

我国各类投资者交易行为研究

——基于中小投资者保护的视角

蒋健蓉* 龚芳**

摘要:投资者保护是当前金融监管体系重要的目标之一,本文从资金来源结构、信息获取能力、委托代理关系及盈利模式四个维度来分析不同类型投资者交易行为,从交易行为特征出发,分析可能产生的损害中小投资者权益的交易行为,进而为保障中小投资者权益提供新视角。当前我国损害中小投资者的共性行为主要表现为利用非公开信息交易获利、操纵市场以及投资者适当性管理不足等;差异性行为主要表现为产业资本的违规信息披露、忽悠式重组以及与私募股权机构合作的伪市值管理行为等。从交易行为特征出发,本文建议抓住上市公司信息披露这个“牛鼻子”,提升市场信息披露的及时性、准确性和有效性;在现有《证券期货投资者适当性管理办法》的基础上,增加一些衡量投资者风险承受能力的指标,强化投资机构的资质管理,将投资者适当性管理落到实处;重点监管产业资本类交易主体和内幕交易类交易行为,提高对违法违规行为的稽查效率,修改刑法等法律规定,加大对违法违规行为的处罚力度。

关键词:交易行为 中小投资者保护 共性行为 差异性行为

一、投资者交易行为研究为完善投资者保护提供新视角

(一)投资者保护是现代金融体系的重要目标之一

2008年金融危机后,以欧美为代表的成熟市场先后调整其金融监管架构。从发展趋势来看,全球金融市场对投资者保护的关注程度提升到了新高度,美国成立专门

* 申万宏源证券战略规划总部副总经理、申万宏源研究所副所长,首席战略研究员。

** 申万宏源研究所政策与发展研究主管,资深高级研究员。

的投资者保护局(Consumer Financial Protection Bureau, CFPB),接管所有其他联邦管理机构对于金融消费者保护的职责,旨在促进金融产品与服务的市场准入方面“透明、简单、公正、责任承担”等目标的实现。英国将原金融监管局(Financial Service Authority, FSA)一分为二,其中行为监管局(Financial Conduct Authority, FCA)旨在借助对金融机构业务行为实质的监管来切实强化对投资者的保护;澳大利亚作为最早构建“双峰”监管架构的市场,借助澳大利亚证券和投资委员会(Australian Securities and Investments Commission, ASIC)对各金融机构商业行为实施监管,其基本职能体现在维护市场诚信和保护投资者利益两方面。当前我国正处在从机构监管向机构监管与功能监管相结合的转变趋势中,强化投资者保护,尤其是对中小投资者的保护是我国金融监管的重要目标之一,也是完善我国现代金融体系不可或缺的重要组成部分。

(二) 基于投资者交易行为视角的投资者保护机制研究

近年来,我国投资者保护体系日益完善,先后成立了中证中小投资者服务中心和证券投资者保护基金,在为中小投资者维权及保障投资者合法权益上发挥了重要作用。但整体来看,当前我国投资者保护仍面临多重挑战,如违法违规行为更加隐蔽,如何稽查突破;如何提升市场信息披露质量,有效防止内幕交易及操纵市场行为;如何有效防范大股东或专业投资者侵占中小投资者权益等。

本文拟从投资者交易行为出发,基于交易行为特征的分析及交易行为监测来有效防范和发现违法违规行为,为完善投资者保护机制提供一个新的视角。旨在解决三个问题:一是客观分析各类投资者交易行为特征;二是明晰各类投资者可能产生的侵害中小投资者权益的交易行为,这其中有些是共性交易行为,有些是差异性交易行为;三是基于上述侵害中小投资者权益交易行为,提供相关的监管建议或措施,进而有的放矢地将投资者保护落到实处。

(三) 分析投资者交易行为的四个维度

投资者交易行为是多维因素共同作用下的表现结果,本文构建了四维度的投资者交易行为分析框架——资金来源结构、信息获取能力、委托代理关系和盈利模式。其中,资金来源结构决定了不同类型投资者的目标函数,一般而言,自有资金的比例越高,投资行为将越趋谨慎,风险偏好相对较低;信息获取能力决定了投资者在市场上的相对地位,与一般中小投资者相比,专业投资机构及产业资本^①都具备明显的信

^① 产业资本主要指各类产业集团及其投资公司等,产业资本在很多情况下表现为上市公司的控股、参股股东。

息优势;委托代理关系影响投资者交易行为的决策动机及基金委托人与代理人行为目标的一致性,其中委托代理关系越显著的投资者,委托人与代理人之间的目标差异可能越大;盈利模式在很大程度上影响投资者的投资期限和投资风格,追求中长期收益的投资者投资期限相对较长,对投资资产的流动性要求可能也相对较低。

