

证券推荐的适合性义务

——从职业道德到法律责任

王 敏

内容提要：适合性义务最早由美国证券自律组织制定的行业守则确立，其基本要求是证券商只应推荐其有合理依据相信是适合客户的证券。对证券商的证券推荐施加适合性责任要求是为了有效保护客户对证券推荐的合理信赖，属于证券商对客户承担的一种信义义务。在证券实践的推动下，美国证券监管立法、司法尤其是仲裁活动逐渐重视和强化适合性义务的效力，适合性义务由此从原有的执业道德向法律义务进化。适合性义务法律进化的表现之一，就是投资者可以追究不适合推荐的民事责任，此种民事责任的承担需符合相应要件。

关键词：适合性义务 自律组织 受信义务 民事责任

王 敏，清华大学法学院博士研究生。

在科技高度发达和专业分工细化的现代社会，投资者由于信息获取与判断能力的弱势，其证券投资决定的做出，或受证券专业人士的劝诱压力的影响，或系征询参考专业投资建议的结果。为保护投资者合理依赖专业力量以促进证券投资适合化，需要突破传统的“买者当心”原则，对处于受信赖地位的证券商施加相应的义务和责任。为此，美国证券自律机构率先在其行业守则中确立了适合性义务，要求证券商推荐证券或提供投资建议必须与客户情况相适合。随着证券实践的发展，美国证券监管立法、司法以及仲裁实践日益注重增强适合性义务的作用、强化适合性义务的法律效力，最初作为执业操守的适合性义务逐渐进化为具有民事责任保障的法律要求。研究适合性义务法律进化的实践与认识，对于促进我国证券投资适合化、建立保护投资者对证券市场专业推荐的信赖，将会提供十分重要的启示。

一 适合性义务在行业守则中的确立及其内涵

适合性义务，或称适合性主义、适合性要求、适合性原则。一般认为，适合性义务最早在

美国证券行业自律组织制定的行业守则中得以确立,表现为各类证券自律组织制定的适合性规则。^[1] 这些证券行业自律组织通过制定和执行规则“以防止欺诈或操纵行为、进而促进公平正义之交易原则”;适合性规则就是这些行业规则的重要组成部分,意在规范证券商向作为其客户的投资者进行证券推荐活动,要求证券商推荐证券投资须适合客户需求。^[2]

全美证券交易商协会(简称 NASD)是美国唯一在联邦交易委员会注册的全国交易商协会,该协会 1939 年首次制定适合性规则、将其作为其行业守则的一部分,使其成为最古老、最著名的适合性规则。根据现行 NASD《公平交易规则》第 2310(a)规定:“会员在推荐客户进行任何证券的购买、卖出或交换时,应有合理理由相信,根据客户披露的有关其证券持有情况、财务状况或需求的事实,该推荐适合该客户。”纽约证券交易所(简称 NYSE)是美国最大和最为重要的交易所,其《规则》472(j)(1)规定:“推荐(即使未标明为推荐)必须有可被证实合理的依据。推荐进行特定证券的购买、卖出或交换,必须提供支持信息。”芝加哥期权交易所作为全球最大的期货交易所,其《规则》9.9 规定:“任何会员、注册期权代理人或注册代表在推荐客户进行任何期权合同的购买或售出时,应有合理理由相信,根据合理调查客户的投资目标、财务状况和需求所获的信息以及该会员、注册期权代理人获注册代表所知道的其他信息,推荐并非不适合该客户。”美国市政债券规则制定委员会(简称 MSRB)是 1975 年成立的一个独立的自律性组织,其《一般规则》第 19 条(c)项也规定向客户推荐市政证券需要“有合理理由相信推荐是适合的”。

根据各类证券自律组织制定的适合性规则,学界对适合性义务的界定基本一致。波塞(Poser)教授认为:“适合性主义要求经纪—交易商在做出推荐时只应推荐那些其有理由相信是适合客户的证券。”^[3] 劳斯(Loss)教授和塞利格曼(Seligman)教授将适合性义务界定为“经纪人一方承担的只推荐那些适合特定客户需求的证券的义务”。^[4] 相比较而言,波塞教授对适合性义务的界定更为全面,涵盖了适合性义务内涵的两方面要素。第一,适合性,即只推荐那些适合客户的证券。这一要求是适合性义务内容层面的要求,涉及将具体客户的投资目标、独特需求、持有证券情况与所推荐证券特征两方面因素相“匹配”。^[5] 第二,合理相信推荐是适合的。这一要求属于对证券商作为专业人士义务注意标准的要求,即适合性判断需有合理事实支撑。

由于适合性要求的本质在于证券商的证券推荐须与客户情况相匹配,而此判断欲达到有合理理由相信之注意程度,就有义务对匹配的两方面都有了解,即“经纪—交易商有义务不仅了解和考虑客户的投资目标、还要熟悉其推荐的证券”。^[6] 换言之,适合性义务包括两

[1] 美国的众多证券自律组织主要依据 1934 年证券交易法的授权设立,包括各类证券交易所和证券交易商协会。2007 年 7 月,美国证券交易商协会与纽约证券交易所中有关会员监管、执行和仲裁的部门合二为一成立美国金融业监管局(FINRA),成为美国乃至全球最大的非政府证券业自律监管机构。

[2] 这里所谓的证券商,在美国主要有两类:一类是证券经纪—交易商(Broker-Dealer),其作为从事证券经纪、交易或承销业务的附属向客户提供投资建议,有的经纪—交易商也同时注册为投资顾问;另一类是投资顾问,有偿向客户提供投资建议等咨询服务。在我国,证券商主要指证券公司,也包括证券投资咨询机构;在实施金融统一立法的国家,可统称之为金融中介。

[3] Norman S. Poser, *Broker-Dealer Law and Regulation: Private Rights of Action*, Boston: Little, Brown and Company, 1995, p. 299.

