

期 货 丛 书

尉文渊 黄敏助 主编

美国期货管理 法规概论



台湾证券暨期货市场发展基金会提供版权

杨光华 编著

中国商业出版社

美国期货管理法规概论

杨光华 编著

中国商业出版社

(京)新登字 073 号

责任编辑:张新壮

李 剑

《美国期货管理法规概论》

杨光华 编著

*

中国商业出版社出版发行

纵横文化事业有限公司排版中心照排

中央民族大学印刷厂印刷

*

850×1168 毫米 32 开 4.5 印张 90 千字

1993 年 11 月第 1 版 1993 年 11 月北京第 1 次印刷

定价 4.90 元

ISBN7—5044—2037—9/F·1276

总 序

人类之物质文明因有“交易”行为而得以发展，交易之形态起初系以现货交易进行。现货交易须立即履行交割，一手交钱，一手交货，虽简便易行，但商品价格常因现货之一时供需变化而大幅波动，对现货之生产者与使用者造成困扰，为解决此种交易困扰，乃出现了预先约定购买未来商品之远期合约。远期合约虽能解决因实发之供需变化而造成之价格波动问题，但在执行上亦有困扰存在，例如：由于结算日（契约到期日）与交易日（契约缔结日）相隔一段期间，结算日现货市场之价格与原先订定之远期契约价格可能相差甚远，导致一方有利，另一方不利，有利者固然想要履行交易条件，不利者则欲逃避契约义务，因此无法保证契约内容被履行。再者，远期契约系由当事人双方因实际需要而订定，若有一方欲中途解约或转让权益亦甚不容易，此外由于契约未标准化，交易内容不公开，支付条件不一致，使远期契约之功能大打折扣，为弥补远期交易之缺点，期货交易乃应运而生。

期货交易之主要特色为：契约标准化，透过交易所撮合，

经由结算所保证契约履行,属保证金交易,可在到期日前反向操作平仓,亦可到期交割。期货市场具有发现价格、稳定价格以及避险功能。鉴于期货交易已成为生产者、中间商、消费者及投资者在经济活动中之重要交易手段,为有助于学术界与实务界研习,特辑有关期货交易选择权之基本理论及交易策略与管理法规编纂成套丛书。计分:一、期货交易理论与实务;二、期货管理概论;三、美国期货管理法规概论;四、金融期货;五、商品期货;六、选择权的交易实务、投资策略与评价模式等六册,适合初学者、研究人员以及有志于从事期货交易或期货业者作为钻研与进修之参考。

本丛书之执笔者皆为留学美、日获有博士学位,学验丰富之士,书中内容力求理论与实务并重,兹将各书之重要内容简述如下:

第一册 期货交易理论与实务,系以期货理论与基本功能、期货市场与交易方式、避险理论与策略、价差交易、期货交易之风险损益计算及价格分析、选择权简介、期货选择权之避险等为重点,并附以常见用语。

第二册 期货管理概论,系以台湾于1992年立法之国外期货交易法为蓝本,概述期货交易法规之重点,主要内容有:期货管理体制、期货交易流程、国外期货交易种类与期货交易所、期货经纪商的设置、期货商及从业人员管理等,并附有相关法规。

第三册 美国期货管理法规概论,制度化之期货市场始发于美国,美国之期货交易所亦执世界之牛

耳,各国期货管理法规甚多师法美国。本书以美国商品交易法为核心,论述美国有关期货管理之规定。

第四册 金融期货,本书以金融期货之起源、种类、特性、订价与计算、避险、交易策略、交易流程及结算程序等为重点。

第五册 商品期货,本书除说明农产品谷物、能源、金属、软性商品等期货之基本面的供给与需求外,亦介绍基本技术分析交易实例。

第六册 选择权的交易实务、投资策略与评价模式,本书介绍选择权之意义、契约设计与市场沿革、交易制度、各种交易策略、选择权价值间之关系与套利策略、各种选择权评价模式以及指数选择权、外币选择权与期货选择权等。

期货交易之参与者,可概分为二,即避险者(hedger)与投机者(speculator),由于有能力又有意愿承担风险之投机者参与期货市场交易,使得避险者得以事前确定成本、预估利润、规避风险,从而能够心无旁骛致力于提高生产力、降低成本,以促进经济发展,此乃期货市场对经济之正面贡献。欲期期货市场健全发展,有赖参与者正确认识期货交易本质,倘本丛书之出版能对正确期货交易知识之传播略尽绵薄,乃笔者之至愿者也。

