



【錦心綉口】

**強化對程序化交易和高頻交易監管約束,有利於維護市場公平,吸引更廣泛的資金進入市場投資。**

## 程序化高頻交易監管還可進一步強化

熊錦秋

日前,三大交易所發布《證券交易所程序化交易管理實施細則(征求意见稿)》,其中專門明確高頻交易認定標準,並在報告內容、交易收費、交易監管等方面對高頻交易者提出差異化管理要求。筆者認為,這些舉措無疑是必要的。

程序化交易是指通過計算機程序自動生成或下達交易指令進行證券交易的行為,而高頻交易屬於程序化交易的一種特殊形式。三大交易所擬明確高頻交易的情形,包括“單個賬戶每秒申報、撤單的最高筆數達到300筆以上;單個賬戶單日申報、撤單的最高筆數達到20000筆以上”。交易所擬對高頻交

易實施差異化收費,根據申報撤單的筆數和頻率等指標設置收費標準,加收流量費和撤單費等費用。這些措施將增加高頻交易投資者的交易成本,有利於消弭其在交易速度等方面的優勢,甚至有人認為這將對視騙交易形成重擊。

2019年最高法、最高檢印發《關於辦理操縱證券、期貨市場刑事案件適用法律若干問題的解釋》,規定了“不以成交為目的,頻繁申報、撤單或者大額申報、撤單,誤導投資者作出投資決策,影響價格或交易量,並進行與申報相反的交易或者謀取相關利益”類型的其它操縱方法,此即為視騙交易。新《證券法》新增“不以成交為目的,頻繁或者大量申報並撤銷申報”操縱手段,又稱為“虛假申報”,

基本對應上述視騙交易。美國《商品交易法》將視騙界定為“在報價或出價時就具有實際交易之前撤銷報價或者出價的故意”。

高頻交易投資者存在大量報單、又大量撤單行為,其中一些行為可能動機不純,包括意在探測市場流動性,製造市場假象,對市場交易形成堵塞、達到其某種目的等。對高頻交易等加收流量費和撤單費,由此適當增加交易成本,有利於防範視騙交易的產生,未來交易所可視市場反饋情況,適當調整這個杠桿,以最大限度抑制高頻交易的危害,同時又能吸引資金參與市場,增強市場流動性。

高頻交易中的視騙交易很難徹底消失,若發現投資者存在大量申報、大量撤單行為,且在申報之初就有大量

撤單故意,尤其還存在與當初報單相反的交易行為,這就構成視騙交易,證券監管部門理應跟進查處,追究可能存在的行政責任,嚴重的甚至可移交司法部門追究刑事責任。

程序化交易尤其是高頻交易可在極為短暫的市場變化中,利用計算機捕捉交易機會獲利,交易的一個秘訣就是快,包括在獲取行情信息方面。滬深北交易所意見稿擬規定,使用交易所增值(增強)行情信息服務的,交易所行情信息服務機構可以提高行情信息使用費。但除此之外,還應進一步抑制程序化交易和高頻交易在報單方面的速度優勢,這方面其實也有現成的域外經驗可供借鑒。比如美國投資者交易所(IEX)等設立減速帶,通過對每筆訂單增加350微

秒的延遲,防範高頻交易者利用其速度優勢進行跨交易所之間的延時套利。350微秒的延遲對普通投資者沒有什麼影響,但對高頻交易等卻影響巨大,交易優勢被大幅削減。

鑒於此,筆者建議三大交易所可對每筆申報訂單,都等待幾毫秒後再響應處理,由此高頻交易、程序化交易的優勢就不再那麼突出,投資者參與交易裝備軍備競賽的熱情就會下降,有利於推動市場交易成本下降。

此前有數據顯示,目前程序化交易金額在市場占比約29%,高頻交易約占程序化交易額的60%,強化對程序化交易和高頻交易監管約束,有利於維護市場公平,吸引更廣泛的資金進入市場投資。

(作者系資本市場資深研究人士)



