

证券公司融资融券绕标相关问题研究

范圣兵* 张 玉**

2018年以来,全市场股票质押比例越来越高且股票质押式回购交易业务的风险案例逐渐增多,银行和证券公司等金融机构开始谨慎为大股东开展质押融资,大股东希望通过融资融券绕标实现融资目的,同时绕开对融资资金用途的监管;也有不少投资者为博取高收益,希望通过融资融券绕标达到扩大标的证券、增加杠杆比例等交易目的;另外,由于佣金率持续走低,交易量低位运行,证券公司通过提供绕标服务寻求收入来源。

近期,在一起证券公司与客户融资融券纠纷中,客户认为证券公司在开展融资融券业务过程中,知晓并放任、引导配合客户从事了违法违规的绕标行为,存在重大过错,但法院最终并未予以支持,而是认为绕标是客户个人自主决定的行为,应当自担风险。本课题研究首先详细介绍绕标业务的释义、步骤和种类,然后结合目前的相关规则和政策,分析绕标中存在的问题及争议焦点,最后给出意见和建议。

一、绕标释义、种类和步骤

(一)绕标释义

虽然绕标是证券公司融资融券业务中的一种普遍现象,但目前并无法律法规、业务规则上的明确界定,按照证券公司业内的普遍理解。绕标,顾名思义就是绕开标准,是指投资者在与证券公司开展的融资融券业务中,将证券公司出借资金买入融资融券非标的证券的行为。

* 国元证券股份有限公司合规总监总法律顾问。

** 国元证券股份有限公司融资融券业务合规专员。

(二) 绕标的主要种类和步骤

1. “融资 + 融券”绕标模式。这是绕标最开始的一个方法,也是最简单的一种。

具体步骤:通常是经过四步,最多可提取原账户总资产 33% 的现金。假设:客户证券账户中有资产 100 万元(满仓股票),信用总额度 100 万元(不计交易手续费、利息等费用及买卖价差和折算率)。

第一步:融券卖出价值 33 万元的标的证券 A,融券负债 33 万元。

第二步:融资买入相同数量的同一标的证券 A,融资负债 33 万元。

第三步:将融资买入的标的证券 A 以“现券还券”的方式偿还融券负债,账户显示总负债 33 万元,融券卖出资金 33 万元解冻。

第四步:此时担保比例(总资产/总负债) = (100 万元 + 33 万元)/33 万元 = 400%,因为维持担保比例 300% 以上的部分可转出,所以此时客户可转出的资金为 33 万元。

2. “担保证券融资”绕标模式。在融资融券业务开展初期,部分券商对投资者融资买入产生合约后的还款规则是按照合约开仓的时间先后顺序。

具体步骤是:综合多家证券公司的经验,这类融资业务需要流通股和一定的现金方可完成,具体操如下(下述 A 和 B 均为可 T+0 交易的融资融券标的):

第一步:提交 3000 万股票(假设折算率为 0)作为担保品,转入信用账户 100 万元现金;

第二步:融资买入 A80 万元;

第三步:融资买入 B20 万元;

第四步:对 B 进行卖券还款,按照先借先还的规定,A 负债减少 20 万元,为 60 万元;B 负债为 20 万元;

第五步:重复第三步和第四步,直至 A 负债被全部还清,B 负债为 80 万元;

第六步:对 A 进行担保品卖出,此时现金 180 万元和 80 万元负债,资金当日可用;

第七步:重复第二步、第三步、第四步、第五步,直至信用账户中股票市值为 3000 万元,现金 1100 万元,负债为 1000 万元;

第八步:转出现金 1100 万元;转出后的总资产 3000 万元,总负债 1000 万元,担保比例为 300%。

3. “大小合约”绕标模式。这种模式通过利用大小合约进行绕标,具体步骤如下:

第一步:账户转入保证金;

第二步:投资者 T 日融资买入 A 证券 100 万元,为实现资金最快可用,一般会选
择 T+0 交易的 ETF(交易型开放式指数基金,Exchange Traded Funds,ETF)品种;

第三步:融资买入 A 证券 1000 元;

第四步:投资者 T 日立即反手交易卖出 1,001,000 元还款,使用“指定合约”偿还
1000 元的合约,剩余资金不再继续偿还;

第五步:账户可用资金增加 100 万元。此时账户剩余 A 证券合约负债 100 万元,
A 证券无市值,但账户可用资金增加 100 万元,可以购买标的证券以外的股票。

4.“融资买入”模式。这种模式在上市公司大股东中较常见,大股东持有股票市
值较大但减持受限或不想减持,通过绕标形式达到融资目的。具体步骤如下:

第一步:投资者将本身持有的股票作为担保证券,T 日形成融资合约;

第二步:当维持担保比例超过 300% 时,T+1 日将超比例部分的担保物提出,这
里不区分是自有资金买入或融资买入,资金转出至普通账户;

第三步:T+2 日在普通账户中普通卖出,至此从信用账户转出的担保物可作为
自有资金,在 T+2 日可用,T+3 日普通可取。

上述四种绕标模式均能扩大融入资金的投资范围,其中“融资+融券”“担保证
券融资”“融资买入”模式均能不同程度变更融入资金为不受投资限制的自有资金,
实现资金套现。