商学博士 黄敏助

目 录

1 导 论 1

- 1.1 商品期货 (Commodity) 4
- 1.2 商品期货与管辖权 5
- 1.3 期货契约 (Futures Contract) 6
- 1.4 冲销交易 (The Offset Process) 7
- 1.5 期货契约的辨识 7
- 1.6 期货市场对于交易的独占权 9
- 1.7 商品选择权 9
- 1.8 杠杆契约 (Leverage Contracts) 14
- 1.9 现货交易 (Cash or Spot Transactions) 16
- 1.10 商品保证金 (Commodity Margin) 17
- 1.11 期货交易专业人员 19

2 期货契约市场及结算机构 29

- 2.1 期货契约市场与期货交易所 29
- 2.2 被指定的要件 31
- 2.3 经济要件 33
- 2.4 防止破坏市场行为的义务 35

2.5	申报及记录保存义务	37
2.6	交割义务	38
2.7	执行交易规则的义务	39
2.8	执行财务准则的义务	39
2.9	商品期货交易委员会对市场规则的许可	40
2.10	电脑交易系统的发展	43
2.11	结算所	45

3	商品期货专业人员	49
---	----------	----

3.1	登录要件	49
3.2	登录的豁免	54
3.3	期货公会	56
3.4	期货专业的财务要求	58
3.5	与客户资金的分离	66
3.6	契约市场的财务防卫机制	71
3.7	交易人员的行为规范	72
3.8	交易标准暨限制	84
3.9	披露的义务	93
3.10	报告及申报义务	102
3.11	纪录保持义务	106

4	商品期货交易委员会及期货公会	111
---	----------------	-----

4.1	历史渊源	111
-----	------	-----

4.2	组织结构	113
4.3	非规范性职权	115
4.4	规范功能	117
4.5	救济	118
4.6	损害赔偿程序	120
4.7	登记的期货公会	122

1 导论

以管理法规的框架来看,美国期货管理法规的中心问题应是商品交易法。固然在英美法中,案例扮演十分重要的角色,然在此领域里,案例数量之少使得很多法规上的疑义及矛盾仍无法藉助案例而获得解答。这或许是因为现行商品交易法的文字大部分是在70年代之后才增订的,而诉讼向来旷日持久,以至于至今为止不算太长的时间实在也不可能创造出太多的案例。此外,在美国,期货交易人口与证券交易人口比较起来,一向很少,而大型的期货交易人向来又多为商业公司、制造商、或加工商,其惯于私下解决彼此的争议而不对簿公堂,近来虽亦有私人投资于期货上,但尚未因而产生出大量的司法案件。

当然,因商品交易法的授权,商品期货交易主管机关——商品期货交易委员会也制订了不少行政法规。与商品交易法一样,商品期货交易委员会的管理规则也缺乏足够的解释案例。在缺乏案例的情形下,政策的方向不失为解释法规的好依据,惟期货管理的政治环境及经济因素已经历过许多不同时代的变迁,以前开放且诚信的市场是管理追求的目标,但现在投资人的保护似乎反而比市场的开放更受重视,在政策的轨迹不易确定的情形下,用其解释法规,功能难免大打折扣。

