

# 如何健全我国资本市场投资者适当性制度

中国证监会研究中心 鲁公路 唐婧

行之有效的投资者适当性制度是投资者保护的核心内容,是多层次资本市场大厦的基石。《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》的及时发布,将为我国建立健全投资者适当性制度奠定坚实的制度基础,必将有利于防范市场风险,维护市场稳定;有利于维护市场的“三公”原则,增强投资者对资本市场的信心;有利于强化市场主体的自我约束机制,激发市场活力。因此将从根本上有利于多层次资本市场的长期稳定健康发展。

## 一、投资者适当性制度的逻辑和构成

金融市场体系是由金融中介、投资者、产品服务和监管机制构成的。作为市场中产品和服务的提供者,金融中介比投资者拥有更多的信息和资源,在和投资者的市场博弈中占优。为了维护市场的公平和公正,西方成熟市场一般都设计出一整套制度体系来保护投资者的权益不受侵犯,投资者适当性制度就是其中的基础和核心。因为如此,投资者适当性制度一般都会上升到立法的高度。美国的《证券法》实质上是一部投资者保护法,《证券法》和其它相关的法律都对投资者适当性制度做了专门的规定。

投资者适当性制度简而言之,就是将合适的产品卖给适合的投资者。一般而言,一个完整的投资者适当性制度体系应该至少涉及四个要件:金融中介、投资者、产品和服务、以及监管机制。首先要对投资者进行分类;其次还需要对金融中介的行为规范形成制度性的约束,要求其了解投资者,了解自己的产品服务,正确履行产品和服务的合理匹配的义务;最后需要设计一整套制度,即所谓的监管制度,保障投资者适当性体系的正常运转。

在成熟市场,投资者适当性制度的这四个要件通常会在证券相关的法律或自律规则中予以明确规定。美国的《证券法》、《投资公司法》、《投资顾问法》以及自律规则中针对金融中介行为规范和投资者分类的专门条款。金融危机后,“多德法案”更把投资者保护列为重点内容,设有专门针对投资者适当性制度的条款。欧盟的投资者适当性制度主要体现在《欧盟金融工具市场指令》中,这是目前欧洲金融领域内最重要、涉及面最广的立法,适用于欧洲经济区共计30个国家。

## 二、境外成熟市场的投资者适当性制度

金融中介的行为规范。投资者适当性制度中最为核心的内容之一就是金融中介的行为规范,对此发达国家基本上都做了详细的规定。尽管各国证券立法的出发点不太一样,对于金融中介的活动规范也因此有所差异,但是通过比较,各国基本上遵循三大原则:了解你的客户;了解你的产品;就产品和客户进行合理的匹配。

以欧盟和美国为例。《欧盟金融工具市场指令》规定了欧盟各成员国所有以提供投资服务或开展专业投资活动的机构在向投资者提供金融服务时,一定要对投资者实施适合性(Suitability)和适当性(Appropriateness)评估。为了完成评估,首先要对客户进行分类;其次,对所有的产品和服务进行分类。不同的产品和服务需要评估的信息要求是不一样的。复杂的产品,要求多;一般产品,要求就简单点。为此需要搜集客户的信息,包括投资目标、财务状况、知识和经验。除此之外,金融中介要承担更新客户信息资料的义务。更新的频率要根据投资者和提供的产品和服务的不同而要求不同,此外,需要将客户的信息保存5年以上。当投资公司获得了必要的客户信息,就可以依据这些信息去判断其推荐的产品或服务是否适合客户的财务状况和投资需求。投资公司还要确保客户理解相关的风险。投资公司向客户提出风险警示,

能够有效地补充客户现有的投资知识和经验。

不像欧盟体现在法律层面,美国对于金融中介的要求更大程度体现在自律规则的层面上。投资者适当性原则起源于美国,最初只是规范证券经纪商行为的商业道德。2007年美国金融业监管协会(FINRA)成立以来,逐步对前身全美证券商协会(NASD)和美国纽约证券交易所(NYSE)的自律规则进行整合,逐渐形成统一的自律规则体系。规则2111(客户适当性规则)和规则2090(了解你的客户规则)成为FINRA新的适当性自律规则。客户适当性规则要求会员及其从业人员必须有合理的证据,证明向客户推荐的交易和投资策略是适合客户的,会员及从业人员要尽力查明客户的投资状况;会员及从业人员要承担机构客户的适当性义务。了解你的客户规则要求每个会员开户和维护账户时,应尽力了解并保留每位客户或者按照客户名义行事的人的关键事实。

