

# 合格投资者制度：独立抑或附属于投资者适当性制度

秦子甲\*

**摘要：**合格投资者制度是投资者准入及保护的一项重要制度。现行制度规则既提出了合格投资者概念，也出现了专业投资者概念，各种概念交织使得业界目前对合格投资者制度与投资者适当性制度的关系产生了一定困惑。本文明确了合格投资者制度应适用于金融工具私募领域，以应对私募发行的法律风险。投资者适当性制度应指向金融机构对投资者的信义义务，以应对各类金融工具、金融服务的商业风险。合格投资者制度不应附属于投资者适当性制度，二者应彼此独立，实现更好的投资者保护。

**关键词：**合格投资者 私募 投资者适当性 信义义务

合格投资者制度是投资者准入及保护的一项重要制度。我国《证券投资基金法》、多家金融监管机构联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（业界称为《资管新规》，下文用此简称）以及中国证监会发布的《私募投资基金监督管理暂行办法》均提到“合格投资者”概念，且将私募基金、私募资管产品<sup>①</sup>的募集对象限定为合格投资者。

但是，在中国证监会发布的《证券期货投资者适当性管理办法》（以下简称《适当性管理办法》）中，又提出“专业投资者”概念，并将全体投资者二分为“普通投资者”和“专业投资者”，并没有“合格投资者”的地位。这就引发了业界对合格投资者制度与投资者适当性制度关系的困惑甚至混淆。<sup>②</sup> 比如在私募基金领域，基金募集的对象

---

\* 华东政法大学国际金融法律学院校外导师；上海仲裁委员会、上海国际贸易仲裁委员会仲裁员；中国证券投资基金业协会法制与自律监察委员会委员。

① 在《资管新规》发布后，中国银保监会据此发布了《商业银行理财业务监督管理办法》，中国证监会发布了《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》，将理财计划和券商资管计划的私募对象界定为合格投资者。

② 张付标、李玫：《论证券投资者适当性的法律性质》，载《法学》2013年第10期；黄辉：《金融机构的投资者适当性义务：实证研究与完善建议》，载《法学评论》2021年第2期。

既有属于普通投资者的合格投资者,又有专业投资者——是否能视为高阶版的合格投资者——这两类投资者的法律地位以及受保护程度是否有差异或有怎样的差异呢?

有一些学者认为,合格投资者制度属于为各项金融工具、金融服务<sup>①</sup>而相应制定的准入制度,是投资者适当性制度的一部分或第一道关;而投资者适当性制度则是将合格投资者的风险承受能力与金融工具、金融服务的风险收益特征加以匹配的一套程序。<sup>②</sup>如持这种观点,合格投资者制度就不再具有独立地位,而变成了整个投资者适当性制度的一部分,只是在投资者适当性管理程序中前置一个对合格投资者身份的查实环节,投资者适当性则成为更上位的概念,本文将这种观点称为“广义投资者适当性”。但上述将合格投资者制度附属于投资者适当性制度的观点值得商榷,这会造成实践中的困扰和理论上的难以自洽。本文拟在详细梳理后,提出我国独立合格投资者制度应有的主要内容,并据此建议对投资者适当性制度加以微调。

## 一、我国合格投资者制度的现状与问题

### (一) 现状

首先,如前所述,我国仅在资管产品的私募领域提出了合格投资者概念,证券法上付之阙如,上市公司股票非公开发行的相关制度从未涉及合格投资者。券商为承销上市公司非公开发行股票所制作的认购邀请文件中,非公开发行的对象按投资者

---

① 本文所称金融工具是一个更广义的概念,还可细分为(1)直接融资工具,如股票、债券等证券(含科创板、创业板、新三板等风险较高的股票);(2)金融资管产品(份额),如;投资基金、资管计划、信托计划、理财计划等(无论公募或私募);(3)风险管理工具,如期货、期权等衍生品;(4)其他金融工具,如存托凭证、权证等。本文所称金融服务是指各类金融业务,包括但不限于融资融券、转融通或证券借贷、上市公司股票非公开发行(定向增发)、基金(资管产品)份额非公开销售等。

② 如观点1认为:“合格投资者制度是确定投资者适当性原则的基础,不同的投资者具有不同的资金实力、知识储备及风险承受能力,只有确定了投资者的类型,才能选择适合他们的金融产品。”武俊桥:《证券市场投资者适当性原则初探》,载《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版。

观点2认为:“实际上‘了解你的客户’分两步,第一步也就是第一道关,就是识别出公众投资者或普通投资者,排除其购买有风险的金融产品,这一关不是真正的适当性义务,而是投资者准入,或适当性准入,在准入之前其是一般投资者,进入以后就是合格投资者或专业投资者了。关于准入标准,《资管新规》的准入和集合信托计划的准入是不一样的,包括科创板的准入、融资融券的准入、创业板的准入也都是不一样的。……第二步才是了解合格投资者或专业投资者的各种具体信息,特别是风险承受级别,以便配置相应产品。”吴弘:《投资者适当性义务与责任的要件》,载《投资者》(第8辑),法律出版社2019年版。

观点3认为:“合格投资者制度是从投资者的主体资格方面构建的一项刚性的、静态的市场准入制度,通常适用于某个市场整体,譬如私募市场、新三板市场和最近设立的科创板市场等;而适当性义务的约束对象是金融机构,对其在提供金融服务和产品时施加交易对象、内容和程序等方面的要求,是一套柔性的、动态的行为监管规则,通常适用于投资者个体,具体运用因人而异。”黄辉:《金融机构的投资者适当性义务:实证研究与完善建议》,载《法学评论》2021年第2期。

适当性制度中的“专业投资者-普通投资者”框架划分。易言之,普通投资者如经券商判断符合适当性后,也可以参与上市公司股票的非公开发行。

其次,对于前述资管领域的合格投资者,我国监管机构确立了相应的资产、收入量化标准(参见本文附表1第1—5行),这与比较法上关于合格投资者<sup>①</sup>的制度实践一致。<sup>②</sup>但另一方面,我国对各类所谓“高风险”金融工具、金融服务——如科创板股票股指期货、融资融券等——也类似规定了各自投资者准入的资产或收入量化标准,其出处是名为“投资者适当性管理办法”“投资者适当性管理指引”的各种自律监管文件(参见本文附表1第8—17行)。按上述学者的观点,符合这些量化标准的投资者似乎就应当是该类金融工具的合格投资者,本文将之称为“广义合格投资者”。广义合格投资者和广义投资者适当性之间的关系,如下图所示,本文称之为“合格投资者制度附属体系”(简称“附属体系”)。在该体系内,我国合格投资者的种类众多;仔细来看,其准入门槛也不高——尤其是与境外合格投资者的量化标准所比较,详见本文附表2。在附属体系内,广义投资者适当性中的专业投资者居于最上端,这从该概念的量化标准上也能体现(参见附表1最后一行),几乎是我国各“广义合格投资者”量化标准中最高的。只要满足专业投资者量化标准,基本就可以达到各类“广义合格投资者”的标准。

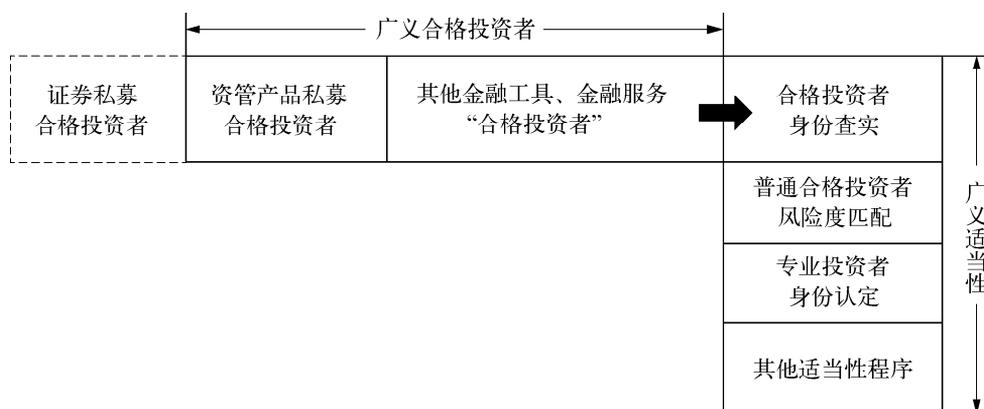


图1 合格投资者制度附属体系

<sup>①</sup> “合格投资者”概念在不同法域的用词会有些微差异,如美国和新加坡用 Accredited Investor,相关译法参见张异冉:《美国〈“获准投资者”定义审查报告〉介评——兼论对我国的启示》,载《投资者》(第11辑),法律出版社2020年版;郭雳:《金融危机后美国私募基金监管的制度更新与观念迭代》,载《比较法研究》2021年第6期。但香港用 Professional Investor,中文对译为“专业投资者”。本文认为,香港的专业投资者应理解为私募领域的合格投资者,详见下文。但无论何种外文用词,本文均根据该概念的实质,将其一律译为“合格投资者”。

