

# 我国期货市场适用中央对手方的法律基础

张哲畅

(华侨大学 福建 泉州 362021)

**摘要:** 国际金融危机的爆发后,中央对手方重新成为世界的焦点。我国期货市场尚未从法律层面明确中央对手方的适用。在现有的法律体系下,我国还需面对通说观点所无法解决的中央对手方悖论困境。从我国现有的法律体系出发,以特殊的一般保证作为中央对手方的法律基础,不仅可以实现机制与现行的法律体系相协调,而且能促进期货市场在期货法出台之前保持应有的稳定。

**关键词:** 期货市场;中央对手方;特殊的一般保证;期货法

**中图分类号:** F832.5      **文献标识码:** A      **文章编号:** 2095-0098(2017)06-0026-08

## 引言

2008年国际金融危机以来,中央对手方有效遏制了金融市场中系统性风险的进一步扩散,避免了全球金融市场崩塌。国际社会分析总结认为,中央对手方是“具有系统重要性的金融基础设施和防范金融市场系统性风险的工具”<sup>[1]</sup>。相比于处在起步阶段,但已建立上海清算所的场外衍生品市场而言<sup>[2]</sup>,我国期货市场虽然多年来交易总量较大,却未在中确立中央对手方机制,尤其是尚未明确中央对手方的法律基础,以至于该机制在期货市场上面临立法滞后、实务和理论相分离的处境。因此,把握中央对手方在我国期货市场中适用的具体问题,以现行的法律法规和现有的法律理论为起点,在事实和规范之间探寻适合我国当前期货市场发展和中央对手方机制建立健全的法律基础,从而消除中央对手方的落地阻碍。

## 一、我国期货市场适用中央对手方的现实困境分析

### (一) 我国期货市场适用中央对手方的法律困境

当前,在我国期货交易法律领域中形成了以《期货交易管理条例》为中心,以配套法律、司法解释和交易所规则为枝干的一套基本的规制和处理的程序。尽管如此,我国在中央对手方的适用上仍然面临着直接的法律保障缺失和间接的法律协调不足等困境。

1. 直接的法律保障缺失。首先,我国并未在法律中直接规定中央对手方制度的适用。虽然在《期货交易管理条例》中规定了期货交易所“为期货交易提供集中履约担保”,认可了期货交易所为期货交易的履行风险提供信用支持,但不少学者认为,应不局限于对该条文的文义解释,而应理解为功能性的描述<sup>[3]</sup>。另一方面,结合第十条第3项“组织并监督交易、结算和交割”的规定可以看出我国期货市场中的三个现状:(1)交易结算作为中央对手方中最重要职能之一,在我国是由期货交易所承担,而非独立的中央对手方(结算)机构;(2)将期货交易结算机构作为内设机构置于四大期货交易所管理之下,由期货交易所充当保证人的角色或承担一般保证责任;(3)期货交易所无论是作为合同的担保方还是合同的直接介入者,都将期货交易的风险集于自身,以自身的信用为交易提供支持和担保,在一定意义上具有中央对手方的系统风险控制功能。

其次,从《期货交易管理条例》第37条第1款、《期货交易所管理办法》第84条第三款和《最高人民法院

收稿日期:2017-08-01

基金项目:华侨大学研究生科研创新能力培育计划资助项目“关于我国期货交易的法律规制研究”

作者简介:张哲畅(1993-),男,广东揭阳人,硕士研究生,主要研究方向为国际经济法。

关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》第48条等法律条文中可以得知,期货交易所在期货交易中代为履行的条件以及未代为履行的赔偿责任,在形式上再一次表明了我国期货交易所履行结算职能,为交易双方的履行提供担保,同时初步规定了期货交易处理交易中违约的基本流程,在一定程度上表明了期货交易所具有防范期货市场中系统风险的作用。然而,这三个条文依然没有直接规定中央对手方机制,仅仅是在形式上体现期货交易所具有中央对手方在处理市场中交易方违约的功能,表现了一般担保在期货市场中适用的特殊性,为风险控制和管理提供必要的法律依据。更为重要的是,该三个条文体现出了期货交易所在期货交易中提供信用担保的主动性而在承担责任时的被动性,不直接行使和履行原交易合同中的权利义务。

最后,从宏观来看我国目前规制期货市场法律规范的效力存在一定的不足。一方面,我国已经开始了“期货法”立法的工作,但“期货法”草案尚未提交人大审议,因而,我国规制期货市场的法律相对分散,难以形成体系。另一方面,我国现行的法律规范大多是由国务院制定颁布的行政法规,同时辅之以部门规章、司法解释和各大期货交易所制定的交易规则等,规范等级相对较低,难以对中央对手方的适用形成稳定的保障。自2009年以来国际金融组织按照国际证监会标准对我国以“中央对手方”为标志的期货市场风险控制系统进行了评估,认为我国期货市场尤其是“中央对手方”制度存在较大的法律风险<sup>[4]</sup>。

