

● 法 学

金融期货与期权市场监管制度初探

胡 孝 红

(武汉大学法学院,湖北 武汉 430072)

[作者简介] 胡孝红(1973-),男,河南固始人,武汉大学法学院国际法学系博士生,主要从事国际经济法学研究。

[摘 要] 金融期货和期权市场的监管制度是该市场存在和发展的基础,它是包括交易所自律监管、行业自律监管和国家监管在内的两种性质的三级监管制度。监管制度的价值在于秩序、效率和公平。

[关键词] 监管制度;性质;价值

[中图分类号] DF 96 [文献标识码] A [文章编号] 1000-5374(2000)04-0537-05

金融作为现代经济生活的核心,金融市场秩序稳定与否直接关系到国民经济能否稳定、健康地发展。作为金融市场的重要组成部分,金融期货与期权市场对金融体系的影响很大,因此,各国政府和有关国际组织都十分关注对金融期货和期权市场的监管,金融期货和期权市场监管制度已成为各国金融市场监管体系重要的组成部分。

一、金融期货与期权市场监管制度概述

金融期货与期权市场监管制度作为当今各国金融市场监管体系的重要组成部分,从动态上看,它是指金融期货与期权市场的监管主体为实现其监管目标,依据法律、法规及自律规则等规范,采用一定的方式和手段对金融期货与期权市场的参与者、组织者及其活动进行组织、协调、控制和监管的过程。从静态角度上看,金融期货与期权市场监管即指各类监管主体(包括主管当局、期货行业自律组织及期货交易所等)为实现其共同目标,依据监管立法和自律规则对市场的参与者、组织者及其活动所确立和实施的一套制度。

金融期货与期权市场监管的必要性表现在:(1)降低市场风险,使其稳定发展的需要。金融期货与期权市场是一个高风险的市场,这是由其高度的专业性或技术性、高杠杆性所带来的高投机性及作为基础金融市场风险集散地的高风险性等特点所决定的。降低市场风险必须通过对投资者(主要包括套期保值者与投机者)的活动进行有效的监管,使其合法稳健地经营。期货市场中的投机活动是确保市场流动性

的必备因素,但不正常的投机活动不仅损害其他投资者的利益,而且会阻碍公平交易,扰乱市场秩序,破坏市场稳定,危及期货市场的健康发展。通过适当地对投机活动进行监管,允许正常的适度的投机,禁止欺诈性的、过度的投机,以防止金融期货与期权市场的剧烈波动,保证其功能的正常实现。(2)确保金融期货与期权市场功能实现的需要。无论是套期保值回避风险功能还是价格发现功能的实现都要求一个公平、有序的市场。只有通过会员登记注册制度、公开市场制度、每日结算制度及各种禁止欺诈制度等市场制度的建立,确保市场的公开性、公正性和公平性,使市场具有充分的流动性,才能使期货市场的套期保值与价格发现成为可能。(3)保障投资者权益的需要。金融期货与期权市场只有方便各类投资者(即客户)入市,才能确保期货市场的有效运行。通过保证投资者公开交易、平等竞争的权利,要求期货经纪商等中介为客户的资金单独设立账户,禁止其挪用客户资金,以及要求期货交易所、结算机构等市场组织者公平地为所有客户服务,达到保护客户权益的目的。否则,客户可能鉴于受经纪商欺诈、内幕交易盛行、不公平地强制平仓等现象而不愿投资,期货市场也就失去了存在与发展的基础。(4)降低市场不利影响的需要。随着金融期货与期权合约的不断增多,金融期货与期权市场的参与者或投资者(包括个人、企业、金融机构等)也越来越多,市场交易量相当可观,同时由于各交易所之间合作与联系的加强,市场的国际化程度日益加强,这使得金融期货与期权市场具有广泛的影响性。一旦某一市场出现事故,就会迅速波及全球各个市场,同时会迅速波及基

础金融市场,使各类投资者遭受重大损失,对各国的金融、经济、社会产生破坏性的影响。因此,必须建立完善的、行之有效的市场监管制度体系,以降低这种可能发生的不利影响,保证整个金融、经济、社会生活秩序的稳定。

