

上海证券交易所投资者教育实践与深化

杨 欣* 章辰磊**

摘 要:本文结合我国资本市场发展现状和证券交易所作为市场组织者、运营者和自律监管者的定位,阐释上海证券交易所在投教工作中的主要做法和经验。近年来,上海证券交易所围绕重点业务做好投资者教育和风险揭示,通过加强对会员和上市公司管理推动形成投保合力。我国资本市场投教工作在取得阶段性成效的同时,在新形势下面临新挑战。本文认为,未来投教工作可以从建立对市场经营机构开展投教工作的评估机制、充分利用新技术新手段促进投教合力形成、推动投资者教育纳入国民教育体系等多方面展开。

关键词:投资者教育 适当性管理 投教合力

自1990年沪、深证券交易所分别设立以来的20多年里,我国资本市场经历了从无到有、从小到大的快速发展,不仅取得了规模的扩张,也实现了质的升华。从市场规模来看,由最初的上海证券交易所“老八股”和深圳证券交易所“老五股”到股票总市值排名全球第二,上市公司在国民经济中的重要性日益增强;从市场体系来看,覆盖股权和债权的多层次资本市场初步形成;从投资者数量来看,截至2016年年底,我国证券市场投资者数已逐步增长到11,811.04万户。^①

* 上海证券交易所投资者教育部(企业培训部)总监。

** 上海证券交易所投资者教育部(企业培训部)。

① 资料来源:《中国证券登记结算统计年鉴(2016)》。

我国资本市场在探索中前进,在改革中创新,取得了令人瞩目的发展成就。然而,与国外成熟市场相比,我国资本市场起步晚、建设时间短,不可避免存在一些不成熟之处,且具有一些独有的特征和问题。我国资本市场自然人投资者占比在99%以上,呈现出以个人投资者占绝对多数的特征。大部分个人投资者抗风险能力和自我保护能力较弱,合法权益易受侵害。同时,我国资本市场存在一些非理性投资行为,如频繁交易、盲目追涨杀跌、热衷于打听及轻信所谓“内部消息”等,这些非理性投资行为最终往往损害了中小投资者的利益。因此,加强投资者教育,培育合格投资者对资本市场稳定健康发展具有重要意义。

一、上海证券交易所投教工作的定位

自全球金融危机以来,投资者教育在全球资本市场的重要性日益凸显。国际证监会组织(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)、国际证券业协会理事会(International Securities Market Association, ICSA)等机构先后通过各类论坛加强投教领域的国际合作,美欧主要市场纷纷加强投资者教育,例如美国设立了金融消费者保护局,该局下设金融消费者教育办公室;英国成立了金融消费者教育局。我国证监会设有投资者保护局,上海证券交易所、深圳证券交易所所在投教中投入了很多资源,投资者保护基金公司、中证中小投资者服务中心相继成立,各证券公司、基金公司等市场经营机构逐渐认识到成熟理性的投资者队伍对市场长远发展的重要性,投资者教育在我国得到了全方面、多层次的开展。

证券交易所作为市场的组织者、运营者和自律监管者,处在监管第一线,而市场监管与投资者教育及保护如同一枚硬币的两面。从成熟市场发展经验来看,维护金融秩序必须以尊重和保护中小投资者权益为基础,加强金融监管必须与营造金融投资文化氛围相辅相成。证券交易所开展投资者教育工作,要将教育和保护、监管和服务有机结合,引导投资者树立理性的投资理念。《证券交易所管理办法》修订草案征求意见稿中明确提出将“开展投资者教育和保护”作为

证券交易所的一项职能,从而提升投教工作的法制化水平。

投资者是市场赖以生存的基础,投资者的成熟是市场成熟的重要推动力。上海证券交易所投教工作以培育“合格投资者”为目标,一方面紧密围绕证券交易所重点业务,为监管政策的落地和业务产品的推出提供支持,做好政策解读、业务解析和风险揭示,提高投资者理性分析能力和风险识别能力,牢牢守住不发生系统性风险的底线;另一方面通过加强对会员单位和上市公司的管理,建立会员单位投资者教育联系人制度及其相关工作机制,引导上市公司加强和规范投资者关系管理。在此基础上,加强与其他市场主体、主流媒体的沟通合作,整合相对分散的投资者教育资源,建立信息共享机制,提升全市场投资者教育和保护的实效性。

