

江西财经大学法学文库

熊进光◎著

金融衍生品 侵权法律问题研究

JINRONG YANSHENGPI QINQUAN FALÜ WENTI YANJIU



中国政法大学出版社

江|西|财|经|大|学|赣|江|法|学|文|库

金融衍生品 侵权法律问题研究

JINRONG YANSHENGPIN QINQUAN FALÜ WENTI YANJIU

熊进光◎著



中国政法大学出版社

2014·北京

- 声 明
1. 版权所有，侵权必究。
 2. 如有缺页、倒装问题，由出版社负责退换。

图书在版编目（C I P）数据

金融衍生品侵权法律问题研究/熊进光著. —北京:中国政法大学出版社, 2014. 9
ISBN 978-7-5620-5616-4

I. ①金… II. ①熊… III. ①金融衍生产品—侵权行为—研究—中国 IV. ①
D922. 282. 4

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第223501号

出 版 者 中国政法大学出版社
地 址 北京市海淀区西土城路 25 号
邮寄地址 北京 100088 信箱 8034 分箱 邮编 100088
网 址 <http://www.cuplpress.com> (网络实名: 中国政法大学出版社)
电 话 010-58908285(总编室) 58908334(邮购部)
承 印 固安华明印业有限公司
开 本 720mm×960mm 1/16
印 张 21.5
字 数 340 千字
版 次 2014 年 10 月第 1 版
印 次 2014 年 10 月第 1 次印刷
定 价 48.00 元

第一章 金融衍生品交易一般理论

一、金融衍生品的概念及类型	1
(一) 金融衍生品的概念	1
(二) 金融衍生品的类型	3
二、金融衍生品的风险与结构	6
(一) 金融衍生品的风险	6
(二) 金融衍生品的结构	10
三、金融衍生品交易与金融服务的发展	13
(一) 从证券到衍生品：金融商品的横贯化	13
(二) 从投资者到消费者：金融消费者身份嬗变	15
(三) 金融服务的未来：“消失的金融”与“创造的金融”	20
(四) 金融的本质：自由 + 创新 + 服务	24

第二章 金融衍生品侵权案件实证性研究

一、金融衍生品欺诈性销售与不当信息披露	27
(一) 高盛投资公司 CDO 产品侵权案	27
(二) 香港地区雷曼迷你债券侵权案	33
二、金融衍生品不当设计与非对称性风险	38
(一) 香港地区 KODA 合约侵权案	38
(二) 东方航空金融衍生品套期保值侵权案	44
三、金融衍生品开发与场外交易监管缺失	49
四、金融衍生品侵权事件综合评述	53

第三章 国外金融衍生品侵权理论考察

一、美国金融商品交易反欺诈理论	58
(一) 证券欺诈立法及其最新发展	58
(二) 金融商品交易反欺诈理论的形成	63
(三) 金融衍生品侵权理论基础	66
二、欧盟金融服务投资者保护理论	68
(一) 欧盟金融服务立法概况	68
(二) MiFID 对金融衍生品的规范	70
(三) 欧盟投资者保护理论	71
三、英国金融商品交易投资者保护理论	73
(一) 英国金融服务法改革	73
(二) 金融商品交易反欺诈立法	74
(三) 金融商品销售的规范	76
四、日本金融商品交易消费者保护理论	78
(一) 日本金融服务法制转型	78
(二) 金融商品销售行为的规范	82
五、韩国金融商品交易投资者保护理论	90
(一) 韩国金融服务统合立法	90
(二) 金融商品交易投资者保护	91
六、结论	94

第四章 金融衍生品侵权行为的类型及其认定

一、金融衍生品市场操纵行为	98
(一) 市场操纵行为的概念及特点	98
(二) 操纵市场行为的国外立法例	99
(三) 操纵市场行为的认定	101
二、金融衍生品内幕交易行为	104
(一) 内幕交易行为的概念及特点	104
(二) 内幕交易的国外立法例	105
(三) 内幕交易行为的认定	109

三、金融衍生品欺诈性交易行为	113
(一) 欺诈性交易行为的概念及特点	113
(二) 欺诈性交易行为的表现方式	115
(三) 欺诈性交易的国外立法例	117
(四) 欺诈性交易行为的司法认定	119
四、金融衍生品销售不当陈述行为	120
(一) 金融衍生品销售不当陈述的概念及性质	120
(二) 金融衍生品销售不当陈述的类型	122
(三) 不当陈述行为的立法規制	128
(四) 金融衍生品销售不当陈述行为的司法认定	132