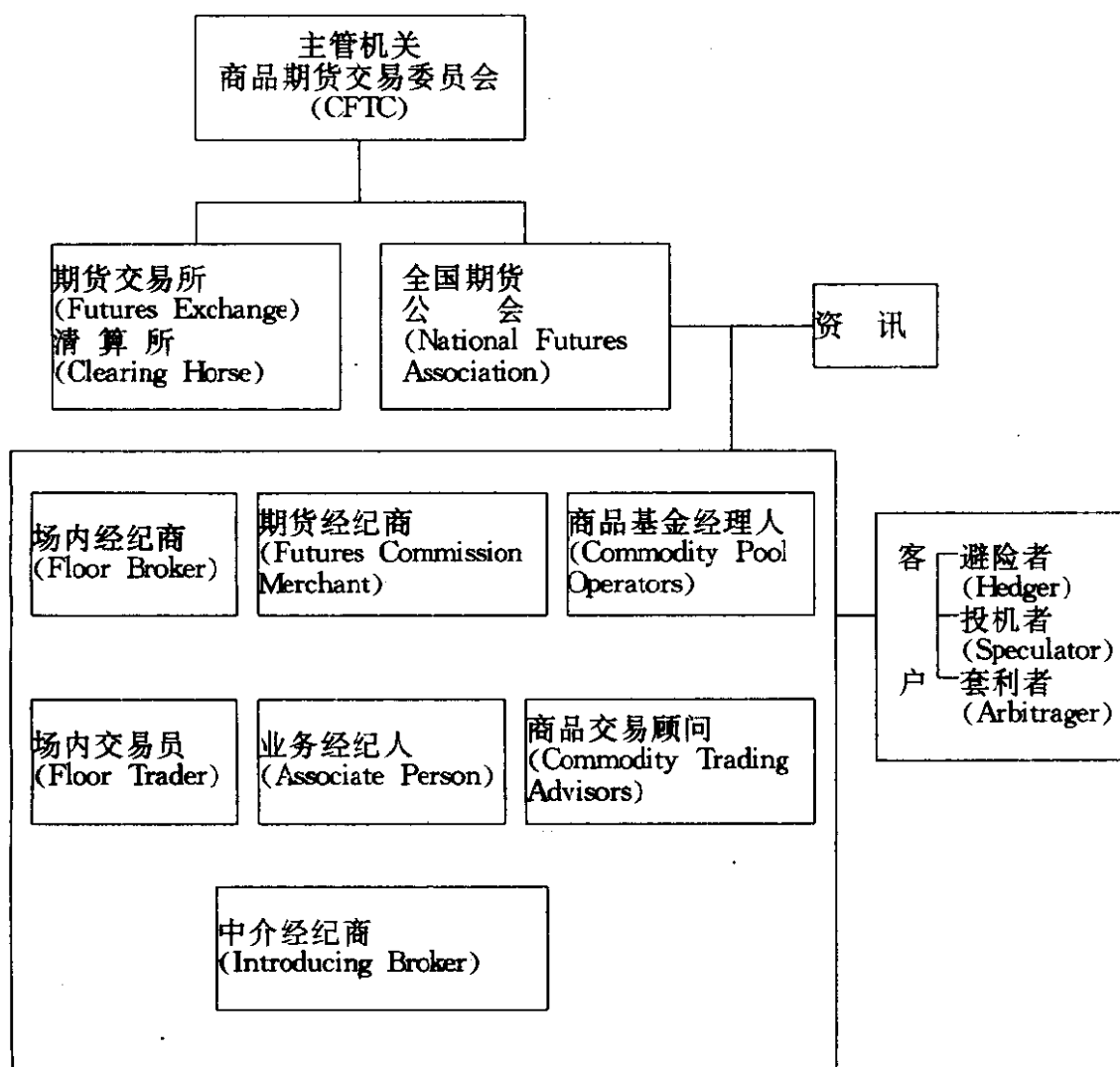
至于藉助证券交易法规的观念来解释期货管理法规,恐怕亦是徒劳无功,因为两者结构上的相似性要大于实质上的。虽然两者都是在有组织的市场上交易,且交易人追求价格有利变动所带来的利润,并无两致,但除此之外,两者确实少有政策上的同质性。即令在交易上,细论的,亦有区别,譬如说,期货交易仅能在联邦核准的有组织交易所上以公开竞价的方式进行,而证券虽可在交易所上购得,亦可从证券经纪商或自营商处购得。

期货交易市场的避险功能(hedging function)更是证券市场所无的,虽然证券选择权可在某种程度下规避证券价格反向不利变动的不利很少,但鲜有在商品或服务的避险上以证券为工具的。期货市场为避险媒介的角色常使得其不同于纯粹投资的市场,以期货为避险工具的企业自然也要求一个不同于以保护投资人为目的的管理政策。是以在了解美国期货管理法规之时,我们不可忘记,期货管理不只在保护投资的机会,更重要的是须确保期货市场的避险目的。这也是为什么期货管理法规极力注意的期货市场操纵避免及防止期货市场囤积。因为只有在不操纵、不囤积的情形下,期货价格才能和现货市场的价格产生良好的关联,也只有期货价格真实反映现货市场时,期货交易才能发挥其应有的避险功能。

除了了解期货交易的避险本质外,美国期货市场是管理法规运用的舞台,对其框架的了解自是探讨管理法规的起步。

图一中商品期货交易委员会是美国联邦当局管理期货市场的最高主管机关,全国期货公会则为 1981 年经商品期货交易委员会核准设立的同业自律组织;期货交易所则是赞助且提供经商品期货委员会核准的期货契约,而结算机构则是担保经确认的交易其契约义务的履行。至于与避险、投机、套利等客户相对的是从事期货交易的专业人员,其中虽有为自己帐户执行交易者,如场内交易员(Floor Traders),但多是为期货交易人(客户)提供服务,如期货经纪商、中介经纪商等。