(三)绕标的市场需求来源

1. 投资者存在资金临时周转需要。投资者除在证券市场进行投资交易外本身还
是一个实体经营者,当其自身企业经营或家庭原因突然需要一定的流动资金临时周
转时发现通过银行贷款、亲友之间借款、民间借贷等均不能在规定时间内资金到位或
者成本太高,又不愿意卖出其持有的证券市值降低其控股、投票等权益,所以将其股
份转入信用账户作为担保物,融资买入对应的证券,并同时将自有证券卖出与融资相
等的金额,符合维保比例的情况下将资金转去其同名的银行账户,供其短期周转。即
用融资资金买入的股份替代自持股份,资金无须周转后客户随时可转入信用账户内
进行“现金还款”操作,将融资本金和利息进行偿还。

按照规则维保比例在 300% 以上的担保物可以从信用账户转出,投资者既然有足
额的担保资产在信用账户,资金临时周转可以满足客户需求,解决其燃眉之急,但可
能存在担保物与可融资证券不一致的情况,客户就只能绕标交易。

2. 可直接融资买入的标的证券范围不能满足投资者需求。虽然目前融资融券标的的证券范围已经扩大至 998 只(950 只证券、48 只 ETF),但证券数量只占上市证券的 1/4,且每个券商最终还会对标的证券名单进行二次筛选,行情、板块直接变化又比较快速,投资者经常挑选好某只上市证券想加杠杆融资交易下单时才发现不是标的证券,或者虽然是标的但开户券商因某些原因进行了剔除,此时投资者会错失交易机会和无法获得获利机会。

融资出借方和借入方是券商和投资者双方,投资者对其挑选并实际融资买入的证券承担盈亏责任,交易范围过小无法满足投资者日常扩大交易规模的需求。

3. 有投资机会或行情时,杠杆比例过低。融资融券业务试点至 2015 年 11 月之间,证券交易所规定的最低融资融券保证金比例为 50%,即投资者现金作为保证金的情况下,融资、融券的最大财务杠杆效应可以达到 2 倍,2015 年 11 月 23 日起交易所提高融资保证金比例最低值至 100%,最大财务杠杆效应降至 1 倍,50% 的保证金比例与海外成熟市场类似,100% 明显限制了融资交易的杠杆效应。

对于一般性或投资能力相对较弱的投资者来说,一倍杠杆水平已经可以满足其需求,但对于专业投资者、风险承受力和投资经验较高的投资者来说,一倍杠杆限制住了其投资需求,减弱了收益率,倒逼此类客户去投资其他杠杆率更大的期权、期货等交易,或者找寻民间借贷平台借入资金,因其杠杆率可以达到 2~10 倍,甚至达到 20 倍,民间借贷与融资融券有着明显的区别,监管难度大,隐蔽、费用高,投资者风险大。

4. 变相实现质押。此类客户一般为上市公司持股 5% 以上的股东,2018 年股票质押的新规实施后,因为整体质押比例和质押后资金用途受到限制,有部分股东采取信用账户维保比例 300% 以上取现的方式进行套现交易,规避资金用途监控和质押比例不超过 50% 的限制。

5. 套现后账户资金用于大宗交易。目前,信用账户中只能对深圳证券交易所上市证券进行大宗交易,因减持新规要求,特定对象卖出证券后的对手方须持有 6 个月后方能再反向卖出交易,市场中存在部分投资者认为持有此类证券 6 个月后有差价收益机会,但自身资金不足,需要借用券商融出资金一起接手上述股份,等可以再次交易时选择合适价格进行卖出交易获利。

二、相关规则与政策

(一) 中国证监会的规定

《证券公司融资融券业务管理办法》(以下简称《管理办法》)第18条规定:“……客户融资买入、融券卖出的证券,不得超出证券交易所规定的范围。”

《管理办法》第21条规定:“客户融资买入证券的,应当以卖券还款或者直接还款的方式偿还向证券公司融入的资金。客户融券卖出的,应当以买券还券或者直接还券的方式偿还向证券公司融入的证券。客户融券卖出的证券暂停交易的,可以按照约定以现金等方式偿还向证券公司融入的证券。”

(二) 沪深交易所及中国证券登记结算的规定

1.《上海证券交易所融资融券交易实施细则(2015年修订)》(以下简称《实施细则1》)第20条、《深圳证券交易所融资融券交易实施细则(2016年修订)》(以下简称《实施细则2》)第2.18条规定,“投资者信用证券账户不得买入或转入除可充抵保证金证券范围以外的证券,也不得用于参与定向增发、股票交易型开放式指数基金和债券交易型开放式指数基金的申购及赎回、债券回购交易等”。

2.《中国证券登记结算有限责任公司融资融券登记结算业务实施细则(2018年修订)》第57条规定:“投资者信用证券账户不得买入或转入除可充抵保证金证券范围以外的证券,也不得用于参与定向增发、股票交易型开放式基金和债券交易型开放式基金申购及赎回、债券回购交易等。”

