

《证券法》中投资者适当性规则的构建

——兼论资本市场“投资者适当性”的发展

赵晓钧*

摘要:“投资者适当性”作为海外成熟资本市场普遍存在的重要监管规则,通过规制证券经纪商的经营行为,实现保护投资者利益的目的。在美国,源于自律组织规范的“投资者适当性”不仅是监管规则,更是证券经纪商应当承担的主要义务。欧盟、日本以及我国香港也相继在 21 世纪初通过规范性文件确立了投资者适当性并使之成为投资者利益保护的重要工具。以上经验为我国《证券法》修改提供了全新的理念和思路。在系统梳理、分析的基础上,作出构建《证券法》中投资者适当性规则的有益探索。

关键词: 证券法 投资者适当性 适当性义务 适当性评估

近年来,创业板、融资融券及股指期货交易在我国资本市场上相继推出,“投资者适当性”遂引起市场的广泛关注,并成为市场监管及投资者保护的

* 上海证券交易所博士后工作站博士后。

重要制度措施。作为我国资本市场的基本法,《证券法》在全面总结市场经验,分析证券市场在改革发展进程中面临的问题及市场发展所处的阶段的基础上,应当不断进行自我更新与完善以满足市场今后的发展需求。基于此,针对在《证券法》中构建“投资者适当性”规则提出若干思考有助于使其保护投资者的功能“发扬光大”。

一、源起美国的“投资者适当性”从自律到监管规则的渐次演进

“投资者适当性”源起于美国证券投资领域,至今已经与信息披露、防止欺诈一同成为联邦《证券法》中重要的哲学问题。目前,美国证券法领域不同层级的制度规范构成了较为完善、系统的适当性规则体系,证券经纪商应当据此确保其向投资者提供的投资建议与投资者自身的财政状况及投资目标相符合。美国的适当性规则最早发端于自律监管组织(SRO)的道德指引而非联邦《证券法》。^① 至目前,证券行业内主要的自律组织都已经构建起各自的适当性规则。一般认为,全国证券交易商协会(以下简称NASD)为回应1938年的《马洛尼法案》(the Maloney Act of 1938),^②以公平交易条款(the Rules of Fair Practice)^③的形式确立了适当性规则,且其立场自1964年《证券法》修改后未有大的改变。^④ 根据此规则,经纪商应当向投资者推荐或提供适合其的金融产品。为实现该目标,经纪商应搜集与客户有关的信息,“了解其客户”,确保提供适合客户的金融工具或服务。^⑤ 尽管该规则确立之初旨在提出一般的“道德标准”告诫,但不能忽视其为投资者提

① See Lewis D. Lowenfels, Alan R. Bromberg, Suitability in Securities Transactions, 54 *Bus. Law.* 1557, 1998-1999.

② See Act of June 25, 1938, ch. 677, § 1, 52 Stat. 1070 (1938).

③ 在推荐投资者购买,销售或者交换证券时,NASD会员应当基于合理的理由相信,根据投资者披露的关于其持有的其他证券及与财政状况和需求相关的信息,其所做的推荐是适合该投资者的。

④ See NASD, Certificate of Incorporation and By-laws, Rules of Fair Practice, and Code of Procedure for Handling Trade Practice Complaints. 39 (1939).

⑤ See NASD Rule 2310.

供的大量保护。^⑥ NASD 在其规则中罗列出诸多明显“违反公平交易条款”应受到纪律处分的行为,^⑦既包括显然构成“欺诈”的频繁交易、互惠基金份额(mutual fund shares)短期交易,也包括诸如开立虚假账户、违反全权委托账户协议、从事未经投资者认可的交易及滥用投资者财产等。但是,上述行为是否违反适当性规则,NASD 并未给出明确的答复。事实上,市场中也存在尽管尚未构成“欺诈”但违反了传统适当性规则的交易行为,典型的如对投资者构成“高压”的电话推荐。此时,证券经纪商尚未了解投资者的财政状况、所持有的其他证券等信息,便向其推荐具有一定投机性的低价证券(penny stocks),而此电话推荐“不适合”该投资者的可能性极高。

纽约证券交易所(以下简称 NYSE)“了解你的客户”条款通常被看作是其适当性规则的重要内容,^⑧而更为明确地规定在期权合约(Option Rules)中。^⑨事实上,NYSE 在其 1962 年有关销售行为监管及控制的指引中曾规定当投资存在较大失败的风险时,经纪商应建议未寻求投资建议的投资者不要投资该股票。若投资者此时仍坚持投资,那么经纪商得免于执行该交易;对寻求投资建议的投资者,经纪商应在向其推荐投资之前应了解诸如,投资者财政收入及负债情况、投资背景及投资知识、投资者资金来源及其他诸如不动产、保险等主要财产等信息,以帮助投资者确定其投资目标。相关资料均显示,上述指引中并未

^⑥ See Louis Loss, Joel Seligman, *Securities Regulation* 3846-3848 (3d ed. 1993).

^⑦ See NASD, Special Report to NASD Members (Oct. 9, 1964); NASD MANUAL (CCH) ff 2152, at 2051.

^⑧ 第 405 条,“每个会员组织都被要求尽适当勤勉以了解与每位投资者,每项指令,每个现金或者信用交易账户有关的实质性事实。”第 401 条(“公平交易一般规则”),“每名会员,专职会员(aligned member)及成员组织在从事其商业活动时(business affairs),应当一直坚持良好商业行为的原则(the principle of good business practice)”。

^⑨ NYSE Rule 723. Suitability. “No member organization or member or employee of such member organization shall recommend to a customer an opening transaction in any option contract unless the person making the recommendation has a reasonable basis for believing, at the time of making the recommendation, that the customer has such knowledge and experience in financial matters that he may reasonably be expected to be capable of evaluating the risks of the recommended transaction, and is financially able to bear the risks of the recommended position in the option contract. Amendment. October 7, 1982. September 15, 2008 (NYSE-2008-80).”

使用“适当性”的表达,且与 NASD 适当性规则相比较,NYSE 不仅对“适当性”是否仅适用于证券投资推荐的态度较为模糊,还未明确机构投资者是否适用此规则。

在 20 世纪 30 年代以后,证券交易委员会(以下简称 SEC)作为证券监管机构开始在其裁决中对经纪商施加适当性的要求。自此,“适当性”已经脱离证券经纪商遵守的道德规则,而通过 SEC 援引挂牌理论(shingle theory)成为一项关键的义务,并在其裁决中与联邦《证券法》“反欺诈条款”(the antifraud rules)相融合。根据该规则,经纪商在推荐证券投资时,应根据财务状况及投资目标确定该证券适合特定的投资者。^⑩ 遗憾的是,SEC 规则未明确界定“适当性”的概念。^⑪ 此后,根据联邦《证券法》1964 年修改时赋予其监管所有登记经纪商的权限,SEC 发布了 15b10 系列规则,并确立适用于登记证券经纪商的“SECO”(SEC-registered Only)监管框架。在该框架中,证券经纪商承担合理询问投资者个人信息的义务,即所有从事证券销售的经纪商,应在合理询问了投资者的投资目的,财务状况、投资需求及其他信息后,合理确信所做的推荐适合该投资者。

2007 年 7 月,美国成立了最大的非政府证券业自律监管机构——金融业监管局(以下简称 FINRA),监管证券经纪商。FINRA 在 2009 年 5 月提出将适当性和“了解你的客户”义务的内容纳入 2111 综合手册的建议。^⑫ 该建议中的适当性(Rules2111 suitability)在融合先前 NASD2310 规则及 NYSE401(1)规则中适当性规定的基础上,要求证券经纪商应尽勤勉义务以了解其客户(to use due diligence to know their customers),收集诸如投资者年龄、投资经验、投资期限、流动性需求以及风险承受力方面的额外信息,以确定投资者是否适合该投资。^⑬ 此

^⑩ See Hanly v. SEC, 415 F.2d 589, 596-597 (2d Cir. 1969).

^⑪ See Seth C. Anderson, Donald Arthur Winslow, *Defining Suitability*, 81 KY. LJ. 105, 1992; Robert N. Rapp, *Rethinking Risky Investments for that Little Old Lady: A Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations of Stockbrokers*, 24 OHIO N. U. L. REV. 189, 1998.

