





RESEARCH ON  
REGULATORY MECHANISMS OF  
OIL DERIVATIVES  
CONTRACTS

# 石油衍生品合约监管 法律问题研究

陈九霖 著



法律出版社  
LAW PRESS · CHINA

## 图书在版编目(CIP)数据

石油衍生品合约监管法律问题研究 / 陈九霖著. —北京: 法律出版社, 2013. 3

ISBN 978 - 7 - 5118 - 4614 - 3

I. ①石… II. ①陈… III. ①石油市场—法律—研究—中国  
IV. ①D922. 294. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 029862 号

©法律出版社·中国

责任编辑/马丽娟

装帧设计/李 瞻

出版/法律出版社

编辑统筹/法律出版社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京北苑印刷有限责任公司

责任印制/沙 磊

开本/720 毫米×960 毫米 1/16

印张/23.75 字数/396 千

版本/2013 年 4 月第 1 版

印次/2013 年 4 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85388843 上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

重庆公司/023-65382816/2908

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 4614 - 3

定价:68.00 元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)



摄于2013年1月，总裁读书会

绝大多数人，在绝大多数时候，都只能靠自己。没什么背景，没遇到什么贵人，也没读什么好学校，这些都不碍事。关键是，你决心要走哪条路，想成为什么样的人，准备怎样对自己的懒惰下手。向前走，相信梦想并坚持——只有这样，你才有机会自我证明，找到你想要的尊严。

——陈九霖



■ 陈九霖博士与湖北神鹭集团董事长杨光合影



■ 陈九霖博士与亚洲石油董事长和总裁合影（左为董事长，右为总裁）



■ 陈九霖博士与马俊驹老师合影



■ 陈九霖博士与江平老师合影

## 序

我想借此机会表达两个方面的观点：关于作品和关于作者。作为陈九霖的博士生导师，我自 2003 年起就认识他，师生之间的交往也比较密切。因此，我认为这两个观点由我来提出与说明比较合适，也比较切题。

首先，关于作品，我认为本书所探讨的问题具有较大的现实意义。

在国际油价频繁波动、涨跌无疆的大环境下，我国企业——特别是大型国有石油企业、石油相关企业和航空公司等，常常利用石油衍生品等金融工具，对冲油品价格大起大落的风险，以期达到套期保值、规避风险的目的。然而，由于我国石油金融市场的缺位、相关金融衍生交易品种的缺乏，国内企业只能到海外市场进行交易。在陌生的市场上面对陌生的对手，不少企业事与愿违，在海外石油衍生品市场上频频遭受巨额亏损。这不仅仅是相关企业自身应该反思的问题，学术界和监管部门等也应该思考其中更深层次的原因。这些企业在石油衍生品市场上遭受重大损失，固然存在相关企业风险控制不力、企业管理人员对石油衍生品场外交易缺乏足够了解、衍生品交易经验不足、合约法律风险意识薄弱等内部问题，但也更暴露出我国石油金融监管体系的严重缺失。

上述问题,可以由接触过石油衍生品交易的企业人去反思;也可以由具备相关知识的学术人士去研究。而本书作者陈九霖,则兼备上述双重背景,且在两个领域都有一定成就和研究。他所进行的思考和探讨,必当更为深刻与全面,值得关注与重视。

国际石油衍生品交易,是中国航油(新加坡)股份有限公司(以下简称中国航油)经董事会批准而进行的公司主要业务之一。陈九霖站在管理层的角度曾经接触过国际石油衍生品交易。后因交易员的操作等因素,中国航油和他本人均遭受了巨大挫折,他也因此对国际石油衍生品交易的合约与法律监管问题有了更加深刻的体会。

中国航油事件之后,陈九霖继续完成曾经中断的博士研究生课程,学习成绩优良,并且,很快选定了研究方向和课题。他结合所学的法学知识,总结了我国石油衍生品的发展历程与经验,也反思了我国石油衍生品交易所面临的主要法律障碍,以及监管领域在防范场外石油衍生品交易风险等方面的不足,并独立地把这些研究成果写成了博士论文。以江平老师为主席的答辩委员会,对他的博士论文做出了较高的评价和肯定,一致通过其论文答辩。2011年6月,他获得了清华大学的博士学位。现在,他又将其对石油衍生品监管相关法律问题的思考,进一步充实和完善,为报效祖国和社会整理出版本书,我认为是很意义的。

