

期货市场操纵行为的类型及 认定标准研究

杜惟毅* 张永开**

摘要:价格操纵是期货市场的典型民事侵权行为之一,为世界各国立法所普遍禁止。伴随资本市场的快速发展,特别是我国期货市场创新步伐的加快,防范和打击期货市场操纵行为的重要性日益凸显。本文充分结合期货市场的监管实践,深入分析期货市场操纵行为的主要类型及特点,重点研究其构成要件和认定标准,最后从立法层面,提出了具有操作性的完善建议。

关键词:期货市场 操纵行为 构成要件 认定标准

期货市场的重要功能是价格发现和风险管理。价格操纵行为会扭曲正常期货市场价格信号的形成,并最终影响风险管理功能的实现,严重损害投资者的合法权益,是期货市场危害最大的民事侵权行为之一,为各国立法所普遍禁止。伴随资本市场的快速发展,特别是我国期货市场创新步伐的加

* 中国金融期货交易所法律部副总监。

** 中国金融期货交易所人力部员工。

快,防范和打击价格操纵行为的重要性日益凸显。但是,相对于境外成熟期货市场和我国证券市场操纵行为的立法实践而言,理论界和实务界对我国期货市场操纵行为的研究相当薄弱,无法满足自律监管、行政执法和司法的现实需要。亟须通过加强研究,深化对我国期货市场操纵行为的认识,不断完善相关立法,为期货市场的一线监控、行政监管和司法追责提供更明确的标准和更坚实的依据。

一、期货市场操纵行为的定义

期货监管部门和理论界一直试图定义“操纵”,但就如何定义却从未取得过一致。美国期货界发展并形成了诸如“马尔许学说”^[1]、“人为价格说”^[2]和“裴度学说”^[3]等代表性学说。其中,“人为价格说”最接近当前各国对期货市场操纵行为的理解,因而被各国反操纵行为立法所采用。例如,美国总审计署在一份关于《商品期货交易法》的报告中也采纳了该学说的观点,指出“操纵是为了经济利益而扭曲市场价格。典型的价格扭曲涉及创造一个不反映供求关系的人为价格,或者制造虚假的供求关系使价格发生操纵者所期望的变化,或者引起其他市场参与者做出操纵者所期望的反映。”^[4]

我国理论界也多从人为价格的角度,对期货市场操纵行为进行定义。彭真明将期货市场操纵行为界定为“一个人或者某一组织,利用资金优势、信息等优势或者滥用职权,制造实际的或者表面的频繁交易,影响期货市场价格,以引诱他人买卖期货,扰乱期货市场秩序的

[1] 马尔许学说将期货市场操纵行为界定为“以使商品价格不能依其正常供需关系发生变动为目的,而从事任何行为或者交易,结果扰乱了该市场及相关市场价格的行为。”

[2] 人为价格说将期货市场操纵行为定义为“由一人或者一群人,所为的制造人为价格的有计划的行动。”

[3] 裴度学说将操纵定义为“在不影响市场价格的情况下,所为的不经济的或者不合理的行为。”由于该定义无法适用于信息操纵等行为,因此受到了普遍质疑。

[4] GAO(United States General Accounting Office) Report to Congressional Committees (May 1999) - THE COMMODITY EXCHANGE ACT: Issues Related to the Commodity Futures Trading Commission's Reauthorization. p. 69.

行为”。^[5] 该定义较完整地反映了期货市场操纵行为的基本特征,但是,并非所有的操纵行为都会利用资金或者信息优势,“滥用职权”的表述更加令人费解。黄运成等基于美国期货市场的实践和研究,将期货市场操纵行为界定为“操纵者利用资金、信息等方面的优势,影响交易品种的价格,使其朝着某种有利的方向偏离并从中牟利的行为。”^[6] 但是,该定义中使用了“操纵”一词,逻辑上犯了循环定义的错误。况且,学界普遍认为,是否盈利并非操纵行为的构成要件。

在立法中,英美法系国家(地区)多通过判例法来界定操纵行为。例如,美国期监会(CFTC)和法院通过执法实践归纳了期货市场操纵行为的构成要件:(1)影响价格的能力;(2)特定故意;(3)存在人为价格;(4)因果关系。^[7] 美国判例法还明确禁止囤积、挤压、洗售操纵和散布虚假信息等具体操纵行为。^[8] 大陆法系国家(地区)一般很少直接定义“操纵”,而是多采用简单描述或者列举操纵行为具体形态的方式进行界定。例如,韩国《金融投资服务与资本市场法》将期货市场操纵行为界定为约定交易操纵、洗售操纵、虚假交易、散布虚假信息、对重大事项做虚假陈述、固定价格和跨市场操纵等具体行为。

