我国证券期货适当性管理制度的反思与重构*

张志红** 陈丽媛*** 文 雯****

摘要：对证券期货投资者适当性管理制度最直接的概括，I靈愉劃

一、把握基本原则和核心抓手

目前理论及实务界对于适当性管理制度的价值取向和基本要素已经形成共识，但在制度细节精准把握方面，不少观点、实操仍存在方向性偏差，究其原因，概未能整体有机解读“卖者尽责、买者自负”基本原则。对此，建议首先从以下方面明辨认识，突出核心。

（一）基本原则：厘清卖者尽责与买者自负的关系

买者自负与传统民法上的意思自治理论中的“契约自由”“自己责任”原则一脉相承，均基于经济学上的“理性人假设”，但作为买者的投资者与作为卖者的经营机构在信息资源、专业能力、资产实力、交易地位等方面存在相当程度的差异和不对称，因此金融交易领域契约自由的绝对性需受到公权力的强制干预，将履行适当性义务的“卖者尽责”作为适用“买者自负”原则的前提。

但要求卖者承担适当性义务的制度目的是为了使得金融投资者能够在充分了解金融产品、服务的特征及风险的基础上作出自主决定，若将“卖者尽责”错误异化为“卖者全责”，将完全违背市场规则和法理原则。在证券期货经营机构（以下简称“经

即认为：“经营机构适当性义务实质可以分为两个层次，一是告知义务，二是适当推荐义务……告知说明义务是适当推荐义务履行的前提。”①

另一方面，对经营机构而言，了解产品后的告知说明义务相较适当性义务另外两要素——了解客户、适当销售义务来说，受投资者主观因素、外界客观限制影响较小，经营机构更具备履行能力。

2. 操作建议

（1）履行告知说明义务以了解产品为必然要求，以了解客户及适当销售为必要补充。告知说明义务应包括两方面事项内容：对产品各项属性及其风险的告知、对产品与客户承受能力是否匹配的告知。两项内容分别对应了解产品、了解客户的适当性义务内涵。

但应该认识到，内涵三要素对告知说明义务的影响并不完全相同。产品属性、风险作为最主要且客观的告知事项，必然依赖对产品的充分了解。而了解客户、适当销售受投资者主观因素影响较大，且以投资者自主决策为终局依据，其相应信息应当作为告知说明义务的补充。故了解产品是对经营机构履行告知说明义务乃至适当义务最为关键的核心要求。

（2）以主客观相一致标准作为评判告知说明义务的衡量标准，以最易理解附加突出重点的告知文本以及区别适用的告知形式作为履行告知说明义务的实操方案。相对较易把握的客观标准，因人而异的主观标准无疑对业务实操提出了难题②。在该概括性原则要求下，不同投资者群体的分类标准及其对应的告知说明标准欠缺统一、明确的指导规范，经营机构自身也难以给出肯定经得起事后监督、审查的合理结论。对此，建议，一方面，由监管机构、行业协会等统一制定明确、清晰的分类标准；另一方面，未形成通过统一的分类标准之前，经营机构可按就高原则，按照自身理解能力最差的适当投资者（风险承受能力最低）也能够正常理解的标准设计全面翔实而又突出重点的告知说明文本，同时针对高龄客户、盲人、聋哑人等群体采取专人讲解、语音讲述等形式进行特别告知。

（3）告知说明事项的必备内容。一是对产品各项属性及其风险的告知，包括产

---

① 最高人民法院民事审判第二庭编著　全国法院民商事审判工作会议纪要 理解与适用　人民法院出版社 2019 年版，第 426 页。

② 全国法院民商事审判工作会议纪要　以下简称“九民会议纪要”规定：“应当根据产品、投资活动的风险和金融消费者的实际情况，综合理性人能够理解的客观标准和金融消费者能够理解的主观标准来确定卖方机构是否已经履行了告知说明义务。”

品提供者、价款、费用构成及去向、资金使用方式、履行期限、实际收益的计算方法、各方权利义务与责任、金融产品的一般风险及该特定产品的特定风险、投资本金和收益可能发生的最大损失、合同的主要条款等信息。二是对产品与客户承受能力是否匹配的告知:不匹配而投资者仍决定购买的,经营机构应再进行不匹配风险告知,并由投资者予以确认(个别要求强制匹配业务除外)。

