

证券交易场外配资清理整顿活动之反思

● 缪因知 *

【内容摘要】 场外配资杠杆率高、进入门槛低易助长不必要的投机,造成金融系统性风险,应接受监管和限制。2015年6月开始,证监会通过证券账户实名制要求和证券公司外部信息系统接入管理对场外配资进行了规制。前者确有必要,而后者更宜接受透明化监管,而非简单禁止。以“违法证券业务活动”为名展开的处罚法律依据不足。在场外配资整顿升级后,伞形信托和本被银监会认可的结构化信托也被清理,而相关信托产品转接入券商自营系统后,风险控制力度可能反而被削弱。证券经营机构和信托公司争夺私募基金资产管理业务之大背景可能会对此轮配资整顿和日后的行业发展产生影响。

【关键词】 场外配资 伞形信托 结构化信托 信息系统外部接入 违法证券业务活动

证券交易中过高的融配资比例被广泛认为是2015年6月15日起我国“股灾”的重要肇因。融配资扩张了资金对证券的需求,催生了价格泡沫。据称股灾前沪深场外配资金额占流通市值的比例已接近1929年美国股市崩盘前夕的10%的水平,美林美银较为激进的数据显示,通过保证金融资、股权质押贷款、伞形信托、股票收益互换、结构化公募基金、P2P、线下配资等7种通道进入A股的资金超过3.7万亿元,即便只按1倍杠杆率,配资资金存量也至少在7.5万亿元,超过A股市值的10%,流通市值的30%。^[1]2015年6月12日中国证监会宣布开始清查场外配资,直接带动了6月15日周一配资客户的大幅抛盘,由此形成了股市拐点,并造成了恶性循环:股价下跌,融配资客户的证券资产触及警戒线和平仓线,而需依靠抛售股票来维持担保比例,致股价再度下跌。因无法实现安全担保比例而被强行平仓的客户的配资比例从1:10一路下行。这一雪崩式图景令场外配资的合法性及其监管路径成为了证券法研究必须正视的话题。^[2]尽管证监会在2015年11月6日的新闻发布会上宣布证券公司已基本完成了相关清理工作,^[3]但学界对证监会自2015年6月以来的场外配资清理整顿尚无系统性反思,本文拟尝试填补该空白。

* 作者单位:中央财经大学法学院。本文受国家社科基金重大项目(14ZDC019)、北京社科基金(14FXC035)及中央财经大学121博士基金的资助。

[1] 参见张力、陈星光:《股市的场外配资:发展历程、风险机制和对策》, <http://www.yicai.com/news/2015/08/4671226.html>, 2015年11月5日最后访问。

[2] 笔者检索“中国知网”,尚未发现关于“配资”的法学文献。

[3] 证监会称共清理了5754个场外配资账户,其中12%的账户采用销户方式清理,其他账户均采用合法合规方式承接,同时又指出“场外配资活动出现了变换花样与手法的情形,如利用一人多户、线上转线下、借道私募基金专户等方式”,隐蔽性和欺骗性增强。参见 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201511/t20151106_286093.html, 2015年11月15日最后访问。

一、场外配资的监管必要性:源于市场外部性,而非商事交易关系本身

作为一种商事交易,除了不可预测的市场因素外,配资双方对其收益和前景是可以合理自我预见的,谈不上不公平。对资金配入方而言,杠杆率、警戒线、平仓线是预先确定的,损失风险和获利机会基本平衡。最初,由于我国场内融资交易尚未展开,场外配资在一定程度上满足了私募投资基金等市场新兴力量的需求,但在2010年我国推出场内融资融券业务后,场外配资的违规性增强、正当性减弱。

从理论上说,证监会作为法定的证券市场监督管理者,是社会公共利益的承载者,其对融资业务规模、杠杆率的程度把握,反映了对金融创新和市场安全之间平衡度的合理把握,^[4]而场外配资的野蛮生长,则颠覆了这一平衡。从行业培育角度上看,场外配资多少构成了对场内融资的不正当竞争。配资的技术含量并不高,资金配出方只要有及时盯盘和达到平仓线后控制账户卖出股票的普通人力和软件配置,就基本上能收回本金、不致亏损。

在存在场内融资的前提下,场外配资业务并非不可或缺,也未必算是一种金融创新,其快速成长还可能带来如下问题。

1. 场外配资降低了高风险杠杆交易的进入门槛。我国股市发展还不成熟,散户比重高,投资者盲目性和投机性强。^[5]如场内融资以50万元资金起步,但场外配资特别是利用HOMS(恒生订单管理系统)等对伞形信托的子伞进行再分仓的,进入门槛可以低至1万元。2010年证监会《关于加强证券经纪业务管理的规定》第三点规定了证券公司应当充分了解客户情况,建立健全客户适当性管理制度,对客户进行初次风险承受能力评估,以后至少每两年根据客户证券投资情况等进行一次后续评估,并对客户进行分类管理。而这些要求对HOMS使用者而言显然做不到,导致大量投机性更强、风险承受力更低、不具备交易适当性的玩家进入,影响了市场安全。

