

# 股票做市交易发展及法律规制要点研究

宋澜

(上海证券交易所法律部, 上海 200122)

**摘要:** 在“指令+报价”混合驱动的交易中, 做市商承担报价义务但不具有订单撮合者身份, 股票做市交易呈现“去委托”进程。本文基于既有文献与市场实践, 分析了国际市场中高频量化做市、期现联动做市、多空综合做市等的发展趋势与监管立场。本文建议, 境内市场保持技术中立并筑牢监测风控防线, 明确发行人、做市商、交易对手方之间以及不同做市商之间的基础法律关系, 确立特殊做市商的身份披露义务, 厘清价格合谋等不端行为的边界, 以期在中国股票市场建立激励与约束相兼容的做市规制路径。

**关键词:** 委托交易; 做市商; 还券义务; 受托责任; 价格合谋

**Abstract:** Market makers assume the obligations to bid and ask but do not match dealings in stock markets driven by both orders and quotations. As a result, for market making in stock markets, the process of “de-commission” is underway. Based on existing literature and market practice, this paper analyses the development trends and regulatory stances of high-frequency quantitative market-making, spot/futures coupled market-making, and long-short integrated market-making in international markets. In this regard, this paper suggests that the domestic market shall clarify the following points including but not limited to (1) maintaining neutrality in the technology aspect, and building a concrete system of monitoring and control, (2) making clear the underlying legal relationships among issuers, market makers and investors respectively, (3) establishing the identity disclosure obligations of special market makers, (4) defining the boundaries of misconduct such as price collusion, in order to pave a regulatory path that is compatible with incentives and constraints for market making in the Chinese stock market.

**Key words:** commissioned transaction, market makers, locate and close-out requirements, fiduciary duties, price collusion

**作者简介:** 宋澜, 女, 法学博士, 供职于上海证券交易所法律部, 研究方向: 金融法制、区域经济。

**中图分类号:** F830.91 **文献标识码:** A

做市商制度具有提供流动性、平抑市场价差的积极作用, 是境内股票市场制度设计的重要组成部分。《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》指出, 基于上市公司特点和投资者适当性要求, 科创板将建立更加市场化的交易机制, 在竞价交易基础上, 条件成熟时引入做市商机制。当然, 做市商制度的顺利实施和功能充分发挥有赖于相关配套措施的同步推出。国际市场中, 做市商早已告别人工报价时代, 量化做市、高频做市成为主流实践, 从而改变了市场结构并给一线监管带来新的挑战。

为防止证券公司滥用保荐人、做市商、融券借入人及投资咨询机构等多重主体地位, 滥用信息优势、持股优势及交易优势, 应在证券公司程序化交易、特别身份披露、做市商荐股承担受托责任以及价格协同等方面明确监管站位, 探索适合我国市场体系特点、正面激励与从严监管相结合的股票做市规制路径。

## 一、股票做市发展与交易监管沿革

### (一) 作为交易委托人的做市商

做市商起源于商业受托人职责。从1877年伦敦证券

交易所引入与其股票经纪人(broker)密切关联的做市商<sup>1</sup>,到几乎同时期纽约交易所实行的专家做市(specialist)<sup>2</sup>,在很长一段时间内,做市商作为证券买卖的代理人,其义务是撮合买卖双方当事人达成协议。此时,判例法认为,做市商接受投资者委托并获取佣金,应在其作为委托人私人交易工具的有限情况下承担受托责任。<sup>3</sup>

为提振市场,我国中小企业股份转让系统(以下简称新三板)采取的做市交易即在一定程度上借鉴了传统的受托模式。根据《全国中小企业股份转让系统股票交易规则》,挂牌公司采取做市交易的,投资者以限价委托方式、委托主办券商买卖做市股票。同时,新三板做市商被赋予了强制的中央交易对手地位:一方面,投资者只能与做市商进行交易,全国股份转让系统会将投资者的限价申报即时与做市申报撮合成交易;另一方面,“做市商报价即为成交价”<sup>4</sup>,新三板《交易规则》第51条规定,成交价以做市申报价格为准<sup>5</sup>,因而又称为做市商报价驱动(bid-driven)。

2022年8月5日,全国首例新三板市场操纵证券交易市场民事赔偿纠纷案宣判,阿波罗机械股份有限公司(以下简称“阿波罗”)实控人邵军、公司做市商广发证券做市业务部负责人胡继峰等人因操纵公司股票,被判处赔偿投资者投资差额损失。<sup>6</sup>该案中,被告人胡继峰为广发证券柜台交易市场部执行董事,对广发证券做市商专用账户具有使用决策权。胡继峰利用做市商定价优势,申报报价长期明显高于前一笔成交价及相邻时段其他做市商最高报价<sup>7</sup>,配合实控人通过其控制的证券账户在操纵期间连续主动买入,就拉升、维持“阿波罗”股价与实控人存在沟通串联,构成收盘价操纵。总之,委托交易模式下,做市商的持续报价成为确定证券价格的重要信号,做市商发挥了定价者的功能,但其代理人身份和自营交易者身份之间存在难以调和的利益冲突。

### (二)去委托的做市交易模式

与委托成交模式不同,“去委托”的做市交易是在原本采用竞价机制的证券市场引入市场化的竞争性做市商,做市商只提供连续报价、回应报价等流动性服务,不再作为“买方的卖方或者卖方的买方”,而是由交易主机对做市商与投资者的买卖指令进行撮合交易、混合成交。如此,在订单“申报-成交”的链条上,委托关系

只存在于投资者与其经纪商之间(如图1),做市商并不拥有客户订单的“控制权”和竞价阶段做市证券的“定价权”,即价格形成由投资者订单驱动(order-driven)。

为保留竞价制度的高透明度与低交易成本,又兼具做市商制度在市场交易即时性和稳定性方面的优势,2022年5月,中国证监会颁布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》,符合条件的证券公司可为科创板股票或存托凭证提供双边报价等服务。科创板做市交易是我国首次在充分竞价交易的板块上引入股票做市机制,即做市商的双边报价与投资者的买卖订单共同参与集中竞价,交易仍然按照“价格优先、时间优先”的撮合原则进行。实际上,除股票交易外,在境内证券及期权市场中,利率债、ETF基金、股指期货、跨境DR交易等各条线的做市商均不具有订单撮合者的身份,均实行了在竞价交易制度下引入竞争性做市商的混合交易制度,做市商的报价及非做市商的申报指令均可进行混合匹配成交。

如表1所示,“去委托”的做市交易仍然可以提高市场流动性及定价效率——当证券买卖订单在时间和数量

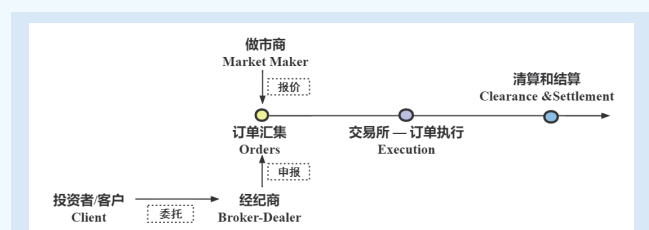


图1 混合成交模式下订单执行流程

表1 中国证券及股指期货市场的主要做市形式

	品种	交易方式	做市商构成
股票市场	科创板股票及存托凭证	混合匹配成交	市场化申请
	新三板股票	投资者申报只能与做市申报撮合成交易	不少于两家,其中一家必须为发行承销过程中的主办券商
	互联互通存托凭证(沪伦通、沪瑞通)	混合匹配成交	单只中国存托凭证做市商数量应不少于3家(承担做市义务、方可申请成为DR跨境转换机构)
债券市场	基准利率债	自动匿名混合匹配成交 <sup>8</sup>	市场化申请,做市评价标准有一定指引作用 <sup>9</sup>
	信用债、自选做市品种等	协商成交、如显名点击成交	
基金市场	ETF	混合匹配成交	根据基金管理人的申请、基金产品特性等因素,确定特定基金产品的主做市商家数
期权市场	股指期货(如沪深300ETF期权)	混合匹配成交	对于合约品种中交易不活跃、缺乏做市商提供做市服务的合约,可指定不少于3家净资本较大的、评价较好的主做市商

