

证券交易中“买者自负”原则 的检讨与反思^{*}

杨为程

摘要：资本市场的“买者自负”与普通商品交易中的买者自负原则一脉相承，梳理后者的演变过程，可以透析出前者的历史演绎逻辑。证券交易中“买者自负”原则的适用经历了一般的“买者自负”到建立投资者适当性制度的历史演变。“买者自负”原则在我国资本市场中始终被强调和重视，但也备受争议和质疑，仅凭“买者自负”就让投资者自担风险是远远不够的。资本市场中强调“买者自负”还应当强化“监管有责”和“卖者有责”。

关键词：证券交易；买者自负；投资者适当性；监管执法

中图分类号：D922.28 **文献标识码：**A **文章编号：**1003-854X(2015)04-0122-05

一、问题与背景

“买者自负”是市场经济中的基本原则之一。在证券实务和研究领域中，“买者自负”原则与“投资者风险自担”原则涵义相同。我国1999年颁布的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）第19条即对资本市场中“买者自负”原则作出了规定，2006年修订后的《证券法》第27条原文沿用了旧法第19条的内容。^①证券监管部门的部门规章和证券交易所的自律规则也充分体现了“买者自负”原则。^②在我国资本市场的发展历程中，“买者自负”原则不但在立法上有所强调，而且在实践层面也受到关注和重视，从监管部门和沪深证券交易所的历次投资者教育活动以及交易场所的警示张贴可以得到印证。

但是，资本市场上近年来质疑“买者自负”原则的呼声却此起彼伏，“大庆联谊没有‘月光宝盒’，能让成立时间提前三年；红光实业亏损报成盈利，顺利登堂入室”^③，虚假过后的苦涩——投资者自担风险吗？在信息真实、对称的情况下，当然是投资者承担自我决策的风险，而当信息虚假造成交易损失的情势下，投资者只能怨自己运交华盖，自认倒霉吗？十八届三中全会提出了市场在资

源配置中发挥决定性作用的重要论断，这需要厘清市场与政府的边界，政府的监管要符合市场化的前提。国务院“新国九条”把资本市场中的中小投资者的保护提到了前所未有的战略高度，《证券法》的再次修改也已纳入全国人大立法规划。在这样的背景下，“买者自负”原则作为市场经济的一个基本理念在我国证券投资领域被关注和强调，显得尤为重要，其存在的价值不仅仅是警示投资风险，更在于发挥市场力量，鼓励金融创新。而“买者自负”要实现预期效果，投资者、发行人和中介机构以及监管部门三方是否都要“有所作为”？换言之，强调“买者自负”是否还需强化“监管有责”和“卖者有责”？

二、“买者自负”原则：缘起与嬗变

1. 缘起：意思自治的产物

“买者自负”，又称“风险自担”，据考证，其

^{*} 本文系新疆维吾尔自治区普通高校人文社科重点研究基地——新疆稳定与地方经济发展保障研究基地2014年重大项目“丝绸之路经济带”金融中心法制建设研究”（XJEDU010914A01）的阶段性成果。

导源于古罗马私法的商品交易规则，基本含义是指买方应当负担买卖的风险，需要对商品和货物的品质、数量进行独立判断与识别，并承担相应的责任。在普通法系法官造法、遵循先例的传统下，这条名不见经传的古老规则，最终上升为法律原则。在 1603 年的“牛黄”买卖纠纷案件中，法官驳回了原告的诉讼请求，认为在法律上被告对该“牛黄”的言辞表述不构成任何保证，原告应当自负其责。^④在普通法的漫长发展历程中，“买者自负”一直没有成为广泛适用的具有普遍性的司法原则，直到 19 世纪初期，西方进入到自由资本主义时代，建立在简单商品交易关系基础之上的“买者自负”原则，才成为普遍认同的市场交易法则之一。具有代表性的是 Parkinson v. Lee 案的判决，法官采纳了被告方的意见，认为卖方不构成欺诈，没有对所售货物作出明示担保，应当由买方承担相应的货物损失责任。^⑤该判例不但为“买者自负”的普遍适用提供了新的法律佐证，而且具有拓展“买者自负”作为市场交易基本法则的重要影响。

