

证券市场如何规制幌骗交易

——以美国为例

谢贵春*

摘要:幌骗交易是指通过提交虚假订单、误导其他投资者并试图从中获利的交易手法。在 2010 年《多德—弗兰克法》通过之前,美国证券监管机构已经开始着手查处幌骗交易,并将其定性为市场操纵行为。近期美国 BATs 等证券交易所也建立了反市场扰乱机制,限制和禁止交易所会员及其客户从事幌骗交易。美国证券市场规制幌骗交易的经验对我国 A 股市场完善市场操纵监管具有借鉴意义,对于我国来说,宜将幌骗、堆单等交易行为明确为市场操纵行为并予以严惩,同时要求证券商严格履行对其客户的“合理监督”义务,并在证券交易所引入反市场扰乱机制以规制市场参与者的扰乱行为。

关键词:幌骗 市场操纵 扰乱市场行为
证券法

2010 年,美国国会通过了《多德—弗兰克法》,

* 上海证券交易所资本市场研究所博士后研究人员。本文仅为个人见解,不代表所在单位的观点。上海证券交易所资本市场研究所邢梅博士为本文写作提供了大力支持,特致谢忱。

在美国《商品交易法》设置了“反扰乱行为”(antidisruptive practices)条款,借以加强对幌骗(spoofing)等扰乱行为的法律规制。在此之后,美国商品期货交易委员会(CFTC)发布了针对幌骗等扰乱行为的解释指引和政策说明,^[1]并且通过一系列执法案件,^[2]进一步明确了反扰乱行为规则在期货交易中的适用。

实际上,早在《多德—弗兰克法》颁布之前,美国证券交易委员会(SEC)已经注意到幌骗这一不法交易行为的存在,并在若干案例中将幌骗定性为市场操纵行为。近年来,美国证券市场在规制幌骗等市场操纵行为方面出现了一些新的趋向:一是要求证券商履行对其客户的合理监督责任;二是在证券交易所层面建立“快速暂停客户交易程序”(expedited client suspension proceeding),限制和禁止交易所会员及其客户进行幌骗交易。

一、虚假申报、误导其他投资者并试图从中获利是幌骗交易的主要特点

在实践中,幌骗交易操作手法为:行为人在最优买价或卖价上下单,缩小证券的价差,随后提交反向订单、与其他投资者成交,并撤销之前的订单。与幌骗交易相类似的是堆单交易(layering),其惯常的操作模式为:行为人在某个有利价位上下达一个有真实成交意愿的买/卖单,同时在市场行情反方向上下达多个并不意图成交的限价卖/单,以吸引其他市场参与者注意。当市场行情处于上升(下降)时,堆单操作能够制造一个虚假的相反行情,引诱、欺骗其他市场参与者(特别是一些算法交易平台),使行为人能够在相对较低(较高)的价位上成交其真实订单,而后再撤销其非真订单。由于这两种交易手法具有很高的

[1] CFTC, *Antidisruptive Practices Authority Interpretive Guidance and Policy Statement*, available at <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2013-12365a.pdf>.

[2] 张孟霞、尹小为:《美国“幌骗”案例的监管处罚与司法审判实践》,载《证券市场导报》2017年第5期。

相似性,因而多将这两种交易行为统称为幌骗,或统称为堆单。

《多德—弗兰克法》第 747 条将幌骗描述为“下达买入报价或卖出报价时,意图在交易执行之前撤销该买入报价或卖出报价”。这一规定概括了幌骗交易的主要特征,即不以成交为目的进行下单和撤单。实践中的主要争议在于这一条款的规定过于宽泛。例如,在被誉为“反幌骗第一案”的 *United States v. Coscia* 案^[3]中,被告 *Coscia* 就认为反幌骗规则过于含糊不清,很难用清晰的标准将幌骗行为和适法的交易行为区分开来。例如,部分成交订单(*partial - fill orders*)和止损订单(*stop - loss orders*)。英国和澳大利亚等市场的监管机构和自律组织在界定幌骗行为时,多综合行为人的行为方式和主观意图进行考量:

1. 英国。2007 年,伦敦证券交易所注意到一些交易所会员借助幌骗、堆单交易手法获利,随即要求会员不应当向订单簿下达无意成交的订单。在其 N78/07 号公告中,伦敦证券交易所将幌骗、堆单行为描述为:在订单簿中以不同的价格在市场行情的一边输入多个订单,或者在订单簿中以同一价格在市场行情的一边输入大量订单并迅速取消,其真实意图是在所输入订单相反方向成交。^[4] 2009 年,伦敦证券交易所首次因某一会员“未能对客户在证券交易所订单簿中实施堆单行为采取适当控制措施”而对该会员进行了纪律处分。^[5] 原英国金融服务管理局(FSA)也在 2009 年就堆单行为表达了其立场,认为堆单行为属于市场操纵行为,行为人违反了《金融服务和市场法》第 118 条关于市场滥用的规定。^[6]

2. 澳大利亚。澳大利亚证券和投资委员会(ASIC)在 2013 年发布

[3] *United States v. Coscia*, 100 F. Supp. 3d 653.

