

论我国融资融券引入信托机制的创新与缺陷

李艳*

摘要:我国证券业在引入融资融券制度时,创造性地将信托导入其中,并通过行政条例、监管规章、自律性规则等予以确认。以信托机制为中心来设计和构建融资融券制度,是我国在证券法领域的一项创新,有相当的新意及合理性。然而,这项理论创新也存在相应的理论缺陷,尤其是证券公司的角色错位问题。解决问题的关键,就是要在融资融券合同中明确相应的受益顺序和方式。

关键词:融资融券 信托 证券法治

一、我国融资融券业务中关于信托的规定

(一)我国融资融券业务的法律调整

融资融券交易是在现代市场经济不断发展的背景下产生的一种新型的交易方式。融资融券交易是相对于证券现货交易而言的,在证券现货交易

* 中国社会科学院法学研究所博士后,宏源证券股份有限公司法律合规部员工。

中,投资者一次性完成交易,钱券两清。而融资融券交易却不同,投资者在买卖证券时,须向证券公司提供一定比例的现金或证券作为担保,其差额部分通过证券公司或银行借贷来补足,之后在约定的期限内偿还借款与借券,并支付借款利息与借券费用。融资融券作为一种重要的证券信用交易形式,在活跃证券交易、推动资本市场发展方面发挥着积极作用。在发达的市场经济国家和地区,融资融券是证券市场的一项重要基础性制度。中国证监会融资融券工作小组的聂庆平专家分析,从成熟市场经验看,融资融券交易约占全市场交易的20%,而其对证券行业业务收入的贡献却可达50%。^①

2005年修改的《证券法》第142条首次对融资融券制度进行了原则性规定。该条规定:“证券公司为客户买卖证券提供融资融券服务,应当按照国务院的规定并经国务院证券监督管理机构批准。”

此后,国务院、中国证监会、中国证券业协会分别从不同的角度对融资融券业务规则进行了相应的规定,从而基本形成了具有可操作性的规则。包括:

1. 国务院行政法规

2008年4月,国务院颁布的《证券公司监督管理条例》第53条明确规定:“客户证券担保账户内的证券和客户资金担保账户内的资金为信托财产。证券公司不得违背受托义务侵占客户担保账户内的证券或者资金。除本条例第54条规定的情形或者证券公司和客户依法另有约定的情形外,证券公司不得动用客户担保账户内的证券或者资金。”

2. 证监会规章

2006年6月,证监会发布《证券公司融资融券业务试点管理办法》,规定了证券公司融资融券的基本业务规则。该管理办法第14条规定:“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。”

^① 参见马婧好、聂庆平:“融资融券步伐已平稳迈出”,载《上海证券报》2010年4月10日。

3. 中国证券业协会的规定

2006年9月,中国证券业协会颁布的《融资融券合同必备条款》则更为详尽,其中第6条规定,合同应约定融资融券特定的财产信托关系。就信托目的而言,投资者自愿将保证金(含充抵保证金的有价证券)、融资买入的全部证券和融券卖出所得全部资金以及上述资金、证券所生孳息等转移给证券公司,设立以证券公司为受托人、投资者与证券公司为共同受益人、以担保证券公司对投资者的融资融券债权为目的的信托。此外,《必备条款》还对信托财产范围、信托的成立和生效、信托财产的管理、信托财产的处分、信托的终止等问题进行了明确规定。

(二) 融资融券业务中信托的基本构造

从我国现行的相关管理规定来看,融资融券业务的信托构造包括:

1. 信托财产的范围

按照现行规定,信托财产包括以下几种类型:一是投资者存放在担保账户中的自有资金与证券;二是投资者融资买入的证券以及融券卖出的价款;三是前两项中资金与证券的相应孳息。担保账户内的资金、证券虽然名义上属于证券公司所有,但是投资者拥有依照证券市场变化进行买卖的权利,这必然导致账户中的资金、证券数额处于不断变动之中,某些情况下甚至可能会降至证券公司能够承担的风险水平之下,遇此情形时,证券公司可以采用两种基本方式对信托财产范围进行调整:一是要求投资者追加资金、证券达到一定比例;二是证券公司调整甚至取消对客户的授信额度。在我国目前的实践中,两种方式基本都在采用。

2. 信托财产的管理权

按照现行规定,证券公司享有信托财产的担保权益,投资者享有信托财产的收益权,而收益取决于具体的财产运作过程,这必然导致投资者对担保账户拥有相对较多的控制权。为此,《证券公司融资融券业务试点管理办法》要求投资者融资买入或融券卖出时所使用的保证金不得超过其保证金的可用余额,投资者提交的担保物价值与其融资融券债务之间的比例超过证券交易所规定比例时,可以按照证券交易所和合同约定,转出超过规定比例部分的担保物。当投资者未按期交足

