

期货保证金法律制度创新研究^①

张美玲

(重庆大学 法学院,重庆 400045)

摘要:期货保证金法律制度是期货市场风险管理的首要制度。目前,我国期货保证金监管行政化色彩过浓,静态保证金制度难以适应期货品种增多、投资者规模扩大的现状,场外交易中的履约保障安排遭遇破产法、担保法的挑战。改革路径上,应在遵循审慎原则和机会成本最小化原则的基础上,确立以期货交易为核心的保证金监管主体地位,逐步建设动态交叉保证金制度,并构建与民商法体系协调的场外交易担保规则。

关键词:期货保证金;交叉保证金;转让式履约保障

中图分类号:D912.29

文献标志码:A

文章编号:1672-7835(2015)03-0068-06

Research on Legal System Innovation of Futures Margin

ZHANG Mei-ling

(School of Law, Chongqing University, Chongqing 400045, China)

Abstract: The legal system of futures margin is the first system of the risk management in futures market. Currently, the futures margin supervision has much administrative characteristic, and the static margin system is difficult to adapt to the current situation of the increasing futures varieties and the scale of the investors. Furthermore, the security arrangements for performance of OTC trading have encountered the challenge of bankruptcy law and guarantee law. We should take the following measures by observing the principle of prudence and opportunity cost minimization principle, i. e. to take the futures exchange as the core of the margin supervision body status, to construct a dynamic cross margining system step by step, and to construct a coordination system between civil and commercial law and the OTC collateral rules.

Key words: futures margin; cross margin; the transfer of security for performance

“衍生品市场提供了管理风险、发现价格、降低成本、提高流动性、卖空和使市场有效的方法。”^[1]¹¹期货作为衍生品家族中的一员,自1865年芝加哥交易所确立标准化合约以来,为现货市场提供价格“风向标”,对投资者进行套期保值发挥了不可估量的作用。保证金被誉为期货创新中的“三件大事”^[2],是指期货交易按规定缴纳的现金或者提交的价值稳定、流动性强的标准仓单、国债等有价值证券,用于结算和保证履约。我国法学界关于保证金制度的研究始于20世纪末期,学者们主要关注期货保证金的法律性质、法定形式、挪用保证金的罪行确定等问题,而当前我国期货保证金制度仍存在许多问题,如监管过于行政化、保证金收取静态化、场外交易履约保障与我国民商法体系存在冲突。作者正是站在制度创新的视角,探索构建保证金交易所一线管理制度、交叉保证金制度、场外交易金融担保规则,以期对推动制度建设有所裨益。

① 收稿日期:2014-09-22

基金项目:国家社科基金西部项目(13XFX022)

作者简介:张美玲(1976-),女,湖南宁乡人,博士生,讲师,主要从事经济法学研究。

1 期货保证金法律制度的确立原则

Roger McCormick 以“一个新产品或服务的市场是一个消费者市场还是一个专业人士的市场”作为评估风险的标准^{[3]241},期货作为金融创新的复杂产品,是一种“具有魔力的工具”^{[1]12},当价格发生较小变动时,投资者有可能遭受巨大的损失或获得巨大的利益。作为期货市场风险控制的“第一道门槛”,保证金法律制度的确立,应遵循审慎原则和投资者机会成本最小化原则。

1.1 审慎原则

根据国际清算银行的定义,所谓宏观审慎政策是指运用潜在金融工具,为达到促进金融系统稳定目的而制定的所有政策^[4]。理论界关于审慎监管概念的探讨,大致有以下三种。一是银行业稳定说,如传统观点认为系统风险的爆发主要由银行而非其他金融机构引发。二是宏微观比较说,如“宏观审慎监管是与微观审慎监管相对应的,是从金融体系整体而非单一机构角度实施的监管,其目的是防范和化解系统性风险。”^[5]三是宏观经济配合说,如“金融体系的稳定性与宏观经济政策的关系更为密切,……因此更应该将宏观审慎延伸到更广的层面上予以考察。”^[4]上述三种观点折射出审慎原则界定的立足点不同,考察的领域就会有差异,从个别金融机构——银行业——整个金融业——宏观经济,呈发散趋势。本文认为,审慎原则是整个金融行业监管的原则,而金融法律制度的创建应在宏观审慎框架下搭建。

