

核心规制与延伸监管： 我国《期货法》调整范围之界定

叶林钟维

(中国人民大学民商事法律科学研究中心 北京 100872)

内容提要:在分部门立法的条件下,对我国《期货法》调整范围的界定应当以“核心规制与延伸监管”作为立法思路。核心规制方面,《期货法》应当以期货与期货交易的特征为基础,明确期货交易的标的是采用对冲交易机制的期货合约,而期货合约的标的是依合约安排能够决定合约价值的基础资产,从而实现对期货市场核心交易模式的有效规制。延伸监管方面,要将《期货法》塑造成一部衍生品市场的基本法律,运用中央对手方制度,将具有类似期货交易风险的场外衍生品纳入调整范围,同时要明确进行判断的标准和主体。在此基础上,从标的类型、交易程序和交易功能等角度入手,可以实现对《期货法》和《证券法》调整范围的有效划分。

关键词:期货法 调整范围 期货 期货交易 衍生品 中央对手方
DOI:10.16092/j.cnki.1001-618x.2015.05.007

一、我国《期货法》调整范围的立法思路

在金融市场立法方面,目前在世界范围内主要有两种模式。一种是分部门立法模式,以美国和我国台湾地区为代表。比如在证券和期货领域,美国就分别存在有《证券法》、《证券交易法》和《商品交易法》,而我国台湾地区则分别有《证券交易法》和《期货交易法》。另一种是统合立法模式,以英国《金融服务与市场法》和韩国《资本市场法》为代表。由于金融创新

的实践往往走在法律发展的前面,有时甚至产生于法律部门的规制范围之间,导致既有的法律出现监管交叉或是监管空白,所以金融市场的统合立法渐渐成为世界范围内的一种发展趋势。

然而,我国目前的金融市场已经形成了分部门立法的格局。与美国类似,我国这一立法格局的形成有其历史原因,更有部门监管利益在其中,在短期内是难以改变的客观事实。从

作者简介:叶林(1963—),男,汉族,天津市人,中国人民大学民商事法律科学研究中心研究员,中国人民大学法学院教授、博士生导师。

钟维(1985—),男,汉族,广西柳州人,中国人民大学法学院博士研究生。

本文为教育部人文社会科学重点研究基地项目资助“期货期权市场法律制度研究”(编号:14JJD820007)的中期项目成果;中国人民大学科学研究基金“期货立法研究”(编号:14XNH013,中央高校基本科研业务费专项资金资助)的项目成果。

长期来看,未来要对金融市场进行统合立法,前提是在各领域已经建立起基本的法律规范。鉴于期货立法的重要意义,在全国人大财经委员会召开的证券法(修改)和期货法起草组成立暨第一次全体会议中,《期货法》被列入了十二届全国人大常委会立法规划,该法的立法进程正式启动。在现有的立法格局下,我们所要做的是对《期货法》的调整范围进行妥当界定,以填补金融市场的监管空白,同时处理好《期货法》与其它法律之间的关系。

我国期货市场现行的基本规范是《期货交易管理条例》,该条例第2条对其调整范围进行了规定:“任何单位和个人从事期货交易及其相关活动,应当遵守本条例。本条例所称期货交易,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为交易标的的交易活动。本条例所称期货合约,是指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。期货合约包括商品期货合约和金融期货合约及其他期货合约。本条例所称期权合约,是指期货交易场所统一制定的、规定买方有权在将来某一时间以特定价格买入或者卖出约定标的物(包括期货合约)的标准化合约。”这一界定方式至少存在四个方面的问题:第一,未能体现期货及期货交易的一般特征,当一些非典型的合约或交易形式出现时,无法为将其纳入期货法的调整范围提供判断标准;第二,对期货交易的标的采用限定列举的方式,仅包括期货合约和期权合约,范围过窄,且不具有开放性,未来恐无法适应我国金融市场迅速发展的要求;第三,未涉及对具有类期货交易风险的场外衍生品交易的法