上未达到完全一致，做市商通过双边报价，可以出清所有满足价格要求的交易指令。在“沪伦通”等互联互通的做市业务中，指定券商在境外市场交易基础证券并通过跨境转换机制生成或兑回存托凭证，在本地市场履行做市义务、提供双边报价，被赋予促使DR及基础股票两者价格尽量保持一致的制度期盼。监管部门则通过设置价格关联改善等指标，考察指定券商的做市报价对境内外价格差异的平抑情况，以期运用市场化手段、通过做市商套利达到稳定市场的政策效果。同时，在做市商构成方面，大多采取了“市场化申请与指定补足”相结合的机制。根据《证券法》，证券公司做市交易业务为国务院证券监督管理机构的行政许可事项。因此，对于经证监会核准取得做市交易业务资格的机构，基于特定情形(如做市商申请终止对某合约品种提供做市服务导致做市商数量不足)或对于特定产品(如流动性不足)，交易所可以指定或协商做市。当然，与其他证券品种做市交易相比，股票做市的特征至少还包括如下方面。

### 1.股票做市具有直营性

委托做市的反面是直营交易。股票竞价交易中做市商的直营性至少体现在三个方面：一是做市商使用自有资金开展做市交易业务。二是做市证券账户为经备案并专门用于做市交易的直营账户，其余证券自营账户不得持有做市股票或参与做市股票的买卖。三是根据现有规则短线交易合并计算，即做市商通过做市专用账户持有的股份，参照自营持有股票，纳入证券公司持有同一上市公司股份数量合并计算，适用权益变动披露及短线交易等相关规定。也即，根据《证券公司风险控制指标计算标准规定》，证券公司自营、跟投、做市业务合并持有一种权益类证券的市值一般不超过其总市值的5%。

### 2.权责相当的做市报价义务

存货成本是做市商成本的重要方面。在证券的未来价格、交易量不确定的情况下，做市商为保证向市场提供流动性而持有证券头寸或持有现金头寸都会产生相应的风险或机会成本。我国学者通过研究全国中小企业股份转让系统的做市交易发现，由于做市成本的存在，当市场行情不稳定时，做市商会承担较大的交易损失并挫伤做市积极性，也影响企业实现合理估值，于是出现了大量新三板企业退出做市协议的现象。<sup>10</sup>鉴于此，境内

股票做市规则设计了降低做市商存货风险的监管激励：允许做市商融券做市以降低存货规模；当出现单边行情，如证券交易价格涨停或跌停时，不再强制要求做市商“接住落下的刀子”<sup>11</sup>，即豁免做市商的双边做市义务，做市商可以自动仅提供单边报价。

### 3.更严格的管理及风控制度

按照国际惯例，除股票之外，对于其他证券品种做市交易，做市商按照规则要求以及做市协议的约定，为履行做市义务进行的大量、连续、频繁申报和成交，自买自卖或者互为对手方交易，不构成异常交易行为；但明显偏离做市业务的合理范围和标准、影响正常交易秩序的除外。在指令驱动市场中，证券品种容易发生流动性的剧烈波动<sup>12</sup>且我国股票市场的账户持有主体仍然以散户为主，因此股票做市商未享有以上豁免。

### (三)作为交易组织者的做市商

当电子交易系统对做市商报价和投资者申报进行即时撮合成交时，电子交易系统承担了将证券买卖双方汇集在一起的职责。20世纪70年代，美国证券市场通过自然演化，形成了多种交易制度、多个交易中心竞争的市场格局，做市商在撮合买卖订单的过程中也往往扮演着交易组织者的角色。根据美国《1934年证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934)12f-2规则，证券的交易场所并不局限于其上市的交易所。1975年，美国国会通过对《1934年证券交易法》的重要修订，赋予美国证监会(SEC)建立证券交易“全国市场系统”(National Market System, NMS)的职责，目的在于通过提升交易执行效率、确保投资者订单高效最优执行等措施，提高市场定价效率、透明度及公平性。在NMS法案框架下，每只股票都没有单一的报价中心，而是通过网络将各交易平台的信息汇总，形成全国最优执行价格(best bid and offer)。每个交易平台都有义务将投资者订单发送到最优报价的交易平台。

1994年，美国证监会通过《非上市交易特权法案》(Unlisted Trading Privilege Act)，允许新上市股票在其上市交易所的第一笔交易报告给信息收集处理中心(SIP)后，无需向SEC报告即可在任何一个交易中心进行交易。1998年，美国证监会又发布另类交易系统ATS条例(Regulation Alternative Trading Systems)，为电子交易

网络(ECN)、暗池(Dark Pool)等交易中心发展铺平了道路。2007年,美国全国市场系统规则(Regulation NMS, 简称Reg NMS)正式实施。伴随着技术的快速进步,Reg NMS深刻影响了美国证券市场中主要的三类交易场所,即证券交易所、另类交易系统(ATS)与场外做市商(off-exchange market makers)的生存状态(具体订单执行流程见本文第二部分)。实际上,监管机构对交易管制的放松和分散的高速电子交易网络,在某种程度上成就了美股交易活跃度的同时,也造成了不同市场间价格透明度的欠缺,使得市场参与者必须通过高频技术等方式不断地穿梭在不同交易中心之间争取订单与价差,从而进一步加剧了分散交易与投资者过度交易。

## 二、美国股票做市交易的现状与新问题: 量化做市与过度交易

随着电子化自动撮合成交系统以及以竞价交易为主的混合成交模式的推行,有观点认为,做市商报价驱动的定价机制已向投资者订单驱动机制转变。<sup>13</sup>的确,做市商的定价功能在逐渐减弱,但近期数据表明,美股的成交量占比正从传统机构向做市商和个人投资者分流。做市商的量化交易告别了人工报价、人工询价等做市形式,并在投资决策中按照特定策略来选择标的证券、确定交易时间或按照特定算法自动执行交易指令,通过多层市场激励措施促使个人投资者呈现过度交易趋势。

### (一)证券场外交易占比逐渐增长,券商内部交易平台地位凸显

如上所述,与A股相比,美国证券市场较为明显的特点之一在于其分散且多元化的市场运行机制(见图2)。从个人投资者角度看,股票交易的生命周期起始于投资

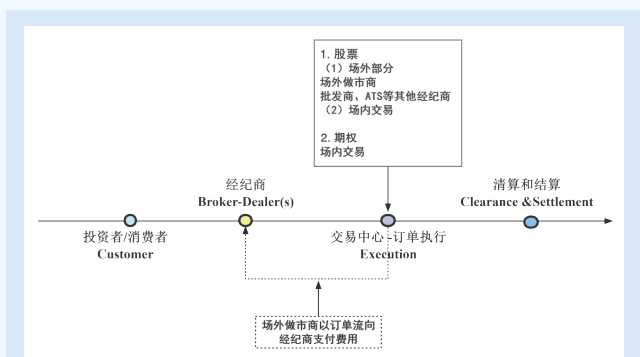
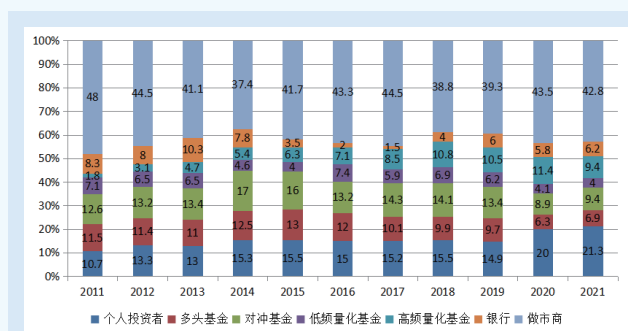


