

## 经营机构违反投资者适当性制度的 民事责任\*

侯国跃\*\* 刘玖林\*\*\*

**摘要:**证券期货等经营机构违反投资者适当性制度究应承担何种民事责任,立法并未作出明确规定。学界就此存在侵权责任说、合同责任说、区分责任说、责任竞合说等四种意见。在明晰适当性义务的法律属性和法理基础后,发现无论是从理论层面、抑或规范层面甚或司法层面,合同缔结过程中,经营机构对适当性义务的违反应当承担缔约过失责任;合同缔结后,经营机构对适当性义务的违反应当承担侵权责任。为最大限度地践行该制度的价值目的、保护投资者利益,立法宜建构举证责任倒置规则,同时引入惩罚性赔偿制度。当然,损失确因投资者故意提供虚假信息等自身原因而致经营机构即便经过审慎评估也难以履行适当性义务

---

\* 本文为最高人民法院2017年度司法研究重大课题“众筹融资法律问题研究”(ZGFYKT201708),西南政法大学2018年度校级科研重点项目“实体与程序双重视角下股权执行的疑难问题研究”(2018XZZD-06)阶段性成果。

\*\* 法学博士,西南政法大学民商法学院教授、博士生导师,最高人民法院应用法研究基地副主任。

\*\*\* 西南政法大学民商法学院博士研究生。

的,负有适当性义务的经营机构不承担责任。

**关键词:**投资者 适当性 了解产品 了解客户 民事责任

## 一、问题的引出

“如果人们说一条法律规范是有效的,这就意味着这条法律规范对于它所指向的那些人具有约束力。一般而言,法律规定具有强制力乃是法律作为社会和平与正义的捍卫者的实质之所在。”〔1〕质言之,没有强制力的法律犹如没有牙齿的老虎,法律作为调整行为关系的社会规范,其强制力主要通过法律责任予以体现。纵然,自然人、法人和非法人组织基于法律自觉性,能够通过法律规范自觉地规划、安排自己的法律行为,但法律制度价值的实现很大程度上仰赖与之配套的责任规则。因之,无论是“救济先于权利”的普通法系,还是“权利先于救济”的大陆法系,都认为“有权利必有救济”“无救济即无权利”〔2〕不言而喻,救济的逻辑前提是对责任的明定,至此,使弥补损害与督促权治两大功能共彰。就投资者适当性制度〔3〕而言,该法律制度的立法初

---

〔1〕 [美] E. 博登海默:《法理学:法律哲学与法律方法》,邓正来译,中国政法大学出版社2017年版,第349页。

〔2〕 杨临萍、杨磊:《“无救济即无权利”论国家赔偿法的首要宗旨及其适用》,载《中国审判》2012年第12期。

〔3〕 何谓投资者适当性制度?《证券期货投资者适当性管理办法》(2016年)第18条规定:“经营机构应当根据产品或者服务的不同风险等级,对其适合销售产品或者提供服务的投资者类型作出判断,根据投资者的不同分类,对其适合购买的产品或者接受的服务作出判断。”部分学者就此归纳,认为投资者适当性制度涉及经营机构、投资者、监管者等三类主体。经营机构在向投资者销售产品或提供服务时,应当履行了解产品、了解投资者并在投资者分类的基础上差别履行信息告知、风险警示、适当性匹配等适当性义务,将适当的产品或服务销售或提供给适合的投资者,并承担违反义务的法律后果。概言之,投资者适当性制度是指证券期货等经营机构有义务向适当投资者推荐适当产品的制度。参见李东方、冯睿:《投资者适当性管理制度的经济和法律分析》,载《财经法学》2018年第4期。

衷在于对投资者利益的保护,而投资者利益与经营机构〔4〕的利益难免发生冲突,故此,识别和建构与之相称的责任制度显得尤为必要。

从现行法律规范来看,经营机构违反投资者适当性制度可能面临民事责任、行政责任与刑事责任等法律责任。目前,证券法和证监会监管文件关于经营机构违反投资者适当性制度的责任类型偏重于行政责任,主要通过行政手段惩罚、威慑违法者,同时警示和教育其他证券期货等经营机构。然而,这种一般式保护并不能替代个别保护,行政责任亦不能使受侵害的投资者的民事权益得以救济。〔5〕更为紧要的是,观察立法动向,正处于修订中的证券法即便关注到了经营机构违反投资者适当性制度的民事责任,并以专章的形式对投资者保护制度予以了确证,但是从现行审议稿内容来看,立法者并未明确经营机构违反投资者适当性制度承担何种民事责任。〔6〕由是,为使“投资者合法权益得到充分保护”,〔7〕本文拟通过私法研究范式来科学阐释经营机构在违反投资者适当性制度时的民事责任类型与赔偿范围认定标准。具体言

---

〔4〕 根据《证券期货投资者适当性管理办法》(2016年)第3条的规定,经营机构是指向投资者销售证券期货产品或者提供证券期货服务的机构。相较于前述定义,本文所讨论的经营机构范围更广,是指那些为人们进入金融市场提供途径的公司。与之类似的用法,可参见李东方、冯睿:《投资者适当性管理制度的经济和法律分析》,载《财经法学》2018年第4期。

〔5〕 孙丽娟:《传统民法的有关规定在裁判证券纠纷中的适用》,载《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版,第216~217页。

〔6〕 《证券法(修订草案)》(2015年4月20日人大审议版)第168条规定:“证券经营机构向普通投资者销售产品或者提供服务时,应当全面了解客户信息,如实说明产品或者服务的重要内容,充分揭示投资风险,销售或者提供与投资者风险承受能力相匹配的产品或者服务。普通投资者在购买产品或者接受服务时,应当按照证券经营机构明示的要求提供真实信息。拒绝提供或者未按照要求提供信息的,证券经营机构可以拒绝向其销售产品或者提供服务。证券经营机构违反上述规定导致投资者损失的,应当承担相应的赔偿责任,但投资者提供虚假信息的除外。”参见中国金融服务法治网:<http://www.financialservicelaw.com.cn/article/default.asp?id=4777>,2018年11月12日访问。

〔7〕 习近平总书记在全国金融工作会议上强调,“要把发展直接融资放在重要位置,形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系”。参见习近平:《深化金融改革 促进经济和金融良性循环健康发展》,载新华网:[http://www.xinhuanet.com/fortune/2017-07/15/c\\_1121324747.htm](http://www.xinhuanet.com/fortune/2017-07/15/c_1121324747.htm),2018年7月13日访问。

之,经营机构违反投资者适当性制度的民事责任究为违约责任抑或侵权责任甚或其他责任?另外,经营机构违反投资者适当性制度致投资者损害的赔偿范围如何确定与评算?笔者拟就以上焦点,来渐次呈现经营机构违反投资者适当性制度下民事责任的清晰轮廓。

## 二、类型识别:经营机构承担何种民事责任

诚如雍琦教授所言,“只有当我们头脑中对所运用的概念清晰、明确,以之为基础而展开的思维活动才有可能是正确的”。〔8〕从民事责任的分类出发,民事责任可类分为违约责任、侵权责任与其他责任。其中,其他责任是指违约责任与侵权责任之外的责任,包括基于不当得利和无因管理产生的责任,以及缔约过失责任和基于后合同义务产生的责任。〔9〕我们深知不同类型的民事责任成立的构成要件和对应的责任范围迥异,由是,对经营机构违反投资者适当性制度之民事责任的研判,首先需要对其承担的责任类型予以识别。

### (一) 理论之维

私法的精髓在于对权利的保护与救济,因之,违反投资者适当性制度的民事责任类型一直是学界关注的焦点。对此,学界主要有四种学说:

#### 1. 侵权责任说

侵权责任的逻辑前提是法定义务的存在。由是,部分学者认为经营机构违反投资者适当性制度的民事责任属于侵权责任。其理由大致如下:首先,基于诚实信用原则,买受人对出卖人的高度依赖使出卖人对买受人负有信义义务。因之,经营机构负有的投资者适当性义务属于一种以保护投资者利益为核心的法定义务。根据行为人若“违反保护他人之法律”就应当承担侵权责任的一般法理,经营机构在违反投

