

美国不公平高频交易监管及对证券法修改的启示

马其家 王森

(对外经济贸易大学法学院, 北京 100029)

摘要: 证券期货市场上的高频交易行为中, 有一部分属于不公平的高频交易。不公平的高频交易行为不仅有可能危及证券期货市场的公平稳定, 也有可能损害其他市场参与者的利益。为了对这种行为进行有效的监管, 保护普通投资者的利益, 我国有必要在借鉴美国监管经验的基础上, 修改《证券法》, 明确高频交易的定义, 禁止高频交易中的操纵市场和“试单”行为, 限制不公平的主机托管行为。《证券法》还应规定或授权证监会、交易所对高频交易报价采取实时监控、限制撤单、强制减速带等监管措施。

关键词: 高频交易; 证券期货市场; 信息技术优势; 公平原则

Abstract: Some high-frequency trading (HFT) activities on the securities and futures market are unfair. These activities may not only endanger the fairness and stability of the securities and futures market, but are also likely to damage the interests of other market participants. In order to effectively control and regulate HFT and protect the interests of ordinary investors, it is necessary to revise China's securities law on the basis of experience of the United States. The securities law should clarify the definition of HFT transactions, forbid market manipulation and the behavior of "ping the market" and restrict unfair co-location in HFT. The securities law should also provide or authorize the SFC and exchanges to take the regulatory measures of real-time monitoring of quotations, limitation of withdrawal and mandated "speed bump".

Key words: high frequency trading, securities and futures market, informational and technical advantages, the principle of fairness

作者简介: 马其家, 法学博士, 对外经济贸易大学法学院教授, 研究方向: 国际金融法、比较证券法。王森, 女, 对外经济贸易大学法学院博士生, 研究方向: 国际金融法、比较证券法。

中图分类号: DF438.7 **文献标识码:** A

高频交易是利用计算机程序和算法进行证券期货交易典型代表, 具有以下一些突出的特点: (1)通过复杂的计算机算法, 用计算机程序根据市场行情的变化自动下达交易报价; (2)交易速度极快, 单位在毫秒甚至微秒; (3)在交易日结束时交易者不持有头寸。¹由于上述特点, 一部分高频交易行为严重损害了市场的公平性。相对于普通投资者, 高频交易者往往具有信息、技术和速度方面的优势, 在市场行情发生变动时可以先于普通投资者发出买单或卖单, 以牺牲普通投资者利益为代价获得收益。一些高频交易者甚至还利用自身技术优势从事操纵市场的活动。

高频交易问题已经引起我国监管部门的关注。我国

证监会和证券交易所于2015年开始对高频交易和程序化交易进行调查和监管, 对部分具有程序化交易特征的机构和个人进行核查, 对频繁申报或频繁撤销申报、涉嫌影响证券交易价格或其他投资者的投资决定的24个账户采取了限制交易措施。²随后, 证监会于同年10月发布了《证券期货市场程序化交易管理办法(征求意见稿)》(以下简称《管理办法》), 意在进一步加强对高频交易的监管。但是, 我国目前有关高频交易监管的规则只有法律效力较低的证监会部门规章, 即《管理办法》。而作为证券期货市场监管根本大法的《中华人民共和国证券法》(下文简称为《证券法》)并未对高频交易的监管作出规定。

高频交易问题也引起我国一些学者的关注,例如,邢会强(2016)³对如何构建高频交易监管的法律框架进行了探讨,郭朋(2012)⁴梳理了高频交易的主要策略及其影响,张孟霞(2016)⁵、肖凯(2016)⁶集中研究了高频交易中的操纵市场问题。但是,目前国内尚无专门研究高频交易的公平性问题,以及探讨如何从《证券法》层面构建我国不公平高频交易监管法律制度的文献。

为了维护证券期货市场的稳定,保护普通投资者的利益,我国有必要在证券期货市场监管的根本性大法,即《证券法》层面对高频交易问题作出相应的规定,强化对高频交易的监管。为此,本文将在研究和借鉴美国对证券期货市场上不公平高频交易行为监管经验的基础上,探讨如何从维护市场公平性出发,在《证券法》层面建立高频交易监管法律制度,以供我国立法机关参考。