基于四维度的分析框架,我们发现受业绩比较基准和行业排名考核机制的影响,公募基金大多表现为赚取相对收益的中短期投资者,其比较常见的侵害中小投资者权益的交易行为是“老鼠仓”交易、合谋操纵市场等;基于资金来源的长期性和投资策略的灵活多样性,私募证券基金总体上表现为追求绝对收益的中长期投资者,其常见的侵害中小投资者权益的行为是内幕交易、操纵市场以及程序化交易下“乌龙指事件”^①等;基于资金来源的长期性及股权投资的偏好,私募股权基金大多表现为追求市值管理收益的长期投资者,其常见的侵害中小投资者权益的行为是伪市值管理和内幕交易;基于产业资本的信息获取能力,其是绝对信息优势方,产业资本整体上表现为赚取产业链整合价值的长期投资者,常见的侵害中小投资者权益的行为是违规信息披露、精准减持、忽悠式重组以及内幕交易等。

二、损害中小投资者合法权益的共性行为分析

从交易行为来看,尽管各类投资者可能产生的损害中小投资者权益的行为存在差异,但从交易行为的实质及可能产生的危害来看也存在一定共性。概括来看,当前市场中各类专业投资者及产业资本可能产生的损害中小投资者权益的共性行为主要包括以下三类:利用非公开信息交易获利、操纵市场以及投资者适当性管理不足。

(一) 利用非公开信息交易获利行为

利用非公开信息交易获利行为主要指具备信息优势的投资者利用信息优势进行交易套利的行为,根据信息源及交易方式的差异,此类行为通常表现为“老鼠仓”交易、抢帽子交易及利用内幕消息交易等。产生此类违法违规交易行为的客观原因在于以下几点:其一,市场上存在显著的信息不对称,以公募基金、私募基金及保险投资为代表的专业投资者在交易信息、行业专业信息等方面占据优势地位,拥有大量上市公司资源的产业资本在很大程度上是市场信息的发布者,信息获取能力更突出;其

^① 当前我国对相关乌龙指事件的处罚案例不多,影响比较大的是“光大证券 816 乌龙指”事件,但从全球来看,近年来“乌龙指事件”频发,如 2010 年 5 月美股“闪电崩盘”和 2012 年 8 月美国“骑士资本事件”等。

二,在多重委托代理关系及机构内部控制相对不足的情况下,投资经理或内幕信息知情人有利用非公开交易获取私利的动机;其三,对违法违规行为的稽查及惩罚力度相对不足,尽管近年来我国加大了对违法违规行为的稽查及惩罚力度,但相较于利用非公开信息交易获利而言,相应惩罚的约束力明显偏弱。

利用非公开信息交易获利行为通常具备以下三个关键特征:一是投资经理或其他投资者获得了非公开信息或内幕信息的知情权;二是借助控制他人账户来实现间接交易,非公开信息或内幕信息的知情人一般借助口述或暗语等形式来间接操控他人账户,但实际资金来源一般为本人资金或家庭资金;三是交易时点、交易标的与非公开信息的获取之间存在较大的关联度,投资经理“老鼠仓”交易标的多为投资经理管理基金组合的重仓股,股权投资机构及产业资本的内幕交易标的多为其所获悉的具备重大资产重组或重大信息待披露的上市公司,且买卖时点与获知非公开信息时点之间存在显著正相关性。

2009年以来,证监会相继对10多位公募投资经理利用非公开信息进行“老鼠仓”交易行为进行立案调查和惩罚,其中影响较大的有原交银施罗德投资总监李旭某、原博时基金经理马某、原汇添富基金经理苏某以及银华基金经理郭建某等。从处罚程度来看,2017年之前针对非公开信息违规交易基本上是罚没全部非法收入所得,2017年以来处罚力度进一步加大,近期证监会公布的利用非公开信息交易获利行为的处罚力度基本为“没一罚三”,即没收全部非法收入所得,并处以3倍的罚款。

