

## 跨市场操纵的行为模式与法律规制

钟 维

---

**摘 要** 跨市场操纵,是指操纵的行为和结果涉及两个或两个以上具有直接价格影响关系的市场的操纵形式。跨市场操纵的行为模式包括市场力量型操纵和价格关联型操纵两种典型形态。应当在《期货法》价格操纵的具体条款中规定市场力量型操纵的相关规则,在《期货法》和《证券法》中以一般条款的形式规定价格关联型操纵的相关规则,并通过监管细则把规制范围进一步扩展到一般性的相关市场之间的价格关联型操纵情形。市场力量型操纵在一般形态下适用价格操纵的四个构成要件,在试图操纵的形态下只需要两个构成要件。构成价格关联型操纵需要三个要件,其中对操纵行为的判断既可以适用价格操纵的构成要件,也可以适用欺诈操纵的构成要件。

**关键词** 跨市场操纵 市场力量型操纵 价格关联型操纵 囤积 逼仓

作者钟维,法学博士,中国社会科学院法学研究所博士后、助理研究员。

---

DOI:10.16094/j.cnki.1005-0221.2018.03.009

### 引 言

从经典的商品期货市场操纵案件来看,期货市场操纵往往本身就具有跨市场的性质。比如在美国期货市场,价格操纵的原则早已被认为可以用于处理为提高期货合约项下现货商品或关联现货商品价格而人为推高期货交易价格的情形,以影响现货商品的价格或销售为目的在交易所操纵期货价格也是被禁止的。<sup>①</sup>但是,跨市场操纵作为一个独立的问题被提出来,实际上是期货市场发展到金融期货时代的产物。对跨市场价格联动机制及监管的关注始于美国1987年股灾。事后,由美国政府成立的特别小组发布的《布雷迪报告》(Brady Report)指出,传统上人们将股票、股指期货和股票期权视为相互独立的市场,但从经济观点来看,这三个市场实际上应当被视为一个市场,因为各种内在的联系机制将这三个市场关联且统一了起来,股灾则暴露出这一关联机制及相应的监管体制中存在的问题。<sup>②</sup>在我国,最早被查处的跨市场操纵案件上是2010年发生的天然橡胶1010合约操

\* 本文系国家社会科学基金青年项目“期货市场操纵的规制与监管研究”(17CFX075)的阶段性成果。

<sup>①</sup> See William D. Harrington, “The Manipulation of Commodity Futures Prices”, *St. John’s Law Review*, Vol. 55, No. 2 (1981), p. 265.

<sup>②</sup> See Presidential Task Force on Market Mechanisms, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*, Washington D. C.: U. S. Government Printing Office, 1988, pp. 55-57.

纵案。<sup>③</sup>但由于该案涉及的商品期货市场具有一定的专业性，而且没有形成有如美国1987年股灾那样的破坏力和影响力，因此并没有引起市场和学界的关注。而2015年股灾期间我国股票与股指期货市场的异常波动以及对“恶意做空”的猜测，<sup>④</sup>才使跨市场操纵问题第一次进入广大普通投资者的视野，也使监管机构意识到了对跨市场操纵监管的重要性。<sup>⑤</sup>可以说，跨市场操纵在世界范围内对监管机构、司法机关和学术界而言都是一个新的挑战。

## 一、跨市场操纵的概念界定

“跨市场”一词最初被用于金融交易中的一种分析流派，即跨市场分析（intermarket analysis）。传统的市场方法主要致力于研究单一的市场品种，而跨市场分析要研究各种不同类型金融市场之间的相互关系，一方面有助于分析其他金融市场对自己所关注金融市场的影响，另一方面有助于优化资产配置和交易策略。<sup>⑥</sup>因此，在最初和最广泛的意义上而言，“跨市场”指的是一种分析方法和交易策略，在范围上包括股票、债券、商品、外汇等等在内一切类型的金融交易市场，其关注的焦点在于不同市场之间的价格影响，以及不同市场之间的资产配置关系。随着跨市场分析方法、交易策略的运用和跨市场交易活动的发展，必然会产生跨市场的操纵行为。

所谓跨市场操纵（intermarket manipulation），是指操纵的行为和结果涉及两个或两个以上具有直接价格影响关系的市场的操纵形式。在这一概念中，笔者强调了市场之间的“直接价格影响关系”，这是指市场之间须具备通过合约设计、交易机制、价格决定关系等形式建立的联系，事实上较跨市场分析中所考虑的相关市场范围要窄。这是因为，跨市场分析方法很重要的功能之一在于优化资产配置，所以考察的市场范围会非常广，但并非所有市场之间都具有操纵活动可以利用的相关性。如果相关市场间不具有直接的价格影响关系，那么跨市场操纵行为难以实施，而且对行为人跨市场操纵意图的认定在司法上也难以成立。<sup>⑦</sup>但是，也不能将跨市场操纵涉及的市场范围限制得过窄。自从股指期货交易在我国推开以来，我国学者主要对股指期货与股票现货之间的跨市场交易和操纵进行了研究。但必须指出的是，跨市场操纵的涵盖范围并不止于此。确实，股指期货与股票现货间的跨市场操纵是跨市场操纵的典型，并且中外对跨市场价格影响与跨市场操纵观察的切入点大多也是股指期货与股票现货。但是，作为体系性的理论研究，如果将跨市场操纵涉及的市场范围限制于此，则无法涵盖跨市操纵所涉及的所有市场。在现实中，大宗商品市场和股指期货以外的其他金融商品市场同样存在着大量的跨市场交易以及潜在的跨市场操纵行为，因此也应当被纳入跨市场操纵的研究范围之内。

传统的市场操纵行为的分类依据是行为人操纵市场时所运用的手段。而跨市场操纵作为一种新型的市场操纵行为类型，其类型化标准固然有操纵手段的因素，但其更主要的标准是操纵行为和结果所涉及的市场范围，与其相对应的是单一市场操纵。也就是说，如果操纵的行为和结果都只发生

<sup>③</sup> 参见 [2013] 67号中国证监会行政处罚决定书（海南大印集团有限公司、海南龙盘园农业投资有限公司、海南万嘉实业有限公司等6名责任人）。

<sup>④</sup> 参见朱宝琛“证监会：依法查处恶意做空者”，载《证券日报》2015年7月3日。

<sup>⑤</sup> 参见程丹、沈宁“证监会：对跨市场操纵进行专项核查”，载《证券时报》2015年7月3日。但截至目前，都没有针对跨市场操纵案件的处罚决定被做出。

<sup>⑥</sup> 参见 [美] 约翰·J·墨菲《跨市场交易策略》，王帆等译，机械工业出版社2015年版，第2-5页。

<sup>⑦</sup> See Three Crown Ltd. Partnership v. Caxton Corp., 817 F. Supp. 1033 (S. D. N. Y. 1993).

