

## 投资者适当性制度分析（上交所）

### 一、概述

我国资本市场经历了 20 多年的发展，从最初静安证券业务部的开张、第一只公开发行的股票——飞乐音响，到目前已经初步形成了具有上海、深圳主板市场、中小板以及创业板的多层次资本市场体系，拥有证券业、期货业、基金业共同蓬勃健康发展的大好局面。在我国经济的快速发展中，资本市场做出了重要贡献。

当前资本市场正面临我国经济进入新兴加转轨的特定市场环境，为了加大资本市场对实体经济的推动作用，必须加快资本市场金融创新，继续推进多层次资本市场体系的建设，不断丰富金融创新产品，并积极研究和探索与创新相适应的制度安排。但我们也要看到，金融创新的同时也带来了产品的专业化、复杂化以及风险差异化等特点，而国内的大多数投资者仍处于不成熟阶段，表现为投机心态重、过度情绪化和缺乏专业知识，这样很容易在金融创新产品的推广中积聚大量风险，严重损害了投资者的利益，不仅不利于金融创新的发展，也不符合金融创新的本意。为了使投资者的知识、财务状况、风险认知和承受能力与金融创新产品相适应，切实保护投资者的合法利益，完善投资者适当性制度，成为迫切要求。

什么是投资者适当性制度？投资者适当性制度是指规范投资者和证券公司之间权利义务关系的重要制度，是证券公司向客户提供金融产品或服务时，应确保其所提供的金融产品或服务与特定客户的财务状况、投资目标、知识经验以及风险承受能力等相匹配，不得将高风险产品或服务推荐或销售给低风险承受能力的客户而导致客户利益受损。本质上投资者适当性制度就是投资者保护制度。

### 二、我国投资者适当性制度

2009 年 10 月成立的创业板，是我国最早全面实施投资者适当性制度的市场。创业板由于上市公司规模相对小，多处于创业或成长初期，发展相对不成熟，虽然上市公司的快速成长可能获得高收益，但风险也更大。2011 年创业板指数跌幅就明显大于其他指数，投资风险由此可见一斑。适合创业板的投资者通常需要在资金、经验和风险承受能力上比一般投资者具备一定优势。在 09 年 6 月发布的《创业板投资者适当性管理暂行规定》中就要求证券公司必须了解投资者身份、财产收入状况、证券投资经验、风险偏好等相关信息，证券公司必须向投资者充分揭示市场风险，并签订《创业板市场投资风险揭示书》；在投资者方面，要求投资者必须如实提供相应信息，否则证券公司可拒绝提供服务。

2010 年 4 月，股票指数期货业务和融资融券业务相继推出，这两项业务具有高杠杆特点，专业要求更高、风险更大，也更加不适合一般投资者广泛参与。

《股指期货投资者适当性制度实施办法（试行）》中规定上述业务的投资者申请开户时保证金账户可用资金余额不得低于 50 万人民币，并通过相关测试，具备累计 10 个交易日、20 笔以上股指期货仿真交易成交记录，或最近三年具有 10 笔以上商品期货交易的记录。

分析我国已初步建立的投资者适当性制度，具有两大特点，一是针对不同产品或服务的风险特性，规定了相应投资者的资金实力、经验和风险承受能力，明确投资者适当性要求；二是形式上由管理层制定原则性规章，相关交易所制定具

体实施和操作方法，行业协会制定执行规范。我国目前的投资者适当性制度依然比较粗糙，细节上还待完善，特别是在立法、制度建设和应用推广上需要加强，而且未能从整体市场合理划分风险等级，形成覆盖金融市场的完善的投资者适当性制度体系。在这方面，境外成熟资本市场的经验值得我们借鉴。

### 三、境外投资者适当性制度现状

日本投资者适当性制度始于 1974 年，相关规定以法律形式体现，主要为《金融商品销售法》和《金融商品交易法》。在投资者适当性管理方面，证券公司必须充分了解投资者知识、经验和财务状况，要求在了解客户的前提下进行产品销售，同时规范了销售方式和销售时间等。销售方式上，规定证券公司不得以胁迫、利诱或疲劳轰炸等不恰当方式进行营销推广；销售时间上，不得妨碍投资者日常生活作息时间。除此以外，在考量投资者知识、经验和财务状况三个基本要素基础上，还要求证券公司考虑交易契约签订的目的，达到对投资者更全面的判断。

美国是投资者适当性制度的起源地，则非常重视老年投资者适当性管理。美国 2030 年老龄人口比重将接近 20%，随着投资者年龄的增加，投资时间期限、投资目标、风险承受能力和税收状况都会发生改变，流动性往往很重要，且依靠固定收入的投资者更容易厌恶通货膨胀，这都要求证券公司必须认识到向老年投资者建议投资产品时，应更加谨慎。在产品的适当性方面，证券公司在销售产品时，应承担相关义务：对产品进行充分尽职调查以了解产品特性；进行产品合理化适当性分析；进行针对特定客户的适当性分析等等。在投资者方面，建立合格投资者制度，将成熟投资者或专业投资者分成有信誉投资者、合格机构购买者、合格购买者和合格客户，并根据客户类型实施有差别的适当性管理。

### 四、我国投资者适当性制度完善

在证券行业金融创新大背景下，一个突出矛盾就是快速发展的多层次资本市场和投资者结构不合理之间的矛盾，严重制约了创新产品规模化的速度，加大金融创新带来的风险。虽然我国已经初步建立了投资者适当性制度，但仍不能与需求相匹配，完善投资者适当性制度是当前金融创新的重要研究课题。

投资者适当性分类的完善。我国目前对投资者分类只是从经济实力方面和投资经验方面来限制小额投资者参与到高风险金融创新产品中，只能治标，简单的将小额投资者挡在外面更是会引发部分风险偏好高的投资者对权利的诉求。可根据投资者知识水平、投资经验和财务状况，将投资者分为专业投资者和一般投资者，银行、保险、基金和投资公司等机构投资者均属于专业投资者，个人投资者中满足特定条件的可归于专业投资者，其他归于一般投资者。一般投资者可通过一系列严格程序申请成为专业投资者，包括专业知识考核、满足一定投资年限，并规定其参与高风险金融创新产品的资金占比。

创新产品的适当性完善。证券公司在推出创新产品前，首先明确目的，尽职说明创新产品的必要性和有效性。同时需进行详尽调研，确定至少有相对比例的投资者的需求和风险承受能力与之相匹配，确保创新产品的推广为匹配的标的客户。

证券公司的适当性方面职责的完善。建立并维护投资者信息卡，用于记录客户信息，如知识水平、投资经验等，对客户信息要定期更新，确保信息的完整性和准确性。在提供创新产品或签订合同时，需制定业务流程标准，并在投资者最

终签署前，获得投资者的书面声明记录，确认投资者已完全知悉产品或合同的内容及风险。由于个人投资者存在信息不对称，证券公司需善尽说明风险的义务。如果证券公司违反适当性义务，应给予相应处罚，包括限期改正、撤换负责人、停止全部或部分业务，直至废除业务资格。

## 五、小结

我国金融创新是推动经济转型的重要手段，但金融创新产品也是把双刃剑，把控不好不仅无法达到预期效果，反而损害投资者利益，投资者适当性制度的建立和完善正是金融创新有效进行的关键所在。好的制度往往不是一蹴而就的，是在不断摸索、不断暴露问题中逐步完善形成的，借鉴境外成功经验可以让我们少走弯路，但同时也要认识到我国的不同国情，资本市场所处的不同阶段。建立适合中国资本市场的投资者适当性制度，与金融创新相互推进，最终满足实体经济需求。