

期权保证金的两级担保 法律架构及其实务运作

——以行纪关系为视角

陈亦聪*

摘要:行纪法律关系与保证金制度,是期货交易中两项重要的基础性制度,并同样适用于即将在证券交易所开展的期权创新业务。《期货交易管理条例》构建的保证金两级交纳及担保体系,需要以行纪法律关系为背景,作出与《物权法》、《担保法》等法律制度相适应的法律解读,从而明确界定期权交易各参与主体的权利义务,并在此基础上作出兼顾效率与安全的保证金运作制度安排。

关键词:期权 行纪关系 保证金

期权是指合同双方约定,买方支付对价后有权在未来的特定时间内以约定价格向卖方买入或者卖出约定标的物的合约。^[1] 在证券交易所开展交

* 任职于上海证券交易所法律部,华东政法大学经济法学博士。本文仅代表作者个人观点。

[1] 《期货交易管理条例》第2条第3款规定:本条例所称期权合约,是指期货交易所统一制定的、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。

易的期权合约,则是以股票、基金等基础证券品种作为标的物的期权合约。作为衍生品交易的一个重要内容,期权交易的一个典型特征是杠杆交易,也即通过交纳一定比例的保证金,即可实现用小量的资产象征性地调动大量资产。在证券交易所推出期权,有必要在正确理解和认识保证金法律体系架构的基础上,设计基于现金及证券现货的期权保证金运作管理体系,从而提高市场效率、节约市场成本。

一、期权实行与期货交易基本相同的保证金制度

在期货交易中,任何交易者必须按照其所买卖期货合约价格的一定比例缴纳资金,作为其履行期权合约的财力担保,然后才能参与期货合约的买卖,并视价格确定是否追加资金,这种制度就是保证金制度(margin system),所交的资金就是保证金。

期权具有证券衍生品种的属性,又以期货方式进行交易,具有一定的特殊性。在当前的法律制度框架下,期权交易已被纳入《期货交易管理条例》的调整范畴,^[2]因此,需要遵循包括保证金制度在内的期货交易基本制度。与期货交易相同,证券交易所的期权保证金制度,同样基于《期货交易管理条例》的相关规定^[3]而构建。

由于证券交易所与期货交易所市场之间存在的结构性差异,以及期权交易自身属性决定的特殊交易机制,期权交易中的保证金制度还具有一定的特殊性,主要体现在两个方面:一是实行单向收取。在传统期货交易中,交易双方均需承担到期交割的履约责任,因此保证金实行双向收取。在期权交易中,仅针对卖出开仓的一方,也就是承担履约义务的一方收取保证金。对于进行买入开仓的一方,由于其购买的是一种权利而非义务,因此不需要交纳保证金。二是收取的主体不同。在

[2] 《期货交易管理条例》第2条第2款规定: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。

[3] 《期货交易管理条例》第85条规定:在期货交易所之外的国务院期货监督管理机构批准的交易场所进行的期货交易,依照本条例的有关规定执行。

传统的期货交易中,由期货交易所自行完成期货交易的清算与交割,因此保证金的最终收取主体是期货交易所。与期货交易所自行完成期货清算交割的模式不同,证券交易所是通过中国证券登记结算有限责任公司(以下简称中国结算)来完成期权交易的结算业务,因此保证金的最终收取主体是中国结算。

需要指出的是,上述差异主要体现在保证金法律关系主体的具体对象上,并不改变期权交易保证金的基本制度框架,也不改变保证金的法律关系构造以及各方权利义务安排,因此仍然应当将期权保证金放置于期货保证金的法律框架内进行讨论。

二、期权交易中保证金的担保形式应当为质押担保

在期货交易中,保证金是用于结算和保证履约的。^{〔4〕}具体到期权交易的日常结算中,保证金被划分为结算准备金和维持保证金。结算准备金是用于期权交易结算且未被合约占用的保证金,维持保证金则是用于担保期权合约履行且已被合约占用的保证金。在每日无负债的结算制度中,合约义务仓头寸对应的维持保证金,将根据合约标的物市场价格的变化进行逐日测算,并根据测算结果从结算准备金中进行扣减。由此可见,保证金的最终目的,是用于担保期权合约的履行。

