



经济法文集 (2006年卷)

Legal Mechanism
on Financial Derivatives

Legal Mechanism
on Financial Derivatives

金融衍生工具 的法律规制

顾功耘 主编

80.4



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



Legal Mechanism
on Financial Derivatives

金融衍生工具 的法律规制

顾功耘 主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

金融衍生工具的法律规制/顾功耘主编. —北京:北京大学出版社, 2007. 5
(经济法文集)

ISBN 978 - 7 - 301 - 12033 - 0

I. 金… II. 顾… III. 金融法 - 研究 - 中国 IV. D922.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 049484 号

书 名: 金融衍生工具的法律规制

著作责任者: 顾功耘 主编

责任编辑: 丁传斌 朱 彦 张兴群 王业龙

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 12033 - 0/D · 1729

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027

出版部 62754962

电子邮箱: law@pup.pku.edu.cn

印 刷 者: 北京飞达印刷有限责任公司

经 销 者: 新华书店

730 毫米 × 980 毫米 16 开本 17 印张 312 千字

2007 年 5 月第 1 版 2007 年 5 月第 1 次印刷

定 价: 35.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010 - 62752024 电子邮箱: fd@pup.pku.edu.cn

金融衍生工具与法律规制的创新

(代序)

随着现代计算机技术、网络技术以及金融工程技术的革新与广泛应用,最近十多年来,金融衍生工具(Derivative Instruments,亦被称为金融衍生品)不断翻新,在国际金融市场上得到了空前发展。金融衍生工具以其具有的价值发现、套期保值和风险投资功能,以及特有的杠杆特性,得到各国投资机构的青睐。我国资本市场发展过程中如何利用好这一金融创新工具,完善市场体系,建立市场运行规则,参与国际竞争,是我们迫切需要研究解决的问题。改革开放以后,我国的资本市场从无到有,发展迅速,但是在国际竞争舞台上,我们并没有多少优势。我们面临着多重的竞争压力,一方面我们没有开办金融衍生工具市场与交易的现实经验,另一方面我们的金融人才严重匮乏,在运用现代金融科技手段上还缺乏核心的技术和足够的能力,再一方面我们的现货市场规模与质量与金融衍生品市场的建立与发展还不相适应,制度供给包括法律规则的供给

显然不足。从宏观环境上看,我国资本市场的进一步发展仍然需要各方面的支持与配合。有人说,金融衍生品是资本市场的现代工具,威力和影响相当于核武器,其开发和利用都存在着相当大的风险和难度。我们研究金融衍生工具及其法律规制,无异于研究自然科学的高精尖产品,无异于攻克现代科学的难关。

我国发展金融衍生品市场,面临着双重创新的任务:一是金融衍生品的创新,二是金融衍生品法律规制的创新。通常情况下,金融衍生品的创新是金融专家的事,但也不尽然,因为金融衍生品绝大多数是一种合约,合约内容的设计就是法律的问题。因此金融衍生品的开发设计也需要法律专家的参与。没有法律专家的参与,金融衍生品的产出是不可思议的。在金融衍生品已经设计好的情况下,它如何进入市场、进入什么样的市场并进行交易、谁可以参与交易、交易时应当遵循的规则是什么、参与主体如何自律、市场如何防范交易的风险、政府如何实施对金融衍生品交易市场的监管等,这些都是法律规制的问题,都是我们法律专家需要参与和积极研究的。由于我国的金融衍生品市场还没有真正建立起来,零散的交易及其规则还存在众多的缺陷。上述法律规制问题的解决,除了法律专家也需要其他各学科专家的合作才能完成。前面已经提到,研究金融衍生品及其法律规制是一项非常尖端而困难的研究任务,仅有法律专家参与是不够的,它需要综合运用众多学科的研究成果,这是一个系统工程,因而没有各学科专家的参与,金融衍生品的法律规制也是不可思议的。

我国金融衍生工具法律规制的创新点主要包括以下几个方面:

