

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》

●刘 燕*

【内容摘要】 场外配资被视为是引发 2015 年股灾的导火索,而其质是我国股市经久不衰的“借钱炒股”现象,其特殊的交易结构反映了以账户控制为核心的信用担保安排。解决场外配资纠纷的司法逻辑涉及交易合法性、平仓行为有效性以及平仓损失的承担等方面,长期以来争议不绝。深圳市中级人民法院的《裁判指引》首次在司法实践层面为该类交易正名,并秉持商事交易与金融监管适当分离的思路对平仓损失进行了清晰而合理的分配,以引导证券市场参与者形成商业理性与自我负责观念,其中闪现的司法智慧令人赞许。

【关键词】 场外配资纠纷 司法逻辑 强制平仓 账户控制

2015 年底,当宝能收购万科大战吸引着证券市场各方眼球时,一份广东省深圳市中级人民法院(以下简称深圳中院)的文件——《关于审理场外股票融资合同纠纷案件的裁判指引》^[1](以下简称《裁判指引》)在微信圈悄然浮现,将人们重新拉回到 2015 年夏天发生在中国证券市场的那场股灾,直面股灾中争议最大的场外配资留下的后遗症。其实,场外配资就是“借钱炒股”,它是我国证券市场的一个老问题。深圳中院的《裁判指引》首次在司法实践层面为其正名,并在纠纷处理上较我国以往的司法实践有了较大的突破。不仅如此,《裁判指引》对场外配资及杠杆交易的理解和包容立场也丝毫不逊于在此之后的清华国家金融研究院关于 2015 年股灾的长篇报告(以下简称《五道口股灾报告》),^[2]且致力于引导证券市场参与者形成商业理性与自我负责观念。但这一极具司法智慧的文件并未能引起财经或法律媒体的关注。有鉴于此,本文拟从我国股票融资交易纠纷处理中司法逻辑演变的大背景出发,对《裁判指引》中的创新之处进行评述并指出其中值得学界关注的问题。

一、场外配资纠纷的背景——我国证券市场中“借钱炒股”模式的演进

在当下的语境中,场外配资交易有广义与狭义之分。狭义的或严格意义上的场外配资,专指个人或者民间非金融机构(如 P2P 平台或线下资金提供商)提供资金给股民炒股的行为或交易安排。广义的场外配资则泛指证券公司融资融券业务(以下简称“两融”业务^[3])之外的借钱炒股现象,包括通过信托公

* 作者单位:北京大学法学院。

[1] 2015 年 11 月 12 日深圳市中级人民法院审判委员会民事行政执行专业委员会第 16 次会议讨论通过。

[2] 参见清华国家金融研究院,《完善制度设计 提升市场信心 建设长期健康稳定发展的资本市场》,课题牵头人:吴晓灵、李剑阁、王忠民,2015 年 11 月 20 日发布。

[3] 尽管名为“两融”,但实践中融资交易量远远大于融券交易量,占比高达 99%,这反映出我国 A 股市场的投资者更习惯于“借钱炒股”而非融券卖空的行为模式。参见《五道口股灾报告》第 46 页。

司、基金子公司、P2P 平台或线下民间资金来实现借钱炒股目的的各种交易结构。

就实质而言，“场内”或“场外”并非一个物理或空间场域的概念，而是以是否受到金融监管为区分。受到最严格监管的借钱炒股是证券公司“两融”业务下的融资业务，不仅有投资标的、杠杆率等的严格限制，而且整个交易系统依托于我国证券登记结算系统而封闭运行，具有鲜明的“场内交易”的特色。相反，个人（包含股民）之间或者法人与个人之间的各种民间融资炒股安排几未受到任何金融监管部门的监管，^{〔4〕}在证券登记结算系统中也无任何标志，故属于最典型的“场外配资交易”。介乎二者之间的是信托公司的结构化证券投资信托（以及 2009 年之后的伞形信托）、基金子公司或证券公司、期货公司等设立的专项资产管理计划（俗称“大资管”）等，它们受到银监会或证监会对信托计划、资管计划的监管，但在杠杆率、投资标的的范围等方面较“两融”业务为宽松，故也可纳入广义的“场外配资”范畴。

在我国证券市场 20 多年的发展历程中，“借钱炒股”现象经久不衰，只是它从未像此次股灾中的场外配资那样成为一个公众话题。虽然 1998 年《证券法》明确禁止信用交易，但实践中不乏证券公司私下与客户达成融资安排。在每一轮股市大熊市中，都会集中爆发强制平仓的法律纠纷，给审理相关纠纷的法院提出新挑战。在 20 世纪 90 年代，这类案件通常被称为“股票透支纠纷”，司法实践视其为投资者在自有资金不足的情况下超量委托买入股票的行为，区分投资者与证券公司之前是否存在约定，有合意透支、恶意透支（指投资者故意或过失透支委托，证券公司审核不严而造成投资者占用证券公司资金）之不同认定。^{〔5〕}2000 年后，证券公司挪用客户保证金受到限制，难以为客户提供充足资金，于是就拉来一些非银行金融机构（如信用社）或有闲置资金的企业或机构（如地方社保基金）给客户炒股提供资金。由此，股票融资交易往往委身于“第三方监管的委托理财交易”或者“国债回购交易”名下，并在 2004~2005 年间集中爆发了平仓纠纷，成为当时证券结算危机的一部分。^{〔6〕}

2005 年《证券法》的修改解禁了融资融券交易，但由于制度建设的时滞，证券公司直到 2010 年后才正式开展此类业务。此前，一些非银行金融机构，如信托公司、典当行等，已经开始通过自己的交易模式给股票投资者提供炒股资金，前者如结构化证券投资信托、伞形信托，^{〔7〕}后者如接受融资买入股票作为当物的典当交易。^{〔8〕}与此同时，股民个人之间或者炒股大户与其他自然人之间，也不时通过委托资产管理、合作理财、合伙等方式来实现一方借钱炒股、另一方获取远高于储蓄的固定收益之目的。^{〔9〕}此外，福建、浙江一带的民间资金掮客一直有向股民放贷的业务，但由于规模有限，故并不为人所关注。上述各类机构或资金大户提供的股票融资渠道并不在证券登记结算系统中反映，故都属于“场外交易”。在金融管制的背景下，其交易模式的合法性，特别是民间配资公司、典当行等非金融机构的配资业务之合法性界定不乏争议。

