

证券公司诚信义务:范围、 责任和控制*

段 涛**

摘要:诚信是资本市场的基石和生命线,各国法律一般均对资本市场中介机构的诚信义务作了强制性规定,这些规定不仅体现为对诚信义务的原则宣示,更体现为对中介机构开展具体业务的特定义务安排。但我国有关立法往往仅作笼统的原则性宣示,缺乏能够据以实施的操作性规定。建议区分不同业务种类和投资者类型来确立证券公司对特定客户诚信义务的边界,细化证券公司对普通投资者(区别于专业投资者)诚信义务的内容,强化执行力,通过证券监管机构的执法活动、自律组织的自律约束,真正发挥法律规则的规范、调整、阻吓及正向激励作用。

关键词:诚信义务 范围 责任 可执行性

中国证监会于2012年7月31日发布《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》(证监会第80号

* 本文仅为个人观点,文责自负,不代表所任职单位意见。

** 中信证券股份有限公司法律部。法律部同事王坚、张思思、李秀娟在资料收集、分析论证等方面给出了诸多帮助和建议,在此深表感谢。

令),自9月1日起施行。《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》从诚信信息采集、诚信信息的公开与查询、诚信激励、约束与引导等方面,强化了对市场主体及其行为的诚信约束。这不仅是我国资本市场首部专门的诚信监管规章,也是证监会在推进社会和市场信用体系建设工作中,加强公共信用信息管理、强化市场行为诚信约束的重要探索。

诚实信用原则作为民商法基本原则,是指民商事主体进行民商事活动、行使权利和履行义务过程中都应当本着诚实善意的态度,讲究信誉,恪守信用,意思表示真实,行为合法。这项原则被称为民商法中的帝王条款,^①在我国《证券法》、《合同法》等一系列基本法律中均有明确规定。

证券公司作为资本市场的重要中介机构,理应受到诚信约束。对此,《证券公司监督管理条例》开宗明义,在第2条规定,证券公司应当“履行对客户的诚信义务”。此外,证监会部门规章、规范性文件以及证券业协会、证券交易所等自律组织规则也对证券公司的诚信义务作了详尽规定。归纳起来,我国有关证券公司诚信义务的规定,主要体现为外部规则约束和内部规范建设两个方面。一方面,证券公司应当遵守外部约束,包括遵守业务限制、程序审查等规则,证券公司应信守承诺、践行契约,以善意对待各类客户,尽到专业机构应尽的职责,通过切实履行诚信义务赢得客户和社会的良好评价;另一方面,证券公司应构建内部诚信规范体系,包括确认自身对于诚实、守信、忠实等良好品格信仰的道德规范,处理利益冲突和商业秘密的规章制度或程序,甚至包括馈赠礼品方面的规范。证券公司内部诚信规范体系建设,一般属于合规范畴,本文重点从法律角度探讨外部规则约束问题,以厘清证券公司诚信义务的内容、责任及其规制。

一、证券公司诚信义务及其法律规制

(一) 诚信是资本市场的基石

华尔街有一句名言“花别人的钱是不会心疼的”,因此,诚信约束

^① 邱永红:“证券市场诚信原则的法律框架”,载 http://d.g.wanfangdata.com.cn/Conference_6885820.aspx,2012年8月8日最后访问。

对于资本市场尤为重要。^②可以说,诚信是资本市场的基石和生命线。在我国证券行业“野蛮生长”阶段,^③证券公司挪用客户保证金或客户的债券,大搞内幕交易,操纵证券价格,造成了行业性的危机。在清理整顿过程中,证券行业吸取的最沉痛教训莫过于明白了“证券业与诚信共存亡”的道理。目前阶段,证券行业的创新发展,更离不开重塑证券业的诚信。

(二) 证券公司诚信义务是公平原则的体现

在证券公司向客户提供金融服务的过程中,证券公司在信息的收集、分析以及判断等方面一般均较客户有优势,很多金融产品也是证券公司设计的。因此,在整个业务活动中,客户往往处于弱势地位,若证券公司不诚信经营,出现向客户提供虚假信息、欺骗客户、诱导客户进行交易等现象,或者操纵市场、利益输送,将损害客户利益,长期来看也将损害证券公司和证券行业的利益。证券公司在协助企业融资的过程中,会大量掌握企业信息,对企业信息保密属于最基本的诚信义务。在帮助企业股权定价的过程中,证券公司的诚信义务表现为,一方面要合理判断企业的价值,争取为企业谋求最佳发行价格;另一方面也需要对整个市场的投资者诚信,不能向市场传递虚假信息,协助企业圈钱,侵害投资者利益。

(三) 证券公司诚信义务的法经济学价值

从法经济学的角度看,商业交易中的诚信容易陷入著名的单边囚徒困境中,即使存在重复交易和声誉利益,机会主义的净收益仍会导致不诚信行为的发生。特别是在证券市场中,由于券商与客户在信息、地位等方面的不对称,以及完全由双方通过合同约定权利义务的不经济性,法律的强制性规定和责任认定将增加不诚信行为的风险,起到促进

