

# 《民法典》股票质押制度的完善与建构

——与《证券法》的联动

王乐兵

**内容提要:**担保物权型股票质押和权利让与型股票质押是国内外证券市场普遍存在的两种股票质押交易形式,股票“直接持有”和“间接持有”对于如何构造股票让与担保具有重要影响。权利让与型股票质押的特殊制度优势使其在市场上具有较强的竞争力,但其对证券市场系统性风险的聚集和扩散亦会产生较大影响。2015年“股市波动”和2018年上市公司“股票质押强制平仓风波”的发生源自《物权法》和《证券法》等法律规范对股票让与质押缺乏立法回应,更缺乏有效监管,对于各类杠杆资金进出股市的方式、规模和交易逻辑更缺乏深刻理解和整体把握。《民法典》物权编和《证券法》应当对证券担保融资实现联动监管,在《民法典》构建股票质押制度的基本框架与基础规则的同时,同时由《证券法》确立其公共监管框架,并辅以能动金融司法,共同维持证券市场的稳定。

**关键词:**担保物权型股票质押 权利让与型股票质押 融资融券 股票质押式回购 场外配资 系统性风险

王乐兵,对外经济贸易大学法学院讲师。

## 一 问题的提出

股票质押是证券市场一类特殊但极重要的股票交易,且与银行、保险等市场密切相关,兼之2015年以来我国资本市场的一系列监管措施和国内外宏观经济金融环境的变化,使得股票担保融资对资本市场稳定产生了重大影响,如2015年“股市波动”、2018年上市公司“股票质押强制平仓风波”,致使投资者遭受重大损失,部分上市公司股东公司控制权发生变更,影响了证券市场稳定和债权人利益。由此,股票质押开始引起市场和监管者的关注。《证券法》已于2019年12月修订通过,“一审稿”曾专列一节规定了“证券

担保”,旨在突破《物权法》的藩篱使“股票让与质押”的合法性获得承认,但最终被搁置,并未在正式文本中进行规定。值得庆幸的是,在《民法典》物权编中,通过缓和流押和流质的效力而为让与担保的发展创造了新的制度空间,但其对股票让与担保的特殊交易规则仍缺乏制度供给。由此导致股票担保融资只能适用各类监管规章、交易所和结算机构的业务指引,人民法院在处理纠纷时不得不自行出台各类审判指引。对此,本文拟结合《民法典》《证券法》、证券交易所相关规则以及司法解释等深入讨论股票质押制度的法律构造、法律效力、权利实现机制和公共监管机制,通过系统反思 2015 年以来的证券市场风险事件,为《民法典》物权编相关规则的进一步完善和相关纠纷解决提供理论支持,为维护我国资本市场稳定提供些许探讨思路。

## 二 我国股票质押的历史演进及其问题

对于股票质押最直接的理解和认识均源自《担保法》《物权法》以及《民法典》等相关法律所确立的上市公司股票质押制度,也大部分仅限于此种认识。然而,我国金融市场上实际存在的股票质押的交易形式、法律规范框架和操作模式均远远超出当前学界的理解。除《民法典》物权编等规定的担保物权型股票质押(Security Interest Arrangement),我国在证券市场建立之初即已发展出了某些权利让与型股票质押(Title Transfer Financial Collateral Arrangement),如 20 世纪 90 年代中期的证券(主要是债券和国债)回购。<sup>[1]</sup> 经过多年的实践发展,我国逐步形成了“场外担保物权型股票质押”和“场内权利让与型股票质押”并立的市场格局,且场内权利让与型股票质押蓬勃发展、不断创新。

担保物权型股票质押是指在股票之上创设权利质权的担保交易,出质人在股票之上仅创设定限物权,而保留对股票的所有权,其目的仅在于担保金融债务的履行。担保物权型股票质押是场外业务,交易双方须在中国证券登记结算有限责任公司进行质押登记;若债务人违约,债权人需要申请法院判决或仲裁,以实现其质权。当前,我国担保物权型股票质押的交易主要包括两大类型:一是证券公司以其自营股票向商业银行及各类资管计划进行的质押贷款,旨在弥补自有资金的不足。<sup>[2]</sup> 二是股东利用其持有的上市公司股票向商业银行等金融机构及其设立各类资管计划等进行场外股票质押融资交易,用于各类资本运作,如股东杠杆融资并购、借壳上市、实现锁定期融资等。相比于权利让与型股票质押市场,担保物权型股票质押在我国资本市场的发展规模并不大,根据中国证券登记结算有限责任公司的统计,其市场规模一直较为有限,即使在证券市场火爆的 2015 年上半年,其融资余额最高也不过 2924.5 亿元人民币。<sup>[3]</sup>

权利让与型股票质押具体包括沪深两市的融资融券、上海证券交易所自 2011 年 10

[1] 参见《信贷资金管理暂行办法》第 52 条。

[2] 参见《证券公司股票质押贷款管理办法》,中国人民银行、银监会、证监会银发[2004]256 号。

[3] 数据来源:中国证券登记结算有限公司统计年报(2003—2015),[http://www.chinaclear.cn/zdjs/tjnb/center\\_data-list.shtml](http://www.chinaclear.cn/zdjs/tjnb/center_data-list.shtml),最近访问时间[2020-06-11]。

月推出的约定购回式证券交易以及我国沪、深证券交易所自 2013 年开始推出证券公司股票质押式回购,<sup>[4]</sup>以及深圳证券交易所的质押式报价回购交易。此外,我国证券市场上一直存在民间资本利用权利移转型股票质押发展的“场外配资”,并对 2015 年“股市波动”产生了重要影响。其中,约定式购回交易市场规模较小几乎可以忽略不计。自 2015 年《证券公司融资融券业务管理办法》(下称“融资融券新规”)之后,各类结构性资金纷纷借道股票质押式回购进入股市,其市场规模开始迅速增加,2018 年其市场余额达到 5 万亿人民币,接近 2015 年“股市波动”前融资融券的市场规模,成为引发“股票质押强制平仓风波”的根源。原因之一即在于股票质押式回购缺乏法律规范,其创设和交易的核心法律规范竟然只是沪、深证券交易所联合中国证券登记结算公司颁布的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》,但恰恰是这样一个规范性文件调整着一个巅峰时期规模超过 6 万亿人民币的巨大市场。<sup>[5]</sup> 市场的繁荣与立法的滞后形成强烈的对比。

股票质押市场规模的快速扩展导致大量资金进入股市,催生了股市非理性上涨和投机行为,危及金融稳定。便利的股票质押融资鼓励了部分上市公司不负责任的融资和投资行为。因为获取资金方便,上市公司大股东将其所持股票质押给券商或相关资管计划,并将获得的资金用于其他投资或者并购。如备受争议的“宝万之争”,宝能集团及其一致行动人先后多次利用股票质押从银行、信托和各类资管计划中获得巨额资金用于上市公司杠杆收购。此外,亦有部分上市公司利用股票质押获得的融资从事各类资本运作、甚至将资金转移至国外进行资产收购或者转移资产。与此同时,股票质押与“资管”等金融乱象并存,上市公司高杠杆负债经营叠加监管政策变动导致了股票质押融资系统性风险的集聚和扩散,催生了证券市场风险事件,影响了股票市场稳定。而在监管趋严(如 2015 年融资融券新规、2018 年资管新规)、内外部市场环境巨变和市场预期改变的情况下,这些资金又借助股票质押的“强行平仓”机制非理性地退出股市借以保全自身,致使股票价格急速下跌,加剧了市场震荡。而监管层和各地政府为了救助陷入困境的上市公司,出资成立了各类产业纾困基金,客观上加重了政府的财政负担。

