

投资者到金融消费者的角色嬗变

陈 洁 *

内容提要：金融产品的日益抽象化、复杂化和金融交易模式的日益综合化、专业化，导致金融市场投资者群体的身份转化与角色嬗变。非专业投资者或者大众投资者逐渐与消费者融合，成为一类新的市场主体即金融消费者。金融消费者是为满足非营业性的个体金融需要而购买或使用金融商品或者享受金融服务的自然人。对于金融消费者存在其中的法律关系，需要建构体现特殊宗旨或调整方法的法律规范。我国可以在保留现有证券、银行、保险、信托分业监管和分业立法的格局下，建构以保护金融消费者权益为核心的金融服务法或金融消费者权益保护法。

关键词：投资者 金融消费者 金融服务法

在当代市场经济环境中，市场运行不仅以商品或服务的不断丰富和变化为显著特征，而且不断改变利用商品和服务的市场主体的身份角色及其相互间的关系。20 世纪 80 年代以来，混业经营和金融创新的发展以及全球经济的日趋融合，在金融市场领域创造出日新月异、令人目不暇接的金融产品和金融交易模式，利用金融产品和居于金融交易模式中的金融市场投资者，其经济功能、身份角色和市场地位也相应不断变化。金融产品的日益抽象化、复杂化和金融交易模式的日益综合化、专业化，导致金融市场投资者群体的进一步分化与部分投资者的身份转化。面对这样的市场变革进程和市场主体分化格局，诸多市场发达国家将金融消费者保护列为金融改革的核心措施之一，并将对金融市场的监管上升到了保护金融消费者的高度。然而，因何可以把以营利为目的的金融市场投资者在法律上视为消费者，其中的法理根据以及立法政策究竟因何与为何，是金融市场立法进程中预先要解决的问题。

本文从证券市场投资者出发，通过考察大金融背景下投资者所承受投资风险的变化及其市场身份地位的嬗变，探讨如何立足金融市场的特殊性，在金融企业和投资者利益均衡发展的基础上构建我国的金融法制。

* 中国社会科学院法学研究所副研究员。

一、投资者“买者自负”的内在逻辑与现实变异

投资者是证券市场体系结构中基本而重要的主体要素，也是证券法理论中的重要概念。虽然我国证券法并未对投资者概念作出具体的界定，但理论界与实务界对证券市场投资者这一概念已基本达成共识，即指具有一定资金来源，从事以证券为介质或手段的投资活动，对证券投资收益享有所有权并承担投资风险的证券市场主体，包括机构投资者与自然人投资者。简言之，证券市场投资者就是资本市场中有价证券的购买者。

投资者是证券市场不可或缺的主体，正因如此，各国证券法均以保护投资者的合法权益为基本宗旨。尽管如此，作为现代市场经济的基本理念，“买者自负”历来被认为是证券市场普遍遵循的不言自明的基本法则，并与公平、公正、公开三原则一同构成证券市场法律制度的理念基础与规则原点。推究“买者自负”背后的市场逻辑，就是在证券市场运行机制中，证券投资必然伴随着风险，收益是风险的补偿，而风险则是收益的代价。因此，在投资活动中期望获利者理所应当要为自己的投资行为负担风险，接受由市场机制决定的任何投资结果，无论是盈利还是亏损。根据“买者自负”原则所设计的证券法律制度，无论是机构投资者还是个人投资者，从经济关系上看，其与证券市场上的发行人、市场中介机构一样，都是旨在通过市场活动实现自身利益最大化的群体；从法律关系上看，其亦与发行人、市场中介机构一样，都是平等的民事主体。因此，证券投资者依据自己的判断进行投资，就应当对投资的结果自担责任。

从法理上说，“买者自负”与传统民法中的自己责任具有相通性，其制度建构理念与功能设计都是基于同样的人性假定和市场交易（或社会交往）机制。在近代民法上，作为法律基本建构要素的人，被假定为“具有充分理性和意思、自律性开拓自己命运的经济人”。〔1〕既然法律范畴的人都是理性的，就顺理成章地要为自己理性决定的行为后果承担责任。在市场经济范畴中，即“市场主体对自己行为的后果负责”。〔2〕自己责任从一个理念原点衍生出两个基本法律原则：一是主体行为给他人造成不利后果，应就自己行为所造成损害向他人承担法律责任，如赔偿责任；二是主体行为给自己造成不利后果，则应自己负担不利后果而不能归咎于他人。根据这两个原则建构的法律规范构成民事责任和风险承担体系，从而把市场行为及其风险后果的经济规则与法律规则融为一体。具有经济理性与独立人格的市场主体依照其自由意志作出的交易行为，由行为人自担其交易后果是最顺理成章的，既合乎市场理性，也是市场规则对市场主体的基本道德要求。这一“买者自负”原则在证券市场交易中得以贯彻，并演化成分配证券市场交易风险、划分证券市场各主体责任的基本法律规范。基于该原则，非出于法定情形和正当理由，投资者不得将证券交易损失归结于证券发行人、证券交易代理人、其他证券交易参与人、证券市场行政及自律监管机构，不能将交易损失归结于其他主体和外部因素。〔3〕可以说，“买者自负”原则以及根据这一原则制定的有关风险分配和责任承担的证券法律制度，划清了投资者与证券监管机构、上市公司及证券公司等中介机构的责任界限。〔4〕在我国证券市场的制度规范上，从证券法、证监会的规范性文件、自律机构的市场业务规则、相关投资者教育的规范性文件到证券交易代理协议文本，“买者自负”原则均有所体现。