图2 美股多中心订单执行流程

者在经纪商处开设账户并下达交易指令。经纪商随后将订单发送至交易中心,执行订单的交易中心可能是一家全国性的证券交易所、一个另类交易系统或一家场外做市商的内部交易平台。当第一家接收指令的交易中心没有执行订单时,指令会被发送至其他一家或多家交易中心。当指令最终被执行时,投资者会收到确认信息,证券信息处理中心同步收悉交易内容。

以排名第一的Citadel Securities(以下简称城堡证券)为例,2021年1月,伴随着社交媒体中充斥的个人投资者看涨情绪,美股游戏驿站(GameStop, GME)公司和其他多家公司的股票暴涨暴跌。在这次事件中,美国对冲基金Citadel Capital LLC(以下简称城堡资本)赚得盆满钵满、独占鳌头。城堡资本从量化交易起家,是纽交所首家以做市商身份开展期权业务的多策略基金。城堡资本的关联公司城堡证券利用强大的技术背景和高频交易系统,将股票做市业务从“人工报价”升级至“量化报价”。据统计,2021年2月22日,美国股票市场单日交易总量为147亿股,城堡证券单日经手的交易量为38亿股,经手的交易额占美国整个股票交易市场的26%,占散户交易总量的47%。也就是说,将近一半的美国散户交易是靠城堡证券的内部交易来撮合的,如此大的订单流也只有通过量化报价才能完成。

截至2021年底,美股上市公司超过5900家,总市值达到62万亿美元;除了纽交所等全国性交易所,还有上百家券商内部交易平台,且大部分交易发生在头部券商内。拉长视野来看,做市商在近10年来一直是美股市场流动性的重要来源,占近半壁江山(见图3)。其中,高频做市商还一直被看做专业流动性供应者(professional liquidity suppliers)——利用高速通信不断更新自己定期交



数据来源:整理自Bloomberg Intelligence。

图3 2011—2021年美股投资者成交结构

易的每只股票的交易信息和其他股票的报价，并相应地改变自己的报价，而不是根据发行人的披露信息来确定证券价值。

如图3所示，美股市场交易量主要由买方机构(包含传统基金和量化基金)、银行、做市商及个人投资者贡献。根据Bloomberg的统计数据，2011年以来个人投资者平均贡献了15.4%的美股市场交易量，特别是新冠疫情以来，个人投资者活跃度维持在高位，2020年及2021年的成交贡献均在20%以上，相较于2011年的10.7%增加了近10个百分点。传统机构平均贡献了36.6%的交易量，但交易占比近年来下滑严重，由2014年的41.7%下降到2021年的33%，成交量占比向个人投资者和做市商分流，而做市商占比一直在40%~50%浮动。

## (二)数重市场激励措施，中小投资者被诱导过度交易但难以索赔

### 1.美股市场多层次的激励措施

做市商的收益与做市交易量息息相关，这是做市交易提升流动性的制度价值所在。做市商期待处理更多的交易指令本无可厚非，但是，当执行订单的交易中心日益多元、交易结构日益复杂，各交易中心间便产生了激烈的竞争关系。在美国，高频做市商的发展推动了美国场外市场成交占比逐年上升，以“订单流付费”(payment for order flow, PFOF)为代表的市场激励机制又促使券商想方设法增加投资者黏性。在盈利目标驱动下，每个交易场所都通过一系列可能的经济刺激吸引订单流。

现实中，一小部分做市商与直接面对个人投资者的

表2 美股市场激励措施汇总

措施	对象	内容
订单流支付 (payment for order flow)	散户	散户订单通常规模较小，且交易目的多元。相较于专业投资者大额订单，场外高频交易商与散户订单交易更有利于其高频策略的执行并可以获得较大的价差。因此，场外高频交易商愿意向散户的经纪自营商支付费用以吸引其将散户订单路由至高频交易平台
价格改善 (price improvement)	高频做市商	高频做市商通过“价格改进”使得散户投资者获得比当时 NBBO 更好的价格。尽管 NMS 规则第 612 条要求订单报价以整美分(小数点后两位)进行，但许多散户交易的平均交易价格为小数点后 4 位，这成为高频做市商可提供价格改善的空间
折扣 (discounts)	经纪自营商	经纪自营商倾向于向大客户提供更具竞争力的佣金率或补贴，增加客户黏性
分层 (tiers)	暗池	暗池的主要优势之一在于其对细分客户的吸引能力，通过针对不同投资者需求的定制化服务，每个订单的执行率及执行质量都有所不同，从而减少信息泄露与逆向选择

数据来源：整理自 Nasdaq 网站。

零售经纪商(retail broker-dealers)达成协议，通过向经纪商付费、锁定零售订单流并以此获利。当经纪商减免经纪费用、增加数字化互动时，投资者的交易频次增多。目前，比较普遍的激励方式如表2所示。

### 2.经纪商以“订单流付费”盈利应构成秘密获利

以订单流付费(PFOF)为例，互联网券商Robinhood等“零佣金”经纪商可以将客户订单发送给交易所进行直接交易(direct order)，交易可能以全国最优价格成交，但由于订单流付费存在，他们更愿意将客户订单发送到Citadel等场外交易平台进行交易。场外的高频交易商在接受订单后利用极微小的交易价差进行套利，并向经纪自营商返还一部分利润。据Robinhood向SEC披露的2020年第四季度SEC 606报告显示，其全部交易订单都是通过非直接订单(non-directed order)方式，由5家做市商最终撮合完成。2020年，订单流付费是Robinhood最大的收入来源之一。订单流支付的方式促使做市商鼓动投资者进行更多交易。在诸如游戏驿站事件中，散户投资者注意力的集中和连锁反应，在较短时间内导致股价强烈的价格反馈，大量散户损失惨重。

针对2021年初美股游戏驿站事件，SEC认为网络券商Robinhood未能保证其客户以最优的执行价格成交、未能就其“订单流付费”的盈利模式向客户做出正确的表述，因此，Robinhood与SEC达成行政和解并缴纳6500万美元罚金。<sup>14</sup>但是，在投资者向联邦法院起诉Robinhood的民事赔偿案件中<sup>15</sup>，由于Robinhood与其客户签署的同意书中载有“我(客户)了解Robinhood可以随时自行决定并禁止或限制我交易证券的能力，恕不另行通知”的条款，因而投资者未能就Robinhood限制其股票交易获得民事赔偿。

实际上，从衡平法的角度看，Robinhood作为经纪商、已经触犯了“不得秘密获利原则”，即信义义务人未经客户许可、因“订单流付费”收取了秘密利润(secret/implied profits)，滥用了信托提供的机会和信息，使经纪商利益与其信义义务产生激烈冲突。2022年6月，美国SEC主席詹斯勒(Gary Gensler)在出席全球交易所大会时发表讲话称，SEC将启动近20年来首次市场交易结构全面改革，具体包括缩短结算周期、改变订单流付费，让做市商直接竞争执行散户投资者的交易指令等，以期

