

## 场外配资纠纷专题（一） — 什么是场外配资

作者：尤杨 | 闫北辰

### 专题引言

没有杠杆就没有金融。在杠杆机制下，融资方通过借入较低成本的资金用于较高收益的用途，可成倍放大自身的收益率。杠杆是融资活动（特别是债权性融资活动）的核心特征，也是金融服务于实体经济的本质作用机制<sup>1</sup>。

同时，杠杆也是金融风险的直接来源，这一点在股市的语境中尤为突出。2015年6月中旬开始，我国证券市场出现了异常剧烈波动行情。从2015年6月12日至7月9日，在18个交易日内，上证指数从最高5178点跌至最低3373点，最大跌幅近35%。据统计，此次股市暴跌，A股总市值从6月12日的71.3万亿元骤减至7月8日的46.8万亿元，绝大部分投资者损失惨重。事后包括证券监管层在内的各方一致认为，本轮股市行情中的融资盘即杠杆资金是此次证券市场异常剧烈波动的核心风险因素，杠杆资金的巨量融入成就了此次股市行情的暴涨与暴跌<sup>2</sup>。

使用杠杆资金炒股不仅带来了宏观的金融风险，也产生了大量的民事纠纷，即场外配资类纠纷。目前，针对场外配资在民事层面上的法律效果，在全国范围内适用的仅有《九民纪要》第86条及第87条，其中第86条规定了场外配资的常见表现和合同效力，第87条规定了合同无效的法律后果。《九民纪要》并非具有约束力的法律规范，并且其出台于2019年，距今已过去超过5年时间，在此期间部分相关法律和司法解释已经历更迭，金融监管政策亦可能发生一定变化。鉴于目前尚无有约束力或更晚出台的法律规范取代《九民纪要》第86、87条，本系列文章这两个条文仍会重点分析，但不代表场外配资案件必然应当按照这两个条文处理。

本系列文章分为六篇，其中前五篇分别讨论以下五个问题：

1. 什么是场外配资？
2. 场外配资的合同效力如何？
3. 如合同无效，其法律后果如何？

<sup>1</sup> 参见《吴晓求：杠杆是去不了的，但可以进行优化》，载中新经纬网站：<https://www.jwview.com/jingwei/html/03-26/222488.shtml>，最后访问时间：2025年2月27日。

<sup>2</sup> 最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第449-450页。

#### 4. 穿仓损失应由谁承担？

#### 5. 劣后级投资人实际操盘，对受托人的责任有何影响？

完成上述讨论后，最后一篇将从场外配资这一具体情境出发，围绕其反映的公法与私法的分工以及“金融协同治理”的深层问题提出笔者的一些观点。

\*\*\*\*\*

本篇讨论第一个问题：什么是场外配资？

截至目前，针对场外配资的构成要件，仍没有全国范围内普遍适用的规范，司法实践中的处理方法也是五花八门。以下介绍两种典型的实务观点，分析其各自的不足之处，并提出笔者的观点。

### 一、实务观点一：对《九民纪要》第 86 条的字面解读

《九民纪要》第 86 条规定：“从审判实践看，场外配资业务主要是指一些 P2P 公司或者私募类配资公司利用互联网信息技术，搭建起游离于监管体系之外的融资业务平台，将资金融出方、资金融入方即用人人和券商营业部三方连接起来，配资公司利用计算机软件系统的二级分仓功能将其自有资金或者以较低成本融入的资金出借给用资人，赚取利息收入的行为”。

实践中，有部分法院完全基于对该条的字面解读进行判断，认为该条已对场外配资的行为模式作出界定，就个案中的交易而言，无论是行为主体不涉及“P2P 公司或者私募类配资公司”，还是交易过程没有“利用互联网信息技术”、没有“利用计算机软件系统的二级分仓功能”，只要与该条规定的模式不同，都不认定为场外配资。例如，在（2024）陕 0503 民初 945 号案件中，法院即认为：案涉各方主体均非 P2P 公司或者私募类配资公司等配资公司或平台，案涉交易未利用互联网信息技术搭建融资业务平台，虽有资金的出借方和资金的接收方但未与券商营业部三方进行连接，故不构成场外配资。