第五章 金融衍生品侵权纠纷解决机制 (一)

——群体诉讼机制的适用

一、国外金融衍生品侵权群体诉讼机制考察	138
(一) 金融衍生品侵权群体诉讼的形成及发展	138
(二) 金融衍生品侵权集团诉讼程序机制	147
(三) 金融衍生品侵权集团诉讼制度评价	156
二、我国金融衍生品侵权诉讼机制	164
(一) 我国金融衍生品侵权群体诉讼机制	164
(二) 我国金融衍生品侵权诉讼法律框架	166
(三) 我国金融衍生品侵权群体诉讼机制评价	169
三、我国金融衍生品侵权群体诉讼机制的运行	171
(一) 金融衍生品侵权代表人诉讼操作程序	171
(二) 金融衍生品侵权团体诉讼担当主体	175
(三) 金融衍生品团体诉讼中受害者地位	177
(四) 金融衍生品团体诉讼判决效力延伸	178
四、跨境金融衍生品交易侵权诉讼	179
(一) 跨境金融衍生品侵权诉讼一般理论	179
(二) 跨境金融衍生品诉讼的法院管辖权	181
(三) 跨境金融衍生品侵权诉讼法律适用	185

第六章 金融衍生品侵权纠纷解决机制（二）

——金融 ADR 机制的适用

一、非诉解决金融衍生品侵权纠纷的理论基础	190
（一）金融消费纠纷与金融消费者保护	190
（二）非诉解决金融消费纠纷的意义	192
（三）非诉解决金融消费纠纷的理论依据	193
二、金融服务纠纷非诉机制的形成	196
（一）非诉讼程序（ADR）的特点	196
（二）非诉讼程序（ADR）基本类型	198
（三）非诉讼程序（ADR）的社会功能	199
（四）金融 ADR 机制的形成	201
三、国外金融消费领域 ADR 机制	203
（一）美国	203
（二）英国	206
（三）加拿大	209
（四）日本	210
（五）欧盟	215
（六）小结	217
四、我国金融服务 ADR 机制的适用	218
（一）我国金融 ADR 机制主要形式	218
（二）我国香港、台湾地区金融 ADR 机制及其借鉴	225
（三）完善我国金融 ADR 机制的建议	229
五、结论	239

第七章 金融衍生品侵权民事责任的承担

一、金融衍生品侵权责任性质及侵权表现形式	243
（一）金融衍生品侵权民事责任性质	243
（二）金融衍生品侵权表现形式	248
二、金融衍生品侵权归责原则与违法性认定	250
（一）金融衍生品侵权归责原则的适用	250

(二) 金融衍生品侵权行为的违法性认定	254
三、金融衍生品侵权因果关系的判断与推定	266
(一) “交易型侵权行为”责任与因果关系的判断	266
(二) 金融衍生品侵权因果关系的推定	267
四、金融衍生品侵权损害赔偿计算与责任承担	270
(一) 金融衍生品侵权损害赔偿计算方式	270
(二) 金融衍生品侵权责任的承担	276
(三) 金融衍生品侵权代表人诉讼赔偿金的分配	278

第八章 金融衍生品侵权投资者保护制度

一、现代金融侵权投资者保护的修正	279
(一) 金融市场侵权损害多重救助机制的形成	279
(二) 侵权损害多重救助机制在金融市场的拓展	282
(三) 金融市场侵权法律制度修正与完善	285
二、金融衍生品投资者保护基金的建立	289
(一) 金融衍生品投资者保护问题的提出	289
(二) 建立金融衍生品投资者保护基金的必要性	290
(三) 金融衍生品投资者保护基金的法律特征	294
(四) 金融衍生品投资者保护基金管理机构	296
(五) 金融衍生品投资者保护基金的运作	297
(六) 保护基金与现有金融投资者保护制度的契合	299
三、金融消费者保护与我国金融服务的统合立法	302
(一) 我国金融衍生品交易消费者保护的现状	302
(二) 我国金融衍生品交易消费者保护机制的完善	306
(三) 我国金融服务的统合立法	313

