

# 投资者的“核准制”

——科创板视角下投资者适当性制度的再审视

王雨乔\*

**摘要:**个人投资者对我国资本市场的发展与完善,乃至我国整体经济实力的作用都是不言而喻的。但我国个人投资者数量庞大,个体间在资产、能力方面均存在较大差异,非理性投资行为屡见不鲜。为平衡中小投资者与证券经营机构之间的实质不平等,投资者适当性制度作为我国资本市场转轨过程中的适应性规定应运而生。科创板的推行,使科创企业的高风险蔓延至证券市场,进一步凸显了保护中小投资者的现实需求。面对机遇与挑战并存的科创板,唯有确立科学的立法理念、构筑适当的准入门槛,建立起针对投资者的“核准制”,才能在投资者保护和满足投融资需求之间找到更合理的边界。

**关键词:**投资者适当性 个人投资者 科创板 市场准入 适当性匹配

现代私法制度推崇契约自治理念,在契约自治的安排下,证券投资者具有决定是否投资及选择投资方式和内容的权利,契约法保障了投资者最大限度的投资自由,契合投资者的价值诉求。但是,资本市场中各主体的制度安排往往仅仅着眼于局部利益的最大化,不同主体间的利益冲突带来残酷的零和博弈,证券公司的逐利行为难免会损及中小投资者的权益。故而,证券市场产生了保护中小投资者的现实需求,为平衡投资者、证券公司及监管机构三者之间的不对等关系,投资者适当性制度应运而生。投资者适当性规则源起于美国,最初在我国不具有广泛适用的基础,随着融资融券业务、分级基金业务,新三板、创业板等不同业务和交易板块在我国的相继推出,我

---

\* 复旦大学2018级经济法硕士研究生。

国在投资者适当性规则的“本土化”道路中不断前行。科创板的破竹而出,为我国资本市场增添了创新与活力,同时也提出了投资者保护的难题,这为投资者适当性规则培育了深厚的适用土壤。科创板不同于主板、创业板等现存板块,科创企业具有极大的创新能力和资金需求,这要求科创板的投资者须具备较强的风险识别和承受能力,投资者适当性制度则成为保护投资者远离科创风险的“堤坝”。如何在科创板中更好地发挥投资者适当性制度的双重作用,是我国资本市场亟待解决的现实问题。

## 一、破旧立新:科创板的设立及投资者适当性之于科创板的必要性

### (一) 溯源:投资者适当性制度的源流及嬗变

投资者适当性制度<sup>①</sup>源起于20世纪的美国,指的是“证券金融机构所提供产品和服务与投资者财务状况、投资目标、风险承受能力、投资需求、知识和经验等的匹配度。从法律关系角度,投资者适当性制度调整的是投资者、证券商以及监管者三方的法律关系,而不仅仅是投资者、证券商之间的法律关系”。<sup>②</sup> 具体而言,“适当性”追求的是证券投资者与证券机构和金融商品之间的“动态匹配”,将“合适的商品推荐给合格的投资者”,<sup>③</sup>是这一制度的终极目的。

随着金融自由化和金融创新的浪潮,投资者与证券公司间的天平日渐倾斜,证券市场中进而产生了保护投资者与打破这一不平等局面的现实需求,投资者适当性规则正是源于这一市场均衡的要求。美国采取从自律监管组织的道德指引到以明确立法的形式确立这一规则的方式,我国的投资者适当性规则最早就以规范性文件的形式确立,2005年中国银行业监督管理委员会(现为中国银行保险业监督管理委员会)颁行《商业银行个人理财业务管理暂行办法》,要求商业银行在推介投资产品时应当“了解客户的风险偏好、风险认知能力和承受能力,评估客户的财务状况,提供合适的投资产品由客户自主选择,并向客户解释相关投资工具的运作市场及方式,揭示相关风险”,该规定在当时银证分业的背景之下,只适用于货币市场。

<sup>①</sup> “投资者适当性制度”在我国既有研究中有多种表述,如“投资者适当性管理制度”“投资者适当性规则”等,在我国现存的法律文本中,多称为“投资者适当性管理制度”,这一称谓具有浓厚的管制色彩。但本文认为,这一制度并非是自上而下的管制,应对其“去行政化”更适宜,故本文称之为“投资者适当性制度”。

<sup>②</sup> 张付标:《证券投资者适当性制度研究》,对外经济贸易大学2014年民商法博士学位论文,第24页。

<sup>③</sup> 曾洋:《投资者适当性制度:解读、比较与评析》,载《南京大学学报》(哲学人文社会科学版)2012年第2期。

而后,随着我国创业板市场、融资融券交易、股指期货交易等市场、业务、产品的陆续推出,投资者适当性制度在证券市场中生根发芽。中国证券业监督管理委员会(以下简称中国证监会)2016年5月26日正式发布了《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》),其作为部门规章,适用范围包括整个证券期货市场,<sup>①</sup>该办法已成为当前证券监管制度中投资者适当性制度的基本法。根据《适当性管理办法》的规定,投资者适当性制度是“经营机构在向投资者销售产品或提供服务时,应当履行了解产品、了解投资者并在投资者分类的基础上差别履行信息告知、风险警示、适当性匹配等适当性义务,将适当的产品或服务销售或提供给适合的投资者,并承担违反义务的法律义务”<sup>②</sup>。

