

【法治前沿】

证券市场场外配资监管制度研究

赖华子

(南昌大学法学院 江西南昌 330031)

摘要: 场外配资对证券市场的暴涨与暴跌起着推波助澜的作用,为建设稳定健康的证券市场,必须让其阳光化运作,并强化监管。场外配资的监管可依靠证券业分业经营体制下的券商端口,让证券经纪商审核场外配资的相关信息,管控其运作,并参与收益的分配。证券业协会宜制定《场外配资业务操作指引》指导券商的场外配资业务。证监会宜根据证券市场的运行情况进行相机决策,使场外配资在证券市场的不同运行阶段得到合宜的管控。我国《证券法》应该对场外配资这一民间融资交易做出相应规定,使场外配资业务的运作与监管有法可依。

关键词: 场外配资; 保证金; 证券经纪商; 交易端口; 证券监管

中图分类号: D912.28 文献标志码: A 文章编号: 1009-8003(2016)03-0089-08

场外配资是2015年证监会监管工作的重点,然而证监会将场外配资一味封杀的姿态受到业界的质疑。场外配资是我国证券市场的洪水猛兽,还是可资证券市场利用的资源?在我国经济转型的历史时期应该如何监管场外配资,使其为证券市场服务?这些问题均值得学界研究。我国金融业实行分业经营与分业监管的金融运行体制,基于证券业由证券公司分业经营的现状,场外配资要进入证券交易通道,必须通过证券经纪商的交易端口,所以场外配资的监管可以从证券公司的交易端口着手。

一、场外配资的发展及其与场内融资的区别

场外配资由来已久,在我国证券市场开展融资融券以前就存在,只不过规模较小,不足以对证券市场造成重大影响,因而没有进入管理层的监管视野。场外配资经历了一个从人工操作到软件系统批量操作的过程,早期的场外配资主要是由典当行、抵押担保公司等提供担保抵押服务的资金融出者向有融资需求的证券投资者提供的证券担保融资服务。随着融资融券交易的推出,使用杠杆资金炒股成为一种风尚,未达到融资融券进入标准的投资者,往往利用没有门槛的场外配资进行操作。各种投资咨询公司、P2P网络贷款平台、私募基金等正处于创新发展的初期,规范性的监管规则尚未制度化,这为资金融出者与证券资金需求者提供了便利的链接通道,为适应这种链接的需要,一些电子信息设备经营者又开发出了各种方便证券场外配资的系统性软件,^①场外配资进入系统自动配资阶段,场外配资迅猛增长,导致证券市场从2015年2月份开始飙涨,管理层不得不出面清理场外配资。

场外配资是与场内融资相对应的一个概念,是指非通过中国证券金融股份有限公司与证券公司提供的正规资金所进行的融资,而是通过证券市场外部的各种机构提供,并以投资者自身提供的资金为担保基础的一种高比例证券交易担保融资。配资提供的资金一般是投资者自有资金的3倍以上。场内融资指的是融资融券交易中的融资,是指证券公司以自有资金或者从中国证券金融股份有限公司转融通

收稿日期: 2016-03-12

基金项目: 本文系2011年国家社科基金重点项目《商法一般条款与不确定概念的具体化研究》(11AFX004)的部分成果。

作者简介: 赖华子(1969-),男,江西南都人,南昌大学法学院副教授,主要研究方向:民商法学。

^①系统性的场外配资主要有恒生公司HOMS系统、上海铭创和同花顺系统。关于场外配资的形成过程请参见李维《A股场外配资调查报告》,载《21世纪经济报道》2015年7月8日。

而来的资金等依法公开筹集的资金给合格的证券投资者提供融资,投资者以自有资金及其买进的特定证券所形成的证券保证金进行质押而进行证券交易,我国证券交易所规定融资融券交易的保证金比例不得低于50%^①,当投资者融资买进的证券下跌,导致保证金比例低于50%时,证券公司享有平仓权,这种平仓通过软件自动进行。

