

场外股票配资行为之司法审判 裁量探析

杨 晖*

最高人民法院在《九民会议纪要》中,对场外股票配资行为的效力进行了解读,进一步明确进入司法程序的相关纠纷的范围。整体来看,司法裁判与金融监管在对场外股票配资行为的规制立场是基本一致的。

一、金融监管对股票场外配资行为的治理逻辑

2015年7月12日,证监会公布《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》,从监管层面正式开启规范场外股票配资交易。该意见将场外股票配资定义为机构和个人借助信息系统为客户开立虚拟证券账户,借用他人证券账户、出借本人证券账户等形式,代理客户买卖证券,违反了《证券法》《证券公司监督管理条例》关于证券账户实名制、未经许可从事证券业务的规定,扰乱金融监管秩序,损害投资者权益。从上述规定看,监管层面的场外

* 上海金融法院法官助理,法学博士。

股票配资行为,行为主体方面,包括了机构和个人,因此,信托计划、私募基金等金融实体也可以成为场外配资方;行为方式方面,是指脱离证券监管,通过信息系统违规为客户开立虚拟证券账户,借用他人证券账户,出借本人证券账户形式,该行为实质违反了证券法关于证券账户实名制的强制性管理规定;行为后果方面,场外资金“暗自”进入场内交易,违反了证券融资融券的特许经营业务许可,投资者适格原则等规定。

随后,证监会在2015年9月17日《关于继续做好清理整顿违法从事证券业务活动的通知》中指出,信托产品证券账户也被纳入清理范围:一是在证券投资信托委托入份额账户下设立子账户、分账户、虚拟账户的信托产品账户;二是伞形信托不同的子伞委托人(或其关联方)分别实施投资决策,共用同一信托产品证券账户的信托产品账户;三是优先级委托人享受固定收益,劣后级委托人以投资顾问等形式直接执行投资指令的股票市场场外配资。

从上述监管活动看,金融监管对股票场外配资行为的治理逻辑是,在场外配资交易中,由于不存在集中登记或资金独立托管,因此是一种纯粹的合同机制,融资方通过借道配资方设立/出借的账户,绕过证券业务专营、账户实名、投资者适格等监管规定进入证券市场,而配资方通过控制证券账户平仓线等商业安排来达到保障配资者之债权的目的。

对场外配资的态度,金融监管层面始终保持严厉打击的态势,就其原因在此不再赘述,但监管层亦从平稳市场秩序即尊重商事交易自治的原则出发,明确了不能将违法场外配资合同一概解除了之的态度,而是采取将违规账户的资产通过非交易过户、“红冲蓝补”等方式划转至同一投资者的账户,或者取消信息系统外部接入权限并改用合法交易方式等方法处理。

二、司法对场外股票配资行为的审判逻辑

深圳市中级人民法院在2015年11月12日发布了《关于审理场外股票融资合同纠纷案件的裁判指引》(以下简称《裁判指引》)。《裁判

指引》认为场外配资是一种股票质押融资行为,但其并未采取权利质押的常规登记程序。对于如何从法律上界定此种担保安排,《裁判指引》明确引入了“让与担保”的概念,不仅在对“场外股票融资合同”的描述中称“融资方将买入的股票及保证金让与给配资方作为担保”,更进一步明确“场外股票融资合同纠纷的基础法律关系具备以下两种主要法律特征:一是借贷法律关系;二是让与担保法律关系,包括但不限于具有上述实质内容的股票配资合同、借钱炒股合同、委托理财合同、合作经营合同、信托合同等”。〔1〕

从《裁判指引》看,对场外股票配资合同的裁判逻辑是,分割处理场外配资合同效力及合同效果,在尊重金融监管规定的前提下,以违反了金融监管规定、违法从事证券业务、违反证券账户实名制为由,否定场外配资合同的效力,但是同时又充分尊重商事行为主体意思自治,区分不同的交易情形,认可商事行为的效果,并以过错原则来分配损失分担;认为在场外配资交易违法性方面,配资公司相对于融资方来说具有更大的过错。这也是司法审判对违法金融交易中双方当事人过错分配的一贯立场,即金融机构作为信息力、组织力、技术力都具有相对优势,其过错程度较金融投资者(消费者)更重。

