

中证中小投服者服务中心有限责任公司的 地位、职责和权限问题研究

白 江*

摘 要:本文通过事例方式分析指出,投服中心,是受证监会指导下的公司制法人组织,依照国家的法律和法规成立并运行,在证监会与市场之间发挥功能传递作用,在市场主体之间发挥服务纽带作用。在研究投服中心的地位时,除对先前法律、政策的理解外,本文更注意从市场经济运作的角度考察,按照法理学的原理指导服务实践活动,确认责任与权力界限应成为投服中心运作的内在的、不可分割的组成部分。本文由以下几部分组成:首先,根据权益股东身份以及权利让渡的比较分析,笔者强调投服中心“管制”的地位,真正来源于自身股东权利与让渡,而作为监管的辅助机构,它侧重于保护和教育,相较于一般意义上监管机构的信息披露核查、市场检查、违规行为查处等事后监管具有的前置性、直接性等不同特征。因此,与其说投服中心是市场“监管”,还不如将之定位为市场“管制”更准确,仅在部分领域内有限度地解决部分问题。不难发现,从整体上看,投服中心应该遵从上市主体与中小投资者自治优先、市场竞争机制优先、市场自律优先以及事后监管优先等原则,其揭示和倡导的深层次的职责取向,恰恰是限制其前置行为、放松事先管控,实行“有限管制”。而这些特征对市场经济的持续和稳定发展具有极其重要的作用。其次,笔者简要地分析了目前作为监管的辅助机构,投服中心具有侧重于保护和教育双重职责的五大职责。其功能之一就是解决当市场主体失灵时,中小投资者需要保护的问题,以及与目前市场状态相适应的理由。最后,论述了在证监会框架下,投服中心的权力边界应该具有扩张与萎缩性,笔者特别分析了权力的扩张与萎缩的几种样态,指出这一命题,是适

* 才轶律(上海)企业咨询管理有限公司总经理。

应或能够促进市场主体的成熟与发展需要,而这必然是长期平凡而琐碎的工作积累而成。只要投服中心的最终目的旨在保护中小投资者的共同利益,并且是在股东权力的范围内行使,无论是否真正实现了所有股东利益最大化,投服中心的权力扩张都是合法和值得提倡的。另外需要提及的是,要警惕防范投服中心“逾越权力”与防止出现监管机构所不期望的、不合理的不作为“形式化”倾向,而如何防范两种倾向,最好的方式是程序,如何按照一定程序和机制,是需要从制度层面回答的问题。

关键词:投服中心 地位 职责 权限

中证中小投资者服务中心有限公司(以下简称投服中心)是经中国证监会批准,于2014年12月注册成立并受其直接管理的证券金融类公益机构。经过几年的不懈努力,投服中心形成了以投资者教育为基础,事前持股行权、事中纠纷调解、事后支持诉讼的“投服模式”。那么投服中心与其他主体之间是何种相互关系?换句话说,主要是在各自领域内,主体相互之间是何种权力关系,以及这种权力关系的特征是什么?在過去的环境下,不可能思考、讨论或具体确立这些目标。很显然,妨碍人们思考、讨论的主要障碍,并非是由于缺少某种理论原则,是因为缺乏动力去探究这些问题。随着国内资本市场渐进式完善趋势,^①投服中心的成立,一个机构做什么,人们希望它做些什么,什么才是它应当尽力去实现的,渐渐地进入人们研究的视野。^②笔者认为,这种研究视野,应该是投服中心在中国证监会整体监管框架下进行,对于证监会来说,投服中心是被管理的对象之一,但投服中心在某些领域又是“管制”自己和其他市场主体。虽然人们认为这些都有受制于既定的权力范围,而对权力已经加以限制,至少看上去已经限制了。然而,投服中心作为独立法人主体的公司制机构,其服务职能已不再是行政职能,也不再受到严格而相对狭窄的行政职能限制,与此同时产生如下相应的思考关注点:投服中心的地位以及其正当的职责是什么?权力的来源与边界在哪里?很显然,没有人会希望一个政府有逾越这些权力范围的活动,^③或者

① 参见证监会网站披露:在江苏南京召开证券投资者民事损害赔偿救济法律制度完善座谈会上,这次座谈会的召开,是证监会贯彻党的十九大提出的“坚持以人民为中心”的发展思想,落实习近平总书记“尽快形成融资功能完备、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体系”要求的具体工作措施。做好这项工作,事关规范公正的市场秩序,事关市场恒久信心,对于切实维护广大中小投资者合法权益,深化市场改革,促进市场发展,更好地发挥资本市场服务实体经济的功能作用,具有重要意义。

② 证监会主席助理黄炜指出,不同于海外市场,国内股票市场99%的是散户投资者。

③ 迈克尔·阿克肖特:《哈佛演讲录——近代欧洲的道德与政治》,顾玫译,上海文艺出版社2003年版,第10页。

说,没人会因为无法限制权力范围,就同意投服中心的不当行为。

一、投服中心的地位与特点

证监会是证券市场中的管理主体,除此之外的任何主体,都被纳入管理对象的范畴,所以,投服中心是接受证监会管理的对象或者说是被管理主体,这一点是不难理解的。那么,怎样理解投服中心的“管制”者地位,以及怎样理解投服中心对除证监会以外的其他部分主体的“管制”者地位呢?

(一) 投服中心的地位

投服中心是有限公司制的市场非营利主体,又不同于行业(产业)协会、行业(产业)公会等组织,而是根据法律、法规的授权,对上市公司和其他相关的市场主体进行“管制”的主体。投服中心在实施股东行为时,是以自己的名义进行,这时其在法律性质上是一个独立主体。同时,投服中心一方面能将中小投资者的个人利益上升为集体表达,另一方面又能把握、控制这些利益,限制、规范、教育中小投资者,消除破坏团体利益和社会公共利益的行为。“管制”关系主要表现为对企业或者中小投资者市场营利主体的不规范行为,利用现有规则,合理约束主体的异常行为,实现股东内部的自我监督,同时保护中小投资者的利益。投服中心的这种“自治性”,决定了其有着不同于行政职权的股东权利,作为上市公司市场营利主体的股东,严格遵守与利用外部法律法规,以及上市主体内部公司章程和规章制度,一旦发现有违,投服中心可以对涉嫌违规上市主体进行质询,提出意见或建议,并且鼓励中小投资者对其监督、相互制约。另外,投服中心还可向中小投资者收集或提供市场信息、对投资者进行培训、组织成员之间的业务交流等。当然市场上市主体也享有不采纳投服中心的质询与建议,但是这种不采纳可能会对上市主体产生不利的影响,可能因此而引起更多的市场质疑。

