

## 论资本市场合格投资者: 资格塑造与行为规制

郭富青\*

**摘要:**合格投资者是特定资本市场特定产品投资交易主体资格的塑造。其基本理念是高风险、高收益的投资证券或产品只能在具备风险认知、承受能力的合格投资者之间进行封闭式交易,才能形成安全稳定、有序的市场秩序。因而,应当将不合格投资者排斥于市场交易之外,避免引发系统金融风险,更好地保护投资者的利益。合格投资者的主体资格应当综合创设目的、特定交易领域和投资能力诸要素加以界定。其中须将定性 with 量化标准,客观与主观标准有机结合起来设计具体条件,并经一定的程序予以确认。在静态规制的基础之上还必须从与合格投资者发生法律关系的动态行为方面进行制度安排。我国合格投资者制度已经初步形成,今后应当在新兴市场、新产品领域引入该制度,在准入上多选择中介机构认定合格投资者,在适当性管理上应竭力消除利益冲突,同时明确不合格投资者参与交易的法律效力。

---

\* 西北政法大学经济法学院教授,法学博士,中国商法学研究会常务理事,主要研究方向:商法。

**关键词:**合格投资者 认定标准 适当性

一般意义而言,合格投资者就是指符合市场发展现实需要的投资者群体。就资本市场而论,合格投资者则是指符合法律对特定证券品种或投资项目预设的条件要求,即具有相应的权利能力和行为能力适合参与特定证券品种或投资项目交易的特定投资者。合格投资者是法律为了确保资本市场稳定发展要求,保护投资者的权益在一般资本市场投资者的基础上作出的特殊制度安排。该制度发轫于美国1933年的《证券法》,后经1982年的《D条例》以及NASD(证券业协会)、NFA(期货业协会)的自律公约等,日臻完善。英国、日本及我国香港和台湾地区等均通过立法、行政规章或自治规范的形式确立了相应的制度。2002年,我国证监会发布的《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》将合格投资者制度引入证券市场。由于合格投资者制度在我国大陆实行较晚,资本市场发展尚不充分,如何针对资本市场的现实需要,合理进行制度设计,有效的发挥其制度功能,促使该制度日益成熟,保护资本市场安全,防范系统风险,更好地维护投资的利益,有必要对其进行深入的研究。

## 一、合格投资者主体资格塑造的理念与品格

### (一)合格投资者主体资格塑造的理念

资本市场交易的对象无论是股票、债券、期货合约、衍生产品或其他集合投资产品等均属于权利证券化之标的,具有抽象性,其品质和风险难以直观和辨识,较之于一般商品市场其交易的不确定及风险要大得多,一旦产生系统性风险往往会引发金融危机。因此,资本市场的一般投资者在具备民商事主体资格的同时,还必须具备相应的专业知识、资金实力和抗风险能力;对于高风险性私募证券、股指期货和金融衍生产品等投资对象,必须有更高的认知能力,风险承受能力和责任承担能力的要求,才能保证相关资本市场交易的稳定发展和投资交易安全,避免投资者不必要的损失。为此,合格投资者所基于的制度假设是:如果

将高风险的特定资本市场中缺乏专业知识和经验,风险识别和不具有责任承担能力的不合格投资者排除在交易之外。市场交易只有符合预设条件的合格投资参与,才能保证特定资本市场建立良性的运作秩序及机制,确保特定资本市场安全、平衡的发展,促进资本市场高效运转和投资者利益的实现。反之,如果对高风险的特定资本市场的投资主体资格不加区分,使缺乏相应投资、风险承担能力,并且投资经验不足的一般投资者进入市场,投资于不适合于其投资的品种,势必会引发巨大的市场风险,造成投资利益的重大损失,从而导致市场交易秩序混乱不堪,甚至爆发金融危机。由此可见,合格投资者制度是出于维护资本市场安全、高效,保护投资者利益的目的,通过区分投资主体,设定准入条件所作出的防患于未然的事前制度安排。

