

# 我国金融广告监管制度的优化

## ——基于行为金融学和欧盟经验的考察

任超

(华东政法大学 经济法学院, 上海 200042)

**摘要:** 随着互联网金融的快速发展,我国金融广告投放量呈爆发式增长。含有虚假和误导性信息的金融广告已影响到我国金融市场稳定。我国现行金融广告法律监管制度是在金融消费者权益保护的框架下,以销售者适当性义务和说明告知义务为前提,并结合传统的强制性信息披露义务。但理性投资者假设作为该制度的理论基础已遭到行为金融学理论的挑战和质疑。基于理性投资者理论而建立的以信息披露义务适当履行为基本内容的金融广告监管制度,存在固有制度缺陷,从根本上无法解决利用投资者有限理性和行为偏差的金融广告治理问题。故应针对金融广告利用行为偏差的特殊性,优化金融广告监管制度。我国应借鉴欧盟《新欧洲金融工具市场指令》的相关实践经验,制定专门的金融广告监管制度,设定中性、清晰且无误导的基本要求。

**关键词:** 金融广告;行为金融理论;监管;有限理性;行为偏差

**中图分类号:** D922.28 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2021)02-0136-17

### 一、引言

金融广告作为一种商业广告,是指金融商品服务提供者以营利为目的,通过一定媒介和途径,向不特定社会公众宣传推介金融商品服务,其目的是吸引投资者与其达成协议,以期增加交易机会并盈利。近年来,随着互联网金融的快速发展,我国金融广告的投放量呈爆发式增长。但粗放式发展也使得含有虚假、误导性信息的金融广告层出不穷,其夸大收益、隐瞒风险、诱骗投资者和社会公众,严重侵犯了金融消费者合法权益。更有甚者假借金融广告的合法外衣,从事非法吸收公众存款、高利贷等金融违法犯罪活动,严重扰乱金融秩序稳定。

党中央和国务院一直对金融风险保持警惕。2017年7月,我国第五次金融工作会议将“防范金融风险”列为三大任务之一;2019年9月,党的十九大也将“防范化解重大风险”作为三个攻坚战之首,强调要“健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线”。鉴于违法违规金融广告是诱发和扩散金融风险的源头,尤其是我国非法互联网金融广告所带来的金融犯罪激增,造成对金融稳定和社会稳定的冲击,促使我国必须重新思考金融广告监管模式。其实,中国人民银行办公厅在2017年就印发了《关于开展金融广告治理工作的通知》,监管层首次提到金融广告治理,并提出“强化金融广告行业管理,建立并完善金融广告治理长效机制,为金融行业健康发展营造良好环境,优化金融生态环境,防范和化解金融风险”的意见。

不过,上述文件仅仅提出了金融广告治理工作的原则规划及探索金融广告治理长效机制

收稿日期:2020-11-16

作者简介:任超(1977—),男,江苏张家港人,华东政法大学经济法学院校聘教授、博士生导师。

的目标,未就如何优化监管机制提出具体建议。其将金融广告治理纳入金融消费者权益保护的框架内,从强制性信息披露的角度出发,适用广告法、消费者权益保护法和反不正当竞争法等法律法规,打击虚假广告,维护金融秩序。这种金融广告治理思路以传统的金融信息强制披露义务为基础,追究在推销金融商品时虚假陈述的金融机构的法律责任。但这一模式却混淆了以缔结特定金融商品服务买卖合同为目的的投资劝诱与针对不特定社会公众所发布的金融广告。在投资劝诱中,对特定投资者的虚假陈述违反强制信息披露义务;但金融广告中的虚假或误导性信息,却与金融商品服务销售中的强制性信息披露有着本质不同。不特定散户投资者在作出投资决策前,通常不会阅读复杂且长期的强制性披露文件,而是参考更容易获得的信息形式,如情况说明、传单和其他广告材料,而这些材料并不含有强制信息披露所需的内容。

这就引发一个新问题,金融广告是否会影响投资者行为,以及其如何对投资者的决策过程产生扭曲性影响,并产生破坏金融秩序的结果。现有研究成果主要集中在以下两方面:一是关于行为金融学理论,研究视域不再局限于该理论的历史沿革、框架内容及发展前景,<sup>①</sup>而是将其应用范围不断扩展至金融监管改革、证券市场实证分析及金融市场以外的领域;<sup>②</sup>二是关于金融广告监管制度,学界多从行为监管角度研究监管权力分配问题,建议应对金融广告专门立法、加强监管部门分工合作、构建预审查机制和投诉处理机制、发挥行业自律作用。<sup>③</sup>但鲜有国内文献将行为金融学理论应用于金融广告监管制度优化分析,且对域外经验的研究多停留于介绍层面,域外地区的选择也多集中于美国、英国、日本,较少对欧盟制度经验展开详细论述和引入可行性分析。

鉴于此,本文以行为金融学理论为逻辑起点,分析金融广告如何利用散户投资者的行为偏差以吸引金融投资,并针对我国金融广告监管制度现存问题,借鉴欧盟《新欧洲金融工具市场指令》(以下简称“MiFID II”)相关制度及实践经验,提出我国金融广告监管制度的优化思路,构建金融广告行为知情监管模式和遏制行为利用的具体监管制度。

## 二、金融广告监管制度优化的理论基础:行为金融学理论

如前所述,散户投资者在作出投资决定前,一般不会深入阅读金融商品的强制披露文件,而更多依赖于容易获得的广告信息。因此,金融广告中的虚假或误导性信息会对散户投资者的投资决定产生严重的扭曲性影响,而金融从业人员在设计广告营销材料时也会利用投资者这一弱点,以获得更多交易机会。金融广告中的虚假和误导性信息如何影响散户投资者的决定,可通过行为金融学理论的研究成果进行论证。

<sup>①</sup> 参见黄少军:《行为金融学理论的前沿发展》,载《经济评论》2003年第1期;李心丹:《行为金融理论:研究体系及展望》,载《金融研究》2005年第1期;何剑、刘少波:《行为金融:理论及其中国实践》,载《中央财经大学学报》2005年第7期。

<sup>②</sup> 参见肖崎:《次贷危机与金融监管改革——基于行为金融理论的分析》,载《新金融》2011年第9期;李江辉:《基于行为金融理论对上市公司高管决策机理研究——CEO过度自信影响股价的分析》,载《价格理论与实践》2019年第1期;冯全民、闫琦:《房产税对金融业的影响分析——基于行为金融理论》,载《北京金融评论》2019年第1期;Martin Brenneke, The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation, European Business Organization Law Review, Vol.19, No.4, 2018, pp.853-882; Stephen Diacon & John Hasseldine, Framing Effects and Risk Perception: The Effects of Prior Performance Presentation Format on Investments Fund Choice, Journal of Economic Psychology, Vol.28, No.1, 2007, pp.31-52。

<sup>③</sup> 参见张继红:《我国互联网金融广告行为的法律规制》,载《经贸法律评论》2019年第5期;董新义:《论我国金融广告法律规制的完善》,载《上海金融》2012年第4期;贾爱珍:《金融广告监管机制的国际比较与经验借鉴》,载《统计与管理》2019年第12期;田晓宏:《金融广告治理中行业自律与行政监管作用机理研究》,载《中国金融家》2018年第9期。

### (一) 行为金融学理论基础

行为金融学理论是现代金融理论与决策科学、心理学等学科形成的交叉学科,是金融经济学家在研究金融市场中某些异常情形的过程中形成并不断完善的理论体系。<sup>①</sup>行为金融理论是在挑战传统金融理论背景下形成的,其质疑传统金融理论中的“有效市场”假设,以心理学研究成果为依据,来解释金融市场上频繁出现的与“理性投资者和有效市场假设”相背离的异常现象。由此,行为金融理论以实际决策心理为出发点讨论投资者决策对市场价格的影响,试图理解和预测决策过程,揭示投资者心理因素在决策行为和市场定价中的作用地位,从人类决策心理的角度解释和解决传统金融理论无法解释和解决的问题,使研究更接近金融市场的实际。2008年全球金融危机后,由于金融市场“非理性因素”是导致危机进一步扩大的重要因素,金融政策制定者和监管者逐渐开始重视心理学因素在金融决策过程中的影响,以期优化金融监管范式。由此,行为金融理论的发展已经完成从批评到建设的关键一步,而不再是纯粹的批判式理论,<sup>②</sup>并常被应用于投资策略指导、金融市场监管政策和法律制度改革。

