

论证券、期货市场新型操纵行为的 刑法规制路径*

赵 希**

摘要:证券、期货市场衍生出的诸种新型操纵市场行为,对市场良好运行和投资者合法权益保障构成了严重威胁,刑法中规定的传统价量操纵模型已无法适应新的规制需求,兜底条款的扩张适用也有违刑法基本原理。刑法应当对操纵市场行为的本质进行重新认定,从传统的价量操纵扩展至信息型操纵、技术性操纵、场外操纵、基准操纵等类型。在刑事立法尚未完善的情况下,应当通过司法解释予以明确规定,以减少兜底条款的扩张适用。

关键词:操纵市场 抢帽子交易 幌骗 场外操纵 基准操纵

* 本文系中国社会科学院法学研究所刘仁文研究员主持的中国证监会资本市场法制课题“完善证券期货刑事犯罪法律制度研究”的阶段成果;本文受中国博士后科学基金资助,资助编号:2016M601212。在本文的写作过程中,刘仁文研究员提出了诸多宝贵指导意见,特此感谢,但本文责自负。

** 中国社会科学院法学研究所博士后研究人员,法学博士。

一、操纵证券、期货市场操纵行为的新态势^[1]

市场操纵犯罪是资本市场犯罪中最为疑难、行为结构最为复杂的犯罪类型。随着证券市场的不断发展,我国目前证券市场操纵行为发生了新的变化。

传统的操纵市场行为主要表现为“坐庄”模式,即拥有雄厚资金或股票的大户投资者利用资金或持股优势拉抬或打压股价,使股票的市场价格受到人为操纵,从中谋取高额不法利益。随着我国金融市场的快速发展,这种传统的“坐庄”操纵模式逐渐淡出,近些年证券市场衍生出了若干新型操纵行为,如“抢帽子交易”、频繁报撤单等典型行为方式。传统的“坐庄”操纵主要通过操纵证券价格和交易量来实现,这种操纵手段的成本较高。相比而言,新型操纵行为具有违法成本小、简便易行等特点,特别表现在,新型操纵行为往往并不直接针对证券价格和交易量,而是往往通过虚假的市场信息、有误导性的市场信息或者高新技术实现操纵市场的目的。^[2]

(一) 信息型操纵:抢帽子交易

抢帽子交易,实际上属于“抢先交易”这一更大的概念范畴之下。“抢先交易”包含三种情况:其一,从泄露内幕信息人那里得到内幕消息的人进行的交易行为(tippee trading);其二,大额交易的买方在期货或期权市场进行的套期保值交易,即自我的提前交易(self-front-running);其三,经纪人为了谋求自身利益,在知晓客户交易命令的前提下,先于客户进行交易(trading ahead)。^[3]其中,第一种行为属于内

[1] 需要说明的是,本文所讨论的操纵证券、期货市场的新型行为以我国证券、期货市场为背景,所谓的“新型”操纵,是与传统的价量操纵相比而言,而非站在全球资本市场的视角进行讨论。例如抢帽子交易,在美国等发达资本市场并非属于一种“新型”操纵,但就我国而言则属于新型操纵形态。

[2] 张付标等:《合谋操纵与散户跟风的演化博弈分析》,载《证券市场导报》2012年第2期。

[3] Jerry W. Markham, *Front-Running-Insider Trading under the Commodity Exchange Act*, Catholic University Law Review, Vol. 38, Issue 1 (Fall 1988), pp. 69-128.

幕交易罪探讨的对象,第二种行为则属于法律允许的合法行为,第三种行为涉及本文所讨论的信息型市场操纵。

具体来说,“抢帽子”(scalping)是指证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员,买卖或者持有相关证券、期货交易合约,并对该证券或其发行人、上市公司公开作出评价、预测或者投资建议,以便通过期待的市场波动取得经济利益的行为。抢帽子交易的行为人对市场的公开预测和评价,将会引起投资者对相关证券期货的买卖意愿,从而使市场交易的波动情况符合行为人的交易方向,由此牟取不法利益。抢帽子交易对于金融市场的影响非常广泛,它不仅会发生于股票市场、债券市场、期货或期权市场,甚至在对冲基金(hedge funds)领域也可能发生抢帽子交易,形成跨市场的提前交易。^[4]

对于抢帽子交易的定性一直存在争议。特别是抢帽子交易究竟属于内幕交易还是操纵市场,需要进行分析。2003年德国联邦最高法院认为,抢帽子交易不是内幕交易,而应属于市场操纵。^[5]抢帽子交易行为人在实施交易行为之前,利用了自己对相关证券的评价、预测或建议等信息,这些信息在尚未被推荐给市场其他投资者之前,有可能属于内幕信息。根据《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》的规定,“对证券交易价格有显著影响的其他重要信息”属于内幕信息。即使这类“荐股信息”不属于“内幕信息”的范围,也可能构成影响交易价格的“未公开信息”。然而,将抢帽子交易定性为内幕交易行为或利用未公开信息交易行为,并没有完整涵盖抢帽子交易的行为不法属性。利用重要未公开信息进行预先交易,只是抢帽子交易行为不法的一部分,更重要的是,行为人随后的荐股行为,在完成了牟取私利的目的的行为之后,对于股价的形成进行了人为的破坏,也严重影响了市场诚信和其他交易者的投资信心。抢帽子交易的行为人往往具有推高股价的能力,但行为人据此牟取私利,是对自己影响

[4] David M. Bovi, *Rule 10b-5 Liability for Front-Running: Adding a New Dimension to the Money Game*, St. Thomas Law Review, Vol. 7, Issue 1 (Fall 1994), pp. 103-136.

