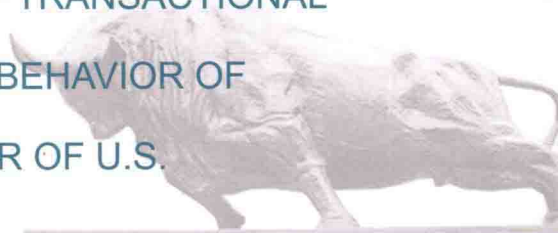


国际证券法律与实务系列专著

总主编 / 李国安

THE RESEARCH AND REFERENCE ON
REGULATION OF TRANSACTIONAL
INTERMEDIARY BEHAVIOR OF
BROKER-DEALER OF U.S.



美国券商交易中介行为 规制研究与借鉴

原 凯 / 著



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

国际证券法律与实务系列专著

总主编 李国安

美国券商交易中介行为 规制研究与借鉴

**The Research and Reference on Regulation of Transactional
Intermediary Behavior of Broker-Dealer of U. S.**

原 凯 著

中国商务出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

美国券商交易中中介行为规制研究与借鉴 / 原凯著

—2 版. —北京: 中国商务出版社, 2014. 10

(国际证券法律与实务系列专著)

ISBN 978-7-5103-1152-9

I. ①美… II. ①原… III. ①证券交易—中介服务—
证券法—研究—美国 IV. ①D971.222.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 246933 号

国际证券法律与实务系列专著

总主编 李国安

美国券商交易中中介行为规制研究与借鉴

The Reserach and Reference on Regulation of Transactional Intermediary
Behavior of Broker-Dealer of U. S.

原 凯 著

出 版: 中国商务出版社

发 行: 北京中商图出版物发行有限责任公司

社 址: 北京市东城区安定门外大街东后巷 28 号

邮 编: 100710

电 话: 010—64245686 (编辑二室)

010—64266119 (发行部)

010—64263201 (零售、邮购)

网 址: www.cctpress.com

邮 箱: cctpress1980@163.com

照 排: 北京开和文化传播中心

印 刷: 北京科印技术咨询服务公司

开 本: 787 毫米×980 毫米 1/16

印 张: 14.25 字 数: 256 千字

版 次: 2015 年 10 月第 2 版 2015 年 10 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5103-1152-9

定 价: 55.00 元

版权专有 侵权必究

盗版侵权举报电话: (010) 64245984

如所购图书发现有印、装质量问题, 请及时与本社出版部联系。电话: 010—64248236

国际证券法律与实务

系列专著编委会

主 任 李国安 厦门大学法学教授、博士生导师

委 员 (以姓氏笔画为序):

- | | |
|-----|---|
| 万 勇 | 深圳证券交易所中小板公司管理部副总监 |
| 马建鸿 | 爱建证券有限责任公司投资银行总部董事、总经理、保荐代表人 |
| 叶兰昌 | 北京市中银律师事务所合伙人、深圳证券交易所上市委员会委员、深圳仲裁委员会仲裁员 |
| 邱永红 | 深圳证券交易所法律部副总监 |
| 严 颖 | 湘财证券有限责任公司副总裁 |
| 陈国尧 | 北京市中银律师事务所合伙人 |
| 杜惟毅 | 中国金融期货交易所法律部副总监 |
| 李鹏程 | 平安财智投资管理公司常务副总经理 |
| 罗元清 | 北京市中银(深圳)律师事务所合伙人、深圳仲裁委员会仲裁员 |
| 贺存勛 | 北京市中银(深圳)律师事务所合伙人 |
| 郭洪俊 | 上海证券交易所发行上市部总监 |
| 蔡 奕 | 深圳证券交易所综合研究所所长助理 |
| 黎友强 | 齐鲁证券有限公司投行部董事、总经理、保荐代表人、律师、注册会计师 |

