

《中国法学》文章摘要

原文标题	证券期货市场高频交易的法律监管框架研究		
作者信息	邢会强	推荐编辑	王莉萍
作者电话 (重要)		原文字数	20215
项目	北京市社会科学基金重点项目(项目编号 15FXA008)	刊发期数	2016.5
内容提要、关键词: 内容提要 高频交易在我国证券市场上已经初露端倪,因其负外部性较大,亟需制定相应的监管规则予以克服。以金融法中的“三足定理”为理论指导,可以将对高频交易的法律监管分为风险监管、行为监管与竞争监管三大类别。这三类监管又以信息监管为基础,于是这四类监管共同构成了一个具有普适性的高频交易监管框架。对于高频交易,我国的监管政策选择应该是予以适当的限制或抑制。此外,对高频交易的法律监管还要树立“以快对快”的监管理念,因此,我国对高频交易的监管规则应不断及时修订,从而跟上市场之变化。 关键词 高频交易 程序化交易 三足定理 幌骗 塞单			
文章摘要(4000 字, 原文摘录, 勿另外撰写): 高频交易(High-Frequency Trading)是一种采用高速度和高频率的自动化证券交易方法或策略。与高频交易相对应的则是低频交易(Low Frequency Trading)。高频交易需要利用程序化交易的技术,也需要利用算法交易作为决策与执行的辅助。由于高频交易快速执行的特点,高频交易系统必须是程序化的和运用算法的,但并不是所有的程序化交易和算法交易都是高频的。 在国外发达金融市场,高频交易已经占据市场主流地位。在我国,高频交易已经初露端倪。除了伊世顿贸易公司涉嫌特大操纵期货市场犯罪案外,证监会已对东海恒信操纵市场案和江泉操纵市场案做出了行政处罚,这几个案例均具有高频交易的特征。无论是程序化交易的技术,还是高频交易的策略,都不是“价值中立”的。程序化交易的技术以及高频交易的策略都有负外部性,不能以“技术价值中立”为由逃脱法律监管。2015 年 10 月,中国证监会起草了《证券期货市场程序化交易管理办法(征求意见稿)》(以下简称《程序化交易办法(征求意见稿)》),虽只字未提“高频交易”,但其大部分内容都是针对高频交易的,即它以程序化交易监管为名,行高频交易监管之实。 金融法中的“三足定理”可以指导对高频交易的法律监管。考察境外对高频交易的监管经验,可以将其分为风险监管、行为监管、竞争监管与信息监管四种类别。其中,前三类监管恰好依次对应了金融法中的三大价值目标:金融安全与稳定、金融公平与弱者保护、金融效率与创新。而这,正是金融法中“三足定理”。当然,要实现“三足”之间的平衡,前提是监管者掌握足够的相应监管信息,这就是“信息监管”。 对高频交易的风险监管,目标是维护金融安全与稳定。程序化交易与高频交易小则可能导致非系统性风险,大则可能导致系统性风险。其成因在于:第一,程序化交易条件下批量操作与事先制定的买卖策略相结合,容易形成抛售的恶性循环。第二,电子交易系统难免会出现故障,不能提交订单,或者提交过量的订单。第三,高频交易的速度极快,一旦发生“胖手指(Fat Finger)”等人工错误就难以纠正。第四,个别高频交易商通过其制造的波动性来牟利,在此过程中,创造了更多的不确定性,并麻痹了中小投资者。第五,高频交易条件下出现新的市场操纵形态,或者说高频交易便利了包括“幌骗”和“塞单”等在内的市场操纵行为。			