综上,股票质押对我国证券市场交易秩序的维护和市场稳定具有重要意义,是一项基础交易制度,人们有必要了解该制度的实质,国家更应通过立法对其进行详细规范和监管,从而保障证券市场稳定。

### 三 担保物权型股票质押向权利让与型股票质押的变迁

随着券商向资本中介商的转型以及证券投资者融资需求的增加,投资者(股东)账户内的股票成为满足双方需求的天然中介。相比于传统的担保物权型股票质押,证券业对权利让与型股票质押更加偏爱,陆续发展出了融资融券、股票质押式回购、约定式股票购

[4] 参见洪艳蓉:《股票质押式回购的法律性质与争议解决》,《法学》2019 年第 11 期,第 93 页。

[5] 参见朱振鑫、葛寿净:《中国式爆仓风险:A 股股票质押全解析》,新浪财经,<https://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/2018-09-28/doc-ihkmwytp6091558.shtml>,最近访问时间[2019-09-08]。

回等新型“股票让与担保”业务。然而,这些交易所适用的特殊交易规则也与担保物权实现规则相去甚远,其合法性仍有赖于对《民法典》相关规定的进一步解释以及未来《证券法》相关规章的承认。

### (一)比较法视野下股票质押的法律构造

担保物权型股票质押和权利让与型股票质押之间的差异并非仅仅存在于表面上交易形式的不同,而是源自二者所适用的市场和机构不同,由此带来了交易结构的根本性差异。股票不同于其他权利质权标的,具有极强的金融属性,作为债权人(或曰融出方)的券商或资管计划(背后是银行、保险、信托等金融机构)通常直接控制担保物,享有事实和法律上处分股票的权利,因此,在券商以股票为担保开展质押交易、向投资者提供融资时,投资者利用证券之所有权作为债务履行的担保即变得顺理成章。债务届期清偿之后,债权人必须将同等的而非原出质证券返还给债务人,实际上亦无此必要。

根据美国《统一商法典》(*Uniform Commercial Code*)第8-313(1)规定,在上市公司股票之上创设担保权益,遵循证券转让的规定。因此,在证券之上创设担保权益,其交易结构实际上遵循证券让与担保的逻辑。权利让与型股票质押在欧美国家盛行,与其通行的股票“间接持有体系”密切相关。20世纪60年代末“纸质证券危机”之后,欧美证券市场开始利用电子簿记录证券的归属及变动,所有证券均由证券登记结算机构集中保管,并将证券公司登记为证券的所有人,因此,股票交易必须通过证券公司在交易所的席位进行,而非在投资者与发行公司之间进行,建立了证券的“间接持股”机制。<sup>[6]</sup>在“间接持股”体制下,因为证券被直接登记在证券公司名下,后者享有法律上的所有权并享有对证券的实质控制,投资者仅仅享有衡平法上的证券权益,证券权属的变动对投资者和发行人而言变得不再必要,这在客观上为证券公司作为债权人进行的股票让与质押交易的实施创造了有力的制度条件。

在股票间接持有的制度下,证券公司从法律上和技术上均“控制”了作为担保物的股票,获得对担保物的“控制”意味着其作为债权人可以直接出售担保物而无需取得债务人(股票实际所有人)的配合;因此,美国《统一商法典》第8编、第9编以及欧洲《金融担保物指令》(*Directive 2002/47/EC of The European Parliament and of The Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements*)均采纳了“控制”作为股票让与质押的公示方式,无需进行登记。值得注意的是,第8-106规定的“控制”是以证券买卖为模板构建的、以保护证券买受人权益为目的的规则,债权人有三种方式实现对中介证券的“控制”:(1)债权人成为证券权利的持有人,意即将证券转移至债权人的证券账户;(2)即使债务人仍然是证券权利的名义上的登记权利人并行使证券权利、仍有权利进行证券交易,证券中介同意按照债权人的指示处分担保证券;(3)第三方同意按照债权人的指令行动而无需获得权利人的同意;而第8编的起草者格外强调了“控制”对证券之上担保权益的重要性,尤其强调了不能基于传统普通法中关于质押的“移交占有”的理解对“控制”进行解释,这些规则旨

[6] See Jeanne L. Schroeder & David Gray Carlson, Security Interests Under Article 8 of The Uniform Commercial Code, 12 *Cardozo Law Review* 557, 561 (1990).

在取代普通法中的“占有推定”以及类似概念,从而消除将普通法的“占有”适用于现代证券存管实践所产生的法律上的不确定性和概念上的混淆。以“控制”公示股票上的权利,深刻地反映了欧美证券市场股票“间接持有”的实践特征,并决定了权利让与型股票质押的交易构造和适用的法律规则。

作为债权人的券商无须对股票之上的担保权益进行任何登记,因为债权人根据协议直接取得了股票的“占有”或“控制”。股票“间接持有”制解决了权利让与问题,并创造了让与质押的新的公示方式——“控制”,从而使得权利让与型金融担保物安排可以直接根据其自身约定发生法律效力,在发生违约时可以适用终止净额结算抵销债务,<sup>[7]</sup>实现优先受偿。而权利让与型股票质押能否直接适用于我国的证券市场,则需要进一步的分析与论证。

## (二)我国股票让与质押类型及其法律构造

与欧美等国家不同的是,我国证券市场从建立之初的极短时间内就建立了证券电子登记制度,并将上市公司股票直接登记在投资者名下,实行证券“直接持有”。此举在明晰权属、强化投资者保护的同时,也导致我国证券公司无法像国外证券公司一样开展证券让与担保融资,从而迫使其在不同的细分市场发展出了三种不同的股票让与担保样态,即信托让与、直接让与和间接让与,分别对应我国证券市场上的融资融券、约定购回式证券交易和场外配资以及股票质押式回购等交易形式。

### 1. 融资融券与信托让与

融资融券在国外被称为保证金贷款(Margin Loan),主要是指为股票买卖而提供的融资或者融券交易。学界对融资融券的法律构造存在账户质押说<sup>[8]</sup>、让与担保说<sup>[9]</sup>、最高额质押说<sup>[10]</sup>、信托说等不同观点。《证券公司融资融券业务管理办法》第14条采纳了信托说,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”,作为对现行立法未承认让与担保的一种无奈应对。在这种信托法律关系中,信托财产为投资者账户内的证券和现金,证券公司作为受托人享有信托财产上的担保权益,投资者与证券公司为共同受益人。然而,信托财产能否成为担保物用作担保债权的履行,遍观《民法典》均未找到其法律依据;投资者和证券公司均得对证券账户内的金融担保物进行控制、处分也与《信托法》的基本原理存在冲突。“股票直接持有”和股票让与担保制度的缺失造成了融资融券的上述制度窘境。本文认为,应当承认融资融券的让与担保性质,以融资融券协议和“控制”作为公示方式构造此种权利让与型股票质押交易,从而便利市场交易,推动股票市场稳定发展。

[7] See Directive 2002/47/EC of The European Parliament and of The Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, Art. 6 (1) and (2).