总 序

在经济全球化的历史潮流下,经济资源在全球范围内实现配置,产业结构在全球范围内进行调整,经济利益也在全球范围内重新分配。作为联结各种资本活动的平台,证券市场成为了资源配置、产业结构调整 and 利益分配的重要场所,其本身的运行也越来越呈现出国际化的特征,因此,当代证券市场已是一个全球化的大市场。瞬息万变的证券市场的稳健运行,需要一套共同遵守的、公平的法律规范加以维系。而崛起中的中国证券市场的健康发展,更需要在借鉴国外先进监管经验的同时,营造符合我国证券市场特色和发展需要的法律环境。

中国的改革开放取得了举世瞩目的成就,2010年中国的GDP总量更超过日本成为世界第二大经济体。然而,与中国的经济实力形成鲜明反差的是,中国在国际金融事务领域的话语权并没有得到应有的体现。现有国际金融体系的游戏规则集中体现着欧美发达国家的利益诉求。中国作为新兴的市场经济体,如何不断完善和创新金融体制,并积极参与制定全球性的金融交易和监管规则,谋求对国际金融事务的话语权,正在考验着我们的智慧。

2001年12月,中国正式加入WTO,证券市场开放的步伐明显加快。经过五年的过渡期,到2006年底,中国已全部履行了在加入WTO时所作出的证券市场开放承诺。2008年,中国证监会发布《中国资本市场发展报告》,提出了中国资本市场发展的中长期战略目标:成为公正、透明、高效的市場,为中国经济资源的有效配置作出重要贡献;成为更加开放和具有国际竞争力的市場,在国际金融体系中发挥应有作用。其中,提高中国资本市场的国际竞争力成为两大中长期战略目标之一。2009年4月14日,国务院在金融危机肆虐、世

界经济陷入低谷的背景下,不失时机地发布了《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建立国际金融中心和国际航运中心的意见》,提出到2020年将上海建成与中国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心的目标。2012年1月30日,国家发展改革委员会正式印发的《“十二五”时期上海国际金融中心建设规划》,指出力争到2015年基本确立上海的全球性人民币产品创新、交易、定价和清算中心地位,同时提出“推进上海证券市场国际板建设,支持符合条件的境外企业发行人民币股票”的国际板建设规划。中国政府提出的建设国际金融中心的构想,被普遍认为是中国力争参与制定全球性金融交易和监管规则,获取国际金融事务的话语权的重要举措,具有深刻和远大的政策深意。

QFII、RQFII、QDII的成功运行,国际板的规划,证券期货经营机构与机构投资者参与国际市场,中国上市公司的海外并购,等等,必将进一步推进中国证券市场的国际化。而只有完善的配套法制,证券市场国际化才可能稳健前行。随着中国证券市场逐渐形成全方位开放的格局,传统的证券监管理念和监管手段已不能适应逐步国际化的中国证券市场的发展需要。借鉴国外先进的证券市场监管经验,开拓性地构建符合中国证券市场发展需要的法律制度,适时解决我国证券市场发展过程中出现的各种法律问题,已是摆在我国证券监管机关和证券法学界面前的共同课题。本系列专著正是基于维护中国证券市场稳步发展的使命感,立足于中国证券市场的建设实践,借鉴国外先进的立法与实践经验及最新的研究成果,深入研究和探讨国内外证券领域的重要法律与实务问题,为我国积极参与国际证券法律实践及完善我国证券市场立法和监管实践提供一得之见。

鸣谢:本系列专著的出版,得到北京市中银(深圳)律师事务所和叶兰昌律师的大力支持,特此致谢!

“国际证券法律与实务”系列专著编委会

2012年3月13日

内容摘要

本书综合运用法学、经济学的理论,采用比较分析、历史分析、案例分析以及经济分析的方法对美国券商交易中介行为法律规制问题展开全面系统的探讨。综观全书,共有前言、正文和结语三部分。其中,正文部分有五章。

第一章导论为本书研究的基点。该章第一、二节主要介绍了券商的定义和构成性特征,并分析了金融中介理论语境中的券商交易中介行为的制度功能和券商交易中介行为中的委托代理结构对券商行为规制的关键作用。第三节对美国券商交易中介行为规制体系与不当行为治理进行了总括式的论述,包括美国券商规制的历史发展与当前状况,券商交易中介行为规制的执法与责任体系以及券商不当交易中介行为分类与规制路径。本章是全书论述的起点和背景铺垫,也是就券商交易中介行为规制集中提出问题的一章。

