

融资融券担保的法律问题探析 及解决思路

周 瑞* 杨佳佳**

摘要:2010年3月融资融券交易在我国正式启动,引发了对担保模式的思考。信托关系、让与担保似乎都不足以构建我国的融资融券担保交易机制,融资融券担保制度由此陷入了法律困境。本文试在现行体制下借鉴境外市场成功经验,探讨我国融资融券担保制度法律困境的解决思路。

关键词:融资融券 法律困境 担保机制

融资融券交易,又称信用交易,是指投资者向具有上海证券交易所或深圳证券交易所会员资格的证券公司提供担保物,借入资金买入上市证券或借入上市证券并卖出的行为。^①融资融券因投资者向证券公司的融资或融券行为而具有一定的财务杠杆性质,在资本市场发挥着价格发现、增强流通、稳定市场等功能。正是基于上述优势,我国于2006

* 上海财经大学法学院2008级法律硕士。

** 上海财经大学法学院2007级法律硕士,现就职于海通证券公司。

① 参见网页http://baike.baidu.com/view/90193.htm?fr=ala0_1,2010年10月2日最后访问。

年6月30日发布《证券公司融资融券业务试点管理办法》(2006年8月1日起施行),2008年4月25日《证券公司监督管理条例》和《证券公司风险处置条例》出台,2008年10月5日证监会宣布启动融资融券试点,2010年3月31日沪深交易所通知融资融券交易试点正式启动,由此拉开了我国融资融券交易的序幕。随着融资融券的逐步展开,人们把目光更多地投向与之相关的法律问题,融资融券担保的法律性质及实践中碰到的法律问题就是其中备受瞩目也是屡遭争议的话题。

当前,学界对融资融券担保的性质之争主要集中在信托法构架下的信托关系和让与担保关系之上。《证券公司融资融券业务试点管理办法》(以下简称《管理办法》)以信托制度为原型构建融资融券的让与担保机制,而实践和理论中这种信托模式的让与担保从法理上却难以自圆其说。本文在对上述担保模式进行分析的基础上揭示信托模式的让与担保在界定融资融券担保性质时的内在缺失以及实务中的操作缺陷,并提出对当前融资融券担保机制的一些管窥之见,以期达到抛砖引玉之效。

一、融资融券中涉及的法律关系

(一) 券商与投资者之间的委托关系

融资融券交易的前提就是券商与投资者之间建立委托关系。投资者委托券商买入或卖出证券,而券商接受委托后严格按照投资者的指令代理其进行交易。

(二) 券商与投资者之间的借贷关系

券商向投资者借出证券或资金供其进行交易,到期投资者归还券商相同金额的证券或资金以及利息,券商是债权人,投资者是债务人,因此,双方形成以一定金钱和证券为标的的借贷关系。券商与投资者之间的借贷关系是证券融资融券交易的基础关系。^②

^② 翟浩:“对融资融券债权担保制度的思考”,载《南通职业大学学报》2008年12月。

(三) 券商与投资者之间的担保关系

正是有了券商与投资者之间的委托和借贷关系,融资融券的担保关系才有了基础,这种非典型性的担保关系也是融资融券中最重要 的法律关系。融资融券交易的担保标的不仅有投资者事先缴纳于券商处 的一定数量的资金或证券,也包括其后续融资所买入的证券或融券卖 出所获得的资金。这些资金或证券担保着券商对投资者债权的实现, 双方当事人之间也得以形成担保关系。

二、融资融券中担保关系的法律性质之感

对于融资融券中担保的法律性质学界多有争议,在实际操作中也 处于模糊状态。信托构架下的让与担保似乎是个“混血儿”,它既拥有 信托的特征,又带有让与担保的“基因”,无论从哪种理论去解释皆具 有合理之处,但也都因与现行相关法律制度和法理有冲突而受到质疑。