保证金的担保性质毋庸置疑,但对保证金的属于何种担保形式却存在争议。从期权保证金的运作模式来看,其符合质押担保的基本特征及外观要件。对于以股票、债券等有价证券提交为保证金的,属于权利质押,应无争议;但对于金钱能否被特定化进而作为质押标的物,却存在不同理解。有观点认为,质物应当是特定物,包括独一无二的物和特定化的种类物,不特定物不能是质物。所以,如果将现金封装好交质权人保存,该现金就成了特定物,质权成立。如果直接将现金交给债权

〔4〕《期货交易管理条例》第82条第3项规定:保证金,是指期货交易者按照规定交纳的资金或者提交的价值稳定、流动性强的标准仓单、国债等有价证券,用于结算和保证履约。

人,则不属质押。用于保证金的现金不可能是包封保存的,故现金不是质物。^[5]

持此观点,在某种程度上是对金钱之特定化所作的机械理解。在现代金融中,资金的流转已普遍通过电子方式进行,尤其是在高度无纸化的资本市场,资金更是以电子化记账方式在不同账户之间实现流转。严格要求以“包封”这一物理动作来完成资金的特定化,既不符合现代金融运作的实际情况,也无法满足资金高速流转的效率需求。金钱的特定化,在传统的包封之外,已经衍生出特户、保证金等多种形式,并被法律所认可。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》在第四部分“关于质押部分的解释”中的“动产质押”之中规定:“债务人或者第三人将其金钱以特户、封金、保证金等形式特定化后,移交债权人占有作为债权的担保,债务人不履行债务时,债权人可以以该金钱优先受偿。”由此可见,保证金是为担保期权合约履行而设定的质押担保。具体而言,义务仓头寸持有人(投资者、期权经营机构)将金钱或者有价证券出质给相应债权人(期权经营机构、中国结算),为其将来所应履行的合约义务提供担保。一旦到期未能履行行权义务,则相关担保权人有权以该保证金优先受偿。

三、以行纪关系为基础的两级担保法律架构分析

(一) 保证金的两级收取体系及相应权属安排

期权交易的保证金实行分级收取。期权经营机构向其客户收取保证金,中国结算向期权经营机构^[6]收取保证金。这与期权交易中的两级结算制度是相适应的。投资者向期权经营机构提交的保证金,用于担保其委托期权经营机构为其开仓持有的义务仓头寸的合约履行;期权经营机构向中国结算提交的保证金,则用于担保其名下客户持有

[5] 方芳、牛文通:“浅析期货保证金的法律性质”,载《中外法学》1997年第2期。

[6] 根据期权结算机制,中国结算系向结算参与者收取保证金,但因实践中结算参与人与期权经营机构高度重合,为行文及理解之便,本文不再对二者进行区分。

的义务仓头寸的合约履行。一旦义务仓头寸的持有人(投资者或者期权经营机构)到期不能履行行权交割义务,相应的质权人(中国结算或者期权经营机构)有权就其提交的保证金优先受偿。

按照《期货交易管理条例》的规定,期货交易所向会员收取的保证金,属于会员所有;期货公司向客户收取的保证金,属于客户所有〔7〕。在期权交易中,这一规定同样适用于相应的参与主体。也即,投资者向期权经营机构提交的保证金,属于投资者所有;期权经营机构向中国结算提交的保证金,则属于该期权经营机构所有。但在实际运作过程中,投资者向期权经营机构缴纳的保证金,将被期权经营机构部分或者全部提交给中国结算。单从外观来看,就出现了在同一笔保证金(金钱或者有价证券)之上,似乎存在两个所有权和两个质押关系。

(二) 期权交易中的行纪关系及其体现

针对同一笔保证金之上承载双重所有权以及质押关系的特殊表现情形,并没有违反“一物一权”之基本原理,而是需要放置于期权交易的行纪关系以及两级结算体系这一特定背景中去理解。根据《期货交易管理条例》的规定,“期货公司从事经纪业务,接受客户委托,以自己的名义为客户进行期货交易,交易结果由客户承担”。〔8〕由此清晰构建了期货交易中的行纪关系。基于这一基础法律关系对期权交易过程进行解构,即可对保证金之上承载的多重法律关系进行梳理和界定。