从理论上说，在假定市场“同质性”的前提下，〔5〕“买者自负”原则隐含了三个必要的前

〔1〕〔日〕星野英一：《私法中的人》，王闯译，载梁慧星主编：《民商法论丛》第8卷，法律出版社1997年版，第170页。

〔2〕法学研究所课题组：《建立社会主义市场经济法律体系的理论思考和对策建议》，《法学研究》1993年第6期。

〔3〕参见徐明、卢文道：《证券交易“买者自负”原则的司法适用及法制化初探》，载张育军、徐明主编：《证券法苑》第4卷，法律出版社2011年版，第218页。

〔4〕参见叶林主编：《证券法教程》，法律出版社2010年版，第49页。

〔5〕所谓“市场同质性”，是指交易双方处在相同的市场环境之中，受相同市场环境的约束，根据自身情况自主作出交易决策。

提,即信息的对称性、投资者的适当性和监管的正当性。^{〔6〕}只有在满足这三个前提的条件下,投资者才应承担发行人道德风险之外的资本经营本身的所有风险。然而在现实环境中,这三个前提都或实质或相对地发生了不同程度的变异,导致了证券市场投资者身份地位的嬗变。

首先,“信息的对称性”的理想界定与市场现实存在着巨大差距。经济学的不完全信息理论指出,由于交易中信息的稀缺性、交易的不确定性等因素,信息不对称是必然存在的。在证券发行和交易中,信息不对称现象更为常见。究其原因,主要在于证券产品性质与功能的特殊性。从证券发行角度看,证券发行人是证券的创设者和出售者,发行人自行掌握或决定构成证券标的物的一系列因素,如公司所处行业、公司的组织结构和股权结构、经营管理情况、财务状况等,这些决定了证券的品质与价值。投资者正是依据发行人披露的信息判断证券的品质与价值,然后据此作出投资决策。与传统商品相比,证券产品具有信息性、专业性、复杂性、高风险性等特殊品质,从而使证券投资交易也具有完全不同于传统商品交易的特征,如市场信息的质量在很大程度上决定了证券的市场价格、市场信息的获得与处理能力决定了投资者的投资判断能力、投资者在证券市场中购买证券需要通过市场中介机构等等。如果说证券市场上的基础性证券,诸如股票、债券、基金等成熟的证券产品因为证券法贯穿始终的信息披露制度而使相关主体的信息披露和风险揭示较为充分,^{〔7〕}那么在场外交易的金融衍生产品等高风险品种的交易中,实现市场信息的对称在现实中几乎就是天方夜谭。那些由金融专家千方百计设计出来的特殊商品,绝非普通投资者凭借有限的经济理性和生活常识即能全面把握。在这样的背景下,除极少数的专业人士,很少有投资者能真正了解那些金融产品的真实情况,包括金融产品的组成、结构及效能等,被称为“富翁杀手”的KODA金融衍生产品就是有力的佐证。^{〔8〕}可以说,证券市场信息的对称性并不是绝对的,追求市场信息的对称性只是人们的理想,这就在一定程度上动摇了“买者自负”原则的地位。

其次,“投资者的适当性”也是对现实市场中参差不齐的投资者群体的一般假设。投资本身就需要一定专门知识和专业技能的市场活动,一种投资形式所需要的专门知识和专业技能离大众投资者的日常经验越接近,投资者的适当性程度就越高;反之,投资者的适当性就越低。证券市场不仅是一个高风险的市场,也是一个需要更高专门知识和专业技术的市场,很多投资品种的设计极为复杂,需要投资者具备较多的知识和经验才能真正理解产品的运行规则和投资风险。随着金融市场创新的不断深入,高风险、高难度的复杂金融产品尤其是结构性产品逐渐推出,需要投资者具备很强的经济实力、知识经验和投资技巧。现实中投资者的经济实力、专业水平、风险偏好等方面的情况迥异,因此对于投资者群体而言并非所有的金融产品都是合适的选择。对金融中介机构而言,把适当的产品或服务以适当的方式和程序提供给适当的人,就是在复杂金融市场中维持交易诚信的基本要求,也是在这种市场环境中贯彻“买者自负”原则的一个重要前提。例如,美国证券交易委员会就要求证券经纪自营商仅向顾客推荐他认为对该顾客适合的股票。^{〔9〕}但在市场实践中,在投资者对金融衍生产品极易产生理解错误和偏差的情形下,相当多的金融中介出于逐利动机,采取诱导等不当的销售方式向投资者推销名不副实的金融商品。例如香港雷曼

〔6〕 参见前引〔3〕,徐明等文。

〔7〕 其实,即便在常见的基金投资中,信息对称也基本上是纸上谈兵。因为大多数投资者在购买基金产品时,基金公司对于汇集资金的实际用途通常只有抽象描述,而无细节说明。即使基金公司运用筹集的资金发生亏损,也只需向投资者提供一份投资净值的报告,投资者根本无权审查资金使用的真实情况。

〔8〕 KODA的全称是Knock Out Discount Accumulator,也被称为Accumulator,国内翻译为累计期权。这是一种风险很高、极其复杂的金融衍生产品。美国政府认为Accumulator对金融的破坏极大,因此禁止在美国出售此种金融衍生品。不少内地投资者因购买该金融衍生品而濒临破产。

〔9〕 Norman S. Poser, *Broker-Dealer Law and Regulation*, § 3.03 (2001). 转引自何颖:《金融交易的适合性原则研究》,《证券市场导报》2010年第2期。

“迷你债券”事件，就是金融机构以“债券”之名掩盖金融衍生产品之实，对社会公众进行无差别的推销，通过夸大收益水平等不当销售行为，将这些产品销售给并不合适的个人顾客。香港证监会在总结此事件时指出，雷曼“迷你债券”购入者所购入的金融产品与其财务状况、投资目标、期望和风险承受水平相较而言并不适合。^[10]在这种情形下，如果仍然按“买者自负”原则让投资者自行承担交易的后果，而否定金融机构的应有责任，显然是不公平的。由此可以得出以下认识：1. 证券市场越复杂，投资者群体的分化就越明显，也就越难以用一般性的适当性标准衡量投资者的整体状况。2. 投资者与证券市场中介机构的关系越密切，投资者适当性的实现就越是依赖中介机构的专业水平和诚信程度。3. 证券市场越复杂，市场中介机构参差不齐，对所有投资者一体适应“买者自负”原则的公平性就越低。

