

做市商操纵市场行为的法律规制

——以美国的实践为视角

孟令星* 郑春玉**

摘要:做市商的操纵市场行为与其控制性市场地位和为市场提供流动性的职能紧密相关,这也就决定了做市商操纵市场行为的方式具有明显特殊性。对于做市商的操纵市场行为,难以通过立法和监管规则列举的方式加以明确。监管机关依据反欺诈规则进行个案判断是认定做市商操纵市场行为的基本路径,依据证券交易法上的公平竞争原则建立市场化的监管机制是抑制做市商操纵市场行为的基本措施,完善民事赔偿制度和刑事处罚措施也是抑制做市商操纵市场行为的重要手段。

关键词:价差游戏 法律规制 操纵市场行为 反欺诈条款

* 中国人民大学博士后研究人员。

** 内蒙古鑫阳律师事务所律师。

一、做市商操纵市场行为的特殊性及其法律规制的模式

场外市场的交易实践表明:以操纵价差为核心的市场操纵行为是大多数做市商所惯用的渔利方式。做市商通常以相互串通的方式操纵价差,做市商之间相互串通进行报价,以合谋的方式事先对价差水平进行确定,市场竞争机制因此失效。操纵价差是最常见的做市商欺诈交易行为。此外,做市商还会通过隐藏其真实身份、故意制造价格波动等方式谋取不正当交易利益。

(一)“价差游戏”:做市商操纵市场行为的基本方式

在报价驱动交易模式下,做市商通过其做市行为为市场提供了发现证券价格、提供流动性等基本交易机制。在分散交易状态下,做市商的做市行为包括发出报价、显示报价、交易指令传送、与客户指令成交等一系列交易活动。做市商不但向市场提供报价,而且还控制了客户的交易指令,在交易中处于明显的控制地位。做市商经常通过人为扩大价差的方式获取超额收益。交易电子化使投资者的报价集中显示,交易指令实现自动传递,交易公正性和透明度大为提高。做市商报价机制的主要弱点在于市场的透明度不够,容易引发做市商的操纵市场行为。如果某支证券只有一个做市商为其进行做市,则该做市商就掌握了该证券报价的决定权,证券价格也就控制在做市商手中,尤其是在证券报价信息传递效率较低的情况下,做市商完全可能操纵报价。因此,与交易所集中竞价市场上庄家的操纵市场活动相比,在柜台交易市场中,做市商实施操纵市场行为则更为容易。另外,做市商在库存建立方面具有优势,其不仅可以从市场上购入股票获得库存,还能从挂牌公司那里获得股票。以较低价格获得股票并在二级市场上以高价出卖获得高额价差收益,是做市商的主要盈利模式。但是,做市商的投机性又使得其尽力扩大价差来获取更大的收益。在实行竞争做市商机制的纳斯达克市场上,做市商一度以合谋方式联合操纵价差获取巨额收益,这种在做市交易活动中追逐高额价差的活动被称为“价差游戏”。美国证监会在对柜台交易市场上的价差进行调查后发现,做市商在与个人

投资者的交易所获得的价差收益达到了当时股票交易总价值的16%~40%，但是，涉事的做市商并没有将差价的数额向投资者披露。^{〔1〕}由此看出，做市商的操纵市场行为主要通过操控价差来实现，加之做市商的价差操纵活动具有很强的隐蔽性，投资者无法知晓价差的真实情况，其利益也因此容易受到严重损害。

（二）做市商操纵市场行为的特殊性

由于做市商的操纵市场行为具有很强的特殊性，准确适用认定操纵市场行为的法律规则以及建立相应的认定做市商操纵市场行为的规则体系十分重要。做市商的价差操纵行为在很大程度上是直接利用了其所独有的市场控制地位和监管规则为其提供的做市空间。为了鼓励做市商积极进行做市交易活动，监管规则就必须确保做市商在做市交易活动处于支配性地位。与此同时，在集中竞价交易市场上某些被认定为是操纵市场的行为，在做市商做市交易活动却被认为是合法的。因而，与一般的证券市场操纵行为相比，做市商的价差操纵行为具有多样性和复杂性的特点。对于做市商价差操纵行为法律规制的重要意义在于，一方面，要保护投资者的合法权益以维护市场秩序；另一方面，要维护做市商从事做市交易行为的积极性，并且在两者之间实现平衡。在构建做市商操纵市场行为法律规制体系过程中，要注意协调公平交易与市场效率之间的关系。因而，做市商操纵市场行为法律规制的重要目标在于确保做市商能够从事公平交易。在交易实现电子化的市场环境下，监管规则需要对做市商在报价交易中的报价单位、价差收益水平、价差数额的披露进行规范，以确保做市活动的公平性。

做市商操纵市场行为的本质是人为地制造某种证券的虚假价格，这一点与竞价交易市场在本质上是一致的。美国证监会在关于操纵市场案例的处理中阐述了做市商操纵市场行为的本质，尽管做市商操纵市场行为花样繁多，但其基本手段都是通过其自身或者合谋的方式影响买卖的交易量。做市商可以通过获取大量股票库存的方式减少证券供应，也可以通过增加股票供应的方式拉高股票的价格，^{〔2〕}通过自己

〔1〕 Thomas Lee Hazen, *Securities Regulation In a Nutshell*, Thomson/West, 2006, p. 195.