自 2014 年下半年开始，逐渐火爆的股市刺激了场外配资业务的快速发展，正逢其时的互联网 P2P 融资平台以及证券业（包括基金子公司、证券公司、期货公司等）的资产管理计划纷纷搭建起场外配资渠道，并借助 HOMS 系统等技术平台构建了强制平仓机制，对接体量巨大的银行理财资金作为最终资金来源，合力打造出“千军万马加杠杆”的股市新格局。最终也因股市泡沫的破灭以及连环解杠杆的惨烈过程而留下一地鸡毛，其中尤以杠杆率最高的 P2P 配资平台以及线下民间配资公司为最。场外配资交

〔4〕 一个例外是，中国证监会 2011 年 7 月 8 日发布的《关于防范期货配资业务风险的通知》，禁止期货公司协助场外配资公司进行期货交易，但在 2015 年之前证监会并未针对场外股票配资交易采取任何监管措施。

〔5〕 参见李群星：《股票透支交易纠纷案件的法律思考》，《现代法学》1999 年第 4 期。

〔6〕 相关交易模式可参见“兴业证券股份有限公司杭州清泰街证券营业部与庆泰信托投资有限责任公司证券返还纠纷案”（最高人民法院（2011）民二终字第 33 号民事判决书）。市场背景可参见李德林：《国债回购黑洞》，《证券市场周刊》2004 年 4 月 26 日；许克显：《委托理财：证券公司在法律争议中“潜行”》，《金融法苑》2005 年第 10 期。

〔7〕 参见蔡奕：《伞形信托业务模式及监管对策分析》，《财经法学》2015 年第 6 期。

〔8〕 相关交易模式可参见“上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、（2011）沪一中民六（商）终字第 115 号民事判决书。

〔9〕 可参见“詹少林诉高国良委托理财合同纠纷案”，（2011）浙绍商终字第 625 号民事判决书。

易一时间成为众矢之的,由此引发的平仓赔偿纠纷也因涉及主体众多、市场风险与监管风险混杂而成为烫手山芋。

作为我国改革开放的前哨以及深圳证券交易所所在地,深圳中院对于我国股市的脉搏有着清晰而准确的把握。《裁判指引》把争议最大的场外民间配资机构与融资炒股者之间的讼争(即狭义的场外配资纠纷)统一纳入彀中。对于具有相同实质内容的借钱炒股安排,不论其冠名是股票配资合同还是委托理财合同、合作经营合同、信托合同等,《裁判指引》均统称其为“场外股票融资合同”,作为一类新的案由。从此角度看,在历经了股票透支、委托理财、信托合同、合伙理财、合作理财、借贷合同等各种名目之后,我国司法实践终于给“借钱炒股”现象贴上了一个恰如其分的标签——股票融资合同。

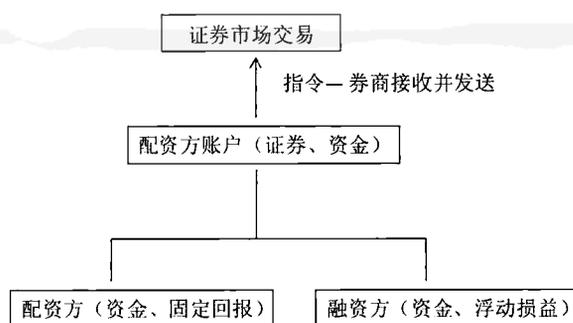
二、场外配资的基本交易结构与法律特征

股票融资属于一种信用交易,而防范信用交易风险的关键在于提供资金的一方通过担保或其他法律安排有效地实现对自身债权的保障,它也构成此类交易的法律构造之核心。在场外配资交易中,它表现为“融资方提供担保品+配资方(即提供资金的一方)的强制平仓权”。援引《裁判指引》第1条的描述:“融资方向配资方交纳一定现金或一定市值证券作为保证金,配资方按杠杆比例,将自有资金、信托资金或其他来源的资金出借给融资方用于买卖股票,并固定收取或按盈利比例收取利息及管理费,融资方将买入的股票及保证金让与给配资方作为担保,设定警戒线和平仓线,配资方有权在资产市值达到平仓线后强行卖出股票以偿还本息。”该场外配资交易的法律构造与证券公司“两融”业务下的担保安排类似,都源于该信用交易的特殊目的——借入资金从事证券买卖活动,它导致所借入的资金与担保品之间不断发生形态上的转化,从而难以满足传统担保法或物权法对担保程式化的要求。^[10]由于证券市场交易以账户为依托,不论是资金或证券的存放、交易指令的下达,还是股民市场主体身份的表彰,都需要以账户来承载,对此场外配资交易中债权人保障自身利益的担保安排也概莫能外。

从既往的市场实践来看,场外配资下信用风险防范的途径大体可以分为以下两种模式:

1. 以配资方账户为交易载体,配资方拥有强制平仓权。在此种模式下,融资方借助配资方的证券账户和资金账户进行证券交易,取得该账户的密码和操作路径(如开通网上操作),并转入自有资金以及作为担保品的证券;配资方对自身的账户有监督以及最终操作的权限,从而能够观察担保品的充分性并行使强制平仓权(其基本结构如图1所示)。