图一 美国期货市场组织框架图



本书即以此为基础,分别就有关美国的(1)期货交易所(有时通称为期货契约市场)和其结算机构;(2)期货交易市场的专业人员;(3)商品期货交易委员会;(4)全国期货公会等方面的管理法规进行叙述,防止不正当交易行为乃商品交易法用以确保期货市场健全运转的重要对策,所以有关违反商品交易法的不法形态亦辟专章讨论。至于本章则仅就美国期货管理法规上某些专有名词或

用语加以解释,以助后面章节的了解;虽或兼论某些管理法规的内容,但多属介绍性质,详细内容应参考导论后的各章节。

1.1 商品期货(Commodity)

美国商品交易法第二条第(a)项第(1)款列入一连串的农产品做为商品期货的种类,事实上期货交易至1974年止,已逐渐逾越农产品的范畴,有些期货契约几乎和农产品毫无关系。有鉴于此,美国国会于1974年大幅修正商品交易法,扩充前述条款文字使得所有其他种类的货品及商品,以及劳务、权利或利益,在成为未来交货契约(期货交易契约)的标的时,即成为商品交易法规范的“期货”。此种特异的定义方式突出显示了商品交易法规范的重点实在于经济活动的形态—即其为未来交货的交易—而不在于作为交易商品的特质。

1974年的修正案也打破了以往不规范外国产品的惯例,因为新加的文字既然涵盖所有的货品及商品,由无论其为外国生产或美国生产已无关紧要,要该产品是期货交易的标的,即属美国商品交易法的“期货”。

不过,商品交易法也将某些商品排除于“期货”定义之外。除了洋葱外,凡不在交易所交易,而只在当事人间销售且约定未来交货的外汇、认股权证(securities warrants)、担保权证、分期付款贷款契约的转售(resales of installment loan contracts)、公债、或附不动产抵押的债券等均排除于“期货”定义之外。美国财政部认为在此类所谓的当事人私下交易中,深知商业复杂交易性的当事人,如金融机构等,已进行上述商品的远期交易多年,并不需要商品交易法的特别保护,所以在1974年力促将此等交易排除在外。

1.2 商品期货与管辖权

与商品期货定义不可分离的另一议题即是商品期货交易委员会(CFTC)的管辖权。在美国,证券管理与期货管理分属两个不同的委员会——前者即由证券交易委员会(SEC)负责;后者即由1975年成立的期货交易委员会来管理。商品期货交易委员会为类似证券交易委员会的联邦机构,下分交易及市场,经济及教育,法务及法律执行等部门。商品期货定义的扩张,意味着商品期货交易委员会管辖权的扩大,证券交易委员会的管辖权即受到影响;两者的管辖权如何协调即成为问题。以股价指数期货为例,第七联邦巡回法院的判决认为根据1982年CFTC与SEC的协定对于可被同时定义为证券与期货的契约,商品期货交易委员会有专属排他管辖权。但是商品期货交易委员会的专属管辖权并不是毫无问题的,特别是1987年的市场崩盘及许多关于特定交易所不法行为的指控均使得要求改变商品期货交易委员会管辖权范围的建议不断。1991年的期货交易实务法案(The Futures Trading Practices Act)因而以下列的标准来区分期货交易委员会与证券交易委员会的管辖权:当超过50%的契约价值或契约价值变动是归功于该契约的商品期货特性时,该契约即应属商品期货交易委员会管辖。此项定义对于不为发展出来具混合性的投资工具(hybrid instruments),其管辖权的划分确有助益。

虽然在台湾无论证券交易或期货交易两者目前均由“财政部”证券管理委员会管辖,故不会有管辖冲突的问题,但有关法规的适用,究应适用证券交易法或期货交易法,仍有必要对交易契约定性,特别是混种投资工具(hybrid instruments)日新月异,则美国期货交易实务法案这项标准或可做为参考。

1.3 期货契约(Futures Contract)

虽然商品交易法就期货有所定义,对于期货契约却还不甚明确,不过由于在定义期货时,已讨论到“销售契约”和“未来交货”两项特性,故对于期货契约的了解应基于此。所谓的销售契约包含任何的销售、销售合意、或同意销售。至于所谓“未来交货”并不包括以迟延运送或迟延交货为条件的任何商品现货交易。从而,若是其从事者是为立即的销售,但为了当事人的方便而迟延实际交付者,便不属于此处所谓的未来交货。此项例外规定的主要意义在于承认农产品的交易传统,对农产品交易中常有的迟延交货契约,也就是一般所称的“远期契约”,继续维持其有效性,而不受期货交易规范的影响。

传统的期货契约是由买卖方在订定契约时约定于未来特定的期间,由卖方以约定的价格交付特定等级、特定数量的特定商品给卖方;而买方则同意接受并交付约定的价金。由于期货契约事实上皆是由提供该契约的交易所设计并赞助,故欲合法购买期货契约仅能在政府指定的期货交易所为之。