〔2〕 e. g. , R. L. Emacio & Co. , 35 S. E. C. 191 (1953).

或者合作证券商的买入行为增加了市场的活跃程度并以此拉高市场价格,从而误导投资者进行交易。此外,做市商通过操纵市场价格还可以增加自己的库存,也可以通过交易量的增加获取更多的交易收益。可以看出,做市商操纵市场的手段和方法多样而复杂,在监管规则上难以确定清晰的范围,对于操纵市场行为的规制在实践中一般通过类型化方式进行界定。

(三) 做市商操纵市场行为的法律规制模式

1. 外部监管模式

从世界范围的场外交易市场发展现状来看,各国的自律监管组织大都制定了限制价差的规则。全国中小企业股份转让系统(以下简称“股转系统”)在股票转让细则中规定,相对买卖价差不得超过5%。美国证券商协会规定,做市股票交易以1/2、1/4、1/8美元为单位进行报价,在纳斯达克市场的价差丑闻被曝光后,证券商协会又将股票报价单位缩减至1/16。此外,证券商协会还制定了“公平差价收益”规则,规定价差不得超过总交易价格的5%。对于在场外交易市场上数量众多的空壳公司和股票交易不活跃的公司,美国证监会在处理这些公司股票上给予了更多的关注并采取了更为严格的监管措施。1969年7月2日,美国证监会发布了《4982号监管公告》,对于空壳公司作出暂停或者终止交易的决定。^[3] 依据该公告,许多公司被终止了交易。在《4982号监管公告》的威慑下,做市商在履行报价义务和遵守反欺诈规则方面开始更加谨慎。对于做市商报价行为的监管重点在于保护个人投资者。由于个人投资者缺乏交易经验,也不具有足够获取交易信息的能力,监管机关要求做市商向个人披露价差的大小,通过这种信息披露制度来实现对个人投资者的保护。另外,强制要求证券发行人履行信息披露义务也是非常必要的,证券发行人公开披露更多关于股票定价的信息,有助于对股票进行准确定价,从而起到控制价差任意扩大的作用。由以上可以看出,无论是美国证监会发布的《4982号监管公告》,还是美国国会于1990年颁布的《分值股票改革法》,都是以保护个人投资者为其基本目标。

[3] Sec. Act Rel. No. 4982, July 2, 1969.

在订单处理规则颁布之前,在自动报价系统中进行价差监管是较为困难的,尽管证券商协会制定了明确的价差规则,但是做市商在实际报价中并不遵守。据华尔街的一位股票经纪人披露:他向市场上报出了1万股价差为1/8的Seagate股票,当时市场的价差是1/4,然而他并没有按照市场价格修改自己报价的价差,纳斯达克的做市商甚至停止了Seagate股票的交易,停止交易时间达到45分钟,最终该笔卖出报价成交后,市场上又恢复到1/4的价差水平。^{〔4〕} 纳斯达克市场的做市商普遍采用这种联合操纵价差的活动,美国证监会和证券商协会的执法行动也难以应对如此普遍的价差操纵。

2. 市场化监管模式

实际上,市场竞争压力是对做市商价差操纵行为实施控制的最为有效的力量。一方面,做市商之间的竞争促使做市商缩小报价价差;另一方面,客户对于做市商声誉的评价也对做市商的报价具有重要的制约和引导作用。股票价格出现巨大波动的情况为做市商扩大价差提供了便利条件,在这种情况下,市场自身的力量难以有效发挥对做市商报价行为的调控作用,需要外部监管力量的合理介入。不过外部监管力量的介入也要以市场机制为基础,监管机构的重要职能在于,制定更为有效的规则能够让市场机制在价差的控制方面发挥基础性作用。市场机制指的是以自由竞争方式达成交易的市场运行模式,其核心是交易各方的自由竞争。按照市场机制的要求,客户的交易指令能够自由地在市场间传递,并且有机会与市场的最优报价交易指令进行交易,做市商和其他任何交易平台都不得设置障碍。做市商做市交易中的竞争既包括交易场所内部的竞争,也包括整个市场体系的竞争。在交易场所内部,多个做市商就同一股票展开竞争性报价,甚至引入竞价交易,投资者的定价订单也能够与做市商的报价形成竞争关系。整个市场体系的竞争意味着证券交易市场上的诸多交易场所和交易平台能够针对同一证券开展交易,证券商有义务保证客户订单能够以最佳价格成交。在国会立法的推动下,美国形成了统一的证券市场体系,过去那些只在某个交易场所挂牌交易的股票,现在也出现在多个交易市场并由多个