2. 间接的法律规范衔接难。中央对手方的建立健全不仅要依赖于直接法律的保障,也需要同其他法律部门相衔接,保证机制的完备和运行的顺畅。在发达的期货市场,国家一般会采用通过立法直接排除相关法律的适用或是确认期货法律在一定条件下的优先性。以美国为例,美国针对净额结算专门立法,同时将与“净额结算”相关的“净额结算主协议”亦被作为单独的概念列入了《破产法》<sup>[5]</sup>。反观我国期货市场,由于期货法律的不完备,期货交易所在实现中央对手方功能的过程中时常面临法律竞合,未能为实务操作提供明确的指引。

在我国现行的破产法律领域,并未对有期货市场中的破产结算做出明确规定。一方面,由于中央对手方的特殊性,决定它必然在期货交易中处于关键性环节,所涉范围较为广泛,对于中央对手方而言,尽管违约和破产的概率比较低,但是在公司化的背景下中央对手方机构的准入和退出将对市场的确定性和有序性产生重要的影响,尤其是中央对手机构掌握着大量资金,如何在其退出市场之时实现合理清算,稳定期货市场,保护利益相关人的合法权益,更是一个亟需解决的法律问题。另一方面,我国《破产法》第16条、第18条、第31条分别规定了破产清偿制度、破产管理人的合同履行选择权和破产抵销权,在结算会员破产之时易与中央对手方的净额结算产生制度竞合,有时候甚至期货交易安全也无法得到<sup>[6]</sup>。目前,在“期货法”出台之前,《破产法》具有更高的法律效力,净额结算的有效性受制于破产制度,取决于破产管理人的利益选择选择,因此增加了中央对手方在期货交易中的法律风险。

此外,在合同法领域同样存在法律竞合的境遇。对于我国而言,与合同法的冲突主要体现在两个方面。一是我国《合同法》并无支持中央对手方的法律基础和具体法条。一般地,中央对手方是充当买方的卖方、卖方的买方,其法律基础以合同更新和公开要约为主;但在我国《合同法》和合同法理论中缺乏合同更新制度,对于公开要约的认可也有局限,因而无法直接通过两种通说来作为中央对手方的基础。另一方面,在解释对冲平仓交易时,通说认为期货交易的标的是合约,期货交易就是合约权利义务的概括转让<sup>[7]</sup>。但从广义的角度,合同变更(合同更新)不但包括合同主体的变更,还包括合同内容的变更<sup>[8]</sup>,因此,依照我国现行的合同法,在期货交易中,交易者买卖所持有的合约时,虽然在期货交易所的交易系统中能确定交易对象的相关情况,但是,交易双方却无法在一开始便确认对方是否具有变更合同内容的意思表示——似乎这一困境可以通过中央对手方的适用得以合理的解释,然而我国《期货交易管理条例》明确规定了期货交易所不能参与到实际的交易之中,因此,通过中央对手方解释对冲平仓交易并非最佳的解释路径。

## (二) 我国期货市场适用中央对手方的悖论困境

我国期货市场的复杂性不仅在于法律如何建立中央对手方,而在相关规范还需同时面临着如何解决中央对手方作为防范风险的关键点也是风险爆发节点的这一理论的悖论困境。

其一,从产生和发展来看,中央对手方的形成源自于金融产品的发展和结算的需要,是市场主体增进合约流通性、增大合约交易量的持续要求,因而中央对手方结算机构的初衷在于提高市场效率,降低交易成本,为交易者提供担保功能<sup>[9]</sup>,而保障市场安全是在其发展的过程中逐渐增强的,因此中央对手方是在实现期货交易流动性提高的同时逐渐成为金融网络的安全阀。但相随而来的是期货市场中的信用风险大规模地集

中在中央对手方机构之中,使其在不知不觉中产生了新的风险,即中央对手方的运行机制是风险的集中管理,而这恰恰是与传统的金融风险分散的理念相背离,即在风险防范之目标与风险集中之实践间存在矛盾<sup>[10]</sup>。因此,如何从法律上保证中央对手方机构更为有效地管控市场的风险,防范市场风险的集中爆发,是我国法律规范在确立中央对手方适用时所面临的基本问题。

