

## 证券市场投资者适当性原则初探

武俊桥\*

**摘要:**投资者适当性原则肇始于美国,现已成为世界主要资本市场规范投资者和证券公司之间权利义务关系的主要内容之一。投资者适当性原则要求证券公司(主要是经纪商)有义务在对证券和投资者进行合理调查的基础上,向投资者推荐符合其投资目的和投资需求的证券。我国立法和证券监管机构已经在有关法规、行政规章和自律性规范中初步规定了投资者适当性制度,但仍然较为粗糙和简陋,有必要在借鉴境外资本市场成功经验的基础上对其予以完善。

**关键词:**证券 投资者 适当性

投资者适当性原则是境外成熟证券市场为了平衡保护投资者利益,要求证券市场中介机构(主要指证券经纪商 Broker - dealer)履行审慎选择投资者的义务,将适当的产品销售给适当的客户。事实上,美国金融危机产生的一个重要原因就是大量的投资者购买了与其风险承受能力不相适应的证券衍生品,在香港发生的雷曼“迷你债券”风波就是

---

\* 上海证券交易所博士后工作站在站博士后。

一个典型例证。<sup>①</sup> 投资者适当性原则起源于美国,当时美国的证券经纪商除了为客户执行交易外,也会提供投资建议,此时经纪商有义务在评估投资者财务状况、风险承受能力等情况后为其提供适当的投资建议。投资者适当性原则最初只是证券经纪商行业的一种商业道德,后来美国证券经纪商协会(National Association of Securities Dealers, NASD)和纽约证券交易所(New York Stock Exchange,简称NYSE)等纷纷在其自律性规范中做出规定,该原则现在已经为美国证券法律和相关的证券诉讼判决所确认。欧盟在其《欧盟金融工具市场指令》中对适当性原则进行了详尽的规定,日本在其《金融商品贩卖法》和《金融商品交易法》中也对适当性原则做出了明文规定。证券市场投资者适当性原则已经成为各国证券监管机构保护投资者利益的利器之一。特别需要指出的是,在2008年金融风暴之后,巴塞尔银行监管委员会(Basel Committee on Banking Supervision)、国际证券监管组织(International Organization of Securities Commissions)和国际保险监管组织(International Association of Insurance Supervisors)联合发布了《金融产品和服务零售领域的客户适当性》,<sup>②</sup>专门就零售领域的投资者适当性原则提出了报告。包括证券交易所在内的我国证券市场监管机构也已经充分认识到投资者适当性原则的重要意义,并在有关的行政法规、行政规章或者自律性规则中做了一些规定,例如,《证券公司监督管理条例》、《关于加强证券经纪业务管理的规定》、创业板市场和股指期货市场的投资者适当性管理制度;证券交易所作为一线的自律监管机构也在业务规则中做了规定,例如,上海证券交易所在其《上海证券交易所会员管理规则》和《上海证券交易所会员客户交易行为管理实施细则》中做了一些规定。但相较而言,我国证券市场投资者适当性原则的发

---

① 何颖:“金融交易的适合性原则研究”,载《证券市场导报》2010年2月号。

② Basel Committee on Banking Supervision, *Customer suitability in the retail sale of financial products and services*, <http://www.bis.org/publ/joint20.htm>, 2010年10月10日访问。

展还较为滞后,相关的研究也较为落后,<sup>③</sup>在投资者适当性原则的制度建设上还存在效力位阶较低、规定较为散乱、法律救济存在空白等缺陷。

## 一、质与量:何为投资者适当性原则

投资者适当性原则发端于美国,首次规定于当时的美国全国证券交易商协会的自律规范中,同时 NYSE 也通过“了解客户”规则间接体现了投资者适当性原则,此后随着美国 SEC 监管理论和实践的发展,投资者适当性原则逐渐成为保护投资者权益、对投资者进行救济的重要途径。

对于何为投资者适当性原则,美国学者对投资者适当性原则的认识基本上是相似的,例如,波赛尔教授认为适当性原则是要求“经纪商在向投资者推荐证券时,经纪商只能推荐那些基于合理根据适合该投资者的证券”。<sup>④</sup> 罗思和塞利格曼教授也认为投资者适当性原则是指“经纪商有义务推荐适合特定客户要求的证券”。<sup>⑤</sup> 国际清算银行(BIS)《金融产品和服务零售领域的客户适当性》报告中“适当性”是指“金融中介机构所提供的金融产品或服务与客户的财务状况、投资目标、风险承受水平、财务需求、知识和经验之间的契合程度”。<sup>⑥</sup> 因此,

<sup>③</sup> 据笔者掌握的资料,对投资者适当性原则进行深入研究的文章尚不超过十篇,该问题还没有足够引起学界的注意。国内理论和实务界对投资者适当性原则的研究还处于起步阶段,较为深入的文章主要是侯幼萍、程红星:“境外金融产品投资中的客户适当性制度比较”,载《证券市场导报》2010年2月号;何颖:“金融交易的适合性原则研究”,载《证券市场导报》2010年2月号;李春风、李镇华:“证券市场产品适当性管理现状与改进建议”,载《证券市场导报》2010年7月号。

<sup>④</sup> Norman S. Poser, *Broker - Dealer Law and Regulation*, § 3.03, Aspen Publishers (2001).

<sup>⑤</sup> Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, § 9 - C - 3, Aspen Publishers (2004), at1084; [美]路易斯·罗思、乔尔·塞里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第775页。

<sup>⑥</sup> BIS, *Customer Suitability in the Retail Sale of Financial Products and Services*, April, 2008, at4.

一般来说,证券市场投资者适当性原则是指证券公司(主要是经纪商)有义务在对证券和客户进行合理调查的基础上,向客户推荐符合该特定客户投资目的和投资需求的证券。投资者适当性原则在内涵上包括三个方面:其一是合理根据适当性规则;其二是投资者特定适当性规则;其三是数量适当性规则。

### (一)合理根据适当性规则

合理根据适当性规则也称为“了解证券”规则,是指证券公司在向投资者推荐证券时就意味着该证券公司已经对证券有了相当的认识,并且已经做过详细的调查因而有了合理依据才会推荐。此外,合理根据规则还包括避免利益冲突,推荐必须是独立的,不受公司或者其他影响。<sup>⑦</sup>

### (二)投资者特定适当性规则

投资者特定适当性规则又称为“了解客户”规则,是指证券公司在向投资者推荐证券时,不仅意味着证券公司对所推荐证券的了解,证券公司同时也要确保所推荐的证券符合该特定投资者的个人状况和投资目的。适当性的概念反映了一个最为普通的道理,那就是投资决定的做出所依据的是做出投资决定的投资人自己的投资目的和投资需求。<sup>⑧</sup>

投资者的投资目标是判断特定证券是否适合该投资者的重要因素。这个因素可以说是一个公理性质的因素,例如,适合投机者的证券很有可能不适合稳健的投资者。同样,投资者的投资目标未必是唯一的,证券公司在向投资者推荐证券时必须就投资者的每一个目标进行详细的分析。此外,投资者的投资经验也是一个重要的判断因素,当然以前的投资经验并不能保证投资者对要投资证券或者证券市场有了充分的了解,但证券公司可以把投资经验和投资者是否具备投资相关的知识综合起来衡量,也就是说证券公司给投资者推荐的证券不仅应当适合投资者,还要确保投资者能够理解和鉴别与该证券有关的风险,并且投资者有能力且愿意承担这些风险。判断证券公司是否违反了投资

<sup>⑦</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, Thomson West, 2006, at 672.

<sup>⑧</sup> Robert H. Mundheim, *Professional Responsibilities of Broker - Dealers: The Suitability Doctrine*, 1965 Duke L. J. 445 1965.