然而,这种限于特定的合格投资者交易,而将一般投资主体排除在外的制度安排是否违背民商事主体平等、公平和自由交易的法律理念和原则呢?从表面直观地看,似乎这种从主体上限定交易,将一部分投资者排斥在特定交易之外,与民商事法律主体一律平等、合同自由,不得排斥和限制竞争的现代法律原则不相吻合。但是,合格投资者的制度安排的目的却是出于保护弱小的投资者不因投资于不适宜的证券或其他金融产品而招致严重经济损失;保护特定资本市场的稳定和良性发展,最终实现交易秩序的安全,遏制系统金融风险的发生。可见,合格投资者制度追求的实质上的公平、正义,其法律价值序列是交易安全优于交易自由。这尽管在一定范围上限制交易的自由和交易机会均等,降低了资本市场的流通性,将交易主体封闭在适宜的安全地带,然该制度安排的合理性和正当性却毋庸置疑。

## (二)合格投资者品格的塑造

合格投资者是法律或政策性规范基于资本市场交易安全和稳定发展,以及保护投资利益,针对特定产品或投资项目投资的现实需要加以界定和塑造的一类特殊主体资格。这类投资主体资格介于一般投资主体资格与现实特定交易中具体主体资格之间。凡具有民商法所认可的主体资格则具有一般的抽象投资主体资格,而合格投资主体必须具备规范所要求的特定交易领域的条件,通常还需要履行一定的程序,才能在拥有一般投资主体的前提下被赋予合格投资主体资格。合格投资者

主体虽然是一般投资主体的具体化,但是,它依然是法律关于特定投资主体条件的预设,属于应然的范畴,相对于一项已经成立交易中的现实合格投资者仍然是不具体的。当然,现实交易中的合格投资者必须在实然的状态达到应然层面的最低条件要求,否则它就不是合格投资者。合格投资者在应然层面的法律塑造往往是通过以下三个要素加以界定而完成特定化的。

1. 目的的界定。在特定资本市场确立合格投资者的目的,一般而言是为了资本市场的安全,防范系统风险,保护投资者的合法权益。这决定了合格投资者制度的正当性和合法性。从我国合格投资者制度考察,不同交易领域合格投资者设定的目的并非完全相同而是有所侧重。比如,境内合格投资者投资于境内资本市场,无论是投资于股票市场、债券市场、私募发行市场或金融衍生品市场,均侧重于交易安全和弱小投资者保护。合格境外机构投资者<sup>①</sup>在中国境内证券市场的投资行为,其资格的设定则强调国家层面的经济安全,既要引进外资促进中国证券市场的发展,又要防止中国资本市场被外资所操纵。境外机构投资者获得在中国境内合格投资者的资格必须经证监会许可授予证券投资业务资格,并获得国家外汇局投资额度的批准,然后通过境内证券公司进行证券交易,不得直接从事证券交易。另外,合格境外机构投资者的境内证券投资,应当遵循下列持股比例限制:(1)单个境外投资者通过合格投资者持有一家上市公司股票的,持股比例不得超过该公司股份总数的10%;(2)所有境外投资者对单个上市公司A股的持股比例总和,不超过该上市公司股份总数的20%。属于战略投资的,其持股不受上述比例限制。战略投资者首次投资完成后取得的股份比例不低于该公司已发行股份的10%,在法律无特殊限制的行业其在单一公司投资总额可以达25%以上。然而,至于合格境内机构投资者<sup>②</sup>境外证

---

① 合格境外机构投资者,是指符合申请条件,经中国证监会批准投资于中国证券市场,并取得国家外汇局额度批准的中国境外基金管理机构、保险公司、证券公司以及其他资产管理机构。它是境外机构投资者对我国境内证券投资的资格许可制度。

② 合格境内机构投资者,是指符合规定的条件,经中国证监会批准在中国境内募集资金,运用所募集的部分或者全部资金以资产组合方式进行境外证券投资管理的境内基金管理公司和证券公司等证券经营机构。