从根本上说,投资者适当性制度是在证券销售和推荐领域平衡投资者和证券公司之间权利义务关系的一项投资者保护制度,旨在架构起投资者与证券公司之间的桥梁,向明显具有优势的经营机构施加判断其所提供的产品或服务对于特定的投资者是否适当的义务,从而为投资者在提起自己权利救济时增加一个砝码,只有“卖者尽责”,才“买者自负”。<sup>③</sup>

## (二)聚今:科创板背景下的投资者适当性制度

### 1. 科创板的基本定位

2018年11月5日,习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布,将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。2019年1月30日,中国证监会发布了经党中央、国务院同意的《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》,至此,科创板作为我国资本市场的又一重要交易板块正式落地。

科创板是“科技创新板块”的简称,主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。与既存的主板、创业板、新三板均不同的是,科创板的融资企业限定于特定的行业之中,为鼓励高成长型的科创企业迅速成长,科创板设置了多样化且低于主板要求的财务标准,且规定了高于创业板的上市门槛,以便筛选出具有一定规模的创新驱动型优质企业,进一步完善我国的多层次资本市场体系。

科创板作为一个独立的板块,与原有的交易板块相互隔离,定位于加大直接融资

---

<sup>①</sup> 《适当性管理办法》第2条规定:“向投资者销售公开或者非公开发行的证券、公开或者非公开募集的证券投资基金和股权投资基金(包括创业投资基金,以下简称基金)、公开或者非公开转让的期货及其他衍生产品,或者为投资者提供相关业务服务的,适用本办法。”

<sup>②</sup> 参见李东方、冯睿:《投资者适当性管理制度的经济和法律分析》,载《财经法学》2018年第4期。

<sup>③</sup> 同上。

对于新兴产业和创新型企业的支持,落实创新驱动发展战略,同时拓宽我国资本市场的广度和深度,对上海国际金融中心和科技创新中心的建设具有重大意义。<sup>①</sup>

## 2. 科创板中的投资者适当性制度

根据《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》(以下简称《特别规定》)第二章之规定,科创板股票交易实行投资者适当性管理制度。<sup>②</sup>《特别规定》分别从适当性条件、综合评估、会员义务、风险揭示、投资者义务五个方面作出具体规定。其中,最核心的是建立了科创板投资者准入制度,为机构投资者和个人投资者分别制定了相应的投资“门槛”,只有达到了规定的资产规模并且具备了相当的投资经验,方能获得直接投资于科创板的“入场券”。

如果说科创板对于机构投资者的筛选尚留有一定自由裁量权,那么对于个人投资者的要求则更为苛刻,具体规定为:“个人投资者参与科创板股票交易,应当符合下列条件:(一)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(不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券);(二)参与证券交易 24 个月以上;(三)本所规定的其他条件。不满足上述资产要求和未达到上述投资经验的个人投资者,便无法拥有直接投资于科创企业的机遇”。

## 3. 与既存的投资者适当性制度之对比

当前,我国投资者适当性制度的相关规定散见于中国证监会和交易所制定的各项规章制度,每推出一项新的创新业务或一个新的交易市场,便制定一个新的投资者适当性规则,这样亦步亦趋式的立法模式极大地损害了对于投资者适当性制度规定的统一性,各规定之间缺少统一的标准,彼此差异较大,特别是关于投资者准入门槛方面的规定更是有林林总总的分类和要求(见表 1)。

表 1 我国关于投资者适当性制度的相关规定

|      |                           |   |                               |
|------|---------------------------|---|-------------------------------|
| 创业板  | 《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》       | 无   | 自然人投资者需具备 2 年以上的股票交易经验        |
| 融资融券 | 《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》 | 证券资产不低于 50 万元,金融总资产不低于 100 万元(此为最初试点时的规定,有例外) | 具有 3 年以上的投资经验(此为最初试点时的规定,有例外) |

<sup>①</sup> 参见陈洁:《科创板注册制的实施机制与风险防范》,载《法学》2019 年第 1 期。

<sup>②</sup> 《特别规定》第二章是对投资者适当性管理制度的规定,其中,第 3 条为一般性规定,第 4~8 条为具体规定。

续表

|      |                      |  |   |
|------|----------------------|--|---|
| 股指期货 | 《股指期货投资者适当性制度实施办法》   | 申请开户时保证金账户可用资金余额不低于人民币50万元             | 具有累计10个交易日、20笔以上的股指期货仿真成交记录,或者最近三年内具有10笔以上的商品期货交易成交记录 |
| 科创板  | 《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》 | 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 | 参与证券交易24个月以上  |