在一个交易市场中,即为单一市场操纵;如果操纵的行为和结果涉及两个或两个以上的相关市场,即为跨市场操纵。此外,由于涉及多个市场,相关讨论还涉及规制跨市场操纵的法律体系及其相互关系,以及在此等规制体系下跨市场操纵的构成及认定等问题。从资本市场监管和执法的角度来看,世界范围内市场间的关联性为跨市场操纵提供了新的可能性,也增加了发现和调查市场操纵的难度。比如,被操纵的证券或基础资产可能位于某个市场或司法辖区,而价格被影响的衍生品则位于另一个市场或司法辖区。如果在一个国家交易的衍生品是基于另一个国家的证券指数,那么行为人就会有充分的动机去操纵该指数的成分股。结果,两个市场的监管者都会面临从另一个司法辖区获取有关交易、持仓和银行账户信息的挑战。<sup>⑧</sup>

## 二、跨市场操纵的行为模式

不管是在立法上对跨市场操纵进行有效规制,还是在执法和司法中对跨市场操纵进行准确认定,都以对实践中跨市场操纵行为模式及其特征的正确认识为前提。有学者在其研究中将跨市场操纵区分为基于行动的操纵和基于交易的操纵,标准是在操纵过程中是否涉及交易行为。<sup>⑨</sup>也有学者将跨市场操纵区分为基于行为的操纵、基于信息的操纵和基于交易的操纵。<sup>⑩</sup>然而,这些都是单一市场操纵的分类方法,其实是将传统的市场操纵行为类型套用在跨市场操纵之上,未能反映跨市场操纵在实现原理上的特征,因而也难以以为跨市场操纵研究提供适当的视角。笔者认为,现实中跨市场操纵行为的典型形态可以归纳为两种,一种是市场力量型跨市场操纵(简称市场力量型操纵),另一种是价格关联型跨市场操纵(简称价格关联型操纵)。

### (一) 市场力量型操纵

“市场力量”(market power)概念源于反垄断法,指的是对垄断性力量的运用。<sup>⑪</sup>市场力量型操纵,就是指在采用实物交割机制的市场中,行为人利用其所具备的垄断性力量,包括在基础资产市场上的控制性地位和金融合约市场上的支配性头寸,以及利用实物交割机制下合约对手方无法交割或接受交割的易受损性,来扭曲市场价格。

市场力量型操纵通常发生于期货市场与现货市场之间,其典型的行为模式被称为“囤积”(corner)。根据行为主体的不同,可以区分为多头囤积和空头囤积。前者对应的是“多逼空”的情形,其目的是让空头不能取得现货供应来交割;后者对应的是“空逼多”的情形,其目的是通过向期货市场大量交割现货而压低期货价格。<sup>⑫</sup>“多逼空”对行为人而言需要同时在两方面取得支配性的多头头寸,一方面是将要到期的期货合约,另一方面是期货合约项下的可交割现货供应。多头操纵者将其支配性期货头寸保留到交易的最后时段,并因此获得该期货品种相当比例的未平仓合约。因为空头起初并未预计到必须交割,而多头又垄断了可用于交割的现货供应,因此其事实上处于可以同时决定合约的对冲平仓价格以及可供交割的现货商品价格的地位。<sup>⑬</sup>当交割期到来时,空头无

<sup>⑧</sup> See Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, 2000, pp. 2-3.

<sup>⑨</sup> 参见刘凤元“现货市场与衍生品市场跨市监管研究”,《证券市场导报》2007年第9期,第38页。

<sup>⑩</sup> 参见王小丽《股票和股指期货跨市场监管法律制度研究》,安徽大学2012年博士学位论文,第35页。

<sup>⑪</sup> See Benjamin E. Kozinn, “The Great Copper Caper: Is Market Manipulation Really a Problem in the Wake of the Sumitomo Debacle?”, *Fordham Law Review*, Vol. 69, No. 1 (2000), p. 256.

<sup>⑫</sup> See Philip McBride Johnson, “Commodity Market Manipulation”, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 38, No. 3 (1981), p. 731.

<sup>⑬</sup> See Ralph T. Byrd, “No Squeezing, No Cornering: Some Rules for Commodity Exchanges”, *Hofstra Law Review*, Vol. 7, No. 4 (1979), p. 930.

法从市场中获取现货用于交割。为避免承担违约责任,且考虑到交割的成本和不便,空头大多会选择以多头设定的高价来对冲平仓。<sup>⑭</sup>通常情况下,由于资金的获取比现货的获取容易得多,所以钱比货多的“多逼空”在现实中是更为常见的情形。<sup>⑮</sup>相较而言,“空逼多”的情形较为罕见,但这种操纵手法也是能够实现的。如果空头期货交易者囤积大量现货,并在期货市场上就这些现货供应发出大量的交割通知,多头为了避免必须受领实物交割,就会开始恐慌性抛售,导致期货价格被压低。空头就可以在该低价上买入多头合约,通过对冲平仓来了结其合约义务并盈利。与此同时,现货价格也会因为期货价格而走低,空头也可以以低价买入现货用于交割而盈利。<sup>⑯</sup>此外,也有可能存在无操纵意图的“自然囤积”(natural corner)的情形,即因为商业需求而善意地获得大量现货商品所有权的人,为满足需求继续在市场上要求对期货合约进行交割。<sup>⑰</sup>虽然此种情况出现的可能性较小,但这说明了囤积本身并不意味着一定是操纵行为,而需要结合行为人的意图才能判断。

如果某交易者只在期货市场拥有支配性多头头寸,虽然其未控制相应的现货商品,但由于可交割现货供应不足情况的出现,该交易者就可以通过威胁交割,迫使空头方以高价对冲其头寸,此种行为就构成“逼仓”(squeeze)。与囤积相比,逼仓在市场力量型操纵中属于相对特殊的类型。两者的区别主要在于,在逼仓的情形下,可交割现货供应的稀缺并不是由多头的积极行动造成的,而是由其他情况,如干旱、出口量太大、商业用户囤积或运输中断等原因所造成的。<sup>⑱</sup>逼仓典型的情形是,因为空头缺少充足的且立即可交割的商品,多头通过在一系列高价上向空头提供对冲机会来实现逼仓。他们一般不会把价格推高到迫使空头必须从交割地存货之外取得现货的程度,因为那样的话市场将充斥外来供应,价格将下跌,而多头操纵者则不得不面对处理交割商品的问题。<sup>⑲</sup>逼仓之所以会发生,是因为任何期货合约的大部分开放头寸都是由合约届时不希望进行交割的交易者持有的,许多空头既没有交割意识也没有安排交割的能力。只有到了合约末期,空头才会发现严重低估了多头的交割需求,此时他们的第一反应就是尽快买入多头合约以对冲平仓,这导致市场价格迅速上涨,其他空头由于缺乏资金应对保证金的变动也不得不进行对冲,而此种市场踩踏效应又加剧了价格的上涨。<sup>⑳</sup>通常而言,可交割现货供应都会比期货合约项下所需的现货数量要小,即所谓的“自然逼仓”(natural squeeze),这导致逼仓操纵行为的外观与投机性乃至普通交易行为往往难以区分。<sup>㉑</sup>因此需要指出的是,只有故意的逼仓行为才构成操纵,<sup>㉒</sup>即只有当行为人扩大多头头寸并坚持交割的唯一目的是为了威胁空头从而获得极高的平仓价格时,此种逼仓行为才被视为具有操纵性。<sup>㉓</sup>

## (二) 价格关联型操纵

价格关联型操纵,是指行为人以某种手段造成一个市场的价格变动,从而影响另一个关联市场的价格的操纵形态。例如,当行为人持有的衍生品合约的结算价格与另一个市场的资产价格绑定

<sup>⑭</sup> Supra note ①, p. 250.

<sup>⑮</sup> 参见邢精平《跨市场操纵模式与监管》,科学出版社2014年版,第55页。

<sup>⑯</sup> Supra note ①, pp. 249-251; supra note ⑫, p. 731.

<sup>⑰</sup> Supra note ⑬, pp. 930-931.

<sup>⑱</sup> Supra note ⑫, p. 731.

<sup>⑲</sup> Supra note ①, pp. 250-251.

<sup>⑳</sup> See George A. Davidson, "Squeezes and Corners: A Structural Approach", *The Business Lawyer*, Vol. 40, No. 4 (1985), pp. 1285-1286.

<sup>㉑</sup> See M. Van Smith, "Preventing the Manipulation of Commodity Futures Markets: To Deliver or Not to Deliver?", *The Hastings Law Journal*, Vol. 32, No. 6 (1981), pp. 1588-1589.

<sup>㉒</sup> Supra note ⑫, p. 731.

<sup>㉓</sup> Supra note ⑬, p. 930.