本文选取2017年1月9日证监会罚处的银华基金经理郭建某为案例,对投资经理利用非公开信息交易获利进行详细分析(见图1)。首先,从账户关联度来看,银华基金经理郭建某借用的是杨某和张某的账户,其中杨某与郭建某无实质关联,张某系郭建某的同学兼好朋友。其次,从资金来源其流向看,杨某账户资金来源于张某及郭建某家庭,其中郭建某家庭是最重要的资金来源,且后续郭建某能实际控制杨某的资金账户。再次,从买卖标的来看,杨某账户累计交易股票19只,其中“一汽轿车”“神州泰岳”等13只股票与郭建某管理投资组合持仓股票相同,这13只股票累计交易成交约4094万元,交易金额占比63.13%,交易盈利246万元,张某账户累计买入股票19只,其中有“格力电器”“三聚环保”等9只标的与郭建某管理投资组合投资标的相同,累计成交金额349万元,交易盈利27.8万元。最后,从交易时点来看,杨某和张某均先于或同期于郭建某管理投资组合的操作,在操作时点上,投资经理实际控制的个人账户与管理的投资组合账户操作时间相差0~7天不等,构成明显的利用非公开

信息交易牟利行为。

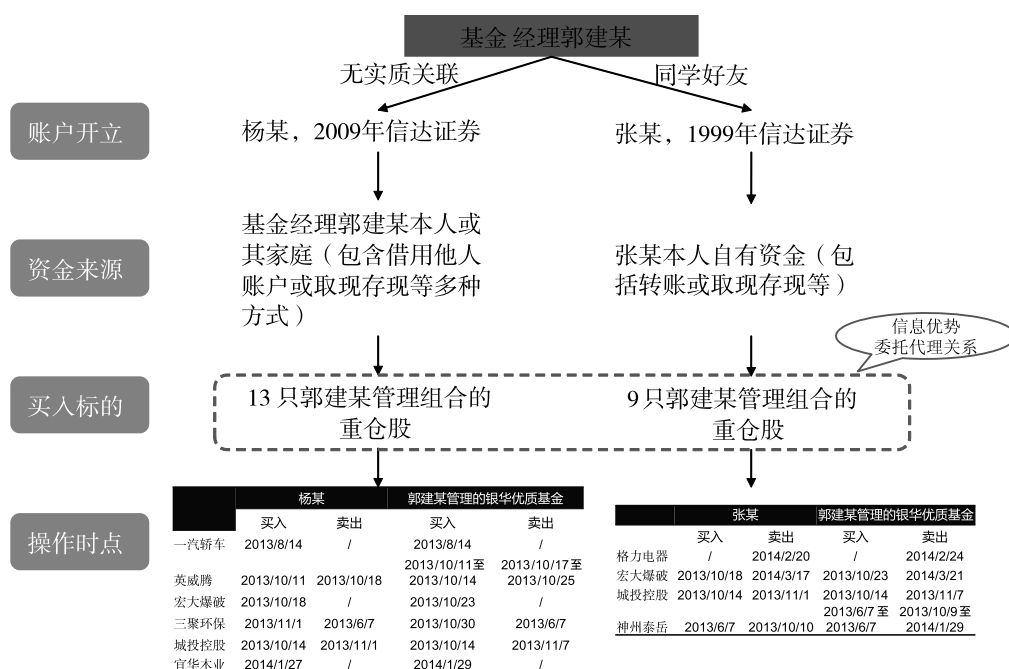


图 1 银华基金经理郭建某利用非公开信息交易的关键要素分析

资料来源：证监会，申万宏源研究。

（二）操纵市场交易行为

操纵市场交易行为主要指市场上参与方利用合谋交易或其他交易手段造成股价异常波动的行为。产生此类违法违规交易行为的客观原因在于：一方面，市场上部分参与者具备明显的资金优势或信息优势，借助信息优势进行合谋交易进而实现操纵市场；另一方面，对操纵市场交易行为的稽查难度较大，对相应行为的惩罚约束力较弱。

基于资金优势或信息优势的差异，常见的操纵市场交易行为分为两类：一是投资经理或产业资本利用信息优势进行合谋交易，借助操纵市场进行交易获利；二是部分投资经理借助连续交易、涨停价格挂大单、反向交易等方式来引发股价大幅波动，借助“快进快出”手法操纵小市值股票等。

投资经理、上市公司与券商分析师之间利用信息优势合谋交易是近年来最常见的操纵市场交易行为。在“研究换佣金”的盈利模式下，券商研究所与投资公司之间形成一种买方与卖方的利益关系，投资经理基于自身信息获取的优势，在追求个人利益最大化的目标导向以及考核相对收益排名的激励机制下，有较强的与券商分析师及上市公司一起进行合谋交易的动机。此种交易方式通常表现为以下主要步骤：首