整体而言,综合对投资者的资产要求和投资经验要求,科创板为个人投资者设置的“门槛”最高,直接拦截了大批想要直接投资于科创板的中小投资者。据此而言,科创板视野下的投资者适当性制度客观上形成了对投资者的“审核制”,为科创板筛选出具备风险识别能力和承受能力的成熟投资者,同时也将资历尚浅和实力薄弱的中小投资者拦在门外。科创企业具备其他板块企业不具备的高创新能力和盈利潜力,但风险总是与创新相伴而生,中小投资者是否能够承受科创企业所带来的不确定性或大额亏损预期,都是投资者适当性制度需要考量的。在科创板中设定更高的门槛,也不失是对中小投资者的更好保护。

## 二、改弦更张:科创板注册制背景下对个人投资者的机遇与挑战

### (一) 发行方式改革倒逼投资者保护制度之完善

注册制与核准制的二元选择,素有争议,我国的新股发行审核机制,历经了由审批制到核准制的转变,并仍处在迈向注册制的历史变革中。注册制改革的呼声从未停止,但直至科创板的设立才在实践中真正确立了注册制的局部施行。

在科创板注册制背景下,中国证监会不再对企业进行实质审核,转而由交易所承担起审核企业发行新股申请的内容是否遗漏以及程序是否符合规定的职责。上海证券交易所作为自律管理组织,主要负责上市审核,以发行人、中介机构提供的相关信息披露文件为基础,审查申请文件的真实性、准确性、完整性,并通过公布问询的方式接受市场的监督。<sup>①</sup>由此可见,注册制“政府的归政府,市场的归市场”。<sup>②</sup>科创板内

<sup>①</sup> 参见夏东霞、范晓:《科创板注册制背景下对中介机构“看门人”角色的再思考》,载《财经法学》2019年第3期。

<sup>②</sup> 参见陈洁:《科创板注册制的实施机制与风险防范》,载《法学》2019年第1期。

发行的证券品质如何交由投资者自行判断,中国证监会不对其进行任何担保或背书。

打开了上市的闸门,奉行自由主义思潮的科创板极大地满足了科创企业的融资需求,为其开辟了更畅通的上市渠道。但科技创新型企业所独有的高风险与高收益并非是所有投资者所能承受之重,建立健全与放宽实质审核相对应的配套措施刻不容缓。诚然,“阳光是最好的防腐剂”,通过“增强信息披露可以促成更加健康、有序的证券业”。<sup>①</sup>但仅仅依靠信息披露和形式审查,可能会出现证券监管部门对没有任何投资价值的证券也无权干涉。判断证券有无利好,甚至会否出现操纵市场等违法行为,都完全依赖投资者的个人判断。中国证监会的“前端隐退”和中介机构“看门人”的角色缺失,<sup>②</sup>都凸显了现行制度对投资者保护的不足。

注册制改革不是一蹴而就的,改变已有的市场生态需要一个渐进的过程。放宽证券市场“前端”的同时,监管者也要应对投资者施以事中、事后的关怀。一方面,应当从资产规模、投资经验等方面制定标准,限制能力弱小、经验不足的投资者贸然踏入科创板的大门。科创板作为我国健全多层次资本市场的又一重要举措,成立之初凭借其独属的行业领域和企业的高成长性,必然赢得大批投资者的青睐。科创板的设立初衷,是为了给予科技创新型企业更大程度的支持,但创业板的前车之鉴警醒着我们,应该加大对投资者的保护力度,避免中小投资者再次成为“野蛮人的食粮”。可以说,注册制改革倒逼投资者保护制度的健全与完善。设立科创板的市场准入制度,不等同于合格投资者制度,后者立足于保护中小投资者这一基点,既要避免中小投资者受到科创板交易的高风险的侵蚀,又要为个人投资者留有投资的空间。

## (二) 个人投资者交易安全与科创企业融资需求之悖

作为符合国家战略目标,实现技术升级的关键举措,科创板旨在为新兴科创企业疏通融资渠道。科创企业商业模式新颖、技术迭代迅速、业绩波动和经营风险显著高于其他类型企业,这些企业之所以能够进入资本市场,成为广大投资者的投资标的,有赖于科创板规则的一系列改革和突破,而投资者适当性制度也是其中不可或缺的一部分。<sup>③</sup>

当前,科创板对个人投资者的“硬性”标准已经明文规定,“50万元+2年投资经

---

<sup>①</sup> See Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 *BAYLOR L. REV.* 151 (Winter 2006).

