

# 关于有价证券充抵期货保证金的法律问题研究

赵国富

(华东政法大学,上海 200135)

[摘要]有价证券作为非现金担保物,是期货保证金的重要表现形式,是期货交易所进行风险管理的重要一环。本文从法律角度对我国现行有价证券充抵期货保证金制度进行了评析,对比了欧美主要国家有价证券充抵期货保证金的法律制度,并就其法律特殊性进行了深入分析,进而提出完善我国期货市场有价证券充抵期货保证金制度的立法建议。

[关键词]有价证券;期货;保证金

[中图分类号]D912.287

[文献标识码]A

[文章编号]2095-7602(2016)03-0068-05

衍生品交易本质上是信用交易,离不开担保制度的运用,尤其在场外衍生品交易中,衍生品交易担保是重要的信用支持方式。但就场内衍生品交易而言,随着中央对手方清算模式的发展,逐渐构建了以保证金为核心的集中履约担保制度,保证金制度成为计算担保物多少以保证期货合约履行的基础性法律安排。

有价证券作为担保物是期货保证金的重要表现形式。接受何种形式的有价证券充抵期货交易保证金不仅影响保证金金额的计算,也影响保证金执行的方式和效率。从欧美期货市场看,保证金中现金比例一般都小于 50%,甚至小于 10%。<sup>[1]</sup>有价证券充抵期货保证金,有利于降低期货交易者资金占用成本,提高商业运营效率,灵活管理资产。但是,价值不稳定、缺乏流动性的有价证券也会给交易所清算带来巨大的市场风险和流动性风险,甚至引发市场系统性风险。因此,各国普遍将有价证券这一担保物的管理作为期货市场风险管理的重要内容。

从法律角度看,如何正确看待有价证券充抵期货保证金的法律性质、法律构成,不仅关涉交易所、结算会员(期货公司)、客户三者之间的法律关系属性,更关系其法律效力、处分权的行使等问题,这些都直接影响着期货保证金作为履约担保制度的有效性。因此,本文拟在总结现行有价证券充抵期货保证金制度的基础上,结合境内外期货市场法律实践,对进一步完善有价证券充抵期货保证金的制度提出完善建议。

## 一、我国现行有价证券充抵期货保证金法律制度分析

我国《期货交易管理条例》和《期货交易所管理办法》中对有价证券充抵期货保证金的种类、金额、使用等主要内容进行了原则性规定,上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所以及中国金融期货交易所所在结算规则层面进行了具体规定。

### (一) 有价证券充抵期货保证金的法律属性

2012 年修订的《期货交易管理条例》对期货保证金概念进行了修订,明确规定有价证券可以直接作为期货保证金。但在《期货交易所管理办法》以及上海期货交易所制定的结算业务规则中,仍然使用了有价证券充抵保证金的提法。在中国金融期货交易所的结算细则中,则使用了有价证券作为期货保证金的提法。因此,有必要对有价证券充抵或作为期货保证金的法律属性加以明晰。

无论是有价证券充抵期货保证金还是作为期货保证金,均是通过交易所的结算会员办理的。以标准仓单充抵保证金为例,从法律关系看,涉及客户、交割库、结算会员、交易所四方法律关系和三个主要法律协议书。关于三个主要法律协议书,一是标准仓单亦即提货凭证,是交割仓库开具并经交易所认定的标准化的提货凭

[收稿日期]2015-12-25

[作者简介]赵国富(1977-)男,博士研究生,从事金融法研究。

证。客户委托交易所的结算会员办理标准仓单申请手续,经过交割库验收、签发、确认环节后,在交易所的仓单管理系统中生成电子形式的标准仓单。二是客户专项授权协议书,即客户与结算会员签署的关于将标准仓单授权给结算会员充抵该结算会员的保证金的协议。三是标准仓单充抵期货保证金协议书,是结算会员与交易所之间达成的标准仓单质押协议。对于国债充抵期货保证金而言,只是省去了标准仓单生成环节。

有价证券充抵保证金或者作为保证金本质上是一种质押法律关系,是权利质押的一种,因此应理解为有价证券充抵期货保证金更为合适。从法律关系上,可视为出质人(客户)将有价证券押给原质权人(结算会员),再由原质权人转质给质权人(交易所)。该转质押行为业经出质人同意,应属于一种权利转质行为。但是,各家交易所制定的客户专项授权书中,并没有该种权利转质的明确意思表示内容,对该专项授权书的性质认定也没有明确规定,显然不利于明确交易所、结算会员和客户之间的权利质押法律关系。