二、明确适当性管理标准

(一)厘清投资者分类逻辑

我国现有立法规则对于证券期货市场投资者的分类标准比较混乱,投资者的类型呈现层次纷杂、认定标准不清晰的情形,而专业投资者、普通投资者及合格投资者等投资者分类又普遍存在相互嵌套的情形。投资者适当性管理制度本质上是一项投资者分类保护制度,优化各类投资者的分类层级及认定标准,有利于切实保护投资者权益。

1. 将投资者分类为专业投资者、普通投资者,其中专业投资者可豁免合格投资者准入要求

我国目前各类投资者分类标准普遍存在相互嵌套的情形,特别是在创业板、港股通、北交所交易、退市板块交易业务、私募产品领域等均存在满足专业投资者认定标准即实质符合相应合格投资者准入要求的情况。对此,笔者认为,经综合评估被认定为专业投资者的客户,其资产状况、风险识别和承受能力、投资经验等各方面均已达到较高的标准,因此在购买相应的产品或进入相关市场等时应豁免合格投资者准入要求,而出于保护普通投资者的目标,普通投资者应甄别适用合格投资者准入要求,这也是投资者分类保护的应有之义,同时专业投资者的市场角色也能得到明确,从而更好地发挥专业投资者对资本市场的积极作用。

此外,从投资经验来看,目前自然人投资者的境外投资经历越来越普遍,但实际操作中由于缺乏具体认定标准,加之同业机构在操作中尺度不一,致使部分已有美股、海外资产管理机构资产管理产品购买经历的海外高净值客户,在认定专业投资者方面是否存在一定的障碍时缺乏相应的指导标准,考虑到实务中证券期货分已毡酸鬻鸠娠虑清裘巉

针对普通投资者区分适用合格投资者准入要求

（）针对普惠性金融产品，无需设置合格投资者准入要求；针对私募类金融产品，建议针对普通投资者设置合格投资者准入要求。

公募类金融产品具有公开募集、规范运作的特征，大多投资起点要求较低，其具备普惠金融的特质，且在管理人资质、募集及运作产品运作环节均有相应完备的法律法规，产品结构相对简单、风险较低，不设置合格投资者准入要求较为恰当。

鉴于私募类产品在管理人资质、监管强度和产品运作规范程度等方面均弱于公募类产品，且具有非公开募集、产品结构较为复杂、流动性较差、投资起点较高和信息披露程度较低等特征，建议针对私募类金融产品设置准入门槛。另外，专业投资者和私募类金融产品合格投资者的认定标准和准入要求具备重合

（3）对于设置合格投资准入的业务或产品，以投资者是否自主管理为维度区分适用合格投资者准入要素。

具体而言，对于需要投资者自己管理的投资品种即投资者依据其投资经验和投资知识，自行作出投资决策、自行评估投资风险的投资品种，准入门槛要素应包含对投资者的资产要求、投资经验要求，投资者同时应具备相应的投资知识，通过知识测试、累计一定数量的仿真交易成交记录等，对投资者进行更为有效的保护。

而对于委托管理类的金融产品或服务（如资管产品、管理型基金投资顾问等），在其准入前置条件中设置投资经验的要求不尽合理。该等产品或服务本质上为管理人或受托人受投资者之托，代投资者理财，投资者投资该等金融产品或服务事实上是对管理人或受托人进行选择而非自行作出投资决策、自行评估投资风险，无需择时择机选择或退出底层投资标的。针对该等金融产品或服务，准入门槛只需要求投资者满足一定的资产要求以确定其具备相应的风险承担能力即可。

（4）对合格投资者的认定不设置有效期[illegible]

低起投金额较高(至少三十万起投),而开放频率、份额流动性、信息披露程度等较低,为防止投资者因为一时冲动而投资,建议其他私募资管产品参照银行非保本理财产品和私募基金的规则,为购买私募资管产品的投资者设置不少于 24 小时的投资冷静期。

其次,建议制定统一的高龄客户认定标准,持续完善高龄投资者适当性管理制度及服务高龄投资者的相关程序和流程,划定高龄投资者年龄线可以主要从投资者的收入来源及认知状况方面进行考虑。对于这两个维度,可以参考我国居民退休年龄及居民罹患认知障碍症的易发病年龄段①。根据投资者调研与国泰君安证券的投资者年龄结构分析②,将高龄投资者年龄线划定为 60 周岁或 65 周岁对经营机构和投资者影响面较大,且绝大部分③投资者认为应当对 70 周岁以上投资者采取特别保护。鉴于此,建议将高龄投资者认定标准确定为有效身份证件上的年龄已达到 70 周岁或以上的普通投资者,经营机构应当全面了解高龄投资者情况(包括其身体状况、疾病史等必要信息),重点核查相关要求是否为其本人的真实意愿、其留下的联系电话是否为其本人使用、其账户的实际控制人是否为其本人、其本人是否具备买卖证券或金融产品的基本知识等信息。

