

## “金融文盲”对证券法的影响<sup>\*</sup>

[美]丽莎·M.费尔富克斯<sup>\*\*</sup> 著

黄凯<sup>\*\*\*</sup> 译 陈晶莹<sup>\*\*\*\*</sup> 校

**摘要:**美国市场的“金融文盲”现象对证券法律制度产生了广泛而深刻的挑战。本文提出,我们会基于两个错误假设而低估“金融文盲”问题。假设之一是我们认为“金融文盲”只会在散户中出现。假设之二是信息披露是提供给机构投资者和中介机构的。然而,众多证据表明,这两个均假设有待商榷。因此,试图以机构投资者的引领来解决“金融文盲”问题并不可行。近20年来监管者尝试减少“金融文盲”的工作效果并不显著,这一问题仍可能长期存在。

**关键词:**金融文盲 投资者教育 信息披露  
中介机构作用

---

\* 原文: Lisa M. Fairfax, *The Securities Law Implications of Financial Illiteracy*, 104 *Virginia Law Review* 1065-1122, 2018. 本文翻译及发表已获得作者及期刊社授权。原文无关键词,为译者添加。

\*\* 法学研究教授,乔治华盛顿大学法学院公司法与治理研究计划创始与执行人,哈佛大学法律博士(J.D.)。

\*\*\* 华东政法大学国际法学院硕士研究生。

\*\*\*\* 华东政法大学教授。

无论不同研究如何定义“金融文盲”,或是评价指标与调查对象存在何种差异,<sup>[1]</sup>近几十年来美国所有有关“金融文盲”问题的调查研究都表明,<sup>[2]</sup>美国大多数民众是“金融文盲”。大多数调查研究中把“懂金融知识”(financial literate)定义为理解利率、风险和债务等基础金融概念的能力。<sup>[3]</sup>另有一些调查研究将“懂金融知识”定义为在作出金融决策时有效运用金融知识的能力,如进行投资选择或预算安排。<sup>[4]</sup>此外,这些研究涵盖了广泛的调查对象,包括老年人、大中学生、女性甚至不同种族和散户。<sup>[5]</sup>尽管定义、标准和调查对象不同,但所有的研究都得出相同的结论:美国的普通民众也包括美国的普通投资者都对基础金融知识缺乏理解,且无法在做金融决策时充分运用金融知识。<sup>[6]</sup>换句话说,美国的普通民众是“金融文盲”。

这一结论将对联邦证券法律制度产生重要影响。首先,证券法律制度建立在所有投资者都具有金融知识的假设之上,遵循前最高法院路易斯·布兰代斯(Louis Brandies)大法官所言,“阳光是最好的消毒

---

[1] 参见下文“一(一)(二)”。

[2] See Marco Angrisani, Arie Kapteyn & Annamaria Lusardi, *The National Financial Capability Study: Empirical Findings from the American Life Panel Survey* 41, 2016; Applied Research & Consulting LLC, *Financial Capability in the United States: Initial Report of Research Findings from the 2009 National Survey* 37-41, 2009.

[3] See, e.g., Angrisani et al., *supra* note 1, at 33-34; Lusardi, et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at ii, 2-3 (将金融知识定义为对个人金融事务的理解能力)。

[4] Letter from David M. Walker, Comptroller Gen. of the U. S., to Chairman and Ranking Minority Member of S. Comm. on Banking, Hous., & Urban Affairs and Chairman and Ranking Minority Member of H. Comm. on Fin. Servs., Nov. 15, 2004 [hereinafter Letter from David M. Walker], in U. S. Gov't Accountability Office, *Highlights of a GAO Forum: The Federal Government's Role in Improving Financial Literacy* 1, 2004 [hereinafter GAO Forum] (将金融知识定义为对目前和未来财务事项进行信息分析和有效行动的能力), Sandra J. Huston, *Measuring Financial Literacy*, 44 *J. Consumer Aff.* 296, 307 & fig. 1, 2010 (将金融知识定义为包括知识和运用能力两方面,对个人金融概念和产品能有能力和信心有效运用金融知识进行理解)。

[5] 参见下文“一(二)”。

[6] *Id.*

剂”,<sup>[7]</sup>为了使信息披露得以被重视,证券法的制定者们抛弃了其他在证券法演变过程中曾依赖的规制模式。我们假设最好的投资者保护方式就是信息充分披露,其可以使投资者作出理性的投资决策。<sup>[8]</sup>在这个意义上,美国证券法律制度的运作与投资者金融知识水平联系密切,因为它假定了投资者有足够的理解被披露的信息并作出理性决策。<sup>[9]</sup>如果大多数美国民众都是“金融文盲”,这个假设就存在缺陷,美国证券法律制度的基础则会发生动摇。其次,很多人认为市场效率取决于有金融知识的投资者,<sup>[10]</sup>在他们看来,证券市场的发展至少在一定程度上依赖于拥有金融能力的投资者主动排除不良投资选择。<sup>[11]</sup>而“金融文盲”则没有能力完成这个任务,所以他们的存在可能使市场更低效。最后,证券市场需要投资者的市场判断力来分辨合法与非法投资,从而帮助调查和打击证券欺诈行为。<sup>[12]</sup>换句话说,证券法的核心假设是投资者有能力保护自己,规范市场和协助打击证券欺诈,但“金融文盲”现象与此背道而驰。总之,“金融文盲”给证券法律系统带来了不小挑战。

---

[7] See Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It* 92, 1914. ; see also Thomas Lee Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulation* § 1:16, at 36 - 37, 7th ed. 2016 (对信息披露的关注应当是毫不犹豫的)。

[8] See J. Robert Brown, Jr., *The Regulation of Corporate Disclosure* § 4.01, 4th ed. 2018 (指出证券法的适用体现对“白兰地”哲学主义的推崇,和国会降低对实质审查的要求); Hazen, *supra* note 7, § 1:16 n. 4, at 37 (指出在国会通过该法案过程中起到重要作用的 Felix Frankfurter, 受到实体规则之上信息披露价值的影响); *id.* § 1.17, at 38 (指出经过激烈讨论,国会否定了只要求实质披露的方法,而采纳系统性的完全披露)。

[9] See *infra* notes 114 - 118 and accompanying text.

[10] See Brown, *supra* note 8, § 4.01 (指出信息披露和市场价格的相关); Hazen, *supra* note 7, § 1:16 nn. 4, 6, at 37; Roger J. Dennis, *Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Recipe for the Total Mix*, 25 *Wm. & Mary L. Rev.* 373, 414, 1984; Jonathan R. Macey, *A Pox on Both Your Houses; Enron, Sarbanes - Oxley and the Debate Concerning the Relative Efficacy of Mandatory Versus Enabling Rules*, 81 *Wash. U. L. Q.* 329, 329, 2003 (指出美国证券法非常依赖对及时完整信息披露的假设,这可以获得准确而高效的证券定价)。

[11] Letter from David M. Walker, in *GAO Forum*, *supra* note 4, at 1.

[12] See Brown, *supra* note 8, § 4.01 (提出理论认为信息披露可以消除内幕信息滥用,并且使欺诈者更难欺骗投资者)。

本文主要聚焦于三个方面:第一,强调持续关注和解决“金融文盲”问题的必要性。毫无疑问,近20年来,立法者和其他市场参与者都意识到这一问题并在寻找解决方案。<sup>[13]</sup>然而,学术界似乎并没有给予足够的关注。第二,本文提出金融文盲给当前证券市场带来了重大、全面和深远的挑战。详言之,立法者和市场参与者长期以来尝试减少“金融文盲”的努力都无显著成效,这一事实表明该问题将长期存在且十分棘手。<sup>[14]</sup>第三,迄今为止,大多数改革方案都企图通过分析投资者行为来处理金融文盲问题,本文在此提出了一个应对金融文盲问题的全新思路。本文认为,我们应当转变我们的视角,既然金融文盲为我们证券法律制度的基础假设带来了挑战,就应当由制度本身来回应这个挑战。为作出回应,我们须改变证券法律制度,以使投资者在投资决策的关键阶段做出理性决策。

本文第一部分基于“金融文盲”的概念和在调查数据中反映的美国“金融文盲”的现状展开。第二部分揭示了“金融文盲”给证券法律制度带来挑战的原因:因为我们错误地认为金融文盲只存在于有限的散户中,所以低估了这个问题的严重性。事实上,“金融文盲”问题存在于所有投资者中,既包括直接投资于证券市场的人,也包括通过机构间接投资的人。第二部分特别强调了许多人或许会认为信息披露只是为成熟投资者和金融机构所做,认为他们不仅能理解复杂的金融信息,也能为普通投资者提供信号帮助其做出合适的投资决策,正是这种想法使我们低估了“金融文盲”问题的严重性,<sup>[15]</sup>第二部分揭示了这个观点的漏洞,进而揭示出:尽管市场投资者比非投资者拥有更多的金融知识(这是数据中未体现的事实),<sup>[16]</sup>但经济系统的相互关联性意味着非投资者依然会影响证券市场。在这个意义上,第二部分在证明“金融文盲”问题影响广泛的同时,也说明了投资者教育(也即当前努力的重点)的欠缺会增加这个问题长期存在的可能性。第三部分分析了“金融文盲”问题可能给证券法原则的实现带来阻碍,如美国证券委员会

---

[13] 参见“二(四)”。

[14] Id.

[15] 参见“二(三)”。

[16] 参见“一(二)”。

(SEC)的任务(或说是联邦证券法律制度的基本要求)是“保护投资者,维护市场的公正、有序和高效,优化资产配置”。<sup>[17]</sup>而“金融文盲”问题可能阻碍 SEC 实现这一使命。

## 一、美国“金融文盲”现象

### (一)“金融文盲”的定义

#### 1. 有关“金融文盲”定义的思考

就如何定义“金融文盲”,学者们分为不同阵营。一些研究从主观认知力角度定义“金融文盲”,认为“金融文盲”是知晓并能够理解基础金融概念的人。<sup>[18]</sup>另一些研究从客观行为分析的角度,认为“金融文盲”是能做出理性金融决策的个人。<sup>[19]</sup>本文主要基于主观角度展开。

本文赞同金融知识和金融决策之间有着解不开的联系。金融知识是一个多层次的概念,包括理解金融基础知识的能力和在具体金融决策中运用这些知识的能力。<sup>[20]</sup>个人无法在不充分理解核心金融概念的前提下做出有效的金融决策。<sup>[21]</sup>调查研究表明我们无法准确得知投资者对金融概念的理解程度,除非测试他们如何有效地运用这些

---

[17] Sec. Exch. Comm'n, *The Role of the SEC*, Investor. gov, <https://www.investor.gov/introduction-investing/basics/role-sec> [ <https://perma.cc/3GMX-GNRZ> ], visited Mar. 14, 2018.

[18] See Lusardi, et al., *A New Measure*, supra note 1, at 2.

[19] See Letter from David M. Walker, in GAO Forum, supra note 4, at 1; see also Huston, supra note 4, at 307 (将理解金融概念和产品的能力定义为金融知识,作者认为这只是金融知识的一部分,另一部分能力为运用这些知识的能力)。

[20] See Lusardi, et al., *A New Measure*, supra note 1, at 2 (指出金融知识让金融决策合理高效); Lusardi, *Financial Literacy*, supra note 1, at 4 (指出将金融行为数据加入金融文盲分析中的重要性)。认识到二者的重要性后,一些研究将两项测试结合。因此,它们将理解能力和运用能力统称为金融能力。See Angrisani, et al., supra note 1, at 12; FINRA Inv'r Educ. Found., *Financial Capability in the United States 2016*, at 3, 2016.

[21] See Angrisani et al., supra note 1, at 12; *Financial Capability in the United States 2016*, supra note 20, at 3.

概念。<sup>[22]</sup> 因此,即使一些研究认为金融知识仅包括主观认识,但考察客观运用金融知识以做出金融决策的行为对探寻这一问题同样重要。<sup>[23]</sup>

本文重点放在主观认识是因为:首先,这种倾向更符合证券法所侧重的分析个人投资者是否有足够能力理解给予他们的信息披露。

其次,这种倾向符合证券法律制度的规范基础,即不考虑投资决策的最终好坏,但要确保所披露的信息足够投资者做合理决策。<sup>[24]</sup>

再次,或许有很多依靠金融行为来推定金融知识的情况不完全可信,这是由于调查通常以行为分析推定投资者的理解能力,并以此定义投资者知识水平。但这样的标准使用是不准确的。例如,研究表明,金融决策的一个关键方面是理解如何管理债务。<sup>[25]</sup> 为了检测这个能力,调查通常着眼行为分析。比如,个人是否在支票账户上透支,是否支付了信用卡最低还款额,使用信用卡透支代替现金或经常性的过度透支信用卡。<sup>[26]</sup> 这些行为使个人承担高额费用,或许是一种对金融行为不负责任的表现。<sup>[27]</sup> 但这类研究并不能判断个人做出这些行为是由于他们不了解后果,还是由于他们没有能力做出客观标准认为理性的金

---

[22] See, e. g., Angrisani et al., supra at 1, at 12; Financial Capability in the United States 2016, supra note 20, at 3.

[23] See, e. g., Angrisani et al., supra at 1, at 12; Financial Capability in the United States 2016, supra note 20, at 3.

[24] See supra note 8.

