

热点透视

客户交易结算资金独立存管及 对投资者的保护

廖 凡* 刘 丹**

一、挪用客户交易结算资金：券商的“原罪”

证券公司大范围、大规模挪用客户交易结算资金，是自中国证券市场形成伊始便始终存在的公开秘密，也构成了中国证券市场一道独特的景观。挪用交易结算资金被称为中国证券公司的三宗“原罪”之一，并且位列三大原罪之首^①。

所谓客户交易结算资金，是指证券投资者（客户）在委托证券公司买卖证券时，事先在该处存放的用于买卖证券的资金。此外，客户尚未支取的出售证券所得款项以及其他一些附带所得也归入此类。按照中国证监会《客户交易结算资金管理办法》第三十七条的

* 作者单位：北京大学金融法研究中心。

** 作者单位：中远国际货运有限公司。

① 另两项原罪是非法融资和违规炒作股票。——胡朝辉：《中国券商三重原罪：挪用保证金非法融资违规炒作》，<http://finance.tom.com/1008/1010/200466-63829.html>，2004—10—16。

规定,客户交易结算资金包括客户为保证足额交收而存入的资金,出售证券所得到的所有款项(减去经纪佣金和其他正当费用),持有证券所获得的股息、现金股利、债券利息,上述资金获得的利息,以及证监会认定的其他资金。第三十九条规定,证券公司开展资产管理业务接受客户存入的委托资金,也视同客户交易结算资金进行管理。在《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)颁布实施之前,客户交易结算资金通常的称谓是“客户保证金”^①,并且在业界沿用至今。但是,在我国禁止信用交易的背景下,使用客户交易结算资金这一表述更为严谨一些^②。

关于客户交易结算资金的法律性质,或者更确切地说,投资者和证券公司之间因客户交易结算资金而产生的契约关系的法律性质,我国法律法规一直没有加以明确界定。学界对此问题的看法也不尽相同,归纳起来主要有四种观点,即存款合同说、保管合同说、行纪合同说和信托合同说^③。

投资者将结算资金存入证券公司账户,并获得活期存款利息,表面上看与储户同银行间的存款合同关系类似,但由于我国实行分业经营,法律明确禁止证券公司从事存款业务,若解释为存款合同,无疑将会把二者间的关系置于“非法”状态,颇不可取。保管合同说和行纪合同说实质上是一致的:前者从交易结算资金入手,认为

① 例如,1993年国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》第七十一条就使用了“客户保证金”这一名称。

② 在允许信用交易的国家和地区,客户保证金有其特定含义,是指客户只按比例交纳一部分资金,作为券商对其融资融券的担保。(从词义上看这也正是“保证金”所要表达的含义);而我国禁止信用交易,客户必须足额交纳交易所需资金。为避免误解,《证券法》采用了“客户交易结算资金”这一表述,并为《客户交易结算资金管理办法》等规章所沿用。本文也使用这一表述。

③ 王保树、汤欣等:《证券公司退出的法律机制》,“上证联合研究计划第10期课题”,56页。

结算资金的存放和管理构成委托保管关系；后者则从投资者和证券公司间委托交易的整体关系入手，认为证券经纪商以自己的名义代客户买卖证券，形成行纪关系^①，客户预交的资金及尚未支取的出售证券所得款项存放在证券经纪商处，以供多次和连续交易之需，可以看做是履行行纪合同所生的附随义务。依笔者看来，前者是静态、单独的考察，后者是动态、联系的分析，其结论殊途同归，都与证券交易的操作机制相吻合。值得注意的是，无论解释为保管合同还是行纪合同，由于金钱作为替代物（并且是最具代表性的替代物）的特性，资金一经转移占有——进入证券公司的账户——客户即丧失对该笔资金的所有权，而仅对证券公司享有一般债权^②。因此，挪用客户交易结算资金这一“原罪”之所以为“罪”，并非像有的研究者认为的那样，是因为侵犯了客户对资金的所有权和使用权^③，而主要是因为影响了证券公司对客户的整体支付能力，危及客户债权