第一,立法形式问题。金融衍生工具的交易涉及众多的法律问题,如证券法、合同法、会计法、税法、期货法和商业银行法等。但在金融衍生品交易的法律依据与适用方面如何协调则是一个问题。证券法虽然可以规制证券衍生品,但不能规制非证券衍生品;期货法主要调整商品期货,它不能完全调整金融衍生品这种特殊商品;合同法可以作为设计金融衍生品的主要依据,但它又不能提供金融衍生品交易的程序和规则。因此,是否要对金融衍生品及其交易专门进行立法,就很自然地被提上议事日程。我们认为,应当制定《金融衍生品交易法》,在条件不成熟时可以先由国务院制定并颁布《金融衍生品交易条例》,实施一段时间后再行立法。

第二,建立市场问题。从国际经验来看,金融衍生品有场内和场外交

易。场外交易的法律规制重点解决金融衍生品合约的设计问题。场内交易首先要解决在什么市场交易。目前我国已建有证券交易所、期货交易所以及外汇交易中心,金融衍生品是进入证券交易所交易还是进入期货交易所交易,抑或进入外汇交易中心交易?业界意见分歧很大。我们认为,考虑这个问题的原则不应单纯是利益平衡,更重要的是要考虑便于交易以及交易的结算,有利于充分利用资源及节约成本,有利于交易风险的监管。从目前可能的条件来看,适宜建立统一的金融衍生品交易所。这样做大体符合上述原则,也便于统一集中管理,适用统一的法律规则。在理论上分析,金融衍生品可以集中于一个交易所交易,也可以分散于不同的交易所交易。西方国家的实践也是如此。但各个国家的选择都是由一定的历史条件和背景所决定的,很难说哪一种选择是最理想的。即使是集中于一个交易所交易,也不排除个别金融衍生品或类别金融衍生品在金融衍生品交易所以外的交易场所进行交易。

第三,市场进入问题。我国证券交易所、期货交易所参与的主体众多,有机构投资者,也有大量的个人投资者,既有国内的投资者,也有国外的投资者,当然对他们进入市场的资格都有某种限制。在金融衍生品交易所参与交易的主体要不要作出资格限定,以及作出怎样的限定是需要认真研究的。我们认为,进入市场的基本要求是具有交易的能力和自律的能力。所谓交易的能力,是指参与主体具有相当的资本实力;所谓自律的能力,是指在交易过程中交易主体自我控制风险的能力。就这两点来讲,我们认为,进入金融衍生品交易所交易的主体限定应比进入证券交易所及期货交易所交易的主体更为严格。这是由衍生品交易的巨大风险所决定的。目前开放金融衍生品交易市场主要应当针对机构投资者,同时对机构投资者的资本金要有相当规模的要求,对机构投资者的经营管理人员也要有严格的资格限定。在条件成熟时逐渐放开对交易主体的限定,直至对个人开放。

第四,交易规则及对交易风险的控制。我国有证券交易和期货交易的现成规则,这些规则与金融衍生品交易的规则在许多方面是相同的。但我们要重点研究金融衍生品交易的特殊规则,即与现成证券交易和期货交易规则所不同的规则。在法律方面,重点是考虑健全禁止操纵市场、内幕交易和虚假信息披露的规则。为了控制交易风险,应对交易主体实行严格的报告制度,交易所监管与政府监管的重点是检查交易主体交易的能力和报

告内容的真实性。同时对交易结算的风险要严格控制,防止交易主体的结算风险。另外,应当建立风险准备金制度,在市场发生意外损失时,能够通过风险补偿机制及时得以解决。

最后是监管体制与法律责任问题。金融衍生品的交易管理涉及多个主管部门,金融衍生品的交易是否也是由多个主管部门实行监管呢?这是一个问题。考虑到多个市场互相关联以及联动运作,我们设想,金融衍生品交易所的监管应以中国证监会监管为主,其他相关部门如商务部、银监会等监管为辅。在交易所自律监管方面,立法应当赋予交易所更大的自律监管权力。对于金融衍生品交易过程中所产生的法律责任也应当由法律明确加以规定。交易主体丧失支付能力,在不能通过风险补偿机制补偿的情况下,应当依法破产。经营管理人员破坏交易规则,扰乱市场交易秩序,应当受到法律的严惩。

