

资本市场投资者适当性规则的美国经验与中国探索

李海龙

内容提要:适当性规则长期以来极具模糊性与不确定性,我国适当性规则适用中亦存在种种问题。域外经验表明适当性义务系法定义务而非约定义务,违反之承担的责任性质上应属侵权责任。作为提供专业建议的两个主要机构,证券经纪商与投资顾问间分工明确,前者通常向投资者承担适当性义务,后者则承担受托义务。应尊重二者行业差异,借鉴美国法上分立监管的做法,不应将二者纳入统一义务标准框架。划分投资者风险承受能力等级及金融产品风险等级分别是完成“了解客户”“了解产品”的重要步骤,但完成合理的划分并准确匹配绝非易事,当前也未有公认的方法。科学的信息披露制度系克服如上困境的暂时性替代方案。适当性规则的美国司法实践存在法官认定标准不一及证明困难的问题,使得涉适当性义务案件的解决途径开始向仲裁转向。这契合投资者权益保护的宗旨,借鉴其经验,我国亦应充分发挥仲裁在该领域中的功能。

关键词:适当性规则 受托义务 侵权责任 证券经纪商

李海龙,浙江财经大学法学院副教授。

一 问题的提出

个人投资者是资本市场的重要参与者,^[1]然而,资本市场多样化的金融产品充斥着各种风险,囿于信息及专业知识不足,个人投资者多依赖来自包括证券经纪商在内的金融专业机构的建议。在证券经纪商提供投资建议时,鉴于金融产品的复杂性,仅靠信息披露无法保护投资者权益,此时有必要对其科以更严格的义务——适当性义务(suitability obligation),它要求证券经纪商向特定投资者推荐的证券应与其需求相匹配。^[2]与应对纠

[1] 截至2019年底,我国资本市场投资者账户合计46.62万户,个人投资者为38.73万户,占比为86.81%。参见2019年《中国证券监督管理委员会年报》。需要补充说明的是,本文中使用的“投资者”称谓与“客户”的意思相同。

[2] See Kathleen C. Engel, Patricia A. McCoy, A Tale of Three Markets: The Law and Economics of Predatory Lending, 80 *Tex. L. Rev.* 1255, 1318 (2002).

纷经验老道的证券经纪商相比,投资者在维护自身权益方面并不占优势:在争议案件中,前者是“重复当事人”,几乎在所有方面都占有优势,是诉讼中拥有资源且胜诉的一方。^[3] 此时,适当性规则就成为维护投资者权益的重要抓手。正如美国学者罗切(Arvid E. II Roach)指出的那样:“现如今,适当性义务、信息披露、禁止证券欺诈一道成为支撑联邦证券法律的主要哲学命题。”^[4]

我国金融领域适当性规则的构建始于 20 世纪初。2005 年 9 月银监会制定的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》(已失效)系最早对适当性义务内涵作出阐释的规范性文件,2008 年 4 月国务院制定的《证券公司监督管理条例》首次明确了适当性规则的含义。在随后十几年的时间里,我国逐渐形成了覆盖高风险等级金融产品和服务活动较为全面的适当性规则体系。此外,包括交易所、行业协会等在内的自律组织也出台了大量与此相关的自律规范性文件。尤其需要提及的是,2019 年 11 月 14 日最高人民法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(简称《九民纪要》)详细地阐述了适当性规则的司法适用问题。修订后的《证券法》明确规定了证券公司的适当性义务及法律责任。客观地讲,我国对适当性规则的理论研究及司法实践都积累了诸多有益经验,也达成了不少共识,然而,制度在当前践行中仍存在亟待解决的难题,主要包括如下四个方面。

第一,对适当性规则的法律性质及违反该规则的民事责任性质认定不清。处理涉适当性规则纠纷案件时,其法律性质的界定首当其冲,究竟为法定义务抑或约定义务直接决定了民事救济诉因的不同,也决定着民事责任性质认定上的差异。^[5] 申言之,假如认定为法定责任,则应承担缔约过失责任还是侵权责任,或者兼而有之? 不同责任形态的构成要件存在差异,何者更利于保护投资者权益? 要对这些问题作出合理回应,离不开传统民法理论的支撑,但更应该结合金融市场之特色,对目前的做法作出合理的修正与革新。^[6]

第二,不区分金融机构服务内容的差异而统一适用适当性规则的做法有失偏颇。根据《证券法》的规定,证券公司向投资者销售证券、提供服务时应履行适当性义务,然而其所能提供的服务包括证券经纪、投资咨询、融资融券、资产管理等诸种业务,在不同类型服务中,证券公司与投资者之间法律关系并不相同,例如提供证券经纪业务时二者形成委托代理关系,而提供资产管理业务时则形成信托关系。^[7] 此时均要求证券公司“一刀切”地履行适当性义务是值得商榷的。而《九民纪要》不加区分地将适当性规则适用于包括金融衍生品、期货等在内的更加宽泛的金融机构及服务范围,此种做法颇值反思。^[8]

第三,作为贯彻适当性规则“利器”的风险等级划分及匹配做法存在严重缺陷。按照

[3] 参见贺欣:《为什么是有资源的一方胜出?》,《南方周末》2019 年 10 月 31 日 C24 版。

[4] Arvid E. II Roach, *The Suitability Obligations of Brokers: Present Law and the Proposed Federal Securities Code*, 29 *Hastings L. J.* 1069, 1069 (1978).

[5] 参见胡伟:《投资者适当性制度民事责任探析》,《广西社会科学》2013 年第 2 期,第 72 页。

[6] 参见曾宛如:《论证券交易法第二十条之民事责任》,我国台湾地区《台大法学论丛》2004 年第 5 期,第 11 页。

[7] 参见陈洁:《证券公司违反投资者适当性原则的民事责任》,《证券市场导报》2012 年第 2 期,第 50-52 页。

[8] 有学者认为适当性规则在期货领域的应用受到限制,See Willa E. Gibson, *Investors, Look Before You Leap: The Suitability Doctrine Is Not Suitable For OTC Derivatives Dealers*, 29 *Loy. U. Chi. L. J.* 527, 528 (1998); 还有学者提出场外市场金融衍生品领域不应适用适当性规则,See Walter C. Greenough, *The Limits of the Suitability Doctrine in Commodity Futures Trading*, 47 *Bus. Law.* 991, 992 (1992)。

我国目前规范性文件的要求,投资者风险承受能力等级与金融产品风险等级划分及相互间匹配是证券经纪商践行适当性义务的核心内容;然而,作为投资者风险承受能力等级划分的重要依据,金融机构所设计的调查问卷却因千篇一律、流于形式而常遭诟病;金融产品风险等级划分方法也常忽视风险的复杂性而无法顾及其他面向,从而陷入简单化处理的境地。如此境况下,很难想象适当性规则能有效发挥保护投资者权益的功能。