^⑫ SEC 已经批准了 FINRA 关于将适当性义务及“了解你的客户”纳入 FINRA 综合规则手册(The Consolidated FINRA Rulebook)的提议,并于 2012 年 7 月 9 日生效。

^⑬ See Rule 2090. “Know Your Customer.”

外,经纪商应在销售股票或推荐证券投资策略时对投资者承担以下适当性义务:其一,拥有合理基础的适当性义务(Reasonable - basis suitability),即证券公司必须勤勉尽职以合理确信其所做的推荐至少适合部分投资者。至于何为“合理的努力”,应根据金融产品的复杂性及与证券、投资策略相关风险,投资者对证券或投资策略的熟悉程度而有所差别。其二,针对特定客户的适当性义务(Customer - specific suitability),即证券公司基于对特定投资者投资组合的了解,应能够合理确信其所做的推荐适合某个特定投资者。其三,满足数量标准的适当性义务(Quantitative suitability),即控制投资者账户的经纪商必须有合理的理由确信其在获知投资者的投资组合后仍能确保在特定期间对投资者的投资推荐数量上并非过度(excessive),即投资者未在接受投资推荐后进行不必要的“频繁交易”。^⑭至于机构投资者是否可以援引“适当性”受到保护,FINRA2111(b)规则在继受了NASD 3110(c)(4)条款中机构投资者概念(任何总资产达5千万美元的实体)的基础上规定,豁免经纪商向机构投资者承担适当性义务应当满足以下条件:(1)会员经纪商有合理的理由确信,机构投资者有能力独立分析全局性或者特定投资策略的风险;(2)机构投资者此时正在对经纪商提供的投资推荐实施独立的评估、判断;(3)机构投资者明确表示其正在就评估投资推荐作出独立判断。

综上,尽管美国的投资者适当性规则未明确界定“投资者适当性”的含义,但是规制证券经纪商市场行为,构建起其销售金融产品及推荐投资行为的规范,以保护投资者利益的适当性规则体系仍然成为美国资本市场投资者保护机制的“一朵奇葩”。根据该规则,证券经纪商不仅在未全面考虑个别自然人投资者财政状况的差异而推荐相同投资的做法显然不妥当,还在向投资者推荐购买股价大幅波动的证券或鲜为人知的公司发行的股票时违反了适当性规则的规定,投资者可基于过失(negligence)、违约(breach of contract)等诉由提起诉讼,寻求赔偿,请求权包括《证券交易法》第10节b、10b-5规则,以及反欺诈条款

^⑭ 判断是否构成频繁交易可参考周转率(turnover rate)、成本的股权比例(cost - equity ratio)及使用和交易(use of in - and - out trading)等因素。

(the Anti - Fraud provision)。

二、新世纪投资者适当性在欧亚主要资本市场的广泛适用

全球金融业在 21 世纪初的十几年间经历了从体制到监管的深刻变革。为在日趋激励的竞争中取胜,金融机构加快了金融产品创新的步伐。欧洲及亚洲各国和各地区也相继采取措施加强并完善包括投资者适当性规则在内的金融监管理念及制度建设,以有效地防范和化解随之而来的金融风险,尤其是在 2007 年席卷全球的金融危机爆发之后。

(一) 欧盟《金融工具市场指令》中的“投资者适当性”

在欧盟,“投资者适当性”已经发展成为资本市场上的一项重要监管规则,并集中体现在《金融工具市场指令》(以下简称 MiFID)及其执行指令(2006/73/EC)中。MiFID 旨在为欧洲经济区的成员国确立一致性的监管规则,推动金融市场的一体化进程。为履行投资者利益“忠实守护者”的职责,MiFID 详尽地规定了投资公司在向投资者提供诸如,证券投资基金组合管理(portfolio management),投资咨询及金融工具承销服务等服务时应当遵循的商事行为规则,^⑮并具体列明向投资者承担的“适当性义务(obligations)”:

其一,投资公司在向投资者提供证券组合管理或咨询服务时,应当收集与投资者投资知识、投资经验、财政状况及投资目标等信息,除非已经意识到或应当意识到所收集的投资者信息是过时的、不准确的或不完整的,否则投资公司可基于对投资者提供信息的信赖开展适当性评估(the suitability assessments),^⑯以确认公司向其提供的投资服务及金融工具是适当的。“适当性评估”主要适用于投资公司向投资提供的咨询类业务,非咨询类业务则须进行“适合性评估”(the appropriateness

^⑮ See Article 19 (Conduct of business obligations when providing investment services to clients) of the MiFID (2004/39/EC).

^⑯ See Article 37 of the MiFID (2004/39/EC).

assessments)。根据指令规定,投资公司在向投资者提供投资咨询或投资组合管理服务时,如无法获得投资者的相关信息,则不能向其推荐投资服务或者金融工具;当投资者拒绝提供或者提供的信息不充分时,投资公司有义务警示因投资者拒绝提供或提供的信息不充分,影响对所提供的服务或产品是否“适当”的评估。^⑰此外,指令列举了豁免投资公司适当性评估义务的几种情形,如执行投资者发出的投资简单金融产品的指示,或者向投资者提供与在规范市场或第三国市场^⑱交易的股票、货币市场工具、债券或其他形式的证券化债(不包括被当作衍生品的债券或证券化债)相关的服务指示。对豁免适当性评估的情形,证券公司应予以书面记载。

其二,投资公司为确保所提供的服务适合各投资者,在充分获取相关信息的前提下将投资者分为“合格对手方”(eligible counterparties)、“专业投资者”(professional clients)和“零售投资者”(retail clients)三类,受法律保护程度依次增加,且分类之间并非绝对排斥。自然人投资者被看作是 MiFID 中的“零售投资者”,但也可主张作为特定情况下有能力承担投资风险的“专业投资者”,^⑲即“可选择的专业投资者”

^⑰ MiFID 中规定的风险警示主要包括三类:投资产品或服务不适合投资者的风险警示,投资者未提供充分个人信息的风险警示以及非复杂性金融工具的风险警示(non-complex instruments)。

^⑱ 如果第三国市场具备了相应的条件,那么其将等同于“规范市场”的市场。

^⑲ See Section 1 of Annex II to the MiFID (2004/39/EC)。

(professionals on request)。②此外, MiFID 还规定了两项投资者分类的特殊规则, ③即从下规则和从上规则。前者如, “专业投资者”主张作为特定交易“零售投资者”的地位并获得更多法律保护。需要注意的是, 投资者主张适用从下规则以获得更多的法律保护应由投资公司提议或由投资者提出请求并经投资公司同意方可实现。此外, 非专业投资者也可以主张适用从上规则以“专业投资者”的身份自投资公司处接受投资服务。上文中提及的自然人投资者主张“专业投资者”身份的情形即是如此。

其三, 投资公司有义务以易于了解的方式向投资者广泛披露适当性信息 (appropriate information) 的义务, ④如投资服务、投资策略、交易成本和费用, ⑤以及其他可供投资者作出投资决策且与特定金融工具性质、风险、利益冲突有关的信息。⑥需要注意的是, 投资公司在向投资者披露信息的文件中对投资风险的描述应与投资者的知识水平及特定投资工具的类型相适应。

欧盟《金融工具市场指令》及其执行指令构建起欧盟投资者适当性规范框架, 在规制投资公司向投资者提供金融工具行为的同时, 对金

② MiFID 中规定的专业投资者包括“真正的专业投资者”和“可选择的专业投资者”。零售投资者在满足以下条件的情况下, 可主张作为“可选择的专业投资者”身份: (1) 投资公司对投资者的投资经验、经历及投资知识进行充分考察后, 合理确信该投资者具备拟参与交易要求的条件, 可以作出相应投资决策并理解投资的风险; (2) 投资公司在对投资者进行投资知识及投资经验评估时, 应至少满足下列条件中的两项: 投资者在此前四个季度内的投资频率平均达到每季度 10 次, 并在相关市场中进行了大量交易; 投资者在证券投资组合中的现金储蓄及金融工具价值超过 50 万欧元; 投资者正在金融机构工作或已经在金融机构中作为专业人员工作满 1 年, 这种经历需要投资交易或服务方面的信息。投资者放弃“零售投资者”的地位而主张“专业投资者”身份, 其“放弃”行为只有经过特定程序才会产生法律效力, 诸如, 零售投资者必须书面告知投资公司其原意被看作是专业投资者而接受通常或者特定的投资服务或交易。投资公司必须明确警示放弃零售投资者地位的投资者因其放弃行为而丧失相应的保护及投资者赔偿权利。相应地, 放弃零售投资者身份的投资者必须在合同外以书面形式表达其已经明确地了解放弃行为产生的法律后果。

① See Annex II to the MiFID (2004/39/EC).

