

厦 门 大 学 金 融 法 学 文 库 | 刘 志 云 主 编

后危机时代衍生金融监管变革的 法律问题研究

——以《多德—弗兰克法案》为中心

阳建勋 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

本书系教育部人文社会科学研究青年基金项目“后危机时代衍生金融监管变革的法律问题研究”（11YJC820148）的最终成果
广州大学法学院市重点学科（法学）资助出版

厦 门 大 学 金 融 法 学 文 库 | 刘 志 云 主 编

后危机时代衍生金融监管变革的 法律问题研究

——以《多德—弗兰克法案》为中心

阳建勋 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

后危机时代衍生金融监管变革的法律问题研究:以
《多德—弗兰克法案》为中心 / 阳建勋著. —北京:
法律出版社, 2014. 7

(厦门大学金融法学文库 / 刘志云主编)

ISBN 978 - 7 - 5118 - 6612 - 7

I. ①后… II. ①阳… III. ①金融改革—金融法—研
究—美国 IV. ①D971.222.8

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第148264号

后危机时代衍生金融监管变革的法律问题研究
——以《多德—弗兰克法案》为中心

阳建勋 著

责任编辑 刘文科 李峰云
装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

开本 A5
版本 2014年8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 三河市龙大印装有限公司

印张 7 字数 159千
印次 2014年8月第1次印刷
编辑统筹 学术·对外出版分社
经销 新华书店
责任印制 陶 松

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 - 6612 - 7

定价:35.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

总 序

金融作为现代经济的核心,具有优化资源配置,调节经济运行之功效,其资本运作良善与否甚至关乎社会稳定的实现。基于此,金融业的发展成为各国政府关注的重中之重,而通过制度供给促进金融业的良好发展也成为普遍并可行的路径。在此背景下,金融法研究乘势而起,成为近世之显学。兴起虽晚,却生机勃勃,在深入汲取相关部门法的理论积淀的同时,也广泛容纳各种跨学科知识与方法,并探求自身内省性之品格,最终成就如今的这个底蕴深厚、逻辑自治的新兴学科体系。

我国金融法的产生和发展伴生于改革开放的推进,经济体制转型的既有进路,型构了中国金融法制变迁之现实。虽然西方先验逻辑提供的立法技术素不匮乏,但我们真正所要面对的,却是如何让成熟的技术真正地契合本国的现实国情,发挥其应有的功效。内生金融交易秩序的制度根基的缺乏,曾使得中国金融法制在本土化复归的路途中一再迷失。同时在另一方面,全球化的推进,又敦促着中国必须及时

完成经济转型,早日实现我国金融市场与国际金融市场的有效对接,从而更是加剧国内金融法制的发展困境。对从事金融法研究的学者而言,任务艰巨如斯,前路漫漫,任重而道远。当然,恰逢这一转型之历史路口的吾辈,能直面历史之转折,兢兢业业,矢志科研;鉴前世之兴衰,考当今之得失;博观而约取,厚积而薄发。显然,从另一个视角观之,这是一种幸运。

“千淘万漉虽辛苦,吹尽狂沙始到金。”厦门大学法学院是全国较早开展金融法教学和科研的单位之一。早在2005年,便开始挂靠其他专业博士点招收“金融法”方向的博士研究生;2006年,在我校获得法学一级学科硕士、博士学位授予权的基础上,设立经济法博士点,金融法研究成为主要招生方向之一;2010年12月,厦门大学法学院正式成立金融法研究中心。近年来,金融研究中心的学术团队承担了大量的国家级与省部级科研项目,并相继出版与发表大量的学术专著与专业论文,在国内开始产生一定的影响。而今,金融法研究中心日益壮大,已经形成一支老中青相结合的优秀学术团队,并成为我国金融法高层次专门人才的重要培养基地之一。