<sup>②</sup> 如美国 SEC 制定了 D 条例,其中 501 规则明确了合格投资者的量化标准。中国香港《证券及期货条例》(第 571 章)的附属法例 D《证券及期货(专业投资者)规则》明确了专业投资者的量化标准。新加坡在《证券和期货法》的第 4A 条明确了合格投资者的量化标准。

## (二) 问题

上述附属体系并不能很好地解释合格投资者制度与投资者适当性制度之间的关系,会产生理论和实践中的一系列问题,也因此给业界的认识带来困扰。

第一,在投资者保护的力度和周延性上存在瑕疵,对我国的专业投资者并不有利。从境外金融实践看,私募领域的合格投资者(尤其是自然人合格投资者<sup>①</sup>)是需要辅之以投资者适当性制度才能更好保护其权益。典型的例子有:2009年发生的香港雷曼迷你债券案,导致很多形式上符合专业(合格)投资者量化标准的富有退休老人损失惨重<sup>②</sup>。这说明,即便这些老人符合专业(合格)投资者的量化标准,但对于特定的金融工具,其风险承受能力还是不能匹配,相关金融机构在向这些老人私募推介时,未能充分履行其信义义务,辜负了投资者的信赖。但在上述附属体系内,如果一个投资者按相关量化标准被确定为专业投资者后,他就达到了投资者适当性制度的顶端,无需再对其履行风险承受能力和产品风险特征所匹配的程序,默认他“无所不能”,可以参与各种金融工具和金融服务。对这样的投资者,其实就缺少了上述匹配环节的保护,何况我国自然人专业投资者的量化标准(个人金融资产500万元),按汇率换算,在等值金额上是比美国、中国香港、新加坡合格投资者的标准还要低的。

第二,大幅弱化了合格投资者的“合格”含义和人们对此的观念认识,对合格投资者的自我保护能力人为降等,对私募的监管则有日趋公募化的从严倾向,由此增加了监管成本和市场合规成本。一是在私募领域,专业投资者成为一个事实上的高阶版合格投资者,而普通合格投资者则变成了类似于零售投资者的大额版散户,合格投资者制度的应有功能未得到有效发挥。二是其他诸多广义合格投资者的量化标准不高,甚至很低,如商品期货的“合格投资者”只需要连续5个交易日保证金账户可用资金余额均不低于人民币10万元,这与合格投资者制度应预设的“合格”要求相差甚远。人们难免会问,我国的合格投资者真的“合格”吗?如果没有那么合格,或人们在心理上已经“认为”合格投资者并不合格,无需为此承担像《适当性管理办法》中专业投资者那样的责任,<sup>③</sup>

---

<sup>①</sup> 考虑到自然人投资者是金融市场的本源,最为重要,最需要保护,因而本文聚焦和梳理与自然人相关的适格标准,以此为基础对我国现有规则加以审视。

<sup>②</sup> 洪艳蓉:《从雷曼迷你债券案看香港证券业专业投资者制度》,载《金融服务法评论》(第1卷),中国法制出版社2010年版。

<sup>③</sup> 根据《适当性管理办法》第20、23、25、34条等条文的规定以及中国证券投资基金业协会《基金募集机构投资者适当性管理实施指引(试行)》第五章第43条的规定:证券期货经营机构向专业投资者提供金融工具时,无需进行风险承受能力调查,注意义务较低,无需在特定环节履行对普通投资者所需的有关录音录像程序,无需告知一些特别的风险点等,相关风险和责任都由专业投资者承担。在证券期货经营机构与专业投资者发生纠纷时,前者无需举证倒置,即不需要机构一方证明其已经向投资者履行相应义务,若专业投资者主张机构未履行适当性义务的,应由专业投资者举证。

那合格投资者制度的意义何在？对于留下的“广义合格投资者”，监管的保护力度应处在何种位置，如何与普通散户有所区别？

第三，合格投资者概念的泛化需要不断为各种金融工具、金融服务设定其特有的量化标准，这其中的合理性也值得商榷。一是合格投资者种类设定的合理性。在中国证监会目前所监管的金融工具、金融服务范围内，似乎只有主板股票和公募基金不对投资者设定资产、收入等刚性标准，无需合格投资者概念。但是，当主板股票被 ST 警示后，风险是不是更高了？是否属于高风险金融工具，其风险是否比优质的创业板、科创板上市公司股票更高？对此不设定合格投资者加以保护不符合附属体系的逻辑。又如：公募基金还可细化为股票型基金、混合型基金、债券型基金。一般而言，股票型基金的风险明显高于债券型基金，为何不单独针对股票型基金（尤其是该基金如果又全部投资于科创板或创业板股票）设定其合格投资者呢？逻辑上也不自洽。二是具体量化标准设定的合理性。例如期货是自带杠杆的保证金交易且价格波动非常大，不同商品品种期货的风险特征亦不同。那么，它和科创板股票相比，到底谁的风险更大？为什么商品期货的账户资产只要 10 万元而科创板要 50 万元？三是会对未来资本市场的创新发展构成制约。按目前的逻辑，未来是否要针对每一项新金融工具、金融服务均设置合格投资者标准，形成层出不穷的各类合格投资者呢？

第四，附属体系的理论构建容易造成非合格投资者不需要投资者适当性制度的误解。附属体系将适当性制度界定为一套单向程序，将查验合格投资者身份作为该程序的“第一道关”，这在逻辑上意味着非合格投资者不需要对其进行投资者适当性管理。但目前境内外的监管和展业实践都不支持这一结论。<sup>①</sup>

综上，合格投资者附属体系并不能概括合格投资者制度和投资者适当性制度之间应有的关系。我们需要对这两项制度的适用范围和功能意义进行再考察。

## 二、合格投资者制度的适用范围与功能意义

### （一）适用范围

合格投资者制度应当和“私募”行为相关联。由于是“私募”，其与“公开发行”相比，募集对象就有了一定的范围。这个范围的边界，从“量”上看，一般会有人数的限

---

<sup>①</sup> 根据《适当性管理办法》第二条，证券期货经营机构提供公募产品（没有合格投资者要求），也是要开展投资者适当性管理的。

制(我国规定一般不得超过 200 人<sup>①</sup>);从“质”上看,就必须是“合格投资者”。

美国是证券法的滥觞之地,其《1933 年证券法》规定了证券私募发行的注册豁免,但前提是私募发行的对象必须<sup>②</sup>为合格投资者,这就使得合格投资者制度在私募法律制度中具有核心地位。<sup>③</sup>须注意的是,美国法上的“证券”一词,其外延范围远大于我国证券法所界定的“证券”。美国公司型基金(由投资公司, investment company, 这个概念所涵盖)的所有者权益份额,也是证券,故基金发行一并受制于美国《1933 年证券法》,原则上必须注册。如要适用私募发行注册豁免的规则,则该基金的发行对象必须是合格投资者。美国的私募基金发行和公司股票私募发行所适用的基础规则是一致的。