<sup>②</sup> 参见蒋大兴:《隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整》,载《法学评论》2014年第2期。

<sup>③</sup> 浦泓毅:《科创板开户门槛是对投资者“规则敬畏”的试金石》,载《上海证券报》2019年4月23日,第2版。

历”的准入门槛体现了监管层保护投资者的良苦用心,但投资者适当性制度目标的实现除了需要监管层面主动进行管理外,还需要投资者自身对规则自觉遵从。如果投资者能够主动遵守投资者适当性制度,那么该制度的落实自然会事半功倍。

科创板重在支持“新”企业、“新”科技,它们依靠创新驱动获取收益。为支持科创企业融资,科创板的制度安排很大程度上便利了科创企业的发行和上市,凸显了股权融资对科创企业的包容性。首先,科创板放宽了企业的准入门槛,根据《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》规定的发行条件来看,其主要规定了持续经营时间3年以上、组织机构健全、业务具有独立性等指标,而没有设置企业盈利能力等财务指标,这意味着即便是尚在亏损的企业依然可以在科创板上市。其次,科创板首次承认类别股制度的有效性,允许“同股不同权”的企业在境内上市。最新出台的《最高人民法院关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》第6条之规定从审判的角度认可科创板上市公司在上市前经股东大会特别决议作出的差异化表决安排,尊重科创板上市公司构建与科创板特点相适应的公司治理结构,在司法的层面上首次肯定了“同股不同权”的公司治理安排。最后,根据《上海证券交易所科创板股票上市规则》之规定,科创板的退市制度十分严格,较目前主板市场的退市制度严厉得多。因此,在科创板推出之初,投资者面临着科创板企业市值被高估,股价泡沫大等种种投资风险。尤其是个人投资者,是否所有“硬件”达标的个人投资者都在“软件”上跟随上了科创板的脚步,都能够理解科创板的特点和风险?“硬件”未达标的个人投资者是否仍在寻求垫资,千方百计地“挤入”科创板?正因为有这些问题的存在,科创板在追求市场的资金支持之时,不能仅仅局限于硬性指标,理应担负起科创板投资者适当性教育的责任,应当以实质重于形式的要求,切实将投资者的权益纳入考量范畴。

科创板的投、融资均要放眼长远,而非重在一时。资本市场是为投资者服务的,要为不同风险偏好的投资者提供不同风险等级的产品。针对高风险与高收益并存的科创板,应加强投资者适当性制度的配套完善,循序渐进,力争在科创板市场实现投融资平衡,一、二级市场平衡,在保护投资者权益的基础上实现科创企业融资。

### (三) 刺破投资者“面纱”助推“隐名”投资

科创板的投资者适当性制度区分出了科创板的“合格投资者”,事实上也形成了

对绝大多数的个人投资者<sup>①</sup>投资权利的限制。不可否认,投资者皆具有平等的交易权,但不同的投资者风险偏好、风险承受能力等不同,其市场中享有的具体权利义务也应有所差别。<sup>②</sup> 限制部分投资者的交易权,可视为对其的变相呵护之举。

根据《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》,个人投资者参与科创板的交易,必须满足申请权限开通前 20 个交易日日均 50 万元证券账户及资金账户资产加上 2 年投资经验的硬性指标,且需要经过适当性综合评估,只有个人投资者的资产状况、投资经验、知识水平、风险承受能力和诚信状况均达到标准后,才能获得科创板的入场券。不难看出,这一规定无论是较之域外的纳斯达克市场,还是我国现存的交易板块,都是颇为严苛的。但施行投资者适当性管理制度,并不是完全将中小投资者拦在了科创板的大门之外,未达到规定标准的个人投资者虽不能直接投资于科创板,但仍能够通过间接投资的方式分享科创板这杯羹。如采取投资于公募基金或者其他金融产品等方式,将自有资金间接投资于科创板发行企业,通过更专业的公募基金之手参与到科创企业之中,不失为一种保全自身的选择。

按照公募基金的设计管理,个人投资者同样可以参与其中,从而分享科创板和注册制的制度红利,而不必受到科创板高门槛的限制。无论是政策留白还是证券公司的产品设计,都对个人投资者将自有资金投入科创板起到了助推作用。当前科创板的发行如火如荼,众多创新型企业纷至沓来,争相在科创板发行,以求得更充裕的资金,而资金的融入端却是面对高门槛望而却步的中小投资者,因此公募基金通道为疏通投融资的双方起到了关键作用。借助公募基金的渠道,部分无法直接投资的个人投资者实现了“隐名”投资。

除却科创板为投资者设立的准入门槛使相当数量的个人投资者无法拥抱科创板外,个人投资者通过公募基金进行间接投资更具优势,一方面是由于科创板企业在首发募集时是优先向机构投资者进行配售的,这无疑为公募基金在科创板企业首次募集发行时增添优势;另一方面则是由科创板固有的高风险所致,科创板前 5 天内没有涨跌幅的限制,普通投资者通过公募基金进行投资可以起到分散风险的作用。因此,“隐名”投资的方式能够帮助普通投资者在拥抱科创板红利的同时尽可能地规避风险。此所谓“隐名”投资,并非对投资者适当性制度的突破或违背,而是该制度之中的应有之义,为科创板设置准入门槛的初衷是为了保护信息和能力均处弱势的个人投

