

证券交易“买者自负”原则的司法适用及法制化初探

徐明* 卢文道**

摘要:“买者自负”是证券交易中的一个基本原则,是市场参与者的行为准则之一。法院可以适用“买者自负”原则进行案件裁判,但要注意考查投资者经验、相关人信息披露、相同市场条件以及监管行为正当性等条件。同时,为更好地发挥该原则的审判准则功能,有必要从立法和司法层面,推动“买者自负”原则的法制化。

关键词:买者自负 适用条件 配套制度

在现代资本市场中,风险与收益共生共存,投资者投资的目的是得到收益,与此同时,又不可避免地面临着风险,市场运行中存在“买者自负”这一基本法则。近年来,在资本市场具有一定风险因素的产品和业务创新中,“买者自负”原则更是成为着力倡导和落实的投资理念和行为规范。而且,在近的一些与投资者相关的权益纠纷中,法院在具体

* 上海证券交易所副总经理,华东政法大学兼职教授,博士生导师。

** 上海证券交易所法律部副总监,法学博士。

的个案处理中也将之作为裁判准则。

但是,在证券法制研究中,人们普遍重视“公开、公平、公正”这一基本原则,强调“投资者权益保护”这一根本宗旨,与投资者权益保护相关的制度设计和实施备受关注,而对“买者自负”这一形式上处于对立面的原则,鲜有研究,似乎忘记了其存在的价值和意义。

基于理论研究和市场运行及司法实践的反差,本文拟对证券交易中的“买者自负”原则的内涵作一简要分析,同时梳理相关案件中其如何成为司法裁判依据,讨论进一步贯彻“买者自负”原则的法治路径,以引起理论界对该原则的关注和研究。

一、“买者自负”原则的法理透视

“买者自负”是市场经济的一个基本原则,是指从事购买行为的主体自行承担购人的风险及其损益。该原则是发端于普通法系的一项私法原则,对应的拉丁文是“Caveat emptor”,英文解释为“let the buyer beware”,即“顾客留心”,指一个人在买东西的时候,有责任识别和接受这个东西的缺陷。“买者自负”原则最早在 *Chandelor v. Lopus*^① 案中确立,经过长时间的演变,其法律含义和适用条件等逐渐成型,成为普通法中的一项基本交易原则,同时也是现代证券市场交易的基本原则之一。依此原则,证券、金融产品的购买者要从购买行为中获得利益,当然也要自己承担决策风险。

从法律原理上看,“买者自负”原则是传统民法中的“自己责任”原则在证券法领域的具体体现。民法上的“自己责任”,是指行为人应该对自己意思而为的行为所产生的后果承担责任,属于过错责任范畴。

^① 79 Erg. Rep. 3, Cro. Jac. 4 (Ex. Ch 1603)。该案中,一位伦敦的珠宝匠以售价100英镑将一块声称是未经加工的“牛胃石”卖给了一位商人。后者事后发现该石头并无应有的功效,与普通的并无二致,于是诉至法院主张该珠宝匠违反了保证义务。法院最终驳回了原告请求,认为被告的言语仅仅是“证实”这是一块“牛胃石”,但是该“证实”在法律上并不构成被告对该货物做出的任何“保证”,原告不能为此获得司法救济。参见何颖:“金融交易的适合性原则研究”,载《证券市场导报》2010年2月号。

“买者自负”正是这样一种自己责任。对于证券交易,首先应以投资人之自己责任原则为前提。“以何种价格?于何时?买卖何种有价证券?基本上皆系投资人自己作成之投资判断。对于因自己之判断所造成之盈亏,投资人理应自负其责任,政府无须也不应在证券市场上担任保险公司之角色”。^②而且,基于“买者自负”原则,非出于法定情形和正当理由,投资者也不得将证券交易损失归结于证券发行人、证券交易代理人、其他证券交易参与者、证券市场行政及自律监管机构,不能将交易损失归结于其他主体和外部因素。

二、“买者自负”原则司法适用的实证分析

法官可否适用公认的市场基础规则进行案件裁判,不仅是一个理论问题,而且也是一个实践问题。“买者自负”不仅是投资者应当具备的投资理念和全市场共同遵守的准则,也是诸多证券交易法律规范强调的内容。法官可以考虑在个案中适用该原则,同时,更要考虑适用该规则的相应条件。