〔4〕 林建:《大交易场:美国证券市场风云录》,机械工业出版社2008年版,第88-89页。

做市商为其股票提供做市服务。这种高度激烈的竞争要求做市商保证交易的合规性,并尽量将利差降至最低限度。因此,在这个市场上成功的做市商需要足够的资金、库存和良好的声誉,以减少客户对其从事做市服务的担忧。但是,对于做市商进行准确评价不仅需要投资者具有丰富的投资经验,还需要交易场所能够向市场提供更多有效的关于做市商做市业务活动的信息。在此基础上,经验丰富的投资者有能力通过自我评估来选择为自己服务的做市商。鉴于此,交易场所必须要收集足够的关于做市商做市活动的数据,包括做市商做市股票的数量、一定期间内的交易量、所做市股票的换手率、股票的库存量等方面的信息,使得投资者可以根据这些数据对做市商的做市能力和信誉作出准确判断。

在成熟的交易市场上,做市商与客户会形成较为稳定的交易关系,客户会与自己选定的做市商长期进行交易,做市商也会更为珍惜自己的声誉,不会通过任意扩大价差的方式获取不正当收益。这种长期稳定的交易关系,需要以充分的市场竞争和完善的自律监管为前提,良好的交易市场环境有助于做市商对于做市活动进行长期规划,将客户视为自己宝贵的资源。相比之下,做市商更倾向于以扩大交易量的方式获取收益,而不是任意扩大价差。因此,对于做市商报价行为的法律规制要注重市场机制自身发挥作用为主导,充分发挥市场机制、自律监管、国家监管等多方面综合力量。另外,交易场所、做市商、投资者都是市场力量的重要组成部分,证券法律和市场监管规则应当为发挥市场参与者的积极性提供足够的制度支撑。

二、做市商操纵市场行为的基本类型

操纵市场行为是证券法对于做市商做市行为的主要规制对象,美国《1934年证券交易法》对于做市商的操纵市场行为作了原则性的规定,行为的具体认定主要通过美国证监会的执法案例和法院的判例来进行。通过对这些案例进行类型化分析,可以将操纵市场行为分为以

下几种主要类型,分别是“连续买卖”“串通交易”和“假象买卖”,^[5]这种类型的划分方式目前基本得到了各国学者的认可。这一点在我国的证券立法上也有所体现,《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理规定(试行)》第14条规定的做市商禁止交易行为包括操纵市场行为,该条规定明确了两种类型的操纵市场行为:(1)通过制造异常价格波动获取高额价差收益;(2)以串通报价或者其他合谋方式获取高额价差收益,合谋方式包括私下交换做市策略、做市库存股票数量等信息的行为。当然,这几种类型只是较为典型的做市商操纵市场行为,并不能涵盖操纵市场行为的全部范围,而且,由于操纵市场行为本质上属于证券欺诈行为,对于该类行为的认定要以证券法上的反欺诈规则作为基本依据。

(一) 做市商以虚假信息引诱客户进行交易

在很多情况下,投资者的交易行为受到做市商宣传活动的影响,做市商为了活跃市场交易,向投资者作出某种承诺或者在投资咨询顾问中向投资者提供虚假信息,以引诱投资者进行交易活动。在 *Sabet v. Olde Discount Corporation* ^[6] 一案中,原告诉称被告 *Olde Discount Corporation* 在其发布的广告中谎称其所报出的证券买卖价格是不包含任何差价的,或者说是无佣金的交易。但是,证券商协会通过调查发现,*Olde Discount Corporation* 违反了其在广告中所提出的规则,在做市活动中没有向公众公开任何关于“无差价”或者“无佣金”承诺的信息。证监会通过调查则判定,*Olde Discount Corporation* 对其在交易中由于提供虚假信息而从中获取利润,违反了证券法中关于反欺诈的规定。在该案中,被告 *Olde* 公司是一个兼具经纪商和自营商业业务的券商,负责对其所承销的证券进行做市,其向投资者买卖证券的价格都是包含加价或者减价后的价格。然而在现实中,大多数投资者对于做市商复杂的买卖机制并不了解,自认为与 *Olde* 公司所交易的证券是不包含任

[5] 李晓珊:《证券市场监管法律制度比较研究》,中国法制出版社2014年版,第196页。

[6] *Maricopa County Superior Court Case No. CV 96 - 17622.*

何差价的,但实际上 Olde 公司已经赚取了差价。^[7] 本案的焦点问题是被告违反了交易中的信息披露义务,对于其所交易证券的买入价和卖出价并不进行披露,投资者无从知晓做市商实际的差价数额。

