

顺“适”而为 比比皆“适”

——论投资者教育在适当性管理中的重要性

郑晓雯*

投资者保护重如山,严管才是真保护。

——中国证监会主席 刘士余

一、引言

投资者适当性制度是资本市场的一项基础制度,制定统一的适当性管理规定,是落实国务院有关文件部署和“依法监管、从严监管、全面监管”工作要求,明确、强化经营机构的适当性管理义务,切实保护投资者合法权益的重要举措。中国证监会为了维护投资者合法权益,规范证券期货投资者适当性管理,公开征求意见,于2016年12月12日公布发布了《证券期货投资者适当性管理办法》(以下简称《办法》)并于2017年7月1日正式施行。

目前,中国的资本市场直接参与市场的有1亿多人,其中99%以上为个人投资者,间接涉及约3亿人次。切实维护投资者合法权益,既是关系亿万百姓利益的民心工程,又是市场长远发展的基础工程。《办法》作为我国资本市场投资者保护的基础性制度,统一了投资者适当性管理的原则规定和底线要求。作为普通投资者,应如何正确使用《办法》来有效保护自己?笔者认为,只有积极参与投资者教育,认真配合经营机构做好适当性管理流程,才能真正做到有效防范风险;保障《办法》顺利实施,才能实现《办法》赋予投资者的真正权利和意义。

* 投资者。

二、投资者教育中了解什么是“适当性管理”

1. 我眼中的适当性管理

2017 年上半年的某一天,我像往常一样去长城国瑞证券福州营业部交易现场,还没到营业部,老远就看到营业部临街 LED 大屏幕上打出的“加强投资者适当性管理,树立理性投资理念”的十八个大红字!什么是“适当性管理”?我并不知道。一到营业部现场,我就立刻向现场投资者教育工作人员请教,首先投资者教育工作人员登录长城国瑞证券投教基地的“国瑞学堂”,学堂中关于适当性管理的宣传材料有很多:有适当性管理办法解读——《“适”说新语》系列汇编,有适当性管理投教宣传“适”说新语漫画系列:《实事求是“适”》《择人而“适”》等,还有长城国瑞证券公司自行制作的宣传动画片《情满银霞 相适无价》,内容丰富多彩、形式新颖。

2. 我所学到的适当性管理

简单地说,适当性管理就是证券经营机构通过适当的流程和方式,将适当的产品或服务提供给适当的投资者。证券期货市场是一个有风险的专业化市场,股票、债券、期货、期权等各种产品的功能、特点、复杂程度和风险收益特征千差万别,而广大投资者在专业水平、风险承受能力、风险收益偏好等方面存在很大差异,对金融产品的需求也不尽相同。资本市场的长期稳定发展,需要投资者的专业化程度和风险承受能力与产品相匹配。因此,在资本市场发展实践中有必要注重对投资者进行分类管理,以“将适当的产品销售给适当的投资者”,防止不当销售产品或提供服务。我国资本市场以中小投资者为主,更需要采取针对性措施来保护投资者特别是中小投资者的权益,引导市场健康、有序发展,建立投资者适当性制度。

投资者教育工作人员还向我分享了一个适当性典型案例,让我更直观地了解了什么是适当性管理。2008 年 9 月 15 日,美国第四大投行雷曼兄弟申请破产,2008 年 9 月 22 日我国香港特别行政区发生了“雷曼迷你债”风波:800 多名雷曼产品投资者申诉,估计香港特别行政区雷曼“苦主”超过 5 万人,金额逾 250 亿元。2008 年 9 月

