

期权交易的本质 及其法律规制的核心

THE NATURE OF OPTIONS TRADING AND THE CORE OF LEGAL REGULATION

雷晓冰
(上海期货交易所, 上海 200122)

摘要：期权作为非线性风险管理工具，在服务实体经济方面具有独特的价值，这是期权市场产生和发展的根本原因。场内期权合约是标准化合约，场内期权合约交易与期货合约交易类似，与证券交易有本质不同，在立法体例和法律适用上，场内期权交易应和期货交易统一立法。期权立法应当遵循五个核心原则：期权作为金融工具的存在具有正当性，尊重期权交易的规律，防范市场风险和违法违规行为，建立做市商制度，建立投资者适当性制度。

关键字：期权 期权交易 期权合约

引言：问题之提出

期权，英文为 option，顾名思义是选择权，是关于某标的资产（Underlying Assets）买进或卖出的选择权，期权交易就是这个选择权（也可以说是决定权）的交易。在期权交易中，期权买方有权在规定时间内按特定价格买入或卖出一定数量的

标的资产。这里的特定价格叫执行价格（Exercise Price）或敲定价格（Strike Price），规定时间是到期日（Expiration Date）或期限（Maturity）。期权买方为了获得这个权利，必须支付给期权卖方一定的费用，这个费用称为期权费（Premium）或期权价格（Option Price）。买进或卖出的权利对买

方来说是一种权利，不是义务，他可以选择行使或放弃行使这个权利却没有必须行使权利的义务，但是他一旦选择行使权利，期权卖方必须履行义务，这是期权的重要特征之一，也是期权的价值之一。期权按照不同标准有不同分类¹，为行文方便，本文以场内期权为研究对象，但关于场内期权交易特征和法律制度的分析在一定程度上也适用于场外期权市场。

从境内外期权市场发展看²，期权虽然推出历史不长，但成长速度非常惊人，交易量呈稳定增长趋势，近年来速度更是明显加快。据美国期货业协会（Futures Industry Association, FIA）统计，2018年上半年全球期权交易共成交合约64亿张（单边），同比增长26.16%。国内市场上，截止2018年10月31日，上海证券交易所50ETF期权、大连商品交易所豆粕期权和郑州商品交易所白糖期权共成交2.758亿张（单边）。与期权市场发展相伴随，期权相关的法律法规也在不断完善。目前，国内关于期权的立法除《期货交易管理条例》外，主要是各交易所的业务规则，包括交易规则及其实实施细则。但是交易所业务规则因其效力层级较低，存在较大局限性。随着境内期权品种增多，相应纠纷也会越来越多，亟需在更高层级的法律法规中对期权进行规范。本文拟从期权的本质出发，探讨期权立法的逻辑，对期权法律规范的核心进行分析，希望能为我国场内期权立法提供有益的思路。

一、期权交易的本质

了解期权交易的本质，应当首先去了解期权是应什么需要而产生和发展的，这个“需要”蕴含着期权交易的本质和价值。关于期权交易的起源，有很多说法。有说最早记载是《圣经 创世纪》第二十九章中关于合同制的协议，约公元前1700年，雅克布为同拉班的女儿瑞切尔结婚，签订了同意为拉班工作七年的协议，获得与瑞切尔结婚的选择权；有说最早可追溯到公元前1200年，当时希腊和古腓尼基国的交易者为了应付贸易上突然和意外的运输要求，通过事先向船东支付一笔资金，获得必要时得到额外船舱（保证交货）的选择权³；还有说公元前7世纪，亚里士多德在其著作《政治学》中提到古希腊哲学家泰勒斯（Thales）的故事，某个冬日，泰勒斯夜观天象，预见到次年秋季将迎来橄榄油大丰收，于是他私下造访当地每一家橄榄油油坊，预付定金，获得次年优先使用榨油机的选择权⁴。这些是目前可寻的比较早期的零星可见期权影子的例子。从有限的资料看，这些例子讲述的共同点都是买方通过期权获得某项权利，而这个正是期权最根本的“以*购权”的核心特征。期权被广泛运用于商业是在17世纪30年代“荷兰郁金香热”中，郁金香种植者和贸易商利用期权为自己的经营保值，这是典型的“以钱购权”的买卖。那个时候，无任何法律规则规制期权交易和期权合约买卖双方的权利义务，直到1636年10月因德国对郁金香的需求

