

场外期货交易的非法性认定与私法后果

——以纯粹投机与风险管理的区分为线索

苏 盼

内容提要:如何在民商事裁判中认定期货相关交易的性质与后果是困扰司法实践的重大难题。现有的“场外+期货交易(目的要件+形式要件)=非法=无效”公式未能实现统一的法律适用,反映出“整体判定论”的理论局限。根据射幸类交易规制逻辑,并遵循服务经济发展的目标,应以纯粹投机与风险管理的区分为线索界分非法期货交易与合法现货交易。认定场外非法期货交易的核心标准是交易目的在于纯粹投机,考量要素是交易主体缺乏风险管理需求,合约非特定、可替代,采取对冲结算差价机制,但善意对冲交易与专业投资者交易应被豁免。在私法后果上,场外平台类纯粹投机交易因促成营利性赌博且违反《期货和衍生品法》的强制性规定,应被评价为无效。场外协议类纯粹投机交易若具有严重危害性,涉及参与营利性赌博,合同无效;若不具有严重危害性,则为轻微背俗,合同欠缺可履行性。

关键词:期货交易 现货交易 纯粹投机 风险管理

苏盼,上海财经大学法学院副教授。

一 问题的提出

期货交易具有“当前订约、未来履行”的特征,^[1]显著区别于即时结清债权债务的商品现货交易。二者也受制于不同的规制框架——现货交易适用商品管理制度,期货交易则适用金融特许经营制度。立法划定了“现货交易=合法”“场外+期货交易=非法”的基本界限,因此现货交易与期货交易的区分直接关系合法抑或非法的性质认定。实践中,在经批准的期货交易场所外开展的“以现货之名、行期货之实”的交易层出不穷,

[1] 参见刘燕、楼建波:《金融衍生交易的法律解释——以合同为中心》,《法学研究》2012年第1期,第60-61页。

如引发广泛关注的“嘉兴茧丝绸事件”^{〔2〕}和近年来利用手机应用程序进行的各类“微盘交易”^{〔3〕}等。监管机构历经多轮清理整顿始终无法根除这一顽疾。与此同时,法院也面临在复杂多变的交易中准确界分非法期货交易与合法现货交易的挑战。

2022 年颁布实施的《期货和衍生品法》填补了期货相关领域的法律空白,具有划时代意义。厘清期货法律制度调整范围对于《期货和衍生品法》的正确适用至关重要,而核心挑战在于如何恰当界分期货交易与现货交易。目前,主流学说“整体判定论”未能厘清非法期货交易与合法现货交易的区分逻辑,无法有效指导司法实践。在金融民商事审判与金融监管需要思考如何形成合力促进市场健康发展的时代背景下,^{〔4〕}期货相关交易的非法性认定尤其应当关注交易的内在属性和实践需求。本文拟提出“纯粹投机与风险管理区分论”,确立场外期货交易非法性认定标准,讨论其考量要素和豁免规则,并从私法后果上剖析效力认定与责任配置的规范层次。本文期冀为司法裁判提供理论支持和方法指引,同时为《期货和衍生品法》及其与《民法典》的协调适用提供参考,以促进有效的市场治理。

二 场外期货交易的司法认定与理论反思

在未来特定时刻以特定价格买卖商品的期货合同与现货合同最表面的区别是订约与履约时间分离。然而,现货交易逐渐发展出既可以立即(即期)交货也可以在一定期限内(远期)了结合同。^{〔5〕}当在经批准的期货交易场所外开展的远期交易采取类似场内期货交易的形式,并进行现金结算而不交收实物时,交易性质的认定变得尤为困难。本部分通过考察实践案例总结裁判思路,对其背后的理论进行反思。

(一) 期货相关交易民商事裁判的实践考察

在民商事纠纷中,当事人主张场外远期交易构成非法期货交易的案件呈现数量多、案由混乱、裁判结果多样的特点。^{〔6〕}纠纷反映的主要交易模式可分为平台组织的交易与不涉及平台的协议交易。

大量交易采取平台交易模式,未获得期货交易资质的交易场所运用电子平台组织会员单位与客户进行金属、能源、农产品等中远期买卖交易。^{〔7〕}交易一般采取以下方式:一是连续报价机制,系统根据国内外现货价格连续报出商品的买入价和卖出价,会员单位提供做市交易;二是相对标准化合约,除价格、交货时间和地点外的合约条款固定;三是保证金规则,若客户保证金不足,其账户将被强行平仓;四是延期结算或对冲平仓机制,允许客户付费无限推迟交割期限,或者通过相反交易对冲结算差价而免除实物交割义务。

部分交易采取协议交易模式,由两方或多方不经平台组织而直接协商达成商品远期

〔2〕 参见高改芳、周文天:《电子盘生死劫》,《中国证券报》2010年11月1日第A06版。

〔3〕 参见岳品瑜:《“微盘”交易借道App复活》,《北京商报》2017年6月15日第007版。

〔4〕 参见刘贵祥:《关于金融民商事审判工作中的理念、机制和法律适用问题》,《法律适用》2023年第1期,第11页。

〔5〕 2013年《商品现货市场交易特别规定(试行)》第9条。

〔6〕 截至2024年12月30日,在北大法宝数据库以“非法期货交易”为关键词检索到的民事案件超过4600件。

〔7〕 参见最高人民法院(2017)最高法民申3792号民事裁定书、上海金融法院(2021)沪74民终206号民事判决书。

买卖合同。此类交易通常包含混合结构,允许实物交割与现金结算同时存在。现金结算是指以回购、委托返售、相互交易(book-out)、圈链(circle-out)等方式进行相反或循环交易后结算差价。^[8]相反交易本质上是对冲结算差价;循环交易是形成A→B→C→…→A的闭环,各份合同的交易条件除价格外均相同,参与者按照达成的基准价与各合同价的差额相互结算后了结合同。

在法律依据上,《期货和衍生品法》延续《期货交易管理条例》的规定,明确期货交易以期货合约或标准化期权合约作为交易标的,在经批准的期货交易所内以公开的集中交易方式进行,并禁止在场外进行期货交易(《期货和衍生品法》第3条、第11条)。监管机构提出以“目的要件和形式要件相结合”的标准认定非法期货交易活动,目的要件主要是指不以实物交割为目的或不必交割实物,形式要件主要是指交易对象为标准化合约、交易方式为集中交易。^[9]基于监管标准,部分法院在审理场外期货相关交易(无论是平台交易还是协议交易)纠纷时采取了此类认定思路。2017年,最高人民法院发布《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》(法发[2017]22号),严格规范未经许可的交易行为,并通过再审案件塑造裁判示范,分析涉期货交易的性质和效力。^[10]地方法院也发布典型案例持续贯彻司法政策。^[11]由此,场外期货交易民事裁判思路逐渐呈现为“场外+期货交易(目的要件+形式要件)=非法=无效”这一公式。

场外期货交易认定公式虽然反映了司法统一裁判思路与结果的努力,但同时却存在严重问题。首先,以是否交收实物作为目的要件唯一认定标准,忽视对整体情况的关注,部分法院仅从表面判定是否构成期货交易,未分析交易实质,^[12]导致裁判逻辑缺陷。其次,机械比对交易机制,对合约应达到何种标准化程度理解不一。^[13]对同样的会员交易机制,部分判决认定客户与会员单位“一对一交易,交易价格不经过撮合,不符合集中交易价格形成机制”;^[14]部分判决则认为会员单位“可以同时与众多客户开展买、卖行为,实际上构成了集中交易结果”,^[15]导致同案不同判;甚至出现削足适履情形,为了认定构

[8] 参见浙江省高级人民法院(2016)浙民终544号民事判决书、上海市浦东新区人民法院(2021)沪0115民初71320号民事判决书。

[9] 2013年《中国证监会办公厅关于做好商品现货市场非法期货交易活动认定有关工作的通知》、2011年《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》、2012年《国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》。

