

## 权利视角下证券投资者适当规则的拓展适用

刘志伟\*

DOI:10.16823/j.cnki.10-1281/d.2019.06.008

内容提要：自 2009 年投资者适当规则被引入以来，投资者适当规则研究的重点集中于域外经验借鉴、制度构建完善、法律性质或定位以及违反后民事责任承担等领域，而很少涉及权利解读。优化规则本身固然重要，但不能忽视规则背后所隐含的各利益相关方的权利诉求，因为其权利维护指向和具体的权利谱系是投资者适当规则拓展适用的桥梁与纽带。投资者适当规则的核心内容集中凸显了投资者的知情权、自主选择权以及公平交易权三项权利内容，并且此三项权利恰好是证券投资过程中维护投资者财产安全权的核心所在。结构化掠夺性贷款产品所致的信息偏在和“上门兜售”推介、销售方式的结合，表明其与投资类金融产品的本质并无根本差异，所应保护的权类型亦相同，因而有必要且应当以所维护的权利为桥梁将适当性规则拓展适用于掠夺性贷款等信贷类金融产品的推介、销售之中。

关键词：投资者适当 权利分析 掠夺性贷款 财产权保护

本文选取自投资者适当规则引入我国十年来，<sup>[1]</sup>中国知网（CNKI）所收录国内学界、业界以及监管层专家、学者有关投资者适当规则研究的文章为样本，并着重以论文题目与内容为切入点，探寻诸位专家、学者的研究重心所在。目前研究重点主要集中于域外经验借鉴、制度构建完善、法律性质或定位、违反后的民事责任承担、投资者适当分类以及具体领域的投资者适当规则等领域。事实上，任何一项规则的设计、颁行乃至最终实施，其背后均是利益博弈与权利衡平的结果。于投资者适当规则而言，其根本旨趣即是为了维护投资者的财产权，即投资者财产利益在法律上的确认与保护。在信息偏在的情况下，唯有以投资类金融产品信息披露为基点，对投资者的知情权、自主选择权和公平交易权给予法律上的保障，才能更好地从根本上保护投资者的财产权。与既往不同的是，单单依靠强制性信息披露和事后的反欺诈条款已然无法更好地保护投资者

\* 刘志伟，西南政法大学经济法学院讲师。

[1] 2009 年中国创业板市场首次引入了投资者适当规则，至今已十年。

的上述诸项权利，而投资者适当规则恰好是对强制性信息披露规则和反欺诈条款的补强加固。然而，对投资者适当的研究，不应简单停驻于规则层面，而应深入规则之中及其背后，探取规则本身蕴含着的各利益相关主体的权利诉求，尤其是投资者的财产权益，并在法律上予以积极确认和维护。否则，投资者保护的功效将遭受消减。事实上，目前有关投资者适当的研究反倒是主要集中于规则层面，对投资者适当规则进行权利解读的研究则相对缺乏，实质上法律规则背后所蕴含的权利才应是法学研究的核心所在。同时，如若不对投资者适当规则进行权利解读，并以权利作为桥梁，亦难以将其拓展适用于掠夺性贷款等信贷类金融产品的推介与销售之中，并对信贷类金融产品的购买者形成有效保护。是故，对投资者适当规则的研究有必要且应当回归到权利的视角上来，以更好地保护信贷类金融产品接受者的财产权益。

## 一、样本选取及分析：对当前投资者适当规则研究重点的反思

本文选取中国知网（CNKI）期刊数据库收录的文献为样本，以“投资者适当”进行“篇名”检索，<sup>〔2〕</sup> 共计获取 2009 年至 2019 年间的论文 176 篇。其中，期（辑）刊论文 119 篇，博士学位论文 1 篇，硕士学位论文 37 篇，会议论文 19 篇。显然，176 篇论文并非国内“投资者适当”研究的全部成果，如韩祥波的博士学位论文《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》、王锐的著作《金融机构的适当性义务研究》亦是以投资者适当为中心展开的研究。同时，在中国知网（CNKI）以“投资者适当”进行“篇名”检索，尚有报纸文献 335 篇。另外，合格投资者制度也与投资者适当规则存在千丝万缕的联系。是故，构成研究样本的 176 篇论文，只是大致反映了自 2009 年投资者适当规则被引入我国以来“投资者适当”研究的基本概况，而不可能细致全面地涵括所有有关“投资者适当”的研究。

