

投资者适当性制度研究

TOUZIZHE SHIDANGXING ZHIDU YANJIU

翟艳 著



中央编译出版社
Central Compilation & Translation Press

本书受湖北文理学院教师科研能力培育基金项目（2016SK014）和2017年教育部人文社科项目“互联网金融中投资者适当性制度研究”（17YJC820064）资金支持

投资者适当性制度研究

TOUZIZHE SHIDANGXING ZHIDU YANJIU

翟艳 著



中央编译出版社
Central Compilation & Translation Press

图书在版编目 (CIP) 数据

投资者适当性制度研究 / 翟艳著. —北京: 中央编译出版社, 2018.1

ISBN 978-7-5117-3240-8

I. ①投…

II. ①翟…

III. ①投资 - 金融法 - 研究 - 中国

IV. ① D922.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 010458 号

投资者适当性制度研究

作 者: 翟 艳

出版统筹: 贾宇琰

责任编辑: 曲建文

执行编辑: 程 彤

责任印制: 刘 慧

出版发行: 中央编译出版社

地 址: 北京西城区车公庄大街乙 5 号鸿儒大厦 B 座 (100044)

电 话: (010) 52612345 (总编室) (010) 52612370 (编辑室)

(010) 52612316 (发行部) (010) 52612346 (馆配部)

传 真: (010) 66515838

经 销: 全国新华书店

印 刷: 北京市金星印务有限公司

开 本: 710 毫米 × 1000 毫米 1/16

字 数: 117 千字

印 张: 9

版 次: 2018 年 1 月第 1 版

印 次: 2018 年 1 月第 1 次印刷

定 价: 34.00 元

网 址: www.cctphome.com 邮 箱: cctp@cctphome.com

新浪微博: @中央编译出版社 微 信: 中央编译出版社 (ID: cctphome)

淘宝店铺: 中央编译出版社直销店 (<http://shop108367160.taobao.com>) (010) 52612349

本社常年法律顾问: 北京市吴栾赵阎律师事务所律师 闫军 梁勤

凡有印装质量问题, 本社负责调换, 电话: (010) 55626985

DAOYAN >>>>

导 言

在旺盛的投融资需求和金融产品短缺之间矛盾日益突出的情况下，党的十八届三中全会决定中明确提出需进一步完善金融市场体系，鼓励创新，丰富金融市场层次和产品。^① 金融市场创新的同时，也会出现各类新的问题，给市场带来更大风险。随着金融产品的专业性、复杂性和风险性愈来愈高，金融机构与投资者在产品信息掌握、对金融产品的了解程度和金融市场专业知识等方面处于明显不平等的地位，投资者在做出投资选择时，会更加依赖和听信金融机构的建议。而近年来，因金融机构不当销售行为引起的纠纷，在中国屡见不鲜。2008年，中国集中爆发银行理财产品“零收益”事件；2009年，汇丰银行推介的KODA合约产品使得内地多位千万富翁瞬间变为负翁；2013年，湖南金证投资咨询顾问有限公司向客户马女士推荐金融产品，导致年过70岁的马女士亏损十余万，等等。证券业为构建多层次市场，不断推出新的金融产品，如金融期货、创业板，等等。伴随金融产品创新，不良券商为追求营利不顾投资者的需求 and 经济情况，销售或推荐各种金融创新产品，往往给投资者带来损害。这种不良销售会使投资者承担不能负担的风险，一旦风险集中于某一领域并爆发时，往往会引起金融市场危机。美国次贷危机、2008年的雷曼迷你债事件，归根到底都因金融机构不适当销售行为而引发。为防止金融机构追逐营利，利用两者之间这种天然的失衡关系，不顾投资者个体需求和风险承受能力，肆意销售现象的频现，监管者要求相关金融机构承担适当性义务。投资者适当性制度可规范金融机构向投资者推荐和销售金融产品的行为。