[10] 参见最高人民法院(2017)民申3792号民事裁定书、最高人民法院(2022)民申768号民事裁定书。

[11] 例如“张某诉青海省铭爵大宗商品交易中心有限公司等期货交易纠纷案”(入选《人民法院报》2019年度人民法院十大商事案件)、“上诉人长江联合金属交易中心有限公司与被上诉人林某委托理财合同纠纷案”(入选上海金融法院证券期货投资者权益保护十大典型案例)。

[12] 例如江苏省无锡市中级人民法院(2019)苏02民终2775号民事判决书、黑龙江省大庆市中级人民法院(2020)黑06民终1956号民事判决书。

[13] 例如陕西省高级人民法院(2017)陕民终370号民事判决书、上海市第二中级人民法院(2017)沪02民终2824号民事判决书。

[14] 例如浙江省杭州市中级人民法院(2018)浙01民终4852号民事判决书、河南省高级人民法院(2019)豫民申541号民事裁定书。

[15] 例如湖南省长沙市中级人民法院(2017)湘01民终10231号民事判决书、贵州省安顺市中级人民法院(2019)黔04民终919号民事判决书。

成期货交易推定协议点价交易只能采取集中交易机制。^[16] 最后,未明确性质认定与私法后果评价之间的关系,交易无效后也存在一方损失应全额获赔还是部分赔偿的分歧。^[17]

(二) 期货交易与现货交易既有界分理论的反思

以“目的要件和形式要件相结合”标准认定期货交易体现“整体判定论”的理论影响。“整体判定论”源自域外司法实践的凝练,经后续不断修正,成为界分期货交易与现货交易的主流理论。1982年,美国法院在“联合石油销售集团案”中正式确立了“多要素整体审查法”,^[18]根据合约标准化程度、交付意图、商业价值、保证金机制、结算方式等进行综合认定。多要素整体审查法注重分析交易实质,克服了形式比对弊端,但其要素繁杂且侧重结果倒推,在2000年的“纳格尔诉 ADM 投资者服务公司案”^[19]中被简化为“三要素检验法”:合同是否特定化、主体是否为行业参与者、实物交收安排是否具有可履行性。

经实践与理论交互发展,“整体判定论”在英美法系与大陆法系不同国家和地区产生了广泛影响。^[20] 我国学术界也普遍认同此理论。^[21] 代表性研究“主客观四要素认定法”^[22]对其进行了修正,主张交易目的是界分期货与现货的主观要件,功能定位、交易规则和交易结果是客观要件;“四层次和六要素认定法”^[23]进一步提出认定要素的次序指引,将交易目的、合约与主体、机制与结果、场所依次分为根本、优先、劣后、辅助认定要素。在理论沿革中,“整体判定论”历经要素简化与扩展的交替修正以及规制层次的区分,其实质主义立场支持并拓展了“目的要件和形式要件相结合”的期货交易认定思路。然而,此理论也存在以下局限。

第一,认定要素的合理性值得商榷。例如,“交易结果”要素以实物交割率高低反推商业模式正当性有无,属于事后判断,存在倒果为因之弊。“交易功能”要素应作统筹指引而非具体指标,否则易被实践规避。^[24]“交易场所”要素对于不涉及平台的交易模式欠缺参考意义,不宜成为直接认定要素。

[16] 例如江苏省高级人民法院(2009)苏民二初字第0002号民事判决书。

[17] 例如河南省洛阳市中级人民法院(2020)豫03民终3229号民事判决书、浙江省宁波市中级人民法院(2021)浙02民终2443号民事判决书。

[18] CFTC v. Co Petro Marketing Group, Inc., 680 F.2d 573 (9th Cir. 1982).

[19] Nagel v. ADM Investor Services, Inc., 217 F.3d 436 (7th Cir. 2000).

[20] 例如菲律宾最高法院认定缺乏交货意图、交货困难且结算差价的场外衍生品合同无效,参见 Onapal Philippines Commodities, Inc. v. Court of Appeals and Susan Chua, G. R. No. 90707, 1993。英国商事法院根据合约内容和履约情况综合判断交易性质,参见 CR Sugar Trading Ltd. v. China National Sugar and Alcohol Group Corp., [2003] 1 Lloyd's Rep 279。我国台湾地区“高等法院”结合立法目的、交易资质和交易结构等认定黄金现货交易为非法期货交易,参见2019年“钜侨国际股份有限公司与李建贤等损害赔偿上诉案”,“台湾高等法院”108年度金上字第23号民事判决。

[21] 参见于勤:《期货交易的界定及其完善》,载桂敏杰总编《证券法苑》(第8卷),法律出版社2013年版,第295-314页;贺绍奇著:《期货立法基础理论研究》,中国财富出版社2015年版,第9-17页;冯果、张阳:《商事交易场所的类型化检视及多层次架构——从场内衍生品交易规制边界突破》,《法学》2018年第8期;杨森、赖虹宇:《论大宗商品现货电子交易的合法性识别》,《社会科学研究》2020年第2期;等等。

[22] 吴越:《现货与期货交易的界分标准与法律规制》,《中国法学》2020年第2期。吴越教授将其提出的界分方法概称为“整体判定论”,本文归纳为“主客观四要素认定法”以避免混淆。

[23] 张阳:《现货交易期货化的规制调适》,《法学评论》2023年第4期。

[24] 例如采取实时价格而非远期价格的交易表面上不具有价格发现功能,参见上海金融法院(2021)沪74民终206号民事判决书。

第二,仅侧重平台类商品交易中现货与期货的界分和规制,理论延展性不足。一是未关注交易模式的多样性。我国立法采取广义期货(包括期货和期权)交易概念,“整体判定论”主要分析大宗商品平台交易的非法性,欠缺对协议交易、期权交易的理论涵摄。二是未明晰法律后果的评价层次。当前分析默认“非法=无效”,未注意到场外期货相关交易的谱系化发展及其规范依据差异,无法指导交易效力和损失分配的私法后果处理。

第三,要素分析缺乏上层理念指引。“整体判定论”认可交易目的和功能对于区分现货与期货的重要性,但其分析始终围绕是否交收实物展开,仅关注交易的商品流通功能,却忽视了风险管理功能。这可能导致既不当扩大认定范围——将未交收实物但具备风险管理需求的交易错误认定为非法期货交易,又不当缩小认定范围——将未采取特定机制但实际为纯粹投机的交易错误认定为合法现货交易。现行理论未能厘清现货与期货的实质区分逻辑,未阐明为何现货交易合法、场外期货交易非法。

三 “纯粹投机与风险管理区分论”的提出及证成

克服“整体判定论”的局限应当回归期货交易的内在属性——射幸性,关注纯粹投机与风险管理因素的区分。下文从学理基础、经济发展目标导向和适用优势三个方面论证“纯粹投机与风险管理区分论”应当适用于非法期货与合法现货的界分。

(一) 射幸类交易规制逻辑

射幸类交易以不确定事项为标的,不同交易可能受到合法或非法的差异化评价,其根源在于风险管理或纯粹投机因素的存在。期货相关交易以价格的不确定为财产转移依据,具有射幸性,以“纯粹投机与风险管理区分论”划定非法期货交易的边界,具备正当的理论基础。

1. 射幸类交易中的风险管理与纯粹投机因素

射幸合同(aleatory contract)的法律结构是至少一方当事人的权利义务取决于合同订立后的不确定事项。^[25]我国法未专设射幸合同类别,但学理上认同法律效果在缔约时不确定的射幸特征广泛存在于保险和赌博等交易中。^[26]