3.《实施细则1》第16条、《实施细则2》第2.14条规定:“投资者卖出信用证券账户内融资买入尚未了结合约的证券所得价款,应当先偿还该投资者的融资欠款。”

4.《实施细则1》第三章、《实施细则2》第三章对可作为融资买入或融券卖出的股票、证券投资基金、债券及其他证券的标准进行了明确的规定,即“在本所上市交易的下列证券,经本所认可,可作为融资买入标的证券或融券卖出标的证券:(一)股票;(二)证券投资基金;(三)债券;(四)其他证券。通常情况下,投资者从证券公司融出资金以后,所得资金应当用于购买证券公司指定的标的证券”。

(三) 监管部门窗口指导意见

1. 2015年4月中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)召开新闻发布

会,通报了证券公司融资融券业务开展情况。^①中国证监会时任主席助理出席会议并做了总结讲话,对融资融券提出了包括合理确定、调整证券标的的范围等在内的七项要求,提出加强融资融券业务风险管理,根据市场发展情况及自身风控要求,及时调整初始保证金比例、可充抵保证金证券折算率、标的证券范围等管理手段,合理确定客户融资杠杆,进一步强调“两融合规”问题,对部分证券公司通过窗口指导形式叫停绕标交易。

2. 2017年7月据《券商中国》的报道,两融“绕标套现”成为市场需求、券业创新和监管博弈的对象,当时市场刚刚创新的担保证券融资绕标套现模式,部分券商的绕标业务被监管部门窗口指导叫停,也有个别证券公司从融资融券合规性的角度出发,主动对信用交易系统进行修正,将3只ETF产品剔除标的证券名单。

3. 据《中国证券报》报道,^②2018年5月中国证监会有关部门召集部分券商(11家左右)进行座谈,就股票质押式回购业务风控、两融绕标套现融资等具体问题展开了讨论。

三、绕标可能存在的问题及争议焦点

(一)可能存在的问题

1. 间接突破标的证券,提高双融交易风险

投资者或基于套取证券公司资金用于其他投资标的的目的,或基于债券交易风险意识不足、意图攫取超额利益的需求,利用“维持担保比例超过300%时,客户可以提取保证金可用余额中的现金或充抵保证金的证券,但提取后维持担保比例不得低于300%”的监管规则,或者绕开“投资者卖出信用证券账户内融资买入尚未了结合约的证券所得价款,应当先偿还该投资者的融资欠款”的投资者自律规则,套取证券公司资金用于购买非标的证券。

一方面,投资者的绕标行为,提高了自身的交易风险。鉴于证券交易所确定标的证券的原则为“从严到宽、从少到多、逐步扩大”,旨在促进融资融券业务健康长远发展,综合考虑市盈率、上市公司及市场情况等因素,确定客户融资买入、融券卖出证券

^① 经查看中国证券监督管理委员会网站公告。

^② 参见陆静:《监管叫停两融绕标套现融资操作模式》,载 https://www.cs.com.cn/xwzx/201805/t20180518_5805927.html,最后访问日期:2019年7月5日。

的范围,并设置定期评估调整机制优化标的证券结构。相较而言,非标的证券的风险系数更高,受股票市场波动影响的幅度更大,投资者投资非标的证券的投资风险更高。

另一方面,投资者进行绕标提高了证券公司的交易风险。前文所述绕标步骤中,投资者通过偿还顺序在前的债务、“指定合约”等途径将“融资资金”变更为“自有资金”,购买标的证券范围以外的证券。由于资金来源是证券公司,投资者以借入资金投资风险更高的非标的证券,在风险因素爆发时,亏损资金实际为证券公司资金。投资者因扩大交易风险导致的无力偿还负债,增加了证券公司无法收回或无法足额收回融资款项的风险。

再者,投资者实施绕标行为还间接突破了融资融券业务规则。《管理办法》等业务规则明确了投资者可以以融资资金投资的标的证券范围,投资者以融资资金买入标的证券,卖出后又以相应的资金买入其他证券的,虽然形式上符合相关业务规则,但最终将资金套出融资融券交易的范畴,脱离了券商监管视线,间接突破了相关业务规则。

2. 引发其他交易风险,暗藏相关交易隐患

(1) 关于证券账户实名制方面

我国《证券法》第166条规定,“投资者委托证券公司进行证券交易,应当申请开立证券账户。证券登记结算机构应当按照规定以投资者本人的名义为投资者开立证券账户”。《证券公司监督管理条例》第28条规定,“证券公司受证券登记结算机构委托,为客户开立证券账户,应当按照证券账户管理规则,对客户申报的姓名或者名称、身份的真实性进行审查。同一客户开立的资金账户和证券账户的姓名或者名称应当一致。证券公司为证券资产管理客户开立的证券账户,应当自开户之日起3个交易日内报证券交易所备案。证券公司不得将客户的资金账户、证券账户提供给他人使用”。

