

证券投资者 适当性制度研究

张付标 著

证券投资者 适当性制度研究

张付标 著

图书在版编目(CIP)数据

证券投资者适当性制度研究/张付标著. —上海:上海三联书店, 2015. 8

ISBN 978-7-5426-5229-4

I. ①证… II. ①张… III. ①证券投资—销售学—金融制度—研究 IV. ①F830.592

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 148771 号



著 者 / 张付标

责任编辑 / 冯 静

装帧设计 / 汪要军

监 制 / 李 敏

责任校对 / 张大伟

出版发行 / 上海三联书店

(201199)中国上海市都市路 4855 号 2 座 10 楼

网 址 / www.sjpc1932.com

邮购电话 / 24175971

印 刷 / 上海展强印刷有限公司

版 次 / 2015 年 8 月第 1 版

印 次 / 2015 年 8 月第 1 次印刷

开 本 / 640×960 1/16

字 数 / 250 千字

印 张 / 14.5

书 号 / ISBN 978-7-5426-5229-4/F·715

定 价 / 45.00 元

敬启读者,如发现本书有印装质量问题,请与印刷厂联系 021-66510725

自序

将合适的证券产品销售给合适的投资者,这是对证券投资者适当性制度最直接的概括。投资者适当性制度是资本市场创新发展过程中的一项基本制度。

纵观美国、欧盟、日本、新加坡、香港和台湾等国家和地区的适当性规则体系可知,投资者适当性制度已经为成熟资本市场或较为发达的资本市场所普遍接受。这些国家和地区在投资者适当性的涵义和适用范围、适当性义务的主体、适当性制度的主要内容以及投资者适当性制度的基本定性等方面已经形成了制度共识。当然,相关国家和地区在适当性制度的效力层次、法律规范的定性及违反适当性义务的法律责任等方面也存在一些差异。我国资本市场正处于由“规范发展”向“创新发展”的过渡阶段,近几年已经在创业板、融资融券、股指期货和全国股转系统等领域制定了专门的适当性规则体系,但该规则体系总体呈现“散、乱、软”的特征。适当性制度本身也存在适用范围不清、基本定位错误、理论基础薄弱、内容不完善等问题,不能适应我国证券市场改革创新发展的需要。

重新认识和构建我国的适当性制度,一是明晰适当性制度的适用范围:它适用于投资者对证券公司产生了专业信赖且合同双方当事人地位存在实质的不对等性的领域。二是确立信赖保护理论作为我国投资者适当性制度产生和发展的理论基础。三是明确投资者适当性的定性:它是证券公司的一项义务,而不是权利;也是一项投资者利益保护制度,是对投资者进行分类保护,而不是合格投资者制度;还是一项证券监督管理制

度,而不是对投资者的管理制度。从根本上说,投资者适当性是在证券销售、推荐领域平衡投资者和证券公司之间权利义务关系的一项投资者保护制度。笔者建议,提高适当性规则的立法层次,在此次《证券法》修订中以投资者权利保护为基本价值追求,建立统一的投资者适当性制度。具体而言,应以统一账户体系为契机,从建立投资者分类制度、证券产品分级制度入手,明确证券公司的了解客户义务、了解产品或服务义务、信息披露义务与风险提示义务、适当推荐义务等适当性义务,同时明确投资者在证券交易中的权利,建立对证券公司履行适当性义务的监管制度。

张付标

2015年5月15日

目 录

第一章 导论	1
第一节 选题的背景及意义	1
一、选题背景	1
二、研究意义	2
第二节 研究现状及评述	5
一、境内研究现状	5
二、境外研究现状	6
三、主要理论及其观点	7
四、相关研究评述	10
第三节 研究思路与方法	11
一、研究思路与全书框架	11
二、研究方法	12
第四节 需要说明的几个问题	14
第二章 证券投资者适当性制度及其在我国的发展	16
第一节 证券投资者与证券公司	16
一、证券与证券市场	16
二、证券投资者	21
三、证券公司	27
第二节 证券投资者适当性的界定	28

