

适当性是投资者合法权益得到有效保护的基础

安青松*

尊敬的各位嘉宾,女士们、先生们:

首先祝贺首届中小投资者服务论坛成功举办。习近平总书记指出,发展资本市场是中国的改革方向。去年召开的第五次全国金融工作会确立我国资本市场改革的目标,是形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场。利用今天的机会,我就“适当性是投资者合法权益得到有效保护的基础”话题,和大家交流几点看法。

一、投资者适当性是资本市场的基础性制度

党的十九大报告明确提出“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”,服务高质量发展是我国资本市场改革和发展的方向。证券行业服务高质量发展的关键是解决“好不好”的问题。习近平总书记在第五次全国金融工作会议提出的做好金融工作要把握的四项重要原则,即回归本源、优化结构、强化监管、市场导向,是证券行业服务高质量发展的基本遵循。健全完善投资者适当性管理制度,是贯彻落实四项重要原则的具体举措。证券行业回归本源的重要方面之一,就是回归媒介交易和专业服务的金融中介定位,根据资金供求双方的风险喜好和状况,以及对流动性的不同预期合理匹配资金,促进以信息信用为基础的跨时间、跨空间、跨群体的价值交换。

* 中国证券业协会执行副会长。

本文为安青松在首届中小投资者服务论坛上的发言。

优化结构是要贯彻落实“卖者有责”的理念,让投资者在获得充分的信息的基础上,将适当的产品和服务销售给适当的投资者,让适当的投资者承担适当的风险和收益。强化监管和市场导向就是体现刘鹤副总理在“健全系统性金融风险防范体系”专题协商会上指出的,要使全社会都懂得,做生意是要有本钱的,借钱是要还的,投资是要承担风险的,做坏事是要付出代价的。健全完善投资者适当性管理制度,是解决现阶段我国资本市场发展不平衡不充分矛盾的根本措施。

投资者适当性制度是资本市场基础性制度之一,它与信息披露制度共同构成资本市场有效运行的基础台柱。直接融资体系的基本市场逻辑是“买者自负”原则,即投资者分散决策,投资者通过分散决策自己承担适当的风险和收益。但是由于信息不对称问题难以消除和中小投资者作为“信息弱势群体”的客观存在,传统契约关系中的主体平等无法实现,于是引入“卖者有责”原则作为资本市场的重要契约原则。投资者适当性是“卖者有责”原则的具体体现。投资者适当性制度发源于美国,其主要指金融机构提供的金融产品或服务于投资者的财务状况、投资目标、风险承受水平、投资需求、知识和经验之间的契合程度,最初是作为证券经纪商行为的商业道德规范。1929年的金融危机以后,根据美国《1938年罗马尼法》(美国《1934年证券交易法》第15章A部分的修正案)设立全美证券商协会(NASD)[现在全美金融行业监管协会(FINRA)的前身],为保障场外市场证券交易的公平和有序,在自律管理规则中确立投资者适当原则,即会员在向投资者推荐某种证券买卖或者交易时,要有合理根据认为这种推荐适合该特定投资者,对该特定投资者的判断取决于投资者向会员公开的其他持股情形以及财产状况和需要(Rule 2310A)。投资者适当性制度经过80多年的发展,由最初的自律规范,发展到纳入监管体系并由司法加以确认,形成自律、监管、仲裁和司法多层次联动的专业监管体系。世界主要成熟资本市场,包括美国、欧盟、德国、新加坡、中国香港等国家和地区都建立了完善的投资者适当性管理制度。国际证监会组织(IOSCO)明确要求凡是向客户推荐产品、提供投资咨询、开展全权委托业务的经营机构必须对投资者进行适当性评估。从域外成熟市场和新兴市场发展的经验来看,投资者适当性管理制度是让投资者合法权益得到有效保护的基础制度。