【云海風聲】

**當前,如何激發企業的创新意識,提升上市公司質量,关键是進一步改善營商環境。**

## 提升上市公司盈利能力和投資者獲得感

李鳳 胡國豪

投資者保护的终极目的是让投资者分享资本市场的发展成果。阻碍投资者分享资本市场发展红利的主要因素主要有两个:其一,由于信息不对称导致的逆向选择和道德风险问题;其二,上市公司的质量问题,即盈利能力。前者表现为欺诈发行、财务造假、内幕交易、操纵市场等违法犯罪行为。后者表现为公司无法创造更多利润。

一直以来,资本市场监管政策的主要着力点是降低信息不对称,通过推动上市公司信息披露公开透明化、严打证券违法犯罪行为,使上市公司的大股东或管理层没有主动欺瞒的动力。我们也清楚地看到,监管层一方面在不断完善落实信息披露相关制度规定,另一方面也在坚决落实监

管“长牙带刺”、有棱有角的要求,查处案件数量和处罚金额大幅上升。

数据显示,2023年中国证监会查处证券期货违法案件717件,同比增长19%;作出行政处罚539件,同比增长40%;处罚责任主体1073人(家)次,同比增长43%;市场禁入103人,同比增长47%;罚没金额高达63.89亿元,同比增长140%。其中,一半以上案件涉及信息披露和内幕交易,分别占到证券期货违法案件总数的34%和27%。

新“国九条”的出台,向监督管理机构在投资者保护方面提出了新的要求。以新“国九条”为核心的“1+N”资本市场政策体系,依然强调解决信息不对称问题。中国证监会主席吴清在第六个“5·15全国投资者保护宣传日”也特别强调,中国证监会将继续致力于把公开透明的要求贯彻到

公司信息披露的全过程,坚决把“僵尸企业”、“害群之马”清出市场。

但是,从根本上讲,要让投资者分享资本市场红利,必须是上市公司本身能创造出更多的价值,更多的利润,为股东创造更多的回报。从这个意义上说,投资者保护是针对大股东和管理层的态度问题,同时也是涉及上市公司的质量问题,即盈利能力。

一方面,盈利能力高的公司,在回馈股东、增强投资者体验方面表现得更好。根据Wind数据,2023年度有现金分红的上市公司平均总资产净利润率(ROA)和平均净资产收益率(ROE)分别为5.87%、9.28%,而没有现金分红的上市公司,其ROA和ROE明显更低,分别为0.36%、-6.78%。

另一方面,如果企业盈利能力下降,会导致其道德风险上升,二者之

间有关联性。通常,企业经营情况越差,大股东和管理层越可能做出损害中小投资者利益的行为,因为这种行为带来的潜在惩罚相对于其潜在收益是更小的。以2023年为例,根据CSMAR数据,证券期货违法被证监会处罚(包括出具警示函、责令改正、公开谴责、罚款等)的上市公司平均ROA和ROE分别为1.79%、-1.53%,远低于上市公司平均ROA(2.50%)和平均ROE(-0.54%)。

一个不容忽视的事实是,受国际国内宏观经济形势影响,我国上市公司的整体盈利能力有下降趋势。根据Wind数据,2013年我国上市公司的平均ROA为7.39%,ROE为12.16%,而2023年分别下降了4.89和12.7个百分点。相对国有企业,民营企业的盈利情况有所滑坡。2013年,民营上市企业的ROA和ROE分

别为9.65%、14.92%,2023年分别下降了7.07和16.43个百分点。上市公司盈利能力的下降,更容易导致道德风险的上升。

在此背景下,要保护中小投资者利益,根本之策是提升上市公司的盈利能力。上市公司的高质量发展,不仅为提升中小投资者获得感奠定坚实的基础,同时,还能在很大程度上抑制大股东和管理层发生道德风险。当前,如何激发企业的创新意识,提升上市公司质量,关键是进一步改善营商环境。为此,政府应出台有利政策,减轻税负,完善法律法规确保透明度,拓宽融资渠道降低成本,加强人才引进与培养,支持技术创新和绿色发展。

(李凤系西南财经大学金融学院副教授,胡国豪系西南财经大学金融学院研究人士)



