



中国金融专家专著系列

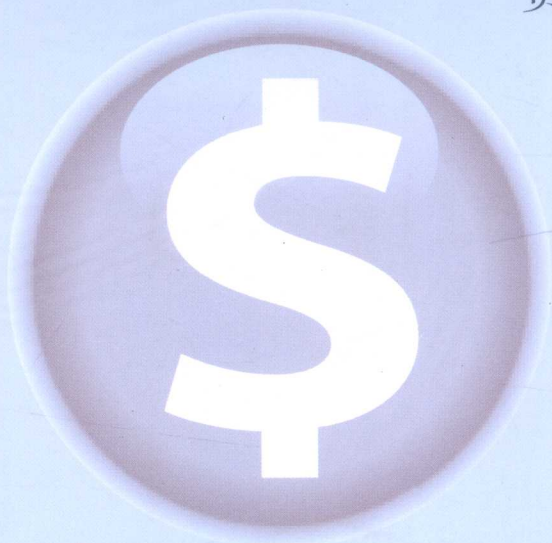
期货立法



基础理论研究

STUDY ON BASIC THEORIES OF
FUTURE LEGISLATION

贺绍奇◎著



中国财富出版社
CHINA FORTUNE PRESS

中国金融专家专著系列

期货立法基础理论研究

贺绍奇 著

中国财富出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

期货立法基础理论研究/贺绍奇著. —北京: 中国财富出版社, 2015. 8
ISBN 978-7-5047-5839-2

I. ①期… II. ①贺… III. ①期货交易—金融法—立法—研究—中国
IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 191679 号

策划编辑 寇俊玲
责任印制 方朋远

责任编辑 齐惠民 谷秀莉
责任校对 饶莉莉

责任发行 敬 东

出版发行 中国财富出版社

社 址 北京市丰台区南四环西路 188 号 5 区 20 楼 邮政编码 100070
电 话 010-52227568 (发行部) 010-52227588 转 307 (总编室)
010-68589540 (读者服务部) 010-52227588 转 305 (质检部)

网 址 <http://www.cfpress.com.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京京都六环印刷厂

书 号 ISBN 978-7-5047-5839-2/D·0123

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 18.25

字 数 347 千字

版 次 2015 年 8 月第 1 版
印 次 2015 年 8 月第 1 次印刷
定 价 68.00 元

版权所有·侵权必究·印装差错·负责调换

序

期货立法已被列入 2015 年全国人大立法计划的预备项目。对于期货，仍然有诸多基础理论问题需要深入研究。基础理论问题研究透彻了，规则的制定就有了方向，制度设计就具有了更大的合理性基础。

尽管对 2007—2008 年金融危机爆发的原因众说纷纭，但对于场外衍生交易与危机之间的关系已形成共识，即监管薄弱甚至根本就没有监管的场外衍生交易所产生的巨大金融风险是导致危机发生的一个重要原因。衍生交易代表了虚拟经济，在 2007—2008 年金融危机爆发前，全球衍生交易规模高达 600 多万亿美元，是全球 GDP 的 10 倍，其中，绝大部分是不受监管或监管非常薄弱的场外交易，因此，有许多人认为，金融危机的发生就是金融创新脱实就虚、过度虚拟化所致。

期货立法主要有两个目的：一是将衍生交易都纳入监管范畴，防止衍生交易风险积聚危及金融安全和金融稳定，给不了解其风险的投资者带来伤害；二是要让衍生交易服务于实体经济，充分发挥其避险和发现价格的功能，防止其脱实就虚，沦为不负责任的投机和赌博。解决的路径就是尽可能地让衍生交易集中在受到严格监管的交易场所进行交易，以便能够对各市场参与者及市场进行有效监管。这就提出诸多的理论问题：应当把哪些商品交易或金融交易界定为衍生交易？如何把衍生交易与其他商品交易、证券交易或非法赌博区分开来？对风险极大的场外衍生交易，有没有有效的监管方法和手段？如果有，需要把场外衍生交易放到什么样的场所去交易才能够对其实施有效监管？如何防止衍生交易脱实就虚、演变成与实体经济毫无关系的危害极大的赌博？期货市场与现货市场密切相关，如何区分这两个市场，如何防止风险跨市场传染和扩散？如