根据我国《合同法》的规定,行纪合同是指行纪人以自己的名义为委托人从事贸易活动,委托人支付报酬的合同。〔9〕行纪人以自己的名义与第三人发生法律关系,承担该法律关系中的权力义务。行纪人在办理委托事务时,无须提示委托人的姓名,也无须表明为委托人而行为的实质。行纪人是以自己的名义与第三人签订合同,该合同的一方当事人以行纪人而非委托人,因而“行纪人对该合同享有权利、承担义务”。〔10〕委托人原则上不直接与第三人发生法律关系,不直接就行纪

〔7〕 《期货交易管理条例》第27条。

〔8〕 《期货交易管理条例》第18条。

〔9〕 我国《合同法》第414条。

〔10〕 我国《合同法》第421条。

人对第三人的行为承担责任。^{〔11〕}行纪人虽以自己的名义对外办理委托事务,但是为委托人而非自己的利益进行活动。行纪人的行为所生的权利、义务最终应归属于委托人,其经纪商的实益最终归委托人承受,其风险负担也归委托人。

行纪合同的上述制度安排,在期权交易中得到完整体现。投资者与期权经营机构签署期权经纪合同,成为期权经营机构的客户,双方之间的行纪关系也据此建立。期权经营机构以自己的名义,为其客户进行期权合约的交易,期权经营机构据此与中国结算之间进行结算;期权经营机构再根据这一结算结果,与其客户进行结算。最终的交易结果体现为客户的持仓变化。在这个过程中,一笔期权交易在法律关系上被划分为两个阶段,并通过三个主体来完成,最终的交易结果(包括风险与收益)均由客户承担。由此可见,就同一笔保证金上的“两个所有权”以及“两个质押关系”,其实是对应于同一笔交易中两个不同阶段的法律关系而言的,是一种法律意义上的拟制,而非事实上的重叠。

正是以行纪关系为基础,在保证金之上得以构建两级担保关系。而为界定相互独立的两级担保安排以及两级结算体系,《期货交易管理条例》以期权经营机构将客户保证金以自己名义提交给中国结算为区分时点,拟制了相对于两级提交者(客户及期权经营机构)的所有权,进而保障了保证金的担保法律效果,同时实现了期权交易参与主体对各自名下资产的高效运作和管理。

(三) 保证金之上的两级担保关系相互独立和隔离

在期权交易中,投资者向期权经营机构提交保证金,期权经营机构再以其自身名义将客户保证金提交至中国结算。从这个意义上来说,保证金之上的两级担保关系,存在一定联系。但从法律架构上而言,这两级担保关系是相互独立的,主要体现在以下几个方面:

首先,在担保关系对应的基础法律关系上是脱节的。两级担保关系不具有直接的对应性和连贯性。在客户与期权经营机构之间,客户提交的保证金担保的是该客户的履约义务,与客户是一一对应的;在期权经营机构与中国结算之间,期权经营机构提交的保证金虽然来自于

〔11〕 马俊驹、余延满:《民法原论》,法律出版社2010年版,第731页。

该期权经营机构的客户,但其担保的是期权经营机构经纪业务中的全部履约义务,不再与客户的履约义务一一对应。

其次,在担保关系的主体上是隔离的。客户向期权经营机构提交保证金,第一级担保关系只存在于客户与期权经营机构之间;当期权经营机构将客户保证金划转至中国结算名下的保证金账户后,构建的是期权经营机构与中国结算之间的担保关系。在这一层担保关系中,投资者虽然作为担保品的原始提交者,但期权经营机构才是担保品名义上的所有权人,投资者在第二级担保关系中不具有法律地位,也不得提出任何主张。这也是《期货交易管理条例》明确规定两个所有权的旨意所在。

再次,在担保物上不是完全重叠的。在保证金的两级交纳中,按照法规及业务规则的要求,期权经营机构向客户收取的保证金比例,不得低于中国结算向其收取的保证金比例。这也就意味着,期权经营机构向客户收取的保证金,理论上只需有部分被期权经营机构以自身名义提交给中国结算,剩余的一部分仍将停留在第一级担保关系阶段。即使是在第二级担保关系中,保证金也并非完全来自于一级担保关系中的担保物。除了将客户所交纳保证金提交给中国结算之外,期权经营机构还被要求以自有资金向中国结算提交一定额度的结算准备金,以保障其经纪业务中的最低结算准备金余额。此外,在出现客户保证金不足的情况下,期权经营机构还可以自有资金暂时垫资,以保证其经纪业务中的保证金满足中国结算规定的维持比例要求。简言之,期权经营机构向中国结算提交的保证金,并非全部来源于客户向其提交的保证金;而投资者向期权经营机构提交的保证金,也并不一定会被全部被期权经营机构提交至中国结算。

