

金融机构投资者适当性义务的规范逻辑

——以联储证券公司系列案为例辨析证券法第八十八条

宁高文

上海大学法学院，上海

收稿日期：2023年5月9日；录用日期：2023年5月23日；发布日期：2023年7月31日

摘要

投资者适当性义务要求金融机构在了解产品、客户的基础上，向适当的投资者推介、销售适当的金融产品，以便投资者能够在充分了解金融产品性质及风险的基础上做出自主决定。我国逐步建立起了投资者适当性义务制度，《证券法》第八十八条的规定使该制度第一次体现在立法中。我国可以美国的信义义务为延伸，将诚实信用原则作为理论基础；义务的履行要区别分类、确定分类标准及参数、法院要实质审查避免形式化，关注“质”与“量”，区分合格投资者制度、告知说明义务与信息披露义务；发行人与销售者承担连带侵权责任具有合理性；完善逾越销售、责任减免情形，构建规范补充体系。

关键词

投资者适当性义务，诚实信用原则，告知说明，侵权责任，规则体系

The Regulatory Logic of Investor Suitability Obligations for Financial Institutions

—Discussing Article 88 of the Securities Law with the Example of the Federal Reserve Securities Corporation Series

Gaowen Ning

School of Law, Shanghai University, Shanghai

Received: May 9th, 2023; accepted: May 23rd, 2023; published: Jul. 31st, 2023

Abstract

The investor suitability obligation requires financial institutions to recommend and sell appropriate financial products to appropriate investors on the basis of knowledge of the products and

customers, so that investors can make their own decisions based on a full understanding of the nature and risks of the financial products. A system of investor suitability obligations has gradually been established in China, with the provisions of Article 88 of the Securities Law giving the system its first expression in legislation. China can take the US fiduciary duty as an extension, taking the principle of honesty and credit as the theoretical basis; the performance of the duty should be classified differently; the criteria and parameters of the classification should be determined; the court should review the substance and avoid formalisation, pay attention to the “quality” and “quantity”, distinguish the qualified investor system, the obligation to inform and explain and the obligation to disclose information; it is reasonable for the issuer and the seller to bear joint and several liability for infringement; improve the situation of over-level sales and liability relief, and build a supplementary system of regulation.

Keywords

Investor Suitability Obligations, Good Faith Principles, Disclosure, Tort Liability, Rule System

Copyright © 2023 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. 引言

金融机构投资者适当性义务近年来在《证券法》领域备受关注，在 2023 年北京金融法院发布的十大案件的第一案件就是有关适当性义务的落实，不仅十多年前的金融危机涉及到适当性义务，而且随着现代金融工具的发展、市场大环境低迷、科学技术的进步等等都要求金融机构在与投资者进行交易时要审慎，而且，由于投资者同金融机构相比在信息、知识、经济能力、地位等方面都存在不对称，强制信息披露与传统监管机制不完全有效，因此开辟了第三条与投资者在缔约、履约、持续服务中的投资者保护路径。对于卖方也有利于资源的效率利用，减少纠纷，获得收益。笔者将其定义为金融机构在向客户推荐或销售金融产品时必须符合其客户的风险承受能力、投资目标、财务状况等特定需求和限制。这个义务旨在保护客户免受不适当的投资，确保客户得到满足他们的投资需求和目标的产品。具体来说，金融机构需要评估客户的风险承受能力、确保产品与客户需求相匹配、提供充分的信息和知情权。总之，金融机构对客户负有适当性义务，以确保客户得到最好的投资建议和产品。