我们认为,期货市场操纵行为是指行为人违反国家期货管理法律法规,采取不正当手段,扭曲期货合约交易价格,扰乱期货市场秩序的行为。从这一定义可以看出,期货市场操纵行为包括三个方面的要素:其一,操纵行为是违反期货管理法律法规的行为,以行为违反法律的禁止性规定为前提;其二,行为表现为采取各种“不正当手段”,即可能构成操纵行为的具体手段,如连续交易、洗售、约定交易等;其三,操纵行为的后果是扭曲了期货合约的交易价格,扰乱了期货市场的正常交易秩序。

[5] 彭真明:“论操纵期货市场行为及其法律责任”,载《华中师范大学学报》(人文社会科学版)1998年第4期。

[6] 黄运成:“借鉴美国经验加强对我国期货市场操纵的监管”,载《金融理论与实践》2006年第4期。

[7] *In re Cox*, [1986-1987 Transfer Binder] *Comm. Fut. L. Rep. (CCH)* p. 23,786 at 34, 061 (CFTC July 15, 1987).

[8] Philip McBride Johnson, Thomas Lee Hazen. *Derivatives Regulation*. Aspen Publishers, 2004, pp. 404-408.

二、期货市场操纵行为的类型

关于期货市场操纵行为的具体类型,正如美国法院的法官在 *Cargill Inc. v. Hardin* 案^[9]中所指出的,现实中操纵的形式多种多样,“操纵的技巧和方法只被人类的想象力所限制”。国际证监会组织将证券期货市场操纵行为分为粉饰行情、洗售、对敲、拉抬价格、拉高出货、做尾盘、囤积、挤压轧空和散布虚假或者具有误导性的信息等类型;张国炎^[10]将期货市场操纵行为分为囤积、挤压、洗售(对倒)、联手操纵、连续交易、超量交易及恶意散布虚假信息或不实资料等类型;美国期监会前主席 Philip McBride Johnson 将期货市场操纵分为囤积、挤压轧空、散布虚假或不实信息、非竞争性交易(包括洗售操纵、交叉交易、擅为交易相对人、配合交易、虚假交易等)等类型。

结合我国期货市场监管实际,本文将期货市场操纵分为以下四种类型:

(一) 市场力量型操纵

市场力量型操纵,是指行为人利用对可交割供应商品的支配性地位以及在期货市场的优势头寸^[11],故意影响期货交易价格的行为。这是期货市场区别于证券市场的特有操纵行为,具体可分为“囤积”和“挤压轧空”两种行为。

囤积是指行为人通过控制或者支配可供交割的现货数量,迫使空

[9] *Cargill Inc. v. Harden*, 452 F. 2d 1154 (8th Cir. 1971).

[10] 张国炎:《期货犯罪与防范论》,人民法院出版社 2005 年版,第 41~71 页。

[11] 本文所指的对现货市场或者期货市场头寸的“控制”、“支配地位”或者“优势地位”,不能当然地将其视为占到 50% 或者更高的比例。实际上,只要操纵者占有的现货供给或者持有的期货头寸,使操纵者足以迫使交易对手方接受操纵者决定的高价或者低价了结其合约义务,就可以认为操纵者具有了对现货市场或者期货头寸的控制或支配地位。从美国判例法看,CFTC 或者法院在考察操纵者是否具有控制地位时,一般会同时考察被告占有现货供给和持有期货头寸的情况,但对到底什么比例会达到控制程度或者支配地位,从来都没有给出一个确定的百分比,而是结合个案具体情况具体分析。

头(多头)接受其任意设定更高或更低的价格平仓,以履行其合约义务的行为。实务中,“多逼空”的情形较为常见,“空逼多”仅在理论上存在发生的可能性,实践中尚未发现真实的案例。挤压轧空是指在可交割供应严重不足的情况下,行为人在期货市场持有大量多头头寸,并据此将价格抬高到自己决定的水平的行为。与囤积不同,挤压轧空的可交割供应商品的短缺不是由行为人的积极行为导致的,而是因干旱、洪涝灾害等气候条件导致农作物减产、过度出口、正常商业用途的储藏和交通中断等客观原因造成。