〔8〕 雍琦:《法律逻辑学》,法律出版社2016年版,第23页。

〔9〕 参见魏振瀛主编:《民法》,北京大学出版社2017年版,第43页。

投资者适当性制度时承担侵权责任属法律逻辑的当然结果。<sup>[10]</sup> 其次,根据《证券公司监督管理条例》第29条之规定,“证券公司从事证券资产管理业务、融资融券业务,销售证券类金融产品,应当按照规定程序,了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验和风险偏好,并以书面和电子方式予以记载、保存。证券公司应当根据所了解的客户情况推荐适当的产品或者服务”。概言之,证券公司若不遵守投资者适当性制度,将构成对券商法定义务的违反,属于欺诈和损害投资者知情权的表现。<sup>[11]</sup> 因此,经营机构违反投资者适当性制度的行为属于侵权行为。再次,我国在对金融交易市场的另一不法行为——虚假陈述案件的司法审理中,将其责任认定为侵权责任,这对确定违反适当性义务的民事责任有参考借鉴价值。<sup>[12]</sup> 最后,从比较法观察,日本及韩国法院在司法实践中大抵认为违反投资者适当性制度的民事责任属于侵权责任。<sup>[13]</sup> 故此,从学术理论与司法实践综合分析,经营机构违反投资者适当性制度的民事责任属于侵权责任。

## 2. 合同责任说

对概念的界定离不开对其周边概念的明晰,对待合同责任亦复如是。谈及合同责任,无疑需要辨析合同责任与违约责任二者之间的逻辑关系。合同责任与违约责任是否同义,学界存在两种针锋相对的观点。否定说认为,合同责任是指合同法领域中的民事责任,<sup>[14]</sup> 亦即合同当事人或者缔约人违反合同义务或者先契约义务、后契约义务,应当承担的民事责任。其项下涵括缔约过失责任与违约责任。在逻辑关系上,违约责任与合同责任属于种属关系,亦即合同责任居于上位概念,违约责任处于下位概念。另外,如同不能将违约责任与违约请求权等

[10] 参见鲍彩慧:《衍生品交易中买者自负向卖者有责的嬗变——以投资者适当性民事责任为视角》,载《上海金融》2017年第12期。

[11] 参见丁鲁、王露爽、冯东阳:《监管改革视野下投资者适当性制度浅析——兼论金融投资者保护》,载《西南金融》2017年第11期。

[12] 参见翟艳:《我国投资者适当性义务法制化研究》,载《政治与法律》2015年第9期。

[13] 参见董新义:《论韩国违反金融适合性原则的民事责任》,载《证券市场导报》2012年第1期;席秉琼、张春晖、郑璐:《日本的〈金融商品交易法〉及其借鉴意义》,载《中国信用卡》2010年第4期。

[14] 参见韩世远:《合同法总论》,法律出版社2018年版,第743~744页。

量齐观的道理一样,若将合同责任与违约责任等同视之,将会不当限制合同责任的外延,使缔约过失责任徘徊于合同法场域之外。<sup>[15]</sup>肯定说认为,合同责任是指债务人违反合同所应向债权人承担的民事责任。其与违约责任内涵和外延一致,均指违反合同债务产生的责任。质言之,缔约过失责任与合同终止后的过失责任均不以合同关系的存在为前提,将二者归位于合同责任,容易滋生歧义。<sup>[16]</sup>韩祥波博士在赞成否定说的基础上,认为经营机构违反投资者适当性制度的民事责任属于合同责任,具体包括缔约过失责任与违约责任。主要基于以下考虑:一方面,从法律关系着手,在金融产品销售这一法律事实中,经纪一交易商和投资者之间都存在合同关系,此际,将该民事责任解释为合同责任理所当然。另一方面,要认定一种民事责任属于侵权责任,逻辑前提须是行为人对法定义务的违反。然而,在我国当前的金融法律体系中,尚未以法律的形式将适当性义务确定为法定义务,是故,将其认定为侵权责任没有依据。<sup>[17]</sup>另外,部分学者指出,根据国际证券委员会组织(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)的统计,在大多数司法辖区,如果金融机构违反适当性义务,客户可以将其诉至法院要求根据合同获得损害赔偿(contractual damages),而非获得侵权损害赔偿。<sup>[18]</sup>综上,经营机构违反投资者适当性制度的民事责任属于一种合同责任。

### 3. 区分责任说

有学者认为,经营机构违反投资者适当性制度的民事责任类型不能一概而论,而应根据交易的不同阶段、行为的具体样态,分别加以界定。原则上,适当性义务渊源于衡平理念和公平正义,性质上属于法定义务,对该义务的违反属于对法定义务的触犯,应当承担侵权责任。但

---

[15] 参见王利明:《合同法研究》(第2卷),中国人民大学出版社2015年版,第409~411页。

[16] 参见崔建远:《合同法》,法律出版社2015年版,第22~25页。

[17] 需要澄清的是,韩祥波博士虽然明确将经营机构违反投资者适当性制度的民事责任认定为侵权责任与合同责任的竞合,但从其论据与证成思路来看,在当前法律语境下,该责任仍属单纯的合同责任。参见韩祥波:《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》,法律出版社2013年版,第135~137页。

[18] 参见王锐:《金融机构的适当性义务研究》,法律出版社2017年版,第273~274页。

在合同的磋商、缔结阶段,经营机构与投资者之间的信义关系产生,基于诚实信用原则,经营机构应该根据不同的投资者推荐适当的产品,此为先合同义务的应有之义。违反此义务,无异于“故意隐瞒与订立合同有关的重要事实”,经营机构应当承担缔约过失责任。进一步推进,若合同当事人约定适当性义务为合同义务,对该义务的违反适用《合同法》第107条令经营机构承担违约责任,既合乎事实亦合乎法律。<sup>[19]</sup> 综上,区分责任说更合乎交易模式,更易于使法律与事实得以衔接。

#### 4. 责任竞合说

合同法与侵权责任法的双向扩张使得责任竞合渐成常态,并成为一直困扰民法学的难题。<sup>[20]</sup> 基于责任竞合理论,部分学者认为经营机构违反投资者适当性义务会引发违约责任和侵权责任的竞合。具体言之,违约责任针对的是经营机构对交易服务合同的违反;侵权责任言及的是对适当性义务的违反。<sup>[21]</sup> 申言之,经营机构违反适当性义务的行为侵害了投资者获取真实、准确信息的权利,妨碍了投资者对其投资行为的辨别与判断,实质上剥夺了投资者获得公平交易机会的权利。<sup>[22]</sup> 因此,在违约责任成立的同时,侵权责任也同时成就。当然,根据《民法总则》第186条之规定,责任竞合时,投资者只能选择其一诉请经营机构承担违约责任抑或侵权责任。此外,责任竞合的另一种形式是缔约过失责任与侵权责任的竞合。部分学者从适当性义务的属性出发,认为适当性义务本质上应为法定义务而非约定义务,故此,违反适当性义务构成缔约过失责任与侵权责任的竞合。<sup>[23]</sup> 详言之,在合同订立过程中,经营机构若违反“了解产品”“了解客户”等适当性义务,则

[19] 参见王锐:《金融机构的适当性义务研究》,法律出版社2017年版,第275页;章辉:《资本市场投资者适当性制度研究》,法律出版社2016年版,第136页;张敏捷:《投资者适当性原则研究》,载《理论与改革》2013年第5期。

[20] 参见谢鸿飞:《违约责任与侵权责任竞合理论的再构成》,载《环球法律评论》2014年第6期。

[21] 参见姚瑶:《股权众筹平台投资者适当性义务的证成与制度构建》,载《南方金融》2017年第11期。

[22] 参见于莹:《证券法中的民事责任》,中国法制出版社2004年版,第37页。

[23] 参见武汉大学课题组:《投资者保护法律制度完善研究》,载《证券法苑》(第10卷),法律出版社2014年版,第413页。

与《合同法》第42条的规则旨趣相差无几,投资者可以要求经营机构承担缔约过失责任。同时,经营机构实质上以消极的不作为而行侵权之便,其同时成立侵权责任毋庸置疑。<sup>[24]</sup>至于投资者向经营机构主张何种民事责任,应当遵循理性经济人的立法假设,交由投资者自己选择。<sup>[25]</sup>