同时,《证券法》第208条第1款^①规定了法人以他人名义设立账户或者利用他人账户买卖证券的责任承担,《关于对证券违法案件中违反账户实名制行为加强自律管理的通知》则针对证券违法案件中违反账户实名制管理的相关当事人,规定了除采取注销账户、限制使用等措施外,还将同时采取一定时期内限制新开账户、列为重点关

^① 法人以他人名义设立账户或者利用他人账户买卖证券的,责令改正,没收违法所得,并处以违法所得一倍以上5倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不足3万元的,处以3万元以上30万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以3万元以上10万元以下的罚款。

注对象等处罚措施。

监管规定和自律规则亦设定了证券公司的审核、监督义务。监管层面上,《金融机构客户身份识别和客户身份资料及交易记录保存管办法》(银发[2007]2号令)第3条、^①《证券登记结算管理办法》(中国证券监督管理委员会令第147号)第24条、^②《管理办法》第12条^③要求证券公司应了解实际控制主体和实际受益人,并监督证券账户的使用情况。自律层面上,中国证券登记结算有限责任公司(以下简称中国结算)2014年8月25日发布的《证券账户管理规则》第44条、第50条规定,证券公司应当负责对与其具有委托交易关系的投资者证券账户的使用情况进行监督,定期检查证券账户使用情况,发现不合格账户的应当按本公司有关规定及时规范;对不能及时规范的,应当按本公司有关规定在其柜面系统采取限制使用措施并向本公司报送。

以上账户实名制的相关规则,既是对投资者的要求,又是对证券公司的监管要求。但遗憾的是,在绕标的问题上,投资者缺乏有效的监管惩戒机制,证券公司审查账户实名制的渠道又有较大的局限性。

具体而言,在对投资者的要求方面,即便投资者突破以自有账户进行交易的要求,除非构成刑事犯罪,否则现有规则缺乏相应的惩戒措施,尚停留于自律规则的层面。融资融券交易过程中,存在不法分子通过借用他人账户掩盖自身违法行为、守法规意识淡薄的投资者为违法违规行提供便利而将自己的账户出借给他人使用的情形,违反证券账户实名制管理规定,严重扰乱证券市场秩序。前述“违法违规行为”包括内幕交易、市场操纵等,不法分子利用融资融券投资者的证券账户绕标购买目标公司的证券,通过非法利用内幕信息、操纵或影响证券交易价格或证券交易量等手段牟取暴利。投资者构成上述刑事犯罪的,由刑法规制;投资者不构成刑事犯罪,将账户出借给他人使用用于绕标,或者借用他人账户绕标的,尚无与之契合的惩戒措施。

在证券公司发现投资者账户实名制的可能性方面,也存在天然的能力不足的窘境。融资融券交易投资者基数大,交易数据多,且不在柜台交易。在通常情况下,受出差、迁居等多方面因素影响,投资者不当然会使用单一交易平台或单一IP地址。

^① 金融机构应当针对具有不同洗钱或者恐怖融资风险特征的客户、业务关系或者交易,采取相应的措施,了解客户及其交易目的和交易性质,了解实际控制客户的自然人和交易的实际受益人。

^② 证券公司应当掌握其客户的资料及资信状况,并对其客户证券账户的使用情况进行监督。证券公司发现其客户在证券账户使用过程中存在违规行为的,应当按照证券登记结算机构的业务规则处理,并及时向证券登记结算机构和证券交易所报告。

^③ 证券公司在向客户融资、融券前,应当办理客户征信,了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验和风险偏好,并以书面和电子方式予以记载、保存。

如此,正常交易的投资者本身即存在使用多个 IP 地址或交易媒介开展业务的可能性。即便投资者将账户提供给他人使用或使用他人账户进行绕标,证券公司也难以准确发现、监控或定性。

通常情况下,证券公司应当通过以下方式提示客户应当本人使用账户:一是要求客户本人现场开立信用账户并进行“双录”,严格审查客户身份的真实性,落实证券账户实名制;二是在开立信用账户前,证券公司应通过《融资融券业务风险揭示书》的书面形式告知客户账户应由本人使用,否则应自行承担相应的风险和损失,客户表示知悉并签字确认;三是证券公司回访时均会与客户确认账户是否本人操作,并提示相关风险。

(2) 关于投资者适当性管理方面

我国的行政法规到部门规章均强调证券公司须遵循投资者适当性原则,履行投资者适当性义务。《证券公司监督管理条例》第 29 条规定,证券公司应当根据所了解的客户情况推荐适当的产品或者服务。《证券期货投资者适当性管理办法》(中国证券监督管理委员会令第 130 号)第 29 条第 2 款规定,经营机构应当制定并严格落实与适当性内部管理有关的限制不匹配销售行为、客户回访检查、评估与销售隔离等风控制度,以及培训考核、执业规范、监督问责等制度机制。《证券经营机构投资者适当性管理实施指引(试行)》第 11 条规定,“证券经营机构应当及时将投资者信息录入投资者评估数据库,并根据更新的信息持续评估投资者风险承受能力。投资者评估数据库中应当至少包含下列信息……(四)投资者投资交易记录,包括但不限于产品或服务及其风险等级、交易权限、交易频率等”。