2. 问题提出：联储证券适当性义务系列案同案不同判

金融机构违反投资者适当性义务的案件与日俱增，笔者在北大法宝上以“投资者适当性义务”为关键词，以 2020~2022 为时间点共搜索到约 150 份判决书，其中不乏为二审终审判决，如本次选题联储证券有限公司违约资管产品系列案，涉诉金额 100 万~300 万不等，法院均判决联储证券承担一定赔偿责任。系列案件中多名自然人投资者为不同案件的原告，联储证券有限公司为被告，原告与被告签订《资管合同》，原告缴纳金额不等用以购买联储证券发行的聚诚 15 号集合资产管理计划产品，如 2017 年 1 月 3 日，彭贵珍向联储证券缴款 100 万元对资产管理产品进行认购¹；2017 年 1 月 19 日，杨智贤向联储证券缴款 100 万元²；2017 年 2 月 9 日马青印通过银行向联储证券缴款 100 万元³，其他自然人原告也均向联储证券认缴现金不等。该产品成立于 2017 年 1 月 4 日，投资标的是昆仑信托作为受托人设立的“昆仑信

¹上海金融法院(2021)沪 74 民终 2046 号二审民事判决书。

²上海金融法院(2022)沪 74 民终 376 号二审民事判决书。

³上海金融法院(2022)沪 74 民终 384 号二审民事判决书。

托·联储东方金钰集合资金信托计划”。该信托资金总规模为 3 亿元，用于受让东方金钰(600086.SH，已退市)持有的子公司深圳市东方金钰珠宝实业有限公司 100% 股权的收益权。原被告为委托理财合同关系，被告与第三人是委托人与受托人关系。不久，东方金钰融资出现困难，到期债务无法按期偿还，部分银行账户、资产被司法冻结^[1]。聚诚 15 号也于 2018 年 7 月提前终止。

系列案件的争议焦点基本为是否构成了侵权的四要件，有无违反《资管合同》，被告是否尽到谨慎勤勉的管理义务，是否履行了适当性义务，本题主要讨论适当性义务。该系列案件中法院对于证券公司是否尽到适当性义务的判决结果不尽相同，梁凤厚、徐家进⁴、杨智贤、陈冰莹⁵等案件中法院认为联储证券履行了适当性义务，马青印、彭贵珍等案件中法院认为联储证券未履行适当性义务。为何不同投资者购买相同理财产品，均以联储证券为被告主张其未履行投资者适当性义务的案件中，法院会对此做出不同判决？其实质与形式要件、分类参数、评级标准、告知义务等为何？

上海市金融法院认为适当性义务指：“联储证券及其委托的销售机构在向原告金融消费者推介、销售券商集合理财计划等高风险等级金融产品的过程中，必须履行的了解客户、了解产品、将适当的产品销售给适合的金融消费者等义务；具体包括：对投资者的风险识别能力和风险承受能力进行评估，即了解客户；对私募基金进行风险评级，即了解销售的产品；以及保证两者相互匹配，即将合适的产品销售给风险匹配的客户。”联储证券与信托公司对自然人原告与理财产品等级的认定与匹配是否正确、有无审查个人合格投资者的能力、是否为本人或受诱导签字、合同中是否告知风险、有无隐瞒披露信息为审理的主要焦点。

下文对上述问题进行分析，从理论出发，以构成要件的标准为内容，拓展责任承担与法律完善，并对判决的论证提出质疑与改建，试图构建以《证券法》为核心原则，其他规范为补充的证券金融机构投资者适当性义务规范体系。

3. 我国适当性义务的法理基础

3.1. 引进的必要性

投资者适当性义务发源美国，作为引进的舶来品必然是因为我国有所需。从不同主体角度分析制度的作用可为国内引进的原因。

1) 保护投资者。投资者同金融机构相比在信息、知识、经济能力、地位等方面都存在不对称，强制信息披露与传统监管机制不完全有效就开辟了第三条与投资者在缔约、履约、持续服务中的投资者保护路径来避免金融机构滥用市场优势地位。需要注意的是，该制度并非单方面保护投资者，而是侧重于平衡金融产品销售者与投资者之间的利益关系，“买者自负”原则仍然发挥着重要作用，“卖者有责”与“买者自负”共同作用，也有助于投资者在投资过程中更加理性与成熟。