理论没有对错之分,只有优劣之辨。应当说,上述四种学说都有其科学之处,只是学者观察的视角存在些许差异。当然,这并不表示上述学说不存在痼疾。以合同责任说为例,若将经营机构违反投资者适当性制度的民事责任认定为合同责任,在无合同约定或有合同约定但无效的情形下,投资者适当性制度将不存在适用的空间,投资者的利益实难得到充分保护,此法律适用效果显与投资者适当性制度的价值定位相悖。同样,就责任竞合说而言,缔约过失责任的制度目的是弥合侵权责任与违约责任调整能力的不足,因此,缔约过失责任与违约责任、侵权责任逻辑上不存在责任竞合的可能。此外,即便存在缔约过失责任与侵权责任的竞合,能否直接类推适用《民法总则》第186条之规定,此仍有待理论与实践证成。是故,责任竞合说亦有偏颇之嫌。

笔者赞同胡伟博士的观点,研判经营机构违反投资者适当性制度的民事责任类型,逻辑前提需明晰适当性义务的法律性质。<sup>[26]</sup>就适当性制度的正当化根据而言,个别学者认为投资者适当性制度源自“市场均衡”<sup>[27]</sup>的要求,但大多数学者认为基于信赖关系而产生的信义义务是适当性制度的法理基础。但从“基础”的文义解释来看,其意指“事物发展的根本或起点”。基于此,笔者认为信义义务并非适当性制

---

[24] 参见胡伟:《投资者适当性制度民事责任探析》,载《广西社会科学》2013年第2期;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;鲍晓晔:《我国场外衍生品市场适当性规则的立法研究》,载《金融监管研究》2014年第9期。

[25] 参见窦鹏娟:《金融衍生品投资者适当性的制度改进与规则完善》,载《证券市场导报》2016年第6期。

[26] 参见胡伟:《投资者适当性制度民事责任探析》,载《广西社会科学》2013年第2期。

[27] 萨缪尔森和诺德豪斯认为,供给和需求的力量相互作用,产生均衡的价格和均衡的数量,即市场均衡。市场均衡发生在供给和需求力量达到平衡的价格和数量的点上。参见[美]保罗·萨缪尔森、威廉·诺德豪斯:《经济学》(上册),萧琛等译,商务印书馆2012年版,第87页。



度的法理基础,以信义义务解释适当性义务的法理基础,无异于言称适当性义务的法理基础是其自身,是故,适当性义务真正的法理基础当属诚实信用原则。也正是基于诚实信用原则,适当性义务逐渐从一项自律性义务演替为一项法定义务。由此,可排除适用违约责任的可能。事实上,上述学说争议的主要焦点在于合同当事人将适当性义务约定为合同义务,经营机构违反此义务时,承担的是合同责任抑或侵权责任。对此,笔者坚持认为此时的民事责任仍属侵权责任。根据法律制度分工的不同,侵权责任在于保护权利人的固有利益,适当性义务作为法定义务,其主要侧重面即在保护投资者的固有利益。因此,一如附随义务,适当性义务与其他合同义务有其内在区别,当事人是否约定并非区分之准绳。<sup>[28]</sup>要言之,适当性义务并不因当事人之约定而由法定义务嬗变为约定义务。详言之,适当性义务并不会因为被当事人约定至合同而发生质变,事实上,其之所以得到法律认可,莫不是因为其内容并不与诚实信用原则等法律强制性规范相违反。至此,我们可以得出这一结论:以适当性义务为合同当事人约定而主张违约责任的观点实为虚妄。进一步讲,适当性义务的法律属性决定其并不属于合同之债的发生根据,经营机构违反适当性制度的民事责任类型不可能定性为违约责任。结合上述学说,我们发现合同责任说、区分责任说、责任竞合说的观点不攻自破。

那么,该民事责任的类型是否就当然属于侵权责任?亦即侵权责任说是否就完美无瑕?笔者以为,也不尽然。合同的缔结与履行本就是一个持续的过程,对此过程所发生的民事责任研究不能一概而论。在合同缔结阶段,与投资者利益关联的多为信赖利益,此际,侵权责任难以对投资者利益予以保护,将此时的民事责任界定为缔约过失责任既有必要性亦具可行性。<sup>[29]</sup>就必要性而言,法律苛以缔约过失责任,能够有效阻遏经营机构“隐瞒与订立合同有关的重要事实”等欺诈客

[28] 参见侯国跃:《契约附随义务研究》,法律出版社2007年版,第56~57页。

[29] 学界有观点认为,缔约过失责任属于侵权责任范畴,亦有学者认为缔约过失责任在前提义务、归责事由、责任环境和赔偿范围上有别于侵权责任。本文尊重通说,缔约过失责任属于一项独立的民事责任类型。参见韩世远:《合同法总论》,法律出版社2018年版,第171页。

户现象的发生,从而激励经营机构积极“了解产品”“了解客户”。就可行性分析,基于诚实信用原则,当事人之间开始接触、磋商形成的信赖关系为缔约过失责任的成立提供了基础法律关系。<sup>[30]</sup>至于合同缔结后,违反适当性制度的民事责任类型为何属侵权责任,其要义在于适当性义务的对立面是投资者获取真实、准确信息的权利,经营机构对适当性义务的违反,对投资者权利的侵害,实质上是对投资者固有财产权益的侵害。综上所述,从理论层面观察,经营机构违反投资者适当性制度的民事责任类型应予以区别对待——合同缔结过程中,经营机构对适当性义务的违反应当承担缔约过失责任;合同缔结后,经营机构对适当性义务的违反应当承担侵权责任。需要强调的是,该结论与上揭“缔约过失责任与侵权责任竞合”的情形相异,此结论并不涉及竞合的问题,而是一个互斥的关系。

## (二) 规范之维

诚如美国大法官霍姆斯(Holmes)所言,“要理解一项法律制度是什么,我们就必须了解它以前是什么,以及它未来将会成为什么”。<sup>[31]</sup>对待投资者适当性制度亦复如是。现有文献表明,投资者适当性制度肇始于美国,其既是证券经纪自营商(broker-dealer)及其工作人员的信义义务,也是证券监管机构的一项监管规则。<sup>[32]</sup>该制度的发展历程经历了“自律规范—行政规章—自律规范”的轮回交替,<sup>[33]</sup>其现行规范主要体现于美国金融业监管局(The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)发出的监管通知 Rule 2111、Rule

---

[30] 参见孙瑞玺:《缔约过失责任论》,知识产权出版社2005年版,第87页。

[31] [美]霍姆斯:《普通法》,冉昊、姚中秋译,中国政法大学出版社2006年版,第2页。

[32] 参见张付标、刘鹏:《投资者适当性的法律定位及其比较法研究》,载《证券市场导报》2014年第5期。

[33] 参见武俊桥:《证券市场投资者适当性原则初探》,载《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第136页。

2090 和 Rule 4512。<sup>[34]</sup> 项下的规则主要有:了解你的产品 (know your product); 了解你的客户 (know your customer); 审慎推荐 (diligent recommendation)。通过分析上述规范性文件的具体内容,我们发现文件主要涵括一般原则、免责声明、推荐策略、客户的投资概况、适当性义务的组成部分、客户的财务能力、机构投资者豁免制度等七个部分。<sup>[35]</sup> 不难发现,美国对经营机构违反投资者适当性制度的民事责任类型并未直接作出规定。

随着资本市场的发展,投资者适当性制度已渐变为成熟资本市场普遍遵循的规则与原则。通说认为欧盟的投资者适当性制度兴盛于 2007 年开始实施的《金融市场工具指令》(MiFID),该法律文件建立了以投资者分类为依托的投资者适当性制度,在保护投资者利益和控制金融市场风险方面扮演着重要角色。其中,最有见地的是将投资者类分为零售客户 (retail client) 和专业客户 (professional client),至此,为评估投资者适当性义务履行情况提供了前置要件。<sup>[36]</sup> 再看日本投资者适当性制度的发展脉络,我们发现日本投资者适当性制度早期主要适用于金融行政监管领域,但随着 20 世纪 90 年代后半期日本“金融体系改革”的推进,其法律位阶已从自律规范和行政监管规范上升至法定规则和法定义务的高度。主要内容体现于 2001 年的《金融商品销售法》和