[25] 一些研究定义金融知识为对目前和未来进行资金筹划的能力,包括:(1)统筹现有金融资源的能力;(2)规划未来的能力;(3)筹划债务和金融产品的能力。See, e. g., Angrisani et al., supra note 1, at 12(指出金融知识包括统筹金融资源、规划未来和管理债务及金融产品的能力); Letter from David M. Walker, in GAO Forum, supra note 4, at 1(指出金融知识包括对未来理智规划的能力,包括不确定事件和长期目标如升学和退休等,以及对金融决策的理解),合理管理债务的能力是金融知识因为它有助于分辨个人是否最佳地运用了他的金融资源获得最大利益或规避金融压力。See Angrisani et al., supra note 1, at 25; Financial Capability in the United States 2016, supra note 20, at 19.

[26] See Financial Capability in the United States 2016, supra note 20, at 7, 21 – 22. 在测试个人是否妥善筹划债务时,研究者也关注个人使用非银借贷的范围,如短期贷款、汽车抵押贷款和典当等。

[27] Id.

融决策。<sup>[28]</sup>在这个意义上,把这些行为当作金融不负责或金融文盲的反映是不合理的。

最后,定义一项金融决策是合理还是不合理包含了价值判断。<sup>[29]</sup>如果个人透支支票账户是为了支付子女学费,这应该被视为一种不合理的金融决策吗?如果这是理性的决策,那就有理由认为用该标准来判断金融文盲是不恰当的。以信息披露为基础的证券法,只要求投资者能够获得符合要求的信息,并不判断投资者最终决策的实质。<sup>[30]</sup>从这个角度说,证券法中规范性的假设跟我们企图考虑投资者个人决策的想法是背道而驰的,所以,我们应当考虑的是投资者作出理性决策的主观能力而不是最终决策本身。

基于上述原因,本文试图从主观认知能力来定义金融知识。但在一定程度上,客观行为因素也应当纳入考虑。这是因为金融知识既包括认知能力也包括运用于客观行为的能力。所幸认知能力和行为能力测试在一定程度上具有重合,两个测试得出了相同的结果。<sup>[31]</sup>

## 2. 主观认知能力测试

在主观认知能力测试中以3个核心概念作为判断:利率、通胀和风险分散。2004年,两位金融知识研究领域的著名学者安娜马瑞·卢萨ardi(Annamaria Lusardi)教授和奥利维亚·米切尔(Olivia Mitchell)教

---

[28] 同样,研究表明提前准备可预见和不可预见的金融事件是做金融决策的重要方面,因此也是金融知识的重要部分,因为它决定了个人能否实现个人金融的稳定和安全。See Angrisani et al., *supra* note 1, at 18. 为测试这一能力,研究检测了一个人能否为退休或子女的大学教育存钱,或是否拥有“备用金(3个月工资)”在1个月内拿出2000美元应对紧急支出。See *id.* at 19; *Financial Capability in the United States 2016*, *supra* note 20, at 13. 但研究并不能区分没有重视这一规划的人和重视但没有足够能力进行的人。

[29] See Lauren E. Willis, *Against Financial – Literacy Education*, 94 *Iowa L. Rev.* 197, 275 – 82, 2008 (讨论了与金融知识教育相关的“消费者过错”心理)。

[30] See *supra* note 8.

[31] See Angrisani et al., *supra* note 1, at 42; *Financial Capability in the United States 2016*, *supra* note 20, at 3.

授,建立了使用以上3个核心概念判断金融知识的第一个模型。<sup>[32]</sup> 2006年,两位教授把模型转变为基于3个核心概念的3个问题。<sup>[33]</sup> 两个问题是多选题,一个问题为判断题。所有的问题都允许答题人表示他们不知道答案。Lusardi和Mitchell相信,这3个问题以及它们代表的3个概念,非常适合用来判断个人的基础金融知识水平。因为这些问题评估了个人是否掌握经济基础概念、基础财务计算的能力以及风险分散的意识。<sup>[34]</sup> 两位教授提出的核心概念和问题在其他众多的相关研究中都用来测试金融知识。<sup>[35]</sup>

研究者们后来找到了新的不同方法来测试这3个核心概念。<sup>[36]</sup> 一些研究仅仅是重复了这3个问题,<sup>[37]</sup> 另一些则增加了2个新问题,<sup>[38]</sup> 又有一些设置了50个问题。<sup>[39]</sup> 甚至两位教授也开始扩充问题的数量了,2006年,卢萨尔迪和两位同事设置了一组范围广泛的问题,来进行对个人在不同情形下理解金融核心概念能力的测试,被称为

---

[32] See Elan, *supra* note 1, at 6 (指出 Lusardi 和 Mitchell 已经对金融知识进行了针对性的研究,并建立了金融知识调查统计的模型); Jere R. Behrman et al., *How Financial Literacy Affects Household Wealth Accumulation*, 102 *Am. Econ. Rev.* 300, 301 (2012) [hereinafter Behrman et al., *Household Wealth Accumulation*] (发现 Lusardi 和 Mitchell 设计的美国健康和退休调查首次检测了三个主要的金融知识概念)。

[33] See Lusardi, *Financial Literacy*, *supra* note 1, at 4.

[34] See Lusardi, *Financial Literacy*, *supra* note 1, at 5.

[35] See Elan, *supra* note 1, at 6; Lusardi et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at 2 n. 1.

[36] See, e. g., Angrisani et al., *supra* note 1, at 34 (设计的调查问题包括分析个人对利率及其来源的理解、利率和债券价格的关系和风险分散的概念); Lusardi et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at 2-3 (设计的问卷聚焦8个领域:收入、消费、储蓄、投资、债务、保险、风险意识和信息获取力); *Financial Capability in the United States 2016*, *supra* note 20, at 28 (问题包括利率、债券价格、担保和风险)。

[37] See Behrman et al., *Financial Literacy*, *supra* note 33, at 9; *Glob. Fin. Literacy Excellence Ctr.*, *supra* note 33 (指出这3个问题已经被20多个国家用于测试金融知识)。

[38] See *Financial Capability in the United States 2016*, *supra* note 20, at 28.

[39] The Jump \$ tart survey 包含了49个给高中生的问题和56个给大学生的问题。See Lewis Mandell, *The Financial Literacy of Young American Adults: Results of the 2008 National Jump \$ tart Coalition Survey of High School Seniors and College Students 10*, 2008. 另一项研究包含12个问题, See Behrman et al., *Household Wealth Accumulation*, *supra* note 32, at 301.



“个人金融指数”(personal finance index)。<sup>[40]</sup> 无论调查中的问题数量如何设置,所有的调查都指向相同的对象——个人理解基础的经济和金融概念的程度。

## (二)美国“金融文盲”的发展历程

无论在诸多调查中如何定义和测试“金融文盲”,最终都一致得出美国投资者们缺乏金融知识的结论。<sup>[41]</sup> 事实上,针对金融知识的实证研究是新近才开始,所以这些实证研究的存在只能追溯到20世纪90年代中期。<sup>[42]</sup> 最初的研究表明美国民众缺乏金融知识,<sup>[43]</sup> 所以在2004年,政府审计局(Government Accounting Office, GAO)十分重视“越来越多的证据表明大量的美国民众缺乏基础的个人经济和金融计划”。<sup>[44]</sup> 这种重视激发了对金融知识问题的研究和关注。经过对这一问题的大量研究和调查,最终所得的结果几乎一致。

2011年,国会图书馆(Library of Congress)联合SEC使用自2006年来发布的公开市场信息对散户的金融知识进行了定量研究。<sup>[45]</sup> 研究报告分析了10个不同的调查,这些调查都基于不特定的普通人,包括妇女、老年人、有色人种和军人等。<sup>[46]</sup> 这份报告获得了与之前一致的结论,即美国投资者缺乏对基础金融概念的理解。<sup>[47]</sup>

---

[40] See Lusardi et al., A New Measure, *supra* note 1, at 2-5.

[41] See Angrisani et al., *supra* note 1, at 35(指出NFC Study发现美国民众缺乏对基础金融概念的理解,这和2009年、2011年的全国金融知识普查结果一致);Elan, *supra* note 1, at 1(认为美国民众缺乏基础金融知识这一结果和之前的调查一致);Letter from David M. Walker, in GAO Forum, *supra* note 4, at 1(发现越来越多证据表明大量美国民众缺少个人财务金融规划)。

[42] See, e. g., Annamaria Lusardi & Olivia S. Mitchell, *Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education*, Bus. Econ., Jan. 2007, at 35,38(讨论了1995年和1998年第一次重视金融知识和投资储蓄的关系);Mandell, *supra* note 39, at 7-10(详述了第一次针对高中生的金融知识调查)。

[43] See Lusardi & Mitchell, *supra* note 42, at 36-39(综述了美国及全世界范围内关于金融知识的实证研究)。

[44] Letter from David M. Walker, in GAO Forum, *supra* note 4, at 1-2(准确找到了AARP和Jump \$ tar调查中的证据)。

[45] Elan, *supra* note 1, at 5.

[46] *Id.* at 6,20.

[47] *Id.* at 5.

国会图书馆之后进行的调查也印证了这个结论。2009年美国金融业监管局(FINRA)进行了它们首次国民金融能力普查(National Financial Capability Study, NFC Study),这是一项全国范围内针对美国民众金融能力的普查。<sup>[48]</sup>这次普查发现美国民众依然缺乏对基本金融知识和金融概念的理解。<sup>[49]</sup>FINRA又持续地在2012年和2015年进行了相同的普查,最后得出和之前相同的结果。<sup>[50]</sup>2015年普查发现“美国民众具有相对低水平的金融知识”。<sup>[51]</sup>调查问卷中包括了五个涵盖基础经济学和金融概念的问题。<sup>[52]</sup>调查结果发现只有14%的受访者同时答对了5个问题,只有37%的受访者答对了4个以上问题。<sup>[53]</sup>这反映出相比之前调查正确率略有下降的趋势。2012年的调查中,39%的受访者答对了4个以上的问题,2009年这一数字是42%。<sup>[54]</sup>因此总体来看,2015年的结果印证了之前FINRA调查中得出的美国投资者缺乏金融知识的结论。<sup>[55]</sup>

另一项2012年的调查选取了具有代表性的样本,同样发现了美国民众缺乏基础金融知识。<sup>[56]</sup>只有18%的受访者同时答对了5个问题,31%的受访者答对了4个问题。<sup>[57]</sup>报告的作者总结认为他们的发现得出了和其他调查研究相同的结论。<sup>[58]</sup>

为了增加调查的深度和广度,卢萨尔迪教授携两位同事拓展了“个人金融指数”,指数包括28个用以测试对基础金融概念理解能力的问题。<sup>[59]</sup>在2016年,这项指数被用来测试被选出的美国成年人样本。

---

[48] See Financial Capability Study 2009, *supra* note 1, at 3.

[49] *Id.* at 37 - 41.

[50] See Financial Capability in the United States 2016, *supra* note 20, at 2 - 3, 28.

[51] *Id.* at 3, 28.

[52] *Id.* at 28.

[53] *Id.*

[54] *Id.*

[55] See Elan, *supra* note 1, at 1.

[56] Angrisani et al., *supra* note 1, at 2, 35.

[57] *Id.* at 34.

[58] *Id.* at 35.

[59] See Lusardi et al., A New Measure, *supra* note 1, at 2.

结果依然和之前的调查相同,美国民众缺乏基础金融知识。<sup>[60]</sup> 调查发现,受访者平均可以答对 49% 的问题。<sup>[61]</sup> 16% 的成年人显示出更高水平的金融能力,能够答对 75% 的问题;20% 的成年人则相对较差,只能答对 25% 或更少的问题。<sup>[62]</sup>

针对年轻群体的调查获得了相同结果。自 1997 年开始,Jump \$ tart Coalition 进行了最广泛的对高中学生的金融能力调查。<sup>[63]</sup> 该调查两年一次,1997 ~ 2008 年共进行了 6 次。<sup>[64]</sup> 1997 年第一次高中生金融知识的平均分是 57.3 分,被界定为“不及格”。<sup>[65]</sup> 调查者希望随着时间的推移平均分能至少达到 60 分获得“及格”。<sup>[66]</sup> 然而,平均分甚至再没有达到过一开始的成绩。之后几次测试的平均分分别是 2000 年的 51.9 分,2002 年的 50.2 分,2004 年的 52.3 分和 2006 年的 52.4 分。<sup>[67]</sup> 甚至在 2008 年分数跌到了最低的 48.3 分。<sup>[68]</sup> 总的来说,高中生的平均成绩是不合格的。<sup>[69]</sup> 此外,在 1997 ~ 1998 年的调查中,只有 10% 的高中学生能答对 4 个问题中的 3 个。<sup>[70]</sup> 调查者认为,这个结果一个更糟糕的方面是它并没有包括那些辍学的适龄学生,而这类学生显然更加缺乏金融知识。<sup>[71]</sup> 这次调查和之后针对年轻人的其他调查得出的结论依然一致。<sup>[72]</sup>

一度让人寄予厚望的面向大学生的调查,却也难逃暗淡的结局。Jump \$ tart Coalition 在 2008 年的调查第一次包括了大学生。本次调查

---

[60] Id. at 3. 该调查主要面向 18 岁以上的成年人,得出结论是美国的个人金融知识是“不足的”。

[61] Id.

[62] Id.

[63] Mandell, *supra* note 39, at 7.

[64] Id. at 7 - 8.

[65] Id. at 8.

[66] Id.

[67] Id. at 5.

[68] Id. at 5, 8.

[69] Id. at 5, 7.

[70] Id.

[71] Id. at 6.

[72] See *Financial Capability in the United States 2016*, *supra* note 20, at 30; Lusardi et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at 7, 11.