此外,根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第101条规定,以票据、债券、存款单、仓单、提单出质的,质权人再转让或者质押的无效。因此,如果认定上述行为是权利转质行为,则在法律效力方面还存在一定障碍。

## (二) 充抵期货保证金的有价证券的种类及法律权属

按照《期货交易管理条例》的规定,价值稳定、流动性强的标准仓单、国债等有价证券可以作为期货保证金。从实践看,我国上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所三家商品交易所只接受标准仓单充抵期货保证金,中国金融期货交易所只接受财政部在境内发行的记账式国债作为保证金。此外,《上海国际能源交易中心结算细则(征求意见稿)》第72条规定,可以使用外币作为原油期货交易保证金。但是,我国目前尚不能接受股票、货币基金等充抵保证金。从实际使用看,我国有价证券充抵期货保证金的比例比较低,主要是作为维持保证金使用,变动保证金多为现金。

根据《期货交易管理条例》第29条规定,国债、标准仓单等有价证券都属于非现金期货保证金,期货交易所向会员收取的保证金应当归会员所有,期货公司向客户收取的保证金应当归客户所有。但从前述有价证券充抵保证金本质上乃是一种权利质押法律关系看,有价证券的所有权并未发生变动,《中国金融期货交易所结算细则》第65条规定,国债作为保证金期间发生兑息的,利息归客户所有。因此,有价证券法律权属应当属于客户。

## (三) 有价证券充抵期货保证金的生效要件

作为一种权利质押行为,国债、标准仓单等有价证券充抵期货保证金应当以转移占有为生效条件。

根据各交易所的规定,国债需要登记在中金所指定的托管机构托管并登记在交易所名下,标准仓单登记则略微复杂,客户需将货物交付给交易所指定的交割库,并在交易所创建的仓单管理系统中生成电子化标准仓单,由交易所占有。

根据《物权法》第224条规定,以标准仓单出质的当事人应当订立书面合同,在没有权利凭证的情况下,质权在有关部门办理出质登记后即为确立。物权法中并未对“有关部门”进行明确界定,因此尚没有充足的法律依据将交易所作为出质登记机关,存在一定的法律风险。

## (四) 有价证券的处分权

交易所作为中央对手方,对标准仓单快速处置和变现的权利至关重要。根据交易所业务规则以及协议约定,当结算会员不履行或者不能完全履行交易保证金债务时,交易所所有权处置有价证券并从所得款项中优先受偿交易保证金债务。<sup>①</sup>在实践中,基于结算会员对交易所的结算责任,多会从结算会员保证金账户中直接划转货币保证金以抵销结算会员的保证金债务,很少会发生因会员违约而直接处置有价证券的情形。

在上述情况下,对违约客户的债权处置将转移给结算会员执行,但无论是现行期货法规还是交易所规则,在上述有价证券充抵保证金过程中均未明确结算会员对有价证券的处分权和优先受偿权,从法律后果看忽视了对结算会员权利的保护。

该种处分权还受到《破产法》的制约。我国《破产法》第31条规定,破产管理人对破产申请前一年内企业没有担保的债务提供财产担保的,可以行使撤销权。就期货交易而言,实行每日无负债结算制度,决定了保证金金额是每日变动的。由此对应的担保物也是不断变动的。因此,其补足担保物的行为可能因为该规定而被撤销。

此外,《破产法》第16、32、40条规定,破产期间的个别债务清偿属于无效行为,破产申请受理前六个月内

对个别债权人的债务清偿可以申请法院撤销,破产申请受理前一年内债权人不可主张债务抵销。同时,该法第18条还规定了破产管理人对债务履行的选择权。据此,不仅期货合约交易的净额结算、对冲平仓机制涉及的抵销权受到影响,一旦结算会员或者客户破产,则交易所、结算会员对担保物的处分权及优先受偿权将面临难以实现的问题,严重者将引发系统性风险。

尽管我国期货法规和交易所规则对有价值证券充抵期货保证金的业务规则进行了明确规定,但是在法律关系、法律效力、生效要件以及破产隔离等方面还存在一些问题,导致有价值证券质押法律行为的定性和效力存在较大的不确定性,这不利于各方当事人权利的法律保护,也不利于维护期货市场交易秩序、防范系统性风险。

