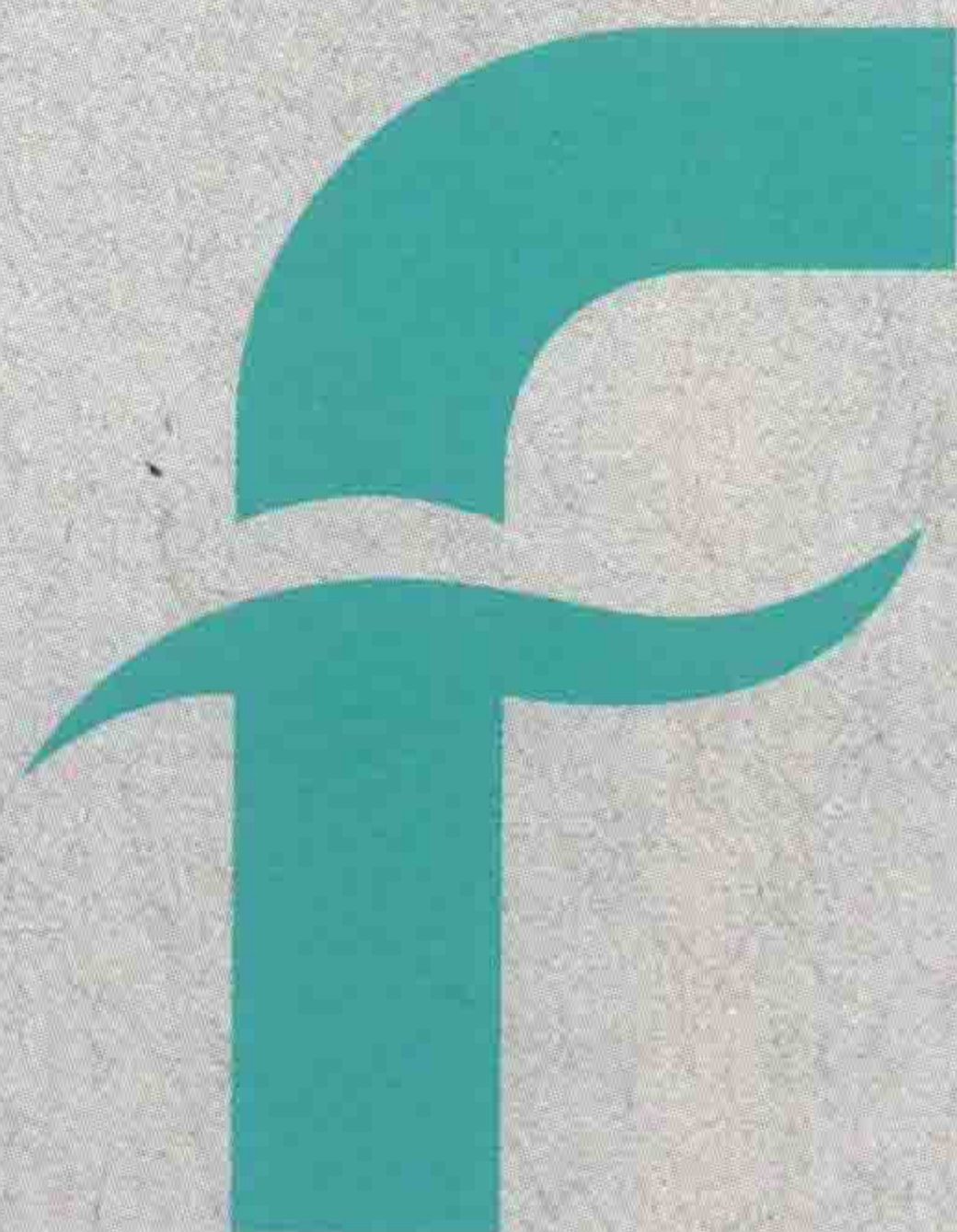


金融法学文库

刘志云 主编

资本市场投资者 适当性制度研究

章辉 著

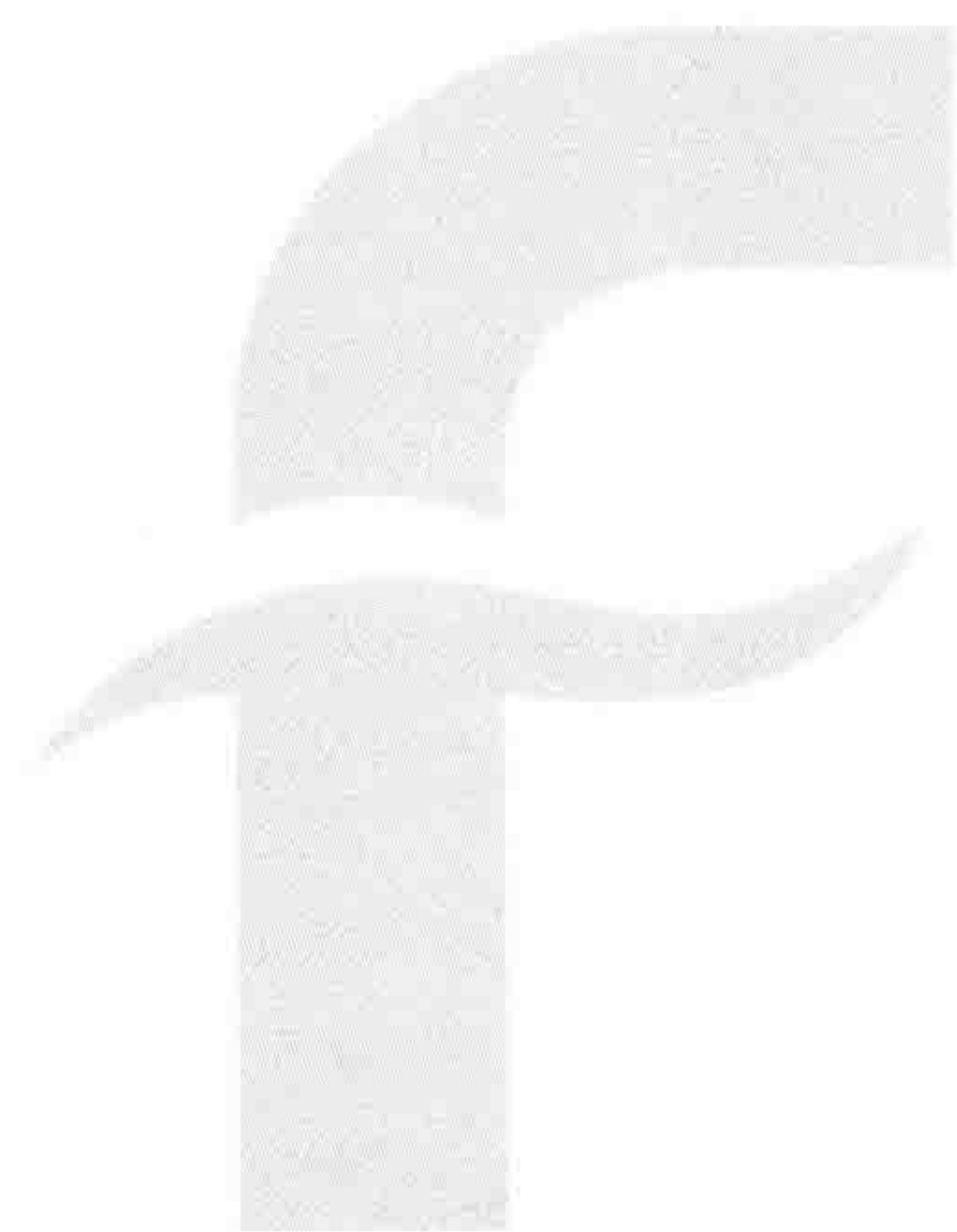


FINANCIAL
LAW

刘志云 主编

资本市场投资者 适当性制度研究

章辉 著



FINANCIAL
LAW

图书在版编目(CIP)数据

资本市场投资者适当性制度研究 / 章辉著. —北京:
法律出版社, 2016. 9
(金融法学文库)
ISBN 978 - 7 - 5118 - 9803 - 6

I. ①资… II. ①章… III. ①资本市场—投资行为—
研究 IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 179999 号

金融法学文库	资本市场投资者适当性 制度研究	章 辉 著	责任编辑 黄琳佳 装帧设计 马 帅
--------	--------------------	-------	----------------------