图1 配资方—融资方直接交易的基本结构



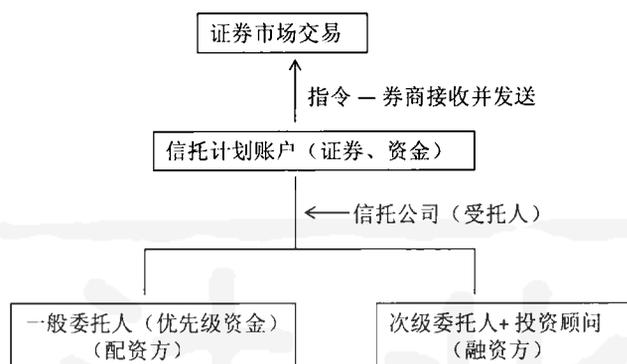
前文所言之狭义场外配资,包括自然人之间的股票融资交易,或者民间配资公司、典当行等非金融机构与个人之间的股票融资交易,基本皆采此种模式。当然,在民间配资公司等法人机构作为配资方的

[10] 对“两融”业务下担保安排特殊性以及账户结构的分析,可参见楼建波:《化解我国融资融券交易担保困境的路径选择》,《法学》2008年第11期。

场合,为规避《证券法》第 208 条对“法人出借账户”的处罚,配资机构往往以多个自然人名义开立证券账户并交由不同融资人进行操作。

2. 以第三方(受托人)账户为交易载体,受托人拥有强制平仓权。此种模式通常发生在借助结构化证券投资信托、专项资产管理计划等方式进行股票融资的场合。图 2 以结构化证券投资信托为例,展示其基本结构。

图 2 结构化证券投资信托示意图



如图 2 所示,证券账户以特定信托计划或信托产品的名义开立,信托公司作为受托人对该账户进行监督,并拥有为一般委托人的利益进行强制平仓的权利。配资方作为信托的一般委托人,提供优先级资金并要求固定回报;融资方作为信托的次级委托人承担信托投资损失及全部剩余收益,同时作为信托的投资顾问拥有下单权。^[11]

在铭创、同花顺、HOMS 系统等投资管理平台诞生之前,上述两类模式都依赖于人工进行风险控制及强制平仓,效率较低下,这也是场外配资在很长时间内未获大规模发展的原因之一。2011 年后金融信息系统的飞速发展给场外配资提供了技术支撑,以市场份额最大的 HOMS 系统为例,其核心功能一是分仓,二是风险控制(包括通过系统进行指令管理以及仓位限制),从而能够最大限度地满足配资机构扩展业务与控制风险的双重需求。一方面,配资机构可运用 HOMS 系统的分仓功能在一个证券账户下开立众多虚拟账户,供不同的融资人同时进行交易;另一方面,配资机构可为各账户设置警戒线和强制平仓线,一旦账户净额低于强制平仓线, HOMS 系统可自动进行强制平仓以保障配资资金的本息安全,从而节约了人工盯仓的成本。^[12]虽然 HOMS 系统等技术平台在股灾后也受到众多非难,因其便利了杠杆资金大规模进入股市且游离于监管之外(证券登记结算系统中只能看到配资机构的账户而无法穿透至下面众多的杠杆投资者),但从配资交易的法律构造上看,这些金融技术并没有改变股票融资交易的法律结构与基本逻辑,仅仅只是便利了配资方作为债权人行使强制平仓权。

三、场外配资纠纷司法裁判的逻辑与争议

场外配资纠纷多因配资方强制平仓而起,2015 年股灾后更是如此。法院在处理此类纠纷时需要回答以下三个问题:一是交易是否有效?二是平仓是否合法?三是损失如何承担?这些问题层层递进,因为股票融资交易涉及“融资—买入股票—强制平仓处分股票”三个环节,每一个环节的法律判断都受制

[11] 将图 2 中的“信托公司”替换为“基金子公司”,将“信托计划证券账户”替换为“专项资产管理计划账户”,就可变为基金子公司、证券公司、期货公司等搭建的专项资产管理计划的基本结构。或在“信托计划证券账户”下分别开设若干个信托单元,每个信托单元中均设置“一般委托人 vs 次级委托人”的结构,就构成伞形信托,即共用一个母信托证券账户的若干个信托组成的伞形结构。

[12] 参见郝静:《证监会严查场外配资 HOMS 系统躺枪》, <http://finance.sina.com.cn/stock/y/20150610/222222400243.shtml>, 2015 年 6 月 11 日访问。

于前一个环节的答案。若第一个环节的融资交易因违法而被认定为无效,往往会导致后续环节的“买入股票的所有权归属”以及“强制平仓行为的合法性”横生枝节,并进而影响当事人之间对损益约定条款的可执行性。长期以来,“借钱炒股”因其天然的杠杆因素和投机色彩在国内外都是金融监管的对象。^[13]场外配资交易的合法性也是此次股灾中一个争议最大的问题,民间借贷的“合法说”与“违法说”各执一词,后者又可分为“违法从事证券业务”与“违反账户实名制”两种认定。^[14]

在既往的司法实践中,融资交易不合法这一前提曾给法官最终裁定平仓损失问题制造了不小的麻烦。^[15]早在1998年,最高人民法院民二庭在《关于武汉市中南证券部与彭先祥股票纠纷一案的请示答复》(1998[270]号文)中将透支交易定性为非法交易而无效;一些地方的法院还进一步明确,融资双方关于强制平仓等约定也应一并确认无效。^[16]当交易无效后,对于融资买入股票的所有权存在两种不同的主张:一是认为借贷关系的效力不影响股票买卖行为的效力,买入股票的所有权归客户所有;二是认为应区分恶意透支与合意透支,在合意透支的情况下,买入的股票属于客户,但在恶意透支的情况下,客户占用证券公司的资金属于侵犯证券公司的财产所有权,是无效的民事行为,买进的股票所有权也就不能属于客户。^[17]2000年,最高人民法院在《关于杜妍与中国银行辽宁分行股票及侵权纠纷一案的复函》([2000]经他字第1号)中将“融资”与“买卖股票”两个环节分割开并作出不同判断,认定“借款行为无效并不影响客户股票交易行为的合法性”。如此一来,第三个环节的“强制平仓”就意味着券商强行处置了他人所有的股票。对此行为的性质,有学者认为,强制平仓构成券商对客户的侵权,特别是在无事先约定平仓协议的情形下。^[18]但证券业界则主张,强制平仓属于行业惯例,在法理上则可以解释为行使留置权,这种留置权无须事先约定。^[19]最高人民法院支持强制平仓侵权说的立场,即“证券经营部未经客户同意,强行平仓,造成客户资金损失,应承担赔偿责任。同时,客户透支进行股票交易,在股市持续下跌的情况下,可能将交易风险转移到证券经营部,其拒绝接受证券经营部平仓还款的通知,也有过错。因此,应认定双方当事人对造成的损失均有过错,主要过错在证券经营部。”^[20]这种“交易无效—平仓侵权”的思路此后也成为了司法实践的主流逻辑。