[4] London Stock Exchange Notice N78/07: Notification - Order Book Conduct, available at <http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/change-and-updates/stock-exchange-notices/2007/notificationorderbookconduct.pdf>.

[5] Stock Exchange Notice N33/09: Alleged layering of the order book: Guidance to member firms under Rule C020 following recent disciplinary action, available at <http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/change-and-updates/stock-exchange-notices/2009/n3309.pdf>.

[6] FSA Markets Division, *Newsletter on Trade Publication Issues*, available at http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter33.pdf.

的一份关于高频交易的报告中描述了堆单、塞单和幌骗等几种交易手法:堆单是指在不同价格上下达大量订单,以制造虚假的供需景象;当这些订单将被成交时,会马上被撤销或者更改。塞单是指在订单簿中发送大量的订单信息,造成订单簿交易信息过载,进而阻碍交易进行和其他参与者参与。幌骗,是指在最优买价或者卖价上输入大量订单,而这些订单通常在输入后数秒内就被撤销。^[7]

3. 日本。日本证监会(SEC)在2014年2月作出的一宗市场操纵案件判罚中,描述了行为人所实施的幌骗和堆单行为,即在低于或者高于市场最优报价的多个价位上下达一系列无意成交的买单或者卖单,而这一系列的订单将误导其他市场参与者认为特定证券交易活跃,并将引起特定证券价格的巨幅波动。^[8] SEC进一步认为,这一行为违反了《日本金融商品交易法》第159条关于市场操纵行为的禁止性规定。^[9]

从前述各市场对幌骗交易的描述,可以大致归纳出幌骗交易的行为特征:(1)操作手法。行为人提交一个或多个虚假订单,并快速撤销。(2)行为意图。在特定价位上成交其真实订单。(3)行为影响。误导其他市场参与者、影响证券价格,严重者还可能引发整个市场动荡。(4)行为性质。在证券执法中将幌骗交易定性为市场操纵行为。

二、美国证券市场行政执法中将幌骗交易界定为市场操纵行为

美国商品期货市场的反幌骗制度以2010年为起点。而在股票市

[7] ASIC, *Dark Liquidity and High - frequency Trading: Proposals*, available at <http://download.asic.gov.au/media/1335404/cp202-published-18-March-2013.pdf>.

[8] SEC, *Recommendation for Administrative Monetary Penalty Payment Order for Market Manipulation by Select Vantage Inc.*, available at <http://www.fsa.go.jp/sec/english/news/reco/20140218-1.htm>.

[9] 日本《金融商品交易法》第159条第2款第1项规定:“无论人数多少,在有价证券的买卖、市场衍生品交易或场外衍生品交易中,不得以劝诱交易为目的而进行以下行为:使他人误解有价证券买卖等兴盛……进行一系列的有价证券买卖等或者申请、委托或受托等。”

场,早在2001年,SEC就已经注意到一些市场参与者利用幌骗交易在股票交易中牟利,并在数个案件中建立了关于幌骗实施方式和行为违法性的认定标准。2010年以来,SEC在打击幌骗和其他市场操纵行为的执法方面出现了一些新的特点:一是市场参与者往往将幌骗和其他市场操纵手段组合使用,增加了行为认定的难度。二是跨境、跨市场的市场操纵行为日渐增多,一些境外投资者利用美国本土证券商提供的交易平台实施操纵行为,带来了执法难题。三是SEC多援引《1934年证券交易法》第15条的规定,要求证券商严格履行其对客户的合理监督义务、制止客户继续从事操纵行为。

(一) 第一阶段(2001~2010年):将幌骗界定为市场操纵行为

2001~2010年间,SEC共对5宗涉嫌实施幌骗行为的违法案件进行了查处:Alexander M. Pomper案^[10](2001年)、Israel M. Shenker案^[11](2001年)、Jason Frazee案^[12](2003年)、Leonard Sheehan案^[13](2003年)和Cary R. Kahn案^[14](2004年)。