境外对高频交易的风险监管包括：1.经纪商对订单的审核与监测义务；2.熔断机制与涨跌停板制度；3.错误交易撤销制度；4.禁止“无成交意向的报单”等。我国对高频交易风险监管的建立与完善建议包括：1.规定经纪人审核指令的义务。2.废除涨跌停板制度，引入新的熔断机制。涨跌停板制度是防范个股或个别投资者风险的，全市场熔断机制则是防范系统性风险的。证券监管防范的主要是系统性风险，个别风险应由市场承担。因此，长远看，应实施全市场熔断机制，废除个股涨跌停板制度。新的全市场熔断机制的熔断阈值一定要适当拉开，不能相距太近，以免引发“磁吸效应”。此外，熔断后停止交易的时间不能太长，以免出现流动性困境和市场恐慌。废止我国的涨跌停板制度后，如果非要警示个股风险，则可以借鉴“美国版”涨跌停板制度，仅仅暂停交易很短一段时间，此后，股价涨跌再无限制。3.建立错误交易撤销制度。4.在新三板实施禁止做市商提交“无成交意向的报单”制度。

对高频交易的行为监管，是为了防止高频交易商滥用“市场优势地位”，进而保护处于弱势一方的利益。在高频交易领域，即使作为机构投资者的大型、专业投资者也有可能成为配备有“特殊武器”的高频交易商掠夺和“捕杀”的对象，从而沦为弱者。在高频交易条件下，欺诈行为的手法花样翻新，出现了新的行为种类，主要有：1.“闪电订单服务”，制造了一个特定利益集团，形成了一个凌驾于大众市场之上的一个非常小的利益集团。2.“幌骗”（spoofing）行为，通过假装有意在特定价格买卖证券期货，制造需求假象，企图引诱其他交易者进行交易，扰乱了正常的市场秩序。3.“塞单”（Quote Stuffing）行为，即在极短的时间内（例如几十分之一秒）突然向市场抛下巨量买单或卖单，然后迅速撤单。这会导致交易系统“塞车”，当没有经验的投资者正在准备消化和处理这些巨量信息时，塞单者得以隐藏其投资策略。塞单”一方面会扰乱整个市场的交易秩序，甚至会酿成系统性风险，如“2010年闪崩”事件，另一方面会导致市场和其他投资者的巨额损失。4.“高速试探”（High-Speed Ping）或“试探订单”（Ping Order），损害了机构投资者的利益，使其不能以最低价格成交。

境外对高频交易的行为监管包括：1.“闪电订单服务”的禁止制度；2.“幌骗”、“塞单”和“高速试探”均被定性为操纵市场，并被禁止。随着高频交易在我国的发展，幌骗、塞单等行为有可能在我国出现。前述之“江泉市场操纵案”中的操纵手法就是“幌骗”。为了使新修改的《证券法》更能适应程序化交易和高频交易时代对新型市场操纵行为的规制，有必要明确规定幌骗与塞单等市场操纵行为，即建议增加“连续申报或大量申报订单后迅速撤销申报，或撤销申报后进行相反申报，操纵市场价格的行为”。此外，我国目前没有暗池交易，而竞价交易和大宗交易又是比较公开透明的，因此没有试探订单存在的必要性。而且，由于特殊的交易环境，禁止“闪电订单服务”的监管措施对我国的意义也不大。

对高频交易的竞争监管，目标则是遏制其恶性竞争，使金融创新和竞争服务于实体经济、服务于人民大众。高频交易商之间追逐速度的竞赛，最终将是一场无意义的“技术军备竞赛”（arms race）。从某种意义上看，高频交易竞争已经失去了理智。参与者对于速度的追求已经达到狂热的状态，甚至已经超乎常理。技术正在控制、奴役人类。高频交易的速度加快所带来的好处远不及市场结构的变化所带来的弊端。而市场结构的变化，将导致高频交易可能破坏市场的价格发现功能。高频交易的过度发展还导致了虚拟经济对实体经济的“挤出效应”。那种声称高频交易提高了“流动性”之类的说法实际上是在循环论证：“高频交易之所以是好的，因为它提高了高频交易的流动性”。

