

## 【大王律师】

本案案由系

融资融券交易纠纷，其中涉及到的争

议焦点：案涉《融资融券合同》的效力问题、逾期利息的起算日期及基数确定、证券公司是否应为绕标行为造成的损失承担责任、单一证券集中度的调整是否违反合同约定或监管规定、强行平仓有无过错等问题。

所谓两融绕标，

指的是投资者通过融资融券交易套取资金，以实现购买非标的证券（绕标）或融资转出信用账户（套现）等非正常交易目的。

本案中，法院认为

光大证券并无限制投资者进行“绕

标”操作的相关法定义务，亦不具有控制“绕标”的合同约定

义务，故证券公司不存在承担投资者损失的前提条件。因此，叶南初采取“绕标”操作买入非标的证券后产

生的亏损，应由其个人承担，其诉求缺乏合同依据及法律依据。

融资融券交易和股票质押式回购交易的主要区别：

一、交易标的物不同。股票质押融资只能融资，而融资融券还可融券用来做空；

二、融资的资金用途

不同。融资融券中的融资只能用来购买标的证券，而股票质押融来的资金还可用于实业经营；

三、用以融资的担保物不同。

股票质押融资的担保物是有价证券，而融资融券中的担保物既可以是股票，也可以是现金；

四、资金融出主体

不同。股票质押融资的融出方一般为商业银行等机构，融资融券主要为证券公司；

五、杠杆比例与风险控制不同。融资融券相比股票质押融资而言，风险可控程度更高。且融资融券的杠杆比例可根据证券市场的具体情况灵活调整；

关于绕标行为的防控问题。

一、证券公司可以调整卖券还款的顺序，通过修改融资融券业务合同，使得卖券的还款优先偿还信用账户的欠款，让投资者获得自有资金；

二、证券公司应具体判断、分辨现实中的绕标行为

(一) 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) 区分持股5%以上的大股东及持股不足5%的股东。前者可能是虑及大股东高比例质押的问题，试图通过融资融券途径进行套现，绕开信息披露等问题；

(三) 注意绕标的合理性问题。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) 区分绕标和其他违规行为。证券公司在适当性管理、单一证券集中度监测、账户实名制管理、保证金比例计算等方面存在违规，不等于绕标行为就同样存在问题。

**备注：**若觉有益，敬请关注、点赞并转发！

### 【案情摘要】

第一部分，原告(反诉被告)光大证券的理据

1、案涉《融资融券合同》系双方真实意思表示，不违反法律、行政法规强制性规定，签署过程合规，故合同合法有效，对双方均有约束力。

在合同签署过程中，光大证券尽到风险告知义务，而叶南初应履行合理注意义务

。合同本身亦不存在免除光大证券责任、加重叶南初责任、排除叶南初主要权利的不合理格式条款。

2、本案所涉尤夫股份等**非标的**证券，均系叶南初以其自有资金买入，且该股票在案涉交易期间属于可充抵保证金的证券。

3、光大证券关于投资者信用账户单一证券集中度的设定未违反相关法律规定及合同约定，并在案涉交易期间未作出任何调整；

4、依照合同约定，光大证券有权采取强制平仓措施，且案涉股票系叶南初本人自

行卖出，并非通过强制平仓的途径。

## 第二部分，被告(反诉原告)叶南初的理据

1、案涉《融资融券合同》并非由叶南初签署，且系光大证券提供的格式文本，存在许多免除光大证券责任、加重叶南初责任、排除叶南初主要权利的条款，其亦未尽到风险告知义务，应认定为无效合同；

2、案涉融资融券交易性质属于违规的绕标交易，通过“卖券买券”的方式将融来的款项以所谓“自有资金”的名义购买非标的证券(尤夫股份)。

光大证券允许客户对非标的证券进行融资融券交易，未尽到法定监管义务；且在交易过程中，随意调整投资者信用账户的单一证券集中度；又在股票价格剧烈变动时，强行要求叶南初平仓，造成巨额投资损失。