从法理上看，“买者自负”是近代民法意思自治原则的产物。在近代民法上，作为法律体系基本构成要素的“人”，被假定为意志自由、具有理性、抽象的经济人。^⑥因此，作为法律范畴的人顺理成章地应该对依其自我意志作出的选择负责。在民事责任领域，意思自治表现为自己责任，即每个人都应当对自己行为所产生的责任自己负担。从自己责任这一理论原点可以演绎出两项法律规则：一是主体行为给自己造成不利后果，不能归咎于他人应由自己负担的不利后果；二是主体行为给他人带来不利后果，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。^⑦简单商品生产时代，交易结构并不复杂，双方主体对标的物的品质、数量等属性的认知能力处于同等地位，基本不存在交易信息的不对称。也正是在这一时期，自由主义和个人主义理论受到充分尊重，由“趋利避害”、寻求自身利益最大化的市场主体依其自由意志作出的个体决策，理所当然地由行为主体自己承担行为后果，既合乎商品经济的伦理要求，也符合市场交易的理性。^⑧19 世纪初期，在市场交易规则中“买者自负”占据了主导地位，进一步验证了普通法系法官对“买者自负”原则普遍性支持的内在逻辑。

2. 嬗变：从“买者自负”到“卖者自慎”

随着西方工业革命的发展，“买者自负”原则的适用条件及时代背景均发生了深刻的变化。首先，随着商品交易的复杂程度的不断加深，买卖双

方在简单商品生产条件下形成的信息对等均衡不复存在，交易双方在商品品质及适用性的认知等方面落差越来越大。其次，早期社会交易结构简单，主要以现货交易为主，凭借日常生活经验，买方就能拥有对标的物品品质、数量作出独立判断的能力。但是随着新型通讯手段的出现、大宗交易的普遍化以及商品的复杂化，买方基本丧失交易前验货的机会，增大了买方获取更多交易信息的难度。

在这样的背景下，19 世纪以来偏重维护“消极自由”的司法哲学日渐式微，到 19 世纪中后期英国普通法院通过司法判例逐渐放弃了绝对“意思自治”政策，发展出了“卖者自慎”的新规则。^⑨Jones v. Just 和 Biggie v. Parkinson 两案的判决结果就是“买者自负”不断嬗变的典型注脚，两案的判决主旨将早期颇有绝对适用趋势的“买者自负”原则，扩展为交易各方各负其责的“买者自负”和“卖者自慎”相互协调的司法原则。^⑩19 世纪末，美国法院在“社会本位”思潮下，通过判例，确认了经营者承担社会义务，有条件地排除了“买者自负”原则的适用。^⑪交易中的买卖双方各自为其交易风险承担责任，法律规则为经济发展提供了社会变迁历史背景下的制度依据。当代以来，消费者保护运动风起云涌，基于消费者与经营者信息不对称、交易地位悬殊的客观状况，出现了经营者默示担保责任、限制格式条款解释权等法律规则，凸显出“卖者自慎”原则不断被法律化的趋向。

三、证券交易“买者自负”原则拷问：从“买者自负”到“投资者适当性”

1. 法理透析：系列权证纠纷和雷曼“迷你债券”案例

近年来我国内地发生了系列权证诉讼，香港地区发生了雷曼“迷你债券”纠纷，一些投资者将交易损失归结为证券公司（代理银行）作为交易代理方没有充分揭示投资风险，权证（“迷你债券”）发行人信息披露存在缺陷，以及交易所权证业务合法性、监管不到位等外部性因素。^⑫在这些涉及金融衍生品投资的纠纷当中，争议的焦点就是“买者自负”能否成为司法或准司法裁判的依据。为什么同样是衍生证券，在权证纠纷中法院判决基本上都遵循了“买者自负”原则，而香港金融监管当局则认为，投资者财务状况、风险承受能力等不适合购买“迷你债券”，从而排除了“买者自负”原则的适用。

2007—2012 年间上海法院审理了数起权证诉讼

案件，如被称为我国“权证第一案”的胡某诉白云机场信息提示案^⑬、高某诉白云机场信息披露案^⑭、钟某诉南航权证创设案^⑮等，法院均以“买者自负”原则作为投资者承担责任的裁判依据。在高某诉白云机场信息披露案的判决里，一审法院认为：

投资者在参与权证交易时应当理性评估自身的交易能力，充分注意交易的各种风险，……原告主张损失赔偿有悖公平公正、风险自负的证券交易原则”。上海高院在二审中认为：“上诉人的投资损失属正常交易风险，按照证券交易风险自负的市场基本原则，损失后果应由上诉人自负。”^⑯该案判决理由具有代表性，一、二审法院均明确了“买者自负”原则的适用，认为正常市场风险造成的损失应由投资者自担，交易风险自负是证券市场的基本法则。但是，并不是所用的证券交易纠纷都会一概适用“买者自负”原则，与上述系列权证纠纷判决结果截然相反的是，针对2008年次贷危机中香港地区雷曼“迷你债券”给投资者造成的巨额损失，香港金融监管当局则指出，投资者买入的“迷你债券”与其投资目的、财务状况及风险承受能力并不匹配，明确“买者自负”原则不适用该交易行为。正是由于金融市场对“买者自负”原则的过于信奉，而金融机构在利益驱动下利用了该原则的便利，任意向公众推销高风险的雷曼“迷你债券”，通过夸大收益水平、隐瞒风险信息 etc 不当销售手段，将这些金融商品销售给不适合的个人投资者。”^⑰