第二章主要围绕券商的信息披露义务进行探讨。其中,第一节试图厘清信息披露尤其是券商信息披露的理论特点,并分别从信息披露制度本身,制度经济学对信息披露的阐释以及信息披露应用于券商行为规制的特殊法理进行阐述。然后第二节对注册阶段券商初始信息披露的相关规定加以梳理,并在节末对注册阶段券商初始信息披露的相关法律问题加以评析。本章第三节对券商在经营阶段的持续性信息披露的相关制度进行介绍,其中包括账户性质信息披露、交易过程信息披露和券商财务信息披露等三大板块内容。本章第四节对券商主动信息披露行为的规制加以介绍与评析,券商主动信息披露行为是与以上各节中的强制信息披露截然不同的一种券商信息披露行为,也是美国券商信息披露规制中颇具特色的内容,因此值得特别关注。

第三章是对券商交易中中介行为中的交易执行规制做了专门的探讨。首先在第一节中,笔者探讨了券商信赖义务特别是信赖义务中忠实义务的概念,并从制度经济学的角度对其进行了深入探讨。在第二节中,笔者对最能体现券商忠实义务的券商最佳执行原则进行了分析,对其实体规则和形式规则的演变与内容做了详细的介绍。在第三节中,笔者接着对券商忠实义务的另一种表现形式即券商在交易执行中避免利益冲突的原则加以叙述,并将重点放在券商佣金与券商内幕交易两个方面,前者体现了券商与客户的直接利益冲突,而后者则体现了两者的间接利益冲突。

第四章对券商交易中中介行为中的交易推荐行为规制进行了剖析。券商信赖义务下的注意义务是对券商交易推荐行为加以规制的核心概念。本章第一节介绍了注意义务的来龙去脉,主要是注意义务的法律特征及判断注意义务是否得到履行的标准,本节还从法律的经济分析角度对注意义务加以分析,特别注意的是注意义务的上述分析是在过失侵权的框架下进行的。本章第二、第三节分别介绍了体现券商注意义务并适用于券商交易推荐的两大原则即合理基础原则与客户适合性原则,对这两个原则的概念,法律理论与实践,发展演化都进行了探讨,还对根据此两项原则制定的各项类型化规则予以介绍。

第五章关注的是美国券商交易中中介行为规制的上述种种具体制度、法律理论和法理原则在何种程度上可以移植到中国证券领域中。本章第一节对券商交易中中介行为规制在我国演变的历史与现状进行了阐述。在以时间线索对我国券商行为规制加以阐述后,笔者在上述几章论述的基础上试图借鉴美国券商交易中中介行为规制领域的做法与理论对我国券商信息披露制度的构建。这是本章第二节的内容。在本章第三节中,笔者试图通过在我国民法中广受遵行的诚实信用原则嫁接普通法中的所谓信赖义务的概念,提出了券商信赖义务中的忠实义务和注意义务可以分别对应于诚信原则中的客观诚信原则与主观诚信原则,因此引入主客观诚信统一的诚信原则是在我国法律语境中对券商行为实现类似于信赖义务规制的可行途径。

关键词: 券商;信息披露;忠实义务;注意义务

Abstract

Benefiting from the legal and economic theories and on the basis of comparative, historical, case and economic analysis, the author detail the regulation of the transaction intermediary behaviour of broker-dealer in U. S. This dissertation consists of 3 parts which are introduction part, main body part and conclusion part. The main body part is further divided into 5 chapters:

The 1st chapter is the starting point of this dissertation. The 1st and 2nd sub-chapters cover the definition and structural characteristics of broker-dealer and analyse the institutional function of transaction intermediary behaviour of broker-dealer and the key role of principal agent model in the regulation of broker dealer behaviour. The 3rd sub-chapter reviews the regulation regime of transaction intermediary behaviour of broker-dealer and governance of misbehaviour therein generally, including the history and current situation of broker-dealer regulation in U. S, the enforcement and responsibility system and the classification and regulatory approaches of misconducts in transaction intermediation of broker-dealer. As the starting point and background of the whole dissertation, this chapter is concentrated with major problems forthcoming.

