

# 构建投资者适当性制度应明确十问题

□上海证券交易所博士后工作站 赵晓鈞

投资者保护一直以来都是我国证券市场建设与发展  
的核心问题。作为经国际经验证实的证券市场监管与投  
资者保护的有效机制,“适当性”制度建设随着创业板、融  
资融券、股指期货等业务相继推出,受到广泛关注。

## 一、有关投资者适当性制度的立法模式选择

在域外成熟市场,投资者适当性制度主要通过规制证券金融机  
构的组织架构、经营行为的方式,确保投资者接受适合其的投资服务,避  
免投资遭受损失或者当损失发生时能够得到及时、有效的赔偿。

我国目前已初步形成由国务院行政法规、证监会监管规则、证券  
业协会和证券交易所自律规则等构建的适当性制度框架,但在立法模式  
等方面仍有较大可得完善的空间。在日、德等市场,有关投资者适当性  
的内容主要规定在证券市场基本法律(如日本《金融商品销售法》、德国  
《证券交易法》)中,不仅具有最高的法律效力,而且投资者还得直接援引  
相关规定寻求法律保护;与此不

## 二、有关投资者适当性制度的构架

全面有效的适当性制度涵盖不同内容,表现形式也灵活多样,主要包括:

首先,证券公司基于委托协议向投资者提供诸如证券经纪、投资  
顾问、资产管理等服务并收取佣金等费用,因此,可从规制市场主体  
经营行为的角度在证券市场基本法律(《证券法》)修订时规定,证券公  
司应当在向投资者提供相关投资服务时承担“适当性义务”,确保通过  
适当的途径和方式向投资者提供适当的产品和服务,否则应承担违  
违反适当性义务引发的各项法律责任,尤其是民事赔偿法律责任。

其次,为确保证券公司有效地履行“适当性义务”,应辅之以监管  
规则。具体明确,证券公司应当按照国务院《证券公司监督管理条  
例》的要求,完善其适当性管理相关制度,开展投资者分类、产品风  
险分级、适当性评估等工作。此外,“适当性”应作为监管机构对证券  
公司合规管理及风险控制等工作实施监管的评判指标和重要内容。

## 三、有关投资者适当性制度的适用范围

作为制度的核心,投资者适当性”义务旨在为投资者提供较为完  
善的法律保护。值得注意的是,证券公司履行适当性义务将增加其合规  
运营的成本,而此成本最终将以各种金融服务费的形式转由投资者承  
担;另一方面,因履行适当性义务应满足额外的形式要求,诸如当评估  
结果为“不适当”时应向投资者发出警告等可能延误交易时机。正是基  
于上述弊端的存在,并非所有国家或地区都对投资者参与所有的证券  
投资,尤其是股票投资实施适当性管理。因而,有必要在法律及监管规  
则中明确界定适当性制度的适用范围,即“特定情形下的特定产品或投  
资服务”。

域外主要市场还规定了证券  
公司得豁免履行适当性制度中评  
估义务的情形,诸如:证券公司向  
投资者提供的金融产品为股票或  
者货币市场工具等非复杂性金融

### ■ 投资者保护基金公司证券期货有奖知识问答活动专栏

1. 现代意义上的期货交易产生于( )。  
A.美国芝加哥 B.英国伦敦  
C.法国巴黎 D.日本东京
2. 关于期货交易与现货交易,描述正确的是( )。  
A.现货交易和期货交易的交易目的均是为获得或让渡合约标的的所有权  
B.现货交易和期货交易均采取集中竞价交易  
C.现货交易的商品,都可以成为期货品种  
D.期货交易以现货交易为基础,是一种高级的交易方式
3. 在国际期货市场上,目前占据主要地位的期货品种是( )。  
A.农产品期货 B.金属期货  
C.能源期货 D.金融期货
4. 1992年9月28日,我国第一个商品期货标准合约( )上市交易。  
A.阴极铜 B.特级铝  
C.小麦 D.大豆
5. 1999年,我国原有的14家试点期货交易  
所实行关停并转,最终保留了( )家期货交易  
所。  
A.1 B.2 C.3 D.4
6. 2002年,期货市场“客户保证金封闭

- 管理”和“期货电子化交易”试点工作率先在( )  
全面启动。  
A.北京市 B.上海市  
C.浙江省 D.河南省
7. 当股指期货合约价格低于其理论价  
格时,交易者可以通过( )进行反向套利。  
A.买进股指期货合约,卖出对应股票组合  
B.卖出股指期货合约,买进对应股票组合  
C.同时卖出股票和股指期货合约  
D.同时买进股票和股指期货合约
  8. 以下适合采用买入套期保值策略、防  
范现货价格风险的是( )。  
A.将要卖出现货商品  
B.持有库存商品  
C.将要购入现货商品  
D.已按固定价格签订了商品采购合同
  9. 公司股东会会议作出修改公司章程、  
增加或者减少注册资本的决议,以及公司合  
并、分立、解散或者变更公司形式的决议,必  
须经代表本( )以上表决权的股东通过。  
A.三分之一 B.二分之一 C.三分之二  
D.四分之三
  10. 股份有限公司董事、监事、高级管理  
人员在任职期间每年转让的股份不得超过其  
所持有本公司股份总数的百分之( );所持