<sup>①</sup> 现 A 股市场中达到科创板规定条件的个人投资者仅仅 300 万人(约)。

<sup>②</sup> 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。



资者,但其通过间接持有的方式进行投资则与进行普通的公募基金投资所含的风险无显著差别,因此科创板下的投资者适当性制度并不禁止“隐名”投资;相反,大大助推了多类科创板基金的发展。<sup>①</sup>

### 三、他山之石:英美投资者适当性管理制度

#### (一)源起:美国的投资者适当性规则

美国率先孕育出投资者适当性这一制度。在美国 80 余年的发展历程之中极具戏剧性,期间经历了自律规范—行政规范—自律规范的螺旋式上升发展过程,<sup>②</sup>该规则与信息披露、防止欺诈并称为美国联邦证券法的“重要哲学问题”。<sup>③</sup>

投资者适当性规则最初以自律规范的形式存在,美国证券交易商协会(National Association of Securities Dealers, NASD)以公平交易条款的形式确立了最早的投资者适当性规则,这一规则设立的初衷在于保护证券经纪商免受无良投资者的纠缠,但客观上起到了保护投资者的作用。20 世纪 30 年代美国联邦《证券法》颁布之后,美国证券交易委员会(The U. S. Securities and Exchange Commission, SEC)对证券经纪商苛以投资者适当性要求,适当性自此成为证券经纪商的一项重要义务。2007 年,金融业监管局(The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)的成立确立了统一的投资者适当性规则体系,即“Regulatory Notice 11 - 25”及“了解你的客户”(Rule 2090)、“客户适当性”(Rule 2111)。据此,投资者适当性规则可分为两个方面:一是“了解你的客户”(Know Your Customer),即要求投资公司在了解客户“必要信息”(essential facts)的基础上“合理勤勉”(reasonable diligence)地管理投资者的账户。了解客户规则并不构成投资者适当性规则的内容,而是作为适当性义务规则的基础性(Foundational)规则存在,是适当性义务规则中将“适合的产品出售给合适的投资者”的第一步。<sup>④</sup>二是“客户适当性”(suitability obligation),这要求投资公司或者相关利

---

<sup>①</sup> 目前可以参与科创板股票投资的基金主要包括科创板主题基金、战略配售基金、以及其他类型的公募基金,如 FOF 基金。

<sup>②</sup> 参见武俊桥:《证券市场投资者适当性原则初探》,载张育军、徐雨主编:《证券法苑》(第 3 卷),法律出版社 2010 年版,第 131 ~ 159 页。

<sup>③</sup> 参见赵晓钧:《中国资本市场投资者适当性规则的完善——兼论〈证券法〉中投资者适当性规则的构建》,载《证券市场导报》2012 年第 2 期。

<sup>④</sup> See Robert N. Rapp, New Rules Heighten Stockbroker “Suitability” Obligation, Securities and Capital Markets, July 9, 2012.

益人尽到“合理的勤勉”职责,通过获取特定客户的“必要信息”来确定特定投资者的投资类型。

目前,美国已经形成了比较完善的投资者适当性规则体系,其发端于证券经纪业务,后逐渐适用于整个证券市场体系中的多项证券业务,并不断充实与完善,形成了一个庞杂且周密的投资者保护制度。除了了解客户的义务、对投资者进行分类的义务、合理销售和推荐产品和服务的义务之外,还包括林林总总的7项补充规定。可以看出,美国的投资者适当性规则基本实现了投资者从入市、交易到退出过程的全覆盖,不仅仅限于对投资者进行“事前”保护,更加注重对投资者的“事中”保护。由此可见,美国证券法将投资者适当性制度从根本上认定为证券经纪商的一项义务,一方面通过规制经纪商的行为,形成证券经纪商提供服务或产品的行为规范指引,从而保护证券投资者在整个交易过程中的权益;另一方面,赋予投资者追究证券经纪商违约行为责任的权利,从事后保障投资者获得赔偿的权利。整体而言,美国作为投资者适当性这一规则的起源地,拥有较为完善的规则体系与追责系统,是投资者维护自身权益的良器。

## (二) 绽放:欧盟的投资者适当性规则

欧盟的投资者适当性制度起步虽晚,但开辟了一条不同于前人的道路,同样值得我国借鉴和思考。为了在欧洲经济区各成员国间打造一致性的监管规则,欧盟的投资者适当性规则在欧盟《金融工具市场指令》(Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)之中雏形初现。这部法律文件涉及面很广、内容十分重要,奠定了欧洲建立单一、有效金融市场的基石,其突出的创新制度之一便是建立了以投资者分类为依托的投资者适当性制度。