“担保安排”是宏观审慎工具的一种类型^[4],在期货市场,表现为期货合约的保证金规则。虽然期货保证金的法律性质素有“违约金说”“定金说”“抵押说”“质押说”之争^[6],但其担保履约的性质毋庸置疑。保证金合约条款的拟定、保证金比例与数额增减、存管等均应以期股市场稳定为目标,防止系统性金融风险的爆发。

1.2 机会成本最小化原则

从经济资源的稀缺性这一前提出发,机会成本是指某一市场主体所获得的一定数量的产品收入,是以放弃用同样的经济资源来生产其他产品时所能获得的收入作为代价的^{[7]127}。如果从价值形态来看,机会成本可表述为:既定资源被使用于特定用途而放弃的在其他各种可能用途上的最大收益^[8]。在法学界,金融监管目标围绕金融稳定与投资者(金融消费者)利益保护二者孰先孰后,形成了如下不同的派别。金融稳定优先派认为,保障金融机构的稳健运营无疑是审慎监管机构的首要职责,历史证明,消费者保护的地位一直低于审慎监管^[9]。投资者保护优先派认为,我国应制定一部投资者友好型的《期货法》,投资者保护应成为首要立法宗旨^[10]。Chelsea P Ferrette 则是平等保护说的代表,认为最理想的证券监管目标是同时降低系统性和投资者的风险,而不在二者间做出取舍^[11]。笔者主张金融稳定优先,这是因为我国期货市场起步较晚,市场发展并非成熟,1995 年“327 国债期货事件”使国债期货“沉睡”了 18 年,直到 2013 年才重新批准上市,对金融期货市场的打击很大,而不单是某个投资者利益受损的问题。

因此,保证金水平的设定应在优先保证投资者履约的基础上,又尽可能使机会成本达致最低。因为保证金比例越高,投资者交易成本越大,“以小博大”的投资信心容易受损。因此,保证金制度的具体设计,应尽可能从静态过渡为动态,实现跨品种保证金账户资金的融通与抵销制度。

2 期货保证金监管权限的法定化

经考察《期货交易管理条例》,保证金监管法律制度的重要性可见一斑。该法第六章“监督管理”与第七章“法律责任”共有 35 条,保证金条款为 15 条,占比高达 43%。保证金监管主体涉及国务院期货监督管理机构、期货交易所、期货保证金安全存管监控机构、期货保证金存管银行等多方主体,监管权能包括初始保证金水平设定、调整权限、安全存管等复杂问题。

保证金水平设定不仅是技术问题,更是一个法律问题。在技术上,保证金设定时通常运用 SPAN、TIMS 等保证金计算系统^[12];在法律上,保证金水平确定权限既要考虑到期货市场运行的安全性,又要考虑期货市场监管成本。

世界各国或地区在保证金水平设定权限上,可以划分为两类:一是交易所自律管理型,二是期货监管机构核准型。前者立法中多见,如德国《欧洲期货交易所规则》规定期货交易所管理委员会有权批准期货合约在德国欧洲期货交易所进行交易,并决定期货交易的开始、中止、废止^{[13]137}。又如美国《纽约商品交易所规则》第4章第4条规定,管理委员会或者其代理应设立并宣布会员公司为客户需要设置保证金的最低数额,并且可以在任何必要的时候改变保证金的数额^{[13]152}。此外,新加坡衍生品交易所交易规则规定,在期货交易的不同阶段,交易所制定合适的保证金水平。后者如我国台湾《期货交易法》第10条规定,期货交易契约非经主管机关核准,不得在期货交易所交易,第15条期货交易所业务规则绝对必要记载事项第四款规定了保证金计算方法,但其订立及变更,应经主管机关核定。