第四,仲裁未能有效发挥调处涉适当性规则纠纷的功能。当下,我国诉讼案件数量激增,法院不堪重负。多元化纠纷解决机制、诉源治理等举措旨在克服上述问题。包括打破刚性兑付等一系列新举措的推出将使涉适当性规则的民事纠纷案件数量迅速攀升,发挥包括仲裁在内的纠纷解决机制之作用,有利于迅速化解社会矛盾。

适当性规则肇始于美国,运行已有八十余年,此间形成了诸多理论研究成果与实践经验,可资我国借鉴。围绕我国适当性规则存在的如上四个方面问题,文章将结合域外尤其是美国对这些问题的回应,并根据我国的实际情况,提出制度建议完善的具体建议。

二 适当性义务基本问题

(一) 适当性规则的内涵

适当性规则的基本含义包括两个层面的要求,即“了解你的客户”(know your customer)与“了解你的证券”(know your security)。前者要求证券经纪商所推荐的证券应与投资者的资产状况、纳税情况、投资目标、证券复杂程度以及个人情况等相适应;后者则要求证券经纪商知悉其所推荐的证券的相关情况。根据该规则,通常认为即使证券经纪商没有向投资者主动提供投资建议,但当其知悉投资者购买的产品风险明显与其投资目标不匹配时有提醒义务。^[9]当然,假如证券经纪商履行适当性义务之后,投资者仍坚持让其执行相关指令,则其无需为此承担责任。“他们无需为投资者的‘自暴自弃’而埋单……证券经纪商帮助投资者作出确当的投资决定的职责并不能超越法律的界限而演变成阻止投资者实施毁灭性投资行为的义务。”^[10]

适当性规则只适用于除机构投资者之外的个人投资者。^[11]按照美国证券交易委员会(SEC)的解释,所谓个人投资者是指接受证券经纪商有关证券交易或涉及证券的投资策略的建议,并将如上建议主要用于个人、子女、家庭等目的自然人或其继承人。^[12]在我国,《证券法》等规范性文件通常将投资者分为普通投资者和专业投资者,前者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面享受特别保护。此外,投资者在参与科创板、创业板等高风险交易活动时,规范性文件通常对个人投资者设定一定的门槛——合格投资者制

[9] See Frederick Mark Gedicks, Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability, 37 *Ariz. St. L. J.* 535, 546 (2005).

[10] Barbara Black & Jill I. Gross, Economic Suicide: The Collision of Ethics and Risk in Securities Law, 64 *U. Pitt. L. Rev.* 483, 526 - 527 (2003).

[11] See Jennifer O' Hare, Retail Investor Remedies under Rule 10B-5, 76 *U. Cin. L. Rev.* 521, 523 (2008). 机构投资者是否应适用适当性规则的问题不属于本文的讨论范围。

[12] See <https://www.sec.gov/tm/faq-regulation-best-interest>, 最近访问时间[2021-04-18]。

度——以实现让合格的投资者去购买合格产品的目的。^[13]

通常认为证券经纪商向投资者提供投资建议时才会触发适当性规则。在美国金融业监管局(FINRA)看来,无论是推荐证券交易的建议还是推荐涉及证券投资策略的建议均应适用适当性规则。一方面,判断何谓投资建议时,美国金融业监管局采用“事实与情况”的方法灵活掌握证券经纪商与投资者之间的交流是否构成投资建议。其中重要的考量因素是从二者间的交谈内容、背景及方式看是否构成投资者购买(不购买)某一证券、坚持(放弃)某一投资策略的建议。通常而言,交流的内容越是指向为特定投资者“量身定做”的特定证券或投资策略,其被视为投资建议的可能性就越大。^[14] 另一方面,美国金融业监管局认为对于投资策略应从宽解释,例如建议使用融资融券方式购买证券、从事短线交易、建议持有某一(些)证券的明示建议等皆属此类。至于投资策略是否最终促成证券交易或提及特定证券,在所不问。^[15] 当然,在美国证券交易委员会看来,如果仅是投资教育方面的交流,而没有涉及特定、某些证券或投资策略的内容,则不构成推荐。^[16]

(二)适当性义务作为一种法定义务

界定适当性规则所设定的适当性义务的法律性质是研究包括民事责任性质等问题的前提和基础。美国的适当性义务实现了由道德规范向具体规范的转化,但仅停留在美国金融业监管局等自律组织的自治性文件中,并未在证券法等法律中予以明确规定,而且实践中法官也是通过援引证券法中的反欺诈条款对涉及适当性规则的案件进行处理。^[17] 换言之,法官通常认为违反该规则并不构成投资者提起诉讼的诉因,“原告恳请法院承认根据纳斯达克适当性规则及纽交所第 405 条规则所产生的默示诉因。然而,他们获得支持的几率有限,因为法官不愿意承认新的默示诉权的存在。”^[18] 实践中,发生证券产品的重大虚假陈述或因未披露与所推荐证券有关的重要信息而构成重大遗漏时,投资者可依据证券法中的反欺诈条款提起诉讼并主张相应权利。^[19] 然而,美国证券交易委员会在实践中所创设的“招牌理论”等学说均表明适当性义务源自于“卖者尽责”的衡平理念,作为专业机构的证券经纪商应确保其向投资者所提供的建议公平合理,对投资者负有大陆法系传统民法所称的诚信义务以及英美法系所称的忠实义务这一法定义务。尽管美国没有像大陆法系国家那样,在民法上首先将某种义务确定其为法定义务抑或约定义务,但通过反推可以得出同样的结论。

对于适当性义务的法律性质问题,当前我国理论界与实务界已达成基本共识。假如

[13] 合格投资者制度与适当性规则并不相同。参见黄辉:《金融机构的投资者适当性义务:实证研究与完善建议》,《法学评论》2021 年第 2 期,第 140 页。

[14] See <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/11-02>, 最近访问时间[2021-04-18]。

[15] See <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/11-25>, 最近访问时间[2021-04-18]。

[16] See SEC, Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct, 84 FR 33318-01, 2019 WL 3043879, 89-90 (F. R.).

[17] See Securities Exchange Act of 1934, Rule 10b-5.

[18] See Kathleen C. Engel & Patricia A. McCoy, A Tale of Three Markets: The Law and Economics of Predatory Lending, 80 *Tex. L. Rev.* 1255, 1328, n344 (2002).

[19] See Robert H. Mundheim, Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine, 1965 *Duke L. J.* 445, 470 (1965).