(二) 交易型操纵

交易型操纵,是指行为人直接通过期货合约的买卖行为,影响期货交易价格。根据追求的交易是否造成期货合约实质权益的真实转移,交易型操纵可分为真实交易型操纵和虚假交易型操纵两种具体表现形态。

1. 真实交易型操纵

真实交易型操纵,是指行为人通过真实的期货交易活动,以某种特定的买卖方式,影响期货交易价格的行为。实务中,该类操纵行为以“连续交易操纵”和“特定时段操纵”为代表。

连续交易操纵是指操纵者为了影响期货合约的交易价格,单独或者合谋,利用资金优势、持仓优势或者信息优势,连续买卖期货合约的行为。特定时段操纵是指行为人在期货交易的集合竞价阶段或交割结算等阶段,故意通过一系列操作,操纵开盘价、结算价或交割结算价的行为。实务中以“操纵开盘价”和“操纵交割结算价”最为常见。

2. 虚假交易型操纵

虚假交易型操纵,是指行为人在期货市场通过虚假的或误导性的交易行为,制造交易活跃的假象,诱导其他投资者参与交易,影响期货交易价格的行为。虽然从形式上看上述交易行为也是真实发生的,但操纵者往往通过各种形式的安排,实质上并未真正承担期货交易的后果。实务中,虚假交易型操纵包括“约定交易操纵”、“洗售操纵”和“虚假申报操纵”等行为。

约定交易操纵是指行为人与他人通谋,约定双方分别扮演买方和卖方,在一方以事先约定的价格、数量和方式卖出(买入)期货合约的

同时,另一方买入(卖出)该期货合约的行为。这种操纵行为,通常会制造交易活跃或者价格波动的虚假表象,误导其他投资者参与交易。洗售操纵,又称自买自卖操纵,是指以自己为交易对象,在自己实际控制的账户之间进行所持有的期货合约权益非实质性转移的交易,影响期货交易价格的行为。洗售操纵最突出的特征是交易完成后相关账户期货合约的实质权益并未发生改变。虚假申报操纵是指行为人从事期货交易时,不以成交为目的,频繁申报和撤销申报,以制造虚假的交易信息,误导其他投资者交易,进而影响期货交易价格的行为。美国和欧盟均明令禁止此种行为。

(三) 信息型操纵

在期货市场中,操纵者可以凭借在信息方面的优势或者“话语权”,发布对市场价格具有影响的信息,扭曲期货交易价格。成熟期货市场反操纵立法几乎无一例外地禁止此类操纵行为。实践中,以“蛊惑交易操纵”和“抢帽子交易操纵”为主。

蛊惑交易操纵是指行为人故意编造并传播、散布虚假的、不准确的或者误导性的重大信息,误导投资者的交易决策,扭曲期货交易价格的行为。抢帽子交易操纵是指具有特定身份的行为人(如证券公司、期货公司或其他专业咨询机构及其工作人员),事先买卖或持有大量的期货合约,然后对相关市场走势公开做出评价、预测或者投资建议,籍此引导其他交易者参与交易,从而影响期货交易价格的行为。

(四) 跨市场操纵

跨市场操纵,是指操纵者利用股票市场、债券市场等现货市场与期货市场的关联性和价格联动机制,通过在其中某一市场上的操纵行为,影响另一相关市场交易价格的行为。台湾地区和韩国均严格禁止跨市场操纵行为。从操纵方向上划分,跨市场操纵可分为两类:一是操纵现货影响期货交易价格,即行为人通过操纵现货市场价格进而影响期货市场价格。二是操纵期货影响现货市场价格。以股指期货市场为例,理论研究表明股指期货市场较现货市场具有一定的价格领先关系,通常情况下能更快地反映市场信息。行为人有可能利用期货市场对现货市场的价格引导效应,通过操纵期货市场价格以达到对现货市场的操纵。

三、期货市场操纵行为的构成要件及认定标准

美国是现代期货交易的发源地,在打击操纵行为的实践中,积累了丰富的执法和司法经验,从而被许多国家(地区)的期货立法和执法尊为范例。本文在讨论期货市场操纵行为的构成要件及其认定标准时,主要参考借鉴美国司法实践做法以及我国证券市场操纵行为的认定经验,将期货市场操纵行为的构成要件分为客观行为、特定故意、人为价格和因果关系等四个要件。