总体上讲,陈九霖通过对国际石油衍生品合约和石油衍生品交易监管法律规制的研究,在对相关合约与监管规则进行探讨和反思的基础上,为丰富我国在场外石油衍生品领域的法律原理提供了一定的建设性意见;同时,他结合自身成功的经验和失败的教训,为我国提出了切实可行的立法建议。相信本书的出版,能在一定程度上弥补我国法学界对石油衍生品法律监管制度研究的不足,并为我国石油衍生品相关立法和有效监管提供独到而实用的思路,从而在制度研究的层面上为我国石油金融市场的建立与健康发展做出一定的贡献。

其次,关于作者,我对陈九霖的人品是充分肯定的。

2004年,中国航油因交易员操作石油衍生品出现巨额亏损,时任公司执行董事兼总裁的陈九霖,于2006年3月21日被新加坡法院判处四年零三个

月的徒刑外加 35 万新加坡币罚款。外界对此判决颇有微词,我亦对此心存质疑。陈九霖作为公司高管当然负有重要责任,但据我所知,他并未涉及侵占、挪用公司财产和破坏社会主义市场经济秩序等刑事犯罪。这也只是公司运营过程中出现的工作失误,陈九霖没有任何个人犯罪动机,不能构成犯罪。对新加坡法院的判决,我深感震惊与困惑。作为一个中国的民法学者,我还没有足够的知识和水平去评论新加坡的法律和法院判决,但法的基本要义与价值是贯通的,这不能不使我产生质疑。比如,因母公司出售自己的股票,作为中国航油的总裁对股票承销商德意志银行唯一的一次口头陈述,能不能作为认定其构成诈骗罪的证据?是否充分考虑了中国航油集团售股拯救公司是法人行为而非中国航油总裁的个人行为?同样,披露亏损信息需要得到董事会的全体同意,岂能因公司没有适时披露而让总裁个人承担相应刑事责任呢?

陈九霖如今早已回到祖国,再去讨论上述问题似乎已无多大意义。但是,这对于我们认识他的人格品质和评断他的功过得失是很有参考和借鉴意义的。他是个坚强的人,虽然遭遇了许多常人难以理解的命运坎坷,经历了许多常人难以想像的人生挫折,承担了许多常人难以忍受的心灵痛苦,但仍然乐观正向。我每一次见到他,他脸上都是挂满了笑容,没有任何抱怨,就好像从未有过牢狱之灾一样。

从 2003 年陈九霖成为我的博士研究生时起,我就观察到,他是一个好学上进且谦卑有礼的学生。读博期间,尽管工作极为忙碌,但对学业却毫无懈怠,多次乘坐六个小时飞机,专程从新加坡赶回北京上课。后因中国航油事件,他在清华大学的学业被迫中止。回国后,国家有关部门重新安排了他的工作,这也是对他工作能力的肯定和对他的信任。根据陈九霖本人的申请,清华大学法学院、研究生院经过认真的研究,随即恢复其学籍,由我继续指导,并同意其在论文完成后参与答辩。这一方面是学校爱惜其才,另一方面也是对其人品的正面肯定。

若以一句话来概括我对陈九霖的评价,毫无疑问,他是我最为满意的学生之一。

曾经的幸与不幸,都已成为过往,生命之路正长。本书既是博士学业的结

晶,又是一个崭新的起点,作为授业之师,我希望他能继续发挥个人的特长与才能,勤勉工作,做出更多、更大的贡献。

是为序。

马俊驹

2013年1月

## 自序

博士论文开题时,我首先想到以石油衍生品交易作为研究方向,因而最初的开题报告,主要探讨石油衍生品交易的公平性。当时的考量是,法之根本目标在于正义的实现,契约法也不例外。正义应该是现代契约法所追求的最高价值,而正义的内涵包括公平、公正和平等,其中,又以公平价值为最重。石油衍生品作为一种特殊的契约,交易双方在经验、信息以及交易主动权等方面都存在严重的不对等。在这种情况下,伸张契约的公平价值尤为重要。所以,我希望以契约公平性的视角,对国际石油衍生品交易的法律问题进行具体分析。

