

厦 门 大 学 金 融 法 学 文 库 | 刘 志 云 主 编

证券公司利益 冲突的法律规制

郭俊芳 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

厦 门 大 学 金 融 法 学 文 库 | 刘 志 云 主 编

证券公司利益 冲突的法律规制

郭俊芳 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券公司利益冲突的法律规制 / 郭俊芳著. —北京:
法律出版社, 2015. 9

(厦门大学金融法学文库 / 刘志云主编)

ISBN 978 - 7 - 5118 - 8327 - 8

I. ①证… II. ①郭… III. ①证券公司—证券法—研
究—中国 IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 195438 号

证券公司利益冲突的法律规制

郭俊芳 著

责任编辑 刘文科

装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

开本 A5

印张 9 字数 219 千

版本 2015 年 9 月第 1 版

印次 2015 年 9 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

责任校对 晁明慧

责任印制 陶 松

印刷 固安华明印业有限公司

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 - 8327 - 8

定价:35.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

总 序

金融作为现代经济的核心,具有优化资源配置,调节经济运行之功效,其资本运作良善与否甚至关乎社会稳定的实现。基于此,金融业的发展成为各国政府关注的重中之重,而通过制度供给促进金融业的良好发展也成为普遍并可行的路径。在此背景下,金融法研究乘势而起,成为近世之显学。兴起虽晚,却生机勃勃,在深入汲取相关部门法的理论积淀的同时,也广泛容纳各种跨学科知识与方法,并探求自身内省性之品格,最终成就如今这个底蕴深厚、逻辑自洽的新兴学科体系。

我国金融法的产生和发展伴生于改革开放的推进,经济体制转型的既有进路,型构了中国金融法制变迁之现实。虽然西方先验逻辑提供的立法技术素不匮乏,但我们真正所要面对的,却是如何让成熟的技术真正地契合本国的现实国情,发挥其应有的功效。内生金融交易秩序的制度根基的缺乏,曾使得中国金融法制在本土化复归的路途中一再迷失。另外,全球化的推进,又敦促着中国必须及时完成经济转

型,早日实现我国金融市场与国际金融市场的有效对接,从而更加加剧国内金融法制的发展困境。对于从事金融法研究的学者而言,任务艰巨如斯,前路漫漫,任重而道远。当然,恰逢这一转型之历史路口的吾辈,能直面历史之转折,兢兢业业,矢志科研;鉴前世之兴衰,考当今之得失;博观而约取,厚积而薄发。显然,从另一个视角观之,这是一种幸运。

“千淘万漉虽辛苦,吹尽狂沙始到金。”厦门大学法学院是全国较早开展金融法教学和科研的单位之一。早在2005年,便开始挂靠其他专业博士点招收“金融法”方向的博士研究生;2006年,在我校获得法学一级学科硕士、博士学位授予权的基础上,设立经济法博士点,金融法研究成为主要招生方向之一;2010年12月,厦门大学法学院正式成立金融法研究中心。近年来,金融法研究中心的学术团队承担了大量的国家级与省部级科研项目,并相继出版与发表大量的学术专著与专业论文,在国内开始产生一定的影响。而今,金融法研究中心日益壮大,已经形成一支老中青相结合的优秀学术团队,并成为我国金融法高层次专门人才的重要培养基地之一。

“非学无以广才,非志无以成学。”为了进一步推动金融法研究中心的学科建设以及促进国内金融法研究的繁荣,我们决定编辑出版连续性的“厦门大学金融法学文库”。期以“前沿意识、精品理念”为指导,以系列学术专著、译著的形式,集中展现我国金融法领域的专题研究成果,促进学术繁荣和理论争鸣。“盖文章,经国之大业,不朽之盛事。年寿有时而尽,荣乐止乎其身,二者必至之常期,未若文章之无穷。是以古之作者,寄身于翰墨,见意于篇籍,不假良史之名,不托飞驰之势,而声名自传于后。”诚如斯言,我们期以本书库作为思想传播之媒介,学术交流之平台,博学审问,慎思笃行,自由争辩,自察自省,通过严肃认真的学术讨论和学术批评,推动金融法研究的不断创新。

