

论投资者与证券公司之间的法律关系

陈瑜

投资者保护是证券法的核心目标，作为证券法代表作的美国 1933 年《证券法》和 1934 年《证券法交易法》均是以保护投资者利益和防止证券欺诈为核心目标。国际证监会组织（IOSCO）在其 1998 年通过的《证券监管的目标和原则》中，将“保护投资者”、“确保证券市场公平、有效和透明”和“减少系统性风险”列为证券监管的三大目标，其中投资者保护居于首位。我国证券法第一条也开宗明义地将“保护投资者合法权益”作为主要立法目的之一。诸多的研究表明，较高的投资者保护水平和较高的证券市场市值高度相关，保护中小投资者水平的高低对该公司的外部融资的能力，特别是股票市场的规模影响很大，而法律则是提供对中小投资者保护的主要制度，也就是说投资者保护与资本市场发展的可持续之间是一个正相关关系，证券市场法律体系的设计应以投资者保护为核心目标。而投资者保护也正是本文的讨论前提和预设价值立场。由于笔者身处稽查岗位，在查处一系列证券公司违法违规案件中，证券公司大范围、大规模挪用客户交易结算资金无一不是其主要违法行为，而这也被称为中国证券市场形成伊始便存在的公开秘密，即人们常说的中国证券公司三宗“原罪”之首。形成这一问题的原因很复杂，没有严格的资金分隔规则、缺乏信托制度的支持以及证券公司自身融资渠道窄都是重要因素，但笔者窃以为，证券公司尤其是其在从事证券经纪业务时与投资者之间的法律关系不明确才是造成证券公司挪用客户交易结算资金的根本原因。只有将双方的法律关系明确并以法律的形式固化，才是解决问题的根本之道。本文也正是尝试从这一角度浅析投资者与证券公司之间的法律关系。

长期以来，对于投资者与证券公司在从事经纪业务时构成何种法律关系在学术界一直存在争议，归纳起来主要有以下六种观点：

一、 代理合同说。这一观点认为证券商与投资者之间的法律关系是代理关系。因为从实际运作来看，经纪行为从本质上具有代理行为的基本特征，确切

指民事行为中的委托代理行为。在我国有关行政法规和地方证券交易立法中，例如《上海证券交易管理办法》、《深圳市股票发行和交易管理暂行办法》、《证券公司管理暂行办法》，都采用“代理证券买卖”这一说法，甚至在证券法条文中也多次出现“代理客户买卖证券”的表述。也有不少学者撰文提出这一观点。可见代理说在我国具有广泛代表性。

二、 行纪合同说。这一观点认为证券商与投资者之间的法律关系是行纪关系。该观点也得到了不少学者的认同。他们认为，包括我国在内的大陆法系国家的民法，均采用狭义代理概念，即代理仅指以被代理人名义的法律关系，法律行为后果直接归属被代理人。而在证券交易过程中，证券商执行客户委托须以自己名义进行。因此，代理说在法律上是站不住脚的。而行纪则是行纪人受委托人委托，以自己名义，用委托人的费用，为委托人办理购、销和寄售等业务，并收取佣金的协议。据此推论，我国证券商接受投资者委托，以其名义入市交易，当属行纪性质，非为委托代理。

三、 保管合同说。这一观点将投资者与证券公司之间的资金托管关系解释为委托保管关系。支持这一观点的学者认为，保管合同说同证券交易操作机制是吻合的，即无论是投资者为买入证券而足额预存的资金，还是为了连续交易方便而未立即取出的证券卖出款项，都由证券公司负责保管，直至支付给交易对方。

四、 信托合同说。支持这一观点的学者将证券公司与客户之间的资金帐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，例如使其得以在证券公司破产时行使取回权。这一观点的基础来源于信托法的基本原则，即信托财产与受托人的其他财产相分离而具有独立性，在受托人破产时不纳入其破产财产，不受制于受托人债权人的债权主张。

五、 居间合同说。这一观点认为证券公司与客户之间的法律关系是居间关系。该观点认为，证券公司为客户提供信息，报告签订证券买卖合同的机会或充当签订合同的媒介，而由客户付给报酬。其法律依据是老证券法第137条的规定：“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。”

