

证券期货投资者适当性义务的 差异化构建

杭雅伦*

摘要: 证券期货投资者适当性规则的功能实现应基于差异化调整、监管效用与弱势保护原理。基于投资者认知能力、经济能力的双重维度形成四种投资者与产品分类。将风险匹配分为客观、主观匹配双重步骤:区分投资者与产品的相对关系,赋予差异化的客观匹配义务,并增设主观匹配义务。增设特殊规则,规定特殊弱势投资者保护规则,以及经营机构履职的豁免情形与免责事由,以形成操作性强、激励相容的制度秩序。

关键词: 适当性义务 功能失调 差异化监管 投资者保护 豁免与免责

引 言

证券期货适当性义务(Suitability Obligation)是指经营机构销售金融产品时,应充分了解产品与客户,

* 北京大学法学院博士研究生。

进而推荐相契合的金融产品。^{〔1〕}我国投资者适当性立法进程在近十余年来已取得从零散到统一的重大进展。分业监管下,证券期货业率先形成法律位阶自上到下较完整的规则体系。证券期货投资者适当性义务主要规定在《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)等法律,及《证券期货投资者适当性管理办法》(以下简称《适当性管理办法》)中。司法层面,也有《第九次全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)给出指引。2025年7月,国家金融监管总局发布《金融机构产品适当性管理办法》(以下简称《管理办法》),待其正式实施,银行保险业也将有完整统一的适当性规则可依,填补了制度空缺。目前覆盖立法、监管、司法的适当性义务体系已初步形成,适当性义务内容基本统一为了解客户、了解产品、风险揭示、风险匹配四个方面。

在立法方面取得长足进展的同时,2019年以来,涉适当性义务的司法案件数量显著增加。^{〔2〕}2024年,违反适当性义务也是证券公司被开具行政罚单的重点处罚事由,且较以往数量有所上升。^{〔3〕}2025年上半年,每个月都有对证券公司的适当性罚单开出,涉及未审慎核查客户资料、误导性表述、告知风险测试答案、风险持续跟踪评估机制不完善、主动推介不适合的高风险产品等多项事由。^{〔4〕}

作为回应,监管部门对适当性义务的探索提出进一步深化要求。2023年《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》提出探索金

〔1〕 See Loss Louis & Seligman, Fundamentals of securities regulation, Wolters Kluwer Law & Business, 2011, p.1443.

〔2〕 参见李游:《金融机构适当性义务的履行判断和责任承担——基于834份裁判文书的分析》,载《政治与法律》2022年第11期。

〔3〕 参见《2024年证券业监管处罚分析》,载微信公众号“法询资管研究”,<https://mp.weixin.qq.com/s/eLXojUfSpALN9Kir8JDDKg>,2025年7月13日访问。

〔4〕 参见《2025年1月证券公司监管处罚案例分析报告》<https://mp.weixin.qq.com/s/fbtpQu7SFDZdVw7nLT-d5Q>,《2025年2月证券公司监管处罚案例分析报告》<https://mp.weixin.qq.com/s/jbjdxHpHJDuifvAH4SoZyw>,《2025年3月证券公司监管处罚案例分析报告》https://mp.weixin.qq.com/s/mMYo1YdlGO-QBfaoXxy_Tw,《2025年4月证券公司监管处罚案例分析报告》<https://mp.weixin.qq.com/s/KV5TWdA3kwv1vP6toPDoMA>,《2025年5月证券公司监管处罚案例分析报告》<https://mp.weixin.qq.com/s/Au9d4VfDKIVYFrLMCNEzDg>,《2025年6月证券公司监管处罚案例分析报告》<https://mp.weixin.qq.com/s/1YXly2jN2HYzLm7VKdi89A>,载“合规小兵”微信公众号,2025年7月14日访问。

融产品销售适当性规制建设的制度要求,并针对“农户、新市民、小微企业主、个体工商户、低收入人口、老年人、残疾人等重点群体”,特别要求增强其选择适当金融产品的能力;2025年《国务院办公厅关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》进一步提出,金融产品服务供需适配度持续提升,完善高度适配的产品服务体系的要求。学界对适当性义务的讨论也呈现从基本问题到具体问题的细化。2020年之后,对适当性义务的讨论从前端法律性质、法律责任,转向更细节的履行标准、免责机制、损害赔偿、法律责任分配等具体问题。^{〔5〕}但既有研究多从司法适用视角分析具体问题,而未从差异化构建视角反思当下规则体系。

本文认为,投资者适当性仍面临功能难以充分发挥的原因,是统一规则内部的差异化不足,应构建差异化的证券期货投资者适当性义务。第一部分结合适当性义务功能发挥,检视立法;第二部分讨论差异化适当性义务的基本原理与一般规则的完善;第三部分讨论特殊规则的构建。通过细化投资者与产品分类、明确风险匹配标准,分情形赋予差异化的适当性义务;并完善特殊豁免规则、免责事由与特殊弱势投资者保护规则,构建更具针对性与可操作性的规则体系。

一、证券期货适当性义务的功能发挥与制度归因

投资者适当性具有重要制度功能。它既是市场均衡与契约自由的要求,通过促进更理性的市场交易配置,^{〔6〕}以实现真正的意思自治与契约自由。^{〔7〕}它又是实质公平与投资者保护的要求,通过对权力优势一

〔5〕 例如黄辉:《金融机构的投资者适当性义务:实证研究与完善建议》,载《法学评论》2021年第2期。胡改蓉等:《投资者适当性管理制度中金融机构的免责机制——以“信赖利益”判断为核心》,载《证券市场导报》2021年第10期。高俊鹏:《投资者适当性义务的责任机制——以〈资管新规〉出台以来相关案例实证分析为基点》,载《金融发展研究》2022年第8期。

〔6〕 参见赵晓钧:《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》,载《证券市场导报》2012年第2期。

〔7〕 参见陈洁:《证券公司违反投资者适当性原则的民事责任》,载《证券市场导报》2012年第2期。

方施加义务矫正不平等,对处于弱势地位的投资者予以倾斜保护。^[8] 它也是维护市场秩序、防范金融风险的要求。在英美法系国家,它还是—项信赖保护制度,保护投资者对机构专业身份或挂出招牌的信赖。^[9] 然而,我国适当性规则仍未充分实现上述功能。

(一) 功能发挥不足

其一,分类标准不一。一方面,《适当性管理办法》仅对投资者及产品分类进行原则性规定,具体由经营机构自行设计问卷与分类标准。^[10] 这导致相同客户或产品,在不同机构的分类或评级存在差异,并导致匹配结果差异。不同机构将投资者分为三类或四类或五类,且命名、参考因素不尽相同;^[11] 产品分为五类或六类,亦有命名、参考因素差异。^[12] 另一方面,规则仅抽象要求“匹配”,未规定具体标准,实践则是在投资者与产品间进行一对一或一对多连线式匹配,僵化且缺乏合理性,并因机构标准的差异带来实质不公平。

其二,不当评级仍有发生。例如有案件经法院审理,发现投资者存在“不希望本金损失”等明显与评级结果不符的表述;^[13] 再如机构将投资者评估为“进取型”,投资者向当地证券监管机构投诉,复核为“成长型”,法院最终采纳第三方结果;^[14] 另有销售者通过引导投资者进行风

[8] 参见范世乾:《信义务的概念》,载《湖北大学学报(哲学社会科学版)》2012年第1期。

[9] See Lennar L. Rotman, *Fiduciary Doctrine: A Concept in Need of Understanding*, J. Alberta Law Review, Vol. xxiv, 1996.