场外配资与场内配资的主要区别如下:一是进入门槛不同,场外配资没有计入门槛,而且配资公司可以迎合客户需要,开发出灵活多样的配资形式;而场内融资融券要求投资者必须具备50万元的自有资金或证券市值,而且监管严格,进入门槛高。二是融进的资金来源不同,场内配资所融的资金来自证券公司的自有资金或依法筹集的资金。场外融资的资金来源比较复杂,主要包括银行理财资金、信托资金、各类投资公司与资产管理公司的资金、P2P网贷平台的资金、地下钱庄的资金、外币借款等资金。三是资金运作的合规性不同,场内配资是由依法取得证券交易融资经营资质的证券公司经营,其所经营资金是《证券法》第81条所称的合规性资金。场外配资是由银行、信托、投资公司等不具有证券经营资质的非证券类金融企业所经营,P2P网贷平台等金融改革中出现的新生类资金支付平台也参与其中,其运作的资金属于违反《证券法》的非合规资金。四是融资的保证金比率与风险不同,场内配资的保证金比例不得低于50%,风险在一般情况下可控,而场外配资的保证金比例大大低于该比例,资金的杠杆比例大,风险特别大。五是资金的稳定性与融资成本不同。场内配资的资金比较稳定,尽管有6个月的融资合同期限,但在监管政策的指引下可以随证券行情变化而展期,资金的年利率一般在8%—9%之间,场外配资的资金的来源不合规,具有多变性、投机性、不稳定性,资金的使用成本在年利率20%左右,与民间借贷的资金利率基本一致。

二、场外配资对证券市场的影响与监管不足

(一) 场外配资对证券市场的影响

场外配资是一种民间的证券交易融资,如监管不当,其对证券市场的危害性巨大,主要体现在以下几个方面:(1)扰乱正常的证券交易管理秩序。场外配资流动的规律是追逐短期收益率高的标的,而且往往是流向题材股、重组股等信息与资金敏感度高的证券板块,其来也汹汹去也匆匆,场外配资的大量流入导致证券市场的暴涨暴跌,极易引发股灾,扰乱证券市场的秩序。(2)极易引发其他证券违法行为:大额的场外配资为了增加证券操作风险的可控性,往往与内幕交易与操纵证券市场操纵行为相配合,为了规避查处,又往往采取虚拟账户、非实名制账户进行操作,从而引发一系列的证券违法风险。(3)容易引发股灾,危及合规投资者的利益。场外配资的强行平仓具有传导性,股市下跌引发机构配资盘的平仓会传导到证券融资盘的平仓,引发证券市场流动性的暂时短缺,导致证券市场暴跌,形成股灾,证券市场自身的正常运行规律被打破,合规投资者的利益跟着受损,必须借助政府之手进行资金输血方能摆脱股灾。(4)破坏证券市场的正常机能。场外配资往往炒作流通股本小的题材股,题材股不一定是效率好的公司股票,一些流通股本大、业绩优良、成长性较好的国有大型企业的蓝筹股反而得不到资金的青睐,其股价往往比题材股低廉,进一步扭曲证券市场的价值投资理念,降低证券市场的融资功能。场外配资野蛮生长引发的暴涨暴跌的证券市场难以为创新性公司融资上市和引导中国经济成功转型创造良好的市场环境。暴涨暴跌的证券市场只是少数人攫取财富的天堂,绝不是普惠大众的健康证券市场,难以使大众分享国民经济发展的成果与财富的增值。

如场外配资运用得当,不但能对证券市场的发展起到正面的推动作用,而且对资金出借者的资金提供了保值增值的通道,使风险厌恶者从中获得稳定的收益,能间接促进国民经济的发展。场外配资能够为证券市场提供丰富的资金,只要监管得当,可以为证券市场多种功能的发挥添砖加瓦;场外配资还有力地弥补了正规融资融券交易资金不足的问题,不但有利于打破场内融资交易的垄断经营,还有利于为弱小投资者提供资金,满足资金需求者的融资需求,政府要做的仅仅是将其纳入法制的轨道,克服其危害,发挥其正面功用,为证券市场服务。