时，他就可以通过在结算日操纵相关市场的资产价格，从而影响衍生品合约的结算价格。

在价格关联型操纵中，其中一个市场有可能只是手段市场，而另一个市场则是目标市场。行为人通常会先行在目标市场持有相当规模的头寸，之后通过连续交易、约定交易、洗售、散布虚假信息等方式操纵手段市场的价格，通过两个市场间的价格关联性传导至目标市场，使目标市场的价格向有利于其所持有头寸的方向运动。在价格关联型操纵中，具体的操纵行为可能同时发生在两个市场，也可以只发生在手段市场，甚至可能导致在手段市场中的亏损，而盈利则主要来自目标市场。只要盈利大于亏损，行为人实施的跨市场操纵就是有利可图的。当然，也有在两个市场中都盈利的情况。比如在我国证监会查处的天然橡胶 1010 合约操纵案中，当事人海南大印不仅通过关联公司以自买自卖、互为对手交易、虚假申报等方式操纵天然橡胶 1010 期货合约的结算价格获利，而且通过操纵期货合约结算价格影响了仓单交易价格，进而在仓单交易市场再度获利。<sup>②4</sup>

有学者在研究中以操纵方向为标准，将跨市场操纵划分为两类：一类是操纵现货影响期货市场价格，另一类是操纵期货影响现货市场价格。<sup>②5</sup> 但笔者认为，就跨市场操纵这一概念层次而言，不宜以操纵方向作为类型化的依据。因为无论是操纵现货影响期货价格，还是操纵期货影响现货价格，在行为模式上并没有根本区别。此种分类方式实际上是对跨市场操纵中价格关联型操纵的再分类，可以作为立法中对价格关联型操纵可能的操纵路径的列举方法，也可以作为执法中对价格关联型操纵的调查思路。

### （三）区分两种行为模式的意义

有学者在研究中将跨市场操纵类型化为价格关联操纵和价量垄断操纵，标准是行为人在特定金融商品市场的交易行为达到的垄断程度，其中后者是前者发展到垄断阶段的形式。<sup>②6</sup> 该理论具有一定的启发意义，但仍存在一些值得思考的问题。比如，从对市场操纵调查的角度来看，如果仅仅只是行为人在某个市场中的垄断程度不同，是否就足以将其操纵行为导向某种特定的、且操纵机理与价格关联型操纵不同的模式？就本文所讨论的范畴而言，是否在任何市场中，行为人都既有可能采取价格关联型操纵的方式，也有可能因为其在市场中占据垄断地位而采取市场力量型操纵的方式？应该说，这一理论看似与笔者所归纳的跨市场操纵的两种行为模式类似，但其对于该问题的解说是不完整的，其只说明了跨市场操纵行为模式区分中在市场垄断方面的因素，而另一个方面有关交割机制的因素则被忽略了。

就跨市场操纵行为的实现原理问题，需要特别指出的是，市场力量（垄断性力量）可以运用于包括证券市场和商品市场在内的各种市场，但是要实现垄断性力量的跨市场运用，必须要结合实物交割机制。<sup>②7</sup> 一般来说，衍生品合约主要有两种交割方法，一种是实物交割，另一种是现金结算。实物交割是指，合约届期时，由未平仓合约的买方向卖方支付价金，卖方向买方交付合约项下的实物资产；现金结算是指，合约届期时，根据市场现货价格来确定未平仓合约的结算价，并由亏损方将结算净额支付给盈利方。<sup>②8</sup> 只有在采用实物交割机制的市场，行为人才有可能通过垄断可供交割

<sup>②4</sup> 参见注③。

<sup>②5</sup> 参见程红星、王超“跨市场操纵立法与监管研究”，载《证券法苑》（第22卷），法律出版社2017年版，第474-475页。

<sup>②6</sup> 参见谢杰“跨市场操纵的经济机理与法律规制”，《证券市场导报》2015年第12期，第5-7页。

<sup>②7</sup> See Comments, “Manipulation of Commodity Futures Prices—The Great Western Case”, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 21, No. 1 (1953), p. 98.

<sup>②8</sup> 此处是一种简化表述，事实上在当今交易市场，不管是实物交割还是现金结算，一般都不是由交易当事人直接进行双边清算，而是通过作为中央对手方（central counterparty）的结算机构进行多边净额结算。参见钟维“期货市场中央对手方制度研究”，《社会科学》2015年第12期，第91-93页。

的基础资产，或者利用基础资产供应短缺的状况，从而迫使合约对手方以其设定的高价平仓或购入现货以用于交割。但是，在采用现金结算机制的市场，则没有此种操纵模式的存在空间。以股指期货市场为例，即使某一交易者买入了指数成分股在市场上所有的流通股票（即完全垄断了所有指数成分股），也无法实现上述囤积现货的效果。因为股指期货采用现金结算的方法，合约对手方根本不需要股票现货来进行交割。<sup>⑳</sup>因此，只有在采用实物交割机制的市场，且行为人具备垄断性市场力量的情况下，才有可能构成市场力量型操纵；而在采用现金结算机制的市场，以及在采用实物交割机制的市场，但行为人不具备垄断性市场力量的情况下，行为人若要实施跨市场操纵则只能采用价格关联型操纵的方式。

此时，可以更进一步地指出，本文对跨市场操纵行为模式的理解与前述观点其实存在着根本性的差异，市场力量型操纵并非价格关联型操纵发展到垄断阶段的结果。在市场条件不具备的情况下，价格关联型操纵无论怎样发展都形成不了市场力量型操纵。市场力量型操纵与价格关联型操纵在机理上的根本差异在于，前者的行为人控制的是衍生品市场的合约头寸和基础资产市场的物理供应，合约的交割条款构成了两个市场间的价格影响关系；而后的行为人操纵的是市场价格，资产的价格关联性构成了两个市场间的价格影响关系。在市场力量型操纵中，行为人通过对可交割现货供应的物理控制来实现操纵目的，因此需要重点考察行为人在期货和现货头寸上的积累，可交割供应的计算，以及行为人利用实物交割机制制造人为价格的故意等问题。而在价格关联型操纵中，通常行为人是通过连续交易、约定交易、洗售、散布虚假信息等交易型或信息型操纵方式来实现操纵目的，因此需要重点考察行为人对市场价格施加影响的手段和效果，以及两个市场间的价格关联性等问题。此外，跨市场操纵行为的两种不同实现路径决定了其应当采取不同的规范模式，而对行为类型的准确判断也是在执法和司法中选择适用不同法律规范的前提。

### 三、跨市场操纵的规范模式

#### （一）市场力量型操纵的规范模式

关于囤积和逼仓的规范问题，在理论和立法中均存在多种模式。在理论研究中，绝大多数学者如本文一样，将囤积和逼仓视为市场力量型操纵中并列的两种行为类型，区别在于造成可交割现货供应短缺的原因是否是人为的。<sup>㉑</sup>这是对狭义的囤积和逼仓概念的界定。在比较法上，比如国际证监会组织的报告《市场操纵的调查与起诉》在对市场操纵行为类型的列举中就同时包含了囤积和逼仓。其中囤积是指“通过获取对衍生品合约及其基础资产的出价或需求面的控制，以达到支配性的头寸，此种支配性头寸可以被利用来操纵衍生品和/或基础资产的价格”；而逼仓是指“利用某种资产的短缺来控制其需求面，并且利用短缺期间的市场拥挤状况来制造人为价格”。<sup>㉒</sup>此外，在美国《商品交易法》中，虽然第9条（a）（2）只是将“囤积或试图囤积”行为定为重罪，而未明确提

<sup>⑳</sup> 当然，假如该交易者的买入活动对指数成分股的价格造成了拉抬的效果，那么就会直接影响到股指期货的结算价，此时会构成价格关联型操纵。

<sup>㉑</sup> See Notes, The Delivery Requirement: An Illusory Bar to Regulation of Manipulation in Commodity Exchanges, *Yale Law Journal*, Vol. 73, No. 1 (1963), pp. 175-176; supra note ①, pp. 249-251; supra note ⑫, pp. 730-731.

<sup>㉒</sup> Supra note ③, p. 6.

