

# 论证券公司的利益冲突及其内部控制

黄爱学

(北方民族大学 法学院,宁夏 银川 750021)

**摘要:** 在证券交易中,综合性证券公司通常具有承销商、经纪商、顾问商、做市商和自营商的多重角色,从而与投资者存在利益冲突。规制利益冲突的措施首要的是实行自律性的内部控制,包括从业人员的内部控制、自营业务的内部控制、经纪业务的内部控制和顾问业务的内部控制等。由于内部控制主要依赖于微观主体的自觉和自律,因此还需要外部的监督和管理以及相应的法律责任机制来增强控制的有效性。

**关键词:** 证券公司; 利益冲突; 内部控制; 证券监管

**中图分类号:** DF438.7    **文献标识码:** A    **文章编号:** 2095-0098(2018)04-0039-07

随着证券市场的竞争日趋激烈,证券公司的业务也开始向多元化发展,包括自营业务、经纪业务、顾问业务、承销业务、做市业务、资产管理和融资融券业务等。这是因为,在边际收益大于组织成本的情况下,证券公司可以将企业的专业性资源最大化利用,从而实现规模效益。证券公司是证券市场的重要主体,一方面,作为经营者,需要实现自己利益的最大化,另一方面,作为服务机构,也要对投资者尽到投资服务相应的法律义务。这样就基于多重角色形成了与投资者之间利益上的冲突。为此需要加强证券公司经营行为的约束和控制,以充分保护证券投资者的合法权益,促进证券市场的健康发展。从国际自律组织的规范性文件 and 各国立法情况来看,对于证券公司与投资者利益冲突的规制和约束已经形成了较为体系化的规定。随着我国证券市场的进一步发展以及证券公司规模化效应逐步得到强化,经营多种证券业务的证券公司与投资者之间的利益冲突情况也日趋突出,为此需要提升立法层级,并健全规制利益冲突的相关制度。

## 一、利益冲突的原因与表现

“利益冲突”(conflict of interests)及其相关规则是英美衡平法中重要的法律原理。利益冲突的核心是受托人利益与委托人利益之间的冲突。基于这种利益冲突,产生了平衡委托人和受托人之间利益关系的“信义义务”(fiduciary duty)原理。在代理关系、信托关系等法律关系中,基于委托人与受托人之间的信任和信赖,法律通常赋予受托人以信义义务<sup>[1]</sup>。这种义务超出了普通法上关于一般注意义务的要求。例如,负有信义义务的受托人在为委托人提供服务时应充分、及时披露利益冲突的情形。信义义务不允许受托人将委托人置于一个与自己职责或利益相冲突的地位。一般而言,利益冲突的根源有如下几个方面:

第一,施加不当影响。金融机构及其从业人员可能在经济利益的驱使下从事不符合客户最佳利益的交易活动。这些经济诱因可能来自于金融机构之外的市场主体,也可能是要求金融机构给予优惠待遇的客户。

第二,客户信息的滥用。由于金融机构和从业人员可以接触众多客户的私人信息或商业秘密。在经济利益的驱使下,金融机构就有可能利用私密信息来谋取非法利益。

第三,职务上的冲突。金融机构的从业人员可以兼任多种职务,同时从事多种业务活动。例如,由于在各个职能部门任职,因而需要参加不同的报告会以及参与需要保持独立的业务活动等。这些因素的存在既

收稿日期:2018-05-11

作者简介:黄爱学(1969-),男,土家族,湖北建始人,博士,副教授,主要研究方向为证券法、金融法。

可能对相关客户造成损失,也可能使与这些有关的客户利益受到影响。

第四,违背忠实义务。一些金融机构或从业人员将自身利益凌驾于客户利益之上,或者将此客户的利益凌驾于彼客户的利益之上,或者从根本上漠视各方当事人的利益<sup>[2]</sup>。这些冲突原因也同样体现于证券公司与投资者的投资服务关系之中。在这种法律关系中,证券公司接受投资者的委托,以其专业知识和技能为投资者提供投资服务。