### (二) 散户投资者的启发式方法和认知偏差

行为金融学研究心理学对投资者行为和市场的影 响,其可解释投资者为何会做出偏离古典金融学理论的金融决策。行为金融学研究 表明,大量散户投资者的投资决策与新古典主义理论中的理性投资并不一致。散户投资者的重要特征是有限理性,其常见的决策模式为依赖于启发式方法而非理性逻辑推理。启发式方法是指人们在推理过程中往往采用的一些规则方法,主要包括:其一,代表性启发,是指人们倾向于用样本是否代表总体来判断其出现的概率;其二,易得性启发,是指人们倾向于根据事物在知觉或记忆中的可得性程度来评估其出现的相对频率,容易察觉到或回想起的被判定为经常出现的事物;其三,锚定与调整启发,是指人们在作决策时往往对已预先设定的参考点进行锚定,后期分析只限于修正,由此带来思维定势问题。<sup>③</sup>

这种启发式方法有助于在复杂环境中进行决策,<sup>④</sup>但其也可能是行为偏差的来源,导致判断错误。<sup>⑤</sup>实证研究表明,这种启发式方法和偏差可被描述为发生在不同司法管辖区和文化背景下的基本认知和情感机制。因此,全球各国典型散户投资者都会在一定程度上表现出这种启发式方法和偏差。

### (三) 金融广告对散户投资者行为偏差的利用

1. 代表性偏差的利用。代表性偏差是指人们在判断不确定事件时,仅以部分或典型现象为依据,根据事件发生时所伴随的部分现象对所发生事件进行推测。大量行为金融学的研究表明:人们会倾向于根据传统或相类似的情况对事件加以分类,并在评估机率高时过度相信历史重演的可能性。<sup>⑥</sup>

实证研究也表明,大量决策者根据金融投资工具的历史业绩来进行投资选择。散户投资者认为过去表现是未来表现的代表,过往业绩表现数据在上下文背景下是有用的,但其往往根据历史业绩“趋势”估算未来表现,并在以金融产品费用和 risk 等其他因素为代价进行投资决策

① 何剑、刘少波:《行为金融:理论及其中国实践》,载《中央财经大学学报》2005年第7期。

② 黄少军:《行为金融理论的前沿发展》,载《经济评论》2003年第1期。

③ 肖崎:《次贷危机与金融监管改革——基于行为金融理论的分析》,载《新金融》2011年第9期。

④ Christoph Engel & Gerd Gigerenzer, Law and Heuristics: An Interdisciplinary Venture, in Heuristics and the law, Cambridge: MIT Press, 2006, pp.2-4.

⑤ Christine Jolls & Cass R. Sunstein, Debiasing Through Law, in The Journal of Legal Studies, University of Chicago Press, Vol.35, No.1, 2006, pp.199-242.

⑥ 李心丹:《行为金融理论:研究体系及展望》,载《金融研究》2005年第1期。

时过度依赖过往业绩回报信息。这类投资者会面临决策失误,因为过往业绩对未来业绩的实际预测有效性很差。<sup>①</sup>利用过往金融工具业绩数据宣传的金融广告,会吸引这类投资者注意力,利用其决策错误,从而成功获得交易机会。

2. 可获得性偏差的利用。可获得性偏差与决策者在作出决定时依赖现有信息的习惯密切相关,容易让人联想到的事件会让人误以为这个事件常常发生。这是以判断错误为基础的,即熟悉和容易记住的事件更可能或更频繁地发生。<sup>②</sup>

可获得性偏差尤其表现为估计概率中的错误。有两个因素可能会加剧信息的可获得性:其一,如果一个或多个事件或信息最近发生过,则其更容易被记住(被称为“近因偏差”);其二,显著事件或信息比非显著事件或信息更容易被回忆(被称为“显著性偏差”)。<sup>③</sup>“显著性偏差”受信息呈现方式的影响很大,如相较于苍白抽象的信息,生动具体的信息会得到更多关注。研究表明,在金融投资工具的广告中,突出的产品属性在投资者决策中往往具有很大权重,从而导致投资决策偏离传统的经济模型。<sup>④</sup>可获得性偏差,可解释为何散户投资者将随时可获得的和风格更突出的销售材料作为其投资决策基础,而未深入研究这些信息。金融广告中“博眼球”式营销信息,就是利用可获得性偏差的典型体现。

3. 框架偏差。框架偏差是指决策者根据信息呈现的方式或背景,对相同信息进行不同评估的倾向。一般来说,人们在作投资决策的过程中,会因情景和问题的表现方式不同而作出不同或相反的选择。框架偏差与显著性偏差密切相关,因为人们对显著性信息具有更多认知,从而在决策中放大该信息的权重。

大量行为金融研究也表明,金融产品风险和收益信息的呈现形式,会影响散户投资者的投资决策,框架效应还会导致散户投资者对风险和投资回报形成扭曲认知,而这与投资的实际风险收益率曲线是完全不同的。<sup>⑤</sup>因此,金融广告制作者和发布者,都会特别设计和利用广告信息的呈现方式,尤其是金融商品风险和投资回报率的信息表达方式,试图以此影响散户投资者决策。

4. 锚定偏差。锚定偏差描述了决策者从初始值开始进行评估的倾向,初始值可包含在作出决定时的相关信息中,尤其是在不确定情况下作出预测时。该决策偏向于初始值,因为不对应初始值的后续信息会被淡化、不加权或忽略。<sup>⑥</sup>锚定偏差表明,当人们需要对某个事件作定量估测时,会将某些特定数值作为初始值,该初始值像锚一样制约着估测值。散户投资者在做投资决策时,会不自觉地更重视最初获得的信息。

实证研究表明,相当数量的散户投资者经常使用投资基金的短期历史业绩数据作为基金未来业绩的一个锚定。该历史业绩代表着“初始值”和“锚”,投资者在作决策时将更重视这一信

<sup>①</sup> Martin Brenneke, The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation, European Business Organization Law Review, Vol. 19, No. 4, 2018, pp. 853-882.

<sup>②</sup> Christine Jolls & Cass R. Sunstein, Debiasing Through Law, in The Journal of Legal Studies, University of Chicago Press, Vol. 35, No. 1, 2006, pp. 203-204.

<sup>③</sup> Cass R. Sunstein, The Storrs lectures: Behavioral Economics and Paternalism, Yale Law Journal, Vol. 122, No. 7, 2013, pp. 1826-1899.

<sup>④</sup> Ruben Cox & Peter de Goeij, What do Investors Learn From Advertisements? [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3034144](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3034144), 2020-4-16.

<sup>⑤</sup> Stephen Diacon & John Hasseldine, Framing Effects and Risk Perception: The Effects of Prior Performance Presentation Format on Investments Fund Choice, Journal of Economic Psychology, Vol. 28, No. 1, 2007, pp. 31-52.

<sup>⑥</sup> Martin Brenneke, The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation, European Business Organization Law Review, Vol. 19, No. 4, 2018, pp. 853-882.

息。当然,此时锚定偏差会与前述代表性偏差相联系。在金融广告材料中使用这种“锚定”和“初始值”,可能会对散户投资者如何看待金融工具的收益产生扭曲性影响,并可能导致重大决策错误。<sup>①</sup>这也是金融广告中经常将优秀“历史业绩”作为重要广告信息的原因。

5. 情感偏差。情感偏差是指情感对决策者行为的影响。非信息刺激产生的情感会影响信息的感知和处理、决策者的偏好和决策过程。<sup>②</sup>个人的投资决策受到个人情感的影响,其根源在于人们固有的心理缺陷。厌恶损失、过度自信和后悔偏差,都属于典型的情感偏差。

实证研究表明,金融广告引发的情绪能够引导对金融商品风险和收益的认知和感知,即金融广告中有说服力但无信息的内容能够影响经济效果,因为显著的非信息产品属性在随后判断中可能不成比例地被加权看重。由情感启发方法所引导的决策可能导致判断错误和情感偏差,如果决策过程中的情感因素是由诸如广告中非信息性内容所刺激操纵的。<sup>③</sup>在实践中,具有“家乡情结”的投资者,在作决定时更愿意选择与自己家乡有某种关联的金融产品,这就是“情感偏差”的典型体现。此外,近年来我国金融机构和公司所进行的情感营销方式,<sup>④</sup>也是对“情感偏差”的利用。