2) 促进金融机构内部治理。金融机构作为市场中介，是金融产品的销售者和服务提供者，违反投资者适当性义务就要承担责任，倒逼金融机构依法规范金融产品的营销环节，建立健全内部控制制度，进而完善公司治理结构，促进资本市场持续健康发展。同时，适当的匹配也有利于公司对其掌握产品资源的有效利用，减少纠纷、增加收益，有利于公司稳定的发展。

3) 减少金融系统风险。金融产品创新使得产品状况日益复杂，缺乏全方位的监管可能会对投资者、金融机构乃至金融业造成严重后果。强制性法定信息披露义务、限制与禁止证券市场不当行为及其不利法律后果等为“事前”和“事后”的保护救济措施^[2]，加入投资者适当性义务通过对行为的监管进行“事中”控制，弥补了全方位漏洞。通过对事前中后的防范与惩罚进行对风险的分散与转移又能促进金融产

⁴上海金融法院(2021)沪 74 民终 1379 号二审民事判决书。

⁵上海金融法院(2022)沪 74 民终 719 号二审民事判决书。

品的创新，以此形成良性循环。

3.2. 理论基础：基于信义义务引申诚实信用原则

投资者适当性制度起源于美国，美国证监会以“买者自负”为核心(美国设立该制度的初衷为保护金融机构受到不当滥诉)，形成了以美国传统的代理法、金融监管立法和信托法为根据的代理理论、特殊情况理论和信义义务理论作为适当性理论基础^[3]。

1) 代理理论。金融机构从事经纪业务时(经纪人)和投资者之间是委托代理关系，金融机构作为代理商对作为被代理人的投资者负有忠实和注意义务，为投资者的最大利益行事。

2) 招牌理论。只要证券经纪商在证券交易中挂出招牌就默示其会与公众进行公平交易。依据此理论，金融机构在挂出其招牌之时，即负有一种默示义务，即保证自己将秉持专业知识和技能公平对待所有客户。

3) 信义义务理论是美国适当性义务的主要理论基础。来自英美信托法，包括注意义务和忠实义务。该理论认为，金融机构与投资者之间存在特殊的信赖关系，基于该信赖，金融机构拥有一种特殊地位并对投资者负有特殊义务，该义务实质上属于信义义务。由于存在这种信赖关系，投资者更容易相信金融机构的推介或建议，金融机构以客户利益最大化为目的推荐适合的金融产品，有义务确保其推介或建议的适当性。

我国的法治与营商环境与美国存在较大差异，显然不能照搬照抄，但可以在此基础上进行发展，形成自己的理论基础⁶。笔者认为可以从美国的信义义务理论引申我国的理论基础：投资者与提供服务的金融机构产生的是金融消费法律关系，本质上是一种信义关系，信义关系所产生的信义义务要求提供服务的金融机构勤勉谨慎，在履行职责的过程中忠于投资者的利益，运用专业知识保护投资者权益。出于我国并不存在法定的信义义务规范，在民商事立法的基本法律逻辑和理论架构的考量，信义义务与诚实信用是存在高度交叉的，目前我国可以用民商事的诚实信用义务作为适当性义务的理论基础。

3.3. 投资者适当性义务的规范体系——从规章到法律

自2008年国务院发布《证券公司监督管理条例》将适当性义务首次引入我国资本市场监管要求以来，有关适当性义务的法律法规、规范性文件及自律规范已高达上百件，说明我国已初步形成了规则体系及多元化的监管框架。证券领域的主要规范为以下四个：

证监会于2017年6月发布的《证券期货投资者适当性管理办法》，专门对证券和期货领域的适当性义务进行了规定；2018年银保、证监会等多部门发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(经常被简称为“资管新规”)其提出了“了解产品、了解客户”和“卖者尽责、买者自负”的理念。2019年11月最高法出台《九民纪要》设专节对适当性义务概念、内容、责任等进行规定，为金融活动司法实践提供了指引。当然还有2019年全国人大常委会发布《证券法》，使制度立法层级终于提升到了法律层面。

