

## 证券创新交易模式对市场 监管的挑战及法律应对

蔡 奕\*

**摘要:**近年来,证券业开放和竞争格局日益明显,在监管机关“负面清单”制的松绑下,证券公司、基金公司、信托型私募基金等市场主体的创新热情不断迸发,做空、互换、量化等各种创新业务和交易模式层出不穷。这在增加市场活力的同时也可能产生一定的风险,甚至成为违法违规者利用的工具。如何判断这些创新交易方式的合规性,应对其对市场监管带来的冲击和挑战,成为一个迫在眉睫的监管课题。本文通过一线的调研和案例分析,力图剖析证券市场典型创新交易方式的合规性和市场风险点,并分析其对现行稽查执法体制的挑战,并基于金融创新与法制监管的辩证关系,提出完善相关法律制度的前瞻性设计。

**关键词:**金融创新 市场监察 通道业务 量化交易 安全港

---

\* 深圳证券交易所市场监察部副总监,法学博士。本文仅代表个人学术观点,与作者所任职单位无关。

## 一、证券业典型创新交易模式及其风险点

### (一) 融资融券可能产生的做空型操纵和逼仓

#### 1. 做空型操纵

内地资本市场是一个习惯做多的市场,传统的投资和监管思路多围绕“利好”和“股价上涨”而展开。随着融资融券规模的逐步扩大,杠杆特征和做空机制可能会导致产生新型的市场操纵行为。这类操纵行为多以“利空”和“股价下跌”为获利渠道,背离操纵行为的传统盈利轨迹,给稽查执法带来查证问题。

实践中,常见的做空型操纵主要是指行为人先进行融券卖空,再通过蛊惑交易或抢帽子交易等方式进行信息操纵导致股价下跌,从而平仓获利。在目前券源有限以及卖空提价限制的情况下,行为人还可能会在建立空头头寸的同时收集现货筹码,在利空消息发布后,配合利空消息打压股价,从而形成一种“做空+唱空+打压”的复合操纵模式。

这一操纵类型的典型例子,是“浑水”模式(muddy water model)。“浑水”模式一般由四个步骤组成:首先是寻找存在潜在不利因素的标的并进行调研,然后建立相关公司的股票空头头寸,再发布看空报告或利用媒体渠道散布利空消息打压股价,最后在股价下跌过程中平仓获利。由于涉嫌“抢帽子”等信息操纵,做空、唱空和股价打压的主体并不同一,可能存在精密的分工。A股市场上已经出现部分草根调研机构,为客户提供准确信息,并向市场公布利空研究报告,以打压股价。为规避监管,这些调研机构的盈利并不来自自身的做空行为,而是通过与做空客户的分成获得。<sup>[1]</sup>

#### 2. 逼仓

融资融券的杠杆效应和方向性获利特征,导致其在实际运作中可能出现类似期货交易的“逼仓”(corner)现象,即交易一方利用资金优势或持股优势,主导市场行情向单边运动,导致一方持续亏损,最终不

---

[1] 黄莹颖:“A股版‘浑水’做空三部曲”,载《中国证券报》2012年12月22日。

得不斩仓的情况。根据逼仓主体和方向的不同,可以分为“逼多”交易和“逼空”交易两类。

所谓“逼多”交易,是指在券源充足、没有卖空提价限制或者允许裸卖空的情况下,行为人可以对融资余额较高的证券通过融券交易打压股价,致使股价大幅下跌,迫使多头强行平仓、低位卖出,此时空头可以在较低的价格平仓获利。

所谓“逼空”交易,是指在单只证券融券余量较高的情况下,行为人利用资金优势做多拉抬股票价格,迫使空头强行平仓、高位买入,此时多头可以在较高的价格平仓获利。

此外,还可能出现在约定式购回等特定业务下的“逼空”交易。约定式购回是指符合条件的投资者以约定的价格向证券公司卖出特定股票,并约定在未来某一日期按照另一约定价格从证券公司购回的交易行为。鉴于约定式购回业务规定证券均存放在券商约定式购回专用账户中且不得使用,客观上减少了市场上该证券的流通量。当单只证券约定式购回股份数和融券余量合计较高的情况下,行为人通过“逼空”交易不但可以迫使空头强行平仓获利,且由于股价下跌,还可能导致借款方违约,从而造成连锁的系统性风险。

