

曼氏全球破产事件解读 及对我国期货市场的启示

Analysis of MF Global Ltd.'s Bankruptcy and Its Enlightenments to China's Futures Market

张志勇

(上海期货交易所, 上海 200122)

曼氏全球 (MF Global, 以下简称 MFG) 是全球著名的衍生品经纪商, 为客户提供期货和期权等场内衍生品交易清算, 以及场外衍生品的相关服务。MFG 前身是詹姆斯·曼在1783年创建的、从事白糖现货贸易的公司, 1980年代前后逐步由大宗商品贸易公司转化为金融服务类公司——曼氏金融, 2007年6月, 曼氏金融通过IPO成为上市公司, 从曼氏集团中分离出来并更名为曼氏全球, 实现了公司经纪业务与资产管理业务的完全分离。MFG 在全球超过70家期货交易所拥有会员资格, 据其公开资料显示, 2011年在COMEX 和NYMEX的成交量位居第一, 在CME和CBOT的成交量分别位居第二和第三。MFG还是美国政府指定的22家美国国债“一级承销商”之一。

2011年10月31日, MFG位于美国纽约的经纪公司向监管部门打电话, 报告其客户隔离账户 (Segregated Account)^① 中存在9亿美元的资金缺口, 当天其母公司MFG向位于曼哈顿的破产法庭递交了破产申请, 从而震惊了全球金融衍生品市场, 成为第一家因为欧洲债务危机倒下的金融机构。MFG破产的原因是因为持有大量的欧洲主权债券, 根据MFG于2011年10月25日公布的财报, 其三季度亏损额为1.916亿美元, 且持有高达63亿美元的欧洲主权债券。评级机构穆迪和惠誉根据财报将其信用等级评为“垃圾”, 使得投资者对该公司的信心迅速下降引发了MFG的破产。MFG破产对期货市场的负面影响很大, 因为期货公司挪用客户保证金动摇了市场中投资者的信心, 以及对美国市场保证金监

^① 客户隔离账户 (Segregated) 是美国期货公司按照法律和规则的要求, 将从客户中收取用于充当期货交易的保证金, 以及保证金之外多余的资金或合格抵押品, 单独在商业银行中开设的账户并进行标明。按照美国期货市场的法律, 客户隔离账户中的资金不能与期货公司自有资金混合, 需要单独存放。

管制度的信任。

本文尝试着对MFG破产中的几个问题进行解读：MFG为什么能够动用其客户在隔离账户中的资金？监管部门在处理MFG破产中采取哪些措施？对我国期货市场有什么启示？

一、曼氏全球为什么能够动用其客户在隔离账户中的资金

对于这个问题，可以从美国期货市场法律法规、期货行业的潜规则和期货市场制度安排等三个层面进行详细的剖析。

（一）美国期货市场法律法规层面

美国期货市场目前所依据的法律和法规主要有国会制定的《商品交易法》、商品期货交易委员会（CFTC）制定的规章（Regulations）。其中，CFTC规章允许期货公司（FCM）使用客户资金进行投资，在规章1.25中对投资标的作了详细规定：可以投资于美国的政府债券、商业票据、企业债券，以及其他国家的主权债券等。CFTC规章1.29对期货公司使用客户资金产生的投资收益进行了规定，允许期货公司把使用客户资金产生的投资收益留存下来。因此，从法律层面讲，MFG动用客户的分离资金并不违法，也没有义务告知任何客户在使用他们的钱进行投资。正如市场人士所说的“MFG使用客户资金进行投资的行为并不违法（Illegal），然而却是不道德的（Immoral）”。其不道德之处在于，MFG为了获取高额收益，以公司的名义使用其客户隔离账户中的资金，投资于风险相对较高的欧洲主权债券，从而将

客户置于并不知情的高风险之中。而且，其使用客户隔离账户中的资金并未向监管部门汇报，也有可能存在蓄意躲避监管部门现场审计的行为，使得CME集团在申请破产前一周对其进行的现场审计检查中，并未发现MFG在客户隔离账户中存在的问题。

（二）美国期货行业的潜规则层面

在美国期货市场中，期货公司使用客户多余的资金进行投资，是几十年来该行业获得稳定收入的一个来源，也正是如此才使得期货公司能够降低佣金来吸引客户。一些期货公司通过持有客户的期货保证金，获取使用客户额外保证金的投资收益与支付给客户成本之间的差额。2000年以前，期货公司使用客户额外资金主要投资于美国的国债和地方性债券，随着美国金融市场监管放宽，法律和法规逐步允许期货公司投资于回购协议、购买外国债券、货币市场基金。然而，由于美国政府近些年推行的低利率政策，导致期货公司使用客户资金投资获得的收益大幅下滑。2008年的金融危机曾促使CFTC有意加强这方面的监管，但是期货行业很多企业 and 组织，如MFG和美国期货业协会（FIA），对于CFTC的提案明确反对，认为加强这方面的监管会导致FCM的收入下降从而使一些期货公司关门，最终CFTC的相关提案被搁浅。可以肯定的是，MFG破产事件将会促使CFTC重新考虑先前的提案。然而，相关整改措施将会提高客户隔离账户资金的安全性，但是可能会促使期货公司提高对客户收取的佣金费用。