减少经纪商和投资者之间可能存在的利益冲突。<sup>16</sup>

### 三、股票做市商的合规经验： 现期联动、多空联动与价格协同

根据我国《证券法》第120条，证券公司经核准可同时从事做市、经纪、自营、承销与保荐等业务，做市业务又可分为股票做市、期权做市、债券做市、基金做市等不同条线。境外市场中，为提高做市交易的内控、风控及合规要求，监管及司法机构对于做市商在现期联动、多空联动、价格共谋等方面的行为标准已在公共执法过程中形成初步共识。

#### (一)做市商具有并利用现货期货市场同时交易的交易优势

通常，做市商为对冲股票的价格波动风险，在持有期货期权头寸的情况下，会增加或减少股票现货的头寸(反之亦然)，从而使得整个资产组合的波动风险为0或近似为0(又称为delta中性)。因此，做市商的跨市场作业是正常现象，如债券市场做市商在持有国债现券时，也会组合搭配相应的国债期货。研究指出，同一资产的期货与现货间存在价格上的引导关系，且拥有相应期货产品的现货产品通常具有更强的流动性与定价能力。<sup>17</sup>

基于此，境外判例法肯定，做市商可以利用跨市场优势，随之谋求股息分配等特定收益也属于合规之举。2017年Stephen Rabin诉纳斯达克费城交易所、纳斯达克集团及相关做市商案<sup>18</sup>是美国联邦第三巡回法院审结的代表性判例，对做市商的权利边界、期权交易所的责任范围进行了很好的阐释。该案中，做市商在除息日的前一天大肆买卖特定股票的期权。原告诉称，被告做市商对同一只股票既可以长线买入期权，又可以短线卖出期权，既可以在现货市场操作，又可以在期货市场交易，这样可以非常完美地对冲风险，实现收益最大化；而一般的市场参与者通常无法同时享有这样的优势。而且，除了利用上述交易优势以外，被告做市商还试图增加未平仓的衍生合约数量，并在除息日的前一天行使其持有的全部长期期权，从而增加期权清算公司将股息分配给自己的概率。由此，做市商夺取了那些持有期权却未行权者本应获得的股息。

至于纳斯达克费城交易所，原告诉称其最新的清算

政策帮衬了做市商的“股息抢夺策略”。2014年10月，期权清算公司向SEC报备了其修改后的交易规则：先处理做市商买入股票的指令(即行使期权)，再处理做市商交付股票(即卖出期权)的指令。<sup>19</sup>这就允许做市商总是可以踩准时点赚钱：在除息日前持有股票、以获得股息分配的资格；同时可以有足够的股票履行其在市场上卖出期权的兑付义务。<sup>20</sup>但不管是投资者针对做市商还是针对交易所的指控，都被法院驳回。由此，做市商可以同时参与现货市场与期货市场，利用交易优势进行产品组合的做法再次得到司法审判的认可。

#### (二)做市商享有卖空便利，但不得通过虚假交易等规避还券义务

为了维持连续交易、降低做市商的存货成本，做市商通常被赋予融券及卖空的便利。SEC在回答“卖空交易合法吗”时强调了做市商优待的重要性——某些情况下，做市卖空有助于提升市场流动性。例如，证券市场中即使没有其他买家或卖家，做市商也通常随时准备以公开报价定期和连续地买卖证券。因此，做市商必须将证券出售给买方，即使市场上的证券暂时短缺。对于交易量少、流动性差的股票做市商来说尤其如此，因为在给定的时间内可供购买或借入的股票可能很少。

欧盟《卖空监管条例》第17条规定，禁止“裸卖空”的规定不适用于为了做市活动的交易。在COVID-19疫情期间，所有欧盟国家实施的卖空限制(short-selling restrictions)都不适用于“出于对冲目的”的做市行为。<sup>21</sup>同样，香港卖空规则规定，“卖空指定证券不得以低于当时最佳卖盘价进行，如该指定证券属于经证监会批准豁免遵守此规例的做市证券，本规例不适用。”因此，做市商可以向投资者出售借来的证券，随后在公开市场上购买并向出借人返还证券、实现平仓，履行还券义务。如此做市商可以从(后来的)公开市场的买入价和(先前的)卖出价之间获取价差(减去相关费用等交易成本)。这也是国际上卖空交易的典型情形。<sup>22</sup>

历年来，美国SEC在执法行动中发现，做市商及其客户往往会通过“反向转化”(reverse conversion)<sup>23</sup>和虚假的“重置”(sham “reset”)交易来规避《证券卖空条例》(Regulation SHO)第203、204条及204T条规定的平仓义务。对此，即便缺乏明显的证据证明市场参与者的行

为具有误导性或操纵性，SEC也会以违反《证券卖空条例》予以处罚。

SEC解释了为什么“重置”交易是虚假交易：为完成一个重置交易，空头通常会在购买被做空股票多头头寸的同时，从“相同的对手方”那里购买一个短期深度实值看跌期权(因为股票的购买挂钩看跌期权，所以又叫做“配对股票和看跌期权”)，或向对手方卖出一个短期深度实值看涨期权(因为买方购买股票并“沽出”或卖出一个看涨期权，所以又叫做“buy-write买卖策略”)。上述将股票与短期实值期权配对购买的策略会制造一种假象，即空头已经履行《证券做空条例》规定的平仓义务。但实际上，因为配对短期深度实值期权，购买的股票在第二天会回到对手方那里，购买的效力会被抵消，因此上述交易并不真实。

2012年SEC曾对专营期权和期货的线上经纪及清算机构X press启动调查程序，调查对象还包括X press的公司管理人员Thomas E. Stern以及一名二级市场客户

Jonathan I. Feldman。<sup>24</sup>SEC认为被告知道(或即便不知道也是由于被告疏忽)这些期权将在卖出日行权并分配，因此结算时并不会涉及股票的交割。听证以后，SEC行政法官判决：(1)X press期权公司为了规避证券交付失败的责任(FTD)，通过执行所谓的“买&卖策略(buy-write)”，即购买股票的同时卖出等额的看涨期权，有意识地违反了《证券卖空条例》204及204T条规则；以及(2)投资者Feldman卖出深度实值看涨期权并通过“买&卖策略”导致裸卖空的行为构成了欺诈，触犯了证券法第17(a)项(场外做市商的禁止交易行为)，证券交易法第10(b)项之规定及其下的10b-5、10b-21规则。

2011年，美国注册经纪自营商及期权做市商瑞银证券(UBS Securities LLC)违反了证券交易法17(a)条及《卖空条例》203(b)规则。<sup>25</sup>在处罚书中，SEC判定，就客户提出的借券请求，尽管常常未能联络到同意借券的对手方，但UBS的交易员仍然为客户提供并记录了相关“位置”(locates)以便客户可以发出卖空指令。SEC指出，通

