



Research on Legal Matters of
Financial Derivatives

金融衍生产品交易 法律问题研究

赵承寿 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

感谢北京联合大学对本书出版的大力资助。

Research on Legal Matters of
Financial Derivatives

金融衍生产品交易 法律问题研究

赵承寿 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

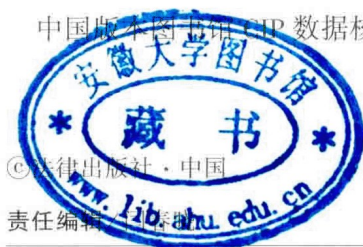
图书在版编目(CIP)数据

金融衍生产品交易法律问题研究 / 赵承寿著. —北京: 法律出版社, 2015. 7

ISBN 978 - 7 - 5118 - 8188 - 5

I. ①金… II. ①赵… III. ①金融衍生产品—金融交易—金融法—研究 IV. ①D912.28

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第159307号



责任编辑/李 瞻

装帧设计/李 瞻

出版/法律出版社

编辑统筹/法律出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京九州迅驰传媒文化有限公司

责任印制/张建伟

开本/720毫米×960毫米 1/16

印张/15.5 字数/200千

版本/2015年7月第1版

印次/2015年7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

重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 8188 - 5

定价:38.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

目 录

绪论:金融衍生产品与现代金融市场 / 001

第一章 金融衍生产品概论 / 013

一、金融衍生产品的概念及分类 / 013

二、远期合约概述 / 018

三、期货合约概述 / 021

四、期权合约概述 / 025

五、互换合约概述 / 028

六、结构性金融衍生产品 / 031

七、金融衍生产品交易的现状和发展趋势 / 034

第二章 金融衍生产品交易法律关系分析 / 038

一、金融衍生产品交易的主体 / 038

二、金融衍生产品合约标的法律特点 / 047

三、金融衍生产品合约的法律性质 / 050

第三章 金融衍生产品交易的法律风险及防范 / 061

- 一、金融衍生产品风险概述 / 061
- 二、金融衍生产品的风险管理 / 064
- 三、金融衍生产品交易法律风险分析 / 065
- 四、金融衍生产品交易的法律框架 / 068
- 五、金融衍生产品交易法律风险管理 / 071
- 六、金融衍生产品交易中的几个特殊法律问题 / 073

第四章 金融衍生产品信用支持文件及法律问题 / 078

- 一、ISDA 信用担保文件框架及选择 / 078
- 二、场外金融衍生产品交易信用支持文件的选择 / 082
- 三、ISDA 信用支持文件的核心内容 / 085
- 四、ISDA 信用担保的创设和签署生效 / 088
- 五、ISDA 信用担保文件的核心条款及法律风险 / 093
- 六、跨产品和跨分支机构的担保安排及文件 / 096
- 七、日本法附件中的特殊问题 / 097

第五章 金融衍生产品场外交易担保与破产法律制度 / 105

- 一、金融衍生产品场外交易的担保机制 / 105
- 二、信用支持协议在传统破产及担保制度下存在的问题 / 108
- 三、金融衍生产品交易发达国家破产制度对于信用支持协议的立场 / 111
- 四、金融衍生产品交易担保中的几个特殊问题 / 117

第六章 金融衍生产品交易的保证金制度及担保管理 / 120

- 一、金融衍生产品交易的保证金制度 / 120
- 二、金融衍生产品担保制度的功能 / 130
- 三、金融衍生产品的担保管理 / 132

第七章 金融欺诈与衍生产品的滥用 / 138

- 一、滥用衍生产品市场的行为及危害 / 139
- 二、英国巴林银行破产事件及教训 / 145
- 三、“327”国债事件及教训 / 147
- 四、中航油事件及其教训 / 150

第八章 金融衍生产品交易市场的监管 / 153

- 一、金融衍生产品监管的基本理论 / 153
- 二、巴塞尔委员会对于金融衍生产品交易的监管思路 / 157
- 三、巴塞尔新资本协议有关金融衍生产品交易的主要规定 / 161
- 四、英国金融衍生产品交易的监管 / 165