六、 存款合同说。这一观点认为投资者与证券公司之间的资金托管关系属于存款关系，在性质上同储户与银行间的存款合同关系并无区别，这种观点主

要来源于我国的证券公司都是从银行的证券营业部发展而来这一中国特色，其次，我国的证券公司向存放资金的客户支付相当于银行活期存款利息的款项也使其在形式上的确与储户同银行间的存款合同关系难于区分。

如前所述，投资者保护是本文的讨论前提和预设价值立场，另外，充分考虑我国现行法律规定也是本文的一个基本立场，基于这一前提，笔者对以上各种观点试作分析。首先来看存款合同说，投资者将资金存入证券公司帐户，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非常相似，但是有两点不容忽视：第一、投资者将资金存入证券公司帐户不是为了获取利息，而是方便交易，因此从合同目的上两者有着本质差别；第二、根据证券法第六条的规定，“证券业和银行业、信托业、保险业实行分业经营、分业管理，证券公司与银行、信托、保险业务机构分别设立。”也就是说我国目前实行的是分业经营，证券公司从事存款业务属于法律的禁止性规定，因此，若将之解释为存款合同关系，必然会使大量的客户资金托管置于非法状态，由此可见，将投资者与证券公司之间的法律关系解读为存款合同关系是有欠妥当的。

其次，再来看居间合同说，根据老证券法第 137 条的规定，从事“中介”确实可以理解为居间，似乎不无道理，但证券公司和投资者在证券交易中的主要的、实质的关系看，是为投资者买卖证券、结算、交割、过户等关系，在这些关系中，证券商很难说是以居间人的身份出现的，因此，证券经纪商是居间人的观点与我国证券交易的实际情况不甚相符。所以此说已被学术界和实务界所不采。

第三再来看保管合同说，根据合同法第三百六十五条的规定，“保管合同是保管人保管寄存人交付的保管物，并返还该物的合同”从表面上看，保管合同说同证券交易操作机制似乎是吻合的。但需要注意的是，此处的保管对象是金钱，属于最典型的可替代物，根据合同法对保管合同的规定，它一经交付就已经转移所有权，客户只对证券公司享有要求返还等量金钱的债权，除非能以某种方式将客户资金特定化，如用信封封存并指明钞票号码，但是这种特定化显然是不现实的。而根据合同法第三百七十八条的规定，“保管人保管货币的，可以返还相同种类、数量的货币”。这一规定将使得投资者在法律上同银行储户一样，成为金

融机构的普通债权人，在证券公司破产时并不享有取回权，而根据证券法第一百三十九条的规定，“证券公司破产或者清算时，客户的交易结算资金和证券不属于其破产财产或者清算财产”。因此，保管合同说无法面对现有法律的规定，同样有欠妥当。

从以上分析不难看出，存款合同说、居间合同说以及保管合同说都或与现行法律相冲突，或与实际情况不相符。因此，学术界的争议大都集中在代理合同说、信托合同说与行纪合同说上，在这里，笔者更倾向于行纪合同说。要支持这一观点首先要厘清的是代理关系与行纪关系的区别。由于我国法律深受大陆法系的影响，民法通则采用狭义代理的定义，规定代理“必须是以被代理人名义实施民事法律行为”，“代理人以自己名义（而不是以被代理人名义）实施民事法律行为，而使其法律效果间接归于被代理人，则不得称为代理，也就是说在证券交易中，证券公司经纪人必须以投资者的名义在证交所进行交易，才为代理。而根据我国证券法的规定，在证券交易过程中，证券公司经纪人执行客户委托是以自己的名义进行。因此，这里的代理与民法通则中所称之代理有明显不同。香港证券及期货事务监察委员会主席梁定邦先生说过：“民法的范畴是证券法赖以建立的基础，没有任何专门的证券法可以孤立存在，所以他们亦要考虑民法及其他关于金融产品的法律的发展。”其言下之意乃在于证券法应建立在民法的范畴之上。笔者赞同这一观点。从法制系统工程来看，性质相同或相近的法律、法规使用的法律概念和词语及其含义应该保持一致。否则，将使整个法律体系混乱，给执法者和受法者的执法与受法造成巨大困难。从基本法与特别法的关系而言，虽然特别法优于基本法，但在法律概念上应保持一致。因此，我们有必要进一步分析代理与行纪之间的区别何在。