投服中心的这种“管制”,是通过法律赋予股东机制的运行,规范市场,维持市场的良好秩序,使之与整个社会的法律秩序相协调的行为。在这种关系中,投服中心相对上市主体或中小投资者处于“管制者”的地位。这种“管制”权力来源于正当的股东权利或中小投资者的“团体契约”。当中小投资者接受投服中心服务,就意味着其自身的部分权利在约定的限度内向投服中心让渡,投服中心凭借中小投资自愿让渡的权利对后者进行“管制”。当上市主体违反规则时,投服中心就有权在自身权利与

受让的权利范围之内,对违规成员进行行权质询与建议,从而迫使其控制自己的行为,遵守市场及监管规则。对于不服质询的上市主体或纠纷,投服中心通过行权、纠纷调解、公益诉讼、影响商誉等方法对其施加不利影响,迫使其遵守规则。而这种“管制”就是一种权力。关于权力的来源,现代理论一般认为一种权力都源于人民,人民是权力的前提,人民权利是基础,人民是一切权力的最终所有者。^① 当政府无法将所有的个体偏好综合为社会选择,实现社会均衡发展,况且已深入人心的对公权高度戒备使人们更愿意将这种权力保留在私领域,而不愿意再让渡给公权。于是在现代社会产生的种种社会问题面前,社会契约论在权力问题上进行了修正,即将原先保留在个人手中的一部分权利让渡给第三部门的非政府组织,这种让渡是一种动态的让渡,^②同时,监管基于确保投资者安全稳定与发展的必要,也希望投服中心通过合法合规的方式去改变市场主体的行为,于是投服中心在市场主体内部寻求合法性解决问题的方法,与之达成了一种默示的“妥协”。同时,投服中心通过对市场主体自身的变革,也进行培养、教育中小投资者。而这种“管制”的过程不仅是动态的,更是多次的、连续的,投服中心的“管制”地位就是这种自身权利的来源与让渡的结果。

(二)投服中心的“管制”特点

投服中心与市场主体之间是相互独立的法律主体,前者实施“管制”的权力真正来源于自身股东权利与让渡。笔者认为,与其他机构或组织不同,它既不是国家法律法规授予的行政职权,也不是因为具有某种得到法律确认的权利,而具有司法与执法权。要找到特点答案,首先必须了解投服中心与市场主体之间的关系前提,才能基于关系推导出“管制”特征。

1. 作为个体契约的股东法律关系。由于投服中心与上市主体之间相互独立,在法律地位上平等,因此,投服中心没有权力对上市主体实施主动的、强制性的监督和管理职能,上市主体也没有接受投服中心运营管理的义务。但是,一旦上市主体发生重大事项时,投服中心依据其特有公益股权,对市场主体的特定事项履行权利进行审查、质询并制作相关报告或建议时,特定的市场主体和投服中心之间就发生了实质上的“管制”与“被管制”关系。例如,上市主体重大资产重组、高送转配套股东减持或存在不当反收购限制条款等时,可能影响中小投资者利益,投服中心会有针对性地出

^① 法学教材编辑部编:《西方法律思想史资料选编》,北京大学出版社1983年版,第51页。

^② 王全兴、管斌:《社会中间层主体研究》,载漆多俊主编:《经济法论丛》(第5卷),中国方正出版社2001年版,第49页。

具股东建议函、问询或意见,并将该意见作为法定必要文件。而发函、参加股东大会、现场查阅、现场问询、公开发声、提起诉讼等方式,都是行使股东查阅权、建议权、质询权、表决权、诉讼权等无持股比例和时间限制的股东权利,且积极探索创新,通过公开征集的方式,行使提案权、股东派生诉讼权等有持股比例和时间限制的权利。从而投服中心通过上述对上市主体信息的收集、整理、甄别,客观上起到了“管制”上市主体依法依规履行相关法律法规的作用。

2. 投服中心作为公益性机构,为保护中小投资者而建立的保护、教育、调解等多务服务关系。此处的服务关系,不同于国家有关机关依照法律规定,直接、强制性向特定的市场主体提供调解的关系,而是根据当事人的意思自治选择的服务调解或投资者教育。比如,投服中心建立的小额速调机制,是针对简易小额纠纷,投服中心与地方监管局依据有关法律法规、行业惯例等作出调解行为,如果投资者接受调解结果,争议双方均须自觉履行调解协议。如果投资者不同意调解结果,则调解结果对争议双方均无约束力,投资者可寻求其他救济途径。从这里可以看出,这种速调机制,有两个基本的价值性因素:主体、合意。所谓主体,不是唯我独尊,而是“相互主体”。所谓合意,不是你好我好的相愿,而是求大同,存小异的有原则自愿。所谓速调,不是单纯的利益交易,而是指“在法律阴影之下的交涉”,但不是片面宣扬规范和强制。笔者有必要强调的是,这种速调与传统的民间调息、“和稀泥”式的妥协、权威主义的调处应该有本质的不同,可以说包含着利己动机和共同动机两方面的“契约型调解”。从契约性的合意的角度来把握调解,意味着一种相对立意识的存在。^① 投服中心正是通过契约关系这一中介环节,将调解与法制结合起来了。

由此,投服中心相对于市场主体“管制者”的主体地位,与监管、司法执法机构相比具有明显的特征:(1)缺乏强制性。第一个表现是中小投资者或指定人,可以自由选择机构或者组织。例如,中小投资者打官司可以通过投服中心救济,也可以不通过投服中心,上市主体对投服中心的质询或意见认可或接受也行,不认可或不接受也行等。缺乏强制性的第二个表现是,投服中心对服务对象只有义务,没有权力。例如,投服中心有勤勉、尽责的义务,但是没有要求服务对象履行任何行为的权力,例如,不能强制要求上市主体提供某些证明文件,不能对上市主体的有关资料进行非自愿的监察等。(2)缺乏拘束力。例如,就同一事项,纠纷调解当事人有时可以寻求其他机