再次，“市场监管的正当性”也是对证券监管机制设置和监管活动效果的理想期待。证券市场监管者的监管行为，尤其是面向证券市场采取的、涉及不特定投资者、具有普遍约束力的监管行为，无疑会对市场交易产生重大影响，从而直接或间接地影响特定投资者的交易环境与投资结果。但“买者自负”原则实际上排除了证券监管机构、证券交易所等承担责任的可能，或者说隔绝了监管疏忽与投资者损失之间的联系。例如，我国对证券发行一贯采用严格的实质审查制，其本意在于期望证券监管机构充分发挥证券市场看门人的作用。通说认为，“只要政府监管机构尽到审核责任，即使出现审核疏漏以及不良证券发行，政府监管机构也不因此承担责任。”^[11]然而，如果监管机构没有尽到审核责任呢？监管机构尽到审核责任的标准又是什么？实践中，即使证监会的诸多审核结果屡屡遭到市场的强烈质疑，证监会也从未为自己的审核失察承担过责任。就证券交易所而言，投资者曾广泛质疑交易所权证业务规则的合法性和推行“权证创设”这一权证交易平衡机制的正当性，^[12]交易所也因此屡被起诉，但法院多以“买者自负”原则确定由当事人自行承担责任。^[13]有观点认为，在交易所是否须因监管失职承担责任这一问题上，应借鉴美国的民事责任绝对豁免原则。^[14]在美国的长期司法实践中，美国法院基于交易所履行公共职责的属性，逐渐将其视为准政府机构，并将原本适用于政府机构的民事责任绝对豁免原则适用于交易所的自律管理。依该原则，交易所在善意执行法律或者自己的规则履行自律管理的公共职能中，即便给被管理者造成了损害，交易所及其管理人员也无须承担契约或侵权之类的民事责任。^[15]在我国香港，证券交易所的自律管理行为也受到民事责任豁免原则的保护，其《证券及期货条例》第22条明确规定，“对于交易所或任何代表香港交易所行事的人，包括交易所的董事局的任何成员或交易所设立的任何委员会的任何成员，在履行《证券及期货条例》第21条规定的交易所的责任时，或者执行交易所规章授予的交易所的职能时，如出于真诚而作出或不作出任何行为，则不需要就这样的作为或者不作为承担任何民事法律责任。不管这样一个责任是依据合同法、侵权法或其他任何法律而产生。”然而，中国证券市场尚不成熟（包括投资者、监管者的不成熟），证券市场监管体系不完备，监管政策易变，特别是还存在较为严重的监管者与上市公司或中介机构之间的利益输送现象。在实践中出现较大或较有影响的市场事件时，面对投资者将投资损失归咎于监管者并继而追究监管者民事责任的情形，如果监管者确有失当，却仍然一味以“买者自负”来隔绝监管机构或交易所的责任，并不利于我国证券市场的健康发展。

其实，上述对“买者自负”原则三个前提条件的质疑，并不是否定该原则的合理性、正当性

[10] 参见香港证券与期货监察委员会编：《执法通讯》，2008年10月（第60期）。

[11] 前引〔4〕，叶林主编书，第49页。

[12] 所谓“权证创设”，是指权证上市交易后，有资格的机构发行与原有权证条款完全一致的权证的行为。

[13] 参见“钟某诉南航权证创设案”，（2010）沪高民二（商）终字第65号。

[14] 参见卢文道：《证券交易所自律管理论》，北京大学出版社2008年版，第145页。

[15] 参见卢文道：《美国法院介入证券交易所自律管理之政策脉络》，《证券市场导报》2007年第7期。

和可适用性,只是表明它并不具有绝对性,不能僵硬地适用于一切市场情形。归结起来,就是“买者自负”中买者所负担的风险与后果只能是市场风险,至于市场风险之外的因道德风险或制度缺陷所招致的损失,并不应由买者承担。然而,在我国的市场实践中,投资者实际上自觉或不自觉地因“买者自负”的原则理念或制度体现承担了远远超过市场风险的损失。在目前的诸多相关论述中,人们习惯于从证券产品、市场层次的角度去界定“买者自负”原则的适用范围,而未从法律操作层面规范“买者自负”适用的具体条件及其责任分配,不仅在日新月异的金融实践面前捉襟见肘,对于真正厘清投资者保护的原则、标准也并无充分的理论价值和实践效益。

二、投资者地位的因势分化与金融消费者概念的借势生成

如前所述,把“买者自负”原则绝对地适用于所有投资者的所有投资活动,实际上是在忽略投资者实际市场地位和交易境况的千差万别,其结果,一个本属公正的基本交易制度原则却可能导致或者已经导致不公正的适用效果。当然,法律作为一般行为规范,不能对不同的投资者逐一设定不同的行为规范,而只能在“类”的划分下设定“类”的行为规范。在传统的“买者自负”原则普遍适用的法律建构理念中,投资者是被视为“一类人”而作为市场关系主体存在的,有关投资者的法律一体适用于所有投资者。但是,随着金融市场的进一步规模化和复杂化,投资者也在发生着“类”的分化,在今天这种“类”的分化是如此巨大与明显,以至于规范投资者的法律(如基于“买者自负”原则建构的法律规范)也必须相应地发生适用对象的分化与转化。