我们面临着如此多的法律规制创新,也面临着众多的市场新问题的挑战。关于金融衍生品法律规制的研究,我们期望有更多的学者来积极参与。

华东政法大学 顾功耘

2007年4月15日

目 录

► 金融衍生工具法律规制问题研究报告

金融衍生工具的法律规制问题	课题组	(1)
一、导论:研究范围的界定		(1)
二、金融衍生工具的法律属性及我国的发展路径选择		(6)
三、我国发展金融衍生工具的历史回溯——以“三二七国债事件”为中心		(20)
四、金融衍生工具品种上市机制的法律问题		(28)
五、市场监管——金融衍生工具法律规制的核心		(36)
六、金融衍生品市场的国际监管合作		(54)
七、金融衍生工具法律制度体系的现状与重构		(58)

► 金融衍生工具法律规制的基本问题

金融衍生工具法律问题探讨	许凌艳	(65)
中国引进和发展金融衍生工具的必要性及其条件分析	张长起	(76)
金融衍生产品市场法律规制中的投资者权益保护	宋一欣	(82)
关于股指期货法律问题的研究与思考	曹 越 祁国中	(89)
中航油事件的法律思考	杨宏芹 胡茂刚	(95)

► 金融衍生工具上市机制的法律问题

衍生品上市机制研究	邱晓琛	(105)
金融衍生工具市场准入法律问题	王 丹	(112)

► 金融衍生工具交易的法律问题

期货经纪法律性质刍议	于永峰	(121)
------------------	-----	-------

期货交易委托代理关系的性质分析	姚掌宏	(128)
浅议 ISDA 协议实施中的若干问题	张泽平 王 亮	(134)
多种期权贷款(MOF)及其法律问题	刘胜题	(141)
我国利率市场化背景下的利率互换	殷 洁	(149)
对金融衍生工具课税的法律解析和实证分析	丛中笑	(155)
上海证券交易所标准券回购制度研究	范中超	(164)

► 金融衍生工具监管的法律问题

构建我国股指期货法律监管机制的思考	周霞琴	(184)
金融衍生工具市场监管的主体分析	魏 静	(194)
论期货市场的法律监管	胡茂刚	(201)
我国金融衍生工具风险法律监管制度之构建	唐 波 莫暕华	(227)
国际金融衍生证券监管法的基本原则初探	杨宏芹 洪治纲 李 霞	(246)
期货市场保证金监管的危机与对策评述	贺大伟 刘云川	(253)

金融衍生工具的法律规制问题

课题组*

一、导论:研究范围的界定

(一) 课题研究的背景和意义

17 世纪上半叶荷兰郁金香球茎期权首开衍生交易之先河,但真正的金融衍生工具(亦称金融衍生品)却产生于 20 世纪 70 年代,发展于 80 年代,盛行于 90 年代。1997 年度诺贝尔经济学奖颁给了罗伯特·默顿(Robert C. Merton)和迈伦·斯科尔斯(Myron S. Scholes),因为他们找到了期权定价的新方法,为其他金融衍生工具的定价奠定了坚实的基础。美国《金融时报》将 20 世纪 90 年代称为金融衍生工具的年代。金融衍生工具的基本经济功能是转移风险和价格发现,运用得当则有助于促进金融市场的稳定和发展,加速经济信息的传递、资源的合理配置和资金的有效流动,增强国家金融宏观调控的能力。然而衍生工具具有高风险性、强杠杆性和虚拟性等特点,十分容易放大风险,具有很强的市场投机性,而且衍生工具的出现使货币供求机制变得十分复杂,在一定程度上削弱了央行对货币的控制能力。20 世纪 90 年代以来,全球几乎每一场金融风暴都与金融衍生工具联系在一起。诺贝尔经济学奖获得者阿莱斯(Maurice Allais)甚至将金融衍生工具的急剧膨胀称为“发疯”。而对于金融衍生工具的复杂性,1994 年 3 月 7 日《财富》杂志用这样的话进行形容:“有如沼泽中的鳄鱼,衍生工

