

跨市场操纵立法与监管研究

程红星* 王超**

摘要:跨市场操纵的特殊性在于行为人获取的利润来自于以受操纵金融商品市场交易价格为结算依据的衍生品市场或者衍生品基础财产市场。从境外立法实践来看,除韩国外,大多未将跨市场操纵作为一种独立的操纵形态予以单独规制。我国不宜将跨市场操纵与一般操纵行为割裂开来。但也需要积极进行防范,建议从立法、产品设计、市场监控、跨市场监管协作等方面,对跨市场操纵行为进行规制。

关键词:跨市场操纵 立法 监管

一、跨市场操纵的学术界定

(一) 跨市场操纵的定义

就国内外研究而言,在金融衍生品与现货市场之间,跨市场操纵一直是一个热点。相关文献表明,跨市操纵行为比单一市场操纵更具危害性,会

* 中国金融期货交易所法律部副总监,法学博士、博士后。

** 中国金融期货交易所法律部员工,法学硕士。

破坏市场的公平性、损害投资者利益,甚至引发系统性风险。Kumar 和 Seppi 在 *Information and Index Arbitrage*^{〔1〕}一文中,研究了金融衍生品与股票价格之间存在的价格关联,提出在金融衍生品的临近到期日,股票价格有可能会趋同于相关衍生品的价格,这一阶段价格波动以及交易量较大,很容易触发跨市场操纵行为,为有效发现和规制现货和衍生品市场之间的操纵行为,金融监管部门应加强对到期合约的监控。Hillion, P. 和 M. Suominen 在 *The Manipulation of Closing Prices* 中,重点关注了证券收盘期间的操纵行为,研究了操纵者的挤压轧空获利行为。^{〔2〕} Pirrong, S. C. 的研究则发现,在股指期货市场与股票市场进行的跨市场操纵行为能够获取巨额利益,金融监管部门必须严加监管。^{〔3〕} Alexander Muermann 和 Stephen H. Shore 发现,当现货市场垄断者进入期货市场时,其完全有动机调整现货市场价格从而在期货市场获利。^{〔4〕}

就国内研究而言,刘凤元认为跨市场间联合操纵,是操纵者利用两个或几个市场中的投资品种进行价格操纵。^{〔5〕} 蔡奕提出,跨市场操纵即行为人利用不同市场之间的价格关联性,通过在某一市场上的操纵,谋求在另一市场获利的行为。^{〔6〕} 谢杰认为,以交易行为是否跨越证券、期货市场为标准,市场操纵可以类型化为单一市场与跨市场连续交易操纵。^{〔7〕} 在研究跨市场操纵的经济机理之后,他提出跨市场操纵行

〔1〕 Kumar, P. and Seppi, D. J., *Information and Index Arbitrage*, Journal of Business, October, 1994.

〔2〕 Hillion, P. and M. Suominen, *The Manipulation of Closing Prices*, Journal of Financial Markets, October, 2004.

〔3〕 Pirrong, S. C., *Detecting Manipulation in Futures Market: the Ferruzzi Soybean Episode*, American Law and Economics Review, Spring, 2004.

〔4〕 Alexander Muermann and Stephen H. Shore, *Spot Market Power and Futures Market trading*, Working Paper, 2005. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?Abstract_id=681202.

〔5〕 刘凤元:《现货市场与衍生品市场跨市监管研究》,载《证券市场导报》2007年第9期。

〔6〕 蔡奕:《证券创新交易模式对市场监管的挑战及法律应对》,载《证券法苑》2014年总第11卷,法律出版社2014年版。

〔7〕 谢杰:《跨市场操纵行为监管研究》,载《上海金融》2015年第10期。

为的实质是价格关联操纵,即利用两个以上市场之间的价格关联实施操纵行为,通过实质交易、虚假交易、信息操纵等手段影响特定市场中的金融工具价格,但操纵者不一定直接从该市场中获取操纵利润,而是通过与该金融商品市场价格挂钩、关联的期货、期权、衍生品市场、场外市场或者其他各种类型的私有交易合同中谋取经济利益。^{〔8〕}