(一) 融资融券中担保制度与《信托法》的冲突

1. 证券公司没有从事信托业务的资质

在我国,银行业、保险业、证券业和信托业实行分业经营,根据《信 托法》、《信托投资公司管理条例》和《证券投资基金法》,在我国只有信 托公司和证券投资基金管理公司才具备合法的从事信托业务的资格, 证券公司显然不在此列,如果将融资融券的担保定位于信托,则违反了 上述相关规定。

2. 融资融券行为的成立形式不符合《信托法》规定

从信托关系成立的原因来看,信托可以分为意定信托和法定信托。 意定信托,又称为任意信托,是指依当事人的意思表示而成立的信托。 法定信托是指依法律的规定而成立的信托。^③ 意定信托需要委托人、受托 人、受益人以契约的方式表达信托的意愿。法定信托是与意定信托相对应 的一种信托形式,主要指由司法机关确定当事人之间的信托关系而成立的 信托,也即信托的当事人之间原本并没有成立信托的意思,司法机关为了

^③ 钟瑞栋、陈向聪:《信托法》,厦门大学出版社2004年版,第4页。

当事人的利益,根据实际情况和法律规定,判定当事人之间的关系为信托关系,当事人无论自己的意思如何,都要服从司法机关的判定。^④

我国《信托法》第8条规定:设立信托,应当采取书面形式,书面形式包括信托合同、遗嘱或者法律、行政法规规定的其他书面文件等。采取信托合同形式设立信托的,信托合同签订时,信托成立。采取其他书面形式设立信托的,受托人承诺信托时,信托成立。可见我国只规定了意定信托,并未规定法定信托。而融资融券所说的信托很明显符合法定信托的特点,属于法定信托,这样两个制度就产生了矛盾。

(二) 融资融券与《信托法》立法目的相悖

我国《信托法》的立法精髓就在于保护委托人的利益,^⑤《信托法》第25条规定:受托人应当遵守信托文件的规定,为受益人的最大利益处理信托事务。受托人管理信托财产,必须恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。而依据《管理办法》的规定,“在客户未能按期交足差额或者到期未偿还债务的,证券公司应当立即按照约定处分其担保物。”也就是说,证券公司为了自己的利益,有权处置投资人的担保物,这显然违背了《信托法》保护委托人利益的本意。同时,证券公司与投资人之间的债权债务关系和委托受托关系的重合,券商不可能兼顾自己与投资者的利益,使得投资者的利益无法得到保障。

(三) 融资融券中双方当事人的权利、义务与《信托法》相悖

首先,根据《信托法》,信托财产是委托人将其合法财产转移给受托人并由受托人加以占有、管理的财产,受托人对其享有(名义上)财产权。投资信托中投资者将资金委托给基金管理人运用,同时委托给基金托管人保管,但并不丧失对资金的所有权,只是让与对资金的管理和处分权。^⑥但是根据担保原理,融资融券担保资金和担保证券应该是债务人或第三人的财产,而非债权人提供的财产,否则实现不了担保债权的目的。在信托关系构架下,只要委托人交付了信托财产,受托人(证券公司)即取得了对该信托财产的所有权,然而证券公司也同时担

④ 参见 <http://baike.baidu.com/view/8159.htm>, 2010年10月2日访问。

⑤ 参见李勇:《信托业监管法律问题研究》,中国财政经济出版社2008年版,第47页。

⑥ 文杰:《投资信托法律关系研究》,中国社会科学出版社2006年版,第12页。

当着融资融券的债权人,这样就产生了证券公司以自己的财产担保自己的债权的悖论。

其次,根据《信托法》,受托人证券公司应当积极为委托人管理信托财产,而作为委托人的投资者则是一个消极的信托关系当事人,然而融资融券中却是投资者担负着积极买卖证券、实现信托财产收益。根据《信托法》第25条规定:受托人应当遵守信托文件的规定,为受益人的最大利益处理信托事务。受托人管理信托财产,必须恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。由此可见,投资人是委托人,不能积极地处分担保品,必须由受托人完成这一行为,而在融资融券中,必须由投资人根据市场变化作出买进或卖出的行为,如无法律规定证券公司并不参与投资人的交易行为,也不具有积极管理受托财产的权限,这一点从《信托法》上是无法找到合理解释的。