(一) 客观行为

为了与前述讨论的操纵类型相区分,此处的“客观行为”是指操纵行为的客观表现。

1. 市场力量型操纵的客观行为

期货市场履行期货合约义务的方式有两种,即实物交割和对冲平仓。通常情况下,市场力量型操纵中多头操纵情况较为常见。如果操纵者可以在不使价格发生较大波动和不被其他交易者所注意的情况下,获得大量多头头寸,同时又控制可交割品的现货供给或者可以影响可交割品的现货价格,就可以通过威胁空方准备要求交割来推动价格上涨,逼迫空方在较高价位平仓。因为空方选择平仓可以避免支付更高的交割成本(包括以更高价格购入交割品的成本及将交割品运送至交割地点的运输成本),操纵者可达到操纵目的;如果空方不选择平仓而选择实物交割,现货市场又找不到足够的可供交割品,就得被迫承担违约成本。此时操纵者同样可达到操纵目的。因此,从事力量型操纵必须拥有控制其他交易者了结合约义务的方式的能力,包括控制现货的可交割供应以及在期货市场上拥有具有优势地位的期货头寸。一旦上述两点同时被控制,成功实施操纵行为的条件就已具备。

2. 交易型操纵的客观行为

如上所述,真实交易型操纵以连续交易操纵和特定时段操纵最为常见。在认定连续交易操纵时,关键是对“连续”的理解。考虑到期货交易本身与证券交易的差异性以及期货实践中程序化交易存在合理

性,对“连续”一词不宜从“确数”去理解,而应理解为一个“虚数”。在认定特定时段操纵的客观行为时,需要重点考察其客观行为是否发生在“特定时段”,如集合竞价阶段或者交割结算价形成期间等。

虚假交易操纵实务中以洗售操纵、约定交易操纵和虚假申报操纵最为常见。在认定洗售操纵的客观行为时,需要考虑买卖行为、交易时间和数量的一致性、相同(或相似)的价格等因素。实践中,行为人从事洗售操纵,表面上是多个账户在进行交易,实质上这些账户由同一个客户拥有或者实际控制。关于买卖账户是否被同一客户拥有或者实际控制的认定,可以从代理关系、投资关系、亲属关系、融资安排、资金来源、协议或者其他安排等角度进行认定。在认定约定交易操纵的客观行为时,应当注意以下问题:一是客观上只要求行为人与他人合谋以约定价格在自己卖出或买入某一期货合约时,约定人同时进行买入或卖出同一合约的相对行为即可,并不要求合谋者的委托正好在他们之间成立;二是交易时间、价格及数量的一致性。实践中,允许在交易时间上存在少许差距,即时间相近即可。在认定虚假申报操纵时,通常应当从申报并撤单的次数、频率、申报单的大小以及申报价格是否处于价格揭示区间等角度进行综合考虑。

3. 信息型操纵的客观行为

在考察信息型操纵的客观行为时,首先,应当准确界定“信息”的内容和性质。实务中主要考察两个方面:一是信息的虚假性、不准确性或误导性。^[12]二是信息的“重大性”,即只有达到重大性标准时才构成“操纵”。审查信息是否满足重大性的要求,需要根据客观标准估算一个理性的投资者在当时的情况下基于相关信息所能做出的合理推论,进而根据个案特征评价该推论对理性投资者的影响及其与其他期货信息组合的互动性作用。其次,考察行为人散布相关信息的方式。实务中既可以是直接散布,也可以是通过间接方式散布。随着网络与传媒时代的到来,散布不实信息的途径更加多样,实务中以通过网络传媒等方式

[12] 认定蛊惑交易型操纵时通常需要同时考察信息的虚假性、不准确性或误导性以及其重大性;认定抢帽子交易操纵中的信息时只需考察其重大性。(详见杜惟毅、张永开:“美国期货市场信息型操纵监管研究专刊”,载《证券法制通讯》2010年第14期。)

间接散布虚假信息的方式更为常见。此外,若行为人本身负有披露相关信息的法律义务,而且根据理性投资者标准判断,相关未经披露的信息对于期货市场的信息体系及其对应的价格变动具有重要影响的,同样可以认定“违规不披露相关重大信息”的行为构成操纵。最后,行为人在信息发布前持有对应的仓位。对于抢帽子交易行为而言,法律规定的特定主体应当在信息发布之前持有与信息内容相关的仓位;对于蛊惑交易型操纵而言,行为人也应在发布信息前持有对应的期货仓位,否则其行为可能构成传播虚假信息的违法行为,不一定构成操纵行为。