本书库稿件来源不限于金融法研究中心的学者、校友,而以最大的诚意广泛征集海内外金融法专著、译著。当然,我们亦知,就整个金融法学研究而言,本书库仅为沧海一粟。庙廊之才,非一木之枝,希望能与学界同仁相濡相闻,砥砺共进。

是为序。

刘志云

2013年11月1日

目 录

绪 论 / 001

第一章 证券公司利益冲突法律规制的基本问题 / 008

第一节 证券公司利益冲突的概念与表现形式 / 008

一、证券公司利益冲突的概念 / 008

二、证券公司利益冲突的表现形式 / 018

第二节 证券公司利益冲突产生的原因以及 法律规制的必要性 / 035

一、证券公司利益冲突产生的原因 / 035

二、证券公司利益冲突法律规制的必要性 / 044

第三节 证券公司利益冲突法律规制的 理论基础 / 052

一、实质正义的复归 / 053

二、公平价值 / 056

三、诚实信用原则 / 058

四、效率价值 / 060

第四节 证券公司利益冲突法律规制的基本 模式 / 063

一、市场主导规制模式——以英国为例 / 063

二、政府主导规制模式——以韩国为例 / 067

三、不同规制模式的比较分析及启示 / 070

小结 / 075

第二章 证券公司利益冲突中利益主体多元化问题的处理机制 / 077

第一节 严格的分业经营及其评析 / 077

一、分业经营与证券公司利益冲突中的利益主体多元化问题 / 077

二、分业经营的功能局限 / 078

第二节 多元化经营下的隔离机制——“中国墙”制度及其

评析 / 084

一、“中国墙”制度 / 084

二、“中国墙”制度在证券公司利益冲突规制中的积极作用 / 092

三、“中国墙”制度的功能局限 / 097

小结 / 105

第三章 证券公司利益冲突中信息不对称问题的消除机制 / 107

第一节 信息披露制度及其评析 / 108

一、信息披露制度 / 108

二、信息披露制度对证券公司利益冲突的积极规制作用 / 117

三、信息披露制度的功能局限 / 124

第二节 投资者教育机制及其评析 / 128

一、投资者教育机制 / 129

二、投资者教育机制在证券公司利益冲突规制中的积极作用 / 133

三、投资者教育机制的功能局限 / 137

小结 / 140

第四章 证券公司利益冲突中“道德风险”的纠正机制 / 141

第一节 英美法中的信义义务规则及其评析 / 142

一、信义义务规则 / 143

二、信义义务规则在证券公司利益冲突规制中的积极作用 / 155

三、信义义务规则的功能局限 / 159

第二节 大陆法的诚实信用原则及其评析 / 160

一、大陆法的诚实信用原则 / 160

二、诚实信用原则在证券公司利益冲突规制中的积极作用 / 164

三、诚实信用原则的功能局限 / 165

小结 / 166

第五章 证券公司利益冲突中的投资者权利救济机制 / 168

第一节 投资者权利救济机制 / 169

一、证券公司利益冲突中构建投资者权利救济机制的必要性 / 169

二、群体诉讼制度 / 171

三、非诉讼救济机制 / 177

第二节 投资者权利救济机制在证券公司利益冲突规制中的积极作用 / 179

一、群体诉讼制度的功能优势 / 179

二、非诉讼救济的功能优势 / 183

第三节 投资者权利救济机制的功能局限 / 184

一、群体诉讼制度的功能局限 / 184

二、非诉讼救济的功能局限 / 188

小结 / 188

第六章 我国证券公司利益冲突法律规制的现状以及完善 / 190

第一节 我国证券公司利益冲突问题及其特殊性 / 191

一、我国证券公司利益冲突问题 / 191

二、我国证券公司利益冲突的特殊根源 / 194

第二节 我国证券公司利益冲突法律规制的现状 / 201