© 法律出版社·中国	
开本 720 毫米×960 毫米 1/16	印张 13 字数 186 千
版本 2016 年 9 月第 1 版	印次 2016 年 9 月第 1 次印刷
出版 法律出版社	编辑统筹 学术·对外出版分社
总发行 中国法律图书有限公司	经销 新华书店
印刷 三河市龙大印装有限公司	责任印制 陶 松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)	
电子邮件/info@lawpress.com.cn	销售热线/010-63939792/9779
网址/www.lawpress.com.cn	咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)	
全国各地中法图分、子公司电话:	
第一法律书店/010-63939781/9782	西安分公司/029-85388843
重庆公司/023-65382816/2908	上海公司/021-62071010/1636
北京分公司/010-62534456	深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 9803 - 6	定价:45.00 元
(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)	

总 序

金融作为现代经济的核心,具有优化资源配置,调节经济运行之功效,其资本运作良善与否甚至关乎社会稳定的实现。基于此,金融业的发展成为各国政府关注的重中之重,而通过制度供给促进金融业的良好发展也成为普遍并可行的路径。在此背景下,金融法研究乘势而起,成为近世之显学。兴起虽晚,却生机勃勃,在深入汲取相关部门法的理论积淀的同时,也广泛容纳各种跨学科知识与方法,并探求自身内省性之品格,最终成就如今的这个底蕴深厚、逻辑自洽的新兴学科体系。

我国金融法的产生和发展伴生于改革开放的推进,经济体制转型的既有进路,型构了中国金融法制变迁之现实。虽然西方先验逻辑提供的立法技术素不匮乏,但我们真正所要面对的,却是如何让成熟的技术真正地契合本国的现实国情,发挥其应有的功效。内生金融交易秩序的制度根基的缺乏,曾使得中国金融法制在本土化复归的路途中一再迷失。同时在另一方面,全球化的推进,又敦促着中国必须及时完成经济转型,早日实现我国金融市场与国际金融市场的有效对接,从而更是加剧国内金融法制的发展困境。对于从事金融法研究的学者而言,任务艰巨如斯,前路漫漫,任重而道远。当然,

恰逢这一转型之历史路口的吾辈,能直面历史之转折,兢兢业业,矢志科研;鉴前世之兴衰,考当今之得失;博观而约取,厚积而薄发。显然,从另一个视角观之,这是一种幸运。

“千淘万漉虽辛苦,吹尽狂沙始到金。”厦门大学法学院是全国较早开展金融法教学和科研的单位之一。早在2005年,便开始挂靠其他专业博士点招收“金融法”方向的博士研究生;2006年,在厦门大学获得法学一级学科硕士、博士学位授予权的基础上,设立经济法博士点,金融法研究成为主要招生方向之一;2010年12月,厦门大学法学院正式成立金融法研究中心。近年来,金融研究中心的学术团队承担了大量的国家级与省部级科研项目,并相继出版与发表大量的学术专著与专业论文,在国内开始产生一定的影响。而今,金融法研究中心日益壮大,已经形成一支老中青相结合的优秀学术团队,并成为我国金融法高层次专门人才的重要培养基地之一。

“非学无以广才,非志无以成学。”为了进一步推动金融法研究中心的学科建设以及促进国内金融法研究的繁荣,我们于2014年起决定编辑出版连续性的《厦门大学金融法学文库》。期以“前沿意识、精品理念”为指导,以系列学术专著、译著的形式,集中展现我国金融法领域的专题研究成果,促进学术繁荣和理论争鸣。“盖文章,经国之大业,不朽之盛事。年寿有时而尽,荣乐止乎其身,二者必至之常期,未若文章之无穷。是以古之作者,寄身于翰墨,见意于篇籍,不假良史之名,不托飞驰之势,而声名自传于后。”诚如斯言,我们期以本文库作为思想传播之媒介,学术交流之平台,博学审问,慎思笃行,自由争辩,自察自省,通过严肃认真的学术讨论和学术批评,推动金融法研究的不断创新。

在法律出版社的支持下,2016年伊始,《厦门大学金融法学文库》正式更名为包容性更大的《金融法学文库》。本文库稿件来源不限于金融法研究中心的学者、校友,而以最大的诚意广泛征集海内外金融法专著、译著。当然,我们亦知,就整个金融法学研究而言,本文库仅为沧海一粟。庙廊之才,非一木之枝,希望能与学界同仁相濡相闻,砥砺共进。

