

期货市场中央对手方：制度内涵与法律基础

邹启钊

摘 要 中央对手方是期货市场的基础性制度，系应期货市场的风险防范需求而产生，具有不可替代的功能。中央对手方表面上传达的是期货结算机构成为所有卖方的买方与所有买方的卖方，但实际上是期货结算机构基于其合同主体身份而应具有的特点与所承载的功能。我国期货结算机构须“为期货交易提供集中履约担保”的规定，并不表示我国期货结算机构只能以保证人身份参与期货交易，其以中央对手方进行期货结算，可谓最佳的制度选择。虽然我国没有债务更替制度，但合同权利义务的概括转移可以成为期货结算机构成为中央对手方的法律基础。

关键词 期货结算 中央对手方 债务更替 公开要约

作者邹启钊，法学博士，中国人民大学法学院博士后研究人员。

引 言

“中央对手方”，又称共同对手方，系英文 Central Counterparty (“CCP”) 的中文译名，是指“介入交易双方之间而成为每一个卖方的买方和每一个买方的卖方的实体”。^① 从字面分析，“对手方 (Counterparty)” 在合同法上是指合同的对方，或合同的相对方；“中央对手方”则是指在特定市场中成为众多合同的相对方的特殊主体。该特殊主体成为众多合同的相对方，目的并非进行通常意义上的营利交易，而是以合同主体的身份进行结算，因此，其实际上是该特定市场的结算机构。因此，所有交易商的交易对象最终都被替换成期货结算机构，期货结算机构由此被称为中央对手方。^②

* 本文系教育部人文社会科学重点研究基地重点项目“期货期权市场法律制度研究”（项目批准号：14JJD820007）中期研究成果之一。

① See Committee on Payment and Settlement System & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Recommendations for Central Counterparties*, p. 45, available at <http://www.bis.org/cpmi/publ/d64.pdf?noframes=1>, visited on November 5, 2014.

② 我国《证券登记结算管理办法》将“中央对手方”称为“共同对手方”，但“中央对手方”的表述更能准确地表达“Central Counterparty”的含义。

传统上，中央对手方制度被视为金融市场基础制度的一部分。在期货交易中，中央对手方作为期货结算的基石，构成市场运作的核心与命脉，直接关系到整个期货市场运行的健康、安全与高效，但其法律机理及制度功能并未得到充分的研究。2008 金融危机之后，中央对手方制度迅速成为问题的中心，并被视为降低市场风险及增加市场效率的“利器”。普遍认为，作为增加透明度与市场稳定性的方法，中央对手方结算应被强制用于场外衍生品市场。

与证券市场直接规定中央对手方不同，我国期货结算机构的法律地位尚存争议，其到底是作为中央对手方即期货合同^③的主体进行结算，还是作为期货合同的担保方进行结算，理论上没有定论，立法态度上也模糊不清。此外，中央对手方的法律基础在我国一直没有明确，这不仅影响了我国期货结算机构的健康发展，更将使我国金融市场的制度竞争在国际上处于不利的位置。现如今，“期货法”被列入十二届全国人大常委会立法规划。在此背景下，本文拟从功能主义的视角出发，审视中央对手方的制度内涵，并以此为基点，探讨我国期货结算机构以中央对手方进行期货结算的必要性，以及期货结算机构取得中央对手方地位的法律基础。

一、期货市场中央对手方的市场动因：基于风险结构的分析

期货合同由远期合同发展而来，也具有远期性。从期货合同订立至货物交割，通常都经较长时间，其间，各种不确定因素将导致交易风险的积累。期货交易的风险，主要包括市场风险与信用风险，前者指期货合同中价格变动的风险，后者指交易对手方的违约风险。考察远期合同向期货合同的发展过程以及考察如何创设有效机制控制期货交易风险，是理解中央对手方制度的基础。

（一）期货合同的流动性与可对冲性：期货交易风险防范的基础

中世纪，远期合同在欧洲已经相当普遍，特别是国际贸易与金融方面的远期合同。不过，易于交易的标准化远期合同（期货）则晚得多。^④从远期合同到期货合同的突破，可以堪比从易货交易到货币交易。远期合同发展为期货合同，从合同的标的方面，有两个因素必需具备：一是商品的所有权能以低成本在无数交易者中转移，二是商品实现标准化。这两个因素一旦具备，期货合同便具备了流动性与可对冲性。

期货合同与远期合同的本质区别，正在于期货合同的流动性与可对冲性。期货合同的这两个特征，使得期货交易的标的不再是货物，期货合同也就成了一种投资工具，中央对手方制度的形成就具备了基本条件，期货各种风险管理手段也成为了可能。

（二）中央对手方结算的产生：期货交易风险防范的必然要求

期货交易中，引发价格波动的因素既包括现货市场及股票市场的因素，也包括期货市场本身的因素，在期货合同到期前的较长期限中，这些不确定因素更因为期货交易的杠杆作用而大幅放大，

^③ 在我国，“期货合同”被称为“期货合约”，但实际上，所谓的“期货合约”与通常的“合同”并无法律本质上的区别。因此，本文将其称为“期货合同”。

^④ 参见曲峰：《中国期货法律实务》，法律出版社 2010 年版，第 3-4 页。

因此,期货交易商迫切需要能随时进入与退出期货交易,以进行有效的风险防范。交易商为此进行的努力,可以从期货市场结算模式的发展中一窥端倪。期货市场的结算模式经历了从直接结算到环形结算,然后再到完全结算的过程。