以上这些研究表明,价格关联操纵是跨市场操纵的主要行为方式和实质内容,之所以将上述操纵类型称作跨市场操纵,是因为这类操纵手法的操纵行为和操纵获利结果分别发生在两个不同市场上。相较于单一市场操纵而言,行为人在一个市场上实施操纵行为,但却不一定直接从该被操纵市场中获利,而是通过运用信息操纵、虚假交易等手段影响金融商品价格,从而获得在与该金融市场相关联的其他各类市场中的获利机会。^{〔9〕}

(二)跨市场操纵的两种理论形态

传统的跨市场操纵通常需要操纵者在现货与期货两个市场都获取支配权,然后通过囤积的方式操纵市场获利。然而随着金融市场的发展,现货与衍生品价格关联的增强,市场操纵者逐渐能够利用单个市场进行操纵。从操纵方向上划分,跨市场操纵通常可分为两类:一类操纵现货影响期货;另一类则是操纵期货影响现货。

1. 操纵现货影响期货市场价格

由于金融市场上生的脆弱性,市场总是处于信息不完全和信息不对称的状态,由于“羊群效应”的存在,投资者也常常做出非理性的投资决定,操纵者往往可以利用这一点来操纵市场。^{〔10〕}对于以现金结算的期货合约(如股指期货等),如果能够操纵现货市场的价格,等于是控制了期货市场的结算价格,因此可以采取类似商品期货的挤压轧空等操纵策略,以获取超额利润。举例而言,市场操纵者可以先取得大量的期货多头头寸,然后,在期货合约到期日前操纵现货市场的价格,以

〔8〕 谢杰:《跨市场操纵的经济机理与法律规制》,载《证券市场导报》2015年第12期。

〔9〕 董文珊:《跨股票和股指期货市场操纵的行为认定》,武汉大学硕士学位论文,2017年。

〔10〕 石晓波、周奋:《中国股指期货市场与股票市场跨市操纵与监管》,载《当代经济研究》2015年第2期。

抬高期货合约的现金结算价格,一旦期货现金结算价格被操纵,则操纵者即可借其所持有的期货多头,以挤压轧空卖空者,使其不得不依操纵者所指定的价格进行平仓。

2. 操纵期货影响现货市场价格

理论研究表明,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。操纵者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。^[11]以股指期货为例,股指期货交易较股票市场早开市晚收市的机制也可能为操纵者所利用。操纵者可能利用股指期货早开盘的机制,推升或压低该期货开盘价格,进而对现货市场的走势造成影响。此外,利用期货晚收盘的价格发现机制,操纵者还可以通过操纵收盘价,便于在第二天进一步操纵开盘价,这样也可实现操纵期货价格从而影响现货价格。举例而言,操纵者可以先建立现货多头。另外,拉升期货价格。在仓位建立以后,操纵者接下来面临的是采取何种方式来影响期货市场,比较常见的会采用两种方式,一种是通过交易来影响市场价格,即交易型操纵,另一种则充分利用媒体来散播虚假消息,即所谓的信息型操纵。当然,很多时候为了迅速达到操纵的预期效果,操纵者会两种方式结合使用,在期货市场操纵该现货结算日的市场价格,以拉抬所买现货之价格,从而获取高额利益。

二、跨市场操纵的立法实践——一个艰难的过程

市场操纵行为扭曲了正常价格信号的形成,损害市场公平和投资者的合法权益,因此为各国法律法规所普遍禁止。但值得注意的是,境外成熟资本市场法律法规中,除韩国外,一般没有针对跨市场操纵的专门条款。