法律或行政法规对卖方机构(金融产品发行人、销售者以及金融服务提供者)的适当性义务作出了专门规定,例如《证券法》规定了证券公司的适当性义务、《证券投资基金法》规定了证券销售机构的适当性义务,则其均属于法定义务;其余那些尚未被法律、行政法规规定这一层级的法律规范所规定的适当性义务则属于一种特殊的诚信义务,即先合同义务,其性质同样属于法定义务。^[20] 比较法上,日本、韩国以及欧盟等法域均将其上升为法律明文规定的法定义务。^[21]

(三)违反适当性义务产生侵权责任

确定适当性义务的性质为一种法定义务而非约定义务之后,接下来讨论的核心问题是,合同当事人违反该义务应承担何种责任。对此,学者的认识并不一致,主要包括侵权责任说、合同责任说、区分责任说与责任竞合说等四种观点。对此,我们认为区分责任说具有合理性,即适当性义务并不因当事人之约定而由法定义务嬗变为约定义务,其法定性特点决定了它并不属于合同之债的发生根据,证券经纪商违反该制度的民事责任类型不应定性为违约责任。^[22] 进一步言之,违反先合同义务的民事责任属于缔约过失责任;违反法定义务的民事责任则属于侵权责任。区分责任学说很好地处理了合同缔结前后违反适当性义务而产生的纠纷应承担何种性质的民事责任的问题。

需要注意的是,在金融市场中通常存在如下情形,即销售产品及提供服务的包括证券经纪商在内的卖方机构往往并非产品的发行人,若在合同磋商阶段发生纠纷,依据缔约过失责任很难直接追究发行人的法律责任,因为它并不是合同的相对方。《九民纪要》赋予了投资者请求产品发行人、销售者抑或二者承担连带责任的选择权,这一规定从合同相对性的角度看是存在逻辑障碍的。克服如上问题的简单做法是统一将违反适当性义务的民事责任定性为侵权责任。从理论上讲,这一观点即使在合同磋商阶段也不存在逻辑上无法自洽的问题,正如有学者指出的那样,我国合同法上所谓的缔约过失责任其实是侵权责任的一部分。^[23] 事实上,在美国,法官处理违反适当性规则案件时,通常依据证券欺诈的规定要求证券经纪商承担侵权责任。在我国,实施证券虚假陈述行为承担的同样是侵权责任。^[24] 因此,借鉴美国的做法,认定证券经纪商违反适当性义务承担侵权责任并无不当。此外,违反适当性义务承担侵权责任界定好之后,此类案件的民事案由也就变得明晰了,即侵权责任类民事纠纷。^[25]

[20] 参见最高人民法院民事审判第二庭著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第412-414页。

[21] 参见杜怡静:《关于金融消费者保护法中“适合性原则”之再反思》,我国台湾地区《月旦法学杂志》2019年第4期,第28页;董新义:《论韩国违反金融适合性原则的民事责任》,《证券市场导报》2012年第1期,第47页。

[22] 参见侯国跃、刘玖林:《经营机构违反投资者适当性制度的民事责任》,载黄红元等主编《证券法苑》(第26卷),法律出版社2019年版,第321页。

[23] 参见于飞:《我国〈合同法〉上缔约过失责任性质的再认识》,《中国政法大学学报》2014年第5期,第98页。

[24] 参见陈洁:《证券民事赔偿制度的法律经济分析》,中国法制出版社2004年版;于莹:《证券法中的民事责任》,中国法制出版社2004年版。

[25] 《九民纪要》将民事案由统一为合同纠纷有失偏颇。因为在违反适当性义务的情形中,有的属于法律、行政法规明确规定的法定义务,违反者承担侵权责任;另外未规定的则属于先合同义务,违反者承担缔约过失责任。《九民纪要》有关案由的规定显然对前一情况未作考虑。

三 证券经纪商与投资顾问的分立监管

(一) 分立监管模式及其挑战

在证券市场中,提供专业投资建议的机构主要包括两个,即证券经纪商与投资顾问。证券经纪商接受客户委托,从事向投资者或为投资者买售证券的行为,其核心功能是执行客户的交易指令,这是其他机构所无法取代的。^[26] 按照美国《投资顾问法》的规定,投资顾问包括两类人员,即专事向他人提供关于证券价值或投资、买卖证券确当性建议并获取报酬的人和专事发布、出版关于证券研究或报告并获取报酬的人。当然,除了提供投资建议这一业务外,投资顾问还从事委托理财(discretionary management)业务。自证券经纪业务诞生至今的八十余年里,证券经纪商与投资顾问分工明确、各司其职。证券经纪商承担适当性义务,受联邦证券法的规范和调整;投资顾问则承担受托义务,受《投资顾问法》的规范。需要补充的是,《投资顾问法》将提供咨询服务的证券经纪商也纳入了其调整范围,只有满足如下两个条件的才可豁免:第一,证券经纪商向投资者提供投资建议相对其主营业务而言“仅为副业”(solely incidental);第二,证券经纪商没有因提供咨询服务而获得“额外报酬”(special compensation)。^[27]

然而,计算机技术的飞速发展导致证券经纪商与投资顾问业务的趋同化,而义务标准的差异极易引发选择性适用法律的情形,且极易误导投资者。鉴于此,有学者主张废除分立监管模式,转而采用统一规制的做法。学者弗兰克(Tamar Frankel)曾言:“不管提供服务或产品的人的地位如何(单位还是职员),也不管他们如何自诩(财富规划师、投资顾问、证券经纪商、专业人士、分析师),相反应当关注其所提供的服务,对他们施以同样的规则……对其所提供的服务应承担受托义务。”^[28] 统一适用受托义务观点的提出主要基于如下几方面的考虑。首先,投资者面对服务主体混淆不清的现实呼吁统一化规则。业务趋同一方面表现在前者开始使用“顾问”“金融顾问”等标签表彰自己,这使得很多投资者无法觉察二者间的差异。另一方面则体现在越来越多的证券经纪商开始提供投资咨询服务。证券经纪商借助《投资顾问法》中的例外规则达到提供相同或类似服务,却无需像投资顾问那样承担受托义务的目的。其次,投资者的合理期待是统一适用受托义务的理论基础。无论是在广告宣传还是在从事业务过程中使用“金融顾问”“金融代理人”等称谓,表明证券经纪商早已将自己标明为投资建议的提供者,这会使投资者对他们产生一种合理期待。基于这种合理期待,投资者便享有了法律应予以保护的某种权利。最后,相较于要求较低的适当性义务标准,对证券经纪商科以受托义务更利于投资者权益保护。

[26] See Barbara Black, Brokers and Advisers - What's in a Name?, 11 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 31, 36 (2005).