1. 直接结算

直接结算指在原始的交易对手间进行的双边清算,通过交割或抵销而消灭合同的权利与义务。在期货市场,无论是套期保值还是套利交易,交易商的目的大都不在于实际履行,因此,通过抵销消灭期货合同是普遍的情况。但在直接结算模式下,为了抵销的进行,相反的合同必须在原始交易方之间签订,这对于双方的结算极不便利。同时,由于抵销的急迫度不同,经常导致双方交易地位的不对等。因此,这一模式交易成本很高,且易发生无法及时达成相反合同而无法抵销的情形。为克服这种弊端,环形结算应运而生。

2. 环形结算

环形结算指三个或三个以上的期货交易商组成结算团体,该团体内任何成员均可向该团体内其他任何成员主张抵销期货合同义务,以进行期货结算。在该结算模式下,结算团体各成员当事人犹如在一个圆圈之内,并可向圆圈内任一成员进行结算,因此称为环形结算。环形结算与直接结算最大的不同,在于期货结算不再限于原始的交易对手方之间,因而大大增加了期货合同头寸的流动性。从技术角度分析,环形结算下的交易商无需为了结算而与原始交易对手方另行达成一项交易以进行抵销,该结算模式下的抵销系与圆圈内他人已有的交易进行,因此效率大为提高。环形结算需当事人自愿结成结算团体,其动机至少包括降低对手方风险及减少维持敞口头寸的成本。在19世纪的伦敦金属交易所以及伦敦与利物浦的谷物市场,期货交易采用的便是环形结算方式。^⑤

环形结算的法律结构首先是原始交易人间进行合同主体变更,以确定结算对象,然后与直接抵销的结算方式一样,在结算对象间进行双边净额结算。若结算者经过第一次结算仍持有期货合同,其可继续与结算团体内的其他成员进行双边净额结算。需注意的是,虽然环形结算下每次结算都是双边净额结算,但由于可以与不同的对手多次结算,因此在效果上等同于多边净额结算。从风险防范角度分析,环形结算下的结算对象不再限于原始交易双方,因此双方无需为了结算另行签订相反的期货合同,抵销无疑更易于发生,这有利于加强对市场风险的防范。不过,从另一方面,由于环形内任一交易商的违约均可能对环形内任何其他交易商造成损失,因此,任何一个交易商欲加入任何结算环形,均需事先对环形内所有交易商的信用进行调查,从而增加了交易成本,所以,就市场风险防范而言,环形结算并非最佳模式。此外,进入环形结算后,由于成员众多,圈内实际发生违约的几率也大大高于直接结算的单一对手方。换言之,环形结算在降低市场风险的同时也增加了信用风险。

3. 完全结算

完全结算指结算机构介入期货交易的买卖双方,成为每一个卖方的买方及每一个买方的卖方,所有交易者都直接与结算机构进行结算,当完全结算以净额结算进行时,实际上就是中央对手方结

^⑤ See Ross Cranston, "Law through Practice: London and Liverpool Commodity Markets c. 1820 - 1975", 14 - 2007 *Law, Society and Economy Working Papers* (2007), pp. 20-21.

算。完全结算是在环形结算的基础上发展起来的。如前所述，环形结算突破了结算需在原始交易对手间进行的限制，虽然降低了市场风险，但增加了交易成本，且并未解决信用风险的问题。此种情况下，一个很自然的思路，便是在结算团体内找到一个交易成员，其具有较高的信用，以使每一个成员都与其结算。由于在现实世界中，这样的一个成员并不存在，于是，为了结算的目的，结算机构就进入结算团体成为团体内会员，所有的卖方与买方都与其结算。

在完全结算模式下，交易商无需再考虑交易对手方的风险，而只需考虑期货结算机构的信用。期货结算机构为期货结算而存在，其为结算而承担的期货合同下的权利与义务可以全部对冲，因此具有期货交易的合同中立性而未暴露在期货市场风险中。此外，期货结算机构还采取一系列的风险管理手段。因此，交易商实际上并不需要太过考虑期货结算机构信用风险的问题。在市场风险方面，因为期货合同的可对冲性以及任何交易商的交易对手都是期货结算机构，期货交易商欲退出交易时，只需建立与现有头寸相反的等量头寸，即可通过对冲退出期货交易。可见，无论从市场风险还是从信用风险防范的角度，期货结算机构成为中央对手方进行完全结算，均是市场必然的选择。

二、中央对手方的制度内涵：期货结算机构“履约担保”的解释

在对中央对手方进行定义时，各种版本的核心均是“介入交易对手方之间而成为每一个卖方的买方和每一个买方的卖方”，该定义的表面意义简单明了，即期货结算机构成为每一个期货交易商的合同相对方，成为每一份期货合同的一方主体。但期货结算机构本质上是风险管理机构，因此，期货结算机构成为期货合同的主体，只是其进行风险管理的法律工具。期货结算机构取得中央对手方法律地位后，依照民商法的逻辑，利用一系列法律技术进行风险管理，因此，中央对手方这一概念的实质内涵应该从期货结算机构基于合同主体身份而应处的地位与可实现的功能进行分析。

（一）中央对手方的制度内涵

中央对手方结算相当复杂，从不同的学科进行研究，可以有不同的看法。仅从法律视角而言，中央对手方可被理解作为一种市场自发产生的法律设计，表达了期货结算机构在期货结算中所具有的特点与所承载的功能。

1. 期货结算机构应保持期货交易的合同中立性

期货交易的合同中立性，指以期货结算机构作为一方主体的全部期货合同应该可以完全对冲，期货结算机构并不实际享有任何期货合同下的利益，也不承担任何期货合同下的义务。期货结算机构以中央对手方方式进行期货结算的最大动因，在于解决交易对手方的信用风险。但是，期货结算机构以中央对手方方式结算，并没有减少期货市场的信用风险，其只是将各交易对手的信用风险集于自身。信用风险累积的结果，便是期货结算机构本身成为期货市场最大的风险来源，如果期货结算机构发生风险，影响的不仅仅是单个的对手方，而可能引发系统性风险。为防止这种情况发生，期货结算机构不能暴露在市场风险之中，即期货结算机构不可参与到期货交易的投机与套利之中。具体而言，在期货合同的成立上，期货结算机构必须确保合同中立，即必须同时成为两份期货合同的主体，在一份期货合同中成为买方时，必须同时在另一份内容相同的合同中成为卖方。在合同的