根据我国民法通则的有关规定，代理分为法定代理、指定代理、委托代理。委托代理是基于当事人意思表示而发生代理权的代理。而何为行纪呢，行纪合同是行纪人以自己的名义为委托人从事贸易活动，委托人支付报酬的合同。其中，接受委托以自己名义从事一定贸易活动的称为行纪人，委托他人为自己从事一定贸易活动给付报酬的当事人称为委托人。行纪涉及两个合同关系：一是委托人与行纪人之间的委托合同关系，如委托行纪人购买货物或出售货物；二是行纪人与

第三人之间的买卖合同关系，如行纪人接受委托以后，以自己的名义向第三人购买货物或向第三人出售货物。行纪是由两个合同关系组成起来的，两者相互结合才构成了完整的行纪。

就我国委托代理和行纪的有关规定与实务来看，二者存在以下区别：第一，身份不同。委托代理的代理人无须特殊身份，只要是一般民事主体即可。行纪人是多为具有特定行为能力的经济组织，一般都具有商号身份。第二，名义不同。民法通则第 63 条第 2 款规定，委托代理的代理人以被代理人的名义从事民事活动。合同法第 414 条规定，行纪人以自己的名义为委托人从事贸易活动。第三，行为效果不同。民法通则第 63 条第 2 款规定，委托代理的行为效果直接由被代理人承担。合同法第 421 条规定，行纪人与第三人订立合同的，行纪的法律效果直接归于行纪人，间接归于委托人。委托人与交易的相对人之间并不存在法律关系，交易中的权利义务均由行纪人和相对人直接承担，然后再由行纪人转移给委托人。第四，行为的范围不同。作为一般民事制度，委托代理的范围没有具体的限制，行纪却无此优惠。行纪人只能从事法律允许从事的业务。合同法第 414、419 条规定行纪人只能“从事贸易活动”、“卖出或者买入具有市场定价的商品”等。第五，有无偿性不同。委托代理可以无偿，也可以有偿。合同法第 414 条规定，行纪行为是有偿法律行为。可见，在我国的法律环境下，委托代理与行纪有明显的区别。根据我国证券法规定，尽管证券交易的最终结果由投资者承担，但证券公司经纪人接受投资者委托，以其名义入市交易、清算、交割并直接承担相应责任，实属行纪行为，不是委托代理。合同法第 419 条的规定正说明了证券公司经纪人是行纪人。区别代理和行纪的意义在于分清当事人及其责任。在行纪关系下，投资人只能与证券公司经纪人直接发生法律关系，不涉及交易中的对方。集中交易时直接交易双方是证券公司经纪人。若发生证券交易纠纷，投资者无权直接向对方当事人求偿。此种法律关系之弊病在于，如果证券公司经纪人不行使求偿权，投资者则会因不是当事人，没有求偿权，导致无法及时保护自己的合法利益。在这里，笔者注意到，为避免此弊病，我国台湾地区进行了特殊规定：“为使交易之效果在涉及民事责任或诉权时归于真正下单之投资人，证券交易法在 1977 年修正时，在第 20 条第 4 项规定：委托证券商以行纪名义买入或卖出之人，视为前项之取得人或出卖人”。就是说，将投资者视为证券交易的直接当事人，

有权超越证券商，直接要求对方当事人承担责任。台湾地区的这一修正弥补了将证券经纪人与投资者之间的关系处理为行纪关系的不足，值得参考。

综上所述，若将投资者与证券公司之间的法律关系确定为委托代理关系，那么，一旦出现交易纠纷或事故，权利、义务完全归于委托人（投资者），与证券公司无关，证券公司对证券市场和交易不负任何责任，投资者的利益必将无法得到及时合法的保护，此与证券法的相关规定及实务相谬，也与本文的讨论前提和预设价值立场相背离。因此，将投资者与证券公司之间的法律关系定位为代理合同关系与民法通则规定的委托代理不符，也与我国合同法相冲突，同时与我们的法律体系不合。