^② 左小蕾:“证券业与诚信共存亡”,载《安徽经济报》2006年6月8日第002版。

^③ 2012年5月7日,证监会主席郭树清在证券公司创新发展研讨会上发表讲话,题为“积极地、审慎地探索和创造”,其中,将我国证券公司发展历程概括为“野蛮生长”、“清理整顿”、“规范发展”、“创新发展”四个阶段。参见 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201207/t20120719_212941.htm,2012年8月8日最后访问。

经济效率、发展资本市场的作用。^④

因此,很多国家的法律均对资本市场中各中介机构的诚信义务问题作了强制性规定。这些规定不仅体现为对诚信义务的原则宣示,更体现为对中介机构不得从事的行为、开展具体业务中的特定义务安排等。我国有关立法对证券公司诚信义务也作出了类似规定,但这些规定往往是笼统的,不管是针对某项特定业务,还是针对某类特定主体,法律规定往往基于某种原则宣示,采取武断的“一刀切”方式,缺乏可操作性。

二、基于证券公司具体业务的比较法研究——以美国法为例

在美国,券商通常担任的角色包括投资顾问、经纪—交易商、财务顾问、承销商等,诚实信用(honesty and good faith)是券商对客户的基本义务。^⑤但在具体业务方面,由于客户身份的不同,以及他们对于市场了解程度的不同,法律规定券商应对客户负有的诚信义务的具体内容则大不相同。

(一) 投资顾问业务

在美国,投资顾问不仅可向其客户提供投资建议,还可依法以自己的名义(作为客户的代理人或受托人)开户持有和管理客户资产。根据美国《证券法》和《投资顾问法》,投资顾问对其客户负有受信义务(fiduciary duty),有责任为其客户的利益最大化服务,其中包括不为自身利益损害客户利益的义务。

1. 投资顾问受信义务的范围

《投资顾问法》第206条第(1)项和第(2)项禁止投资顾问采用任何欺诈客户或潜在客户的手段、策略、诡计,以及从事欺诈或欺骗客户或潜在客户的交易、实践或业务,要求投资顾问承担“最大限度的善

^④ [美]弗兰克·B. 克罗斯、罗伯特·A. 普伦蒂斯:《法律与公司金融》,伍巧芳、高汉译,北京大学出版社2011年版,第34~53页。

^⑤ Thomas Lee Hazen, *Broker - Dealer Regulation in a Nutshell*, Second Edition, Thomson Reuters, 2011, p. 174.

意,完整和公平地披露所有关键事实”以及“采取合理的注意来避免误导”其客户和潜在客户的积极义务。在 SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.^⑥和 Transamerica Mortgage Advisors, Inc.^⑦案中,法院认为《投资顾问法》第 206 条第(1)项和第(2)项实际上为投资顾问的行为确立了一个联邦法层面上的受信义务标准,其核心内容是忠实义务和注意义务。忠实义务要求投资顾问为其客户的利益最大化服务,即要求投资顾问承担不得为自身利益牺牲客户利益的义务。注意义务要求投资顾问通过合理的调查来确定其建议所依据的信息非为极不准确和不完整的信息。^⑧

2. 投资顾问受信义务的相关要求

第一,投资顾问必须披露有关利益冲突的重大事实,从而使客户能够对于是否达成或继续其与顾问的关系,作出一个有根据的判断。例如,根据《投资顾问法》,投资顾问不得与个人客户约定绩效分成或者成功费,但对于机构客户及高净值客户而言,则没有这种限制,但投资顾问应在其公司宣传册中披露这种以绩效为基础的收费;如果投资顾问还管理着不收取绩效分成的账户,则投资顾问应对同时管理两种账户的利益冲突及解决办法予以披露。投资顾问注册表格 2A 中应披露的信息还包括:投资顾问的收费幅度,分析方法,投资策略和损失风险,经纪业务情况(包括交易的集合策略、直接的经纪业务实践以及使用“软美元”(Soft Dollars)等),惩罚记录,财务信息等。

第二,《投资顾问法》对投资顾问进行自我交易或与其客户发生交叉代理交易的行为进行了限制,旨在解决投资顾问,作为本人与其客户进行交易可能导致的自我交易问题,比如操纵价格或向客户账户倾销多余证券。^⑨

^⑥ SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U. S. 180,194 (1963).

^⑦ Transamerica Mortgage Advisors, Inc, 444 U. S. 11,17 (1979).