【言为新声】

**发行超长期国债,特别需要加强财政稽查,积极开展各项审计工作。相信中央会统一部署,确保“好钢用在刀刃上”。**

## 中国借助国债布局未来投资长远

乔新生

5月13日,财政部办公厅公布“2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排的通知”,规定了超长期特别国债的期限、招标日期和支付利息方法。在2024年起长期特别国债中,既有继续发行的超长期特别国债,也有首次发行的超长期特别国债。这体现了中国财政经济的连续性,同时也充分说明,中国在确保经济可持续发展的前提下,为了中国的战略利益,未雨绸缪,统筹兼顾。

首先,中国发行超长期特别国债,是为了支持国家重大战略项目实施工作。中国是一个高度重视战略规划的国家,始终强调经济社会发展,基础设施建设先行。

近些年来,中国精打细算,实施一大批战略性基础设施建设项目。包括建设长江水电基地,开发西北地

区光伏发电、风力发电资源,建设中国高速铁路网络,研制大型飞机等,为中国式现代化发展奠定基础。这些看得见的基础设施建设,已经取得效益并且将发挥更大的效益。

除此之外,还有许多看不见但关系国计民生的重大基础设施建设正在加紧实施。中国在生物科技领域、半导体产业领域、量子物理科学领域、太空探索领域投入巨资,目的就是加快中国数字经济、太空经济发展的步伐。

中国高度重视数学、物理、化学基础理论研究,为此建设了一大批重点实验室。在数千米地下,有中国暗物质探索装置。北京、上海、广州、深圳等大城市,有一大批先进科研项目研发基地。中国充分借鉴其他国家的先进经验,探索制造“质子加速器”,用来解决恶性肿瘤治疗问题。可以这样说,中国投入巨大的财政资

源,目的就是在生物科技、能源等领域取得实质性成果,在尖端数学、现代物理、应用化学等领域取得突破。

其次,中国发行超长期国债,是为了确保国家重点领域的安全能力建设。世界并不太平,霸权国家虎视眈眈,中国经济社会发展,面临诸多挑战。中国一方面坚持“不惹事、不怕事”;另一方面,精心布局,确保国家安全不受侵犯。

中国不断加强能源安全建设。通过完善水电基础设施,加强关键城市重大工程安全保护工作,确保中国经济社会稳定发展。在中国三峡水电枢纽、西北戈壁风力发电、光伏发电战略基地,已经形成了多层次的安全网络。中国建设“西电东输”“南水北调”“东数西算”等工程,目的就是提高国家整体安全性。

不论是全国的高速铁路网络,还是东部沿海地区的交通枢纽,都是国

家重点保护的目标。加强安全能力建设,既包括精心布局、强化中国的战略纵深,同时也包括加强安全防护措施,确保中国重点工程万无一失。中国发射人造卫星数量世界第二。保护中国的太空资产,同样需要加大投入。中国在重点领域的安全能力建设,需要巨额资金。发行超长期特别国债,一方面是着眼未来,强化中国重点领域的安全基础设施建设;另一方面也是积极应对现实中各种不测事件。

环境治理是国家治理的重要组成部分。近些年来中国花大力气,清理江河湖泊,改善生态环境。中国建成世界上规模最大的国家公园,确保地球的第三级造福于人类。中国作为海洋国家,一方面高度重视海洋资源保护工作,积极参与国际合作,保护海洋环境;另一方面通过立法,加强海洋生态环境建设。中国发行超

长期国债,可以支持中国海洋主管部门,加大基础设施建设的力度,在海洋监测、海洋资源勘查、海洋资源开发利用方面取得更多成果。中国已经投入巨资,进行海洋资源普查且在南海地区获得了可燃冰。中国在南北极的科学考察站,科研能力大幅度提高。不久的将来,中国将成为北极、南极和世界第三级科学考察的先进国家。

总而言之,发行超长期国债,不是寅吃卯粮,不是实行财政赤字政策,而是立足当下,谋求长远,通过“高质量做好支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设各项工作,为推进中国式现代化提供有力支撑”。发行超长期国债,特别需要加强财政稽查,积极开展各项审计工作。相信中央会统一部署,确保“好钢用在刀刃上”。

(作者系中南财经政法大学教授)