作为原则性、概括性的市场规则，“买者自负”需要结合投资者具体状况以及交易的内外因素，综合判断是否适用。只有当参与者拥有相当的投资经验和能力的前提下，才能认识和理解金融商品的交易风险和运行规则，如果投资者缺乏交易经验和知识，则对自身的决策判断难以形成正确的后果预期，也难以承担相应的责任。个人投资者获取信息、风险承受等方面的能力，相较发行和销售方均处于相对劣势，特别是随着产品和服务不断复杂化，加剧了买卖双方交易地位的悬殊。因此，需要相关主体充分地披露信息和揭示风险。不论是政府监管机构还是交易所等自律组织，由于主体性质和行为的特殊性，中外各国大多适用政府部门的“民事责任豁免”原则，但是基本的适用条件应当是正当的实施监管行为和履行监管职责。透过案例的法理分析，“买者自负”原则价值与功能的正常发挥，离不开投资者能力经验、交易主体信息对称性和市场监管正当性三个逻辑前提。^⑱易言之，个人投资者与金融机构之间在信息获取、交易地位等方

面明显失衡，而且随着金融产品的日益复杂，更加剧了双方力量的不均衡，导致“买者自负”原则的适用前提已然不复存在。但是此时“买者自负”原则并不是绝对的被排斥，而是其适用又有了一个新的前提——金融中介机构应当履行的适当性义务，也就是说投资者的适合性问题成为证券交易纠纷中“买者自负”原则是否适用的关键因素。

2. 适当性原则的发展和适用

投资者适当性（适合性）原则，是境外成熟资本市场为了平衡保护投资者利益，由中介机构履行审慎选择投资者的义务，将适当的金融产品和服务推荐给适当的购买方。^⑲金融商品种类繁多，不同证券产品的风险高低不同，而投资者在能力、风险偏好等方面的情况也是千差万别，并不是所有个人投资者都适合购买各种繁简不同、风险各异的证券产品。这就需要金融中介机构向投资者提供适当的证券产品交易建议，而作为金融商品的生产者和推销者，金融中介机构在这方面有充足的信息优势和能力。^⑳因此，由金融机构履行适合性义务，符合市场经济的效率原则。在市场化不断推进，金融创新日新月异，相应风险衍生环节依次增多的背景下，投资者风险承受和认知能力愈显重要，适当性分类区别的保护方式日趋关键。

考察不同国家适当性原则的历史发展和运用经验，可以梳理出投资者适当性的特点：其一，适当性原则最初表现为美国证券行业自律组织的执业道德操守，此后随着科技不断进步以及金融产品越发丰富复杂，演变为监管规则和投资者利益保障机制。^㉑其二，金融产品提供者在销售产品之前，应当通过一定的前置程序确定该金融产品交易的适合性，金融中介机构应当在双方订立合同之前承担审查确定客户的责任。其三，建立投资者区别保护制度，在风险评估和投资者区别分类的基础上，向投资者提供与其风险承受能力相匹配的投资建议。

四、中国问题的检讨：“买者自负”应强化“监管有责”与“卖者有责”

强调“买者自负”并没有错，但是，资本市场具有非人格化、信息不对称和快速流动的特征，怎样确保投资者在交易过程中了解金融商品的投资价值，获取相关的交易信息和知悉购买存在的风险等，需要一系列制度安排予以保证。^㉒

1. “监管有责”的治道变革^㉓

第一，完善以投资者保护为中心的法律制度。

首先，强化分红承诺，优化投资回报机制。一是敦促发行人修改章程中不符合规定的现金分红条款，增强发行人分红的内部制度保证，促进发行人履行分红承诺；二是利用网络投票、网上路演、股东邀请等制度，多渠道征求投资者对发行人利润分配的意见和建议；三是激励发行人根据自身特点，创设出适合不同类型投资者的回报方式，培养以现金分红为基础的多种形式的投资者回报意识。^{②4}其次，引入集体诉讼维权制度。肇始于北美判例法传统的集团诉讼制度，在消费者产品责任以及受侵害的证券投资者维权过程中，发挥了不可替代的社会功效。在这种机制下，可以取得一人胜诉，全体受害者受益，侵权者付出巨大代价的诉讼效果。由于资本市场一对多、多对多的交易特点，证券投资纠纷容易演化为群体性事件，为化解群体纠纷隐藏的社会不稳定因素，应当在我国资本市场纠纷解决机制中引入集团诉讼制度。再次，推行惩罚性民事赔偿制度。欺诈发行、内幕交易和操纵市场等侵害投资者权益的现象是多年来我国资本市场的痼疾，究其根源则是违法违规成本低、投资者损失追偿难，民事责任追究机制的缺失。^{②5}应将兼具惩罚、补偿与教育功能的加倍赔偿制度推向资本市场。^{②6}要让资本市场上的失信者承担惩罚性的赔偿责任，也要让守信者遭受的损失获得相应补偿。