二、上海证券交易所投教工作的主要做法和经验

近年来,根据中国证监会整体部署,上海证券交易所高度重视投资者教育工作,依托上海证券交易所一线监管优势,配合加强市场监管和风险防控任务,多措施并举、多部门协同、多主体参与,在投资者教育方面做了一些有益的探索和尝试。

(一) 制度先行,夯实投资者保护制度基础

近年来,世界各国纷纷把投资者教育作为防范金融风险、提升金融行业核心竞争力和促进金融市场可持续发展的基础性工作。上海证券交易所持续跟踪美国、加拿大、欧洲、巴西、日本等国家市场投资者教育最新动态和前沿课题,并根据我国资本市场特色和证券交易所一线监管优势,开展投资者适当性、投资者赔偿救济制度、投资者关系管理等专题研究,为投资者教育工作提供前瞻性研究成果。

面对错综复杂的金融市场产品,广大中小投资者风险防范能力相对较弱。对此,美国、欧盟、日本、中国香港特别行政区等许多国家和地区都建立了适当性制度,并成为经实践经验验证的比较有效的投资者权益保护的重要利器。我们

持续关注境内外投资者适当性管理研究成果,在充分考虑我国国情和投资者特点的基础上,积极参与证券市场适当性制度建设。2013年以来,上海证券交易所债券、港股通、股票期权、融资融券等各类产品或业务中都逐步建立并实施了适当性管理。

在实际开展适当性工作时,证券公司仍然或多或少面临一些困惑或困难。上海证券交易所开展了全市场首次证券公司适当性管理自查和现场督导,深入了解会员工作中的痛点和难点,进一步明确证券交易所对会员的监管职责和监管要求。为配合《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日正式施行,上海证券交易所进行相关规则修改,用图文漫画对适当性规则宣传解读,联合深圳证券交易所举办培训,多渠道引导会员和投资者深入了解适当性管理,撑起中小投资者权益的“保护伞”。

(二) 转变思路,加强会员投教工作管理

投资者教育的服务对象是广大投资者,要把投资者的所思、所想、所需作为工作的出发点和落脚点。然而,我国资本市场中小投资者众多,对于监管资源有限的证券交易所来说,需要探索更有针对性的投资者教育模式。考虑会员具有贴近投资者的优势,上海证券交易所推动各会员建立了投教联络人工作机制,举办投教联络人培训,建立与会员的投教交流机制,引导其在投教工作中发挥“主力军”作用。

上海证券交易所面向各会员单位创办了旨在提升中小投资者风险意识和自我保护能力的“做理性的投资人”活动,成为业内投资者教育和保护的“品牌”。仅2016年,活动就涌现出精彩纷呈的首席经济学家公开课、生动活泼的风险教育动画片等1000余份投教作品,数以万计的投资者参与其中。利用会员营业部的一线优势,上海证券交易所搭建了涵盖35家会员、450家营业部的核心营业部负责人调研群,成为投教工作的有形网络,在市场异常波动时启动快速调研,及时了解投资者情绪。2016年以来,上海证券交易所结合重点业务持续走访了20多家营业部,为重大决策提供实证依据。在积极“走出去”的同时,主动将投资者“请进来”。上海证券交易所建立“走进上交所”品牌活动,仅2017年以来,已累计接

待来自拟上市企业、高校学生以及各地投资者超过 110 次,人数逾 5000 人。通过介绍证券市场历史、观摩上市仪式等方式,提升了投资者对证券市场的了解。

(三)服务业务,做好产品解析和风险揭示

随着港股通、股票期权等交易所创新业务不断推出,在丰富投资者选择的同时,向投资者做好业务解析和风险揭示尤为重要。上海证券交易所紧紧围绕上市公司、异常交易等市场监管重点,债券质押式回购新规、减持新规等规则变化,用漫画、长图文、微电影、动画视频等多种形式制作了百余篇通俗易懂的投教产品。比如,拍摄了集知识性、教育性和娱乐性于一体的股市异常交易监管动画片《股市西游》,单集播放逾 16 万次。首次尝试通过真人场景融合特效动画方式制作投资者教育视频《股民的名义》,将有关上市公司“高送转”的套路以及监管部门采取的措施和成效向投资者娓娓道来。投教作品从“穿着中山装”到“接地气”,为投资者解读监管政策、介绍投资产品、讲解交易规则,既具有知识性和实用性,又具备趣味性和可读性,深受投资者喜爱。