[27] See Arthur B. Laby, Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers, 65 *Bus. Law.* 395, 401 (2010).

[28] Tamar Frankel, Fiduciary Duties of Brokers-Advisers Financial Planners and Money Managers, 3 (2010), <http://www.bu.edu/law/faculty/scholarship/workingpapers/2009.html>, 最近访问时间[2021-04-22]。

(二) 证券经纪商绝非一概承担受托义务

部分权威学者所秉持的受托义务泛化的观点在很大程度上为如上所讨论的统一规制观点提供了学术支撑。^[29] 依据该观点, 证券经纪商与投资者之间的关系同样应纳入受托义务关系的范畴。学者利伯斯坦(Larry E. Ribstein) 将此种现象称之为受托关系的泛化。^[30] 在信托关系中, 由于受托人被赋予了开放型(open-ended) 权利, 当委托人缺乏成本较低且行之有效的方式对受托人行为予以监督时, 受托义务就有其存在的必要性了。^[31] 受托义务适用的传统领域包括信托关系、代理关系、咨询关系等。近年来, 其适用范围呈现不断扩张的趋势, 只要双方存在信任关系, 受托关系即告成立。^[32]

就证券经纪商的适当性义务而言, 判例法上对于其是否属于受托义务的定性, 基本取决于当事人间是否存在全权代理关系。按照代理法原理, 在确定证券经纪商是否承担受托义务时尽管需要综合考虑诸多因素, 但其中最核心的是其管理的账户是否属于全权代理账户(discretionary account)。在绝大多数法院看来, 只有那些管理全权代理账户即对资金拥有相当自由裁量权的证券经纪商才需承担受托义务。^[33] 当然, 由于这一服务类型与投资顾问的业务存在明显重叠, 此时证券经纪商通常会被纳入《投资顾问法》的调整范围, 除非满足特定的豁免条件。

在非全权代理的情况下, 双方间法律关系性质的认定因多样化情景变得尤其复杂。“证券经纪商管理非全权代理账户时, 在他们对投资者是否应当承担以及何时承担受托义务这一问题上并无多少共识。”^[34] 造成这一状况的主要原因是法官对证券经纪商是否能像全权代理账户那样“控制”(control) 投资者账户存在不同的观点。坚持形式主义判定方法的法官认为假如证券经纪商只是按照客户的指令提供纯粹的交易帮助(order clerk/order taker), 或者客户拥有最终的决定权, 此时证券经纪商无需承担受托义务, 只需尽到“最佳执行”的义务(duty of best execution) 即可。^[35] 毫无疑问, 该方法过于简单, 往往忽略某些重要情节。相反, 实质判定的方法往往借助两者之间信任关系程度以及投资者的投资经验等因素, 来综合判定证券经纪商对投资者账户是否存在某种程度上的“控制”, 进而断定他们之间是否存在受托关系。不过, 尽管这一方法照顾到了各种可能的重要细节, 但由于不同法官对细节的把握和认可程度有异, 具有相当的主观性。

无论如何, 观察上述司法实践可以发现, 一概使证券经纪商承担受托义务是不恰当的。受托义务的泛化会造成适用范围的不断扩大, 从而导致受托义务长期处于模棱两可的状态, 这既包括受托义务法律渊源的不确定, 也包括受托义务内容的不确定。其造成的

[29] See Larry E. Ribstein, Fencing Fiduciary Duties, 91 *B. U. L. Rev.* 899, 916 (2011).

[30] See Larry E. Ribstein, Fencing Fiduciary Duties, 91 *B. U. L. Rev.* 899, 901 (2011).

[31] See Larry E. Ribstein, Are Partners Fiduciaries?, 2005 *U. Ill. L. Rev.* 209, 217.

[32] See Thomas Lee Hazen, Are Existing Stock Broker Standards Sufficient? Principles, Rules, and Fiduciary Duties, 2010 *Colum. Bus. L. Rev.* 710, 723 (2010).

[33] See Arthur B. Laby, Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers, 55 *Vill. L. Rev.* 701, 704 (2010).

[34] Arthur B. Laby, Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers, 55 *Vill. L. Rev.* 701, 715 (2010).

[35] See *Newton v. Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 135 F.3d 266, 270 (3d Cir. 1998).

后果是严重的,其中最典型的表现是带来法官判定是否存在受托义务关系时的主观随意性。对此,学者史密斯(D. Gordon Smith)说道:“判断标准的可变性往往使法官针对特定案件对判决进行调整。这种灵活性的代价就是尽管诸多案件双方当事人存在信任及易受损害的特征,然而由于其他因素的影响并没有被视作受托关系。”^[36]

这一观点在以下事件中也得到了支持和印证。美国 1974 年制定的《雇员退休收入保障法案》(ERISA)授权美国劳工部(DOL)就证券经纪商针对退休金计划或其他退休账户提出投资建议时予以规制的权力。该法案规定,个人或法人基于投资者利益为其提供投资建议并收取相应报酬时应遵守受托义务。1975 年劳工部制定了判断“提供投资建议”的具体标准,假如未能满足这些条件,则证券经纪商无需承担如上法案所要求的受托义务。2016 年劳工部试图扩大受托人的内涵,要求管理退休账户的证券经纪商顺带向投资者提供个性化投资建议时应承担受托义务以替代原来的适当性义务。然而,这一做法很快被美国联邦第五巡回法院宣布无效,它认为依据《雇员退休收入保障法案》,劳工部超越了其法定权限。这一尝试迅速“流产”意味着法院并不认可将受托义务关系泛化的做法。

(三)“利益最佳”标准下分立监管的坚守

在美国证券交易委员会看来,统一适用受托义务的做法将导致证券经纪商的行为标准与其运营模式相龃龉,也未顾及目前适用的包括美国金融业监管局规则等在内的义务标准的合理性。^[37] 鉴于此,在《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》(*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 下称“《多德-弗兰克法案》”)授权美国证券交易委员会最终决定是否对向个人投资者提供证券投资建议的证券经纪商施加受托义务后,^[38]2011 年 1 月美国证券交易委员会发布的相关调研报告指出:在证券经纪商及投资顾问向个人投资者提供个性化投资建议时应适用统一新标准——“利益最佳”(best interest)。它要求两者“不能关注自身经济或其他利益,而应以客户利益最佳为目标”。^[39] 在美国证券交易委员会根据《多德-弗兰克法案》的授权于 2019 年 6 月 5 日发布的与证券经纪商、投资顾问相关的一揽子行为规范中,其采取了“原则+规则”的规制模式。根据“一般义务”的规定,当证券经纪商或关联自然人向个人投资者提供证券交易或涉及证券的投资策略的建议时应以客户利益最佳为原则,不得将自身利益置于客户利益之前。按照美国证券交易委员会的观点,“利益最佳”原则汲取了适用于投资顾问的受托义务中的主要规则,同时又根据证券经纪商与投资者之间关系的特殊性规定了其他条件。^[40] 由此可见,美国证券交易委员会坚守了证券经纪商与投资顾问分立监管的立场。

[36] D. Gordon Smith, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, 55 *Vand. L. Rev.* 1399, 1415 (2002).