(二) 特定故意

特定故意是指行为人操纵行为在于故意制造一个“人为价格”,而一般故意则指行为人仅仅故意实施了产生人为价格的行为。美国判例法一再强调,在认定特定故意时,需要证明行为人从事某种行为故意导致价格或者价格走势背离了合理的供求关系。^[13]

1. 特定故意的认定方法

(1) 直接证据认定法。通常情况下,证明操纵者具有特定故意一般基于间接证据而非直接证据。但由于直接证据获取十分困难,因此实务此类案件极为少见。

(2) 不经济行为推定法。^[14] 一般情况下,期货交易者都想在交易中只赚不赔,即便是在极端的情况下,也不愿意在交易中故意从事使自己亏损的行为。因此,若有人故意从事让自己亏损的不合经济理性的行为时,便可将这种不经济行为作为推定其具有特定故意的证据。实践中,在现货市场,可以通过行为人大量囤积现货减少可交割供应的行为、将可交割供应由交割地点运走后亏损卖出的行为和以假借出口运送而放任商品闲置等行为来推定。行为人一旦从事上述行为又无合理根据的,可推定其具有实施操纵的主观故意。在期货市场,正常情形下,一个理性的投资者都试图尽可能低价买进,高价卖出。当行为人进行交易并不顾一切地“扩大价格的影响”时,其操纵的故意即可通过推

[13] *In the Matter of Anthony J. Diplacido*, Opinion and Order, CFTC Docket No 01 - 23, November 5, 2008.

[14] *In re Henner*, 30 Agric. Dec. 1151 (1971).

论得知。

(3)辅助认定方法。实务中,美国法院经常通过对一些细节和迹象的经济学分析对操纵的特定故意进行辅助认定。一种是递升指令辅助认定法。美国法院特别关注通过“递升指令”(Step - Up)影响交易价格的行为。在 *Cargill v. Hardin* 案中,法院发现 Cargill 在 1963 年 5 月软红冬小麦期货合约最后交易日收市前的 15 分钟,明知软红冬小麦的现货已经严重缺货的情况下,仍然通过其场内经纪人连续下达了 6 个“递升”指令。法院将这种行为称之为“极不正常的行为”而在认定时予以关注。另一种是僵尸效应辅助认定法。僵尸效应(Burying the Corpse)^[15]是指行为人利用交割或者通过支配大量现货来轧空空头,交割完成后却以比之前期货价格更低的价格卖出现货。这种行为导致行为人挤压行为的特定故意得以暴露。

2. 信息型操纵中认定特定故意特别要求

实务中,在认定信息型操纵行为的“特定故意”时,可从以下三个方面入手:(1)行为人明知信息不实。在认定蛊惑型交易操纵行为人的主观故意之前,需要首先确定行为人散布的消息是不实信息,且行为人明知其不实。证明“明知消息不实”,重点在于被告是否有合理依据使人相信该消息的真实性,或者是否有其他不当行为足以认定行为人有制造该不实消息的行为。需要指出的是,在抢帽子交易操纵行为中,通常不需要考察行为人散布的信息的不实性。(2)行为人故意在市场中散布不实消息。这是指该行为人制造不实消息后,故意使该消息被散布到市场中。实务中,通常可以通过行为人的具体行为,特别是与散布信息有关的行为,推定其具有散布不实消息的“故意”。(3)不实信息足以影响交易价格。只要行为人散布的消息足以导致其他投资者从事特定的行为(如大量买入导致价格上涨)时,其操纵市场价格的故意即可通过推定得出。

3. 需要注意的其他问题

在认定操纵行为的主观故意时,还需要注意以下问题:第一,即使

[15] Philip McBride Johnson, Thomas Lee Hazen. *Derivatives Regulation*. Aspen Publishers, 2004, p. 1274.