律监管;第四,没有考虑《证券法》的有关规定,并在调整范围上与其进行妥当区分。

在对我国《期货法》调整范围进行界定的过程中,应当以“核心规制与延伸监管”作为立法思路。核心规制是指《期货法》应当对期货与期货交易的特征与规律予以明确,从而实现期货市场核心交易模式的有效规制。延伸监管是指在核心规制之外,不仅要采用期货交易机制的场外衍生品纳入调整范围,而且要为将新的交易标的或交易形式纳入调整范围提供判断标准和制度支持。纵观目前世界主要国家的期货及衍生品立法,在立法技术上,有的主要通过列举的方式对法律规制的合约类型进行明确,^①有的主要通过定义的方式进行一般规定,^②有的则在具体列举的同时还在某种程度上对调整范围进行了概括式的规定。^③对于期货及衍生品市场较为成熟的国家而言,具体列举的方式能够使法律具有较强的适用性,但考虑到目前我国金融市场的发展程度仍较低,未来发展和金融创新的空间还很大,因此对我国《期货法》调整范围进行界定的时候应当采取“列举+概括”的方法:一方面,对立法时能够明确的合约与基础资产类型进行具体列举,以增强法律的可适用性;另一方面,通过对期货与期货交易特征的归纳总结,从而对《期货法》的调整范围进行一般性的规定,使其保持一定的开放性,以适应实践发展的需求。

二、对期货与期货交易的界定

期货是期货交易的标的,对于期货的性质,理论上一直存在争议。一种观点认为期货交易的标的就是交易的商品本身,包括未来交收的货物、外汇、利率、股票指数等。^④而另一种观点

① 美国《商品交易法》第1a条,新加坡《证券期货法》第一章注释,新加坡《商品交易法》第一章注释,欧盟《关于金融工具市场的第2004/39/EC号指令》附录一第C节。

② 德国《证券交易法》第2条第2、2(a)、2(b)款,澳大利亚《金融改革法》第761D条。

③ 我国台湾地区《期货交易法》第3条,日本《金融商品交易法》第2条第20、21款,日本《商品期货交易法》第2条,韩国《资本市场法》第5条。

④ 参见文海兴:《期货交易法律关系研究》,法律出版社1995年版,第7~13、19、213~226页。

认为期货交易的标的是期货合约,也就是说,期货在性质上是一种合约。^⑤ 第一种观点在早期曾经获得不少学者的支持,但在我国《期货交易管理条例》第2条中,期货交易的标的被界定为“期货合约或者期权合约”,因此随着该条例的颁布,这种观点已不占据主要地位。当然,其理由不能仅从实证法得来。期货交易的标的应当是合约,是由期货交易的目的和功能决定的。在期货市场中,交易者所进行的基本交易模式包括套期保值交易和套利、投机交易,目的是为了控制风险或者赚取差价利润。大多数期货合约并不发生实物交割,在交割日之前持仓人通过对冲平仓交易了结头寸。如果说期货交易的标的是商品,交易者的目的是获得商品本身,那么相对于商品数量、质量、交易单位、履约时间、地点都标准化了的期货合约而言,个性化的买卖合同显然更能满足交易者的需求。期货交易的标的是商品还是合约这两种观点,差别就在于期货交易中转让的究竟只是基础资产本身,还是一种合约权利(此种权利作为交易标的的不以合约的达成为前提)。而后者与前者在功能上的不同之处就在于,通过合约上对基础资产的安排,使合约持有者具有了支配合约上利益的能力,以及占据交易上有利地位的能力。通过期货交易,交易者得以支配的权利类型是债权而非所有权。因此,在《期货法》立法中,应当将期货交易的标的(即期货)的性质界定为合约而非商品。