^⑧ Study on Investment Advisers and Broker - Dealers (January 2011), <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>,2012年8月10日最后访问。

^⑨ Investment Trusts and Investment Companies; Hearings on S. 3580 before the Subcomm. of the Comm. on Banking and Currency, 76th Cong., 3d Sess. 320-22 (1940). http://c0403731.cdn.cloudfiles.rackspacecloud.com/collection/papers/1940/1940_HR_10065_A1_cover_8.pdf,2012年8月10日最后访问。

第三,投资顾问对其客户负有提供适当投资建议的义务。^⑩ 为满足这项义务,投资顾问必须合理地认定其提供的投资建议,基于客户的财务状况和投资目的是适当的。作为一个受信义务人,“注意义务”要求投资顾问进行合理的调查,以认定其建议的基础不属于不准确或不完整的信息。比如,ADV表2A要求投资顾问描述其分析方法和投资策略等。^⑪

第四,投资顾问若有权选择经纪商来执行客户交易,应当力图使得客户的证券交易得以最佳执行(通常在全权委托账户的情形下)。为满足这一义务,投资顾问在寻求交易执行时,必须使得客户在每次交易中的总花费或总收益是在特定情形下最有利的。^⑫

第五,对客户证券具有代理权的投资顾问,应采取和适用合理的、书面的政策和程序来确保投资顾问能够为客户的利益最大化而代理投票,同时必须详尽说明在顾问与客户之间可能存在的利益冲突;向客户描述投票的政策和程序;保存与客户证券投票相关的记录等。^⑬

3. 救济措施

投资顾问的受信义务是可强制执行的,客户可以依据《证券交易法》对投资顾问提起民事诉讼。依据《证券交易法》第10(b)款和10b-5规则,客户可以基于与证券买卖相关的事务提出欺诈的诉讼。为赢得诉讼,客户须证明故意、依赖性和损害。依据10b-5规则,客户针对未能披露利益冲突、不实陈述和违反适当性的情形,可成功地赢得诉讼。另外,客户还可依据州普通法对投资顾问提起违反受信义务、疏

^⑩ Status of Investment Advisory Programs under the Investment Company Act of 1940, Investment Company Act Release No. 22579 (Mar. 24, 1997), <http://taft.law.uc.edu/CCL/InvCoRIs/rule3a-4.html>, 2012年8月10日最后访问。

^⑪ Agency Cross Transactions for Advisory Clients, Investment Advisers Act Release No. 589 (June 1, 1977) (adopting Rule 206(3)-2), [http://taft.law.uc.edu/CCL/InvAdvRIs/rule206\(3\)-2.html](http://taft.law.uc.edu/CCL/InvAdvRIs/rule206(3)-2.html), 2012年8月10日最后访问。

^⑫ Agency Cross Transactions for Advisory Clients, Investment Advisers Act Release No. 589 (June 1, 1977) (adopting Rule 206(3)-2), [http://taft.law.uc.edu/CCL/InvAdvRIs/rule206\(3\)-2.html](http://taft.law.uc.edu/CCL/InvAdvRIs/rule206(3)-2.html), 2012年8月10日最后访问。

^⑬ Agency Cross Transactions for Advisory Clients, Investment Advisers Act Release No. 589 (June 1, 1977) (adopting Rule 206(3)-2), [http://taft.law.uc.edu/CCL/InvAdvRIs/rule206\(3\)-2.html](http://taft.law.uc.edu/CCL/InvAdvRIs/rule206(3)-2.html), 2012年8月10日最后访问。

忽和欺诈的诉讼。同时,美国证券交易委员会还会对投资顾问未披露主要利益冲突,虚假陈述以及其他欺诈行为予以行政处罚。

(二) 经纪业务

1. 经纪商诚信义务的范围

在美国联邦证券法下,经纪商的诚信义务却不包括受信义务,仅在特定情况下,法院认定了个别经纪商的受信义务。^⑭ 在 *Assoc. Randall Bank v. Griffin, Kubik, Stephens & Thompson, Inc.* 案中,法官指出,对于那些客户拥有最终决定权的账户,经纪商不负有受信义务。^⑮ 法官在 *United States v. Szur* 案判决中指出:“尽管在一般的经纪商—客户关系中不存在普遍的受信义务,但信任和信赖确实基于客户委托给经纪商的事务,而存在于经纪商和客户之间。”^⑯ 根据 *Leib v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.* 案判决,当经纪商对非全权委托账户具有实际的控制权时,他通常应当对有关客户负有受信义务,但所负义务的确定还取决于客户的成熟度及其对经纪商的信赖程度。^⑰ 对于证券交易而言,经纪商在执行客户交易命令时负有勤勉尽责的责任,并在提供买卖建议时有提供真实、完整信息的义务。该客户有权采纳经纪商对有关交易的意见和建议,但对于经纪商的持续注意,不享有法律上的请求权。^⑱

2. 经纪商诚信义务的要求

在受信义务规定缺失的情况下,美国现行的联邦证券法律要求经

^⑭ Study on Investment Advisers and Broker - Dealers (January 2011), <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>, 2012年8月10日最后访问。