[4] Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston: little, Brown and Company, 1995, p. 969.

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

[6] Thomas Lee Hazen, *Treatise on The Law of Securities Regulation*, vol. 4 (St. Paul, MN: Thomson/West, 2005), p. 404.

个层面:一是“特定客户”或“了解你的客户”,强调特定客户的财务目标、需求以及其他情况;二是“合理基础”或“了解你的证券”,着眼于所推荐证券的特征。^[7]

第一,“了解你的客户”。这一要求在现行证券自律组织的适合性规则中大多有所体现。最初 NASD 适合性规则从字面看仅适用于客户自愿披露相关信息的场合,但 SEC 和法院都认为该规则暗含证券商有适当了解客户信息义务;^[8]1991 年 NASD 在适合性规则中明确增加了了解客户的要求,即现有的第 2310 条(b)项:“会员在执行向非机构客户推荐的交易之前,除了客户的交易限于投资货币市场共同基金外,应尽合理努力获得以下相关信息:(1)客户的财务状况;(2)客户的税务状况;(3)客户的投资目标;(4)成员或注册代表在向客户推荐时使用或认为是合理的其他信息。”被称为“华尔街第 11 诫”的 NYSE“认识你的客户”规则(第 405 条),^[9]要求会员“合理尽责了解每一客户、每一指令……相关的重要相关事实”;该规则最初目的是为了保护证券交易所会员免受不负责客户的侵害,但后来被解释为保护投资者免受不当推荐损害的适合性规则。^[10]MSRB《规则》第 19 条(b)项也有类似规定。

第二,“了解你的证券”。证券法禁止经纪—交易商推荐证券,除非其对有疑问证券的特征和基本事实有所了解。^[11]证券商不仅应该具有从事证券推荐的基本知能,还应该了解所推荐具体证券的风险情况。虽然证券自律组织制定的适合性规则并没有关于了解证券的明确要求,但司法实践中认为证券商有了解其所推荐证券的义务,^[12]证券商提出某项证券值得信赖被认为隐含表示其已经做了全面调查作为推荐依据。^[13]首先,证券商需要了解证券发行人对证券的信息披露,对于未合理信息披露的证券不得推荐。其次,证券商还被要求不能盲目地依赖发行人提供的公司信息,尽管证券商在每个案件中应调查的程度变化不一。^[14]

需要说明的是,证券自律组织制定的适合性规则属于行业守则,行业守则是“法律与道德之间的灰色地带”,^[15]在法律适用方面存在很大的障碍。在美国司法实践中,大多数裁决都不承认违反证券自律组织的规则可以提起私人诉讼。^[16]具体到适合性规则,有学者分析指出:“尽管早期的一些案例承认对自律组织适合性规则的违反含有默示的诉由,但现代案例已经朝相反方向发展。”^[17]由于证券自律组织的适合性规则不含有明示或默示诉由,其确

[7] 参见 Frederick Mark Gedicks, *Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-dealer Liability*, 37 *Ariz. St. L. J.* 535, 547 (2005)。

[8] 参见 SEC Release No. 6320, *In The Matter of Gerald M. Greenberg National Association of Securities Dealers, Inc.*, 40 S. E. C. 133, 135 (1960); *Erdos v. Securities Exchange Commission*, 742 F. 2d 507, 508 (9th Cir. 1984)。

[9] 参见 *Surgil v. Kidder, Peabody & Co., Inc.*, 311 N. Y. S. 2d 157, 162 (N. Y. City Civ. Ct. 1970)。

[10] 参见 Nancy C. Libin & James S. Wrona, *The Securities Industry and The Internet: A Suitable Match?* 1 *Colum. Bus. L. Rev.* 601, 625 (2001)。

[11] Thomas Lee Hazen, *Principles of Securities Regulation* (St. Paul, MN: Thomson/West, 2006), p. 357。

[12] 参见 *SEC. v. Dain Rauscher, Inc.*, 254 F. 3d 852, 857 (9th Cir. 2001)。

[13] 参见 *Alton Box Bd. Co. v. Goldman, Sachs & Co.*, 560 F. 2d 916, 922 (8th Cir. 1977)。

[14] 参见 *Hanly v. Securities and Exchange Commission*, 415 F. 2d 589, 590 (2d Cir. 1969); *SEC v. North American Research & Development Corp.*, 424 F. 2d 63, 84 (2d Cir. 1970)。

[15] 朱伟一:《美国证券法判例解析》,北京:中国法制出版社 2002 年版,第 228 页。

[16] 参见 *Colonial Realty Corp. v. Bache & Co.*, 358 F. 2d 178 (2d Cir. 1966); *Jablon v. Dean Witter & Co.*, 614 F. 2d 677, 681 (9th Cir. 1980); *Bloch v. Prudential-Bache Securities*, 707 F. Supp. 189, 195 (W. D. Pa. 1989)。

