

创新与融合:债券市场投资者 适当性制度的完善

赵晓钧*

摘要:随着交易所债券市场在近年取得较快发展,适当性制度作为投资者权益保护的重要措施被广泛采用。自引入中国证券市场至今,投资者适当性已遍布创业板、融资融券、金融期货、股票期权等业务,同时,也因存在诸如法律体系的效力层级不健全、各项规则中投资者分类标准不统一等问题而备受关注。本文通过介绍适当性制度含义、境外市场演进过程,结合对债券市场相关规定的分析,厘清适当性制度、投资者分类与相关概念的差异,提出进一步完善债券市场投资者适当性制度的建议。

关键词:债券投资者 投资者适当性 合格投资者 投资者分类

近年来,作为我国多层次资本市场体系的重要组成部分,债券市场快速发展,在整个国民经济体系中的地位举足轻重。随着市场规模快速扩大,创新产品迭出,债券投资者群体日益壮大,关于如何

* 上海证券交易所投资者教育部员工,法学博士。本文仅为个人观点表述,不代表所在机构及部门。

充分保护其合法权益的问题也逐渐引起市场监管机构的关注。为促进债券市场健康发展,大力发展直接融资,有必要在制度设计上持续完善投资者适当性等债券投资者保护制度体系。

一、债券市场投资者适当性制度演进

(一) 制度设立

作为一种融资与投资工具,债券不同于股票、基金等投资产品,具有收益稳定、波动性低、交易大宗性等特性,同时,投资风险也较独特。可以说,在我国以个人投资者尤其是个人中小投资者为主的交易所市场中,债券产品的上述特征客观上要求参与交易的投资者应当具有相应的知识、经验及风险承受能力,鉴于此,实施适当性管理确有必要。

在我国,随着交易所市场上国债、地方债、公司债、资产支持证券等投资产品日渐丰富,为保护债券投资者群体的合法权益,引导投资者理性参与债券交易,上海证券交易所(以下简称上交所)于2012年先后发布了《债券市场投资者适当性管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)与《中小企业私募债券业务试点办法》(以下简称《试点办法》)。自此,涵盖了投资者分类(包括分类转化)、“了解投资者”、适当性评估、风险揭示等内容的交易所债券市场投资者适当性制度建立起来。

(二) 持续演进

2015年年初,中国证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称《管理办法》)实施,对公司债市场适当性制度做出如下调整:

一是明确公司债券市场的适当性制度涵盖债券发行与交易环节;

二是规定证券交易所、全国中小企业股份转让系统应当建立相应的适当性管理制度,发行人、承销商应承担适当性管理职责并确认“合格投资者”;

三是规定只有符合相关资质条件的投资者才能成为公司债市场的“合格投资者”(包括机构及个人投资者);

四是明确了在公司债券的发行环节,资信状况符合相关标准的公司债券可以向合格投资者、公众投资者公开发行,非公开发行的公司债券只能向合格投资者发行。

在《管理办法》出台后,《暂行办法》做出如下调整:

一是在投资者分类方面,将此前“专业投资者”与“普通投资者”的分类调整为“合格投资者”与“公众投资者”;

二是区分不同类别的投资者可参与投资的产品范围,如公众投资者可参与公司债券的公开发行与交易,“合格投资者”既可参与公司债券的公开发行与交易,也可参与非公开发行与转让。相对而言,“合格投资者”可参与更广泛的债券产品投资;

三是承担公司债券适当性管理职责的主体包括发行人、承销机构及证券经营机构。

(三)若干分歧

为充分保护中小投资者合法权益,无论是“新国九条”^{〔1〕}还是“国办九条”^{〔2〕},都明确提出将“健全投资者适当性制度”作为进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的重要意见。随着证券期货市场产品日渐丰富,我国已基本形成了由监管机构监管规则、交易所(或行业协会)自律规则以及证券期货经营机构(以下简称经营机构)内部管理规范等构成的多层次适当性制度体系,内容主要包括“投资者分类”、“了解投资者”、“了解金融产品或服务”、“适当性评估”及“风险揭示”等。

值得关注的是,目前已有的针对不同市场、不同产品或业务的适当性管理制度还存在相关规定较为分散、标准不统一、横向配套规则考虑不尽周延,甚至矛盾等问题。实践中,这些问题无疑将增加包括经营机构在内的市场各方履行适当性义务、实施适当性管理的成本,也可能引发市场上关于投资者权益保护程度等质疑。仅就债券市场而言,其适当性制度中的特殊规定就包括:一是债券市场将投资者分为“合格投

