

## 期货操纵和欺诈致损 计算规则研究\*

缪因知\*\*

**摘要:**期货操纵和欺诈行为都会诱使他人交易而受损,其致损机制和损失计算方式可以等同计算。此类行为造成的期货市场主体实际交割差价损失、对冲成本和可得利益损失应否赔偿,应结合不同的情形予以区分处理,包括:受损人在操纵和欺诈行为发生前还是发生后持仓、交割日期货市场价格是否已恢复正常等。建议根据交割日的结算价来模拟推算已平仓部分的损失赔偿范围,允许采取合理对冲的受损人根据两种计算方式的结果来选择索赔,以适度涵盖可得利益损失。

**关键词:**期货市场 操纵市场 欺诈市场 损害赔偿 对冲

---

\* 本文受益于北京社会科学基金(14FXC035)、北京社科联项目“内幕交易和操纵市场民事责任研究”、中国金融期货交易所项目“期货市场投资者民事赔偿制度研究”。

\*\* 中央财经大学法学院副教授,法学博士。

## 一、选题说明与文献回顾

### (一) 研究对象

和证券现货市场类似,期货市场常见的违法并可能导致投资者产生损失的行为主要包括操纵市场、内幕交易、欺诈市场(虚假陈述)和欺诈客户(《期货交易管理条例》第3条只笼统地规定了“禁止欺诈、内幕交易和操纵期货交易价格等违法行为”)。

欺诈客户主要涉及期货公司和客户之间的合同关系,内幕交易则自有特殊性,而操纵和欺诈市场行为性质较为接近。二者都是通过违法行为来扭曲市场价格信号,以误导其他不特定的投资者的买卖决策。

尽管我国法律在传统上不把欺诈性陈述作为证券期货操纵市场行为的一种,但这并不是因为二者有本质区别。我国《证券法》第77条对操纵的范围界定包括了“以其他方法操纵”。2014年5月全国人大财政经济委员会的《证券法》修订草案征求意见稿在操纵市场认定项下新加“利用不真实、不准确、不完整或不确定的重大信息,诱导投资者在不了解事实真相的情况下做出投资决定,或者对证券及其发行人公开做出评价、预测或者投资建议,实施与其所作评价、预测或者投资建议的方向相反的证券交易行为”。2007年证监会《证券市场操纵行为认定指引(试行)》细化了“其他方法”,规定了蛊惑交易操纵和其他近似操纵方式。其中蛊惑交易操纵“是指行为人进行证券交易时,利用不真实、不准确、不完整或不确定的重大信息,诱导投资者在不了解事实真相的情况下做出投资决定,影响证券交易价格或交易量,以便通过期待的市场波动,取得经济上的利益的行为”。《期货交易管理条例》第71条对操纵的范围界定包括了“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”。

在比较法上,美国《证券交易法》第9(a)节项明确把虚假陈述和信息散布列入操纵的方式,美国《商品交易法》第6(c)(3)节则以虚假报告(reporting)操纵和其他操纵为分类做了规定。英国金融服务局(FSA)2001年发布的《市场行为守则》(Code of Market Conduct)规定

了可能造成虚假或误导性的价格或交易量的虚假(artificial)交易(第1.5.8E条)、虚假陈述(第1.5.15E条)和不当发布。《香港证券及期货条例》第298条规定了“披露虚假或具误导性的数据以诱使进行交易的罪行”。我国期货交易所的高级法务人员也把期货操纵分为力量型、交易型和信息型(包括蛊惑交易和抢帽子),并呼吁立法“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”。〔1〕

需要注意的是,证券虚假陈述往往是证券的非交易方即发行人或上市公司方面实施的,目的在于粉饰公司财务报表等。而期货合约由于并不指向特定的商事公司,所以虚假陈述人的行为动机一般都是通过释放虚假信息来扭曲、操纵期货价格而诱使其他投资者进行交易。其作用对象是市场整体或期货合约已有的投资者整体。所以以欺诈市场为典型的信息型操纵是操纵的一个重要分类,并不亚于传统的力量型操纵(如《证券法》第77条所列举的情形)。“操纵市场中的信息欺诈主要通过两种方式进行。一是控制股票的技术走势,一是通过公共媒介或其他方式散布相关虚假信息。”〔2〕

期货合约投资者可能会由于欺诈和操纵行为的诱骗而从事对己不利性的合约买卖而导致损失。这和证券现货市场的操纵和欺诈市场行为造成的损失近似。此外,在期货市场,由于杠杆化交易的存在,价格波动对交易者的影响被放大,市场价格被扭曲可能会导致交易者承受被迫自行平仓或被强制平仓所造成的损失。

按照侵权损害赔偿的法理,这些损失都应该由侵权人即操纵和欺诈市场行为人承担。我们将在别处论证此类侵权行为的认定方式、在侵权责任实现中推定行为因果关系、损失因果关系和过错的必要性,此处仅就损失计算规则进行论述。损失计算规则一向是证券期货法律制度和研究中的一个难点。更为变幻莫测的期货市场中的损失计算,也比证券现货市场损失计算更为复杂。相对而言,证券期货欺诈行为民

〔1〕 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年第9卷。

〔2〕 王文海:“对操纵市场侵权损害赔偿的法律思考”,载《云南大学学报》(法学版)2002年第2期。

事责任的其他方面主要依赖于主政者在立法政策上的考量,即如何安排原告范围、责任配置,以有效平衡诉讼对社会的正面价值和负面冲击。<sup>[3]</sup> 这些在技术上并无过于疑难之处。而损失计算规则具有较强的技术性,并不是通过三言两语的推定和“严惩”、“保护”一类的口号所能代替。损失范围的落实也是责任制度的其他方面要发挥作用的根基,故更有研究深挖的必要。