[17] John C. Coffee, JR. (et. al.), *Securities Regulation*, NY: Foundation Press, 2007, p. 688。

立的适合性义务只是一种缺乏仅有行业纪律处分机制的执业操守,有待向法律进化。

二 制度基础:为保护客户信赖确立的特殊信义义务

现代资本市场的重要发展是“决定如何投资与决定提供投资资金二者逐渐分离”,^[18]投资者受信息、知能等因素限制,为了有效实现投资目标,往往基于对证券推荐的信赖、实质上将其如何投资的决定权一定程度上转移给证券商。投资决定权的移转容易诱发道德风险;实践中不适合推荐业已成为客户对证券商最为常见的投诉。^[19]为了有效保护投资者,需要处于受信赖地位的证券商承担一定信义义务,为客户利益最大化谨慎进行合理推荐。

(一) 不适合推荐的存在需要法律进行必要干预

投资的朴实真理是“投资决定只能在考虑投资者目标和需要的前提下做出”,^[20]证券商进行证券推荐必须考虑客户的目标和需求,即遵循适合性要求。遗憾的是,证券商自利动机和双方信息不对称的存在导致了不适合推荐的产生,需要法律进行相应干预。

第一,证券商由于利益冲突具有进行不适合推荐的动机。证券推荐是发生利益冲突的典型环节,其利益冲突主要包括以下两类情形:一方面,证券商为了获得尽可能多的报酬容易推荐客户进行过度交易或不适合的投机性交易。这是因为,根据证券商及其销售人员的报酬机制,投资者证券交易越多、佣金越多,越是推荐投机性的高风险证券、佣金越高。^[21]另一方面,证券商可能同时经营多种证券业务存在利益冲突而影响推荐的适合性。比如,证券商在作为经纪商或投资顾问提供投资建议的同时,还担任自营商或承销商,推荐时可能对关系自己利益的证券产生偏向。利益冲突的存在需要法律进行必要的规制,正如美国最高法院在100多年前指出:“在这种利益冲突之下,法律进行了明智的干预。它并不依靠责任感有时会战胜自利动机的可能性,而是反对自利要求发挥决定性影响甚至压倒责任,这在许多情况下都可能发生、并且这种危险存在于所有情况下。”^[22]

第二,信息不对称加剧了不适合推荐的可能。“信息不对称是指相对于中介而言,客户对投资活动(如证券产品买进或卖出过程)、感兴趣投资产品的相关信息(如公司信息和执行信息)、中介在客户投资活动中的自我利益情况等的认识更有限。”^[23]美国证券交易委员会也意识到信息不对称对于证券法规则制定的影响:“在考虑这一规则的具体规定时,几个重要因素必须牢记。投资顾问应该遵循比适用于商人的更为严格的行为标准,证券是错综复杂的商品,投资顾问的客户或潜在客户经常是缺乏投资事务技巧和智识的。”^[24]信息不对

[18] 参见 Robert Charles Clark, “The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises”, 94 *Harv. L. Rev.* 561, 564 (1981)。

[19] 参见 Lewis D. Lowenfels & Alan R. Bromberg, *Suitability in Securities Transactions*, p. 1557。

[20] Robert H. Mundheim, *Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine*, 1965 *Duke L. J.* 445, 448 (1965)。

[21] Norman S. Poser, *Broker-Dealer Law and Regulation: Private Rights of Action*, pp. 22 - 24。

[22] *Michoud v. Girod*, 45 U. S. 503, 555 (U. S., 1846)。

[23] Iris H - Y Chiu, *Securities Intermediaries in The Internet Age and The Traditional Principal-agent Model of Regulation: Some Observations From European Union Securities Regulation*, 2 *Va. L. & Bus. Rev.* 307, 309 (2007)。

[24] *Investment Advisors Act Release No. 113, Notice of Proposed Rule to Prohibit Certain Advertisements by Investment Advisers as Fraudulent, Deceptive or Manipulative under The Investment Advisers Act of 1940*, 1961 SEC LEXIS 782 (Apr. 4, 1961)。

称使得投资者对投资推荐缺乏判断力、对推荐失信缺乏免疫力,需要证券法进行必要的干预,因为“证券立法的核心目标是保护不了解市场条件的人不受了解市场的人的不当影响”。^[25]

(二) 适合性义务避免不适合推荐的制度空间

针对不适合推荐的产生原因,可以通过证券商的说明义务和避免利益冲突义务这两种制度防止证券推荐的失信行为、避免不适合证券推荐的发生。但由于针对性不同,这两种制度均存在一定不足,为专门针对证券推荐的适合性义务提供了制度空间。

第一,证券推荐的利益冲突难以有效避免。证券业控制利益冲突的主要途径是中国墙制度;中国墙制度要求证券商采取有效措施将不同的业务部门进行信息隔离,从而防范利益冲突。但是,中国墙制度被认为具有较大的脆弱性,难以有效防止利益冲突发生。有学者曾指出:“因为中国墙制度本质上是一种自律机制,它的成功最终取决于具体相关人员的道德价值。当面临较高经济利益和较大诱惑时,对一些人伦理价值的压力是无法抗拒的。”^[26]