保险是典型的风险管理行为,其标的包括自然现象、意外事故等,投保人通过与保险人缔约转移此种风险。订约前,当事人即已面临财产或人身上的特定风险;订约后,风险转移至保险人承担,但订约本身未增设风险。保险法要求投保人或被保险人对特定风险具有保险利益,这构成保险合同合法有效的基础,^[27]也是避免保险沦为赌博的重要机制。由于当事人均不希望保险事故发生,双方利益并非对立,保险不是零和博弈,并具有分散

[25] See Thomas Lee Hazen, Disparate Regulatory Schemes for Parallel Activities: Securities Regulation, Derivatives Regulation, Gambling, and Insurance, 24 *Annual Review of Banking and Financial Law* 375, 420-426 (2005). 立法例参见《法国民法典》第1964条第1款,“射幸合同是当事人全体或其中一方或多方由此获得利益或遭受损失的效果取决于不确定事件的相互协议”。

[26] 参见崔建远主编:《合同法》(第七版),法律出版社2021年版,第27页。

[27] 我国《保险法》第48条规定,在财产保险合同中,“保险事故发生时,被保险人对保险标的不具有保险利益的,不得向保险人请求赔偿保险金”。

风险、补偿损失、维持稳定的功能,受到普遍认可。

赌博则是纯粹投机行为。赌博也以偶然性因素作为财产转移依据,但仅将其作为唯一依据,其特征包括对价要素(赌注)、奖励要素(获利可能性)和机会要素(结果取决于运气)。^[28] 赌博带来财产损失风险,但此风险原本不存在,仅由人为制造。^[29] 赌博双方均无特定风险需要分配,而是主动寻求风险以博取收益,其结果是一方收益等于另一方损失,未能实现有意义的风险转移,属于纯粹投机的零和博弈。赌博在经济上非理性并刺激人们贪欲,易诱发犯罪导致社会秩序紊乱,因此不被大多数国家法律认可。

对于射幸类交易,法律规制逻辑是通过特许或豁免限定交易主体、场所及行为类型,控制投机因素的负面效应,发挥交易的正面功能——管理风险(保险)、提高交易流动性(场内期货和证券投资)、促进慈善(福利彩票)、增加税收和旅游经济收益(特许博彩)等。在我国澳门地区,营利性赌博经特许后获得合法地位,未经许可的营利性赌博则受严厉处罚。^[30] 特许赌博法保护的法益不再是善良风俗,而是政府对特许经营业务的管理秩序。未经特许或豁免,纯粹投机类赌博活动属于非法交易,受到严格规制。

2. 期货相关交易的射幸性与类型区分

一般而言,期货交易是指在期货交易所内进行,由交易双方约定在未来特定时刻以特定价格买卖商品或其他资产的交易。^[31] 交易者在缔约时锁定未来交易价格,如果到期现货价格高于缔约价格,买方可通过相反交易(再卖出原标的)获得差价收益,卖方则承受相应亏损,反之亦然。由于当事人的损益依赖缔约后标的市场价格的变动,期货交易对于价格这一不确定事项的安排体现射幸特征。

对于在场外开展的与期货有关的交易,可根据交易者是否具有纯粹投机或风险管理因素,将其分为三类:第一类,双方均秉持风险管理目的进入交易,例如大宗商品生产者与销售者订立远期合约,双方同为行业参与者,均需转移特定的商品价格波动风险;第二类,一方管理风险而另一方投机,例如大宗商品生产者与金融机构订立期货合约,前者具有风险管理目的,后者借投机博取收益;第三类,双方均投机而不需要转移风险,仅因对标的未来价格走势持异质(heterogeneous)预期缔结合约。

在第一、二类交易中,至少一方具有风险管理目的。当事人通过提前锁定未来交易价格对冲价格波动风险,降低购买成本或稳定销售收益,合约因此成为风险管理工具。当价格风险与交易者商业活动存在直接利害关系时,类似于具有保险利益,交易体现经济价值。在第三类交易中,交易双方均为投机目的。由于缺乏相关联的现货基本事件,双方均不存在买卖特定商品的需求,也无需利用期货交易对冲现货价格波动风险,类似于缺乏保险利益。^[32]

[28] See Peter Collins, *Gambling and the Public Interest*, Praeger, 2003, p. 15.

[29] 参见许德风:《赌博的法律规制》,《中国社会科学》2016年第3期,第154页;冯果、余猛:《期货交易与赌博的法律关系之辨》,《中国法律评论》2021年第2期,第194页。

[30] 澳门特别行政区《娱乐场幸运博彩经营法律制度》(第16/2001号法律)第1条第3款。

[31] 参见金融学经典教科书[加]约翰·C. 赫尔著:《期权、期货和其他衍生品》(第8版),清华大学出版社2017年版,第7页。

[32] 缺乏保险利益的危害,参见 Steven L. Schwarcz, *Regulating Derivatives: A Fundamental Rethinking*, 70 *Duke Law Journal* 545, 566-568 (2020)。

这类交易非但不具有风险管理属性,反而人为制造风险并据以转移财产,属于纯粹投机的赌博行为。

(二) 服务经济发展的目标导向

为促进经济发展,有必要区分期货相关交易中的纯粹投机与风险管理因素进行差异化规制。《期货和衍生品法》在第1条首先明确了“促进期货市场和衍生品市场服务国民经济”的目标导向,表明服务经济是期货和衍生品市场发展的出发点和立足点,也是该领域法治建设的主线。^[33]在制度建设上,该法要求“发挥发现价格、管理风险、配置资源的功能”(第4条)、“限制过度投机”“禁止欺诈、操纵市场和内幕交易”(第5条、第6条),可概括为一体两面——发挥正面功能、控制负面效应。

我国现阶段的经济实践需求特别关注实体经济基本面的健康发展,避免“脱实向虚”。服务实体经济发展的目标设定要求将现货与期货划归不同的规制体系:现货交易基于真实经济背景进行商品流通和贸易,通常不存在与期货相同的纯粹投机、欺诈和操纵机会,仅须纳入一般性商品管理制度;期货交易则融合保险与赌博因素,既具备风险管理等正面功能,也产生纯粹投机等负面效应,故应受制于严格的制度约束。

服务实体经济发展的目标导向也要求通过制度建设将投机因素转化为正面效应,并肯定其合法性。尽管场内期货交易具有合约性、衍生性和高度投机性,^[34]但为了便利存在风险管理需求的交易者迅速找到对手方,必须容忍投机者的参与以提升市场容量和韧性。场内纯粹投机交易由此产生正面功能——加快交易流动、促进价格发现和优化资源配置。实践表明,场内期货交易广泛存在纯粹投机活动,^[35]但因其已得到特许并产生了正面效应,本身并不违法。

相比之下,未经特许或豁免的场外纯粹投机期货交易不具有风险管理功能,也难以产生价格发现、资源配置等正面效应。价格发现的机理在于实物交收与现金结算机制的安排使得现货与期货市场发生联动,期货中约定的未来特定时刻价格反映当前市场对该时刻现货价格的预期,若允许套利,期现价格最终得以收敛。^[36]实现这一机理要求交易以公开透明、大规模、高度流动的形式进行。场内期货交易能够满足此类要求,其发现的远期价格具有连续性、前瞻性和权威性。^[37]但是,场外期货交易分散,不具有商品、信息和人员集中优势,难以有效反映标的未来价格变动趋势。除非发展成事实上的场内交易,否则场外期货交易无法为现货市场提供定价基准以引导生产经营和投资。因此,缺乏制度约束的场外期货交易无法控制投机的负面效应,与服务经济发展的目标背道而驰。

(三) 理论适用场域及比较优势

“纯粹投机与风险管理区分论”聚焦射幸交易中正面功能与负面效应的区分,其理论

[33] 王瑞贺、方星海主编:《中华人民共和国期货和衍生品法释义》,法律出版社2022年版,第4页;叶林主编:《中华人民共和国期货和衍生品法理解与适用》,中国法制出版社2022年版,第2-4页。