② See Article 31 of the Directive 2006/73/CE.

③ See Article 19(3) of MiFID and Article 27 to 34 of Directive 2006/73/CE.

④ See Article 18(2) of MiFID and Article 22 and 30 of Directive 2006/73/CE.

融服务业产生诸多影响。首先,促进全面且强大的欧盟金融服务投资者信息体系的建立。投资者对投资公司的认同度通常与投资公司提供的服务呈现正相关性,因而投资公司在向投资者提供金融工具时承担“适当性义务”成为提升其竞争力的重要砝码。尽管目前欧盟市场上尚未产生获取高质量投资者服务信息的巨大需求,但随着市场向纵深发展,建立全面且强大的金融服务投资者信息体系的动机将愈加强烈。其次,推动投资者分类技术的发展。欧盟境内的投资公司对投资者分类技术的开发和应用有助于提升其获取投资者信息的能力,以确保向投资者推荐适当的投资工具。最后,鼓励了欧盟成员国为投资者建立因投资公司违反了金融服务适当性义务时可适用的有效且透明的投诉处理机制和法律救济途径。^⑤

(二) 亚洲主要市场“投资者适当性”的新近发展

在 21 世纪初的 10 余年间,亚洲主要资本市场深刻反思 1997 年金融危机教训的基础上,积极完善各自的金融市场体制,推动金融监管体制的市场化改革。不同于美国及欧盟,日本“适合性原则”得到法律的确认,更具进步之处。日本 1992 年《证券交易法》(第 43 条)中规定,金融机构不得劝诱投资者购买与其知识、经验、财产状况不适当的证券,以对投资者提供应有的保护。至于构成不适当劝诱的情形,由下位法规范具体规定。^⑥此后,面对汹涌的全球金融自由化浪潮,日本国内要求改变原有金融分业监管的呼声逐渐高涨。日本政府为回应此呼声,规范混业经营模式下的日本金融市场,并解决投资者因金融机构违反适合性监管要求侵害其利益的纠纷,在 1996 年年底启动了名为“大爆炸”的金融体制改革,相继修改了境内几乎所有涉及金融商品及服务的法律。日本在 2001 年出台了统一规范境内所有金融机构在销售各类金融商品过程中对投资者劝诱行为的《金融商品销售法》。^⑦根据该法,金融商品销售者必须一方面参考劝诱投资者的知识、经验及财产

^⑤ Article 35 of the MiFID (2004/39/EC).

^⑥ 参见[日]河本一郎、大武泰南:《证券交易法概论》,侯水平译,法律出版社 2001 年版,第 122~125 页。

^⑦ 参见秦川:“日本金融商品交易相关法与普通个人投资者的保护”,载《金融法苑》总第 80 辑。

状况等制定公开置于营业厅等地的适合的劝诱方针,^②另一方面禁止在劝诱中作出不适当的断定,^③以确保其销售金融商品的劝诱行为具有适当性。

2007年发布的《金融商品交易法》不仅放松了金融管制,同时配合《金融商品销售法》加强对投资者利益的保护,其市场反应及实施效果令人关注。为最大限度地保护投资者的利益,该法详细地规定了金融商品交易从业人员的销售行为规则,尤其强调应遵守的“销售适用性”原则,^④不得为缔结合同而对一般投资者进行与其知识、经验、财产状况不符的不恰当劝诱。该法根据投资者的知识、经验和财力,将投资者分为专业投资者(如国家、央行、金融机构、有价证券余额为10亿日元以上的法人或者个人)、可变更的专业投资者(如上市公司、资本金在5亿元以上的股份公司、外国公司等)、可变更的一般投资者(如净资产达到3亿日元以上并且投资资产在3亿日元以上的个人和其他法人)及一般投资者。同时规定,在交易相关金融商品或接受相关金融服务时,满足一定条件的“可变更的专业投资者”可以申请将其确认为“一般投资者”;满足一定条件的“可变更的一般投资者”也可以申请作为“专业投资者”。这与欧盟MiFID中有关投资者分类的从上规则及从下规则非常类似。在向不同类型的投资者销售证券时,金融交易从业人员应遵守其行为规则,否则,个人投资者可向金融机构主张因违反适当性原则规定应获得的赔偿。

值得关注的是,《金融商品交易法》在体例安排上将“适当性”置于

^② 具体而言,金融商品销售业者的劝诱方针应当包括以下事项:(1)根据劝诱对象的知识、经验、财产状况以及缔约该项金融商品销售合同的目的应当予以考虑的事项;(2)针对劝诱对象的劝诱方法以及劝诱的时间段;(3)其他为确保劝诱的适合性应当考虑的事项。

^③ “断定性”判断禁止意味着在金融商品贩卖过程中销售机构或工作人员不能作出绝对性的投资建议。此外,《金融商品销售法》第4条规定,“禁止金融商品销售者提供断定的判断,即金融商品销售者在商品销售期间,不得对不确定的事项提供断定的判断,或者提供可能令投资者误以为确实的事项判断,否则对客户的损失承担赔偿责任。”

^④ 《金融商品交易法》第40条第1款,“金融商品业务员不能向客户推荐不适合其知识、经验、财产状况、交易目的商品,从而导致投资者利益受损。”第2款,“金融商品业务员在业务发展过程应采取适当措施确保客户信息得到适当处理,以避免业务运作损害公众利益与投资者利益。”

第三章金融机构(金融商品取引業者等)的业务通则中,作为一项“法律原则”。适当性原则的内容有投资者分类、金融产品分类、销售适当性等几方面。不同于美国主要以自律规则或监管规则调整投资者适当性,日本将其上升至基本法律规范中,这与日本当时的立法环境及背景密不可分。在意识到规范金融产品、金融交易行为以及投资者保护必要性和迫切性的前提下,日本政府意图构建适应全球化趋势,以投资性金融商品为调整对象的统一金融法。此外,这也与日本社会投资者结构老龄化、投资者行为特征极度吻合。同为亚洲国家,中国可以借鉴日本“适当性原则”的立法经验,在《证券法》修改时酌情安排投资者适当性的规范,以弥补目前自律性组织规范效力层级过低、约束力较弱,无法给予投资者及时、充分救济的不足。

香港作为亚太地区乃至全球资本市场的重要组成部分,不仅是外资进入中国大陆市场的入口,也是大陆企业上市筹集资金的重要通道。与香港市场“显著的”国际金融地位相匹配的是其完善的金融监管体制以及投资者保护措施。特别是在“雷曼迷你债”事件发生之后,香港公众及金融管理局、证监会对零售投资产品的发行及销售给予广泛关注。香港特别行政区证监会就曾在《致零售投资产品发行人的通函》(2008年10月3日)中要求所有零售投资产品发行人了解当前市场行情,检讨其披露的金融产品风险及产品说明是否足以使投资者了解最新信息,作出投资决定。此外,香港特别行政区证监会继2009年9月发布《建议加强投资者保障措施的咨询文件》,还在2010年5月公布了加强投资产品销售监管的一系列措施。

具体而言,香港资本市场上投资者适当性规则主要有以下内容:其一,“认识你的客户”。香港特别行政区证监会发布了《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》等一系列规范金融机构销售和提供金融商品服务行为的规范,要求金融机构及其销售人员遵循适当性规则,在了解客户经济实力、风险偏好等信息的情况下向投资者推荐、销售金融商品,确保其了解产品性质和风险等信息。其二,投资者分类。香港投资者分为“专业投资者”和“非专业投资者”。金融机构基于对客户了解衍生工具情况的评估结果,对客户进行分类。香港特别行政区证监会在2010年5月28日发布了《建议加强投资者保护措