何防止和管控跨市场操纵、内幕交易和其他违法行为？

本书对这些基本理论问题的探讨具有以下几方面的特点。一是在比较研究中，对发达国家理论成果及立法经验不但进行了横向比较，而且对其理论与制度演变的历史进行了详尽的考察，并在此基础上进行了纵向比较。这对于我们深入了解和准确把握这些发达国家的理论成果及立法经验教训很有帮助。二是对发达国家相关立法的比较并不仅仅停留在立法的文本上，而是深入翔实地考察了立法背景、学界和决策者对有关问题理论上的探讨，这有助于我们准确把握有关制度、体制及机制的内在机理。三是国内学界对新加坡、澳大利亚期货法的研究不多，本书对新加坡和澳大利亚的期货立法研究非常系统全面，这不仅拓宽了相关领域的研究范围，也为我国立法和理论研究提供了重要的参考素材。四是作者对期货立法涉及基础理论问题的研究视角和见解也有许多独到之处，这些独到见解对期货立法和期货法的研究都具有理论价值和实践价值。

是为序。

信春鹰

2015年6月25日

引 论

期货法已经被列入了全国人大立法规划中，但期货立法诸多基础理论问题却仍然没有讨论清楚。例如，什么是期货？什么是期货交易？目前证券交易所推出的股票期权产品是否属于期货法调整的期货，证券法上的证券衍生品与期货法上的期货合约与期权合约是什么关系？期货与大宗商品市场远期合约是什么关系？期货法是否只调整期货？其他非期货衍生品是否属于期货法的调整范畴？期货交易是否只允许在交易所进行交易？场外衍生交易是否属于期货法的调整范畴？我国是否需要把所有衍生交易都纳入期货法调整范畴？如果纳入，如何纳入统一立法的范畴？如果期货法调整范畴不仅包括期货，还包括其他场内与场外衍生交易，那立法还能称之为“期货法”吗？

笔者认为，基础理论弄明白了，有助于提高立法的质量。

新中国首部期货立法是 1999 年 6 月 2 日国务院发布的《期货交易管理暂行条例》，该条例的调整范围只有商品期货，不包括金融期货。2006 年 9 月，我国首个金融期货交易所设立，推出了首个场内金融期货——沪深 300 指数期货。为此，国务院对该条例进行了全面修订并重新于 2007 年 3 月颁布，名称改为《期货交易管理条例》，取消了名称中“暂行”二字。2012 年又进行了一次全面修订，一是为了满足推出新的衍生品和扩大市场参与者的需要；二是为了打击非法期货交易所，加强金融风险管控。

期货交易的杠杆性与虚拟性（期货合约价值虽然是由基础资产决定的，但有的基础资产本身就是虚拟的，现实中根本就不存在与之相对应的现货或市场）决定了期货交易容易被用于投机且容易放大风险，一旦失控，就可能引发动荡，诱发金融风险。规范期货交易，防止滥用和有效管控其风险就是借助法律规范和监管强制期货交易场内化，即期货交易必须集中到受到严格监管的交易所或其他指定的场所进行交易。对于场内交易，发达国家已经摸索出了一套比较完备的法律规范体系、监管方法和手段，但金融创新却一直试图突破场内交易的限制，规避场内交易的监管，出于对金融创新的鼓励与支持，立法与监管不得不不断通过豁免或例外安排为场外衍生交易让路，从而在场外形成了一个更为庞大的衍生市场。因此，在期货交易场内化的同时，