投资者适当性制度肇始于美国。金融危机后，大家反思引起金融危机的原

^① 尚福林：《把握好金融创新与金融稳定的平衡》，《求是》2014年第8期。

因时，发现金融机构不当销售行为是引起危机的导火索，而传统证券法领域中的投资者适当性制度可以解决和预防此类行为的发生。

国外对于投资者适当性制度内涵的认识较为一致。诺罗·S.波塞尔教授认为投资者适当性制度是要求经纪商能够依照职能向投资者推荐适合的证券。^①罗斯和塞利格曼教授认为适当性制度的基本内涵是推荐适合特定客户要求的证券，也是经纪商的基本义务。^②国际证监会组织（IOSCO）的《复杂金融产品销售适当性顾问报告》将适当性定义为“金融产品销售过程中，金融中介机构应遵守的一种标准或要求。这一标准或要求用于评估中介机构所销售或推荐的产品是否符合投资者的财务状况和需求”。关于投资者适当性制度产生的理论基础。Loss认为投资者适当性制度源于代理理论，顾客与券商之间是一种代理关系，适当性义务是券商销售或推荐金融产品时负有信托义务，而不适当推荐行为就可能违反这种义务。^③黛博拉认为其源于普通法中的信义义务。^④罗伯特·S.卡梅尔认为招牌理论（shingle theory）是适当性原则的理论基础。^⑤罗伯特·H.曼海姆认为某些情况下券商与顾客关系的具体性质、券商对顾客财务状况的了解都可以产生适当性义务，即使券商没有推荐金融产品。^⑥

适当性制度理论基础从代理理论、诚信原则到信义义务和招牌理论，折射出其从商业交易道德需求到政府监管要求的发展演变。适当性制度要求金融机构从事金融产品销售业务或相关服务时，能够诚信地对待投资者，针对不同投资目的和风险承受能力的投资者，向其推荐和销售与特定个体相适应的金融产品或服务，从而达到保护投资者利益的目的。通过法规和行业自律规则制定、自律、行政监管金融机构义务的履行，政府对投资者进行倾斜性保护，实现金融商品交易的实质正义。

路易斯·D.罗恩菲尔和艾伦·R.布朗伯格教授认为适当性义务是经纪商的

① Norman S.Poser, “Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendation to Institutional Investors”, *Brigham Young University Law Review*, 2001.pp.1493.

② Loss & Seligman, “Fundamentals of Securities Regulation”, *Aspen Law Business*, 2004, pp. 1597.

③ Louis Loss, “The SEC and the Broker-Dealer”.*Vanderbilt Law Review*, 1948 (1).p.516.

④ Deborah A.DeMott & Beyond Metaphor, *An Analysis of Fiduciary Obligation*, Duke L.J.1988. pp.879.

⑤ Roberta S.Karmel, “Is the Shingle Theory Dead?”, *Washington and Lee Law Review*, Volume 52.1995.p.1271.

⑥ Robert H.Mundheim, “Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine”, *Duke Law Journal*, 1965 (3), p.450.

义务。其要求经纪商推荐与某一特定投资者的投资目标及个性化需求相匹配的金融产品。适当性义务有两层含义：一是“顾客个性化”或“了解你的顾客”义务（customer-specific or know your customer），关注的是金融机构应了解投资者的投资目标、需求及特定投资者的其他情况；二是“合理基础”或“了解证券”义务（reasonable basis or know your security），关注的是金融机构应了解所推荐的证券特性。“顾客个性化”适当性义务要求券商承担向顾客推荐那些与顾客的财务状况、税收状况、投资目标、成熟度等个人情况相适合的证券义务。^① 约瑟·A.格朗菲斯特教授认为，券商在知道或应当知道一个没有经验的不成熟顾客购买的证券不适当性，即便该证券并非券商推荐，在执行交易前也应当负有警告顾客的义务。^②

关于违反适当性要求责任的认定标准这一问题，诺曼·S.波塞尔教授提出误导性陈述—疏漏理论（misstatement-omission theory），是指经纪商在向客户销售或推荐证券时，对有关该金融产品的重大事实有疏漏或者误导性陈述，而与此同时，投资者对于经纪商存在正当的信赖。此时，所推荐不适当证券的行为构成对于适当性义务的违反，应当对投资者承担赔偿责任。^③ 罗斯教授提出欺诈行为理论（fraudulent conduct theory）。经纪商对适当性义务的违反，实际上就是一种欺骗性的行为。^④ 经纪商故意将不适合投资者的证券推荐或销售给投资者，或是因疏忽而未履行适当性义务就是一种欺骗。

