我由于过去5年不间断地于一线接触美国的证券市场，亲身目睹过十几起操纵或疑似操纵的事例，现将其中一部分付诸文字供读者分享。

美国资本市场形形色色的操纵行为

■刘嘉偌

前些日子有媒体报道刘姝威关于中国股市已被强力操纵的观点，可以说振聋发聩。她认为，由于中国散户直接持股市值占A股总市值比例高达80%，且股指期货交易额4倍于正股，故散户羔羊们已成为老谋深算占尽各种先机的机构们的盘中餐云云。

说实话，对于刘姝威上述观点，我有一些疑惑。首先，散户持仓比例是什么权威机构发布的，几乎10年前这一数字就被引用，而且这么多年来就没变动过？其次，换手率高或交易结构等问题，我只能得出市场投机性强的结论，至于有没有人站上了绝对顶峰以至于可以俯瞰市场，从逻辑上讲这属于不可知论的范畴。

在刘姝威观点公开不久，根据中纪委网站发布的消息，力推“两融”业务创新且身为救市总指挥的前中国证监会主席助理张育军涉及严重违纪，开始接受组织调查。而更早些时候，与张私交甚好的中信证券总经理程博明等已因涉嫌内幕交易行为被调查。10月19日，张被国务院正式免去行政职务。

就在近日，有着传奇经历、名动中国资本界的私募一哥——泽熙投资的法人总经理徐翔因涉及从事内幕交易和操纵股票价格等违反犯罪行为，被公安机关采取了刑事强制措施。这个风格彪悍却又神秘低调的投资人，早期是“宁波涨停板敢死队”的领军人物，搬至上海后通过抄底重庆啤酒、双汇发展和酒鬼酒以及参与恒星科技、康得新、莱宝高科定增等收获丰厚利润。这个标杆性人物的倒下，相信会让太多关联人士彻夜难眠乃至心生绝望，对上海金融圈的震撼甚至超过了张育军的倒台。

当然，市场上存在操纵案例和这个市场本身被操纵并不是同一个概念。前者是任何一个资本市场的常态，而后者则接近于阴谋论。比方说，牛熊趋势确立后的市场固然还是会在局部存在各种操纵行为，但你能说牛熊前后的走势是操纵出来的吗？

我由于过去5年不间断地于一线接触美国的证券市场，亲身目睹过十几起操纵或疑似操纵的事例，现将其中一部分付诸文字供读者分享。总体而言，美国金融依然是世界第一，中国的资本市场改革没有理由不依其经验教训做顶层设计，但自下而上着看看美国金融界不为人所知的另一面，也算多个视角吧。另外，随着自贸区内的人民币资本项目可兑换进入倒计时，对于那些有意申请合格个人境外投资试点资格（QDII2）的组织和自然人，这篇文章值得一读。

自2009年以来，已公开查处的海啸级市场操纵包括Libor（伦敦银行间拆放款利率）、WM/Reuters基准汇率和ISDAfix利率指数，桩桩都不可思议。涉罪主体除巴克莱、高盛、摩根大通、瑞银、德银、汇丰等几乎所有全球顶尖投行商行外，还包括了像BP（英国石油公司）这样的500强能源巨擘。可以说，徐翔和这些机构背后的势力比起来，犹如小巫见大巫。

以关联到3.6万亿美元资产池的WM/Reuters为例，有着海量日交易额的外汇和利率市场都能被操纵，小小的美股蓄水池更不用说了。而对于有外汇和期货市场长期搏杀经验的对冲基金经理们来说，股市可约看成用牛刀杀鸡的狂欢地，尤其在若干监管盲区。

那么什么是市场操纵？按照最经典的定义，是指以获取利益或减少损失为目的，利用资金、信息等优势或滥用职权，制造证券市场假象，诱导其他投资者作买入或卖出决定，最终影响市场价格并扰乱市场秩序的行为。和内幕交易、欺诈客户、虚假陈述相同，是一种证券欺诈行为。而本文主要介绍美国资本市场中四大类市场操纵，分别从高频交易、边缘交易所与黑池、pump and dump（类似A股做庄行为但有区别）、私有化等角度展开。

高频交易的罪与罚

2010年5月6日，道指在几分钟内暴跌千点，创下美股自1987年股灾以来的最大盘中跌幅。不久美国证券交易委员会(SEC)专门就此事件发布报告，称可能涉及某位花旗交易员试图操纵标普期货合约，但就此没了下文。直到2015年4月21日，英国公民Navinder Singh Sarao才因涉嫌闪崩事件(Flash Crash)在伦敦的家中被捕。就美国商品期货交易委员会(CFTC)对他的指控文件来看，其涉及22项欺诈和市场操纵指控，交易策略新颖却并不复杂，用一句话总结——高频交易和塞单(quote stuffing)惹的祸。