第二,说明义务不能充分保证推荐适合性。适合性义务关注的是证券商对投资适合性的合理谨慎判断,因此即使履行说明义务亦可能违反适合性要求。比如,“有些顾客财力不足即使对其善尽说明义务,但劝诱其投资高风险之金融商品,仍认其为一不适合之金融商品之劝诱。”^[27]说明义务的不足源于投资者分析判断力的不足,“大多数投资者并不会阅读他们的经纪人给他们的厚厚的简介和其他文件。事实上,大多数投资者寻求经纪人帮助就是因为他们没有时间去阅读那些厚厚的介绍,或者没有理解这些介绍的能力。”^[28]

(三) 证券商承担适合性义务的法理基础

依据传统证券法理论,证券商作为交易主体并不对客户承担信义义务;在现代证券市场,证券商因对客户的投资具有实质的支配或影响,故需承担相应的信义义务。此种信义义务的法理正当性,美国证券法实践依据三种理论阐释:代理理论、特殊情况理论和招牌理论。^[29]

第一,代理理论。代理理论以代理法理论为依据,根据其观点,“经纪人与客户的关系属于代理人与本人的关系”,^[30]“经纪人是客户的代理人并因此承担依代理法产生的义务”。^[31]当经纪人作为综合服务经纪商,其代理事务可能涉及证券推荐,因此代理法上的代理义务亦可用来约束证券推荐。代理义务包括忠实义务和注意义务,这些义务都可以用来解释证券商承担适合性义务的依据,要求证券商尊重客户投资利益、以必须注意谨慎行事。

[25] Charles Hughes & Co. v. SEC, 139 F.2d 434, 437 (2d Cir. 1943).

[26] Norman S. Poser, *International Securities Regulation: London's "Big Bang" and The European Securities Markets* (Boston: Little, Brown and Company, 1991), pp. 228 - 231.

[27] 杜怡静:《论对金融业者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》2005年12月(总第57期),第296页。

[28] Nelson S. Ebaugh & Grace D. O'Malley, *From the Lone Star State Picking Your Battles: A Guide to Selecting Causes of Action under Texas Law to Recover for Suitability Violations*, 12 *PIABA B. J.* 43, 45 (2005).

[29] Frederick Mark Gedicks, *Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-dealer Liability*, p. 550.

[30] Cheryl Goss Weiss, *A Review of the Historic Foundations of Broker-Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty*, 23 *J. Corp. L.* 65, 75 (1997).

[31] John C. Coffee, JR. (et. al.), *Securities Regulation*, p. 647.

第二,特殊情况理论。根据普通法理论,信义义务仅因特定关系或情况产生,“证券商与客户之间总的受信义务关系并不是法律问题,而附加的事实可以创设信义义务,可以创设信义关系的主要因素是‘赋予信心、信任和信托’。”^[32]按照特殊情况理论,判断受信义务存在与否关键是判断是否存在创设信义义务的附加事实,即是否存在信赖地位;故该理论亦可称为“信赖地位理论”。^[33]

第三,招牌理论。“这一理论是即使在正常交易中交易商在挂出招牌时就默示陈述其将与公众进行公平交易。”^[34]招牌理论可以运用于很多场合,包括判断证券商向其投资者推荐证券时的注意标准程度,“当经纪人作为一般投资或特定发行人所发行证券方面专家的形象出现时,他们将被要求尽到更高标准的注意。在适用招牌理论时,进行推荐的经纪人被视为其默示陈述有疑问的证券有充分的信息作为形成其观点的基础。”^[35]

对证券商施加适合性义务,旨在以此减少不适合推荐的道德风险,而道德风险的减少更多地需要通过法律手段来实现。适合性义务作为一种信义义务,不仅具有道德性质,同样具有法律进化的可能,因为信义义务作为一种法律义务在现代商法已得以普遍确立。

三 适合性义务法律进化的基本路径

行业守则所确立的适合性义务作为一种执业操守,由于没有足够的法律责任保障,难以有效减少不适合推荐的道德风险。证券实践的发展使得证券投资日益普遍化、证券类型日益复杂化,保护投资者信赖证券推荐的需求愈加凸显。适应实践要求,美国证券法的立法、司法与仲裁活动都逐渐重视强化适合性义务的效力,适合性义务由此“从伦理向法律进化”。^[36]

(一) 监管立法努力确立适合性义务

美国证券交易委员会负责联邦证券法的实施,基于证券交易法授权得以制定规则和条例界定操纵、虚假或欺诈行为。为了将适合性义务强化为证券商的法律义务,证券交易委员会在监管立法方面进行了一系列尝试。

1962年,证券交易委员会制定了《规则》15c-2,要求经纪—交易商推介股票基金方案时必须遵守适合性要求。^[37]1967年,交易委员会制定了《规则》15b10-3,要求非NASD会员的经纪—交易商在推荐证券的购买、卖出或交换时,根据询问等获得的信息,有合理理由相信该推荐不存在不适合该客户之处。^[38]对此,有学者指出:从规则的制裁措施看,

[32] Thomas Lee Hazen, *Treatise on The Law of Securities Regulation*, p. 348.

[33] 参见 Randall W. Quinn, *Deja Vu All Over Again: The SEC's Return to Agency Theory in Regulating Broker-Dealers*, 1990 *Colum. Bus. L. Rev.* 61, 75 (1990).

[34] 参见 Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, p. 951.

