



2016年·华东政法大学博士精品文库

场外衍生品市场法律监管制度研究

鲍晓晔 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA



2016年·华东政法大学博士精品文库

场外衍生品市场法律监管制度研究

鲍晓晔 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

场外衍生品市场法律监管制度研究 / 鲍晓晔著. —北京: 法律出版社, 2016. 6

ISBN 978 - 7 - 5118 - 9695 - 7

I. ①场… II. ①鲍… III. ①金融衍生产品—金融市场—监管制度—研究—中国 IV. ①D922. 280. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 152709 号

©法律出版社·中国

责任编辑/刘琳

装帧设计/凌点工作室

出版/法律出版社

编辑统筹/法律教育出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京玺诚印务有限公司

责任印制/沙磊

开本/A5

印张/11 字数/299千

版本/2016年6月第1版

印次/2016年6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 - 9695 - 7

定价:30.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

华东政法大学博士精品文库

编 委 会

主 任

叶 青

副主任

应培礼 顾功耘 刘晓红 林燕萍 唐 波

委 员

(以姓名拼音为序)

陈金钊 程金华 丁绍宽 董保华 杜志淳
范玉吉 高富平 龚汝富 何 敏 何益忠
黄武双 李秀清 刘宁元 刘宪权 马长山
屈文生 孙万怀 童之伟 王 戎 王月明
吴 弘 杨正鸣 易益典 张明军 赵劲松

总 序

我们组织“华政博士精品文库”丛书,每年遴选若干部优秀博士学位论文出版,以期助推博士生学术发展,鼓励博士生精心治学。我们希望“华政博士精品文库”能够像一川清流,如一缕烛光,展现新时期学术青年的深思与创造,为我国的法学研究和法治实践事业注入自己的理想与力量!可以说,文库的每一本著作都满含着博士们的追求、志向与期望。这种志气和期望,体现着青年学子对我们国家法治建设的期许和信心,是博士们品德修养和科研底蕴的展现。他们将这种底蕴和情怀幻化为一种博大的向往,包含着对法治和真理的不懈追求,并将其内化为一种既定的生活方式。正如彼得·德恩里科所说:“每个人都有一个博大的襟怀:通过法治来构建并维系一个和谐社会,通过彼此努力和共同参与来解决社会冲突。这不仅是我们的襟怀,也是我们寻求的生活方式”。

——摘自《2014年·华东政法大学
博士精品文库》总序

目 录

导 言 / 1

- 一、选题背景 / 1
- 二、研究意义 / 2
- 三、文献综述 / 5
- 四、研究思路与方法 / 17
- 五、创新之处 / 19

第一章 场外衍生品市场法律监管的现实需求 / 21

第一节 场外衍生品市场发展的合理性——历史、现状及趋势 / 21

- 一、历史：因个性化避险需求而产生 / 21
- 二、现状：场外衍生品市场与场内市场的分化 / 25
- 三、趋势：场外市场与场内市场的界限趋于模糊 / 29

第二节 场外衍生品市场法律监管的必要性——风险性与风险事件 / 31

- 一、场外衍生品的风险特质 / 31
- 二、国际场外衍生品市场风险事件频发 / 40

第三节 我国场外衍生品市场及对法律监管的需求分析 / 43

- 一、监管立法与金融创新间激励不相容 / 43

2 目 录

- 二、跨境跨市交易导致监管权力之争 / 50
- 三、信息不对称下全面行为监管之需求 / 53
- 四、风险集中要求更加审慎的机构监管 / 57

本章小结 / 58

第二章 场外衍生品市场法律监管的基础理论 / 61

第一节 场外衍生品市场法律监管的经济学与法学理论基础 / 61

- 一、经济学基础:公共利益理论的应用与超越 / 61
- 二、法学基础:从民法到市场监管法 / 66

第二节 场外衍生品市场法律监管的基本原则 / 71

- 一、国际组织与场外衍生品市场相关的法律监管原则 / 71
- 二、我国场外衍生品市场法律监管的基本原则 / 75

本章小结 / 84

第三章 场外衍生品市场的监管模式与监管机构 / 86

第一节 我国场外衍生品市场监管模式与监管机构现状及困境 / 86

- 一、政府监管的局限:自上而下发展难以体现市场需求 / 86
- 二、多头监管的困境:银行业与证券业监管权力之争 / 89
- 三、涉外监管的空白:“走出去”和“请进来”带来的监管挑战 / 95