(一)我国的司法实践——以系列权证案件判决为例

在近年来发生的系列权证案件中,一些投资者将参与权证交易的损失归结于权证发行人信息披露不充分、证券公司在权证交易代理中风险揭示不到位、证券公司创设权证不公正、证券交易所权证业务规则合法性以及对权证交易采取的监管措施正当性欠缺等外部因素。在案件审理和裁决中,投资者是否应当自担权证交易损失成为案件争论的一个焦点,“买者自负”原则相应成为法院处理案件的一个司法准则。现举例摘要如下:

案例一:胡某诉白云机场权证信息提示案。^③原告于白云机场认沽权证的最后交易日,即2006年12月15日买入该权证7万股,当日未卖出而致损。原告称证券公司系统中的“操盘提示”该权证到期日

^② 林国权:《证券交易法研究》,中国政法大学出版社2002年版,第23页。

^③ (2007)黄民二(商)初字第842号。

为2006年12月22日,这一信息误导了其对权证交易期限的判断,导致其做出错误的投资行为,故而要求赔偿。该案是投资者对权证“最后交易日”和“到期日”的误解而引起的诉讼。

上海市黄浦区法院的判决认为:“作为一个权证投资者,应对该条款针对权证交易的日期规定予以掌握和正确理解;同时,系争权证的发行企业亦公开发布了相关提示风险包括最后交易日讯息内容的公告,两被告也在‘操盘提示’中向原告提供了上市公司关于系争权证最后交易日的提示信息,原告作为权证投资者,对所涉权证公开性的讯息应及时加以关注并行使投资权利,由此而产生的因买卖系争权证造成的损失,根据‘买者自负’的原则,应由其自行承担。”本案是权证案件中最早在判决中明确提出“买者自负”原则,并将其作为判定责任承担标准依据的一个典型案例。

案例二:高某诉白云机场权证信息披露案。^④ 本案的事实基本同案例一,原告的诉讼理由主要是认为广东机场集团及其白云机场股份公司的信息披露存在问题,使其错失最后交易日导致损失。上海一中院在判决中认为:“投资者在参与权证交易时应当理性评估自身的交易能力,充分注意权证交易的各种风险。现原告主张损失赔偿有悖公平公正、风险自负的证券交易原则,亦与其自身交易能力不符,故不予采信。”^⑤上海高院在二审判决中认为:“上诉人的投资损失属正常交易风险,按照证券交易风险自负的市场基本原则,损失后果应由上诉人自负。如果投资者不能理性面对市场风险而转嫁投资损失,将会给证券市场的交易安全和交易秩序带来负面影响,并继而妨害证券市场的健康发展。”该案的审理中,两审法院明确提出了“风险自负”原则,并认为证券交易风险自负是市场的基本原则,正常市场风险导致的损失由投资者自己承担。

案例三:钟某诉南航权证创设案。^⑥ 原告于2007年7月24日买入南航权证756,300份,并于当日卖出,亏损30余万元。其起诉认为是

④ (2008)沪高民二(商)终字第6号。

⑤ (2007)沪一中民三(商)初字第64号。

⑥ (2010)沪高民二(商)终字第65号。

权证创设制度导致了其损失,故要求创设券商、经纪商以及上交所等七被告赔偿损失。二审判决认为:“证券市场是高风险的市场,权证作为一种证券衍生产品,其价格受到供需关系变化、正股价格波动、投机操作等多重因素的影响,而高风险也往往是促使得以进行的契机,也是交易成本的一种表现形式。投资者在相同的交易市场条件下,给予其对预期的利益和风险之间的权衡进行权证交易,应当遵循‘买者自负’的原则。”法院在该案的审理中进一步阐述了“买者自负”原则的内涵。在卢某诉白云机场权证信息披露案、^⑦贺某诉南航权证创设案^⑧等判决中,法院都采取了类似的立场,“买者自负”同样成为法院裁判证券纠纷案件、确定当事人责任承担状况的一个重要规则。

(二) 法院适用“买者自负”原则时的考量因素

“买者自负”是一个概括性、原则性的交易规则,不能简单直接地作为法院裁决案件的准则,而是应当结合案件具体事实和投资者交易的内外情形,予以针对性、具体性的分析。在具体的案件中,适用“买者自负”原则,主要考量了以下具体的外部要素:

1. 投资者的能力和经验。证券市场是一个高风险的市场,很多投资品种需要投资者具备一定的知识和经验才能真正理解产品的运行规则和投资风险,人们一般选择自己相对比较熟悉的品种进行投资。事实上,对于一些高风险的产品,敢于下大单进行博弈的,大都是在该产品中具有一定投资经验的人。如果一个投资者对于某产品已经具有相当的投资能力和经验,则其对于自己的投资决策所产生的各种后果应该有一定的预期,其更应该为自己的行为负责。