履行上，其虽为期货合同的主体，承担期货合同的权利与义务，但其不可单方面主动行使期货合同下的给付标的资产请求权，而只有在原期货合同买方向其发出履行交割通知时，期货结算机构才会向卖方发出履行交割通知。

除了防止期货结算机构本身暴露于市场风险之外，期货结算机构的合同中立性原则，至少还有另外两个方面的重要意义。第一，该原则为分析期货结算机构成为中央对手方的法律路径提供了基础；第二，该原则有助于解决期货市场因信息不对称而引发的恐慌。当期货市场的主要参与者出现风险时，市场的其他参与者对损失规模及损失承担均无法详尽知晓，只能从期货结算机构处了解情况。如果期货结算机构并非期货合同中立而自身参与期货市场营利，则很可能利用信息损害其他投资者的利益，因此，期货结算机构保持合同中立有助于解决期货市场信息不对称的问题。

2. 中央对手方可更好地设计保证金制度

期货保证金是由期货结算会员按照其预先制定的结算规则存入指定账户的资金，以作为期货交易的结算和期货合约履行的保证。在各国期货交易中，交易商缴纳的保证金对于提高期货市场的效率、降低期货市场信用风险的发生可能性具有重要的作用。可以说，期货结算机构进行信用风险管理的主要工具，如当日无负债制度、持仓限制制度及强制平仓制度等，都是在保证金制度的基础上展开的。此外，期货交易的杠杆作用也是通过保证金体现出来的：投资者并不必交付期货合同标的物的价值，而只需按规定交付保证金即可，因此，在标的物价值相同的情况下，现货交易与期货交易所需的资金有巨大的差别。

期货结算机构成为中央对手方对于保证金制度的意义，一是由于其承担了交易商的信用风险，应当有权要求所有的交易商在进入期货交易时提供保证金，并根据市场情况逐日调整保证金，这正是当日无负债制度、持仓限制制度及强制平仓制度等的基础。二是中央对手方可使保证金的额度最小化，充分发挥期货交易的杠杆作用。中央对手方制度下，期货结算机构成为所有交易商的交易对手，因此，任一交易商的全部交易均可进行净额结算，每日常净额结算后的金额即是保证金的计算基础。反之，在非中央对手方的情形，交易商需为每一次交易提供保证金，而不是只为所有期货合同抵销后的净额提供保证金，因此保证金的负担远远大于中央对手方结算的情形，期货交易的杠杆作用不能得到充分发挥。

3. 中央对手方可安排风险分担制度

风险分担，可理解为一种共保机制。期货结算机构的功能，经历了从代办结算到保证保险再到中央对手方的过程。

在代办结算下，期货结算机构不介入期货交易，也不给期货交易提供任何形式的担保，主要负责收取保证金并通过抵销进行结算，以代理交易双方办理结算相关事宜，结算结果由交易双方自行承担。期货结算机构代为提供结算服务，目的是提高交易效率，而不是管理或控制违约风险。其实，时至今日，仍有只进行代理结算而不充任中央对手方的普通结算机构，该种结算被称为“状态扎差”（position netting）。^⑥

在保证保险结算下，期货结算机构为期货交易商的期货交易提供保险。该种保险是保证保险，

^⑥ See Christian Chamorro-Courtland, “Counterparty Substitution in Central Counterparty (CCP) Systems”, available at <http://ssrn.com/abstract=1710485>, visited on November 5, 2014.

在违约发生后，结算机构向守约方进行全额支付，并向违约方尽可能追偿，不足的，再从交易所会员出资建立的基金中提取。从保障功能的角度，保证保险与保证非常类似：保证是保证人以其资信能力为债务人的债务提供担保，以保证债权人的债权得以实现；保证保险是保险人以其资信能力向债权人作保，当债务人不履行债务时，则由保险人依约履行保险责任来保护债权的实现。此外，二者在履行的或然性、免责事由等方面均无实质区别。^⑦但在风险管理的机理方面，二者具有显著区别，这是因为保证保险合同作为一种保险手段，虽具有保障债权实现的功能，但其是以分散风险为制度目的，而保证合同则是以担保债权的实现为直接目的。因此，二者承担责任的财产来源不同：保险人承担责任的财产是投保人的保费所形成的保险基金而不是保险人自己的财产，保险人只是保险基金的管理者，保险人无需使用自己的财产承担保险责任；而保证人承担保险责任的财产是自己所有的责任财产。在期货结算机构进行保险的期货交易中，违约发生后，期货结算机构向守约方进行全额支付，并就其追偿不足的部分，向基金求偿。因此，保证保险虽跟保证一样，具有担保债权实现的功能，但其要求结算会员出资设立基金，以基金分散消化因单个会员违约而给其对手方造成的风险，因此，在本质上具有风险管理的作用。

4. 净额结算以中央对手方为基础

净额结算相对于全额结算。全额结算指交易双方的所有交易禁止抵销，需逐笔清算并交付；净额结算则指交易双方的全部交易进行抵销，以轧差得到的净额进行交收。净额结算是基于对冲（即我国《合同法》第100条的合意抵销）而实现的。对冲平仓与交割（包括实物交割与现金交割）是期货合同消灭的两种方式。在成熟的国际商品期货市场，实物交割率一般在5%以下，我国期货实物交割率一般也不超过3%。^⑧因此，对冲平仓是绝大多数期货合同消灭的方式。