最后,两级担保关系的独立性是一种法定安排。在同一笔保证金上的两级担保关系设立和运作,是通过《期货交易管理条例》所作出的法定安排。投资者在向期权经营机构提交保证金之后,期权经营机构即可以根据法律法规的规定,以自身名义将客户保证金提交至中国结算,从而构建期权经营机构与中国结算之间的第二级担保关系。这一行为的法律效力并不以投资者的意愿为转移,也不受投资者意愿的干预。从这个角度而言,法律强调的是对第二级担保关系也即中国结算

与期权经营机构之间的质押担保关系的保护。当投资者向期权经营机构提交的保证金,被期权经营机构以自身名义提交给中国结算之后,中国结算享受的是独立、充分的质权,投资者不得以相关担保品系其向期权经营机构提交的担保品、所有权归属投资者为由,向中国结算主张任何权利。中国结算得以根据法律法规以及业务规则的规定,行使其对期权经营机构享有的质权。而投资者如要消灭质权、取回保证金,仅能基于第一级担保关系,向期权经营机构主张相关权利。

(四) 两级担保关系不能简单等同于转质权安排

转质权是指质权人为了担保自己的债务,将质物交付于自己的债权人再设定新的质权。依我国《物权法》以及《担保法司法解释》的相关规定,^[12]质权人在质权存续期间,为担保自己的债务,经出质人同意,以其所持有的质物为第三人设定质权的,应当在原质权所担保的债权范围之内,超过的部分不具有优先受偿的效力。转质权的效力优先于原质权。转质权未经出质人同意的,转质行为无效,质权人对因转质而发生的损害承担赔偿责任。期权交易中保证金的两级担保关系,与转质权具有形式上的相似性,但却不宜简单将之理解为转质权关系。

首先,如前所述,在股票期权交易的行纪关系中,投资者向期权经营机构提交的保证金,以及期权经营机构向中国结算提交的保证金,虽然分别针对不同主体之间的基础债权债务关系,但对应的事实载体仍然应当为同一笔期权交易。也即,只有当投资者委托期权经营机构建立义务仓头寸,方产生投资者对期权经营机构的担保关系,同时期权经营机构基于其代表众多投资者持有的义务仓头寸,而产生对中国结算的担保关系。在保证金的运作管理上,要求期权经营机构建立对投资者所提交保证金的明细台账,并严禁保证金的串用和挪用。由此可见,两级担保关系对应的基础债权债务关系,是存在内在联系的。而转质权中,质权人就自身债务向第三人提供担保,其自身债务不必与出质人设定质权所对应的基础债务存在同样的联系。

其次,在期权交易中,两级担保关系是一种法定安排。一旦投资者将保证金提交给期权经营机构,期权经营机构即有权根据投资者的开

[12] 《物权法》第214条;《担保法司法解释》第93条。

仓情况,将投资者提交的保证金以自身名义提交至中国结算,进而构建第二级担保关系。期权经营机构以自身名义进行出金和入金操作,即构建和解除第二级担保关系,并不需要得到投资者的同意,也不需要向中国结算告知其所提交的担保品的原始出质人。

最后,在期权交易中,投资者提交的保证金,以担保自身合约义务履行为目的,一旦其对自身义务仓持仓头寸进行平仓或者履行行权义务,则可释放相应保证金,并有权将保证金从期权经营机构账户中取回(即实现出金)。就第一级担保关系而言,投资者对于其所提交的担保品的控制较为灵活便利,但其主张仅能针对期权经营机构而提出。一旦第二级担保关系建立,则投资者作为原始出质人,已经丧失对于担保品的名义所有权。如果发生因期权经营机构管理不力而导致投资者提交的保证金被挪用或者申用,投资者仅能依据期权经纪合同,向期权经营机构主张返回担保品,而不能基于第二级担保关系,向中国结算索回其担保品。

