

关于证券、期货市场技术交易行为刑法 规制的思考

刘宪权*

摘要:证券、期货市场技术交易行为包括利用决策技术优势的量化交易行为与利用执行技术优势的程序化交易行为。高频交易属于程序化交易的典型类型。技术交易存在同质化风险、流动性风险以及系统性风险。判断技术交易行为是否构成操纵证券、期货市场罪,首先需要明确兜底条款的适用规则,并对操纵证券、期货市场行为的本质进行分析。操纵证券、期货市场罪兜底条款的适用需要严格坚持同质解释规则。操纵证券、期货市场行为的本质系滥用优势地位并控制市场。部分高频交易行为属于操纵证券、期货市场罪的实行行为,可以通过兜底条款入罪。量化交易行为可能对相关操纵行为的社会危害性具有加强作用,但行为本身难以归入操纵证券、期货市场罪的规制范围。应在前置法中建立针对技术交易行为的事前监管机制与事中监管机制,并在刑法中增设滥用技术优势操纵证券、期货市场的行为类型。

关键词:技术交易 技术优势 量化交易 高频交易

随着大数据时代的到来,证券、期货市场的交易模式发生了翻天覆地的变化。对于资本市场而言,大数据的出现既为身处其中的投资者们提供了充分的信息技术支撑,也进一步加快了资本市场数字化转型的速度。受这些因素的影响,证券、期货市场的投资方法的判断正经历由传统经验法则判断转向大数据分析判断的过程,而以大数据为重要支撑的量化交易方法则成为个人投资者与投资机构优先选择使用的交易方式。随着量化私募的快速崛起,量化交易事实上加剧了资本市场的波动,近年来人们对于该类通过技术优势投资谋利行为的质疑日渐增多。尤其是随着人工智能技术的发展,量化交易系统开始向智能化转型,具有强大信息处理能力的人工智能系统突出展示了其智能优势,并高度自主地替代投资者作出交易决策。高度依赖数据信息处理的证券、期货行业受智能技术威胁的风险也远高于其他行业,如部分人工智能交易涉嫌恶意采用“动量点火”^①策略以实现操纵市场的非法目的。

与此同时,随着科技进步以及市场数字化的不断深入,按照设定算法自动执行交易指令的高

* 华东政法大学刑事法学研究院教授

基金项目:国家社会科学基金资助项目(20&·ZD199)

① 参见吕桐弢:《人工智能时代程序化交易监管的制度完善》,《现代经济探讨》2023年第2期。

高频交易也成为交易者青睐的交易方式。欧洲中央银行研究理事会的一位高级经济学家指出,自2000年以来,高频交易迅速增长,2020年高频交易量约占美国股市交易量的50%,约占欧洲股市交易量的24%~43%。^①高频交易者能够利用其技术优势从证券、期货市场获取巨额利润,其优势不言自明。有学者指出,高频交易给市场带来大量的流动性,有利于提升市场的定价效率,具有一定的稳定市场作用。^②但是,高频交易也存在巨大的风险。例如,在2010年5月6日的“闪崩”事件中,美国股市经历了一次剧烈的价格波动,标普500指数在几分钟内暴跌近10%,尽管随后迅速恢复,但给市场投资者带来的心理冲击是巨大的。

实际上,量化交易和高频交易均属于技术交易的范畴。该类行为是否构成操纵证券、期货市场罪?如果相关技术交易行为违反“三公”原则,严重扰乱市场交易秩序,那么行为人是否应当受到刑罚处罚?学界对这些问题颇有争议。笔者认为,我们完全有必要对技术交易行为进行系统性解读,对某些技术交易行为存在的现实和潜在危害性进行深度剖析,以确定刑事手段对该类行为的介入力度,最终为刑事立法、司法找出规制相关行为的合适进路。

一、技术交易的内涵和引发的风险

应该看到,技术交易作为一种新型证券、期货交易方式,其本身就处在不断发展变化之中,学界对其理解和把握亦不充分,甚至不乏错误之处,因此有必要对其基本内涵进行厘清,并对其存在的风险进行分析。

(一)技术交易的内涵

技术交易是指交易者利用超过一般交易者所能掌握和拥有的技术手段在证券、期货市场作出交易决策或执行交易指令的一种交易方式。从技术交易的概念可知,技术交易者利用的技术优势有两类。前类优势包括决策技术优势,后类优势包括执行技术优势。决策技术优势通常是指量化交易技术。量化交易是一种利用数学模型、统计分析和计算机算法执行交易策略的交易方法。交易者基于对市场数据的大量分析和处理,旨在发现市场的规律和趋势,以实现更有效的交易决策和投资组合管理。量化交易的优势在于其可以消除人为因素和情绪的影响,提高交易的一致性和效率。执行技术优势通常是指程序化交易技术,其中以高频交易技术为典型。根据《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第45条的规定,程序化交易是指通过计算机程序自动生成或者下达交易指令进行的交易。程序化交易具有快速执行、纪律性、多样化的策略、有效风险管理等优势,使得投资者能够更有效地执行交易策略,并获得更好的交易执行效果。高频交易就是交易者利用程序化交易快速执行的特点,在毫秒甚至微秒级别上执行交易,从而使其能够捕捉市场中的瞬息机会,并迅速响应市场的变化。高频交易通常利用微小的价格差异进行交易,从而实现套利。虽然高频交易者每笔交易的利润较小,但是通过大量交易和高速执行能够累积可观的利润。可以说,高频交易是一种比较特殊的程序化交易。

需要指出的是,无论是从客观行为还是从主观目的的角度看,利用决策技术优势交易与利用

^① See Johannes Breckenfelder, Competition among High-Frequency Traders and Market Liquidity, <https://cepr.org/voxeu/columns/competition-among-high-frequency-traders-and-market-liquidity>, 2024-03-05.

