

期货交易的界定及其完善

于勤*

摘要:我国现行法对“期货”本身没有实质性的定义,“期货交易”的认定标准过于侧重交易机制,忽略了参与者范围和标的物种类要素,未能准确体现保护公众投资者和控制投机风险的意图,反而带来法律的不确定性。我国期货法律制度应当构建期货合约与远期合约的实质性区别要件,明确“期货”的实质定义;改变以交易机制作为期货交易所认定的唯一标准的认识,补充公众参与和标的物种类作为认定期货交易所的必备要件。

关键词:期货合约 远期合约 期货交易所

2003年以来,中国期货市场治理的重点一直是清理整顿各类交易场所,打击变相期货交易。然而,这种治理收效甚微,陷入“变相期货交易”质疑的行为屡不绝,大有“野火烧不尽”之势。2012年,《期货交易管理条例》(简称《条例》)进行了修订,但这次修订是否从根本上解决了问题仍然存在。其未能解决一个根本问题:什么是“期货”,如何界定“期货交易”。而这也关系到《期货法》调整

* 上海证券交易所国际发展部员工。

范围的划定以及期货监督管理机构职权范围的大小,是完善期货法制首先要解决的一个问题。

美国是最早出现期货市场的地区。在2007年波及全球的金融危机中,美国期货市场以其严格的监管、较高的透明度和较强的风险管理能力经受了考验,发挥了市场机制的作用,为世界经济体的恢复性增长做出了贡献。美国期货市场的成功,与健全的期货市场法律制度是分不开的,而健全期货市场法律制度的首要条件,就是明确界定“期货交易”,给监管以界限,给市场以预期,为期货市场稳健运行奠定基础。

“期货交易”包含了两层含义:一是期货交易的客体是“期货”(即“期货合约”),而不是其他类型的合约;二是期货交易在交易所内进行,而不是采用场外交易方式。因此探讨期货交易的界定,也必须分为两个层面:何谓“期货”;“期货交易所”如何认定。

一、“期货”的定义

(一)流于形式的中国“期货”定义

1. “期货”的法定定义

2012年《条例》规定,“期货合约,是指由期货交易场所统一制定的、规定在将来某一特定的时间和地点交割一定数量标的物的标准化合约”。^[1]该定义将界定期货合约的因素归纳为三点:期货交易所设计、未来交割、标准化合约。

2. 中国“期货”定义存在的问题

(1)法定定义未能揭示“期货”的本质

《条例》以是否为期货交易场所制定的合约作为认定商品期货合约或金融期货合约的主要依据,该定义仅仅是描述性的定义,并不能揭示期货合约的实质,尤其是与远期合约的本质区别。首先,未来交割是期货合约和远期合同的共同特征,不能作为二者的区分依据。其次,标准化合约含义不明。传统上,场内进行的期货交易标的是标准化合约,

[1] 参见《期货交易管理条例》(2012),第2条。

远期现货合约和场外衍生工具则一般认为是交易双方私下协商议定的非标准化合约。但场外衍生品市场自 20 世纪 90 年代诞生以来,经历了爆炸式的创新与发展,许多衍生品都或多或少具有标准化的特征,国际互换与衍生金融工具协会(International Swap and Derivatives Association, ISDA)更是致力于促进场外衍生工具协议标准化的国际合作组织。仅用“标准化合约”未能反映对标准化的程度要求,随着远期现货市场的发展和场外衍生工具标准化的推进,标准化已经不是期货合约的特有特征。最后,交易场所设计也不足以作为期货认定的充分条件。因为按照这一定义,只要不是期货交易场所设计的合约,就不构成期货合约,这就使对期货的监管极易被规避。面对市场主体在法定期货交易场所外创造的各类远期产品,该定义对于判断何为期货合约、何为远期现货合约没有任何实质性的帮助。

(2) 认定非法期货交易仍然缺少实质标准

2012 年《条例》修订前,由于期货定义缺乏实质性内容,现实中很多类似期货的现象找不到明确的法律依据,无法准确定性。例如,上海联泰黄金制品有限公司非法经营案^[2]、华夏商品现货交易所(简称华交所)涉嫌变相期货案^[3]和浙江嘉兴茧丝绸电子盘市场涉嫌变相期货案^[4]都是这种现象的典型例子。以联泰黄金案为例,对于典型的商事合同纠纷,应当首先定性《联泰黄金买卖细则》究竟属于期货合约还是远期合约,然而在判决书中,法院并没有关心联泰黄金与其客户签订了怎样的合约,而是片面放大了合同采用保证金、当日无负债、允许对冲平仓以及标准化合约的交易机制,对于合同条款中双方权利义务的具体规定、结算和实物交割方式、客户有无要求实物交割的权利等方面则只字未提。可以说,法院忽略了这一基础性问题的存在。再如华

[2] 参见上海联泰黄金制品有限公司等非法经营案终审裁定书((2008)沪二中刑终字第 285 号)。

[3] 有关案件事实,参见郭莉:“‘华交所变局’启示录”,载《投资北京》2008 年第 8 期。

[4] 有关案件事实,参见高改芳、周文天:“电子盘生死劫——嘉兴茧丝绸变相期货乱象调查”,载《中国纺织》2010 年第 11 期。电子盘是大宗商品交易市场的俗称,指的是通过网络与电子商务搭建的平台,对相应商品进行即期现货或中远期订贷交易的场所。2000 年以来,电子盘市场在全国发展迅猛,由于采用电子或网络平台的交易方式,对该市场的交易规则没有专门法律规范,引发了多宗交易丑闻。