中国香港的《证券及期货条例》也基本按上述法理建构证券(含基金份额)非公开发行的规则。该条例第 103 条第(1)款从原则上规定,除了该条例另有豁免的以外,公开发布关于投资的广告、邀请等行为即为犯罪。这意味着公开推介、发行与投资有关的证券必须符合监管所要求的条件(即上述关于豁免的规定)。该条例第 103 条第(3)款(k)项规定,关于证券、结构化产品、集合投资计划( collective investment scheme)的广告、要约邀请,如果仅面向专业投资者( professional investor)发出,则可豁免。第 175 条第(5)款(d)项也规定,1 号牌、4 号牌、6 号牌金融机构可以向专业投资者传达、沟通为取得或处分某主体所发行证券的要约。因此,除非另有其他细则性规定,中国香港私募基金或上市公司非公开发行的对象是专业投资者。需注意的是,中国香港推出专业投资者的立法语境是私募场合,因此该概念的本质应当与美国法上的合格投资者接近或一致。这和我国《适当性管理办法》在投资者适当性制度语境下提出专业投资者概念并不相同。中国香港的专业投资者概念应当属于合格投资者制度。

新加坡《证券及期货法》第 240 条规定,任何人不得发出证券及证券衍生品的要约,除非满足特定条件(如在监管当局注册等)或被相关法条豁免。第 275 条即就上述规定对合格投资者豁免,意味着可以向合格投资者定向发出相关投资要约(即私

---

① 如采用有限责任公司或有限合伙企业这种组织形式,则不得超过 50 人;上市公司非公开发行的对象不得超过 35 人。

② 会有个别例外,如 D 条例 506(b)规则允许向最多 35 个非合格投资者的成熟投资者发行。参见 17 CFR 230.506。

③ 梁清华:《论我国合格投资者法律制度的完善——从法定条件到操作标准》,载《证券市场导报》2015 年第 2 期。2020 年 8 月 26 日,美国 SEC 委员 Allison Herren Lee 和 Caroline Crenshaw 就 D 条例修订发表的异议声明中也提到,合格投资者定义是私募市场中投资者保护的单一最重要因素。参见 SEC 网站: <https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-crenshaw-accredited-investor-2020-08-26>, 2022 年 12 月 8 日访问。

募)。对于集合投资计划(亦即基金<sup>①</sup>)的份额,也采相同的监管逻辑,相关条文可见该法第 285 条和第 305 条。

如前所述,我国与资管产品私募相关的规则,均使用了合格投资者概念。而如果在区域性股权市场发行证券,因人数不得超过 200 人,为私募性质,其规则也明确必须向合格投资者发行(参见附表 1 第 7 行)——惟上市公司非公开发行股票不提及合格投资者而主要适用《适当性管理办法》。

在上述比较法考察后,本文认为,合格投资者制度的适用范围应当是金融工具的私募,适用对象是私募所面向的投资者。

## (二) 功能意义

合格投资者制度适用于私募场合,其主要功能是在严格保护投资者和降低证券发行等合规成本之间寻找平衡,既能使应当受到证券法保护的(散户或零售)投资者受到应有的保护,同时又让那些面向特定的、有投资经验和风险承受能力的投资者的证券发行可以简便、快捷、低成本地进行。<sup>②</sup> 这里存在几个维度的博弈权衡(trade-off):

一是对发行人,如果想低(合规)成本、高效率发行金融工具,募集资金,豁免法定注册程序,其就必须非公开向合格投资者发行,其发行对象在“质”上有特定要求,在“量”上也会受限。

二是对投资者,如果想投资未经监管注册、合同条款、要素更加灵活多样的金融工具(一般均为非标准化产品),从而把握和参与更多市场机会,取得可能的更高收益,其就必须是合格投资者,即具备金融上的成熟性、有能力保护自己、有能力承受相应的投资损失。<sup>③</sup>

三是对监管者,其保证未经注册和监管的金融工具必须私募发行给有能力保护自己的合格投资者,这样便可相应减轻自身在私募领域的监管强度,以有限的监管资源保护更多散户或零售投资者的权益;同时,当合格投资者能自我保护时,监管的天平也倾向促进“资本形成”,豁免发行人不必要的合规(监管)成本。<sup>④</sup> 从民商法理上

<sup>①</sup> 关于基金的本质,参见秦子甲著:《基金治理:全球观照和中国实践》,北京大学出版社 2022 年版,第 7—8 页。

<sup>②</sup> 张雅:《合格投资者制度:从美国证监会最新改革建议审视我国改革路径》,载《西南金融》2016 年第 12 期。

<sup>③</sup> 美国 SEC 在 2015 年发布的对 D 条例的审查报告中指出,“获准投资者是具有金融成熟性(financial sophistication)和有能力承担投资损失风险,或者在证券法注册程序非必需的情况下有能力保护自己的投资者。”参见张异冉:《美国〈“获准投资者”定义审查报告〉介评——兼论对我国的启示》,载《投资者》(第 11 辑),法律出版社 2020 年版。

<sup>④</sup> 徐明、杨柏国:《私募发行“入法”:豁免与监管之平衡》,载《证券法苑》(第 5 卷),法律出版社 2011 年版。

看,合格投资者必须因其“合格”而被设定为具备与发行人、金融机构“一对一”平等谈判的资格和能力,由此适用民法规则,按照平等合同主体对待。只有公开市场中的多数零售投资者、散户,才需要通过民法特别法的商法进行重点保护,而商法也因此成为渗透着公法因素的私法领域。<sup>①</sup>

四是对金融机构,当合格投资者被推定为具有自我保护能力且被查验证实后,金融机构就可以对其履行较少的义务(如与信息披露相关的义务等<sup>②</sup>),减少展业中不必要的合规成本和负担,提高自身的经营效率乃至市场效率;<sup>③</sup>但同时,金融机构也要承受销售对象范围受限、需要增加一道合格投资者身份查实程序等不利条件。

由此可见,这是一个顾及金融市场各方利益主体的较为公平的制度均衡。合格投资者制度在私募场合有其重要的价值和意义。

### 三、投资者适当性制度与合格投资者制度不同

投资者适当性制度与合格投资者制度完全不同。“投资者适当性”是指金融机构所提供的产品和服务与投资者的财务状况、投资目标、风险承受能力、投资需求及知识和经验等的匹配度,该制度的目的是让金融机构“了解你的客户”(Know Your Client,业界一般称为“KYC 制度”),以便“将适当的产品卖给适当的投资者”。<sup>④</sup>

因此,投资者适当性制度的适用对象是金融机构,<sup>⑤</sup>适用环节是金融机构向客户“提供”(含劝诱、招揽、推荐和销售等环节,以下合称“提供”)金融工具、金融服务之时。其功能旨在通过了解客户,为其匹配风险相适当的产品或服务,从而尽到金融机

---

① 王保树著:《商法总论》,清华大学出版社2007年版,第23—25页。

② 参见中国香港证监会发布的《持牌人或注册人操守准则》第15.5条和新加坡《证券和期货法》项下的《投资者类别条例》[Securities and Futures (Classes of Investors) Regulations]第3条。

③ 洪艳蓉:《从雷曼迷你债券案看香港证券业专业投资者制度》,载《金融服务法评论》(第1卷),中国法制出版社2010年版。

④ 该定义出自国际清算银行(BIS)《金融产品和服务零售领域的客户适当性》报告。根据国际证监会组织(IOSCO)2013年1月发布的《复杂金融产品分销的适当性要求(最终报告)》,“适当性”指中介机构在销售金融产品的过程中应当遵守的标准和规定,并据此评估所出售的产品是否符合客户的财务状况和需求。销售行为包括向客户提供投资建议、管理个人投资组合和推荐公开发行的证券,评估项目既包括客户的投资知识、投资经验、投资目标、风险承受力(包括资本损失的风险)、投资期限等,也包括客户定期追加投资、提供额外抵押,以及理解复杂金融产品的能力。参见张付标、李玫:《论证券投资者适当性的法律性质》,载《法学》2013年第10期。

⑤ 黄辉:《金融机构的投资者适当性义务:实证研究与完善建议》,载《法学评论》2021年第2期;任自力:《金融机构适当性义务的规范逻辑》,载《法律适用》2022年第2期。