得出大学生的平均分数在 62.2 分, 仅仅达到合格要求。<sup>[73]</sup> 研究者认为, 虽然这一分数显示了高等教育对掌握金融知识有一定作用, 但更应该注意到仅有 28% 的美国民众接受过高等教育, 其他缺乏高等教育的人依然在做着金融决策。<sup>[74]</sup> 此外, 尽管高校学生和毕业生比普通人在测试中表现更佳, 他们的分数通常也只略低或略高于金融知识基准线。例如, 2015 年 NFC 调查发现, 受过高等教育的受访者平均回答正确率为 3.9 个问题, 高于所有受访者 3.2 个问题的平均正确率。<sup>[75]</sup> 这个成绩相对较好, 但仍然达不到及格要求。

实证研究也发现了不同性别在金融知识上的差异。个人金融指数调查显示男性的回答正确率为 51%, 女性仅为 48%。<sup>[76]</sup> 20% 的男性能答对 3/4 以上的问题, 但只有 13% 的女性可以做到。<sup>[77]</sup> 同样地, 2015 年 NFC 调查也显示女性平均答对 2.9 个问题, 而男性平均答对 3.5 个问题。<sup>[78]</sup> 虽说二者都没能达到及格线,<sup>[79]</sup> 但这个结果确认了之前的调查中发现的男女间金融能力的差异。<sup>[80]</sup>

调查研究还发现美国民众缺乏对投资中关键因素的判断。就如 2016 年个人金融指数调查中所反映的那样, 受访者只答对了 46% 的与正确做出投资决策相关问题, 这一结果直接导致了测试不及格。<sup>[81]</sup>

综上所述, 这些调查结果都佐证了本文的论点, 大多数投资者都是“金融文盲”。一些调查发现投资者在金融知识的测试上表现优于不从事投资的人。<sup>[82]</sup> 但是, 投资者们的分数也无法及格, 这表明投资者(和其他非投资者一样)不能有效理解和运用基础的金融概念。<sup>[83]</sup> 比如, 调查发现尽管投资者对长期收益相关的金融概念掌握较好, 但在对

[73] Mandell, *supra* note 39, at 5.

[74] *Id.* at 8-9.

[75] See Financial Capability in the United States 2016, *supra* note 20, at 30.

[76] See Lusardi et al., A New Measure, *supra* note 1, at 7.

[77] *Id.* at 8.

[78] See Financial Capability in the United States 2016, *supra* note 20, at 29-30.

[79] *Id.* at 28.

[80] *Id.* at 30.

[81] See Lusardi et al., A New Measure, *supra* note 1, at 5.

[82] See Elan, *supra* note 1, at 6-15.

[83] *Id.* at 5-6.

利息与风险分配的概念的理解上仍然捉襟见肘。<sup>[84]</sup> 国会图书馆的研究中强调,这一系列的研究可以总结出美国投资者缺乏对基础金融概念的理解,是故投资者们难以理解高阶金融概念也就不见怪了。<sup>[85]</sup>

总而言之,这些调查研究表明美国民众缺乏金融知识。这个结论在这么多年的调查中一以贯之,特别是从 19 世纪 90 年代到 2017 年,美国投资者的金融文盲状况始终延续。即使在每年间数据会有小的波动,但都没有造成这一状况的根本改变。相反,唯一可以确定的是:美国民众缺乏金融知识。

### (三) 金融知识的作用

金融知识对短期和长期的个人福利均有影响。<sup>[86]</sup> 人们在一生中需要做出无数的金融决策,包括消费、储蓄、投资、借贷和担保等。<sup>[87]</sup> 这些金融决策不仅影响深远,同时也直接和金融知识有关。<sup>[88]</sup> 研究发现具有金融知识的人通常会采取诸多金融行为来提高个人金融计划的稳定性和安全性,减少金融风险 and 压力。<sup>[89]</sup> 例如,具有金融知识者能够安排他们的当期金融计划,像平衡每个月的收入和支出。<sup>[90]</sup> 他们更容易成功地管理债务,以避免个人资产状况的困难和波动。<sup>[91]</sup> 他们也更擅于规划未来,应对可预见或不可预见的金融风险。<sup>[92]</sup> 这些都表明,具有良好金融知识的人在各种客观情形下都能做出更优的金融行为。<sup>[93]</sup> 相比之下,金融文盲不善于财务规划和金融决策,这将使他们

---

[84] Id. at 11 (引用了对成年投资者的调查)。

[85] Id. at 25.

[86] See Letter from David M. Walker, in GAO Forum, *supra* note 4, at 1 (指出金融知识的缺乏会影响个人经济福利与安全)。

[87] See Lusardi et al., A New Measure, *supra* note 1, at 2.

[88] See Lusardi, Financial Literacy, *supra* note 1, at 2.

[89] See Angrisani et al., *supra* note 1, at 18; Financial Capability in the United States 2016, *supra* note 20, at 19; Hasler et al., *supra* note 83, at 13 (指出金融知识和金融回报呈正相关); Chiara Monticone, How Much Does Wealth Matter in the Acquisition of Financial Literacy?, 44 J. Con. Aff. 403, 404, 2010.

[90] See Angrisani et al., *supra* note 1, at 15.

[91] Id. at 18.

[92] Id.

[93] See Lusardi et al., A New Measure, *supra* note 1, at 16 - 17.

生活质量更差,难以实现诸如购买房产或积蓄退休金等长期目标。<sup>[94]</sup>

金融知识还对个人未来的财务稳健具有影响。金融知识提高了个人储蓄退休金的可能性,这会施加短期和长期的影响。<sup>[95]</sup>而且他们还会在年轻时攒下更多积蓄,避免过早支出退休金。<sup>[96]</sup>所有这些行为增加了个人在退休时拥有足够储蓄的可能性。相比之下,金融文盲难以做到这点。<sup>[97]</sup>正如一项调查中归纳的,“低水平的金融能力让人难以舒适地退休”。<sup>[98]</sup>

最后,金融知识还对宏观经济有着双重影响。由于经济要素的关联性,个人的行为将极大地影响总体经济状况。<sup>[99]</sup>研究发现拥有房产者具有更多的金融知识,并倾向于为自己和下一代规划财富。<sup>[100]</sup>因为他们更喜欢储蓄,他们就能将更多的资产传给下一代。在此情形下,金融知识就成为一个财富差距的决定性因素,因为它区别了规划财富的能力。<sup>[101]</sup>这也可以推出,具有金融知识者可以让下一代不缺乏资源从而具有经济上的能动性,增加了下一代获得更多相关机会的可能性。<sup>[102]</sup>2008年经济危机就是一个典型例子,证明个人金融决策对整体经济环境的影响。<sup>[103]</sup>因此,金融知识对个人和社会都具有深远影响。

---

[94] See Letter from David M. Walker, in GAO Forum, *supra* note 4, at 1.

[95] See Behrman et al., Household Wealth Accumulation, *supra* note 32, at 303.

[96] See Financial Capability in the United States 2016, *supra* note 20, at 15; Lusardi, Financial Literacy, *supra* note 1, at 13 - 14; Lusardi & Mitchell, *supra* note 42, at 39.

[97] See Elan, *supra* note 1, at 26.

[98] *Id.*

[99] See Macey, *supra* note 10, at 329.

[100] See Behrman et al., Household Wealth Accumulation, *supra* note 32, at 303.

[101] *Id.*; Annamaria Lusardi & Olivia S. Mitchell, *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*, 52 J. Econ. Literature 5, 22, 2014 (指出越有金融知识的人越可能进行退休规划,他们也会比不进行规划的人获得更多财富); Annamaria Lusardi, Pierre - Carl Michaud & Olivia S. Mitchell, *Optimal Financial Knowledge and Wealth Inequality* 3 - 4 (体现了金融知识是造成财富不均的主要原因)。

[102] See Andrea Newell, *Closing the Wealth Gap Through Financial Literacy, Fostering Diversity & Purpose at Work*; Angrisani, et al., *supra* note 1, at 18.

[103] See Lusardi, et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at 2, 20.

## 二、证券市场中的投资者金融知识问题

本部分讨论两个问题:一是低水平的金融知识为何会给证券市场带来问题;二是证券法律制度为何会低估金融知识问题涉及的范围。

### (一) 市场中的金融知识问题

#### 1. 金融知识与市场、理性投资选择

我们的证券市场建立在信息公开之上,从而依赖于投资者对所公开信息的理解能力。在之前的《1933年证券法》和《1934年证券交易法》中,联邦证券体制的建立者们明确排除了将信息公开以外的规范作为框架。<sup>[104]</sup>正如托马斯·哈森(Thomas Hazen)教授认为:“联邦证券法的基本原则是,把评估和决策权交给投资者自己,而不是政府事倍功半地提供市场分析。”<sup>[105]</sup>为了避免这样的政府实质判断,立法者秉承的原则是保护投资者的最好方法即提供足够的信息让他们自行判断。<sup>[106]</sup>“这个理论是建立在如果投资者获取到充足和平等的信息披露,就可以获得足够保护的基础上。这是因为充分的信息披露可以让投资者有足够的机会去评估投资与否对其自身的利益影响。”<sup>[107]</sup>这个

---

[104] See Felix Frankfurter, *The Federal Securities Act*; II, *Fortune*, Aug. 1933, at 53 - 54. 在向国会签署1933年证券法生效令的过程中,罗斯福总统声明政府的行为不应该被认为是为证券的可靠性和价值背书,但政府有义务坚持证券销售中充分完整的信息披露。President Franklin D. Roosevelt, *Message to Congress*, March 29, 1933, quoted in S. Rep. No. 73 - 85; see also Hazen, *supra* note 7, § 1. 17; *Federal Securities Act: Hearing on H. R. 4314 Before the H. Comm. on Interstate and Foreign Commerce*, 73d Cong. 53 - 55, 143 - 44, 1933.

[105] Hazen, *supra* note 7, § 1. 17.

[106] See *id.*; Steven M. Davidoff & Claire A. Hill, *Limits of Disclosure*, 36 *Seattle U. L. Rev.* 599, 605, 2013 (信息披露是联邦证券的必要条件); Kenneth B. Firtel, *Plain English: A Reappraisal of the Intended Audience of Disclosure Under the Securities Act of 1933*, 72 *S. Cal. L. Rev.* 851, 858, 1999 (国会希望信息披露能让大多数投资者在充分的信息下做出投资决策); see also Brown, *supra* note 8, § 2. 01 [A] (证券法的核心是投资者在决策时所获得的已披露信息); *id.* § 4. 01 (指出信息披露旨在为投资者提供判断证券价值的基础信息)。

[107] Hazen, *supra* note 7, § 1. 17.

假设使信息披露的价值无比重要,以至于非强制披露的信息也被自愿的详细进行了披露。<sup>[108]</sup>

若投资者缺乏金融知识,“披露就是最好的保护”这一信条就不再适用。正如监管者们所认识到的那样,理解并运用基础金融概念的能力可以使得投资者不需借助监管帮助,就自己作出金融行为。<sup>[109]</sup>然而,调查显示美国民众在关于投资选择等方面的金融知识问题表现不佳。<sup>[110]</sup>信息披露规则应重视“金融文盲”问题,这是因为被披露的内容和被用于做决策的内容并不简单。因此,美国投资者理解复杂的金融术语和概念的困难甚至要比美国民众理解基础金融术语和概念的困难得多。<sup>[111]</sup>

更多的证据表明由于投资者有限的风险认知能力,信息披露存在漏洞。一方面,研究表明对风险的理解和风险评估能力影响个人做出理性投资选择的能力。<sup>[112]</sup>另一方面,研究也发现大多数个人投资者不具备足够的风险理解力。<sup>[113]</sup>总体上,跟风险有关的金融知识是美国投资者回答错误率最高的部分,因而也是金融概念中最难理解的部分。<sup>[114]</sup>2015年NFC调查显示,美国民众只能答对46%的风险相关问题。<sup>[115]</sup>在最近的另一个研究中,个人投资者只答对了39%的与风险有关问题。<sup>[116]</sup>这项指标低于49%的平均正确率。<sup>[117]</sup>这项研究因此取得了跟之前的研究相同的结果,即个人投资者难以理解与风险相关的概

---

[108] See Davidoff & Hill, *supra* note 116, at 608.

[109] See OECD Survey, *supra* note 1, at 19.

[110] See Hasler et al., *supra* note 83, at 12; Lusardi et al., A New Measure, *supra* note 1, at 5.

[111] See Elan, *supra* note 1, at 25 - 26. Lusardi 相信进阶的金融知识对个人做出储蓄和投资的决策十分重要。这些知识需要对债券、股票、养老基金和基础资产价格的进一步了解。See Lusardi, Financial Literacy, *supra* note 1, at 7 - 9. Lusardi 发现高阶知识并不被普遍掌握,即使在受过高教育的群体中。Id. at 10.

[112] See Lusardi et al., A New Measure, *supra* note 1, at 5.

[113] Id. (表现出风险相关领域的个人金融知识作为缺乏)。

[114] See Hasler et al., *supra* note 83, at 12.

[115] Financial Capability in the United States 2016, *supra* note 20, at 28.

[116] See Lusardi et al., A New Measure, *supra* note 1, at 5.

[117] Id.



