股票质押式回购的法律性质与争议解决

●洪艳蓉 *

【内容摘要】 股票质押式回购是具备资格的证券公司开展的股票质押融资，在法律性质上属于担保资金借贷合同，但有别于商业银行贷款和一般民间借贷。股票质押式回购的内容虽然深受证券监管规则影响，但主要倚重当事人之间的合同约定。在处理纠纷时应固守其法律属性并考虑作为场内融资交易的功能设置，公平合理地计算履约保障比例，界定担保品范围，厘定逾期利息、滞纳金及违约金等救济措施的保护限度，协调证券平仓权行使与违约处置，才能真正地定纷止争，促进业务的健康发展。

【关键词】 股票质押式回购 担保资金借贷 争议解决 场内交易 利益平衡

股票质押式回购是指融入方以持有的股票质押，向融出方融入资金，按约定期限返还资金并支付使用费，解除质押的交易。中国语境下的业务操作主要由具备资格的证券公司作为融出方，向上市公司股东（融入方）融出资金的同时接受其以持有的公司股票出质并于中国证券登记结算公司（下称“中国结算”）办理质押登记，到期后证券公司收回资金本息并解除股票质押。

历史上，以债券为标的的证券回购是不鲜见的金融机构资金融通方式，[1]随着 2013 年沪深交易所发布《股票质押式回购及登记结算业务办法（试行）》（下称《旧业务办法》），启动全新的证券公司股票质押式回购业务，在 2014～2015 年 A 股牛市等因素的综合作用下，交易规模迅速暴涨，[2]成为民营上市公司控股股东高效融通资金和证券公司获取大量利息收入的“双赢”交易。但 2018 年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下称《资管新规》）颁布实施，由于金融加大去杠杆政策的落地、A 股市场高达 20%～30% 的持续下跌，以及《新业务办法》[3]的施行等因素相叠加，导致融出方资金供给受限和融入方无力追加担保（补仓），违约风险加大，促使股票质押式回购业务及其风险处置成为资本市场关注的焦点。

---

* 作者单位：北京大学法学院。感谢郑勇博士、方潇逸女士为本文提供部分写作资料。

〔1〕 早在上个世纪 90 年代中期，金融机构就开展了以国库券和金融债券为标的的证券回购业务进行短期资金拆借，后因部分参与机构买空卖空，变相拆借资金，扰乱金融秩序而被集中整顿。参见 1995 年 8 月 7 日中国人民银行、财政部和证监会联合发布的《关于重申对进一步规范证券回购业务有关问题的通知》。

〔2〕 据统计，股票质押式回购融资规模在 2018 年初达到峰值后加速下降，截至 2018 年年底，质押股票总市值为 2 万亿元，距最高点降幅超过 26.9%；涉及 1453 家上市公司的控股股东，占沪深两市上市公司总数的 40.5%。参见深圳证券交易所综合研究所：《2018 年度股票质押回购风险分析报告》，http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20190118_564239.html，2019 年 4 月 20 日访问。

〔3〕 沪深交易所和中国结算于 2018 年新修订的《业务办法》，因对融出方和融入方及交易内容等的诸多限制而被称为史上最严规定。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

基于大量处置质押股票可能导致上市公司控制权转移、影响A股市场稳定的考虑以及积极支持民营企业融资纾困的动因,国家已出台相关政策积极应对;[4]但在微观层面,因融入方违约使交易双方对簿公堂,人民法院和仲裁机构受理了大量高标的额的股票质押式回购纠纷案件,[5]从而使围绕这一交易法律性质的基础性问题,以及合同条款设置与执行的合法性、合理性问题全面暴露,诸多争议未有定论。

本文立足于上述背景和解决争议的迫切性,在明晰股票质押式回购担保资金借贷合同法律属性的基础上,遵循业务开展的一般逻辑及其场内融资交易的功能设置,选取期间四个阶段——设定融资信用额度与风控指标、选择适格的融资担保品、计算融资本息与违约责任上限、行使平仓权进行违约处置,对常见的纠纷进行学理分析,以期提供裁断参考,减少交易损失,促进这项业务更好地发挥缓解民营企业融资难和融资贵的功用。[6]

一、股票质押式回购的法律性质及其法律适用

(一)股票质押式回购的法律性质:担保资金借贷合同

在质押式回购操作上,融入方向融出方出质股票,[7]以获得特定期间占有并使用融出方资金的权利,由于金钱的特定种类物属性——"占有即所有",融入方只需到期时返还相应金额并按约定支付资金使用费。[8]作为直接以货币为交易标的的双务合同,股票质押式回购具有链接资金盈亏双方需求、盘活闲置资金的功能,因此在法律性质上从融入方角度看是借款合同,从融出方角度看是贷款合同,是《合同法》上以金钱作为标的,旨在融通资金的金钱借贷合同。

为防范信息不对称下融入方的信用风险,保障融出方的合法权益,股票质押式回购要求融入方在借入资金时向融出方提供担保品。其初始交易和后续交易的担保品,主要是具有较高价值和流动性的上市公司股票及其他被认可的证券(下称标的证券),并受到一定限制。[9]为便利操作并提高效率,当事人之间不再单独签订股票质押合同,质押条款被融资主合同所包含,共同组成规范整个交易的《股票质押式回购交易业务协议》(下称《业务协议》)。后续双方再通过《交易协议书》约定股票质押式回购各交易要素(金额、质押率、期限、利率及其支付方式、违约责任等),细化权利义务。这些分协议如约定不明确或未有约定,则适用《业务协议》的相关内容。

回顾历史,尽管1995年实施的《担保法》在第75条已确立依法可转让的股票作为权利质押标的的合法性,但融资实践一直未予以充分运用。2000年2月,为拓宽证券公司融资渠道,支持资本市场健康发展,中国人民银行、银监会(2018年改为银保监会)和证监会联合发布《证券公司股票质押贷款管理办法》,允许证券公司以自营股票和证券投资基金券作质押,向银行融通短期资金,使银行资金

〔4〕 2019年2月,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》,提出"支持资管产品、保险资金依法合规通过监管部门认可的私募股权基金等机构,参与化解处置民营上市公司股票质押风险"。

〔5〕 全国第一家金融法院——上海金融法院2018年成立后审结的首案即为股票质押式回购纠纷。

〔6〕 参见高伟生、许培源:《证券公司股票质押式回购业务的现状、问题及对策》,《证券市场导报》2014年第7期。

〔7〕 可质押的证券包括但不限于股票,本文主要以股票进行分析。

〔8〕 主要是利息,可能还有手续费、交易费等费用。

〔9〕 例如《上海证券交易所股票质押式回购交易业务会员指南》(2019年修订)第3章第1条规定,初始交易标的证券为该所上市的A股股票或其他认可的证券。补充质押标的证券为该所竞价交易系统挂牌上市的A股股票、债券、基金或其他认可的证券。B股股票、暂停上市的A股股票、进入退市整理期的A股股票、未完成股改的非流通股股票、股权激励限制性股票暂不纳入初始交易和补充质押标的证券范围。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