[8] 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,第93页。

[9] 参见邱永红:《我国现行融资融券担保制度的法律困境与解决思路》,《证券市场导报》2007年第3期,第43页。

[10] 参见廖焕国:《论我国融资融券交易担保机制的法律构造——以最高额质押为视点的框架分析》,《法律科学(西北政法大学学报)》2009年第5期,第151页。

## 2. 股票质押中的直接让与

采用直接让与的股票质押交易有两种,即上海证券交易所自2011年10月推出的场内约定购回式证券交易和2014年至2015年间名声大噪的“股票场外配资”。约定式购回交易属于买断式交易,易导致公司控制权发生变化,市场规模几乎可以忽略不计。场外配资是指未取得金融业务许可牌照的企业或个人,超越经营范围为以股票买卖为目的的市场主体提供股票担保借贷融资。配资方通常利用分仓技术,将自己在证券公司开立的账户分为若干个子账户,以存放客户保证金、配资资金以及买入的股票。账户内的保证金和股票共同构成配资方借贷资金的担保,且均被置于债权人(配资方)名下,从而构成典型的场外权利让与型股票担保融资。此种交易构造与欧美国家盛行的股票“间接持有”模式下的权利让与型股票质押相同,配资方实际上扮演着证券交易中介的角色,但其合法性亦因此被监管和司法实践所否认。

## 3. “间接让与”的股票质押式回购

不同于融资融券的信托让与和场外配资的直接让与,券商基于其市场优势发展出了间接让与型的股票质押式回购。该交易本质上是一种合约安排,即“一个合同,两次交易,两次结算”。<sup>[11]</sup> 2015年股市震荡后对券商融资融券规模4倍杠杆的限制,有效地限制了融资融券的规模,并且对其融资用途施加了更多限制,仅能用于购买股票,无法用于上市公司股东的资本运作和收购;股票质押式回购自此以后逐渐成长为股票融资的主流交易形式。相比于前几种交易形式,股票质押式回购的交易结构更加复杂:一方面,其仿照“买卖+回购”的方式对交易进行构造,融出方将获得标的证券及其股东权益的实质控制权,尤其是当融入方违约时,证券公司于当日上报交易所后,次日即可卖出标的证券实现优先受偿;另一方面,受困于我国现行法律没有承认让与担保的制度困境,其在形式上利用质押登记确保融出方的担保权益,融入方基于股东身份仍享有出席股东大会、提案、表决等权利,解决了控制权丧失等问题。

## 4. 股票让与担保的公示

股票质押的一个重要问题为是否以及如何进行公示。对此,实践中做法各不相同。对于纯粹作为股票买卖融资工具的融资融券而言,因为其系场内交易,融资无法挪作他用,且股票的频繁交易使得登记并不适用于融资融券,故而欧美各国券商在融资融券交易中均通过“控制”的方式确保其担保权益,且均承认融资融券账户内资产的破产隔离地位。<sup>[12]</sup> 在担保融资中,债务人须将股票通过登记的方式移交占有给买受人,或者发行人同意其将遵从债权人的指示(即使所有人仍被登记为所有权人)。<sup>[13]</sup> 由此可见,在美国的股票担保融资中,登记仅为“控制”的方式之一。利用“控制”作为股票质权的公示方式的便利性清晰可见。2002年欧盟出台的《金融担保物指令》即采纳了这一做法。

“控制”并未被我国《民法典》物权编所承认,实践中主要体现在融资融券中融出方在

[11] 洪艳蓉:《股票质押式回购的法律性质与争议解决》,《法学》2019年第11期,第95页。

[12] 参见《证券公司融资融券业务管理办法》第30条。

[13] See Section 8-106 (a) (b) (c) (d) (e).

证券交易所开设股票质押特别席位、用于存放和处分质押股票,以确保债权人对质押物的实质“控制”。而在出质人将质押融资转移出券商账户并用作资本运作、资产收购或其他用途时,债权人则失去了“控制”的可能,此时,登记即成为“股票质押式回购”的最佳公示方式,有助于强化银行或证券公司对于出质股票上的质权,确保其债权优先受偿。

我国证券“直接持有制”形成了对于证券让与担保的制度障碍,致使其依旧规定“转移的证券为信托财产”。如前所述,融资融券的信托让与体制已经被证明在理论上和实践中存在严重缺陷。从当前的实践来看,股票质押式回购是最符合我国股票让与质押的制度构造,其将回购的原理和担保的逻辑完美地结合在一起,赋予了融出方较多的权利、确保了其债权安全,登记则确保了担保权益的公示和市场信息的透明。

### (三) 权利让与型股票质押的法律效力

权利让与型股票质押之所以在国内外证券市场盛行,根源在于其借鉴衍生交易构建的不同于传统担保交易的特殊交易规则而获取的制度优势,使其在设立、结算和权利实现方面更有效率,并为我国实践所采纳。这些迥异于担保物权型股票质押的特殊交易规则包括:

#### 1. 使用、处分担保物的权利

股票价值的不确定性,通常要求赋予质权人处分股票的权利(融资融券除外),特别是股票价格出现巨大波动时,债权人可以根据市场形势买空或者卖空出质股票,从而利用市场机会提高资产利用效率和经营效率,只要其在股票质押协议到期时能够返还出质人同等数量的股票即可。但这一做法明显与传统质押的定义相冲突。对出质人处分股权的问题,《民法典》第 443 条第 2 款采取了原则上禁止、例外许可的态度,仅仅规定了经质权人同意对出质股票的处分权,且须将转让所得价格提前清偿债务或者提存。

但如果切换到股票权利让与质押的交易逻辑下,则融出方(债权人)对设质股票进行处分不再存在制度上的障碍,因为股票法律上的所有权已被转移至债权人。担保物提供者对接受者仅仅享有合同法上的、要求对方返还同等证券而非原始证券的请求权,因此其须承受担保物接受者的破产风险。<sup>[14]</sup> 金融担保物不同于普通的有体担保物,对其进行使用通常不会损及其市场价值,甚至证券的及时处分有助于保护债务人的利益。而在证监会和交易所颁布的规范性文件中则对日常处分和违约处置进行了区分,即:在融入方(债务人)没有违约情形时,融出方原则上不能处分出质股票,如股票质押式回购并不允许对已做质押登记的股票进行出售,融资融券交易中证券公司也没有处分作为担保物的专门账户内的股票;而在融入方(债务人)违约时,法律则赋予了融出方(债权人)对出质股票进行处置的权利。值得注意的是,《证券法》(修订草案)“一审稿”曾经在第 163 条和第 164 条第 3 款中规定了债权人的转质和使用、处分担保证券的权利,并明确了债权人归还同等证券的义务。

#### 2. 自动终止合约、强制平仓与终止净额结算

当债务人违约或者发生约定的终止合同情形时,金融担保物的债权人可以立即终止

[14] See Geoffery Yeowart, Robin Parsons, Edward Murray & Hamish Patrick, *Yeowart and Parsons on The Law of Financial Collateral*, Edward Elgar Publishing, 2016, p. 145.