欧盟制定 MiFID 的目的在于加强欧洲证券市场的一体化过程中的投资者保护力度。为了吸引更多投资者加入欧盟的广阔市场,作为投资者利益的“忠实守护者”的欧盟 MiFID 规定了投资者分类与适当性评估等诸多内容。

依据 MiFID 的相关条款,欧盟将接受金融服务的客户总体上分为零售客户 (retail client) 和专业客户 (professional client) 两大类,<sup>①</sup>又在专业客户中专门突出了合格对手方 (eligible counterparties) 的特殊地位。因此,一般认为欧盟的投资者适当性制度将客户分为零售客户、专业客户和合格对手方三类,但这三者之间的关系并非

---

<sup>①</sup> 参见王莹丽:《欧盟金融投资者适当性制度简介及其借鉴》,载《上海金融》2012年第9期。

泾渭分明,如被认定为零售客户的投资者完全可能同时满足合格对手方的条件。此外,三者之间在满足一定条件时也可以互相转化,例如,专业客户可以选择“放弃”专业资格,申请被认定为零售客户,以求得更高程度的保护。总之,从零售客户到专业客户再到合格对手方,投资公司对其履行的义务有所区别且依次减弱,三类客户受到的保护程度也依次减弱,有效地实现了投资者实际利益保护的需要。<sup>①</sup>同时,欧盟监管当局对各类客户进行适当性评估,依据客户的投资需求、交易经验以及自身职业等信息,对证券经纪商提供的产品或服务是否适合该客户作出判断。

MiFID 确立的投资者适当性制度有别于其他国家和地区之处在于,该制度契合了欧洲经济体作为一个统一体既需要确立统一规则,又不能忽视共同体内部各成员国的差异的要求,MiFID 依据各成员国的投资者自身的专业水平、资产状况、投资经验、风险承受能力等情况,将其详细划分为不同种类,并对其进行适当性评估,针对不同类别的客户分别进行不同程度和种类的保护,引导客户谨慎地从事证券投资。从某种意义上来说,欧盟的投资者适当性制度将投资者放在第一位,该制度全然以投资者的利益为中心来进行构建,真正实现了以投资者为本位的投资者适当性制度。

以指令的形式确立的投资者保护制度,各国监管当局可以以国内立法的形式将其转化为国内基本法并获得法律效力。兼具了效力层级与灵活性的欧盟投资者适当性规则,在欧盟资本市场的认知程度和权威性大大提高,在欧洲经济体内被广泛推行。

#### 四、正本清源:科创板视角下投资者适当性制度之“适当性”完善

##### (一) 边界厘定:软化投资者的入市门槛,由合格投资者迈向理性投资者

科创板为个人投资者设立了资产条件和投资经历方面的准入门槛,以市场准入制度为着眼点,规定了投资者适当性制度,但是投资者适当性制度不等于合格投资者制度,合格投资者制度仅仅只是投资者适当性制度的一个侧面。完整的投资者适当性制度由了解客户、了解产品及服务、适当性销售三者共同构成。其中,将适当的产品或服务推荐给适当的投资者才是该制度的核心与关键。科创板中投资者适当性制度的构建应当加强对科创企业的发展前景及投资风险的分析、介绍,并以提高投资者

---

<sup>①</sup> 参见赵晓钧:《中国资本市场投资者适当性规则的完善——兼论〈证券法〉中投资者适当性规则的构建》,载《证券市场导报》2012年第2期。

与金融产品和服务的匹配程度为终极目标,“审核”投资者并非目的,而是手段,保护投资者才是这一制度的价值追求。

科创板的上市公司与现存的其他板块上市的公司不同,无论是行业属性,创新能力,甚至挂牌难度都迥然有别,我们不能一味模仿其他板块的规定,或是机械类推得出科创板对投资者的“应然”要求。如果对投资者进入科创板规定过高的入市门槛,恐将限制资金的流入与股权的分散。新三板便是前车之鉴,囿于500万元金融资产的门槛,致使不受限制的账户寥寥无几,真正在市场上活跃交易的投资者仅仅几万户。<sup>①</sup> 科创板虽然汲取了新三板中门槛过高的经验教训,适度放宽了对金融资产方面的准入要求,减轻了投资者的资产压力,但是,科创板设置了长达24个月交易经验的准入要求,无疑将大批投资者拒之门外。虽然科创板规则中并未限制个人投资者借助公募基金等通道形式间接参与科创板投资事业中,但经由科创基金之手辗转,会受到基金规模的固有限制,且间接投资的方式本身也已经大大减损了投资者的积极性,不利于科创板在成立初期聚集投资者的资金。