* 课题组负责人:顾功耘;成员:罗培新、刘哲昕、陈欣、熊玉莲、刘梦麟、井涛、刘伟、唐波、卢文道、雷晓冰、丁传斌。

具潜伏在全球财经界。甚多美国的大公司与衍生工具拉上了关系,但是包括这些大公司总裁在内的人士对这些衍生工具却是一知半解”;“对一贯精通财经的专业人员来说,有几句话可以略作安慰:如果你不能摸透衍生工具的来龙去脉,不必沮丧,因为你大部分的同僚,包括最高层的人士,也同样对衍生工具感到迷惘。”

对于我国而言,东南亚金融危机和“三二七国债事件”的巨大破坏力,使得我们对金融衍生工具的负面影响有着深刻的印象。但通过分析近年来在金融衍生品市场出现的一系列重大亏损事件,人们得出的结论是:所谓的风险主要来自人为因素,即监管制度和交易规则的缺陷或决策失误,而不在衍生工具本身。衍生工具仍是规避风险的有效方法,问题在于必须强化管理,健全有关法规。加入WTO后,中国金融市场得到快速发展,开放势头已经不可逆转,这使得国际投资者纷纷看好中国金融市场。然而,缺乏衍生工具使外资无法对现货市场的金融资产实施有效的风险管理,这在很大程度上影响了我国金融市场的进一步发展。近年来,由于在境外资本市场上市的中国企业逐渐增多以及境外投资者对中国投资的需求增加,出于风险管理的市场需要和其他方面的考虑,境外机构开始推出以中国公司为基础的指数期货和期权品种。这些境外交易所推出有关中国概念的金融衍生品,不仅会增加我国国内金融衍生品市场发展的难度,也可能对我国金融竞争力带来一定的影响。比如,美国芝加哥期权交易所(CBOE)于2004年10月推出中国指数期货(CX.CBOE)。该期货的标的指数由在纽约股票交易所、NASDAQ和美国证券交易所等市场上市的16家中国公司构成。香港交易所及清算所公司(HKEx)也于2003年12月8日推出H股指数期货,并于2004年6月14日推出H股指数期权,其交易标的为恒生指数公司编制的市值加权的恒生中国国企指数。甚至连文莱国际交易所(IBX)也拟推出“中国统一指数”股指期货,新加坡也拟设立以中国A股指数为标的的股指期货。^①这些境外机构开办有关的金融衍生品,不仅会造成我国金融资源的流失和资本的外流,还会削弱我国的金融竞争力,甚至可能导致我国金融资产定价权的丧失,从而对金融安全带来影响。

发展金融衍生工具已经成为我国金融市场发展的现实要求。对于当前我国金融市场而言,关键在于认真研究,健全法规,合理选择品种有序发展,同时加强监管,避免过度投机,达到趋利而避害的目的。根据我国2005年修订后的《证券法》的规定,证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照该法的原则规