^② 参见裘慧欣、李静:《高频交易发展及其监管研究》,《北方金融》2019年第3期。

执行技术优势交易存在很大的差别。但是,时下仍有部分学者将相关概念混同使用。例如,有学者认为:“高频交易的技术内核是所谓的‘算法化交易’……,在我国亦称为‘量化交易’或者‘程序化交易’,即由算法取代人工决策,自动确定交易订单的各项参数”。^①笔者认为,有必要对涉及技术优势的各种概念进行清晰的界定。当然,也只有对相关概念作出明确的区分,才能为后续前置法监管方法的分析以及刑法规制路径的探讨提供一个基础前提。

首先,量化交易不同于一般的程序化交易。根据上海证券交易所发布的《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》(以下简称《通知》)第2条的规定,程序化交易与量化交易似乎是母概念与子概念的关系。实际上,《通知》所提及的量化交易仅是以“自动选择”为前提的量化交易。换言之,并非所有的量化交易都属于程序化交易。量化交易是指用数学模型和计算机语言代替人工作出投资决策的投资方式。判断一项投资策略是否属于量化交易,关键在于具体的投资决策是否来源于数学模型;而判断某一交易是否属于程序化交易,关键在于具体的行为方式是否由程序自动作出。因此,虽然量化交易通常是通过程序自动完成的,但是量化交易并不一定是程序化交易。例如,投资机构通过模型选股与择时,但通过人工手动下单。同样,程序化交易也并不一定指量化交易。例如,投资机构通过人工主观选股,但在下单时用机器自动拆单进行下单。

其次,量化交易不同于高频交易。高频交易是利用快速的计算机算法和高速数据传输在极短时间内进行大量交易的方法。这些交易通常基于瞬时的市场价格和流动性,以获取微小的价格差利润。欧洲证券监管委员会将高频交易定义为:高频交易是自动化交易的一种形式,利用复杂的信息系统和计算机,以毫秒级的速度执行交易并且日内短暂持有仓位。^②据此分析,量化交易系通过数学模型、计算机算法作出交易决定的交易方法,而高频交易则是一种在极短时间内进行大量交易的交易方法。可见,两个概念系从不同的角度给交易下定义,两者之间必然存在交集,即部分高频交易也属于量化交易。但是,两者存在以下3点区别:(1)交易策略不同。量化交易是利用数学模型、统计分析和计算机算法执行交易策略的方法。这些策略通常基于长期或中期的市场趋势和规律,包括趋势跟随、均值回归、套利等。量化交易的目标是通过系统化的方法获取长期收益。高频交易则是利用快速的计算机算法和高速数据传输,在极短的时间内进行大量交易的方法。这些交易通常基于瞬时的市场价格和流动性,以获取微小的价格差利润。高频交易的目标是在极短时间内进行大量交易,利用价格变动或套利机会获得利润。因此,虽然采用高频交易通常都会涉及算法策略,但是其中所涉及的算法策略既可以是量化交易,也可以是与量化交易无关、归属于计算机软件科学领域的算法交易。^③(2)执行频率不同。量化交易通常是在较长的时间周期内执行的,可能是每日、每周甚至每月,交易频率相对较低,通常是以日为单位。高频交易则以毫秒甚至微秒级别的频率进行交易,交易频率极高,可能是每秒数百次甚至数千次。(3)执行方式不同。量化交易的判断关键在于投资决策是否由数学模型作出,其交易方式是由人工执行还是由自动化程序执行则在所不问。高频交易具备在一秒钟内完成几万、十几万甚至几十万笔交易的能力,显然采用人工执行的方式根本无法达到如此之高的交易速度和频率。因此,高频交易只能由自动化程序完成,亦即高频交易一定属于程序化交易。

^① 周冰:《高频交易的监管透视——证券市场的结构变革与法律回应》,《证券市场导报》2024年第2期。

^② 参见彭志:《量化投资和高频交易:风险、挑战及监管》,《南方金融》2016年第10期。

^③ 参见林建:《透视高频交易》,机械工业出版社2015年版,第4页。

(二)技术交易可能引发的风险

在技术交易出现的初期,计算机技术相对较为落后,算法相对简单,数据处理能力较低,交易系统多依赖基本的统计分析和技术指标,对市场的影响相对较为有限,给市场带来的危害也较小。随着人工智能时代的到来,技术交易的智能化程度得到提升。目前,在金融领域出现了适用于统计分析的人工神经网络以及适用于解决专门问题的专家系统。^① 这些系统的运用也促成诸多证券、期货市场上的成功案例。例如,美国著名的对冲基金公司双西投资利用深度学习和自然语言处理技术,对大量的市场数据进行分析 and 预测。他们开发一种基于机器学习的模型,用于预测股票价格走势和市场情绪,并在 2018 年后持续取得成功。又如,美国沃途金融公司通过在股票、期货和外汇市场上进行快速交易,利用微小的价格差异谋取利润,并能够持续保持盈利。其高频交易能力非常强,具备在一秒钟内完成几万、十几万甚至几十万笔股票交易的能力。^② 可以说,相关交易技术的出现改变了原有的交易模式。技术交易者依靠其高出一般交易者的科学技术能力,能够更容易获取经济利益。我们也应该看到,虽然科技的进步使得技术交易的手段愈发高超,但是其存在的风险也愈发凸显。技术交易可能引发的风险主要包括以下 3 种。

一是同质化风险。技术交易行为可能导致的同质化风险主要是指量化交易造成的风险,具体是指大量量化交易者采用相似的策略和模型,导致市场上出现的风险因素具有相似性和关联性,进而可能引发市场波动和系统性风险。同质化风险往往会引发“策略同质化风险”(量化交易者采用相似的量化交易策略和模型)、“数据同质化风险”(量化交易者利用相似的市场数据和历史数据进行分析 and 建模)、“交易行为同质化风险”(量化交易者在执行交易时采用相似的行为模式)。应该看到,“当同一款人工智能证券期货交易系统被不同的且彼此独立、毫无关联的账户应用时,将会表现出一致的行动,这样‘英雄所见略同’且具有‘羊群效应’的行为必然会给监管带来极大的困难,同时也为行为人恶意利用技术优势提供了操纵证券、期货市场的‘温床’”。^③

二是流动性风险。技术交易给金融市场带来的流动性风险是指大规模的高频交易、量化交易行为可能导致市场流动性降低,进而影响交易的执行和市场的稳定性。该类风险主要来源于以下几个方面的冲击:(1)高频交易的冲击。高频交易者通常会在极短的时间内进行大量的交易活动,导致市场上出现大量的交易订单,从而给市场流动性造成压力。(2)交易速度竞争的冲击。高频交易者之间存在交易速度的竞争,为了获取更快的交易速度,他们通常采取诸如使用更快的交易系统、优化交易算法等措施,从而加剧市场流动性的不稳定。正如有的学者所指出的,高频交易者不断地增强技术进而以更快速度进行交易的行为,充其量只是一场毫无意义的“技术军备

^① 神经网络可以通过模式识别和未来趋势分析来应对金融不确定性。神经网络可以很好地处理大范围的“噪音”数据,而不需要任何数据分布假设。专家系统基于规则的系统,具有用语决策的预定义知识集。通用专家系统包含两个模块,即推理引擎和知识库。推理引擎使用与特定问题相关的知识库的块来组合和处理与该问题相关的事实。知识库以系统中的规则、语义网、谓词和对象的形式编码,专家系统是一种完整的决策系统,具有高效、永久、一致、及时等特点。参见[德]克里斯蒂安·L.迪尼、[英]彼得·W.米德尔顿、[希]康斯坦丁诺斯·西奥菲拉托斯等:《金融 AI 算法:人工智能在金融领域的前沿应用指南》,武鑫、张帅、张笑译,中国人民大学出版社 2021 年版,第 7 页。