不公平高频交易行为的学理分类

根据美国学界的观点,高频交易行为可以分为三类。^{7, 8, 9}第一类是合法且公平的高频交易行为,这种行为有助于增加市场的流动性,有利于各市场参与者的利益,被美国监管机构所允许和支持。第二类行为称为掠夺式高频交易(predatory high-frequency trading),即高频交易者利用信息和技术优势,早于市场上的一般投资者获知信息并更快速地进行交易。此种行为在获利的同时损害了其他交易者的利益,属于不公平的交易行为,被美国监管机构限制,但并未完全受到禁止。第三类行为属于利用高频交易技术进行的操纵市场行为,表现为高频交易者运用自身的技术故意制造虚假的、误导性的股价表现,引诱其他交易者做出错误的交易决定。¹⁰由于涉及操纵市场,此种行为显然违背了公平原则,被美国法律所禁止。本研究将重点关注美国市场上发生的第二类和第三类高频交易行为及其对公平原则的破坏。

一、掠夺式不公平高频交易行为

高频交易者利用信息优势和技术优势进行掠夺性交易的情况在美国十分突出。高频交易者或力图以最快的速度获得市场信息,进而先于其他的市场参与者进行交易,或依赖其可以迅速报撤单的技术,检测到其他交易者难以发现的订单。值得注意的是,这其中的一部分策略需要依赖美国证券市场实行全国市场系统管理规则

(Regulation National Market System, 以下简称“NMS规则”)的规定,以及美国多家证券交易所并存的现状才可以实现。¹¹NMS规则的初衷在于将全国多个交易所联结起来,增加市场的公平性,但其中关于单一价格成交、统一数据馈送(consolidated data feeds)¹²等的规定造成了市场分割,成为高频交易者运用信息和技术进行掠夺式交易,从差价中获利的前提。

1. 利用信息优势进行的掠夺式不公平高频交易行为

利用信息优势进行的掠夺式高频交易行为主要体现为潜伏套利,即高频交易者通过付费,先于其他市场参与者获知信息,并利用信息优势在市场上最先进行交易的行为。这一交易策略的实施完全依赖速度,高频交易者若要通过这一策略获利,最重要的就是成为市场上最先下达报价的交易者。因此,尽早地获知市场信息是实行这一交易策略的前提。为了实现这一目的,高频交易者通常选择向交易所付出高额费用,以通过“直接数据馈送”(direct data feeds)¹³或者“主机托管”获取优势。

数据馈送这一概念与NMS规则密切相关。在NMS规则的要求下,美国建立了全国性的“证券信息处理器”(Securities Information Processor, SIP),以进行统一数据馈送。统一数据馈送表现了美国股票市场的实时交易情况,不仅被用来决定某一时点的全国最优交易价,也是每一个交易者获取实时交易信息的途径。但是,美国市场上的大部分高频交易者都不使用统一数据馈送,它们大多选择从交易所付费购买直接数据馈送,再自行进行整合。虽然直接数据馈送所提供的信息内容本身不早于统一数据馈送所提供的信息内容,但高频交易者整合信息的速度要快于SIP的速度。通过这一手段,高频交易者仍可以比使用统一数据馈送的交易者更早获得经过整合的市场信息,获知市场状况,进而先于其他市场参与者进行交易,获得更大的收益。¹⁴

主机托管(co-location)是高频交易者获取信息优势的另一种方法。通过主机托管,高频交易者谋求自己的设备与交易所的距离尽量接近,甚至通过向交易所缴付租金,将自己的设备安装在交易所内,以减少信息在交易所的服务器和自己的服务器之间传递的时间。¹⁵相对于进行了主机托管的高频交易者,其他依靠网络进行信息传输的交易者获得的信息会有4~7毫秒的延迟。¹⁶

目前,美国证券交易委员会并没有禁止高频交易者的上述两种行为,认为这些行为没有违反公平合理和非歧视的要求。然而,高频交易不同于传统的交易形式,几毫秒的时间看似微不足道,却足以成为高频交易技术的拥有者带来巨大利益。因此,已有学者认为,上述行为违反了证券法上的公平原则,应当被禁止。¹⁷

2. 利用技术优势进行的掠夺式不公平高频交易行为

由于高频交易者具有交易技术、交易速度和交易量的优势,它们可以运用“试单”的方式,即报价发现策略来发现市场上存在的大笔交易订单,并由此获利。报价发现策略的实现也以美国NMS规则的规定为前提,并且这种交易策略依然以美国证券市场多家交易所共存,以及NMS规则的存在为前提条件。举例来说,一种典型的做法是,高频交易者向市场上多种股票各下达1手卖出报价,这其中包括了卖出A股票的报价。交易者X此时恰好通过交易商在第一家交易所下达了大笔购入A股票的买单。按照NMS规则的要求,所有股票都必须按全国最优交易价成交。但是,第一家交易所并不能以此价格提供如此大量的卖单与交易者X的全部买入报价匹配。因此,交易者X剩余的买入报价将被继续发往美国其他证券交易所。由于高频交易者下达的股票卖出报价在第一家交易所与交易者X交易成功,它便可以预测,交易者X的剩余报价会被发往其他交易所。于是,高频交易者利用自身的速度优势,在交易者X的买单得以执行前,买入各个交易所所有可以获得的A股票。此时,持有A股票的高频交易者便可以将这些股票以较高的价格出售给交易者X,从差价中获得收益。¹⁸