## (二) 立法例与学说

境外法律对操纵致损赔偿的规定大多颇为原则。美国《商品交易法》第22节(私人诉权)原则性地规定了按照实际损失赔偿,但对故意的(willful and intentional)违法行为设置了不超过2倍于实际损害的惩罚性赔偿。美国《证券交易法》第9(f)节原则性规定买卖价格受到操纵行为影响的投资者可在操纵行为被发现后1年内(不迟于该行为发生后3年)对由此产生的损失求偿。日本《金融商品交易法》第160条、我国台湾地区“证券交易法”第155条第3款(仅有“对于善意买入或卖出有价证券之人所受之损害,应负赔偿责任”)、香港《证券及期货条例》第281条(针对所有市场失当行为)、韩国《资本市场法》第177条大体仿效了美国《证券交易法》对操纵致损赔偿的规定,甚至更为简单。我国台湾地区“期货交易法”(2010年最新修订)没有对违法行为的赔偿责任做规定。

相对来说,新加坡《证券期货法》的规定较为详细,但在期货部分,其对第208条下的价格操纵行为并未规定民事责任。而就第209条下的诱骗交易,第210条的欺诈性陈述、允诺、预测、遗漏等,第234条(2A)款规定对同期(contemporaneous)交易者的赔偿范围为投资者的损失或其对虚假陈述的信赖所合理引致的损失,受损者可择一适用。前一损失为投资者买卖价与虚假陈述如未发生时可能的(would have been likely to have been)价格之差。对其他投资者的赔偿范围为该投资者对虚假陈述的信赖所合理引致的损失。不过第234条(6)款规定所有受损者的最大可赔额(maximum recoverable amount)是违法者的所

---

[3] 参见缪因知:“证券诉讼在中国:适用前景与改进方略”,载《北方法学》2012年第1期。

得或避损额,第236条规定个别投资者在这个额度内可获赔的比例和自身的损失额孰低者为实际赔偿额。

我国《期货交易管理条例》(2012年最新修订)和2003年、2010年最高人民法院分别颁布的《关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》(一、二)尚未涉及期货操纵市场的致损问题。在证券领域,证监会2007年《证券市场操纵行为认定指引(试行)》只对违法所得做了初步规定,即第50条“违法所得的计算,应以操纵行为的发生为起点,以操纵行为终止、操纵影响消除、行政调查终结或其他适当时为终点”和第51条“在计算违法所得的数额时,可参考下列公式或专家委员会认定的其他公式:违法所得=终点日持有证券的市值+累计卖出金额+累计派现金额-累计买入金额-配股金额-交易费用”。

这两条的不足在于:一是设立了多重基准时点,如何适用仍然具有不确定性;二是操纵人在操纵前已合法持有证券的价值不宜一并被算入“终点日持有证券的市值”;三是违法所得只宜用于界定操纵人的赔偿上限,而不能直接用于对特定投资者的赔偿。需要顺便指出的是:本文着重从投资者损失层面进行研究,但不主张赔偿责任应该无条件地比照投资者损失。相对而言,将违法所得设置为赔偿责任的上限更为合适。我国最高人民法院法官也认为证券操纵赔偿“一般应以投资人实际损失为赔偿原则,兼顾操纵行为人非法收益最高限额赔偿”。在违法所得显著低于投资者损失时,“可以根据原告的请求以非法收益最高限额的一倍金额判其承担民事赔偿责任”。〔4〕

国内已经有了一些对证券操纵行为和期货操纵行为民事责任的专门论述,但重心还在主体范围界定、举证责任配置等方面,在损失计算方式规则方面的讨论仍较为初步。按时间先后为序,张鸿提出证券操纵损失应该是实际损失而非账面损失。〔5〕程啸提出证券操纵民事责任可以依据操纵行为前10个营业日内被操纵证券收盘价的平均价与原告买卖价之差额作为赔偿范围的基准,如果被告主观恶性非常大或

〔4〕 贾伟:“操纵市场行为的认定及其民事责任”,载《人民司法(应用)》2007年第17期。

〔5〕 参见张鸿:“证券操纵行为民事责任制度的缺陷及完善”,载《甘肃政法学院学报》2000年第4期。

违法所得很大,法院可以依原告的请求将被告的赔偿责任的限额提高一定的倍数。〔6〕王文海主张在投资者买卖差价损失中扣除“买卖时机”的影响,其主要创新是提出“以操纵者持股量占相应股票流通股的百分比例作为其民事赔偿的基础”,通过“操纵者加权平均持股比例”来“反映出操纵市场行为对个体投资者的伤害程度”。〔7〕这是比较量化的精细进路,旨在剥离出操纵造成的实际诱因。陈舜提出了对操纵违法所得的复杂计算模型,并强调了要重视余股价值。〔8〕宋一欣认为证券操纵损失计算应按“为交易获利与实际损失孰大法”,但他不准确地认为操纵市场损失和内幕交易损失计算方法相同。〔9〕贾纬简单提出证券操纵损失计算可参照最高人民法院虚假陈述民事赔偿司法解释确立的损失计算方法,即投资差额损失法。〔10〕在为数极少的期货操纵民事责任的专门研究中,赵振华等表示赞同较早时期彭真明的观点,〔11〕即只赔偿“购买或出售期货时的交易价格,和该期货在当时的实际价值之间的差额。实际价值即期货市场没有被人操纵时期货的正常价格”,而不赔偿“现实中数额难以确定”的可得利益损失。〔12〕

在上述研究的基础上,本文的基本观点是应结合期货交易的特性,对不同的情形进行细致的分类讨论,综合考虑投资者持仓成本、持仓与操纵行为的关联、投资者的应对方式等进行处理。