## (二) 证券交易通道业务创新可能导致的账户识别困难

我国目前的证券账户管理采取的是“看穿式”二级托管,即在法律上维系二级托管关系,结算公司同时用二级账户记载客户买入证券、卖出证券以及证券余额。这是我国证券结算制度的特点与优势,也是市场监察环节账户识别的关键所在。近年来随着证券机构创新业务的不断深化,证券经营机构不再完全自己使用交易通道和机构证券账户,而是将部分账户和交易通道交给其他机构或个人使用。而这些账户在既有的管理体制下难以准确识别其实际控制人,由此导致交易账户的识别困难问题。例如,券商自营开展的股票收益互换业务、券商资管开展的“类信托”新型资管业务、基金公司开展的“类通道”专户管理等。实践中,已发生违法违规者利用部分通道或账户从事违法行为、规避监管的现象,应引起监管机构足够的重视。

例如,在股票收益互换交易中,证券公司与符合条件的客户约定在未来一定期限内,根据约定数量的名义本金和收益率定期交换收益。

其中,交易一方支付的收益金额与特定股票、指数等标的证券表现挂钩,而另一方支付的收益金额按照固定或浮动利率计算。实践中发现的涉嫌违规账户,多为投资者向证券公司支付固定收益,而证券公司向投资者支付与特定股票或指数挂钩的浮动收益。在这种情况下,证券公司的特定账户要根据合同约定买入特定股票。但在市场监察环节,该特定账户显示的是证券公司自营账户,而实际指令证券公司购买特定股票的收益互换投资者却被“隐藏”起来,从而为不法者利用账户从事内幕交易、市场操纵等活动提供了掩护。同理,券商资管开展的“类信托”资管业务、基金公司开展的“类通道”专户管理业务等,均有类似的账户识别问题。

### (三) 程序化交易和量化交易所可能引致的风险和不公平交易

程序化交易(program trading)是将投资方式固化成计算机可以理解的模型、技术指标,计算机程序根据市场变化自动生成投资决策并付诸执行的交易方式。数量化投资(quantitative trading),是指利用计算机分析宏观经济、行业以及公司基本面等数据,选择投资组合的资产配置,并通过数学模型预测组合未来变化的数量化交易方式。二者都是通过计算机技术和数学分析手段实现证券交易的自动化,从而可以更为快捷地实现更为复杂的交易策略,如跨品种和跨市场的套利行为。据不完全统计,二者在国内市场的交易占比已经从2011年的5%上升到2013年的20%~30%,成为一种不可忽视的交易力量。程序化交易和量化交易对市场监管工作带来的挑战主要集中在以下几点。

#### 1. 高频共振导致的系统性风险

自动化交易系统的高速度和巨量传递,直接冲击现行的证券交易制度和交易容量。鉴于市场上众多程序化交易者采用类似的交易策略,可能会导致市场的大幅波动。此外,在流动性缺乏的市场或品种上,程序化交易造成的影响可能会放大。国际市场近年频发的“闪电崩盘”事件与量化交易的高频共振有着重要的关联,如2010年5月,交易员错单导致美国道琼斯指数暴跌所引致的“闪电崩盘”现象;2012年8月,美国最大股票做市商之一骑士资本因高频交易系统技术故障,45分钟内亏损4.4亿美元;2012年10月印度大盘NIFTY指数在8秒内下跌15.5%,市值蒸发600亿美元。

## 2. 技术手段引发的不公平交易

为了实现捕捉交易机会、闪电下单的目的,程序化交易方在硬件、软件和系统方面投入不遗余力,从而形成交易技术的“军备竞赛”。为了顺利实现各自交易策略,投资者常用各种算法隐藏自己的交易行为,如掩盖大宗股票交易,测试其他算法策略等,其表现形式与现有市场交易行为迥异。更有甚者,预知其他算法策略的市场主体,可能利用其他算法的漏洞,并针对性地设计自己的算法谋取利益。可以预见,在数量化交易时代,券商窥探、窃取客户算法信息将成为交易犯罪的新形式,需要监管机构加以严格监管。

近年国外发生的两起案例有助于佐证上述判断:(1)在2011年8月至10月期间,Panther能源交易所及相关交易员涉嫌利用高速电脑,在短时间内发布大量欺骗性的交易指令(下单后不到一秒的时间便撤销交易指令)操纵市场。后被英国金融市场行为监管局(FCA)及美国商品期货交易委员会(CFTC)处以罚款和市场禁入。(2)挪威两个交易员发现了做市商公司提供股票报价程序的漏洞,通过该漏洞预测电脑算法对特定报价的反应,从而实现低买高卖。此案几经反复,后并未入罪。