第二节 发达资本市场场外衍生品监管模式的借鉴研究 / 98

- 一、美国:混合监管 / 98
- 二、英国:“准双峰”模式下的统一监管 / 107
- 三、新加坡:典型的统一监管 / 112
- 四、中国香港特区:机构为主、功能为辅的监管三层架构 / 114
- 五、四地监管模式比较小结 / 117

第三节 我国场外衍生品市场监管模式的完善 / 121

- 一、在政府监管基础上逐步健全自律监管体系 / 121
- 二、向功能为主、机构为辅的多头监管模式转变 / 123
- 三、域外监管的协调与合作机制 / 128

本章小结 / 132

第四章 场外衍生品市场的行为监管 / 134

第一节 中央对手方结算制度 / 134

- 一、现实意义:场外衍生品的风险管家 / 134
- 二、全球发展:次贷危机后发达资本市场的发展趋势 / 141
- 三、中央对手方结算制度的多维度审慎监管 / 149
- 四、中央对手方结算制度的多层次风险控制 / 153
- 五、我国中央对手方结算制度的构建与完善——上海清算所之创新实践与启示 / 157

第二节 履约保障法律制度 / 165

- 一、场外衍生品履约保障法律制度的逻辑基础与价值取向 / 165
- 二、ISDA 主协议及其信用支持附件确立的履约保障安排 / 169
- 三、我国场外衍生品履约保障法律制度的完善——NAFMII 履约保障文件与现行法律的兼容与调整 / 178

第三节 信息报告与交易报告库制度 / 187

- 一、信息报告与交易报告库制度的积极意义以及主要资本市场的立法改革动向 / 187
- 二、基础:数据信息的标准化发展 / 196
- 三、标准:信息报告、汇总与公开制度 / 199
- 四、设施:交易报告库的建立与标准设定——以 DTCCGTR 为例 / 207
- 五、我国场外衍生品市场信息报告制度的规则梳理与制度完善 / 213

第四节 适当性规则在场外衍生品领域中的应用 / 219

- 一、适当性规则在场外衍生品领域中应用的必要性——以香港雷曼迷你债券风波与 KODA 事件为例 / 219
- 二、适当性规则的前提基础——客户分类 / 234
- 三、适当性规则的核心义务——风险揭示 / 246

4 目 录

四、适当性规则的制度保障——法律责任 / 252

五、我国场外衍生品交易适当性规则的设计构想 / 255

本章小结 / 263

第五章 场外衍生品市场的机构监管 / 265

第一节 对交易商及主要参与者的审慎监管 / 265

一、从“伦敦鲸”事件看加强交易商审慎监管的制度需求 / 265

二、基于风险控制的多层次交易主体监管——《多德 - 弗兰克法案》之借鉴 / 268

三、反思与借鉴：我国场外衍生品交易商监管的制度完善 / 281

第二节 对中央对手方的法律监管 / 288

一、中央对手方的内生利益冲突和外部竞争压力 / 289

二、中央对手方的内部公司治理与决策制衡 / 291

三、中央对手方的外部政府监管与准入退出机制 / 301

四、我国场外衍生品中央对手方监管的完善 / 309

本章小结 / 315

结 论 / 317

参考文献 / 319

后 记 / 342

导 言

一、选题背景

在 2008 年美国次贷危机中,信用违约互换、抵押贷款证券等场外金融衍生工具扮演了重要角色。那些此前深度参与信用违约互换交易的大型金融机构如雷曼兄弟、美林银行、AIG 等陷入财务困境,或破产倒闭、被兼并收购,或由政府被迫出手援助,造成市场恐慌和混乱。次贷危机以来,华尔街衍生品交易亏损事件更是接连不断:摩根士丹利由于在次级贷款和相关风险敞口上亏损达 94 亿美元,瑞信参与未批准交易损失 23 亿美元等。2012 年 5 月,摩根大通银行投资复杂衍生品交易产生巨额亏损,更是引起了业界震动,该事件被认为可能加速了美国监管机构对“沃尔克规则”的推进实施。我国一些大型企业如中航油、中信泰富、国航、东航等也在 2008 年至 2009 年间因投资场外衍生品损失惨重。