操纵者没有实际获利,也不能据此证明其没有实施操纵的特定故意;^[16]第二,证明操纵者的主观故意时,并不需要证明行为人存在操纵动机;第三,美国《多德—弗兰克华尔街改革和个人消费者保护法案》第753条将操纵行为的主观要件由原来的“(直接)故意”(intentional)扩大至“不计后果的漠视(reckless,类似于我国刑法学中的间接故意)”,使证明操纵者主观故意的难度大大降低。

(三)人为价格

所谓人为价格,^[17]是指由人为因素造成的背离合理供求关系的价格,包括人为高价格、人为低价格和人为稳定价格。

1. 传统的设立参照系比较法。人为价格通常是在设立参照系进行比较中认定的。实务中有以下几种方法:(1)历史期货价格比较法。这种方法将被怀疑是人为形成的价格与历史上的相关商品的价格(历史上相同月份的相同期货的价格、前后月份的期货价格、历史上的期货价差关系、其他市场相同品种的期货价格)进行比较,以决定价格是否存在异常状况。(2)现货价格比较法。实务中,美国法院通过历史上正常的期货价格与同期相关现货价格的比较,寻找认定人为价格的证据。不过由于现货市场本身并非标准化市场,对于如何确定现货价格也有困惑。实务上有以政府发布的正式谷物价格报告作为决定现货价格依据的实例。这是因为政府部发布的商品价格报告一般具有公信力。(3)供需关系比较法。美国通说认为人为价格是指“未反映基本供需状况”的价格,如果价格的变动系因正常供需状况所导致的,不能认定存在人为价格;若价格与基本供需状况相比显示异常时,便可认定存在人为价格。

2. 传统的参照系比较法的弊端与质疑。传统的参照系比较认定方法先天存在以下弊端:一是作为参照系的历史价格或者现货价格必须是“没有受到操纵”的价格,否则将不可避免地失去立论的合理性;二是历史价格或者现货价格本身只反映某一历史时期市场状况,并不当

[16] Philip McBride Johnson, Thomas Lee Hazen. *Derivatives Regulation*. Aspen Publishers, 2004, pp. 1721 - 1722.

[17] 在 *Cargill Inc. 诉 Harden* 一案中,法官详细阐述了判定人为价格的各种认定方法。

然代表被怀疑存在人为价格时的市场情形。地震、矿难等不可抗力、农作物歉收导致商品供应不足或者政府大量采购进口导致供应过剩等情况,也会导致现货市场价格的波动;三是虽然供需关系比较法在理论上存在一定的合理性。但是期货价格的形成并非实验室里的化学实验,影响价格的因素既有供需关系等客观因素,也有交易人的心理状态等主观因素,并非将供需数据代入公式即可得出结果,因此在可操作性方面存在很大欠缺,实务中极少使用该方法。

3. 不合理因素推定法——认定人为价格的新发展。要证明存在人为价格,必须寻找供求关系的总体力量以及价格体系的外部影响因素。如果影响市场供求关系总体力量的因素是合理的,则价格便是“非人为”的。反之,若价格被不合理因素影响,则价格就是人为价格。判断影响价格的因素是否合理,关键取决于行为人的交易行为是否合理。^[18] 因为交易价格是由市场参与者共同参与并在自由竞争条件下形成的,若有人故意以其行为改变自由竞争关系时,该行为所导致的价格便为人为价格。因此,该方法通常以行为人是否以远超过其本来需要支付的价格买入或者卖出期货合约的不合经济理性的行为,来推定存在人为价格。

4. 人为价格认定方法的总结:主客观相结合的认定方法。传统的参照系比较法主要依赖于经济学的研究方法,更强调价格的客观表现,法官必须依赖于经济学家的专家意见。而新近发展起来的“不合理因素推定法”主要依赖于法官对行为人行为因素的合理性判断,更强调法官的主观价值判断。在市场力量型操纵案例中,认定存在人为价格时采用经济学分析方法比较合适,而在交易型操纵案例中,通过行为人的不合理行为进行人为价格的推定则更为合理。因此,可根据不同案例,采用多种认定方法,分析客观表现并结合执法人员的主观价值判断,综合认定是否存在人为价格。

(四) 因果关系

实务中,一旦有证据表明操纵行为嫌疑人具有操纵的能力和主观

[18] *CFTC Proposed Rules. Prohibition of Market Manipulation*, Federal Register, Vol. 75, No. 212, Nov. 3, 2010.