者特定适当性规则还有一个因素即证券公司是否因推荐特定证券而获得额外收益(这种收益或者来自该交易本身,或者来自公司的鼓励)。综合这些因素有助于帮助指引证券公司向特定投资者推荐特定证券,同时也是证券监管机构判断证券公司是否遵守投资者特定适当性规则的依据。<sup>⑨</sup>

### (三) 数量适当性规则

证券市场投资者适当性原则不仅有质上的要求,同时还要求不得利用投资者账户从事不适当的频繁交易(excessive trading or churning)。如果证券公司基于投资者的账户向投资者做了过量证券交易推荐,投资者基于该推荐进行了相应的证券交易,就视为证券公司违反了数量适当性规则。

数量适当性规则不同于以上的两个规则,投资者特定适当性规则和合理根据适当性规则关注的是所推荐证券的性质,数量适当性规则主要关注于特定时间内的证券交易的数量。换句话说,单就某一证券公司所推荐的证券来看是符合投资者特定适当性规则和合理根据适当性规则的,但是就所推荐证券交易的整体而言,可能早就超出了特定投资者所能够承受的证券交易数量的范围。判断证券公司是否违反了数量适当性规则有两个必备因素:一是证券公司对证券账户的控制,例如,账户属于全权委托账户或者其他实际控制因素,二是过度交易行为,可通过诸如周转率(表示特定账户在确定时间内所交易资产的数量占资产总额的比率)、成本—证券率(表示佣金和其他成本占证券买卖收益的比率)以及证券的短期买卖行为等作为发现过度交易行为的根据。

## 二、源与流:投资者适当性原则之历史

投资者适当性原则起源于美国,自美国 NASD 于 1938 年在其自律

---

<sup>⑨</sup> Nancy C. Libin James S. Wrona, *The Securities Industry and the Internet: A Suitable Match?*, 01 Colum. Bus. L. Rev. 601.

规则中规定有关投资者适当性管理制度开始,投资者适当性原则已经在美国资本市场发展了70余年,从自律规范到监管规则,再到司法判例,形成了一整套有关投资者适当性原则的体系。回溯投资者适当性原则在美国资本市场发展的历史及投资者适当性原则在其他主要资本市场如欧盟和日本的制度规则,有助于我们全面了解并深刻认识这一原则。

### (一) 投资者适当性原则在美国的源起及其发展

投资者适当性原则在美国70余年的发展极具戏剧性,期间经历了自律规范——行政规章——自律规范的螺旋上升式的发展,与其伴随的则是美国法院对适当性原则态度的不断变化,以及由此引起的投资者基于适当性原则的救济从诉讼走向仲裁的历程。

#### 1. 来源于自律性规范的投资者适当性原则

美国资本市场在20世纪20年代的金融危机之后,明确了资本市场需要政府通过立法进行监管,其核心是要解决公众对自由资本市场在“告知投资者”上的极为不满。为了达到上述监管的目标,经过广泛的讨论,信息披露作为证券监管的核心原则被确立下来,尽管投资者保留了“自己做个傻子的权利”,但政府应该防止他人将其作为傻子情形的发生。但将信息披露作为证券监管的工具和哲学基础是否合适仍然存在巨大的争议。与此同时,联邦证券监管机构采取了另外一个与信息披露相并列的监管改革:合作监管。美国《1934年证券交易法》第六条规定:大部分的证券交易所会员要受证券交易所的自我管理。1938年,美国国会通过了《迈罗尼法》,要求成立一个场外交易的证券交易商协会以弥补交易商自我管理的不足。合作监管具有诸如成本低、专业性强等特点,更为重要的是美国SEC仍然保留着对市场的最终监管权,事实上,这种体系是一种有监督的自律管理和合作监管。基于《迈罗尼法》,美国证券经纪商成立了全美证券经纪商协会(NASD)。NASD为了确保证券交易的公平和有序,制定了一系列规则,其中的一个重大改革就是投资者适当性原则(suitability doctrine):会员在向投资者推荐有关某种证券买、卖或者交易时,要有合理根据认为这种推荐适合该特定投资者,对该特定投资者的判断取决于投资者向会员公开的

(如有)其他持股情形以及财产状况和需求。<sup>⑩</sup>但事实上,适当性原则一直被 NASD 束之高阁了四分之一世纪,适当性原则一直都没有发挥其在投资者保护层面上的重要意义。

在适当性原则沉睡了四分之一世纪之后的 1963 年,美国国会为了评估和总结自 1933 年证券法通过以来联邦证券市场监管的经验和教训时,要求美国 SEC 就证券市场进行了宏大的专项研究。该专项研究确认了证券交易中的证券经纪人,并发现基于信息披露构建的监管体系不能有效地保护证券市场投资者的利益。该项研究呼吁证券市场通过高标准的招录、培训和行为体系形成专业化的证券行业。最为重要的是该项研究从一堆故纸中发现了投资者适当性原则这个法宝,并认为该原则有助于实现证券市场高标准的道德行为,因此建议将 NASD 的适当性制度条款扩展适用于所有的证券经纪商。<sup>⑪</sup>为了应对该专项研究的建议,SEC 规定了 15b10-3 规则,<sup>⑫</sup>以适用于非 NASD 会员的经纪商,该规则要求所有券商及其受雇人都必须要考量与交易或顾客有关的情况,以确认其所做的推荐适合该投资者。

---

<sup>⑩</sup> NASD rule2310: In recommending to a customer the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such customer upon the basis of the facts, if any, disclosed by such customer as to his other security holdings and as to his financial situation and needs. NASD 规则起草者当时为什么会做这样一个奇特的规定,现在已经不得而知了。但是很有可能是基于规则起草者对市场投机行为的推断。特别是在 1930 年代,柜台交易市场相比于场内交易市场,包含了更多的投机行为。此外,由于当时场外交易市场还没有交易平台、专家经纪人和官方报价系统,因此场外交易市场更难监管。基于这些因素,起草者认为场外交易市场与场内市场相比,充斥着更多的较大但比较松散的经纪商,这些经纪商作为投资者的代理人通过电话线与投资者联系,因此,对场外经纪商要施加更多的义务,以更好地保护投资者利益。参见 Hilary Huebsch Cohen, *The Suitability Doctrine: Defining Stockbrokers' Professional Responsibilities*, 3 J. Corp. L. 533 1977-1978.

<sup>⑪</sup> Securities and Exchange Commission, *Report of The Special Study of Securities Markets*, H. R. Doc. No. 95, 88th Cong., 1st Sess., at 159-62 (1963).

<sup>⑫</sup> Every nonmember broker or dealer and every associated person who recommends to a customer the purchase, sale or exchange of any security shall have reasonable grounds to believe that the recommendation is not unsuitable for such customer on the basis of information furnished by such customer after reasonable inquiry concerning the customer's investment objectives, financial situation and needs, and any other information known by such broker or dealer or associated person. 17 C. F. R. § 240.15b10-3(1966).

1983年,SEC开始要求所有的证券商都要加入NASD,并废止了一系列仅适用于非NASD会员的规则,其中也包括了15b10-3规则。<sup>⑬</sup>从此,SEC再也未能在联邦证券法层面上就投资者适当性原则制定出明确的规则。

但是投资者适当性原则的精神并没有随着15b10-3规则的废止而消失,此后美国SEC的证券监管实践和有关的司法判例都确认了券商应当对投资者承担适当性义务的原则。目前,美国SEC和司法判决主要是通过援引1934年证券交易法Rule10b-5规则,认定券商存在违反投资者适当性原则情形,构成对投资者的证券欺诈诉讼,进而对投资者承担民事赔偿责任。

## 2. NASD自律性规范在投资者适当性原则上的发展

NASD在1938年制定的公平交易规则中有关投资者适当性的规则后来经过修订成为今天金融业管理局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)的Rule2310(a),<sup>⑭</sup>该规则与1938年制定之初相比,在内容上几乎没有什么变化。其内容中最为学者和美国SEC所诟病的是“if any”一词,表明了NASD在制定该规则时所坚守的态度,即为了保护会员的利益,NASD规定会员对投资者现有证券持有情形、财产状况和投资需求信息的获得是投资者主动提供的。<sup>⑮</sup>关于这一点,SEC和NASD的立场不同,SEC在有关投资者适当性原则的一个案例中,指出券商对投资者相关情况的了解,应该是券商的义务,券商不得在未得到任何客户投资或者财务资料前推荐有关的证券。

为了回应SEC的这种要求,NASD在经过了几年的反复后,终于在1991年在Rule2310规则后新增了Rule2310(b)规则,规定券商在向非

---

<sup>⑬</sup> Lewis D. Lowenfels Alan R. Bronberg, *Suitability in Securities Transactions*, 54 BUSLAW 1557.