所谓高频交易是指，从那些人们无法利用的极为短暂的市场变化中寻求获利的计算机化交易。而所谓的quote stuffing手法，即那些配置高带宽的高频交易员通过大量的极速报单和撤单来淹没市场，那些做日内交易的人脑很容易受到迷惑，前者下单撤单只要1毫秒，但人工即使是最熟练老手也得300毫秒。

Sarao在2010年的美股闪崩中造成了万亿美元的市值蒸发，但他自己只捞到了区区90万美元。不过经此一役，自信心爆棚的他不断在标普期指合约上钻营，2010—2014年间累计获利4000万美元。

2005年前后蓬勃发展起来的高频交易，那些既有日内交易经验，又有计算机编程背景的交易者，在实战中不断融会贯通，他们不管是做波段还是做趋势，首先用数学语言把自己的交易策略甚至体系代码化，然后结合各种细节上的优势在交易层面获得战果。

有超额收益自然会吸引越来越多的青年才俊加入，每年年初的纽约金融工程师大赛变成了世界计算机算法交易员的年度盛会。而新生事物永远是领先于法律法规和政策的，无意有意地在红线边缘的灰色地带游走变成了常态：领先交易(Front-Running)、回扣套利(rebate arbitrage)和慢市场套利(slow-market arbitrage)这些本质上违法违规的赚钱门道被反复探索。

新的交易链显然更合高频交易员们的口味，不仅速度更快信息披露更少监管也更松，财大气粗的机构甚至有办法将自己的服务器搬到经纪商机房隔壁的位置，他们相信超高速计算机发出的交易指令，由于缩短了在光缆上的旅行距离可以获得叠加优势，比如跨交易所的同品种套利。

于是老牌衍生品交易所在和新的经纪商与电子做市商的竞争中节节败退，而像纽交所和纳斯达克这样的股票交易所也在和高频做市商的角力中显露颓势。2009年纽交所只有15%的股票交易是通过做市商系统私下完成的，但短短三年后超过33%的纽交所上市公司的股票买卖发生在交易所之外。

不过，据笔者观察，美国高频交易公司的流金岁月正在走向尽头，而引爆变局的关键人物就是日裔加籍的金融家Brad Katsuyama，他也是Michael Lewis畅销书《Flash Boys》中的男一号原型。Katsuyama在效力于加拿大皇家银行期间觉察到了高频交易者的大量行为，是事实上的不公平竞争，而且这这种不公正每时每刻都在发生的。2012年离职后，他联合了一批之前被高频交易员蒙惨了的对冲基金和投行怪才创办了IEX交易平台，自主研发的创新系统可以使得订单同时到达交易所，确保交易可以在价格不受高频交易干扰的情况下进行。

政府部门态度转变是另一个关键。在嫉妒心和正义感的交织作用下，美国联邦调查局(FBI)、证券和交易委员会、美国司法部、纽约州检察院等内部都已开始立案调查。

美国证券交易委员会前任主席Mary Schapiro，已不止一次对采用塞单手法的交易者隔空喊话，称其正在评估是否涉嫌欺诈或其他不当行为，违反到现有法规。美国民主党总统候选人希拉里·克林顿上个月在爱荷华州竞选站演讲时也表态，将对订单取消比例超出一定标准的证券交易征税，理由是此类高频交易威胁市场稳定。而CFTC现任主席Timothy Massad也于近日透露，由于衍生品对现货市场的干扰越来越大，将采取史上最严厉措施限来制高频交易。具体做法是出台一个细则性规范，一方面强制独立交易公司在CFTC进行注册，另一方面是对所有自动交易程序进行测试和监督。最釜底抽薪的一招是，将严控CME和洲际交易所(ICE)的交易激励措施，以最大程度限制高频交易公司在同一笔交易中身兼买卖二方的时间间隔。

另据我了解，继引入“熔断机制”后，美股的“涨跌幅限制”也已进入流程探讨阶段。所谓熔断机制指的是，当股价出现直线下滑时交易将随之暂停数分钟，比如股价在五分钟内下跌超过10%，则将自动停牌五分钟。涨跌幅限制为了抑制投机行为防范过分的暴涨暴跌，美国可能会在某些情况下借鉴A股的涨跌停板交易机制。