---

[34] 需要说明的是,美国证券商交易协会 (National Association Of Securities Dealers, NASD) 自律规则 Rule 2310、纽约证券交易所自律规则 Rule 405 对投资者适当性制度的规定已被美国金融业监管局 (The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) 发出的监管通知 Rule 2111 和 Rule 2090 所取代。See FINRA Rule - 2090. Know Your Customer, [http://www.marketsreformwiki.com/mktreformwiki/index.php/FINRA\\_Rule\\_-\\_2090.\\_Know\\_Your\\_Customer](http://www.marketsreformwiki.com/mktreformwiki/index.php/FINRA_Rule_-_2090._Know_Your_Customer), 2018 年 7 月 6 日访问; FINRA Rule - 2111. Suitability, [http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element\\_id=9859](http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element_id=9859), 2018 年 7 月 6 日访问; FINRA Rule - 4512. Customer Account Information, [http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element\\_id=9958](http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element_id=9958), 2018 年 7 月 6 日访问。

[35] FINRA Rule - 2111. Suitability, [http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element\\_id=9859](http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element_id=9859), 2018 年 7 月 6 日访问。

[36] 欧盟委员会第 2006/73/EC 号指令第 44 条 1 - (a) 规定:“客户的特征,包括客户的种类为零售客户或专业客户。”参见中国证券监督管理委员会编译:《欧盟金融工具市场指令》,法律出版社 2010 年版,第 253 页;王莹丽:《欧盟金融投资者适当性制度简介及其借鉴》,载《上海金融》2012 年第 9 期。

2006年的《金融商品交易法》,其有益贡献主要在于将“缔约目的”作为判断投资者是否适当的要素。<sup>[37]</sup> 同样,笔者对欧盟及日本上述法律文本进行研究,发现文本均未对民事责任的类型直接作出规定。

回到域内法,分析表1我们发现我国投资者适当性制度的现行规则主要体现于金融期货投资者适当性制度、股票期权投资者适当性制度、融资融券市场投资者适当性制度、创业板投资者适当性制度、银行业投资者适当性制度。此外,《证券公司监督管理条例》(2014年7月29日)第29条亦对投资者适当性制度进行了规定。然而,通过分析我国现有有关涉投资者适当性制度的法律规范及监管文件,发现关于法律责任的条文多属对行政责任的规定,具体包括责令改正、给予警告、没收违法所得、处以罚款、撤销任职资格或者证券从业资格、责令停业整顿或者吊销期货业务许可证等行政责任。在民事方面,相关规定并未明确经营机构的民事责任,而是主要突出和强调了投资者的义务和责任。<sup>[38]</sup> 即便《证券期货投资者适当性管理办法》(2016年)第34条第1款第2句规定“经营机构履行适当性义务存在过错并造成投资者损失的,应当依法承担相应法律责任”,在立法态度上仍显得“犹抱琵琶半遮面”。

表1 域内关涉投资者适当性制度的规范文件

调控对象	发文机关	发布日期	时效性	规范文件名称
金融期货投资行为	中国金融期货交易所	2010年2月8日	现行有效	《股指期货投资者适当性制度实施办法(试行)》
	中国金融期货交易所	2010年2月9日	现行有效	《股指期货投资者适当性制度操作指引(试行)》
	中国证券监督管理委员会	2013年8月2日	现行有效	《关于建立金融期货投资者适当性制度的规定》

[37] 参见窦鹏娟:《金融衍生品投资者适当性的制度改进与规则完善》,载《证券市场导报》2016年第6期;赵晓钧:《金融产品创新视野下的投资者适当性——兼论中国金融投资者保护》,载《新金融》2011年第12期。

[38] 参见黄爱学:《论我国金融期货投资者适当性制度》,载《北方民族大学学报》(哲学社会科学版)2016年第3期。

续表

调控对象	发文机关	发布日期	时效性	规范文件名称
金融期货投资行为	中国证券监督管理委员会	2016年12月12日	现行有效	《证券期货投资者适当性管理办法》
	中国金融期货交易所	2017年6月28日	现行有效	《金融期货投资者适当性制度实施办法》
	中国金融期货交易所	2017年6月28日	现行有效	《金融期货投资者适当性制度操作指引》
股票期权投资行为	中国证券监督管理委员会	2015年1月9日	现行有效	《股票期权交易试点管理办法》
	中国证券监督管理委员会	2015年1月9日	现行有效	《证券期货经营机构参与股票期权交易试点指引》
	上海证券交易所	2017年6月28日	现行有效	《上海证券交易所股票期权试点投资者适当性管理指引》
融资融券市场投资行为	中国证券监督管理委员会	2015年7月1日	现行有效	《证券公司融资融券业务管理办法》
	上海证券交易所	2015年7月1日	已被修订	《上海证券交易所融资融券交易实施细则》
创业板投资行为	中国证券监督管理委员会	2009年6月30日	现行有效	《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》
	深圳证券交易所	2009年7月1日	现行有效	《创业板市场投资者适当性管理实施办法》
	深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司	2009年7月2日	现行有效	《深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司创业板市场投资者适当性管理业务操作指南》
	国务院	2013年12月13日	现行有效	国务院《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》

续表

调控对象	发文机关	发布日期	时效性	规范文件名称
银行业 投资 行为	中国银行业监督管理委员会	2011年8月28日	失效/废止	《商业银行理财产品销售管理办法》
	中国人民银行、 中国银行保险 监督管理委员会、 中国证券监督 管理委员会、 国家外汇管理局	2018年4月27日	现行有效	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》

资料来源:作者自行整理。

至此,为给受损的投资者提供最快捷且最直接的救济方式,笔者以为,司法实践者与法律研究者不应将思维局限于证券金融法领域,而应从整个法律体系寻找、证成民事责任类型的法律依据。就适当性制度的内容和特征而言,呈现出模糊性和不确定性,我们可以广义地将其定义为经营机构向投资者推荐仅适用于该特定客户的投资目标和特殊需求的证券的义务。<sup>[39]</sup> 质言之,根据投资者适当性制度,经营机构负有将适当产品推荐至适当客户的义务。<sup>[40]</sup> 当经营机构违反适当性制度,未真实、准确、完整地“了解客户”“了解产品”,实质上和“故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提供虚假情况”无异。此际,经营机构在缔约过程中违反投资者适当性制度,适用《合同法》第42条第2项苛以缔约过失责任合乎法律规定。另外,交易服务合同成立后,经营机构违反适当性制度,实质上是对投资者固有财产权益的侵害,此时根据《侵权责任法》第2条判令经营机构承担侵权责任亦无可厚非。综上所述,从规范层面分析,合同缔结过程中,经营机构对适当性义务的违反应当承担缔约过失责任;合同缔结后,经营机构对适当性义务的违反应当承担侵权责任。

[39] See Lewis D. Lowenfels, Alan R. Bromberg, *Suitability in Securities Transactions*, 54 *Bus. Law*, 1557 (1999).

[40] 参见潘巍然与深圳市骏业基金管理有限公司何雅如合同纠纷一审民事判决书,广东省深圳前海合作区人民法院民事判决书,(2017)粤0391民初454号。

### (三) 司法之维

司法作为规范性实践,不仅能够使法律从“纸面”走向“地面”,而且能够在实践中检验法律规范是否科学妥当。因此,对法律制度“四梁八柱”的分析离不开对相应的司法裁判予以实证研究。事实上,投资者适当性制度作为法律移植的产物,对该制度的实证分析实为立法完善的必要之举。由是,笔者于2018年7月6日以“投资者适当性”作为关键词,在北大法宝案例库中检索到裁判文书共计49份。其中,民事裁判文书43份,刑事裁判文书4份,行政裁判文书2份。考虑到本文主要探讨经营机构违反适当性制度的民事责任,因此,笔者重点对43份民事裁判文书予以考证,发现如下:

1. 案由并不统一,说明司法对经营机构应当承担何种民事责任并未形成一致意见:从检索结果来看,案由涉及物权纠纷;合同、无因管理、不当得利纠纷;劳动争议、人事争议纠纷;与公司、证券、保险、票据等有关的民事纠纷;侵权责任纠纷;适用特殊程序案件案由。案由的迥异透露出司法歧见纷纭,尤以合同纠纷与侵权纠纷对应的民事责任类型为甚。