其二,从中央对手方的发展来看,公司化趋势似乎在一定程度上预示着作为中央对手方的结算机构的发展方向,我国中国金融交易所便是采用公司制。所谓公司化是指中央对手方机构进行公司制改革或是直接设立为公司,成为具有盈利目标之实体,同时又兼顾监管市场和管理风险的公共职能<sup>[11]</sup>。根据经济人假设,任何一个参与市场的主体都具有“利己”的趋势,追求个体利益的最大化。因此,作为具有服务社会公共职能的公司个体,中央对手方机构似乎正面临与“斯密悖论”高度契合的困境,从而导致了中央对手方的利益冲突和道德风险。尽管有学者认为,可以进一步通过在中央对手方的内部建立独立第三方委员会来监督董事会,以解决自律性监管模式的缺陷<sup>[12]</sup>,但在复杂的市场环境下,不具有完备信息的决策者本身无法实现自身利益和公共利益的最优选择,法律也无法预测公司化的中央对手方机构在面临两难选择之时的选择,因此公司化下的中央对手方正面临着新的挑战,也是我国期货法律完善的重点内容。

其三,中央对手方本身具有违约的风险。中央对手方并非万能的,中央对手方清算所也并非能承受住市场带来的所有冲击,本身在发展过程中曾遭遇过挫折。1987年美国股灾导致芝加哥商业交易所出现高达25亿美元的资金需求,其中央对手方在当天交易前履行保证金义务的能力受到了威胁,从而对高盛和基德皮伯的15亿美元的付款出现六个小时的延迟。此外1987年股灾还引发了香港期货的中央对手方清算所借助一个政府支持的、来自股东银行和期货交易所会员的紧急救助包方案才与灾难擦肩而过<sup>[9]</sup>。中央对手方机构作为一个金融机构,其本身所能承受的风险存在一定的限度,一旦所需的风险承担超出中央对手方机构的履行能力,必然会引起多米诺骨牌效应,加深期货市场的危机。另一方面,在公司化的趋势下,中央对手方机构作为市场主体具有退出市场的选择,尽管政府在很大程度上会因其在金融期货市场中的特殊性而救助,但这将引发新一轮“大而不倒”的问题<sup>[12]</sup>,同时中央对手方机构在退出之时的清算问题将加剧现有体系下法律竞合的可能性。虽然我国未曾出现期货交易所违约之情形,但这也是我们在新形势下所必须警惕的事项。

### (三) 小结:复杂的现实困境

综上所述,与其说我国未从更高效力等级的法律规范中明确和保障期货交易所承担中央对手方的部分功能,倒不如说是我国并未从法律层面上明确中央对手方在期货市场的建立和地位,只能从调整期货交易所的相关法律中几处零散法律条文,窥探中央对手方在期货市场中适用的痕迹。与此同时,我国各部门法之间的衔接不足,更是弱化了期货交易所承担中央对手方的部分职能尤其使系统风险防范的效果,增加了期货交易法律风险。纵观前文我国相关法律更多的意义在填补期货领域的法律空白,在作为中央对手方公司化背景下,中央对手方在市场运作和法律协调上更是遭遇了悖论困境,在一定程度上加大了我国适用中央对手方的难度。我国中央对手方的建设不仅需要解决“从无到有”,还需要解决“如何更好”建设的问题。因此,我们需要从法律基础出发,在根本上探寻中央对手方在我国期货市场适用的路径。

## 二、我国现有中央对手方的法律基础理论分析:困境之源

正如上文所言,我们需要从根本上破解我国期货市场适用中央对手方的困境,因此分析中央对手方的法律基础是我们探寻破解之路的起点。

### (一) 合约更替之简述

所谓合约更替,是指中央对手方机构介入到原先的合同之中,与原有的买方和卖方分别成立新的合同,以替代原买卖双方的合同的法律行为,这两份合同在内容上与原合同保持一致<sup>[13]</sup>。合约更替来自于罗马法中,是债的消灭的原因和途径,只有在双方当事人具有合意下才能发生更替的效力<sup>[8]</sup>。一般认为,在以合约更替为中央对手方法律基础的期货市场中,期货交易所的会员在加入之时已经默认许可期货交易所的相关规则,包括关于交易结算提交中央对手方机构,符合合约更替的基本构成要素。

合约更替是中央对手方法律基础的重要理论之一,也是当前关于中央对手方适用的重要通说观点。在解释中央对手方的适用中合约更替具有不可替代的优势。在合约更替学说中,期货交易双方本身已经存在一个期货合约,并且合约处于行将履行的阶段。该学说为中央对手方机构的介入提供合理化的解释,即利用

债的更新使中央对手方机构能够与原合同双方建立新的期货交易法律关系,成为原合同双方各自的合同相对方,同时使原合同的买卖双方的法律地位和权利义务内容保持不变,以达到风险规避和期货交易完成之目的。退一步而言,即便是中央对手方在替代旧约的新约之后出现违约、无效或被撤销等,旧约可在新约不发生效力之后恢复,并仍然起到约束原期货交易双方的作用,从而保证了期货交易的顺利进行。