最后,建议私募类资管产品应统一要求强匹配销售。目前,除私募基金允许超风险销售外,其他私募类资管产品均要求不得向投资者销售与其风险承受能力不相匹配的产品。考虑到备案制的私募基金管理人在监管标准、募投管退规范性等方面均低于审批制的持牌资产管理机构,但私募基金无论是最低起投金额,还是风险特征方面,却均不低于其他私募类资管产品,甚至其风险属性在一定程度上高于私募类资管产品,故从保护普通投资者的角度出发,应要求私募基金也进行强匹配销售。

4. 统一投资者风险测评问卷

风险测评问卷是经营机构了解投资者的重要渠道,原则上是基于整体测评结果对投资者进行打分,并初步分为几大类(例如常见的五级分类),其中某一具体题目选项不应当独立于测评问卷整体而产生直接影响。

---

① 2021 年 7 月,人力资源和社会保障部社会保障研究所所长何平提出,我国应逐步延龄退休,建议到 2045 年不论男女,退休年龄均为 65 岁。部分医学文章指出,年龄是罹患认知症最大的风险因素,认知症症状通常在 70 岁左右显现。

② 截至 2022 年 10 月,国泰君安证券的自然人投资者中,年龄在 60 周岁以上的占比高达 21.31%,65 周岁以上投资者占比高达 10.81%。

③ 笔者对 390 名投资者进行的调研问卷结果显示,69.49% 的投资者认为应当区分年龄段对投资者进行特别保护,其中,认为特殊保护年龄设定为 70 周岁以上的投资者数量最多,占调研投资者总数的 35.06%。

在实际操作中，不同业务与不同机构的风险测评问卷在逻辑与表述上存在诸多不同，不仅可能造成风险测评结果的不同，还可能为风险评估增加不必要的成本。因此，建议在梳理现有行业内模板与表述的基础上，整合统一的风险测评问卷。

（二）优化产品或服务的风险评级

1. 对于市场上已有的各类产品或服喀对攫

金融产品或服务的风险属性与投资者自身的风险承受能力相匹配，是适当销售所倡导追求的理想结果，而并非一成不变的强制性要求。一般情形下，针对风险等级又超过自身风险承受能力等级的产品服务，在经营机构履行特别风险揭示等适当性义务后，投资者仍坚持购买的，应予以准许，仅部分特殊业务项下才强制要求两者严格匹配。风险承受能力测评本身就包含大量主观承受能力指标，完全由投资者自主决定。因此，投资者的自主意愿在适当销售的匹配环节中居于关键地位，经营机构在此负担充分告知说明等前提义务。

（四）规范适当性要素匹配要求并强化持续管理

目前，行业对于适当性要素的基本共识是四要素，即风险承受能力等级（风险等级）、投资期限、投资品种、期望收益，但实践中投资者申请某项业务交易权限或购买金融产品时，经营机构是按照四要素匹配还是一要素匹配，做法各不相同。从产品或服务的角度出发，并非所有的品种都具有与四要素一一对应的特征，比如股票交易就不存在明确的投资期限特征。建议在充分评估各品种特征基础上，对适当性匹配要素匹配要求做进一步规范：一是明确风险等级，这是一要素匹配的基本要求；二是结合品种特征，对不同品种实施不同要素的匹配规则，包括金融产品按四要素进行匹配，股票类按三要素进行匹配（即不包含投资期限），证券投顾业务按风险等级一要素进行匹配。

同时，考虑到金融产品本身及投资者风险测评等级可能随时间发生变化，建议进一步规范投资者适当性持续管理相关要求。首先，明确并统一要求投资者风险测评有效期为两年。考虑到投资者在接受金融服务或购买金融产品时已对其是否适合参与做了综合性宠侀酋鹪慎婿巑啟倢雟鳭娠生溝裝巉矑嬥巑赤齠緑翠杴琶