除了上述的报价发现策略,高频交易者利用技术优势获利的途径还包括用计算机程序即时扫描新闻,以发现可能影响股价的信息并作出反应,以及通过金融分析模型,从近期的股价数据来分析未来的价格走势。¹⁹笔者认为,在这一系列运用技术优势进行交易的做法中,只有报价发现策略达到了违反公平原则的程度。在本文“规制不公平高频交易行为的必要性”部分,笔者将对这一问题展开分析。

二、利用高频交易技术操纵市场

与前述掠夺性交易不同,利用高频交易操纵市场的违法性并无争议。其与传统市场操纵行为的本质并无差

别,只是运用的技术手段有所差异。可以说,程序化交易和高频交易的出现和发展,为违法者操纵股价、侵害投资者利益提供了便利。具体来说,违法者常使用报价触发策略、电子欺骗、塞单等方式操纵市场。

1. 报价触发策略(Order Triggering)

报价触发策略是指操纵者突然大量地进行某一股票的交易,制造市场假象,引诱其他交易者随之进行交易,并随后进行相反的交易来获利²⁰,这是操纵市场最常见的模式。例如,操纵者下达一个足以拉低股票价格的卖空订单。其他交易者看到股价下跌,认为是市场上有人知道内幕消息所致,就跟随操纵者卖出股票,使得股价进一步拉低。随后,操纵者以低价买回这部分股票,以此获利。此种市场操纵方式对于高频交易者的特殊性在于,高频交易者可以运用计算机算法和程序发现能够获得最大利益的交易时机。²¹

2. 幌骗(spoofing)

根据美国《商品交易法》4c(a)(5)(c)条的定义,幌骗是指不以成交为目的的报撤单。这一策略的实现很大程度上依赖于高频交易技术能够在以毫秒为单位的时间里迅速报撤单的特点。高频交易者会同时在上市场上下达两笔方向相反,数量不同的订单,其中数量大的一笔足以影响到股票价格,被用来扰乱市场,欺骗其他投资者,数量较小的一笔则反映其真实的交易意图。例如,高频交易者同时对一家公司的股票下达大量高价买单,和很少数量的卖单。当股票的市场价格被抬高后,高频交易者立即撤销买单,使其无法被执行,并在被抬高的价格下执行卖单,以此获利。由于交易速度极快,高频交易者可以不间断地实施这一策略,给其他投资者带来持续的损害。

3. 塞单(quote stuffing)

塞单是指高频交易者利用其高速交易程序,在不到一秒钟的时间内发出数量巨大的股票买单和卖单,随后立即撤单。²²大量的订单会超过交易所服务器的承受能力,交易速度和信息传输的速度随之降低。在这种策略下,价格信息传递的速度降低,其他交易者获得的市场信息不再是实时信息,不再具有可信度。高频交易者接下来就可以利用这种信息不对称,进行与获取了滞后信息的交易者相反的交易,由此获利。

规制不公平高频交易行为的必要性

公平原则是证券法的基本原则。除了一般意义上的主体地位平等、权利义务对等，证券法上的公平原则还要求证券市场活动的进行符合价值规律，不存在不合理地占有和剥夺他人财产、损害他人利益的情况。²³高频交易广受争议的重要原因就是在交易过程中，掌握着信息和技术优势的交易者实施不公平的交易行为，不合理地损害其他投资者的经济利益。这不仅使普通投资者在与高频交易者的博弈中陷入不利境地，降低了普通投资者对市场的信心，也使高频交易提供市场流动性的功能不能得到正常发挥。本部分将依次分析前述高频交易中利用信息优势进行的掠夺式交易、利用技术优势进行的掠夺式交易和利用高频交易技术操纵市场行为的不公平性。