"合规"地进入股市,[10]开创了证券公司作为融入方的场内股票质押融资先河。但与以银行和信托资金开展的场外股票质押融资相比,[11]证券公司作为融出方开展场内股票质押融资业务仍付之阙如。2012年之后,趁推进证券公司金融创新的政策东风,借鉴证券公司股票质押贷款的经验并运用回购机制,沪深交易所联合中国结算于2013年5月发布《旧业务办法》,推出证券公司为融出方的场内股票质押融资业务——股票质押式回购,填补了证券公司在这一领域发挥应有作用的空白。其业务创新目的被监管者描述为"首先有利于满足金融服务实体经济的本质要求,有利于资金投向实体经济,有效解决实体经济融资难、融资贵问题……"。[12]从监管角度看,股票质押式回购被纳入《证券公司风险控制指标计算标准规定》的融资类业务,按融资额的20%扣减净资本;依据银保监会的理财业务情况表和证监会的资管产品备案登记要求,其所辖资管产品作为股票质押式回购融出方资金的,按非标准化债权资产监管。业务发展史和金融监管规定将资金参与股票质押式回购作为债权资产处理,纳入融资类业务进行监管,也体现了其金钱借贷的法律属性。

(二)股票质押式回购的交易独特性

1.作为一种回购类型,不同于证券买断式回购和证券借贷。回购通常指法律上一方将证券卖给另一方,同时承诺在未来指定日期以指定价格购回同一证券的交易。典型的回购交易包括证券买断式回购(Repo)、证券借贷(Securities Lending)和质押贷款(Collateralised Loan)等。[13]我国股票质押式回购同样使用了"回购"交易机制,但不属于证券买断式回购和证券借贷。"在国际市场上,不存在质押式回购的概念,一般的回购都是买断式的",[14]其可谓中国特色的创新,通过与其他回购交易比较,可以更好地理解其法律属性和交易特点,助力争议解决。

股票质押式回购与证券买断式回购"从本质上来说就是担保贷款,其中回购利率就是贷款利率",[15]也都采用"一个合同,两次交易,两次结算"的交易模式,具有融出方出借资金、占有证券并按约定价格收取资金利息,在回购期间利率保持不变,不受市场利率波动风险影响的特点,二者的主要区别是:前者融入方的股票只质押给融出方,其仍保有股东地位并享有出席股东大会、提出议案、行使表决权等股东权利,融出方虽占有股票,却不能再次流转或享有股东权益,因此股票质押式回购仅具有融资的单一功能;相反,后者融入方的证券需过户到融出方名下实现"买断",[16]融出方在回购期间享有对标的证券完整的法律权利,可再次予以出借或出售,只需在融入方回购时返还等额的同只证券。[17]因此,证券买断式回购是复合融资融券双功能,包含两次证券所有权转移的交易行为。

股票质押式回购和证券借贷形式上都是融入方为融入特定标的(资金或证券)而向融出方支付使用费并提供担保品的交易,但二者区别在于:前者融入的标的是资金,担保品是股票且融出方只能占有而无权使用,是一种资金驱动型的回购交易,旨在满足融入方的融资需求;而后者融入的标的是证

〔10〕 参见姜丽勇:《第八讲 股票质押贷款的法律问题》,载《金融法苑》2001年第6期。

〔11〕 场外股票质押融资业务长期占90%以上,但存在质押登记效率不高,融资成本较高及质押证券处置存在法律风险等问题。在2013年股票质押式回购正式推出后,场外股票质押融资逐渐势微。

〔12〕 上海证券交易所:《股票质押回购一问一答》, http://www.csrc.gov.cn/pub/ningxia/xxfw/tzzsyd/201312/t20131206_239403.htm,2019年4月20日访问。

〔13〕 See Moorad Choudhry, An Introduction to Repo Markets, 3rd ed., John Wiley & Sons Ltd., 2006, pp.5-6.

〔14〕 孙乃玮:《金融资产回购的法律性质研究》,北京大学2012年博士论文,第2页。

〔15〕 Moorad Choudhry, The Global Repo Markets : Instruments & Applications, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd., 2004, p.85.

〔16〕 证券作为融入方取得贷款的担保品(Collateral),被通过类似"让与担保"的方式将所有权在回购期间让渡给融出方。

〔17〕 回购期间,融出方按融入方写入合同的内容行使证券相关权益,并在回购时向其返还证券产生的收益。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

券,其所有权暂时被转移给融入方并可加以使用,类似于上述买断式回购下融出方享有的权利,证券借贷的融出方有权按约定回赎证券,融入方提供给融出方的担保品最常见的是现金,也可以是其他证券或他类资产,是一种证券驱动型的回购交易,金融机构如作为融入方常用以覆盖空头头寸或进行交易套利。[18]

2. 作为一种担保资金借贷,不同于银行贷款和一般民间借贷。新兴市场为有效配置社会资金,维护金融秩序并防控金融风险,通常严格监管放贷机构并严厉打击高利贷行为。我国在贷款领域一直实行金融特许经营制度,"未经有权机关依法批准,任何单位和个人不得设立从事或者主要从事发放贷款业务的机构或以发放贷款为日常业务活动";[19]对于各种以"利息""违约金""服务费""中介费""保证金""延期费"等突破或变相突破24%法定利率红线的,[20]人民法院依法不予支持。[21]如此使得以银行放贷为代表的正规金融和以个体借贷为代表的一般民间借贷之间更加泾渭分明。基于此,股票质押式回购尽管在融资本质上与银行贷款、民间借贷无异,但与后两者却有以下区别:

(1)从主体资格看。银行是经批准的从事贷款业务的金融机构,民间借贷的贷款人没有资格要求,但不能以放贷为常业,否则可能被认为是职业放贷人而构成非法经营等罪名。证券公司作为非银行金融机构因分业经营不能从事贷款业务,股票质押式回购是作为有别贷款业务的融资类业务进行监管的资金借贷。依据《新业务办法》第17条第1款,融出方包括证券公司、证券公司管理的集合资产管理计划或定向资产管理客户、证券公司资产管理子公司管理的集合资产管理计划或定向资产管理客户,即融资方的资金来源于证券公司的自营资金或其管理的私募集合资管计划、定向资管计划。证券公司使用自营资金开展包括股票质押式回购在内的融资类业务,其合法性自不待言,资管计划参与回购则取决于金融监管规则的授权[22]和资管合同的约定,证券公司作为融出方需核查确认。[23]因此,证券公司虽未有放贷牌照,但在资金来源满足上述条件且获得沪深交易所的交易权限后即可开展股票质押式回购业务。