第九章 美国金融衍生产品市场的监管历程及其启示 / 170

- 一、美国金融衍生产品市场的特点 / 171
- 二、美国金融衍生产品市场的监管制度 / 172
- 三、美国金融衍生产品监管的最新动向 / 180
- 四、美国金融衍生产品监管的启示 / 184

五、英美衍生产品监管制度的比较与借鉴 / 187

第十章 股指期货与外汇衍生产品的监管 / 190

一、股指期货的监管及存在的问题 / 190

二、外汇衍生产品的发展演变及监管 / 194

三、中国开展外汇衍生产品的现状及监管思路 / 202

第十一章 金融衍生产品交易的税收法律问题 / 207

一、金融衍生品交易对会计制度的冲击 / 207

二、金融衍生产品交易征税面临的一些特殊问题 / 211

三、国外金融衍生产品税收政策的特点 / 213

四、对我国金融衍生产品交易征税的几点思考 / 217

第十二章 中国金融衍生产品发展和监管战略
构想 / 219

一、我国金融衍生产品交易监管制度的变迁 / 220

二、我国发展金融衍生产品交易市场的迫切要求
及其面临的主要问题 / 223

三、我国金融衍生产品发展战略构想 / 227

四、我国金融衍生产品交易监管制度构想 / 231

参考文献 / 234

绪论：金融衍生产品与现代金融市场

一

金融衍生产品是金融自由化和国际金融创新的产物。衍生产品交易可以追溯到 17 世纪上半叶荷兰郁金香球茎期权和同一时期日本大阪的“米票”交易,但真正的金融衍生产品却产生于 20 世纪 70 年代,发展于 80 年代,盛行于 90 年代。

20 世纪 70 年代初期,由于美元危机,《布雷顿森林协定》所确立的以美元为中心的固定汇率体系崩溃瓦解,国际货币基金组织通过《牙买加协定》确立了浮动汇率制度,并被世界各国所接受。这种浮动汇率体制使得各国货币市场和资本市场中的汇率、利率以及证券市场频繁波动。货币市场和资本市场的风险加大,而传统的避险手段又无济于事。在此种情况下,各种经济主体普遍面临日益严重的外汇风险,迫切需要进行金融创新,以寻求新的防范和规避风险机制。1972 年 5 月,芝加哥商业交易所(CME)特设国际货币市场(IMM),率先

推出了外汇期货合约,为避免金融风险、实现外汇资本的保值和盈利提供了一种全新金融工具,堪称金融衍生产品发展史上的一个里程碑,对现代金融市场产生了深远的影响。

在随后的几年中,随着风险管理技术的发展,金融衍生产品不断地推陈出新,交易市场的规模也随之不断扩大,产品的交易量急剧上升。1973年,美国芝加哥期权交易所(CBOE)推出了世界上第一个标准化的股票期权产品;1975年,美国芝加哥期货交易所(CBOT)推出第一个利率期货商品——政府国民抵押协会抵押凭证(Government National Mortgage Association Certificates,英文缩写为GNMA)期货合约;1982年2月,堪萨斯市交易所(KCBT)推出价值线指数期货合约,开创了股指期货的先河。1982年4月,CME引入S&P500指数期货;1982年12月,费城股票交易所开始交易第一个外汇期权合约。进入20世纪90年代以后,金融衍生工具发展更加迅猛,几乎每个月都有一种新型的金融衍生工具产生,以至于美国《金融时报》曾将20世纪90年代称为金融衍生产品的年代。

除了在场内交易市场外,金融衍生产品在场外交易市场(OTC)发展更为迅猛。主要的金融衍生产品包括金融期货、期权、权证(“涡轮”)、可转债、远期协议、互换协议等,标的资产或交易对象主要有外汇、利率、股票指数和个股、某些基金等。迄今为止,国际金融市场衍生产品的品种已多达上千种,新的衍生产品还在不断被开发、设计、创造出来,芝加哥贸易局甚至曾推出灾难期货、思想期货等。目前,全世界共有50多个交易所可进行金融衍生产品交易,以金融期权为主的金融衍生产品已发展到了数十万亿美元以上的交易规模。