(二) 虚假报价行为

所谓虚假报价交易行为,是指做市商不以真实交易为目的的报价活动,做市商向市场提出报价的目的是抬高或者拉低证券价格,而非实际执行交易。表面上看,做市商的虚假报价行为并不违背做市商的强制性双向报价义务,但是,做市商提出报价后却不与客户的订单实际执行交易,实质仍然违背了双向报价义务。做市商的这种虚假报价行为制造了虚假的市场行情,其最终目的是谋取不正当交易利益,本质上是构成了操纵市场行为。在这其中,做市商往往通过虚假报价行为获取高额价差,严重损害了投资者的利益。为了规制做市商这种虚假报价行为,美国证监会颁布了 rule 11Ac1-1-1,即“确实报价”规则。该规则要求做市商的报价必须是能够实际执行交易的价格,客户按照做市商的报价提出交易订单后,做市商必须按照该报价与客户执行交易。

(三) 利用“限价委托显示规则”操纵市场

所谓限价委托,是指投资者订单中对交易价格进行了限定,受委托的经纪商不得以高于限价的价格买入证券或者以低于该限价的价格卖出证券。限价委托与定价委托不同,它以确保订单能够以最优价格执行为目的,从而为投资者谋取最大化的交易收益。限价委托指令为市场提供了证券报价的区间,做市商的报价包含在限价委托之中。限价委托指令与做市商的报价形成了竞争关系。为了促进限价委托指令与做市商报价的竞争,美国证监会颁布了“限价委托显示规则”,要求做市商必须向市场公布任何优于做市商报价的客户的限价委托指令。“限价委托显示规则”的目的是让投资者的订单能够与做市商的报价展开竞争,从而对价差起到抑制作用。该规则给做市商造成了很大的竞争压力,做市商的市场控制地位也大为下降。但是,具有欺诈目的做

[7] Craig McCann, Richard G. Himelrick, *Spreads, Markups, Sales Credits and Trading Costs*, available at http://www.slcg.com/pdf/workingpapers/Sales_Credits_etc1016.pdf.

市商仍然可以利用该规则所提供的竞争空间,向市场提出虚假的投资者交易指令来实现操纵交易价格的目的。做市商按照该规则的要求向市场公布客户的限价委托指令后,必然对整个市场交易价格的变动产生重大影响。其惯用的手段是,利用投资者或者其他交易商的账户向市场上提交大量的虚假订单,通过订单将交易价格抬升或者打压至做市商所预期的价格水平,当投资者按照以上价格水平提交订单时,做市商却将虚假订单撤回,投资者不得不按照该价格水平与做市商进行交易,从而实现做市商谋取交易收益的目的。

(四) 做市商以合谋方式操纵市场

做市商之间进行合谋操纵价格是做市商常见的操纵市场行为方式。做市商的合谋操纵市场行为主要有采取合谋控制报价、合谋保持一定价差和报价数量、指使其他做市商撤回或变更报价与自己的报价保持协同。^{〔8〕}做市商通常采取秘密安排的方式,要求其他做市商变动内在差价,实现联手对报价的控制。此外,做市商还采取秘密协议报价方式,人为制造报价的假象,引诱投资者进行证券交易。这些行为方式违反了《1934年证券交易法》上关于虚假报价的禁止性规定,我国股转系统的做市商交易规则也将其列入了禁止性交易行为。在我国股转系统的交易实践中,做市商之间相互串通操纵报价的现象还是时有发生,但对于该行为进行监控和处罚尚处在探索和尝试阶段。

(五) 专家做市商违背忠实义务的市场操纵行为

在纽约证券交易所的交易规则中,专家做市商的职责是维护公平、有序的证券交易市场,即当客户的交易指令由于缺乏与之相对应的指令而无法成交时,专家做市商负责买入或者卖出,但不得有任何“介入交易”“超前交易”或者“冻结报价”等交易行为。所谓“介入交易”,是指做市商违背了“消极义务”而与投资者的订单进行匹配交易,获得了无风险收益,从而损害其他投资者的权益。“超前交易”是指专家做市商利用其掌握保密的公众订单信息,通过自己的账户与未完成交易的公众订单进行交易。“冻结报价”是指专家做市商将某个股票的订单信息“冻结”,以使自己的账户与该订单优先进行交易。美国法院的判

〔8〕 周子凡:《浅议做市商的监管》,载《法制与经济》2010年第6期。

例确认专家做市商与客户之间存在信托关系,专家做市商的“介入交易”“超前交易”或者“冻结报价”等交易行为违背了做市商的忠实义务,构成对客户的欺诈。

三、做市商操纵市场行为的认定

(一) 做市商操纵市场行为认定的规则设计

美国《1934年证券交易法》第15(c)、第10(b)以及第17(a)三条款对于场外交易市场做市商的禁止交易行为作了规定。其中第15(c)条特别禁止在场外交易市场中使用欺骗性或操纵性做法或行为,而第10(b)条以及第17(a)条宽泛禁止所有州际商业证券交易中发生此类行为。针对《1934年证券交易法》规定的禁止交易行为,美国证监会、全美证券交易商协会均发布了具体规则,不但设定了做市商做市行为的通用规范,并且还对并不常见的操纵市场行为的细节做了规定。然而,由于证券交易中的欺骗性和操纵性行为变化多端,证监会通常只好依靠具体案例判决,以完善判断做市商交易的具体行为规范。有观点认为,监管过程中注重具体实际情况的做法为判定某种交易行为是否违反了反欺诈或反操纵条款的规定提供了有效途径。有学者则对此持有异议,经过对若干做市商操纵市场诉讼案进行分析后,他们认为,对于很多操纵市场行为的行政处理程序并不一定能够用于此后案件的处理。因此,这种个案处理方式在实际上并没有为确定做市商何种行为将被视为操纵市场行为提供明确标准。^[9]