而我国,既非交易所自律型,也非期货监管机构核准型。我国保证金水平设定主要体现在《期货交易管理条例》第12~13条。如第12条规定,当期货市场出现异常情况,需要提高保证金时,期货交易所可以按照其章程规定的权限和程序,决定采取紧急措施,并应当立即报告国务院期货监督管理机构。在期货合约上市、修改或终止上,该法第13条规定应当经国务院期货监管机构批准。由此可见,我国的监管体制是以期货监督管理机构为主,辅之以期货交易所自律管理。这种监管模式有如下不足:(1)期货交易所的自律管理权限非常有限,难以适时、快速、高效地应对期货市场行情变化;(2)虽然第12条规定提高保证金由期货交易所自行决定,但附带了立即报告证监会的义务;(3)并不能必然得出降低保证金由期货交易所自行决定的结论,因为第13条规定期货合约的修改应当经证监会批准,而保证金条款是合约的核心内容。

有学者认为应由期货公司确定相应的保证金率^[14]。其理由为:保证金水平应与市场风险程度相匹配,由法律法规对保证金率进行统一规定,缺乏灵活性,难以满足市场需求。进而认为,法律只应规定保证金的上下限,适度“放权”。笔者认为,此观点虽注意到了期货公司位于期货交易的第一线,对行情了如指掌,有其独到的优势,不过我们也应注意,截至2014年初,全国共有158家期货公司^[15],数量众多的期货公司质量参差不一^[16],若将保证金监管权下放,部分期货公司由于内部风险控制与专业人员匮乏等原因恐难担当此任。同时,与期货交易所非营利性特点不同,期货公司是依《公司法》设立的营利性法人,自身利益与客户利益的冲突容易驱使其损害客户利益,或者与客户共谋获得共同非法利益,近年来频发的期货保证金案例已充分说明了这一点,如2008年李某贪污、受贿案,1996年莫某诉梧州地区太阳商品交易代理有限公司返还期货保证金案。另据上海法院受理的一审期货案件统计,从纠纷主体来看,主要是期货公司和中小投资者之间发生的纠纷^[17]。期货公司监管者与交易者一身二任,必将问题纷呈。

正由于“违规行为的发生只需瞬间完成”^{[18]102},笔者认为,当前我国宜区分市场交易“内——外”两个环节分别确立监管主体。具体而言,在市场交易“外”环节(期货品种上市、上市叫停或撤销)由国务院期货业监督管理机构决定(此时,期货品种附带的保证金条款自然生成或消失),市场交易“内”环节由期货交易所决定,换言之,期货合约存续过程中保证金条款的修改权利,保证金存管使用时对期货公司的监控权(监控是否存在混码、透支、挪用与私吞保证金情形)全部赋予期货交易所,这一过程应囊括从合约订立——合约有效期——合约交割的整个过程。

从保证金调整的实践操作来看,这一改革已经积累了经验,并初见成效,应该在即将出台的《期货法》中予以法定化,使期货交易所的实践操作有正当的法律授权。据笔者统计,从1995~2014年4月将近20年间,共有64次保证金比例调整,调整主体主要为大连商品交易所(19次),中国金融期货交易所(17次),上海黄金交易所(14次),上海期货交易所(11次);而证监会仅2次(1995、2000年各1次),深圳证券交易所仅1次(1995)。结合20年来期货实践操作经验,考虑到期货市场规模的初步成型,又受当前期货公司发展参差不齐的掣肘,在证监会、期货交易所、期货公司、证券公司四个主体中,最终遴选出期货交易所并赋予其交易环节“全程”保证金监管权限,是我国未来(至少10年)期货立法的必然选择与出路。