¹ 例如，按标的资产划分，有股票期权、股指期权、利率期权、商品期权、外汇期权等；从买方权利执行情况划分，可分为看涨期权和看跌期权；按行权时间划分，可分为欧式期权、美式期权和百慕大式期权；按交易场所和标准化程度划分，可分为场内期权（或交易所交易期权）和场外期权（或店头交易、柜台式交易）等。

² 本文以下内容，如无特殊说明，“期权”仅指“场内期权”。

³ 田源、李建中、邱建凯主编：《期货交易全书》，中国大百科全书出版社，1993年版。

⁴ [古希腊]亚里士多德：《政治学》，北京：商务印书馆，2009年版。

锐减导致郁金香价格暴跌，荷兰期权市场宣告崩盘。这些早期的例子，可以零星看到期权的影子，有助于我们朴素地理解期权是什么。现代意义的期权，要从芝加哥期货交易所（Chicago Board of Trade, CBOT）说起。

为了适应人们对期权交易日益增长的需求，1973年4月26日，CBOE成立。这是美国第一家集中性的期权交易场所，也是全世界第一家期权交易所。CBOE的成立揭开了场内集中性期权交易的序幕，也标志着现代意义期权交易的开始。CBOE先是推出股票期权交易，随后推出股票指数期权交易、外汇期权交易和债券期权交易等品种。1982年10月，芝加哥期货交易所开始做美国长期国债期权交易，1983年和1984年该交易所又上市玉米期权和大豆期权。随后期权交易便如雨后春笋，快速发展起来。

期权交易经历了漫长曲折的历史，最终获得认可，证明了期权作为金融工具的价值和巨大魅力。从期权的历史看，期权的产生和发展无不与“风险”两个字紧密相连。期权交易与期货交易一样，“都是为了防止市场出现不利于交易者变动时提供最大限度的价格保护。”⁵市场中的投资者、投机者为什么愿意使用期权这一风险管理工具呢？是因为期权交易在提高标的资产流动性、降低波动率、促进定价效率、改善信息效率、优化资源配置、完善市场功能等方面具有不可替代的作用。期权作为金融衍

生工具，其价格与标的资产价格的关系是非线性的，正是这个非线性关系的存在，使得期权成为全新的风险管理工具。期权有助于降低投资者的资金成本和资金管理难度，有助于帮助企业实现精确套保，有助于帮助企业在对冲风险的同时保有继续获利的机会，有助于帮助企业管理库存风险，有助于帮助企业构建多样化的投资策略组合。在期权发展历史中，期权能够帮助投资者构建花样繁多的策略组合是期权作为金融工具吸引投资者的重要和根本原因之一。“期权交易所独具的，或与期货交易结合运用的种种灵活交易战略吸引了大批的投资商。”⁶期权作为风险管理工具，在服务投资者方面具有的这些独特优势，是期权历经周折、交易规模不断增大的根本原因。⁷

二、期权合约的本质

期权交易的标的是期权合约，根据《期货交易管理条例》第二条第四款的规定，“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。”期权合约与期货合约一样，都是交易所统一制定的标准化合约，也叫标准化合同，这一点《期货交易管理条例》已经予以明确。本文之所以探讨期权合约的本质，意在为确定期权合约立法体例和法律适用提供理论支撑。关于期权合约立法体例和法律适用的讨论，从本质

⁵ 芝加哥期货交易所教育及市场服务部编、帕特里克J. 卡塔尼亚副总裁：《商品期货交易手册》，鹿建光、瞿秀芳译，中国对外经济贸易出版社，1990年版。

⁶ 同5。

⁷ 杠杆是衍生工具的特性之一，期权交易和期货交易都是杠杆交易，一定意义上讲，期权的杠杆更高，同样的资金，在期权交易中，可以撬动更大的合约面值。这也是期权吸引投资者的原因之一。

