KPMG
cutting through complexity

毕马威全球中国业务
KPMG Global China Practice

# 毕马威行业透视

**2012 年第 5 期**


作者：

**冯育勤**
主席
毕马威全球中国业务发展中心
peter.fung@kpmg.com
+86 10 8508 7017

**王国蓓**
合伙人
毕马威中国金融服务
abby.wang@kpmg.com
+86 21 2212 2428


## 建立和完善投资者适当性制度是金融市场制度创新的关键

### 什么是投资者适当性？

资本市场作为现代金融的核心，推动着一国经济的持续快速增长。为了更好的发挥其资本筹集、公司治理、财富增长、信息透明等作用，需要高度认识资本市场的高风险性，并合理控制其波动性。这就要求将金融产品和服务的复杂性与投资者的风险承受能力相匹配，让投资者投资适合其的金融产品，这是维护市场稳定的根本保证，也是市场制度改革和创新的关键。

根据国际清算银行、国际证监会组织、国际保险监管协会 2008 年联合发布的《金融产品和服务零售领域的客户适当性》报告的定义，投资者适当性（investor suitability）是指“金融机构所提供的金融产品或服务与客户的财务状况、投资目标、风险承受水平、财务需求、知识和经验之间的契合程度”。

投资者适当性制度是境外成熟市场普遍采用的一种保护性措施，避免在金融产品创新过程中，将金融产品提供给风险并不匹配的投资群体。完备的金融投资者保护是发达金融体系的共同特征，也是构成一国金融体系国际竞争力的重要因素。



© 2012 毕马威企业咨询 (中国) 有限公司及毕马威华振会计师事务所 (特殊普通合伙)，均是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织 (“毕马威国际”)相关联的独立成员所网络中的成员。毕马威企业咨询 (中国) 有限公司为一所中国外商独资企业；毕马威华振会计师事务所 (特殊普通合伙)为一所中国特殊普通合伙制会计师事务所。版权所有，不得转载。© 2012 毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织 (“毕马威国际”) 相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。

## 发达国家投资者适当性制度的实践经验

适当性的概念源于上世纪美国证券经纪商的自律规范，现已发展为监管规则，并成为证券经纪商应承担的重要义务。1938 年，美国全国证券交易商协会(NASD) 以公平交易条款(the Rules of Fair Practice)为载体确立了适当性规则的最初版本。该规则要求，经纪商只能向投资者推荐或销售适合后者需求的金融产品，为此，经纪商应搜集与客户有关的信息，“了解其客户”。在 20 世纪 30 年代美国联邦《证券法》颁布后，证券交易委员会(SEC)作为监管机构开始在其裁决中对经纪商施加“适当性”要求，明确经纪商向投资者推荐证券时应根据后者的财政状况及投资目标确定投资是否适合。2009 年，金融业监管局(FINRA)在新规则(Rules 2111 suitability)中提出更详尽的适当性义务，包括合理基础的适当性规则(Reasonable-basis suitability)、特定客户的适当性规则(Customer-specific suitability)、数量方面的适当性规则(Quantitative suitability)，要求证券公司必须有合理的理由确信所做出的推荐适合部分投资者，和某些特定投资者，并且推荐数量方面并没有过度。

不同于美国，欧盟投资者适当性制度发展较晚，受先前法律的影响较少，因而更加全面且彻底。2006 年，欧盟发布《金融工具市场指令》，规定投资公司在为投资者提供投资服务时应承担的一系列义务，包括：适当性及投资风险相关信息的披露、投资者适当性评估、投资者分类管理以及从业人员培训等。值得一提的是，《金融工具市场指令》强调建立、执行并维持有效、透明的投资者投诉和救济机制 (complaints and redress mechanisms)，以确保违规的投资公司承担相应的法律责任；作为投资者获得救济的额外途径，投资公司应加入投资者赔偿基金(an Authorized Investor Compensation Scheme)。

日本政府充分意识到规范金融产品、金融交易行为以及投资者保护的必要性与迫切性，将投资者适当性管理上升到立法高度，以基本法调整适当性，形成并完善统一的投资性金融商品的法律。1992 年《证券交易法》、2001 年《金融商品销售法》以及 2007 年《金融商品交易法》，都有专门的“适当性”规定，要求金融机构从业者事先对客户的知识、经验、投资目的、财产状况等进行尽职调查，而且劝诱金融商品业务的行为必须符合规范。在立法体例上，2007 年《金融商品销售法》将投资者适当性作为“法律原则”规定在第三章金融机构业务通则中，包括投资者分类、金融商品分类、销售适当性等内容。同为亚洲国家，这种立法体例对中国而言具有重要借鉴意义。