证券公司是证券市场上经营证券业务的中介机构(market intermediary)。综合性业务机构现在已经成为资本市场的主要参与者。英国在20世纪80年代的“金融大爆炸”(Big Bang)之后,废除了长久以来对证券商实行的“单一资格制”管理,允许证券商的经纪业务与自营业务交叉,多功能服务证券商亦随之形成。综合性证券公司由于具有多种业务,因而利益冲突较为突出。综合性证券公司的角色具有多样性。作为证券市场的直接参与者,它对市场的运行起着关键的作用。而这也意味着它在经营行为中扮演不同的角色。这些角色主要有以下几种:

一是经纪商身份。作为经纪商,是客户的受托人,执行客户的交易指令,并获取佣金作为报酬。

二是自营商或做市商身份。在这种情况下,证券公司为自己的利益买卖证券,其获取的利益来自于买卖的差价。这种自营商的角色,也就是意味着自己本身就是一个投资者。另外,一些证券公司还充当证券市场的“做市商”(market-maker),从事“做市”(market making)业务,即以自有资金为卖而买和为买而卖的方式连结买卖双方,从而保证和维持证券交易市场的流动性。做市商既是交易市场的组织者,又是以利益最大化为目标的“经济人”。相对于一般市场参与者,做市商明显处于专业地位并具有信息优势,双方交易地位完全不对等、不平衡。

三是顾问商身份。在一些情况下,证券商会对客户提出投资建议。这种建议既可以作为其代为买卖的附属行为,也可以是作为专门业务来进行。共同的是这些建议都会对客户造成很大的影响。

四是承销商身份。在许多情况下,证券公司会作为发行人的承销商,为其向社会公众销售股票。此外,证券公司经过批准还可以从事融资融券业务和资产管理业务等。

不同的身份或角色导致潜在的利益冲突。这是因为,角色不同,所服务的对象也不同,所应承担的法律义务也会不同,在这些不同的义务之间往往会产生一些冲突。而且,利益冲突也不限于委托人和受托人之间。即只要存在交易关系,就可能产生利益冲突。例如,经纪业务面对的是大量的投资者,证券公司可以利用其在经纪业务中的影响力来诱导投资者去购买由其承销的证券,或者故意隐瞒这种承销商的身份。美国安然事件以后,社会公众的注意力或关注焦点开始转向提供投资服务的交易型机构(sell-side)的投资分析,而非以前的投资型机构或买方公司(buy-side)的投资分析。这主要是因为,在存在利益冲突的情况下,投资银行更关注的是尽可能获得更多的承销业务,而不是提供给投资者的分析报告的质量<sup>[3]</sup>。总体而言,存在的利益冲突主要表现在自营业务与经纪业务之间产生的利益冲突、自营业务与顾问业务之间产生的利益冲突、承销业务与经纪业务之间产生的利益冲突、承销业务与顾问业务之间产生的利益冲突以及做市商的角色冲突。在现实中这些冲突就表现为各种违法违规的行为,如推介中的高压销售(boiler rooms)、未授权交易(unauthorized trading)、加价(markup)、过度交易(excessive trading)、违背投资者指令(failure to execute customers' orders)、违反适合性规则(unsuitability)、欺诈性广告行为以及当日交易(day trade)等<sup>[4]</sup>。此外还包括抢先交易(Front Running)等。这些行为在实践中也非常普遍。而且证券公司与投资者之间利益冲突是一种客观现象,所以如何对其进行规制或者控制就显得十分重要了。学者指出,非常明确的是,冲突具有积极意义。当冲突变得不可调和,以至于管理和解决这种冲突的自然机制都不足以应对时,冲突就潜在地具有破坏性,因而也就需要相应的处置措施<sup>[5]</sup>。

## 二、内部控制的法律机制

### (一) 立法演进

一般而言,证券公司利益冲突内部控制是指一系列政策、规则、制度、措施、程序、方法等因素的总和。这

些因素相互配合、互为补充,形成了一个完整的动态运行体系。这些制度主要在于规范和约束证券公司的行为,从而为保护投资者利益建立一种控制机制。随着综合性证券公司业务的发展,国际自律组织和各国都颁布了一系列规范性文件,对于利益冲突的规制已经形成了较为体系化的规定。虽然各国和各地区立法呈现出不同的特点,但对一些制度也互相加以借鉴。从历史上来看,内部控制的相关立法也经历了一个逐步发展和完善的过程。主要表现在如下几个方面:

第一,表现形式的多层次发展。调整证券公司利益冲突的法律规范主要体现为国际法、成文法、判例法、主管机构的规章、国际组织制定的自律规则、自律组织制定的自律规则、证券公司的具体实施措施等。例如,欧盟为了协调成员国关于投资公司利益冲突的规定,1993年颁布了《投资服务指令》,此后又颁布了《禁止市场滥用指令》和《金融工具市场指令》及其实施指令等法律文件。英美法系国家既包括大量的成文法,如美国的《证券法》、《证券交易法》、《反内幕交易和证券欺诈实施法》、《萨班斯-奥克斯利法案》等,也包括一些法院判例。国际证监会组织发布的《证券监管目标和原则》、《国际商业行为准则》和《顾客资产保护》等对交易中的诚实信用原则、公平公正原则以及具体的行为准则作了明确规定。日本的相关立法主要包括2000年颁布的《金融商品销售法》和2006年颁布的《金融商品交易法》,韩国的相关立法主要是《金融投资服务及资本市场法》。

第二,从原则规定到具体规则的发展。例如,欧盟1993年颁布的《投资服务指令》对利益冲突的规定较为原则,缺乏可操作性,而且也只是一些最低限度的要求。该指令第10条要求投资公司在结构和组织方面应减少因利益冲突给客户带来的风险。该指令第11条要求投资公司尽量避免利益冲突,如果能避免,应确保公平对待客户。而欧盟2004年颁布的《金融工具市场指令》及其2006年的实施指令则阐明了投资公司面临的主要冲突类型以及产生这些冲突的情形,并规定了投资公司管理利益冲突所需采取的措施,如禁止对客户进行诱导误导、实行第三方存管制度以及制定具体的行为规则,包括证券公司从事金融商品推介、销售或者提供其它投资服务时应遵循说明义务、适合性规则、最佳执行规则和透明度规则。这些规则是证券公司在为投资者提供服务时所应遵守的具体行为准则,具有明确的指引作用和约束作用。

第三,从消极预防到主动管理的发展。例如,在欧盟《金融工具市场指令》颁布之前,利益冲突的主要监管措施主要依赖于对客户的信息披露。而根据《金融工具市场指令》的规定,单纯的披露信息并不是一种充分的管理利益冲突的方法。该指令要求投资公司应积极主动区分和管理冲突,甚至是潜在冲突,并采取不同的控制措施。如果投资公司预先采取了合理的措施对冲突进行管理,那么投资公司也可以只向客户披露利益冲突的情况。但是,在这种情况下,投资公司须在从事冲突性的活动之前获得客户的同意。此外,《金融工具市场指令》还规定,投资公司必须维持和定期更新内部利益冲突政策,并对公司面临的主要的利益冲突,采取适当的控制措施,并根据要求将利益冲突政策摘要分发给客户。韩国《金融投资服务及资本市场法》也对利益冲突的主动管理作出了明确规定<sup>①</sup>。

第四,适用范围从散户投资者到机构投资者的发展。采取一定的标准对客户进行分类通常是证券公司适用商业行为准则的基本前提。例如,欧盟《金融工具市场指令》将客户分为合格对手方(eligible counterparty)、专业投资者(professional clients)和散户投资者(retail clients)<sup>②</sup>。合格对手方包括投资公司、各类信贷机构、保险公司、各种基金公司和其它金融机构以及其他事业性机构。专业投资者是指机构投资者。合格对手方包括所有的专业投资者,但并不是所有的专业投资者是自动归入合格对手方。其它投资者为非专业性的散户投资者。根据规定,合格对手方和专业投资者不适用指令所规定的商业行为准则。这是因为散户投资

<sup>①</sup> 韩国《金融投资服务及资本市场法》第44条规定,金融投资业者关于在从事经营金融投资业时,为防止金融投资业者和投资者之间,特定投资者和其它投资者之间的利害冲突情况发生,应该掌握、评估利害冲突发生的可能性,依内部控制基准所定的方法和程序进行适当的管理。金融投资业者在掌握、评估发生利害冲突的可能性结果,若判断可能发生利害冲突的可能性时,应将其事实预先告知相关投资者,并将该可能发生利害冲突之可能性以内部控制基准所订的方法和程序处理,将该可能性降低至不会影响保护投资者的水平后,再进行买卖及其它的交易。若判断降低发生利害冲突可能性有困难时,业者则不可以进行买卖及其它的交易。