〔1〕 即《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(2014年5月9日发布)。

〔2〕 即《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(2013年12月27日发布)。

投资者”与“公众投资者”的做法有别于其他规则中“专业投资者”与“普通投资者”的分类；^{〔3〕}二是在债券适当性制度中，即使是针对较成熟的“合格投资者”，经营机构也未被豁免承担适当性评估等项义务。

为尽快形成全市场间层次健全、规定统一、有效衔接的适当性制度体系，降低制度规定间不一致可能引发的实践操作中的摩擦成本，有必要进一步探究适当性制度的含义，厘清适当性制度中投资者分类的目的意义以及“合格投资者”制度的具体适用情形等，全面推动市场提升服务投资者的水平。

二、投资者适当性制度含义与宗旨探究

适当性制度是经国际经验证实的，一项较有效的投资者权益保护制度设计，对在市场创新提速、多层次市场不断完善的背景下全面保护投资者权益而言具有重要意义。对此，有必要进一步探究适当性制度的本义及设计初衷。

（一）制度演变

一般认为，“投资者适当性”最早是美国全国证券交易商协会（NASD）在回应1938年的马洛尼法案（the Maloney Act of 1938）时^{〔4〕}以“公平交易条款（the Rules of Fair Practice）”^{〔5〕}的形式确立的，且相关立场在1964年《证券法》修改后也未有较大改变。^{〔6〕}此后，在纽约

〔3〕 诸如，上交所《投资者适当性管理暂行办法》将投资者分为“专业投资者”与“普通投资者”、中国证券业协会《证券公司投资者适当性制度指引》将投资者分为“专业投资者”与“非专业投资者”。

〔4〕 Act of June 25, 1938, ch. 677, § 1, 52 Stat. 1070 (1938).

〔5〕 在推荐投资者购买、销售或者交换证券时，NASD会员应当基于合理的理由相信，根据投资者披露的关于其持有的其他证券及与财务状况和需求相关的信息，其所做的推荐是适合该投资者的。

〔6〕 NASD, Certificate of Incorporation and By-laws, Rules of Fair Practice, and Code of Procedure for Handling Trade Practice Complaints. 39 (1939).

证券交易所〔7〕、美国证券交易所〔8〕以及美国证券交易委员会(即SEC)、金融业监管局(即FINRA)等的规则〔9〕中也有类似规定,内容主要包括以下方面:〔10〕

一是承担适当性义务的主体为向投资者推荐或提供金融产品的证券经纪人(Broker Dealer)、投资顾问或销售金融产品的金融机构(以下简称经纪人),非证券发行人或证券交易场所;

二是经纪人应当承担的适当性职责包括对投资者进行必要的询问,收集与投资者相关的信息,〔11〕做到“了解其客户”,并确保向投资者提供适合的金融工具或服务;〔12〕

三是进行风险提示,尤其是在存在较大投资风险时,经纪人应当提示投资者关注。〔13〕

类似规定也可见于欧盟《金融工具市场指令》(Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)及其执行指令(2006/73/EC)中。值得一提的是, MiFID 进一步把投资者划分为“合格对手方”(Eligible Counterparties)、“专业投资者”(Professional Clients)和“零售投资者”(Retail Clients),并对三类投资者提供了程度依次增强的法律保护,同时, MiFID 也规定了不同类别的投资者间并非彼此绝对排斥,在满足相应条件或程序的前提下可以进行分类转化,以借助“更适当的”身份参与投资或交易。诸如,自然人投资者既可主张作为“零售投资者”,也

〔7〕 NYSE Rule 723. 适当性(Suitability)除非会员组织或会员或者会员组织的雇员具有合理的基础确信,在向投资者作出推荐时,投资者具有合理地理解所推荐投资风险的金融知识和经验,并具有承担所推荐的期权合同中投资风险的金钱实力,否则不能向投资者推荐参与任何期权合约的开放交易。Amendment.

〔8〕 美国《证券交易所规则》第411条规定通过美国证券交易所的第16条“与公平交易有关”的规则得以强化,“每家会员,会员公司都应当在处理其商业事务时一直遵守良好的商业惯例原则”。这些规定都与“掌握客户信息”和“公平交易”义务有关,也与交易所相关规则的内容紧密联系。

〔9〕 参见SEC发布的15b10系列规则及FINRA综合手册第2090和2111条规则。

〔10〕 参见NASD自律规则第2310条规定。

〔11〕 包括(1)客户的财务现状;(2)客户的税负状况;(3)客户的投资目标;(4)其他相关信息,而且,客户是基于这些信息做出交易决定。

〔12〕 NASD Rule 2310.

