



# 金融产品销售的适当性法律问题研究

——以金融产品的纠纷解决为中心

Research on the Legal Problem of Suitability of  
Financial Product Sale

韩祥波 著



法律出版社  
LAW PRESS · CHINA



# 金融产品销售的适当性法律问题研究

以金融产品的纠纷解决为中心

Research on the Legal Problem of Suitability of  
Financial Product Sale

韩祥波 著



法律出版社  
LAW PRESS · CHINA

## 图书在版编目(CIP)数据

金融产品销售适当性法律问题研究 / 韩祥波著.  
—北京:法律出版社,2013.6  
ISBN 978-7-5118-4907-6

I. ①金… II. ①韩… III. ①金融产品—市场营销学  
—法规—研究 IV. ①D912.28

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第089041号

金融产品销售适当性法律问题研究

韩祥波 著

责任编辑 易明群  
装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

开本 A5

印张 8.125 字数 213千

版本 2013年6月第1版

印次 2013年6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 北京中科印刷有限公司

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 978-7-5118-4907-6

定价:34.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

## 序

美国是一个法律对市场风险和危机能很快作出反应的国家。远的如上一世纪 30 年代针对经济大危机通过的著名的谢尔曼反垄断法。近的如发生在世纪交替时由于安然公司危机而通过的萨班斯—奥克斯利法。五年前发生的美国金融衍生品引发的世界性大危机,美国总统奥巴马于 2010 年 7 月签署了简称为《华尔街改革法》的法案,对金融机构的活动全面加强监管。

学术界对于如何防止市场风险和危机也很快作出自己的反应。在最近这次波及世界的大危机中一个新的学术观点应运而生,即金融产品销售的可适当性问题。何谓适当性(Suitability)?它是指金融产品的销售者在向投资者推荐、销售金融产品时,应根据投资者的财产状况、纳税状况、知识背景、投资历史、投资目标等情况,做出产品对投资者是否适当的判断。如果没有进行该判断就将金融产品卖给投资者就属于把不适当的产品误判为适当,就应当承担赔偿损失的民事责任。

适当性理论的提出引发了民法学界很大的震动。从美国最早的“让买者自己小心”的理论,到消费者利益保护法的“让卖者自己小心”是一个很大的转变,这个转变实际是“举证责任倒置”的变化。由买者作为受害人来举证,这个举证有时是很困难的。现在变为由卖方(作为加害人)来举证,如果他不能证明自己没有过错就不能免除民事责任。适当性理论的提出意味着把金融产品的买方视为金融消费者,而金融产品的买方实际又是投资者,有时还是实力很雄厚的投资者。我们如何把弱势的消费者和有时是强势的投资者联系起来呢?

韩祥波是我2011年的博士毕业生,他在入学伊始就选定以《金融产品销售的适当性法律问题研究》作为其博士论文课题。这个论文题目极具挑战性,因为适当性理论并未成为民法主流理论,之前也没有一篇以此问题研究的博士论文。当然它也极具现实性,在当时是应对世界性金融危机试图作出答案的最敏感、现实的问题。我虽然对适当性问题知之甚少,但还是鼓励他在这个问题上多下工夫。这篇论文完成的难度是很大的,一是中文材料比较少,更多要从外文第一手资料中去寻找;二是仅有法律知识还不够,要从金融实务中贯彻法律问题的研究。这两点韩祥波博士完成得都很好。这篇博士论文在答辩时获得好评,被评为中国政法大学2011届优秀博士学位论文。韩祥波在读博之前曾在高等学校任教,读博期间曾在司法考试辅导班讲课,甚受学员欢迎。有这样的教学效果,又有如此优秀的博士论文,充分说明他的法学知识和能力的雄厚。毕业后这段期间他对博士论文作了修改和加工,又增添了一些新的内容,准备出版之际,希望我能为之作序,欣然命笔以推荐给读者。

江 平

2013年2月8日

# 目 录

## 导论 1

- 一、选题背景及研究意义 1
- 二、研究方法 4
- 三、本书的创新之处与不足 6

## 第一章 金融产品销售概说 8

### 第一节 概念之界定 8

- 一、金融产品 8
- 二、金融产品销售的法律含义 14

### 第二节 关系之本质 17

- 一、作为交易当事人的金融机构
  - 金融产品买卖关系 18
- 二、作为经纪人的金融机构
  - 代理、委托还是行纪? 20
- 三、小结:两种关系的共同本质
  - 都是因法律行为形成的法律关系 28