<sup>②</sup> 中国证监会2017年施行的《证券期货投资者适当性管理办法》第7条规定,“投资者分为普通投资者与专业投资者。普通投资者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面享有特别保护。”

者相对而言处于弱势地位,故应提供高水平的保护。但是,合格对手方和专业投资者也可以选择要求投资公司执行适合性制度。根据中国证监会2017年施行的《证券期货投资者适当性管理办法》第11条的规定,“普通投资者和专业投资者在一定条件下可以互相转化。”例如,符合条件的专业投资者可以书面告知经营机构成为普通投资者,从而适用于投资者适当性制度。

## (二) 基本要素

根据证券交易利益冲突的主要表现和各国立法规定,证券公司的内部控制主要包括四个方面的要素,即从业人员的内部控制、自营业务的内部控制、经纪业务的内部控制和顾问业务的内部控制。这些内部控制机制实际上包含了证券公司的各种法律义务,包括各种积极的作为义务和消极不作为义务以及法律责任制度。具体分析如下:

第一,从业人员的内部控制。相关规则的具体落实和实际效果很大程度上取决于从业人员的理解和执行,因而要加强对其实体和管理,主要包括:其一,业务素质的控制。从业人员的业务素质包括从业资格、专业背景、知识结构、从业经验、管理能力等方面。从业人员应经过专门的业务培训和考试,取得从业资格,这是最基本的条件。另外,中国证监会2017年施行的《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》还对合规负责人的任职条件作了明确规定。其二,道德素质的控制。道德素质是指从业人员所具有的基本道德要求和与其业务有关的高素质要求,包括具备诚信观念、公平公正、勤勉敬业以及善于自律的品质。其三,投资行为的控制。从业人员不得违规从事证券投资或者利用敏感信息谋取不当利益。我国法律明文禁止部分从业人员不得买卖股票等规定的证券。但立法并未对非股票类证券交易作出相应的规定。如果将来立法取消上述投资行为的禁止性规定,而采取限制性规定,那么也应该采取措施防止因取消禁止性规定而产生的市场操纵或内幕交易等违法违规行为。从2015年我国股市的暴涨暴跌来看,市场操纵、内幕交易等现象较为突出,甚至出现跨市操纵的严重情况。

第二,自营业务的内部控制。自营业务是指证券公司利用自有资金以自己的名义开设交易账户从事证券买卖的行为。此时,该证券公司也是证券市场的投资者,需要对其行为加以规制,主要包括:其一,自身风险的控制。根据中国证券业协会2005年发布的《证券公司证券自营业务指引》的规定,证券公司应健全风险敞口和整体损益的监控机制,并根据经营规模和可承受风险的限度进行证券投资。其二,披露身份信息的义务。由于信息的不对称,投资者不仅难以对做市商的身份作出准确判断,而且也无法对因利益冲突造成的损害进行评估。因此,为了增强市场的透明度,更好地保障投资者的利益,身份信息披露就成为做市商的一个基本义务。做市商在向客户销售证券时,应该披露其与该证券有关的承销商和经纪商身份。1970年,美国第二巡回法庭审理的查森斯诉史密斯一案中,明确了做市商的身份披露义务。另外,美国证监会批准了全国证券交易商协会的禁止做市商在客户做出指令前交易的禁令<sup>[6]</sup>。其三,做市商的强制交易义务和客户优先交易的义务。在交易过程中,做市商自行报价或根据其他交易者的要求报价,一旦对方接受这种报价,则做市商必须接受或买或卖的结果。此外,境外证券市场还通常规定,来自非会员的限价订单,优先于证券商的自营业务或者市场会员交易。

第三,经纪业务的内部控制。经纪业务是指证券公司接受投资者的委托为投资者买卖证券的行为。其内部控制主要包括:其一,对投资者开户、客户资产存管、客户授权、清算交割制定一套严密、规范的操作规程或措施,从制度上防范从业人员的各种违规、违法行为。其二,证券公司的自有账户与客户的账户分开管理,如证券账户的分离和资金账户的分离。目前许多国家对于客户的交易结算资金规定了独立存管或第三方存管制度。例如,欧盟2006年的《金融工具市场指令》第16条规定,各成员国应要求投资公司必须保持必要的记录和账户,以区分客户与客户之间的资产,并区别于自有资产。在这种存管模式下,证券公司不再向客户提供交易结算资金存取服务,只承担客户证券交易、股份管理和清算交收等职能。其三,严格根据客户的交易指令进行交易。证券公司应根据客户的交易种类、交易时间、交易价格等进行交易。在投资者全权委托的情况下,禁止诱导客户进行交易或者进行不必要的证券买卖。美国证监会15c1-7规则禁止经纪人为任何授权账户过度交易。如果法律不允许全权委托,那么不得签订全权委托协议。我国立法禁止全权委托。