衍生交易场外化运动也一直如影相随。金融衍生行业发展历史可以说就是一部场内化与场外化交替演进的历史,在这个历史过程中,期货立法与监管一直面临着如何准确确定期货市场边界,明确场内与场外范畴的问题。这个问题实质上是关系到到底哪些交易必须当作期货交易来加以规范和监管,哪些商品交易不能作为期货交易来规范和监管(即不必强求进场交易,接受监管),换句话说,导致现行期货立法频繁修改的一个重要原因就是基础理论问题没有弄清楚。要厘清这些基本问题,就必须解决好期货立法中基础概念的定义及立法体系的框架设计。

本书侧重研究期货立法需要解决的一些基础概念及体系框架设计问题,全书共分为4个板块。第一个板块是关于期货法调整范围及立法体例的研究。这一板块共分4章。第1章《期货市场的边界及期货法的调整范围》是总论。在本章中,笔者提出了一个多层次商品市场和多层次资本市场的分析框架,分析和论述了期货市场在多层次商品市场体系和多层次资本市场体系下的定位及边界,并就我国期货立法时如何解决它们之间存在重叠与交叉的问题提出了解决方案。第2章《〈期货法〉调整范围国际比较研究》则对新加坡、澳大利亚、韩国与美国期货立法历史及体系架构进行了比较研究,比较翔实地考察了新加坡、澳大利亚和美国期货立法的历史、有关法律调整范围与体系架构的演变及内在逻辑体系。第3章《如何定义期货交易》则进一步探讨了“期货交易”立法上的定义,包括定义需要解决的问题及达至的目标、定义方法以及立法解决方案。第4章《期货立法体例》则在前3章研究基础上就期货法的立法名称及立法体例做了探讨。

本书第二板块是对期货市场与相关市场监管与立法协调的研究,共3章。期货市场与远期市场监管与立法协调的核心问题就是如何区分期货交易与远期交易。第5章《期货市场与远期市场监管与立法的协调》研究对如何区分期货交易与远期交易,包括区分的方法及认定的标准进行了专题研究。第6章《证券市场与期货市场监管与立法的协调》分析和论述了证券市场与期货市场产生重叠及监管冲突的历史,并探讨了解决二者交叉、重叠引起冲突的路径与方法。第7章《期货交易与其他场外近似衍生品的区分》则进一步探讨了期货市场与其他类似衍生品市场边界的区分,包括杠杆合约、混合工具与嵌入衍生合约的结构性产品的区分与认定标准。

本书第三板块专门研究了期货交易所和其他期货交易所,共4章。第8章《期货交易所》就交易所的定性及功能定位、交易所章程及效力、组织形式、名称的使用、收入分配、人事任免、产品上市规则等立法涉及的方方面面问题做了研究,并提出了立法建议。第9章《场内市场与场外市场》专门



研究了场内市场与场外市场的演变与发展,以及场内市场的内在含义。第10章《交易所去互助化改革及其治理结构》探讨了交易所去互助化趋势及去互助化后给交易所及市场自律带来的变革。第11章《衍生交易场内化——以美国衍生市场监管历史为例》则以叙事的方式论述了美国衍生交易场内化与场外化交替演变的历史过程及内在逻辑,分析和探讨了2008年金融危机后对场外衍生品的监管改革理念及内在逻辑。

本书第四板块是专题性的比较研究,共3章。第12章《错误销售及投资者适当性制度研究》对衍生交易中保护投资者的重要手段——投资者适当性制度进行了比较研究,并对我国投资者适当性制度完善提出了建议。第13章《新加坡与美国场外非法期货交易法律规制比较》则对美国、新加坡打击场外非法期货交易立法及监管对策做了比较研究,分析和论述了可资借鉴的经验与教训。第14章《两种立法体例下证券现货与期货市场交易监管与立法的协调》则比较了证券与期货统一立法、统一监管与证券与期货分开立法、分业监管两种体例下的监管与立法的协调。