[10] 《证券期货投资者管理办法》第十条第二款 经营机构应当按照有效维护投资者合法权益的要求,综合考虑收入来源、资产状况、债务、投资知识和经验、风险偏好、诚信状况等因素,确定普通投资者的风险承受能力,对其进行细化分类和管理。

[11] 三类:保守型/谨慎型、稳健型、进取型/积极型;四类:保守型、稳健型、平衡型/积极型、激进型/成长型;五类:谨慎型/保守型/安全型、稳健型/谨慎型/保守型、平衡型/稳健型、成长型/进取型/积极型、激进型/进取型。例如银河证券采三分法,东吴证券采四分法,华夏银行鹏扬基金采五分法,但采不同表述。参见任自力:《金融机构适当性义务的规范逻辑》,载《法律适用》2022年第2期。

[12] 根据流动性、时限、杠杆、结构复杂性等因素将金融产品划分为 R1~R5 或 R1~R6 或 TR1~TR5 等。

[13] 山东省日照市中级人民法院:中国工商银行股份有限公司日照开发区支行、周某金融委托理财合同纠纷二审民事判决书,案号:(2018)鲁11民终426号,2018年3月30日。

[14] 辽宁省盘锦市中级人民法院:付某某、中国银行股份有限公司盘锦分行合同纠纷二审民事判决书,案号:(2020)辽11民终1号,2020年10月23日。

险测评,甚至代为填写,人为地达成匹配;^[15]或直接提供风险测评问卷答案等。这可能带来柠檬市场问题,即劣质产品驱逐优质产品,进而导致市场效率低下,不利于良好市场秩序的形成。^[16]

其三,义务履行形式化。实践中客户评估、风险揭示存在形式化、流程化问题。一方面,适当性义务沦为交易前的形式化流程。为提高效率,经营机构多采相似的问卷与告知模板,未充分根据具体交易中的客户与产品特征进行评估与提示,加剧客户购买的惯性。2025年8月,某私募基金未披露底层资产风险,仅以格式条款敷衍披露,被认定为未适格履行义务并出具警示函。^[17]另一方面,适当性义务履行的格式文本往往冗长,部分普通投资者难以挑选重点信息。也确有销售者采用“签个字就行”表述,^[18]或仅要求客户在文末签字。^[19]形式化履行使适当性规则形同虚设。

其四,投资者认识与配合度有待提升。出于认知欠缺、个人信息保护、对自身投资能力信任、过度投机等因素,部分投资者主动或被动忽略适当性流程,在客户评估中提供虚假信息、不仔细阅读风险说明的现象均存在。司法中也确有投资者事前未尽合理注意、执意购买不匹配产品等被认定过错的案件。^[20]

[15] 广东省广州市越秀区人民法院:陈某某与中国银行股份有限公司广州庙前西街支行委托理财合同纠纷一审民事判决书,案号:(2019)粤0104民初4973号,2019年7月31日。

[16] George A. Akerlof, The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, Vol. 84, No. 3, pp.488-500.

[17] 参见华泰证券托管部:《行稳致远|私募合规洞察(2025年8月)》,载微信公众号“华泰证券托管外包”,<https://mp.weixin.qq.com/s/VHWmCY7x4Jk3cpBGeFnxzQ>, 2025年8月21日访问。

[18] 浙江省永康市人民法院:黄某某与中大期货有限公司永康营业部、中大期货有限公司财产损害赔偿纠纷一案民事判决书(2019)浙0784民初2945号,2019年12月3日。江苏省盐城市中级人民法院:中国邮政储蓄银行股份有限公司阜宁县支行与卢某某、顾某等金融借款合同纠纷二审民事判决书,案号:(2016)苏09民终2642号,2016年11月18日。

[19] 北京市第二中级人民法院:王某某与中国工商银行股份有限公司北京龙潭支行财产损害赔偿纠纷案民事判决书,案号:(2019)京02民终15312号,2019年12月31日。

[20] 上海市静安区人民法院:叶某诉甲证券公司融资融券交易纠纷案,案号:(2018)沪0106民初29128号,2019年10月8日。广东省广州市福田区人民法院:朱某某诉深圳晟达资产管理有限公司、深圳市中晟达陆号投资合伙企业(有限合伙)委托理财纠纷案民事判决书,案号:(2019)粤0304民初26746号,2020年7月15日等。

（二）功能发挥不足的制度归因：差异化不足

本部分反思证券期货投资者适当性规则差异化不足问题,为其功能发挥不足提供制度归因。

1. 维度相对单一的客户与产品分类规则

《证券法》《适当性管理办法》将投资者划分为普通投资者和专业投资者两类,主要分类标准为机构身份、资产或收入、投资经验。^[21]普通投资者内部,原则性地规定经营机构可综合考量其收入来源、资产状况、投资知识和经验等因素确定其“风险承受能力”,并据此细化分类。产品分类方面,要求综合考量产品流动性、到期时限、杠杆情况、结构复杂性、投资方向等因素,将产品划分不同“整体风险等级”。

该分类制度呈“多维考量因素、单一维度结果”的特征。虽规定多重分类考量因素,但最终均综合体现为“风险承受能力”单一维度结果。实践中,经营机构根据问卷测试,得出客户评价综合得分,以此为据将投资者划分为三或四或五级。此评分是对投资者风险承受能力的整体评价,是能力从低到高进行的阶梯式划分。产品分类方面,虽亦规定多重因素,但也将表现为产品“风险性”总体评价,即一到四或五级的风险评级。