鉴于各国的法制和理论中,证券法研究都远远比对期货法研究来得发达,而二者又具有相通性,故在可以借鉴之处,我们会借助证券法相关理论来进行阐述。本文的结论也能对证券操纵行为致损计算规则

---

〔6〕 参见程啸:“论操纵市场行为及其民事赔偿责任”,载《法律科学》2001年第4期。

〔7〕 王文海:“对操纵市场侵权损害赔偿的法律思考”,载《云南大学学报》(法学版)2002年第2期。

〔8〕 参见陈舜:“操纵市场违法所得的计算方法”,载《中外法学》2005年第6期。

〔9〕 参见宋一欣:“证券市场中因内幕交易和操纵市场引发的民事赔偿的有关法律问题”,载《法律适用》2006年第4期。

〔10〕 参见贾纬:“操纵市场行为的认定及其民事责任”,载《人民司法(应用)》2007年第17期。

〔11〕 参见彭真明:“论操纵期货市场行为及其法律责任”,载《华中师范大学学报》1998年第4期。

〔12〕 参见赵振华等:“论期货市场操纵行为的民事责任”,载《中国矿业大学学报》2013年第2期。

提供相当的参照。

总体而言,本文具有极强的探索性,结论必然难免错讹。但根据有关立法规划,期货民事责任必将写入法律,故不揣冒昧,勉力对此领域做出尝试,期待实现抛砖引玉之效。

## 二、可获赔损失的范围

### (一) 实际损失、对冲成本、可得利益损失

为了向期货市场违法行为人主张民事赔偿责任,就损失部分,投资者需要同时举证的内容是:(1)其所交易的期货合约受到了操纵或欺诈行为人的影响;(2)该种影响对其在此合约上的持仓或净持仓是不利的(例如,投资者净持有卖出合约,而违法行为导致每日结算价上行);(3)交割时违法行为尚未被揭露或更正或基准日(下详)在交割日后,即交割结算价受到了违法行为的影响;(4)投资者在期货合约上产生了损失,包括交割中的实际损失、为了抵消违法行为的影响而进行对冲所导致的损失及其成本、或由于违法行为导致的原有合约无法按正常市场价格交割导致的损失。

证券现货市场的法律制度是研究期货市场法律制度的良好参照。最高人民法院2003年《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《赔偿规定》)只涉及了诱多型虚假陈述,而不考虑被诱使卖出证券导致的“本应继续持有”时的可得利益。期货市场与证券现货市场的不同之处在于:证券作为金融商品本质上是对未来现金流的一种请求权。而期货作为金融商品本质上是一种合约。所谓“卖出证券”是获得货币而放弃对特定未来现金流收益的权利,而所谓“卖出期货”是签署一份合约,同意按照约定的交割时点和价格提交标的物或承担相应的货币性责任。卖出期货者并不是放弃了一种财产性权利而获得货币,而是获得了在未来按照约定的条件履行合约、卖出标的物给合约对方的权利,即获得了一种“卖出权”。故而,期货交易者被诱使买入或卖出期货合约主要指从事了本不必要的、对自己不利的合约签订活动并须因此承受后果,而无所谓放弃特定财产

性权利所导致的可得利益损失。

被诱使而产生的交易行为导致的损失的范围相对容易界定。一个较为复杂的问题是:由于侵权行为产生的市场波动本身所造成的损失是否应当被赔偿?期货市场的主要功能是套期保值或杠杆化的价值投机而非真实交割,保证金杠杆化交易是其基本特色,市价起伏不仅会对期货交易持有的头寸的价值产生影响,还会在保证金等方面产生更大的连锁反应。在证券现货市场,这个问题也由于融资融券交易的产生而开始变得日益现实。

本文认为,虽然证券法似乎更重视“通过歪曲交易价格和交易量来诱使他人进行错误交易”的模式,但在期货市场中应对赔偿范围有所扩大。一方面是因为侵权人可以合理预期操纵和欺诈行为带来的其他危害性后果,另一方面也是出于对危害市场的行为的高打击度和震慑度考虑,法律不妨规定操纵和欺诈行为对其他市场主体造成的损失都应当可以获得民事赔偿,包括不正常的结算价<sup>[13]</sup>导致其他市场主体在交割时的实际损失、其他投资者为了应对被违法行为扰动的市场行情价格而进行对冲所付出的交易成本(手续费、保证金成本等)。这里保证金成本不是指实际支付的保证金,而是为了支付该等保证金所占用的资金之成本,可以按同期存款利率计算。

这样做的好处是实现了投资者的全面赔偿。毕竟,“侵害财产的责任范围以财产损害的后果为依据确定,依照价值规律和交换法则以及民法等价有偿原则,对财产损失应予全部赔偿。因而,侵害财产责任范围的确定,应以加害人对其违法行为所造成的财产损害的大小为依据”,“才能真正填补受害人的损害,并能体现公平、正义的精神”。<sup>[14]</sup>

为更形象地说明,下面以简化的假想例子予以分析。

**【情境一:违法行为发生前已持仓、无对冲,实际交割时有损失】**甲以102元卖出了某月的国债期货合约,合约面值为100万元。乙的操纵或欺诈市场行为导致该期货合约交割日的结算价为103元,甲交割

---

[13] 结算价指某一合约当日一定时间内成交的按照成交量的加权平均价,是进行当日未平仓合约盈亏计算和计算下一交易日交易价格限制的依据。如参见《中国金融期货交易所交易细则》第27条。