(一) 境外市场操纵立法模式分析

美国监管当局主要依靠《商品期货交易法》对期货市场中的价格

[11] 同注[6]。

操纵或者其他扰乱市场的行为进行监管。经过几轮修订后,现行《商品期货交易法》相关条款规定,操纵市场价格属违法行为,但是并没有对操纵的情形进行明确。^[12] 由于美国属于英美法系,过往的判例在其后的法律认定中起着重要的作用,所以关于操纵行为的认定主要来自于过往判例。目前通行的认定操纵行为的四个必要条件,即操纵能力、特定故意、人为价格和因果关系,就是 CFTC 在 *Cargill, Inc v. Hardin* 及 *Indiana Farm Bureau Cooperative Ass'n* 案中明确下来的。^[13]

欧盟关于市场操纵的法律规范大致可以分为三个部分:一是欧盟《关于内幕交易和市场操纵的指令》;二是《关于内幕信息定义和公开披露以及市场操纵的定义的指令》;三是欧洲证券监管者组织制定的《市场滥用指令实施守则》。^[14] 其中第一部分对操纵行为进行界定,第二部分主要描述操纵行为的特征,第三部分主要是对操纵的种类和行为进行归类。总的来说,欧盟关于市场操纵的法规以定性描述居多,且没有对跨市场操纵的专门说明。

我国台湾地区主要依靠“期货交易法”和“期货交易法实施细则”两部“法规”对操纵等相关违法行为进行约束。虽然没有直接对跨市场操纵进行规定,但依据“期货交易法”的界定,期货市场的操纵行为已涵盖所谓的现货与期货跨市场间的操纵行为。^[15] 我国香港地区则是通过《证券期货条例》将证券市场和期货市场予以一并规范,规定虚假交易、价格操纵和披露虚假或具有误导性的资料以诱惑他人交易等行为属于期货市场操纵行为的范畴。其他地区的相关法规,虽然外在表现上有所差异,但内部逻辑基本类似。

[12] 《多德—弗兰克法案》及其实施细则修改、补充、完善了《商品交易法》对市场操纵行为的规定,现行《商品交易法》第6条(c)款、第6条(d)款、第9条(a)款(2)项和第4(c)条(a)对交易所和衍生品交易执行机构等登记实体以外的人的操纵行为予以严格禁止。

[13] 温观音:《美国期货法上的反操纵制度研究》,载《河北法学》2009年第7期。

[14] 蔡奕:《证券市场短线操纵的界定与规制法律难点分析》,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第2卷),法律出版社2011年版。

[15] 在台湾地区“期货交易法”中,除了将意图影响期货交易价格所为之人为控制期货价格、期货头寸视为操纵行为外,人为控制现货价格、现货头寸以影响期货交易价格的行为,也视为期货操纵行为。

(二) 韩国《资本市场法》上的跨市场操纵

韩国是全球主要资本市场中对跨市场操纵^[16]规定较为明确的国家之一,2009年通过的《资本市场法》(全称《金融投资服务与资本市场法》)修正案,增加了一款直接针对连接操纵市场的法律规定,禁止场内衍生品与基础资产之间的连接操纵市场行为(通常所说的“跨市场操纵”),以及证券之间的连接操纵市场行为。跨市场操纵行为与传统的操纵市场行为不同之处在于,操纵价格的产品与利益获得的产品是相分离的,但两产品之间存在价格的关联性。

作为基础财产与场内衍生产品之间的跨市场操纵所禁止的行为包括两类:其一,在场内衍生产品的买卖中,以获得不当利益或者让第三人获得不当利益为目的而变动或者固定该场内衍生品基础财产市价的行为;其二,在场内衍生品的基础财产买卖中,以获得不当利益或者让第三人获得不当利益为目的而变动或者固定该场内衍生产品市价的行为。前者是以基于获得不当利益而变动或者固定该基础财产市价的行为为对象,即正向的操纵市场行为;相反,后者是与其相反方向的跨市场操纵为行为为对象,即逆向的操纵市场行为。正向的操纵市场行为主要有股票与期货或股票期权之间的跨市场交易、国债与国债期权之间的跨市场交易、猪肉现货与猪肉期货之间的跨市场交易等。另外,在场内衍生品交易中获得不当利益为目的,也可以操纵其基础财产价格。例如,操纵证券交易所 KOSPI200 指数的主要成分股,人为地提高场内衍生产品交易的基础财产 KOSPI200 的指数。对于逆向的操纵市场行为,相比较于证券,很难变动衍生产品的市价,为了获得现货市场的利益,在期货市场上变动市价所需的成本非常高,操纵市场的实益几乎没有,因而,其可能性不大。然而,随着衍生产品的快速发展以及市场环境的变化,操纵市场行为可能逐渐容易,因而现行《资本市场法》对此进行了规范。