“非学无以广才,非志无以成学。”为了进一步推动金融法研究中心的学科建设以及促进国内金融法研究的繁荣,我们决定编辑出版连续性的“厦门大学金融法学文库”。期以“前沿意识、精品理念”为指导,以系列学术专著、译著的形式,集中展现我国金融法领域的专题研究成果,促进学术繁荣和理论争鸣。“盖文章,经国之大业,不朽之盛事。年寿有时而尽,荣乐止乎其身,二者必至之常期,未若文章之无穷。是以古之作者,寄身于翰墨,见意于篇籍,不假良史之名,不托飞驰之势,而声名自传于后。”诚如斯言,我们期以本文库作为思想传播之媒介,学术交流之平台,博学审问,慎思笃行,自由争辩,自察自省,通过严肃认真的学术讨论和学术批评,推动金融法研究的不断创新。

本文库稿件来源不限于金融法研究中心的学者、校友,而以最大的诚意广泛征集海内外金融法专著、译著。当然,我们亦知,就整个金融法学研究而言,本文库仅为沧海一粟。庙廊之才,非一木之枝,希望能与学界同仁相濡相闻,砥砺共进。

是为序。

刘志云
2013年11月1日

目 录

绪 论 / 001

一、研究背景 / 001

二、研究思路 / 006

三、主要内容 / 007

第一章 后危机时代衍生金融监管变革的背景及其经济 法意蕴 / 010

第一节 后危机时代衍生金融监管变革的背景 / 010

一、危机前的金融衍生品概述 / 010

二、衍生金融监管研究概述 / 019

三、危机前的衍生金融监管之争 / 026

四、衍生金融与本次危机之间的关联性 / 031

第二节 后危机时代衍生金融监管变革的经济法意
蕴 / 035

一、金融危机与作为危机对策法的经济法之间的
渊源 / 035

二、后危机时代衍生金融监管变革的经济法意蕴 / 041

本章小结 / 053

第二章 危机前后欧美日衍生金融监管体制比较与危机后的变革趋势 / 055

第一节 危机前后的欧美日本衍生金融监管体制比较 / 055

一、危机前后的欧盟衍生金融监管体制比较 / 055

二、危机前后的日本衍生金融监管体制比较 / 060

三、危机前后的美国衍生金融监管体制比较 / 062

第二节 后危机时代衍生金融监管变革的主要趋势 / 070

一、目标型金融监管模式成为国际主流 / 071

二、场外衍生金融交易呈现出场内交易与结算趋势 / 076

三、规则性监管与原则性监管相互补充 / 080

四、衍生金融跨国监管与国际监管协调 / 084

本章小结 / 087

第三章 后危机时代衍生金融监管变革中的金融消费者保护 / 088

第一节 危机前后关于金融消费者保护的典型案例 / 088

一、欧美金融消费者保护的典型案例 / 088

二、我国香港与台湾地区雷曼迷你债券事件 / 091

三、凸显我国金融消费者保护困境的典型案例 / 092

第二节 金融危机与消费者运动的耦合及“金融消费者”概念的生成 / 095

一、“金融消费者”概念之争 / 095

二、“金融消费者”生成的社会基础：消费者运动与金融危机的耦合 / 096

三、“金融消费者”含义的法理内核：弱势群体倾斜保护与金融公平 / 099

四、“金融消费者”范围的本土根基：本土法治视野之衡量 / 106

第三节 本土法治视野下金融消费者保护的路径选择 / 109

一、立足本土法治资源合理界定“金融消费者”概念 / 109

二、平衡金融消费者与金融机构之间的权利义务 / 114

三、统合主义金融监管改革与金融消费者保护机构的设立 / 118

四、以金融 ADR 为重点着力构建多元金融纠纷解决机制 / 122

五、防范金融消费者保护可能引发的道德风险 / 124

本章小结 / 127

第四章 后危机时代加强 SIFIs 衍生金融交易监管的法律变革 / 129