担保物或者到期未偿还融资融券债务时,证券公司有权采取强制平仓措施,处分所得优先用于偿还投资者对证券公司所负的债务。当投资者清偿完其所负融资融券债务后,担保关系解除,信托关系也随之终止。

3. 债务的清偿

融资融券债务是指投资者向证券公司融资融券时需要支付的对价。《融资融券必备条款》将该范围细化为:向证券公司借入的资金、证券;融资利息、融券费用;证券交易手续费;违约金;其他相关费用。这些支出与费用全部通过投资者担保账户予以清偿。

4. 信托财产的处分

证券公司享有信托财产的担保权益,投资者享有信托财产的收益权,投资者在清偿融资融券债务后,可请求证券公司交付剩余信托财产。投资者未按期交足担保物或到期未偿还融资融券债务时,证券公司有权采取强制平仓措施,对上述信托财产予以处分,处分所得优先用于偿还投资者对证券公司所负债务。

5. 信托的终止

自投资者了结融资融券交易,清偿完所负融资融券债务并终止合同后,投资者以信用账户内的证券和资金作为对证券公司所负债务的担保自行解除,同时双方之间的信托关系自行终止。

二、我国融资融券制度引入信托机制的创新性

融资融券是证券公司的一种新型金融业务。在我国,融资融券是在利用传统信托立法构建的法律关系基础上,又增添了被认为是适合我国证券市场特点及其发展要求的内容。按照笔者的理解,现行的融资融券制度设计,实际上是证券公司在其经纪业务与资产管理业务之上,将自有证券或者资金融通与投资者,并为客户提供经纪服务的衍生产品。我国通过信托制度,对融资融券进行了相应的制度创新。这种信托关系的突出优势是:

(一) 证券公司和投资者均被赋予双重角色,符合各自在融资融券交易中的角色定位

在传统经纪业务下,证券公司接受客户委托所交易的证券与资金是客户所有的,客户对其证券或者资金的专用账户拥有所有权,证券公司只能依照客户指令提供交易服务,这种服务因此具有“行纪”的特点,证券公司的身份是行纪人(受托人)。而在我国现行的融资融券业务中,证券公司不仅具有行纪人身份,还具有钱券出借人身份,是债权人与受托人身份的统一。为确保证券公司出借的证券或者资金能够及时、足额收回,融资融券制度还设计了债权担保机制,在证券经纪专用账户之外,又增加了客户证券担保账户与客户资金担保账户。这两类账户中的证券与资金原本属于客户,但是在制度设计上将其在融资融券期间的所有权划归证券公司拥有。证券公司通过经纪业务,将客户融资买入的证券或者融券卖出所得收益归入担保账户,并可以依法支配账户资产用于清偿证券公司的债权。这样,融资融券业务就在传统经纪业务之上增加了信托业务,即证券公司为了担保自身债权而设定并管理担保资产(信托资产),以实现其债权保障的目标。

对于参与融资融券交易的客户而言,其在交易过程中同样是双重身份。一方面,客户参与交易关系,需要通过证券的买卖获得利益,其所获得的收益,是凭借其所拥有的相应的资产和证券,本质上是资产受益的权利。而另一方面,客户在参加融资融券的交易过程中,又存在向证券公司借款借券的关系,本质上是一种债务关系,还款还券是客户应当履行的对证券公司的义务。从这两个方面来讲,资产受益的身份被设计为是信托受益人,保障证券公司债权实现的身份被设计为是担保人。因此,通过将相关资金、证券账户中的资产设计为信托财产,由证券公司和投资者共同作为信托财产的受益人,符合参与融资融券交易客户的双重身份。

(二) 双重受益人的设定平衡了投资者和证券公司之间的利益关系

在融资融券过程中,投资者和证券公司存在明显的利益冲突。证券公司作为资金和证券的融出一方,无疑希望自身的合法权益能够得到保障;同时,维护证券公司的合法权益也是融资融券制度得以

健康有序运行的基础。而作为投资者,其在进行融资融券交易时,除了要向证券公司支付相应的对价之外,也要维护自身的合法利益,防止证券公司对其合法利益任意侵犯。因此,证券公司的权益和投资者的权益的确需要相应的利益平衡机制。通过信托机制来保障投资者的资产受益的权利以及证券公司的担保权益,无疑是一种有利于双方的制度设计。

(三) 信托财产的独立性强化了对证券公司的债权保障

关于这个问题,笔者认为可以从以下两个角度进行理解:

1. 信托财产的独立性保障了证券公司的财产利益

如前所述,信托财产是融资融券法律关系构造的必要内容。我国《证券公司融资融券业务试点管理办法》在定义融资融券概念时特别强调了“收取担保物”的限定性条件。因此,融资融券担保的设定并非当事人可以自愿协议的事项,而是一项法定内容,是强制担保。对于当事人而言,设定担保以推动融资融券业务也是兼顾各方意愿、平衡双方风险的措施。

信托最根本的特征在于信托财产具有独立性,这是由信托的所有权与收益权相分离的法律属性所决定的。信托财产的独立性具有对抗第三人的效力,强制执行的禁止就是一个具体的体现,这使得证券公司的债权得到了更加周全的保护。由于信托财产独立于信托当事人的自有财产,因此信托当事人的一般债权人,原则上不得申请法院强制执行信托财产。只有在某些特殊情况下,可以例外。根据我国《信托法》第17条,除因下列情形之一外,对信托财产不得强制执行:(1)设立信托前债权人已对该信托财产享有优先受偿的权利,并依法行使该权利的;(2)受托人处理信托事务所产生债务,债权人要求清偿该债务的;(3)信托财产本身应负担的税款;(4)法律规定的其他情形。对于违反前款规定而强制执行信托财产,委托人、受托人或者受益人有权向人民法院提出异议。这样的机制,无疑有利于保障证券公司的合法权益。我国现行的制度已经肯定信托财产的独立性对证券公司的利益的保障作用,如《证券公司融资融券业务试点管理办法》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。”

2. 证券公司获得了“信托+担保”的双重保障

我国融资融券制度同时规定了信托及担保。通过引入信托机制,融出资金或者证券的证券公司在债权方面获得了更多的保障。

在证券公司的债权保障方面,无论是国务院制定的行政法规,还是证监会制定的部门规章,乃至沪深两个证券交易所、中国证券业协会发布的相关规则,都同时规定了信托和担保的问题。如:《证券公司融资融券业务试点管理办法》第四章专门规定了“债权担保”,沪深交易所的《实施细则》专章规定为“保证金和担保物”,《融资融券合同必备条款》通过第6条、第7条的规定,分别规定了“财产信托”与“保证金”的内容。笔者认为,这些规定主要从静态与动态两个层面规范证券公司债权保障的构造及其实现过程:在静态方面,通过信托关系构造,明确证券公司与客户对担保账户中资金、证券的权属关系;在动态方面,通过账户中持续性交易引起的担保额度变化的调整,来维持信托关系中受托人与受益人之间的法律关系。

以上是以证券公司与客户之间的单向融资融券关系为例来进行分析的。在传统经纪关系之上设立信托关系,使得双方法律关系更加复杂,需要立法予以进一步细化交易规则,这也使得信托关系更加体现政府的规制意图,而尽可能地减少当事人双方在约定中的随意性及其带来的风险隐患。将上述信托关系描述局限在证券公司与客户之间,这种模式是我国目前采取的方式,对于我国在不远的将来准备设立的证券金融公司而言,证券金融公司与证券公司之间的转融通是否也同样适用信托关系尚有待法律的进一步规定。笔者认为,在中国目前的法律框架下,这种信托关系也可以适用于证券金融公司与证券公司之间,即在证券公司之上再设立一层融资融券关系。客观上,证券公司自身受证券拥有量与资金额度限制,也存在与其他金融机构之间融资融券的可能,融资融券渠道可以通过设立一个或者若干个证券金融机构的方式得以解决。这样,在转融通的过程中,证券金融公司、其他金融机构与证券公司之间同样也可以参照上述信托关系模式来构建双方的利

益平衡关系。^②

此外,我国现行的制度设计也将客户与第三人之间发生的非融资融券交易业务排除在外,强调了担保账户及其所担保债务的独立性。这一点完全符合信托财产的独立性原则。随着融资融券业务的发展,在担保账户上是否可以设定继承权、债权让与等权利,还可以根据业务发展的进展予以探讨。

三、融资融券引入信托机制的理论缺陷

如上所述,笔者认为,我国现行融资融券制度中的信托制度,对于平衡和保护证券公司和投资者的利益都是有益的,是值得肯定的制度创新。然而,上述创新也存在一些理论上的不足和矛盾,其中最主要的问题,就是证券公司的角色错位问题。

(一)关于证券公司的经纪人与受益人身份冲突的问题

在通过信托机制将证券公司的担保受益人角色明确以后,还需要考虑的另外一个问题是:在证券公司担任证券经纪人角色的同时,受益人的角色如何设计?如何防止经纪人角色与受益人角色两者之间的利益冲突?