2. 以合同纠纷为案由的案件中,法院多以意思表示真实为由,令“买者自负”交易风险:检索结果表明以合同纠纷为案由的案件有29件,占检索结果的67.44%。但在此类案件中,法院多以投资者在《资产管理计划交易业务申请表》和《个人客户风险测试评估问卷》上进行了签字署名为由,而认定投资者意思表示真实,判令投资者自担交易风险。<sup>[41]</sup>此种裁判逻辑的要害在于司法裁判者已忘却适当性制度的价值目的,甚至可以说司法裁判者对适当性制度“置若罔闻”,无疑将使“卖者有责”的制度设计无端架空。从检索数据上来看,虽然以侵权责任纠纷为案由的案件只有2件且占比仅为4.65%,但并不能说明此种裁判路径不够科学。

事实上,从法律适用效果视角观察,以侵权纠纷为案由,苛以侵权责任,能够更好地审查经营机构是否遵循适当性制度对客户、产品予以勤

---

[41] 参见沈伟珍诉广发银行股份有限公司上海虹口支行金融服务合同纠纷案,上海市虹口区人民法院民事判决书,(2016)沪0109民初25028号;吴明芳等诉平安银行股份有限公司义乌福田小微企业专营支行财产损害赔偿纠纷案,浙江省金华市中级人民法院民事判决书,(2017)浙07民终1513号。

勉地审查、了解、说明。更为关键的是,在适当性制度对于经营机构的要求中,以不欺诈投资者为较低标准,以在充分了解投资者投资目标等相关因素的基础上考虑投资者的利益为较高标准。<sup>[42]</sup>换言之,当经营机构违反适当性制度未真实、准确、完整地披露产品信息抑或未勤勉、忠实地调查、了解客户情况,实乃背离《证券法》第4条规定的“自愿、有偿、诚实信用”原则,与《证券法》第79条规定的证券公司及其从业人员“违反客户真实意思表示,损害客户利益的行为”几无差异。<sup>[43]</sup>由此,我们可以借证券欺诈的司法经验来证成经营机构违反适当性制度的民事责任类型。就此,我们根据最高人民法院《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(法明传[2001]43号)第1条得知,法院对证券欺诈类案件应苛以侵权责任,毕竟,欺诈客户的行为属《证券法》明令禁止的行为。此外,从美国司法实践来看,证券投资者因证券欺诈、市场操纵和内幕交易而遭受损失时,亦可通过个人诉讼、共同诉讼、股东派生诉讼以及集团诉讼的方式向法院提起民事侵权诉讼,获得损害赔偿。<sup>[44]</sup>

通过梳理我们发现,不仅司法裁判是如此处理,学界通说也认为证券欺诈的民事责任属侵权责任。例如,陈洁研究员从证券民事赔偿案件的特点、社会资源与社会成本等角度,证成证券欺诈的民事责任宜的方案是侵权法模式。<sup>[45]</sup>此外,于莹教授通过类型化研究方法,亦认为证券欺诈的民事责任属于侵权责任。<sup>[46]</sup>刘东平博士从保护投资者利益角度,认为侵权责任的主体较为广泛且易于认定,侵权责任的赔偿范围亦

---

[42] 参见韩祥波:《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》,法律出版社2013年版,第132~133页。

[43] 就投资者适当性制度与证券欺诈制度的关系,王俊桥博士认为投资者适当性制度本质是为投资者利益保护提供信息披露和反欺诈之外的制度供给;黄永维法官认为投资者适当性制度既是交易者保护规则,又是针对销售者的反欺诈规则。参见王俊桥:《证券市场投资者适当性原则初探》,载《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第158页;王锐:《金融机构的适当性义务研究》,法律出版社2017年版,“序言”。

[44] 参见张育军:《投资者保护法研究》,人民出版社2007年版,第686页。

[45] 参见陈洁:《证券民事赔偿制度的法律经济分析》,中国法制出版社2004年版,第34~38页。

[46] 参见于莹:《证券法中的民事责任》,中国法制出版社2004年版,第45~51页。



大于合同责任的赔偿范围,将证券欺诈的民事责任界定为侵权责任更能有效地保护投资者利益。<sup>[47]</sup>回到司法层面,《最高人民法院公报》2013年第2期刊载的“张春英与中国工商银行股份有限公司昌吉回族自治州分行、新疆证券有限责任公司、杨桃、张伟民财产损害赔偿纠纷案”<sup>[48]</sup>亦是将该类民事责任认定为侵权责任。故此,从司法层面来看,合同缔结后,经营机构对适当性义务的违反应当承担侵权责任。当然,并不排除合同缔结过程中,经营机构对适当性义务的违反应当承担缔约过失责任的情形。

总括上述,无论是从理论层面、抑或规范层面甚或司法层面,合同缔结过程中,经营机构对适当性义务的违反应当承担缔约过失责任;合同缔结后,经营机构对适当性义务的违反应当承担侵权责任。

### 三、制度优化:一种责任倾斜方案

责任类型的识别并不代表民事责任规则的完备创设,更重要的是如何通过对具体规则的设计,最大限度地实现该种法律制度的价值目的,并以一般性规则确定赔偿范围的考量因素与具体标准。根据笔者业已表明的观点,经营机构违反适当性制度的民事责任类型在不同阶段呈现出不同的责任类型。由是,对民事责任规则的具体完善理应就不同类型的民事责任予以区别讨论。但考虑到适当性制度运行中缔约过失责任发生的实际案例毕竟鲜有发生;相反,侵权责任发生的场景比比皆是。<sup>[49]</sup>因此,笔者拟在下文着重探讨侵权责任类型的规则完善,以及及时因应社会现实之需。

从现有立法体例来看,法律对于弱者利益的保护,可以通过权利倾

---

[47] 参见刘东平:《论欺诈客户的民事责任》,载《社会科学研究》2006年第2期。

[48] 案号:(2011)民提字第320号。

[49] 激进地来看,很多学者认为缔约过失责任实质上就是侵权责任。参见于飞:《我国〈合同法〉上缔约过失责任性质的再认识》,载《中国政法大学学报》2014年第5期;冉克平:《缔约过失责任性质新论——以德国学说与判例的变迁为视角》,载《河北法学》2010年第2期。

斜(赋权)与责任倾斜(苛责)两种路径予以完成。为维护法的实质正义,立法传统多以赋权的方式对弱者予以特别保护。但随着权利倾斜性配置的制度积弊日益显露,<sup>[50]</sup>以遵循市场规律、不改变主体间固有交易规则的责任倾斜性配置方案逐渐成为保护弱者利益与尊重主体行为自治的最佳方案。<sup>[51]</sup>结合本文的主题,适当性制度的要义即为适当性义务。要言之,适当性制度实质上亦是采责任倾斜的保护路径对投资者利益予以惠顾。<sup>[52]</sup>而在责任倾斜方案架构中,对投资者权益保护的最佳着力点即是从举证责任与赔偿范围角度入手。据此,笔者下文将依循此种思路来勾勒责任倾斜方案的具体脉络。

### (一) 建构举证责任倒置规则

罗马法谚有云:“举证之所在,败诉之所在。”举证责任作为“民事诉讼之脊椎”,<sup>[53]</sup>不仅是民事证据制度中永恒的主题,而且对权利的救济与责任的承担影响至深。在古罗马法上,举证责任的第一个原则就是“原告负举证责任,被告不负举证责任”。而后,随着对诉讼中各种主张了解的深入,举证责任的分配原则逐渐演替为“谁主张,谁举证”这项一般原则。<sup>[54]</sup>时至今日,“谁主张,谁举证”的举证规则仍然处于证明责任分配的原则地位。个中缘由莫不在于“法律期望,任何一方当事人通过自己的行为,将由其承担证明责任的事实——如果此类事实需要加以证明,且尚不能被确认为真事实的——提出来予以确认”。因此,如果主张

[50] 应飞虎教授以禁止执行司法解释为例,认为权利倾斜性配置不当可能诱发道德风险、损害诚信者利益、提高交易成本、减少交易机会以及降低交易安全。参见应飞虎:《权利倾斜性配置研究》,载《中国社会科学》2006年第3期。