二、金融期货与期权市场的 监管制度体系

纵观当今各个期货业发达国家对期货市场的监管制度,总体上可把它们分为 2 种性质(国家监管和自律监管)的三级管理体制(国家主管机构、行业自律组织及期货交易所)。尽管一些国家根据本国国情对三级监管机构的设立与否及权力大小作出了不同的规定,但大都存在这两种性质的监管机构,并赋予其相应的监管职权。

(一)金融期货与期权市场监管体制比较

根据对国家监管和行业自律监管的重视程度,可把各国现行的监管体制分为美国模式和英国模式两类。

1. 美国模式。其特点是国家监管与行业自律并重,更为注重国家监管。具体表现为不断制订有关调整期货市场的立法,把金融期货和期权纳入到国家法律管理体系中去;明确国家监管机构的地位,并赋予其相当大的监管职责和权力;通过立法规定行业自律组织和期货交易所的监管地位。采用美国模式的有日本、新加坡、香港等国家和地区。它们采用这种模式与其特有的法制传统和法学思潮有密切关系。这些国家都属于后起的资本主义国家,它们都注意以法律调控经济以赶超老牌的资本主义国家。同时,社会学派的思想也一直影响这些国家,使得它们相当注意国家对市场的直接管理,以避免市场过分自由发展对社会公共利益的损害。

2. 英国模式。英国虽然基本上承袭了美国的三级监管体制,但是更注重行业自律组织、交易所和清算所及市场参与者的自我监管。这种体制表现在较少的期货市场立法和期货市场国家监管机关的弱化上。直到 1986 年颁布《金融服务法》(The Financial Service Act of 1986),英国一直没有调整期货市场的立法,1947 年《交易控制法》、《银行业法》及《1845 年赌博法》等法规仅仅与期货市场有某些联系。在《金融服务法》制订前,金融市场唯一的管理主体是英格兰银行,不存在以管理期货市场为职责的特定机构,市场主要依靠自律管理^[1](第 162 页)。1986 年出台的《金融服务法》也不是期货业的专门立法,它同时包括期货业在内的英国所有金融服务业(如银行、证券、保险等)。依据此法律确立期货业主管部门——财政部也不直接管理期货市场,而是依法设立证券与投资委员会(Securities and Investment Board, SIB)作为它的法律代理,同时于 1991 年 4 月成立受了 SIB 管辖的证券及期货管理局(Securities and Futures Authority, SFA)作为期货业的行业自律组织,这两个组织都不是期货业的专门监管组织,它们同时监管证券业。英国模式的形成原因在于英国金融市场的独特传统。英国金融服务业集中在伦敦城(The City of London)这一“平方英里”(Square Mile)的狭小地域内,在这个封闭和亲密的环境中发展。高水平的各类机构与专业公司有着共同的背景和公认的价值,它们依据正式准则

来经商又强化了这种同质性,这使伦敦城具有比得上任何正式的法律监管体制的可预见性和有效性的功能。自我监管的发展符合伦敦城的性质。英国期货市场的自我监管也享有其它任何金融市场的自体监管所不享有的尊重^[2](P. 151)。总之,英国模式的形式是与其特殊性的金融环境与社会价值取向分不开的,至今鲜有国家采用这种模式。

(二)金融期货与期权市场监管制度的结构

1. 国家监管。这主要是指由国家监管机构依据有关的立法对金融期货与期权市场进行的监管。在不同国家,监管机构并不相同,即使在同一国家,由于合约品种的不同,也可能由不同的机构管理。例如美国商品期货交易委员会(CFTC)和证券管理委员会(SEC),日本的通产省、农林省和大藏省银行局,新加坡的金融管理局,以及香港的商品交易事务监察委员会等。国家监管具有强制性和全面性的特点。强制性表现在监管机构的设立、职权的取得等都以相关法律依据,代表国家履行对金融期货与期权市场的监管职能,监管机构有着行政处罚、诉讼等强制执法权力。全面性表现在各国的国家监管机构都有权对整个金融期货与期权市场进行监管,监管对象不但包括期货市场的各类主体如期货交易所、经纪商、结算所、投资者及行业自律组织,同时还包括上市的合约品种及期货市场的交易活动;监管范围不仅包括境内期货交易,而且还涉及境外期货交易。随着金融期货与期权市场发展与影响国际化趋势的增强,国家监管当局开始寻求各国监管机关的国际合作,它们往往订立双边监管合作协定,分享监管信息,如中国与马来西亚、新加坡等国签订的双边协定,1995 年 5 月 16 个国家的期市监管机构代表共同发表的《温莎宣言》(Windsor Declaration)^[3](第 473 页)。另外,有关国际组织也对金融期货与期权市场的监管提出了一些建议,例如巴塞尔委员会和国际证券监管委员会组织(IOSCO)提出的一系列指南、框架文件,以及 30 国集团工作小组于 1993 年 7 月发表的《衍生品:惯例和准则》等。

