

期货结算法律问题研究

袁国际 著

Study on the Legal Issues of
Futures Clearing and Settlement



复旦法学文丛

期货结算法律问题研究

袁国际 著

Study on the Legal Issues of
Futures Clearing and Settlement

法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

期货结算法律问题研究 / 袁国际著. —北京: 法律出版社, 2011. 7

(复旦法学文丛)

ISBN 978 - 7 - 5118 - 2311 - 3

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 145258 号

复旦法学文丛

期货结算法律问题研究

袁国际 著

责任编辑 易明群

装帧设计 乔智炜

© 法律出版社·中国

开本 A5

印张 8 字数 215 千

版本 2011 年 9 月第 1 版

印次 2011 年 9 月第 1 次印刷

出版 法律出版社

编辑统筹 学术·对外出版分社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 永恒印刷有限公司

责任印制 吕亚莉

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85388843

重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-2311-3

定价:28.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序 言

随着国际金融化的迅速发展,期货交易已经成为金融市场上最具影响力、活跃性的金融产品。期货交易实践的迅猛发展给法学研究提出了众多新问题和挑战,然而我国法学理论及司法实践对此方面的研究却有所滞后,尚存在大量空白,远未能满足期货业发展的实际需要。作为复旦大学法学院第一位博士后研究人员,本书作者勇敢地选择了期货结算这一极具挑战性、开拓性课题作为其研究专题,历经前后两载的上下求索,完成了本书的写作。本书是在作者的博士后出站报告基础上修改完成的研究成果,集理论性、实务性、探索性于一体,是目前国内第一部全面地研究期货结算制度的法学专著,也体现了当前国内对期货结算法律制度研究所能达到的高度。

纵观全书,我认为本书有以下几个特点:

第一,本书填补了国内期货结算制度法律研究的空白。期货交易虽然在国内已经有约二十年的发展历史,但对期货方面的法学研究却相对较少,

对期货结算方面法律问题的专门研究成果更是寥寥无几。本书作者选择期货结算法律制度作为研究专题,对期货结算制度的各个方面进行了详尽研析,填补了国内法学在该领域的研究空白。

第二,本书从民商法基本理论的角度来分析研究期货结算制度中的法律问题。作为舶来品,期货结算制度研究中多涉及晦涩难懂的行业专门用语、复杂的金融公式以及众多外文资料,常使得研究人员在选择研究方式、角度时无所适从。然而,本书作者独辟蹊径地选择从民商法的角度对期货结算制度进行研究,剥茧抽丝,探索复杂的金融运行行为之后隐藏的法律本质,从一个新的角度将期货结算实践印证于法学理论。

第三,本书就期货结算中的对冲结算方式在国内法律环境中进行了独创性研究。对冲结算是期货结算中最主要的结算方式,百分之九十以上的期货合同均是通过对冲结算方式进行期货结算的。然而,目前国内的法学研究对此鲜有涉及,无法一窥支持对冲结算运行的法律原理的真面目。本书作者从不同角度就对冲结算方式进行了系统的分析,探讨了该结算方式与我国现行法律制度的兼容性。

当然,任何著作都存在不足和有待提高之处,不可能是完美之作,本书自然也不例外。然而,无论是从法学理论联系期货结算实践的程度,还是从该研究成果中体现的作者论证逻辑的严谨性来看,本书中充满作者智慧碰撞的火花,是一篇难得的佳作。相信本书的出版必将有益于我国期货结算法律制度的进一步发展和完善,对我国期货市场法制建设做出自己独到的贡献。