^①融资保证金比例 = 保证金 / (融资买入证券数量 × 买入价格) × 100%。

(二) 当前场外配资监管的不足

监管层对配资的监管始于2015年2月3日,证监会证券基金机构监管部下发文件,禁止券商通过代销伞形信托、P2P平台、自主开发相关融资服务系统等形式,为客户与他人、客户与客户之间的融资融券活动提供任何便利和服务。^①起初证监会无意彻底清理场外配资,只是发布有关文件禁止券商进行场外配资。直到2月份之后在场外配资推动下股市出现了暴涨,证监会才不得不清理配资。首先禁止利用HOMS软件等系统配资软件进行系统性配资,要求券商切断场外配资证券交易的信息接入端口,股市在证监会发布清理配资的通知后出现了断崖式下跌,面对股市的暴跌,为避免证券市场的系统性风险传导到其它金融行业,证监会等管理层展开了救市工作。7月9日向股市输入流动性与打击恶意做空等利好股市的政策背景下,证券市场开始绝地反弹。在股市勇猛反弹的形势下,场外配资又蠢蠢欲动,乱象环生,这更进一步坚定了证监会彻底清理场外配资的决心。不但软件系统配置型场外配资遭到禁止,人工盯盘式等其它场外配资均一并被彻查。证监会要求券商完全切断非券商自身营业范围内的外接证券交易接入端口,并规定清理场外配资的最后期限。这种一刀切的监管手段,一方面使得股市出现巨幅波动,另一方面也使信托公司等证券交易外接公司与参与交易的客户之间面临违约纠纷的问题。这种一刀切的监管手段有可能将没有参与配资而仅仅在信托公司或网络公司借助券商外接端口进行证券交易的客户也受到牵连,进而引发了这些客户的质疑与上访。在这种局面下,2015年9月17日证监会发布通知“要求继续清理整顿违法证券业务活动……各证监局应当督促证券公司按既定部署开展清理整顿工作,积极做好与客户沟通、协调,不要单方面解除合同、简单采取‘一断了之’的方式。证券公司应当与客户协商采取多种依法合规的承接方式,可以采取将违规账户的资产通过非交易过户、‘红冲蓝补’等方式划转至同一投资者的账户,或者取消信息系统外部接入权限并改用合法交易方式等方法处理。”^②按照这一清理原则,截至9月30日场外配资基本清理完毕。

从证监会对场外配资的监管实践来看,我国的场外配资监管呈现出如下特点:一是事先准备不足,无论是对场外配资的危害性认识还是对其的监管理论、制度供给以及监管措施、监管手段均准备不足,遇突发事件存在仓促上陈,突击监管的现象。二是监管理念存在偏差,对场外配资一味禁止,而缺少疏导。三是监管措施单一,手段粗暴,直至利益相关者发生抗争的情况才进行纠正。不管是伞形信托还是配资公司的直接配资均采用暴风骤雨式的限期清理,禁止接入券商交易端口的手法,致使证券市场如过山车般地运行,正常的融资融券也被磕碰得遍体鳞伤。四是缺乏场外配资入场的感应与监管启动机制,事前防范式的预防监管严重不足。五是监管组织的定位与监管人员的配备不当,监管人员的素质也有待提高,个别身担监管要职的证监会官员还涉嫌重大违规而遭到组织查处。

三、证券市场场外配资监管制度的建构

场外配资采用高杠杆操作,“该类杠杆给市场带来的最大风险在于杠杆规模、杠杆比例等因素不可测、不可控,且杠杆资金的归属不明确(不穿透、不实名);这就使得市场出现与杠杆资金相关的风险时,无法准确预测风险的大小,在风险暴露时,也就无法掌握和预测风险暴露的节奏和结构。”^③监管部门无法及时制定规范证券市场健康成长的政策,容易导致证券市场失控,因此,对场外配资的监管必须从制度上加以构建。

(一) 确立正确的监管原则

1. 疏导优于取缔的原则。场外配资能够在证券市场生存多年的事实证明其有着生存的空间,是迎合某些证券投资者的需要而存在的,也是市场自发配置资源在证券市场的反映,对该类投资者的利益诉求在经济民主的现代市场经济中应该得到尊重。对证券市场自发形成的场外配资不能一棍子打死,应

^①参见《证监会网信办联合规范场外配资》, http://finance.eastmoney.com/news/1353_20150713526226258_0.html, 2015年10月8日访问。

^②证监会《按部署清理违法配资 不要简单采取“一断了之”方式》, http://finance.eastmoney.com/news/1345_20150917548895336.html, 2015年9月18日访问。

^③李少君《规范高风险场外配资 给疯牛打疫苗》, <http://stock.qq.com/a/20150713/007030.htm>, 2015年7月20日访问。

该作为一种既存力量加以疏导,让其兴利。

2. 形成以证监会为主体,一体多翼的协调监管体制。场外配资是资金所有者、资金中介者与资金运用者、证券交易通道提供者等多种因素、多种利益主体缠绕在一起的产物,利益是其诱导,要管理好场外配资就必须从其源头管起,梳理配资的运作通道,通道的每个环节涉及到不同的金融监管部门,所以要管理好场外配资服务证券市场就需要多个监管部门协调监管,共同促进场外配资进入法制的轨道。所谓雁无头不成行,确立以证监会为主导监管主体,其它监管部门相辅助的协调监管体制更有利于场外配资的监管。