2. 自律监管。根据各国实践,各类期货行业协会的自律管理和期货交易所的内部管理都属于自律性监管层次。由于金融期货与期权市场的专业性和复杂性,政府监管机构不可能也无能力介入期货市场的具体事务的管理,日常的协调、监督和操作管理还需要通过行业协会和交易所来进行,它们依据有关法律和机构的授权制订各自的规章、制度对各类市场主体、合约及交易活动等进行具体的管理。例如美国的 CFTC 就把许多直接监管职责授予自律组织,同时这些自律组织又受制于 CFTC 的监视^[4](P. 221)。其自律性表现在行业协会及期货交易所都不是国家机关,而是民间组织;同时其自律依据不但是各自的内部规则,而且还包括国家立法。(1) 期货交易所。无论是会员制还是公司制的期货交易所,都制订有章程(the Articles of Association)及章程细则(By-laws)即交易规则,或制订专门的商业规则(Business Rules)来管理市场主体(包括投资者、经纪商、结算所等),组织交易活动,对纠纷进行调解和仲裁,并对违规行为进行处罚。交易所的这种自我管理权力都是依据法律授权取得的。例如芝加哥期货交易所(CBOT)的交易规则最先就是由伊利诺斯州议

会授予的,后来又由1974年《商品期货交易委员会法》统一授权。我国有关期市的立法也明确规定,期货交易所是履行法定职能,按照其章程实行自律性管理的法人。(2)期货行业协会。目前大多数国家期货市场都有各种自律性的行业协会如美国的全国期货协会(NFA)、英国的证券期货局(SFA)以及日本的日商协全商联等,其性质都是民间性的行业组织,这些行业协会都进行全行业的自律管理,主要职责是协调各交易所的利益,管理交易所无法管理的非交易所会员的期货市场投资者,宣传期货交易知识,组织期货业从业人员的资格考试,发布市场信息及通过仲裁等途径解决期货交易中的纠纷等。这些职责由国家监管机关立法授予,但又由行业协会独立地行使,自律性特点十分突出。

总之,两种性质的三个监管层次呈现出目标一致性(即维护金融期货和期权市场正常有效地运行,保证其功能的充分发挥)和功能互补性(国家宏观监管、行业自律组织协调及期货交易所实施)的特点。通过科学合理的设置机构和划分职权,三个监管主体职责分明,相互补充,共同作用,形成了一个严密的监管体系,保证了金融期货和期权市场健康稳定的发展。

(三)金融期货和期权市场监管制度规范的性质和作用

1. 监管制度规范的性质。由监管层次和监管制度的性质所决定,金融期货和期权市场监管制度从规范角度看可分为法律性(legislative)规范和自律性(self-regulatory)规范两大类。前者由国家立法机关颁布,后者由自律组织根据法律授权制订。对于交易所的章程和交易规则,无论是把它看作是一套标准的交易所和其会员之间订立的多边商事合同条款,还是许多欧洲交易所依据法规制订的有着和法规相等地位的法规性体系(statutory system),它都是有着类似法律权威的自律性规范,即可以说它是一种准法律性的自律性规范。期货行业协会章程的性质也是如此。因为这些自律监管规范不仅依法制定,而且自律机构都可以自行强制实施。这使得它们与其它社团的章程或规则有着根本性的区别。例如,公司法人和其它社会团体如消费者协会也要制订章程,但这些章程仅对成员有相对较弱的约束力,这类机构无法像期货交易所和期货行业协会那样可以对违反章程的成员以违反章程为由采取诉讼、仲裁和罚款等法律性的惩戒措施,而只能依章程采取取消资格等内部性惩罚措施或依其它法律采取法律程序。总之,金融期货和期权市场的监管制度规范是由法律规范和准法律的自律规范构成的一种混合体,是一种独特的规范体系。另外,在上述3个监管层次中,国家监管的依据是有关的监管立法,例如美国的《商品交易法》、《商品期货交易委员会法》及《期货交易惯例法》,英国的《金融服务法》及日本的《金融期货交易法》等。行业协会和期货交易所的监管依据不仅包括自律规范,而且包括上述立法。因为自律规范的效力来自于立法,许多事项都是立法作出原则规定,再由自律规范具体化,法律的效力优先于协会章程和交易规则。所以在分析自律性监管制度时,也必须考虑国家立法的相关内容。