[35] Thomas Lee Hazen, *Treatise on The Law of Securities Regulation*, p. 359.

[36] Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, p. 973.

[37] 17 C. F. R. § 240.15c2-5 (2008).

[38] Lewis D. Lowenfels & Alan R. Bromberg, *Suitability in Securities Transactions*, p. 1583. 由于1983年证券交易法经修改后要求所有经纪—交易商均加入NASD,该规则随之被废除。

“SECO 领域的适合性义务已经被强化为与伦理观念截然不同的法律”。^[39]

1989年,美国证券交易委员会制定了小额股票规则,对经纪—交易商推荐小额股票的行为施加了信息披露、了解你的客户和适合性义务等要求。^[40]该规则“尽管并不直接适用于任何经纪—交易商的所有交易,证券交易委员会对适合性关注的增长可能暗示,至少通过类推可以适用于所有的经纪人及其推荐”。^[41]

1994年,证券交易委员会为了扩展适合性原则的适用范围和效力,建议立法对投资顾问的推荐活动施加适合性要求。根据建议的投资顾问适合性规则,明确禁止投资顾问向他们的客户进行不适当推荐。^[42]“尽管这一针对投资顾问的规则不会直接适用于经纪—交易商,但这是对适合性义务的又一次认可。”^[43]

(二) 司法实践对适合性义务的认可

鉴于证券自律组织制定的行业守则不包含明示或默示的诉由,美国司法实践通过其他诉讼制度间接认可与强化了适合性义务的法律效力,使得不适合推荐的证券商实际上需要对客户承担相应的民事责任。

第一,将不适合推荐作为证券欺诈追究责任。“在面临适合性主张时,法院通常将其作为欺诈的子集而加以分析。”^[44]传统证券法并不认为不适合推荐构成欺诈,直到1977年联邦地方法院才认为,如果违反适合性规则等同于欺诈可产生诉由,^[45]而1978年 *Clark v. John Lamula Investors, Inc.* 案则被认为是第一个承认不适合推荐构成违反《规则》10b-5(反欺诈条款)的联邦上诉法院判例。^[46]需要注意的是,证券交易法反欺诈条款通常要求有欺骗、操纵或欺诈的故意,适用较为严格;但是,“通常经纪人进行不适合推荐并非基于欺诈客户的意图。相反,经纪人经常不注意地进行不适合推荐”。^[47]为此,有法院在适合性案件中适当降低主观故意要求的门槛,认为在适当情况下鲁莽也可满足故意要求。^[48]

第二,普通法要求不适合推荐承担赔偿责任。根据普通法,不适合推荐的事实可能成为普通法上疏忽主张或违反信义义务主张的基础。有学者指出:疏忽请求类似于违反信义义务请求,因为两个请求均需证明经纪商应承担义务、经纪商违反了义务和经纪商违反义务导致原告损失;唯一区别在于,投资者主张疏忽救济需证明经纪商对其负有疏忽义务而非信义义务。^[49]信义义务是基于双方之间的信托或信赖关系产生,疏忽则属于违反法律要求的行

[39] Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, p. 973. 此处的 SECO 是“Securities Exchange Commission Only”的简称,指那些未成为 NASD 等自律组织会员的证券商。

[40] 17 C. F. R. § 240.15g-9(b).

[41] Thomas Lee Hazen, *Treatise on The Law of Securities Regulation*, p. 416.

[42] 59 FR 13464, 13466 (proposed on Mar. 22, 1994).

[43] Thomas Lee Hazen, *Treatise on The Law of Securities Regulation*, p. 383.

[44] Andrew M. Pardieck, *Kegs, Crude, and Commodities Law: on Why It Is Time to Reexamine The Suitability Doctrine*, 7 *Nev. L. J.* 301, 312 (2007).

[45] 参见 *Rolf v. Blyth Eastman Dillon & Co., Inc.*, 424 F. Supp. 1021, 1041 (S. D. N. Y. 1977)。

[46] Blair H. Wallace, A proposal to Refine The Suitability Standard by Quantifying Recommendation Risk and Client Appropriate Risk Levels, 1 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.* 231, 238 (2006).

[47] Nelson S. Ebaugh & Grace D. O' Malley, *From the Lone Star State Picking Your Battles: A Guide to Selecting Causes of Action under Texas Law to Recover for Suitability Violations*, p. 45.

[48] 参见 *Rolf v. Blyth, Eastman Dillon & Co., Inc.*, 570 F.2d 38, 44 (2d Cir. 1978)。

[49] Nelson S. Ebaugh & Grace D. O' Malley, *From the Lone Star State Picking Your Battles: A Guide to Selecting Causes of Action under Texas Law to Recover for Suitability Violations*, p. 49.