3. 法制先行的原则。场外配资如何运作才合规?监管部门也不好擅自决定,需要立法部门事前立法,对配资资金的聚集、分流、配置、进入证券市场的方式、进入的节奏、进入的数量,相关当事人的权利与义务的分配等均需要有一个准则,不然会出现不可控的局面。要想管理好场外配资就必须有一个规范化的法律法规,以减少随意执法。

4. 证监会相机决策的原则。股市如战场,证监会是股市的最高指挥官,何时何地调配决胜股市的资金供给,需要证监会根据证券市场的发展局势与上市公司融资的需求等多种因素进行相机决策,依法便宜行事。

5. 遵循社会整体利益最大化与社会公共利益优先原则。证券市场是一国经济的高度反映,也是遵循整体利益最大化的市场,证监会在调解场外配资服务于证券市场时应遵循经济法学科体系中的监管手段,运用经济的、法律的、行政的手段调节场外配资对证券市场的资金供给,既要维护证券市场的稳定与可持续性发展,又要兼顾证券投资者与配资者的利益,争取社会整体利益的最大化。在监管场外配资的过程中如果出现场外配资扰乱证券市场的正常运营秩序,损害大多数证券投资者利益,甚至危及社会公共利益时,应该及时制止场外配资的疯狂,遵循社会公共利益优先的原则。

(二) 制定适宜的场外配资监管制度

实践中,证监会对场外配资采用了分类监管,逐步清理的措施,对采用软件进行系统配资的场外配资严厉禁止,对一般的、零星的场外配资采取缓行,逐步查处的方式。从及时制止股市暴涨,防范证券市场风险向其它金融领域传导的监管实践来看,无疑是可行的。但是紧急禁止系统性场外配资之后,却导致了证券市场流动性的暂时短缺,在中国证券金融股份有限公司动用高达数百亿元人民币救市的情况下才使股市恢复正常的市场交易。为了防范场外配资一放就乱,一乱就抓,一严管就低迷的现象在证券市场上循环发生,有必要设置一些预防性的风险警示性监管指标、规范性监管制度和责任追究制度。

1. 建立场外配资主动申报制度。为了使场外配资主体得到合规性监管,必须建立配资主体申报制度,配资主体未经事前申报不得开展场外配资业务。申报者应该在申报时提供经工商管理总局核准登记的营业执照、经证监会或保监会核准的从事金融业务或资金支付业务的行业准入许可证书、开展配资业务的资金合法来源保证书,以此杜绝配资商借配资通道进行洗钱。事前没有向证监会或受证监会委托的机构申报备案的场外配资提供商不得提供配资服务,不得与证券投资者签订配资合同。

2. 建立配资主体审查制度。证券经纪商在获取配资信息后应该通过互联网将配资信息发送给证券监管部门,由监管部门核查资金融出方与资金融入方的资格,主要审查配资账户的真实性,严禁设立虚拟账户。证监会在审查场外配资信息时,有权获取配资主体身份、资金等与场外配资有关的信息,其它持有配资主体信息的单位有义务提供该信息,并接受询问。证监会在查取场外配资信息时也可以委托工商、税务或金融部门调查具体信息,也可以在场外配资基本信息健全的情况下委托为场外配资提供交易端口证券经纪商协同审查配资信息,以减轻证监会的工作量,提高其监管效率。

3. 建立场外配资基本信息的登记与备案制度。目前场外配资处于暗流状态,监管部门对其基本情况无法查清,难以预估其流入证券市场的风险。要让场外配资为证券市场健康发展服务,首先要做的事情就是让场外配资阳光化,避免其带来的不可知与不可控风险。为此证监会应该建立场外配资资金来源登记制度、资金规模实时监控制度。证券交易采取的会员通道制,任何通过证券实时行情交易系统参与的证券交易与大宗交易均必须通过证券交易所的会员通道进行,证券经纪商是从事这一交易过程的经纪机构,因而为证券交易进行的配资活动始终需要接入证券经纪商的交易端口方能进行证券交易。