在具体的案件审理中,当投资者以各种理由要求其他主体为其自己的投资行为(通常是失败的投资行为)负责时,法院有必要考察其在相同或类似产品上的投资能力和经验。如前述钟某案中,法院审查发现其“曾进行的权证交易涉及证券市场发行的各种权证,是一名具有丰富实践经验和高风险投资偏好的权证投资者”;如前述高某案中,法院查知,其“自2005年11月起开始从事权证交易,对系争权证的交易

^⑦ (2010)沪高民五(商)终字第10号。

^⑧ (2010)沪高民五(商)终字第8号。

始于2006年2月20日,并持续至2006年12月15日最后交易日”、“系争权证致损时间距其首次进行权证交易的时间已一年有余,应当认定高某对于权证交易的规则和风险已经有相当的认知能力和交易经验”。

2. 相关主体的信息披露和风险揭示的充分性。在证券交易中,个人投资者在获取信息、投资经验、风险承受等方面,处于相对弱势的地位。随着交易产品和交易方式的复杂化,买卖双方的地位差距及对产品信息的掌握程度差距相应增加,买者对产品的验证难度相对增大。因此,卖者和相关主体对产品的如实告知、对信息的充分披露、对风险的有效揭示,尤为重要。在这其中,相关人依法披露信息,是实现“买者自负”和“卖者有责”的主要平衡手段。在具体的案件审理中,法院要考察相关人是否及时、准确、完整地披露了相关的信息,是否履行了交易风险提示义务。相关人信息披露和风险提示越充分,司法适用“买者自负”原则的理由就越充足。如在卢某案中,判决中认为“从披露的内容看,上述公告中有关专业性很强的权证‘存续期间’、‘交易期间’、‘行权期间’和‘终止上市’的时间,均用词准确,对本案所涉权证的最后交易日为2006年12月15日提示明确,并无混淆之意,应当能够对投资者已起到充分的提示作用。广东机场集团已经全面适当履行了系争权证交易的信息披露义务”。又比如在南航权证的系列案件中,在具体认定相关被告的责任时,法院都具体考察行为人是否履行了信息披露义务。

3. 相同市场环境的约束。证券市场公平交易的一个基本体现,是双方处在相同市场环境之下,即双方是在相同的产品信息、相同的交易制度规范、相同的市场行政和自律监管环境等外部条件下,凭借自己的主观判断和自身情况做出不同的交易决策。在这种相同市场条件下发生的交易,应受“买者自负”原则的约束。在前述贺某案、钟某案和卢某案等个案的处理中,法院认为,投资者在相同的交易市场条件下,基于其对预期的利益和风险之间的权衡进行权证交易,应当遵循“买者自负”的原则。“在公平的市场交易原则下,权证的正常交易风险和损失应由投资者自负,这是权证交易参与者必须遵循的一般原则,也是权

证市场赖以存在和发展的基础。”^⑨如此,法院关注的在一个既定的制度规范和市场环境下,提起诉讼的特定投资者和其他证券集中交易参与者之间交易地位的相同性,没有因为个别投资者对具有普遍约束力的权证业务规则,以及并非针对特定投资者的自律监管措施之质疑,而贸然否定相同条件下发生的特定的、具体的交易之效力。如此,有助于维护证券集中交易机制下发生的大量而连续的证券买卖行为的稳定性,进而维护证券交易的安全和秩序。

4. 市场监管的正当性。现代证券市场主体中,除了发行人、投资者等交易参与者之外,还有监管者的身影,包括行政主管部门和交易所等自律监管者。监管者的监管行为,尤其是面向市场采取的、涉及不特定投资者、具有普遍约束力的监管行为,会对市场交易产生影响,包括直接或间接影响特定投资者的交易。由此,实践中,经常出现投资者会将损失的产生归咎于监管者,继而追究监管者民事责任的情形。如前述的权证系列案件中,几乎所有的案件都将证券交易所列为被告,质疑交易所权证业务规则的合法性和推行“权证创设”这一权证交易平衡机制的正当性。在制度和司法实践层面上,由于交易所等自律监管组织的主体性质以及行为特征的特殊性,其在组织市场交易时的正当自律监管行为应该得到民事责任豁免。如在美国,法院基于证券交易所履行公共职责的属性,逐渐将其视为准政府机构,并将原本适用于政府机构的“民事责任绝对豁免原则”(Absolute Immunity from Civil Liability)适用于交易所的自律管理。依据该原则,交易所在善意执行法律或者自己的规则、履行自律管理的公共职能过程中,即便给被管理者造成了利益损害,交易所及其管理人员也无须承担契约或侵权之类的民事责任,主要是民事赔偿责任。^⑩另如我国香港地区《证券及期货条例》明确规定:“对于交易所或任何代表香港交易所行事的人,包括交易所的董事局的任何成员或交易所设立的任何委员会的任何成员,在履行《证券及期货条例》第21条规定的交易所的责任时,或者执行交易所规章授予的交易所的职能时,如果出于真诚而作出或不作出任何行为,