季立刚

于复旦大学

2011年3月

目 录

序言 /1

导言 /1

第一章 期货结算法律问题概述 /16

第一节 期货结算的概念和历史演进 /16

一、期货结算的基本概念 /16

二、期货结算制度的产生和发展 /20

第二节 期货结算基本法律关系 /38

一、期货结算机构与结算会员之间的法律关系 /40

二、期货结算会员与其客户之间的法律关系 /43

第二章 期货结算机构的法律地位研究 /49

第一节 期货结算机构法律地位的界定 /49

一、期货结算机构法律地位的争论 /49

二、期货结算机构法律地位比较分析 /54

第二节 期货结算机构确立法律地位方式研究 /68

2 期货结算法律问题研究

一、债务更替(Novation)vs. 公开要约(Open offer) /68

二、债务更替和公开要约比较分析 /72

案例评析 /78

第三章 期货结算登记和结算方式法律问题研究 /86

第一节 期货结算登记法律问题 /86

一、期货结算登记程序 /86

二、期货结算登记的法律效力 /89

第二节 期货结算方式法律问题 /95

一、对冲机制(Offsetting)的法律解析 /95

二、净额结算制度(Netting Settlement System)法律解析 /103

第四章 期货结算风险管理法律问题研究 /119

第一节 期货保证金制度 /119

一、期货保证金的含义和分类 /120

二、期货保证金的法律性质 /121

第二节 当日无负债结算制度 /131

一、当日无负债结算制度的基本原理 /132

二、当日无负债结算制度的法律解析 /136

第三节 强行平仓制度 /137

一、强行平仓的概念和实施条件 /138

二、强行平仓的法律性质 /141

案例评析 /149

第五章 期货交割法律制度研究 /158

第一节 期货交割基本制度 /159

一、期货交割概述 /159

二、期货交割流程剖析 /165

第二节 期货交割主要法律问题研究 /170

一、期货交割法律主体 /170

- 二、期货交割中的法律责任 /175
- 三、期货交割违约的法律问题 /182
- 案例评析 /186

第六章 中国期货结算制度立法研究 /198

第一节 中国期货结算制度立法评论 /198

- 一、中国期货结算制度立法现状 /198
- 二、中国期货结算制度现行立法存在的问题 /205

第二节 中国期货结算制度立法建议 /208

- 一、明确采取完全结算制度 /208
- 二、建立期货统一结算体系 /210
- 三、厘清期货结算参与主体之间法律关系 /212
- 四、完善期货结算风险管理法律制度 /214
- 五、建立期货结算破产例外制度 /216

参考文献 /219

后记 /244

导 言

一、选题背景与意义

(一) 选题背景

期货市场运作一般被分为两个基本环节,其中期货交易环节被称为期货市场运作的“前台”,而期货结算环节则被称为期货市场运作的“后台”。虽然期货结算环节一直隐身于幕后,但其却是期货市场运作的核心环节,是期货市场的命脉所在,直接关系到整个期货市场的健康、安全、高效运行。

期货结算的发展是与期货市场的迅猛发展紧密相连的。在国际范围内,期货市场不断壮大,交易数量持续增长,连创新高。根据世界交易所联合会(World Federation of Exchanges, WFE)官方统计,2008年在全世界交易所中期货合同的总成交量创造了一个新的历史性纪录,达77.9亿张,^[1]而2007年期货合同成交总量仅为69.94亿张,同比增长了11.38%。在国内,期货市场发展势头强劲,交

[1] See IOMA *Derivatives Market Survey* 2008.

交易量不断刷新。1993年,中国期货市场成交总量为890.69万手,成交总额为5521.99亿元人民币。然而,2009年,中国期货市场成交总量已经跃升为21.57亿手,累计成交总额则达到130.5万亿元人民币。^[1]短短16年间,中国期货市场成交量的平均年增长率高达1513.57%,成交总额的平均年增长率则高达1477.04%。

伴随着期货交易的快速发展,期货结算体系也不断健全完善。早在1773年,东印度公司在其金属权证(Metal Warrants)交易中便采用了直接结算方式。^[2]直接结算是期货结算中最古老、最基本的结算模式,其要求结算者只能与其原始交易对手(Original Counterparty)才能进行结算,英国的利物浦协会(Liverpool Association)最初也采用了直接结算方式。^[3]由于直接结算局限于原始交易对手之间,这显然无法满足日益增长的期货交易的需要。

