

商事法专题研究文库 王保树 主编

金融商品交易 反欺诈制度研究

A Study of Anti-fraud System of Financial Instruments Transactions

黄爱学 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

北方民族大学资助出版

商事法专题研究文库 王保树 主编

金融商品交易 反欺诈制度研究

Study of Anti-fraud System of Financial Instruments Transactions



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

金融商品交易反欺诈制度研究 / 黄爱学著. —北京:
法律出版社, 2012. 5

ISBN 978 - 7 - 5118 - 3483 - 6

I. ①金… II. ①黄… III. ①金融—诈骗—研究
IV. ①D914.04

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 085870 号

商事法专题研究文库	金融商品交易反欺诈 制度研究	黄爱学 著	责任编辑 钱小红 刘文科 装帧设计 乔智炜
-----------	-------------------	-------	--------------------------

© 法律出版社·中国

开本 A5

印张 15.625 字数 405 千

版本 2012 年 8 月第 1 版

印次 2012 年 8 月第 1 次印刷

出版 法律出版社

编辑统筹 学术·对外出版分社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 世纪千禧印刷(北京)有限公司

责任印制 陶 松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85388843

重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-3483-6

定价:38.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

总 序

《商事法专题研究文库》是一套商法专题研究的系列书,由清华大学商法研究中心编辑,由法律出版社出版。入选书目由主编和法律出版社共同确定,其每一本书的著作权属于该著作的作者。清华大学商法研究中心是经清华大学校务委员会批准设立的校级研究机构,实行开放式研究的方针。因此,入选文库的作者不限于清华大学商法中心的学者,而是包括本中心内外的商法学者,特别是中青年商法学者。

20 世纪 90 年代以来,中国的商事立法发展迅速。与此相适应,商法学的学术研究也有了很大发展。因此,今天讨论商法学科的建设,其起点已非同本文库第一本书出版时的 1997 年春天。人们谈起商法和商法学,往往都注意它的技术性,如从商法与市场经济实践的关系上看,这种“注意”是应该肯定的。但是,仅注意这一点则是很不够的。必须肯定的是,它的每一个具体问题后边都有深刻的理论需要探讨,因而它也是博大精深的。当年,刚开

始编辑出版本文库时,我曾经以荀况在《劝学》中所讲的话表达我接触商法研究时的心情,即“故不登高山,不知天之高也,不临深溪,不知地之厚也……”经过多年的商法研究工作,越发感觉如此。从人们研究商法的实践看,到达浩瀚大海的彼岸是可能的,但这种机会只能给那些不辞辛苦、积极耕耘的人。为了搭建繁荣商法研究的平台,我们将继续编辑《商事法专题研究文库》,使更多的商法学者有机会发表他们的创新之作。

商法学研究的任务是认识商法,研究商法产生和发展的规律。《商事法专题研究文库》非常关注这一任务的实现。实践已告诉人们,社会主义市场经济的发展和法治的发展需要商法学,因而必须下工夫推动商法学科建设的发展。而研究商法应立足于中国的商法,包括解决中国商法发展遇到的问题,以及中国商法如何适应全球竞争的要求。我们重视借鉴境外的商法经验和学说,但这也是为了解决中国商法的问题。否则,对于中国商法发展和学科建设就意义不大了。当我们评价中国商法研究状况的时候,必须充分肯定商法学界已经取得的成绩。同时,也不能忽视尚存在的缺陷和问题。如果将中国商法理论结构的三部分比喻为行进中的团队,相比较而言,它们的行进速度是很不相同的。可以说,商事主体(主要是商业组织)这个团队步伐较快,商行为团队次之,总论团队步伐最慢。如果再在第二个层次上考量,在商事主体团队中,公司这个分队步伐较快,其他分队次之;在商行为团队中,证券分队较快,票据分队次之,其他分队则进展较小。我希望,《商事法专题研究文库》收入的著作能在改变上述结构不平衡的商法研究状态中有所贡献。

《商事法专题研究文库》也非常关注商法学研究方法的改革。适应商事立法发展第二个高潮的需要,商法学界比较多地运用了立法论的研究方法,显然,这种研究方法为商法和商法学的发展作出了贡献。但是,商法学的发展需要多种研究方法的运用,诸如法解释学的研究方法、法社会学的研究方法、实证研究方法、法经济学的研究方法等,都应该在商法学的研究中得到运用。当前,在商法学的研究中,特别是对于已完成新一轮重大修订的商事法领域的研究中,应特别重视法解释学研究方法