本书认为,期货立法必须要置于多层次商品市场法律体系和多层次资本市场法律体系下进行整体构思与设计,应把期货市场(衍生市场)看成多层次商品(实物商品)市场和多层次资本市场中的一个层次,明确其功能定位,准确识别可能导致其功能偏离的各种风险,找到正确的应对解决方案,确保其功能得到正常、有效发挥。这就要求期货立法与监管与大宗商品市场、证券市场、场内衍生市场与场外衍生市场立法与监管协调统一。而要做到协调统一,就必须准确定义、明晰现货与期货、场内与场外、衍生与非衍生的边界,以便能够采取合适的监管、防范的手段,采用适当的监管标准。而金融创新与商业创新所带来的产品与交易的复合化、结构化与复杂化的特征决定了单纯依靠外在特征或功能特征都无法准确对产品与交易定性,必须结合外在特征和功能特征进行综合分析,而这就为立法带来了许多技术上的难题,也给监管执法带来了诸多的不确定性,这正是期货立法与监管执法非同寻常的地方。这就要求期货立法必须在定义和监管上保持足够的灵活性和弹性,对金融创新具有很强包容性,但同时又能有效防止金融创新可能带来的监管套利和对现行法律规范及监管的破坏性冲击。在这方面,本书花了非常大的篇幅比较了发达国家的立法经验与做法,分析和论证了可资借鉴的经验与教训。

作者

2015年6月

目 录

第一部分 调整范围

1 期货市场的边界及期货法的调整范围	3
1.1 厘清期货市场边界的法律意义	3
1.2 多层次商品市场体系下的期货市场与中远期市场	4
1.3 多层次资本市场下的期货市场与证券市场	7
1.4 我国期货立法的解决方案	9
2 《期货法》调整范围国际比较研究	18
2.1 新加坡	18
2.2 澳大利亚	25
2.3 韩国	36
2.4 美国	37
2.5 比较研究结论	44
3 如何定义期货交易	46
3.1 期货交易定义必须满足的基本要求	46
3.2 典型场内期货交易的法律特征及期货交易定义的方法	49
3.3 国外立法对期货交易的定义	52
3.4 结论	57
4 期货立法体例	59
4.1 法典的名称	59
4.2 立法体例	61
4.3 我国期货立法体例	62



第二部分 相邻市场立法与监管协调

5 期货市场与远期市场监管与立法的协调	65
5.1 学界关于期货交易与远期交易的学说	65
5.2 期货立法与监管为什么要把期货合约（交易）与 远期合约（交易）区分开来	72
5.3 各国关于期货交易与远期交易区分的立法	75
5.4 期货交易与远期交易的外在特征与功能比较及区分方法选择	77
5.5 结论	82
6 证券市场与期货市场监管与立法的协调	84
6.1 证券市场与期货市场的重叠及监管冲突	84
6.2 冲突解决的路径及方法——证券交易与期货交易的区分	88
6.3 结论	90
7 期货交易与其他场外近似衍生品的区分	91
7.1 对冲即将到期合约与期货合约	91
7.2 杠杆合约与期货合约	92
7.3 嵌入衍生合约的混合工具与期货合约	93
7.4 期货交易的认定标准	94
7.5 期货合约与结构性产品	113

第三部分 期货市场

8 期货交易所	119
8.1 交易所的定性及功能定位	119
8.2 期货交易所及其他期货交易所	121
8.3 交易所章程的审核及效力	122
8.4 组织形式	123
8.5 “交易所”或类似名称的使用	124
8.6 交易所的收入分配	125
8.7 交易所人事任免	126
8.8 交易所产品上市规则	131



8.9 对异常情况的监控与处置	135
8.10 行情信息发布及专属权	136
8.11 交易所交易规则及效力	137
8.12 会员制交易所的性质	140
8.13 交易所纪检机构	142
9 场内市场与场外市场	145
9.1 2008 年金融危机前场外市场	146
9.2 2008 年金融危机后的场外市场	154
9.3 结论	161
10 交易所去互助化改革及其治理结构	162
10.1 交易所去互助化与集团化	162
10.2 去互助化后交易所的治理结构	165
10.3 推动期货（证券）交易所去互助化改革的动因	168
10.4 去互助化后交易所自律职能与自律体制重构	168
11 衍生交易场内化——以美国衍生市场监管历史为例	171
11.1 期货交易场内化及联邦立法与监管	172
11.2 金融衍生交易场外化运动及监管放松	179
11.3 监管改革——柜台衍生交易场内化	189
11.4 结论	191