- 本公司股份自公司股票上市交易之日起一  
年内不得转让。  
A.十 B.二十五 C.三十 D.五十
11. 设立合伙企业,应当有( )个以上  
合伙人。  
A.二 B.三 C.四 D.五
  12. 国务院证券监督管理机构或者国务  
院授权的部门应当自受理证券发行申请文  
件之日起( )个月内,依照法定条件和法定  
程序作出予以核准或者不予核准的决定。  
A.一 B.二 C.三 D.六
  13. 股份有限公司申请股票上市,公司股  
本总额不少于人民币( )千万元。  
A.一 B.三 C.五 D.九
  14. 股份有限公司申请股票上市,公开  
发行的股份达到公司股份总数的百分之( )  
以上;公司股本总额超过人民币四亿元的,  
公开发行股份的比例为百分之十以上。  
A.十五 B.二十 C.二十五 D.三十
  15. 公司申请公司债券上市交易,公司  
债券的期限应当为( )年以上。  
A.半 B.一 C.二 D.三
  16. 公司申请公司债券上市交易,公司债  
券实际发行额不得少于人民币( )千万元。  
A.三 B.五 C.七 D.九

## 四、有关投资者适当性制度的调整对象

的投资者得对金融产品或服务提起适当性  
诉讼,但鉴于某些衍生产品的复杂本质以及  
机构投资者作为场外衍生品交易市场重要  
主体的事实,联邦法院已经接受了将适当性  
的规定扩大适用于“无法理解衍生品投资风  
险”的机构投资者。新近生效的FINRA适当  
性规则也规定,经纪人只有在合理地相信机  
构投资者有能力单独评估特定交易及投资  
的风险,且正在独立实施此评估的前提下,  
才豁免对机构投资者承担适当性义务。

## 五、有关投资者分类管理

要求至今,有关投资者分类的规定因条文  
较少且内容相对简单,对实践的指导意义  
有限,难以满足证券相关业务快速发展的  
现实要求。不同于当前规则将投资者大致  
分为“个人投资者”与“专业投资者”,或者  
“零售投资者”、“专业投资者”以及“合格对  
手方”,证券公司在实践中主要依风险偏好  
和风险承受能力,对投资者,尤其是个人投  
资者进行再划分。为规范证券公司实施投

## 六、有关金融产品的风险评估

键环节。  
在我国,构建证券市场投资者适当性  
制度中有关金融产品风险评估的规则,可  
从如下方面着手:

首先明确,尽管当前我国证券市场中的  
金融产品或服务的种类还不甚丰富,服  
务的层次有所欠缺,且具有一定的随意性,  
但立足于市场长远发展考虑,仍有必要未  
雨绸缪,实施金融产品风险评估,以为证

## 七、有关证券公司的适当性评估义务

具有可完善的空间:其一,证券公司实施  
适当性评估的方式以纸面为主,形式上可  
进一步丰富;其二,证券公司实施适当性  
评估的问卷在设计科学性、有效性和统  
一性方面有待完善;其三,亟需提升投资  
者参与适当性评估的热情和所提供评估  
信息的真实性。相比较而言,域外市场上  
的适当性评估既可由证券公司工作人员  
与投资者面对面进行,也可由投资者在线  
通过适当性评估软件或网上交易系统等

## 八、有关投资者的适当性救济途径

张获赠损失的举动倍加艰难。为缓解此情  
形,在构建我国证券市场的投资者适当性  
制度时,有必要弥补现有规定的疏漏,全  
面完善投资者获取法律救济的途径:

首先,有必要督促证券市场基本法(《证  
券法》)的修订,增加规定证券公司在向投  
资者提供相关金融产品或服务时承担的适  
当性义务以及违反上述义务的法律责  
任,为

## 九、有关投资者适当性与“买者自负”

原则承担风险。

“买者自负”是现代证券市场普遍存在  
的契约精神的集中体现,其存在不仅有利  
于促进市场健康发展,还有助于营造良  
好的市场投资氛围。尽管《合同法》的  
出台及时地为我国社会普及了“契约自  
由”的理念,但“契约精神”一直在未  
能植根于大众