从信托的角度,证券公司担任受托人,理应为受益人服务;从债权的角度,证券公司融出资金或者证券,就成为债权人,自然要维护自己的利益。证券公司集两种角色于一身,在法律上容易产生利益冲突和矛盾。根据我国现行的制度设计,在融资融券合同中应当约定: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。据此,我国构建了投资者与证券公司之间的信托关系。然而,依据《信托法》,受托人应该为受益人的最大利益处理信托事务,不得利用信托财产为自己谋取利益,这是信托的精髓。在我国现行的制度设计下,证券公司作为受托人,在自己的债权利益可能受损的情况下,可以通过强

^② 参见李艳:《证券信用交易法律制度研究》,中国人民大学2008年博士学位论文。

制平仓,自主处置信托财产,这就有可能产生损害受益人利益的行为。这种做法与《信托法》的根本宗旨是相互背离的。因此,如何解决好受托人与债权人的角色冲突问题,是值得进一步思考的问题。因此,在角色冲突的情况下,受托人的角色可能会居于其次,而债权人的角色则得以凸显。因此,将交易关系(债权债务)与信托关系结合在一起,可能产生角色混淆。

对于这个问题,通过两个方面的考量,可以最大限度地缓和证券公司的经纪人与受益人身份相冲突的问题。

1. 基于投资者对交易活动的控制权

在融资融券过程中,投资者作为委托人和共同受益人,有权对授信的证券公司加以监督和控制,对证券公司有着较好的制约作用。如果来自于投资者的监督足够有力,的确可以较好地制约授信的证券公司,缓和利益冲突。

我国目前的融资融券管理规定,基本上反映了这种思路。在笔者走访中国证监会相关人士时,有关人士介绍了证监会在融资融券规章的制度设计过程中的一些思路。中国证监会在制定《证券公司融资融券业务试点管理办法》时,也关注到角色和利益冲突的问题,但后来仍然决定以信托机制来进行规定。因为在具体的融资融券中,尽管证券公司存在双重身份,但是在交易过程中,是由投资者决定证券的买入或者卖出的,因此,交易的主动权仍然在客户手中,并没有被证券公司所剥夺。从这个角度讲,基本上避免了利益冲突的问题。

笔者认为,中国证监会在制度设计时的考虑具有一定的合理性,的确可以从一定程度上缓解证券公司与投资者在利益冲突上的问题,但并没有从根本上消除制度的不合理性。

2. 证券经纪在一定条件下可以转化为信托

证券公司的经纪行为并非僵化的制度设计,在符合一定条件时,证券公司在证券法上的经纪行为,可以转化为信托法上的受托人的行为。

按照笔者对我国融资融券制度的理解,基于信托设立的便捷性,证券经纪在符合一定条件下可以转化为证券信托。因为从信托独立性角度考虑,当证券公司能够在名义上拥有客户的资金或者证券,并且有权利实际控制这些资金或者证券时,证券公司就由行纪中的经纪人转化

为信托中的受托人。《证券公司融资融券业务试点管理办法》第14条将“客户信用交易担保证券账户内的证券”与“客户信用交易担保资金账户内的资金”作为信托财产,就符合这样的条件,在此信托法律关系中,证券公司既是受托人也是受益人,但不是唯一受益人。

通过这种转化,从合同的角度要求证券公司履行受托人的义务,享受受益人的权利,并加以信托法上的约束,就成为了防止证券公司利益冲突的法治工具。

(二)关于担保上矛盾的问题

在担保问题上,现行的制度设计也存在不合理之处。有观点分析指出,^③我国《证券公司融资融券业务试点管理办法》存在主体错位问题,即担保账户的所有者应当属于客户而非证券公司,其原因在于信托、让与担保理念对规章起草者产生误导。在其看来,现行规章设计的融资融券构造中,客户可以自由处分担保账户的资金或者证券,这与信托立法上主要由受托人管理信托财产的原则不相符合。而且,将担保账户中的资金或者证券设定为对证券公司的债权担保,是将主债权的标的物的转化形式直接作为主债权的担保品,这种设计不符合担保立法中有关担保物应当是债务人或者第三人财产的规定,也显然不利于保护担保权人的利益。

为此,该观点提出新的设计方案,即将客户视为委托人兼受托人,证券公司与客户分别属于第一、二受益人。在这样的信托关系中,客户作为受托人可以持有、运用信托财产(即担保账户中的资金、证券),但首先用于偿还证券公司的融资融券,然后才可以取得自己的收益。这种信托结构本质上属于宣言信托。^④这样,相关的与信托理论相悖之处都可以迎刃而解。