^⑮ *Assoc. Randall Bank v. Griffin, Kubik, Stephens & Thompson, Inc.*, 3 F. 3d 208, 212 (7th Cir. 1993). 美国券商作为经纪商面对零售投资者服务时,也时常为客户提供有关证券的投资建议。然而,在此种情况下,由于该项投资建议服务可能附随于其作为经纪商的业务或未收取额外的佣金,券商从事这种投资咨询业务无须注册为“投资顾问”,因此不需要受到适用于“投资顾问”的《投资顾问法》等有关法律和法规的规制,其中也包括有关的受信义务要求。对此,多数零售投资者并不知晓,从而导致了法律对零售投资者保护的漏洞和不公。《美国华尔街改革与消费者保护法》确立的改革方向是经纪商将承担与投资顾问同样标准的受信义务。

^⑯ *United States v. Szur*, 289 F. 3d 200, 211 (2d Cir. 2002).

^⑰ *Leib v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 461 F. Supp. 951, 953-954 (E. D. Mich. 1978), *aff'd*, 647 F. 2d 165 (6th Cir. 1981).

^⑱ *De Kwiatkowski v. Bear, Stearns & Co., Inc.*, 306 F. 3d 1293 (2d Cir. 2002).

纪商承担与客户公平交易的义务。

首先,与公众进行交易的经纪商必须成为美国金融业监管局(FINRA)的会员。在州的层面,经纪商及其代理人必须在其从业的州进行注册或经授权。基于上述的注册要求,经纪—交易商受联邦证券法的反垄断条款和自律组织规则,包括自律组织规则中的公平交易和商业道德准则的规制。根据上述规则,经纪商被要求与其客户公平地交易。

其次,经纪商的公平交易义务的核心是适当性义务,它要求经纪商提出的建议要与客户的利益相一致。特别是,美国金融业监管局规定,券商应对机构客户和非机构客户承担不同的适当性义务。^{①9}

再次,公平交易的义务还要求经纪商公平定价和收费,并对客户负有最佳执行的义务。比如,美国证券交易委员会通常将未经披露的比主流市场价高出10%以上的涨幅认定为欺诈。^{②0}

最后,针对利益冲突,联邦证券法和美国金融业监管局的规则是,一方面禁止经纪商参与到特定的可能存在利益冲突的交易中;另一方面,要求经纪—交易商在特定情况下,如提供投资建议的时候,应当向客户披露重要的利益冲突。^{②1}

3. 救济措施

美国证券交易委员会对经纪商违反诚信义务的行为采取的制裁措施包括:谴责、资格中止(suspension)、强制令、业务限制等。

(三) 并购业务

有关投资银行从事并购业务时对客户诚信义务的范围,美国法上并没有明确的规定。以下是有关这一问题的两个重要判例。

根据1996年 *In Re Daisy Systems Corp.* ^{②2}案判决,在从事并购业务

^{①9} NASD IM - 2310 - 3[FINRA Rule 2111 (b)] (effective Oct. 7, 2011).

^{②0} Study on Investment Advisers and Broker - Dealers (January 2011), <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>. 2012年8月10日最后访问。

^{②1} Study on Investment Advisers and Broker - Dealers (January 2011), <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>, 2012年8月10日最后访问。

^{②2} 被上诉人贝尔斯登在 *Daisy* 与 *Cadnetix* 的并购案中担任 *Daisy* 的独家财务顾问,为交易的设计和定价提供建议并负责帮助 *Daisy* 获得并购所需融资,但贝尔斯登向 *Daisy* 提供的恶意并购建议在高科技产业中是极不明智的。 *In Re Daisy Systems Corp. and Daisy/Cadnetix, Inc., Bear Stearns and Co., Inc.*, 97 F.3d 1171 (Ninth Cir., 1996).

时,投资银行若处于优越地位从而得以对客户施加特殊影响、拥有客户的信赖、并以客户的代理人身份行事,则即便面对经验丰富的机构客户,投资银行仍然可能需要承担受信义务。

在 *Joyce v. Morgan Stanley*²³ 案中,法院指出,要认定受信义务,股东应当证明摩根士丹利接受此种义务及保障股东利益的责任。最终,美国第七巡回上诉法院判定,投资银行并不必然向其提供并购咨询服务的公司股东负有受信义务,尤其当投资银行在聘任协议中明确拒绝承担该项义务时,投资银行无须对其客户承担受信义务,而仅承担一般合同关系下的诚信义务。

(四) 证券承销业务

原则上,承销商仅承担一般商事交易关系中的诚信义务,承销商与发行人之间不存在信托法律关系。

首先,普通法基本确认了承销协议并不会导致承销商对发行人负有受信义务。在 *Blue Grass Partners v. Bruns* 一案中,法院指出:“承销商若已尽其最大努力从事承销业务,则该承销商无须基于其从发行人处买入证券后转售给投资者的行为向发行人承担受信义务。”²⁴另外,在 *Breakaway Solutions v. Morgan Stanley* 一案中,法院指出:“受信义务不同于合同关系,它超出合同关系的要求。当一方信赖另一方同时依赖于另一方的更优越的专业和知识时,受信义务关系存在。在公平交易的商事关系中,当事人之间并不会引起或存在受信义务法律关系。”法院同时指出:“要证实承销商和发行人之间存在受信义务关系,既存