(2)从业务监管看。银行以吸收活期存款为特征,对存款人承担无条件支付存款本息的义务,[24]以存款为放贷资金来源的商业模式要求银行遵守《商业银行法》及巴塞尔资本协议等对银行经营行为及贷款的风险管理要求,即使2018年底我国放开贷款利率管制,实践中银行仍参考人民银行发布的基准利率确定贷款利率;在计算逾期贷款利息时,为平衡银行和借款人的利益,人民银行还专门出台罚息利率标准予以指导。[25]一般民间借贷除要求出借人的资金必须是其合法收入的自有资金(禁止吸收或变相吸收他人资金用于借贷)以及不保护超过法定利率红线的高利贷外,主要依靠当事人签

〔18〕 See Frank J.Fabozzi and Steven V.Mann edited, Securities Finance: Securities Lending and Repurchase Agreements, John Wiley & Sons Inc., 2005, pp.21-22.

〔19〕《关于规范民间借贷行为维护经济金融秩序有关事项的通知》(银保监发〔2018〕10号)第3条。

〔20〕参见《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》(法释〔2015〕18号)(下称《民间借贷规定》)第26条。

〔21〕参见《最高人民法院关于依法妥善审理民间借贷案件的通知》(法〔2018〕215号)第3条。

〔22〕例如2013年实施的《证券公司集合资产管理业务实施细则》第35条规定"集合计划参与证券回购应当严格控制风险",2018年取而代之的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第38条第1款规定"资产管理计划可以依法参与证券回购",确立了业务合法性。

〔23〕参见《新业务办法》第18条。

〔24〕参见彭冰:《商业银行的定义》,《北京大学学报》(哲学社会科学版)2007年第1期。

〔25〕2004年实施的《中国人民银行关于人民币贷款利率有关问题的通知》第3条规定,逾期贷款罚息利率为借款合同载明的利率水平上加收30%~50%。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

订的借贷合同自治，监管鲜有介入。如上所述，股票质押式回购的资金并非来自银行存款，除证券公司自营资金外还有各类资管计划资金，实质上可视为民间资金，且同样依靠当事人签署的《业务协议》开展业务，如果再考虑股票质押式回购也没有放贷的牌照要求，那么尽管股票质押式回购不同于一般民间借贷，但参照《民间借贷规定》调处相关争议（特别是在24%法定利率上限保护方面）也是可行的，这一点已为一些人民法院的判决所支持。[26]

（三）股票质押式回购的法律适用

股票质押式回购作为证监会推出的旨在发挥证券公司积极作用，帮助实体经济融通资金的金融创新，其法律适用可从行政管理和商事交易两条路径进行考察。

1. 从金融监管角度看。回购双方为证券公司和上市公司股东，标的证券为上市公司股票，在回购交易成立、存续和违约处置各个环节都受到监管规则约束，例如《证券公司监督管理条例》对证券公司的监管，《资管新规》对资管计划资金运用和嵌套结构的监管，上市公司监管规则对上市公司及其控股股东质押股票的信息披露要求和相关限制等，《新业务办法》对交易的具体管理要求，《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（下称《减持规定》）对股份减持的限制，以及证券业协会《关于证券公司办理场外股票质押交易有关事项的通知》对证券公司参与场外交易的禁止等。上述金融监管规则可能影响商事交易的法律效力，但更可能影响合同的履行和责任分配。依据《合同法》第52条，合同如违反法律、行政法规的强制性规定则无效，只有在回购违反国务院强制性规定的情况下才导致交易无效而须返还相应资金，但股票质押式回购的监管更多地在金融监管部门和证券交易所等自律组织层面展开，违反这些监管规则不必然影响交易有效性，却往往构成交易一方的违规操作，是其主观过错程度的佐证。同时这些规定也会影响交易一方权益的正常行使，例如当融入方违约而证券公司拟进行股票平仓时，可能因融入方不符合减持条件而无法行权。

2. 从商事交易角度看。股票质押式回购涉及证券质押，适用《担保法》与《物权法》及相关司法解释，自不待言；本质上股票质押式回购是有资格的证券公司开展的金融借贷类融通业务，因而不适用《商业银行法》等规范放贷类主体和业务的法律规范，但可适用《合同法》关于合同的一般性规定和第12章“借款合同”这一有名合同的相关条款。股票质押式回购虽不同于一般民间借贷，但资金来源却类似民间资金，因而可参照适用《民间借贷规定》。此外，尽管证券公司作为金融服务经营者，也有类似《消费者权益保护法》第28条提供经营服务信息的义务，但股票质押式回购是双方通过股票质押形成的资金融通关系，不是经营者与消费者之间的生活消费关系，应不受《消费者权益保护法》的调整。[27]

二、履约保障比例的计算标准与违约判断

股票质押式回购首先要核定融资人的授信额度并设置风险控制指标，当事人双方因此常对发挥这一功能的履约保障比例的计算产生争议。

（一）作为违约风险防控措施的履约保障比例

股票质押式回购争议近年来呈现大幅上升趋势，固然有股指急剧下跌等外因影响，但制度规则尤其是合同约定与沟通不周，却是诱发纠纷的内因。新老《业务办法》附录的《业务协议必备条款》侧

〔26〕 例如四川省成都市中级人民法院(2018)川01民初1398号判决书、北京市第二中级人民法院(2018)京02民初62号判决书。

〔27〕 例如在湖南省郴州市中级人民法院(2016)湘10民终795号判决书中，人民法院支持了这一观点。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

重范围指引,将更多内容留给当事人双方在合同中约定,这在满足多元化和灵活性的同时也使市场难以对一些事项达成共识,滋生了纠纷根源。同时,融入方附和证券公司提供的格式化《业务协议》并快速签署《风险揭示书》的操作模式,常使双方缺乏对这项复杂融资工具的深入沟通,也埋下了纠纷隐患。

违约判断是股票质押式回购最核心的问题。融入方期待最大限度地融入资金并尽可能减少违约,证券公司尽管希望融出更多资金获取收益,却需要控制风险保障资金安全回收;双方诉求的平衡点落在这一业务独有的风险防控措施——履约保障比例的设置及计算上。依据《新业务办法》第70条第4款,履约保障比例指合并管理的质押标的证券、相应孳息及其他担保物价值之和与融入方应付金额的比值,是融出方每日用以监控融入方担保资产价值变化,衡量偿付能力的指标。为便于监控风险,证券公司通常设置一定的履约保障比例阀值,实务中预警线一般为160%,平仓线为140%。阀值越低,意味着证券公司的还款保障越低,其承受的融入方信用风险就越大。一旦履约保障比例低于平仓线,融入方即构成违约,如后续不能采取提前购回、补充质押等补救措施,将被融出方追究违约责任,直至处置质押证券。当双方签订《业务协议》确定履约保障比例阀值后,违约与否的判断就取决于该比例的变动情况。