## 3. 利用技术优势进行市场操纵

以高频与暗池交易为代表的交易技术的发展,市场对价格信息的反应更为敏感,侵蚀了原有监管框架的有效性。一般认为,高频交易中的下列行为可能形成市场操纵:(1)试探性指令(ping orders),是指向市场发出少量指令以探明潜在流动性;(2)误导簇交易(quote stuffing),是指向市场发出大量的报单或撤单以增加其他参与者判断的不确定性,最终误导并延缓其他参与者交易行为而完成自身交易策略;(3)引发动量交易(momentum ignition),是指向市场发出一系列报单或撤单以引导其他市场参与者跟随这一趋势,从而在市场价格形成过程中达到自身的最优交易价格;(4)分层与欺诈交易(layering and spoofing),是指提交很多订单分布于整个订单簿,而订单的真实意图只在订单簿的一侧达成交易,一旦交易完成,另一侧操控性质的订单便撤销。

与通常市场操纵行为以是否影响市场价格为标准不同,高频交易

中的市场操纵行为判定基于如下几点标准:(1)是否干扰或延迟了交易系统的正常运转;(2)是否使得第三方在交易系统中较难做出买入或卖出的决定;(3)是否对某些金融资产的供求关系造成错误或误导。<sup>〔2〕</sup>

#### (四)跨市场操纵

跨市场操纵即行为人利用不同市场之间的价格关联性,通过在某一市场上的操纵,谋求在另一市场获利的行为。随着股票市场、债券市场、金融衍生品市场的发展,资产价格日益高度关联,跨市场、跨品种操纵也出现苗头。跨市场操纵有以下两种基本类型:

第一,操纵现货交易影响期货或衍生品交易。行为人通过操纵现货市场价格进而影响期货市场价格,是跨市场操纵中最常见的模式。以股指期货为例,行为人可以在股票市场通过连续交易、约定交易或者自买自卖等手段,操纵股指期货标的指数权重股,从而影响标的指数的走势,进而影响股指期货市场的交易价格而从中获利。典型案例如1996年的野村证券在AOI指数期货到期日收盘前最后30分钟里,通过抛售6亿澳元的指数成份股影响AOI指数期货市场的交割结算价而获利。在另一个案例中,2010年11月11日,德意志银行(韩国)证券公司通过打压KOSPI200指数成分股的市场价格,操纵了KOSPI200股指期货的交割结算价。

第二,操纵期货交易或衍生品影响现货交易。以股指期货市场为例,由于股指期货市场较现货市场具有一定的价格领先关系,通常情况下能更快地反映市场变化。操纵者有可能利用期货市场对现货市场的价格引导效应,通过操纵期货市场价格以达到对现货市场的操纵。股指期货交易较股票市场早开市晚收市的机制也可能为操纵者所利用。操纵者可能利用股指期货早开盘的机制,推升或压低该期货开盘价格,进而对现货市场的走势造成影响。此外,利用期货晚收盘的价格发现机制,操纵者还可以通过操纵收盘价,便于在第二天进一步操纵开盘

---

〔2〕 陈彬:《证券市场操纵行为变化情况及监管执法对策研究》(深圳证券交易所内部研究报告第128号)。

价,这样也可实现操纵期货价格从而影响现货价格。<sup>[3]</sup>

## 二、证券市场创新活动对市场监管执法工作的挑战

### (一) 交易通道的多元化对基于账户识别的监察模式的挑战

按照现行的证券登记结算制度,投资者的资金账户和证券账户必须一一对应,即一个投资者在一家证券公司的营业部只能开设一个资金账户,该资金账户只能连接着一个同名的证券账户。在交易所监察环节,可以有效看穿券商席位直至投资者账户,这是构成现行一线市场监察模块的基础。随着证券创新业务的持续深入,投资者交易的通道日趋多元化,券商自营开展的股票收益互换业务、券商资管开展的“类信托”新型资管业务、基金公司开展的“类通道”专户管理等创新模式都可能导致账户监控的“看不穿”、“看不清”问题,有些情况甚至无法被分辨出是机构自营还是个人交易,从而导致既有监察指标对于此类通道交易的失灵现象。