首先,根据投资者是否以投资为营业以及投资判断能力的不同,许多国家和地区把投资者划分为专业投资者和一般投资者。以投资为营业或投资判断能力较高者为专业投资者或合格投资者,此外即为一般投资者。专业投资者或合格投资者的确定标准较多采取定性 with 定量相结合的方式,判定和考量的因素主要包括投资者的性质、投资者的资产状况等客观标准以及投资者的专业知识、专业能力、经验和风险承受能力等主观因素。例如,英国金融服务管理局《新业务守则资料册》将金融机构的客户区分为零售客户和专业投资者,而专业投资者又被细分为专业客户和选择性的专业客户。英国的监管规定中并没有直接给零售客户下定义,但根据《新业务守则资料册》及相关立法和实践,通常认为零售客户是指证券市场中除了被认定为专业投资者以外的所有投资者。对于专业投资者,英国明确规定了“专业客户”的投资者性质、资产规模以及员工人数等标准,并且规定,投资者满足定性测试要求(即对客户的专业能力、经历和知识进行充分考察后,认为该客户具有与拟参与的交易或服务相应的能力,可以作出投资决定并理解所涉及的风险)并且履行一定程序后,可被认定为“可选择的专业客户”。^[16]再如,韩国证券市场和金融投资服务法根据投资者风险承受能力的差异和投资总资产规模的大小,将金融投资领域的投资者分为非专业投资者和专业投资者。专业投资者包括金融机构、大公司(依据雇员数量、资产规模和资产充足率等指标)、政府机构和国际组织;凡符合一定条件的个人,包括交易经验和资产规模,也可以成为专业投资者。非专业投资者指其他个人和不属于专业投资者的公司。^[17]值得注意的是,由于各国(地区)资本市场发展情况的不同,相同的投资者分类制度规范的市场层次和产品领域可能并不相同。例如,我国香港的私募证券发行不像美国那样发达,投资者在交易领域的经验还不如美国投资者那样丰富,我国香港的合格投资者制度主要规范交易领域。而美国的合格投资者制度则侧重于私募发行,其根源在于美国私募证券的发行和转让无需履行强制性登记注册程序,信息披露程度较低,对投资者的风险识别和承受能力要求较高,风险承受能力较低的投资者不适

[16] 参见任伟、校坚、申屹:《境外投资者适当性制度的比较与案例分析》,《证券市场导报》2010年第9期。

[17] 参见郭丹:《金融消费者之法律界定》,《学术交流》2010年第8期。

宜参与。^{〔18〕}

其次,投资者与投资对象之间的距离延长并由大量中间金融产品和服务所连结。在以证券为投资手段的投资活动中,投资关系的一端是投资者,如股票或债券的持有者,另一端则是投资对象,如股票发行人或债券发行人。在不公开的证券市场上,投资者与投资对象之间的联系是直接的;而在公开市场上,在投资者与投资对象之间介入了证券承销商、证券经纪商、证券投资顾问等市场主体,投资者从这些发挥中间功能的市场主体那里获得金融服务。尽管这些金融服务以实现投资顺畅和提高投资收益为目的,但它们本身不是投资目标,只是投资者实现投资目标的手段或介质,并且投资者要为这些投资手段或介质的利用支付费用。然而,随着证券市场的发展,这些金融服务可以物化为金融产品,并且通过不同投资要素的排列组合形成日渐复杂的金融衍生品,利用这些金融产品的投资者距离投资对象日渐遥远以至陌生,导致原本作为投资手段或介质的金融衍生品异化为投资目标。投资者由对投资对象的选择嬗变为对投资手段或介质的选择,实质上由投资者嬗变为金融产品或服务的消费者。

再次,非专业的普通投资者在证券市场活动中越来越接近于消费者所处的境地。尽管传统的消费者保护法主要是针对在衣食住行等传统领域内的产品和服务,金融领域的产品和服务与之相比差异甚大,但在购买金融产品以及接受金融服务的过程中,由于信息的严重不对称以及金融产品的日益复杂,普通投资者在面对金融产品时理解力以及风险判断能力普遍较低,其判断能力、谈判能力、决定能力和抵御风险能力愈加接近或等同于消费者。例如,普通投资者在选择金融产品和金融服务时,往往缺乏专业判断能力,易于被广告、推销等商业手段劝诱,甚至陷入一种非理智决定状态,此种交易处境与消费者极为相似。又如,在金融产品或服务的获取过程中,投资者同样处于明显的信息劣势,而且金融产品的品质往往只能采用法律和财务等指标来揭示,不仅加剧了金融产品和普通商品的分离,甚至让金融产品成为金融机构的专属物。普通投资者在与金融机构的法律博弈中也明显处于劣势。沿循消费者保护的立法思路,对金融领域的非专业投资者予以特殊保护,无疑具有相当重要与现实的合理性和必要性。

最后,金融市场上出现的混业经营模式导致投资者多重身份的混一。传统金融分业经营机制使人们习惯性地依金融行业的不同,对利用不同金融行业的产品或服务的市场主体冠以投保人、存款人、投资者等不同称谓。然而,金融创新的不断深入以及金融业综合经营的日渐展开,金融产品日益综合化,金融服务渐趋商品化,投资者在选购金融产品时完全可以跨越各金融行业的划分,诸如存款、保险、证券这样简单清晰的业务种类划分逐渐失去实际的商业意义,以业务领域区分投资者或消费者个人身份的方式也失去了原本的商业规则意义以至法律意义。以银行提供的服务为例,个人除了可选择传统由银行提供的各类信用供给业务外,还可以购买银行销售的理财产品而成为投资者,亦可购买银行代销的保险产品而成为投保人。这样,利用这些金融产品和服务的市场主体就集银行客户、投资者与投保人的身份于一身。传统的存款人、投保人以及投资者的身份不再泾渭分明,个人在越来越多地与金融企业打交道的过程中,逐渐成为一个接受综合金融服务的新群体,其身份则分别由投资者、存款人、投保人而嬗变为金融消费者。

显然,投资者向金融消费者的嬗变不是学理的演绎,而是金融市场演进和商业实践演变的结果。按照以上分析,金融消费者是循着两条线索游离出投资者群体的:一是依据投资判断能力的不同,从整个投资者群体中游离出一般投资者或公众投资者;二是在利用作为投资活动中间环节的金融产品或服务时,从整个投资过程中游离出阶段性金融消费者。从法律意义上说,金融消费者概念的提出体现了金融法律制度的宗旨变迁和理念更新。对于金融领域存在的某一类特殊主体