23日,香港特别行政区投资者集会抗议,香港金融管理局^①提交的投诉个案约600宗。什么是“雷曼迷你债”,雷曼迷你债名为“债券”,实为高风险结构产品,即以信贷违约掉期(CDS)^②为标的的金融衍生工具。当时很多缺乏专业风险识别能力的中小投资者表示,由于银行职员未清楚说明产品内容,他们普遍误认为自己购入的产品为低风险定息产品。中小投资者因为经营机构的“不适当”销售行为买入了高风险的“雷曼迷你债券”,故承担了超过其承受的资金亏损。就高度重视适当性管理而言,建立了全面有效的制度机制的成熟资本市场是禁止售卖CDS给非专业投资者的,但“雷曼迷你债”的销售银行为了丰厚的佣金,不惜将此类高风险产品推销给退休人士、街坊、亲朋好友这些专业投资知识、风险识别能力和风险承担能力相对较弱的中小投资者,被推销者大多不会详细阅读销售条款,以为迷你债券和普通债券均为保本定息产品,属于低风险投资。结果雷曼兄弟破产,导致其债券价值大跌,不少客户由此承担了超过其承受能力的资金亏损。“雷曼迷你债”风波是一个典型的将不适当的产品卖给不适当的投资者案例。所以,“将适当的产品销售给适当的投资者”,尤为重要。这意味着,一方面,机构需要全面了解投资者的情况,深入调查分析产品或者服务信息,充分揭示风险,基于投资者的不同风险承受能力以及产品或者服务的不同风险等级等因素,提出明确的适当性匹配意见。另一方面,投资者应当在了解产品或者服务情况,听取经营机构适当性意见的基础上,根据自身能力审慎决策,独立承担投资风险。

在这样一个充满风险的资本市场中,作为参与者,我们应该“先求知、再投资、少损失”。而投资者教育就是引导我们如何进行正确的求知,如何树立风险意识和自我保护意识,如何在资本市场中进一步增强自我保护能力。

① 香港金融管理局(Hong Kong Monetary Authority, HKMA, 以下简称金管局)是中华人民共和国香港特别行政区政府辖下的独立部门,负责香港的金融政策及银行、货币管理,担当类似中央银行的角色,直接向香港财政司司长负责。金管局是香港政府架构中负责维持货币及银行体系稳定的机构,其主要职能为:在联系汇率制度的架构内维持货币稳定;促进金融体系,包括银行体系的稳定与健全;协助巩固香港的国际金融中心地位,包括维持与发展香港的金融基建以及管理外汇基金。

② 信用违约掉期(Credit Default Swap, CDS)通俗讲即贷款或信用违约保险。基于银行或其他金融机构在提供金融产品后,可能出现债务人违约,为了保障债权人权益,衍生出这种针对债务人违约的保险产品,旨在转移债权人风险。当借款人向贷款人(银行或其他金融机构)申请贷款时,贷款人为了保障贷款安全,以支付保费为前提向保险人(多为保险公司)投保。若借款人违约,由保险人代偿。

三、投资者教育在适当性管理中的重要作用

2017年7月的全国金融工作会议,成立了国务院金融稳定发展委员会,将防范系统性金融风险作为一项极重要的工作。会议提出“加强金融基础设施的统筹监管和互联互通,推进金融业综合统计和监管信息共享”。在这个基础上投资者教育问题被提上日程。那么什么是投资者教育?

(一)什么是投资者教育

投资者教育,简单地说,就是能够让投资者树立理性的投资方法和心态,能够买得清楚、卖得明白,而不是道听途说。我国资本市场上的金融教育行业,还处于起步阶段。投资者教育汇总众多投资者在金融行业的经验,能够让投资者教育团队向社会大众提供简单、易懂、靠谱的金融理财知识,帮助投资者提炼出一套系统性的投资方法,并将社会投资者的投资方法转化为简单、易用、好学的方法,让其受益。

投资者要怎样充分了解产品的风险等级来审慎决策呢?这时投资者教育发挥了重要作用。

(二)投资者教育在适当性管理中无处不在

随着《办法》的发布和实施,我所在的券商长城国瑞证券开展了丰富多彩的投资教育者教育活动。在这些活动中,我积极参与,切身体会到什么是真正的投资者教育,了解到监管层和证券经营机构的良苦用心。

1. 我在营业部现场经常看到滚动播放的适当性宣传动画片《情满银霞 相适无价》。原来《办法》就像月老,它专门为投资者和其适合的产品牵线搭桥,证券公司会综合考虑客户收入来源、资产状况、债务、投资知识和经验、风险偏好等因素来判断普通投资者的承受能力,同时根据产品的特征划分风险等级最终为投资者提供特别的适当性匹配意见。^① 作为投资者,我们一定要认真配合证券公司做好风险测评,提供真实准确完整的个人信息,^②在听取适当性匹配意见后再审慎地自主决策。这也是