### 三、我国金融广告监管制度的现状与问题

我国现行金融广告法律监管制度,是在金融消费者权益保护的框架下,以传统广告法、消费者权益保护法和反不正当竞争法等为依据,以销售者适当性义务和说明告知义务为前提,在监管虚假广告的框架范围内来规制治理含有虚假和误导性信息的金融广告。

#### (一)我国金融广告监管制度的现状

1. 商业广告监管规则在金融领域的适用。在一般法律层面,我国现行《广告法》《消费者权益保护法》《反不正当竞争法》均有涉及虚假广告或虚假宣传方面的监管制度。上述法律中虽没有“金融广告”的特殊表述,但营销推广金融商品服务的广告可适用上述法律规则。根据一般性广告的法律规定,金融广告内容也必须真实合法,不得欺骗和误导消费者。

此外,针对金融行业的特殊性,上述一般法律中也有针对金融行业的特殊规定。我国《广告法》第25条就针对招商等有投资回报预期的广告,应对可能存在的风险以及风险责任承担等有合理提示或者警示,并禁止对未来效果、收益或者预期相关的情况作出保证性承诺,禁止含有明示或者暗示保本、无风险或者保收益等内容。我国《消费者权益保护法》虽没有明确的金融消费者和金融广告的概念,但其第28条有关特殊消费者权益知情权保护的规则却从侧面肯定了金融消费者及其知情权的特殊保护。<sup>⑤</sup>该条款尽管不是直接针对金融广告的法律规则,但其中涉及金融服务提供者有关信息披露、风险警示等义务的内容,增强了对金融消费者知情权的保护,对卖方机构的金融广告行为也会有一定约束。

<sup>①</sup> Bruce Huhmann & Nalinaksha Bhattacharyya, Does Mutual Fund Advertising Provide Necessary Investment Information? The International Journal of Bank Marketing, Vol.23, No.4, 2005, pp.296-316.

<sup>②</sup> Neal Feigenson & Jaihyun Park, Emotions and Attributions of Legal Responsibility and Blame: A Research Review, Law and Human Behavior, Vol.30, No.2, 2006, pp.143-161.

<sup>③</sup> Martin Brenneke, The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation, European Business Organization Law Review, Vol.19, No.4, 2018, pp.853-882.

<sup>④</sup> 情感营销是从消费者的情感需要出发,唤起消费者的情感需求,诱导消费者的心灵共鸣,寓情感于营销之中。此时,消费者购买商品或服务看重的已不是数量多少、质量好坏以及价格高低,而是为了情感满足和心理认同。

<sup>⑤</sup> 我国《消费者权益保护法》第28条规定:提供证券、保险、银行等金融服务的经营者,应当向消费者提供经营地址、联系方式、商品或者服务的数量和质量、价款或者费用、履行期限和方式、安全注意事项和风险警示、售后服务、民事责任等信息。

2. 金融监管法规对金融广告的规定。我国现行金融基本法律中并没有金融广告的概念,只有少量散见于各金融领域法律法规和规范性文件中的金融广告条款,基本为原则性和间接性规定,且立法层级较低,不具有普遍适用性。

在证券、基金、保险等涉及传统金融投资工具的法律领域,一般均会对金融机构的信息披露义务作出细化规定。但在此信息披露义务背景下涉及金融广告监管要求时,大多仅基于诚实信用原则,就禁止虚假陈述和欺诈等行为作出原则性规定,且为立法层级较低的部门规章。如《证券发行与承销管理办法》规定了发行人和主承销商在推介过程中不得夸大宣传,或以虚假广告等不正当手段诱导、误导投资者;《保险公司管理规定》则规定,保险机构应当按照中国保监会的规定披露有关信息,保险机构不得利用广告或者其他宣传方式,对其保险条款内容和服务质量等作引人误解的宣传。

在新兴的互联网金融领域,大量含有虚假和误导性内容的金融广告借助网络及自媒体大力传播,甚至出现非法融资、高利贷等违法行为也假借互联网金融的名义进行广告传播。这些违法互联网金融广告严重冲击了我国金融秩序,甚至影响社会秩序稳定。对此,我国自2016年开始,出台了一些互联网金融广告监管制度和规则。首先,2016年4月12日,国务院颁布《互联网金融风险专项整治工作实施方案》,提出专项整治“互联网金融领域广告等行为”,并提出监管要求,即互联网金融领域广告等宣传行为应依法合规、真实准确,不得对金融产品和业务进行不当宣传;未取得相关金融业务资质的从业机构,不得对金融业务或公司形象进行宣传;取得相关业务资质的,宣传内容应符合相关法律法规规定,需经有权部门许可,应当与许可内容相符合,不得进行误导性、虚假违法宣传。其次,2016年4月13日,国家工商总局等17部门根据前述国务院文件,发布《开展互联网金融广告以投资理财名义从事金融活动风险专项整治工作实施方案》,明确了“清理整治互联网金融广告”工作应当突出的重点行为,要求互联网金融广告应当依法合规、真实可信,并明确禁止不警示风险、保证未来收益、扩大或片面宣传过往业绩等九类违法金融广告。<sup>①</sup>最后,为有效治理违法违规金融广告行为,建立长效机制,保障金融消费者合法权益,促进金融行业健康平稳发展,中国人民银行决定开展金融广告治理工作。

## (二)我国金融广告监管制度存在的问题

1. 以应急管理制度为主,规则体系缺乏协调性。从上述我国金融广告管理制度的时间线索来看,每项制度都是针对特定形势的应急性管理措施的组成部分。例如,2015年我国《广告法》修改,是针对不同行业的特殊情况制定广告行为准则。对于招商等有投资回报预期的商品或者服务广告,提出应含有风险合理提示或警示的义务,并禁止未来效果、收益等保证性承诺。该条款虽未明确指明适用于金融广告,但确可适用于含有业绩或预期收益承诺等内容的金融广告。该规定当时作为规制困扰我国很长时间的虚假广告的措施之一,并非专门的金融广告管理制度。而互联网金融广告管理制度更是体现出应急性措施的特征。P2P等违法互联网平台借助广告宣传吸引公众投资者,从事非法吸收公众存款和集资诈骗的犯罪行为,在导致投资者损失的同时也引发严重的金融风险。为此,我国于2016年4月开展了“互联网金融广告以投资理财名义从事金融活动风险专项整治”工作,专门针对以投资理财的名义而行非法吸收公众存款和集资诈骗之实的金融产品广告,并作为应急性金融风险“专项整治工作”的重要组成部分。然而,其在内容涉及风险提示、业绩保证、扩大收益和过往业绩、不实数据引用等方面仍不够完整严谨,且仍属于应急性管理措施。即使在2017年12月,中国人民银行《关于开展金融广告治理工作

<sup>①</sup>《开展互联网金融广告以投资理财名义从事金融活动风险专项整治工作实施方案》第2条第4款规定:互联网金融广告应当依法合规、真实可信,不得含有违反广告法相关规定等内容。

的通知》中提出了金融广告治理的目标,长效机制尚在建立过程中。

上述针对特定情势的应急管理制度,分散在不同行业领域,除了立法层级较低外,更缺乏协调性。一方面,分散在不同规范性文件中的“金融广告”术语,迄今还没有统一含义,引发了法律适用上的混乱。随着我国社交媒体和自媒体的发展,大量“软文”所营销的复杂的金融产品,不仅为消费者识别带来风险,且“软文”模糊了广告与普通文章的边界,也带来了监管法律适用的困难。另一方面,尽管我国现行法律未明确规定“金融广告”和“金融营销宣传”的差异和联系,但通过文义解释、体系解释、目的解释等法律解释方法,可得出“广告”是“商业宣传”的一种方式。

首先,《广告法》第2条明确了“广告”的定义,<sup>①</sup>且仅限于“商业广告”(本文中“广告”也专指商业广告),其隐含三个构成要件:一是商业推销的目的;二是广而告之的形式;三是广告行为指向特定商品、服务。<sup>②</sup>从域外视角来看,《布莱克法律词典》在解释“广告”(advertising)一词时,强调广告行为的目的在于引起公众注意以促进销售(draw the public's attention to promote its sale)。<sup>③</sup>而美国《联邦贸易委员会法》(FTCA)第12条(a)款在阐释虚假广告时,也指出虚假广告是为直接或间接地诱导或倾向于诱导购买或对食品、药品、设备、服务或化妆品的交易产生影响。综上所述,国内法和域外法的共性在于界定“广告”时均强调了推销的特定目的。