是为序。

刘志云

2016年7月22日

缩略语表

缩写语	英文全称	中文全称
AIM	Alternative Investment Market	英国另类投资市场
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision	巴塞尔银行监管委员会
CIS	Collective Investment Scheme	集合投资计划
CoBS	New Conduct of Business Sourcebook	英国商业行为手册
DFA	Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	多德弗兰克华尔街改革和消费者保护法
EC	European Commission	欧盟委员会
EU	European Union	欧洲联盟
FCA	Financial Conduct Authority	英国金融行为管理局
FIE	The Foundation for Investor Education	投资者教育基金会
FINRA	The Financial Industry Regulatory Authority	美国金融业监管局
FPO	Financial Promotion Order	金融促进条例
FSA	Financial Service Authority	英国金融服务管理局
FSa	Financial Services Act	英国金融服务法
FSMA	Financial Services and Markets Act	英国金融服务和市场法
IAIS	International Association of Insurance Supervisors	国际保险监督官协会
ICI	The Investment Company Institute	美国投资公司协会
IOSCO	International Organization of Securities Commissions	国际证监会组织
KYC	Know Your Customer	了解你的客户

续表

缩写语	英文全称	中文全称
LSE	London Stock Exchange	伦敦证券交易所
MiFID	The Markets in Financial Instruments Directive	欧盟金融工具市场指令
NASD	National Association of Securities Dealers	美国证券交易商协会
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations	美国证券业者自动报价系统协会
NYSE	New York Stock Exchange	纽约证券交易所
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development	经济合作与发展组织
SEC	Securities and Exchange Commission	美国证券交易委员会
SFC	The Securities and Futures Commission	香港证券及期货事务监察委员会
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association	证券行业和金融市场协会
SRO	Self-regulatory Organization	自律监管组织
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities	欧盟可转让证券集合投资计划

目 录

绪 论 /1

第一章 资本市场投资者适当性制度概述 /14

第一节 资本市场投资者适当性制度的法律 界定 /14

第二节 资本市场投资者适当性制度的形成 和发展 /19

第三节 资本市场投资者适当性制度与相关 制度(或原则)的关系 /25

小 结 /39

第二章 资本市场投资者适当性制度的理论基础与 价值分析 /40

第一节 资本市场投资者适当性制度的理论 基础 /40

第二节 资本市场投资者适当性制度的价值 分析 /55

小 结 /62

第三章 资本市场投资者适当性制度的立法模式以及绩效分析 /63

第一节 自律规则主导型模式 /63

第二节 制定法主导型模式 /68

第三节 自律规则主导型模式和制定法主导型模式的绩效分析 /79

小 结 /83

第四章 资本市场投资者适当性制度基础篇及评介 /84

第一节 投资者分类制度及评介 /84

第二节 以适当性义务为基础的适当性评估及评介 /95

第三节 投资者教育及评介 /114

小 结 /122

第五章 资本市场投资者适当性制度保障篇及评介 /123

第一节 信息披露及评介 /124

第二节 适当性制度监督检查及意义评介 /130

第三节 适当性制度下券商损害赔偿责任及评介 /132

小 结 /146

第六章 我国资本市场投资者适当性制度的检讨以及完善构想 /147

第一节 我国投资者适当性制度之检讨 /147

第二节 我国现有适当性制度的完善构想 /164

小 结 /179

结 论 /180

参考文献 /182

致 谢 /198

绪 论

一、选题背景和意义

(一) 选题背景

从国际层面看,“二战”结束以后,特别是 20 世纪 60 年代以来,随着经济的高速增长,金融市场也获得了空前的发展。为了应对激烈的市场竞争,同时也是为了逃避金融监管,金融业创新的步伐日益加快,其结果是金融产品的种类空前丰富,很多金融产品的设计也越来越复杂,远非一般投资者所能理解,投资者也因此承担了不合理的风险。几乎每次金融动荡或者危机,都能发现这样的情况——投资者因为缺乏必要的知识和经验而购买了不应购买的金融产品,最终造成巨额亏损。在资本市场这种现象更为普遍,因为包括证券公司在内的金融中介往往为了获得高额的佣金收入或者证券发行收益,而忽视对投资者的调查和甄选。2007 年美国次贷危机诱发的金融海啸至今没有完全退去,导致此次金融危机的原因固然有很多,然而不容忽视的一点是,金融机构在经营过程中未能严格遵守投资者适当性规定,造成金融商品销售范围的不当扩大,从而导致了更为严重的投资者损失和市场动荡。香港地区的雷曼“迷你债