<sup>⑭</sup> (a) In recommending to a customer the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such customer upon the basis of the facts, if any, disclosed by such customer as to his other security holdings and as to his financial situation and needs. [http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element\\_id=3638](http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element_id=3638), 2010年10月8日访问。

<sup>⑮</sup> Stephen B. Cohen, *the Suitability Rule and Economic Theory*, 80 Yale L. J. 1604 (1971).



机构投资者执行所推介的交易时,除了交易金额有限的共同基金客户外,必须尽努力获得客户的以下信息:客户的财务状况、客户的税务状况、投资目标、其他可以作为客户投资依据的合理信息。<sup>⑩</sup>

NASD 的 Rule2310(a) 规则并没有排除对机构投资者的适用,但是 NASD 的 Rule2310(b) 则明确规定仅适用于个人投资者,排除了对机构投资者的适用。事实上,虽然机构投资者在某些方面可能比个人投资者有投资优势,但随着券商在证券推荐以及证券经纪上所标榜的“专业地位”,其试图通过其所谓的“专业投资顾问”、“专业账户管理人”等形式,形成了投资者对其所谓专业行为的信任与依赖。券商所寻求的这种依赖性,不限于个人投资者也包括机构投资者。为了对证券市场所有投资者提供适当性保护,NASD 在 1996 年发布了对其适当性制度的解释 IM - 2310 - 3,<sup>⑪</sup>确认了经纪商对机构投资者所承担的适当性义务。<sup>⑫</sup> NASD 也充分注意到了机构投资者和个人投资者之间的不同,故基于 IM - 2310 - 3 的规定,券商对机构投资者承担适当性责任的范围取决于两个因素:其一,机构投资者是否有能力理解并独立评估该项投资所存在的风险;其二,在机构投资者评估券商所推荐证券的基础上,有多大能力自主做出独立的投资决定。因此,如果券商有合理根据认为机构投资者自己能够做出独立的投资决定并且自己也能够评估该项投资所存在的风险,券商的适当性义务就算是履行了。否则,券商就要对该机构投资者承担相应的适当性义务。随着金融衍生品的发展,机

<sup>⑩</sup> (b) Prior to the execution of a transaction recommended to a non - institutional customer, other than transactions with customers where investments are limited to money market mutual funds, a member shall make reasonable efforts to obtain information concerning:

- (1) the customer's financial status;
- (2) the customer's tax status;
- (3) the customer's investment objectives; and
- (4) such other information used or considered to be reasonable by such member or registered

representative in making recommendations to the customer, [http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element\\_id=3638](http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element_id=3638), 2010 年 10 月 8 日访问。

<sup>⑪</sup> NASD 的规则解释与该规则具有同等的效力,本质上也属于该规则的一部分。Lewis D. Lowenfels Alan R. Bromberg, *Suitability in Securities Transactions*, 54 BUSLAW 1557。

<sup>⑫</sup> Norman S. Poser, *Liability of Broker - Dealers for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors*, 2001 BYULR 1493。

机构投资者相较于个人投资者所具有的投资判断能力优势将逐渐消失,特别是基于对冲基金投资中存在的巨大风险,NASD在2003年提醒其会员要对对冲基金的推荐承担适当性责任。<sup>①</sup>

此外,NASD还公布了针对非机构投资人的 Rule2310(c)规则,针对低价股票的 IM2310-1,针对投资者公平交易的 IM-2310-2。并且,NASD还针对在线交易、日间交易和小额股票做了提示。

NASD以三个规则即 Rule2310(a)、2310(b)、2310(c)和三个解释即 IM2310-1、IM-2310-2和IM-2310-3构建了一个有关投资者适当性原则的较为完整的自律规范体系。

### 3. NYSE对投资者适当性原则的借鉴和发展

NYSE实际上并没有一般的投资者适当性义务规则,而是通过交易所的“了解客户”规则引申和发展出来的,NYSE要求券商“应勤勉地获得有关每个客户每个指令的关键事实(essential facts)”。<sup>②</sup>“了解客户”规则被称为“华尔街的第十一诫”。<sup>③</sup>事实上,NYSE的 Rule405规则的本意是要帮助会员排除不诚实或者不具有偿付能力的投资者,但是该规则逐渐演化为交易所层面投资者适当性原则的重要依据。<sup>④</sup>但是NYSE的规则中没有对“essential facts”做出明确规定,因此,导致NYSE在判断其会员是否符合“essential facts”时仍然保留了根据个案做出决定的权利。此外,“了解客户”规则既适用于个人投资者也适用于机构投资者,既适用于券商推荐的证券交易也适用于投资者自主判断的证券交易。<sup>⑤</sup>

当然,NYSE“了解客户”规则与NASD的投资者适当性义务规则虽宏观上都属于投资者适当性原则的表现形式,但在适用范围、具体标

---

<sup>①</sup> NASD, Notice to members03-07, [http://www. finra. org/Industry/Regulation/Notices/2003/p003356](http://www.finra.org/Industry/Regulation/Notices/2003/p003356),2010年10月9日访问。

<sup>②</sup> N. Y. Stock Exchange, NYSE Rule 405, NYSE Guide (CCH) 3696 (2000).

<sup>③</sup> [美]路易斯·罗思·乔尔·塞里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第775页。

<sup>④</sup> N. Y. Stock Exchange, NYSE Rule 405, NYSE Guide (CCH) 3696 (2000).

<sup>⑤</sup> Pension Fund - Mid Jersey Trucking Indus. - Local 701 v. Omni Funding Group, 731 F. Supp. 161 (D. N. J. 1990).

准、规则在后端保护投资人程序中的角色等方面存在区别。<sup>④</sup>

#### 4. 投资者适当性原则在美国资本市场发展的启示

投资者适当性原则在美国资本市场发展了70余年,已经形成了一个包括自律规范、行政规则和司法判例在内的复杂体系,有必要对其发展过程中的相关问题做一梳理,以有助于对投资者适当性原则做全面的理解。

第一,美国投资者适当性原则发端于证券经纪业务,对券商经纪业务附随的推荐行为适用该适当性规则,独立的投资咨询业务则适用美国1940年的投资顾问法。但由于美国SEC的投资顾问适当性规则,一直未能出台,因此,对于投资顾问尚没有正式的适当性规则,故可以类推适用经纪业务中的适当性规则。但对于何为证券推荐,美国立法和相关的自律规范一直都没有明确。曾有学者指出:在经纪商和其投资者之间的关系中,经纪商向没有经验的投资者推荐证券的行为中,投资者对经纪商存在严重的依赖性,但当经纪商仅仅是执行投资者的指令时,投资者不会对经纪商存在依赖性。经纪商和投资者之间的关系更多的是处于这两者之间。在这些中间状态的关系中,适当性原则把因违反适当性义务的举证责任分配给了经纪商,即投资者无须证明其信赖经纪商——其中的假设前提是除了在执行命令的情况下,投资者都依赖于经纪商。但在某些特定情况下,经纪商可以提出反证。<sup>⑤</sup>故,一般看来,除了经纪商仅仅是投资者交易指令代理人之外的经纪业务,券商都要对投资者承担适当性义务。

第二,投资者适当性原则的适用对象从个人投资者发展到机构投资者。投资者适当性原则在美国资本市场的确立和发展都是以个人投资者作为假设前提的,机构投资者一般被排除适用投资者适当性原则。随着资本市场证券结构的复杂化和风险的加大,机构投资者较个人投资者具有的理解和认识风险的能力不再那么突出,现代机构投资者在面对大量的证券衍生品时,同样也处于“弱势群体”的地位。因此,对

---

<sup>④</sup> Lewis D. Lowenfels Alan R. Bromberg, *Suitability in Securities Transactions*, 54 BUSLAW 1557.

<sup>⑤</sup> Robert H. Mundheim, *Professional Responsibilities of Broker - Dealers: The Suitability Doctrine*, 1965 Duke L. J. 445 1965.