境外学者对投资者适当性制度研究比较多，尤其是美国。投资者适当性规则最早出现在美国行业自律组织规范中。在理论研究中，美国学者提出投资者适当性的三个理论基础，即代理理论、特殊情况理论（信义义务理论）、招牌理论。在诉讼和非诉的相关案件中，美国学者对适当性制度的研究进一步深入：一方面针对反欺诈案件的司法审判研究，主要研究的问题是投资者诉权依据和金融机构违反适当性义务民事责任的认定；另一方面针对仲裁案件的研究，研究的主要问题是适当性制度的适用范围和追责依据。英国、日本以及中国台湾、香港地区都有投资者适当性规则，并有较为完善的救济机制。英国的金融申诉专员服务是一种专业、高效的解决金融投资纠纷的非诉解决机制。

① Lewis D.Lowenfels & Alan R.Bromberg, “Suitability in Securities Transactions”, *Business Law* .Vol.54, No.4, 1999.p.1558.

② Joseph A.Grundfest, “Just Vote No: Strategies for Dealing with Barbarians Inside the Gates”, 45 *Stanford L.Rev*, 1993.p.857.

③ Norman S.Poser, “Liability of Broker-Dealers for Unsuitable Recommendation to Institutional Investors”, *Brigham Young University Law Review*, 2001.p.1493.

④ Louis Loss, “The SEC and the Broker-Dealer”.*Vander bilt Law Review*, 1948 (1).p.517.

2005 年，中国银监会首先在对商业银行理财业务监管中制定了适当性规则。2007 年，银监会在信托公司受托境外理财业务中也制定了适当性规则，但仅制定了单条原则性规定。2009 年始，中国陆续在创业板、股指期货、融资融券、资产管理业务、基金销售、理财业务和投资顾问业务领域制定了金融机构适当性义务规定。但由于急于先行，导致现行的适当性义务规定立法层次低且分散，不同市场的义务规则内容又相互重合，而义务内容过于概括，缺乏可操作性；在金融监管层面，责任追究机制的空缺，导致这一义务在金融机构的操纵下轻易地实现规避，风险提示的过程也只是走过场而未得到应有的重视。基于此，在鼓励金融创新和依法治市的背景下，投资者适当性制度的研究具有重要的理论和实践价值。

导 言	1
第一章 投资者适当性制度概念和理论基础	1
一、投资者适当性制度基本概念的界定	1
二、投资者适当性制度理论基础	12
三、投资者适当性制度现实需求	19
第二章 投资者适当性制度的基本法律关系类型与立法模式	24
一、金融机构与投资者之间法律关系类型	24
二、金融机构与自律监管组织法律关系类型分析	33
三、金融机构与金融监管机构的法律关系	36
四、投资者适当性义务法制化的两种模式	38
第三章 适当性义务与权利	45
一、金融机构的适当性义务	45
二、投资者的权利和义务	61
三、自律组织监管权	64

四、金融监管机构监管权	66
第四章 违反适当性义务的法律責任	69
一、违反适当性义务法律責任的形式和内容	69
二、投资者适当性中投资者权利救济机制	76
第五章 我国投资者适当性制度的构建	87
一、投资者适当性制度的立法现状	87
二、投资者适当性制度的实施现状	99
三、对我国投资者适当性制度的完善	105
参考文献	117

第一章 >>>>

投资者适当性制度概念和理论基础

一. 投资者适当性制度基本概念的界定

(一) 金融产品的法律界定

一直以来金融产品的概念并未统一,尤其在不同独立学科中均有差异。经济学中常会将其定义为资金融通过程的各种载体,或者说是金融市场买卖的对象。其范围很广,包括货币、外汇、黄金、债券、股票和金融服务。^①法学对金融产品的定义为彰显一种契约关系和对未来收益请求权的无形资产。^②因为每个金融产品是一系列具体规定和约定的组合。不同金融产品有着不同规定和