场外衍生品不仅让一些大型企业和金融机构遭受巨额亏损甚至破产倒闭,在亚洲地区更使一些个人投资者倾家荡产。2008 年,中国香港地区和

新加坡的投资者购买的雷曼迷你债券因雷曼兄弟公司倒闭而导致提前赎回,赎回金仅为本金的一部分甚至可能是零。2009年中国内地投资者投资的KODA产品也使投资者遭受高达百千万的巨额损失。金融危机发生之后,人们纷纷谴责场外衍生品市场监管不力,甚至认为场外衍生品是金融危机的始作俑者。

根据交易场所的不同,可以分为场内衍生品(即交易所内交易的衍生品)和场外衍生品(即交易所外交易的衍生品)。在交易所内交易的衍生品市场监管已经形成了一套较成熟的监管标准和制度,而场外衍生品市场监管正处在一个改革变化过程中。2008年金融危机爆发后,场外衍生品市场的下跌幅度远远大于场内市场。但随着全球经济的逐步复苏,场外衍生品名义交易量开始回升,2011年7月更是出现706.88万亿美元的历史新高,总体而言已经呈现回暖迹象。2012年12月的全球场外衍生品名义交易量比全球国民生产总值高了近八倍。场外衍生品市场迅猛发展和巨额交易量从一定程度上反映出了市场对场外衍生品的内在需求。场外产品的个性化设计和高度灵活性更具竞争优势,尤其在风险管理业务中的需求巨大。但与场外衍生品市场惊人的交易量形成鲜明对比的是,各国关于场外衍生品交易的立法和监管制度却相对滞后或缺位。

二、研究意义

场外衍生品由多种权利和资产衍生而成,是一种看不见摸不着的“无形商品”,具有非标准化、射幸性、高杠杆比率、国际性等特征。场外衍生品借助一套自成体系的风险定价和风险转移机制,将风险在金融市场中的重新配置,转嫁给其他市场主体。在管理风险创造财富的同时,也隐藏着不同程度的风险,并通过杠杆率将风险成倍放大。场外衍生品市场存在不完全竞争、信息不对称、外部性、公共产品等因素,会导致市场缺乏效率。仅仅依靠市场这只“看不见的手”来自动调节经济运行和资源配置无法达到帕累托最优。

历史上,金融市场发生过许多由衍生品导致的巨大亏损事件。早在17世纪初期,荷兰就因为郁金香泡沫事件令许多人倾家荡产。近年

来,随着场外衍生品的不断推陈出新和日益广泛的使用,由场外衍生品引发的风险事件频发,其结果使一个大型企业、一个行业甚至国家乃至全球金融和经济遭受巨大损失和影响。从宝洁公司巨亏、奥兰治县破产、长期资本管理公司倒闭,到2008年次贷危机、我国多家央企投资境外衍生品巨额损失等,无一不受到场外衍生品的影响。在次贷危机发生之后,世界各国和地区纷纷审查和反思监管法律制度,并已在G20峰会就场外衍生品市场监管改革达成共识,但不同资本市场的金融市场发展现状存在天壤之别,法律和制度土壤也不一样,是否适应于几近相同的监管法律制度仍存疑问。因此,研究场外衍生品市场法律监管具有现实意义。