[5] 高基生:《德国最高法院对“抢帽子交易”案的判决及其启示》,载《证券市场导报》2006年第9期。

股价能力的一种滥用,也违反了对于被荐股人的诚信义务。如果仅以内幕交易或利用未公开信息交易进行定性,对行为的评价并不完整。

还有观点认为,抢帽子交易应当属于“诱骗投资者买卖证券”的行为。^[6]当行为人所荐股票并非具有其所推荐的交易价值,行为人为牟取私利进行荐股的情况,的确具有一定的“诱骗”性质。但将抢帽子交易定性为诱骗投资者买卖证券并不妥当。一方面,如同将抢帽子定性为内幕交易所存在的缺陷一样,没有完整评价抢帽子行为的不法内涵;另一方面,诱骗投资者买卖证券在本质上属于欺诈行为,要求符合欺诈行为的一系列因果链条,即行为人实施欺诈行为——投资者陷入认识错误——投资者基于认识错误处分财产。但这一因果关系在抢帽子交易中很难加以证明,当无法构成诱骗投资者买卖证券行为时,可能导致处罚漏洞。因此,抢帽子交易应属于一种操纵行为,而非内幕交易、利用未公开信息交易行为或诱骗投资者买卖证券行为。

(二) 技术型操纵:虚假报撤单(“幌骗”)

随着电子交易系统的快速发展,近年来出现了新的操纵行为,即虚假报撤单(fictitious order manipulation),也称为订单型操纵(order-based manipulation)或欺骗型订单(spoofing order)。美国《商品交易法》将幌骗(spoofing)界定为“在报价或出价时就具有实际交易之前撤销报价或出价的故意”。^[7]在一定程度上,电子交易系统模糊了正常交易行为和操纵行为的边界,通过提交并无成交意图的订单,行为人可以制造虚假的交易情况以误导其他投资者,从而改变证券期货市场的价格趋势。幌骗行为本身属于人为制造有利于行为人的市场条件,但一方面这一行为有损于证券期货市场价格发现功能,不正确的金融产品价格使得投资者无法做出准确估计,投资者很可能因此做出错误的商业决断;另一方面,幌骗行为会影响公众对金融市场公平性的确信,降低市场投资者的信心。^[8]

[6] 熊锦秋:《“抢帽子”交易该领何罪》,载《中国证券报》2012年6月9日,第A05版。

[7] Catriona Coppler, *The Anti-Spoofing Statute: Vague as Applied to the Hypothetically Legitimate Trader*, *American University Business Law Review*, Vol. 5, 2016.

[8] *Id.*

目前,世界各地的监管机构已开始采取措施禁止此类操纵行为。〔9〕我国证监会《证券市场操纵行为认定指引(试行)》中规定了虚假申报操纵行为,即“行为人做出不以成交为目的的频繁申报和撤销申报,误导其他投资者,影响证券交易价格或交易量”的行为。其中频繁申报和撤销申报,是指行为人“在同一交易日内,在同一证券的有效竞价范围内,按照同一买卖方向,连续、交替进行3次以上的申报和撤销申报”。而对于期货交易而言,我国目前期货市场虚假报撤单操纵行为并不明显。这缘于我国期货市场交易所异常交易管理制度使交易者不能进行频繁大额报撤单,同时我国交易系统行情发布频率远低于国外市场。但随着我国期货市场的发展,这种操纵行为有可能会蔓延。〔10〕

虚假报撤单作为无纸化、信息化交易时代出现的新型操纵行为,逐渐引起世界范围内证券监管机构的关注。虚假报撤单往往依赖于“高频交易”的高科技手段。高频交易,是指利用超高速的复杂计算机系统大量发送和取消委托订单等活动,从而在普通人无法利用的超短时间内谋求获利。高频交易是证券市场交易技术变革和竞争的必然结果。以程序化交易为例,程序化交易本身是一种中性的交易方式。虽然程序化交易对于无能力或者不善于运用高新技术的弱势群体而言,其交易胜算相对而言被弱化,但程序化交易是市场发展的客观趋势,能够刺激并促进证券市场的专业化、成熟化发展。高频交易使限价指令在微秒之间快速完成,促进了市场交易的流动性。但是,技术的中立属性,并不意味着利用中立技术的行为均不具有刑事违法性。对于中立技术的滥用,也同样属于违法的操纵市场行为。例如,如果利用超高速计算机进行虚假申报行为,导致股价或交易量的异常波动,则同样构成操纵证券市场行为。因此,一旦高频交易技术沦为操纵市场的一种手段,那么就不能以单纯的技术中立作为抗辩理由。诚如美国学者所言,高频交易行为所具有特征实际上与洗售(wash trading)、操纵收

〔9〕 孔东民、王茂斌、赵婧:《订单型操纵的新发展及监管》,载《证券市场导报》2011年第1期。

〔10〕 张孟霞:《高频交易的频繁报撤单与市场操纵认定——以美国国债期货“虚假报撤单操纵”案例为视角》,载《证券市场导报》2016年第5期。

盘价(banging the close)等行为并无二致,这些行为都制造了相关交易异常活跃的假象。^[11]

美国股市2010年5月6日的“闪电崩盘”事件就与利用高频交易进行频繁报撤单行为存在密切关联。2010年5月6日下午2点40分,美国股市在不到30分钟的时间内蒸发了约1万亿美元市值,在这期间,数百个证券——包括一些蓝筹股,以极低的价格成交,这被称为“闪电崩盘”。经过美国证监会和商品期货交易委员会的联合调查,发现此次事件是由一家基金公司的期货订单引发的。闪电崩盘当日,该公司在20分钟之内以高速、自动化的电脑程序制造了一份出售41亿美元某期货合约的订单,这些订单引发期货指数的快速下跌,并引起美股下跌的联动效应。在“闪电崩盘”事件发生5年之后,纳温德·辛格·萨劳(Navinder Singh Sarao)被指控通过操纵市场制造了“闪电崩盘”事件。^[12]根据英国威斯敏斯特地方法院的裁判文书所列明的案件事实,英国公民纳温德·辛格·萨劳是一名期货交易员,他在2010年4月至2014年4月使用自动交易程序软件实施了幌骗行为用以操纵市场,特别是他应对2010年5月6日美国股市发生的“闪电崩盘”负责,因为该日纳温德·辛格·萨劳在几分钟之内进行了巨额报单并在成交前最终撤回了订单,被告人因此获得了巨额的个人收益。^[13]

目前我国证券市场当中,由于T+1交易制度以及交易成本较高,高频交易行为尚未普遍化。但在期货市场领域,由于采取T+0制度且交易成本较低,已经出现了高频交易行为。有学者断言:“高频交易已经兵临城下。”^[14]根据中国期货保证金监控中心的数据统计,2010年

[11] Gregory Scopino, *The (Questionable) Legality of High-Speed Pinging and Front Running in the Futures Market*, Connecticut Law Review, Vol. 47, Issue 3 (February 2015), pp. 607-698.