The 2nd chapter centers around the information disclosure obligation of broker-dealer. The 1st sub-chapter thereof tries to make clear of the theoretical essence of information disclosure of broker-dealer by detailing on the information disclosure regime itself, institutional economic explanation and specific jurisprudence in the application to broker-dealer context. The 2nd sub-chapter focuses on initial information disclosure of broker-dealer during registration and offer some legal analysis on it. The 3rd sub-chapter focuses on continual information disclosure of broker-dealer during operation, which is further divided into 3 parts of account character, transaction process and financial information disclosure. The 4th sub-chapter gives introduction and analysis on the voluntary information disclosure of broker-dealer, which is characteristic of information disclosure regime of U. S. and sharply different from other types of information disclosure.

The 3rd chapter discusses the regulation of the transaction execution of broker-dealer. The 1st sub-chapter discusses the notion of fiduciary obligation in particular the duty of loyalty on the basis of institutional economics. The 2nd sub-chapter analyse the best execution principle which best embodies the duty of loyalty. The author examines the evolution and content of substantive and procedural rules of best execution principle. The 3rd sub-chapter continues to discuss the principle of avoidance of conflict of interests with the emphasis on commission and insider dealing, the former represent the direct conflict of interests between broker-dealer and customers while the latter represents the the indirect conflict of interests between broker-dealer and customers.

The 4th chapter elaborates on the regulation of transaction recommendation of broker-dealer. The legal framework for recommendation of broker-dealer is duty of care. The 1st sub-chapter reviews the time line of the evolution of the duty of care while emphasizing the legal character and standard of performance of duty of care. This sub-chapter also base its elaboration on the institutional economics and negligent tort law. The 2nd and 3rd sub-chapter introduce 2 principles which embody the duty of care. These 2 principles are reasonable basis principle and suitability principle. The author explicate the conception, theory and practice, evolution of these 2 principles. This chapter ends with the introduction of various relevant classified rules.

The 5th chapter pays attention to the feasibility of transplanting the regimes, theories and jurisprudence into the securities field of china. The 1st sub-chapter explains the history and current situation of transaction intermediary behaviour of broker-dealer of china. In the 2nd sub-chapter, after this time line review and on the basis of the reference to the U. S counterpart, the author offers some thoughts on the construction of the regime of the information disclosure of china. The 3rd sub-chapter tries to transplant the concept of fiduciary obligation in the common law system into Chinese legal system via the use of good faith principle. The author thinks the good faith principle can break down into 2 parts named subjective good faith and objective good faith, which are the surrogate for the duty of loyalty and duty of care in the fiduciary context. The introduction of subjective and objective good faith is the possible way to implement the fiduciary-like obligation in Chinese law.