一、利用信息优势进行的掠夺式交易具有较为明显的不公平性

高频交易者对信息优势的利用使市场上出现了两个“阶层”，即高频交易者和不拥有信息优势的普通交易者。一方面，高频交易者自身若要利用信息优势获得利益，就势必损害其他交易者的利益。如果把证券交易看作不同交易者所下达报价之间的“赛跑”，那么高频交易者使用直接数据馈送或者主机托管的行为，就是一种“抢跑”。²⁴高频交易者一旦先于其他交易者下达报价，就会影响市场行情，而其他交易者甚至没有机会发现高频交易者已经进行了操作。因此，其他交易者在进入市场时，就已经处于劣势，其由于信息劣势而造成的损失，在后续交易中永远无法得到弥补。另一方面，市场上的其他交易者因为资金实力或者投资策略的差异，无法获得利用信息优势获利的机会。具体来说，高频交易者一般通过付费的方式，来获得交易所的直接数据馈送以及主机托管的机会，这需要雄厚的资金实力和达到一定规模的交易量来支撑。表面上看，交易所的直接数据馈送和空间对所有交易者都是开放的，只要付出价款就可以获得。但是，获得直接数据馈送和主机托管的机会需要付出昂贵的代价。例如，交易者需要多付出1亿美元，才能比其他投资者早1毫秒从交易所获得直接数据馈送。²⁵对于一般的中小投资者来说，付出如此高昂的价款是不可能的。而另一些机构投资者虽然具有购买直接

数据馈送的经济实力，却以长期投资为主要投资策略。它们的交易频率远小于高频交易者，并不依赖短期价差获利，选择花费重金购买直接数据馈送带来的成本将远大于收益。

二、利用技术优势进行的掠夺式交易是否违背公平原则要视情况而定

高频交易者利用技术优势进行的“试单”行为属于掠夺式交易行为，违背了公平原则，而利用技术优势实行的其他交易行为不一定违背公平原则。在试单行为中，高频交易者利用自己可以快速发出大量交易报价的技术优势，获得其他交易者的交易报价信息，进而做出对其他交易者不利的操作，使自身从价差中获利。但除了试单行为，其他利用技术优势进行的高频交易并没有明显的不公平。无论是利用金融分析模型预测市场走势，还是运用计算机程序即时扫描新闻，都是对计算机技术的正常运用。这些技术不仅高频交易者可以拥有，其他的市场交易者也可以获得。并且，这些行为都是基于已经公开、能够被整个市场获知的信息作出的。这些技术的运用只是对整体市场行情的发现，并不存在如报价发现策略中针对某一特定交易者进行损害其利益操作的情况。

三、利用高频交易技术操纵市场的行为也具有较为明显的不公平性

在利用高频交易技术操纵市场时，高频交易者通过故意制造证券交易价格或交易量的假象，引诱其他投资者在获知错误信息的情况下做出交易决策，是在损害其他投资者利益的基础上使操纵者自身获得利益。操纵市场违背公平原则这一观点也符合证券法的基本理论。但是，高频交易属于新型的市场操纵手段之一。相比传统操纵行为，这种行为更加隐蔽、复杂，对普通投资者的欺骗性更大²⁶，也更加难以监控和认定。如何在合理制定规则的基础上，对高频交易进行有效的实时监控，划清合法行为与非法行为的界限，才是对高频交易中操纵市场行为进行监管和规制的真正难点。

美国对不公平高频交易行为的监管

美国证券期货市场上的高频交易已经形成规模，其不公平性问题日益受到监管机构和学界的关注。但是，由于高频交易的速度快、算法和策略复杂，市场主体从

事不公平高频交易行为时,往往很难被发现。加之美国监管机构比较崇尚市场的自由并致力于提升市场的流动性,其对高频交易的监管态度还不够强硬,一般通过实时监测进行事前监管,通过认定和处罚操纵市场行为进行事后监管。欧盟2014年通过的《金融工具市场指令II》(Markets in Financial Instruments Directive II,以下简称MiFID II)提出了限制撤单、“减速带”等高频交易监管措施,在美国学界引起较为强烈的反响,但尚未被美国监管机构采纳。本部分将分析实时监测、限制撤单、“减速带”等事前监管方式以及认定和处罚操纵市场行为等事后监管方式在美国的运用情况。