“看不穿”账户的出现混淆了传统个人账户和机构账户的界限,甚至于一些违法行为人利用各类通道账户规避监管,与其自身控制的“一致行动人”账户,形成了关联的账户组。最近在市场监察实践发现的一起案例中,发现某账户组 10 个疑似关联账户在多只股票交易中存在异常,涉嫌内幕交易、超比例持股、短线交易等多项违法违规行为。这 10 个账户共涉及 8 个股东,其中一般机构 3 个、信托产品 2 个、基金专户 1 个、券商自营 1 个、个人 1 个,8 个股东之间存在关联。经向基金公司、信托公司、证券公司自营部门、证券公司营业部等多方调查了解,发现 10 个账户的实际控制人均为一人。此案是在当前市场创新环境下的新型违规案例,基金、券商等专业机构的交易通道创新业务为投资者提供了多元的融资渠道和交易平台,个人利用专业机构席位进行交易,隐藏其真实身份背景,违规行为更具隐蔽性,监管难度加大。

---

[3] 陈彬:《证券市场操纵行为变化情况及监管执法对策研究》(深圳证券交易所内部研究报告第 128 号)。

## (二) 融资融券、期货期权等创新业务导致市场盈利模式的转变

近年来,中国概念股在海外屡遭“浑水式做空”让我们认识到做空机制的强大威力,随着股指期货、融资融券、个股期权等创新业务的推出,尤其在转融券业务推出后,A股的做空机制已被全面激活,多年来A股只有做多方能盈利的单边模式正在发生改变。传统的关注股价上涨、防爆炒的监管思路也亟待转变。

典型做空模式如“浑水式”做空已逐渐被移植到国内,“浑水式做空”是指以浑水、香椽为主要代表的美国做空机构,在美国股市及海外股市通过揭露财务造假等行为,对中国概念股公司进行打压操作的一种模式。“浑水式做空”通常采取的手段是,对上市公司财务瑕疵或财务虚假进行揭露,在预料其股价可能下跌的情况下,先融券卖出这只股票,然后发布负面投资报告打压该公司股价,并在未来当该公司股价跌入低谷时买入同样数量的该股,从中赚取差价,获得盈利。值得注意的是,做空机构在揭露上市公司财务造假等信息时,会对自身持有做空期权等利益情况进行披露。除利用做空机制进行信息操纵之外,当事人还有可能利用做空机制“逼多”交易、“逼空”交易以及利用杠杆加大对证券价量控制,降低维持必要的价格和交易量所需资金。近年,乐视网、中信证券、“白酒塑化剂”等多个事件中均出现了“浑水式做空”的影子。对于此类做空机制,至今没有法律规范明确其效力,或规范其行为,故在实践中存在较大争议,也没有确定的监察处理思路。

## (三) 杠杆与融资交易的引入加大了违法行为可能引致的危害

A股市场融资融券业务从2010年3月31日开启,融资融券标的经历了四次大幅变动,标的数量已由原有90只增加到现在的700只。两融规模快速扩张,余额已从2010年年底的127.72亿元增加到了2013年年底的3465.27亿元,投资者开设信用账户数也由2011年初的5万余个增加到2013年底的133万个。个股期权是2014年国内交易所重点发展的金融产品之一。据统计,海外许多交易所开展个股期权若干年后,个股期权的交易额都超过了股票,对交易所未来发展具有重要意义,也是投资者对冲非系统性风险的重要金融工具。融资融券与个股期权带来了新型交易模式,尤其是杠杆与融资交易的引入加大了违法行为可能引致的危害。根据高杠杆优势理论,信息拥有者可能会



优先选择期权市场进行交易。另外,个股期权还为投资者进行波动率交易模式提供可能性。

此外,证券经营机构开展的变相融资业务也可能产生类似的危害。监察实践中已经观察到一些违法主体利用券商创新的约定式购回业务,隐藏真实持仓信息,并在利用约定式购回融资后加大对标的股票的买入力度,以获得更高的非法利益。