[16] 由于《资本市场法》第 176 条第 4 项同时规定了禁止场内衍生品与基础财产之间的操纵市场行为以及证券之间的操纵市场行为,因此仅用“跨市场操纵”难以涵盖法条所述情形,有学者随将相应条文翻译成“连接操纵市场”,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》,载郭锋主编:《证券法律评论》,中国法制出版社 2016 年版。

三、跨市场操纵案件——基于现有极少数个案的分析

(一) 部分典型个案的介绍

1. 商品期货:囤积或者挤压轧空

无论是囤积还是挤压轧空,其行为模式通常表现为操纵者利用对现货的支配地位以及在期货市场的优势头寸,扭曲期货交易价格,具有一定的跨市场属性。例如,在 *Great Western Food Distributors, Inc. v. Brannan*^[17] 一案中,美国农业部控告被告在 1947 年 12 月的鸡蛋期货市场从事囤积行为。法院调查后发现,被告在鸡蛋期货市场控制了巨量多头头寸(交割前一周持有的多头头寸比例一直维持在 60% 与 70% 之间)的同时,持续大量买入可供 12 月合约交割的大量鸡蛋现货(占到了芝加哥所有可供交割鸡蛋现货的 51%)。法院认定被告的行为导致空头无法通过交割现货完成履约义务,只能按照被告订立的高价进行平仓。在 *Cargill Inc. v. Hardin*^[18] 一案中,Cargill 公司被法院认定在软红冬小麦期货市场从事挤压轧空行为。Cargill 公司是当时美国最大的谷物商及出口商之一。1963 年 4 月 12 日,农业部公布的信息表明,当时芝加哥地区可供交割的软红冬小麦总数中 Cargill 公司占到了 88%。Cargill 公司在明知现货供给严重不足(并非 Cargill 公司的积极行为导致,而是基于正常商业用途的储藏行为)的情况下,了结了全部空头头寸,持续买进软红冬小麦期货合约,建立巨额多头头寸。在最后交易日的最后 7 分钟,Cargill 公司拥有的未平仓头寸占到了市场总持仓的 62%。法院认定 Cargill 公司获得了软红冬小麦期货多头头寸的支配性地位,且其故意通过连续平仓行为制造了人为价格,因而构成挤压轧空行为。囤积和挤压轧空作为传统的跨市场操纵行为模式,其典型特点就是必须取得两个市场的实际支配权,随着金融市场容量的扩

[17] *Great Western Food Distributors, Inc. v. Brannan*, 201 F. 2d 476, 478 - 479 (7th Cir., 1953).

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

大,这一点在现代的金融市场几乎不能实现了。

2. 股指期货:野村证券到期日操纵股指期货结算价案

1996年3月29日,香港注册的野村集团职员企图操纵澳大利亚股票期货和现货市场。在期货合约到期日收盘前最后几分钟里,卖出市值6亿澳元的指数成份股,同时通过一些经纪商下达了批量买单,有些股票买单甚至设定了20%以上的跌幅,企图通过集中抛售澳大利亚普通股价格指数成份股的方式,打压现货市场价格,影响结算价,使空头合约盈利。由于野村对指数理解的偏差,以及一些经纪商拒绝执行抛售股票,野村仍然留下1.5亿澳元市值的股票未抛出,同时抛售股票后经纪商的买单又使得股价反弹,普通股价格指数在最后半个小时的交易里仅下跌了26点,约1%。事后,澳大利亚证券交易所、悉尼期货交易所都向市场监管部门报告了上述交易。尽管野村证券辩解这种交易属于合法的套利策略,1998年12月,澳大利亚联邦法庭认定野村证券企图制造证券和期货市场交易活跃的假象,判定野村证券同时操纵了澳大利亚的证券和期货市场。^[19]