2. 监管制度规范的作用。金融期货与期权市场的各种法

律关系从性质上可分为私法性关系(或横向关系)和公法性关系(或纵向关系),前者如客户与期货经纪商之间的代理关系,后者如期货交易所对会员的管理关系、结算所对结算会员保证金账户的管理关系、期货行业协会对其会员及期货交易所的管理关系、以及国家监管机关对整个期货市场的管理关系等。平等主体之间的关系(主要是客户和期货经纪商之间的代理关系)虽然必不可少,但相对于各种公法性关系来说,其重要性要低得多,一个重要的例证就是金融期货和期权市场发生的重大事件几乎没有一件是因为客户或代理商违反了他们之间的代理合同而引起的,相反都是监管制度不完善所导致的。由于标准化合同条款的普遍采用,它已成为一种商业惯例,如何促使双方履约成为主要问题,这又依赖于如何监督期货经纪商是否遵守客户资金保护等制度,这些制度却是纵向管理关系的重要内容。可见,在金融期货和期权市场的法律关系体系中,公法性即监管性的法律关系有着基础性的重要地位。这是与金融期货和期权市场这一金融市场的特性决定的。如前所述,由于期货交易具有高杠杆性,这使期货市场呈现出高投机性和高风险性,从而对现货市场乃至整个社会有着直接的影响。为了防止期货市场出现过度投机和不公平的交易行为,防止它对经济、金融和社会生活的不利影响,保障其功能的实现,各国一直注意加强对期货市场的监督和管理,典型的如美国对期货市场的管理历史。时至今日,期货市场的有关规范(包括国家立法和各种自律规范)鲜有调整平等主体之间法律关系的条款,即规定合同的订立、履行等问题。即使有也被深深地打上了监管的烙印,例如客户和期货经纪商之间的代理关系。所以认为期货市场法律关系的主体是平等主体之间的民事法律关系的观点是不妥当的^[5](第6页)。期货交易立法实际上就是期货市场监管法,期货市场的自律规范也是各种管理规范的总和。客户和期货经纪商之间代理关系的规则为例,账户分立,禁止挪用客户资金等规则固然是代理规则的一部分,但这同时也是各种监管主体对期货经纪商进行管理的重要内容。另外结算所作为买卖双方履约的担保人,它又是通过征收保证金来达到这一目的,自身并不出资担保,这种担保实质上是期货市场风险防范机制的重要组成部分。又如违反各种制度规范的法律救济手段不是赔偿损失、恢复原状等民事救济方式,而主要是罚款、取消资格、负刑事责任等行政、刑事责任方式,可以说这是一种新的、准法律性(quasi-statutory)救济方式。可见,期货市场调整平等主体关系的私法已被公法化了。从这个意义上讲,调整金融期货和期权市场的所有规范都是公法性的以防范金融风险为目的的监管规范。在本质意义上,该市场的法律制度(包括准法律的自律规范)就是市场的监管制度,金融期货和期权市场监管制度是该市场存在和发展的基础。

三、监管制度的构建目标 and 价值

(一)监管制度的目标

监管制度的目标是指体现在国家立法和自律规范之中,通过各种风险控制制度得以实现的某些基本准则。这些基本

准则指导着国家立法和自律规范的制订、修改,也是各种市场风险控制制度建立和运作的目的。综观各国金融期货和期权市场监管制度,维护金融期货与期权市场的安全和稳定以及保护投资者合法利益是各国构建监管制度的两大共同目标,它们或明确为有关法律和自律规范所规定,或作为法律和自律规范制定的背景而体现在监管规范的条文之中。