就上述不当行为，光大证券犯有过错，应当承担赔偿责任。

3、光大证券主张的融资利息、逾期利息，存在重复计算，且利率过高，故请求法院予以调整；

4、案涉《融资融券合同》仅就律师费和公证费作出约定，但案涉公证费系因光大证券的不当行为造成的非必要费用，故不应由叶南初承担；

## 第三部分，法院的裁判意见

关于**争议焦点一**，案涉《融资融券合同》的**效力**问题

1、根据光大证券提供的视频资料及公证材料，虽然叶南初在开户时仅在系统层面有一次电子签名行为，但其对包括《融资融券合同》在内的所有书面文件均有阅读权限，故该电子签名的效力可覆盖所有书面文件；

2、融资融券业务系专业性较强、风险程度较高的投资活动，叶南初作为合格投资人应对该业务具有理性的认知，且光大证券作为《融资融券合同》的提供方已在合同中提示投资者应始终保持注意义务，

在签署合同前认真阅读加粗条款内容，故光大证券已尽到相关提示义务；

3、《融资融券合同》中约定光大证券有权对该合同内容进行修订或增补，并在其网站以公告的形式通知投资者，相关事项经公告后即对双方产生效力，且该约定条款亦以字体加粗的方式予以提示并经叶南初签字确认，故叶南初认为光大证券存在单方修改合同行为的主张不成立。

综述，该合同系双方当事人真实意思表示，不违反法律、行政法规的强制性规定，应属合法有效。

关于**争议焦点二**，光大证券是否应为“绕标”操作产生的损失承担责任

1、叶南初买入“尤夫股份”的最初资金来源

确系通

过融资融券交

易套现获得，但最初交易系

针对标的证券，并不违反《

证券公司融资融券业务管理办法》第十八条规定

，“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。”

之后，叶南初使用以“绕标”手段获取的自有资金买入非标的证券（尤夫股份），但是尤夫股份属于光大证券认可的可充抵保证金证券，符合沪深交易所融资融券交易实施细则中“投资者可以在信用证券账户下用自有资金买入可充抵保证金证券”的监管规定，再说光大证券也不存在限制客户进行此类“绕标”操作的**义务**。

2、证券公司对投资

者交易行为所产生的风险与损失承担责

任的**前提**应基于其未能履行

相关法定义务或约定义务。但是，光大证券作为证券公司并无限制投资者进行“绕标”操作的相关**法定**

义务；而根据《融资融券合同

》约定来看，光大证券亦不具有控制“绕标”的合同**约定**义务。

一般

而言，投

资者实施绕标行为

，应当知晓并自愿承担相应的风险和

损失，故

叶南初采取“绕标”操作买入非标的证券所发生的亏损，应由其个人承担，其诉请光

大证券承担责任缺乏合同依据及法律依据。

### 关于争议焦点三

，光大证券关于单一证券集中度的调整是否违反合同约定或监管规定

1、《融资融券合同》中约定，光大证券有权根据证券交易所的规定或自身风险管理的需要，调整信用账户的单一证券集中度，并以网站公告的形式发布。

本案中，光大证券于2017年5月11日在其网站发布《关于调整信用账户证券集中度控制的公告》并调整证券集中度相关指标，该次调整系发生在《融资融券合同》签订之前，叶南初应对其尽到合理注意义务。

### 2、沪深管理办法

实施细则规定，“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

达到一定比例时

，会员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。”

本案中，光大证券曾公告，“在投资者信用账户下的维持担保比例高于200%时，单一证券集中度可以达到100%。”而自叶南初全仓持有尤夫股份起至该股票市值折扣率调整为0%时，其信用账户下的维持担保比例均高于200%

，故光大证券在此期间并无对叶南初信用账户采取任何风控措施的法定或者约定义务。

关于争议焦点四，光大证券在叶南初自行平仓过程中是否存在过错

1、本案中，在叶南初信用账户维持担保比例低于130%后，光大证券依约定发送通知要求其补足担保物或偿还负债。

叶南初自2018年3月23日起自行委托挂单，而“ST尤夫”在2018年3月23日至2018年5月7日期间连续跌停，故最终于2018年5月8日成功卖出，叶南初的卖出行为系履行其合同义务。

2

、

叶南

初的经济

损失是由于证券市

场的风险所致，与光大证券通知其追

保的行为不存在因果关系，且光大证券的通知行为本身并无不当。

关于[争议焦点五](#)，各项融资息费和损失的确定

1、对于叶南初欠付的融资本金以及截止2018年5月8日叶南初自行平仓时其所欠付的融资利息，光大证券有权向其追偿。

但是，平仓日后的该部分费用应根据

合同约定[转为](#)