对于做市商操纵市场行为的判断,既需要个案处理,也需要监管规则的明确规定。尽管建立关于做市商操纵市场行为具体认定标准的监管规则较为困难,但依据证券法关于证券交易以公平、有序方式进行的基本原则,以及通过对诸多案例的总结,大体上还是能够对典型的操纵市场行为进行界定。当然,做市商操纵市场行为的具体表现形式多种

[9] Robert B. Martin, JR, *Broker - Dealer Manipulation of the over - the - Counter Market Toward a Reasonable Basis For Quotations*, *Bussiness Law*, Vol. 25, 1970.

多样,与做市商的正常做市交易活动也极易发生混淆,涉及的法律规则和交易规则也较为复杂,因此在对做市商操纵市场行为进行界定时还需要为执法者预留适当的解释空间。

(二) 主观目的理论:做市商操纵市场行为认定的理论依据

正常的证券交易行为和操纵市场行为的主要区别是证券交易的目的,正常的证券交易行为是以获取交易收益或者规避交易风险为目的,而操纵市场行为是为了获取不正当交易收益或者转嫁交易风险。^[10] 场外市场上做市商的操纵市场行为与证券交易所市场上的证券交易操纵行为有很大的区别,这种区别主要在于:在证券交易所市场上,证券交易价格是由数量庞大的已经获得证券信息的投资者所决定的;而在场外市场上,证券价格主要依靠少数几个证券商的判断或者少数几个大额投资者的态度所决定的。^[11] 做市商是否构成操纵市场行为,与其在场外交易市场上对于某种证券交易量所占的比例有直接关系,如果做市商的做市交易占到某种证券交易量的较大部分,这就意味着做市商在交易过程中存在操纵市场行为的故意。在这一点上,法学界的通说认为,做市商的正常交易行为和操纵市场行为的界限主要在于交易商的交易目的和动机,而这是由其所做的客观行为所反映出来的。^[12]

《1934年证券交易法》对于证券操纵行为的规制主要基于证券市场自由竞争假设这一理论基础,即如果证券市场上有数量众多的交易方,而任何一个交易方都不具有市场支配地位,此时某个交易方如果利用资金、证券或者信息优势或其他手段实现对证券价格的支配,则该行为就构成了操纵市场行为。但在场外交易市场上,这种自由竞争市场几乎是不存在的。一方面,在场外交易市场挂牌交易的证券,其发行量都并不很大,参与交易投资者的数量也较为有限,很难实现由众多投资者参与的充分竞争;另一方面,做市商在交易中处于价格提供者的地位,为了应对投资者的交易需求,做市商必须要维持一定数量的库存,

[10] 叶林主编:《证券法教程》,法律出版社2010年版,第334页。

[11] Andresen, *Manipulation of over-the-Counter Securities Markets*, *The George Washington Law Review*, Vol. 10, 1942.

[12] Robert B. Martin, JR., *Broker - Dealer Manipulation of the over - the - Counter Market Toward a Reasonable Basis For Quotations*, *Bussiness Law*, Vol. 25, 1970.

并且通过买卖报价来调控证券交易需求。因而,做市商通过自己的交易控制行为干预了证券市场的竞争活动,在这种情况下并不能以客观上的交易数量或者比例以及价格的急剧上升或者下降来判断做市商是否存在操纵市场行为。基于这种情形,主观目的才可以成为判断的依据。

(三)反欺诈条款的运用:做市商操纵市场行为认定的实践路径

在许多国家证券法中,操纵市场被认为是一种欺诈行为。^[13] 证券法上的反欺诈条款是一个非常宽泛的制度,它涵盖了包括操纵市场、内幕交易、欺诈客户等多种禁止交易行为。但是,反欺诈条款并不能替代法律对操纵市场行为的具体规范。操纵市场行为的外延是非常广泛的,法律条款难以全部列举。相关法律、证券监管机关的处罚案例或者法院的判例都在界定操纵市场行为的范围。当某种操纵市场行为难以纳入具体的操纵市场行为范围之内时,反欺诈条款就发挥了对操纵市场行为界定的兜底作用。美国《1934年证券交易法》有两个主要的反欺诈条款,分别是10(b)和15(c)(1)。10(b)规定任何操纵市场和欺骗式交易都是非法的。15(c)(1)规定,不得以操纵市场、欺骗或者其他欺诈性方式进行证券交易行为。很显然,欺诈交易行为是一个一般性的概念,包含了操纵市场行为。此外,美国证监会还制定了rule 10b-5这一关于反欺诈的一般性条款,该条款规定的欺诈交易行为包括:采取任何方式或者手段进行欺诈交易活动,进行任何形式的虚假陈述行为并在此基础上进行交易的行为。可以说,在此情形下证券交易中实施任何形式的欺诈或者欺骗行为,都能为该反欺诈性规则所涵盖。

