

## 新三板市场的合格投资者制度及相关制度改革

邢会强

内容提要: 中国新三板市场中的股票发行应定位于“私募发行”, 应是一个私募证券公开集中交易的市场。目前市场中的“合格投资者”对应了美国的“获许投资者”, 应豁免注册或审核。事实上, 美国的“获许投资者”制度存在一些弊端与争议, 美国也正在启动相关议案程序拟修改相关标准。中国新三板市场中的“合格投资者”制度应朝着“理性投资者”制度方向进行改革, 既要考察投资者的风险承受能力, 又要考察其风险认知能力, 对“投资者具有自我保护能力”的理解不能过于泛化。中国应降低新三板合格投资者的财务条件, 引入其他替代条件, 相应发行制度也应进行变革, 放开每次发行人人数等限制, 并豁免监管部门审核。

关键词: 新三板 合格投资者 获许投资者 理性投资者 私募发行豁免

邢会强 中央财经大学法学院教授。

《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则》<sup>(1)</sup> (以下简称《细则》) 规定了投资者参与全国中小企业股份转让系统(以下简称全国股转系统或新三板) 挂牌公司股票交易的条件, 其中 500 万元人民币是成为合格投资者的硬性财务条件。近年来, 新三板市场交易一直不活跃, 即使引入了做市商制度, 其交易依然不够活跃。其后, 全国股转系统又引入了集合竞价交易制度, 但它只是在一定程度上解决了交易价格的公平性问题, 并不能从根本上解决新三板的流动性困境。实践中, 也有不少论者从活跃交易的角度提出了降低投资者进入新三板财务条件的建议。有的建议将财务条件降低到 300 万元, 有的建议降低到 100 万元, 还有的建议降低到 50 万元。<sup>(2)</sup> 那么是否应该降低财务条件呢?

(1) 该细则于 2013 年 2 月 8 日发布, 2013 年 12 月 30 日第一次修订并施行, 2017 年 7 月 1 日第二次修订并施行。

(2) 参见曹俊《提高交易活跃度 建议新三板降低投资门槛》,《证券日报》2013 年 6 月 7 日第 A03 版; 左永刚、苏诗钰:《券商积极呼吁 新三板降投资者准入门槛工作已启动》,《证券日报》2014 年 11 月 26 日第 B02 版; 左永刚《降低新三板投资者门槛的时机已成熟》,《证券日报》2015 年 1 月 16 日第 A02 版; 马元月、姜鑫《新三板投资门槛有望降至 100 万》,《北京商报》2015 年 2 月 9 日第 6 版; 左永刚《新三板调降投资者门槛存分歧》,《证券日报》2016 年 11 月 14 日第 A02 版; 赵燕《“新三板”市场发展现状及对策研究》,《新金融》2016 年第 3 期, 第 33-39 页 等等。

又以何种方法吸引更多投资者和更多资金进入新三板市场呢?这是一个攸关新三板未来发展走向的关键性问题。对此,本文拟对此进行深入研究和分析,并提出改革新三板合格投资者制度及相关制度的建议。

## 一 新三板投资者适当性管理制度之检讨

### (一) 制度初衷

2013年2月,全国股转系统规定的自然人投资者参与新三板股票交易的财务条件是300万元人民币以上的证券类资产市值,2013年12月又将证券类资产市值提高到500万元人民币以上。但2017年7月又将“证券类资产”改为了“金融资产”,虽然500万元人民币未变,但由于计算口径的扩大,实际上变相降低了财务条件。而机构类客户中,合伙企业的财务条件一直都是“实缴出资总额500万元人民币以上的”,但法人机构的财务条件从最初的“注册资本500万以上”修改为现在的“实收资本或实收股本总额500万元人民币以上”,实际上提高了财务条件。这就意味着达不到以上财务条件的投资者是不能参与新三板交易的,这既是一种保护,也是一种权利的剥夺——剥夺了其参与新三板挂牌公司股票交易的机会,体现了一种“家父主义”的作风。当然,也制约了新三板挂牌公司交投的活跃。

全国股转系统规定和提高投资者参与新三板交易的财务条件的初衷,一是为了保护普通投资者以免其遭受损失,二是还有一个更深层次的原因:吸取沪深证券交易所的教训,建立一个以高门槛的、基因更优良的新市场。<sup>(3)</sup> 沪深证券交易所的教训是,这两个市场是一个以散户为主的市场,散户缺乏理性,盲目追涨杀跌,导致股市价格机制失真,资源错配严重。为了再造一个全新的、拥有优良基因的市场,监管部门推出了新三板,它同样具有主板的定价功能、财富效应、套现功能、融资功能、并购功能、信用增进与激励功能等,而又没有沪深两市的缺点和弊端,是一个以机构为主的市场,是一个实现了注册制的证券市场。为打造一个以机构为主的证券市场,全国股转系统通过投资者适当性管理制度中规定的500万元人民币的财务条件将大部分普通投资者挡在门外。或许决策层认为,股市不缺资金,缺乏的是信心,因此其无意降低合格投资者的财务条件。但这一认识在实践中并不成立,新三板因缺乏资金而导致投资者信心缺乏。

### (二) “合格投资者制度”与“投资者适当性管理制度”的混淆

《细则》中设置的500万元人民币的财务条件,其实是一种合格投资者制度。合格投资者制度,来源于美国证券法上的“获许投资者”(accredited investors)。这一制度起源于美国证券法上一系列判例。根据美国证券法的注册与豁免二分法,美国之所以对私募证券进行豁免注册,根据1953年SEC v. Ralston Purina Co.案(以下简称Ralston案)中美国联邦最高法院的解释,是因为投资者具有自我保护能力。在该案中,美国联邦最高法院指出:“对私募发行豁免进行解释,本质的方法是根据立法目的进行解释。由于豁免交易针

(3) 参见邢会强著《新三板市场建设法律问题研究》,中国法制出版社2015年版,第74-75页。

对的是‘没有实际运用证券法的需要’的情形,因此,对 1933 年证券法第 § 4(1) 条的解释应依据受影响的特定人群是否需要证券法的保护。对于那些证明能够自我保护的投资者进行的发行不涉及公开发行。”<sup>(4)</sup> 在该案中,美国联邦最高法院进而发现,向那些能够接触到信息——如果该信息与通过注册程序而使投资者获得的信息披露是相同的——的特定人群的发行,也在注册豁免的范围之内。

借鉴这一法律解释,美国证监会(SEC)于 1982 年发布了“D 规章”。“D 规章”中的 501 规则提出了“获许投资者”的概念。这一概念实际上兼采“财产标准”和“关系标准”来界定“获许投资者”。概言之,资产超过一定金额的机构,资产净值或收入超过一定金额的自然人,以及发行人的董事、执行经理(executive officer)和普通合伙人,都属于“获许投资者”。根据 506 规则,只要是向“获许投资者”进行的证券发行,无论获许投资者的人数有多少,都可以豁免注册,这被称为“私募发行豁免”。“获许投资者”的概念反映了从一般原则和标准到明线规则的进化,是试图通过界定那些具有财力和能力承担投资风险和损失或有能力自我保护的投资者,而使证券法规定的注册程序的保护不再必要。<sup>(5)</sup> 这是美国证券法的一个基本逻辑。

美国法上的“获许投资者”对应了我国证券期货市场中的“合格投资者”。但我国却在不同的领域分别实施不同的“合格投资者”制度。简言之,对于自然人而言,有的是 50 万的财务条件(如股指期货领域),有的是 300 万的财务条件(如私募投资基金领域)。但是,美国的“获许投资者”只是私募发行豁免的前提条件之一,也即相关证券是否需要注册的判断标准,并不是投资者适当性管理制度或适合性原则的重要内容。

投资者适当性制度,在有的场合被称为“投资者适当性原则”或“适当性要求”。依巴塞塞尔银行监管委员会、国际证监会组织、国际保险监管协会在 2008 年 4 月发布的《金融产品和服务领域的客户适当性》报告,“适当性要求”是指金融机构在对零售客户推销特定的金融工具时评估该金融工具是否适合于该特定客户。适合与否具有广泛的涵义,包括“金融机构提供的产品或服务是否契合零售客户的财务状况、投资目标、风险承受水平、金融需求、知识和经验”等。<sup>(6)</sup> 简单地说,投资者适当性管理制度就是要把适当的产品或服务以适当的方式和程序提供给适当的人。投资者适当性制度中最为核心的内容之一就是金融中介的行为规范,各国基本上遵循三大原则:了解你的客户;了解你的产品;就产品和客户进行合理的匹配。<sup>(7)</sup> 换言之,投资者适当性管理制度或适合性原则是针对所有投资者,尤其是“不合格”的投资者。而中国《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则》将合格投资者制度与投资者适当性管理制度混淆了,中国证监会于 2016 年 12 月制定的《证券期货投资者适当性管理办法》则拨乱反正,不再使用“合格投资者”的称谓,

(4) SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119 (1953).