四、以证券形式提交保证金的特殊性及其运作管理

根据《期货交易管理条例》的规定,期货交易的保证金,可以现金或者有价证券的形式交纳。^[13]在期权交易中,同样允许以经上海证券交易所(以下简称上交所)以及中国结算认可的证券,提交作为期权交易的保证金。投资者持有足够的标的证券,即不需要额外的现金作为保证金,因此可以提高全市场资本或资金的利用效率。证券保证金与现金保证金在表现形式、存管模式以及监管制度等方面,存在较大差异。同时,也要针对权利质押所涉及的特定事项,作出与两级担保关系相适应的权利义务安排。

(一) 证券保证金相比现金保证金的主要差异

以证券现货方式提交的保证金,与以现金方式提交的保证金,虽然

[13] 《期货交易管理条例》第82条第3项规定:保证金,是指期货交易者按照规定交纳的资金或者提交的价值稳定、流动性强的标准仓单、国债等有价证券,用于结算和保证履约。

对应同样的担保法律关系,但在具体实现形式上,面临不同的业务运作背景,主要体现在以下两个方面:

一是登记存管模式的差异。证券与现金除了在表现形式以及法律属性上存在差异之外,在期货交易的运作实践中,也是分别被纳入不同的账户体系进行管理的。其中,资金是存放在存管银行的,投资者、期权经营机构以及中国结算均在银行开设相应资金账户,资金在不同账户之间划转,实现保证金的分级提交。期权经营机构负责维护客户的保证金二级台账;中国结算则负责维护期权经营机构的保证金二级台账。但证券实行的是直接持有制度,投资者以自身名义,通过证券经营机构统一在中国结算开设证券账户,并由中国结算进行集中统一的登记和存管。

这一差异,在构建两级担保关系时,体现的较为明显。当担保品是资金时,由于资金是分别以客户和期权经营机构的名义存管的,构建两级担保关系比较顺畅;当担保品是证券时,由于证券是直接登记到客户名下的,要在二级担保关系中解除证券与客户的一一对应关系,需要作出一定的制度安排,方可实现。

二是质押设定要件的差异。根据现行担保法律法规的规定,在以现金作为保证金的情况下,通过转移占有就能够有效设定质权。投资者将资金划入期权经营机构名下的保证金账户,即完成了第一级担保关系的建立;期权经营机构再将资金划入中国结算名下的保证金账户,即完成了第二级担保关系的建立。但以证券提交保证金,面临的是不同的设定要件。根据《物权法》的规定,以基金份额、登记在证券登记结算机构的股权出质,质权自证券登记结算机构办理出质登记时设立。^[14]这就意味着,以上市交易的证券形式提交保证金的,不以转移占有为要件,而以中国结算完成质押登记作为生效标志。

(二) 证券保证金涉及的特殊事项

证券相比资金而言,具有特殊的法律属性。以证券形式提交保证金,需要与证券权益处理相关的配套制度作出衔接,主要包括以下方面:

[14] 《物权法》第226条。

一是持股数量与信息披露。以证券形式提交保证金,证券将在不同账户之间划转,从而涉及不同账户持有人的持股数量计算与相应信息披露义务。以融资融券业务为例,投资者通过普通证券账户和信用证券账户持有的股票,是合并计算的,达到相应比例的,投资者应当依法履行相应的信息报告、披露或者要约收购义务;证券公司因客户提交担保品而持有的股票,不计入自有股票,无须因信用交易担保证券账户内持股数量的变动而履行相应的信批及收购义务。

在期权交易中,投资者提交的证券保证金,将从投资者账户,逐次进入期权经营机构名下的证券保证金账户、中国结算名下的证券保证金账户。尽管技术安排上可能实现这两个账户的重合,但从法律关系而言,仍然存在担保物两级提交的动作和性质。担保物从客户账户中被划转至期权经营机构乃至中国结算名下的担保证券账户,只是为提供担保这一限定目的而实现名义所有权的转移,投资者可随时通过平仓、提供替代担保品等途径,解除对担保物的担保,实现出金操作,从而恢复对特定担保品的占有。而期权经营机构及中国结算作为两级担保关系中的相应担保人,仅可将保证金用于法定用途,而不得挪作他用。因此,有必要穿透两级质押关系,按照原始出质人(客户)来计算持股数量、界定信息披露义务,同时豁免期权经营机构和/或中国结算因持有担保证券而可能触发的信息披露及要约收购义务。