### 第三节 纠纷及其问题 29

## 第二章 传统民法理论的回应:意思自治 35

### 第一节 私法自治中的个人自由 35

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 一、自由的含义:积极与消极的视角                | 35 |
| 二、民法的个人自由观                      | 38 |
| 第二节 私人之间关系的合意                   | 40 |
| 一、积极自由在公共领域和私人领域的不同体现           | 40 |
| 二、积极自由在私人之间关系中正当化的理由:<br>合意及其问题 | 42 |
| 第三节 金融产品销售中合意的虚化                | 46 |
| 一、金融产品的不同种类                     | 47 |
| 二、金融产品销售中合意虚化的特征                | 50 |
| 三、实例分析——令人眼花缭乱的挂钩理财产品           | 50 |
| 四、小结                            | 53 |

### 第三章 美国的适当性理论

#### (suitability doctrine) 54

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 第一节 适当性要求出现的直接原因            | 56 |
| 第二节 产生、演变与影响                | 57 |
| 一、产生                        | 57 |
| 二、早期的适用                     | 59 |
| 三、20世纪60年代开始的适用范围的扩张        | 60 |
| 四、扩张适用范围的问题及影响              | 65 |
| 五、21世纪适当性规则的新变化:从NASD到FINRA | 71 |
| 六、新世纪金融危机背景下关于适当性理论的讨论      | 75 |
| 七、小结                        | 78 |
| 第三节 具体的适用方式                 | 79 |
| 一、概述                        | 79 |
| 二、自律性行业适当性规则之适用             | 80 |
| 三、美国法院对于适当性规则之适用            | 83 |

四、适当性纠纷的仲裁处理 108

五、小结:适当性要求在投资者与经纪——交易商关系  
中的地位 115

## 第四章 适当性理论的重新界定 117

### 第一节 界定及意义 117

一、适当性理论的界定 117

二、适当性理论的意义 124

### 第二节 经纪——交易商违反适当性要求的责任性质 129

一、道德责任还是法律责任? 129

二、民事责任中的什么责任? 132

### 第三节 可能的质疑 138

一、质疑为什么存在? 138

二、诚信原则的内容、意义及适用 139

三、适当性理论与诚信原则的关系 142

### 第四节 小结 145

## 第五章 适当性理论的适用 148

### 第一节 适用领域的限定:限于金融产品之交易 149

### 第二节 适当性理论的适用要件 152

一、主体要件 152

二、行为要件 167

三、结果要件 194

## 第六章 适当性理论与中国 196

### 第一节 和适当性理论有关的规则 196

一、默示的适当性规则 196

二、明示的适当性规则 200

三、小结 211

第二节 司法裁判引入适当性理论的可能性 213

一、两个域外的判例 214

二、两则典型的相关案例及处理 218

第三节 适当性理论在中国的未来 222

结论 225

参考文献 228

后记：困惑中的探寻 243

# 导 论

## 一、选题背景及研究意义

肇始于美国的世界金融危机渐渐过去,人们开始谈论全球经济回暖的话题。这样的危机是不是像有人充满自信的预言那样——将会再次发生,<sup>[1]</sup>笔者不敢妄下断语。但是笔者相信,人类对于过去历史经验的总结和教训的吸取,对于未来总会具有一定的借鉴意义。本书的研究缘起于对金融危机背景下所凸显的系列问题的观察与思考。

对于在金融危机的背景下凸显的问题,学术界从不同的视角可以做出不同的解释,并在解释现象的基础上寻求解决问题的途径。法学作为一门具有高度实践性的学科,对于这些实践中的问题,当然也应该做出回应。可是,从法学界目前关于金融活动和金融危机的研究来看,并没有很好地回应社会实践提出的问题。在金融危机发生之后,法学领