2005年《证券法》的修改虽然消解了针对“两融”业务的质疑,赋予了证券公司强制平仓行为的合法性,但在非典型的融资融券场景下证券公司能否强制平仓仍不乏争议,司法实践的立场亦不一致。例如,2011年最高人民法院在一起发生于2003年的国债委托理财(第三方监管)纠纷的再审案件中确认了理财合同虽因含有保底条款而无效,但券商强制平仓的行为旨在避免损失扩大而具有合法性。^[21]然而,2014年湖南省高级人民法院在针对一起源于20世纪90年代的权证透支交易案件作出的终审判决中,仍然确认被告券商的强制平仓行为因透支交易的不合法而无效。^[22]

在券商之外,典当行等非金融机构向炒股者提供融资,或者民间配资公司、P2P平台等专门从事提

[13] 在美国,20世纪30年代华尔街股灾之后通过的《证券交易法》对证券信用交易进行了监管,美联储颁布了U规则、T规则等,分别对非券商、券商向股民提供资金炒股进行监管。See Peter Fortune, Security Loans at Banks and Nonbanks: Regulation U., New England Economic Review, 2002,(4),pp.19-40.

[14] 两种不同立场的分析,可参见那会强:《配资业务的法律规制》,《财经法学》2015年第6期;缪因知:《证券交易场外配资清理整顿活动之反思》,《法学》2016年第1期。

[15] 参见阮思宇:《股票融资与强制平仓——无效融资关系及其担保与侵权的法律思考》,《证券市场导报》1997年第3期。

[16] 例如,广东省高级人民法院《关于审理股票纠纷案件的若干意见(试行)》(粤高法发[1998]4号)。

[17] 参见张新宝、张小义:《股票窃用交易的侵权责任》,《法商研究》2004年第2期。

[18] 同上注。

[19] 同前注[15],阮思宇文。

[20] 在该案中,最高人民法院最终裁定由证券公司承担全部损失,并未坚持双方过错的立场。

[21] 同前注[6],最高人民法院(2011)民二终字第33号民事判决书。

[22] 该案自1996年起诉,经历了多次的发回重审与再审程序。参见“湘财证券股份有限公司诉章敏侵权纠纷再审案”,(2014)湘高法民再终字第118号民事判决书。

供融资并招揽融资客户利用自己的账户入场交易,就更加容易被裁判为违法而无效了。^[23]尽管人们对《证券法》关于证券公司从事“两融”业务的规定究竟仅适用于券商还是排除了其他任何法人向股民融资,抑或其与民间借贷之间如何划界不乏争议,尽管典当行主张自己从事的不是“两融”业务,故也无从寻求证监会的批准,但这并未妨碍法院裁判典当行“超越特许经营范围,进入到了其他类型金融机构须特别批准方能从事的金融服务领域,违反了法律的强制性规定”。^[24]至于线下民间配资公司或P2P平台涉嫌大规模出借账户或者非法从事证券业务,其违法性似乎更加显而易见。此次股灾之后,某些当事人甚至试图通过诉诸这种“违法性”来进一步推翻整个配资交易的“优先级一劣后级”框架以最大化自身的利益。例如,在一单对接银行理财资金作为优先级资金的配资交易中,有融资客主张,鉴于配资合同因违法而无效,原先合同中约定的“优先一劣后”风险分配业已失效,银行理财资金应与自己的劣后级资金共同承担股票账户被强制平仓的损失。^[25]

在此背景下,深圳中院《裁判指引》立足于商事纠纷解决的立场切割合同效力与合同效果的做法,就格外引人注目。《裁判指引》一方面承认场外股票融资合同是一种“未经金融监督管理部门批准,法人、自然人或其他组织之间”进行的融资炒股交易,“属于《中华人民共和国合同法》第52条第(四)、(五)项规定的情形,应当认定为无效合同”;另一方面,在诉讼当事人之间的关系以及民事责任问题上,《裁判指引》又引导当地法院“参考场外股票融资的市场背景、交易特征、亏损因果关系及操作性等因素,并结合合同的约定、当事人履约的情况、当事人的过错程度予以综合考虑。”换言之,深圳中院尽管在形式上尊重证券监管部门对外场配资交易的违法性认定,甚至承认场外配资合同存在违反公共利益或者违反法律、行政法规规定的情形而无效,但在当事人民事责任的认定与损失分配方面却维持了配资合同约定的状态。这种清晰地切割金融监管法下的合法性判断与商事交易当事人之间权利义务的做法稳定了当事人的合同预期,有助于场外配资纠纷这类涉及主体众多、利益冲突多元、因果关系链条复杂案件的顺利解决。比如,对于配资合同期限届满、未出现强制平仓而仅余最终结算的案件,《裁判指引》并未遵循合同无效下常见的“各自返还从对方取得的财产”之路径,而是承认合同按约定履行的结果,一方面支持融资客取回尚留在配资公司账户上的保证金以及投资收益,另一方面也支持配资公司取得配资合同下约定的利息收益及本金。^[26]又如,对于HOMS系统等提供分仓服务的信息公司,尽管监管部门倾向于认为其从事了协助配资公司违法从事证券经纪业务的不当行为,但《裁判指引》并未仅因信息公司的后台技术支持而将其纳入承担平仓交易损失的主体范围。^[27]