^① 季卫东:《法治秩序的建构》,商务印书馆2014年版,第467页。

构或组织提供救济途径,投服中心的调解成果并不一定被纠纷调解当事人使用。

(3)没有制裁手段。尽管投服中心对上市主体的一些事项评价可能对上市主体造成某些不利的影响,但这些不利影响并不是由投服中心对上市主体施加的,而是上市主体的一些行为内容散播到公众或有关监管机构中之后,引起的评价或监管机关、司法的后续连锁所造成的。换句话说,如果上市主体的一些行为结果没有公之于众,没有引起监管机构或司法介入,那么无论上市主体的违法问题有多严重,财务状况有多糟糕,投服中心的“有限管制”都不会对上市主体产生太大影响。

需要强调的是,上述特征并不能否定投服中心客观上具有的“有限管制”的地位。事实上,这种“有限管制”是辅助证监会参与管理市场主体过程中不可或缺的组成部分:(1)一旦特定的上市主体与投服中心形成股权关系,二者之间就形成“管制”关系。换句话说,确定的投服中心与不特定的上市主体之间不存在“管制”关系,但是一旦这种不确定性转变为特定主体之间的确定性,则“管制”关系随之产生。(2)理想状态下投服中心对上市主体的服务内容,应该具有一定拘束力。尽管在大多数情况下,上市主体可以自主选择接受还是不接受,但是如果投服中心严格依照法律法规赋予的股东权利来实施服务,则其服务结果在法律性质上而言,应当具有同一性。也就是说,无论上市主体情势未来如何进一步发展,其得到的服务结论和法律评价都不应因机构或组织的不同而有所不同。(3)投服中心不具有制裁手段,是投服中心辅助证监会行使管理职能的一个明显特征和证据,但从某种意义上来说,证监会对上市主体的管理是不可能独占实现的,需要证监会各职能部门与投服中心分别对管理过程中的不同管理阶段划分职责。

投服中心作为监管的辅助机构,应侧重于保护和教育,相较于一般意义上监管机构的信息披露核查、市场检查、违规行为查处等事后监管具有的前置性、直接性等不同特征,因此,与其说投服中心是市场“监管”,还不如将之定位为市场“管制”更准确,其仅在部分领域内有限度地解决部分问题。不难发现,从整体上看,投服中心应该遵从上市主体与中小投资者自治优先、市场竞争机制优先、市场自律优先以及事后监管优先等原则,其揭示和倡导的深层次的职责取向,恰恰是限制其前置行为、放松事先管控,实行“有限管制”。

二、投服中心在监管框架下职责

投服中心,是受证监会指导下的公司制法人组织,依照国家的法律和法规成立并

运行,在监管与市场之间发挥功能传递作用,在市场主体之间发挥服务纽带作用。笔者认为,在比较典型的市场经济体制中,现阶段上市主体发展和市场成熟,尤其是中小投资者的成熟度,都离不开投服中心,其兼具“保护”和“教育”双重职责,承载着转变职责功能、促进依法行权、保护中小投资者、合法有序保护市场经济的厚重任务,可以被认为是我国市场经济发展史上坚实的一个里程碑。投服中心采取的是一种刚柔并济的服务方式,是以公益股东的身份介入市场,实现“有限管制”和保护的一种特定形式。就此,投服中心应有以下基本职责:

1. 服务职责。履行法律赋予的股东权利,做积极股东、合格股东、示范股东,切实维护中小投资者合法权益,是投服中心成立与服务的初心。随着服务水平、制度、流程不断完善与逐步提高,投服中心的服务范围也应是不断扩大的过程。随着上市主体情势的发展,以及投服中心与其他机构之间的分工与合作,投服中心的作用和服务范围也同样将不断扩大。比如,由起初主要提供行权、维权等服务,发展到如今提供法律、调解、信息披露、咨询、培训、技术、委托公益诉讼等。

2. 沟通职责。投服中心通过服务,成为各类市场主体之间沟通的桥梁和纽带。未来科技与金融的发展,投服中心沟通的领域会越来越宽,渠道也日益多样化。只有投服中心不断完善,才能使上市主体之间、监管与上市主体之间、中小投资者与上市主体之间、国外上市主体与国内上市主体之间的关系变得更加便利和通畅。

3. “管制”职责。近几年来,随着投服中心作用逐步被认可,其“救济人”的职能日益得到加强,特别是其在“管制”上市主体行为、调解市场纠纷、稳定市场秩序等方面已发挥着不可替代的作用。其中,“管制”职责较强的就是,投服中心与各地区证监局签署纠纷调解合作事宜。另外,对上市主体的“管制”方式主要有:行使表决权,建议、质询等股东权利,例如,投服中心坚持问题导向,选择市场难点和热点,重点聚焦上市公司年度报告、重大资产重组、公司治理规范性、中小投资者投票机制、高送转配套股东减持等投资者关注的主要问题和事项;参加政府决策过程中的听证;运用其所掌握或影响的舆论媒体,通过投服中心自主信息披露平台,“中国投资者”网站及时公布持股情况、行权进度、行权结果等信息或通过“四大证券报”等媒体发布,从而对上市主体施加压力以实现对上市主体的监督与权利制衡等。需要指出的是,投服中心在对上市主体进行监督、权利制约的同时,是不得干涉上市主体正当经营。也就是说,这种监督与权利制约同样必须是以法律赋予普通股东身份权限予以确认,在法定的范围内依法定程序进行,否则就是干涉上市主体事务,应当予以禁止。

4. 保护与教育职责。中小投资者求助于投服中心,就是因为其自身利益维护的需要,当个体利益在原子化的状态时,其利益的诉求力度往往较弱,而投服中心就是将这些利益整合起来,为中小投资者提供凭个体无法达到的权益。同时,通过现身说法,教育中小投资者改变投资理念,要注意或评估行业所面临的风险。^① 当作为服务对象的中小投资者对投服中心的服务感觉不满时,则可以“用脚投票”,甚至选择退出。因此作为一种保护与教育职责,投服中心既要通过自身公益股东的身份规范上市主体的行为,同时又必须利用自我保障机制加强与市场主体以及其他机构的沟通、交流与互动,维护中小投资者的合法权益。简言之,投服中心应为中小投资者扮演对外利益代表的角色,这一职能表现为,代表中小投资者与监管机构、与其他上市主体和利益集团的沟通和交涉。如投服中心可通过制度性的对话渠道向监管或机构反映正当的利益诉求,对政府的宏观调整决策及立法提出建议,以此争取监管制定有利于中小投资者保护的政策和法律。

