

# 金融机构投资者适当性义务履行的优化及监管转变

邱思淇

上海师范大学哲学与法政学院, 上海

收稿日期: 2024年2月27日; 录用日期: 2024年3月4日; 发布日期: 2024年4月15日

## 摘要

金融机构投资者适当性义务不同于告知说明和合格投资者, 要求更为严格。新《证券法》的规定更加表明了其为法定义务。在履行适当性义务的过程中体现出了基础信任关系薄弱、风险偏好与产品风险错配、风险评估流于形式等问题, 金融机构应强化信任关系的构建, 从实质出发进行适时的创新设计和审查提醒, 匹配新《证券法》“原则监管”的理念, 达到义务履行的“充分性”。

## 关键词

适当性义务, 风险错配, 重实质轻形式, 原则监管

# Optimization and Regulatory Shifts in the Implementation of Investor Suitability Obligations for Financial Institutions

Siqi Qiu

School of Philosophy, Law and Political Science, Shanghai Normal University, Shanghai

Received: Feb. 27<sup>th</sup>, 2024; accepted: Mar. 4<sup>th</sup>, 2024; published: Apr. 15<sup>th</sup>, 2024

## Abstract

The investor suitability obligations of financial institutions are different from those of information statements and qualified investors, and the requirements are more stringent. The provisions of the new Securities Law further indicate that it is a statutory obligation. In the process of fulfillment of appropriateness obligation, it reflects the problems of weak basic trust relationship, mismatch between risk preference and product risk, and formal risk assessment, etc. Financial in-

stitutions should strengthen the construction of trust relationship, carry out timely innovative design and review reminder from the substance, match the concept of “principle-based supervision” of the new Securities Law, and achieve the goal of “adequacy” of obligation fulfillment and regulatory transformation.

## Keywords

Appropriateness Obligation, Risk Mismatch, Substance over Form, Principle-Based Regulation

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 投资者适当性义务的含义及特征

### 1.1. 含义

投资者适当性义务，特别是在我国分业监管的大背景下，适当性义务的规则体系法条零散、措辞繁多、标准不一，加剧了适当性义务表述的混乱局面。在我国目前存在着多种不同表达，如“适当性原则”、“适当性管理”、“适合性原则”等，没有统一的标准。2018年中国人民银行联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》)<sup>1</sup>、2019年最高人民法院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)<sup>2</sup>都规定了适当性义务的问题。2020年实施的《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第88条首次在本法律中明确规定适当性义务的内涵：“证券公司向投资者销售证券、提供服务时，应当按照规定充分了解投资者的基本情况、财产状况、金融资产状况、投资知识和经验、专业能力等相关信息；如实说明证券、服务的重要内容，充分揭示投资风险；销售、提供与投资者上述状况相匹配的证券、服务。投资者在购买证券或者接受服务时，应当按照证券公司明示的要求提供前款所列真实信息。”适当性义务的问题和规制也日益成为市场交易的核心，即使现已有较为准确的表述，在适用过程中仍然欠妥。

### 1.2. 特性

#### 1.2.1. 与告知说明义务的关系

《九民纪要》同样也明确阐述了告知说明义务。<sup>3</sup>关于告知说明义务与适当性义务的关系存在三种观

<sup>1</sup>《资管新规》第6条：金融机构发行和销售资产管理产品，应当坚持“了解产品”和“了解客户”的经营理念，加强投资者适当性管理，向投资者销售与其风险识别能力和风险承担能力相适应的资产管理产品。禁止欺诈或者误导投资者购买与其风险承担能力不匹配的资产管理产品。金融机构不得通过拆分资产管理产品的方式，向风险识别能力和风险承担能力低于产品风险等级的投资者销售资产管理产品。金融机构应当加强投资者教育，不断提高投资者的金融知识水平和风险意识，向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念，打破刚性兑付。