^② 参见林建:《透视高频交易》,机械工业出版社 2015 年版,第 3 页。

^③ 刘宪权:《人工智能时代证券、期货市场刑事风险的演变》,《东方法学》2021 年第 2 期。

竞赛”。因为其使得技术交易的成本越来越高,浪费市场资源并直接抬高了市场准入门槛。^①
(3)流动性提供者减少的冲击。交易者利用量化交易策略进行交易必然会导致传统的流动性提供者减少,从而导致市场的流动性降低、市场价格的波动性增加。

三是系统性风险。当市场上出现大量的同质化交易者时,他们的集体行为可能导致市场的系统性风险增加。一旦市场发生剧烈波动或者价格崩盘,这些同质化交易者可能集体面临交易损失,进而引发系统性风险的传播和放大。正因如此,量化模型在金融危机形成和爆发中的负面影响,已经受到经济学者和政策层的诟病和批判。^②

综上所述,技术交易行为可能引发的风险不容忽视,其必然要受到前置法的监管与控制。然而,技术交易行为是否应该纳入刑法规制的范围取决于对其违法性的判断。

二、技术交易行为的违法性判断

《中华人民共和国刑法》(以下简称《刑法》)第182条规定了操纵证券、期货市场罪,经《中华人民共和国刑法修正案(十一)》[以下简称《刑法修正案(十一)》]修正后,现条文共列举了6种具体类型的行为,并以兜底条款的形式作出补充性规定。有学者指出:“‘操纵’的本义就是一种支配和控制行为,这种控制是以行为人具有的优势地位为前提的,这种优势包括资金优势、持股优势、持仓优势以及信息优势。”^③然而,随着人工智能时代的到来,诸如量化交易、高频交易等技术交易手段愈发成熟。是否将技术交易行为纳入操纵证券、期货市场罪的行为类型已成为学界和实务界热议的话题。笔者认为,判断技术交易行为是否应纳入刑法规制的范围,需要将技术交易行为类型与操纵证券、期货市场罪的6种行为类型相比较,并确认其是否属于兜底条款涵摄的范围。

(一)操纵证券、期货市场罪兜底条款的适用规则

2016年发生的“伊世顿公司操纵期货市场案”^④是我国高频交易刑事第一案。被告单位伊世顿公司与3名被告人利用其技术优势,投入较小的成本,在较短的时间内通过高频交易的手段非法获利3.893亿元人民币。尽管此时《刑法》第182条还未将“幌骗交易操纵”行为列入其中,但是人民法院依旧通过适用兜底条款认定行为人的行为构成操纵期货市场罪。人民法院认定,被告单位伊世顿公司和3名被告人在采用高频程序化交易方式进行股指期货交易期间,擅自使用未经检测的自行研发的交易系统从而取得其他合规交易者无法取得的额外交易速度优势;在华鑫期货公司的帮助下实施隐瞒实际控制账户等规避监管措施从而恶意取得其他合规交易者无法取得的交易优势;再将上述优势与高频程序化交易本身具有的技术优势相结合,从而抢占同方向其他合规交易者的交易机会。被告单位伊世顿公司和3名被告人在股指期货交易总成交率方面处于明显优势地位、在最优价格成交率方面处于垄断地位,迫使同方向其他合规交易者只能退而求

^① 参见邢会强:《证券期货市场高频交易的法律监管框架研究》,《中国法学》2016年第5期。

^② 参见赵建、李嘉怡:《全球金融市场的“数字革命”:交易结构、投资行为与风险特征》,《探索与争鸣》2021年第8期。

^③ 陈庆安:《操纵证券、期货市场罪的历史流变、犯罪本质及刑法完善》,《现代法学》2022年第6期。

^④ 参见上海市第一中级人民法院(2016)沪01刑初78号刑事判决书。

其次在次档价位上进行交易。故其行为扰乱了期货市场的交易秩序,影响了期货市场的交易价格和交易量,其实质是一种新型的操纵期货市场行为。人民法院进一步指出,从行为内容看,伊世顿公司的操纵行为既给期货基本制度、交易秩序带来危害,也对期货主要交易规则、监管措施构成恶意规避;从行为本质看,与其他操纵行为具有相同的不法控制期货市场交易价格和交易量的实质内涵;从行为结果看,无论是非法获利数额还是操纵程度,均已远远超过其他操纵犯罪的情节特别严重的数额标准。因此,人民法院最终以操纵期货市场罪对被告单位和3名被告人定罪处罚。

分析上述判例不难看出,在市场流动性增强时,技术交易行为存在巨大的风险,将技术交易行为纳入刑法规制的范围很有必要。当然,判断技术交易行为是否构成操纵证券、期货市场罪,需要正确理解该罪兜底条款的适用条件和适用规则。

囿于语言的局限性、立法者认知能力的有限性以及将犯罪类型化的困难性,立法者通常难以将每一种具体的犯罪行为类型都一一罗列出来。但基于公平正义的刑法基本精神,对于社会危害性相当的行为,行为人理应受到相应的惩罚。如果某一行为具有严重的社会危害性而刑法却没有相关罪名予以规制,那么对其进行处罚必然会违反罪刑法定原则。为摆脱这一困境,立法者通常有两种选择:(1)通过制定刑法修正案的形式不断对刑法进行修正,逐步将某些刑法虽未规定但具有严重社会危害性的行为纳入刑法规制的范围。(2)设立具有概括性的兜底条款将实质上符合犯罪构成但刑法条文没有明示却已经内含的行为定罪处罚。采用兜底条款的形式能够在相对维持刑法稳定性的同时,解决刑法固有的滞后性问题,缓解立法与司法之间的紧张关系。因此,兜底条款的存在具有必然性与正当性。

笔者认为,对于兜底条款,我们必须严格遵守刑法的谦抑性,秉持审慎原则,恪守严格的限缩解释立场。之所以要对兜底条款进行严格的限制解释,是因为刑法的任务是打击犯罪和保障人权,^①而两者又具有天然的矛盾性。若刑法规定得越模糊、实施得越严厉,则能更广泛地控制、打击犯罪;而保障人权则恰恰与之相反,其根本目标是保障处于弱势地位的被告人人权。由于刑法的这两项任务具有天然的矛盾性,我们在适用法律时需要保持两者的平衡。适用兜底条款也是如此。兜底条款的存在是为了扩大刑法的打击面,充分完成刑法控制犯罪的任务。但与此同时,为了完成刑法保障人权的任务,我们必须对兜底条款的适用采用严格解释,只有这样才能在打击犯罪与保障人权之间寻找到一个平衡点。