2. 场外配资交易范围受限小,资金可被用于集中炒作股票(包括垃圾股),易生价格异动。沪深《证券交易所融资融券交易实施细则》对可融资融券(简称两融)的股票和交易所交易型开放式指数基金(ETF)的条件有硬性规定,证券公司可对两融标的有所取舍。沪深两市合计可以开展两融的股票占有所有股票的比例不足1/3。而场外配资商对此几无限制,ST板块股票、封闭式基金、债券等均可成为投资标的。2010年银监会《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》第九点规定了单只股票投资额与信托产品资产净值的比例(单票比例)以20%为上限,但由于监管者不能穿透伞形信托的内部结构,实际上只能要求同一主信托账户下所有子伞持单票比不超过20%,单个子伞持单票比不受限制。而HOMS等系统下的操作连此等比例控制都没有,加剧了价格异常变动的风险。

3. 场外配资杠杆率不受管制,易增强市场的起伏。场内融资杠杆较低,而场外配资杠杆却不受限制,过高的杠杆会由于资金供应量激增而扭曲市场信号,增强市场波动,却未必能因此更有效地发现股票的真实价格,而且高杠杆配资者抗跌能力极低,小幅价格波动即会导致爆仓,在市场整体下行时,其爆仓会引发骨牌效应。我国股市实行跌停板制度,当配资者账户逼近平仓线或基金遇到大额赎回请求时,会因流动性危机而抛售本来仍值得持有的股票,导致股票好坏失去差别。当市场急剧下行、强行平仓也不足以有效地收回本金时,就会危及融配资优先级资金提供方(包括银行)的安全,引发金融系统性风险。^[6]

[4] 从金融学的角度可以检讨证监会是否过于保守而阻碍了融资业务的发展,但从法律学的角度应当承认证监会确定融资业务规模的正当性。类似的讨论可参见缪因知:《论利率法定与存款合同意思自治的冲突》,《中外法学》2014年第3期。

[5] 2014年底我国持有A股流通市值在10万以下的账户(包括自然人和机构)占总账户比例为72.75%(参见《中国证券登记结算统计年鉴(2014)》,第28页, <http://www.doc88.com/p-6002154723742.html>, 2015年2月24日访问),且散户持有的市值和在交易额中的比重均高于机构投资者(参见邓海清、陈曦:《数据说话:散户确实是A股的主角!》, <http://opinion.caixin.com/2015-07-15/100829029.html>, 2015年8月15日最后访问)。

[6] 参见[美]斯蒂文·L·施瓦茨:《金融系统性风险》,载北大金融法中心编:《金融法苑》第86辑,沈晖、缪因知译,中国金融出版社2013年版,第192页。

4. 场外交易不遵循场内监管规则,违反账户实名制,造成信息不透明。我国证券市场重建后,一直凭借全面电子化实现看穿式监管,但多层级的账户结构导致投资者可以不经证券登记结算系统开户。^[7]证监会《关于加强证券经纪业务管理的规定》第六点规定“证券公司应当统一建立、管理证券经纪业务客户账户管理、客户资金存管、代理交易、代理清算交收、证券托管、交易风险监控等信息系统”,“不得向证券营业部授予虚增虚减客户资金、证券及账户,客户间资金及证券转移,修改清算数据的系统权限”。非实名的分账户^[8]下达交易指令时,外观上等同于主账户在发出指令,故实质上等同于违法出借证券账户。

分仓式资产管理系统内层级繁多,但不与外部证券登记结算机构联网,也不留下交易记录。在运用这些账户从事操纵市场、内幕交易时,一般很难被察觉。例如,在2015年12月上海浦东新区法院开庭审理的宋某诉上海赏利投资有限公司案、田某诉福溪(上海)资产管理有限公司案中,场外配资双方对HOMS自动进行平仓时是否符合约定的平仓条件产生争议,但因配资公司提供的只是HOMS下的一个分账户,致双方都无法给出当时的账户资金数据。^[9]当投资者同时使用不同的非实名分仓系统时,还可汇总持有一家上市公司5%以上甚至控制性的股份而无需进行信息披露。

此外,配资分账户也未必能实现资金的真正到位和账户之间的间隔,账户资金不实现第三方存管,配资商可以内部贯通的大资金池来提供资金服务,导致分账户未实际动用的资金被重复利用,放大杠杆率,同时又不采取计提准备金等风控措施。在危机出现时就会存在上级账户持有人卖出分账户名下的证券、携款跑路的风险。

5. 场外配资的资金吸纳和供给不受限制,与场内融资形成不公平竞争。场内融资服务的资金规模受法定限制,依《证券公司融资融券业务管理办法》第20条之规定:“证券公司融资融券的金额不得超过其净资本的4倍。证券公司向单一客户或者单一证券的融资、融券的金额占其净资本的比例等风险控制指标,应当符合证监会和证券交易所的规定。”而场外配资的资金规模却无此限制,且配资利息支付方式也更多元化,如可事前和事后一次性支付,造成内外融资竞争环境的不平等。

综上,从维护市场整体安全性而非配资客户个体权益的角度看,对场外配资有必要予以监管,若不能纳入与场内融资的一体监管,则暂时予以禁止也具有合理性。但作为一名法学研究者,笔者不拟代替金融研究者对配资监管的实体尺度问题进行评论,如合适的杠杆率、融配资商的资本要求、采用集中还是分散的证券交易信用模式,这些应当结合特定市场、特定阶段的金融成熟度和稳健度来进行综合判定,并非单纯的法律问题。