1. 行为人的身份。这一时期查处的幌骗案件,行为人均均为自然人投资者。

2. 操作手法。在这些案件中,行为人的幌骗操作手法如出一辙:以Pomper案为例,幌骗手法的步骤包括:(1)某一时刻,Gumtechde股票的最优买价和最优卖价分别为11.0625美元/股和11.4375美元/股。Pomper下达以11.375美元买入300股的买单,如此使得新的最优买价变为11.375美元/股。(2)随后,Pomper使用另一个交易账户下达以11.375美元卖出2000股的卖单,并以该价格与受新的最优买价吸引

[10] SEC, Litigation Release No. 17221 (2001), available at <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17221.htm>.

[11] SEC, Administrative Proceeding File No. 3-10631, available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/33-8029.htm>.

[12] SEC, Administrative Proceeding File No. 3-11070, available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/33-8209.htm>.

[13] SEC, Administrative Proceeding File No. 3-11069, available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/33-8208.htm>.

[14] SEC, Admin. Proc. File No. 3-11468, available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/34-50383.htm>.

而来的其他投资者成交。(3)之后,Pomper 撤销了 300 股的买单。整个交易中,Pomper 获利 625 美元。^[15]

3. 行为的违法性。在 Pomper 案中,SEC 将幌骗定性为一种“欺诈交易行为”(fraudulent trading practice),系以一个并无实际成交意愿的订单影响了全国最优买卖报价(NBBO)。在 Shenker 案以及之后案件的处罚决定中,SEC 详细说明了这一手法的违法性,并将幌骗明确为市场操纵行为:(1)美国《1934 年证券交易法》第 10(b)条和《1933 年证券法》第 17(a)条规定,禁止以任何操纵、欺诈手段或计谋,在证券的报价、买入或卖出活动中人为地影响证券的价格。SEC 也制定了反操纵规则 Rule 10b-5,禁止以操纵证券价格为目的的交易行为,因为这些行为“扭曲了市场在反映买方和卖方决策方面的作用”,^[16]并且从“本质上来说,操纵行为是对供给和需求的自由品质的蓄意干扰”。^[17](2)Shenker 一而再、再而三地从事扰动全国最优买卖报价、寻求以原本不可能出现在市场上的价格成交订单。这一行为妨碍了市场供求的自由品质,损害了最优报价机制的完整性。^[18]

(二)第二阶段(2010 年至今):明确了证券商在防范客户从事幌骗交易方面的责任

2010 年以来,SEC 查处的幌骗和其他市场操纵案件逐渐增多,包括 Biremis 案^[19](2012 年)、Hold Brothers 案^[20](2012 年)、Wedbush 案^[21]

[15] 见注[10]。

[16] Halsey, Stuart & Co., SEC Release No. 34-4310(1949), 见注[11]。

[17] In the Matter of Pagel, Inc., et al., SEC Release No. 34-22280(1985), 见注[11]。

[18] 见注[11]。

[19] SEC, Administrative Proceeding File No. 3-15136, available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/2012/34-68456.pdf>.

[20] SEC, Administrative Proceeding File No. 3-15046, available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/2012/34-67924.pdf>.

[21] SEC, Administrative Proceeding File No. 3-15913, available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/2014/34-73652.pdf>.

(2014年)、Behruz Afshar 案^[22](2015年)、Aleksandr Milrud 案^[23](2015年)、Briargate 案^[24](2015年)、Lek Securities Corporation 案^[25](2017年)等。

1. 操纵手法多样化。近年来,美国证券市场上的市场操纵行为人在进行操纵时,已经不再局限于使用单一的手法,而是将幌骗、堆单和塞单等多种操纵策略混合使用。在前期将幌骗交易定性为市场操纵行为的基础上,2012年SEC在对Biremis案和Hold Brothers案的涉案人员判罚时,援引了《1934年证券交易法》第9(a)(2)条的规定——“为了诱使他人买卖特定证券,单独或者伙同他人在该证券上进行交易,造成该证券实际或表象上的交易活跃,或者抬高或压制该证券价格”,进一步将堆单界定为市场操纵行为。^[26]