① 将证券经纪商同投资者之间的法律关系界定为行纪关系，应该说是同我国证券市场的交易机制和操作模式相一致的。尽管《证券法》第一百三十七条规定“在证券交易中，代理客户买卖证券，从事中介业务的证券公司，为具有法人资格的证券经纪人”，但显然这里的“代理”与民法范畴内的“代理”并非同一行为模式。对此，笔者认为立法语言的不够严谨，有必要将其解释为适用行纪合同的有关规定。——薛峰：《论证券公司经纪人与投资者的法律关系》，载《中国法学》，1999（5），77～78页。

② 同理，证券公司将资金存入其在银行开立的结算资金账户后，也丧失对该资金的所有权，而仅作为存款人对银行享有一般债权。

③ 宋学东：《审理证券案件的法律适用》，见单长宗主编《中外证券法、期货法研究与案例评析》，32页，北京，人民法院出版社，1997。此文作者认为客户交易结算资金在存放期间的所有权和使用权均属于客户，券商不能将客户的资金挪用，否则就构成侵权。王保树、汤欣等在其《证券公司退出的法律机制》一文中（56页）认为客户交易结算资金名义上归投资人所有，实际上分别由证券公司营业部、证券公司总部和证券登记结算公司持有和管理，并以实际持有、管理人的名义存入银行。

的安全和稳定^①。信托合同说将证券公司和投资者之间的资金账户合同解释为信托合同,旨在借助信托财产独立性原则强化对客户资金的保护,如使其得以在证券公司破产时行使取回权或追索权。事实上,在1996年证监会发布的《证券经营机构证券自营业务管理办法》中就使用了“信托账户”的概念,并在第二十七条中规定证券机构应当将客户存入的保证金在2个营业日内存入指定银行的信托账户。但很有意思的是,在上述管理办法发布时,我国尚无信托立法,因此信托账户的设计因为缺乏法律支持而难以有效发挥功用;2001年制定了《中华人民共和国信托法》(以下简称《信托法》),但相关配套规章又规定从事信托业务的机构只能是信托投资公司,证券公司无权从事,从而使信托合同说面临法律障碍。因此,尽管信托合同说有助于加强对客户资金的保护,也可以作为以后制度设计的一个选择^②,但在现有法律制度下却是难以成立的。

挪用客户交易结算资金这一“原罪”的生成有其特殊的历史背景和制度原因。首先,在我国证券市场发展的初期,证券公司主要是从银行的证券营业部分离出来,且通常是先有证券营业部,再规范成证券公司。证券公司及其营业部承袭了商业银行在资金来源与运用上的理念,习惯上将客户交易结算资金等同于银行客户存款所形成的自有资金进行使用,没有分账管理、分别运用的理念和机制^③。其次,证券公司融资渠道不畅,自有资金匮乏,导致在经营上过分依赖客户结算资金。再次,我国证券公司业务模式单一,缺乏

① 关于客户交易结算资金所有权的归属,证券公司挪用资金行为的微观和宏观两个层次,以及在这两个层次上挪用行为及其危害性的分别界定,彭冰博士在他的一篇文章里有非常详细的论述。参见彭冰:《客户交易结算资金的法律问题》,见吴志攀、白建军主编《证券市场与法律》,119页,北京,中国政法大学出版社,2000。

② 关于这一问题,本文第三部分将进一步讨论。

③ 王保树、汤欣等:《证券公司退出的法律机制》,“上证联合研究计划第10期课题”,58页。

产品创新和有效的盈利模式，往往通过挪用客户资金进行违规操作来弥补亏损^①。最后，监管不力使得证券公司的挪用行为被纵容。尽管《股票发行与交易管理暂行条例》明令禁止挪用客户资金，但在这个问题上监管部门长期以来缺乏有效的控制手段，对违规证券公司的处罚也因顾忌引发客户挤提资金的系统风险而一直偏软。这一情况甚至在 2001 年《客户交易结算资金管理办法》发布后也没有根本转变。按照国家会计学院马贤明教授的说法，自 2001 年来，中国证监会的确没有监管到位^②。