的运用。因为,商事法律现象是纷繁复杂的,抽象的条文不经过解释,无法适应解决问题的需要。商法的解释如同其他法的解释一样,包括有解释权的机关(如立法机关、司法机关)的解释和有权机关解释之外的解释。这里,主要指的是后者。有的人认为,解释就是为立法歌功颂德,这显然是一种误解。我们稍加注意即可发现,法官、律师、学者每天都在不断地解释商法。可以说,法解释是一个大学校,它可以使人们认识商法,也可以使人们正确地运用商法。商法的适用需要解释,商法的发展需要解释,商法理论的发展也需要解释,法解释的生命力就在于商法的实践之中。无疑,解释的角度会有不同,但都是在探求立法的真意。并且,不同的商法解释的争鸣,促进人们重新认识商法,其共识就成为商法理论的一部分。法解释运用于商法各领域,积累经验,发现问题,也可以为商法的进一步完善创造条件。当然,多种研究方法的运用与推广并非易事,它需要人们正确地认识和把握每种方法。否则,会画鹿不成画成了马。我们之所以如此关注研究方法,是寄希望入选《商事法专题研究文库》的著作作为研究方法的改革,特别是为当今法解释学方法的运用做出自己的努力。

《商事法专题研究文库》的入选标准坚持学术性。具体地说,仍坚持:(一)入选的著作必须是学术著作;(二)须是对商法专题研究的著作;(三)须是符合学术规范的著作。由于博士论文大多是研究专题的著作,因而以往入选的比较多。但是,应特别强调,《商事法专题研究文库》不是专针对博士学位获得者设立的“博士论文文库”。相反,凡符合上述标准的商法专题研究著作(包括博士论文)均可申请入选本文库。

《商事法专题研究文库》编辑出版将近10年,它得到了作者、读者、法律出版社的积极支持,谨在此表示深深的谢意。我热忱地欢迎有更多的商法学专题著作入选《商事法专题研究文库》,也希望《商事法专题研究文库》的持续出版能为读者提供更多的精品与佳作。

是为此序。

王保树

2006年11月3日于清华大学明理楼

序

金融商品最初是金融学概念,主要为金融学者所关注,法学研究者不太采用这个概念;金融商品涵盖了证券、金融远期、金融期货和金融期权等,我国现有法律中没有直接对应的立法文件。正因如此,我国法学研究关注证券、银行、保险和信托等具体的金融法律关系,甚于关注金融商品的整体概念及由此展开的抽象的金融法律关系。最近数年,法学与金融学的互动增多,法学界才开始关注金融商品及其法律地位的问题。黄爱学博士所著《金融商品交易反欺诈制度研究》正是我国金融法学研究转型的代表之作。

金融商品要通过金融工程等加以设计,更要通过法律和财务等指标加以表达。正因如此,金融商品没有了实物商品的物理特征,金融服务者与消费者之间的信息不对称现象更为明显,在金融商品领域也更出现欺诈现象,而反欺诈也就当然成为现代金融法制的核心规则。作者从2007年美国爆发的次贷危机以及我国理财市场存在的投资者保护的

角度入手,着力夯实了反欺诈条款在现代金融法制中的基础地位。美国次贷危机产生的重要原因,就是资产支持证券的开发和销售中存在欺诈的问题。我国理财市场存在的问题,也主要集中在理财产品描述过于复杂和专业、销售过程中存在误导或诱导行为,甚至包括银行账户资金存在违规操作等问题。2008年发生的“雷曼迷你债券事件”同样说明了反欺诈条款在金融法制中的重要性。《金融商品交易反欺诈制度研究》找到了金融商品交易中的制度节点。