第一节 SIFIs 衍生金融交易监管中的利益冲突与权义平衡 / 132

一、SIFIs 与非 SIFIs 之间的利益冲突与权义平衡 / 132

二、SIFIs 与金融消费者之间的利益冲突与权义平衡 / 137

三、SIFIs 管理层与 SIFIs 之间的利益冲突与权义平衡 / 141

四、SIFIs 股东及债权人与 SIFIs 之间的利益冲突与权义平衡 / 144

五、SIFIs 国际监管中母国与东道国之间的利益冲突与权义平衡 / 147

第二节 基于五个平衡借鉴国际经验完善我国 SIFIs 监管制度 / 151

一、借鉴国际经验确定我国 SIFIs 认定规则并课以特殊义务 / 152

二、扩大金融消费保护范围课以 SIFIs 金融消费者保护义务 / 154

三、以管理层薪酬控制为重点完善我国 SIFIs 的公司治理 / 155

四、以金融市场约束机制为重点完善 SIFIs 风险防范与处置制度 / 157

五、依据合作与对等原则完善 SIFIs 国际监管协调制度 / 159

本章小结 / 160

第五章 后危机时代我国衍生金融监管制度的完善 / 161

第一节 我国衍生金融交易的历史与现状 / 161

一、我国衍生金融交易的历史回顾 / 161

二、我国衍生金融交易的现状分析 / 162

第二节 我国衍生金融监管的现状与问题 / 166

一、我国衍生金融监管的现状分析 / 166

二、我国衍生金融监管存在的主要问题 / 176

第三节 立足国情借鉴国外立法完善我国衍生金融监管制度 / 184

一、提高衍生金融监管立法层次完善相关法律法规 / 185

二、着力构建我国的目标型衍生金融监管体制 / 186

三、适时适度将场外衍生品纳入场内交易与结算 / 187

四、完善主导型衍生品清算所系统性风险防范制度 / 188

五、强化落实国内国际金融监管协调机制以防范衍生金融风险 / 190

六、防范金融期货合约自动终止例外可能引发的系统性风险 / 191

本章小结 / 192

主要参考文献 / 193

后 记 / 210

绪 论

一、研究背景

德国著名社会学家贝克指出,人类已经生活在文明的火山口上。^① 作为人类文明火山口之一的金融危机似乎陷入了治乱循环的历史怪圈。数年前,金融危机这座人类文明的火山在休眠了一阵子之后在美国再次爆发。由于2006年以来美国房地产价格的持续下跌,房贷违约率不断上升,导致了美国次级按揭贷款债券危机。^② 2007年1月与3月,汇丰控股先后两次增加针对美国次级房屋信贷的准备金额,2007年4月2日美国第二大次级房贷公司——新世纪金融公司申请破产,次贷危机初现端倪;2007年7月全球股市因次贷危机大幅波动,全球股市下跌,次贷危机进一步蔓延;2007年9月13日英国第五大信贷银行北岩银行因为次贷危机发生挤兑事件,客户一天提走了10

① [德]乌尔里希·贝克:《风险社会》,何博闻译,译林出版社2004年版,第14页。

② “次贷危机”、“次债危机”及“次贷危机”等都是“次级按揭贷款债券危机”的简称。考虑到“次贷危机”在我国的广为运用,以及其揭示了危机产生的风险来源——次级按揭贷款的信用风险,本书采用之。

亿英镑的现金;瑞银集团在2007年10月宣布因受次贷危机影响亏损超过40亿瑞士法郎;2008年2月德国宣布州立银行陷入次贷危机;创立于1850年的美国第四大投资银行——雷曼兄弟在2008年9月15日宣布申请破产保护,并引发了强烈的“多米诺骨牌效应”。仅截止到2009年5月21日,美国就已经有密苏里州道格拉斯国民银行、内华达州第一国民银行、华盛顿互惠银行等49家银行倒闭。^①在次贷危机所引发的这场全球金融危机中,金融风险的外部性借助于资产证券化和金融全球化的张力再次印证了贝克的世界风险社会理论的现实性。