故意,且在被指控操纵的时间内的价格确实是人为价格,剩下的工作便是证明是不是被告的行为扭曲了交易价格,即需要证明行为人的行为与期货交易价格变动之间存在直接的因果关系。^[19]例如,在认定囤积和挤压行为的因果关系时,行为人对期货头寸的支配性地位可作为推定存在因果关系的依据。在交易型操纵案件中,对于因果关系的认定更加简单。因为在这种操纵行为中,无论是操纵开盘价或收盘价,或是通过虚假交易制造交投活跃的虚假假象,行为人都存在明显的有意抬高或压低或维持一定价格的行为。因此基于其行为造成的人为价格所导致他人损害的事实,便很难否认该损害结果与其行为之间不存在因果关系。

四、我国期货市场操纵行为立法现状、缺陷及完善建议

(一) 现行立法现状及缺陷

针对期货市场操纵行为,包括我国法律、司法解释、行政法规、部门规章及规范性文件和交易所业务规则在内的多层次、多角度的规范体系已经基本建立,为防范和打击期货市场操纵行为奠定了坚实的法律基础。其中,《期货交易管理条例》(以下简称《条例》)第七十一条借鉴《证券法》有关规定,对期货市场的连续交易操纵、约定交易操纵、洗售操纵、信息型操纵以及其他操纵行为进行了规范。同时,针对期货市场特点增加了“为影响期货市场行情囤积现货”的操纵类型。但现行期货操纵行为相关立法仍存在以下缺陷:

1. 操纵定义和操纵对象混淆不清

《条例》第七十一条先用“任何单位或者个人有下列行为之一,操纵期货交易价格的”的表述,在后续条款中又使用“操纵”,实质上出现用“操纵”定义“操纵”循环定义的问题。在界定操纵行为的对象时,《刑法修正案(六)》的表述为“操纵证券、期货交易价格或者证券、期货

[19] Philip McBride Johnson, Thomas Lee Hazen. *Derivatives Regulation*. Aspen Publishers, 2004, pp. 1265 - 1266.

交易量”。《条例》第七十一条有的操纵行为采取“操纵期货交易价格”的表述,没有“操纵期货交易量”的表述;有的采用“影响期货交易价格或者期货交易量”的表述;在兜底条款中又用“其他操纵期货交易价格的行为”的表述,前后并不一致。这一立法混乱根源于对期货操纵对象的混淆不清。

2. 市场力量型操纵的表述不够严谨

《条例》第七十一条第一款第(四)项将“为影响期货市场行情囤积现货”的行为列入禁止对象。但该表述存在如下问题:第一,根据前文对市场力量型操纵定义和构成要件的论述,构成市场力量型操纵需要同时满足控制现货商品供应和掌握占据优势地位的期货头寸两项条件,而该条仅规定“囤积现货”,并未要求行为人持有相关期货头寸;第二,该条表述中,采用了“为影响期货市场行情”的措辞,没有要求影响期货交易价格,而该条关于连续交易操纵、约定交易操纵、洗售交易操纵和兜底条款中,都采用了“操纵期货交易价格”或者“影响期货交易价格或者期货交易量”的表述,似乎将市场力量型操纵纳入了“行为犯”的范畴,而将其他操纵行为纳入“结果犯”的范畴,其内在逻辑缺乏合理解释。

3. 信息型操纵和跨市场操纵领域存在立法空白

首先,无论是在理论界还是在实务界,信息型操纵都被公认为期货市场操纵行为的重要类型,但《条例》没有将信息型操纵纳入立法予以规范。^[20]虽然《条例》以“国务院期货监督管理机构规定的其他操纵期货交易价格的行为”作为兜底条款。但是,目前证监会并未对其他操纵行为类型做出规定。其次,期货市场作为金融衍生品市场,与商品现货及股票市场等存在密切的联系。有鉴于此,很多成熟市场的期货立法都有专门的跨市场操纵的规定。然而,我国《条例》和《证券法》都缺乏对跨市操纵行为的规定,这一立法空白可能导致监管者对跨市场操纵行为的性质认定的不准确甚至争议。