对既有“投资者适当”的研究主题进行恰当分类并不容易，主要是因为对任何事物进行类型化研究的划分标准繁多不一，且观察视角各有差异。笔者仅仅结合构成研究样本的 176 篇文章的篇名与研究内容，对“投资者适当”的研究重点进行基本的分析。当然，该类型划分方法或许并不十分科学合理，甚至存在着内容的交叉重叠，但这也是在所难免的。总的看，构成研究样本的 176 篇文章对“投资者适当”的研究主要是围绕“投资者适当”规则域外经验的比较借鉴、制度的构建完善、法律定位或性质、违反后的民事责任承担、投资者适当分类以及各个具体领域的投资者适当规则等核心议题展开。具体而言，第一，从论文题目角度考察样本文章研究主题的数量分布情况，其中，20 篇明确标明为制度的构建完善，24 篇是对域外经验的比较借鉴，40 篇探讨具体领域的投资者适当规则，5 篇剖析其法律定位或性质，5 篇关于违反后的民事责任承担，3 篇研究投资者适当分类，1 篇是投资者适当性义务法制化，其他则比较混杂。第二，从各个核心议题研究的具体内容来看：一是经验借鉴部分所涉国家和地区主要是美国和欧盟一些国家，另外，还包括日本、德国、新加坡以及我国台湾和香港地区；二是制度的构建完善与具体领域中的投资者适当规则，主要是在对我国既有投资者适当规则，如科创板、股权众筹、融资融券、创业

〔2〕 中国知网（CNKI）期刊数据库最后检索时间为 2019 年 6 月 16 日。

板、股指期货领域的投资者适当规则，进行文本梳理与评价的基础上，提出我国投资者适当规则修订的建议；三是对法律性质或定位的研究，主要明确了投资者适当规则，既是一项证券监管要求，又是一项投资者保护规则；四是民事责任的研究，重点是从证券公司与客户的法律关系入手，导出在不同法律关系下民事责任分配应有所差异；五是投资者适当分类研究的核心主要讨论的是投资者的划分标准问题。当然，贯穿始终的主要是对投资者权益的法律保护，这也是投资者适当规则设计的初衷和根本目标。

从目前诸位专家、学者研究的重点来看，业已进行的研究为后来研究者、业界以及管理层深度理解并把握“投资者适当”规则的源流嬗变、核心内容及其法律性质或定位等奠定了坚实基础。同时，亦为“投资者适当”规则在中国的设计、颁行与实施，乃至违反后的法律责任承担提供理论上的支撑和实践上的指引。譬如，在“王翔起诉建行北京恩济支行”案中，围绕中国建设银行股份有限公司北京恩济支行是否违反“投资者适当性”规则这一纠纷焦点，海淀区人民法院一审判决建行北京恩济支行“存在明显不当推介行为和重大过错”，北京市第一中级人民法院二审判决“驳回上诉，维持原判”，2019年8月北京市高级人民法院再审裁定“驳回建行恩济支行的再审申请”。然而，值得注意的是，欲使作为舶来品的“投资者适当”规则恰如其分地内嵌于我国既有金融法律制度，优化规则本身，固然重要，但如若忽视了隐藏于规则缺损背后的利益分歧和价值冲突，恐怕也是雾里看花，于事无补。<sup>〔3〕</sup>“投资者适当”规则肇始于美国，其设计初衷即是为了平衡保护投资者利益，要求证券市场中介机构〔主要指证券经纪商（broker-dealer）〕履行审慎选择投资者的义务，将适当的产品销售给适当的客户。<sup>〔4〕</sup>如若我国“投资者适当”规则的引入与设计仅仅是照本宣科，而不顾其背后所隐藏的利益所在与投资者权利保护的根本旨趣，必将导致“投资者适当”规则的研究、设计徒有其表，甚至沦为金融产品经营者自身规避法律责任承担的工具或手段。同时，因为“权利的基础是利益——权利来源于利益要求，权利乃法律所承认和保障的利益”，<sup>〔5〕</sup>所以“投资者适当”规则的研究、设计，乃至实施应主要从投资者利益的维护切入，并将投资者的利益诉求转化为实实在在的法律权利。从学科角度而言，权利以及与之相对应的义务是法学研究和法律思维展开的重心所在，如果不对投资者适当规则进行权利解读将无法凸显法律学科相较于经济或金融等其他学科的学科特性，甚至为其他学科的研究所淹没。

从另一层面来讲，若忽视投资者适当规则背后所欲维护的权利内容，而仅从制度层面对其进行解读，极易导致投资者适当规则的狭隘理解与使用，使其不能对与投资类金融产品没有本质差异，甚至在根本上相同的信贷类金融产品之购买者的权利进行有效保护。无论是与掠夺性贷款产品相类似的信贷类金融产品还是投资类金融产品，两者都具有复杂的金融结构且难以被理解，这导致金融机构与投融资主体间的信息不对称。同时，投资和信贷类金融产品的推介、销售都是采