2. 跨境操纵愈加频繁。在SEC查处的这些操纵案件中:(1)有行为人亲自实施的操纵行为。例如,Briargate Trading公司利用幌骗手法集中操纵在纽约证券交易所上市的证券。^[27](2)有行为人在境外招募交易员操纵境内上市的证券。例如,加拿大人Aleksandr Milrud招募了一批网上交易员,向交易员提供交易账号和交易技术,实施堆单操纵行为。^[28](3)还有境内证券商向境外客户提供交易平台,明知境外客户实施了操纵行为而不加以阻止。例如,Biremis公司向境外交易者提供交易管理平台ProsperPro,极大地便利了境外交易者接入美国、加拿大、英国和日本等国家和地区的证券交易所。其间,虽然Biremis已经被告知其境外客户疑似从事了操纵行为,但Biremis置之不理。^[29]再如,

[22] SEC,Administrative Proceeding File File No. 3 - 16978,available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/2015/33-9983.pdf>.

[23] SEC v. Aleksandr Milrud,Civil Action No. 15 - CV - 00237 - KM - SCM(D. N. J.),available at <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2015/lr23173.htm>.

[24] SEC,Administrative Proceeding File No. 3 - 16889,available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/2015/33-9959.pdf>.

[25] SEC v. Lek Securities Corporation,et al.,Civil Action No. 17 - CV - 1789,available at <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2017/lr23776.htm>.

[26] 见注[19]、[20]。

[27] 见注[24]。

[28] 见注[23]。

[29] 见注[19]、[20]。

SEC于2017年3月查处的Lek证券公司一案。在2010年10月至2016年9月间,Lek证券公司最主要的收入来源客户——乌克兰的Avalon公司以堆单为主要操纵手法,操纵了数百只在美国上市的证券,获利超过2100万美元。除此之外,Avalon公司还涉嫌跨市场操纵。^[30]

3.对未能善尽“合理监督”义务的证券商课以处罚。美国《1934年证券交易法》第15(b)(4)(E)条规定了证券商对其客户具有合理监督义务,即SEC对“蓄意帮助、教唆、劝诱、命令、诱导或致使他人”违反证券法律法规,“或者未能根据该法律、规则和条例对受其监督的有上述违法行为的其他人员进行合理监督”的证券商可以进行谴责,限制其活动、职能或者经营,取消证券业务注册等。例如,Biremis公司和Hold Brothers公司虽然已经知晓其境外客户从事了操纵行为,但未能采取措施予以限制和终止,反而还为境外客户进行市场操纵提供了便利条件,因而被SEC撤销了证券业务注册,并被处以高额罚款。^[31]

三、美国证券交易所设置反市场扰乱机制以限制幌骗交易

除了SEC将幌骗交易明确为市场操纵行为并进行严厉打击之外,近年来,美国在打击幌骗交易方面另外一个趋势,是各证券交易所在其交易规则中引入反市场扰乱规则,即在传统的、以行政和司法机关为实施主体但程序漫长复杂的反市场操纵规则外,建立了以证券交易所为实施主体的反市场扰乱机制,明确了证券交易所在即时处置扰乱市场交易秩序行为中的功能和作用。

(一)设置反市场扰乱机制意在补正市场操纵执法的不足

为了提高对市场扰乱、疑似市场操纵和其他不适当的报价、交易行为的处置效率,2016年2月,经SEC批准,美国BATs证券交易所(Bats BZX Exchange,BATs)修订了其交易规则,引入了对扰乱报价和交易行

[30] 见注[25]。

[31] 见注[19]。

为(disruptive quoting and trading activity)的认定和处置机制(Rule 12.15、Rule 8.17)。这一系列规则也被BATs称为客户暂停规则(Client Suspension Rule)。^[32]随后,美国其他一些证券交易所(如NASDAQ、MIAX和BOX)也纷纷向SEC申请,在其交易规则中引入反市场扰乱行为的规定。^[33]

在第一次向SEC提交的交易规则修改申请中,BATs援引交易习惯术语,对拟限制交易所会员直接参与或者便利他人实施的两种行为——堆单和幌骗进行了描述。^[34]堆单是一种频繁交易模式,主要特征包括:(1)参与者在市场某一方向、在不同价位上输入多个限价订单(堆单订单,layering orders);(2)随着堆单订单的输入,证券的供求水平发生变化;(3)参与者在与堆单订单相反的方向输入一个或多个订单(反向订单,contra-side orders),随后成交;(4)反向订单成交之后,参与者撤销堆单订单。幌骗同样也是一种频繁交易模式:(1)参与者在市场最优买入或者卖出价格上下单,缩小证券的价差(幌骗订单,spoofing order);(2)随后,参与者在行情反方向上提交订单(反向订单),与受幌骗订单的影响而加入的其他市场参与者成交。经过征集公众意见,2015年11月BATs在撤回第一次申请后第二次提交了申请,将堆单和幌骗两种交易行为分别抽象和提炼为扰乱报价和交易行为(disruptive quoting and trading activity),并获得了SEC的批准。^[35]在对行为进行描述上,NASDAQ、MIAX和BOX的新规与BATs的规则一致。