[21] 参见《证券法》第89条第1款 根据财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等因素,投资者可以分为普通投资者和专业投资者。专业投资者的标准由国务院证券监督管理机构规定。《证券期货投资者适当性管理办法》第八条:符合下列条件之一的是专业投资者:(一)经有关金融监管部门批准设立的金融机构,包括证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等;经行业协会备案或者登记的证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人。(二)上述机构面向投资者发行的理财产品,包括但不限于证券公司资产管理产品、基金管理公司及其子公司产品、期货公司资产管理产品、银行理财产品、保险产品、信托产品、经行业协会备案的私募基金。(三)社会保障基金、企业年金等养老基金,慈善基金等社会公益基金,合格境外机构投资者(QFII)、人民币合格境外机构投资者(RQFII)。(四)同时符合下列条件的法人或者其他组织:1.最近1年末净资产不低于2,000万元;2.最近1年末金融资产不低于1,000万元;3.具有2年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历。(五)同时符合下列条件的自然人:1.金融资产不低于500万元,或者最近3年个人年均收入不低于50万元;2.具有2年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历,或者具有2年以上金融产品设计、投资、风险管理及相关工作经历,或者属于本条第(一)项规定的专业投资者的高级管理人员、获得职业资格认证的从事金融相关业务的注册会计师和律师。前款所称金融资产,是指银行存款、股票、债券、基金份额、资产管理计划、银行理财产品、信托计划、保险产品、期货及其他衍生产品等。

然而,多重考量因素与单一维度评价结果间存在矛盾,导致现有分类制度难以准确描述投资者或产品特征。进一步,后续根据该分类达成的匹配,往往是形式匹配而非实质匹配。投资者分类上,一方面,多样的考量因素并不都影响客户的风险承受能力,例如投资知识经验、受教育水平等因素指向风险识别能力。另一方面,风险承受能力内部,又分为客观承受能力和主观承受能力,前者取决于客户财产状况,后者取决于其投资目标、风险偏好等。^[22]二者虽都命名为风险承受能力,但实际体现对投资者主客观维度的不同评价,将其混同也会导致评价结果的不适当。当前,主观、客观风险承受能力对评分的影响逻辑、影响顺序与程度均不明确。在产品分类上,金融产品具有极强多样性,涉及各种复杂因素。然而现有规则整体性地对产品“风险”抽象打分,仅关注其发生损失的大小与可能性,不足以有效体现产品特征,相同风险评分的产品可能存在足以影响匹配结果的差异。

故多重考量因素决定,需要更细化、维度更丰富的投资者与产品分类制度。同时,该制度应由监管者明确规定,而非由经营机构细化管理。首先,经营机构与投资者存在异质性甚至利益冲突,且其推荐行为是对投资者决策的介入,根据代理理论将产生代理成本。其有动力通过分类标准的设计,尽可能达成更多的交易。直销情境下,经营机构利益与销售业绩挂钩;代销情境下,其受雇于卖方机构,亦无足够动力为买方服务。其次,混业经营背景下经营机构身份存在复杂性,可能因角色分裂而与投资者存在其他利益冲突,当规则模糊时将面临监督失效问题,不利于投资者保护。最后,从实践情况看,经营机构评级的科学性、合理性也不足。当前存在诸如问卷设计、计分方法过于简单或含糊不清,不同问卷间存在异质性,过分依赖投资者自我评估等问题,很难实现对投资者的精准识别与分区,直接影响适当性功能实现。^[23]

2. 过于原则性的风险匹配规则

风险匹配是适当性义务的核心,其他义务都是风险匹配的前置步

[22] 风险承受能力是投资者应对其所投资的金融产品价值发生不利变化这一不确定性的能力。参见何颖等:《论金融产品销售商的投资者适当性义务》,载《财经法学》2021年第1期。

[23] 参见任自力:《金融机构适当性义务的规范逻辑》,载《法律适用》2022年第2期。

骤。然而,既有规则仅原则性规定“应当匹配”,并将判断权力交给经营机构,对具体匹配标准缺乏明确规则。实践中,经营机构先进行投资者与产品分级,再进行连线式匹配。然而如上述,分类标准不合理,进一步导致匹配不合理;此外还存在制度漏洞与规避空间,机构可能调整评级以配合匹配机制。学者对我国当前使用的标准化的风险测评问卷历有诟病,其僵化的问卷设计仅能反映出投资者的客观风险承受能力,并不能完整、准确地展现出投资者主观风险承受意愿与偏好,最终使“了解客户”的目的难以达成。^[24]

原则性的匹配规则也给司法带来困惑。法院对于风险匹配应形式还是实质审查存在分歧。一类采用形式审查,只要卖方提供带有买方签字的相关文本材料或其他证据,且产品和客户的评级在机构内部规则中相匹配,即视为适格履行义务。^[25] 另一类采用形式审查+实质审查,即先采形式审查,同时允许投资者主张卖方评级存在问题,法院综合双方意见作出判断;还有一类实质审查,法院主动介入对匹配的判断。例如对投资经验审查,^[26] 或对产品属性实质审查,^[27] 以进行实质判断。但一方面,仅形式审查不足以保护投资者;另一方面,法院实质审查又可能导致司

[24] 李海龙:《资本市场投资者适当性义务的美国经验与中国探索》,载《环球法律评论》2021年第3期。

[25] 辽宁省大连市中级人民法院:平安银行股份有限公司大连金州支行、鲍某某财产损害赔偿纠纷二审民事判决书,案号:(2020)辽02民终6018号,2020年10月28日。辽宁省盘锦市中级人民法院:付某某、中国银行股份有限公司盘锦分行合同纠纷二审民事判决书,案号:(2020)辽11民终1号,2020年10月23日。辽宁省沈阳市中级人民法院:王某、网信证券有限责任公司与公司、证券、保险、票据等有关的民事纠纷二审民事判决书,案号:(2021)辽01民终5274号,2021年6月20日。北京市第一中级人民法院:王某某与渣打银行(中国)有限公司北京中关村支行金融委托理财合同纠纷案民事判决书,案号:(2019)京01民终10745号,2019年12月27日。

[26] 北京市西城区人民法院:梁某某与中国银河证券股份有限公司融资融券交易纠纷一案民事判决书,案号:(2021)京0102民初21868号,2022年11月11日。辽宁省沈阳市中级人民法院:左某、招商银行股份有限公司沈阳新世界支行等金融委托理财合同纠纷案民事二审民事判决书,案号:(2021)辽01民终16997号,2022年2月17日。北京市第二中级人民法院:赵某某与招商银行股份有限公司北京北三环支行财产损害赔偿纠纷二审民事判决书,案号:(2021)京02民终3599号,2021年5月28日。

[27] 北京市第一中级人民法院:王某诉中国建设银行股份有限公司北京恩济支行财产损害赔偿案民事判决书,案号:(2018)京01民终8761号,2018年11月8日。