---

[1] [美]理查德·布克斯塔伯:《我们自己制造的魔鬼——市场、对冲基金以及金融创新的危险性》,黄芳译,中信出版社2008年版,导言部分。

域的回应主要来自经济法学界,这个声音几乎是一致的,那就是要加强监管,即认为,危机之所以发生,是因为监管部门对于金融市场监管不力,因此,建议修改或者制定相关法律,授权监管部门加强监管。加强监管当然是必要的,这是世界范围内面对金融危机各国政府采取的一致态度,<sup>[1]</sup>也是金融学界和经济法学界对此问题研究的一致认识。<sup>[2]</sup>然而,笔者认为,这种加强监管的研究并不能充分体现法学的特有视角。本书的研究受到法学界的学者主张在金融危机背景下对于现有法律制度需要总体上反思的启发。吴志攀教授在《华尔街金融危机中的法律问题》一文中提出,从法学的角度解释,金融危机的发生是由于传统实体经济背景下形成的法律制度,不能满足调

---

[1] 这种加强监管的改革以美国为典型代表,2010年7月21日,美国总统奥巴马正式签署了(简称《华尔街改革法》),根据该法律,对于金融机构的活动全面加强监管。为加强对于一般投资者的保护,在美联储之下增设了新的机构,即金融消费者保护署,以通过加强对金融产品经纪—交易商在和投资者进行交易时行为的监管,为一般投资者提供切实的保护。

[2] 我国学者从加强监管角度的研究主要表现为引入国外“金融消费者”的概念,强调要对金融消费者提供倾斜性的保护,这种倾向和本书提出的适当性问题具有一定的相似性。但是,综观我国当前关于金融消费者的研究,主要的立足点还是加强监管,鲜有从一般投资者和金融产品经纪—交易商之间关系从私法角度的深入分析。这种监管角度的研究代表性的文献有:王靖林:“金融消费者保护职能及我国金融监管制度的完善”,载《福建金融》2006年第3期;周良:“论英国的金融消费者保护机制对我国的借鉴与启示”,载《上海金融》2008年第1期;邢会强:“处理金融消费纠纷的新思路”,载《现代法学》2009年第5期;徐慧娟:“浅述英国金融巡视员制度与金融消费者保护——兼论对我国金融监管的借鉴”,载《金融论坛》2005年第1期;李敬伟、周仲飞:“英国金融服务监管及其对我国的借鉴”,载《外国经济与管理》2002年第2期;杨东、孙洁:“金融衍生品消费者权益保护的统合立法”,载《金融服务法评论》(第1卷),法律出版社2010年版。本书的研究立足于从私法角度分析金融产品交易中投资者和金融产品经纪—交易商之间的权利义务关系及其纠纷解决,因此,为了不致和上述以加强监管为目的的研究相混淆,笔者将选择使用“投资者”这一概念,不使用“金融消费者”这一概念。同时,由于笔者所参考的资料中,对于金融产品交易关系的描述也经常将投资者称为客户,因此,为了保证和参考资料的一致性,文中有时也将投资者称为客户,两者在本书中具有相同的含义。

整符号经济<sup>[1]</sup>的需要,因此,需要以符号经济的需要为导向,反思当前法律制度的问题。<sup>[2]</sup>笔者认为,这是一种对于金融危机背景下法律问题进行研究的总纲领。来自经济法学界以加强金融监管为目的的研究,可以算作是反思当前金融法律制度的典型代表,这将有利于促进未来金融监管的完善,进而有利于创造一个更加完善的金融市场秩序。但是,除了完善金融监管法律制度之外,笔者认为,从法学视角看,还有许多重要的问题值得研究。

在对于金融危机背景下系列问题的观察与思考过程中,投资者和金融产品经纪—交易商之间纠纷的解决引起了笔者的高度关注。这不仅仅是因为在金融危机背景下投资者和经纪—交易商之间的纠纷数量的明显增多,更引起笔者关注的是法院对于此类纠纷的判决及其理由——投资者败诉,理由是投资者在金融产品买卖合同上签字,因此,表达了自己的真实意思,故而对于因购买金融产品而造成的损失,应适用买者自负的规则。对于这种判决及其理由,作为金融产品合同一方当事人的投资者通常难以接受,并且,实践中还出现了投资者为了表达自己的诉求到金融监管部门示威、上访等公共事件。这引起了笔者对于此类判决及其理由正当性的质疑。就金融产品销售产生的法律关系而言,从形式上看,和其他产品的买卖关系并没有实质性区别。法院以投资者在合同上签字作为判断投资者在购买金融产品时意思表示的真实性,是有道理的。因为,签字通常就意味着双方当事人