《管理办法》第 4 条第 1 项规定,证券公司经营融资融券业务不得诱导不适当的客户开展融资融券业务;第 7 条第 7 项规定,证券公司申请融资融券业务资格,应当建立符合监管规定和自律要求的客户适当性制度,实现客户与产品的适当性匹配管理;第 12 条第 5 款规定,证券公司应当按照适当性制度要求,制定符合本条规定的选择客户的具体标准。《证券公司融资融券业务内部控制指引》第 9 条规定,“证券公司应当建立客户选择与授信制度,明确规定客户选择与授信的程序和权限……(三)明确客户征信的内容、程序和方式,验证客户资料的真实性、准确性,了解客户的资信状况,评估客户的风险承担能力和违约的可能性。(四)记录和分析客户持仓品种及其交易情况,根据客户的操作情况与资信变化等因素,适时调整其授信等级。”

实务中,易将投资者适当性制度与合格投资者制度混同,二者的区别在于合格投

投资者制度是投资者进入某一市场或参与某一业务、购买某一产品、接受某种服务的准入制度;证券投资者适当性制度更多涉及证券公司等市场中介机构对客户了解、测评和提示义务等重点是将合适的产品推荐和销售给合适的投资者。前者重在从市场风险、投资者本身的角度,设定其需要满足的条件和门槛;后者重在对不同的投资者提供不同的法律保护。^①

如前文所述,部分投资者在绕标过程中,缺乏相应的证券投资经验和风险识别能力,进行非适当性交易,为自身招致巨额债务。投资者适当性制度的建立,旨在约束证券经营机构建立适当性管理制度、规范适当性管理措施、方法和流程等方面,保护投资者尤其是中小投资者的利益。

值得注意的是,融资融券业务不同于银行贷款业务,属于担保物融资操作,在开户时,主要的考量因素在于客户的证券类资产情况。根据上述规定,证券公司为客户开立信用账户必须审查的是客户的证券类资产情况、证券交易情况及以往履约情况。在融资融券业务中,证券公司的权利保障并不在于客户的个人征信记录有多良好,个人银行授信有多高,而在于客户存放在信用账户中的证券类资产。个人银行授信额度与融资融券授信额度是两个判断体系,判断的主要依据不同。客户最近20个交易日日均证券类资产不低于50万元的,其资产即已经符合证券公司设置的资产方面的标准。极端情况下,即便个人银行授信为0元,只要其各项指标符合证券公司的要求,证券公司也可以为其开通融资融券业务。正是基于这种融资业务规则的特殊性,使部分本无力承受风险的投资者,利用资金短期停留账户等模式,获取融资融券业务资格进而开展融资融券交易甚至绕标交易,提高自身风险,也给证券公司造成了损失。

(3) 关于信用账户单一证券集中度问题

根据《管理办法》第36条第3款的规定,证券公司应当在符合监管要求的前提下,根据市场情况、客户和自身风险承受能力,对融资融券业务保证金比例、标的证券范围、可充抵保证金的证券种类及折算率、最低维持担保比例和业务集中度等进行动态调整和差异化控制。《实施细则1》第48条、《实施细则2》第4.10条规定,会员应当加强对客户担保物的监控与管理,对客户提交的担保物中单一证券市值占其担保物市值比例进行监控。对于担保物中单一证券市值占比达到一定比例的客户,会员

^① 参见张付标、李玫:《论证券投资者适当性的法律性质》,载《法学》2013年第10期。

应当按照与客户的约定,暂停接受其融资买入该证券的委托或采取其他风险控制措施;《实施细则1》第57条、《实施细则2》第6.7条规定,会员违反细则的,证券交易所可依据有关规定采取相关监管措施及给予处分,并可视情况暂停或取消其在该所进行融资或融券交易的权限。

投资者之所以选择绕标操作,可能性之一在于投资者基于自身掌握的信息或技术判断特定的非标的证券有高于标的证券的投资价值。如此,投资者绕标所得资金可能集中于特定的证券品种,造成特定证券的持仓集中度提高。投资者购买的单一非标的证券市值占比达到一定比例时,证券公司将按照与投资者的约定暂停接受其融资买入该证券的委托或采取其他风险控制措施。而证券公司投资者没有约定或没有及时约定相应的比例的,则可能出现无比例可资考量的窘境。彼时,投资者进行绕标操作导致单一证券持仓集中度提高的,证券公司可能在持仓集中度方面对投资者无制约措施。

目前已有不少证券公司已经落实了相关要求。例如,有的证券公司规定:当信用账户维持担保比例在180%以下,通过信用账户普通买入或者融资买入证券委托成交后,账户内该证券市值占信用账户总资产的比例不得高于70%,如果高于70%(含70%),则禁止客户普通买入或者融资买入该证券;信用账户维持担保比例在180%以上(含180%)200%以下的,通过信用账户普通买入或者融资买入证券委托成交后,账户内该证券市值占信用账户总资产的比例不得高于80%;信用账户维持担保比例在200%以上(含200%),通过信用账户普通买入或者融资买入证券委托成交后,账户内该证券市值占信用账户总资产的比例不做限制。