法过度介入当事人意思,且司法对市场判断的专业性、准确性或存在不足,不适合普遍推广。仅靠司法手段,不足以解决匹配的不确定性问题。

3. 特殊规则的缺失

投资者适当性义务是金融产品与投资者多样化、复杂化现实下的制度产物。这种复杂性导致不仅需要更多维的分类与更具体的匹配规则,还需要作为例外的特殊规则。具体包括经营机构豁免情形、免责事由,以及弱势投资者保护规则。

一方面,经营机构与投资者间的不平等是动态的。适当性义务的正当性来自双方不平等,当投资者实力足够强时,该不平等程度减弱。当投资者极其弱势时,该不平等程度增加,其受到不当侵害的可能性增加,此时应赋予经营机构更严格的适当性义务。

另一方面,责任构成与免除是责任体系的两根支柱,不可偏废。适当性义务并非单纯服务于投资者保护,而是“卖者尽责,买者自负”的重要内容。其制度诞生之初,其实是为了保护经纪商免受恶意投资者的纠缠。^{〔28〕}同时,它也是金融产品买卖的风险分配机制,通过分类与分流,使投资者在自身能力范围内实现意思自治。既有规则缺乏机构免责事由,导致部分场景不当加重其负担。卖方过重的负担将分摊在每一个本该被保护的投资者身上,加剧其规避或形式化履行,加剧适当性义务的功能失调。

总之,当前证券期货投资者适当性义务存在以下问题:(1)分类维度单一,(2)风险匹配规则过于原则,(3)机构豁免情形与免责事由缺失,(4)特殊弱势投资者保护规则缺失的制度缺陷。下文通过差异化的适当性义务体系构建解决此问题。

二、证券期货适当性义务的差异化构建:一般规则

(一) 投资者与产品分类规则构建:双重维度、四种类型

投资者分类与产品分类规则是适当性义务中了解客户、了解产品义务的具体制度体现,更具体、针对性强的分类规则是适当性义务差异化

〔28〕 See Loss Louis & Joel Seligman, *Securities Regulation*, 3d ed., 1993, pp. 3846-3848.

的应有之义。

1. 投资者与产品分类的双重维度

适当性义务立足微观个体交易、侧重真实意思形成的定位,决定了其需要更细化、多维的分类规则、更具体的分类考量因素。投资者群体内部存在极大非均质性——即经济法语境下,经济主体内部的资源与禀赋差异性,是导致主体间实质不平等的主要因素。^[29] 故应对其进一步分类,并相应设计差异化、有针对性、有层次的适当性义务。

投资者与经营机构间不平等的维度,决定了对其进行细化分类的考量维度。适当性义务的正当性,源自经营机构与投资者非均质性带来的实质不平等。其旨在防止经营机构利用优势地位,不当介入投资者意思形成,损害其利益。然而,这种不平等并非一成不变。复杂的主体间,既存在不同方向——即多重维度的不平等;各维度内部,又存在不同程度的不平等。不平等方向与程度的差异性,决定了适当性义务的差异性。不平等程度越高,不当损害的发生即越容易,对其规制的正当性越强,应赋予相对更严格的适当性义务。而分类规则是实现这种差异性的制度手段。以不平等存在的维度与程度进行投资者分类,能够更准确、有效地描述与适当性相关的投资者特征,进而实现针对性强、宽严并济的差异化制度目标。因此,不平等的方向与程度,也应该是投资者分类的维度。金融法下双方的不平等主要表现为认知能力、经济能力两个维度的不平等。^[30]

其一,认知能力的不平等。私法自治要求表意人在自由状态下作出意思表示,决定法律关系变动,核心精神是个人自主、自我负责。^[31] 民法拟制完全行为能力的民事主体具有相同的理性能力,据此赋予其充分的决策与行动自由。^[32] 然而,金融市场上投资者个体的理性能力不仅是有限的,而且是有差异的。^[33] 认知心理学将人视为一个信息加工系

[29] 参见李昌麒主编:《经济法学(第四版)》,中国政法大学出版社2011年版,第61~63页。

[30] 张守文:《经济法学(第四版)》,中国人民大学出版社2018年版,第65页。

[31] 王泽鉴:《民法总则》,北京大学出版社2009年版,第200页。

[32] 参见杨代雄:《法律行为论》,北京大学出版社2021年版,第314~315页。

[33] SIMON H. A., *A Behavioral Model of Rational Choice*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.69, 1955.

统,认知即是信息加工的过程。人通过身体感官接收外部信息,再对信息加工作出决策和行为。^[34] 故个体通过认知能力达成决策,以外部信息获取以及内部信息处理为两个必要步骤,相应能力可划分为信息获取能力与信息处理能力。因而,认知能力的不平等也可进一步划分为:信息获取能力、信息处理能力的不平等。对于信息获取能力的不平等,法律通过强制信息披露矫正。而信息处理能力的不平等则更复杂。心理学上,当决策发生在两个主体“说服”过程中时,存在两种说服路径。当人们主动全面地思考问题时,会充分关注论据是否令人信服,被称为中心路径说服(central route to persuasion);但如果心不在焉或不愿仔细分析,则倾向使用简单而有启发性的经验法则,而不会关注论据,被称为外周路径说服(peripheral route to persuasion)。^[35] 而后的典型例子就是“相信专家”,^[36] 与适当性义务场景高度一致。由于金融产品的复杂化与金融活动的大众化,很多投资者不具备分析处理复杂产品信息的能力,或不愿花大量时间精力处理。此时,其决策机制相应转向“启发式加工”,会更倾向于“相信专家”与直觉判断,进而与“理性人”假设发生较大偏离。此时需要法律规则进行矫正,使中介决策有利于投资者,以实现市场主体的利益最大化,也即表现为适当性义务。

其二,经济能力的不平等。经营机构相对于大部分投资者存在经济能力不平等,进一步带来谈判地位、风险控制与承受能力、事后救济能力等不平等。过去经济能力几乎被与“风险承受能力”画等号,但其实经济能力仅能体现客观风险承受能力,而无法体现以风险偏好、投资需求等为代表的主观风险承受能力。而由于经济能力不平等表现在主体生活的方方面面,法律很难直接从不平等事项本身入手解决。故晚近以

[34] 张志学:《从信息到决策:心理偏差中的抉择》,载北京大学光华管理学院官网,<https://www.gsm.pku.edu.cn/info/1318/21083.htm>,2025年7月23日访问。

[35] 参见[美]戴维·迈尔斯:《社会心理学(第11版)》,侯玉波等译,人民邮电出版社2016年版,第225~227页。

[36] Chaiken S., Maheswaran D., *Neuristic processing can bias systematic processing: Effects of source credibility, argument ambiguity, and task importance on attitude judgment*, *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol.66, 1994, pp.460-473, 转引自同前注[35],第227页。

