

论文 NO. 2017 年 7

发表时间：2017 年 7 月 16 日

回归“买者自负”

张跃文

摘要：证监会发布的《证券期货投资者适当性管理办法》自 7 月 1 日起开始施行，证券业、期货业和基金业也已经根据该办法先后发布了配套实施指引，这是一次监管机构组织的、旨在保护投资者和证券期货行业双方利益的统一行动。这些管理办法和实施指引总结了以往相对分散的投资者适当性制度的经验和不足，对于改善投资者适当性管理和保护投资者合法权益具有积极意义。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

投资者适当性制度的完善，离不开经济新常态下我国金融结构再调整这一大背景。自上世纪 90 年代中期以来，我国先后经历了国有银行商业化和股票市场及债券市场大发展，企业融资渠道拓宽，居民家庭资产结构趋于多元化。其中，家庭财产性收益在存款利息的基础上，增加了股票、基金、债券、银行理财和保险产品收益，部分富裕家庭还有了房地产、信托、私募基金和海外投资收益。家庭资产结构多元化使个人投资者的风险结构趋于复杂，风险管理难度加大。以往，银行系金融产品主要以机构信誉担保的方式代替投资者承担风险，进而将风险成本转嫁给实体企业；证券期货市场投资者直面市场风险，在股票和债券等基础资产投资方面，“买者自负”原则贯彻较好，证券期货服务机构责任相对清晰，投资者适当性制度的作用有限。但近年来经济金融形势发生了根本性变化，银行体系与金融市场、金融业界与投资者群体之间，开始经历深刻的金融产品和服务供给结构调整和风险的重新分配。

首先，我国经济转型需求日益迫切，经济增长从主要依靠传统优势产业，转向更多依靠技术创新主导的战略性新兴产业和全要素生产率的提高。经济对于金融资源的需求同时发生了变化，传统产业逐渐无法承担高昂的融资成本，新兴产业则需要更多抗风险资金如股权资金支持。其次，为顺利实现经济转型，中央提出以供给侧结构性改革为主线，努力完成“三去一降一补”，由此对金融体系的风险分担提出了新的要求，银行业的风险负担加重，亟须向市场和投资者转移，但短时间内打破“刚性兑付”又不完全符合银行业利益，证券经营机构和市场投资者还没有为承接风险做好准备。再次，近年来金融资产管理业的迅速发展，创设出大批个性化金融产品，如银行理财、信托、证券公司理财计划和基金公司专户理财产品等，其中相当一部分产品具有结构性特征，标的资产风险结构复

杂，信息披露不充分，已经属于高风险产品。鉴于金融业界承担的风险总量接近上限，不可能增加对投资者的收益担保，但投资者对此类高收益产品的需求依然旺盛，市场发展遇到了瓶颈。最后，现有金融监管体制无法完全覆盖跨市场风险，监管机构风险监控覆盖不足。资金、风险和投资者在不同金融部门的流动迅速增加，估计仅证券基金业的通道业务就涉及银行资金超过 20 万亿元，加之“沪港通”“深港通”和“债券通”等机制打开了国内外投资者的双向投资渠道，既有监管体制下原本清晰的监管责任变得模糊，监管空白和灰色地带需要以某种方式来填补。综上所述，我国金融结构的再调整可以概括为资金和风险跨市场、跨部门的重新配置，风险资产总量上升，由投资者承担的风险增加。

我国投资者特别是证券投资基金投资者偏低的风险意识和承受力，尚没有为金融结构再调整做好准备。以 A 股市场为例，A 股股票的波动性和流动性堪称全世界最高，但就在这一市场上，1.3 亿 A 股投资者中有三分之二以上的账户资产在 10 万元以下；超过 4000 万投资者开启了风险较高的创业板股票投资功能。庞大的低净值投资者群体的存在，使得 A 股市场具有了承载公共利益的职能，“政策市”在所难免，市场的正常调整和风险释放受到诸多限制和干预，其结果是风险累积和集中爆发，2015 年的股市波动就是典型案例。当前，经济转型为投资者提供了高收益投资机会，而风险也在同步增加，证券市场对于实体经济的有效支持需要更多的耐风险资金和长期资金注入。但由于缺乏有效的投资者和产品分级制度，投资者对于自身风险承受力缺乏理性认识，诸多金融产品缺乏风险评级，产品数量和投资者数量加剧了市场中的风险错配程度。在证券期货经营机构和资金使用者均无力代替投资者继续承担全部风险的情况下，为妥善保护参与各方利益，最理性之策就是回归“买者自负”原则。该原则的前提是提高金融市场和金融产品的信息披露质量，

