

我国融资融券担保制度 信托构造再解释

余 涛*

摘要:融资融券担保制度的具体构造主要有两大路径:担保法路径和信托法路径。担保法路径又包括让与担保说、最高额质押说等。让与担保说和最高额质押说都各具优点,但也都存有不可克服的缺陷:事实上的流质、偏重保护证券公司的利益、偏离审慎监管的立法初衷等。回归融资融券担保制度的信托构造是理性的选择。因为融资融券担保制度信托构造的理论缺陷并非无法克服,坚持信托构造也顺应了中国立法现实的规律,而且以银行(证券登记结算公司)为委托人、证券公司为受托人和投资者为受益人的信托构造也能阐释已有的司法实践。

关键词:信托 让与担保 最高额质押

一、问题的提出

2006年证监会发布的《证券公司融资融券业

* 上海交通大学凯原法学院国际经济法学专业2013级博士研究生。

务试点管理办法》(以下简称《办法》)第14条第1款规定:“融资融券合同应当约定,证券公司客户信用交易担保证券账户内的证券和客户信用交易担保资金账户内的资金,为担保证券公司因融资融券所生对客户债权的信托财产。”这成为我国融资融券担保法律关系定位的直接法律依据,尤其是“信托财产”的定性更彰显了立法者用信托来构建融资融券担保制度的意图,^[1]这为融资融券担保制度的信托法解读留下了空间。

然而,《办法》第25条规定:“证券公司应当将收取的保证金以及客户融资买入的全部证券和融券卖出所得全部价款,分别存放在客户信用交易担保证券账户和客户信用交易担保资金账户,作为对该客户融资融券所生债权的担保物。”正是由于本条关于“担保物”的规定,为融资融券担保的担保法解读留下了空间。融资融券担保制度的担保法解读包括多种学说,如账户质押说、质权说、让与担保说、最高额质押说等。但是其间影响最大的当属让与担保说和最高额质押说。

这种凌乱纷繁的解读,增加了探讨这一问题的难度,导致了一些研究者直接绕开这个问题。有研究者避重就轻地指出融资融券担保具有让与担保的特点,“又具有信托的特点,二者相互结合,生成有别于信托与担保立法基本规则的内容,比如委托人对信托财产的自由处置权、证券公司在其出借资金或者证券上设置担保权等。这种制度创新有利于提高交易的效率,但却可能存在于既与有名合同规则相悖的内容,又隐藏着一定的法律风险”。^[2]这种貌似做了很多研究但真正的研究尚未开始的研究范式并不利于推进理论研究的深入发展,因为这是一种无原则、无创见的折中。另一方面,过多的理论分歧也会使得司法实践无所适从。对于融资融券担保制度的不同解读会带来不同的权利义务

[1] 此处的“担保”不同于《担保法》中担保的概念。此处的担保制度应指事实上起到担保作用的制度,事实上起到担保作用的制度有很多,比如信托制度。但是信托制度并不被《担保法》所规定。《担保法》中的担保仅仅是指保证、抵押、质押、留置和定金五种。在本文中,信托、保证、抵押、质押、留置和定金等具体的制度形式是并列的关系,它们彼此独立,但是都能在事实上起到担保的作用。

[2] 李艳、王伟:“论融资融券合同的民商属性”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版。

配置,将极大地影响当事人的权益。

法律制度相对发达的美国是以参与人为标准,围绕着参与人来构建不同的规则。比如在美国的融资融券交易中,依照美国证券法的规定,T规则适用于经纪商的融资贷款,U规则适用于其他主体的融资贷款,X规则适用于借款人的融资借款。^[3]美国的法律规则并非要将某一具体法律制度归摄于某种具体的理论学说,再从学说中推导出当事人的权利义务,而是直接着眼于当事人权利义务的认定,并且辅以强大的法律解释技术来缓解法的有限性与现实的无限性之间的矛盾。

美国的路径并不适用于我国,因为我国深受大陆法系影响,习惯于精密的理论构建,将不同参与人的权利义务归纳于某一具体理论之内,形成一般的理论规范。同时,我国无判例法制度,法律解释术也相对萎缩。在这种情况下,探讨融资融券担保法律关系的具体性质和构建有着重要的理论意义。当前,典型的融资融券纠纷已在我国出现,^[4]在融资融券业务扩大的背景下,这类纠纷还会进一步增多。故而,探讨融资融券担保法律关系的具体性质和构建也有着重大的现实意义。那么融资融券担保制度到底该如何解读、如何构建呢?本文试图回答这一问题。

二、融资融券担保法律关系典型学说的合理性及缺陷

(一) 让与担保说的合理性及缺陷

1. 让与担保说的合理性

《办法》在构建融资融券的担保制度时,充分借鉴和移植了美国、

[3] Jordan Burt LLP: Premium Finance: An Overview of Federal Securities Law and Recent Developments, American Law Institute - American Bar Association Continuing Legal Education, November 4 - 5, 2004.