〔13〕 参见纽交所1962年关于销售行为监管及控制的指引。

可在特定情况下主张作为有能力承担相应投资风险的“专业投资者”。^[14]

此后,适当性制度陆续被英国、日本、新加坡、香港等国家和地区接受,并在诸如“雷曼迷你债”事件后引起了广泛关注。

(二) 简要述评

从境外市场的相关规定可知,作为普遍存在的监管规则,适当性制度主要包括以下内容:

一是适当性制度要求证券金融机构或经纪人(以下简称金融机构)应当根据其客户即投资者的财务状况、投资知识及投资经验和投资目标以及风险承受能力等向其提供适合的金融产品或服务,重在强调由金融机构承担将投资者与产品间进行“适当匹配”的职责;

二是在金融机构向投资者提供相匹配的金融产品或服务时,应通过适合的流程或渠道将“适合的”金融产品或服务提供给适合的投资者,注重金融机构“筛选”适合于参与金融产品投资的投资者的流程和方式;

三是适当性制度主要适用于金融机构在向非专业的零售投资者,即自然人投资者进行销售或者提供服务的环节,至于机构投资者等专业投资者是否适用,各国及各地区规定也大相径庭。

三、投资者分类与“合格投资者”的制度差异分析

(一) “二分法”的分类

对投资者进行分类并施以差别性的保护措施,是适当性制度的重要内容,也是保护投资者合法权益的关键性举措。

在境外市场,关于投资者分类的规定,诸如欧盟 MiFID 将投资者分为“专业投资者”与“零售投资者”,并在此基础上增加了仅适用于有限范围的“合格对手方”。^[15] 总体上, MiFID 做出上述分类的主要意图即

[14] Section 1 of Annex II to the MiFID(2004/39/EC).

[15] 参见 MiFID 第 24 条(2)。

在于体现投资者间的差异,并据以明确经营机构是否承担适当性义务,以及违反相关规定后应当承担的赔偿等责任。

在香港市场,投资者被分为“专业投资者”与非专业投资者,前者包括“法团专业投资者”与“个人专业投资者”。在雷曼“迷债”事件中,迷债分销银行与金融管理局、证券及期货事务监察委员会所达成的向投资者回购所持有的迷债和解协议中,也排除了向“专业投资者”的回购,换句话说,事件中的“专业投资者”(包括个人专业投资者)是无法获得赔偿的,分销银行不向其承担适当性的义务。^[16]此外,日本《金融商品交易法》也将投资者分为“专业投资者”与“一般投资者”两大类,同时,兼顾到可能出现的分类调整的情形,另设有关于“可变更的专业投资者”与“可变更的一般投资者”的规定。

综上,将投资者划分为“专业投资者”与非专业的“普通投资者”的做法较为普遍,旨在明确金融机构是否应当承担适当性义务,并借以确定在违反相关义务后是否应承担赔偿等责任。

在境内,有关投资者“二分法”的规定可见于中国证券业协会于2012年年底发布的《证券公司投资者适当性制度指引》及上交所《投资者适当性管理暂行办法》。前者将投资者分为“专业投资者”与“非专业投资者”,后者将投资者分为“专业投资者”和“普通投资者”,同时,上交所也在《股票期权试点投资者适当性管理指引》中将投资者进一步划分为“专业机构投资者”和“普通机构投资者”与“个人投资者”,期权经营机构对后两类投资者应当承担适当性评估义务。

(二)分类转化

如上文所述,考虑到作为投资者分类标准的财务状况、投资知识与经验等因素通常处于动态调整的相对状态,为切实保护投资者合法权益,境外市场往往在规定投资者分类的同时,允许不同投资者类别间进行转化。

诸如,MiFID规定了关于投资者分类转化的“从上规则”与“从下规则”。^[17]其中,符合条件的零售投资者即可主张以“专业投资者”的

[16] <http://sc.legco.gov.hk/sc/www.legco.gov.hk/chinese/index.htm>.

[17] Annex II to the MiFID(2004/39/EC).

身份自金融机构处接受相应的金融投资服务,此为“从上规则”;“从下规则”包括“合格对手方”得主张作为“专业投资者”,^[18]或者“专业投资者”得主张在特定交易中享有“零售投资者”的地位,以此获得更多法律保护。

在日本,《金融商品交易法》也规定了满足一定条件的“可变更的一般投资者”得申请作为“专业投资者”,“可变更的专业投资者”得申请作为“一般投资者”,从而满足关于“专业投资者”与“一般投资者”的分类规定。

从一定程度上看,关于投资者分类转化的规定体现了适当性制度设计的初衷,也就是在坚持分类保护原则的前提下,注重投资者可能面临的不同情形,强化对投资者权益的保护。对此,在构建我国包括债券市场适当性制度时可借鉴相关规定,进一步体现原则中的灵活。