及逼仓，但在判例和理论上，逼仓仍被认为是法律所禁止的一种操纵形式。<sup>⑳</sup>

也有学者将逼仓作为市场力量型操纵的一般形态，指代所有可交割现货供应不足导致空头不得不以高价与多头对冲平仓的情形；而将囤积作为逼仓中一种特殊的形态，即多头控制现货商品导致可交割现货供应不足的情形，“并不是可交割库存真的发生短缺，而是尚未被支配性多头控制的可交割库存的短缺”。<sup>㉑</sup>这是对广义的逼仓概念的界定，而狭义的囤积情形则被涵盖在了这一广义概念之内。在比较法上，比如欧洲证券监管者组织《市场滥用指令实施守则》中就只规定了“滥用逼仓”（abusive squeeze），即“对某种金融工具和/或某种衍生品合约基础产品的供应、需求或交割机制有重大影响的一个或多个交易者，利用其支配性的头寸来实质性地扭曲市场价格，使其他交易者不得不在此价格上交割、接受交割或延期交割此种金融工具/产品，以履行他们的合约义务”。<sup>㉒</sup>在该守则中，“滥用逼仓”是广义上的逼仓概念，实际上包括了狭义的囤积和逼仓这两种情形，因此并没有另外对囤积进行规定。但是，由于广义的逼仓概念的涵盖范围很大，因而使用“滥用”这一限定词是有道理的。通常而言，市场可交割现货供应不足的情况本身就是交易者在进行交易决策时的判断条件之一，交易者甚至也可以据此进行投机交易。因此，只有达到滥用程度的逼仓才是反操纵规则需要严格禁止的情形。此外，该守则对滥用逼仓的表述除了“多逼空”的情形以外，也可以涵盖“空逼多”的情形，因此比前述相应的学理界定要更加合理。

我国现行《期货交易管理条例》第71条第1款第4项将囤积定义为“为影响期货市场行情囤积现货”，属于对狭义囤积的规定。但是该项未要求行为人持有相应的期货头寸，因此表述不够准确。此外，该条例中还缺少关于逼仓的规定，未能对滥用因行为人以外原因形成的现货短缺状况来逼仓的操纵行为实现有效规制。而从前面对比较法的考察来看，不管是哪种规范模式，都不会让逼仓型操纵游离于法律规制之外。可见，我国《期货交易管理条例》中有关囤积和逼仓的规定都还有完善的空间。需要说明的是，对囤积和逼仓这两个概念的内涵人们事实上还未能形成一致认识，<sup>㉓</sup>在世界范围内的法律文本中更是如此。因而，不管是同时规定狭义的囤积和逼仓，还是只规定广义的逼仓（或囤积），这两种规范模式并无优劣之分。但是应当在准确分析和理解的基础上进行比较法的借鉴，以避免出现广义和狭义的概念同时规定于同一部法律或监管规则中的情况。

## （二）价格关联型操纵的规范模式

目前，我国现行法律中对价格关联型操纵的规定尚付之阙如。就价格关联型操纵的规范而言，有若干问题值得注意。

首先，由于价格关联型操纵涉及多个相关市场，因此有必要同时关注多个市场中的交易行为、价格状况以及它们之间的联系。在对市场操纵进行规制时，若是只关注单一市场的价格变动状况，则会造成顾此失彼的结果。比如，为了维护市场的完整性，减少政府和交易所对市场的干涉，有学者主张，针对市场操纵应当采用“只要现货价格及其变动不被扭曲，就不予处罚”的处理原则，该原则允许各种力量在期货市场中自由发生相互作用，只要现货价格不被干扰即可。<sup>㉔</sup>在此观点提出

<sup>⑳</sup> Supra note ⑳, p. 1283.

<sup>㉑</sup> Supra note ⑬, pp. 929-930. 还有人将市场力量型操纵归为囤积这一种形态，并将其定义为，行为人通过获取控制性的期货多头头寸，从而迫使空头以任意高的价格对冲其合约。但这实际上只是将通常的逼仓称作囤积而已。Supra note ㉒, p. 97.

<sup>㉒</sup> The Committee of European Securities Regulators, Market Abuse Directive Level 3 -First Set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directive, CESR/04-505b, 4. 12 (c).

<sup>㉓</sup> See Joseph J. Bianco, “The Mechanics of Futures Trading: Speculation and Manipulation”, *Hofstra Law Review*, Vol. 6, No. 1 (1977), p. 36; note ⑬, p. 932; note ㉒, p. 1284.

<sup>㉔</sup> See Thomas A. Hieronymus, “Manipulation in Commodity Futures Trading: Toward a Definition”, *Hofstra Law Review*, Vol. 6, No. 1 (1977), pp. 53-54.

之后,即因其无法处理交易型操纵和信息型操纵,且实际上赋予了行为人操纵期货合约价格的自由,而倍受批评。<sup>⑳</sup>当市场发展到跨市场交易及操纵的时代,此种观点更是由于只关注单一市场价格的变动状况而显示出其局限性。

其次,在价格关联型操纵的立法表述中还要注意对可能的操纵路径的全面涵盖。在比较法上,我国台湾地区“期货交易法”第106条规定“对于期货交易,不得意图影响期货交易价格而为下列行为之一:一、自行或与他人共谋,连续提高、维持或压低期货或其相关现货交易价格者……四、直接或间接影响期货或其相关现货交易价格之操纵行为者。”其中采用了“或其相关现货交易价格”的表述,因此可以解释为适用于行为人通过操纵现货价格从而影响期货价格的情形。但是该条仍然是存在缺陷的,因为其没能涵盖行为人通过操纵期货价格影响现货价格的情形。

再次,对价格关联型操纵条款所能规范的市场范围应当做出妥当规定。作为一种新型的市场操纵方式,典型的价格关联型操纵禁止性条款在域外法制中并不多见。少数例子存在于新近的资本市场立法中,比如韩国《资本市场法》第176条第4款规定“无论何人,从事上市证券或者场内衍生商品的买卖,不得行使下列行为:(一)在场内衍生商品的买卖中,以获取不当利益或者使第三人获取不当利益为目的,实施变动或者固定该场内衍生商品的基础资产的市场价格的行为;(二)在场内衍生商品基础资产的买卖中,以获取不当利益或者使第三人获取不当利益为目的,实施变动或者固定该场内衍生商品市场价格的行为;(三)在证券买卖中,以获取不当利益或者使第三人获取不当利益为目的,实施总统令规定的变动或者固定与该证券相关的证券市场价格的行为。”<sup>㉑</sup>该款规定的主要是衍生品及其基础资产之间,以及证券与相关证券之间的价格关联型操纵,<sup>㉒</sup>没有规定场内衍生商品之间的价格关联型操纵,更加没有涉及其他相关市场间的价格关联型操纵问题。与国家层面立法相比,一些国际组织的指导规则中价格关联型操纵条款的适用范围要更加广泛,不仅仅限于衍生品及其基础资产之间,而是包括所有相关市场之间的价格关联型操纵。比如欧洲证券监管者组织《市场滥用指令实施守则》将其界定为“在一个市场上从事交易,其目的在于不当影响另一个市场上相同或相关金融工具的价格”。<sup>㉓</sup>从实践来看,价格关联型操纵可能发生的市场范围确实不仅限于衍生品及其基础资产之间。比如,在Zenith-Goodley Company, Inc.案<sup>㉔</sup>中,特定时期的牛奶供应价格与纽约商品交易所的黄油价格挂钩,行为人通过操纵黄油价格从而影响了牛奶的供应价格,而黄油市场和牛奶市场之间显然不具有类似衍生品与基础资产的关系。因此,与韩国《资本市场法》相比,《市场滥用指令实施守则》对价格关联型操纵适用范围的规定更为合理。

此外,在立法技术层面,笔者认为,在立法或相关监管规则中以一般条款的形式对价格关联型操纵的行为模式做出规定即可,而无需对可能涉及的市场、手段等进行具体列举,从而保持相关规则在适用上的开放性,以适应跨市场交易与操纵形式日新月异的变化。

### (三) 规制跨市场操纵的主要法律及其关系

市场力量型操纵方面,在比较法上,此种操纵行为类型一般都被作为价格操纵的具体条款规定

<sup>⑳</sup> Supra note ①, p. 268; note ㉑, p. 1599.