## 二、境外有价值证券充抵期货保证金的相关法律制度

欧美主要国家及交易所均对有价值证券充抵期货保证金制度进行了较为明确的规定。

### (一) 有价值证券充抵期货保证金的法律属性

目前,欧美主要采取两种担保方式对有价值证券充抵期货保证金进行了规定,分别是担保权益方式、所有权转让方式。<sup>[2]</sup>担保权益方式是一种权利质押方式,是指担保物提供方与担保物接收方签署质押协议,用于保证期货合约的履行,担保物所有权仍归提供方所有。操作上,一般是客户将充抵期货保证金的有价值证券在结算机构进行出质登记,会员、交易所取得担保物的质权,在会员、客户不能履行债务时,交易所、会员有权对相应的担保物进行处分,并优先受偿。所有权转让方式是指客户、会员、交易所通过签署回购协议的方式,将担保品的所有权转移给会员、交易所所有,用于保障合约履行,充抵期货保证金。

美国主要采取的是担保权益方式。美国《统一商法典》第九章规定了动产和金融证券的担保权益(security transactions),就金融交易使用的担保安排(现金、金融证券)而言,体现为质押权。欧盟制定的《关于金融担保安排的第2002/47/EC指令》(以下简称《金融担保指令》)对上述两类担保方式进行了明确规定。以下主要就上述两类法律安排进行对比分析。

其一,担保物所有权归属不同。在担保权益方式下,担保物虽然转移给担保物接收方(受让方)占有,但所有权仍然归担保提供者(转让方)所有。只有在转让方违约的情况下,受让方才有可能获取担保物的所有权;在所有权转移方式下,担保物的所有权由转让方转让给了受让方,转让方对财产不保留所有权,而且一旦转让方违约,转让方不能提起所有权收回之诉。<sup>[2]</sup>

其二,两种方式面临的破产风险和处置风险不同。在所有权转让模式下,所有权已经转让给了受让方。一旦转让方违约,受让方有权直接处分担保物,并且不受破产法冻结破产财产以及破产抵销权的影响;在担保权益方式下,所有权并未转移,担保财产的处置可能遭受破产冻结效力的约束。

其三,两种担保方式均起源于罗马法的信托制度<sup>[2]</sup>。其中所有权转让模式来自于罗马法的担保债务履行为目的的担保信托,即今日的让与担保,是债务人(信托人)在依据握取行为或法庭让与的方式将其所有物让与债权人(受托人)时,约定债权人在债权消灭时必须将其标的物所有权再依据握取行为或法庭让与的方式转移给债务人的一种随附契约,这也是罗马法上质押权和抵押权被承认之前所盛行的担保信托行为<sup>[3]</sup>。欧美信托制度下的让与担保多以不对外公示为必要,容易导致所有权权属不清,而且一旦转让人违约,受让方可以直接行使处置权,产生流质问题。因此,在传统民法国家多认为让与担保是一种虚伪意思表示,否定其对外效力。但是,在有价值证券充抵保证金的制度设计中,是以担保物转让的公示登记为必要条件的,解决了所有权权属不清问题,因此,并不存在上述问题。

### (二) 充抵期货保证金的有价值证券种类

无论是欧美各国的法律制度还是主要期货交易所的结算规则,均规定了广泛的可充抵期货保证金的担保物种类,不仅包括标准仓单、国债,还包括外币、股票、政府债券等。如欧洲期货交易所清算股份公司接受的现金包括欧元、瑞士法郎、美元和英镑四种货币<sup>[4]</sup>。CME接受的保证金种分为三大类,第一类为现金、美国国债和IEF2(Interest Earning Facility 2)。结算会员可以任意缴纳该类别的资产充抵其保证金。第二类是美国政府和机构债券、临时流动性保证金项目债券(TLGP)、IEF5和银行信用证等。结算会员可以用该类别的资产支付40%的保证金。第三类包括实物黄金、外国政府债券、股票、公司债券和IEF3&IEF4。结算会员可以用该类别的资产支付40%的保证金,但最高不得超过30亿美元<sup>[5]</sup>。伦敦清算所可接受的现金主要包括美元、英镑、欧元等,接受的有价值证券包括美国、英国、德国、法国、卢森堡等10个国家的国债以及部分国家的政府债