看到这是不是觉得挺讽刺？中国投资人不停地喊着要跟国际接轨，尽早取消涨跌停板，但资本主义的决策者却在认真琢磨是不是要跟中国学习一招半势。

值得一提的是，尽管中国的资本项目尚未开放，但海外的高频交易者们已通过各种方式潜入A股市场，刚被公安部侦破的伊世顿贸易公司期市操纵案就是其中技术含量较高的之一。操盘手是Georgy Zarya和Anton Murashov，他们于2012年9月以两家香港公司名义在江苏省张家港保税区以美元出资注册成立了伊世顿。随后通过中国雇员借用了个人或特殊法人期货账户31个，供他们组成账户组进行股指期货交易，原始资金为50万美元的注册资本和从他处融入的360万人民币。

据披露，该账户组通过自主开发的高频交易软件（设置了技术伪装环节）自动批量快速下单，申报价格明显偏离市场最新价格，经保证金的放大效应累计完成8110手共计113亿元人民币的交易额，非法获利20多亿人民币。在今年6月初至7月初的市场大波动期间，伊世顿在中证500、沪深300、上证30等股指期货合约上的开仓量居全市场前列，平均下单速度是每0.03秒一笔，短短三十天内获得超5亿元的净利益。就日盈利数据而言，这两个俄罗斯神人秒杀国际“大咖”Navinder Singh Sarao。

为他们辩护的民间声音已经出现——原有国内交易规则未设置对quote stuffing和spoofing的禁止，法无明文规定不为罪；国内交易所1秒只产生2个数据包，美英等国已是毫秒级的竞争，此案有硬贴标签的嫌疑。

边缘交易所与黑池

中国对美国证券交易所的了解主要集中在纽约证券交易所、美国证券交易所以及纳斯达克。但金融圈以外的公众有所不知的是，这三大主流交易市场之外，还有8个相对边缘的交易所和近50个监管微弱的黑池。用SEC前市场及交易主管John Ramsay的话来说，这些“边缘交易所”和黑池的发展态势已然不妙，越来越有利于包括内部人士在内的市场操纵。

简单说，之前二级市场上各类参与者，包括规模不等风格迥异的共同基金、资管产品、对冲基金、日内交易机构、经纪商、做市商，基本上可看成一个和谐共荣的准生态系统，但随着新一代经纪商和电子做市商日新月异的基建升级，那些旨在促进交易者有更多选择的初衷最终演化出了一条极不公平的起跑线，以致于系统失灵的概率也在成倍增加。

美国股票市场的整体结构可以和《星球大战》中的死星(death star)相类比。两者的共同点：一是，规模巨大结构复杂威力惊人，对更宏大的外部世界已构成直接威胁；二是，自设计初便存在不起眼死穴，而戳中该死穴可引发连锁反馈式的崩塌。

先来看看黑池和市场操纵之间的关系。去年年中，纽约州总检察长Eric Schneiderman在巴克莱银行前交易员的帮助下起诉了这家全球知名银行，最重要一条就是黑池交易严重误导了机构投资者。巴克莱旗下的黑池交易所名叫Barclays LX，由于允许匿名交易股票且成交量价的披露具有延迟性，因此对经常有大额交易却担心信息披露会造成市场动荡的投资人产生了很大吸引力。

如果只有一个类型的投资者市场流动性多半会出现问题。于是巴克莱邀请了一批做高频交易的公司和个人来做机构客户们的对手盘，并通过伪造材料来隐藏真实的买卖数据。这也让黑池市场里的机构投资者变成了任人宰割的牛羊。猎杀行为也不一定就是高频交易者主导的，比如资管机构在曼哈顿的宏伟办公楼里发出了卖出指令，却莫名其妙地被经纪商分配到了黑池市场去执行。无论是执行前执行中还是执行后，卖方彻彻底底地被蒙在鼓里。

透明度过于匮乏，堂堂监管部门居然连交易细则都摸不着头脑，于是SEC主席Mary Jo White计划对所有交易所和黑池做整体架构层面的大检修。按其建议，今后黑池必须在美国金融监管局备案，属于华尔街证券界的非政府自监管组织。那些被监管部门约谈时愤怒声讨黑池的机构投资者里面，固然有大量真实受害者，也不无贼喊捉贼的货色，尤其是资产管理规模上百亿千亿甚至万亿的超级机构。

接下来再来说边缘交易所的猫腻。纽交所、美交所、纳斯达克之外，中国人打交道最多的是美国场外柜台交易系统(OTCBB)。截止2013年底的数据，自2003年起共有117家中国企业借道OTCBB辗转登录三大主流交易所。再接下来是OTC Pink，俗称粉单市场，因为各种情况被纽交所、纳斯达克摘牌的企业如果还想保持美国上市公司的身份，多半会去这里面耗着。