先,投资经理与券商分析师共同调研上市公司,与上市公司沟通相应的“合作意向”,“合作意向”达成后,投资经理与券商分析师借助实际控制的他人账户开始低位建仓。其次,券商明星分析师开始发布看好该上市公司的研究报告,同期上市公司基于做大市值的利益诉求,配合发布相关公告及利好消息,助推市场气氛。随后,投资经理管理的基金产品开始逐步建仓买入对应股票标的,与此同时,券商明星分析师持续发布看好报告,上市公司持续发布利好公告,股价进入上升阶段,吸引大量个人投资者入场。最后,在券商明星分析师报告的持续“鼓吹”下,投资经理及券商分析师开始逐步卖出股票获利,中小投资者权益受损。在此过程中上市公司大股东实现了做大市值或高位减持的目标,券商分析师通过派点、新财富评比等方式来提升“身价”或借助违规交易获利,投资经理获得业绩排名优势或违规交易获利。值得关注的是,近年来,随着私募基金的快速发展,投资经理、券商分析师与上市公司之间的合谋交易操纵市场的行为更加隐蔽(见图2),投资经理和券商分析师借助实际控制私募基金公司的方式,让私募基金成为体外建仓及交易获利的主体,同时借助各种方式绕道资金监管,弱化投资经理、券商分析师与私募基金机构之间的资金关联。由于在此操纵过程中,投资经理与券商分析师对上市公司股价的把控能力相对较强,投资经理实际控制的私募资金往往都会在场外加杠杆,在最大限度上放大投资收益。