## (二) 公开要约之简述

公开要约是中央对手方法律基础的另一重要理论,在一定范围内为市场所接受。根据我国《合同法》第14条规定,要约是希望和他人订立合同的意思表示。原则上要约应向特定人发出,但允许在某些特定的条件下向不特定人发出要约且具有要约的效力,同时必须明确承担向多人发出要约的责任<sup>[14]</sup>。一般认为,在公开要约学说中,期货交易双方之间本身不存在合同关系,而是由于中央对手方(结算)机构作为公开要约人发出要约,自动匹配作为受要约人的结算会员的交易合意,从而与期货交易双方成立两个期货交易法律关系,但交易双方之间并不存在任何法律关系。

在公开要约中,要约人表达了愿意接受所发要约之约束,具有不可撤销性,因而在一定程度上保护了受要约人的利益。相比于合约更新学说,公开要约在制度建设上存在一定的局限。一是在公开要约下,期货交易双方不具有期货交易法律关系,不利于期货交易双方在中央对手方结算机构违约之时有效采取救济之手段,尤其是在公司化趋势下中央对手方结算机构违约的可能性增大,公开要约学说未能提供有效的解决方式和途径。二是公开要约的解释路径并不符合场外市场中交易合意先达成后结算的实际情况,场外衍生品市场的核心和重点在于交易双方已经达成金融交易和合约,提交中央对手方集中清算<sup>[1]</sup>,因而以公开要约为法律基础不利于中央对手方结算所对场外业务的延伸和场外衍生品市场的把控。

## (三) 关于合约更新和公开要约之评述

1. 关于两种学说本身之评述。当前,合约更新和公开要约被认为是中央对手方最主要的法律基础,为该机制在期货市场中的适用提供了解释的路径,从不同角度满足了中央对手方发展的需要,但这两种学说在一定程度上仍存在不足,难以适应当前我国期货市场中央对手方适用的具体情况。

两种主要学说均着眼于对中央对手方机制介入期货交易过程的考察,认为机制的介入具有主动性——在合约更新中,中央对手方机构主动以新的合约替代交易双方旧的合约;在公开要约中,中央对手方本身已发出要约,等待买卖双方交易指令的匹配。但回顾中央对手方的产生和发展路径,中央对手方的出现是期货市场发展的需要,是建立在已有的期货交易活动之上,即交易合同已经存在,并且合同数量和交易数额巨大,需要更有效率地实现期货交易中的净额结算以提高市场的效率。总体来说,中央对手方机制并非天生地为市场所需要,它的出现源自对结算方式的一次变革,是市场发展的结果,一直以来也是为市场参与者所利用的工具。因此,中央对手方本质上具有被动性,被动地适应市场的发展需求,包括基本功能和各项配套制度的变化都是以市场为导向,因而它不具有主动介入期货交易的现实动因和法律依据。

不可否认的是,在这两种学说中,无论交易双方之间是否存在基础法律关系,机制介入的过程是合约形成的过程,即中央对手方机构与交易双方之间的法律关系为合约关系,但这本身值得我们深究。两种学说的解释主要解决了中央对手方机构介入期货交易的路径问题和路径合法性的问题,认为将中央对手方机构作为合同主体,可以有效解决期货交易中买卖双方不知相对方的存在而无法达成交易合意和履行合约权利义务困境,而与此相对应的是学界认同了中央对手方是买方的卖方和卖方的买方这一基本定义。这两种学说的解释主要是解决期货交易中合同相对人未明确的难题,但是本身忽视了期货作为证券的一种,其交易本身具有匿名性,<sup>[15]</sup>随着交易技术的进步,交易双方达成合意的时间间隔越来越短暂,只要价格合适,期货市场中的交易者愿意与任何人达成期货买卖合意,因此,可以预见两种学说所认为的交易对象和合意不明确将得到有效的解决。另一方面,根据我国《民法通则》第85条的规定:合同是当事人之间设立、变更、终止民事关系的协议。因此合意是合同的必要条件之一:在合约更新学说中认为合意在结算会员加入期货交易所、认可期货交易所关于期货交易结算相关规定之时即已达成;在公开要约中结算会员的交易指令与中央对手方结算机构的要约匹配之时达成合意。因而,交易双方与中央结算机构之间的合意本身仅为结算之合意而非交易之合意。

2. 现有理论对悖论的影响。现有的两种学说未能对新环境下的中央对手方的悖论问题提供行之有效的解决方案。两种学说均认为中央对手方机构应当处于合同主体地位,直接介入到期货交易之中,成为期货交