²³ 被告摩根士丹利担任 21 世纪电信集团的财务顾问,为收购 RCN 公司这一并购交易提供服务并出具公平意见报告,对股东获得对价的合理性发表意见。但在并购协议签订后和并购完成的期间,RCN 公司股票大幅下跌,最终 RCN 申请破产,使得 21 世纪电信集团获得的 RCN 股票一文不值,21 世纪电信集团股东受到重大损失。21 世纪电信集团股东 Joyce 起诉摩根士丹利,诉称被告作为 21 世纪电信集团的财务顾问,在对 RCN 股票进行定价时,应当提供有关的保值方案以最小化潜在的损失敞口。原告认为被告违背了它对 21 世纪电信集团股东的受信义务,进而要求后者赔偿其损失。Edward T. Joyce, et al. v. Morgan Stanley & Co., Inc., No. 06 C 4754 (7th Cir. August 19, 2008).

²⁴ *Blue Grass Partners v. Bruns*, Nordeman, Ra & Co., 75 A. D. 2d 791, 791, 428 N. Y. S. 2d 254, 255 (1980).

关系 (Pre - Existing Relationship) 必须能够证实原告信赖被告的定价。”^⑤

其次,美国《证券法》确认承销商和发行人之间的关系不属于受信义务。根据美国 1933 年《证券法》,承销商有义务在证券上市登记表中就发行人的特定证券和证券的分配向投资者提供充分、完整的信息披露。这些信息披露必须是对于保护公共利益和投资者是必要和适当的。对此,法官在 HF Management Services v. Piatone 一案中指出,在多数承销商、发行人之间不存在受信义务关系,而且,“由于制定法给承销商设定的义务是为了保护投资者而不是发行人,因此,承销商一发行人之间的关系实际上应该被定义为一种相反的关系”。^⑥

最后,根据双方之间的具体法律关系,也存在例外情况。2005 年,纽约上诉法院在 EBC I, Inc. v. Goldman, Sachs & Co. 一案中判定,投资银行作为承销商可能对其证券发行人负有受信义务。^⑦ 法院强调,受信义务关系仅存在于承销商作为顾问的情况下,在专业咨询以外的业务中,承销商并不承担受信义务。当双方当事人之间的关系设定了比承销协议约定更高的信赖时,承销商有责任披露有关的利益冲突。

^⑤ Breakaway Solutions v. Morgan Stanley & Co., 2004 Del. Ch. LEXIS 125, 51 (2004).

^⑥ HF Management Services LLC v. Pistone, No. 7513, 602832/04818, 818 N. Y. S. 2d 40.

^⑦ 在该案中,高盛集团不仅是原告 EBC I (发行人)首次公开发行的主承销商,还向发行人提供有关证券发行定价的建议,同时高盛集团还与其他客户签署协议安排,约定有关客户应当将此次证券发行中买入并卖出 EBC I 股份所获利润的一部分返还给高盛集团。因此,较低的首次发行价会使得上述客户在转售 EBC I 证券时获得更大的利润,从而可能付给高盛集团更高的佣金。基于此,原告诉称高盛集团有建议其低估发行价的动机。原告认为,由于高盛集团未披露有关的利益冲突,违背了受信义务。法院指出,虽然合同并未确立正式的受信义务关系,但问题是“非正式”的受信义务关系是否存在。法院指出,在承销协议中原告被告已经确定被告将从承销中获得约 7% 的固定收益。由此,原告发行人有理由相信其与被告投资银行的利益是一致的:发行价越高被告将获得更大的利益。因此,原告被告之间的“既存关系”(Pre-existing Relationship)说明了原告有理由信赖被告对证券发行定价的建议。高盛集团认为,如果在此案中确立受信义务会对证券承销行业带来重大的影响。对此,法院指出,承销商若向其客户提供有关市场定价的建议,则受信义务关系存在。EBC I, Inc. v. Goldman, Sachs & Co., 832 N. E. 2d 26, 31 - 33, (N. Y. 2005).