笔者认为，《九民纪要》第 86 条只是在说明场外配资的常见表现形式，**是一种例示性的描述，而非本质性的定义**，这一点从该条开头的“从审判实践看”“主要是”等语词即可体现。将不符合该条描述的行为一律不认定为场外配资，实有断章取义之嫌。

### 二、实务观点二：场外配资=场外+配资

在笔者代理的一起结构化信托纠纷案件中，北京金融法院即采取了这种观点。北京金融法院认为：

“根据《九民纪要》中对场外配资业务模式的总结，可以初步得出场外配资业务的几个基本特征：一是脱离监管，存在规避资金来源、投资标的、杠杆比例等相关规定的情形。二是交易本质属于‘借钱炒股’，存在资金融出方和资金融入方，其中资金融出方以获取固定的利息或收益为目的，不承担投资风险。三是从结果来看加剧市场非理性波动、扰乱金融秩序、扩大金融风险”。详见北京金融法院微信公众号：[《金典案例 | 结构化信托性质与效力认定的穿透与边界》](#)。

可以看出，北京金融法院采取的是一种“拆字法”，即“场外配资”需包括“场外”和“配资”两个要素，其中“场外”是指脱离监管，“配资”则是指借款法律关系。对于这两个要素，北京金融法院结合案情作出以下认定：

关于脱离监管（“场外”）。北京金融法院认为，案涉结构化证券投资信托是银监会在相关规范性文件中明确允许开展的业务类型，其资金来源、投资标的、杠杆比例等符合监管要求，并且发生纠纷后监管机构也根据原告的举报进行了调查，并未对案涉信托计划产品的性质、交易结构等予以否定，因此案涉信托计划不存在脱离监管的问题。

关于借款法律关系（“配资”）。北京金融法院认为，借款法律关系的核心特征在于贷款人对借款人享有固定的本息请求权，但在案涉信托计划中，A类受益人只是在分配顺序上优先，在股价严重下跌的情况下A类受益人也需要承担损失，其并不享有固定的本息请求权。如果考虑到B2类受益人分别与A类、B1类受益人签署了《差额补足承诺函》，承诺对A类、B1类受益人的本金和预期收益进行补足，可以视为各方形成了类似借款的关系；但《差额补足承诺函》是在信托关系之外B2类受益人对A类、B1类受益人负有的合同义务，不应当直接穿透到案涉信托关系的认定中。

与上文介绍的第一种实务观点相比，北京金融法院的这种观点以富有逻辑的法律推理取代了对《九民纪要》断章取义的字面解读，具有不可否认的进步意义。部分先进地区的地方性司法文件采取的也是此种观点。《深圳市中级人民法院关于审理场外股票融资合同纠纷案件的裁判指引》（下称“《深圳中院裁判指引》”）是国内最早对场外配资案件作出系统性规定的司法文件，该指引第一条第二款规定：“场外股票融资合同纠纷的基础法律关系具备以下两种主要法律特征：1、借贷法律关系；2、让与担保法律关系”。

然而，仔细推敲可以发现，这种“场外配资=脱离监管+借款法律关系”的“拆字法”依然带有浓厚的形式推理色彩，其实质正当性似乎仍有所欠缺。特别是关于“借款法律关系”，配资方是否享有固定本息请求权这一点究竟为何如此重要？难道固定收益请求权的有无，意味着相关交易对证券市场造成的影响有所不同，进而需要适用不同的监管强度和合同效力评价？

### 三、笔者观点：从规范目的出发

#### （一）“借钱炒股”为何特许经营？

在法律未明确规定场外配资构成要件的情况下，判断某一交易是否构成场外配资，理应从禁止场外配资背后的规范目的出发。《九民纪要》第86条指出，之所以禁止场外配资，是因为其“加剧了市场的非理性波动”。那么，这一过程具体是如何发生的？

一方面，在资金入市的环节，杠杆资金的大量引入会拉高证券市场的需求，导致股价大幅上涨。另一方面，“借钱炒股”大多设有强制平仓机制，并且杠杆率越高，平仓线也就越高。一旦股价跌破约定的平仓线，用资方即有权强制卖出标的股票，进而造成股价下跌。如果市场上存在大量不受约束的融资盘，即便只是个股价格的小幅波动，也可能引发高杠杆融资盘的强行平仓，进而导致股价进一步下跌，平仓压力从高杠杆融资盘向低杠杆融资盘爆仓传导，融资盘平仓压力与股价下跌形成恶性循环<sup>3</sup>。