<sup>㉑</sup> 《韩国资本市场法》,董新义译,知识产权出版社2011年版,第152-153页。

<sup>㉒</sup> 所谓相关证券的范围包括转换债券或者新股认购权附债券、交换债券、持份债券、衍生结合证券、证券信托证券。比较典型的证券之间的价格关联操纵,是在保有转换债券或者新股认购权附债券的情形下,操纵对象股票,从所持有的债券中获得利益。这种情形下,由于作为基础财产证券的规模比较小,因而可以以较少的资金操纵市场。参见刘卫锋“韩国《资本市场法》上操纵市场行为的法律规制及其借鉴”,载《证券法律评论》(2016年卷),中国法制出版社2016年版,第205页。

<sup>㉓</sup> The Committee of European Securities Regulators, Market Abuse Directive Level 3-First Set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directive, CESR/04-505b, 4. 12 (f).

<sup>㉔</sup> In re Zenith-Goodley Company, Inc., 6 Agric. Dec. 900 (1947).



于期货市场立法中。我国目前正在制定《期货法》，因此应当在《期货法》价格操纵的具体条款中，对市场力量型操纵的规定予以完善。一方面要完善对囤积行为要件的表述，另一方面要将逼仓的情形也纳入法律规制的范围之内。由于衍生品市场的创新和发展，除了场内期货交易外，我国未来《期货法》的调整范围在很大概率上将会涉及场外衍生品，因此该条款事实上可以适用于几乎整个衍生品市场与基础资产市场之间的市场力量型操纵。

价格关联型操纵方面，目前我国现行的资本市场法律和监管机构规则中尚未对其做出规定。与期货市场相对应，大规模集中交易的现货市场以证券市场最为重要和典型，此种交易方式使得证券与期货市场之间具有高效的价格与风险传导机制。因此在资本市场立法中，主要是需要在这两个市场的法律中建立专门的价格关联型操纵法律规范。但需要注意的是，在我国现行法律体制下，《证券法》与《期货法》所能调整的跨市场操纵范围并不相同。有观点认为，运用期货市场操纵构成要件就能解决跨市场操纵的认定问题，因此在《期货法》中，除了规范操纵期货合约本身价格之外，可以将人为控制现货价格、现货头寸以影响期货交易价格的行为，视为期货市场操纵行为加以约束。<sup>⑫</sup>也有观点认为，跨市场交易是一种以证券衍生品为对象的证券交易，股指期货可以视为一种支付股利的证券，而跨市场交易监管本质上也是一种衍生意义上的证券监管，根据我国《证券法》第2条第3款，<sup>⑬</sup>包括股指期货在内的证券衍生品均属于《证券法》上所称的证券，因此《证券法》是调整跨市场交易监管的基本法。<sup>⑭</sup>笔者较为认同第一种观点，如果只在一部法律中设置价格关联型操纵条款，《期货法》无疑是最好的选择。而第二种观点对证券与期货的认识明显存在偏差，股指期货并不是证券，<sup>⑮</sup>《证券法》也难以涵盖所有的跨市场操纵。根据2005年8月23日《全国人大法律委员会关于〈中华人民共和国证券法（修订草案）〉修改情况的汇报》，证券衍生品分为证券型（如认股权证等）和契约型（如股指期货、期权等）两大类，《证券法》第2条第3款的规定当初就是因为考虑到了证券衍生品与证券的差异性，认为《证券法》难以适用于各种证券衍生品，而不是要让《证券法》适用于各种证券衍生品。<sup>⑯</sup>可见，《证券法》的调整范围所能涵盖的仅仅是证券型证券衍生品，而无法涵盖大量的契约型证券衍生品。<sup>⑰</sup>因此，如果《证券法》和《期货法》中都写入了价格关联型操纵条款，那么《证券法》所能规制的只是证券型证券衍生品与基础证券之间的跨市场操纵，而大量的契约型证券衍生品与基础证券之间的价格关联型操纵，以及证券以外的基础资产与相关衍生品市场间的价格关联型操纵，则需要依靠《期货法》来规制。

《期货法》作为衍生品市场的基本法律，除了规制场内市场的交易以外，还需要实现对场外市场的延伸监管。<sup>⑱</sup>因此，除了证券型证券衍生品与基础证券之间的跨市场操纵之外，其余的跨市场

<sup>⑫</sup> 参见注⑤，第481-484页。

<sup>⑬</sup> 我国《证券法》第2条第3款规定“证券衍生品发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定。”

<sup>⑭</sup> 参见陈斌彬、张晓凌《股指期货和股票现货跨市场交易监管研究》，厦门大学出版社2015年版，第25、71、133页。

<sup>⑮</sup> 证券与期货在多个方面都有很大的区别。首先，就交易标的而言，证券是一种证权型的交易标的，而期货是一种合约型的交易标的；其次，就交易程序而言，证券存在发行环节，而期货不存在发行环节；再次，就交易功能而言，证券交易的功能主要在于投融资，而期货交易的功能主要在于风险管理和价格发现。参见叶林、钟继“核心规制与延伸监管：我国《期货法》调整范围之界定”，《法学杂志》2015年第5期，第51-53页。

<sup>⑯</sup> 参见李飞主编《中华人民共和国证券法（修订）释义》，法律出版社2005年版，第6-7、425-426页。

<sup>⑰</sup> 《证券法》中的市场操纵兜底（概括）条款，一般也无法适用于价格关联型操纵。在比较法上，比如我国台湾地区“证券交易法”第155条第1款第7项规定，禁止“直接或间接从事其他影响集中交易市场有价证券交易价格之操纵行为”。该项规定属于证券市场操纵的概括条款，似乎可以将操纵期货市场从而影响证券交易价格的行为纳入其中。但是从台湾地区的司法判决与学理解释来看，该项规定实际上尚未能涵盖价格关联型操纵的情形。参见赖英照《股市游戏规则：最新证券交易法解析》，2006年自版，第459-463页；曾宛如《证券交易法原理》，2008年自版，第134-135页；廖大颖《证券交易法导论》，三民书局股份有限公司2009年版，第256-257页；吴光明《证券交易法论》，三民书局股份有限公司2011年版，第277-279页。

<sup>⑱</sup> 参见注⑤，第50-51页。

操纵行为基本都属于《期货法》的调整范围。衍生品合约基础资产的内容非常广泛,归纳起来主要包括农产品、工业品、能源和其他商品及其相关指数产品,有价证券、利率、汇率等金融产品及相关指数产品,以及其他依合约安排能决定合约价值的基础资产。<sup>④</sup> 证券只是基础资产中的一种,而证券型证券衍生品在衍生品中也只占一小部分。因此,将《期货法》作为规制跨市场操纵的基本法律,将《证券法》作为前者的补充,是比较恰当的。此外,如果中国证监会或其他跨市场监管机构制定类似《市场操纵行为认定指引》这样的监管细则,或者未来我国实现了金融市场的统立法,则可以进一步地把规制范围扩展到一般性的相关市场之间的价格关联型操纵情形,从而实现对所有可能的跨市场操纵行为的有效涵盖。

## 四、跨市场操纵的构成与认定

在法律及监管规则中明确规定了跨市场操纵条款的情况下,在监管执法和司法裁判中还需要解决的就是此等规制体系下跨市场操纵的构成及认定问题。目前,我国在跨市场操纵的认定方面尚未形成行之有效的构成要件体系。从比较法来看,美国拥有世界范围内最为发达的资本市场,通过对大量市场操纵案件的分析、评论和归纳,以及对成文法及其解释的发展,逐渐形成了较为成熟的构成要件体系。在此,笔者就结合美国的经验,来讨论跨市场操纵的构成问题。

