

# 深交所投资者保护工作的实践与探索

——基于深市投资者结构与行为特征的分析

徐良平\* 刘然\*\*

**摘要:**深交所投资者教育保护工作以调查研究为先导,在深入把握投资者结构与行为特征的基础上,探索科学有效的投资者保护路径。针对我国资本市场投资者“一多四弱”的基本特征,一方面加强监管、健全机制,为投资者营造良好的外部市场环境;另一方面构筑平台、搭建桥梁,引导投资者形成内在的自我保护能力。近年来,深交所不断汇聚市场合力,深入开展三大投教主题活动;充分运用互联网技术,构筑六位一体服务平台;持续创新投教产品形式与内容,借助五大信息渠道提升宣传力度,打造出独具特色的“365”中小投资者权益平台。进入新时代,深交所将严守不发生系统性风险的底线,探索实施分层次、差异化的投教服务,积极拥抱大数据、人工智能等科技手段,不断提升投资者教育保护工作的针对性和有效性。

**关键词:**投资者保护 投资者结构 行为特征 自我保护 “365”中小投资者权益平台

## 一、引言

2017年诺贝尔经济学奖授予了行为经济学奠基人之一的理查德·塞勒(Richard Thaler),这是2002年以来行为经济学领域的研究第三次获此殊荣。自20世纪70年代开始,金融市场上越来越多的“异象”,使经济学家重新审视传统经济学最基本的“理性人”假设。行为经济学将心理学上的人性假设用于对经济决策的分析,探究有

---

\* 深圳证券交易所投资者教育中心总监。

\*\* 深圳证券交易所投资者教育中心助理经理。

限理性、社会偏好以及自我控制的缺失等人类特性对个人决策的影响,并进一步解释市场群体行为如何系统性地影响整个金融市场的稳定。从这个意义上说,深入分析投资者结构与行为特征,进行针对性的投资者教育服务与保护,是维护市场稳定的基础性工作。

反观我国资本市场,一方面,个人投资者数量占比超过 99%,其中又以数以亿计的中小投资者为主,特殊的投资者结构与群体行为特征深刻影响着市场的运行。另一方面,我国资本市场是一个新兴加转轨的市场,法治环境、中介机构和股权文化都有待成熟,而深圳市场又是科技创新型企业的聚集地,这类企业既具有高成长性,也具有业绩不稳定、股价波动性高等特点,发展过程中会不断地衍变和分化,这对投资者的风险识别和承受能力提出了更高的要求,对深圳证券交易所(以下简称深交所)的投资者教育保护工作也提出了更高的挑战。

如何针对投资者结构与行为特征以及市场相关主体的现状,探寻有效的路径和方法,提升投资者教育保护工作的效能,是很有意义的命题。本文首先简析深市投资者结构与行为特征,而后介绍深交所投资者教育保护工作探索与实践特色,最后谈一下对未来工作的展望与思考。

## 二、深市投资者结构与行为特征

深入了解投资者结构与行为特征,是做好投资者教育保护工作的基础。深交所每年开展“个人投资者状况调查”“投资者结构与行为分析”“股票市场绩效分析”等投资者保护专题研究,全面把握投资者层次结构、行为特征、知识水平、行权维权等方面的情况及变化趋势,为提升投资者保护工作的针对性和科学性提供一手材料。通过调查研究,我们将现阶段深市投资者的结构与特征大体概括为“一多四弱”。

“一多”是指庞大的个人投资者基数。投资者总体结构上仍然以个人投资者为主,中小投资者(账户年均持股市值小于 50 万元的投资者)又是其中主要的交易力量。统计显示,截至 2017 年年底,深市 A 股个人投资者账户数累计达到 1.7 亿户,<sup>①</sup>持股账户中中小投资者占比达 83.0%。从持股市值看,深市 A 股个人投资者年末流通市值占比为 44.2%;从交易金额看,个人投资者交易金额占比达到 85.4%。

---

<sup>①</sup> 投资者结构资料来源:《深圳证券市场投资者结构和行为分析报告》。

“四弱”主要体现在以下方面：

一是理性投资理念弱,非理性投资行为依然普遍存在。在2015年和2016年的调查中,价值投资型受访者占比分别只有20.4%和21.0%。2017年,价值投资型受访者数量首次超过趋势跟踪型和短线交易型,但占比也只有26.5%,<sup>①</sup>价值投资理念仍需不断引导培育。投资者在投资理念上虽逐年向好,但投资行为上的非理性依然显著。各种非理性投资行为的平均发生率高达39.2%。其中,熟悉偏好、过度自信和处置效应的发生率更是分别达到63.8%、47.5%和40.8%。此外,投机行为不容忽视,深市个人投资者热衷炒小、炒新、炒差的特点仍然较明显,从历年的投资者持股偏好看,中小个人投资者对高市盈率、低市值、前期低收益和ST股的偏好系数较高。