在期货交易中，净额结算需通过两个步骤进行。一是期货结算机构成为中央对手方；二是交易商与期货结算机构间的债权债务随时得到更新。因此，十国集团央行银行间净额结算机制委员会在其报告中，对中央对手方净额结算的描述实际上可称为“债务更替和更新的多边净额结算”。^⑨期货交易的净额结算之所以需要期货结算机构成为中央对手方，是因为净额结算需以对冲进行，而对冲的前提是当事人互负债务。在期货结算机构非以中央对手方进行结算的情况下，每个交易商有多个交易对手，其与不同交易对手间的期货合同不可能进行对冲，即使在环形结算下，在法律上也只能通过多次双边对冲而进行。在中央对手方结算下，每个交易商的期货合同都存在于相同的主体之间，因此，可以随时以对冲进行净额结算。

（二）期货结算机构作为保证人还是作为合同当事人：我国的现实问题

中央对手方所表达的制度内涵，正是该制度在期货市场风险防范方面的优势所在，但从功能主义出发，期货结算机构必须作为期货合同的当事人才能实现中央对手方的功能价值吗？担保结构是不是也能实现中央对手方的功能呢？

从实证的角度，世界很多国家和地区均明确实行中央对手方制度，在世界范围内的主要期货市

^⑦ 参见施卫忠、王静：《保证保险与保险》，《南京大学学报》（哲学·人文科学·社会科学）2008年第3期，第47页。

^⑧ 参见袁国际：《期货结算法律问题研究》，法律出版社2011年版，第20页。

^⑨ See Bank for International Settlements, *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries*, 1990, p. 9, available at <http://www.bis.org/cpmi/publ/d04.htm>, visited on November 5, 2014.

场,期货结算机构均是作为中央对手方介入期货交易而进行结算的。

我国《期货交易管理条例》第10条规定:“期货交易所履行下列职责:……(四)为期货交易提供集中履约担保”。一种观点认为,期货结算机构并非期货合同的主体,其只是作为担保方确保期货结算的顺利进行;^⑩另一种观点认为,所谓的“履约担保”,并非担保法意义上的担保,其实质是指期货结算机构作为期货合同的直接主体进行期货结算。^⑪遗憾的是,上述观点只是结论性的,并未得到充分的论证说明。推究上述不同观点的原因,可能跟对期货交易法律关系的不同理解有关:如果认为期货合同的双方只能是期货投资者,则期货结算机构只能以保证人的身份发挥作用。^⑫不过,期货合同的双方是否只能是期货投资者,这本身就是一个主观的判断,不能作为论证期货结算机构应以何种地位进行结算的依据。要解决此问题,有效的途径是分析期货结算机构以保证人的地位是否可达成中央对手方所表达的制度内涵。

1. 中立性分析

期货结算机构以保证人的地位进行结算的情况下,由于没有成为期货合同的主体,因此在期货合同本身的层面上与期货交易无关,谈不上中立不中立的问题。在担保层面,期货结算机构承担违约方的信用风险,这与其作为中央对手方介入期货交易而承担违约方的信用风险在目的上没有区别,但在法律效果上,二者间存在原始交易方是否相互解除各自义务的区别。将期货结算机构定位于保证人时,期货交易双方的期货交易合同作为主合同,将在期货结算机构成为保证人后继续存在,因此期货结算机构的介入,理论上不能免除期货交易双方各自向对方进行履行的义务。如将期货结算结构定位于中央对手方,则原期货买卖双方解除合同关系,期货结算机构成为合同主体。也就是说,在期货结算机构以保证人身份进行期货结算时,在风险防范方面承担的义务需依附于主债务而存在,在性质上具有附随性。这将引发无法解决的问题。

其一,期货合同原始交易方之间的权利义务可能与期货结算机构的业务规则及风险防范规则不尽一致,特别是在该等规则发生修改时。交易商仍可相互主张期货合同下的某些权利,这不仅影响流动性,更使交易商暴露于原始交易方的信用风险,无疑与期货结算机构的制度目的相悖。

其二,在立法技术上,中央对手方被视为特殊主体,在很多国家受特殊规则的保护,例如很多国家的排除条款就保护中央对手方的结算免受结算会员破产的影响,从而保护金融市场的稳定。^⑬这种主体立法简单明了,在世界范围内被广泛采用。反之,如期货结算机构以保证方进行期货结算,由于期货交易主体构成复杂且从事不同的行为,因而不可能对其进行统一规定,即立法只可能从行为角度进行规制才能达到保护金融稳定的同样目的,这可能需改变立法传统而浪费立法资源。

2. 保证金制度

期货结算机构作为保证人时,也承担着交易对手方的信用风险,因此,也应当有权要求交易商缴纳初始保证金与变动保证金。不过,由于期货交易商的交易对手不是期货结算机构,而是不同的

^⑩ 参见唐波主编:《期货法论》,世界图书出版公司1998年版,第189-190页;杨永清:《期货交易法律制度研究》,法律出版社1998年版,第266页。

^⑪ 参见阙波:《国际金融衍生产品法律制度研究》,华东政法学院2000年博士学位论文,第68-69页。

^⑫ 参见文海兴:《论期货交易定义》,《法律适用》1995年第8期,第24页。

^⑬ 参见《美国破产法》(1978年)第553条。

期货交易商，这就意味着交易商的每一笔交易无论头寸方向，都需缴纳保证金，这将大大降低期货交易的杠杆功能，给期货交易商造成额外的财务负担与流动性困难。

3. 净额结算

如前所述，期货结算机构作为保证人时，每个交易商的交易对象并非期货结算机构，而仍是其他的交易商，因此，对冲无法进行，其期货合同不能进行多边净额结算。同理，期货结算机构无法采取对冲平仓等风险管理措施。