〔18〕 参见上证联合研究计划第20期课题:《合格投资者制度比较研究》,中国证监会上海监管局承担,载上海证券交易所网站。

给予法律上有针对性的保护,是有效实现金融市场法律制度的宗旨并有力促进金融市场有序运行与发展的应有之义。

作为金融监管一体化机制的模本,英国2000年金融服务和市场法案首次采用了“金融消费者”的概念并区分了不同类型的消费者,如专业消费者和非专业消费者(例如普通民众),并特别规定非专业消费者所需要的保护程度要高于专业消费者。美国1999年金融服务现代化法案将“金融消费者”定义为“为个人、家庭成员或家务目的而从金融机构得到金融产品或服务的个人”。美国最新出台的多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案第十章更为细化地指出金融消费者为“消费金融产品或服务的消费者”,“消费者是指自然人或者代表该自然人的经纪人、受托人或代理人”,“消费金融产品或服务是指消费者主要为了个人、家庭成员或家用目的消费任何金融产品或服务”。

在我国金融市场开展综合经营和金融创新的背景下,在域外金融消费者保护立法方兴未艾的潮流中,将部分投资者纳入金融消费者范畴进行保护的讨论在我国亦风生水起。法律理念的转变与法律制度的更新往往是从概念的界定开始的,金融消费者进入法律范畴并引起学界与立法者的注意,首先也是从金融消费者的概念辨析开始的。但到目前为止,金融消费者的概念尚未在学术界达成共识,^[19]即便金融监管的规范性文件中提到了金融消费者的概念,也没有对其予以清晰的界定。^[20]

概念界定的真正障碍其实根源于理念范畴,也就是投资者与消费者的概念在法律观念和知识体系上的冲突,而且这种冲突极大地影响了有关金融消费者的立法理念与制度建构。这样的观念阻碍其实反映了对金融消费者内涵外延、金融消费者与投资者本质区别的质疑和模糊。

消费者与投资者是针对投资行为主体与消费行为主体而各自采用的称谓。因消费行为与投资行为之间的本质区别,消费者与投资者之间也确实存在本质区别,如前者的行为不以获取收益为目的,而后者行为当然以获取收益为目的。但金融领域具有独特性,金融企业一方面为消费者满足其基本金融需要提供金融服务和金融产品,另一方面也为金融投资者获取盈利提供金融服务和金融产品。这两者在外观形式上十分相似,单从交易或投资的客观行为样态来说,无法将金融企业的客户区分为投资者和消费者。基于此,流行观点往往从行为目的出发探求二者之间的界限,并形成了“需要目的说”和“非生产交易目的说”两种不同的主张。^[21]需要目的说认为,所谓金融消费者,实际上是指为生活需要购买、使用金融产品或接受金融服务的社会成员。非生产交易目的说则认为,金融消费者系因非生产、交易目的而购买、使用金融机构提供的产品或者接受金融机构提供的服务的主体。这两种观点其实都认为金融消费必须是不以营利为目的而从事的行为。

上述两种主张不无思路清晰和表述明了之处,但在金融市场商业实践中,由于涉及对参与金融交易的个体主观心态的判断,这种主观区分标准因缺乏明确性而容易产生识别分歧。因此,有学者建议从金融契约关系中主体权利义务配置以及所面对的系统性风险差异出发,以“资信授予”之客观标准来界定二者的区别。该观点认为,一类个体在金融契约中交付资金,按合同规定接受资金的回报,同时承担市场风险并面对机构控制人的代理问题。购买股票、公司债券、基金等金融产品的个体即属于此种类型。这一类个体在主观上通常以获得资本收益为目的,可以称之为

[19] 例如,有观点认为,“金融消费者是消费者概念在金融领域的延伸和特别化,是指与金融机构建立金融服务合同关系,接受金融服务的自然人”(刘晓星、杨悦:《全球化条件下金融消费者保护问题研究》,《现代管理科学》2008年第6期);还有学者则赞同将金融消费者界定为“购买或使用金融机构提供的金融商品,享受金融机构提供的金融服务的社会成员”(前引[17],郭丹文)。

[20] 2006年12月,我国施行《商业银行金融创新指引》,该《指引》第一次采用“金融消费者”的概念表述,提到要“更好地满足金融消费者和投资者日益增长的需求”,“充分维护金融消费者和投资者利益”。2011年3月发布的《关于银行业金融机构免除部分服务收费的通知》中也强调要“积极维护金融消费者的知情权和选择权”。

[21] 参见王振栋:《论金融消费者与投资者的识别标准》,《上海金融》2011年第6期。

为投资者。另一类个体则在金融契约中接受资金,按合同规定支付资金使用价格,其面临的风险主要是金融机构利用经济优势或资讯优势对其实施不公正的待遇。信用卡持有人、住房按揭贷款人即属于此种类型。这一类个体不是以获得资本收益为目的,而是需要支付使用资金的价格,可以称之为金融消费者。^[22]

应该指出,上述“资信授予”客观标准实质上仍未脱离以是否承担风险以及是否以获利为目的的作为分野界标的传统观念。而在金融创新的现实中,投资者与消费者的界限实际上越来越难以精细地划分。需要指出的是,生活消费与金融消费的划分本身就具有相对性。我国消费者权益保护法中的消费者,是指为生活消费需要而购买、使用经营者提供的商品或接受经营者所提供的服务的市场主体。^[23]这一“生活消费”标准实际上是不清晰的。传统观点认为生活消费是保持人类生存和延续的基础需求,是基于人的自然需求而产生的社会活动;而投资的目的是获得投资收益而不是生活消费,因此必须在消费者与投资者之间划出明确的界限。然而,随着现代社会逐渐步入金融社会,不仅现代经济的发展离不开金融的“造血”与“输血”,寻常百姓的生活也离不开金融服务。传统社会中的生活消费主要采用现金结算,几乎无须银行等提供的金融服务,但在现代,消费者已广泛借助金融机构满足其生活消费需求。许多消费者通过银行卡或信用卡支付消费款项,购房者不仅向银行贷款购房,还要为此购买商业保险或办理抵押,有的消费者还购买投资连接保险等。与此同时,社会各界也正在接受金融消费是生活消费之组成部分的观念。日本学者指出:“与生活没有直接关系的投资”也基于“有助于确保将来健全而安定的生活”被包含在消费者问题之中。^[24]可见,即使生活消费和金融消费依然存在理论上的差异,但生活消费与金融消费的划分渐呈相对性。^[25]这就为投资者与消费者界限的消弭提供了事实基础和前提。投资关系与消费关系在现代金融市场的趋同性,也在相当程度上促成金融消费者群体在金融市场中的形成。

