

高频交易监管的法律问题

张锐¹, 董淑平²

¹广东理工学院马克思主义学院, 广东 肇庆

²西南政法大学行政法学院, 重庆

收稿日期: 2023年10月19日; 录用日期: 2023年11月1日; 发布日期: 2024年1月18日

摘要

高频交易的起源与发展依附于近代外国资本崛起的时代, 高频交易在我国的应用起步较晚。近些年, 中国经济腾飞, 证券市场活跃, 但中国金融市场相对稚嫩, 高频交易也频繁出现在人们视野范围之内, 伴随的监管问题随之而来。目前, 高频交易实质概念及特征存在较大模糊, 其市场监管的法律依据缺失, 监管机制匮乏, 导致高频交易问题频发。通过完善监管法律规则, 明确监管的不正当策略, 制定公平同位托管服务标准, 从而实现高频交易的全方位监管。

关键词

高频交易, 监管机制, 交易

Legal Issues Related to High-Frequency Trading Regulation

Rui Zhang¹, Shuping Dong²

¹School of Marxism, Guangdong Technology College, Zhaoqing Guangdong

²Administrative Law School, Southwest University of Political Science and Law, Chongqing

Received: Oct. 19th, 2023; accepted: Nov. 1st, 2023; published: Jan. 18th, 2024

Abstract

The origin and development of high-frequency trading are dependent on the rise of foreign capital in modern times, and the application of high-frequency trading in China started relatively late. In recent years, China's economy has taken off and the securities market has been active. However, China's financial market is relatively immature, and high-frequency trading has also frequently appeared in people's sight, accompanied by regulatory issues. At present, there is a significant ambiguity in the substantive concept and characteristics of high-frequency trading, with a lack of

legal basis for market regulation and a lack of regulatory mechanisms, leading to frequent issues with high-frequency trading. By improving regulatory legal rules, clarifying inappropriate regulatory strategies, and establishing fair co location custody service standards, we can achieve comprehensive supervision of high-frequency transactions.

Keywords

High-Frequency Trading, Regulatory Mechanisms, Transaction

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 高频交易的概述

1.1. 高频交易概念的界定

高频交易伴随经济活跃和复苏在证券市场活跃度空前提高,但是其只是存在交易主体和监管主体的意识形态里面。到目前为止,我国无论是理论界还是实务部门对高频交易都没有形成统一的定义,在相关法律法规中也无法找寻高频交易概念。有学者认为2015年证监会发布的《证券期货市场程序化交易管理办法》是以程序化交易监管为名,行高频交易监管之实。该《管理办法》认为程序化交易是一种利用既定的软件自动进行交易指令的生成、执行的交易行为。但是一方面高频交易并不等同于程序化交易,另一方面该征求意见稿也仅规定了程序化交易概念,并未规定如何认定程序化交易[1]。因此,高频交易在法律上的概念还比较模糊。

另外,随着近几年对高频交易的研究增多,国内的一些学者也纷纷对高频交易作出了定义。例如,“吴晓灵(2015)认为,高频交易属于算法交易,它基于某种交易策略,利用高速计算机以极高的频率关注相关信息,并发出交易指令自动完成买卖[2]。”“肖凯(2017)认为,高频交易是一种采用托管等低延时通信技术,通过高速信息处理,运用多个算法程序实施日内频繁交易的自动交易系统[3]。”但正如国际证监会(IOSCO)的报告中所说,一方面,定义高频交易是十分困难的,因为高频交易中包括了众多的参与者,不同的组织和法律安排,使用极为广泛的策略。另一方面精确地定义高频交易也是不现实的,由于高频交易可能被运用在不同的市场和资产类别中,一个确定的高频交易概念很可能会过时或者成为监管套利的对象,因此更多倾向于依托高频交易特征实现对其概念的构建。

1.2. 高频交易的特征

由于高频交易在美国十分活跃,近几年引发了美国监管部门的持续关注。美国证券交易委员会(SEC)认为,高频交易是指专业交易员通过专有每天参与大量交易策略的交易方式。美国证券交易委员会(SEC)认为高频交易商应该具有以下特征:在订单的生成、传送和执行过程中使用高速度和复杂的计算机程序;为了减少延迟通常采用主机托管服务;订单的申报和撤销间隔短暂;撤单后重新报单;不隔夜持仓[4]。除此之外,伦敦证券交易所(LSE)、欧洲金融市场管理局(AFM)、欧盟委员会(EC)等监管机构纷纷对高频交易的概念进行定义,尽管表述上存在差异,但是所描述的高频交易的特征大体上都是相同的。

就目前界定,现行《管理办法(征求意见稿)》的程序化交易的定义并没有涵盖高频交易的全部特征,今后在界定高频交易时,可以参照《管理办法(征求意见稿)》的定义,并通过以下几个关键特征将其与非

高频的程序化交易进行区分：第一，每次交易的订单量巨大；第二，超高的交易速度；第三，持仓的时间很短，交易次数频繁。这些特征也从侧面表明了高频交易的获利原理，即通过大批量的买入卖出，非常小的价格变动以及迅速的资本周转获利，也正因为如此，高频交易又被称为捡面包屑式的交易。另外，高频交易并不是一种交易策略，而是采用一系列的技术安排来实现早已在市场上存在的策略，比如做市和套利策略。