〔3〕 参见盛学军、刘志伟：《证券储架发行制度的优化设计》，载李昌麒、岳彩申主编：《经济法论坛》第11卷，群众出版社2013年版，第158页。

〔4〕 参见武俊桥：《证券市场投资者适当性原则初探》，载张育军、徐明主编：《证券法苑》第3卷，法律出版社2010年版，第131页。

〔5〕 张文显：《法哲学范畴研究》，中国政法大学出版社2001年版，第303页。

用“上门兜售”的方式进行。“当一个投资者因为接受了经纪交易商推荐或销售的不适当证券造成损失时，是有获得救济途径的，可如果获得的产品是次级贷款，因此遭受巨大损失时，却没有任何的救济途径，这样的结果的正当性是值得追问的。”〔6〕为维护次级贷款，尤其是掠夺性贷款借款人的正当财产权益，有必要将投资者适当规则拓展适用于掠夺性贷款等信贷类金融产品的购买或销售之中，并在法律上对其予以确认。然而，投资者适当规则的拓展适用并不是单纯从规则到规则的转化，内含其中的是金融产品购买者的“权利”，而权利是促使投资者适当规则拓展为金融销售适当的中间媒介与桥梁。是故，有必要且应当对投资者适当规则进行权利解读，否则，将无法实现对信贷类金融产品购买者合法权益的有效保护。

## 二、从证券投资过程看投资者适当规则应维护的权利类型

如上所述，本文并非简单重复学界既有的关于投资者适当规则的研究，而是转换视角，从权利的角度对投资者适当规则进行研究，并旨在将其拓展适用于掠夺性贷款等信贷类金融产品的推介、销售之中。既然对投资者适当规则进行权利解读，那么证券投资者究竟有哪些需要法律承认和保护的权利与利益呢？从证券投资的本质来看，投资者是为了实现资本财产的保值增值和风险管理的有效管理才进行投资的，内含其中的是财产上的利益。从投资的开始到投资的结束，一切证券投资行为都围绕财产上的利益进行，当其得到法律肯定之后，便迅速转换为证券投资者的财产权。一般而言，证券投资会涉及发行人、中介机构、投资者三方主体，并且三方的利益关系复杂，在不同的情境下或为“敌”，或为“友”，彼此间难免尔虞我诈。尔虞我诈得以进行的工具即是信息的偏在与不对称，正如 Samuel Johnson 所言，“秘密或神秘开始的地方，堕落或者欺诈已经离我们不远了”。〔7〕相对于发行人和中介机构而言，投资者在信息获取和理解上处于弱势，正因为如此，投资者的合法财产权益便极易遭受侵害。“市场行为可以简略为作出交易决策与执行交易决策的过程。获取信息，则是决策的前提，尤其是获取信息的数量与质量如何，成为制约决策妥当与否的关键”，〔8〕因此，必须强制把与“发行证券有关的资料向投资者公开，使投资人在决定是否购买证券以前有机会充分了解发行公司状况，据以判断证券是否具有相当的投资价值”，〔9〕以此来确立投资者的信息获取权或者称之为投资者的知情权。强制信息披露制度确立的真实意图即是“尽可能的将股票持有者与公司经营摆平，将买方与卖方放在同一条船上，证券法无意阻止投资者做出坏的决定，它仅想通过披露相关信息来帮助投资者评估证券质量，以及防止公司迷惑投资者”。〔10〕显而易见，强制信息披露制度的设计，除保障了证券投资者的知情权以外，还保证了证券投资者在知悉证券所载真实信息的前提下自主选择交易对象、证券品种的权利。无论是对投资者知情权还是对投资者自主选择权的保护，都保证了证券交易本身的公平性，