《裁判指引》针对融资客诉居间人、融资客诉配资公司、融资客诉提供分仓系统的技术服务公司以及配资公司诉融资客等不同情形,分别确定了损失承担的基本规则,体现出法院秉持着在商事交易中尊重当事人意思自治、承诺必守的理念,事实上保全了商事合同所预期达到的效果。

四、场外配资强制平仓损失的处理原则——《裁判指引》的亮点

平仓损失如何承担几乎是所有杠杆保证金交易(包括股票融资交易、期货交易、地下炒金炒汇交易等)纠纷的争议焦点,司法实践的立场也不一致。相较于以往强制平仓纠纷所发生的场景,此次股灾的

[23] 信托公司或许是一个例外。福建省厦门市中级人民法院在2015年7月支持了结构化证券投资信托交易的合法性以及信托公司强制平仓的有效性。参见何春晓、张超:《厦门一投资人诉请信托公司赔偿被驳回》,《人民法院报》2015年7月21日第3版。

[24] 张冬梅、张文婷:《超出特许经营范围的违法典当行为无效》,《人民司法》2013年第8期

[25] 来源于笔者参加北京市法学会金融服务法研究会2015年年会时某些与会者的观点。

[26] 参见《裁判指引》之“八、合同结算期届满,配资账户中股票市值未触及合同约定的股票平仓线,融资方请求配资方按照合同约定返还保证金及投资收益的,人民法院应予支持。”以及“十、股票市值触及平仓线,配资方未按照合同约定强行平仓,或由于市场风险、非因任何一方过错导致操作系统技术故障造成无法按照合同约定强行平仓,配资方起诉融资方赔偿实际借款本金费用与股票实际平仓市值减扣后不足部分损失的,人民法院不予支持。”

[27] 参见《裁判指引》之“十一、配资软件的提供者仅提供系统分仓模式服务,融资方请求其赔偿损失或者承担连带赔偿责任的,人民法院不予支持。”

特点在于HOMS系统等技术平台的介入引发的强制平仓自动化以及股灾中连环解杠杆过程导致的市场风险的放大。对于这些新因素如何影响当事人之间承担的平仓损失,《裁判指引》依循商事交易的基本逻辑确立了“融资者风险自负为主,配资公司过错归责为辅,市场风险合理分担”的损失分配思路,这较以往司法实践有了相当大的突破,具体表现在如下三个方面。

1. 基本规则:融资方自负强制平仓的风险。配资交易是融资方借助配资公司的资金放大杠杆买卖股票,其盈亏波动远高于单纯用自有的资金炒股。当融资方作为担保品的股票账户市值下降到预先设置的平仓线时,配资合同通常明确约定配资公司有权强制平仓,先行收回自己放贷给融资客的资金。因此,当配资公司按照合同约定强制平仓时,融资方因资金发生的损失由其自己承担。

2. 例外情形:因配资公司的过错导致融资方资金损失的扩大部分,由配资公司赔偿。在以往的强制平仓纠纷中,争议最大的问题是提供资金一方的“有权平仓”究竟是一种权利还是义务,若其未采取强制平仓措施而导致损失扩大,是否构成过错从而需要承担法律责任?与此相关,融资交易的投资者一方是否有义务自行平仓而不能将损失归咎于配资方未强制平仓?对于这些疑问理论界与实务界并未有完全的共识。^[28]

本次股灾中的配资交易多使用HOMS系统等技术平台,令上述问题变得简单了。HOMS系统等在股票账户市值下降到平仓线附近时,通常会自动关闭融资方对账户的操作路径;少数情形下,配资方也可能通过更改密码或以其他方式,在未届平仓线时就提前限制融资方对账户的支配权。无论归属于哪一种情形,此时的投资者已经无力自行平仓,只能由配资公司平仓或者由配资公司控制下的系统自动平仓。换言之,配资公司“有权平仓”在此时就转化成了一种“平仓义务”。若配资公司未及时平仓并导致融资方保证金的损失扩大,自然属于配资公司的过错,理应承担法律责任。对此,《裁判指引》规定:“配资方单方更改配资账户密码或以其他方式造成融资方无法操作配资账户,且配资方未按照合同约定强行平仓引发损失的,融资方请求配资方承担股票平仓线与实际借款本金费用之间差额损失的,人民法院应予支持。”当然,若配资方对于无法平仓也无过错,比如,配资方能够证明系市场风险而无法卖出,或者非因任何一方过错导致操作系统技术故障造成无法强制平仓时,配资公司则无须承担此种损失。此时需要进一步处理的技术性问题是:未及时平仓损失的计算问题,包括但不限于穿仓损失。

第一,未及时平仓损失的计算方法。在配资公司应承担的未及时平仓损失的计算上,《裁判指引》确立了“股票平仓线与实际借款本金费用之间差额”作为衡量标准。该表述虽然看起来有些晦涩难懂,但是“平仓线”标准在以往的司法实践中不乏先例,涉及股票融资交易以及期货交易等不同场景下的平仓损失的计算。^[29]参照相关案件所展示的司法逻辑,它应该包含以下几层操作含义:(1)配资合同约定的股票平仓线是融资方损失的上限,它设定了融资方资金可能遭受的最大损失。融资方可以期待,在该平仓线卖出股票后获得的资金扣除应偿还配资方的贷款本息后,剩余金额归自己所有。(2)当配资公司未能及时平仓时,在一个股价持续下跌的市场中,最终平仓后获得的资金将小于及时平仓可获得的金额;扣除应偿还的配资本息后,融资方所拥有的资金也相应减少了。(3)此种减少可归责于配资公司的过错,应由配资公司承担。换言之,对未及时平仓有过错的配资公司应承担(1)与(2)之间的差额损失,即股票平仓线市值与实际平仓线市值之间的差额。“偿还实际借款本金费用”这个因素在(1)与(2)相减的过程中正好抵销掉了。