### (一) 市场力量型操纵的构成要件

#### 1. 价格操纵的一般构成要件

作为一种经典的市场操纵行为类型,市场力量型操纵几乎与期货市场相伴产生。美国价格操纵的构成要件体系主要就是在对涉及囤积和逼仓等市场力量型操纵案例的分析和归纳基础上形成的。<sup>⑤</sup> 经过多年判例法的检验和改进,最终在行政裁决案例 Cox 案<sup>⑥</sup>和司法判例 Frey v. Commodities Futures Trading Com'n 案<sup>⑦</sup>中,商品期货交易委员会和第七巡回法院确立了相同的四要件判断方法,这四个构成要件分别是影响价格的能力、人为价格、特定意图和因果关系。

第一,影响价格的能力。要认定价格操纵,首先要调查行为人是否具有影响市场价格的能力,如果行为人缺乏必要的操纵能力,则无法对其提出合理的操纵指控。该要件在囤积的情形下要求证明行为人同时控制现货供应和支配性的期货头寸,在逼仓的情形下要求证明行为人在可交割现货供应短缺的情况下占据有支配性的期货头寸。行为人控制的支配性期货头寸比较容易判断,只需要查看相关交易记录即可,但行为人对现货供应的控制,则需要法庭根据相关证据事实进行判断。<sup>⑧</sup>

第二,人为价格。对人为价格要件的证明,传统上主要是依靠经济分析的方法,即通过选取被审查的期货合约价格以外的价格或相关因素,包括期货价格、现货价格、供需关系等,作为进行比较的参照系,如果被审查的期货合约价格与选取的参照系发生偏离,则表明存在人为价格。然而经

<sup>④</sup> 参见钟维“期货交易双层标的法律结构论”,《清华法学》2015年第4期,第132页。

<sup>⑤</sup> 美国《商品交易法》第6条(c)(3)规定了价格操纵的一般条款,第4条(a)(1)、(2)和(5)规定了价格操纵的具体条款。此外,作为《商品交易法》第6条(c)(3)的实施细则,商品期货交易委员会制定的180.2规则在表述上基本是重申了该条款的内容,亦属于期货市场价格操纵规则的组成部分。但是这些成文法本身并没有规定价格操纵的构成要件。

<sup>⑥</sup> In re Cox, [1986-1987 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶ 23,786 (CFTC July 15, 1987).

<sup>⑦</sup> See Frey v. Commodity Futures Trading Com'n, 931 F. 2d 1171 (1991).

<sup>⑧</sup> Supra note ⑥, p. 260.

济分析方法的合理性一直以来都受到了不少质疑,被认为“提出的证据所带来的问题和答案一样多”。<sup>⑤4</sup> 商品期货交易委员会近年来指出,从操纵者的行为证据中,必然就能够得到价格受到了与正常供需力量不一致的因素影响的结论,对价格的非法影响通常可以从行为的性质以及其他事实情况获得结论性的推断,而不需要进行专业的经济分析。<sup>⑤5</sup> 因此,关注的焦点不应过多地放在最终价格上,而应该放在导致该价格的因素上,价格扭曲通常可以从操纵者所使用的手段中合理地推断。

第三,特定意图。意图在一定程度上可以说是市场操纵判断的中心问题。作为操纵构成要件的意图,并非是指故意从事某项行为(该行为导致了人为价格)的一般故意,而是指行为人必须具备制造人为价格的特殊故意。也就是说,故意的内容应当是指向价格而非行为。因此,必须证明行为人“具有影响市场价格从而使其变动趋势不反映合法供求之力的企图或明确目的”。<sup>⑤6</sup> 虽然,对市场操纵的特定意图要件可以通过直接证据来予以证明,但是可资利用的直接证据在实践中非常少,对故意的证明必定经常是基于侧面证据,并且是从案件事实的整体尤其是操纵者的行为中推断出来。

第四,因果关系。一旦证实被指控的操纵者具有经济上能够影响价格的能力,并且相关时期的价格是人为的,则这两方面必须要联系起来以证明被告的行为(即对市场力量的运用)是造成价格偏差的原因。<sup>⑤7</sup> 因果关系要件很大程度上被包含在影响价格的能力要件中,<sup>⑤8</sup> 因此,大部分时候因果关系要件是被推定出来的,而因果关系的欠缺(如价格扭曲是由其他原因引起的)则可以作为抗辩事由。

## 2. 试图操纵的特殊构成要件

根据美国《商品交易法》和180.1、180.2规则的相关规定,市场操纵包括“操纵”和“试图操纵”(attempt to manipulate)两种形态。与前述构成“操纵”的四要件相比,构成“试图操纵”只要求两项要件:一是操纵的意图;二是促成该意图的明显的行为。<sup>⑤9</sup> 也就是说,在试图操纵的情形下,不要求产生人为价格或者其他危害结果,这尤其降低了相较于一般价格操纵的证明要求。正因为如此,国内也有学者将一般形态的操纵称为既遂的操纵,<sup>⑥0</sup> 认为试图操纵实际上将操纵行为从既遂操纵的结果犯变成了行为犯。<sup>⑥1</sup>

### (二) 价格关联型操纵的构成要件

对价格关联型操纵进行认定时,构成要件有三项:一是行为人在手段市场中的操纵行为;二是手段市场与目标市场之间的价格关联关系;三是行为人在目标市场中持有头寸。第三项要件的认定比较容易,因此笔者在这里主要对第一和第二项要件进行详细讨论。其中,对第一项要件的判断既可以适用价格操纵的构成要件,也可以适用欺诈操纵的构成要件。

#### 1. 价格操纵构成要件的适用

如前所述,规制价格关联型操纵的主要法律是期货法,而且价格关联型操纵着重考察的是操纵

<sup>⑤4</sup> Supra note ⑫, pp. 746-751.

<sup>⑤5</sup> See Commodity Futures Trading Commission, “Proposed Rules: Prohibition of Market Manipulation”, *Federal Register*, Vol. 75, No. 212 (2010), pp. 67660-67661.

<sup>⑤6</sup> In re Indiana Farm Bureau Coop. Ass'n Inc., [1982-1984 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶17,796 (CFTC Dec. 17, 1982).

<sup>⑤7</sup> Supra note ⑫, p. 754.

<sup>⑤8</sup> Supra note ⑪, p. 260.

<sup>⑤9</sup> Supra note ⑤5, p. 67660.

<sup>⑥0</sup> 参见殷晓峰、牛广济 “中美资本市场反操纵监管比较及启示”,《证券市场导报》2014年第4期,第67页。

<sup>⑥1</sup> 参见李明良、李虹 “《多德-弗兰克法》期货市场反操纵条款研究”,载《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第1202页。

行为在某一市场中造成的价格变动对相关市场的价格影响,正好契合价格操纵的关注重点,因此其四要件判断方法同样也应当能够适用于价格关联型操纵案件。在价格关联型操纵中,行为人通常会先在目标市场持有相当规模的头寸,之后通过各种手段操纵另一个与之具有价格关联关系的手段市场的价格,从而影响目标市场的价格。具体的操纵行为可能同时发生在两个市场,也可以只发生在手段市场,此时就需要运用价格操纵的四要件方法来解决具体操纵行为的构成问题。

需要注意的是,这四个构成要件针对的是手段市场。这是因为行为人的积极行为主要发生在手段市场,在目标市场有的往往只是在预先持有头寸情况下的消极不作为。尤其是,如果要求对行为人影响目标市场价格的特定意图进行直接证明,势必非常困难。此外,就影响价格的能力这一要件而言,以囤积和逼仓为代表的市场力量型操纵是最初分析该要件的经典模型。因此,在应用于价格关联型操纵案件上时,在符合构成要件基本要求的前提下,需要在其他操纵类型的语境中对该要件的具体要求进行相应的解释和检验,以使之能够契合这些操纵类型的具体情况。比如,在认定交易型操纵者影响价格的能力时,需要考察其资金实力,以及被怀疑操纵期间的交易量(占比)、成交量(占比)、成交金额(占比)和持仓量(占比)等情况,成交量、金额、持仓及其占比越大,越能体现其影响价格的能力。在认定信息型操纵者影响价格的能力时,则需要考察信息的重大性、散布信息的方式、散布信息主体的身份等情况,如果信息对于市场而言越重大,散布的范围越广、渠道越正式、传播效率越高,散布信息主体的身份越权威,则行为人影响价格的能力就越强。