最后,信托财产最根本的特性在于其独立。信托关系一经成立,信托财产即脱离于信托人、受托人、受益人的自有财产而存在,^⑦也仅受因托事务产生的债权而被追索,自然不受委托人、受托人、及受益人的自身债权人追及。^⑧而《管理办法》第30条规定:司法机关依法对客户信用证券账户或者信用资金账户记载的权益采取财产保全或者强制执行措施的,证券公司应当处分担保物,实现因向客户融资融券所生债权,并协助司法机关执行。也就是说,债权人可以对信托财产实施追索,这就与信托财产的独立性特点互相矛盾了。

由上可知,立法者以效率为导向而引入信托财产时,并没有遵循信托的基本原理,而是采用有选择的“拿来主义”,信托概念的引入和退出是为了维护证券公司的利益采取的临时之举。^⑨在实际运用时仍存在不少值得推敲和商榷之处。

(四) 让与担保在融资融券运用中的理论缺失

1. 让与担保缺乏上位法支持

狭义的让与担保是指基于双方当事人约定,债务人将标的物财产

^⑦ 参见 <http://baike.baidu.com/view/636576.htm>,2010年10月2日访问。

^⑧ 王林:“我国融资融券交易的法律问题研究”,载《中财法律评论》2010年3月版,第117页。

^⑨ 张春兵:“融资融券必需越过信托的河”,载《上海金融报》2006年8月2日。

权转移给债权人,债权人依据双方之间债的关系,享有请求债务人履行债务的权利,在债务人不履行债务时,债权人可以直接就标的物取偿。^⑩我国《民法通则》中有关让与担保的规定尚付阙如,而最新稿的《物权法》又删除了有关让与担保的规定。^⑪目前《物权法》、《担保法》明文规定的担保方式只有抵押、质押、留置、保证、定金五种方式。证监会发布的《管理办法》属于规范性文件,如果说将融资融券担保定位于让与担保的话,明显缺乏上位法的支持,其合法性受到质疑。

2. 让与担保与现行法律法规不相容

《物权法》第226条规定:以基金份额、股权出质,当事人应当订立书面合同。以基金份额、证券登记结算机构登记的股权出质,质权自证券登记结算机构办理出质登记时设立;以其他股权出质,质权自工商行政管理部门办理出质登记时设立。《担保法》第78条规定以依法可以转让的股票出质的,出质人与质权人应当订立书面合同,并向证券登记机构办理出质登记。质押合同自登记之日起生效。股票出质后,不得转让,但经出质人与质权人协商同意的可以转让。由此可见,以依法可以转让的股票出质的,一是出质人和质权人要订立合同,二则除质权人同意外,质权转让是受限的。而融资融券中,为了满足交易快捷性的要求,投资人和证券公司不可能做到对每一笔交易都订立合同的,而且出质人在处分担保物前同质权人协商也不切实际,市值急剧下跌、时间紧迫时,证券公司保护己方利益最有利的方式就是强制平仓,“要求担保人另行补足担保价值在时间上比较紧迫,或者操作上不可行。”^⑫如果承认融资融券中担保关系是让与担保的话,势必与《物权法》及《担保法》冲突起来。