金融工具包括衍生性金融工具和非衍生性金融工具,非衍生性金融工具本身就有市场价

格,而衍生性金融工具的价格则决定于其它资产的市场价格。因此,除合约性外,作为衍生品的一种,期货还具有衍生性,即其价值由其它资产价格来决定的特性,^⑥这是区别于其它非衍生性金融工具的最本质特征。我国《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》第3条对衍生产品的定义也明确了这一特征:“本办法所称衍生产品是一种金融合约,其价值取决于一种或多种基础资产或指数,合约的基本种类包括远期、期货、掉期(互换)和期权。衍生产品还包括具有远期、期货、掉期(互换)和期权中一种或多种特征的结构化金融工具。”因此,在对期货进行界定时还应体现出其衍生性,也就是说,应当对合约的基础资产及其定价机制进行规定。

从理论上讲,任何一种可以交易的商品都可以成为衍生品的基础资产,但是优良的衍生品基础资产需要具备可替代性及流动性的特征。^⑦ 可替代性与流动性的要求主要是出于基础资产市场定价能力的考虑,因为如果某种基础资产不具备可替代性及流动性,那么它就难以形成决定合约价格的市场价格。此种对基础资产的要求从金融的角度而言就是所谓的“商品货币化”。^⑧ 基础资产的内容非常广泛,^⑨归纳起来主要包括农产品、工业品、能源和其他商品及其相关指数产品,有价证券、利率、汇率等金融产品及相关指数产品,以及其他依合约安排能决定合约价值的基础资产。最后这个“其他依合约安排能决定合约价值的基础资产”是一

^⑤ 参见杨永清:《期货交易法律制度研究》,法律出版社1998年版,第46~52页;唐波主编:《期货法论》,上海世界图书出版公司1998年版,第3页;彭真明:《期货法论》,华中师范大学出版社1998年版,第76页;杨振强主编:《期货法》,法律出版社1999年版,第33页;李明良:《期货法》,人民法院出版社1999年版,第7~8页;林准超:《期货交易,买卖什么》,载黄永庆主编:《期货法律实务》,法律出版社1998年版。

^⑥ [美]罗伯特·L·麦克唐纳:《衍生品市场》,杨丰等译,中国人民大学出版社2011年版,第1~2页;[美]迈克尔·德宾:《金融衍生品入门》,崔明香译,中国青年出版社2008年版,第15页。

^⑦ [美]迈克尔·德宾:《金融衍生品入门》,崔明香译,中国青年出版社2008年版,第21页。

^⑧ [日]木原大辅:《期货操作学》,五崧骅编译,教育科学出版社1993年版,第17页。

^⑨ [美]戴维·M·韦斯:《金融工具指南:股权、债务、衍生品和另类投资》,包宁译,清华大学出版社2013年版,第218~219页。

个兜底性的表述,以保证法律规范能够应对不断出现的新形态基础资产的挑战。

在《期货交易管理条例》第2条中,期货交易的标的仅包括期货合约和期权合约,此种限定列举的规定方式导致期货交易的标的范围过窄。此外,在对期货合约与期权合约的界定中,均含有“期货交易场所统一制定”和“标准化合约”等限定特征。其中,“期货交易场所统一制定”的限定不利于实现《期货法》的延伸监管,而“标准化合约”的限定事实上可以被期货对冲交易机制的特征所吸收。期货及其它采用集中交易方式的衍生品,具有流动性强的特征,虽然买卖双方因此失去了根据自己需要订立合约的能力,但反过来他们不用担心找不到合约的相对方。^⑩ 期货交易追求流动性在制度上的安排就是对冲交易机制,这使交易者可以轻易地通过一笔反向交易了结自己所持有的头寸,这与通过买卖个性化的场外衍生品所进行的旨在规避价格风险的操作是不同的,赋予了其对交易前所未有的支配能力。即使是想要获得合约项下商品的合约持有人,也完全可以对期货头寸进行对冲平仓,同时自行在现货市场上订立个性化的合同来获得所需商品,而在期货市场上通过对冲交易所获取的利益则被用于填补以市场价购入商品所受到的损失。这与以商品作为交易标的的远期合同是完全不同的,因为后者必须进行实物交割。可见,对冲交易机制提供了交易者选择的权利和能力,合约是否要交割,交易者是否要获得商品的交付,完全取决于交易者的需求和市场行情。