构的信义义务(卖者尽责)<sup>①</sup>,平衡保护投资者的利益<sup>②</sup>;随后因投资产生的风险(亏损),才应由投资者自行承担(买者自负)<sup>③</sup>。

根据中国香港证监会(SFC)发布的《持牌人或注册人操守准则》,适当性是指导金融机构推介和销售投资产品的首要原则,统一适用于所有投资者。<sup>④</sup> SFC在2018年12月27日就持牌机构何时会触发投资者适当性义务发布了一份问答指引(FAQ),指出触发的条件是持牌机构希望就投资产品主动与其客户发生交互性对话沟通,并在沟通过程中进行招揽和推介。<sup>⑤</sup> 在美国,根据其金融业监管协会(FINRA)的相关规定,投资者适当性制度适用于证券经纪商向客户推荐交易和投资策略时,其适用范围依据公平交易义务界定为提供投资策略建议和客户资产组合管理服务时等投资者对券商具有信赖的领域。欧盟《金融工具市场指令》也明确规定投资公司在提供执行交易指令服务时无需“了解你的客户”。<sup>⑥</sup> 日本《金融商品交易法》第40条第1款规定,在对投资者劝诱、招揽(solicitation)金融商品交易时,不能存在与投资者知识、经验、财产状况、交易目的不适合的情况。

由此,投资者适当性制度其实并不当然指向和适用于高风险的金融工具或金融服务<sup>⑦</sup>,而是指向金融机构基于投资者对其的信赖和由此产生的信义关系,在向投资者“提供”金融工具、金融服务时应承担的信义义务<sup>⑧</sup>:一是要求金融机构考虑投资者的最佳利益,将“将适当的产品卖给适当的投资者”,这在逻辑上也涵盖低风险的金融工具或金融服务。这里不应当在绝对意义上去先决判断金融工具和金融服务的风险

① 我国通说目前认为,金融机构适当性义务的性质属于信义义务,其中必须存在投资者对金融机构的信赖关系。参见张付标、李玫:《论证券投资者适当性的法律性质》,载《法学》2013年第10期,第84页;邢会强:《金融机构的信义义务与适合性原则》,载《人大法律评论》2016年第3期;任自力、刘佳:《论金融机构适当性义务的理论基础与规则完善》,载《中南大学学报(社会科学版)》2021年第5期。

② 武俊桥:《证券市场投资者适当性原则初探》,载《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版。

③ 参见最高人民法院在《关于印发〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉的通知(法〔2019〕254号)》(业界一般称为《九民纪要》,下文用此简称)第72条。

④ 洪艳蓉:《从雷曼迷你债券案看香港证券业专业投资者制度》,载《金融服务法评论》(第1卷),中国法制出版社2010年版。

⑤ 这里的关键词是“交互性对话沟通”(interactive communications)、“招揽推介”(solicitation or recommendation)。SFC认为,“交互性对话沟通”有很多种形式,包括但不限于面对面沟通、电话交谈、电子方式沟通或综合以上各种形式,需要根据事实和当时的环境综合判断。对于“招揽推介”,也需要考虑很多因素,包括但不限于:(1)对话沟通的内容和上下文语境;(2)有关沟通是否定向发送给目标客户;(3)是否采取了一系列行为,等。上述因素一般都是混在一起的,需要综合考虑。

参见SFC: Frequently Asked Questions on Triggering of Suitability Obligations, 2018年12月27日更新。

⑥ 张付标、李玫:《论证券投资者适当性的法律性质》,载《法学》2013年第10期。

⑦ 《九民纪要》第72条前句对适当性义务存在的语境强调“高风险等级”金融产品,可能并不妥当。

⑧ 信义义务的存在基于信义关系的存在,信义关系的要素可参见秦子甲著:《基金治理:全球观照和中国实践》,北京大学出版社2022年版,第84—86页。

是否高,而应当在相对意义上判断金融机构所要提供的金融工具或金融服务的风险特征与投资者的风险承受能力是否匹配与适合。二是在上述匹配的判断过程中,金融机构需要行使基于自身专业能力的自由裁量(discretion)<sup>①</sup>。更广泛地看,投资者适当性制度其实从属于“KYC 制度”。正是基于投资者(潜在客户)对金融机构的信赖,金融机构才有信义义务对该(潜在)客户进行深入了解,尤其是当它要提供金融工具或金融服务、与客户发生交互沟通的时候。金融机构作为“卖方”,只有尽到上述信义义务,由此产生的投资损失才能由投资者作为“买方”自行承担。考虑到金融市场、金融工具、金融服务的复杂性,这也是一项公平的制度选择和博弈权衡。

其实,这两项制度的不同,还基于其所要应对的风险属性不同,能针对不同风险种类给予投资者更全面的保护,笼统地提及“高风险”并不妥当。就适用合格投资者制度的私募场合,相关“高风险”并不是金融工具本身因其经济、商业属性而导致价格波动并造成盈亏的风险(如产业变革、管理层经营不善导致上市公司多年业绩不佳而被 ST 的主板股票的风险),这类风险的本质是“商业风险”;私募场合的“高风险”是私募金融工具的各项条款、要素未经监管严格规制,具有非标准性和高度灵活性,需要由(合格)投资者自己把关并完全承担相应后果的风险,其本质是“法律风险”。对于法律风险,合理的应对举措是确保投资者足够“合格”,有金融成熟度,能自我保护,能自行承担损失。投资者适当性制度所要应对的风险才是商业风险。就此而言,尤其是不同金融工具、金融服务之间商业风险高低的比较,其实很难或几乎不能由立法或监管给出先决判断,只能交给市场去做商业判断,也才需要金融机构信义义务的引入。对此,金融机构应按照信义义务中注意义务的标准做出专业、审慎的适当性判断;投资者适当性制度中关于匹配的一系列程序,正是对金融机构履行信义义务所需谨慎和勤勉的内在要求。由于商业风险的不一而足,惟有信义义务可以“兜底”<sup>②</sup>应对,这才是投资者适当性制度起到投资者保护效果的法理要义。

基于此,在美国、中国香港等法域,笔者未注意到其在投资者适当性制度中还

---

① 中国香港特区 SFC 对适当性义务的内涵覆盖了如下事项:(1) 认识和了解客户;(2) 理解向客户所推荐的投资产品——意味着对产品要进行尽职调查;(3) 为每位客户推荐与其风险收益特征相匹配的投资产品;(4) 向客户披露所有相关的重大信息以使其能够知情决策;(5) 招聘有胜任能力的员工并为其提供适当的培训;(6) 将向每个客户推荐的理由记录下来。这是一个比较完整的义务体系,对持牌金融机构的要求是相当高的,其中的(2)(3)(4)等环节都涉及自由裁量的判断。参见 SFC: Frequently Asked Questions on Compliance with Suitability Obligations by Licensed or Registered Persons, 2020 年 12 月 23 日更新。

② 信义义务所具有的“兜底”性质,其论述可参见秦子甲著:《基金治理:全球观照和中国实践》,北京大学出版社 2022 年版,第 89—90 页。

对投资者再另行设置相关量化标准,如客户账户内的日均资产不低于多少万元;最近多少年内,个人年均收入不低于多少万元等。经询问境外业界人士及执业律师,其在实践中也未注意到存在此类法规要求。个别人士提到,可能会有金融机构从其自身风控角度,内部设置一些类似的参考标准,但不被认为是行业的普遍实践(general practice)。

综上,投资者适当性制度在适用范围、适用对象、所处理应对的风险种类和功能意义等各个维度上,均不同于合格投资者制度。两者是不同的制度,不应具有附属性。合格投资者制度与投资者适当性制度应各自独立。

在金融机构提供私募金融工具场合,如代销私募基金、承销上市公司非公开发行股票,金融机构需要同时适用这两项制度:适用合格投资者制度是确保私募行为合规,适用投资者适当性制度是履行金融机构对投资者的信义义务。除此之外,这两项制度也有单独适用的场合,尤其在境外,如发行人(一家普通公司)私募发行股票,在不涉及金融机构承销的情况下,只需要适用合格投资者制度。在公募金融工具场合,则只需要适用投资者适当性制度。