说到粉单市场，不得不提下OTCQX和OTCQB。这三个交易所归同一家公司所有，两两间定位不同。如果说粉单市场里专门卖“烂土豆”的话，OTCQX的水准要高出一个档次，比如上市企业的股价不得低于1美分，不能因债务压力处于破产边缘，且每年都有基本披露要求。而在OTCQB挂牌企业更优秀些，因为财报数据需满足的条件相对严格。三个交易所统称OTC Markets，加起来有超过1万家上市企业。

OTCBB和OTC Markets之外，美国本土最知名的“边缘”交易所集团叫BATS Technology，两年前由BATS和Direct Edge合并而成。其旗下的四个交易所BATS BZX、BATS BYX、EDGA和EDGX都是成交量领先的，在交易员这个行业细分人群里那是响当当的招牌。只是大众媒体里的曝光度一直较低，最近一次露脸还是今年春节前被SEC罚款1400万美元，理由是只把准确充分的定单信息提供给少数几家会员。

众所周知，换手率位于两极的个股甚至ETF，是容易吸引市场操纵者的好标的。说些我自己的亲身经历。有半年多时间，我们曾经把大约一百万的钱配在了OTC Markets，当时的想法是纯粹做风险投资，单纯从估值来看这里的股票比纽交所、纳斯达克便宜太多，再就是想象空间也大。但操作起来后发现，换手率太低或太高的股票在美股的任何一个市场，从中长期来看其估值一定会打非常大的折扣。而等到我们彻底明白过来，要想在边缘交易所里赚到钱或者说不亏钱的聚焦点绝不应放在估值层面时，那笔钱也已经亏掉一大半了。

当时还有个很头疼的问题是买的时候不好买，卖得时候不好卖。对只有A股经验的投资人来说，成交量低迷的股票不好买卖容易理解，但很多成交量奇高、技术图形上刚开始走牛的股票也买不到就难以置信了，但这就是现实。个人认为，边缘交易所内挂牌企业的股价，要么是少数交易暴徒说了算，要么是做市商说了算。也许片面，但肯定有到位的地方。

当然，有些投机客之所以关注边缘交易所里的股票，是因为回顾历史，有一定比例的边缘交易所挂牌公司会随着规模的成长、质地的良化而转板去到纽交所和纳斯达克，只要核心指标像是财务数据和股东人数等过关即可启动申请。

中国投资人对美股的私有化套利策略运用得比较熟练，由边缘交易所到主流交易所的转板套利策略不管是知还是行则少得多。其实支撑逻辑是客观存在的，一是，舞台大了从此曝露在机构投资者的雷达中，之前的流动性折扣就此消失；二是，激励机制丰富了，有助于吸引到更优秀管理层团队，不管是内在增长还是靠外延增长企业的中长期业绩可期。笔者觉得这颇类似于迷你版的“戴维斯双击”——赚估值修复的钱，也赚企业成长预期的钱。

当然本文的侧重点是美股市场上的操纵案例和阴暗面而非如何赢利，所以接下来用点篇幅讲一讲转板套利里的市场操纵。基本路径是——企业先登录OTCBB，等满足一系列条件后转去纽交所或纳斯达克，然后被揭发造假而遭遇做空，轻则集团诉讼民事赔偿重则摘牌追究刑事责任。在这个过程中一般有PIPE (Private Investment in Public Equity)的参与。

转板套利既然称得上策略自然远非个案，放长时间轴和利益链来看，与转板套利有关的市场操纵是可以用百分比来说话的。更新截止日期为2013年底的数据库显示，自2005年以来借道OTCBB登录纽交所、美交所、纳斯达克的中国企业共计117家，其中已有28家因为各种违法违规事件被摘牌，自行退市私有化的是8家，遇到做空或质疑但仍委身于主流交易所的是23家，剩余58家也基本上不温不火。

也就是说，约45%的OTCBB背景中概股在转入主流交易所后有过被做空者猎杀的情况。并不是说所有的猎杀都是市场操纵，但据笔者近距离观察，推动中国民企赴美反向收购者与2012年到达影响力顶峰的追杀中概造假者有着千丝万缕的联系，甚至有个别情况就是同一拨人。在OTC市场里买入正手做多，转板进入主流交易所后协力哄抬股价，估值由折价转溢价刷新历史最高后再反手做空。

