

揭秘券商“返佣”灰色操作链：从现金返还到利益置换

中经记者 罗辑 北京报道

近段时间，有关券商“返佣”的话题再次引发市场广泛关注。

所谓券商“返佣”，是指证券公司及其从业人员将交易佣金按比例返还给投资者或机构。这是《证券经纪业务管理办法》明令禁止的行为。

《中国经营报》记者调查发现，券商“返佣”可分为个人行为和机构行为，整体操作较为隐蔽，除了直接现金返还外，“挂靠”经纪人、第三方“走

花式“返佣”

由于券商“返佣”，为了避免被查处，行业内出现很多隐蔽的做法。

券商“返佣”，最常见的操作手段是证券经纪人直接向客户返还一部分佣金。

“一般这类属于经纪人个人行为，是其销售手段。”一位20世纪90年代就参与证券市场的资深人士表示，为了开发或挽留交易体量较大的客户，证券经纪人进行“低价竞争”，承诺返还一部分佣金或者赠送高额购物卡、茅台酒、黄金等给客户，给予客户实际利益。这个钱主要是从经纪人自己的“提成”中出。所谓的“返佣开户”“送礼开户”主要就是这类行为。

具体操作中，由于“返佣”属于违规行为，所以在约定过程中，往往只是简单的口头承诺，但如果交易量较大，客户对“返佣”的确定性要求较高，经纪人也可能与客户签订“抽屉协议”或者书面承诺。这种协议或承诺本身亦违规，其主要功能实际是一种惩罚性质的“牵制”，是所谓的“证据留痕”，而非正常的合同，给予的是客户后期向监管投诉其存在违规行为的“把柄”，约定本身并不对证券机构有约束力。

“这种经纪人的行为属于比较简单、直接的‘返佣’形式，一般发现后的处罚也是落在个人头上。”曾任上海某私募机构总经理的周扬（化名）告诉记者，由于券商“返佣”违规，为了避免被查处，行业内还有更多隐蔽的做法，而这种复杂的“返佣”形式就需要营业部层面的参与。

“例如，直接让（私募）机构负责人或者‘牛散’指定的人员（在取得证券从业资格后）‘挂靠’在营业部，担任证券经纪人，提成可尽收囊中。这种做法较为隐蔽，往往难以监管。营业部给证券经纪人的提成比例也有协调空间，较为‘灵活’。还有一类，则是‘巧设名目’，营业部‘购买’一些并不需要的服务’或

账”、利益置换等手段层出不穷。而在这些行为的背后，“返佣”前端涉及营业部的佣金利益分配，底薪微薄但提成高企的证券经纪人成为潜在的利益输送通道；中端，考核压力让部分从业者铤而走险；终端，巨额的佣金返还作为灰色收入，在投资机构层面又涉及再次利益分配，潜藏“居间人”的违法违规空间。

值得一提的是，在监管的打击和行业“降费降佣”的不断推进下，券商“返佣”的源头空间已大幅收窄。

券商“返佣”相关监管规定及所涉法律条文一览

法律法规名称	涉及内容
《关于调整证券交易佣金收取标准的通知》	证券公司必须严格遵守国家财经纪律，不得采用现金返佣、赠送实物或礼券、提供非证券业务性质的服务等不正当竞争方式吸引投资者进行证券交易，禁止证券公司将机构投资者缴纳的证券交易佣金直接或间接返还给个人。
《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》	对于业务活动中产生的费用支出制定明确的内部决策流程和具体标准，确保相关费用支出合法合规。
《证券经纪人管理暂行规定》	证券期货经营机构及其工作人员在开展证券期货业务及相关活动中，不得以提供礼金、礼品、房产、汽车、有价证券、股权、佣金返还等财物，或者为上述行为提供代持等便利等方式，向公职人员、客户、正在洽谈的潜在客户或者其他利益关系人输送不正当利益。
《证券经纪业务管理办法》	证券公司应当将证券经纪人的执业行为纳入公司合规管理范围，并建立科学合理的证券经纪人绩效考核制度。
《中华人民共和国反不正当竞争法》	经营者不得采用给予财物或者其他手段贿赂交易相对方的工作人员、受交易相对方委托办理相关事务的单位或者个人以及利用职权或者影响力影响交易的单位或者个人，以谋取交易机会或者竞争优势。
《中华人民共和国刑法》	<p>【非国家工作人员受贿罪】公司、企业或者其他单位的工作人员，利用职务上的便利，索取他人财物或者非法收受他人财物，为他人谋取利益，数额较大的，处三年以下有期徒刑或者拘役，并处罚金；数额巨大或者有其他严重情节的，处三年以上十年以下有期徒刑，并处罚金；数额特别巨大或者有其他特别严重情节的，处十年以上有期徒刑或者无期徒刑，并处罚金。公司、企业或者其他单位的工作人员在经济往来中，利用职务上的便利，违反国家规定，收受各种名义的回扣、手续费，归个人所有的，依照前款的规定处罚。</p> <p>【对非国家工作人员行贿罪】为谋取不正当利益，给予公司、企业或者其他单位的工作人员以财物，数额较大的，处三年以下有期徒刑或者拘役，并处罚金；数额巨大的，处三年以上十年以下有期徒刑，并处罚金。</p>