祸不单行的是,欧盟成员国冰岛、希腊及塞浦路斯等更是在次贷危机之后相继陷入主权债务危机,^②主权债务危机对于全球经济无异于是雪上加霜。欧美国家为了早日摆脱危机的影响,采取了多种多样的改革措施,反思了危机前的经济发展政策,并实施了所谓的“再工业化”战略。^③美国总统奥巴马呼吁在华美国企业回迁本土,以为美国中产阶级创造更多的就业和收入。危机甚至在一定程度上改变了美国人们的消费心理习惯,如危机之后美国社会的储蓄率较之于危机前有了相当大的提高。时至今日,欧美诸国仍然深陷在金融危机的泥潭中难以自拔,对于美国经济是否已经走出危机影响之判断仍存在较大的分歧,2013年9月18日美国联邦储备银行更是令人意外地宣布维持宽松的

① “次贷危机后美国倒闭银行名单”,载 <http://finance.ifeng.com/bank/wzyh/20090528/717507.shtml>,访问日期:2014年5月30日。

② 希腊主权债务危机与衍生金融工具具有密切的联系。有经济学者指出,2001年希腊政府利用外汇掉期的金融衍生工具,掩盖了高达10亿欧元的债务。参见张处:“希腊债务危机与监管金融衍生工具”,载 <http://finance.stockstar.com/JL2010050400001290.shtml>,访问日期:2013年7月27日。

③ “再工业化”与“去工业化”相对应。去工业化是指制造业的长期萎缩导致就业长期下降,去工业化是发达国家在其本土制造业成本居高不下以及环境压力增大的条件下向海外转移制造业及在国内进行产业结构调整的结果。再工业化是发达国家为了解决失业问题进行产业结构调整,促使制造业回归,推动工业向更高层次发展。参见张欣、崔日明:“后危机时代美国再工业化战略对我国的启示与影响研究”,载《江苏商论》2011年第2期。

货币政策。^① 2014年5月7日美联储主席耶伦在国会联合经济委员会作证时表示,美联储仍将维持宽松的货币政策助力复苏。^②

始于次贷危机的这场全球金融危机开始之初,没有人能够预料到危机对于世界经济与政治的影响范围会如此之广、影响程度会如此之深,以至于被认为是自20世纪“大萧条”以来规模最大、影响最为深远的一场经济危机。美国总统奥巴马在五年施政总结时也自认为成功带领美国避免了第二次“大萧条”而自比罗斯福。

是什么原因导致了本次危机的发生?为什么本次危机的影响会如此深远呢?本次危机对于防范和化解金融风险有何经验或教训?危机后有关这些问题的反思与讨论不可谓不多,各种观点精彩纷呈。如有人认为,高度自由、过度竞争的经济制度和金融体系是危机产生的制度原因;有人认为,长期的低利率和宽松的货币政策是危机产生的政策基础;有人认为,金融市场的过度创新和监管的相对滞后增加了金融体系的不稳定性;有人认为,危机是全球经济长周期的一种反映;有人认为,危机源于金融创新领域法律责任制度的缺失。这些理论都在不同层次上解释了危机产生的原因,具有相当程度的合理性。由于金融危机本身是一个非常复杂的社会现象,是多种因素共同作用的结果。因此,很难说这些观点孰对孰错,也许我们从未揭示过真理,只不过“把真理理解为是科学追求的长期目标”,^③就此而言,上述观点无疑有助于我们揭示金融危机的本质。

① 美国2013年第一季度经济增速提升,美国4月非农报告显示,非农就业人口增加16.5万人,增幅高于市场预期,失业率降至2008年12月以来最低,为7.5%。美联储主席伯南克在2013年5月10日表示,美国金融系统仍未摆脱经济危机的影响。数据来源:华尔街中文网,载 <http://cn.wsj.com/gb/20130511/bus100542.asp>,访问日期:2013年5月11日。

② “美联储仍将维持宽松货币政策 耶伦担忧房地产市场影响复苏”,载 <http://www.022net.com/2014/5-9/464117192634726.html>,访问日期:2014年5月30日。