Key Words: broker-dealer; information disclosure; duty of loyalty; duty of care

案例表

- In re Merrill Lynch, 911 F. Supp 769 (1995).
- In Re Richard - Alyn & Co., SEC Admin Proceeding File No. 3 - 9099.
- Newton v. Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 135 F.3d, at 269.
- Charles Hughes & Co. v. S. E. C., 139 F.2d 434 (C. C. A. 2, 1943).
- In re Cady. Roberts, 40 S. E. C. 907 (1961).
- United States v. O'Hagan, 521 U. S. 642, 655 (1997).
- United States v. Cassese. 614 F.2d 1292
- DIRKS V. SEC, 463 U. S. 646 (1983)
- Hanly v. SEC, 415 F.2d 589, 595 - 96 (2d Cir. 1969).
- SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U. S. 976 (1969).
- Aaron v. SEC, 446 US 680, 690, 695 (1980).
- KAHN v. SEC 297 F.2d 112, 115 (2d Cir. 1961).
- ERNST & ERNST V. HOCHFELDER, 425 U. S. 185 (1976).
- Arleen Hughes v. SEC, 85 U. S. App. D. C. 56, 174 F.2d 969.
- Banca Cremi. S. A. v. Alex. Brown & Sons, Inc. 132 F.3d 1017, 1032 (4th Cir. 1997).
- O'Connor v. R. F. Lafferty & Co., 965 F.2d 893, 901 (10th Cir. 1992).
- McMahon v. Shearson/American Express, Inc., 482 US 220, 227 - 38 (1987)
- Rodriguez de. Quijas v. Shearson/American Express, Inc., 490 U. S. 477, 486 (1989).
- Peterzell v. Charles Schwab & Co., No. 88 - 02868, 1991 WL 202358 * 2 (N. A. S. D. 1991).
- Peterzell v. Dean Witter Reynolds, Inc., AAA Case No. 32 - 136 - 0416 - 10. (Nov. 9, 1990).
- Aaron V. PaineWebber, Inc. AAA Case No. 72 - 136 - 1146 - 87. (June 28, 1989).
- Cass v. Shearson Lehman Hutton, NASD Arbitration No. 91 - 01484, 1994 WL 1248585.

目 录

内容摘要(中文)	1
内容摘要(英文)	1
案例表	1
导 论	1
一、研究的背景与目的	1
二、研究的思路与结构	3
三、研究的方法	5
第一章 券商交易中中介行为规制的基本概念和理论框架	7
第一节 券商的定义及其构成性特征	7
一、券商语义辨析及其社会功能	8
二、券商构成性特征解析	15
第二节 券商交易中中介行为规制的制度经济学基础	22
一、金融中介理论语境中的券商交易中中介行为	22
二、委托代理结构下的券商交易中中介行为及其规制	27
第三节 券商交易中中介行为规制体系与不当行为治理	31
一、美国券商规制的历史发展与当前状况	32
二、券商交易中中介行为规制的执法与责任体系	34
三、券商不当交易中中介行为分类与规制路径	38
第二章 券商交易中中介行为的信息披露规制	41
第一节 券商交易中中介行为的信息披露规制导论	42
一、信息披露的一般性理论	42
二、券商双重性本质与其交易中中介行为的信息披露规制	
——从制度经济学的视角	45
三、券商交易中中介行为信息披露规制的特殊法理原则	47

第二节 券商注册阶段的初始信息披露规则及评析	50
第三节 券商经营阶段的持续信息披露规则及评析	54
第四节 券商主动信息披露行为规则及评析	64
第三章 券商交易执行的忠实义务规制	69
第一节 券商交易执行忠实义务导论	69
一、券商交易执行忠实义务的概念与特征	70
二、券商交易执行忠实义务的法律经济学分析	72
第二节 券商交易执行的最佳执行原则	75
一、最佳执行原则的实体规则及其局限	76
二、最佳执行原则的形式规则	
——以市场交易规则为核心	81
第三节 券商交易执行的避免利益冲突原则	92
一、券商交易执行的直接利益冲突规制	
——券商佣金及其规则分析	93
二、券商交易执行的间接利益冲突规制	
——券商内幕交易	103
第四章 券商交易推荐的注意义务规制	117
第一节 券商交易推荐规制导言	117
一、券商交易推荐注意义务的法律特征与衡量标准	119
二、过失侵权与注意义务	
——历史背景及其法律经济学分析	123
第二节 券商交易推荐的合理基础原则	125
一、合理基础原则的概念与阐释	126
二、联邦证券法反欺诈框架下合理基础原则的理论与实践	128
三、合理基础原则的类型化规则	132
第三节 券商交易推荐的客户适合性原则	136
一、自律领域中客户适合性原则的理论与实践	137
二、行政与司法领域中客户适合性原则的理论与实践	140
三、晚近证券仲裁领域中客户适合性原则的理论与实践	145
四、客户适合性原则的类型化自律规则	149