在期货交割方面，两种方式下的法律结构也不相同。若期货结算机构是保证人，则期货买卖合同仍存于原始的交易方之间，交割时期货合同买方可以要求其卖方或期货结算机构履行交割义务，但期货结算机构在履行交割保证义务之前，缺乏要求卖方进行交割的法律基础，即期货结算机构无法要求卖方先向其交割，然后其再向买方交割，以履行担保职责。果若如此，将给期货结算机构造成很大的交割压力。但若期货结算机构具有中央对手方地位，则所有卖方都需对其履行交割义务，其也需对所有买方进行交割，期货结算机构可指定任何卖方对任一买方进行交割，从而更富效率。

从以上分析不难看出，中央对手方制度的功能是处于保证人地位的期货结算机构无法完全达成的。为了制度优化及国际制度竞争，我国宜在期货立法中明确期货结算机构的中央对手方地位。目前我国尚无期货法的情况下，对《期货交易管理条例》第10条关于期货交易所为期货交易提供集中履约担保的规定不应限于文义解释，应将“提供集中履约担保”理解为功能性的描述。其实，担保有多种手段，“提供集中履约担保”并不意味着期货结算机构只能作为保证人，而不能成为合同主体，让与担保便是既有的例子。此外，《期货交易管理条例》第10条还规定：“期货交易所不得直接或者间接参与期货交易”。首先，在我国，期货交易所兼具组织期货交易与期货结算的双重功能，从组织期货交易的角度看，该规定没有问题，但从期货结算角度看，该规定的文义解释无疑与中央对手方制度相冲突。因此，根本的解决之道，在于将期货结算机构独立于期货交易所。不过，在现行框架内，因中央对手方期货交易的合同中立性，可将期货结算机构同时成为买卖双方合同对手方的事实理解为并非交易行为，也即对“期货交易”做限缩解释，将其仅理解为投资行为。

三、中央对手方的法律基础：合同中立原则下的功能分析

期货结算机构如何成为中央对手方，是具体法律环境下的解释问题。由于法律制度不同，各国的解释路径也存在区别。为便于各国采用中央对手方制度，以促进期货的国际发展与流动，十国集团中央银行支付结算体系委员会和国际证监会组织技术委员会于2004年联合发布了《关于中央对手方的建议》，其中指出，各国支持期货结算机构取得中央对手方地位的法律基础，主要是债务更替与公开要约两种制度。^⑭ 2011年，十国集团又发布了《金融市场基础设施原则》（征求意见稿），指出中央对手方除了基于债务更替与公开要约外，还包括“其他类似法律设计”，从而为缺失债务

^⑭ 参见注①，第11页。

更替与公开要约制度的国家或地区实行中央对手方指出了制度上的可能性。^⑮

实际上,十国集团所关注的并非期货结算机构成为中央对手方的法律路径,而是要求期货结算机构达成中央对手方的结果。也就是说,不论各国的期货结算实践及其法律传统与现状有多大差异,其结算机构均须成为所有卖方的买方以及所有买方的卖方。现实中,各主要国家期货结算机构获得中央对手方的地位的法律基础主要是债务更替与公开要约两种。但在我国,法律并未提供债务更替这一法律工具,而公开要约因其本身具有解释上的缺陷,也未能得到普遍的承认。不过,在期货结算机构合同中立性的原则下,我国合同法上的债权债务概括转移可以成为中央对手方的法律基础,尽管其解释路径尚需另行梳理与重构。

(一) 债务更替

债务更替,也常被称为合同更新,源于罗马法上债的更新(Novatio)制度,是指用一项新的债权债务关系代替并消灭一项旧的债权债务关系。^⑯

在英美合同法中,债务更替常被安排在债务免除的内容中,是债务消灭的原因之一。一般说来,债务更替涉及三方交易,即原有合同双方及新加入的一方。债务更替后,原合同的一方当事人退出交易,原合同消灭,而新加入的一方成为合同的主体,与原合同的另一方建立新的合同关系。有效的债务更替必需满足四个条件:一是存在先前义务;二是新旧合同的各方均同意;三是有立即消灭旧合同下各方义务的明确意思;四是新合同需有效且可执行。^⑰正如有学者所说的:“英美法有许多优点,但其中并不包含语言及概念上的精确”,^⑱债务更替在英美法中其实也并无统一的理解。例如,在美国,包括加利福尼亚在内的一些州的制定法将债务更替定义为一项新的义务替代一个现有的义务,这样,两个主体间的替代合同也被视为了债务更替。^⑲

英美法上,债务更替的常见方式主要有两种。第一种是原合同下的权利义务被取消并被原合同一方与新加入的一方之间的新合同取代,且新合同下的权利义务与原合同下的权利义务完全一样;第二种方式是原合同一方将其合同下的权利与义务转让给新加入者,且新加入者与原合同双方约定,由新加入者承担原合同一方的义务而原合同另一方免除该方的义务,也就是说,这种方式包含了债权的转让及债务的承担与免除。^⑳英国主要用第一种做法,第二种做法下的债务承担在英国需缴纳印花税,但在美国,第二种做法更为普遍,此种债务承担在美国无需缴税。^㉑上述无论哪一种方式,旧的合同在内容上失去了同一性与连续性,导致原合同关系消灭,新合同关系发生,即以一个新的合同代替一个旧的合同。

^⑮ See Committee on Payment and Settlement System & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Principles for Financial Market Infrastructures*, 2011, p. 22, available at <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPI350.pdf>, visited on November 7, 2014.

^⑯ 参见周相:《罗马法原论》,商务印书馆1994年版,第840页。

^⑰ 参见 Claude D. Rohwer and Gordon D. Schaber, *Contracts*, 法律出版社1999年版,第398-399页。

^⑱ S. Waddams, *Dimensions of Private Law: Categories and Concepts in Anglo-American Legal Reasoning*, Cambridge: Cambridge University Press, 2003, p. 1.