交所案,监管机构主要以保证金比例低于20%和实物交割率非常低为由,认定为“变相期货交易”,而没有分析仓单是否属实以及实物交割是否有强制执行力等关键问题。实际上,期货合约的定义和期货交易机制是两个层面的问题,这种处理方式一方面扭曲了监管逻辑,另一方面交易双方的权利义务和交易的可执行性仍然无法判定,纠纷无法得到彻底解决。2012年《条例》修订后,“期货合约”的认定标准并没有发生实质变化,可以预见,非法期货交易认定的混乱情况无法得到根本解决。

(3) 远期现货市场面临法律不确定性

现行期货定义造成远期与期货合约的界限不明,使众多远期现货市场的法律地位处于不确定的状态,这无疑将扼杀大宗商品远期现货市场的生存空间。例如,嘉兴茧丝绸市场纠纷明显具有现货远期市场的特征,但也因“实际上采用了期货的基本规则制度”,被某些法院在判决中认定为变相期货交易,至于究竟哪些“期货的基本规则制度”是认定本案的根本要件,判决书语焉不详。实际上,茧丝绸远期现货市场纠纷根本上是对远期现货电子化交易市场监管不到位,门槛低、资金监管制度疏漏等规制缺失引起的,这些问题应当通过完善远期现货市场交易规范来解决,简单认定为变相期货交易或非法期货交易不能解决问题。

(二) 美国法下“期货”的实质定义

1. “商品”的定义

美国期货交易立法几经变迁,《1936年商品交易法》为当前美国期货监管体制和监管范围奠定了基础。落入该法管辖范围的前提是交易是涉及“商品”的交易。因此,要了解美国法下的期货定义,首先应了解“商品”的范畴。

《1936年商品交易法》对“商品”的范围进行了明确的界定。第1a条列举了已在商品交易所交易多年的一系列农产品,作为该法项下的“商品”类别,包括“小麦、棉花、大米、玉米、燕麦、黑麦、亚麻子、高粱、面粉厂下脚料、共同油、鸡蛋、马铃薯、羊毛、毛条、油脂(包括猪油、牛油、棉籽油、花生油、豆油和其他所有油脂)、柏子粉、棉籽、花生、大豆、

豆粉、家畜、家畜制品和浓缩冻橙汁……”〔5〕当它们成为交易所内合约的交易对象时,就进入《商品交易法》的“商品”范畴。国会通过不断补充修正案对第1a条进行修订,使“商品”的范围保持最新。〔6〕

《1974年商品期货交易委员会法》扩大了“商品”的定义,任何期货交易的对象——包括有形的和无形的——都可以纳入“商品”范畴。这次修法大大扩展了“商品”的范围,其直接后果是极大地扩张了“期货合约”的定义范围。由于“商品”范围的扩大,股票、股票指数以及其他无形利益都落入“商品”范畴,因此,在其基础上衍生的各种新型金融衍生工具也有可能落入“期货合约”的定义。

《2000年商品交易现代化法》依据商品的供给量和易操纵性等性质,将“商品”分为三类:第一类是排除商品(excluded commodities),〔7〕包括利率、汇率、货币、证券、证券指数、信用风险以及包括通胀指数在内的、仅仅基于无现货市场的商品或不受任何交易参与方控制的价格或价值的其他指数或计量工具。(包括任何概率事件。)第二类是豁免商品(commodities that qualify for exempt transactions),〔8〕包括除第一类排除商品和农产品之外的所有商品,如金属、能源产品以及频宽/带宽等。第三类商品为农产品。

2. “期货”的法定定义

与“商品”这一概念不同,美国成文法没有对“期货”进行定义。《1936年商品交易法》中常常使用“用于未来交割的商品销售合同”这

〔5〕 7 U. S. C. § 1a, CCH Rep. ¶ 1001.

〔6〕 《2010年多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》更新了期货合约标的物商品清单。参见美国《商品交易法》第1a(4)条:“‘商品’一词指:小麦、棉花、大米、玉米、燕麦、大麦、黑麦、亚麻籽、高粱米、磨粉饲料、黄油、蛋、马铃薯、羊毛、羊毛条、脂油类(包括猪油、牛油、棉籽油、花生油、豆油以及所有的其他脂油类)、棉籽粕、棉籽、花生、大豆、大豆粉、活牲畜、活牲畜产品、冷冻浓缩橙汁以及所有其他货物和物品(但洋葱(如本编第13-1节所述)和电影票房收入(或与电影票房收入相关的任何指数、指标、价值或数据)例外),以及现在交易或未来交易的未来交割合约下的所有服务、权利以及权益(电影票房收入或与电影票房收入相关的任何指数、指标、价值或数据例外)。”

〔7〕 Sec 1a(13), 7 U. S. C. § 1a(13), CCH Rep. ¶ 1002, CFMA § 101.

〔8〕 Sec 1a(14), 7 U. S. C. § 1a(14), CCH Rep. ¶ 1002, CFMA § 101.