2. 我国高频交易法律监管存在的问题

以“光大乌龙指”类事件作为例，我国现有的监管体系是不足以最大限度的发挥高频交易的正面价值、最小化风险以及最优处置异常交易的。现阶段我国资本交易市场中，股票的交易规则是 T+1，无法进行日内交易，还有雪上加霜的高额印花税与交易手续费，使得高频交易在我国股票市场的前景不算明朗。但是，我国的股指期货市场和交易型开放式指数基金(ETF)市场实行 T+0 交易方式，高频交易行为人在其中可以实现日内交易，找到了市场操作空间[5]。因此，我国的高频交易现阶段集中在期货市场中，风险也自然集中在期货市场中，如伊世顿国际贸易有限公司在 2015 年被调查，原因是涉嫌利用高频交易进行期货交易，存在操纵市场行为。因此，从 2013 与 2018 年的异常交易代表事件出发，看似完备的法律监管显得有些“力不从心”。

2.1. 我国高频交易监管缺乏法律依据

虽然我国关于高频交易法律法规看似早已静置待用，但是《证券法》中的规定归于原则、模糊，执法的操作性不强，等同于某种程度的“形同虚设”；具体的操作散见于各交易所的规定中，层次、位阶较低。我国证监会发布《程序化交易意见稿》，目的是对程序化交易施加严格管控。为了引导高频交易者遵守《证券法》的公平原则，《程序化交易意见稿》作出了如下规定：一方面是强化交易所对程序化交易的实时监控和有效监控，突出实时监控在规制程序化交易中的重要地位。另一方面规定以公平原则为出发点，提供主机托管服务。但是，对于高频交易的监管，我国缺乏在最高位阶的证券期货市场监管法律——《证券法》中的明确规定。随着我国高频交易应用范围以及影响逐渐增大，“暂缓交收”的《程序化交易意见稿》显然不能指望，散见的规定造成监管脱节，这些都限制了对高频交易进行实时、有效的规制和监管[6]。再者，《程序化交易意见稿》即使可以实行，其规定也存在诸多有待完善之处。高频交易进入我国期货市场时间尚短，相比于那些高频交易占市场交易量大部分的成熟市场，高频交易在我国期货交易所占比重不高，但即便如此，高频交易对我国证券期货市场产生的影响仍然日渐明显。鉴于此，为更好的应对高频交易日后发展成熟后的问题，应当对《证券法》进行及时修订和完善，以规制高频交易行为，防范高频交易者乘法律规定模糊、不明确之机，进行损害其他交易者、危害市场稳定的交易行为。

2.2. 我国高频交易监管缺乏有效的监管机制

我国高频交易监管主体间缺乏协作性在光大交易事故的处置结果中显露无疑[7]。光大公司内部对于异常交易没有警报机制，发生异常交易后没有及时从源头止损，最小化损失。其次，上交所虽然察觉存在异常交易行为，但是并没有采取取消订单等应对及措施，以减少非必要损失。最后出场的证监会，因为不能直接获取交易市场的第一手信息，证监会只能在异常交易行为发生后对相关主体进行处罚。此处的“各司其责”显然不是最好的监管方式，针对交易量巨大的高频交易来说，风险最小化才是最终目标。对高频交易行为负有监管职权的证监会、期货交易所和期货公司，三者的监管本应是环环相扣的，一环松懈均会导致监管不力的结局，如此一来，光大交易事故是第一但不会是最后。

3. 完善高频交易监管的路径

3.1. 增加《证券法》中对高频交易的相关规定

我国现行的相关发法律中并没有对高频交易这一行为做出法律意义上的规定, 导致在实践中也无法将高频交易行为具体化, 因此高频交易的概念法律化成为解决实践中的必要条件之一。虽然在学术界众多学者对高频交易的概念存在较大的争议, 但是, 在法律层面上其并不能影响对此概念的法律界定。虽然证监会于 2015 年颁布的《征求意见稿》中对程序化交易概念的进行了相关的界定, 其主要强调程序化交易的技术手段及交易方式, 且其与高频交易在部分领域存在共通之处, 但是二者在本质上存在着重大的区别。从其本质来看, 高频交易本身具有运行速度快, 交易不持仓等特点, 这必然要求在界定高频交易概念时, 将其特点包含在内。因此, 笔者认为在《证券法》中增加针对高频交易概念是针对解决当下实践中存在的问题提供法律上的解决准则和方案。高频交易指通过既定或特定软件, 自动生成或执行交易指令, 交易频繁不持仓的交易行为[8]。由于高频交易和程序化交易本身的不同性, 在《证券法》中应当将二者具体化概念和行为相互区别。高频交易的概念的确定, 同时可以为其他下位法提供基础性指导意见和方向。在符合上位法的相关规则和原则的基础上, 结合当地实际及特点, 在法律框架内制定更加明确细化的规则、准则, 保证金融市场的平稳运作。