基于严格的限制解释的立场,必须严格控制兜底条款的适用,只有当实行行为与示例行为具有同质性时,才能够对相关行为进行追责。同质性解释规则注重考察犯罪行为的本质,以犯罪行为的本质作为兜底条款解释的边界。^②兜底条款的适用必须遵守同质解释的原则,如果过度扩张适用兜底条款,那么会导致刑罚处罚范围模糊,从而有损罪刑法定原则,也不利于体现刑罚的威慑性和强化公众的规范意识。^③刑法中的兜底条款一般会概括出该罪的同质性特征。例如,现行《刑法》第169条规定的背信损害上市公司利益罪将“采用其他方式损害上市公司利益”作为兜底条款,直接阐明了背信损害上市公司利益罪的本质是“损害上市公司利益”。然而,操纵证

① 参见刘宪权:《刑法学名师讲演录》,上海人民出版社2021年第3版,第41~42页。

② 参见孔忠愿:《操纵证券、期货市场罪行为方式的学理审视与司法适用》,《青少年犯罪问题》2023年第2期。

③ 参见刘宪权:《操纵证券、期货市场罪司法解释的法理解读》,《法商研究》2020年第1期。

券、期货市场罪的兜底条款仅规定“以其他方法操纵证券、期货市场”，立法者对于操纵证券、期货市场行为的本质并未作出明确的规定。因此，从理论上揭示操纵证券、期货市场行为的本质极为重要。

(二)操纵证券、期货市场行为的本质

关于操纵证券、期货市场行为的本质，学界主要存在“欺诈说”与“优势地位说”之争。持“欺诈说”者将操纵证券市场行为概括为“为谋取证券相关利益，故意诱使他人对证券投资价值产生错误判断而实施交易的行为”。^①笔者认为，“欺诈说”并未真正揭示操纵证券、期货市场行为的本质。其理由如下：首先，操纵证券、期货市场罪的行为对象是证券、期货市场，而非其他交易者。无论是价量操纵型的操纵行为还是资本操纵型的操纵行为，行为人都欲通过改变证券、期货市场以实现其犯罪目的。虽然操纵证券、期货市场行为可能会导致其他交易者遭受经济损失，但是这种损失是行为人的行为作用于市场后再由市场作用于其他交易者的。因此，这种损失属于间接损失。退一步说，即便认为证券、期货市场不是该罪的行为对象，抽象的不特定人也难以成为该罪的行为对象。一般而言，以欺诈为本质的犯罪，其犯罪对象都是具体明确的特定对象，而操纵证券、期货市场行为中的其他投资者并非具体、明确的特定对象。以诈骗罪为例，即使行为人通过网络大量发送信息进行诈骗，其并未刻意选择犯罪对象，但事实上犯罪对象是具体的。亦即行为人可以明确知道其从具体犯罪对象处骗取了多少财物。操纵证券、期货市场罪的行为人仅知道其从证券、期货市场获取了多少经济利益，而并不清楚其具体从每个交易者身上取得了多少经济利益。因此，贸然使用一个不确定、笼统的概念作为欺诈的对象并不妥当。其次，市场行情是由行为人以优势地位操纵的真实行情。这种人为控制的行情，虽然是在行为人刻意操控下形成的，但是绝对不是没有发生过的虚假行情。只不过其系自由竞争被人为排除或受到限制，无法反映出被操纵的证券、期货的真实价值。^②我们可以说，操纵证券、期货市场行为中的“欺诈”并非传统意义上的“欺诈”。传统意义上的欺诈系对事实的捏造，而操纵证券、期货市场行为中的“欺诈”则是对事实背后价值的捏造。最后，操纵证券、期货市场罪侵犯的主要法益系证券、期货市场的管理制度。在一般情况下，以欺诈为本质特征的犯罪侵犯的主要法益属于个人法益，而操纵证券、期货市场罪侵犯的主要法益属于集体法益。两者之间存在明显的差异，而这一差异理所当然地应体现在对操纵证券、期货市场行为本质的认识上。^③

笔者认为，“优势地位说”更具合理性，操纵证券、期货市场行为的本质是滥用优势地位并控制市场。从操纵证券、期货市场罪的罪状可知，操纵证券、期货市场行为可以分为价量操纵与资本操纵两种类型。在证券、期货市场中，价量操纵的机理表现为本人及其一致行动人实施的证券期货交易，作用于特定证券、期货产品，控制交易价格或交易量。资本操纵的机理则是通过向市场传递信息，作用于市场投资者，控制其参与特定证券、期货交易，即控制资本要素的配置。^④将价量操纵行为与资本操纵行为进行比较不难发现，两者的共同点在于行为人均滥用其市场优势。

^① 缪因知：《信息型操纵市场行为执法标准研究》，《清华法学》2019年第6期。

^② 参见田宏杰：《操纵证券市场罪：行为本质及其司法认定》，《中国人民大学学报》2014年第4期。

^③ 参见刘宪权：《操纵证券、期货市场罪司法解释的法理解读》，《法商研究》2020年第1期。

^④ 参见刘宪权：《操纵证券、期货市场罪“兜底条款”解释规则的构建与应用——抢帽子交易刑法属性辨证》，《中外法学》2013年第6期。

价量操纵的行为人主要利用其超出一般交易者的资金优势、持股优势或持仓优势,而资本操纵的行为人则主要利用其超出一般交易者的信息优势。行为人正是滥用其他交易者所不具备的优势,形成对证券、期货市场的控制,扰乱证券、期货市场的正常秩序。同时,操纵证券、期货市场罪中的“操纵”行为必须具有控制市场的可能性。价量操纵行为与资本操纵行为均能够阻碍市场资本自由发现价格或投资规模,达到控制市场的实际效果。^① 如果某一行为人虽然利用了优势地位,但是并无实际控制市场的可能性,那么其无法达到“操纵”市场的程度,对其行为就不能以操纵证券、期货市场罪定罪处罚。另外,“优势地位说”似乎更能体现对法律风险的事前预防。持“优势地位说”者认为,行为人之所以能够实施控制市场的行为,是因为其具有超越一般交易者的优势地位。据此,持“优势地位说”者相较于持“欺诈说”者更注重对交易者操作行为实施条件的防控。只有更注重前置法对交易者优势地位的限定,才能从源头上防范风险的产生,更好地维护证券、期货市场的秩序。