[51] 参见吴飞飞:《从权利倾斜到责任倾斜的弱者保护路径转换——基于法经济学视角的解读》,载《广东商学院学报》2013年第6期。

[52] 就责任与义务的关系,虽然部分学者强调二者的不同,认为义务属于“当为”,责任属于“强制”。但根据义务之间的因果关系,一般法理认为责任属于第二性义务,义务虽属“当为”,但“当为”的背后亦是“强制”。因此,二者在本质上是一致的。参见陈华彬:《民法总论》,中国政法大学出版社2017年版,第279~280页;张文显主编:《法理学》,高等教育出版社2011年版,第97页。

[53] 许士宦:《新民事诉讼法》,北京大学出版社2013年版,第273页。

[54] 参见易延友:《证据法学:原则 规则 案例》,法律出版社2017年版,第486页;黄凤:《罗马法》,中国人民大学出版社2014年版,第36页;费安玲主编:《罗马私法学》,中国政法大学出版社2009年版,第131页。

者对其负有义务的证明没有用许可的证据方法来提供,或者以这样的证据方法尚不能充分证明,其诉讼请求将难以获得法院支持。<sup>[55]</sup>但是,经营机构违反投资者适当性制度所引发的案件多属证券纠纷类案例,纠纷双方所具备的专业能力与经济实力悬殊较大,且证据材料多由经营机构掌握,此际,仍然坚持“谁主张,谁举证”这一举证分配原则,无疑将使法治正义决堤,致使“谁主张,谁举证”原则异化为豁免经营机构承担民事责任的保护屏障。<sup>[56]</sup>

据此,部分学者认为,投资者对于产品信息的掌握处于劣势,付诸法律手段追究证券公司民事责任之时,举证证明证券公司之过错实非易事;根据《证券期货投资者适当性管理办法》(2016年12月12日)第34条第2款之规定,投资者在举证规则上应采举证责任倒置规则,在归责原则上适用过错推定规则。同样,根据最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(法释[2003]2号)第18条之规定,在因果关系认定上宜采因果关系推定规则。<sup>[57]</sup>部分学者从诉讼实务出发,认为证券公司在专业知识、信息获取方面存在明显优势,证明自己没有过错的难度要远小于投资者证明证券公司存在过错的难度,而且证券公司本身就是资本市场的最大受益者,过错推定并不违反法律对公平价值的基本追求。因此,该类责任的归责原则以过错推定为宜。<sup>[58]</sup>部分学者从提交证据的方便程度出发,认为投资者适当性制度体系要义在于“了解客户”“了解产品”以及谨慎推荐,此外,根据《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》(2009年6月30日)第4条、第5条之规定,证券公司需与投资者书面签订《创业板市场投资风险揭示书》,以做到“留痕留迹”。因此,经营机构违反投资者适当性制度民事责任的归责原则可为过错推定。同理,为分担双方诉讼风险、彰显实体

---

[55] 参见[德]莱奥·罗森贝格:《证明责任论——以德国民法典和民事诉讼法典为基础撰写》,庄敬华译,中国法制出版社2002年版,第22~23页。

[56] 参见朱志峰《对证券欺诈民事赔偿“难”的思考》,载《广东社会科学》2013年第6期。

[57] 参见章辉:《资本市场投资者适当性管理制度研究》,法律出版社2016年版,第139~143页。

[58] 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。

公正、提高诉讼效益,在证券公司违反投资者适当性制度的侵权责任因果关系认定中,也应适用因果关系推定规则。<sup>[59]</sup>

就此,为避免投资者因举证不能而承担败诉风险,防止投资者适当性责任制度搁浅,笔者认为在举证责任上应采倒置规则。所谓举证责任倒置,是指按照法律要件分类说在双方当事人之间分配证明责任后,对依此分配结果原本应当由一方当事人对某法律要件事实存在负证明责任,转由另一方当事人就不存在该事实负证明责任。<sup>[60]</sup>在决定是否适用举证倒置规则时,立法者必须考量的因素主要有三:(1)举证难易。倘若将某一案件事实的证明责任苛于远离证据材料又欠缺证据收集能力的当事人身上,无异于“法律强人所难”。另外,掌握抑或接近证据材料的一方反而不承担证明责任,势必与公平正义相悖。(2)是否契合实体法的立法宗旨。证明责任不仅影响程序构造,而且直接关系实体法的立法宗旨能否实现。只有证明责任的分配与实体法上的立法意图、价值判断保持一致,实体法的立法目的才能通过诉讼程序得以彰显。<sup>[61]</sup>(3)保护弱者。证明责任的分担问题看上去是一个程序问题和证据问题,实质上却是实体权利义务的合理安排及立法政策的导向问题。当一方当事人处于弱势地位时,立法者与司法者不应在证明责任的承担及履行上加重他们的责任,而应利用证明责任这一杠杆,调节双方的证明责任负担,否则无异于拒绝对他们实施法律保护。<sup>[62]</sup>结合本文研究主题,根据《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》(2009年6月30日)第4条、第5条与《证券期货投资者适当性管理办法》(2016年12月12日)第25条、第32条之规定,证券公司需与投资者应当书面签订相应的投资风险揭示书,并需对相关资料予以保存,以做到“留痕留迹”。由是,证据材料多为经营机构直接占有,相较于投资者而言,经营机构更容易

---

[59] 参见赵万一主编:《证券交易中的民事责任制度研究》,法律出版社2008年版,第431页;胡伟:《投资者适当性制度民事责任探析》,载《广西社会科学》2013年第2期;丁鲁、王露爽、冯东阳:《监管改革视野下投资者适当性制度浅析——兼论金融投资者保护》,载《西南金融》2017年第11期。

[60] 参见李浩:《民事证明责任研究》,法律出版社2003年版,第164页。

[61] 同上注,第168~171页。

[62] 参见何家弘、刘品新:《证据法学》,法律出版社2013年版,第300页。

举证。此外,在专业技能与信息获取方面,证券公司具有高度的专业性,能够灵敏地捕捉到市场信息,处于明显优势地位。令经营机构对有无过错以及是否存在因果关系承担举证责任,有利于保护处于弱势地位的投资者。另外,投资者适当性制度的价值目的即在于保护投资者利益,且关涉投资者适当性制度的行政法规与部门规章多在第1条处明确“维护投资者合法权益”这一立法意图。因此,适用举证责任倒置规则,能够充分地实现程序与实体的配合与协作。最后,证券公司违反投资者适当性制度的表现形式与证券公司信息披露不实、信息遗漏等虚假陈述现象无异,根据相同问题同等处理的原则,理应适用举证责任倒置规则。<sup>[63]</sup>综上所述,经营机构违反投资者适当性制度的民事责任应采举证责任倒置规则。

然而,是否应如学者所言,对投资者不加区分地予以统一采用过错推定、因果关系推定的举证责任倒置规则?对此,笔者以为应该区别对待。很大程度上令经营机构对有无过错以及是否存在因果关系承担举证责任系基于投资者处于弱势地位。但根据《证券期货投资者适当性管理办法》(2016年12月12日)第7条的规定,“投资者分为普通投资者与专业投资者。普通投资者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面享有特别保护”。且该办法第8条对专业投资者的情形予以了列举。因此,投资者适当性制度倾斜性保护的更多是普通投资者。不言自理,相较于普通投资者,专业投资者经济实力相对雄厚、专业化程度较高,风险认知与承担能力更强。是故,举证责任倒置规则仅适用于普通投资者,专业投资者仍应适用“谁主张,谁举证”的证明责任规则。

最后,立法技术上究采举证责任倒置规则的一般化抑或效仿《侵权责任法》第58条的立法策略,对过错予以客观化。事实上,从良法善治与科学立法的角度分析,过错的客观化似乎更有道理。因此,未来的立法策略可采利益衡量的方法解释、架构该类民事责任的举证倒置规则。

