并作为券商须批准从事的业务,主要强调的是融资与融券的对应关系,单向融资业务是否属于特许业务存在争议;三是现有法律和监管规定并未要求所有主体从事融资买卖证券业务均须经证监会批准,事实上,资产管理公司、信托公司、私募基金、一般机构和个人均从事大量融资证券交易活动。

四、伞形信托的监管思路与对策

伞形信托的大发展有其特殊的政策和市场背景:政策面上,金融业“放松管制、简政放权”,金融创新广度、深度不断拓宽,以开放性、一站式为特征的互联网金融得到长足发展,伞形信托和类伞形信托便是金融业混业经营和放松管制产物;市场面上,2014年下半年资本市场开始进入牛市阶段,伞形信托最初是作为产业资本入市的通道工具而复兴起来,随着“国家牛市”理念的深入人心,伞形信托特有的杠杆效应和交易便利性使其备受激进投资者的青睐,因而获得了大发展,产品数量与规模均达到了历史峰值。对于此类交易模式,法律和政策的定性应极为审慎,合法与非法,创新与违规,规范引导还是取缔禁止,不仅对相关市场主体权益产生较大影响,而且被市场视为传递监管信号,体现了监管层对互联网金融等金融创新活动的基本态度,并直接影响投资者行为与市场情绪,故对其监管思路应审慎分析,综合考量。

我们认为,应秉持兼顾市场创新与风险防控的“平衡性监管”原则。根据国际证监会组织(IOSOC)《证券监管的目标与原则》,证券监管的三大目标为:保护投资者、确保市场公平有效及透明、减少系统性风险。从目前伞形信托的发展态势看,风险因素正在集聚,现阶段证券监管的重点目标是确保市场行为的透明,并能强有力防控市场风险,同时要兼顾市场的发展,有问题解决问题,有风险控制风险,而不宜用“一棒子打

[10] 参见桂敏杰:《证券法、公司法新旧条文对照简明解读》,中国民主法制出版社2005年版,第155页。

死”的简单禁绝态度。

（一）识别伞形信托的行为合法性

在前文法律分析的三大法律风险,无争议地明确违反现行法律禁止性规定的只有“非法利用他人账户”,无论是利用他人账户,还是出借自己账户,均违反了《证券法》第80条法人账户管理的禁止性规范。该类违法性质明确,证券监管部门应根据《证券法》等现有法律规范,严格执法,予以查处。

至于非法经营经纪业务与非法从事融资业务,由于存在法律争议,适用法律亦不明确,还关系到各金融监管机构分业执法权限的划分问题,建议不宜采取刚性执法手段,而应加强调研论证,听取市场各方意见,以窗口指导或风险提示的自律监管手段介入,避免产生司法审查争议。

（二）确保对伞形账户的“看穿式”监管

伞形账户的两大风险隐忧,一为高杆杆,二为非实名。伞形账户的非实名化使账户的“一一对应”关系名存实亡,并成为内幕交易、市场操纵、利用未公开信息交易等诸多违法行为的滋生温床。因此,必须从制度上保障二级“看穿式”监管所需要的实时信息数据。目前的监察实践主要是通过个案调查的形式获取伞形信托账户资料,这种资料获取方式得到只是账户的事后交易信息,不利于实时判断异常交易行为的构成,也可能存在账户信息更替或名不副实的问题。因此,迫切需要以制度保障的形式建立伞形信托的实时信息报备制度。

在现行伞形信托业务结构下,实现实时信息报备涉及诸多方面:一是建议信托公司规范伞形产品命名规则,名称中明确产品类型,同时使各子伞投资者的身份和交易信息能被监管机构辨识;二是建议参照信托公司此类业务的内控规则对投资管理公司的内控进行规范,尤其是涉及子伞投资者身份和交易信息的留痕和存档;三是建议涉及前述伞形产品的信息披露时仿照融资融券业务的信息披露方式,披露到账户实际控制人;四是在此类产品账户体系更新前,建议探索信托和券商向交易所定期及时报送和更新子伞账户实际控制人身份和交易信息的机制。