(三)技术交易行为的定性分析

判断技术交易行为是否构成操纵证券、期货市场罪,需要考察该行为是否符合操纵证券、期货市场罪的实质内涵,亦即考察技术交易行为是否滥用优势地位并最终导致控制市场的结果。

在《刑法修正案(十一)》颁布前,理论界和司法实务界曾对资本操纵行为是否构成操纵证券、期货市场罪展开过讨论。当时有学者认为,通过兜底条款将资本操纵行为入罪不具有合理性,资本操纵行为也与修正前的《刑法》第182条列举的3种价量操纵行为不具有一定的同质性,其已超出明列文本的“文义射程”。^② 对此观点,笔者并不认同。价量操纵系对资本市场的直接操纵,行为人滥用其优势地位改变市场行情,进而完成对市场的控制。与之相反,资本操纵则系对资本市场的间接操纵,行为人通过幌骗等手段制造虚假的市场行情,诱导其他交易者作出行为人预期的投资决定,最终完成对市场的控制。在价量操纵行为中,行为人操纵市场进行的交易都是真实有效的;而在资本操纵行为中,行为人操纵市场行为均不涉及真实的证券、期货交易。需要注意的是,虽然在“幌骗交易操纵”中行为人确实向市场大量申报买入、卖出证券、期货合约,但是由于行为人“不以成交为目的”,并且在申报后会撤销相应的申报,因此不存在客观真实的证券、期货交易。笔者认为,不能因为资本操纵只是间接影响证券、期货市场就排除其构成操纵证券、期货市场罪的可能性。因为无论是价量操纵还是资本操纵,也无论是通过真实市场的交易还是通过虚假交易信息的传播,都会影响其他交易者作出合理的判断。行为人的行为最终完全可能达到控制市场的程度。《刑法修正案(十一)》对操纵证券、期货市场罪的修正也证明资本操纵与价量操纵具有一定的同质性。换言之,资本操纵行为同样应受到刑法的规制。不能仅通过对示例项的归纳,简单判断某一罪的本质属性。因为虽然部分具体犯罪的实质内涵与其条文的示例行为在很大程度上是等同的,但是不可否认仍有部分犯罪的实质内涵超出其示例行为类型的范围。此时,若仅通过对示例行为进行归纳总结,则无法完全囊括该罪的实质内涵。因此,若在判断某一行为是否具有同质性时拘泥于示例行为类型的形式要素,则会认定相关行为不具有类型特征

^① 参见熊永明、徐艳君:《操纵证券、期货市场罪“兜底条款”的适用研究》,《法律适用》2016年第10期。

^② 参见蔡道通:《经济犯罪“兜底条款”的限制解释》,《国家检察官学院学报》2016年第3期。

的标准,进而导致排斥兜底条款适用的不利后果。^①同理,尽管现行《刑法》第182条第1款第1项仅规定滥用资金优势、持股或者持仓优势以及信息优势,但不可否认的是滥用技术优势同样可能达到操纵证券、期货市场的程度。不能因为现行《刑法》第182条在罪状中未明文规定滥用技术优势的行为,就将其排除于操纵证券、期货市场罪之外。笔者认为,滥用技术优势也应当属于滥用优势地位的一种类型。其理由如下:首先,技术交易者与一般交易者存在认知、技术上的差别,其交易行为具有违反“三公”原则的风险。技术交易者可以更快、更有效地获取信息,并能够通过高速获取信息的量化技术以及准确作出反应的自动化技术获取交易优势,使得其他一般交易者处于不利的竞争地位。部分技术交易者甚至会使用不当手段获取超额利润,而这明显有违公平原则。例如,行为人利用其交易速度优势,在瞬间提交大量的股票买单和卖单,然后又立即将其取消。这一行为往往会导致市场交易系统堵塞,进而影响其他交易者进行市场交易活动。其次,滥用技术优势的行为能够造成与滥用其他优势的行为相同的危害后果,甚至在某种程度上导致更为严重的危害后果。“闪崩”事件后美国证监会的报告显示,该事件可能涉及交易者试图使用新型的交易技术操纵标普期货合约。并且,量化交易造成的“羊群效应”在此次事件中得以体现,市场中的止损订单也通过高频交易技术接连触发,造成市场流动性骤减,最终导致道琼斯工业指数盘中跌幅高达近1000点的结果。最后,《刑法修正案(十一)》事实上已将间接利用技术优势操纵市场的行为列入操纵证券、期货市场罪规制的范围。根据现行《刑法》第182条第1款第4项的规定,“不以成交为目的,频繁或者大量申报买入、卖出证券、期货合约并撤销申报的”系操纵证券、期货市场罪的一种实行行为类型。应该看到,大多数“幌骗交易操纵”行为只有在具备高频交易技术的基础上才存在实施的可能性。根据《美国商品交易法》第4c(a)(5)(c)条的定义,“幌骗”是指不以成交为目的的报撤单行为。这一策略的实现在很大程度上依赖于高频交易技术迅速报撤单。^②因此,既然有立法者认为该类滥用技术优势的行为可能构成操纵证券、期货市场罪,那么其余类型滥用技术优势的行为自然也存在入罪的可能性。

三、技术交易行为的处罚范围

有学者认为:“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。”^③但是,技术本无对错,并非所有技术交易行为都属于滥用技术优势的行为,需要对不同类型的技术交易行为进行分析,判断其是否滥用优势地位并控制市场。

(一)量化交易行为的处罚范围

量化交易作为新型交易决策方法,体现了技术交易者超出一般交易者的决策技术优势。量化交易行为不涉及交易的执行方式,对市场的影响明显小于高频交易行为。尽管如此,部分量化交易行为是否构成操纵证券、期货市场罪仍然值得讨论。

1.放任量化交易导致系统性风险事件发生的行为

^① 参见刘宪权:《操纵证券、期货市场罪“兜底条款”法教义学的再展开》,《国家检察官学院学报》2022年第6期。

^② 参见马其家、王森:《美国不公平高频交易监管及对证券法修改的启示》,《证券市场导报》2018年第8期。

^③ 邢会强:《证券期货市场高频交易的法律监管框架研究》,《中国法学》2016年第5期。

如前所述,操纵证券、期货市场行为的本质并非欺诈而是滥用优势地位并控制市场。这样就会产生一个需要回答的问题:如果某一量化交易者明知其与其他量化交易者使用相同或相似的数学模型或人工智能模型,具有交易行为同质化的风险,在特殊情况下甚至可能由于“羊群效应”进而带来连续的踩踏效应而导致市场崩盘,其依旧放任量化交易进行并最终导致系统性风险事件发生,那么该交易者的行为是否构成操纵证券、期货市场罪?