[37] See SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, 84 FR 33318-01, 2019 WL 3043879, 634 (F. R.).

[38] See *Dodd-Frank*, § 913 (b) (2).

[39] See U. S. Sec. & Exch. Comm' n, *Study on Investment Advisers and Broker-Dealers: As Required by Section 913 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Jan. 2011).

[40] See SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, 84 FR 33318-01, 2019 WL 3043879, 13 (F. R.).

分立监管模式的正当性,首先来自于业务性质的差异。尽管现实中的确出现了证券经纪商与投资顾问业务上的某些相互渗透与趋同,但从传统业务上讲他们之间仍存在明显差异,这是制定相关政策时必须正视的基本事实。对此,有观点指出:“证券经纪业与投资顾问业分立的现实意味着他们之间存在诸多差异,在试图统一义务规则时对此必须有清醒的认识。立法的目标是从行业的角度制定更好的规则,而不是如目前所倡导的单纯实现适用规则上的统一化。”^[41]

另外,统一规则建议带来的最大问题是为此需付出巨大的守法成本。在美国证券交易委员会看来,使证券经纪商承担受托义务“将导致向投资者提供的以交易为基础的证券经纪业务的减少,对特定个人投资者而言,将失去更多的选择,同时还会增加相应的成本”。^[42]相反,美国证券交易委员会选择的“利益最佳”标准则充分考虑到了尽可能为投资者提供更多选择这一点。^[43]此外,选择统一规制的建议意味着抛弃多年来投资顾问所适用的受托义务以及在此过程中司法判例所创设的规则。

(四) 坚守分立监管模式的基本启示

美国坚守证券经纪商与投资顾问分立监管的重要理论基础是不能将后者所承担的受托义务泛化,试图将其适用于包括证券经纪商在内的其他金融机构并不合适。包括证券经纪商、投资顾问等在内的金融机构与投资者之间的法律关系因业务的差异性会有很大不同,无法强行适用同样的义务标准。试图将不同法律关系纳入统一的义务标准框架之下似有“削足适履”之嫌。从这一点看,《九民纪要》无视卖方机构差异而试图统一适用适当性规则的做法是值得商榷的。^[44]在甄别不同产品和业务类型的基础上适用不同义务标准才是合理、科学的做法:“当事人权利义务符合信托构造的资管产品,当然应当视为信托;标准的委托产品如证券公司与银行合作的定向资管业务,应认定为委托。而确实处于中间形态的资管产品,则应认真观察、正确分析其中的权利义务安排”。^[45]

我国实践中存在将证券经纪业务与投资顾问区分对待的传统做法。这首先表现在从事证券投资咨询服务业务须获得主管机关核准,从事证券经纪业务则仅需备案。^[46]其次表现在从事证券经纪业务提供咨询服务时不得单独收取费用的规定上,这一点与美国的做法是一致的。^[47]与美国有别,我国证券公司从事证券经纪业务不得接受客户的全权委

[41] Donald G. Langevoort, *Brokers as Fiduciaries*, 71 *U. Pitt. L. Rev.* 439, 442 (2010).

[42] SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, 84 FR 33318-01, 2019 WL 3043879, 56 (F. R.).

[43] See SEC, *Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct*, 84 FR 33318-01, 2019 WL 3043879, 374 (F. R.).

[44] 有学者认为适当性规则在期货领域的应用应当受到限制,参见 Willa E. Gibson, *Investors, Look Before You Leap: The Suitability Doctrine Is Not Suitable For OTC Derivatives Dealers*, 29 *Loy. U. Chi. L. J.* 527, 540-542 (1998); 还有学者提出场外市场金融衍生品领域不应适用适当性规则,参见 Walter C. Greenough, *The Limits of the Suitability Doctrine in Commodity Futures Trading*, 47 *Bus. Law.* 991, 992 (1992).

[45] 缪因知:《资产管理内部法律关系之定性:回顾与前瞻》,《法学家》2018年第3期,第104页。

[46] 参见《证券法》第120条、第160条规定。

[47] 参见《证券公司业务范围审批暂行规定》第3条。

托。^[48] 另一方面,就投资顾问而言,与美国不同,我国的投资顾问同样不能从事全权委托行为。^[49] “我国的投资顾问基本上局限于‘证券分析师’这一狭义的‘投资顾问’范围,不具有资产管理的功能,与美国的投资顾问有重大差别。”^[50] 然而,在实践中,在大资管兴起的背景下,资产管理和证券投资咨询的业务已经界限模糊。投资咨询业务的实质是投资管理或资产管理。^[51] 未来我国对投资顾问的法律约束松绑之后,将与美国当前的状态相差不多,分立监管模式的借鉴意义将更加凸显,其作用也会更加重要。

2010 年前后,我国有观点从金融消费者的视角出发,试图建构以保护金融消费者权益为核心的金融消费者权益保护法。^[52] 尽管该观点的合理内核不容置疑,然而,前文的分析表明,金融领域不同行业中投资者与不同卖方机构间的权利义务关系并不相同,“金融消费者保护之方式,应视不同之风险及复杂度来变化,不同金融产品亦可能衍生不同程度之消费者保护议题。”^[53] 试图借助“金融消费者”这一统领性概念制定整齐划一的权利义务规范几无可能。意欲通过创设特定的“金融消费者”概念似乎意义并不显著,只会造成概念之间界限不清晰以及增加思维负担,无益于学术和制度的发展。^[54] 科学的做法应当是在尊重我国现实中证券经纪商与投资顾问传统区分这一事实基础上,秉持分立监管模式,对其适用不同的义务标准。

四 风险等级匹配做法的弊病及应对方法

(一) 投资者风险承受能力与金融产品风险的匹配

“投资者适当性规则是最常被引用,同时又是最少被客观适用的证券行业行为准则。”^[55] 对投资者风险承受能力以及金融产品风险进行等级划分并进行匹配,是克服如上问题的重要方法。目前,我国通常将前者分为五级,后者也相应地分为五级。根据相关要求,证券经纪商结合本机构及普通投资者的实际情况,确定其风险承受能力等级与产品或服务的风险等级适当性匹配的具体方法,当然也可以参照规范性文件所规定的方式予以确定。^[56] 对投资者风险承受能力进行测评是完成“了解客户”的重要步骤。风险承受能力是指投资者应对其所投资的金融产品价值发生不利变化这一不确定性的能力。^[57] 这