因此,某种合约采用对冲交易机制应当作为判断期货交易的标准。“采用对冲交易机制的合约”的内涵是很丰富的,标准化合约只是其中的重要一种,即依照合约本身的性质和内容可以采用对冲交易机制。而另一种是虽然合约本身并不一定能进行对冲交易,但是双方当事人约定,或者提供合约的一方承诺合约可以

进行对冲交易。在这些情况下,为实现高效对冲,通常所交易的对象要么为类标准化合约,要么合约提供者会提供类似集中交易的平台或场所。这些具有类似期货交易风险的交易活动应当被纳入《期货法》的调整范围。

三、对场外衍生品交易的延伸监管

目前,我国场外衍生品市场通常的立法方式是“推出一类产品即制定相应管理规定”,此种方式往往过于局限,缺乏可操作性,且法律层级较低。场外市场蕴含着巨大的风险,需要有效率的监管。“核心规制与延伸监管”作为界定《期货法》调整范围的思路在这里是一以贯之的,也就是说《期货法》除了规制场内交易外,还应当实现对场外衍生品交易的延伸监管。前面明确了期货交易的标的是采用对冲交易机制的合约,这一界定方式实际上将一些本属于场外创制的衍生品类型纳入《期货法》的调整范围,并提供原则性的判断标准。但要使这一界定具有可适用性,应当为其提供制度和程序上的支持,主要的方法就是将这些可对冲的场外衍生品纳入中央对手方结算。中央对手方不仅可以提高结算效率,节约担保资源;降低对手方风险,确保交易履行;更重要的是它可以增加场外市场的透明度,方便监管机构进行风险评估,从而及时有效地采取监管措施。凡是纳入中央对手方机制的场外衍生品,均应适用《期货法》的有关规定。

中央对手方运用于场外市场,实际上是集中监管向场外延伸的一种努力。在这方面,美国于2010年颁布的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》提供了很好的借鉴,该法案对将互换交易纳入集中结算(中央对手方结算)提出了明确要求:“对于必须进行集中结算的互换,若非将该等互换提交根据本法注册的或者根据本法豁免注册的衍生品结算组织进行集中结算,任何人不得从事该等互换,否则当属

^⑩ [美]迈克尔·德宾:《金融衍生品入门》,崔明香译,中国青年出版社2008年版,第18页。

违法。”而负责对应当进行集中结算的互换类型进行判断的机构是商品期货交易委员会：“商品期货交易委员会应对每一互换或任何互换集合、种类、类型或类别进行持续性审查，判定该等互换集合、种类、类型或类别是否应进行集中结算。”商品期货交易委员会在审查时应考虑的因素有五点：“(I) 是否存在重大未平仓名义风险敞口、交易流动性及充分的定价数据。(II) 是否具有充分的规则框架、能力、运营专长和资源以及信用支持基础设施，能够按照与合约届时交易所依据的重要条款及交易惯例一致的条款对合约进行结算。(III) 对缓释系统性风险的作用(此时应考虑该合约的市场规模及衍生品结算组织可用的结算该合约的资源)。(IV) 对竞争(包括针对结算收取的适当的费用和收费)的影响。(V) 若相关衍生品结算组织或其一个或一个以上结算成员出现资不抵债的情况，对客户及互换对手方的持仓、资金及财产的处理是否存在合理的法律确定性。”某些情况下互换例外不适用集中结算的要求，这需要符合三个条件：“互换对手方之一(i)并非金融实体；(ii)正在利用互换对商业风险进行套期保值或缓释；且(iii)已按照商品期货交易委员会规定的方式告知商品期货交易委员会通常情况下其履行与达成非集中结算的互换相关的财务义务的方式。”^⑩

美国此种立法方式给我国《期货法》立法提供了三点启示：第一，应当通过中央对手方对场外衍生品交易进行监管，但并不是所有的场外衍生品都适合中央对手方结算，一般而言，只有那些风险较大，流动性较强，可以通过市场定价，且中央对手方有能力结算的合约才应被纳入中央对手方体制；第二，非金融实体利用衍生品对商业风险进行套期保值或缓释的交易一般可以豁免中央对手方结算，因为这些交易并非出于投机目的，且往往需要个性化的合约来匹配其特殊的风险敞口；第三，由哪个机构负责对