(5) Regulation D Revisions; Exemption for Certain Employee Benefit Plans, Release No. 33 - 6683 (Jan. 16, 1987) [52 FR 3015] (the “Regulation D Revisions Proposing Release”).

(6) Customer suitability in the retail sale of financial products and services, Basel Committee on Banking Supervision, April 2008, <https://www.bis.org/publ/joint20.pdf>, p. 4, 最近访问时间[2018 - 11 - 02]。

(7) 参见鲁公路、唐婧《如何健全我国资本市场投资者适当性制度》,《证券时报》2013 年 12 月 31 日第 A11 版。

而是将投资者分为普通投资者与专业投资者,并使普通投资者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面享有特别保护。

## 二 美国合格投资者制度的历史演进与改革动向

欲深入理解我国新三板的合格投资者制度及合格投资者的认定标准和条件,有必要深入考察美国获许投资者的认定标准之形成过程、美国学术界和实务界的质疑反思以及最新的改革动向。

### (一) 历史演进

美国的获许投资者认定标准自建立伊始就采取了以财力、知识经验、与发行人的特定关系等综合标准。

在 1953 年 Ralston 案中,法院为豁免注册建立了标准,即“对于那些证明能够自我保护的投资者进行的发行”以及“向那些能够接触到信息的特定人群的发行”。<sup>(8)</sup> 1962 年,SEC 澄清了豁免适用的界限“判断一个交易是否涉及公开发行为本质上是一个事实问题且需要考虑所有的相关情况,包括发行人和受要约人之间的关系,发行的性质、范围、规模、类型和方式等。”<sup>(9)</sup> 1972 年,美国证监会制定了“146 规则”(Rule 146),规定了豁免注册的条件:(1) 证券的发行和销售只能对发行人合理地认为具有必要的财务知识和经验,且能评估潜在投资的风险和特点,或能够承担投资风险的人进行;(2) 不得向没有财务知识和经验的人销售证券,但可向具有财务知识和经验的投资者的代理人销售证券;(3) 受要约人必须已经获得或被提供与通过注册程序可获得的同等程度的信息;(4) 向不超过 35 个买家发行证券;(5) 不得进行一般广告和一般招揽。

1975 年,美国证监会制定的“240 规则”规定,发行人在发行前和发行后的实益拥有人(beneficial owners)均不得超过 100 人,在过去 12 个月内累计售出的证券总额不得超过 10 万美元,并不得进行一般广告和一般招揽。1978 年,美国证监会制定的“242 规则”为证券法第 3(b)(1)条的规定提供了融资不超过 200 万美元的有限的发行豁免,同时在证券法中首次引入了“获许投资者”的概念。“242 规则”允许特定的美国和加拿大公司作为发行人向没有人数限制的获许投资者和不超过 35 名的非获许投资者发行证券进行融资。该规则并没有采用财务状况标准界定“获许投资者”,而是将“获许投资者”定义为购买发行人的证券超过 10 万美元的人,或发行人的董事、执行经理或特定类型的单位。特定的单位包括银行(无论是以自己或以受托人的身份出现)、保险公司、雇员福利计划(由受托人作出投资决定)、投资公司和有执照的小型投资公司。

为了进一步便利小企业进入资本市场,美国《1980 年小企业投资促进法》(The Small Business Investment Incentive Act of 1980)将向获许投资者发行不超过 500 万美元证券的行为作为私募发行从而可以获得豁免注册,并在联邦证券法第 2(a)(15)条中增加了获许投

(8) SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119 (1953).

(9) SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119 (1953).

投资者的定义。该法将包括银行(无论是以自己或以受托人的身份出现)、保险公司、注册的投资公司、商业发展公司、有执照的小型投资公司以及雇员福利计划(由受托人作出投资决定)等在内的特定单位界定为获许投资者,并授权美国证监会根据诸如财务成熟度、资产净值、知识和金融事务经验,或者管理的资产总量等因素另外制定获许投资者的界定标准。

在《1980 年小企业投资促进法》的要求下,1982 年,美国证监会出台的“D 规章”(Regulation D)取代了“146 规则”“240 规则”和“242 规则”。“D 规章”下的“501 规则”列举了 8 种“获许投资者”。根据起初的界定,特定的机构投资者、私人企业发展公司、慈善组织、公司内部人士、超过 15 万美元的购买者、拥有大量资产净值或收入的自然人、以及所有股东都是获许投资者的单位,均属获许投资者。

起初,获许投资者包括购买不低于 15 万美元的证券购买者,且该笔投资不超过购买者总资产净值的 20%。15 万美元最低购买要求背后的假设是,能够在一次证券发行中投入如此金额资金的人,其议价能力应该很大,因此被认为是获许投资者。<sup>(10)</sup>但美国证监会在 1988 年废除了这一规定。这是因为一项 100 万美元的净值测试出现了异常情况,如果只考虑购买规模,特别是 15 万美元的水平,并不能确保投资者的成熟度以及能够获得相关信息。<sup>(11)</sup>与“242 规则”一样,“D 规章”规定的获许投资者包括发行人的董事和执行经理,但与“242 规则”不同的是,“D 规章”还将发行人的普通合伙人纳入了获许投资者的范围。这些内部人士被认为不需要证券法提供的注册程序的保护,因为他们的职位就意味着他们能够获得有关发行人和证券的信息。在征求公众意见的过程中,有人建议将非执行经理职务以外的其他员工视为获许投资者。但美国证监会认为,其他员工由于缺乏像执行经理那样的决策能力,因此,那种认为其他员工能够获得发行人和证券的充足信息以及能够承担相应的风险的观点是缺乏说服力的,故未采纳该意见。<sup>(12)</sup>

“D 规章”规定的获许投资者的收入和资产净值标准是:任何自然人人均年收入超过 20 万美元,或与其配偶一起合计收入超过 30 万美元,并能合理地预期在本年度达到相同的收入水平;或者任何自然人,或与其配偶一起,其资产净值超过 100 万美元。2010 年的《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》第 413(a) 条要求将个人的主要居所的价值不计入资产净值的计算之中。2011 年,SEC 修订了“215 规则”和“501 规则”,完成了前述法律要求。

## (二) 美国对获许投资者认定标准的反思及改革动向

在美国,无论是官方机构、自律组织还是学术界,都有不少修改获许投资者认定标准的建议。美国证监会也在对此进行反思。2015 年 12 月,有关工作人员在美国证监会官网公布了关于获许投资者界定标准的检讨报告。2017 年 11 月,美国众议院通过了《职业专家公平投资机会法》(*Fair Investment Opportunities for Professional Experts Act*)的议案,拟

(10) Regulation D Adopting Release; Regulation D Revisions Proposing Release.

(11) Regulation D Revisions Proposing Release.

(12) Regulation D Adopting Release.