二、“股灾”后证监会对场外配资的清理整顿路径

为便于阅读,下文从外部信息系统接入管理和账户实名制要求两个角度梳理证监会对场外配资的清理整顿措施,尽管这两个方面的事项实际上是结合在一起的。

(一)外部信息系统接入管理

外部接入信息系统是指在证券公司内部网络以外建设运营,使用互联网、专线等通信手段接入证券公司信息系统进行证券交易操作的客户端和其他信息系统。这不仅包括较复杂的资产管理系统,而且包括单账户登录的证券交易软件,但不包含证券公司各自的单账户网上交易软件。

2015年3月13日中国证券业协会修订发布了《证券公司网上证券信息系统技术指引》,其第54条规定“证券公司不得向第三方运营的客户端提供网上证券服务端与证券交易相关的接口。证券交易指

[7] 《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。”该条的“名义持有人”需专门认定,目前只包括香港中央结算(代理人)有限公司(H股总体持有人)、QFII等。

[8] 由于分账户并不对外独立显示,不具有独立民事责任承担能力,故比照子公司、分公司的提法,似乎更适宜被称为分账户。

[9] 参见高改芳:《上海首例场外配资案开庭“强平”引发的纠纷》,载《上海证券报》2015年12月10日。

令必须在证券公司自主控制的系统内全程处理”。由于这一条规定的字面含义过于广泛,使得各类第三方交易软件(如恒生、铭创、同花顺)据之皆可瞬间死亡,故实际上未曾执行过。4月16日证监会时任主席助理张育军强调证券公司不得以任何形式参与场外配资、伞形信托等活动,不得为之提供数据端口等服务或便利。^[10]5月22日证监会内部通知要求券商全面自查自纠场外配资相关业务。6月12日起证监会连续两日重申禁止证券公司为场外配资活动提供便利。在时间点上引发“股灾”的一个由头即是证监会该日发布的《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》(证监办发[2015]35号,以下简称“35号文”)。根据证监会在新闻发布会上的自我总结,其要求证券公司全面自查梳理信息系统外部接入及业务开展情况,排查信息技术风险和业务合规风险;中国证券业协会制定接入规范标准,对证券公司评估认证;督促证券公司充分评估现有信息系统的支撑能力,定期开展压力测试。据此,此事被上升到“信息安全”和“非法证券活动”的高度。^[11]

6月12日中国证券业协会根据通知发布了《证券公司外部接入信息系统评估认证规范》(以下简称《认证规范》),该规范有两三千字,并使用了复杂的文句,意在禁止同花顺、恒生这样的非证券公司、非客户运行管理的第三方客户端独立与证券公司信息系统连接。这虽然打着信息安全的旗号,但效果却存疑。因为第三方信息技术服务公司固然会有良莠不齐的问题,但经过多年的发展,不少公司的规模与实力已相当强大,故通过证券业协会的认证评估,允许它们直接接入信息系统,并无不可或不妥。规定交易只能通过证券公司或客户管理的客户端接入,则实际上只会令他们加强系统的外包,最终之结果还是在市场中具有竞争优势的专业信息技术服务公司在负责维护与运营。况且大客户以自有交易软件接入券商系统,是行业发展和市场竞争的客观需求。《认证规范》第六点亦允许客户自行开发或通过第三方购置租用客户端,并通过专线、互联网VPN等专用通讯通道接入证券公司,该客户端可由客户自行运行管理或授权证券公司确定的第三方运行管理。从规制配资的角度看,这就意味着相对独立于券商系统而展开场外配资在技术上还是可行的,归根结底这还是一个如何规制交易各方主体的问题,而非软硬件设备如何配置的问题。

7月中上旬“股灾”初歇后,杭州恒生网络技术服务有限公司(下称恒生)、上海铭创软件技术有限公司(下称铭创)、浙江核新同花顺网络信息股份公司(下称同花顺)三大资管系统服务商渐次关闭了账户开立功能、关闭了零资产账户功能、停止了客户对账户的增资功能,导致客户由于不能追加保证金而需要自行逐步清仓避险。到了8月分仓式系统已经基本不能接入券商系统,至9月下旬,普通的单用户证券交易下单软件如同花顺、万得、网易财经也被券商禁止接入。9月2日证监会宣布拟对这3家公司涉嫌非法经营证券业务案予以处罚。3家公司被指开发具有开立证券交易子账户、接受交易委托、查询交易信息、进行证券和资金交易结算清算等多种证券业务属性功能的系统,使得投资者不实名开户即可交易;3家公司明知客户的经营方式,而仍向不具有经营证券业务资质的客户销售系统、提供相关服务,严重扰乱了市场秩序,有违《证券法》第122条规定的未经批准不得经营证券业务的禁令,故对它们没收所谓违法所得并处三倍罚款,总金额达到数亿元。^[12]

其实这3家公司涉嫌违法的事项更主要的应该是通过账户内部分拆而实现的账户出借,违反实名制的法律责任较不明确,所以监管机构似乎是在往法律责任较重的非法经营证券业务上强凑。外部软件的下单服务实际上是对券商经纪流程的延伸而非替代,说信息技术服务商只能向具有经营证券业务资质的客户销售系统,尚缺乏法律依据。在计算违法所得时也不宜把销售和维护服务收入都计入。