^⑲ 参见注⑰,第399-400页。另参见《加利福尼亚民法典》第1530、1531条。

^⑳ 英美法下,债务一般不能像权利一样进行转让,只可代为履行(delegation),原债务人仍需承担履行义务。如果债权人同意代为履行,且解除债务人的义务,则构成债务更替。参见注⑰,第360页。

^㉑ See Philip R. Wood, *International Loans, International Bond Issues, Guarantees, Legal Opinions*, London: Sweet & Maxwell, 2007, p. 178.

债务更替的概念，并未从行为角度入手限定债务更替的具体路径，而只是规定债务更替需达成的法律效果：第一，新合同代替旧合同，旧合同消灭，合同失去同一性；第二，新旧合同的内容一样。要达成债务更替的法律效果，其法律路径大致有两条：一是利用合同自由原则，当事人直接约定原合同消灭且在原合同一方与第三人之间建立与原合同内容一致的新合同，从而达成债务更替的法律效果；二是利用法律体系中既有的制度或制度组合，功能上达成债务更替的法律效果。上述英国与美国的的不同做法，正是这两种路径的具体体现。

对比上述债务更替的通常概念，中央对手方的债务更替有其特别之处。通常意义上的债务更替系以一个新合同取代并消灭原来的合同，但在中央对手方的债务更替中，系以两个新合同取代并消灭原来的合同，即原始期货合同的卖方与期货结算机构成立期货合同，期货结算机构成为其买方，而原始期货合同的买方同时也与期货结算机构成立期货合同，期货结算机构成为其卖方。分析其实现路径，如果利用合同自由原则，在业务规则中详加规定，由于法律不禁止此类更替，因此也不会产生障碍。但是，如果利用法律体系中既有的制度或制度组合，则用债权的转让及债务的承担与免除作为解释路径，会引发理解上的困难：卖方（或买方）将权利转让给期货结算机构、期货结算机构承担卖方（或买方）的义务且买方（或卖方）免除其义务后，买方（或卖方）与期货结算机构建立新的期货合同，但卖方（或买方）退出期货合同关系，其无法再用债务更替与期货结算机构建立新的期货合同关系。如果说卖方与买方同时将权利义务转给期货结算机构且各自的义务被免除，则直接的后果是卖方与买方将不承担任何义务，这显然与实际情况不符，因为无论买方还是卖方，均对期货结算机构负有与原期货合同下相同的义务，尽管双方均与期货结算机构建立新合同。此外，在一般情况下，将权利义务转出的一方，既退出原期货合同，也不进入新期货合同，准此以论，若卖方与买方同时将权利义务转给期货结算机构，则买卖双方均不能与期货结算机构建立新期货合同，这显然也与事实不符。其实，从实际交易角度理解债务更替一般理论，上述疑惑可迎刃而解：原合同一方将原合同下的权利义务转给第三人（新合同的新加入者），并非没有原因，一般情况下，其与第三人之间应当存有关于将原合同下的权利义务进行转让的协议，只是由于该协议不属于债务更替制度关注的内容，因此未予提及。但在理解中央对手方债务更替时，该协议获得了重要性：卖方（或买方）将权利转让给期货结算机构，期货结算机构承担卖方（或买方）的义务且买方（或卖方）免除其义务后，买方（或卖方）与期货结算机构建立新的期货合同。同时，由于期货结算机构必须保持合同的中立性，其在接受卖方（或买方）原期货合同下的权利与义务时，必须另以合同向卖方（或买方）给予相同的权利与义务，而这份合同其实就是卖方（或买方）与期货结算机构的新期货合同。这样，卖方（或买方）在新期货合同下拥有的权利与承担的义务与原期货合同完全一样，而期货结算机构与买方（或卖方）以通常意义上的债务更替建立了期货合同关系。

债务更替需要三方的一致同意，因此，中央对手方债务更替在法律机制上如何使三方达成合意，便成为关键。期货交易参与者人数众多，且呈现匿名交易的特点，因此，要使每一个期货合约的双方均与期货结算机构单独达成意思表示上的一致，实践中几乎没有可能。于是，采用债务更替方式的期货结算机构，均在其结算规则中明确规定了债务更替制度，并且一般均明确规定结算规则系期货结算机构与结算会员间的合同，而结算会员成为其会员之时便意味着同意其结算规则，这当然也意味着其同意债务更替制度。

债务更替被很多期货结算机构所采用并规定在业务规则之中,有些国家还在法律中对此进行明确的规定。《美国期货交易法》第1a(9)(A)(i)规定:“衍生品结算机构是指处理有关协议、合约或交易的结算所、结算协会、结算公司,或类似实体、机构、系统或组织——(i)使协议、合约或交易各方能够通过债务更替或其他方式来替代更新其在衍生产品结算机构中的信用状况……”。《新加坡证券期货法》第48条规定:“市场合约是指(a)根据债务更替(不论称谓如何),不论在违约处理程序发生之前还是之后,指定结算结构与参与者之间签订的、受该指定结算结构业务规则制约的合约;且该债务更替与该业务规则一致,并以使用该指定结算机构的结算设施进行交易清算或结算为目的……”。

(二) 公开要约

公开要约是要约的一种方式。根据合同法一般理论,要约是指要约人向受要约人发出的意思表示,该意思表示内容具体确定并需表明要约人在得到受要约人承诺时即受该意思表示约束。公开要约则是指要约人公开发出的要约,受要约人是不特定的公众。我国合同法中并无“公开要约”的明确说法,但悬赏广告与要约收购可视为公开要约的典型例证。

