

我国期货交易立法应导入现代市场理念

□李曙光 温观音

“国九条”发布以来,资本市场焕发出新的气象,经过两次整顿而趋于规范的期货市场也开始出现新的转机,总成交额开始大幅回升,燃油等新的期货合约得以开发上市,金融期货(尤其是股指期货)也随着上海金融衍生品交易所的筹建而呼之欲出。所有这些都预示着中国大陆期货市场正孕育着巨变。与此相应,全国人大财经委于今年3月成立了期货交易法起草小组,启动了期货交易法立法工作,《期货交易管理暂行条例》的修改工作也正紧锣密鼓地进行,成为业内关注的焦点。为此,本文就期货交易法的立法思路进行探讨,提出应加快期货交易法的起草,解决影响中国期货市场发展的一些根本性问题。

期货市场作为典型的不发达市场的窘迫境地。同时,鉴于期货市场的高风险特性,应当建立统一的监管体制,建议考虑在我国建立独立的期货交易监管委员会,由证监会监管期货的职能分离出来,以利于建立统一和高度专业化的监控体制,防范和控制期货市场中的过度投机与欺诈交易行为,使防范风险与放松管制有机地结合在一起。

扩大期货交易范围,尤其要对股指期货等金融衍生产品进行规定

期货品种主要包括商品期货与金融期货两大类,20世纪70年代初期之前,上市交易的期货品种很少,主要是商品期货中的农产品期货。美国商品期货交易法第一条第(a)项第(4)款列举一连串的农产品作为商品期货的种类,因为早期的交易商品多属于农产品,美国早期的期货管理部门也附属于农业部门之下,称作谷类期货管理局,1936年改为商品交易委员会,1947年又改为商品交易管理局,它们都是美国农业部的下属部门,直到1975年4月21日CFTC成立。

美国商品期货交易委员会CFTC和SEC一样,是美国联邦政府的一个独立机构。CFTC成立的依据是1974年《商品期货交易委员会法》,该法出台的背景正是因为期货交易发展到1970年代初,已出现了相当数量的非农业商品的期货(例如金、银)。市场的变化要求扩大商品交易法的适用范围,用以包括所有在市场上交易的产品。由于农业部下属的期货监管部门对于非农业产品的商品不但没有能力也没有兴趣加以管理,所以为了更好地规范变化了的期货市场,在联邦层面上成立了类似于SEC那样的独立监管机构。

期货品种多样化的革命性事件是金融期货的诞生。金融期货以金融工具作为期货合约标的,主要包括外汇期货、利率期货、股指期货以及晚近出现的个股期货。金融期货自从1972年诞生之后,便迅速发展壮大,逐渐成为期货市场的主要交易品种,如今金融期货已占期货市场交易总额的90%左右,处于绝对主导的地位。如今,期货品种的范围还在不断扩大,天气、保险、电力、空气污染

权、垃圾、计算机芯片等期货品种都已经出现了,美国甚至试图开设“政治期货”,让投资者下注未来可能发生的恐怖事件。

期货品种的多样化与金融化,与监管部门鼓励有经济效益和符合社会公共利益的期货品种上市的政策紧密相关。美国的CFTC成立后,不断调整对期货合约上市的监管政策,把更多的自主权交给期货交易所,形成有利于新型期货合约上市的监管环境。CFTC甚至应CBOT和CME等交易所的请求把决定品种上市的权限下放给期货交易所。如今,全球期货市场上市的期货品种有上千种,仅芝加哥期货交易所(CBOT)上市的期货合约就达90多种。

期货市场上市交易的品种还包括期权和其他衍生产品。完整意义上的期货交易所,应是组织和管理期货、期权及其他金融衍生产品交易的组织机构。总之,期货品种及期货市场早已超出了商品期货的狭小范围,期货市场已经是名副其实的“衍生品市场”;期货交易法虽称为期货交易法,事实上为“衍生性商品交易法”。