《证券法》第六章投资者保护中有关投资者适当性义务的法条是第八十八条和第八十九条。第八十八条第一款为制度构成要件，第二款为投资者义务，第三款为证券公司的责任。⁷根据第一款对适当性义务下简单地定义：金融机构所提供的产品和服务与投资者自身的主客观方面相匹配。

⁶中国证监会在涉及基金经理“老鼠仓”相关案件的处罚决定与新闻发布中，曾多次提及信义义务的概念；中国证券投资基金业协会也曾多次提及基金管理人的信义义务概念。

⁷第八十八条：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。拒绝提供或者未按照要求提供信息的，证券公司应当告知其后果，并按照规定拒绝向其销售证券、提供服务。

证券公司违反第一款规定导致投资者损失的，应当承担相应的赔偿责任。

4. 《证券法》适当性规则要件的判断标准

通过《证券法》第八十八条第一款，明确了适当性义务四个构成要件，其关系为：在了解产品与客户的基础上进行适合性的匹配被多数学者认为是制度的核心，金融机构往往先进行“适当性”的测试与匹配，而后履行下一步的告知说明义务，金融消费者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做出自主决定。

4.1. 了解客户需有分类标准

了解客户是金融机构从事销售产品等证券业务的基础和前提。

1) 对投资者进行区分。对投资者进行划分是实现金融机构适当性的前提。《证券法》第八十九条将投资者分为普通与专业投资者，域外也是将投资者进行分类，给予不同程度的保护。日本仿照美国设立了动态的投资者分类，满足一定条件可以相互转化，包括普通与专业投资者。欧盟将投资者分三类为“合格对手方”即非常专业、具有完备的风险识别能力和更大投资能力的投资者，其与金融机构为平等地位，不特别保护；专业客户(又分4类)；零售客户(受最高程度的权益保护) [4]。香港地区也将投资者分为市场专业人士和高资产净值投资者，并在相关立法中规定了对两类投资者的“区别对待”——(产品风险、审查方式、审阅时间等) [5]。

2) 不同案件分类参数要有所侧重。《证券法》八十九条“专业投资者的标准由国务院证券监督管理机构规定”。也就是17年证监会颁布的《证券期货投资者适当性管理办法》，笔者通过对国内外投资者分类标准进行总结，包含主客观方面如下图1(理智是有限的，故参数是无法周全的，但又因法律规则在设定权利、施加义务时对当事人来讲是要有确定预期的，只能尽可能考虑到影响因素)。

