

股票质押式回购新规解读

□上海君悦律师事务所 张伟华 陶灏婷 李楷

受近年来经济形势下滑、股市下跌、金融强监管等叠加因素影响，2018年度股票质押回购业务爆仓事件频发，关于股票质押式回购所引发的诉讼纠纷逐渐增多。2019年1月18日，沪深交易所同时发布了《关于股票质押式回购交易有关事项的通知》（以下简称“《通知》（2019）”），这对股票质押式回购业务来说无疑是重磅消息。

本文拟从股票质押式回购业务法律法规发展、新规解读出发，结合近期诉讼案例，对该类业务中存在的一些法律问题进行探讨。

由来及发展

自上交所2013年推出场内股票质押式回购业务以来，由于该业务融资方式简便且融资金额巨大，其发展十分迅速。

根据《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》，股票质押式回购，是指符合条件的资金融入方（以下简称“融入方”）以所持有的股票或其他证券质押，向符合条件的资金融出方（以下简称“融出方”）融入资金，并约定在未来返还资金、解除质押的交易。

融入方是指具有股票质押融资需求且符合证券公司所制定资质审查标准的客户。

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。

随着2013年上海证券交易所与深圳证券交易所推出股票质押式回购业务，股票质押式回购从场外进入场内。

《关于发布〈证券公司开展场外股权质押式回购交易业务试点办法〉的通知》的出台标志着证券公司开展股票质押式回购业务将不再局限于场内，场外质押与场内质押的界限趋于模糊。

自2017年以来，在股市连续下跌的背景下，股票市值缩水，股票质押业务风险不断加大，证券公司通过设定履约保障比例等手段来降低股价下跌导致自身利益受损的风险，监管部门也相继出台一系列规定，来应对股票质押式回购业务中的风险。

新规的解读

为贯彻落实国务院金融稳定发展委员会关于防范化解上市公司股票质押风险的相关要求，鼓励和帮助市场主体主动化解风险，上海证券交易所、深圳证券交易所于2019年1月18日分别发布《上海证券交易关于股票质押式回购交易有关事项的通知》、《深圳证券交易所关于股票质押式回购交易有关事项的通知》，主要有以下几方面内容：

《通知》（2019）规定在融入方与融出方协商一致的情形下，为降低融入方的信用风险，若融入方累计回购期限已满或将满三年，延期后累计的回购期限可以超过三年。不受三年回购期限限制的前提是融入方违约，但尚未对融入方的违约情形作出明确规定，仅仅表述为“确需延期以纾解信用风险”。

对此我们认为，这给予了交易双方就违约情形进行约定的空间。融入方股票质押回购违约，需将回购期限延期的，需根据《通知》的要求进行事后备案，即在合

约延期或者相关交易发生后的5个交易日内向交易所提交书面报告。因而，在未进一步出台新规定之前，融入方需于三年内回购质押股票的要求已无必要。同时，《通知》对于融入方延期回购的次数限制、最长期限等方面均未做进一步规定。

《通知》（2019）取消了单一证券公司或资管计划作为融出方接受单支A股股票质押数量上限，以及单支A股股票市场整体质押比例上限的规定。

取消单支A股股票质押数量上限及整体质押比例上限意味着，银行等拥有大量资金的主体将不再受到《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》中关于资管计划出资的不超过A股股本的15%的限制，银行可以通过资管计划扩大参与股票质押式回购业务的广度与深度，有利于暂时缓解负担巨额债务的资金融入方的资金、履约等压力。

《通知》（2019）还取消了资产管理计划不得作为融出方参与涉及业绩承诺股份补偿协议股票质押回购的规定，取消了关于股票质押率上限的规定。

在《通知》（2019）出台前，原有规定明确禁止资产管理计划作为资金融出方参与涉及业绩承诺补偿协议的股票质押回购，该规定的取消对存在业绩对赌承诺的资金融入方而言有了转圜的余地。

最后，《通知》（2019）还取消了质押率（质押率系指初始交易金额与质押标的证券市值的比率）60%的上限，在目前股价普遍下跌情形下，意味着资金融入方可以寻求更高的质押资金，但相对应的，资金融出方要承受更大的风险。