券投资行为中资格的界定,则强调保护中国境内投资人的合法权益,避免不适当的投资行为招致巨额亏损。近几年来,我国境内公司因投资金融衍生产品曾发生多起巨额亏损事件,教训惨痛。<sup>③</sup>这一切充分说明我国建立和完善境内合格投资者制度的迫切性。

2. 特定交易领域的界定。合格投资者是特定产品或特定资本市场交易中的特殊投资者,主要包括私募证券、衍生产品和创业板市场等高风险高收益领域,离开了特定的资本交易领域,合格投资者这种特殊主体资格则无法界定。这种“人格体是由与其他人格体的关系即由其角色来确定的。”<sup>④</sup>“在这种角色中,诸义务和诸权利被绑定在一起,在这种意义上创立了一种地位。”<sup>⑤</sup>比如,在私募证券投资中投资者处于发行人或出售人的交易相对人地位,其角色是证券购买人,基于该角色享有相应的权利,承担相应的义务。从我国对合格境外机构投资者境内投资行为的规定来看,合格投资者在经批准的投资额度内,限于投资于下列人民币金融工具:(1)在证券交易所挂牌交易的股票;(2)在证券交易所挂牌交易的债券;(3)证券投资基金;(4)在证券交易所挂牌交易的权证;(5)中国证监会允许的其他金融工具。合格投资者还可以参与新股发行、可转换债券发行、股票增发和配股的申购。也就是说,合格境外机构投资者是针对以上投资领域界定的适格主体。境内合格投资者境外投资除中国证监会另有规定外,基金、集合计划投资于下列金融产品或工具为适格主体:(1)银行存款、可转让存单、银行承兑汇票、银行票据、商业票据、回购协议、短期政府债券等货币市场工具;(2)政府债券、公司债券、可转换债券、住房按揭支持证券、资产支持证券等及经中国证监会认可的国际金融组织发行的证券;(3)已与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录的国家或地区证券市场挂牌交易

<sup>③</sup> 2004年12月,中航油新加坡公司因投机性期权交易爆出5.54亿美元的巨额亏损。2009年4月,爆出的国内几大航空公司上年度业绩巨亏总额高达305.79亿元,问题又一次发生于衍生品投资领域。2008年,国航的油料套期保值业务损失达74.72亿元,占到了总亏损额的82%,而东航在燃油套期保值业务的损失约64亿元,占比46%。中国远洋所持FFA(远期运费协议)约有50亿元浮亏。

<sup>④</sup> [德]京特·雅科布斯:《人格体·主体·社会》,法律出版社2001年版,第30页。

<sup>⑤</sup> [德]京特·雅科布斯:《人格体·主体·社会》,法律出版社2001年版,第51页。

的普通股、优先股、全球存托凭证和美国存托凭证、房地产信托凭证;(4)在已与中国证监会签署双边监管合作谅解备忘录的国家或地区证券监管机构登记注册的公募基金;(5)与固定收益、股权、信用、商品指数、基金等标的物挂钩的结构性投资产品;(6)远期合约、互换及经中国证监会认可的境外交易所上市交易的权证、期权、期货等金融衍生产品。基金、集合计划对禁止投资的领域则不具备境外合格投资主体资格。例如,不得有下列投资行为:购买不动产;购买房地产抵押按揭;购买贵金属或代表贵金属的凭证;参与未持有基础资产的卖空交易;从事证券承销业务等9类投资活动。