因而只要把好这个关口,便能监控场外配资的流量,对于先配资后再以自有资金的形式入场的配资(隐性配资)尽管无法采用该方法监控,但是把好“强制平仓”这一关,便可以在一定程度上敦促该类配资从控制风险、维护配资方利益的角度自愿接受证券经纪商的实时监控。因为当配资交易者遇到融资保证金比例达到合同约定的担保率警戒线而需要强制平仓时,总是需要通过证券经纪商的交易端口输入平仓指令,与这一平仓指令相对应的强制平仓权应该依法只能由该接受指令的券商享有,未经证券经纪商的审核,其他任何人擅自强制平仓的应该承担因平仓而导致的损害赔偿责任。当然配资融入方可以输入交易指令而主动平仓,如果隐性配资方通过配资融入方主动平仓的话,证券经纪商又如何监控?这时配资交易自律制度与举报制度能较好地弥补隐性配资监管不足的缺陷。

4. 健全场外配资合同核查制度。场外配资合同应该统一,以免发生纠纷时带来合同性质认定的差异。场外配资合同不但应该采取统一的格式,而且应该由为其提供交易通道服务的券商作为一线审核人,对场外配资合同进行核查。核查内容包括:配资双方当事人身份的真实性;配资主体的合格性;配资利息的妥当性;配资杠杆的合规性;配资规模与融资者有证据证明的年收入来源的比例性;平仓权授予给券商行使的合法性等。对未进行信息备案的配资主体,券商不得为其开展证券交易端口接入服务,更不得为其提供强制平仓服务。对进行备案的配资主体,配资合同不得约定融资者直接授权给配资主体直接行使平仓权,而只能授予其强制平仓申请权,强制平仓权只能在配资方或融资方书面签字申请的情况下,由券商享有。券商应该将每天的场外配资数据,按照证券结算的时间,报送给证券业协会与证监会,并将场外配资合同的电子文档发送给证券业协会与证监会备查。

5. 建立重大配资事件与存疑配资交易及时报告制度。风险总是逐步积累的,场外配资出现异常时,券商应及时提醒配资的双方主体,并就异常的情形及时报告证监会与证券业协会,证券业协会对各券商汇报上来的同类型、同性质的配资异常情况及时报告证监会,并咨询应采取的对策。遇到足以影响证券市场的较大波动的特别重大的配资事件应及时报送证监会,以便证监会尽快采取相应的监管措施。所谓重大的配资事件是指配资规模与上一交易日相比,连续3日增长速度大于10%以上,或者连续3日的增量超过融资融券资金余额的增量的。统一配资主体对投资者的配资数量规模巨大,显著超过其事先备案时说明的资金总量的,或配资主体出现联合巨量提供场外配资,足以影响证券市场价格较大幅度波动等事件,具体应该包括哪些事件,有待配资的进一步实践。存疑配资是指对先配资后以投资者自有资金形式进行证券交易的隐性配资,券商通过审核投资者身份等信息,对其用于投资的资金与投资者职业收入有显著差异时,券商可以将其列为存疑配资行为,重点关注其资金动向,并将该情况及时报送所在地的证监会派出机构,以加强隐性配资的监管。

(三) 健全场外配资的监管启动机制与相机决策制度

当前的场外配资是在风险堆积,导致证券市场暴涨之后,证监会才开始整顿的,这种事后监管显然不能适应高效率运转的证券市场。所以应该建立健全场外配资监管程序,形成科学的相机决策机制。场外配资什么情况下需要放行,什么时候应该暂停,需要一个启动的机制。有人认为这种事情很难把握,交给市场本身去解决会比较办。笔者认为,场外配资本身是自发的、非理性的,非理性就可能出乱子,就必须给予疏导。如何进行疏导应该有一个纲,有一个可操作性的依据。疏导的运用在于证券市场对资金流的要求,在于监管者调控证券市场的目的,尽管某个特定的时期证券市场的战略不同,但是其服务经济建设的功能是一致的。证券市场有自己的运行规律,只要疏导之术因应证券市场运行之规律的同时,兼顾特定期国家经济建设规划的需要,就可以大概确定证券场所需要的资金流,也就可以制定场外配资的流量控制步伐。证券市场总市值与一个国家的国民生产总值之间有一个合理比值,通过对我国证券市场发展20多年的历程以及日本、英国与美国等国家证券市场的历史进行考察分析,可以得知某一特定时期证券市场的价值中轴,低于这个中轴时,表明市场的资金流供应是偏紧的,这时监管部门可以适当放松场外配资的监管;极度地向下偏离这个价值中轴时可以放松场外配资的监管;高于这个中轴时,可以适当收紧场外配资,向上偏离价值中轴较多时可以从严管制场外配资,甚至停止新增场外配资的进入。所以证监会应该会同证券业协会制定场外配资的监管启动机制与证监会相机决策的制度,因应证券市场的运行状态,采取相应的监管策略与具体的监管方式。