3. 让与担保并非最贴合融资融券的制度

大陆法系中德国、日本和我国台湾地区融资融券虽然在实践中承认让与担保,但并未在成文法中加以规定。学界对此也多有争议,以台

^⑩ 车辉、李敏:《担保法律制度新问题研究》,法律出版社2005年版,第270页。

^⑪ 邱永红:“我国融资融券担保制度的法律困境与解决思路”,载《证券市场报》2007年第3期。

^⑫ 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。

湾地区为例,部分学者认为,融资融券并非建立在让与担保的框架下,而是质押或接近质押,对于担保品的性质,学界区分金钱和证券加以定性。主流观点认为,担保品为金钱的,所有权随占有而转移,形成“消费寄托”关系;^⑬担保品为证券的,则认定为质押关系更为合适。英美法系不同于大陆法系,英国法上的担保机制将投资人认定为衡平法上的所有权人,将证券公司认定为普通法上的所有权人;但美国《统一商法典》改变了传统立场,认为投资人获得证券权,投资人和券商通过设定具有担保利益的契约,建立了类似质押的担保体制。^⑭ 别国的理论和实践给我们以有益参照,对比当前我国学界的争议和实践中的隐忧,让与担保在融资融券中的运用也有其不可回避的缺陷。

三、实务操作中若干问题的缺陷

1. 规定融资融券保证金比例的主体不适格

保证金被称为信用交易的安全阀,^⑮担负着保障证券公司和证券市场安全的重任。主管机关根据市场状况,相应地调整保证金缴纳比例,可以抑制融资融券交易的过度投机,防止证券市场过热。^⑯《管理办法》第27条规定:本办法第24条规定的保证金比例和可充抵保证金的证券的种类、折算率,第26条规定的最低维持担保比例和客户补交差额的期限,由证券交易所规定。也即由证券交易所决定保证金比例和可充抵保证金的证券的种类、折算率。从各国的实践来看,保证金比例的规定者大多为执行宏观经济调控的中央一级机构,如美国的融资融券保证金比例由美联储理事会制定、调整;中国台湾地区融资融券保证金比例由“行

^⑬ 富琪:“台湾地区融资融券担保品的法律性质分析”,载《金融法苑》总第77辑。

^⑭ 廖焕国:“论我国融资融券交易担保机制的法律构造”,载《法律科学》2009年第5期。

^⑮ 孙曙伟、黄宗福:“完善我国证券信用交易保证金体系的政策建议”,载《中国金融》2006年第8期。

^⑯ 何春燕:“证券公司融资融券业务债权担保的法律分析”,载《证券市场导报》2008年9月号。

政院金融监督管理委员会”经“中央银行”同意后制定；日本融资融券保证金比例由大藏省制定。由上述中央一级机构调整保证金比例有利于整体货币政策的制定和宏观经济的调控，也利于控制有效信用资金进入证券市场的规模，这是由证券交易所制定保证金比例所无法达到的。

2. 保证金中现金比例强制性规定的缺失

现金比例是指融资融券保证金账户中作为担保的现金的最低比例。《管理办法》第24条规定：证券公司向客户融资、融券，应当向客户收取一定比例的保证金。保证金可以证券冲抵。该条款并没有规定强制性现金比例，使得投资者有可能以较高的证券折算率冲抵担保，最终有可能导致证券公司的强制平仓。因为仅以证券为保证金，证券会受股市行情涨落的影响，根本无法有效地保证交易安全和市场稳定，极大地增加了融资融券交易的风险。^⑰《管理办法》中该条的弹性规定拉高融资融券的风险，对证券公司和证券市场都是潜在威胁，最终可能损害到投资者的利益。

3. 强制平仓中涉及的侵权问题

《管理办法》第26条第2款规定：投资者未能按时交足差额或者到期未偿还债务的，证券公司应当立即按照约定处分其担保物。该行为被定义为“强制平仓”，但是“强制平仓”究竟有没有对投资者构成侵权呢？对此，有学者认为这种强制平仓行为有法律依据，是证券公司为了紧急避险而采取的必要措施，强制平仓不但避免了证券公司自身的风险，而且避免了投资者损失的扩大，保护了投资者的权利和证券市场的稳定，因而这种行为不构成对投资人的侵权。^⑱但是就笔者看来这一观点值得推敲，从该条款来看，投资者没能按时交足差额或者到期没偿还债务的，证券公司应当是按照双方的约定处分其担保物，这并不意味着一定是依靠强制平仓才可以解决，这其中存在阐述和逻辑上的漏洞；从法理上说，证券公司对投资者的债权得不到保障时，证券公司应当寻求公力救济而不应当强行抛售投资者股票，即使迫于情况危急无法得