易的主体。但正如前文所言,中央对手方机制既是防范风险的关键,也是风险爆发的节点,尤其是在结算机构公司化的背景之下,中央对手方机构对谋求自身的利益有了更加强烈的愿望和需求,其违约风险更值得我们关注。因此,纾解乃至消除悖论成为中央对手方机制落地我国期货市场前所必须面临的关键性问题。但当前的两种主流学说在似乎某种程度上达成了“默契”,即处于中央对手方地位的结算机构成为期货交易买卖的相对方,确定中央对手方机构的合法性地位,这无疑是加强了中央对手方机构在市场最前沿的地位。一直以来,期货交易所和期货结算机构最早获取期货市场变化的讯息,根据市场的实时消息调整相应的决策,因此其中立性也显得尤为重要,尤其是在我国期货法律已经禁止期货交易所进入市场中进行期货交易的前提下,这在一定程度上与两种学说之间存在矛盾。除此之外,两种主流学说也为其通过介入交易谋取自身利益提供了途径。在结算机构不断向公司制转变的趋势下,合约更新学说和公开要约学说在一定程度上加深了结算机构在衡量自身利益和履行安全职能之时存在实现自己盈利的“理性经济人”倾向,打破了中立性下的平衡,更多地吸收和集中了期货市场中的风险,不利于对中央对手方悖论的解决。

#### (四) 小结: 探寻新的法律基础是破解之选

综上所述,合约更新学说和公开要约学说在为中央对手方提供法律基础的同时也不可避免地表露出自身的缺陷,在面对中央对手方悖论之时未能提供行之有效的解决方案。除此之外,我国并未在立法上确立或学说认可合约更新学说和公开要约学说,这必然影响中央对手方机制在我国期货市场的确立。如若建立以这两种学说为基础,是否会在我国现有的法律环境下引起司法实践中法官对合同法理解与适用中的混乱,是否有必要引进相关制度尤其是合同更新制度到合同法之中,这些均是我们所需要面对和思考的问题,增加了中央对手方机制落实的复杂性。另外,现有的法律体系及相关规定也限制了期货交易所和交易结算机构介入交易、成为合同主体。因此,具体到我国而言,只有在现有的法律体系下,为中央对手方机制寻求新的法律基础,提出新的解释路径,才能为其在我国期货市场的落地扫除不必要的障碍。

### 三、重构期货市场中央对手方法律基础的起点: 特殊的一般保证

#### (一) 一般保证的基本内涵

根据我国《民法通则》第89条第1项和《担保法》第6条的规定,所谓保证是指当债务人不履行债务之时,由保证人按照事先的约定履行债务或者承担责任的行为,具有担保债务人履行债务的功能。而一般保证是保证法定的两种方式之一,根据《担保法》第17条的规定: 当事人在保证合同中约定,债务人不能履行债务时,由保证人承担保证责任的,为一般保证。一般保证的保证人在主合同纠纷未经审判或者仲裁,并就债务人财产依法强制执行仍不能履行债务前,对债权人可以拒绝承担保证责任。保证作为一种约定的担保形式,保证人作为保证合同中提供担保的一方,必须是主债务人以外的第三人,由此构成了一个并存两个法律关系的三方结构——债权人与债务人之间的主合同关系、债权人与保证人之间的从合同关系(保证合同),主债权人享有主合同的债权和从合同的保证权。

保证合同本质上是保证人保证合同履行的一种承诺,属于信用范畴<sup>[16]</sup>,因而保证合同实质上体现了当事人之间的自由意志,并得到法律的保护。在一般保证的合同中,保证人对于自身所享有的各类抗辩权可以自由放弃,对于《担保法》中的免责事由也可以自由协商、另行约定——这体现了在法律在保障债权人利益的同时保护保证合同中当事人的自由意志,这对于中央对手方机制在我国的适用具有重要的意义。

#### (二) 特殊的一般担保作为中央对手方法律基础的证成

虽然主要发达期货市场主要采用合约更替学说和公开要约学说,但这并不意味着只有这两种学说才能构成中央对手方的基础。无论是以何种学说作为中央对手方的法律基础,均是将市场中的信用替换为中央对手方的信用<sup>[11]</sup>,至于如何替换则可以根据各国之具体情形而定。2012年十国集团在《金融市场基础设施原则》中指出中央对手方的法律基础还包括“其他类似法律设计”,这便为不同国家根据自身的法律制度对中央对手方有不同的解释留下了余地。