[34] 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128-131页。

[35] 参见安毅、宫雨:《我国农产品期货市场投机特征与非理性行为》,《证券市场导报》2014年第5期。

[36] 参见程红星主编:《中华人民共和国期货和衍生品法释义》,中国金融出版社2022年版,第14-15页。

[37] 参见姜洋著:《发现价格:期货和金融衍生品》,中信出版社2018年版,第52页。

思想体现于金融衍生交易分类、^[38]对赌协议性质分析、^[39]赌博投机类合同规制^[40]等领域。将其适用于期货相关交易分析,较“整体判定论”更具解释力和可操作性。

第一,适用于非法性认定。包含射幸因素的交易是否非法应结合现实需求判断。“非法”是一种概括的否定性评价,规范依据既包括法律法规的强制性规定,也包括公共秩序和善良风俗。“纯粹投机与风险管理区分论”有利于建立初步判断:至少一方为转移客观风险而缔结的交易具有风险管理功能,应予肯认;双方均出于投机目的缔结的场外交易不产生价格发现、资源配置等正面效应,反而人为制造风险,带来赌博的负面效应,应予否定。“纯粹投机与风险管理区分论”也具有理论延展性和融贯性,可适用于期权等交易分析。例如,部分平台未经许可将交易设定为对未来时段某交易品种价格走势上涨还是下跌的二元期权判断,^[41]属于典型的空盘对赌,其缺乏风险管理因素且放大了纯粹投机因素,具有非法性。

第二,适用于私法后果评价。“纯粹投机与风险管理区分论”另一优势在于可以进一步指引性质认定后的私法后果处理,弥补“整体判定论”在此领域的欠缺。交易效力评价直接影响当事人利益与责任分配,需要审慎的价值衡酌。在期货相关交易中适用非法赌博与合法保险的区分逻辑,应仅否定纯粹投机类交易,认可风险管理类交易。鉴于纯粹投机交易危害程度存在差异,不应僵化套用“非法=无效”的公式,而应区分合法性判断与效力识别,在认定交易非法后再分析效力形态及相应责任。为此,应分别讨论不同交易模式,在类型划分之下容纳司法裁量自由度,确立效力认定的规范依据及责任配置层次,妥善调整相关法律关系。

尽管“纯粹投机与风险管理区分论”存在比较优势,但其适用也考验裁判者的价值评判能力,因为非法期货与合法现货的界分是一项公共政策议题,受经济发展水平、当前规制需求、社会观念对投机行为容忍程度、公私法接轨制度构造及变迁等影响。为此,需要进一步明确场外期货交易的非法性认定标准,统一裁判尺度。

四 场外期货交易非法性认定标准的展开

基于射幸类交易规制逻辑,场内期货交易因获得许可而具有一般合法性(不排除因违反《期货和衍生品法》的场内交易规则而违法),故应关注场外交易的非法性认定问题。目前,“场外”特指六家期货交易所和三家证券交易所(可交易以证券为基础资产的期货)之外。^[42]《期货和衍生品法》从正面界定了合法期货交易是场内公开集中进行的标准化

[38] See Timothy E. Lynch, *Gambling by Another Name: The Challenge of Purely Speculative Derivatives*, 17 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 67 (2011); 陈醇:《金融衍生品交易的效力问题——权利结构视角》,《东岳论丛》2015年第4期。

[39] 参见傅穹:《对赌协议的法律构造与定性观察》,《政法论丛》2011年第6期。

[40] 参见许德风:《赌博的法律规制》,《中国社会科学》2016年第3期。

[41] 参见广东省四会市人民法院(2017)粤1284民初337号民事裁定书、江西省高级人民法院(2019)赣刑终93号刑事判决书(最高人民法院指导案例146号)。

[42] 《期货和衍生品法》第11条规定,期货交易应当在“依法设立的期货交易所或者国务院期货监督管理机构依法批准组织开展期货交易的其他期货交易所”(统称期货交易所)进行。

合约交易,司法实践因此在认定场外非法期货交易时也倚重标准化合约和集中交易机制。然而,此种认定标准徒具形式意义,将导致规制目标偏差和落空。^[43]下文将进一步阐明,从反面认定场外非法期货交易应坚持实质主义立场,将目的辨析、考量要素和豁免规则统一于纯粹投机与风险管理因素的区分框架之下。

(一)核心认定标准:交易目的在于纯粹投机

以往将目的要件与形式要件平行并列为期货交易构成要件的做法模糊了目的识别与形式认定的逻辑层次,弱化了交易目的对于交易性质界定的核心作用。在实践中,复杂交易结构的交易目的往往难以判断,法院较多倚重形式比对,导致裁判瑕疵和错误。然而,期货与现货的不同交易目的是规制体系殊异的主要原因,交易目的应是界分非法期货与合法现货的根本标准。一般而言,合法的现货交易目的在于商品买卖,正当的场内期货交易目的在于风险管理、优化资源配置和投机套利,如果场外期货交易缺乏正当目的,则应不予认可。

交易目的在于纯粹投机的场外期货交易具有非法性。如前所述,未经特许或豁免的场外纯粹投机交易对于社会经济发展而言不具有正面效应,同时也因未受制度约束无法保障透明和公平的交易机会,极易产生欺诈、操纵、资金挪用等负面问题,^[44]应予否定。域外法上,北美衍生品交易所曾拟上市以美国联邦政治选举为基础的期权合约,监管机构评估其为赌博而拒绝了申请。^[45]日本法院也认定未经许可或注册、无意交付本金而仅结算差额的外汇保证金交易属于赌博行为,违反公序良俗。^[46]我国诸多大宗商品平台交易不进行实物交收,欠缺风险管理因素;部分平台设计的场外期权合约使得一方亏损率远高于盈利率,甚至虚构或操纵交易,^[47]也严重偏离了正当交易目的。

合法现货交易的目的首先包括实物交收情形。现货交易的主要功能在于促进商品流通,如果双方交割了实物,较易反推其商品买卖目的。但应注重分析交易实质,警惕部分存在货物仓储的交易只是融资欺诈的幌子。例如,某交易所将融资结构嵌入稀有金属现货交易,其实物交易仅是平台囤积居奇的手段,报价和资金交易均封闭进行,无法获得“国际定价权”或释放价格信号以优化资源配置。^[48]此类交易严重脱离实际经济需求,不属于合法现货交易。

正当的交易目的还包括虽未进行实物交收但存在实物交收的意图。此种情形也应被认定为风险管理,以便适当限缩非法交易范畴,促进商事交易发展。^[49]是否具有风险管理因素与是否交收实物并不直接关联,如果交易者在缔约时意图交收实物,之后由于个体

[43] 此种做法也受到“整体判定论”的批判,参见吴越:《现货与期货交易的界分标准与法律规制》,《中国法学》2020年第2期,第66-67页;张阳:《现货交易期货化的规制调适》,《法学评论》2023年第4期,第112-113页。

[44] 刑事领域出现数千起场外期货相关交易的诈骗案件,参见左袖阳:《虚拟期货交易平台案件的刑法定性》,《环球法律评论》2023年第1期,第41页。

[45] US CFTC, Order Prohibiting the Listing or Trading of Political Event Contracts, Washington, D. C., 2 April 2012.

[46] 「平成16年(ワ)第3909号損害賠償等請求事件」东京地方裁判所民事第34部判决参照。

[47] 参见万国华、李铭:《我国二元期权交易的法律规制路径研究》,《金融监管研究》2016年第12期,第37页。

[48] 参见郭芳、何方竹:《泛亚危机:400亿的“庞氏骗局”?》,《中国经济周刊》2015年第37期,第18-23页。

[49] 英国监管规章将“存在实物交收意图”列为现货交易的指引性认定要素之一,参见UK Financial Services and Markets Act 2000 (Regulatory Activities) Order 2001, Statutory Instrument 2001 No. 544, Article 84.