[10] 参见《中国证监会通报证券公司融资融券业务开展情况》, http://www.csrc.gov.cn/pub/tianjin/xxfw/scyw/201504/20150422_275381.htm, 2015年11月5日最后访问。

[11] 参见 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201506/t20150612_278957.html, 2015年11月5日最后访问。

[12] 参见《证监会拟对恒生公司、铭创公司、同花顺公司非法经营证券业务案作出行政处罚》, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201509/t20150902_283593.html, 2015年11月5日最后访问。

9月11日证监会宣布拟对浙商期货公司进行处罚,理由是其未通过简单系统安全性测试便将HOMS接入到交易系统中,并为部分客户申请开通HOMS以便分仓操作。证监会明确指出浙商期货知晓HOMS的分账功能,但未对其可能的不良后果进行风险提示、未对软件的接入和上线进行风险把控。^[13]由于《期货交易管理条例》第67条明确规定了“交易软件、结算软件不符合期货公司审慎经营和风险管理要求的法律责任”,故依此处罚期货公司显得更为理直气壮,引用的法律依据也能精确到条,不像同日处罚其他四家证券公司时,证监会主要以客户账户管理方面的笼统规定为处罚依据。

11月初,证监会下发了《证券期货经营机构信息系统外部接入管理暂行规定》(征求意见稿),基本延续了之前的监管思路。

(二) 账户实名制、单一制要求

我国《证券法》第166条规定了账户实名制,第80条则“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”,并在第208条对利用他人账户规定了罚则。换言之,《证券法》并未禁止自然人借用或出借证券账户,对法人出借账户也没有罚则。不过《证券登记结算管理办法》(2006年颁布,2009年修订)第22条规定“投资者不得将本人的证券账户提供给他人使用”,没有区分法人和自然人,亦无罚则。

2015年7月12日证监会发布《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》(证监会公告[2015]19号,以下简称“19号文”),要求严格落实账户实名制,开户时证券公司要对客户身份真实性进行审查,保证同一客户的资金账户和证券账户一致。任何机构和个人不得出借和借用证券账户。强化对特殊机构账户开立和使用情况的检查,严禁借助信息系统下设立子账户、分账户和虚拟账户,但通过外部接入信息系统买卖证券,本身未被视为违法,只是要求证券公司严格审查客户身份的真实性、交易账户及操作的合规性,如无违法行为,“35号文”发布前的存量账户可以持续运行,逐步规范,但不得新增客户、账户和资产。7月14日中国证券登记结算有限公司(以下简称中证登)《关于贯彻落实〈关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见〉有关事项的通知》把账户实名制检查的内容分为了四项:一是存量账户是否下设立子账户、分账户和虚拟账户;二是是否存在借用证券账户;三是是否开户后相关证券投资产品未依法成立,而证券账户在使用;四是其他情况。7月17日中证登修订了《特殊机构及产品证券账户业务指南》,不再区分法人与自然人账户。

9月11日证监会宣布拟对四家证券公司“未按规定审查、了解客户真实身份的行为”予以处罚,具体违法违规情节包括对外部接入的第三方交易终端软件未进行认证许可,未对外部系统接入实施有效管理,对相关客户身份缺乏了解,未采集客户交易终端信息并确保其真实、准确、完整、一致、可读,未采取可靠措施采集、记录与客户身份识别有关的信息、未实施有效的了解客户身份的回访、检查等程序。处罚的依据是《证券公司监督管理条例》第28条(证券公司开户时应对客户身份真实性进行审查)、第84条(未按照规定程序了解客户的身份),但没收违法所得的计算依据并未说明。^[14]涉案金额较大的海通证券被认定的违法所得高达近2900万元,如果这其中涵盖了相关交易的所有佣金收入,显然并不妥当。10月19日证监会再次以自查中漏报涉嫌配资账户、部分产品下设立子单元违规进行交易、未曾“了解你的客户”而对数家证券公司、基金子公司采取了暂停新开账户和业务的监管措施,对违规的期货公司风险子公司则交由期货业协会采取自律惩戒措施。^[15]

证监会在此表明立场似乎是:以后券商必须动态保证客户委托交易时的终端信息与开户时登记

[13] 参见《证监会拟对华泰证券、海通证券、广发证券、方正证券、浙商期货作出行政处罚》, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201509/t20150911_283830.html, 2015年11月5日最后访问。

[14] 同上注。

[15] 参见《证监会通报证券期货经营机构信息技术专项检查情况》, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201510/t20151009_284731.html, 2015年11月5日最后访问。

的信息一致。所谓客户交易终端信息,根据2013年证监会《关于加强证券期货经营机构客户交易终端信息等客户信息管理的规定》第3条,“是指客户通过证券期货经营机构下达交易指令的交易终端特征代码”,“包括但不限于以下内容:电话号码、互联网通讯协议地址(IP地址)、媒介访问控制地址(MAC地址)以及其他能识别客户交易终端的特征代码。”可见,监控终端信息至少对没有固定营业场所的非机构交易者较难贯彻。不过以后券商倘若发现同一账户同一时段出现多个不同终端地址下单,则可合理推断同一账户内出现了多人操作,将有义务对此予以了解和干预,这或许会造成很大的合规成本,需要结合信息技术的未来发展予以考察。