因此,要求承销商向发行人披露相关的重大利益冲突,并不会不当地加重承销商的责任。

因此,对于承销业务而言,券商的诚信义务限于公平交易的义务,并不包括受信义务,但当发行人和承销商之间存在一般公平交易以外的更高的信赖,如发行人向其客户提供有关市场情况或者证券定价的专家咨询意见时,承销商就应向发行人承担受信义务。

三、从 TXT 走向 EXE:明晰证券公司诚信义务边界

从对美国法的分析可以看出,美国券商所承担的诚信义务,在面对个人客户和机构客户、在从事不同业务时均有所区别。在现行的规则下,投资顾问对其客户负有受信义务,要求投资顾问为客户的利益最大化行事并避免利益冲突或进行相应的披露。与之相反的,经纪商在现有的法律框架下通常不承担受信义务,仅需承担一般的诚信义务,包括适当性义务以及披露特定冲突的要求等,相比投资顾问而言,现行规则对于经纪商的利益冲突披露要求也是有限的。针对这一问题,美国证券交易委员会根据《美国华尔街改革与消费者保护法》的要求,于2011年年初发布了有关投资顾问和经纪商的研究报告,并提出了相关的建议。该报告建议施行统一的诚信义务标准,对向零售投资者提供有关证券的个人投资建议的经纪商及投资顾问制定统一的规则,即不低于《投资顾问法》第206条第(1)、(2)项所规定的诚信义务标准。

美国法的这些现行规则及改革动态的借鉴意义在于:首先,原则上,法律重点保护散户投资者,对于经验丰富的高净值客户和机构客户,法律无须过多介入给予过度的保护;相反,应当更加侧重券商对机构客户的审慎监督以保护其他市场投资者。其次,对于券商处于优越地位从而得以对客户施加特殊影响的情况,立法者应当确立相应的规则,来填补对那些受到券商不当影响的机构客户保护上的缺漏。最后,在确定券商是否违背诚信义务时,确立了一些量化的标准。

因此,在对我国证券公司对客户承担的诚信义务作出规定时,应区分不同业务种类和相关实际情况来讨论证券公司对于特定客户诚信义务

的边界；应区分专业投资者^②和普通投资者，将监管的重点放在对处于弱势地位的普通投资者的保护上，细化证券公司对普通投资者诚信义务的内容，最终达到保护投资者、促进资本市场健康发展这一目标。

四、宽严并济的业务规则：实现资本市场创新发展与投资者保护的和谐统一

在美国，联邦证券法以及自律组织规则要求券商秉承公平公正（just and equitable）和更高标准的商业信用与客户交易，提升商业行为准则，不得从事不道德的行为，但在具体业务限制方面，则是以三项原则解决可能的冲突问题：禁止、缓解、披露，即对券商的禁止性规定一般仅适用于普通投资者，而对于高净值客户以及机构客户，更多地采用了要求券商采取缓和措施、对利益冲突予以充分披露的处理方式。因此，我们在构建和完善我国证券公司诚信义务体系过程中，有必要及时检讨业务规则，通过宽严并济的规则设计，实现资本市场创新发展与投资者保护的和谐统一。

首先，在规则设计方面，我国法律过多地采用了禁止性规定。例如，我国《证券法》第143条和第171条禁止全权委托、收益分成，这虽有助于行业规范、有效保护投资者权益，但也在一定程度上限制了创新业务发展，影响了市场主体积极性，同时也未能满足客户多样化的投资需求。证券公司综合治理结束后，证券行业发生了根本性变化，经营理念、内部治理、风控机制、盈利能力都有了显著提升，特别是全面落实了客户交易结算资金第三方存管模式后，一概禁止全权委托不利于证券公司开展差异化竞争，不利于证券公司做大做强。建议区分投资者类型，在建立健全相应风险控制和利益冲突缓解措施以及客户知情同意

^② 专业投资者主要包括专业机构投资者、高净值且具有丰富投资经验的个人投资者。例如，香港《证券及期货（专业投资者）规则》在明确了专业投资者人士范围的基础上，确立了专门适用于专业投资者的规则。参见 http://www.legislation.gov.hk/blis_ind.nsf/CurAllChinDoc/D92F340B525EF7E3482579670025A9A0?OpenDocument，2012年8月21日最后访问。

的前提下,适当放宽证券经纪业务及证券投资咨询业务中对全权委托、收益分成的限制。

其次,完善诚信义务责任制度,促进市场主体归位尽责。监管者明确指出,把我国资本市场诚信建设引向深入的一个重要因素就是健全完善证券侵权民事赔偿机制、加大民事赔偿力度,完善民事责任分配,^⑳我国法律中关于证券公司诚信义务及其法律责任的规定尚待完善。一方面,未能根据业务属性,给证券公司设定高于一般商事交易的诚信义务和法律责任。例如,我国法律仅在融资融券业务中规定了证券公司的受信义务,即客户证券担保账户内的证券和客户资金担保账户内的资金为信托财产,证券公司承担受信义务,但对于资产管理等业务则尚未有类似规定。另一方面,从比较法的角度看,我国法律在部分业务中对证券公司设置了过于严厉的法律后果。例如,我国《证券法》规定,承销商对于发行人的信息披露承担过错推定责任的无限连带责任,而根据美国 1933 年《证券法》第 11 条(e)款,除非某承销商从发行人处获得了额外利益,各承销商所应承担的赔偿以其自身承销公开发行证券的总价为限。事实上,承销商在发行过程中的职责在于督促发行人履行信息披露的义务,但承销商无法参与发行人的经营管理过程,相比之下,发行人的管理层拥有更多的有关公司质量的内部信息。在承销商与发行人信息不对称的情况下,应强化发行人管理层的个人责任。^㉑