① 黄达将金融产品定义为资本融通的工具,也称为金融资产。参见黄达:《金融学》,北京,中国人民大学出版社,2003年版第182—183页;张宁基于认购者目的将其定义为旨在使货币资金获得保值、增值的非实物和货币资金投放渠道。包括居民储蓄、各类存款、债券、股票、投资基金、保险、期货、期权、外汇及其他金融衍生产品等大类。参见张宁:《试论金融产品的质量》,载《中国质量》,1999年第6期,第34页;谭建国认为其为金融机构创造,并可供金融市场交易以及资金需求者与投资者进行选择的各种金融工具。参见谭建国:载《金融产品虚拟度的模糊综合评判研究商业研究》,2004年第8期,第63页。

② 参见李红权、陈攀:《金融危机反思及金融产品消费者保护》,载《财经科学》,2012年第1期:20;王宗润:《金融产品创新的路径分析》,长沙,湖南人民出版社,2008年,第24、34页;王文宇主编:《金融法》,台湾,元照出版有限公司,2008年版第25页。

约定。不同规定与约定又围绕着不同权利与义务。如股票，每股股票都代表股东对企业拥有一个基本单位的所有权。发行者通过出售股票获得融资，同样承担一定义务。为了保证这些义务的履行，股票发行者在发行时要符合一定条件，在发行后要接受金融管理机构和投资者的监督（如信息公开、业务活动的某些限制等）。同样认购者认购后享有收取股息或分享红利差价、参与公司的重大决策等权利；股指期货是交易双方以相应时期股价指数为标的物的标准化期货合约。双方买卖未来某一特定期限的股市指数价格水平，通过现金结算差价来进行交割。

伴随着科技和社会的发展，为了适应经济的发展和防范风险的需要，传统金融产品日趋复杂，也就是金融创新。金融创新这一概念由奥地利经济学家约瑟夫·熊彼特（Joseph Alois Schumpeter）的“创新”观点衍生而来^①，包括三个层面的含义：宏观方面金融创新与金融市场发展相伴而生；中观层面是指金融当局与金融机构顺应经济导向、政策导向、环境导向转变金融中介效用及功能和适应金融发展路程中市场内部矛盾的运动，有效预防或转嫁经营风险和成本降低，为实现市场流动性、稳定性、盈利性目标而缔造和组合新的高效资金营运体系或方式的过程。其包括技术创新、产品创新和制度创新；微观创新指金融工具的创新。^② 各国和国际组织在相关立法中对金融产品范围做了解释。如日本《金融商品销售法》中规定，金融商品包括与存款有关的产品、有价证券、保险和信托产品、集合投资产品、金融衍生产品等。欧盟《金融工具市场指令》（MIFID）中规定，金融商品包括货币市场工具、可转让证券、集合投资计划单位以及金融衍生品。投资者适当性制度是保护投资者利益的制度，在金融创新过程中应市场需求而生。在投资者适当性制度中，金融机构推荐或销售的金融产品应为复杂或风险性金融产品。国际证监会组织（IOSCO）

① 1912年，熊彼特在其成名作《经济发展理论》中提出创新是指新的生产函数的建立，也就是企业家对企业要素实行新的组合。这种新组合包括5种情况：（1）采用一种新产品或一种产品的新特征；（2）采用一种新的生产方法；（3）开辟一个新市场；（4）掠取或控制原材料或半制成品的一种新的供应来源；（5）实现任何一种工业的新的组织。参见约瑟夫·熊彼特：《经济发展理论》[M]，北京，北京出版社，2008年，第24页。

② 技术创新是指制造新产品时，采用新的生产要素或重新组合要素、生产方法、管理系统的过程。产品创新是指产品的供给方生产比传统产品性能更好、质量更优的新产品的过程。制度创新则是指一个系统的形成和功能发生了变化。而使系统效率有所提高的过程。从这个层面上的金融创新概念不仅把研究的时间限制在60年代以后，而且研究对象也有明确的内涵，因此，大多数关于金融创新理论的研究均采用此概念。参见百度百科，<http://baike.baidu.com/view/278480.htm>。