概而言之,投资者实际上是从理性状态和对产品的控制状态两个面向来界定的。在金融大背景下,金融产品的丰富性、复杂性和陌生性促使投资者逐渐向金融消费者转化。在纷繁复杂的金融产品面前,被假定为“理性经济人”的投资者渐渐处于与消费者同样的境地。可以说,从权利合理性配置与公正性实现的立法目的出发,考虑到法律制度安排的成本效益与可操作性,在金融法律的制度体系中,区分专业投资者与非专业投资者的制度价值已经远甚于原有的消费者与投资者之区分。就投资者群体中的非专业投资者而言,其与消费者的市场差别与制度区隔已经逐渐消弭,非专业投资者或者大众投资者在本质上已逐渐与消费者融合,而成为一类新的市场主体即金融消费者。

三、金融消费者的法律定位与相关制度的建构理念

一个概念的生成在于设置法律制度的建构节点,甚至是一系列法律规范的建构原点。作为具有系列法律规范原点性质的“金融消费者”概念,并不是作为经济概念的“金融消费者”的简单摹写或转用,也不是消费者权益保护法上的“消费者”与行业名称“金融”的简单相加。在法律上界定金融消费者这一概念,应当综合考虑如下因素:其一,当前的社会经济生活中已经出现了金融消费者这一市场角色,金融消费者已经成为概括一部分市场主体的“类”的概念。其二,作为类的群体的金融消费者,已经成为固定的、可以清晰识别与表述的法律关系主体。当传统的金融领域主体如证券投资者、投保人、银行客户等因购买金融产品而具有了共同的性质,新的法律

[22] 参见前引[21],王振栋文。

[23] 参见消费者权益保护法第2条。

[24] 参见[日]铃木深雪:《消费生活论——消费者政策》,张倩、高重迎译,中国社会科学出版社2004年版,第18页。

[25] 叶林、郭丹:《中国证券法的未来走向》,《河北学刊》2008年第6期。

关系——金融服务法律关系——就产生了。^{〔26〕}其三，对于金融消费者存在其中的法律关系，需要建构体现特殊宗旨或调整方法的法律规范。在证券市场的某些场合或法律关系中，继续沿用投资者概念的法律如证券法、证券投资基金法等，难以充分实现对投资者普遍而适当的保护。其四，在现有法律体系中，尚无适当的成体系的法律规范可资利用，必须以金融消费者这一概念作为节点建构新的法律规范体系。例如，银行理财产品本已具有基金的性质而非单纯的银行产品，但因银行理财产品交易和服务而产生的纠纷是否适用证券法和证券投资基金法，则存在较大争议。^{〔27〕}

考虑上述因素，本文认为法律上的金融消费者概念应当是：在金融服务法或金融消费者权益保护法的适用范围内，为满足非营业性的个体金融需要而购买或使用金融产品或者享受金融服务的自然人。这一概念首先对投资者概念进行了解构和划分，将投资者中的一部分归为金融消费者，如机构投资者或法人投资者被排除在金融消费者的范围之外，同时个人投资者中采取营业方式的专业投资者亦被排除在金融消费者范围之外。其次，这一概念也对非专业性的个人投资者作了划分。个人投资者购买股票时，其相对上市公司而言仍然是投资者，但相对证券经纪机构或交易所而言则是金融消费者。再次，这一概念将原有的金融消费者进行了融合，如作为银行客户的存款人、作为保险公司客户的投保人等，都可划进金融消费者的范围。最后，这一概念不再以是否有营利目的作为划分标准。在金融服务法的适用范围内，营利与否已经不具有区分不同法律关系的功能。例如，金融消费者通过证券公司买卖股票时需要向证券公司支付佣金，支付佣金的目的并不是直接从证券公司获取利润，而是通过证券公司的服务间接地从上市公司获取利润；但是金融消费者向基金公司购买基金份额时，其支付的基金管理费的对价，既有基金公司提供的基金管理等服务，也有投资收益性质的基金收益。

按照以上对金融消费者概念的法律界定，可以在调整与金融消费者相关的社会关系时最大限度地利用现有制度资源，提高现有法律制度的利用效率，并降低有关金融消费者制度的立法成本。首先，可以实现个人投资者与金融消费者在法律上的并存，使之依据不同的法律得到保护。例如，在我国的金融市场格局和法律格局中，个人投资者购买上市公司股票时可以根据证券法上的信息公开制度等获得保护，其为购买股票接受作为市场中介的金融机构服务时，则可以获得对金融消费者的法律保护。其次，可以实现“买者自负”原则与金融消费者特殊保护的并存。例如，在金融机构与专业性个人投资者的交易关系中，专业性的个人投资者仍要适用“买者自负”的市场规则与法律规范；在个人投资者与投资对象的直接关系中，如果其投资决策受金融机构的影响较少，也应当适用“买者自负”的市场规则与法律规范；即使是个人作为金融消费者购买或使用金融机构提供的金融产品或享受金融机构提供的金融服务，如果金融消费者的损失与金融机构的故意或重大过失之间没有因果关系，也要根据“买者自负”原则确定其风险负担与责任承担。尽管“买者自负”原则的绝对适用可能无法公平保护投资者利益，但从金融领域的特殊性以及个人投资者和金融消费者的场合转换出发，为在金融企业和投资者之间实现利益均衡发展，在“买者自负”与金融消费者权益保护之间建构合理的适用分野，更有利于金融市场的健康发展。