第五章 美国券商交易中中介行为规制对我国的启发与借鉴	154
第一节 我国券商交易中中介行为规制的历史与现状	154
第二节 我国券商交易中中介行为信息披露规制的构建与评析	162
第三节 诚信原则与我国券商的证券经纪行为	
——理论与实践	170
一、我国法中主客观合一	
——诚信原则的重构及其理论应用前景	171
二、诚信原则适用于我国券商交易中中介行为规制的分析与建议	178
结束语	191
主要法律法规索引	193
参考文献	196
后记	204

CONTENTS

Abstract	1
List of Cases	1
Introduction	1
Section 1 The Background and Purpose of This Research	1
Section 2 Thoughts and Structure of This Research	3
Section 3 Methodology	5
Chapter 1 Basic Conceptions and Theoretical Framework of the Regulation of the Transactional Intermediary Behavior of Broker-Dealer	7
Subchapter 1 The Definition and Structural Characteristic of Broker-Dealer	7
Section 1 The Verbal Meaning of Broker-Dealer and its Social Functions	8
Section 2 Structural Characteristic of Broker-Dealer in the Securities Law of U. S.	15
Subchapter 2 The Institutional Economics Perspective of the Regulation of the Transactional Intermediary Behavior of Broker-Dealer	22
Section 1 Transactional Intermediary Behavior of Broker- Dealer in the Context of Financial Intermediation Theory	22
Section 2 Regulation of Transactional Intermediary Behavior of Broker-Dealer from the Perspective of Principal-Agent Model	27

Subchapter 3	Regulation of Transactional Intermediary Behavior of Broker-Dealer and the Governance of Various Misconducts	31
Section 1	History and Current Situation of the Regulation in U. S.	32
Section 2	Enforcement and Responsibility Regime of Transactional Intermediary Behavior of Broker-Dealer	34
Section 3	Classification of Intermediary Misbehavior of Broker-Dealer and Various Regulatory Paths	38
Chapter 2	Information Disclosure of Transactional Intermediary Behavior of Broker-Dealer	41
Subchapter 1	Introduction to Information Disclosure of Transactional Intermediary Behavior of Broker-Dealer	42
Section 1	General Theory of Information Disclosure	42
Section 2	Dual Character and Information Disclosure of Transactional Intermediary Behavior of Broker-Dealer—from Perspective of Institutional Economics	45
Section 3	Specific Jurisprudential Principles of Transactional Intermediary Behavior of Broker-Dealer	47
Subchapter 2	The Rules of Initial Information Disclosure during Registration	50
Subchapter 3	The Rules of Continual Information Disclosure during Operation	54
Subchapter 4	The Rules of Voluntary Information Disclosure during Operation	64
Chapter 3	Duty of Loyalty of Broker-Dealer in Transaction Execution	69
Subchapter 1	Introduction to Duty of Loyalty of Broker-Dealer in Execution	69

Section 1	Conception and Characteristics of Duty of Loyalty	70
Section 2	Economic and Legal Analysis of Duty of Loyalty	72
Subchapter 2	Best Execution Principle of Execution of Broker-Dealer	75
Section 1	Substantive Rules of Best Execution Principle	76
Section 2	Procedural Rules of Best Execution Principle—Focus on Market Rules	81
Subchapter 3	The Avoidance of Conflict of Interests Principle of Best Execution Principle of Broker-Dealer	92
Section 1	Regulation of Direct Conflict of Interests of Transaction Execution of Broker-Dealer—Commission Rules and Analysis	93
Section 2	Regulation of Indirect Conflict of Interests of Transaction Execution of Broker-Dealer—Regulation of Insider Dealing By Broker-Dealer	103
Chapter 4	Duty of Care of Broker-Dealer in Transaction Recommendation	117
Subchapter 1	Introduction to Transaction Recommendation of Broker- Dealer	117
Section 1	Legal Character and Standard of Duty of Care of Broker-Dealer in Transaction Recommendation	119
Section 2	Negligent Tort and Duty of Care—Historical Background and Economic Analysis	123
Subchapter 2	Reasonable Basis Principle of Transaction Recommendation	125
Section 1	Conception and Explanation of Reasonable Basis Principle	126
Section 2	Theory and Practice of Reasonable Basis Principle under the Antifraud Provision of Federal Securities Law	128