笔者认为,放任量化交易导致系统性风险事件发生的行为不构成操纵证券、期货市场罪。首先,操纵证券、期货市场罪要求行为人具有直接故意。现行《刑法》第182条规定了“获取不正当利益或者转嫁风险”的主观目的。在此时期,操纵证券、期货市场罪系法定的目的犯,该犯罪目的是行为人构成该罪的必要条件。犯罪目的是指行为人希望通过自己的危害社会的行为所希望达到的结果。犯罪目的只存在于直接故意犯罪中。换言之,目的犯不存在间接故意的情形。因此,在刑法立法当初,持间接故意实施的行为不可能构成操纵证券、期货市场罪。可能有人会认为,在《中华人民共和国刑法修正案(六)》颁布后,操纵证券、期货市场罪罪状中的主观目的已被删除,因此目前操纵证券、期货市场罪的主观方面存在间接故意的可能性。但笔者认为,从文义解释的角度看,操纵证券、期货市场罪的主观方面不能包含间接故意。根据《现代汉语词典》的解释,操纵是指用不正当手段支配、控制的行为。具体而言,操纵行为通常指有意识地影响他人思想、行为或情绪的行为。因为操纵行为本身就具有直接意图,其目的是明确的,即影响他人行为或情绪以获得某种利益。操纵者通常会深思熟虑地设计操作方案,利用心理、情绪或信息的手段来达到自己的目的。在这个过程中,操纵者会有清晰的意图和目标,他们的行为不是无意识的结果,而是有目的地追求特定的利益的结果。正如有的学者所指出的,证券市场行情的人为控制或者影响是操纵证券市场行为的核心要素,也是主客观要素的统一。^① 这里的主观要素正是指行为人具有控制市场或左右市场行情的意图,而这种意图只能是直接故意。其次,该行为不属于“操纵”行为。通常认为,操纵行为作为一种支配、控制手段,其在客观上必须具有支配力。以幌骗交易行为为例,行为人利用技术优势,通过高频交易手段制造虚假的市场行情,使得其他交易者陷入错误认识,进而达到自己犯罪的目的。幌骗交易行为事实上控制了市场的信息传播,使得其他交易者失去获取正确信息的可能性。然而,虽然量化交易者放任量化交易的进行,但是这种放任行为只有与其他量化交易者的行为相结合才有可能导致系统性风险事件的发生。换言之,行为人的行为对证券、期货市场不具有支配性,不能将其行为认定为操纵行为。

2. 利用内幕信息或其他未公开信息制作量化交易模型并以此实施交易的行为

根据《证券法》第52条的规定,内幕信息是指在证券交易活动中,涉及发行人的经营、财务或者对该发行人证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息。《证券法》第80条第2款、第81条第2款所列重大事项都属于内幕信息。根据《证券法》第54条的规定,其他未公开信息则是指除内幕信息以外的其他未公开的信息。2019年6月27日,最高人民法院、最高人民检察院《关于办理利用未公开信息交易刑事案件适用法律若干问题的解释》第1条进一步对其他未公开的信息作出了明确的规定。应该说,内幕信息都是涉及发行人的比较具体的信息,投资者获取内幕信息后利用内幕信息进行交易一般都可以直接获利。但如果将内幕信息与量化交易模型结合起来,那么获利可能会成倍增加。而未公开信息是指内幕信息以外的、与发行人无直接关联性的证

^① 参见田宏杰:《操纵证券市场行为的本质及其构成要素》,《国家行政学院学报》2013年第3期。

券、期货交易类的信息(包括影响证券、期货交易的相对宏观的信息),如尚未公开的证监会有关证券、期货交易政策调整的信息。如果投资者获取该类未公开的信息后利用量化交易模型进行交易,那么可以最大限度地为其谋取经济利益。因此,行为人利用内幕信息或其他未公开信息制作量化交易模型并以此实施交易行为,主要涉及滥用量化交易的技术优势以及内幕信息、其他未公开信息的信息优势。那么,该种行为是否构成操纵证券、期货市场罪?可能有人会认为,以内幕交易罪或利用未公开信息交易罪给行为人定罪处罚无法完全评价其实施的行为,而其行为完全符合现行《刑法》第182条的实质内核,故可以用兜底条款将其入罪。但是,笔者认为,该行为不属于现行《刑法》第182条规定的实行行为。事实上,并非所有滥用优势的行为都构成操纵证券、期货市场罪。例如,行为人直接通过获取的内幕交易信息进行交易,获取违法收益。虽然行为人滥用了信息优势,但是其行为无法达到“操纵”市场的程度,因此不能认为其行为属于操纵行为。同样,虽然行为人利用内幕信息或其他未公开信息制作量化交易模型并以此实施交易的行为滥用了技术优势与信息优势,破坏了“三公”原则,但是因其并未控制市场且无控制市场的可能性,故该行为同样不属于“操纵”市场的行为。

笔者认为,量化交易行为只涉及交易决策的制定,虽然行为人的行为可能会违反“三公”原则,但是该行为与高频交易行为不同,其不会对其他交易者的交易决策造成误导和严重影响,从而无法达到“操纵”市场的程度。需要注意的是,虽然目前量化交易行为难以作为新型行为类型归入现行《刑法》第182条规制的范围内,但是其在客观上对其他类型行为的危害性具有加强作用。例如,技术交易者为了躲避相关部门的监管,可以通过量化交易技术制定并完善其所欲实施的幌骗交易策略。另外,实施量化交易行为的通常为机构投资者,而机构投资者一般也会使用高频交易进行投资。换言之,量化交易者一般都是高频交易者。这样就需要警惕量化交易与非法高频交易相结合,给市场造成更为严重的损害。可见,量化交易行为仍应受到前置法的严格监管与控制。

(二)高频交易行为的处罚范围

目前,高频交易作为程序化交易的典型类型已成为我国证监会在查处市场操纵案件时最常见的案件种类之一。与此同时,高频交易行为还存在违反刑法的风险。在《刑法修正案(十一)》颁布以后,幌骗行为已经被作为操纵证券、期货市场罪的示例行为纳入现行《刑法》第182条的规制范围内,此处不再赘述。除幌骗行为外,高频交易行为还包括塞单行为、趋势引发行为、尾盘交易行为、试单行为。判断不同类型的高频交易行为是否构成操纵证券、期货市场罪,仍需对其进行具体分析。