诉讼实例分析

近年来，股权质押回购纠纷案件数量正逐步上升，从具体司法审判情况看，凸显出不少共性问题，本文将近期的两个典型案例来进行分析和解读这些问题。

问题一：融入方无法回购质押股票时的违约处置顺序。

东方证券股份有限公司与贾跃民证券回购合同纠纷一案（以下简称“东方证券回购案”）中，原告东方证券股份有限公司与被告贾跃民于2016年5月4日签订了《东方证券股份有限公司股票质押式回购交易业务协议（两方）》（以下简称“《主协议》”），双方在此基础上先后签订作为《主协议》有效组成部分的三份《股票质押式回购交易协议（两方）》。

原告要求融入方支付融出方本金、应付未付融资利息、延期利息的诉求。

被告则辩称，该案所涉及交易是中国证券监督管理委员会及深圳证券交易所认可的特殊融资制度，在出现融入方即被告无法回购交易



资料图片

时，原告应首先处置质押股票来偿还交易借款，而并非是直接向融入方主张权利。

对此法院认为，《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》虽然规定了原告可以依该办法处置质押股票，但并未限制原告通过司法诉讼的途径来主张自己的权益。而且，根据相关股票的停牌情况、价格变动情况，原告即便处置质押股票，亦无法足额弥补自己的损失，仍需通过司法程序追索被告的其余财产。综上，不能强求原告依《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》先行处置股票，故法院不予支持被告该观点。

就违约处置方式的顺序问题，湖北省高院在长江证券（上海）资产管理有限公司与贾跃亭、甘薇证券回购合同纠纷一案（以下简称“长证资管回购案”）中做出了相同的认定。

长证资管回购案中湖北省高院指出，首先，深圳证券交易所颁布的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）（2017年修订）》中并未规定融出方实现自身权利的先后顺序；其次，《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（试行）（2017年修订）》仅为业务规范，而融出方的诉讼权利却是法律所规定，因此其并不能对融出方的诉讼权利进行限制；最后，本案中交易双方也并未于合同中约定融出方实现自身权利的顺序。

综上所述，尽管《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》中规定了融出方可以通过直接处置质押股票来弥补自己的损失，但该方法只是融出方弥补损失的方式之一，融出方可以根据自身实际状况通过诉讼方式来弥补自身损失，首先处置质押股票并非偿还交易借款的前置条件，其仍旧可以自行选择通过诉讼程序保障自身权益。事实上当存在质押股票已经被司法查封的情况下，融出方已无法直接处置质押股票，只能通过诉讼方式来保障权益。

问题二：股票质押回购业务协议格式条款及效力问题。

一般而言，股票质押回购业务协议系融出方、融入方的真实意思表示，在协议未违反法律、行政法规的强制性规定的情形下，法院认可协议的合法有效性。

东方证券回购案中，被告认

为，本案系争协议均系原告预先拟定的格式合同，其内容在字号显示、表述方式等方面，均对被告造成了极大的限制和不便。相关的格式内容（本金违约金、利息违约金及律师费等条款）明显加重了合同相对方责任，并限制了被告在签约之前充分理解合同条款真实内涵的知情权利，该格式条款应属无效；并且违约金计算条款中，该格式条款不是用通俗易懂的文字表述，而是直接引用了较为复杂的数字计算公式，对于这些公式的含义，该格式合同未进行任何的文字批注和说明，在这种情况下，即使是有一定文化程度的人，绝大多数也都难以辨认和理解。

法院认为，《合同法》第三十九条规定：“采用格式条款订立合同的，提供格式条款的一方应当遵循公平原则确定当事人之间的权利和义务，并采取合理的方式提请对方注意免除或者限制其责任的条款，按照对方的要求，对该条款予以说明。格式条款是当事人为了重复使用而预先拟定，并在订立合同时未与对方协商的条款。”

从本案所涉及的《主协议》条款而言，本院认定其属于格式条款，该格式条款字体过小、排版过密，确认难以阅读识别，故无法认定原告“采取合理的方式提请对方注意”。因此，被告该主张有一定道理。