第二，树立以信息披露为核心的监管理念，保障投资者参与权和知情权的行使。监管者应当推崇以信息披露为核心的监管理念，强化发行人、上市公司等义务主体的披露责任，提高信息披露的透明度。扩大市场信息披露范围，改革以形式审核为主的披露方式，建立合理怀疑和质疑式审查的监管方式。引导上市公司推出信息披露简明化指引，满足欠缺专业知识的中小股东知情参与权的需要。^{②7}围绕股东权益变动、并购重组、再融资等市场关切事项，完善证券发行、公司持续经营以及各类产品的信息披露标准，提升信息披露质量和细化披露、承诺责任。加强对承诺、异常信息等投资者权益敏感事项的事中检查监控，适时作出监管回应。^{②8}

第三，加强监管执法，推动监管转型。监管转型的核心是“放松管制、加强监管”，在进一步简政放权的背景下，强化事中事后领域的监管，加大行政稽查和处罚力度。借鉴城市道路交通违法行为的实时监控机制，推行行政与自律监管组织及相关国家机构之间情报互通、资源共享、全方位的资本市场行政稽查与处罚体制。完善执法手段，健全案件线索发现机制，提高执法效率，破解地方保护主

义的迷局。^{②9}赋予监管机构财产扣押权及配合调查权，简化查封冻结审批程序，将案件和执法环节都纳入规范化管理与监督之下，使执法权力在阳光下运行。建立案件司法移送追踪处理机制，保证证券犯罪行为得到公正、及时惩处。充分发挥新闻媒体的监督作用，引导投资者支持和配合证券监管部门执法，倡导社会监管理念，鼓励公众参与监督，调动社会各方面力量，形成监管合力。^{③0}

2. “卖者有责”的实现路径

信息披露是资本市场的灵魂和基础，其根本目的在于保护投资者尤其是中小投资者的合法权益。我国资本市场已经建立了较为完善的信息披露制度，但是资本市场上依然存在虚假披露信息、隐瞒信息披露、延迟信息披露以及非公平信息披露横行的机制性缺陷。^{③1}从规制包括上市公司、发行人、实际控制人等信息披露义务人的披露行为角度来看，首先，要改善发行人公司治理结构，完善信息披露机制。构建以公司治理结构为核心的内控约束机制，规范财务报告行为，建立健全发行人、上市公司等市场主体诚信问责制度，提高发行人、上市公司重大信息披露的质量和有效性。其次，完善和规范的会计信息披露制度。资本市场“三公”原则的实现有赖于健全、完善的会计信息披露制度，会计信息披露制度是发行人、上市公司的财务实务依据，是信息披露的主要内容，也是财务信息披露的质量标准。当前，我国会计准则存在体系不健全、欠缺操作性等问题，应当依据我国资本市场的具体情况，借鉴国际会计准则委员会及欧美国家的成功经验，形成既符合准确、及时性要求，又具有实践操作性的会计准则体系。再次，强化和完善中介机构尽责机制。及时、准确的市场信息供给，不仅依赖义务主体披露行为的内在因素，而且还取决于证券公司、会计审计机构、律师事务所等中介机构能否尽职尽责、保持中立和诚信地履行职责。

此外，相较成熟资本市场国家和地区投资者适当性制度，我国投资者适当性制度还需从以下三个方面不断完善。其一，构建统一的适当性制度。我国现有的适当性规则规定分散，且最高立法仅为部门规章，较低的法律层级和分散规制弱化了适当性制度的法律效力，增大了运行阻力。应当建立统一完备的投资者适当性制度，对投资者资格、分类及权义等内容进行系统、全面的规定，增强适当性规则的权威性和法律效力。其二，推行适当性保护的合理性分析机制。投资者适当性规则通过一定的程序安排和标准制定，依照投资者风险承受能力和禀