3. 股指期货:韩国 KOSPI200 股指期货跨市场操纵案

2010年11月11日,德意志银行(韩国)证券公司通过影响 KOSPI 200 指数成分股的市场价格,操纵了 KOSPI 200 股指期货的交割结算价,实施了跨市场操纵行为,违反了韩国《金融投资服务与资本市场法》关于禁止市场操纵的相关规定。韩国证券期货委员会以涉嫌价格操纵为由,责令德意志银行(韩国)证券公司暂停证券自营和衍生品交易等业务6个月,并将该案移交韩国首尔中央地方检察厅进行刑事检控。调查结果显示,为了实施跨市场操纵,该案当事人事先买入了 KOSPI 200 的看空期权,后在2010年11月11日 KOSPI 200 股指期货到期日收盘前集中卖出了价值2.4424万亿韩元(约合22亿美元)的 KOSPI 200 指数成分股(卖出的股票是该案当事人在2010年从事 KOSPI 200 指数套利交易时买入并持有的),导致 KOSPI 200 指数收盘前十分钟内从254.62点跌至247.51点,跌幅达2.79%,从中非法牟利

[19] 上海证券交易所—招商证券联合课题组:《股票与股指期货跨市场交易监管研究》,上海证券交易所第21期联合研究计划。

448.7 亿韩元(约合 4050 万美元)。^[20]

(二) 案件特点分析

1. 行为模式以逼仓为主

从商品期货市场到期日操纵结算价案件的情况来看,逼仓是主要的方式。所谓逼仓,一般是行为人首先控制可交割现货的数量,然后在期货市场建立控制性持仓,迫使持有空头持仓者在期货市场以扭曲的价格平仓,以了结其持仓义务。商品期货市场之所以会发生逼仓操纵,主要是由于商品期货以实物进行交割,操纵者可利用资金优势和持仓优势进行逼仓。在许多企图逼仓的行为中,最为常见的是以囤积居奇形式表现出的“多逼空”操纵。^[21] 股指期货、股指期货市场大多采用现金交割方式,虽不易发生传统意义上的逼仓操纵,但行为人通过改变到期日结算价格,囤积现货以迫使对手方无法履约或增加其履约成本,也可以使自己的合约处于有利位置。

2. 操纵手法具有复合性

为了使现货或者期货价格朝着有利于行为人的方向变动,增加操纵的成功系数,行为人往往利用多种操纵手法以产生人为价格。操纵的表现形式除了囤积等传统力量型操纵和影响期货交易价格的交易手段外,也有可能是编造或者传播某种足以影响市场价格的谣言,甚至可以是上述操纵手法的结合。^[22] 总体而言,跨市场操纵的手法具有一定的复合性,呈现出力量操纵、信息操纵、交易操纵甚至内幕交易、利用未公开信息交易多种违法竞合的情况。^[23]

3. 正常的交易策略与违规的边界难界定

在跨市场交易的主要策略中,大多涉及多市场头寸之间的自动化交易。如期现套利涉及“股指期货—ETF—揽子成分股”之间的跨市

[20] 杜惟毅、张永开:《韩国 KOSPI200 股指期货跨市场操纵案及其启示》,载 <http://www.cifd.com.cn/static/lawclass/20140408/1109.html#>,2017年9月29日访问。

[21] 王超:《期货逼仓论缘何“阴魂不散”》,载《中国证券报》2016年10月17日。

[22] 石晓波、周奋:《中国股指期货市场与股票市场跨市操纵与监管》,载《当代经济研究》2015年第2期。

[23] 蔡奕:《信息型操纵基本法律范畴分析》,载《证券法苑》2016年总第18卷,法律出版社2016年版。

场程序化交易,组合保险需要动态的套保组合与股票现货之间的量化投资交易。^[24]然而,套利与操纵、跨市场操纵与期现套利之间的界限很难认定,不易制定量化指标。对于跨市场操纵如交割结算价操纵,行为主体会以正常的期现套利进行抗辩。