上仍是期货法和证券法调整范围的理论探讨，核心在于回答“证券衍生品”的立法体例和法律适用问题。以下对期权合约交易与证券交易的差别进行分析：

第一，基本功能不同。证券市场的基本经济功能是投融资、资源优化配置等。期权合约交易的基本功能与期货合约交易的基本功能一样，都是价格发现和风险管理（在具体实现方式上，期货交易和期权交易存在不同）。

第二，表现形式不同。证券本质上是权利凭证，是证明持有人单方面享有一定财产权、成员权和其他权利的凭证。证券可以流通和转让，证券持有人可以将证券转让实现权利和收益。期权合约是交易所（包括期货交易所和证券交易所）统一制定的标准化合约、即标准化合同。期权合约本质上是《合同法》上的双务合同，期权合约买卖双方按照期权合约及其业务规则享有相应的权利和义务（不仅仅是权利），⁸ 期权合约的流通和转让是将期权合约下的权利义务概括转让。

第三，市场结构和立法逻辑不同。证券市场有发行环节，有一级市场（发行市场）和二级市场（流通市场），发行市场的规模决定了流通市场的规模，影响流通市场的价格，证券市场有与“发行、上市”相关的制度安排，证券交易的公众性决定了投资者保护是《证券法》基本的价值取向，信息披露是核心的制度安排。期权交易没有发行环节，没有发行人、认购人等市场参与者，期权法律制度不需要涉及相关发行、上市的内容。期权市场只有流通市场，且流通市场的规模是不确定的，市场规模大小由交

易双方的开平仓行为确定。由于期权合约本质上是平等主体之间的合同，期权交易立法的宗旨重在确保市场公开、公平、透明、有效，竞争秩序良好，做好风险防范和保障交易结果有效。

第四，交易机制和相应的风险控制制度不同。证券市场是全额交易，期权交易是保证金交易（期权交易中只有卖方需要交纳保证金，买方全额支付权利金）。为防范保证金交易可能带来的风险，期权交易实施当日无负债结算制度、持仓限额制度、交易限额制度、大户报告制度、强行平仓等严格的风险控制制度，这些制度安排都是期货、期权市场特有的。

从以上分析不难看出，期权合约交易与期货合约交易在功能定位、参与主体、主体之间关系的性质、主体权利义务、市场结构、交易流程、运行规律、基本制度、市场风险点等方面，都是类似的，而与证券市场存在本质差别，是完全不同的两套运行逻辑。我国习惯上以调整的社会关系和调整方法不同作为部门法划分的标准。从尽可能维护同一部法律调整对象、调整方式的统一性和制度体系内容的协调一致性角度，建议将期权合约交易和期货合约交易放在期货立法中统一调整。

三、期权交易法律规制的核心

与境外相比，期权交易在我国时间不长。1999年《期货交易管理暂行条例》没有对期权作出规定。2000年后，期货、场外期权等衍生品发展迅速，2005年《证券法》修订时，在第二条增加“证券衍

⁸ 刘燕、楼建波：《金融衍生交易的法律解释——以合同为中心》，《法学研究》，2012(1)。

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。”2007年《期货交易管理条例》颁布时，增加了期权交易的内容，随后期权逐渐进入大家的视野。2015年上海证券交易所上市交易50ETF期权，开启我国资本市场的“期权元年”。2017年，大连商品交易所、郑州商品交易所先后上市豆粕期权和白糖期权，媒体称2017年是“商品期权的元年”。2018年上海期货交易所上市铜期权，这是我国第一个工业品期权。以后期权市场的创新会更多。但是与期权市场创新相匹配，期权相关的法律制度则主要限于交易所层面的业务规则。这类业务规则的效力层级较低。近些年，实体经济对期权市场的需求日益增大，随着期货市场对外开放不断推进、境外参与者不断增多，提升期权相关规则的层级、加快期货市场立法显得迫在眉睫。本文认为，期权立法应抓住以下几个核心：