目前,关于衍生品市场监管的理论研究主要集中于交易所市场,尤其以期货为研究对象的学术成果数量庞大。关于金融衍生品市场监管的理论成果相对比较丰富,但场外交易的金融衍生品往往仅作为其中一个章节,内容相对简单、不够深入和详尽。场内和场外衍生品在产品设计、产品品种、定价方法、主要风险、风险防范和监管体系等诸多方面存在较大差别,对以期货为主的场内衍生品市场监管的理论研究成果无法直接适用于场外市场。因此,场外衍生品市场必须建立起符合自身特点和需要的市场监管法律制度。针对场外衍生品市场应当如何进行监管的问题,存在两种截然相反的理论观点,即放松监管和从严监管。金融自由化理论认为,场外衍生品并不比场内产品带来更多风险,无需专门立法和新设机构进行监管,应对场外衍生品市场从松监管,通过行业自律和机构内部风险管理即可。而严格监管的理论基础认同金融不稳定假说,该理论赞成加强立法和行政执法,主张对场外衍生品市场进行必要限制。从各国历史发展与实践过程来看,场外衍生品市场现在已经不是“要”与“不要”监管的问题,而是如何监管好场外衍生品市场。市场监管应当符合市场发展的需要,两种理论都各有其合理性和局限性,不能简单地做出从松或从紧的结论。

由于场外交易的衍生品通常结构复杂、交易集中于几家大型金融机构,对于社会公众一直略带神秘色彩,理论与实务界的研究成果相对

较少。目前,专门针对场外衍生品交易合约进行研究的博士论文有3篇:宁敏的《国际金融衍生交易法律问题研究》(2002)对ISDA主协议进行逐条解析;汪泽的《论对场外衍生产品的法律规制——以ISDA文件为研究对象》(2006)主要介绍了ISDA主协议的合同条款;刘全雷的《金融衍生产品主协议在我国商业银行的应用研究——以ISDA与NAFMII主协议为框架》(2011)主要研究了两份主协议在我国商业银行应用过程中遇到的相关法律问题。专门针对场外衍生品履约保障机制的博士论文有1篇:王娇莺的《场外金融衍生交易履约保障法律机制研究——以CSA与CCP为中心视角》(2013)以ISDA主协议下的信用支持附件、NAFMII履约保障文件以及中央对手方为主要研究对象。有关金融衍生产品市场监管的国内著作有2本:场外金融衍生产品市场监管问题研究课题组著的《场外金融衍生产品市场监管国际经验与中国实践》(2009)和唐波等著的《金融衍生品市场监管的法律规制》(2013)。但前述论文或著作大多还停留在对ISDA主协议的合同条款、终止净额结算、抵销、信用支持等制度的介绍,或仅对场外衍生品市场监管的一部分内容如信息披露规则、中央对手方自律监管作用、破产法“港全港”规则等方面展开研究。2008年次贷危机发生之后,以美国和英国金融监管改革新规为研究对象的国内著作和学术论文数量较多,其中就有涉及场外衍生品市场监管制度改革的内容,但一般篇幅有限,未深入展开讨论。国外和国际组织针对中央对手方结算制度和信息报告制度的学术论文数量较多,内容也相对全面。但在国内研究成果中一般都仅仅介绍了美国、英国或欧盟的一些制度改革措施,并未应用法学理论进行分析,在借鉴参考时也较为简单地搬抄发达资本市场的做法。

本书旨在对全球几大典型资本市场的场外衍生品市场监管制度进行比较研究,并重点考察次贷危机后美国、欧盟、英国、新加坡和中国香港的监管法律制度改革。从监管基础理论、监管模式、机构监管、行为监管几个方面着手充分展开讨论,进行较为系统、全面的研究,并相应对我国场外衍生品市场法律监管制度的建设与完善提出建议,具有一