#### (四) 量化交易、程序化交易所可能导致系统性风险

随着融资融券、股指期货、ETF 业务的开展,数量化和程序化交易在市场中的比重不断增加,证券经营机构纷纷设立专门的量化投资部门,量化投资热潮风靡一时。虽然总体比重不大,但量化投资在特定的条件和特定的时间中,可能触发市场薄弱环节,引致市场的整体风险:在低波动率市场环境下,大额错单交易可能会引发数量化算法止损,进而导致市场的连锁反应,如 2005 年日本瑞穗“乌龙指”事件就曾引发日本市场的整体剧烈动荡;目前国内各机构的量化投资策略趋同,多以巴克莱公司的 BGI 模型为基础,量化投资表面各色各异,其实系出同宗,容易引发类似美股“闪电崩盘”的连锁共振问题;量化投资的基础建设刚刚起步,技术系统和交易系统均没有经过大起大落市场极端环境的冲击,能否在市场极值的情况下维持稳定运行,仍存疑问,“8·16 光大错单事件”已经给市场敲响了警钟;此外,量化交易多充分利用杠杆,容易放大风险系数,造成极端情况的发生。

#### (五) 境外资本特定交易时点特殊交易方式对市场的冲击

我国资本市场仍处于有限开放阶段,境外资本对国内市场的直接冲击尚不显著,但在特定交易时点境外资本可能以特殊的交易方式间接参与境内证券交易,由于国际资本的体量远大于 A 股容量,可能在短时间内对市场造成巨大冲击。实践中常见的异常波动时点多出现在离岸 A 股指数的重要调仓日,如中华 A 股指数系列、新华富时指数系列(FTSE)、明晟指数系列(MSCI)、恒生 A 股指数系列,其中新华富时 A50 指数是对 A 股市场影响最大的离岸指数,跟踪该指数的 ETF 规模达到 600 亿以上。

该类冲击的典型事例出现在 2013 年 12 月 20 日(以下简称 12.20 事件),该交易日最后三分钟,沪深股市的“建设银行”等 9 只权重股突

然放量大幅下挫,其中6只触及跌停,并导致指数波动。事后查实,12.20尾盘异动是由于新华富时A50指数季度调整,导致境外跟踪该指数的ETF基金产品机构投资者进行相应现货及衍生品调仓动作,而境内QFII等机构投资者作为境外A股衍生品的发行人,为了及时对冲风险,在沪深A股现货市场采用了MOC(market on close)交易指令,以尽可能接近收盘价的市价买入或卖出相关股票现货所致。

### 三、证券市场创新热潮的监管应对

根据熊彼特的经济创新理论,金融创新是在金融领域内建立“新的生产函数”,是各种金融要素的新的结合,包括新的金融工具、新的融资方式、新的金融市场、新的支付清算手段以及新的金融组织形式与管理方法等内容。证券市场的创新活动,往往不可避免与相关证券法律产生了矛盾、抵触甚至冲突。在证券业务创新中,应确立金融创新的“法律红线”和“监管安全港”。具体而言,可以从四个方面予以应对。

#### (一)张弛有度的证券法律规定

现行的《证券法》及其配套制度,制定于多年前,防范风险、抑制过度投机是当时监管的主要目标,因此法律规范较多地体现为刚性的禁止性条款。虽然在立法技术上也为创新留有必要的空间(多为兜底条款或授权立法条款),但在基本法或上位法没有明文规范的情况下,配套规则或下位法并没有太多自由发挥的空间。这是法律执行者在应对市场创新疑难问题时,总觉得捉襟见肘,难以从法律规范中寻找直接依据的重要原因。因此,法律监管理念的根本性和系统性更新是解决创新法律问题的要害所在。当前的证券法律和交易规则至少在以下方面迫切需要厘清:一是明示创新的限度和法制禁区,即将前文所述的“法律红线”以重点法条明文确立下来,有助于市场主体的明确预期,并作为判断市场创新行为是否逾越法律底线的圭臬。二是细化和完善既有的违法违规认定条款。《证券法》对短线交易、内幕交易、市场操纵、超比例持股等违法违规行为的认定条款过于粗疏,且市场形势的变化已逾越了立法语境,所以迫切需要针对新形势下频发的资产管理集合短

线交易、多点合谋操纵、影子化内幕交易等新型违法违规,升级更新和细化完善既有的违法违规认定条款。三是针对创新导致的同一资产管理集合中不同资产管理者日内反向交易、对倒对敲等行为,研究增加“安全港”条款,将合法合理的创新活动纳入法律保护范畴,减少对其的不当干预。“安全港”条款还可用于解决困扰执法者多年的合理抗辩问题。