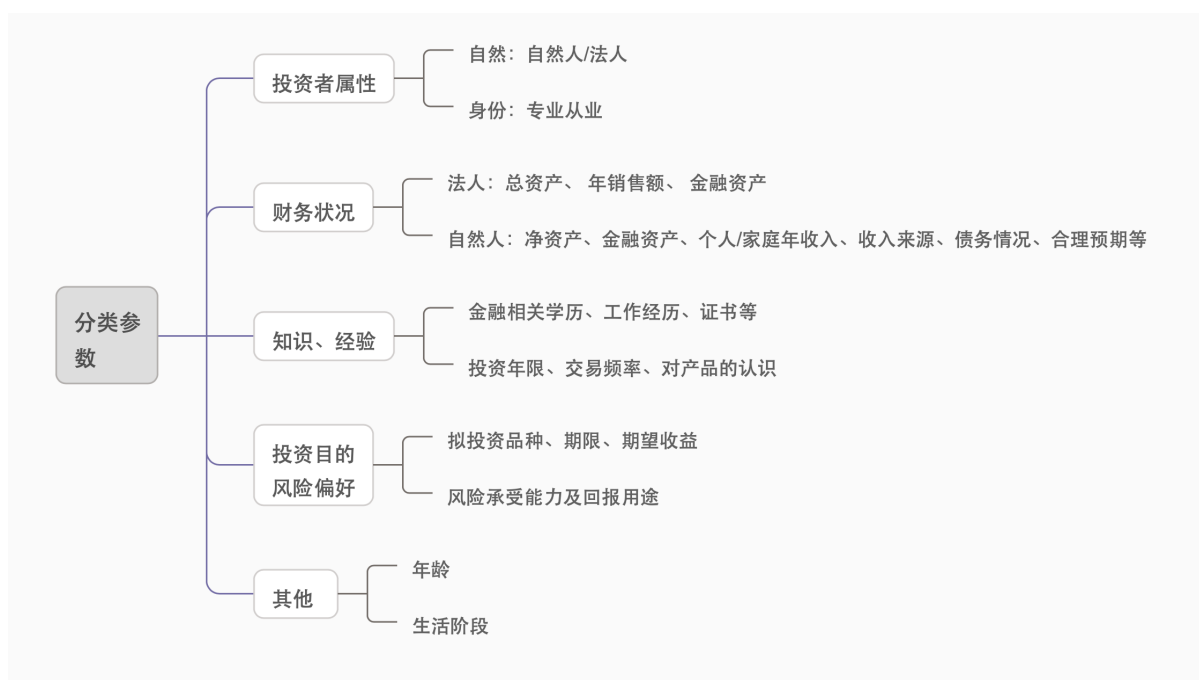


Figure 1. Investor classification parameters

图 1. 投资者分类参数

实践中很多法官在判案中会着重关注风险偏好、承受能力和预期目标等主观方面，如建设银行恩济支行案，⁸原告自己就是审理民商事案件的法官，有一定的经验与财产但由于他的偏好和可承受能力为风

险较低的产品，办案法官对此予以注重考量。理论中也有学者认为在这些指标中更应该关注的是类似专业知识水平等认知能力而不是财产状况，因为投资者富有并不能成为其应该承担更多交易注意义务的理由。另外还有年龄因素，比如原油宝案件中很多投资者为老年人，他们的经济再生能力和风险承受能力低，在分类时就要予以考量。

3) 分类要长期跟进。对于投资者的分类并非一劳永逸，需要进行定期回访和更新，若出现投资者资产缩水、发生重大变故等影响分类标准的情形，就应当对投资者重新进行分类，另外，普通与专业投资者在达到规范要求下可以相互转化，法院在庭审中要注意投资者被归类的时间节点与案涉适当性争议的发生时间。

4.2. 了解产品的现实情况

1) 以了解产品为争议焦点的案件少。金融机构应当对推荐的金融产品或服务的特征、风险等级、费用等情况有全面准确的了解，不能推荐自己不了解、不熟悉的产品。只有自己了解了产品才能推荐合适的产品给合适的客户。下表 1 为《证券法》修订前涉及以四要件为争议焦点的案件类型统计，几乎没有因为卖方不了解产品而引发诉讼的情况，但恰巧 2020 年突发的原油宝案件使了解产品义务跃入公众眼前 [6]。

Table 1. Case statistics

表 1. 案件统计

理由	案件数	全额赔偿	部分赔偿	未赔偿	赔偿率(%)
了解客户	13	7	5	1	73.08
了解产品	0	0	0	0	0.00
客户与产品匹配	18	8	8	2	66.67
风险揭示	15	10	4	1	80.00

一般理财产品风险与投资者风险等级由低到高皆分为五种 R/C1-5 (保守型、谨慎型、稳健型、进取型、激进型)，其中 R3 (平衡型) 投资者风险级别居中，主要投资目的是在风险较小的情况下获得一定收益，通常愿意使本金面临一定风险。在五级风险级别中属于中等水平。原油宝产品被中行定位为风险 R3 级，推荐给平衡型客户 [7]，但实际上原油宝收益与期货价格挂钩，是一项可能导致本金全部损失的交易，所以其应当被认定为 R5 级产品推荐给激进型客户，其风险评估显然过低。