^⑰ 胡华军、柴艳：“我国融资融券中的法律问题探析”，载《河北法学》2009年6月。

^⑱ 李永飞、杨晓莹：“融资融券交易中的担保和强制平仓权问题”，载《中国证券》2006年第3期。

到救助,证券公司也只能采取自助方式的私力救济,然后及时请求公力救济,否则即构成侵权;从融资融券交易操作上看,“紧急避险”也是说不通的,股票市场波动无常,强制平仓前的股票存在升值和贬值两种可能,仅从主观上判断投资者的亏损或盈利,继而强制平仓,反倒可能让投资者错失抄底翻身的机会。^⑩

四、我国融资融券担保法律制度之完善思路

如上所述,我国融资融券制度同当前诸多法律制度仍不能完全“兼容”,实践中也多有规定模糊或缺失之处,这对于整个融资融券市场来说是相当危险的,随着融资融券业务如火如荼地展开,势必会出现各种这样或那样的问题,对此,笔者认为,应当结合上述分析,有针对性地提出完善的建议和解决的办法。

(一) 融资融券与现行信托法律制度相协调之设想

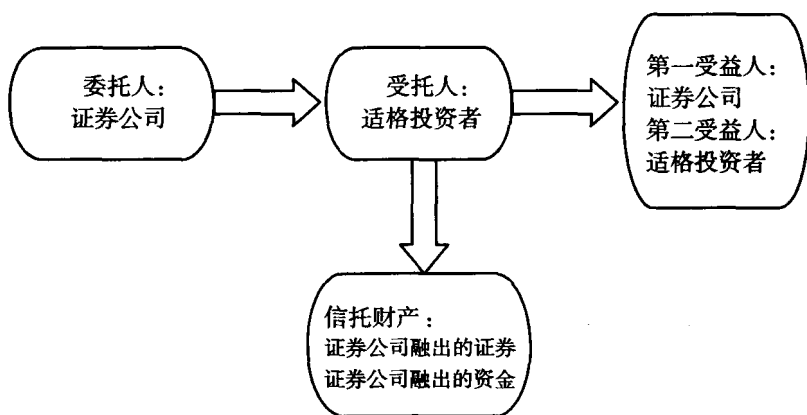
《管理办法》立法原意是以信托制度为原型构建融资融券的让与担保机制。立法者将信托制度引入融资融券业务的原因是其意识到质押不能满足融资融券交易的需要,转而寄希望于通过信托制度来解决这一难题。信托财产的独立性可以提高证券的利用效率,加快证券在市场上的流动。此外,证券独立第三方存管也切断了证券公司对投资者资金或证券的非法利用。但是,根据我国《证券法》第6条规定:证券业和银行业、信托业、保险业实行分业经营、分业管理,证券公司与银行、信托、保险业务机构分别设立。我国《信托投资公司管理办法》第12条的第2款也规定:未经中国人民银行批准,任何单位和个人不得经营信托业务,任何经营单位不得在其名称中使用信托投资字样。由上述法律文件可知证券公司并不具备信托机构的资质,不能作为信托受托人来从事信托业务,且融资融券行为本身所具有的法定信托的特点以及双方当事人的权利、义务与《信托法》的相悖都使得的《管理办

^⑩ 王某诉龙华路证券营业部强制平仓纠纷案评析,参见 http://www.law-lib.com/lw/lw_view.asp?no=3517&page=3,2010年10月2日访问。