对《1933年证券法》中的相关条款进行修订,但截至2018年10月,该议案还未获参议院通过。

在财务标准方面,有人认为获许投资者标准中的财务标准没有反映通货膨胀因素。有人批评说资产净值计算中包含了诸如退休账户等本不应该计入的资产。有人批评说金融成熟度高的人未必同时是财务富有者,不将他们纳入获许投资者的范围导致获许投资者的包容度不足。还有人质疑财富和金融成熟度之间的关系,并认为仅凭收入和资产净值标准并不能识别出真正的获许投资者。<sup>(13)</sup> 但有关人员认为资产净值或收入等财务标准仍是有意义的。这是因为,有实证研究表明,资产净值或收入高的个人不像资产净值和收入较低的个人那样表现出“非理性”。<sup>(14)</sup> 一份研究报告发现,富有的、受过良好教育的大家庭,比其他家庭更不容易出现投资错误。家庭金融成熟度指数随着金融财富和家庭规模的增加而增加。<sup>(15)</sup>

美国行业自律组织金融业监管局(FINRA)在2012年的一项调查发现,高收入者能平均正确回答出5道金融知识测试题中的3.5道,而低收入者仅能回答出2.2道。<sup>(16)</sup> 潜在的原因可能是,高净值和高收入的投资者可能会根据以往的投资经验或外部因素(如教育水平或通过社会互动学习)做出更理性的投资决策。<sup>(17)</sup> 富有者可以获得更多的信息和技术,并可能更多地使用外部的专业顾问。然而,不管潜在的原因是什么,美国证监会有关人员认为,这些发现支持了继续使用财务条件作为获许投资者认定的一种方法的正当性。<sup>(18)</sup> 还有的建议放弃收入标准,改采资产净值标准,具体而言:将个人20万美元的收入标准改为100万美元的资产净值标准,将家庭年收入的30万美元标准改为500万元的资产净值标准,同时增加规定一个人或一个家庭只能将其资产净值的25%用于私募投资。这一建议考虑了投资者购买高风险金融产品时雇佣专业顾问的能力以及承担投资风险的能力。<sup>(19)</sup> 任何个人都承受不起100%的投资损失,但通过投资比例的限制,则可将投资损失控制在25%以内。但美国众议院通过的《职业专家公平投资机会法》议案继续沿用了“D规章”规定的自然人的财务条件,但增加了“美国证监会应每五年对该资产净值进行一次通货膨胀调整”的要求。

(13) The staff of the U. S. Securities and Exchange Commission, “Report on the Review of the Definition of ‘Accredited Investor’”, December 18, 2015.

(14) Annette Vissing-Jørgensen, “Perspectives on Behavioral Finance: Does ‘Irrationality’ Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions”, *NBER Macroeconomics Annual 2003*, Vol. 18.

(15) Laurent E. Calvet, John Y. Campbell and Paolo Sodini, “Measuring the Financial Sophistication of Households”, *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, 2009.

(16) “Financial Capability in the United States – 2012 Report of National Findings”, FINRA Investor Education Foundation (May 2013), available at [http://www.usfinancialcapability.org/downloads/NFCS\\_2012\\_Report\\_Natl\\_Findings.pdf](http://www.usfinancialcapability.org/downloads/NFCS_2012_Report_Natl_Findings.pdf), 最近访问时间[2018-11-01]。

(17) 参见 Jeffrey R. Brown, Zoran Ivkovi?, Paul A. Smith and Scott Weisbenner, “Neighbors Matter: Causal Community Effects and Stock Market Participation”, *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 3, 2008; Luigi Guiso and Tullio Jappelli, “Awareness and Stock Market Participation”, *Review of Finance*, Vol. 9, No. 4, 2005.

(18) The staff of the U. S. Securities and Exchange Commission, “Report on the Review of the Definition of ‘Accredited Investor’”, December 18, 2015.

(19) Greg Oguss, “Should Size or Wealth Equal Sophistication in Federal Securities Laws?” *Northwestern University Law Review*, Vol. 107, No. 1, 2012, p. 29.

当然,许多人认为,收入和资产净值并不能准确反映投资者的成熟程度,因此,他们提出了一种确定投资者身份的替代性方法,包括学位证书、职业证书、投资经验等。有人建议将学位证书作为获许投资者的替代标准。他们认为,某些教育背景(如大学学位和更高级的学位)更恰当地反映了投资者的成熟度,而非财务指标。美国证监会有关人员认为,虽然某些类型的学位可能意味着金融和投资领域的知识,但具有挑战的是,决定哪一个学位足以让个人成为获许投资者可能是关键问题。由于授予学位的机构类型不同,这种方法也很难实施。例如,美国证监会是否应该以不同的方式在一个未经认证的机构获得金融专业的研究生学位和一个拥有完善的金融课程的大学的本科商业学位中识别出获许投资者?此外,当考虑到同种学位持有者可能选择的不同的职业时,这个问题可能会更加复杂。例如,一个证券律师和一个环境律师都有法律学位,但是,根据他们从职业中所获得的经验,他们的金融和投资知识可能是不一样的。<sup>(20)</sup>

还有人建议某些商业经验和职业证书可以作为获许投资者认定的替代标准。这些商业经验和职业证书包括经营管理企业的经验、注册会计师(CPA)、特许财务分析师(CFA)、注册理财规划师(CFP)、投资顾问代表或经纪自营商注册代表等。一些人批判道,具有相关资质的个人可能有资格向投资者提供关于私募发行的建议,但根据现有的获许投资者定义,他们却可能没有资格成为获许投资者,无法以个人身份参与私募发行的投资。美国证监会有关人员认为,这种建议带来的挑战可能是决定哪一种职业资格证书足以使个人成为获许投资者。某些职业资格证书可能提供了投资者成熟度的明显证据。例如,美国金融业监管局(The Financial Industry Regulatory Agency)负责管理的一些考试,测试个人在证券和投资领域的知识和理解,个人在成为注册会计师、特许财务分析师和注册理财规划师之前,还必须通过这些考试,如果允许通过为其他目的而设计的第三方考试的个人被认为是获许投资者的话,美国证监会可能需要定期审查该定义,以确保考试的标准能够识别出能够投资于私募发行证券市场的具有必要的金融成熟度的人。这种方法的另一个潜在问题可能是,一些获得证书的人可能并未在该领域中实际从事过工作。对于这些人来说,作为金融成熟度的证书的有效性可能会降低,特别是,获得证书的时间越远,证书的有效性越低。<sup>(21)</sup>

还有人建议将私募市场相关投资经验作为获许投资者认定的替代标准,如“天使”投资集团成员的投资经验。据调查,天使投资者平均有9年的投资经验,平均投资10次。天使集团筛选潜在投资,尽职调查,谈判投资条款并作出估值决定。英国允许至少在过去六个月内从事天使投资的个人,或过去两年里从事过不少于一个投资于未上市公司案例的个人,宣称是“自我认证的成熟的投资者”。<sup>(22)</sup> 这些标准可能与个人对私募证券市场的了解有关,包括与投资这些市场相关的风险。美国证监会有关人员认为,将天使投资集团

(20) The staff of the U. S. Securities and Exchange Commission, “Report on the Review of the Definition of ‘Accredited Investor’”, December 18, 2015.

(21) The staff of the U. S. Securities and Exchange Commission, “Report on the Review of the Definition of ‘Accredited Investor’”, December 18, 2015.

(22) COBS § 4.12.8.