原因或市场变化等未交收实物,但实际具备交收条件的,也符合真实交易场景。例如在某黄金交易案中,法院认为客户长期购买黄金用于生产经营,部分交易即便未进行实物交割仍为现货交易。^[50]当然,仅倚重实物交收意图较为主观,存在以事后判断回溯当事人最初订约意图的不确定性,^[51]应进一步结合客观要素分析交易实质。

(二) 考量要素:主体、合约与机制

为准确识别交易目的在于实物交收、风险管理还是纯粹投机,场外期货交易的非法性认定应当重点考量主体、合约与机制这三项客观要素。

1. 主体:缺乏特定的风险管理需求

场外期货相关交易中,基础资产对交易主体是否具有内在经济价值,是评估风险管理因素的关键联结点。真实的风险管理需求在于对冲既有风险,而非创造新风险,应以合约标的类别和性质作为主要判断依据。

如果交易主体均从事与标的有关的生产、经营和消费活动,双方签订未来交收货物的合约时,各自基于套期保值需求锁定标的的未来价格而将风险转移至对方,则交易具有正当性。如果主体不处于相关行业,也无特定风险管理需求,可推定其对标的不存在经济联系,属于纯粹投机。交易标的应与主体所从事的行业相关,例如大豆生产商与收购商订立了铜板远期买卖合同但最终仅对冲结算差价而未交收实物,由于铜板对大豆行业参与者没有内在价值,此交易与风险管理关联较为间接,不具有正当性。

自然人应被推定为缺乏风险管理需求。当场外商品交易存在与标的无直接关联的自然人时,可推定他们在进入交易前已预期不进行货物买卖,也不存在对冲固有价格风险的需求。但消费型投资者等高个人^[52]的风险管理需求应得到肯定。实践中,一方未经审批设计虚拟交易系统、招揽公众就标的价格走势进行对赌,具有非法性。^[53]“二元期权交易”中资产价格只是投机符号,参与交易的自然人以博取价差为唯一目的,缺乏风险管理因素。^[54]大宗商品交易平台招揽公众参与“微盘交易”“云交易”等,交易标的对自然人不具有内在价值,也属于纯粹投机。

2. 合约:非特定化

现货交易往往由交易者协商达成特定合约,具有定制化特点。如果场外交易合约并非特定化,可被其他合约替代或提前终止,则该交易更体现期货特征。

关注合约内容及其效果,有利于克服以标准化合约形式认定期货交易的思维惯性。场内期货交易以标准化合约为标的,应理解为交易主旨在于获取合约权利。通过比较标

[50] 广东省广州市中级人民法院(2021)粤01民终1090号民事判决书。

[51] Nagel v. ADM Investor Services, Inc., 65 F. Supp. 2d 740 (N. D. Ill. 1999), p. 752.

[52] 参见张阳:《走向勃兴的高个人:主体转向及制度因应》,《西南政法大学学报》2019年第1期;吴越、蒲琴、关玉:《大宗商品现货与衍生交易法律规制研究》,《西南金融》2019年第4期,第62页。

[53] 浙江省衢州市柯城区人民法院(2016)浙0802民初2843号民事判决书。

[54] 参见江西省高级人民法院(2019)赣刑终93号刑事判决书(最高人民法院指导案例146号)。刑法学也有研究者支持将其认定为开设赌场罪,参见左袖阳:《虚拟期货交易平台案件的刑法定性》,《环球法律评论》2023年第1期,第42-46页;蔡颖:《经济犯罪视角下赌博犯罪的处罚根据与界限》,《政治与法律》2023年第12期,第85-86页。

的合约价格与现货价格,期货合约表征盈亏状况,合约本身具有了价值,人们可以通过交付、收取期货合约的潜在盈亏而买卖合约。^[55] 标准化合约既不是构成期货交易的充分条件,也不是必要条件。一方面,标准化合约作为扩大交易规模、提升流通效率的工具在场外衍生品交易中得到越来越多的应用,^[56] 标准化不再为期货交易独有,《期货和衍生品法》的立法背景也表明不能因合约标准化推定期货交易性质。^[57] 另一方面,非标准化合约可以通过无条件接受合约转让和反向抵销等实现合约买卖,故欠缺标准化形式的交易仍然可能构成(非法)期货交易。

相比于合约是否标准化,合约是否特定化更应被关注。经交易方谈判达成的特定化合约表明合约可协商、可变更,这一性质更符合对现货交易的期待。非特定化(fungible)意味着合约可被替代,交易方更容易买卖合约进行对冲,此类安排体现期货特征。^[58] 例如,合约的选择权设计反映交易是否具有可履行性,可据此判断交易是否正当。双方买卖需取得经营资质的危险品(成品油)且未取得资质,约定一方不得主动要求交收货物,法院认定该交易不属于现货交易,^[59] 较为合理。未取得经营资质的交易存在自始履行不能的缺陷,这一履行被动性安排限制了单方的标的物给付请求权,从侧面反映出交易者缺乏实物交收意图。

3. 机制:对冲结算差价

场内期货交易应当采取集中交易机制,其原因在于商品、信息和人员的集中可以提升交易流动性和便利性。然而,假设一方代理合约买卖并承诺无条件接手合约转让,^[60] 此安排看似不符合集中交易机制,但实现了对冲的经济效果,依然属于期货交易。集中交易机制并非关键,对冲机制才是期货交易的内核。若交易者采用对冲机制结算差价,仅关心缔结合约与转让合约间的价格差异,欠缺风险管理需求而意图投机获利,则交易不具有正当目的。

对冲交易机制的嵌入赋予交易者选择合同履行方式的权利——既可根据市场行情和风险管理需求交割实物,也可对冲结算差价。实践中,对冲机制的主要意义是为交易者提供回避实物交割的合同了结机会。合约持有者可在交割日前通过买卖新的、交易方向相反的合约完成基于标的价格变动的损益结算。无论将对冲结算的法律性质视为债的更替或抵销还是合同权利义务的概括转让,^[61] 对冲机制均能实现消灭债务、了结合同的功能。由于无须现实交货,双方可自由拟定名义交易数量以放大损益,因此对冲机制增强了杠杆效应。

[55] 参见刘燕、楼建波:《金融衍生交易的法律解释——以合同为中心》,《法学研究》2012年第1期,第61-62页。

[56] Christopher L. Culp, *The Social Functions of Financial Derivatives*, in Robert W. Kolb & James A. Overdahl eds., *Financial Derivatives: Pricing and Risk Management*, Wiley, 2010, p. 59.

[57] 参见王瑞贺、方星海主编:《中华人民共和国期货和衍生品法释义》,法律出版社2022年版,第6-7页。

[58] 明确以“合约交易论”(trade in the contract test)区分期货与现货的判例,参见CFTC v. Zelener, 373 F. 3d 861 (7th Cir. 2004), CFTC v. Erskine, 512 F. 3d 309 (6th Cir. 2008)。

[59] 湖南省永兴县人民法院(2017)湘1023民初2215号民事判决书。

[60] 真实判例参见CFTC v. Noble Metals Intern., Inc., 67 F. 3d 766 (9th Cir. 1995)。

[61] 参见施天涛、李旭:《期货交易概念之法理甄别》,《法律科学(西北政法大学学报)》2000年第6期,第73-74页;邹启钊:《期货市场中央对手方:制度内涵与法律基础》,《法学家》2015年第4期,第59-61页。

对冲机制是实现期货交易对合约买卖的关键,期货合约价值正是通过不同时间对同一标的的相反交易而产生。以对冲结算差价机制为要素认定期货交易的优势在于,对冲机制不仅可以吸收合约标准化、集中竞价、电子撮合、无负债结算等形式特征,^[62]也更具弹性,能够涵盖委托返售或回购、无条件结算相反交易差额、第三方承诺转让接收或履约担保、根据基准价与合同价的差额进行圈链结算、通过付费无限期推迟交割等非典型情形。^[63]在场外开展的欠缺经济基础的期货交易依赖对冲机制博取价差收益,与投机赌博无异,具有非法性。