施的咨询总结》，为中介人提供投资者分类指引，协助其遵守相关的规范。其三，向投资者揭示高风险金融衍生工具的投资风险。^④ 香港特别行政区证监会区分了上市和非上市金融产品，明确具有较高风险的金融衍生产品的推广材料不得存在虚假、偏颇，或具有误导性、欺骗性的陈述内容，应当包含风险警示。^⑤ 销售人员讲解金融产品时，不宜使用太多专业术语，避免造成投资者理解上的困难。其四，评估投资产品销售。金融机构在向客户提供除定期存款外的投资产品时，应极度审慎，根据客户的投资目标、投资经验及风险承受能力妥善评估向其推荐的金融产品是否适当。尤其是当投资者选择从事超过其风险承受能力的投资时，金融机构必须采用录音等方式予以记录，以证明该客户完全了解其所作的投资选择和投资风险。在此情况下，金融机构仅要求客户签署相关文件以表明其已接受有关投资风险或确认此时的“风险错配”并不满足适当性的要求。这与目前大陆投资者申请开通创业板、融资融券及股指期货交易时签署的“风险揭示书”功用有所差别。自上文分析可知，我国香港地区调整投资者适当性主要以证券监管机构针对结构复杂的金融衍生品发布规制金融机构主体相关行为的具体监管规则实现的，重在规范金融机构的业务操作行为。遗憾的是，监管机构发布的规则在性质上属监管规范，效力无法与法律相提并论。^⑥ 另一方面，适当性规则以规制金融机构的行为为直接目标，相关规范内容中有关投资者权益直接保护的规定稍显不足。这正是在“雷曼迷你债券”风波过后，香港以及我国大陆地区金融立法、执法应予加强的内容。

梳理过上述主要资本市场的立法例之后，投资者适当性作为域外普遍存在的监管规则主要包括两方面内容，即参与金融商品投资的投资者应当具备相应的资金实力或知识储备，及金融机构应将合适的金融商品通过合适的程序或渠道销售给合适的投资者，并承担相应的义

^④ 《给持牌法团及注册机构的有关投资者分类及专业投资者规定的指引》(2010年5月28日)第1条。

^⑤ 《上市结构性产品推广材料的指引》的“一般原则”。

^⑥ 正如《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》中的表述，“本守则并无法律效力，因此不应将其诠释为具有凌驾任何法律条文的效力”。

务。另在下述方面可做分享:其一,有关适当性规则的含义。根据适当性规则的要求,证券金融机构应当根据投资者的财政状况、投资目标、风险承受能力、投资知识及投资经验等向其提供适合的金融产品或服务。其二,适当性规则的效力层级和立法模式选择有差别。日本在基本法律(《金融商品销售法》)中规定投资者适当性,而美国、欧盟则选择以自律组织、证券交易所规则或“软法”的形式予以规定。其中,美国证券自律组织的实际运作和职能权限与其证券业独特的发展历程息息相关,可复制性较差,而欧盟指令又对其成员国的投资公司不具有直接约束力,相比之下,日本适当性立法效力层级和立法模式选择的可借鉴性更强。其三,立法中的定位,投资者适当性义务抑或适当性原则。各主要市场的适当性规则除在效力层次上有所差别,其定位也各不同。日本法中适当性是金融机构(金融商品取引業者等)的行为通则,定位在金融机构向投资者销售金融商品时应当坚持的“原则”,而MiFID将其作为投资公司向投资者提供投资服务时应当承担的行为规则加以调整。其四,投资者适当性的具体内容有所不同,或根据投资者与特定金融产品或服务的匹配度确定投资者是否适合,或直接确定是否可从事该产品交易。总之,域外适当性规则更注重选择适合参与金融产品投资的投资者以实现投资者与金融产品的匹配。其五,投资者适当性规则主要适用于零售投资者,即自然人投资者。至于机构投资者是否适用在各国、地区存在不同范式,或适用或排除,或未明确。

三、投资者适当性逐渐成为我国新兴资本市场新的监管机制

华尔街爆发的金融风暴迅速席卷包括我国在内的全球资本市场。为维护金融安全,促进资本市场健康发展,我国针对“新兴加转轨”的阶段特征以及投资者结构以散户为主,投资文化及投资理念尚不成熟的现状,引入了成熟资本市场普遍存在的投资者适当性制度,在创业板、融资融券和股指期货交易推出时适用。投资者适当性在我国市场实践中不仅较为有效地规制了在金融产品结构日益复杂的背景下证券公司的行为范式,还为投资者权益保护提供新的法律机制。目前,调整

投资者适当性的规范性文件包括《证券公司监督管理条例》^④、《关于加强证券经纪业务管理的规定》^⑤以及其他专门针对创业板、融资融券和股指期货交易的适当性管理规则。

(一) 创业板开启了我国投资者适当性管理之先河

为适应自主创新企业及其他成长型企业的发展需要,创业板市场在2009年推出。因服务对象所限,创业板市场呈现上市门槛低,信息披露监管严等特点,存在特有的市场风险。为配合创业板市场顺利推出,深圳证券交易所根据中国证监会的授权,在推出创业板时实行由《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》、《深交所创业板市场投资者适当性管理实施办法》(以下简称实施办法)、《会员持续开展创业板市场投资者适当性管理业务指引》、《创业板市场投资者适当性管理业务操作指南》和《关于进一步推进创业板市场投资者适当性管理相关工作的通知》、《创业板市场投资风险揭示书必备条款》组成的投资者适当性管理。

创业板投资者适当性管理制度分别对证券公司和投资者提出了相应的要求。证券公司应当建立健全创业板市场投资者适当性管理的具体业务制度和操作指引,以及工作机制、业务流程,切实履行创业板市场适当性管理工作,并通过多种形式和渠道告知投资者适当性管理的具体要求,做好解释和宣传工作。具体而言,证券公司承担的义务包括了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验、风险偏好及其他相关信息,根据客户的资金规模、交易活跃程度、异常交易行为发生频率、收到证券交易所警示的次数以及是否为交易所重点监控账户等情况,对客户进行分类管理。此外,证券公司应有针对性地向投资者揭示风险、进行客户培训、投资者教育等工作,引导客户在充分了解创业板市场风险的基础上开通并参与交易。参与创业板市场投资的自然人投资

^④ 《证券公司监督管理条例》(2008年6月1日生效)第四章“业务规则与风险控制”中分别规定了证券公司应当了解客户以推荐适当的产品或服务(第29条),以及应向投资者进行风险揭示(第30条)的内容,作为证券公司行为规则的一般内容。

^⑤ 《关于加强证券经纪业务管理的规定》(2010年4月1日生效)仅就证券经纪业务客户管理与服务制度要求证券公司充分了解客户情况,建立健全客户适当性管理制度,揭示投资风险特征。

者需具备2年的股票交易经验,^⑤否则,在申请开通创业板市场交易并签署《风险揭示书》时,就自愿承担市场风险作“特别声明”。在证券公司开展投资者适当性管理工作时,投资者应当配合,如实提供所需信息,不得采取弄虚作假等手段规避有关要求。对于不配合会员适当性管理工作或提供虚假信息的投资者,证券公司可以拒绝为其提供开通创业板市场交易服务。为维护投资者利益,证券公司应完善客户纠纷处理机制,明确承担此职责的部门和岗位,负责处理投资者参与创业板市场所产生的投诉等事项,及时化解相关的矛盾纠纷。需要提示的是,在创业板市场适当性管理框架之下,投资者应评估其自身风险承受能力并最终决定是否参与创业板市场交易。

(二) 融资融券的试点明确了投资者适当性管理的基本要求

融资融券作为一种信用交易,兼具借贷关系和保证金交易的属性,客观上要求实行投资者适当性管理。根据中国证监会在《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》中的规定,融资融券交易的投资者适当性规范主要包括投资者准入和签订风险揭示书两方面,以及建立以“了解自己的客户”和“适当性服务”为核心的投资者分类管理和服务体系。其一,试点证券公司应加强投资者的准入管理,审慎设定申请融资融券交易客户的资质及资产条件,向金融资产达到一定数额,具备相应证券投资经验和风险承担能力,熟悉相关业务规则并缴纳融资融券业务初始保证金的客户提供服务。为践行适当性规范,证券公司在投资者参与融资融券交易前,应当了解其身份、财产与收入状况、证券投资经验和风险偏好等信息,并在向证监会申请业务试点时提交根据《证券公司融资融券业务试点管理办法》(第12条)制定的选择客户的具体标准。参与最初启动试点全网测试的11家证券公司,几乎均规定投资者的开户时间不少于18个月,证券资产不低于50万元,金融总资产不低于100万元(但也有例外,诸如海通证券规定客户总资产