[4] 张玉香:“昌九生化七跌停股价腰斩血染3.5亿:融资融券临爆仓‘第一惨案’”,载《中国经营报》2013年11月18日版。

日本、台湾等国家和地区的做法,创造性地引入了让与担保。^[5]所谓让与担保又称信托让与担保,其意指债务人或第三人为担保债务清偿,将担保标的物的所有权转移给债权人,在债务履行完毕之后,标的物又归还于债务人或第三人;在债务届时未能清偿时,债权人有权就担保物优先受偿的权利。融资融券担保的让与担保构造主要机理是,投资将自己的资金或者证券质押给证券公司,在融资融券合同存续期间,保证质押物不低于一定的比例,否则投资者应于约定日补缴资金或者证券以达至相应比例。在融资融券期限届满时,如果投资者能够按期还款付息或者归还证券,则证券公司向投资者退还质押物;如果融资融券期限届满时,投资者不能还本付息或者归还证券,则证券公司享有就质押物优先受偿权。融资融券担保让与担保构造的优势集中体现在:提高担保物的利用效率;程序更为简便,提高交易效率;^[6]可以实现“客户继续动用担保品进行证券交易和证券公司获得担保”的双重目的^[7]等。

2. 让与担保说的缺陷

让与担保说的重大缺陷主要有五个方面:一是违反上位法。如果将《办法》中的担保制度解读为让与担保,这将直接违反物权法定原则,因为我国《物权法》和《担保法》并未规定让与担保制度。而且《办法》第25条的规定虽然为融资融券担保制度的担保法解释预留了空间,但其并未明确规定此种担保就是让与担保。二是让与担保说与物权公示原则相矛盾。^[8]证券或者资金的权利转移需要符合特定的公示方式,资金权利的转移需要交付或者转移占有,证券权利的转移则需要进行背书或登记。在让与担保说情境中,投资者与证券公司之间的资金或证券往来都在电子化的虚拟空间里实现,并未有现实的交付或

[5] 邱永红:“《物权法》对我国资本市场的影响分析”,载《证券市场导报》2007年第5期。让与担保分为广义和狭义两类。广义让与担保包括买卖式担保和让与式担保。狭义让与担保仅包括让与式担保。此处的让与担保为狭义让与担保。

[6] 张诚:“融资融券担保性质的界定”,载《西南政法大学学报》2011年第5期。

[7] 邱永红:“我国现行融资融券担保制度的法律困境与解决思路”,载《证券市场导报》2007年第3期。

[8] 廖焕国:“论我国融资融券交易担保机制的法律构造——以最高额质押为视点的框架分析”,载《法律科学》2009年第5期。

者登记,这不符合物权公示原则。三是如果将融资融券担保解读为让与担保,则相应的修法成本过高。例如,为了解决这一问题,就应从让与担保的设定主体、设定行为、^[9]物权的公示方式等方面进行完善,这涉及《担保法》和《物权法》的修改。而《物权法》和《担保法》仅因融资融券担保制度而修改的可能性比较小。四是在资金或者证券作为担保物的情况下,让与担保实质上就是流质。^[10]按照让与担保的制度设计,当债务人不能清偿债务时,债权人有权就担保物优先受偿,优先受偿的方式通常为变卖担保物而不是直接取得担保物的所有权。但是,如果该担保物是货币或者证券,那作为债权人的证券公司在优先受偿时就不存在变卖资金或者证券的情况,而是直接获得相应货币或证券的所有权。流质条款与让与担保的区别就在于,当债务人不能清偿债务时,流质权人不需要对担保物做相应的处理,而直接获得了担保物的所有权。在让与担保的担保物是货币或证券的情况下,让与担保实际上就是流质。而我国《物权法》第186条、第211条、《担保法》第40条以及最高人民法院《关于适用〈担保法〉若干问题的解释》第57条都明确规定流质条款无效。五是让与担保的目的与融资融券担保目的并不一致。让与担保的目的在于保护债权人的利益,而融资融券担保的目的不仅在于保护证券公司的利益,更是为了遏制投资者的过度投机,以实现审慎金融监管的目标。