（三）美国期货市场制度安排层面

美国期货交易所实行的是会员制度，如CME集团旗下的交易所将期货公司分成清算会员和非清算会员，非清算会员需要通过清算会员才能结算，清算会员也根据所购买的席位（CME、IMM、IOM、GEM）分成不同的等级，参与相应上市期货和期权产品交易的清算。CME的清算机构只针对清算会员进行交易清算，清算会员对非清算会员和客户进行开户编码和交易清算。在这种制度安排下，如果清算会员的客户遵从交易所的持仓限制、大客户报告等规则，交易所对该客户的个人信息、持仓情况和资金情况并不知道，客户的合规性管理、保证金管理、风险管理工作均是由期货公司完成的，客户的持仓头寸、资金情况只有期货公司知道，这一点与我国的期货市场并不相同。对于MFG等有清算资格的期货公司而言，其客户隔离账户中多余的资金有两部分：一部分是单个客户缴纳的用于充抵持仓头寸的保证金之外的资金；另一部分是由于客户头寸的对冲所产生的多余保证金。MFG把客户缴纳的保证金存放在商业银行中，部分交给CME的清算机构充抵持仓头寸的保证金，就这部分而言是充足和有保障的，MFG动用的是存放在商业银行中客户多余的资金。美国市场的这种制度安排，也是MFG能够动用客户隔离账户中的资金，监管机构在其申请破产前一周的现场审计检查中并未发现问题的原因之一。

二、监管组织在曼氏全球破产事件中采取的措施

曼氏申请破产后，联邦调查局（FBI）、商品期货交易委员会（CFTC）、证券交易委员会（SEC）、金融业监管局（FINRA）和芝加哥商业交易所（CME）迅速介入了对MFG的调查，证券投资者保护公司（SIPC）指定了曾在雷曼兄弟破产案件中担任托管者的James Giddens及其公司作为MFG的托管者。CFTC对期货公司的破产并不陌生，最新的两个案例为雷曼兄弟和瑞富集团（Refco），前者在破产规模上非常庞大，后者涉及到母公司的欺诈行为，但是这两个公司破产案例中客户的保证金都并未被触及。在处理这两个破产案件时，客户的持仓头寸和隔离账户中的保证金都很快地被转移到了合规的期货公司，客户的资产得到保护，所以也并未涉及到公司破产案件的后续处理。

按照美国期货市场的法律和法规，CFTC是期货和期权等衍生品市场的监管者，CME等交易所和美国期货业协会（NFA）是市场的自律性监管组织（Self Regulation Organization, SRO），SRO会按照CFTC制定的规则对其会员，包括期货公司、介绍经纪人、商品交易顾问等，实施最低的资本金基本要求、信息披露和财务报告要求以及其他的监管要求。如果期货公司同时是几个SRO的会员，这些SRO会决定其中的一个作为监管责任的主要负责者并报经CFTC批准，这个SRO就被称为该期货公司的指定自律性组织（DSRO）。MFG的DSRO是CME集团而不是NFA，这就是在破产案中很少提及NFA的原因所在。本文主要分析CME在MFG破产案中的

紧急应对措施。总体来讲，CME集团主要采取了以下四个措施：

（一）宣布暂停曼氏全球在CME的清算会员资格

在MFG公司于2011年10月31日签署破产申请保护后，CME应急委员会根据CME规则第975条，宣布暂停MFG在CME的清算会员资格，取消了MFG及其子公司在交易池内交易的权利，其授权的场内经纪商（FB）和场内交易员（FT）也无法进入交易池内进行交易。CME集团及其清算组织及接受MFG的“平仓（liquidity）”指令，客户可以通过MFG发出平仓指令，结算价将按照星期五收盘时的结算价格进行计算。但客户平仓后的保证金不能取出，如果客户想在其他期货公司重新建仓需要重新缴纳保证金。CME允许客户平掉持仓头寸的目的在于避免市场波动使客户蒙受更大的损失。CME为了避免市场产生动荡，还通过网站等媒体方式与客户积极沟通，对客户面对的各种问题进行解答，对MFG破产中的一些问题进行澄清，例如就客户关心的保证金问题，发表声明称MFG在CME的头寸有足够的抵押品作为担保，有10亿多美元的超额保证金存放在CME的清算机构。