5. 合作职责。投服中心因其所处地位、所占资源、所辖范围等不同,与其他具有各自优势和局限性的机构之间应该是分工、合作和制约等多重关系,但合作是第一位的。比例,投服中心与地方证监局合作、投服中心与司法合作又遵从司法等。上述权力机构享有社会权力的主体地位,但并不意味着权力是排他的,如此,也就构成了在市场监管中,投服中心与其他机构相互之间的合作职责。笔者认为,投服中心与其他机构之间的关系,首先是辅助中的合作关系。如前所述,投服中心享有的职责最初因是为了保护中小投资者,人们通过“动态的社会契约”赋予投服中心以权力,如何更好地行使这些权力,是投服中心需要借助上述权力机构的,而辅助的合作则需要法律加以细化与明确。其次投服中心的服务对象享有求助和接受、异议的自由权。当上市主体或中小投资者对其结果表现不满时,则会选择退出其原归属投服中心的服务,可以选择其他相应机构或组织解决。而上市主体与中小投资者乃是投服中心存在的根本,没有了上市主体或中小投资者的认可,投服中心就成了“无源之水、无本之木”,失去了存在的价值,因此,投服中心与上市主体以及中小投资者之间也必须构成一种合作关系。但是需要注意的是,投服中心的合作应是一种法律法规授权范围内的合作,为避免这种滥用与不作为合作,需要通过法律加以规范,这也为投服中心对上市主体或中小投资者的“有限管制”提供了可能性与必要性。投服中心与上市主体以及

^① 例如,2018年7月10日证监会网站披露:证监会打非局日前发布一份非法证券期货风险警示,提醒广大投资者警惕互联网“非法荐股”风险。投服中心如何做好教育投资者注意与评估风险需要落在实处。

中小投资者相互间的“有限管制”也并非要排斥相互间合作,投服中心通过以公益股东的身份来维护中小投资者的个体利益,同时支持合法合规的上市主体的正常运行,最终促进市场整体利益的实现,因此投服中心的最终目标是实现市场整体利益的平稳、有序,而不是单个个体组织自身的团体利益。需要说明的是,这种合作绝不是无原则的“一团和气”,而应是一种“管制”中的合作,是投服中心与上市主体或者中小投资者相互间的“有限管制”中的合作。

投服中心上述职责的引入,功能之一就是解决当市场主体失灵,中小投资者需要保护的问题。笔者认为,投服中心在一定程度上可以对监管机构的行为进行辅助,但其自身也会出现“失灵”,我们不能在确信市场和监管会失灵的同时,却一味相信投服中心是万能的,不会出现失灵。实践表明,任何组织均可能会存在不正当竞争、垄断、权力滥用、内部人控制等风险,以及对市场产生有意或无意的破坏,^①于是投服中心的引入同时带来另一个问题,即权力的滥用以及由此导致的干预失灵问题。正如孟德斯鸠指出:“有权力的人们使用权力一直到遇有界限的地方才休止。”^②因此投服中心在加强自身能力和组织建设的同时,仍需要监管机构作为监管主体对其进行监督和制约,例如,通过立法的方式对投服中心的确立和管理加以规定;完善相关的执法机制,由有关监管执法部门对投服中心的活动进行查验审核;对财务进行审计;对投服中心的违法行为进行调查和处罚等。需要指出的是,这只是一种监督,而不是干预投服中心的活动,监督的方式与内容需要通过正当的立法加以明确,以免为有关监管机构过度干预投服中心的活动留下借口,从而影响投服中心的独立性。由此,投服中心的权限范围在哪里?也即权限的边界也成为需要考量的问题。

三、投服中心的权力边界

(一) 权力是权利的衍生

我国的市场经济与法治进程都处于起步阶段,一方面,股权结构高度集中,公司中的主要矛盾不是管理层与股东之间的矛盾,而是控股股东与少数股东之间的矛盾;另一方面,我国的公司治理结构体系零散而微弱,以至于公司沦为控股股东的提款

^① 例如,证监会网站披露:按照中介组织勤勉尽责与上市公司信批同步关注的原则,2018年上半年证监会对11家证券中介机构启动调查,同比增长22%,涉及评估机构2家,这些案件主要涉及机构在提供证券服务时未勤勉尽责,表现为不遵守业务规则,个别机构的从业人员甚至参与合谋造假。

^② [法]孟德斯鸠:《论法的精神》(上卷),孙立坚等译,陕西人民出版社2001年版,第183页。

机,少数股东沦为出资囚徒。^① 因此,适当的中小投资者保护,对于防止公司控股股东的掠夺行为,提升公司治理水平具有重要的积极功能,其在我国现阶段尤为重要。^② 但是证券市场是市场经济的高级形态,其组织化、规模化、信息化、自由化和竞争性、复杂性程度要远高于一般的要素市场,证监会在证券市场中的角色冲突,也是问题产生的原因之一。我们知道,由于特定的历史背景和特殊的国情,证监会承担了发展证券市场和监管证券市场的双重责任,毋庸置疑,这两者的价值取向和政策目标并不一致有时甚至是对立的。特别是近年来,我国证券市场陷入困境,市场融资功能严重削弱,^③ 中小投资者与大股东之间的利益冲突在股票市场上尤为突出。^④ 目前上市公司的大股东可以凭借自己的经济实力在资本控制权方面占有绝对优势,影响甚至人为控制其运行,有的大股东既规避风险,又能攫取暴利。而中小投资者势单力薄,既没有经济实力,也没有影响决策的发言权,往往只能在资本市场上“仰股兴叹”,大股东似乎永远是胜利者的角色。^⑤ 究其原因,首先,初次分配的制度就因向大投资者倾斜而呈现不公。中小投资者在现行股市结构中处于不利地位,持有同一公司股票的人因持有的股票类别不同而受益不同,往往是“同股不同权”“同股不同利”,严重违背了股票市场的一般分配规律。其次,中小投资者于股市承担之义务与收益不匹配。许多企业在上市改制时对大股东的资产评估及折股采用了明显不同于中小股东的歧视性政策。例如,公司上市之后,在实施配股增资方案时,往往存在折价或优惠价格定向增发,一旦批准入市后,利益既得者往往却在有限时间内,疯狂减持或交易,造成市场“圈钱”现象,以至于中小投资者从一开始起就在事实上承担了为上市公司提供

① 王林清、顾东伟:《新公司法实施以来热点问题适用研究》,人民法院出版社2009年版,第294页。

② 中国股市历来有重融资、轻投资传统,融资过程的恶意圈钱、欺诈上市、减持套现等行为让融资者快,投资者痛。不少上市公司趁股市反弹,迫不及待地拿出增发、配股计划,无异于“抢钱”。再融资过后,则往往是股价下跌、业绩下滑,留下“满地鸡毛”无人收拾。