参考文献	321
------	-----

后 记	335
-----	-----

一、金融衍生品的概念及类型

（一）金融衍生品的概念

随着金融技术的不断创新与发展，形式越来越多样、结构越来越复杂的衍生性金融商品充斥着整个金融市场，不仅金融消费者对金融商品的认识越来越迷惑，而且甚至连专门从事金融商品销售的专业人士也感到难以适应。金融衍生品（Derivatives），又称衍生性金融商品、衍生金融工具，通常是指自现货（如金融、农产品等实质商品，以及股票、利率等金融商品）所引申或衍生而形成的商品。美国学者约翰·赫尔（John C. Hull）将金融衍生品定义为“一种其价值决定于其他更基本的标的资产的价值价值的证券”；^{〔1〕}弗兰克·丁·法博齐在《资本市场：机构与工具》一书中这样解释金融衍生品：“一些合同给予合同持有者某种义务或对某一种金融资产进行买卖的选择权。这些合同的价值由其交易的金融资产的价格决定。相应的，这些合约被称为衍生工具。”^{〔2〕}经合组织将金融衍生工具描述为：“金融衍生工具是一份双边合约或者支付交换协议，它们的价值是从基础资产或者某种基

〔1〕 许诚洲编著：《衍生性金融商品理论与实务》，台湾金融研训院2010年版，第3页。

〔2〕 倪浩嫣：“论金融衍生品的法律概念”，载《理论学刊》2009年第11期。

基础性利率或者指数上衍生出来的。其依赖的资产或者比率包括汇率、利率、商品、股票或者其他指数。”^{〔1〕}依国际掉期交易协会(ISDA)^{〔2〕}的解释,金融衍生工具是一种以转移风险为目的而互易现金流量的双务合同。于合同届期时,当事人根据“标的资产”或“基础资产”(underlying asset),并参考利率或指数的价格来决定债权额之大小。^{〔3〕}巴塞尔委员会在1994年12月《对银行金融衍生工具交易的谨慎监管》的报告中,将金融衍生品定义为任何“价值取决于相关(比)率或基础资产之价值或某一指数(如利率、汇率、证券或商品价格)的金融合约”。^{〔4〕}

金融衍生品这一专业术语在法学领域的提出始自于20世纪80年代。1982年美国纽约联邦法院开创性地在司法判决中使用了金融衍生品一词,用于标示当时已经广为人知的期权及期货。^{〔5〕}同年,美国第七巡回上诉法院大法官伊斯布鲁克在判决中把政府担保住宅抵押贷款利息的期货与期权都称为金融衍生品。^{〔6〕}1995年,英国判例中也开始出现金融衍生品一词。^{〔7〕}此后,这一术语在司法实践中被广泛使用。从法律角度而言,金融衍生品乃基础金融品(股票、货币、外汇和债券等)的设计、组合而构成的权利或权利的集合。它反映了当事人约定以处置金融风险为目的,于未来特定时间转移特定金融利益所代表的权利的一种合意或契约安排,实质上是建立在高度发达的

〔1〕 Claude Brown, “How to Recognize a Derivative”, *International Financial Law Review*, 1995, p. 29.

〔2〕 国际掉期交易协会(ISDA, International Swaps and Derivatives Association)成立于1985年,目前有来自53个国家超过830多个机构会员,其中包括世界主要从事衍生性商品交易的金融机构、政府组织、使用OTC衍生性商品管理事业风险的企业以及国际性主要法律事务所等。ISDA自成立以来,在衍生商品品种、ISDA法律文件、净额结算(netting)及担保品(Collateral)方面的法律意见以及风险管理具有显著的贡献或参与。同时也致力于参与各国政府机关维持密切沟通管道的活动,促使这个交易市场更健全发展。

〔3〕 Charles W. Smithson & Clifford W. Smith, Jr. With D. Sykes Wilford, *Managing Financial Risk*, chapter 10, 1995, pp. 235 ~ 246.

〔4〕 Jan, “Financial Derivatives-Global Regulatory developments”, *Journal of Business Law (British)*, 1996, p. 67. 转引自徐东根主编:《国际金融法律与实务研究》,上海财经大学出版社2000年版,第385页。

〔5〕 *Am. Stock Exch., Inc. v. Commodity Futures Trading Commission*, 528 F. Supp. 1145 (S. D. N. Y. 1982).