的成员定义为获许投资者,可能会带来重大的解释性的挑战。如果对天使投资人有最低投资案例的数量要求,此前不是获许投资者的个人也很难成为获许投资者,因为非获许投资者很少能够参与私募投资。<sup>(23)</sup>

还有人建议扩大获许投资者的定义,将发行人的知情的员工纳入其中。具体包括《投资公司法》下“规则 3c-5”(Rule 3c-5)定义的“私募基金”(private funds)的知情员工。知情员工的范围包括美国投资公司法第 3(c)(1)条或第 3(c)(7)条规定的私募基金(covered company)<sup>(24)</sup>或其附属公司的执行经理、董事、受托人、普通合伙人、私募基金顾问委员会的成员或其他类似职位的人,以及不是秘书类或行政类职位且至少在 12 个月内参与与与投资相关的实质工作的其他员工。这就意味着将获许投资者的范围进行扩大,而不仅仅是目前的执行经理、董事、普通合伙人三类人员。以这种方式扩大获许投资者的范围,将允许受托人、私募基金顾问委员会成员和某些投资基金专业人士能够参与到该基金的私募发行之中。美国证监会有关人员也承认,一个私募基金的知情员工可能有相关的投资经验,并且有足够的机会获得必要的信息,以便对基金的产品作出明智的投资决策。<sup>(25)</sup>

还有一些学者建议允许个人通过测试他们的投资和市场知识成为获许投资者。<sup>(26)</sup>倘如此,获许投资者就将是一个普遍的标准,任何人都将有机会成为获许投资者,而不论其财富、教育背景、专业经验或其他因素。美国证监会有关人员认为,通过一个有效的获许投资者考试,可以反映个人的财务成熟度和对私募产品的理解,以及他们对这些产品所涉及的风险的理解能力。要求考试成绩相对较近期(例如,在 5 年内)或要求继续教育,可以帮助确保投资者了解市场趋势、风险和监管变化。这种方法的好处是,发行人可以通过要求投资者拿出他们已经通过考试的证书,从而很容易地核实获许投资者的身份。获许投资者考试可以测试投资者对未注册产品的风险认知,以及一般的金融和投资知识。美国金融业监管局的一些资格考试的部分内容涵盖了该领域,并有可能被用作开发获许投资者考试的模式。获许投资者考试是否可行,取决于许多因素,例如开发和管理考试的费用和参加考试的人数。美国证监会可以探讨开发此类考试的可行性。<sup>(27)</sup>

上述大部分替代性标准建议都得到了美国众议院通过的《职业专家公平投资机会法》议案的采纳,该议案新增了以下自然人为获许投资者:一是特定机构许可或注册的经纪人或投资顾问。特定机构包括美国证监会、美国金融业监管局或其他具有同等地位的自律管理组织、州证券部门或各州负责证券活动的许可或注册的部门;二是美国证监会规

(23) The staff of the U. S. Securities and Exchange Commission, “Report on the Review of the Definition of ‘Accredited Investor’”, December 18, 2015.

(24) “covered company”是美国投资公司法第 3(c)(1)条或第 3(c)(7)条规定的私募基金。

(25) The staff of the U. S. Securities and Exchange Commission, “Report on the Review of the Definition of ‘Accredited Investor’”, December 18, 2015.

(26) Stephen Choi, “Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal”, *California Law Review*, Vol. 88, 2000, p. 279.

(27) The staff of the U. S. Securities and Exchange Commission, “Report on the Review of the Definition of ‘Accredited Investor’”, December 18, 2015.



章根据投资者的教育或工作经历而规定的任何自然人,其应具有相应的专业知识,其教育或工作经历需经美国金融业监管局或其他同等级别的自律管理组织的认许。该议案还要求美国证监会审查修改“D 规章”关于获许投资者的标准。这实际上是一个宽泛的立法授权。虽然该议案何时能够获得参议院的通过以及该议案是否会被修改很难预测,但这些反思与改革动向背后的原理对于我国新三板完善合格投资者制度具有重要的参考价值。

### 三 从合格投资者制度看我国新三板市场的定位

#### (一) 对合格投资者定位的新认识

美国获许投资者制度的法律逻辑其实是在最大程度地促进资本形成的同时,尽可能少地运用证券法的注册程序。这是一种效率导向的证券立法哲学。Ralston 案中对获许投资者具有自我保护能力的假定并不成立,这些投资者并不能只依靠民法就能够有效保护自己,他们还需要公法的保护。他们只是不需要证券监管机构的注册程序的保护而已,仍需要反欺诈等方面的证券执法保护。

我国目前将发行对象不超过 200 人且发行后股东人数也不能超过 200 人以及没有采用公开方式进行的证券发行视为非公开发行,豁免适用证监会的发行审核程序。具体到新三板领域,如果符合这些标准,则为非公开发行,证监会和全国股转系统公司均不进行审核。但是,除此之外,新三板仍需要证监会的监管,证监会也在不遗余力地查处新三板上的违法违规行。因此,对“投资者具有自我保护能力”的理解不能泛化,这些投资者可能也在相当程度上缺乏金融知识和风险意识。

#### (二) 对新三板市场定位的新认识

有学者认为,新三板属于半公开市场,即“非公开发行+公开转让”,弥补了私募市场和交易所公开市场之间的投融资服务断层。<sup>(28)</sup>这一判断有一定道理但不周延,因为新三板市场中仍存在我国《证券法》第 10 条所界定的“公开发行”——即新三板挂牌公司定向发行后股东可能会超过 200 人。笔者认为,我国的新三板总体上可以归为“私募市场;同时,新三板又是一个公开市场,因为挂牌公司是公众公司,新三板又实施强制性信息披露制度,且挂牌公司的股票转让是公开的。<sup>(29)</sup>简言之,新三板是一个“公开的私募市场”。这一判断好像自相矛盾,其实不然,本文后面还将对此进行解释。

不少人称新三板为我国的纳斯达克(市场)。<sup>(30)</sup>其实,从法律性质上进行分析,如果

(28) 参见宋晓刚《新三板市场发展的特征、动因及启示》,《证券市场导报》2015 年 11 月号,第 12 页。

(29) 参见邢会强《新三板市场的法律定位》,《证券法律评论》2017 年卷,第 123 页。

(30) 参见王沁《新三板将成“中国纳斯达克”》,《深圳商报》2013 年 2 月 5 日第 B2 版;孙学远《新三板剑指“中国纳斯达克”》,《理财》2013 年第 5 期;秦锐《中国版“纳斯达克”向全国迈进——新三板扩容方案发布》,《科技智囊》2014 年第 2 期;张晓飞《新三板是中国未来的纳斯达克》,《经济视点报》2014 年 6 月 19 日第 12 版;王兆寰:《新三板纳斯达克之梦》,《华夏时报》2014 年 7 月 21 日第 15 版;顾兆坤《解密中国版纳斯达克——新三板》,《中国建材报》2014 年 11 月 13 日第 2 版;杨朝英《新三板分层中国版纳斯达克助民企升级》,《人民政协报》2016 年 6 月 3 日第 5 版。

非要在美国找到一个能与我国的新三板对标的证券市场的话,那么,美国的这个市场,更确切一点说,应该是私募证券转让市场(二级市场),而不是纳斯达克市场。且不说美国的纳斯达克市场在2006年1月1日之后转变成了国家证券交易所市场(场内市场),由创业板市场演变成了主板市场,即使纳斯达克市场在2006年之前,也与我国的新三板市场有较大的不同。纳斯达克市场始终是一个公开发行的市场,而不是一个私募市场,其投资者是没有财务条件限制的,任何投资者均可进入纳斯达克市场进行股票交易。在纳斯达克市场上市的公司,可以在上市之前进行IPO(首次公开发行),例如百度就是2005年在纳斯达克市场IPO并上市的;也可以在上市之后进行公开发行。这些公开发行都需要到美国证监会进行注册。但是,我国的新三板却不同,它实际上是一个私募发行市场,而不是公开发行的市场,因为其投资者有严格的限制,新三板的合格投资者相当于美国的获许投资者。即使将来允许新三板挂牌公司进行针对全市场合格投资者的所谓“公开发行”,但只要新三板对投资者有较高的财务条件限制,这里所谓的“公开发行”,实际上仍相当于美国的私募发行。