〔6〕 韩祥波：《金融产品销售的适当性法律问题研究》，法律出版社 2013 年版，第 77 页。

〔7〕 转引自齐斌：《证券市场信息披露法律监管》，法律出版社 2000 年版，第 1 页。

〔8〕 盛学军：《信息不完全——对证券公开规制的一种经济分析》，载《现代法学》2002 年第 6 期，第 66 页。

〔9〕 前引〔7〕，齐斌书，第 11 页。

〔10〕 高如星、王敏祥：《美国证券法》，法律出版社 2000 年版，第 5 页。

即保障了投资者公平交易的权利。另外，在事后，如果投资者的财产权利遭受侵害则需要通过反欺诈条款来寻求民事损害赔偿，即从法律上确认投资者的损害赔偿请求权。

在证券投资过程中，投资者利益的保护必须以财产权的行使表现出来并且贯穿始终，财产权的保护则又必须借助知情权、自主选择权、公平交易权以及损害赔偿请求权的实现来达致。易言之，投资者的投资权利，即金融服务获取权，是投资者目的性权利实现的通道，投资者的财产安全权是投资者的目的性权利，而知情权、自主选择权以及公平交易权等其他权利则为获取金融服务和目的性权利实现提供了工具和手段。投资者财产权的安全性保障，必须途经金融服务获取权，并借助金融消费者的知情权、自主选择权以及公平交易权等工具性权利才能达致。然而，现代金融产品与服务结构的抽象化、复杂化决定了“仅将公开作为证券法的基础是不够的，由于存在投资者能力有限、非理性投机或证券欺诈等因素，因此必须对资本市场的准入设有某种控制”，<sup>〔11〕</sup>并且“信息不对称等问题通过证券法反欺诈条款事后救济，被事实证明往往成本巨大且收效甚微”。<sup>〔12〕</sup>在高风险金融产品或服务创新不断的当下，究竟应引入何种机制来解决事前信息披露和事后反欺诈条款救济失效的问题呢？投资者适当规则或许可成为供我们选择的正确选项。之所以如此，原因在于投资者适当规则是对证券市场中介或服务机构从事金融产品和服务推荐或销售行为的事中控制举措，使其从原先的发行人与投资者法律关系的关联“局外人”转变为金融产品和服务推荐或销售权利义务分担的“局中人”。同时，将“了解你的产品”“了解你的客户”“产品与客户的匹配”以及“数量适当规则”等投资者适当规则的核心内容纳入投资者权利体系进行考量，发现投资者适当规则的内容恰好体现并保护了投资者的知情权、自主选择权以及公平交易权等工具性权利。投资者适当规则既然是一种填补事前信息披露规则和事后反欺诈条款漏洞的事中保护措施，那么它又是如何体现并保障前两者未能予以充分保护的证券投资者知情权、自主选择权、公平交易权以及具有终极性的财产权的呢？

### 三、对投资者适当规则具体内容的权利解读

从所选取的176篇样本文章来看，投资者适当规则主要涵括三个层面的内容，即合理根据适当规则、特定投资者适当规则和数量适当规则，<sup>〔13〕</sup>其旨在“让适当的投资者参与适当的金融交易，包括买卖适当的金融产品和服务和使用适当的投资手段”，所谓“适当性”是指“金融中介机构所提供的金融产品和服务与客户的财务状况、投资目标、风险承受水平、财务需求、知识和经验之间的契合程度”。<sup>〔14〕</sup>具体来看，合理根据适当规则又称“了解产品规则”，金融服务机构“有对其所销售的产品进行研究、了解、信用评级的义务，并强调其对该产品未来风险收益进行预测；实质上是‘金融服务机构’所推荐或销售证券产品本身结构组合、产品的收益能力或风险系数的

〔11〕 李文莉：《证券发行注册制改革：法理基础与现实路径》，载《法商研究》2014年第5期，第116页。

〔12〕 张付标、李玫：《论证券投资者适当性的法律性质》，载《法学》2013年第10期。

〔13〕 在所选取的176篇样本文章中，曾洋、张付标、武俊桥、赵晓钧、朱小川等作者的论文均有对投资者适当的主要内容进行解读与剖析。

〔14〕 曾洋：《投资者适当性制度：解读、比较与评析》，载《南京大学学报》（哲学·人文科学·社会科学）2012年第2期，第80页。

大小等信息是否符合产品质量要求或产品质量（风险）等级情况”。<sup>〔15〕</sup>在特定投资者适当规则之下，“经纪自营商必须根据客户的财务状况、投资需求以及其他有价证券等已知的信息，进行适当的推荐。经纪自营商由此负有调查之责任，必须获得与客户财务状况相关的资料并适时更新”。<sup>〔16〕</sup>“满足适量标准的适当性义务，即控制投资者账户的经纪商必须有合理的理由确信其在获知投资者的组合后能确保在特定的期间对投资者的投资推荐数量上并非过度，即投资者未在接受推荐后进行不必要的‘频繁交易’。”<sup>〔17〕</sup>投资者适当规则的核心内容究竟是如何体现并保障投资者的知情权、自主选择权和公平交易权，并最终与强制性信息披露规则和反欺诈条款共同保护证券投资者的财产权的呢？

#### （一）双向信息不对称下金融机构和投资者的知情权

在传统的基础性证券市场，信息披露义务人仅须及时、真实、准确、完整披露产品或服务信息即可，无须对投资者的财产信息、风险偏好、投资经验进行测试并作出评估，单纯依靠强制性信息披露规则便可充分进行信息披露和风险揭示。然而，场外金融衍生品等高风险金融产品或服务的创新“运用了精深的科学公式和复杂的科学模型，甚至那些数学出身的经济学家也一时难以了解透彻，大部分华尔街公司也不太明白自己交易的这些复杂的金融产品玄机何在”，<sup>〔18〕</sup>更不用说那些参差不齐的投资者群体了。从传统基础性证券信息披露到高风险金融产品或服务信息的深入研究、了解并对其进行披露，原因在于金融产品或服务结构已由简单转向复杂。加之，结构复杂的金融产品或服务需要不同风险偏好的投资者，如果金融服务机构不去“了解你的客户”，投资者就不知道究竟适合购买何种风险等级的金融产品或服务。风险等级不一的金融产品与层次不齐的投资者如何进行有效匹配即是金融机构和投资者共同面对的问题。此时此刻，金融机构和投资者面临的是双向的信息不对称，即金融机构不知道投资者的信息，同时，投资者亦不知晓金融产品或服务的信息情况。