在执法实践中,美国证监会采用《1934年证券交易法》上的反欺诈条款对场外市场上做市商是否构成操纵市场行为进行认定和规制。其在所发布的公告中认为,对于有些知名度低、交易冷淡以及信息披露很不充分的证券,当交易商在从事这类证券交易时,应当尽力获取该证券的相关信息,并对证券价格进行谨慎判断。否则,从事该证券的交易就

[13] 李晓珊:《证券市场监管法律制度之比较研究》,中国法制出版社2014年版,第191页。

构成欺诈行为,也属于反操纵市场条款规制的对象。^[14]

美国法院通常援引《1934年证券交易法》第10条关于反欺诈条款的规定来认定做市商的操纵市场行为。在 Mkt. St. Ltd. Partners 诉 Englander Capital Corp. 一案中^[15],原告对美国证券交易所和在该交易所做市的专家做市商提出诉讼,理由是原告意图取消对一家航空公司股票认沽期权的做空订单,但该订单在航空业一家大型公司收购失败信息披露后却被执行。法院认为专家做市商违反了《1934年证券交易法》上的反欺诈规则以及美国证券交易所的规则,因为专家做市商与证券经纪人一样应当对投资者履行受托人责任。

就同一种证券而言,参与交易的独立做市商数量越少,该种类型证券的交易必然就越趋于集中在某个做市商手中,因而也就加大了做市商操纵报价的风险。对于这一点有学者指出,做市商对证券报价控制的状况是由场外交易市场证券交易的特点所形成的,因此操纵市场现象的发生也就不足为奇了。^[16] 在柜台交易市场上,做市商的垄断行为很早就受到了监管部门的重视,但柜台交易市场的自身属性决定了证券交易价格需要由做市商来决定。因此,做市商由于其做市行为而对证券市场产生的控制并不违反《1934年证券交易法》的规定。^[17] 但如果做市商本身存在谋取不正当利益的故意,证监会和法院则可以适用反垄断法的规则对其市场垄断地位进行规制。

做市商所承担的做市义务将其置于可以控制市场价格的位置之上。^[18] 做市商利用这一特殊地位可以将其所做市的证券维持在一个很高的价格上,从而达到操纵市场的目的。如果某一证券只有唯一一家做市商为其做市,则更容易发生操纵价格的行为,尤其是在客户对做市商的市场控制地位不知情的情况下,做市商的操纵目的更容易实现。

[14] Robert B. Martin, JR., *Broker - Dealer Manipulation of the over - the - Counter Market Toward a Reasonable Basis for Quotations*, Business Law, Vol. 25, 1970.

[15] No. 92 Civ. 7434, 1993 U. S. Dist. LEXIS 8065, at * 3 - 8 (S. D. N. Y. June 14, 1993).

[16] Martin A. Rogof, *Legal Regulation of over - the Counter Market Manipulation: Critique and proposal*, Me. Law. Review, Vol. 28, 1976.

[17] Thomas Lee Hazen, *Principles of Securities Regulation*, Thomson Reuters, 2009, p. 353.

[18] Thomas Lee Hazen, *Principles of Securities Regulation*, Thomson Reuters, 2009, p. 353.

尽管做市商由于其履行做市义务在市场交易所形成的控制地位并不违法,但应当在交易中对其市场控制地位予以披露。如果做市商未将其控制地位的事实进行披露,其行为就违反了《1934年证券交易法》中的反欺诈条例,监管机构可以据此对其施以处罚措施。

尽管同一支股票会有多个做市商为其提供做市服务活动,但是做市商在做市中的地位是不一样的。有的做市商处于主做市商地位,即该股票的报价主要由该做市商提供,并且在客户提出交易订单后,也主要由该做市商负责成交。尤其是当主做市商与挂牌公司之间就股票的库存达成某种协议时,主做市商在获得该股票的库存方面存在协议安排上的优势,根据协议安排在交易中有为股票提供价格支持的义务,该做市商的市场控制地位是非常明显的。联邦第二巡回法院在 *SEC v. Jersey Securities* ^[19] 一案中就认定,做市商如果是独家或者具有市场支配地位的做市商,当该做市商就某一证券向散户投资者以持续增长的价格反复买入或者再卖出时,如果该做市商不向投资者披露自己市场支配地位这一客观情况,则这种交易行为违反了反欺诈的法律规定。法院认定,做市商基于做市活动而具有的市场控制地位并不构成反垄断法上的违法行为,但是,如果做市商未将其市场控制地位予以披露就构成了违法的垄断行为。^[20]

由于认定做市商操纵市场行为与反欺诈规则有着密切联系,在美国法院裁判的案件中,有过半数涉及做市商未能披露其市场控制地位的案件,法院认为违反了反欺诈条款以及 15c1-5 规则。美国证监会制定了关于做市商披露身份的规则,在 1934 Act Rule 10b-10 中明确规定,证券商在为客户进行证券交易或者劝诱客户进行某一证券的交易时,如果没有披露其作为该交易的代理人、做市商或是交易一方的角色,则属于违法行为。^[21]

[19] 101 F.3d 1450,1467-1468(2d Cir. 1996).