逾期负债并收取逾期利息，光大证券[不应重复](#)

收取融资利息，故其诉请平仓日后继续收取融资利息的主张缺乏合同依据或法律基础；

2、光大证券有权

按照合同约定的利率标准以逾期清

偿的融资本金和融资利息为[基数](#)，自

2018年5月9日起向叶南初收取逾期利息，该计算标准于法不悖。

3、根据合同约定

，光大证券有权要求叶南初承担其实现债权的费用，该部分费用应包含律师费和公证费。

## 【专题】

### 一、绕标行为存在的各种现实监管问题

#### (一) 关于证券账户[实名制](#)方面

我国《证券法》第107条规定，“证券公司为投资者开立账户，应当按照规定对投资者提供的身份信息进行核对。证券公司不得将投资者的账户提供给他人使用。投资者应当实名开立的账户进行交易。”《证券公司监督管理条例》第28条规定，“证券公司为客户开立证券账户，应当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”。

[监管](#)层面上，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，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有关规定及时规范；对不能及时规范的，应当在其柜面系统采取限制使用措施。

但是，在融资融券交易过程中，有不法分子违反证券账户实名制管理规定，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。

## (二) 关于投资者适当性管理方面

证券公司必须遵循投资者适当性原则，依法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》第29条规定，“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”“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”

实务中，很易将投资者适当性制度与合格投资者制度混同。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地了解、测评和提示义务等，重点在于将合适的产品推荐和销售给合适的投资者；而合格投资者制度是投资者进入某一具体市场、购买某一具体产品的准入制度。

融资融券业务与个人银行授信额度是两个不同的评判体系，判断的主要依据不同。证券公司为客户开立信用账户时，必须审查客户的证券类资产情况、证券交易情况及以往履约情况。

## (三) 关于信用账户单一证券集中度问题

按照《管理办法》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》亦规定，交易所会员（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。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。

绕标行为的发生，有个重要原因是投资者“**有理由**”相应特定的非标的证券具有高于标的证券的投资价值。因此，绕标所得资金很可能集中于某个特定证券品种，在单一非标的证券市值占比达到一定比例时，证券公司将按照融资融券合同的约定采取必要的风险控制措施。

#### （四）关于保证金比例的方面

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：融资保证金比例 = 保证金 ÷ (融资买入证券数量 × 买入价格) × 100%

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。

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，其计算公式会精细至每一笔合约。

## 二、绕标纠纷通常存在的**争议焦点**

### （一）投资者的绕标行为是否**合法**

有学者认为，绕标是违法行为。因为《证券公司监督管理条例》第52条规定“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”。绕标行为的目的系套现后购买非标的证券，所套取的资金仍为“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，应基于其担保属性而用来保障证券公司的优先受偿权。

《实施细则》有规定，“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。据此，绕标行为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。

另有学者认为，当前的监管规则并没有明确限制投资者的绕标行为，即使发布也仅停留于部门规章的层面，不是法律、行政法规的强制性规定就难以产生民法视角下合同无效的严重后果。而且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，故绕标行为系投资者处分自身资产的正当合理行为。

## (二) 证券公司应否就绕标承担民事赔偿责任

其一，绕标的行为主体系投资者而非证券公司，目的系提取证券公司的资金归投资者灵活使用，不受标的证券范围的约束。

投资者绕标用该部分担保财产买入非标的证券的行为，违反了证券交易所相关规定以及融资融券合同中关于应买入标的证券和还款偿债顺序的约定，应当为自己的绕标行为负责；

其二，根据《实施细则》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。

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以及担保物中单一证券市值占其担保物市值的比例。根据

中国证券业协会发布的《融资融券合同必备条款》的要求，融资融券合同须约定“证券公司应对投资者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投资者相关证券账户交易等措施”。

其三，证券公司向投资者融出资金，而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。合同履行过程中，投资者有无绕标等因素并不影响民事合同的成立生效。

若投资者实施绕标行为，明确违反融资融券合同的约定的，则证券公司有权依合同约定向投资者主张违约责任；  
但若融资融券合同中并没有明确约定相关违约责任的，则证券公司须结合具体情形确定适当的请求权基础。

而证券公司是否就绕标行为承担民事责任，亦应以适当的合同约定或者法律规定作为前提条件。