一表述来指代期货合约。^[9] 根据这一表述,构成期货合约的要素有三个:商品、销售合同、未来交割。“商品”的范围已由《商品交易法》明确列举。根据《商品交易法》第1a条,“销售合同”指“销售、销售合同以及拟销售合同”(“sales, agreements of sale, and agreements to sell.”),^[10] 包括所有类型的销售协议或安排。因此,如何理解“未来交割”就成为判定某种合同是否是期货合同的关键。

《商品交易法》没有对“未来交割”进行明确定义,但第1a条将“推迟交付或交运的现货商品销售合同”排除于其含义之外。因此,那些销售行为即时发生,但出于便利交易一方或双方的目的,商品的实际交付被推迟的现货交易合同不属于期货合同。这是由于农产品“远期合同”即时交易、推迟交货模式早已成为一种行业惯例,因此,立法将这种远期合同排除于期货的定义范围。

将期货交易与远期合约、现货交易划分开来,是界定期货交易、划清期货监管范畴的重要内容。在远期合同与期货的区分标准形成过程中,美国商品期货交易委员会(以下简称CFTC)和法院起到了重要作用。

3. “期货”定义的实践标准

(1) 期货与远期合约之辨析

界定某种交易属于期货还是远期合约关系到该交易是否受《商品交易法》的管辖、是否构成非法的场外期货交易,在美国实践中历来备受关注。期货市场在远期合约的基础上发展而来,两者有着千丝万缕的联系,因而严格区分并不是件容易的事。

从立法历史(即立法目的)来看,早在《1921年期货交易法》,远期

[9] “contract of sale of a commodity for future delivery”. 参见《商品交易法》第1a、4a(a)、4b、4d、4e、5(b)(3)条。此外,《商品交易法》中类似的描述性用语还有“purchase or sale of any commodity for future delivery”或者“contract for future delivery”。See Philip McBride Johnson & Thomas Lee Hazen, *Derivatives Regulation*, Aspen, Third Edition, 2004, Volume 1, at 23.

[10] 7 U. S. C. § 1a, CCH Rep. ¶ 1011.

合约就被立法者排除于监管范围之外,^[11]《1936年商品交易法》及其后的历次修订保留了这一排除规定。根据《商品交易法》1974年的修订说明,对现货远期合同的交易双方来说,基础商品对其具有内在的商业价值,并且双方都预期会进行实物交割。因此,现货远期合同在监管上应与期货合同区别对待。^[12]美国第四巡回法院则指出,《商品交易法》的立法目的旨在监管期货和期权交易中可能出现的操纵、投资或其他滥用行为,而对于现货即期交易(spot transactions)或现货远期交易(cash forward transactions)而言,并不存在与期货市场相同的投机、操纵或纯粹对赌的机会。因此,《商品交易法》从来就不监管现货即期交易或现货远期交易。^[13]

但是,《商品交易法》仅用“future delivery”和“deferred delivery”两个单词来区分期货合约与远期合约,如此简练而微妙的立法语言远远不足以满足实践中对期货交易和远期合约进行区别的需要。因此,在长期实践中,CFTC和法院通过判例发展出了一套期货与远期合约的界定标准,以补充法定定义的不足。

(2)“全面审查”原则

早期,CFTC倾向于严格限定《商品交易法》排除的远期合约的范围,只有“基于商业经营的必要,应当在未来进行实物交付,但仅仅是出于商业需要或便利的考虑而推迟交付时间的现货交易合同”^[14],才被认定为远期合同。

CFTC和法院通过一系列案例,总结出一系列区分期货合约与远期合同的认定因素。这些认定因素包括:①合约的名称并不能决定是期货还是远期。②标准化合约。③客户没有交付意图或预期。④基础商品对期货合约客户来说通常没有商业上用途。⑤采用初始保证金、

[11] CFTC v. CO Petro Marketing Group, 680 F. 2d 573 (9th Cir. 1982), citing S. Rep. No. 212, 67th Cong., 1st Sess. 1 (1921). 与《1936年商品交易法》相比,最初的表述略有不同,将远期合约表述为“any sale of cash grain for deferred shipment”。

[12] H. R. Rep. No. 93 - 975, at 129 - 30 (1974).

[13] Salomon Forex, Inc. v. Tauber, 8 F. 3d 966, 970 - 71 (4th Cir. 1993).

[14] Proposed Regulation of Leve Contracts for Future Delivery or Otherwise, 44 Fed. Reg. 13494, [1977 - 1980 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶20772, at p. 23164 (CFTC March 12, 1979).

追加保证金的担保方式。⑥清算方式可以交割实物,也可以现金清算。另外,美国实务界也很早就对远期与期货界定的模糊性达成了共识——对于期货和远期的界定,并没有一条明确的界线,也没有一种决定性的要素清单。^[15] 上述要素中的任意一个对于认定期货来说,既非充分也非必要条件。^[16] 也就是说,即使某种交易不满足以上特征,也可能因其他特征而被认定成期货;反之,即使某种交易都满足以上特征,也可能因其他理由而认定为不属于期货。^[17] 总之,没有一种因素是决定性的。^[18]

20世纪90年代开始,“全面审查”原则主导了CFTC和法院界定期货和远期合同的判断依据,该原则产生于1979年的Stovall案^[19],并在1982年的Co Petro案^[20]中得到发展和正式确立。“全面审查”

[15] CFTC v. CO Petro Marketing Group,同前注[13]。

[16] See In re Grain Land Cooperative, 30 Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) 1714 (CFTC Initial Dec. 1998), citing In re Stovall, 1979 WL 11475 at *3 (1979)。

[17] 例如, CFTC v. CO Petro Marketing Group案中,虽然合约是被告公司分别与每个客户签订的,并非完全的标准化,但法官认为,由于被告在合约中承诺如果客户提出抵消,将无条件地与客户签订方向相反的抵销合同,从而使客户免除原始合同的交割义务,这与标准化合约取得的经济效果相同(期货合约标准化的主要目的也是便于转让和抵消),因此,标准化并非认定期货的必要因素,欠缺标准化因素,也可能构成期货。