③ 最近有媒体报道,2018年8月以来,两市共成交了5.19亿元,平均每笔成交金额14,779元,这也是2009年4月(14,588)以来最低水平。股市连跌了7个月,很多个股更是大跌超过50%,绵延不尽的阴跌加上时不时地大跌,账户资金不断缩水,股民自己都忍不住自嘲“韭菜瘦了”。

④ 参见《上海证券交易所统计年鉴》(2018卷),最新报告显示,整个2017年沪市中个人投资者贡献了相当于机构投资者5倍的交易额,占到了总交易量的近八成,却只获得不足机构30%的盈利,在总盈利中的占比还不到一成。

⑤ 参见《证券日报》报道:证监会上市公司监管部副主任曹勇表示,目前极少数上市公司还存在着编制虚假财务报告,信息披露故意使用晦涩语言给投资者理解带来歧义;业绩预告与实际情况相差较大;选择性信息披露行为、非主观上对特定群体的信息披露等问题。

发展资金支持的主要义务,但是中小投资者却没有从股市上获得相应的权利。^①再次,中小投资者的投票权形同虚设。股东行使控制权可以通过“用手投票”和“用脚投票”两种方式,但在我国“一股独大”是股市结构的基本特征,中小投资者既不能“用手投票”又起不到“用脚投票”的作用,在占绝对控股地位的国家股、法人股主体代表不到位的情况下,极易产生内部人控制。在此局面下,中小股东的表决权、知情权、质询权、受损诉讼权不是得不到保障,就是流于一种摆设。比如,2016年的“宝万之争”期间,中小投资者因势单力薄,“用手、用脚投票”成为“局外人”。事实证明,有的大投资者或其代表常常利用自己的经济优势和管理优势,损害中小投资者的利益。中小投资者在受到由大股东的价格操纵、内幕交易、不实陈述等侵害时,^②目前的保护机制又并不充分与有效。

鉴于我国证券市场正处于艰难的转轨时期和缓慢的市场化过程中,证券市场的“政策市”特征短期内又无法消失,证监会的角色冲突也非短期内能够消除,我国公司弊案屡屡发生以至于人们司空见惯,短期内也难以彻底解决。^③如何维护市场稳定,切实保障投资者,特别是中小投资者的合法权益,在证券市场不断需要进行干预和监管完善过程中,投服中心孕育而生。作为一种服务于中小投资者的组织,它有一种组织起来的力量,可以在一定程度上利用权利保护与教育中小投资者,这既设立投服中心的原始欲求和基本起点,也是投服中心权力的衍生、最终目的地和自然归宿。由于权力具有扩张性,保障权利的权力有可能异化为侵害权利的力量,^④现在所急需的是对投服中心以服务的方式进入市场和市场主体私权领域实行“管制”进行反思,权力

① 例如,市场操纵行为呈现新特点,内幕交易,企业上市以后违规信息披露、财务指标发生太大的变化,上市公司财务造假或“变脸”的程度太快等事例不断出。2017年5月27日针对“董监高”的减持新规,其目的是有助于解决“变脸”以及过桥、减持或者套现问题。但实际结果是,减持新规出台六天后,就有市场关于针对减持新规的应对办法,甚至还有通过离婚的方式减持等。过去为了买房子,有人可以做到离婚、裸婚,现在是为了减持、卖股票也能做到这个程度,可想而知,这些人是否能真正思考如何更好地把企业经营好?甚至有的股东把银行当作自己的提款机,少数不法分子通过复杂架构,虚假出资,循环注资,违规构建庞大的金融集团。

② 有些违法行为人为获取更大的资金优势,通过民间配资、资管计划、私募基金等途径“加杠杆”实施操纵,所动用的资金量往往非常巨大,在个股盘中交易快进快出,极易引发市场异常波动,释放虚假的市场信号,严重干扰投资者正常的交易决策,损害投资者合法权益。参见2018年8月10日《21世纪经济报道》。

③ 例如,根据2018年8月10日融钰集团公告,因公司披露的与中核国财投资集团有限公司战略合作相关信息涉嫌存在误导性陈述,公司涉嫌信息披露违法违规,证监会决定对公司进行立案调查。例如,2018年8月14日中弘股份(000979)晚间公告,因公司披露2017年一季度报告、半年度报告、三季度报告涉嫌虚假记载,安徽证监局决定立案调查。再如,2018年8月10日,证监会网站公布行政处罚决定,因立信所在对金亚科技2014年度财务报表审计时,未勤勉尽责,出具了存在虚假记载的审计报告,分别对会计师与事务所进行了行政处罚。同月3日,证监会官网挂出大华会计师事务所的处罚决定,在其对佳电股份2013年至2015年财务报表审计过程中,出具的审计报告存在虚假记载。

④ 文正邦:《当代法哲学研究与探索》,法律出版社1999年版,第354页。

的边界在哪里?对投服中心权力领域的限制,并不是削弱权力,恰恰相反,它是通过权力制约的途径,更好地实现保护中小投资者权利的根本目的。

例如,2018年7月曝出长生生物(股票代码:002680)弊案,证监会于2018年7月27日发布实施《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》,强调上市公司退市涉及诸多方面,为做好对重大违法公司的强制退市工作,有关方面将加强统筹协调与工作配合,全面贯彻落实《证券法》和《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(以下简称《退市新规》)等相关规定,充分发挥退市制度积极作用,努力维护市场稳定,切实保障投资者,特别是中小投资者的合法权益。但中小投资者的个人权利是分散的,面对大股东,很难有能力与之抗衡,况且类似的退市情形具有偶然性及不可预判性,因此中小投资者在强制退市过程中的利益该如何保护?未来中小投资者如果采取主动维权求助于投服中心,投服中心在权利衍生出权力之后,如何组织推进证券市场的支持诉讼,同时在我国现有的法律框架下,并非所有退市情形都有索赔的法律基础下,建立完善的证券市场索赔制度仍需要时间,^①笔者认为,投服中心所采用的公益集团诉讼可以与法院发挥合作责任,^②例如,(1)中小投资者原告可以通过投服中心口头起诉汇集;(2)法院可以用简便方式随意传唤当事人、证人;(3)不受审前准备程序、法庭调查、法庭辩论顺序的严格限