[14] 张新宝:《侵权行为法》,浙江大学出版社2008年版,第140页。

时的实际损失 1 万元。

则如果满足其他侵权责任要件,甲可以要求乙赔偿实际损失 1 万元。但乙可以反证这些损失并非都是由于其行为造成的,如市场正常因素和其他人的行为也有影响。

显然,甲在持有 102 元的卖出期货合约时,可能预期的是交割结算价为 101 元,即可以盈利 1 万元,其主观上认为的损失是 2 万元。如果这个关于 101 元的推断是合理的,则据之进行赔偿也更为妥帖。有道是“损害赔偿之最高指导原则在于赔偿被害人所受之损害,俾于赔偿之结果,有如损害事故未曾发生者然”。<sup>[15]</sup>但是,期货市场的波动极为剧烈频繁、受到了各种因素的影响,在事后极难考察“本来应该有的市场价格”。故本文首先建议原则上只考虑实际损失,再适当予以扩展。

【情境二:违法行为发生前已持仓,对冲,实际交割时无损失】甲以 102 元卖出了国债期货合约,合约面值为 100 万。之后由于乙操纵市场或欺诈市场,市场行情上涨,所以甲又按 104 元卖出了面值 100 万元的同类合约,以对冲之前的卖出合约可能造成的损失。最后合约在 103 元交割。交割后,乙的行为才被揭露(为方便说明比较,价位振幅可能不尽符合实践中的情形)。

甲基本无实际交割中的损失,但损失了本来在无他人的操纵行为时可能获得的利润,还要为如果没有乙的行为本无须买入的合约支付 2%~5% 的保证金(临近交割月份时,保证金标准将逐步提高)和交易手续费。

在此,甲可以要求乙就甲对冲时的实际成本予以赔偿。但甲基本上没有在实际交割中产生净损失,所以不能就此部分索赔。这里显然不能简单地认为:既然甲无所作为也可获赔实际损失,积极对冲也可获赔实际损失,所以立法政策有问题。毕竟,(侵权)“损害赔偿是对违法行为造成的损害的填补”,<sup>[16]</sup>恢复造成损害的行为发生之前的状态。且从司法现实看,高额的赔偿金就算能得到法律支持,也会存在执行困难、加害人赔偿能力不足等风险,而不能实现。

[15] 曾世雄:《损害赔偿法原理》,中国政法大学出版社 2001 年版,第 16 页。

[16] 陈华彬:《债法各论》,中国法制出版社 2014 年版,第 84 页。

不过,在立法政策上,应当适当涵盖甲的可得利益损失,并鼓励被操纵和欺诈行为扰乱的市场价格能尽早恢复真实状态。在能证明甲的对冲是由于乙的操纵或欺诈行为所致(如结合市场行情、甲的交易习惯等判断)时,由此导致的甲不能如预期获利的损失应令乙赔偿。因为甲在乙的违法行为发生前的期货合约持仓是一种财产,而该财产由于乙的行为而没有实现其应有的、甲本来可合理期待的价值。如果乙的行为扭曲了期货合约的结算价,则该价格和甲的买卖成本的差价,应当予以赔偿。

在该等原则指导下,甲可以选择就下述之一事项进行索赔:(1)其就被违法行为不利影响的期货合约品种在违法行为发生前已有的净持仓量,按照不正常的交割日结算价所产生的亏损。(2)该期货合约在交割时的实际亏损,加上为合理对冲被诉违法行为对该期货合约的影响所承担的成本(包括手续费、保证金成本等)。不过,甲有义务证明从违法行为发生日到交割日的期货合约持仓量的变化是为了合理对冲违法行为导致的不利影响所致。

上述情形(2)为甲的实际损失,情形(1)是甲如果不做任何对冲时的实际损失。之所以允许受损人二选一而选择其大者,是由于对冲有利于真实市场价值的产生,具有正的外部性,故而不应令积极做出合理对冲者处于比未曾对冲者更不利的地位。侵权受损方在法律上并无减损义务,但减损有利于社会财富保值增值,故而应确保其不因试图减损的合理行为而受到市场变化的进一步伤害。

此外,尽管在实践中,期货交易人通常会在交割前已将所持合约进行平仓,以早早获利避损,而极少在最终交割时才定盈亏。但是,除了波段性操作的投机考虑外,对交割结算价的预估和倒推结果在相当程度上决定了期货交易人进行何种交易操作,如是选择加仓还是平仓。交割结算价是交易人计算自身可能的盈亏的根本依据,是“不在场的在场者”。故而,我们认为合约交割日的结算价是模拟计算交易人由于他人的操纵和欺诈市场行为导致的损失额的合理标准。

此外,如果乙的操纵或欺诈行为在不同的时段分别造成了市场行情的上下起伏,导致其他投资者必须不断改变应对和对冲策略,则宜分段计算后再综合评判致损后果。但如果违法行为导致期货合约每日结

算价剧烈波动,则投资者在任何方向的合约净持仓量均可被视为受到了不利影响。

## (二) 损失赔偿的抗辩理由

在确定损失范围时,除了主张自身行为和损失结果缺乏因果关系外,操纵或欺诈市场的行为人也可以提出抗辩,认为特定投资者的特定损失不应包括在赔偿范围内。相关合理的理由包括:

1. 投资者的损失是由其他因素造成。
2. 投资者对冲方向和操纵或欺诈行为对其原有合约的不利影响不一致。
3. 投资者的交易在规模上不能被视为对操纵或欺诈行为所造成的不利影响的合理对冲,如明显过量对冲。但这个限度应当从对合约价值的影响来判断,而不仅是合约数量的简单计算。
4. 投资者明知或应当知道存在被诉操纵或欺诈市场行为而进行交易的,但不包括该等行为被揭露后的对冲行为。
5. 投资者已经通过其他期货合约或现货交易有效减少了由被操纵和欺诈行为影响的期货合约上的损失。不过违法行为人应当对这些其他对冲方式的成本予以赔偿。
6. 投资者交易的主要目的是从事违法活动,如从事操纵、内幕交易等。