一、我国证券公司利益冲突法律规制的模式 / 201

二、我国证券公司利益冲突规制的制度安排 / 206

第三节 我国证券公司利益冲突法律规制所存在的问题 / 218

一、我国证券公司利益冲突法律规制模式的缺陷 / 218

二、我国证券公司利益冲突法律规制的制度安排所存在的问题 / 221

第四节 我国证券公司利益冲突法律规制的完善 / 229

一、我国证券公司利益冲突法律规制模式的完善 / 229

二、我国证券公司利益冲突法律规制制度的完善 / 234

小结 / 246

结语 / 248

参考文献 / 252

致谢 / 277

绪 论

一、选题的背景和意义

证券是一种“信息决定产品”，证券市场是典型的信息市场，各市场主体的投资收益和投资效率在很大程度上取决于其对信息的搜集、处理能力。证券公司作为连接资金供求双方的市场中介，堪称证券市场的神经中枢，其获取信息的机会和能力远胜于普通客户。在客户与证券公司的“委托—代理”关系中，客户不得不依赖证券公司提供的信息进行决策甚至委托其直接代为投资。基于理性经济人的假设，证券公司极有可能利用信息优势，以牺牲客户利益为代价谋取自身利益或第三人利益的最大化，利益冲突由此产生。

20 世纪 80 年代以来，随着金融自由化的思潮席卷全球，一些发达国家纷纷推行金融制度改革：采取自由化措施以放松管制，并打破金融诸业分业经营的政策壁垒，混业经营趋势日渐明朗。在此背景下，传统的经纪业务和承销业务已经无法满足客户的投资需求，证券公司必须突破传统业务领域的束缚，积极

拓展业务范围以应对来自行业内的各种挑战。证券公司的多元化经营不仅可以促进内部资源的相互为用,发挥协同效应与规模经济优势;还可以利用不同业务部门之间的盈亏互补,达到分散经营风险的目的。但是,硬币总归具有两面。当证券公司被允许从事多元化金融业务时,利益主体也随之多元化,利益冲突愈发激烈。^①与此同时,随着金融创新的深入发展,以分散风险为旨归的金融衍生工具被过度的衍生化和虚拟化,致使信息不对称问题更为严重,不断推陈出新的金融衍生工具对投资者而言显得更加高深莫测,对证券公司的依赖程度也就更强,这为证券公司利用信息优势牟取私利带来更大的操作空间,导致利益冲突进一步加剧。这在金融发达国家的实践中已得到充分的印证。

2008年,由美国次贷危机引发的金融危机肆虐全球,给世界各国的金融体系和经济发展造成巨大的冲击,至今影响犹在。在围绕次贷危机根源所展开的探讨中,越来越多的学者认同,此番次贷危机的罪魁祸首是次贷证券化过程中金融中介机构的道德风险和利益冲突行为,尤其是华尔街的投资银行。^②时隔两年,“高盛事件”的爆发再次激起社会各界对投资银行利益冲突的广泛讨论与深刻反思。2010年4月16日,美国证券交易委员会(Securities Exchange Committee, SEC)以证券欺诈为由对高盛集团及其副总裁法布里斯·托尔雷(Fabrice Tourre)提起民事诉讼,认为该公司在向投资者推销一款与次级信贷有关的金融产品时隐去关键事实,误导投资者。SEC执法部门主管罗伯特·库扎米(Robert Khuzami)认为,“这种全新的金融产品虽然看起来非常复杂,但其内在的欺诈和利益冲突却是陈旧而简单的。”^③后金融危机时代,美国

① 谢非:《利益冲突与金融管制“三墙”》,载《国际贸易问题》2001年第2期。

② 蔡庆丰、尹皎:《金融机构利益冲突问题研究综述》,载《经济动态》2009年第8期。

③ SEC Charges Goldman Sachs with Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages, <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-59.htm>, 2010-08-20.