表3 做市商价格操纵的私人执法及行政处罚案例节选

	判例	诉因	结果及判决理由
证券现货市场	In re NASDAQ Market-Makers Antitrust Litigation, 894 F. Supp. 703 (S.D.N.Y. 1995); 164 F.R.D. 346(S.D.N.Y.1995);184 F.R.D.506 (S.D.N.Y. 1999) 纳斯达克市场的广大股民对做市商的反垄断民事赔偿之诉	做市商回避高于10美元的股票最小报价档位为1/8美元、股价低于10美元的股票最小报价档位为1/16美元或更小的市场规则	胜诉：投资者获得的民事赔偿总计10.3亿(创当时美国100多年反垄断执法史上赔偿金额的新高)
	United States v. Alex. Brown & Sons, 963 F. Supp. 235, 1997 U.S. Dist. LEXIS 5375 (S.D.N.Y., 1997) 美国司法部对纳斯达克做市商的反垄断行政诉讼	美国司法部经过两年的调查向联邦最高法院提起诉讼，认为纳斯达克做市商存在市场垄断行为	诉讼双方达成和解判决 (consent decree)：做市商同意取消相互间的报价协议，同意采取详尽的反垄断合规措施，如随机监控交易员的电话录音
证券期权市场	Stephen Rabin v. Nasdaq Omx Phlx LLC, Nasdaq Omx Group, Bedrock Trading Ltd et al. 182 F. Supp. 3d 220(2017) 投资者诉纳斯达克费城交易所、纳斯达克集团及相关做市商	做市商在特定股票除息日前的最后一个交易日大肆买卖相关股票期权，掠夺了本该分配于原告的股利；费城交易所作为股息分配的清算机构，利用清算规则帮衬了操纵并收取费用	败诉：法院认为(1)做市商没有实施故意操纵行为，采取不同的交易策略是受保护的；(2)交易所适用自律监管豁免原则(SRO Immunity)
利率基准市场	Gelboim v. Bank of America Corp, 135 S. Ct. 897 (2015). 持有以Libor为基础利率的债权投资者诉美国银行等美元Libor报价行	报价行合谋压低境外美元拆借价格，从而压低了捆绑Libor的吸储利率和债券利率，造成购买捆绑Libor计价的存款人、债券购买者在利率等投资收益上的损失	败诉：法院认为(1)Libor的生成过程中，报价行是合作而非竞争的关系；因而(2)原告缺乏“垄断损害”
	Swiss Franc Interest Rate Derivatives Cartel (CHF Libor) (Case AT.39924) Before the European Commission 21 October 2014[2015] 4 C.M.L.R. 19 欧盟委员对Libor瑞士法郎报价行的反垄断行政处罚	欧盟委员会认为瑞士法郎报价行违反欧盟竞争规则《欧盟运作条约》第101条和第102条)	处罚：苏格兰银行集团及苏格兰银行，摩根大通公司及摩根大通银行合计6100万欧元的罚款
汇率基准市场	In re Foreign Exchange Benchmark Rates Antitrust Litigation, 2015 WL 363894 (S.D.N.Y. January 28, 2015). “以高于均衡竞争价格的垄断价格”汇兑货币及购买WM/R衍生品的原告诉外汇市场做市商	外汇市场大型交易商利用自有资金与客户订单反向交易、在伦敦时间下午4点前的WM/R汇率确定的窗口期进行虚假交易，通过合谋、操纵了汇率	胜诉：(1)外汇市场做市商是横向竞争者，其操纵市场的合谋构成垄断协议；(2)投资者就遭受的垄断损害获得民事赔偿
石油基准市场	In re North Sea Brent Crude Oil Futures Litigation.,1:13-md-02475 (S.D.N.Y. 2017)	布伦特原油的生产商、交易商及其选定的代理人操纵在NYMEX及ICE交易的北海布伦特原油期货价格，原告同时主张《商品交易法》和《谢尔曼法》上的民事赔偿	败诉：法院认为“操纵行为不在美国境内”“垄断损失与美国关联不足”予以驳回
黄金基准市场	AIS Capital Management v. Deutsche Bank, HSBC Holdings PLC etc (Mar 11, 2014)	机构投资者诉德意志银行等5家主要的伦敦现货黄金做市商场外合谋操纵金价	民事赔偿请求未得支持，但随后德意志银行退出黄金做市资格
白银基准市场	In re London Silver Fixing, Ltd., 213 F. Supp. 3d 530, 2016 WL 5794777 投资者诉伦敦白银基准做市商	1897年至2014年8月14日，伦敦银现货及衍生品价格是由特定少数的做市商于伦敦每个交易日中午12点前的10分钟内确定	胜诉：法院认定(1)做市商通过有明确载体的价格协同行为减少竞争；(2)投资者的损失与做市商合谋有直接联系

过上述操作，UBS创设了一套无法确认和追踪哪些卖空指令可执行的体系，而且交易基础往往都被错误记载。所以，SEC认为UBS在接收客户的股票卖空指令或实现其自身账户的证券卖空之前，未能借到、试图借到或有合理理由认为能够借到相关证券，因此导致证券交付失败，违反了证券交易法第17(a)规定的经纪商对客户账户的跟踪义务。

### (三)做市商不得通过价格合谋影响均衡价格

做市商具有控制价格的“制度胎记”。做市商在报出买入价(bid)的同时给出一个卖出价(ask)，这种买入与卖出而产生的“合法”买卖价差(spread)是做市商盈利的主要来源，更是做市商对价格的“合法”控制。做市商承诺提供报价，并不意味着做市商会提供合理的报价。往往，做市商不满足于享有“合法”的买卖价差，而是进一步通过限制竞争的手段使该等价差高于一般竞争水平，并继续以联合抵制交易等手段将之巩固并维持。

在金融发展的更迭下、在不同国度不同细分市场的实践中，做市商的价格共谋行为却“日久弥新”。表3列举了不同时代、不同市场中做市商遭受民事诉讼、行政诉讼及行政处罚的典型案件。

如表3所示，早在上世纪90年代，美国纳斯达克市场便经历了一场去操纵、去垄断改革。1993年，纳斯达克市场共有492家做市商、5393只股票，平均每只股票有11家做市商，而每只具体股票的做市商则从2家到50家不等。也就是说，纳斯达克市场上的做市商并不是简单地执行交易指令，而是要相互竞争、争夺订单，从而实现“价格发现”。根据当时纳斯达克市场的规则，股价高于10美元的股票最小报价档位为1/8美元，股价低于10美元的股票最小报价档位为1/16美元或更小。比如买入价是 $20\frac{1}{8}$ 美元，卖出价报 $20\frac{2}{8}$ 美元，价差为1/8美元。

1994年10月起，美国证监会(SEC)、美国证券交易协会(NASD)及美国司法部反垄断审查局纷纷启动了关于纳斯达克市场买卖价差及市场结构的调查。1996年7月美国司法部颁布了《契约、指令及竞争影响说明》。<sup>26</sup>该说明指出，做市商是一个关联密切的利益相关体；其他做市商的报价可以直接成为真实的交易价格或者极大影响交易价格，也挫败了做市商们进行买卖价竞争的积极性。同年8月，SEC推出了纳斯达克新的竞价委托处理规

则、引入电子通信网络与竞价交易机制，逐渐建立了混合型的做市商制度。也正因如此，做市价差控制成为各国股票做市交易严格遵守的原则。

## 四、股票做市商的制度思考：激励与约束相兼容

境内股票市场选择合适的时机引入做市商制度，将竞争性做市商制度与我国现有的竞价机制相结合，建立混合型做市商制度，是进一步提高市场有效性的重要措施之一。<sup>27</sup>做市商在不同市场、不同交易机制中的作用不同，风险也不尽相同。在我国散户参与型的市场中，鉴于投资者的注意力易发生集中和连锁反应、在较短时间内可导致强烈的价格反馈，可考虑从如下方面予以重点规制。

### (一)技术中性规则：允许但规范程序化做市

程序化做市等金融科技的进步是市场不断发展的重要推动力，接纳并应对证券信息技术变迁也早已成为证券监管与时俱进的重要方面。本文主张应当保持技术中性，预留制度空间，同时明确程序化做市的行为规范。在保障做市商技术系统功能健全、安全稳定的前提下，其预防机制及监控措施可包括但不限于如下方面。