机构投资者也要适用投资者适当性原则成为近年来发展的趋势。但基于机构投资者和个人投资者在投资能力上毕竟差距很大,美国 SEC、NASD 等监管机构对适当性原则在机构投资者上的适用仍然做出了一定的限制。

第三,券商对投资者的情况有尽职调查的义务。虽然美国 SEC、NASD 和 NYSE 在券商是否有对投资者进行主动尽职调查的义务一直存在分歧,但随着证券市场的发展和 SEC 在证券监管上的强势,券商在从事经纪业务时应当对投资者的相关情况做主动的尽职调查已经作为一项义务确定下来,一旦券商没有做尽职调查,就视为违反了投资者适当性原则,要承担纪律处分或者行政处罚甚至基于投资者诉讼承担民事赔偿责任。

第四,投资者是否有拒绝提供相关信息的权利。投资者适当性原则因需要券商对投资者的相关情况进行了解从而判断是否符合适当性,其中有可能会涉及客户的隐私,投资者有可能拒绝提供相关的信息。因此,有学者建议,在券商已经为获取投资者的信息做出充分努力后,如果投资者仍然拒绝提供相关信息,则在随后的证券交易中券商免于承担投资者适当性义务。<sup>⑤</sup>但也有学者指出,“了解客户”规则要求券商在为投资者开户时必须获得客户的基本信息。同时,在有关的高压销售(boiler-room)中,<sup>⑥</sup>券商必须获得客户的额外信息以判断所推荐的证券是否适合该投资者。简而言之,券商在面对沉默的投资者时,如何判断其行为是否符合投资者适当性原则只能靠单纯推测取得的信

---

<sup>⑤</sup> Robert H. Mundheim, *Professional Responsibilities of Broker - Dealers: The Suitability Doctrine*, 1965 Duke L. J. 445 1965.

<sup>⑥</sup> Boiler-room 是美国 SEC 在专项研究中重新发现投资者适当性原则的诱因。因为高压销售行为是当时证券市场违反投资者适当性原则的典型行为。法官 Friendly 生动地描述了高压销售的情形:一开始,是向 Kimball 公司拥有或者可能购买的不同职业名单上的人(如医生、管道工人等)发送推销函,说明低价股所提供的光明财务未来……然后,由称为“开局人”的销售人员开始打电话,“努力向潜在购买者推销”。随后,是更多与“公司新闻”有关的邮件,然后是“高压销售人员”电话致命一击,高压销售人员形象地称为“加载人”,其“努力增加股票的购买量”。[美]路易斯·罗思、乔尔·塞里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社 2008 年版,第 775 页。

息。<sup>②</sup> 时至今日,美国的立法和司法判例也没有就此问题给出明确的答案。

第五,投资者是否能够放弃适当性原则的保护。适当性原则的本意在于为不同风险承受能力的投资者提供不同风险的产品,但如果投资者刻意追求与其风险承受能力不相适应的高风险产品,投资者适当性原则是否还应对其提供保护,券商是否应该为其提供经纪服务则不无疑问。投资者适当性规则本身并未规定有关的内容,因此,有的学者认为基于投资者适当性原则在保护投资者利益上的显著效果,投资者不能放弃投资者适当性原则的保护,券商不得为其提供高风险的产品。<sup>③</sup> 但主流观点认为,投资者有权利放弃适当性原则的保护,因为投资者的权利至上。<sup>④</sup> 美国的司法判例确认了主流学者的观点。<sup>⑤</sup>

第六,投资者适当性原则目前仍然主要通过自律性规范实现对投资者的保护。投资者适当性原则发端于自律规范,经过 SEC 的认可和发 展,逐渐成为 SEC 对投资者进行保护的重要原则,而 SEC 虽然曾经制定过一个明确规定投资者适当性原则的规范,但随着该规范的废除,SEC 目前至少在行政规章层面还没有发展出有关投资者适当性原则的一般性规范。美国的司法机关虽然也在案例中部分承认了投资者适当性原则,但并没有将投资者适当性原则作为投资者进行民事赔偿的请求权基础。美国法院在早期的判决中一定程度上承认了投资者基于券商违反投资者适当性原则的自律性规范所进行的民事赔偿诉求,但现代案例已经趋向于不再承认基于自律规范的投资者适当性原则所提起的诉讼。<sup>⑥</sup> 目前以券商违反投资者适当性原则发生的诉讼,美国最高

<sup>②</sup> Hilary Huebsch Cohen, *the Suitability Doctrine: Defining Stockbrokers' Professional Responsibilities*, 3 J. Corp. L. 533 1977 - 1978.

<sup>③</sup> Stephen B. Cohen, *The Suitability Rule and Economic Theory*, 80 Yale L. J. 1604 (1971).

<sup>④</sup> Robert H. Mundheim, *Professional Responsibilities of Broker - Dealers: The Suitability Doctrine*, 1965 Duke L. J. 445 1965; Fishman, *Broker - Dealer Obligations to Customers - The NASD Suitability Rule*, 51 MINN. L. Rev. 233, 248 - 49 (1966).

<sup>⑤</sup> *Lefkowitz v. Smith Barney, Harris & Upham & Co.*, 804 F.2d 154(1st Cir.1986).

<sup>⑥</sup> John C. Coffee Jr., Joel Seligman, Hillary A. Sale, *Securities Regulation; Cases and Materials*, Foundation Press, 2007, at 688.

法院也只能通过 1934 年证券交易法 10(b) 和 Rule 10b-5 处理。美国法院基于 1934 年证券交易法 10(b) 和 Rule 10b-5 仅承认两种违反适当性原则的情况:其一是涉及虚假陈述或者重大遗漏的情形,其二是被告直接以其行为完成的欺诈。<sup>③</sup> 但这两种诉讼,都要求原告证明被告主观上知情或者存在重大过失,这无疑为原告通过民事赔偿诉讼寻求救济增加了困难。因此,如果投资者试图以券商对适当性原则的直接违反获得救济,则只能依靠 NASD 和 NYSE 的仲裁法庭解决。在实务上,有关投资者适当性原则的争端解决程序已经从法院走向了仲裁,美国 FINRA 有关仲裁案件的统计数据可以在一定程度上说明仲裁在投资者适当性原则争端上所起的重要作用。

表 1 美国 FINRA 有关仲裁案件的统计数据

争端类型	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 8 月
Margin Calls( 保证金追加)	103	45	64	128	57
Churning( 挤油交易)	257	133	212	306	189
Unauthorized Trading ( 未授权交易)	242	174	248	478	288
Failure to Supervise ( 监控失败)	1425	830	1029	2691	1605
Negligence( 过失)	1619	891	1602	3405	1870
Omission of Facts ( 遗漏事实)	588	275	1201	2453	1352
Breach of Contract ( 违反合同)	1397	953	1658	2802	1490
Breach of Fiduciary Duty ( 违法受托义务)	2621	1616	2836	4206	2183
Unsuitability( 不适当)	1347	695	1181	2473	1324
Misrepresentation ( 虚假陈述)	1187	739	2005	3408	1811
Online Trading( 在线交易)	8	1	3	0	0

注:数据来源于美国 FINRA 的网站, [http://www. finra. org/ArbitrationMediation/AboutFINRADR/Statistics/](http://www.finra.org/ArbitrationMediation/AboutFINRADR/Statistics/), 2010 年 10 月 9 日访问。

## (二) 投资者适当性原则在欧盟市场的发展

投资者适当性原则在欧盟市场的发展,主要体现在欧盟《金融工具市场指令》( Markets in Financial Instruments Directive, 简称 MiFID) 中。

<sup>③</sup> John C. Coffee Jr. , Joel Seligman, Hillary A. Sale, *Securities Regulation: Cases and Materials*, Foundation Press, 2007, at 687.