第四部分 国际比较研究

12 错误销售及投资者适当性制度研究	197
12.1 错误销售的定义及其风险	199
12.2 投资产品销售商的投资者适当性义务	203
12.3 投资者适当性制度比较	205
12.4 投资者适当性制度具体适用的若干问题	222
12.5 我国有关投资者适当性制度的立法与司法	227
12.6 我国投资适当性制度完善建议	242



13 新加坡与美国场外非法期货交易法律规制比较	244
13.1 非法场外期货交易的定义及主要特征	244
13.2 非法场外期货交易产生的原因分析	246
13.3 非法场外期货交易的分类	247
13.4 非法场外期货交易的认定标准	248
13.5 非法场外期货交易的法律规制	249
13.6 新加坡场外非法期货交易的法律规制	250
13.7 美国对场外非法期货交易的法律规制	254
 14 两种立法体例下证券现货与期货市场交易监管与立法的协调	
——澳、新、韩、美四国比较	260
14.1 澳大利亚	260
14.2 新加坡	265
14.3 韩国	269
14.4 美国证券与期货分别立法情况下证券与 期货合约的认定及法律规范	270
 后 记	277

第一部分

调整范围





1 期货市场的边界及期货法的调整范围

我国期货立法首要解决的一个问题就是期货市场的边界如何界定，而期货市场边界的界定涉及期货交易概念的界定，以及在实际监管执法中期货交易如何认定的问题。要界定清楚期货交易的概念，明晰期货交易的认定标准，就必须厘清期货交易与远期交易、期货交易与证券交易、场内期货交易与场外期货交易之间的区别与联系。

1.1 厘清期货市场边界的法律意义

从衍生市场发展的历史角度来分析，期货首先出现在商品交易市场，它经历了商品现货批发市场、商品远期市场到商品期货市场的演变过程。随着期货基础产品范围的不断扩大，期货市场又经历了从有形商品期货到无形商品期货的演变过程，即期货基础资产逐步从农产品发展到大宗原材料、贵金属，并进一步扩大到证券、货币、利率、汇率以及各种商品篮子与指数等无形资产，即金融商品。与此同时，产品创新与市场创新进一步模糊了期货交易与场外远期交易、期货交易与证券交易之间的界限，从而不断给打击非法期货交易与其他非法的场外衍生交易带来新的挑战。

期货交易认定本质是要明晰期货市场边界，准确适用法律和确定监管管辖，其目的是让所有期货交易都能够得到有效和适当的监管，一方面是消除存在于监管空穴的灰色市场，即逃避场内交易监管的场外的变相期货交易与游离于证券市场与期货市场边界进行监管套利的金融衍生交易；另一方面是要取缔存在于“黑色市场”即地下市场的非法期货交易。变相期货交易主要是为了规避场内交易和监管，而证券交易与期货交易的区分则主要是为了解决产品与市场交叉与重叠所带来的监管重叠与冲突。

立法通常要求期货合约和期权合约交易必须在受到严格监管的场内进行交易，为防止规避场内监管，立法上对于期货合约通常都是采取比较宽泛的定义或解释，同时，为防止过分宽泛定义或解释不当地侵蚀场外远期市场和已经置于其他法律体系调整 and 监管的证券市场和其他场外市场，立法上通常



又采取豁免或排除的规定,将远期合约、证券合约及结构性产品、其他兼具远期合约与期货合约特征的商品交易排除在外,这就为规避场内监管、进行监管套利变相期货交易提供了空间。因此,变相期货交易本质上是为逃避场内监管而以豁免或排除的远期交易、证券交易或结构性产品以及其他场外衍生交易等形式而进行的非法场外期货交易。