合同,将证券按照市价直接进行场内违约处置,通过二级市场抛售出证券,并以处分所得优先清偿债务。以股票为代表的金融担保物具有高流动性和价值波动性,终止净额结算对于以股票为代表的金融担保物协议的执行至关重要,当债务人陷入财务危机时,债权人不会因此而陷入流动性危机;而传统的质押业务若双方无法协商一致,须通过司法途径解决,这将影响债权人的流动性,甚至因债务人违约而产生连锁反应。

我国融资融券、股票质押式回购相关规范文件确认了债权人按照约定处分担保证券的权利,包括《证券公司融资融券业务管理办法》第26条第3款规定的“客户未能按期交足担保物或者到期未偿还债务的,证券公司可以按照约定处分其担保物”的权利;《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》(试行)第70条规定了无限售条件股份的违约处置程序和方式,允许证券公司根据《业务协议》的约定处置标的证券,处置所得优先偿付融出方,剩余孳息解除质押登记返还债务人。同时,《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》(2018年修订)第78条赋予券商根据协议约定处置相应质押标的证券的权利,但必须首先向交易所进行违约处置申报,申报成功之后即可按照约定进行平仓处理。

实际上,对于融入方违约时融出方享有的处分权,某些担保物权型股票质押也采纳了类似做法,如规范担保物权型股票质押的《证券公司股票质押贷款管理办法》第27条赋予了贷款人及时平仓的权利,在借款人届期没有履行还款义务时,该办法第24条规定贷款人可以不经法院强制执行而直接出售质押股票、直接实现受偿。这充分表明,基于股票的金融担保物属性,即使是担保物权型股票质押也借鉴了权利让与型股票质押的权利实现机制。

### 3. 不受破产程序管辖和限制、实现优先受偿

权利让与型股票质押交易通过转让证券之所有权或证券权益而实现对债权的担保,但这并不能确保其不受债务人破产程序尤其是破产撤销权的影响。<sup>[15]</sup>而在欧美权利让与型股票融资交易中,净额结算的抵销可不必经过破产管理人的许可和债务人委员会的认可,实际上构成一种优先清偿。欧盟《金融担保物指令》第8条亦明确规定,在破产或重整程序启动之日、启动之前的特定时间段内进行的金融担保交易不得被宣布无效,在破产程序或重整程序启动之后金融担保交易仍具有强制执行效力。此举彻底消除了强制平仓以及终止净额结算面临的来自破产管辖和破产撤销权的不确定性。赋予此种“超级优先权”的主要目的在于防止因债务人破产而影响金融机构的流动性,保障金融市场的流动性不受到冗长的破产程序的限制,免致系统性风险。

上述特殊交易规则获得了我国银行、券商以及交易所等机构的青睐,在证监会和交易所的规章和规范性文件中,明确承认了其在破产程序之外优先受偿的效力。如《证券公司融资融券业务管理办法》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时,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,然后才协助司法机关的强制执行,并能先于法院的财产保全或强制执行措施受偿。在股票质押式回购交易中,“质押标的证券、证券账

[15] 参见[德]鲍尔·施蒂尔纳著:《德国物权法(下)》,申卫星、王洪亮译,法律出版社2006年版,第630页。



户或资金账户被司法等机关冻结或强制执行”被作为异常情形对待,《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》确立的基本原则仍是按照《业务协议》的约定进行处理,如提前购回、延期购回或者终止购回等。<sup>[16]</sup> 上述制度设计,体现了股票等金融担保物不同于普通担保物的法律特性,即金融担保物作为还款的直接来源,通过抵销来实现债权,从而实现优先受偿。

虽然实践中和理论上我国倾向于将股票质押视为担保借贷,但是,因为股票金融担保物的属性和特殊的交易方式(让与担保),市场创造出了不同于传统担保的特殊交易规则。我国《担保法》和《物权法》虽未承认让与担保,但实践中发展出的融资融券、股票质押式回购、约定式证券购回等场内权利让与型股票质押以及“场外配资”均采用了上述特殊交易规则,并有针对性地创造了多种“让与”模式,其交易逻辑亦被传统的担保物权型股票质押所采纳,体现了市场对法律制度设计的深刻影响。然而,由于对股票质押融资风险特征的认识不够深入,致使对股票让与担保交易的定性和监管出现了偏差,影响了市场稳定。

#### 四 股票质押的系统性风险来源

国外学者早在 20 世纪 70 至 90 年代即已对股票质押的基本法律构造、适用的法律规则进行了系统研究;<sup>[17]</sup>“次贷危机”之后,部分学者又对证券担保特殊法律规则和系统性风险控制之间的关系进行了分析。<sup>[18]</sup> 我国 2015 年“股市波动”和 2018 年发生的上市公司“股票质押强制平仓风波”将股票质押的系统性风险暴露无遗,其自带杠杆的交易属性及其所适用的特殊交易规则更进一步放大了其系统性风险。

##### (一) 股票质押交易杠杆性及其微观交易风险

尽管股票担保借贷对于证券公司是低风险、高收益的业务,但对于借款人而言却并非如此。举例而言,两个投资者做同样的投资:投资者 A 用 10 万元现金购买了等值证券,投资者 B 利用 10 万元现金和 10 万元保证金贷款(假定年利率为 5%)购买了价值 20 万元的股票;两者均持有这些股票一年。假定 1 年之后股票价格增长 25%,A 投资者的权益增加 2.5 万元至 12.5 万元,而投资者 B 的权益则增加了 4.5 万元(扣除利息),或者说增长了 45%;若股票价格下跌 25%,则投资者 A 遭受 2.5 万元的损失,而投资者 B 则减少 5.5 万美元(含利息),或者说降低了 55%。由此可见,证券担保贷款的杠杆放大了收益和损失,其助涨更助跌的效果极易使投资人在股市暴跌时遭受惨重损失。

证券担保融资在 2007 年“次贷危机”中受到重创,以贝尔斯登为例,证券回购进行隔夜拆借已经成为其长期的融资模式,规模达到 1,000 亿美元,而其总资产仅为 4,000 亿美

[16] 参见《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018 年修订)》第 80 条和第 81 条。

[17] See Charles W. Mooney, *Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests In Securities Controlled by Intermediaries*, 12 *Cardozo Law Review* 305, 305 (1990).

[18] See Mark J. Roe, *The Derivatives Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator*, 63 *Stanford Law Review* 539, 539 (2011).

