

股票做市业务受追捧 中泰证券申请牌照翻 旧案

曾在新三板挂牌公司做市领域风生水起的中泰证券，拟申请范围更广的上市证券做市牌照，但八年前卷入的做市商合谋市场操纵案是否成拦路虎？

上市证券做市业务正成为券商新的盈利增长点，多家机构正在向中国证监会申请增加此类业务资格。

做市商制度又称报价驱动制度，一般是指在证券、衍生品等金融资产交易市场上，具有一定资本实力、信息资源和信誉的机构，向交易的买方和卖方提供双边报价，并基于此报价接受交易者的买卖要求、促进交易完成的交易制度。做市商扮演的是提供双边报价的市场角色。

中国市场率先于 2001 年在银行间债券市场引入做市商制度；此后，银行间外汇市场、ETF、新三板、场内外衍生品市场、公募 REITs、CDR 市场都陆续引入了做市商制度。2022 年 5 月启动的科创板股票做市交易业务试点，是中国 A 股上市证券首次引入做市制度。

在新三板挂牌公司的做市业务中，由于公司市值小，参与做市的大多

是中小券商，头部券商并不是主要玩家。中泰证券正是新三板做市业务量居前的券商。

而科创板做市商的门槛较高，需具满足近 12 个月净资本持续不低于 100 亿元、近三年分类评级在 A 类 A 级以上等条件，目前仅有中信、招商、国泰君安等 15 家证券公司拿到牌照。

在新三板做市经验颇丰的中泰证券，于今年 4 月向中国证监会递交增加业务类型的申请，但至今迟迟未能获批；其中一个重要原因便是，中泰证券曾在 2015 年卷入了一场新三板做市股票价格合谋操纵案。此外，今年 1 月递交了同类业务申请的东方财富证券，至今也未获批.....

I. 翻出八年前旧案

递交上市证券做市交易业务资格申请文件四个多月后，中泰证券近日收到了证监会的反馈意见：“你公司及相关负责人曾于 2017 年因新三板做市业务被我会行政处罚。请就上述处罚是否构成重大违法违规记录进行论证，补充说明公司和相关责任人后续整改情况及开展新三板做市业务的合规情况。”

据了解，上述案件指的是 2015 年 8 月发生的新三板挂牌公司易所试

的股价操纵案。这也是新三板第一例被证监会调查处罚的做市商与企业合谋操纵市场的案件。易所试因未能披露年报已 2019 年 7 月终止挂牌。

2015 年 6 月，易所试公布了价格不低于 20 元/股的定增计划；但 7 月下旬至 8 月初，其股价持续下跌，一度跌至 14.96 元/股。

2015 年 8 月 5 日，易所试董事会秘书张万翔，来到位于北京的中泰证券场外市场部办公室，会见了时任中泰证券场外市场部总经理王磊、时任中泰证券场外市场部业务总监和做市业务部负责人郝钢，以及时任中泰证券场外市场部交易员付强等人。

经双方会谈确定，主要采用中泰证券做市交易在二级市场买入拉抬股价，同时通过易所试公告利好信息、向投资者推荐等其他方式拉抬易所试股价，之后将买入的易所试股票卖回给易所试方面操控或安排的账户。

于是，2015 年 8 月 6 日至 19 日，王磊、郝钢指使付强通过中泰证券做市户合计买入易所试股票 146.65 万股，买入金额 3114.85 万元；其中，中泰证券应易所试方面要求买入 134.3 万股，合计 2869.85 万元。8 月 19 日，易所试向全国股转公司申请自 8 月 20 日起停牌，当天经易所试实际控制人章源与王磊协商后，通过中泰证券做市户继

续单向大量买入易所试股票 50.9 万股，买入金额 1179.67 万元。

在此期间，易所试股价从 14.96 元/股上涨至 27.18 元/股，涨幅高达 81.68%。最终，易所试在 2015 年 11 月以 22 元/股的价格完成了 1.6 亿元的定增。

2016 年 2 月 26 日，易所试公告称章源、张万翔、总经理白龙桥等人收到证监会的《调查通知书》；同年 9 月，中泰证券也公告称被证监会立案调查。

易所试此后提出的申辩意见认为，公司主观上不存在为了定增拉抬自身股价的动机，并称所谓操纵实质上是在新三板流动性不足、缺乏大宗交易机制的客观限制下，做市商协助看好挂牌公司的投资者，在二级市场大宗买入股票的行为。

中泰证券也申辩称，其参与的涉案交易行为是履行做市商市场交易组织者的正常职责，交易性质上更接近于回购交易，不应比照《证券法》操纵市场的相关规定。中泰证券还称，新三板属于发展初期，制度不完善，监管部门实际上未严格比照主板进行监管，应保持执法和监管的连续性。

不过证监会最终还是认定上述行为属于操纵市场行为，并于 2017 年

12月做出行政处罚决定：易所试、中泰证券分别处以100万元罚款，章源、王磊给予警告并分别处以20万元罚款；白龙桥、张万翔、郝钢给予警告，并分别处以10万元罚款；付强给予警告，并处以3万元罚款。