券、股票等。<sup>[6]</sup>

### (三) 有价证券的处分权

从对有价证券即担保物的处分权、破产隔离等方面的处理看,欧美法律对有价证券充抵期货保证金制度均进行了特殊安排。

美国《统一商法典》第九章为衍生品交易中质权人行使质权提供了便利。第9-610(b)条允许质权人以合理的方式出售质物并就所得优先受偿,而不需要得到出质人的许可和配合。第9-611(d)条特别规定,如果担保物可以在公开市场上出售,则无需出质人同意。因此,就金融资产而言,质权人可以直接在相关证券市场、债券市场、同业市场对担保物进行处分。账户的质权人有权利通知开户行直接从账户划转款项。<sup>[7]</sup>此外,美国《破产法》针对合约专门规定了安全港规则。所谓安全港规则是指当事人所签订的金融合约,在合约一方发生破产事件时,可以在继续履行、终止、抵销、结算等方面享有一系列豁免待遇的一项法律制度。<sup>[8]</sup>第362(b)(6)条规定了期货合约的抵销、充抵、支付等行为不受破产程序自动冻结的影响。第546(e)条对破产案件开始前发生的金融衍生品转让财产或支付行为,排除偏颇性清偿和欺诈性转让原则的适用。第556条规定,证券合约、商品合约有关清算、终止、加速到期以及保证金不因破产程序而被冻结、撤销或限制,避免了担保权益设定及处分的无效问题。

欧盟2002年制定《金融担保指令》的重要目的是建立便捷、安全的金融担保制度安排,排除破产法的适用,消除欧盟各国关于金融担保适用的法律不确定性,提高金融市场系统性风险防范能力。该指令规定中央对手方、交易所、清算所、结算会员在期货合约交易中的担保行为适用该指令。《金融担保指令》规定,欧盟各国关于担保制度的公证、机关登记、通知、公示等国内法规定,不应当适用于《金融担保指令》所规定的金融交易担保安排,同时规定了多种执行担保物的方式,包括变卖、直接充抵(流质)、抵销,而且对这些执行方式没有前置的程序要求,如通知公告、法院授权、公开拍卖等等。此外,《金融担保指令》针对破产程序特别规定了赋予金融交易的担保行为豁免破产法赋予管理人的撤销权的适用,明确权益性担保中衍生品交易的平仓对冲、抵销、替代担保物以及处分担保物的行为不受破产撤销权影响。该指令明确了净额结算的法律效力不受破产程序、司法冻结、扣押的影响,并明确了衍生品交易中处置担保物行为的有效性。

### 三、有价证券充抵期货保证金的特殊性

有价证券充抵非现金担保物,在功用上与现金抵押品具有同等作用,主要是为了保证客户和结算会员履约。基于市场运行效率、交易秩序及交易安全的考虑,采取了有价证券充抵保证金的特殊的结构安排,其与传统民法下的担保制度安排既有相似之处又有不同。

其一,从合同目的看,有价证券充抵保证金主要是为了保证期货合约的履行,类似于物的担保。从各国交易所担保品的种类看,担保物的范围包括货币、股票、政府债券、公司债券、基金等。从其制度设计目的看,上述有价证券充抵保证金类似于各国担保中物的担保制度,是一种信用支持安排,主要是为了保证期货合约的履行。就此类担保品的特征看,并非任何种类的股票、债券均可作为担保物,多是具有较好的流动性,且价值稳定的有价证券,主要以二级市场可交易流通的股票、债券为主。

其二,有价证券充抵保证金的金额是每日变动的,具有一定程度的不确定性。根据期货市场特有的每日无负债结算制度,对于未平仓的期货合约而言,其合约代表的客户权益以及履约保证金需要每日结算(有逐笔结算和盯市盈亏两种)。有价证券充抵保证金的数额随着结算价格的变化以及持有合约数量的变化而每天都有变动,在每日收盘后有价证券在交易所与结算会员之间进行划转。因此,保证金金额是变动的,由此决定了对担保物可能发生补足或者划转行为。这与传统的担保制度中要求担保物必须特定化和确定性的要求相左。依据《担保法》第六十五条规定进行质押时必须明确“被担保债权的种类和数额”,从而可能导致无法在这些不断变动的保证金上设立一个有效的质押。期货合约具有“当前订约、未来履行”的特性<sup>[9]</sup>,属于高风险信用交易行为。保证金机制、每日结算以及对冲平仓等制度是进行期货市场风险管理的有效手段,每日无负债结算机制下期货合约价值的每日重置恰恰是应对市场风险的必要之举,由此必然带来担保物的每日变动,从有价证券充抵期货保证金的最终目的看,都是为了确保合约的履行,是一种动态担保物管理机制,正如最高额抵押、浮动担保制度的发展,期货交易中的有价证券充抵保证金行为也应作为新兴的权力质押行为予以认可。

其三, 有价证券充抵保证金是主合同履行的一部分, 不具有传统担保制度的射幸性和补充性特征。传统民法理论认为, 担保是一种或有债务, 具有射幸性, 是指该担保义务是否具体履行并不确定。同时, 担保具有补充性, 只有在债务人不履行合同并且担保人应当承担担保责任时, 才发生要求履行担保责任的问题。但是, 在期货市场的保证金制度安排中, 有价证券一旦充作保证金的一种形式被提交, 即成为合同履约的必要组成部分, 在每日结算机制下进行保证金划转, 并不以主债务不履行为前提。