定的理论价值。

三、文献综述

(一)有关金融衍生品市场监管的主要文献研究

有关金融衍生品市场总体监管制度的学术研究已经形成了大量的研究成果,主要包括:谭燕芝(2012)研究发现场外衍生品的契约不完全性导致市场失灵,认为国际金融衍生品交易治理机制应随着金融全球化和一体化的发展不断地向全球性多边治理收敛和演进。谢平、邹传雄(2010)从包括信用衍生品市场、金融监管的理论基础在内的九个角度综述了金融危机后全球主要金融监管当局关于金融监管改革的代表性文献。巴曙松、牛播坤等(2010)就全球金融衍生品发展现状、机构投资者、交易所竞争格局进行全面研究,并以金融风暴中的信用违约互换为例深入分析了场外衍生品与金融危机间的关联。吴建刚(2009)总结了近20年来中国场内和场外的衍生品市场发展概况,提出了2008年金融危机对中国发展衍生品的启示,并对中国衍生品市场未来发展提出了一系列建议。熊玉莲(2009)就金融衍生品法律监管制度的多方面进行研究,以英国和美国为主要分析视角。张世杰(2010)对中国台湾地区与大陆地区金融衍生品的监管结构、信息披露、交易文件、课税等法律问题进行比较研究。徐孟洲等(2008)为场外衍生品市场监管提供了法学理论基础。巴曙松(2007)提出金融衍生品市场监管须遵循三原则,即投资者保护、信息披露和统一规则。陈欣(2006)从国际法角度对衍生品的国际合约、各国监管体制和政府间监管合作进行了研究。阙波(2000)对金融衍生产品进行系统性的概括研究。不过,上述研究成果并不专门针对场外衍生品,或是以场内交易的金融衍生品为研究客体,或不对二者加以区分。

2008年次贷危机之后,多位专家学者专门针对美国《多德-弗兰克法案》进行深入研究,在这些成果中有部分监管制度改革涉及场外衍生品市场最新发展动向。其中代表性的著作有:伍巧芳(2013)对美国《多德-弗兰克法案》内容进行全面梳理,研究发现美国金融监管理念已从原先的放任自由向政府监管下的市场调节进行转变。刘士余

(2011)梳理了美国2010年《多德-弗兰法案》的立法条文内容,并专章介绍衍生品监管改革新规。

专门针对场外衍生品市场监管的理论著作主要有2部:唐波等(2013)对场外衍生品市场监管模式、信息披露、担保制度、与破产法关系等进行较为全面研究,指出场外衍生品市场应实施功能型监管,中央对手方具有自律监管功能,应加强信息披露,金融衍生品在破产法上的“特殊待遇”等观点。场外金融衍生产品市场监管问题研究课题组(2009)对部分发达国家和地区以及发展中国家的监管组织体系、监管内容、法律法规以及国际监管组织的监管手段、政策建议进行了梳理,详细介绍我国场外衍生品市场发展现状,并提出了我国场外金融衍生品市场监管的目标和原则。两部文献为本书提供了重要的理论基础,但由于场外衍生品市场发展速度快且正处于变革过程中,在场外衍生品市场法律监管中已出现了许多新举措,文献中有部分内容已与实际情况不符。BIS(2013)通过计量方法研究发现,次贷危机后全球场外衍生品市场实施的监管改革措施的收益大于成本。因此,基于全球最新改革动态,对场外衍生品市场的法律监管制度展开研究具有现实意义和参考价值。

以次贷危机后全球金融监管制度改革为研究对象的国内学术论文数量较多,其中就不乏专门研究场外衍生品市场监管制度新规的研究成果,主要有:斯文(2013)从场外衍生品市场的风险特征出发,分析金融危机以来发达国家和地区场外衍生品市场的监管改革措施。熊玉莲(2011)通过研究美国场外衍生品政府监管体制的历史演变发现,美国以证券和商品划分的传统监管导致场外金融衍生品交易面临法律的不确定,监管权异化为豁免权,根据次贷危机后的监管改革新规将使监管竞争走向合作演变。李智勇、刘任重(2009)介绍了场外衍生品市场监管国际通行的做法,并指出我国场外目前存在法规体系不完善、监管主体分散、行业自律欠缺、市场透明度低等问题。王旻(2008)提出场外金融衍生品交易监管的内容应包括资本制度、风险管理与内部控制、会计要求与信息披露、禁止欺诈等不当行为、客户保护这五个方面。国内