结合《适当性办法》第十七条，笔者归纳了影响划分产品风险等级的要素(下图 2)。

2) 合格投资者为了解产品的路径之一。对大多数国家产品是未分类的，但一些风险较高、复杂的金融产品对金融机构的投资者适当性义务也会有较高的要求，例如投资者准入制度，日本的特定投资者证券，或者称为合格投资者制度，其是对适当性义务的有益补充，或者说其与适当性义务共同为实现投资者适当性的途径 [8]。上海金融法院：“个人合格投资者系具有一定投资经验和风险识别能力且符合相应资产的个人，针对风险承受能力，个人合格投资者之间亦存在不同风险承受能力之分，不能简单地将个人合格投资者等同于适格投资者。”

判决书中并未对二者不同进行论证，本文认为其区别在于：一方面，二者发挥作用的路径不同。合格投资者制度是从投资者的主体资格方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尤其是一些高风险活动，譬如私募市场、新三板市场和最近设立的科创板市场等；而适当性义务的约束对象是金融机构，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，是一

⁸ 北京市海淀区人民法院(2018)京 0108 民初 21776 号民事判决书。

套柔性的、动态的行为监管规则，通常适用于投资者个体，具体运用因人而异。另一方面，二者体现的监管策略不同。合格投资者制度属于事前监管，对投资者进行甄别，只让某些符合条件的投资者进入市场，而他们进入市场后就要自行承担投资风险；适当性义务属于事中监管，关注金融机构与消费者的交易过程，金融机构有义务保证其销售产品与投资者的适当匹配，包括机构投资者的匹配[9]。



Figure 2. Factors affecting product risk rating

图 2. 影响产品风险等级因素

4.3. 法院需审查风险匹配实质的合理性

风险匹配原则是指客户的风险承受能力与购买产品或接受服务的风险等级相互匹配。了解客户、了解产品是风险匹配的基础，投资者风险承受能力等级与金融产品风险等级划分及相互间匹配是证券经纪商践行适当性义务的核心内容。陈冰莹案中法院观点为“联储证券根据调查问卷，对客户风险评级结论为积极型，风险承受能力为中高，故本案中不存在投资者与案涉资管产品风险错配的问题。”笔者认为显然不应止步于此，对于调查问卷的内容，客户风险评级标准的确定都需要法院进行进一步审查，而不是仅看机构呈交的结果。

对于投资者的风险类型(C1-5)和产品的风险等级(R1-5)，依次分为保守型、谨慎型、稳健型、进取型、激进型。投资者风险类型的确定主要是以调查问卷的评估结论为依据[10]，但现实运用有很多问题：1) 程序上流于形式(代填或诱导作答)，问卷内容主观性强，具体问题设计、问题分值确定及分值分配等方面的设计是否科学、投资者是否充分理解，或前期风险评估已过期未再重新评估。许多国内外学者认为合理地划分并准确匹配绝非易事，当前也未有公认的方法。2) 实质上包括质与量考虑[8]，质即了解客户与产品思维导图中的参数，如：收益、风险和投资期限等方面的考量。量是金融机构不能推介过量、频繁的交易如：“限时开放”、“限量认购”。本文认为《个保法》的出台为匹配义务的履行提供了新的思路：通过大数据获取个人信息在投资领域的偏好设置(想要的)，并借助人工智能输入影响评估标准的算法(实际的)，将投资者想要的与实际的进行匹配后，由销售者向投资者进行当面询问、确定，继而将合适的产品匹配给合适的投资者，这一想法对于已经运用智能投顾的消费者经授权取得信息后更能精准获取其投资信息，形成正确判断。需要注意匹配义务应按照当时的主客观环境影响，不能从事后的角度去判断。