(二) 最高额质押的合理性及缺陷

1. 最高额质押说的优点

《物权法》第222条规定:“出质人与质权人可以协议设立最高额质权。最高额质权除适用本节有关规定外,参照本法第十六章第二节最高额抵押权的规定。”这是运用最高额质押制度建构融资融券担保制度的直接法条依据。所谓最高额质押是指对债权人的一定范围内的不特定而连续发生的债权预定一个限额,并由债务人或第三人提供质物予以担保的特殊质押。依据该构造,在融资融券交易中投资者和证

[9] 孟捷:“2008年中国证券法理论研究综述”,载顾功耘主编:《公司法律评论》(2009年卷),上海人民出版社2010年版。

[10] 刘云亮:“论我国证券融资融券业务的法律制度”,载《行政与法》2009年第1期。

券机构就融资或融券达成最高额质押协议,利用融资购买的证券或者融券卖出所得的资金质押担保证券公司债权的实现。其中,最高额是指由初始保证金额和保证金比例所决定的证券公司的最高授信额度。^[11] 最高额质押的优势有:充分利用现行法去解决问题,解决了合法性问题,并节约了立法资源;证券公司的强制平仓权有直接的法条依据;^[12] 投资者的使用收益权和处分权也可以得到合理说明^[13]等。

2. 最高额质押说的缺陷

最高额质押也有以下四个方面的缺陷:一是与让与担保一样,存在物权公示问题。融资融券业务的高速流动性,导致货币的交付和证券的转移很难采用传统的物权公示方法。二是质权的被动实现是变相的流质。最高额质押是质押的一种,在质权的被动实现中,债权人有权依法就该动产卖得价金有限受偿。但是被动实现最高额质押权的时候,债权人并不存在变卖质物的行为,而是直接取得质物的所有权。三是融资融券合同并不必然意味着证券公司对投资者拥有债权。由于融资融券交易的高速流动性,投资者和证券公司实际上是在债权人和债务人这两个角色中不停地转换,证券公司并非一成不变地处于债权人的地位。比如,在融资融券可能盈利的情况下,扣除证券公司向投资者提供的资金或者证券后,剩余的资金或证券就构成了证券公司对投资者的债务。而学者所理解最高额质押是指融资融券账户中的所有资金或者证券都是质物,证券公司对这些质物享有完全的质权。如果在静态交易中,这种理解完全没问题。但是在具有高度动态性的融资融券交易中,此种理解并不满足逻辑自洽性。四是对于“最高额”的界定并不合理。《上海证券交易所融资融券交易试点实施细则》第34、35条,《深圳证券交易所融资融券交易试点实施细则》第4.5、4.6条所规定

[11] 廖焕国:“论我国融资融券交易担保机制的法律构造——以最高额质押为视点的框架分析”,载《法律科学》2009年第5期。

[12] 《物权法》第216条规定:“因不能归责于质权人的事由可能使质押财产毁损或者价值明显减少,足以危害质权人权利的,质权人有权要求出质人提供相应的担保;出质人不提供的,质权人可以拍卖、变卖质押财产,并与出质人通过协议将拍卖、变卖所得的价款提前清偿债务或者提存。”

[13] 廖焕国:“论我国融资融券交易担保机制的法律构造——以最高额质押为视点的框架分析”,载《法律科学》2009年第5期。

的融资融券初始保证金和维持保证金比例都是50%。以融资为例,投资者向证券公司缴纳50元的初始保证金,则其可以获得100元的授信额度。但是这100元的授信额度是否就是最高额质押中的“最高额”呢?否。证券公司要求投资者缴纳50元的初始保证金,并要求维持保证金也不低于50%的比例,是为了在融资融券期限届满时,投资者能够顺利偿还由其向投资者借出的50元。即便将融资融券担保解读为最高额质押,其担保的债权应该是证券公司向投资者提供的50元借款,而不包括投资者自己所缴纳的50元初始保证金。显然,这里的“最高额”并不是证券公司向投资者提供的授信额度,而应在授信额度的基础上减去投资者所缴纳的初始保证金。