(三)豁免情形:善意对冲交易与专业投资者交易

即便某些场外交易符合期货交易考量要素,例如主体缺乏直接的风险管理需求,合约非特定化、可被替代而且采取了对冲机制,其中的善意对冲交易和专业投资者交易也应被豁免认定为非法交易。这两类交易在实践中较为普遍,但仍然体现宽泛的风险管理因素,相应豁免彰显对经济理性的认可。

第一,行业参与者之间进行既交收实物又结算差价的混合交易,可视为一定条件下为免除交收义务而作的履行变更,属于善意对冲,^[64]不应被认定为非法期货交易。《期货和衍生品法》第 4 条要求交易者参与的套期保值期货和衍生品交易与基础资产“基本吻合”而非完全对应,预留了善意对冲空间。除非投机因素能够明显被区分开来,场外混合交易不涉及重要公共利益时,应被豁免认定为非法期货交易,以保持规制体系弹性。实践中,由行业参与者组成的中远期交易市场在形态上介于现货市场与期货市场之间,交易机制往往具有混合性。例如,广西糖网允许根据买卖指令撮合远期对冲结算差价交易(通过合约转让实现),^[65]其客户为食糖产业链上下游企业,具备成为食糖期货交易所的条件。由于交易者均承受食糖价格波动的固有风险,这些交易依然符合经济理性,有助于行业生产经营、价格风险管理和资源优化配置。

域外法上,北海布伦特石油远期买卖合同包含混合交易结构,循环结算主体多达 150 个,交易标的总量远超实际可供交收数量,但交易者均从事石油相关行业,该交易因此被美国法院排除认定为期货交易。^[66]不同地区的判例也显示,谷物商之间基于基差价(期货价格减去现货价格)的混合交易不构成期货交易。^[67]与此类似,在交易目的、合约安排

[62] 参见叶林、钟维:《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 50 页。

[63] 此外,我国曾在 2007 年颁布实施的《期货交易管理条例》第 89 条规定保证金比例低于合约标的 20% 是认定变相(非法)期货交易的标准之一。保证金比例越低,杠杆效应越显著,对冲交易的投机性越强。然而,此类形式标准易被规避,且保证金功能在于担保履约,民商事交易主体当然可以在多种交易中约定担保。后续不再使用此标准认定期货交易,具有合理性。

[64] 善意对冲包括超出生产或消费需求但意在管理风险的情形。《中国外汇市场准则》(2021 年版)第 103 条将善意对冲交易豁免认定为市场不当行为。

[65] 《广西糖网食糖批发市场有限责任公司现货交易规则》(2011 年版)第 14-16 条。2013 年《商品现货市场交易特别规定(试行)》第 10 条允许按照法律法规的规定进行现货合同的转让和变更。

[66] See *Transnor (Bermuda), Ltd. v. BP North America Petroleum, Inc.*, 738 F. Supp. 1472 (S. D. N. Y. 1990); Elizabeth Ann Glass Geltman, *Daisy Chains and Hybrids: Regulating Crude Oil Contracts in the Service Economy*, 24 *Texas International Law Journal* 399, 403 (1989).

[67] 美国的典型案例参见 *Top of Iowa Coop. v. Schewe*, 324 F.3d 627 (8th Cir. 2003); 澳大利亚的典型案例参见 *Keynes v. Rural Directions Pty Ltd.*, Federal Court of Australia, [2009] FCA 567.

和交易机制皆存在混合的一起案件中,我国法院基于交易主体为电缆行业参与者、均需管理与其经营相关的特定风险——阴极铜价格波动,同时考虑到差价结算安排是协商一致的结果,最终认定此项混合交易不构成非法期货交易,^[68]具有合理性。

第二,对于处于中间形态的交易类型,即行业参与者与专业投资者开展的场外交易,纵然专业投资者意在投机获利并采取了非特定化合约和对冲机制,该交易亦不属于非法期货交易。专业投资者的投机行为主要受风险对冲和信息套利驱动,^[69]他们既有意愿又有能力承受价格波动带来的风险,相关参与提高了市场流动性,方便风险厌恶型行业参与者转移风险。在此意义上,套期保值交易与投机交易的耦合可以更好地实现风险管理目的。

金融机构等专业投资者在现代经济中扮演风险管理中介角色,应将其视为具有概括风险管理需求的参与者。^[70]将非法期货交易豁免规则适用于专业投资者并非放松监管,恰恰相反,专业投资者受到金融法严格规制。例如,《银行业金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》(2011年)规定商业银行经批准后可以参与套期保值类与投机类衍生品业务。在广受关注的“原油宝”案件^[71]中,商业银行作为做市商与自然人投资者进行场外衍生品交易,双方均非对冲固有风险,银行虽未履行投资者适当性管理等义务,但具有衍生品交易资质,该交易本身不属于非法交易。对于专业投资者开展的场外衍生品交易,2008年金融危机后的主流规制思路是采取中央对手方结算、提升交易透明度以控制系统性风险,但监管者并未将其一概非法化或全面纳入场内规制,^[72]保留了一定的自治空间。

五 非法期货相关交易的私法后果评价

在经批准的交易场所外,缺乏风险管理需求的交易主体约定在未来特定时刻以特定价格买卖商品,双方以非特定化合约对冲结算差价,交易具有非法性。评价非法交易的私法后果应当注重规范体系的融洽贯通,不仅须维护市场秩序、保护公共利益,亦应关注当事人的利益平衡并防止背信弃义。“纯粹投机与风险管理区分论”对认定非法期货相关交易私法后果的指引意义在于:场外交易中的风险管理因素应被认可,纯粹投机因素才是可责性来源,而且投机危害程度越大,可责性越高,相应的不利私法后果越严重。

纯粹投机交易本质上属于赌博。与赌博有关的行为包括促成赌博和参与赌博,法律对不同危害程度的赌博行为施加不同强度的规制。促成和参与营利性赌博受《刑法》和

[68] 本案中,合同约定买卖 320000 吨货物,实际交割 9267.232 吨,参见最高人民法院(2011)民二终字第 55 号民事判决书。

[69] See Lynn A. Stout, Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives, 48 *Duke Law Journal* 701, 735-740 (1999).

[70] Bank for International Settlements, Risk Management Guidelines for Derivatives, 28 July 1994, p. 3.

[71] “江某某诉中国银行股份有限公司南通钟秀支行合同纠纷案”(入选 2020 年全国法院十大商事案例)。

[72] See Lynn A. Stout, Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis, 1 *Harvard Business Law Review* 1 (2011).