(二)履约保障比例与股票质押率的区分及计算

实践中很容易将履约保障比例简单地理解为股票质押率的倒数,从而带来如何确定初始交易金额、标的证券最终价值以及应付金额范围等影响履约保障比例数值因素的争议。

股票质押率指初始交易金额与质押标的证券市值的比率。股票质押式回购容易令人望文生义地理解为融资锚定股票质押即可,业内也认为初始交易金额小于等于标的证券市值乘以股票质押率的总额是安全操作,但《旧业务办法》未像《新业务办法》规定60%股票质押率上限,令证券公司为迎合客户更高融资需求过度提高质押率而埋下风险隐患,股票连续几次跌停就导致证券公司陷入融入方违约困境。因此,不宜简单地使用股票质押率倒数计算履约保障比例,而应回归其担保融资属性来开展业务与解决争议,才能有效控制风险,平衡双方利益。

其一,股票质押式融资并非以股票价值为唯一还款来源,类似项目融资的操作,其担保品包括证券公司认可的房地产等,乃至人的担保。股票质押式回购本质上是主体信用融资,其还本付息第一来源是融入方的信用,而不是位居其次的出质股票。因融入方可在初始交易后增加质押股票数量或在满足条件后解押股票,证券公司要对股票质押数量变化合并管理,实时确定融入方的质押标的证券数量与市值,这些合并管理的证券、孳息及其他担保品的价值总和才是履约保障比例计算公式的分子,而非单一的标的证券市值。那些罔顾融入方信用,不做充分主体尽职调查而主要看股票市值开展的操作有违规定,更埋下了风险隐患。[28]

其二,股票质押式回购顾名思义以股票质押为主要担保方式,但考虑股票流动性和价值波动性,不仅标的证券范围受证券交易所调整影响,也需适当酌减其质押价值,《新业务办法》规定的60%股票质押率上限并非普适所有标的证券,个股仍需酌情调减。股票最高质押率大体确立了可授予申请人的融资额,但其可能补充其他担保品并综合考虑个体信用,最终的初始交易金额未必是股票市值乘

〔28〕 例如2018年西部证券因涉及"乐视网"股票质押回购业务爆雷被迫计提4亿多元资产减值准备金,并因风控和尽调等违规被暂停6个月业务。陕西省证监局:《关于对西部证券股份有限公司采取限制业务活动、责令限期改正并处分有关责任人员措施的决定》,http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublicofsax/gongg_7105/201807/t20180703_340667.htm,2019年4月20日访问。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

以某个质押率的金额，而是证券公司通过内部评审综合考虑后给予融入方的特定授信额度。

其三，有关标的证券作为担保品计价扣税的争议。依据财政部等《关于个人转让上市公司限售股所得征收个人所得税有关问题的通知》（财税〔2009〕167号）（下称《限售股纳税通知》）等的规定，个人转让限售股，需以限售股转让收入减除限售股原值及合理税费后的余额为应纳税额缴纳20%的个人所得税，并以开户的证券机构为扣缴义务人。扣税与否直接影响履约保障比例计算公式分子的大小，攸关融入方触发履约保障比例时点。《业务协议必备条款》只要求双方明确处置时税费的处理，实践中有的合同约定与操作有出入，有的写明扣除却未充分披露而引发纠纷。融出方出借资金是期待融入方按期还本付息，股票质押只作为偿债担保而未必真正处置，因而从满足客户更多融资需求，促进业务发展的角度考虑，在确定初始交易金额时常未从限售股价值中扣减相应税费。但当合同开始履行，证券价值和融入方信用处于动态变化中，可能随时出现融入方无法正常归还本息的情况，从而需要及时处置出质股票保障债权。此时限售股处置收入扣除税费后的剩余价值才是融出方债权的真正保障，因而其在每日评判融入方是否触发履约保障比例时，扣除限售股相应税费后再进行计算，应更能保障债权安全。《业务协议》有明确约定的，自无争议，但如未约定或约定不明，基于融出方作为格式合同提供方，依据《合同法》不得因此加重融入方作为合同附和方的民事责任，恐无法在计算履约保障比例时从分子中扣除相应税费，这难免会增加融出方业务的信用风险。

此外，与资金融通属性相适应，履约保障比例计算公式的分母——应付金额，通常包括初始交易金额及购回期间应付的利息，对此实践中也存在争议，留待后文探讨。

总之，履约保障比例作为日常监控融入方履约能力的指标，迥异于质押率主要用于估算初始交易金额的功能，二者不宜混为一谈。基于股票质押式回购是担保融资，需回归考察融入方信用风险和履约能力的考虑，《新业务办法》在第15、69条等重点强调了证券公司对融入方尽职调查的内容及重要性。唯如此，才能确保融入方正常回购，或当标的证券价值大跌时，仍可依靠融入方的信用或担保品清偿债务，保障证券公司融出资金的安全。

三、股票质押式回购的担保品范围及其争议

为真正发挥履约保障比例控制融资风险的作用，需要选定适当的证券担保品，但并非所有A股证券都能成为标的证券，需要予以甄别并进一步分析其衍生孳息作为担保品的适格性问题。

（一）可作为标的证券的担保品及其争议

股票质押式回购是证监会推出的场内股票担保融资业务，通过融出方委托证券公司作为交易服务中介，[29]履行交易申报、逐日盯市和违约处置职责，可实现“快速质押、快速融资、快速处置”，有效对接多种证券担保品和多元出资主体，是监管者眼中“通过交易所和结算公司进行交易和结算，有助于强化业务监管，规范业务开展，防范市场整体风险”[30]的创新型资金融通方式。也因此，各类证券首先要被纳入交易所标的证券范围，具备可控性（便于估值、盯市及违约处置等），才能成为融资担保品。但从风险管理技术角度界定标的证券范围还不足以反映这类业务的融资本质。标的证券要具有价值性才能充当担保品，也要具有可转让性，“可转让性是对股权可否作为质押标的物的唯一限制”，[31]才

〔29〕 证券公司自营资金或管理的资管计划作为融出方的，其兼任管理人、中介服务机构角色；证券公司子公司管理的资管计划为融出方的，证券公司只作为中介服务机构。

〔30〕 同前注〔12〕，上海证券交易所文。

〔31〕 阎天怀：《论股权质押》，《中国法学》1999年第1期。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