## (二) 引入惩罚性赔偿制度

投资者因为证券交易而发生损害的原因千罗万象,既可能因为不法

---

[63] 参见章辉:《资本市场投资者适当性管理制度研究》,法律出版社2016年版,第143页。

行为的介入,亦可能囿于市场自身风险的痼疾,还可能始于投资者错误的商业判断。<sup>[64]</sup> 因此,在违反适当性义务时,证券公司应当向投资者承担赔偿责任的范围与标准一直是理论与实践难以回答且又必须回答的关键问题。从比较法来看,韩国《资本市场整合法》第48条第1项虽规定“违反重要事项说明义务的金融業者,需要赔偿因此发生的一般投资者的损失”,但该法并未对赔偿责任认定的具体办法与考量因素予以明揭。<sup>[65]</sup> 结合我国《证券期货投资者适当性管理办法》(2016年12月12日)第34条第1款,该办法虽明确证券公司违反投资者适当性制度需承担赔偿责任,但对赔偿责任的范围与认定标准却只字未提。事实上,即便《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》(2009年6月30日)第12~13条对证券公司违反适当性制度的法律责任做了详细安排,但规制的主要内容也仅停留于行政责任层面,如责令改正、监管谈话、出具警示函、责令处分相关人员等行政处罚措施。由是,部分学者考虑到我国资本市场发展现状,认为以期货为代表的金融衍生品发生损失,证券公司仅需赔偿保证金损失,而无须赔偿价差损失、佣金损失、税金损失、利息损失。<sup>[66]</sup> 部分学者从适当性制度下证券公司民事责任的功能出发,认为民事赔偿责任的价值取向主要在于充分补偿投资者受损利益,损害赔偿的功能就在于填补损害,因此,在证券公司违反投资者适当性制度造成投资者损失时,主要依据实际损失规则,责任人的赔偿范围是受害者支付的价格与证券交易的真实价格之间的差价。如果还存在其他损失的,可以要求赔偿损失。<sup>[67]</sup> 部分学者从责任倒逼的角度,认为要使法律制度更好地促进金融科技创新健康发展,投资者适当性制度的责任追究方面,应当加大对证券公司违法惩罚力度,引入惩罚性赔偿机制提高证

---

[64] 参见许祥殊:《证券法制演进比较研究——以中韩投资者保护制度为中心》,西南政法大学2009年法律史博士学位论文,第125~126页。

[65] 参见张美玲、谭金可:《论金融衍生品投资者适当性规则的构建——欧盟经验与借鉴》,载《湖南师范大学社会科学学报》2014年第5期。

[66] 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。

[67] 参见于文杰:《我国投资者适当性管理制度研究》,西南民族大学2017年民商法学硕士学位论文,第25页。

券公司的违法成本,以保护投资者权益加快金融科技创新又好又快发展。<sup>[68]</sup>

曾世雄教授早已指出,损害赔偿之最高指导原则系填平原则,即损害赔偿在于赔偿被害人所受之损害,裨于赔偿之结果,有如损害事故未曾发生者然。<sup>[69]</sup>申言之,损害赔偿制度的目的在于补偿受害人因不法行为所受到的损失,所获赔偿不应超过受害人所受的损失。<sup>[70]</sup>故此,作为民法填平原则的例外,惩罚性赔偿制度的适用需要具备特别充分的理由,否则有悖民法精神。那么,为阻遏证券公司违反适当性制度,有无必要以及有无可能引入惩罚性赔偿机制?对此问题的回答,无疑需要回溯惩罚性赔偿的功能目的与价值诉求。通说认为,惩罚性赔偿的功能在于惩罚、威慑不法行为人的同时,安抚、激励受害人,最终实现对社会整体利益的维护。<sup>[71]</sup>准此,通过惩罚性赔偿的适用,制裁违法经营者的欺诈行为、调动消费者的维权意识、维护正常的市场秩序。<sup>[72]</sup>投资者适当性制度是否适用惩罚性赔偿机制的关键在于投资者能否类推为消费者、经营机构违反适当性制度未予严格地履行适当性义务是否属于欺诈行为。

就要素一而言,非专业的个人投资者作为金融消费者,适用惩罚性赔偿逐渐为学界接受。<sup>[73]</sup>备受争议的是专业的个人投资者与机构投资者能否援引《消费者权益保护法》主张惩罚性赔偿,对此,笔者以为能否适用惩罚性赔偿制度的关键不在于专业的个人投资者与机构投资者是否属于金融消费者抑或消费者,其最为紧要的是专业的个人投资者与机构投资者能否类推为消费者而出于立法政策考量适用惩罚性赔偿制度予以特别保护。为此,我们通过分析《消费者权益保护法》具体规定可

[68] 参见何丽焦:《证券投资者适当性管理制度研究》,西南政法大学2016年硕士学位论文,第30页。

[69] 曾世雄:《损害赔偿法原理》,中国政法大学出版社2001年版,第16页。

[70] 金福海:《惩罚性赔偿制度研究》,法律出版社2008年版,第1页。

[71] 参见于冠魁:《惩罚性赔偿适用问题研究》,法律出版社2015年版,第69~72页;陈年冰:《中国惩罚性赔偿制度研究》,北京大学出版社2016年版,第27~30页。

[72] 参见杨立新:《我国消费者保护惩罚性赔偿的新发展》,载《法学家》2014年第2期。

[73] 参见朱红、李婧:《从行为法经济学看惩罚性赔偿制度在金融消费领域的适用》,载《上海金融》2017年第4期;张虹玉:《金融消费者适用惩罚性赔偿的探析》,载《江南大学学报》(人文社会科学版)2016年第4期。

以发现,《消费者权益保护法》第2条虽对该法的适用对象予以了规定,但该规定并非属消费者的定义性条款。<sup>[74]</sup>并且,从《消费者权益保护法》第62条可以窥见援引《消费者权益保护法》并非一定需要买受人属于消费者之列。<sup>[75]</sup>质言之,若存在“有着与消费者相似的遭遇”,<sup>[76]</sup>需要对弱势群体予以特别保护的必要,立法可以出于政策考量,明确规定司法可以参照适用该法。结合笔者前揭业已表明的观点,无论是专业的个人投资者与机构投资者,还是非专业的个人投资者与机构投资者,他们在风险识别与承担能力上难免逊于市场经营该机构,且投资者适当性制度是为通过对个别投资者予以保护而实现市场参与主体的整体社会利益。<sup>[77]</sup>因之,机构投资者与专业的个人投资者虽然非属消费者,但该制度所承载的保护社会利益这一制度价值完全有足够的立法理由证成其类推适用消法惩罚性赔偿制度的合理性。同理,就要素二而言,前揭业已指出经营机构违反投资者适当性制度与证券欺诈相差无几。由此,将惩罚性赔偿引入经营机构违反投资者适当性制度的民事责任体系合乎法理。唯有如此,才能真正将保护投资者利益的制度价值予以彰显,最终促进我国金融市场良性、高速发展。<sup>[78]</sup>况且,立法者明确指出,“加大对证券违法行为的处罚力度,突出对投资者权益的保护”。<sup>[79]</sup>综上所述,投资者适当性制度引入惩罚性赔偿机制既合乎法理,又因应社会现实需要。

当然,证券投资交易金额往往较大,若不加区别地适用《消费者权益

---

[74] 参见叶林:《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5期。

[75] 《消费者权益保护法》第62条明确规定:“农民购买、使用直接用于农业生产的生产资料,参照本法执行。”

[76] 学者认为,农民购买生产资料的范围,虽不属于生活消费,但广大农民普遍势单力薄,在经济活动中,有着与消费者相似的遭遇,因之,《消费者权益保护法》对其调整实有必要。参见李昌麒、许明月编著:《消费者保护法》,法律出版社2015年版,第67页。

[77] 参见徐冬根:《法律社会学语境下新三板市场投资者准入限制制度的社会利益目标分析》,载《比较法研究》2016年第4期。

[78] 参见杨东:《金融消费者保护综合论》,法律出版社2013年版,第264~265页。

[79] 参见《十二届全国人大常委会第二十七次会议分组审议法律和报告(聚焦审议)》,载《人民日报》2017年4月27日,第2版。



保护法》第 55 条之规定,势必使经营机构承担的责任过于沉重。由是,为找到一种衡平方案,笔者建议借鉴最高人民法院《关于审理商品房买卖合同纠纷案件适用法律若干问题的解释》(法释〔2003〕7号)第 8 条、第 9 条之规定,实行“返一赔一”规则。详言之,当经营机构违反投资者适当性制度造成投资者损失,经营机构除向投资者返还交易佣金及印花税外,投资者有权向经营机构请求“因取得金融投资产品而支付或应当支付的金钱等总额中,扣除该金融投资产品的处分金额,以及依据其他方法让该投资者回收或者可以回收的金额等总额之后的差额”<sup>[80]</sup>并可以请求经营机构承担不超过“交易价差额”<sup>[81]</sup>一倍的赔偿责任。