4. 到期日操纵是表现较为突出的操纵模式

到期日结算价格的确定、合约持有者是否具有足够的资金实力或现货持仓进行履约,都是决定合约对手方盈亏的主要因素。在股指期货或者期权市场上,到期日结算价操纵是表现较为突出的操纵模式,行为人以操纵现货价从而操纵到期日结算价为手段,可以使持有的期货合约获得更多盈利或减少亏损。因此,在监管实践中,对到期日效应以及到期日结算价操纵等异常交易,需要予以高度重视。

四、跨市场操纵不应被作为一种独立的操纵形态

在我国《证券法》、《期货交易管理条例》(以下简称《期货条例》)、《证券市场操纵行为认定指引》中,市场操纵行为主要包括连续交易操纵、约定交易操纵、洗售操纵、蛊惑交易操纵、抢帽子交易操纵、虚假申报操纵、特定时间的价格或价值操纵、尾市交易操纵等方式,并未直接规定跨市场操纵。境外成熟资本市场,除了韩国以外,也没有国家对跨市场操纵作出专门的规定,而是将跨市场操纵纳入整个反操纵条款规制框架下。所谓的跨市场操纵,其实与一般的市场操纵模式没有显著的差异,只是操纵行为与获利位于两个相关的市场。行为人要么是在各个子市场单独实施操纵行为,要么是在两个子市场同时实施操纵行为。换言之,跨市场操纵并不是一种独立的操纵形态。

(一) 从违法构成看跨市场操纵

我国证券及期货市场操纵行为监管实践中,在论证行为是否构成操纵时,通常着重考察行为人的主观故意、客观行为、对证券或期货价格量的影响以及因果关系等。这些构成要件在判定跨市场操纵时,是否

[24] 张晓凌等:《股票与股指期货跨市场交易监管研究》,载《中国证券报》2011年8月。

同样适用呢?目前,我国尚未出现典型的跨市场操纵案件。为了对上述问题加以论证,我们可以参照美国的经验。美国 CFTC 在日常监管中,明确了认定期货市场操纵行为的四个构成要件:(1)操纵者具有影响市场价格的能力;(2)存在人为价格;(3)操纵者有制造人为价格的特定故意;(4)操纵者的行为与人为价格之间存在着因果关系。^[25] 这些构成要件,在近来发生的 TGPNA 公司操纵天然气现货市场价格指数(该指数作为某衍生品的结算价)同样适用。CFTC 认定 TGPNA 公司及其交易员存在“试图操纵价格”和“使用操纵性或欺诈性手段”的行为。经查明,在结算期前,TGPNA 公司先建立一些衍生品头寸。随后,在结算期内进行大量的固定价格交易以影响相应的月度指数结算价,进而使前期建立的衍生品头寸获利。^[26] 跨市场操纵要想成功,必然以某一市场或者两个相关市场操纵行为的实施为前提。在界定跨市场操纵行为时,依旧需要回到某一市场操纵行为的界定上来,传统的操纵构成要件依旧适用。^[27] 因此,从违法构成上看,跨市场操纵并不是一种独立的形态。

(二)从兼顾市场效率与公平看跨市场操纵

实务操作中,套利与操纵、跨市场操纵与期现套利之间的界限很难认定,不易制定量化指标。因此,若过度降低跨市场操纵行为构成要件标准,容易导致合法交易行为和操纵行为的边界更为模糊,诸多交易策略无法实行,影响资本市场的效率,进而制约期货市场价格发现和风险管理功能的发挥。因此,在是否将跨市场操纵作为一种独立操纵形态这个问题上,必须兼顾市场效率与公平。操纵行为直接扭曲正常价格