二是证券保证金的权利行使。证券之上,承载系列权利,包括请求召开持有人会议、参加证券持有人会议、提案、表决、配售股份的认购、请求分配投资者收益等权利。以证券形式提交保证金,涉及期权经营机构和/或中国结算作为名义持有人的权利行使上的相应安排。根据质押担保的法律原理,出质人仅在其提交的担保品之上,为担保之目的而设定相应权利限制(如转移占有且不得转让等),但并不放弃其作为股东的原始权利。根据《合同法》的规定,在行纪合同中,虽然委托人将委托物交给行纪人占有,但委托人并没有丧失对委托物的所有权。^[15] 因此,除了委托人的授权以外,行纪人并不享有对委托物的处分权。由此,原始出质人将所持有的股份提交为保证金之后,并不因此

[15] 《合同法》第416条。

失去股东地位,仍应当由其行使议事表决等权利。因此,即使是以证券持有人名册上的名义持有人完成投票的动作,都应当为实际持有人(客户)的利益,并根据事先征求的实际持有人的意愿,来行使对证券发行人的权利。

实践当中,为提高对证券资产的利用效率,大量的股份被提交为担保品,出质人对于担保证券账户中相应股份的权利行使之制度安排,直接关系到股东权利的行使乃至资本运作市场的秩序之构建。以融资融券业务为例,对于投资者通过信用证券账户持有的股票,应当由证券公司征集投资者投票意愿,并以证券公司的名义行使对股票发行人的权利,^[16]包括请求召开证券持有人会议、参加证券持有人会议、提案、表决、配售股份的认购、请求分配投资收益等因持有证券而产生的权利。这一制度设计,包含了权利的实际行使人以及行使权利的形式要件两个方面,缺少其中一个因素,都无法完成权利的有效行使。^[17]在期权交易中,以证券形式提交的保证金,同样需要针对权利形式的主体及形式要件作出稳妥安排,以指导市场主体的实务操作。

三是证券保证金的权益分派。根据《物权法》的规定,质权人有权收取质押财产的孳息,但合同另有约定的除外。^[18]这说明,证券保证金所产生的孳息,包括以现金、证券形式分派的投资收益等,所有权仍然归属于原始出质人(客户),但可以通过业务规则以及经纪合同的约定,来明确其收取主体。如由质权人通过相应证券保证金账户和资金保证金账户来收取,则相应孳息将一并作为保证金管理。

对于以股权提交为保证金,质权效力是否及于股票的现金股利和增资配股,有肯定与否定之说。前者认为由于质权的效力及于质物所生的孳息,因此现金股利和增资配股应当为质权效力所及;后者认为由

[16] 《证券公司融资融券业务管理办法》第31条规定:“对客户信用交易担保证券账户记录的证券,由证券公司以自己的名义,为客户的利益,行使对证券发行人的权利。证券公司行使对证券发行人的权利,应当事先征求客户的意见,并按照其意见办理。”

[17] 豫商集团、中科院、沃尔核材在举牌过程中均开通了融资融券交易,启用了信用证券账户,而三方与上市公司的“斗争”焦点恰好都集中于信用担保账户相关权利的行使细节上。参见“野蛮人的苦恼:有股权没话语权”,载《上海证券报》2014年10月22日版。

[18] 《物权法》第213条。

于现金股利和增资配股并非基于一定法律关系以原本代他人使用而得到的一种固定代价,因而并不是股份的法定孳息,所以不在股权质押所及的范围内。我国学者大多持后一种观点。^[19] 实践当中,出质人作为股权的实际持有人,可以决定是否接受增资配股,尤其是还需其支付相应的对价方可完成配股操作,因此不宜将增资配股视作法定的孳息。对于现金股利以及送股,则可按照业务规则的统一规定,视作法定的孳息范围并由质权人予以收取。

(三) 证券保证金账户体系与融资融券信用账户体系的比较

在担保品种类、性质以及运作管理上,与期权交易中的证券保证金较为类似的,是融资融券业务中的信用交易担保证券账户体系,但也存在一定的差异。以融资融券业务为蓝本,来设计证券保证金的相应账户体系,需要关注以下几个方面的事项,并作出相应的制度安排。

一是表彰的质权关系不同。在融资融券业务中,基础债权债务关系以及与之相对应的质押担保关系均是单一的,债务人和出质人为投资者,债权人和质权人为证券公司。投资者提交的担保证券实际上记录在证券公司以自身名义开立的客户信用交易担保证券账户中,并以证券公司为名义持有人登记在证券持有人名册上。