实际上,融资融券担保制度的担保法解释都无法克服以下共性问题:一是无法解决事实上的流质问题。二是制度构建的重心在于对证券公司权益的保护,轻视或者忽视了对融资融券业务宏观审慎监管的政策考量。融资融券业务是资本市场里的一种典型业务,高风险是其固有特性。所以融资融券担保制度的构建应以防控金融风险,实现审慎监管目标为重点。如果以担保法思路来构建融资融券担保制度,那么该制度所要保护的最重要的法益是债权人的债权。这可能会导致制度构建理念上的偏差。三是自第二次世界大战以来,社会法学兴起之后,合同双方实际缔约能力的不平等广为人们所关注,对缔约过程中处于弱势一方的倾斜保护成了第二次世界大战以来的主流理念。在融资融券中,处于弱势一方的显然不是证券公司,强调对证券公司权益的保护将与倾斜保护理念不符。

三、融资融券担保法律关系信托构造的理论缺陷及其克服

(一) 融资融券担保法律关系信托构造的理论缺陷

理论界之所以不承认融资融券担保法律关系是信托关系,有三个方面的原因:^[14]一是在信托关系中,受托人对财产拥有积极的管理职

[14] 楼建波:“化解我国融资融券交易担保困境的路径选择”,载《法学》2008年第11期。

责。而在融资融券中,作为受托人的证券公司并不积极进行管理,而仅仅是消极地持有信托财产。二是即便融资融券中的担保法律关系属于信托,但资金账户中的资金都属证券公司所有,证券公司以自己所有的资金为自己提供担保,这也与一般的担保法理相冲突。三是如果融资融券担保是信托,那证券公司享有的强制平仓权与证券公司为受益人利益而活动的矛盾无法得到解释。但是融资融券担保法律关系信托构造理论缺陷是不可克服的吗?信托构造不符合中国的现实吗?答案如何,下文将分而论之。

(二)融资融券担保法律关系信托构造理论缺陷的克服——法理论的视角

1. 投资者买空卖空行为的合理解释

对于受托人是否对信托财产积极行使管理职责不能仅仅局限于投资者的操作层面,应将受托人是否积极行使管理职责放在整个融资融券的过程中进行考量。仅就买空卖空的操作行为来看,积极作为的确实仅有投资者,证券公司确实是消极地持有财产。但是这是一种局部的思维方式,因为在投资者进行融资融券操作之前,证券公司已经做了很多铺垫工作。比如对投资者进行专业教育、^[15]审查其资质、测试其专业技能等等,只有通过了证券公司严格的测试和遴选之后,投资者才能进行买空卖空操作。用经济学的术语来说,我国融资融券中积极行使管理职责的是投资者,证券公司仅消极持有财产,这是一种局部均衡,局部均衡在具体语境中是没有问题的,如果放在整个循环体系中就是错误的。^[16]在这里我们应该用整体均衡的思维来解读证券公司是否真的仅仅是消极持有财产。即便是在投资者买空卖空环节,证券公司也不是仅仅消极持有财产。比如在融资交易中,每个交易日结束后,证券公司都会与投资者核算保证金数量是否达标,如果保证金低于某

[15] 比如,中信证券就从基础知识、业务流程、疑惑解答、法律责任、政策法规、专家解读、视频教育等方面对投资者进行教育。参见 <http://etrade.cs.ecitic.com/webtrade/rzrq/rzrqNew/videoPlay.jsp?playId=1>, 2013年12月10日访问。

[16] 参见上海交通大学安泰与经济管理学院胡海鹰教授主讲的上海交通大学开放课程:“人民币发行的局限与改革建议”,载 <http://ocw.sjtu.edu.cn/G2S/OCW/cn/CourseDetails.htm?Id=255>, 2013年12月10日访问。

一特定比例后,投资者就必须按照合同约定填补该部分的保证金,否则证券公司就要行使强制平仓权。在后文的甲公司与饶某典当合同纠纷案(2011)[沪一中民六(商)终字第124号]中,当事人在合同中约定:“在抵押期限内饶某应确保甲公司专用账户内资产不得低于197万元;反之,饶某须在第二个工作日中午(11:30)之前补足甲公司专用账户下资产至197万元以上,否则甲公司有权出售甲公司专用账户上的有价证券,在补足了甲公司资金损失及利息收入后,剩余部分甲公司应无条件归还饶某。”这里不得低于197万元就是饶某必须维持的保证金数量。饶某在从事证券投资的同时,甲公司并未放弃管理账户资金的职责,其一直密切关注账户资金的数量变化并确保饶某所应缴纳的保证金不低于相应标准。由此可知,证券公司在融资融券前、融资融券中,一直都在积极管理账户资金,其所要积极进行管理的环节和事务要远远多于投资者。然而,我们又该如何解释投资者的买空卖空这一局部性行为呢?因为这也是一种积极管理财产的行为。笔者认为,这是由融资融券交易的本质确定的,如果不是由投资者进行买空卖空,那么融资融券就与一般的理财无异了。