^① 参见叶永刚、宋凌峰、彭红枫:《境外机构推出中国概念金融衍生品的现状、影响和对策》,载《期货时报》2005年5月11日。

定。这为我国发展金融衍生工具提供了一定的制度通道。证券法没有直接规定金融衍生工具的具体管理办法,从某种意义上讲,也是我国金融界对发展金融衍生工具依旧缺乏制度性研究的表现。由此可见,从法律规范意义上加强金融衍生工具法律规制问题的研究,立足现实情况设计我国金融衍生品市场发展的可行性路径和制度框架,对于我国将来建立完善的金融衍生工具风险控制机制、促进金融市场的进一步发展,具有十分重要的现实意义和迫切性。2005年9月,在由芝加哥商业交易所、上海期货交易所、上海证券交易所联合主办的“中国金融衍生品论坛”上,来自政府部门、国内外知名金融机构以及金融领域专家学者齐聚上海,为我国的金融期货等衍生产品市场的发展出谋献策。在论坛的闭幕式上,全国人大常委会副委员长成思危在发言中强调,发展我国衍生品市场,已经不是讨论要不要的问题,而是如何发展的问题。

(二) 既有相关研究成果概述

然而,从目前国内外的研究现状来看,对金融衍生工具问题的系统性研究并不多,进行法学、经济学跨学科研究的成果更是十分稀少。从总体上说,经济学的相关研究成果相对丰富,法学的研究比较薄弱。而这些为数不多的法律研究成果主要也是对产品功能的介绍,整体的法律制度设计相对较少。

在国外,法学领域有关金融衍生品交易及其监管的论著主要有 Philip McBride Johnson 于 2004 年出版的《衍生品交易监管制度研究》,Simon Firth 于 2003 年出版的《衍生工具:法律和实践》,Rasiah Gengatharen 于 2001 年出版的《衍生品交易的法律规制及其监管》,Alistair Hundson 于 2000 年主编的《现代金融技术、衍生品及其法律制度》,Simon James 于 1999 年出版的《衍生品交易法律制度研究》等。这些论著或者区分不同国家,或者立足于金融衍生品交易的相关法律制度展开论述,其观点倾向于承认交易所、行业协会等自律组织的监管权限,政府监管机构应通过合理的激励机制敦促从业者遵守必要的规则、建立有效的风险内控机制,并在涉及重要监管事项或发生重大危机时介入市场。国内关于金融衍生工具法律问题研究的近期成果主要有:王前锋、张卫新在《政法论丛》2004 年第 12 期发表的《论金融衍生交易的法律性质》,认为金融衍生交易的法律性质是判断其合法性的关键。总体上,金融衍生交易具有射幸性质。但是,避险型的衍生交易具有保险的性质,为法律所保护;投机型的衍生交易则具有赌博的性质,不具有法律效力;葛敏、席月民在《法学杂志》2005 年第 2 期发表的《我国金融衍生品市场统一监管模式选择》,通过对实行统一监管模式的必要性以及结构和体系的分析,论述该种监管模式的比较优势,并就构建和完善我国金融衍生品市场监管法律制度提出了具体建议;2005 年 9 月 21 日《期货日报》刊

载的对南开大学法学院副教授、金融工程学博士韩良的访问——《中国衍生品发展面临的法律挑战》，则分析了传统民法对衍生品研究和立法存在的局限性，认为对于金融衍生工具这种高度发达的商事领域的事物，传统大陆法系的民法理论框架难以进行完全的解释，而应借鉴英美法系的许多基本理论；谭燕芝、蔡伟贤在《求索》2005年第4期发表的《发达国家金融衍生品市场监管模式比较与启示》，就发达国家金融衍生品市场的三种典型监管模式进行实证研究，从中总结出各国对该类市场进行有效监管的共同特征及手段，提出对我国金融衍生品市场监管的几点启示；《证券市场导报》2005年第9期发表的邱永红的《对我国证券交易所推出股指期货的法律分析》，分析了当前有关法律法规的具体规定，认为对于股指期货现行法并没有禁止性规定，建议在现有法律框架下，参照推出权证的做法，尽快在证券交易所推出股指期货，并在新修订的《证券法》颁布后，建议由国务院依照最新《证券法》的原则制定《证券衍生品品种发行和交易管理办法》；而唐波在《法学》2005年第12期发表的《交易所对金融衍生品市场的自律监管——兼评新修订的证券法相关规定》从《证券法》的修订出发，提出金融衍生品市场的自律监管应借鉴《证券法》的相关规定，同时还应进一步明确交易所的法律地位，扩大其职能范围，加强其作用力和影响力，从而更好地发挥交易所的自律监管优势。