“借钱炒股”作为双方自愿达成的交易，满足了不同风险收益偏好投资人的需求，其积极意义不可否认。但如对其完全不加监管，大量不受约束的“借钱炒股”活动也会成为证券市场的不定时炸弹。正因如此，法律将其规定为特许经营业务，仅允许具有相应资格的证券公司经营，监管机构进而能够对此类活动的总体规模、杠杆率、投资标的等加以监测和控制。这也是世界范围内各大成熟资本市场的通例

<sup>3</sup> 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第450页。

4。

## （二）基于规范目的的构成要件

**基于上述监管逻辑，笔者认为，场外配资应同时满足以下四个构成要件：**

**一是杠杆性**，即存在杠杆资金的配资方和用资方，其中配资方以固定收益为主（可兼有小比例的浮动收益）、不承担亏损风险，用资方享有杠杆机制放大的收益、承担亏损风险。

**二是证券投资**。非标债权、非上市公司股权等投资中也可能存在杠杆安排，但由于这些投资标的没有公开流通市场，不存在“强制平仓与价格下跌恶性循环”的问题。值得讨论的是，除股票外，债券投资是否也可能构成场外配资？从形式上看，现行《证券法》第一百二十条第四款系将“证券融资融券业务”规定为证券公司的特许经营业务，并未区分股票的融资融券与债券的融资融券；但从实质上看，债券的二级市场交易远不如股票活跃，债券的市场价格主要取决于发行人的清偿能力，杠杆资金导致债券价格猛涨猛跌的风险并不很大。笔者更倾向于实质的立场，即场外配资应限于股票投资，债券投资不宜包含在内。

**三是平仓机制**，即以买入的证券作为担保物，并设置一定的平仓线，当证券价格低于平仓线时，配资方有权强制平仓。

**四是脱离监管**。值得讨论的是，证券公司之外的其他持牌金融机构开展的实质上具有证券融资功能的业务，是否属于这里所说的“脱离监管”？《九民纪要》的官方释义书认为属于<sup>5</sup>。不过严格而言，《九民纪要》出台时，当时有效的《证券法》（2014修正）仅于第一百四十二条规定“证券公司为客户买卖证券提供融资融券服务，应当按照国务院的规定并经国务院证券监督管理机构批准”，并未明文禁止除证券公司之外的其他金融机构开展实质发挥融资融券功能的业务。但现行《证券法》第一百二十条第四款规定：“除证券公司外，**任何单位和个人不得从事证券承销、证券保荐、证券经纪和融资融券业务**”。《证券法》作为全国人大常委会通过的法律，其约束力及于全社会，而非仅限于证券业。由此可见，其他金融机构开展的相关业务，在现行《证券法》语境下恐怕已存在难以回避的合法性风险<sup>6</sup>。

**此外，还需指出一些不应作为判断标准的因素：**

首先，《九民纪要》第86条规定的“P2P公司或私募类配资公司”“利用互联网信息技术”“利用计算机软件系统的二级分仓功能”等例示性描述不应作为场外配资的判断标准，这一点甚为明晰，不再赘述。

其次，配资方是否享有固定本息请求权不应作为场外配资的判断标准，因为这只是配资方与用资方之间的权利义务安排，场外配资带来的股价波动风险源自杠杆机制和强制平仓机制，与配资方是否享有固定收益请求权并无关系。

最后，证券的买卖操作是否由用资方实际决策也不应作为场外配资的判断标准。在采取信托结构的案件中，主张交易合法有效的一方常提出这样的主张：在借款法律关系中，资金由借款人实际使用；但在信托结构中，股票买卖操作由受托人而非劣后级受益人决策，劣后级受益人并未“实际使用”资金。

<sup>4</sup> 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第454页。

<sup>5</sup> 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第455页。

<sup>6</sup> 当然，基于法不溯及既往的原则，现行《证券法》生效日（2020年3月1日）之前开展的相关业务未必构成场外配资。

但笔者认为，场外配资带来的股价波动风险源自杠杆机制和强制平仓机制，与股票买卖操作由哪一方实际决策并无关系。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 尤杨

电话： +86 10 8524 9496

Email: [yang.you@hankunlaw.com](mailto:yang.you@hankunlaw.com)