一、对高频交易进行实时监测

若要防止不公平高频交易行为的发生,在监管中一要注重交易者对信息优势的运用,二要注重交易者对技术优势的运用。因此,确保获得市场上高频交易的实时信息,并对高频交易者采用的算法和策略进行准确的分析,是进行有效监管的前提。由于缺乏相关规则,历史上,美国证监会无法获得高频交易的信息。因此,美国证监会在2016年通过了建立综合审计追踪(Consolidated Audit Trail,以下简称CAT)系统的计划。在这一系统下,包括证券交易所等在内的自律监管组织(Self-Regulatory Organization, SRO)必须在每个交易日的8:00之前,对所有订单从发出到执行或撤销的全部动态进行上报。虽然自律监管组织只被要求以交易日为单位上报交易信息,并没有使证监会真正获得实时的交易信息,但是相对于之前信息完全不透明的情况,证监会已可以相对及时全面地跟踪和监控美国股票市场上的交易行为,更加有效地进行相关研究、识别和调查违法行为²⁷,这对高频交易的监管起到了一定作用。另外,美国证监会还使用了市场信息数据分析系统(Market Information Data Analytics System,以下简称MIDAS),用以获取更详细的股票交易信息。MIDAS可以收集全美13个交易所的股票交易数据,获得每一笔股票交易订单的报单、撤单、执行信息,交易信息的时间可以精确到微秒²⁸,尤其适用于对高频交易行为实施监管和分析。

二、对高频交易撤单行为进行限制

高频交易中很多不公平的策略都是通过频繁地报撤单来实现的,例如试单、幌骗和塞单行为。因此,限制

高频交易者撤单的频率或比例,也将在事前大大减少高频交易者实行不公平行为的可能性。目前美国尚未出现针对高频交易撤单行为进行限制的法律规定,但美国学者已在论文中指出欧盟MiFID II的相关规定,并建议美国监管机构采用。²⁹对于撤单频率,MiFID II规定,交易者下达的限价订单必须在至少0.5秒的时间中有效,不得撤销。对于撤单比例,MiFID II第48.9条认为各成员国的交易平台可以通过对撤单比例过高的交易商提升交易费用的方式来加以限制。另外,有学者建议可以通过对报价收税的方式来增加高频交易者撤单的损失,限制撤单比例。针对每一个报价收取的报价税可以是极小的数额,对于普通的交易者来说是微不足道的,但是高频交易者本身下单量大,如果再保持着极高的撤单比例,就将付出高额税款。³⁰这种方式也不失为一种可以考虑的途径。

三、强制“减速带”

强制减速带是在报价下达和提交到交易所之间进行以毫秒或微秒为单位的人为随机延迟。由于延迟时间非常短,这种延迟将仅影响高频交易者,不会影响到普通交易者。减速带的实行意在消除市场上的高频交易者通过主机托管、交易速度或交易信息取得的不公平优势。目前,世界上少数的官方交易所(如多伦多交易所)和暗池³¹已经开始实施减速带措施,来限制高频交易行为。美国比较成功的暗池投资者交易所(The Investors Exchange,以下简称IEX)也使用了减速带。

但是,对于人为设置减速带的做法,美国的证券监管机构并不支持支持态度。2016年6月,SEC接受了IEX成为注册交易所的申请。成为注册交易所后,IEX使用减速带的做法没有被SEC允许。SEC专门发布了一份解释文件,指出根据NMS的规定,交易报价必须立即报送和履行,不能被人为的延迟。即使建立“减速带”,其延迟也不得超过1毫秒。³²可见,美国在对证券市场的监管中仍然更加注重竞争和流动性,注重市场的价格发现功能。与美国态度不同的是,加拿大和欧盟极力推动高频交易减速带的实行,对高频交易者利用信息和速度优势的做法进行了较为严格的限制。例如,多伦多交易所实施了延迟时间为5~25毫秒的减速带³³,欧盟也已经要求高频交易者的报价在下达和执行之间必须有500毫秒以下的延迟。³⁴可见,欧盟和加拿大在高频交易的监管中更

加注重市场的公平和稳定。

由于高频交易的不公平性往往来自于高频交易者利用信息和速度优势，一味追求市场的竞争和流动性势必以牺牲普通投资者的利益为代价。美国NMS规则的大部分规定形成于高频交易技术出现以前，在当前其市场条件下已经显露其弊端。减速带的实行则可以减少高频交易者侵害普通投资者利益的机会，在市场的公平性和有效性上达到了平衡，值得监管者运用和借鉴。

四、对高频交易中操纵市场行为的认定和处罚

在所有利用高频交易技术进行的不公平活动中，操纵市场是唯一明确违反证券法的行为。一旦某一行为被认定为操纵市场，就必然会受到证券法律甚至刑事法律的制裁。传统上，操纵市场行为在美国被归入证券欺诈的范围内，主要由1933年《证券法》第17条、1934年《证券交易法》第10条、10b-5规则等来规制。同时，2010年颁布实施的《多德-弗兰克法案》首次明确规定了幌骗和塞单行为的违法性。