## 中国需要投资者适当性制度

中国“新兴+转轨”资本市场的一个突出特征是多层次资本市场快速发展与投资者结构不合理的矛盾。



© 2012 毕马威企业咨询 (中国) 有限公司及毕马威华振会计师事务所 (特殊普通合伙)，均是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织 (“毕马威国际”)相关联的独立成员所网络中的成员。毕马威企业咨询 (中国) 有限公司为一所中国外商独资企业；毕马威华振会计师事务所 (特殊普通合伙)为一所中国特殊普通合伙制会计师事务所。版权所有，不得转载。© 2012 毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织 (“毕马威国际”) 相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。

中国资本市场诞生于上世纪 90 年代，经过短短 20 余年，已快速发展并初具规模。目前，由主板、中小板、创业板等场内交易市场和以代办转让系统为基础的场外交易市场构成的多层次资本市场雏形已形成。多层次资本市场满足了不同发展类型企业的融资需求。由于不同企业在发展阶段、规模和行业等方面的差异性决定了其特有的风险特性，所以在不同层次资本市场上交易的产品也具有不同的风险特性。因而，多层次资本市场的健康发展，势必要求其对应的投资者群体具备与之相匹配的风险识别和承受能力。

然而，中国资本市场在技术方面赶超境外成熟金融市场的同时，以“散户”为主的投资者结构并没有发生类似的嬗变，而且相当一部分中小投资者缺乏理性投资理念和投资经验。以深交所为例，根据深交所 2012 年发布的《深市投资者结构与行为的分析》和《2011 年个人投资者状况调查报告》显示：其一，2011 年证券投资者仍以中小投资者为主。深市 A 股个人投资者的持股户数占比为 99.83%，八成受访投资者（81%）证券账户资产量在 50 万元及以下；2007 至 2011 年，个人投资者交易金额占比超过八成。其二，个人投资者受教育程度层次不齐，部分投资者缺乏必要的投资知识和技能。受访个人投资者中，37%没有接受过正规大学教育，77%表示自身需要系统地学习投资知识与投资技能，94%表示在学习证券投资知识与技巧的过程中面临困难。其三，个人投资者交易频繁，中小投资者非理性交易行为明显。2011 年个人投资者资金周转率（投资者交易金额为其投入资金的倍数）为 6.35，高于机构投资者资金周转率水平 4 倍以上；个人投资者的平均持股期限只有机构投资者五分之一左右；中小投资者投机性交易行为明显，偏向持有和交易小盘股、低价股、绩差股、高市盈率股和 ST 股票，同时还是新股首日交易买入的主体（超过九成），绝大部分亏损。

当前，不合理的投资者结构、非理性的投资理念和投资行为，已经成为制约中国资本市场快速发展的瓶颈。在此背景下，中国要促进多层次资本市场、多种风险特性产品健康发展，必须要在认清市场投资者行为及结构特征的基础上，建立起一套投资者适当性管理的完整制度和机制。一方面，使投资者理性参与与自身风险承受能力相匹配的风险产品投资，切实保护投资者权益；另一方面，逐步形成不同风险产品对应的多元化投资者群体，提高市场稳定性，充分发挥资本市场投融资能力。因此，建立和完善适合中国国情的投资者适当性制度是现阶段中国金融市场制度创新的关键。

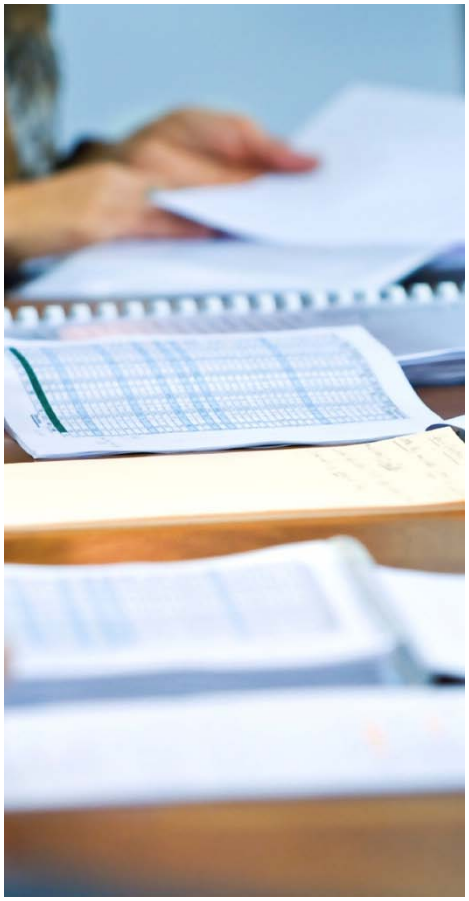
## 中国投资者适当性制度的初步尝试

近几年，中国证券市场已经部分试点并实施了投资者适当性管理制度。

2008 年 4 月国务院发布了《证券公司监督管理条例》，要求在证券经纪业务和基金销售的开户环节开始进行投资者能力测评和风险测



© 2012 毕马威企业咨询 (中国) 有限公司及毕马威华振会计师事务所 (特殊普通合伙)，均是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织 (“毕马威国际”)相关联的独立成员所网络中的成员。毕马威企业咨询 (中国) 有限公司为一所中国外商独资企业；毕马威华振会计师事务所 (特殊普通合伙)为一所中国特殊普通合伙制会计师事务所。版权所有，不得转载。© 2012 毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织 (“毕马威国际”) 相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。