[48] 参见《证券法》第 134 条。

[49] 参见《证券法》第 161 条。

[50] 黄辉:《资产管理的法理基础与运行模式:美国经验及对中国的启示》,《环球法律评论》2019 年第 5 期,第 140 页。

[51] 参见沈朝晖:《证券投资咨询行业升级、两阶牌照与法制改革》,《证券市场导报》2017 年第 12 期,第 4 页。

[52] 参见陈洁:《投资者到金融消费者的角色嬗变》,《法学研究》2011 年第 5 期,第 84 页。

[53] 陈肇鸿:《重思金融消费者保护之管制手段》,我国台湾地区《月旦法学杂志》2017 年第 7 期,第 157 页。

[54] 参见姚佳:《“金融消费者”概念检讨:基于理论与实践的双重坐标》,《法学》2017 年第 10 期,第 179 页。

[55] 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, 189 (1998).

[56] 例如,证券业协会制定的《证券经营机构投资者适当性管理实施指引(试行)》第 17 条规定:C1 级投资者匹配 R1 级的产品或服务;C2 级投资者匹配 R2、R1 级的产品或服务;C3 级投资者匹配 R3、R2、R1 级的产品或服务;C4 级投资者匹配 R4、R3、R2、R1 级的产品或服务;C5 级投资者匹配 R5、R4、R3、R2、R1 级的产品或服务。

[57] 转引自何颖、阮少凯:《论金融产品销售商的投资者适当性义务》,《财经法学》2021 年第 1 期,第 140 页。

一指标包括客观承受能力与主观承受能力两部分,前者依据投资者财产状况予以测评,后者则主要依赖投资者投资目标、风险偏好等主观性因素加以判断。^[58]“了解产品”的关键是确定金融产品的风险等级。金融产品的风险极为复杂,包括市场风险、信用风险、流动性风险、营运风险等诸多方面。

毋庸置疑,缺乏确定性预期的适当性规则无论对投资者权益保护还是对证券经纪商的业务开展都会带来严重的负面影响,后者往往会因可能存在的法律风险不再推荐本应予以提供的投资建议,以避免“惹祸上身”。^[59]针对这一可能会遏制行业发展的不利因素,20世纪70年代美国学者紧扣适当性规则中“风险”这一最核心因素,试图运用金融学理论实现对风险的量化,将产品风险等级与投资者风险承受能力等级匹配起来,以提升适当性义务适用上的确定性。^[60]实践中,学者的上述合理化建议也被某些评级机构或证券经纪商尝试使用。当然,美国并不存在我国规范性文件所要求的将二者予以匹配的硬性规定。

(二) 风险等级划分及匹配做法的弊病

要让适当性规则发挥其作用,就应该对投资者风险承受能力以及产品风险等级进行准确量化,然而这一工作却存在诸多缺陷。一方面,学者对我国当前使用的标准化的风险测评问卷历有诟病,其僵化的问卷设计仅能反映出投资者的客观风险承受能力,并不能完整、准确地展现出投资者主观风险承受意愿与偏好,最终使“了解客户”的目的难以达成。在引起社会广泛关注的“建行恩济支行代销基金案”中,法官绕过银行所作出的包括风险承受能力测评等在内的符合形式要求的“标准动作”,相反从实质出发探求投资者真实的主观风险承受意愿,这一裁判思路也说明当下投资者风险承受能力等级划分的方法欠妥当。另一方面,风险的多面性导致现有的做法难以全面、准确评估产品的风险。在我国,由于存在不同的评级机构及评级方法,从而导致相同或相似产品风险等级划分不同的情形出现。正因如此,在“建行恩济支行代销基金案”,法官同样对基金募集机构对产品风险测评的中立性、合理性存疑。这一问题在美国同样存在,可以说,在将金融风险理论用于量化风险,从而为司法裁判或行政裁决提供更加客观化的参考依据这一问题上至今并未达成共识,也无实质性推进。正如美国学者科恩(Stephen B. Cohen)曾指出的那样:“人们通常认为适当性建立在某一证券买卖的风险是否适合于该客户的需求及目标的假设之上,然而,他们未能提出具体的标准以评价某一特定推荐的风险适当性。”^[61]

综上,投资者风险承受能力等级划分涉及到投资者投资偏好等主观性因素,需结合行为经济学、心理学等综合知识予以判定;金融产品风险等级划分则涉及金融组合理论等金融学前沿理论知识。如上两方面的难题注定完成等级划分并予以准确匹配绝非易事,也未有公认的方法。毫无疑问,适当性规则的效用发挥将会受到很大阻碍。对此,美国学者

[58] 据此,包括银行在内的金融机构所设计的调查问卷通常从财务状况、投资经验、投资风格和风险承受能力等四个方面进行测评,其中大约一半需勾选的题目涉及客观情况,另一半则涉及主观情况。参见彭雨晨:《反思商业银行代销理财产品的适当性义务》,载彭冰主编《金融法苑》(第103辑),中国金融出版社2020年版,第146页。

[59] See Stephen B. Cohen, *The Suitability Rule and Economic Theory*, 80 *Yale L. J.* 1604, 1628 (1971).

[60] See Stephen B. Cohen, *The Suitability Rule and Economic Theory*, 80 *Yale L. J.* 1604, 1621 (1971).

[61] Stephen B. Cohen, *The Suitability Rule and Economic Theory*, 80 *Yale L. J.* 1604, 1606 (1971).