此外,作为证券公司客户的配资商在登记开户时亦无需表明自己是否将从事配资业务,故而券商也很难知晓客户是否私下出借账户。换言之,允许客户接入具有分仓功能的外部系统是否合规,与券商是否必须了解客户的配资商身份,是不同的事项,需分别讨论。

(三)评述

证券账户实名制是我国证券监管的基石之一,具有诸多正当性,如便于穿透式监管和减少信息不对称,对上市公司大额股份变动报告、收购上市公司、反内幕交易、反操纵市场等重要法律制度有着基础性的作用,但账户实名制监管和外部系统接入管理并非一回事。虽然实践中在HOMS等外部系统接入后出现了私下分仓设账户进行场外配资的行为,但这是技术环节方面的问题。从长远来看,对此应防因噎废食。对于单纯管制外部系统接入、把第三方信息技术服务机构与不安全挂钩的做法,并不符合行业发展的要求,属于“股灾”后运动型执法的过激反应。^[16]

三、场外配资清理整顿的升级和“证信争锋”中的法律关系

(一)场外配资转入地下与清理整顿的升级

2015年7月起,由于HOMS等资产管理系统已渐次关闭,大量配资公司暂停或缩减了业务,但是场外配资始终未断绝,只是从公开宣传转为了私下传播,总体上杠杆率下降到3倍以下,不过期货场外配资的杠杆率仍有高达10倍。配资的转移路径一是向更草根的线下方式,以自制软件、人工盯盘和人工平仓、信用或担保贷款等形式开展,二是投资门槛较高的信托产品,包括存量伞形信托和单一结构化信托产品。

同年8月初,证监会再次组织证券公司、基金公司召开维稳座谈会,重申加强融资融券业务管理、推进信息系统外部接入管理、加强结构化偏股型资管产品的管理、降低杠杆风险、不得为场外配资和伞形信托提供资金和便利、不得开展资金池业务、防范流动性风险,并重申《关于防范期货配资风险业务的通知》。由于8月的下半月股市再次暴跌,证监机构似乎少了投鼠忌器的顾虑,加大了清理整顿场外证券业务的力度,包括直接称之为“违法证券业务活动”。与“19号文”有所不同,证监会8月底开始要求证券公司通过限制资金转入和买入等方式清理利用信息系统外部接入的存量配资账户。除两家规模在300亿元以上的券商可至10月底外,其他券商共不少于2000亿元规模的配资需要于9月底前完成清理。由于地下人工配资很难清查,所以此轮清理整顿的锋芒实际上主攻的是结构化信托产品。

而券商为了避免在清理整顿最后时限前扎堆处理时遭遇行情跳水,多有提前量,未到9月底便开始逐步关闭交易端口买入权限,关闭交易端口查询、转账、卖出权限,最后直接移除交易端口,以便向证监会提交外部信息系统接入申报,在经过重新评估认证后,启用新的外部端口进入市场。

(二)2015年9月整顿高潮期间的证信争锋与整顿方式的转变

2015年第二季度末,我国证券投资信托资产规模已接近29977亿元,^[17]虽然“股灾”后资产规模已大幅减少,但面临证监会之清理整顿的信托资产价值仍可以千亿元计,且存量信托客户是在上证综指从

[16] 比如说,到2015年9月下旬连个人投资者用手机客户端下单都不能进行,就超出了整顿场外配资和实行账户实名制的必要性。

[17] 参见《2015年2季度末信托公司主要业务数据》,http://www.xtxh.net/txh/statistics/29578.htm,2015年11月5日最后访问。

5000点降到3000点的过程中苦苦支持的,并不愿轻易退出。可在专属交易端口关闭后,信托客户如果要卖出股票只能委托信托公司,而信托公司只能在客户端查看本公司证券账户项下的总账,而非不同产品下的细账的实时变化。

从法律权利与义务上看,证券公司切断交易接口导致信托公司与客户之间原有的信托合同无法履行,这一外部因素应属于不可抗力,还是信托公司违约,抑或作为违规交易的无效合同的题中应有之义,仍存争议。有的信托商甚至按提前终止合同来对客户收取罚息,更是进一步激化了矛盾。

证券公司依据证券监管部门的观点,认为清理伞形和结构化信托账户属于合法行为,因为这些产品只在顶端有一个合法开设在中证登的证券账户,伞形信托下的非实名账户、虚拟账户、分账户都属于变相出借账户,同时亦涉嫌违反信托法原理。信托公司允许客户委托人(劣后级受益人)以投资顾问的名义担任实际的资产管理人,行使下单权,不符合《信托法》原理、《证券、期货投资咨询管理暂行条例》和2009年银监会《信托公司证券投资信托业务操作指引》第21条关于信托公司“亲自处理信托事务,自主决策”的要求,导致了信托关系的紊乱,并有以合法形式掩盖非法目的之嫌。^[18]信托公司在清理整顿过程中态度较为强硬,认为伞形结构化信托是合法备案的,并非地下操作。2015年上市公司半年报显示,有超过40家上市公司的十大流通股东中赫然有各类“伞形结构化证券投资集合资金信托计划”,而且实践中这些客户多是由券商主动向信托公司引介的。