从立法技术上看,相关立法大都对期货交易定义宽泛,给市场以很大的自主空间。美国《商品交易法》通过对交易合约的标的商品广泛定义,使期货交易覆盖了非常广泛的范围,该法所指的商品是指“小麦、棉花、稻米、玉米、燕麦、大麦、裸麦、亚麻籽、高粱、饲料、黄油、鸡蛋、爱尔兰土豆、羊毛、毛条、动植物油(包括猪油、牛油、棉籽油、花生油、豆油以及其它各种动植物油)、棉籽、花生、大豆、大豆粉、牲畜、畜产品及冷冻浓缩桔子汁以及公法85-839所规定的除洋葱之外的所有服务、权利和利益等。”

反观我国,《期货交易管理暂行条例》仅将期货交易限定于传统商品期货的范畴,金融期货等其他衍生性商品根本没有立足之地,而且,商品期货上市品种也仅局限于个别商品,严重限制了期货市场转移风险和价格发现的经济功能的发挥。因此,期货交易法的起草首先必须对期货交易进行重新界定,从立法上解决《条例》所规定的期货交易范围过窄的问题。鉴于金融期货的绝对主导地位,期货交易法应明确规定股指

期货等金融期货,并规定现金结算等配套制度。

明确场外交易(OTC市场)的法律地位,协调好OTC市场与交易所市场的关系

从市场形态来看,期货市场既包括场内交易市场(交易所市场)也包括场外交易市场(柜台市场,OTC市场)。一般来说,商品期货只能在交易所市场交易,商品远期合约在场外市场交易;金融衍生品中的部分期货性产品,以及除期货、期权和期货期权外的其他衍生金融产品主要在OTC市场交易。从产生的时间顺序来看,衍生产品先产生于交易所市场,而后才有场外交易;但是从交易量看,当前全球OTC市场的交易规模大约五倍于交易所市场的规模。近年来,衍生产品的场外交易规模不断扩大,一些传统的场内交易产品,如与股权相联系的衍生产品更多地在场外进行交易,场外交易产品日趋复杂,品种不断增加,极大地促进了衍生品市场的繁荣和发展。尽管从市场监管的角度来看,由于场外交易缺乏足够的透明度,使监管难度大大增加,产生的风险也越来越明显,但并不因此否认其积极作用。针对这种情况,一方面,各国通过立法确立场外交易的合法性,另一方面,也通过立法和行政措施来加强对场外交易的监管。2000年12月15日,美国第106届国会通过了《2000年商品期货现代化法》(The Commodity Futures Modernization Act of 2000,CFMA)。CFMA在首页中写道:“重新批准并修改《商品交易法》(CAE),旨在建立期货市场及场外交易(OTC)衍生产品的法律确定性,进一步增加其竞争力和降低系统性风险及其他目的。”通过加强对场外衍生品交易的监管,将其纳入相对规范的轨道,大大降低了场外交易的风险,也促进了市场的形成和发展,使得当今的期货市场形成了交易所交易与场外交易并存、互补并相互竞争的格局,缺乏场外的期货市场的期货市场是不完整的市场。

