

深圳证券交易所副总经理李鸣钟 在第二届中小投资者服务论坛上的发言

李鸣钟*

尊敬的各位领导、各位来宾,女士们、先生们:

大家上午好!

非常高兴参加本次论坛,首先,我谨代表深圳证券交易所对论坛的召开表示热烈祝贺!

投资者适当性管理是保护投资者的第一道防线,对于优化投资者结构、维护市场稳定运行、防控系统性金融风险具有重要意义。本次论坛以“强化适当性管理、维护投资者权益”为主题,有助于强化经营机构投资者保护意识,助力资本市场投资者保护新格局的形成。借此机会,我就投资者适当性问题与大家交流一些体会和认识。

一、投资者适当性是投资者保护的基础制度

从制度功能来看,投资者适当性要求“卖者有责”,是投资者进入市场的第一道防线。资本市场本质上是信息的市场,投资者保护面临的核心问题是信息不对称问题。投资者与上市公司之间对于公司经营状况存在信息不对称,同样,金融产品的专业化、复杂化及风险差异化,导致投资者与经营机构之间关于金融产品或服务也存在信息不对称的情形。适当性制度的核心要求是卖方应将适当的产品或服务卖给适当的投资者,着力解决的是卖方“不当销售或服务”的问题。在一定意义上而言,投资者适当性与信息披露都以保护投资者合法权益为出发点和中心,以解决市场信息非对称

* 深圳证券交易所副总经理。

问题为政策目标,共同构成了投资者保护的基础制度安排。

从境外成熟市场经验来看,投资者适当性是保护投资者权益和维护市场稳定的普遍做法。投资者适当性起源于20世纪30年代的美国,目的就是在1929年美国股灾后,规范证券经纪商公平交易行为,让投资者重拾信心。随着证券市场的发展,适当性制度被欧盟、日本、新加坡等成熟资本市场广泛认可和施行,成为现代金融服务的基本原则和要求。2008年国际金融危机之后,国际上更加注重适当性管理。例如,美国相继推出《多德—弗兰克法案》和《合格投资者定义审查报告》,对维护金融市场稳定起到了良好作用。

从我国资本市场实践来看,投资者适当性是行之有效的投资者保护制度安排。自2009年创业板启动之初,就施行了投资者适当性管理制度,这也是我国首次在场内市场引入适当性管理。创业板适当性管理充分重视投资者交易经验,突出强调风险揭示,施行10年来,取得了积极成效。数据显示,创业板投资者超过八成交易经验满两年;平均资产量约57万元,中小散户占比明显低于深市A股总体水平;创业板投资者在投资知识水平、知权行权水平方面也明显高于非创业板投资者。创业板适当性制度的实施,优化了创业板投资者结构,有效防范了投资者盲目跟风、冲动投资,为创业板市场健康发展提供了重要保障,也为下一步创业板改革奠定了基础。

目前,投资者适当性制度在股转系统、股指期货、融资融券、私募基金等领域得到了广泛应用,有效防止了风险承受力低的中小投资者进入高风险市场。2016年12月中国证监会发布了《证券期货投资者适当性管理办法》,标志着统一投资者适当性制度的建立,有力推动了我国资本市场适当性管理水平的提升,并发挥出稳定市场的积极作用。

二、投资者适当性管理也存在“适当”的问题

投资者适当性制度已在我国资本市场落地生根。但同时我们也应看到,适当性制度在运行过程中还存在进一步优化的空间,需要不断“刷新”。

一是投资者风险评估是否有效。对投资者的风险承受能力进行评测是经营机构“了解客户”的重要步骤。一方面,投资者在各家机构填报雷同的问卷,心理上难免出现“麻木”的倾向,甚至故意填报高风险选项。另一方面,部分投资者对自身风险认知存在偏差,且同一投资者在不同行情下的风险偏好会动态变化。因此,实践中,投资