^⑤ 据深交所统计,创业板投资者中具有2年以上交易经验的占比70%,高于整个股票市场的54.76%;持股市值10万元以下的占比71%,低于整个股票市场的90.7%。中国登记公司数据显示,创业板开市首月,2007年后入市的投资者盈利户数占比在55%~58%之间,2007年之前入市的占比稳定在63%~66%之间,高出8个百分点左右,交易经验与投资者盈亏比例直接相关,说明这个制度切实保护了投资者利益。

不低于 50 万元即可参与融资融券业务)。至目前,开展融资融券试点交易的证券公司都构建起相应的投资者适当性工作机制,如华泰证券建立了合格客户池,东方证券与银行共享客户征信记录。^⑤ 国信证券为选择投资者,设置了投资者应满足的 9 项要求,即开户时间、总资产规模、业务测试、心理承受能力测试等,以及如客户投资稳健性、盈利能力等五项适当性评估指标。广发证券建立了客户征信管理系统,由融资融券业务部对公司融资融券客户进行集中统一的信用评级,通过分析客户身份、财产及收入状况、证券投资经验、风险偏好等信息,采用定量和定性相结合的指标打分法,运用 AHP(层次分析法)模型科学计算客户信用评级分数,核定客户的信用等级。其二,试点证券公司应与客户签订真实有效的融资融券合同及风险揭示书,明确、客观地告知客户参与融资融券交易的权利、义务和责任,向客户说明交存的保证金、融资买入的全部证券和融券卖出的全部资金,均为对证券公司的担保物等事项。

(三) 股指期货的上市进一步完善了投资者适当性管理

为增加国内市场的金融风险管理工具,改善股票市场的运行机制,2010 年 4 月 16 日中国金融期货交易所上市了沪深 300 指数的期货品种。股指期货制度设计中,利用后发优势,结合自身特点,进一步完善了投资者适当性管理,其内容见于《关于建立股指期货投资者适当性制度的规定(试行)》、《关于落实股指期货投资者适当性制度有关工作的通知》、《股指期货投资者适当性制度实施办法(试行)》、《股指期货投资者适当性制度操作指引》、《期货公司执行投资者适当性制度管理规则》以及《股指期货交易特别风险揭示书》。

首先,股指期货投资者适当性制度的涵义得以明确界定。所谓股指期货投资者适当性制度,是指根据股指期货的产品特征和风险特性,区别投资者的产品认知水平和风险承受能力,选择适当的投资者审慎参与股指期货交易,并建立与之相适应的监管制度安排。这是中国大陆资本市场第一次以规范性文件的形式界定投资者适当性的涵义。但

^⑤ 参见王晓国:“融资融券参与资格可适当放宽”,载《证券时报》2010 年 1 月 27 日第 A003 版。

是,此规范中没有明确承担适当性义务,区别并选择投资者的主体,一定程度上影响适当性制度的贯彻落实。其次,期货公司的适当性管理义务更加全面。具体包括:期货公司应根据中国金融期货交易所股指期货投资者适当性制度的具体标准和实施指引,制定适当性标准的实施方案,建立并有效执行客户开发管理制度和开户审核工作制度,完善业务流程与内部分工,加强责任追究;为辅助投资者决定是否参与股指期货交易,期货公司应深化客户服务,全面客观地介绍股指期货法律法规、业务规则和产品特征,在投资者签订《特别风险揭示书》时充分向其提示参与股指期货交易的风险及可能发生的巨额损失;期货公司应当建立并有效执行客户开发责任追究制度,以及客户纠纷处理机制。最后,对投资者的保护与约束更加均衡到位。申请开立股指期货交易编码的自然人投资者应当满足财务状况(申请开户时保证金账户可用资金余额不低于人民币50万元)、知识要求(具备股指期货基础知识,通过相关测试)、交易经历要求(具有累计10个交易日、20笔以上的股指期货仿真交易成交记录,或者最近3年内具有10笔以上的商品期货交易成交记录)以及诚信状况(不存在严重不良诚信记录,不存在法律、行政法规、规章和交易所业务规则禁止或者限制从事股指期货交易的情形)。投资者应在全面评估自身经济实力、产品认知能力、风险控制能力、生理及心理承受能力等的基础上,审慎决定是否参与股指期货交易。鉴于此,投资者申请开立股指期货交易时,应如实申报开户材料,不得采取虚假申报等手段规避投资者适当性标准要求,根据“买卖自负”原则承担股指期货交易的履约责任,不得以不符合投资者适当性为由拒绝。

在全面梳理了我国大陆资本市场投资者适当性管理制度之后,可知我国目前已经初步建起以信息披露及适当性评估为主要内容的投资者适当性体系。尽管标的证券的价值形成和价格发现机制不同,但创业板市场、融资融券、股指期货交易的衍生环节依次增多,风险逐渐加大,区别层次实行适当性的必要有所递增。在实践中,无论创业板,还是融资融券、股指期货均兼采合约设计和市场准入两种方式贯彻适当性规则的要求,全方位构建投资者适当性制度框架。尽管如此,但在如何根据市场及金融产品特征选择投资者参与投资的问题上还缺乏立法

及实践经验支撑,理论上也有待完善,存在以下问题值得思考:第一,确立适当性规则的规范性文件效力层级偏低,限于证监会的部门规章或证券业协会、证券交易所的自律规则,在资本市场基本法律《证券法》中则无体现,强制性约束力较弱;第二,适当性规则的内容较为分散,主要为针对个别业务进行适用性较强的专门调整,体系性欠缺,且不同业务间的适当性规则在内容上具有较高的重合度,这主要是由前述情形所致;第三,投资者分类主要用于投资者开户后的交易管理,较少适用在选择投资者参与特定金融产品交易环节;第四,缺乏关于违反适当性规则规定导致损失的法律责任,特别是民事法律责任的规定。

表1 我国资本市场投资者适当性管理制度比较

	对投资者的适当性要求	了解投资者	分类管理	客户开发管理制度和开户审核制度	投资者适当性评估	签订风险揭示书	客户纠纷处理机制
创业板	股票交易经验	√	√			√	√
融资融券	金融资产、证券投资经验、风险承受能力、业务熟悉程度	√	√			√	√
股指期货	可用资金、交易经历要求、知识测试要求、诚信状况要求	√	√	√	√	√	√