(四) 规范场外配资的行业自律制度

场外配资仅靠官方的行政监管难以取得良好的效果,必须辅之以民间自治式的行业自律,而行业协会的监管,更多的是对本协会成员的某一业务进行规范与约束,我们将该类监管称之为行业自律制度。2015年7月30日,证券业协会发布《场外证券业务备案管理办法》(下文简称《场外业务办法》)从监管范围、监管对象、监管方式三个方面对场外证券业务提供了监管规范,作为场外证券资产融资业务(即场外配资业务)的监管自然可以适用,可以说这个《场外业务办法》是证券业协会会员从事场外配资业务的自律性规范。《场外业务办法》规定的监管方式主要有“A. 备案制: B. 报告制: 备案机构每月10日报送信息列表和每年4月30日前报送上年度报告。 C. 检查制: 协会负责做客户适当性检查、信息披露情况检查和公司治理情况检查。 D. 黑名单制: 将严重违规机构及人员列入黑名单。未经备案从事场外业务、备案机构存在应报未报情形的、备案机构在黑名单有效期内开展场外业务的,可提请证监会查处。”^①从《场外业务办法》的规定来看,该文件所称的备案其实是证券业协会会员开展场外配资等场外证券业务时向证监会或证券业协会备案,涉及到场外配资的规范不是很多,有规定的主要是规范证券业协会的场外证券业务。实际上证券业协会会员开展场外配资业务涉及众多的业务规范,单纯依靠券商等证券业协会会员向监管机构备案的方式来监管场外配资业务显然存在制度供应不足的问题。在前文的论述中,笔者主张配资主体的配资信息由配资主体主动申报,由券商审核并向监管部门备案,更能强化配资主体与券商参与配资业务的自律,更有利于券商通过证券交易的端口展开对场外配资的一线查验,有利于从通道关口加强对配资的监管,加强这方面的制度建设能够对场外配资业务的开展与监管提供更多的制度保障。单靠证券业协会会员的自律容易导致券商通过证券交易端口对配资的审核功能与自身接入场外配资业务的自律功能完全重合,就会出现既是裁判又是运动员的角色重合,所以让配资主体自身自律,券商审核监管,证券业协会指引性监管与证监会行政监管相配合,方能发挥出自律与监管的合力,形成完善的场外配资自律制度。所以,应该由场外配资的经营者制定《场外配资自律规章》报中国证监会备案,证券业协会根据其自律章程指导证券经纪商监督场外配资经营者自律。

四、制定配套的场外配资法律责任制度

(一) 配资强制平仓权的配置与运行

券商端口型场外配资作为配资主体、融资主体与证券经纪商三方共同参与的附属性证券交易行为,其存在三方法律关系:一是配资方与融资方之间的证券交易融资法律关系与担保法律关系;二是融资方与证券经纪商之间的证券交易委托关系与强制平仓权的授权委托关系;三是配资方与证券经纪商之间的配资证券交易委托管理关系。这三方面的法律关系中最核心的就是强制平仓权的运行法律关系,只有强制平仓权运用得好,才能充分保障配资方的资金安全,同时保障融资方的合法权益,减少券商与配资方、融资方之间的矛盾与纠纷,最终也保障券商的权益。为了保障配资合同三方主体之合法权益,同时保护证券市场的公共利益,配资合同应该明确强制平仓权的权利义务关系,并合理设置配资保证金比例,当证券交易触及合同设定的强制平仓警戒线时,配资方享有强制平仓申请权,该申请权经券商审核通过后方可进入强制平仓程序进行平仓。所以给配资方设置强制平仓申请权而不是直接配置强制平仓权,就是为了加强券商对场外配资的核查,避免配资方自行平仓以规避监管。券商在收到配资方要求强制平仓的申请后应及时告知融资方,通知其及时追加保证金,融资方在接到通知的约定时间内不追加保证金的,券商便可将平仓交易指令输入证券交易系统,进行强制平仓。