^① 《办法》第6条规定:“经营机构向投资者销售产品或者提供服务时,应当了解投资者的下列信息:(一)自然人的姓名、住址、职业、年龄、联系方式,法人或者其他组织的名称、注册地址、办公地址、性质、资质及经营范围等基本信息;(二)收入来源和数额、资产、债务等财务状况;(三)投资相关的学习、工作经历及投资经验;(四)投资期限、品种、期望收益等投资目标;(五)风险偏好及可承受的损失;(六)诚信记录;(七)实际控制投资者的自然人和交易的实际受益人;(八)法律法规、自律规则规定的投资者准入要求相关信息;(九)其他必要信息。”

^② 《办法》第33条规定:“投资者购买产品或者接受服务,按规定需要提供信息的,所提供的信息应当真实、准确、完整。”

《办法》对投资者的基本要求。

2. 2017年4月,我的手机收到了由长城国瑞证券发送的关于分级基金客户适当性管理新规的短信通知:尊敬的投资者!上海、深圳证券交易所《分级基金业务管理指引》将于5月1日起正式施行,届时仍未开通分级基金权限的投资者将不得再买入分级基金子份额或分拆基础份额,但可继续持有或者卖出子份额,同时持有A、B份额的投资者,可以按照基金招募说明书及相关公告的规定将子份额合并成基础份额后赎回。请投资者特别注意《分级基金业务管理指引》实施前后交易权限的变化,合理安排交易。申请开通权限的投资者应满足“申请开通权限前20个交易日日均证券类资产不低于人民币30万元”等条件。请符合条件的客户于即日起尽早前往所属营业部办理书面签署《分级基金投资风险揭示书》等相关手续。基金有风险,投资须谨慎。

通过这条投资者教育短信我才知道,原来分级基金不同于其他产品,投资风险也大相径庭,开通分级基金是有准入条件^①的,投资者申请开通需要有资产要求,还必须经过适当性评估、签署风险揭示书。

3. 2017年5月,我在长城国瑞证券福州营业部交易现场,收到了由营业部投资者教育工作人员发放的由福建省证券期货业协会编制的口袋书《投资者保护系列丛书——证券期货投资者适当性管理办法知识问答》《投资者保护系列之——适当性管理与防范非法集资》和宣传折页投资者保护系列之《证券期货投资者适当性管理办法解读》、投资合法权益我知道之《投资者适当性典型案例》。其中《投资者保护系列之——适当性管理与防范非法集资》对《办法》的出台与思路、《办法》的具体内容、投资者的分类和转化、投资者的权利与义务、经营机构的职责、禁止行为及处罚、识别非法集资七方面作了详细解读。通过《投资者适当性典型案例》中“参与创新业务应把控风险”“投资者非正规渠道融资炒股风险大”“风险错配不应该,主动担责应肯定”5个经典案例,让我这样的中小投资者对《办法》有了更清晰的了解。其中“风险错配不应该,主动担责应肯定”这个案例对我印象深刻:^②

2014年6月,广东证监局接到投资者匿名投诉,反映辖区内某证券公司营业部在销售“A债券型证券投资基金”过程中,存在夸大收益、隐瞒风险以及向无相应风险承

^① 第22条规定:“禁止经营机构进行下列销售产品或者提供服务的活动:(一)向不符合准入要求的投资者销售产品或者提供服务……”

^② 该案例摘抄自由福建证监局和福建省证券期货业协会编制的《投资合法权益我知道之》。

受能力的投资者推介和销售该基金,并最终造成投资者较大面积亏损的违规行为。接到投诉后,该局立即派员赶赴该证券营业部现场核查,并在核查过程中,向证券公司总部通报了有关情况。公司方面高度重视,积极行动,一方面安抚投资者,向有关分公司紧急拨付风险补偿金;另一方面对该产品的销售适当性,特别是产品评级、宣传内容和口径、客户风险匹配等情况进行全面自查。

通过自查发现,该基金产品在公司内部风险评级中被评为“较低风险”等级,销售对象应为风险承受能力为“谨慎型”及以上等级的客户,但在实际销售中,低于“谨慎型”风险等级,且未进行风险确认的客户达数百人,且认购金额较大。