奥巴马政府在金融改革中强调以投资者保护为核心、明确经纪交易商与投资顾问的信义义务、注重业务的规范化运作,旨在防范券商利益冲突的发生,恢复投资者信心以推动证券市场健康发展。

在号称金融体系最完善、金融市场最成熟、金融监管最审慎的美国,尚且发生如此严重的证券公司利益冲突问题,甚至因金融中介的利益冲突而引发全球性金融危机。那么对于金融体系不健全、金融市场发展滞后、金融监管薄弱的我国而言,更应该深刻反思如何审慎推进证券公司业务转型和证券市场发展,尤其是业务多元化进程中利益冲突的法律规制问题。事实上,我国证券市场存在先天性缺陷,至今仍处于“新兴加转轨”阶段,证券公司的业务较为单一、业务创新不足、发展相对滞后,亟须通过多元化经营迅速提升行业竞争力。监管部门在《金融业发展与改革十一五规划》《金融业发展与改革十二五规划》中均提出,要推进金融业综合经营试点,发挥协同优势,提高金融机构的综合服务能力与水平。据悉,为帮助证券业拓展盈利空间,监管部门接下来将遵循“一路绿灯”的开放型思路,鼓励券商积极创新,致力于祛除产品的单一化和去同质化现象:在传统的经纪、投行和自营业务之外,开展资产管理、股指期货、融资融券等创新业务,构建多元化的业务体系,提供各类综合金融服务。^①但是,我国证券监管的缺位极易造成证券欺诈的盛行。近年来,利用非公开信息进行内幕交易、市场操纵以及2011年频繁爆出的“研报门”、“首次公开发行股票(IPO)破发门”等问题不断涌现。

综上所述,随着金融市场竞争的日益激烈,多元化经营已成为证券公司发挥协同效应与分散经营风险的必然选择,但是,内部资源的相互

^① 谢颢:《张育军“威海会议”敦促券商创新》,载 http://finance.eastmoney.com/news/1353_20121018255031336.html, 2012-11-20。

为用也为证券公司投机行为创造了更丰沃的土壤,利益冲突问题进一步加剧。实质上,证券公司利益冲突的规制体现为效率与公平之间的此消彼长,这种张力往往取决于公众关注在防止滥用需求与提高经济效率之间的取舍。此时,如何有效协调效率与公平的关系,即在充分发挥协同优势的同时,有效规制多元化经营带来的利益冲突问题以保障证券投资者的合法权益,成为推动资本市场健康快速发展的重要议题。

二、本书的研究方法与研究内容

(一) 本书的研究视角和方法论

方法论作为人们认识世界、改造世界的一般方法,是人们观察事物的具体方式以及处理问题的具体路径。“工欲善其事,必先利其器。”在有关证券公司利益冲突法律规制的研究中,研究方法的选择会影响到规制模式的分析与比较,关系到能否通过具体的制度安排达到效率与公平之间的均衡,并与我国当前情况实现本土化的对接。总体而言,本书主要选取以下几种方法展开研究:

一是历史分析方法。证券公司特有的中介地位决定了利益冲突的不可避免性,可谓是相伴而生、如影随形。证券公司利益冲突的表现形式也随着证券业的发展而不断变化。相应地,有关证券公司利益冲突问题的探讨始终贯穿于一些发达国家证券业的发展进程,人们对于利益冲突问题的认识也在不断的发展,并与具体的历史背景密切相关。一般而言,在某一问题的研究中,有关发展历程的回顾不仅有利于提高对该问题的理解和整体认识,还可以从历史演变的领悟中获得洞察其

发展前景的提示。^① 在本书研究中,将回顾金融业发达国家对证券公司利益冲突法律规制的历史轨迹,探寻法律规制尤其是规制模式的发展脉络,继而结合我国证券市场产生与发展的特殊国情,剖析我国证券公司利益冲突存在的历史根源,以期提出更具现实意义和针对性的法律对策。