应当纳入中央对手方机制的场外衍生品进行审查判断，在法律上要予以明确，在我国应当由国务院期货监督管理机构，即中国证券监督管理委员会负责。

四、对《期货法》与《证券法》调整范围的划分

笔者也是功能主义者，也认同实质重于形式。如果要制定类似《金融商品交易法》或《资本市场法》这样的法律取代已有的金融市场相关立法，或是只存在有《证券法》，把期货及衍生品纳入到法律的调整范围甚至证券的概念内都是可行的。但如果《证券法》和《期货法》并存，无视两者的特征差异，无限扩张前者而侵蚀后者则完全没有必要。即使是在类似《金融商品交易法》或《资本市场法》这样的立法框架下，证券与期货的差异也仍然值得研究。讨论《证券法》与《期货法》调整范围的划分问题，应当首先从其各自交易的特征入手。证券与期货在交易标的、交易程序以及交易功能上都有很大的区别，以此可以判断某种金融商品究竟应归属于《证券法》还是《期货法》调整。

首先，就交易标的而言，证券是一种证权型的交易标的，而期货是一种合约型的交易标的。证券交易的标的实质是一项权利凭证，由证券权利人持有，记载着权利人单方面所享有的财产权、成员权及其它权利。在证券交易中，通过双方当事人对交易合同的履行，证券和价款即被移转，证券交易的所有权利义务就可以了结。而期货交易的标的实质是一种合约，由交易双方同时持有，记载着双方的权利义务，合约项下还有基础资产，因此期货交易是一种双层标的的交易结构。对第一层次交易合同的履行仅能解决合约本身和保证金的交付问题，但是第二层次合约的履行则要等待交割期的到来，或者在交割期前某个时间被持有者通过对冲平仓的方式了结，在后一种情况下甚至不涉及基础资

^⑩ Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Section 723(a)(3).

产的移转问题。此外,在比较法上值得讨论的是美国1933年《证券法》将“投资合同”作为证券的一种类型,^⑫据此有观点认为证券交易的标的也应该包括以证券为基础资产的期货合约、期权合约及其它衍生品,从而可以把这些合约类型纳入我国《证券法》的调整范围。^⑬在这里,我们首先需要明确所谓的“投资合同”到底指的是什么。在1946年SEC v. W. J. Howey Co.案中,美国最高法院确立了判定该种“投资合同”的四项基本要素:(1)资金的投入(An Investment of Money);(2)投资于一项共同事业(In a Common Enterprise);(3)仅通过他人的努力(Solely from the Efforts of Others);(4)期望获得赢利(Led to Expect Profits)。^⑭可以看出,期货合约至少在第二和第三项要素上是不符合的。至于第四项要素,首先,大量的期货交易采取的是套期保值模式,以避险为目的;其次,即使是套利或投机的期货交易,赢利的来源与作为证券的“投资合同”也是不同的——“投资合同”的赢利既可以来源于交易市场也可以来源于合同中直接约定的“共同事业”(如股票红利形式),^⑮而期货合约的赢利只能来源于交易市场。因此,除非重新界定,否则难以将典型意义上的期货、期权及衍生品合约纳入“投资合同”的范畴之内。

其次,就交易程序而言,证券有发行环节,而期货没有发行环节。是否存在发行环节是对两者进行判断最明显的标志。证券交易本质上是现货交易,交易的前提是存在交易的对象。因此必须由发行人经过发行程序将证券“创造”出来后,投资者才能认购或互相进行买卖。也因为如此,证券市场上所交易的证券数量是以其最初的发行总量为限的。而期货不存在发