#### 1.坚持交易单元额度及客户资金前端控制

在2013年“8·16乌龙指”事件中，光大证券策略投资部在自营业务中使用策略交易系统，包括订单生成系统和订单执行系统两个部分且均存在严重的程序设计错误。其中，订单执行系统错误地将市价委托订单的股票买入价格默认为“0”，因而系统对市价委托订单是否超出账户授信额度不能进行正确校验。因此，必须根据做市账户可交易额度及资金控制建仓规模，杜绝出现实际买入金额大于可用资金金额的情况，避免极端情况的发生。

#### 2.明确程序化做市的报告及内控义务

《证券法》第45条规定，通过计算机程序自动生成或者下达交易指令进行程序化交易的，应当符合国务院证券监督管理机构的规定，并向证券交易所报告，不得影响证券交易所系统安全或正常交易秩序。对于从事程序化交易的做市商及投资者，应当履行报告义务，包括账户基本信息、资金基本信息、交易策略类型、交易指令执行方式(包括报单、更改和撤单等)、申报速率等交易信息。同时，券商对于达到报告要求的客户，应及时发

现、制止并及时报告可能影响交易系统安全或正常交易秩序的程序化交易行为。

### 3.分类设置做市报价指标，确立做市异常交易预警与监测措施

2010年5月6日，美国遭遇闪电崩盘，道·琼斯指数在20多分钟内暴跌约1000点，之后又大幅回升。事件主要原因为投资者使用计算机交易程序对迷你标普500股指期货(E-mini S&P 500 Futures)申报了价值约41亿美元的卖单，并同样以毫秒的速度瞬间实现巨额撤单(撤单率达99%)，从而保证这些卖单不会成交但对交易价格构成了实时抛压。2010年9月30日，美国商品期货交易委员会(CFTC)和美国证券交易委员会(SEC)共同发布了“闪电崩盘”事件的调查报告，称自动算法的股指期货卖单是价格暴跌的导火索，而分散的市场结构催化了高频交易并共同加剧了价格崩塌。<sup>28</sup>

在检讨“闪电崩盘”的过程中，做市商无成交意向的报单被认为是可能干扰交易的问题之一。为此，2010年11月，SEC出台新规，禁止做市商挂出的买卖价格与现实价格相去甚远、纯粹为了履行报价义务而报出无成交意向的报单(stub quotes)。境内市场中，根据股票在日均换手率、日均成交额、日内波动性等流动性和波动率指标的不同，将股票预先分成高、中、低等不同类别，并设置了最大买卖价差、最小报价金额、报价参与率等不同维度的报价义务，具体如表4所示。

应该认识到，中国的证券交易具有自身优势，因此便于对股票交易、尤其是股票做市交易的风险监控。比如，美国分散的市场结构除了易发生过度的市场激励，还会促使投资者通过高频交易等“跑得更快”的连续买卖方式来赚取不同交易中心间微小的价差，诱生技术优势型操纵。又如，在“闪电崩盘”事件发生后，SEC提出对巨量交易者(high volume trader)分配识别代码，并作为一项重要的制度创新。相较之下，我国《证券法》58条规定的证券账户实名制是中国资本市场的基础性制度

之一，穿透式账户管理体制中，每一个交易者都有自己的证券一码通号码，这对于完善信息披露、交易监控、稽查执法等监管机制具有重要意义。针对幌骗(spoofing)等在成交前以撤销报单为目的的扰乱市场行为，交易一线监管已实时监控撤单/申报比等数据。除此之外，还重点关注程序化做市账户的价格偏离度、申报峰值、定时累计订单量及累计触发断路器数量等风险指标。当账户交易行为超过阈值时，系统将立即预警并根据相关流程采取进一步关注、警示、限制账户交易或者强制停牌等措施。同时，对申报频率达到一定标准的程序化做市交易，在技术系统、交易信息公开、异常交易认定等方面采取差异化管理。

### (二)身份披露规则：明确发行人与做市商的权利义务关系

股票做市与期权等期货衍生品做市的重要区别之一，就是股票存在发行环节和发行人。实践中，如果发行人的保荐机构或战略投资者担任做市商，往往会比其他市场参与者更具信息或库存优势。对券商而言，尽管同一控制关系下的保荐、做市部门或跟投子公司会在证券账户、资金人员等不同层面实现业务隔离，但仍应从规则上防范滥用信息或股票头寸优势的风险。

#### 1.股票做市资格源自证券监管认可，而非发行人授权

目前有观点认为，发行人与做市商之间属于委托关系。理由是，发行人与其发行上市的保荐机构在保荐业务和持续督导时期存在委托关系，所以当保荐机构担任做市商时，委托关系仍然存续。诚然，由保荐机构担任做市商可以激励保荐机构勤勉尽职，形成市场化约束。比如，我国中小企业股份转让系统的挂牌股票拟采取做市交易方式的，申请做市的两家做市商的一家必须为推荐该股票挂牌的主办券商或该主办券商的母(子)公司。

然而，实际上股份发行承销与股份流通做市的基础法律关系是不同的。一方面，二级市场做市交易对于发行人的流通股份总额没有任何影响。根据美国《1934年证券交易法》15c2-11规则，做市商仅能对已公开注册的证券提供报价。另一方面，在指令混合驱动的做市模式下，做市商如同普通投资者一样参与交易，做市商对发行人无督导之责，更无督导之可能。股票做市商资格由证券监督管理部门许可是国际通行做法，与发行人授权

表4 不同股票的差异化做市报价要求

分类	最大买卖价差	最小报价金额	连续竞价参与率	开盘集合竞价参与率	收盘集合竞价参与率
高	1.5%	10万元	60%	80%	80%
中	2%	10万元	60%	80%	80%
低	3%	10万元	60%	80%	80%

无直接关联。香港联交所《证券做市规例》规定，申请成为特许证券商应当履行注册程序，在规定情况下做市商应当撤销、暂停并交回做市执照。因此，证券公司做市资格来自证券监管的引入和管理，而非发行人授权。

## 2. 做市商的身份披露义务

做市商为履行报价义务，需要通过不同方式获得或者调整做市库存股票。我国新三板做市交易允许做市商通过与挂牌公司股东在股票挂牌前转让，股票发行，向股东买入、借入、作出回售、转售等约定或全国股转公司认可的其他方式建仓或调仓。<sup>29</sup>在信息优势方面，根据我国《关于上市公司内幕信息知情人登记管理制度的规定》第8条，证券公司、会计师事务所、律师事务所及其他中介机构接受委托开展相关业务，该受托事项对上市公司证券交易价格有重大影响的，应当填写该发行人内幕信息知情人档案。

在持股优势方面，由于境内期权市场发展滞后，做市业务缺乏对冲工具，为降低做市商的现货风险敞口，参与发行人首次公开发行的战略投资者等可以作为转融通证券出借交易的出借人，将配售获得的股票用于做市借券业务。境外监管实践表明，如果做市商与发行人之间就股票的库存达成某种协议，该做市商便拥有相对明显的市场优势地位。在SEC诉Jersey Securities案中<sup>30</sup>，美国联邦第二巡回法院认为，如果做市商是独家或具有市场支配地位，当该做市商就某一证券向市场以持续增长的价格反复买入或者再卖出时，其应当向投资者披露自己具有市场支配地位这一客观情况。因此，可参考美国SEC制定的做市商身份披露与交易确认规则<sup>31</sup>，即承担做市职责的券商，对其经纪或资管业务，或在大宗交易的场外协商阶段，应当说明其做市商身份，以保证客户或交易对手方在投资决策时的知情权。同时，除了保荐机构在持续督导期间原则上为保荐的股票提供做市服务外，还应当丰富股票做市商的评选范围，保证市场公平稳健。