(三)合格投资者

有别于债券市场将投资者划分为“合格投资者”与“公众投资者”,在境外,“合格投资者”具有特殊的法律含义,仅在证券发行等特定情形下使用。诸如,美国《证券法》在关于证券发行豁免注册的规定中明确了仅向符合条件的“合格投资者”进行的非公开发行证券才豁免注册,即全部是面向“合格投资者”的“私人配售”豁免注册。

至于“合格投资者”(Qualified Purchasers)的含义,不仅可见于《投资公司法》中关于“个人应当拥有不少于500万美元的投资,或者任何个人账户或向其他合格投资者账户投资,在审慎基础上投资,且集合资产不少于2500万美元”的规定,SEC也曾在1982年发布的调整非公开发行的《条例D》第501条中明确将其表述为“具有相应的身份、满足相应的净资产和年收入等要求”。

在我国,已有学者在研究中做出了关于“合格投资者”应为“拥有一定规模的资产或收入的机构或个人,具备足够投资知识经验,了解发行人有关信息,能够自我保护的人等,对其中某些对象还有关于人数方

[18] MIFID: customer classification, suitability and appropriateness, April 2006, <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2006/16727.pdf>.

面的限制”^{〔19〕}的表述。

至于规范性文件中所使用的“合格投资者”的含义,主要包括以下两种:一是与美国市场类似,规定“合格投资者”参与非公开证券募集,如《证券投资基金法》第88条第2款规定的非公开募集基金应当向达到规定资产规模或者收入水平,并且具备相应的风险识别能力和风险承受能力、其基金份额认购金额不低于规定限额的单位和个人投资者。

二是规定“合格投资者”可参与私募发行,同时又将其作为适当性制度的内容加以调整,如《管理办法》将投资者分为“合格投资者”与“公众投资者”,并在适当性制度中规定面对“合格投资者”承担“了解投资者”、揭示风险等项义务。类似规定也可见于《期货公司资产管理业务投资者适当性评估程序》。

可见,我国证券市场的规范性文件中对于“合格投资者”含义的理解与使用还存在不一致,而这种不一致又引发了诸如债券市场投资者分类、适当性义务适用对象等规定上的分歧。对此,有必要在进一步区分“适当性”与“合格投资者”两项制度间差异的基础上,合理、适当地进行规范,消除规则体系上的不一致,降低投资者与经营机构在实践中具体适用相关规定时遇到的困惑。

四、投资者权益获得充分保护的债券适当性体系构建

投资者是资本市场发展的基础,为建设投资者权益获得充分保护的证券市场,首先应持续加强包括适当性在内的制度供给,完善保护投资者合法权益的政策体系。

目前,随着债券、证券投资基金、股票期权等投资产品适当性管理制度相继建立,适当性制度体系日益完善,同时也出现了诸如因上位法缺失引发的具体规则间的不一致,甚至矛盾。这将增加市场主体适用相关规定的成本,也有损规则的严肃性、统一性。债券市场上出现的诸如“投资者分类”与“合格投资者”等认识差异一定程度上体现了关于

〔19〕 郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社2004年版,第3页。

适当性制度的认识尚存在分歧。为切实保护投资者权益,同时有效规范经营机构的行为,有必要尽早出台调整并统领证券市场适当性管理的规范性文件,解决当前市场上出现的投资者分类标准不统一等问题。

为配合统一适当性制度的出台,做好投资者进入资本市场的第一道保护工作,可从以下方面进一步完善债券市场适当性制度:

一是建议在厘清“适当性管理”与“合格投资者”制度设计初衷与宗旨等差异的基础上,遵循“二分法”对投资者做出分类,明确经营机构豁免对“专业”投资者承担适当性义务;

二是建议严格将“合格投资者”的适用范围限定在非公开私募发行环节,严把私募发行的“投资者准入”关,区分法律意义上的“合格投资者”与汉语言意义上的通过适当性评估等环节筛选出适合参与某产品投资的“合格的”投资者;

三是建议在构建债券适当性制度体系时,通过规范经营机构向投资者提供债券投资产品或投资咨询等业务的行为、流程,引导经营机构“筛选”适当的债券投资者,实现将适合的债券提供给适合的投资者的目的。至于是否在规则中确定不同类别投资者可参与的债券产品或业务范围,有待进一步商榷。

小 结

较股票市场而言,债券市场的投资者结构较单一,流动性不高,迫切需要引入新的投资者群体,夯实债券市场发展基础。投资者是债券市场运行和发展的源泉,投资者权益受到保护的程度直接决定了债券市场的长远健康发展。为构建投资者合法权益与参与交易意愿获得双重有效保护的债券市场,适当性等制度的构建还可通过分析论证后持续完善。