2. 受益人范围的辨明

我国《信托法》第43条第1款规定:“受益人是在信托中享有信托受益权的人。受益人可以是自然人、法人或者依法成立的其他组织。”如何解释“享有信托权益的人”,笔者认为,该人是依据信托行为而直接享有信托利益的人。^[17]也就是说,受益人的收益与信托行为存在着直接的因果关系,受益人的信托权益会随着信托行为的变动而变动。据此,本文认为,在我国融资融券的信托构造中,受益人只有投资者而不包括证券公司。因为在整个融资融券的过程中,证券公司的收益主要来自两部分:利息和手续费。利息来自于证券公司向投资者提供的贷款,手续费来自于证券公司为投资者所提供的融资融券服务。证券公司和投资者并非利益共同体,投资者融资融券的损益对于证券公司的前述两部分收益并不产生任何影响。投资者盈利了,并不能给证券公司带来更多的收入;投资者亏损了,其仍然要如数归还证券公司为其

[17] 秦进:“信托受益人权益保护的法律研究”,西南财经大学2009年硕士学位论文。

提供的贷款并支付利息。证券公司之所以要时时对资金账户的资金盈亏进行监控并维持保证金不低于一定的比例,主要的考虑有二:保证在融资融券期限届满后能足额收回自己的贷款,以及约束投资者过度投机以实现审慎监管。因此,融资融券受益人仅有投资者而不包括证券公司。

3. 专用账户债权化趋势的把握

我国融资融券担保法律关系的信托构造并不违反担保法的一般原理,其并不存在证券公司利用自己的财产为自己提供担保的情况。之所以会出现这个疑问,是因为很多学者坚持以资金账户户名的标准来判断资金的归属,也即资金账户户名是谁,谁就拥有该账户内的资金所有权,进而就解读出证券公司用自己的资金为自己提供担保。常被此类学者引用的直接法律依据是《办法》第10条^[18]的规定。然而以账户户名为标准来推定账户资金所有权的做法是否科学呢,答案是否定的。关于资金账户所有权的问题,主要有两大学说:动产占有权利推定原则说和货币所有与占有一致原则说。^[19]在融资融券的研究中,学者们一律坚持动产占有权利推定原则说,也即以资金账户的户名人为账户资金的所有权人。事实上这种默认的前提并非没有争议。存款人对银行享有债权,而银行对存款拥有所有权的观点也被一些学者所赞同。即便是实务界,也并不绝对反对投资者对银行存款只享有债权的观点。^[20]本文认为,存款人以自己的名义在银行开户,并不表征其对该账户下的款项具有所有权,当存款人将相关款项存入银行后,银行就对该款项拥有所有权,存款人与银行之间形成了债权关系,银行在存款期

[18] 《办法》第10条规定:“证券公司经营融资融券业务,应当以自己的名义,在证券登记结算机构分别开立融券专用证券账户、客户信用交易担保证券账户、信用交易证券交收账户和信用交易资金交收账户。融券专用证券账户用于记录证券公司持有的拟向客户融出的证券和客户归还的证券,不得用于证券买卖;客户信用交易担保证券账户用于记录客户委托证券公司持有、担保证券公司因向客户融资融券所生债权的证券;信用交易证券交收账户用于客户融资融券交易的证券结算;信用交易资金交收账户用于客户融资融券交易的资金结算。”

[19] 李江英、倪知良:“委托理财中资金账户户名与资金所有权的法律关系”,载《法律适用》2005年第7期。

[20] 李江英、倪知良:“委托理财中资金账户户名与资金所有权的法律关系”,载《法律适用》2005年第7期。

限届满之后只需要向存款人还本付息即可,而不必保证货币在物理性质上的前后同一性。这是因为货币是种类物,其具有高度流通性,即便银行以相同种类的货币归还给存款人,这并不减损该笔货币的内在价值。所以,在融资融券中,证券公司以自己的名义在银行开立融资账户,并不表征其对该账户下的资金款项拥有所有权,该笔款项的所有权属于银行,证券公司与银行之间形成的债权关系,这一债权合同就是银行账户。由于融资融券中的证券也属于种类物,其也具有高度流动性。因此,证券公司在证券登记结算公司开立的证券账户也不意味着证券公司对该具体数量的证券拥有所有权。对该特定数量证券拥有所有权的主体是证券登记结算公司,证券公司与证券登记结算公司之间形成的也是债权关系,于融资融券期限届满后,证券登记结算公司应依债权关系如数返还证券公司的相应数量的证券。至此,证券公司用自己的财产为自己提供担保的问题可以得到解决。在承认证券公司与银行(证券登记结算公司)是债权关系后,融资融券担保的正确逻辑应该是,相应的银行或者证券登记结算公司为投资者的融资融券额度提供担保,这属于第三人为投资者提供担保,符合担保的一般原理。