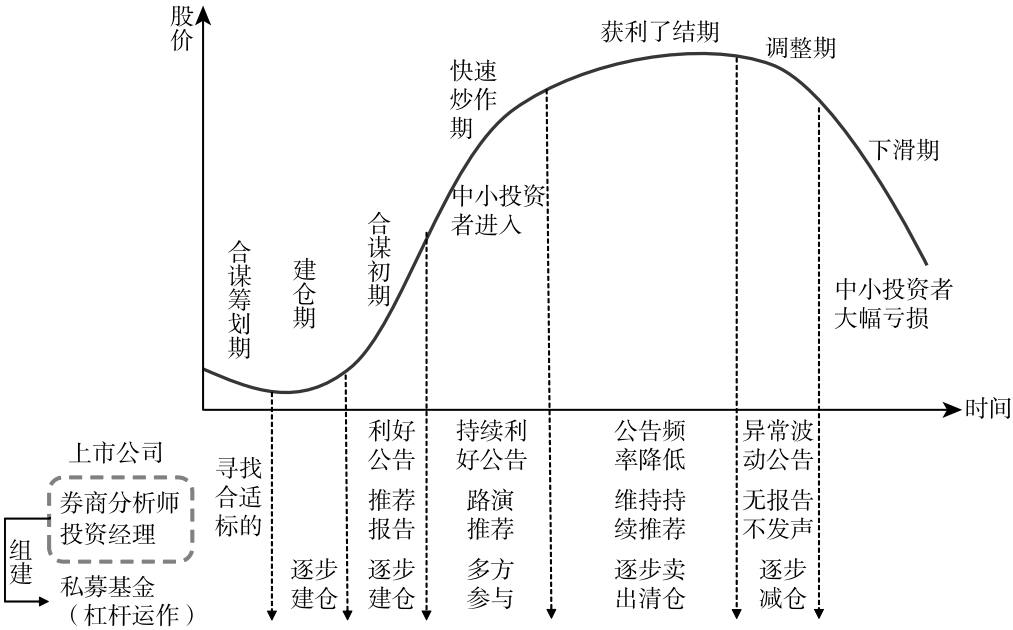


图2 投资经理、券商分析师与上市公司之间的合谋操纵市场

资料来源:申万宏源研究。

另一类常见的操纵市场的交易行为指投资机构借助高频交易、连续交易等方式造成股价异常波动的行为。2015年以来,证监会先后对近10起私募证券基金操纵市场行为作出处罚,其常见操纵市场行为主要包括以下4类:一是借助连续交易、涨停价格挂大单、反向交易等方式来引发股价大幅波动,交易套利,如广州穗富投资通过虚假申报、以涨停价格挂大笔埋单等方式,影响“国光股份”“国农科技”“鸿特精密”“金宇车城”“科恒股份”“万福生科”等6只股票的价格和交易量,后反向卖出,获利约1017万元;2014年1月至2016年6月,廖国某控制本人及亲友名下的28个证券账户,通过以大单连续交易封涨停、虚假申报并封涨停、盘中拉抬并封涨停等手法,先后操纵“桐君阁”“通程控股”等15只股票,影响股票收盘价格和交易量,并于次日反向卖出获利共计2716万元。二是大宗交易前后借助高价申报、撤销申报、尾盘拉升等手段使股价出现较大涨幅,其后进行相应的减持交易。例如,任良某在2014年4月21日至12月8日,通过大宗交易买入“隆基机械”“三维通信”等16只股票,在大宗交易日前后盘中通过高价申报、撤销申报等手段,使股票价格产生较大的涨幅,并于大宗交易日后的次日或几日内在二级市场卖出。三是同一实际控制人的多个账户之间合谋交易、操纵股价。例如,东海恒信控制使用“千石资本-东海恒信1期”等12个账户于2015年6月18日至7月30日,在实际控制的账户之间进行180ETF交易,影响180ETF交易量,变相进行180ETF与相应成分股日内回转交易套利,非法获利1.84亿元。四是借助“快进快出”手法操纵小市值股票,2016年第二季度以来,“福达股份”等小市值概念股出现连续多日放量上涨后断崖式下跌的异常走势,根据交易所监控线索,查明马永某、曹某等人控制使用38个江浙闽地区的个人及资管计划账户,动用2.9亿元资金,底部吸筹、边建仓边拉升,于2016年7月5日至7月18日操纵“福达股份”股票,引诱不明真相的投资者跟风买入,在拉出3~5个涨停后大规模出货,获利2289万元,其操纵行为造成个股暴涨暴跌,严重影响市场秩序,在很大程度上损害了中小投资者权益。

(三)投资者适当性管理不足行为

除了利用非公开信息交易获利以及操纵市场等行为外,损害中小投资者权益的常见行为还包括投资者适当性管理不足。投资者适当性管理不足主要表现为以下几种情况:一是变相降低投资者门槛,将具备高风险属性的资产销售给风险承受能力较小的投资者,向不合适的投资者募集资金;二是虚假陈述,借助保本收益、虚假高收益承诺等形式吸引投资者,部分私募股权基金发行产品募资后出现“失联”,在很大程度上

上损害了中小投资者利益;三是资质不全,部分私募证券基金和私募股权机构内部管理相对不足,缺乏有效、独立第三方托管机制,部分私募机构出现挪用客户资金的情况等。近年来,我国不断完善投资者适当性管理体系,2016年证监会颁布《证券期货投资者适当性管理办法》,并于2017年7月1日起正式实施,相较而言,公募基金的投资者适当性相对较好,私募证券基金及私募股权基金的投资者适当性管理还有待进一步完善。

三、损害中小投资者合法权益的差异性行为分析

除了利用非公开信息交易获利、操纵市场及投资者适当性管理不足等共性行为之外,由于各类投资者资金来源结构、信息获取能力、委托代理关系及盈利模式的不一样,其交易行为也存在一定的差异性,可能引发的损害中小投资者权益的行为也呈现出差异化特征,其中比较典型的是产业资本的违规信息披露行为、忽悠式重组行为以及私募股权投资机构和产业资本的伪市值管理行为。

(一) 违规信息披露行为

违规信息披露是产业资本常见的损害中小投资者权益的行为之一。与市场上其他投资者相比,由于产业资本在一定程度上是上市公司的大股东或实际控制人,因此,其在很大程度上能够影响上市公司的信息披露。产业资本常见的违规信息披露主要包含以下4类。

一是粉饰业绩、虚增收入和利润,“漂亮化”财务报表,产业资本在上市前或重大资产重组前,都有较大的动力来粉饰业绩,进而提升估值水平,在忽悠式重组中粉饰业绩是常见的违规信息披露。二是未及时披露重要交易信息,主要表现为超比例违规减持不披露、一致行动人累计减持比例超过5%时未进行及时信息披露、持股5%以上的股东减持未进行及时披露等,2015~2017年证监会先后共查处了33起违规减持,其中多数为超比例减持和未及时披露减持信息等。2017年5月26日,证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》,沪、深证券交易所亦出台了相应的减持细则,随着“减持十条”的实施,2017年违法减持数量明显下降,全年共精伦电子、津膜科技、安利股份、巨轮智能、金新农5家公司控股股东减持5%以上并未及时公告并继续减持。三是隐瞒负面信息,产业资本对外担保、银行质押、关联交易等可能影响公司资产估值的信息倾向于选择隐瞒,而在这很大程度上扭曲了实际的资