《金融商品交易反欺诈制度研究》重视场内交易中的欺诈现象,却更为关注场外衍生性金融商品交易市场中的欺诈现象,作者针对反欺诈条款的研究也主要是针对场外交易行为,而这恰恰就是我国现行金融法的立法空白。场内交易是在交易所组织下开展的金融商品交易,交易活动既要遵守法律规定,也要遵循交易所制定的交易规则,投资者遭遇欺诈的风险程度相对较低。在场外交易中,缺少了交易所的自律监管,如果国家金融立法也存在缺位,在市场参与者逐利性的驱动下,必然产生严重的欺诈并造成严重的危害。这些行为损害了投资者利益,扰乱了资本市场的正常秩序。在金融全球化、自由化的背景下,欺诈行为更可能演变为全球性的金融危机。因此,应完善金融立法,加强金融监管。金融危机的爆发在客观上转变成为全球金融监管改革的契机。在次贷危机的背景下,美国、英国、欧盟等先后颁布多项金融监管改革法案,国际证监会、巴塞尔银行委员会等国际自律组织也修改相应的规则,都反映了国际金融监管立法改革的新动向。《金融商品交易反欺诈制度研究》参考了大量国内外的最新立法资料和研究成果。作者评述了欧美、日韩等国的立法情况和研究情况,尤其是分析了欧盟2004年《金融工具市场指令》、日本2000年《金融商品销售法》、日本2006年《金融商品交易法》以及韩国2007年《金融投资服务及资本市场法》等最新资料,表现了作者对于资本市场最新发展状况的清晰把握。

《金融商品交易反欺诈制度研究》以金融商品作为基础概念,通过揭示金融服务商与金融投资者的相互关系中,系统发现金融服务商承担的

义务。我国证券法法学界比较关注对虚假陈述、内幕交易和操纵市场等违法行为的研究,却相对忽视证券公司等金融服务商与投资者之间的相互关系;证券法学界过多关注证券发行和交易,却忽视了证券服务在证券法中的独特地位。《金融商品交易反欺诈制度研究》则是从交易商(经纪商)与投资者的关系角度出发,展开对金融商品交易中的欺诈与反欺诈问题的分析和探讨。作者通过比较研究,提出了金融商品交易的主要行为规范,包括金融商品交易的说明义务、适合性规则、最佳执行规则、透明度规则等等。这些功能各异并相互联系的规则,构成金融服务商的不可分割的整体义务,并为金融服务商提供了一种行为模式,对于保护投资者,维护正常的交易秩序具有重要意义,对我国的立法完善也具有参考意义。这种研究不仅富有创新性,还合理地扩张或诠释了证券法的适用范围,为应对金融市场可能出现的新问题,提供了有效的解释工具。

作者详细研究了金融商品交易的基本原理、金融商品交易中的欺诈问题、具有代表性的国家和地区的反欺诈立法、金融商品交易中的具体行为规则、对交易欺诈的监管制度、法律责任制度;作者还结合我国关于金融商品交易反欺诈的立法现状,提出了完善我国立法的相应建议,认为应当加强统一监管和功能监管、完善行为规则制度、金融商品的功能界定以及完善金融商品交易业者的民事责任制度等。这些研究成果是开放性的,也是值得继续深入研究的。

学术研究是艰苦的,只有充满了学术兴趣和热情的人,才能在艰苦的学术探究中感受到与众不同的快乐,也只有在这种快乐和艰苦的交互中,才能取得别人难以企及的成就。学术研究是孤独的,也是独特的,每个研究者都希望别人接受自己的观点,却无法迫使别人接受自己的观点和研究成果,但只要不懈追求、不断努力,就能够走向理想的彼岸。

黄爱学博士是我指导的法学博士研究生。作为他的博士生导师,我目睹了他的勤奋以及在三年间取得的学术成就,很是欣慰。本书是黄爱

学在博士学位论文基础上修改而成的,既有他自己的学习感悟和心得,也凝结了答辩委员会委员们的智慧。衷心希望黄爱学博士在金融法学研究中取得更大成就。在本书付梓之际,是以为序。