据公开资料整理

刘洋/制图

高额提成下的利益旋涡

因为证券经纪人的“强激励”模式，这个岗位本身可能成为潜在的利益输送通道。

根据《证券经纪业务管理办法》，证券公司及其从业人员从事证券经纪业务营销活动，不得直接或者变相向投资者返还佣金、赠送礼品礼券或者提供其他非证券业务性质的服务。多年来，监管一直在严厉打击券商“返佣”行为，高压之下，券商“返佣”行为整体已得到较好规范，但还有少数券商或从业者铤而走险。那么，究竟是什么样的利益在驱动着这一违规行为的发生？

陈旭、张强均认为，从资金来源上看，券商“返佣”背后，首先需要关注的是证券经纪人的高提成模式。

在券商营业部工作近20年的业内人士徐晓（化名）表示，证券经纪人在券商营业部实际上属于一种特殊的“编外人员”——证券经纪人拥有执业资格、在中国证券业协会的证券从业人员信息公示中可以查询其具体所属机构。但在薪酬结构上，证券经纪人与包括投资顾问在内的其他营业部员工又有不同。证券经纪人

底薪普遍较低，每月薪酬中底薪可能不足一千元，甚至可能没有底薪。与此同时，经纪人奖金绩效较高，这些奖金绩效主要是佣金提成，最高可能达到扣除佣金成本后的80%。

“经纪人绩效奖金多寡或提成比例的制定，决策权限过去主要是营业部，而营业部往往倾向于‘强激励’。”徐晓告诉记者。

站在机构功能的角度，在我国证券行业此前数十年的发展中，券商营业部的核心功能之一便是持续开拓和发展经纪业务。在对营业部的考核上，经纪业务长期都是重中之重。

而站在市场的角度，交易席位主要放在券商分支机构。例如，“龙虎榜”上经常可以看到不少券商营业部或分公司以极高的交易量“出圈”。甚至，市场以这些营业部暗指某些活跃的资金。这类体量庞大的活跃资金，对于营业部来说是“稀缺资源”，尤其是达成合作后，这类资金一般甚少“搬家”。

“这就意味着，一家营业部只要拿下这类客户，便几乎可高枕无忧。而这类‘牛散’、游资、私募等客户的开发和维护，除了考量券商服务能力外，还需要非常强的‘人脉关系’。在这种情况下，券商营业部逐步形成了对证券经纪人的‘强激励’模式。”徐晓分析认为。

但这种模式潜藏着风险。陈旭表示，因为证券经纪人的“强激励”模式，这个岗位本身可能成为潜在的利益输送通道，例如客户的利益相关人直接“挂靠”为证券经纪人。

同时，在上述逻辑下，考核和生存的压力也让部分从业者甚至分支机构铤而走险，频频踩过合规红线。近年来，多家券商营业部、多位营业部工作人员因违规“返佣”而收到地方证监局出具的“罚单”。

其中，就在去年年末，河北证监局对于某某采取了出具警示函的行政监管措施。因其在信达证券股份有限公司河北分

公司从业期间，存在替客户办理证券交易以及向客户返还佣金的行为。同样在去年，长江证券北京万柳东路证券营业部因为向第三方返还佣金、销售提成、赠送礼品并以其他费用名目予以报销等行为，被北京证监局采取责令增加内部合规检查次数的监督管理措施。

除了监管“处罚”外，陈旭还就返还佣金这一灰色收入的再分配问题进一步表示，在投资机构层面，券商“返佣”属于违规行为，并不方便“走公账”。他认为，除去期货交易的正常返佣，券商“返佣”对公转款本身就需第三方向的介入，这是一重风险。而如果“不走公账”，则恐涉嫌侵占投资者利益。并且，“走私账”还涉及具体人员的利益分配，例如机构的经办人或者“居间人”以承诺在某营业部处长期交易，而私自拿下这笔灰色收入，进一步触犯法律。

本报实习记者孙小琴对本文亦有贡献

相关报道

破解券商“返佣”困局：“价格战”向“价值战”转型

中经记者 罗辑 北京报道

重塑盈利模式

当前，监管正不断加强对券商“返佣”违规行为的打击力度。

今年6月，知名头部券商因一位员工违规，监管向该违规者个人、其所属市级分公司、分管省级分公司分别出具“罚单”。而该涉违规事项中就存在“向客户返还业绩奖励”。“一事三罚”，体现了证监会对相关违规行为的重点打击、从严监管。

多位受访人士表示，券商“返佣”实际上是通过“价格战”，走低价竞争路线，获取客户资源。券商避免陷入违规“返佣”的泥淖，可从重塑盈利模式、重构考核体系、强化技术合规这三条路径出发，实现从返佣“价格战”向提升服务能力的“价值战”转型，在合规框架下实现可持续发展。而这背后，则需要行业、机构、监管多方的助力。

根据《中国经营报》记者采访调查，目前，在行业“降费降佣”不断推进下，券商“返佣”的源头空间已大幅收窄。同时，不少券商正持续推进转型升级，依靠专业服务能力的构建，提升行业竞争力。此外，持续的从严监管也正在不断倒逼券商提升合规水平。