最高人民法院在《九民会议纪要》中再次对场外股票配资行为的效力进行解读,进一步明确进入司法程序的相关纠纷的范围。首先,《九民会议纪要》认为融资融券是国家特许经营的证券业务,未经依法批准,任何单位和个人不得非法从事配资业务;进一步明确了这一领域的金融监管秩序规范具有强制力法律规范效果,对于合同效力具有直接影响。其次,《九民会议纪要》限缩了配资行为主体的范围,限定为P2P公司或者私募类配资公司,并未将信托等资管计划列入配资来源。最后,限定了场外股票配资行为的核心要素,即须是配资方通过构建游离于合法交易系统之外的技术系统,利用互联网信息技术,搭建起游离于监管体系之外的融资业务平台,将资金融出方、资金融入方即融资人和券商营业部三方连接起来。配资公司利用计算机软件系统的二级分

〔1〕 参见刘燕:《场外配资纠纷处理的司法进路与突破——兼评深圳中院的〈裁判指引〉》,载《法学》2016年第4期。

仓功能将其自有资金或者以较低成本融入的资金出借给用资人,赚取利息收入的行为属于场外股票配资行为。

关于场外股票配资合同的效力,《九民会议纪要》直接明确了该行为因违反了《证券法》第142条、最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释(一)》第10条的规定而无效。并依据合同无效之路径,一方面,配资方不能依据该无效合同获取约定的利息和费用,也不能请求分享用资人因使用配资所产生的收益的,这实际上是否定了合同约定的收益分配模式;另一方面,《九民会议纪要》又规定,用资人场外配资炒股的损失风险自担原则。除非用资人能够证明配资行为的发生是其意思表示的不真实状态,即配资合同是因配资方招揽、劝诱而订立,方可请求配资方赔偿其全部或者部分损失的。

《九民会议纪要》的上述规定虽依据《合同法》关于合同无效的一般原则但又有特别之处。一方面,对于因配资合同依约履行的行为后果由合同双方自行承担,即“过往不究”,除非已履行部分存在《民法总则》《合同法》中关于民事法律行为无效/可撤销的情况。另一方面,又并非回溯到合同未订立的初始状态,即无须返还原状。对于合同无效后具体损失分担中,通过过错原则来分配损失责任承担。通过综合考虑是否符合投资者适格原则,配资方招揽、劝诱行为的方式、对用资人的实际影响、用资人自身的投资经历、风险判断和承受能力等因素,判决配资方承担与其过错相适应的赔偿责任。

从深圳中院《裁判指引》到最高人民法院《九民会议纪要》,司法审判对于场外股票配资合同采取了更加务实,或者更加贴近我国经济金融市场发展现状的逻辑进路。

首先,缩紧进入司法审判程序的场外配资行为的范围,通过限制配资主体范围,限定通过计算机信息系统实现虚拟账户交易为场外股票配资行为,并对这部分场外配资合同效力直接认定无效。给予市场明确的司法信号,在保证证券交易市场监管秩序的同时,又谨慎适用穿透原则,充分尊重金融产品创新。

其次,充分体察股票交易的不可逆性。一旦合同无效,将返回到合同未订立状态,但在股票交易市场中,实为难以实现。另外,从司法实

践看,场外股票配资合同一般均系合同当事人真实意思表示之结果,或为充分尊重商事行为的意思自治,或为风险自担原则,或为配资方/融资方有意规避监管,扰乱证券市场秩序均具有过错,其不应从过错行为中获利,通过否定合同效力而将风险成本置换等因素考量,也不宜恢复到前合同状态。

三、司法审判应当重视嵌套型场外股票配资行为的效力认定难题

比较而言,司法裁判与金融监管在对场外股票配资行为的规制立场是基本一致的:首先,对于违反证券业务特许经营制度、违反法律的强制性规定的配资行为效力,予以明确否定。其次,充分尊重商事自治,在处罚违法场外股票配资行为的同时,尽量维护市场交易秩序的稳定,但亦不能使交易双方通过合同无效而将其应承担的证券交易风险成本置换为社会治理成本。

同时应当承认,金融监管和司法审判在规范的场外股票配资行为的主体范围上有所差异。首先,金融监管范畴的场外股票配资行为方式除了利用计算机信息系统建立虚拟证券账户之外,还包括出借本人证券账户、借用他人证券账户的行为方式。而在司法审判实践中,一般仅将利用场外信息技术系统建立脱离于场内证券交易监管的配资交易行为定义为违法场外股票配资行为。其次,金融监管在配资来源方面采取了比较宽泛的态度,在清理场外配资证券账户时,将信托计划证券账户等资管计划账户都纳入了清理整顿范围,穿透金融产品/交易的结构,厘清场外配资的资金源头,清理整顿市场。进入司法视野的场外股票配资纠纷,多是以 P2P 借贷、委托理财合同、民间借贷等形式将配资引入证券市场。对于通过信托、资管计划、证券投资基金等金融产品嵌套进行交易配资的纠纷,司法审判则采取较为谨慎的态度,并未认可信托嵌套层级结构中的场外股票配资行为性质。