念。<sup>[118]</sup> 并总结到金融决策包含如此多的风险和不确定性令人担忧。<sup>[119]</sup> 换句话说,投资者不具备足够的金融能力来作出与风险有关的金融决策,但他们依然在作这样的决策。因为我们的证券市场依赖于投资者的自我决策,如果他们的能力不足将给市场带来挑战。

另外,我们的证券市场依靠投资者自行选择投资的金融产品。然而,具备理解和运用基础金融概念的能力,才能确保投资者可以比较各种金融产品和在它们之间作出选择。<sup>[120]</sup> 最为重要的一点是,投资者面临越来越多并且复杂的投资机会。<sup>[121]</sup> 金融知识的缺失使在其中作出选择变得困难,实证的研究也证明了此情况。投资者也正在为自己的投资承担更多责任,<sup>[122]</sup> 过去雇主会为员工设立退休金或受益计划,员工就不必自行进行投资选择。<sup>[123]</sup> 但现在则不同,员工需要自行投资从而增加了自身责任。<sup>[124]</sup> 经验证据无疑确证美国民众在做投资决策、选择投资产品和方式上存在较大困难。<sup>[125]</sup> 这对越来越依赖于投资者自行判断的市场而言,并不是个好兆头。

## 2. 金融知识与市场规范、效率

证券市场至少在某种程度上还取决于通过投资者“选择适当的金融产品和服务”来规范市场。<sup>[126]</sup> 因为市场规范依靠投资者,如果投资

---

[118] Id. at 5-6. 该研究揭示了理解风险包括理解特定情形下的可能结果,造成每种结果的原因以及各种结果出现的可能性。Id. at 6.

[119] Id. at 5.

[120] See OECD Survey, *supra* note 1, at 19.

[121] See Letter from David M. Walker, in GAO Forum, *supra* note 4, at 2; Angrisani et al., *supra* note 1, at 25 (指出投资者需理解和在众多复杂金融产品做出选择); Lusardi et al., A New Measure, *supra* note 1, at 19.

[122] See Letter from David M. Walker, in GAO Forum, *supra* note 4, at 2.

[123] See Angrisani et al., *supra* note 1, at 18 (指出与雇主有关的退休计划已经将决定权转给了投资者)。

[124] Id.

[125] Id. at 22-25.

[126] Letter from David M. Walker, in GAO Forum, *supra* note 4, at 1; see also Brown, *supra* note 8, § 4.01 (论述了信息披露和有效市场价格的联系); Hazen, *supra* note 7, § 1:16 (认为对信息披露的偏爱是因为坚信阳光是最好的消毒剂); Dennis, *supra* note 10, at 414 (讨论了价格分析机构对保证市场效率的积极作用); Macey, *supra* note 10, at 329 (认为“需求端”同样在证券真实有效价格的产生过程中扮演重要角色)。

者不合格,市场规范将难以实现。关于投资者是否有能力(或者更确切地说,缺乏能力)有效选择金融产品或服务的研究,凸显了投资者金融知识对市场规范和效率的重要性,其中市场规范和效率相关。<sup>[127]</sup> 学界曾经讨论过什么样的信息披露才能提高市场效率。<sup>[128]</sup> 但是正如学者指出,联邦证券法“反映了对及时、充分和完整信息披露的深度依赖”,希望以此达成准确和有效的证券价格。<sup>[129]</sup> 金融文盲意味着投资者难以完成这项任务,这增加了市场低效率的可能。

### 3. 金融知识与欺诈

证券市场凭借投资者金融知识来帮助发现和打击欺诈。<sup>[130]</sup> 诚然,我们的证券法律包括了许多反欺诈制度,旨在发现、防止和保护个人账户免受证券和投资欺诈。但我们市场依然希望投资者能在此进程中扮演好自己的角色。<sup>[131]</sup> 因为在通过证券法时,国会力图让信息披露能成为对抗证券欺诈并保护投资者的工具。<sup>[132]</sup> 金融文盲可能使这一目标难以实现。有研究指出投资者缺乏理解金融基础概念和进行理性投资选择的能力,会增加金融欺诈发生的可能。<sup>[133]</sup> 另外,“金融文盲”常常对其金融能力过于自负(如他们总认为自己的错误答案并没有错),这

---

[127] See Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. Fin. 383, 383, 387 - 88, 1970; Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev. 549, 637 - 38, 1984; Jeffrey N. Gordon & Lewis A. Kornhauser, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 N. Y. U. L. Rev. 761, 811 - 12, 1985.

[128] See Allen Ferrell, *Measuring the Effects of Mandated Disclosure*, 1 Berkeley Bus. L. J. 369, 2004 (强调了经验证据表明以信息披露来实现合理价格存在漏洞)。

[129] Macey, *supra* note 10, at 329.

[130] See Angrisani et al., *supra* note 1, at 25.

[131] *Id.*

[132] See Firtel, *supra* note 116, at 856 - 57.

[133] See Annamaria Lusardi, *Financial Literacy and Financial Decision - Making in Older Adults, Generations*; J. Am. Soc'y on Aging (讨论了金融知识和个人被欺诈概率的相关性); S. Duke Han, *Financial Literacy: A Way to Address the Problem of Financial Exploitation?*, *sifma Blog*, Feb. 28, 2017 (提出金融知识可以用以打击欺诈,因为掌握更多金融知识有助于更好地作出金融决策)。But see NASD Investor Education Foundation, *Investor Fraud Study Final Report 5*, May 12, 2006 (揭示了欺诈的受害者其实比未被欺诈者掌握了更多金融知识)。

也增加了金融欺诈发生的可能,并削弱信息公开对投资者的保护。<sup>[134]</sup>还有一点是,技术的进步使这些金融文盲易于被发现,从而诈骗者可以精准打击。<sup>[135]</sup>增强投资者教育或许可以减少这一情形。<sup>[136]</sup>

本小节认为,“金融文盲”给我们以信息披露为基础的证券制度带来了挑战,因为这威胁了让市场健康发展的前提。下文将回应针对这一论点的反对意见,不仅指出这些反对意见自身的漏洞,也说明这些意见造成了我们对金融文盲问题的范围和严重性的低估。低估主要源于3个错误的认识:(1)信息披露并不是真的对我们证券制度如此重要;(2)金融文盲问题只在很少部分人中存在;(3)投资者教育是我们在金融知识问题上唯一能做的努力。

## (二)信息披露还有用吗?

忽视金融知识在证券制度中的重要性,其中一个原因可能是忽略了许多对信息披露有效性以及信息披露的重要性的质疑。简言之,如果信息披露并非确实有效,则金融知识或者对披露信息的错误理解,将不再是一个问题。

信息披露的有效性被从几个方面质疑。例如,有观点认为市场上公开的信息过于庞杂以至于无法被有效消化。<sup>[137]</sup>这些意见批评到,过多的信息披露破坏了其有效性。<sup>[138]</sup>其他的意见认为大多数向市场披

---

[134] See Keith Jacks Gamble et al., *Aging, Financial Literacy, and Fraud 4-5* (Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement, Discussion Paper No. 11/2013-066).

[135] See Letter from David M. Walker, in GAO Forum, *supra* note 4, at 2.

[136] 与之相比,一项调查发现被欺诈者在金融知识调查中取得了比未被欺诈者更高的分数,这表明掌握越多金融知识越容易被欺诈。该调查认为降低金融文盲率无益于避免欺诈发生。See NASD Investor Education Foundation, *supra* note 143.

[137] See Roberta S. Karmel, *Disclosure Reform—The SEC is Riding Off in Two Directions at Once*, 71 Bus. Law. 781, 822-23, 2016 (介绍了针对信息过量的改革); see also Troy A. Paredes, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, 81 Wash. U. L. Q. 417, 441-43, 2003; see also Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 Stan. L. Rev. 1465, 1547, 2007 (详述了信息披露文件的冗长)。

[138] See Omri Ben-Shahar & Carl E. Schneider, *The Failure of Mandated Disclosure*, 159 U. Pa. L. Rev. 647, 687-88, 2011 (指出信息过量造成了获取、整理和分析信息的困难)。

露的信息都太过复杂了。<sup>[139]</sup> 根据一份专家意见稿,“复杂问题不能简单化解释”。<sup>[140]</sup> 还有一些意见认为,即使是成熟的投资者,也难免会忽略披露或难以采取最佳途径来适用这些信息。<sup>[141]</sup>

越来越多的社会心理学和行为经济学文献证实,即使人们理解了披露的信息,他们也可能扭曲、忽视或滥用这些信息。<sup>[142]</sup> 因此这些文献说明了,即使是我们认为能够理解信息披露的成熟投资者,也会在分析和运用这些信息时存在困难。<sup>[143]</sup> 经验证据显示,散户难以参与投票或其他投资决策,造成了投资者难以有效利用已披露的信息。<sup>[144]</sup> 事实上,投资者难以在为他们提供的投资者教育项目中获益,<sup>[145]</sup> 大量错误选择了投资产品的投资者都没有投入足够的时间和资源在所披露给他们的信息上。<sup>[146]</sup> 由此,批评意见质疑将信息披露作为规范市场有效工具的合理性。如果信息披露不是一个市场的重要组成部分,那金融知识问题就不值得如此担忧。

然而,监管部门对信息披露有效性质疑的回应与上述观点背道而

---

[139] See Firtel, *supra* note 116, at 851, 864 (提出意见认为信息披露过于复杂并且普通投资者难以掌握复杂的信息); Erik F. Gerding, *Disclosure 2.0: Can Technology Solve Overload, Complexity, and Other Information Failures?*, 90 Tul. L. Rev. 1143, 1152, 2016; Henry T. C. Hu, *Too Complex to Depict? Innovation, “Pure Information,” and the SEC Disclosure Paradigm*, 90 Tex. L. Rev. 1601, 1602, 2012; Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 2004 U. Ill. L. Rev. 1, 4-6.

[140] Ben - Shahar & Schneider, *supra* note 148, at 713 (解释了使用可理解的方法披露复杂信息的困难)。

[141] *Id.* at 665, 721; Paredes, *supra* note 147, at 484.

[142] See Ben - Shahar & Schneider, *supra* note 148, at 720.

[143] *Id.*

[144] See Jill E. Fisch, *Standing Voting Instructions: Empowering the Excluded Retail Investor*, 102 Minn. L. Rev. 11, 12, 2017.

[145] *Financial Capability in the United States 2016*, *supra* note 20, at 32 (揭示了在 31% 的受访者的中学、大学和工作阶段具有金融教育课程,并且 21% 的人参与过)。

[146] See Ben - Shahar & Schneider, *supra* note 148, at 710 (“即使人们知道他们需要信息,他们也不一定有能力获取”); Willis, *supra* note 29, at 245 - 246.

驰。监管部门力挺了信息披露的重要性,而不是放弃它。<sup>[147]</sup>关于信息过量的问题,监管部门提出了几项改革措施,用于简化和减少披露。<sup>[148]</sup>关于复杂性问题,一些监管者同意由于披露信息天然的复杂性,造成披露难以真正有效,此时制度外因素就是必要的,如加强监管。<sup>[149]</sup>其他一些监管者则试图降低披露信息的复杂性。<sup>[150]</sup>事实上,一些人坚称信息复杂性或许是不透明或有限披露的结果,从而建议将信息披露本身作为对抗复杂性的方式,而不是简单说信息披露无效。<sup>[151]</sup>最后,在投资者对信息披露的重视程度方面,监管者已经在努力提高投资者参与度。<sup>[152]</sup>通过以上措施,监管者力图重申信息披露的重要性,即监管是在强调信息披露而不是放弃它。这样的回应不知可否减少对信息披露有效性的担忧,不过它表明了监管层坚持信息披露的决心。<sup>[153]</sup>所以,金融知识的问题又重获关注。

值得注意的是,尽管针对信息披露有效性的质疑并没有建议我们完全放弃信息披露,相反这些意见和监管者一样,首先是希望重新评估信息披露,从而建立更好的披露机制或更具针对性地使用信息的机制。<sup>[154]</sup>即使是最激进的批评意见也未主张抛弃信息披露,这也侧面反映了该制度在联邦证券法中的重要性。<sup>[155]</sup>

### (三) 投资者都需要信息披露

监管者一贯重视信息披露,他们从未低估金融知识的问题,因为这

---

[147] See Davidoff & Hill, *supra* note 116, at 600 (指出信息披露的缺陷众所周知); Firtel, *supra* note 116, at 851 (指出 SEC 已经关注到实现信息披露的可阅读和可理解); Karmel, *supra* note 147, at 788 (指出尽管信息披露有效性饱受争议,但 SEC 仍然坚持改善信息披露)。

[148] See Karmel, *supra* note 147, at 823 - 25 (分析了 SEC 推动信息披露现代化和简化的努力)。

[149] See Gerding, *supra* note 149, at 1152.

[150] See Karmel, *supra* note 147, at 823 - 25.

[151] See Gerding, *supra* note 149, at 1158.

[152] See Fisch, *supra* note 154, at 30 - 39.

[153] See Davidoff & Hill, *supra* note 116, at 607.

[154] *Id.* at 603 - 04; Paredes, *supra* note 147, at 484.

