

《包容性金融体制与宏观审慎监管》专辑

金融服务法评论

第三卷

主 办：中央财经大学金融服务法研究中心
中国证券法学研究会
北京市金融服务法学研究会
网络支持：金融服务法治网
(www.financialservicelaw.com.cn)

主 编：郭 锋
副 主 编：甘培忠 曾筱清
执行主编：邢会强

论金融服务法对金融法调整对象的新发展 / 曾筱清 马俊

金融法院（庭）比较研究 / 邢会强

“双峰”模式的回归 / 迈克尔·W.泰勒 文 康娅忱 刘晶 译

国际清算银行等《金融产品和服务零售销售中的客户适合性》 / 王辰鹏 译

加拿大《金融消费者管理法》 / 张亚男 译 王苑竹 审校

《金融消费者保护法》草案（建议稿）及说明 / 西北政法大学金融法研究中心“中国金融消费者保护立法研究”课题组



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

金融服务法评论

第三卷

主 办：中央财经大学金融服务法研究中心



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

金融服务法评论. 第3卷 / 郭锋主编. —北京: 法律出版社, 2012

ISBN 978 - 7 - 5118 - 2781 - 4

I. ①金… II. ①郭… III. ①金融法—研究—丛刊
IV. ①D912.280.4 - 55

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 234597 号

金融服务法评论(第3卷)

郭 锋 主 编

责任编辑 孙东育
装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

开本 720 毫米×960 毫米 1/16

版本 2012 年 1 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京中科印刷有限公司

印张 33.5 字数 589 千

印次 2012 年 1 月第 1 次印刷

编辑统筹 独立项目策划部

经销 新华书店

责任印制 张建伟

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

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

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

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 2781 - 4

定价:55.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

目录

Contents

金融服务法总论

金融衍生交易法律问题的分析框架:跨越金融部门法的界限	刘 燕 楼建波/3
论金融服务法对金融法调整对象的新发展	曾筱清 马 俊/24
我国商业银行收费的合法性及正当性分析	伏 军/36
集合投资计划的法律规制研究	杨 东/46
英国《2010 年金融服务法》评述	夏 纯 井维维 梁 青/57
英国财政部 2010 年《金融监管改革新方法》建议评述	
——以北岩银行流动性危机为视角	刘志宇/69
金融服务法围绕知识产权的创新与发展探讨	李宗发/82
金融法院(庭)比较研究	邢会强/99

微型金融与金融包容

微型金融的设计和非正式金融	Mark Schreiner 文 张 哲 译/115
对小额信贷高利率的理解及处理办法	
——供亚太地区决策者参考	Nimal A. Fernando 文 韩东娥 译/120
论我国农村小额贷款的立法问题	袁达松 徐晓颖/129
政府为促进金融包容性而采取的立法措施	
	Bernard Bayot, Lise Disneur, Elaine Kempson 文
	袁仕甜 译/143
解决爱尔兰的金融排斥	Charlie · McCreevy 文 霍鹏宇 译/158

2 金融服务法评论(第3卷)

保险法

- 美国洪水保险法律制度的变革及其启示 任自力/175
- 论人身保险合同不可抗辩条款的适用及例外 王西刚 宋永存/193
- 新《保险法》视野下的被保险人同意权
——兼论《保险法》第34条之司法解释 梁 鹏/202
- 论保障农村金融发展的保险机制之构建 张长利/224

证券法

- 我国台湾地区规制证券短线交易的法律制度研究 邱永红/237
- 完善内幕交易罪举证责任的思考 聂孝红/267
- 检讨与重构金融中介服务机构的法律职责
——以资本市场为例 郭 雳/275

金融监管

- “双峰”模式的回归 迈克尔·W.泰勒 文 康娅忱 刘 晶 译/289
- 论宏观审慎监管视角下巴塞尔跨境银行监管的改善 王 刚 杨文云/307
- 金融稳定之微观审慎度与宏观审慎度的结合
安德鲁·科罗克特 文 戚腾月 译/329
- 中国跨境破产的理论与实践 杨挽涛 陈 胜/338