能在违约时处置保障债权。

股票价值应由市场判断,但我国实行证券发行核准制,公开发行并上市的股票在获得流动性保障的同时往往还被赋予更高价值,A股上市公司普通股因此被纳入标的证券名录,被暂停上市、进入退市整理期和没有完成股改的非流通股股票,因不具备这一条件而被排除在外,但还需甄别实践中的一些特殊股票。

1. 限售股作为标的证券的适格性分析。依据《限售股纳税通知》第2条,限售股主要指股改限售股和新股限售股,[32]此外还包括有限售期要求的股票,例如机构投资者参与IPO网下申购获得的配售股和参与定向增发获得的增发股,依监管规则需锁定3~12个月不等才可交易。2010年11月,监管部门对《限售股纳税通知》的补充通知进一步拓展限售股范围,2017年5月《减持规定》的出台严格了上市公司股东及其董监高的减持条件,市场限售股数量随之扩大。总之,不论原始取得还是继受取得,基于法律规定或合同约定或自我承诺而形成对持有人具有法律约束力,特定期限内不得转让的股票都可纳入限售股范围,有限售条件是它们的共同特征。

符合价值性要求的限售股流动性受限,能否作为质押标的证券呢?股票质押式回购虽以出质股票为担保品,第一还款来源却仰仗融入方的信用,且融出方希望融入方到期还本付息而不必处置出质股票偿债。基于此,股票存在限售条件不影响其作为担保品,[33]但在价值上应有所折扣。[34]融入方如未违约,股票限售与否不影响其作为担保品,但为更好地保护融出方权益,体现违约救济有效性并管控风险,限售股虽可充当担保品,但解除限售日应早于回购到期日。[35]实践中当事人违规操作或因融入方在回购期间违约,或因后续原因造成股票限售日期延长,从而导致购回日期早于限售股解除限售日期的,因融出方无法通过场内平仓限售股,就需要采取《业务协议》预设的其他救济途径,即事前约定的场外处置方式或事后双方达成的非交易过户方式,例如协议转让[36]或司法途径拍卖、变卖等保障债权。

2. 业绩承诺补偿股作为标的证券的适格性分析。上市公司重大资产重组中,常有交易方(业绩承诺方)与之签订业绩补偿协议,承诺被收购资产业绩到期未达到承诺水平的,其将以所获上市公司股票进行业绩补偿,上市公司有权支付1元价格回购并注销,实现补偿目的,这些对价股票因而被称为"业绩承诺补偿股"。

在触发承诺补偿前,业绩承诺补偿股并未特定化,仍是交易方持有的一般股票,具有价值和流通性,理论上是适格标的证券。但因对价股票存在未来被用于履行业绩承诺补偿的风险,一旦交易方在承诺期内将之用于股票质押式回购融资且发生违约而需平仓处置,就会带来两类权利救济的冲突。

从利益平衡的角度看,以对价股票开展股票质押式回购,融出方取得对价股票质权,有权进行违约处置,但业绩承诺协议签订在先,且纳入上市公司重大资产重组方案取得证监会批准并已向投资者

〔32〕 前者指2006年股权分置改革完成后股票复牌日之前股东所持原非流通股股份,以及股票复牌日至解禁日期间由上述股份孳生的送、转股;后者指股改新老划断后,首次公开发行股票并上市的公司形成的限售股,以及上市首日至解禁日期间由上述股份孳生的送、转股。

〔33〕 参见林建伟:《股权质押制度的反思与重构》,《现代法学》2005年第5期。

〔34〕《新业务规定》第67条第2款规定,以有限售条件股份作为标的证券的,质押率的确定应……原则上低于同等条件下无限售条件股份的质押率。

〔35〕《新业务规定》第64条第2款作了如此规定。

〔36〕 例如2018年年底,东吴证券在中国结算协助下创造性地实现了股票带质押转让(从而规避司法冻结风险)给纾困基金,帮助融入方度过危机。参见王玉玲:《纾困基金逾5亿受让胜利精密大股东5.03%股权》,载《证券时报》2019年2月19日第A09版。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

披露，用于保护私人利益的对价股票平仓处置能否对抗用于保障公众投资者信赖利益的业绩补偿承诺，有待商榷。从担保品的物上代位权价值看，如在股票质押式回购违约或到期前触发上市公司业绩补偿承诺，上市公司将以1元价格回购一定的对价股票作为补偿，尽管依据《物权法》第226条，出质股票被用于履行补偿义务后的对价仍视为担保品价值的延续，应当向质权人提前清偿债务，但其几近于无的名义对价无疑于事无补。证监会为解决上述权利冲突，责令交易方在重组方案中载明相应的承诺并做好对应的合同安排。[37]

可见，业绩承诺补偿股尽管具备标的证券的条件，但业务操作面临更多风险，监管者未直接给出权利冲突解决方案，更多的将风险评判和接受对价股票开展质押式回购与否的选择权交给融出方。《新业务办法》在肯定这类股票作为标的证券合法性的同时，在第66条增加了对融出方资金来源的限制——集合资管计划和定向资管客户不得从事上述业务，证券公司的自营资金虽可参与，但被要求防范因融入方履行业绩承诺股份补偿协议而可能产生的风险。

3. 股权激励限制性股票作为标的证券的适格性分析。上市公司为建立激励与约束机制，通常以公司股票为标的，对董事、高级管理人员及其他员工（下称激励对象）进行长期性激励。股权激励限制性股票，即为激励对象按照股权激励计划规定的条件，获得的转让等部分权利受到限制的上市公司股票。

依据《上市公司股权激励管理办法》第22条第2款，限制性股票在解除限售前不得转让、用于担保或偿还债务，目的在于更好地保障其发挥股权激励作用，促进激励对象与上市公司利益的一体化。如此，股权激励限制性股票不具有完全转让性，无法符合标的证券要求。即使这类股票可通过逐步解除限售成为普通股票，但依据《上市公司股权激励管理办法》第25条，其虽可分期解除限售，但每期时限不得少于12个月，且各期解除限售的比例不得超过激励对象获授限制性股票总额的50%；更严格的是，当期解除限售的条件未成就的，限制性股票不得解除限售或递延至下期解除限额，且应由上市公司按《公司法》的规定予以回购。如此之多的限制导致限制性股票即使能被作为担保品，也存在诸多不确定性，融出方无法有效评估风险，其操作不符合股票质押式回购快速融资、快速质押及快速处置的要求。因此，《交易所股票质押式回购业务交易会员指南》在第1条中便将这类股票排除出标的证券范围。