者风险测试往往形式大于实质,较难揭示投资者真实的风险偏好。此外,投资者信息在各经营机构之间形成“信息孤岛”,整个市场的信息成本有待降低。

二是资产门槛设置是否恰当。资产门槛是适当性管理较为常用的投资者分类标准或合格投资者准入条件,是决定适当性制度效能的重要环节。资产门槛清晰明确、易于执行,但也可能存在单一固化的问题。例如,“资产规模不低于50万元”是当前众多高风险产品使用的适当性门槛。短期内,这一标准可能与现有投资者状况相适应;但长期来看,随着经济环境、市场交易、投资者结构等因素的变化,有必要基于客观数据进对标准设置作出评估,动态化地设置资产门槛。

三是纠纷解决机制是否完善。当前《证券期货投资者适当性管理办法》虽然弥补了经营机构违反适当性义务处罚措施的制度空白,但仅是通过行政手段强化经营机构守法意识,缺乏对投资者的民事救济。近期,最高人民法院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要(征求意见稿)》,明确卖方机构违反“适当性义务”造成投资者损失的,应承担赔偿责任;同时还细化了责任主体、举证责任、证据要求、损失认定等事项的审判指导。这一举措畅通了投资者的司法救济渠道,但实施效果仍有待实践中检验。此外,尚需进一步完善协商、调解、仲裁等非诉纠纷解决机制,以提高投资者适当性纠纷的解决效率。

三、关于强化投资者适当性管理的几点建议

一是进一步突出对弱势投资者的倾向性保护。在我国,大学生、残障人士、老年人等群体购买金融产品的不在少数,特别随着我国社会老龄化进程加快,老年投资者数量不断增多。他们在收入水平、交易经验、认知能力等方面明显存在劣势,投资亏损所引发的后果更加严重。我建议可以借鉴美国、日本的适当性管理举措,将此类特殊群体列入谨慎招揽的客户范围。

二是推动经营机构形成“客户利益至上”的经营理念。经营机构是适当性义务的履行主体。在以通道收入、佣金收入为主的经营模式下,考核目标容易驱动经营机构员工向客户销售“不当产品或服务”。解决员工与客户之间的利益冲突,让“客户利益至上”理念深入人心,才是保障适当性管理落地的根本举措。因此,证券经营机构在强化内控的同时,需加快财富管理转型步伐,形成以资产管理与增值服务为主体的收费模式,真正将员工利益与客户利益捆绑在一起,这也是投资者适当性的本义

所在。

三是运用金融科技对投资者“精准画像”。经营机构“了解客户”义务,本质上是对客户进行“精准画像”。传统问卷调查为主观数据,缺乏客观数据验证,且涉及范围有限,无法实现“精准画像”功能。大数据、机器学习等金融科技的发展,为投资者“精准画像”提供了工具。我建议经营机构大力探索金融科技手段,利用自身积累的投资者行为数据及外部采集数据,同时从主观和客观维度深入把握客户的风险偏好、交易习惯,对投资者进行“精准画像”,着力提升适当性匹配效能。

四是强化投资者教育,提升投资者“买者自负”能力。投资者适当性要求“卖者有责”,同时也强调“买者自负”。经营机构的适当性匹配意见不表明对产品或服务的风险和收益作出实质性判断和保证,投资者应当根据自身实际情况作出投资决策。强化投资者教育,即在于提升投资者的理性决策能力,让投资者自己选择匹配的产品或服务。从这个角度来看,投资者教育与投资者适当性相辅相成,殊途而同归。

各位领导、各位同仁,强化投资者适当性管理,是打造“规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”的重要切入点和着力点。下一步,深圳证券交易所将在中国证监会的领导下,坚持“四个敬畏”,切实发挥自律监管职能,加大对会员适当性管理的监督检查力度,督促会员切实履行适当性匹配、风险告知、动态跟踪评估等职责。让我们携手共进,践行以人民为中心发展理念,推动投资者保护落地生根、扎实有效,合力促进资本市场高质量发展。

谢谢大家!