2012年，美国商品与期货交易委员会(CFTC)发布了关于《“禁止扰乱市场行为”解释指引和政策说明》，具体列举了四种以虚假报单为手段扰乱和操纵市场的行为，包括：(1)提交或取消买单或卖单，使得交易设施的报价系统超负荷；(2)提交或取消买单或卖单，延迟他人的交易执行；(3)提交或取消多样的买单或卖单，制造虚假的市场深度表象；(4)提交或取消买单或卖单，意图制造人为的价格涨跌方向。³⁵之后的2016年，美国交易员Michael Coscia因在期货交易中采用大量下单影响股价，并在毫秒内撤单的方式实施幌骗行为被判有罪。³⁶这成为根据《多德-弗兰克法案》规定的“幌骗”判决的第一案。

可以说，对利用高频交易技术进行操纵市场的行为进行规制和处罚并不缺少法律上的依据。但是，由于程序和算法的复杂性以及操作的隐蔽性，高频交易中的操纵市场比传统的操纵市场行为更加难以认定。例如，高频交易的报撤单频率本身就高于市场上的普通交易者，而操纵市场又往往与报撤单为行为相联系。在司法实践中，区分交易者报单后的撤单行为究竟是基于市场行情的变化，还是出于扰乱市场的目的，就是十分关键又比较困难的。对于此问题，CFTC指出，应权衡市场环境、交易者的交易行为模式和特点以及其他相关事实和证据”。³⁷

美国监管经验对我国证券法修改的启示

高频交易之所以受到广泛关注，是因为一方面它可以促进证券期货市场交易的活跃，改善市场流动性；另一方面它也有可能损害市场其他参与者的利益，甚至危害证券期货市场的公平稳定。因此，我国有必要通过立法规范高频交易，引导其发挥积极作用，避免其发挥消极作用。在这一过程中，美国监管机构和学界对于高频交易特征、类型的界定是值得我国立法借鉴的；其对于高频交易中操纵市场行为的认定与处罚也值得我国立法参考。但是，对于高频交易的其他具体监管措施，我国不应仅止步于对交易进行实时监测，还应当在借鉴美国做法的同时，吸纳欧盟、加拿大等地的有益经验，将限制撤单、强制减速带等措施引入我国立法。

事实上，我国监管部门已经开始关注高频交易的立法监管问题。2015年10月，我国证监会发布《证券期货市场程序化交易管理办法(征求意见稿)》，试图对程序化交易³⁸进行规制。为了引导程序化交易者符合《证券法》规定的公平原则，《管理办法》提出了如下一些要求：一是要求交易所加强对程序化交易的实时监控，强调实时监控在管理程序化交易中的重要性。二是规定提供主机托管服务应遵循公平原则。《管理办法》第二十条明确规定证券期货交易所应当按照公平原则提供机柜托管服务，按照公平原则分配交易单元或席位并配置流量，防止美国市场上交易商付出重金提前获取信息，加剧市场不公平的现象。三是明确程序化交易中的撤单限制，列明的限制撤单事项中包括了本文讨论到的频繁报撤、幌骗等行为。这些要求在一定程度上有利于防止不公平高频交易行为和操纵市场行为的产生。

但是，对于程序化交易，包括高频交易的监管，我国并没有在作为证券期货市场监管根本大法的《证券法》中予以明确规定。随着我国高频交易规模的逐步扩大，仅靠证监会的《管理办法》将无法对高频交易进行有效的规制和监管。另一方面，《管理办法》本身的规定也存在不完善之处。

高频交易在我国尚属于新生事物，相对于美国发展成熟，高频交易占市场交易量大部分的情况，我国证券期货市场上高频交易的比例并不高，但即便如此，高频

交易已经开始对我国证券期货市场产生明显影响。鉴于此,我们应当借鉴美国相关的监管经验,及时修订和完善《证券法》,制定更加有效的监管措施,以规制高频交易行为,防范高频交易者从事危及市场稳定或损害他人利益的不公平交易行为。