在期权交易中,证券保证金承载着双层担保关系,其对应的基础债务关系是不同主体之间的合同履行义务。无论在业务设计上,将证券保证金的名义持有人确定为期权经营机构还是中国结算,都需要有效构建和体现期权经营机构以及中国结算各自享有的质权,方可保障保证金制度的有效落实。

二是证券保证金的独立性不同。在融资融券业务中,通过行政法规层面的《证券公司监督管理条例》,明确构建了证券公司客户担保证券账户的信托法律关系,该账户中的担保证券由此独立于证券公司以及客户的自有财产,可以有效对抗司法冻结或者扣划。即使司法机关对客户信用账户中的资产采取财产保全或者强制执行措施,也需要由证券公司在了结该投资者的融资融券信用交易、收回所生债权,并将剩余资产划入投资者普通资金或者证券账户后,才可用于司法执行。

[19] 郭明瑞:《担保法》,中国政法大学出版社1996年版,第224页。

在期权交易中,当前期货法律制度尚未界定保证金之上的信托法律关系。对保证金的独立性,主要依靠相关司法解释来提供保障。最高人民法院《关于审理期货纠纷案件若干问题的规定(二)》规定了保证金独立于收取主体自有财产的原则,即期货交易所为债务人时,不得冻结其向会员收取的现金和有价证券保证金;当期货公司为债务人时,不得冻结其向客户收取的现金和有价证券保证金。^[20]对于保证金相对于交纳主体自有财产的独立性,最高人民法院、检察院、公安部以及证监会四部委《关于查询、冻结、扣划证券和证券交易结算资金有关问题的通知》中规定,“证券登记结算机构依法按照业务规则要求证券公司等期权经营机构、投资者或者发行人提供的回购质押券、价差担保物、行权担保物、履约担保物等担保物,在交收完成之前,不得冻结、扣划”。^[21]据此,可以保障期权经营机构向中国结算提交的证券保证金,免受司法冻结和扣划。而投资者向期权经营机构提交的保证金,如未被期权经营机构提交至中国结算,能否被纳入该司法解释的范围,则可能存在争议。

三是证券划转的性质与程序不同。在融资融券交易中,投资者通过普通证券账户向信用证券账户划出证券担保品,只需满足证券公司规定的出入金担保比例要求,并由证券公司进行控制和管理。

在期权交易中,需要从两级担保关系出发,来设计证券保证金出入金的控制标准和控制主体。对于投资者而言,其向期权经营机构指定的证券保证金账户划出证券保证金,应当满足期权经营机构规定的保证金维持比例,并经期权经营机构审核同意,同时由期权经营机构负责

[20] 最高人民法院《关于审理期货纠纷案件若干问题的规定(二)》第3条规定:“期货交易所为债务人,债权人请求冻结、划拨以下账户中资金或者有价证券的,人民法院不予支持:(一)期货交易所会员在期货交易所保证金账户中的资金;(二)期货交易所会员向期货交易所提交的用于充抵保证金的有价证券。”第4条规定:“期货公司为债务人,债权人请求冻结、划拨以下账户中资金或者有价证券的,人民法院不予支持:(一)客户在期货公司保证金账户中的资金;(二)客户向期货公司提交的用于充抵保证金的有价证券。”第5条规定:“实行会员分级结算制度的期货交易所的结算会员为债务人,债权人请求冻结、划拨结算会员以下资金或者有价证券的,人民法院不予支持:(一)非结算会员在结算会员保证金账户中的资金;(二)非结算会员向结算会员提交的用于充抵保证金的有价证券。”

[21] 《关于查询、冻结、扣划证券和证券交易结算资金有关问题的通知》第7条。

对其出入金记录明细数据;对于期权经营机构而言,其向中国结算指定的证券保证金账户划出证券保证金,应当满足中国结算规定的保证金维持比例,并经中国结算审核同意,同时由中国结算负责对其出入金记录明细数据。如果在业务设计中,将两个证券保证金账户合二为一,则需通过业务规则和经纪合同,明确投资者向该账户划入证券,即视为其向期权经营机构提交证券保证金,同时也视为期权经营机构向中国结算提交的证券保证金,在此基础上,还需要对投资者、期权经营机构的出入金控制标准和控制主体作出有效的衔接安排。