一、证券投资者适当性的定义	28
二、投资者适当性制度不同于合格投资者制度	31
第三节 投资者适当性制度在我国的发展现状	33
一、我国投资者适当性制度建立的背景与规则体系	33
二、我国投资者适当性制度的初步尝试	35
三、我国适当性制度的内容与特点	43
四、我国证券投资者适当性制度存在的问题	45
 第三章 证券投资者适当性的理论分析	 54
第一节 证券投资者适当性制度的比较法研究	54
一、欧美市场投资者适当性制度	54
二、亚洲国家和地区的证券投资者适当性制度	80
三、考察的基本结论	98
第二节 证券投资者适当性制度的适用范围	100
一、证券经纪业务	100
二、证券投资咨询业务	102
三、证券资产管理业务	103
四、其他证券业务	104
第三节 我国投资者适当性的法律性质	107
第四节 投资者适当性制度的理论基础	109
一、“买者自负”原则检讨	109
二、美国投资者适当性制度的理论基础	111
三、我国投资者适当性制度理论基础的构建	116
四、与美国相关理论的对话	125
 第四章 证券投资者适当性制度中的证券经营者义务	 127
第一节 适当性制度中证券经营者义务的不同立法模式评析	127
第二节 适当性制度中证券经营者义务的内容	129
一、了解客户义务	129

二、了解产品、服务义务和风险提示义务	134
三、适当推荐义务	136
四、其他适当性义务	138
五、关于证券经营者适当性义务的总结	139
第三节 证券经营者义务较一般经营者义务的突破	142
 第五章 证券投资者适当性制度中的投资者保护	144
第一节 证券交易活动的投资者权利	144
一、投资者交易权利	144
二、投资者权利的限制	145
三、投资者权利的保护	147
第二节 适当性制度对证券投资者的保护	151
一、信赖利益的保护	151
二、对证券投资者的倾斜保护	152
第三节 适当性制度中投资者保护理论对传统弱者保护理论的发展	159
一、传统弱者保护理论	159
二、适当性制度中投资者保护理论的新发展	160
 第六章 证券投资者适当性制度中的证券监管	162
第一节 证券监管者的权责	162
一、证券监管的目标	162
二、证券监管的发展趋势	164
三、适当性制度中的证券监管	165
第二节 信息披露要求	166
一、制度目的	166
二、信息披露的具体内容	168
第三节 对证券经营者适当性义务履行的监管	170
一、对证券经营者履行适当性义务进行监管的定位	170

二、反欺诈行为	172
三、对证券经营者其他行为的监管	174
四、适当性义务的豁免	175
第四节 纠纷解决机制与责任追究	177
一、国际证监会组织要求的纠纷解决机制	178
二、典型市场的专门纠纷解决机制	179
三、责任追究机制	183
 第七章 我国证券投资者适当性制度的构建	185
第一节 证券投资者适当性制度的特点与总体框架	185
一、证券投资者适当性制度的特点	185
二、我国适当性制度的总体框架	188
第二节 提高我国适当性制度的立法层次	190
一、提高适当性制度立法层次的理由	190
二、适当性制度立法的宏观思考	192
第三节 我国投资者适当性制度构建的具体建议	194
一、投资者分类	194
二、证券产品分类	199
三、明晰各方的权利义务	200
四、优化纠纷解决机制	203
 第八章 结论	208
参考文献	211
后记	221

第一章 导 论

第一节 选题的背景及意义

一、选题背景

我国资本市场正处于重大变革时期,在“放松管制、鼓励创新”的市场化监管思路和政策推动下,证券公司等中介机构的自主权在逐步放大,“大量新的更为复杂的金融产品和服务的推出已是市场的客观需要和发展的必然趋势”^{〔1〕};证券场外市场的建设与长足发展亦已成为不可阻挡的趋势。而我国证券市场投资者中个人投资者占比较大、资产规模相对较小(官方统计数据,我国个人投资者占比 99.85%;证券资产在 10 万元以下的投资者占比 85%以上,50 万元以下的占比 98%以上^{〔2〕}),绝大多数公众投资者缺乏足够的经验和判断力,难以理解较为复杂的证券产品、服务、业务和市场,也容易因误导而遭受损害,迫切需要从制度上予以扶助。亦即,随着我国资本市场产品创新(融资融券、股指期货、中小企业私募债、质押式回购等)的发展,以及全国中小企业股份转让系统、区域性股