行环节,因为其采用的是买空卖空的交易机制,也就是说即使没有既存的交易标的也能买或卖。期货交易者的每一次下单交易,无论建仓还是平仓,增仓还是减仓,都是一次新的买空或卖空行为,都是权利的原始取得而非继受取得。因此,如不考虑限仓等风控制度及财力限制,期货市场的成交量理论上是可以达到无限的。在证券市场中,即使像融资融券这样的信用交易与股指期货的买空卖空交易也是有差别的。融资融券对投资者而言是借贷行为,但标的物仍然是现货全款交付,投资者所借入的证券数量受制于市场上现存的该种证券数量,因此仍属于现货交易的范畴,而股指期货的成交量理论上则是可以达到无限的。

再次,就交易功能而言,证券交易的功能主要在于投融资,而期货交易的功能主要在于风险管理和价格发现。^⑯证券市场对于证券发行人来说具有融资功能,对于证券交易者来说则具有投资功能。虽然期货市场对于套利者和投机者而言具有一定的投资功能,但其绝对没有融资功能。期货市场最初和最主要的功能在于风险管理和价格发现。风险管理功能产生于市场参与者规避市场价格波动风险的需求,主要是通过交易者在期货市场上建立与现货市场数量相等、方向相反、时间相同(或相近)的头寸来实现的,即所谓的套期保值交易。价格发现功能则产生于市场参与者对市场价格走势的判断需求。现货市场范围很大,交易者数量众多,交易呈极分散的状态;而且现货买卖的决定因素非常芜杂,且其中有些因素是不真实的,对判断价格走势没有帮助,甚至起误导作用。这些因素导致现货市场的信息难以搜集和处理,也

^⑫ Securities Act of 1933, Section 2.

^⑬ 参见华东政法大学课题组:《证券法的调整范围与立法体例研究》,载《证券法苑》第10卷,法律出版社2014年版。

^⑭ SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).

^⑮ 其实后者才是“投资合同”中“赢利”的本意。

^⑯ 也有学者认为,以证券为代表的基础金融工具的本质属性是投资性金融工具,而以期货为代表的衍生金融工具的本质属性是风险管理性金融工具。参见王旸:《衍生金融工具基础法律问题研究》,载《法学家》2008年第5期。

就难以从中提炼出一致的、有用的信息。而期货市场通常是以集中交易方式进行的,各种对价格有影响的信息更为容易收集,且那些非本质的、偶发的因素,因为交易数量的巨大,^①被交易者排除掉了。因此,期货市场的价格更重要、更可信,且能影响和决定现货市场价格。^②虽然在交易所内交易的大量商品期货最终并没有实物交割,但如果多方选择实物交割的话,则必须进行实物交割,这是保证期货合约价格合理的一个方面,^③也是期货现货市场价格走向的联结点。因此,虽然期货市场风险管理和价格发现的功能实际上是服务于现货市场的,但是期货市场功能的主要落脚点并不在现货投资本身。

此外,值得讨论的是证券衍生品种的法律调整问题。我国《证券法》第2条第3款规定:“证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定。”据此,有观点认为所有基于证券的衍生品都应该由《证券法》调整。^④那么,该条款当初的立法理由究竟是什么呢?根据2005年8月23日《全国人大法律委员会关于〈中华人民共和国证券法(修订草案)〉修改情况的汇报》,当时“有的常委委员、部门和单位提出,证券衍生品种分为证券型(如认股权证等)和契约型(如股指期货、期权等)两大类,具体品种随着证券市场发展将会不断增加,在发行、交易及信息披露等方面有其特殊性。现行证券法规范的是传统的股票、公司债券等,修订草案将证券衍生品种与股票、公司债券等的现货交易并列,其内容实际上难以适用于各种证券衍生品种。法律委员会经同财经委员会、证监会研究认为,鉴于证券衍生品种

具有特殊性,为了对证券衍生品种的发行与交易作出专门规范,在目前对此缺乏实践经验的情况下,宜授权国务院依照本法的原则另行制定管理办法。据此,法律委员会建议在这一条中增加一款,规定:‘证券衍生品种发行和交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定。’”可见,当初立法规定该条款就是因为考虑到了证券衍生品与证券的差异性,认为《证券法》难以适用于各种证券衍生品,而不是要让《证券法》适用于各种证券衍生品。^⑤