元,是其自有资本的8倍。<sup>[19]</sup>在我国2015年“股市波动”期间,融资融券的参与机构和投资者也遭受了重大损失,场外配资的投资者亦如此。而因为股票价格下跌,致使参与质押式回购的券商和资管计划损失惨重,而主动加杠杆的上市公司大股东更是因此陷入困境,从而酿成2018年“股票质押强制平仓风波”。由此可见,股票质押融资是一项杠杆性的高风险投资活动,放大了投(融)投资者的收益和损失,其特殊交易规则在提高交易效率和流动性的同时,也助推了市场的波动,对金融风险控制和市场稳定产生了深远影响。

## (二)大资管、场外配资的兴起与股票质押融资

当前,我国证券担保融资的资金提供方主要是证券公司(场内融资)和商业银行、保险、信托等金融机构。证券公司从事证券担保融资交易,除利用自有资金外,还可以通过证券交易所的业务平台、证券金融公司的业务平台及其他渠道融入筹集资金。自有资金与后三类资金的占比决定了证券公司经营的杠杆水平,也影响到整个证券市场的杠杆水平,对证券市场稳定影响巨大。银行理财、信托资金等借助融资融券、股票质押式回购、“两融”收益权转让等交易形式通过各类资产管理计划进入股市,将大量银行理财资金导入股市,助推了股票价格的上涨,也对传统的分业经营、分业监管的格局形成了挑战。

实际上,资管产品(尤其是银行系资管)的一大特点是其资金系募集而来,且因为“刚性兑付”致使其管理人具有极强的“保本本能”,其可以享受股票价格上涨带来的超额收益,但无法忍受股票价格下跌带来的损失;银行、券商等金融机构资管计划募资能力强、募集资本数额大,其资金入市对股市上涨影响显著。如2014年9月之前,我国融资融券交易余额不到1亿元人民币,而在资管资金对接融资融券交易后,其规模在2015年4月即已高达5.4万亿元人民币,且以融资为主(2015年4月峰值为4.7万亿),成为股市上涨的主要资金推手;而2015“股市波动”之后,股票质押式回购成为资管资金进入股市的主要通道,其市场规模在2017年底曾高达6.15万亿元人民币,<sup>[20]</sup>远超2015年“股市波动”期间的融资融券余额。

另一个备受争议的资金来源是“场外配资”。据估计,在2015年“股市波动”爆发前,剔除收益互换、伞形信托等配资渠道,民间配资涌入股市的规模在1万亿元左右。<sup>[21]</sup>从事场外配资的主体主要系无证券中介经营资质的机构,如传统的民间借贷机构,在证券市场行情向好时为证券投资提供融资,但因为其杠杆更高,其助涨杀跌的效果较融资融券和

[19] 参见王乐兵:《金融创新中的隐性担保——兼论金融危机的私法根源》,《法学评论》2016年第4期,第59页。

[20] 在2015“股市波动”前,其初始交易额和购回交易额的峰值也不过是2693亿元和2152亿元人民币(2015年6月)。参见朱振鑫、葛寿净:《中国式爆仓风险:A股股票质押全解析》,新浪财经, <https://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/2018-09-28/doc-ihkmwytp6091558.shtml>,最近访问时间[2019-09-08]。

[21] 参见清华大学国家金融研究院研究报告:《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》,该报告将融资融券以外的融资均称为场外配资。此外,有学者将股票场外配资与保证金融资、股权质押贷款、伞形信托、股票收益互换、结构化公募基金等并列为7个场外配资的渠道,配资规模超过3.7万亿元。参见缪因知:《证券交易场外配资清理整顿活动之反思》,《法学》2016年第1期,第48页。但这种描述性的统计否认了保证金融资、股权质押贷款、资管计划、基金等通过股票质押式回购、股票质押和约定式股票购回为证券从业机构和投资者提供资金来源的合法性。因此,股票场外配资在本文仅指没有取得证券经营牌照而为投资者提供股票融资的非法融资行为。

股票质押式回购等更为显著,加剧了市场系统性风险。

### (三) 缺乏对证券融资金融机构的统筹监管

证券质押融资的资金在绝大部分来源于券商的非自有资金,尤其是商业银行、保险公司、信托公司以及证券公司自己创设的各类资管计划。然而,《证券法》及相关规章却一直缺乏对证券融资的有效监管。

一方面,从金融发展史来看,商业与金融一定程度的分离是现代金融监管的理论基础,亦为 20 世纪 30 年代以来“分业经营、分业监管”框架的市场基础。我国《商业银行法》承袭此种理念,禁止商业银行从事信托投资和证券经营业务,禁止其向非银行金融机构和企业投资。然而,2012 年券商创新大会之后,证监会和交易所开始允许其通过资管计划为证券融资提供资金,作为融出方参与融资融券和股票质押式回购业务,规避了“分业经营”的限制;保险公司亦是如此。更有甚者,部分保险公司甚至利用资管计划将股票质押作为收购上市公司的融资工具,利用券商专项资管将巨额银行理财资金作为股票质押的资金来源,引发了巨大争议。<sup>[22]</sup> 相比而言,金融市场更加发达的美国,对金融机构持股上市公司施加了更加严格的限制,如保险公司持有上市公司股票不得超过其全部股份的 5%。<sup>[23]</sup> 资管的野蛮扩张突破了分业监管的限制,也使系统性风险在各细分金融市场间传播,动摇了金融稳定的基石。

另一方面,作为证券公司的一项重要业务,基于上市公司股票而开展的各类担保融资交易缺乏系统的监管。当前的监管实践表明,监管层将融资融券、股票质押式回购、传统的股票质押以及日渐萎缩的约定购回式证券交易视为性质不同的交易,并对其分别制定了不同的规范予以调整;其后果是,当其中某一类交易出现问题时,监管层只对其中一类交易施加监管措施,却忽略了其他同类交易,如 2015 年监管层将融资融券作为“去杠杆”的重点监管对象,规定其市场规模不得超过券商自有资本的 4 倍,<sup>[24]</sup> 但其并未对股票质押式回购做类似规定,<sup>[25]</sup> 彼时的“资产荒”和流动性过剩促使券商在此后大力发展股票质押式回购。此举鼓励了上市公司大股东不负责任的举债和高杠杆扩张,成为 2018 年“上市公司股票质押强制平仓风波”的根源。由此可见,应当对具有相同交易本质的股票担保融资交易施加相同的监管要求,对证券公司利用表外资金为证券融资提供杠杆资金进行有效监管,尤其应加强对理财产品、资管计划的资本监管和流动性监管,确立融资融券和股票质押式回购中自有资金和表外资金的比例,防止杠杆资金的无序入市、影响证券市场稳定。

此外,杠杆率的监管不仅体现在作为融出方的券商、商业银行等金融机构身上,还应对融入方进行监管,其最主要的监管方式是保证金比例、贷款比例以及可质押股票比例

[22] 参见刘燕、楼建波:《企业并购中的资管计划——以 SPV 为中心的法律分析框架》,《清华法学》2016 年第 6 期,第 66-67 页。

[23] See Mark J. Roe, A Political Theory of American Corporate Finance, 91 *Columbia Law Review* 10, 17 (1991).