为标准,适合性规则既是对信义义务的确立、也是对此行为标准的要求。正如证券司法实践中认为,“违反 NASD 公平交易规则不引发民事责任,但是 NASD 规则可以作为证明证券商应注意标准的证据,这些规则关于经纪商对投资者承担受信义务的观点也是可接受的。”^[50]

(三) 证券仲裁对适合性义务的执行

在强化适合性义务法律责任方面,高度灵活自由的仲裁机制发挥了突出作用。有见解表明:“尽管客户未必能依据 NYSE 或 NASD 的‘了解你的客户’规则通过私人诉讼起诉经纪商,但是有评论家报告指出仲裁机构经常通过要求经纪商分担客户因受其建议购买不合适或高风险债券遭受的损失来保证这些规则的执行。”^[51]

相比较司法诉讼机制,证券仲裁的最大优势在于可直接将证券行业组织的适合性规则作为裁决依据。有学者对证券仲裁的优势进行了归纳:“这一行业目前的问题是包含一个不可接受活动清单的伦理标准实际上已经成为准法律标准,成为仲裁裁定经纪商对客户私人赔偿的依据。在实践层面,部分源于证券业仲裁机构通常不提供附理由的书面决定,部分源于驱动仲裁机构的是对公正公平的追求而非严格法律教条,部分源于对仲裁庭的决定缺乏有效的上诉,这个行业因违反 NASD 适合性规则而承担私人赔偿已呈指数趋势扩张。”^[52]

随着证券强制仲裁的出现,通过在 NASD、NYSE 设立的证券仲裁机构仲裁已经逐渐成为依据适合性要求主张损害赔偿的主要平台。根据美国金融业监管局官方网站数据,其纠纷解决机构负责美国 90% 以上的证券仲裁案件,其中就包括有关主张不适合推荐的案件。

四 不适合推荐的民事责任之构成要件

适合性义务逐渐从执业操守进化成具有牙齿的法律规范,其最重要的就是具有间接或直接民事责任保障机制,投资者可以追究证券商不适合推荐的民事责任。在民事责任构成方面,不同机制采取的判断标准不同:证券仲裁最为灵活模糊,普通法诉讼要求三个要件:存在适合性义务、违反适合性义务和投资者因信赖推荐遭受损失,证券欺诈除了以上三要件,一般尚需证明存在欺诈或鲁莽的故意。相对而言,普通法采纳的三方面要件是核心。

(一) 证券商对客户承担适合性义务

“经纪人承担的责任具有无穷的等级变化”,^[53] 证券商承担的信义义务并非在所有情况下都必然包括适合性义务的内容。根据证券商承担适合性义务的三种理论基础,证券推荐引发适合性义务的产生;而且,适合性义务通常不得通过协议排除。^[54] 因此,判断适合性义

[50] *Lange v. H. Hentz & Co.*, 418 F. Supp. 1376 (N.D. Tex. 1976)

[51] John C. Coffee, JR. (et. al.), *Securities Regulation*, p. 646.

[52] Lewis D. Lowenfels & Alan R. Bromberg, *Suitability in Securities Transactions*, p. 1567.

[53] Stuart D. Root, *Suitability, The Sophisticated Investor And Modern Portfolio Management*, 1991 *Colum. Bus. L. Rev.* 287, 294 (1991).

[54] 参见 *Bank for International Settlements, Customer suitability in the retail sale of financial products and services*, April 2008, p. 4.

务存在与否的关键是证券推荐。一般认为,证券推荐有两种形式。

第一,通常意义的推荐。根据证券自律组织的一些政策文件:推荐的形式包括书面或口头形式,可通过直接电话联系、邮件或电子信息等途径;推荐的目的或效果在于旨在或被合理期待影响客户进行证券交易,或将某一证券引起客户注意。^[55]另外,判断交易是否被推荐关键看其建议或推荐的个人化、具体化情况,“一个重要的因素是经纪—证券商与客户的某一通讯根据其内容、背景与表述方式,是否被视为要求客户从事一项证券交易的‘行动号召’或建议……通讯越是单独针对某个或某群目标客户、越是单独关于某个或某组证券,被视作推荐的可能性越大。”^[56]

第二,视为推荐。如果投资者账户为全权委托账户,或证券商实质上控制了投资者账户,并进行相关证券交易,也被视为证券推荐。“为全权委托账户进行证券交易,在功能上,也是推荐的一种形式……因此,它产生同样的义务。”^[57]类似见解认为:“经纪人因对客户的决定和账户施加控制而成为受信人;当这一情形发生时,应该遵循适合性要求。”^[58]

(二) 证券商违反了适合性义务

适合性义务的内涵是仅推荐那些有合理理由相信是适合客户的证券,故构成违反适合性义务包含两个方面:一是推荐证券投资不适合客户,二是没有合理理由相信推荐是适合的。

第一,所推荐证券投资不适合投资者。推荐不适合客户可有不同的表现形式:既可能指证券不适合任何客户、不论客户的财务状况等特征如何,亦可能指推荐适合某些客户但对其推荐的客户不适合;^[59]既可能在质量方面不适合客户,亦可能在数量上不适合客户。^[60]适合性判断的核心是权衡所推荐证券投资的内在风险与客户的“风险阀”,^[61]基本要求是前者不宜超出后者或两者间应保持在一定的比例内。传统的权衡方法主要是比较不同风险类型证券与不同风险阀的客户,不适合推荐的典型表现是向风险回避型的投资者推荐高风险的投机性证券;如今,现代最佳投资组合理论逐渐被作为分析证券投资适合性与否的重要工具,“现代最佳投资组合理论反对仅仅注意投资者风险资产类型的方式,反之依靠包含风险资产和无风险资产在内的整个投资组合的风险程度……据此,一个含有高风险铀股票的风险投资组合其风险可能是适合胆小的寡妇,假如她大部分财富都用于美国储蓄公债的话。”^[62]

第二,没有合理理由相信推荐时适合的。范·格雷费兰德(Van Graafeiland)法官指出:

[55] 参见 NYSE Rule Interpretations No. 92 -- 95, Rule 472 -- Communications with the Public; NASD Notice to Members 96 -- 60, Clarification of Members' Suitability Responsibilities under NASD Rules with Special Emphasis on Member Activities in Speculative And Low-Priced Securities.