[18] In re Stovall, [1977-80 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) P 20941, at 23, 777-79 (CFTC Dec. 6, 1979)。

[19] 本案中, CFTC认定Stovall与其客户之间的交易是否是期货的标准是“全面考察双方的交易行为,特别是交易双方进行此交易的目的到底是什么”。CFTC列举了该合约的几个特征:(1)采用标准化合约;(2)涉及商品的未来交付;(3)该合约向公众公开出售;(4)通过抵销清算消灭合同规定的实物交付义务;(5)客户没有实物交付的预期,而是期望通过商品价格的未来变动获得轧差收益;(6)事实上,除一名客户之外,其他所有客户最后都通过与Stovall抵销清算,而不是进行实物交付,实物交付的可能性很小。标准化合约、公开出售表明该合约的交易者不是从事实物贸易业务的经营者,实物交付的可能性很小则说明交易方没有实际交付的意图。据此, CFTC认为Stovall提供的合约属于期货。

[20] 1982年,第九巡回法院在CFTC v. Co Petro Marketing Group案中引用了Stovall案的判定标准,使“全面审查”原则正式成为期货与远期合同的认定标准被确立下来。该案中,法院认为,客户与Co Petro签订的协议的目的是投机获利,货物对于客户没有实质的商业价值,并且客户完全没有实际接收交付的意图或预期。因此, Co Petro Marketing Group从事了非法的场外期货交易行为。

原则是通过对每桩交易、每种合约进行实质性分析,“将交易看作一个整体,对其内在目的进行分析”,^[21]从而综合作出是否是期货的判定,具有相当大的实质审查和主观判断因素。

(3)“三要素”检验标准

20世纪90年代后期,CFTC的认定标准发生了转变,实物交付是否真实发生在判断是否是期货合同上的地位不断下降,实物交付义务是否具备法定的强制执行力,即合同交易方是否有权拒绝另一方提出的现金清算要求,成为界定期货与远期合同越来越重要的因素。^[22]促使这种转变发生的是20世纪90年代中后期围绕锁定交付时间的套期保值合同发生的大量纠纷案件。

锁定交付时间的套期保值合同(Hedge-to-Arrive Contract,HTA)是谷物商与农场主之间签订的一种长期合同,农场主可以在合同指定期间内的任意一天进行特定数量和质量的货物交割,合同价格由订立合同时芝加哥期货交易所该种货物的期货价格加减合同履行日现货与前述期货价格的基差决定。如果合同到期时,农场主仍未决定履行,则谷物商有权决定基差,从而决定期货合同的最终价格。^[23]

1995~1996年,美国玉米现货价格持续走高,这一突然的市场变化打破了HTA合约的平衡。由于农场主在现货市场上卖出能获得更大收益,因此不断将HTA合同一再展期,长期不实际履行。谷物商则不得不一再追加交易所内期货交易的保证金数额。随着双方利益冲突的加剧,围绕HTA合约的纠纷也越来越多。此类纠纷的一个核心法律问题是,HTA合同到底属于期货还是远期合同。^[24]

在一系列HTA合同争议案件的审理中,法院与CFTC的观点出现分歧。法院大多倾向于将HTA合同界定为远期现货交易,CFTC则倾

[21] CFTC v. CO Petro Marketing Group,同前注[13]。

[22] Philip McBride Johnson & Thomas Lee Hazen,同前注11, § 1.02 [3],p. 24。

[23] Jayashree B. Gokhale, 'Hedge-to-Arrive Contracts: Futures or Forwards', *Drake Law Review*, 53 *Drake L. Rev.* 55, 2004, at 3。

[24] HTA兼有期货和远期合同的特征,但性质认定不同,对农场主或谷物商利益的影响却完全相反。如果认定属于《商品交易法》豁免的远期合同,则该合同合法有效,可以被强制执行,对农场主不利;如果认定属于非法的场外期货交易,该合同则因非法而不可强制执行,对谷物商不利。

向于将此类合同认定为非法的场外期货交易。这种界定结果的不一致在很大程度上是由于前述“全面审查”标准的缺陷引发。对于“全面审查”标准的不合理性,Easterbrook 法官精辟地指出,^[25]“全面审查”标准用是否交付作为判断期货或远期合同的标准是错误的,因为无论是期货还是远期合同,根据合同条款,当事人在合同到期前都有权选择以实物交割还是现金结算的方式终止合同,因此,是否交割不能成为界定期货或远期合同的因素。更重要的是,“全面审查”标准注重交易的主观意图,而主观意图的判断必须依赖于双方是否实际交割的事后情节。这种溯回式的判断标准使市场参与者无法预期其行为的结果,也就不可能事先通过合同条款的设计来避免成为非法场外期货交易。市场参与者必须先就能够明确确定其交易行为是期货还是远期,继而选择合同对手方以及交易场所。如果只能在该合同存在若干年后才能知道其是否合法,HTA 合同分配价格风险的功能也就彻底丧失了。以当事人的“意愿”或者实际交割的“比例”作为合同性质的判断标准实在糟糕至极,因为当某一合同属于期货还是远期合约仅仅取决于当事人最后是否决定履行其承诺时,对商业交易抑或立法解释都没有任何助益。^[26]