（一）期权作为金融工具的存在具有正当性

期权是“风险管理工具”，是为实体经济服务的，这是期权作为金融工具存在的正当性。在漫长的期权发展历史上，期权曾经被认为是“赌博工具”，期权交易被认为是“欺诈行为”、“操纵市场行为”、“美国粮食市场崩溃的元凶”，并因此屡次被禁。期权作为金融工具，应当具有正当的经济目的。美国《商品交易法》第3（a）条规定，包括期权在内的所有衍生品交易必须“提供管理和承担价格风险、发现价格的手段，或者通过在流动性强、公平且财务安全性强的交易设施上交易的方式进行定价信息的传播，因此关系到全国公共利益。”在5c（c）（5）条规定，美国商品期货委员会（U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC）可以认定

任何联邦法律或州法律规定的非法活动、恐怖活动、暗杀、战争、博彩等合约、交易有悖公共利益，并因此禁止这些合约和交易在注册实体或通过注册实体挂牌结算或上市交易。避免“脱实向虚”、明确确立服务实体经济的原则也是我国期货与衍生品市场发展的前提。建议我国在立法中明确期权等衍生品合约交易应当具有风险管理、价格发现、资源配置等经济功能，使这一原则成为衍生品合约和业务规则设计贯穿始终的一条主线。

（二）尊重期权交易的规律

同是风险管理手段，期权交易有其明显的特征。

第一，期权买卖双方的权利义务不对称。期权交易中，期权买方在期权合约成交时，一次性全额支付权利金，不交纳保证金，随后无论市场行情怎样变化，买方都不存在追加保证金的风险，更不会出现期货交易中因保证金未及时追加被强行平仓的风险。这就将风险和收益割裂开来，类似于保险。购买期权后，期权给持有者某种权利去买进或卖出标的资产，但期权持有者不是必须行使权利，在期货交易中，买卖双方都有义务去执行合约。

第二，期权交易有行权履约环节，没有期货交易的交割环节。

第三，期权天然具有流动性不好的特征，需要引入做市商。与期货交易相比，期权存在方向（看涨看跌）、时间（不同到期日）和价格（不同行权价）的三维管控，期权合约数量众多，期权在任一时间，有多个标的系列，每一个系列上有多个行权价格，再搭配看涨看跌不同的方向，最后形成数倍于期货合约的期权合约，众多期权合约能够帮助交易者在最理想的价格上实现价格保护。但是，对整个市场

来说,在期权合约数量成倍增加的同时,市场资金量却不会成倍增加。与此同时,由于期权合约数量众多,有不少合约长期处于深度实值或深度虚值状态,这些因素导致期权市场流动性不足,流动性不足是全球大多数期权市场的共性问题。世界上大部分期权交易所通过推出相应的做市商制度来解决流动性不足问题。这是期权市场的天然特征,大多数期权市场都存在这个问题。

期权立法应尊重期权的规律,在制定期权法律规则时充分尊重这些规律。

(三) 防范市场风险和违法违规行

人们为管理和转移经济生活中出现的风险发明了期权,但在使用过程中由于人性的贪婪与监管乏力又产生了新的风险。为防范和控制风险,应科学合理设计期权合约的各个要素以及交易、结算、行权履约及风险控制等规则。

期权是个“好孩子”,但容易被滥用。在期权产生发展的过程中,关于期权被滥用的例子不胜枚举。荷兰郁金香事件、1874年美国特惠权欺诈事件、1932年美国小麦市场操纵案、2010年韩国KOSPI200股指期货跨市场操纵案、2000年美国期权结算价操纵事件等。期权市场操纵有其特殊性,除具有一般期货市场操纵的特点外,还存在跨期货、期权市场操纵,如果是欧式期权,还有到期日操纵等。为防范和控制期权市场违法违规行为,应在法律、行政法规层面就市场操纵等违法行为的定义、构成