至19世纪末,在直接结算方式的基础上,环形结算方式应运而生,当时的伦敦金属交易所(London Metal Exchange)就是采用的环形结算方式。^[4]环形结算是将期货交易中的众多买方和卖方连接成一个环形,期货结算者并不需要找到其原始交易对手才能结算,而仅需与环形内的任一交易对手方进行结算即可。环形结算成功地引进了期货交易中的多个买方和卖方,使之在环形之内均可进行结算,进而使得结算者能够较为灵活地与环形内的交易对手进行结算。这就将期货结算者从原始交易关系中解放出来,极大地调动了期货结算者的积极性,促进了期货结算的发展,同时,期货结算的发展反过来又有力地推动了期货交

[1] 参见中国期货业协会制作发布的《2009年全国期货交易月度状况统计表》。

[2] See *Our History*, The Clearing Corporation, p. 1; or see Randall S. Kroszner, "Can the Financial Markets Privately Regulate Risk? The Development of Derivatives Clearing Houses and Recent Over-the-Counter Innovations", *Blackwell Publishing*, vol. 31(3), pp. 596-618, August.

[3] See *Our History*, The Clearing Corporation, p. 2.

[4] Ross Cranston, "Law through Practice London and Liverpool Commodity Markets c. 1820-1975", *LSE Legal Studies Working Paper No. 14/2007*, p. 20.

易的进一步发展。然而,环形结算却存在一个致命的缺陷,即结算对手违约风险,任一结算对手违约均会导致连锁反应。例如,1902年,芝加哥期货交易所一个会员破产,其破产直接影响到其他748位会员的账户结算,占到当时芝加哥期货交易所会员总数的40%。^[1]此时,完全结算模式引起了众多交易所的注意。

完全结算产生于19世纪末的欧洲,当时欧洲的部分咖啡交易所、巴黎的食糖交易所已经采用完全结算模式,美国的明尼阿波利斯谷物交易所(Minneapolis Grain Exchange)和堪萨斯城市交易所(Kansas City Exchange)也分别于1881年和1899年采取了完全结算模式。^[2]在完全结算模式中,期货结算机构作为中央对手方完全介入到期货交易之中,充当每一笔期货交易的买方的卖方和卖方的买方,期货结算者此时仅需与期货结算机构进行结算即可。完全结算模式以期货结算机构的自身信用弥补了环形结算中结算对手信用的不足,使期货交易双方再也不用为对方结算信用担心,使期货交易参与者能够更加自由地参与和退出期货交易,为期货交易的顺利开展提供了强有力的后台结算服务支撑。

自20世纪中期以来,尤其是进入21世纪之后,期货市场结算体系统一化趋势越发明显。2003年6月,欧洲结算业的两家结算巨头LCH和Clearnet也正式宣布合并组建LCH.Clearnet结算集团。^[3]2003年11月,全球最重要的两家期货交易所芝加哥期货交易所和芝加哥商业交易所宣布实行统一结算。^[4]2008年11月,美国最大的证券结算公司DTCC和LCH.Clearnet结算集团正式宣布双方签署非约束性的合

[1] See *Our History*, The Clearing Corporation, p.2.

[2] James T. Moser, "Contracting Innovations and the Evolution of Clearing and Settlement Methods at Futures Exchanges", *FRB of Chicago Working Paper* 1998 No. 26, p.37.

[3] See *LCH. Clearnet Group History*, LCH. Clearnet Group.

[4] See the website: <http://www.cmegroup.com/company/history/timeline-of-achievements.html>, the least visited the website on 15 Feb 2011.

并建议,旨在打造世界领先的清算公司。^[1]期货结算机构的合并统一有助于其降低成本、提供结算效率,为期货市场参与者提供更为优质的结算服务。

伴随中国内期货交易的发展,中国期货结算体系从无到有,历经风雨洗礼,才发展到今天相对完善的期货结算制度。在中国期货结算体系的演进形成中,“327 国债期货事件”产生了深远影响。