上海证券交易所主动拥抱新技术新手段,推出了“上交所微课”,用在线音频直播的形式向市场传递监管理念,内容包括异常交易监管案例介绍、上市公司监管问答等,其中上市公司监管微课吸引了上万名上市公司、拟上市公司董秘等收听,成为共享资源的移动热点平台。

(四)促进合作,建立投教资源共享平台

针对投资者在投资知识和投资经验上有所欠缺,上海证券交易所探索“互联网+投教”的新路,建设公益性的学习和教育平台,为“要投资、欲求知”的投资者提供便捷经济的学习渠道。2008 年上海证券交易所建立了投资者教育网站,2016 年该网站成为首批全国证券期货投资者教育基地,近 3 年来累计点击量达 7648.7 万次。投资者教育网站有向投资者提供关于股票、债券等主题视频课程的“网络资本市场学院”,有帮助投资者熟悉交易规则、一展身手的“模拟交易平台”及丰富的投教素材,为投资者提供一站式的投教服务。

自 2017 年以来,上海证券交易所牵头组织会员单位、新闻媒体合作搭建了“百川众学”平台。这个平台是国内资本市场首家以自媒体方式运行、汇集多方

投资者教育和保护精品教材的共享平台,以“汇聚业内精华、打造投教‘读者’”为目标,以网站与微信订阅号为载体,将上海证券交易所所原创投教作品、业内优质公开课、会员投教短片呈现给投资者,提供及时、准确、优质的投教信息。该平台运行以来,已发布华泰证券、广发证券和申万宏源等 40 多家会员单位及新闻媒体的投教精品教材,逐渐体现出产品精、传播快、反响大等特点,初步形成“百花齐放、百家争鸣”的平台格局。

(五)增进交流,促进投资者行使股东权利

上市公司作为资本市场重要参与主体,是与投资者最直接的信息沟通者。为促进上市公司投资者关系规范管理,引导投资者树立股东意识,上海证券交易所自 2013 年起持续举行“我是股东”——中小投资者走进上市公司系列活动。

在过去 5 年中,通过联合会员单位,上海证券交易所带领近万名中小投资者走访了浦发银行、贵州茅台等近 350 家沪市上市公司,创造投资者和上市公司高管“面对面”“零距离”沟通交流机制。考虑能直面上市公司高管的投资者毕竟是少数,上海证券交易所于 2013 年创建上证 e 互动平台,为投资者提供通过网络与上市公司高管互动的渠道。截至 2017 年 8 月,投资者总提问数超过 16 万条,累计访问量超过 3 亿次。同时,在山东省、四川省等全国各地举办上市公司集体接待日活动,集中组织上市公司高管通过互联网与投资者即时沟通。这些举措鼓励中小投资者参与上市公司重大事项决策,积极行使股东权利,推动上市公司提升投资者关系管理能力和公司治理水平,增强投资者在资本市场参与感和获得感。

三、新形势下投教工作面临的挑战

近年来,我国资本市场投资者教育工作取得阶段性成效。然而,以个人投资者为主的投资者结构,客观上决定了资本市场投资者教育工作的长期性、艰巨性和复杂性。

(一)投资者教育基础性制度待进一步健全

目前,我国资本市场已初步形成包括法律法规、部门规章、交易所业务规则

及行业协会自律规则等在内的投资者保护制度体系,但上位法中仍欠缺对投资者教育的规定,如“投资者教育”“投资者适当性管理”“投资者关系管理”等制度并没有写入《中华人民共和国证券法》,监管机构及市场机构开展投教的法定职责还不够明确。同时,我国金融消费者保护制度以及投资者赔偿救济制度尚需要进一步探索和完善。作为对全球金融危机的反思与应对,美国、英国等国和我国台湾地区等纷纷将金融消费者保护作为金融改革的核心内容,如我国台湾地区于2011年6月制定了专门的“金融消费者保护法”,从金融消费者保护角度完善了投资者保护相关制度,并设立专门的金融消费者保护机构。

(二)投资者的风险防范意识及对投教工作的接受度待提高

随着港股通、股票期权等新产品新业务的推出,中小投资者不仅在专业知识和经验方面有所欠缺,对投资者教育的重要性认识还有待提高。具体在实践中通常表现为中小投资者漠视了解风险揭示信息,忽视阅读相关业务风险揭示条款等。同时,个人投资者在投资知识、投资经验等方面千差万别,存在需求多元化的特点。然而,当前投资者教育在一定程度上体现为单边推动模式,缺乏受教育者的动态反馈。根据投资者需求进行个性化教育,从单边推进模式向双向互动模式改变,有助于进一步提高投资者对投教工作的接受程度。