其次,关于“商业宣传”,纵观《反不正当竞争法》的修法历程:1993年《反不正当竞争法》第24条第1款已指出广告是商业宣传的一种方式。2017年该法修订时,第8条虽将措辞统一由“虚假广告”修改为“虚假或者引人误解的商业宣传”,但在第20条第1款中提高了行政处罚金额,使之与《广告法》相衔接,同时第20条第2款规定发布虚假广告的应按《广告法》处罚,确定了虚假广告领域内《反不正当竞争法》和《广告法》是一般法与特殊法的关系。举例来说,用户评价假如删除、隐藏、下沉差评或置顶好评属于《反不正当竞争法》规制的商业宣传行为,但不一定属于广告行为。此外,《消费者权益保护法》第45条的措辞也为“虚假广告或者其他虚假宣传方式”,与《反不正当竞争法》保持一致。如前所述,国内法和域外法在界定“广告”时均强调了推销的特定目的,而商业宣传的目的在于推广,目的更趋于多元化。

最后,关于“金融广告”和“金融营销宣传”的措辞问题,笔者以上述两词为关键词在北大法宝数据库进行全文检索,发现在多部门联合印发的部门规范性文件中,措辞基本统一为“金融广告”,<sup>④</sup>而在金融监管部门发布的部门规范性文件中,措辞基本为“营销”或“金融营销宣传”<sup>⑤</sup>,且可通过体系解释得出与前文相似的结论,即金融广告是金融营销宣传的一种方式。

另外,不同监管部门制定本部门监管领域的金融广告应急管理制度,也导致监管机构职责不清、监管重叠和监管真空的现象。根据我国《广告法》第49条,市场监督管理部门是广告监督管理部门,并可依法行使违法广告的检查和处罚权;而其他有关部门只能依法对广告内容进行审查。故金融监管部门对金融广告的监管,只能是劝导式的,而不能单独对金融广告进行监管执法,这就导致我国金融广告监管因为执法权限和专业能力的分离,而陷于两难的局面。同

<sup>①</sup> 根据《广告法》第2条规定,广告是指“商品经营者或者服务提供者通过一定媒介和形式直接或者间接地介绍自己所推销的商品或者服务的商业广告活动”。

<sup>②</sup> 参见宋亚辉:《虚假广告的法律治理》,北京大学出版社2019年版,第35-36页。

<sup>③</sup> See Bryan A. Graner, Black's Law Dictionary (8th ed. 2004), p.168.

<sup>④</sup> 例如,2020年3月市场监管总局、中国人民银行、银保监会等十一部门印发的《整治虚假违法广告部际联席会议2020年工作要点》《整治虚假违法广告部际联席会议工作制度》(国市监广(2020)39号)中,明确规定人民银行“配合市场监管部门研究制定完善金融广告监管制度”。

<sup>⑤</sup> 2019年12月颁布的《中国人民银行等关于进一步规范金融营销宣传行为的通知》明确将“金融营销宣传行为”定义为“金融产品或金融服务经营者利用各种宣传工具或方式,就金融产品或金融服务进行宣传、推广的行为”。

时,“一行两会”分业监管格局,也导致对交叉性金融产品广告的监管不免涉及多个监管主体,引发监管重叠和真空。上述应急性管理制度所造成的监管制度和机构职责的不协调,严重影响了金融广告监管制度的成效。

针对市场监管部门与金融监管部门在金融广告领域所产生的监管权力分配问题,较多学者已从行为监管角度提出建设性意见,如以金融消费者保护为核心,提出专门立法规制金融广告行为,实现金融广告行为规范的具体化和标准化<sup>①</sup>,明确各监管部门的职责分工与协调机制<sup>②</sup>,探索政府审查与行业自律管理良性互动、事前审查<sup>③</sup>与事后监管相结合,并建立投诉处理机制。<sup>④</sup>同时,在近年来出台的一些部门规范性文件及党内法规中,上述观点也或多或少地获得了政策支持。

2. 适当性义务和告知说明义务的缺陷。我国现行金融广告监管法律规定,本质上属于金融消费者权益保护体系的一部分。其目的是解决金融交易缔约方之间因金融市场信息不对称和投资者自身知识与能力的局限而形成的法律地位不平等,从而保障金融市场的交易自由,并以此提高金融市场资源配置效率。因此,我国金融广告监管制度以金融产品卖方机构强制信息披露义务为基础,要求金融产品推广者履行“适当性义务”。该理念被引入我国立法和监管实践的时间并不长,但由于其在确定金融消费者权益受损后卖方机构的法律责任方面具有重要意义,因而受到广泛关注。<sup>⑤</sup>根据2019年最高人民法院《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称“九民纪要”)将“适当性义务”定义为卖方机构在向金融消费者“推介、销售”金融产品时必须履行将适当的产品销售给适合的金融消费者的义务。由此,金融广告作为推介金融产品的一种方式,属于适当性义务的适用范围。此外,卖方机构在履行信息披露义务时还负有“告知说明义务”。根据“九民纪要”,“告知说明”是适当性义务的组成部分之一,要求金融机构在推销产品时就投资风险和收益等关键信息,向金融消费者作充分说明以保证其能基于对金融产品的充分认识作投资决策。根据“适当性义务”和“告知说明义务”的要求,卖方机构在金融广告中,必须将产品信息以消费者能够理解的方式充分告知对方,并确保无虚假和误导性广告内容,从而让消费者充分了解金融产品性质及风险,并在此基础上自主作出投资决策。

但适当性义务和告知说明义务都以理性投资者假设为理论前提,而理性投资者的基本特征是厌恶风险和追求收益最大化。实际上,金融市场上的信息不对称和投资者自身知识、能力的局限,又使得投资者在购买投资性金融产品或接受相关服务时往往无法真正理解其风险和收益,而主要依赖产品服务提供者的推介说明。因此,理性投资者若要充分了解投资标的及其风险,就得依靠卖方机构在金融产品推介中充分披露金融产品信息,履行“告知说明义务”,并充分提示风险和收益,履行“适当性义务”,在这种信息对称的基础上所作的投资决策才是理性的。这是我国现行金融广告监管制度的逻辑起点和理论基础。但理性投资者假设近年来受到

<sup>①</sup> “双峰监管”理论的创设者泰勒在阐释行为监管措施时,列举了具体的行为监管措施,其中就包括出台规范金融广告行为的具体规则。See Taylor Michael, “Twin Peaks”: A Regulatory Structure for the New Century, Center for the Study of Financial Innovation, 1995, p.3.

<sup>②</sup> 泰勒在提出“双峰监管”理论时强调监管机构间合作协调的重要性。

<sup>③</sup> 行为监管以“介入式”及“前瞻性”的方式对金融市场中损害消费者权益的潜在风险进行提前干预及规范。参见任碧云、许高庆:《关于强化行为监管完善我国金融监管体系的若干思考》,载《经济纵横》2020年第3期。

<sup>④</sup> 参见董新义:《论我国金融广告法律规制的完善》,载《上海金融》2012年第4期;张继红:《我国互联网金融广告行为的法律规制》,载《经贸法律评论》2019年第5期;贾爱珍:《金融广告监管机制的国际比较与经验借鉴》,载《统计与管理》2019年第12期;田晓宏:《金融广告治理中行业自律与行政监管作用机理研究》,载《中国金融家》2018年第9期。

<sup>⑤</sup> 适当性规作为保护弱势金融消费者权益的一项重要的法律制度,在我国最早是从2009年《创业板市场投资者适当性管理实施办法》开始出现的。



“有限理性”理论<sup>①</sup>的质疑。根据行为金融理论,投资者作投资决策时还受到行为偏差的影响。尤其在互联网和新媒体的助力下,投资者更容易获得金融市场上的信息,这也大大增加了卖方机构通过金融广告的信息传播而诱发投资者有限理性和行为偏差的可能性。在这种情况下,基于理性投资者假设而建立的以信息披露义务适当履行为基本内容的金融广告监管制度,存在固有制度缺陷,无法从根本上解决利用投资者有限理性和行为偏差的金融广告治理问题。