多姆巴拉吉安(Onnig H. Dombalagian)曾直言不讳地指出:“尽管对适当性进行量化处理不是不可行,但可能会遭遇调整的问题。监管者试图要求公司依据风险等级对投资交易进行分类,并对那些对风险量化不准确的公司予以处罚的做法存在产生负面影响的风险,更加糟糕的则会任意践踏金融服务提供者所具有资格以及对风险理解的表达意愿。”^[62]

(三)信息披露作为一种替代性的解决方案

针对投资者风险承受能力与金融产品风险的等级划分及互相匹配这一路径贯彻适当性规则效果不佳的问题,美国学者费什(Jill E. Fisch)转而建议采取对金融产品进行比较性信息披露(comparative disclosure)的方式,以方便投资者进行产品比对,从而作出符合自身情况的投资决策。美国联邦证券法律长期以来贯彻信息披露精神,尽量避免实质性评判。^[63]秉承该理念,包括共同基金等在内的金融产品须在美国证券交易委员会那里登记注册并依法向投资者履行信息披露义务。然而,基金业绩的测定极为复杂,这使得证券经纪商基于此计算其应当收取的费用变得难以琢磨。另一方面,由于证券经纪商收取的费用要从返还给投资者的利润中扣除,二者之间存在明显的利益冲突,再加上复杂的收费模式与结构,问题就变得更加糟糕。^[64]此种情况下的信息披露根本不可能做到充分、透明,从而使得投资者根本无法做出有效决策,其权益保护也就成为一句空话。鉴于此,费什建议设置专门机构并获取金融产品大数据,根据投资者不同的需求,在对相同或类似产品标准化处理的基础上进行对比性信息披露,尤其是要披露产品间核心方面的差异,以让投资者获得全面、准确的决策信息。^[65]

在我国,二十余年前曾揭露出的“基金黑幕”对我国信息披露存在避重就轻之弊病的警告当下仍值须警惕。^[66]按照我国证券适当性规则的要求,证券经纪商向投资者履行告知义务,其中强调的重点就是信息披露义务。实践中,对何为合格的告知义务,不同法官的把握尺度并不统一。^[67]合理、科学的信息披露制度在很大程度上能实现《九民纪要》所要求的综合理性人能理解的客观标准和投资者能理解的主观标准确定卖方机构是否履行了告知义务这一要求。总而言之,从投资者权益保护的角度看,信息披露制度相较于目前存在较大弊端的风险等级划分及匹配的做法更为奏效,完全可以作为一种暂时的替代性

[62] Onnig H. Dombalagian, *Investment Recommendations and the Essence of Duty*, 60 *Am. U. L. Rev.* 1265, 1305 (2011).

[63] See Jill E. Fisch, *Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries*, 158 *U. Pa. L. Rev.* 1961, 1968 (2010).

[64] See Jill E. Fisch, *Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries*, 158 *U. Pa. L. Rev.* 1961, 2000 (2010).

[65] See Jill E. Fisch, *Rethinking the Regulation of Securities Intermediaries*, 158 *U. Pa. L. Rev.* 1961, 2030 (2010).

[66] 参见平湖、李箐:《基金黑幕——关于基金行为的研究报告解析》,《财经》2000年第10期。

[67] 第一种情况是已完成有效测评,并履行了告知义务。此时,卖方机构并不承担责任,投资者的诉请通常无法得到法院的认可。当然,有判决还通过认定投资者属于专业投资者等方式佐证“自己责任”的确当性。另外,假如投资者存在诸如系高龄客户等特殊情形,法官亦会酌情让卖方机构承担一定的赔偿责任。第二种情形是已完成有效测评,但未履行告知义务。这一情形又分为两种子类型:主动推介不匹配产品(服务);告知义务存在重大瑕疵。前者比较容易判断,法院一般会判决由卖方机构承担损失。即使投资者存在过错,其承担责任的比例也较小。在后一情形,法院通常会考虑投资者投资经历、学历背景等因素以减轻卖方机构的责任,因此,大多数判决皆认为应由投资者承担主要责任。当然,也不乏责任分配比例与惯常做法相差悬殊的情形。第三种情形是未完成有效测评,且主动推荐推荐产品(服务)。在这一情形下,由于没有完成有效测评,也就不存在履行告知义务的可能。此时,卖方机构过错责任明显,应对损失承担责任。然而,在这一情形中,司法判决的尺度也不统一。

方案,因此努力的重心应放在提升信息披露制度的合理性与完备性等方面。

五 赋权仲裁裁决:纠纷解决方式的转换

(一)适当性规则的司法实践及其问题

在美国,20世纪60年代末开始出现诉讼作为解决纠纷的手段逐渐得到重视的趋向。在过去的二十多年里体现得尤为突出,出现了由行政执法向司法裁判转向的现象。^[68]在司法实践中,如前所述,法院通常认为证券经纪商违反适当性规则并不构成投资者提起诉讼的诉因,当时条件下诉讼作为解决争议的方式被频繁使用,反欺诈条款就成为让涉及适当性义务的纠纷案件进入司法审判领域的重要“管道”。作为行政机构的美国证券交易委员会围绕适当性规则进行了大量实践探索,相关纠纷也会通过如下两种方式进入司法视野:联邦法院对美国证券交易委员会作出的裁决予以司法审查;当事人依据联邦证券法律提起诉讼。^[69]围绕适当性规则,美国证券交易委员会对证券经纪商所作出的包括行政裁决在内的行政行为并非“闭门造车”,因为行政相对人往往会向美国联邦法院提起行政诉讼,其依据必须经受司法的审查和检视。

但是,与投资顾问应向投资者承担受托义务的观点争议不大的情形不同,证券经纪商与投资者之间的交易类型多种多样,情况也较为复杂,此时如何准确界定他们之间法律关系的性质就成了一个难题。尤其是进入20世纪40年代后期,法官不再不假思索地坚持传统观点认为证券经纪商需承担受托义务,而更倾向于结合案件情节进行具体分析。在他们看来,确定证券经纪商是否承担受托义务需综合考量账户资料、投资者听从证券经纪商意见的范围、双方交流的频率、投资者投资经验、双方的私人关系、证券经纪商权限等具体情况。^[70]这使得个案的处理结果存在较大的主观性和不确定性。

此外,在司法诉讼中,投资者还面临较大的举证困难。作为证券欺诈侵权行为构成要件之一的交易因果关系,即投资者因相信该欺诈行为而做成交易的决定,通常依据“市场欺诈理论”(fraud on the market)能轻松应对,投资者举证难度并不太大。对投资者而言最棘手的举证责任系证明存在因证券经纪商的欺诈行为导致投资者损失的事实,即损失因果关系。在美国的司法实践中,投资者损失因果关系举证责任的认定标准并不统一,而且新近判例进一步提高了投资者证明损失因果关系存在的条件,从而导致如此严格的条件在现实生活中几乎无法运作的局面。^[71]在法官援引(参照)如上做法应对涉及适当性规则案件时,投资者同样会面临相似的举证困境。在主观要件方面,投资者必须证明证券经纪商存在故意,还是可以允许其证明后者存在过失就足够仍存在不少争议,实践中也并无

[68] See David Freeman Engstrom, Agencies as Litigation Gatekeepers, 123 *Yale L. J.* 616, 619 (2013).

[69] See Arvid E. II Roach, The Suitability Obligations of Brokers: Present Law and the Proposed Federal Securities Code, 29 *Hastings L. J.* 1069, 1122 (1978).