券”事件只是银行业违反适当性原则的一个缩影和极端例证,证券行业对于适当性规则的违反在欧美很多国家更是有过之而无不及。值得注意的是,证券公司对于适当性规则的违反,不只是给投资者带来了经济损失,也严重损害了整个行业的商业信誉和经营安全,次贷危机之后美国投资银行业的深度震荡与转型、整合,与此不无关联。有鉴于此,英美等国家,乃至欧盟在应对此次金融危机的金融法制变革中,都特别突出了投资者适当性制度的重要性。从新兴市场近年来的投资者适当性制度实施经验来看,许多起步较晚的金融市场,都曾经遭遇过因投资者适当性制度未严格执行,而导致风险承受力较低的投资者进入了高风险的市场。例如,韩国等曾经在股指期货市场、商品期货市场上因开放度过高,导致大量风险意识较低、投机赌博心理较重的中小散户进入了风险极高的期货投资领域。大量投资者在遭受投资损失的同时,也在某些特殊时期,急剧地放大了市场单边波动风险。^①

从国内层面看,我国在过去相当长时期并没有规范意义的投资者适当性制度。这一制度真正开始进入人们视野,是在创业板市场建立前后。而随着股指期货和融资融券业务的开展,无论是证券市场监管者,还是证券公司、基金管理公司,抑或是普通投资者,都要熟悉和遵守投资者适当性制度。2015年10月之后,随着资本市场的回暖,市场融资余额迅速攀升,这也引起了市场人士的忧虑,银河证券副总裁朱永强就表示:券商应把握好动态杠杆率,在当前融资余额持续攀升的情况下,健全投资者适当性制度,根据投资者的投资目标、资产金额、风险偏好等因素设计个性化的服务策略,推荐合适的杠杆比例和工具,使投资者的行为与风险承受能力相适应,将不适合杠杆投资和不具备风险承受能力的投资者及时限制在融资融券业务外,让投资者在享受杠杆带来的高收益的同时,抵御杠杆可能带来的风险。^② 实际上,在创业板建立之前,我国证券法律法规规章,上海证券交易所(下文简称上交所)、深圳证券交易所(下文简称深交所)和证券业协会制

① 王辉:《严格实施投资者适当性制度》,载《中国证券报》2015年6月30日A03版。

② 程丹:《融资余额持续攀升,市场人士建议——加强投资者适当性管理 勿盲目加杠杆》,载《证券时报》2015年11月10日A01版。

定的行业自律规范,都直接或者间接地涉及投资者适当性制度的某些内容,只是从未被明确下来。这在一定程度上削弱了投资者保护工作的效果,也制约了资本市场更好更快的发展。

总体而言,始于次贷危机的金融海啸对我国金融经济发展的负面影响相对较小,但是鉴于欧美发达国家大力加强资本市场投资者保护工作的现状,我国也应该以投资者保护为核心,不断改进和完善资本市场监管制度体系的建设。而投资者适当性制度的建立不仅是创业板、股指期货和融资融券业务的直接需要,同时也是发展我国多层次资本市场的必然要求,更是顺应了强化资本市场投资者权益保护的国际潮流。

(二) 选题意义

投资者适当性制度的建立、运行与不断完善离不开相关理论的支撑。我国投资者适当性制度的建立时间还很短,实践中有很多问题需要理论说明和澄清。客观而言,我国对投资者适当性制度的研究还处于相对落后的境地,这与我国适当性制度建设较晚直接相关,但是无论如何,这与我国资本市场的发展要求是不相适应的。本书选择投资者适当性制度作为研究对象,正是希望通过对这一制度的起源、理论基础、价值、域外实践发展等基本问题进行梳理分析,总结出规律性认识,为我国投资者适当性制度研究的进一步深化提供素材。

任何理论研究的终极价值都在于为社会实践服务,投资者适当性制度研究当然也不会例外。尽管我国资本市场处于社会主义市场经济的特定环境之下,在某些方面具有自身的特点,但是投资者保护对于资本市场的重要程度在任何市场经济国家都是相同的。可以说,投资者对资本市场存在与发展的意义,无论怎么强调都不为过。从我国资本市场发展实践看,造成投资者利益损害的因素很多,其中,包括证券公司在内的金融产品与服务提供者违反适当性规则,无疑是比较突出的一点。近年来,不断增加的争议和诉讼案件也充分说明了这一点,因此我国需要从制度层面及时作出回应。通过本书的研究,笔者希望能够在分析借鉴欧美发达国家投资者适当性制度的基础之上,补充和完善我国的投资者适当性制度,从而更好地规范资本市场金融产品和服务提供者的经营行为,为投资者合法权益保护奠定坚实的基础。