要件及法律责任,在业务规则层面就违规行为的类型、构成要件和纪律处分措施等作出明确规定。

(四) 建立做市商制度

期权是一个天生流动性不足的市场,为提高期权市场的流动性,要充分发挥做市商的功能。做市商,指的是在市场上,为维持市场流动性、满足公众投资者的投资需求,由具备一定实力和信誉的经营机构作为指定交易商,不断向市场报出买卖价格,并在该价格上接受投资者的买卖要求,与投资者进行交易的主体。由做市商组织主导的市场称为做市商市场,相应的组织模式称为做市商制度,做市商制度又称“报价驱动制度”。⁹在不同国家和地区,做市商有不同的叫法。¹⁰尽管叫法不一,但实质相同。1973年,做市商制度正式引入期权市场。CFTC对做市商的定义是“在交易所拥有一定特权并承担在市场过剩卖出时买入,在市场过剩买入时卖出义务的专业证券商或者个人”。衍生品市场方面,欧洲期货交易所要求“做市商在某一特定时间以限定的价差向市场提供连续的买卖报价”。CBOE对做市商的定义为“在市场买卖不平衡的情况下以自身的账户在市场上买入或者卖出”。尽管不同市场有不同的做市商定义,但总的来说大同小异。境外金融市场多年发展经验已经充分证明了做市商制度的重要作用。做市商可以向市场提供流动性,这是做市商制度最主要的目的。做市商不断向市场提供双边报价,尤其是新品种上市初期流动性不足时,引入

⁹ “报价驱动制度”区别于“指令驱动制度”,“指令驱动制度”又称“竞价制度”,即开市价格由集合竞价形成,开市后交易者不断发出交易指令,交易系统按照一定的原则(一般是价格优先、时间优先)对这些指令进行撮合配对成交,目前,我国大多数期货合约交易采用的是指令驱动制度。在“报价驱动制度”下,做市商按照一定的规则不断向市场报出买卖价格,并在该价位上接受公众交易者的买卖请求,以其自有资金和证券等实物与公众投资者达成交易。

¹⁰ 美国称为 Market Maker, Euronext 称为流动性提供者(Liquidity Provider),我国台湾市场称之为“造市者”,香港市场称之为“庄家”,纽约商品交易所叫“流动性提供者”。

做市商增强新品种的流动性已经成为发展趋势。我国 50ETF 期权、白糖期权、豆粕期权、铜期权交易引入做市商制度，都有这方面的考虑。

（五）建立投资者适当性制度

投资者适当性制度并不是国际大多数期权市场的通用做法，但在我国期权市场发展初期，建议还是建立投资者适当性制度为宜。投资者适当性，简单地说，就是“把合适的产品卖给合适的投资者”，其目的是为保护中小投资者。期权市场是一个高风险的市场，中小投资者在知识、经验、信息收集处理、交易策略等方面受到限制，在投资活动中往往处于不利地位。适当的、成熟的、合格的投资者群体是增加期货市场流动性、抑制期货市场价格非理性波动、深化期货市场服务国民经济和相关行业的功能、拓展期货市场广度和深度的重要基础性制度建设。当前，我国期权市场正处于发展的初期阶段，市场投资者结构不甚合理，抗风险能力相对较弱，因此建议还是设立一个投资者的进入门槛，避免资金实力较差、不了解期权知识、抗风险能力较弱的投资者

进入。投资者适当性的判断标准可以结合我国期货期权市场发展实际、居民收入状况、社会信用状况等诸多因素确定。

四、结束语

期权交易是一种以特定权利为买卖对象的交易，是权利的有偿使用，围绕权利的买卖形成了一系列社会关系，期权法律规则则是按照一定的宗旨和原则、对这些社会关系进行调整的规则，包括体例和内容两个方面。作为“权利的游戏的游戏规则”，规则制定的好坏直接影响到期权市场的健康发展。随着期货市场对外开放逐步推进，将有越来越多的境外参与者参与到期权市场中来。建议我国一是要加快制定《期货法》，在法律层面对期权作出规定，给予境内外投资者以信心，二是充分尊重期权的规律，最大化地发挥期权的价值，保证期权交易有序公平进行，促进期权市场持续健康发展。

（责任编辑：林帆）