对于上述思路,清华大学参与开题答辩的老师认为,选题虽颇具新意,但过于宽泛。老师们一致建议缩小研究范围,细化到法律监管层面。在采纳老师们建议的基础上,我对开题报告进行了大幅修改,并以修改后的开题报告为框架,写成了我的博士论文,并顺利通过了答辩。现将博士论文整理成书并予以发表,抛砖引玉,希望能引起立法界和实务界的重视,也诚挚期待同道之士与我共同探讨。

### 一、成书缘由

石油是现代工业的血液,也与普通百姓的日常生活息息相关。由于新能源昂贵的开发成本及其技术方面的障碍,在今后

较长时间内,人类经济与生活还得仰仗于石油等传统能源。作为重要的不可再生的战略物资,石油在国家的经济战略和外交战略中始终占据重要地位,各国围绕着石油资源和石油定价权的竞争正日益加剧。

自20世纪70年代末石油期货被首次引入国际石油市场起,它便发挥着重要的价格发现和操纵功能,国际上主要石油期货市场的价格已经成为国际石油价格的风向标,甚至影响着石油定价权的转移。当今的国际石油市场,已不再是单纯的商品交易市场。

首先,自20世纪70年代以来,由于国际石油价格的变动更为频繁和剧烈,市场参与者产生了规避价格风险的强烈需求,对石油期货等金融工具的需求与日俱增。在此背景下,石油期货市场得到迅速发展,远期、期权、掉期等其他衍生品,也开始推出和流行。因市场的需要,一个名为“国际掉期与衍生品协会”(International Swap and Derivatives Association, ISDA)的非营利性组织,于1985年在美国纽约成立。截至目前,已有来自46个国家的600多个机构会员加入,其中包括主要从事衍生品交易的金融机构、政府组织、通过场外衍生品进行风险控制的企业以及一些国际性的法律事务所等。ISDA自成立以来,在衍生品品种、ISDA法律文件、净额结算(Netting)及担保(Collateral)等方面,都参与了法律意见,其亦对风险管理作出了显著贡献,并为促使衍生品市场更健全地发展,与各国政府机关维持着密切的沟通与联系。ISDA通过促进石油交易客体的拓展与延伸,为更多交易主体的参与带来了可能性,其在石油衍生品交易中发挥了十分重要的作用。

其次,借助于石油交易客体拓展与延伸等原因,石油市场的参与者,也不再限于石油开采、冶炼、贸易等相关企业。对冲基金、私募基金、养老基金、投资银行、商业银行、保险公司等许多金融机构,也开始涉足石油领域,并对石油及其衍生品交易产生了极其重要的影响。这种交易主体的多样性,使得石油商品对社会的作用越来越大。

最后,随着石油金融衍生品的开发和交易,以及各种金融机构的参与,国际石油市场的“金融属性”已日益明显,大量石油交易通过金融市场得以完成。无论从交易规模、交易方式、交易时间、交易地点、产品种类结构,还是从市场功能来看,石油金融衍生产品已成为石油市场不可或缺的一部分。如今,国际油价

并不仅仅由现货市场的供求关系来决定,而且还受到远期交割、期货交易等石油金融市场的影响——石油与金融的关系日益紧密!石油交易内容的扩大又进一步改变了石油的交易性质,石油商品已不再只是人们日常的生活用品和经济运营的必需品,它还是社会各相关阶层投机获利和进行风险管理的重要工具,而后两者则主要是借助于石油衍生品。

自世界上第一个现代意义上的期货交易所——芝加哥期货交易所于1848年在美国诞生以来,期货市场及其后发展起来的形形色色的金融衍生品交易(包括石油衍生品),不论在理论界还是实务界,一直饱受争议和质疑。有人认为,金融衍生品的出现是金融领域的一场革命;也有人认为,金融衍生品的出现是一场灾难。英国《经济学家》情报社甚至发表报告说:“金融衍生工具是全球金融灾难的罪魁祸首。”美国《幸福》杂志则把金融衍生品比作潜伏在沼泽地里的鳄鱼。