#### 四、独立合格投资者制度应有的主要内容

既然合格投资者制度不附属于投资者适当性制度,本文建议从如下四个方面对此进行建构和完善:

##### (一) 明确合格投资者制度的适用

除了《证券投资基金法》和资管产品私募相关的法规外,应明确合格投资者制度适用于一切金融工具的私募发行。只有在私募场合,才有“合格投资者”概念。基于我国“证券”概念外延较小的国情(并非所有资管产品份额都被认为是证券),所以需要同步在证券法上的适当位置明确,证券的私募发行也必须针对合格投资者,从而在证券法、《证券投资基金法》等法律层面确立合格投资者应有的地位。

##### (二) 明确合格投资者的标准

本文对此略加展开。首先看一下美国的标准,其考虑了多重维度。第一,根据其近期对D条例的修订,在一般私募发行场合,可分成两种情况:①量化的金额标准;②能力资质标准(详见附表2)。其中,能力资质标准由近期修改所增加,按“实质重于形式”原则,依照投资者实际的金融成熟老练程度,将几类特定人群界定为合格投

资者。但在本轮修订中,对于量化金额标准是否要根据通胀等因素进行指数化调整,则产生了较大争议。最终,考虑到促进资本形成以及投资者获取信息的渠道在增加等因素,没有上调。<sup>①</sup> 第二,在更具体的私募投资基金场合,又分成两种情况:<sup>②</sup> (A) 对于根据美国《1940年投资公司法》第3(c)(1)条设立的私募基金,其“私募”的边界考虑“量”,即投资者人数不能超过100人(合格创投基金, qualifying venture capital fund, 则不超过250人);同时,由于是私募,这里的100人(或250人)必须依照《1933年证券法》的要求而是合格投资者。(B) 对于根据美国《1940年投资公司法》第3(c)(7)条设立的私募基金,其“私募”的边界更重视“质”,不再有人数限制,但要求投资者必须是合格买家(qualified purchaser),其量化标准要比合格投资者高得多(详见附表2)。综合来看,私募基金的自然人合格投资者量化标准比一般私募发行要高。这可能与美国私募规制覆盖所有(实体经济中的)公司融资行为相关。但在整个实体经济中,私募基金属于有更高商业风险的投资行为,在不限制人数前提下,就合格买家设置比一般私募合格投资者更高的阈值,也难言不合适。

基于上述美国情况以及附表2列示的中国香港和新加坡的情况,可以对我国目前自然人合格投资者的量化标准进行一个合理性检验。

从绝对金额<sup>③</sup>上看,经汇率换算,我国显然是最低的——即便取专业投资者标准,仍是最低的。但由于各法域的宏观国民经济情况不同,也有必要将该等数值与各法域自身的宏观经济参数作比,以确定其合理性。本文取人均国民生产总值(GDP)和人均可支配收入这两项宏观经济指标,与合格投资者(或美国法上的合格买家、中国法上的专业投资者等概念)的(净)资产标准、收入标准作比(数据及比值详见本文附表3),比值越高,说明所设定的自然人合格投资者量化标准越高。经比较,我国目前私募合格投资者所要求的300万元(净)金融资产<sup>④</sup>和50万元年收入,相对全国人均GDP和人均可支配收入而言,其比值还是较高的,比美国、中国香港、新加坡都高(如

---

<sup>①</sup> 但SEC的两名委员对此发表了异议声明。Allison Herren Lee, Caroline Crenshaw: Joint Statement on the Failure to Modernize the Accredited Investor Definition, 参见SEC网站: <https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-crenshaw-accredited-investor-2020-08-26>, 2022年12月8日访问。

<sup>②</sup> 这是美国法上两类私募基金的类型,业界一般称为3c1基金或3c7基金。可参见SEC网站提供的Form ADV Schedule D Section 7(B)1第A4项,里面只有上述两种类型的私募基金(private fund)选项。

<sup>③</sup> 绝对金额是指,就看该金额的字面绝对数值。中国境内在私募领域取300万元(普通合格投资者),美国取100万美元,中国香港取800万港元,新加坡取100万新加坡元。

<sup>④</sup> 此处,《私募投资基金监督管理暂行办法》和《资管新规》的规定略有不同。前者是要求个人金融资产不低于300万元,后者是要求家庭金融资产不低于300万元。后者更科学一些,但此处暂不考虑这些会计意义上的“细节”。后面年收入的表述在处理上亦同。

美国取合格买家的数值,则除外)。如考虑中国是一个超大型国家,具有 14 亿人口,是美国人口的 3 倍多,同时又是一个发展中国家,地域发展程度不均衡,因此其宏观特征与处于发达国家或地区的美国、新加坡、中国香港比,会有更多差异。于是,继续取中国第一大城市暨经济金融中心的上海市(代表我国发达地区)2022 年的数据作比。继续检验后发现,相关比值与美国、中国香港、新加坡较为接近,但仍旧略高。

根据上述检验结果,本文认为,如果美国考虑到促进资本形成的因素而没有在近期 D 条例修订时继续调高其自然人合格投资者的量化标准(尽管存在通胀),那么结合我国国情,目前所确定的资管产品自然人合格投资者的量化标准总体上也难言不合适。据此界定的合格投资者,其“合格性”应当被接受,即这样的投资者在一般意义上能被推定为具有金融成熟度,能够自我保护和承受私募的相关风险或损失。

此外,目前我国自然人合格投资者在可量化的金额标准外,还叠加了能力标准(详见附表 1),这更有助于确保“合格性”<sup>①</sup>,对此应予支持。

### (三) 明确成为合格投资者的后果

如果按上述标准,合格投资者是“合格”的,那么其就需要承担相应的法律后果,以彰显合格投资者制度的功能。本文认为,可以参考《适当性管理办法》第 20、23、25、34 条关于专业投资者的相关规定,以及有关比较法上的做法,择其要者适用于合格投资者,包括但不限于:① 金融机构无需以特定方式向合格投资者进行专项风险揭示,无需对合格投资者进行回访;② 金融机构就若干事项,无需专门对合格投资者进行信息披露,如本项私募投资可能直接导致本金亏损的事项等;③ 在金融机构与合格投资者发生纠纷时,不需要由金融机构证明其已经向合格投资者履行了非法定明示的义务以证成其勤勉尽责,若合格投资者主张金融机构未履行更多非法定明示义务的,应由合格投资者对此举证;<sup>②④</sup> 对于私募发行法律文件的内容以及因其约定而产生的法律、税务、金融后果,应由合格投资者自行聘请专业顾问咨询,金融机构对此没有当然的解释义务——可以协助解释,但不因此承担法律后果等。

### (四) 明确合格投资者身份的查证和退出

由于成为合格投资者需要承担上述法律后果,因此必须确保其身份得到有效确

<sup>①</sup> 美国修订后的 D 条例,能力标准和金额量化标准是择一的关系,比我国的要求要松。我国作为尚不完全成熟的资本市场,在这方面适当紧一些,未尝不合适。

<sup>②</sup> 由于合格投资者制度不排除投资者适当性制度的适用,因此,金融机构对其适当性义务的履行仍应负有举证责任。但金融机构在对合格投资者履行适当性义务时,可以法定明示的范围为限。

认,这是合格投资者制度产生实效的关键。美国2012年对D条例506规则的修订中,允许进行公开劝诱的私募发行,前提是发行人必须采取合理步骤以及SEC所规定的方法去“核实”所有的证券购买人均合格投资者。<sup>①</sup>这就说明,私募规制的核心指向是确保合格投资者的“合格性”,劝诱、招揽的方式则在其次。因此,在合格投资者制度中,必须有如何查证合格投资者身份的规定,也包括后续的监控。当投资者在首次查证后的投资期限内,若自身具体情况发生了变化,不再符合合格投资者标准,应要求该投资者主动向发行人或金融机构告知。同时,也应要求发行人或金融机构定期(如每年)向其客户中的合格投资者发送“合格投资者确认函”,由其确认自身仍符合合格投资者的标准并知悉成为合格投资者的法律后果。<sup>②</sup>