1. 维护金融期货与期权市场的安全与稳定。安全与稳定是金融市场健康发展的主要标志,也是金融监管制度的重要目标。如前所述,作为国内和国际金融市场的重要组成部分,金融期货和期权市场呈现出高风险和国际性,一旦市场运作出现问题,将不仅危及当事国金融体系的安全,而且会迅速传导到世界各主要金融市场,引起全球性的金融动荡,进而可能引发经济社会秩序的混乱。因此各国构建监管制度时无不通过建立健全各种风险防范制度如保证金制度、每日结算制度、大户报告制度、涨跌停板制度及各种禁止性风险控制制度来防范市场风险,保证市场的安全与稳定,维护社会公共利益。应注意的是,防范包括金融期货和期权在内的金融市场的风险是指防范由于制度不健全而可能造成的人为风险,例如 1995 年前后我国国债期货交易中过低的保证金、缺少持仓限额制度和涨跌停板制度造成过度投机最终导致国债期货市场的关闭,由于新加坡国际货币交易所未按会员公司的风险承受能力设置持仓限额和巴林银行内部风险监控体系不完善而导致尼克·利森无限制的投机活动造成巴林银行的破产。这种风险不同于 1994 年 7 月 27 日巴塞尔委员会发布的《衍生工具风险管理指南》中所列出的信用风险(Credit Risk)、市场风险(Market Risk)、流动性风险(Liquidity Risk)、操作风险(Operation Risk)及法律风险(Legal Risk)等 5 种风险。对于金融期货和期权市场而言,上述 5 种风险中的信用风险和法律风险几乎不存在,市场风险、流动性风险和操作风险从根本上是无法防范的,因为它们都是正常的商业风险(Business Risk)。在市场中从事交易不可能没有风险,风险与收益永相伴随是经济学的基本原理,市场中不可能存在只承担风险而无收益或只收益而不承担风险的交易。因此,所谓防范和化解包括金融期货和期权市场在内的金融市场风险应指健全各项制度,防止人为因素造成的风险,市场正常运作中存在的商业风险是无法防范和化解的。

2. 保护投资者的合法利益。投资者(包括套期保值者和投机者)是整个金融期货和期权市场的服务对象,是它存在和发展的基础,缺少投资者的市场根本不可能运作。同时,相对于期货交易所和经纪商等市场组织者和中介者而言,他们又处于弱者的地位,其利益极易受到损害,例如经纪商欺诈客户、挪用其资金、期货交易所违法的不公平强制平仓等。金融期货和期权市场投资者的利益是社会公共利益的重要组成部分,因此保护投资者的合法利益非常重要,否则投资者会因监管制度对其保护不力而失去进入市场的积极性,这势必危及金融期货和期权市场的生存。芝加哥期货交易所前总裁威廉·格罗斯曼也指出,管理期货业务的关键之一即在于的利益客户保护。应当注意,这里强调保护投资者利益,并非说期货交易所、结算所和经纪商的利益不需保护,而是指按

投资者的利益有重点保护的必要。具体而言,保护投资者合法利益就是要建立和健全期货市场各种客户保护制度如风险揭示制度、账户分立制度、公开市场制度、禁止操纵市场制度、禁止内幕交易制度及公开信息资料制度等,并严格实施这些制度。

(二)监管制度的价值

从词义上说,价值是在人们的观念和社会生活中用以判断事物或行为的标准。价值标志着人与外界事物的关系,即外界事物的属性对人的需要所发生的效应,以及人的有关评价。所以事物的价值包含着两个互相联系的方面:一是事物存在对人的意义;二是人对事物有用性的评价标准。法的价值就是以法为载体为主体需求,或主体需求在法中的表达^[6](第 99—104 页)。金融期货和期权市场监管制度的价值就是监管制度对期货市场投资者、中介者、组织者的积极意义。通俗地说,它就是在监管制度规范之中所隐含的对期货市场各类主体及其行为的评价标准。从各国金融期货和期权市场监管制度的内容和运作实践看,监管制度的价值取向表现在秩序、效率和公平三个方面。它们既是监管制度终极目的体现,也是监管制度建立和健全的评价标准和努力方向。