实质上，双向信息不对称隐含了投资者和金融机构的知情权都可能受到侵害，如果金融机构虚假陈述，侵害的则是投资者的知情权。反之，如果投资者隐瞒信息，侵害的则是金融机构的知情权。投资者如果向金融机构如实告知其财产、专业技能以及可承受的投资风险等，金融机构可轻而易举判断投资者的风险承受度，并对其进行有效分层。然而，既有的强制性信息披露规则已然难以应对瞬息万变的现代金融服务市场，也无法满足投资者对金融产品或服务信息充分了解与把握的需要。即使金融机构对其提供的金融产品和服务进行信息披露，但不作出解释的话，投资者也难以准确理解金融产品或服务的风等级，并确定自己是否适合购买。因此，在节约交易成本的考量下，现代高风险金融服务或产品的提供、推荐及销售一方负有义务去研究、把握其所提供的金融产品或服务的基本工作原理，并对其定价标准进行精确计算，而后对其风险收益进行预测和分类评级。另外，高风险金融产品或服务的提供者亦负有结合投资者的专业知识、投资经

〔15〕 刘志伟：《金融创新中证券投资者知情权的法律保护》，载《西南金融》2014年第3期，第44页。

〔16〕 颜延：《金融衍生工具卖方义务研究》，法律出版社2014年版，第183页。

〔17〕 赵晓钧：《〈证券法〉中投资者适当规则的构建——兼论资本市场“投资者适当性”的发展》，载张育军、徐明主编：《证券法苑》第5卷，法律出版社2011年版，第1074页。

〔18〕 辛乔利：《影子银行：揭秘一个鲜为人知的金融黑洞》，中国经济出版社2010年版，第24页。

验、风险偏好等因素对投资者进行分类的义务。此一权利义务安排，即体现了投资者适当规则的前两项内容“合理根据适当”和“特定投资者适当”。投资者适当规则的前两项内容保证并隐含了对金融机构知情权和投资者知情权的双重保护。“合理根据适当”更多体现的是对投资者知情权的法律保护，而“特定投资者适当”虽名义上是附加给金融机构的义务，但其中暗含了投资者负有向金融机构真实、准确、完整告知自身信息的义务。唯有如此，金融机构才能保证投资者另一层面的知情权，即明晰自己适合购买何种风险等级的金融产品，不适合购买何种风险等级金融产品。知悉自己适合购买何种类型的金融产品或服务，拓宽了投资者知情权的边界，即金融机构除负有向投资者披露金融产品或服务的信息外，还负有对投资者进行风险提示和购买警示的义务。总之，投资者适当规则体现了对金融机构和投资者双方知情权的法律保护，但金融机构知情权的确立最终是为了对投资者知情权提供法律保护。

## （二）双向信息披露下投资者的自主选择权

投资者适当规则保障了金融机构和投资者双方知情权，但最终还是为了保护投资者的知情权。对于投资者的知情权而言，不仅涵括知道金融产品服务和服务的信息的权利，还有知道究竟自身适合购买何种风险等级金融产品和服务的知情权。投资者知情权的法律保护不仅可让投资者知道其自身风险承受能力，亦可让其清晰明白金融机构所提供金融产品或服务的风等级别。不同类型的投资者对应不同风险的金融产品或服务，在金融产品或服务和服务和投资者自身风险承受度被告知的情形下，投资者可自主选择所欲购买金融产品或服务的类型，这为投资者购买不同风险等级的金融产品或服务提供了自主选择的空间。当然，在投资者知情权得到彻底保证的情形下，如若投资者不顾金融机构的风险提示依然选择购买不适合其风险承受能力的金融产品或服务，投资者应当对风险“买者自负”。投资者适当规则要求金融机构“充分揭示创新的证券品种特征和交易风险，鼓励具有一定资产和投资经历的投资者参与该项交易，但不禁止或限制投资者参与，对特定的投资者参与高风险金融创新产品，比如前文提到的个人投资者或高龄退休投资者，引导而不是强制其不参与高风险投资，如果其一定要参与，则风险自担”。〔19〕