投资者适当性原则主要反映在 MiFID 1<sup>④</sup> 第 19 条和 MiFID 2<sup>⑤</sup> 第 35 ~ 38 条。MiFID 对投资者适当性原则的引入无疑极大地改变了欧盟零售客户保护机制,为零售客户投资决定的做出提供了“家长式”的保护策略。此外,欧盟委员会从美国引入投资者适当性原则反映了欧盟委员会强化投资公司的积极义务、降低信息披露重要性的观念。MiFID 背后的理论在于:MiFID 下,投资公司能够在整个欧盟区自由地销售产品或者提供服务而无须再遵守成员国内部的一些限制;终端投资人和资产管理人可以投资在欧盟区任何成员国发行的证券,也因此欧盟新的投资者保护机制将比过去更为重要。<sup>⑥</sup> 欧盟的适当性制度依照投资者对投资公司的依赖程度的不同,对投资公司分别适用适当性(Suitability)评估规则和适合性(Appropriateness)评估规则。<sup>⑦</sup> 当然,投资者适当性原则机制仍然以《欧盟金融工具市场指令》的投资者分类为基础。<sup>⑧</sup> 该指令规定,在明确投资者自身选择和自身能力在适当性原则上的重要性后,投资公司仅仅执行交易指令的行为不适用投资者适当性原则,因此,该指令赋予了投资者在适当性原则适用上的选择权。<sup>⑨</sup> 尽管适当性评估规则和适合性评估规则都是为了实现保护投资者利益的目的,但这是两种不同的评估规则,有必要对其适用进行明晰。

<sup>④</sup> 《欧洲议会与欧盟理事会关于金融公司市场的第 2004/39/EC 号指令》(Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council)。

<sup>⑤</sup> 《欧盟委员会第 2006/73/EC 号指令》(Commission Directive 2006/73/EC)。

<sup>⑥</sup> Alessandra Chirico, *Suitability and Appropriateness under MIFID: "Faithful watchdogs" or "terrible twins"?* <http://www.ceps.eu>, 2010 年 10 月 9 日访问。

<sup>⑦</sup> 中国证监会组织编译的《欧盟金融工具市场指令》(中国证券监督管理委员会:《欧盟金融工具市场指令》,法律出版社 2001 年版)中将“suitability”翻译成“适合性”,将“Appropriateness”翻译成“适当性”,但鉴于学界和实务界在借鉴美国的“suitability doctrine”翻译成了“适当性原则”或者“适当性制度”,故本文将“suitability”和“Appropriateness”分别称为“适当性”和“适合性”。

<sup>⑧</sup> MiFID 把客户分为合格对手方、专业客户和零售客户,要求投资公司建立清晰的程序区别其客户所属的类型,并评估其对各种投资产品的适格性。中国证券监督管理委员会:《欧盟金融工具市场指令》,法律出版社 2010 年版,译者说明第 2 页。

<sup>⑨</sup> Niamh Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2008, Second Edition, at615.

## 1. 适当性评估规则

欧盟的投资者适当性评估规则主要规定于 MiFID 1 的第 19 条第四款<sup>④</sup>和 MiFID 2 的第 35 条<sup>⑤</sup>和 37 条<sup>⑥</sup>。

---

### ④ Directive 2004/39/EC of The European Parliament and of the Council Article 19(4) :

When providing investment advice or portfolio management the investment firm shall obtain the necessary information regarding the client's or potential client's knowledge and experience in the investment field relevant to the specific type of product or service, his financial situation and his investment objectives so as to enable the firm to recommend to the client or potential client the investment services and financial instruments that are suitable for him.

### ⑤ Commission Directive 2006/73/EC Article 35 Assessment of suitability:

1. Member States shall ensure that investment firms obtain from clients or potential clients such information as is necessary for the firm to understand the essential facts about the client and to have a reasonable basis for believing, giving due consideration to the nature and extent of the service provided, that the specific transaction to be recommended, or entered into in the course of providing a portfolio management service, satisfies the following criteria: (a) it meets the investment objectives of the client in question; (b) it is such that the client is able financially to bear any related investment risks consistent with his investment objectives; (c) it is such that the client has the necessary experience and knowledge in order to understand the risks involved in the transaction or in the management of his portfolio.

2. Where an investment firm provides an investment service to a professional client it shall be entitled to assume that, in relation to the products, transactions and services for which it is so classified, the client has the necessary level of experience and knowledge for the purposes of paragraph 1 (c). Where that investment service consists in the provision of investment advice to a professional client covered by Section 1 of Annex II to Directive 2004/39/EC, the investment firm shall be entitled to assume for the purposes of paragraph 1 (b) that the client is able financially to bear any related investment risks consistent with the investment objectives of that client.

3. The information regarding the financial situation of the client or potential client shall include, where relevant, information on the source and extent of his regular income, his assets, including liquid assets, investments and real property, and his regular financial commitments.

4. The information regarding the investment objectives of the client or potential client shall include, where relevant, information on the length of time for which the client wishes to hold the investment, his preferences regarding risk taking, his risk profile, and the purposes of the investment.

5. Where, when providing the investment service of investment advice or portfolio management, an investment firm does not obtain the information required under Article 19(4) of Directive 2004/39/EC, the firm shall not recommend investment services or financial instruments to the client or potential client.

### ⑥ Commission Directive 2006/73/EC Article 37 Provisions common to the assessment of suitability or appropriateness:

1. Member States shall ensure that the information regarding a client's or potential client's knowledge and experience in the investment field includes the following, to the extent appropriate to the nature of the client, the nature and extent of the service to be provided and the type of product or transaction envisaged, including their complexity and the risks involved: (a) the types of service, transaction and financial instrument with which the client is familiar; (b) the nature, volume, and frequency of the client's transactions in financial instruments and the period over which they have been carried out; (c) the level of education, and profession or relevant former profession of the client or potential client.

2. An investment firm shall not encourage a client or potential client not to provide information required for the purposes of Article 19(4) and (5) of Directive 2004/39/EC.

3. An investment firm shall be entitled to rely on the information provided by its clients or potential clients unless it is aware or ought to be aware that the information is manifestly out of date, inaccurate or incomplete.



基于 MiFID 的规定,投资公司在向客户提供投资建议或者全权资产管理服务时,应获得必要的信息,了解客户或潜在客户对特定类型的产品或者服务的投资知识和经验,也要了解其财务状况和投资目标,以使投资公司能向其建议适合的投资服务和金融工具。并且,投资公司在每次为客户提供投资顾问或者建议金融交易之前都必须要做适当性评估。<sup>③</sup>

适当性评估规则对零售客户和专业客户(包括合格对手方)都适用,但是 MiFID 2 减轻了投资公司对专业客户的适当性义务。投资公司在向专业客户提供服务时,有权假设专业客户具备必要的经验和知识水平,投资公司还有权假设专业客户在财务上能够承担与投资目标一致的任何相关投资风险。

MiFID 并没有要求投资公司制作包含概述适当性评估的信件,但是要求投资公司必须保留适当性评估的记录,以证明投资公司是基于客户的利益推荐特定证券或者金融产品。<sup>④</sup>

## 2. 适合性评估规则

适合性评估规则是欧盟在发展美国投资者适当性原则的基础上形成的革新式的规则,该规则适用于投资公司所提供的 MiFID 规定的非投资顾问和非资产管理服务。这些非投资顾问服务或者非资产管理服务一般是指那些限制性的非特定化的服务,这些服务包括与某种特定产品有关的一般性推荐(如广告),这种推荐并不是根据对投资者的特定环境进行评估所做出的。此外,还包括一般性的接受和传递指令、执行指令以及基于自己账户的包销、私募和交易。

在适合性评估规则下,一方面投资公司有义务要求客户或者潜在客户提供其关于公司推介的或者其自身要求的特定类型产品或服务的投资知识和与经验相关的信息,以便于投资公司评估所考虑的投资服务或

---

<sup>③</sup> 参见中国证券监督管理委员会:《欧盟金融工具市场指令》,法律出版社 2010 年版,第 61 页。

<sup>④</sup> Niamh Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2008, Second Edition, at 616.