投资者适当性制度是我国资本市场的重要基础性制度之一,对科创板市场而言更是如此。科创板和科创企业作为新生事物,无疑是当下资本市场的弄潮儿,但“50万元金融资产”的门槛以及“24个月交易经历”的规定过于僵化,使投资者适当性制度异化为对投资者的“核准制”。科创板中开创性地将证券发行制度由核准制改革为注册制,是我国资本市场逻辑转换和监管哲学变革的关键之举,将证券发行还权于市场。在交易的前端实现了市场化运行,但对投资者变相施行“核准制”,却又为投资者套上了行政管理的枷锁。诚然,投资者适当性制度归结到底是一项保护投资者权益的制度,但客观上着实产生了限制投资者交易自由的效果。

既然我们已经意识到核准制(融资端)非市场化的弊病,亦不能忽视投资者适当性制度(投资端)的市场化进程。科创板中的投资者适当性制度应当最大限度地还权于投资者,由投资者自我判断证券的价值与品质。监管者仅承担兜底判断的职责,对证券市场发行人以及证券公司的违法行为加以制止和惩治,而不能让监管者替代投资者进行价值判断,并完全依靠“核准制”剥夺投资者的投资权限。具体而言,“合格投资者”的立法理念应当向“理性投资者”转变,<sup>②</sup>不能将考察对象局限于投资者的财务能力和投资经验,而应当侧重于考量投资者的风险认知能力,引导投资者理性投资

<sup>①</sup> 参见邢会强:《新三板市场的合格投资者制度及相关制度改革》,载《环球法律评论》2018年第6期。

<sup>②</sup> 参见邢会强:《我国资本市场改革的逻辑转换与法律因应》,载《河北法学》2019年第5期。

是投资者适当性制度的一大要务,但深究到底,对投资者的财务条件限制与会否遭遇投资风险无涉,如果对投资者的投资比重进行限制,也许是保全投资者资产的更优路径。“一刀切式”地剥夺资产规模较小的投资者的投资权限,而保留资产雄厚的投资者的投资权,会否导致投资者的全部资产都折损于科创板中,又是不得不面临的难题。不可否认,达到“50万元+24个月投资经历”这一要求的个人投资者具备一定的证券市场投资经验,也具有相当的投资策略和辨识眼光,但较之专业的证券公司和融资者仍有差距,且资本市场上瞬息万变,任何投资者都难以保证其投资行为万无一失。因此,单凭财务条件和投资经历的限制难以隔离科创板暗藏的投资风险,也许会给“成熟”投资者造成更大的损失。笔者认为,在科创板投资者适当性制度中,适当降低投资者的准入门槛,但对投资者的投资比例加以限制,引导投资者理性投资,将“合格投资者”转变为“理性投资者”,也许是更为适宜科创板市场生态的要求。

## (二) 具体判断:借助金融科技工具,以科技识别科创企业投资者的“精准画像”

精准界定“合格投资者”是投资者适当性制度的重要组成部分,更是投资者适当性制度得以运行的前提。对于投资者的界分是否“适当”,是投资者适当性制度能否发挥保护投资者的作用的关键。

科创板的投资者适当性要求聚焦于投资者的财务条件和投资经验,依据硬性的准入门槛界定投资者是否为“合格投资者”,但“合格投资者”与“非合格投资者”的边界是相对的,这种边界的划定取决于投资者对于证券投资行为的识别能力与承受能力。构建投资者适当性制度的本质在于保护部分成熟投资者“独立”投资的权利,同时否定部分中小投资者“独立”行事的权利。其对中小投资者的保护是不争的事实,但其强制性手段之合理性尚有争议。既然将投资者与风险彼此隔离是投资者适当性的制度追求,那么投资者适当性制度的确立应围绕投资者风险认知和风险承受能力这一核心要素而展开进行。欲准确判断投资者的风险认知能力和风险承受能力,仅仅依据现有规定,即财务状况和投资经验二项指标,显然不足。投资风险承受能力的评判标准失当将导致投资者保护制度目的落空,<sup>①</sup>手握巨资的投资者与其对市场风险的认知能力高和承受能力强不能画等号。但如若扩大对投资者信息的收集范围,如对其职业身份、家庭收入、风险偏好、投资需求等多类信息均进行汇集,可以加强监管者对投资者的了解和界定,但投资者之间的个体差异巨大,仍难以凭借几类核心指标

<sup>①</sup> 参见曾洋:《投资者适当性制度:解读、比较与评析》,载《南京大学学报》2012年第2期。

就可对投资者的个人资质进行准确评定。笔者认为,在金融与科技不断渗透与融合的大趋势下,对于个人投资者风险承受能力的评估,同样可以借助监管科技之手,依托大数据、云计算精准定位投资者的风险识别能力和风险承受能力。