〔6〕 *Board of Trade of the City of Chicago v. Securities and Exchange Commission*, 677 F. 2d 1137 (7th Cir. 1982).

〔7〕 王咏:“衍生金融工具基础法律问题研究”,载《法学家》2008年第5期。

市场经济和信用关系基础上的合同法律关系或契约安排。^{〔1〕}因此,金融衍生品(合约)具有衍生性、契约性、杠杆性、射幸性、诺成性等特点,是典型的期待权。^{〔2〕}

(二) 金融衍生品的类型

根据金融衍生品交易的方法和特点,可分为远期、期货、期权和互换四个大类。其他名目繁多的金融衍生品均是由这四个基本类综合或混合而生成。^{〔3〕}归纳起来,主要包括以下类型:

1. 远期 (Forward)

远期合约是指交易双方达成的,在将来某一特定日期按照事先商定的价格,以预先确定的方式买卖某种金融资产的合约。远期合约中的买方习惯称之为多方 (Long Position), 卖方习惯称之为空方 (Short Position)。在远期合约的有效期以内,合约的价值是随着相关标的物的现货市场价格或相关金融工具在市场上的价值波动而变化的。远期合约的买卖双方的收益主要依赖于价格的波动,随着价格的波动,会出现一方收益一方损失,且损益的绝对值相等,价格波动越大收益或损失就越大,在极端的情况下甚至出现收益或损失趋向无限大的情形。远期交易方式简单,没有保证金要求,也不规定固定的交割日期和标准金额,具体协议内容由交易双方协商议定,体现了灵活、简便的特点,是四类金融衍生品中最为简单的衍生性金融商品。

2. 期货 (Futures)

期货合约是买卖双方之间签订的一种标准化协议,协议规定在将来某个确定的日期按规定的价格买卖某种资产。期货与远期合约的最大区别在于,期货合约为一标准化契约,包括标的商品、执行价格、数量、交割时点及品质等,均有明确规范。期货合约通常由交易所设计,在交易所集中买卖。在期货交易中,为了避免买卖之任何一方违约,双方均必须缴交保证金,当保

〔1〕 郭燕、闫洪升:《金融衍生交易法律规制及法律风险管理》,中国人民公安大学出版社2010年版,第31~32页。

〔2〕 倪浩嫣:“论金融衍生品的法律概念”,载《理论学刊》2009年第11期。

〔3〕 《银行业金融机构衍生产品交易业务管理办法》(银监发2011年第1号令)第3条规定:“本办法所称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混合金融工具。”

证金净值下跌至某一程度下（称为“维持保证金”），交易人即必须补缴回复至原来的水准。^{〔1〕}期货合约标准化程度高，流动性也较高。^{〔2〕}

3. 期权（Options）

期权是一种可转让的标准化合约，它赋予期权持有者在规定的有效期内以规定的价格买入或出售一定数量的某种资产的权利。期权可分为看涨（买入）期权与看跌（卖出）期权。^{〔3〕}购买看涨期权，意味着拥有某一确定的时间以确定的价格购买标的资产决定权；购买看跌期权，则意味着拥有在某一确定的时间以确定的价格出售相关资产决定权。期权交易既有场内交易，又有场外交易。在期权交易中，期权买方享有买进或卖出某种金融资产的绝对权利，却并不负有买进或卖出标的物的义务。从经济学的角度看，交易双方面临的风险和收益具有不对称性。期权合约是一种权利合约，交易的客体是买入或卖出某种金融工具的权利而非实物。^{〔4〕}

4. 互换（Swap）

互换是有关双方或三方约定对将来某一段时期内的支付款项进行交换的一种协议。互换交易是利用当事人在金融市场上具有不同的“比较优势”而进行的，可以分为货币互换和利率互换两种基本形式。货币互换是交易双方同意按一定的汇率交换一定数额的两种货币，在协议到期时，双方按约定的汇率换回各自的货币，而在此期间，双方根据交换的金额相互支付利息。利率互换是交易双方根据名义的本金金额互换不同性质的利息支付，包括固定