产负债质量,其中存在某些强制披露信息未披露,也存在利用自愿信息披露来隐瞒负面信息的行为。四是误导性信息披露,主要表现为借助收购、战略转型、新项目研发等利好公告来引导市场预期,哄抬股价,公告披露情况与公司实际业务开展情况存在较大差异,披露信息的误导性强,对股价产生影响较大,证监会对安硕股份的处罚就是典型案例。

安硕信息披露的误导性主要表现在以下三个方面:其一,互联网金融业务信息不符合现实状况,公司2014年年报显示互联网金融服务业务收入仅为137.19万元,仅占主营业务收入的0.62%,但安硕信息却持续宣称已经开展征信、数据、小贷云、互联网金融等相关业务,同时安硕信息互联网金融业务商业运营有限,征信公司无任何进展,数据业务仅是配套服务,小贷云业务仅是软件的延伸服务,西昌互联网公司为空壳,普惠金融业务仅是一款APP。其二,安硕信息披露的互联网金融相关业务缺乏实现基础,一方面,公司“一横一纵”战略在2014年年报中未提及;另一方面,公司相关业务缺乏有效的资金支持和人员安排,更多向空壳公司。其三,安硕信息披露具有片面性,其选择性披露利好消息规避不利信息,为及时披露互联网金融业务开展中遇到的困难,混淆互联网金融业务和互联网金融服务业务概念。(见图3)

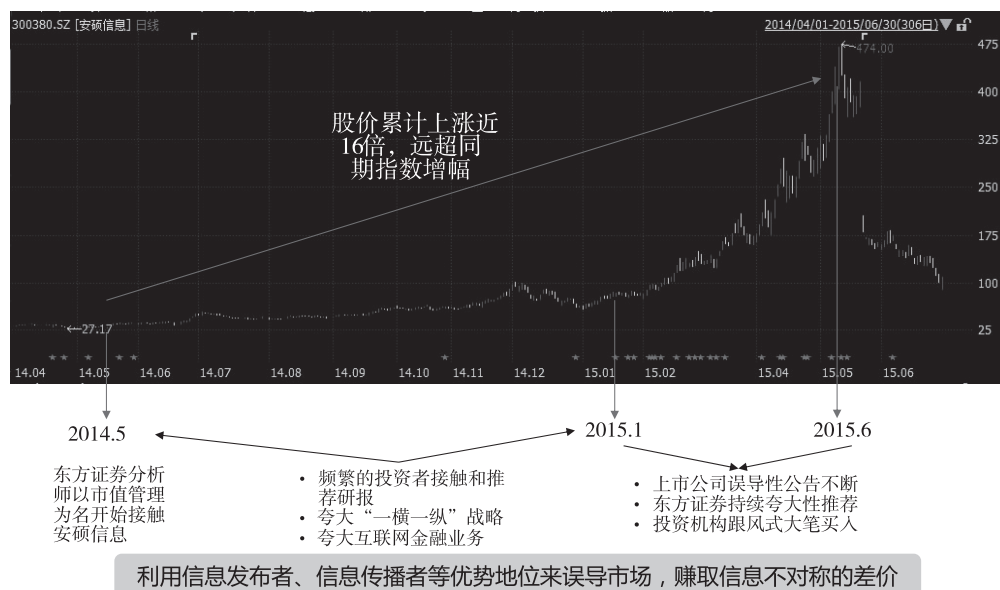


图3 安硕信息违规信息披露案例分析

资料来源:wind,申万宏源研究。

(二) 忽悠式重组行为

忽悠式重组是产业资本区别于其他常见的投资者损害中小投资者权益的差异化行为之一。近年来,部分产业资本借助信息优势,以忽悠式重组为幌子来实现变相上市或哄抬股价,极大的扰乱市场秩序。一般而言,忽悠式重组中常存在违规信息披露,借助虚增收入、做“漂亮”三张报表来做大资产规模和估值水平;并购重组项目的信息披露经不起推敲,重要的项目细节及资金使用用途等关键信息缺乏有效披露等。2017年4月21日,证监会对浙江九好办公服务集团有限公司、鞍山重型矿山机器股份有限公司以及相关的负责人作出处罚的案例就是典型的产业资本忽悠式重组行为。