由于证监会的此波清理整顿只是公开或内部通知发文的行为,规范性依据不足,所以证券公司切断接口时也往往不向信托公司出具公文,这增加了信托公司向客户解释的难度。9月8日信托界处于领先地位的中融国际信托有限公司公开致信经纪业务量在业内居首的华泰证券股份有限公司,称其在华泰系统的存续信托计划38个,信托规模133亿元,未使用场外配资系统、未从事或变相从事违规配资活动,故无法接受其切断数据和经纪服务的做法,并威胁诉诸法律。由于券商从事的并非“自选动作”,该函名义上是要求券商出具所执行的监管依据,实际上质疑的是证监会。而9月10日华泰证券回复称“将严格清理整顿外部接入的各类信息技术系统,只留下合规部门认可的接入系统”。

类似见诸公开渠道的事件还包括9月11日中国对外经贸信托有限公司致函国泰君安证券公司;云南信托同样发表了措辞强硬的声明,称“信托产品严格遵循证券账户实名制的要求,不存在第三方系统接入、使用违规分仓交易系统、违规设立分账户、子账户和虚拟账户”;天津的北方信托股份公司致华泰证券的函中,称其使用的恒生资产管理综合业务平台V3.0系统已通过了多家券商的认证,正常的自营伞形信托不应被误伤。

这或许说明有的地方和券商对信托产品有过度反应之处,也反映了清理整顿政策出台的匆忙性和不协调性。在此过程中,9月11日证监会宣布拟对4家证券公司予以处罚,其中华泰等3家证券公司被指责顶风作案,在“19号文”颁布后仍“未能采取有效措施严格审查身份真实性、未切实防范客户借用证券交易通道违规从事交易活动,新增下挂子账户,应从重处罚”,这进一步促使券商对信托公司采取更为激烈的方法。尽管9月14日证监会新闻发言人说“按照现有方式和节奏对剩余场外配资账户进行清理,对市场不会造成明显冲击”,但14日、15日再次出现了千股跌停的局面,16日媒体称配资清理放缓。

17日证监会《关于继续做好清理整顿违法从事证券业务活动的通知》(以下简称《通知》)首次明确证券投资信托产品清理的范围是:(1)信托委托人账户下设立子账户、分账户、虚拟账户的。(2)伞形信托不同的子伞委托人或关联方分别实施投资决策,共用同一证券账户的。(3)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场外配资。这里的情形(2)指信托公司设立的、由客户直接操作的多层级账户,不应包括信托公司自身控制的、为不同客户提供理财服务的分账户;情形(1)是信托产品的客户委托人用计算机软件设立的多层级账户,除了刻意隐瞒交易者身份外,情形(1)的出

[18] 投资顾问的这种下单权,不仅在监管层,在民事诉讼层面也存在合同被认定无效的风险。参见缪因知:《配资客户被强平,打官司能赢吗?》,载《新京报》2015年7月27日“经济时评版”。

现往往会伴随情形(3),即为了实现场外配资;而情形(3)只要存在,即便不存在多层次账户结构也会被视为违规。^[19]实务中,被禁账户涵盖了信托二级分层交易、伞形信托(分组账户投资信托)、走信托通道(而非基金子公司通道)的单一结构化信托产品,但不含单一管理型信托产品。对暂时不能处理的账户资产,证监会仍然坚持清理,如已停牌股票要在复牌后10个交易日内卖出;信托公司的伞形信托和不违规的信托产品使用的是同一条外部接入线路的,则通过技术手段予以区别标识和清理。

同时为了降低简单解除合同、切断接口导致的强迫抛售股票对市场的冲击,《通知》对相关账户内证券资产不再被要求直接出售,而可通过非交易过户、红冲蓝补^[20]等转至同一投资者账户。

《通知》亦得到银监会的支持,信托公司基本开始遵循。伞形信托一般不被保留,非伞形的单一结构化信托产品有两类改造方案:(1)如果保持外接系统,就必须改成非分级非结构化产品;若保留优先级投资者,则改为获取不固定收益,只是优先于劣后级投资者获取;不得再由投资顾问下单,而由信托公司或基金子公司下单,监管者将核查主攻管理人的劳动合同、社保单据、MAC及IP地址,以确认是这些机构在实质管理。(2)如果关闭外接系统,则变更使用券商主经纪人(Prime Broker, PB)系统,由管理人在PB交易端口下单,原信托产品账户直接接入券商系统。^[21]

需要注意的是,结构化信托业务,即“信托公司根据投资者不同的风险偏好对信托受益权进行分层配置,按照分层配置中的优先与劣后安排进行收益分配,使具有不同风险承担能力和意愿的投资者通过投资不同层级的受益权来获取不同的收益并承担相应风险的集合资金信托业务”,^[22]本来银监会对此业务是认可的,而且结构化证券投资信托产品也并非都是配资产品,由此可见,把结构化信托列入清理整顿范围,留存接入券商系统,成为了证监会在非常时期对银监会的一次成功夺权,消除了证券公司融资业务的一大竞争对手。原本此次清理整顿的主要原由是降低杠杆化配资交易带来的风险,查处违反实名制要求、脱离券商控制之交易架构只是从法律依据较为明确的角度开展执法的手段,但证监会却规定如果接入PB系统,结构化信托产品就能继续运作,这在监管逻辑上显然并不自洽。