法》第14条第1款的存在失去必要,②笔者认为该款的删去可为融资融券担保行为的具体运作提供更为灵活地空间,同时《信托法》中应当及时增加法定信托条款,使融资融券有法可依。

《管理办法》第14条第1款中明确规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。而在该办法其他多处却又将上述“信托财产”以“担保物”称之。融资融券担保和信托的所有权基础不同,财产的用途、目的也不尽相同,当前的有关法律法规将两者糅合,从矛盾的立法用语上反映出法律系统内部规定发生了混乱,因而有必要对现有的相关规定进行改造或重新解释。

当前融资融券委托人为投资者,受托人为证券公司,并由投资者享有信托收益、由证券公司享有担保权益的模式可以稍作修改,形成一种以证券公司为委托人,并由适格投资者担任受托人积极管理信托财产,最终由证券公司享有第一顺序的信托收益,由适格投资者享有第二顺序的报酬的新模式:



由上图可知,这种模式下,适格投资者得以积极管理信托财产,并将所得收益优先偿还证券公司所融出的证券或资金,此模式不但解决

② 《证券公司融资融券业务试点管理办法》第14条第1款: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。

了证券公司在信托法构架下作为受托人必须积极管理信托财产、实现信托财产收益的问题,也使得证券公司作为融资融券当事人的权益得到了保证,避开了与担保法悖理之处。

我国《信托法》第24条规定:“受托人应当是具有完全民事行为能力的自然人、法人。法律、行政法规对受托人的条件另有规定的,从其规定。”然而,实践中信托受托人大多为机构、法人,个人作为商事信托受托人较少,且作为融资融券受托人的自然人所应当具备的专业能力、财产情况以及成为受托人的产生方式等一系列规定在信托法中尚不明确,因而实践操作和规范尚有困难,至少短期内不具可行性。

(二) 融资融券关于让与担保的构想

相较于我国融资融券业的刚刚起步,国外的理论、实践已有诸多先例。让与担保是德国、日本以及我国台湾地区司法实践中承认的一种非典型担保方式。让与担保有着传统担保不可比拟的优点:一是担保品不转移占有,债务人可以继续占有和使用担保品,故可以在融通资金的同时充分发挥担保物的效用;二是操作简便,不存在登记、转移占有等环节,隐密性强。这些特点应用于融资融券交易,既可以很方便地实现“客户继续动用担保品进行证券交易+证券公司获得担保”的双重目的,又克服了传统担保法的程式束缚。^④然而不少学者认为,让与担保并非最契合融资融券的制度,国外的让与担保的对象多为有形动产或集合财产,而按照我国《民法》、《担保法》原理,以股票出质的,出质人与质权人应当订立书面合同,并向证券登记机构办理出质登记,质押合同自登记之日起生效,这就与让与担保下不转移占有、仅以合同方式让与权利的做法之间产生了冲突。

从国外实践看,让与担保在融资融券中担任的角色并非举足轻重。在被我国学者所广为引用以例证台湾地区司法中对融资融券采用“让与担保说”说的两个经典案例:台证综合证券股份有限公司融资融券金钱担保纠纷案和元大证券股份有限公司融资融券证券担保纠纷案的处理上,台湾地区“最高法院”实际上并不愿将此类融资融券担保品的

^④ 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。

纠纷卷入“让与担保”的争议中去。台湾地区学界主流观点认为,融资融券业务下证券担保的运作方式类似于权利质押,而非让与担保。^②作为融资担保的证券置于投资者名下,投资者可直接针对发行人主张其证券权益,且担保品是以投资者名义记于股东最终名册中。至于以资金作为担保,则完全可以来自“货币所有权依占有而转移”之民法原理,或者动产质权之特例——金钱质的规则来解释。在日本,证券金融公司向证券公司提供转融通所收取的担保品,以过户的形式在证券存管公司开立的证券账户,但此“过户”行为并不等同于让与所有权。证券权益仍由原出质人行使,适用质押原理。德国《有价证券保管法》规定,在原出质范围内提供融资的保管人可以在寄托人的证券上设质也可以转融通,该法律规定了证券质押的方式,而让与担保并不适用于证券保管与信用交易。