① 参见2018年8月24日证监会网站披露:围绕投资者损害赔偿救济这一核心,一是加快推进证券法修订、期货法制定等法律法规制度修改工作,进一步完善投资者损害赔偿救济的专门法律制度;二是进一步完善证券市场虚假陈述、操纵市场、内幕交易民事损害赔偿司法解释,加强对投资者损害的司法救济保护;三是探索完善适应投资者保护特点需要的诉讼机制,研究开始支持诉讼、示范诉讼、公益诉讼等试点工作;四是在总结经验基础上,进一步完善先行赔付、行政和解等制度机制,深化实践探索;五是深入研究境外市场的经验做法,包括责令回购股权、通过公平基金赔偿投资等,为我国建立相关制度提供参考借鉴;六是进一步加强投资者教育工作力度,增强投资者的理性投资于维权意识。

② 2018年8月24日证监会网站披露,证监会主席助理黄伟指出,加快健全完善证券投资者损害赔偿救济制度,用创新的理念与思维,在达成市场广泛共识基础上,通过立法、行政、司法以及法律理论界和实务界等社会各方面共同努力,实实在在,久久为功,一步一个脚印推动完善有中国特色的资本市场投资者损害赔偿救济制度。8月24日,证监会在江苏南京召开证券投资者民事损害赔偿救济法律制度完善座谈会。全国人大、最高人民法院、最高人民检察院、司法部、江苏省高级人民法院、上海市高级人民法院、南京市中级人民法院等部门的负责同志,有关专家学者,证券经营机构、律师事务所等行业代表,证监会系统相关部门单位的负责同志,参加会议。证监会始终高度重视证券市场投资者权益保护工作,这次座谈会的召开,是证监会贯彻党的十九大提出的“坚持以人民为中心”的发展思想,落实习近平总书记“尽快形成融资功能完备、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体系”要求的具体工作措施。做好这项工作,事关规范公正的市场秩序,事关市场恒久信心,对于切实维护广大中小投资者合法权益,深化市场改革,促进市场发展,更好地发挥资本市场服务实体经济的功能作用,具有重要意义,讨论:一是监管机构如何支持投资者维护自身民事权益,包括支持诉讼,和解金赔偿制度,先行赔偿制度,责令回购制度,责令公开承诺强制履行制度等;二是如何进一步完善证券领域的民事诉讼制度机制,公益诉讼制度,责任分配环节的举证责任制度,惩罚性赔偿制度等;三是如何发挥仲裁、调解等社会机制在投资者损害赔偿方面的功能作用,包括专业仲裁制度,小额纠纷调解制度,诉讼对接制度等。

制;(4)实行独任制;(5)缩短审理期限。由于特别程序比法院简易程序更能简便迅速地解决纠纷,因而在法律没有规定的情形下,中小投资者特别程序的建立,在法律上使当事人双方能够通过一种更简捷、低廉的方式实现权利义务,因此能够有效、快速地吸收因中小投资者损害所引发的市场不满。当然,应当在立法上确立特别诉讼的基本原则,比如确立立案数额;确立体现简易、快捷、高效的诉讼程序规则;建立不同于一般诉讼的管辖制度,以便利中小投资者的请求等。

同时权利衍生出的投资者教育权力,《退市新规》如何为中小投资者敲响了投资理念的警钟,在如何以案例性的教育投资者方式等方面,仍值得探讨。笔者认为,多年以来,市场呼声往往保护的强调多于教育,其实对于成熟的资本市场,其成熟中包含对中小投资的教育,中小投资者的成熟才是解决问题的本源。

(二)权力的扩张与萎缩

1. 权力的扩张

作为投服中心服务的具体表现形式,权力的正当性和限度首先只能在于保障和实现社会公共利益,对于投服中心而言,不要干预上市主体,限制私权,除非有足够的理由保护中小投资者权益。接下来的逻辑是,既然投服中心权力的正当性在于维护中小投资者权益,则只要界定好国家利益(或与社会利益重叠)、市场弱者利益,自身利益,权力的不当使用问题似乎便迎刃而解。但事实远非如此简单。证券市场在本质上是一个资源再配置、利益再分配的市场,我国现行证券市场形成了不同的利益群体,如政府、证券发行人、证券经营机构、证券自律管理机构、机构投资者、公众投资者等,利益主体的多员性必然导致利益结构的复杂性,使我们对证券市场社会公共利益“合法目的”或“违法目的”,这个抽象概念本身,并不容易作出准确而又能被广泛接受的理解,实践中需要有具体证据去证明目的的合法与非法。^①笔者认为,需要给投服中心法律上设定一个标准或制度(包括实质与程序),比如,服务须以书面形式为之,这是由投服中心自身特点和更好地保护中心投资者利益需要所决定的。所谓书面形式

^① 国内股市设立的初衷,以服务企业脱贫解困,融资成了股市至高无上的使命,甚至成为唯一的功能。上市公司重融资轻回报,甚至为了融资而不惜弄虚作假,有的管理部门也为融资圈钱大开方便之门。发展到如今,这种圈钱的本性并没有改变。无论是机构,还是上市公司,都深知中国股市只适合短期投机炒作,绝不能异想天开地进行所谓的价值投资或长期持有。股市恶意圈钱的本性演绎到今天,不仅表现为有的大股东对中小投资者利益的掠夺,随着创业板中小板的大规模上市,一批又一批的原始股东演绎了一轮又一轮的疯狂套现,一些人不费吹灰之力就成为亿万富豪、千万富豪。谁来承担责任?中国股市的暴富神话往往随着一大批散户的泪水和哭喊,而股市的传奇永远会有一个中国式的结局,当股市在创造财富神话的同时,也在把投机理念灌输给亿万股民。例如,全国关注的“ST长生疫苗造假案”,披露其家庭成员奢靡的生活。投资者教育反倒为另一个方向投机与暴富埋下了种子,这样的股市,是否失去了正确的方向?