[155] See Ben - Shahr & Schneider, *supra* note 148, at 745 (认为对强制信息披露的质疑不代表它不能发挥作用)。

个问题通常只发生在散户(个人直接投资于市场的人)身上。将问题归结为主要涉及散户,在两层意义上减少了对金融知识担忧。第一,这种归结表明金融知识问题只限于很小比例的投资者,因为散户占整体投资者比例并不大;第二,这种归结表明几乎所有对金融知识的担忧将不再必要,因为信息披露已经被证明并不是为散户而做。<sup>[156]</sup>

表面上看,这些建议具有重大意义。首先,散户投资者只占很小比例的事实,生成了“金融文盲”问题只限于小部分投资者的印象。如前所述,散户是指直接投资于证券市场的人。<sup>[157]</sup> 个人也可以通过共同基金、养老基金、保险、对冲基金等机构投资进行间接投资。当个人间接投资于市场,机构(相对于个人)才是投资者。这就是说投资所做的关于其对机构的投资是原始金融决策。1950年时,散户直接投资占据证券市场的90%。<sup>[158]</sup> 而如今证券市场被机构投资主导,散户在市场中的比重降低到仅有37%。<sup>[159]</sup> 机构主导投资缓释了金融文盲问题,因为我们的证券法律制度预设这些机构投资者具备金融知识,并因此能够做出合理的投资决定。<sup>[160]</sup> 相比之下,相对少的散户投资使金融文盲问题对市场整体影响不大。

其次,如果信息披露并不为散户而做,他们是否具有金融知识也就

---

[156] See Davidoff & Hill, *supra* note 116, at 600 (解释道:散户并不需要阅读和理解信息披露); Firtel, *supra* note 116, at 864; see also Davidoff & Hill, *supra* note 116, at 628 (认为监管者履职理论上不会受散户能力有限的影响)。

[157] See Lisa M. Fairfax, *Shareholder Democracy: A Primer on Shareholder Activism and Participation* 45, 2011.

[158] *Id.* at 45-46.

[159] *Id.* at 46; see also Bd. of Governors of the Fed. Reserve Sys., *Federal Reserve Statistical Release Z. 1, Financial Accounts of the United States; Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts, Fourth Quarter 2015*, Mar. 10, 2016, at 126 tbl. L. 223 l. 11. 研究也显示美国市场的绝大多数散户都是富人,美国家庭资产具有前10%的投资者持有了大量的证券。See Jared Bernstein, *Yes, Stocks are Up. But 80 Percent of the Value is Held by the Richest 10 Percent*, *Wash. Post*, March 2, 2017; Rob Wile, *The Richest 10% of Americans Now Own 84% of All Stocks*, *Time*, Dec. 19, 2017.

[160] See Cary Martin, *Private Investment Companies in the Wake of the Financial Crisis: Rethinking the Effectiveness of the Sophisticated Investor Exemption*, 37 *Del. J. of Corp. L.* 49, 67-68, 2012 (论述了规则D的历史、合格投资者的概念和SEC对大量的机构投资者符合合格投资者要求的假设)。

无须担忧。不过在披露的目标受众是谁的问题上,还存在较大争论。<sup>[161]</sup> 许多意见认为信息披露不是针对散户,<sup>[162]</sup> 而是针对机构和其他合格投资者。<sup>[163]</sup> 信息披露也会针对中介机构。中介服务机构是指金融专家(无论是机构的中介还是个人的中介),如协助完成交易的经纪人和律师。<sup>[164]</sup> 他们被认为具有高水平的金融素养。<sup>[165]</sup> 虽然他们并不是严格意义上的投资者,但中介收集和分析市场信息,并且公开发布,这成为散户和其他投资者作决策的重要信号。<sup>[166]</sup> 与此相反,一些人认为散户投资者不应该被要求理解信息披露,而是可以搭上这些信号的“便车”。<sup>[167]</sup> 他们“搭便车”的能力似乎使他们的金融知识变得无意义。<sup>[168]</sup> 机构投资者的主导,配合金融中介机构的存在,或许会让人认为金融文盲并不是证券市场的一个重要问题,因为市场不再需要依赖散户的金融知识了。

然而,这种认识并不正确。所谓信息披露不是为散户而做和我们

---

[161] See Firtel, *supra* note 116, at 851.

[162] See Davidoff & Hill, *supra* note 116, at 600 (认为散户并不需要阅读或理解信息披露); Firtel, *supra* note 116, at 864.

[163] See Ben - Shahaar & Schneider, *supra* note 148, at 732 (发现证券信息披露主要提供给成熟的投资者); Davidoff & Hill, *supra* note 116, at 600 (“证券法建立在成熟投资者能够阅读和理解信息披露的假设之上”); Firtel, *supra* note 116, at 864.

[164] See generally William O. Fisher, *Does the Efficient Market Theory Help Us Do Justice in a Time of Madness?*, 54 *Emory L. J.* 843, 854 - 55, 2005 (指出了专业机构对产生有效和准确价格信号的作用); Kenneth Rosen, *Financial Intermediaries as Principals and Agents*, 48 *Wake Forest L. Rev.* 625, 628, 2013; Robert B. Thompson, *Market Makers and Vampire Squid: Regulating Securities Markets After the Financial Meltdown*, 89 *Wash. U. L. Rev.* 323, 331 - 34, 2011 (解释了中介在投资中扮演的角色)。

[165] See Rosen, *supra* note 174, at 628 - 29.

[166] See Dennis, *supra* note 10, at 414; Firtel, *supra* note 116, at 867 - 69; Kathryn Judge, *Intermediary Influence*, 82 *U. Chi. L. Rev.* 573, 590 - 93, 2015; Donald C. Langevoort, *Information Technology and the Structure of Securities Regulation*, 98 *Harv. L. Rev.* 747, 779, 1985 (指出分析师在指引公司和投资者买卖证券中的作用); Rosen, *supra* note 174, at 630.

[167] See Gerding, *supra* note 149, at 1153; Firtel, *supra* note 116, at 867 (指出中介发挥了信息过滤作用)。

[168] See Davidoff & Hill, *supra* note 116, at 628 (指出由于散户投资者并不被认为能理解信息披露,监管者实施监管理论上就不应依赖于这一客观情形)。

不需要担心散户理解信息披露的能力,都将问题过于简单化和模糊化了。为了更好地理解这个问题,本文将构建一个投资群体模型和他们的信息披露需求,来强调信息披露对所有投资者都很重要,并且投资者金融知识影响各水平投资者接受信息披露的有效性。本文特别说明了信息披露的本质和内容对投资者是因人而异的。但本文依然坚持这种信息披露需求的差异并不会改变投资者金融知识对证券市场的重要性。

### 1. 个人直接投资者

相较于机构,散户投资者占据很小比例这一现象值得关注,他们在市场中并无太多存在感。目前,散户投资者大约持有股票市场的37%的股票。<sup>[169]</sup> 这涵盖了数量庞大的个人投资者。此外,各公司之间散户投资的比重不同,有些公司60%的股票都是被散户持有。<sup>[170]</sup> 就像直接投资于市场的机构投资者,散户投资者也会固定地收到证券法规定的信息披露,如招股说明书、年报、季报和委托书等反映公司及其财务状况的文件。虽然散户投资者数量少于机构投资者,散户投资者依然持有可观的市场股份,并且被那些由他们难以理解的数据构成的信息披露视为披露对象。因此,仅凭散户的投资数量多少来忽视金融知识的作用是错误的想法。

更严峻的是,所谓散户可以搭上机构的“便车”从而无须担心金融文盲的观点。散户“搭便车”的能力取决于备受争论的几个前提假设。一是机构和所谓合格的投资者是真正的合格。<sup>[171]</sup> 正如下文“(二)”第3点将会讨论的,这个假设或许过于简单化了。即便如此,我们也需要假设机构在合适的时间做出了正确的投资信号,并且向适当的散户表现出了这个信号。<sup>[172]</sup> 这缺乏证据的支撑。机构投资者对股东投票权一贯的消极行使就首先否定了这个假设。机构投资者数量激增预示着

---

[169] See Bd. of Governors of the Fed. Reserve Sys., *supra* note 169, at 126 tbl. L. 223 l. 11.

[170] See Fairfax, *supra* note 167, at 47.

[171] See Gerding, *supra* note 149, at 1153 (认为对信息披露的担心是多余的,因为成熟投资者可以分析金融产品,而非成熟者可以搭市场价格的“便车”)。

[172] Davidoff & Hill, *supra* note 116, at 622; Thompson, *supra* note 174, at 342.



一种可能,即机构投资者可以在散户和其他市场主体投票时为他们把关。<sup>[173]</sup> 但经验证据显示机构投资者既无动力也无激励扮演这个角色。<sup>[174]</sup> 虽然机构投资者近些年更为活跃了,但经验证据显示许多机构投资者在进行重要投票和投资决策时非常依赖专业顾问。<sup>[175]</sup> 最后,也有一些传闻证据表明机构投资者并没有发挥市场信号功能,或者至少没有按照我们希望的方式发挥作用。<sup>[176]</sup> 那些证据也揭示了很多合格的投资者也会忽视和轻视重要信息披露。<sup>[177]</sup> 本文认为,机构投资者发挥着重要的市场信号功能,但问题是这个功能发挥得不稳定,或并不是按照我们希望的那样稳定。尽管有时候只有一些机构投资者没能履行信号功能,<sup>[178]</sup> 但如果我们认为机构投资者能发出稳定的信号而不担心金融文盲问题,这种不稳定性就会影响这个预设。

散户能依靠其他投资者的理论似乎建立在机构投资者的利益和散户相一致的前提上。这也是一个没有定论的问题。不同股东之间存在区别,有不同的利益和目标,包括不同的投资时间范围。<sup>[179]</sup> 这个事实推翻了投资者利益和目标始终一致的假设,从而推翻了散户投资者可

---

[173] See Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. Rev. 811, 812-813, 1992 (认为大机构们能克服这种消极行使的倾向); Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 Mich. L. Rev. 520, 523-524, 1990.

[174] See Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, supra note 183, at 584, 608.

[175] See Tamara C. Belinfanti, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, 14 Stan. J. L. Bus. & Fin. 384, 394, 398, 2009; Stephen J. Choi, Jill E. Fisch & Marcel Kahan, *Director Elections and the Role of Proxy Advisors*, 82 S. Cal. L. Rev. 649, 657, 2009; James Woolery, *Boards Should Minimize the Role of Proxy Advisors*, Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg., Oct. 31, 2013.

[176] See John C. Coffee, Jr. & Hillary A. Sale, *Redesigning the SEC: Does Treasury Have a Better Idea?*, 95 Va. L. Rev. 707, 711-12, 2009; Davidoff & Hill, supra note 116, at 601 n. 6 (指出一些成熟投资者如果没有充分关注信息披露,就会盲目从众)。

[177] See Davidoff & Hill, supra note 116, at 608-26 (举了一个成熟投资者忽视信息披露中的警示的例子)。

[178] Id. at 601 n. 6 (指出一些机构投资者阅读和理解信息披露,但也有一些并未做到)。

[179] See Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 Stan. L. Rev. 1255, 1283-92, 2008; Iman Anabtawi, *Some Skepticism about Increasing Shareholder Power*, 53 UCLA L. Rev. 561, 579-93, 2006 [hereinafter Anabtawi, *Some Skepticism*].

以预先依靠机构投资者的理论。现有证据表明,在众多关键问题上机构投资者和散户投资者利益并不一致。<sup>[180]</sup> 相比之下,“搭便车”的理论说明散户和机构投资者会采取相同的方法应对披露的信息。

我们可以依靠中介机构解决金融文盲问题的想法也存在不足。这是因为我们高估了中介机构的能力,<sup>[181]</sup> 以及中介机构与投资者间客观存在利益冲突和不一致的激励,导致中介机构不能对投资者尽到勤勉义务。<sup>[182]</sup> 跟成熟的投资者一样,传闻的证据表明中介机构和市场分析师并没有在市场中发挥我们希望的作用,仅仅是在大量重复信息而非分析信息。<sup>[183]</sup>

此外,散户可能也无法依靠中介机构或成熟投资者来完全满足对信息披露的理解需求,原因很简单,散户所进行的市场交易并不会和中介机构完全同步。科技进步使散户投资者可以不再借助机构进行投资,散户可以投资一些不在机构视线内的小公司或产品。散户也可以投资一些中介机构不能充当信号角色的领域,如不公开信息的私募投资。最后,散户陷入不适当或欺诈性的投资时,他们通常面对的是逃避中介机构和监管机构监管的实体。在这种情况下,散户处于非常不利的地位,也因此他们的金融知识非常令人担忧。同时这也是一种散户无法依靠中介机构帮助其理解信息的情形。

最后,即便我们假设成熟的投资者和中介机构能充分地履行信号功能,但投资者的金融知识水平依然决定了这个功能的实现。如金融

---

[180] See Anabtawi, *Some Skepticism*, supra note 189, at 579 – 93; see also Fisch, supra note 154, at 15; Gretchen Morgenson, *Small Investors Support the Boards. But Few of Them Vote*, N. Y. Times, Oct. 6, 2017.

[181] See sources collected at supra note 151.

[182] Brown, supra note 8, § 15.02 (Role of Analysts); John C. Coffee, Jr., *The Political Economy of Dodd – Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated*, 97 Cornell L. Rev. 1019, 1032, 2012; Davidoff & Hill, supra note 116, at 622 (讨论了中介机构引导作用的矛盾和偏离); Gerding, supra note 149, at 1179; Judge, supra note 176, at 595; Thompson, supra note 174, at 342 (指出了可能会扭曲中介功能的引导)。

[183] See Brown, supra note 8, § 15.02 (Role of Analysts); Davidoff & Hill, supra note 116, at 607 n. 26 (指出证券法所依赖的阅读和理解信息披露的投资者并没有那样做)。

知识专家所认为的那样,金融知识是正确理解中介机构信号的基础,<sup>[184]</sup>在做个人投资决策时,来自第三方的投资信号最能高效地使该信号被理解、分析和运用。<sup>[185]</sup>从这个角度出发,中介机构等成熟投资者纵然有重要作用,但却限于散户投资者的金融理解能力,难以有效发挥。<sup>[186]</sup>

显然,完全理解中介机构和其他市场参与者作用的证券监管者们并不认为它们满足了散户对金融知识的需求。监管者仍然致力于加强投资者教育,因为他们认为投资者需要具备自己的能力。监管者也坚持认为信息披露应当能够被包括散户在内的所有投资者理解,并且散户的金融知识是判断是否实现构建以信息披露为基础的证券制度目标的标准。<sup>[187]</sup>综上所述,这些关于散户投资者的事实否定了所有认为散户的金融知识不重要的观点。

## 2. 个人间接投资者

个人通过机构间接投资于市场加剧了金融知识问题的重要性。间接投资者是市场的重要组成部分,数据表明如果我们把个人间接投资(包括共同基金、养老金和保险等)纳入统计,那么个人投资者持有的证券市场总份额接近80%。<sup>[188]</sup>

间接投资者所收到的信息披露和基于此做的投资决策,和散户存在差异。但间接投资者的重要性不如散户,事实上间接投资者并不需要基于传统的信息披露文件进行决策,而是他们先做投资决定之后,基金管理者再根据他们的投资决定来分析相关的披露信息。不过毫无疑问,我们同样希望间接投资者有足够能力理解信息披露和做出重要投资决定。<sup>[189]</sup>类似于证券制度保护直接投资者的方法,证券制度同样通

---

[184] See Lusardi et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at 20.