### (三) 受托责任规则：多重身份下做市商的默示义务

做市商营造市场的经济功能并不必然导致做市商对公众投资者承担信义义务。1987年10月19日美股遭遇“黑色星期一”大跌后，有观点认为几家重要的股指期货做市商应当进行放量提价交易，于是有公众投资者对做市商提起了民事赔偿诉讼，但都被法院驳回。<sup>32</sup>在以

竞价交易为主的混合做市机制中，做市商仅作为流动性提供者，不接受客户的买卖委托，因而在集中交易环节，不存在自营交易者身份和代理人身份之间的利益冲突问题。

但是，为了激起投资者对做市证券的兴趣，基于在证券价值评估方面的专业优势和信息优势，做市商往往乐于主动推荐自己的做市证券。境内规则也鼓励从事做市交易业务的证券公司对其参与做市的股票进行持续研究并发布研究报告。此时，做市商兼顾经纪商及投资顾问的身份，相关行为标准值得探讨。

实际上，证券投资咨询业的信息价值一直备受质疑。在卖出、持有、增持、买入等不同评级等级中，“中国的证券分析师很少作出消极的推荐评级”。<sup>33</sup>曾经，2000年美国股市的科技泡沫破灭之后，许多投资者谴责分析师给出的乐观建议导致了他们的损失。终于，证券公司多重身份下的营业范围冲突得到美国联邦检察官的关注。在2002年美国轰动一时的Henry Blodget案<sup>34</sup>中，美林证券的分析师Henry Blodget仅向投资者推荐美林证券本身有投资银行业务的科技股股票；其在强烈推荐相关股票的同时，私下却称这些股票是“垃圾”“废物”。美林证券自身配合发行人证券的公开发行、帮助发行人合并和收购，而分析师本人也因为给公司带来业务而赚得盆满钵满。

对此，美国联邦法律明确，投资顾问是受托人。<sup>35</sup>2019年6月，美国SEC公布《关于投资顾问行为标准的解释》，重申了《1940年投资顾问法》(15 U.S.C.80b)下投资顾问在对零售客户推荐任何证券交易或涉及证券的投资策略时所肩负的信义义务。除忠诚义务外，投资顾问的注意义务还包括提供符合客户最佳利益建议的义务、寻求最佳执行的义务以及在服务关系过程中提供建议和监测的义务等。

商业社会与时俱进，大浪淘沙，信义义务可以弥补合同约定的有限性，在金融中介与其客户的权利义务间“兜底”公平正义。境内市场中，做市券商本身也是经纪商。监管规则要求券商严格管理给经纪客户的折扣额与向客户收取的佣金额，不得通过公开方式开展市场营销、推介或招揽甚至诱导投资者过度交易；确保做市业务与保荐业务、证券投资咨询、证券自营、证券经纪、

证券资产管理等业务在机构、人员、信息、账户、资金上实行严格的业务隔离制度。经纪商以客户利益行事，不得秘密获利是其提供服务的重要准则，并应当在客户与券商的民事关系、合同明示义务乃至默示义务上得到肯定。境内市场可以借鉴2010年美国《华尔街改革与个人投资者保护法案》第913条规定，明确“经纪商、自营商、证券投资咨询公司等金融中介机构基于专业优势，个人投资者对其具有合理信赖的，对个人投资者承担信义义务”。<sup>36</sup>

#### (四)横向竞争规则：防范做市商价格合谋、厘清协同边界

在证券公司明确风险控制指标的背景下，单个做市商对做市股票价格的影响有限。然而，1994年Christie和Schultz从市场监察的角度考察了做市商的合作行为，发现竞争性做市商也会“相互合作”并牟取共同利益，其合作的手段包括临时修改报价、扩大最小报价价差区间、延迟披露成交报告等。实际上，在混合做市模式下，除了竞价成交，做市商也可以参与大宗交易、协议转让等多种交易类型，做市商之间的协商议价、场外交易也非常必要。比如，我国新三板做市规则就规定，做市商间为调节库存股等进行股票转让的，可以通过做市商成交确认的申报方式进行，即做市商之间按指定价格和数量与指定对手方确认成交的指令。此时，美国判例法明确，做市商之间乃永续的横向竞争关系。<sup>37</sup>由于做市商提供相似的金融产品或服务(如提供同一只股票的做市服务)且获利的基础都是买卖价差，因此做市商在共同提供流动性的同时也存在相互竞争关系。

有观点认为，“是否具有操纵的故意”应当成为在事实上区分证券做市交易和市场操纵的关键。<sup>38</sup>但是，最新的立法例表明，“操纵行为”更多侧重于行为对价格的影响而弱化当事人的主观过错要件。2011年7月，美国CFTC根据《多德-弗兰克法》的授权，发布了最新的“反操纵实施细则”(anti-manipulation final rules)，市场操纵行为被分为两类：“使用或者试图使用操纵手段和欺诈手段的操纵行为”和“价格操纵行为”。我国《证券法》第55条将“影响”或“意图影响”证券价量同时纳入规制范围，便很好地回应了这一发展。因此，厘清做市商协作与共谋、合法与非法的边界，成为规制做市

商的行为、预防价格操纵的重点与难点。

对此，2000年4月，美国司法部和联邦商业委员会(FTC)共同颁布的《关于竞争者协作的反垄断指引》可供参考。该《指引》跳出了针对健康领域、知识产权领域或横向并购领域分别颁布指引的做法，对判定竞争者是否正当协作给出了统一的分析框架。具体包括：

首先，考察协议的性质。确定协议的商业目的及是否会产生损害竞争的可能，比如，限制竞争者独立决策或者控制其经济利益；又或者这样的协作创造了信息交易的机会、提高了共谋的可能。

其次，考察市场聚集的情况。如果市场份额的改变降低了相关市场达成并执行共谋的难度和成本，那么这样的协作也会为限制竞争提供便利。

如果满足以上两点中的任何一点，且存在损害竞争的可能，那么就进入分析的下一步，考察参与者和协作者是否有这样的能力和动机去独立竞争。与此相关的参考因素包括：第一，协作是否具有非排他性，即协作是否允许经营者继续相互竞争；第二，协作对各经营者经济利益的介入程度及是否会影响其独自竞争的动机；第三，协作是否具有完善的组织架构、是否对成员实施强有力的控制；第四，协作是否允许或鼓励经营者披露对竞争有影响的敏感信息；第五，协作的时间跨度。

## 五、结语

股票做市商制度是国际成熟证券市场的常见制度安排，对于增强市场流动性、平抑跨市场价差具有重要作用。正视量化做市的历史趋势，厘清发行人—做市商—投资者之间的基础关系，防范做市商多重身份及价格合谋的不端行为并降低不利影响，可以促进股票做市商更好发挥作用。近期研究表明，投资者的羊群效应随不确定性的增加而加剧。在公共卫生危机或经济危机等不稳定的环境中，群众会有更明显的追随同伴决策的行为表现。因此，中国证券市场在尊重做市交易客观需求并充分借鉴国际国内经验与教训的基础上，应当建立激励与约束相兼容的规制路径，从而调动各方积极性，站稳资本市场的人民立场，并确保运营透明度和交易弹性。 ■

[基金项目：上海市哲学社会科学规划青年课题“国际金融市场中‘上海价格’能级提升研究”(项目编号：2019EJB008)]

## 注释

※本文仅为作者个人学术见解，不代表所在单位观点。

1. 旧称jobber, See London Stock Exchange Commission, Minutes of Evidence Taken before the Commissioners, 1878, C. (2d series) 2157-I para. 2817 (U.K.): 102. Amihud Y, Mendelson H. Dealership market: market-making with inventory[J]. Journal of Financial Economics, 1980, (8): 31-33.