在市场扰乱行为的适用上,BATs强调:(1)应当具有频繁性且符合上述对行为的描述。频繁,一则表明扰乱行为的次数多,对市场的影

[32] *Bats Client Suspension Rule*, available at https://www.bats.com/us/equities/regulation/regulatory_programs/client_suspension_rule/.

[33] 2016年11月,FINRA也向SEC提出申请,在其自律规则中建立反市场扰乱机制。截至目前尚未获得SEC批准。SEC Release No. 34-79361 (File No. SR-FINRA-2016-043), available at <https://www.sec.gov/rules/sro/finra/2016/34-79361.pdf>.

[34] SEC Release No. 34-75693 (File No. SR-BATS-2015-57), available at <https://www.sec.gov/rules/sro/bats/2015/34-75693.pdf>.

[35] SEC Release No. 34-76470 (File No. SR-BATS-2015-101), available at <https://www.sec.gov/rules/sro/bats/2015/34-76470.pdf>.

响显著,二则表明行为人具有很明确的主观意图,而不是随机性的、偶然性或者过失性的行为。(2)前述行为的一部分或者全部发生在BATs,均会被认定是构成了市场扰乱行为。例如,在A市场上下达堆单订单,在B市场上下达反向订单,同样会被认定是实施了市场扰乱行为。(3)行为的主体包括交易所会员自身,也包括了会员和共同实施了该行为的其他人。

BATs等交易所引入反市场扰乱规则,这与通过行政机关和司法机关打击市场操纵行为存在的不足密切相关。一是虽然交易所已经能够实时发现具有市场操纵特点的交易行为,但从线索的发现到启动后续调查、行为人承担相应法律责任,程序和周期较为漫长,而在此期间不法行为仍在继续,难以在市场操纵行为开始进行时便采取有效的规制措施。二是当证券交易服务的提供者在境内而投资者在境外时,还面临着跨境司法管辖权的难题,后续调查和责任追究有诸多不便之处。以前文所述Biremis案为例。Biremis公司主营业务为通过自有的日间交易平台和订单管理系统向境外投资者提供交易执行服务。早在2007~2008年间,美国金融业监管局(FINRA)和一些交易所、自律组织已经发现Biremis直接或者为其客户提供便利而从事了扰乱交易或者疑似市场操纵行为。在被告知其客户从事了前述不法行为之后,Biremis仍然采取了放任态度。直至2012年,Biremis及其高管才因违反了市场操纵、卖空和洗钱的规定被处以市场禁入的处罚,而此时距离发现不法行为线索已经过去了四年之久^[36]。

(二) 实施反市场扰乱机制有其正当程序的要求

正当程序,或者更确切来说是“公平程序”,是美国《1934年证券交易法》中明文规定的、证券交易所在对其会员进行纪律处分时应遵循的要求。^[37]在作出纪律处分前应先行通知当事人(俗称的“威尔士通知”),向当事人提供听证机会,乃至正式纪律处分作出后给予当事人内部救济的渠道等都是正当程序的应有之义,其目的在于限制交易所

[36] 见注[19]。

[37] 《1934年证券交易法》第6(b)(7)条,第19(d)(e)条。

自律监管权能的滥用、维护当事人的正当权益。^[38] 由于反市场扰乱机制的实施将明显限制交易所会员及其客户的交易活动,因此必然要对交易所暂停交易处置行为进行必要的程序控制。

1. 启动程序(下达通知)。依照 BATs 的规则,当交易所会员(客户)违反了 Rule 12.15 的规定后,根据交易所首席监管官(chief regulatory officer, CRO)或者 CRO 指定的其他高级官员的书面许可,法律顾问办公室或监管部将启动程序,以直接送达或者隔夜快递的方式向会员或者会员的联系人(以下统称会员)发送通知,通知中载明是否要求会员采取特定的措施,对会员所涉违规行为的陈述,以及具备了基本要素而尚未生效的暂停交易指令草稿。