1. 塞单行为

塞单行为是指高频交易者利用大额订单制造市场交易系统堵塞,以影响其他投资者的市场交易行为。这种行为可能导致市场价格的异常波动。高频交易者通过向市场提交远远超过其他交易者订单量的大额订单,影响市场交易系统的运作,堵塞系统并导致其他投资者的订单被延迟执行或无法完全执行。在这种情况下,其他交易者接收到的市场信息会具有虚假性和误导性。其他交易者可能会错误地认为市场上存在大量的买卖意愿,而这会导致他们作出错误的交易决策。因此,实施塞单行为的高频交易者能够利用其他交易者的错误决策多次交易并获利。笔者认为,塞单行为属于市场操纵行为。行为人利用其交易速度优势故意堵塞市场交易系统,干扰其他交易者的判断,进而获取经济利益。该类高频交易行为明显破坏市场的公平性和透明度,与现

行《刑法》第 182 条规定的示例行为具有同质性,属于操纵证券、期货市场的行为。

2.趋势引发行行为

趋势引发行行为(又称报价触发策略)是指高频交易者通过一系列报单、买卖压力或者技术指标等手段,刻意影响市场价格走势,以诱使其他市场参与者跟随市场趋势进行交易的行为。这种行为旨在利用市场的价格趋势来获取利润,并通过引导其他交易者的交易行为来加速或放大价格的变动。笔者认为,应将严重的趋势引发行行为纳入现行《刑法》第 182 条的规制范围。趋势引发行行为涉及价量操纵和资本操纵两个方面。高频交易者会通过市场上提交大量的买单或卖单来加剧价格的波动,导致市场价格的快速上涨或下跌。高频交易者通过价量操纵行为制造并加剧价格波动,以此来吸引其他交易者的注意。另外,一旦市场价格出现明显的趋势走向,高频交易者则会利用这种趋势来诱导其他交易者跟随其交易,这又涉及资本操纵行为。在此过程中,高频交易者会采取追涨杀跌或反向交易等策略,以利用市场价格的变动来获取利润。更为严重的是,一旦市场开始下跌,采用高频交易算法者可以迅速采取做空头寸的行动,并通过大量的快速卖出来加剧市场的恐慌情绪,使市场行情进一步下跌。随着价量操纵与资本操纵的循环,该类行为甚至具有引发类似美股“闪崩”事件的系统性风险。可以说,严重的趋势引发行行为完全具有滥用优势地位并控制市场的性质,属于操纵证券、期货市场的行为,应当受到刑法的规制。

3.尾盘交易行为

尾盘交易行为是指高频交易者在收盘阶段利用速度优势进行大量且连续的交易以影响收盘价的行为。在收盘时,投资者通常会减少交易活动,进而导致市场流动性降低,而市场价格可能更容易受到影响。高频交易者能够利用这个时机来通过大量连续交易影响市场价格进行套利交易,通过利用在不同市场或不同产品之间价格差异获利。根据证监会发布的《证券、期货市场程序化交易管理办法(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》)第 18 条第 4 项的规定,程序化交易者不得“在收盘阶段利用程序进行大量且连续交易,影响收盘价”。笔者认为,严重的尾盘交易行为应当纳入现行《刑法》第 182 条的规制范围。高频交易者通过在尾盘实施大量且连续的高频交易操作,影响市场的供求关系,导致市场价格在人为干预下产生波动,从而操纵市场价格的形成过程。收盘价是每日交易结束时的最后一个成交价,通常被视为当日市场的结算价。收盘价既影响当日投资者的盈亏情况,又影响随后的投资决策和市场预期。因此,笔者认为,严重的尾盘交易行为完全具有滥用优势地位并控制市场的性质,属于操纵证券、期货市场的行为,应当受到刑法的规制。

4.试单行为

试单行为是指市场交易者通过提交相对较小的订单来观察市场的反应和价格变动情况,然后根据市场情况决定是否继续提交大额订单,并利用速度优势迅速进行交易以获取利润的策略。笔者认为,试单行为不属于操纵证券、期货市场的行为。正如前文所述,操纵证券、期货市场行为的本质并非欺诈而是滥用优势地位并控制市场。事实上,试单行为的目的是通过观察市场的反应来辅助决策,从而提高交易的效率和盈利能力。笔者认为,虽然某些试单行为带有一定的欺诈性质,但是试单行为的订单价值并不会太高,难以达到控制市场的程度,因此不能将其归入操纵证券、期货市场行为。

四、技术交易行为的刑法规制进路

目前,我国证券、期货市场仍处于发展阶段,相关监管制度尚不健全。随着证券、期货交易的数字化转型,传统的监管方法已经无法监测新型违法技术交易行为,这就倒逼相关监管、控制方法进行与之相对应的升级。2015年10月,证监会发布《征求意见稿》试图对程序化交易进行规制。然而,相关正式规定一直未出台,《征求意见稿》也存在诸多不足。另外,现行《刑法》第182条尚未将滥用技术优势交易的行为明确列为示例行为类型,从而导致司法机关只能通过兜底条款将该类行为解释为操纵证券、期货市场罪的实行行为。据此,笔者认为,有必要对前置法进行完善并对刑法进行修正。

(一)建立前置法监管制度

建立前置法监管制度,具体是指建立针对技术交易行为的事前监管制度与事中监管制度。事前监管是指通过设定一定的技术交易准入门槛,进而提高市场的安全性与稳定性的监管方式。事前监管主要包括以下几个方面:首先,建立交易技术开发者审核制度。前置法应明确规定,只有符合一定资质并具有相应技术水准的开发者,才能开发销售量化、高频交易系统。其次,建立高频交易系统压力测试制度。通过压力测试,模拟各种市场情景下的交易压力,评估系统对市场波动的响应能力,从而确保系统的稳定性,防止市场出现异常波动。再次,建立算法报备制度。通过前置法明确规定哪些算法需要报备,以及报备的时间周期、内容和格式等。最后,建立相关技术禁用制度。笔者认为,应当要求交易者禁止使用过于先进的技术,如对高频交易的交易频率进行限制。根据2023年上海证券交易所发布的《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》第7条的规定,程序化交易投资者报告的最高申报速率在每秒300笔以上或者单日最高申报数在20000笔以上的应受到重点关注。之所以应当限制过于先进技术的使用,是因为资本市场不同于实体经济。对于实体经济而言,技术越先进越有利于提高生产效率,改进生产工艺,创造社会财富,故在大多数情况下实体经济中的技术进步对人类社会具有正向作用。然而,对于资本市场而言,虽然一定的技术是不可或缺的,但是技术并非越先进越好。因为资本市场只是通过资本交易进行财富转移,它本身并不能创造物质财富。对证券、期货市场的参与者而言,证券、期货交易是一种零和博弈,因此,资本市场最需要的是公开、公平、公正的竞争秩序。先进的技术永远只会被少数人所掌握。如果允许少数人不受限制地开发利用最先进的技术进行交易,那么资本市场就会变成技术的丛林。这会严重破坏“三公”原则并造成赢者通吃的后果。