“327 国债期货事件”的主角,是 1992 年发行的三年期国库券,该券发行总量为 240 亿元,1995 年 6 月到期兑付,利率是 9.5% 的票面利息加保值贴补率,但财政部是否对之实行保值贴补,并不确定。1995 年 2 月后,其价格一直在 147.80 元和 148.30 元之间徘徊,但随着对财政部是否实行保值贴补的猜测和分歧,“327”国债期货价格发生大幅变动。以万国证券公司为代表的空方主力认为,1995 年 1 月起通货膨胀已见顶回落,不会贴息,坚决做空,而其对手方中国经济开发总公司则依据物价翘尾、周边市场“327”品种价格普遍高于上海以及提前了解财政部决策动向等因素,坚决做多,不断推升价位。1995 年 2 月 23 日,一直在“327”品种上联合做空的辽宁国发(集团)有限公司抢先得知“327”贴息消息,立即由做空改为做多,使得“327”品种在一分钟内上涨 2 元,十分钟内上涨 3.77 元。327 国债每上涨 1 元,万国证券就要赔进十几个亿。做空主力万国证券公司立即陷入困境,按照其当时的持仓量和价位,一旦期货合约到期,履行交割义务,其亏损高达 60 多亿元。显然,万国当时没有这个赔付能力,其负责人在 148.50 价位封盘失败后铤而走险,于 23 日 16 时 22 分 13 秒突然发难,在交易结束前最后的短短 8 分钟内,砸出 1056 万口、价值达 2112 亿元(每口面值 20,000 元人民币的国债)的巨量卖单,把价位从 151.30 直接打压到

[1] See “DTCC and LCH. Clearnet announce plans to merge and create world’s leading clearing house”, this news is available at the website: http://www.lchclearnet.com/media_centre/press_releases/2008-10-22.asp, the least visited the website on 15 Feb 2011.

147.50元,使“327”合约暴跌3.8元,导致当日开仓的多头全线爆仓。这个行动令整个市场都目瞪口呆,若以收盘时的价格来计算,这一天做多的机构,包括像辽国发这样空翻多的机构都将血本无归,而万国不仅能够摆脱掉危机,并且还可以赚到42亿元。这便是当年直接导致金融期货夭折的“327 国债期货事件”。

“327 国债期货事件”的爆发将中国期货结算体系漏洞暴露无遗。首先,期货保证金水平设置太低。当时上海证券交易所收取的327 国债期货的保证金比例仅为2.5%,这样偏低的保证金水平与国际通行标准相去甚远,甚至不如国内当时商品期货的保证金水平。况且,2.5%的保证金制度在现实中也并没有得到严格执行。“327”国债事件中,空方主力万国证券在最后8分钟共砸出1056万口卖单,面值达2112亿元,需要52亿元的保证金,但很显然,空方万国证券当时不可能持有如此巨额的保证金,正是结算系统的漏洞使得空方万国证券的透支交易得以实现。其次,涨跌停板制度缺失。涨跌停板制度是国际期货界通行的制度,设置衍生品期货合约单日价格上下波动幅度,可以减缓、抑制投机行为,对投资者也能起到风险提示作用。但“327 国债期货事件”发生前,上海证券交易所根本就没有采取这种控制价格波动的基本制度,预警监控体系缺位,导致出现上下差价达4元的振幅。最后,持仓限制制度缺位。限仓是指交易所或会员可持有的合约头寸的最大数额,其可以防范衍生品交易的操纵行为,也可以防止少数投资者承担其无法承担的巨额风险损失,引发系统性的市场风险。在“327 国债期货事件”中,空方主力万国证券在最后8分钟内共砸出1056万口卖单,竟然还能通过交易所计算机撮合系统成交,显然交易所的持仓限制制度缺位。^[1]

针对“327 国债期货事件”暴露出期货结算制度所存在的严重问

[1] 参见罗培新、卢文道:“反思327 国债期货事件”,载《南方周末》2006年3月31日。

题,金融监管部门采取了相应改进措施以弥补漏洞。中国期货结算制度正是通过汲取教训,总结经验,在不断试错的过程中,逐步形成了当今以保证金制度、当日无负债制度、持仓限制制度、涨跌停板制度等为特点的期货市场结算体系。