由上述域外的理论和实践以及当前我国融资融券交易所面临的困境看出,纠结于某个理论并不能很好地解决问题,既然让与担保是一种随商业实践应运而生的非典型、特殊的担保关系,那么对于融资融券中出现的特殊问题就应当结合法律法规、融资融券合同,甚至让与担保的模式等去解决,只要不违反公序良俗和法律的强制性规定,灵活高效地解决问题才是最应得到关注的。

(三) 保证金规定及强制平仓之缺失检讨

保证金制度是融资融券交易中的稳压器,它起到稳定交易市场、维护市场健康发展的作用。各国都采用了保证金监管作为信用交易监管工具和手段。保证金制度涉及的保证金比例包括初始保证金比例和维持保证金比例等,最核心的是维持保证金比例。各国对保证金制度的规定不尽相同,比较有代表性的是美国和日本。

自1934年以来,美联储对保证金进行过22次调整,最近一次是于1974年1月3日将初始保证金比例定为50%,同时纽交所条例431和纳斯达克条例2520同时明确规定:(1)投资者信用交易账户的净值最

^② 关于台湾地区融资融券业务的考察报告,中国证券业协会网站,参见http://www.sac.net.cn/newcn/home/info_detail.jsp?info_id=1184917706100&info_type=CMS.STD&cate_id=81183686376100,2010年10月2日访问。

低不少于 2000 美元;(2)买空账户维持保证金要求为所有买入股票市值的 25%;(3)对于卖空账户,若股票卖出价格小于 5 美元,则维持保证金要求为每股 2.5 美元或者卖空股票市值的 100%(以孰大为准);若股票卖出价格等于或大于 5 美元,则维持保证金要求为每股 5 美元或者卖空股票市值的 30%(以孰大为准)^②如果投资者账户中的目标股票在市场运行的过程中降到了以上维持的要求之下,证券公司将向投资者发出补仓的要求。如果投资者无法在规定的时间内完成补仓行为,则证券公司有权利卖出投资者的股票以补充必须维持的保证金标准。此外,证券公司有权制定自己的初始融资融券比例和账户维持比例,但是只能高于美联储、纽交所和纳斯达克所定的标准。^③

日本大藏省从 1970 年到 1980 年间对保证金维持比例一共调整过 37 次,1991 年以后稳定在 30%,至今未再变动。与美国保证金制度不同的是,日本在融资融券的风险控制中规定了“现金比例”,是指客户信用账户中用做担保的现金必须达到的最低比例。资本市场变动迅速,用做担保的证券价值浮动不定,以一定现金用作担保,大大加强了担保的稳定性,保证了担保价值。

对比上述两个融资融券发展比较成熟的国家,我国的融资融券保证金制度在制定主体上不同于美国联邦储备委员会、日本大藏省那种中央一级机构,而是由国内两大证券交易所制定的,缺少更为宏观、整体的调整和应有的刚性,是一套没有中央权威的“软法”。^④

在制定的具体内容上,我国的融资融券保证金制度也显得较为粗疏。以《上海证券交易所融资融券交易试点实施细则》为例,第 34 条

^② 参见 http://international.westlaw.com/result/default.wl?rltdb=CLID_DB8994442521410&srch=TRUE&db=NYSE-RULES&sv=Split&service=Search&eq=search&fmqv=s&method=TNC&action=Search&query=MARGIN+REQUIREMENT+50%25&mt=126&fn=_top&origin=Search&vr=2.0&rlt=CLID_QRYRLT71269523121410&rp=%2fsearch%2fdefault.wl&ifm=NotSet&sp=SH+U+of+F&rs=WLIN10.08,2010 年 10 月 2 日访问。