国外金融服务立法文本中译本

- 国际清算银行等《金融产品和服务零售销售中的客户适合性》
王辰鹏 译/365
- 加拿大《金融消费者管理局法》 张亚男 译 王苑竹 审校/423
- 俄罗斯《小额信贷和小额信贷机构联邦法律》 王苑竹 译/434
- 英国《金融监管的新方法:判断、焦点及稳定性》
刘志宇 译 曾筱清 审校/443

立法建议

《金融消费者保护法》草案(建议稿)及说明

西北政法大学金融法研究中心

“中国金融消费者保护立法研究”课题组 /505

编后记 /525

《金融服务法评论》征稿启事 /526

Contents

General Theory of Financial Service Law

- Analysis Framework of Legal Issues of Financial Directive Transaction
Liu Yan, Lou Jianbo/3
- On Development of the Adjustable Subject from Financial Law
to Financial Service Law *Zeng Xiaoqing, Ma Jun /24*
- On Legitimacy and Rightfulness of Commercial Banks' Charging Issues
Fu Jun/36
- On Legal Regulation of the Collective Investment Scheme *Yang Dong/46*
- Review of Financial Services Act 2010 of UK
Xia Chun, Jing Weiwei, Liang Qing/57
- Review of *A New Approach to Financial Regulation* of UK *Liu Zhiyu/69*
- On Innovation and Development of Financial Services Law With
Regard to Intellectual Property *Li Zongfa/82*
- A Comparative Study of Financial Courts *Xing Huiqiang/99*

Micro Finance and Financial Inclusion

- Informal Finance and the Design of Microfinance
Written by *Mark Schreiner*; Translated by *Zhang Zhe/115*
- Understanding and Dealing with High Interest Rates on Microcredit
—A Note to Policy Makers in the Asia and Pacific Region
Written by *Nimal A. Fernando*; Translated by *Han Dong'e/120*
- On the Legislation of Rural Micro-Credit *Yuan Dasong, Xu Xiaoying/129*

2 金融服务法评论(第3卷)

Legislative Action by Governments to Promote Financial Inclusion

Written by *Bernard Bayot, Lise Disneur, Elaine Kempson*; Translated by *Yuan Shitian*/143

Tackling Financial Exclusion In Ireland

Written by *Charlie · McCreevy*; Translated by *Huo Pengyu*/158

Insurance Law

Reform of The National Flood Insurance Program of USA and Its

Enlightment *Ren Zili*/175

On Application of the Incontestable Clause in Life Insurance and Its

Exemption *Wang Xigang, Song Yongcun*/193

Right of Consent of the Insuree under the New Insurance Law

Liang Peng/202

On Establishment of the Insurance Mechanism for Rural Financial

Development *Zhang Changli*/224

Security Law

Research on the Institution of Short Trading in Taiwan District

Qiu Yonghong/237

Perfection of Responsibility of Evidence in Insider Trading *Nie Xiaohong*/267

Rethinking and Reconstruction of the Legal Responsibility of

the Financial Media Service Agencies *Guo Li*/275

Financial Regulation

The Road from “Twin Peaks” and the Way Back

Written by *Michael W. Taylor*; Translated by *Kang Yachen Liu Jing*/289

Improvement of Basel Committee on Cross-border Banking Supervision

from the Macro-Prudential Perspective *Wang Gang, Yang Wenyun*/307

Marrying the Micro-and Macro-prudential Dimensions of Financial

Stability Written by *Andrew Crockett*; Translated by *Qi Tengyue*/329

Theory and Practice of Cross-Border Bankruptcy *Yang Wantao, Chen Sheng*/338

Legal Translations of Foreign Financial Service Law

Customer Suitability in the Retail Sale of Financial Products and
Services by Bank of International Settlements

Translated by *Wang Chenpeng*/365

Financial Consumer Agency of Canada Act

Translated by *Zhang Ya-nan*, Examined and Proofread by *Wang Yuanzhu*/423
Russian Federal Law No. 151-FZ of 2010 on Microfinance and

Microfinance Organisations Translated by *Wang Yuanzhu*/434

A New Approach to Financial Regulation: Judgement, Focus and
Stability of UK

Translated by *Liu Zhiyu*, Examined and Proofread by *Zeng Xiaoqing*/443

Legislation proposal

Draft Proposal and Explanatiaon of Financial Consumer Protection Law

Research Team of China Financial Consumer Protection Legislation,
Financial Laws Research Center of North West University of Politics and Law/505