另外,还应允许投资者主动声明,尽管其符合合格投资者标准,但不希望被按照合格投资者对待。当然,这就会导致其不能参与(或继续参与)私募的活动。合格投资者制度应首先保障其退出的权利,进而规定好退出后的相应安排,如允许基金管理人强制赎回其私募基金份额等。

## 五、对投资者适当性制度的微调建议

合格投资者成为一项独立制度后,就有必要适度调整我国目前的投资者适当性制度内容,对于其中的专业投资者概念,也可探索其新的定位,建议如下:

第一,在投资者适当性制度范畴内,尤其是对于公开发行、交易的金融工具以及若干其他金融服务,无需设定投资者资产、收入等量化标准,把该等标准也视为“广义合格投资者”的准入门槛是不合适的。目前的这些量化标准(附表1第8—17项)宜作为向金融机构推荐的、由其考量投资者适当性的一项自律因素,符合这些量化标准的投资者应认为其在某一方面具备购买该项金融工具或参与该项金融服务的适当性;但在必要的场合,金融机构还需要考虑其他适当性因素。

第二,在投资者适当性制度范畴内,无需“专业投资者”概念。现行关于专业投资者法律后果的规定应直接对接私募领域的合格投资者。投资者适当性制度的主要内

---

<sup>①</sup> 参见17 CFR 230.506(b)&(c);毛海栋:《美国私募发行中公开劝诱禁令的取消及其启示》,载《证券法苑》(第16卷),法律出版社2015年版。

<sup>②</sup> 这是目前中国香港特区和新加坡业界较为通行的做法。收到发行人或金融机构发出的确认函后,一般不要投资者正面响应,默示即为确认。但如果投资者不再符合合格投资者的标准或希望不再被视为合格投资者,则可以明示回函告知。

附表 1 我国主要金融工具、金融服务自然人投资者适格标准

序号	金融工具、金融服务	金额相关标准	能力相关标准(说明 1)	规定出处	备注
1	私募基金合格投资者	<input type="checkbox"/> 金融资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的个人 <input type="checkbox"/> 投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元	具备相应风险识别能力和风险承担能力	《私募投资基金监督管理暂行办法》第 12 条	所称金融资产包括银行存款、股票、债券、基金份额、资产管理计划、银行理财产品、信托计划、保险产品、期货权益等
2	券商私募资管计划合格投资者	<input type="checkbox"/> 满足下列三项条件之一的自然人：家庭金融资产不低于 300 万元；家庭金融资产不低于 500 万元；或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元 <input type="checkbox"/> 合格投资者投资于单只固定收益类资产管理计划的金额不低于 30 万元，投资于单只混合类资产管理计划的金额不低于 40 万元，投资于单只权益类、期货和衍生品类资产管理计划的金额不低于 100 万元。资产管理计划投资于《管理办法》第 38 条第(五)项规定的非标准化资产的，接受单个合格投资者参与资金的金额不低于 100 万元	具有 2 年以上投资经历	《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》第 3 条	/
3	信托计划合格投资者(说明 2)	<input type="checkbox"/> 投资一个信托计划的最低金额不少于 100 万元人民币的自然人；或者个人或家庭金融资产	能够识别、判断和承担信托计划相应风险	《信托公司集合资金信托计划管理办法》第 6 条	《信托公司集合资金信托计划管理办法》第 5 条：信托公司设立信托计划，应当符合

续 表

序号	金融工具、金融服务	金额相关标准	能力相关标准(说明 1)	规定出处	备注
4	商业银行私募理财产品合格投资者	<p>产总计在其认购时超过 100 万元人民币,且能提供相关财产证明;或者个人收入在最近 3 年内每年收入超过 20 万元人民币或者夫妻双方在合计收入在最近 3 年内每年收入超过 30 万元人民币,且能提供相关收入证明</p> <p><b>【目前实务中直接适用《资管新规》标准】</b></p> <p><input type="checkbox"/> 投资于单只理财产品不低于一定金额</p> <p><input type="checkbox"/> 家庭金融资产不低于 300 万元人民币,或者家庭金融资产不低于 500 万元人民币,或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元人民币</p> <p><input type="checkbox"/> 商业银行发行私募理财产品,合格投资者投资于单只固定收益类理财产品的金额不得低于 30 万元人民币,投资于单只混合类理财产品的金额不得低于 40 万元人民币,投资于单只权益类理财产品、单只商品及金融衍生品类理财产品的金额不得低于 100 万元人民币</p>	<p><input type="checkbox"/> 具备相应风险识别能力和风险承受能力</p> <p><input type="checkbox"/> 具有 2 年以上投资经历</p>	《商业银行理财业务监督管理办法》第 8 条、第 30 条	<p>以下要求:</p> <p>(一) 委托人为合格投资者;</p> <p>(二) .....</p> <p>(三) 单个信托计划的自然人人数不得超过 50 人,但单笔委托金额在 300 万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者投资者数量不受限制;</p> <p>/</p>

续 表

序号	金融工具、金融服务	金额相关标准	能力相关标准(说明1)	规定出处	备注
5	《资管新规》合格投资者	<input type="checkbox"/> 家庭金融资产不低于300万元,或者家庭金融资产不低于500万元,或者近3年本人年均收入不低于40万元 <input type="checkbox"/> 合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于30万元,投资于单只混合类产品的金额不低于40万元,投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于100万元	具有2年以上投资经历	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第5条	/
6	上市公司非公开发行认购对象	<input type="checkbox"/> 无特别规定,适用《证券期货投资者适当性管理办法》对专业投资者、可转化为专业投资者的普通投资者以及普通投资者(须满足风险测评等要求)的规定,采取投资者适当性管理	/	/	/
7	区域性股权市场合格投资者	<input type="checkbox"/> 在一定时期内拥有符合中国证监会规定的金融资产价值不低于人民币50万元	<input type="checkbox"/> 具有2年以上金融产品投资经历或者2年以上金融行业及相关工作经历	《区域性股权市场监督管理试行办法》第13条	第13条第一款 在区域性股权市场发行证券,应当向合格投资者发行。单只证券持有人数量累计不得超过200人,法律、行政法规另有规定的除外。

续 表

序号	金融工具、金融服务	金额相关标准	能力相关标准(说明 1)	规定出处	备注
8	创业板股票	<input type="checkbox"/> 申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 10 万元	<input type="checkbox"/> 参与证券交易 24 个月以上	《深圳证券交易所创业板投资者适当性管理实施办法(2020 年修订)》第五条	/
9	科创板股票	<input type="checkbox"/> 申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元	<input type="checkbox"/> 参与证券交易 24 个月以上	《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》第 4 条	该第 4 条位于“第二章 投资者适当性管理”部分,第 5 条规定:会员应当对投资者是否符合科创板股票投资者适当性条件进行核查,对个人投资者的资产状况、投资经验、风险承受能力和诚信状况等进行综合评估。
10	北交所股票	<input type="checkbox"/> 申请权限开通前 20 个交易日证券账户和资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元(不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券)	<input type="checkbox"/> 参与证券交易 24 个月以上	《北京证券交易所投资者适当性管理办法(试行)》	/
11	新三板挂牌股票(创新层)	<input type="checkbox"/> 申请权限开通前 10 个交易日,本人名下证券账户和资金账户内的资产日均人民币 100 万元以上(不含该投资者通过融资融券融入的资金和证券)	<input type="checkbox"/> 具有 2 年以上证券、基金、期货投资经历,或者具有 2 年以上金融产品投资、投资、风险管理及相关工作经历,或者具有《证券期货投资者适当性管	《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理办法》第 4 条、第 6 条	/