[70] See *Schuster v. Dacey*, No. 2007-00617 (SUCV), 2008 WL 2415190 (Mass. Super. 2008).

[71] 转引自张心悌:《证券欺诈损失因果关系之再思考》,我国台湾地区《台北大学法学评论》第117期,第7页。

定论。^[72] 鉴于此,美国学者布斯(Richard A. Booth)提出举证责任倒置的主张,即由证券经纪商证明其推荐行为的确当性。^[73] 然而,实践中并没有朝着这一方向作出改革的尝试。

(二) 纠纷解决的仲裁转向

随着私人诉讼的迅速勃兴,美国在进入 20 世纪 70 年代后开始面临案件数量爆炸的问题。面对这一局面,美国国会多次修法提高私人诉讼标准予以应对,联邦最高法院也采取了类似的手段。而且,自 20 世纪 80 年代末开始,在证券经纪商与投资者之间协议中约定的仲裁条款的效力逐渐得到法院的认可,仲裁作为一种相较诉讼更快捷、更经济的纠纷解决方式被普遍接受。美国金融业监管局设有专门机构,几乎承接了与所有证券纠纷的仲裁与调解业务。与诉讼相比,美国金融业监管局的仲裁裁决具有如下特点:第一,仲裁裁决通常只包含事实认定,并不对裁决作出解释和说明;第二,无需考虑先例,不要求公开裁决书;第三,裁决被法院撤销的可能性微乎其微;第四,仲裁员在作出裁决时并不严格遵照法律之规定。例如,涉适当性规则纠纷实现由司法裁判向仲裁裁决转向后,投资者无需提供证据证明证券经纪商存在主观上的故意或过失,这就大大减轻了其举证上的压力。^[74] 可见,仲裁尽管有其缺陷,然而从投资者的角度看,美国金融业监管局设置的仲裁机构仍有其独特的优势,即对公平的重视允许仲裁员为投资者提供可能无法得到法律支持的救济途径。^[75] 目前在美国,双方间的协议中均设有仲裁条款,当事人同时会约定放弃以集团诉讼的方式救济自身权利,而且自 1992 年开始,法律明确禁止以仲裁的方式解决法院受理的集团诉讼案件,因此涉及违反适当性义务的证券纠纷,针对证券经纪商的集团诉讼以诉讼方式解决;个人纠纷则可借助仲裁方式解决。^[76]

如上分析表明,在司法实践中,法官对涉适当性义务案件的处理存在认定标准不一、尺度把握模糊的问题,而且还存在投资者须在主观要件、损害因果关系等方面举证困难的问题。这些问题叠加在一起,在很大程度上阻碍了投资者对自身权益的维护。美国涉适当性义务案件解决途径实现由司法裁判向仲裁裁决的转向后,纠纷解决效率显著提升,在很大程度上让这一制度释放出被司法实践所束缚的应有效用。仲裁机构在处理纠纷中有其独特优势,在我国社会经济中发挥着愈发重要的作用。当下,在我国诉讼案件数量居高不下的背景下,应借鉴适当性纠纷由仲裁裁决的美国经验与做法,积极发挥仲裁委员会这一民间机构在多元化纠纷解决框架下的作用,尤其应当在充分利用互联网及人工智能新技术的基础上,让包括线上、智能纠纷仲裁裁决方式与其他手段一道构筑起投资者权益保护的严密网络。

[72] 参见戴铭昇:《论美国证券诈欺之主观意图要件》,我国台湾地区《东吴法律学报》2007 年第 2 期,第 4 页。

[73] See Richard A. Booth, *The Suitability Rule, Investor Diversification, and Using Spread to Measure Risk*, 54 *Bus. Law.* 1599, 1613 (1999).

[74] See Lewis D. Lowenfels & Alan R. Bromberg, *Suitability in Securities Transactions*, 54 *Bus. Law.* 1557, 1559 (1999).

[75] See Barbara Black, *How to Improve Retail Investor Protection After the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 13 *U. Pa. J. Bus. L.* 59, 103 (2010).

[76] See Jean R. Sternlight, *As Mandatory Binding Arbitration Meets the Class Action, Will the Class Action Survive*, 42 *Wm. & Mary L. Rev.* 1, 46 (2000).

六 结 语

适当性规则所内含的“卖者尽责”理念颇值赞同,然假如仅停留在抽象层面而不具化为规范性制度,则极易产生见仁见智的问题,毕竟“买者自负”也是契约社会所要秉持的基本理念,二者不可偏废。针对适当性规则在我国实践中存在的问题并结合美国法的相关理论和实践,应当认为适当性义务为法定义务、违反该义务产生侵权责任。应当明确,证券经纪商在从事相关业务时所承担的义务为适当性义务,而不应一般性地扩展到受托义务;证券经纪商与投资顾问等应适用不同的义务标准,予以分立监管。在投资者风险承受能力与金融产品风险匹配问题上,金融产品风险量化有赖于包括组合理论等在内金融学理论的发展与应用,投资者风险承受能力等级划分则依赖于行为经济学、心理学等学科知识的支援。从法学角度而言,充分综合如上知识,形成合理、科学的风险划分与匹配方法仍任重而道远,在继续探索科学做法的同时,可采取信息披露这一“次优方案”发挥补充、替代的功能。此外,应当重视仲裁作为纠纷解决机制的价值,促进涉适当性规则纠纷的高效解决。

[本文为作者主持的2017年度国家社会科学基金后期资助项目“全球并购背景下证券交易所法律制度改革研究”(17FFX036)的研究成果。]

[Abstract] The suitability rule in capital market has long been highly ambiguous and uncertain, and there are various problems in its application in China. Overseas experiences show that the duty of suitability is a legal duty rather than a contractual one, and the liability for breaching it should be a tort liability in nature. As the two main institutions providing professional advice, there is a clear division of business between broker-dealers and investment advisors, with the former usually assuming the duty of suitability to investors and the latter the fiduciary duty. In light of their business differences the practice of separate supervision under U. S. law should be followed, that the broker-dealers and investment advisors should not be included in a framework of unified duty standard. The classification of investor risk tolerance level and financial product risk level are important steps to complete the “know-your-customer” and “know-your-product” process, respectively, but it is not easy to complete a reasonable division and accurate matching, and there is no generally recognized method yet. A reasonable disclosure system can serve as a temporary alternative to overcome the above difficulty. The U. S. judicial practice of the suitability rule has been plagued by inconsistency of standards and difficulties for investors in providing evidences, which has led to a shift in the resolution of suitability duty related cases to arbitration awards. This is in line with the purpose of investor protection. Drawing on its experience, the arbitration should play an more important role in this field in China.

(责任编辑:余佳楠)