---

〔1〕 符号经济的概念源自经济学及管理学大师彼得·德鲁克。他上个世纪80年代的两本著作中都谈到了符号经济和实体经济这一对概念。他指出,所谓符号经济(symbol economy),是指货币和信用,即资本的运动、外汇率和信用流通;实体经济(real economy),是指货物、工作和劳务,即实体产品的服务和流通。相对于实体经济而言,以货币为基础并且具有相对独立性的经济体系,也有人将其称为虚拟经济、名义经济或金融经济。有学者认为,符号经济是表达这种经济体系时最合适的概念。参见张晓晶:《符号经济与实体经济——金融全球化时代的经济分析》,上海三联书店、上海人民出版社2002年版,第3~7页。

〔2〕 吴志攀:“华尔街金融危机中的法律问题”,载《法学》2008年第12期。

人合意的达成。可是,从实践中的情况看,金融产品和其他产品相比具有明显不同的特点,对于普通投资者来说,往往是不能理解金融产品的结构、收益和风险的;而且,和一般商品的买卖合同不同的是,金融产品法律关系的形成,在多数情况下,金融产品的经纪—交易商处于积极主动的地位。由于这两方面原因的存在,对于投资者和金融产品经纪—交易商之间的法律关系,如果仅仅从形式上的合意来判断投资者意思的真实性所具有的正当性就是值得怀疑的。

笔者认为,法院在处理投资者和经纪—交易商之间因金融产品销售而引起的纠纷过程中,如果要增强判决的说服力和可接受性,不能仅仅将目光锁定在金融产品合同中形式化的合意上,而是应当考虑更多一点的东西。这个需要考虑的更多一点的东西,就是本书研究的中心问题,即金融产品在销售过程中的适当性问题。对于这一问题的研究无论从理论方面还是实践方面,都具有重要意义。从理论方面说,可以弥补传统民法意思自治理论不足。从实践方面看,一方面可以加强投资者的保护,另一方面可以增强法院判决的说服力和可接受性,有利于纠纷的真正解决。

## 二、研究方法

金融产品销售的适当性问题,并没有引起国内法学界的足够注意和重视,到目前为止,没有学者对于适当性问题做过系统的研究。<sup>[1]</sup> 因此,

---

[1] 根据笔者掌握的资料,国内目前和金融产品适当性有关的研究非常有限,并且,从既有的几篇文章看,都是从加强监管的角度进行介绍性研究,主张将适当性原则作为我国金融监管的指导原则。这些文献是:安飞一:“我国投资产品与服务销售适合性制度监管完善研究”,中国政法大学2010年硕士学位论文;武俊桥:“证券市场投资者适当性原则初探”,载《证券法苑》2010年第2期;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;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。在这几篇仅有的文献中,只有何颖的文章中提到了适当性原则不仅仅应是监管规则,还应当成为投资者可以援引的私法规则,但只是一带而过。这正是本书研究的重点。

笔者在研究适当性理论在金融产品纠纷中的适用时较多地运用了比较的研究方法,通过借鉴国外的相关理论和实践中的做法,为建立我国处理金融产品纠纷的适当性理论积累初步的知识资源。由于适当性理论起源于美国,因此,笔者主要以考察适当性理论在美国的演变及现代适用作为本书研究的材料支撑。对于其他国家和地区——比如英国、日本、中国香港等——在处理投资者和金融产品经纪—交易商之间纠纷时的应用,笔者在必要的时候也有所涉及。这一方面可以证明适当性理论在此类纠纷解决中适用的普遍性,另一方面也可以表明适当性理论发挥作用方式的多样性。在考察美国适当性理论演变的过程中,主要运用了历史考察的研究方法。通过对适当性理论的历史考察,不但可以明确其产生的历史背景,而且还可以清楚地认识到经纪—交易商违反适当性理论要求的责任性质演变过程及原因。这种历史的考察,为本书对中国金融产品实践中问题的研究,提供了重要的参照与启发。