二、研究对象的限定

当前,无论是银行业,还是证券业,或者是保险业,都有各自的投资者适当性制度。但是,不论是从政府和公众的关注度来看,还是从对于金融市场的影响力来看,资本市场投资者适当性制度的地位都是最重要的,这主要是因为资本市场在全球范围内已经成为金融市场的核心。因此,本书将围绕资本市场投资者适当性制度的相关问题展开探讨。此外,为了行文的方便,文中提到的“投资者适当性制度”如果没有特别说明的话,即指“资本市场投资者适当性制度”。

三、国内外研究概况

自20世纪30年代投资者适当性制度产生之后,该制度一直是学术界和实务部门讨论的热点问题,而在2007年美国次贷危机发生之后,投资者适当性制度更是受到了空前的关注。这些研究思路、研究方法和研究成果对于我们全面、客观地认识投资者适当性制度,以及未来研究的深化和进一步完善投资者适当性制度都是十分重要的。

(一) 国外研究概况

从国别的角度看,美国投资者适当性制度研究开展得最早也最为充分,这主要得益于美国最早建设和建成了相对完整的投资者适当性制度体系。英国也建立了具有自身特色的投资者适当性制度,但是相关研究成果无论是数量层面还是质量层面都要逊色于美国。亚洲的日本、韩国、新加坡虽然也已经建立了投资者适当性制度,但是有关研究还处于相对较低的水平。与此同时,一些代表性的区域经济组织和国际金融组织在投资者适当性制度研究方面取得的成绩也令人瞩目,例如,欧盟在2004年发布的《金融工具市场指令》(Markets in Financial Instruments Directive, MiFID, 2004/39/EC), 巴塞尔银行监管委员会(BCBS)、国际证监会组织(IOSCO)和国际保险监督官协会(IAIS)2008年共同发布的《金融产品和服务零售市场客户适当性》(Customer Suitability in the Retail Sale of Financial Products and Services, April 2008)调查报告,特别是后者对投资者适当性制度的诸多问题展开了调查和分析,极具启示意义。限于语言的局限性,论文作者对国外研究文献

的分析主要是基于 Westlaw 数据库、LexisNexis 数据库、国际证监会等组织发布的研究报告。总体而言,国外对于投资者适当性制度的研究起步较早,特别是美国,自 20 世纪 50 年代之后,适当性制度研究的文献就逐渐增多,研究视角更加多样,次贷危机之后,论文数量大增,研究范围覆盖更加全面。

1. 关于适当性的概念。对于“适当性”究竟应该如何界定,无论是以英美为代表的普通法系国家,还是以德法为代表的大陆法系国家,在学术层面均无统一认识,学者大多是以相关法律文件为基础,尝试对适当性进行勾画。例如,美国学者路易斯·劳文菲尔斯(Lowenfels, Lewis D.)和艾伦·布隆伯格(Bromberg, Alan R.)认为,适当性原则蕴含着两种因素的匹配:(1)投资目标,特定需要、特定客户的其他投资;以及(2)被推荐证券的特征。^① 美国律师切里尔·高斯·魏斯(Cheryl Goss Weiss)认为,适当性是指向自律监管组织对经纪商或者美国证券交易委员会对非会员施加的要求的一种诉因,使其在推荐证券——调查客户资源、老练程度和投资目标时,践行不同程度的勤勉义务。^② 英国学者高登·卡梅伦(Gordon Cameron)和莫妮卡·莎(Monica Sah)则认为,适当性包含着受托人为受益人最佳利益行事的多重义务,并且应该做到谨慎和勤勉。^③

2. 适当性评估。美国学者斯蒂芬·科恩(Stephen B. Cohen)认为,在风险分散的经济学理论基础之上指出,以风险和期待回报之间相比较的形式,依据对于投资者持有的整个资产组合的贡献值,对在证券方面任何投资的适当性进行评估是正确的。^④ 而乔夫·克拉克(Geoff A. Clarke)认为,“适当性”应当在向客户做出任何投资推荐之前进行评估。适当性的确定始终是一个具体事实问题。在恰当的适当性评估过程中,在理解特定投资产品的同时,通常需要考虑这些因素,即客户收入、资产净值、风险承受能力、资

① Lowenfels, Lewis D. and Bromberg, Alan R. “Suitability in Securities Transactions”, *The Business Lawyer*, 1999, 54(4), p. 1557.