<sup>2</sup>《九民纪要》第72条：适当性义务是指卖方机构在向金融消费者推介、销售银行理财产品、保险投资产品、信托理财产品、券商集合理财计划、杠杆基金份额、期权及其他场外衍生品等高风险等级金融产品，以及为金融消费者参与融资融券、新三板、创业板、科创板、期货等高风险等级投资活动提供服务的过程中，必须履行的了解客户、了解产品、将适当的产品(或者服务)销售(或者提供)给适合的金融消费者等义务。卖方机构承担适当性义务的目的是为了确保金融消费者能够在充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险的基础上作出自主决定，并承受由此产生的收益和风险。在推介、销售高风险等级金融产品和提供高风险等级金融服务领域，适当性义务的履行是“卖者尽责”的主要内容，也是“买者自负”的前提和基础。

<sup>3</sup>《九民纪要》第76条：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。

点：第一种观点，适当性义务与告知说明义务无关，告知说明义务侧重于对不特定公众进行信息披露，适当性义务侧重对特定客户进行产品推荐。第二种观点，适当性义务等同于告知说明义务。第三种观点，适当性义务 = 适当性 + 告知说明，告知说明是包含在适当性义务之中的。事实上很明显，适当性义务包括了告知说明义务。告知说明实际广泛存在于合同的各个阶段，合同前期要尽到必要的告知、提醒、阐明，履约过程中也要对产品进行介绍、解释，这是一个非常浅层、基本的义务，甚至不仅局限于金融市场，是只要进行交易就必须尽到的职责。而适当性义务对金融机构的要求更高，作为一个“中间桥梁”来衔接、平衡金融产品的风险与当事人的信息不对称所导致的偏差，以达到平等交易、契约自由。故适当性义务是更加严苛的制度。

### 1.2.2. 与合格投资者的区别

一方面，合格投资者并不自动排除适当性义务的适用，适当性义务也适用于合格投资者，但另一方面，其二者的不同效用更为明显。第一，发挥监管作用的方式不同。合格投资者制度是从投资者的主体资格层面构建的一项刚性的、静态的市场准入制度，通常适用于某个市场整体；而适当性义务的约束对象是金融机构，通过对其在提供金融服务和产品时施加交易对象、内容和程序等方面的要求保证交易的通畅，是一套柔性的、动态的行为监管规则。第二，发挥监管作用的时间不同。合格投资者制度属于“事前监管”，在门槛初期就对投资者进行甄别和筛选，符合市场要求的投资者才被允许进入相应市场，且其进入市场后要自行承担投资风险；而适当性义务属于事中监管，更多地存在于金融机构与投资者的交易过程之中，金融机构有义务评估投资者的能力和产品风险，确保二者能够相互匹配。

## 2. 投资者适当性义务的法律性质与必要性

目前我国《中华人民共和国证券投资基金法》(以下简称《证券投资基金法》)在法律层面规定有适当性义务，银行、保险、期货、证券等金融领域的其他规范性文件、行业自律管理规范等也对适当性义务做出过监管规定，《九民纪要》亦对上述适当性义务的性质做出明确界定<sup>[1]</sup>。特别是《证券法》的表述将其纳入基本法律的范畴，当然构成了金融机构的法定义务。

从《九民纪要》、《证券法》关于适当性义务的表述中可以看出，适当性义务的履行是“卖者尽责”的主要内容，也是“买者自负”的前提和基础。即不能空洞地理解“卖者有责，买者自负”原则，是“卖者有责”而非“卖者全责”<sup>[2]</sup>，要在金融机构妥当地、完满地履行了适当性义务后，才能“买者自负”。虽然交易的基本逻辑是双方平等、契约自由，但与一般不平等关系不同，特定行业领域的不平等关系具有行业性与功能性特征，同时双方的关系也呈现互惠与侵害高度融合的特点<sup>[3]</sup>。信息不对称、金融风险日益隐蔽、资金、地位等导致了交易双方实质上是不平等的，甚至可能差别悬殊。故而通过对金融机构施加适当性义务这一做法，一方面，试图平衡客观因素所造成的不平等；另一方面，“倾斜保护”不仅只关乎投资者，与此同时更重要的是兼具了调节市场的功能，往往同时保护了个体与集体：金融机构在尽到适当性义务后可以相应免责，投资者享受“被服务”的待遇后能够更好地选择交易，金融交易的正常进行又营造了良好的市场氛围……故而投资者适当性义务的规制是必要且正当的。