## 2. 欺诈操纵构成要件的适用

与主要由判例法形成的价格操纵构成要件相对应,美国还存在由成文法规定的欺诈操纵条款。其中《商品交易法》第6条(c)(1)中属于欺诈操纵的一般条款,而第6条(c)(2)是关于禁止提供虚假信息的规定,属于欺诈操纵的具体条款。作为《商品交易法》欺诈操纵条款的实施细则,180.1规则对此做出了进一步的规定,亦属于欺诈操纵规则的重要组成部分。具体而言,欺诈操纵的构成要件包括主观意图和客观行为两个方面。

(1) 主观意图。根据180.1规则,欺诈操纵是指直接或间接地对任何互换、州际商业中的任何商品出售合约或在注册实体或按其规则进行远期交割的的商品的出售合约故意或轻率地从事的操纵性或欺诈性的行为。因此,欺诈操纵的主观意图方面包括故意(intentional)和轻率(reckless)两种状态。该规则实际上将证明操纵意图的最低标准从价格操纵所要求的故意降低到了轻率。

(2) 客观行为。欺诈操纵的客观行为包括四种情况:第一,使用或试图使用任何具有操纵性或欺骗性的手段、计划或诡计;第二,对重大事实做出或试图做出任何不真实或误导性的声明,或者遗漏必要的重大事实;第三,参与或试图参与会被作为对任何人的欺诈或欺骗手段的任何行为、实践或商业过程;第四,在明知或漠视某一关于农作物或市场信息或状况的报告属于虚假报告、具有误导性或不准确这一事实的情况下传送该等报告,且该等报告中所含的信息易于影响商品市场价格。

当行为人使用散布虚假信息、虚假申报、虚假交易等欺诈性手段操纵某个市场,从而影响关联市场价格的情况下,就可以适用欺诈操纵的构成要件来进行判断。欺诈操纵条款在性质上通常属于市场操纵的一般条款,比如美国《证券交易法》第10条(b)和《商品交易法》第6条(c)(1)均是如此。而价格操纵条款通常会对立法时所能够明确的操纵行为类型进行列举和具体规定,以使类型化的操纵行为更加容易理解,在司法适用中也更容易准确把握,因而在性质上通常属于市场操纵的具体条款。关于这两种性质的条款的适用关系问题,在美国司法实践中,法院认为具体规定的目的是提供更多的保护而不是相反,具体规定排除概括规定的观点是不恰当的;而在执法实践中,

监管机构一般也会同时援引两个条款,提出两个并行的诉求。<sup>②</sup>因此,价格操纵构成要件和欺诈操纵构成要件的适用并不冲突,并不存在特殊规则优先于一般规则适用的要求,可以择一适用,甚至可以同时适用而提出两个并行诉求。

### 3. 相关市场间价格关联性的判断

价格关联型操纵的实现原理在于相关市场之间的价格关联性,因此相关市场间的价格关联性也是构成价格关联型操纵的一个要件。在现实当中,这种价格关联关系主要有两种情形。

#### (1) 基于市场机制的价格关联关系

基于市场机制的价格关联关系,是指根据金融商品的合约设计与价格机制,两种资产之间具有价格关联关系。比如衍生品及其相关基础资产市场之间的价格关联型操纵即属于此种情形。由于基础资产的价格本身就是衍生品的定价依据,因此基础资产对衍生品毫无疑问具有直接的价格决定关系。但是衍生品对基础资产的价格影响,则分两种情况。

第一,根据相关交易规则,衍生品市场的价格作为基础资产市场的定价依据。此种情形主要体现在商品期货领域,即商品期货对于商品现货的价格发现功能。比如,随着期货市场的发展,当日或当月期货结算价格已经成为仓单交易双方定价的重要参考。在我国证监会查处的天然橡胶 1010 合约操纵案中,当事人海南大印不仅通过关联公司以自买自卖、互为对手交易、虚假申报等方式操纵天然橡胶 1010 期货合约的结算价格获利,而且在其出售天然橡胶标准仓单的交易中,期货结算价被作为合同价格的定价依据。因此,海南大印实际上是通过操纵期货合约结算价格影响了仓单交易价格,进而在仓单交易市场再度获利。<sup>③</sup>

第二,行为人在衍生品市场中的交易行为对基础资产市场所产生的价格影响关系。此种情形主要体现在金融期货领域。但由于以股票为代表的金融现货市场往往本身就有合理的定价机制,因此如股指期货等金融期货对于现货而言并不具有定价功能。股指期货价格领先于股票市场,只是因为期货市场对信息的反应快于股票市场。<sup>④</sup>金融期货价格发现功能的特点决定了此种操纵路径通常需要一定的特殊条件。以股指期货市场与股票现货市场为例,若想以期货来带动现货,就需要将期货交易的力量传导至现货市场,其中最重要的路径是期现套利。<sup>⑤</sup>比如,当期货卖空压力超出期货市场本身的承载能力时,其压力就会向股票市场传导,此时相对于股票时点价格,期货价格被低估,市场套利者将执行套利策略,即买入股指期货,卖空股票现货。操纵股指期货的交易压力会按权重被分散至指数成分股中,但只要市场流动性良好,事实上很难对股票市场产生实质性的影响。<sup>⑥</sup>然而,在发生股灾的情况下,市场恐慌情绪蔓延,流动性枯竭,就会给跨市场操纵提供条件。反思美国 1987 年股灾的《布雷迪报告》解释了股灾期间投资组合保险和指数套利等交易策略是如何导致股票现货和股指期货两个市场之间下跌的互相影响,进而引发市场瀑布效应的。<sup>⑦</sup>理论上,大机构等投资者就可以利用极端市场状况下的这种瀑布效应来实现跨市场操纵。而我国 2015 年股灾也引发了国人对股灾期间可能存在的“恶意做空”等跨市场操纵行为的猜测。一般而言,“恶意做空”特指通过市场操纵,特别是跨市场操纵来推动资产价格下跌,或对市场下行推波助澜以牟取非法利益的各类交易或非交易行为。在市场急跌的极端情况下,恐慌情绪蔓延,流动性不断萎缩,通过做

<sup>②</sup> 参见注①,第 67-68 页。

<sup>③</sup> 参见注③。

<sup>④</sup> 参见注⑤,第 77-82 页。

<sup>⑤</sup> 参见注⑤,第 136 页。

<sup>⑥</sup> 参见注⑤,第 101 页。

<sup>⑦</sup> Supra note ②, pp. 15-44.