以公开要约作为期货结算机构成为中央对手方的法律基础的理论认为,期货结算机构是发出公开要约的要约人,而其结算会员则是公开要约的受要约人。期货结算机构公开要约的内容,是期货结算机构欲与成功配对的两份交易指令的发出者各自成立一份期货合同,而两份交易指令的成功配对则是发出这两份交易指令的结算会员对期货结算机构所发出的公开要约的承诺。^②《新加坡清算机构规则指南》第3.3(b)规定:“公开要约是清算机构成为中央对手方的另一种方式,中央对手方作为对手向所有参与人发出公开要约,并于一项交易成立时介入参与人之间”。可见,在公开要约中,结算会员发出的交易指令本身并非要约也非承诺,而交易指令配对成功也并不在结算会员间成立期货合同。经成功配对的两份交易指令是发出指令的交易商对期货结算机构的承诺。因此,在公开要约方式中,买方结算会员与卖方结算会员之间从未建立过期货合同法律关系,双方都是直接与期货结算机构建立了合同关系。

世界范围内,采用公开要约成为中央对手方的期货结算机构也非绝无仅有。如《欧洲期货与期权交易所清算股份公司清算规则》第一章第1.2.1条规定:“结算会员,其清算业务由欧洲期货与期权交易所清算股份公司根据以下章节负责,在市场体系内通过配对产生的交易应当仅成立于欧洲期货与期权交易所清算股份公司与其结算会员之间。”第六章第1.1.4条规定:“欧洲期货与期权交易所清算股份公司向结算会员发出一份公开要约,并应于根据第六章提交清算的两份证券指令在爱尔兰证券交易所交易体系电子配对时进入一份中央对手方合同。上述配对构成每一个发出被配对指令的交易参与方在爱尔兰证券交易所对公开要约的承诺,且欧洲期货与期权交易所清算股份公司与相关结算会员之间立即产生一份中央对手方合同。”《LCH.Clearnet 结算所通则》第62条规定:“结算机构对进入股权清算合同的股权清算成员发出公开要约……结算机构在股权清算合同中应当成为卖方股权清算成员的买方;结算机构在股权清算合同中应当成为买方股权清算成员的卖方。”《瑞士交易所第24号指令》第1.2.1条规定:“当一项交易作为两位交易参与方指令的配对而产生时,该

^② 参见注⑤,第72-73页。

配对被认为是交易参与方对中央对手方公开要约的承诺。公开要约是中央对手方规则中界定的概念。公开要约是订立合同的意思表示，具有一旦受要约人表示接受而对要约人即刻产生约束力的意思。根据中央对手方规则，下列合同经配对在以下当事人之间产生：（1）卖方结算会员与中央对手方；及（2）买方结算会员与中央对手方。对中央对手方公开要约的承诺将在中央对手方与其结算会员间产生合同。”

公开要约下，由于期货结算机构成为中央对手方系按“要约-承诺”的方式进行的，因此，只要结算会员以业务规则的方式作出承诺，期货结算机构即成为期货合同的一方。但从风险控制的角度，期货结算机构应有拒绝结算某些期货交易的权利，因此，采用公开要约进行中央对手方结算的期货结算机构多在其业务规则中规定解除条件，已在特定条件下解除期货结算机构与买卖双方的交易期货合同。^{②③} 此种情况下，不仅买卖双方与期货结算机构之间不存在期货交易合同，在买卖双方之间也不存在期货交易合同，结算会员无法依据交易合同获得救济。反之，在债务更替下，即使期货结算机构拒绝为结算会员的某笔交易进行中央对手方结算，原始交易合同仍然有效，交易双方可以依据其进行双边清算。正因为公开要约在这方面的不足，我国不宜将其作为期货结算机构成为中央对手方的法律基础。

（三）合同权利义务的概括转移：我国中央对手方法律基础的证成

我国合同法并未规定债务更替，但理论上存有合同变更的概念，二者有一定的相似性。合同变更有广义与狭义之分。狭义的合同变更则指合同内容的变更，而广义的合同变更，则不但包括合同内容的变更，还包括合同主体的变更。^{②④} 由于债务更替时只是合同主体发生变化，因此，狭义的合同变更与其没有交集，只能以广义的合同变更中的合同主体的变更与其进行比较。

合同主体的变更实际上是合同权利义务的转让，包括合同权利的转让、合同义务的承担，以及合同权利义务的概括转移。合同权利义务的概括转移与债务更替比较，二者在形式上都发生了合同主体的更替，但实际上存有本质区别，即在合同权利义务概括转移的情形，原合同并不消灭，合同关系保持同一性，原合同转让人在合同中所享有的抗辩权也一并移转。反之，债务更替时原合同消灭、新合同诞生，合同不具有同一性，原合同转让人的抗辩权灭失。^{②⑤} 也就是说，经过债务更替成为中央对手方后，期货结算机构不享有原期货合同中当事人的抗辩权，这对加强市场信心无疑是有重要意义的。

既然我国并无债务更替的对应概念，那债务更替的法律效果能否在我国得到实现呢？如前所述，债务更替有两种具体的方法：一是当事人直接约定原合同消灭且被新合同替代；二是利用法律体系中既有的制度或制度组合达成债务更替的法律效果。毫无疑问，第一种方法并不为我国的法律所禁止。但是，由于其体现的是合同自由原则，而不涉及任何具体的合同法制度，因此在讨论我国中央对手方的法律基础时并非重点。我国法律体系中既有法律制度方面，合同权利义务的概括转移虽然在合同是否具有同一性方面与债务更替存在区别，但配合混同制度，在期货结算机构合同中立