一、在修订的《证券法》中增设专门条款,界定高频交易的概念

美国的监管法律上虽然尚未明确提出高频交易的概念,但相关文件中已明确了高频交易的特点。³⁹目前,我国法律法规对于高频交易的规定仅出现在《管理办法》和交易所交易规则等层级较低的规则中。但是,《管理办法》等层级较低的规则也只是仅仅强调程序化交易中的计算机技术运用,而没有关注到高频交易的特殊性。高频交易的特殊性在于迅速下达报价、快速获取信息和多种复杂算法的运用。也正是因为高频交易的这些特点,导致监管部门难以发现和认定不合法、不公平的高频交易行为。因此,我国应结合高频交易的特点和美国学者的观点,在修订的《证券法》中将高频交易定义为:在证券期货市场上,交易者通过设定的计算机程序根据市场行情变化自动快速下达交易报价,交易时间以微秒或毫秒为单位,且在交易日结束时不持有头寸的交易行为。作出这样的界定,有助于证券期货市场各参与人从国家法律层面把握高频交易的行为特征和本质,同时也便于立法机关、司法机关及监管机关基于高频交易的法定概念,对市场上将来可能出现的一些疑似高频交易行为作出扩充解释,以消除法律监管的漏洞。

二、修订的《证券法》应对高频交易中禁止交易的行为、限制交易的行为,以及允许交易的行为作出明确规定

新修订的《证券法》应重视发挥高频交易监管规则对维护市场公平的作用。《管理办法》对程序化交易的监管做了一系列细致的规定,但是这些规定的目的大部分是为了市场风险的防控。笔者认为,新修订的《证券法》在重视风险防控的同时,也需要关注到高频交易的公平性问题。正如前文所述,美国学界根据交易行为是否违反公平原则,将高频交易分为三类:第一类是合法且公平的高频交易行为,这些行为受到法律的允许;第二类行为是违反公平原则的掠夺性行为,被法律限制;第三类属于利用高频交易操纵市场的行为,由于明显违

背公平原则,严重损害市场其他交易者的利益而被法律所禁止。我国新修订的《证券法》也应按照上述思路,分允许、限制和禁止三个类别,对高频交易特定交易策略、操作方式的公平性与合法性事先加以说明,划清合法与非法的界限。

其中,对于构成操纵市场的高频交易行为以及明显不公平的掠夺性高频交易行为,《证券法》应当加以禁止。我国目前对于高频交易中操纵市场行为的认定仍主要基于《证券法》以及《证券市场操纵行为认定指引(试行)》,其中已经详细规定了连续交易操纵、约定交易操纵、洗售操纵、蛊惑交易操纵、虚假申报操纵等多种操纵市场的类型,并给出了认定的标准。另外,《管理办法》还规定了专门针对于程序化交易的报价触发、幌骗等多种操纵类型。我国应将《管理办法》等层级较低的法规中涉及到的新型市场操纵手段,尤其是高频交易中经常发生的连续交易操纵、虚假申报操纵等行为加入新修订的《证券法》中,提高相关规定的层级,发挥证券法的指引作用。另外,美国监管者并没有明文禁止的“试单”行为也是高频交易者利用技术优势进行掠夺性交易的典型手段,由于这种交易策略严重损害了其他市场参与者的利益,我国《证券法》也应加以禁止。

对于利用“主机托管”等手段获得信息优势的不公平行为,《证券法》应当借鉴美国学界的观点,加以限制。高频交易者能否通过“主机托管”或者使用直接数据馈送的方式先于普通投资者获得信息,很大程度上取决于法律是否允许交易所对此种服务进行不公平的收费。因此,只要法律对交易所的不公平收费和服务提供加以限制,就可以有效防止高频交易者利用信息优势的情况出现。

对于符合高频交易定义和法律规定的正常交易行为,《证券法》应当允许。在正常的高频交易中,交易者仅利用自身的技术进行自动下单、自动抓取新闻内容、快速交易等行为,并没有滥用其信息、技术、资金优势。此时,高频交易不仅不会对其他投资者的利益产生负面影响,还会在一定程度上起到活跃市场的作用,应被法律允许。

三、新修订的《证券法》应规定或授权证监会、交易所对高频交易采取有效的监管措施

对于不公平高频交易行为的监管措施,美国有大量经验值得我国借鉴。应在考虑我国实际情况的前提下,在《管理办法》已有的限制撤单规定基础上继续引入美国的监管措施。首先,应借鉴美国经验,加强对交易报价的实时监控。目前,我国证券期货市场监控的对象主要是证券的交易量和交易价格,由交易所实行,其主要目的是发现异常交易行为并及时采取措施。对于高频交易,这样的监控力度远远不够。只有对交易报价也做到实时监控,监管部门才能获取准确的交易信息,对高频交易者采用的算法和交易手段进行准确的分析,以发现不公平的高频交易行为。在我国,可以考虑由证监会牵头,引进类似美国CAT系统的实时监控系统,对高频交易的报价信息进行监控。