③ 成素梅:“语境论的科学观”,载《学术月刊》2009年第5期,第58页。

作为一个法律人,自然要反思危机背后的法律制度原因,关注危机后的金融法制变革。因为金融市场的发展与各国的法律存在着较强的相关性,法律及监管对金融发展具有相当重要的影响。马克思说:“无论是政治的立法或市民的立法,都只是表明和记载经济关系的要求而已。”然而,立法毕竟是人类的一种社会活动,人们对于经济关系、经济现象的不同理解或把握又会对如何表明和记载经济关系的要求产生直接的影响。因此,上述有关本次金融危机的不同观点会对危机后的金融法律变革产生不同程度的影响。本书对本次全球金融危机本质作如下把握:它是一场不同于以往金融危机的新型金融危机。被前美联储主席艾伦·格林斯潘吹捧为救世主,又被沃伦·巴菲特抨击为“大规模杀伤性金融武器”的金融衍生品交易在本次危机中扮演了举足轻重的角色。通过资产证券化这一现代金融炼金术,美国房地产市场上的次级按揭贷款演变成了向全球投资者发行的高风险高收益的金融衍生品,不仅将美国住房市场的风险分散到全世界的每个角落,将这些风险从住房市场蔓延到信贷市场与资本市场,而且诱发了新的金融风险。交易规模日趋庞大的衍生金融交易造就了金融市场的“非理性繁荣”,但是却无法消除自由市场经济中金融市场固有的不稳定性——金融风险。^①金融危机是长期被“非理性繁荣”掩盖了的金融风险的总爆发。

基于对本次全球金融危机本质的如上把握,本书着力关注本次金融危机之后衍生金融监管变革中的法律问题。危机暴露了以往衍生金融监管法律制度的哪些缺陷或不足?危机之后的衍生金融交易又将何去何从?这些都是后危机时代的各国衍生金融监管法律制度变革所必

^① 参见[美]罗伯特·J.希勒:《非理性繁荣》,李心丹等译,中国人民大学出版社2007年版。

须面临和反思的问题。^①事实上也是如此,克服衍生金融监管制度缺陷,加强和完善对衍生金融交易的监管已经成为美国、欧盟、日本等发达国家后危机时代金融监管体系改革的重要内容,并且制定了或正在制定一些新的法律。例如美国在2010年颁布了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》(以下简称《多德—弗兰克法案》)。欧盟在2010年11月颁布了以2010/78/EU指令为主导的欧盟金融监管改革法案。这些法律无疑是研究后危机时代衍生金融交易监管问题的重要对象。而从法律视角研究衍生金融监管问题有助于深入分析衍生金融交易在本次危机中究竟扮演了何种角色,吸取衍生金融监管的教训。

本次金融危机对于我国的影响无疑也是全面而深远的。^②就金融业而言,危机的发生使得人们重新审视我国金融改革中的若干重大问题,如危机之前已经推行的信贷资产证券化试点问题、^③衍生金融交易监管问题、金融机构破产问题,等等。金融监管必须要“坚决守住不发生系统性区域性金融风险底线”。要守住这一底线,自然离不开对衍生金融交易风险的防范与化解。“他山之石,可以攻玉。”美国、欧盟等发达国家衍生金融交易监管制度的经验与教训,尤其是在后危机时代所进行的衍生金融监管变革立法,对于完善我国衍生金融交易监管,促进我国金融创新、防范金融风险和维护金融稳定等具有非常重要的现实意义。

此外,在经济学上,以金融衍生品为支柱的金融工程学已经发展为

① 本书所使用的“后危机时代”除了特别说明之处外,是指美国次贷危机引起的全球金融危机发生之后的时代。

② 如欧美经济的不景气直接影响到了沿海地区出口导向型经济的发展,给宏观经济带来了下行的压力,同时也提供了加强经济结构调整的压力与动力。

③ 2005年年底,国家开发银行和建设银行开始了早期的信贷资产证券化试点工作,但是在2008年因为次贷危机的爆发而陷入停滞。2012年9月8日国家开发银行在银行间债券市场成功发行了101.66亿元信贷资产支持证券,标志着我国在次贷危机之后重启了资产证券化。