2. 举行听证。在通知下达 15 日之内,交易所将组织对进行暂停交易处置的听证会。首先由 CRO 组建听证委员会,成员包括一名专业听证员担任听证会主席、一名行业代表以及一名交易所会员大会成员。在听证会召开前 7 天,关于听证会召开日期、时间和地点的通知将会寄送至各当事人。在听证会上,会员有权提交证据材料、邀请证人作证,同时需要接受听证委员会的询问。如果会员缺席听证,将被视为承认了通知上所载明的违规事实。

3. 发布暂停交易指令。在听证会举办后 10 日内,听证委员会将发布是否实施暂停交易指令的书面决定。该书面决定以及暂停交易指令将会以直接送达或者隔夜快递的方式向会员送达。暂停交易指令的主要内容包括:(1)指令会员暂停和停止进行 Rule 12.15 所规制的市场扰乱行为,以及(或者)指令会员暂停和停止向那些违反了 Rule 12.15 规定的客户提供交易所接入服务。(2)陈述违规行为,以及该行为对市场秩序造成的严重干扰和对投资者权益的严重侵害。(3)详细描述会员应当(或者不得)采取的措施。(4)指令发布及生效的日期与时间。

暂停交易指令发布后,并不影响交易所对相关会员的进一步调查,以及当会员违反了证券交易法律、交易所规则时对其施用的标准纪律

[38] 徐明、吴伟央:《论证券交易所自律管理正当程序的有限性》,载《证券法苑》2010 年总第 3 卷。

程序进而给予纪律处分,即经过下达通知、进行听证后对会员处以除名,暂停交易,限制交易活动、交易功能和交易操作,罚款,谴责,暂停或禁止与其他会员往来等。

4. 当事人的救济。Rule 8.17 规定了当事人的救济机制,即当会员收到暂停交易指令之后的任何时间,当事人可以向听证委员会申请修改、搁置、限制或者撤销暂停交易指令,并提供支持请求的事实理由。听证委员会将在收到申请后的 10 天内进行回复,在此期间暂停交易指令继续生效。除此之外,美国《1934 年证券交易法》第 19 条还规定,当事人可以向 SEC 提出审查申请。SEC 基于公共利益和投资者保护的考虑,可以撤销、减轻或者要求免除交易所作出的非必要或者不适当的处分决定。

(三) 反市场扰乱机制肯定并进一步扩充了交易所维护市场秩序的职能

在交易所规则层面,伦敦证券交易所的交易规则 G1400 条规定交易所会员不得从事令人误导的和禁止性的交易行为。^[39] 相比较而言, BATs 的反市场扰乱规则:一是对拟规制的扰乱行为进行了较为细致的刻画,向市场参与者提供了基本的行为指引;二是在规定交易所对扰乱行为的认定标准和处置程序的同时,规定了会员可得采取的救济措施,使这些规则能够形成一套完整的反扰乱机制。

1. BATs 引入反扰乱规则是其自律监管权能的体现

BATs 之所以能够在其交易规则中引入反扰乱规则并最终获得 SEC 的批准,很重要的一个前提是美国证券法律已经赋予了证券交易所自律监管权能。按照美国《1934 年证券交易法》第 6 条的规定,证券交易所有权“制定相关交易所规则,旨在防止欺骗、操纵行为和做法,促进公正、公平的交易原则……从总体上保护投资者和公共利益”,对于其会员和与其会员有关联关系的人违反证券法律规定或者交易所规

[39] 这些行为包括:(1)在证券的行情、价格或估值上制造或参与制造虚假的景象;(2)在交易系统中输入虚假的交易或价格;(3)在交易系统中以不合理地偏离市价的价格进行成交;(4)正在或者意图实施欧盟议会 Regulation 596/2014 规定的市场滥用行为;(5)实施或者参与有可能危及交易所市场公平和完整性的行为;(6)实施或者参与导致或者促成其他交易所会员违反交易所规则的行为。

则的,可以给予适当的纪律处分,并在进行纪律处分时给予当事人公平的程序。BATs 在进行申请时,一再阐述引入反市场扰乱规则是适法的,并有助于维护市场秩序和保护投资者权益。SEC 对 BATs 的申请予以批准时,也重申证券交易所享有自律监管职权。^[40]