(二) 选题意义

学术论文选题意义至少应包括两个层次上的含义:一是选题对象本身就具有学术理论意义和/或社会实践意义,二是对选题对象进行研究的方面也得具有学术理论意义和/或社会实践意义。本书选题的重要意义是通过期货业的重要意义以及期货结算业务的重要意义而分层次逐步显示出来的。

期货交易市场作为资本市场的重要组成部分,其重要意义体现在以下几个方面:

首先,期货市场提供了管理风险的有效手段。通常人们直观地觉得,从事期货交易是一项高风险投资,其实并不尽然,诚如美国证券交易委员会前主席阿瑟利维特所言:“正如我早先提到的那样,衍生产品就像电一样:如果操作不当就会产生危险,但是其本身具有潜在的益处”,^[1]这就是讲期货的风险取决于你如何使用它。与其他金融衍生工具相比,期货是一种比较理想的风险管理工具。

例如,甲农场预计半年后将收获 1000 吨冬小麦,其每吨冬小麦的生产成本是每吨 200 美元,而目前冬小麦的现货价格是每吨 250 美元。^[2]甲农场担心半年后冬小麦价格下跌而导致其亏本,希望能以现在每吨 250 美元的价格出售,那么甲农场如何才能避免将来冬小麦价格下跌而带来的风险呢?甲农场若从事冬小麦期货交易,其便可采取以下策略来管理风险。

[1] 转引自[美]罗伯特·A. 斯特朗:《衍生产品概论》,王振山等译,东北财经大学出版社 2005 年版,第 6 页。

[2] 若无明确的相反提示,本书中的期货价格、现货价格和价格涨跌幅度等均是行文方便而假定,与商品相应的实际情况可能并不相符,特此声明提示,以免误解。

甲农场可以作为卖方从事冬小麦期货交易,即甲农场卖出 100 份半年后到期交割且交割价格为每吨 250 美元的冬小麦期货合同,每份冬小麦期货合同的规格是 10 吨冬小麦。根据该冬小麦期货合同,甲农场在半年后有权以每吨 250 美元价格卖出 1000 吨冬小麦。若到半年后,冬小麦的市场价格果不其然如甲农场所担心的下跌到每吨 180 美元。此时甲农场便可以按照其原先订立的每吨 250 美元的冬小麦期货价格出售 1000 吨冬小麦,避免了冬小麦价格下跌给其造成的损失。然而,若半年后,冬小麦的市场价格上涨至每吨 270 美元,甲农场此时也必须得按照其原先订立的每吨 250 美元的冬小麦期货价格出售,无法享受到价格上涨带来的好处。实际上,甲农场通过冬小麦期货交易锁定了自己的损益,即冬小麦价格下跌其也并不受影响,冬小麦价格上涨其也得不到额外的收益,但冬小麦期货交易确保了其将来预期收益的稳定性。

其次,期货市场具有“价格发现”功能。期货市场和期权市场一样,均具有价格发现功能。期货市场形成的价格之所以为公众所认同,是因为期货市场是一个有组织的规范化的高透明度的市场,具有对影响价格波动的相关信息反应迅速、交易活动相对集中以及高度竞争性的特点。期货交易所聚集了众多的买方和卖方,通过在场内的期货交易,把自己所掌握的、对某种商品供求关系及其变动趋势的信息集中到交易场内。同时,按期货交易所的有关规定,所有期货合同的买卖都必须在交易所的交易场内通过公开竞价的方式进行,不允许场外交易,这样使得所有买方和卖方都能获得平等的买卖机会,都能通过场内交易表达自己的真实意愿,从而使期货市场成为一个公开的自由竞争的市场。因为在现实中没有那个市场能比期货市场更接近经济理论上的“完全市场”。这样,通过期货交易所就能把众多的影响某种商品价格的供求因素集中反映到期货场内,其所形成的期货价格就能够相对准确地反映真实的供求状况及价格可能的变动趋势。因此,期货价格比一般现货市场价格更真实、更具权威性,从而具有指导现货价的