在 Easterbrook 法官意见的基础上,第七巡回法院确立了界定远期与期货交易的“三要素”检验标准:(1)合同具有特定化条款,不可被其他商品销售合同替代;(2)交易双方都是行业经营者,而不是投机者;(3)交付不能无延期推迟,除非卖方向买方支付额外的费用。只有具备上述全部三项条件的合同才是《商品交易法》豁免的远期合约;不满足上述要素中的任意一个,该合同则有可能构成期货。^[27] 该标准在 *In re Cargill*^[28] 等案中被援引并确立下来,“以合同条款特定化、交易参与人特征和交付义务的法定强制执行力作为明确的指标,在很大程度上修正和完善了“全面审查”原则,使期货与远期的界定更加客观,大大

[25] 参见 *Nagel v. ADM Investor Services, Inc.*, 65 F. Supp. 2d 740, 750 - 52 (N. D. Ill. 1999)。

[26] *Nagel v. ADM Investor Services, Inc.*, 同上注, at 752。

[27] *Nagel v. ADM Investor Services, Inc.*, 同上注。

[28] *In re Cargill, Inc.*, [2000 - 2002 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) P 28425, at 51227 n. 93 (C. F. T. C. Nov. 22, 2000)。

增强了法律的确定性和可预期性。

通过对美国界定期货和远期的实践标准的研究,我们至少可以得出两点结论:

第一,无论是早期的“全面审查”原则,还是后来经过修正的“三要素”标准,美国法下界定期货和远期合约的标准都是从合同本身出发,以合同条款的内容来判断交易性质,而不是以交易场所或交易机制作为划分期货和远期的界限。在交易所内交易固然是期货交易的典型特征,但交易所交易应作为区分场内交易和场外衍生品交易的必要条件,而非“期货”的界定要件。^[29]两者是不同层面的问题。

第二,在通过合同本身条款判断交易性质时,意图交付又是界定标准的核心要素。以是否实际支付作为界定期货与远期的标准是不合理的。一方面,随着远期现货市场以及商业模式的发展,远期合约与传统形式相比有了新变化,比如趋向于标准化、出现了反复参与买卖的做市商(同时也是商品经营者)、支付差价即可解除合同的情形越来越普遍等,远期发挥着与期货越来越相似的经济功能。^[30]参与远期合约的商业经营者在签订合同时往往无法预料最后是否会以实物交付的形式终止合约,这必须取决于未来市场的复杂因素。另一方面,以实际交付为判断标准使交易定性完全依赖于交易参与方的事后行为,交易参与方无法在合同签订时明确该交易的法律地位,因此不符合法律的基本原则和监管逻辑。美国从要求实际交付^[31]到判断交付义务是否有强制执行效力,是适应商业发展的需要而逐步完善和合理化的结果。反观中国的期货定义,不仅法律规定层面没有从合同条款本身揭示期货的本质,实践中,即使有某些案例试图用“交付”要素判断交易性质,也大多以实物交割率作为事后定性的标准,因此才会出现交易类似、定性不同的混乱局面。

[29] Edward F. Greene, Alan L. Beller, Edward J. Rosen, Daniel A. Braverman, Sebastian R. Sperbe, Leslie N. Silverman, *U. S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets*, ASPEN, 9th Edition, 2008, § 14.08 [2], pp. 14 - 87.

[30] *In re Bybee*, 945 F. 2d 309 (9th Cir. 1991).

[31] See *Characteristics Distinguishing Cash and Forward Contracts and "Trade" Options*, 50 Fed. Reg. 39656 (Sept. 30, 1985).

二、“期货交易所”的认定

期货的定义可以将期货市场与远期现货市场区分开来,但对于期货市场与场外金融衍生品市场之间的界定,仅有期货定义这一标准并不充分,这是因为场外金融衍生品与期货在合约本身方面的界限不再明显。以互换为例。互换是迄今为止最受欢迎的场外衍生工具之一,是指交易双方(又称对手方)之间通过协商,约定根据事先确定的计算公式,交换支付(互换)期间性的现金流的协议。^[32]交易者通过与互换交易商直接达成协议而进入互换交易,再由互换交易商另行寻找能够对冲其自身仓位的另一方,因此,交易商实际上也起到做市商和中央对手方的作用。^[33]传统上,典型的互换与期货是两种性质和特点完全不同的交易,二者在交易机制、方式等方面有着显著不同,本不应有交集而产生法律适用不确定的问题。^[34]然而,随着互换交易的演变,互换与期货在经济功能和合约标准化等方面越来越相似和难以区分。首先,互换交易与期货都具有对冲风险和投机的功能,^[35]在经济功能上具有等价性。其次,互换交易通常也具有标准化条款,且通过现金结算而不是实际交付来结束交易。在互换市场迅速膨胀的过程中,互换合约的标准化程度也快速提高,一些基础型互换产品,

[32] See. Jack Marshall & Ken Kapner, *Understanding Swaps*, Wiley & Sons, Inc., 1993.

[33] Daniel P. Cunningham et al., *An Introduction to OTC Derivatives, in Swaps and Other Derivatives in 1997*, p. 258 (PLI Corp. Law & Practice Course Handbook Series No. B - 1017) (1997).