续 表

序号	金融工具、金融服务	金额相关标准	能力相关标准(说明1)	规定出处	备注
12	新三板挂牌股票(基础层)	<input type="checkbox"/> 申请权限开通前10个交易日,本人名下证券账户和资金账户内的资产日均人民币200万元以上(不含该投资者通过融资融券融入的资金和证券)	<p>《管理办法》第8条第1款第1项规定的证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等,以及经行业协会备案或者登记的证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人等金融机构的高级管理人员任职经历</p> <input type="checkbox"/> 同上	《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理办法》第5条、第6条	/
13	交易所债券	<input type="checkbox"/> 申请资格认定前20个交易日名下金融资产日均不低于500万元,或者最近3年个人年均收入不低于50万元	<input type="checkbox"/> 具有2年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历,或者具有2年以上金融产品设计与投资、风险管理及相关工作经历,或者属于本条第(一)项规定的合格投资者的高级管理人员,获得职业资格认证的从事金融相关业务的注册会计师和律师。	《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法(2017年修订)》第6条;《深圳证券交易场所债券市场投资者适当性管理办法(2022年修订)》	这里的“本条第(一)项专业投资者”是指:经有关金融监管部门批准设立的金融机构,包括证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等;经行业协会备案或者登记的证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人

续 表

序号	金融工具、 金融服务	金额相关标准	能力相关标准(说明 1)	规定出处	备 注
14	金融期货	<input type="checkbox"/> 投资者申请开户前连续 5 个交易日保证金账户可用资金余额不低于人民币 50 万元	<input type="checkbox"/> 具备金融期货基础知识,通过相关测试 <input type="checkbox"/> 具有累计 10 个交易日、20 笔以上(含)的金融期货仿真交易成交记录,或者最近三年内具有 10 笔以上(含)的期货交易成交记录 <input type="checkbox"/> 不存在严重不良诚信记录,不存在法律、行政法规、规章和交易所业务规则禁止或者限制从事金融期货交易的情形	中国金融期货交易所《金融期货投资者适当性制度实施办法》第 4 条	/
15	商品期货	<input type="checkbox"/> 申请开立交易编码或者开通交易权限前连续 5 个交易日保证金账户可用资金余额均不低于人民币 10 万元或者等值外币	<input type="checkbox"/> 具备完全民事行为能力; <input type="checkbox"/> 具备期货交易基础知识,了解相关业务规则; <input type="checkbox"/> 具有累计不少于 10 个交易日且 20 笔及以上的境内交易场所的期货合约或者期权合约仿真交易成交记录;或者近三年内具有 10 笔及以上的境内交易场所的期货合约、期权合约或者集中清算的其他衍生品交易成交记录;或者近三年内具有 10 笔及以上的认可境外成交记录; <input type="checkbox"/> 不存在严重不良诚信记录、被有权监管机构宣布为期货市场	上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、广州期货交易所《期货投资者适当性管理办法》第 6 条	/

续表

序号	金融工具、金融服务	金额相关标准	能力相关标准(说明1)	规定出处	备注
16	交易所股指期权	<input type="checkbox"/> 投资者申请开户前20个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币50万元(不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券)	场禁止进入者和法律、法规、规章、交易所业务规则禁止或者限制从事期货交易的情形； <input type="checkbox"/> 交易所要求的其他条件。  <input type="checkbox"/> 在证券公司开户6个月以上并具备融资融券业务参与资格或者金融期货交易经历；或者在期货公司开户6个月以上并具有金融期货交易经历； <input type="checkbox"/> 具备期权基础知识,通过本所认可的相关测试； <input type="checkbox"/> 具有本所认可的期权模拟交易经历； <input type="checkbox"/> 具有相应的风险承受能力； <input type="checkbox"/> 无严重不良诚信记录和法律、行政法规、部门规章、规范性文件及本所业务规则禁止或者限制从事期权交易的情形； <input type="checkbox"/> 本所规定的其他条件。 <b>【深交所：已开立沪市衍生品合约账户且无严重不良诚信记录和法律、行政法规、部门规章、规范性文件及本所业务规则禁止或者限制从事期权交易的个人投资者,视同符合本条要求。】</b>	上海证券交易所、深圳证券交易所《股票期权试点投资者适当性管理指引》第7条	/

续 表

序号	金融工具、金融服务	金额相关标准	能力相关标准(说明1)	规定出处	备注
17	融资融券	<input type="checkbox"/> 最近 20 个交易日日均证券类资产大于等于 50 万	<input type="checkbox"/> 从事证券交易时间超过半年 <input type="checkbox"/> 具备风险承担能力 <input type="checkbox"/> 没有重大违约记录 <input type="checkbox"/> 其他身份条件等	《上海证券交易融资融券实施细则》第 6 条;《深圳证券交易所融资融券实施细则》第 2.4 条	第六条 会员应当加强客户适当性管理,明确客户参与融资融券交易应具备的资产、交易经验等条件,引导客户在充分了解融资融券业务特点的基础上合法合规参与交易。 对从事证券交易时间不足半年、缺乏风险承担能力、最近 20 个交易日日均证券类资产低于 50 万或者有重大违约记录的客户、以及本公司股东、关联人,会员不得为其开立信用账户。 专业机构投资者参与融资融券,可不受前款从事融资融券时间及证券类资产条件限制。 本条第二款所称股东,不包括仅持有上市公司 5% 以下上市流通股份的股东。
18	转融通证券出借	无	<input type="checkbox"/> 熟悉证券出借交易相关规则,了解证券出借交易风险特性,具备相应风险承受能力 <input type="checkbox"/> 不存在被法律、行政法规、部门规章或本所业务规则禁止	上海证券交易所、深圳证券交易所《转融通证券出借交易实施办法(试行)》第 6 条	/

续 表

序号	金融工具、金融服务	金额相关标准	能力相关标准(说明1)	规定出处	备注
19	专业投资者	<input type="checkbox"/> 个人金融资产不低于500万元,或者最近3年个人年均收入不低于50万元。 <input type="checkbox"/> 金融资产不低于300万元或者最近3年个人年均收入不低于30万元,经证券期货经营机构同意,可转化为专业投资者	或者限制参与证券出借交易的情形; <input type="checkbox"/> 最近三年内没有与证券交易相关的重大违法违规记录; <input type="checkbox"/> 本所规定的其他条件。 <input type="checkbox"/> 具有2年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历,或者具有2年以上金融产品设计与投资、风险管理及相关工作经历,或者属于本条第(一)项规定的专业投资者的高级管理人员、获得职业资格认证的从事金融相关业务的注册会计师和律师。 <input type="checkbox"/> 具有1年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历或者1年以上金融产品设计、投资、风险管理及相关工作经历的自然人投资者,经证券期货经营机构同意,可转化为专业投资者	《证券期货投资者适当性管理办法》第8条、第11条	这里的“本条第(一)项专业投资者”是指:经有关金融监管部门批准设立的金融机构,包括证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等;经行业协会备案或者登记的证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人

说明:

1. 金额标准和能力标准是“非”的关系,必须同时具备。单栏中各“”子项之间也是“非”的关系,单一“”子项中,如有“或者”区分的细目为“择一”的关系。
2. 对于信托业及信托计划而言,目前依然生效的《信托公司集合资金信托计划管理办法》第6条相关规定与后来的《资管新规》有一定出入。根据笔者与有关信托公司法务人员确认,目前信托公司对此直接适用《资管新规》的标准(即本表第5项),实践中不再适用上述《信托公司集合资金信托计划管理办法》第6条的标准。

附表 2 境外若干金融工具、金融服务自然人投资者适格标准

序号	地域	金融工具、金融服务	金额相关标准	能力等标准(说明 1)	规定出处	备注
1.1	美国	私募发行合格投资者 (Accredited Investor)	<input type="checkbox"/> 个人净资产(或与配偶 <sup>①</sup> 的共同净资产)超过 100 万美元。(主要居住房产不包括 <sup>②</sup> );或者最近 2 年中,每年的个人年收入超过 20 万美元,或与配偶的共同收入每年超过 30 万美元。 <input type="checkbox"/> 如适用上述收入标准,本年度的收入应预期也能达到上述标准。	<input type="checkbox"/> 持有特許教育机构颁发的一项或多项资质 <sup>③</sup> ;或者一个基金(投资公司) <sup>④</sup> 的有相关知识的员工(knowledgeable employee) <sup>⑤</sup>	美国《1933 年证券法》项下 D 条例 501 规则【Regulation D 17 CFR 230.501(a)(5)&(6)&(10)&(11)】	
1.2	美国	私募基金合格买家 (Qualified Purchaser)	<input type="checkbox"/> 个人(或与其配偶共同)持有不少于 500 万美元的投资资产 <sup>⑥</sup>	/	美国《1940 年投资公司法》第 2(a)(51)条	
1.3	美国	合格客户 (Qualified Client)	<input type="checkbox"/> 个人(或与其配偶共同)拥有不少于其最近一笔基金投资金额的净资产 <sup>⑦</sup> 或者是上述 Qualified Purchaser	<input type="checkbox"/> 该个人是基金管理人 (investment adviser) <sup>⑧</sup> 的高管、董事、受托人 (trustee)、普通合伙合伙人或承担类似职能的人;或基金管理人中从	美国《1940 年投资顾问法》项下 205-3 规则(17 CFR 275.205-3)	对于合格客户,基金可以收取业绩费