科创板定位于为科技创新企业服务,科创板之下的投资者适当性制度同样可以依托科技创新手段,对投资者进行“精准定位”。时下,大数据、云计算、人工智能、机器学习等科技手段的异军突起,使金融科技日益渗透进我们生活的方方面面,我们可在大数据技术运用的基础上进一步量化分析投资者交易行为等产生的动态数据集合,以确立相应评估其投资风险系数和相应的风险承受能力的指标,对投资者进行“精准画像”。<sup>①</sup>通过大数据挖掘等技术相互结合,对客户个人数据进行深度分析,从而全面认识客户的风险偏好和投资偏好,同时大数据也将每个产品或服务刻上数据化标签,并通过适配算法为客户提供个性化的金融产品,提供“适当性”的服务。<sup>②</sup>此种评估手段或方式,不但可以应用于申请开通科创板股票交易权限前的适当性评估,还可以帮助监管机构实现贯穿科创板市场交易过程中以及交易后续的适当性管理。

具体而言,可以凭借区块链的去中心化系统进行投资者的个人数据收集,通过人工智能分析系统对投资者进行细化与分类,上到整体的投资规模,下至个人投资者的历史单笔投资记录,架构起一套科学而完善的数据收集与分析系统。同时,畅通监管部门与科技系统的沟通机制,打造互联互通平台,实现科技与监管领域的深入融通,依靠双重专业优势,更好地分析投资者的风险识别和风险承受能力,勾勒出投资者的“精准画像”。

(三)制度构建:以“事中”保护为核心,构建以保护投资者为本位的投资者适当性制度

顾名思义,投资者适当性制度要求将“适当”的产品或服务推荐给“适当”的投资者,对投资者和产品进行适当性匹配是投资者适当性制度的核心。换言之,投资者适当性制度的重心应当在于对投资者的“事中”和“事后”保护,而非对“合格投资者”的事前界定。

投资者适当性制度孕育于金融市场创新的大背景下,科创板作为我国多层次资

<sup>①</sup> 参见杨东:《“精准画像”保护投资者合法权益》,载《证券日报》2019年3月19日,第A2版。

<sup>②</sup> 参见韦洪波等:《金融科技在普惠金融的应用发展研究——大数据在证券经纪业务客户精准服务中的应用》,载《创新与发展:中国证券业2017年论文集》,中国财政经济出版社2018年版,第936页。

本市场中的全新交易板块,更应重视对一级、二级市场中的投资者保护,而不单单是打出保护投资者的旗号。完整的投资者适当性制度理应包含三部分的内容:一是合格投资者制度;二是了解客户和资料保存义务;三是适当推荐义务。反观科创板投资者适当性制度的现行规定,无论是《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》(以下简称《特别规定》)中的大幅笔墨,还是监管者的宣传及市场的回应,均集中于对投资者的入市门槛议论纷纷,而并非以对科创板内交易的产品与投资者的适当性匹配为制度架构的重心。尽管《特别规定》中明确了证券公司事前的风险揭示的义务,以及提出匹配性意见的义务,但仍是总括性规定的形式加以确立,未通过具体的指标予以细化,相对于可以明确量化的事前准入制度,科创板在对投资者的“事中”保护上还存在有很大的进步空间。

尽管从域内域外的相关规定来看,投资者适当性适度的现有安排已形成一致的模式,但这不能使其适当性不证自明。投资者适当性制度自身也需要一个“适当性”的安排。具体而言,科创板中的投资者适当性制度应当奉行以投资者为本位的制度理念,在市场准入端,应从根本上摒弃“小投资者歧视”的制度根源,以适当性评估机制逐步替代僵硬的入市标准,让投资者适当性制度回归证券法的“三公原则”。交易过程中,则应将投资者与金融产品和服务的适当性匹配作为投资者适当性制度的核心制度安排,要求证券经营机构“筛选”出适合投资者的金融产品或服务,而非一味地“筛选”投资者。经营机构有专业的能力,丰富的信息,完全可以胜任投资者的“看门人”,凭借自身的专业知识和对投资者的精准判断,为投资者提供推荐最为适宜的金融产品或服务,从而将与投资者风险承受能力不匹配的产品或服务与投资者彼此隔离,这才是适当性义务的本意所在。交易结束后,应对证券经营机构苛以严厉的主体责任,将“卖者有责”的理念落实到推介机构应承担的具体责任之中,避免投资者适当性义务流于形式。同时,为了切实保障投资者的权益,完善投资者的法律救济途径,赋予投资者受到侵害时的维权武器,以便投资者能够及时、合法地维护自身权益。总之,应当将投资者适当性制度贯穿于科创板市场的交易始终,力求做到对各个层面的投资者保护全覆盖。投资者保护没有终点,投资者适当性制度仍将处于不断完善道路之中。

中小投资者是我国资本市场最广泛的资金供给者,保护以个人投资者为核心的中小投资者是我国投资者适当性制度应有之义,也是该制度得以有效实施所不可或缺的。在科创板出台的大背景下,资本市场暗流涌动,投资者们纷纷跃跃欲试,保护

投资者的现实需求更为迫切,因此,投资者市场下制度亦当审时度势,为投资者“过滤”风险,为其“筛选”出最具“适当性”的金融产品,最终构建与科创板相容的“适当性”制度。