二、我国资本市场投资者适当性制度初步形成

2008年国务院颁布《证券公司监督管理条例》(2014年修订)开启了我国证券投

资者适当性制度建设的先河,“了解你的客户”和“了解你的产品”成为证券公司的合规基础义务。2012年12月中国证券业协会发布《证券公司投资者适当性制度指引》,形成证券行业最早的投资者适当性管理自律规范,对推动证券行业树立投资者适当性理念,指导证券经营机构建立适当性管理制度,规范证券经营机构适当性管理措施、方法和流程等发挥了积极作用。2013年12月国务院办公厅发布《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》(国办发〔2013〕110号,以下简称《意见》),明确提出健全投资者适当性制度,要求完善中小投资者分类标准,科学划分风险等级,建立执业规范和市场服务体系,严格落实投资者适当性制度并强化监管。为贯彻落实《意见》要求,结合总结我国资本市场发展实践和投资者结构现实国情,2016年12月,中国证监会颁布《证券期货投资者适当性管理办法》(以下简称《办法》),以部门规章的形式对证券期货投资者适当性管理进行统一规范。为全面深入贯彻实施《办法》,中国证券业协会在广泛征求行业意见的基础上,进一步完善投资者适当性管理自律规范,并于2017年7月1日正式实施《证券经营机构投资者适当性管理实施指引(试行)》,在证券经营机构适当性管理的程序、流程和方法等方面作出了具体安排和参考性指引。《办法》和新指引实施后,中国证券业协会督促引导证券经营机构梳理业务环节中的适当性要求,健全公司层面各业务链的适当性细则及各业务链的操作流程,重新对客户与产品分类分级,动态关注客户与产品的风险,形成新的风控模式,按照适当性管理要求对交易与管理系统的前中后台进行改造,证券经营机构投资者适当性管理水平有了显著提升。

三、进一步健全投资者合法权益得到有效保护机制

适当性管理是投资者进入资本市场的第一道保护。健全完善适当性制度是投资者合法权益得到有效保护的基础。建议从以下几个方面进一步健全投资者适当性制度:

第一,立法加以完善。在《证券法》修订时,确认投资者适当性制度的重要性并进一步完善制度结构,在资本市场“基本法”中提升投资者适当性原则的体系地位和功能意义,不仅在立法上加大了对投资者保护力度,也为从司法上保护投资者利益创造了条件。

第二,强化行政监管。贯彻落实投资者适当性原则依赖于有效的行政监管。在新的投资者适当性管理制度框架下,强化一线监管、辖区监管职责,督促证券经营机

构按照要求完善内部制度,并对相应的落实情况进行检查,确保投资者适当性管理能够落到实处。贯彻依法、全面、从严监管理念,加大对违反投资者适当性管理义务机构问责力度。

第三,加强自律管理。在健全投资者适当性制度方面,自律管理具有“更柔”“更多”“更细”的优势,可以结合实际和个案,构建更富有弹性的适当性标准和行为指引,形成更多的匹配要素和更细的匹配考量,引导经营机构更关注实质性的适当性而不是形式上的适当性。组织行业就投资者适当性管理的技术、流程等细节进行经验交流和自律检查,提升从业人员对投资者适当性的认识,促进行业将投资者适当性管理工作落地实处。

第四,落实主体责任。经营机构要在思想上牢固树立“卖方有责”理念,充分认识投资者适当性管理的重要性,将投资者适当性管理纳入员工培训和考核中,进行有效的内部控制;有效跟踪评估测评和调整客户风险等级,对客户进行“精准画像”;充分认识销售产品或提供服务的风险情况,做好尽职调查和产品信息披露。

第五,完善法律救济。由于投资者相对于经营机构处于劣势地位,故在诉讼或仲裁过程中,应由经营机构对其已经履行适当性义务负举证责任。完善诉讼之外的多元化纠纷解决机制,充分发挥调解、仲裁等非诉纠纷解决机制的优势,提高投资者适当性管理纠纷的解决效率。

第六,深入宣传教育。投资者适当性管理制度的落实需要投资者的配合,监管机构、自律组织、经营机构应通过多种方式向投资者进行投资者适当性宣传教育,让社会公众了解投资者适当性管理制度的基本原理,特别是投资者自身的合法权益及证券经营机构应履行的义务。同时,让投资者知晓在其权益受到侵害时的维权路径,确保投资者能够及时、合理、合法地采取救济措施。

为了切实保护投资者的合法权益,监管机构、自律管理组织、证券经营机构要共同努力,扎实推进投资者适当性管理制度的有效落实,促进证券期货基金经营机构在产品交易与服务提供过程中切实承担起应尽的信息披露、产品风险评测、投资者风险评估、投资者教育的责任和义务,将合适的产品与服务卖给合适的投资者,实现卖者有责、买者自负有机结合,促进资本市场的长期稳定健康发展。

谢谢大家!