〔1〕何如,投资者适当性制度是一项投资者保护制度,中国证券报,2012 年 3 月 26 日,A04 版。

〔2〕参见:《财经》综合报道,A 股 85%的账户市值 10 万元以下富人不炒股小散穷折腾,财经网,2012 年 5 月 30 日访问,网络地址:<http://stock.caijing.com.cn/2012-05-30/111868048.html>。

权转让市场、证券公司柜台市场等证券场外市场建设的兴起,投资者与证券商等主体的法律地位发生了此消彼长的变化,会产生新的利益冲突,投资者适当性(suitability)制度的现实需求凸显。

二、研究意义

(一) 理论价值

首先,投资者适当性问题涉及多方法律关系:投资者、证券经营者(及其从业人员)、社会组织(证券业协会、证券交易所、专门投资者维权机构^[3]等)和政府,确立相关各方在证券相关业务中的权利义务、使各方归位尽责,至关重要。而且,资本市场创新和场外市场建设的过程中,投资者与证券经营者的基础法律关系在发生变革,投资者越来越依赖证券公司的专业性,越来越处于弱势地位。双方的权利义务逐渐地走向不平衡,需要通过法律制度构建实现再平衡。相应地,自律监管主体、行政监管主体的权利(力)义务也要做出相应的调整,以适应变化的需要。

其次,该课题对于弱者保护理论有所发展。一方面,传统的弱者保护主要是对消费者、劳动者等的保护,保护的基本方法是明确经营者义务同时授予消费者、劳动者权利;而对处于弱势地位的投资者的保护,既要明确证券经营者义务,同时还要限制投资者权利。另一方面,传统的对消费者的倾斜保护,主要是通过适用《消费者保护法》进行事后保护及事前保护(披露相关产品和服务信息等),而引入投资者适当性则是在对投资者进行事前保护和事后保护的基础上,新增对投资者的事中保护,要求证券经营者在为推荐和销售行为时行为适当且具有合理的基础。

再次,该课题对于理论创新具有一定的意义。上已论述,投资者适当性有很强的现实需求,但制度建设的背后需要理论支撑。境外成熟市场对投资者适当性提出了一些理论,但这些理论都是以他国资本市场的发展进程以及该国的投资者结构等因素为基础。中国的资本市场发展还处

[3] 据悉,中国证监会拟主导设立这样的一个机构,持有每个上市公司股票各100股,旨在通过市场化的机制维护投资者权益。

于“新兴加转轨”^{〔4〕}的阶段,市场创新发展方兴未艾,投资者结构也是以散户为主。在此背景下,引入和发展投资者适当性制度必须要进行理论创新。投资者适当性涉及投资者保护及公共利益,涉及赋予证券经营者义务,涉及对投资者权利的适当限制,涉及形式公平与实质正义,涉及政府介入与证券监管,涉及纠纷解决机制的创新等。这些问题都需要我们给出理论上的解释,并进行理论支撑。

（二）实践意义

首先,该课题对于证券市场诚信体系建设、市场秩序维护具有重要意义。“资本市场说到底是一个法治市场,法治强,则市场兴。”^{〔5〕}“立市须以诚信为本,治市必以法为基……诚信,是资本市场健康发展的基石,也是资本市场走向成熟的重要标志……我国反映‘新兴加转轨’阶段市场特点的资本市场法律体系基本形成……市场主体守法诚信的状况有所改善……但毋庸讳言的是,以诚信和法治为核心的资本市场‘软实力’仍然是我国资本市场的‘短板’之一。”^{〔6〕}投资者适当性首先要求证券经营者在从事证券业务时诚信地对待投资者,向不同需求类型的投资者销售或推荐适合其能力和需求的不同类型的产品或服务,保护投资者的信赖利益。同时,通过规则体系的建设和证券自律监管、行政监管的引入,加强对证券经营者经营行为的监管,对处于弱势地位的投资者进行倾斜保护,以维护市场秩序,保障市场公平、公正。