二是股东意识弱,参与公司治理的动力不足。中小投资者多数以“股民”自居,缺乏股东意识,对于公司治理不关心、不参与。数据显示,2015年至2017年受访投资者知权比例呈现上升趋势,2017年达到44.1%,而行权比例仍旧徘徊在较低水平,平均只有13.0%,甚至超过50%的受访者表示从未行使过股东权利。

三是维权能力弱,自我保护能力不足。中小投资者属于证券市场的弱势群体,权益易受侵害,而且受侵害后往往“信访不信法”。调查中,当权益受到侵害时,26.7%的受访者选择“向有关部门举报或投诉”,而倾向于通过调解、仲裁和起诉解决的受访者占比分别只有9.9%、10.4%和19.7%。

四是金融素养弱。2017年受访者投资知识得分为69.4分,而这一数字在2016年和2015年分别为63.1分和58.8分。总体提升的同时,中小投资者的知识水平明显偏低。2017年,50万元以下的中小投资者(占受访者总数的75.1%)投资知识得分为67.9分,显著低于100万元以上的投资者74.8分的得分水平。中小投资者在投资知识、信息获取、专业技能、风险承受等方面,都与资本市场对成熟投资者的要求有较大差距。

此外,投资者中的“新”“老”两端的问题也值得注意。

“新”的一端,年轻投资者踊跃入市。2017年新入市受访者中,30岁以下投资者占比55.8%,新入市投资者平均年龄31.2岁。调查发现,这些年轻投资者呈现以下特点:一是急于入市,未掌握足够的证券知识。18~24岁的投资者投资知识得分只有66.9分,在所有年龄段中得分最低。二是风险偏好程度高且投资风格较激进。近三

<sup>①</sup> 投资者行为资料来源:《深交所个人投资者状况调查报告》《深圳证券市场投资者结构和行为分析报告》。

成年轻受访者对风险的偏好显著,交易频率和持股集中度也处于较高水平。三是投资策略易变、易受网络信息影响。五成以上年轻受访者表示没有固定的投资策略,他们以手机网络媒体作为最主要的信息来源,使用比率高达53.6%。

“老”的一端,部分年纪较大的投资者亦需予以关注。一方面,这部分投资者年纪较大,通常没有精力与能力学习新的投资知识。另一方面,他们处于收支生命周期的末端,风险承受能力较低,而防范风险意识和能力却较弱,容易受到非法营销手段的诱惑,成为金融诈骗的受害者。“新”“老”两端投资者的特点对投资者教育保护工作提出了特别的要求。

### 三、深交所投资者教育保护工作探索与实践特色

保护中小投资者不是赋予其特权,而是回归大小股东平等的合理状态。保障中小投资者的知情权、表决权、利润分配权、建议权和质询权等正当权利,并且为中小投资者行使权利,创造更宽松、便捷、有效的环境与条件。同样,保护中小投资者不是保障其不受亏损,而是引导其树立风险意识,帮助其克服过度自信、损失厌恶、处置效应等认知偏差,获得自我保护的能力。面对数量庞大的、不成熟的中小投资者群体,“各个击破”式的保护方式并不现实。多年来,深交所一方面加强监管、健全机制,为投资者营造良好的市场环境;另一方面构筑平台、修路搭桥,引导投资者形成自我保护的能力。

在监管方面,“强监管”就是对投资者的“严保护”。深交所在依法全面从严监管思想指导下,不断完善相关制度、规则,强化对上市公司事前、事中、事后监管,密切关注、积极应对市场乱象,大力提升上市公司透明度与治理水平,全面落实“以监管会员为中心”的交易行为监管,依托大数据智能化系统从严履行市场监管,切实维护市场稳定运行,努力为投资者营造良好的外部市场环境。

在教育、服务方面,深交所注重培育投资者的金融素养和自我保护的能力,让投资者学会“自己走路”,理性参与市场。证券市场是一个复杂的博弈场,各种市场利益主体均需通过合法合规的博弈以求自身利益的最大化。“授人以鱼,不如授人以渔”,秉承这一理念,深交所多年来不断汇聚市场合力,深入开展三大投教主题活动;充分运用互联网技术,构筑六位一体服务平台;创新投教产品形式与内容,通过五大信息渠道提升宣传力度,打造出独具特色的“365”中小投资者权益平台。