（二）对曼氏全球客户账户及保证金进行转移

CME集团于2011年11月2日得到了破产法庭的许可，开始与CFTC和SIPC指定的托管人一起，将客户持仓以及客户在CME清算机构的保证金（抵押品）转移至其他合规的清算会员。11月3日和4日实施

了首次批量转移过程（Bulk Transfer），共转移了MFG约1.5万个客户的账户，粗略估计转移了15.5亿美元的保证金。在客户头寸转移的过程中，CME的清算机构与其他清算组织，包括堪萨斯市交易委员会（Kansas City Board of Trade, KCBOT）的清算机构、美国期权清算公司（The Options Clearing Corporation, OCC）等共同协作，为客户提供账户转移过程中的各种信息。客户可以通过电子邮件方式告知CME集团他们的名称、账户号、联系方式等，清算机构会通过电子邮件、电话等方式尽快回复客户，告知客户接收公司，以及公司的联系方式等信息，这样客户就能够进行与接收期货公司的抵押品和头寸确认工作。CME集团随后还进行了类似的两次批量转移过程。值得注意的是，托管者只允许CME集团转移客户持仓和与其相关的部分保证金，而且对客户在其他期货公司开设的、用于头寸转移的账户出金采取临时性的限制措施。

（三）对转移客户的初始保证金比率进行临时性调整

在账户转移过程中，CME集团于2011年11月7日告知清算会员将转移客户的初始保证金比例（Initial Margin Rate）设置为1，也就是将这些客户的初始保证金和维持保证金设置在同一水平。美国期货交易实行的是初始保证金和维持保证金制度，当客户的持仓浮亏大于初始保证金和维持保证金之差时，期货公司会通知客户追加保证金到初始保证金水平。初始保证金和维持保证金之间的比例被称为初始保

证金比例（Initial Margin Ratio），CME期货产品的初始保证金比例通常要大于1，根据品种的波动性将其比例定在1.25或1.35。CME降低MFG转移客户的初始保证金比例的目的，一方面确保市场风险和客户风险能够得到有效管理，另一方面可以把清算会员对客户保证金的需求降到比较低的水平。CME降低初始保证金水平的措施是临时性的，随后在11月11日又将保证金比例从1增加到1.1，在15日将保证金比例增加到1.2，在17日将保证金比例恢复到原来的1.25或1.35的水平。

（四）为托管人提供资金担保以方便账户转移过程

虽然按照美国期货市场法律，CME及清算机构对其会员持有的客户资产并不作保证，但是为了帮助SIPC托管人尽快将客户隔离账户中冻结的保证金释放出来，2011年11月11日CME集团采取了被市场称为“超常规”、“史无前例”的措施。CME集团通过其信托（CME Trust）为美国证券投资者保护公司的托管者提供3亿美元担保，其中有0.5亿美元用于托管者处理MFG财产分配时存在资金缺口的情况下，弥补MFG中CME集团的客户由于破产所遭受的损失，当CME提供的0.5亿美元没有用完时，剩余的将被用作弥补CME集团其他会员由于MFG破产所造成的账面损失。为了加速MFG客户保证金返还进程，11月22日，CME集团又宣布将提供给SIPC托管者的担保从2.5亿美元增加到5.5亿美元。CME进一步追加担保金的做法，使得托管者将支付给客户的保证金比例从60%提高

到75%，从而使MFG所收取客户的55亿美元保证金中有40亿美元会被返还给客户，其中包括MFG置放于CME清算机构的25亿美元保证金。

三、曼氏全球破产事件对我国期货市场的启示

CME集团所采取的应急措施有效地避免了MFG破产给市场带来的动荡，托管者对MFG的破产清算工作也正在有条不紊地进行，监管机构对客户保证金缺失的调查也在紧张进行。虽然MFG破产事件的发生已有时日，仍然存在众多的疑问，例如，MFG究竟动用了多少客户隔离账户中的保证金？MFG采取什么方法动用客户保证金而未被监管机构审计出来？对于前一个问题，大多数市场人士认为有9亿美元的保证金被动用，随后这个数字又被修正为6亿美元，然而还有监管部门的人士称超过12亿美元的保证金缺失，具体准确的数字没有人能说得清楚，恐怕只有随着时间的推移这一切才有可能水落石出。MFG破产事件带给我国期货市场的启示有很多，尽管我国期货市场与美国期货市场相比有诸多不同，市场监管要比美国期货市场严格得多。

（一）客户保证金不能被动用是期货市场的底线

客户在期货公司开户以从事期货交易时，往往会按照要求被告知所面对的市场风险、汇率风险等，客户也会明白并对可能的交易损失有所预见，但如果将客户保证金被期货公司挪用的风险也加之其身，