当然,这些事项都须由操纵或欺诈行为人举证。

## 三、损失的止算点:基准日和基准价

在初步分析了损失的基本形式后,我们将开始讨论更为复杂的情形,即如何将市场的正常起伏和违法行为所带来的影响进行区分。

由于证券和期货市场行情的变动不居,所以无论是操纵、欺诈,还是内幕交易所造成的损失计算必须有一个截止时间点。在产生了实际损失的场合,这相对容易计算。但在受损者只是可得利益损失的情形下,问题更为复杂。这也是我国证券现货和期货市场至今未能确立内幕交易和操纵市场的民事赔偿责任的原因。不过,《赔偿规定》对证券

虚假陈述行为的规定可以提供一个有效的参照。

针对诱多型证券虚假陈述,投资差额损失能够以买入证券平均价格与实际卖出证券平均价格之差,乘以投资者所持证券数量计算。但在投资者长期持有证券时,必须引入基准日概念,即在此时日之后,将推定虚假陈述对市场的影响已经消除。《赔偿规定》第32条规定:投资者在基准日之后卖出或者仍持有证券的,其投资差额损失以买入证券平均价格与虚假陈述揭露日或者更正日起至基准日期间每个交易日收盘价的平均价格之差,乘以投资者所持证券数量计算。换言之,长期持有证券时,计算虚假陈述所导致的损失将有一个上限值。

这个值实际上是投资者购买证券时付出的价值和证券不受虚假陈述影响时的真实价值之差额,之所以赔偿给投资者是由于投资者在虚假陈述实施后的价格虚高阶段购入了证券,由虚假陈述人导致的价格虚高部分对应的价值应当返还给投资者。这个价值差距是真实存在的,并被算入了投资者购买证券时的价格。对于长期持有者,法律认为他们有权在揭露日或更正日到基准日之间的任何一天将证券卖出并获得差价赔偿,故按此期间的差价平均值予以计算赔偿额。

根据《赔偿规定》第33条,基准日分别按下列情况确定:(1)揭露日或者更正日起,至被虚假陈述影响的证券累计成交量达到其可流通部分100%之日,但通过大宗交易协议转让的证券成交量不予计算。(2)按前项规定在开庭审理前尚不能确定的,则以揭露日或者更正日后第30个交易日为基准日。(3)已经退出证券交易市场的,以摘牌日前一交易日为基准日。(4)已经停止证券交易的,可以停牌日前一交易日为基准日;恢复交易的,可以第(1)项规定确定基准日。

根据《赔偿规定》第20条,虚假陈述揭露日指虚假陈述在全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上,首次被公开揭露之日。虚假陈述更正日指虚假陈述行为人在中国证监会指定披露证券市场信息的媒体上,自行公告更正虚假陈述并按规定履行停牌手续之日。在此基础上,基准日是虚假陈述对证券价格的影响已经被市场充分消化的时点。

对照结合期货市场的情形,操纵市场、欺诈市场行为的揭露日也可被设定为行为在全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上

首次被公开揭露之日。更正日指行为人在国务院期货监督管理机构指定披露期货市场信息的媒体上,自行公告承认相关违法行为之日,或相关违法行为被国务院期货或期货交易所认定之日,或在诉讼中被法院判决依法认定为违法的日子。所产生的损失赔偿基准日可以设定为揭露日或者更正日后第 20 个交易日。

之所以期限短于《赔偿规定》,是因为证券一般是长期交易甚至是永久性交易的金融商品,而期货合约往往只有数个月。例如,沪深 300 股指期货的合约月份最短的只限于当月,最长的只能到随后两个季月(季月指每个季度的最后一个月)。5 年期国债期货的合约月份为最近的三个季月。不采用成交量 100% 的计算方式是因为每一个证券的总量是既定的,累计成交量达到可流通量 100% 时,能合理推定每一个持有人都已经充分的机会卖出。但期货合约的数量理论上是可以无限的。至于价格指标(如“恢复到正常的市场价格水平时”)不被采用,是由于和证券现货市场一样,期货市场价格会随时被各种因素影响。

自揭露日或者更正日起至基准日期间,每个交易日结算价的平均价格为基准价。基准日则应被视为市场价格已经恢复到正常水平的日子,投资者如果受损,也是由于市场正常因素或第三方侵权所致。纷争双方如果认为基准日之前操纵或欺诈行为的影响已经被消除,或基准日之后该等行为的影响尚未被消除,也可以举证予以说明。但如无充分证据和理由,法院应维持法律对基准日的推定。

#### 四、损失的具体计算规则探讨

这至少可以按三种主要情形讨论,其中每种情形下又可以再做区分:

##### (一) 违法行为发生前已有的原始持仓受不利影响

投资者在影响市场的违法行为发生前已经持有受到违法行为之不利影响的期货合约(此时的净持仓量被本文中称为原始持仓)的,有权就违法行为发生日的合约净持仓量在交割时的实际损失。倘若基准日在交割日之前,则不可就交割时的实际损失赔偿,因为交割时市价

已经恢复正常。

期货合约投资者在违法行为发生后,可以根据市场行情进行相应的对冲,以试图降低在违法行为发生前已有的合约持仓量所可能造成的损失,并要求违法行为人就对冲的交易成本(手续费、保证金成本等)进行赔偿。在操纵或欺诈市场行为被揭露或更正后,在市场行情仍然对其净持仓情况不利时,投资者可以继续对冲;在市场行情由于逆转而对投资者当时的持仓情况不利的,投资者可以对冲在违法行为被揭露前为了应对被操纵或欺诈扭曲的市场行情所进行的对冲,即对冲之对冲,直至基准日为止。故而:

(1)如果投资者在操纵或欺诈市场行为发生前已持有受该行为不利影响的期货合约,且交割日在基准日以后(含基准日)的,违法行为人无须赔偿受影响的期货投资者在交割中的实际损失;但投资者在违法行为发生后,为对冲受影响的市场行情对已有的净持仓量之不利影响所付出的成本,应由违法行为人予以赔偿。