3. 投资交易能力的界定。合格投资者参与特定资本市场从事投资交易的产品或项目通常具有高风险、投资额大、产品设计复杂和透明度低等特点,投资者仅有一般的投资交易能力难以胜任。以美国次级贷款证券化为例,不仅参与主体众多,有次级贷款人、住房抵押贷款机构、信用评级机构、保险机构、特殊目的公司、投资银行、商业银行、社保基金和对冲基金等,而且法律关系极为复杂。其证券化的流程为:次级贷款→MBS(房地产抵押借款证券)→CDO(抵押担保证券,衍生为两个类型,凡基础资产以债券为多数者,称为CBO;凡以银行贷款多数者,则称之为CLO)→CDO(再打包发行证券)。前后可以经过三次证券化,包括多重复合法律关系,致使CDO的管理人、投资人和抵押贷款的借款人相距甚远,虽然运用了各类数学模型,也难以估计违约情况,造成风险失控。其风险由次级贷→次级债券→CDO→清算银行,沿着债券化的路径在整个金融市场蔓延,形成危机传导效应,最终导致世界性的经济危机。《证券公司债券管理暂行办法》第21条规定,定向发行的债券每份面值为50万元,每一合格投资者认购的债券不得低于面值100万元。可见,这种债券的一次投资交易额有最低额的限定,其一次交易额通常远大于其他普通证券。另外,合格投资者参与投资交易的证券主要是私募证券,发行具有非公开性,信息披露要求低于公开发行上市的证券,信息不对称度增大。这一切均对合格投资者的投资交易能力提出了比一般投资者更高的要求。投资交易能力通常包括两个方面:认识判断能力和责任承担的能力。认识判断能力指投资者基于已有的知识和经验对投资产品的认知和理解,并据此对投资收益和风

险的判断能力;责任能力则是指当投资产生市场风险责任和违约责任时,投资者的承担和偿付能力。就合格投资者参与投资的特定领域均要求其具备相应的专业知识和一定的投资经验,能够深入的理解投资对象的性质、特点和潜在的风险,同时要求其有足够的资金实力承担可能产生的巨大风险损失和偿付责任。

## 二、合格投资者主体资格塑造的方法与标准

### (一)合格投资者主体资格塑造的一般方法与标准

从现行制度考察,合格投资者主体资格塑造的一般方法,从其过程看主要有三大环节:

首先,区分产品、区分市场划分不同类型的合格投资者。根据合格投资者投资的产品可以将其划分为股票、债券、期货和衍生产品等领域的合格投资者;根据资本市场区分的合格投资者则包括创业板合格投资者、柜台交易市场合格投资者、境外市场交易的境内合格投资者和境内市场交易的境外合格投资者。

其次,在某一类别的合格投资者中,再根据投资者性质进一步区分不同身份的投资者并规定不同的标准和条件。我国台湾地区针对公开发行公司的私募证券,将合格投资者分为三类:(1)银行业、票据业、信托业、保险业、证券业或其他经主管机关核准的法人或组织;(2)符合主管机关规定条件的自然人、法人或基金;(3)发行人或关联企业的董事、监事和高管人员。立法或行政规章对不同性质的合格投资者往往设置不同的标准及具体条件。为了对合格投资者做到全面、客观、公正、合理的评价,一般不采取单一标准,而是主观标准与客观标准,定性标准与定量标准有机地结合起来进行综合评价,强调原则而不失灵活,既有刚性又不失弹性空间。定性标准要求合格投资者必须取得某种前提性法律资格,通常为依法批准设立的金融机构,包括商业银行、证券公司、基金管理公司、信托公司和保险公司等;量化标准,包括资产、收入、投资年限、投资次数等,量化标准主要适用于专业金融机构之外法人、合伙和自然人。客观标准,是指除了主观判断因素以外的能够反映

投资者能力的客观事实,上述定性和定量标准均属于客观标准的范畴。美国 SEC 目前主要根据以下三个相对客观、易于操作的标准来界定谁属于合格投资者:(1)具有相应的投资经验,能够正确评估投资风险,符合这个标准的多为机构投资者。(2)具有一定资产或相对富裕能够承担投资失败的风险,符合这个标准的多为富裕的自然人。具体条件为个人净资产不低于 100 万美元;年收入不低于 20 万美元;已经有至少 15 万美元投资于资本市场;对私募公司的投资总额不得超过个人总资产的 20% 等。(3)与发行人关系密切足以获取与发行有关的信息,符合这个标准的多为发行人的关联人。如果投资者符合上述三个标准之一,就可以推定为“经验丰富或有其他途径足以保护自己的利益,不需要立法注册制度保护的投资者”。主观标准则是指投资者对产品所具有的相关专业知识、认知程度和投资经验等主观方面的判断依据。由于主观难以深入投资者的内心明确其具体状况,但是可以通过某些确定的指标要素采取评估和测试的方法作为判断的依据。