另外,证券公司执行投资者交易指令时,应降低交易成本,使投资者利益最大化。这就是欧盟、美国、日本等立法中规定的最佳执行规则(best execution rule)。其法理依据主要是代理关系和信托关系中受托人的信义义务(fiduciary duty)<sup>[7]</sup>。

第四,顾问业务的内部控制。顾问业务是指证券公司为投资者提供投资分析、预测或者建议等服务。其内部控制主要包括:其一,证券公司对投资者履行说明义务,如证券公司的有关信息、证券或投资服务的风险特性以及利益冲突等,并以投资者理解为目的。国际证监会组织以及欧盟和日韩等国立法对说明义务的基本内容和具体要求作了相应的规定。而且,日本《金融商品交易法》和韩国《金融投资服务及资本市场法》以成文法的形式规定了违反说明义务的民事赔偿责任。中国证监会2010年颁布的《证券投资顾问业务暂行规定》也对说明义务进行了规定。其二,证券公司应遵守适合性规则(suitability rule)。适合性规则亦称投资者适当性制度,是指证券公司在了解投资者相关信息的基础上,所推介的证券或提供的投资服务应符合投资者的目标需求、教育背景、投资经历、财务状况以及其它抗风险能力。这就是“了解你的客户”和“适合于客户”规则<sup>[8]</sup>。欧盟、日本和韩国立法对适合性规则作了明确规定。我国目前规定的投资者适当制度主要限于中国证监会的规定,尚未上升为法律规定。其三,建立“信息隔离墙”制度(Chinese Wall)。“信息隔离墙”制度是指具有多种业务的金融机构将自己内部可能发生利益冲突的各个职能部门如投行部门、研究部门和咨询部门等隔离开来,以防止敏感信息在这些部门或相关人员之间相互流动<sup>①</sup>。信息隔离制度对于防止内部信息的滥用和保护客户利益具有预防作用。该制度起源于20世纪60年代的美国,后为许多国家所采用。它最初是证券商自己建立的一种制度。最终,美国证监会将其作为一种法律义务适用于所有的证券商。

### 三、实施效果的一般分析

毋庸置疑,内部控制制度的演进伴随着证券市场的发展。在证券市场的早期,证券公司经营的证券业务比较单一,经营规模有限,证券公司与投资者之间的利益冲突表现并不突出。例如,在十九世纪的纽约股票市场,经纪商和客户的关系仅是一种纯粹的代理关系。经纪公司对投资者仅负担法律上的一般注意义务。随着二十世纪后期资本市场的进一步发展,市场竞争日趋激烈,金融业务向多元化发展,利益冲突开始显现。此时,内部控制制度开始成文化,并逐步成为法律。在此,各国立法表现出不同的路径。在欧盟,通过制定指令,对各国的立法进行协调。在美国,主要体现为美国证监会、证券交易商协会颁布的各类公平交易规则以及法院判例。在亚洲,日本和韩国等对欧美的立法加以借鉴并上升为国家成文法。从欧美、日韩的立法来看,关于利益冲突的规定呈现出趋同性,甚至包括我国立法所不具备的一些制度,如最佳执行规则和透明度规则(transparency rule)等。证券市场的实践表明,权利边界和义务责任的配置越是明晰、合理,利益冲突的可控性就越强。事实上,这些制度都具有很强的针对性。例如,美国成文法和判例法确定证券商的受信义务,限制了对投资者的不当劝诱,加大了证券商的法律风险。近年来我国证券机构挪用客户证券和交易结算资金的现象十分严重。为此,我国《证券法》规定了账户分离制度和第三方存管制度。这些制度的实施使得证券市场一些较为突出、典型的损害投资者利益的行为得到遏制。这就为市场参与者提供了可以遵循的行为规则和可以达到的交易预期。然而该制度并不是纯粹的价值观念讨论或一般规范分析,而是主要体现为动态运行和实施效果。内部控制的实施不仅受到价值理念、伦理道德等文化因素的影响,同时还受到交易费用、成本收益等经济因素的影响。利益最大化的需求使得证券公司可能作出不同的制度选择和行为安排。主要表现在如下方面:

第一,趋利本性对证券公司的影响。市场经济是利益经济,它的运作基础是人的趋利性,即追求自身利益或效用最大化。对商事主体证券公司而言,具有追求利益最大化的动力。英国经济学家亚当·斯密在其名著《国富论》中提出了“经济人”假设理论,认为在经济活动中,经济主体所追求的唯一目标是自身经济利

<sup>①</sup> 中国证券业协会2015年发布的《证券公司信息隔离墙制度指引》第2条规定,“信息隔离墙制度,是指证券公司为控制内幕信息及未公开信息(“敏感信息”)的不当流动和使用而采取的一系列管理措施。”

益的最优化。经济主体所有的经济行为都是有意识的和理性的,不存在经验的或随机的决策。因此“经济人”又被称“理性人”或“唯利人”。经济人的理性意味着,看重并努力追求自己的利益是理性的应有之意。也就是说,本能地追求对自己不利的东西,那是非理性的。在竞争激烈的资本市场,证券公司为了实现经营效益,就要获取更多的收益,如佣金、手续费、交易差价等。因此,在证券商为客户提供投资服务时,就有可能采取诱导或误导等方式鼓励投资者进行不必要的证券买卖,从而获取额外利益。作为市场主体,证券公司实现利益最大化符合其经营目标。在经纪业务中,佣金的多少取决于客户证券买卖的交易量和交易频率。二者是影响佣金收入的重要因素。一定时间内交易量越大,交易频率越高,其佣金收入也就越多。这也是经纪公司或其工作人员实施诱导客户过量交易,以至在客户的账户上翻炒证券行为的利益原因所在。这种过度交易在美国被称为操作性、欺诈性或欺骗性的措施或发明。在顾问业务中,证券商对投资者所推荐的证券直接影响到其收益的实现来源。证券公司为追求收益最大化就有可能向客户推荐交易频率高、潜在风险高的证券,而忽视投资者的投资需求和风险承受能力。而且,证券公司与投资者的交易频率越高,证券公司资源的利用率就越高,这样可以降低成本支出。因此,在利益最大化的驱使下,证券公司有可能采取机会主义行为。且在法律责任机制不完善及边际收益大于违法成本的情况下,证券公司的自律效果就会受到影响。

第二,实施成本对证券公司的影响。根据经营要求和内部控制制度的规定,证券公司应建立健全客户服务档案和咨询业务档案。证券公司从事经纪业务时有义务保存委托协议、客户指令、买卖记录、有关客户证券账户和资金账户的明细等。尤其是与客户持有的证券和资金之间相互对应的一致性,并定期进行对账。这些都增加了经营成本。而且,为了保护投资者的利益,欧美、日本等立法规定的最佳执行规则明确要求证券公司接受投资者的委托订单时,必须以对投资者最有利条件进行交易,包括考虑交易价格、执行效率、交易成本、订单执行与交易结算以及选择适合的交易市场等因素。然而该项制度也受到经济学界的批评。依据代理理论和信息原理,经济学家认为该规则不仅是法律上的虚构,难以真正实施,而且也可能影响交易市场的运行效率<sup>[9]</sup>。这是因为,证券公司与投资者只是一种委托代理关系,因此证券公司缺乏追求客户最佳利益的激励因素。而且,由于信息的不对称和专业知识的缺乏,投资者也难以判断证券公司的行为是否符合要求。由于信息搜寻成本和资源管理成本的存在,代理人并不一定会实现被代理人利益的最大化。另外,在从事顾问业务时,证券公司应以书面等形式对所推介的证券特征、风险和收益以及自身资质等向投资者进行必要的告知,并评估、贮存每一个客户的相关信息,甚至是投资者开户阶段就应对数据内容进行管理,以便进行适合性测试。而且,相关数据应不断更新,因为有些信息内容过去适合客户,但在将来可能并不适合。就现有客户而言,证券公司需要花费时间和费用对其进行归类。同时还要对没有提供必要信息的客户进行跟踪了解。另外,证券公司建立内控监督评价机制也需要较大投入。所有这些措施的具体实施会导致证券公司增加运行成本和执行难度。实施成本的增加也就意味着证券公司收益的减少,并直接影响其市场竞争力。作为证券市场的理性人,证券公司的行为会倾向于降低成本。