Afterword/525

A Notice Inviting Contributions to *Financial Service Law Review*/526



金融服务法 总论

金融衍生交易法律问题的分析框架： 跨越金融部门法的界限*

刘 燕** 楼建波***

一、背景：金融衍生交易与现代金融市场的一体化

现代金融交易的一大特点是新型金融技术被各类金融机构（不论是银行、证券公司还是保险公司）普遍应用，由此产生的金融产品与金融服务的创建消解了传统银行、证券、保险业务的边界。金融衍生交易正是这样一种金融技术。2008 年全球金融海啸以金融衍生品危机为风暴中心，不仅将华尔街五大投行斩落马下，也导致花旗银行、美国银行等商业银行集团、AIG 等保险公司巨头遭遇重大挫折。在国内，以中信泰富、中国国航为代表的企业衍生交易重大损失，以及以 KODA 事件为代表的个人理财纠纷，不论其对手方是国外投行还是国内银行，交易背后都是金融衍生品在作祟。

与传统银行业务或证券交易体现的融资功能不同，金融衍生交易的核心功能风险管理与风险转移。风险管理的对象既包括大宗商品价格（如黄金、石油等），也覆盖金融市场各个板块中的所有基础价格，如汇率、利率、债券价格、股票指数等。因此，以 1972 年美国芝加哥交易所上市货币期货合约标志，金融期货的诞生将传统的、分裂的货币市场、外汇市场、银行间市场、股票市场、商品期货市场等紧密联系在一起，对金融市场的一体化、金融机构业务转型、金融服务的深化都产生了革命性的推动力。其被诺贝尔奖得主默顿·米勒称为“近二十年最伟大的金融创新”（1990s）。不仅如此，金融衍生品技术也被银行、投资银行、保险公司嵌入传统的存款、融资工具或保险工具中，形成了各种新型结构化金融产品，以满足机构投资者、个人投资者、商业企业的不同融资、筹资或风险管理的需求。

* 本文的基础研究得到北京市哲学社会科学“十一五”规划项目——“美国次贷危机成因的政策法律分析及其对我国的启示”（课题号：09BaFX050）的资助。

** 刘燕，北京大学法学院教授。

*** 楼建波，北京大学法学院副教授。

当然,2008年金融海啸也表明,金融衍生交易技术推动的金融市场一体化发展也蕴涵着巨大的风险,对各国的金融监管都提出了严峻挑战。特别是全球一体化的背景下,一国金融监管缺乏有效应对或者国际层面缺乏金融监管合作,都可能招致全球金融市场的动荡,甚至危及实体经济的稳定发展。

与金融衍生交易的复杂性相对应,金融衍生交易的法律纠纷也对各国的金融司法实践提出了挑战。从实践来看,金融衍生交易纠纷模糊了传统银行、证券或保险产品之间的界限,呈现出法律问题的多层次性。各层次上的法律问题既各自独立又彼此相关,且每个层次上的问题都不乏争议。这里既有金融发展与传统法律制度之间的不对接,也反映了金融机构与投资者、金融业与社会公众之间的利益冲突,法官、监管者、立法者都不时面临棘手的政策选择。

本文尝试在归纳近年来国内外衍生交易典型案例的基础上,把金融衍生交易法律问题分解为五个层次,从核心交易结构入手,展示衍生交易的主要法律问题及其争议,希望能为金融衍生交易争议的处理提供一种分析框架和思路。由内及外,衍生交易法律问题的五个层次如图1所示:

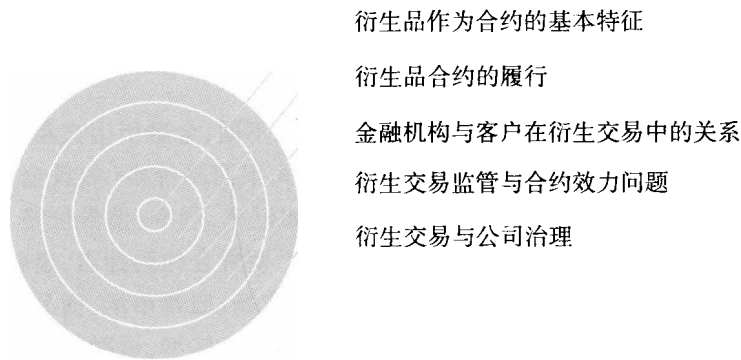


图1 衍生交易法律问题的五个层次示意图

其中,前三个层次的法律问题主要涉及金融交易的民商法基础,体现了衍生品本身作为一种合约的基本特征与传统民商法原则之间的不相适应,以及衍生交易的两类不同参与者——金融机构与客户——之间的利益冲突;第四个层次涉及金融监管法及其对衍生合约法律效力的影响;第五个层次主要是衍生交易在公司法层面进一步引发的问题。

二、分析框架的起点:金融衍生品作为一种合同的本质特征

观察金融衍生交易纠纷的第一步是理解交易标的。交易标的是金融衍生品(derivative),通常被视为是一种金融商品,但其本质是法律上的“合同”。按照我国银监会《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》的界定“……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”。

衍生品作为一种合约,其核心特点是“当前订约,未来履行”。例如,在公认的四种基本衍生工具——远期、期货、期权、互换——中,“远期”是双方约定在未来的某一个时日按照约定的价格买卖标的物的合约;“期货”是标准化的远期合约,该合约在交易所内订立(表现为开仓)、转让(表现为平仓);“互换”(或称“掉期”)是双方约定在未来的某一时段内按照约定的价格、数量交换一系列标的物或现金流的合约;“期权”则是赋予期权持有人在未来的某个时点或时段内按照约定的价格买入或卖出标的物的权利合约。^[1]更为复杂的衍生品,如近年来媒体关注的中信泰富杠杆式合约、KODA 合约等,都是由上述基本衍生工具组合而成的,即将若干种未来履行的权利、义务叠加在一起,由此形成的新合约也称为“结构性衍生品”。

基于“当前订约、未来履行”,衍生品合约与通常的买卖合同或互易合同相比,有两点显著的差异:

第一,衍生品合约不仅设定权利义务,更直接产生盈亏。

在订立日至履行日之间,如果标的资产有公开市场价格,合约双方可以将合约价与市场价比较,从而确定哪一方在该合约下盈利(体现为以比市价更便宜的合约价买入或比市价更高的合约价卖出),哪一方在该合约下亏损。^[2]从这个角度看,与法律人通常理解的“合同”仅仅是法律关系不同,衍生品合约除了权利义务的属性外,更直观的表现是盈亏效果,以合约为一方当事人可实现的盈利(相对于另一方则是亏损)来表示。这也是“衍生品”一词的由来,即“其价值取决于基础资产”的变动。

图2显示了一个最普通的远期或期货合约中多头(基础资产买方)、空头(基础资产卖方)的盈亏结构。合同约定的执行价为100元,当标的物市场价格超过

[1] “买入标的物的权利”称为“看涨期权”,“卖出标的物的权利”称为“看跌期权”。

[2] 当然,在合约到期前,这种盈亏是浮动的,随着基础资产的市场价格而变化,双方的盈亏地位完全可能掉过来。

100 元时,多头获利;而市场价低于 100 元时,多头亏损。空头在该合约下的盈亏支付结构则相反。

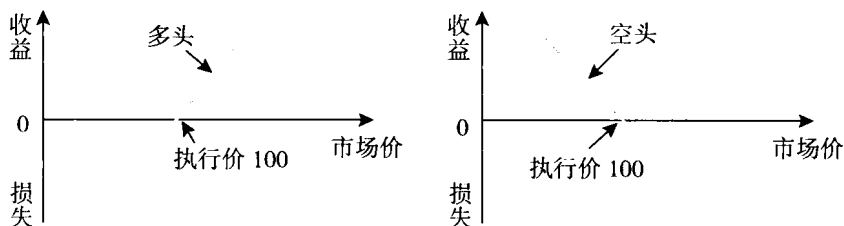


图2 远期合约/期货合约的盈亏结构

衍生品合约下的盈亏体现了合约本身的价值,因此,衍生品合约是一种可以计价的合约。由于可计价,衍生品合约的转让也比传统的合同更为方便。如果合同条款能够标准化,则进一步增强了转让的便利。期货合约就是衍生品合约标准化的最高阶段,流通性很强。可以说,衍生品合约从计价、转让到流通的进化,也就相应地从“法律关系”逐步转化为“金融商品”。