II. 东财做市资格仍未批

东方财富证券于2023年1月递交了上市证券做市交易业务的申请，但证监会3月24日给出的反馈意见称：“近日，我们关注到媒体报道你公司证券交易软件无法正常登录交易，请说明此次信息安全事件的发生原因、影响以及整改情况，并进一步说明公司是否符合‘最近1年信息系统未发生重大及以上级别信息安全事件’条件。”

2023年3月21日早盘时段，多名投资者在社交媒体爆料，东方财富软件“崩了”，无法正常登录交易。大约十点半左右，陆续有投资者反映可以登录。不过当日下午开盘后，又有多名投资者称东方财富软件再次“崩了”，页面显示“网络繁忙，请稍后再试”。

东方财富证券当天在官网披露的系统公告称：“今日我司证券交易系统部分客户登录出现异常，盘中已恢复正常。对此我们深表歉意。”

不过，3月31日，西藏证监局还是对东方财富证券采取了责令改正

的行政监管措施，称东方财富证券在 3 月 21 日的网络安全事件中，存在信息系统升级论证测试不充分、未及时报告网络安全事件的问题；责令东方财富证券对此次事件相关责任人员进行内部责任追究，并妥善处置此次事件引发的投资者诉求。

“东方财富证券应进一步加强信息系统建设的统筹规划，充分了解系统架构及内部运行机制，强化研发、测试、上线、升级变更及运维管理，完善应急预警、处置、报告机制，确保信息系统安全平稳运行。你公司应于 3 个月内完成上述整改工作并向我局报送整改报告。”西藏证监局强调。

其实，针对证券公司系统频出问题的情况，证监会机构部早在 2022 年 5 月就指出，这说明行业暴露了诸多问题，例如个别公司合规内控管理不到位，系统升级改造过程中存在薄弱环节；再如主体责任意识不强、履行不力，未清晰、准确、完整掌握外部供应商提供软件的系统架构等。

信息系统安全对证券公司业务开展至关重要。根据证监会 2022 年 7 月发布的《证券公司申请增加业务种类核准》行政许可事项服务指南规定，申请增加上市证券做市交易业务，需要说明证券公司内部控制与风险管理、业务隔离、异常交易监控、突发事件处理、廉洁从业管理、反洗钱制度等情况。

关于信息系统安全稳定运行情况,需详细说明信息系统是否安全稳定运行,最近1年是否发生事故及事故的后果与影响;如果涉及增加代销金融产品业务的,还需要说明是否需要与发行人建立代销金融产品业务相关的信息系统,如已建立,运行是否安全稳定等。

东方财富证券上市证券做市业务申请程序,自2023年3月24日后便再无进展。

III. 争抢证券做市业务

此前,由于新三板整体交易规模较小,头部券商并未展现较大兴趣,因此中小券商在新三板做市业务中发挥更重要作用。开源证券、安信证券、中泰证券一度位居新三板做市业务量的前三。

随着科创板做市交易业务的开闸以及北交所也开始引入做市,其收益主要来自做市底仓资本利得、交易价差、交易所做市奖励等,业界普遍认为,这对证券公司的自营业务是一大利好,尤其是头部券商更受益。目前科创板做市商中,中信证券做市股票最多,有82家,其次是招商证券的39家和国泰君安的33家。

天风证券的研报称,做市业务长期看将有效盘活券商自营资产,增厚

业绩并改善业绩稳定性；由于科创板流动性较新三板相对更高，随着市场规模的提升，有望显著增厚券商业绩并改善业绩稳健性。券商可以使用自有股票，将有效盘活由于科创板跟投带来的持仓，增厚收益；头部券商具备资本实力、风控能力、技术系统等优势，机构业务的集中度或进一步提升。

目前，包括国联证券在内的多家券商都已经发布公告称，公司董事会审议通过了增加上市证券做市交易业务资格的议案，不过截至目前证监会还未接收这些公司的申请材料。

一般认为，做市商具备提升市场流动性、平抑市场过度波动、提升市场有效性等功能。有业内统计显示，科创板做市商制度启动后，从首批 14 家券商参与的 42 只股票做市半年的情况看，相较于无做市商的股票，有做市商的股票市值较大，估值、ROE、营收增速、净利润增速均较高。

不过，科创板目前的做市业务与国际市场还是略有不同。浙商证券分析师王杨总结道：一是科创板对做市商的资质要求更高，相比于海外模糊的申请流程，中国科创板在做市商制度中有明确的要求；二是买卖差价空间更小，科创板做市商允许的最大价差在 1%—3%，而英美股市做市商允许的最大价差可达 5%；三是科创板做市商的最小申报金额为 10 万元，而英美股市做市商的最低申报数量多为 100 股或

1000 股。

还有业内人士认为，国内券商在资本金、杠杆水平、盈利能力等方面都弱于发达市场的同行；此外，证券业是典型的资本密集型行业，所以目前在 A 股市场发展做市这一类重资产的业务，头部券商确实更有优势，中小券商也不必着急强行硬上。