最后,完善投资者适当性制度,强化对普通投资者的保护。完善投资者适当性管理制度,不仅是保护投资者合法权益的重要制度设计,更是证券公司履行诚信义务的重要载体和实现路径。包括证券交易所在内的我国证券市场监管机构和自律组织也已经充分认识到投资者适当

^⑳ 证监会副主席姚刚 2012 年 8 月 17 日在首届“中国诚信法治保障论坛”上的讲话,载 <http://money.163.com/12/0817/19/894Q1GUN00253B0H.html>, 2012 年 8 月 21 日最后访问。

^㉑ 美国 2002 年《萨班斯—奥克斯利法》(Sarbanes - Oxley Act of 2002) 要求上市公司首席执行官(CEO)和首席财务官(CFO)对公司向 SEC 提交的定期报告的真实性和准确性提供个人保证。我国台湾地区“证券交易法”2006 年修订时,对第 20 条第 1 项之规定予以增订,规定发行人之董事长、总经理对于虚假陈述行为应承担与发行人同样的责任,即无过错责任,而其他董事、高管则仍承担推定过错责任。

性原则的重要意义,但相较而言,我国证券市场投资者适当性原则的发展和相关研究还较为落后,在投资者适当性原则的制度建设上还存在效力位阶低、规定较为混乱、法律救济存在空白等缺陷。^⑩ 2009年,美国发布了关于场外衍生品交易的监管新框架,其中目标之一就是确保场外衍生产品不会向不成熟的投资者进行不当销售,主要通过限制交易对手类型、实施额外的披露要求、专门针对不成熟市场投资者建立销售规范等措施来确保将合适的产品卖给合适的投资者。欧盟《金融工具市场指令》对投资者进行了分类,将接受服务的客户分为零售客户、专业客户和合格交易对手三类。英国在欧盟法的基础上,又规定在受监管的金融业务中对投资者市场进行进一步的细分,形成了多层次的合格投资者制度。^⑪ 由于证券新品种和证券衍生品特有的风险,建议借鉴国外立法经验,并结合创业板、融资融券、股指期货等业务中投资者适当性管理的实践,对金融产品投资者进行分类管理,尤其是对于风险相对较大、设计复杂的创新证券品种和证券衍生品,应特别注重对普通投资者的保护。

总之,应坚持权利义务清晰、各司其职、权责对等的原则完善诚信义务体系,梳理整合并剔除目前法律制度中不合理的因素,“恺撒的归恺撒,上帝的归上帝”,可以交给市场决定的一些要素,就要通过简化和减少禁止性规则的束缚、强化信息披露等手段,来激发证券公司的能动性和创造性,促进差异化竞争,创新和扩展我国证券市场和证券业务的形式和内涵。

五、强化诚信制度建设的关键:规则的执行

投资者信心是证券市场发展的根基。证券立法的价值体现为确保证券市场的诚信、提升投资者信心。^⑫ 美国证券市场之所以能够成长

^⑩ 武俊桥:“证券市场投资者适当性原则初探”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第三卷),法律出版社2010年版,第132页。

^⑪ 朱小川:“发达市场金融商品合格投资者制度述评”,载《证券市场导报》2010年第9期。

^⑫ Thomas Lee Hazen, *Broker - Dealer Regulation in a Nutshell*, Second Edition, Thomson Reuters, 2011, p. 226.

为世界上最发达的证券市场,其证券公司运作相对规范,除了其针对证券公司诚信义务的规则区分了业务种类和客户类型外,关键因素还在于对规则的执行,从而实现了投资者利益的充分保护和不法行为人的巨大威慑。^④

我国关于诚实信用原则的学术讨论中,先有“语义说”和“一般条款说”之争,后又演绎出区分主观诚信与客观诚信的“两种诚信说”,但无论哪种意义上的诚信,都紧密围绕对当事人行为的评判。有制度不执行就等于放纵违法违规行为,将发出错误的引导信号,形成违法违规无责、循规蹈矩有失的错误导向。只有严格问责,才能真正提升诚信的市场地位,提升道德的价值。

在美国,券商一旦违反其应遵守的禁止性或限制性规定,或者在与客户的交易过程中有违公平公正原则,将面临美国证券交易委员会以及自律组织(包括 FINRA、证券交易所等)的调查和处罚。美国证券法授予美国证券交易委员会部分司法权,允许其内设的行政法官(administrative law judge)通过行政仲裁程序(administrative proceeding)主持审理违法违规案件并制裁当事人。^⑤ 据此,美国证券交易委员会有权对违法的券商举行听证,根据听证结果,美国证券交易委员会有权将某一经纪人或交易商逐出某一全国性证券交易所。此外,美国证券交易委员会还有权监督注册的证券协会和其他经纪人和交易商的登记,有权暂停或撤销某一协会的登记,以及暂停或取消协会会员的资格等;美国证券交易委员会还有权暂停或取消经纪人或交易商的登记,有权禁止某人加入经纪人公司、交易商事务所、注册的证券协会或投资顾问公司,有权禁止某人在投资公司中开展各项业务和履行各种职能等。^⑥