在《关于销售复杂金融产品的适当性要求》将复杂金融产品解释为含义和特征很难被普通零售客户理解的金融产品。该项报告是因金融危机对各成员国适当性管理制度进行调查后所做的报告。因此,在报告中虽定义为复杂金融产品,但又扩大解释为:“在有些市场中,适当性要求因涉及复杂金融产品交易,而应订约方的要求有所改变。”^① 2008年巴塞尔联合论坛发布的《与金融商品及服务零售业务有关的客户适合性问题》报告中对投资性金融商品(investment product)的内涵与外延做了界定。此类金融产品是投资者为了获得利润(包括利息、股息或货币升值)的某项资产。具体包括除普通的银行存款商品外的传统金融商品(股票、债券、共同基金、年金、人身保险商品等),还包括更加复杂的金融商品(期权、对冲基金、变额保险商品等),以及具有投资性质的银行存款(结构性存款)。此外,投资性金融商品的销售也包括与投资性金融商品相关的投资服务。中国《证券公司投资者适当性制度指引》第十五条第二款规定金融产品为复杂或高风险金融产品^②,例如:金融衍生产品、结构化产品、信贷挂钩票据、股票挂钩票据、合成金融工具、资产支持证券、住房抵押贷款支持证券、债务抵押证券、其他复杂或高风险金融产品。^③ 综上所述,本文认为投资者适当性制度中所指的金融产品系投资性金融商品,指可能发生本金损失或超出本金损失的复杂或风险性金融商品及与其相关的投资服务,包括证券、信托产品、银行理财产品、投资性银行存款产品(如外汇存款)、金融衍生产品以及投资性保险产品(如投资连结保险)等金融商品。此类金融产品具有以下几个特点。

(1) 复杂性

资产定价理论的演绎基础是投资者是完全理性的。这一假设要求投资者在获得充分信息时还需具有足够的计算能力。也就是说如果投资者想做出一个合理的投资决策,首先要充分掌握信息,再是有相应专业计算分析能力。现代金融服务业提供的复杂金融产品往往是具有组成复杂、功能复杂和行为复杂特性的非实体产品。投资者要全面了解复杂性金融产品,除具备所需的专业知识外,还需掌握与产品相关的信息。而大部分投资者相对于金融机构间专业知识

① 《关于销售复杂金融产品的适当性要求》,中国证券投资基金业协会网站,[2015-4-17].<http://www.amac.org.cn/upload/qqsy/gjxgflfg/1357643577305.pdf>.

② 《证券公司投资者适当性制度指引》第15条第2款规定:复杂或高风险金融产品,是指产品的条款和特征不易被客户理解、具有复杂的结构、不易估值、流动性较低、透明度较低、损失可能超过购买支出等金融产品。

③ 《证券公司投资者适当性制度指引》附件9中列举了复杂或高风险金融产品清单。

总是不足的。再则,金融机构进行金融创新的动因之一是为避开监管。金融产品复杂化是他们达到这一目的的手段。卖家作为资产创设者利用产品复杂化,可拥有不对称信息的优势。产品创设者通过一系列风险的分割重组,导致信息的损失,使得投资者难以理解基础资产的价值和风险。即便投资者理解了基础资产的信息,或因信息缺乏,也难看清证券化链条外的其他相关环节,无法确认投资风险之处及规模。因此,不论是初涉市场的个体投资者,还是经验丰富的机构投资者,甚至是资深的金融分析师,在面对复杂金融产品时都不具备完备的信息能力,很难精准地把握和判断与投资相关的有价值信息。^①此外,金融产品的复杂性可能造成其信用评级不准。现代证券日趋复杂化,信用评级降低了普通投资者处理复杂性的能力要求,产品评级结果也成为投资者购买的重要依据。但评级市场的内在缺陷使得越复杂的资产就越容易产生评级膨胀。^②新金融资产产品自身存在着复杂性,所以其评级结果较之已有长历史记录简单资产来说,差异更大。而评级市场是一个寡头市场,新金融产品发行者可从多个评级机构处进行评级购买,在诸多评级结果中选择最有利于自己的结果向外发布,致使新金融产品得以最高价格实现评级膨胀,导致资产整体价格上升。^③金融产品评级不准确,投资者更加难以掌握产品的风险和特征,进而导致投资错误决策。