#### 四、结语

内部控制是实现目的的手段,而不是目的本身。证券公司利益冲突的内部控制目标是保证合法合规经营、防止道德风险、保障客户财产安全、保证交易信息真实、准确、完整,从而维持正常的交易秩序,促进交易市场的健康发展。而且,“内部控制并不是一个事项或一种情形,而是渗透到主体的活动之中的一系列行为。”<sup>[10]</sup>因此,虽然证券公司利益冲突的内部控制表现为各种控制要素,但应通过证券公司及其工作人员将其付诸实施。证券公司利益冲突内部控制是一种自我约束、自我调节和自我监督的机制。其实施效果在很大程度上依赖于微观主体的自觉和自律。但是,证券公司也是证券市场追求经济利益的主体。如前所述,对经营多种业务的证券公司而言,它们始终处于一种利益冲突的境地。一方面,证券公司要为投资者的利益服务,另一方面,也要实现自己利益的最大化。而且,证券公司业务的多元化虽然带来了规模上的效应,但也增加了组织成本和管理难度。在信息不对称的情况下,相对于处于专业地位和垄断地位的证券公司,投资者缺乏应有的识别能力和甄别能力。因此,仅有内在的约束是不够的,还需要外在的控制。这种外部控制就是政

府监管机构以及证券业协会、证券交易所等自律组织的监督和管理。由此,内部控制和外部监管可以起到互为补充的作用。另外,投资者对证券公司民事法律责任的追究也是一种外在的制约因素。在利益冲突情况下,证券公司通常对投资者负有更严格的法律义务,如美国1940《投资顾问法》和判例法确立了证券公司投资者的信义义务(fiduciary duty)。美国2010年颁布的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》第913条(g)款明确规定信义义务适用于证券经纪商和证券交易商。这种义务已经超出了普通法上一般注意义务的要求,是一种较高要求的行为标准,增加了证券公司的违法成本,扩大了投资者的救济补偿。

我国颁布的有关利益冲突的规范性文件主要包括《证券法》和国务院发布的《证券公司监督管理条例》以及中国证监会颁布的《证券公司内部控制指引》《证券公司融资融券业务内部控制指引》《证券投资顾问业务暂行规定》《研究报告发布暂行规定》《证券期货投资者适当性管理办法》《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》等部门规章。此外,还包括中国证券业协会制定的自律规则,如2015年发布的《证券公司信息隔离墙制度指引》等。上述规定是随着我国证券市场的发展,并在借鉴成熟证券市场的相关立法的基础上根据我国证券公司利益冲突的实际情况制定的,具有现实性和针对性。但我国立法起步晚,控制制度的体系化构建和证券公司的内部自律都还存在不足,需要进一步强化,以确保控制的有效性。主要是:

其一,借鉴境外立法经验,形成利益冲突规制的体系化规定。需指出的是,由于我国证券市场的做市商机制还未真正建立起来,因而也就缺乏对做市商利益冲突的系统规定。

其二,明确证券公司的法律义务,包括忠实义务和注意义务的具体规定和清晰界定。在证券公司与投资者存在利益冲突的情况下,应赋予证券公司投资者更严格的法律义务。我国现行的《证券法》只是抽象地规定了证券公司的诚实信用原则,缺乏法律义务的具体规定。

其三,进一步完善证券公司的行为规则。立法上明确说明义务,并将投资者适当制度上升为法律规定。

其四,明确证券公司的民事责任。在内部控制相关规则主要来源于部门规章和自律规则的情形下,责任形式仅限于纪律处分或行政处罚等管理措施,不足以保护投资者的合法权益,借鉴日韩等国立法,规定证券公司违反说明义务造成投资者损失应承担损害赔偿责任。这也是资本市场“自己责任”应有的逻辑<sup>①</sup>。

另外,我国还需要加强证券市场的监管力度,特别是重视自律机构一线监管的作用。尚需指出的是,我国立法虽然禁止从业人员从事股票交易,但并未限制从业人员从事与股票有关的证券交易,如投资于与股票挂钩的证券投资基金份额、股票衍生的金融产品。这无疑具有局限性。因此应对从业人员从事的非股票交易加强必要的管理。