### （一）“3”项投教主题活动

针对中小投资者理性投资理念较弱、参与能力较弱的现状,深交所将“请进来”与“走出去”结合起来,持续开展三大投资者教育主题活动,在中小投资者和市场主体之间搭建互动沟通的桥梁,培育成熟理性投资者群体。

第一,开展“走进上市公司”活动,激发价值投资理念。5年多来,深交所先后组织13,000名中小投资者实地调研全国53座城市的206家深市上市公司,让投资者亲身去上市公司“看一看、问一问、聊一聊”,为投资者与上市公司“亲密接触”搭建了沟通交流平台,推动了中小投资者从“股民”向“股东”的转变。第二,以“回归理性投资,规划财富人生”为主题开展“走进券商营业部”活动,为投资者讲解价值投资方法、宏观经济分析、上市公司公告解读等内容,并开展模拟投资比赛让投资者感受投资风险,促进市场理性投资文化的形成。第三,举办“投资者走进深交所”活动,搭建双向沟通交流渠道,拉近深交所与投资者距离。

在此基础上,深交所不断汇聚市场合力,与境内外相关单位密切合作,创新优化投教工作机制。一是与港交所互换投教合作文本,联合举办特色投教活动,建立展陈互助、路演合作、信息共享和课题研究等协作机制,全方位打造投教工作的“深港通”。二是凝聚合力、精准发力,与各地证监局、协会、投服中心等单位密切协作,共同举办“投资者服务西部行”“投资者服务周”等区域主题活动,以点带面激活各地投资者理性投资理念,树立行权维权意识。三是联合深圳证监局指导深圳市证券业协会牵头成立“深圳辖区证券经营机构投资者教育工作联盟”,采用证券公司轮值模式,推动区域投教统筹规划、资源共享、协调行动,实现常态化投教工作机制。

### （二）“6个易”投资者服务平台

针对中小投资者股东意识、行权能力较弱,深交所运用“互联网+”思维,围绕投资者核心权利,倾力打造互动易、投票易、呼叫易、分析易、征集易和投知易“六位一体”的投资者服务平台,为中小投资者行使权利提供便利工具。

其中,“互动易”是全球首个由交易所设立,为投资者提供在线与上市公司互动沟通的网站。目前“互动易”投资者累计提问数达235万条,上市公司回复率为97%,2017全年访问量达9.12亿人次,已成为投资者获取深市上市公司权威信息的新渠道。“投票易”为投资者提供一站式股东大会网络投票服务,目前已有超过220万人次的投资者通过“投票易”,足不出户参与股东大会、行使投票权,有效保障了投资者参与决策权的实现。“呼叫易”打造了咨询、投诉全程电子化、规程化的投资者维权平

台,每年处理投资者诉求3万余件,投资者满意度超过90%。“分析易”利用信息技术和可视化技术,向中小投资者免费提供上市公司财务数据分析工具。“征集易”提供在线问卷调研功能,及时征集投资者对深交所新规则、新业务的意见,提升规则制定的科学性和透明度。“投知易”是国内证券市场首个以投资者教育游戏为主题的在线互动学习平台,目前总访问量已达260万人次。

随着移动互联时代的来临,移动客户端成为投资者服务的重要引擎和载体。深交所“6个易”平台与时俱进,不断强化功能,为投资者提供直达“掌上兜里”的服务。目前,“互动易”已经发布投资者和上市公司各自专用的APP,让投资者与上市公司实现零距离、无时差的指尖沟通。互动易微信公众号的推出,进一步拓展了服务覆盖范围。“呼叫易”“征集易”系统已拓展至微信平台,多渠道聆听投资者的心声。

深交所基于互联网的“6个易”投资者服务平台取得了一定成效,并形成了国际影响力,相关实践案例已被国际证监会组织发布在官网上向其会员宣传推广,为国际资本市场提供投资者服务的中国智慧。

### (三)“5”大投教信息发布渠道

针对中小投资者投资知识不足、风险意识不强以及信息获取偏好上的新变化,深交所创新投教产品的内容和形式,拓展宣传投放的方式和渠道,不断提升投教宣传覆盖面和有效性。

一方面,深交所积极运用各类投教信息载体,整合“传统媒体”“互联网”“微博”“微信”“移动APP”五大信息发布平台,将投教内容多渠道送达投资者。另一方面,适应投资者结构趋于年轻化、移动互联时代新媒体传播特点,创新投教内容与形式,制作投教漫画、图文解读、视频短片等生动形象、易于传播的投教产品。例如,发布证券市场首个投教微电影——《不忘初心,方得始终》,用诗意叙事触动投资者心灵;借中国传统文化之力,制作投教漫画《股市三国》、“大小说”问答、漫话股市等。