#### 四、余论:责任倾斜的“反倾斜”

投资者适当性制度的核心在于经营机构必须考虑价格、成本、速度、执行和结算可能性、规模、性质等因素,以获得对客户最佳的结果。<sup>[82]</sup>而令经营机构践行“最佳执行方针”<sup>[83]</sup>的有效机制,无疑是对其违反投资者适当性制度的民事责任予以明定,从而倒逼其按照投资者适当性制度的精神意旨进行交易。对此,法律作为金融创新、市场健康发展的“调节器”,首先需要明确的是经营机构违反投资者适当性制度应当承担何种类型的民事责任以及相应的责任规则如何构建。根据前揭笔者业已表明的观点,为保护投资者个人利益,推进投资者适当性制度的适用,法

[80] 武汉大学课题组:《投资者保护法律制度完善研究》,载《证券法苑》(第 10 卷),法律出版社 2014 年版,第 410 页。

[81] 交易价差额即按照投资者从事证券交易而发生的买入价与该金融产品现今处分的卖出价之间的差额。参见赵万一主编:《证券交易中的民事责任制度研究》,法律出版社 2008 年版,第 425 页。

[82] 参见蔺捷:《欧债危机背景下的证券投资者适当性制度及其启示》,载《西南民族大学学报》(人文社会科学版)2014 年第 10 期。

[83] 日本《金融商品交易法》第 40 条之二规定:“一、金融商品交易者对于买卖有价证券或有关市场衍生品交易(政令指定的交易除外。本条中称之为‘有价证券等交易’)的客户订单,须按照政令的规定,制定一套能在最优的交易条件下执行的方针与方法(本条中称之为‘最佳执行方针’)。”参见《日本金融商品交易法》,朱大明译,法律出版社 2014 年版,第 154 页。

律宜的选择是建构一套责任倾斜性保护方案。

但是,法律的核心是对权利义务的衡平,强调对投资者利益进行倾斜性保护并非意味着对经营机构的利益予以弃之不顾抑或置若罔闻。因此,为避免投资者适当性制度异化为法院判令经营机构承担民事责任的“兜底条款”,论者认为在设计投资者适当性民事责任规则时,实有必要配备与之相应的责任豁免制度。但事与愿违,出于投资者适当性制度的立法目的,学界对该制度的研究往往如击鼓传花似的单纯强调经营机构所应承担的义务,而对其免责事由鲜有论及。由是,缺乏责任豁免制度的投资者适当性制度难免沦为一个“蹩脚”的法律制度,势必难以承受良法善治、治国重器的重任。于是,为践行科学立法要义,部分学者认为投资者若拒绝向卖方提供相关信息甚或提供虚假信息,经营机构将对投资者所发生的损失享有豁免权,同样,经营机构若对专业投资者未尽到适当性义务,可以部分豁免对投资者承担责任。<sup>[84]</sup>另外,投资者在明知的情​​况下要求经营机构提供风险较高的投资产品,实属放弃投资者适当性制度的保护,此种情形由投资者自负其责。<sup>[85]</sup>

对于上述观点,笔者实难赞同。首先,经营机构履行适当性义务无疑需要投资者提供必要的信息,若投资者拒绝提供相关信息,经营机构将因无可供参考的资料而难以对投资者作出适当性评估,此时,证券期货等经营机构应拒绝投资者的交易要求,而非机械地继续向投资者推荐交易产品。由是,当投资者拒绝提供交易的必要信息,经营机构应该拒绝投资者的交易请求;相反,若经营机构仍然向投资者推荐有违其风险承担能力的投资产品,经营机构对投资者的损失不构成责任豁免。由此观之,我国《证券法(修订草案)》(2015年4月20日人大审议版)第168条第2款第2句规定:“拒绝提供或者未按照要求提供信息的,证券经营

---

[84] 参见鲍彩慧:《衍生品交易中买者自负向卖者有责的嬗变——以投资者适当性民事责任为视角》,载《上海金融》2017年第12期;张付标:《证券投资者适当性制度研究》,对外经济贸易大学2014年民商法学博士学位论文,第141~142页。

[85] 参见武俊桥:《证券市场投资者适当性原则初探》,载《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第158页;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。

机构可以拒绝向其销售产品或者提供服务。”<sup>[86]</sup> 其有失偏颇。科学表达应区分“拒绝提供”与“未按要求提供”各自情形下证券经营机构所应作出的不同应对行为。要言之,立法应明确“投资者拒绝提供信息的,证券经营机构应当拒绝向其销售产品或者提供服务”。其次,当投资者提供虚假信息,经营机构对投资者的损失构成豁免须以经营机构尽到必要的忠实、勤勉义务;若虚假信息显属能够被予以识别的,经营机构并不构成责任豁免,而应适用《侵权责任法》第26条与有过失规则承担相应的侵权责任。再次,投资者系专业投资者不属于投资者适当性制度民事责任的责任豁免事由。诚然,专业投资者在专业能力上高于普通投资者,但即便如此亦不构成经营机构的责任豁免。要言之,专业投资者与普通投资者的区分意义主要在于衡量经营机构是否尽到相应的适当性义务,亦即投资者专业与否,是对经营机构所担适当性义务之适当性程度的影响,而非指向经营机构责任豁免。最后,投资者在明知的前提下要求经营机构提供风险较高的投资产品而发生损失,经营机构对投资者的损失不构成责任豁免。学界对投资者自甘冒险是否构成投资者适当性制度的责任豁免事由一直争论不休。肯定论者认为,投资者适当性制度的价值虽在于保护投资者利益,但私法的精髓在于意思自治,投资者在明知的前提下要求经营机构提供风险较高的投资产品,无异于投资者同意而作出的自甘冒险,法律仍否定其放弃投资者适当性保护的效力,实为法律父爱主义泛滥。<sup>[87]</sup> 就此,笔者不以为然。纵然,私法的核心意旨在于意思自治。但是,投资者适当性制度产生的诱因本就在于防止“投资者购买与其风险承受能力不相匹配的金融产品”,同时肩户“买者自负”与“卖者有责”并彰的重任,亦即投资者适当性制度属社会本位立法的体现,其最终价值指向在于整个金融市场的稳定与发展。此际,若允许投资者放弃投资者适当性保护无异于否定该制度存在的假设前提(投资者

---

[86] 参见中国金融服务法治网:<http://www.financialservicelaw.com.cn/article/default.asp?id=4777>,2018年11月12日访问。

[87] 参见武俊桥:《证券市场投资者适当性原则初探》,载《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第143页。

利益不只关涉个人利益而与整个金融市场稳定息息相关)。<sup>[88]</sup>除此,从比较法观察,美国 FINRA2111 适当性规则亦明确规定“不得放弃适用性规则的适用”。<sup>[89]</sup>因之,投资者放弃投资者适当性保护不构成经营机构的责任豁免事由。综上所述,投资者适当性制度中,经营机构的责任豁免事由有且仅有“损失确因投资者故意提供虚假信息等自身原因而致经营机构即便经过审慎评估也难以履行适当性义务”。<sup>[90]</sup>

(编辑:周莹盈)

---

[88] 事实上,受害人同意能否作为侵权责任的抗辩事由,各国法律规定不一,但学者认为受害人同意作为侵权责任的抗辩事由,首要前提是受害人放弃的权利为法律所允许,且不违社会公共利益。参见谭启平主编:《中国民法学》,法律出版社2018年版,第673~674页。

[89] “Disclaimers. A member or associated person cannot disclaim any responsibilities under the suitability rule”, accessed [http://finra.complinet.com/en/display/display\\_main.html?rbid=2403&element\\_id=9859](http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=9859), 2018年7月15日访问。

[90] 参见陈晨:《股权众筹投资者适当性制度研究》,载《上海金融》2016年第10期。