二、从分账管理到独立存管：“原罪”的救赎

为了遏制大规模挪用客户交易结算资金的行为，1996 年颁布的《证券经营机构证券自营业务管理办法》提出了自营业务资金和客户结算资金分账管理的要求，第二十七条规定：“证券经营机构同时经营证券自营与代理业务，应当将经营两类业务的资金、账户和人员分开管理，并将客户存入的保证金在 2 个营业日内存入指定银行的信托账户，将公司证券自营资金设立专门账户单独管理核算。”1998 年底出台的《证券法》第一百三十二条也明确规定，综合类证券公司必须将其经纪业务和自营业务分开办理，业务人员、财务账户均应分开，不得混合操作；客户的交易结算资金必须全额存入指定的商业银行，单独立户管理，不得挪用。并且与《证券经营机构证券

① 证券公司缺乏盈利模式的一个旁证是，目前客户交易结算资金的利差收入（投资者将资金存入证券公司，获得的是活期存款利息，目前年利率为 0.72%；而证券公司将资金转存银行，获得的是金融机构同业存款利率，目前年利率为 1.89%，其间利差属于证券公司的收入）占到证券公司营业部全部收入的 1/3 ~ 1/2，致使券商认为，如果没有了利差收入，券商百分之百亏损并非耸人听闻。——刘欣：《央行 5 号令震撼业界，证监会券商紧急磋商》，载《21 世纪经济报道》，2003—07—23。

② 莫菲：《救赎证券公司，化解金融风险——上海国家会计学院马贤明教授访谈》，载《21 世纪经济报道》，2004—08—05。

自营业务管理办法》对违反办法规定的行为并未规定承担何种法律责任不同,《证券法》第一百九十三条还明确了挪用客户资金行为的法律责任。但是,由于缺乏有效的监控和执行手段,上述规定并未收到明显的效果。客户资金存入银行账户只是改变了存放地点,证券公司作为账户持有人依然可以支配账户内的资金;尽管有“信托账户”这样的表述,但由于上文已谈及的原因,并不能真正发挥功用。至于监管部门所设想的通过授权存放资金的商业银行对账户进行监督管理来防止挪用,也因银行欠缺监督权限和监督积极性而无法奏效^①。

2001年,中国证监会出台了《客户交易结算资金管理办法》,即业界通称的3号令,以前所未有的严格和详细程度对客户资金的管理加以规制,其主要内容包括:(1)证券公司及其证券营业部必须将客户交易结算资金全额存放于在银行开立的客户交易结算资金专用存款账户和在结算公司开立的清算备付金账户(第五条);(2)证券公司及其证券营业部开立的客户交易结算资金专用存款账户和自有资金专用存款账户应在开立后3个工作日内向证监会报备,在获得账户备案回执之前,不得使用,存管银行和结算公司在确认账户已备案之前不得对其划款(第九条、第十五条);(3)客户交易结算资金只能在客户交易结算资金专用存款账户和清算备付金账户之间划转,证券公司向客户收取佣金等费用时,应集中从清算备付金账户向自有资金专用存款账户划拨(第十六条、第十七条);(4)证券公司应按月向证监会报告客户交易结算资金账面余额,并抄送结算公司,结算公司应当按月向证监会报告各证券公司清算备付金中的经纪资金、自营资金账面余额,存管银行应当按月向证监会报

^① 彭冰:《客户交易结算资金的法律问题》,见吴志攀、白建军主编《证券市场与法律》,274页,北京,中国政法大学出版社,2000。

告所辖客户交易结算资金专用存款账户余额（第二十条）。上述规定将证券公司、结算公司和商业银行在客户资金管理中的活动予以整体考察，试图通过证券公司存款账户的报备对其进行直接监控，并通过规定结算公司和存管银行的审查和报告义务对证券公司进行间接监控。同年10月，中国证监会颁布《关于执行〈客户交易结算资金管理办法〉若干意见的通知》，对3号令涉及的诸多问题作出更具操作性的规定，并督促证券公司及时归还挪用的客户资金。该通知甚至在第四条中还列出了一个简明的计算公式，用于判断证券公司是否存在挪用客户资金的行为。