[12] Tom C. W. Lin, *The New Market Manipulation*, Emory Law Journal, Vol. 66, Issue 6 (2017), pp. 1253-1314.

[13] *The Government of The United States of America v. Navinder Singh Sarao*, available at https://www.judiciary.gov.uk/wp-content/uploads/2016/03/sarao_extradition_judgment.pdf, accessed Mar. 8, 2018.

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

6月期货市场中使用高频交易的投资者约为3%，日均成交量约占总成交量的8%~10%。^[15]2015年侦破的伊世顿公司操纵股指期货市场中，伊世顿公司就通过高频程序化软件大批量快速下单，以700万元的成本非法获利20多亿元人民币。其时中国金融期货交易所交易系统每500毫秒反馈一次交易情况，而伊世顿公司的高频交易软件的速度可达30毫秒/笔，伊世顿公司利用这一时间差可以掌握更多交易情况，从而调整自己的交易策略获取巨额收益。^[16]股指期货市场的特殊性在于，期货合约的标的是具有权威性质的股票指数，股票指数又是由其成分股的价格所决定，这使股指期货市场与股票市场具有极大的关联性。操纵股票指数中的主要成分股，可以影响股指期货的价格。反之，操纵股指期货对于股市的主要成分股价格也有影响。行为人可能选择多种操纵策略，同时操纵期货市场和现货市场，以此达到操纵股指期货的目的。^[17]

目前，利用高频交易实施技术型操纵的方式不断推陈出新，除了幌骗之外，还产生了如“闪电订单服务”“高速试探”等行为种类。其中，“闪电订单服务”给高频交易者提供了抢先交易的可能；“高速试探”行为则指高频交易者不停使用小额的、不断提价的、不能立即成交便立即撤销的订单来探测机构投资者的大订单，从而判断其价位和数量，做出有利于自身的交易决策。^[18]

（三）场外交易市场操纵

场外交易（over the counter, OTC），可以分为广义与狭义两个层面。广义的场外交易泛指场内交易市场之外的其他任何金融产品或类金融产品交易市场。狭义的场外交易市场则仅指以股权为交易对象的市场，包括全国中小企业股份转让系统（“新三板”）以及区域性股权交

[15] 转引自李敏波等：《从美股“5·6 闪电崩盘”看高频交易对市场的影响》，载《金融发展研究》2011年第7期。

[16] 刘杨：《高频交易的潜在风险及法律监管——由伊世顿公司操纵股指期货案引发的思考》，载《金融理论探索》2016年第2期。

[17] 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。

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

易市场(俗称“四板市场”)。^[19]场外交易具有扶持高科技企业、中小企业,帮助其解决创业中的融资难题;实现风险投资的增值和良性循环以及资源有效配置等优点。^[20]相比于场内交易,场外交易具有参与门槛较低、流动性不强、信息不透明等特征,容易引发操纵市场行为。特别是场外衍生品市场(over-the-counter derivatives markets)被视为复杂不透明、极易被滥用的市场形态,对于衍生品市场的监管缺失对2008年美国金融危机的爆发产生了重要影响。^[21]

场外交易一般采用“做市商”制度(market maker),做市商以独立的报价进行买卖证券活动。在我国新三板成立之初,就引入了做市商制度。《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》第3章第1节第2条规定:“股票转让可以采取协议方式、做市方式、竞价方式或其他中国证监会批准的转让方式。经全国股权转让系统公司同意,挂牌股票可以转换转让方式。”2014年8月25日,新三板做市商制度正式启动,首日共有43家挂牌公司采取做市转让方式,涉及了42家做市商。^[22]

当做市商之间存在良性竞争时,能够相对确保证券的协商价格与由供需关系决定的证券价值大体一致。但倘若做市商数量减少或交易过于集中在某一做市商手中,就会使做市商之间的竞争消失,做市商可能利用其优势地位操纵证券交易。典型的OTC操纵表现为“哄抬股价、拉高出货”:试图人为提高某一证券交易价格时,操纵者会购买市场上的证券并持续增持,以此来减少市场上可流通的证券量,以此抬升证券价格。与此同时,操纵者通过大额购买证券给市场留下该证券交易热门的印象,以此诱导其他交易者进行交易。之后操纵者抛售股票并获利。^[23]

[19] 罗红梅:《场外交易市场的监管:1986~2016年》,载《改革》2016年第5期。

[20] 李响玲、周庆丰:《试论我国场外交易市场法律制度的完善》,载《证券市场导报》2010年第9期。

[21] 蒋大兴:《论场外交易市场的场内化——非理性地方竞争对证券交易场所的负影响》,载《法学》2013年第6期。

[22] 杨欣:《新三板做市转让昨日启动》,载网易网,<http://money.163.com/14/0826/07/A4IAQTD300253B0H.html>,2017年11月1日访问。

[23] Martin A. Rogoff, *Legal Regulation of Over-the-counter Market Manipulation: Critique and Proposal*, *Maine Law Review*, Vol. 28, 1976, pp. 149-202.