（三）审慎评估和应对伞形账户的高杠杆配资风险

伞形产品之所以在实践中大行其道,是因为其运作方式的灵活性和

高杠杆性对短线投机型投资者具有较强吸引力,越激进、对股价越有信心、越熟悉上市公司内幕的投资者越有动力以伞形账户方式参与交易。对于以场外配资方式进行的交易,并无法定的信息报备和共享机制,因此无论是证券还是信托监管部门均对伞形产品的业务规模和运作风险没有准确完整的统计数据。

因此,应对伞形账户的杠杆风险情况的前提是对伞形账户的整体风险寸头建立统一的风险监测机制。这一系统因涉及信托、券商、保险、私募和其他金融机构,因此必须经由证、银、保、人民银行等多家金融监管部门的通力协作方可达成。此类的金融联合监管机制曾呼吁多时,但多为一事一议的临时会商机制或定期务虚的通报机制。实际上,随着金融混业态势的日趋明显,此类风险联合监测机制的建立必须尽早提上议事日程。

此外,对于杠杆融资的方式、标准和风控,各金融监管部门也没有给出明确的标准。在伞形配资的模式中,资金募集环节的参与主要为配资公司和银行理财产品,其中银行理财产品在杠杆配资中作为优先级资金,不受证券业务规则的监管约束,不适用融资融券的监管指标要求;交易环节的实际参与主体亦可能多元化,可能为配资公司、信托、券商等,通过 HOMS 系统接入的更为复杂。其中券商或信托虽有法定监管机构,但其仅对母账户是否符合相关合规性指标进行风险控制,在没有其他明文法律或规则授权的情况下,两类主体均没有对子账户进行风险控制的权限和动力,配资公司更是如此。因此,对于这些游离于既有融资规则之外的场外配资的标准和风控问题,证券监管的外延难以直接到达,应由多家金融监管机构共同会商形成相对统一、明确的监管标准与要求。

(四)有效实现券商及软件公司对伞形账户接入的前端控制

之所以将伞形账户的分仓功能视为“类经纪”而非完全经纪业务,是因为其无论如何展业和拓展客户,最终的订单必须汇总到券商端口才能接入交易所交易系统,因此券商是防范伞形账户风险的重要闸口。现行沪、深交易所会员管理规则对券商的前端控制义务均有详尽的规定,如了解客户资信状况,并留存相关证明材料;对每笔申报涉及的资金、证券、价格进行合规性审查,及时识别和防范业务风险;不得为他人违法违规

规利用账户提供便利等。这些规则决定了会员券商有义务识别介入其系统的账户类型和实际控制人,并对其杠杆风险做出初步评测,对存在违规利用账户等问题进行前端控制。证监会近日发布了《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》、《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》等文件,对场外配资系统接入证券公司交易系统做了初步要求。鉴于伞形账户和HOMS系统是新生事物,对其判定标准和风控指标并不明确,因此宜由证券监管部门尽快明确细化监管标准与要求,如伞形账户的判断标准、伞形账户的信息披露要求、违法经营证券业务的具体认定标准等,券商将监管要求纳入与客户签订的《证券交易委托协议》予以执行。这些监管要求具体应包括:

第一,券商负有对接入其系统的伞形信托和类伞形信托的核查义务,对伞形账户的分仓权限进行授权登记,应跟踪至每一个使用人的真实信息和账号,并在券商系统中留档备案。这是券商“了解你的客户”(know your client)义务的衍生要求。

第二,券商对伞形分仓账户根据监管要求以契约方式施予投资者适当性、杠杆比例、标的证券范围、信息披露等限制或要求,不满足上述要求的,券商有权依契约限制或终止其分仓系统接入交易系统。

此外,设计销售分仓系统的软件公司也必须承担信息报备义务,即将具有伞形分仓投资功能的软件在证券监管机构中备案,并对分仓账户实际控制人和使用人作出明确授权和审核,并留存相关主体真实身份信息资料。若账户控制人或使用人发生变更,应即时向证券监管机构或自律监管机构报备。在存在多个伞形账户叠加的情况下,应层层披露至“伞中伞”的最终控制人。