投资者分类制度。在投资者分类方面,欧美是类似的,明确区分普通投资者和特殊投资者,并在法律中予以明确规定。《欧盟金融工具市场指令》明确将投资者分为专业客户(professional clients)和零售客户(retail clients)。专业客户一般拥有丰富的投资经验和投资知识,能够自行做出投资者决策,自行评估投资风险。一般是经过核准并接受监管的金融市场运营实体,包括银行等金融机构、大型企业、公共部门以及专业化的机构投资者。在专业客户中又细分出专业能力更强的合格对手方(eligible counterparties),一般指的是金融机构。专业客户之外的统称为零售客户。投资公司针对不同的客户需要制定差异化的保护措施。

和欧盟不一样的是,美国投资者分类制度的提出是针对不同的证券发行和销售方式制定的。所有证券(金融产品)的发行和销售都要到美国证监会(SEC)注册,进行充分的信息披露,达到保护投资者的目的。但是如果只针对特定人群发行或销售,那么注册的程序可以享受豁免,从而减轻了发行人的负担。针对特定人群发行的证券叫私募证券,而特定人群的界定实际上是投资者分类的一种方式。具体而言,美国的投资者分类制度出现在三个不同的法律条文中。《证券法》下的D条例提出认可投资者(Accredited Investor)的概念,规定了如果发行对象仅限于这类投资者,再配套以其他条件,就可以享受注册豁免了。《证券法》下的144A规则还针对私募证券的二级市场流通提出了合格机构购买者(QIB)的概念。规定私募证券只能在QIB之间流通。《投资公司法》规定针对合格购买者(QP)的基金享受注册豁免。《投资顾问法》则规定私募基金管理公司的客户只能是合格客户(QC)。综合来看,美国的投资者分类是围绕证券注册的豁免条件产生的。以此为基础,划定了公募和私募的界限。

产品和服务的分类制度。《欧盟金融工具市场指令》将所有的产品和服务进行细分。产品分为非复杂金融产品和复杂金融产品两大类。投资产品和服务则分为八类,包括接受客户委托、投资顾问、自营交易、证券承销等。美国没有针对产品分类的法律条款,但是《证券法》背后的法律逻辑蕴含了所有的产品可分为私募和公募两大类这一基本事实。

监管制度。为了保障金融中介的行为规范符合投资者适当性的要求,由于美国、欧盟等发达市场的法治环境相对成熟,因此一般采取立法为基础,自律规则相配套的监管机制。在这一点上,新兴市场明显不同,由于法制环境相对不够成熟,同时还在进行着大量的金融创新活动,因此更倚重于监管机构(如证监会等)的行政手段。

## 三、我国目前的投资者适当性制度

自2003年证监会发布《证券公司客户资产管理业务试行办法》首次提出“了解客户”原则以来,我国资本市场目前共计有30多项行政法规、监管

部门规章、规范性文件及自律规则涉及投资者适当性要求,分别针对资产管理、创业板、股指期货、融资融券、基金销售、债券市场、新三板等业务或市场。证监会及交易所、中证协、中期协等市场自律组织做了大量努力,初步建立起投资者适当性制度体系,有效保障了新业务的平稳开展,防范了系统性风险。

尽管如此,随着我国多层次资本市场体系的深入发展,目前的投资者适当性制度越来越难以满足需要,表现在:

一是制度体系有待进一步完善。目前的投资者适当性制度没有形成统一的框架体系,其外延在每有新产品或新市场推出时不断拓展。因此,对于该制度的内涵还有待进一步统一认识。投资者适当性制度应当不仅强调保护投资者合法权益,更应以投资者利益为优先,这对金融机构的商业道德提出更高的要求。

二是缺少一套公允的投资者分类方法。在缺乏投资者分类制度的情况下,每推出一个新市场、一个新业务甚至一个新产品都需要制定投资者准入规则,降低了市场效率,并不便于实际操作。