最后,通过程序认定并授予合格投资主体资格。凡符合相应标准和具体条件的投资者,还须履行法律或行政规章所规定的程序,经主管机构确认才能获得合格投资者。目前,我国区分不同合格投资者分别采取行政许可和中介机构认定两种程序授予合格投资者资格,以及交易过程中由交易相对人判断、识别对方的合格投资主体资格。其中,合格境内外机构投资者,须由投资者向证监会申请,经审查符合条件的,批准授予境内外证券投资业务资格。对中小企业私募债券合格投资者资格的取得须由投资者向证券公司提出申请,证券公司经审查对符合私募债券合格投资者条件的,应当与其签署风险告知书,并填写私募债券合格投资者资格确认表,授予合格投资者资格。另外,《证券公司债券管理暂行办法》第 28 条第 2 款规定,“发行人、主承销商、提供转让服务的证券公司、转让人均应当对合格投资者身份进行必要的审查和确认,非合格投资者不得参与定向发行债券的认购、受让活动。”该规定实质上将证券公司定向发行债券的合格投资者资格的认定,托付给了交易相对人,性质上属于交易相对人的谨慎注意义务。

## (二)判定各类合格投资者的具体条件

由于合格投资者是特定资本市场特定的主体,因此不存在认定合



格投资共同的一般条件。不同种类的合格投资者所应当具备的条件各不相同,即使同一产品不同性质的合格投资者所应具备的条件也截然不同。例如,金融投资机构与自然人均可从事私募证券投资,但是,二者成为私募证券合格投资者的条件,却大相径庭。我国现行制度确立的合格投资者包括:合格境外机构投资者、合格境内机构投资者、证券公司定向发行债券合格投资者、创业板市场合格投资者、股指期货合格投资者、集合资金信托计划合格投资者和中小企业私募债券合格投资者。针对这些特定的具体合格投资者,分别规定了不同条件。为了避免冗长累赘,这里不便于一一介绍,仅介绍创业板市场合格投资者和债券合格投资者的确认条件,以便举一反三,窥一斑而知全豹。

2009年3月,中国证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》,据此深圳证券交易所制定的《创业板市场投资者适当性管理实施办法》,中国证券业协会制定的《创业板市场投资风险揭示书(必备条款)》,深圳证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司联合制定《创业板市场投资者适当性管理业务操作指南》。这些规范文件要求“创业板市场应当建立与投资者风险承受能力相适应的投资者准入制度,向投资者充分揭示投资风险”。初步构建创业板市场投资者适当性管理制度体系。在投资者参与创业板市场的基本要求方面明确规定,具有两年以上(含两年)交易经验的自然人投资者可以申请开通创业板市场交易。对暂时达不到两年交易经验要求的自然人投资者,如果经慎重考虑仍坚持直接参与创业板市场,证券公司应当在营业场所现场与其书面签署《创业板市场投资风险揭示书》,并要求投资者就自愿承担市场相关风险抄录一段特别声明。证券公司对自然人客户申请开通创业板市场交易时,必须进行适当性管理,具体操作流程为:(1)收集客户信息。证券公司在接受客户申请的同时,可以通过现场询问、问卷调查等方式,收集客户信息,包括客户身份、财产与收入状况、证券投资经验、风险偏好、投资目标等。(2)投资能力测试。证券公司可以根据所收集的客户信息,结合自身条件及设定标准,对客户风险认知与承受能力进行测评,并将测评结果告知客户,作为客户判断自身是否适合参与创业板市场交易的参考。(3)风险提示。证券公司在对客户进行风险测评后,认为其不适合参与创业板市场交易的,应当加