3 交叉保证金法律制度建设

交叉保证金,又称组合保证金,是指一个投资者在不同的期货品种或签约交易所之间的组合投资所缴纳的保证金可以一定程度上相互抵销,是基于期货产品市场相关性而形成的一种跨市场保证金制度。交叉保证金制度始于 1989 年,由芝加哥商业交易所、美国财政部货币监理局、纽约结算公司三方联合签署相关协议,对指数产品推出。与传统保证金法律制度相比,有如下特征:(1)动态性。从期货产品技术开发角度来看,保证金设置方法可以划分为策略基础保证金和风险基础保证金^[19]。策略基础保证金是传统保证金类型,呈静态状,保证金与市场价格挂钩,不考虑各种投资在市场中的风险相关性;而风险基础保证金在计算组合投资保证金时,依据为风险价格,而非市场价格,并且密切关注市场的波动性以及各种投资的相关性。(2)跨市场性。传统保证金制度只关注单一期货品种的市场行情,而交叉保证金则是跨越期货品种或期货交易所的新型制度,其更为复杂,保证金测算结果与市场风险度更为接近,由于能在不同期货合约之间实现保证金抵销,投资者进行套期保值的机会成本更小。

当前,动态组合保证金制度已经成为国际期货市场交易发展的趋势^[20]。2014 年 8 月中国金融期货交易所已经为股指期货上市研究推出策略组合保证金制度,而法学界对组合保证金制度鲜有问津。在我国,交叉保证金的推行,不是简单地写入法律条文即能完成法律制度创新。在笔者看来,至少应促成如下基础性法律制度的生成。

一是建立统一结算法律制度。2012 年《期货交易管理条例》第 34 条规定,“期货交易的结算,由期货交易所统一组织进行。”这一规定实则由各期货交易所自己设立结算部门完成清算业务,属于典型的封闭式的内部结算模式,从而限制了跨交易所之间的保证金结算融通。例如,结算会员需在四家期货交易所的保证金账户上存入足够的资金,以开展不同期货品种的交易,重复开户、资金不能即时调用,自然降低了资金的使用效率。虽然该法第 83 条“国务院期货监督管理机构可以批准设立期货专门结算机构”留出了创设外部结算机构的空间,但截至目前尚未组建统一的清算所。有学者提出以我国 2006 年组建的期货保证金监控中心作为过渡型结算主体,增加其结算功能,远期目标则应建立中央期货结算公司^[21]。这一建议有可取之处,能减少制度变迁的阻力与资本市场动荡,但分“两步走”的战略涉及的机构改革、人员调整、资金划拨、信息外溢等问题异常复杂。笔者认为可以借鉴我国证券市场的做法,参照 2001 年全国性证券登记结算机构的组建方案,由四家期货交易所共同出资(股权均为 25%)组建期货结算有限公司,性质定位为独立的非盈利性公司法人,并在上海、大连、郑州、北京设立分公司,实现内部结算机构→外部结算机构置换的一步到位。同时,出台《期货登记结算管理办法》并重点对保证金存管、结算规则以及应急处理预案进行规定。

二是组合保证金跨市场领域的划定。市场的跨度越大,技术开发难度、风险控制难度越大。保证金组合设计时,选择哪些期货产品,跨越几家期货交易所,应深入分析市场相关性,慎重处理。截至 2014 年 9 月,在我国期货市场共有 44 个期货品种上市,其中商品期货 42 个,金融期货 2 个。数目众多的期货品种的组合,宜分步渐进式进行,确保金融风险可防、可控。具体如下:(1)同一期货交易所同类期货初阶组合,如在上海期货交易所,可以区分有色金属类(铜、铝、锌、铅、螺纹钢、线材、热轧卷板)、贵金属类(黄金、白银)、能源类(燃料油、石油沥青)等进行组合;(2)跨交易所同类期货进阶组合,如能源类期货,可以选择上海期货交易所的燃料油、石油沥青,大连商品交易所的焦炭、焦煤,郑州商品交易所的动力煤等 5 个品种进行组合设计保证金;(3)跨交易所商品期货与金融期货的高阶组合,这类只适合在上海期货交易所的贵金属(黄金、白银)与中国金融期货交易所的沪深 300 指数以及国债期货之间组合。每一过程都需 3~5 年的操作实践,完成初阶至高阶的期货保证金组合过渡,至少需要 6~10 年的时间。立法上,可在《期货法》中原则性规定期货交易所可以实施组合保证金,并授权期货业协会制定自律规则,名称可采用《期货交易所组合保证金操作指引》,对组合保证金实施原则、品种组合、保证金比例确定方式、收取方式等问题进行规定。