3号令的思路无疑是正确的，但执行效果却不尽如人意，原因主要在于监督者与被监督者之间信息的不对称：证券公司完全可以在报备账户之外设立银行账户，或在挪用之后对其报送的客户资金数据做相应修改，从而与对应的银行账户存款余额相符；银行仅对总账户进行核算和监督，而对客户资金明细账无从了解，因此也就无法掌握各账户之间数据勾稽关系的正确与否，对挪用情况可能毫不知情；银行一月报送一次存款余额，没有流水记录，无法事后核对在途资金数额；对于手工输入报送的数据，证券公司甚至银行都存在修改数据的可能，使得监管部门无从发现挪用问题。有研究者因此指出，3号令最大的缺陷在于，银行手里缺乏最重要的数据，从而无法有效监督；监管部门无法准确、完整、及时地得到客户资金的明细构成，从而无法有效监管；核心问题不仅仅在于钱放在哪里，更重要的是明细账的数据放在哪里，对这些数据的监管权又在谁的手里^①。惟有真正解决了信息不对称的问题，对分账管理的监管才能是有效的。

^① 天健信德会计师事务所审计一部、专业技术部：《对客户保证金独立存管问题的思考》，<http://www.schinda.com/lan/train/information/info/49.htm>，2004—10—16。

作为对中国证监会在3号令实施意见中提到的“将逐步加大对客户交易结算资金账户的监管力度，适时推出更为严格的监管措施”的印证，客户交易结算资金独立存管浮出水面。顾名思义，独立存管强调的是“独立性”，是券商自营业务资金同客户交易结算资金间的账户分隔和风险阻断，实质上是3号令分账管理思路的延续和强化。

以存管主体为标准，客户资金独立存管可以分为两种基本模式，即证券公司内部机构独立存管和第三方存管，第三方主要是银行，也可以是其他指定的专门机构。二者的基本区别在于：在第三方存管模式下（以银行存管为例），客户以自己的名义直接在银行开立证券交易结算资金账户，用于存放交易结算资金，而不再由证券公司将全部客户资金在银行集中开户存放和管理；在证券交易完成后，上述资金直接在结算公司的清算备付金账户和客户的交易结算资金账户间进行划拨，证券公司被排除在这一过程之外，形象地说就是“券商管证券，银行管资金”。与此不同，在券商内部机构独立存管模式下，资金存管的主导者仍然是证券公司，仍然是由证券公司将全部客户资金在银行集中开户管理，只是必须在内部建立起“中国墙”式的风险隔离和阻断机制，由专门的独立机构负责客户资金的管理和运用，并将管理和运用过程透明化。

第三方存管因为南方证券这一特殊个案而率先登场。南方证券在2004年年初被行政接管后，同年2月中国人民银行和中国证监会委托中国建设银行与南方证券公司联合进行试点，研究建立第三方独立存管模式。6月14日，中国建设银行证券资金托管系统（CTS）正式上线，南方证券原有的约80亿元客户交易结算资金将陆续转入中国建设银行，中国建设银行将以托管费的形式，获得南方证券客

户资金利差收入的三成^①。

仅就防止券商挪用的力度而言，将客户交易结算资金直接交由银行存管无疑更为便捷和有效，这也正是为什么中国人民银行和财政部均支持此种模式，而中国证监会也一度将之作为强制推广的考虑对象。然而，这一模式在我国目前条件下也存在一些障碍。首先，这一模式以银行资信优于券商为前提，但不可否认的是，我国银行的经营同样存在诸多问题，对作为存管者的银行同样需要监管，并且涉及到中国证监会和中国人民银行及中国银监会之间的监管权限再分配。其次，如上所述，客户交易结算资金的利差收入是券商收入很重要的来源，尽管按照南方证券的模式券商仍能获得大部分利差，但在银行主导模式之下这一分配比例能否保持是有疑问的，券商很难接受这种模式。最后，在2003年9月1日中国人民银行颁布的《人民银行结算账户管理办法》中强调，存款人申请开立银行结算账户时，银行应对存款人提交的开户申请资料及开户申请书填写事项的真实性、完整性、合规性进行认真审查，确保存款人以实名开立各类银行结算账户，以贯彻“了解你的客户”这一原则，为打击洗钱活动奠定良好基础。具体到客户资金的银行存管，这意味着银行将可以通过开立客户交易结算资金账户获得证券公司客户的详细信息，从而在某种程度上分享证券公司的客户资源。在混业经营初露端倪的今天，此举无疑将使证券公司在未来的竞争中处于不利地位，遭到证券公司的抵制也就不足为奇。