2. Paul Adler. U.S. Senate Hearings on Stock Exchange Practices, Hearings before the Commission on Banking & Currency, 73d Cong. part. 15 (1933-34): 6792.

3. United States v. Hunt, No. 05 Cr. 395 (S.D.N.Y. Sept. 6, 2006). Market Street Ltd Partners v Englander Capital Corp, 1993 WL 212817 (S.D.N.Y., 1993). 此为最早确立纽约交易所专家做市商受托责任的案例。See Dolgoplov S. Two-sided loyalty: exploring the boundaries of fiduciary duties of market makers[J]. UC Davis Business Law Journal, 2011, 12(1), 31-64. 参见孟令星、郑春玉. 做市商法律问题原论[M]. 北京: 中国检察出版社, 2017: 118-120.

4. 中国证监会行政处罚决定书〔2020〕61号。

5. 《全国中小企业股份转让系统股票转让细则》(2017)第54条。

6. 上海金融法院判决书(2021)沪74民初146号。

7. 在“阿波罗”案中, 广发证券多个交易日的操作行为的其他特点还包括: 委托数量为新三板最低申报数量1000股(此时不会触发广发证券风控报警, 不需公司集体决策); 申买时间临近收盘, 均在交易时间最后75秒内等等。

8. 债券匹配成交类似于股票的竞价交易, 是指做市商对基准利率债做市品种面向全市场进行双边买卖报价。

9. 如做市评价标准规定某类债券做市品种的做市评分前5名可得分, 则可能导致做市商数量不少于5名。

10. 参见李金甜, 郑建明, 王怡彬. 新三板企业退出做市转让: “情非得已”还是“心甘情愿”?[J]. 证券市场导报, 2019, (1): 11-19; 同见李金甜, 郑建明, 许晨曦. 做市商制度下新三板公司流动性困境及分析[J]. 现代管理科学, 2017, (12): 30-32.

11. See Dolgoplov S. Regulating merchants of liquidity: market making from crowded floors to high-frequency trading[J]. University of Pennsylvania Journal of Business Law, 2016, 18(3): 651-732.

12. 参见林伟斌, 王立立. 基于交易量持续期的流动性研究[J]. 南方经济, 2006, (10): 39-49.

13. 参见冯巍. 海外做市商制度的实践及其相关理论问题综述[J]. 证券市场导报, 2005, (1): 65-71.

14. In Re Robinhood, SEC Admin. Pro., File No. 3-20171. (Dec. 17, 2020).

15. Iovin v. Keith Patrick Gill, et al., Case No. 1:21-cv-10264, the United States District Court for the District of Massachusetts.

16. See SEC. “Market Structure and the Retail Investor”: Remarks Before the Piper Sandler Global Exchange Conference[EB/OL]. [2022-8-5]. <https://www.sec.gov/news/speech/gensler-remarks-piper-sandler-global-exchange-conference-060822>.

17. 参见林路, 沈伟等. “市场相依”的期现引导关系研究[J]. 应用概率统计, 2017, (3): 232-246; 李正强, 孟祥怡, 等. 《世界500强企业衍生工具使用》[J]. 中国金融, 2021, (9): 61-63.

18. Stephen Rabin v. Nasdaq Omx Phlx LLC, Nasdaq Omx Group, Bedrock Trading Ltd et al. 182 F. Supp. 3d 220(2017).

19. Self-Regulatory Organizations—OCC Order Approving Rule

Change, Release No. 34-73438, 79 Fed. Reg. 64843, 64843-46 (Oct. 27, 2014).

20. Self-Regulatory Organizations—NASDAQ OMX PHLX LLC, Release No. 34-75438, 111 SEC Docket 5189, 2015 WL 4191592, at \*1-4 (July 13, 2015).

21. See Nunn S, Kulam A. Short-selling restrictions during COVID-19, Yale School of Management[EB/OL]. [2021-5-2]. <https://som.yale.edu/blog/short-selling-restrictions-during-covid-19>.

22. 17 C.F.R. §242.200(a) (2012).

23. SEC对“反向转化”或“反向”交易的解释为: 在卖空股票的同时卖出一个看跌期权、并买入一个到期日与行权价和看跌期权一模一样的看涨期权。如此的期权配置可以形成“全方位的多头”、从而对冲空头的风险。由于上述交易是与同一对手方进行交割——由此形成“反向”交易。因为不管股票价格是涨是跌, 在相应期权到期前仓位都是有对冲保护的, 所以这样的仓位配置对于潜在个股的任何价格变动都是“delta中性”的。换句话说, 如果一个期权因为即将到期而失去价值、另一个方向的期权也会被行权或交割, 所以最终股票还是被一开始的买方接收并将空头头寸平仓。See Jeffrey A. Wolfson. Exchange Act Release No. 66283, 2012 WL 1024032, at \*3 (Jan. 31, 2012).

24. Options Xpress, Inc. Securities Act Release No. 9313, 2012 WL 1264508 (Apr. 16, 2012).

25. UBS Sec. LLC. Exchange Act Release No. 65733, 2011 WL 5444407 (Nov. 10, 2011).

26. Stipulation and Order and Competitive Impact Statement, 61 Fed. Reg. 40433, 40440.

27. 参见李学峰. 国际资本市场中的做市商制度: 功能、影响与趋势研究[J]. 广东金融学院学报, 2007, (2): 48-53.

28. 参见乔海曙, 李菲. 闪电崩盘国外文献述评: 成因、风险度量及监管措施[J]. 金融理论与实践, 2015, (9): 102-106.

29. 根据《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理细则(试行)》(2020修改)第14、15条, 做市库存股转售约定, 是指做市商在认购挂牌公司定向发行股份时, 与挂牌公司股东约定的在一定条件下将不超过认购数量的股份转售给该股东的协议安排。

30. SEC v. First Jersey Securities, 101 F.3d 1450 (2d Cir. 1996).

31. 《1934年证券交易法》第10b-10规则, CFR Title17, Part 240.

32. Spicer v. Chi. Bd. Options Exch., Inc., No. 88 C 2139, 1990 U.S. Dist. LEXIS 14469, at \*1-2 (N.D. Ill. Oct. 24, 1990).

33. 参见姚禄仕, 王华峰. 最佳分析师推荐评级及其评级变动更具有投资价值吗?——来自中国证券市场的经验证据[J]. 合肥工业大学学报(社会科学版), 2016, (5): 10-18.

34. Lentell v. Merrill Lynch & Co., 396 F.3d 161, 2005.

35. SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 194 (1963); 《投资顾问法》第2256号释令《投资顾问道德准则》(2004年7月2日); 《投资顾问法》第2204号释令《投资公司和投资顾问合规计划》(2003年12月17日)等。

36. H.R.4173, 111th Cong. § 913 (g).

37. In re Foreign Exchange Benchmark Rates Antitrust Litigation., 2015 WL 363894 (S.D.N.Y. January 28, 2015).

38. 参见萧鑫. 证券做市交易与市场操纵的界定[J]. 比较法研究, 2019, (1): 187-200.

(责任编辑: 陈起阳)