(四) 基准操纵

2008年发生的伦敦银行间同业拆借利率(London Interbank Offered Rate, LIBOR)全球操纵丑闻展现了操纵市场的新类型:基准操纵。LIBOR是对银行间无担保融资的利率的估计,从本质上看,它反映了对市场资本成本的估计,对于数万亿金融产品,特别是按揭贷款率、信用卡利率等具有重要影响。LIBOR的形成是通过分析所参与银行提供的每日数据形成的,这些数据反映了各主要银行(包括美国银行、摩根大通、瑞士信贷等十余家商业银行)对不同时段市场资金成本的估计,进而对于相当广泛的金融产品交易价格趋势具有参考价值,是世界主要银行财政状况的指示器。如果LIBOR的指数很高说明银行面临的交易风险很高,低指数则相反。但从2005年开始,一些LIBOR参与银行开始对提交的数据进行认为操纵,以提供有利于他们自身的数据。LIBOR案所涉及的资产总额高达560万亿美元。^[24]

LIBOR案预示着新的市场操纵类型的出现,即“基准操纵”。这种操纵形式侧重对相关的金融基准指数施加影响力,即通过直接篡改基准数据或其他足以影响基准数据的行为以实现控制市场的目的,而无须制造真实或虚假交易进行价量操纵,也无须对其他市场交易者施加信息进行信息操纵。^[25]大多数情况下,金融商品的“价格”是“与某个指标性基准”具有密切关联的,相比于直接操纵金融商品价格,对该指标性基准进行干预无疑更为便捷简单,而且同样能够实现操纵价格的目的。^[26]针对基准操纵这一新型操纵行为,欧洲议会和欧洲理事会已经在2012年新修改的《反市场滥用条例草案》中新增了“基准”的定义,并把基准操纵纳入了法律规制范围。^[27]

我国于2007年1月4日正式运行上海银行间同业拆借利率(Shibor)。

[24] Sharon E. Foster, *LIBOR Manipulation and Antitrust Allegations*, DePaul Business & Commercial Law Journal, Vol. 11, 2013, pp. 291-330.

[25] 王越:《LIBOR操纵案的刑法学反思——试论市场操纵犯罪的新类型:基准操纵》,载《政治与法律》2015年第12期。

[26] Andrew Verstein, *Benchmark Manipulation*, Boston College Law Review, Vol. 56, Issue 1 (2015), pp. 215-272.

[27] 转引自李皓:《Libor事件的法律思考》,载《中国金融》2013年第17期。

为了判断该基准是否运作良好,有学者对 Shibor 的可测性、可控性、基础性、相关性以及稳定性等进行了实证研究,发现 Shibor 在金融产品定价中发挥的作用不断增强,能够为其他市场利率提供良好的参考价值。但与此同时,Shibor 的报价缺乏相关的约束,尚未完全反映出资金供求状况,存在道德风险。^[28]

二、现行刑法对新型操纵行为的规制困境

(一)困境肇因:刑事立法对操纵本质的狭义界定

我国《刑法》对于操纵市场的实质界定,一向持“价量操纵”的观点,即认为市场操纵的实质是对证券价格或交易量的操纵。《刑法》第 182 条规定:“(一)单独或者合谋,集中资金优势、持股或者持仓优势或者利用信息优势联合或者连续买卖,操纵证券、期货交易价格或者证券、期货交易量的;(二)与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券、期货交易,影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量的;(三)在自己实际控制的账户之间进行证券交易,或者以自己为交易对象,自买自卖期货合约,影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量的。”从《刑法》第 182 条操纵证券期货市场罪的罪状规定中可以看出,除了兜底条款没有明示对价格和交易量的操纵之外,前三种行为,即连续交易、约定交易、洗售行为都要求操纵或影响证券、期货交易价格或交易量。

从立法沿革角度看,《刑法》第 182 条虽经数次修改,扩张了犯罪成立范围,但对于“操纵”的本质理解始终是较为狭窄的。1997 年《刑法》第 182 条规定了“操纵证券交易价格罪”,对于操纵的原初解读即围绕证券交易价格展开。1999 年《刑法修正案》将操纵期货价格、交易量的行为纳入规制范围。2006 年《刑法修正案(六)》进一步修改第 182 条,删除了条文中“获取不正当利益或者转嫁风险”的规定,完善了

[28] 蒋先玲等:《Shibor 作为中国基准利率的可行性研究》,载《金融论坛》2012 年第 9 期。

法定刑设置,但对于操纵的理解仍然坚持价量操纵观点,认为对于价量操纵的把握能够更准确地反映操纵的行为特征。^[29]在刑法修正案颁布之后,中国证监会于2007年公布的《证券市场操纵行为认定指引(试行)》当中,对于操纵市场行为的一般界定也持价量操纵理论的观点,即认为操纵市场是“行为人以不正当手段,影响证券交易价格或者证券交易量,扰乱证券市场秩序的行为”。

国际证监会组织(IOSCO)提出了证券监管的三项目标:保护投资者;确保公正、有效和透明的市场;减少系统性风险。^[30]不可否认,证券价格的稳定,是实现上述监管目标的重中之重。证券、期货价格和交易量是证券、期货市场非常重要且直观的指数。以股票为例,股价被视为反映股票内在价值的标志,股票价格波动被视为股市和整个经济因素变动的集合点,能够反映股市结构的本质。^[31]而市场交易量对于股价具有直接影响。国外学者对于价量关系的研究所达成的共识是交易量与价格波动呈正相关关系,大的交易量往往伴随着大的价格波动。^[32]

我国证券期货市场的监管一直非常重视稳定证券价格,为了防范证券市场的巨幅震荡,特别是防范暴跌行情,监管层面设计了一系列稳定价格的机制。例如,针对证券交易申报指令设置的价格幅度方面的涨跌幅限制,限制了特定证券在单个交易日的最大上涨和下跌幅度。对于没有涨跌幅限制的证券,则规定了在开盘集合竞价阶段和连续竞价阶段的“价格笼子”的控制模式。我国金融期货交易所针对股指期货的监管曾一度引入了熔断机制,旨在防止期货价格的急剧上涨或下跌。此外,假如出现证券价格的异常波动,证券所可以决定技术性停牌或者临时停市。^[33]