4.4. 信息披露非适当性告知说明的着重要求

《证券法》第八十八条“如实说明证券、服务的重要内容，充分揭示投资风险”规定比较原则，《九

民纪要》第七十六条“其履行标准为主客观相一致即投资者自身情况与一般理性人的认识”，《适当性办法》进行了阐释和细化，具有可操作性，但效力等级较弱。

1) 理论上，告知说明义务包括广义与狭义区分。广义涵盖对产品基本信息或销售机构利益冲突的信息披露、风险警示、适当性匹配信息等内容。狭义的告知说明义务是针对不特定公众的信息披露义务^[11]，也就是上海金融法院认为的“告知说明义务是适当性义务的组成部分之一，其强调信息披露义务”^[12]。本文认为单纯强调信息披露无法解决投资者购买金融产品时与接受建议不匹配的问题，应该强调广义告知说明义务中的匹配信息与风险警示。第一，信息披露成本高昂、程序繁琐，强制信息披露制度制定的一般化披露规则，不能满足任何单笔证券投资者的全部信息需求；第二，对那些不可观测或暂时不可核实、但又对投资决策至关重要的信息的披露，强制信息披露规则无法进行有效监控。第三，引用美国学者说的一句话“彻底的信息披露除了作为消毒剂外，阳光还可能使人眼花缭乱”^[13]。与提供较少的披露信息相比，人们在披露信息过多的时候做出的决策会更加糟糕，也就是说，信息过载会导致人们决策的不理性。

2) 形式上可以参照格式条款对客户的保护。证券机构向监管部门提交相关业务管理制度和风险控制文本，就涉案产品进行了评级后在《推广公告》、资管合同等文件中明确了产品类型、风险等级等信息，是履行告知说明的重要形式，例如《产品说明书》《风险揭示书》《风险说明书》等，对不承诺本金、收益保证，资管计划的中高风险等难以理解的进行注释、讲解，颜色字体着重、条款不能过多，保证投资者能真正理解内容。最后，证券机构需要留存书面证明，如建行恩济支行案中，法院以被告没有按照金融监管的要求由原告书面确认是客户主动要求了解和购买产品并妥善保管相关记录，判决败诉。

5. 买卖双方责任的承担

在立法中明确违反适当性义务的法律責任是制度落实的关键，《证券法》第二十五条规定了：卖者尽责、买者自负。传统证券法更坚持“买者自负”的原则，强调投资者为自己的投资行为负责，但是由于现代资本市场中的信息不对称性不断加强卖方义务，使卖者尽责成为买者自负的前提，在卖方责任备受关注的同时应该意识到适当性规则是在投资者保护前提下进行的利益权衡而不是给予投资者无限的保护，我们不应忽视买者自负的责任。

5.1. 卖方承担连带侵权责任

首先卖方承担的责任应当区分，在合同订立前属于先合同义务承担缔约过失责任，订立后由于适当性义务确定在《证券法》中即为法定义务，承担侵权责任。

《证券法》只规定了证券公司的赔偿责任，《九民纪要》赋予了投资者请求产品发行人、销售者抑或二者承担连带责任的选择权，是更具有合理性的。因为“了解客户”的实施主体为金融机构及其业务人员，包括发行人和代销机构^[14]，且发行人往往并非产品的卖方机构，但两者又有密切的委托关系，有关客户、产品等的信息是互相通告的，若在合同磋商阶段发生纠纷，依据缔约过失责任很难直接追究发行人的法律责任，故可在《证券法》中增加两者的连带责任。但连带责任从合同相对性的角度分析是存在逻辑障碍的，投资者只与销售者签订合同，怎么能追究发行者的责任？其实合同法上的缔约过失责任其实也是侵权责任的一部分^[15]，故有学者认为打破合同相对性违约责任的简单做法是统一将违反适当性义务的民事责任定性为侵权责任。多数法院如上海金融法院也是以对侵权责任四个构成要件的分析为判决书论证主要内容。