其次,投资者适当性有利于防范系统性风险。中国证券业协会的公开资料认为,“2008年国际金融危机得出的一个重要教训,就是要建立健全投资者适当性管理制度,加强对投资者的适当性管理。”^{〔7〕}证券市场健康发展的重要标志是绝大多数投资者能购买或享受到与自身风险偏好、

〔4〕周正庆,《证券知识读本(修订本)》,中国金融出版社,2006年3月版,第21页。

〔5〕肖钢,《证券法的法理与逻辑——肖钢主席在第四届“上证法治论坛”上的演讲》,详见:中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201311/t20131128_238946.htm, 2013年12月1日访问。

〔6〕黄红元、徐明,《证券法苑(第七卷)》,2012年12月号,法律出版社2012年11月版,卷首语,第1页。

〔7〕中国证券业协会发布《证券公司投资者适当性制度指引》时的“答记者问”,参见: http://www.sac.net.cn/ljxh/xhgzt/201212/t20121230_61164.html, 2013年1月10日访问。

能力相适应的投资产品或服务,即适当的人购买了适当的产品。因此,投资者适当性对于我国资本市场具有战略意义,是防范系统性风险的重要手段。

再次,投资者适当性有利于促进市场创新。投资者适当性制度产生于美国,而美国投资者适当性制度的产生与发展,与其资本市场创新以及场外市场的建设发展密切关联。我国资本市场改革创新以及全国中小企业股份转让系统、区域性股权市场、券商柜台市场建设刚刚起步,投资者适当性制度可以认为是市场创新的一个“安全阀”和“减振器”:市场改革创新必然导致新的利益冲突,需要通过法律制度的构建、权利义务的设置以及积极的纠纷解决机制,实现利益的再平衡。^{〔8〕}

第四,投资者适当性有利于投资者保护。市场创新和场外市场建设的过程中,投资者与证券公司的基础法律关系在发生变革。全国中小企业股份转让系统、区域性股权市场、券商柜台市场建设,在交易制度上的一个共同特点在于,投资者与证券公司之间不再是纯粹的委托代理关系,更多的会成为证券交易的双方,还会存在特定情形下的信托法律关系,交易的标的物往往是较以往证券产品具有更高风险的产品。而场外市场的信息披露机制,较场内市场具有明显的劣势,信息更多地掌握在证券经营者手中。投资者与证券经营者信息不对称,且投资者处于弱势地位。这种情况下,依靠强制信息披露制度进行投资者保护,就显现出一定的局限性,需要通过引入投资者适当性制度,从事中保护入手,加强对投资者利益的保护。

最后,投资者适当性制度有利于促进证券监管。保护投资者利益、防范系统性风险是证券监管的基本目标。深入研究投资者适当性理论和制度也有利于证券监管的展开。

总之,中国资本市场的发展进程,催生了投资者适当性制度的现实需要。投资者适当性是一个复杂的法律现象,我国的理论研究略显不足,甚至还存在一定的误区。需要更加全面、深入的研究,以更好地服务于实

〔8〕 张付标、李玫,论投资者适当性的法律性质,法学,2013年第10期。

践、更好地保护投资者利益。

第二节 研究现状及评述

一、境内研究现状

中国知网的相关统计表明,国内证券投资者适当制度的研究,始于2009年。截至2014年1月1日,该网收录的有关“投资者适当性”的研究文章合计215篇,其中核心期刊文章30篇,硕士论文7篇^{〔9〕},博士论文1篇^{〔10〕}。此外,证券交易所、中国证券业协会等亦有多篇研究报告。

目前,我国资本市场“已初步建立起以信息披露及适当性评估为主要内容的适当性体系”^{〔11〕},在创业板、股指期货、融资融券、中小企业私募债、质押式回购、全国中小企业股份转让系统等领域均构建了专门的投资者适当性规则体系。