4 期货场外交易保证金法律制度的协调化

依交易市场不同可以将期货交易划分为场内交易和场外交易^[22]。作为对冲风险、投机与套利的重要金融工具,期货场外交易通常没有标准化合约,而是根据买方需要订立条款,经谈判或通过金融中介完成交易。中央对手方(结算中心)的缺位,因场外交易合同违约产生的各种问题容易产生,而信用风险是交易者面临的最大风险。2004年中航油石油期权交易5.5亿美元亏损案,2008年海升果汁控股公司与摩根士丹利外汇掉期合约案,均涉及场外交易中因担保金额不足遭遇仓或强制平仓的情形。

担保安排在场内期货交易中为“保证金规则”,在场外交易市场,国际掉期与衍生交易协会(ISDA)2002年主协议称之为“信用支持制度”,我国《银行间市场金融衍生产品交易主协议(2007)》(简称NAFMII主协议)以及《证券期货市场场外衍生品交易主协议》(2014)均称为“履约保障安排”。场外期货交易面临的担保问题主要为担保类型选择与担保法、破产法的冲突。

首先,应解决行业自律规范与担保法的冲突难题。目前场外交易主要有两种担保类型:以《纽约法下信用支持附件》(NYCSA)为代表的担保权益型和以《英国法下信用支持附件》(ECSA)为代表的所有权转让型。二者的主要区别为所有权归属不同,NYCSA的所有权属于提供“合格信用物”一方,而ECSA的信用物所有权转移给受让方。我国NAFMII主协议也规定了质押式履约保障和转让式履约保障两种方式。《证券期货市场场外衍生品交易主协议》则只是一般性地提到履约保障协议,没有作类型区分,是否可以参照NAFMII规定执行,笔者认为二者并没有直接约束力,因为二者同属行业自律性规范,都为非正式法律文件,效力级别没有上下之分。但从业务类型来看,银行间市场金融衍生品交易与期货交易同属于金融衍生交易,二者具有通约性;进一步说,场外交易协议可以由双方协商,故可以约定担保类型。如果交易双方签署质押式履约保障协议,因其担保物的所有权不发生转移,与担保法的要义几近相同;如果签署转让式履约保障协议,因受让方享有担保物的使用、处分、变现抵债的权利,故而与担保法上不得发生“流质”存在实质性冲突,案件一旦提交法院,判决结果难以确定。一旦守约方败诉,则利用期货套期保值的风险管理愿望就会落空,这将背离期货产品的基本功能预设。改革的路径上,可以借鉴美国1952年《统一商法典》第九编将“让与担保”合法化的做法,修改我国担保法第66条,或专章规定场外金融衍生品“让与担保”形式,使我国衍生品立法与国际接轨。

其次,应明确破产时担保品有效性问题。与场内衍生品实行逐日盯市不同,场外衍生品由于缺少中央对手方,交易私下进行,当事人可以约定以周、月、季等作为结算周期,通过估值日计算出信用风险敞口(公允市场价值),从而决定“信用支持物”由谁提供以及金额大小。可以说,“信用支持物”呈现出按照市场的变化而在当事人之间往返、增减的现象^[23],其金额是变动不居的。这与我国《破产法》第75条以及31条形成冲突。如《破产法》第75条规定重整期间担保权应暂停行使,这一规定会直接影响到担保权益型履约保障的操作与实现,使履约保障品接收方的权利行使受阻,如无法办理现金过户或债券登记手续。又如,《破产法》第31条规定,法院受理破产申请前一年内债务人不得无偿转让财产、对没有财产担保的债务提供担保,否则管理人可以行使撤销权。但依场外交易规则,期货合约价格并不固定,在估值日计算出来的价格可能高于初始价格或前一估值日价格,从而导致交易方信用支持品的增加,如果正好发生在破产“临界期”之内,转让式履约担保与“禁止偏颇性清偿”形成冲突。问题的解决需要破产法理念的更新,针对正在形成中的“金融担保规则”,民商法体系予以吸收与接纳^[24]。如我国台湾地区“破产法”第79条以“承诺担保不受限制”有效地解决了这一冲突。