1. 秩序。秩序即事物之间的稳定联系,它的存在是人类社会一切生存发展活动的必要条件,无序则意味着社会普遍存在着不连续、无规律的现象,社会生活中经常出现偶然的、不可预测的、难以控制的混乱因素。人们在这种无序状态下显然无法生活下去。在文明社会中,法律是消除或预防无序状态的首要的和经常起作用的手段。法律规范的根本特性即在于把人们的关系以强制力稳定起来,排除社会生活中的混乱现象,这表现为法律的规范性和稳定性,法律的基本价值因而首先表现为秩序。同时,秩序也是任何法律性和非法律性社会规范(如宗教、道德等)所追求的首要价值。金融期货和期权市场监管制度作为一种规范体系,它的首要价值即在于确立期货市场的秩序,使其稳定的运行。通过三级监管体制的建立和健全,期货市场的交易行为得以有序地进行。只有市场有序运行,期货市场才能实现自己的功能,各个主体也可以有效地实现自己的活动目标。

2. 效率。从经济学意义上讲,效率或效益一般是指以最少的投入获得最大的有效产出,或以同样的投入获得更多的有效产出。它是社会资源配置的重要标准。效益不仅是经济学家关注的目标,也是法学家、特别是经济学家关注的问题。有些学者指出,在经济法一定意义上是经济效益法,是通过协调各方的经济行为和经济利益关系以获取最大经济效益的法。经济法的制度和规定都是以获取经济效益为出发点和终点的。现代社会的法律,从实体法到程序法,从根本法到普通法,从成文法到不成文法都有或应有其内在的经济逻辑和宗旨,即有利于提高效率的方式分配资源,并以权利和义务的规定保障资源的优化配置和使用。无效率的法律制度所调整的经济活动不可能是有效率的。金融期货和期权市场是一种资源配置渠道,保障它有序运行的期市监管制度当然应该体现出效率价值。这种效率价值表现在,一方面期货市场监管制度体系的建立和健全都是以提高市场的运行效率为根

本目标的。另一方面,监管制度的建立和健全必须体现效率原则,监管制度应当具有科学性,它既要准确反映期货市场的当前实践,又要为它的未来发展提供必要的制度空间;同时,监管制度本身必须体系完整、结构合理,具有可操作性。

3. 公平。公平是法的公认价值。它是法律权利和义务分配的目的或结果。公平一词往往与正义和公正等概念替代使用。一般而言,人们把公平分为实质公平和程序公平。前者是指权利和义务的分配状态要平等,后者是指权利义务的分配方式也必须不偏不倚,这两者互相依赖,密不可分。金融期货与期权市场监管制度的建设也体现了公平原则。就实质公平而言,监管制度明确规定了各类市场主体的准入条件和资格,它们都在监管制度所确立和维护的市场中生存、竞争和发展;就程序公平而言,监管制度也明确规定了各类市场主体的进入程序、监管主体的监管程序和各类市场主体之间发生纠纷时的救济程序。同时,在实体和程序上明确规定上述各项内容也是建立和健全金融期货与期权市场监管制度的应有之义。

[参 考 文 献]

- [1] 张忠军. 金融监管法论[M]. 北京:法律出版社,1998.
- [2] EDWARDS Franklin R, PATRICK Hugh T. Regulating International Financial Markets: Issues and Policies [M]. London: Kluwer Academic Publishers, 1992.
- [3] 陈小平. 国际金融衍生市场[M]. 北京:中国金融出版社,1994.
- [4] SELIG Stephen F, Selig. The US Experience, in FTLR[M]. London: Longman, 1993.
- [5] 杨永清. 期货交易法律制度研究[M]. 北京:法律出版社,1998.
- [6] 赵震江,付子堂. 现代法理学[M]. 北京:北京大学出版社,1999.

(责任编辑 车 英)

On the Supervisory System of the Financial Futures and Options Market

HU Xiao-hong

(Wuhan University Law School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biography: HU Xiao-hong (1973-), male, Doctoral candidate, Wuhan University Law School, majoring in international law.

Abstract: The supervisory system of the financial futures and options market is the basis of the development of this market. The system concludes the self-regulatory supervision of the exchange and the association and the national supervision with two natures and three levels. The value of the system is order, efficiency and fairness.

Key words: supervisory system; nature; value