[29] 何泽宏:《解读〈刑法修正案(六)〉》,载《现代法学》2006年第6期。

[30] 冯果主编:《证券法》,武汉大学出版社2014年版,第305页。

[31] 胡继之、于华:《影响中国股市价格波动若干因素的实证分析》,载《中国社会科学》1999年第3期。

[32] 李双成、王春峰:《中国股票市场价格波动与交易量关系的贝叶斯分析》,载《西北农林科技大学学报》(社会科学版)2003年第3期。

[33] 陈亦聪:《证券交易异常情况的法律规制》,法律出版社2014年版,第49~55页。

监管层面对于稳定价格的侧重性,体现在相应的法律规制层面,就不难理解法律将严重影响市场稳定的操纵行为的本质界定为对于证券、期货价格的扰乱。价量操纵理论将操纵仅局限于肉眼可见的价格和交易量的异常变动,从而将操纵的本质做了限定性的理解。这种限定性理解侧重的是操纵所造成的后果,即价量的变化,但相应地忽视了隐藏于价量变化背后的操纵行为。当传统的操纵手法发生变化,巧妙地进行“包装”之后,价量操纵理论与新型操纵行为就会发生某种程度的不兼容。

(二) 困境表现:狭义界定无法涵盖新型操纵行为

刑事立法对于操纵本质的狭义界定,将市场操纵理解为三种违法行为即连续交易、约定交易、洗售行为对于证券、期货价量施加的人为影响。这可能造成对于操纵的范围定义过窄,特别是无法涵盖一些新型操纵行为。随着各种金融创新的不断涌现,金融犯罪呈现出“非接触性”的新特征,“所谓金融犯罪的非接触性,是指金融犯罪呈现出犯罪行为与受害人损害结果之间因果关系的复杂化,以及合法行为、违规行为、犯罪行为之间的差异特征模糊化……金融犯罪不再需要行为人与被害人的交往或接触,被害人的受损后果与犯罪所得之间的关联性被深度隐藏,行为与结果之间的因果关系复杂化”。^[34]这一特征在证券、期货市场操纵犯罪中也多有体现。操纵不再简单地施加于证券价格或交易量,而是通过信息优势、技术手段或垄断地位以一种迂回的方式达成操纵目的。

目前,上述四种新型操纵行为的规制状态如下:首先,对于抢帽子交易来说,由于其并不属于连续交易、约定交易、洗售等价量操纵行为,抢帽子交易行为的交易量通常不会达到相关证券、期货合约同期总成交量的显著比例,对证券、期货合约交易价格变动的关联度也不显著。^[35]这种操纵方式是通过影响其他投资者的投资心理来间接实现对市场的操纵。在实际司法实务当中,已有判决将抢帽子交易依据

[34] 毛玲玲:《金融犯罪的实证研究——金融领域的刑法规范与司法制度反思》,法律出版社2014年版,第71~72页。

[35] 刘宪权:《操纵证券、期货市场罪“兜底条款”解释规则的建构与应用——抢帽子交易刑法属性辨正》,载《中外法学》2013年第6期。

《刑法》第182条兜底条款“以其他方法操纵证券交易价格”进行定罪量刑。

其次,技术型操纵的本质在于行为人利用技术产生的速度优势,正是这种速度优势,使交易者可以以最快速度探测到市场行情,掌握几毫秒之内的价格变动趋势,从而可以掌握到比公开行情更快更深的市场动态,成为市场上绝对的统治者。^[36]滥用高频交易的技术型操纵行为与刑法明文规定的三种传统操纵行为存在区别。滥用高频交易行为并没有进行实际交易,也没有利用资金、持股或持仓等资源优势实施行为,而是通过影响其他投资者的投资行为达到操纵证券、期货价格或交易量的目的。即通过对信息技术的滥用,通过大量订单制造出某只金融产品价格变化的虚假趋势以误导其他投资者进行跟风交易。^[37]

关于场外交易监管,国务院于2013年发布了《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》,同年证监会也公布了《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》。2017年证监会发布《区域性股权市场监督管理试行办法》。目前对于场外交易的监管尚处于摸索阶段。由于我国证券法、刑法主要针对场内交易进行规制,场外市场操纵行为尚未引起刑事法律的充分关注。鉴于场外市场的特殊性,其操纵方式也可能呈现出与场内交易不同的特点。做市商享有资金优势,同时也是经营的主体,他们利用所掌握的信息提出报价,这种做市行为很容易异化为利用内幕信息操纵市场行为。^[38]目前对于操纵证券、期货市场罪立案追诉标准的规定中,针对的是场内交易,缺乏对场外交易的规定,这可能造成场外市场操纵行为无法被纳入刑法的规制范围。

同样,基准操纵行为也没有被纳入刑法的规制范围。金融基准操纵突破了传统的价量操纵方式,针对证券、期货价格或交易量进行操纵的法律规定无法直接适用于基准操纵行为。^[39]倘若对上海银行间同

[36] 肖凯:《高频交易与操纵市场》,载《交大法学》2016年第2期。

[37] 朱刚灵、孙万怀:《论滥用高频交易的刑法规制——以伊世顿公司操纵期货市场案为例》,载《海南金融》2017年第4期。

[38] 李宪琼:《场外交易市场做市商制度研究》,西南政法大学硕士学位论文,2014年。

[39] 宋澜、姚晓光:《金融基准操纵:垄断、欺诈与法典化——兼论对〈刑法〉182条操纵证券期货市场罪的补充》,载《上海金融》2017年第7期。

业拆借利率(Shibor)进行操纵,无法直接套用《刑法》第182条明文规定的几种价量操纵行为。我国目前尚未重视基准操纵这一行为类型,对基准操纵的讨论尚处于理论介绍和初步讨论阶段,这一操纵形态也并未被纳入法律规制范围之内。