[28] 参见刘敏:《期货交易法律关系主体及其民事责任承担——兼谈对〈关于审理期货纠纷案件若干问题的规定〉的理解与运用》,载奚晓明总主编、最高人民法院民事审判庭第二庭编、宋晓明主编:《最高人民法院商事审判裁判规范与案例指导(2010年卷)》,法律出版社2010年版,第647-649页。

[29] 参见《范有孚与银建期货经纪有限责任公司天津营业部期货合同纠纷再审案》,《最高人民法院公报》2011年第6期;“汤志清诉中国银河投资管理有限公司委托理财纠纷案”,(2010)虹民二(商)初字第692号,(2011)沪二中民六(商)终字第170号民事判决书。后一个案件的主审法官事后撰文对平仓线标准进行了说明,参见范黎红、谢琴铮:《无效融资合同项下不当平仓行为的责任承担》,《人民司法》2013年第6期。

从此角度看,配资公司因自身过错而应承担的未及时平仓损失,应为“实际平仓线市值低于配资合同约定的股票平仓线市值的差额损失”,而非“股票平仓线与实际借款本金费用之间的差额损失”。《裁判指引》的表述因过于简略而失之准确。^[30]

第二,穿仓损失问题。“穿仓”又称“爆仓”,本是源于期货交易的概念,指期货客户的交易保证金损失殆尽,并拖累期货经纪公司的资金发生损失。这是因为在期货市场集中交收清算制度下,当客户结算资金不足时,期货经纪公司作为结算参与人必须先用自己的资金代客户与中央对手方进行结算。场外配资交易虽然不存在集中交收清算,但与期货交易一样都属于杠杆交易,配资方已经将出借给融资方的资金汇合入融资方所操作的股票账户中。当股价跌破平仓线并继续快速下跌而配资方未能及时平仓时,就会导致融资方的自有资金损失殆尽并连带损及配资方提供的资金,出现类似于期货交易中的“穿仓”现象。实践中,配资公司除本金外还有利息须回收,因此,往往不等融资方的自有资金损失完毕即可能发生“穿仓”问题。

《裁判指引》中并未出现“穿仓”或“爆仓”的字眼,而是表述为“配资方起诉融资方赔偿实际借款本金费用与股票实际平仓市值减扣后不足部分的损失”。^[31]配资方起诉融资方,类似于期货经纪公司起诉其客户,通常发生在相关交易账户“穿仓”或“爆仓”的情形下。如前所述,由于临近平仓时融资方已经丧失对账户的控制权,配资公司在平仓后清点账户剩余资金发现其已不足以抵偿借款本金费用时,才会起诉融资方追讨差额,也即前述所称“实际借款本金与股票平仓市值减扣后不足部分的损失”。在期货交易纠纷中,谁来承担“穿仓”损失也是一个争议很大的问题,但场外配资交易中这个争议则不复存在。由于HOMS系统等技术平台在平仓前已剥夺了融资方对账户的操作权限,“穿仓”损失通常是配资方未按照合同约定平仓导致损失进一步扩大的结果,过错在配资公司一方,自应由其自行承担此项损失。

3. 市场风险及技术故障风险的分配。此次股灾中融资者损失惨重的一个重要因素是市场连环解杠杆导致的无量下跌,连续出现了“千股跌停”的惨烈局面,导致大量触及平仓线的股票无法卖出。当跌停板重新打开时,股价可能已经跌到平仓线以下了。另外,HOMS系统等技术平台的普遍应用,一方面提高了市场效率,另一方面也可能带来操作系统技术故障而导致的交易失败的风险,这种风险非配资公司或融资者所能掌控。可以说,对于因上述第三方风险导致的未及时平仓损失,配资合同的双方当事人并无直接的过错,因此需要按照某种公平原则进行分配。

对此,《裁判指引》区分“穿仓”损失与“非穿仓”损失,对上述风险作出了不同的配置:(1)对于“非穿仓”损失,即由于配资公司受制于市场风险或者技术故障未能及时平仓,导致融资者资金损失扩大的部分,由融资人承担上述两种风险。此时,举证责任由配资方承担,其须证明系市场风险而无法卖出,或者非因任何一方过错导致操作系统技术故障造成无法强制平仓。^[32](2)对于“穿仓”损失,由配资公司承担市场风险和技术风险。^[33]换言之,当市场风险或者技术故障引发“穿仓”损失时,尽管配资公司并不存在过错,且相关风险很可能是由配资公司在非“穿仓”损失下可免责的市场风险或技术故障的自然延续,但《裁判指引》还是将该“穿仓”损失的责任配置给了配资公司承担。

[30] 感谢缪因知博士提醒笔者关注到此一细节。

[31] 参见《裁判指引》之“十、股票市值触及平仓线,配资方未按照合同约定强行平仓,或由于市场风险,非因任何一方过错导致操作系统技术故障造成无法按照合同约定强行平仓,配资方起诉融资方赔偿实际借款本金费用与股票实际平仓市值减扣后不足部分损失的,人民法院不予支持。”

[32] 参见《裁判指引》之“九、对于股票被强行平仓后,融资方请求配资方承担民事责任的,按照以下情形分别处理:(一)配资方按照合同约定强行平仓,融资方请求配资方返还保证金或赔偿损失的,人民法院不予支持。(二)配资方单方更改配资账户密码或以其他方式造成融资方无法操作配资账户,且配资方未按照合同约定强行平仓,融资方请求配资方承担股票平仓线与实际借款本金费用之间差额损失的,人民法院应予支持。但配资方能够证明系市场风险、非因任何一方过错导致操作系统技术故障造成无法强行平仓的除外。”