规则形成的过程，也就是利益相关方博弈的过程。在稍后一段时间中国证监会机构部拟定的存管标准征求意见稿中，一刀切的“第三方存管”被更具弹性的“独立存管”所取代。监管部门给出

^① 薛洁：《为荣誉和责任而战——建设银行证券资金托管系统（CTS）上线纪实》，载《建设银行报》，2004—08—13。

的独立性的定义为：要独立于自有资金，具有一定独立性，并承担监管责任。对独立性的标准，监管部门也给出了七项衡量标准，即资金封闭运行；运作与复核分离；核算体系完备；管理权限集中，监控有效；系统强制性留痕；便于外部系统的监督；由独立的部门来操作^①。按照这样的思路，第三方监管不再是惟一选择，只要证券公司内部专门机构的独立性达到监管要求，证券公司就可以继续管理客户资金。同样，遵循这一思路，监管部门还可以根据券商的资信和经营状况，要求其选择不同存管模式：对高风险类券商，强制要求采用银行存管；对规范经营信誉良好的券商，允许采取内部独立机构存管。在证券市场目前的实际情况下，这无疑是更为现实和可行的监管路径。

值得注意的是，无论是第三方存管还是证券公司内部独立存管，核心问题在于实现监管者与被监管者之间信息的对称，根本目的则是防范客户交易结算资金的支付风险，保护证券投资者的正当权益。这一点应当说是“救赎”过程中的“终极关怀”。

三、保护证券投资者：终极的关怀

在现有法律制度框架下，客户交易结算资金无论是采用证券公司内部独立存管还是银行存管，都只是从预防风险、减少风险的角度增加客户资金的安全性，并没有改变客户交易结算资金所有权的归属，也没有赋予客户在一般债权之外的其他救济措施，所不同的，只是在前种模式下债务人是证券公司，而在后种模式下债务人是银行。在证券公司或银行破产的情况下，客户的债权并无优先受偿的法律依据。我国目前在多家证券公司被陆续撤销或接管的情况下之

^① 丁靖蕊：《证监会戒急用忍 八券商实验保证金“独立存管”》，载《21世纪经济报道》，2004—04—14。

所以没有出现客户交易结算资金的清偿危机，是因为中央银行出于政策考虑而承接了这些损失^①。随着证券市场风险势能的继续释放和证券业优胜劣汰的继续进行，国家显然不可能一直“埋单”。为更好地实现对投资者的保护，有必要考虑其他方面的配套制度设计。笔者认为，至少可以考虑如下方面：其一，作为信托业专营原则的例外规定，允许证券公司或存管银行同结算资金客户签订信托合同，保证客户资金的独立性；其二，加大存管机构信息披露的力度；其三，设立证券投资者补偿基金。

关于引入信托机制，在我国目前信托业由信托投资公司专营的现实情况下，证券公司或存管银行同结算资金客户签订信托合同、建立信托关系尚属违规行为。但笔者认为，《信托公司管理办法》强调的信托专营主要是指营业信托由信托投资公司专营，而像客户交易结算资金存管这种因证券交易结算所需而附带进行的托管行为，与直接以营利为目的的营业信托显然有所区别。因此，即使允许就此签订信托合同，也不会对信托投资公司的信托业务构成冲击，同监管者的监管目标并不直接冲突。故此，可以考虑通过特别规定允许并要求证券公司或存管银行同结算资金客户签订信托合同，将交易结算资金作为信托财产存管，与存管者的固有财产相独立，在前者破产时不纳入破产财产。在银行存管模式下，由银行同客户签订信托合同，作为受托人；在证券公司内部独立存管模式下，则仿效基金契约的设计，由券商、银行和客户三方签订信托合同，由券商

^① 鞍山证券、新华证券、南方证券被陆续关闭、接管时，为防止投资者挤提结算资金，中央银行分别提供了15亿元、14.5亿元和80亿元再贷款，挪用的最终损失由国家“埋单”。——天健信德会计师事务所审计一部、专业技术部：《对客户保证金独立存管问题的思考》，<http://www.schinda.com/lan/train/information/info/49.com>。2004—10—16。