并不限于传统意义上的纸质文本,随着科学技术的发展,可以记载当事人真实意思表示的方式越来越多,例如,我国《合同法》第11条就规定,“书面形式”是指合同书、信件和数据电文(包括电报、电传、电子数据交换和电子邮件)等,可以有形地表现所载内容的形式。权力行使须有时间限制,严格遵守《公司法》《证券法》等相关法律规定,在规定的期限内完成,超过期限无效,这也是加快我国市场经济法律制度完善的重要途径。同时,权利保护应进行登记与公示。凡是需要行权、维权、调解等需要参与涉及的地方,均以公示为要件,公示的公信力不仅是对外界的一种权利宣示,也为权利的保护提供了技术上的支持。公示具有权利正确性的推定效力、善意保护效力和风险警示效力,而可以规避权利的冲突,使权力成本内在化。只要是权力的行使符合法律规定和公共政策,即认定为“合法”,否则便是违法。上述制度设计既节约了证明目的的合法与否的成本,同时未来也为司法审查权力目的正当性提供了保证。按经济学分析的观点来看,它的重要性在于,减少了这种保护所需要的交易成本。通过确定的程序,不必将个案分别处理,这就如同围棋中走定式而不必重新研究每一步的优劣一样。^①

只要投服中心的最终目的旨在保护中小投资者的共同利益,并且是在股东权力的范围内行使,无论是否真正实现了所有股东利益最大化,投服中心的权力扩张就是合法和值得提倡的。

2. 权力的萎缩

美国大法官斯通曾指出:人并不是孤立地活着,也不是仅为自己而活着。这样,一个复杂社会的组织工作就具有了重要意义,^②证券市场社会公共利益的不确定性,还在于投服中心自身利益也会夹杂其中,投服中心所代表的利益除社会公共利益(中心投资者利益)外或者还有一种自身利益的可能存在。以股东名义代表中小投资者利益是法定义务,体现“代理人”属性,代表自身利益则体现“经济人”属性。当投服中心代表其自身利益的时候,它所代表的就不是中小投资者利益,而是“权力利益”。“权力利益”既包括机构作为一个整体在与社会公众的矛盾之中体现的利益,也包括权力为个人谋取的利益。^③“权力利益”与“公共利益”在很多情况下不完全一致甚至完全不一致。^④例如,证券行业内一个众所周知的事实是,提交证监会的股票发行申

① 苏力:《法治及其本土资源》,北京大学出版社2015年版,第98页。

② 许道敏:《民权刑法论》,中国法制出版社2003年版,第4页。

③ 参见2018年1月30日中纪委官网刊发的中央纪委驻中国人民银行纪检组组长徐加爱署名文章。载凤凰网:http://gd.ifeng.com/a/20180202/6355211_0.shtml,最后访问日期:2018年10月15日。

④ 刘文静:《公共利益的定位为何不好下》,载《检察日报》2004年8月25日,第6版。

请,几乎全部符合《公司法》第137条规定的股份发行条件和第152条规定的上市条件,同时还必须满足其数量众多的行政规章和规范性文件规定。但近年来,公司上市后频发事件,暴露出诸如财务造假、上市标准,涉及关联交易、内部治理结构、募集资金投向、税收、环保等诸多领域问题,由这些因素决定,相关机构^①“小圈子”或“个人利益”问题的事后曝光也是相当惊人。^② 依照制度经济学关于委托-代理理论的观点,如果代理人得知,委托人对代理人的行为细节不很了解或保持着“理性的无知”,因而自己能采取机会主义行为而不受惩罚,那么“代理人”就会受诱惑而机会主义行事,这已经被我国公司实践中控股股东或控制股东对中小投资者和公司的“掠夺”以及“内部人控制”现象所证明,^③想要发现大股东实际上在做什么,并不是一件容易的事情,中小投资者对上市主体监督的成本会非常高。而且,由于真实的信息披露较差,由此决定了中心投资者“用脚投票”的外部监督市场也不存在。在这样的环境下,如果再使投服中心的权力不萎缩,将会使弱者中小投资者利益设置处于非常不利的位置。长此以往,会严重影响国内证券市场的良性发展。笔者认为,我国构建投资者保护中心时,应该尊重现阶段我国证券市场和公司治理的状况,投服中心应该是作为非营利性质的公司制组织,其为自身利益的权力行使,是受证监会领导下的监督,同时也为其中工作人员可能滥用权力提供一个较好的外部控制手段。在这里,投服中

① 参见2017年5月24日东方财富报道:中信证券、海通证券、国信证券三家券商,还有国信期货遭到证监会处罚。公告显示,主要因为四家公司违规向司度(上海)贸易有限公司提供融资融券业务,载东方财富证券网:<http://finance.eastmoney.com/news/1349,20170525741518780.html>,最后访问日期:2018年10月15日;具有意味的是:2018年11月5日,三家机构分别披露了证监会下发的《结案通知书》,认为公司因司度(上海)贸易有限公司涉嫌违法违规案违法事实不成立。虽然没有公开数据支持,但业内人士都有共识,根据过往案例,证监会推翻拟处罚决定,较少见。有业内人士认为,这其中很重要原因在于,证监会作出处罚决定都十分审慎,并且掌握了较确凿的证据。此次推翻拟作出的处罚决定,主要基于两方面原因:一是因为上述券商违法违规行为确实不成立;二是证监会以更开发的心态去重新评估了整个事件。载新华网:http://www.xinhuanet.com/money/2018-11/20/c_129997813.htm,最后访问日期:2018年10月16日。

② 类似的报道举例:《上海证券报》报道:6月中下旬,长城影视、华平股份、华铁股份、华鼎股份、银亿股份、春兴精工等六只股票在“同日、同时、同刻”出现整齐划一的跌停,经查这种“闪崩”是这些公司部分股东配资账户被强制平仓所致,这就牵出一条隐秘、异化的场外配资的灰色链条,并隐匿着操纵股价的违规行径。另外近期的大连电瓷、凤形股份等也显示,高压打击下屡禁不止、监管与实际需求之间博弈并生成,未来如何兴利除弊,也是对监管的一种考验。载新浪财经网:<http://finance.sina.com.cn/stock/stockptd/2018-08-07/doc-ihhkusks7767831.shtml>,最后访问日期:2018年10月17日。另据《中国基金报》2018年8月17日报道:上市公司春兴精工董事长因内幕交易被证监会立案调查。载新浪财经网:<http://finance.sina.com.cn/stock/s/2018-08-18/doc-ihhvciix278>,最后访问日期:2018年10月17日。《中国经济网》8月16日报道盖茨基金会在长生借壳前突击买入,难洗内幕交易质疑。载新浪财经网:<http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2018-08-16/doc-ihhtfwqs0825583.shtml>,最后访问日期:2018年10月17日。