相关实践的发展及带来的问题与挑战,为理论研究提供了鲜活的素材,理论研究成果日渐增多。但现有的相关研究大都以介绍国外制度为主,部分文章亦结合我国某一方面的实践展开了论述。总体而言,我国相关基础理论研究比较薄弱,缺少系统研究和理论积淀,对投资者适当性制度要点、基本理论认识不够清晰。譬如,最基本的投资者适当性的定性问题,我国将投资者适当性定位为证券公司为满足监管要求而进行的对投资者的管理制度,具有明显的管制特点。

〔9〕这7篇硕士论文的标题分别为:《MZ证券公司客户适当性管理业务研究》(河北大学,2013年),《证券客户适当性管理系统的设计与实现》(吉林大学,2012年),《完善我国适当性规则的思考》(中国政法大学,2012—03),《金融商品销售适当性原则研究》(西南政法大学,2011—03),《证券交易中的“适当性规则”研究》(上海交通大学,2010—11),《我国银行个人理财产品适当性原则研究》(中央民族大学,2010—04),《投资人适当性法律制度探讨》(华东政法大学,2010—04)。其中,前两篇文章等并非从法律角度分析。

〔10〕该论文的标题为《金融产品销售的适当性法律问题研究》,中国政法大学韩祥波博士于2011年习作。从标题看,该论文与国际证监会组织有关文件的起草相契合。

〔11〕赵晓钧,中国资本市场投资者适当性规则的完善——兼论《证券法》中投资者适当性规则的构建,证券市场导报,2012年第2期。

二、境外研究现状

美国和欧盟的投资者适当性制度相对发达。日本《金融商品交易法》等亦就适当性制度和投资者分类进行了规定。同样是传承了英国法律传统,香港将投资者适当性定性为证券商的合同义务,而新加坡却将投资者适当性定性为证券商的法定义务。国际证监会组织(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)等国际组织也在相关文件中规定了投资者适当性相关制度。^[12]

学术界有关投资者适当性制度的研究文章也较多。根据目前搜集的资料,近年美国学者的研究文章多关注证券经营机构的适当性义务^[13];英国金融服务管理局(Financial Service Authority, FSA^[14])相关研究报告^[15]则侧重证券监管和投资者保护。

以美国的制度研究为例,有学者指出,适当性制度“在美国 70 余年的发展极具戏剧性,其间经历了自律规范—行政规章—自律规范的螺旋上升的发展”^[16]。Norman S. Poser 教授指出了其早期发展的过程:20 世纪 30、40 年代,投资者适当性由美国证券交易商协会(National Association of Securities Dealers, NASD)作为一项道德规范提出,违反该规范的证券经纪自营商将会受到 NASD 的自律处罚,而不会受到法律

[12] 相关内容详见本书第 3 章第 1 节部分。

[13] 譬如, Daniel M. Miler and Eugene F. Maloney, Brokers Are Fiduciaries — Now What, *Journal of Securities Operations & Custody* Volume 3 Number 2, 2010. Frederick Mark Gedicks, Suitability Claims and Purchase of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability, *Arizona State Law Journal*, 2005. Hilary Huebsch Cohen, The Suitability Doctrine: Defining Stockbroker's Professional Responsibilities, *The Journal of Corporation Law*, 2001.

[14] 2013 年 4 月起, FSA 被金融行为监管局(FCA)和审慎监管局(PRA)两个新的监管机构所替代。

[15] 譬如, FSA, Retail Distribution Review, 2008. FSA, Treating Customers Fairly—towards Fair Outcomes for Consumers, 2006. FSA, Guideline on the Application of the Suitability and Appropriateness Requirements under the FSA Rules Implementing MiFID in the UK, 2006.

[16] 武俊桥, 证券市场投资者适当性原则初探, 证券法苑(第三卷), 法律出版社, 2010 年 12 月版, 第 131—159 页。

制裁。然而,之后适当性规则经历了从道德规范到法律规则的微妙变化。变化的起点是1978年的Clark v. John Lamina Investors案,第二巡回法院认定证券经纪自营商向特定投资者的不适当推荐行为违反了1934年《证券交易法》反欺诈规则Rule10b-5。^{〔17〕}2007年美国金融业监管局(The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA,证券业自律监管机构)成立后,开始逐步对原美国证券交易商协会(NASD)和纽约证券交易所(New York Stock Exchange, NYSE)的自律规则进行整合,形成统一的自律规则体系,其中Regulatory Notice 11-25以及Rule 2090、Rule 2111成为新的适当性规则(2012年7月9日起施行)。适当性规则似乎又从法律规则走向了从自律规范。美国投资者适当性制度的发展历程也反映了适当性规则发展的某种趋势。