[24] 参见《证券公司融资融券业务管理办法》(2015 年 7 月修订)第 20 条。

[25] 2018 年修订《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》后,并无明确的融资杠杆限制,其第 68 条仅仅规定“证券公司应当建立以净资本为核心的股票质押回购规模监控和调整机制”。

等。美国的 T 规则规定了不同的保证金比例计算方法,如证券市场现值的 50% 或 150%,<sup>[26]</sup> 而我国则对此暂无规定,实践中多由(融资融券)合同约定;<sup>[27]</sup> 在贷款比例方面,我国通常规定股票质押率上限不得超过 60%,实践中通常根据其所处主板、中小板和创业板不同而有不同比率;在可质押股票比例方面,最新修订的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》规定单只 A 股股票市场整体质押比例不超过 50%,并且单一证券公司、单一资管产品作为融出方接受单只 A 股股票质押比例分别不得超过 30%、15%。这些措施从根本上限制了债务人的经营杠杆水平,也分散了券商等金融机构的风险,有助于系统性风险的控制。

#### (四) 微观交易风险向系统性风险的转化:股票质押特殊交易规则的角色

投资者利用股票质押获得的资金继续用于股票交易或者其他资本运作(如资产收购),这在客观上吸引了更多资金进入股票市场,助推了市场上涨和投资者的乐观情绪。当产生资产价格泡沫时,市场自身以及监管者会提出市场调整的需求,从而导致股票价格波动。在此情况下,投资者会主动或被动地出售其所持股票以偿还融资。因为质押融资警戒线和平仓线的存在,作为债权人的券商和资管计划可以从容地利用前述特殊交易规则对担保物采取法律措施,如要求追加担保物、自由处分担保物和强制平仓。而借款人对此没有任何对抗措施。当证券价格下跌时,其或者存入更多的金融担保物,或者出售作为担保物的股票,否则借款人的贷款账户将被以进行强制清算。

美国“次贷危机”、我国 2015 年“股市波动”和 2018 年“上市公司股票质押强制平仓风波”的惨痛教训说明,这些特殊交易规则在避免因个别金融机构破产而引发系统性风险的同时却助推了整个市场系统性风险的扩散。其原因有三:

其一,在微观层面,股票质押融资增加了债务人的负债水平和经营杠杆,当债务人违约时,债权人将金融担保物变现受偿,使债务人丧失了经营资金来源和资本支持,甚至使出质股东丧失公司控制权。这些特殊规则虽然保证了债权人的流动性,但却加剧了债务人的破产风险,并因其连锁效应而酿成金融市场系统性风险。

其二,观察 2015 年“股市波动”和 2018 年上市公司“股票质押强制平仓风波”发生之前的相关股票融资交易,基本可以分别追溯到 2012 年的券商创新大会和 2015 年的“融资融券新规”。券商创新大会之后的互联网创新和各类资管交易促使各路资金借道场外配资和融资融券进入股市,助推股市非理性上涨;场外配资和融资融券被封堵、市场主体转向股票质押式回购之后,因其交易期限一般为 2-3 年,所以自 2017 年下半年出现违约纠纷或平仓纠纷符合市场预期。微观层面上的交易周期与宏观层面的经济周期具有内在的周期性关联。

其三,从宏观上讲,在市场形成普遍下行预期时,允许债权人通过强制平仓而实现其担保权益的做法,将诱发市场抛售潮和市场非理性下跌,而银行理财等各类结构型资管资金因为“刚性兑付”的存在,促使其在股价下跌时不计成本地抛售股票,加剧了市场恐慌

[26] 参见刘燕、陈阡陌:《美国股票融资交易监管:规则与实践的演进》,《财经法学》2017 年第 2 期,第 75 页。

[27] 参见《证券公司融资融券业务管理办法》第 13 条、第 24 条。

和市场震荡,成为 2015 年“股市波动”和 2018 年上市公司“股票质押强制平仓风波”的根源之一。这也是为何“资管新规”要求资管产品破除刚兑的原因之一。因股票价格下行和强制平仓而导致的市场预期重叠,强化了资本市场的内在不稳定性和系统性风险。由此我们发现,法律制度不仅能够预防金融风险,也能够成为金融市场崩溃的加速器,此即“法律与金融的悖论”,<sup>[28]</sup>因此必须综合考虑这些特殊交易规则对证券市场系统性风险的影响。事实上,这些规则的设计不应仅考虑其对单个金融机构流动性的保障,更应从市场整体稳定和安全的角度考虑其影响,而这恰恰是传统私法规则所无能为力的地方,故而来自证券法的公共监管必不可少。

综上所述,股票质押融资交易既涉及到交易当事人之间的权利义务的衡平,亦涉及复杂的证券市场监管。现行立法对于证券担保借贷行为的性质缺乏认定标准,更缺乏相应的处置措施,证监会将其中某些监管权下放到了证券交易所和证券公司;当发生普遍的强制平仓行为时,监管机构能否暂停“强行平仓”仍缺乏法律依据。对于证券担保融资的资金来源尤其是场外配资亦缺乏相关的监控措施,致使大量资金违规入市;监管层人为“去杠杆”的政策致使各路杠杆资金无序撤离股市,又反过来导致更多被质押的股票被强制平仓,2015 年“股市波动”沪、深两市在半月内蒸发了近 18 万亿市值,生动地演绎了股票质押系统性风险如何形成和爆发;而对股票质押式回购交易监管的不利,又造成了 2018 年上市公司“股票质押强制平仓风波”。这是自 2007 年“次贷危机”之后发生在我国资本市场的系统性风险集中爆发的实例,若非政府积极救市,其后果将不堪设想。由此可见,必须从立法上对证券担保融资进行综合规范,根据其系统性风险的形成和扩散机制,构建更科学合理的私法和公共监管体制,从而防范可能的系统性风险。

## 五 中国股票质押制度的构造与监管

我国 2015 年“股市波动”和 2018 年上市公司“股票质押强制平仓风波”分别代表着我国金融市场在资金端和资产端的去杠杆过程,有着深刻的市场变革背景,但监管者对法律规则的僵硬适用凸显了对证券担保融资监管的缺失和盲目性。证券担保融资既需要来自私法层面对其交易结构的系统构造,也需要证券监管部门的强力监管,《民法典》和《证券法》的联动必不可少,有必要从担保法和证券法两个视角探寻股票质押的系统性风险及其控制的可能制度路径。

### (一) 股票质押的私法规范路径

从《民法典》物权编相关规则和修改后的《证券法》来看,其均放弃了对股票质押进行详细规范的努力。我国民事立法“宜粗不宜细”的立法风格和股票质押的强烈金融属性,导致《民法典》物权编无法对股票质押予以细致系统地规范。在《民法典》和《证券法》的立法和修法工作均已告成的背景下,对股票质押的私法规范只能借助于解释和司法实践。

[28] See Katharina Pistor, A legal theory of finance, 41 *Journal of Comparative Economics* 315, 318-319 (2013).

在《民法典》通过之前,《全国法院民商事审判工作会议纪要》(法〔2019〕254号)第71条就已经承认了让与担保;继而《民法典》第401条和第428条缓和了对“流押”和“流质”的效力限制,不再认为流质约定无效,而是允许债权人依法就担保财产优先受偿;从司法实践来看,不管担保财产是否已经完成财产权利变动的公示方式转让至债权人名下,人民法院均课以债权人清算义务,须参照法律关于担保物权的规定对财产拍卖、变卖、折价优先偿还其债权。就此而言,《民法典》为权利让与型股票质押的适用提供了正当性和合法性依据。但问题并未到此停止。