^⑨ (2010)沪高民五(商)终字第10号。

^⑩ 卢文道:《证券交易所自律管理论》,北京大学出版社2008年版,第145-146页。

则不需要就这样的作为或者不作为承担任何民事法律责任。不管这样一个责任是依据合同法、侵权法或其他任何法律而产生。”^①对交易所等正当自律管理行为的民事责任豁免成为成熟资本市场国家的一个通行规则。在我国的具体司法实践中,法院往往注重对“交易所是否存在主观过错”、“交易所的相关自律监管行为是否符合法律规定”、“交易所行为与投资者损失之间是否存在必然因果关系”等侵权行为要素进行考察监管行为的正当性,进而确定证券交易所履行自律监管职能、制定和执行自律业务规则是否需要承担民事责任,符合境外成熟市场的法制经验。

三、“买者自负”原则从司法化到法制化

如上文分析,“买者自负”原则作为证券交易中的一个市场原则,已经成为司法审判的一个基本准则,具有司法审判功能。但在制度层面,“买者自负”原则仍未成为法制化的证券交易原则。这导致法院在相关案件处理中,无直接的法律规范可以适用,法院相关裁决的权威性由此遭受影响。因此,在“买者自负”原则司法化基础上,有必要考虑“买者自负”原则的法制化。具体可从如下三个层面展开。

(一)在《证券法》中确立证券交易“买者自负”原则

从制度规范上看,在我国资本市场法律体系中,证券交易环节的“买者自负”原则,较多体现于效力层次较低的法律规范中。一是证监会的规范性文件。证监会在股指期货推出中所制定的《关于建立股指期货投资者适当性制度的规定(试行)》,其第9条明确规定:“投资者应当遵守‘买卖自负’的原则,承担股指期货交易的履约责任,不得以不符合投资者适当性标准为由拒绝承担股指期货交易履约责任。”二是自律机构的市场业务规则。上海证券交易所2009年制定的《个人投资者行为指引》,提醒投资者遵守证券交易环节的“买者自负”原则,其第4条规定,“投资者应当充分理解并遵守证券市场‘买者自负’原则。

^① 《证券及期货条例》(第571章),第22条。

投资者参与证券交易,应当根据相关市场信息理性判断、自主决策,并自行承担交易后果”。三是相关投资者教育的政策性文件。最为直接和明确的,是证监会在2007年5月11日颁布的《关于进一步加强投资者教育、强化市场监管有关工作的通知》,其强调:“要警示投资者理解并始终牢记‘买者自负’的原则,理性管理个人财富,安全第一。要让投资者理解并始终牢记‘股市有风险,入市须谨慎’的投资准则,防止不顾一切、盲目投资的非理性行为”,首次在官方文件中明确提出了“买者自负”原则。在风险较大的创新板块和产品交易中,监管者更加强调“买者自负”原则,如在创业板推出时,行政监管层特别指出投资者应该“在信守‘买者自负、风险自担’原则的基础上,正确地认识和理性参与创业板市场”^⑩。四是证券交易委托代理协议等契约。投资者从事证券交易,应与所委托的证券公司签署协议,实践中普遍采用中国证券业协会制定的格式文本《证券交易委托代理协议》。在作为协议一部分由投资者签署的《客户须知》中,明确规定:市场行情不可能只涨不跌,高投资收益的同时必然伴随着高投资风险,您应当在开户前对自身的经济承受能力和心理承受能力做出客观判断,对于自己投资股市的资金数额和资金来源做出谨慎决定,您必须认真阅读风险提示书并签字,在您投资股市之前一定要知道“股市有风险,入市须谨慎”、“投资股市,买者自负”。