在金融衍生工具制度研究的重要课题方面，近年来，上海证券交易所一直推动着此方面的研究。比如，2005年，上海中期期货经纪有限公司与国务院发展研究中心联合研究课题组承担了上证联合研究计划课题《发展交易所衍生品市场的环境与路径分析》。该报告在借鉴欧美成熟衍生品市场经验的基础上，对我国开展衍生品交易作了一个初步的探讨和论证，对我国交易所衍生产品交易选择适当的路径提出了见解。报告还通过比较分析的方法，考察了欧美与我国的经济环境、制度环境、市场发展水平的差异，以寻求最适合我国交易所金融衍生品发展的制度环境与策略选择。而由上海证券交易所陆文山等组成的权证法律课题组则完成了《权证产品设计中的法律问题研究》应用课题（被转载于《中国人民大学复印资料·经济法劳动法》2005年第10期）。在法律著作方面，主要有宁敏于2002年出版的《国际金融衍生交易法律问题研究》，王文字于2003年出版的《新金融法》等。

全国人大常委会副委员长成思危曾经强调，发展中国衍生品市场要不断地进行创新，既需要制度创新，也需要技术创新。从当前来看，制度创新更加重要。我国的《期货交易管理暂行条例》、《证券法》等的修订应尽可能考虑到将来金融衍生品市场发展的需要。依成思危副委员长个人观点，更希望能够制定《期货法》，甚至是制定《金融创新促进法》。不久前《证券法》修正案已经通过，中国的

金融衍生工具法律制度破茧在即。

(三) 研究范围和研究方法

作为金融合约的一种,金融衍生工具的范围十分广泛,不仅包括基本的种类如远期、期货、掉期(互换)和期权,还包括具有远期、期货、掉期(互换)和期权中一种或多种特征的结构化金融工具。为了更加有效和深入开展研究,本课题有必要对研究范围进行一定的界定。

从法律性质上讲,金融衍生工具都是一种契约。根据衍生工具交易实践的划分方法,金融衍生品交易可分为场内交易和场外交易。两者的区别主要体现在契约的标准化与否。一般而言,非标准化的金融衍生工具主要是在集中的交易场所之外进行交易,如互换和掉期;标准化的金融衍生工具则主要在集中交易场所内进行交易。而对于标准化的金融衍生工具,按是否须经发行的程序,又可以分为发行类衍生工具和非发行类衍生工具。发行类衍生工具实际上已经将标准化的契约转化为一种标准证券,如我国证券市场目前已经推出的权证、可转换债券等;非发行类衍生工具则表现为一种标准合约,在形式上与场内商品期货合约相似,如我国目前正在大力研究并紧锣密鼓拟推出的股指期货等衍生产品。

在本课题中,我们将研究的重点放在标准化衍生工具,即场内衍生工具(包含发行类衍生工具和非发行类衍生工具)。而论述过程则主要采用以下几种研究方法:第一,经济学与法学相结合的方法,以法学为主,着重于法律规制原理的分析,如金融衍生工具的风险控制与监管,以及法律规则、框架体系的构建等,但是有关交易结算等具体的操作性、技术性规则,因法律意味不强,本课题不予展开。第二,以中国现行法律理论工具为主要分析方法,即以大陆法系的法律理论为主,结合借鉴英美法系的法律理论。比如,在阐释金融衍生工具的法律属性时,即以大陆法系的法律分析范畴为工具,兼及英美法系国家的相关法律表述;第三,历史研究方法。金融衍生工具的发展具有极强的市场适应性,故而,本课题使用了较大的篇幅回溯了我国金融衍生工具发展的路径,对其沉淀出来的历史经验和教训详为考察,特别是对极具典型意义的“三二七国债事件”进行了全面的梳理和剖析。第四,比较研究的方法。本课题结合中国的实践及当前立法所面临的问题,借鉴了美国等金融衍生工具较为发达的市场监管经验和法律制度安排,力图提出一套符合国际惯例且切合中国现实国情的、相对稳妥而安全的法律解决方案。