各种妖魔化衍生品的说法并非全无道理。这是因为:金融衍生品交易,具有高度的杠杆性和交易结构的复杂性,不易被驾驭,经常成为引发金融灾难的导火线。尤其是场外衍生品,其通常是金融机构针对客户的特定化需求而量身定做的风险管理工具,因此,在产品的设计、定价方面,金融机构掌握着决定性的信息。这种交易双方地位和信息的不对等必然导致协议双方权利义务的失衡。在衍生品交易中,国际资本市场上的资本大鳄们常常会利用其强势的交易地位以及在衍生品的产品设计、定价以及交易方面的丰富经验,设计出不公平的交易契约。他们利用契约自由的形式正义,掩盖了以公平为核心的实质正义,制造了一起起骇人听闻的事件,疯狂攫取巨额利润。

20世纪90年代,美国就爆发了多起与衍生品有关的重大事件,如桔子县破产事件,宝洁公司10亿美元的亏损事件等,而其后具有125年历史的巴林银行倒闭事件的导火索也是石油衍生品交易。进入21世纪以来,衍生品事件更是层出不穷。2004年笔者身陷其中的中国航油事件,再到2008年的国航、东航、国泰航的巨额亏损事件,以及之后的深南电事件,无一不与石油衍生品交易直接相关。

由2007年3月的次贷危机所引致的全球金融风暴,其导火线也是金融衍生品。其背景是,自20世纪70年代以来,在金融领域里兴起了一股金融自由

化的思潮,此前的一些金融管制措施逐渐被淡化,金融衍生品工具层出不穷。过度发展的虚拟经济加之监管不力,为本次金融危机埋下了伏笔。例如:“两房”企业曾经向其他企业或个人出售一种创新的衍生品房屋抵押债券(CDO),而且,在一系列的交易过程中没有严格的交易条件约束,仅靠买卖双方意愿成交,最终引发了“两房”危机。这种情况同样存在于石油衍生品领域。2008年在全球爆发的金融危机,进一步把金融衍生性工具推向了风口浪尖。

尽管受到诸多指责甚至咒骂,金融衍生品市场却在风雨中不断创新,并以惊人的速度实现了跨越式发展。目前,期货价格已经成为世界主要金融产品和大宗商品价格的风向标,各种衍生交易工具成为国际金融体系中最具活力和最具影响力的产品。

由此可见,对待衍生品的正确态度是:一方面不必因其具有风险就谈虎色变,刻意回避衍生品;另一方面又需要进行严格的风险管理、完善的法律制度建设,并建立健全、合理和有效的监管体系。换言之,对衍生性金融产品的研究,法律人承担着重要责任。衍生产品交易中的合约监管问题,常常成为具体产品交易成败的决定性因素之一。

因此,我想以我本人在新加坡任职期间,对中国航油所进行的国际石油衍生品交易的亲历感受,并结合博士在读期间对石油衍生品交易合约监管问题进行的具体研究,对引导企业学会如何有效地利用衍生品工具、成功规避企业在参与国际市场交易时所面临的包括法律风险在内的各种风险,并对我国石油市场和金融市场的健康发展和法律规则的完善,略尽绵薄之力。

## 二、石油衍生品的研究成果与不足

迄今为止,关于石油衍生品交易相关研究的基本情况是:

1. 在当今对场外衍生品的研究中,以金融学的研究最为瞩目。

衍生品作为现代金融创新的产物,金融学对其研究的领先地位不容置疑。这些研究涵盖了场外衍生品的综合性研究,包括衍生品的交易规则、衍生品的风险计量与评估、衍生品的定价模型、衍生品应用等各领域。

当今国际金融学界推崇的不少金融学家都有比较成熟的研究成果。著名的约翰·C. 赫尔教授在其被誉为“华尔街的圣经”——《期权、期货和其他衍生

产品》一书中,从金融学角度对衍生产品进行了界定,并对期货、期权以及其他衍生产品的定价、市场运作过程、交易策略、各种定价和分析模型及其在金融领域中的应用、风险度量进行了系统阐述;同时,还涉及气候、能源以及保险等新型衍生品。此外,美国的罗伯特·L. 麦克唐纳教授所著的《衍生品市场基础》、《衍生品市场》,罗伯特·A. 斯特朗教授的《衍生品概论》也都从金融学的角度对衍生产品进行了系统性理论阐述,并对何为衍生品进行了各自的界定。

虽然金融学者对衍生品的研究与法学研究的视角、方法以及目的都不相同,但是,金融界对衍生品的研究是法学研究的基础,特别是有关不同衍生品的性质以及交易规则方面的研究都是法学研究不可忽视,且值得借鉴的专业性基础。因此,对衍生品这一金融创新产物进行法学研究必须从金融角度进行必要的了解。