其次要解决的问题就是辨析信托关系与行纪关系的区别。信托与行纪在行为内容、成立要件、法律责任上都存在差异。但这里笔者要特别强调的是二者在性质和权利归属上的不同。

首先是性质上的差异，从起源上来看，行纪是大陆法系中的一项债法制度，源于罗马法上的委托契约；而信托是英美法中的一项财产管理法制度，源于中世纪英国的用益物权，其实质是一种转移与管理财产的制度。从发展上来看，行纪组织是商品经济发展的产物，欧洲中世纪已经出现这类组织，当时，由于国际交易的兴起，出现了专门受他人的委托办理商品购入、贩卖或其他交易事务并收取一定佣金的行纪人，进而制订了行纪制度。在资本主义时期，从事行纪活动的商业代理人大量存在。我国汉代也已出现专为牲畜买卖双方说合，评定价格收取佣金的驺侏，后变革发展为牙行。信托公司、贸易货栈是中国近代经营行纪业务的组织形式。新中国成立后，国家曾相继在许多城市成立了国营信托公司和贸易货栈，经营行纪业务，但自 50 年实行社会主义改造和大跃进以来，商品经济日趋落后，行纪业日趋衰微。改革开放以来，随着商品经济的恢复和发展，尤其是社会主义市场经济的逐步建立和发展，行纪业重又兴盛起来，延至今日，规模愈来愈大。相应的合同法采纳许多学者的建议，设专章规定行纪合同。而信托最早产生于英国，在 20 世纪初传入我国。从历史的角度观察，信托制度的功能经历了一个有趣的演变过程。当信托最初在中世纪的英国出现的时候，主要是被用做一种消极的财产转移设计，目的是规避当时封建法律对财产转移所加的种种限制与

负担。随着封建制度的崩溃和资本主义市场经济以及法制原则的确立，信托逐渐成为一种专业财产管理的方式，同时信托仍然在财产转移方面发挥较大功能。

2001年10月1日起实施的《中华人民共和国信托法》中将信托解释为：委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。基于此，信托通常在两种情况下采用：一种情况是财产所有人希望特定的财产能增值，从而给自己带来更大的经济利益，但因自己或没有时间精力或缺乏理财能力，从而将财产交付信托，借受托人的管理活动，以达成自己的心愿。另一种情况是，财产所有人希望将一部分财产转移给第三人享用，如他的子女或亲朋好友，但考虑到某些因素，如第三人未成年，缺乏理财经验等，又不想立即直接将财产转移给第三人，这个时候，财产所有人可以将财产交付信托，通过受托人的信托管理，使第三人享受到与直接转移相同甚至更为优厚的好处，如信托财产因受托人的有效管理而大幅增值。第二种情况与本文无关，在此不作赘述。而针对第一种情况，结合信托与行纪的本质及起源，我们不难看出，行纪双方建立的是一种契约关系，行纪人与第三人进行的法律行为是订立行纪合同的目的，是行纪合同的标的，所以行纪合同的标的是行为。同时行纪合同是需双方当事人之间的意思表示一致即告成立，合同无需采用特定的形式，所以行纪合同是诺成性合同。而信托是实践性法律行为，信托契约的成立须首先有委托人授予财产进行信托的要约行为和受托人愿意接受信托并为之管理或者处分信托财产的承诺行为。其次，信托契约的成立还须以委托人转移财产权为要件。委托人必须将信托财产有效地交付给受托人。因此，信托合同是实践性合同。同时，信托关系牵涉三方面的关系人，就委托人和受益人的关系言，委托人向受托人移交财产的意图，在于为受益人提供财产上的衡平法利益。究其将自有财产纳入信托而径由他人坐享经济利益的背后的动因，则无疑是千姿百态多种多样的，不同的人内心有着不同的感受和效果意思，“创设信托所要实现的目的，与法学家们的想像力一样是没有限制的”。因此，信托合同的标的是财产。