(2)如果投资者在操纵或欺诈市场行为发生前已持有受该行为不利影响的期货合约,且交割日在基准日之前,<sup>[17]</sup>由于此时市场价格并未恢复正常,所以投资者无法通过有效对冲来消除风险和损失,故受违法行为不利影响的投资者可以选择要求赔偿其在违法行为发生前的期货合约净持仓量按照交割结算价计算中的损失(即比拟不做任何对冲而任由违法行为扰乱市价、造成损失时的情形),或其于违法行为发生后的合理对冲成本加上由此形成的在最后交易日的合约净持仓量在交割中的实际损失。“由此形成的”最后合约量指在合理对冲限度内形成的净持仓量,不一定是投资者在交割时的真实净持仓量。

【情境三:原始持仓受不利影响,未对冲,基准日后交割,实际交割中亏损】甲以102元卖出了100万元面值的国债期货合约。后来由于乙的操纵或欺诈,市场产生波动上行。但乙的行为随即被揭露,基准价为104元。之后到了交割日,结算价为103元。则甲如果不曾做出任

---

[17] 有的期货合约如5年期国债期货合约在进入交割月份后,客户可以不必等到最后交易日而提前申请交割。在投资者行为合法时,以实际交割日为准。即投资者可以合法地选择交割日来实现利益最大化。

何对冲,则虽然会产生实际损失1万元,但是因为交割日在基准日之后,不能认为其损失受到了乙的行为的影响。乙无须对甲予以赔偿。

【情境四:原始持仓受不利影响,对冲,基准日后交割,实际交割中亏损】甲以102元卖出了100万元面值的期货合约。后来由于乙的操纵或欺诈市场行为,期货每日结算价上行。为减损获利,甲以104元卖出了同样数量的同类合约。随后乙的行为被揭露,市场下行,基准价是103.4元,之后在交割日结算价是104.1元。

因为甲在乙的违法行为发生前已持仓量(以102元卖出部分)在基准日后才交割,所以不能就此部分合约本身的实际损失2.1万元主张赔偿(未对冲时),也不能据此模拟计算的原始持仓损失索赔(已对冲时)。

孤立地看,以104元卖出的对冲行为产生的持仓按基准价计算实际上是盈利的。这也是对冲的本来价值,即通过在新的市场环境下创造能够盈利的合约,来抵销之前的合约所产生的亏损。至于甲104元卖出的合约在交割时受损,是市场正常因素所致。实际操作中,甲应该及时做再对冲。

换言之,交割时甲的总体实际损失是 $(102 - 104.1 + 104 - 104.1) \times 100$ 万元 = (-)2.2万元,按照基准价计算的浮亏是 $(102 - 103.4 + 104.1 - 103.4) \times 100$ 万元 = (-)4000元。但只能主张赔偿104元卖出合约的交易成本,即由乙的违法行为促发的合理对冲本身的成本。因为交割日在基准日之后,甲的大部分损失是市场本身因素所导致的。

【情境五:原始持仓受不利影响,基准日前交割】假设之前的情形与情境三、四相同,不过交割日在基准日前,且交割价还是103元。则可认定该价格仍然受到了乙的违法行为影响。在满足其他侵权责任要件时,甲可在未对冲时向乙主张赔偿实际交割损失1万元;在已进行合理对冲时,可求偿合理对冲后的相应净持仓量计算出的损失加上合理对冲成本,或按照原始持仓量、持仓成本模拟计算的交割损失(即假设未曾对冲的状态)。例如,如果甲的对冲方式是以103.8元卖出等量的同一合约,则甲在交割中的实际盈亏是 $(102 - 103 + 103.8 - 103) \times 100$ 万元 = -0.2万元,而按原始持仓计算的虚拟损失是1万元。我们认为,可允许甲主张1万元的损害赔偿。

## (二) 违法行为发生后才持仓并受不利影响

在违法行为发生并影响市场后,期货合约每日结算价由于操纵或欺诈而形成不正常波动期间,其他投资者受之影响,而在违法行为被揭露或更正前投资于该合约并在交割时受损的,可以要求违法行为人对损失予以赔偿。交割日在基准日前的,赔偿额为交割时的实际损失,及此种本不必要的行为的交易成本;交割日在基准日或基准日以后的,赔偿额为持仓成本和基准价的差额乘以持仓量,及此种本不必要的行为的交易成本。

【情境六:受违法行为影响而持仓】由于乙的违法行为,某期货合约每日结算价大幅上行,导致甲以104元买入了期货合约。乙的行为后来被揭露,市场下行,基准价为103.5元,交割价为104.1元。显然,就像在证券现货市场的情形一样,可以认为甲以104元买入的合约价格是“虚高”的,在不考虑其他市场因素的影响时,这个“虚高”的差额就是买入成本和基准价的差额。虽然甲在实际交割时并未受损失,但这应该被认为是其他市场因素变化所致。

从基准价和甲的持仓成本的差额看,乙制造了一个不正常的市场上行的氛围,否则甲本来有机会以更低的价格买入合约。乙的行为造成市价虚假上行的后果越严重,甲就越需要在高位建仓,市价回落后可能的损失也越大。建仓成本里面本身包含了被乙侵权的因素。持仓成本上的变化也是一种侵害。就像证券现货市场中即便虚假陈述受害人坚持长期持股并最终盈利,也不妨碍其向虚假陈述行为人求偿。

不过,如果丙是在104元卖出期货,则因为乙的行为将结算价从104元以下推到104元以上,在这个过程中,丙的卖出表明其并不看好结算价的上行,故其行为并不能算受到了乙的影响。按基准价算其也没有受损。当然,就算按基准价丙是受损的,也不能索赔。因为违法行为的作用力方向不符。好比在一个诱空型证券虚假陈述中,某人买入了该证券且出现了损失,也不能因此索赔。