鉴于此,实践中含有虚假、误导性信息的金融广告仍层出不穷,并集中于利用上述五种行为偏差诱导投资者作出错误决策。一是利用代表性偏差和锚定偏差,片面宣传过往业绩。如黑龙江证监局在2019年检查九鼎国泰(北京)资产管理有限公司的基金运行情况时发现,其公司网站首页存在“九鼎国泰证券投资基金,平均年化收益率26.45%”的宣传表述。<sup>②</sup>此外,以东方财富网上的金融广告为例,兴证全球基金管理有限公司旗下的“兴全新视野基金”在其2020年4月发布的广告界面仍存在“成立以来年化回报超越10%”“历史开放买入持有至今都是正收益”的宣传表述。<sup>③</sup>二是利用可获得性偏差,即近因偏差和显著性偏差,通过“博眼球式”营销信息吸引散户投资者的注意力。这在比较金融广告中较为常见,如承诺“投资理财回报显著高于同期贷款基准利率”<sup>④</sup>,而上述“兴全新视野基金”也在东方财富网广告界面中以彩色加粗放大字体突出显示“同类冠军·近一年业绩领跑”<sup>⑤</sup>。三是利用框架偏差特别设计金融产品收益和风险的呈现方式,即多以百分比形式预测未来业绩,却未对投资风险予以提示或提示不足。例如,在国家市场监管总局官网公示的2019年第二批虚假违法广告典型案例中,第一例即为北京融世纪信息技术有限公司发布“机构100%本息保障”“9%-12%年化收益”等内容的广告,且未对风险责任承担进行提示。<sup>⑥</sup>四是利用情感偏差,主要表现为宣传避税功能、国家机构或资金信用加持。如在浙江省工商局2018年公布的金融违法广告案例中就包括推广投资理财类业务时提及“在市政府支持下”<sup>⑦</sup>。类似地,在浙江省市场监管局2019年公布的金融理财违法广告典型案例中,也包括发布含有“原始债务人为央企、大型国企、AA+上市公司等知名企业,还款实力雄厚”内容的金融广告。<sup>⑧</sup>

#### 四、遏制行为利用的金融广告监管制度:欧盟经验

以利用投资者有限理性和行为偏差为特征的违法金融广告并非我国特例,欧洲在MiFID I之前的广告营销传播也存在利用上述行为偏差决策错误的例子。对此,欧盟所构建的金融广告

① 有限理性理论认为,由于人们通常不可能获得与决策相关的全部信息,并且人的大脑思维能力是有限的,因此任何个人在一般条件下只具备有限的决策和选择能力。

② 参见《关于对九鼎国泰(北京)资产管理有限公司采取责令改正措施的决定(监管措施〔2019〕20号)》,资料来源:中国证券监督管理委员会黑龙江监管局官网[http://www.csrc.gov.cn/pub/heilongjiang/jgcs/201907/t20190711\\_359202.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/heilongjiang/jgcs/201907/t20190711_359202.htm)(最后访问时间为2021年1月15日)。

③ 参见《兴全新视野重磅回归》,资料来源:东方财富网<http://caifuhao.eastmoney.com/news/20200424115345907020570?spm=001.cf#>(最后访问时间为2021年1月15日)。

④ 参见《如何防范非法金融活动》,载《南国早报》2019年9月17日第A117版。

⑤ 参见《兴全新视野重磅回归》,资料来源:东方财富网<http://caifuhao.eastmoney.com/news/20200424115345907020570?spm=001.cf#>(最后访问时间为2021年1月15日)。

⑥ 参见《国家市场监督管理总局公布2019年第二批虚假违法广告典型案例》,资料来源:国家市场监督管理总局官网[http://www.samr.gov.cn/ggigs/sjdt/gzdt/201908/t20190826\\_306256.html](http://www.samr.gov.cn/ggigs/sjdt/gzdt/201908/t20190826_306256.html)(最后访问时间为2021年1月15日)。

⑦ 参见《浙江公布上半年金融违法广告典型案例》,资料来源:国家市场监督管理总局官网[http://www.samr.gov.cn/ggigs/sjdt/gzdt/201808/t20180822\\_281049.html](http://www.samr.gov.cn/ggigs/sjdt/gzdt/201808/t20180822_281049.html)(最后访问时间为2021年1月15日)。

⑧ 参见《浙江省市场监督管理局关于2019年金融理财违法广告典型案例的公告》,载《市场导报》2019年9月27日第14版。

监管制度将消费者行为和处理信息方式考虑在内,可被解释为旨在遏制行为利用,故其对优化我国金融广告监管制度具有一定的借鉴价值。

#### (一) 行为金融理论对欧盟制度的影响

因金融广告可能对散户投资者的决策产生扭曲性影响,欧盟立法机构决定在MiFID II及其授权条例中监管广告营销传播。MiFID II第24(3)条规定:“投资公司向客户或潜在客户提供的信息,包括营销传播,应当中性、明确且无误导性;市场营销传播应明确标识。”而MiFID II授权条例第44条,则就“中性、清晰且无误导性”的要求,作出具体规定,“投资公司应确保以零售或专业客户或潜在的零售或专业客户可能收到的方式处理或传播所有信息,包括广告营销传播的信息,符合七项规定的条件。”该法最终是欧盟立法机构的一项政策决定,也是基于规范性论证的规范性结论,即一种涉及行为科学的外部平衡竞争利益的决定。<sup>①</sup>

然而,这种政策决定和规范性结论可通过有关投资者有限理性的研究成果得出。虽未有明确的直接证据表明MiFID II及其授权条例的起草者在立法程序中将投资者启发式方法和行为偏差考虑在内,但可找到的最有力证据是欧洲证券和市场管理局(以下简称“ESMA”)在其准备MiFID II授权条例的技术建议中的声明,即对消费者行为和消费者处理信息方式的洞见应被考虑在内,以便有效地设计客户信息披露。<sup>②</sup>另外,也没有迹象表明欧盟立法机构打算根据关于投资者行为偏差的研究结果来排除MiFID II第24(3)条和MiFID II授权条例第44条的解释。相反,按照行为金融学有关广告利用投资者行为偏差的观点,上述条款则是易于解释的。

#### (二) 欧盟遏制行为利用的金融广告监管制度内容

尽管迄今为止,还没有实证研究来检验MiFID II第24(3)条和MiFID II授权条例第44条中的广告条款是如何有效遏制行为利用的。但是MiFID II针对营销传播的具体行为义务,可解释为旨在防止广告材料利用投资者的行为偏见。

1. 可理解性制度。MiFID II授权条例第44(2)(d)条明确了“可理解性要求”。该条款明确规定:向(潜在的)散户或专业客户发送的信息必须以一种可能被指向或接收的群体普通成员理解的方式呈现。

由于普通的散户投资者更易受行为利用影响,“可理解性要求”的目的也在于防止金融广告材料利用投资者的框架偏差、可获得性偏差,特别是显著性偏差。广告中提供的风险信息最能说明这一条款目的的扩大。金融投资工具的风险是以理论抽象的形式呈现,抑或是以实际的方式呈现,对散户投资者如何感知理解风险有着重大影响。可理解性要求放大了MiFID II第24(3)条中的清晰度标准,后者要求风险信息必须以普通投资者容易理解其重要性和意图的方式提供。因此,广告中金融工具风险的表述框架,必须向普通投资者传递重要的风险信息,以及真实准确的风险范围,即风险信息已充分嵌入广告中提供的有关金融工具其他信息的背景中,使普通投资者正确权衡风险并评估其发生的可能性。

金融广告中一些不适当的表达方法是违反可理解性要求的。其一,金融工具风险信息以一种普通散户投资者认为风险仅仅是抽象和理论上的方式表达出来;其二,广告中其他信息或非信息内容会干扰普通投资者正确感知金融工具风险。这些表达方法并不能使典型散户投资者有效了解金融工具风险的重要性和程度,并由此正确评估具体风险的可能性。<sup>③</sup>

<sup>①</sup> Martin Brenneke, The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation, European Business Organization Law Review, Vol. 19, No. 4, 2018, pp. 853-882.

<sup>②</sup> ESMA, Final Report: Technical Advice to The Commission on MiFID II and MiFIR, 19 December 2014, ESMA/2014/1 569, p. 115.

<sup>③</sup> Martin Brenneke, The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation, European Business Organization Law Review, Vol. 19, No. 4, 2018, pp. 853-882.