1. 以一般保证为中央对手方法律基础的现实动因。我国期货市场现实的特殊性决定了中央对手方机制在寻求适用的法律基础过程中表现出其独特的探索路径。众所周知,我国期货市场的监管模式存在较为浓厚的国家干预色彩,四大期货市场中的交易所建立中无一不是处于国家的主导之下,在此背景下我国的期货交易所呈现出与国外期货交易所不同的特殊性。当前,我国四大交易所除了中国金融期货交易所采用公司

制外,均为采用会员制的期货交易所,因而前者优先适用关于公司法的规定,后者主要通过民法进行调节,但是依照《期货交易所管理办法》第十七条的规定,我国四大期货交易所因合并、分立或者解散而终止的,均须获得中国证监会的批准。除此之外,四大期货交易所行政上与中国证监会也有着密切的联系——《期货交易所管理办法》第二十七条、第三十三条、第三十五条、第四十一条、第四十七条和第四十九条中关于期货交易所中高层管理层的任免,均由中国证监会直接任免或提名。因此,我国现有的期货交易所一定程度上不断受到来自国家意志的干预,但在一定意义上期货交易所担保的信用是国家信用的具体体现。

其次,我国期货市场中并不存在独立的交易清算机构,由各期货交易所中的结算部门承担各自场内的交易结算。虽然我国已经成立了上海清算所,但主要负责的是场外金融产品的交易清算,尚未涉足于期货交易之中,因此根据《期货交易管理条例》我国期货市场正处于并在未来一段时间内仍然由期货交易所负责各自的清算——这便意味着,原本发达期货市场中清算所的职能及其信用担保在我国转换为期货交易所的职能及其信用担保;原本期货交易清算所的中央对手方角色和功能在我国必然为期货交易所所承担。

另外,我国民法并不存在合同更新制度,对公开要约的认可也相对比较局限,两者在我国期货市场中均难以承担起作为中央对手方法律基础的重任。因而有学者根据合约更新的效果提出了在合同权利义务概括转移的基础上结合混同制度,以达到合同更新的效果,从而支撑起我国的中央对手方机制<sup>[23]</sup>,但这一作法存在越过特别法直接适用普通法之嫌隙,尤其我国已经在《期货交易管理条例》第4项规定中规定了期货交易所“为期货交易提供集中履约担保”的情况下。尽管对于这一条文的解释和理解存在着争议,但它为期货交易所集中市场风险和担保交易信任提供了法律根据,使得期货交易所事实上处于中央对手方的地位。

2. 以特殊的一般保证为中央对手方法律基础之解析。从我国既有的法律体系中的规定和制度出发,以一般保证为中央对手方的法律基础,具有适用的可行性。具体详述如下:

首先,由市场中期货交易的买方通过期货交易所市场中发出购买期货的指令,具有交易意向的卖方通过指令与买方的指令进行匹配,达成交易合同。在这一期货合同关系的形成过程中,尽管买卖双方指令匹配时尚未知晓自己交易的对象,但在合同形成之时能够最终确定合同的相对方——尤其是电子交易迅猛发展的今天,交易形成的速度将进一步加快,指令匹配中的不确定状态将得到有效解决,因此期货交易双方事实上是能够知晓合同的相对人,只是以中立性原则的期货交易所交易之时将双方的部分信息只显示在交易系统之中,在市场中保留与交易有关的信息,从而最大限度地减少影响交易的不要因素,提高期货市场的流动性。

其次,当期货合同达成之时,在合约标准化下交易双方权利义务明确,支付和收取款项成为交易达成的关键性环节。由于买卖双方在进入期货市场之前已经是期货交易所的会员,认可和接受交易所的交易规则,因此结算部分自然而然地交由期货交易所的结算机构进行结算,此时期货交易所承担了中央对手方机制中的结算功能——一方面,期货交易所结算机构通过集中清算,实现净额结算,提高市场的流动性;另一方面,期货交易所结算机构通过对每一笔交易清算服务费用来覆盖自身的成本。在此阶段中,交易双方期货交易所与交易双方仅有交易清算的业务关系,与期货交易并无额外法律关系。

再次,由于每一个交易所的会员会通过市场交易同时成为多个期货交易所的当事人,因此对于其是否具有履行合同的能力不可避免地存在信任风险,需要一个明确的担保来增强市场交易时的信任。此时,期货交易所为本市场内的交易提供一般保证:买方为被保证人,交易所为保证人,向卖方提供了期货交易合同的履约担保,在买方确定无法履行交易合约时期货交易所就不能履行部分承担保证责任,同时保留对买方追偿的权利。在这一保证合同法律关系中,期货交易所通过提供一般保证,将市场中的信任风险集中在自身,实现风险的集中管理,承担起了中央对手方中的安全功能,降低市场交易的成本,提高了市场的效率。