作用。

再次,期货市场为投资者提供了多样化的投资选择,扩大了投资渠道。期货具有很强的杠杆作用,投资者仅需投入少量的资金便可签订大量金额的期货合同。例如,投资者乙预测现价为每股 200 美元的 A 公司股票在将来半年之内要涨价,此时其若在证券市场上购买 100 份 A 公司股票至少要投入 20,000 美元,但其在期货市场上作为买方仅需预先支付每份期货合同标的额 10% 的保证金就可签订一份到期日为半年后结算价格为 200 美元的买入 100 份 A 公司股票的期货合同,也可达到与购买 A 公司股票同样的经济效果,而此时其仅需要投入 2000 美元的保证金。半年后若股价上涨至每股 225 美元,购买股票可以营利 2500 美元,其收益率仅为 12.5% ($2500 \div 20,000$),期货交易也可为其盈利 2500 美元,收益率则为 125% ($2500 \div 2000$)。此外,在现货交易中,只有市场行情看涨时投资者通过做多才能获得收益,而在市场行情看跌时,即使预测行情准确的投资者也只能及时抽身,以自保不赔,无法获得收益,但期货交易却能在市场行情不好时为投资者提供获利的机会。例如,投资者丙以其惊人的直觉预测自 2007 年年底开始股市将逐步下跌,尤其是现价为每股 200 美元的 B 公司股票将在未来一年内要暴跌,那么,丙可以作为卖方签订一份 2008 年年底到期的结算价格为 200 美元的卖出 100 份 B 公司股票的期货合同。2008 年年底 B 公司股票期货合同到期时,B 公司股票真的暴跌到每股 20 美元,那么丙就可以从 B 公司股票下跌中获得 18,000 美元收益。如果没有 B 公司股票的期货交易,丙只能使其免遭损失,而没办法从下跌的行情中获取收益。期货交易以其独特的优势为投资者提供了多样化的投资选择,吸收并利用了众多投资者的闲置资金,起到了扩大投资渠道、活跃资本市场的作用。

最后,期货市场提高了市场交易效率。与现货市场交易相比,期货交易具有较高的流动性和变现性,其交易活动具有高效率性,投资者可以方便进入或退出期货交易。此外,期货市场还可以通过推出新的期

货合同来提高市场交易效率。例如,投资者甲并不看好某一具体的股票走势,但其看好股票市场的整体走势,若实现其股票投资组合,甲不得以巨大的成本购买各种股票,且随后调整变动这种股票组合内容较为困难。然而,若股票指数期货合同存在,甲就可以花较小的成本而享有与持有股票投资组合同样的经济效果。此外,期货交易还可以通过加强不同市场之间的联系,消除市场之间存在的障碍,进一步促进市场交易效率的提高。

期货结算在期货市场的运作中处于中枢地位,是期货市场正常运转不可或缺的一个关键环节。期货交易固然十分重要,但一笔达成的期货交易若未经结算,这笔交易便没有终结,只有经过期货结算,这笔期货交易才最终结束,因此,期货结算在期货交易的整个过程中扮演着更为关键的角色。这好比合同的订立固然重要,但合同的履行更为关键。期货交易是期货结算的基础,只有达成了期货交易才有进行期货结算的可能,而期货结算则为期货交易的完成提供了有力保障,是期货交易的最终结果。

期货结算还直接关系到期货市场的整体运行效率。由于所有的期货交易都有进行期货结算,如果期货结算出了问题,那么期货交易各方的权益就不能得到及时实现,期货交易的完成也必将受到影响。一个快速发展的期货市场必须有一个高效的期货清算体系作为后盾。

期货清算还是控制期货市场风险的重要手段。期货市场是一个高风险市场,其杠杆性很高,任何一个期货市场参与者的违约行为都可能影响到整个期货市场的稳定性。试想,若期货结算中没有保证金制度、当日无负债结算制度、持仓限制制度等,期货市场如何稳定运行?

对期货结算的研究可从多个方面进行,经济学家、金融学家研究期货结算的经济功能,数学家、物理学家及火箭运载科学家研究期货结算中保证金水平等具体制度的设计,而本书则着眼于研究期货结算法律方面的内容。从法律的角度研究期货结算,笔者认为,其重要性至少有以下两个方面。