〔1〕 林左裕：《衍生性金融商品》，智胜文化事业有限公司2009年版，第17页。

〔2〕 孙玉甫：《衍生金融工具会计》，复旦大学出版社2005年版，第17页。

〔3〕 看涨期权，又称买入期权或“买权”，当预期标的物未来会上涨时，投资者享有以锁定的价格，在未来一特定时间点，买进一定数量商品的权利，此被称之为买进。当标的物未来价格如预期上涨，买入期权的买方即可执行此权利，以约定价格买进，从而享有获利。但当未来价格未如预期上涨或甚至下跌时，买方即可不执行权利，但无论执行与否，买方均需支付权利金（Premium），卖方则依约收取权利金。所谓看跌期权，又称卖出期权或“卖权”，当投资者预期标的物未来价格会下跌时，可享有以锁定的价格，在未来一特定时间点，出售一定数量商品的权利，此被称之为买进一卖权。当标的物未来价格如预期下跌时，卖出期权的卖方即可执行此权利，以约定价格卖出，从而享有获利。但当未来价格未如预期下跌或甚至上涨时，投资者或卖出期权的买方即无须执行此权利。无论执行与否，卖出期权的买方均需支付权利金，卖方则依约收取权利金。参见林左裕：《衍生性金融商品》，智胜文化事业有限公司2009年版，第17～18页。

〔4〕 郭燕、闫洪升：《金融衍生交易法律规制及法律风险管理》，中国人民公安大学出版社2010年版，第18页。

利率与浮动利率的互换，以及浮动利率与浮动利率的互换交易。^{〔1〕}

5. 抵押支持证券 (Mortgage-Backed Securitization, MBS)

作为一类特殊的金融衍生工具，MBS 开启了 20 世纪 60 年代美国资产证券化的先河。其基本运作模式是，银行等金融机构将其发放的不具有流动性住房抵押贷款中符合条件的贷款组成资产池，转让给特殊目的机构 (Special Purpose Vehicle, 简称 SPV)，SPV 以其受让的住房抵押贷款为支持向公众发行债券，并以住房抵押贷款所产生的现金流向债券持有人支付本息。通过发行 MBS，银行等金融机构可以让缺乏流动性但却具有稳定预期收益的信贷资产流动起来，在转移贷款风险的同时提高资金的利用效率。

6. 资产支持证券 (Asset-Backed Securities, ABS)

ABS 是在抵押支持证券的基础上发展起来的，是将抵押支持证券的金融工程技术运用在非住房抵押贷款资产类资产中所开发出来的资产证券化产品。

7. 抵押债务债券 (Collateralized Debt Obligation, CDO)

CDO 是以债务工具为标的的集合式投资，性质类似于共同基金，但其给予投资人的并非受益凭证，而是发行以其资产为担保的不同信用等级的债券。相应的，不同的信用等级，CDO 的报酬率也不同。根据 CDO 投资标的物的不同，又可以分为“现货式 CDO” (Cash CDO) 和“合成式 CDO” (Synthetic CDO)。前者投资标的物为各种形态的债票券，如可转换公司债、浮动利率票券及固定收益债券，因专卖这些现货债券必须以现金交付，所以又称之为“现金流量式 CDO” (Cash-flow CDO)；后者则是以“信用交换”为资产标的的合成性信用风险衍生品。^{〔2〕}

8. 信用违约互换 (Credit Default Swap, CDS)

CDS 是国外债券市场中最常见的信用衍生产品。在信用违约互换交易中，其中希望规避信用风险的一方称为信用保护购买方而另一方即愿意承担信用风险，向风险规避方提供信用保护的一方称为信用保护出售方，违约互换购买者将定期向违约互换出售者支付一定费用（称为信用违约互换点差），而一旦出现信用类事件（主要指债券主体无法偿付），违约互换购买者将有权利将

〔1〕 林左裕：《衍生性金融商品》，智胜文化事业有限公司 2009 年版，第 291 页。

〔2〕 许诚洲编著：《衍生性金融商品理论与实务》，台湾金融研训院 2010 年版，第 281 ~ 283 页。

债券以面值递送给违约互换出售者,从而有效规避信用风险。从特点上来说,CDS 属于期权的一种,相当于期权的购买方(规避风险的一方)用参照资产(reference asset)来交换卖方(信用风险保护方)的现金。