(三) 伪市值管理行为

伪市值管理是私募股权类投资者与产业资本之间借市值管理之名,行操纵股价之实的交易行为。伪市值管理行为一般具备以下几个特征:其一,市值管理的目标多为抬升股价进而实现高位减持或赚取差价,并不是旨在推进公司发展;其二,市值管理中提到的某些转型战略、资产重组计划等信息披露并不详实,经不起仔细推敲;其三,提供市值管理的研究顾问方与委托人之间有清晰的利益分配约定,双方利益存在绑定关系,一般而言,伪市值管理的顾问费远高于一般研究顾问费的收费标准。

本文以蝶彩资产为恒康医疗提供伪市值管理作为案例分析(见图4)。蝶彩资产管理(上海)有限公司(以下简称蝶彩资产)是知名的股权管理战略投资机构,先后在江苏宏宝(现更名长城影视)等多个重组股中交易获利。2013年3月蝶彩资产实际控制人谢风某与恒康医疗实际控制人阙文某在上海会面,阙文某提出希望高价减持的诉求,谢风某提出可以借市值管理的名义帮对方实现高价减持;2013年5月阙文某将拟减持的2000万股托管在定向资管计划(《德邦证券-兴业银行定向资产管理业务资产管理合同》),同期于蝶彩资产、德邦证券签署了《研究顾问协议》,约定蝶彩资产帮助阙文彬在“恒康医疗”股价不低于20元/股的情况下减持2000万股,蝶彩资产按减持成交金额的12.5%计提研究顾问费;2013年5~7月,蝶彩资产对恒康医疗提供战略转型、收购医院、安排行业研究员调研、安排财经公关和证券媒体采访等市值管理建议,与此同时,恒康医疗配合发布多项利好公告,共同拉升股价;2013年7月3日至4日,阙文某按照20元/股价格减持2200万股(其中阙文某自己减持200万股,定向资管计划减持2000万股);2013年7月5日,阙文某向蝶彩资产支付近4858万元研究顾问费。减持后,恒康医疗并未对前期收购医院的对价及详细信息、DYW101等项目研发进展进行披露。从同时期恒康医疗的股价波动来看,伪市值管理操作期,

恒康医疗的股价涨幅明显高于同期中小板及医疗板块涨幅;在高位减持后,尽管恒康医疗未出现大幅下行,但其波动与同期中小板和医疗板块的波动呈现反向趋势,借伪市值管理行操纵股价之实的特征突出。事后证监会对蝶彩资产没一罚二,即没收非法所得4858万元,罚款9716万元,对谢风某给予警告,个人罚款60万元;对阙文某没一罚一,即没收阙文某违法所得约304万元,罚款304万元。



图4 蝶彩资产管理伪市值管理交易行为

资料来源:证监会,申万宏源研究。

四、完善投资者保护的建议和措施

(一) 三维度强化对损害中小投资者权益共性行为的监管

一是完善市场信息披露机制,做好上市公司的信息披露管理及投资机构内部的信息防火墙建设。信息披露体系建设是资本市场监管工作的重中之重,本文建议一方面完善投资机构以及投资咨询机构的信息披露管理制度,尤其是在新媒体下,规范引发证券咨询机构在微信、微博及其他新媒体渠道的信息传播,保证信息发布的及时性、同时性和公正性;另一方面强化投资产品的信息披露,在当前我国金融监管体制从机构监管向功能监管的转变过程上,建议学习借鉴英国行为监管局(Financial

Conduct Authority, FCA)对产品全生命周期的监管体系,监管介入产品早期开发环节,对金融产品的监管呈现从事中销售环节、事后处理环节的监管逐渐转变到向产品生命周期全过程监管转变。

二是强化投资者适当性管理。强化投资者适当性管理是切实保护中小投资者权益的前提基础,本文建议在《证券期货投资者适当性管理办法》的基础上,从以下三个方面来进一步强化投资者适当性管理:其一,强化私募机构的资质管理,建议基金业协会强化对失联机构、未发行产品等机构的管理,及时取消其备案资格,同时加大对未备案机构的审慎监管,完善私募机构资质管理;其二,完善合格投资者的衡量体系,当前我国对合格投资者的认定多以投资年限、净资产规模、金融资产规模或年收入等为衡量指标,此类指标仅反映了投资者的资产情况,但对投资者的风险承受能力缺乏有效衡量,故本文建议在合格投资者的认定上增加可投资金融资产、风险承受能力等指标;其三,完善各类投资机构内部投资者适当性管理体系建设,根据客户风险承受能力及客户投资偏好的差异来做好客户分层分类管理体系,切实强化对投资者,尤其是中小投资者的保护。