二、金融衍生工具的法律属性及我国的发展路径选择

(一) 金融衍生工具的解读和分类

1. 金融衍生工具的一般解读

关于金融衍生工具,目前并未形成完全统一的内涵和外延的界定。通常而言,金融衍生工具泛指一切以一般金融产品为基础并由此衍生出来的投资工具。基础金融产品通常包括外汇买卖、股票和债券投资、房地产投资、借贷等金融工具。金融衍生工具则是在这些基础投资工具之上衍生出来的金融交易形式,是金融资产保值、投机及防范金融危机等的结果。

白钦先主编的《各国衍生金融市场监管比较研究》一书,对金融衍生工具定义如下:又称衍生金融产品,是指从基础性金融工具派生出来,其价格取决于基础性金融工具价格的创新性金融合约,这种合约对交易双方在将来的某个时候对某一既定资产(或其现金价值)的权利、义务作出明确的约束。^①

对于金融衍生工具,一种官方的解读来自经济合作与发展组织(OECD)。它认为,“一般来说,衍生交易是一份双边合约或支付交换协议,它们的价值是从基本的资产或某种基础性的利率或指数上衍生出来的。今天,衍生交易所依赖的基础包括利率、汇率、商品、股票及其他指数”;“衍生品也还被用来包括具有上述衍生性,或包含了选择权的债务工具以及拆散其他工具,如本金与利息收入而创造出来的债务工具”^②。

国际清算银行巴塞尔委员会和国际证监会组织在1994年《衍生产品风险管理准则》中对金融衍生产品的定义为:“广义而言,金融衍生产品是一种金融协议,其价值取决于一种或多种基础资产或指数的价值。”^③

我国银监会在2004年2月颁布的《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》借鉴了巴塞尔委员会的做法,对金融衍生产品采用最原则的定义,即衍生产品是一种金融合约,其价值取决于一种或多种基础资产或指数,合约的基本种类包括远期、期货、掉期(互换)和期权。衍生产品还包括具有远期、期货、掉期(互换)和期权中一种或多种特征的结构化金融工具。这就从内涵与外延两个方面

① 参见郑振龙、张雯:《各国衍生金融市场监管比较研究》,中国金融出版社2003年版,第1页。

② OECD, Glossary of Statistical Terms—Derivative Instrument, <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=601>.

③ Basle Committee & IOSCO, Risk Management Guidelines for Derivatives, <http://www.bis.org/publ/bcbsec211.pdf>.

对金融衍生工具作了很好的诠释。

2. 金融衍生工具的一般分类

(1) 按照金融衍生工具的标的资产分类

按照金融衍生工具赖以生存的相关资产即标的资产,可以将金融衍生工具分为汇率衍生工具、利率衍生工具、指数衍生工具、股票衍生工具。汇率衍生工具包括远期外汇合约、外汇期货、外汇期权、货币互换;利率衍生工具包括短期利率期货与期权、长期利率期货与期权、利率互换、互换期权、远期利率协议等;指数衍生工具包括各种股票指数期货与期权、商品指数与基金指数期货与期权;股票衍生工具包括个股期货、个股期权及其变种或复合品。

(2) 按照金融衍生工具自身交易方法分类

按金融衍生工具自身交易方法,金融衍生工具又可分为四类:远期、期货、期权和互换。其中,远期合约是基础,其他衍生品可以认为是远期合约的延伸或变形,而另一些更为复杂的金融工具则是由以上四者组合而成。