就交易方式而言,交易所交易与OTC交易存在着一些基本区别(见表2)。交易所市场与OTC市场最大的不同是法律适用和监管程度不同,场内交易受

期货交易法的调整,监管严厉;场外交易不适用期货交易法,监管较少。然而,另一方面,正是由于不像交易所交易那样有明确的法律监管,OTC市场交易的法律地位存在很大的不确定性。法律不确定性主要来自衍生品合约是否要受CEA的调整和CFTC的管辖,CFTC与SEC、美联储、财政部等有关机构在监管上如何分工等等。法律上的不确定性是影响OTC市场发展的最大问题。由美国财政部长、美联储主席、SEC主席和CFTC主席共同组成的、专门研究金融衍生品OTC市场问题的“主席工作组”(President's Working Group),在其向国会提交的名为《OTC金融衍生品市场与商品交易法》的报告中指出:“美国OTC衍生品市场近年来一直笼罩着法律不确定性的乌云,如不将其驱散,将会阻碍这个重要市场的创新与发展,使交易市场的规模。近年来,衍生产品的场外交易规模不断扩大,一些传统的场内交易产品,如与股权相联系的衍生产品更多地在场外进行交易,场外交易产品日趋复杂,品种不断增加,极大地促进了衍生品市场的繁荣和发展。尽管从市场监管的角度来看,由于场外交易缺乏足够的透明度,使监管难度大大增加,产生的风险也越来越明显,但并不因此否认其积极作用。针对这种情况,一方面,各国通过立法确立场外交易的合法性,另一方面,也通过立法和行政措施来加强对场外交易的监管。2000年12月15日,美国第106届国会通过了《2000年商品期货现代化法》(“CFMA”)。CFMA从根本上重新定义了美国国内的衍生品交易规则,为新产品的和新市场奠定了法律基础。CFMA涉及的内容范围非常广泛,具体条款细则错综复杂,它体现出的是一种强烈的放松管制的趋势,为新产品诞生和市场发展带来了前所未有的机遇。CFMA在很大程度上放松了对互

易、OTC衍生品交易以及这些产品多边交易的限制。CFMA通过规定“合格的合约交易者”(“eligible contract participant”,ECPs)明确了哪些交易者要服从CFTC的监管,而那些交易者则不必;也通过对相关监管机构之间的协调分工进行明确规定以解决多监管时存在的不确定性;还特别就互换(Swap)合约的法律地位进行了明确规定等等。

在我国,由于金融衍生品的交易所交易没有任何实质性进展,使得金融机构和企业只能通过私下交易来进行金融资产的风险管理,其结果是OTC市场的火爆。在中国加入世贸组织的对外承诺、市场利率化渐行渐近等因素影响下,外资银行率先把成熟的外汇利率衍生产品引入中国市场。例如在2003年3月份,在中国监管层对衍生品市场还没有明确的政策意向的情况下,花旗银行和渣打银行就在我国境内推出外汇衍生产品。当时,花旗的“优利账户”和渣打的“汇利账户”在上海等大城市热销,许多客户把外汇汇中资银行取走,去买这些回报丰厚的产品。随后,中资银行的现有监管框架,最近的创新和未来潜在的发展。工作组建议对《商品交易法》进行必修,以实现以下目的:(1)通过确定OTC衍生产品的法律确定性和消除创新障碍,促进OTC市场的创新、竞争、效率和透明度;(2)通过消除法律障碍以建立恰当的、受监管的结算体系,减少系统性风险;(3)通过授予CFTC处理有关外汇交易的问题的权力,保护外汇交易的零售顾客免受不公平对待;(4)通过上述措施维持美利坚合众国在迅速发展的OTC市场中的领先地位。美国国会接受了工作组关于修改《商品交易法》的意见,制定并颁布了《2000年商品期货现代化法》(“CFMA”)。CFMA从根本上重新定义了美国国内的衍生品交易规则,为新产品的和新市场奠定了法律基础。CFMA涉及的内容范围非常广泛,具体条款细则错综复杂,它体现出的是一种强烈的放松管制的趋势,为新产品诞生和市场发展带来了前所未有的机遇。CFMA在很大程度上放松了对互

易、OTC衍生品交易以及这些产品多边交易的限制。CFMA通过规定“合格的合约交易者”(“eligible contract participant”,ECPs)明确了哪些交易者要服从CFTC的监管,而那些交易者则不必;也通过对相关监管机构之间的协调分工进行明确规定以解决多监管时存在的不确定性;还特别就互换(Swap)合约的法律地位进行了明确规定等等。