此外,在结构化信托产品接入券商自营系统后,中短期内证券公司还是会像过去那样承担通道和托管角色,并无法完全取代信托公司原有的角色。在过去的架构下,客户交易指令须经信托公司的系统过滤审核后,再通过信托公司与证券经纪商的专线传送。对此,信托公司可以对产品持股数量、板块算则、单票比予以限制,这需要经过一套相对严格的流程,但现在信托公司很难再对产品建账核算和控制,风险控制机制可能会出现空白。

(三) 证券公司和信托公司在私募基金领域竞争的背景

此番清理整顿隐有证券公司和信托公司在资产管理行业进行竞争的色彩。现在除了单一管理型产品外,其余证券信托产品都暂停新增。但由于发展成熟度的不同,“信消证长”在中短期内对私募投资基金产品的运作安全可能会有不利之处。

由于私募基金不能直接开设证券账户,信托公司在2004年起即开始为之服务,相关业务现已发展的较为成熟。彼时信托业刚经历了第六次整顿,亟需寻找新的业务增长点,而公募基金羽翼渐丰,第一代阳光私募基金方兴未艾,故信托业与基金业一拍即合。2011年银监会发布《信托公司参与股指期货

[19] 2015年11月27日证监会《关于规范证券期货经营机构涉嫌配资的私募资管产品相关工作的通知》表示规范的证券公司、基金子公司等的配资式私募资管产品也以“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参与股票投资”为基本特征。

[20] 红冲蓝补是在未发生交易时,用手工调账的方式在一个账户中用红字减去证券或资金,同时在另一个账户中用蓝字增加同样的证券或资金,以实现账目平衡。在正常交易下红冲蓝补的情形已经很少了。

[21] 参见杨庆婉:《券商首次明确“非伞类账户”清理标准:“一刀切”渐成往事》, <http://stock.caijing.com.cn/20150923/3974034.shtml>, 2015年10月23日最后访问。

[22] 2010年银监会《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》第一点。该通知是目前唯一以“结构化信托”为主题的规范性法律文件。

交易业务指引》,拓宽了信托公司和私募基金的合作投资渠道。但随着修订后《证券投资基金法》的施行,私募基金的生长空间增大,在备案后可获得独立证券账户、独立发行,灵活性增强,开始向西方的对冲基金模式发展。与此同时,2012年9月起证监会开始强化证券公司、证券投资基金、基金子公司的资产管理业务,包括为私募基金提供中后台服务。于是,证券系和信托系在私募基金业务中的竞争日渐白热化。

2014年1月,中国证券投资基金业协会(以下简称基金业协会)《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》规定经备案的私募基金可以申请开立证券相关账户,3月中证登《关于私募投资基金开户和结算有关问题的通知》规定私募基金可按“基金管理人全称—私募基金名称”开户,8月证监会发布《私募投资基金监督管理暂行办法》,10月起施行的中证登《特殊机构及产品证券账户业务指南》(2015年1月最新修订)明列可开设证券账户的主体除证券公司、基金管理公司、基金子公司、期货公司、保险资产管理公司的各类资产管理计划外,还包括信托产品、保险产品、银行理财产品、企业年金计划、养老金产品、全国社会保障基金投资组合、地方社保基金、私募基金、合格的境外机构投资者(QFII)、人民币合格境内机构投资者(RQDII)等设立的证券投资产品和外国战略投资者、上市公司员工持股计划等。

经备案的阳光私募契约型私募基金由此可以开立证券现货期货账户管理理财产品,自行发行契约型基金产品的通道被打开,数以千计的产品涌现。较之之前须经过信托公司、基金子公司等通道的时代,产品发行规模可以大为下降,申赎期、受益分配也可以更加灵活。不过,私募基金的管理人特长在于进行直接投资和研究,若要运营面向市场的完整基金须同时具备中后台的会计、结算、净值公布等业务。在西方的对冲基金中,这些业务一般会外包给第三方机构。而在我国,以前这些工作是由提供通道的信托公司或基金专户来完成,但证券公司从2012年底加入竞争后,先是涉足私募基金综合托管服务资格,打破了商业银行的垄断局面。

2014年3月中证登《关于私募投资基金开户和结算有关问题的通知》明确规定私募基金可通过证券公司结算模式或托管人结算模式开户,同年证监会基金机构部通过《业务试点的无异议函》的形式向证券公司颁发私募基金综合托管业务资格。结算模式是由证券公司开设中证登客户结算备付金账户,私募基金作为券商客户来完成交易资金结算;托管人结算模式是由证券公司开设中证登托管结算备付金账户,经交易所同意后使用专用交易单元完成其所托管私募基金的交易资金结算。托管人必须事先与中证登签订相关证券资金结算协议,对多边净额结算业务承担最终交收责任。对于同一托管人负责结算的同一家管理人的多个产品,托管人可用同一专用交易单元进行清算,并自行办理各产品的明细结算。