[33] 同前注[31]。

显然,《裁判指引》在第三方风险引发“穿仓”损失的问题上并未严格贯彻“融资方风险自负”的基本逻辑,而是特意将损失转移给了配资公司。对此或许可以解释为:法院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。这其实也是我国司法实践对于违法金融交易中双方当事人的过错分配问题所一贯秉持的立场,即金融机构或类金融机构(如典当行)作为一方当事人的过错程度较对手方当事人(一般是个人或者普通机构)为重,一如前文最高人民法院关于杜妍案的复函所示。当然,与以往法院通常裁决金融机构作为主要过错方应承担大部分损失的做法相比,《裁判指引》已经显著降低了“违法—过错”因素对于责任分配问题的干扰,仅仅将第三方风险引发的“穿仓”损失责任配置给配资公司承担,已经让对违法交易也有过错的融资方承担了应当承担的大部分责任。换个角度看,《裁判指引》毕竟确认了场外配资合同因相关主体未经批准从事特定业务、违反《合同法》第52条第(四)、(五)项而无效;若无此基于“违法—过错”的责任配置,《裁判指引》关于“违法且无效”的认定也就彻底形同虚设了。从此意义上说,让配资公司承担第三方风险造成的“穿仓”损失或可视为《裁判指引》在维持商事交易秩序与尊重金融监管要求之间的一种微妙的平衡。

五、进一步的思考:场外配资合同是否需要“让与担保”的标签

相较于《裁判指引》对场外配资纠纷解决提供的具体规则,其对于配资合同的定性更加值得学界关注。就最直观的判断而言,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。如何从法律上界定此种担保安排,《裁判指引》开宗明义引入了“让与担保”的概念,不仅在“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”。^[34]

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,指“设定人为担保债权人的债务,将担保标的物的财产权转移与担保权人,在债务清偿后,标的物返还予设定人;在债务未被履行时,担保权人可按照合同约定的清偿方式就标的物优先受偿”。^[35]相较于传统的质押,让与担保是合同设定的债权保障安排,不存在登记公示,其优势在于担保品不转移占有,债务人可以继续占有和使用担保品。之所以我国《物权法》在起草过程中曾一度考虑但最终放弃引入让与担保制度,是因为我国《物权法》已承认了动产抵押,债务人可以不转移占有设备、存货等营运资产而设定担保,域外让与担保制度的功效已基本实现。此外,让与担保缺乏公示程序,与担保物权特征不合,易损害第三人的利益。^[36]若将让与担保纳入担保物权体系,采用登记公示程序,又完全消解了让与担保原有的便捷性和隐密性,且登记公示在操作上也缺乏可行性。^[37]

尽管如此,我国证券行业一直无法割舍对让与担保的浓厚情结。^[38]从形式上看,让与担保的特点

[34] 参见《裁判指引》之“一、场外股票融资合同是指未经金融监督管理部门批准,法人、自然人或其他组织之间约定融资方向配资方交纳一定现金或一定市值证券作为保证金,配资方按杠杆比例,将自有资金、信托资金或其他来源的资金出借给融资方用于买卖股票,并固定收取或按盈利比例收取利息及管理费,融资方将买入的股票及保证金让与给配资方作担保,设定警戒线和平仓线,配资方有权在资产市值达到平仓线后强行卖出股票以偿还本息”的合同。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。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:1. 借贷法律关系 2. 让与担保法律关系。”

[35] 王闯:《让与担保法律制度研究》(定义引自该书为《担保法》之新增让与担保一章所拟的立法条文),法律出版社2000年版,第451页。

[36] 参见胡康生主编:《中华人民共和国物权法释义》,法律出版社2007年版,第367-368页。

[37] 参见张翔:《物权法典规定让与担保的可行性质疑——从让与担保的交易机制出发》,《法商研究》2006年第2期。

[38] 参见何艳春:《我国金融创新的让与担保法律问题析》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》2011年第5卷(中),法律出版社2011年版,第718-739页;牛文婕、赵刚:《略论证券交易担保制度的制定——以让与担保制度的引入为例》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》2011年第5卷(中),法律出版社2011年版,第740-752页。

非常适合股票融资交易,可以很方便地实现“融资方继续动用担保品(即融资买入的证券)进行证券交易+资金出借方获得担保”的双重目的,不仅消除了质押登记的成本、提高了市场效率,同时也使配资方的强制平仓权甚至进一步的处分权(如出借相关证券)有受让“所有权”作为法理支撑,绕开了“不合法定质押形式”或者“禁止流质”等法律障碍。因此,2006年前后我国推出证券公司融资融券制度时,就依照客户与证券公司之间存在让与担保关系之理念,将融资融券担保账户设计为“信托账户”,由证券公司作为信托的受托人,客户为信托的委托人。^[39]不过,信托法之一般原理与融资融券账户的操作流程背道而驰,德国、日本等大陆法系国家的让与担保实践也并非我国业界所期待之方式,且让与担保的学理中充斥着诸家学说与争议,难有共识。因此,学者对于用让与担保解读融资融券的法律构造不乏疑问。^[40]实践中,“两融”业务下的担保安排之合法性以及证券公司的强制平仓权最终还是通过行政法规——国务院2008年出台的《证券公司监督管理条例》——的明确规定而消除了潜在的法律风险。^[41]

对于不适用《证券公司监督管理条例》的场外配资来说,配资合同往往详细地描述了配资公司与融资人之间就整个交易流程的各环节——如账户开立、融资、股票交易操作、平仓等——上的权利义务,其中配资方的强制平仓权是配资法律关系最核心的内容。深圳中院或许认为,合同约定尚不足以支撑配资公司的强制平仓权,还需要借助“让与担保”这一舶来品的法理支持,但这种处理方式似乎与整个《裁判指引》的基调并不一致。如前所述,《裁判指引》创造性地切割开合同效力与合同约定两部分内容的联系,即使合同因违反“社会公共利益”或“法律、行政法规的其他规定”而无效,在合同履行、损失承担或责任分配问题上仍然尊重当事人自己的约定。从此角度看,配资合同关于“配资账户市值构成对配资公司债权之保障”以及“配资公司有强制平仓权”的约定,本也应同样得到法院的支持。