叶 林

目 录

导论 / 1

第一章 金融商品交易的基本原理 / 9

第一节 金融商品交易的基本内涵 / 9

一、金融商品的概念和特征 / 9

二、金融商品的立法考察 / 15

三、金融商品交易的一般分析 / 23

第二节 金融商品交易的基本原则 / 36

一、金融商品交易基本原则概述 / 36

二、诚实信用原则 / 40

三、合同自由原则 / 42

四、公开、公平、公正原则 / 46

第三节 金融商品交易的法律结构 / 49

一、金融商品交易法律结构的一般分析 / 49

二、金融商品集中交易法律结构 / 57

三、金融商品非集中交易法律结构 / 62

第二章 金融商品交易欺诈法律分析 / 69

第一节 金融商品交易欺诈的界定 / 69

一、金融商品交易欺诈的概念与特征 / 69

二、金融商品交易欺诈与相关概念的比较 / 74

第二节 金融商品交易欺诈的成因 / 80

一、金融商品交易欺诈的成因概述 / 80

二、金融商品交易信息的非对称性 / 83

三、金融商品交易的风险性 / 86

四、金融商品交易的利益冲突 / 89

第三节 金融商品交易欺诈的构成要素 / 92

一、金融商品交易欺诈主观要件 / 92

二、金融商品交易欺诈客观要件 / 94

三、金融商品交易欺诈损害后果 / 96

四、金融商品交易欺诈因果关系 / 98

第四节 金融商品交易欺诈的主要类型 / 101

一、不实说明 / 101

二、未经授权交易 / 103

三、违背投资者指令 / 105

四、挪用金融商品或资金 / 107

五、不当劝诱 / 109

六、混合操作 / 111

第五节 金融商品交易欺诈与反欺诈 / 113

第三章 金融商品交易反欺诈立法考察 / 117

第一节 美国金融商品交易反欺诈立法 / 117

一、美国金融商品交易反欺诈立法概述 / 117

二、美国金融商品交易反欺诈与信义理论 / 121

三、美国金融商品交易信义义务分析 / 133

第二节 欧洲金融商品交易反欺诈立法 / 140

一、欧盟金融商品交易反欺诈立法 / 140

二、英国金融商品交易反欺诈立法 / 144

第三节 日韩金融商品交易反欺诈立法 / 150

一、日本金融商品交易反欺诈立法 / 150

二、韩国金融商品交易反欺诈立法 / 154

第四章 金融商品交易反欺诈之行为规则 / 158

第一节 金融商品交易行为规则概述 / 158

一、金融商品交易行为规则的含义 / 158

二、金融商品交易行为规则的意义 / 161

第二节 说明义务 / 164

一、说明义务概述 / 164

二、说明义务的内容 / 167

第三节 适合性规则 / 171

一、适合性规则的含义 / 171

二、欧盟法上的适合性规则 / 174

三、美国法上的适合性规则 / 180

第四节 最佳执行规则 / 193

一、最佳执行规则概述 / 193

二、欧盟法上的最佳执行规则 / 197

三、美国法上的最佳执行规则 / 205

第五节 透明度规则 / 210

一、透明度规则概述 / 210

二、欧盟法上的透明度规则 / 212

三、美国法上的透明度规则 / 215

第五章 金融商品交易反欺诈之监管制度 / 219

第一节 金融商品交易监管概述 / 219

- 一、金融商品交易监管的含义 / 219
- 二、金融商品交易监管的意义 / 222
- 三、金融商品交易监管与美国次贷危机 / 226

第二节 金融商品交易政府监管制度 / 250

- 一、金融商品交易政府监管体制 / 250
- 二、金融商品交易政府监管职能 / 259
- 三、金融商品交易政府监管发展趋势 / 264

第三节 金融商品交易自律监管制度 / 277

- 一、金融商品交易自律监管概述 / 277
- 二、金融商品交易自律监管比较 / 286

第四节 金融商品交易内部控制制度 / 297

- 一、金融商品交易内部控制制度概述 / 297
- 二、金融商品交易利益冲突控制制度 / 305

第六章 金融商品交易反欺诈之法律责任 / 319

第一节 金融商品交易欺诈法律责任概述 / 319

- 一、金融商品交易欺诈法律责任的概念和特征 / 319
- 二、金融商品交易欺诈法律责任的功能 / 321