《治安管理处罚法》严格规制,^[73]娱乐性赌博不受刑事或治安处罚。^[74]认定不同类型场外纯粹投机交易的后果,应借鉴赌博规制理念考察危害程度差异,细化效力认定的规范依据和解释路径,促进统一的法律适用。

(一) 场外平台类纯粹投机交易

以大宗商品电子平台交易为代表的场外平台类期货交易通常包含三类业务:组织交易、为交易提供经纪服务和做市服务。^[75]这些业务共同构成的纯粹投机交易涉及促成营利性赌博,同时违反《期货和衍生品法》的规定,产生法律依据的竞合适用。由于该法更具针对性,宜依据该法评价私法后果。

1. 法律规范目的

《期货和衍生品法》对组织期货交易实行特许制。该法第 11 条第 1 款规定期货交易在场内采用公开的集中交易方式进行,第 2 款禁止在期货交易场所外进行期货交易,第 136 条设置了相应的行政罚则。同时,该法对期货经纪和做市业务实行核准制,第 63 条和第 132 条规定了未经核准经营期货业务的禁止性规范及行政罚则。因此,包含了组织、经纪和做市业务的场外平台类期货交易直接违反该法的上述规范。

认定违反法律禁止性规范的交易效力应依据《民法典》第 153 条第 1 款予以判断:“违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效。但是,该强制性规定不导致该民事法律行为无效的除外。”《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》(法释[2023]13 号,下称“《民法典合同编通则解释》”)第 16 条阐释了如何基于规范目的适用该条的但书条款。《期货和衍生品法》禁止开展场外平台类期货交易的规范目的在于维护金融市场秩序和保护公众投资者,具有重要意义,《民法典合同编通则解释》第 16 条的违法无效例外条款不应适用于场外平台类期货交易。

其一,期货交易具有杠杆性,风险波动频繁,组织场外纯粹投机期货交易未受严格监管,极易滋生欺诈、市场操纵、资金挪用等问题,严重影响社会公共秩序。其二,规范意旨不仅在于维护期货特许经营管理秩序,也在于防范公众客户的财产利益在制度约束外的不透明、不公平交易环境中受损。其三,此规定不属于内部管理规定,客户作为交易相对方也应当知情(客户负有核查交易资质的注意义务),而且该规定意在保障客户交易安全。其四,为实现规范目的,公法责任需要私法配合以补强规制效果。否则,单纯依靠公法责任难以遏制变相组织和经营期货业务的行为,以致合法期货交易场所无法发挥集中交易优势,丧失价格发现和资源配置功能。以上论述也符合金融特许经营资质要求属于可否定合同效力的强制性规定的共识。^[76]

[73] 《刑法》第 303 条第 1 款规定的赌博罪是“以营利为目的,聚众赌博或者以赌博为业”,第 2 款规定了开设赌场罪的刑罚。《治安管理处罚法》第 70 条规定“以营利为目的,为赌博提供条件的,或者参与赌博赌资较大的”应受行政处罚,构成营利性赌博的赌资标准由各省市单独立法制定。

[74] 2005 年《最高人民法院、最高人民检察院关于办理赌博刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第 9 条、2005 年《公安部关于办理赌博违法案件适用法律若干问题的通知》第 9 条。

[75] 一般认为,组织交易指组织者为促成交易提供合同文本、订约场所、报价规则、资金结算等服务并收取费用;经纪服务指经纪商代理客户交易并收取费用,交易后果归客户承担;做市服务指做市商提供双边报价和交易对手方向,交易后果归自己承担。

[76] 1999 年《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释(一)》第 10 条、2017 年《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》第 21 条、2019 年《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 30 条。

2. 效力认定与后果

按照《民法典》第 153 条第 1 款“违法无效”转介条款及其后果指示,场外平台类期货交易因违反法律强制性规定无效。由于经纪和做市交易包含于组织交易之下,每一笔交易均是平台交易的组成部分,因此各交易也分享组织交易的非法性,应被一体评价为无效。平台机构与会员单位或相互独立或存在代理关系,^[77]但法律关系差异仅影响两者的诉讼地位和责任归属,不影响合同效力认定。

对于合同无效后的责任配置,应适用《民法典》第 157 条规定的财产返还与过错赔偿制度。由于组织交易、经纪服务和做市交易均违法无效,平台运营机构与会员单位向客户收取的手续费、介绍费、延期费等各项费用应予全部返还。对于客户交易损失,充当交易对手方角色的平台机构或会员单位承担财产返还责任。同时,鉴于客户应担负一定的注意义务,例如核查平台与会员单位资质、关注交易风险,应由裁判者酌定客户在过错范围内承担适当比例(宜少于 50%)的损失。

无效返还制度旨在使交易目的落空,其内嵌的过错赔偿制度体现缔约过失责任,^[78]可以弱化“非法=无效=返还”规则的僵硬性,并发挥道德风险控制功能,体现诚实信用原则的实质适用。一方面,零和博弈中客户亏损源于偶发事件及其基于价格预期安排的投机行为,但平台与会员单位缺乏期货经营资质与客户亏损之间存在条件因果关系(若平台未违规经营,客户不会进入交易产生亏损);另一方面,判定返还全部损失反而产生扭曲的激励效果,即客户获益不主张合同无效,客户亏损则主张合同无效以期获得赔偿,背离法律维护诚信的初衷。

(二) 场外协议类纯粹投机交易

场外协议类交易通过个别谈判达成,无平台组织,也不包含经纪和做市交易,不属于《期货和衍生品法》第 11 条的规范射程。相关交易的后果认定应参照赌博效力评价体系,根据危害程度区分规范依据,贯彻比例原则的运用。

1. 具有严重危害性的协议交易

场外协议类纯粹投机交易缺乏正当交易目的,仅以标的在不同时间的差价作为财产转移依据,不产生风险管理、价格发现和资源配置等正面效应,反而引发纯粹投机的负面效应,本质上属于参与营利性赌博,造成严重危害的应否定其效力。域外有立法例将对冲结算差价的买卖合同规定为赌博而明令禁止,除非相关交易获得特许或豁免。^[79]我国未作此明文规定,但前述《治安管理处罚法》第 70 条关于营利性赌博的规范可予适用。该

[77] 司法实务存在一定的分歧,参见宋毅、熊静:《非法期货交易纠纷法律适用问题研究》,《人民司法》2020 年第 22 期(主张根据交易角色区分法律关系);朱瑞、祝或:《非法期货交易的认定标准及责任承担》,《人民司法》2022 年第 32 期(主张平台为实际控制人)。本文认为根据实际情况区分认定更为合理。

[78] 参见叶名怡:《〈民法典〉第 157 条(法律行为无效之法律后果)评注》,《法学家》2022 年第 1 期,第 185 页。

[79] 例如,《菲律宾民法典》第 2018 条规定当事人不具有交付意图,仅结算合同价与交付日市场价差额之合同无效。日本《商品期货交易法》(「商品先物取引法」)第 329 条(“行情赌博行为的禁止”)规定不得在场外利用商品市场行情实施收受差额货币为目的的行为。《德国民法典》第 762 条规定了赌债非债条款,但不适用于《证券交易法》(Wertpapierhandelsgesetz)第 99 条的金融衍生交易。

条虽未使用“禁止”类表述,但行为+罚则的规范结构体现了禁止性规范的意涵。

判断场外协议类纯粹投机交易的危害程度应根据具体情境展开,不能停留于粗疏的政策考量。如果交易涉及金额较大,杠杆率较高,交易时间较长,交易频次较高,涉及人数较多甚至形成长链条连环交易,参与主体均非相关行业参与者或专业投资者,整体交易完全不存在风险管理因素,则纯粹投机程度较高。此类交易将导致自然人陷入贫困,商事组织股东和债权人等利益相关方承受非理性风险,社会遭受资金机会损失与投机的负面影响,尤其是资金空转未服务实体经济,投机因素蔓延引发相关基础资产价格无序波动,带来较为严重的社会危害。

禁止营利性赌博既是法律强制性规定,也是公序良俗的内涵,^[80]其规范目的在于保护善良风俗、维护家庭和社会安定秩序,并在经济层面防范无价值的随机财富分配扰乱正常市场秩序。对于严重危害行为,应尽量避免私法与公法的评价冲突,以维持法秩序的内部自洽和协调统一。营利性赌博的合同内容本身违法,所产生的债不是法律上的债,学理上对此类行为的无效评价也无疑问。^[81]场外大额协议交易属于双方违法,当事人均为纯粹投机,其共同的赌博动机更具有可责性,^[82]符合《民法典》第 153 条第 1 款的原则,交易因违反《治安管理处罚法》的强制性规定而无效。^[83]但须特别指出,按照《民法典合同编通则解释》第 16 条的精神,裁判者应秉持审慎理念,仅在交易达到严重危害程度时才可判定无效。