就实质而论,配资公司的强制平仓权并不必然附着于某一种形式的“担保”之名。除配资合同的明确依据外,配资公司已经通过账户控制而实现了保障其债权的效果。这与场内“两融”业务下客户的相关资金与证券都存放于证券公司名下的“客户信用交易担保资金账户”与“客户信用交易担保证券账户”,从而得以监控并最终处分并无二致。在场外配资交易中,HOMS系统等技术平台通过分仓技术一方面保障了融资人的独立账户操作,另一方面保障了配资公司对账户的控制权直至强制平仓权。这是一种通过账户控制来实现的债权保障机制,只要有当事人之间的合同作为权利依据即可。对此,在域外有关证券账户或者证券权益的立法例中已经得到承认。例如,2009年日内瓦外交会议通过的《中介化证券统一实体法公约》第12条规定,证券账户持有人可通过协议将中介化证券的担保权益或其他限制性权益转让予控制证券账户的相关中介人(如券商或证券托管银行),并足以对抗第三人。^[42]在场内融资融券业务流程中,这些账户开立在证券登记结算公司或第三方托管银行,有登记公示或标注公示的实际效果,故有学者将融资融券下的账户安排解读为一种账户质押状态。^[43]在场外配资交易中,不存在集中登记或资金独立托管,因此它就是一种纯粹的合同机制,借助账户控制的商业安排来达到保障配资公司之债权的目的。

当然,目前《裁判指引》仅对场外配资合同贴上了“让与担保”的标签,并未解释“让与担保”的含义

[39] 参见何艳春:《证券公司融资融券业务债权担保的法律分析》,《证券市场导报》2008年第9期。

[40] 同前注[10],楼建波文。

[41] 《证券公司监督管理条例》第52条直接规定客户交存的保证金以及融资买入的证券或融券卖出的资金“均为对证券公司的担保物”,第54条则规定证券公司在客户未能按期交足差额,或者到期未偿还融资融券债务时,有权“立即按照约定处分其担保物。”第52条规定:“证券公司向客户融资融券时,客户应当交存一定比例的保证金。保证金可以用证券充抵。客户交存的保证金以及通过融资融券交易买入的全部证券和卖出证券所得的全部资金,均为对证券公司的担保物,应当存入证券公司客户证券担保账户或者客户资金担保账户并记入该客户授信账户。”第54条规定:“证券公司应当逐日计算客户担保物价值与其债务的比例。当该比例低于规定的最低维持担保比例时,证券公司应当通知客户在一定的期限内补充差额。客户未能按期交足差额,或者到期未偿还融资融券债务的,证券公司应当立即按照约定处分其担保物。”

[42] 《中介化证券统一实体法公约》第12条同时允许各国对此一规则提出保留。

[43] 同前注[10],楼建波文。

以及在哪个环节进入裁判说理过程,我们还需要等待后续的判决书来展示“让与担保”的法理在司法程序中的具体应用。笔者以为,考虑到“让与担保”法理本身的争议,一种更为简便和直接的处理方式就是直接承认合同约定的强制平仓权的法律效力。^[44]事实上,配资合同关于强制平仓权的规定类同于《物权法》之构造,从立法政策角度看并无可非难之处。例如,我国《物权法》第214条给当事人之间通过协议扩大担保权人对担保品的处分权留出了空间——“质权人在质权存续期间,未经出质人同意,擅自使用、处分质押财产,给出质人造成损害的,应当承担赔偿责任。”换言之,若质权人经过出质人同意(包括事先的合同约定),就可以使用和处分质押品。此外,《物权法》第219条关于质权人“可以就拍卖、变卖质押财产所得的价款优先受偿”、“质押财产折价或者变卖的,应当参照市场价格”等规则,也保证了质权人仅能获得优先清偿而无权占有质物的溢出价值。比照上述条款,当配资公司与融资人已经达成协议,赋予配资公司强制平仓权并约定了多余资金返还融资人时,此种合同构造与《物权法》之设计并无二致,也不会发生“禁止流质”规则所担心的损害特定当事人利益或者违反社会公共利益之情事。如此处理,法院也无须求助于更为复杂且面目不清的“让与担保”之法理。

六、结语

场外配资交易作为2015年股灾中备受关注的“借钱炒股”现象引发了监管层面的诸多争议,但其作为一种股票融资交易对中国股市来说并不陌生。法院在处理此类交易纠纷的长期实践中也已逐步厘清了金融监管与商事纠纷之间的界限,^[45]更加关注商业环境中的诚信建设,尊重当事人的意思自治和风险分配安排。深圳中院针对场外配资纠纷出台的《裁判指引》无疑是这方面的一个最新例证,它对于妥善处理当前大量涌现的场外配资纠纷、培育具有商业理性且自我负责的证券市场主体具有积极的意义。

当然,从学理上看,《裁判指引》的某些认定,如“场外配资合同违反《合同法》第52条第(四)、(五)项”,不乏可商榷之处;其切割合同效力与合同内容,一方面认为合同无效但另一方面几乎认可全部条款之效果的做法,也呼唤法理上给予新的解释。更进一步说,《裁判指引》引入的让与担保定性是否标志着我国司法实践创设了一种新的非典型担保方式,也颇值关注。从此意义上说,《裁判指引》不仅是在清理股灾的后遗症,为灾后证券融资交易法律秩序的重建贡献一个新的司法规则样本,而且也为金融法学的研究提供了很有意思的鲜活素材。

(责任编辑:谢青)

[44] 从本质上说,让与担保也只是一种债的关系,并未创设新的物权。参见陈美志:《让与担保制度论》,《河北法学》1998年第2期。

[45] 参见徐子良:《委托理财案件法律适用难点辨析——以保底条款负外部性分析及其无效后果处理为重点》,《法律适用》2011年第1期。