3.2. 明确高频交易应监管的不正当策略

我们除了需要对高频交易概念进行法律上的界定, 还需要明确列举出高频交易中不正当的交易策略。只有通过详细的列举, 将合法和不正当的高频交易行为相互区别, 才更有利于指导实践。尤其是在司法实践中“幌骗”行为除了可以归纳到高频交易不正当交易策略中, 而且“幌骗”行为本身就具有违法性特征, 所以在实践中经常与市场操纵形成混淆, 完善“幌骗”行为的立法监管成为解决这一方案的必然措施。“幌骗”是指在极短的时间内向市场投入大量股票, 让其他市场参与者误以为交易活跃, 使得其他市场参与者错误进行交易的行为[9]。虽然该行为的市场参与者主观上并不一定具有操纵市场的主观意图, 但是由于该行为的本身的违法性导致法律规制的必要性。要想将正常的高频交易行为与“幌骗”行为区别, 那么首先需要将其认定标准的具体化。从现行的法律法规中看, 行为人不以交易为目的进行的申报是判断该行为的主观标准, 从客观的交易的实践中来看, 这一行为要求影响到证券交易的价格和交易量。而由于“幌骗”行为本身特征必然导致, 其符合客观标准, 而由于主管标准的模糊化, 认定难度则加大。所以将主观标准客观化成为解决这一难度的途径之一。同时, 在这一方面我们可以借鉴举证责任倒置规则, 有高平交易商进行反证则更为容易。同时针对这一问题, 借鉴国外研究和立法, 例如欧洲的最优执行制度、德国设定的订单 - 交易比率、最低价格变动交易量等, 都可以防止交易市场中“幌骗”行为的发生[10]。

3.3. 针对抢先交易制定公平的同位托管服务标准

抢先交易是利用主机托管的优势获得信息, 造成高频交易商和其他市场参与者获得的信息不同步。随着时代的快速发展, 信息优势在不断增强, 信息优势成为了一种资源, 信息第一掌握者在市场交易中占据着优先的地位, 挤占其他市场参与者的交易位置, 造成交易不公平。高频交易商内部群体则会使用一切手段竞争离交易所更近的位置, 这样必然会导致恶性竞争不断的爆发, 建立公平的同位托管服务标准则成为解决这一问题的重要手段。

当交易所提供主机托管服务时, 我们应当确保所有的市场参与者都能在同一时间收到托管机构所发的信息, 且所发信息内容一致无差别。只有这样才能使每个市场参与者公平的参与交易。虽然交易所的位置的不同, 但是必须要保障托管主题的信息的一致性其次, 离交易所远近的收费标准应当统一。托管

的位置可能有所不同,但是交易平台发布信息的速度应当是相同的。同时需要不断地明确证监会的分工职责,制定详细且适用的金融市场发展的管理办法。尤其是随着科技数据和信息金融的不断的发展,法律在制定必须具有前瞻性、可操作性。对其中不适应当下实际的相关规定进行适当的修改,例如可以要求证券公司、期货公司建立双重审核系统。由证券公司、期货公司根据自身情况选择建立适应自己模式的计算机审核系统或者人工审核系统。同时根据执法的需要,在满足必要的条件及程序时,可以要求相关组织提供源代码、交易信息等。但是同时对这一执法权必须严格限制,只有在因使用不正当交易策略、技术差错等严重的违法行为而导致市场出现异动时,证监会才能要求交易者提供相应的代码和策略,但是交易者有证据显示和证监会调查不符的除外^[11]。所以为了保证金融市场的平稳运行,在符合必要的条件和程序时,可以赋予交易所更多的监管权力。

参考文献

- [1] 鲁胜. 论高频交易操纵市场鉴识及其法律规制[J]. 社会科学动态, 2017(9): 68-76.
- [2] 吴晓灵. 中国金融资源配置效率的提高路径分析[J]. 中国市场, 2015(31): 3-6.
- [3] 肖凯. 从柯西亚案看幌骗型高频交易的司法认定[J]. 检察风云, 2017(4): 28-29.
- [4] 李文红, 蒋则沈. 金融科技(FinTech)发展与监管: 一个监管者的视角[J]. 金融监管研究, 2017(3): 1-13.
- [5] 姜哲. 程序化交易的潜在风险和监管体系研究[J]. 金融监管研究, 2017(6): 78-94.
- [6] 张培培. “公平主义”视角下高频交易监管的法律研究[D]: [硕士学位论文]. 上海: 华东政法大学, 2015.
- [7] 曹磊, 陈超. 高技术环境下金融信息利用的特点、价值和风险—高频交易启示录[J]. 竞争情报, 2017, 13(1): 11-15.
- [8] 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(5): 156-177.
- [9] 鲍晓晔. 幌骗的“罪”与“罚”—美国行政监管与司法实践的借鉴[J]. 证券市场导报, 2017(10): 71-78.
- [10] 靳波. A股市场次高频交易可行性研究[D]: [硕士学位论文]. 青岛: 中国石油大学(华东), 2016.
- [11] 熊理思. 美国证券市场高频交易的最新法律监管动向——兼论“光大 8·16 事件”的防范[J]. 西南政法大学学报, 2014, 16(1): 25-30.