第二,衍生品合约的性质是“对赌”。

合约双方在订约时对于基础资产未来的价格走势有相反的预期,因此形成了买方与卖方、多头与空头两种对立状态。最终,市场只能与一方的预期一致,该方成为合约下的获利方,而另一方则遭受损失。从这个意义上说,衍生品合约都是“零和博弈”,它并不创造出新的财富,而仅仅是当事人进行套期保值或者投机的工具。

实践中,衍生品合约的上述两方面特征都引发了法律上的争议,从而形成了第一个层次的衍生交易法律问题。

三、分析框架的中心:金融衍生品合约本身的法律争议

(一)“对赌”性质的衍生合约的法律效力

传统上,大陆法系有“射幸合同”,英美法系有“赌博合同”,它们属于无效或者法律上不能强制执行的合同。当衍生交易兴起后,衍生品合约内在的“对赌”属性与传统法律对赌博合同的处理方式之间发生了冲突。最终,各国基于衍生工具在现代经济生活中的积极意义——防范生产经营要素的价格波动风险——将衍生合约作为“赌博合同”的例外。其中,以期货为代表的场内衍生交易通常都通过《期货法》或类似立法而获得了合法性,而场外衍生交易则通过对法律或判例承认“商

事交易例外”或者“金融机构投资业务例外”等方式而获得法律保障。尽管某些奇异的场外衍生品在甫一出现时依然可能受到传统法律思维的挑战,但从大多数国家的实践看,衍生合约的“赌博性”争议作为一种观念上的障碍已经被克服。

目前这个问题在我国也不成其为一个法律争议。尽管时有财经媒体给某种受到非议的衍生品贴上“赌品”或“类赌品”的标签,^[1]但我国《证券法》第2条确认了“证券衍生品”的法律地位,《期货交易管理条例》确认了期货合约、期权合约的合法性,而中国银监会发布的《金融机构衍生产品交易业务暂行办法》则为银行、信托公司等金融机构从事场外金融衍生交易的合法性奠定了基础。

(二) 合约条款安排是否公平

实践中,当一方当事人、特别是企业、政府机构、个人等衍生品最终用户在衍生品合约下发生重大损失时,往往对合约的计价问题提出质疑。衍生品合约下的盈亏来自于合约价与市场价的差异、合约规模以及内嵌的杠杆等因素。由此产生的法律问题是:合约确定的执行价是否公平?合约中权利义务的安排是否公平?当出现市场重大变化时,是否应基于民法上的诚实信用或情势变更等原则而调整或者终止合约?

如果一个合约仅仅涉及一种基础性、常规的衍生工具,合约的盈亏结构很直观,合同计价问题一般不会成为争议点。例如,导致中国远洋公司2008年曝出40亿元损失的运费远期合约(FFA),就是一个标准的远期合约,它以波罗的海干散货运价指数(BDI指数)为标的,类似我国的股指期货合约。尽管中国远洋损失惨重,但这种损失源于BDI指数在金融海啸爆发后的非理性下跌,属于合约下的正常市场风险,因此,无人对这个合约性的公平提出质疑。

但是,有的合约结构比较复杂,而且表面上看,盈亏结构似乎对一方很不利,此时就容易产生合约的公平性争议。如中信泰富参与的杠杆式外汇买卖合约,它由多个期权组合而成。以其中的澳元合约为例,中信泰富持有1个看涨期权;银行方面持有2个看跌期权,加权平均的执行价为1澳元=0.87美元。这也就意味着,当澳元价格上涨超过0.87美元时,中信泰富可以行权获利;但当澳元低于0.87美元时,银行可以行权获利。同时,合约对于中信泰富的看涨期权设定了上限,称为“敲出”(knock-out)。该合约下中信泰富的盈亏结构如图3中红线所示。

中信泰富事件曝光后,舆论多认为合约本身不公平:中信泰富获得的收益有

[1] 参见田园、吴宇宸:“荷银新品是理财还是豪赌 银行与理财师各执一词”,载《成都商报》2009年6月22日。