金融衍生产品市场的迅速发展与金融衍生产品特有的经济功能密不可分。首先,金融衍生产品具有价格发现功能。由于金融衍生产品交易的双方是在对市场供求状况、通货膨胀情况、利率、汇率

和股价等经济指标未来走势进行了充分分析和预期的基础上竞价成交的,因而其价格能够反映市场未来的供求关系变化,是判断现货价格未来走势的重要信息来源,可以为现货市场成交价格提供重要参考。

其次,金融衍生产品具有套期保值的功能。套期保值交易通常是指在金融衍生产品市场上买进或卖出与现货市场数量相当、但交易方向相反的合约,以期在未来某一时间通过卖出或买进合约,补偿因现货价格变动而给包括商品生产、储存或加工以及供应、销售在内的其他风险性活动带来的实价损失。金融衍生产品交易不仅能够进行市场预期并发现价格,而且能够通过套期保值来弥补由于价格波动所造成的损失。

最后,衍生产品市场具有投机获利的功能。金融衍生产品交易的最大特点就在于它具有以小博大的高杠杆效应,市场参与者只需要缴纳占交易标的的名义金额很小比例的保证金,即可买卖数倍甚至数十倍于保证金金额的合约,这种“四两拨千斤”的杠杆交易机制为逐利者投机获利提供了很好的机会。而投机商的参与一方面加大了衍生产品市场的波动性,另一方面也增加了金融衍生产品的市场活跃程度,有助于推动金融衍生产品市场的发展。

金融衍生产品市场的迅速发展还与现代风险管理技术的发展密不可分。金融衍生产品是以风险的存在为前提,并为适应风险管理的需要而产生。金融衍生产品可以将市场经济中分散在社会经济每个角落的市场风险、信用风险等引导到几个期货、期权的场内交易市场或互换、远期等场外交易市场上,将风险先集中,再进行分割、“包装”组合,然后重新分配转移。美国联邦储备委员会(Federal Reserve Board)前主席阿伦·格林斯潘(Alan Greenspan)曾经在美国国会关于衍生产品的听证会证词中说:“近几年来,金融衍生产品合约提高了经济效率。这些合约的经济功能是能够将以前捆绑在

一起的风险分解开来,并把它们转让给那些愿意承担并能管理好这些风险成分的人。”但是,金融衍生产品的这种风险组合功能有赖于风险管理理论中的风险定价技术。例如,在股票期权交易中,期权合约的购买者被赋予一种以某一特定价格在某一特定的日期或该日期之前,买入或卖出某种股票的权利,而不是义务;而沽出者因取得了期权费的对价,承担了向期权购买者以约定价格卖出或买入某种股票的义务。在这一交易中,需要支付的现金流会随着市场的波动而变化,这就需要对市场波动进行评估,以便确定交易价格,这是风险管理中的一个难题。一直到1973年,这种定价技术都还只是一种猜测式的工作,这也是在此之前期权衍生产品市场一直保持在很小规模的原因所在。1973年5月,美国哈佛大学教授罗伯特·C.默顿和斯坦福大学教授麦伦·S.斯科尔斯发表了一种用于股票期权估算和其他金融衍生品交易的基础性公式,这一公式被称为“布莱克—斯科尔斯公式”,它为金融衍生产品的定价奠定了坚实的基础。“布莱克—斯科尔斯公式”公布之时,也是世界上第一个期权交易市场在芝加哥开张之日,在一年之内这一公式几乎被所有的交易员所掌握,衍生产品的风险定价依靠猜测的历史已成过去,默顿和斯科尔斯也因此获得了1997年度诺贝尔经济学奖。在此之后,各种风险定价模型和金融工程的发展,为金融衍生产品的开发和市场扩展提供了强有力的技术支持。