## 3. 投资者适当性义务履行过程中产生的问题

此处以两个典型案例为切入点。

2019年“中国建设银行股份有限公司北京恩济支行与王翔财产损害赔偿纠纷”一案中，被告恩济支行在向原告王翔推荐产品的过程中已经按照各管理办法、销售流程等履行了风险评估流程，王翔完成了风险评估问卷，签署了风险提示确认书，但一审、二审、再审法院并未仅根据恩济支行完成了法律法规列举的要求就排除其责任，而是结合了各方面的考察综合评判：其一，虽然风险评估将王翔的风险偏好

总结为“稳健型”，导致其投资亏损的“股票型基金”也被列为“中风险”投资标的，但王翔在问卷中“以下哪项最符合您的投资态度”项下选择了“保守投资，不希望本金损失，愿意承担一定幅度的收益波动”；“您的投资目的”项下选择了“资产稳健增长”；“您的投资出现何种程度的波动时，您会呈现明显的焦虑”项下选择了“本金 10% 以内的损失”，故法院认定王翔所实际呈现出的偏好是“风险厌恶型”。其二，虽然王翔作为金融案件审判领域的专家，有高于社会普通人的金融投资专业知识，具有相对丰富的投资经验，多次在恩济支行购买基金产品，但其之前购买理财产品的事实，不能导致其对本案涉诉基金的相关风险等内容有所了解，并不能据此减轻或免除恩济支行未按金融监管的相关规定履行适当性推介义务所应当承担的责任。

2020 年发生的“中行原油宝事件”，尽管牵涉的问题和风险较为复杂，但其中关于适当性义务的问题非常突出。在风险提示上，中行没有直接揭示“原油宝”穿仓的风险，而是在《中国商业银行股份有限公司个人账户商品业务交易协议》中约定了银行追索权，这种虽然专业但非常委婉、间接的风险提示方式显然不符合告知说明的履行标准。在风险匹配上，发生了客户实际风险偏好与产品实际风险错配、标准化产品设计与个性化投资需求错配：原油宝风险评级设置在 R3 等级，而原油期货风险等级最低可达 R4 等级；原油宝在“包装”下易被误解成“理财产品”，一定程度上降低了入手原油期货类产品的门槛，吸纳了许多普通的个人投资者。故中国银行存在降低投资者准入门槛、客户和产品评级违反适当性原则等问题。

由此可见，一方面，适当性义务履行过程中易产生不合理、错配的情况；另一方面，司法系统实践中的判断更趋于合理化、实质化，金融机构在实践中的操作已逐渐不能与评判标准完全契合。

## 4. 投资者适当性义务履行的优化和转变

### 4.1. 理念上——强化以信任为基础的关系构建

英美法系中，美国为投资者适当性义务提供了丰富的理论基础。在美国，适当性义务的理论基础主要有代理理论、招牌理论、信义义务。代理理论认为，金融机构与投资者之间是委托代理关系，金融机构作为代理人对被代理人(投资者)负有中式、注意义务，应为被代理人的最大利益行事。招牌理论中，只要证券经纪商在证券交易中挂出招牌，就默示其会与大众进行公平交易<sup>[4]</sup>。金融机构在挂牌之时就负有一种默示义务，保证自己秉持专业知识和技能，公平对待所有客户。信义义务来源于信托法，认为金融机构与投资者之间存在特殊的信赖关系，基于此信赖，投资者更容易相信金融机构的推荐，金融机构则有义务确保其建议的适当性。此三大理论的出发点或核心都在于信任关系，以及由此产生的信义义务。