这些期货契约的主要特性即在于其交易条件的标准化与统一化。譬如芝加哥商业交易所根据 Standard and Poor 500 股价指数所设计的股价指数期货,即是以特定月份中的某一月份的指数乘以美金 500 元作为现金交割的单位。期货契约双方当事人对于期货契约的条款仅能接受而无进一步商议的余地,唯一仍可商议的是价格,而价格则是在交易厅内以竞价的方式决定的。

期货交易所除了设计契约的条款外,并针对何时、何地、及如何交付等程序加以规定,这是任由当事人协议所无法达成的,而契约条件的标准化与统一化,使得期货契约的效用可发挥至极点,厂商因而得以借其规避价格风险或找到价格决定的参考点。更重要

的是,标准化使得同型的期货契约具有互换性,以下所述的冲销交易(又称结算差价交易)方才有了适用的空间。

1.4 冲销交易(The Offset Process)

期货契约固然使卖方有权在指定时点交付实物,同时买方有权要求实物的交付,但当事人很少运用这种权利。反之,95%的期货契约皆是以结算差价(冲销)(offset)的方式消减的。冲销的进行是契约当事人二度进入市场购买同种契约但负担与前次交易相反的义务。举例而言,假设某一交易人到市场购买11月份的玉米期货契约,而后又第二次进入市场购买规格相同但与第一次交易义务相反或相对的契约。此二笔交易于是可以相互冲销,该交易人无需再履行其契约义务。而由于两笔交易之间价格可能已经有所变动,故而必须结算其差价,冲销交易始为完成。基本上,结算差价有着模拟两笔先后交易皆在同一时间为商品交付,故而允许其冲抵的意思。其为美国法院所认定的合法履约方式。

当然期货契约须有互换性方可进行冲销。假如不能购得完全相同(但义务相反)的契约,第二次交易的权利义务可能不同于第一次,则两契约互相抵销的可能性即丧失。此外,惟有当事人一造可任意购买相反义务契约而不须顾虑前后二次交易的相对人是否相同,冲销才可行;是以交易所均有结算机构,当一期货契约缔结后,结算机构即取代直接的当事人,免除了欲采冲销交割的当事人寻找其原来交易相对人的麻烦。实际上,当事人的前后两次交易均是与结算机构进行的。

1.5 期货契约的辨识

由于商品交易法并未对期货契约有明文的定义。因此,何种契

约的交易,其未经期货市场者,而构成第4条、4b条及4h条的违反,亦难以认定。不过,商品期货交易委员会在 *In re Stovall* 一案中,对期货契约试图作一定义。在该行政案件中,当事人寻求商品期货交易委员会的意见,以决定 Stovall 所欲出售予大众的是否为受美国商品交易法适用的期货契约,尤其是该法第四条在 1983 年以前规定其适用于私下贩卖,但适用期货市场规则或受其约束的期货契约。Stovall 亦正是因私下贩卖(即未经期货市场)其自行所创的期货契约。商品期货交易委员会认为 Stovall 所出售的不是“延迟交付的现货契约”(“*cast commodities for deferred delivery*”),而不能适用期货交易法第二条(a)项(1)款的除外条款。商品期货交易委员会认为 Stovall 所出售者的有下列特性,以致于不得被视为合法的例外:(1)它们均为标准格式化的契约,(2)它们是对大众出售,(3)它们所涉及的是将来交付的货品,(4)其等有保证金(*earnest money or margin*)为担保。而且,Stovall 的客户从未其所购或所售货品期待真实的交付;而是如一般的期货交易,只期望在货品价格起伏中赚取利润。同时,商品期货交易委员会亦发现 Stovall 的客户以冲销的方式来完成其与 Stovall 的交易。商品期货交易委员会在本案中强调,上述的因素并未涵盖其考虑一个契约是否为期货契约的所有因素;其将以个案方式,依情况决定一个契约是否为期货契约或是迟延交货的现货契约。

自 Stovall 一案之后,商品期货交易委员会及法院依该案的见解将与期货有关的传统因素指认出来,以与未受规范的远期契约(*forward contracts*)相区别。契约的名称并不当然的决定契约的性质。契约格式及内容的标准化,以及客户不期待收受或交付货品均为考虑的因素。一般而言,客户须有一长部位(*long position*)或短部位(*short position*),而以保证金为担保。在前述的案例中,最为重要者似乎是客户是否有交付或收受货品的期待。但实际上依事实状况决定才是最重要的原则。但应注意的是,商品交易法是否适用