尽管以现代风险管理理论为基础的衍生产品市场在现代金融市场中扮演着极其重要的角色,但对金融衍生产品在风险管理中的作用应当有一个正确的认识。纽约金融学会曾经指出:“在现代社会中,衍生产品已成为风险管理的重要工具,但如果没有好的投资策略及具备最新资讯的金融专业常识,衍生产品便会成为使用者的致命伤。”金融衍生产品是一种“零和博弈”,它只是在微观层面上降低了风险,在宏观层面上它只是将风险以新的方式重新组合,使得

风险从风险回避者手中转移到了风险中立者或风险偏好者手中,金融体系的总体风险并没有因此减少。另外,金融衍生产品的杠杆效应会放大金融风险,其放大的倍数相当于保证金率的倒数。因此,投资误导、热钱泛滥、投机过度、投资组合设计不当、监督不力与管理不严等,均会导致衍生产品交易成为最具风险的交易。金融衍生产品实际上是一柄“双刃剑”,使用得当,它可以有效地避免风险,增加投资收益;若使用不当,则可能带来更大的风险。当今世界上一连串的经济金融危机案例验证了这点。

金融衍生产品交易的风险放大功能和投机因素,使得金融衍生产品从它诞生之日起就引致了无数的非议和责难。金融衍生产品的杠杆效应使得大量纯粹的“虚拟”金融资产无限制地增长,加剧了金融泡沫。在国际金融危机之前,美国经济学家林顿曾经预言,近期内世界金融体系将在这种泡沫经济的冲击下趋于崩溃。他指出,在当时每天的金融交易中,只有2%与“实体”经济相关。由投机推动的金融资产总量的膨胀与“实体”经济的相对萎缩形成鲜明的对比,这种脆弱的倒金字塔经济结构,会使世界不可避免地面临一场巨大的金融灾难。林顿的预言绝非耸人听闻,事实上,金融体系的可靠性和稳定性归根结底以信贷资产最终转化为真实的社会财富为基础,一旦这一“信誉”动摇,整个体系将会崩溃。由美国次贷危机引发的国际金融危机,与金融衍生品的这种风险放大功能和对全球金融泡沫的助推作用密不可分。

当然,在充分认识衍生产品的负面影响的同时,我们也应当看到,尽管没有任何一种金融业务像衍生产品那样自出生就招致如此多的麻烦,但仍阻挡不了全球金融业对它的向往,因为衍生交易创造了空前繁荣和膨胀的金融市场,并且在很大程度上改变了传统银行体制的经营范畴和交易规则。目前对一些大型金融机构来说,衍生产品业务成为商业银行、投资银行和信托投资公司的重要业务。

实际上,金融衍生交易对各国的宏观经济乃至全球经济的稳定发展发挥着巨大影响,同时也为金融机构带来了丰厚的利润。

二

伴随着世界经济一体化和金融全球化进程的加快,中国经济的开放程度越来越高,同时中国企业也面临激烈动荡的国际金融市场的巨大冲击和金融风险。金融风险是不以人们的意志为转移而客观存在的,由于社会经济环境的不确定性相对于人类的有限理性是一种不可控因素,所以必须有一个完善的风险管理市场,才能保证中国金融的稳定与发展。从另一个角度讲,参与国际分工,实现资源在全球的有效配置,对于中国众多的企业在生产经营中涉及的大量原材料进出口、外汇的结算、资金的融通、劳动力的需求等等,都会带来很大的不确定性和风险。尤其是在大规模的资金融通和转移中,利率作为资金的成本,它的变动会给资金的融入方和融出方都带来一定的财务风险,因此需要金融衍生产品作为风险管理工具。经济风险虽然不可能消除,但可以分散,而现代金融衍生工具在执行期限转换、经济资源转移和风险管理等方面,具有其独特的优势。由一个专业的风险管理市场来承担分散金融风险的任务,应该说是一种成本较低、效率较高的制度安排。