[20] *SEC v. First Jersey Securities*, 101 F.3d 1450,1467-1468(2^d Cir. 1996).

[21] Thomas Lee Hazen, *Principles of Securities Regulation*, Thomson Reuters, 2009, p. 352.

四、做市商操纵市场行为的法律规制措施

(一) 美国证券交易法和监管机关对于操纵市场行为制定的预防性规则

1. 美国证券商协会制定的最小报价单位规则和价差比例规则

美国证券商协会对最小报价单位规则进行了多次修改,将报价最小单位缩小至1/16,价差比例规则要求做市商所获得的价差收益不得超过交易总价格的5%。报价单位的缩小也使做市商的价差收益大为缩小,更小的价差收益直接压缩了做市商操纵市场的空间。不过,这种“一刀切”的政策也容易损害做市商的积极性,较小的报价变动单位比较适合交易活跃的股票,对于交易不活跃的股票有必要采取更为灵活的报价变动单位政策。

2. 竞争性做市商制度

美国证券商协会最早在纳斯达克市场推行竞争性做市商制度,每个挂牌股票都必须有两个以上的做市商为其提供报价服务,从而在做市商之间形成竞争关系。事实上,做市商在实际报价中并没有真正形成竞争关系,这主要是因为每只股票的做市商有积极与消极之分,那些承担主要做市义务的做市商才会积极进行报价,其他做市商则持消极态度。在交易实践中,处于消极地位的做市商并不愿意与积极参与报价的做市商展开报价竞争。因为这种竞争性报价活动会对做市商的做市能力产生很大挑战,也为做市商的做市活动带来较大风险。因而,那些积极参与报价的做市商仍然处于市场垄断地位。

3. 美国证券交易法确立的公平竞争原则和美国证监会制定的相关监管规则

在诸多交易场所和交易平台形成统一市场体系的背景下,美国在监管规则中要求做市商保证客户的指令在最佳价格水平上成交,该最佳价格往往并不是做市商的报价,而有可能是其他投资者的报价或者是电子信息网络(ECN)的报价。美国1975年《证券交易法修正案》确立了“促进市场协调和公平竞争原则”,根据该规则,美国证监会在监

管实践中对公平竞争原则的相关法律规则进行细化,其中最为重要的是确立电子信息网络(ECN)参与市场竞争的法律地位,ECN从而有权与做市商在报价、成交方面开展平等竞争。在ECN的竞争压力下,做市商基本丧失了操纵证券报价的优势。可以见得,ECN的交易竞争对于抑制做市商操纵报价行为发挥着至关重要的作用。1996年,美国证监会制定了“订单处理规则”(order handling rules),该规则要求纳斯达克系统的做市商必须将在30秒内未能成交的客户指令向市场公布,以使客户有机会与市场上最佳的报价成交。2001年,美国证监会又制定了“限价委托显示规则”,使客户的限价委托指令与做市商的报价形成了竞争关系。然而做市商却采取不向市场公布客户限价委托的手段,以维护其报价的垄断地位。

(二) 美国《1934年证券交易法》对于做市商操纵市场行为采取的查处措施

柜台交易市场的操纵市场活动与场内交易市场有很大的不同,由于并不主要以集中竞价方式进行交易,而是以做市商双向报价的方式进行交易,操纵市场行为主要集中在做市商的报价和做市行为上。目前,美国《1934年证券交易法》对于操纵市场行为的规制主要针对的是证券交易所的集中竞价交易行为,对于柜台交易市场的价格操纵行为的规制,法院的裁判发挥了重要指导作用。为了不使柜台交易市场上的价格操纵行为置于监管之外,联邦法院将两个重要法律条款纳入一般的反欺诈条款之中。一个是《1934年证券交易法》第17(a)条款;另一个则是证监会颁布的“rule 10b-5”条款。前者主要规定了证券交易所、证券商、证券商协会、证券交易信息处理机构、清算机构等要在一定时期内保留相关记录。美国证监会基于维护公共利益和保护投资者利益的需要,可以要求上述机构向其提交这些记录。法院继而将该条款适用于做市商履行做市义务之中,如果做市商有操纵市场的行为,监管机构可以通过查阅其交易记录而做出判断。