公司进一步分析,出现如此严重的适当性错配,原因主要有以下方面:一是公司财富管理总部在下发该基金销售通知时,未明确告知各营业部该基金风险等级。二是信息系统存在缺陷,公司提供场外和场内两种方式供投资者认购该基金,但公司场内认购的客户端没有自动匹配和提示投资者确认风险的功能,导致通过场内渠道认购该基金的投资者只能通过营业部人工执行适当性匹配和确认,且部分营业部因信息不全、流程执行不到位,未对投资者和产品进行审慎匹配,也未履行充分的风险提示和确认的职责。三是部分营业部违反公司规定,聘用无资质人员从事基金产品销售,降低了销售行为的规范性。

综合以上因素,公司认为,是自身销售适当性体系的各个流程、环节的管控存在疏漏,共同导致了适当性错配的后果,应承担主要的责任。

根据自查结论,公司对内部责任部门进行了风险提示和考核降级,对相关责任人处以通报批评和扣罚奖金的处分。

同时,为了弥补投资者损失、保护投资者合法权益,公司主动提供了多种补救措施供投资者选择,包括陆续发行三期集合资产管理计划与原基金进行对接;对不愿意接受产品对接方案的客户,公司按照客户损失情况直接给予经济补偿,截至目前已经累计赔偿 120 名客户,总金额达到 105 万元。公司方面表示,对于后续可能发生的相同事由的投诉,将按照同一标准进行赔付,确保对权益受损的投资者补偿到位。

这个投教案例告诉我们:(1)证券公司及其从业人员要把“适当的产品销售给适合的投资者”作为自身的固有义务来对待,克服不当利益冲动;同时要完善员工考核机制,防范只重视业务而罔顾适当性义务的现象。(2)证券公司应该加强适当性管理的机制、流程建设,特别是提高投资者风险测评和匹配的电子化水平,杜绝人为操作产生差错而导致风险错配的情况。(3)投资者应树立理性投资意识,在购买基金、理

财产品时,不应简单听信销售人员的一面之词,而应全面、细致了解产品的风险收益特征、申购赎回规定等重要信息,结合自身理财目标、风险承受能力等情况,理性选择适合自己的金融产品。

4. 2017 年 12 月,根据适当性新规,我重新进行了风险测评,测评等级为 C4 积极型。等级是怎么划分的? 什么产品跟我的风险等级才是匹配的? 我向投资者教育工作人员进行了详细咨询,原来投资者的风险等级分为五个等级,分别是 C1 保守型、C2 谨慎型、C3 稳健型、C4 积极型、C5 激进型。经营机构根据投资者的风险承受能力等级与产品服务的风险等级^①相匹配的原则,对投资者提出适当性的匹配意见,履行适当性义务。例如,我想开通分级基金相关业务权限,因为分级基金属于 R5 高风险等级,高于我的风险承受能力,属于不匹配情况。但我坚持开通,长城国瑞证券在确认我不属于风险承受能力为最低级别 C1 保守型后,向我充分揭示了分级基金的风险,并在我签署风险揭示书后方为我开通相关业务权限。通过投资者教育工作人员的详细解答我又进一步了解了适当性管理既尊重了投资者的自由选择权,有对投资者予以底线保护。类似进入深水区游泳前对深水证的要求,以免投资者参与超出其承受能力的投资而遭受损失。

四、投资者教育对于投资者的意义

投资者教育在适当性管理中无处不在,其重要性不言而喻。只有将风险放在首要位置,切切实实地把投资者教育落实到工作的各个环节,才能正确引导投资者树立风险意识和自我保护意识,才能让投资者在资本市场中更加懂得如何保护自己。

股市有风险,入市须谨慎! 股市犹如波涛汹涌的大海,充满了风险,只要你做到顺“适”而为,比比皆“适”,那么《办法》才能为你保驾护航,让你扬帆起航,乘风破浪。

^① 《办法》第 15 条规定,经营机构应当了解所销售产品或者所提供服务的信息,根据风险特征和程度,对销售的产品或者提供的服务划分风险等级。