③ 例如,2018年7月25日,证监会网站披露:浙江证监局对万隆评估的行政处罚书。提及万隆评估在对宏磊铜业拟收购项目涉及的广东合利金融科技服务有限公司股东全部权益价值进行评估,在评估项目时犯了折现公司使用存在错误。多计资产、未扣除代收项目、披露事项不完整等多重致命问题,导致评估结果被严重失实。载证监会官网:<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/>,最后访问日期:2018年10月15日。

心的权力萎缩在保护中小投资者利益上具有制度优势。投服中心自身利益的存在与个人权力的滥用,会违背法律与公共政策,不利于保护中小投资者的利益。所以,如何防止投服中心工作人员不忠实、不谨慎、违背中心投资者合法权益,将是制度设计的关键,投服中心的权力萎缩是一个需要公权力介入的领域。

我国证券市场,行政机关往往是公共利益的代言人,同时,由于证券市场带有浓厚的公有制特征,国家是证券市场的一方利益主体,行政机关又是国家利益的代言人,两种角色集于一身,无疑增添了国家利益和社会公共利益相互冲突的概率。更为重要的是,在我国,国家利益经常以社会公共利益的名义出现,容易导致国家利益和社会公共利益的混同,造成识别上的困难。比如,2018年7月27日晚间,证监会发布修改退市制度的重大决定,明确上市公司除构成明确上市公司构成欺诈发行、重大信息披露违法外,涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为,证券交易所应当严格依法作出暂停、终止公司股票上市交易的决定的基本制度要求。ST长生“疫苗事件”符合新增的涉及“公共安全”“公众健康安全”重大违法触及强退的条款。虽然7月23日,ST长生收到证监会《调查通知书》,因该公司涉嫌信息披露违法违规被立案调查,但7月29日,长春新区公安局依据《刑事诉讼法》第79条规定,对ST长生相关犯罪嫌疑人以涉嫌生产、销售劣药罪向检察机关提请批准逮捕,ST长生股价累计跌逾五成。此时,公众健康安全、疫苗事件存在国家安全、公共利益、消费者利益、公司退市、中小投资者利益、大机构投资者利益等多重利益的交合,涉及刑法、民事赔偿、行政处罚、投资者索赔等一系列问题,谁来维护?需要权力的识别。目前状况中小投资者权益维护前置条件是。依据虚假陈述方面生效的违规披露、不披露重要信息罪的刑事判决或者为证监会的行政处罚决定。而ST长生“疫苗事件”涉及的危害公众健康安全的性质,依据西原春夫所说,在存在侵害他人利益的人的情况下,利益持有人会对自己的利益继续存在感到不安,就会有希望国家来保护自己的利益欲求。当这种希望保护自己的欲求达到一定规模时,作为国家来说,就感到有必要保护该利益,就会有制定刑法的动机。^①于是需要确定公、检、法涉及的权力范围。另外涉嫌信息披露违法违规被立案调查,又权属于证监会。未来如果涉及退市,修改意见中将执行权属授予交易所。当然,刑法目的的实现是一个向深层次不断推进的过程,秩序无非是权利的外壳,刑法实现保护秩序的机能,目的还

^① [日]西原春夫:《刑法的根基与哲学》,顾肖荣译,法律出版社2004年版,第82页。

在于保护珍藏于秩序外壳之中的权利内核,^①对于踩雷 ST 长生的投资者的权利内核,需要投服中心来保护中小投资者应有的权利和利益。基于这一动机,投服中心要保持权力的正义性、合目的性和稳定性,在上述机构履职节点时,就必须区分投资者与中小投资的界限,以及是否与何时介入的领域,而不是简单等待结果。投资者包括机构投资者与个人投资者,中小投资者是否涵盖机构投资者?大的个人投资者是否需要服务?笔者认为,目前阶段,机构投资者作为投资人(中、小机构投资者),往往具有完善的流程与尽调过程参与投资,或者采取分散的投资组合策略,或者采用机构专用席位卖出或买入退市股,有时候甚至是上市主体兴风作浪的参与者,^②其不应该纳入弱者利益群体范围。而大的个人投资者,仅从文字上看,其确实不在中与小的范围之列,但是否有个大与中的可量化标准呢?是否应该摒弃服务范围的泛概念化观念,确保投服中心的权力与服务范围不做扩张解释。明确投服中心自身的目的,维护投服中心性质的稳定和连续性,是投服中心保持自身独立性的前提。

投服中心的设立,是证监会完善监管政策、丰富投资者保护体系、切实加强中小投资者合法权益保护工作的重要举措,也是我国资本市场迈向法治化、成熟化进程的重要标志,但仅仅是序幕。^③现代法治经验告诉我们,由于社会公共利益的不确定性,使其很容易被盗用,成为权力者假借牟利的工具。^④特别是在我国资本市场发展的当下,为了应对突发的社会和经济变故,有些部门职能限制并不成功,逾越既定的权力范围的情况时有发生。在关注投服中心建构中的“逾越权力”倾向的同时,我们更应警惕“形式化”倾向,防止出现监管机构所不期望的不合理的不作为,致使偏离其固有目标,而防范两种倾向的最好方式是程序,如何按照一定程序和机制,是需要从制度层面回答的问题。

① 许道敏:《民权刑法论》,中国法制出版社 2003 年版,第 99 页。

② 参见《7 亿老鼠仓大案曝光,基金经理跟老婆帮同学老乡炒股获利 1600 万》,载凤凰网财经:http://finance.ifeng.com/a/20180814/16449561_0.shtml,最后访问日期:2018 年 10 月 30 日。8 月 8 日,新华社报道:近两年“老鼠仓”案发数量大幅减少,但呈现三大新动向:(1)重点领域“老鼠仓”时有发生,公募机构专户产品涉案较多,有的外部投资顾问直接下达投资指令;(2)私募行业“老鼠仓”抬头;(3)违法样态由从业人员私下直接交易向泄露、互换信息以及共谋违法交易演变,隐蔽性更强。载中证网:http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/201808/t20180808_5855251_1.html,最后访问日期:2018 年 10 月 15 日。

③ 笔者认为,任何资本市场,如果以投资者的损害而最终离场,那么任何创新与任何融资功能也将没有任何意义,因为“水源”没有了。另外需要提及的是,在实践中如果认为只要多立法,加强执法(况且也未达到)就可以促成和发展市场,而轻视资本市场与之相适应的投资者保护建设的长期性和复杂性,市场也是难以完善的。

④ 例如,2018 年 8 月 20 日,中国证监会发布了[2018]85 号至 87 号 3 份行政处罚决定书,披露一起涉及银行员工的股票内幕交易案。