(2) 高风险

风险表现为一种事态发生与否的不确定性,包括事态是否发生以及发生后对对象产生的经济和精神损害。从认知学上讲,人类主观认识和客观存在之间的差异性决定了风险的损害发生与否和损害的程度。金融产品复杂性无疑给人们对产品的主观认识造成障碍,而其专业性知识的要求又给投资者正确判断风险、理性投资增加了难度。金融产品的风险具体是在一定条件下特定时期内,实际结果与购买者预期结果的差异程度。例如,在中国金融产品中理财产品按风险等级通常可分为谨慎型、稳健型、平衡型、进取型和激进型五个级别。贷款风险分类可分为正常、关注、次级、可疑和损失五个级别。金融产品皆有风险,即便是最初评级或买卖双方均认为风险较低的产品,都可能受到市场波动

① 胡梅:《基于行为金融理论之我国个体投资者投资行为研究》,大连:《东北财经大学》,2007年版第49页。

② 中国人民银行驻美洲代表处:《美国次贷风暴中评级机构的问题和启示》,《中国金融》,2007年版第19页。

③ 王辉:《金融创新、复杂性与金融市场不稳定》,载《现代管理科学》,2012年版第3期。

和政策法规变化等风险因素的影响。从实际结果与购买者预期结果的差异程度层面理解,金融产品包括保本型、本金损失或超出本金损失型。这里高风险指的就是后两种情况。当金融产品加上杠杆交易,风险就将翻倍,风险不仅会造成投资者血本无归甚至负债,还会引起金融系统动荡。2007年爆发的美国次贷危机(subprime crisis)就是因投资银行为了赚取暴利,采用20—30倍杠杆交易引发的。在金融机构的不当销售行为中,最为普遍的现象就是金融机构为获取佣金或利润,将高风险金融产品推荐给无法承担相应风险的投资者。

(3) 扩张性

金融产品的复杂性加大了风险在金融市场的溢出和传染效应,更易引发系统性风险。复杂金融产品的特性主要表现在风险的复杂性上。其设计包括需求分析、概要设计、详细设计和售前、售中、售后的服务以及产品终止等阶段。预测产品的风险和全面可行性分析是在复杂金融产品设计阶段的两个关键性活动。产品风险来自于两个方面,产品和服务本身包含的风险和控制、转移风险的方法。对产品风险的分析:一是从金融产品(服务)的风险需要出发,对产品交易双方进行分析,包含产品服务本身的风险;二是如何控制和转移风险,包含控制和转移风险的方法。在销售和售后服务阶段,对金融产品进行风险评估和控制是金融机构的主要工作内容,即风险控制和管理。这样可以保证金融产品在存在周期内满足客户的需要,乃至延长使用。金融机构内部风险控制会依照既成事实为参考或经验行为数据,建立新的监督管理模型,或调整原有管理模型进行,以达到实现控制的目的。复杂的金融产品,尤其是新衍生的产品种类的设计产生,对于金融机构无论从产品设计到销售后的控制都是一种尝试,加上本身信息地位优势,其道德风险在所难免。而行业协会和政府的监管往往相对滞后。尤其在崇尚“自由主义”的市场经济国家,这种市场缺陷更易显现和爆发。

现代金融市场是由个体金融企业和市场相互交织构成的复杂网络。在这个市场中,个体与个体相互关联和作用。一个个体金融企业的违约会引起金融网络发生联动效应。产品复杂性会导致风险放大性急剧增加。对于某一金融机构来说,每个与其间接相关的金融机构都会受到冲击,这种冲击甚至可能波及自身。这时,金融机构面临更加复杂的金融市场环境。潜在的资产买家由于在进行决策时需要理解更多相互关联的网络,而不愿被卷入价格波动的风险中而不愿购买^①,市场流动性消失,金融危机随之产生。从根本上说复杂性金融产品