(4)关于保证金比例的方面

2015年11月上海、深圳证券交易所发布《关于做好融资保证金比例调整相关准备工作的通知》,将融资最低保证金比例要求从50%提高至100%。《实施细则2》随之将第4.5条第1款修订为:投资者融资买入证券时,融资保证金比例不得低于100%。

《实施细则2》第4.5条第2款规定,融资保证金比例是指投资者融资买入证券时交付的保证金与融资交易金额的比例。其计算公式为

$$\text{融资保证金比例} = \text{保证金} \div (\text{融资买入证券数量} \times \text{买入价格}) \times 100\%$$

《实施细则2》第4.7条第2款规定,保证金可用余额是指投资者用于充抵保证金的现金、证券市值及融资融券交易产生的浮盈经折算后形成的保证金总额,减去投资

者未了结融资融券交易已用保证金及相关利息、费用的余额。其计算公式为

保证金可用余额 = 现金 + Σ (可充抵保证金的证券市值 \times 折算率) + Σ [(融资买入证券市值 - 融资买入金额) \times 折算率] + Σ [(融券卖出金额 - 融券卖出证券市值) \times 折算率] - Σ 融券卖出金额 - Σ 融资买入证券金额 \times 融资保证金比例 - Σ 融券卖出证券市值 \times 融券保证金比例 - 利息及费用公式中, 融券卖出金额 = 融券卖出证券的数量 \times 卖出价格, 融券卖出证券市值 = 融券卖出证券数量 \times 市价, 融券卖出证券数量指融券卖出后尚未偿还的证券数量; Σ [(融资买入证券市值 - 融资买入金额) \times 折算率]、 Σ [(融券卖出金额 - 融券卖出证券市值) \times 折算率]中的折算率是指融资买入、融券卖出证券对应的折算率, 当融资买入证券市值低于融资买入金额或融券卖出证券市值高于融券卖出金额时, 折算率按 100% 计算。

融资融券业务中, 部分投资者将保证金比例的计算方式错误理解为保证金总额除以负债总额, 据此认定证券公司违反了前述关于融资保证金比例的规定。保证金比例是判断客户可以融入多少资金的依据, 但并非是简单理解的用保证金总额除以负债总额, 而是根据前述规定中的计算公示精细至每一笔合约。客户融资买入上市证券后会逐步累计到保证金可用余额中, 多数证券公司通过系统设置确保每笔合约都不低于 100%。

(二) 绕标存在的争议焦点归纳

1. 关于投资者绕标行为的合法性问题

一种观点认为, 投资者绕标是合法行为。原因在于投资者提取保证金可用余额中的现金或充抵保证金的证券后, 其维持担保比例并未低于 300% 的监管要求, 且提取的资金来源于已了结的合约, 不存在“卖出信用证券账户内融资买入尚未了结合约的证券所得价款”“未了结相关融券交易前融券卖出所得价款”另作他用的情形, 不需要再接受融资融券业务规则的限制和评判, 系投资者处分自身资产、合理投资的行为。

另一种观点认为, 绕标是违法行为。原因在于根据《实施细则 1》第 16 条和第 17 条、《实施细则 2》第 2.14 条和第 2.15 条的规定, 投资者卖出信用证券账户内融资买入尚未了结合约的证券所得价款, 应当先偿还该投资者的融资欠款; 未了结相关融券交易前, 投资者融券卖出所得价款除以下用途外, 不得另作他用: (1) 买券还券; (2) 偿还融资融券交易相关利息、费用或融券交易相关权益现金补偿; (3) 买入或申购证券公司现金管理产品、货币市场基金以及本所认可的其他高流动性证券; (4) 证

监会及本所规定的其他用途。前述规定旨在落实《证券公司监督管理条例》第52条第2款关于“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”和《管理办法》第14条关于“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”的监管要求,保障证券公司作为担保权人的优先受偿权。实务中的绕标操作模式虽存在具体步骤的差异,但实质均为套现后购买非标的证券,套取的资金虽不受交易系统的约束,但其仍为前述监管规定中的“卖出证券所得的全部资金”“客户信用交易担保资金账户内的资金”,即为对证券公司的担保物。《管理办法》第18条第2款规定,客户融资买入、融券卖出的证券,不得超出证券交易所规定的范围。《实施细则1》《实施细则2》对可作为融资买入或融券卖出的股票、证券投资基金、债券及其他证券的标准进行了明确的规定。据此,绕标违反了前述关于优先偿还证券公司债务及购买标的证券的规定。

笔者认为,从逻辑的角度严格考察,绕标属于投资者的违约行为,但并未明确违反现有监管规则。现有成文的业务规则或监管规则虽对投资者提到了购买标的证券的要求,但并没有明确限制投资者绕标行为,且相关规则效力层级尚停留于部门规章的层面,没有法律或行政法规的明确规定,尚难以上升到合同法视角下合同无效的严重后果。实践中存在的投资者绕标的操作,均有符合融资融券业务规则的外观特征。即便是投资者绕标行为提高了自身风险,加大了证券公司业务风险,但绕标行为本身带有投资者投资策略的色彩,且没有明确的监管规则予以限制。直接否认绕标行为的合法性,尚缺乏明确的制度依据。在合法性问题上值得关注的是,绕标行为附随的或可能引发的风险或隐患如何杜绝的问题。