[34] 例如,与期货不同,互换交易一般无法提供实物交付;期货交易在集中的交易所进行,所有公众都可参与;互换交易在场外市场由交易双方私下协商约定合同条款;互换交易的参与者一般限于机构投资者,而不向公众开放;区别于期货的高度标准化,互换交易往往包含个性化条款,以满足最终用户的特殊财务需要;期货交易有集中清算机构作为中央对手方来保证履约,互换交易则暴露于众多零散的交易对手方的信用风险之下。当事人必须自行评估对手方风险以及控制自身的财务风险。同上注,第15页。

[35] 实质上,当互换交易商找不到可以抵销掉其仓位的对手方时,常常买入反向期货交易来抵销互换交易的仓位,同样可以达到目的。

如经典的利率互换合约(plain vanilla),标准化程度与期货已难分高下。^[36] 在这种情况下,仅从互换合约本身来看,几乎无法把互换与期货区分开来。因此,必须从交易场所和交易方式入手,对互换交易和期货交易进行有效地划界。

(一) 中国法下“期货交易所”的认定

1. “变相期货交易”与期货交易所的认定

2012年《条例》修订前,对期货交易所没有直接的认定标准,但“变相期货交易”很大程度上就是对期货交易所的界定标准。“变相期货交易”包含两层含义:首先,变相期货交易本质上属于期货交易,不能因“变相”而否认其期货交易的性质;其次,该种交易以合法形式掩盖非法目的,是非法的期货交易。^[37] 根据《条例》第89条,构成变相期货交易有两种情形。一是采用集中交易方式进行标准化合约交易,同时市场或者组织交易的机构为参与集中交易的所有买方和卖方提供履约担保的;二是采用集中交易方式进行标准化合约交易,并且实行当日无负债结算制度和保证金制度,而保证金收取比例低于合约标的额的20%的。前者主要为防止价格剧烈波动时交易风险集中于市场组织者;后者主要限制交易的杠杆率,防止过度投机造成大面积的违约风险。^[38] 可以看出,2007年《条例》隐含的界定期货交易所的标准为:(1)集中交易;(2)中央对手方履约担保和保证金制度。即以交易机制作为期货交易所认定的主要指标。

由于对“期货交易”没有进行正面定义,20%的保证金比率也很容易被规避,司法实践中也反映出“变相期货交易”标准在适用中存在很

[36] Report of The President's Working Group on Financial Markets: "Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act", Nov. 1999, p. 12.

[37] 无独有偶,2005年《证券法》第10条第3款明确规定:“非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。”所谓的“变相公开”是指表面上采用非公开方式,实际上却是公开方式的非法公开发行证券行为。该条也可以作为理解“变相期货交易”的立法语义的佐证,说明我国立法者采用“变相”一词,意指被法律所否定的非法行为,至少这在《证券法》上已有先例。参见《证券法》(中华人民共和国主席令[2005]第43号),2005年10月27日。

[38] 张育斌、叶平:“界定变相期货交易 维护期货市场秩序”,载《期货日报》2007年4月12日。

多问题,为此,2012年10月,国务院发布了《关于修改〈期货交易管理条例〉的决定》。修订后的《条例》恢复“期货交易”的定义,即“期货交易,是指采用公开的集中交易方式或者国务院期货监督管理机构批准的其他方式进行的以期货合约或者期权合约作为交易标的的交易活动”;删去“变相期货交易”的有关规定。这很大程度上是对“变相期货交易”界定标准广受诟病的回应。

然而,虽然2012年《条例》删掉了上述规定,强调“公开的集中交易”为期货交易的特征,但以交易机制作为认定期货交易所唯一标准的观念根深蒂固,加之2012年《条例》对“期货交易”的正面定义仍然是模糊的,因此,交易机制仍是目前认定期货交易所的主要指标。^[39]

2. 中国法下期货交易所认定存在的问题

(1) 忽略公众参与和标的物种类的认定要件

以交易机制作为期货交易的界定标准有一定合理性。因为交易所特定的交易制度设计(大户持仓报告制度、逐日盯市、初始保证金以及追加保证金制度等)能够保证反操纵、反欺诈、防止过度投机等监管目标的实现。^[40]因此,交易机制标准在一定程度上把握住了期货交易所的特有特征。但期货交易所之所以与场外金融衍生品市场不同,还有两个很重要的区别,即参与者范围和标的物种类。要求期货交易在场内进行的根本目的是保护零售投资者(社会公众)的合法权益,场外衍生品市场只允许机构投资者等成熟投资者进入交易,因而没必要对其施加与期货交易所同等程度的监管要求,可以赋予市场主体更多的自由。此外,期货交易所中合约的标的物大多是农产品等实物,实物标的物总量有限,被操纵的可能性更大,并且实物期货市场的价格直接影响

[39] 例如,2011年11月国务院《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》(国发[2011]38号)仍明确指出,“除依法经国务院或国务院期货监管机构批准设立从事期货交易的交易场所外,任何单位一律不得以集中竞价、电子撮合、匿名交易、做市商等集中交易方式进行标准化合约交易”。

[40] 交易所自律监管是人们为了达到上述使期货市场安全高效运行的目的,在长期实践中创造出来并逐步完善的一套期货交易监管机制,其产生远远早于以期货法为核心的立法监管。现行期货监管法律制度很大程度上是在交易所自律监管机制的基础上,对其予以法律确认并补充反欺诈等规则的结果。

到现货市场波动,而场外衍生品的基础资产——金融工具的供应量理论上无限的,难于进行操纵。因此对期货交易所必须采取比对场外衍生品市场更严格的监管,参与者范围和标的物种类才是认定期货交易所的根本要素。

(2) 场外衍生品市场面临法律地位的不确定

现行法下以集中交易机制作为判定是否是期货交易的标准,实际上使期货市场获得了集中交易机制的垄断使用权,即只有在法律认可的期货交易所才能使用上述交易机制,否则不能使用。由于对期货交易的界定缺乏公众参与和标的物种类要素,导致期货交易界定的重点落在集中交易等交易机制上,即使某合约市场只有机构投资者参与,只要采用了交易所式的集中交易机制,也构成变相期货交易而予以禁止。在这种情况下,最可能被质疑为非法期货交易所的就是中国的银行间衍生品市场和外汇交易中心衍生品市场。因此,必须加入公众参与和标的物种类两个认定要件,才能消弭这种不确定性。