多位学者介绍了美国、英国或欧盟的一些制度改革措施,但一般由于篇幅有限,未应用法学理论展开深入讨论。

(二)有关金融监管模式的主要文献研究

有关金融监管模式的研究成果较为丰富,多以发达资本市场的金融监管模式为例进行比较研究,但不同时期的观点和不同学者的观点有所区别。

就统一监管和分业监管这两种模式的选择问题,大部分国内学者都更支持统一监管模式。通过研究得出统一监管具有比较优势的文献资料有:于永宁(2010)认为单一监管是金融监管模式中理念最为先进的一种制度。曹凤岐(2010)、高蕊(2009)、陈雨露、马勇(2008)等许多学者都指出统一监管模式是全球金融市场必然的发展趋势。熊玉莲(2009)通过研究美国政府主导下的多头监管与英国自律主导型的单一监管,指出金融衍生品监管具有统一化的趋势。葛敏、郑人玮(2005)分析了统一监管模式的结构、体系、实施基础和比较优势,建议我国应先成立监管协调委员会,并将向单一制监管组织机构过渡。葛敏、席月民(2005)也提出相似的论述。明确指出分业监管模式的弊端的文献有:伍巧芳(2013)研究指出美国双重多头监管体制存在缺陷,根据监管改革新规将从功能监管向全面审慎监管过渡。田中景、牟晓伟(2009)研究美国在2008年金融危机时的监管模式,认为多头监管容易导致监管盲区、难以协调。黄梅波、范修礼(2012)对中国、法国、英国、澳大利亚和美国五国的金融监管模式比较研究,分析发现金融市场混业发展使机构监管模式和功能监管模式都存在难以准确界定监管边界的问题,但同时黄梅波、范修礼也认为综合监管面临着监管机构过于庞大、内部协调难的问题。

国内外学者研究了决定采用分业监管或统一监管的影响因素,得出多种结论。Goodhart 和 Schoemaker(1993)提出金融监管模式的设计并没有一个普适性的方法,而是需要结合金融市场发展现状。Martinez 和 Rose(2003)通过对15个已经实施统一监管的发达和发展中国家调研发现,金融集团最有效监管和经济规模最大化是选择统一监管

的决定性因素。Masciandaro(2006)从经济、市场、法律、政治、地理、制度六个不同角度审视了金融监管模式的影响因素,发现中央银行参与金融监管的深度、一国经济规模和法律体系都对监管体制产生影响。董小君(2004)认为选择监管模式应重点考虑是否会降低监管成本、是否能提高监管效率、是否有助于保持金融稳定和是否会影响货币政策执行这四个基本因素。彭虹(2009)认为统一监管模式一般存在于银行业占主导资本市场规模较小或金融业务的交叉融合度较高的国家。刘晓星、卢菲(2012)通过对74个国家的数据资料进行实证研究表明,中央银行参与监管程度,国家经济规模,政府制定、执行和完善政策的能力对一国金融监管模式选择产生显著影响。可见,无论是分业监管抑或是统一监管都各有其利弊,并不存在某一个理想的监管模式,关键是根据本国现实国情、权衡利弊进行选择。

美国哈佛大学莫顿教授(Merton,1995)于1995年提出了功能型监管理论,该理论后在美国《1999年金融服务现代化法案》中以专章确认。我国国内学者在机构型监管和功能型监管方面的最新研究有:唐波等(2013)分析英美国家功能型监管模式的域外经验,并对我国场外市场功能型监管进行探讨。应展宇(2012)从历史发展角度研究了美国衍生品监管发展的5个阶段,目前已基本构建了一个“产品监管+机构监管”的混合监管架构,《多德-弗兰克法案》也并没有试图改变之前针对(包括场外在内)衍生品的监管机构架构,而是试图从克服信息不对称或提升透明度。廖凡、张怡(2012)重点研究了英国于2011年新确立的“准双峰”式监管模式。廖凡(2012)通过研究机构监管和功能监管,得出二者和而不同、相辅相成的结论。于永宁(2010)从博弈交易研究发现,机构监管与功能监管间不存在必然的替代关系。目前,有一些国家(如澳大利亚等)已经根据英国经济学家泰勒(Taylor,1995)提出的“双峰理论”采用目标型监管模式,该模式正逐渐成为世界各国改革热点方向。

但上述文献基本都着眼于英美发达国家,而对亚洲新兴市场的关注较少。G30(2008)对包括中国大陆、新加坡、中国香港等新兴市场在