2. 关于证券公司应否需要承担责任的问题

关于证券公司在投资者绕标过程中是否需要承担相应责任,实务中亦存在争议。一种观点认为,绕标的行为主体为投资者而非证券公司,投资者作为独立实施民事法律行为的完全民事行为能力人,应当对自己的绕标行为负责,证券公司无须承担责任;另一种观点认为,证券公司相较于投资者而言,具有信息、技术、地位等方面的天然优势,应承担一定的管理义务,如因其疏于管理导致投资者绕标得以实施,即应承担相应责任。

笔者的观点是,首先,投资者应当为自身违反规则、违反约定的套现行为买单。融资融券过程中的“套现”绕标环节均为投资者实施,最终目的在于提取证券公司的

资金归投资者使用,且不受标的证券范围的约束。根据我国现有的关于融资融券业务的法律规则体系,证券公司和客户之间形成的法律关系包括因买卖证券产生的证券经纪关系、因证券、资金借贷而产生的借贷关系、为担保债权而形成的担保关系及信托关系,因买卖而借贷,因借贷而担保,因担保而信托。投资者绕标用该部分担保物和信托财产买入非标的证券的行为,违反了证券交易所相关规则、融资融券合同中关于应买入标的证券和还款偿债顺序的规定或约定。

其次,证券公司对与绕标相关的部分要素承担一定的监控义务。原因在于根据《实施细则1》第55条、《实施细则2》第6.5条的规定,证券公司应当按照证券交易所的要求,对客户的融资融券交易进行监控,并主动、及时地向证券交易所报告其客户的异常融资融券交易行为。根据上海、深圳交易所《融资融券交易实施细则》的相关规定,^①前述“交易所的要求”包括证券公司应当对客户提交的担保物进行整体监控,并计算其维持担保比例;证券公司应当加强对客户担保物的监控与管理,对客户提交的担保物中单一证券市值占其担保物市值比例进行监控,客户担保物中单一证券市值占比达到一定比例时,证券公司应当按照与客户的约定,暂停接受其融资买入该证券的委托或采取其他风险控制措施。根据中国证券业协会发布的《融资融券合同必备条款》第9条第5款,融资融券合同须约定“乙方应对甲方的异常交易行为进行监控并向监管部门、证券交易所报告,按照其要求采取限制甲方相关证券账户交易等措施”。

再次,证券公司是否需要投资者绕标行为承担行政责任有待商榷。虽然现有的监管规则要求证券公司评判保证金比例、单一证券持仓集中度等要素,但并未对绕标行为作出明确的界定,也未明确要求证券公司禁止投资者绕标,投资者绕标行为的隐蔽性也不当然会被证券公司发现和掌握。证券公司未能有效发现投资者绕标行为,或者发现投资者的绕标行为未能及时制止的,在现有的监管规则体例以及证券公司的发现可能性现状下,在绕标的合法性问题还有争议的情形下,尚难以直接得出证券公司需要承担行政责任的结论。

最后,证券公司的责任与民事责任无涉。证券公司向投资融出资金,投资者提供担保物,并于合同约定的还款条件成就时履行还款义务,此为完整的民事合同关系,与合同履行过程中投资者有无绕标等因素无关。投资者实施绕标行为,违反合同约

^① 参见《上海证券交易所融资融券交易实施细则(2015年修订)》第42条、第48条,《深圳证券交易所融资融券交易实施细则(2016年修订)》第4.9条、第4.10条。

定的,如融资融券合同有明确的违约责任的约定,则证券公司有权利依约向投资者主张违约责任;融资融券合同中没有明确的违约责任约定的,则对于证券公司是否有权利向投资者主张违约责任,或需要结合具体情形具体考量。但关于证券公司的融出资金的归还问题,因该借出与偿还法律关系在资金融出当时即已确定,与投资者违约行为或者证券公司的监管行为无任何法律关联,属于需要独立评判的民事法律关系范畴。

四、意见和建议

第一,扩大融资融券标的范围。目前绕标纠纷在“两融”纠纷中占有相当比例,主要原因是标的证券范围窄数量少,因此,扩大标的证券范围是解决问题的关键。如果证券交易所大幅扩大标的证券范围,既能满足客户的交易需求,又可锻炼提高券商的风险管理水平、投资研究能力和差异化服务水平,有效减少绕标纠纷,可谓一举多得。科创板的交易规则明确把科创板股票纳入两融交易标的,表明了证券交易所正在放宽“两融”标的证券的选择标准。比照科创板股票的各项指标,相信大部分上市公司的股票都可进入“两融”标的证券池。