4. 部分追诉标准的设计不够科学

最高人民检察院和公安部联合发布的《关于公安机关管辖的刑事

[20] 杨振能:“股指期货市场操纵的法律界定”,载《河北法学》2009年第6期。

案件立案追诉标准的规定(二)》(以下简称《追诉标准(二)》)强化了打击期货市场操纵行为的规范和追诉标准,但也存在一定的问题:第一,对操纵行为的追诉标准单纯从成交量的角度予以规范欠妥。由于现行《刑法》、《证券法》和《条例》关于操纵行为的相关条文同时将“价格”和“交易量”作为操纵对象。姑且不论将交易量纳入操纵的对象是否合理,针对操纵交易量的行为从交易量角度规定相关的追诉标准自无可厚非,但针对操纵价格的行为并未从价格偏离角度规定相关追诉标准,而只能适用交易量标准则值得商榷。第二,在关于期货连续交易操纵的追诉标准部分,规定“持有或者实际控制期货合约的数量超过期货交易所业务规则限定的持仓量百分之五十以上”作为追诉标准之一有欠合理。该标准主要是参照证券连续交易操纵追诉标准的相关规定,但并未充分考虑期货交易和证券交易的区别。对于股票而言,其流通量在上市公司股本总量或者结构未变化的情况下,不会随着交易而变动;期货合约的总量是随着交易而实时变动的,即期货合约的总量取决于开仓和平仓的交易情况,而交易所规定的持仓限额是一个固定的数量,两者不存在必然关系,以行为人持仓量与交易所规定的持仓限额的比值而非与某一期货合约总持仓量的比值作为追诉标准,欠缺逻辑上的科学性。此外,如此规定还将导致交易所关于持仓限额的规定直接影响某一行为是否达到刑事追诉的标准,可能影响刑事追诉的严肃性。

5. 民事赔偿责任追究机制缺位

明确操纵行为的民事赔偿责任,不仅可以有效保护投资者的合法权益免受价格操纵行为的损害,还可以鼓励广大投资者参与对操纵行为的监督,形成监管合力,有效打击操纵行为。我国《证券法》在2005年修改时,专门增加了“操纵证券市场行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任”的规定,明确了证券市场操纵行为人对投资者的损失应当承担的民事赔偿责任。但是,我国的期货立法与证券立法相比相对滞后,至今没有一部基本的《期货法》,现行《期货交易管理条例》仅规定了针对操纵行为人的行政处罚及刑事责任,没有规定操纵者应当赔偿受害者损失的民事责任条款,司法机关也无法通过民事责任追究机制更好地保护投资者的合法权益。

(二) 立法方面的完善建议

1. 原则基准立法与规范基准立法相结合的立法技术

鉴于期货市场创新之频繁,手法之多变,以及我国属于大陆法系的事实,我们主张以“人为价格”为核心,先进行一般概括地原则性规定以揭示期货市场操纵行为的本质,再采用列举具体规范的方式明确具体的操纵类型,最后规定操纵行为的兜底条款。这样既可以凸显法律的规范目的,使法条内容与此目的更贴近;也可以降低因采取概括原则方式而导致隐藏的规范的不确定性,使法规遵循者可避免产生法律误用或滥用解释的情况。

2. 将期货交易价格作为唯一的操纵对象

只有操纵行为形成“人为价格”才会破坏期货市场的经济功能。期货市场具有价格发现与风险管理两大功能。如果期货市场价格被人人为地干预而无法自然形成,则其价格发现的功能随即丧失;同时由于该价格与现实供需紧密相关,此时持有现货商品或者金融基础资产的投资者也无从避险,致使期货市场风险管理功能丧失。因此,基于操纵行为扭曲了期货市场的价格信号进而威胁到期货市场风险管理基础的情况,对操纵行为施加处罚才具有正当性。境外成熟期货市场的立法例与司法实践在认定期货市场操纵行为时多强调“人为价格”的核心地位。因此,为避免操纵对象混淆影响统一执法,建议将期货市场操纵行为的操纵对象明确为“期货交易价格”。

3. 明确规定其他操纵行为及其构成要件

第一,在未来的《期货法》和现行《期货交易管理条例》中,填补信息型操纵的立法空白,将散布虚假信息操纵期货交易价格的行为作为一种独立的操纵类型予以规范。第二,关于跨市场操纵行为,可以通过两种途径加以规范:一是直接在未来的《期货法》中明确规定跨市场操纵行为的具体类型;二是借鉴台湾做法,在反操纵条款中使用“影响期货或其相关现货交易价格”的文字表述,以便将跨市场操纵行为涵盖其中。第三,完善期货市场力量型操纵的构成要件,增加“占据优势地位的期货头寸”的要求。第四,统一各类期货操纵行为的主观要件和结果要件的标准。

4. 完善法律责任体系,在《期货法》中明确规定期货市场操纵行为

的民事赔偿责任

《期货交易管理条例》仅规定了对操纵期货交易行为人的行政处罚及刑事责任,但没有对因此造成损失的受害人以民事赔偿的规定,投资者无法通过民事诉讼机制追偿因操纵行为所遭受的损失。为更好地保护投资者的合法权益,建议在未来制定《期货法》时,进一步完善期货市场操纵行为的法律责任体系,填补民事责任空白,明确规定操纵者应当赔偿投资者因其操纵行为造成的损失。