## 十、有关围绕适当性开展投资者教育工作

券市场基础制度建设的重要内容。

- 投资者教育工作的内容可以被解读为  
投资者保护与培育两方面,其重要意义  
不仅在于改善当前市场投资者在信息  
获取能力、投资知识与经验以及风险  
意识等方面均处于弱势地位的现状,还  
可缓解投资者在参与
17. 公司债券上市交易后,公司最近( )  
年连续亏损,由证券交易所决定暂停其  
公司债券上市交易。  
A.一 B.二 C.三 D.四
  18. 上市公司和公司债券上市交易的公  
司,应当在每一会计年度的上半年结束之  
日起( )个月内,向国务院证券监督管理  
机构和证券交易所报送中期报告,并予公  
告。  
A.一 B.二 C.三 D.四
  19. 上市公司和公司债券上市交易的公  
司,应当在每一会计年度结束之日起( )  
个月内,向国务院证券监督管理机构和  
证券交易所报送年度报告,并予公告。  
A.一 B.二 C.三 D.四
  20. 通过证券交易所的证券交易,投资  
者持有或者通过协议、其他安排与他人  
共同持有( )个上市公司已发行的股  
份达到百分之( )时,应当在该事实发  
生之日起三日内,向国务院证券监督  
管理机构、证券交易所作出书面报告,  
通知该上市公司,并予公告。  
A.一 B.三 C.五 D.十
  21. 基金募集申请经( )后,方可发售  
基金份额。  
A.批准 B.核准 C.注册 D.备案
  22. 基金份额上市交易,基金合同期限

必须承认,某些金融衍生产品的设计  
确实过于复杂,即使专业的机构投资者  
也没有动力去了解产品,尤其是产品风  
险的信息。为更有效地规制证券公司的  
经营行为并为投资者提供法律保护,在  
构建我国证券市场投资者适当性制度  
时,应当明确其调整对象。当前由行政  
法规、部门规章以及证券交易所规则  
构建的适当性制度架构,决定了注重  
投资者准入条件考量的投资者分类条  
款既未明确证券公司得否豁免

## 五、有关投资者分类管理

投资者分类管理的行为,保护投资者合  
法权益,有必要在规则中明确证券公  
司应当建立投资者分类管理的相应制  
度、流程,并对其加以引导和监督。

具体可借鉴域外主要证券市场有关投  
资者分类管理的如下经验:其一,根据  
性质,投资者大致被分为自然人投资  
者与机构投资者,且各立法例均显示  
出对自然人投资者给予法律的格外关  
注和特殊保护的

## 六、有关金融产品的风险评估

公司将来拓展金融产品的销售渠道预  
留立法空间。

其次,证券公司实施金融产品风险评  
估的内容主要包括识别、评估产品的  
风险,批准或拒绝产品上市,以及当  
市场情况发生重大变化时证券公司应  
当重新开展产品风险评估等。

再次,金融产品风险评估工作大致包  
括两方面内容:对外部而言,证券公  
司

## 七、有关证券公司的适当性评估义务

方式进行,通过电话完成评估也被允  
许,并在经纪业务非现场受理放开之  
后大幅提升评估的效率;

其次,域外市场证券公司在实施适  
当性评估时,往往全面考虑投资者是  
否具备理解证券投资风险所必要的投  
资经验和投资知识,投资者是否有承  
担投资风险的财力,以及投资者的投  
资目标三方面要素;证券公司实施适  
当性评估的对象也不限于零售投资  
者或个

## 八、有关投资者的适当性救济途径

投资者行使诉权,请求司法救济提供有  
效途径,一改当前适当性规范法律效  
力层级过低的现状。

其次,鉴于证券公司与投资者间主要  
为合同关系,且主要在合同缔结以及  
合同履行阶段承担适当性义务,因而,  
应在法律中明确规定证券公司对投  
资者承担的民事责任具体为缔约过  
失责任或者违约责任。

## 九、有关投资者适当性与“买者自负”

心中,以至于将在一定程度上制约证  
券市场的创新发展。针对于此,现阶  
段投资者教育与宣传工作的重点内  
容即是围绕风险揭示工作传播“买  
者自负”的投资理念,使投资者知  
晓金融投资素来都是收益与风险共  
生共存,市场未来发展的变数往往  
难以在投资之初即充分考虑并有效  
规避。具体而