根据上述可理解性要求,金融广告中呈现的风险信息,应使感知风险水平与实际风险水平保持一致,以保障典型散户投资者不会超额夸大金融工具的收益和低估风险。金融风险的呈现形式,其中包含关于框架效应和损失厌恶的知识,以这种方式将风险描述为个人投资者资产可能的潜在损失。这些潜在损失应以绝对金额的形式呈现,而不是百分比或频率。<sup>①</sup>

2. 足够充分信息义务。MiFID II第44(2)(d)条授权条例规定,广告营销传播的信息必须对其所指向的群体普通成员“足够充分”。该条款虽未明确说明金融广告必须具备的内容,但“足够充分信息义务”可解释为必须至少包含金融工具的基本特征,尤其应包括风险。就MiFID II而言,成本披露与风险披露是同样重要的关键要素,总成本也是金融产品本质特征的一部分,其可提高投资者评估金融产品的能力。在金融广告中强制披露金融工具风险和成本,是旨在通过鼓励审议决策过程以质疑行为利用:一是旨在确保投资者不会忽视这些标准,或者在历史业绩信息方面低估这些标准;二是旨在抵消完全或者单独的决策过程受到代表性偏见的强烈影响。若广告资料专门显示金融工具的历史业绩,则金融公司违反了足够充分信息义务。

已有实证研究证实,当前市场形态中,足够充分信息义务能够保证散户投资者在投资决策时可就过往业绩数据充分衡量投资风险和成本。例如,美国一项研究发现,当金融广告包含投资产品成本和风险信息时,金融知识水平低的投资者的信息处理能力可得到改善,并可最大限度地减少通过广告资料来利用行为偏差。这与荷兰在相对更高的金融知识型散户投资者的研究结果一致,即广告中突出的风险披露确实增加了投资者对投资风险的了解。<sup>②</sup>尽管“足够充分”一词仍是含糊不清的,但其会使MiFID II第44(2)(d)条授权规则的措辞要求张力过大,以至于无法要求金融工具的基本特征必须以显著方式呈现,以满足“足够充分”的要求。

MiFID II第44(2)(d)条授权规则还包括针对主要含有非说服力内容的特定金融广告采取限制性立场。该条款旨在阻止金融广告制造情感刺激要素,使投资者主要基于情感决策,而未充分认知到金融工具的基本要素。金融监管机构可通过行为金融研究确定合法和非法情感影响对投资者决策过程之间的规范边界,告知投资者在广告中如何处理导致投资决策错误的情感偏差。<sup>③</sup>含糊不清的术语“足够充分”允许监管机构作出这种决定。

3. 收益与风险等价规则。MiFID II第44(2)(b)条授权条例对金融广告进一步规定,当引用金融工具的任何潜在利益时,必须始终中性和显著地表明任何相关风险,但并不要求以除利益外更显著的方式呈现风险。根据ESMA的规定,该条款旨在提供一种“平衡呈现风险与收益之间的折衷”。<sup>④</sup>该条款规定了等价规则:如果广告中提到金融工具的收益,还必须以等价方式提及风险。若无等价规则,金融广告就可以显著生动的方式呈现收益,而以抽象复杂的方式呈现风险,使投资者低估金融工具风险及其发生的可能性。故等价规则旨在最大限度地减少金融广告利用投资者框架偏差、可用性偏差和显著性偏差的风险,也旨在抵消利用投资者锚定偏差,即禁止金融公司强调将预期回报信息作为广告中金融工具的益处,而不以等价方式揭示金融工具的风险。

MiFID II的另一个补充要求是金融信息必须使用相同字体来显示相关风险,即至少等于所

<sup>①</sup> Andreas Oehler & Stefan Wendt, Good Consumer Information: The Information Paradigm at Its(Dead)End? *Journal of Consumer Policy*, Vol.40, No.2, 2017, pp.179-191.

<sup>②</sup> Ruben Cox & Peter de Goeij, What do Investors Learn From Advertisements? [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3034144](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3034144), 2020-4-16.

<sup>③</sup> Martin Brenneke, The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation, *European Business Organization Law Review*, Vol.19, No.4, 2018, pp.853-882.

<sup>④</sup> ESMA, Consultation Paper: MiFID II/MiFIR, 22 May 2014, ESMA/2014/549, p.92.

提供信息中使用的主要字体大小,并确保这种显示是显著的。该要求应与等价规则联系起来解读。<sup>①</sup>该条款所列参考明确了等价规则也适用于风险表述的列示。关于广告内容字体的规定,并不仅限于要求收益信息与风险信息字体相同,而是要求风险提示信息的字体,必须与其他任何信息中最大字体相同,其中包括吸引投资者情绪的非内容信息。这说明该条款旨在最大限度地减少金融广告利用投资者可获得性、显著性和框架偏差的风险,且MiFID II第44(2)(c)条授权规则还旨在确保投资者的情感偏差不会被利用,且投资决策可充分了解金融工具的特征而非情绪刺激。

4. 介绍过往业绩的要求。MIFIDII授权条例第44条第(4)条款明确规定了对金融工具过往业绩表现的广告营销传播详细要求。尤其是,过往业绩表现的暗示并非营销传播的最显著特征。该条款是为防止广告材料利用可获得性偏差和锚定偏差。此外, MIFIDII授权条例第44(4)(d)要求营销传播必须包含一个突出警告,即这些数字是指过往数据,而过往业绩不是未来业绩的可靠指标。该条款规定的警告旨在抵消受代表性偏见影响的投资决策。而必须突出警告的要求则利用了可获得性启发方法(特别是显著性启发)和框架效应。基于这一分析,如果与过往业绩数字相比,更强调其在营销传播中的表现,则警告是显著的。

MiFID II授权条例第44(4)(b)条还规定了两个要求,其目的在于防止金融广告利用投资者的可获得性偏差和代表性偏差:其一,过往业绩必须主要涵盖前五年的适当业绩信息,或者涵盖提供金融工具的整个期间;其二,过往业绩必须基于完整的12个月期限。这两个要求旨在禁止有选择性地呈现过往收益回报的时间范围的营销传播,以分散投资者对价值波动或趋势逆转的关注,引发不合理的积极趋势印象。鉴于散户投资者往往过分强调金融工具的短期过往表现,上述两项要求尤其可抵消近期偏差和样本容量忽视(高估小样本规模的可靠性)的影响,还可解释为反对利用锚定偏差,因为金融公司不能将有选择性的过往业绩期间用作主要依据。

## 五、我国金融广告监管制度的优化

实践中,利用投资者有限理性和行为偏差是我国与欧盟金融广告的共同症结。在论证我国金融广告监管制度优化的必要性和目标的基础上,总结借鉴欧盟相关监管经验,或可将行为金融理论成果转化为实际的制度成效:一是监管制度的优化思路,将投资者心理和处理信息方式考虑在内,构建金融广告行为知情监管模式;二是监管制度的优化路径上,采取总分形式,即在对金融广告信息设定基本要求的同时,针对实践中典型问题进一步制定具体监管制度。

### (一)我国金融广告监管制度优化的必要性

如前所述,基于行为金融学理论,典型散户投资者的启发式方法和行为偏差易被金融广告所利用。对于我国金融广告监管制度优化的必要性,则可从以下三方面进行评估:

首先,金融广告大量利用散户投资者的行为偏差。一般来说,如果可能出现大量投资者系统性的决策失误,那么金融投资公司是具有强大的动机去利用金融广告中的错误偏差来增加销售额。实践中,广告主往往以非常偏向的方式向投资者传播金融产品的优点和过往业绩表现,却不提及风险或成本。<sup>②</sup>欧洲在MiFID I之前的广告营销传播提供了充分开发利用上述五个行为偏差决策错误的例子。<sup>③</sup>

<sup>①</sup> ESMA, Consultation Paper: MiFID II/MiFIR, 22 May 2014, ESMA/2014/549, p.92.

<sup>②</sup> Bruce Huhmann & Nalinaksha Bhattacharyya, Does Mutual Fund Advertising Provide Necessary Investment Information? The International Journal of Bank Marketing, Vol.23, No.4, 2005, pp.296-316.

<sup>③</sup> Martin Brenneke, The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation, European Business Organization Law Review, Vol.19, No.4, 2018, pp.853-882.