空操纵市场也会更加容易。<sup>⑥⑧</sup>

此外还需要讨论的是，如果是因为两种商品的供求关系和市场行情相近，导致两种商品的价格走势趋同，操纵其中一种商品的价格，能否影响另一种商品的价格，从而构成跨市场操纵呢？事实上，由于两种商品之间不具有基于合约设计、交易机制或价格决定等关系的价格关联性，在现实中，如果实施此种操纵行为，只会造成被操纵商品与作为参照的另一种商品价格走势的背离，而无法实现跨市场操纵的目的。比如甲醇期货与原油期货的价格走势通常高度关联，而在我国证监会查处的甲醇1501合约操纵案中，当事人姜为操纵甲醇期货的价格，导致了甲醇期货合约与原油近月期货合约价格走势的偏离，证监会在其处罚决定中就将该情况作为证明姜为的行为对甲醇期货价格造成了重要影响的证据之一。<sup>⑨</sup>

#### (2) 基于行政命令的价格关联关系

基于行政命令的价格关联关系，是指根据政府的行政命令或相关政策，两种资产之间的价格互相挂钩。比如在 *Zenith-Goodley Company, Inc.* 案中，根据政府的行政命令，特定时期的牛奶供应价格与纽约商品交易所的黄油价格挂钩。为了提高牛奶价格，行为人认为需要将黄油的价格保持在每磅84美分以上，于是在关键的时间段内以84美分或更高的价格大量购买黄油，从而维持了这一价格。<sup>⑩</sup> 行为人愿意付出比通常更高的价格来购买黄油，是因为这样能够拉抬牛奶价格，从而使其能够在相关交易中获取高额利润。

## 结 语

跨市场操纵虽然是从实践中产生的问题，但目前却又是在实践中没能处理好的问题。理论研究的缺失，也使得该问题无法得到准确的理解。以体系性的理论分析为支撑，笔者主张，跨市场操纵行为可以类型化为市场力量型操纵和价格关联型操纵，应当在《期货法》价格操纵的具体条款中规定市场力量型操纵的相关规则，在《期货法》和《证券法》中以一般条款的形式规定价格关联型操纵的相关规则，并通过监管规则把规制范围进一步扩展到一般性的相关市场之间的价格关联型操纵情形。此外，在监管规则中，还应当对跨市场操纵具体的行为特征、构成要件及认定方法等作出更为详细的规定，从而实现跨市场操纵的有效规制。

#### 【主要参考文献】

1. 邢精平 《跨市场操纵模式与监管》，科学出版社2014年版。
2. 谢杰 “跨市场操纵的经济机理与法律规制”，《证券市场导报》2015年第12期。
3. 程红星、王超 “跨市场操纵立法与监管研究”，载《证券法苑》（第22卷），法律出版社2017年版。
4. Philip McBride Johnson, “Commodity Market Manipulation”, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 38, No. 3 (1981).

(责任编辑: 高圣平)

<sup>⑥⑧</sup> 参见杨宗杭 “论跨市场操纵的规制与监管”，《证券市场导报》2015年第8期，第1页。

<sup>⑨</sup> 参见 [2015] 31号中国证监会行政处罚决定书（姜为）。

<sup>⑩</sup> *Supra* note ④.

sponsibilities between legislative power and administrative power. After the amendment of the constitution the various norms of the “environmental constitution” must be explained by the integration of the system under the principle of “interactive influence” between the constitution and the department law.

**Key Words** Environmental Constitution; Constitutionality of Department Law; National Goal; Environmental Right; Legal Reservation

Zhang Xiang ,Ph. D. in Law ,Professor of Renmin University of China Law School.

***The Legal Characterization of the Internal Asset Management Relationship:***

***Looking Back and Looking Forward***

MIAO Yinzhi • 98 •

The industry of financial asset management is entering a period of transfer. It is necessary to looking back upon its history to have a reasonable judgment on its future development. The inner relationship of asset management ,which refers to the one between the client and manager formed in the realistic environment ,is the core legal relationship. It is distorted and brings uncertainties ,but will not be reconstructed easily by regulatory measures. The lack of independence and activeness of the trustee gives birth to the inconsistency of the appearance and essence of the relationship ,constituting the core legal risk in such business. Some arrangements can be re-characterized either as an agency or be reconstructed as a trust ,but some may be better understood as a middle type. Judging by the regulations ,the trust and securities regulators may intend to shape asset management relationship as a trust ,but respect the realities. The practices in the securities market in which a holder of 5% of shares is obliged to disclose show that advisors and trustors can be given the control right and obligations regarding the shares ,but the trustees are not free of duty and may take back the control. Hence it is suggested to respect the balance achieved by market repeated games ,to recognize the interim status of the asset management relationship at the current stage. It is not beneficial to compulsorily put the result of market evolution into the shoes of regulation.

**Key Words** Asset Management; Asset Securitization; Trust; Trustee; Disclosure

Miao Yinzhi ,Associate Professor of Central University of Finance and Economy Law School.

***Behavior Patterns and Legal Regulation of Intermarket Manipulation***

ZHONG Wei • 113 •

Intermarket manipulation refers to the form of manipulation whose behaviors and outcomes involve two or more than two markets with direct price influence relationship. Behavior patterns of intermarket manipulation include two typical forms: market power manipulation and price correlative manipulation. There should be specific provisions of price manipulation in Futures Act which provide rules of market power manipulation. And rules of price correlative manipulation should be provided by general provisions in Futures Act and Securities Act. In addition ,the scope of regulation can be further extended to price correlative manipulation between general related markets by the way of regulatory rules. The four requirements of price based manipulation are needed to establish a market power manipulation in its general form ,while only two requirements are needed in its form of attempted manipulation. It needs three requirements to establish a price correlative manipulation. Among them ,when judging manipulative conduct ,not only the constitutive requirements of price based manipulation ,but also the constitutive requirements of fraud based manipulation can be applied.

**Key Words** Intermarket Manipulation; Market Power Manipulation; Price Correlative Manipulation;

Corner; Squeeze

Zhong Wei ,Ph. D. in Law ,Postdoctoral and Assistant Research Fellow of Chinese Academy of Social Sciences Institute of Law.

### ***Voidable Preferences Under Civil Substantial Law***

CHEN Yunxi • 127 •

Whether a preferential payment or the provision of security for preexisting debt by an insolvent debtor is voidable under Fraudulent Transfer Rules of Contract Law ,depends on to what extent shall the *pro rata* sharing principle be honored under civil substantial law system. This issue is closely related to different distribution schemes implemented by civil enforcement law and bankruptcy law. This article suggests that ,in China , where the debtor is a citizen or any other organization that cannot go bankruptcy ,the unpaid creditor shall , though in defined circumstances ,obtain avoidance of the preference ,so that the right of unpaid creditors to *pro rata* satisfactions recognized by distribution rules of enforcement law can be realized. Where the debtor is an enterprise legal person ,however ,since the defining characteristic of enforcement law is the “race of diligence” ,outside of bankruptcy ,preferences shall be regarded as valid.

**Key Words** Preferences; Fraudulent Transfer Rules; Avoiding Powers in Bankruptcy; *pro rata* Sharing Principle

Chen Yunxi ,Ph. D. in Law ,Lecturer of Koguan Law School of Shanghai Jiao Tong University.

### ***The Theory Paradox and the Practice Dilemma of “Litigation of Retrial”:***

#### ***A Restatement on the Characteristic of the Right to Apply Retrial***

WU Yingzi • 139 •

There is a consensus ,both in theory and practice field ,that is: the right to apply retrial is the right of action ,and our trial supervision program should be transformed to “litigation of retrial” . This view has affected the Civil Procedure Amendment Act. However ,the implicit paradox of the retrial has not been noticed. The trial supervision procedures ,after two amendments ,still mire deeply in retrial difficult and abuse. Actually ,the right to apply for retrial is different from the right of actio. The right of actio is an absolute ,no-conditional and fundamental right. But the right to apply for retrial is a right of procedure dissent. And it is also different from the appeal and other basic procedure dissent right ,for it is a unusual dissent right. This characteristic matches the theory of res judicata and the additional principle of retrial very well. It should be the theoretical basis for restating the retrial procedure. The purpose of retrial is to repair the legal justice. Therefore ,it has the content of public interest ,which requires limiting the parties disposition right ,and distinguish with the re-started original case proceedings.

**Key Words** Retrial; Right to Apply Retrial; Dissent Right to Procedure; Trial Supervision Procedure; No. 7 Guidance Case

Wu Yingzi ,Professor of Nanjing University Law School.

### ***The Criminal Imputation of Copyright Infringement in the Network Environment***

#### ***—On the Center of Criminal Responsibility of Network Service Provider*** OUYANG Benqi • 154 •

In order to make up the legislative generation gap between China’s prepositional law and criminal law ,it is necessary to expand the explanation of the “distribution” of the crime of copyright infringement ,which

— 195 —