者产品是否适合该客户。<sup>⑤</sup> 适合性评估规则并不要求客户提供财务状况和投资目标。另一方面投资公司也只需要向投资者提供以下信息——投资公司及其服务的介绍、可获得的金融工具、执行场所介绍和成本及有关收费,以便于客户有合理的能力去了解投资公司所推荐的投资服务以及金融工具具体的性质和风险,然后在知情的基础上做出投资决定。投资公司通过向投资者提供风险揭示书的方式确保投资者获取有关该产品特定风险的适合信息,但投资公司必须确保风险揭示书<sup>⑥</sup>的清晰、公平和没有误导。<sup>⑦</sup>

适合性评估规则同样适用于专业客户,投资公司有权力假设专业客户具备理解相关风险所必需的经验 and 知识。

### 3. 适当性评估规则与适合性评估规则的比较

适当性评估规则和适合性评估规则都是投资者适当性原则在欧盟资本市场的体现,两者的目的都在于保护投资者利益,并且两者都是基于欧盟客户分类基础上建立的概念,两者都授权投资公司可以假设专业客户具备投资的知识 and 经验并且可以承担适度的风险,但是对零售客户不能做这样的假定。在符合下列特定条件时,如果投资公司提供的投资服务仅是客户指令的执行和接受及传送,则该类服务同时豁免适用适当性评估和适合性评估:首先,所提供或者被要求提供的服务针对在受监管市场或者第三国同等市场交易的股票、货币市场工具、债券或者其他形式的证券化债务(不包括含衍生品的债券或证券化债务)、可转让证券集合投资计划及其他非复杂金融工具;其次,这种服务是应客户或者潜在客户要求而提供的;再次,投资公司清楚地通知客户或者潜在客户,提供该项服务时投资公司无须评估提供或者推介的工具或服务是否适合客户或者潜在客户,因此客户或者潜在客户不享受相关的业务行为规则提供的相应保护;最后,投资公司遵守了有关利益冲突的规定。投资

<sup>⑤</sup> 参见中国证券监督管理委员会:《欧盟金融工具市场指令》,法律出版社2010年版,第61页。

<sup>⑥</sup> 风险揭示书有三类:产品或者服务不适合揭示书;不能提供足够信息的揭示书;有关非复杂金融工具的揭示书。

<sup>⑦</sup> Alessandra Chirico, *Suitability and Appropriateness under MIFID: "Faithful watchdogs" or "terrible twins"?* <http://www.ceps.eu>, 2010年10月9日访问。

公司提供的仅执行指令的服务豁免适用投资者适当性原则,有助于帮助投资者在风险和收益的平衡关系中做出独立选择。

两者也存在一定的区别:

其一,两者适用对象不同。MiFID 明确区分了两者的适用对象:适当性评估规则适用于投资顾问服务或者投资组合管理,适合性评估规则适用于非投资顾问服务或者非投资组合管理服务。

其二,两者要求投资公司获取的客户信息不同。适当性评估规则要求投资公司获取与客户有关特定类型产品或者服务的投资知识和经验、客户的财务状况和投资目标,适合性评估规则不要求获取客户的财务状况和投资目标。

其三,两者是否对客户实施交易限制不同。在适当性评估规则下,客户如果不提供“必要信息”导致投资公司不能进行适当性判断,即便投资公司向客户提供风险揭示书,投资公司也不得向客户提供投资顾问服务或者投资组合管理服务。在适合性评估规则下,如果客户不提供“必要信息”导致投资公司不能进行适合性评估判断的,投资公司在向客户提供了风险揭示书的前提下,投资公司可以向客户提供服务。同样的交易限制也适用于投资公司根据提供的信息经评估判断认为该产品或者服务对客户不适当或者不适合的情形。易言之,投资公司绝对不能为客户提供不适当的产品,但投资公司在提供风险揭示书的情况下,可以为客户提供不适合的产品。

### (三) 投资者适当性原则在日本资本市场的发展

投资者适当性原则在日本资本市场的引入,一般认为是证券监管机构基于证券监管的需要而实施的,例如,最早可隐约体现投资者适当性原则的是日本大藏省证券局《关于全面推进投资者本位的营业方针》(1974年)。<sup>④</sup> 随后,日本于1992年修订了《证券交易法》(《为确保证券交易等公正部分修改〈证券交易法〉的法律》)专门新增加了关于投资者适当性原则的规定:金融机构不得劝诱投资者购买与其知识、经验、财

---

<sup>④</sup> 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123页。

产状况并不适当的证券,以对投资者提供应有的保护。<sup>④</sup>

日本在20世纪90年代泡沫经济带来巨大不利影响的情况下,为了维持其在21世纪的经济活力,自1996年开始金融“大爆炸”改革,2000年公布了《金融商品销售法》,该法第一次对投资者适当性原则进行了全面的规范,主要体现在该法的第7-9条。<sup>⑤</sup>第7条是为了确保劝诱的适当性规范,规定金融机构业者于劝诱其金融商品业务时,必须尽力确保其劝诱的适当性。第8条是对制定劝诱方针的规定,金融商品业者于劝诱其金融商品业务前,必须就其劝诱制定准则;所制定的劝诱方针必须依据劝诱客户的知识、经验与财务状况进行考量,同时应考量劝诱方法和时间等。该法规定了业者事先对客户的知识、经验、投资目的、财产状况等进行尽职调查的义务,业者是在“了解客户”的前提下从事的劝诱行为。日本《金融商品销售法》认为投资者适当性原则的具体内容,除了应顾及劝诱对象的知识、经验及参照财产状况等事项外,还包括劝诱方法和劝诱时间等。对于劝诱方法,规定不得以胁迫利诱或疲劳轰炸等不适当的方式劝诱,而且劝诱的时间不得妨碍一般人的日常生活作息时间。可见,日本立法对于投资者适当性原则的规定较一般对投资者适当性原则的理解为宽。<sup>⑥</sup>

日本在2006年对其《证券交易法》进行了修改,并更名为《金融商品交易法》,该法第40条第一款对投资者适当性原则进行了明确,规定对适当性原则的判断增加了“以缔结金融商品交易契约为目的”的考量因素。因此,在判断是否符合投资者适当性原则时,除了考量客户的知识、经验和财产状况外,还要考量缔结契约之目的,从而进行综合判断。

---

<sup>④</sup> 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123页。

<sup>⑤</sup> 黄铭杰主持:《日本金融商品交易法之研究期末报告》,财团法人万国法律基金会,2007年,第219页。

<sup>⑥</sup> 参见杜怡静:“论对金融业者于行销行为之法律规范——以日本金融商品贩卖法中关于‘说明义务’及‘适合性原则’为参考素材”,载《台北大学法学论丛》第57期,2005年12月,第294页。

### 三、漏洞弥补与信义义务:投资者适当性原则之法理

各国证券监管机构为了充分保护投资者利益,一般都规定了较为严格的信息披露制度,但信息披露制度并不是防止证券欺诈和其他证券市场违规行为的最为直接的手段。<sup>⑤</sup> 证券立法也规定了直接防止证券欺诈的极具扩张性的禁止欺诈条款,但仍然不能完全消灭证券市场的不公平行为。特别是经纪商在为投资者提供投资咨询服务时,产生了更多对投资者不公平交易的机会。为了对经纪商广泛的投资咨询业务进行有效的监管,有必要采用更为广泛的证券欺诈防止规范。投资者对券商专业性意见有一种天然的依赖,基于这种依赖有必要要求券商承担与其专业性有关的义务。投资者适当性制度把券商公认的公平交易的义务扩展到了整个证券经纪业务领域(包括与交易有关的投资咨询),要求券商履行最佳的专业判断义务以避免为投资者提供不适当的投资建议。<sup>⑥</sup>

#### (一) 监管漏洞弥补的投资者适当性原则

自美国颁布《1933年证券法》和《1934年证券交易法》以来,美国证券市场确立了以法定信息披露制度作为对证券市场监管的基础手段和方式,把反欺诈条款作为对法定信息披露制度失灵的应对措施。法定信息披露制度作为证券市场投资者利益保护的基础,为投资者进行证券投资提供了较为充分的条件,保证了投资者的投资知情权,减少了证券投资的盲目性,提升了证券市场投资者的投资理性。但实质上,法定信息披露制度仅是对投资者进行事前保护的有力武器,为投资者提供充分的投资条件,但如何确保投资者在知情的基础上做出符合其自身条件的投资决定,不仅取决于发行人或者信息披露义务人对信息披露义务的履行,同时还取决于投资者的认知能力和认知水平,也即投资者须在充分了解其投资内容后(收益、风险、救济等),方可自己做出判断是否进行

<sup>⑤</sup> Anderson, the Disclosure Process in Federal Securities Regulation: A Brief Review, 25 HASTINGS L. J. 311, 317-21 (1974).

<sup>⑥</sup> Hilary Huebsch Cohen, *the Suitability Doctrine: Defining Stockbrokers' Professional Responsibilities*, 3 J. Corp. L. 533 1977-1978.