（二）标的证券孳息作为担保品的适格性及其争议

依据《公司法》第4条，公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利，即股票复合了财产性权利（目的权利）和公司事务管理权利（手段权利），包括自益权和共益权。[38]当以上市公司股票进行质押式回购时，是质押了部分权利还是全部权利呢？作为融资业务，融出方看重的是股票价值，似乎直接相关的是财产性权利。其实不然，股票价值一方面体现为其衍生的孳息，如现金红利、送股、公积金转增股等财产性权利，其取决于股东行使公司事务管理权利作出决议而落实；另一方面有赖于公司的未来经营，通过行使公司事务管理权建立良好的公司治理机制及形成富有竞争力的商业模式，赋予公司股票更高的价值，股东对外转让股票时能获得更多收益，可见两类权利在决定股票价值时密不可分。因此，当进行股票质押式回购时，是以整只股票为标的，而非拆分其中某项权利进行质押。这种整体质押也是保障融出方的债权所必需的，因一旦进行违约处置，需通过交易过户转

〔37〕 参见2019年证监会发布的《关于业绩承诺方质押对价股份的相关问题与解答》。

〔38〕 参见江平、孔祥俊：《论股权》，《中国法学》1994年第1期。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

让股票,如果只能处置股票的财产性权利而不包括公司事务管理权利,那么受让方将丧失获取股票的终极意义,交易也会因此失败。当然,在业务中股票虽被质押,但所有权始终归融入方所有,表决权是股东特有的权利,股权设质的目的是提供担保而非提供使用利益,[39]因此其基于股东身份,仍享有出席股东大会、提出议案、行使表决权等权利。

要探讨的是出质股票衍生的孳息。依据《担保法》《物权法》,股票作为一种权利质押,需遵循质押的法定要求,将股票出质给融出方占有,操作上中国结算根据证券交易所的有效成交数据在融入方的证券账户上对出质股票标注"不可卖出质押登记",并登记质权人,[40]实现所谓"转移占有",完成质押登记,并未真正将股票"过户"到融出方的证券账户实现物理意义上的占有。《物权法》第213条规定,质权人有权收取质押财产的孳息,但合同另有规定的除外。在《业务协议》未约定或约定不明的情况下,会导致孳息是否作为担保品的争议。

股东因其法律地位享有股票衍生的权益,那些无须支付对价的股东权益,如送股、转增股、现金红利等,未有排除约定的应认为属于担保品,《新业务办法》第58条规定上述股东权益一并予以质押,《证券质押登记业务实施细则》第14条规定证券质押登记期间产生的孳息,中国结算一并予以质押登记,即体现了这一精神。股票质押式回购通过中国结算的登记结算系统进行质押登记和违约处置,如出质股票的发行人未通过中国结算派发股东权益,以及采用场外现金分红或收益结转份额分红,中国结算既无法获得交易数据也缺乏相应的控制力,无法质押登记这些孳息,融资方可能因此难以主张对它们的质权。上市公司向老股东(融入方)的配股或增发,尽管也属于股票衍生的权利,但需要支付对价才能取得,不是纯授予利益,不符合担保品的特质,因而这些需支付对价取得的股东权益,不应纳入担保品范围。

四、股票质押式回购中应付利息的计算与违约责任争议

融入方如果非正常履约,而是提前购回或逾期购回,那么将涉及复杂的应付利息计算并引发追究融入方违约责任以赔偿融出方损失的限度问题。

(一)提前购回和逾期购回的利息计算与争议

1. 提前购回的利息计算与争议。提前购回指融入方在《业务协议》约定的购回交易日前向融出方还本付息,属于变更合同履行期限的行为。《合同法》第71条规定,债权人可以拒绝债务人提前履行债务,但提前履行不损害债权人利益的除外。债务人提前履行债务给债权人增加的费用,由债务人负担。股票质押式回购属于商事合同,需要遵循这一规定。

实践中为便利融入方灵活安排融资,融出方通常允许其申请提前部分或全部购回。同时,为平衡融入方的融资预期与融出方的风险控制需求,待购回期间融出方一般不得主动要求融入方提前购回,但融入方因违规或不按《业务协议》履约等可能危害债权的,融出方可要求其提前购回,未购回的构成违约。

无论融入方主动申请还是融出方主张,提前购回都将缩短融资期限,融出方因此丧失按约定期限可收取的部分利息,还可能因提前回收本息,打乱资金使用规划而承担再投资风险,如何弥补融出方

〔39〕 参见徐海燕:《有限责任公司股权质押效力规则的反思与重构》,《中国法学》2011年第3期。

〔40〕 证券公司自营的,登记其为质权人;集合资管计划为融出方的,登记管理人为质权人;定向资管客户为融出方的,登记该客户或管理人为质权人。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

遭受的损失成为争议点。考虑到提前购回会导致融出方的可得利益受损,其有权依据《合同法》第71条拒绝;如果同意,等于同意融入方变更合同履行期限,那么在《业务协议》未另有约定的情况下,融出方只能依据《合同法》第208条[41]的约定,按照融入方实际借款的期间收取利息,无权主张预期收益补偿。《业务协议》如有约定,常见做法是融入方在提前购回的同时向融出方支付从提前购回日至约定购回日的利息,亦即融资期限的剩余利息,以补偿融出方丧失的预期利息收益。这种约定应属合法,但涉及在格式合同中增加融入方的债务负担,融出方应在《客户风险揭示书》中揭示,令客户知晓。享有收取补偿金权利的融出方如在纠纷中未主张的,可视为对自身权益的合法处分。

2. 逾期购回的利息计算与争议。股票质押式回购作为融资业务存在一定期限,融入方在约定交易日未购回的,构成逾期购回,可能被追究违约责任。依据《新业务办法》第26条,股票质押式回购的回购期限不超过3年,而第30条第3款进一步规定,延期购回[42]后累计的回购期限一般不超过3年。如此规定既避免这项业务演化成中长期融资,也便于融出方评估及管控风险,稳定金融秩序。融入方逾期购回的,融资本金是否继续计息及如何计息(逾期利率),往往引发争议。

《业务协议》有约定的情况下按约定执行,常见的是利息计算至实际购回之日止,这样即使在约定购回期限届满,只要融入方未进行回购,那么融出方仍有权继续收取利息,直至融入方清偿债务之日止。其法理在于股票质押式回购属于商事合同,融入方在约定购回日后仍占用资金,享有期限利益,为此付费既是基本的商业伦理和交易习惯,也是《合同法》第207条"借款人未按照约定的期限返还借款的,应当按照约定或者国家有关规定支付逾期利息"规定所支持的。延期购回可能令融入方同时被追究违约责任,继续收取利息可能导致利息与违约金合并计算过高的问题,留待后文分析。