评，为客户“推荐适当的产品或者服务”，这是对投资者适当性管理的初步尝试。

2009 年 10 月推出的创业板，成为中国最早全面实施投资者适当性制度的市场。实行两年多来，适当性制度对投资者结构的调整作用初步显现。深交所《2011 年个人投资者状况调查报告》显示，创业板投资者呈现了明显的群体性特征，如：（1）创业板投资者多为投资年限较长的有经验投资者。67%的创业板投资者入市时间在 2006 年以前，显著高于非创业板投资者（51%）。（2）创业板投资者资金实力更为雄厚。2011 年，创业板投资者的平均账户资产量（77.8 万元）是非创业板投资者平均账户资产量（34.8 万元）的 2.23 倍。从资产量分布来看，创业板投资者中账户资金量在 50 万元以上的投资者比例为 40%，远高于非创业板投资者相应占比（16%）。（3）创业板投资者决策前研究能力较强，信息来源渠道广泛。投资者获取投资信息渠道平均为 4.0 种，明显多于非创业板投资者（2.6 种），超过 50%的创业板投资者会通过交易软件的技术指标分析、网络类媒体、上市公司的招股书、定期报告、临时公告等披露信息和金融机构的研究报告来获取投资信息。这些数据表明，实施投资者适当性制度后，创业板投资者群体从资金实力、投资经验、投资决策能力等方面都显示出一定的优势。当然，创业板投机氛围浓厚是不争的事实，这也为投资者适当性制度的完善提出了更高的要求，仅从硬性指标上限制部分投资者进入市场还是不够的，更要从根本上培养理性投资理念和行为。投资者适当性制度在创业板初见成效，也为其在其它金融市场的推广奠定了基础。

2010 年 4 月，中国证券市场推出的股票指数期货业务和融资融券业务。股指期货和融资融券业务具有专业性强、杠杆高、风险大的特点，客观上要求参与者具备较高的专业水平、较强的经济实力和风险承受能力，不适合一般投资者广泛参与。为了保护投资者，特别是中小投资者的合法权益，提示投资者审慎参与股指期货和融资融券交易，投资者适当性制度开始实施于股指期货和融资融券市场。

中国初步建立的投资者适当性制度具有两个特点，一是形成了“由证监会制定原则性规章、由相关交易所制定具体实施和操作办法、由自律性行业协会制定执行规范”的有中国特色的制度体系，二是明确了“投资者的经济实力、产品认知水平和风险承受能力”三个方面的投资者适当性要求。

## 中国投资者适当性制度体系的建立和完善

虽然中国已经在投资者适当性制度方面开展了有益的尝试，但是与成熟金融市场相比，仍然起步较晚，在相关立法、制度建设和应用推广方面还很不完善。境外成熟资本市场发展投资者适当性制度的经验表明，必须通过法律、法规等方式做出有关投资者适当性的强制性规定，



© 2012 毕马威企业咨询 (中国) 有限公司及毕马威华振会计师事务所 (特殊普通合伙)，均是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织 (“毕马威国际”)相关联的独立成员所网络中的成员。毕马威企业咨询 (中国) 有限公司为一所中国外商独资企业；毕马威华振会计师事务所 (特殊普通合伙)为一所中国特殊普通合伙制会计师事务所。版权所有，不得转载。© 2012 毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织 (“毕马威国际”) 相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。

为投资者提供解决适当性纠纷的司法救济途径，才能真正起到保护投资者权益的作用。而中国投资者适当性制度仅以证监会规章的方式呈现，尚未上升到立法高度，更没有制定有效的投诉与处理机制，很难真正起效。而且，目前中国仅仅在创业板市场、股指期货和融资融券业务实施了投资者适当性制度，在证券经纪业务、基金销售业务和银行理财产品发售引入了适当性原则，还未能从整体市场来合理划分风险等级，形成覆盖整个金融体系的完善的投资者适当性制度体系。具体到实施流程方法等细节上，也有很多可改进的空间，比如当前投资者分类仅考虑经济实力、产品认知能水平和风险承受能力三个方面，不够全面和细致；适当性评估由利益相关方的金融机构执行，其执行力度和可信度都易受主观因素影响；适当性评估过程中涉及到的客户个人资料保密问题也没有明确规定等。