最后,期货交易的风险不会因为一次期货交易而减少,因为每一个原期货交易合同的卖方通过交易成为期货合约的持有者,在履行期届满之前都将面临着对冲平仓以了结头寸、合约交割或是再一次合约交易。虽然期货交易所可以通过对保证金的调整来达到保证期货合约持有人的履行能力,但仍然不能排除由于市场参与者从事超越自己履行能力的行为或是在市场形势的变动下丧失履行的能力而引起的违约风险,此时期货交易所承担起中央对手方安全阀的功能——一方面,随着市场的变动灵活地调整保证金的数额以增强市场参与者的履约信用;另一方面,时刻把握市场参与者的债务履行能力,警惕市场中潜在的违约风险,以达到风险集中和管理的目的。因此,一般保证可以视为中央对手方机制在我国期货适用的法律基础。

经过上述过程,在期货交易中一共形成两个合同——期货交易合同和保证合同,两者的标的存在着不同:前者是以期货合约标的,形成于市场中的买卖双方,本质为买卖合同;后者是以一方的履行行为为标的,以保证市场参与者能够完成自己的交易行为,同时又为市场的风险提供了纾缓的途径。通过两个合同,期货交易双方和期货交易所形成了稳定的三方关系,既尊重和保留了交易双方的真实意愿,又提高了市场交易的效率,更为重要的是期货交易所可以在期货交易中无须通过与买卖双方建立与原合同权利义务相同的合同关系这一虚拟的法律行为即可达到市场风险集中管理、把握市场变化之目的,而避免因过多介入交易而引起市场对期货交易所中立性的质疑。有的学者认为一般保证无法解释合约履行主体并非原合约卖方的情况<sup>[24]</sup>,但笔者认为,合约履行的主体变化并不影响中央对手方为市场提供信用担保的功能,况且合同的标的不同,并不妨碍合约履行主体的变更,完全可以通过合同的概括转移解释。

需要注意的是,在以一般保证作为法律基础的中央对手方具有特殊性。有的学者认为,根据现行法律规定,我国在期货法律中排除了《担保法》第17条第2款的适用,但笔者认为其先诉抗辩权是得到一定程度的行使和一定程度的放弃。保证金作为期货市场的重要杠杆,虽然是由交易会员缴交至期货交易所的指定账户,但本质上属于交易会员的财产,因此当违约即将发生时,期货交易所通过调整保证金来增强会员的履约能力,并就保证金已有的资金支持合约的履行,此为“一定的程度的履行”。另一方面,当交易会员已经违约,保证金不足以偿付之时,期货交易所利用自己的资金先行垫付,而非通过诉讼或仲裁来确定自己的偿付比例和数量,以确保市场交易的进行,资金的流通和风险的蔓延,此为“一定程度的放弃”。因此,我们需要在法律上明确的是,这一特殊性是一般保证制度在期货市场中的“妥协”,是为了中央对手制度的建立,而非是我国现行《担保法》下一般担保制度在期货市场简单复制应用。

### (三) 特殊的一般担保作为中央对手方法律基础的意义

以一般保证作为中央对手方的法律基础,意义在于一是体现了集中管理和风险分散相结合。集中交易和合约标准化是期货市场两个重要的特征,其所共同追求的是期货交易的流动性和价值性<sup>[17]</sup>,而期货市场本身又是通过保证金这一杠杆来撬动巨大的成交量,每一个交易会员涉及的期货交易众多,因而市场本身蕴藏着巨大的风险,亟需有强有力的担保。毫无疑问,中央对手方为市场提供集中的结算,降低了市场交易的成本,提高了市场的效率,为市场交易者互不信任提供了解决途径,较为有效地实现风险的集中管理。另一方面,这一机制在不可避免地将市场的风险大量集中于处于中央对手方的机构的同时,也衍生出新的风险节点,尤其是在中央对手方公司化的背景下,中央对手方机构的违约甚至破产都将引发期货市场的系统性奔溃,因此风险的过度集中本身并非是最优选择。以一般担保作为我国中央对手方的法律基础,在我国期货市场采用垂直结算模式下,既实现了期货交易所对期货交易之服务和管理,同时通过一般保证合同实现对风险的集中管理和把控,也通过一般保证细分市场参与者与中央对手方机构的权利义务,承担各自的风险,以实现风险的分散。