另外,应在我国证券立法中引入欧盟高频交易监管中的强制减速带。如前文所述,欧美监管者对高频交易减速带抱有不同态度,实际上体现了对证券监管两种目标,即保证市场公平稳定与保证市场流动性重视程度的

差异。在我国当前的情况下,应更加注重市场的公平稳定。在高频交易减速带的问题上,采纳欧盟的做法,在高频交易的报价和执行之进行以毫秒为单位的随机延迟,是更为适宜的。

结论

不论是在高频交易占市场交易量大部分的美国,还是在高频交易刚刚起步的中国,对其实行有效监控、防止不公平交易行为的发生,对于监管机构来说都是一个难题。美国目前主要通过实时监控、限制撤单等方式对高频交易加以监管,这对于控制不公平高频交易行为的发生起到了积极的作用。借鉴美国监管不公平高频交易的经验,修改我国《证券法》,从国家法律层面对高频交易问题规定,建立有效的实时监控机制、交易限制机制,有利于解决高频交易中的不公平问题。■

[基金项目:本文系国家社科基金项目“我国国际板证券发行监管制度的构建研究”(12BFX135)的阶段性成果;本文受对外经济贸易大学国内外联合培养研究生项目资助]

注释

1. Concept Release on Equity Market Structure, Securities and Exchange Commission [EB/OL].(2010-4-21)[2018-01-14]. <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-61358.pdf>
2. 程序化交易遭遇“紧箍咒”,高频交易宣告死亡[EB/OL].(2015-10-21)[2018-01-14]. <http://futures.hexun.com/2015-10-21/179992766.html>.
3. 邢会强. 证券期货市场高频交易的法律监管框架研究[J]. 中国法学, 2016, (05): 156-177.
4. 郭朋. 国外高频交易的发展现状及启示[J]. 证券市场导报, 2012, (07): 56.
5. 张孟霞. 高频交易的频繁报撤单与市场操纵认定——以美国国债期货“虚假报单操纵”案例为视角[J]. 证券市场导报, 2016, (05): 73-78.
6. 肖凯. 高频交易与操纵市场[J]. 交大法学, 2016, (02): 18-27.
7. Adrian Jacob. Informational Inequality: How High Frequency Traders Use Premier Access To Information To Prey On Institutional Investors[J]. Duke Law & Technology Review, 2016, (14): 256-279.
8. Crump Lindsey. Regulating to Achieve Stability in the Domain of High-Frequency Trading[J]. Michigan Telecommunications & Technology Law Review, 2015, (22): 161-189.
9. McNamara Steven. The Law and Ethics of High-Frequency Trading[J]. Minnesota Journal of Law, Science & Technology, 2016, (17): 72-152.
10. Crump Lindsey. Regulating to Achieve Stability in the Domain of High-Frequency Trading[J]. Michigan Telecommunications & Technology Law Review, 2015, (22): 161-189.
11. NMS规则发布于2005年,其核心是报价保护规则,要求股

票的最优报价信息在全美的交易所之间实现共享,且发出的报价只允许在单一价格,即全国最优交易价(National Best Bid and Offer, NBBO)下成交。

12. 数据馈送(data feeds)是一种从服务器向用户传输数据的机制。统一数据馈送是对市场上所有交易数据的整合,包括美国所有交易所的最优报价信息,也包括市场上所有被最终执行的交易的信息。See Adrian Jacob. Informational Inequality: How High Frequency Traders Use Premier Access To Information To Prey On Institutional Investors[J]. Duke Law & Technology Review, 2016, 14: 260.

13. 直接数据馈送指交易所将未经处理的原始交易数据直接发送给交易者。See McNamara Steven. The Law and Ethics of High-Frequency Trading[J]. Minnesota Journal of Law, Science & Technology, 2016, (17): 111.

14. Adrian Jacob. Informational Inequality: How High Frequency Traders Use Premier Access To Information To Prey On Institutional Investors[J]. Duke Law & Technology Review, 2016, 14: 256-279.

15. 同上。

16. McNamara Steven. The Law and Ethics of High-Frequency Trading[J]. Minnesota Journal of Law, Science & Technology, 2016, (17): 72-152.

17. Mi Hyun Yoon. Trading in a Flash: Implication of High-Frequency Trading for Securities Regulators Worldwide[J]. Emory International Law Review, 2010, (24): 913-948.

18. Adrian Jacob. Informational Inequality: How High Frequency Traders Use Premier Access To Information To Prey On Institutional Investors[J]. Duke Law & Technology Review, 2016, (14): 256-279.

(下转第77页)