## (二) 明确合理的量化认定标准

针对纯交易类的违法行为,如市场操纵行为,单一定性标准很难判断出违法行为的构成与否与情节轻重。明确合理的定量指标在市场操纵的认定中就显得尤为必要。从创新业务发展的现实需要出发,市场也需要公开异常交易、异常波动的具体量化标准。从市场监察实践出发,有这么几个核心量化标准有助于辅助市场操纵的认定:(1) 价格涨跌幅度,用以判断交易行为所直接导致的股价异动后果;(2) 申报价格偏离幅度,用以判断交易者是否理性交易及是否有扰乱市场的意图;(3) 申报及成交的数量与金额,用以判断对股价的直接影响及情节轻重;(4) 成交占比,用以判断其是否对股价变动具有决定或关键性影响;(5) 是否有虚假申报、启用关联账户、隐瞒掩盖账户痕迹等规避监管的行为。

## (三) 与时俱进的监察处置规则

市场监察工作的重要目标在于实现对创新风险的动态监测,确保创新业务风险可测可控。个案创新失败的风险并不可怕,可怕的是系统性风险所导致的连锁反应。尽管有些创新表面上看业务规模及占用资金不大,但隐含的杠杆可能放大市场风险,一旦遭遇突发事件或其他小概率事件,可能使证券经营机构遭受重创,甚至“突然死亡”。因此,要求市场监察要有完备妥善的应急处置规则,具体包括四点:一是在ETF、重要指数权重股、个股期权的交易中引入熔断机制,以给市场警示和冷却风险,同时为采取风险控制措施争取时间。二是针对高频和量化等特殊交易方式探索市场化监管策略,如可考虑从交易行为方面界定高频交易,推出对高频交易等过于频繁的申报撤单采取累进递增收费。三是研究引入针对特殊交易需求的交易制度安排,如借鉴境外交易所的经验,引入MOC交易机制,以控制收盘价格受相关订单的冲击强度。此外也可以考虑进一步完善盘后收盘定价交易方式,降低大

宗交易参与门槛,扩大投资者参与范围,以最大限度满足投资者确保能够成交的需求。四是将紧急突发事件应急处置机制制度化、规范化,可考虑出台专门的部门规章,建立重大交易异常情况的具体标准,明确交易所与证监会在重大交易异常情况中的分工和监管原则,增加交易所交易系统前端控制及信息披露的处理手段。

#### (四) 宽严相济的执法监管理念

在创新大潮下,证券公司等机构多空、杠杆、量化、分级、直投、信托、套利等各种创新工具和产品层出不穷,不可否认,在较短时间内全面开花的创新活动必然蕴含着各种缺陷,如合规管理、风险控制、制度配套等各类问题。当前应重点防范和监管以下四种高风险创新业务:一是限制高杠杆率、过于复杂的结构性衍生品,限制难以评估测定风险权重的复杂产品,杜绝条款晦涩、构成复杂、风险难测的创新。同时,鼓励符合市场投资需求的简明易懂、操作简练的产品创新。二是防范“影子银行”和系统重要性金融机构超出其承受范围的过度创新活动。在鼓励证券公司、银行、信托、保险、私募基金等机构做大做强的同时,重点防范那些具有系统重要性的大型金融机构,关注其创新业务风险隐患,尤其在复杂的市场环境下许多大型金融机构正面临业务转型,甚至参与国际并购和其他业务活动,这些都可能酝酿着未知的风险。此外,对影子银行体系应纳入监管,在现有主体监管的格局下,对混业、跨业的金融监管需要各金融监管部门加强协调与合作,尤其对信托、私募等游离于既有监管框架外的影子金融体系应加强监管或监测。三是防范高频、量化、暗池交易等新兴交易模式的风险隐患。高频、算法、暗池等新兴交易模式能够提高市场交易效率,但在极端市场状况下,这些新兴交易模式可能偏离市场价值,加剧市场波动,甚至屡屡造成“闪电崩盘”,更可能利用交易手段优势进行损害投资者利益的活动。四是防范蕴含着内幕交易、市场操纵、利益输送等违法不当行为的所谓创新。创新潮涌,泥沙俱下,一些不法主体打着创新的幌子,实际上利用业务通道、交易机制从事内幕交易、市场操纵、利益输送的违法行为,或者利用技术、信息等优势,长期从市场上攫取高额不正当利润。对此类行为应加强测控和监管,利用监管手段及时发现制止相关违法行为,保护中小投资者合法权益。