4. 融资融券担保中当事人关系的再解释

我国《信托法》第2条规定:“本法所称信托,是指委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,为受益人的利益或者特定目的,进行管理或者处分的行为。”严格按照信托定义去解释融资融券担保中当事人的关系需要将银行(证券登记结算公司)定位为信托委托人、证券公司定位为受托人、投资者定位为受益人。这一信托构造的具体运作机理是:银行(证券登记结算公司)基于对证券公司的信任,将其财产委托给证券公司,由证券公司按照银行(证券登记结算公司)的意愿以证券公司的名义,为投资者的利益或特定目的,进行管理或者处分的行为。前文已阐明证券公司作为委托人积极行使管理信托财产的具体表现和仅有投资者作为受益人的合理性,现在的问题是该如何解释银行(证券登记结算公司)的信托委托人的角色呢?笔者认为,银行(证券登记结算公司)委托人角色的取得具有自动性。原因有两个:一是这样可以很好地保证融资融券市场的流动性,因为市场的流动性越好,配置资源的效率就

越高。^[21] 二是制度成本较低。在融资融券交易中,各方法律关系都是由相应的格式合同确定,在不修改法律、不改变现行制度的情况下,并满足融资融券担保制度设计的逻辑自洽性,银行(证券登记结算公司)委托人角色的赋予也可以事先在格式合同中予以明确,这是一个刻意的人为设计,因为修订格式合同要比修订相关法律简单得多。在这一构造中,银行(证券登记结算公司)仅仅是一个名义上的委托人,并不享有或者承担具体的权利义务。

5. 审慎监管的影射利益

依照《办法》的规定,证券公司行使强制平仓权有两种情形:一是投资者在规定的时间内没有补缴维持保证金达至一定水平的;二是融资融券期限届满后投资者不能还本付息或者归还证券的。仅就强制平仓权的具体条文来说,这确实是保障证券公司实现债权的手段,存在着证券公司为自己的利益从事的意味。但是在信托构造中,作为受托人的证券公司应当积极为作为受益人的投资者的利益从事。强制平仓权的行使实际上是证券公司为了自己的利益而损害投资者的利益,这不符合信托的基本精神。笔者认为前述解释思路并不合理。因为在我国,所有的规范性文件都由固定的模块儿组成。文件开头一般属于总则部分,并且明确阐明文件所要达至的基本目标,并确立文件的基本原则。《办法》第1条开宗明义地规定:“为了规范证券公司融资融券业务试点,防范证券公司的风险,保护证券投资者的合法权益和社会公共利益,促进证券交易机制的完善和证券市场平稳健康发展,制定本办法。”本条可以看成是本法的精神导向,其目的是为了“防范证券公司的风险”,也就是为了防范金融风险。证券公司的强制平仓权是监管者实现审慎监管目标的具体措施,但是这一具体措施又可以给证券公司带来利益。所以,证券公司行使强制平仓权以收回其本息或者证券应当被解释为审慎监管为其带来的影射利益。

[21] 聂祖荣:“创业板市场流动性与交易制度选择”,载《中国证券报》2000年9月14日版。

(三) 融资融券担保法律关系的信托构造理论缺陷的克服——立法^[22] 论的视角

在中国,公权力机关的态度对于某一具体制度的构建起着重要作用。自融资融券试点以来,我国有关权力部门一直坚持融资融券担保制度的信托构造。公权力部门的这种态度,应当成为解释或者构建我国融资融券担保制度的重要考量因素之一。对我国融资融券的相关立法做历史考察,会发现我国立法层面对融资融券担保法律关系的信托构造在逐步强化,主要表现在两方面:

1. 一以贯之地坚持强行性规范在融资融券担保法律关系中的配置

所谓“强行法为关于公共秩序之法,其法规所规定之法律关系内容,不许依当事人意思变更者也”。^[23]《规范》第14条第1款中的“应当”二字表征着在我国融资融券担保法律关系的信托构造属于强行法的范畴。“应当”一词通常有三层含义:其一,“应该”。具有提倡的意思。其二,“应付”。这一层意思多在古文中出现。其三,“可以,被允许”。如果放在法律语境中,“应当”一词通常只具有第一和第三层意思,在第一层意思中,“应当”表征着法律中的提倡性规范;在第三层意思中,“应当”表征着法律中的强行性规范,此时“应当”就是“必须”的意思。根据《办法》第1条、第4条规定的精神来看,融资融券担保的信托构造,是为了推行“审慎监管”,“防范证券公司的风险”。融资融券担保合同的信托构造是实现《办法》的前述立法目标的必要条件,所以《办法》第14条第1款属于强行性规范。在这里,第14条第1款既是当事人的行为规范,也是司法机关的裁判规范。也就是说,当事人对于融资融券的信托构造无选择余地,如果当事人违反了信托构造的强行性规范,司法机关也会据此认定此种违反行为无效。2011年,证监会修订了《办法》,将名称修订为《证券公司融资融券业务管理办法》,与前者相比,后者删掉了“试点”两字,这在法的普适性和正式性方面又前进了一步,法律的权威性也得到了强化。除此之外,《办法》被改动

[22] 此处的“立法”属于广义的立法,其意指一切国家机关制定和变动各种不同规范性文件的活动。

[23] 史尚宽:《民法总论》,中国政法大学出版社2000年版,第12~13页。

达16处之多,而被修订的内容主要集中于证券公司的从业资格、书面报告制度、信息披露制度等方面。这主要是为了进一步落实审慎监管的原则。《证券公司融资融券业务管理办法》对《办法》所确立的融资融券担保法律关系信托构造未做任何改动,只是做了进一步复述和强调。

2. 融资融券格式合同条款的固化

2011年11月25日,中国证券业协会发布的修订后的《融资融券合同必备条款》第6条从信托目的、信托财产范围、信托的成立和生效、信托财产的管理、信托财产的处分、信托的终止等方面严格规定了融资融券特定的财产信托关系。在我国,证券业实行强制入会制度,各个证券公司都是中国证券业协会的会员。2011年6月修订通过的《中国证券业协会章程》第16条条第1款第1项规定:“遵守协会的章程、自律规则、行业标准和业务规范。”《融资融券合同必备条款》应属于此处的“行业标准和业务规范”,这是所有证券公司应当履行的义务。从这一系列规范性文件来看,其一直坚持的路线就是坚持融资融券担保的信托构造,并且在配套文件中进一步细化信托构造的具体要求。这一构造坚持了强行性规范在具体规则中的运用,并以用格式合同的形式取代了当事人的合意。截至2012年12月11日,共有69家证券公司获得了证监会对于其开展融资融券业务的批复,^[24]在所有的批复中,都有一句相似的内容:你公司“在取得经营证券业务许可证后,应当按照经中国证券业协会专业评价,并向住所地证监局报备的融资融券业务方案,依法开展融资融券业务”。中国证券业协会的专业评价内容之一就是看该公司是否按照《融资融券合同必备条款》拟定融资融券合同。中国证券业协会通过专业评价的方式保证了融资融券格式合同及其条款在这一领域的普遍应用,从而使得融资融券担保法律关系的信托构造也在这一领域广泛推行。总之,我国的立法部门在逐步强化和深化融资融券的信托构造。这一趋势的探明,为我们构建融资融券担保制度并阐明其法律性质提供了重要的指示。

[24] 载 <http://vip.chinalawinfo.com/NewLaw2002/chl/index.asp>, 2013年12月6日访问。

(四) 融资融券担保法律关系的信托构造理论缺陷的克服——司法论的视角

1. 变相或违规从事融资融券业务的典型案例

自 2006 年我国试点融资融券业务以来,司法实践中并没有发生关于融资融券担保法律关系该如何定性的纠纷。相关案例都集中于相关主体变相或违规从事融资融券业务,这些变相融资融券案件又可具体分为两类:一是典当公司变相从事融资融券业务类。典型案例有海联合典当行有限公司与艾明路典当纠纷上诉案(2010)[长民二(商)初字第 414 号]、甲公司与饶某典当合同纠纷案(2011)[沪一中民六(商)终字第 124 号]、甲公司与艾某某典当合同纠纷案[(2011)沪一中民六(商)终字第 115 号]。二是证券公司违规从事融资融券业务类。比较典型的案件有国泰君安证券股份有限公司郑州花园路证券营业部等与中国光大银行郑州分行借款担保合同纠纷上诉案(2006)[民二终字第 82 号]、中国银河投资管理有限公司与汤志清委托理财纠纷上诉案(2010)[虹民二(商)初字第 692 号]。