[56] 参见 NASD Notice to Members 01 -- 23, Online Suitability: Suitability Rule and Online Communications.

[57] Clark v. Kidder, Peabody & Co., Inc., 636 F. Supp. 195, 198 (S. N. D. Y. 1986).

[58] David C. Sienko, The Aftermath of Derivatives Losses: Can Sophisticated Investors Invoke The Suitability Doctrine against Dealers under Current Law, 8 *DePaul Bus. L. J.* 105, 123 (1995).

[59] SEC Release No. 27535, In The Matter of The Application of F. J. Kaufman and Company of Virginia and Frederick J. Kaufman, Jr. for Review of Disciplinary Action Taken by The National Association of Securities Dealers, 50 S. E. C. 164, 166 (1989).

[60] Barry D. Estell, Making a Suitability Claim in NASD Arbitration, 9 *PIABA B. J.* 13, 15 (2002).

[61] 风险阀是指客户承受风险的意愿与能力。参见前引[20], Robert H. Mundheim 文, 第 474 页。

[62] Stephen B. Cohen, The Suitability Rules and Economic Theory, 80 *Yale L. J.* 1604, 1609 -- 1611 (1971).

“有合理理由相信是一个通情达理的人或审慎的人或合理注意的人所应具有的信念。”^[63]申言之,所谓合理相信,可以理解为符合谨慎行事标准或尽到合理注意后有理由相信。“谨慎标准至少是专业的平均标准,只要平均标准是公平的标准”,^[64]故可通过比较证券推荐行业的平均专业标准来判断证券商是否尽到合理注意。

(三) 客户因依赖证券商的不适合推荐遭受损失

不适合推荐主要属于一种疏忽责任,属于违反谨慎行事义务,并不必然会引起客户遭受损失,况且客户的损失亦非必然由不适合推荐所引起。是故,要求证券商承担不适合推荐的民事赔偿责任,尚需证明投资者因依赖证券商的推荐遭受损失,这可分为两层理解。

第一,投资者依赖证券商的推荐。关于投资者是否依赖证券商的推荐,有学者指出:“客户不需要证明他依赖该经纪—交易商,而是假定经纪—交易商除了作为指令代理人的情形外客户均对其存在依赖。但是,经纪—交易商可以证明在具体案件中客户不依赖他而减免责任。”^[65]证券商对依赖的反驳,可以通过综合比较证券复杂性和客户投资知识技能、主张客户明知存在风险仍同意进行证券交易等方式进行。当然,对于向明显没有经验的客户进行推荐、证券商实际控制了客户账户或为全权委托等情形,亦可直接认定存在依赖。

第二,客户遭受损失与依赖推荐之间存在因果关系。有学者指出:“仅存在所推荐证券价值下跌的事实不足以引起适合性问题。”^[66]投资者获得损失赔偿尚需证明损失与不适合推荐之间存在因果关系。对此,证券商可以不存在因果关系进行抗辩,“被告经纪人可以通过说明其他因素导致了全部或部分损失、或者客户未有效减缓损失来予以反击。比如,在熊市中,经纪商可以运用良好管理账户损失理论作为抗辩,来说明客户账户遭受的损失小于相同时期的市场合理减值。”^[67]为了有力威慑不适合推荐,有的州还不要求证明损失因果关系,即赔偿额相当于损失额、无需根据市场下跌调整,得克萨斯州证券法即为如此。^[68]

五 美国法实践对我国的启示

现代社会的科技进步与证券市场的结构变化并没有妨碍适合性义务的功能,适合性义务同样适用于电子通讯方式的推荐,^[69]适用于向机构投资者推荐。^[70]随着证券投资

[63] Clark v. John Lamula Investors, Inc., 583 F.2d 594, 604 (2d Cir. 1978).

[64] 何美欢:《公众公司及其股权证券》,北京大学出版社1999年版,第1273页。

[65] Robert H. Mundheim, Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine, p. 450.

[66] Thomas Lee Hazen, *Treatise on The Law of Securities Regulation*, p. 379.

[67] Blair H. Wallace, A proposal to Refine The Suitability Standard by Quantifying Recommendation Risk and Client Appropriate Risk Levels, p. 242.

[68] Nelson S. Ebaugh & Grace D. O'Malley, From the Lone Star State Picking Your Battles: A Guide to Selecting Causes of Action under Texas Law to Recover for Suitability Violations, p. 49.

[69] NASD Notice to Members 01-23, Online Suitability: Suitability Rule and Online Communications.

[70] Norman S. Poser, "Liability of Broker-dealers for Unsuitable Recommendations to Institution Investors", 2001 *B. Y. U. L. Rev.* 1493, 1520-1524.