帮助投资者辨识投资风险与自身承受力的匹配程度，增强其风险意识。

今年将召开党的十九大，中央经济工作的总基调是“稳中求进”，保持金融体系总体稳定，不发生系统性风险是金融监管工作的核心内容。在此特殊时期，监管机构发布内容全面的《证券期货投资者适当性管理办法》，可以视为是贯彻中央精神维护证券期货市场稳定的一次努力。该办法对普通投资者和专业投资者的划分提出明确的资产和收入要求，这是该办法最重要的成就之一。有了两类投资者的划分标准，就基本明确了各类金融产品的营销对象。通常标准化的公募产品适合所有投资者，而非标准化产品、结构化产品和私募产品则更适合专业投资者。成熟市场也主要是通过划分两类投资者，来控制公众投资者所承担的风险。相比之下，对于投资者分级和产品分级的规定，则具有明显的原则性和象征意义。该办法只是提出了证券期货经营机构对产品和服务进行风险评级的基本原则，而将制定实施细则的权限下放给了行业自律组织。但从各行业协会发布的实施指引来看，这一权限又被进一步下放给了证券期货经营机构，由机构自定标准对投资者风险承受力以及金融产品（服务）风险进行五级分类，并按照一一对应的原则向投资者销售产品。值得注意的是，该办法并没有限制风险承受力较低的投资者购买高风险金融产品，只是要求投资者签署有关文件，确认自担风险；关于对证券经营机构在营业网点现场进行“双录”的要求，管理办法也允许双方采用更加灵活的网上办理等非现场方式；对于一般性的违规行为，监管机构只规定了相对较轻的惩戒措施，事实上在经营机构掌握风险分级主动权的情况下，违规更可能是技术性错误，而非机构有意为之。

这样一些约束力较低而灵活性很高的规定，使该办法看上去形式胜于内容，并由此招致批评。笔者认为并非如此。在我国金融结

构再次大规模调整的特殊时期，投资者和证券业都面临着未来走向的极大不确定性，新的商业模式尚未成熟定型，此时的投资者适当性制度必然带有过渡性特征。此外，同其他监管规则相比，投资者适当性制度涉及证券市场所有投资者的利益，而这一庞大的投资者群体本身即存在着投资素养、风险偏好、持有头寸和投资策略等方面的巨大差异，简单的、强制性的“一刀切”式的投资者适当性管理办法，不仅难以真正施行，而且可能由于脱离实际和实施成本过高而招致业界和投资者的批评，甚至危及市场稳定。对于监管者而言，面对已经形成的不完善证券市场，尽管某些商业模式或者群体性投资思维有不尽合理之处，也只能将投资者适当性制度的完善和执行视为一项长期工作，通过逐步引导和不断加强外部监督，促使投资者认识到适当性制度的重要性并愿意接受其约束。因此，对于广大证券市场投资者而言，应将此次投资者适当性制度的发布实施视为一次警示教育，并主动配合证券经营机构作业，逐步形成在可承受风险范围内进行投资的操作习惯。目前来看，在我国金融结构再次调整期间，如果普通投资者和专业投资者的划分标准得到全面贯彻执行，并与证券期货经营机构的产品营销行为相衔接，该办法就已成功大半。

当然，建立适当性制度的长期性和艰巨性，也会带来结果的不确定性。制度的执行责任在经营机构，监督责任在监管机构和行业自律组织。如果负有执行责任的证券期货经营机构不能够认真对待制度，为了获取短期利益而放松甚至忽视制度的执行，长此以往将使制度流于形式。监管机构和行业组织的监督作用同等重要，在某一金融行业及其所处市场发展的各个历史阶段，不同经营机构所开发的主流金融产品的设计和 risk 结构往往具有共性特征。监管机构和行业组织需要及时总结这些共性特征，给出金融产品的参考性风险评级，引导机构逐步形成统一的分级标准，并辅以适当的自律惩

处措施。如此形成的投资者适当性制度，才能得到多数机构的认可和执行，才会真正具有约束力和执行效果。实践中，监管机构和行业组织可能由于市场形势变化和宏观政策转向而将其他更紧迫任务排在前面，将适当性制度的完善和监督放在次要位置。因此，鉴于投资者适当性制度的重要性、长期性和应有约束力，笔者建议通过一段时间的运行和总结以后，酝酿将适当性制度提升到法律层面进行讨论并作出规定，以更好契合我国金融结构再调整的大趋势，保持监管机构和业界对此项工作的长期重视，更好保护广大证券投资者的合法权益和投资积极性。