强市场风险提示,劝导其审慎考虑是否申请开通创业板市场交易。(4)签署风险揭示书。(5)开通创业板交易。证券公司可以直接为机构客户开通创业板市场交易。

关于债券合格投资者,目前我国有两类债券合格投资者取得资格的条件:一是证券公司定向发行债券的合格投资条件;二是中小企业私募债券合格投资条件。《证券公司债券管理暂行办法》第9条规定:定向发行的债券只能向合格投资者发行。合格投资者,是指自行判断具备投资债券的独立分析能力和风险承受能力,且符合下列条件的投资者:(1)依法设立的法人或投资组织;(2)按照规定和章程可从事债券投资;(3)注册资本在1000万元以上或者经审计的净资产在2000万元以上。该规定将自然人排除在合格投资者之外。《上海证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》,《上海证券交易所中小企业私募债券业务指引(试行)》规定,机构投资者申请成为私募债券合格投资者,应符合以下条件:(1)经有关金融监管部门批准设立的金融机构,包括商业银行、证券公司、基金管理公司、信托公司和保险公司等;(2)上述金融机构面向投资者发行的理财产品,包括但不限于银行理财产品、信托产品、投连险产品、基金产品、证券公司资产管理产品等;(3)注册资本不低于人民币1000万元的企业法人;(4)合伙人认缴出资总额不低于人民币5000万元,实缴出资总额不低于人民币1000万元的合伙企业;(5)经本所认可的其他合格投资者。个人投资者申请成为私募债券合格投资者,应符合以下条件:(1)该投资者个人名下的各类证券账户、资金账户、资产管理账户等金融资产总计不低于人民币500万元;(2)具有最近2年以上的证券交易成交记录;(3)理解并接受私募债券风险,通过私募债券投资基础知识测试。另外,发行人的董事、监事、高级管理人员及持股比例超过5%的股东,可参与本公司发行私募债券的认购与转让。承销商可参与其承销私募债券的发行认购与转让。

### 三、合格投资者主体资格塑造的行为模式:权利与义务

合格投资者主体资格塑造除了其目的性和应当具备相应条件这些

静态规制外,还必须将其放在与之建立法律关系的主体之间的相互权利、义务中,加以动态规制考察。以下仅以中小企业私募债券为例阐述与合格投资者发生法律关系主体的适当性行为规范。

中小型企业私募债券的发行人是中国境内注册的有限责任公司或者股份有限公司,均属于小微企业。这些公司与上市公司相比无论是注册资本、净资产、经营管理水平,还是风险防控能力均明显偏低。中小企业私募债券采取交易所备案发行制,对发行人净资产和盈利能力等没有硬性要求,由承销商对发行人的偿债能力和资金用途进行把握;此外,发行金额、利率、期限等,均由发行人、承销商和投资者自行协商确定,通过合同确定各方权利义务关系。因此,其发行私募债券的信用级别低,属于高风险高收益品种。为了保护投资者利益,发行人必须承担以下义务:第一,以非公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者发行私募债券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。每期私募债券的投资者合计不得超过200人。第二,应向投资者充分揭示风险,真实、准确、完整地披露信息,不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏;在债券存续期间应当通过定期报告和重大事项报告等方式向债券持有人持续披露可能影响还本付息的相关信息。第三,必须与合格投资者签署认购协议,明确本期债券认购价格、认购数量、认购人的权利义务及其他声明或承诺等内容。第四,制定偿债保障等投资者保护措施,加强投资者权益保护。应设立偿债保障金专户,用于兑息、兑付资金的归集和管理。依据在募集说明书中的承诺,在私募债券付息日的10个工作日前,将应付利息全额存入偿债保障金专户;在本金到期日的30日前累计提取的偿债保障金余额不低于私募债券余额的20%。为保障私募债券本息按时兑付,须采取限制股息分配措施,并承诺若未能足额提取偿债保障金,不得以现金方式进行利润分配。