事中监管则是指通过建立相关机制,及时发现不法技术交易行为或减少不法技术交易所造成损失的监管方式。事中监管主要包括以下几个方面:首先,建立自动化市场监测系统。欧洲监管机构能够通过投资数据挖掘技术分析可疑交易模式的数据,从而增强发现技术滥用行为的能力。^①建立自动化市场监测系统能够实时监控市场交易活动,并对数据进行即时分析,使监管机构能够迅速发现市场中的异常行为,及时采取必要的监管措施。投资数据挖掘技术使监管机构能够处理和分析大量的交易数据,包括交易量、价格变动、交易模式等,从而发现潜在的技术

^① 参见[加]珍妮特·奥斯汀:《无处可逃:内幕交易和市场操纵的跨境追诉》,窦鹏娟译,上海人民出版社2020年版,第127页。

滥用行为。其次,设立交易减速机制。交易减速机制是指当市场价格波动达到某一设定阈值后,市场交易会由连续订单执行切换到有限时间的集合竞价。目前,我国针对股价剧烈波动的事后规制策略还是暂停个股交易的涨跌限制制度。其理论基础系“冷静期”假设,即认为当市场过度波动时,暂停交易能够促使更稳定且理性的价格形成,并能够遏制市场操纵行为。然而,交易暂停机制的适用会影响价格发现的自然过程,而其又是市场的一大根本属性。与之不同的是,交易减速机制能在对价格造成最小程度影响的情况下维护市场稳定,遏制市场操纵行为。其他国家也在积极尝试设立交易减速机制。例如,美国证券交易委员会已批准芝加哥证券交易所推出集合竞价平台。再次,设立订单最短存续时间。技术交易者滥用其技术优势的手段包含快速撤单,其中典型的行为类型即幌骗行为。技术交易者可以通过频繁申报与撤单,营造证券、期货成交活跃的假象,以此吸引其他交易者跟风买入,从而达到其操纵市场的目的。设立订单最短存续时间可以减少技术交易者频繁申报与撤单的行为,从而降低幌骗行为带来的风险。订单持续一定时间后不能随意撤销,技术交易者就无法利用快速交易优势营造成交活跃的假象,减少对其他交易者的误导和影响。另外,设立订单最短存续时间还有助于减少市场波动和不稳定性。频繁的申报与撤单可能导致市场波动,扰乱市场秩序,影响投资者信心。通过规定订单必须在一定时间内持续有效,可以减少市场的不确定性,促进市场的稳定和健康发展。其他国家已有对此方案的尝试。例如,2013年德国议会通过了《高频交易法》,该法规定的订单最短停留时间有助于减少“闪电订单”的蔓延,确保市场参与者有足够的反应时间进行交易。^①最后,明确部分技术交易行为的非法性。如前文所述,塞单行为、趋势引发行为、尾盘交易行为均可能构成犯罪。操纵证券、期货市场罪作为典型的法定犯,行为违反前置法是入罪的基础。虽然目前《证券法》第55条规定了兜底条款,理论上存在通过适用证券法与刑法“双重兜底条款”入罪的可能性,但是采用“双重兜底条款”的立法形式将不可避免地加剧兜底条款的不确定性与外延模糊性。^②因此,有必要对《证券法》第55条的规定进行修订,将滥用技术优势的塞单行为、趋势引发行为以及尾盘交易行为列为市场操纵行为的新类型。

(二)增设操纵证券、期货市场罪的行为类型

如前文所述,部分技术交易行为属于操纵证券、期货市场罪的规制范围,可以通过兜底条款将其入罪,然而刑法解释的终点又是刑事立法的起点。^③在一种新类型犯罪出现的初期,可以利用兜底条款对具有操纵证券、期货市场罪实质内涵及同等危害性的行为进行刑法规制。但是,如果某种新类型行为多次出现,那么兜底条款就难以担此大任。此时,需要修改刑事立法,增设新罪名或者适用既有罪名中的新行为类型来规制相关行为。前文提及的“伊世顿公司操纵期货市场案”就是适例。在该案发生时,幌骗操纵行为还未被现行《刑法》第182条作类型化规定,因此对伊世顿公司行为的定性是通过兜底条款完成的。但正是由于该案,立法机关才认为有必要将幌骗交易行为明确规定为操纵证券、期货市场行为。可以设想,在塞单行为、趋势引发行为以及尾盘交易行为频繁出现的情况下对刑法适时加以修正,增设新的行为类型无疑是立法者的一种

^① 参见邢会强:《证券期货市场高频交易的法律监管框架研究》,《中国法学》2016年第5期。

^② 参见刘宪权:《操纵证券、期货市场罪“兜底条款”法教义学的再展开》,《国家检察官学院学报》2022年第6期。

^③ 参见孔忠愿:《操纵证券、期货市场罪行为方式的学理审视与司法适用》,《青少年犯罪问题》2023年第2期。

必然选择。笔者认为,在人工智能时代,对于在技术交易中滥用技术的行为,我们理应及时作出回应。依笔者之见,我们可以暂时将该种行为纳入操纵证券、期货市场罪兜底条款中加以规制。在条件成熟时,再适时通过修正案将其列入现行《刑法》第 182 条第 1 款第 1 项规定的行为类型中,即将滥用“技术优势”与利用“资金优势”“持股或者持仓优势”“信息优势”并列加以规定。

Abstract: Technical trading behavior in securities and futures markets includes quantitative trading that leverages decision-making technology advantages and programmatic trading that leverages execution technology advantages. High-frequency trading is a typical type of programmatic trading. Technical trading involves risks of homogenization, liquidity, and systemic impact. To determine whether technical trading behavior constitutes the crime of manipulating securities and futures markets, it is first necessary to clarify the applicable rules of fallback clauses and analyze the essence of market manipulation. The application of the fallback clause for manipulating securities and futures markets requires strict adherence to the rule of homogeneous interpretation. The essence of manipulating securities and futures markets lies in abusing advantageous positions to control the market. Some high-frequency trading behaviors constitute the crime of manipulating securities and futures markets and can be criminalized through fallback clauses. Quantitative trading behavior may reinforce the social harm of related manipulative behavior, but the behavior itself is difficult to be classified under the crime of securities and futures markets manipulation. It is necessary to establish pre-emptive and in-process regulatory mechanisms for technical trading behavior in existing laws and to add categories in criminal law for behaviors that abuse technological advantages to manipulate securities and futures markets.

Key Words: technical trading, technological advantage, quantitative trading, high-frequency trading

责任编辑 田国宝