其四, 从处分权看, 有价证券充抵保证金制度中多具有流质条款并且获得法律支持。如前文所述, 各国关于有价证券充抵保证金的法律安排中明确规定, 一旦结算会员违约, 交易所有权在不经结算会员同意的情况下对有价证券直接进行处分, 包括但不限于变现、冲抵等。

其五, 从破产隔离看, 各国有价证券充抵保证金制度设计中, 均明确了在期货交易下, 有价证券充抵保证金不受破产法撤销权的限制, 这符合期货交易的商事交易安全性和便捷性的特征, 有利于维持期货市场交易秩序的稳定。期货交易不同于现货交易, 且作为场内衍生品交易, 在中央对手方机制作用下, 必须保证期货合约的不可撤销性和对担保物的快速处分权。因此, 作为保证合约履行的有价证券保证金必须排除破产撤销权的影响, 通过对冲平仓而非终止合同履行的方式了结期货合约。

#### 四、关于完善有价证券充抵期货保证制度的建议

其一, 明确有价证券充抵期货保证金的法律属性和法律关系。目前, 我国物权法和担保法均不认可让与担保法律效力。因此, 较为可行的途径是将有价证券充抵期货保证金的行为认定为一种适应期货交易特点的新型权利质押行为, 并借助期货法立法契机从法律层面进行明确, 确立交易所、结算会员以及客户之间的权利质押法律关系, 并从法律上认可这种权利转质行为的合法性, 赋予结算会员应有的处分权和优先受偿权, 并确立交易所作为标准仓单登记机关的主体资格。

其二, 强化破产隔离, 完善有价证券处分权和优先受偿权。期货交易的高风险、高杠杆特性决定了当出现违约时对担保物亦即有价证券的快速处理至关重要, 否则将会引发期货市场系统性风险。因此, 必须构建不同于传统担保制度的破产隔离安排, 排除破产撤销权的适用, 赋予交易所对担保物的处分权、优先受偿权以及直接冲抵期货保证金的权利, 建议借鉴欧美相关立法制度, 在物权法、破产法或将来制定的《期货法》中对上述权利予以明确。

其三, 扩大可供充抵期货保证金的有价证券范围。建议结合我国现行期货交易品种, 借鉴国际经验, 允许更多的有价证券充抵期货保证金, 包括外币、政府债券、银行信用证、部分股票、货币基金等, 同时给予交易所更多自主确定和管理有价证券充抵期货保证金的权利, 强化其风险管理能力, 降低客户交易成本, 提高资金使用效率。

#### [注 释]

①见《中国金融期货交易所结算实施细则》第 71 条、《上海期货交易所结算细则》第 75 条。

#### [参考文献]

- [1] 上海期货交易所《“期货法”立法研究》课题组. “期货法”立法研究: 下册[M]. 北京: 中国金融出版社, 2013: 552.
- [2] Mangatchev Ivan. Financial collateral Arrangements under Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 [EB/OL]. (2008-12-20) [2015-12-20]. <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/12253>.
- [3] 王闯著. 让与担保法律研究[M]. 北京: 法律出版社, 2000: 61.
- [4] Eurex Clearing - Cash collateral [EB/OL]. [2015-08-06]. <http://www.eurexclearing.com/clearing-en/collateral-management/collateral-management-cash-collateral/145610>.
- [5] CME Group acceptable performance bond collateral for base guaranty fund products [EB/OL]. [2015-08-06]. <http://www.cmegroup.com/clearing/files/acceptable-collateral-futures-options-select-forwards.pdf>.
- [6] Acceptable Collateral - LCH. Clearnet Group [EB/OL]. [2015-08-06]. <http://www.lchclearnet.com/risk-collateral-management/collateral-management/acceptable-collateral>.
- [7] § 9-610. DISPOSITION OF COLLATERAL AFTER DEFAULT. | UCC - Uniform Commercial Code | LII / Legal Information Institute [EB/OL]. [2015-08-06]. <https://www.law.cornell.edu/ucc/9/9-610>.
- [8] 冯果, 洪治纲. 论美国破产法之金融合约安全港规则[J]. 当代法学, 2009(3): 17.
- [9] 刘燕, 楼建波. 金融衍生交易的法律解释 - 以合同为中心[J]. 法学研究, 2012(1): 60.