5.2. 逾越销售投资者责任自负

在适当性义务承担方面，《证券法》第八十八条只规定了违反适当性义务时卖方责任，但问题是金

融机构履行适当性义务充分告知风险后造成损失谁承担责任？通过检索案例发现有不少是投资者有过错而判决承担主要责任的，如：轻信推介未展开最基本的询问了解；发现机构不当行为后未采取减损措施；可以自行减损的情况下轻信承诺；不提供真实资料。重点是应对第八十八条第二款进行修改为“投资者不愿意提供相关资料或不如实提供相关信息，证券公司可以拒绝推荐相关产品，或者履行适当性义务充分告知风险后产品交易(又称逾级销售)造成后果的责任由投资者自己负责”。因为基于商法交易自由的原则，双方拥有选择权，此时的责任应依据过错责任原则，谁有过错谁承担，否则无疑是违背三公原则，增加了卖方责任。对此本案中上海金融法院判决书的论证，可以旁证这一观点“原告签署空白风险评估问卷，确认风险评估结果、确认了解产品风险、认可其投资行为，投资者作为具有完全民事行为能力的自然人，对其签名行为应承担相应的法律后果，可认定联储证券履行了适当性义务”。买者自负需要市场对投资者有教育义务，这是我国证券市场处于转型阶段的要求，例如在交易场所施加销售者对投资者的教育义务，促使投资者形成理性投资理念，继而补足市场缺乏的诚信文化，减少矛盾争议。

6. 结语

联储证券系列案中，法院同案不同判的理由是基于投资者不同类型与是否履行了告知说明义务的不同，但其判决的论证不彻底，如不应仅依据机构提供的资料认定匹配，而应审查分类标准；告知说明义务的履行要重视适当性匹配与风险揭示；尊重意思自治与交易自由使逾级销售买者自负。目前，《证券法》投资者适当性可以作为原则，对义务性质、内容和责任追究做统一规定，对于投资者信息调查问卷、风险测评等具体操作方法和内容可以通过部门规章、自律规范更灵活贴近市场的方式分立监管。

参考文献

- [1] 郝嘉奇, 夏欣. 东方金钰资管计划违约, 管理人联储证券善后[N]. 中国经营报, 2019-12-09(B09). <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1652206992106762100&wfr=spider&for=pc>, 2019-12-07.
- [2] 井漫. 投资者适当性制度构建: 国际经验与本土选择[J]. 西南金融, 2020(4): 65-77.
- [3] 李东方, 冯睿. 投资者适当性管理制度的经济和法律分析[J]. 财经法学, 2018(4): 18-43.
- [4] 翟艳. 我国投资者适当性义务法制化研究[J]. 政治与法律, 2015(9): 98-106.
- [5] 赵晓钧. 证券投资者保护民事责任法律制度的完善——以香港市场经验为借[J]. 证券法律评论, 2017: 549-562.
- [6] 邓雅蔓, 周琦. 追问中行“原油宝”事件, 高风险产品为何变为常规理财? [J]. 中国经济周刊, 2020(8): 21-23.
- [7] 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.
- [8] 吴弘. 证券公司与证券服务机构法律制度完善研究[J]. 证券法苑, 2014, 10(1): 319-354.
- [9] 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. <https://doi.org/10.13415/j.cnki.fxpl.2021.02.012>
- [10] Ribstein, L.E. (2011) Fencing Fiduciary Duties. *Boston University Law Review*, **91**, 899-916.
- [11] 张付标. 证券投资者适当性制度研究[M]. 上海: 上海三联书店, 2015.
- [12] 吴弘, 吕志强. 金融机构适当性义务辨析——新《证券法》及《纪要》视角[J]. 上海金融, 2020(6): 56-60. <https://doi.org/10.13910/j.cnki.shjr.2020.06.007>
- [13] Black, J. (2010) The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation. LSE Legal Studies Working Paper No. 17/2010. <https://ssrn.com/abstract=1712862>
- [14] 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[J]. 证券市场导报, 2012(2): 42-49.
- [15] 刘力帆. 美国投资者适当性规则修订溯因[J]. 金融法苑, 2020(3): 63-81.