① 配偶可包括具有配偶地位的人 (spousal equivalent), 本栏中的配偶都具有该含义。

② 个人债务部分的规定详见法条, 本文不赘。相关规则非常细致。

③ 法条 (17 CFR 230.501(a)(10)) 规定了 SEC 会考虑的特許教育机构的标准。

④ 法条 (17 CFR 230.501(a)(11)) 的用语是《1940 年投资公司法》所规定的投资公司 (investment company), 但按照其法理实质, 该投资公司其实是一个公司型基金。

⑤ 这里的“有相关知识的员工”, 其标准由《1940 年投资公司法》项下规则 270.3c-5(a)(4) 所规定。

⑥ 这里的“投资资产”, 法条规定由 SEC 加以界定。

⑦ 这里的“净资产”计算方式详见 205-3 规则, 如个人的主要住宅不能计入等。

⑧ 美国公司型基金的 investment adviser 按其法律属性在中国法语境下, 宜翻译为基金管理人, 而不是投资顾问, 参见秦子甲著:《基金治理: 全球观照和中国实践》, 北京大学出版社 2022 年版, 第 36—37、41 页。

续 表

序号	法域	金融工具、 金融服务	金额相关标准	能力等标准(说明 1)	规定出处	备注
1.4	美国	合格投资人 (Qualified Investor)	<input type="checkbox"/> 个人拥有不少于 1 000 万美元的资产支持证券和贷款,或可自由投资金额不少于 2 500 万美元	<input type="checkbox"/> 从事投资活动的员工,且必须已从事满 12 个月(在上一家管理人的记录可计入)	美国《1934 年证券交易法》第 3(a)(54)(A)(xii)条	银行在向合格投资者销售特定证券之时,豁免其向 SEC 注册为“经纪-自营商”(broker-dealer)的义务 <sup>①</sup>
2.1	中国 香港	专业投资者 (Professional Investor)	<input type="checkbox"/> 个人账户持有(或与关联方合计持有)的投资组 <sup>②</sup> 合不少于 800 万港元。(更具体的计算口径详见法条,此处不赘述)	<input type="checkbox"/> /	中国香港《证券及期货条例》附属法例 D——《2018 年证券及期货(专业投资者)(修订)规则》第 5 条	/
3.1	新加坡	合格投资者 (Accredited Investor)	<input type="checkbox"/> 个人净资产不少于 200 万新加坡元;或者个人净金融资产不少于 100 万新加坡元;或者过去 12 个月内的收入不少于 30 万新加坡元。以上均包括等值外币。(更具体的计算口径详见法条,此处不赘述)	<input type="checkbox"/> /	新加坡《证券及期货法》第 4A(1)(a)(i)条	

说明:

1. 在附表 2 中,金额相关标准与能力相关标准是“或”的关系,这里与附表 1 不同。但单栏中各“”子项之间是“并”的关系,单一“”子项中,如有“或者”区分的细目,为“择一”的关系。

① 参见张异冉:《美国(“获准投资者”定义审查报告)介评——兼论对我国的启示》,载《投资者》(第 11 辑),法律出版社 2020 年版。

② 这里的“关联方”是指该附属法例 D 规定的该人的配偶或任何子女;这里的“投资组合”是指证券等资产(详见法例规定),但不包括不动产。

容应围绕金融机构的信义义务展开,包括但不限于:适当性义务何时触发;如何谨慎勤勉地做出适当性判断,如何开展风险匹配程序,对投资者风险承受能力如何评级,对拟推荐的金融工具、金融服务的风险收益特征如何尽职调查并评级等;如何对适当性匹配情况进行持续监控和动态调整等。

第三,参照前述美国 3c1 基金和 3c7 基金的制度设计,可以考虑对目前的私募基金投资者进行分层。目前私募基金实践中的主从基金(Master-Feeder)架构有突破私募内涵的嫌疑。从管控风险、维护金融稳定的角度,这也会成为私募监管公募化的重要动机。对此,建议可探索如下方案:按穿透至底层,如果投资者人数在 200 人以内的,该等投资者须为合格投资者;如果投资者人数突破 200 人的(也不必设定上限),所有投资者须为专业投资者——即将目前中国法上的专业投资者,按类似美国的“合格买家”重新定位。

经上述梳理,合格投资者制度和投资者适当性管理制度的关系能得以进一步澄清,逻辑不自洽的情况得以理顺,同时也符合中国目前的国情,对提升私募市场的整体效率、降低私募监管的成本以及私募市场主体的合规成本,均有裨益。

附表 3 境内外自然人投资者量化适格标准与宏观经济参数的比较

序号	法域	人均 GDP <sup>①</sup>	人均可支配收入	比值 1 (说明 1)	比值 2 (说明 2)	比值 3 (说明 3)
1	美国	75 179.59	45 491.00 <sup>②</sup>	13.30	4.37	66.51
2	中国香港	69 987.04	/	14.57	/	/
3	新加坡	131 425.71	69 618.80 <sup>③</sup>	5.69	4.31	/
4	中国大陆	21 290.89	36 883.00 <sup>④</sup>	20.51	13.56	34.18

① 截至 2022 年的数据,除第 5 行外,单位美元,来源为国际货币基金组织(IMF)发布的数据,参见: [https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/CHN/HKG/SGP/USA](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/CHN/HKG/SGP/USA), 2023 年 2 月 18 日访问。该数据按照购买力平价标准(Purchasing Power Parity, PPP)得出,整体数值较按汇率标准得出的略大。第 5 行的人均 GDP 用〈〉标注,单位人民币。

② 单位美元,来源为美国经济分析局(U.S. Bureau of Economic Analysis)发布的数据,参见: <https://www.bea.gov/data/income-saving/personal-income>, 2023 年 2 月 18 日访问。

③ 单位新加坡元,来源为新加坡统计局(Singapore Department of Statistics)发布的数据,参见: <https://tablebuilder.singstat.gov.sg/table/TS/M016081>, 2023 年 2 月 18 日访问。

④ 单位人民币,来源为中国国家统计局发布的数据,参见: <https://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=B01>, 2023 年 2 月 18 日访问。

续 表

序号	法 域	人均 GDP	人均可支配 收入	比值 1 (说明 1)	比值 2 (说明 2)	比值 3 (说明 3)
5	中国大陆 * <sup>①</sup> (上海)	〈179 500.00〉	79 610.00	16.71	6.28	27.86

说明:

1. 比值 1 为: 各法域自然人合格投资者净(金融)资产数值与其人均 GDP 的比,前者美国取 100 万美元,中国香港取 800 万港元,新加坡取 100 万新加坡元,中国大陆取 300 万元。换算汇率按 2023 年 2 月 19 日市场汇率(离岸价)。

2. 比值 2 为: 各法域自然人合格投资者年收入与其人均可支配收入的比,前者美国取 20 万美元,新加坡取 30 万新加坡元,中国大陆取 50 万元。

3. 比值 3 为: 美国自然人合格买家持有的投资资产与美国人均 GDP 的比;中国专业投资者金融资产与中国人均 GDP 的比。

4. 所有数据,四舍五入至小数点后 2 位。

---

<sup>①</sup> 相关数据来源参见: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1757709234292387414&wfr=spider&for=pc>; <https://3w.huanqiu.com/a/3a1189/4BXSqpFyDvJ>, 2023 年 2 月 19 日访问。