(三) 对于做市商操纵市场行为的处罚措施

1. 监管机构的处罚措施

1970年纳斯达克市场开始运作后,美国证监会便采取了对纳斯达克十分严格的监管措施,制定了一系列的监管规则,对于纳斯达克市场

上做市商的操纵市场行为行使最大限度的监管权力。^[22] 鉴于做市商很有可能会利用其特殊的市场地位从事操纵市场行为,监管机构加大了对做市商做市活动的监管力度,根据美国金融监管局(FINRA)的监管要求,如果做市商从事了操纵市场行为,FINRA 则取消其做市资格。《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理规定(试行)》第 20 条规定,对于做市商的违规行为,全国股份转让系统公司可以采取的措施有:(1)约见谈话;(2)要求提交书面承诺;(3)出具警示函;(4)责令改正;(5)通报批评;(6)公开谴责;(7)暂停、限制直至终止其从事做市业务;(8)向中国证监会报告有关违法违规行为。由此看出,该规定并没有对做市商操纵市场行为的处罚措施作出明确规定。再者,对于做市商的操纵市场行为仅依据自律监管规则规范显然是不够的,需要建立以证券法的反欺诈规则和禁止操纵市场规则为核心的规则体系,而且证监会应当在遏制做市商的操纵市场行为方面发挥积极作用,因为证监会对于做市商操纵市场行为的认定具有指导意义,并且能够对做市商的操纵市场行为采取更为严厉的监管措施。

2. 做市商操纵市场行为的民事和刑事责任

做市商由于操纵市场行为导致投资者利益受到损害的应当承担民事责任,做市商操纵价差获取不正当利益的,应当向投资者负赔偿责任。在这方面,美国法院裁判了许多关于做市商对投资者承担民事的案件。1994 年 2 月,美国两位金融学者在文章中揭露了做市商联合操纵价差这一丑闻后,美国司法部代表投资者向法院提起民事赔偿诉讼,涉案的证券公司向投资者共赔偿了 10.3 亿美元,获得赔偿的投资者人数达到 125 万人之多。^[23] 做市商在做市活动中未履行披露真实身份义务的,法院裁判做市商应当向投资者承担民事责任,法院在判定做市商是否因其未履行披露真实身份义务而承担民事责任时,并不因做市商遵守了 Rule 10b-10 规定的身份披露义务而豁免其民事责任。如在

[22] SBC Letter to Rep. Harley O. Staggers, Chairman, House Comm, on Interstate and Foreign Commerce, 67-69 CCH Fed. Sec. L. Rep. § 77,468 (August 1967), See Sec. Exchange Act Release. 5927 (April 7, 1959).

[23] 林建:《大交易场:美国证券市场风云录》,机械工业出版社 2008 年版,第 89 页。

Ettinger v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. [24] 一案中,法院认为如果做市商没有披露其在交易所中获取的超额加价,即使履行了 Rule 10b-10 规定的身份披露义务,也并不能免除所犯的其因欺诈行为而应当承担的民事责任。

美国法院对于做市商操纵市场行为判定承担刑事责任的案例也并不少见,对纽交所专家做市商的“介入交易”和“超前交易”行为,地区法院根据《1934年证券交易法》第10(b)条款和10b-5的规定,判定构成操纵市场行为的犯罪,并驳回了被告关于其“介入交易”和“超前交易”行为只违反交易所的规则而不违反法律的观点。[25] 可见,法院在刑事案件中区分了“欺骗”和“操纵”两种行为,并且适用不同的法律规则对做市商的操纵市场行为进行规制。众所周知,刑事责任显然比民事责任更具有震慑作用,通过此案例可以看出,美国法律对做市商违规行为的管理力度以及对投资者利益保护的决心和坚守,这值得我国在证券市场的立法和执法实践中借鉴。

五、结论

做市商通过双向报价活动为市场提供流动性,在双向报价中所获取的价差是做市商的收入来源。为了获取更高的价差收入,做市商往往会以采取操纵价差方式获得不正当收益。但是,确保做市商获取一定数量的价差收入才能确保做市商具有做市动力,因而对于做市商报价行为的法律规制,要在促进市场效率和保护投资者权益以及维护市场公平之间实现平衡。进一步来说,对于做市商做市行为的规制,其着力点主要是做市商的操纵市场行为。做市商的操纵市场行为具有多样性和复杂性的特点,因而对其进行类型化是比较困难的,因而,在监管机关的执法实践中,主要依据证券交易法上的

[24] 835 F.2d Cir. 1987.

[25] Stanislav Dolgoplov, *Providing Liquidity In a High frequency World: Trading Obligations and Privileges of Market Makers and a Private Right of Action*, Brook. J. Corporation. Finance. & Commercial. Law, Vol. 7, 2013.

反欺诈规则个案进行判断。对于做市商操纵市场行为的制裁措施除了监管机构的行政性制裁措施外,民事赔偿和刑事处罚也是非常重要的制裁措施。