除上述主要类型外,实务中对金融衍生品还可以进行其他分类。例如,按照基础金融品不同,可以分为利率衍生品、外汇衍生品、股权类衍生品和信用衍生品等^[1];按照复杂程度的不同,可以分为普通型的金融衍生品和结构型的金融衍生品;按照在场内交易的金融衍生品是否经过发程序,可分为发行类的金融衍生品和非发行类的金融衍生品;从交易场所来划分,又可分为场内交易的金融衍生品和场外交易的金融衍生品。

二、金融衍生品的风险与结构

(一) 金融衍生品的风险

金融衍生工具具有高风险性、高杠杆性和虚拟性、未来性等特点。其中,高风险性和杠杆性是金融衍生工具最显著的两大特征。高风险性是指金融衍生工具的交易后果取决于交易者对基础工具未来价格预测和判断的准确程度,而杠杆性是指以较少的资金成本获得较多的投资,以小博大,以提高投资收益与资金效率的操作方式。^[2]也正是因为这些特性,衍生出金融衍生品的特殊风险。例如,众所周知的具有百年基业的英国巴林银行,在新加坡因投资日经 225 指数期货失败,损失 13 亿美元,最终宣布破产。巴林银行事件对于欧美金融业产生了不可估量的影响。根据国际证券委员会和巴塞尔委员会在 1994 年发布的联合报告《衍生品风险管理准则》的有关准则,金融衍生品的风险分为市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险和法律风险五类。

1. 市场风险

又称系统风险,所有金融衍生品就其实质都是对未来价格的一种预测,

[1] 利率衍生品是指以货币市场和资本市场的各种利率工具为标的物的衍生交易合约,它的目的是规避由于利率波动所引起的风险,包括远期利率协议、利率期货、利率期权、利率互换等。外汇衍生品指的是以汇率为标的物的衍生交易合约。外汇期货是最早出现的金融衍生工具,布雷顿森林体系崩溃带来的巨大的汇率波动是外汇期货产生的直接原因。股权类衍生品,是指以股票或股票指数等权益性资本为基础工具的金融衍生商品,如股票期货、股票期权、股票指数期货、股票指数期权等。信用衍生品是指以基础产品蕴涵的信用风险或违约风险作为基础变量的金融衍生商品,如信用互换。参见中国期货业协会编:《期货市场教程》,中国财政经济出版社 2009 年版,第 6 页。

[2] 宁敏:《国际金融衍生交易法律问题研究》,中国政法大学出版社 2002 年版,第 50 页。

这种预测具有很大的偶然性或不确定性。当实际价格的变化方向和波动幅度与预测出现背离时,就会给交易者造成相应的损失。而金融衍生品交易的强杠杆作用使收益和损失都被放大了,风险自然就成倍增长。

2. 信用风险

又称违约风险,是指金融衍生品交易中合约的一方违约给另一方造成损失的风险。在金融衍生品交易市场中,信用风险的大小与合约的期限长短有着密切的联系。从信用风险控制的角度来看,任何事业之经营及投资,均应评估未来对方或标的资产违约之可能性,才不会导致企业面临更大的危机或投资损失。^[1]

3. 流动性风险

这是由于缺乏合约对手和交易者因流动资本不足而无法履行合约而造成的,其风险大小取决于合约标准化程度、市场交易规模和市场环境的变化。通常,标准化程度高、交易市场规模大的金融衍生品的交易者更容易找到交易机会,因而流动性风险相对较小。

4. 操作风险

金融衍生品的结构设计、产品定价模型和风险评估等都较为复杂,需要专门化的金融技术和人员。这也意味着通常情形下很少有人能真正理解金融衍生工具的风险及其转化问题。对于金融衍生品性质的认识不足会使其产生高风险,并且使其较之传统金融商品面临更大的操作风险。

5. 法律风险

除以上技术性风险外,金融衍生品还存在其法律风险。所谓法律风险,是由于违反法律或监管规则,或者因为法律规定不明确,导致交易不受法律保护,从而使合约无法履行而给交易商带来的风险。金融衍生品的法律风险包括:合约完全不能执行;合约虽然可以执行,但交易违反相关规定,从而受到监管者的调查和惩罚;合约本身有两种以上解释,需要法院来判定其法律效果;合约缺少必要的保护投资者权利的条款,以及对影响权利实施的相关问题的处理条款等。^[2]