金融衍生产品代表了现代金融市场的发展方向。金融市场应该是一个包括金融现货市场、远期市场和期货市场的完整的市场体系。如果一个金融体系只有现货市场而没有衍生品市场,那么它就缺乏风险转移机制,将制约现货市场的发展。没有发达的金融衍生产品市场,就难以形成一个完整的金融市场体系。再则,金融衍生品市场所具有的发现价格的特殊功能,可以为金融现货市场的交易

双方提供定价的参考依据,从而为货币市场和证券市场的超常发展提供依据,从而引领现货市场的价格走势。

我国金融衍生品市场是从极少数机构非法开展外汇期货和按金交易开始的,时间始于 20 世纪 90 年代初。这些交易往往通过外商代理,有的经过几级代理,交易市场对赌、对冲和吃现象屡有发生,纠纷不断,造成大量外汇流失。由于相关的制度没有建立起来,我国政府坚决打击取缔此类交易。可以说,我国自身的金融衍生品市场是从无序状态中启动的,曾出现了外汇期货、国债回购、利率期货、股指期货等衍生产品。

正规的外汇期货是上海外汇调剂中心于 1992 年 7 月首先挂牌的,尔后北京商品交易所推出了人民币汇率(与美元相比较)期货,该品种用人民币做交易保证金,用人民币结算交易的盈亏和对到期合约进行交割。从本质上讲,当时的人民币汇率期货是外汇期货,或者说是变相的外汇期货。当时我国对外汇期货交易采取了严格的管制办法,基本禁止投机交易。1993 年 7 月,国家外汇管理局专门发出加强外汇(期货)交易管理的通知,通知要求各地已设立的外汇(期货)交易机构必须停止外汇(期货)交易,并限期进行登记和资格审查;办理外汇(期货)交易仅限于广州、深圳、上海的金融机构进行试点。金融机构办理外汇(期货)交易必须按照有关规定办理,并以企业进出口贸易支付和外汇保值为目的,不得引导企业和个人进行外汇(期货)投机交易,企业和个人的外汇交易必须是现汇交易,严禁买空卖空的投机行为。

国债期货是利率期货的一种,我国国债期货是 1992 年 12 月由上海证券交易所首次推出的,后经全国各地的其他交易市场也陆续推出了国债期货。刚推出时,由于经济主体对此认识不一致,参与者甚少,交易极不活跃,这种状况持续到 1994 年上半年。为了国债发行的需要,管理层采取了包括降低交易保证金率和放宽进入限制

等措施来激活市场。进入1995年,国债期货交易异常活跃,仅上海证券交易所的日交易量就达1000亿元人民币。由于对风险控制不严,交易风波迭起,险象环生,如“327”国债事件等。最终,证监会不得已于1995年5月17日发出通知,从5月18日起在全国范围内暂停国债期货交易,通知同时强调要加强对衍生产品的研究。

我国正规的集中股票市场发端于1990年12月19日开业的上海证券交易所,上证股价指数也从这个时候起编制并对外发布。股票指数期货则于1994年1月5日在海南证券交易中心开始交易,所推出的指数期货是深圳股价指数期货。该品种未经批准就挂牌上市,当时在国内外造成相当程度的震动,中国证监会于1994年1月18日责令海南证券交易中心立即停止该指数期货交易。1月21日该品种夭折,共成交111手,历时16天。

国债回购交易从1991年起步,这是一种远期合约性质的金融衍生产品。以单边计算,到1994年,国债回购交易总量超过3000亿元;1995年突破4000亿元;1996年就跨越8000亿元大关。从相对意义上讲,国债回购交易尽管在发展过程中存在变相信贷、超越经营范围、利益输送等现象,但总体而言,经过整顿后已比较规范了,是我国初具规模的较为成熟的金融衍生产品。银行间市场是国债回购交易的主渠道,场内交易则集中在上海证券交易所和深圳证券交易所,基本上形成了标准化合约。