在我国,由于金融衍生品的交易所交易没有任何实质性进展,使得金融机构和企业只能通过私下交易来进行金融资产的风险管理,其结果是OTC市场的火爆。在中国加入世贸组织的对外承诺、市场利率化渐行渐近等因素影响下,外资银行率先把成熟的外汇利率衍生产品引入中国市场。例如在2003年3月份,在中国监管层对衍生品市场还没有明确的政策意向的情况下,花旗银行和渣打银行就在我国境内推出外汇衍生产品。当时,花旗的“优利账户”和渣打的“汇利账户”在上海等大城市热销,许多客户把外汇汇中资银行取走,去买这些回报丰厚的产品。随后,中资银行的现有监管框架,最近的创新和未来潜在的发展。工作组建议对《商品交易法》进行必修,以实现以下目的:(1)通过确定OTC衍生产品的法律确定性和消除创新障碍,促进OTC市场的创新、竞争、效率和透明度;(2)通过消除法律障碍以建立恰当的、受监管的结算体系,减少系统性风险;(3)通过授予CFTC处理有关外汇交易的问题的权力,保护外汇交易的零售顾客免受不公平对待;(4)通过上述措施维持美利坚合众国在迅速发展的OTC市场中的领先地位。美国国会接受了工作组关于修改《商品交易法》的意见,制定并颁布了《2000年商品期货现代化法》(“CFMA”)。CFMA从根本上重新定义了美国国内的衍生品交易规则,为新产品的和新市场奠定了法律基础。CFMA涉及的内容范围非常广泛,具体条款细则错综复杂,它体现出的是一种强烈的放松管制的趋势,为新产品诞生和市场发展带来了前所未有的机遇。CFMA在很大程度上放松了对互

总之,我们应加快期货交易法的起草,解决影响中国期货市场发展的一些根本性问题,防范和控制期货交易风险。期货交易法的起草过程应当是一个广泛宣传期货的过程,期货交易法立法应当成为现代期货市场理念的启蒙与先导。

交易所交易与OTC交易的基本区别

交易所市场	OTC市场
在交易所内通过公开竞价交易	交易双方私下谈判交易
网络化、存在众多交易对手并有结算体系作保证	双方交易,无网络化要求
保证金交易,实行每日盯市制度	无需提供担保,不实行每日盯市结算
以确保合约履行	以履约担保
合约条款高度标准化	合约条款个性化

资料来源:See CBOT: Commodity Trading Manual (1997), Fitzroy Dearborn Publishers, Chicago and London 1997. P.323.

积极应对交易所公司化的国际趋势

期货交易所是期货市场的核心组成部分,期货交易能否顺利进行在很大程度上取决于期货交易能否充分发挥其功能和作用。期货交易所的组织形式和法律地位问题关系到交易所与期货公司之间的利益分配,直接影响到期货市场功能的发挥。

交易所一般有会员制和公司制两种形式。会员制期货交易所是由全体会员共同出资组建,认购等额的会员资格费作为注册资本,会员享有在交易所内交易的权利。其特点是:不以营利为目的,交易所的所有权、控制权与使用权归全体会员共同所有;实行会员集体决策,通常每个会员只有一票,有同等表决权。会员制有利于保证交易的公平、公开和公正进行。公司制交易所是指以股份有限公司的形式设立的交易所。其特点主要是:以赢利为目的;交易所由投资者认购或发行股票的形式筹集资金;投资者是交易所的股东,既可以是交易所

的会员,也可以不是交易所的会员,但大多数是股东同时也是会员;交易所的决策、管理、运营和利润分配等事项与普通股份公司完全相同,除非期货交易法有特别规定,应适用公司法的规定。

我国目前的期货交易所实际上是“准会员制”。之所以称其为“准会员制”,是因为其所有权结构和治理结构与标准的会员制有很大的差距。这种“准会员制”交易所的显著特点是:(1)企业化运行。我国期货交易所进行会员制改造时,试图克隆当时美国会员制模式,但是在实际运行中是按照企业的运行机制进行管理,比如,“期货交易所的注册资本划分为均等份额,由会员出资认缴。”总裁为交易所的法定代表人;在交易所当年的收入达到预算水平之后,交易所可以减收或者不收费的方法变相向会员单位让利;交易所按照纳税等等,都类似于公司的股份制。(2)人事上的行政任命体制。标准的会员制一般