“券商‘返佣’问题，本质是行业竞争失序与内控失效的集中暴露。”南开大学金融发展研究院院长田利辉表示，监管明令禁止券商“返佣”，但量化私募高频交易催生的巨额佣金与券商“唯佣金论”的考核机制形成利益输送闭环，导致“影子账户”“黄金行贿”等灰色操作滋生，成为行业潜规则。

在田利辉看来，券商破局须从三方面入手。一是重塑盈利模式，摆脱对佣金的路径依赖，通过“券

结模式”创新，拓展托管、结算、衍生品等增值服务，构建综合金融服务生态；二是重构考核体系，弱化佣金指标权重，将客户留存率、服务满意度纳入考核，切断员工与“返佣”的利益链；三是强化技术合规，利用区块链存证佣金流向、AI监测异常交易行为，实现穿透式监管。例如，2025年《执业声誉管理办法》将商业贿赂纳入失信记录，倒逼券商自查自纠。

就重塑盈利模式而言，曾任上

海某私募机构总经理的周扬（化名）告诉记者，近十年来，行业正在加速变化，尤其是近年来“降费降佣”的推进，进一步推动券商重塑盈利模式。“自2015年‘一人一户’限制放开后，券商充分竞争，佣金率不断下降。近年来，‘降费降佣’持续推进，机构让利于投资者。佣金从过去的‘千五’‘千三’到如今已经触及‘万一’，一些机构甚至更低。交易佣金正不断逼近成本线。行业环境不仅从根本上限制

券商继续靠‘返佣’或者‘佣金价格战’进行普遍的竞争，同时，佣金利润的快速收缩也对券商提出了重塑盈利模式的转型要求。”

在券商营业部工作近20年的业内人士徐晓（化名）也表示，当交易佣金不断逼近成本线，经纪业务实际不再是券商盈利的支柱来源，而是在承担“引流”的功能。考验券商专业服务能力的业务才是其持续盈利的核心来源，例如代销能力、投研实力。而当盈利来源重心

转变，又将反过来影响从业人员。

“过去券商经纪业务独大，从业人员‘看天吃饭’，尤其是营业部的基层员工，收入波动巨大。但是近十年来，券商收入结构已经有了明显变化，信用业务、资管业务、投行业务、自营业务等条线贡献的收入比例不断提高。券商整体抗风险能力在提升，从业人员职业生涯更长，也更珍惜自己的‘羽毛’，‘返佣’行为也在一定程度上得到遏制。”徐晓说。

转型进行时

根据采访反馈，数位私募人士表示，从未接触过券商“返佣”。“目前，券商的服务已经较为标准化，佣金、代销等服务差异化不大，几乎没有所谓的‘返佣’谈判空间。”广东某私募机构董事长表示。

此外，多位头部券商营业部工作人员表示，大型券商早已开始向投顾转型，证券经纪人正在逐步减少，并且近年来监管持续收紧、不断压实机构责任，券商营业部的合规要求不断提升，这些举措都在源头上制约了“返佣”行为。

“‘降费降佣’叠加互联网券商的转型，开户的‘流量入口’已经向线上转移，证券经纪人的生存空间越来越小。同时，一些券商营业部也在推动证券经纪人转型证券投资顾问，券商发展模式正在转变。”徐晓认为，当投资顾问进一步向“买方投顾”转型，考核体系将进一步重构，“买方投顾”是以持续服务客户资产的规模进行考核，“返佣”甚至“业绩奖励返还”等违规也将减少。

从券商实践来看，广发证券相关人士就其分支机构的转型情况

表示，广发证券分支机构正在推进数字化转型。例如通过集约化运营降低成本，弱化过去分支机构长尾客户难覆盖的问题。在投研方面，构建买方投顾的投研体系。在合规方面，还推动建设了数字化风控管理体系，以实现风险管理的可追溯。国金证券相关人士也提到，近年来，国金证券不断推动科技赋能，推进业务办理系统化实现，提升效能，并严格保障合规性，不仅严格落实双人复核，还通过技术监控手段的充分

利用，加强抽查力度和日常宣导，确保业务开展合规准确。

除了券商的主动转型外，康德智库专家、北京市中闻律师事务所合伙人张勃律师进一步表示，券商“返佣”不仅可能构成对交易相对方的利益输送，属于违规与不正当竞争行为，若情节严重，还可能构成《刑法》中的对非国家工作人员行贿、非国家工作人员受贿罪。规范券商“返佣”，除了券商破局外，监管部门也可利用技术手段加强对隐蔽行为的监管，并在制度层面

进一步完善相关法律法规和监管规则，提高违法违规成本。

在田利辉看来，若监管进一步收紧、违规成本提升，证券行业将加速分化。合规能力强的头部券商依托技术与服务壁垒巩固优势，中小券商或通过差异化定位寻求生存空间。而依赖“返佣”的机构终将因监管趋严与成本上升被淘汰。券商需要实现“服务创造价值”，在合规框架下形成可持续发展。行业也将从“价格内卷”走向“价值竞争”。