来,广泛的不平等催生出倾斜保护型法律规则,常体现为对弱势主体赋权,对强势主体施加相应责任和监管,同时赋予双方自治合作空间。^[37]适当性义务即属此类,向经营机构赋予更高程度的义务,同时保障投资者包括知情权、公平交易权在内的权益。

2. 四类产品与四类投资者

不平等的两个维度即为投资者分类的两个维度。认知能力维度,影响因素主要包括投资者投资经验、专业、职业、年龄等;经济能力维度,影响因素主要包括投资人的资产状况、年龄、信用水平、资产负债等。以二者分别为横纵两轴,理论上存在认知能力强、经济能力强(++) ,认知能力强、经济能力弱(+-) ,认知能力弱、经济能力强(-+) ,认知能力弱、经济能力弱(--) 四类情况。相应的四类投资者与经营机构之间的不平等方向及程度也是差异化的。进而其适当性义务内容也应是差异化的。

表 1 适当性义务差异化下的四类投资者

	认知能力强(+)	认知能力弱(-)
经济能力强(+)	第一类投资者(++)	第三类投资者(-+)
经济能力弱(-)	第二类投资者(+-)	第四类投资者(--)

当前适当性规则尚未关注第二类、第三类投资者。而这两类投资者广泛存在。资产状况良好的投资者不一定投资经验丰富,也不一定偏好高风险产品类型,甚至更容易受到经营机构不当侵害。而有丰富投资经验与知识水平,也不一定有足够经济能力承受损失。经济学上,越有经济能力的群体越不愿意承担高风险。^[38]

将投资者评价的双重维度分开考虑,在比较法规则上有所体现,但

[37] 参见丁晓东:《法律如何调整不平等关系?——论倾斜保护型法的法理基础与制度框架》,载《中外法学》2022 年第 2 期。

[38] 由于边际收益递减原理,经济实力雄厚的群体与经济实力较差的群体相比,获得同样投资回报,前者带来的正反馈反而不如后者。

尚未形成完整的理论框架。比较法上,美国 2025 年 5 月最新提案的《所有投资者平等机会法案》(Equal Opportunity for All Investors Act of 2025),^[39]已于 7 月于众议院投票通过并进入参议院立法程序。该法案体现出对投资者分类的关注从经济能力转向了认知能力。该法案扩展了美国证券法获许投资者(accredited investor)的范围,要求由 SEC、FINRA 组织一个资格考试,所有通过该考试的自然人,无论拥有多少财富,都能够以获许投资者的身份进入私募市场。这一法案实质上在关注第二类投资者,即认知能力强而经济能力弱的投资者,并批判过去获许投资者分类仅关注经济能力要素导致的投资机会不公平。这一投资者评价思路与本文不谋而合。

此外,欧盟《金融工具市场指令 II》(以下简称《指令 II》或 MiFID II)将投资者分为合格交易对手(Eligible Counterparties)、专业投资者(Professional Clients)、零售投资者。零售客户受到适当性保护程度最高,专业客户保护程度相对较低,而交易对手方与经营机构处于平等地位,豁免适当性义务的适用。^[40]《指令 II》规定,零售投资者可以成为“可选择的专业投资者”,只要在交易频率、投资组合规模、专业职位三项标准中符合两项,并声明放弃投资者保护的相应权利,即可申请成为专业投资者,进而降低适当性要求。^[41]此处的三项标准本质上也指向认知能力,关注对象也是第二类投资者,允许其自行选择放弃适当性保护。

了解产品义务下的产品分类,也应与投资者分类相对应。《适当性管理办法》规定了金融产品风险评级划分的主要考量因素。^[42]整合这些因素发现,其与上述投资者评价双重维度一一对应。第一个维度,是

[39] H.R. 3339, 118th Cong. (2025).

[40] 井漫:《投资者适当性制度构建:国际经验与本土选择》,载《西南金融》2020 年第 4 期。

[41] MiFID II, Directive 2014/65/EU ANNEX II.

[42] 《证券期货投资者适当性管理办法》第 16 条:划分产品或者服务风险等级时应当综合考虑以下因素:(一)流动性;(二)到期时限;(三)杠杆情况;(四)结构复杂性;(五)投资单位产品或者相关服务的最低金额;(六)投资方向和投资范围;(七)募集方式;(八)发行人等相关主体的信用状况;(九)同类产品或者服务过往业绩;(十)其他因素。涉及投资组合的产品或者服务,应当按照产品或者服务整体风险等级进行评估。

产品可理解程度,具体影响因素包括结构复杂性、投资方向和范围、募集方式等。第二个维度,是产品风险程度,即潜在损失可能性与金额大小,具体影响因素包括产品杠杆情况、投资单位产品或者相关服务的最低金额、投资方向和范围、相关主体信用状况、同类产品或者服务过往业绩等。同理,可将产品划分为以下四类产品。

表 2 适当性义务差异化下的四类产品

	不容易理解(+)	容易理解(-)
风险程度高(+)	第一类产品(+ +)	第三类产品(- +)
风险程度低(-)	第二类产品(+ -)	第四类产品(- -)

因此,在既有规则基础上,按照双重维度进一步细分为四类投资者与四类产品,并赋予差异化的风险匹配标准与义务内容,将更具针对性地解决适当性功能失调问题。

(二) 风险匹配义务：两个步骤、四种情形

既有规则仅原则性规定“应当匹配”,但未明确判断标准与实施步骤,带来不确定性。由于适当性义务定位于个体交易,除客观维度投资者与产品类型的匹配外,个案中投资者主观偏好、真实需求等主观匹配常被忽略。这将直接影响投资者真实意思形成,不论哪类投资者,适当性匹配都应符合其个体交易需求与意愿。

由于投资者评价主要包括认知能力、经济能力双重维度。前者具体为风险识别能力,后者具体包括主观风险承受能力与客观风险承受能力两个方面,故本部分相应将风险匹配细化为客观匹配、主观匹配两个步骤。根据产品与投资者之间的相对关系,相应产生四种具体情形,为各情形配置差异化的适当性义务。

1. 客观匹配：投资者与产品匹配的四种情形

第一步,通过相对客观的指标,判断投资者与产品落入的类型之间是否匹配。具体分为以下情形:

一是投资者认知能力在产品可理解程度之上,经济能力也在产品风险程度之上。此时属于最典型的适当性匹配情形。在此类型中,一个特

殊情况是投资者因其机构身份或极强认知能力与经济实力,与机构的不平等显著降低。出于公平与效率考量,第一类投资者中一定标准以上的投资者,或者极易理解且风险极小的金融产品,均应相应豁免适当性义务。具体在文章第三部分展开。