境外对高频交易的竞争监管则应以事前监管为主。不过，其措施多采用了经济性、弹性规制工具——金融交易税或订单费。但还有的交易所则采取了硬性规制工具——规定订单的最低停留时间。从境外的经验看，各国对高频交易竞争监管的政策选择是限制和抑制，但作为一种技术进步的结果，高频交易毕竟还没有“恶”到必须予以禁止的地步。我国的高频交易虽未充分发展起来，但其弊端已经凸显，我们应该及早看清其“技术军备竞赛”的本质，预先进行相应限制和抑制。券商和金融软件开发商对此也应有清醒认识，不要将其视为自己

的“核心竞争力”和未来开发、发展的方向。我国对高频交易的限制工具如何选择？笔者认为，我国不能对国外的经验“照单全收”，而应坚持目的与手段相匹配的比例原则，在能够达到目的的前提下，尽量使其对市场机制的损害降至最低。征收金融交易税、征收订单费和规定最低停留时间，这三种工具中，规定最低停留时间是一个首先应该考虑的选项。它与征税、收费相比，具有市场主体金钱负担最小的优点，且最低停留时间是可以灵活调整的。订单费与金融交易税相比，也具有灵活性和机动性，不受复杂的法定程序的限制，是一个仅次于规定最低停留时间的选择。至于金融交易税，在我国是可以开征的，但其目的主要并不是抑制高频交易，而是为了符合税收中性原则。

对高频交易的信息监管，目标是收集相应的监管信息，解决监管中的信息不对称，以便做好风险监管、行为监管与竞争监管。为了掌握高频交易商及高频交易的信息，国外已经采取的相关措施主要是注册、报告、标记、记录与追踪等，这是一种信息收集工具。例如，美国的大型交易商报告制度(Large Trader Reporting)与综合审计追踪系统(Consolidated Audit Trail)，德国的高频交易商注册与报告制度，欧盟的高频交易记录与报告制度等。高频交易商登记注册制度能为监管机构提供必要的信息，但也增加了市场主体的成本，甚至会有一定的负面效果。中国证监会《程序化交易办法(征求意见稿)》没有采取高频交易商注册制度，而是在第4条建立了程序化交易报告制度——“证券公司、期货公司的客户进行程序化交易的，应当事前将身份信息、策略类型、程序化交易系统技术配置参数、服务器所在地址以及联络人等信息及变动情况向接受其交易委托的证券公司、期货公司申报”，以及“证券期货交易所会员自营或资产管理业务、租用证券公司交易单元的基金管理公司进行程序化交易的，应当事先向证券期货交易所申报程序化交易相关信息。”高频交易的标记、记录与追踪系统类似于飞机上装备的“黑匣子”。“为了在事后追究责任，监测追踪系统是非常有必要的，只有这样监管者和起诉者才能准确有效地调查事故缘由，识别责任归属。”但也应该看到，监管机构自己开发和维护追踪系统的代价是非常高昂的，因此，有的国家将该义务课加给了交易所(如德国)、经纪商(如美国)或高频交易商(如欧盟、德国)。为了减轻监管成本，中国证监会的信息监管主要通过证券期货交易所实现的，即《程序化交易办法(征求意见稿)》第21条仅要求“证券期货交易所应当加强对程序化交易的实时监控”，但没有建立相应的监测追踪系统，记录每一笔交易的详细信息，而是将信息保存义务课加给了经纪商，即《程序化交易办法(征求意见稿)》第17条规定了信息记录制度——“证券公司、期货公司应当妥善保存客户程序化交易的信息，对客户信息承担保密义务。……相关信息和资料的保存期限不得少于20年。”然而，对信息的内容并没有做出具体规定。并且，20年的记录保持期限实在过长，笔者认为5年足矣。此外，笔者建议，有必要规定监管部门有权要求交易者提供程序化交易信息、交易使用的系统以及交易策略和参数的权力，以增强监管部门的信息监管能力。

西谚有云：“对于跑得快的老鼠，必须有一个快的老鼠夹”(A faster mouse deserves a faster mouse trap)。我国有句古语：“魔高一尺，道高一丈”。对高频交易的监管，需要“以快对快”(match speed against speed)。总之，我们需要以金融法中的“三足定理”来指导高频交易监管框架的建立，同时再辅之以信息监管。