其次,金融广告利用行为偏差而使散户投资者作出错误的投资决策。欧洲实证研究表明,利用上述五种行为偏差的金融广告可能会扭曲散户投资者的决策过程,并可能导致成本高昂的决策失误。

最后,金融广告对行为偏差的利用,并不能通过现行强制信息披露制度来弥补和遏制。实证研究表明,金融广告所传播的信息会对散户投资者的决策产生决定性影响。但这种影响并不是隐瞒金融产品的重要信息,也不是虚假陈述对投资决策有重要意义的金融产品信息。此种广告信息只是通过模糊、误导性信息,利用投资者的行为偏差,从而增加销售量。但这与故意隐瞒和虚假陈述又有本质区别,其也不能通过金融投资顾问或法定强制披露义务而被充分地抵消。

因此,对于利用散户投资者行为偏差来增加销售量的金融广告的监管,并不能依据传统的金融商品强制信息披露义务。此外,也不能基于销售者“适当性义务”来评估金融广告行为的合法性,因为金融广告是针对不特定投资者而发布的,销售者也无法评估不特定投资者的“适当性”。加之,有行为偏差的投资决策可能会损害金融秩序稳定,故有必要针对金融广告所表现出的利用行为偏差的特殊性,构建专门的金融广告监管制度。

## (二)我国金融广告监管制度优化的目标

金融消费者权益保护制度有两个总体目标:一是保护投资者免受个别不当行为的侵害;二是保护金融市场的稳定运行。因此,优化金融广告监管制度,也应着眼于实现上述两个目标。

1. 保护金融市场稳定运行。关于金融市场的运行,行为金融学研究表明,投资者行为偏差是持久和系统性的,不会在聚合中相互抵消,故其会最终影响金融商品的销售量和资产交易价格。根据噪音交易者风险理论,市场上大量缺乏真正信息的“噪音交易者”(一般为散户投资者),对于金融资产价格的估值会有所偏差,并且由于他们之间的信息都是高度相关的,集聚在一起,就会形成系统性估值偏差。故理性和消息灵通的投资者并不总是能够胜过有限理性或非理性的市场参与者。由此,有行为偏差的投资决策可能会导致对金融工具和资产的错误定价。这可能导致资本错配并损害金融市场的配置效率。20世纪90年代的“高科技网络公司”泡沫和2007-2009年的金融危机为这些关系提供了充足证据。由于有行为偏差的投资决策可能会损害金融市场运作,监管利用投资者系统性行为偏差的金融广告,对于保护金融市场运作也就具有重要意义。

2. 保护金融消费者合法权益。若金融广告监管的目的是保护金融消费者免受自身行为偏差的侵害,如针对其自身错误倾向和决策错误,那么以个人投资者保护为目的的金融广告监管制度是有争议的,因为这种规定被认为是家长式父爱主义保护。监管金融广告以解决投资者行为偏差的根本原因并非投资者必须从自己的错误中受到保护,而是基于第三方不应该利用这些错误。这两者之间存在关键的区别。<sup>①</sup>金融广告监管制度的基础是保护投资者的自由选择权,使其免受扭曲的外部影响,而不是帮助投资者减少或消除自身偏见。<sup>②</sup>金融广告监管法律也应以防止对投资决策的扭曲为目标,从理论上说,即为监管利用散户投资者系统性行为偏差的金融广告。

设定保护金融消费者合法权益的目标也符合我国强化行为监管理念的现实需求。2008年金融危机后,各国金融改革逐渐呈现出“双峰监管”趋势(即审慎监管与行为监管并行)。我国

<sup>①</sup> Anne-Lise Sibony & A. Alemanno, *The Emergence of Behavioural Policy-Making: A European Perspective*, in Nudge and The Law: A European Perspective, Hart Publishing, 2015, pp.17-19.

<sup>②</sup> Christine Jolls & Cass R. Sunstein, *Debiasing Through Law*, in *The Journal of Legal Studies*, University of Chicago Press, Vol.35, No.1, 2006, pp.203-204.

“十三五规划”也明确提出“加强金融宏观审慎管理制度建设”“建立针对各类投融资行为的功能监管和切实保护金融消费者合法权益的行为监管框架”，但现行“内双峰”监管模式仍然是建立在分业监管的基础上。<sup>①</sup>根据泰勒创设的“双峰监管”理论，行为监管侧重于保护金融消费者。<sup>②</sup>而行为监管理念的强化以行为金融学中的“有限理性”假设作为其重要理论依据。<sup>③</sup>故在完善金融广告监管制度时吸收行为金融学的理论成果，并明确金融消费者保护为该制度的目标导向，可推动行为监管理念的贯彻落实。

### （三）我国金融广告监管制度优化的思路：金融广告行为知情监管模式

由于广告行为是消费者脆弱性最常见的原因之一，而现代大数据分析又增加了金融机构利用行为偏差侵害散户投资者的风险，因此有必要通过法律来专门监管利用金融消费者行为偏差的金融广告行为。当我国现有投资者保护制度无法解决上述问题时，根据行为金融理论及借鉴受其影响的欧盟金融广告监管思路，我国应构建基于行为知情的监管模式。

如前所述，强制信息披露制度在金融广告领域是一种失败的监管范式，因为金融广告是以吸引不特定投资者、获得缔约机会为目的，并非以缔结投资合同为前提。故金融广告信息的披露要求没有强制信息披露义务那么严格，两者对投资者保护措施的要求应有所区别，与金融广告有关的信息披露要求也应由行为知情的投资者保护措施所取代。一方面，根据行为金融研究成果，强制信息披露义务对规制金融广告的作用有限，金融广告信息应当简化、标准化和可视化，而非详细具体的信息披露。另一方面，借鉴受行为金融理论影响的欧盟监管思路，我国在构建金融广告行为知情监管模式时，也应重视心理学因素在投资者决策过程中的影响，并将其处理信息方式考虑在内。

具体而言，金融广告行为知情监管模式的目的是防止金融广告利用投资者行为偏差，通过内容的行为知情、针对性的要求，去设计和呈现广告信息。这种监管模式与自由主义家长制相一致。其改变了投资者作出决策的信息环境，但不限制投资者选择，只会对理性行事者施加最小（成本）负担。其通过维护决策过程不受外部影响而造成扭曲，以促进投资者的自主选择权。<sup>④</sup>因此，该模式是为引导和刺激投资者审核决策过程，而非针对具体决策选项，这是监管机构基于福利理由而认为最适合投资者的原因。

### （四）我国金融广告监管制度优化的路径：基于行为金融理论和欧盟经验

基于上述论述，我国现行金融广告监管制度因其固有的理论缺陷，无法回应有限理性模式下金融广告所带来的对金融消费者权益保护问题的新挑战。依据行为金融理论，我国应优化金融广告监管制度，即在金融消费者权益保护立法中增加专门的金融广告监管制度。欧盟金融广告监管制度所采取的总分形式可为我国所借鉴，即在设定基本要求的同时针对实践中典型问题进一步制定具体监管制度：总体上来看，金融广告信息必须符合“中性、清晰且无误导”的基本要求；具体而言，我国金融广告监管制度应以问题为导向，包括金融广告中过往业绩信息、未来业绩预测信息、比较金融广告、利用投资者情感偏差的监管制度。

1. 金融广告监管的基本要求。如前所述，金融广告信息可导致投资者行为偏差和决策错误。而金融广告者也较为容易利用这一行为偏差来吸引更多的交易机会，损害投资者利益。因

<sup>①</sup> 参见任碧云、许高庆：《关于强化行为监管完善我国金融监管体系的若干思考》，载《经济纵横》2020年第3期。

<sup>②</sup> See Taylor Michael. "Twin Peaks": A Regulatory Structure for the New Century. Center for the Study of Financial Innovation, 1995, pp.2-3.

<sup>③</sup> 参见董小君、郭贝贝、丁立江：《金融行业监管模式分析与国际经验借鉴》，载《行政管理改革》2019年第7期。

<sup>④</sup> Anne-Lise Sibony & A. Alemanno, *The Emergence of Behavioural Policy-Making: A European Perspective, Nudge and The Law: A European Perspective*, Hart Publishing, 2015, pp.329-333.