虽然信义义务并非大陆法系项下的概念，但与大陆法系的诚实信用原则则有异曲同工之处，诚实信用原则同样注重信任关系，它们在交易关系中具象化体现的内容是一样的：金融机构不能欺诈金融消费者，应从其利益出发，将合适的金融产品推荐给适合的投资者。

综上所述，适当性义务无论是被理解成为英美法系中的信义义务还是大陆法系的诚实信用，均强调金融机构与投资者之间的信赖关系。在某些不平等关系中，我们已经看到信任解体与矛盾激化所带来的危险。<sup>4</sup>以构建和强化信任关系为核心来调整不平等关系，是最为有效、成本最低的思路。要求金融机构超越合同义务，承担信义义务，以更高的标准谨慎行事，这也是将其作为法定义务的初心。要设置激励机制，推动金融机构积极地获取相对方的信任，例如可以以客户的反馈作为参数，对金融机构的可信程度进行半年度、年度评分，公示排行，潜在投资者当然会趋向于选择可信赖、适当性义务履行妥当的金

<sup>4</sup>例如在医患关系中，我国的医患矛盾曾经一度激化，导致患者对于医院和医生产生了较高的不信任情绪，甚至导致了不少极端的暴力伤医事件。医院为了预防医患矛盾，不断对防御措施层层加码，包括在医院门口设置安检措施、对患者进行尽可能多的化验和机器检查、为未来可能出现的医患纠纷储备证据。这类医患关系的恶化极大消耗了社会资源，造成了医患双方的双输局面。只是到近年来，随着医疗体制的改善和疫情等因素，医患之间的信任又大幅回升，医患关系才逐渐改善。

融机构，无形中为金融机构增加了知名度和客户来源，这样也可以反过来推动金融机构本着信任关系更好地行事。

## 4.2. 服务上——进行适时的创新设计和审查提醒

首先，不可否认和避免的是，个性化的具体设计可能带来巨大成本，格式化的风险测评问卷是高效行事的一般做法，但遇到复杂衍生品、创新型产品时，金融机构必须要设置相关的问题，测评投资者是否对此类产品确有了解。其次，从上述案例中可以很明显看出，实践中法院绕过银行作出的包括风险承受能力测评等在内的、符合形式要求的“标准动作”，相反从实质出发探求投资者真实的对风险承受的主观意愿，这一裁判思路也说明了当下投资者风险承受能力等级划分的方法欠妥当[5]。加之风险的多面性导致现有的做法难以全面、准确评估产品的风险，而大量纠纷正是因为投资者风险承受能力与金融产品风险不相匹配。所以，金融机构人性化的“主动出击、深入探查”显得尤为重要，例如投资者完成问卷后均要进行审查，这种审查并非全盘的、实质的审查，而是着重审查易误解、易错选、难理解的问题，反复确认投资者的风险偏好和承受能力。最后，为了更好地满足“充分性”的要求，金融机构应当不定时跟进客户，因为一些主观因素是可以随时变化的，例如投资者风险偏好发生改变，要及时提醒投资者重新测评；投资标的发生重大变化，及时提醒投资者关注。这些职责的履行看似耗时耗力，却能成为日后发生冲突时金融机构减轻或免除责任的关键因素。