尽管在我国法律层面还没有正式引进或采用金融消费者这一概念，但是在我国目前有关金融市场的法律体系中，有关金融消费者权益保护的法律制度已经存在，并且正在发挥巨大的作用。例如，证券法中有关于禁止证券公司及其从业人员欺诈客户的规定（第79条），关于证券公司建立健全内部控制制度的规定（第136条），关于证券公司对其客户的法定义务的规定（第143—148条）等；证券投资基金法中有关于基金管理人禁止行为的规定（第120条）；保险法中有关于保险公司及其业务人员禁止行为的规定（第116条）；商业银行法中有保护存款人权益的规定

〔26〕 参见前引〔17〕，郭丹文。

〔27〕 参见前引〔25〕，叶林等文。

(第三章)等。即使在此情况下,在我国法学界仍出现了将所有规范金融市场的法律合并整合为一个金融服务法的倡议。有学者认为,尽管金融业内部存在不同业别,但从与消费者关系视角出发,其经营具有共同之处,即提供金融产品与金融服务。从服务商的角色出发,如何提升服务品质是不同业别金融业需要共同面对的关键问题。因此,我国的金融服务法应当是超越银行法、证券法、保险法等具体金融业别立法,以规范金融服务行为、提升金融服务品质、保护金融消费者权益为出发点制定的一部统领整个金融业基本行为准则的金融服务业的基本法。^[28]

当然,主张制定一个作为金融业基本法的金融服务法的制度建议,既有相当的理论依据,也有国外法制经验作为佐证,如以保护金融消费者权益为主要立法目的的英国2000年金融服务和市场法案、美国1999年金融服务现代化法案等。日本金融商品交易法亦被定位为金融商品销售与劝诱的一般法,并作为金融商品交易业者的基本规则,规制各类业务的共通行为。就涉及金融商品交易的业务行为而言,金融机构不分业务形态适用统一的销售和劝诱规则。具体而言,该法针对广告规制、合同缔结前的书面交付义务、书面解除、禁止行为(提供虚假信息、提供断定的判断、未经邀请劝诱)、禁止填补损失、适合性原则等各方面确定了行为规范,其他行业法(如银行法、保险业法、信托法等)均准用这些行为规范,以保证行为规制的统一性。^[29]我国各金融机构纵向分割市场所带来的恶性竞争、规则冲突以及法律管制脱节等所造成的金融消费者利益受侵害现象日益突出,如何突破已有的体制性行业藩篱,通过对金融消费者共性的概括与法律保护经验的总结,关注实践中金融消费者权益受损的制度性原因,在各单行金融部门法之上为金融产品与服务提供一套公平合理、行之有效的规则,对金融消费者作为一个统一的整体予以法律倾斜性保护,事关我国未来金融市场机制之深化以及社会主义市场经济的健康发展。但是就我国金融法律的现有格局和金融市场分业监管的现状而言,制定统一的融合证券、保险、银行、信托等行业法律制度的金融市场基本法,或许要耗费较大的立法成本并可能遇到较大的既有体制障碍。如果我们换一个立法思路,在保留现有证券、银行、保险、信托的分业监管体制和分业立法格局的前提下,将其中有关金融消费者权益保护的法律规定析出,再根据金融市场的发展现状和运行机制,建构一些新的保护金融消费者权益所必须的法律规范,融合两者而重构一个以保护金融消费者权益为核心的“金融服务法”(或者称之为“金融消费者权益保护法”),以此与现行的证券法、证券投资基金法、商业银行法、保险法、信托法等金融法律并列,或许更具有立法建构的可行性以及满足现实需要的及时性。

我国将来的金融服务法应以保护金融消费者作为制度建构的核心理念,在其制度体系中要充分体现保护金融消费者的宗旨与措施。古典乃至现代金融理论大多站在金融机构的立场观察各种金融现象,并以金融机构为中心展开市场权利义务的配置安排。这种“机构金融理论”对金融法律制度的建构也有较大影响,在我国商业银行法、证券法等法律制度中也有所体现。在这样的制度理念下,金融消费者尽管在理论上是金融关系的主角,在实践中却长期处于配角地位。以我国证券法为例,尽管证券法第1条明确表明“规范证券发行和交易行为,保护投资者的合法权益”是证券法的直接目的,且规范证券市场发行和交易行为仅是保护投资者合法权益的手段,但从整部证券法的构建来看,其内容侧重于对证券发行和交易行为的具体规范以及对证券市场中介的监管措施。从投资者保护角度来看,一是没有站在保护金融投资者合法利益的角度,全面考虑证券法制规范的各种行为和关系的内在联系;二是没有从证券法制的功能性角度,合理建立证券发

[28] 参见冯果:《金融服务横向规制究竟能走多远》,《法学》2010年第3期。

[29] [日]神田秀树:《金融商品取引法の构造》,日本《商事法务》2007年第1799号。转引自杨东:《论金融法制的横向规制趋势》,《法学家》2009年第2期。

行、交易与证券服务之间的相互连接,从而限制了证券法宗旨的实现。^[30]有学者指出,我国证券法作为一个主要规范证券发行与交易活动中市场主体之间民事关系的私法,实质上逐渐地转变为行政机构管理证券发行与交易活动的证券管理法,^[31]有关证券服务的内容蜕变成证券法的附属制度。这样的制度缺陷与其说是我国证券法之个体特征,不如说是金融部门法之共性缺陷。这样的建构性缺陷导致金融消费者权益保护上的疏漏与弱化,且无法借助于证券法结构的进一步完善加以改变,而只能留待于我国金融服务法的未来构建。我国将来的金融服务法要以保护金融消费者权益为宗旨,以实现和保护金融消费者合法权益的理念与措施为制度建构线索,建构一个可以公正而有效地保护金融消费者权益的法律规范体系,合理规范金融机构与金融消费者之间的权利义务关系。