2. 对衍生品概念的法学厘定及相关法律问题的研究,许多官方和非官方组织的研究机构,特别是民间学术团体作出了奠基性的贡献。

20 世纪 90 年代以来,各国均开始加强对衍生品市场的法律规制。概括而言,衍生品的法律问题主要涉及两大内容:其一,从法律意义上清晰界定衍生品的概念,确定衍生品的法律效力,提高衍生品市场法律风险的可预见性;其二,制定明确的衍生品交易规则,提高衍生品交易行为的正当性和安全性。在国外,一些官方组织和非官方国际组织自 20 世纪 90 年代起,对衍生品法律概念的界定和制度架构作出了决定性贡献,此类成果主要体现在其工作报告和研究报告中。虽然现代意义的期货交易已经有了一百五十多年的历史,衍生品的发展却是在 20 世纪 70 年代才刚刚出现,但随着金融创新浪潮的席卷而来,包括石油衍生品在内的衍生品交易自诞生之日起便得到了迅速发展。

至 20 世纪 90 年代,衍生品已经成为一种主要的金融工具和普遍的社会经济现象,但对于衍生品到底是什么的问题,尚停留在金融学研究的成果上,如何从法律层面对其界定成为当时衍生品发展已经相对发达的英美等国亟待解决的问题。自 1992 年至 1995 年,许多官方和非官方组织对此问题进行了大量研究。1992 年美国著名的民间学术团体“三十集团”(the Group of thirty,简称 G30)专门成立了一个研究小组——“全球衍生品研究小组”,对衍生品交易中产生的问题进行研究。该小组于 1993 年 7 月公布了其研究报告:《衍生产品:

管理与准则》(Derivatives: Practice and Principles)。他们在这个报告中将衍生品定义为“如其名称所示,衍生品是价值衍生于基础资产或某种基础资产的参照利率或指数的双方合同和支付交换协议。今天,金融衍生工具所依赖的基础标的包括利率、汇率、商品、股票及其他指数”。

同年,美国联邦商品期货交易委员会(CFTC)向美国国会提交了一份有关衍生品的报告《衍生产品市场研究报告》(Derivative Markets Report),1994年7月国际清算银行巴塞尔委员会联合国际证券监管委员会(IOSCO)公开发表了《衍生产品风险管理准则》(Risk Management Guidelines for Derivatives),1994年8月国际互换和衍生品协会(ISDA)发布了一份研究报告,1995年英国金融法小组(Financial Law Panel)完成了其研究报告《衍生品交易中银行对其客户的法律责任》(Transaction in Derivatives Legal Obligation of Bank to Customers: A Discussion Paper)。

上述研究报告都对衍生品作出了法律层面的定义,从而使其脱离了纯金融学的领域,真正具有了法律内涵。尽管这些报告所作出的定义并不完全相同,但核心本质没有大的区别,即使在今天仍对我们从法律角度认识衍生品具有重大指导意义。比如,我国银行业监督管理委员会在其发布的《金融机构衍生品交易业务管理暂行办法》中,就借鉴了巴塞尔委员会在上述报告中对衍生品的定义。除此之外,这些研究成果还对衍生品的其他相关问题进行了广泛而有益的尝试和探究。例如,G30的全球衍生品研究小组在其报告《衍生品:实践与原则》中,将有关衍生品的风险分为四种,包括市场风险(Market Risk)、信用风险(Credit Risk)、操作风险(Operating Risk)及法律风险(Legal Risk)。而巴塞尔委员会与国际证券监管委员会的《衍生品风险管理准则》提出衍生品所涉及的风险共有五种,即在三十集团所提出的四种风险之外,又增加了流动性风险(Liquidity Risk)。上述研究成果对日后英美等国衍生产品相关法律制度的完善亦产生了重大的影响。

### 3. ISDA 标准化文件成为场外衍生品法律制度研究成果的典型代表。

场外衍生品交易作为一种商业行为,在其最初出现之时,由于交易简单且期限较短,多由当事人经磋商谈判达成协议,一般通过普通商业条款进行相互约束,并没有在法律规制方面引起足够关注,也没有引起交易者对于风险防范