第二,通过保证金比例、维持担保比例、单一证券持仓集中度等指标规范融资融券行为。融资融券交易本身有其独立的合规考核体系,如每笔交易合约的保证金比例,又如单一证券持仓集中度、维持担保比例等指标,各项指标均有其考察的对象。投资者的各项指标均符合监管要求或融资融券合同约定的前提下,如何进一步选择交易路径,本身即属于投资者有权选择的范畴。即便其行为路径被评判为绕标行为,证券公司也没有限制其自由选择交易的合理内核。已经出现的绕标行为,或有单一证券持仓集中度问题,或有维持担保比例问题,以致加大了市场风险及各参与主体风险。如果严格把控以上规则,则已经控制了制度层面的底线,在此基础上赋予投资者自由选择的机会,是市场经济的必然选择。

第三,通过融资融券合同抉择绕标行为及其相应的应对方案。投资者实施绕标行为,其本身应当知晓并承担相应的风险和损失。但问题在于投资者在自愿加大自身风险以期获取更高收益的同时,也加大了证券公司的风险。证券公司同意接受该种风险的扩大的,则属于证券公司自愿承受风险的表现,属于证券公司自身内控的评价体系,应由证券公司自行抉择;证券公司不愿意接受该种风险的扩大的,则可由证

券公司对投资者设置相应的违约条款,以违约责任的提高对冲自身风险的提高;证券公司既不同意承受该种风险的扩大,又不同意接受投资者绕标行为的,则可通过融资融券合同进行限制。绝对禁止绕标行为,将消灭投资者的合理诉求,消灭正常的商业风险,也会消灭市场活力。

第四,对绕标中大股东进行的“类质押”业务严格按照股票质押业务相关规则进行单独管理。根据不同的融资需求,针对大股东通过绕标套取资金,绕开对融出资金用途的监管、信息披露义务等。对于此类客户,应当严格按照股票质押制度进行贷前、贷中、贷后检查,尤其是对资金用途进行监控,按照股票质押业务得各项指标进行监控,否则不得为客户提供此项便利。

第五,将 T+0 的 ETF 产品剔除标的证券名单,这也是目前大多数证券公司已经采取的措施。经查看证券公司公告,兴业证券对公司融资融券业务标的证券进行调整,恒生 ETF、黄金 ETF 和 H 股 ETF 3 只 ETF 已被暂停融资;国泰君安发布调整公告将黄金 ETF、H 股 ETF 调出公司融资融券标的证券名单。此外,平安证券的标的证券名单中只留有恒生 ETF,黄金 ETF 和 H 股 ETF 都已被剔除;安信证券的标的证券名单中则剔除了黄金 ETF。该措施的问题在于即使把 T+0 的 ETF 剔除标的的池,投资者绕标也可通过正常 T+1 的标的证券实现,区别仅在于借道 T+1 的标的证券存在一定时间和涨跌风险,资金成本也会随之提高。

第六,调整卖券还款的顺序。经查看证券公司公告,部分证券公司向客户发布《关于调整融资融券业务卖券还款偿债顺序的公告》,将原融资融券业务合同中的“甲方选择‘卖券还款’方式卖出信用证券账户内证券所得价款,按融资欠款到期时间顺序优先偿还先到期的融资债务,同日到期的按买入时间顺序优先偿还成立在先的融资债务”修订为“甲方选择‘卖券还款’方式卖出信用证券账户内证券所得价款,优先偿还本券融资欠款,余款再按融资欠款到期时间顺序优先偿还先到期的融资债务,同日到期的按买入时间顺序优先偿还成立在先的融资债务”。根据修改后的融资融券业务合同,卖券还款后应优先偿还所卖出标的对应的欠款,致使投资者无法再通过前述的“套路”获得自有资金。

第七,区别对待投资者绕标套现行为。一是在场所上区分场内与场外。绕标套现至场外,一旦发现涉及场外配资的,应严格予以禁止。二是在主体上区分 5% 以上大股东及持股不足 5% 的股东。5% 以上股东进行绕标套现,可能涉及大股东高比例质押的问题,通过融资融券账户进行套现,绕开信息披露及融资难的问题。三是区分

合理绕标需求及不合理的情况。不合理的绕标需求,可能涉及规避股票质押制度对资金用途、质押比例等方面的监管。而合理的临时资金周转、正常证券投资等是可以适当放开的。四是区分绕标和其他违规问题。证券公司在适当性管理、单一证券客户集中度监测、账户实名制管理、保证金比例计算等方面存在违规,不能等同于绕标本身存在问题。

融资融券业务绕标属于投资者的违约行为,本质上属于私法调整的范畴。对于投资者的绕标行为,既需要提高投资者关于绕标的风险认知、规范投资者的投资行为,也需要贯彻风险自担的基本投资原则。对证券公司而言,融资融券业务绕标是风控宽严的选择问题。两融绕标不等同于违规,而是证券公司对业务规则的合理利用。虽然监管部门多次窗口叫停绕标,但至今尚未发布明确的制度或文件;现有司法判例认为在客户绕标融资中证券公司不存在过错,不能减轻融资人的责任。因此,在证券公司采取包括但不限于上文提及的证券持仓集中度、调整还款顺序、做好风险揭示等相关风控措施的前提下,针对具有相当的风险承受能力的客户,证券公司可以应客户申请提供绕标套现服务。