^① 王辉:《金融创新、复杂性与金融市场不稳定》,载《现代管理科学》,2012年第3期。

扩张性的体现为：复杂性—高风险—流动性差—金融危机。

正是基于金融产品复杂性、高风险和风险扩张性的特点，投资者想要自行获得准确产品信息更难，而且此类产品的不当销售行为极易引发群发事件，造成相关金融市场不稳定，甚至扩大演化为金融危机。在此类金融产品销售和推荐中，需要预防道德风险，施加金融机构承担适当性义务，保障产品的适当性销售。

（二）投资者的法律内涵

2010年后我国学术界开始热议金融消费者保护问题^①，金融消费者与投资者的界定成为金融消费者利益保护讨论的问题之一。金融消费者是专属于金融领域的消费者，是为满足个人和家庭需要，购买金融产品或接受金融服务的单位或公民个人。^②理论界和实务界将两者进行区分的目的也是为了保护金融消费者。现有研究主要有三种观点：一是认为两者是并列关系。持此观点的学者主要理由是金融消费者和投资者的交易行为是有区别的，前者是基本金融需要，后者是投资性目的。^③其客观行为表现在银行、证券、保险等金融市场业务传统界限分化中。实务立法中，投资者指将资金投入证券市场，承担风险享有收益的机构和个人。在银行业和保险业往往将交易对象界定为金融消费者；美国1999年的《金融服务现代化法案》将金融消费者定义为个人、家庭目的而从金融机构购买金融产品或服务的个人或其法定代表人。该法案进一步区别了金融消费者（consumer）和客户（customer）。客户是拥有与金融机构客户关系的消费者。^④两者重要区别在于客户与金融机构之间的法律关系一定正在持

① 孙当如：《金融消费者概念在我国提出的适宜性分析》，载《湖北警官学院学报》，2013年第3期。

② 叶林：《金融消费者的独特内涵——法律和政策的多重选择》，载《河南大学学报》（社会科学版），2012年第9期。

③ 周浩昊：《金融消费者概念辨析学》，载《东方企业文化》，2010年第4期。

④ Definition: A "consumer" is an individual who obtains or has obtained a financial product or service from a financial institution that is to be used primarily for personal, family, or household purposes, or that individual's legal representative; Definition: A "customer" is a consumer who has a "customer relationship" with a financial institution. A "customer relationship" is a continuing relationship with a consumer. 见 15 U.S. Code § 6809, 康奈尔法学院网站。[2015-5-11], <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/6809>。

续中,或者说客户是具有受 GLB Act (Gramm-Leach-Bliley Act)^① 保护隐私权的消费者。法案中从经济管理角度强调了商业关系的持续性,对客户和消费者进行区分。在中国并没有过多强调客户与消费者的区别,两者有时是同义的。如 2006 年 12 月银监会颁布的《商业银行金融创新指引》第四章专章规定客户利益保护规则,其实质是保护金融消费者利益规则。2011 年 10 月 14 日,保监会成立保险消费者权益保护局,成为金融监管部门第一个消费者保护机构。同年,证监会成立投资者保护局。2012 年,央行和银监会成立金融消费者保护局。从机构名称可以看出,中国属于分业监管,以行业交易对象进行不同的区分,并未区分个人和法人。另一种观点认为金融消费者包含投资者这一概念。如杜晶认为金融投资者是具有专业知识和相当经济风险承受能力、购买或接受某些高风险性的金融商品或服务的金融消费者。^② 伊志宏认为消费者放弃现在的消费转为资产的过程就是投资决策过程,其目的就是消费。^③ 于学伟、刘鑫认为投资者也具有消费的本性,资本市场投资者和非资本市场投资者都应纳入金融消费者范畴。^④ 杨东从金融学角度对金融消费者进行了界定——从金融机构购买金融商品或服务的自然人、法人或其他组织。^⑤ 2000 年,英国颁布的《金融服务和市场法案》和日本制定的《金融商品销售法》都不再按行业划分消费者和投资者,将投资者纳入金融消费者进行保护。第三种观点认为两者处于交叉关系,即两者有交集,但仍有部分投资者不属于金融消费者。如郭丹认为金融消费者包括自然人投资者,而未纳入机构投资者。^⑥ 张璐认为个人与金融机构作为交易对手,处于弱势,理应受到消费者的保护。^⑦ 王振栋主张在对参与金融活动的个体自然人进行区分时,应以“资信授予”作为金融消费者