产品不断创新,适合性义务在证券市场的作用愈加凸显。如今,适合性义务的适用范围已延伸适用于大部分证券产品、并向整个金融领域扩张。在美国次贷危机爆发后,考虑在借贷领域确立类似于证券法中的适合性要求或标准成为避免危机再现的重要主张和尝试。^[71] 适合性义务由于其特殊重要作用,得到了世界各地的普遍关注和积极借鉴。^[72]

我国 2008 年制定的《证券公司监督管理条例》第 29 条确立了证券推荐的适合性要求: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。从《管理条例》第 84 条的规定看,这一要求尽管已是一项法定要求,但是作为执业标准的管理型规范设计的,而非证券商对客户承担的信义义务,投资者不具有主张不适合推荐民事赔偿责任的权利;其他现行证券法法规中也未发现不适合推荐的承担民事责任的规定。我国是否有必要借鉴美国做法,将适合性要求确定为证券商的信义义务并辅以民事责任机制呢?笔者认为,英美法证券市场创新与发展很大程度上得益于信义义务的广泛运用,而灵活的司法机制为此提供了保障;将适合性义务确定为证券商的信义义务并赋予民事责任机制,有利于我国证券市场的健康发展。

近些年来,随着证券市场金融创新的不断深入,投资适当性问题在我国日益凸显,证监会、证券自律组织针对资产管理、创业板市场、融资融券、股指期货等业务陆续从不同层面制定了适当性制度,以实现“让合适的投资者去买合适的产品”。这些制度主要采取“合格投资者”的投资者管理路径,投资者欲进行特定证券投资需符合相应的门槛要求,准入之后则主要实行“买者当心”原则。此路径对于保证投资适当化无疑具有一定积极意义,但也存在一定的局限。第一,投资者管制会限制投资者的投资自由。^[73] 根据最佳投资组合理论,只要整个投资组合的风险与投资者风险承受能力与意愿相匹配即可,而投资者适当性管制不当限制了投资者可以选择一定高风险证券的权利,不利于充分调动资本。第二,难以完全保障投资适合化。投资者即使符合“合格投资者”的门槛要件,但面对复杂的投资产品仍然可能难以做出理性的决定,需要借助于证券专业力量的推荐。相形之下,适合性义务通过保护投资者对专业推荐的信赖,实现了投资普遍化和投资决定专业化的统一,有利于保证投资自由、促进理性化投资。而且,民事责任机制亦有利于发挥私人在证券市场监管中的积极作用。

毋庸置疑,适合性义务法律进化的制度设计必将是一项复杂的系统工程,既要立足我国市场和法规基础,又需合理平衡证券商与投资者的利益。但市场经济的共性决定,美国证券法的实践经验可以为改进我国证券法制度提供启示。我国证券推荐适合性要求的法

[71] 参见 Frank A. Hirsch, Jr., “The Evolution of A Suitability Standard in The Mortgage Lending Industry: the Subprime Meltdown Fuels the Fires of Chance”, 12 *N. C. Banking Inst.* 21 (2008); Jonathan Macey, Geoffrey Miller, Maureen O’Hara & Gabriel D. Rosenberg, “Helping Law Catch up to Markets: Applying Broker-dealer Law to Subprime Mortgage”, 34 *J. Corp. L.* 789 (2009)。

[72] 2008 年国际清算银行、国际证监会组织、国际保险监管协会联合论坛的报告《金融产品和服务零售领域的客户适当性》,对证券业、银行业和保险业的适合性要求进行了系统论述,参见前引[54]。我国台湾地区的证券商管理规则第 35 条和第 36 条亦被认为是仿效美国法上的适合性原则,参见廖大颖:《证券交易法导论》,台北:三民书局 2006 年版,第 316-317 页。

[73] Iris H-Y Chiu, *Securities Intermediaries in The Internet Age and The Traditional Principal-agent Model of Regulation: Some Observations From European Union Securities Regulation*, p. 350.

律进化,大致有三种路径选择。一是通过仲裁路径,可通过证券自律组织章程或推荐使用标准合同条款,对证券仲裁做出安排。^[74]二是通过司法解释,扩大现有证券法民事诉讼范围,将不适合证券推荐作为证券欺诈或操纵市场的类型之一,唯在主观要件认定上可将未达专业标准推定为存有过错。三是通过修改证券法规,明确证券商(金融统一立法则为金融中介)对客户承担信义义务,将证券推荐的适合性义务作为其重要内容。比较而言,第一种路径最为灵活但受制于我国证券仲裁机制,第三种路径最为彻底,而第二种路径在近期更为可能。在不适合证券推荐的民事责任构成要件方面,亦可适当借鉴美国普通法诉讼的做法。

[Abstract] Suitability obligation, holding that broker-dealers and investment advisors should recommend only the securities which they reasonably believe are suitable for customers, was established in the professional rules and regulations set forth by sorts of self-regulatory securities organizations in the United States of America. It is a kind of fiduciary duty devised to protect effectively the trust and confidence customers invest on the broker-dealers and investment advisors as professionals in securities market. With the development of securities market, suitability obligation has been increasingly emphasized and enhanced through activities of administrative rule-making, the judiciary and particularly, arbitration relating to securities recommendations. As a result, suitability obligation has developed from an original professional ethics to a legal obligation. One of the features of legalization of suitability obligation is that investor can pursue civil liability for the loss resulted from unsuitable recommendation. Provided some requirements are satisfied, the broker-dealers and investment advisors should be liable for unsuitable securities recommendations.

(责任编辑:姚 佳)

[74] 参见马其家:《美国证券纠纷仲裁法律制度研究》,北京大学出版社2006年版,第275-280页。