在以上分析的基础上，我们再来看投资者与证券公司之间的法律关系建立的过程。投资者与证券公司的法律关系的建立是以双方订立委托合同的意思表示达成一致为标志，此时双方的合同关系即告成立，而并不以财产的转移为合同成立

要件，双方订立的合同属于诺成性合同；其次，投资者与证券公司订立委托合同的目的是希望证券公司按照交易规则代理其买卖证券，双方所订立合同的标的应是证券公司代理投资者买卖证券的行为。因此，从行纪与信托的性质上的区别分析，投资者与证券公司之间建立的法律关系应是行纪合同关系。

其次是权利归属上的差异，信托与行纪不同的性质决定了其在委托财产的权利归属上有着本质的不同，即信托能导致信托财产所有权的转移，行纪则不能导致由委托人转交的有关财产的所有权的转移。也就是说，在信托关系中，信托财产的所有权与利益相分离，所有权属受托人，利益属受益人，且受益人不一定是委托人，通常为第三人。而行纪关系的委托财产的所有权和利益均归于委托人，无分离的可能。我国《信托法》第十六条第一款规定：“信托财产与属于受托人所有的财产（以下简称固有财产）相区别，不得归于受托人的固有财产或者成为固有财产的一部分”。从法律条文中，我们不难看出，何谓“固有”，顾名思义，即原来所有的财产，那么与其对立的显然就应该是现在所有的财产。而且，信托区别于保管的一个基本特征就是在信托关系中，不仅信托财产的占有发生变化，而且信托财产的名义也转为受托人。因此，信托与行纪在权利归属上一个根本的区别就是财产所有权是否转移。

在笔者查处违法违规证券公司的过程中，深刻感到许多证券公司之所以长期以来大肆挪用客户交易结算资金，最根本的原因就在于对客户交易结算资金的权利归属不明。立法者显然也注意到了这一点，因此，在我国新修订的证券法第一百三十九条规定：“证券公司不得将客户的交易结算资金和证券归入其自有财产。禁止任何单位或者个人以任何形式挪用客户的交易结算资金和证券。证券公司破产或者清算时，客户的交易结算资金和证券不属于其破产财产或者清算财产。非因客户本身的债务或者法律规定的其他情形，不得查封、冻结、扣划或者强制执行客户的交易结算资金和证券”。这里我们通过和以上《信托法》的条文描述对比，不难看出，信托法所采用的字眼是“固有财产”，而证券法所采用的是“自有财产”，何谓“自有财产”，即自己所拥有的财产，与之相对应的应该是别人拥有的财产。因此，投资者存放在商业银行的交易结算资金的所有权属于投资者是证券法第一百三十九条的应有之意。这一前提的确立也赋予了证券法第一百三

十九条最核心的内涵，即在于明确了投资者的资金和证券在证券公司破产时的独立地位以及投资者的优先受偿权。因此，从行纪与信托在权利归属上的区别分析，也可以得出相同的结论，即投资者与证券公司之间建立的法律关系应是行纪合同关系。

最后，笔者在投资者与证券公司之间的法律关系究竟何属的讨论中更倾向于行纪合同关系的原因还在于前面所提到的，本文的一个基本立场，即充分考虑我国现行法律规定。《证券法》第六条明确规定：“证券业和银行业、信托业、保险业实行分业经营、分业管理，证券公司与银行、信托、保险业务机构分别设立。”中国人民银行制订的《信托投资公司管理办法》中，也明确规定从事信托业务的机构只能是信托投资公司，而作为证券公司则无权从事。因此，与现有法律规定相冲突也是信托说无法绕过的障碍。

综上所述，笔者认为，通过对性质、法律责任、权利归属的对比，结合现行法律法规的规定，将投资者与证券公司之间的法律关系定位于行纪合同关系更有利于规范投资者与证券公司双方的权利义务，在明确的法律关系下杜绝证券公司挪用客户交易结算资金行为的发生，实现投资者保护这一证券法的核心目标。