但是,在《证券法》这一规范证券交易的基本法中,却缺乏针对性的证券交易“买者自负”之规定。与其相关的是其第27条的规定,“股票依法发行后,发行人经营与收益变化,由发行人自行负责;由此变化引起的投资风险,由投资者自行负责”。但是,这一规定侧重于一级市场,约束的是股票发行关系,强调的是与发行人经营收益相对应的投资风险,没有包括其他证券,也不包括对投资者证券交易具有直接或间接影响的宏观经济风险、法律法规政策风险、证券交易技术风险、不可抗力事件风险和意外事件风险、市场监管风险等,缺乏普遍性。如此一来,不仅不能为下位的法律规范提供直接的法律依据,也难以作为前文所述的案

^⑩ “尚福林:从严监管创业板 后备资源丰富”,载《中国证券报》2009年10月26日。

件审理中的裁判依据。

(二) 推进投资者适当性管理制度的法制化

随着市场创新的不断深入,高风险、高难度的复杂金融产品会逐渐推出,尤其是一些结构性产品,需要投资者具备很强的资金实力、知识经验和投资技巧。在权衡“公平对待顾客”(Treating Customers Fairly)和“了解应该提供怎样的产品给顾客”(Know Your Customer Should Apply)之间,监管者在制度框架中选择了投资者适当性管理制度:“证券经纪自营商应当仅向顾客推荐他认为对该顾客适合的股票”,并且“证券经纪自营商有义务根据特定顾客的需要推荐适合的股票”。^⑬“把适当的产品或服务以适当的方式和程序提供给适当的人”,是市场发展过程中必须考虑的问题。我国以创业板为开端,在后续的股指期货及融资融券等各项创新业务中逐渐实施投资者适当性管理制度,《关于加强证券经纪业务业务管理的规定》中要求证券公司将投资者适当性制度作为一项基本制度予以确立。综合来看,目前我国的投资者适当性制度主要包括两方面的内容:其一,根据投资者的资金实力、投资经验以及业务知识等建立相应的投资者准入标准,如《创业板市场投资者适当性管理实施办法》根据个人投资者是否具有两年以上(含两年)交易经验设置了不同的申请开通要求,《股指期货投资者适当性制度实施办法(试行)》要求个人投资者保证金账户可用资金余额不低于50万元,具备通过股指期货基础知识相关测试等,《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》规定试点证券公司应加强客户的准入管理,审慎设定申请融资融券业务客户的资质条件和资产门槛;其二,要求证券公司等机构做好客户后续服务、风险教育和交易行为规范等工作。该等投资者适当性管理制度,将一些资金实力相对较弱、投资经验相对缺乏的投资者与一些高风险产品交易进行暂时的隔离,让投资者从事与自身能力相符的市场交易。这不仅是促进市场有序发展的一个重要制度,也一定程度上使得“买者自负”原则有了差别性的制度基础。

事实上,投资者适当性制度早已为境外资本市场法律制度所确立,

^⑬ 美国证券交易委员会(SEC)关于投资者适当性原则规范的一般表述。

如欧盟的《金融市场工具指令》、日本的《金融商品交易法》均明确规定了投资者适当性制度,美国也形成了有关投资者适当性制度的判例法,投资者适当性制度已经成为各国保护投资者权益的利器之一。与此相对照的是,我国行政规章、规范性文件和市场业务规则所确立的投资者适当性制度,仍然在《证券法》中缺乏直接的法律依据。正在修改的《证券投资基金法》将私募基金纳入调整范围,与私募基金业务模式相伴而生的投资者适当性管理制度也将写入法律。^⑭就此,未来《证券法》修改中应当予以借鉴,确立投资者适当性制度的法律地位、一般原则和基本内涵。

(三)完善“买者自负”原则司法适用标准

证券市场的案件审理具有特殊性,法官在处理个案纠纷的同时,必须兼顾市场的整体发展,故而,证券案件的审理对法官提出了更高的专业要求。但是,正因为证券案件审理的极强示范性以及全国范围内各级法院法官专业水平和对案件把握能力的差异性,使得明确司法适用标准进行指导具有现实的必然性。如前所述,证券纠纷案件中适用“买者自负”原则进行审理并作为判决的依据,已经有了一定的实践经验,也起到了较好的社会效果。而在虚假陈述、内幕交易、市场操纵等传统的证券侵权诉讼民事责任追究中,也存在投资者是买者自负,还是将损失归责于侵权行为人。故而,有必要在相关司法解释或者指导性司法文件制定中,就适用“买者自负”原则的案件类型、适用条件、与其他要件间的关系、责任认定等具体问题规定进行统一性的规定。