和银行作为共同受托人，共同履行对信托财产的管理职责并相互监督^①。

加大信息披露力度是为了解决监管者与被监管者之间的信息不对称问题，避免无效监管。如上文所述，仅仅通过存款账户报备或是账户总额核报无法对资金挪用这一动态过程进行有效监控，必须解决客户资金明细账相关数据的监控问题。在银行存管的情况下，由于银行直接掌握客户资金明细账目，问题相对简单：可以考虑缩短银行余额报送期限，由一月一次改为半月或一周一次，如出现重大异常情况应即时报送；同时，中国证监会在其认为必要时应有权查核客户资金明细账目。在证券公司内部独立存管的情况下，若通过银行监控其客户资金明细账目，事实上将使得证券公司被迫同银行分享其客户信息资源，如前所述将很难得到证券公司的配合。因此，可以考虑由中央结算公司来实施第三方监控，证券公司每日将其客户资金明细账数据传送给结算公司，结算公司的报送方式和期限则与银行相同，中国证监会在必要时同样有权查核明细。

至于设立证券投资者补偿基金，则是通过证券公司缴纳的会员费用及其他方面的一些资金来源形成资金储备，在证券公司破产或被撤销时，对结算资金不能获得完全清偿的投资者给予一定限额的补偿。美国著名的 1970 年《证券投资者保护法》（Securities Investor Protection Act, 1970，简称 SIPA）规定成立证券投资者保护公司（Securities Investor Protection Corporation，简称 SIPC），后者最重要的贡献便是设立了证券投资者保护基金。该基金的主要来源为作为基金成员的证券公司的出资，截至 2002 年底，基金净资产已达

^① 关于基金契约的性质及当事人法律关系的界定，参见台冰：《移花接木，能否博采众长？——辨析中国证券投资基金当事人法律关系》，载《金融法苑》，2003（4）。

1 191 520 513美元^①。其他许多国家和地区也先后建立了投资者保护基金机制。作为同客户交易结算资金独立存管相关的机制，建立投资者补偿基金也已被监管者提上日程。目前的主要问题是，基金的资金来源问题。在监管部门的征求意见稿中，基金的资金来源为证券公司交纳的会员费用、捐赠资金及依法募集的其他资金，而依法募集的其他资金包括财政部与中国人民银行的拨款^②。会员出资构成投资者保护基金的主体应该说是国际惯例，问题在于，在中国证券公司缺乏盈利模式，承担的费用和税负又偏高的现有条件下^③，是否有足够的资金和动力来缴纳这笔出资。可以肯定的是，这同样将是一个利益相关方博弈的过程，不仅涉及中国证监会和券商，还涉及中国人民银行、财政部乃至税务部门。

四、并非结论

存在的即是合理的，而合理的未必能够存在。在中国这样一个“新兴+转轨”的证券市场中，一切问题的讨论都无法回避“转型时期法制”这个命题。对于融资渠道狭窄、业务品种单一、盈利模式欠缺、面临行业洗牌“生死结”的中国证券公司而言，严厉的规制和处罚在某种意义上是其不能承受之重。水至清则无鱼，疏堵并重方是治本之道；原罪需要救赎，在原罪中沉溺太久的券商同样需要拯救。可以作为本文一个注解的是，从中国证监会修订《证券公司债券管理暂行办法》到中国人民银行发布《证券公司短期融资券管

^① 王保树、汤欣等：《证券公司退出的法律机制》，“上证联合研究计划第10期课题”，39页。

^② 莫菲：《证监会力推证券投资者补偿基金 财政部央行认同》，载《21世纪经济报道》，2004—04—07。

^③ 据统计，证券公司的实际税负达到53%，远高于一般企业。——莫菲：《救赎证券公司，化解金融风险——上海国家会计学院马贤明教授访谈》，载《21世纪经济报道》，2004—08—05。

理办法》，拓宽券商融资渠道的举措正渐次展开^①。在这个非常时期，如何在发展与规范之间找到恰当的平衡，市场将考验监管者的决心和智慧。

^① 薛莉、林坚：《央行、证监会联手落实国九条 券商融资获突破》，载《上海证券报》，2004—10—19。