^③ 詹浩勇、冯金丽:“融资融券业务运作方式的国际比较”,载《浙江金融》2007 年 3 月。

^④ 芝加哥大学法学院教授埃里克·A.波斯纳(Eric Posner)认为,“软法(soft law)指的是一套没有中央的权威加以创设、解释和执行的规则。”

和第35条分别规定,投资者融资买入证券时,融资保证金比例不得低于50%;投资者融券卖出时,融券保证金比例不得低于50%,第39条规定:客户维持担保比例不得低于130%。可以看到,上述规则跟纽交所条例431比较起来缺乏根据交易金额而分层分段的规定,同日本融资融券保证金制度相比又缺少关于强制性现金比例的规定,不利于整个融资融券市场的健康和稳定,关于保证金比例的规定应当进行细化。

融资融券业务中还涉及一个重要的问题,也是各方争论的焦点——强制平仓的侵权问题。《管理办法》第26条第2款规定:投资者没能按时交足差额或者到期没偿还债务的,证券公司应当立即按照约定处分其担保物。《上海证券交易所融资融券交易试点实施细则》第20条规定:投资者未能按期交足担保物或者到期未偿还融资融券债务的,会员应当根据约定采取强制平仓措施,处分客户担保物,不足部分可以向客户追索。“强制平仓行为”看似有了法律依据,实则值得推敲之处颇多。首先,对比上述两条规定不难发现《上海证券交易所融资融券交易试点实施细则》第20条的规定已经将《管理办法》第26条第2款规定的“证券公司应当立即按照约定处分其担保物”的行为解释为“采取强制平仓措施”,这明显是狭义化了这种“处分”行为。其次,既然证券公司和投资者之间还存在债权债务关系,那么,在债务返还请求权无法实现时,首先应采取的是公力救济而非私力救济,即使处于情况紧急之下,一时无法获得公力救济,券商在采取自助行为后仍然要寻求公力救济,否则就构成了对投资者的侵权。

鉴于上述理由,笔者以为在投资者保证金维持担保比例达到或低于平仓线时证券公司不可直接强制平仓,可在此程序之前增加规定期限内可供投资者选择的其他补救措施,如第三人提供担保或由证券公司代位执行投资人到期的其他债权以冲抵维持担保比例的保证金等措施,若规定期限内以上措施皆无法维持投资者保证金维持担保比例的,再由证券公司作为债权人寻求公力救济。

五、结语

我国融资融券业务的开展经历了一波三折,其法律性质和实践操作中的种种问题对传统民商法提出了新的问题,对国外先进理论的移植和成熟实践的复制也带来了很多的争议。融资融券中的担保关系与信托关系在某个点上形成交叉,这对传统的担保公示提出了挑战,也突破了原有信托关系中某些固有限制。本文分析了让与担保和信托关系在融资融券中不协调、不贴合之处,探讨了当前融资融券实际操作中的缺失,并在此基础上提出了一种以证券公司为委托人,并由适格投资者担任受托人积极管理信托财产,最终由证券公司享有第一顺序的信托收益,由投资者享有第二顺序的报酬的新的融资融券关系模式,以规避传统担保和信托关系在融资融券业务中的冲突。同时针对融资融券中遇到的保证金问题和强制平仓侵权问题提出了一些可行的对策。

笔者认为,对于一种制度的创新首先不应一味专注于从传统理论中寻求其存在的合理性和理论指导,更不应局限于“让与担保”、“信托”等框架去思考,而应关注于问题的解决,从国外先进成熟的理论和实践中获得启迪,合理安排具体交易流程的制度程序,这对于一个发展、创新的资本市场来说尤为重要。应该说,我国目前的法律体系和相关制度是可以基本满足融资融券业务发展的现实需要的,但是如何消除制度创新中功能导向的弊病、防范可能忽视的危机,仍然需要在不断丰富的实践和现有的法制土壤中寻求突破。