[185] *Id.* (指出了为确保建议有效性而进行的预先参与十分重要)。

[186] *Id.*

[187] See Firtel, *supra* note 116, at 851, 864.

[188] See Sam Ro, *Here's Who Owns the Stock Market*, *Business Insider*, March 13, 2013.

[189] See Angrisani et al., *supra* note 1, at 18; Lusardi et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at 19.

过信息披露来保护间接投资者、提高市场效率和反欺诈。<sup>[190]</sup> 换句话说,这类信息披露旨在确保间接投资者在选择投资基金时能够自我保护,能够选择适合自己的投资产品,并且能够发现和防止欺诈,如果间接投资者不能胜任这个任务,将会给证券制度和投资产品市场带来问题。

需要注意的是,和散户投资者不同,提供给间接投资者的信息并不一定会被他们自己接收。虽然散户投资者也有能力并且经常得到经纪人和交易商等专业人士建议。但和散户不同,间接投资者通常不会“搭便车”。这些专业人士只是提供建议,间接投资者依然需要理解直接或通过中介间接向他们披露的信息。

间接投资者做投资决策的困难并没有引起足够重视。但研究发现在机构提供的投资产品间进行选择对间接投资者而言是一大挑战。<sup>[191]</sup> 研究还发现,越来越多的间接投资者在缺乏专业建议情况下作出上述决策,这进一步削弱了其作出合理投资决策的能力。<sup>[192]</sup> 间接投资者需要做越来越多的投资决策,这些投资决策也变得更加复杂。再加上广大间接投资者是通过口头方式获取信息,专家认为口头披露减损了投资者理解能力。<sup>[193]</sup>

因此,信息披露在间接投资者上有其特殊性,情况同样严峻。再加上间接投资者的广大基数,这一问题给证券制度带来了广泛的影响。间接投资者难以作出有效投资决策,不仅增加了他们被欺诈的可能性,同时让他们难以选择合适自己的投资产品,从而无法确保间接投资市场的效率。从间接投资者视角来看,金融文盲问题十分严重。

### 3. 机构和“成熟”(sophisticated)投资者

我们的证券制度推定机构和一些知名的投资者是成熟的,并且在很多方面依赖这一假设。但这个推定并不具有任何严格的标准或经验

---

[190] See Angrisani et al., *supra* note 1, at 25; Lusardi et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at 19 (指出个人做出投资产品选择的能力和金融知识有关)。

[191] See Lusardi et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at 19.

[192] See Angrisani et al., *supra* note 1, at 18; Lusardi et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at 19.

[193] See Ben – Shahar & Schneider, *supra* note 148, at 714.

证据。联邦证券法是根据财务状况和机构所管理的资产数量来定义机构和个人是否为成熟投资者。<sup>[194]</sup>也即,成熟投资者并未经过对特定个人任何金融知识或成熟性的检测。<sup>[195]</sup>这就引出了一个问题,我们如何确保这类机构和个人是真正成熟和具有金融知识的?

对机构而言,我们知道存在许多不同的机构投资者。<sup>[196]</sup>经验证据表明,这些机构具有不同的财力和能力,再次说明了机构投资者都是成熟的这一推论值得商榷。<sup>[197]</sup>

针对这一推论的证伪如下。第一,大量传闻证据表明,虽然大多数机构被认为是成熟的,但也有一些并不是;<sup>[198]</sup>第二,专家发现很多机构在信息不充分时做投资决策的事例,<sup>[199]</sup>下文将会详述相关数据。另外,许多机构依靠咨询公司做决策,<sup>[200]</sup>虽然这基于许多原因,但至少其中一个原因就是机构投资者缺乏对披露信息的理解能力。<sup>[201]</sup>金融知识的调查数据进一步证明了这一点,其实机构的成熟度无异于个人投

---

[194] 虽然联邦证券法没有给“成熟”(sophisticated)下定义,但该法使用了“可信的投资者”(accredited investor)来描述成熟。See Martin, *supra* note 170, at 67 - 68. An accredited investor is determined based on status or financial net worth. See *id*; see also 17 C. F. R. § 230.501(a)(1) - (8) (区分了作为可信投资者的不同机构); 17 C. F. R. § 230.501(a)(5) - (6) (用个人净资产或家庭净资产来定义可信投资者,即同一时间投资100万美元或个人收入达到20万美元或家庭收入达到30万美元)。

[195] See Martin, *supra* note 170, at 68.

[196] *Id.* at 69 - 75, 77 - 80 (讨论了共同基金、对冲基金、捐献和养老计划等机构)。

[197] *Id.*

[198] See Schwarcz, *supra* note 149, at 13 - 15 (指出机构的持有人在结构性交易中掌握诸多复杂信息的困难)。

[199] See Jennifer S. Taub, *The Sophisticated Investor and the Global Financial Crisis*, in *Corporate Governance Failures: The Role of Institutional Investors in the Global Financial Crisis* 188, 188 - 92 (James P. Hawley et al. eds. 2011); Martin, *supra* note 170, at 51 - 53; Randolph Thompson, *Mortgage Backed Securities, Wall Street, and the Making of a Global Financial Crisis*, 5 Bus. L. Brief 51, 57, 2008 (指出机构投资者做过大量错误的决策); *id.* at 54 (凸显了机构投资者的具备足够金融能力和常识应对风险的困难); see also Davidoff & Hill, *supra* note 116, at 601 n. 6; John E. Girouard, *The Sophisticated Investor Farce*, *Forbes*, March 24, 2009 (指出定义成熟的方式并不成熟)。

[200] See Belinfanti, *supra* note 185, at 385; Choi et al., *supra* note 185, at 657; Woolery, *supra* note 185, at 1.

[201] See Choi et al., *supra* note 185, at 655 (指出由于缺乏专业人员对需要表决的问题进行研究,机构投资者可能会依靠代理咨询服务)。

资者。总而言之,越来越多证据表明,我们所认为的成熟投资者其实并不成熟,<sup>[202]</sup>或者并不是所有机构都像大家认为的那样成熟。

同样的,我们有理由相信我们关于成熟投资者的推论有漏洞。虽然经验数据显示有部分投资者具有较多金融知识,但依然有大量投资者不能及格,特别是在做出适当投资决策相关题目上表现较差。<sup>[203]</sup>数据也说明了尽管一部分投资者具有较高水平金融知识,但这部分仅占到总投资者数的16%。<sup>[204]</sup>因此可靠数据证明了至少一些我们认为成熟的机构和个人投资者并不成熟。

这一情形令人担忧,因为我们曾推定成熟投资者理解信息披露对整体资本市场规制十分重要。<sup>[205]</sup>证券市场或许已经接受了散户和间接投资者是“金融文盲”,<sup>[206]</sup>但对成熟投资者是“金融文盲”却出乎意料。<sup>[207]</sup>“我们的证券系统建立在重视成熟投资者之上,送达他们的信息披露用以实现这一目标”,<sup>[208]</sup>“金融文盲”数量在成熟投资者和机构中的增加需要引起重视。本文认为,包括机构投资者在内的众多投资者或许确实是成熟的,但不可否认也存在大量不成熟的投资者,最重要的是,我们目前并没有可靠的机制来甄别二者。与之相反,我们推定了一个宽泛的成熟投资者标准,然后基于此来否定对信息披露被理解程度的担忧。

#### 4. 潜在投资者和证券市场以外的常识

就算所有的投资者都掌握证券市场内的金融知识,证券制度依然需要关注市场外的情况。金融危机凸显人们在市场外所做的金融决策同样会影响到证券市场及其效率和功能。<sup>[209]</sup>因此,市场需要关注非投

---

[202] See Angrisani et al., *supra* note 1, at 41 – 42.

[203] *Id.*

[204] See Lusardi et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at 3.

[205] Davidoff & Hill, *supra* note 116, at 601 n. 6.

[206] *See id.* at 627 – 28.

[207] *See id.*

[208] *Id.*

[209] Rosen, *supra* note 174, at 631 (quoting Fin. Crisis Inquiry Comm’n, *The Financial Crisis Inquiry Report: The Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* xvi, 2011) (指出房地产市场的崩溃引发的金融危机)。

投资者的“金融文盲率”。

我们也需要注意到“金融文盲率”阻碍了大量的投资者参与到证券市场中。未参与者因此遭受了不利的后果。经验证据表明被排除在市场外的个人在获取资本、管理债务和日常金融交易上需要付出更多成本。<sup>[210]</sup> 在这个意义上,远离市场转化成了不利的金融地位。<sup>[211]</sup> 在微观层面,这种排除使人们无法更有效地利用资本和有效地积累财富。在宏观层面,这种排除给证券市场带来了负面影响。金融知识的现状意味着相当数量的金融消费者会持续减少,从而导致市场萎缩。健康的市场需要参与者。“金融文盲”的大量存在将难以实现这一目标。缺乏了投资者广泛的参与,证券市场还能健康发展吗?

证券制度还应该关注与金融知识相关的人口结构问题。统计显示女性和有色人种更加缺乏金融知识。<sup>[212]</sup> 随着总体人口趋势的变化,这个模型会给证券市场带来负面影响。正如有学者认为,少数人群在经济上的重要性会随他们人口数的增加而日益重要。<sup>[213]</sup> 我们能维持一个不包含越发壮大的人群的市场吗? 我们能鼓励他们在缺乏金融知识的状态下参与交易吗? 经验证据表明,不同种族和性别间具有明显的收入和财富差距。<sup>[214]</sup> 有观点认为,这种差距是由于,或者至少是原因之一,特定人群缺乏对证券市场的参与,这又反过来循环阻碍了他们掌

---

[210] See Angrisani et al. ,supra note 1 ,at 26.

[211] Id. at 29.

[212] Elan ,supra note 1 ,at 1.

[213] See Hasler et al. ,supra note 83 ,at 1 ,15.

[214] See generally Josh Hoxie, *Blacks and Latinos Will be Broke in a Few Decades*, Fortune, Sept. 19, 2017 (比较了白人、黑人和西班牙人中产家庭的差异); Tracy Jan, *White Families Have Nearly 10 Times the Net Worth of Black Families. And the Gap is Growing*, Wash. Post, Sept. 28, 2017 (发现白人中产家庭的规模10倍于黑人家庭); Niall McCarthy, *Racial Wealth Inequality in the U. S. Is Rampant*, Forbes, Sept. 14, 2017 (提供了一个美国民众种财富分化的信息表); Laura Shin, *The Racial Wealth Gap: Why A Typical White Household Has 16 Times the Wealth of a Black One*, Forbes, Mar. 16, 2015 (讨论了财富和收入何以在种族间分化); Mariko Chang, *Asset Funders Network, Women and Wealth: Insights for Grantmakers* 5 - 6, 2015; Nikki Graf, Anna Brown & Eileen Patten, *The Narrowing, but Persistent Gender Gap in Pay*, Pew Research Center, Apr. 9, 2018.

握金融知识。<sup>[215]</sup> 无论是散户还是间接投资者,都以白人为主。<sup>[216]</sup> 解决“金融文盲”问题能够使证券市场成为消除贫富差距的重要路径。

本节认为,如果我们假设“金融文盲”只存在散户中,就会低估“金融文盲”问题影响的范围。间接投资者的间接所有权结构,再加上投资者无法依赖中介机构以及我们经济行为的相互联系,使金融知识对证券法律制度产生了广泛的影响。

#### (四) 投资者教育及其局限

“金融文盲”问题的长期性和艰巨性,使其在当前改革中重要性凸显。监管者们不仅认识到了这一问题,并且希望通过投资者教育来解决它。<sup>[217]</sup> 早在2004年,GAO就宣称“金融文盲”广泛影响公共政策,并召开了一场旨在讨论如何解决“金融文盲”问题的论坛。<sup>[218]</sup> GAO特别强调了证券市场中金融消费者常识的重要性。“只有当消费者理解金融服务是如何提供、金融产品如何运作和如何选择它们时,金融市场才能健康运行”,<sup>[219]</sup> 监管者曾推行过诸多投资者教育项目和政策。例如,在2003年,国会通过了《公平和准确信用交易法》,也被称为《金融知识与教育促进法》,<sup>[220]</sup> 它建立了金融知识和教育委员会,负责协调联邦政府工作和推进扫除“金融文盲”的国家战略。<sup>[221]</sup> 同样,在2003年,20个不同的联邦机构推出了30多项应对“金融文盲”问题的计划和倡议。<sup>[222]</sup> 这些机构通常会和私主体及地方政府合作。<sup>[223]</sup>

---

[215] See Chang, *supra* note 224, at 10 (发现女性投资股票的人数少于男性); Jan, *supra* note 224 (发现非裔美国民众家庭投资股票的家庭数少于白人家庭,这造成了近几十年来他们巨大的财富差距); Lusardi & Mitchell, *supra* note 111, at 22 (指出许多研究发现具有金融知识的人更可能投资股票); Newell, *supra* note 112 (总结到金融知识的差异会造成财富差距)。

[216] See Tracy Jan, *I in 7 White Families Are Now Millionaires. For Black Families, It's 1 in 50*, Wash. Post, Oct. 3, 2017; Allison Schrager, *What the Stock Market Had to Do with Racial Inequality*, Bloomberg, Jan. 9, 2015.