以某起通过信托计划嵌套型结构化设计进行配资的纠纷案件为例。^[2] 该案中,配资方与用资人双方配合,有意规避监管关于证券业务特许经营、投资者适格、证券账户实名制等规定,并将配资比例临界在监管规范的最高杠杆比例范围内,进行监管套利。^[3] 如果严格按照《九民会议纪要》的规范,该行为难以落入其阐述的场外股票配资行为框架。首先,从主体上看,《九民会议纪要》第 86 条主要针对的是 P2P、民间借贷、私募基金等,本案中的主体为集合资金信托又设立的单一资金信托。其次,从行为方式上看,虽然在本案中劣后级权益人指定投资顾问,进而指定投资证券品种、额度、发出交易指令,但是进行交易的证券账户资金系从信托特定资产银行账户转出,以信托证券专户名义操作,并不存在利用计算机信息系统搭建虚拟的交易系统的证券交易行为。最后,从具体交易手法上看,本案中,依照权益转让合同,劣后级权益人对优先级权益人承诺保本保收益,并依照此价值测算了证券账户警戒线和第一处置线、第二处置线,受托人有权依照上述警戒线处置交

[2] 笔者检索了 S 市三级法院审理的 2016 年至 2018 年有关的场外配资纠纷判决共计 47 件,其中有 2 件案件配资方为通过信托计划嵌套型结构化设计进行配资。

[3] 该案情略述如下:某信托公司系某单一资金信托(以下简称某信托)的受托人。某信托的委托人(受益人)是集某合信托(某信托公司亦是该集合信托的受托人)。该信托持有相应的证券账户与证券资金账户。2017 年,X 某作为 B 类权益人与某信托公司签署《B 类权益转让合同》。该合同约定,X 某支付 1 亿元 B 类权益转让价款(B 类权益初始资金),追加 A 类权益保障金,对正常 A 类权益进行差额补足等约定义务为对价,获得信托特定资产 B 类权益。其中,正常 A 类权益额 = (A 类权益初始资金额 2 亿) × (1 + A 类权益年化收益率 9% × N/12) (N 为 12 个月);正常 B 类权益额 = 特定资产净值 - 正常 A 类权益额。根据《B 类权益转让合同》约定,该证券账户由某信托公司控制,X 某指定投资顾问,指定股票。信托特定资产单位净值设置了预警线、第一、第二处置线,若信托特定资产单位标准净值低于第一、第二处置线,则 X 某有义务追加 A 类权益保障金使得特定资产单位净值不低于警戒线。若 X 某未按时足额追加 A 类权益保障金,则某信托公司有权对信托特定资产项下标的股票连续变现。标的股票全部变现后,X 某有义务对特定资产净值低于正常 A 类权益额的差额部分进行补足,若 X 某未按约补足差额,X 某应以应付未付金额为基数按照每日千分之一的标准支付违约金。后,X 某支付 1 亿元给某信托,某信托特定初始资产由 2 亿元变为 3 亿元,全部投入信托证券账户,用于购买目标股票。随后,触及第二处置线,X 某未按约补足 A 类权益保障金。在全部标的股票变现后的特定资产净值低于正常 A 类权益额。故某信托公司诉请要求 X 某支付差额及违约金。

易证券;虽然交易手法类似场外配资中配资方拥有证券账户控制权、平仓权,但在信托语境下,受托人作为信托计划的管理人,可以按照信托合同管理信托财产(特定资产/资金),管理信托证券账户。

金融监管在对场外股票配资行为进行规范时,可以穿透审查。但从司法审判看,不同结构的金融产品所依据的法律关系请求权基础不同,如果一味在司法审判中适用穿透审查原则,则有可能过度干预金融交易。是否适用、如何适用穿透原则,考量着司法谦抑与能动的边界。随着“资管新规”在2020年落地实施,在打破刚兑、限制嵌套、对金融产品交易进行穿透审查的金融监管趋势下,对于嵌套型场外股票配资行为的司法审判将走向何方,值得深入思考和关注。

(编辑:谢贵春)