(三)困境结局:对兜底条款的过度依赖

由于新型市场操纵行为无法被纳入既有法条明示的三种操纵行为之中,在刑事司法实践中,只能运用兜底条款对相关行为进行处罚。例如,引起热议的“汪建中抢帽子交易案”最终就以操纵证券市场罪定性,即将抢帽子行为认定为兜底条款“以其他方法操纵证券交易价格”。这可能会造成司法实践面对价量操纵以外的操纵行为时,倾向于适用第182条兜底条款。特别是,当某一不符合价量操纵的新型行为被认为应当予以刑事处罚时,这种处罚必要性的判断就会促使法官启动兜底条款。法官在对行为进行定罪量刑时,往往并非从法条出发进行逻辑推理,而是预先存着对行为性质的“前理解”,或应否处罚的直觉。先根据处罚必要性得出预设的定罪结论,再灵活寻找解释方法的现象在司法实务中客观、大量存在。^[40]当对兜底条款缺乏解释规则的相关约束时,法官就可能以处罚必要性为由进行实质上的入罪解释。^[41]

鉴于新型证券市场违规行为层出不穷,从严密刑事法网的合理需要出发,兜底条款的设置和存在实属无奈,完全取消、删除这一兜底条款并不现实。随着金融科技发展、人工智能被引入证券期货市场,新的操纵手段一直处于不断演变和发展过程中,保留兜底条款是维护证券期货市场公平有效运转、保护处于弱势一方的普通投资者权益的必要手段。但是兜底条款并不是规制犯罪行为的常态化手段或长效机制,而仅仅在例外时才可动用。兜底条款在刑事政策取向上主要是用于严密刑事法网,侧重社会防卫。但现代刑法的目标设定并不仅限于此,社会防卫和人权保障均是刑法的重要机能。由人权保障的价值取向决

[40] 周光权:《刑法解释方法位阶性的质疑》,载《法学研究》2014年第5期。

[41] 姜涛:《经济刑法之兜底条款应由司法解释予以明确》,载《净月学刊》2017年第4期。

定,对于兜底条款必须进行限缩解释,是学界一直以来的主流观点。

对于兜底条款的适用限缩,主流观点是“同质性解释规则”,即被纳入某罪兜底条款进行归责的犯罪行为,必须与该罪法条明示的行为类型或该罪的实质具有相同的特征。^[42]《刑法》第182条操纵证券、期货市场罪的兜底条款具有的一个特殊性质是所谓“双重兜底”的情况,即不仅《刑法》中规定了兜底条款,《证券法》第77条对于操纵市场的规定中也采取了类似的兜底条款方式,即“以其他手段操纵证券市场的”。因此,这一兜底条款又被称为“双重兜底”的情况。对此,有学者指出,对经济犯罪“双兜底条款”的适用,必须采取最严格的解释立场,兜底条款的适用范围,必须与刑法明示的内容同时具有行为同质性与结果同质性时才可以纳入处罚范围。^[43]由于《刑法》第182条所明示的行为类型和结果类型是价量操纵,因此,对新型操纵行为进行刑罚处罚,无疑突破了对兜底条款应进行限缩解释的基本原则。

对兜底条款的不当扩张适用,存在诸多弊端。兜底条款一旦被不当扩张适用,将会导致刑罚处罚范围极其模糊、不明确,从而引发触犯罪刑法定原则这一刑法铁律的质疑。“任何行为只有符合通过对刑法分则等法规的解释而引申出来的行为类型时,才能肯定其构成要件该当性,这是罪刑法定原则的当然要求。”^[44]而罪刑法定原则的重要作用很大程度上借由《刑法》所规定的犯罪实行行为的定型性机能发挥出来。由于经济犯罪兜底条款所保护的法益往往具有一定抽象性,如金融秩序、市场经济秩序等,这就要求这种法益与具体行为关联时,必须是直接侵害行为,而不应是间接、拟制的破坏。^[45]因此,兜底条款的不当适用会冲击实行行为的类型和范围,导致实行行为丧失其定型性机能,^[46]有损于罪刑法定基本原则。其次,依赖兜底条款打击市场操

[42] 刘宪权:《操纵证券、期货市场罪“兜底条款”解释规则的建构与应用:抢帽子交易刑法属性辨正》,载《中外法学》2013年第6期。

[43] 蔡道通:《经济犯罪“兜底条款”的限制解释》,载《国家检察官学院学报》2016年第3期。

[44] 金光旭:《日本刑法中的实行行为》,载《中外法学》2008年第2期。

[45] 姜涛:《经济刑法之兜底条款应由司法解释予以明确》,载《净月学刊》2017年第4期。

[46] 何荣功:《刑法“兜底条款”的适用与“抢帽子交易”的定性》,载《法学》2011年第6期。

纵犯罪,不利于实现预防犯罪目的。刑罚的重要目的之一是威慑潜在的违法者,传统的一般预防原理认为,“被禁止的对象必须准确地法律中加以规定,由此才能鼓励国民在内心中产生一种对这些被禁止的特定行为保持距离的动机”。〔47〕而根据积极的一般预防原理,通过规范的完整性,并通过破坏规范者的处罚,能够实现强化社会公众的规范意识,从而信赖规范的目的。〔48〕由于兜底条款并未描述被禁止犯罪行为的具体样态,容易让市场操纵者心存侥幸“操纵者往往绞尽脑汁,绕开既定之操纵类型,如采用账户关联隐蔽化,或实施跨市场、跨行业、跨境操纵,或利用新技术漏洞进行操纵以攫取非法利益,通过翻新花样进而规避法律”。〔49〕兜底条款的不明确性,既不利于刑罚实现其威慑目的,也不利于强化公众的规范意识。另外,兜底条款的过度使用,也不利于证券、期货领域行政监管与刑事制裁的关系协调。我国《行政处罚法》规定:“违法行为构成了犯罪,应当依法追究刑事责任,不得以行政处罚代替刑事处罚。”抢帽子、虚假申报、尾市操纵等新型操纵行为在证监会《证券市场操纵行为认定指引(试行)》中虽已被明确规定为违法行为,但刑法对此类行为进行规制只能经由兜底条款的适用才能达成,由于刑法缺乏明确规定,可能造成一部分新型操纵行为适用刑法兜底条款的规定受到刑事制裁,而另一部分行为只受到了行政处罚,从而造成处罚中的不公平,也给“以罚代刑”的不当做法留下了操作空间。