三是产品服务风险等级制度缺失。证券期货经营机构和中介机构难以将不同风险承受能力和风险偏好的投资者与不同风险等级的产品服务匹配起来。

四是对金融中介的行为规范较少提出要求。目前的投资者适当性制度主要体现在对投资者的准入进行限制,对投资者的财产、收入状况、投资经验等做了详细的规定。但对金融中介的尽职调查要求与成熟市场相比相对宽松。例如客户仅在开户时需要进行适当性评估,而无后续跟踪、年检年审、客户信息变更时的及时更新等机制。

五是处罚机制不完善。目前的投资者适当性制度对违规金融中介的处罚机制有待完善。如果发生了金融中介将不适当的产品卖给了不合适的投资者的情况,将面临无规可依的局面。

## 四、如何健全我国的投资者适当性制度

投资者适当性制度应当以投资者利益保护为基本价值取向,以有效激发市场活力为目的。因此我国投资者适当性制度的发展方向应当是全面加

# 全面构筑投资者保护体系 着力搭建立体化服务平台

深圳证券交易所

日前,《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》正式发布,《意见》围绕投资者收益回报权、知情权、参与监督权和求偿权等九个方面,针对性地出台了一系列投资者保护的制度安排和政策措施。我国投资者结构以中小投资者为主,保护投资者,特别是中小投资者的合法权益,是保证资本市场健康运行的关键。《意见》的出台,从增加顶层制度供给出发,高屋建瓴,实现了中小投资者权益保护的多项突破,其中以下几方面的举措值得关注:

一是在优化投资回报机制方面,《意见》提出要引导和支持上市公司增强持续回报能力完善利润分配的决策程序和形成机制,建立多元化回报体系,包括完善股份回购制度、研究以股代息“制度、丰富股利分配方式等。这些措施的出台将全方位推动上市公司形成重视回报投资者的股权结构,进一步提升现金分红政策的持续性、稳定性和透明度。

深交所对上市公司以现金分红等方式回馈投资者一直高度重视,近年来深市上市公司的分红意识和力度在不断加强。2012年,深市A股共1160家上市公司推出现金分红预案,分红金额918.94亿元,同比增长12.04%;连续3年分红的上市公司比上一年增加了336家。

未来深交所将按《意见》要求进一步健全深市投资者回报机制,在尊重公司自



强制度建设,特别是要加强对金融中介行为规范的有效约束,而不是简单地对投资者进行限制。只有这样才能真正的保护投资者,激发市场活力。《意见》充分体现了这一原则,并进行了细化。

一是完善投资者分类标准。成熟市场的经验显示,其投资者分类制度针对整个市场有普适性,而非针对个别产品或市场设计适当性规则。因此我国的投资者分类制度建设,需要统一分类标准。与西方成熟市场不同,当前我国资本市场参与者中中小散户所占比例较大,他们缺乏足够的经验和判断力,难以理解较为复杂的金融产品,容易受误导而产生无法预见的损失,因此更为迫切地需要适当性规则的保护。为适

治的基础上,督促上市公司履行分红承诺,推动积极回报投资者的市场股权文化形成,同时创新金融产品,打造适合普通投资者的金融超市,多方面促进证券市场理性投资、价值投资理念形成。

二是在保障中小投资者知情权方面,《意见》推动信息披露向投资者需求导向转变,在“真实、准确、完整、及时”基本要求的基础上强调披露内容需“简明易懂,充分揭示风险”;同时,《意见》提出要健全信息披露异常情形问责机制,强化信息披露职责,提高市场透明度,保障不同投资者公平获取信息。

深交所近年来在保障中小投资者知情权方面也进行了多项探索,比如整体推进信息披露直通车业务,提升了信息披露质量与及时性;改版升级“互动易”平台,增加“投资者关系”、“公司声音”功能模块,推动自愿性信息披露和公平信息披露,为投资者与上市公司互动沟通搭建桥梁等。目前“互动易”日均访问量已突破28万次,已逐步成为投资者获取上市公司权威信息的新渠道。

根据《意见》要求,深交所将进一步切实保障投资者知情权,完善信息披露直通车,优化信息披露规则与考核制度,健全分行业差异化披露机制,提高上市公司信息披露有效性,同时推动上市公司重视投资者关系,增进市场各方互动沟通,让普通投资者也能“查得便捷、看得清楚、读得明白、聊得通畅”。