一门前沿科学,而法学领域的相关研究则稍显薄弱。金融危机的发生彰显了加强和完善衍生金融领域经济立法的现实需求。危机后的衍生金融监管变革涉及契约自由与社会正义、市场调节与国家干预、金融安全与金融效率及金融公平、金融监管权力配置、金融监管者的责任承担、金融消费者利益的法律保护以及从事衍生金融交易的大型金融机构的法律责任等经济法基本问题。后危机时代的衍生金融监管变革立法在上述各个方面都进行了一些调整,调整践行的是经济法的理念与原则,调整的法律形式表现为衍生金融领域大量的经济法规范的出现。这些为加强法学研究中的这一薄弱环节提供了难得的契机,尤其是有助于拓宽经济法理论研究的范围,为经济法基础理论增加更为有力的实证基础。本书正是综合运用跨学科研究方法、比较研究方法、法律经济学方法等研究方法主要从经济法视角研究了衍生金融监管变革中的法律问题。

二、研究思路

本书从分析后危机时代衍生金融监管变革的背景与原因入手,继而深入研究了后危机时代衍生金融监管变革的经济法意蕴;接下来对危机前后的欧美日等国家的衍生金融监管体制做了比较研究,总结了后危机时代衍生金融监管变革的主要趋势;然后重点研究了后危机时代衍生金融监管变革中的金融消费者保护问题以及加强系统重要性金融机构从事衍生金融交易监管方面的法律变革,以及这些监管变革对完善我国衍生金融监管的启示意义;最后以后危机时代我国衍生金融监管制度的完善为依归,结合我国的衍生金融交易实际情况,借鉴国外相关立法,提出完善我国衍生金融交易监管的法律对策。

鉴于金融的全球化以及美国在当前全球金融秩序中事实上居于主导地位,美国在危机后制定的《多德—弗兰克法案》对衍生金融监管的

变革必将会对全球衍生金融监管产生重大影响,自然也会对对外开放力度不断加大的我国金融业产生重要影响,实际上我国现行的金融监管制度受美国法律制度的影响比较大。因此,本书拟以美国《多德—弗兰克法案》为中心研究后危机时代衍生金融监管变革涉及的法律问题,同时也会涉及日本、欧盟及其成员国以及国际金融组织危机后的衍生金融监管立法。当然,研究最终以完善我国衍生金融监管法律制度,促进和规范我国衍生金融市场,维护我国金融稳定为终极目的。

三、主要内容

首先,探讨了衍生金融监管变革的背景及其经济法意蕴。概述了后危机时代衍生金融监管变革的时代背景,包括危机前金融衍生品的产生与发展、含义与种类、风险与特征;阐述了危机前的衍生金融监管必要性之争、模式之争,重点剖析了金融衍生品交易与本次金融危机之间的关联性;论述了作为危机对策法的经济法的产生与发展脉络以及在本次危机之后经济法的若干发展,旨在为探讨衍生金融监管变革的经济法意蕴提供理论支持。然后从法理念、手段、价值及原则等方面研究了危机后衍生金融监管变革的经济法意蕴:在法理念上,变革是要实现个人自由与社会正义、个人利益与社会利益之平衡;在手段上,变革是要实现市场调节与国家干预之平衡;在法价值上,变革是要实现金融安全、金融效率与金融公平之平衡;在法律原则上,变革践行的是适当干预与倾斜保护原则。

其次,对危机前后的欧美日等国家的衍生金融监管体制做了比较研究。在比较研究的基础上,重点研究了后危机时代衍生金融监管变革的主要趋势:一是目标型金融监管模式成为国际主流;二是场外衍生金融交易呈现出现场内交易与结算趋势;三是规则性监管与原则性监管相互补充;四是衍生金融跨国监管与国际监管协调日趋重要。