② Cheryl Goss Weiss, “A Review of the Historical Foundations of Broker – Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty”, *Journal of Corporation Law*, Fall, 1997, p. 96.

③ Gordon Cameron and Monica Sah, “Controlling the Quality of Financial Advice: the Use of Regulatory Form to Satisfy Fiduciary Obligations”, *Journal of Business Law*, 1997, p. 152.

④ Stephen B. Cohen, “The Suitability Rule and Economic Theory”, 80 *Yale Law Journal*, 1971, pp. 1604, 1626.

产流动性以及投资目标。^①

3. 适当性义务。美国学者罗伯特·拉伯(Robert N. Rapp)认为,证券经纪人的义务实际上是双重的:适当性规则要求经纪人作出具体客户的适当性判断并且使其推荐与客户的财务状况和投资目标相适应,然而不仅如此,经纪人对于其作出的任何推荐都必须有充分合理的基础。^② 布莱尔·华丽斯(Blair H. Wallace)则认为,与证券投资有关的几类风险,可以划分为系统性风险和非系统性风险。证券经纪人有义务向投资者披露这些风险,特别是在特定投资类型和具体证券存在具体风险时。判例法实践清晰地表明,证券经纪人必须告知客户投资风险。在衡量单一证券推荐风险时,经纪人必须将该证券的波动性考虑进去,以确定在作出该项推荐时证券是否合适。^③

4. 投资者适当性制度的理论基础。关于适当性制度的理论基础,美国学术界主流观点有三种:(1)代理理论。较早运用代理理论分析投资者适当性问题的是被誉为现代证券法之父的美国学者路易斯·罗斯(Louis Loss)教授,他认为 SEC 赖以界定经纪—交易商对其客户义务的原则,很大程度上就是代理法。^④ 弗雷德里克·马克·基迪克斯(Frederick Mark Gedicks)进一步认为,适当性义务符合代理人的信托义务,即向委托人提供相关信息。适当性义务要求经纪—交易商对客户进行具体客户的信息披露——这可能阻止客户买入一只证券,以及在合理基础之上减少卖出特定证券,即使这将会令经纪—交易商损失佣金收入,同时导致客户产生损失……实际上,在全服务经纪—交易商情形下,客户开立全服务账户,在购买证券时获取经纪商的专业知识是对的。因此,全服务客户在给定的客户

① Geoff A. Clarke, Liability and Damages in Unsuitable Investment Advice Cases, working paper, Accessed August, 2005. <http://www.fasken.com/publications/detail.aspx?publication=2898>, 2012-01-02.

② Robert N. Rapp, Rethinking Risky Investments for that Little Old Lady: a Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations of Stockbrokers, *Ohio Northern University Law Review*, 1998, p. 190.

③ Blair H. Wallace, A Proposal to Refine the Suitability Standard by Quantifying Recommendation Risk and Client Appropriate Risk Levels, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Fall, 2006, pp. 253-254.

④ Louis Loss, the SEC and the Broker-Dealer, 1 *Vand. L. Rev.*, 1948, pp. 516-517.

需求和目标的情况下,认为经纪商推荐其购买的证券是适当的,这一认识是合理的。^① (2)特殊情势理论。乔治·舍恩(George Schieren)等人根据特殊情势理论认为,只要经纪—交易商在与客户进行交易时建立了信任和信赖关系,经纪—交易商就对客户负有信义义务。^② 而经纪—交易商经常具有的受人信任和信赖的地位使得客户将会无法抗拒地接受其推荐。因此,经纪—交易商对他或者她推荐的任何证券,有义务进行合理调查;且有进一步的义务作出合理判断——推荐的证券与客户投资目标、总体状况相一致。^③ (3)招牌理论。关于该理论,路易斯·罗斯和罗伯塔·卡梅尔(Roberta S. Karmel)等均有独到的见解。路易斯·罗斯教授则是首先阐述招牌理论的学者,该理论认为,经纪—交易商仅仅表明自身在证券业的自营商身份——通过“挂出招牌”,经纪—交易商就隐含地意味着他们将会公正地与公众进行交易。^④ 罗伯塔·卡梅尔认为,招牌理论的本质是禁止经纪—交易商骗取利益或者利用优越知识获取不当利益。非常重要的是,经纪—交易商拥有交易证券的当前市场价格知识。相应地,招牌理论的一个重要方面就是,经纪—交易商默示表明其向客户收取的价格将会与当前市场价格有着合理的关系。这可以表述为收取公平价格的义务。^⑤