(二) 美国法下“期货交易所”的认定

2000年以前,根据《商品交易法》的规定,所有期货交易必须在CFTC指定的合约市场(Designated Contract Market)进行。这与我国现行规定基本一致。2000年《商品交易现代化法》首次放开了指定合约市场(交易所)对期货交易的垄断权,另外开辟了衍生工具交易执行设施(Derivatives Transaction Execution Facility, DTEF)和豁免市场(Exempt Board of Trade, EBOTs)两种交易场所,以满足符合特定条件的期货合约和投资者的需求。由于后两种交易场所的参与者只有成熟的合格投资者,不包括公众,因而期货交易所必须遵守的一系列以保护零售投资者为目的的规则不必适用于这些市场,其申请条件和监管要求都低于指定合约市场。

根据商品类别和参与者范围的不同,合约市场、衍生工具交易执行设施和豁免市场的监管要求逐次降低。合约市场由期货交易委员会指定,对交易的产品类型和参与者无特殊限制,是新的三种交易市场中监

管最为严格的一种。^[41]

衍生工具交易执行设施是《商品交易现代化法》为特定的衍生工具设立的新市场,对其监管略少于合约市场。衍生工具交易执行设施对市场进入者和商品类别都有一定限制。交易参与者仅限于“合格合约参与者”(eligible contract participants, ECPs)^[42]和满足一定条件的期货经纪商。^[43]商品类别方面,依据《商品交易法》第5(a)条,仅限于满足以下条件之一的商品衍生合约:(1)基础商品的可供应量近乎无穷大;(2)基础商品的供应量足够大,以至于几乎没有被操纵的可能;(3)基础商品没有现货市场;(4)该合约是证券期货产品,且该衍生工具交易执行设施是根据《1934年证券交易法》注册的证券交易所;(5)CFTC根据市场特点、监控历史、自律记录以及交易设施容量等因素认定没有操纵风险的合约;(6)基础商品不是农产品,且交易仅限于合格商业组织(eligible commercial entities)为自己的账户进行。^[44]

豁免市场中交易的合约类型限于除证券类合约之外的、没有操纵风险或没有现货市场的期货合约以及其他衍生合约,^[45]交易参与者限

[41] 依据《商品交易法》第5(b)条,申请成为指定合约市场须满足CFTC规定的多达16项核心原则。主要内容包括:申请者必须向商品期货交易委员会证明,只上市不易被操纵的合约品种;建立监控制度,防止市场操纵、价格扭曲以及其他扰乱交割或清算的行为;在适当时对投机者进行仓位限制;交易所有能力通过市场管理和恰当的程序安排来防止市场垄断;通过交易实施和对违规者的调查处置能力,交易所能够建立和执行交易规则,保证交易的公平合理;交易执行设施的运行符合交易规则和特定要求;能够建立和执行清算规则和程序,使交易所能对违反交易规则的人加以处罚;能够提供一定的渠道,使公众能了解交易所的规章制度、交易规则和产品特点;能够建立必要的系统以获取相关信息,使交易所能够发挥正常的功能。

[42] 包括金融机构,保险公司,经注册的投资公司,总资产超过1000万美元的公司、合伙、信托机构以及其他实体,总资产超过5000万美元、受ERISA管辖的员工福利计划,政府机构,总资产超过1000万美元的自然人,或总资产超过五百美元但以风险管理为目的而从事交易的自然人。Section 1a(12), 7 U. S. C. § 1a(12), CCH Rep. ¶ 1002, CFMA § 101.

[43] 条件为已在期货交易委员会注册登记;是期货自律组织的会员;如果从事证券期货产品交易,则须为依据1934年证券交易法注册的全国证券协会会员;取得衍生工具清算机构的会员资格;注册资本在两千万美元以上。Section 5a(b)(3), 7 U. S. C. § 7a(b)(3), CCH Rep. ¶ 1207B, CFMA § 111.

[44] Philip McBride Johnson & Thomas Lee Hazen, 同前注[11], at 319, Footnote 7.

[45] Section 5d(b), 7 U. S. C. § 7a-3, CCH Rep. ¶ 1231, CFMA § 114.

于“合格合约参与者”。豁免市场所受监管最少,除反欺诈和反操纵规定外,不适用《商品交易法》的其他规定。^[46]

总之,场外衍生品与期货在合约的标准化、经济功能等方面已经非常相似,但市场参与人和标的物性质的不同,决定了场外衍生品交易仍然不属于期货交易的范畴。场外衍生品的参与者大都是成熟的机构投资者,不涉及保护公众利益,因此可以不在期货交易所这样严格监管的市场中进行。因此,场外衍生品与期货在交易场所上的不同,归根结底是市场参与者和标的物性质不同导致的风险不同,从而产生不同的监管需求,应当在不同的监管框架下进行。金融危机后,2010年7月21日通过的《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》要求提高互换的标准化并强制满足一定条件的互换进入场内进行结算,恰恰说明交易所严格的监管机制能够更好地防范场外衍生品市场的风险。但由于参与者和标的物种类的不同,互换交易即使在场内进行,也将适用与期货交易所不同的监管标准。从这个角度来看,期货交易与场外衍生品的区别不仅不会消失,而且对于研究哪些产品应进入场内交易、哪些产品可以场外交易、场内和场外之间存在怎样的市场分层的可能,可能具有更加重要的意义。