一是对股票的让与及其公示须根据不同的市场场景作不同的制度安排。让与担保的核心是将担保物所有权向债权人进行让渡,理论上存在“所有权构造说”和“担保权构造说”两种不同观点,<sup>[29]</sup>而《民法典》明显采纳了“担保权构造说”。具体到股票质押制度的构建而言,核心是在“证券直接持有”的体制下寻找权利让与型股票质押的构造方式,明确其法律效力。但我国股票“直接持有”制度导致股票转让过户面临着制度障碍。对此,笔者建议区分场内和场外的股票让与质押,对于场内的让与质押交易,应当放弃现行监管规章关于证券担保融资的信托交易构造,承认融出方可以通过特定账户或席位实现对出质股票的实质“控制”,并具有公示效力;对场外的股票让与质押,应当借鉴股票质押式回购的“间接让与”模式消除股票“直接持有”带来的制度障碍,通过质押登记确立作为担保物的股票的独立地位,即独立于债务人和债权人的自有财产,仅服务于偿还贷款的交易目的。“融资融券”和“股票质押式回购”作为股票让与担保的典型的场内和场外交易场景,分别适用“控制”和登记作为其公示方式,确保其优先受偿效力。

二是特殊交易规则的承认和适用问题。鉴于《民法典》和《证券法》均未对使用担保物、自动终止合约和强制平仓、不受破产程序限制实现优先受偿等特殊规则予以明确承认,且其与《民法典》的担保物权实现规则存在潜在冲突,其唯一的解释路径是契约自由,即在课以清算义务的前提下,尊重当事人之间关于股票让与担保的约定并依照当事人之间的约定确定其权利义务。客观而言,证券让与担保及其特殊交易规则对于证券担保融资市场的发展非常必要,但鉴于证券让与担保融资所采用的特殊交易规则具有诱发系统性风险的可能,必须明确应当适用股票质押特殊规则的证券标的和主体范围。就担保标的而言,应当根据场内、场外交易场景的不同分别限定可进行让与担保融资的证券范围,明确限售股的可质押性,并根据质押标的的不同确立其质押比例。从主体的角度而言,应将特殊交易规则的适用范围限于受到严格监管的金融机构,而对于债权人为非金融机构的股票质押融资交易,因为其与金融市场关联度并不密切,涉及登记和强制执行的规则对债权人和第三人交易安全格外重要,因此,应适用《民法典》担保规则中的“一般”规则。此举既可以实现证券法保护投资者的价值目标,亦有助于防范证券市场系统性金融风险。因此,有必要明确股票质押特殊交易规则的适用范围,确立不适用于金融担保物特殊交易规则的标准。

[29] 参见高圣平:《动产让与担保的立法论》,《中外法学》2017年第5期,第1201-1202页。

## (二) 防范系统性风险: 股票质押制度设计的基本原则

证券担保融资的系统性风险特征实非《民法典》所能胜任,需要在《证券法》层面上进行公共监管。深刻理解股票质押在《证券法》中的地位,不能拘泥于传统民法的体系逻辑,而应当具备敏锐的高法思维、更加重视金融市场融资实践和控制金融市场系统性风险的需求。股票质押融资实质上是各类杠杆资金进入股市的制度通道,不仅关涉股票质押双方当事人之间的权利义务,而且关系到整个证券市场安全,这为公共监管提供了正当性基础。应当充分吸收 2015 年和 2018 年相关事件的经验教训,将防范系统性风险的要求内化于相关制度之中,建立相关的公共监管框架,使监管者在对市场进行逆周期调节和干预时拥有法律依据,以便维持市场稳定。

首先,当前仍缺乏对股票质押特殊交易规则适用的适当限制。在正常的市场环境下,债权人可以根据合同约定对担保物进行直接处分或强制平仓,以确保债权的安全;但当市场普遍下行时,若允许强制平仓将进一步加大市场波动。为避免“股市波动”和“强制平仓风波”的重演,应当赋予证券监督管理机构在市场紧急时刻暂停或延缓“强制平仓”和“终止净额结算”的权利,通过“展期”延缓其对市场的冲击,以确保市场稳定。此举既考验立法者的制度智慧,更考验监管者的实践智慧。实际上,我国当前的某些监管规范能够起到延缓或者阻止“强行平仓”的效果,如《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》第 4 条规定,“因司法强制执行、执行股权质押协议、赠与、可交换债换股、股票权益互换等减持股份的,应当按照本规定办理”。

本文认为,当整个市场出现系统性风险的极端情况时,应当减少强行平仓的数额、拉长强行平仓的时间和节奏,以缓解其对市场的冲击。因此,一方面可以通过“减持若干规定”等确立的“慢跑规则”限制强行平仓的数量或拉长其处分时间;另一方面《证券法》或相关规章应当赋予证监会或者交易所面对系统性市场危机时“暂停”或“延缓”强行平仓的权利,如股票质押式回购的违约处置需要由券商上报交易所,而交易所可以根据市场情况对此予以窗口指导或者暂停处置,从而避免市场崩溃,但应严格限定其适用条件,避免对市场的过度干预。

其次,应当强化对股票质押融资主体的监管。应当将股票质押融资尤其是权利让与型股票质押仅限于具有相关经营资质的金融机构和企业,如欧盟《金融担保物指令》及其相关规章均规定了金融担保物提供者和接受者须均非自然人。<sup>[30]</sup> 根据监管规章和相关规范文件,能够进行股票质押贷款交易的主体仅限于商业银行、证券公司、基金公司、理财计划等金融机构或载体,场外配资之所以被清理并非因为监管层所说的违反证券实名制的规定,而是违反了证券经营管理的准入性规定,系违反了行业监管的强制性规定;因其不受政府监管,经营杠杆过高,风险控制能力和抵御市场波动能力较差,无法有效保护投资者,故应彻底否定其合同效力。从互联网金融发展的巨大教训来看,我国尚不具备放开民间配资的条件。2018 年上市公司“股票质押强制平仓风波”的发生表明,即使受到严格

[30] See FCARs, reg. 3 (1). See Geoffery Yeowart, Robin Parsons, Edward Murray & Hamish Patrick, *Yeowart and Parsons on The Law of Financial Collateral*, Edward Elgar Publishing, 2016, p. 144.

监管的券商等金融机构,面临短期的业绩压力,也会盲目推动股票质押融资,鼓励上市公司不负责任地举债和盲目扩张,以致造成被动的市场困局。因此,证券监管必须对融出方加强约束,融出方向客户推荐证券担保贷款之前,必须综合考虑到客户财务状况,确保其“与客户的财务目标、风险承受度和需求相一致”,这对于保护投资者,无论是融资融券交易中的中小散户,还是股票质押式回购中财力相对雄厚的作为上市公司股东,使其免受不道德的证券借贷实践的损害至关重要。

最后,应当加强对证券公司股票质押融资交易的监管。基于国外经验和我国的市场教训,笔者建议应当建立统一的股票质押融资交易信息统计制度,将各类股票质押融资交易信息纳入统计范围,掌握质押证券的种类、数量以及证券融资资金的数量、来源等,尤其是应当根据“资管新规”的要求加强监管协调,掌握各类结构化资金(如理财产品和各类资管计划等)的入市情况;通过确定证券担保融资融出方的主体范围,切实把握进入股市的资金来源、数量和入市节奏,实现对入市资金的全口径监控,有效控制流入股市资金的规模。