(二) 明确配资主体违规配资的法律责任

配资主体是证券交易场外配资的基础,配资主体不依法依规申报前文所述有关配资信息的,或超越事前报备的配资总额未申请增加配资额度而擅自继续配资的,不得从事配资业务。配资合同应该约定提供证券交易端口服务的券商应在配资核查阶段审慎核查配资方的基本情况,配资方也应该在配资合

^①《证券行业重大事项点评: 场外配资监管阳光化 执行效果待观察》, <http://stock.stcn.com/common/finalpage/edNews/2015/20150803/491912850284.shtml> 2015年8月20日访问。

同里承诺遵循配资服务的规范性文件,依法合规配资,未依法依规配资的除应该对券商承担违约责任外,对因违规配资对券商与融资方造成的损失,依靠合同约定的违约金无法弥补的,还应该承担赔偿责任。配资合同不得约定超越配资法规与配资指导意见规定的杠杆比例进行配资,超越规定的,券商可视情节将其计入黑名单,对多次超越杠杆比例配资的配资者,券商可暂停该配资者的配资业务,并将该情形报告给证券业协会,由协会决定是否停止其在所有券商处的配资业务。

对事先未经备案进行配资,或虽经备案但配资规模超越事先报备的额度总量,或多次采用高杠杆比例配资,或未向券商申请强制平仓而自行平仓情节比较严重的,除暂停其配资业务外,应根据其违规情节的程度报备给证监会,由证监会根据证券法规给予行政处罚。对违规情节特别严重,逃避监管,损害券商或证券投资者利益,或伴随有其它犯罪情节的,证券业协会应该将其情形提请证监会决定是否将违法配资主体移送公安部门侦查,追究其相应的刑事责任。

(三) 规范融资主体违反配资合同的法律責任

融资主体应该按照配资合同进行证券交易,碰到合同约定的事项出现时应及时向券商报告,以便券商采取相应的处置措施。融资主体应该按照配资合同约定,买卖券商指引的配资投资标的,不得擅自买卖风险系数高的证券标的。因违规买卖证券标的而导致风险急剧增加,以至于无法及时平仓,损害配资方利益的,应该承担违约责任。违约责任不足以弥补配资方损失的,应该承担赔偿责任。融资方与配资方互相勾结,避开券商的管控,扰乱场外配资监管秩序的,券商应该通知其改正,并可以限制其进行配资交易的权利,将其纳入黑名单,以便加强管理。

(四) 强化券商在场外配资中的责任与利益

1. 券商负有保障实现配资合同的责任。券商应该按照配资合同要求,严格履行自己协助配资方与融资方进行配资证券交易的义务,购买监控配资保证金比例的软件,以便及时监控融资交易者的交易风险,对可能出现的爆仓行为及早向融资者提出警示并告知配资方,以便配资方及时行使强制平仓请求权。券商应该通过软件设置融资者证券交易保证金的转出行为,对未了结配资合约的证券保证金账户,应该禁止其资金自由转出,因券商管控不力,造成融资者将担保配资的保证金资金转出证券保证金账户的,券商应该承担违约责任。券商应该审慎行使强制平仓权,未经配资方申请与通知融资者增加保证金,券商不得擅自平仓,因违约行使强制平仓权致使配资方或融资方遭到损失的,应该承担违约责任;经配资方申请,券商不履行通知融资方增加保证金,不按照约定行使强制平仓权而导致配资方利益受损的,券商应承担违约责任。券商未尽到审核配资者资质之责任,导致配资合同被撤销或无效而致使融资方受到损失的,应该承担违约责任;前面所列情形,违约责任不足以弥补配资者或融资者损失的,应该赔偿损失。

2. 券商负有审核配资合同的责任。券商是直接为融资者提供配资交易通道服务的主体,是配资合同的一线监管者,负有审核配资者资质等配资信息的义务,如果券商疏于审核配资合同,致使无配资资质的配资主体提供配资服务,必将积累证券交易风险,损害证券交易秩序与证券投资者利益。对于券商对配资合同的审查内容、审查时机、审查方式,审查过程中应采取的相应措施均应该由配资监管规范来规定,配资监管规范同时应该明确券商应尽到审慎审核配资合同的责任,该责任应该以行政责任为主,证监会可以根据券商在审核配资合同时的违规程度、社会危害性以造成对投资者损害的程度,对券商处以警告、责令改正违规行为、暂停开展配资业务、罚款、停业整顿、吊销其证券从业资格等行政处罚措施。对情节特别严重,对证券交易秩序危害巨大的违法行为,可移交公安部门侦查,追究其刑事责任。具体的民事责任与刑事责任则可以根据民事法律法规以及刑法典的规定办理,对民事法规未规定的,按照互助性证券交易行为的行业惯例办理。