在违法行为被揭露或更正后,投资者也可以就之前已持有的期货合约所可能因此遭受的不利影响进行合理对冲,并要求违法行为人赔偿对冲交易成本。但基于基准日的性质,投资者在基准日之后的对冲行为产生的交易成本,不予赔偿。

### (三) 违法行为导致被迫平仓

操纵或欺诈市场行为造成的波动可能会导致投资者被迫平仓。<sup>[18]</sup>被迫性的平仓是通过交易与现持有合约品种、数量和交割时间相同但方向相反的合约,来强制减少当事人持仓量即未平仓合约的单边数量即在未来交割时所要履行的义务的数量,从而降低其违约的风险。

最高人民法院2010年判决的范有孚与建银期货经纪有限责任公司天津营业部期货交易合同纠纷再审案<sup>[19]</sup>曾涉及此问题。该案中,被告期货公司被确认为具有不当强行平仓的问题,而应该赔偿原告客户因此受到的损失。在具体损失范围的计算上,最高法院认为,原告在2007年12月25日开市前被强行平仓后损失约1306.6万元,但在24日收市时已经浮亏773.3万元,所以被告只该对此赔偿二者的差价533.3万元。换言之,被告的错误在于过早地强行平仓,所以应对此行为本身的后果即扩大了原告的损失予以赔偿。

笔者认为,最高人民法院的算法可以说还原了强行平仓行为在25日那一个时点给原告造成的损害,即强行平仓由于将账面浮亏锁定为更大的实亏而给原告投资者带来的损失。这比一、二审法院合理得多。但这种算法把强行平仓时原告的期货合约价值锁定为亏损773.3万元的状态,而这不一定是该期货合约的真实价值。原告当时773.3万元的浮亏实际上是在交割前可频繁变化的,这样的不确定性说明“往前看”未必完美无缺。也为我们寻找另一种处理的思路提供了可能性和合理性。首先我们必须从头考虑:期货市场公认投资者应当自主决策、风险自负,本案被告被认为有过错和需要承担侵权责任的原因在于其

---

[18] 包括被迫自动平仓和强行平仓,及在净持仓盈利时被强制减仓。《期货交易管理条例》第35条规定:“期货交易所会员的保证金不足时,应当及时追加保证金或者自行平仓。会员未在期货交易所规定的时间内追加保证金或者自行平仓的,期货交易所应当将该会员的合约强行平仓,强行平仓的有关费用和发生的损失由该会员承担。客户保证金不足时,应当及时追加保证金或者自行平仓。客户未在期货公司规定的时间内及时追加保证金或者自行平仓的,期货公司应当将该客户的合约强行平仓,强行平仓的有关费用和发生的损失由该客户承担。”具体规定可参见《中国金融期货交易所风险控制管理办法》第6章、7章等。

[19] 判决书全文见北大法宝,<http://vip.chinalawinfo.com/case/displaycontent.asp?gid=117808282>,2015年8月23日访问。

使用了不当的保证金标准、也没有给原告合理地筹措追加保证金的时间,并因此错误地强行平仓。其本质问题是在于代替原告做了平仓决策这一行为,而不是给原告造成了损失这一经济后果。如果强行平仓价格实际上是原告在合约最后交易日前所能获得的最优价格,则被告的侵权行为仍然成立,只是不能认为产生了实际损害而无须承担赔偿责任罢了。

回到本案,由于强行平仓价格不是合约最后交易日的最优价格,但也算是一个不错的价格,故而种种不确定性由此产生。核心的一点是原告如果不被强行平仓,是否可能自行找到更优的平仓时点?这是商业决策问题,难以也不宜在事后由法院判断。最高人民法院在本案中认为“基于已经发生的强行平仓事实,不能往后寻找而只能往前寻找强行平仓损失的计算基准点,才是客观和公正的”,于是以强行平仓之前的结算价为依据,自然是一种思路。但是,是否也能往后寻找一个确定的时点作为计算的基准?

笔者认为,期货合约虽然有一个重要性质是不求真实交割,而是追求套期保值。但最终交割至少是期货合约拟制的目的。对交割结算价高低的预期也决定了持仓人是否选择平仓,或者以什么样的价格平仓。交割日是关于合约价格起伏之想象终结的时点,也是判断投资者的平仓决策优劣的标准。外人无法判断特定的投资者不会坚持持仓到最后。尽管强行平仓的时点较持仓人曾经有过的机会可能是较为不利的,但这不足以认定期货交易所或期货公司越权实施的强行平仓价位就一定优于持仓人自己所能实现的交割价位。合约最终交割日的价格是持仓人理论上的“保底价”,作为其计算损失的标准也将是适当的。

因此,在判断不当的强行平仓在多大程度上损害了持仓人利益时,一个可行的参考标准是根据被平仓合约以交割日结算价计算得出的盈亏为标准,来计算被不当强行平仓者所造遭受的损害大小。

诚然,“交割日标准”未必比最高法院主张的“强行平仓前标准”更高明,但是鉴于不当的强行平仓行为的可谴责性和可避免性,可以赋予被侵权人选择权,以事前震慑此类侵权行为的发生。当强制平仓被确认为违法,且强制平仓价格并非该合约交割前对被平仓人最有利的价格时,受损投资者可以在下述两者中主张择一赔偿:以强行平仓发生当

日开市价或前一日收市价为基准计算出的被平仓人的彼时浮亏减去被平仓后实亏的差额(即强制平仓所扩大的损失,如此结果为负值,则不适用);或以被平仓合约按照交割结算价计算的盈亏减去被平仓后的实亏之差额(如此结果为负值,则不适用)。