恐怕是期货市场参与者所无法承受之重。我国期货市场发展中也曾经历过期货公司挪用客户保证金的案例，如2004年嘉陵期货公司、2005年海南万汇期货公司等。监管部门随后加大了对客户保证金安全的监管力度，并于2006年成立了中国期货保证金监控中心，其基本职能就是及时发现并报告期货保证金被挪用的风险状况，配合期货监管部门处置保证金风险事件。在其成立后的几年中，我国期货市场并未出现客户保证金被挪用的案例，充分说明这个有中国特色的期货市场制度安排是有效和必要的。随着我国期货市场近些年的稳步快速发展，目前整个市场的保证金规模已超过2千亿元人民币，而且随着我国期货市场的上市品种创新、对外开放进程加快，整个市场的保证金规模也将快速增长。确保客户的保证金安全将是整个市场稳健运行的重要保障，也是整个市场不发生系统性风险的重要保证。对于美国期货市场而言，想必也将从MFG破产中吸取教训，尽快制定措施以防止客户保证金被期货公司挪用。

（二）完善会计规则不足之处并提高会计监管水平

在安然、雷曼破产事件之后，美国财务会计标准委员会（FASB）要求企业将一些衍生品交易体现在资产负债表中，那些未体现的交易需要把重要细节进行信息披露。然而，会计准则方面的不足使得MFG能够使风险不在资产负债表中体现，如MFG所从事的“到期回购（Repo-to-Maturity）”交易，公司用“到期回购”

向交易对手购买了大量欧洲主权债券，其对手方将债券作为贷款担保品从MFG获取现金，在到期时用现金赎回债券并支付利息；而MFG也用同样的方法，将债券作为抵押品从其他途径获得资金，其利润就是债券收益率和两者协议利率的利差。由于抵押品和贷款同时到期时，MFG就不再拥有欧洲主权债券，按照国外的会计准则以及MFG公布的信息，MFG将其作为销售并未在资产负债表中体现，使得该公司虽然担负着发债方的违约风险和流动性风险，但资产负债表中并未体现公司的风险评估值。

MFG破产也显示出在会计服务方面的一些问题。为MFG提供审计的公司并未发现其客户隔离账户中存在的问题，所以在2011年3月为其出具“公司在各个方面都保持有效的内部财务控制报告”，这可能是MFG有意规避客户隔离账户审查、或是不提供真实信息造成的。因此，对于我国的期货公司而言，虽然业务比较简单，会计处理也并不复杂，但随着期货公司创新业务的不断拓展，如何在监管规则中要求其在资产负债表中体现风险水平，如何加强对期货从业机构的审计服务工作，避免出现审计工作出现偏差对市场产生冲击需要深入研究和思考。

（三）我国期货市场中需要坚持有本国特色的制度规则

MFG的破产对美国衍生品市场的影响是深远的，但是我们并不能够因为美国市场出现一些问题就去嘲笑他们。与美国期货市场相比，我国的期货市场仍然处于发

展中阶段，“新兴加转轨”的特征将在以后若干年内继续存在，市场的深度和广度方面仍与国外存在巨大的差距。MFG破产事件告诉我们，“国外期货市场的制度安排并不是完美的”，在发展我国期货市场的过程中，应当抱着批判的态度来学习美国期货市场好的规则和制度，如动态保证金管理制度等，而对我国市场行之有效的制度和规则应当坚持，如持仓限制、保证金监管制度等，尤其是随着期货市场的对外开放，要求国外参与者应当按照我国期货市场制定的“标准”和“规则”进行交易，这样才能维护我们国家的利益，在大宗商品定价权的争夺中取得主动地位。

（四）制定应对期货公司破产清算方面的措施

从美国监管部门对MFG破产事件的处理来看，监管部门的应对措施是有效和得当的，不同的监管部门，包括FBI、CFTC、SEC和CME，均及时介入到对MFG的破产处理和审查中，避免了这个规模巨大的期货公司的破产对市场产生的冲击。FBI主要调查MFG公司是否有资金丢失、

是否有违法犯罪行为在其中；SEC则针对MFG股价暴跌所涉及的内幕交易、证券投资者利益保护等方面；CFTC和CME针对MFG在期货市场违反监管原则（动用客户隔离账户资金）、针对MFG客户账户的持仓头寸和保证金进行处理和调查研究。这些监管部门各司其职、相互配合，处理了破产中的错综复杂问题，有效地化解了破产给市场带来的系统性风险。随着我国期货公司业务创新发展，诸如自营业务、咨询业务等将会迅速展开；随着市场对外开放进程的加快，国内外将会有更多的期货公司和机构投资者参与我国的期货、期权交易，期货公司在经营中可能遇到的风险也会逐步增多，各级监管部门应当针对期货公司会员破产制定应对措施，不同类型的期货公司（如上市和非上市期货公司）在处理方式上也应有所不同，在这一点上，美国监管部门在处理MFG破产中的一些做法值得我们学习。

（责任编辑 朱晓燕）