## 4.3. 方法上——投资者适当性义务的监管转变

### 4.3.1. 规则监管

在2019年《证券法》通过之前，我国对于证券市场的投资者适当性保护采取的是传统的“基于规则的监管”方式，中国证监会颁布了一系列有关投资者适当性义务的监管规则，券商、基金管理公司的适当性义务在于，是否对照监管规则的“清单式审查”完成如“风险揭示”、“风险评估”等程序性要求。这种“规则监管”的模式往往以条文形式列举，来描述监管对象应当完成的各项具体标准，如“经营机构向投资者销售产品或者提供服务时，应当了解投资者的下列信息：……(三)投资相关的学习、工作经历及投资经验；(四)投资期限、品种、期望收益等投资目标；(五)风险偏好及可承受的损失；……”<sup>5</sup>“基金销售机构建立基金销售适用性管理制度，应当至少包括以下内容：……(二)对基金产品的风险等级进行设置、对基金产品进行风险评价的方式或方法；(三)对基金投资人风险承受能力进行调查和评价的方式和方法……”<sup>6</sup>规则监管有具象、量化的优点，但它是过程化的要求，在实际操作中非常容易流于形式，金融机构趋利避害刻板地进行文义理解，使之成为“重法律形式、轻交易实质”的产物。此外，它还忽视了监管对象为了规避规则而可能进行金融活动的动机与诱因，由此导致越来越多的金融业务在形式合规中产生越来越复杂的交易结构(如大量结构化资管产品的出现)，这就使得原本按规则要求进行监管的各监管机构无法对这些创新的危害性进行充分判断和有效规管[6]。这种以规则为导向的监管模式成效甚微。

### 4.3.2. 原则监管

新《证券法》关于适当性义务所采用的术语，如“充分了解”、“如实说明”、“充分揭示”等，已非具象表述，也不是具象罗列。“充分”一词就表明了监管态度：金融机构具体如何表达“充分”，需要其主动行事，积极履行职责，这体现在交易的各个环节和流程中，日后也作为金融机构履行适当性义务的相关证明。《证券法》这种“以结果为导向”的规定方式，渗透着“原则监管”的理念，前述恩济银行案就有此雏形。英国作为原则监管的发源地，自1990年在金融服务领域引入了原则监管后，对于

<sup>5</sup> 《证券期货投资者适当性管理办法》第6条。

<sup>6</sup> 《证券投资基金销售适用性指导意见》第7条。

金融市场的监管就不再仅依赖于规范性的规则了。原则监管通过有意义的监督使得监管效果超越“形式合规”，要求监管对象自行填充监管原则所应呈现出的具体内容，鼓励监管对象在实现监管目的的过程中能够延伸成为监管机关的代理人而不是仅仅成为被动遵守规则要求的监管对象。这种“重实质、轻形式”的大框架更加有利于金融机构多元化地创新措施来充分评估产品和投资者的适当性，而非为了应对监管完成形式要求，消耗监管机构和监管对象不必要的时间和成本。

## 5. 结语

适当性义务的法律适用模式从起初的“以存在推荐行为作为适用的前提”扩展到广泛地作用于金融机构各类交易活动之中。它来源于信义义务，比告知说明、附随义务等要求更高、更严格，在金融机构交易过程中发挥作用，有调节地位差距、保护投资者、维持交易秩序的功能。在履行过程中具象化表现出的基础信任关系薄弱、风险偏好与产品风险错配、风险评估流于形式等问题数见不鲜。设置激励机制推动金融机构强化信任关系，从实质出发深入确认投资者的风险偏好、后期及时跟进审查和提醒，践行以结果为导向的“原则监管”模式……这些改变都需要监管机关与金融机构相互配合，早日形成双赢局面。

## 参考文献

- [1] 李国光. 《全国法院民商事审判工作会议纪要》理解与适用[M]. 北京: 人民法院出版社, 2019: 412-414.
- [2] 黄辉. 金融机构的投资者适当性义务: 实证研究与完善建议[J]. 法学评论, 2021, 39(2): 130-143.
- [3] 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[J]. 中外法学, 2022, 34(2): 445-464.
- [4] 任自力. 金融机构适当性义务的规范逻辑[J]. 法律适用, 2022(2): 36-47.
- [5] 李海龙. 资本市场投资者适当性规则的美国经验与中国探索[J]. 环球法律评论, 2021, 43(3): 165-179.
- [6] 郑彧. 新证券法下“投资者适当性义务”的实现路径——从“规则监管”到“原则监管”的转变[J]. 证券市场导报, 2021(3): 62-68+77.