二是比较分析方法。我国证券市场仍处于新兴加转轨时期,证券业发展相对滞后,利益冲突问题并未真正凸显,对证券公司利益冲突的法律规制仍需进一步完善,很多法律规范要从国外借鉴先进经验。为实现法律移植的本土化对接,本书将对证券业发达国家的不同立法模式与殊异法律制度进行比较研究,总结提炼各种立法模式与各类制度安排的共性并分析其独特优势和功能局限,从而探讨将之移植到我国的可行性与特殊性。

三是案例分析方法。一般而言,在证券市场比较成熟的国家,尤其英美等普通法系国家的很多利益冲突规则来源于实际的案例。本书将对相关的典型案例进行分析,探寻这些规则背后所隐藏的理念和原理,为我国证券公司利益冲突法律规制中成文法的制定提供原则性指引。

四是跨学科的研究方法。不同学科之间的相互借用、交织、融合已经成为学术研究的主要趋势。“进行跨学科的交叉研究,既是各个领域的学者对自己所研究的学科范围之外但紧密相关领域的研究成果的必然反应,也是各个领域的学者保持自身领域研究的动态发展的需要。”^② 证券公司利益冲突是多种因素共同作用的结果,传统意义上的法学方法并不能完全剖析证券公司利益冲突产生的根源并提出有针对性的解

^① 陈振福:《论对金融混业经营中利益冲突的法律规制》,对外经贸大学2003年博士学位论文,第8页。

^② 刘志云:《国际关系与国际法跨学科研究之路径》,载《世界政治与经济》2010年第2期。

决方案,需要借助社会学以及经济学的研究方法。

(二)本书的研究主线与研究内容

当下我国证券市场发展相对滞后,证券公司业务结构比较单一,利益冲突问题尚未完全凸显。随着混业经营趋势的日渐明朗化和证券公司综合经营的逐步推进,为有效规制由证券公司利益冲突引发的违法违规行为,保障投资者权益,维护市场信心,笔者欲以相关理论为基础,对世界各国证券公司利益冲突规制的基本模式与制度性安排进行分类与评析,总结提炼出一般性规律,继而结合现实国情,为我国证券公司利益冲突规制的立法模式与制度性安排提出本土化的完善路径。

在具体研究内容的设置上,第一章从理论层面分析证券公司利益冲突法律规制的基本问题,拟在明确证券公司利益冲突的概念与表现形式的基础上,深入剖析证券公司利益冲突的产生原因,继而讨论证券公司利益冲突法律规制的必要性以及法理根基,为后文研究奠定理论基础。同时,对各国证券公司利益冲突规制的立法模式进行比较与评析,探寻法律规制的基本做法与思路。接下来是根据利益冲突现象背后的各种原因,对具体的法律制度进行分类,剖析各种制度安排的意义、功效以及存在的问题。根据第一章的分析,得出证券公司角色多元化、信息不对称以及“委托—代理”结构中固有的“道德风险”乃引致证券公司利益冲突的重要因素这一结论。故而,本书第二、三、四、五章分别围绕利益主体多元化问题的处理机制、信息不对称问题的消除机制、“道德风险”的纠正机制、投资者权利救济机制等制度性安排进行研究,旨在为我国证券公司利益冲突规制的构建与完善提供有借鉴意义的制度经验。最后一章作为本书研究的结论部分,着重讨论利益冲突规制模式与制度安排的本土化复归,从我国证券市场的先天性缺陷入手,剖析我国证券公司利益冲突的特殊性以及产生的根源,然后以国外先进

经验为借鉴,探讨如何完善我国证券公司利益冲突规制的规制模式与制度安排,使之在金融自由化的浪潮中,既能降低证券公司利益冲突的可能性、充分保护投资者利益,又不损害证券公司组织上的规模经济与运作效率,达到公平与效率的均衡。