[217] See Letter from David M. Walker, in GAO Forum, *supra* note 4, at 3.

[218] *Id.* at 1.

[219] *Id.*

[220] Pub. L. No. 108 - 159, title V, 117 Stat. 2003 (codified at 20 U. S. C. § § 9701 - 08).

[221] *Id.*

[222] See Letter from David M. Walker, in GAO Forum, *supra* note 4, at 3.

[223] *Id.*



大多数“金融文盲”问题的研究专家相信,投资者教育是解决“金融文盲”问题最有效的工具。<sup>[224]</sup> 与之相应,研究发现金融知识和受教育水平有关。比如,一项研究发现,受过越多教育的人越容易做出正确金融决策。结果显示,那些高中学历或缺乏投资经验的人相比本科以上学历的人更难做出合理决策。<sup>[225]</sup> 有研究发现了不同教育水平下的不同金融知识水平,学历越高则掌握金融知识越多。<sup>[226]</sup> 另一项研究发现本科学历的受访者能答对62%的金融知识问题,而高中学历仅能答对30%。<sup>[227]</sup> 不过参加投资者教育课程可以掌握金融知识,参加过投资者教育的受访者能够答对55%的问题,相比之下未参加者仅答对47%。<sup>[228]</sup> 其中受过投资者教育的人在重要的金融知识问题上回答得也更出色。<sup>[229]</sup> 秉持这一观点,研究者相信投资者教育是解决“金融文盲”问题的重要方式,并且监管者将所有的改革重心都放在了投资者教育上。<sup>[230]</sup>

然而,依靠投资者教育解决“金融文盲”问题也有许多值得商榷的地方。比如充分证据表明改善金融知识现状需要改变现有基础教育(K-12)体制,将金融知识纳入基础教育。<sup>[231]</sup> 但在基础教育中纳入金融知识教育是一项极具争议的提议。这首先需要就纳入相关课程的必要性达成共识,但这却极有可能招致教育者和相关人士的反对。<sup>[232]</sup> 其

---

[224] See Lusardi et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at 20(研究发现没有包含投资者教育的策略需要增补投资者教育以完善,并且投资者教育是无可替代的)。But see Willis, *supra* note 29, at 201(认为对投资教育有效性的广泛共识是缺乏实证基础而仍存疑问的)。

[225] See Angrisani et al., *supra* note 1, at 16[揭示了高中及以下文凭的人有66%入不敷出,本科及以上的则减低至39%(减少了40%)]。

[226] See Hasler et al., *supra* note 83, at 8.

[227] See Lusardi et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at 13.

[228] *Id.*

[229] *Id.* at 15.

[230] See Willis, *supra* note 29, at 199, 201.

[231] See GAO Forum, *supra* note 4, at “Highlights,” 13(指出调查的参与者们强调学校课程中金融教育的重要性); Lusardi et al., *A New Measure*, *supra* note 1, at 20.

[232] See GAO Forum, *supra* note 4, at 13(指出许多州没有安排金融教育课程,是因为有限的资源和其他课程更为优先)。

次需要安排适合不同教育阶段的学生们的不同课程。<sup>[233]</sup> 最后这也需要意愿、决心和能力来在美国的教育体系内推广这类课程。要想完成这一壮举,训练有素的教育者、合适的课程考评工具和适时的调整都不可或缺。<sup>[234]</sup> 这个计划需较长周期。即使所有障碍都被克服,研究者也相信通过基础教育来改善金融知识水平仍然需要一定的时间。<sup>[235]</sup>

基础教育以外的投资者教育也存在自己的困难。从发布会到网站上的自学材料与互动,监管机构为成年投资者提供了一系列不同的教育计划。<sup>[236]</sup> 监管机构也十分重视公私合作以服务不同投资者。<sup>[237]</sup> 根据这些原则,监管机构坚持用多种方式覆盖不同受众和为不同受众提供定制信息。<sup>[238]</sup> 然而,事实却是投资者教育很难成功深入投资者群体。有研究指出,“许多联邦的非盈利金融业组织编制的金融教育材料难以真正使用于相关人员”。<sup>[239]</sup>

需要强调的是,有研究发现一些投资者并不会在需要的时候主动寻求金融建议。投资者的金融知识水平往往和寻求金融建议的倾向成正比。<sup>[240]</sup> 但即使是掌握较多金融知识的投资者,寻求专业建议也不常见。<sup>[241]</sup> 同样的,人们并不会主动获取投资者教育计划,即使这些课程唾手可得,如雇主为员工提供的教育计划。<sup>[242]</sup>

---

[233] See Elan, *supra* note 1, at 17 (指出定制金融知识教育课程的需要); Lusardi, *Financial Literacy*, *supra* note 1, at 20.

[234] See GAO Forum, *supra* note 4, at 14 (指出课程的调整是必要的,但是对金融知识课程的相关评估却仍然滞后); Willis, *supra* note 29, at 204 - 11 (指出客观存在的制度性漏洞被用于检测金融知识教育的有效性)。

[235] See Lusardi, *Financial Literacy*, *supra* note 1, at 15 - 16.

[236] See Willis, *supra* note 29, at 202 - 203.

[237] See GAO Forum, *supra* note 4, at 6 - 7.

[238] *Id.* at 12; Elan, *supra* note 1, at 17.

[239] GAO Forum, *supra* note 4, at 12.

[240] See Angrisani et al., *supra* note 1, at 40.

[241] *Id.* (指出大多数美国民众并不喜欢寻求专业金融建议)。

[242] See *Financial Capability in the United States 2016*, *supra* note 20, at 32 (发现只有少于1/3的受访者能接触到投资者教育,其中21%参加了,10%没有参加); see also Angrisani et al., *supra* note 1, at 40.

投资者这类行为的一个原因是他们高估了自己的金融知识和能力。<sup>[243]</sup> 数据表明,个人对金融知识的自我认知和现实间存在差异,大多数美国民众在金融知识自我评价时都给了自己高分。比如,60%的美国民众认为他们擅长金融概念和计算。<sup>[244]</sup> 还有72%的美国成年人认为自己金融知识高于平均值。<sup>[245]</sup> 虽然自我认知和答题正确率间存在客观关联,但“自我认知和实际的金融水平间也存在一定脱节”,<sup>[246]</sup> 这种脱节令人担心,因为它可能使投资者在不自知的情况下作出决策。这也解释了人们为什么不在正确的时候寻求金融建议。<sup>[247]</sup>

投资者教育面临的另一个挑战是教育的持续性问题。合格的投资者教育需要满足基本要求和使投资者理解核心金融概念,也需要新产品和金融创新的持续教育。<sup>[248]</sup> 特别是随着金融和投资者群体越来越易变和复杂,并且数不清的金融产品和选择充斥市场。<sup>[249]</sup> 在这样的环境中,不仅让投资跟上市场产品和服务的变化很难,监管者设计跟得上市场变化的教育计划也很难。<sup>[250]</sup> 结果就是金融知识教育在好高骛远。<sup>[251]</sup>

也许最能说明问题是,我们已经进行了投资者教育10年之久,<sup>[252]</sup> 但金融文盲率却未见改善。<sup>[253]</sup> 这个事实说明了用这种方法应对“金融文盲”问题的局限性。

本节认为,信息披露是联邦证券法的基石,也因此投资者能否理解

---

[243] See Angrisani et al., *supra* note 1, at 41 (指出很大一部分美国民众过高估了自己所掌握的金融知识)。

[244] *Id.* at 34.

[245] *Id.* (指出80%的已经规划了房产金融的人相信他们已经进行了金融安排,还有53%的人没有在这样的意识下进行金融筹划,以及65%接受过金融教育和80%未接受过金融教育的人,都认为他们具有高水平金融知识)。

[246] *Id.* at 35.

[247] See Willis, *supra* note 29, at 226 - 53 (强调了金融决策中广泛存在的不同偏好破坏了投资者教育的有效性)。

[248] *Id.* at 212 - 19.

[249] *Id.*

[250] *Id.* at 218 - 19.

[251] *Id.* at 219.

[252] See Letter from David M. Walker, in GAO Forum, *supra* note 4, at 3.

[253] See *infra* Section I. B.

披露的信息事关重大。虽然多方努力改善这一问题,但上文论证了这些努力都是基于未证明的假设。相反,本文强调了“金融文盲”给证券法律体系及信息披露带来的问题。本文认为,虽然我们不能放弃信息披露,但我们需要寻找新的解决方法。为此,第三部分提出了一些初步想法。

### 三、解决“金融文盲”问题的路径

#### (一) 鼓励学术研究

到目前为止,学术界对“金融文盲”问题的关注并不多。笔者检索发现许多相关论文发表已有10年之久。鼓励对金融文盲问题的学术研究将使我们受益,尤其是这将为我们带来更多解决此问题的可行方案。

#### (二) 改善投资者教育

一些评论家认为,我们应当放弃投资者教育,因为投资者教育的结果事与愿违。劳伦·威利(Lauren Willis)教授在文章“Against Financial – Literacy Education”中指出,“投资者教育的有效性缺乏实证支撑”。<sup>[254]</sup> 并列举了许多认为投资者教育和金融知识水平有相关性的研究中存在的方法论及其他缺陷。<sup>[255]</sup> 威利教授还坚持认为“在瞬息万变的金融市场中,投资者教育并不足以应对投资者现实能力和理解复杂金融概念的鸿沟、金融决策的偏见以及教育者和金融服务者在接触投资者时存在的差异”。<sup>[256]</sup>

本文认为,投资者教育面临挑战,但也不应该被放弃。金融专家坚信投资者教育是解决“金融文盲”问题最重要的方法,同时也需要做一些内在改变,特别是在需要继续依赖投资者自助和金融知识的证券制度方面。这些观点值得重视,虽然并没有实证经验表明投资者教育和

---

[254] See Willis, *supra* note 29, at 197.

[255] *Id.* at 205 – 10.

[256] *Id.* at 197.

提高金融文盲水平有关,甚至威利教授认为投资者教育事与愿违。<sup>[257]</sup>但这并不意味着我们应该放弃投资者教育。最后,本文认为不能只关注一种解决之道,投资者教育不是改革的唯一重点。由于“金融文盲”问题的本质和广泛性,我们需要多种应对方法。

我们的确需要将投资者教育拓展到基础教育领域之外,以改变它的性质和方式。例如,研究表明投资者教育应更恰当地关注个人情况,并纳入更好的一对一辅导。<sup>[258]</sup>投资者教育要尽力做到私人定制。<sup>[259]</sup>我们也要考虑激励投资者参加教育的方法,或者提高投资者教育的强制性以确保投资者能在需要时得到教育。

### (三) 改善信息披露

可以认为“金融文盲”问题的存在表明,证券制度不能严重依赖信息披露和投资者常识。但完全放弃信息披露并不现实。此外,任何证券制度都不是完美的,换用其他的披露方法不仅不会缓解对金融知识的担忧,反而可能制造不可预见的后果。因此,本文并不完全否认信息披露。

本文认为,我们应根据金融知识的现实来重构信息披露。毫无疑问,有观点认识和强调了信息披露的缺点和局限。<sup>[260]</sup>例如,有研究提出了对获取到适当信息的担忧和信息不对称的担忧。<sup>[261]</sup>围绕利益冲突(conflict of interest)、规则俘获(regulatory capture)和不当激励(misaligned incentives)的众多讨论认为,它们破坏和阻碍了投资者和

---

[257] Id. at 210 - 11 (指出金融知识教育计划的有效性暂无定论)。

[258] See Hasler et al., supra note 83, at 15; Lusardi & Mitchell, supra note 42, at 43; Lusardi, Financial Literacy, supra note 1, at 20.

[259] See Elan, supra note 1, at 17.

[260] See Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 Duke L. J. 711, 755, 2006.

[261] See Ben - Shahaar & Schneider, supra note 148, at 651; Paula J. Dalley, *The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System*, 34 Fla. St. U. L. Rev. 1089, 1103, 1115, 2007; Davidoff & Hill, supra note 116, at 603; Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 Baylor L. Rev. 139, 147 - 48, 2006.

中介机构间信息影响的评估和信息的完整有效。<sup>[262]</sup> 虽然围绕信息披露有限性的论述很重要,但它无法确保向投资者披露的信息被完全理解。因为这类论述总是聚焦于信息流动、偏见和激励,并不关注如何提高对基础概念的理解。

与“金融文盲”问题更相关的是投资者和中介多大程度上理解信息披露。例如,许多学者认为金融危机表明中介机构在解释信息披露上表现糟糕。<sup>[263]</sup> 金融危机不仅凸显了所谓成熟投资者和中介机构无法理解信息披露的事实,也凸显了“金融文盲”问题及其负面作用。<sup>[264]</sup> 许多改革都将重点放在认识“金融文盲”问题和提高金融知识水平。<sup>[265]</sup> 最终措施广泛集中于提高金融消费者的金融知识(因此并不特别关注投资者和证券市场),<sup>[266]</sup> 这对投资者教育产生了重要影响。<sup>[267]</sup> 但是我们的“金融文盲”现状表明,这一领域还需要做更多工作。

SEC的“简化语言”(plain English)改革同样认识到了投资者理解信息的难度。<sup>[268]</sup> 1998年SEC制定了一项“简化语言”规则,旨在让投资者特别是普通投资者更好理解信息披露。<sup>[269]</sup> 该规则要求去除法律

---

[262] See Macey, *supra* note 10, at 340 – 41, 349 – 50 (说明了规则俘获和利益冲突破坏了中介获取和转达合适信息的能力,并强调了建立一个通过外部监督者来反映真实客观情形的系统的必要性)。

[263] *Id.* at 331.