之所以说我国的新三板对标的是美国的私募市场,就是因为除了“受限投资者”<sup>(31)</sup>外,符合新三板市场投资者适当性管理制度的投资者相当于美国的获许投资者,新三板挂牌公司的股票发行,只要发行后股东不超过200人,就无需中国证监会核准,挂牌公司只须按规定履行公司法规定的内部程序和依法进行信息披露即可。

但新三板与美国的私募证券转让市场也不是完全相同的,体现在:

第一,如果新三板挂牌公司发行后股东超过了200人,仍需中国证监会核准。我国将公司发行后股东超过了200人的发行定位于“公开发行”,而无论是投资者是否是合格投资者。而在美国,只要发行的对象全部是获许投资者,无论最终的投资者数量多少,融资规模大小,都属于“私募发行”的范畴,因为获许投资者是具有“自我保护能力”的,不需要美国证监会的注册程序的保护。中国证监会却要通过股票发行核准程序来保护“发行后股东超过了200人的”合格投资者,而对“发行后股东没有超过200人的”合格投资者却不用股票发行核准程序来保护,这实际上存在一定的逻辑矛盾。

第二,在美国私募发行中,根据“506规则”,非获许投资者的数量不得超过35人,获许投资者的人数没有限制;而在我国新三板,挂牌公司的每次定向发行的合格投资者和受限投资者数量合计不得超过35人(发行股份购买资产时除外)。挂牌公司股票发行后股东合计不超过200人的,不属于“定向发行”,没有投资者数量的其他限制。

第三,在美国,私募发行股票完成后的公司仍可以是一家私人公司,从而可以避免向美国证监会提交信息披露文件,但我国新三板的挂牌公司在性质上却是“公众公司”,负有法定的信息披露义务。从另一个侧面也可以认为,从某种意义上说,我国新三板对投资者的保护强于美国的私募市场。但问题是,这么高强度的保护也有弊端,它增加了挂牌公

(31) 全国股转系统受限投资者是指不符合参与挂牌公司股票公开转让条件,只能买卖其持有或曾持有的挂牌公司股票的投资人,主要包括公司挂牌前的股东、通过定向发行持有公司股份的核心员工股东等。

司和监管机构的成本,这正如市场上所抱怨的,挂牌公司承担的是上市公司的义务,享受的却是非上市公司的权利,权利与义务不对等。

尽管我国的新三板市场已经是一个公开市场,但该公开市场仍可以属于私募市场。在美国,2013 年之后,美国证监会通过新的规则解除了对获许投资者私募发行时的一般广告和一般招揽的禁止。换言之,在美国,即使是发行方式是公开的,但只要发行的对象全部是获许投资者,就仍属私募发行。在此意义上,“私募发行”并不是“非公开发行”,“私募发行”只是意味着豁免注册或核准,“私募发行”可以采用公开方式,申言之,私募发行市场可以是一个公开市场。

但之所以仍有不少说新三板是“中国的纳斯达克(市场)”,除了误解之外,可能是因为希望我国的新三板与美国的纳斯达克市场具有相同的创新基因,而不为传统的证券法思维框架所束缚。<sup>(32)</sup>但新三板究竟能否像美国的纳斯达克市场那样成功,更多地取决于政策制定者的改革精神、改革能力和改革方法等。

### (三) 美国的私募股权转让市场及其发展的启示

我国的新三板市场对标了美国的私募证券转让市场,那么,美国到底有没有专门的私募证券转让市场呢?答案是肯定的。目前,美国最大的私募证券转让市场在哪里呢?答案是“在纳斯达克公司”。只是此“纳斯达克公司”并非我们通常所说的“纳斯达克市场”,而是“纳斯达克市场”的股东——“纳斯达克公司”学习中国的新三板,在“纳斯达克市场”之外,另行建立了一个私募证券市场——“纳斯达克私募市场”。

美国证券法区分“已注册证券”和“未注册证券”,“已注册证券”已经受到了联邦或州的严格审查,通过一系列较为繁琐的程序做到了对社会公众利益保护的均衡。而“未注册证券”作为“受限制证券”,若要实现对公众投资者的“出售”或“转售”,要么通过注册,要么可以寻求豁免注册。<sup>(33)</sup>美国证券法上的“出售”或“转售”的涵义很广,除了转让外,还包括抵押、质押以及其他利益的处分等。“受限制证券”可以通过注册程序可以转换为自由流通股票。<sup>(34)</sup>通过注册程序而实现公开发行是最安全的路径。<sup>(35)</sup>此外,“受限制证券”的出售方还可以寻求豁免。“144 规则”则规定了豁免的条件。<sup>(36)</sup>当然,还有其他豁免路径。

私募证券除了向公众投资者出售外,还可以在获许投资者之间转让。美国证监会曾构建过一个私募转售市场——“NASD 私募发行、转售自动清算交易系统”(简称 PORTAL 系统),同时还颁布了 PORTAL 规则,为“受限制证券”在“合格的机构买方”(Qualified Institutional Buyer)之间的买卖提供一套自动交易、清算和交割的系统。<sup>(37)</sup>“合格的机构买

(32) 参见邢会强《新三板市场的法律适用与“新三板监管法”的制定》,《现代法学》2018 年第 1 期,第 93 页。

(33) 参见王玉胜《注册制改革下我国股票转售限制法律问题研究》,《金融服务法评论》2016 年第 8 卷,第 164 页。

(34) 参见唐应茂《美国 144 规则对我国存量股监管的借鉴意义》,《证券市场导报》2013 年 1 月 10 日。

(35) Stuart R. Cohn, *Securities Counseling for Small and Emerging Companies* (2016 - 2017 Edition), Thomson Reuters, 2016, p. 615.

(36) 参见郭雳《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 148 - 151 页。

(37) 参见郭雳《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 167 页。

方”是“获许投资者”中的机构类型,其标准高于一般的“获许投资者”。“合格的机构买方”是指在非关联方的发行人处至少拥有和投资 1 亿美元的特定机构,银行和其他特定金融机构还必须至少具有 2500 万美元的资产净值。如果是“经纪—交易商”的话,则在非关联方的发行人处应至少拥有和投资 1000 万美元。个人无论多么富有,都不能成为“合格的机构买方”。2007 年,高盛也创立了一个“高盛未注册股权交易平台”。<sup>(38)</sup>但很快遭遇了全球金融危机,投资者对任何缺乏流动性的金融产品都感到恐惧。PORTAL 系统和高盛平台等第一代私募交易平台被迫关闭。<sup>(39)</sup>

近年来,随着互联网技术的发展,美国民间也涌现出了第二代私募证券交易平台。例如,创立于 2009 年的 SharesPost 总部位于旧金山,是一家私募证券网上交易平台,也是一家注册的“经纪—交易商”。<sup>(40)</sup>为了避免私募证券向公众销售的证券违法风险,SharesPost 在投资者进行用户注册时要求其必须是美国法上的获许投资者。该网站还对投资者进行审查,以确保转售符合豁免或安全港的条件。<sup>(41)</sup>私人公司也可以通过该平台进行资本募集,该平台有 200 多家挂牌公司和 2 万名获许投资者。<sup>(42)</sup>由此可见,SharesPost 与我国的新三板颇为相似。但 2013 年,SharesPost 宣布与 NASDAQ OMX 集团公司(简称纳斯达克公司)<sup>(43)</sup> 合资创建“纳斯达克私募市场”(NASDAQ Private Market)。2015 年 10 月,SharesPost 将其持有的纳斯达克私募市场权益全部出售给了纳斯达克公司,纳斯达克公司成了纳斯达克私募市场唯一所有者。成立于 2004 年的 SecondMarket 是一家私人公司,这也是一个私募证券市场,其平台上交易的品种包括私募证券、比特币等。因其与纳斯达克私募市场存在竞争,2015 年,纳斯达克公司将 SecondMarket 予以收购后并入了纳斯达克私募市场。

纳斯达克私募市场于 2014 年正式启动,是美国私募股权和私募基金份额的交易市场。NPM 将 500 万美元的合格投资者财务条件降到了 100 万美元的获许投资者财务条件,但它并不打算为零售投资者服务。<sup>(44)</sup>参与纳斯达克私募市场平台交易的投资者必须是获许投资者,“经纪—交易商”和投资顾问还必须经过纳斯达克的认证。纳斯达克私募市场不是通常所说的“纳斯达克市场”(NASDAQ)<sup>(45)</sup>的一部分,其与“纳斯达克市场”同

(38) Peter Lattman, Private Goldman Exchange Officially Closes for Business, *N. Y. TIMES*, Apr. 12, 2012.