#### 参考文献:

- [1] Frederick Mark Gedicks. Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker - Dealer Liability [J]. Arizona State Law Journal, Summer 2005: 553 - 554.
- [2] J. - P Casey and K. Lannoo, The MiFID and Revolution [M]. Cambridge University Press 2009: 102.
- [3] James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, Securities Regulation: Cases and Materials [M]. Aspen Publishers 2004(4): 1007.
- [4] Alan R. Palmiter. Securities Regulation: Examples and Explanations( third edition) [M]. Aspen Publishers, 2005: 409 - 412.
- [5] Henry J. Brown, Arthur L. Marriott. ADR Principles and Practice( second edition) [M]. Sweet & Maxwell, 1999: 2.
- [6] [美]托马斯·李·哈森. 证券法 [M]. 张学安等译. 北京: 中国政法大学出版社 2003: 407.

(下转第73页)

<sup>①</sup> 学者指出,“自己责任,是指证券投资中必须普遍适用的原则,但实际上,对于一般散户投资者严格适用,对大企业等大户投资者,不承担自己责任,而是他人责任,这样一来,所谓自己责任,完全成了写作纸上的规定那样一种情形。另外,从证券交易法的立场看投资者的自己责任,作为证券公司的义务,为了保护投资者,必须通过严格遵守法律规定,完善自己责任原则的前提。”

## China's Inter-provincial FDI, Financial Market Development and Economic Growth

—Based on the Retest of Spatial Panel Durbin Model

ZHANG Anda

(School of Finance, Nanjing Audit University, Nanjing, Jiangsu 211815, China)

**Abstract:** At the present stage, economic growth has entered a new normal, and FDI has experienced net outflows for the first time. It is of great significance to restudy the relationship between FDI and economic growth and the influence of financial market on the growth effect of FDI economy. Taking into account the obvious differences in China, this paper puts FDI, financial market development and economic growth into the spatial econometric analysis framework, and uses the spatial Durbin model to carry out an empirical study on the interprovincial panel data of China in 1999–2016 years. The results are as follows: (1) there is a significant economic growth effect in China's inter-provincial FDI, and there is also a spatial spillover effect in the eastern and western regions; (2) the development of the financial market can not contribute to the economic growth of the region, and will also deteriorate the economic growth in the adjacent areas; (3) the financial market in the eastern region can strengthen the economic growth effect of FDI, while the financial market in the central and western regions will weaken the economic growth effect of FDI. Therefore, at present, the formulation of China's FDI policy should fully consider the interaction with the domestic financial market and its geographical spillover, focus on regional coordinated development, and improve the efficiency of financial market funds distribution in our country.

**Key words:** foreign direct investment; financial market development; economic growth; spatial Durbin model

(责任编辑:黎芳)

(上接第45页)

- [7] Francis J. Fucciolo. A Broker's Duty of Best Execution in the Nineteenth and Early Twentieth Centuries [J]. *Pace Law Review*, Fall 2005: 155.
- [8] Frederick Mark Gedicks. Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability [J]. *Arizona State Law Journal*, Summer 2005: 548–551.
- [9] J. -P. Casey and K. Lannoo. *The MiFID and Revolution* [M]. Cambridge University Press 2009: 61.
- [10] 财政部会计司. COSO. 内部控制——整合框架 [M]. 大连: 东北财经大学出版社, 2008: 22.
- [11] [日]河本一郎, 大武泰郎著. 证券交易法概论(第四版) [M]. 侯水平译. 法律出版社, 2001: 6–7.

## Discuss on the Interest Conflict and the Internal Control of Securities Company

HUANG Aixue

(School of Law, Beifang University of Nationalities, Yinchuan, Ningxia 750021, China)

**Abstract:** In securities trading, comprehensive securities companies typically have multiple roles of underwriters, brokers, consultants, market makers and dealers; with a conflict of interest against investors. The primary measure to regulate conflicts of interest is to implement internal control of self-discipline, including the internal control of employees, self-business, brokerage business and advisory business. As the internal control mainly relies on the consciousness and self-discipline of microcosmic body, external supervision and management as well as corresponding legal liability mechanism are needed to enhance the effectiveness of control.

**Key words:** securities company; conflict of interest; internal control; supervision of securities

(责任编辑:黎芳)