A. 远期

远期合约,即买卖双方分别许诺在将来某一特定时间购买或提供某种商品的协议。远期合约的特征在于,虽然实物交割在未来进行,但交割价格的决定遵循这样的原则:在合约签订时,合约的价值对双方来说均为零。在合约订立一直到合约到期这段时间内合约的价值不一定为零。在合约到期日,合约多方的净价值等于被交易商品的市场现货价格减去合约中规定的交割价格。这是因为,此时,多方有义务以交割价格买入,同时,他又可以按现货价格在市场上卖出。同理,合约空方的净价值等于交割价格减去市场现货价格。合约的价值可正可负,但是,统一合约产生的净损益(即多方与空方价值之和)始终为零。由于签订远期合约无须支付其他费用,因此,合约的价值就是合约产生的净损益。

远期合约的空方承担了在合约到期日向多方提供合约标的物的义务,但是,卖方并不一定需要现时就拥有这种商品,相反,他可以在合约到期日,以合理的价格从现货市场上购买合约物品来履行合约,或者在合约到期前就在二级市场上出售这份合约,从而免去实物交割义务。然而,远期市场的缺点在于,合约的条款是针对某一具体的买卖而订立的,很难找到第三者正好愿意接受合约中的条件,因此其二级市场不发达。金融远期合约主要有远期利率协议、远期外汇合约和远期股票合约等。

B. 期货

与远期合约一样,期货合约也是买卖双方就未来以某种价格交易某种商品或资产而签订的协议。然而,与远期交易不同的是,期货合约是一种标准化的远

期货交易方式。在期货合约中,交易的品种、规格、数量、期限、交割地点等,都已经标准化,唯一可变的的就是价格。这样,合约的流动性大大加强。另一方面,虽然期货合约双方分别承诺了在到期日供货和付款,但只有不到5%的合约最终进行实物交割,大多数交易者在此之前就通过购买一份内容相同、方向相反的合约来对冲而避免实物交割。金融期货主要有国债期货和股指期货。

C. 期权

与远期和期货合约持有人承担了到期交割的义务不同,期权给予持有人一种选择权,即在合约到期日选择是否执行合约内容的权利,而非强制性义务。期权合约大致有两类:看涨期权和看跌期权。前者给予合约持有人在约定时间以约定的价格购买合约约定的资产的权利,而后者给予合约持有人以约定价格出售的权利。合约中的约定价格称为协定价或执行价。目前,期权主要有美式期权和欧式期权。美式期权可在合约到期前任何一天执行,而欧式期权则只能在到期日当日执行。虽然欧式期权要比美式期权容易操作,但目前世界各地的交易所中,美式期权已占期权交易的一大半。

期权的基本特征在于:它给予合约持有人的是一种权利而非义务,这一点使期权有别于远期和期货合约。正是期权的这一优越性使期权合约的投资者必须支付一定的权利金购买期权合约。之后,无论期权合约是被执行还是放弃,权利金都不退还,因此,权利金被看做期权的价格。金融期权分为现货期权和期货期权,现货期权包括利率期权、货币期权、股指期货期权和股票期权;期货期权包括利率期货期权、外汇期货期权和股指期货期权。

D. 互换

互换是利用互换双方在不同金融市场上所拥有的优势,按照市场行情订立合约,在一定时期内双方就金融债券或债务进行互相交换。互换能够消除、减少或预防国际金融风险,增强金融资产的流动性及提高有关国际金融市场投资活动的收益率等。

互换主要有货币互换和利率互换。货币互换交易的进行,首先需要存在两个在期限和数值上具有共同利益且货币需求相反的交易者,通常是就一定数量的资本以及在此基础上产生的利息支付义务进行相互交换。而在利率互换中,则涉及一个浮动利率(或固定利率)的负债或债券与另一个固定利率(或浮动利率)的资本额间的互换。

(3) 按照交易场所的不同分类

按交易场所的不同,可分为场内交易金融衍生工具(又称交易所交易金融衍生工具)和场外交易金融衍生工具(又称柜台交易金融衍生工具)。

场内交易指所有交易都集中在交易所进行,其特点是:交易参加者要交付保