(39) Chris Brumme, Disruptive Technology and Securities Regulation, *Fordham Law Review*, 2015, Vol. 84, p. 1014.

(40) 其网址是: www.sharespost.com, 最近访问时间[2018-11-01]。

(41) Stuart R. Cohn, *Securities Counseling for Small and Emerging Companies* (2016-2017 Edition), Thomson Reuters, 2016, p. 616.

(42) [https://dw5kj1uw0x7gn.cloudfront.net/assets/files/1572/2013-03-06\\_nasdaq\\_omx\\_and\\_sharespost\\_to\\_form\\_private\\_market.pdf](https://dw5kj1uw0x7gn.cloudfront.net/assets/files/1572/2013-03-06_nasdaq_omx_and_sharespost_to_form_private_market.pdf), last visited on November 2, 2018, 最近访问时间[2018-11-01]。

(43) 2008 年,美国纳斯达克市场公司(The Nasdaq Stock Market, Inc.) 并购北欧证券交易商瑞典 OMX AB 公司,并购后的新集团命名为纳斯达克-OMX 集团公司(The NASDAQ OMX Group, Inc.),简称纳斯达克公司(Nasdaq, Inc.),它是上市公司。

(44) Jeff Benjamin, “Nasdaq courts advisers with new private-equity trading platform”, *Investment News*, Mar 8, 2017.

(45) “纳斯达克市场”,全称是“纳斯达克股票市场”(The NASDAQ Stock Market),也就是通常简称的“NASDAQ”,目前是一家注册的国家证券交易所,为纳斯达克股票市场有限公司(The NASDAQ Stock Market LLC.) 所拥有和运营。

为纳斯达克公司的子公司,因此,二者是并列关系。截至 2018 年第一季度末,纳斯达克私募市场已经为 110 多家私人公司提供了股权流动服务,交易金额累计高达 60 亿美元,涉及投资者参与人 1.5 万人。<sup>(46)</sup>

因此,从时间上看,与其说是中国的新三板在学习美国的纳斯达克(市场),不如说是美国的纳斯达克(公司)在学习中国的新三板。但纳斯达克私募市场又与我国的新三板有重大不同。总之,我国的新三板的模式是独特的,在全世界范围内找不到先例,这是我国资本市场的重大创新、自主创新。<sup>(47)</sup>

## 四 我国新三板市场的再定位

### (一) 新三板市场定位之难

尽管新三板是一个场内市场、独立市场、公开市场、独特市场,<sup>(48)</sup>但这些描述尚不能为新三板制度的改革指出明确的方向,因此,需要继续对新三板市场进行定位。

新三板市场的定位,可以分别从资产端和资金端来着手。从资产端定位新三板市场,就是挂牌公司准入标准的定位。这已经明确且争议不大,即新三板挂牌公司的定位是不限行业和所有制,不限是否属于高新技术企业的企业,尤其是“小微企业”。从资金端定位新三板市场,就是新三板合格投资者的准入标准的定位,这是目前争议较大的一个问题。

在挂牌公司定位基本不变的前提下,我国新三板市场的定位实际上取决于合格投资者的定位。如果新三板继续维持较高财务条件的合格投资者制度,则就会有交投不活跃的弊端。长此下去,新三板市场的定价功能、价值发现功能和财富效应功能就无法得到应有发挥,甚至会陷入困境,失去吸引力,并可能会导致新三板市场创新的失败。这绝非危言耸听。因此,新三板市场不能定位于只有高端投资者才可以参与的“高冷市场”。如果新三板不断降低合格投资者制度的财务条件,将新三板定位于大众市场、任何投资者可以参与的市场,那么,新三板就可能背弃了当初设置高财务条件的初衷,其独特性就会大打折扣,甚至会将跟风炒作的投资者引入到新三板市场,重蹈主板、创业板市场的覆辙,这无异于饮鸩止渴。

总之,新三板合格投资者制度不能不变,否则,新三板就没有流动性。但也不能是任何投资者都能参与的市场,否则,新三板就失去了独特性和优势。新三板合格投资者制度的改革就是要寻找理性的投资者,即通过某种机制,识别出理性的投资者,并将其引入到新三板。

### (二) 新三板目前的合格投资者是理性投资者吗?

拥有 500 万元人民币金融资产的投资者是理性投资者吗?恐怕没有人敢作出肯定的

(46) 网址为 <https://www.nasdaqprivatemarket.com>,最近访问时间[2018-11-01]。

(47) 参见邢会强《新三板市场的法律适用与“新三板监管法”的制定》,《现代法学》2018 年第 1 期,第 129 页。

(48) 参见邢会强《新三板市场的法律适用与“新三板监管法”的制定》,《现代法学》2018 年第 1 期,第 113 页。

回答。目前,在北京、上海、深圳、厦门等高房价城市,普通居民卖掉一套房产,就可以达到新三板开户的财务条件,但他们可能同样是金融知识和投资经验匮乏的普通投资者。他们不能自己保护自己,他们既离不开证监会查处证券欺诈行为的执法保护,也离不开证监会或交易所对股票发行的审核或注册审查的保护。因此,单纯的财务条件存在着极大的弊端。新三板以财务条件来识别合格投资者的目的其实只有一条:让投资者控制风险,如果投资亏损,也不至于非理性维权,从而危及社会稳定。<sup>(49)</sup> 即其目的是使新三板的投资者成为“理性投资者”。

综上,新三板既不能定位于冷冷清清的“高冷市场”,更不能定位于嘈杂喧闹的“大众市场”。由于新三板挂牌公司多是小微企业的特点及小微企业的高风险性,新三板应定位于介于二者之间的“理性市场”:交投既不能像我国A股这样太活跃,又不能像目前这样不活跃,而应是一个价格能合理反映股票内在价值的理性市场。这一理性市场是建立在所有的理性投资者都能参与新三板股票公开转让的基础上的。“理性投资者既是形成理性股市的充分条件,同时也是必要条件。”<sup>(50)</sup> 新三板不能拒绝所有理性投资者的参与,不能将合格投资者制度与投资者适当性管理制度相混淆,而应通过合格投资者制度识别出理性的投资者,并尽量吸引理性投资者的参与。这才是新三板合格投资者制度的根本目的所在。在此意义上,新三板的目标投资者,与其说是“合格投资者”,不如说是“理性投资者”。换言之,新三板的“合格投资者”实际上意指“理性投资者”。但为了不引起非理性投资者的反感,仍称“合格投资者”较为合适。

## 五 我国新三板合格投资者制度的改革

“理性投资者”已是美国判例法上的一个法律术语,对应了传统经济学上的“理性经济人”假设。在美国判例法上,“理性投资者”的标准是:具备投资所需的知识;认真阅读信息披露文件,了解公司经营状况;具备理性人的思维能力,能够理性地认知、推理和判断,是非情绪化的投资者。<sup>(51)</sup> 借鉴以上认识,结合获许投资者的合理内核,笔者认为,新三板的“理性投资者”是指能够充分识别风险和具有风险承受能力的人。该定义强调了理性投资者的两个能力:风险认知能力与风险承受能力。而美国判例法上的“理性投资者”概念主要强调的是风险认知能力,美国的获许投资者和我国新三板目前的合格投资者主要强调了投资者的风险承受能力。笔者在此提出的“理性投资者”则是将美国判例法上“理性投资者”标准与美国的获许投资者标准相结合。新三板要围绕“理性投资者”的这两个能力进行相应的制度改革。