投资者适当规则所内含的精神是风险提示下的自主选择，鼓励投资者购买适合其自身的金融产品或服务，但不限制投资者购买不适合其风险承受能力的金融产品或服务，根本上是为了保证投资者的投资自主选择权。投资者自主选择权的内容，除包括投资者自主选择是否购买金融产品或服务、购买何种类型或服务方式的金融产品或服务以及对所购金融产品或服务进行比较、借鉴或挑选外，还应涵盖投资者自主选择提供金融产品或服务的金融机构这一内容。当然，还有两点需要注意：一是自主选择权并不排除金融机构向投资者进行金融产品或服务的介绍和推荐，但对于具有私募性质的金融产品或服务，金融机构不得以公开方式向不特定对象公开宣传或发放广告，只能以非公开的方式向特定对象介绍和推荐；二是所谓的自主选择权绝不是完全自主选择权，是法律限度内的自主选择权，自主选择权的行使不得违反法律规定。比如，依据美国法律规定，“雷曼迷你债券”被禁止向自然人投资者推介或销售，同时，金融机构负有配合执行法律的义务。

〔19〕 前引〔14〕，曾洋文，第86页。

### （三）贯穿于投资者适当规则的公平交易权

公平交易权贯穿于投资者适当规则的全部内容之中，从合理根据适当到特定投资者适当再到数量适当，三项内容无不体现投资者的公平交易权。其中，合理根据适当是公平交易的前提，特定投资者适当体现的是实质性公平交易，而数量适当更多是从交易成本上体现交易公平性的保护。具体说来，首先是证券投资者适当规则之合理根据适当规则要求金融机构要合理地对其推荐、销售的金融产品或服务进行风险评级，并保证其收益能力或风险系数的大小与所表明的产品质量要求或产品质量（风险）等级相一致，以此来确保证券投资交易条件的公平性。合理根据适当规则实际上是为证券投资交易提供一种公平性前提，让证券投资者在未来的证券交易中获得公平，避免出现所买卖的金融产品或服务存在名不副实的问题。

其次，投资者适当之特定投资者适当规则要求金融机构调查特定投资者的个人状况和投资目的，据此将其分为不同类型的投资者，如成熟投资者、合格投资者和非合格投资者，并对不同类型的投资者提供不同程度的法律保护。从某种意义上说，特定投资者适当规则限制、禁止某些或某一类型的投资者购买高风险级别的金融产品或服务。从表面上看，特定投资者适当规则是对投资者公平参与金融产品交易的限制，侵害了投资者的公平交易权。“不可否认，投资者皆具有平等的交易权，但不同投资者因其风险偏好、风险承受能力等不同，其在中享有的具体权利义务也应有所差异。”〔20〕然而，实质上此一限制或禁止是为了防范投资者购买与其风险承受能力不相匹配的金融产品或服务，以及避免由此带来的财产权损害，是实质公平在证券投资交易中的一种体现，而非传统的形式公平。因此，特定投资者适当规则保护的是投资者的实质公平交易权。

最后，投资者适当规则对公平交易权的另一表现即体现在数量适当规则上，数量适当规则要求实际控制客户账户的经纪交易商的交易推荐应具有合理依据，不得频繁交易、对倒交易以及为获取佣金而进行过量的交易。实质上，金融机构在其实际控制客户账户之间，以及自营账户与实际控制客户账户之间进行过度交易增加了金融机构所服务客户的交易成本，侵犯了投资者的公平交易权。同时，过度交易又会对整个市场的公平交易环境造成扭曲，继而影响单个投资者的公平交易权。究其根本，原因在于数量适当规则要求金融机构所推荐的系列交易，“不仅从单个来看是适当的，而且从客户投资情况来看整体上也是不过度的、适当的”。〔21〕

## 四、以权利为桥梁将投资者适当拓展适用于 掠夺性贷款等贷款类金融产品之中

掠夺性贷款是指“以不了解信贷市场，且信用记录低的购房者或借款者为目标的一种误导性或欺诈性的贷款行为，是一种‘有利于抵押贷款经纪人、贷款人和证券化者，但有益于借款人利益’的贷款行为”。〔22〕掠夺性贷款始于抵押贷款经纪人与借款人的沟通，而他们彼此得以沟通的机会，即是抵押贷款经纪人采用“上门兜售”（Peddle）方式向借款人推介、销售样式多样的掠

〔20〕 前引〔12〕，张付标、李玫文，第85页。

〔21〕 前引〔16〕，颜延书，第185页。

〔22〕 宋晓燕：《美国抵押贷款证券化中的消费者保护问题》，载《法学》2011年第3期，第124页。



夺性贷款产品。贷款人“损害借款人的滥权行为具体表现在对贷款的结构化结果导致借款人严重失当的净损失、寻租行为、涉及非法欺诈或欺骗的贷款、不属于欺诈的其他不透明形式，要求借款人放弃有益法律救济的贷款、贷款歧视以及服务中的滥权等方面”。〔23〕贷款人积极主动为被排斥在信贷市场之外的缺乏良好信用评级的人提供贷款，名义上看似满足了借款人的融资需求，实质上是对借款人财产的剥夺，甚至掠夺。从权利视角来看，掠夺性贷款虽眼前能够确保借款人融资权利的实现，但隐藏其后的是对借款人财产安全权的侵害。掠夺性贷款产品及其推介、销售方式与投资类金融产品本质的相似性表明，为保障借款人的财产安全权，关键是要保护好借款人的知情权、自主选择权以及公平交易权。究其根本，原因在于这三项权利恰好是所有金融产品（包括信贷类和投资类金融产品）交易、执行过程中保障投、融资者财产权安全的关键和核心。