四、构建我国《证券法》中的投资者适当性规则的若干建议

美国金融危机被引爆后,迅速在全球范围内肆虐开来并将世界经济拖入下行通道,同时也警示中国资本市场的金融产品创新活动,必须与

市场的成熟度以及投资者的认知水平、风险承受能力相适应,即金融机构应“使适当的投资者参与到适当的投资中”。

(一) 构建《证券法》中投资者适当性规则的合理性分析

金融业是管理金融风险的行业,尤其是当金融机构在向投资者提供金融创新产品服务时,由于二者间存在严重的信息不对称,彼此的风险识别能力及承受能力差异显著,因而均面临一定风险。这也使得如何合理地协调投资者与金融机构间的利益关系成为交易实践和立法关注的焦点。在此前提之下,构建我国资本市场基本法律《证券法》中的投资者适当性规则首先应论证其合理性。具体而言,基于以下考虑:首先,符合在金融全球化的背景下完善我国证券法律制度规范的客观性。自20世纪90年代以来,随着信息技术迅猛发展,全球资本市场掀起了变革浪潮,金融产品及技术、策略创新不断涌现,在为全球投资者提供多元化投资选择的同时,也带来了投资风险。目前,我国资本市场正处在“新兴加转轨”的阶段,相对封闭,与成熟资本市场在金融产品类型、市场规模以及监管水平等方面均存在较大差距,由此产生的新问题不断涌现,也为我国资本市场法制建设提出了严峻的挑战。如何抵御金融全球化浪潮风起云涌的冲击,深入思考、审慎构建完善的资本市场制度体系,深化市场纵深结构,提高监管效率,建立与国际接轨的投资者保护机制不失有效之举。其次,有利于在国内开展金融产品创新活动,助力证券市场发展。尽管金融创新产品既存在难以捉摸的可变性,又具有较大风险,但也因其强大的构造特性,无穷的派生能力而成为推动证券市场发展的重要动力,对整个行业而言至为重要。我国金融改革起步于20世纪90年代且发展缓慢,与中国的国家经济地位及宏观经济发展状况极不相称。究其原因,除监管机构一直以来奉行的严格监管理念及措施,不能忽略的则是那些关乎金融产品、交易规则创新的制度缺失,诸如证券公司在向投资者提供金融产品服务环节应予以关注的投资者分类管理以及确定投资者是否“适合”某投资的适当性评估。追本溯源,金融产品创新的初衷在于防范或分散金融风险,为实现此功能应从两个方面入手:一是调整并规范金融机构的产品创新及经营行为;二是保护参与创新产品投资的投资者利益。最后,重在为参与金融产品创新的投资者提供与产品属性及风险特性相适应的法律保护。金融机构在公司经营过程中选

择交易对手方投资者时,会基于风险控制的角度,选择能够理解并承受交易风险的“适当”投资者,而非泛泛针对所有投资者,尤其是在提供创新类金融服务时更是如此。对监管者而言,引入并确立规制金融机构向投资者提供金融产品,介绍金融产品特性,揭示风险以及选择投资者的规则,确保证券交易在金融机构与投资者间公平进行,投资者权益获得保护。我国资本市场正处在发展的初期,投资者的结构很不理想,中小投资者数量庞大,比例偏高,证券投资知识储备不足,风险意识普遍薄弱,并呈现投资理念不够成熟,投机气氛相当浓厚,盲从心理比较强的特点。在这样的背景下,证券公司作为资本市场中向投资者提供金融产品服务主体应承担起相应的社会职责,承担投资者适当性义务,确保适当的投资者参与到适当的投资中去,避免投资者因缺乏对金融产品的了解,盲目入市可能遭受损失发生的不利结果。

在证券市场中,根据结构及风险大小,投资产品分为基础产品和复杂产品。前者如股票,后者主要为金融创新产品。在立法中构建投资者适当性规则旨在保护参与具有特定风险的创新产品交易中的投资者利益,尤其是那些财产及身心承受能力较弱的投资者利益,并非普遍适用于所有的证券投资,^⑨因而,有必要规制证券公司提供创新产品服务的行为,确保参与交易的投资者了解投资产品的复杂程度及交易风险特征并审慎决定是否参与投资。证券交易通常采合约形式,任何缔约当事人在确保违约风险最小的前提下选择最具履约能力的交易对手方,这是由“理性经济人”的假设决定的。分析其本质,投资者适当性并非重在为投资者设定金融创新产品投资市场的“准入门槛”,而是通过确定相应的标准及程序性规定,在效果上引导投资者参与到适当的产品投资,完成交易过程。这在客观上要求提供金融创新产品服务的证券公司充分“了解其客户”,并结合硬性及弹性指标,理性选择投资者。借鉴国际资本市场的成熟经验,通过资金要求、交易经历、专业知识和诚信状况等几

^⑨ 根据公平交易原则,所有证券交易的当事人均应受到法律的公平保护。投资者在公开、公平、公正的证券市场中参与证券投资时出现投资损失,则不能主张交易不公平,产品不适当而获得赔偿。在创新产品交易之中,金融机构与投资者双方间“地位”悬殊,公平原则尚不足以保护投资者,因而需要通过相应的法律机制给予“弱势”一方的投资者以“额外关照”。

项指标综合挑选接受金融创新产品服务的投资者。其中,资金要求可以在较大程度上反映投资者的风险承受能力;交易经历表明投资者对交易规则的熟悉程度,有助于证券公司充分了解投资者的投资经验和风险偏好;专业知识可用于衡量投资者对金融产品的认知能力,通过专业知识测试的投资者被视为较为熟悉产品特性及交易规则的投资者,具有较强的风险意识。上述指标的设定有助于证券公司选择“适当的”投资者作为交易对手方,但不能替代投资者作出参与投资的最终决定。

(二) 构建《证券法》中证券投资者适当性规则的思考

中国资本市场中的任何创新均应适度,且与市场接受程度及投资者的承受能力相适应。“投资者适当性”源自市场均衡性的要求,是证券公司根据投资者的投资禀赋及投资能力,通过评估后者的资金、知识及经验,建立以确保投资者参与与其个人情况相适应的金融产品交易的制度性安排,而非旨在设定投资者市场准入的门槛限制其投资权利的行使。从市场机制分析,构建中国资本市场的投资者适当性规则,是维护良性的资本市场秩序,实现整个证券市场均衡发展的关键。

1. 《证券法》中投资者适当性规则的定位分析

在《证券法》中构建投资者适当性,首先应明确其定位。纵观域外主要成熟资本市场的立法例,存在两种模式:一种是将“投资者适当性”确立为法律原则,如日本;另一种是将其作为规制证券金融机构运营行为的法律规则,如欧盟。二者的区别在于,法律原则是法律规则的基础或本源,是对相关内容的高度抽象和覆盖,具有通用的价值准则和宏观指导性。不同于法律规则,法律原则仅设定概括性的行为要求或标准,如公平、诚实信用,其关于权利和义务的内容较笼统、模糊,且不预先设定具体的假定条件,也无明确的法律后果。“投资者适当性”适用于证券金融机构向投资者提供金融产品服务的相关业务,尚不具备在证券法律体系中的普遍适用性,相比之下,将其确立为《证券法》中的法律规则更为妥当。此外,法律规则的构成包括行为模式和法律后果两项,因此,在投资者适当性条文设计中不仅可以构建证券公司的行为模式,还可以确定违反适当性规则应承担的法律后果。此模式更有利于弥补我国1999年《证券法》及修订后的2006年《证券法》中调整证券公司向投资者提供金融产品服务行为规范的缺失。考虑到投资者适当性规则的内

容,结合《证券法》的结构框架,在体系安排上将其置于“证券公司”一章中更为合理。

2. 《证券法》中投资者适当性规则的内容安排

完善证券法律规范体系尚需结合国内资本市场当前的法制环境,通过规制证券公司的经营行为,构建我国证券投资者利益保护的法制机制。证券法律规范的内容有两方面:其一为规制(to regulate)证券市场参与者(包括上市公司、证券公司、证券中介机构、证券交易所以及投资者等)的行为,以维护市场交易秩序。这是证券法作为“市场规则法”的本质要求;其二为保护(to protect)投资者的利益,矫正投资者与证券市场其他参与者(如上市公司、证券公司)之间因先天力量对比失衡可能导致的“不公平”现象。考察我国资本市场历次立法,有关投资者利益保护的制度设计在内容上多为向投资者提供因证券违法行为遭受损失后的司法救济途径,以证券民事赔偿法律责任立法最为典型。另一方面,通过《证券法》中的制度设计,规制证券公司或上市公司等证券法律关系当事人的行为,防止投资者利益蒙受损失。以往立法高度关注前者,并将其作为投资者利益保护的最常见方式,而后者所承载的保护投资者利益的重要职能往往被忽略。但是,不能忽略的是,投资者适当性规则具有保护投资者利益的重要职能已经在国内外市场的金融创新产品交易中显现。与股票等基础证券相比,金融创新产品交易往往具有较高的风险,有时即使是作为“成熟投资者(sophisticated investors)”的大公司也无法完全理解这些衍生品交易合同中的复杂术语,^③更何况证券金融机构通常而言比普通投资者具有更丰富的投资知识和经验,基于此,适当性规则施加给金融创新产品交易商“仅推荐适用性的衍生品交易的义务”。^④正如FINRA在其规则的补充材料中所示,投资者适当性规则是金融机构与投资者间公平交易的最基本内容,是公平交易原则在证券交易环节的体现。综上,在《证券法》修改时,应结合证券交易的结

^③ See Peter Blackman, *Dealing in Derivatives: Is a “Sophisticated” Investor a “Suitabl” One?*, *N. Y. L.J.*, May 1994.