三是完善投资者保护的体系建设。中小投资者保护是系统性工程,在完善市场信息披露机制、做好投资者适当性管理的基础上,还需要进一步完善投资者保护体系的建设。一方面,建议可以借鉴境外“双峰”监管理念,将投资者保护作为金融监管的重要目标之一,整合现有证券投资者保护基金、银行存款保险、保险保障基金以及投服中心等资源,在金融稳定发展委员会下成立专门的投资者保护局,强化对中小投资者的保护;另一方面,建议可以借鉴美国对中小投资者的保护经验,借助成立专题小组等形式来逐个突破中小投资者保护面临的难题,美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)于2017年9月宣布成立针对保护散户投资者的战略任务小组,并明确指出,“SEC使命由始至终和大众投资者(main stream investor)的长期利益站在一起,当SEC聚焦于保护那些最需要被保护的散户投资者时,其对华尔街的监管是最有效的”。

(二)各个突破,加大对损害中小投资者权益差异性行为的监管

针对违规信息披露、伪市值管理和忽悠式重组等差异化交易行为,本文建议抓住上市公司信息披露这个“牛鼻子”,把控好信息源。上市公司是资本市场上重要的信息源,其信息公告的及时性、有效性和真实性将直接影响投资者的投资判断;同时其作为市场内幕信息的发起人和知情人,做好内幕信息的管理,是防控内幕交易和操纵

市场的关键所在。2016年证监会进一步修订《上市公司信息披露管理办法》，推进分行业信息披露体系建设，完善上市公司股权质押信息披露规则，完善大宗交易减持信息规则；2017年沪、深证券交易所修订了《上市公司信息披露工作评价办法》，进一步完善上市公司信息披露工作评价机制，努力使评级结果真正区分出信息披露优劣不同的公司。本文建议在此基础上，借助相关规则及评价体系的修订，鼓励上市公司更多进行自愿性披露、定性披露和事前事中披露，在临时停复牌、重大事项公告、并购重组、董监高增减持等方面进一步完善信息披露。

针对不同类型的投资者，明确重点监管的交易行为。对于产业资本，监管重点在于信息披露和内幕交易，尤其是确保信息披露的及时性、有效性和一致性；对于私募股权机构，监管重点在于伪市值管理和投资者适当性管理不足等；对于私募证券机构，监管重点在于操纵市场和程序化交易等；对于公募投资基金，监管重点在于“老鼠仓”交易以及投资经理与多方联合进行的合谋操纵市场等；对于保险投资机构，监管重点在资金来源的穿透式监管和规范二级市场举牌交易，向上穿透资金来源，向下穿透底层资产；对于境外投资者，监管重点在于是否利用沪港通及其他境外通道实行操纵市场，尤其要提防境外机构利用海外衍生工具恶意做空市场或扰乱市场波动的交易行为。

（三）基于不同维度梳理保障中小投资者权益的监管重点

从投资者主体来看，建议根据“离信息源距离”的原则来确定监管的相对次序，其中离信息源越近的主体，监管力度应该越大。从2015~2017年证监会处罚案例来看，产业资本是A股违法违规交易行为频率最高的投资者，其违规交易处罚案例占比超过60%，对产业资本交易行为的监管是重中之重。从交易行为来看，内幕交易行为是最常见的损害投资者权益的行为。从近3年证监会处罚案例来看，内幕交易案的数量最多，占总处罚案例数量的比重超过70%。

从约束机制来看，建议提高对违法行为的稽查及惩罚力度。在对违法违规交易行为的稽查上，本文建议持续依靠大数据、AI等先进技术，采用“数据建模+机器学习”等模式来辅助案例分析，多维度对异常交易及违法违规交易行为进行分析，提升证券稽查的智能性、高效化和准确性，其中对内幕交易的稽查重点应放在内幕信息知情人实质控制资金账户及个股异动账户上。在处罚力度上，建议进一步加大对违法违规交易行为的处罚力度，2018年两会期间全国人大代表、深圳证券交易所总经理王建军提出“关于修改刑法加重欺诈发行犯罪刑罚力度的议案”，得到了多位人大代表

的认同,而全国人大代表、广东省律师协会会长肖胜方也指出,“违法违规成本过低,上市和并购成功之后可以获得的利益巨大,这正是欺诈发行、虚假披露、内幕交易、操纵市场等乱象的根本原因”。违法成本和违法收益之间严重不平衡一定程度上成为违法违规交易行为频发的原因之一,加大对损害投资者权益的交易行为的惩罚力度势在必行。