由刑事立法对操纵的狭义界定引发的对新型操纵行为必须动用兜底条款加以规制的状况,造成了对兜底条款的适用泛化,产生诸多不利后果。走出这一困境的路径,必须从对操纵本质进行重新塑造以及对兜底条款进行内容填充这两个层面入手。

〔47〕 [德]克劳斯·罗克辛:《德国刑法学总论》(第1卷),王世洲译,法律出版社2005年版,第43页。

〔48〕 柯耀程:《变动中的刑法思想》,中国政法大学出版社2003年版,第375页。

〔49〕 胡光志、张美玲:《我国期货市场操纵立法之完善——基于英美的经验》,载《法学》2016年第1期。

三、刑法规制路径的调整方向：操纵本质的重塑与兜底条款的填充

(一) 操纵本质的实质性理解

若将新型市场操纵行为纳入刑法的规制范围内,同时不采取过度启动兜底条款的做法,势必意味着对于操纵本质的重新界定。

从对证券期货法律规制最为发达的美国的经验来看,美国《1934年证券交易法》中的10b-5规则包罗了内幕交易、操纵市场、虚假陈述等行为,这些行为被笼统地界定为“欺诈”。美国的法律理论和司法实务也一直将操纵市场行为视为一种“欺诈”,10b-5规则被认为是对美国普通法中欺诈行为的一种类比。操纵市场作为一种“欺诈”是因其制造了一种交易活跃的假象,以此诱惑其他投资者。^[50]但将操纵市场的本质理解为“欺诈”可能面临下述问题:首先,欺诈的成立要求行为人的欺骗行为与被害人据此作出处分财产的行为并遭受损失之间存在因果关系。而这一因果关系的证明在证券期货市场交易当中存在相当难度。与传统的“面对面”商品交易不同,证券期货市场的交易往往发生在匿名投资主体之间,双方对于对方可能存在的操纵行为并不知情。被害人作出相关的证券期货买卖决定以及由此所造成的损失也很难证明是由行为人的操纵行为所导致的。

面对此问题,在美国涉及市场操纵的民事纠纷案件中,法院发展了一种间接证明的方法,即如果被告的行为显著影响了证券价格,并且原告有理由证明,自己依赖了被告人所制造的价格进行交易,那么就认为存在操纵市场的不法行为。这被法律理论界发展为一种“市场欺诈信条”(fraud on the market doctrine, FOTM)。而在这之后,美国联邦最高法院对于操纵市场行为的“欺诈”本质的理解有所扩张,即认为只要能够证明交易发生在发展良好的证券市场当中,行为人的行为使得相关

[50] David C. Donald, *Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation*, National Taiwan University Law Review, Vol. 6, Issue 1 (March 201), pp. 55-90.

购买或出售证券的投资者对于价格机制的诚信性具有依赖,那么行为人的行为就构成了操纵市场。这被视为 FOTM 理论之外的又一判断标准,即“有效资本市场假定”(the Efficient Capital Markets Hypothesis, ECMH)。^[51]然而,原告方如何证明在从事交易时其所处的市场是有效运行的?这成为诉讼中的证明难题。FOTM 与 ECMH 标准的过于泛化,事实上已经脱离了美国普通法中对于“欺诈”的原本理解。

将操纵市场行为理解为“欺诈”的另一个重要问题在于对行为人主观“欺诈”目的的认定。欺诈理论的适用,意味着行为人必须进行虚假交易的主观目的,才能构成操纵市场。然而,很多交易行为在外观上看来都与正常交易行为别无二致,如何认定行为人具有“欺诈”意图?如果只能依靠行为人主观意图来判断罪与非罪,而缺乏客观不法行为的判断标准,将会对法的人权保障机能造成令人不安的动摇。

欧洲议会与欧盟理事会第 2003/6/EC 号关于内幕交易和市场操纵指令中就没有采取欺诈理论,根据该指令第 1 条(2)(a)规定:市场操纵是指符合以下情况的交易或交易指令:“——发出或可能发出关于金融工具的供应、需求或价格的虚假或误导性信号,或一人或多人串通确保一项或数项金融工具的价格,导致该价格处于异常或认为的水平。”此外,该条还规定:“市场操纵的定义应适时调整,以确保将实践中出现的新形式的市场操纵活动纳入市场操纵的定义之中。”^[52]欧盟的上述规定比较宽泛,这表现在“发出误导性信号”以及“确保价格”的规定方式当中。由于并没有将市场操纵界定为欺诈,能够更好地运用法律武器规制操纵市场的不法行为。^[53]

基于欺诈理论的种种缺陷,本文认为,应当将操纵市场的本质围绕操纵行为本身进行建构,操纵行为的本质实际上是一种市场滥用行为。

[51] Charles R. Korsmo, *Mismatch: the Misuses of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, William and Mary Law Review, Vol. 52, Issue 4 (March 2011), pp. 1111, 1121 - 1133.

[52] 中国证券监督管理委员会组织编译:《欧盟证券监管法规汇编》,法律出版社 2013 年版,第 113 ~ 115 页。

[53] Ivan Klepitskij, *Market Manipulation in Russia and in Europe: the Criminal Law Dimension*, Russian Law Journal, Vol. 4, Issue 3 (2016), pp. 120 - 135.