投资、如何进行投资以及如何对自己进行保护等。上文中曾提到在美国证券立法之时,学界对将信息披露制度作为证券监管的工具和哲学基础就存在巨大的争议。美国 SEC 在其 1963 年的专项研究中已经认识到监管机构的信息披露要求和实践在保护投资者利益方面已经不再全面有效。<sup>④</sup> 反欺诈条款与法定信息披露制度的目的相同,都是为了保护投资者利益,但不同的是,反欺诈条款是通过事后救济的方式来实现投资者权益保护的,但反欺诈条款的事后救济,往往成本巨大而收效较小。

法定信息披露制度的事前保护和反欺诈条款的事后救济,都不能解决投资者的“事中”保护问题。事实上,基于证券市场产品结构的日益复杂和风险的日益加大,投资者以其有限的认知能力和认知水平以及有限的精力,将很难再基于法定信息披露文件而做出自主的投资决定,故而,投资者要么自主盲目投资,要么基于其对券商专业性的推崇和信赖,接受为其提供服务的券商的建议,将投资决定的做出建立在券商的投资推荐之上。盲目投资有可能产生巨额的投资风险,依据券商的建议进行投资也可能会遭受券商的欺诈。

投资者适当性原则通过要求券商在尽职调查投资者情况的基础上为投资者提供其认为风险适当的产品:一方面借助券商的专业性解决了投资者认知能力和水平有限的困境,另一方面也缓解了投资者通过寻求事后救济的方式进行权利保护的困难,为投资者做出知情的投资决定提供了制度保障,弥补了法定信息披露制度和反欺诈条款在监管上的漏洞。

## (二)作为信义义务的投资者适当性原则

证券立法和证券监管机构之所以要求证券公司对投资者承担适当性义务,其本质的原因是在投资者和证券公司之间的关系上,投资者基于券商的专业性对券商存在巨大的依赖性。证券公司在业务实践中通过各种途径和方式使投资公众相信其具备处理复杂证券交易的专业技能,投资公众依赖了证券公司的“超人”技能来从事证券交易,<sup>⑤</sup>基于这

<sup>④</sup> Philips & Co. , 37 S. E. C. 66, 68 (1956).

<sup>⑤</sup> Robert H. Mundheim, *Professional Responsibilities of Broker - Dealers: The Suitability Doctrine*, 1965 Duke L. J. 445 1965.

种专业性和依赖性,产生了券商对投资者的信义义务。

为了说明在适当性原则下证券公司对投资者的信义义务,美国 SEC 通过三种理论来解释投资者适当性原则的法理基础:代理理论(agency theory)、“特殊情节”理论(“special circumstances” theory)和“招牌”理论(“shingle” theory)。

代理理论认为,股票经纪人在执行投资者的股票买卖指令时,股票经纪人是投资者的代理人,对投资者负有注意和忠实义务。代理人对于委托人委托的事务,有义务及时向委托人报告相关重大情况。适当性义务完美地契合了代理人向委托人报告相关信息的义务。当证券公司作为经纪人从事业务时,经纪人基于投资者的指令在市场上卖出证券或者基于投资者的指令购买证券,在这种情况下,证券公司是投资者的代理人,对投资人就代理事宜负有注意义务和忠实义务,当然也包括为投资者提供适当证券交易的建议。

“特殊情节”理论来源于英美信托法。英美信托法对于信托义务没有明确的法律界限,一般基于法官衡平的理念产生,故英美法下的信托义务具有很强的张力,往往基于某种特殊的关系,法官就可以确认信托义务的存在。美国 SEC 认为基于投资者与证券公司相比处于弱势地位的情况,即便证券公司不是投资者的代理人,证券公司依然要承担信托义务。其原因就在于证券公司在处理与投资者之间的关系时,使自己处于可以相信和信赖的地位,以便于为投资者提供证券投资推荐。<sup>⑤</sup>

“招牌”理论由美国的证券法权威罗思教授提出,<sup>⑥</sup>该理论认为只要证券公司在证券交易中“挂出招牌”以示自己是证券经纪商或者交易商、具备与证券相关的专业性,自己就将与公众进行公平公正的交易。“招牌”理论具有证券法和普通法两个来源。1934 年美国《证券交易法》要求证券公司如果要从事证券经纪或者证券交易以及与此相关的义务,就必须加入自律性组织如 NASD 或者 NYSE,成为自律组织的会员。同时,该法又要求自律性组织在经美国 SEC 批准后发布自律性规则,以

<sup>⑤</sup> Frederick Mark Gedicks, *Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability*, 37 AZSLJ 535.

<sup>⑥</sup> Louis Loss, *the SEC and the Broker-Dealer*, 1 Vand. L. Rev. 516 (1948).

“推动公平公正的证券交易”,<sup>98</sup>而与上述法律要求最为一致的自律性规则就是证券公司的适当性义务。因此,如果证券公司在执行业务的过程中,没有遵守 NASD 或者 NYSE 的适当性义务,SEC 则认为经纪人违反其与投资者公平公正交易的法定义务。“招牌”理论的普通法基础是“自称(holding out)”理论,该理论认为自称拥有专业知识和技能的人必须承担与其表述相适应的高标准的义务。经纪商在证券市场自称为专家,导致投资者对其证券投资推荐的信赖,也因此要承担与其推荐有关的高标准义务。当证券公司以所谓专家的身份建议投资者买卖证券时,也就意味着符合了投资者的特定需求和投资目标。

#### 四、实践与完善:投资者适当性原则在中国

投资者权益保护是我国证券立法的宗旨和目的之一,也是我国证券监管机构最为重要的工作。我国《证券法》通过规定法定信息披露义务和禁止证券市场违规行为等方式,为证券投资者权益保护提供了基本的手段,但正如上文所述,证券投资者权益保护不仅要体现为“事前”、“事后”的规则,同样要为投资者提供“事中”保护——投资者适当性原则。我国《证券法》虽没有明确规定投资者适当性原则,但通过规定公平交易、证券公司从事经纪业务与自营业务的利益冲突禁止、禁止全权委托、禁止利益承诺等方式间接体现了投资者适当性原则的精神。我国证券市场监管机构也已经充分认识到投资者适当性原则的重要意义,并在有关的行政法规、行政规章或者自律性规则中做了一些规定,例如,《证券

---

<sup>98</sup> 1934 Act § 6(b)(5) (“An exchange shall not be registered as a national securities exchange unless the Commission determines that . . . [t]he rules of the exchange are designed to prevent fraudulent and manipulative acts and practices, to promote just and equitable principles of trade . . . and, in general, to protect investors and the public interest . . .”).



公司监督管理条例》、<sup>⑨</sup>《关于加强证券经纪业务管理的规定》、<sup>⑩</sup>创业板市场和股指期货市场的投资者适当性管理制度<sup>⑪</sup>以及上海证券交易所《会员管理规则》、《客户交易行为管理实施细则》等。其中,对投资者适当性原则做了较为详细规定的是创业板市场投资者适当性制度和股指期货市场投资者适当性制度。

我国已经开始的投资者适当性原则实践,在一定程度上规范了证券公司的业务行为,保护了投资者在投资过程的权益,有助于维护投资者对证券市场的信心,促进证券市场的稳定繁荣和发展。但投资者适当性原则在我国的实践还存在一定的问题,需要不断加以完善。

1. 正本清源——以保护投资者权益作为投资者适当性制度的切入点

当前,投资者适当性原则在我国证券市场的发展,还主要是基于加强券商客户管理工作的视角进行规定的,《证券公司监督管理条例》、《关于加强证券经纪业务的管理规定》等相关法规、行政规章以及自律性规范都是处于加强客户管理工作的角度规定适当性管理制度的。

实质上,随着投资者适当性原则在各国的发展,投资者适当性原则已经从规范之初的行政监管或者自律性管理需要,发展成为了包含较为丰富权利义务内容的成熟投资者利益保护制度,其内容中不仅包括券商

<sup>⑨</sup> 《证券公司监督管理条例》第29条规定:证券公司从事证券资产管理业务、融资融券业务,销售证券类金融产品,应当按照规定程序,了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验和风险偏好,并以书面和电子方式予以记载、保存。证券公司应当根据所了解的客户情况推荐适当的产品或者服务。具体规则由中国证券业协会制定。