二是投资者认知能力在产品可理解程度之上,但经济能力在产品风险程度之下。此时投资者能够理解交易内容,但未必能够承受产品风险所致损失。若简单认为不匹配,可能损害投资者交易自由。一个周延的解决方案是,允许交易进行,并参考美国法下发行豁免规则中的投资限额制度,^[43]以投资者年收入或净资产中较大值的一定百分比(例如10%),作为一定风险评级以上产品投资总额的限制。投资限额制度反映了从融资准入到投资准入的监管理念变化,^[44]既能充分保障其事前的交易自由,又能控制事后潜在损失规模。

三是投资者认知能力在产品可理解程度之下,但经济能力在产品风险程度之上。该情形是最容易出现不当销售的情形,应更严格监管。此类投资者具有承受高风险投资的经济实力,但认知能力不足使其意志更可能遭到机构不当介入与侵害。司法实践中,多数原告都是经济实力较强的主体。但若“一刀切”禁止此类交易发生,将大大损害经济活力,存在父爱主义与矫枉过正之嫌。解决方案是,在此情形下赋予经营机构更强的适当性义务。一方面,应允许经营机构为其匹配经济能力之内、认知能力之外的产品;另一方面,为避免认知能力不平等所致侵害,应赋予经营机构更严格的风险揭示义务与最佳利益义务。

具体而言,风险揭示义务方面,可以从内容、形式、时间、履行标准几个方面进行细化。一是内容方面,由于适当性义务强调机构介入投资者“判断”与保护投资者,因此风险揭示的内容,应相应强调投资者无法自行判断的,以及对投资者潜在不利的部分。《投资者适当性管理办法》对普通投资者的特殊告知事项包括可能导致损失事项、限制性条款、影

[43] 17 CFR. 230. 260.

[44] 洪艳蓉:《公共管理视野下的证券投资者保护》,载《厦门大学学报(哲学社会科学版)》2015年第3期。

响判断重要事由等,^[45]符合该逻辑,较为合理。二是揭示形式方面,应增设“增强有效性、易读性”的揭示语言与形式要求。三是义务持续性方面,可参考《管理办法》,^[46]增设持续性的风险揭示告知要求,要求经营机构对产品进行动态管理,并主动调整适当性匹配结果与告知投资者。四是履行标准方面,可参考《九民纪要》,^[47]以主客观一致原则判断风险揭示是否已经达到相应投资者可以理解的程度。最佳利益义务方面,美国 SEC 根据 1934 年《证券交易法》制定了《最佳利益法案》(Regulation BI),为经纪交易商和有关人员,在向零售客户推荐任何涉及证券的证券交易或投资策略时,建立了最佳利益行为标准。一是设立为客户最佳利益行事的一般性义务;二是进一步将其细化为:(1)勤勉义务,即向零售客户提出建议时必须表现出合理的勤勉、注意和专业性;(2)利益冲突义务,即识别、披露并减轻相关的利益冲突,消除销售竞赛、销售配额、奖金和非现金补偿等的影响;(3)合规义务,在经营机构内部设置履行最佳利益规则的相应合规要求。^[48]我国在第三类情形下,可参考美国法,要求经营机构为投资者利益行事的一般性要求,并增设利益冲突的识别与披露义务、内部合规义务要求。

[45] 《证券期货投资者适当性管理办法》第 23 条:经营机构向普通投资者销售产品或者提供服务前,应当告知下列信息:(一)可能直接导致本金亏损的事项;(二)可能直接导致超过原始本金损失的事项;(三)因经营机构的业务或者财产状况变化,可能导致本金或者原始本金亏损的事项;(四)因经营机构的业务或者财产状况变化,影响客户判断的重要事由;(五)限制销售对象权利行使期限或者可解除合同期限等全部限制内容;(六)本办法第 29 条规定的适当性匹配意见。

[46] 《金融机构产品适当性管理办法》第 22 条第 2 款 发行机构应当根据市场变化对产品风险等级进行动态管理,并将变动情况及时告知销售机构。销售机构应当及时披露风险等级变动情况,并根据产品及投资者信息变化情况,主动调整适当性匹配意见,及时告知投资者。在产品开放期,投资者可以自主决定是否持有存量产品。

[47] 《全国法院民商事审判工作会议纪要》76. 告知说明义务的履行是金融消费者能够真正了解各类高风险等级金融产品或者高风险等级投资活动的投资风险和收益的关键,人民法院应当根据产品、投资活动的风险和金融消费者的实际情况,综合理性人能够理解的客观标准和金融消费者能够理解的主观标准来确定卖方机构是否已经履行了告知说明义务。卖方机构简单地以金融消费者手写了诸如“本人明确知悉可能存在本金损失风险”等内容主张其已经履行了告知说明义务,不能提供其他相关证据的,人民法院对其抗辩理由不予支持。

[48] Regulation Best Interest, Exchange Act Release No. 34-86031.

四是投资者认知能力与经济能力均在产品可理解程度及风险性之下。该情形投资者应受到最高程度的保护。应结合上述其他情形下的投资者保护制度工具,共同发挥作用。第四类情形下的适当性规则构建,一种路径是,严格限制其匹配的产品或服务范围,禁止超出范围的交易推荐。比较法上,欧盟 MiFID II 采用此立法例,规定当投资者不具备必要的经验和知识来理解该交易或投资组合管理所涉及的风险,或没有考虑到客户的财务状况或风险承受能力,投资公司不得推荐该交易。^[49] 英国也采用相似路径,英国金融行为监管局在《FCA 业务行为准则》(*FCA Conduct of Business Sourcebook, COBS*)中规定公司“必须确保”作出的推荐适合客户,如果没有获得适当性评估相关信息不得进行推荐。^[50] 另一种路径是,允许部分情况下超出匹配范围交易推荐,但应引入第二类情形下的投资限额规则,限制其投资金额;同时应引入第三类情形下更严格的风险揭示义务与最佳利益义务。通过多制度工具共同作用,保护最为弱势的第四类投资者。此外,第四类投资者中的极端弱势群体,可另行设置特殊弱势投资者保护规则,具体在第三部分展开。

2. 主观匹配:个案需求、主观偏好的匹配

由于投资者适当性聚焦个体交易,个案需求与偏好的满足,也是适当性匹配的应有之义。风险匹配义务应包括客观类型匹配、主观需求匹配两方面内容。向投资者提供符合需求的产品或服务,不仅是适当性义务的要求,也是合同法及诚实信用原则的要求,更是按需供给市场原理的要求。由于金融领域的复杂性,判断供给需求匹配的义务有时会从买方转移至卖方,即表现为风险匹配义务的主观方面。比较法上,欧盟规定如果产品不符合客户的投资目标,则投资公司不得推荐该交易。^[51] 其他国家虽未将主观方面的投资目标与需求作为风险匹配义务具体内容提出,但也都将其列入经营机构应当事前充分了解的内容。从实践看,已有许多主观需求不匹配的不当销售。一类是期限错

[49] MiFID II, Article 25(2). Delegated Regulation (EU) 2017/565, Article 54(12).