### (一) 新三板“理性投资者”风险承受能力的识别

财务标准是风险承受能力的客观指标,富有的投资者一般都比普通的投资者风险承

(49) 参见邢国强《经济法原理在金融法领域中的应用举隅》,《经济法论丛》2018年第1期。

(50) 陈彩虹《理性投资者与中国股市》,《证券市场导报》1997年第1期,第18页。

(51) 参见刘东辉《谁是理性投资者—美国证券法上重大性标准的演变》,《证券法律评论》2015年卷,第85-88页。

受能力强。笔者此前曾建议新三板实施差异化的合格投资者制度,即新三板在实行分层后,可考虑对最高层次板块的挂牌公司,降低投资者准入财务条件,而其他板块的投资者准入财务条件维持不变。<sup>(52)</sup>这主要是因为高层次板块挂牌公司的风险较低,风险承受能力较弱的投资者也可参与。从横向比较的角度看,股指期货市场的投资者参与财务条件是 50 万元,难道新三板挂牌公司的股票风险比股指期货高 10 倍?这是缺乏实证数据支撑的。但是,500 万元的财务条件显然过高,还有很大的下降空间。

同时,即使是富有的自然人投资者,也承受不起 100% 的损失,是投资就会有损失的可能。因此,应排除孤注一掷的“赌徒”等高风险偏好的自然人投资者进入新三板市场。为此,设置投资比例,强制要求其分散投资就愈加显得富有意义。因此,应规定一个自然人只能将其金融资产市值的最高一定比例(如 50%)用于新三板投资。这是保护金融消费者的必要措施之一。

如果将投资比例限制引入新三板市场,这就等于是将《乔布斯法案》的创新之一引入了新三板领域。美国 2012 年通过的《乔布斯法案》的创新之一就是投资比例和投资额度限制引入了发行豁免领域。<sup>(53)</sup>“尽管公众投资者没有风险识别能力,但在投资额度的限制下,其却具有了风险承受能力。”<sup>(54)</sup>投资比例的限制不好操作,投资额度的限制更易操作。但无论是投资比例限制,还是投资额度限制,都是为了让投资者控制风险。与富有的投资者不同,对普通投资者的投资比例或投资额度的限制应更为严厉(如将投资比例限制在 25% 以内等)。在引导投资者控制风险的基础上,自然人投资者的财务条件还可进一步降低,甚至可以没有财务条件的限制。但对于机构投资者来说,可以认为其是专门投资的专业机构,可以没有投资比例或投资额度的限制。

## (二) 投资者风险认知能力的识别

财务标准及投资比例或投资额度限制鉴别或衡量的主要是投资者的风险承受能力。除了风险承受能力外,还应通过其他指标衡量自然人投资者的风险认知能力。此外,由于机构投资者是专业机构,可以不考察其风险认知能力。

笔者不认可将学历证书、学位证书、职业证书等作为自然人投资者风险认知能力的衡量指标,因为相关的证书门类多样,不易操作。但新三板应开发出一种考试(不妨称之为“新三板合格投资者能力考试”),将是否能通过该考试作为识别自然人投资者是否具有风险认知能力的标准。该试题的范围应涵盖基本的宏观经济、会计学、证券投资、证券法律法规尤其是新三板的特殊规定等方面的知识。所有具有民事行为能力的自然人均可申

(52) 参见邢会强著《新三板市场建设法律问题研究》,中国法制出版社 2015 年版,第 187 页。

(53) 《乔布斯法案》第 3 编修订了《1933 证券法》第 4(6) 条,创造出一种发行人通过中介机构向公众开展小额股权融资的全新豁免形式——“众筹”。其发行豁免的条件为:(1) 在交易发生日之前的 12 个月以内,发行人通过各种方式的筹资额累计不超过 100 万美元;(2) 发行人通过各种方式累计卖给任何单个投资者的证券金额,不超过以下限额之一:一是若投资者年收入或其净资产少于 10 万美元,则限额为 2000 美元或者年收入或净资产 5% 中孰高者;二是若投资者年收入或净资产达到或超过 10 万美元,则限额为该年收入或净资产的 10%;(3) 交易必须通过《1933 年证券法》第 4A(a) 条规定的“中介机构”进行(后文详述);(4) 发行人必须遵守《1933 年证券法》第 4A(b) 条的规定。参见《乔布斯法案》(Sec. 302 of *Jumpstart Our Business Startups Act*)。

(54) 彭冰《公募众筹的理论基础》,《证券法律评论》2016 年卷,第 54 页。

请参加这一考试,一次不通过可以无限次再考。倘如此,那些具有相关学历证书、学位证书和职业证书的人就可以通过参加“新三板合格投资者能力考试”来证明自己的风险识别能力。

除了一定能力测试之外,新三板还可以对于自然人投资者实行另外一种考试,即当自然人投资者投资于基础层或更下层的挂牌公司的股票之前,应答对5道单项选择题中的至少3道题,这5道题设计在证券交易系统之中,在自然人投资者拟买入某只基础层或更下层的挂牌公司股票的时候,就会弹出试题。只有自然人投资者过了试题关,才可以下单买进。这5道题考察的不是一般的知识,而主要考察该挂牌公司的主营业务或所在行业、过去最近一年的营业收入大致规模区间、过去最近一年的净利润大致规模区间或每股盈利、公司的实际控制人或董事长或总经理的姓名、公司的注册地址或最近发生的对公司经营有重大影响的重大信息等基本信息,目的是测试自然人投资者对该只股票的认知程度,测试自然人投资者是否阅读了有关的最新的信息披露文件,防止自然人投资者跟风炒作、盲目投资。

但并不是所有的自然人投资者都擅长考试,我们不能排除不善考试的投资天才进入新三板市场。考试的替代措施是实际的投资业绩,既可以是私募股权的投资业绩,也可以是二级市场的投资业绩;既可以是受托管理他人资产的投资业绩,也可以是自有资金的投资业绩。实际投资业绩比从业经验更能衡量投资者的风险认知能力,因为从业经验可能是不成功的经验。如果一个投资者能证明其投资业绩是连续最近三年每年平均收益在一定水平(比如年化12%<sup>(55)</sup>)之上或者能“跑赢大盘”,这足以说明其具有较高的风险认识能力,为什么非要拒绝这样的投资者进入新三板市场呢?

### (三) 识别标准

综上所述,新三板“理性投资者”的识别标准如表1所示。总之,区分机构投资者与自然人投资者,并分类规制。在自然人投资者中,区分出富有投资者与普通投资者,对富有投资者的投资比例或额度限制较为宽松,对普通投资者的投资比例或额度限制较为严厉,并通过考试或实际投资业绩的考察来识别自然人投资者的风险认知能力。在通过识别投资者风险承受能力和风险认知能力的基础上,应尽可能多地吸引投资者进入新三板,活跃新三板交易,激活新三板的各项基本功能。

表1 新三板“理性投资者”的识别标准

投资者类型	风险承受能力		风险认知能力
	财务条件	投资比例或额度限制	
机构	有(较高)	无	不考察
自然人	有(较高)	有(较高比例或额度限制)	考试或投资业绩
	无(或较低)	有(较低比例或额度限制)	考试或投资业绩

(55) 12%的指标还可以修改,甚至可以降为10%。连续最近三年每年平均收益在12%(甚至10%)以上的投资者已算是比较成功的投资者。



由于对自然人投资者增加了考试或投资业绩的要求,因此,新老制度的衔接仍需考虑。笔者认为,可采取“新人新办法,老人老办法”的原则,在降低自然人投资者财务条件的同时,执行新办法,即对其施加考试或投资业绩的要求,而对于新制度实施之前的自然人投资者不做考试或投资业绩的强制性要求。