只要交易价格的形成并非基于正常的市场行为而是被特定行为人所控制或影响,从实质上看都属于“操纵”市场行为。诚如有学者所指出的,尽管操纵市场行为本身具有一定的欺诈属性,但滥用证券、期货市场的优势和影响力,对证券、期货市场行情施加人为控制,才是操纵行为的本质。^[54]操纵行为的常见形式固然以价量操纵模式为典例,但从顺应资本市场的飞速发展现实出发,应当承认价量操纵以外的其他操纵形式。有学者强调,价量操纵只是市场操纵的类型之一,其中对于金融产品的操纵属于对基础资产的直接操纵,而在此之外,还存在通过相关信息行为对其他投资者决策信息产生干扰和影响,进而影响其他投资者资本配置决策的市场资本操纵方式。^[55]

将操纵界定为滥用市场优势地位,具有如下合理性:首先,“市场滥用”能够合理界定操纵行为的本质,传统的价量操纵行为本质体现了行为人对市场优势的滥用,连续交易、约定交易和洗售操纵中,行为人利用了自身或与他人相联合的资金、持股、持仓优势。而新型的操纵行为如抢帽子交易是行为人对其信息优势的滥用,幌骗等技术型操纵则属于对电子信息技术滥用。

其次,相比于价量操纵与欺诈操纵,“市场滥用”概念具有更强的包容性,能够涵盖新型操纵行为,且能够合理厘定刑法的处罚范围。既不至于使刑法的处罚范围局限在传统的价量操纵行为,失之过窄,也不至于使并没有滥用市场优势地位的行为也遭受刑事制裁,失之过宽。

最后,从国外发达资本市场中针对不法操纵的监管法律理念的发展变化来看,将操纵的本质解读为市场滥用是大势所趋。如前所述,欧盟的法律规制实际上采取的就是市场滥用原理,而美国法律理论和实务界的主流观点虽然一直将操纵市场视为欺诈,但如前所述,“市场欺诈信条”和“有效市场假定”理论的渗入,开始突破传统理解而向外扩张,传统的欺诈观点也开始受到学者质疑,将操纵等不法行为概括为欺诈,被批评为是对美国普通法欺诈行为的不当类比。借用普通法的欺

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

[55] 刘宪权、谢杰:《市场操纵犯罪的实质解构:法律与经济分析》,载《现代法学》2014年第6期。

诈理论来解读《1934年证券交易法》的10(b)条款实际上是一种无奈,因为10(b)条款的规定过于笼统,缺乏法律解释的指导原则。但经过实际司法实践的检验,这种传统解读存在很大问题,现代金融市场中的证券期货交易与普通法侵权语境下的面对面实物交易存在显著区别,这种“移植”并不恰当。^[56]

因此,将操纵本质理解为市场优势地位的滥用更具合理性。在对操纵本质进行重新认识之后,刑事立法在对操纵证券、期货市场罪进行再次修订时,可以根据较为实质化的理解重新界定操纵行为的不法内涵,而不局限于价量操纵行为,进而将新型操纵行为纳入进刑事制裁体系当中。

(二)通过司法解释填补兜底条款内容

如上所述,第182条兜底条款不能成为处罚新型操纵行为的常态化工具。从兜底条款原本应当承载的任务来看,它仅能在极为例外情况下动用。双重兜底的情况下,对兜底条款的解释应当更为严格。在刑事立法尚未修改完善的情况下,对于新型操纵行为进行刑事处罚,更为合理的方式是通过司法解释来填充兜底条款内容。“优先选择司法解释填充操纵证券、期货市场罪兜底条款的具体内容是一种合法性与效率性兼备的法治实践路径”。^[57]对于常态化的操纵手段应尽量予以明确规定,以最大化地减少兜底条款的适用范围,同时也能更好地实现一般预防的刑罚目的。

具体来说:其一,2010年最高人民检察院、公安部《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》第39条中将抢帽子行为作为应予立案追诉的行为,该追诉标准虽然具有一定的强制性和规范性,但该追诉标准并不属于司法解释。^[58]鉴于抢帽子行为的多发性和

[56] Charles R. Korsmo, *Mismatch: The Misuse Of Market Efficiency In Market Manipulation Class Actions*, William and Mary Law Review, Vol. 52, Issue 4 (March 2011), pp. 1111, 1121 - 1123.

[57] 刘宪权:《操纵证券、期货市场罪“兜底条款”解释规则的建构与应用:抢帽子交易刑法属性辨正》,载《中外法学》2013年第6期。

[58] 杨书文:《经济犯罪立案追诉标准的理解与适用》,载《江西警察学院学报》2013年第2期。

性质的严重性,从一般预防的角度,抢帽子应在司法解释中被明文规定为刑法禁止的操纵方式。其二,可以考虑在司法解释中增设幌骗这一市场操纵行为类型。但刑法在这一问题上的介入应当慎重,不能因此而不当抑制了高科技在证券期货市场上的合理运用。如何在促进证券期货市场交易现代化的合法程序化交易与属于市场操纵行为的幌骗进行区分,需要在行政监管经验累积到一定程度基础上再考虑刑事规制的可能性。一个可能的刑事政策导向是,不应允许高频交易者所拥有的交易优势与一般投资者的交易能力存在过大的差距。因为“当装备精良的玩家与孤军奋战的投资者之间的实力对比过于悬殊时,我们对于证券市场的最初理解将会全面崩溃”。^[59]证券期货市场作为市场经济的重要组成部分,在追求效率和市场利润的目的之外,保护中小投资者利益也是证券监管的最重要任务之一。其三,应充分考虑场外市场操纵行为的一般性与特殊性,对于能够纳入《刑法》第182条既有的价量操纵模式的行为方式,可以在立案追诉标准或司法解释中明确其入罪标准。对于不同于既有价量操纵模式的行为,可以考虑单独设置罪状。最后,针对基准操纵,在《证券法》等法律法规尚未将其规定为违法行为时,《刑法》不宜提前将其规定为犯罪行为。虽然“利用未公开信息交易罪”制定时也并无相关的行政法律法规根据,但在证券期货领域,行政规范确立之后再考虑进入刑法规制范围的立法模式更为妥当,否则刑事立法有不当干预经济生活之嫌。利用未公开信息交易罪的制定有其特殊性,并非立法常态,不能以此个例作出证券期货犯罪的立法规制可以不考虑相关的行政法律法规的推断。

(编辑:谢贵春)

[59] David C. Donald, *Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation*, National Taiwan University Law Review, Vol. 6, Issue 1 (March 2011), p. 55.