三、主要理论及其观点

(一) 关于投资者适当性的基础理论

目前我国关于投资者适当性基础理论的研究比较薄弱,没有提出独立的理论。相应的研究和实践中,主要引用美国的适当性理论^{〔18〕}:

一是代理理论。代理理论是美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC,简称美国证监会)最早分析证券公司适当性义务的理论工具。该理论认为,代理关系是一种信任关系,一方明示或默示地同意另一方以其名义在授权范围内,为其利益实施某个行为,另一方也相应地同意实施或将要实施某种行为。根据普通法的规则,证券公司注册代表就是为客户执行交易的代理人。同时,代理人就是信托受托人,代理人有义务为客户的利益而进行代理事项,对客户承担注意义务和忠实义务,以及提供有关受托事项具体信息的特定义务。

二是特殊境况理论。该理论认为,当客户对证券经纪自营商(broker-dealer)寄以信赖和信心时,后者即对该客户负有“信义义务”,必

〔17〕 See: Norman S. Poser, Liability of Broker-Dealer for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors, Brigham Young University Law Review, 2001. 1. 1.

〔18〕 详见本书第3章第4节的第二部分。

须使自身利益服从于客户的利益,为客户的利益最大化行事。这是法律所默示的最严格的责任标准。该理论是对“买者自负”^[19]原则的修正,实际上是要求“卖者有责”、“荐者有责”。证券经纪自营商的不适当推荐行为是对该义务的违反。

三是招牌理论。“招牌理论”认为,证券经纪自营商只要打出招牌并开始营业,即等于向客户表明自己具备与证券相关的专业性,并默示自己将公正对待顾客。^[20]如果证券经纪自营商出现对顾客的不公平交易行为即违反这种默示以及《证券交易法》有关反欺诈的规定。美国证监会以此为依据,逐渐将 Rule10b-5 发展为可以适用于几乎所有与证券交易有关的欺诈行为的反欺诈规则。^[21]投资者适当性也因此发展成为一种监管规则,证券经纪自营商被要求承担合理询问投资者财务状况、投资需求等信息的义务等。

(二) 关于投资者适当性的法律性质

对于投资者适当性,如上所述,我国总体将其定位为证券公司为满足监管要求而进行的对投资者的管理制度。这主要体现于我国现行的投资者适当性的各专门规定中。

美国学者对适当性定性的认识较为一致。Loss 教授和 Seligman 教授认为,适当性“是证券公司的一种义务,证券公司只能推荐适合客户需求的证券”^[22]; Norman S. Poser 教授认为适当性就是“对证券公司只能推荐其合理认为适合某个客户的证券的一种要求”^[23]。美国现行的规则体系也基本倾向于将投资者适当性认定为证券公司的一种合同义务(格

[19] “买者自负”(caveat emptor)是英美普通法的私法原则。根据该原则,买者在购买商品时对其缺陷应给予充分的注意,自己判断商品的质量及用途,从而自己承担风险。19 世纪 90 年代,美国法官 Francis 在 Henningsen v. Broomfield Motor, Inc. and Chrysler Corp. 一案中认定经营者应当承担社会正义观念下的责任,从而排除了“买者自负”原则的适用。转引自:何颖,金融交易的适合性原则研究,证券市场导报,2010 年 2 月号。

[20] See: Arthur B. Laby, Fiduciary Obligation of Broker-Dealers and Investment Advisers, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1899732>.

[21] 何颖,金融交易的适合性原则研究,证券市场导报,2010 年 2 月号。

[22] See: Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation (3d ed.), 1989.

[23] See: Norman S. Poser, Liability of Broker-Dealer for Unsuitable Recommendations to Institutional Investors, Brigham Young University Law Review, 2001. 1. 1.