2014年底,基金业协会发布了《基金业务外包服务指引(试行)》,2015年2月证监会开始向券商推行私募基金中后台管理业务的外包资格认证。自2015年4月基金业协会公布首批私募基金外包服务机构名单^[23]后,券商已在其中占据了半壁江山。在理论上,PB系统已经可以涉足私募基金的产品设计、集中托管清算、后台运营、研究支持、杠杆融资、证券拆借、资金募集、向私募基金进行投资的种子基金孵化等一站式综合金融服务。这其中可分为外包服务(登记注册、估值核算、行政服务等)和托管两块,相比运作了超过十年的信托系统,PB系统尚不够成熟,在代销方面尤显不足,在竞争中处于劣势。但借此轮清理整顿证券信托账户之机,证券公司加大了将阳光私募基金转入PB系统的力度。

(四)清理整顿对场外配资公司及相关方权利义务的冲击

2015年9月18日证监会宣布拟处罚涉嫌非法经营证券业务的5家配资公司(名义上是资产管理公司或金融信息服务公司)和一名自然人,合计罚没款项达1.51亿元。情形包括利用信托计划募集资金,通过第三方交易终端软件为客户提供账户开立、委托交易、清算查询等证券交易服务,且按照证券交

[23] 参见《基金业协会公示首批私募基金外包服务机构》(2015年4月24日),<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/388982.shtml>, 2015年11月5日最后访问。

易量的一定比例收取费用。^[24]这边的侧重点是所谓非法经纪,而非非法经营具有融资融券性质的业务,似乎未曾找准着重点。此外,由于配资公司在交易流程中处于承上启下的地位,券商切断接口导致交易关系断裂后,配资公司也成为了市场各方压力的汇总点,作为中介,其在实力上无法与金融机构匹敌,故而只能委曲求全,如此一来,在资金不敷使用时出现老板跑路的现象亦就不足为奇了。

首先,对配资公司和银行来说,配资公司多从银行理财产品等处获取资金并支付固定利息,合作通常的期限是一年。在伞形信托被清理后,配资公司就失去了收入来源和经营手段,因居于弱势,它们一般会向银行支付提前终止合同带来的违约金或罚息。这减少了风险从证券市场向银行蔓延的可能性。

其次,对配资公司和信托公司来说,在伞形信托被清理时,客户会提取股票卖出款。但分账户账目清楚不等于资金到位,伞形信托下的分账户是虚拟账户,资金并不在银行账户内独立存管,实际上是形成了资金池,故而可能被上级账户持有人通盘使用,甚至不无挪用的可能(类似于2005年前证券公司挪用客户保证金的情形)。信托公司在配资业务中只有不多的通道收入,故可能会骤然出现资金压力而要求配资公司协助垫付的情况。

有的信托公司和配资公司寻找私募基金折价收购配资客户账户中的股票,来实现资金回笼,主要途径是大宗交易。对停牌股票,双方也可以通过预签大宗交易合同来实现转让,有的信托公司直接把此类股票卖给配资公司。配资公司当然并不更擅长消化这些股票,所以它们可能会通过自己的渠道让客户接收股票,包括通过欺诈手段。

最后,对配资公司和夹层投资者来说,有的配资资金批发商会为信托一般受益权人的劣后级资金配上夹层级资金,对外共同作为劣后级资金,以便在杠杆率较低时从信托公司处获得更多的优先级资金,但对内夹层级投资者优先于劣后级投资者受偿,在发生强行平仓时损失率有限。

在正常交易环境下,夹层级资金属于高收益(年利率13%~14%)低风险投资品种,但因其在外观上是劣后级资金的一部分,在伞形信托被提前终止时,夹层级投资者也被要求与劣后级投资者分担对优先级投资者的补偿,从而引发纷争。^[25]

四、结论

证券融配资交易具有杠杆性和风险性,场外配资不应脱离于场内融资而获得跃进发展,证券监管机构对其进行规制具有正当性,但“股灾”之后亦需防止反应过度的执法。一是落实账户实名制、防止私开账户从事证券交易和配资,不等于一定要严格禁止外部信息系统接入证券公司,而可以通过更为公开的监管路径,要求外部系统以更透明的数据提供来换取合法身份。二是金融规制要注重对度的把握,而不是对合规要求的简单对照,特别是在我国金融法制本身尚不健全的情况下,更应慎重对待。如结构化证券投资信托产品本身并非不受规制,其门槛亦较高,存在着与证券公司融资业务的良性竞争,此番对其的清理似乎已超出必要限度。三是金融监管者应当注意把握市场需求和金融安全之间的平衡。在风险可控之前提下,可稳健增大合法融资交易的额度。在实践中,有的配资商的风控标准也不低于券商的水平,故可考虑“招安”之,以防止将配资需求进一步逼入地下,反而增强风险。

(责任编辑:谢 青)

[24] 参见《证监会拟对福诚瀚海、南京致臻达、浙江丰范、巨乾金融、杭州米云、黄辰爽作出行政处罚》, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201509/t20150918_284094.html, 2015年11月10日最后访问。

[25] 参见陈植:《伞型信托配资清理难题》,载《21世纪经济报道》2015年9月16日第11版。