[50] See COBS 9.2.1, COBS9.2.6.

[51] Delegated Regulation (EU) 2017/565, Article 54(12).

配,如将封闭期产品卖给有强流动性需要的投资者;一类是交易目的不适当,如“存单变保单”“存款变投资”等。^[52] 而仅通过客观类型匹配步骤难以解决。

在制度构建上,不论客观类型匹配落入哪种情形,都需要进一步进行主观匹配,才视为风险匹配义务的适格履行。判断主观匹配的具体因素包括:能承受损失的百分比、投资目标、对流动性与投资期限的需求、风险偏好等。事实上,目前的风险评估问卷也会涉及这些因素,但将主客观因素混合打分,得出的综合评分与客户真实情况存在误差,不能体现主观维度的客户特征。

总之,风险匹配应包含客观匹配、主观匹配两个步骤。前者是投资者与产品类型的匹配,后者是投资者主观需求、主观风险承受能力与产品的匹配,并应根据四种情形,赋予经营机构有层次、差异化的适当性义务。

三、证券期货适当性义务的差异化构建:特殊规则

在投资者或产品特征存在某种极端情况时,根据差异化调整、监管效用以及弱势保护原理,应设置一般规则以外的特殊规则。

(一) 弱势投资者的特殊保护

第四类投资者的一种极端情况是,认知能力与经济能力都显著低于社会一般水平,将更容易受到侵害,应对此类投资者予以特别的制度保护。目前银行保险业已有部分针对特殊群体的特殊适当性义务。《管理办法》新增:(1)对65岁以上老年人的“特别注意义务”,包括制定专门的销售或者交易程序、追加了解相关信息、强化告知和风险提示、给予更多考虑时间、及时进行回访等,线上销售或交易流程设计应当具备适老性、易用性和安全性等;(2)禁止向无民事行为能力人销售或交易产品;(3)与限制民事行为能力人交易仅限低风险产品,且须

[52] 参见王锐主编:《金融案件裁判规则:适当性义务纠纷审理》,法律出版社2021年版,第70页。

经法定代理人同意。^[53]司法实践亦有体现,如已有判决指出,对于年长客户这一类存在现代通信工具使用障碍的人群,经营机构应以合理有效之方式履行通知义务。^[54]但证券期货规则尚未体现这种区别。

可见,我国目前对特殊群体的规定主要从年龄、民事行为能力维度进行考虑,法律后果分为禁止销售、允许特定条件下的销售两种类型。但该规则仍有不足。除上述两个维度,还存在其他维度上的需要特别保护的弱势群体。其一,经济能力存在特别困顿的人群,例如失业人员、低保户、破产自然人(如未来完善个人破产制度)、年收入低于一定标准的人群等。日本《商品交易法》将受最低生活保障法保护的家庭成员、破产且不得复权者、借款交易商品期货者这几类存在特别经济困顿的人群列为禁止劝诱的客户类型。^[55]其二,经济能力之外,结合我国现状,由于特定身份导致弱势的群体,例如残疾人、进城务工的农村劳动者、从事农业劳动的农村劳动者等,应就更广泛的弱势群体予以规定。特别是农村人口,大部分农村金融消费者呈现低理性、弱专业能力及低抗风险能力等特征,^[56]且部分地区集中存在商业银行对知识与经验极度匮乏的农业人口推荐非保本基金或理财产品之情形。^[57]对其适当性义务的特

[53] 《金融机构适当性管理办法》第18条:金融机构向65周岁以上的客户销售或者与其交易高风险产品的,应当履行特别的注意义务,可以包括制定专门的销售或者交易程序、追加了解相关信息、强化告知和风险提示、给予更多考虑时间、及时进行回访等。通过互联网等线上方式销售或者交易的,流程设计应当具备适老性、易用性和安全性。

第19条:金融机构不得向无民事行为能力人销售或者与其交易产品。经法定代理人同意,可以向限制民事行为能力人销售或者与其交易低风险产品。

[54] 浙江省杭州市中级人民法院:宣某诉某证券公司证券交易代理合同纠纷案民事判决书,案号:(2020)浙01民终696号,2020年8月17日。

[55] 日本《商品交易法》列举了商品期货交易中,“禁止劝诱的客户”和“应谨慎劝诱的客户”。前者包括:①认定为未成年、成年丧劳者、被保护人、精神障碍者、精神缺陷者及痴呆症状的人;②受最低生活保障法保护的家庭成员;③破产且不得复权者;④借款交易商品期货者。后者包括①依靠工资等定期收入以外的所得,包括养老金、退休金、保险金等来维持生计者;②年薪不到500万日元以上者;③交易保证金超过投资可能资金额的投资人;④75岁以上的老年人。参见葛向孜:《成熟市场投资者适当性制度述评》,载《成都理工大学学报(社会科学版)》2017年第5期。

[56] 洪喜琪:《农村金融适配性视域下适当性义务的法律完善》,载《石河子大学学报(哲学社会科学版)》2024年第1期。

[57] 王锐:《金融机构适当性义务司法适用的实证分析》,载《法律适用》2017年第20期。

别规定也符合我国近年来强调“普惠金融”发展的政策趋势,应重点关注。

至于特殊保护规则具体内容,除一般规则中提及的投资限额、风险揭示、最佳利益规则的投资者保护规则外,还应设置特别规则。日本《商品交易法》即规定,对不满 75 岁的老年人,应在即使蒙受损失也不会造成生活困难的范围内设定投资可能资金额;应严格审查后,商品交易员要跟踪老人交易的损益状况并经常与其进行确认,不可劝其用准备养老的积蓄来投资交易。^[58] 其特别保护体现在投资限额、限制投资资金来源、持续跟踪几个方面。我国对老年人的特别注意义务中已包括更高层次的告知说明义务、更频繁的持续跟踪更新信息义务内容,可在此基础上进一步增设:(1) 限制投资资金来源,(2) 增加交易“冷静期”等倾斜性投资者保护规则,(3) 将针对老年人的保护扩展至更广泛的弱势群体。

(二) 投资者适当性的豁免情形

豁免情形主要发生在第一类投资者、第四类产品的极端情况中。对经营机构适当性义务的豁免又可具体分为特殊类型投资者的豁免与特殊类型产品的豁免。

1. 特殊类型投资者的豁免

第一类投资者的一种极端情况是,其认知能力与经济能力都足够强,以至于与经营机构的不平等程度很低,此时要求经营机构承担适当性义务将带来过重负担,且不利于形成投资者自主决策、风险自负的市场秩序,应增设豁免规则。