另一种情况是,《业务协议》虽约定了从股票质押式回购初始交易日至购回交易日(原融资期限)的利率,却可能缺失购回交易日后继续收取利息的约定。如融出方在诉讼中提出融入方按原融资期限的利率支付占用期间利息的,考虑到股票质押式回购是一种融通资金的商业交易,逾期购回属于变相延长合同履约期限,某种程度上适用原利率可看作是当事人意思表示的自然延伸,并未加重融入方的负担,且有利于弥补融出方因融入方过错导致的正常损失,具有正当性,应予允许。《民间借贷规定》第29条第2款第(二)项规定体现的正是对债权人这种损失赔偿主张的支持。

(二)利息支付与融入方还款的偿还顺序

融入方每天占用融出方的资金而承担付息义务,实践中融出方效仿银行等金融机构对一年期以上贷款的结息方式(统一按季度结息,结息日为每季度末月20日)收取利息。因此,融入方尽管每天承担应付利息,却先挂账,待约定结息日再统一向融出方付款,变为已付利息。理解付息义务产生与履行日期的分离,对准确计算融入方应承担的法律责任很有必要。一个运用是,当融入方触发履约保障平仓线构成违约时(违约日),融出方宽限融入方两日以采取补救措施,在其未补救后从宽限结束日开始追究融入方的违约责任。这种情况下不是以融入方在宽限结束日应付的本息为计算违约金的基数,而应以违约日当日的本金及累计应付利息为基数,融出方如从宽限结束日起开始计算违约金,是对违约求偿权利的部分放弃,但不能因此合并计算该日的融入方应付利息作为基数,否则将不当加重融入方的责任。

另一种与利息支付顺序有关的纠纷是融入方在股票质押式回购到期后向融出方汇入一笔资金

〔41〕 该条规定借款人提前偿还借款的,除当事人另有约定的以外,应当按照实际借款的期间计算利息。

〔42〕 延期购回是融出方同意的约定购回交易日后的回购,逾期购回则未取得融出方同意,构成违约。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

(未标明用途),在金额不足以偿付全部债务且双方未有约定的情况下,如何判断该笔资金对所欠利息、本金和费用(如有)的偿还顺序呢?从商业交易的合理性来看,费用为保障债权的实现而发生,利息为使用资金的对价。如不先偿付费用,势必导致债权实现失去应有的物质基础;如不先于本金偿付利息,无疑减少融出方提供资金服务社会的动力,况且逾期购回的主因在于融入方,允许先偿付本金的做法会减少其后续应支付的利息,反而保护了有过错的一方,显失公平。因而,正当的偿还顺序应是先支付实现债权的有关费用、利息,之后才是本金,这也是最高人民法院在《关于适用〈合同法〉若干问题的解释(二)》第21条体现的裁判精神。

(三)违约救济中的利息请求权与违约责任上限

不同于其他担保资金借贷,股票质押式回购以标的证券为担保品,其价值随行就市,存在较大波动性,同时融出方资金多来自资管计划等有存续期且面临较大投资者压力的外部资金,更需在开展业务时审慎管理风险,设置多元违约救济手段即为方法之一。除行使质权处置标的证券外,常见的有:(1)利息请求权,要求融入方在违约日后继续按约定利率支付占用未偿本金的利息,直至清偿之日止;(2)利息滞纳金请求权,要求融入方对未支付的利息按每日万分之五(年利率约18.25%)的比例支付滞纳金,直至清偿之日止;(3)违约金请求权,要求融入方以违约日未偿本金和利息为基数按每日万分之五的比例支付违约金,直至清偿之日止。上述"基数",包括了融入方在违约日的未偿本金和应付利息,如融出方仅以未偿本金为基数计算违约金,应视为对自身权利的合法处分,并无不可。

复合的救济手段有助于融出方全方位保护债权,最大限度降低损失,具有商业交易合理性。但融出方如同时主张罚息(逾期利息)和违约金,是否会增加融入方的不合理负担,导致惩罚性赔偿而不合法呢?《民间借贷规定》第30条规定"出借人与借款人既约定了逾期利率,又约定了违约金或者其他费用,出借人可以选择主张逾期利息、违约金或者其他费用,也可以一并主张,但总计超过年利率24%的部分,人民法院不予支持",肯定了使用多元违约救济手段的合法性。法理上存在补偿性或惩罚性违约金,或者二者并存,融出方主张的利息请求权是融出本金按照商业交易惯例应享有的孳息,具有赔偿损失的补偿性违约金属性,利息滞纳金及本息违约金更多地体现违约金的惩罚性属性。"惩罚性违约金是当事人对于违约所约定的一种私的制裁……于违约时,债务人除须支付此种违约金外,其他因债之关系应负的一切责任,均不受影响,债权人除得请求违约金外,还可以请求债务履行或不履行所生之损害赔偿"。[43]可见,补偿性违约金与惩罚性违约金功能不同,可以兼容。如果考虑股票质押式回购以标的证券为担保品且置身资本市场,约定多种救济手段并设置较高的违约金比例,可更好地发挥威慑作用,敦促融入方积极寻求回购的资金或增加担保品,避免融出方不得不处置标的证券,最终也有利于维护资本市场的整体稳定,其合理性更充分。

为平衡当事人双方的利益,有必要适当约束融入方承担的违约责任上限。随着我国全面放开贷款利率上限,近年来最高人民法院通过一系列司法解释及规范性文件促进正规金融与民间金融利率水平的趋同化、公平化,确保资金融通利率水平不超过24%的法定上限,以避免监管套利并更好地促进实体经济发展。[44]如果从这一司法裁判精神出发并借鉴《民间借贷规定》第30条的内容,那么对具有资金融通属性的股票质押式回购,融出方向融入方主张的除本金外包括利息、利息滞纳金、违约金及其他费用加总的违约责任上限,不宜超过以融入方未偿本金为基数按年利率24%计算的金额。

〔43〕 韩世远:《违约金的理论问题——以合同法第114条为中心的解释论》,《法学研究》2003年第4期。

〔44〕 例如《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》(法发〔2017〕22号)第2条第2款的规定。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

五、股票质押式回购平仓权的行使与违约处置争议

当融入方违约时，作为场内融资的股票质押式回购赋予融出方平仓权，但如何正当行使平仓权常引发诸多争议。股票质押式回购被预设为借助证券交易系统快速处置标的证券，以有效保障融出方的债权。当融入方触发平仓线而未采取补救措施时，融出方依据《业务协议》可对标的证券进行违约处置，行使质权。融出方向证券交易所提出违约处置申报，中国结算根据交易所确认的申报数据，将融入方账户上的出质证券转托管至质押特别交易单元，并调整交易状态为“质押可卖出”，由融出方作为质权人行使交易权并获得处置资金，违约处置金额如不足以偿付债权的，融出方还可继续向融入方追偿。