[25] 温观音:《如何认定期货操纵》,载《人民司法》2008年第11期。

[26] 2015年12月,TGPNA公司及其天然气交易员Therese Tran因试图操纵天然气现货市场价格指数(该指数作为某衍生品的结算价)而被CFTC指控,被处以360万美元罚款和两年市场禁入。“CFTC Files and Settles Charges against Total Gas & Power North America, Inc. and Therese Tran for Attempted Manipulation of Natural Gas Monthly Index Settlement Prices”,载<http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7289-15>,2017年9月29日访问。

[27] 跨市场交易者无论是在两个市场中的任一市场还是在二者同时进行操纵行为,只需满足法定的操纵构成要件,都可以将之认定为违法的操纵行为。参见董文珊:《跨股票和股指期货市场操纵的行为认定》,武汉大学硕士学位论文,2017年。

信号的形成,影响期货市场风险管理功能的实现,动摇期货市场存在的根基,损害市场公平和投资者的合法权益,因此为各国法律法规所普遍禁止。但各国在认定期货市场操纵行为时,往往慎之又慎,行为需满足诸多要件。若将跨市场操纵作为独立的操纵形态,那么在法规不完善的情况下,它很有可能突破传统操纵行为的认定框架。在此过程中,监管部门享有最终的裁量权。显然,从维护市场公平的角度,监管部门可以降低跨市场操纵的认定标准,将本来在证券以及衍生品市场都未达到操纵认定标准的市场扰乱行为,认定为操纵。这样做,具有一定的实用性,但是会打乱传统《证券法》《期货条例》乃至《刑法》构建的反操纵认定框架,不利于执法的协调统一。因此,从兼顾市场效率与公平角度考量,不宜将跨市场操纵作为一种独立操纵形态。跨市场操纵问题的处理,法律虽未直接具体规定,但法律适用上并不存在问题,传统的操纵行为构成要件也可以予以适用,因此不建议将其与传统的操纵行为割裂。

五、跨市场操纵的规制思考

(一) 推动《期货法》立法,合理界定期货市场操纵行为

跨市场操纵行为并不是一种独立的操纵形态,因此,在《期货法》立法以及《证券法》修改中,不必单独将其作为一项具体的操纵类型列出。期货由现货衍生而来,且两市场之间的交易息息相关,^[28]所以在《期货法》中,除了规范操纵期货合约本身价格之外,也可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,进而加以约束。^[29]此外,考虑到我国现有《证券法》以及《期货条例》列举的操纵情形毕竟有限,建议依据如下思路构建《期货法》反操纵条款。借鉴美国市场操纵立法的经验,对操纵行为本质进行界定以

[28] 邢精平:《股指期货标的指数选择:全球经验与借鉴》,载《证券市场导报》2013年第8期。

[29] 台湾证券交易所:《现货市场与期货市场监视制度中防止操纵与内幕交易之研究》,1998年12月。

有效规制市场操纵行为,并放松主客观要件降低市场操纵的认定标准。^[30]其一,以“人为价格”为核心,先进行一般概括的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,包括传统力量型、交易型操纵等,最后规定操纵行为的兜底条款。^[31]其二,降低市场操纵认定标准,将为了产生人为价格的特定故意放宽至为了实施操纵行为的故意。

(二)完善期货合约设计,提高产品的抗操纵性

良好的标的指数、合约设计和制度安排是防范市场操纵的屏障。为了从源头上抑制跨市场操纵行为的发生,需要不断完善期货合约设计,提高市场操纵的成本。结合已有案例来看,发生跨市场操纵的合约设计大致有两个特征:一是该股指期货标的指数的成份股权重不均衡,有些成份股比重过高;二是交割结算价的计算存在问题,作为结算价的现货价格计算方法可能对到期日操纵防范不够,如交割结算价为指数成份股开盘价或者现货成份股价格取样时间不够长等。不过,就目前我国推出的沪深300股指期货、上证50股指期货、中证500股指期货而言,上述股指成分股分布较为均衡、流动性较好,股指交割结算价的计算方法较为合理。因此,发生跨市场操纵行为的可能性较低。但若未来我国推出分类股指期货,由于分类股指的成分股较少,为避免因炒作成本降低,而发生现货市场与期货市场间的操纵行为,因此,建议在设计分类股指期货合约内容时,应慎重考量现货指数成分股的多少与权重的分配。^[32]