【口舌之勇】

**线上销售平台从取悦消费者出发,掀起图书价格战,可以倒逼图书价格挤出水分,并迫使出版社提升管理水平,优化成本控制。**

## 纸质图书卖贵了吗?

孙勇

近日,一则多家出版社与知名电商博弈的消息,让图书价格战问题成为读书人关注的热点。该消息称,北京、上海两地50余家出版社发表联合声明,拒绝参加京东旗下电商举办的“6·18图书大促”活动。所谓“6·18图书大促”,就是在6月18日前后1个月内,以2-3折的价格在线上促销图书。对此,有图书公司负责人表示:“无底线的低价竞争,损害了商业道德和社会公德。如果电商平台继续倒逼出版社让利,只会让纸质书市场越来越差。”

随着线上销售平台的迅猛发展,实体商店的空间日益萎缩;而此消彼长下,只剩物流业的空前繁荣。在这个背景下,几乎所有商品都打起了价格战,图书也不例外。不过,由于中

国人整体不太喜欢买书,在图书上花费较少,所以图书的价格问题,难以成为全体国民关注的焦点。本文试就图书价格问题作一简要分析,供喜欢读书、买书的读者参考。

通常,一本书的成本包括印刷成本、审校费、作者稿酬、制版费、版税、渠道发行费用、管理费等,在这个基础上添加一定的预期利润,就形成了图书的销售价格。在中国,最贵的图书是《中华再造善本》系列,出版于2002年,共收集历代古籍上千种,全套售价320万元人民币;最便宜的图书,可以低至几毛钱一本。当然,这两者都是比较极端的情形。现如今,多数情况下,每本图书的价格在50元人民币上下波动,这类图书,构成普通读者所购买或收藏书籍的主流。

判断图书的价格贵不贵,有绝对视角和相对视角两种方式。绝对视

角,是孤立地看图书价格的绝对值;相对视角,是将图书的价格置于有参考物的体系中。就普通读者的生活而言,以相对视角看图书的价格更有实际意义。我认为,不妨为图书的价格设置三个参考物:其一,和图书并列的其他日常生活用品或文化消费品的价格;其二,购书者的收入状况;其三,其他国家或经济体中同类图书的价格。

我个人觉得,中国内地的图书价格,总体上看,处在合理的区间,不算便宜,但也不算贵。买一本书的钱,大约相当于平民餐厅中两个小菜的花费,大约相当于男人理一次发的买单,大约相当于一张电影票加上一杯可乐饮料的支出,可以接受。再拿收入作参考,每年的图书消费在国人的可支配收入中占比也不高。据上海市委宣传部等机构联合发布的《2022

年上海市阅读状况调查》,2022年,上海市民人均阅读量超13本,人均买纸质图书花费345.08元,占当年上海人均可支配收入7.96元万元的0.43%。上海是中国内地读书调查榜单上居民爱读书、爱买书的指数仅次于北京,排名第二的城市。以上海市民购书消费数据为参照,管中窥豹,可以得出两个结论:一是国人整体不太喜欢购买纸质图书,二是购买纸质图书的花费对于国人没有形成太大压力。

发达国家的图书价格,以及中国台湾地区、香港地区的图书价格,都要比中国内地的图书价格贵好几倍。不过,若考虑到这些经济体的人均可支配收入与中国内地居民有小落差,那么,这种图书价格上的落差也有一定合理性。

我写这篇文章,当然不是为了出版

社随意设定图书价格做辩护。中国内地的不少出版社,职工队伍中冗员多,管理也不够精细,由此造成的冗余成本,难免要转嫁到图书的价格上,让消费者去承担。从这一点看,中国内地图书价格仍有下降的空间。另外,中国内地不少图书定价不诚实,故意虚高作价,给消费者“挖坑”,这也让人痛恨。当下,以京东为代表的线上销售平台从取悦消费者出发,掀起图书价格战,可以倒逼图书价格挤出水分,并迫使出版社提升管理水平,优化成本控制。这样的价格战,恰恰体现了市场机制在发挥应有的优胜劣汰作用。出版社对此不应一味诉苦与吐槽,也需反躬自省、奋发图强。相信通过出人均可支配收入与中国内地居民有小落差,那么,这种图书价格上的落差也有一定合理性。

(作者系证券时报记者)