但对于被告主张违约责任条款无效，本院不予认可，理由如下：

1、针对违约责任方面，除了《主协议》的条款，还有具体业务中的《从协议》予以明确。相对而言，《从协议》字体较为正常，便于阅读与理解，被告亦签字确认。

2、被告贾跃民并非普通的自然人，根据互联网公开资料，其曾经担任乐视网多家关联公司的股东或者重要职务，与多家券商存在过类似本案的股票质押回购交易，数额巨大，因此，被告在信息获取、识别能力方面，应高于普通的自然人，其声称无法理解违约责任条款，不足以采信。

3、本案业务属于场内质押交易，对此已经存在较为成熟的规则《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》，该规则附件“股票质押式回购交易业务协议必备条款”，专门明确了业务协议必须标明“利息计算公式及支付方式”、“购回

交易金额计算公式”等要素。

因此，正常交易期间和逾期违约后的利率与计算公式，无疑是该类业务最为关键的条款，被告本案交易金额如此巨大，不可能不对此予以关注。尽管如此，考虑到原告作为券商，面临众多交易相对方，包括机构与普通自然人，在今后的业务中，如原告继续使用类似本案中存在格式瑕疵的协议文本，有可能损害其他交易相对方利益，故本案中本院不支持原告所主张的律师费（该律师费条款在《从协议》中未有体现），并酌情认定本案诉讼费用20%由原告承担，以起到警示与惩罚之功效。

问题三：交易业务中产生的利息、违约责任金额计算标准。

东方证券回购案中，原告提出违约金、利息等的支付诉求，被告辩称，原告主张的利息、延期利息及违约金不符合法律规定，依法延期利息与违约金不能同时适用。两者性质相同，逾期期间如同时适用，则加重了违约方的负担，不符合法律的规定。

对此，法院基于股票质押式回购的交易类型采用了《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》第三十条的规定：“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”。

东方证券回购案中原告所主张的各项违约责任之和，总计未超过年利率24%，计算的起止日期亦符合常理，因此法院对原告主张的违约责任金额计算方式予以认可，该计算方式不违反法律规定，法院并未对此作出任何调整。

长证资管回购案中，关于违约金问题，法院同样采用了《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》的规定，案涉违约金并未超过年利率24%的红线，因此原告主张的违约金数额并不属于过高，被告主张不能成立。

综上，基于股票质押式回购业务法律关系的性质，在该业务中所产生的利息及违约金的计算仍适用《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》。股票质押式回购业务作为融入方融资方式的一种，其性质仍然属于借贷关系，现行法律法规亦未将这一业务特殊化。

注销公告
上海沪粤隆印务技术有限公司统一社会信用代码:91310114771838354N, 经股东会决议即日起注销, 特此公告。
上海丹云装饰工程有限公司统一社会信用代码:91310114093629456X, 经股东会决议即日起注销, 特此公告。
上海迎顺物流有限公司统一社会信用代码:91310115783130425D, 经股东会决议即日起注销, 特此公告。
上海迎吉物流有限公司统一社会信用代码:91310115794495585U, 经股东会决议即日起注销, 特此公告。
上海书秋文化传播有限公司统一社会信用代码:91310120MA1HN48Q4Y, 经股东会决议即日起注销, 特此公告。
上海统联文具礼品有限公司经股东会决议解散, 并成立清算组。请债权人自本公告刊登之日起45日内向本公司清算组申报债权, 特此公告。
上海逸赫贸易有限公司经股东会决议解散, 并成立清算组。请债权人自本公告刊登之日起45日内向本公司清算组申报债权, 特此公告。

减资公告
上海展石文化艺术发展有限公司经股东会决定注册资本由原人民币1000万元减至人民币50万元, 特此公告。
上海保松餐饮管理有限公司经股东会决议注册资本由原人民币1000万元减至人民币100万元, 特此公告。
上海华辰能源有限公司经股东会决定注册资本由原人民币3000万元减至人民币500万元, 特此公告。
上海康隆企业发展有限公司经股东会决议注册资本由5000万元减至501万元, 请债权人自本公告刊登之日起45日内向本公司提出清偿债务或要求提供相应的担保请求, 特此公告。

陆宽 传媒 遗失注销减资登报 021-59741361 13764257378(微信同号)

环保公益广告

重复使用, 多次利用

双面使用纸张
= 减少1/2的废纸产生

优先购买绿色食品

健康
安全
无污染

拒绝使用一次性用品

6000~8000双一次性筷子
≈ 一株20岁的大树