就现行立法技术发展以及理论研究所取得的成就而言,确定期货交易的认定标准主要有3个路径可供选择:一是形式意义上的方法;二是功能意义上的方法,或实质意义上的方法;三是形式意义与实质意义相结合的方法。形式意义上的方法就是以期货交易的技术特征和法律特征作为认定标准,如标准化合约、对冲平仓(取代基础商品的实际)、保证金交易、逐日盯市、中央对手方清算等。实质意义上的认定标准则是以合约的功能,即交易的目的作为认定标准,即期货合约的功能是转移风险或投机,交易的标的实际上是合约,而非合约基础商品;而远期合约功能是转移基础商品的权属,交易目的是满足商业上的供求。形式意义与实质意义上相结合的方法则是兼顾合约特征、功能及交易目的总体情况进行判断与认定。

随着商品交易的金融化^①,期货合约、远期合约与证券合约之间的界限不但在形式上日渐模糊,而且在其功能上也有趋同的趋势。采用传统形式意义上的认定标准或实质意义上的认定标准以及同时将两套标准结合起来使用,都难以准确将它们区分开,也无法有效遏制各种变相期货交易的泛滥。在这种情况下,有些国家选择统一立法、统一监管的方法来解决所有的这些问题,即统一期货交易与远期交易、证券交易与期货交易的监管,消除场内期货交易与场外商品衍生交易之间的监管差异,以便从根本上消除投机者利用场外变相期货交易规避监管、进行监管套利的激励,达到根除违法场外期货交易的目的。

1.2 多层次商品市场体系下的期货市场与中远期市场

为厘清期货交易、远期交易、证券交易、场外交易与场内交易的关系,

^① 简单地说,金融投资者对商品进行投资,就被称为商品金融化。John Baffes, Tassos Hanriotis, Placing the 2006/08 Commodity Price Boom into Perspective, July 2010。也有学者从商品市场与金融市场之间关系的角度来定义商品金融化。金融化是指金融动机、金融市场、金融参与者、金融机构在国际与国内经济运行中的作用不断扩大,在商品市场中作用日渐突出。投资者在商品衍生市场投资日益增多引发了我们称之为商品市场“金融化”的过程。金融化的结果是商品市场与金融市场关系更加密切。Michał Falkowski, Financialization of Commodities, <http://ssrn.com/abstract=2168172> (2011)。



有必要把期货交易认定及法律规范放到多层次商品市场体系和多层次资本市场体系框架内去分析，即把商品交易市场看成一个由即期现货市场、中远期市场和期货市场（也即场外市场与场内市场）构成的多层次体系，把资本市场看作一个由现货市场、期货市场及场内与场外市场构成的多层次体系，见图 1-1。



图 1-1 多层次商品市场体系

多层次商品市场体系比较见表 1-1。

表 1-1 多层次商品市场比较

	大宗商品批发市场	大宗商品中远期市场	商品期货市场
功能	流通、价格发现	流通、价格发现、风险管理	价格发现、风险管理、投资
市场参与者	与商品有关的生产商、加工制造商、零售批发商	大的商业终端用户	商业终端用户、银行和金融机构
交易特点	有实体交易场所；交易是个性化一对一谈判达成；强制性以实物商品进行交割；即期交易	目前普遍采取电子交易系统；交易方式有多种，有集中竞价，电脑撮合的，也有通过私下谈判，通过电子交易系统成交的；合约可能标准化，也可能是个性化一对一谈判达成的；通常采取杠杆交易（保证金交易）；商品延期交付；实物交付进行交割，也有通过相反交易进行抵销，或通过其他方式对冲进行对冲平仓的	集中场内交易；集中中央清算；合约高度标准化；保证金交易并逐日盯市；交易交割通常采取对冲平仓方式