三是在健全中小投资者投票机制方面,《意见》提出引导上市公司股东大会

应我国国情和资本市场发展现状,应当为中小投资者在投资者分类标准上进一步细分,制定并公开分类标准及依据。

此外,需要注意的是,要对这些分类标准进行持续动态地评估和调整。例如在1940《投资顾问法》中,美国合格客户(QC)的管理资产价值和净资产门槛分别为75万美元和150万美元;而次贷危机发生后,多德法案将该标准修改为100万美元和200万美元,并被要求以后每隔五年基于通货膨胀进行调整。

二是科学划分金融产品或者服务的风险等级。金融中介应对产品或者服务的风险进行评估并划分风险等级,根据投资者的风险承受能力 and 风险偏好“选择投资者”来实现投资者与产品服务的

全面网络投票、完善征集投票权制度以及建立中小投资者单独计票机制等措施,有助于改善中小投资者参与公司治理时弱势地位,克服当前多数上市公司“一股独大”导致的弊端。

深交所将按照证监会统一部署积极落实相关工作,尽快完善股东大会全面网络投票及建立中小投资者单独计票相关规则,同时升级完善网络投票系统,做好技术和业务准备,确保相关改革措施顺利实施。

四是在建立多元化纠纷解决机制和健全中小投资者赔偿机制方面,《意见》提出要健全专业调解、仲裁等制度完善投资者维权渠道,为中小投资者提供法律援助以降低维权成本,督促违法责任主体主动赔偿中小投资者等。

中小投资者权益得不到保护,其中一个很重要的表现就是由于维权成本高,投资者利益受损后得不到赔偿。今年的万福生科案件投资者利益补偿工作,在短短2个月内向12756名适格投资者赔付了1.78亿元,在健全中小投资者赔偿机制方面,已先行进行了实践探索。无数救济,则无保护,《意见》将上述实践经验固化成工作机制和制度措施,无疑将从利益上切实保护好中小投资者,为维护证券市场“三公”原则十分必要。

与国外成熟资本市场相比,中国仍处于新兴加转轨阶段,投资者利益保护任重道远,《意见》的出台是重要的里程碑。未来深交所将在《意见》指导下,持续

匹配。

三是回归适当性的本源,细化对证券公司等金融中介的行为监管。成熟市场对金融机构的行为监管严格细致,对投资者限制较少;而我国目前的投资者适当性规则多为对投资者提出准入要求,对金融机构的行为监管还有待细化,包括执业规范、内部问责机制、信息披露、销售要求、合规管理和中小投资者赔偿机制等。

《意见》的出台为我国的投资者适当性制度体系的建设指明了方向,统一了思想,丰富了内涵。我们相信随着制度体系的不断推进和完善,投资者尤其是中小投资者保护制度将上一个新的台阶,多层次资本市场这座大厦将更加牢固。

完善以投资者为导向的立体化公共服务平台,健全相关规则、制度、措施。

一是持续深化投资者适当性管理。结合新股发行制度改革和深交所产品、业务创新,进一步完善深市投资者适当性制度,持续推动会员落实适当性管理各项要求,同时推出首次公开募股(IPO)业务专区,建立炒新账户分类管理与风险警示机制,健全上市初期异常交易行为监控,为新股发行制度改革打好基础。

二是依法自律监管,坚持从严监管理念,以信息披露为中心,着力提高市场透明度,加强信息披露问责与考核机制,健全控股股东、实际控制人治理规范;强化联动监管,督促中介机构勤勉尽责,依托大数据和文本挖掘等技术,探索智能化监管手段,提升监管有效性。

三是强化投资者教育与服务工作,依托交互式网络技术与移动互联网技术,完善集成呼叫、互动、网络投票等“五位一体”的投资者服务平台,推动投资者与上市公司、交易所沟通无障碍,促进市场主体归位尽责;探索分层次投资者教育,为不同投资者群体提供全面均衡的投资者教育与服务,提高投资者教育的针对性。

《意见》的出台与落实,将全面构筑起保护中小投资者合法权益的制度体系,推动投资者利益保护日益深入人心,让投资者真正成为市场的“主角”,同时推动资本市场这只“看不见的手”真正发挥市场配置资源功能,进而为资本市场在国民经济和社会发展中发挥更加重要的作用打下坚实基础。