第二节 金融商品交易欺诈私法责任 / 328

- 一、金融商品交易欺诈私法责任性质与形式 / 328
- 二、金融商品交易欺诈私法责任实现途径 / 361

第三节 金融商品交易欺诈公法责任 / 385

- 一、金融商品交易欺诈行政责任 / 385
- 二、金融商品交易欺诈刑事责任 / 388

第七章 我国金融商品交易反欺诈立法现状与完善建议 / 391

第一节 我国金融商品交易反欺诈立法现状 / 391

一、我国金融商品交易反欺诈立法概述 / 391

二、我国金融商品交易反欺诈法律制度 / 395

第二节 我国金融商品交易反欺诈完善建议 / 434

一、我国金融商品交易行为规则的完善 / 434

二、我国金融商品交易监管制度的完善 / 441

三、我国金融商品交易责任制度的完善 / 450

参考文献 / 469

后记 / 482

导 论

一、研究背景

2007 年美国爆发次贷危机,之后演变为“金融海啸”迅速蔓延至全球金融市场,大量的投资者倒闭、破产,给世界经济发展造成了巨大灾难。美国次贷危机的原因无疑具有复杂性,是多因素共同作用的结果,而资产证券化的过度泛滥以及政府监管的缺失则是此次危机爆发的重要原因。其中的一个基本元素就是资产支持证券的欺诈交易。这里仅就已经曝光的案例进行简要分析,以揭露其冰山一角。2010 年 4 月 16 日,美国证券交易委员会 (SEC) 向纽约南区地方法院提起民事诉讼,指控美国高盛集团 (Goldman Sachs & Co. ,GS) 及其副总裁法布里斯·托尔雷 (Fabrice Tourre) 在一项与次贷有关的结构性产品的重要事实问题上触犯了美国《证券法》第 17(a) 条和《证券交易法》第 10(b) 条以及 10(b) - 5 规则,谋求向高盛及托尔雷施加剥夺非法获利、罚款等处罚。根据美国证监会的调查,2004 年到 2007 年之间,高盛公司设计并销售了

一系列被称为“ABACUS”(中文意思为算盘)的合成 CDO,即基于次级住宅抵押贷款债券(Residential Mortgage-Backed Security, RMBS)的抵押债权凭证(Collateralized Debt Obligation, CDO)再衍生的复合型担保债权凭证(Synthetic CDO)。

2007 年年初,一家大型对冲基金保尔森公司(Paulson & Co.)选择了 100 只(最终确定为 90 只)BBB 级抵押贷款支持证券(保尔森公司预测不久后会发生信用风险),通过支付巨额费用的方式,委托高盛将自己所选抵押贷款证券组合成 CDO。该 CDO 的营销材料名为 ABACUS 2007 - AC1,该材料声称 CDO 包含的 RMBS 资产由 ACA 挑选,而 ACA Management LLC(ACA)是专门负责 RMBS 信用风险评级的第三方机构。在参与投资组合的选择后,保尔森公司通过与高盛订立信贷掉期合约(CDS)有效地对 RMBS 参考组合(Reference Portfolio)进行了卖空操作。高盛集团副总裁法布里斯·托尔雷设计了这一交易,负责营销材料的准备工作,而且负责与投资者进行直接沟通。上述交易完成于 2007 年 4 月 26 日,保尔森公司为 ABACUS 产品的设计和营销向高盛支付了 1500 万美元。托尔雷因为销售有功,获得 200 万美元的报酬。数月后,ABACUS 中 99% 的资产被降级。投资者损失约 10 亿美元。其中,德国工业银行(IKB)损失了大约 1.5 亿美元。

就欺诈行为而言,美国证监会执法部门主管罗伯特·库萨米(Robert Khuzami)指出:“尽管高盛销售的债券比较新颖、复杂,但是其中的骗术却古老而简单。”其主要包括:第一,高盛集团把高风险、低质量的贷款证券化,并因此而在住宅按揭贷款证券评级上获得有利评级,然后把把这些住宅按揭贷款抵押证券(RMBS)及其衍生和再衍生产品 CDO 卖给投资者。第二,高盛的营销材料隐瞒了保尔森公司对此债券进行卖空操作的事实。也没有透露它在资产选择各环节所扮演的角色。而在隐瞒的同时,高盛却向投资者销售 CDO。第三,高盛向投资者进行虚假陈述,即声称所设计和销售的资产支持证券由一家独立、客观的第三方机构 ACA 进行选择。事实上,托尔雷误导了 ACA,让 ACA 误以为保尔森公