(三)加强市场交易行为监控,落实持仓限额等风险管理制度

为防范现货与期货市场中操纵行为的发生,以维护市场秩序和保障投资者的权益,各国证券与期货管理机构都会要求自律组织设立严密的市场监控制度。以美国为例,交易所监控制度的主要内容包括:监督大额交易者的持仓、限制投机持仓、加强到期日期货合约的监督、采

[30] 杨宗杭:《论跨市场操纵的规制与监管》,载《证券市场导报》2015年第8期。

[31] 杜惟毅、张永开:《期货市场操纵行为的类型及认定标准研究》,载《证券法苑》2013年总第9卷。

[32] 刘凤元:《现货市场与衍生品市场跨市监管研究》,载《证券市场导报》2007年第9期。

取紧急处分措施等。我国期货交易所,大多也在《风险控制管理办法》中确立了类似制度。因此,目前主要任务是要严格落实相关制度。首先,交易所应严密监控大额交易者,充分了解并掌握其买卖情况,若发现其不同市场账户之间可能存在关联时,应注意其持仓变化;^[33]其次,考虑到市场参与者有可能采取分仓的方式突破持仓限额,交易所有必要进一步加强关联账户、实控账户的查处和认定,确保持仓限额制度的有效性;^[34]再次,由于股指期货将到期之前,现货与期货价格会逐渐趋于一致,此时因现货与期货价格关联性的增强,只要在其中一市场进行操纵行为,即可显著影响另一市场价格,所以交易所应加强监控期货合约即将到期前的大额持仓或集中交易等情况;^[35]最后,在证券或者期货交易价量出现异常时,交易所应发挥自律监管优势,采取诸如提高保证金、调整手续费等紧急应变措施,以化解市场风险。

(四) 健全跨市场监管协作机制,推动信息共享与分析

在境外成熟市场上,股票市场与股指期货市场的监管者通常会通过跨市场监管协作机制来提升监管效率,其工作重心在于以正式备忘录或非正式定期联络机制,加强监管者之间跨市场信息交换、沟通与分享,强化日常风险监管,并可在发生系统风险或操纵风险时,将负面影响减至最低程度。目前,我国也初步建立了“五方”(上证所、深交所、中金所、中登公司、保证金监控中心)跨市场监管协作机制。^[36]总体而言,跨市场监管具备良好的制度基础。但伴随着资本市场与宏观经济的关联互动程度不断加深,客观上需要“五方”监管协作框架嵌入央行主导的宏观审慎监管体系中,在特定时期通过证监会与央行、银监会、保监会等职能部门加强沟通互动,密切关注利率、汇率与其他经济金融政策对股市、期市的影响,才能有效防范跨市场系统性风险,保证市场

[33] 何晓春:《基于反跨市场联合操纵的监管探讨》,载《现代商贸工业》2008年第11期。

[34] 石晓波、周奋:《股指期货现市场跨市监管的国际经验及制度重构——基于光大816乌龙指事件的思考》,载《上海金融》2014年第3期。

[35] 石晓波、周奋:《中国股指期货市场与股票市场的跨市操纵与监管》,载《当代经济研究》2015年第2期。

[36] 张晓凌等:《股票与股指期货跨市场交易监管研究》,载《中国证券报》2011年8月12日。

正常运转。^[37] 单就跨市场操纵风险防范而言,证监会有必要联动证券、期货、衍生品等交易所数据,紧紧抓住跨市场操纵中的金融商品价格关联特征进行信息分析、监测操纵行为。

[37] 如今,我国多层次资本市场体系已具雏形,当多层次、相关联的不同市场共存时,资本市场就会呈现出单一市场所不具有的一些特性,不仅产生投资者的跨市场交易行为,而且对监管机构的监管提出新的挑战。参见王小丽:《我国股票和股指期货跨市场交易的风险及其防范》,载《现代经济探讨》2016年第1期。