说回PIPE，即私募基金、共同基金或者其他的合格投资者以市场价格的一定折价率购买上市公司股份，从而扩大公司资本的一种投资方式。分为传统型和结构型两种形式，前者由发行人以设定价格向PIPE投资人发行优先或普通股来扩大资本，后者是发行可转债。从阳光面来看，这种融资方式很受中小企业欢迎，因为相对于二次发行等手段，由于监管机构审查少且无需昂贵路演等费用，效率更高成本更低。就阴暗面来看，在OTC市场做PIPE的机构，有部分的确和热衷于搞pump and dump的各方游资合作紧密，毕竟双方的利益在某些阶段相当吻合。

在这个市场操纵的利益链里，除了内部人士、PIPE机构、高频交易达人、专业做空基金外，也少不了在企业登录边缘交易所的过程中提供过服务的投行和会计事务所员工。以后者为例，粉饰甚至捏造财务数据可以帮到股价操纵者两次：第一次是登录OTCBB时可以获得相对更高的估值，并在财经公关的配合下逐步在羊群中建立起信心甚至狂热；第二次是把经年积累起来的脱水财报数据给到对冲基金那边。毋庸置疑是在详尽做空报告公开发布以前，而相关人等的空头部位早已埋伏好。

Pump and Dump

和大多数的市场操纵一样，pump and dump由施害者和受害者两部分人群组成，前者的人数一般是个位数，而后者可能超过百人甚至上千。该行为可以看成A股里的做庄行为，但又有些明显区别。

一方面，pump and dump的标的股票主要是纳斯达克和OTC市场上乏人问津的小盘股（3-5亿美元市值），5000万美元-3亿美元的微盘股，以及5000万美元朝下的虾米股，单价最高不会超过2-3美元；另一方面，整个操纵持续期的时间较短，大量案例也就是2-3天左右，最长的也就个把月。

老谋深算的“猎手”在搜集到小型上市公司90%以上的流通股股份后，利用各种媒体渠道发布虚假信息或带有误导性的陈述，把股价像火箭发射一样猛烈地炒到高位。或者是先把股价炒上去随后再把精心准备的消息放出去，顺序取决于自己的偏好。

等价格涨到目标区间时，各路接盘侠们也已纷至沓来，真实的买压开始出现，于是“猎手”一步步地按计划减仓甚至清仓。很快股价重回底部，甚至砸穿上涨之前的底部。除了搞阴谋诡计的小集团，99%的参与者都亏惨了钱。

从上世纪初开始到1990年代，pump and dump是经典的市场操纵手段，一代代的小散投资人吃过亏。这类骗局最早是美国各地证交所的经纪人们玩起来的招数。在咖啡店、周末集会的新老客户中间时不时地散布些虚无缥缈的“绝密消息”，每个月只要来这么几次养家糊口的钱就赚到了，毕竟交投活动因为这些真假难辨的小道传言而活跃起来，佣金就到手了。慢慢地，这演化成了一种万变不离其宗的市场操纵手段，在法律明文禁止前堪称标杆性商业模式。

2013年美国金融业监管局（FINRA）曾发出警告，pump and dump正在美股市场汹涌回潮。这些人通过电子邮件、网络论坛、移动电话、社交媒体取代了电报、报纸分类广告、座机，成为他们撒网捞人的新工具。身处全球化时代自然标配也得升级，注册离岸公司和拥有海外银行账号。没有改变的是那一套一套的话术——朋友，只要你有胆量很快就能发财了；这公司是一生一次的机会，千真万确；行动起来是关键，现在就去买。

还有一种类似的市场操纵叫short and distort，很多方面是和pump and dump很像。只不过后者是通过先做多然后卖出从而非法得利，往往在大盘和板块处于牛市时应用得比较多；而前者是通过先建立空头部位然后在股价下跌后平仓来赚钱，在熊市时该手法胜率更高。前者的核心步骤也是散布谣言，不过不是正面积极的言论而是负面的极具杀伤力的谣言。

说句题外话，前段时间中国证监会表态要打击恶意做空后被各路豪杰一顿取笑，理由是做空就是做空，哪里还分什么善意或者恶意。其实即便是在美国金融世界中恶意做空也是真切存在的，short and distort就是其中一种，它和常规意义上的做空是完全不同的。

再就是唯美帝独有的一个证券欺诈手法叫chop stocks，标的股票亦多为纳斯达克、OTCBB和粉单市场的低流动性公司。经纪人从几个大股东那里用很高的折扣拿来一批股票，绝大多数单价只有小几毛钱甚至几分钱，然后合谋用每股几块钱的价格卖掉，主要坑零售端的小白客户。

（下转04版）