5. 违反适当性规则的诉讼基础问题。从诉讼的角度看,诉因的确定是十分重要的,对此切里尔·高斯·魏斯认为,在信义义务违反已经确定时,诉因要么是建立在疏忽的不实陈述基础上,要么是建立在推定欺诈的基础之上。从法律上讲,当经纪商作为“本人”时,在经纪商与客户之间并不存在信义关系。然而,当信任已经产生且形成了一方对另一方的支配和影响,则信义关系可以确立——这将会导致基于疏忽的不实陈述或者推定欺诈的

① Frederick Mark Gedicks, Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-dealer Liability, *Arizona State Law Journal*, Summer, 2005, p. 552.

② George Schieren et al., Suitability and Institutions in Securities Litigation[Z]. PLI Corp. & Practice Course Handbook Series No. B4-7112, 1995. 708.

③ Frederick Mark Gedicks, Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-dealer Liability, *Arizona State Law Journal*, Summer, 2005, p. 555.

④ Louis Loss, The SEC and the Broker-Dealer, 1 *Vand. L. Rev.*, 1948, p. 518.

⑤ Roberta S. Karmel, Is the Shingle Theory Dead? *Washington and Lee Law Review*, 1995, pp. 1275-1276.

诉讼。^① 而斯图尔特·鲁特(Stuart D. Root)除了肯定信义义务的违反可以作为诉讼基础之外,还探讨了过失和普通法上的欺诈作为诉讼基础的问题。^②

此外,沃尔夫·卡尔(Wulf A. Kaal)和克里斯托弗·陈朝宏(Christopher Chen Chao-hung)分别从对冲基金和“迷你债券”这样的具体金融产品视角,探讨了投资者适当性的问题。^③ 詹尼特·科尔(Janet E. Kerr)、罗杰·林奇(Roger W. Reinsch)、布拉德利·里奇(J. Bradley Reich)和劳泽尔·巴尔萨拉(Nauzer Balsara)则从资产组合理论分析了适当性的评价标准问题。^④ 资产组合理论用于确定两件事情:特定资产组合的风险水平,以及资产组合风险水平反映的特定投资者想要承受的风险水平的情况。现代资产组合理论的独特之处在于,它并不关注组合中单一证券的投资风险,相反,它以投资者的投资目标为基础,关注整个资产组合的风险。^⑤ 毫无疑问,现代资产组合理论的引入,对于分析和判断证券产品销售或者推荐行为的适当性,具有重要意义。

(二)国内研究概况

我国资本市场投资者适当性制度是随着证券投资基金的产生和发展而逐步建立起来的,投资者适当性制度作为资本市场投资者权益保护制度体

① Cheryl Goss Weiss, A Review of the Historical Foundations of Broker – Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty, *Journal of Corporation Law*, Fall, 1997, p. 116.

② Stuart D. Root, Suitability – the Sophisticated Investor and Modern Portfolio Management, *Columbia Business Law Review*, 1991, pp. 345 – 346.

③ Wulf A. Kaal, Hedge Fund Valuation: Retailization, Regulation, and Investor Suitability, *Review of Banking and Financial Law*, Spring, 2009; Christopher Chen Chao – hung, Product Due Diligence and the Suitability of Minibonds: Taking the Benefit of Hindsight, *Singapore Journal of Legal Studies*, December, 2011.

④ Janet E. Kerr, Suitability Standards: a New Look at Economic Theory and Current SEC Disclosure Policy, *Pacific Law Journal*, April, 1985; Robert N. Rapp, Rethinking Risky Investments for that Little Old Lady: a Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations of Stockbrokers, *Ohio Northern University Law Review*, 1998; Roger W. Reinsch, J. Bradley Reich, Nauzer Balsara, Trust Your Broker?: Suitability, Modern Portfolio Theory, and Expert Witness, *Saint Thomas Law Review*, Winter, 2004.

⑤ Robert N. Rapp, Rethinking Risky Investments for that Little Old Lady: A Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations of Stockbrokers, *Ohio Northern University Law Review*, 1998, pp. 192 – 193.