## 六 我国新三板市场发行制度改革

在改革新三板合格投资者制度的基础上,新三板的发行制度也应进行相应的变革。由于既考察投资者的风险承受能力,又考察其风险认知能力,因此,新三板的“理性投资者”是比美国的“获许投资者”更科学的。由于新三板的“理性投资者”既具有风险认知能力,又具有风险承受能力,因此,美国的私募发行豁免制度可以较为全面地借鉴到我国的新三板市场。

### (一) 现行发行制度之检讨

目前新三板挂牌公司的股票发行,分为两种类型:第一种是向特定对象发行股票后股东累计仍不超过 200 人的发行,它属于《证券法》第 10 条规定的“非公开发行”,中国证监会对此进行豁免核准,<sup>(56)</sup>但由于新三板挂牌公司进行股票发行时要进行相应的信息披露,因此,这种方式仍具有一定的公开性。此外,挂牌公司向特定对象发行股票,投资者需符合新三板合格投资者的要求,不得向非合格投资者募集。

第二种类型被《非上市公众公司监督管理办法》称为“定向发行”,具体包括向特定对象发行股票导致股东累计超过 200 人,以及股东人数超过 200 人的公众公司向特定对象发行股票两种情形。<sup>(57)</sup>这种“定向发行”实质上属于《证券法》第 10 条规定的“公开发行”,因此需要向中国证监会报送定向发行申请文件,中国证监会进行审核。<sup>(58)</sup>同时,每次定向发行,除老股东外,新增股东的人数不得超过 35 人(定向发行股票购买资产的除外)。这两种情形其实对应了美国证监会“506 规则”下的“私募发行”,在美国是豁免注册的,但在我国却要中国证监会的核准。尽管核准程序比较简便,证监会也不做实质审核而仅作形式审核,但毕竟是一种审核程序,仍有不菲的成本。中国证监会通过审核程序对发行后股东超过 200 人的发行中合格投资者予以保护,实属不必要,每次定向发行新增股东不得超过 35 人的限制更不必要。这是学习美国私募发行制度学习不到位的结果。<sup>(59)</sup>

### (二) 新三板市场发行制度改革

新三板的所谓“定向发行”,应朝着美国私募发行豁免制度的方向进行改革,即修订《证券法》第 10 条对公开发行的界定,将该“定向发行”纳入豁免证监会审核的范围之中,

(56) 参见《非上市公众公司监督管理办法》第 45 条。

(57) 参见《非上市公众公司监督管理办法》第 39 条。

(58) 参见《非上市公众公司监督管理办法》第 42、43 条。

(59) 美国的私募发行是每次发行的非获许投资者不得超过 35 人,而我国新三板是每次发行的合格投资者不得超过 35 人。颇有“画虎不成反类犬”的意味。

放开每次发行不得超过 35 人的限制,以尽可能地提升新三板的融资功能和融资效率,在保护投资者的同时,最大程度地促进资本形成。同时,修订我国《证券法》第 10 条,在发行对象是合格投资者的情况下,允许发行中使用广告、公开劝诱等公开发行人方式。在发行制度变革之后,新三板仍是一个私募市场,但是一个理性的私募市场。

发行制度在进行了上述改革之后,在学理上仍属于“私募发行”。尽管我国新三板的合格投资者的认定标准发生了变化,财务条件得以降低甚至消失,但应该看到,美国的获准投资者制度也可能发生同样的变化,因此,这一发行制度仍对应了美国的私募发行豁免制度。同时,美国《乔布斯法案》在对投资者的投资比例和额度限制的基础上创制了众筹发行豁免制度,但没有考察投资者的风险认知能力,因此,对众筹发行豁免中的发行人设置了 100 万美元的筹资额限度。而我国的新三板由于既考察了合格投资者的风险承受能力,又考察了其风险认知能力,因此,可不设发行筹资额度限制。

美国法上的“私募发行”,其实有的已逐渐公开,其涵义几经演变,已经不再具有当初的涵义了。1935 年,美国证监会认为,界定私募发行需要考虑以下四种因素:发行方式、发行人与受要约人之间的关系、发行对象的人数、发行金额的大小。<sup>(60)</sup> 美国证监会还认为,在发行方式上,如果发行涉及一般招揽和一般广告的话,则不得构成美国证券法第 4 (2) 条下的私募发行。<sup>(61)</sup> 这是“私募发行”最初的涵义,即私募发行不得公开发行人。但是在 1953 年 Ralston 案中,美国联邦最高法院将私募发行的界定标准转向了受影响的人是否需要证券法注册程序的保护上来,而不再是 1935 年美国证监会的四要素,这意味着受要约人的人数不再是决定是否构成私募发行的因素了。<sup>(62)</sup> 2013 年美国证监会解禁私募发行中的一般公告和一般招揽之后,“私募发行”已经不再具有“私下”的意义,而仅具有属于“私人”的事务因而无需证券监管机构的注册程序保护的涵义。如果切换到我国的语境下,“私募”可能令人费解,不妨干脆去掉“私募”二字,而直呼“发行豁免制度”或“发行豁免审核制度”。总之,我国不宜将“私募发行”作为法律法规的正式用语,而应仅作为学术用语使用。

当然,“私募发行”证券之后,可以挂牌/上市交易,也可以不挂牌/上市交易。新三板就是“私募证券”挂牌和公开、集中交易的场所。这样规模的集中交易场所在国外是没有先例的,可谓我国的一项创举。

## 七 结 论

新三板是我国资本市场的一项重大的自主创新,在域外尚没有完全一样的模式可以

(60) Securities Act Release No. 33 285, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 2740 at 2912 (Jan. 24, 1935).

(61) Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 73 Fed. Reg. 36,212, at 36,224 (June 25, 2008).

(62) Seth Chertok, Theoretical Assessment of Private Placements Under Rule 506, NYU Journal of Law & Business, Vol. 8, No. 1, 2011, p. 83.

复制,但国外(尤其是美国)证券法律的基本原理和逻辑却是可以学习和借鉴的。新三板制度构建的逻辑起点是合格投资者制度,本文从合格投资者制度的理论逻辑出发,重新对新三板进行定位,并探讨当下的关键制度改革——合格投资者制度改革和发行制度改革。希望这一探讨能引起学界和官方的思考和讨论。

在此前的两三年中,新三板的改革重心是交易制度改革和分层制度改革。但笔者认为,在发行制度改革阶段性完成之后,围绕分层制度改革固然没错,但在当前阶段,改革的关键还是应从合格投资者制度的逻辑起点出发,重新梳理新三板的制度逻辑,对新三板进行重新定位,以此为引领,提纲挈领,对新三板进行新一轮的改革,首当其冲的是合格投资者制度改革与发行制度改革。总而言之,创新是新三板的基因,新三板改革需要再出发。

[本文为司法部国家法治与法学理论研究项目“三板市场建设法律问题研究”(12SFB2042)的研究成果。]

---

---

**[Abstract]** The stock issuance in China's new third board market should be positioned as "private placement", namely a market for centralized public trading of private securities offerings. "Qualified investors" in the current Chinese market correspond to "permitted investors" in the United States and should be exempt from registration or approval. In fact, the "permitted investors" system in the United States has some drawbacks and controversies, and the United States is starting the bill process to revise the relevant standards. The "qualified investor" system in China's new third board market should be reformed in the direction of the "rational investor" system, which should examine not only the risk tolerance of investors, but also their risk perception. And the understanding of the concept that "investors have self-protection ability" cannot be over generalized. China should reduce the financial conditions of qualified investors in the new third board, introduce alternative conditions, and reform the corresponding issuance system. Restrictions such as the number of each issuance should be liberalized and the approval by regulatory authorities should be exempted.

---

---

(责任编辑:姚 佳)