(三)切实提升投教投保工作实效性的机制及措施须完善

证券期货经营机构处在投资者和证券市场中间,具有贴近投资者的一线优势,是开展投资者教育工作最好的平台之一。但是,经营机构趋利性和投资者教育公益性之间存在矛盾。由于投教工作的评价方法尚不完善,难以采用相对客观公平的标准来评价经营机构的投教工作绩效。实践中,在外部激励相对欠缺的情况下,不同经营机构投入投教工作的人力、物力、财力程度有所不同,投教队伍的整体素质、积极性以及稳定性等方面都有待进一步提高。

四、未来工作的展望与思考

投资者教育任重而道远,是一项长期系统工作。中国证监会主席刘士余特

别强调,只有保护好中小投资者的权益,才能促进中国资本市场稳健发展。未来上海证券交易所投资者教育工作可重点围绕以下三个方面展开。

(一)建立对市场经营机构开展投教工作的评估机制

证券公司作为资本市场中介机构,是连接中小投资者与资本市场的重要纽带,也是落实中小投资者教育及保护的重要前沿。投资者作为证券交易主体,享有财产安全权、服务教育权、监督投诉权、自主选择权及公平交易权等合法权益,引导并督促经营机构加强对投资者教育和保护工作的认识,有助于培育理性投资者,形成市场的内在约束机制。

由于投资者教育工作的公益性特征,目前对经营机构的投教工作评估主要以鼓励性手段为主。投教工作的深化,迫切要求建立健全对投教效果的评价机制以及相应的激励约束机制。从市场经营机构整体投教工作层面来看,较为系统性的投教管理规范依然有所欠缺。建议出台针对市场经营机构投教工作的投教管理办法,建立明确的评估考核、激励机制与惩罚机制,把投资者教育工作开展情况的评估纳入会员日常管理框架之中。通过加强对会员投教联络人的管理,对投教联络人开展投教工作等情况进行考核,同时围绕投资者教育举办有亮点的专项活动,提升一线员工的整体工作素质和为投资者服务的工作热情。

(二)充分利用新技术新手段,推动投教合力的形成

发达国家普遍利用科技手段为投资者提供一站式投教资源。我国以中小投资者为主体的投资者结构和网上交易为主的交易模式,决定了投教效果在很大程度上依赖于传播速度快、覆盖范围广的信息技术手段。而在科技发展日新月异的今天,如何用好大数据、人工智能等新技术加强资源整合,如何利用监管科技切实扛起风险防范的责任等问题值得深入探索。

国外投教工作尤其重视通过合作方式进行,合作对象包括政府部门、监管机构、非营利组织、学术机构、媒体等。如美国金融业监管局(FINRA)与美国财政部及总统财力顾问委员会、研究机构合作共同完成了理财能力的国别研究报告。在亚太市场,网站、移动APP、Facebook、twitter等社交媒体在投教工作中广泛应

用以拓宽受众群体。^① 上海证券交易所充分利用新技术新手段,通过组建由百余家协会会员单位投教联系人组成的投教联系群、由近百家新闻媒体记者组成的媒体宣传群,以及由各地证监局投教人员组成的证监局投保联系群等将系统内机构、会员单位、新闻媒体等多方汇聚。建议进一步落实平台建设,加强合作的广度、深度与粘性,促进形成投教合力。

(三)推动投资者教育纳入国民教育体系

国际投资者教育一个突出的发展趋势是由零散化向纳入国民教育体系的常规化转变,美国、英国等发达国家都将投资者教育全面融入国民教育中。在我国建设小康社会大背景下,如何更好地面对财富积累带来的理财投资需求,是包括青少年在内的全体国民面临的共同课题。《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》也提出了“将投资者教育逐步纳入国民教育体系”。上海证券交易所将不断探索推动将投资者教育逐步纳入国民教育体系的方式方法,主要包括开设与中小学共建的金融教育基础课程,举办面向在校大学生和社会公众投资者的专题业务培训公开课等。

投资者教育的全民化是一项长期工程,不仅需要制度建设,还需要多部门联合协作。同时,在开展投教工作时,建议对教育对象进一步细分,根据投资者的知识背景、投资经验和风险偏好等因素的差异,提供不同的教育内容,探索分层次、分类别、立体化的投资者教育模式。

^① Messy F. and C. Monticone (2016), Financial Education Policies in Asia and the Pacific, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 40, OECD Publishing, Paris.