5 结语

根据《全国人大常委会2014年立法工作计划》,期货法已进入预备立法阶段。保证金法律制度如何适应新的国际形势,并在我国即将出台的“期货法”中予以法定化,是亟待探索的新领域。作者提出的建立交易环节交易所一线管理制度、动态交叉保证金制度以及民商法框架容纳下的场外履约担保规则,是对期货保证金法律制度创新的一种尝试。

参考文献:

- [1] 唐·钱斯. 衍生工具与风险管理[M]. 丁志杰, 郭凯, 译. 北京:机械工业出版社, 2010.
- [2] 王斌. 建立和完善我国期货保证金制度的若干法律问题[J]. 法律科学, 1995(1): 88-94.
- [3] Roger McCormick. 金融市场中的法律风险[M]. 胡滨, 译. 北京:社会科学文献出版社, 2009.
- [4] 张健华, 贾彦东. 宏观审慎政策的理论与实践进展[J]. 金融研究, 2012(1): 21-24.
- [5] 方会磊, 钟良. 宏观审慎监管“中国策”[J]. 财经, 2009(20): 6.
- [6] 方芳, 牛文通. 浅析期货保证金的法律性质[J]. 中外法学, 1997(2): 121-122.
- [7] 高鸿业. 西方经济学(微观部分)[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2011.
- [8] 王国顺. 机会成本的内涵及在经济决策中的运用[J]. 技术经济, 1999(3): 56-58.
- [9] 岳彩申, 张晓东. 金融监管制度发展的新趋势——消费者保护与审慎监管的分离[J]. 上海财经大学学报(哲学社会科学版), 2011(3): 25-33.
- [10] 刘俊海. 制定一部投资者友好型的《期货法》[N]. 期货日报, 2014-07-30(3).
- [11] Chelsea P. Ferrette. The Myth of Investor Protection: the Dodd - Frank Act and the Office of the Investor Advocate[J]. Journal of Business & Securities Law, 2011(Fall): 96.
- [12] 鲍建平. 国内外期货市场保证金制度比较研究及其启示[J]. 世界经济, 2004(12): 65-69.
- [13] 上海期货交易所“境外期货法制研究”课题组. 德国期货市场法律规范研究[M]. 北京:中国金融出版社, 2007.
- [14] 朱大旗. 完善我国股指期货市场监管机制的法律思考[J]. 政治与法律, 2012(8): 12-21.
- [15] 杨柳哈. 期货公司营业部数量两年增 25% [N]. 第一财经日报, 2014-04-02(2).
- [16] 2013 年期货公司分类评价排名[EB/OL]. (2013-09-18)[2014-09-01] <http://www.qihuor.com/46.htm>.
- [17] 黄佐贞. 《期货法》制定条件成熟应实现风控、创新与诚信并重[N]. 期货日报, 2013-05-29(7).
- [18] 顾功耘. 金融衍生工具的法律规制[M]. 北京:北京大学出版社, 2007.
- [19] 蒋贤锋, 史永东, 李慕春. 期货市场保证金调整的市场风险控制作用及制度改革——来自大连商品交易所的实证分析[J]. 金融研究, 2007(2): 74-88.
- [20] Lam Kin, Chor - Yiu Sin, Rico Leung. A Theoretical Framework to Evaluate Different Margin - Setting Methodologies[J]. Journal of Futures Market, 2004, 24(2): 117-145.
- [21] 曹康, 徐毅. 我国期货结算机构设置与中央对手方设计[J]. 安徽农业大学学报(社会科学版), 2009(1): 27-31.
- [22] 范玉良. 期货市场流动性、波动性相互影响的实证研究[J]. 广东财经大学学报, 2014(1): 44-52.
- [23] 张婷. 场外衍生交易信用风险控制条款的法律效力问题研究[D]. 青岛:中国海洋大学, 2013.
- [24] 刘燕, 楼建波. 金融衍生交易的法律解释[J]. 法学研究, 2012(1): 58-76.

(责任校对 王小飞)