### （一）金融产品的复杂结构与贷款人、投资者在信息上的弱势

无论是掠夺性贷款产品还是投资类金融产品，他们都具有复杂的金融结构且难以被理解，这导致金融机构与投融资主体间的信息不对称。就前者而言，贷款人设计的样式繁多的掠夺性贷款产品，包括循环贷款（Flipping）、〔24〕赎回权剥夺（Equity-stripping）、〔25〕搭售（Packing）〔26〕以及可调整利率抵押贷款，如零首付、负摊销、〔27〕2/28贷款〔28〕等等。这些掠夺性贷款产品的结构都相当复杂，导致贷款人很难理解。譬如，可调整利率贷款的负摊销模式，“在贷款前几年，借款者的还款金额甚至可以低于应付利息，但未偿还的应付利息部分将会自动计入贷款本金。一旦累计的应付利息部分超过贷款总额的15%或25%，那么每月还本付息额就要根据新的贷款本金重新计算”，〔29〕借款人基本上不理解利息的计算方式以及最终其需要偿还本息总额。同时，掠夺性贷款借款人的特征又进一步加深了信息的偏在问题。掠夺性贷款的借款人主要是被排斥在信贷市场之外缺乏良好信用评级的人，其主要包括少数群体、外来移民及老年群体。长期被排斥在信贷市场之外，导致借款人缺乏对信贷市场的了解，而对信贷市场了解的缺乏又导致借款人与抵押贷款经纪人、贷款人存在信息上的不对称性，即借款人在信贷产品信息的获取和解读上处于弱势。投资类金融产品亦是如此，如上所述，高风险的投资类金融产品结构的复杂性已经导致连“那些数学出身的经济学家也一时难以了解透彻，大部分华尔街公司也不太明白自己交易的这些

〔23〕 前引〔22〕，宋晓燕文，第124页。

〔24〕 指贷款机构诱导借款人进行循环贷款和循环融资，并从中收取越来越高的利率和费用，包括提前偿还补偿费（prepayment penalties），将借款人捆绑在贷款上。参见岑雅衍：《美国猎杀贷款的法律规制与启示》，载《上海金融》2008年第4期。

〔25〕 指仅依赖抵押资产，不指望借款人收入而发放贷款，借款人违约后则被剥夺了抵押房产的赎回权。参见前引〔24〕，岑雅衍文。

〔26〕 虽然次级贷利率超过优质贷是可以理解的，但有时次级贷费用远远高出合理范围，这是因为贷款机构将一些产品捆绑销售给借款人，如房产保险、贷款经纪、住房修葺商营销费等。有时仅仅说明这是一项收费，但也并未以每年百分之几等比较浅显的方式告知借款人；有时根本没有对借款人进行事前提醒，将一大堆文件交借款人签字。而借款人没有事前提示，也没有与贷款机构进行谈判的余地，最后只能被动接受。参见前引〔24〕，岑雅衍文。

〔27〕 即在贷款前几年，借款者的还款金额甚至可以低于应付利息，但未偿还的应付利息部分将会自动计入贷款本金。一旦累计的应付利息部分超过贷款总额的15%或25%，那么每月还本付息额就要根据新的贷款本金重新计算。参见陈岱松：《美国次贷危机对我国金融法律的警示》，载《法学》2008年第4期。

〔28〕 2/28贷款指的是还款期限是30年，其中头两年的利率是固定的，而且显著低于市场利率，从第3年开始利率采用一种记准利率加上风险溢价的形式浮动。参见前引〔27〕，陈岱松文。

〔29〕 前引〔27〕，陈岱松文，第118页。

复杂的金融产品玄机何在”，参差不齐的各类投资者则更难，甚至不能理解这些投资类金融产品的基本运行原理和内部结构，导致其要么选择盲目投资，要么选择信任金融机构。然而，在强制性信息披露规则和反欺诈条款失灵的情况下，金融机构经常性地作出虚假性陈述，以达到误导投资者的目的。是故，无论是掠夺性贷款的借款人，还是投资类金融产品的购买人，相对于金融机构，他们均是信息上的弱势群体，由此必然会导致掠夺性贷款借款人知情权、自主选择权和公平交易权等权利面临潜在的威胁。