其次,为未来法律的发展留下空间。以一般保证为法律基础,既可以实现中央对手方机构对交易活动的监管,同时又能保证市场流通性,更为重要的是中央对手方机构可以避免成为交易合同的对象而过多地参与在市场活动中,保持自身的中立性,在公司化的趋势下有效地弱化了自身的盈利属性,更多地倾向于平衡市场监管职能和自身发展需要,减少本身违约的可能性。可以预见,在以一般保证为法律基础的中央对手方机制会在我国期货市场中发挥重要作用。另一方面,这一法律本身存在一定过渡性质,是利用现有其他法律制度来解释中央对手方的运作机制,避免了建立新制度所带来的时间敞口,只是在期货立法尚未明确的前提下的权宜之计。随着中央对手方的建立和完善需要大量的制度配套,各个监管机构之间需要加强协调,国际合作需要加强<sup>[18]</sup>,尤其是在期货市场开放程度提高的前提下我国期货交易所也将面临改制,公司制度不断完善,竞争更为激烈<sup>[19]</sup>,这一法律基础为期货法律的发展留下了充足的空间。

## 四、结语

正如前文所言,中央对手方作为一项金融的基础设施在期货市场中举足轻重,我国期货市场作为世界期货市场的重要组成部分,更是亟待确立和完善这一机制。尽管合同更新学说和公开要约学说在理论上为众多国外期货交易所接受,在实践上也经历了不少的考验,具有成熟的经验,值得我国期货交易所借鉴。但是面对我国不同于国外的法律体系和法律理论,更需要结合当前国内期货市场的实际境况,以特殊的一般保证



作为我国中央对手方的法律基础,不仅可以减少在立法时间敞口内因为法律缺失导致的市场动荡,更是为期货立法活动争取时间,以更完善地出台的规制法律。如今,我国立法上已经越过大规模立法的时间节点,更多的是考虑立法后评估的问题<sup>[20]</sup>,可以预见,期货立法的出台必然是更为审慎,因此,特殊的一般保证是对我国中央对手方建立于期货市场的有效过渡,为期货立法和完善争取了必要的时间和准备。

参考文献:

- [1]沈伟.中央对手方清算机制建设[J].中国金融,2015(10).
- [2]朱小川.欧盟场外衍生品市场监管规则的演变历程及启示[J].证券市场导报,2016(9).
- [3]邹启刚.期货市场中央对手方:制度内涵与法律基础[J].法学家,2015(4).
- [4]占菲菲.期货市场中央对手方法律基础及风险分析[J].吉林金融研究,2016(12).
- [5]周成杰.“净额结算”制度浅析——涉“中央对手方”机制法制保障研究[J].上海金融,2015(10).
- [6]熊月圆.中央对手方的法律困境与对策研究[J].甘肃金融,2016(6).
- [7]曲峰.中国期货法律实务[M].北京:法律出版社,2010.
- [8]谢贵春.论中央对手方机制的法律基础[J].西部法学评论,2016(3).
- [9](英)彼得·诺曼.全球风控家——中央对手方清算[M].梁伟林译.北京:中国金融出版社,2013.
- [10]姜宇.中央对手方机制内在矛盾之法律纾解——以衍生品市场为例[M].北京:金融法苑,2015,总第九十辑.
- [11]鲍晓晔.中央对手方的利益冲突、公司治理与政府监管[J].上海师范大学学报(哲学社会科学版),2015(7).
- [12]Johnson Kristin N. Governing Financial Markets: Regulating Conflicts[J]. Washington Law Review, 2013(3).
- [13]钟维.期货市场中央对手方制度研究[J].社会科学,2015(12).
- [14]王利明.民法(第五版)[M].北京:中国人民大学出版社,2010.
- [15]井涛.论证券结算客观性风险之法律控制[J].现代法学,2005(1).
- [16]梅龙生.保证债权效力的应然分析[J].商业时代,2010(25).
- [17]钟维.期货交易双层标的法律结构论[J].清华法学,2015(4).
- [18]翟浩,雷晓冰.场外衍生品市场监管制度改革:英国的经验与启示[J].河北法学,2012(12).
- [19]王亚梅.中国期货交易所公司化改制研究[D].北京:中国人民大学,2008.
- [20]宾凯.社会转型关键期的法理学前沿——2012年国内理论法学研究成果综述[J].上海交通大学学报(哲学社会科学版),2013(3).

## The Legal Basis of Central Counterparts in China's Futures Market

ZHANG Zhechang

(School of Law, Huaqiao University, Quanzhou, Fujian 362021, China)

**Abstract:** With the outbreak of the international financial crisis, the central counterparty again return to being the focus of the world. As an important part of the world futures market, China's futures market has not yet clear the application of the central counterparty in the legal. At the same time, China also needs to face the dilemma of the central counterparty's paradox that can not be solved within the existing legal system. Therefore, from the existing legal system in China, the recognition with a special general guarantee as the legal basis of the central opponent not only achieve to keep mechanism and the existing legal system in harmony, but also to promote the futures market steady before the introduction of the "futures law".

**Key words:** Central Counterparty; Paradox; Special General Guarantee

(责任编辑:黎芳)