另外,应当强化监管机构之间的协作,强化对商业银行、信托公司、期货公司及其子公司通过各种通道进行股票投融资活动的监管。通过要求非券商金融机构披露其证券担保融资情况,建立数据信息共享机制,实现对银行、保险等各路资金入市交易的协作监管,实现机构监管和功能监管的协调。<sup>[31]</sup>在此基础上,应当赋予证券监督管理机构对证券担保融资更广泛的监管权,包括主体的适格监管、资本监管、投资者适格监管和保护,适格担保物的范围的确定,以及基于市场情况判断采取逆周期调控举措;应当统一各类金融机构提供证券担保融资的杠杆水平,对具体交易中的贷款价值比、融资提供方的自有资金与杠杆资金比进行统一规定,对单只资管产品投资股票尤其是单一股票的比例予以限制;<sup>[32]</sup>当市场发生过度融资或者盲目扩张时,应当对融资市场总规模实行总额限制,开展逆周期调控,防止市场过热。

### (三) 通过裁判规则弥补立法和监管之不足

2015年以来,监管层开始了“金融去杠杆”“减持新规”“资管新规”等一系列监管举措,客观上对证券担保融资交易产生了影响,并且影响到了相关纠纷的裁判。由此,金融司法对相关纠纷的定性和裁判成为讨论的焦点,尤其是监管规章对商事交易法律效力的判断,这集中体现场外配资和股票质押式回购等产生的纠纷中。在这个过程中,应当充分发挥金融司法的能动性,<sup>[33]</sup>在解决纠纷的同时维持金融稳定。

以场外配资纠纷为例,其核心争议问题之一是配资交易的法律效力。有学者认为,股票场外配资违反了证券管理的规定,因而协议应当无效,这一点也为股票场外配资的融资者在纠纷发生后所主张,试图通过否定协议的效力而取回自己的保证金。而法院的态度

[31] 参见宋晓燕:《论有效金融监管制度之构建》,《东方法学》2020年第2期,第106页。

[32] 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第16条仅仅规定了同一金融机构“全部资产管理产品”投资单一上市公司发行的股票不得超过该上市公司可流通股票的30%。与之形成鲜明对比的是,美国曾将保险公司持有上市公司股票的比例限定为5%。

[33] 参见王锐:《金融司法制度的建构:正当性、路径与功能》,《经贸法律评论》2020年第2期,第52页。



则比较模糊,表现在两个方面。

一方面,部分法院意识到股票场外配资违反了证券管理的规定,应当将其认定为无效,如深圳市中级人民法院《关于审理场外股票融资合同纠纷案件的裁判指引》第 7 条规定,场外股票融资合同属于《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,理由是“场外股票融资交易客观上破坏了金融证券市场秩序,损害社会公共利益”。<sup>[34]</sup> 这一做法也被后来的《全国法院民商事审判工作会议纪要》所吸收和完善,用以判断金融交易合同的法律效力。

另一方面,法院在实际审理中却并非全盘否定股票配资协议的效力,强调“对于当事人民事责任的裁决,应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,并结合合同约定、当事人履约情况、过错程度予以综合考虑”。该纪要第 8 条规定:“合同结算期届满,配资帐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。”因此,如果配资方的操作符合合同约定情形,就无须承担违约责任或者返还保证金,合同约定得到了法院的尊重。对这一问题前后矛盾的规定,虽然客观上解决了纠纷,但却人为制造了理论上的混淆。实际上,对于场外配资而言,其融出方主体的不合格,对投资者保护的无视以及对金融秩序和金融稳定的破坏,决定了其在现行私法上注定无效。

金融司法能动性在股票质押式回购引发的强制平仓危机中亦有体现,如上海金融法院 2019 年 11 月颁布的《关于执行程序中处置上市公司股票的规定(试行)》,其处置原则中明确要求“上市公司股票的处置应尽可能降低对证券市场的影响,有效维护证券市场稳定,防范市场风险”,并且明确要求根据拟处置上市公司股票数量对证券市场的影响确定其处置方式,分别以在二级市场集中竞价、大宗股票司法协助执行方式或网络司法拍卖等方式实现股票质权。与此同时,金融司法的能动性与监管的协调也被明确下来,如该规定第 39 条明确因处置股票而引发减持或者导致实控人变更的,必须在股票过户后 3 日内告知证券监管部门、证券交易所、证券登记结算机构,由其进行金融监管的合规性审查。通过对监管政策的积极回应,能动金融司法可以形成对金融监管的有力支撑,<sup>[35]</sup> 强化监管的合法性和合理性,及时回应金融创新对立法和监管的挑战。

## 六 结 论

由于股票的金融属性和直接持有体系,我国金融市场同时发展出了场内权利让与型股票质押与场外担保物权型股票质押两种股票质押交易形式,二者在交易规则层面已经日渐趋同。大资管通过股票担保融资将各类结构型资金引入了证券市场,满足了市场投

[34] 参见广东省深圳市福田区人民法院《吴小玲与深圳前海深金投资控股有限公司合同纠纷一审民事判决书》[(2016)粤 0304 民初 18367 号];广东省深圳市福田区人民法院《钟淦明与深圳前海深金投资控股有限公司合同纠纷一审民事判决书》[(2016)粤 0304 民初 18367 号]。

[35] 参见宋晓燕:《论金融风险控制的司法路径》,《中国应用法学》2019 年第 5 期,第 27-30 页。

融资需求,打通了商业银行、资产管理计划以及各类信托产品和民间游资与股票市场的通道,其自带杠杆的特征和所奉行的特殊交易规则使其天生具有产生、积聚和扩散系统性风险的特质。

《民法典》物权编相关规则对流质效力的缓和为权利让与型股票质押提供了制度保障,但仍缺乏对其特殊交易规则的构建,需借助解释论和契约自由等进行进一步完善。《证券法》亦应为证券担保融资(尤其是让与担保)构造相应的监管规则,并将控制系统性风险的要求内化于股票质押市场的制度设计和监管框架中,尤其是主体监管和行为监管。在相关融资纠纷的处理中,应当发挥金融司法的能动作用,实现纠纷解决和维护市场稳定并举。对证券担保融资交易市场的广泛监管必须建立在对股票担保融资机制的深刻理解之上,必须综合考虑私法交易与公共监管的有机结合,避免实行简单粗暴的股市监管规则和策略,从而防止因盲目监管引发的股市剧烈震荡。应当通过构造证券市场股票质押融资的基础交易制度、监管制度和能动金融司法,改善市场监管,防范未来发生新的系统性风险。

---

---

[Abstract] There are generally two forms of stock pledge transactions in domestic and international capital markets: “security financial arrangement for the pledge of stocks” and “title transfer financial collateral arrangement for the pledge of stocks”, and the “direct ownership” and “indirect ownership” of listed stock have an important influence on the construction of the system of transfer and pledge of stocks in different markets. The special institutional advantages of “title transfer financial collateral arrangement for the pledge of stocks” make such stock pledge more competitive in the capital market, while contributing to the accumulation and dissemination of systemic risks in the securities market in China. The 2015 financial turmoil in Chinese stock market and the 2018 forced liquidation of stock pledges of listed companies could be partly explained by the absence of relevant rules in the Property Law and the Securities Law, the lack of effective regulation, and the poor understanding of the method, scale and transactional logic of the entry and exit of various kinds of structured capital into the stock market. The Book of Property Law in the Chinese Civil Code should provide for the basic framework of and rules on the pledge of stocks, while the Securities Law should establish a public regulatory regime, which should be accompanied by a dynamic financial justice system, so as to maintain the stability of the capital market.

---

---

(责任编辑:姚佳)