目前证券期货业尚未规定豁免规则。可参考银行保险业规则与比较法规则进行完善。《管理办法》规定了专业投资者的适当性义务豁免规则,是立法的一大进步。其规定金融机构向专业投资者销售投资型产品时,可以视情况简化或者免于风险承受能力评估、开展可回溯管理。^[59] 比较法上,各国均对实力较强的某类型投资者予以适当性豁免。美国法区分机构账户与非机构账户,机构账户包括两类,一类是同为金

[58] 李柳:《把适当的产品卖给适当的投资者》,载《上海证券报》2010 年 1 月 16 日,第 6 版。

[59] 《金融机构适当性管理办法》第 27 条第 2 款 金融机构向专业投资者销售投资型产品时,可以视情况简化或者免于进行风险承受能力评估、开展可回溯管理。

融机构的投资者,另一类是总资产 5,000 万美元以上的任何人。^[60] 对于机构账户,当有合理理由相信机构账户客户能够独立评估投资风险,且该客户明确表示在推荐中运用了独立判断,则可豁免投资者特定适当性义务。^[61] 欧盟则豁免对合格交易对手方——即银行、保险公司、养老基金等参与金融交易对手——的适当性义务,他们被视为平等交易主体而非客户。日本法下也豁免对专业投资者的适当性义务,具体包括合格机构投资者、上市公司、净资产超过 10 亿日元的法人或基金、个人净资产超过 3 亿日元且有专业经验且自行申请认定的自然人。

2. 特殊类型产品的豁免

当金融产品极易理解且风险较小,几乎所有投资者都能自主决定是否购买并承担风险,此时亦没有赋予经营机构适当性义务的必要。欧盟《金融工具市场指令》(MiFID II)及其执行指令即规定,一是当投资公司仅执行客户主动发出的投资指令,且该指令涉及的是“非复杂金融工具”(non-complex financial instruments)时,可以豁免适当性评估义务;二是提供与规范市场交易产品相关的服务,包括在规范市场或第三国同等市场交易的股票、货币市场工具等。日本法下也规定了低风险债券、交易所标准化产品交易豁免适当性义务。^[62] 我国也应规定特定类型产品的豁免,例如简单金融工具或在规范市场交易特定类型的产品,经营机构不需履行适当性要求。

(三) 投资者适当性的免责事由

关于卖方免责事由,我国《九民纪要》第 78 条规定根据金融消费者的既往投资经验、受教育程度等事实,适当性义务的违反并未影响金融消费者做出自主决定的,可以减免销售者的责任。但其并非正式法源且并不完整,需要更系统地补充适当性义务中的卖方免责事由。

一是投资者未充分尽到信息披露义务。卖方适当性义务的履行以买方提供真实准确完整的信息为基础。信息不对称存在于买卖双方,经

[60] 美国法下机构账户是以下账户:① 银行、储蓄贷款协会、保险公司或注册投资公司;② 注册的投资顾问;③ 总资产至少为 5,000 万美元的任何其他人的账户,不论是自然人、公司、合伙、信托或其他形式。

[61] FINRA Rule 2111(b).

[62] 日本《关于金融商品交易业的内阁府令》第 117 条。

营机构也无法核实投资者提供信息的真实性。其花费成本调查,却可能因投资者提供虚假信息导致此前的工作毫无意义。特别是互联网媒介下的金融产品销售更加无法保证信息的真实性,甚至无法保证是本人操作。因此,赋予买方信息披露义务并由其承担不利后果,更有利于合理的权责分配与良好市场秩序形成。

二是买方主动选择风险不匹配的产品,经营机构仅作为指令执行者。此时经营机构并未介入其决策,故无法利用优势地位损害投资者权益。其不得主动推介不匹配产品,但并无拒绝不适当要约的义务。投资者在明知的情形下,可以放弃投资者适当性原则的保护,这也符合权利放弃的法理。但同时,这种自愿风险错配应以投资者对风险错配具有清晰准确的理解,并主动选择为前提,否则会被认为违反适当性义务并产生法律责任。^[63] 因此对于需要特别保护的投资者,应认为其不具备自愿放弃保护的认知能力,即使主动要求也应禁止不匹配交易的进行。比较法上,美国规定满足两个条件卖方可免责,一是经营机构或其代理人可以合理相信机构投资者有能力对总体风险和特定交易风险进行独立评估;二是机构投资者的行为表明其对经营机构的推荐存在独立判断。日本法也规定,对投资者自主发起、经营机构未推荐的交易可豁免适当性义务。^[64]

结 论

证券期货投资者适当性义务本为防止经营机构滥用优势地位,通过规范销售行为保护居于弱势的投资者,构建良好市场秩序。然而适当性义务始终未充分发挥其制度功能,是因为既有规则差异性不足,存在投资者与产品分类维度单一、风险匹配与风险揭示义务过于原则性、机构豁免情形及免责事由缺失,特殊弱势投资者保护规则缺失的问题。

[63] 胡改蓉等:《投资者适当性管理制度中金融机构的免责机制——以信赖利益为核心》,载《证券市场导报》2021年第10期。

[64] 日本《关于金融商品交易业的内阁府令》第117条第3款。

本文提出投资者适当性义务的差异化框架:基于认知能力、经济能力双重维度,将投资者分为“认知能力强且经济能力强(++)、认知能力强但经济能力弱(+-)、认知能力弱但经济能力强(-+)、认知能力弱且经济能力弱(--)”四类,相应地将产品分为“不易理解且风险度高(++)、不易理解但风险度低(-+)、容易理解但风险度高(+-)、容易理解且风险度低(--)”四类,以更准确地描述投资者与产品特征,为更精准的匹配奠定基础。风险匹配义务应包括客观维度投资者与产品类型的匹配,以及主观维度投资者个案需求的匹配两个步骤。根据投资者与产品分类的相对关系,可划分出四种具体情形,在其内部应设分层次的适当性义务,引入最佳利益原则、投资限额规则等创新制度安排。

此外,适当性义务的差异化还需建立特殊规则。一是设置对弱势群体的特殊保护规则,提高适当性义务要求并引入冷静期、信息持续更新规则等。二是设置经营机构履责的豁免情形,具体包括特殊类型投资者的豁免、特殊类型产品的豁免。三是构建完备的经营机构免责事由。进而形成结构完整、确定性强、权责明晰的适当性义务体系,宽严并济,激励相容,通过精准的差异化调整提高监管效用,走向实质公平。

(编辑:严琦赵宇)