此,可借鉴欧盟遏制行为利用的金融广告监管制度经验,为我国金融广告信息设定“中性、清晰且无误导”的基本要求,并融入足够充分信息要求及可理解性制度内容。

首先,金融广告信息中必须包含广告主的公司名称信息,从而使金融消费者能够清晰地知晓其所购金融产品的销售者,这也使其能够在未来潜在的争议解决中准确找到索赔主体。

其次,金融广告信息必须是准确的,在提及金融投资服务或金融工具的任何潜在收益时,总是中性和显著地表明任何相关风险。如果上述信息通过使用字体大小变化来表示相关风险,则可借鉴欧盟的收益与风险等价规则,要求字体大小至少应等于所提供信息中使用的主要字体大小,并且确保此类风险提示是显著布局。此外,不得掩盖、减少或模糊重要的风险项目、声明或警告。这能保障金融消费者能够在广告信息中清晰地获知和理解金融产品的潜在风险。

最后,在向每位客户提供的所有广告信息中,金融信息始终以同一种语言呈现,除非客户明确表明能够接受多种语言信息。这些信息必须足够充分,并以一种可能被指导或可能被接收的群体普通成员理解的方式呈现。由于投资者的金融专业知识掌握程度存在个体差异,因此金融广告信息的可理解要求,只能以可接收信息群体的普通投资者所能拥有的最低金融知识水平为基准,确保该群体的普通投资者可正确地权衡风险并评估其发生的可能性。

2. 过往业绩信息的监管制度。如前所述,金融广告经常利用投资者代表性偏差、可获得性偏差等行为偏差,宣传金融产品优异的过往业绩,以此代表其未来潜在收益的可能,从而扭曲金融消费者的投资决策。夸大片面宣传过往业绩是我国和欧盟金融广告的通病,而欧盟制定的突出警告要求以及对业绩期限的时间跨度要求旨在避免行为偏差的利用,可为我国所借鉴。

首先,过往业绩必须以明示方式突出显示较长期限内的金融产品表现,因为这样才能向投资者传播金融产品的过往业绩趋势,而不仅仅是某一“高光”时刻。因此,我国应规定过往业绩信息必须包括前五年的适当业绩信息;对于存续期间少于五年的金融产品,则应显示整个存续期的过往业绩。

其次,过往业绩的来源和警示信息。过往业绩必须是真实可靠的。因此,金融广告中必须说明过往业绩的参考期限和信息来源。同时,该信息还必须有显著警告,即这些数字是过往数据,过往业绩不是未来业绩的可靠指标。若该金融产品是跨国销售的,过往业绩的说明还必须以广告营销所在国的货币进行明示,并警告其收益可能随着货币汇率的变化而波动。

再次,过往业绩信息还应是基于纯粹投资收益的业绩。若过往业绩是基于业绩总额的,则必须明确披露投资者应被扣除的佣金、手续费或其他费用。

最后,如果过往业绩信息不是基于真实的过往投资回报,而是包括或涉及模拟的过去表现,那么卖方金融公司应确保模拟的过去表现是基于与有关金融工具相同或基本相同或作为基础的一种或多种金融工具或金融指数的实际过去表现。且该信息中还必须有显著警告,即该数字是指模拟的过往表现,并且过往表现不是未来表现的可靠指标。

3. 未来业绩预测信息的监管制度。投资者厌恶风险、追求投资收益,金融广告中的未来业绩预测则是吸引投资者的重要因素,也是利用锚定偏差的典型做法,具有较强误导性。故应对金融广告中的未来业绩预测信息进行法律监管,借鉴欧盟收益与风险等价规则,进一步细化足够充分信息要求。

4. 比较金融广告的监管制度。如前所述,金融广告除了为利用锚定偏差而突出金融产品的历史业绩宣传外,还会为此进行比较广告宣传,从而突出自身的投资回报率。比较金融广告本身并不构成违法,但我国应当监管利用锚定偏差的比较金融广告,借鉴欧盟经验,从两方面提出足够充分的信息要求:一方面,必须表明比较是有意义的,且比较本身应以全面、中性和平

衡的方式呈现,而不得在比较中突出显示自身所推介金融产品的优势信息;另一方面,还必须指明用于比较的信息来源,并明确指出进行比较的关键事实和假设依据。

5. 利用投资者情感偏差的监管制度。如前所述,散户投资者容易受到自身情感影响而偏离理性投资者的方向。我国金融广告领域中,利用情感偏差的例子主要体现在税收待遇和国家机构或资金信用加持两方面。

因此,我国金融广告监管制度应对此作出特别规定:其一,当金融广告信息涉及特定税收待遇时,应明确指出税收待遇取决于每个客户的具体情况,并可能在将来发生变化;其二,严格禁止金融广告信息中使用任何监管部门或政府机构名称,也禁止明示或暗示该金融产品获得监管部门或政府机构的认可;其三,严格禁止在金融广告信息中明示或暗示卖方机构的国有资产背景和联系。

## 六、结 论

基于行为金融学理论,典型散户投资者的启发式方法和行为偏差经常被金融广告所利用,包括代表性偏差、可获得性偏差、框架偏差、锚定偏差及情感偏差。而我国现行金融广告监管制度以应急管理制度为主,规则体系缺乏协调性,且适当性义务和告知说明义务均以理性投资者假设为理论前提,无法回应有限理性模式下金融广告所带来的对金融消费者权益保护及金融秩序稳定的新挑战。故有必要针对金融广告利用行为偏差的特殊性,结合行为金融学理论成果及欧盟遏制行为利用的金融广告监管实践经验,构建专门的金融广告行为知情监管模式。金融广告应符合中性、清晰且无误导的基本监管要求,并针对过往业绩信息和未来业绩预测信息、比较金融广告及利用投资者情感偏差的金融广告制定具体监管要求。囿于篇幅所限,本文在提及金融广告的界定问题、市场监管部门与金融监管部门之间的监管权力分配问题以及互联网金融广告监管问题时未能展开完整论述,将作为未来研究方向进一步探讨。

# Optimization of China's Financial Advertising Regulation System: Based on Behavioral Finance and EU Experience

Ren Chao

(School of Economic Law, East China University of Political Science and Law, Shanghai 200042, China)

**Summary:** With the rapid development of Internet finance, the volume of China's financial advertising has exploded. On the one hand, the problems caused by false and misleading information contained in some financial advertising have already affected the stability of China's financial market. On the other hand, China's current regulation system has inherent flaws. Under the framework of protecting financial consumers' rights and interests, it is combined with the traditional false advertising regulation system and premised on sellers' duties of appropriateness and informing. However, its theoretical premise-rational investors-is rocky, which has already been challenged by the behavioral finance theory: While making investment decisions, investors are tend to be affected by their behavioral deviations. The heuristics and behavioral deviations of the typical retail investors are often exploited by financial advertising, including representativeness bias, availability bias, framing bias, anchoring bias, and affection bias. Therefore, the system, which is



based on the rational investor theory and centered on the proper fulfillment of information disclosure obligations, is flawed by nature and cannot fundamentally solve the problem of regulating financial advertising which takes advantage of investors' limited rationality and behavioral deviations. It is, thereby, necessary to establish a specialized financial advertising regulation system, so as to protect the stable operation of the financial market and the legitimate interests of financial consumers. In practice, taking advantage of investors' limited rationality and behavioral deviations is the common problem of financial advertising in China and the EU. In order to transform the theoretical achievements of behavioral finance into practical system effectiveness, China may learn from the practical regulation experience of the EU's New Markets in Financial Instruments Directive in this regard. In terms of the optimization idea of the regulation system, an informed financial advertising regulation model should be established by taking investors' psychology and information processing mode into consideration. In terms of the optimization path of the regulation system, the basic requirements of financial advertising information should be neutral, clear and non-misleading. In addition, specific regulation systems should be further formulated for typical problems in practice, including the regulation system of financial advertising information involving historical performance, future performance forecasting, comparative financial advertising, and taking advantage of investors' affection bias.

**Key words:** financial advertising; behavioral finance theory; regulation; limited rationality; behavioral deviations

(责任编辑: 倪建文)

---

(上接第135页)

such as questionnaire survey, which restricts the research on the samples of the top management team of listed companies. By constructing a variable that can reflect the inclusiveness in the top management team, this paper uses the second-hand data based on the annual reports of listed companies to measure the level of inclusiveness in the top management team, which provides a useful exploration for the research of inclusiveness in the top management team of listed companies, and finds the nonlinear influence (U-shaped relationship) of inclusiveness in the top management team on organizational performance, which means that there is a so-called "inclusiveness trap" in the top management team. Only when the top management team continues to increase the degree of inclusiveness and cross the trap, can it promote enterprise performance to rise. This paper expands the understanding of the relationship between inclusiveness in the top management team and organizational performance, and analyzes the two possible mechanisms of this phenomenon, so as to deepen the practical significance of relevant research. It also suggests that Chinese enterprises in the process of internationalization should strengthen their confidence and make efforts to push forward when their performance inevitably declines due to the improvement of inclusiveness. After crossing the "inclusiveness trap", a win-win situation of both inclusiveness and enterprise performance is forthcoming.

**Key words:** top management team; inclusiveness; enterprise performance; upper echelons

(责任编辑: 倪建文)