2. 典型案例中的信托逻辑

上述案例虽然并没有就融资融券担保法律关系的性质做出明确界定,但在实质上都暗含着将融资融券担保法律关系定性为信托的推理逻辑。要证明这些案例事实上坚持了信托构造,只需要用《办法》所确立的信托制度来解析具体案件并能满足逻辑自洽性即可。下面以甲公司与饶某典当合同纠纷案(2011)[沪一中民六(商)终字第 124 号]为例,本案中的当事人关系完全符合《办法》所确立的信托构造。^[25]

(1) 关于初始保证金条款及授信额度

在该案中,2007 年 9 月 25 日,饶某与甲公司签订“借款协议”一

[25] 依照《证券公司融资融券业务管理办法》第 5 条规定,能够从事融资融券业务的主体构成要件有二:其一,该主体为证券公司;其二,该证券公司必须具备相应的业务资格。在甲公司与饶某典当合同纠纷案中,甲公司为典当公司,其并不是我国法律意义上的融资融券主体。但抛开甲公司为典当公司的这一因素不看,甲公司事实上在向饶某提供融资服务,甲公司向饶某提供资金,饶某用该资金投资证券,“借款协议”期限届满后,饶某向甲公司还本付息,这是典型的融资融券业务之一——融资服务。

份,双方在该协议正文的第二段约定饶某自愿向甲公司申请借款人民币 140 万元,并用现金 142 万元作质押,甲公司合并上述资金 282 万元,用于饶某证券投资,风险由饶某自负。融资融券在本质上属于信用交易,有信用就必须有担保。饶某用 142 万元现金向甲公司作质押,此为初始保证金。甲公司向其提供 140 万元的借款,甲公司又将此两笔款项合并,用于饶某的证券投资,此为授信额度。

(2)关于维持保证金条款和强制平仓

在甲公司与饶某典当合同纠纷案中,当事人在合同中约定:“在抵押期限内饶某应确保甲公司专用账户内资产不得低于 197 万元;反之,饶某须在第二个工作日中午(11:30)之前补足甲公司专用账户下资产至 197 万元以上,否则甲公司有权出售甲公司专用账户上的有价证券,在补足了甲公司资金损失及利息收入后,剩余部分甲公司应无条件归还饶某。”这里不得低于 197 万元就是饶某必须维持的保证金数量。饶某在从事证券投资的同时,甲公司并未放弃管理账户资金的职责,其一直密切关注账户资金的数量变化并确保饶某所应缴纳的保证金不低于相应标准。

(3)关于信托财产独立性的保证

本案中,实现信托财产独立性的做法是当事人在合同中约定“饶某须在国信证券甲公司开设的专用资金账户内进行运作”。《银行账户管理办法》第 7 条规定:“专用存款帐户是存款人因特定用途需要开立的账户。”通过此条对专用存款账户的定义可以推知,专用资金账户也是一种因特定用途而专门设立的看管账户。在融资融券中,其主要目的是防止委托人、受托人或受益人挪用融资融券资金,以便于跟踪资金的流向和防范金融风险。融资融券专用资金账户的目的就是为了实现专款专用。

(4)资金账户债权化趋势的验证

由于资金账户债权化的趋势,所以本案中专用资金账户中的 282 万元属于银行所有。银行与甲公司之间存在一个债权债务关系,甲公司对银行享有 282 万元的债权。饶某对其所质押的 142 万元现金也不具所有权,而仅仅是根据双方的“借贷合同”对甲公司享有 142 万元的债权。

四、结语

融资融券制度是否完善是衡量一国证券市场是否发达成熟的重要标准。在可以预见的将来,我国融资融券业务会有更高质量、更深层次的发展。融资融券在本质上是信用交易,有信用就有担保。所以,融资融券担保制度构建有着重大的现实意义。本文秉承着现实主义的态度,力求在既有的制度框架之内对融资融券担保的信托构造做出一种阐释。事实上,对于融资融券担保制度的争议远超本文所述及的内容。本文对融资融券担保制度的信托构建也仅仅是做了一个粗线条的勾勒,其中还有很多尚待进一步探究的问题,如资金账户的债权化、域外经验的比较研究、银行(证券登记结算公司)作为委托人合理性的进一步证成等,这些问题为笔者的后续研究指明了方向。