

# 境外市场期权投资者适当性经验

相比较股票、债券等投资产品，期权因具有非线性损益结构和投资策略异常丰富等显著特征，相对复杂，不适合所有投资者。鉴于此，境外主要市场实施严格的适当性制度，以“选择”适当的投资者参与期权交易。

## 一、美国市场

在美国，期权适当性规则较为明确且监管严格。

### （一）法律及监管规则规定

联邦《证券交易法》第9条b-1规定，经纪人应当对期权及其他结构性产品等非传统金融产品的投资者承担特定的信息披露义务、适当勤勉义务和适当性义务。

证券交易委员会（以下简称“SEC”）也通过其裁决明确了，在期权交易中，证券经纪人应向投资者承担以“公平交易”为核心的适当性义务，证券投资顾问则应承担适当性等以投资者利益最大化为原则行事且避免利益冲突的义务。一旦上述主体违反了相应的义务，SEC将发动对期权交易的调查。

此外，金融业监管局（以下简称“FINRA”）在其规则第2111条中规定了适当性的一般性原则，在第2360条(b)(19)中进一步明确了会员在销售期权产品时应承担的适当性义务：

一是会员应向投资者交付披露标准化期权特征及风险的文件以

及从事无保护期权投资的投资者应签署的特别声明文件，以使投资者在确定所参与的期权交易类型前即了解相关内容。

二是会员只有在询问了投资者的财务状况、投资需求等关键信息后，确有合理基础确信投资者是适合的，才能为其开期权放交易权限并确定账户类型，接受交易指令。

三是会员应在公司总部设有专门办公室，实施期权适当性管理，领导公司投资者账户服务办公室，管理期权账户或开展期权知识教育工作。

## （二）交易所的规定与实践

### 1、芝加哥期权交易所

芝加哥期权交易所（以下简称“CBOE”）自成立以来充分行使其适当性管理职责，在规则 9.8（“账户监督”）、9.10（a）（“全权账户的监督”）和 9.6（f）（“开立账户”）中规定了适当性的内容，并与证券公司合作，由后者在投资者开立期权交易账户和参与交易时严格落实适当性的规定，不断扩大“合格投资者”的数量。

一是 CBOE 印制并向证券公司发放适当性指引，供后者参照使用并允许其在具体实施时与指引内容略有出入。同时，要求证券公司在为投资者开户前必须提供并引导其阅读名为《标准化期权的特征和风险》的小册子，确保投资者了解期权投资的风险。

二是 CBOE 向证券公司提供测试投资者期权知识的相关题目及资料，供其开展投资者适当性评估时使用。

三是 CBOE 规定证券公司向投资者发放的期权广告和教育材料应

满足合规要求，且必须经公司合规部门和自律管理组织审核通过。

## 2、纽约证券交易所

纽约证券交易所在其规则(第 723 条,即“适当性”)中将实施适当性管理作为向投资者开放期权交易权限的前提。会员向投资者承担适当性义务,并在有合理基础确信投资者具有可以理解期权投资风险的金融知识和经验以及相应的资金实力后,为其开放期权交易权限。

## 二、韩国市场

韩国作为全球最活跃的期权市场之一,个人投资者占比相对较高是其显著特征,在“选择”适当的期权投资者方面也形成了独特的经验和做法。

### (一) 法律规定

2008年2月4日生效的韩国《资本市场与金融投资业法》规定了金融投资企业应根据投资者的特点,向其劝诱包括期权在内的适当的金融投资产品,即应遵循“适当性”规定,防止由于不适当的推荐或者不公平的交易损害投资者利益。

### (二) 交易所的实践

韩国证券交易所(以下简称“韩交所”)1997年推出的KOSPI200指数期权目前已是全球交易量最大的金融衍生品,与此同时,通过合约设计“选择”目标投资者群体等做法也值得借鉴。

一是韩交所在选择“适当的”期权投资者时,充分关注了期权合约设计与期权风险、特征及投资者的资金状况之间的联系,合理确定并灵活调整对投资者的“投资资金”要求。

KOSPI200指数期权推出之初，为适当吸引投资者，同时防止大量中小投资者集中参与交易，韩交所除在期权合约中对权利金、合约单位、行权价等方面做相应规定外，还提出投资者应满足1000万韩元（相当于8万元人民币）资产的要求。1997年亚洲金融危机爆发后，为防范衍生品市场违约事件，韩交所将上述1000万韩元提高到3000万韩元。经过1997年至1999年间的市场培育，韩国投资者对期权交易逐渐熟悉，在此基础上，韩交所在2000年1月将交易资金要求调降至1000万韩元，2001年1月，进一步调至500万韩元（后又提高到1500万韩元）。总体上，“期权合约”犹如调整参与期权交易的投资者群体“池子”的阀门，并在市场趋于成熟且行情较好时适当降低资金要求以吸引散户投资者参与期权交易，活跃市场。

二是韩交所不断创新制度，满足投资者需求，进一步提高了期权市场的竞争力。比如，韩交所在2006年12月推出了期权专买账户，供投资者先买入期权，然后再卖出，且无需满足上述1500万韩元的资金要求，非常适合中小投资者。

韩交所的上述实践也是在充分考虑期权市场中个人投资者行为特征的基础上对此做出的回应。在韩国，一方面参与期权交易的大量个人投资者主要作为期权买方，仅需支付较低的权利金就可以获得博取未来投资收益的可能，风险可控且损失有限；另一方面，虚值期权通常报价较低且在股指波动较大的期间转变为实值期权的可能性较大，因此，个人投资者普遍热衷于投资虚值期权，市场交易活跃。

### 三、香港市场

1995年，香港联合交易所（现“香港交易所”）推出了首只汇丰控股期权，成为亚洲第一个为投资者提供股票期权交易的市场。

值得注意的是，香港未实施专门的期权投资者适当性管理，只是金融监管机构在“雷曼迷债”事件发生后，陆续发布了有关零售投资产品发行、销售等环节保护投资者权益的相关措施。在此背景下，香港交易所为保护投资者，要求证券公司必须在为投资者开立期权账户时向其发放一本有关期权及其风险的小册子，并签署风险声明。显然，投资知识和风险揭示是香港市场“选择”适当期权投资者时考虑的重要因素。

期权产品相对复杂，对参与交易的投资者的投资知识，尤其是投资策略应用水平都提出了较高要求，为此，香港交易所为推广期权市场，一方面，通过其网站为投资者介绍期权投资知识和投资策略，突出期权投资不同于股票及其他产品投资之处；另一方面，通过网站“风险披露条文”栏目，向投资者披露期权投资具有的较高风险。作为投资者，不论买入，或卖出期权，都应先了解其打算交易的期权类别（即认购期权或认沽期权）、投资策略和相关风险，并在充分考虑期权权利金和其他交易成本的基础上计算投资获利。

赵晓钧