^④ Jennifer A. Frederick, *Not Just for Widows & Orphans Anymore: The Inadequacy of the Current Suitability Rules for the Derivatives Market*. 64 *Fordham L. Rev.* 99, 1995 - 1996.

构特征构建投资者适当性规则,明确规制证券公司向投资者提供金融服务时应当承担的具体义务,实现公平交易。

证券公司在经营活动中遵守适当性规则的规定是其承担的经济道德义务在立法中的体现,核心在于根据公平交易原则承担向投资者提供与其个人情况相适应的金融产品服务的义务,用以保护“对金融产品缺乏了解的投资者使其免受无良(unscrupulous)金融投资顾问‘利己’行为的损害”。^④ 历史经验表明,法律应当准确地反映社会生活的要求,适合市场的发展阶段。成熟资本市场目前已经形成了较为完善的投资者适当性规则,通过规制证券金融机构的经营行为模式,确保其向投资者提供的金融创新产品符合投资者个人情况,保护投资者利益。在《证券法》中构建我国证券市场的投资者适当性规则,尚需兼顾目前A股市场中个人投资者账户占账户总数99%以上且多为持有市值小于10万的散户的市场环境,在向投资者提供服务,尤其是提供金融创新产品投资服务时,应格外关注并规范证券公司产品客户端的选择,实现多层次、全方位的金融产品服务体系与当前市场投资者组成及结构特征相适应。此外,还应以当前证券市场投资者的需求为导向推动金融创新活动,结合目标投资者对金融产品及风险的认知情况及熟悉程度,实现金融产品与制度的创新。

为使立法能够顺利通过,构建《证券法》中的投资者适当性规则应注意保持与现有法律规定的一致,以不作较大调整为原则。首先,应当界定投资者适当性规则的适用范围。海外各主要立法例显示,投资者适当性主要调整证券金融机构向投资者提供金融产品尤其是风险相对较高的金融创新产品服务的行为,既有规制投资公司向投资者提供金融工具、投资咨询及投资组合管理服务的,如欧盟,也有禁止金融商品销售者不适当劝诱行为的,如日本。两类立法模式均主要根据业务类型确定“投资者适当性”规则的适用范围。在我国,证券公司作为经营证券业务的主体,其业务范围既包括证券经纪、证券投资咨询,又包括与证券交

^④ Gerald L. Fishman. *Broker - Dealer Obligations to Customers—The NASD Suitability Rule*, 51 *Minn. L. Rev.* 233, 1966 ; Walter C. Greenough, *The Limits of the Suitability Doctrine in Commodity Futures Trading*, 47 *Bus. Law.* p. 991, 1992.

易、证券投资活动有关的财务顾问,证券承销与保荐,证券自营,证券资产管理或其他。目前,投资者不能直接进入交易所进行证券交易,其必须委托证券公司进行证券买卖。作为受托方的证券公司在其经纪业务中以获取投资者交付的交易佣金为对价向投资者提供代理证券买卖的服务。正如我国资本市场现有的投资者适当性规则尽管分别适用于创业板、融资融券和股指期货交易,但其内容均为证券公司或期货公司向投资者提供的经纪业务。根据投资者适当性规则的内容主要调整证券公司与投资者间因提供金融服务形成的委托法律关系,除涉及经纪业务外,证券投资咨询业务及证券资产管理业务也应纳入其中。证券投资咨询业务是经过中国证监会核准,取得证券投资咨询业务资格的证券公司为投资者提供与证券投资相关的信息、分析、预测或建议服务,并收取服务费用的活动。经过近二十年的发展,证券投资咨询在证券公司业务中的重要性日益显现,并成为资本市场不可获取的重要组成部分,但其中的问题也层出不穷,诸如因投资者保护机制的缺失而严重损害投资者利益的情况。为切实保护投资者的合法权益,亟须加强对投资咨询业务的规制,构建证券公司对投资者承担的适当性义务。此外,证券公司的业务范围还包括接受客户资产委托而代为其投资,提供理财服务的证券资产管理业务。根据证监会《证券公司定向资产管理业务实施细则(试行)》及《证券公司集合资产管理业务实施细则(试行)》的规定,证券资产管理属代客理财业务,证券公司通过向投资者提供专业服务以收取费用获得收益。近年来,随着证券经纪业务竞争日趋激烈,证券公司以往单纯依靠经纪业务盈利的模式备受挑战,这在一定程度上激发了证券公司在资产管理业务上发力,先后推出集合理财产品或者开始侧重创新品种的研发,也使得如何规制证券公司向投资者提供资产管理服务的行为,以及投资者利益保护较为必要且迫切。目前,证券公司向投资者提供的资产管理业务既包括面向单一客户的定向资产管理业务,也包括面向多个客户的集合资产管理业务和专项资产管理业务。根据目前证监

会的规定,证券公司在定向资产管理业务^④及集合资产管理业务^⑤中,均应当按照有关规则,了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验、风险认知与承受能力和投资偏好等信息,投资者应如实披露或者提供相关信息及资料。总之,无论是经纪业务,还是证券投资咨询业务或资产管理业务,证券公司在向投资者提供金融服务时,应当遵守适当性规则,承担起“适当性的义务”,采取相应措施确保其向投资者提供的金融产品服务对投资者而言是“适当的”。

在整个投资者适当性框架之内,证券公司为确保其提供给投资者的服务为适当的,具体应借鉴国外成熟经验,结合国内已有做法,建立投资者个人信息数据库并收集投资者的个人信息,做到“了解其客户”,并在提供具体金融服务时开展适当性评估,根据评估结果向投资者提供相应的服务。为配合证券公司开展投资者适当性工作,投资者在证券公司收集个人有关信息时应如实提供。如果投资者拒绝提供个人信息或者提供不实个人信息,那么证券公司是否应当继续为其提供金融服务则需要进一步论证。在立法例上,FINRA 2090、2111 规则改变了先前 NASD2310 规则中已经明确的当投资者拒绝提供适当性方面的个人信息时,证券公司是否应继续向其提供服务的规定,而转以开放性规定的形式,留有进一步完善的余地。在探讨这个问题时,应当分析在具体法律关系中当事人的权利和义务。在证券经纪业务、投资咨询业务及资产管理业务之中,投资者与证券公司间形成委托法律关系。在此关系中,投资者向证券公司提供与评估其是否适合某特定金融产品的相关个人信息是证券公司履行提供适当服务义务的前提。如果投资者拒绝提供或者提供不实个人信息,必将影响证券公司对其进行适当性评估,并可能导致投资者因从事了“不适当的”证券投资而遭受损失,并继而向证券公司提起诉讼而给公司经营带来法律风险的后果。因而,此时赋予证券公司拒绝向投资者提供服务的选择权较为恰当,既尽可能地尊重投资者投资权利的行使,也可避免证券公司运营可能面临的风险。同时,为