2. 对扰乱行为处置进行了必要程序控制

在 BATs 的第一次和第二次申请中,收到了来自投资者、市场机构和投资者保护组织的若干反馈意见。主要的争议点在于:第一,对堆单和幌骗的定义是否过分宽泛,以至于当事人虽然没有扰乱意图但仍被认定为市场扰乱行为。第二,新的规则是否会产生溢出效应,特别是限制正当交易策略的使用、限制正当的市场竞争。第三,对堆单和幌骗行为的列举描述容易促使一些市场参与者采用针对性的规避措施。在对反馈意见的回复中,BATs 强调新规则中对于堆单和幌骗的描述并不意图对这类的行为进行“放之四海而皆准”的定义,而是禁止某些具备恶意堆单和幌骗行为特征的交易模式和交易行为。将堆单和幌骗抽象为“扰乱报价和交易行为”也有助于避免机械地援引交易习惯术语而造成规则适用的僵化,也为后续打击除堆单和幌骗之外其他扰乱行为预留了空间。并且,启动暂停交易程序需要由交易所高级别官员书面批准,同时引入了听证程序和救济程序,这些规则的设计也有助于避免暂停交易机制的误用和滥用。

3. 新规在市场操纵规则之外“另起炉灶”

在美国的证券法律体系中,对于欺诈和操纵行为的规制,无论是交易规则、行政执法还是司法判例都较为成熟,BATs(也包括其他证券交易所)也有权能对操纵行为进行禁止和预防。但也正是因为规则、判例较为成熟,因此在适用反操纵机制时需要遵从大量而又繁杂的程序,耗时日久,并不能及时、果断制止这些不法行为的继续进行。因此,SEC 在批准 BATs 引入反扰乱规则时强调,反市场操纵程序和周期之漫长有其必要,但是,“如果证券交易所发现会员进行了扰乱报价和交易行为并通知了该会员,而该违规会员拒绝停止扰乱行为,

[40] SEC Release No. 34 - 77171 (File No. SR - BATS - 2015 - 101), available at <https://www.sec.gov/rules/sro/bats/2016/34-77171.pdf>.

则委员会相信,赋予交易所通过快速暂停客户交易程序的方式阻止扰乱行为的权力,于法无违”。SEC 还认为,放任这两种市场扰乱行为的继续进行会对投资者权益造成重大侵害,因此适用快速处分程序是合理的。

需要指出的是,尽管 SEC 在批准文件中将扰乱报价和交易行为归为市场操纵行为的一种,但客观而言,在美国证券法律中(包括《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》)尚无对市场扰乱行为(disruptive)的界定。虽然《多德—弗兰克法》中引入了反扰乱规则,但这一规则限于期货市场的监管中,并不能直接适用于证券市场。因此,BATs 在交易规则中引入反市场扰乱规则,实际上是在传统的反市场操纵规则之外建立了一套新的、针对市场扰乱行为的规制体系(见下表)。由于 BATs 这一新规则建立时间较短,其实践效果有待进一步考察。

美国反市场操纵规则和反市场扰乱规则比较^[41]

	反市场操纵规则	反市场扰乱规则
法源基础	《1933 年证券法》《1934 年证券交易法》	证券交易所交易规则
实施主体	SEC、司法机关	证券交易所
规制对象	以市场参与者为主;交易所会员对其客户负有监督业务	以交易所会员为主;对会员的客户产生间接影响
行为认定	1. 应当具有明确的主观故意; 2. 实施了操纵或欺诈行为; 3. 对证券交易数量和价格产生了真实影响; 4. 是否获利以及获利高低将影响后续的处罚	1. 通过行为的反复性认定具有主观故意; 2. 只要行为模式达到规则的标准即被认为构成扰乱行为; 3. 对证券交易数量和价格产生了真实影响; 4. 是否获利以及获利高低不影响行为认定

[41] 资料来源:根据公开资料整理。

续表

	反市场操纵规则	反市场扰乱规则
行为后果	根据情节轻重承担相应的民事和刑事责任	按照交易所的指令暂停和停止进行扰乱行为,或者暂停和停止为进行了扰乱行为的客户提供交易所接入服务;拒绝执行指令的将会被交易所进一步处以纪律处分
处置周期	根据案情的复杂程序有所差异,短则数月、长则数年	最短 8 日,最长 26 日