笔者并不讳言这种“二选一”的做法对侵权性强行平仓人略带惩罚性,但也并不失当。从理论上而言,当强行平仓前标准对受损投资者更有利时,平仓人无权抗辩称被平仓人如果真实交割的话损失会更大而要求采用交割日标准,因为其无法证明被平仓人一定会坚持到交割,除非强行平仓的价格优于之后任何时点的价格;当交割日标准对受损投资者更有利时,平仓人也无法证明被平仓人不可能坚持到交割。违法的强制平仓损害的不仅是被平仓人对合约的财产权,也包括被平仓人寻找获利机会的权利,故侵权人应当就这种机会性权利被损害的而承担由于不确定带来的成本。“民事责任所具之功能,除复原功能之外,尚有预防之功能及惩罚之功能,唯后两种之功能,并不彰显,因之殊少受到重视。”<sup>[20]</sup>我们不必在民事责任追究中刻意追求实现惩罚功能,但这并非必须刻意排除惩罚功能。如果适度实现惩罚功能,能在技术上便于实现赔偿复原功能,则尤应为之。

由此,在操纵或欺诈市场行为产生的市场波动导致投资者被迫平仓的,我们认为投资者有权在下述两者中主张择一赔偿:以被迫平仓发生当日开市价或前一日收市价为基准计算出的被平仓部分的合约彼时盈亏减去被平仓后盈亏的差额(如此结果为负值则不适用);或以被迫平仓部分的合约按照交割结算价计算的盈亏减去被平仓后的盈亏之差额(如此结果为负值,则不适用)。

与期货交易所、期货公司或其他人如盗用期货账户者不当强行平仓的情形不同,操纵和欺诈市场行为可能会导致一定时期内期货合约结算价格的不真实。我们认为如果基准日在交割日之前,即交割结算价相对更真实时,交割日标准可以优先适用,即要求违法行为人赔偿该期货合约的被迫平仓量按照交割结算价计算而本来可以有的盈亏减去相应部门被迫平仓后的盈亏(如为负值则不赔偿)。

---

[20] 曾世雄:《损害赔偿法原理》,中国政法大学出版社2001年版,第8页。

## 五、损失计算的主要规则小结

小结规则如下,当有过错地操纵或欺诈市场的行为人和其他投资者在期货合约交易中损失发生有因果关系时,该违法行为人应对如下损失承担民事责任:

1. 投资者在操纵或欺诈市场行为发生前已持有受该行为不利影响的期货合约,且交割在基准日以后(含基准日)的,违法行为人无须赔偿受影响的期货投资者在交割中的实际损失;但投资者在违法行为开始影响市场起至基准日期间,为对冲受影响的市场行情对违法行为发生时已有的净持仓量之不利影响所付出的成本(手续费、保证金成本等),可以向违法行为人主张赔偿。

投资者在操纵或欺诈市场行为发生前已持有受该行为不利影响的期货合约,且交割日在基准日之前(包括在该行为被揭露或更正前)的,受影响的期货投资者可以选择要求赔偿其在违法行为发生前的净持仓量按照交割结算价计算的损失;或选择要求赔偿其于违法行为开始影响市场起到基准日的期间内的合理对冲成本,加上由此形成的该合约最后净持仓量在交割中的实际损失。

2. 投资者受操纵或欺诈市场行为影响而由此从事期货合约交易,交割日在揭露日或更正日后、基准日前的,可以要求违法行为人赔偿实际损失,及由此发生的期货合约的交易成本;交割日在基准日或基准日以后的,可以要求赔偿违法行为被揭露或更正前已有的合约持仓成本和基准价的差额乘以持仓量,及由此发生的交易成本。在违法行为被揭露或更正后,投资者可就之前已持有的期货合约所可能因此遭受的不利影响进行对冲,并要求违法行为人赔偿直至基准日的合理对冲的交易成本。

3. 投资者由于操纵或欺诈市场行为而被迫自行平仓或被强行平仓、减仓的,投资者有权在下述两者中主张择一赔偿:以被迫平仓发生当日开市价或前一日收市价为基准计算出的被平仓部分的合约彼时盈亏减去被平仓后盈亏的差额(如为负值,则不适用);或以被迫平仓部

分的合约按照交割结算价计算的盈亏减去被平仓后的盈亏之差额(如为负值,则不适用)。

【表格】不同情形下的赔偿说明

如下为一个说明,C0 指违法行为影响市场前投资者所持有的将因此受不利影响的期货合约净持仓量(原始持仓量)。“C0 损失”指按照此净持仓量、持仓成本和结算交割价计算的模拟损失,即便此时实际持仓量已经与 C0 不符合。C1 指投资者在交割时的净持仓量。对冲均限于基准日以前的为抵消违法行为造成的不利影响且在合理限度内。

赔偿范围说明表

	违法行为影响市场前持仓,对冲	违法行为影响市场前持仓,未对冲	违法行为影响市场后持仓,对冲	行为影响市场后持仓,未对冲
揭露前交割	C0 损失,或 C1 实际损失 + 对冲成本	C0 实际损失	持仓交易成本 + 对冲成本 (违法行为的影响并非单向时)	持仓交易成本 (除非违法行为的影响并非单向且造成实际交割损失)
揭露后到基准日前交割	C0 损失,或 C1 实际损失 + 对冲成本	C0 实际损失	持仓交易成本 + 对冲成本 + C1 实际损失	持仓交易成本 + C1 实际损失
基准日以后交割	对冲成本	不赔偿	(C1 持仓成本 - 基准价) × 持仓量 (为负时视为 0) + 对冲成本 + 持仓交易成本	(C1 持仓成本 - 基准价) × 持仓量 (为负时视为 0) + 持仓交易成本