① 格雷姆—里奇—比利雷法 (Gramm-Leach-Bliley Act, GLB Act), 也就是 1999 年的金融现代化法案,是在美国颁布的一项联邦法律,它规定了金融机构处理个人私密信息的方式。

② 参见杜晶:《“金融消费者”的界定及与金融投资者的关系》,载《中国青年政治学院学报》,2013 年第 4 期。

③ 参见伊志宏:《消费经济学》,北京《中国人民大学出版社》,2000 年版第 240 页。

④ 参见于学伟,刘鑫:《我国金融消费者法律界定的国外立法借鉴》,载《中国外资》,2011 年版第 1 期。

⑤ 参见杨东:《论金融消费者概念界定》,载《法学家》,2014 年第 5 期。

⑥ 参见郭丹:《金融消费者之法律界定》,载《学术交流》,2008 年第 2 期。

⑦ 参见张璐:《刍议个人金融服务的消费者权益保护》,《甘肃行政学院学报》,2004 年版第 2 期。

与投资者的客观标准。^① 于春敏认为凡是购买高风险, 尤其是有市场准入门槛的金融产品者不能纳入投资者范畴。^② 境外也有相应立法运用。我国台湾地区于 2011 年出台的《金融消费者保护法》将金融消费者定义为接受金融服务业提供金融商品或服务者^③, 除了专业投资机构和符合一定财力或专业能力之自然人或法人。其中金融服务业包括银行业、证券业、保险业、期货业、电子票证业及其他经主管机关公告之金融服务业。^④

随着资产证券化程度越来越高, 不仅是机构投资者, 很多家庭也购买股票、基金等金融产品。他们投资的直接目的虽为获取资产保值增值的利益, 但最终目的还是用于整个家庭的生活消费。^⑤ 我们应抛弃行业对象标度, 以消费者弱势地位的共性概括金融消费者的范围更为合理。事实上, 持后两种观点的学者潜意识中扩充了传统金融服务中的消费者法律概念。他们认为金融消费者既包括传统金融服务中的存款人、投保人等, 还包括购买基金等新型金融产品或直接投资资本市场的投资者。前者为保障财产安全和增值或管理控制风险而接受金融机构储蓄、保险等服务, 成为一直普遍认可的金融消费者。后者尽管主观上有营利动机, 但由于他们与金融机构之间存在严重信息不对称和地位不对等, 因此仍与普通消费者有质的共性。

在投资者适当性研究中理清金融投资者和消费者的关系是十分必要的, 可以明确制度保护对象。从微观交易行为来看, 当购买或接受服务者与金融机构建立信义关系, 并就交易标的相对对手方处于信息不平等的弱势地位时, 就会给对方附加投资者适当性义务。虽然投资者适当性制度表述中为投资者, 实际在金融混业潮流中, 早已演变为金融消费者利益的保护。在中国, 虽然仍属分业监管体制, 但投资者适当性制度中规制对象应涵盖所有购买复杂并具风险

① 参见王振栋:《论金融消费者与投资者的识别标准》,载《上海金融》,2011年第6期。“资信授予”的具体标准,即如果自然人在金融契约关系中作为资信授予方,即交付资金并按合同获取收益,则该自然人个体应认定为投资者;如果自然人在金融契约关系中接受资金并支付资本使用的价格,则将其认定为金融消费者。

② 参见于春敏:《金融消费者的法律界定》,载《上海财经大学学报》,2010年第4期。

③ 台湾《金融消费者保护法》第4条规定:“本法所称金融消费者,指接受金融服务业提供金融商品或服务者。但不包括下列对象:专业投资机构、符合一定财力或专业能力之自然人或法人。专业投资机构之范围及一定财力或专业能力之条件,由主管机关定之”。

④ 详见台湾《金融消费者保护法》第3条规定。

⑤ 叶林:《金融消费者的独特内涵——法律和政策的多重选择》,载《河南大学学报(社会科学版)》,2012年版第9期。