四、美国市场打击幌骗交易的经验对 A 股市场的积极借鉴意义

本文比较了美国等市场对幌骗、堆单等行为的界定标准,回顾了 SEC 历年来对幌骗案件的判罚主旨,并分析了以 BATs 为代表的美国证券交易所近年来建立的反市场扰乱机制。从前文可以看出,美国证券市场上历年来存在的反市场操纵执法难题,诸如高频交易技术手段被不法行为人滥用作为市场幌骗手法、对跨境市场操纵行为的打击查处存在诸多不便之处、难以在幌骗行为实施当即就对行为人采取有效制止措施等,在目前 A 股市场也客观存在。特别是近一段时间,在我国 A 股市场上一些“大资金”利用其资金优势频繁炒作股票,引起个股和市场的剧烈波动,影响了正常的市场交易秩序,也侵害了广大投资者的合法权益。结合美国近年来在对幌骗行为的立法规制与监管方面的主要做法,有三点经验值得进一步参考和借鉴:

(一) 将幌骗、堆单等交易行为明确为市场操纵行为并予以严惩

大体而言,境外市场中的幌骗和堆单交易行为相对应的是 A 股市场证券执法中所谓“虚假申报”行为,适用于现行《证券法》第 77 条“以其他手段操纵证券市场”这一兜底条款。建议参照美国立法以及日本《金融商品交易法》第 159 条第 2 款第 1 项中对虚假申报的限制性规定,以“行为描述+性质界定”“概括+列举”的方式,将幌骗、堆单等不法行为纳入《证券法》的规制范围之内。同时完善《中国证监会市场操纵行

为认定指引(试行)》,由内部规定上升为部门规章,将虚假申报明确认定为市场操纵的手段之一。

(二) 要求证券商严格履行对其客户的“合理监督”义务

在一些市场操纵案件中,证券商或者直接参与其中,或者为行为人提供了便利条件。美国《1934年证券交易法》第15(b)(4)(E)条关于证券商对客户的合理监督义务条款值得参考:一是明确了证券商不得蓄意帮助、教唆、劝诱、命令或者致使他人违反市场操纵规则等证券法律或者行政法规。二是明确了当证券商违反了前述规定时监管机构可得采取的处罚。三是明确了证券商可得免责的情形,包括已经建立了相应内部控制程序和制度,以及基于该程序和制度证券商客户等相应人员履行了其应当承担的责任和义务。

随着A股市场的进一步开放,有效规制跨境操纵行为将成为监管活动新的重点和难点。当境外行为人利用境内证券商提供的服务从事操纵活动时,落实证券商的“合理监督”义务有助于强化证券商对客户的管理意识和对市场秩序的维护意识,及时切断行为人的操纵通道。

(三) 证券交易所引入反市场扰乱机制以规制市场参与者的扰乱行为

BATs引入的反市场扰乱规则可以看作对疑似市场操纵违法行为的前端处置机制,是证券商对客户“合理监督”义务在自律监管层面的具体体现。在扰乱行为进行之初由交易所及时采取处置措施,既避免了疑似操纵行为的继续进行而给市场秩序造成持续性的危害,又通过一定的程序控制防止这一措施误用、滥用而侵害市场参与者的自由交易权利。

目前,A股市场早已在证券交易所层面建立了异常交易处置机制。在实践中,这一机制存在的主要不足如下:一是《证券法》对交易所的自律监管权能阐而未发,特别是对交易所能够在异常交易处置中采取何种处置措施、以何种程序进行、当事人以何种方式进行权利救济等缺乏清晰细致的规定。《证券法》第115条规定交易所可以根据需要对证券账户限制交易,也仅限于“重大异常交易情况”,而对于未达到重大标准的异常交易行为的处置,亟待立法进一步赋权。二是交易所的交易规则对异常交易行为的认定标准不够精细,会员及其营业部在异常交易处置中的职责有待强化,而不应仅限于提醒、报告、提供资料等,交易所对违规

会员(含其客户)的监管措施和纪律处分有待丰富并增强其效力。

针对上述问题,可以参考 BATs 反市场扰乱机制做法,从以下几方面调整:一是在《证券法》修订中增强交易所的自律监管权能,细化对异常交易行为的法律定性。二是在交易所的交易规则中,对异常交易或市场扰乱行为提出更细化的量化标准,包括行为人的主观意图、行为方式、行为后果及影响等,给各市场参与者特别是交易所会员提供明确的行为指引。三是建立异常交易或市场扰乱行为的处置机制,主要包括:(1)交易所内部建立对“异常交易”或“市场扰乱行为”的甄别和判断规则;(2)交易所对涉事会员的通知程序;(3)会员收到通知后应当采取的措施,如暂停或中止进行“异常交易”或“市场扰乱行为”;(4)会员不履行前述责任时,交易所可采取的处分措施和处分程序等。