^{②③} 参见注⑥，第29页。

^{②④} 参见王利明：《合同法研究》（第二卷），中国人民大学出版社2011年版，第177-178页。

^{②⑤} 参见注②④，第180页。

性的原则下，其可作为中央对手方的法律基础。详述如下：

首先，甲乙双方指令配对，建立期货合同关系（原期货合同）。

其次，甲方将其期货合同下的权利义务概括转移给期货结算机构，原期货合同的主体变成期货结算机构与乙方。此时，原期货合同在期货结算机构与乙方间继续存续，合同具有同一性。与此同时，由于合同权利义务的概括转移一般需基于当事人与第三人之间的合同而发生，^② 更因为期货结算机构必须保持期货交易的合同中立性，期货结算机构必须同时与甲方建立另外一份合同（第一份新期货合同）。在该合同下，期货结算机构向甲方给予相同的权利与义务，以使期货结算机构不因此而实际享有期货交易下的权利或承担期货交易下的义务，从而保持期货交易的中立性。此时，甲方与期货结算机构间建立第一份新期货合同，甲方在第一份新期货合同下的权利义务与其在原期货合同下的权利义务一致。

再次，乙方将其期货合同下的权利义务也概括转移给期货结算机构，原期货合同的主体变成期货结算机构与其自身。此时，原期货合同因为混同而消灭。与此同时，期货结算机构必须同时与乙方建立另外一份合同（第二份新期货合同）。在该合同下，期货结算机构向乙方给予相同的权利与义务，以使期货结算机构不因此而实际享有期货交易下的权利或承担期货交易下的义务，从而保持期货交易的中立性。此时，乙方与期货结算机构间建立第二份新期货合同，乙方在此期货合同下的权利义务与其在原期货合同下的权利义务一致。

经过上述过程，其结果，一是原期货合同因为合同双方的权利义务均概括转移至期货结算机构而混同消灭；二是因甲乙双方均将其在原期货合同下的权利义务概括转移至期货结算机构以及期货结算机构在期货交易中合同中立性的要求，甲乙双方均与期货结算机构成立新的期货合同。新期货合同与原期货合同没有同一性，但在新期货合同下，甲乙双方的权利与原期货合同下的权利一致，但各自的相对方均为期货结算机构。可见，上述过程达成了债务更替的效果，因此，合同权利义务的概括转移在期货结算机构中立性的特定条件下，可以起到债务更替的作用，可被视为我国期货结算机构取得中央对手方地位的法律基础。

合同权利义务的概括转移，可以是基于当事人之间的法律行为而产生的，即意定概括转移，也可以是基于法律的规定而产生的，即法定概括转移。法定概括转移一般发生于合同主体发生合并、分立的情形或租赁物所有权发生变动的情形，作为期货结算机构成为中央对手方法律基础的合同权利义务概括转移，应认为是意定概括转移，这与债务更替在英美法被认为是基于当事人合意也是一致的。合同权利义务的意定概括转移需要满足“三方同意”这一要件，即原始期货合同的双方及期货结算机构需就概括转移达成合意。我国《合同法》第 88 条规定：“当事人一方经对方同意，可以将自己在合同中的权利和义务一并转给第三人。”换言之，当期货交易的任何一方与期货结算机构达成概括转移的合意时，均需得到其原始交易对方的同意。但实际情况是，由于期货交易的大量发生，更由于期货交易的匿名性，通常意义下的三方同意根本不具有可实现性，因此，通过期货结算机构的业务规则而达成“三方同意”成为现实的选择。至于期货结算机构的业务规则如何成为三方的意思，可认为结算会员加入期货结算机构取得会员资格之行为，即表示其同意期货结算机构的业

^② 参见注④，第 186 页。

务规则，构成与期货结算机构的共同意思。由于债权债务概括转让规定于业务规则中，期货结算机构据此介入买卖双方的交易，成为卖方的买方与买方的卖方。在业务规则进行修订的情形，对于修订前加入的会员，在后的修订如何推定得到其同意，一个途径是将期货结算机构的业务规则及期货结算机构对具体规则的修订视为商业惯例，期货结算会员加入期货结算机构的行为，还表示其同意与遵守相关的商业惯例。其实，债务承担的事前同意，在资本市场也有他例，即替代证书。替代证书最初叫可转让贷款证书，由借款人事先签署。该证书含有借款人同意贷款人债务更替的表述，因此，贷款人随后可自行在任何时候将其债权债务进行转让。对比债务更替，其虽然理论上也需要三方同意，但在中央对手方情形下，商业惯例及中央对手方制度本身的目的均不要求进行实际的通知。^{②7}

总之，合同权利义务的概括转移，虽与债务更替在概念上有所不同，但在期货结算机构合同中立性的原则下，合同权利义务的概括转移可以达成债务更替的法律效果，因此，可以成为我国期货结算机构取得中央对手方地位的法律基础。从期货市场的实践来看，我国《期货交易管理条例》第10条虽规定期货结算机构“为期货交易提供集中履约担保”，且在理论上有人认为期货结算机构所承担的是担保责任者，但实际上在相关制度设计时，却基本是以期货结算机构为中央对手方而展开的，因此，以合同权利义务的概括转移为基础明确规定中央对手方，可以明确期货结算结构的法律地位，避免其“担保”身份与依合同主体而行为之间的矛盾，并在法律适用中避免不确定性。

【主要参考文献】

1. 袁国际：《期货结算法律问题研究》，法律出版社2011年版。
2. James T. Moser, “Contracting Innovations and the Evolution of Clearing and Settlement Methods at Futures Exchanges”, WP-98-26 *Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper Series* (1998).
3. Philip R. Wood, *International Loans, International Bond Issues, Guarantees, Legal Opinions*, London: Sweet & Maxwell, 2007.
4. Committee on Payment and Settlement System & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Principles for Financial Market Infrastructures*, 2011. available at <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD350.pdf>, visited on November 7, 2014.

(责任编辑：高圣平)

^{②7} 参见注⑥，第31页。