## （二）掠夺性贷款借款人等信贷适当规则的确立

掠夺性贷款的结构化及其所导致的信息偏在与“上门兜售”的推介、销售方式的结合导致掠夺性贷款与投资类金融产品的推介、销售没有差异，甚至在根本上是相同的。唯一不同的是，一个存在于投资层面，而另一个则存在于融资层面。然而，当一个投资者因为接受了经纪交易商推荐或销售的不适当证券造成损失时，是有获得救济途径的，可如果获得的产品是次级贷款，因此遭受巨大损失时，却没有任何的救济途径，这样的结果正当性是值得追问的。<sup>〔30〕</sup>从权利视角看，无论是掠夺性贷款还是投资类金融产品的欺诈推介、销售，都是对金融产品购买者财产安全权的侵害，同时损害了金融产品购买者的知情权、自主选择权和公平交易权。因此，为保护掠夺性贷款借款人的正当财产权益，有必要将投资者适当规则拓展适用于掠夺性贷款等信贷类金融产品之中，并在法律上对其予以确认。证券、期货、基金等投资领域投资者适当规则已相对成熟，并开始有效应用于投资者保护的司法实践中，如“基民”王翔告赢建行北京恩慈支行，已引发基金销售行业强烈震动，并促使基金销售机构更加注重投资者保护。为更好地保护信贷领域借款人的合法权益，掠夺性贷款借款人等融资者适当规则应如何确立？显见，其确立当然不能脱离投资者适当规则背后所蕴含的权利，这在掠夺性贷款借款人等融资者层面，即体现为融资者知悉贷款产品信息的权利、自主选择贷款的权利与公平交易的权利。

为保障掠夺性贷款借款人等融资者的权利，必须要求信贷机构就其所提供信贷产品的设计原理、交易结构、利率安排、贷款期限转换、交易成本以及违约后的责任分配予以披露。同时，信贷机构亦负有义务对掠夺性贷款借款人等融资者的信贷知识、还款能力、风险认知等个人信息进行调查的义务。在披露信贷产品信息和对掠夺性贷款借款人等融资者调查的基础上，信贷机构分别对信贷产品进行分级和对掠夺性贷款借款人等融资者进行分类，继而对信贷产品与借款人进行合理匹配。与投资类金融产品不同的是，掠夺性贷款借款人等融资者只能获得与其自身相符合的产品，而禁止其申请与其持续还款能力不匹配的信贷产品。原因在于如果借款人不能偿还其所借款项，权利侵害会波及社会公众存款，而投资者购买投资类金融产品所遭受的损失由自己承担。另外，为了保证交易的公平性，信贷机构不得进行非法欺诈或欺骗的贷款、要求借款人放弃有益法律救济的贷款、贷款歧视以及在服务提供中的滥用权利等。总之，掠夺性贷款借款人等融资者适当规则的设计必须将借款人和信贷机构各自的权利诉求进行衡量，并注重对借款人的权利给予倾斜性保护。

〔30〕 参见前引〔6〕，韩祥波书，第77页。

## 五、结 语

回归到权利视角对投资者适当规则进行研究, 可谓是法学研究特色的体现和重心所在。这也是金融法研究最为薄弱的环节之一。尝试对投资者适当规则进行权利解读, 以便明晰规则之后所隐含的各利益主体的权利义务所在及其最终权利指向。投资者适当规则设计的根本目的即是为了保护投资者的财产安全权, 但其立法初衷必须借由投资者的知情权、自主选择权和公平交易权等工具性权利才能实现。分析发现投资者适当规则的核心内容, 即合理根据适当、特定投资者适当和数量适当恰好可以实现对上述诸项权利的保护。投资者适当规则, 赋予了金融机构和投资者双向知情权, 深化并拓宽了投资者知情权的既有内涵与边界; 其精神内核是风险提示和购买警示下的自主选择权实现; 其虽在形式上损害了投资者的公平交易权, 但它所保障的是实质公平的公平交易权。结构化掠夺性贷款产品所致的信息偏在和“上门兜售”推介、销售方式的结合, 表明其与投资类金融产品本质上并无根本差异, 因此, 有必要且应当将投资者适当规则拓展适用于掠夺性贷款等信贷类金融产品的推介、销售之中。

---

**Abstract:** According to the analysis of the relevant literature on CNKI net on investors suitability rules from 2009 to 2017, it is discovered that research priorities focused on extraterritorial experience, improving the system, the legal nature and other fields, rarely involve rights interpretation. Optimization rules is important, but we can not ignore the rights appeal of various stakeholders in rules inherent, because its rights maintenance orientation and specific rights lineage are the bridges for the expansion of appropriate rules for investors. The core of investors suitability rules centralized highlights the right to know, right to choose and the right to fair trade, and this happens to be the core to maintain investor property rights. Structured predatory lending products lead to “bias in information” and its binding with “door selling” indicates that there is no fundamental difference in their nature compare to investment-type financial products. Therefore, it is necessary to expand suitability rules to the class of predatory lending and other financial product’s sales.

**Key Words:** investors suitability, right explanation, predatory lending, property rights protection

---

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)