在中国证监会指导下,深交所深入推进投教基地建设,为持续、系统开展投资者教育服务提供平台和依托。深交所整合“365”平台资源,将“6个易”功能充分吸收至投教基地,并依托基地举办投教主题活动、宣传投放投教产品。本着“互动、开放、共享”的理念,深交所不断推进实体平台与互联网平台之间、自身与外部之间的联动、共享和互补,成为系统内首家同时拥有实体和互联网国家级投教基地的单位,为投资者打造一站式服务平台。

#### 四、投资者教育保护工作展望与思考

习近平总书记在党的十九大报告中,高度强调了“坚持以人民为中心”的发展思想,提出“使人民获得感、幸福感、安全感更加充实、更有保障、更可持续”,这为投资者保护工作提供了根本指引。中国证监会党委在学习贯彻党的十九大精神时提出,要加快资本市场改革和提高对外开放质量、更加有力服务实体经济、更加有效保护投资者合法权益的目标,为今后做好新时代投资者教育、服务与保护工作,提供了行动指南。

我国资本市场特殊的投资者结构与特征,客观上决定了投资者保护工作是一项长期性、系统性工程,同时也是推动资本市场稳定健康发展的重要性、基础性工程。近年来,在中国证监会的领导下,在相关单位共同努力下,我国资本市场投资者教育保护工作成效正逐步显现。综观历年调查结果,投资者知识水平逐渐提高,价值投资的理念和氛围逐步构筑,知权行权的意识正在形成。总体情况逐渐向好的同时,我们也应该清醒地看到,个人投资者非理性投资行为依然存在,频繁交易、集中持股、不重视止损等状况不易短期削减,投资者教育保护工作任重而道远。如何将投资者知识、理念、意识上的改变更好地引导至行为的改变,在未来的研究和实践中都值得进一步探索。

新时代对资本市场建设提出了新目标、新任务,投资者教育保护工作面临新的机遇和挑战。一是当前我国经济处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期,“黑天鹅”和“灰犀牛”等金融风险尚处易发高发期,且呈现隐蔽性、复杂性、突发性、传染性等特点,防范风险、稳定市场依然是资本市场工作的重中之重,需要疏堵并重坚守风险底线。二是投资者群体正逐步分化、分层,个人投资者在知识水平、风险承受力、交易行为等方面逐步差异化,不同投资者对投资者教育的需求也开始分化,需要创新投资者教育方式、方法,提高投教工作的针对性和有效性。三是移动互联网、大数据、人工智能等科技发展迅速,为投资者教育服务提供了有力的手段,打开了广阔的空间。此外,深港通的开通打开了面向全球投资者大门,对境外投资者服务提出了更高的要求。面对机遇与挑战,亟待提升投资者服务的科技化、移动化和国际化水平。

##### (一)疏堵并重,严守不发生系统性风险底线

一方面,深化投资者风险教育,做好投资者“疏导”工作。紧跟市场新动态、新形

势、新问题,做好舆情引导、宣传解释和风险提示,帮助投资者理解相关政策、制度和规则,提升风险意识。另一方面,健全投资者诉求处理机制,强化风险“防堵”效能,提升风险的识别、预警和协同处置,准确把握市场的新问题、新矛盾、新趋势,依法分类处理投资者诉求,努力将风险点化解在源头。

### (二) 有的放矢,开展分层次、差异化投教服务

一是加强对会员投教工作引导和激励。充分发挥会员最为贴近和了解投资者的优势,探索制定会员投教工作指引,细化投教工作要求,以“规定动作不走样,自选动作有特色”指引会员投教工作,并且构建相应的激励约束与效果评估机制,进一步激活会员投教潜在力量。二是针对不同类型的投资者,制作“有文化”“有意思”的投教产品。例如,针对即将入市和新入市的投资者,制作入市手册,帮其上好入市第一课;针对有一定基础的投资者,持续创作投教漫画、图文解读等投教产品,让投资者“看得懂”“记得住”。三是探索将投资者教育纳入国民教育体系,将高校、中学生请进投教基地,积极争取地方政府、教育部门的支持,进一步发挥基地引领带动辐射作用。

### (三) 拥抱现代科技,提升投教服务科技化、移动化和国际化水平

一是持续推进“6个易”优化升级,试点向境外投资者提供相关服务,拓展服务范围,提高服务质量。二是建立系统化、常规化的投资者信息采集平台,持续追踪我国资本市场投资者行为特征与情绪变化,探索借力大数据、人工智能技术,推进“投资者画像”等应用工程,为智能化、精准化监管与投教服务提供支撑。三是适应移动互联网的发展趋势,依托互联网投教基地,打造移动化、个性化的新媒体知识平台,并与实体投教基地联动互补,为投资者构建在线移动学习空间。