关于宣言信托的问题,我国少有研究。我国学者指出,^⑤宣言信

^③ 参见楼建波:“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。

^④ 参见楼建波:“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。

^⑤ 参见齐树洁、徐卫:“我国宣言信托的立法认可与制度构建”,载《江西社会科学》2006年第8期。

托,就是委托人以自己特定财产为信托财产并宣称自己为受托人,为受益人利益或特定目的管理该财产的一种特殊法律关系。同一般信托相比,宣言信托具有自己的特殊性,表现在:委托人同时作为受托人而存在,因而事实上只有委托人与受益人两方当事人;委托人身份具有双重性,既是委托人又是受托人;宣言信托的设立属单方法律行为,无须要约和承诺等环节,只需委托人单方意思表示即可;因委托人本身就是受托人,设立宣言信托无须进行财产转移。正是由于宣言信托具有上述特殊性,才导致两大法系对宣言信托的态度有所差异。英美法系较为宽容,但大陆法系则多持否定或限制的态度。

笔者认为,前述宣言信托的方式与我国既有的信托观点存在冲突,在大陆法系国家和地区鲜有实践。我国如实行该项制度,缺乏必要的理论准备,在短期内很难得到法律或司法实践的正式认可。因此,通过宣言信托的方式,尽管可以很好地解决融资融券中的信托难题,但由于宣言信托在短期内并不具有可行性,难以在实践中推行,更不能成为解决融资融券问题的法律解决方案。

四、进一步完善我国融资融券信托机制的思路

我国在融资融券的制度设计方面,实践先于理论论证,在规章及行政立法的层面都肯定了信托的制度设计。但是,理论界对于融资融券中的信托设计还处在争论之中,存在不同的观点。

不过,如前分析,在金融信托业务中,因制度创新上实行了专门账户制度,并且对业务流程设计的账户之间的资产流转规定了细致的交易规则,这些技术性规范某种程度上代替了价值理念的判断问题,^⑥有利于减弱融资融券规则在理念上与现行信托、担保立法存在的冲突。因此,将信托原理纳入融资融券交易的关系构造,尽管其制度设计与信托、担保理念确实存在不符合之处,但从促进交易便利与效益的角度考

^⑥ 参见楼建波:“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。

虑,仍可通过严格、细化的技术性规则降低价值冲突造成的利益失衡。这些规则经过融资融券合同具体细化后,便赋予了促进证券市场产品创新的宏观意义。

总体来说,笔者对融资融券中的信托设计持肯定态度,但对于信托设计中存在的矛盾和问题,也应当关注并予以解决。其中最核心的问题,就是要明确受益顺序。在我国现行的信托设计中,将证券公司和投资者设定为共同受益人,这种方案的确容易导致到底是证券公司的债权优先还是投资者的财产权优先的矛盾。我国《信托法》肯定信托受益人可以对信托利益的分配进行分享,其第45条规定:“共同受益人按照信托文件的规定享受信托利益。信托文件对信托利益的分配比例或者分配方法未作规定的,各受益人按照均等的比例享受信托利益。”鉴于信托机制的设计,主要是为了解决证券公司的权利保障问题,因此通常情况下,应当将证券公司作为第一受益人,优先得到清偿。

关于受益顺序的确定问题,在笔者走访中国证监会相关人士时,他们指出,证监会设计信托机制的时候,倾向于只在立法中对信托机制作出原则性规定,但是,在证券公司的融资融券合同中,应当非常明确地规定其受益的顺位问题。从监管部门的设计思路来看,无疑是希望融资融券的参与方通过意思自治,来明确受益顺序问题。

中国证券业协会颁布的《融资融券合同必备条款》实际上反映了前述思路。根据其第6条第5款规定,证券公司享有信托财产的担保权益,客户享有信托财产的收益权,客户在清偿融资融券债务后,可请求证券公司交付剩余信托财产。客户未按期交足担保物或到期未偿还融资融券债务时,证券公司有权采取强制平仓措施,对上述信托财产予以处分,处分所得优先用于偿还客户对证券公司所负债务。根据《融资融券合同必备条款》第11条的规定,合同应约定证券公司强制平仓的各类情形、平仓开始与停止条件、平仓顺序等事项。合同还可以约定,如客户逾期偿还债务的,证券公司将收取违约金,并明确违约金的计算方式。合同还应载明,若客户的担保物被全部平仓后,仍不足以偿还客户对证券公司所负债务的,证券公司有权向客户继续追索。以上这些规定,就使得证券公司必须在融资融券合同中明确相应的受益顺序和方式。