投资者有义务向证券公司真实、全面和完整地提供自己资产、收入和投资经历等方面的信息,接受证券公司组织的专业知识培训和测试,与证券公司订立风险认知书,获得合格投资者资格认定。合格投资者认购债券,应当认真阅读本期募集说明书及有关的信息披露文件,充分了解债券发行人的财务状况、经营状况、产业性质和特征、企业管理水平、盈利能力及发展前景;对本期发行债券的种类、持有人权利义务、债

券期限、利息、还本付息方式以及是否有担保及担保的种类等相关信息进行全面掌握和分析。在此基础上根据自己的专业知识和投资经验进行预期收益和风险评估,并根据自身的对风险的承受能力作出是否投资的独立判断。债券存续期间,合格投资者应当关注发行人的经营和财务状况的变化情况,并通过债券受托管理人及参加债权人会议的方式行使相应的权利,实现自己的投资利益。

证券公司既可以担任私募债券的承销商,充当私募债券持有人的受托管理人,提供认购和转让代理服务,又可以作为投资人参与认购和转让。因此,证券公司是私募债券制度建立和规制的核心。证券公司应当承担适当性管理职责。证券公司应当建立完备的投资者适当性制度,确认参与私募债券认购和转让的投资者为具备风险识别与承担能力的合格投资者。首先,应当了解和评估投资者对私募债券的风险识别和承担能力,充分揭示风险。其次,要求合格投资者在首次认购或受让私募债券前,签署风险认知书,承诺具备合格投资者资格,知悉私募债券风险,将依据发行人信息披露文件进行独立的投资判断,并自行承担投资风险。

证券交易所的主要职责是:(1)对私募债券的发行进行审查备案,为私募债券的信息披露和转让提供服务,并实施自律管理。(2)确认交易的效力。凡是通过证券公司转让的,转让达成后,证券公司须向交易所申报,并经确认后生效。交易所按照申报时间先后顺序对私募债券转让进行确认,对导致私募债券投资者超过200人的转让不予确认。中国证券登记结算有限责任公司根据交易所发送的私募债券转让数据进行清算交收。

私募债券实行托管制度。由发行人为私募债券持有人聘请私募债券受托管理人。私募债券受托管理人可由该次发行的承销商或其他机构担任。为私募债券发行提供担保的机构不得担任该私募债券的受托管理人。在私募债券存续期限内,私募债券受托管理人应当为私募债券持有人的最大利益行事,不得与私募债券持有人存在利益冲突。其职责为:(1)持续关注发行人和保证人的资信状况,出现可能影响私募债券持有人重大权益的事项时,召集私募债券持有人会议;(2)发行人为私募债券设定抵押或质押担保的,私募债券受托管理人应当在私募

债券发行前取得担保的权利证明或其他有关文件,并在担保期间妥善保管;(3)在私募债券存续期内勤勉处理私募债券持有人与发行人之间的谈判或者诉讼事务;(4)监督发行人对募集说明书约定的应当履行义务的执行情况,并出具受托管理人事务报告;(5)预计发行人不能偿还债务时,要求发行人追加担保,或者依法申请法定机关采取财产保全措施;(6)发行人不能偿还债务时,受托参与整顿、和解、重组或者破产的法律程序;(7)私募债券受托管理协议约定的其他重要义务。

从上述可以看出,私募债券受托管理人是债权人会议的执行机关,负责债权人会议决定的执行,以及涉及全体债权人利益事项日常管理和协调工作。私募债券实行集中托管既有利于保护债券持有人的合法权益,又有助于节约交易成本。一方面,由托管人代表分散的债权人召集债权人会议对涉及债权人利益的重大事项作出决定,解决了债权人一致行动的难题;另一方面,由托管人代表债券持有人统一行使权利对发行人而言,使其履行债券本息偿付义务,与债权人谈判和协调,以及处理纠纷等方面,极大地降低了管理成本。