此外,自律监管在证券公司诚信义务落实过程中也能发挥重要作

^④ 任自力:《证券集团诉讼——国际经验 & 中国道路》,法律出版社 2008 年版,序言第 3 页。

^⑤ 洪艳蓉:“美国证券交易委员会行政执法机制研究:‘独立’、‘高效’与‘负责’”,载《比较法研究》2009 年第 1 期。SEC 行政仲裁程序中,对当事人施与行政制裁只适用于在 SEC 注册的当事人(如各类受监管的券商、投资顾问、投资公司)或与在 SEC 注册的证券有关的当事人(如发行人及其股东、高管人员)。

^⑥ <http://www.sec.gov/news/newsroom/howinvestigationswork.html>, 2012 年 8 月 10 日最后访问。

用。这首先是因为自律组织相比政府监管的比较优势,这一优势除了表现为自愿性、专业性、灵活性以外,更是由于对于诚信义务这一介乎法律与道德之间的义务而言,自律管理规则可以伸入法律法规和行政监管无法覆盖的领域。^⑳以交易所为例,由于交易所监管具有专业性强、贴近市场、反应迅速等特点,其价值是行政监管不可替代的。“无论交易所是否采取会员制,无论入场券商是否交易所会员,交易所都可以要求入场券商遵循一定的规则,并制裁违反规则的行为。”^㉑

因此,虽然美国证券欺诈和不诚信现象频发,但由于违法行为能够受到及时处罚,投资者信心并未受到影响。^㉒相比而言,我国虽已建立类似的调查和处罚程序,但由于存在独立性不足、执法权力有限、执法自由裁量权不足等缺陷,^㉓还很少针对证券公司发起调查,未能使得规则落到实处,人们对资本市场的表现诟病颇多。因此,必须在法律层面强化对诚信规范的执法力度,合理定位证券监管机构、交易所等自律组织在监管证券公司履行诚信义务事宜上的各自角色以及分工协作,完善激励约束机制。以交易所为例,一方面,交易所可以对证券公司违反法律法规及自律规则中诚信义务的行为作出处罚;另一方面,交易所通过对证券公司实际市场表现的检验,应有权在证券公司资格审核等方面发表意见,也应有义务配合证券监督管理机关及其派出机构、证券业协会做好对证券公司执业行为的持续监督工作。

总之,我国证券公司诚信义务体系建设,立法要深入研究、细化规则、做好配套,明确市场主体的诚信义务、责任的范围,真正建立被认可、受尊重、可执行的法律规则;同时,须强化执行力,通过证券监督管理机构的执法活动、自律组织的自律约束,使得相关法律法规落到实处,真正起到规范、调整、阻吓及正向激励作用。

^⑳ 参见卢文道:《证券交易所自律管理论》,北京大学出版社2008年版。

^㉑ 方流芳:“证券交易所的法律地位”,载《政法论坛》2007年第1期。

^㉒ 截至2012年9月,道琼斯指数已达13,500多点,几乎恢复至金融危机前的最高点。

^㉓ 洪艳蓉:“美国证券交易委员会行政执法机制研究:‘独立’、‘高效’与‘负责’”,载《比较法研究》2009年第1期。

六、结束语

证券市场不仅与广大投资者权益息息相关,也关乎公共利益,因此,各国均公认应对证券市场予以监管和规制。然而,监管规制并不意味着以业务限制代替市场选择,监管主要的含义是市场秩序、市场规则、市场参与者的规范操作,即规范化治理。放松微观管制、强化充分信息披露,不仅能阻吓和遏制不法行为的发生,更重要的是,能够降低市场对监管机构在业务审批和行政执法过程中潜在担保或背书的预期、提高市场主体风险意识,给市场中的守法者和创新者更为广阔的市场空间,避免出现同质化竞争甚至“劣币驱逐良币”的局面,实现市场的优胜劣汰。

本文通过比较分析美国法中有关券商对客户承担诚信义务的有关规定,认为应结合诚信义务的本质及证券法的宗旨,正确解读、修改和适用我国现行法中证券公司作为并购顾问、承销商、保荐人、经纪商所承担的义务,立法应区分散户客户和机构客户、区分法律关系,细化证券公司对客户承担的诚信义务的内涵;秉承充分发挥金融市场中中介机构能动性、积极性及创造性、合理分担证券市场风险等基本原则,逐步减少证券业务限制及前置行政审批,有针对性地细化相关市场主体权利义务关系,强化证券监督管理机构及自律组织的监督能力、处罚力度、矫正功能,使证券立法真正起到加强对普通投资者保护的作用,促进我国证券市场健康发展。