笔者认为,可以适当考虑以下几个问题:第一,认可并确立证券民事纠纷案件中可以将“买者自负”原则作为审理和判决的依据;第二,适用“买者自负”原则应重点考查投资者的个人能力和相关经验、相关人的信息披露情况、相同市场条件是否具备以及监管者的监管行为是否正当等条件,进行综合考察;第三,处理好“买者自负”原则与传统侵权要件之间的关系,上述“买者自负”条件的具备情况可以协助认定其

^⑭ 私募基金要求募集对象是成熟的合格投资者,投资者只有满足一定能力和条件与经济条件,才能承受私募基金的风险。在正在进行的基金法修改中,就建立私募基金合格投资者制度已经达成共识。

他主体的主观过错状况以及相应的因果关系认定;第四,在归责形式上,在适用“买者自负”原则的情况下,其他主体如果没有明显的过错和违法行为,且违法行为与投资者的损失没有因果关系的,应当由投资者承担相应的责任。

四、结语——金融消费者保护潮流与“买者自负”原则法制化的关系

讨论“买者自负”原则,强调证券交易中投资者责任自担,可能会遇到一个质疑:有悖于金融危机背景下的强化金融消费者保护的潮流。

本轮金融危机引发的一个思考是,必须加强对金融领域消费者的利益保护。人们认为,“经济危机由一系列保护消费者的失误引起。没有一个办公室把保护消费者作为头等大事,消费者保护没有得到其应有的注意。结果导致不公平和欺骗性行为得以没有任何干扰的滋生和传播,几乎拖垮整个金融体系”。¹⁵ 奥巴马政府更是将推动建立专门保护金融领域消费者利益的联邦机构——消费者金融保护局(CFPA)作为系列金融体制改革法案中的最重要任务之一,掀起了新一轮金融领域消费者保护运动。这对我国金融证券法制变革同样产生了影响。在这一大背景下,值得考虑的问题是,将证券交易“买者自负”原则作为证券交易活动基本准则正式写入法律,与强化投资者保护是否矛盾?

笔者认为,两者之间并不存在矛盾。其一,新一轮金融消费者保护的制度出发点并不是传统意义上的弱者保护理论,而主要是基于行为金融学对投资者集体非理性行为加剧金融危机恶化的现实认识,为了增强投资者理性从而提高整个经济体的抗危机能力而进行的制度改革;其二,新一轮金融消费者保护,主要针对场外市场交易而非证券交易所的集中交易,并且指向的主要是金融衍生产品等高风险的交易品种,而非股票、基金、债券等成熟的基础性证券;其三,金融消费者保护

¹⁵ Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Chairman Chris Dodd, “Summary: Restoring American Financial Stability”, p. 1.

并不是无条件的、一律倾向性的保护弱者,也要均衡好金融行业与消费者之间的利益,更要注意并维护好整个市场的效率。效率是现代金融市场的生命、尽管高效率市场并不一定是一个完美的市场。正如英国 FSA 主席 Callum McCarthy 所强调的:“消费者责任对于金融市场意义同样重大”、“但‘买者自负’原则在现代金融市场具有重要地位”^{①6}。金融企业与消费者(投资者)之间的利益均衡发展,是现代金融市场的发展方向。在强调消费者保护的同时,“买者自负”原则依然发挥其基础性的作用,两者可以和谐共处、并行不悖。不坚持“买者自负”的市场必然是秩序不确定的市场,对交易预期的不确定会导致市场紊乱,也就难言市场中消费者保护机制的建立。

金融消费者保护所需保护的权益也是其合法权益,而不是不问缘由的“利益保护”。只要有投资,就必然涉及支出与收益。正常行使投资权利带来的投资收益或损失,有的属于金融消费者保护的内容,有的则是“买者自负”原则应承担的风险损失。两者在实践中也可以并行不悖,而对于侵犯金融消费者权益所导致的投资损失,当然亦因为违反相关法制而应受到追究。

因此,即使在强调金融消费者保护的今天,在始终强调广大中小投资者权益保护的中国资本市场,发挥“买者自负”原则的司法审判功能,在《证券法》中强调和宣示证券交易“买者自负”,仍然是必要的。

^{①6} Callum McCarthy, *What does caveat emptor mean in the retail market for financial services?* FSA Financial Services Forum 9 February 2006.