[264] Gary O. Cohen, *Disclosure Developments Affecting Life Insurance Company Products, Separate Accounts and Underlying Funds*, ST006 ALI – ABA 137, 141 – 42, 2011; M. Todd Henderson, *Self – Regulation for the Mortgage Industry*, 2013 U. Chi. Legal F. 229, 239 – 40, 2013.

[265] See Jeffrey T. Dinwoodie, *Ignorance is Not Bliss: Financial Illiteracy, the Mortgage Market Collapse, and the Global Economic Crisis*, 18 U. Miami Bus. L. Rev. 181, 203 – 205, 2010.

[266] See Christine Daleiden, *Financial Reform for Consumers: An Overview of the DoddFrank Act and the Consumer Protection Bureau*, 15 – APR Haw. B. J. 4, 5 – 7, 2011.

[267] See Kelly Thompson Cochran, *The CFPB at Five Years: Beyond the Numbers*, 21 N. C. Banking Inst. 55, 70 – 71, 2017.

[268] See J. Scott Colesanti, *Demanding Substance or Form? The SEC’s Plain English Handbook as a Basis for Securities Violations*, 18 Fordham J. Corp. & Fin. L. 95, 95, 2012; Firtel, *supra* note 116, at 880.

[269] See Firtel, *supra* note 116, at 879 – 80.

和高科技商业术语,缩短句子和段落。<sup>[270]</sup>但这项尝试并未成功,因为它忽略了问题的本质。问题并不在那些高阶的术语,而是基础的术语和概念。所以目前为止依然缺少关注的是,投资者和一些为他们提供建议的人缺乏基础金融知识,故而不能理解信息。如果能让信息披露真正有效,我们必须对这个角度予以更多关注。

#### (四)关注建议提供者

“金融文盲”问题告诉我们应该重点关注金融建议提供者的角色和责任。学术研究和信息披露一样,只关注了建议者和投资者间的行为联动。<sup>[271]</sup>学术的焦点尤其集中在为间接投资者选择投资产品的机构的角色。<sup>[272]</sup>“金融文盲”数据表明,建议者的重要性不仅是由于投资者缺乏金融知识和其对适格金融中介的需要,还因为投资者选择合适的金融产品时存在现实的困难。<sup>[273]</sup>因此,本文支持加强对建议者的重视。

此外,本文认为,我们对建议者的关注应该分为几个不同方面。第一,投资建议的可获得性。<sup>[274]</sup>“金融文盲”意味着他们需要建议者帮助。所以改革必须提高建议可获得性,现存的所有规则和改革措施须确保不会增加投资者获得建议的成本。

第二,投资建议不能存在利益冲突。<sup>[275]</sup>我们要特别注意确保投资建议的独立和中立。

第三,我们应当评估如何才能让投资者减少对建议的依赖。研究

---

[270] Id. at 879 - 81.

[271] See Will Bunting, *The Trouble with Investment Banking: Cluelessness, Not Greed*, 48 San Diego L. Rev. 993, 995 - 97, 2011; see also Regulation Best Interest, 83 Fed. Reg. 21574, proposed Apr. 18, 2018, (to be codified at 17 C. F. R. pt. 240); Mark Schoeff, Jr., *SEC Advice Rule Raises Bar for Brokers by Putting “Best Interest” on Table*, InvestmentNews, Apr. 19, 2018; John A. Turner, et. al., Pension Policy Center, *Financial Illiteracy Meets Conflicted Advice: The Case of Thrift Savings Plan Rollovers 1 - 2*, May 2015.

[272] See Turner, et al., *supra* note 281, at 1 - 2.

[273] See Elan, *supra* note 1, at 5, 25.

[274] See Ben - Shahar & Schneider, *supra* note 148, at 747 - 48.

[275] Id. at 747.

显示投资者对金融建议的依赖胜过其他信息来源,<sup>[276]</sup>同时投资者会在不适宜的情形下依赖建议者,比如在他们存在利益冲突时。<sup>[277]</sup> 研究进一步发现投资者也会在进行决策时听信其他个人的建议,虽然这些人并没有提供建议的义务。<sup>[278]</sup> 最后,研究发现投资者并不去调查建议者的背景和资质。<sup>[279]</sup> 总而言之,这些研究表明“金融文盲”制造了对金融专业者的依靠。这在当前的金融专业顾问环境下成了问题。投资者面对的建议提供者所承担的义务和扮演的角色各不相同,<sup>[280]</sup>但研究发现投资者难以发现这些不同。<sup>[281]</sup> 目前的改革措施(包括旨在建立统一的受托人信义义务的改革)<sup>[282]</sup> 试图让投资者理解,谁是可以信赖的建议者,谁由于特殊的角色而不具有义务提供建议。<sup>[283]</sup> 但“金融文盲”的数据证明目前的改革还并不足够。我们应当假设投资者缺乏判断力从而只能相信所有建议者,而后设计避免这种绝对依赖的改革方案。“金融文盲”议题建议专业机构信义义务的改革不仅要减少专业机构角色的模糊性,也要认识到投资者对所有专业机构都赋予信赖的现实。<sup>[284]</sup> 因此,无论我们是否纳入一个统一的信义标准,我们都应当认真考虑这种由于“金融文盲”造成的无条件依赖。

[276] Elan, *supra* note 1, at 22.

[277] See Chrissy Celaya, *Conflicts of Interest Can be Buried Deep in Your Investing Choices*, Betterment, June 19, 2017; Daniel Solin, *Investors Should Look Out for Conflicts of Interest*, U. S. News, May 5, 2014. 虽然投资者对专业建议十分满意,但却对建议服务的收费和收费方式存有疑问。See Angela A. Hung et al., RAND Inst. for Civil Justice, *Investor and Industry Perspective on Investment Advisers and Broker – Dealers* xix, 2008. 另有研究显示,收费反映了潜在的利益冲突。

[278] See Hung at al., *supra* note 287, at 113.

[279] See Elan, *supra* note 1, at 22.

[280] See Ryan K. Bakhtiari, Katrina Boice & Jeffrey S. Majors, *The Time for a Uniform Fiduciary Duty Is Now*, 87 St. John's L. Rev. 313, 315 – 16, 2013; Art Gharibian, *Applying a Uniform Fiduciary Standard for Financial Professionals*, L. A. Law., Feb. 2013, at 8; William Nelson, *Broker – Dealer: A Fiduciary by Any Other Name?*, 20 Fordham J. Corp. & Fin. L. 637, 648, 2015.

[281] See Bunting, *supra* note 281, at 1063; Hung at al., *supra* note 287, at xix, 18, 20, 87.

[282] See Gharibian, *supra* note 290, at 8; Nelson, *supra* note 290, at 689 – 90.

[283] See Gharibian, *supra* note 290, at 8; Nelson, *supra* note 290, at 689 – 90.

[284] See Bakhtiari et al., *supra* note 290, at 324 – 25; Gharibian, *supra* note 290, at 8 (指出信义义务标准的统一似乎带来了对信赖推定的否认); Nelson, *supra* note 290, at 689.



第四,我们应当解决投资者拒绝寻求建议的问题。证据证明投资者不相信他们需要建议或主动寻求建议。<sup>[285]</sup> 即使是投资者获得了金融信息和金融建议,他们也通常难以利用这些建议。这意味着我们需要发展和鼓励投资者主动获取建议。

最后,我们必须提高建议的针对性。“金融文盲”研究曾揭示投资者教育和建议被分配在“可教育的”时间点,即建议可以被用于特定决策时,最为有效。<sup>[286]</sup> 也就是说,要使投资者教育和建议有效,则需要将它们使用在针对性的金融决策时。因此我们必须采取措施介入这些决策时点。

建议不是万能的。正如卢萨尔迪和她的同事们认为,投资建议不能回应“金融文盲”的所有问题。<sup>[287]</sup> 她们观察到“让每个人所面对的金融决策都能得到投资建议是不现实的”。<sup>[288]</sup> 即便是现实可行的,或者我们可以增加关键决策时提供的建议,这些行为依然难以解决“金融文盲”问题。这是因为获取有益与适合的建议离不开个人的积极参与。<sup>[289]</sup> 专业金融建议在投资者有能力理解它和契合现实情况的需要时最为有效。<sup>[290]</sup> 投资者的主动参与十分重要,因为我们不能确保所有建议的客观公正。卢萨尔迪和她的同事们认为来自专业机构的额外引导能够改善这一领域的投资者教育。<sup>[291]</sup> 不过鉴于投资者教育的局限性,投资建议值得重视。

#### (五) 金融知识和股东权力行使

另外,“金融文盲”问题要求我们减少投资者所做的关键决策。对那些提倡增加股东权力和作用的人而言,这可能不是好现象。在过去

---

[285] Financial Capability in the United States 2016, *supra* note 20, at 31 – 32; Angrisani et al., *supra* note 1, at 40.

[286] See GAO Forum, *supra* note 4, at 10.

[287] See Lusardi et al., A New Measure, *supra* note 1, at 20.

[288] *Id.*

[289] *Id.*; see also J. Michael Collins, *Financial Advice; A Substitute for Financial Literacy?*, 21 *Fin. Servs. Rev.* 307, 307, 2012.

[290] See Lusardi et al., A New Measure, *supra* note 1, at 20; Lusardi & Mitchell, *supra* note 42, at 43.

[291] See Lusardi et al., A New Measure, *supra* note 1, at 20; Collins, *supra* note 299, at 307.

10年,投资者在高管薪酬、董事选举任命等事项上获得了更大的影响力。<sup>[292]</sup>这一现象的好处已经被广泛讨论。<sup>[293]</sup>“金融文盲”现象可能有碍股东影响力增加,因为投资者缺乏履职能力。

然而,尚不清楚“金融文盲”是否带来股东影响力的减少,至少情况还在变化。事实上为应对股东们日益增强的权力和权威,投资者们确实需要被告知包括金融知识在内的众多事项。但在当前股东积极主动的环境下,“金融文盲”未获关注。股东主动寻求扩权,或许意味着他们被激励去寻求建议和理解在其权力范围内的相关事项。证据表明为了扩权,股东既有专业建议也有激励去进行相关决策。<sup>[294]</sup>需要注意,相关研究表明投资者在做影响公司和市场的决策时往往存在困难。因此,研究可能只涉及了金融知识,未涉及其他问题。股东权力相关的很多事项都不直接和金融概念相关,也不是必须具备金融知识才能决策。<sup>[295]</sup>因此,“金融文盲”问题并不必然阻碍股东权力的扩张。

当然除了以上,还有很多被“金融文盲”影响的领域。本文只是引出了对“金融文盲”如何影响我们对证券法律制度理解的思考,正确认识和处理金融问题对证券法的影响还有待更多的研究。

#### 四、结论

许多研究都表明,美国民众缺乏对基础金融概念的理解且难以在金融决策时充分有效地利用这些知识;美国投资者们也不例外。本文希望引起各界对美国“金融文盲”问题的重视。

---

[292] See Fairfax, *supra* note 167, at 4.

[293] *Id.* at 35 - 43.

[294] See Craig Guillot, *More Boards are Consulting Shareholders about Executive Compensation*, Chief Executive, Aug. 5, 2018; see also *Shareholders vs. Management: Split Decision*, KelloggInsight, Feb. 2, 2011 (指出即使金融知识水平不如职业经理,股东也能够做出有价值的决策)。

[295] See Lisa M. Fairfax, *Making the Corporation Safe for Shareholder Democracy*, 69 Ohio St. L. J. 53, 61 - 78, 2008 (介绍了股东对公司治理的影响,如董事选举、分期分级董事会和多数表决制)。

“金融文盲”给我们的证券制度带来了挑战,因为我们的证券制度完全建立在投资者有能力理解所披露的信息并基于这些信息进行投资决策的前提下。虽然这些挑战并不是没有被发现,但我们错误地低估了它的重要性并误判了本质。本文指出了低估相关问题可能带来的制度漏洞,我们不应当认为“金融文盲”只影响散户投资者,也不能认为散户可以依赖成熟机构投资者和中介机构克服这一问题。更重要的是,本文指出,不能依靠提升机构投资者和中介结构的成熟度来解决“金融文盲”问题。综上所述,本文证伪了诸多造成我们低估金融文盲对证券制度影响的假设,并强调了解决金融文盲问题对联邦证券制度健康运行的重要意义和重视“金融文盲”影响的现实需要。

本文也主张我们应重构作为解决之道的投资者教育,它在过去、现在和可预见的未来都难以给受教育者金融知识水平带来实质性改变;本文在承认投资者教育的意义的同时也指出其局限性。因此,我们也应寻求多元解决之道而不是单一路径。本文主张从不同角度解决“金融文盲”问题,从而使我们能够对证券法律制度进行更现实、更有意义的调整。美国民众中不乏“金融文盲”,是时候认真思考我们以信息披露为基础的证券制度如何应对这一现实了。

(编辑:姜沅伯)