三、中国期货交易界定的完善建议

(一) 构建期货与远期的界定标准,明确期货合约的实质定义

期货合约的定义是准确界定期货合约与远期合约、划定期货监管机构的管辖范围的前提。虽然美国《1936年商品交易法》并没有对期货合约进行明确的法律定义,而只是原则性地排除《商品交易法》对远期现货合约的适用。但美国法学界和实务界一致认为,缺乏明确的法律定义是多年来围绕期货与远期的划分产生众多法律纠纷的根源。在判例法传统下,法院在司法实践中逐渐形成了区分期货合约与远期合约的细致标

[46] Section 5d(a), 7 U. S. C. § 7a-3(a), CCH Rep. ¶1230, CFMA § 114. 仅当豁免市场对某种基础商品的价格发现有重要作用时,监管者才可能要求其公布其交易信息。

准,CFTC的执法说明和行政解释也对明确实践中的期货定义起了很大作用。这些在很大程度上弥补了法定定义过于简练的不足。

期货合约的法定定义应当揭示期货合约的本质,必须能够将期货与远期现货合约加以实质性区分。美国司法实践对期货与远期的界定标准经历了由“全面审查”的主观标准到“三要素”检验的客观标准的认识转变,形成了现在以合同条款、交易参与者特征和交付义务的法定强制执行力“三要素”的客观标准为判断依据的科学的界定标准。这一标准值得中国借鉴。

一方面,明确期货与远期的界定标准有利于大宗商品远期现货市场的发展。中国现行法下以交易机制为主要依据认定期货与远期现货市场的区别,是使众多采用电子交易系统的远期现货市场处于高度的法律不确定地位。^[47]这种盲目禁止一切类似期货的交易机制在其他市场上运用的规制方式使大宗商品远期现货市场的电子化发展面临极大的违法风险,甚至扼杀了远期现货电子盘的生存空间。应当借鉴“特定化合同条款、交易参与者特征和法定强制交付义务”的三要素标准,从合同条款本身入手,以合同本身的性质而不仅仅是交易机制构建期货与远期合约的区别要件。

另一方面,明确期货与远期的界定标准有利于非法期货交易案件的正确性和处理。“变相期货交易”类案件之所以定性混乱,是由于将案件焦点过分集中于采用何种交易机制。事实上,对这类案件进行定性时,应当首先从产品或合约本身的性质出发,判断交易属于期货还是远期合约,从而明确应适用期货监管或民事合同法作为法律框架,在各自的法律框架下,再分析具体的交易行为是否违反了期货监管制度的强制性规定或者违反合同义务。

(二) 补充公众参与和标的物种类作为期货交易所的认定要素

期货监管的一个重要方面是对期货交易所的监管,通过严格限定期货交易所应满足的监管要求,使公众投机能够被限定在社会可承受

[47] 杨世新:“电子商务与变相期货的博弈——上海市钢铁贸易商会法律顾问龙陈关于规范电子交易市场访谈录”,载《现代物流报》2007年8月8日;李中秋:“上海石油交易所开业引发市场发展模式之争——石油交易所:现货交易还是变相期货?”,载《中国证券报》2006年8月18日。

的风险范围内,达到实现期货市场有效性的监管目的。中国现行法下的非法期货交易,实际上是对期货交易所的界定标准,禁止的初衷是防止此类采用交易所交易机制的合约市场也允许公众进入,由于这类市场未经监管部门审批,交易规则是否公平、安全机制是否健全都不在期货监督管理部门的监控之下。因此,法律应对此类期货交易严格禁止,以保护公众投资者的利益。但现行法下的非法期货交易恰恰缺少公众参与这一重要的认定因素。没有了这一认定因素,将有可能使所有采取集中交易的场外衍生品市场都面临高度的违法风险。美国法下根据是否有公众参与对期货市场进行分层的经验进一步证明,公众参与因素是期货交易界定中的核心要素之一,只有允许公众参与的期货交易,才必须要求其在场内进行,并接受最严格的交易所监管要求。因此,在未来修改《期货交易管理条例》或者制定《期货交易法》的过程中,应当借鉴美国法的规定,补充公众参与和标的物种类因素,作为认定期货交易所的必要条件。只有这样,才能解除集中交易的交易机制由期货交易所垄断的认识误区,承认场外衍生品市场的合法地位,为电子盘市场和场外衍生品市场的交易技术创新留下发展空间。

四、结论

我国现行法对期货定义的形式主义定义导致实践中对发生在法定期货交易场所之外的非法期货交易无法进行准确认定和处理。美国在司法和监管实践中形成了通过分析合同条款本身对期货与远期合约进行定性的客观标准;通过将期货与互换等场外衍生工具相区别,明确期货与互换的区别的关键在于参与者不同而引起的交易机制及监管方式的不同。美国对期货交易所的界定表明,对交易机制的垄断并无必要。我国立法应当从以下几方面完善期货交易的界定:借鉴美国对期货与远期合约的界定标准,以“合同条款特定化、交易参与者特征、交付义务的法定强制执行力”等客观指标作为界定期货与远期合约的要件,明确期货合约的实质定义;改变以交易机制作为认定期货交易所的唯

一标准的做法,从保护公众投资者和防止市场操纵的监管目标出发,将公众参与和标的物种类作为认定非法期货交易的必备要件,为场内、场外市场共同向多层次立体化发展预留空间。