据业内人士归纳,契约型证券衍生品种,以股票、债券等资本证券或者资本证券的整体价值衡量标准如股票指数为基础,主要包括各类期货、期权等品种,如股指期货、股指期权、国债期货、股票期权等。其特点在于三个方面:(1)契约型衍生品种是以证券交易场所设计的标准化、规格化合约的形式存在,而不是以证券的形式存在。(2)契约型衍生品种不具备融资功能,主要是作为一种风险管理工具而存在。(3)契约型衍生品种没有发行人,交易方式为期货交易,实行保证金、持仓限制、逐日盯市等交易风险控制措施。证券型证券衍生品种,是股票等基础证券和一个权利合约相结合,并将其中的权利以证券的形式表现出来,形成了一种新的证券品种。有代表性的证券型证券衍生品种包括认股权证和可转换公司债。^⑥笔者赞同此种观点,证券型证券衍生品与契约型证券衍生品的分类与笔者所称的证权型标的与合约型标的的区分是基本一致的。此外,笔者认为还可以从交易程序和交易功能角度加以分析判断。以认股权证和可转换公司债权为例,前者

^① 在期货合约设计上,通常只有适于大量交易的资产才能作为合约标的。所谓的“大量”是指即使拥有巨额资本的投机家也“无法轻易买断的量”。这是因为期货市场以发现公正价格为首要任务,因此必须防止价格操纵。参见[日]木原大辅:《期货入门与技巧》,胡岳岷等译,科学出版社2008年版,第66页。

^② 王福重:《金融的解释》,中信出版集团股份有限公司2014年版,第226页。

^③ [美]迈克尔·德宾:《金融衍生品入门》,崔明香译,中国青年出版社2008年版,第39页。

^④ 参见华东政法大学课题组:《证券法的调整范围与立法体例研究》,载《证券法苑》第10卷,法律出版社2014年版。

^⑤ 此种观点亦见于李飞主编:《中华人民共和国证券法(修订)释义》,法律出版社2005年版,第6~7页。

^⑥ 参见卢文道:《证券衍生品种法制构建与〈证券法〉修改》,载《证券市场导报》2005年9月号。

实际上是选择权的证券化,而后者则是债权加选择权的证券化,两者都是证权型的交易标的,并且两者都存在发程序,对发行人而言具有融资功能,对交易者而言只具有投资功能,因此这样的证券衍生品就应归属于《证券法》调整。在这三点中,是否有发行环节是外观上最易识别的特征,可作为区分证券与期货的判断标准。

在美国,由于同时存在有证券交易委员会和商品期货交易委员会,因此在市场监管方面可能会出现交叉监管的问题。但是在我国,证券市场与期货市场的监管机构都是中国证券监督管理委员会,即虽然法律适用有所区分,但监管机构是统一的,因此在这方面不会存在问题。

Central Regulation and Extended Supervision: Definition of Adjustment Range of Futures Act

Ye Lin Zhong Wei

Abstract: On the condition of legislation oriented different sectors, central regulation and extended supervision should be regarded as the legislative consideration for the definition of adjustment range of Futures Act. In the matter of central regulation, the characteristics of futures and its transactions should be treated as the foundation of Futures Act. In order to realize the effective regulation of core transaction pattern in the market of futures, it should be clarified that the objects of futures transaction contracts are the contracts of offsetting while the objects of futures contracts are the fundamental assets, which determine the value of contracts. In the matter of extended supervision, Futures Act should be structured as a basic law in the market of derivatives. With the application of central counterparty system, over-the-counter derivatives, which contain transaction risks similar to futures, should be included in the adjustment range. Besides, the standards of judgments and subjects which have power to make the judgments should be defined. On this basis, taking the following aspects – types of objects, transaction procedures, transaction functions and etc. – into consideration, the effective division of adjustment range between Futures Act and Securities Act can be accomplished.

Keywords: Futures Act; adjustment range; futures; futures trading; derivatives; central counterparty

(责任编辑:付强)