除通过交易系统场内处置标的证券外，融出方也可采取协议转让、拍卖或司法执行等场外处置方式，例如双方未必等到限售股解除限售条件再进行上述违约处置，可及时通过场外协议转让进行结算支付。股票质押式回购本质上是担保资金借贷，融入方到期后需向融出方还本付息，属于以给付货币为内容的债权债务关系，且法律关系通常较明确，在取得融入方同意后，可办理赋予强制执行效力的债权文书公证，其强制执行范围及于主债务及相关担保。一旦融入方到期不履行债务，可向法院申请执行以保障债权。依据《最高人民法院关于公证债权文书执行若干问题规定》第11条，民间借贷形成的公证债权文书如载明的利率超过24%上限的，对超过的利息部分人民法院不纳入执行范围。融出方依据公证债权文书主张的包括利息、滞纳金、违约金等在内的违约责任超过该上限的，也要参照执行，受此限制。

（一）标的证券代持时平仓权的行使

标的证券一般应是融入方自有的证券，以便发生违约时，便利融出方通过证券交易系统行使平仓权，对融入方形成有效的债务约束。但融入方如以代持证券进行股票质押式回购，在触发平仓线时，实际出资人是否有权排除融出方对出质股票的强制平仓呢？

关键点是在明确融入方对代持股票作无权处置（进行股票质押式回购）的情况下，判断融出方是否有权依据《物权法》第106条[45]对出质股票构成善意取得。股票质押式回购中，标的证券通过中国结算办理了出质登记，融出方向融入方借出资金并按约定收取利息，在融入方触发平仓线后才主张平仓权，符合该条第1款第（二）（三）项的要求，焦点落在融出方在融入方依法完成证券出质登记时[46]是否为善意。严格而言，善意指融出方主观上善意且无过失，即融出方对融入方申请开展股票质押式回购应尽到合理注意义务。[47]对此，可以《新业务办法》及行业自律规则中有关融出方对融入方的尽职调查要求进行判断。[48]如果融出方审慎勤勉地履行了监管规范中的融入方准入管理要求，且无知道或应知道融入方的出质股票为代持的其他情形，应认为融出方为善意，其有权依据《物权法》第106

〔45〕该条规定，无处分权人将不动产或者动产转让给受让人的，所有权人有权追回；除法律另有规定外，符合下列情形的，受让人取得该不动产或者动产的所有权：（一）受让人受让该不动产或者动产时是善意的；（二）以合理的价格转让；（三）转让的不动产或者动产依照法律规定应当登记的已经登记，不需要登记的已经交付给受让人。受让人依照前款规定取得不动产或者动产的所有权的，原所有权人有权向无处分权人请求赔偿损失。当事人善意取得其他物权的，参照前两款规定。

〔46〕以出质登记时间为准的依据是《最高人民法院关于〈中华人民共和国物权法〉若干问题的解释（一）》第18条。

〔47〕最高人民法院《关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》（法发〔2009〕40号）第4条规定，严格认定表见代理行为时，要求相对人在主观上应是善意且无过失，亦即尽到了合理注意义务，可作为参考。

〔48〕该办法要求融出方对融入方实施适当性管理，第15条第1款规定“证券公司应当建立健全融入方资质审查制度，对融入方进行尽职调查，调查内容包括融入方的身份、财务状况、经营状况、信用状况、担保状况、融资投向、风险承受能力等”。证券业协会在《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》第2章中进一步细化了融出方对融入方的准入管理要求。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

条平仓处置标的证券,清偿债权。

(二)融入方对平仓处置的抗辩

当融出方对违约的融入方行使标的证券平仓权时,常因其对标的证券违约处置的时机、价格、数量、交易方式(竞价交易或大宗交易)等的选择而引发争议。其中一类是融出方在证券触发平仓线时未及时平仓,因此造成融入方的经济损失由谁承担;另一类是融出方强制平仓后股价上涨,融入方是否有权向融出方主张平仓不当的损失赔偿。

解决上述争议的要点是判断平仓是谁的权利。股票质押式回购是当事人之间平等签署的担保资金借贷合同,尽管需遵循诸多监管规则,但不改变其私法性。平仓是当事人在《业务协议》中所形成的意思表示一致,约定当融入方触发平仓线而未采取补救措施时,赋予融出方通过交易系统处置出质证券以清偿债权的权利。可见,平仓是融出方依据《业务协议》享有的一项保障债权的违约救济权利,融入方没有权利干预或限制融出方正当地行权(包括何时及怎样行使)。一旦满足合同约定的平仓权行使条件,融出方即可根据自己的合理判断选择是否行使平仓权,如其履行了通知融入方等约定手续后行权,即使后续因股价走势造成融入方(直接或间接)损失,融入方也无权抗辩,更不能主张损失赔偿。相反,如标的证券被平仓处置后的金额不足以清偿所欠本息,融出方还可向融入方追偿。需注意的是,如股票质押式回购既有标的证券质押,又有第三人提供的其他物的担保和(或)第三方保证的,融出方行权时需遵守《物权法》第176条,[49]先执行标的证券平仓,这其实也体现了这项业务作为场内融资工具的特点和功能。

六、结语

"回购的产生有两个主要原因:或是在交易双方之间转移特定证券的所有权,或是为现金借贷交易提供便利或为交易融资。"[50]我国股票质押式回购是一项证监会推出的,旨在借助证券交易系统和证券公司的中介服务,更好地发挥资本市场功能服务实体经济发展,复合技术性与法律性的场内资金融通金融工具。也正因为场内交易属性和主要以上市公司股票为标的证券的交易特色,尽管股票质押式回购在性质上属于担保资金借贷,却不同于银行贷款业务和一般民间借贷,有着独特的风险管理手段、履约保障比例和复合的违约救济手段及实现方式。在当事人权利义务的法源上,股票质押式回购虽然基于监管规则的框架性要求而设置,但决定性和具体化的规则却来自融入方附和融出方提供的格式化《业务协议》而成的私法合同。因此,当资本市场股价大幅波动及监管规则趋严时,很容易引发当事人双方对合同约定的理解不一,滋生各类业务纠纷。但只要固守股票质押式回购担保资金借贷的法律属性,并结合其作为场内交易所体现的"快速质押、快速融资、快速处置"之预设功能,就能更好地厘清双方权责并予以适当的利益平衡,取得定纷止争的效果。

(特约编辑:季奎明)

〔49〕 该条规定,被担保的债权既有物的担保又有人的担保的,债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现担保物权的情形,债权人应当按照约定实现债权;没有约定或者约定不明确,债务人自己提供物的担保的,债权人应当先就该物的担保实现债权;第三人提供物的担保的,债权人可以就物的担保实现债权,也可以要求保证人承担保证责任。提供担保的第三人承担担保责任后,有权向债务人追偿。

〔50〕 同前注〔18〕,Frank J. Fabozzi、Steven V. Mann 主编书,第11页。

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net