#### 四、我国资本市场合格投资者制度发展前瞻

##### (一)坚持分市场、分产品发展的原则进一步发展完善我国资本市场合格投资者制度

合格投资者制度是一种为了确保资本市场交易安全和保护投资者利益,就特定资本市场和产品设置的市场准入制度。因此,运作规范,管理制度体系健全,风险较低的成熟资本市场应当对投资大众开放,无须通过合格投资者限制潜在的投资者进入该交易领域。今后,我国合格投资者制度发展的重点应当是,在新兴资本市场和新的投资产品,如中小企业板市场、柜台交易市场和新的金融衍生产品等领域继续引入该制度,促进我国多层次的资本尽快形成健全的体系,平衡发展,更好地保护投资者的利益。

## (二)合格投资者资格的认定应当由行政许可向中介机构认定过渡

目前,我国对合格投资者的认定分别采取行政许可和中介机构认定两种程序授予合格投资者资格,并辅之以由交易相对人在交易过程中判断、识别交易对方的合格投资主体资格。行政许可过于刚性而缺乏弹性,另外,对于投资者投资经验、专业知识、对产品的分析能力、风险认识和承担能力进行行政判断往往缺乏合理性和可操作性。因此,对合格投资者的市场准入实行行政许可不利于培育和发展新兴资本市场。至于发行人或其他交易相对人虽然对交易对方负有关于交易适当性的谨慎注意义务,但是,由其确认交易对方的合格投资主体资格,由于出于获得更多交易机会的动机,以及利益冲突的存在,难以发挥制度设计的有效功能。相比之下,由证券公司等中介机构担负起合格投资者资格的认定则是一种择优选择。既能落实合格投资者的客观和量化标准,又有助于通过评估或测试对合格投资者的专业知识、投资经验和风险认知能力等主观标准作出较合理的判断。

### (三)在合格投资者适当性管理中应当建立避免利益冲突规则

《上海证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》中规定,证券公司既可以担任私募债券的承销商,充当私募债券持有人的受托管理人,提供认购和转让代理服务,又可以作为投资人参与认购和转让。如果某一证券公司充当以上全部角色,不但权力过于集中,而且必然会处于利益冲突之中。比如,若证券公司既是私募债券的承销者同时也是认购人,或者同时兼任托管人就会不可避免地产生利益冲突。正因为如此,笔者建议制定以下消除利益冲突的规则:同一证券公司不得在同一证券或产品存续期间,既担任该证券或产品的发行人又担任托管人,已经担任发行人的不得自行认购发行的证券或产品;代理证券转让服务的证券公司不得以被代理客户的名义与自己订立转让合同。

### (四)相关规范应当对发行人、转让人向不合格投资人转让证券的效力作出明确规定

如果投资者进入市场前,按照合格投资者的准入标准和条件由资格认定机构严格审查和测试,有效地把好准入关口,不合格投资者必将被排斥在特定市场或产品交易之外,市场交易仅在合格投资者之间封

闭进行。不会出现上列标题所提出的问题,然而,制度在执行中往往疏而有漏,实际运行中不可避免地会出现不合格投资者参与相关证券或产品交易的现象。那么,这种交易一旦因产生损失引起争议,如何确认其法律效力。笔者认为应当具体问题具体分析。首先,凡是经合格投资者认定程序由有权认定机构认定其为合格投资者的,即使认定中存在疏忽、过错和有缺陷,根据保护交易安全和善意受让人利益的原则,对方当事人也不能主张交易无效。这是因为经认定程序认定的适格投资者必须推定为合格投资者,而且不允许反证推翻。但是,一方当事人的损失应当由违谨慎义务的认定机构承担赔偿责任。其次,凡是与未经认定的不合格投资者进行交易并产生纠纷的,则交易应当认定为无效,并由双方当事人根据过错承担赔偿责任的责任。