赋等因素,引导金融中介机构将合适的金融产品推荐给适合的个体参与者,确保个人投资者购买与其自身情况相适应的金融产品。^②需要指出的是,适当性规则的功能重在促进资本市场风险管理和资源配置职能的发挥,而非在于设定特定金融市场的准入门槛。其三,明确金融服务机构的适当性义务,强化对投资者的民事赔偿责任。在适当性义务范围内,金融服务机构应建立投资者信息库并收集投资者的相关资料,以便在金融服务中开展适当性评估,并根据评估结果向投资者提供服务。为了便利投资者维护其合法权益,针对劝诱普通投资者参与超过其风险承受能力、造成投资损失难以确定和举证的纠纷案件,引入举证责任倒置程序规则和损害赔偿金额推定规则。

注释:

① 1999年6月1日颁布的《中华人民共和国证券法》第19条内容为:股票依法发行后,发行人经营与收益的变化,由发行人自行负责;由此变化引致的投资风险,由投资者自行负责。

② 参见证监会《上市公司证券发行管理办法》第5条和上交所《个人投资者行为指引》第4条。

③ 安宁:《内幕交易赔偿期待“零”突破》,《证券日报》2014年6月7日;周俊生:《面对股市造假,监管为何硬不起来》,《新华每日电讯》2013年5月28日。

④ 参见 Chandelor v. Lopus, 79 Eng. Rep. 3, Cro. Jac. 4 (Ex. Ch. 1603)。

⑤ 曾洋:《投资者风险自负原则》研究——以《证券法》27条为中心》,《南京大学法律评论》2013年(春季卷),法律出版社2013年版,第279-293页。

⑥ [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。

⑦ 陈洁:《投资者到金融消费者的角色嬗变》,《法学研究》2011年第5期。

⑧ Alex M. Johnson, Jr. An Economic Analysis of the Duty to Disclose Information, Lessons Learned from the Caveat Emptor Doctrine, San Diego L. Rev, 1999。

⑨⑩ 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。

⑪ 法庭在 Jones v. Just 审理中,认为交易过程中买方无法检验货物,就不存在买者自负原则适用的余地;在 Biggie v. Parkinson 一案中,法官指出买方基于对卖方信誉的信赖而采购货物,那么理所当然地该货物应当符合买方的交易目的。

⑫ Alan M. Weinberger, Let the Buyer be Will Informed?—Doubting the Demise of Caveat Emptor, Maryland

Law Review, 1996.

⑬⑭ 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》,载张育军主编:《证券法苑》2011年(第4卷),法律出版社2010年版,第216-228页。

⑮ 参见上海市黄浦区人民法院(2007)黄民二(商)初字第842号。

⑯⑰ 参见上海市高级人民法院(2008)沪高民二(商)终字第6号。

⑱ 参见上海市高级人民法院(2008)沪高民二(商)终字第65号。

⑲ 武俊桥:《证券市场投资者适当性初探》,载张育军主编:《证券法苑》2010年(第3卷),法律出版社2010年版,第131-159页。

⑳ Andrew M. Pardieck, Kegs, Crude and Commodities Law: On Why It Is Time to Reexamine the Suitability Doctrine, Nevada Law Journal, Spring 2007.

㉑ Louis Loss and Joel Seligman, Fundamentals of Securities of Securities Regulations, Aspen Law & Business, 3d ed, 1995, pp.875-878.

㉒ 易宪容:《“买者自负”怎样才能实现》,《东方早报》2007年5月28日。

㉓ “监管有责”本身不是严谨的法学术语,本文该表述中的“监管”泛指与私法交易主体相对应的立法活动、行政监管等具有公权力色彩的广义公共管理职能。

㉔⑳ 参见中国证券投资基金业协会:《中国上市公司投资者保护状况评价报告(2011年度)》,《中国证券报》2012年11月28日。

㉕⑲ 李文华:《基于监管视角的中小投资者保护问题研究》,《南方金融》2013年第6期。

㉖ 刘俊海:《落实十八届三中全会精神扎实推进我国IPO注册制改革》,《法律适用》2014年第1期。

㉗ 刘俊海:《建立新型IPO注册制势在必行》,《中国证券报》2013年9月30日。

㉘ 顾鑫:《买者自负必须强化卖者有责》,《中国证券报》2014年1月7日。

㉙ 邢精平:《上市公司信息披露:比较与借鉴》,《证券市场导报》2004年第9期。

㉚ 赵晓钧:《中国资本市场投资者适当性规则的完善》,《证券市场导报》2012年第2期。

作者简介:杨为程,男,1971年生,陕西渭南人,新疆大学法学院副教授,新疆乌鲁木齐,830046;武汉大学法学院博士研究生,湖北武汉,430072。

(责任编辑 李 涛)