[1] 林左裕:《衍生性金融商品》,智胜文化事业有限公司2009年版,第6~7页。

[2] 熊玉莲:“金融衍生工具的法律风险及其监管的国际比较”,载《政治与法律》2006年第3期。

此外,金融衍生品按风险是否可控划分,可分为不可控风险和可控风险;按投资者的交易环节划分,可分为代理风险、交易风险和交割风险;按风险产生的主体划分,可分为交易所产生的风险、期货公司产生的风险、投资者行为产生的风险、政府及监管部门产生的风险;按市场风险的成因划分,可分为价格波动风险、杠杆效应风险、非理性投机风险和市场机制不健全风险等(如表1-1所示)。

表 1-1 金融衍生品市场的交易风险划分^[1]

金融衍生品市场上的风险	
按风险来源划分	市场风险
	信用风险
	流动性风险
	操作风险
	法律风险
按风险是否可控的角度划分	不可控风险
	可控风险
按投资者的交易环节划分	代理风险
	交易风险
	交割风险
按风险产生的主体划分	交易所产生的风险
	期货公司产生的风险
	投资者行为产生的风险
	政府及监管部门产生的风险
按金融衍生品市场风险的成因划分	价格波动风险
	杠杆效应风险
	非理性投机风险
	市场机制不健全风险

[1] 中国期货业协会编:《期货市场教程》,中国财政经济出版社2009年版,第68页。

需要指出的是,金融衍生品的高风险性并非说明金融衍生品乃金融危机爆发的原罪。美国证券交易委员会主席 Arthur Levitt 的论断形象地总结了金融衍生品与其高风险的特质之间的内在联系:“衍生工具本身并不存在好或者坏。它像电力一样,不正确操作的后果非常危险,但正确的使用却能为人类带来惊人的利益。”^[1]美国经济学家米勒教授也指出:有效的风险分担功能是期货、期权等衍生工具创新的内在要求,而这恰恰是传统的金融工具无法做到的。对于金融创新与金融风险的关系,英国学者 Roger McCormick 教授作了精辟分析,指出:“并不是所有的创新都会带来风险……金融机构面临的挑战是,确保与金融创新的最新发展,尤其是在市场营销方面,相关的法律风险能够得到快速的识别。然后,如果有必要,对金融创新进行调整以将风险控制在合理的限度内。或者一种更为困难的做法是,如果潜在的利益足够大,就游说当局改变立法与监管规则,允许金融创新能以较少的风险进行下去。”^[2]

金融衍生品风险有其特殊性:首先,复杂性和放大性,金融衍生品风险的复杂性更多地表现为其风险因素的多样性,而所谓放大性乃源于金融衍生品交易的虚拟性和杠杆性;其次,隐蔽性和突发性,这一特性来源于衍生品交易的未来性和传统会计核算模式的局限性;最后,是传染性和系统性,金融衍生品的经济功效,是通过削弱市场阻碍,消除市场分割和进入特定市场的限制来疏导风险,并把风险重新配置到不同市场中去。因此,当一个市场发生问题,就会经由各种途径传播到其他市场,而市场传导能力增强则意味着发生系统性风险的可能性进一步增加,这种系统性风险不仅表现为一国金融动荡,更体现为国际性或全球性金融危机。因此,防范系统风险构成了金融风险防范和金融规制的首要目标。^[3]2008 年金融海啸让众多金融衍生品浮出水面,多起因金融衍生品交易引发的巨额亏损事件,向人们展示金融衍生品巨大威力的同时,也让作为金融商品最终用户的金融消费者和企业遭受惨重的损失,以“血的教训”深刻地认识了金融衍生品的风险所在。

[1] R. A. Klein, Lederman J., “Mescherry, Litigation Involving Derivatives”, *Derivatives Risk and Responsibility*, Irwin, 1996, p. 665.

[2] [英] Roger McCormick:《金融市场中的法律风险》,胡滨译,社会科学文献出版社 2009 年版,第 134~135 页。

[3] 韩龙、彭秀坤、包勇恩:《金融风险防范的法律制度研究——以我国金融业对外开放为重心》,中国政法大学出版社 2012 年版,第 4 页。