就法律责任而言,场外协议类纯粹投机交易涉及的法律关系较为简单,当事人地位较为对等,同时双方均违法,合同无效后当事人应互负返还义务。无效返还制度虽然导致一方违法获利,但能够防止亏损方陷入贫困,并可挫败双方交易动机。为彰显法律的否定性评价功能,获益方应向亏损方返还获益。如果一方存在明显过错,如劝诱或主导投机交易,可酌情适用过错赔偿制度。

2. 不具有严重危害性的协议交易

如果涉及金额较小、杠杆因素不明显、投机程度较低,场外协议类交易不具有严重危害性,类似于参与娱乐性赌博,仅为轻微背俗行为。这类协议交易尽管不违反法律强制性规定,但仍为不符合豁免情形的纯粹投机交易,至少不应鼓励。根据《民法典合同编通则解释》第 17 条,对于轻微背俗行为,“不应当认定合同无效”,由此存在认定有效或其他处理方式的可能。完全有效的认定将赋予交易可履行性,鼓励当事人通过法律手段挽回在受谴责交易中的损失,有悖正义观念。学理上,对此类债因较弱的轻微背俗行为存在非债、自然债务或不完全债务等主张,但各类理论构造在结果上均支持相关债务未履行的不

[80] 参见王利明:《论合同违背公序良俗——以〈合同编解释〉第 17 条为中心》,《求是学刊》2024 年第 3 期,第 92 页。

[81] 参见施鸿鹏:《自然债务的体系构成:形成、性质与效力》,《法学家》2015 年第 3 期,第 114 页;李永军、李伟平:《论不法原因给付的制度构造》,《政治与法律》2016 年第 10 期,第 122 页。

[82] 学理讨论参见戴孟勇:《法律行为与公序良俗》,《法学家》2020 年第 1 期,第 27-30 页。案例参见河北省唐山市中级人民法院(2019)冀 02 民终 6338 号民事判决书、河北省唐山市中级人民法院(2020)冀 02 民终 1834 号民事判决书(法院判定双方当事人就钢材价格涨跌对赌的交易无效)。

[83] 存在法律强制性规定时,不适用公序良俗条款,参见最高人民法院民事审判第二庭、研究室编著:《最高人民法院民法典合同编通则司法解释理解与适用》,人民法院出版社 2023 年版,第 204 页。

得请求强制执行、已履行的不得请求返还。^[84]

对轻微背俗行为采取驳回诉讼请求的处理方式更为适宜。娱乐性赌博虽不具有严重危害性,但违反一般道德观念和良好社会风气,司法不应对其效力进行评价(属“愿赌服输”的道德规范调整范畴),仅应处理财产归属关系:不承认行为本身产生任何法律上的权利义务(防范因赌博产生财产损失),但当事人已交付的财产不能请求返还(不阻止自力履行道德债务)。^[85] 排除给付请求权或返还请求权、拒绝提供司法救济的民事制裁介于有效认定与无效认定之间,宜适用于处在法律调整与道德规范过渡地带的轻微背俗行为,以体现法律评价的均衡性。

在场外协议类小额纯粹投机交易中,当事人对标的价格预期能力相对平衡,即财产转移的不确定性对双方而言不相上下,且双方在缔约时理应知晓交易规则已对风险分配和财富盈亏结构作出明确界定。如无特别情形(因欺诈、胁迫、认识错误等导致的意思表示不自由、不真实),法律无需对某一方进行倾斜性保护,也不应在标的价格异常变动时适用情势变更、显失公平等原则进行合约救济。同时,基于缔约威慑、挫败交易动机及惩戒背信的需要,对此类小额纯粹投机交易不予提供司法保护是最简便适宜的做法。法院应驳回当事人诉讼请求——未履行的不得请求强制执行、已履行的不得请求返还。

六 结 语

规制期货交易的动因在于控制投机的负面效应、鼓励风险管理等正面功能,以服务实体经济。在射幸类交易规制逻辑下,非法期货与合法现货的界分应关注交易中的纯粹投机与风险管理因素。场外期货交易非法性认定的核心标准是交易目的在于纯粹投机,考量要素是交易主体缺乏标的相关行业背景或概括的风险管理需求,合约非特定、可替代,采取对冲结算差价机制。但善意对冲交易与专业投资者交易应被豁免。在私法后果上,应摒弃简单套用司法公式的做法,对不同交易类型的效力层次及其规范依据展开详细判定。场外平台类纯粹投机交易涉及促成营利性赌博,同时违反《期货和衍生品法》强制性规定,相关组织交易、经纪交易和做市交易应被评价为无效,并适用财产返还与过错赔偿制度。场外协议类纯粹投机交易具有严重危害性的,涉及参与营利性赌博,合同无效,获益方向亏损方返还财产;不具有严重危害性的,则为轻微背俗,合同欠缺可履行性。

当然,“纯粹投机与风险管理区分论”仅提供了非法场外期货交易的司法认定进路,留下了一些重要的未尽议题——如何把握投机风险的容忍尺度,金融衍生品的特殊性如何影响风险管理因素的识别,司法认定标准与监管认定标准如何协调和衔接等。尽管如此,运用此理论分析场外商品期货交易的性质和后果不失为一项有益尝试。本文期待通过厘清非法期货与合法现货的实质区分逻辑,明确非法性认定的标准和私法后果,推进理论及实践共识的形成。

[84] 参见冯洁语:《论赌博借贷的民法教义学构造——以从赌博到赌博借贷的公私法体系透视为线索》,《法律科学(西北政法大学学报)》2020年第4期,第143页。

[85] 参见李永军:《自然之债源流考评》,《中国法学》2011年第6期,第92页。

The Illegality and Private Law Effects of Off-exchange Futures Transactions: Pure Speculation vs. Risk Management

[**Abstract**] Determining the illegality and private law effects of futures-related transactions poses a significant challenge for civil judges. The distinction between illegal futures transactions and legal forwards is crucial for the proper application of law and the stability of the financial market. The prevailing judicial practice, which deems off-exchange futures transactions illegal and invalid, is problematic and fails to ensure the uniform application of law. The holistic approach underpinning this practice has not provided a satisfactory method for delineating the boundary between illegal futures and legal forwards. In contrast, the “pure speculation vs. risk management” approach offers a more coherent framework that aligns with the regulatory rationale of aleatory contracts and the imperatives of economic development. The complexity of determining the legality of off-exchange futures transactions lies in the nuances of the transaction’s purpose and structure. Transactions designed solely for speculation without any underlying risk management or hedging purpose are more likely to be deemed illegal. This is because such transactions do not align with the fundamental purpose of futures market, which is to provide a platform for price discovery and risk management rather than for speculative gains. The “pure speculation vs. risk management” approach emphasizes the importance of the transaction’s intent and structure. A transaction structured in a way that serves a legitimate risk management purpose, such as hedging against price fluctuations, is more likely to be considered legal. This is in line with the regulatory rationale that supports the use of futures and derivatives markets for hedging and other risk management activities as stated in the Futures and Derivatives Law of the People’s Republic of China. An illegal futures transaction is an unauthorized buying and selling of commodities at a specific price at a specific moment in the future. It aims to speculate off the exchange and has three key attributes: lack of risk management needs, non-specific contract terms, and reliance on hedging mechanisms. However, *bona fide* hedging and transactions involving professional investors should be exempted. In terms of private law effects, platform-mediated speculative transactions are invalid due to their facilitation of profit-oriented gambling and contravention of mandatory provisions of the Futures and Derivatives Law. If an interpersonal speculative transaction is significantly harmful, it constitutes participation in profit-oriented gambling, and the contract is invalid; if it is not significantly harmful but resembles participating in recreational gambling, it constitutes a minor violation of public order, and the contract lacks enforceability.

(责任编辑:余佳楠)