^④ 参见《证券公司定向资产管理业务实施细则》(试行)第12条、第13条。

^⑤ 参见《证券公司集合资产管理业务实施细则》(试行)第17条、第18条、第20条和第22条。

保护投资者利益,证券公司应对在履行适当性义务时获取的投资者个人信息负有保密责任,除法定情形外不得在未经投资者允许的情况下将投资者个人信息提供给第三方。

立法规制投资者适当性的另一关键问题在于,适当性评估与是否参与证券投资的决定权如何在证券公司与投资者之间分配。在梳理、分析域外各成熟资本市场的立法例后,应再次回归投资者适当性的立法宗旨,即通过规制、调整资本市场主体证券公司的行为,使投资者参与的投资符合其自身财政状况、投资知识水平及风险承受能力等,保护投资者利益。基于此,为使证券公司更好地履行向投资者提供适当性服务的义务,应通过立法规范其经营行为,确保提供服务的“适当性”,由其开展适当性评估工作并根据评估结果引导投资者进行理性投资能够更好地体现此目的,同时适当性评估也是证券公司承担的确保其提供的服务适合投资者的适当性义务的重要保障。证券投资素来是风险与收益并存,投资在未来遭受损失的不确定性始终存在,因此,《证券法》中已明确禁止证券公司以任何方式对客户买卖证券的收益或者赔偿证券投资的损失作出承诺。根据此规定,是否参与证券投资的决定由投资者自己在了解交易品种、交易规则及投资风险之后审慎作出更加符合投资者的利益,而适当性评估结果是其作出决定的重要参考而非唯一指标。换言之,在证券公司向投资者充分披露了投资风险、产品特征等信息之后,如果投资者选择参与投资则视为其已经对某项投资的风险及产品特征有所认识并愿意接受,那么,其应当承担由此产生的投资损失等不利的法律后果,事后不得就此前已经作出的意思表示反悔。这既是全面维护投资者财产投资权的体现,又能够矫正因适当性评估指标设置时忽略投资者个别差异而引发的适当性评估结果过于僵硬的不足。但是,这并不意味着投资者一旦签署了“风险揭示书”或者决定参与投资就能够完全排除证券公司承担的法律后果。事实上,在与证券公司之间形成委托法律关系时,投资者对投资产品或服务的认识与“专业”的证券公司间存在较大差异,法律为实现当事人间利益关系的公正、平衡,而在投资者利益保护方面施加额外的“砝码”以弥补投资者在这一法律关系天平上先天的“失衡”状态。正是如此,在证券投资领域,实施“投资者适当性”并非旨在对投资者产生不公或对其投资权利的“剥夺”,仅是通过“适当性”

避免“不适合”的投资者参与到特定金融产品的投资,既实现证券公司的运营安全,避免因“不适合”的投资者在遭受投资损失之后起诉公司而引发法律风险,又在客观上保护那些处于相对弱勢的“投资者”,使其免受难以承受的风险。正是基于如上考虑,适当性又被看作是投资者合法权益保护的重要基础性法律机制。

基于上述分析,建议在《证券法》中做如下规定,

第*条 证券公司在向其客户提供证券经纪、证券投资咨询以及证券资产管理服务时,应当尽勤勉义务搜集与客户有关的信息,包括但不限于年龄、财产与收入状况、投资经验、投资知识、投资目标及其他信息,并根据上述信息进行适当性评估,合理地相信所提供的服务是适合投资者的,否则对投资者的损失承担赔偿责任。

投资者应当配合证券公司开展适当性工作,如实申报开户信息,拒绝提供或者提供不完整、虚假信息的,证券公司可以拒绝向其提供服务。

第*条 证券公司在向其投资者提供第*条规定的服务时,应当区分投资者的不同情况,以易于了解的方式向其充分披露投资的风险、交易成本及费用和其他可能影响投资者作出投资决策的信息。

自然人投资者应当全面评估自身的经济实力、产品认知能力、风险控制能力、生理及心理承受能力等,法人投资者及其他经济组织应当根据自身的经营范围和业务运作状况,客观评估自身的内部控制及风险管理能力后,审慎决定是否参与证券投资。

(三)适当性规则中投资者救济路径的选择

有权利必有救济,无救济则无权利。诉权是投资者利益受到侵害时请求司法救济的权利,是连通实体权利与司法救济间的桥梁。在现代社会,投资者的实体权利保护与程序化的权利救济休戚相关。当投资者的利益因证券公司违反适当性规定而遭受损害时,如何获得救济也是构建《证券法》中投资者适当性规则的重要内容。综观各国立法例,投资者可以寻求法律救济的路径通常包括证券诉讼、调解、仲裁三种。当证券金融机构违反了适当性规则的规定损害投资者利益时,后者可以此为由提起诉讼寻求司法救济。在美国,对投资者是否可以就违反适当性规则的行为提起诉讼存在不同主张。第七巡回法院认可此类行为具有可诉性,而第二巡回法院一方面确定了该行为可作为投资者提起民事诉讼的

基础,另一方面却主张证券金融机构在适当性规则中遵循与欺诈不同的专业行为准则。^④ 1978年5月美国法律协会在提交给国会的成文化联邦证券法典中整合了先前NASD、证券交易所及SEC有关适当性规则的内容,^⑤并赋予SEC选择是否通过私人诉讼的方式向法院主张向投资者提供救济的权利。在多数国家和地区,投资者除有权就违反适当性规则的行为提起私人诉讼寻求法律救济外,还得通过调解、仲裁或者申诉专员解决纠纷。在美国,证券经纪商履行适当性义务不仅受到NASD,交易所的自律监管,还应接受SEC的行动监管。^⑥ 调查报告显示,自2005年至2008年的3年间,美国证券监管部门及交易所(包括SEC,NASA,NYSE)查处了近1730多项违反信息披露或适当性规则的案例。^⑦ SEC于1963年公开的证券市场专门研究报告中,彻底地表明投资者频繁地向SEC投诉滥用销售行为的情形之一即是向投资者推荐不适当的证券投资。证券市场高度关注成本和收益,综观国际市场经验,低成本、高效率的纠纷解决机制对证券市场具有重要意义。尽管证券诉讼是法治文明的体现,但因其存在受案范围有限、证据收集难度较大、因果关系证明困难、诉讼成本过高等显著缺陷,而使其纠纷解决的公正性、高效性大打折扣。相比较诉讼,调解方式既可以减少诉累,又便于加速解决纠纷。

此外,证券仲裁在近年一跃成为解决证券纠纷的主要方式,美国市场也呈现出投资者因违反适当性规则行为引发的纠纷自私人赔偿诉讼解决转由NASD,NYSE仲裁庭及美国仲裁协会(AAA)解决的趋势。因而,美国经纪商通常的做法是与投资者在签订委托协议时即约定,他们将通过自律监管组织(SRO)的仲裁解决彼此间因证券投资引发的纠纷。自律监管组织规则中也明确,如果未签订仲裁协议,那么投资者提交仲裁是相关纠纷得以仲裁解决的唯一前提。在我国,上海证券交易所《关

^④ *Civil Liability for Violation of NASD Rules: SEC v. First Securities Co.*, in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 121, No. 2. 1972.

^⑤ See Arvid E. Roach II, *The Suitability Obligations of Brokers: Present Law and the Proposed Federal Securities Code*. 29 *Hastings L. J.* 1069. 1977 - 1978.

^⑥ See Arvid E. Roach II. *The Suitability Obligations of Brokers: Present Law and the Proposed Federal Securities Code*. 29 *Hastings L. J.* 1069 1977 - 1978.

^⑦ See Basel Committee on Banking Supervision. *Customer suitability in the retail sale of financial products and services*, April 2008.

于依法做好证券、期货合同纠纷仲裁工作的通知》中也规定,为充分发挥仲裁法律制度解决经济纠纷快捷、方式灵活、成本低廉、不公开进行等独特优势,防范和及时化解证券、期货市场风险,保护证券、期货市场主体的合法权益,证券公司与客户之间因提供服务产生的纠纷适用仲裁方式。可见,摒弃繁杂的诉讼方式,选择温和、灵活的调解或仲裁似乎更加符合投资者与证券公司双方的理性。

需要提示的是,尽管在美国,自投资银行接受证券投资服务的投资者可以基于欺诈(fraud)或违反自律监管组织销售规则而向法院提起私人诉讼,但投资者不能仅仅是投资亏了钱,便主张其不适合某交易并要求赔偿,因为证券投机从来都不是没有任何风险的。投资者遭受投资损失与寻求救济途径二者间无必然联系,投资者适当性与投资者的成熟度(customer sophistication)也有本质差异。后者取决于诸如智力、受教育程度、从事商业或贸易的经验等,与投资者评估证券交易风险的能力关系较密切,而适当性与否与投资者接受证券交易风险意愿的关联度较大。在实践中也很可能出现“成熟”的投资者不适合从事某项证券投资,而“不成熟”的投资者却恰恰适合的情况。鉴于此,证券公司在投资者申请开通交易时应当询问投资者的投资目标及投资者承受财产损失的能力以综合确定投资者适当性。^④在此前提下,立法应当为违反适当性规则行为遭受损失的投资者提供充分、有效的救济路径选择。

^④ See Stephen B. Cohen, *The Suitability Rule and Economic Theory*, 80 *Yale L. J.* 1604, 1621-25 (1971).