为此，我们建议从以下几个方面进一步建立和完善中国投资者适当性制度：

首先，明确实施目的。中国投资者适当性制度制定和实施中出现的种种问题，首先反映的是意识问题。只有各类群体充分认识到投资者适当性的重要性和必要性，才能自觉自愿遵守投资者适当性要求。实行投资者适当性制度的出发点是保护投资者的合法权益，是从保护投资者角度进行的一种风险控制，并非简单地要把哪些投资者挡在外面。现有的投资者适当性要求从经济实力方面限制小额交易者参与较高风险金融产品投资的措施只是治标，引导理性投资才是治本。投资者适当性管理一方面确保投资者清楚风险、理性投资，另一方面也有助于金融机构给投资者提供更有针对性、更有效的服务，其根本目的是服务好、保护好投资者。为此，投资者教育应当成为投资者适当性制度的重要工作内容。

其次，明确实施主客体及其各自义务。投资者适当性制度涉及的群体有证监会、交易所、行业协会、金融机构、投资者等，需要明确各自所扮演的角色以及肩负的权利义务。设立适当性义务是为了平衡证券市场中交易双方的信息不对称地位，限制金融机构对市场的影响，保护投资者利益。因此，金融机构是适当性制度的实施主体，具有确定投资者适当性的义务，包括识别投资者分类、披露风险信息、确保投资者知悉、以及投资者个人信息保密等义务；投资者是适当性制度的实施受众，具有积极配合适当性评估活动的义务；证监会、交易所、行业协会等具有指导监督控制的义务，一方面应该对金融机构是否履行了适当性义务、履行方式是否妥当、履行效果如何等进行调查和管理，另一方面应该为投资者设立一个能够便捷、稳妥处理投资者投诉的争议解决处理机制。

再次，搭建完善的投资者适当性制度体系。（1）投资者适当性制度的前提是建立多元化的投资者适当性指标，对投资者进行分类管理。合理的适当性指标应至少包括资金指标、投资知识指标、交易经验指



© 2012 毕马威企业咨询 (中国) 有限公司及毕马威华振会计师事务所 (特殊普通合伙)，均是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织 (“毕马威国际”)相关联的独立成员所网络中的成员。毕马威企业咨询 (中国) 有限公司为一所中国外商独资企业；毕马威华振会计师事务所 (特殊普通合伙)为一所中国特殊普通合伙制会计师事务所。版权所有，不得转载。© 2012 毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织 (“毕马威国际”) 相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。

标、风险偏好指标、投资目标指标等五个方面，并且针对中国投资者群体特点进行适当细化。（2）投资者适当性制度的核心是有效的投资者适当性评估，即参考成熟金融市场的典型做法，针对不同风险水平的金融市场和金融产品设定不同的投资者适当性标准。（3）投资者适当性制度的保障是建立相关的法律制度，对投资者适当性义务和违规责任进行明确的规定。（4）投资者适当性制度的延伸是结合已开展的创业板投资者适当性工作，搭建涵盖股票市场、债券市场、期货市场、场外市场等多层次金融市场的完整的投资者适当性制度体系。

最后，逐步推进投资者适当性的全面推广。一方面，在已开展投资者适当性管理的领域，需要进一步细化和完善适当性管理的实施流程、监管细则，开发具有可操作性的适当性管理措施，辅以多样化的投资者教育和引导，使投资者适当性制度真正落实起效。另一方面，总结过去几年创业板、股指期货、融资融券投资者适当性管理的经验教训，复制和借鉴高风险市场投资者适当性管理模式，逐步推进投资者适当性制度在国内其它金融市场的全面铺开。值得一提的是，投资者适当性的有效实施对金融投资顾问从业人员的自身素质提出了更高的要求。因而，需要积极推动金融投资顾问专业人员的队伍建设。发展个人理财专业顾问的认证制度（如国际金融理财师 CFP），并从专业素质和职业道德两方面加强管理，帮助投资者选择适合其风险承受能力的投资产品，以在实践中更好地贯彻执行投资者适当性原则。

（毕马威全球中国业务发展中心实习研究员成微全程参与本文的研究和撰写工作。作者感谢她所做出的贡献。）



本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2012毕马威企业咨询（中国）有限公司及毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙），均是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织（“毕马威国际”）相关联的独立成员所网络中的成员。毕马威企业咨询（中国）有限公司为一所中国外商独资企业；毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）为一所中国特殊普通合伙制会计师事务所。版权所有，不得转载。

© 2012毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织（“毕马威国际”）相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。

毕马威的名称、标识和 "cutting through complexity" 均属于毕马威国际的注册商标。