我国将来的金融服务法应以确立金融产品和金融服务的标准为主要内容。对金融消费者的保护与对金融服务行为的规范,实质上是一个问题两个面向的解决方案。在强调消费者保护基本原则的同时,我国的金融服务法应立足于金融服务业的共性,重在对金融服务业行为准则的一般提炼。其基本内容应以金融产品及金融服务者的界定、金融产品的销售与推介、金融消费者的权益与救济为主线,核心要解决的就是金融产品与服务标准问题。在金融市场的实践中,尽管具体金融行业有所差异,金融服务者都应遵守一些相同或相似的行为规则,诸如信义义务、禁止欺诈义务、合理销售义务以及保密义务等。然而,由于我国银行法、证券法、保险法、信托法等采用了分别立法模式,各项金融立法分别规定各自的金融服务规则,不仅在客观上造成制定法之间的隔离、冲突与重复,还容易冲淡人们对金融消费者与金融服务者之间关系的正确认识,并最终影响到保护金融消费者立法宗旨的实现。我国将来的金融服务法就是要通过制定金融业的基本服务标准,既为金融服务者提供基本的业务行为指南,也为金融消费者提供基本的法律保护标准,同时还应当尽量消除不同部门法之间的规则冲突,成为为金融业提供行业准则并有利于金融消费者权益保护的“金融服务标准法”。

我国将来的金融服务法也应当成为“金融产品质量法”,尽可能预先界定金融产品的利益分配模式并有效控制其中蕴含的市场风险。金融产品是与资金融通具体形式相联系的载体,如股票、债券及其衍生品等各种形式的权益凭证,其所代表的某一金融资产的内在价值是由其将来的现金收入流决定的。由于未来具有不确定性,难以准确预见企业未来的现金收入,因此很难像实物商品那样准确确定金融资产的内在价值。金融市场比一般产品市场具有更大的不确定性和难以预料的风险。金融市场的风险是交易双方共同面临的风险,不仅投资者,就是金融机构本身也很难加以预测防范,次贷危机中雷曼兄弟公司的破产倒闭就是明证。因此,根据金融市场的类型与特性,我国将来的金融服务法应在有利于金融行业发展和金融消费者权益保护的基础上,规定保障金融产品质量的法律措施。例如,规定合理的金融产品结构,如规定金融产品的盈利模式和市场风险分配方案;保障金融产品的公开性,如规定金融产品设计者、推荐者和销售者的充分说明义务;规定金融产品的市场准入制度,如特定领域或特定种类的金融产品应当经过审查备案后方可进入市场;规定金融产品的售后服务制度,如在金融市场发生巨大波动或者发现金融产品有巨大缺陷时,金融产品设计者、推荐者和销售者应当向金融消费者及时作出说明并提供有效处置指引;规定金融产品的责任制度,如设计的金融产品含有恶意缺陷或者销售时有恶意劝诱行为的,金融产品的设计者、推荐者和销售者应当为此承担法律责任。

我国将来的金融服务法还应当有效整合现行的市场监管体制,实现对金融市场有序并有效的监管。金融市场上各种形式的金融产品本质上不过是一系列具体规定和约定的组合,一个金融产

[30] 参见前引〔25〕,叶林等文。

[31] 参见陈甦:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第26页。

品区别于另一个金融产品的根本特征就在于其具体的模式构思、法律规则运用和运作方式。金融产品的这一特点使金融市场的各个参与主体在法律允许的前提下,可以根据投融资的需要自由地加以创造,这是金融产品随着经济的发展大量涌现并越来越脱离现实物质基础的原因所在。^{〔32〕}此外,金融资产很强的流动性和可变能力,也使各类金融产品和市场之间容易产生协同共振效应,一个市场或一种产品的价格波动易被传导到其他市场或产品上,由一般的市场风险演化为整个金融系统的风险,并进而波及实体经济领域。近年来信息技术的发展以及金融全球化,使金融产品的运行与影响超越国界并进一步复杂化。金融产品的非物质化、易泡沫化和高流动性,不仅增加了投资者识别和运用金融产品的难度,也使金融资产及其市场管理的难度越来越大。因此,将来制定金融服务法时,应当根据金融产品的特性以及金融消费者权益保护的需要,合理建构金融市场监管体制与机制。例如,合理规定金融产品与服务的监管机构及其权限与行使权限的程序,规定既有利于金融创新又有利于金融消费者权益保护的金融产品审核制度,规定现行各金融监管系统之间的整合协调机制,规定有利于提高金融产品或服务监管能力的制度措施和技术保障等。

Abstract: Nowadays, financial products have become growingly abstract and complicated, and the financial trading models have been more and more integrated while professional. As a result, investors are experiencing a transformation of their roles in the financial markets. Non-professional investors or the public investors are integrated with consumers in essence gradually and become a self-contained class of market subjects, that is, the financial consumers. Financial consumers mean individuals who obtain financial products or services from financial institutions primarily for personal, family, or household purposes. As far as the legal relationship where financial consumers exist, legal norms embodying special aim or adjusting method should be constructed.

With such a market change and the conflicting interests among the market participants, many developed market economy countries make the protection of financial consumers the central part of their financial system reform. Although the concept of financial consumer has not been introduced in or adopted by Chinese law, there are already some legal institutions concerning the protection of the rights and interests of financial consumers. Such legal norms and institutions can be separated from the respective financial law departments, under the existing separate regulatory and legislative regime of security, bank, insurance and trust, and reconstruct a financial service law or a financial consumer law centered on the protection of the rights and interests of financial consumers together with some new constructed legal norms. Our future financial service law should focus on the standards of financial products and services, do it best to define the benefit allocation mode of financial products in advance and control the implied market risk, and integrate the existing market regulatory regime effectively.

Key Words: investor, financial consumer, transformation of role, location of legal position

〔32〕 参见管仁勤:《虚拟经济的含义及特征》,《人民日报》2003年4月1日理论版。