三、发挥各方主体完善作用

杂的金融市场和产品，投资者尤其是普通投资者处于明显的弱势地位，经

中需注意如下问题：①互认机制并不免除必要的风险揭示，经营机构在展业过程中仍需依据相关法律法规，针对特定业务或投资品种进行充分的风险揭示。此外，为避免引导投资者过度交易、放大投资者风险，建议由投资者自主决定是否通过互认机制取得其主动进行投资者准入的投资品种或业务以外的其他投资品种或业务的权限，而非默认给投资者开通相关权限。②投资者的资产、现金流、风险承受能力等情况是动态变化的，在投资过程中发生历史信息与投资者真实情况不一致的可能性较大，建议不同投资品种及业务间准入标准的互认设置一定的期限限制，动态评估投资者的风险承受能力。③建议遵循循序渐进的原则，在满足相关前提条件的基础上，可考虑从专业投资者开始，逐步推进互认机制。此外，建议可择优选择部分实力雄厚、内控机制健全、风险承受能力较强的机构投资者先行先试，稳步推进。

3. 加强经营机构间的沟通交流，推广优秀的行业实践经验

随着数字化、智能化技术的迅速发展，各经营机构不断利用新技术加强对适当性匹配及员工展业的精细化管理，积极运用金融科技控制职业风险。各经营机构应加强沟通交流，推广优秀的行业实践经验，共同推进金融市场的健康发展。

国泰君安长期以来保持高强度的科技投入，不断加强系统建设，积极运用技术手段提高管理水平，积累了一些有益的实践经验。如引入企业微信平台，引导员工通过企业微信与客户交流，通过设置敏感词词库、对金融产品宣传推介材料进行路径控制，提供合规监测平台等技术手段，实现对员工展业行为的事前、事中、事后的全流程管控，降低职业风险。此外，国泰君安通过“百事通”平台的建设，加强金融科技的应用，提示员工、客户及时进行回访、重新测评等，实现对投资者适当性匹配的精细化管理。

在服务专业投资者、更大限度发挥专业投资者作用方面，国泰君安建立了专门的服务平台，针对产品投资者，设立以管理人为维度的材料管理体系，对于同一管理人发行的产品，在为其办理相关业务时，复用其中部分材料，避免管理人重复提供材料；针对专业投资者，优化了部分业务的办理流程，同时，考虑到专业投资者自身的专业能力，在相关法律法规未有禁止性规定的前提下，对部分业务办理步骤进行豁免。

4. 建立行业信息共享机制

由于经营机构自身具有一定的局限性，存在全面了解投资者信息的手段有限、无法有效核实投资者信息真实性等方面的问题，建议在主管机关或者行业协会的指导下，建立行业信息共享机制，推动各市场主体将投资者相关信息进行共享，以便经营机构落实核查义务，提升核查效率。

目前，经营机构可通过中登查询客户首次购买产品的时间，参考这一做法，建议如客户已在某家证券公司认定为合格投资者，则其他证券公司可直接通过信息共享机制获取该客户的合格投资者标签，避免客户重复进行合格投资者认定。此外，随着信息共享实践的推进，可考虑逐步将客户资产规模、不同标的的投资经验等其他更多信息纳入信息共享机制的范围。

为鼓励经营机构参与行业信息共享，建议可考虑将该事项纳入对行业机构的考核评价体系，奖励优秀行业实践，形成带头示范效应，实现行业信息

织通过打造有影响力的公域自媒体、在传统和新兴媒体发布公益广告或投资者教育类短视频、将金融消费者的权益保护与传统的“3·15”活动进一[illegible]

承担相关的责任或后果。基于立法的倾向性保护，经营机构在这一过程中承担主要的信息搜集、评估和匹配工作，履行适当性管理义务，投资者则承担相对有限的义务和责任，但并非只享有权利而不承担义务。如何将各项权利义务在投资者和经营机构之间进行合理分配很大程度上将决定适当性管理工作的有效性和公正性，并决定“卖者尽责、买者自负”的目标可否真正落实。对此，应结合适当性管理的逻辑原理、立法对投资者的保护理念及实践中各方对各项义务的执行能力等多方面对该问题进行综合评估及讨论。

第一，在经营机构权利义务方面，应敦促经营机构严格履行

提出损害赔偿主张。为促进适当性相关争罾俩顽鲋慎婿浈槿浢嶢嗒

四、结　语

随着资本市场的不断发展，众多跨市场、跨品种、结构复杂的创新性金场　金断