<sup>⑩</sup> 《关于加强证券经纪业务的管理规定》(二)建立健全客户适当性管理制度,为客户提供适当的产品和服务。证券公司应当根据客户财务与收入状况、证券专业知识、证券投资经验和风险偏好、年龄等情况,在与客户签订证券交易委托代理协议时,对客户进行初次风险承受能力评估,以后至少每两年根据客户证券投资情况等进行一次后续评估,并对客户进行分类管理,分类结果应当以书面或者电子方式记载、留存。

证券公司应当事先明确告知客户所提供产品或者销售产品的风险特征,按照规定程序,提供与客户风险承受能力相适应的服务或产品,服务或产品风险特征及告知情况应当以书面或者电子方式记载、留存。证券公司认为某一服务或产品不适合某一客户或者无法判断适当性的,应当将该情形提示客户,由客户选择是否接受该项服务或产品。证券公司的提示和客户的选择应当以书面或者电子方式记载、留存。

<sup>⑪</sup> 《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》和《关于建立股指期货投资者适当性制度的规定(试行)》。

客户管理制度,还包括如何平衡投资者和券商在证券买卖以及证券推荐业务中双方的权利义务关系、对证券公司和投资者有关适当性制度的纠纷解决机制等。因此,我国的相关制度设计应该在制度设计之初,就要高瞻远瞩,从投资者权益的保护视角规定券商和投资者之间的权利义务,同时要规定券商违反投资者适当性原则的处罚和对投资者的救济。

### 2. 高瞻远瞩——以较高位阶的法律规定确立投资者适当性原则

境外资本市场投资者适当性原则发展启示我们,投资者适当性原则作为保护投资者权益的重要手段,必须通过法律、法规,至少是行政规章的方式做强制性的规定,然后由相关的自律规范进行细化。投资者适当性原则在美国发展的历程,体现了投资者适当性原则从道德规范向法律规范发展的过程。投资者适当性原则在欧盟和日本则直接作为证券公司或者投资公司的法定义务进行规范,而这一直为美国 SEC 所梦寐以求。投资者适当性原则因在美国缺少法律以及行政规章层面的规范,一直未能直接成为投资者寻求司法救济的诉因,投资者转而寻求证券仲裁进行公力救济。

我国证券投资者适当性原则的发展不能重走美国的老路,其原因不仅在于投资者适当性原则应作为一项法定义务进行规范,还在于我国还没有建立相关的证券仲裁制度,而有关自律性规范是否能够成为投资者寻求司法救济的途径也一直存有争议,而这似乎也成了我国现在即使规定投资者适当性制度但也缺少投资者适当性救济的不可言说之理由。因此,为了有效地解决这种两难的困境,投资者适当性原则有必要通过至少是行政法规位阶的规定作为证券公司的一项法定义务进行规范,并就投资者与证券公司之间关于投资者适当性纠纷提供解决的制度途径,以切实保护投资者利益。

### 3. 相辅相成——投资者适当性原则与合格投资者制度

合格投资者制度在某些方面与投资者适当性原则的精神相通,例如,都以保护投资者利益为制度之目的,都蕴涵将适当产品销售给适当投资者精神,但毕竟两者仍然存在一定的差别,两者在各国投资者适当

性原则实践过程中的并行不悖就足以说明这个问题<sup>②</sup>。一般而言,合格投资者制度是确定投资者适当性原则的基础,不同的投资者具有不同的资金实力、知识储备及风险承受能力,只有确定了投资者的类型,才能选择适合他们的金融产品。为此,大多数国家都对证券市场的客户进行了分类,并根据具体情况确定了客户分类的具体标准。例如,美国金融业监管局将客户分为认可投资者、合规投资者和机构投资者;英国金融服务管理局将客户分为零售客户、专业客户和可选择专业客户(与 MiFID 的分类大致相同);澳大利亚监管机构则将客户分为零售客户和批发客户。实际上,合格投资者制度与投资者适当性原则两者相辅相成,合格投资者制度的主要目的是建立法定投资者分类制度,该分类将有助于提高证券公司对投资者的认识,帮助证券公司将适当的产品提供给具有该类风险承受能力的投资者。投资者适当性制度也有助于实现合格投资者制度的立法目的,即为不同类别的投资者提供不同的法定保护程序和手段。

当前我国正在积极探索建立合格投资者制度,在制度建设的过程中,可以将投资者适当性原则与合格投资者制度共同研究和发展,以通过这两种相辅相成的制度切实为不同的投资者提供不同风险的投资产品。

#### 4. 一视同仁——投资者适当性原则应同时适用于个人和机构

美国和欧盟证券市场发展的经验告诉我们,投资者适当性原则不仅应当对个人投资者提供保护,同时,随着证券市场投资产品的复杂化和投资风险的加大,投资者适当性原则也应该保护机构投资者的利益。但基于个人投资者和机构投资者在投资能力、经验以及风险承受能力上的不同,对个人投资者和机构投资者的投资适当性制度应该秉承差异性设计的原则。

当前,我国证券市场的投资者适当性制度基本上是以个人投资者作为制度设计的前提,尚没有涉及机构投资者的适当性原则问题,其原因可能是:其一,我国的投资者适当性制度刚刚建立,还处于实验阶段,对

---

<sup>②</sup> 例如,欧盟、日本等在对投资者进行了法定分类后,依然对投资者适当性原则进行了详细的规定。

风险承受能力较低的个人投资者先行提供保护更容易推动;其二,我国证券市场投资者目前还主要是以散户为主的结构,投资者适当性制度以个人投资者作为保护对象符合我国投资者的结构。但随着我国证券市场机构投资者的发展、机构投资者所占的投资份额的加大和证券市场的复杂化,有必要建立对机构投资者进行保护的投资者适当性制度。对此,欧盟投资者适当性原则基于个人投资者和机构投资者之间在投资能力和风险承受能力上的不同而分别建立的适当性评估规则和适合性评估规则可资借鉴。

#### 5. 平衡协调——适当性原则要平衡规定投资者和证券公司权利义务

投资者适当性原则已经从客户管理的初级阶段发展成了蕴涵较为充分的权利义务关系的投资者利益保护制度,就证券公司而言,其有义务对投资者和相关证券做尽职调查并基于这种调查结论,为投资者提供适当的产品。与此相对的是,投资者如果拒绝提供相关信息或者投资者在明知的情境下要求证券公司提供风险较高的产品,投资者适当性原则是否还有必要为其提供保护?

投资者适当性原则的目的是保护投资者利益,因此,在不涉及个人隐私的情况下,投资者有义务提供相关的信息,以帮助证券公司履行尽职调查的义务,但投资者提供相关信息的义务,应体现为一种被动的义务,即在证券公司主动调查询问的情形下,投资者就证券公司询问的事项提供相关信息,证券公司没有调查或者超出了调查所必需的范围,投资者没有提供相关信息的不构成对其义务的违反,应视为证券公司没有履行尽职调查义务、违反了投资者适当性原则。我国在创业板和股指期货市场投资者适当性制度中都对此做了规定,是一种有益的尝试,有必要在对投资者适当性原则进行全面规定时予以借鉴。

投资者适当性原则的本质是为投资者利益保护提供信息披露和反欺诈之外的制度供给,因此,投资者在明知的情境下,可以放弃投资者适当性原则的保护,这也符合权利放弃的法理。因此,在投资者明知欲购买的证券产品超出自身风险能力的情况下,依然要求进行投资者的,证券公司应当为其提供证券投资服务。但证券公司仍然应当承担尽职调查的义务和风险提示的义务,即证券公司在对投资者进行全面调查的基

基础上,为其推荐符合其风险承受能力的产品;如果投资者放弃证券公司的推荐,选择风险较高的其他产品进行投资,证券公司应当就这一证券所附风险以及有可能给投资者所带来的损失提供风险揭示,并应当以书面形式向投资者提供。创业板市场投资者适当性制度对此有所涉及,例如,对于暂时达不到两年交易经验要求的自然人投资者,如果经慎重考虑仍坚持直接参与创业板市场,证券公司应当在营业场所现场与其书面签署《创业板市场投资风险揭示书》,并要求投资者就自愿承担市场相关风险抄录一段特别声明。在全面规定投资者适当性制度时,创业板的《风险揭示书》也可作为借鉴。