3. 券商在场外配资中的利益。券商处于场外配资的监管端口,承担着场外配资的一线核查与管控工作,按照权责利相一致的原则,场外配资的市场化运作中应该使券商获得相应的收益,可以参照场内融资融券的做法,对融资交易者的交易佣金严格按照证监会核定的佣金比例进行收取,不给予相应的折让,也可以按配资金额直接向配资提供者收取一定比率的管理费,具体做法由《场外配资业务操作指引》加以规定。

(五) 科学设置监管部门的法律责任

场外配资的监管部门主要是证监会,证监会根据配资的监管情形,可以委托证券业协会对有关配资行为进行协助监管,证券业协会可以依据行业协会章程的规定,将某些具体事项如配资合同的审核交给其会员(券商)办理。监管部门的法律责任主要是指证监会职能部门监管不力的责任与证券业协会懈怠监管的责任。对于证监会懈怠履行监管职责,可以根据《证券法》第228条、《行政处罚法》第62条的规定进行处理。对证券业协会与证券公司不按照《证券法》与场外配资监管规则的规定受托或协助监管场外配资的行为,不仅可以按照《证券法》与《行政处罚法》的相关规定处罚,还可以依照证监会的有关规章认定其违法行为,并采取具体的处罚措施。

为了更好地规范场外配资行为,正在修订的《证券法》不但应该对融资融券交易行为确立明确的规范,对场外配资这种民间融资证券交易行为也应该有所涉及。除此之外,证监会应该会同证券业协会、证券法学会等民间社会团体组织就场外配资的规范进行研究,制定适合我国证券交易场外配资的规范性文件,力争做到场外配资有法可依,场外配资的监管可以依法进行。

(六) 设置有激励措施的场外配资民间举报制度

对于配资主体主动申报型的场外配资可以很好地通过券商的交易通道端口进行管制。对于事先已经完成配资再以投资者自有资金进入证券保证金的场外配资(隐性配资),如果没有人揭露,就很难被人发现,难以纳入有效的监管。无论配资自律制度如何健全,外在管制制度如何严谨,如果没有民间举报制度,难免会出现逃离监管的现象。只有自律、督查与举报制度结合起来才能使监管的作用得到充分地发挥。正所谓“民众的眼睛是雪亮的”,只有充分发挥民间的举报制度,才能使隐性民间配资暴露在阳光之下,更能推动督导职能的发挥,防范懈怠监管。

结语

场外配资应该禁止还是置于监管下运作,应该因应我国证券市场所处的特定环境而定。无论从我国金融体制改革所处的国际金融环境,还是从证券市场必须完成引导我国经济转型的战略任务来看,场外配资业务均应该阳光化运作。证监会应该组织证券业协会等行业组织,制定便于场外配资阳光化运作的制度性规范,结合我国《证券法》的修改,将融资融券业务与场外配资业务共同加以规范。证券业协会宜制定具体的《场外配资业务操作指引》,详细规定场外配资的运作与管理措施,并报证监会备案,以指导场外配资的操作。

Subject: Preliminary Exploration On the OTC Financing of Securities Market Regulatory Regime

Author & unit: LAI Huazi(School of Law , NanChang University , Nanchang Jiangxi 330031 ,China)

Abstract: OTC financing would accelerate the stock market skyrocketing and slump , For the construction of a stable and healthy stock market , It must operate openly , And strengthen supervision. The OTC financing supervision can rely on the broker port because of the sub - sector management system of finance industry , Let securities broker audit information about OTC financing , manage and control their operations and to participate in distribution of income. SAC should develop “OTC financing Operational Guidelines” to instruct operations of OTC financing business. The China Securities Regulatory Commission (CSRC) should make decisions based on the operation of the securities market , Let OTC financing to get decent control at different stages of the securities market running. China’s “Securities Act” should be clearly defined OTC financing how to participate in the stock market , Make the operation and supervision of OTC financing have laws to follow.

Key words: OTC financing; security deposit; securities broker; securities trading port; regulatory regime

[责任编辑: 吴 岩]