在我国,金融衍生工具真正开始被人们认识应始于2003年8月,中国银行在上海推出全国首家针对个人的美元外汇理财产品,将“利率掉期”概念引入到外汇存款中,给个人理财开拓了新的渠道。在随后近半年的时间里,多家中、外资银行相继推出类似的产品。2004年2月中国银行业监督管理委员会发布《金融衍生产品交易管理暂行办法》,对金融机构衍生产品交易做出了规范性要求,结束了银行经营衍生产品无法可依的散乱局面,对培育和规范国内的

金融衍生产品交易市场起到了积极的推动作用。

随着利率市场化改革的深入,利率风险进一步显现,信用风险日益加大,债券价格波动日益频繁,迫切需要有效的利率风险管理工具。2004年4月,中国人民银行发布《全国银行间债券市场债券买断式回购管理规定》,并推出了买断式回购业务;2005年5月又发布了《全国银行间债券市场债券远期交易管理规定》,随后正式推出债券远期交易,这标志着我国首个场外金融衍生产品的正式诞生;之后,分别于2006年2月、2007年11月,启动人民币利率互换交易试点和推出远期利率协议;2008年1月25日,利率互换业务在经过两年的试点后全面推出;2009年10月29日,正式推出信用风险缓释工具(Credit Risk Mitigation,英文缩写为CRM)。直至目前,我国场外金融衍生产品交易市场共推出了三大类七种衍生产品交易,包括:人民币利率类衍生产品(债券远期、利率互换、远期利率协议)、人民币汇率类衍生产品(人民币外汇远期、人民币外汇互换、人民币外汇货币互换)和信用衍生产品(信用风险缓释工具)。

三

金融衍生产品交易作为一种具有很强杠杆效应的保证金交易,一般采用现金差价结算的方式进行结算,属于高风险金融产品,其业务操作和法律关系极其复杂,资金流动的隐蔽性强,监管机构对金融衍生产品交易实行金融监管的难度很大。对衍生产品交易的法律问题进行研究,一方面有助于金融机构规范地开展衍生交易,提高风险管理水平,另一方面有助于监管机构对衍生产品交易依法进行监管,有效防范和化解金融风险。

长期以来,我国调整金融机构衍生产品交易的相关法律规定大

多散见于金融监管机构发布的各类部门规章之中,不利于金融机构对衍生产品交易业务实行有效的风险管理,也不利于监管部门实施审慎监管。比如中国银行业监督管理委员会2004年发布的《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》,历经2007年7月和2011年1月的两次修订,变身为《银行业金融机构衍生产品交易业务管理办法》,从5章34条扩展到6章62条,内容主要涉及的是银行业金融机构开展的套期保值类和非套期保值类衍生产品交易。前者包括由银行业金融机构主动发起,为规避自有资产、负债的信用风险、市场风险或流动性风险而进行的衍生产品交易。后者包括由客户发起,银行业金融机构为满足客户需求提供的代客交易和银行业金融机构为对冲交易风险而进行的交易;银行业金融机构为承担做市义务持续提供市场买、卖双边价格,并按其报价与其他市场参与者进行的做市交易;以及银行业金融机构主动发起,运用自有资金,根据对市场走势的判断,以获利为目的进行的自营交易。^{〔1〕} 总体而言,我国的金融衍生产品交易相关立法无论是在立法层次方面,还是在调整的对象、适用的范围和监管手段方面,都显示出低位阶、局部性和各自为阵的特点和弊端。

对金融衍生产品交易理论研究的滞后和相关法律规范的缺位,已严重地制约了我国金融机构的创新能力,也使监管机构对衍生产品交易难以依法实施有效监管。目前我国理论界对金融衍生产品交易的研究,即使是金融界,也基本上处在探索阶段,而且侧重于在技术层面上研究西方金融衍生产品的交易模型和风险管理理论。法律界由于受到知识结构的限制和实践经验的缺乏,对衍生产品交易法律问题进行研究的学者很少,进行系统研究的学者更少,很少

〔1〕 按照2011年《银行业金融机构衍生产品交易业务管理办法》第四条的规定,套期保值类衍生产品交易业务要符合套期会计规定,并划入银行账户管理;非套期保值类衍生产品交易要划入银行交易账户进行管理。