## 十、有关围绕适当性开展投资者教育工作

- 证券市场投资时面临的风险。构建投  
资者适当性制度不仅在给我国投资  
者教育工作带来挑战,也丰富了投资  
者教育工作的内容。通常,围绕适  
当性制度建设开展投资者教育工作,  
可通过向投资者普及证券投资知识  
以提升其参与市场创新的能力,向  
市场输送能
- A.1/3 B.1/2 C.2/3 D.3/4
  23. 基金财产不能投资于( )。  
A.上市交易的股票  
B.上市交易的上市公司债券  
C.交易所上市交易的国债  
D.房地产
  24. 转换基金运作方式、更换基金  
管理人或者基金托管人、提前终止  
基金合同,应当经参加基金份额持  
有人所持表决权的( )以上通过。  
A.二分之一 B.三分之二  
C.四分之三 D.五分之四
  25. 基金公司董事会审议公司及基  
金投资运作中的重大关联交易应当  
经过( )以上的独立董事通过。  
A.1/3 B.1/2 C.2/3 D.3/4
  26. 基金管理公司应当自年度结束  
之日起( )个月内报送基金管理公  
司年度报告和年度评价报告。  
A.1 B.2 C.3 D.4
  27. 股东大会作出修改公司章程、  
增加或者减少注册资本的决议,以  
及公司合并、分立、解散或者变更  
公司形式的决议,必须经出席会议  
的股东所持表决权的( )以上通过。

对商业银行、基金管理公司等机构  
投资者履行适当性评估以及风险揭  
示等义务,也未规定机构投资者能  
否向证券公司主张相关投资产品服  
务的“不适当性”并获得赔偿。那  
么,在我国证券市场以更大的决心  
和更细致的服务培育机构投资者,  
推进包括投资品种、交易方式、营  
销体系、监管方式创新的背景下,  
为市场今后发展预留立法空间,  
可考虑规定机构投资者得主张适用  
适当性的相关条款。

立场;其二,证券公司实施投资者分  
类管理时所选取的参数主要为投资  
经验、投资知识、风险偏好等主观  
要素,且根据与投资者风险承受能  
力间具有正相关性的前提假设,财  
产数额被看作是确定投资者风险  
承受能力并进行分类管理的重要依  
据。正因为如此,无论立法还是实  
践中,上述分类结果都不绝对,投  
资者可以遵循相关程序主张变更  
所属的类别。

当在向投资者提供金融产品或者服  
务前实施具有差异性的评估;在证  
券公司内部,产品上市应当获得包  
括合规等内管部门的批准。

此外,在科技高速发展的背景下,实  
施产品风险评估还需借助大量安  
全、完善的投资者信息技术系统支  
持,并对系统的安全性和存储容量  
、信息质量(包括信息的可得性  
与可测性)以及存取速度提出要  
求。

者),专业投资者也适用,仅是对后  
者的评估要求相对简单或可豁免  
实施。

此外,适当性评估并非禁止证券公  
司向投资者提供被评估结果为“不  
适当”的金融产品或服务,因此,在  
签署风险揭示书或告知书的前提  
下,投资者仍然可以主动要求投资  
“不适当”的产品。但是,未通过  
适当性评估仍然表明投资者自证  
券公司处接受某项金融产品或服  
务并参与投资是存在“严重障碍”  
的。

再次,为缓解我国当前证券纠纷解  
决机制较为单一且运行不畅的现  
状,可适当引入证券调解、证券仲  
裁等诉讼外纠纷解决方式,并充  
分发挥其优势,提高适当性纠纷  
解决效率。

此外,完善证券公司的治理结构,  
建立有效的投资者投诉处理机制,  
为投资者提供充分的快速解决争  
议的顺畅通道。

言,证券公司应将“买者自负”理  
念的传播工作有机地融入公司的  
开户、交易等业务环节,并根据法  
律法规的规定切实、全面地向投  
资者履行“适当性”义务,为投  
资者提供“适当的”金融产品或  
者服务。只有满足此前提,才能  
要求投资者应当具备契约精神,  
“买者自负,风险自担”。

够参与投资的“合格的”投资者  
群体,满足市场创新发展的需求。  
另一方面,在增强投资者理性参  
与市场投资能力的同时,亟待将  
全面提升投资者的风险意识和契  
约精神作为在理念创新、制度创  
新和产品创新不断推进的当前阶  
段开展投资者教育工作的重点。

证券期货有奖知识问答活动”是由中国  
证券投资者保护基金公司举办的一  
项面向全国证券期货投资者的大  
型投资者教育活动。欢迎投资者在  
活动期间登录新华网  
<http://www.news.cn/fortune/yjzswd/>)的专题页面参与有  
奖知识问答活动。同时,活动举办  
方在中国证券投资者保护网中制  
作了专题页面  
<http://www.sipf.com.cn/NewCH/zxtk/06/54052.shtml>),供投资者浏览活  
动的题目及答案。

**活动宣传介绍**  
“证券期货有奖知识问答活动”是由中国  
证券投资者保护基金公司举办的一  
项面向全国证券期货投资者的大  
型投资者教育活动。欢迎投资者在  
活动期间登录新华网  
<http://www.news.cn/fortune/yjzswd/>)的专题页面参与有  
奖知识问答活动。同时,活动举办  
方在中国证券投资者保护网中制  
作了专题页面  
<http://www.sipf.com.cn/NewCH/zxtk/06/54052.shtml>),供投资者浏览活  
动的题目及答案。