由全体会员组成的会员大会选举产生理事会,理事会选举理事长、副理事长并聘任总经理、副总经理。我国目前交易所的部分理事由证监会委派,理事、副理事长由证监会提名,交易所总经理和副总经理由中国证监会任免,交易所中层管理人员的任免报中国证监会备案。实践中,交易所的人事安排基本上由证监会任免。由于证监会掌握着交易所高级管理人员任免权,因此从组织形式上看交易所更像是证监会的下属企业、直属事业单位或行政机构。

“准会员制”交易所除了其法律性质和地位上的尴尬,最大弊端就是上述提及的交易所与“会员”之间利益失衡。由于交易所实质上处于政府行政的附属地位,这样,便在根本上否定了会员作为交易所利益主体的地位,不仅不能充分保障广大会员的合法利益,而且也在某种程度上扭曲了交易所的行为动机和行为取向。使得交易所名义上是一个自律监

管者,但实际上却是一个“二政府”。在这种情况下,期货市场受管制压抑显然不可避免。

解决上述问题的途径当然也可以考虑沿着原有的路径继续走下去,实行彻底的会员制改造,将交易所建设成为标准的会员制。但是,交易所组织形式的主流和国际趋势已是公司制而不是会员制。

上个世纪90年代中期我国大陆开始交易所会员制改造时,会员制确实仍然是主流,尤其是美国的交易所,基本上是非赢利性实体。但是自从20世纪90年代初以来,随着电子化交易方式的普遍化,越来越多的交易所变成了赢利性的公司。这就是交易所的公司化。交易所的公司化主要是股份公司化,有的还公开上市。自1998年9月EUREX(欧洲金融期货交易所)实行股份公司化以来,世界各主要交易所纷纷实行股份公司化。2001年,一贯坚持会员制传统的美国,商品交易

所和证券交易所也都实现了股份化(见表1)。

期货交易承担着转移风险、发现公正价格的功能,其公益性和公正性要求较高,非赢利的会员组织有利于保证其公益性和公正性,但随着世界性的市场化、国际化、交易电子化,交易所日益需要“庞大资金”和“快速决策”的支持,会员制组织形式在这方面已力不从心,因股份公司制的组织形式恰好能够在快速决策和资金筹措方面提供便利,这是期货交易所公司化的原因所在。交易所公司化的根本动力是技术进步,从某种意义上讲,是交易的电子化导致了交易所的公司化。通讯技术对期货交易方式的根本改造,不仅提高了交易效率,大大节约了交易成本,而且打破了原来会员制下的会员垄断。期货交易所从会员制到公司制的转变是技术革新推动制度变迁的又一例证。与公司法紧密相关的,是全球范围内的期货交易所之间的联网

与合并。由于期货市场竞争趋向激烈,期货市场的格局从分散趋向集中。为了确保已有的规模,争夺市场份额、增强市场竞争力,众多大、中、小规模交易所都选择了合并方式。正是交易所的公司化使得交易所像普通公司那样进行兼并重组成为现实。总之,公司化有利于适应电子化交易方式,改善交易所的法理结构,为改善

交易所的服务,实现交易所与会员和期货公司之间的利益平衡。期货交易法应当明确规定交易所可以采取会员制或公司制,为两种不同的组织形式设计相应的配套制度。

(作者介绍:李曙光,中国政法大学教授;温观音,中国政法大学经济法博士)

世界重要期货交易所公司化的情况

时间	实行公司化的交易所名称	股东构成
1998年	EUREX(欧洲金融期货交易所)	股东限定为会员
	ASX(澳洲证券交易所)	股东向非会员开放并公开上市
1999年	LIFFE(伦敦金融期货交易所)	预定股东向非会员开放
2000年	CBOT(芝加哥期货交易所)	2005年完成改制并上市
	HKEX(香港交易所)	公开上市
	SGX(新加坡交易所)	公开上市
2001年	CME(芝加哥商业交易所)	股东向非会员开放
	OSE(日本大阪证券交易所)	股东向非会员开放
	TSE(日本东京证券交易所)	股东向非会员开放

资料来源:根据有关资料和报道综合整理