本书研究的缘起是笔者对于现实问题的关注与思考,并旨在建立一种对于所有金融产品纠纷处理具有普遍指导意义的适当性理论,因此,笔者为写作本书,做了大量的实践调查。具体是以对投资者和金融产品经纪—交易商的工作人员进行访谈的方式进行。通过实践调查,对于银行、证券公司、保险公司等金融产品的经纪—交易商销售产品的过程有了较为清晰地了解。通过这种调查,笔者获得了丰富的第一手资料,这大大增强了本书研究的现实针对性。

价值分析方法在本书的研究中也得到了广泛应用。由于本书的研究是出于对实践中投资者和金融产品经纪—交易商之间纠纷的解决方式正当性的质疑,因此,必然要在做出充分论证的基础上,通过对不同价值的权衡,做出带有价值倾向的判断。这种方法的运用在本书中主要体现如下:首先,引入对金融产品经纪—交易商的适当性

要求来衡量产品买卖合同中投资者意思的真实性,是在形式正义和实质正义的比较中选择了实质正义;其次,引入适当性理论是在金融市场效率和公平之间选择了公平;最后,对于在美国仅仅适用于证券领域的适当性理论笔者立足于实践中主体的需求将其扩展到所有金融产品领域,主张对于证券之外的金融产品经纪—交易商也应该提出适当性要求。

综上所述,本书的研究主要运用了比较的方法、历史考察的方法、社会调查的方法和价值分析的方法。

### 三、本书的创新之处与不足

本书的创新之处主要有三个方面:

首先,从法学角度界定了金融产品的概念,即由金融机构提供的、以实现资金融通为目的的、一系列旨在发生法律上拘束力的权利和义务的组合。这一界定充分揭示了金融产品的权利义务结构,明确了其在法律上的地位。从实践的角度看,这种界定有利于增强人们对于金融产品的理解。从理论研究的角度看,从法学角度界定金融产品的概念,可以打破当前对于金融产品研究仅仅限于具体产品的狭隘,为建立适用于所有金融产品的普遍性理论提供了可能。

其次,以金融产品的概念为基础对适当性理论做出了重新界定,将在美国仅适用于证券领域的适当性理论扩展到所有金融产品纠纷的解决之中。

第三,对于适当性理论在实践中适用的可能性做了充分的讨论,提出在判断金融产品对投资者是否适当时,应以投资者的投资目标为核心要素来进行判断,同时,投资目标的认定要以经纪—交易商对所交易产品的收益、风险的充分说明为基础,这种说明应该以普通人能够理解的方式做出。

从实践的角度来看,尽管我国的金融监管部门已经意识到了金

融产品对于投资者适当性的重要性,并且针对一些具体的金融产品制定了和适当性有关的规则,但是,在这些规则中,有的因为刚出台尚不能观察到其在实践中的效果,有的尽管已出台有年,但并没有得到很好地执行,而且我国法院在对于金融产品纠纷案件审理的过程中,也没有将产品对于投资者的适当性作为一个考量的因素。因此,本书关于金融产品销售过程中适当性问题的研究只是属于应然的层面,目前我国尚没有实证的案例作为支撑。但是,笔者相信,引入适当性是未来的方向。

## 第一章

# 金融产品销售概说

### 第一节 概念之界定

概念之界定是研究问题的前提,因此,在此首先对于“金融产品”和“金融产品销售”在本书中的含义加以说明。

#### 一、金融产品

对于金融产品的概念,至目前为止,法学界尚无专门的研究。<sup>〔1〕</sup>而金融产品是本书的核心概

---

〔1〕 目前,法学界对于金融产品相关问题的研究呈现两种明显的趋势:一是研究的目几乎都是为了加强金融监管制造理论上的正当性;二是都是对于某一领域某些具体金融产品问题的研究,比如银行理财产品、衍生产品,等等。笔者认为,第一种类型研究局限于监管的研究难以体现法学与金融学在这一问题上的区别,特别是在金融危机的背景下,不管是法学学者还是金融学者的研究,结论都惊人的一致,那就是之所以发生金融危机,是因为缺少监管,因此,结论就是要加强监管。根据笔者的阅读,两者的区别大概在于,在对于金融危机存在的问题进行分析的过程中,金融学者的研究比法学学者的研究多了一些数据和图表而已。这样的研究思路明显局限了法学的理论视野。第二种类型的研究局限于某些具体的金融产品,这样使得关于这一问题的研究缺少理论的高度,因此,也不能为这一领域的实践提供具有普遍性的指导。