



华东政法大学“65芳华”校庆系列丛书
2017年·华东政法大学博士精品文库

衍生品市场清算所风险的法律规制

——以中央对手方为中心

赵国富 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA



华东政法大学“65芳华”校庆系列丛书
2017年·华东政法大学博士精品文库

衍生品市场清算所风险的法律规制

——以中央对手方为中心

赵国富 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

衍生品市场清算所风险的法律规制：以中央对手方为中心 / 赵国富著. -- 北京：法律出版社，2018

ISBN 978 - 7 - 5197 - 1900 - 5

I. ①衍… II. ①赵… III. ①金融衍生市场—金融法—研究—中国 IV. ①D922.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 008063 号

衍生品市场清算所风险的法律规制

——以中央对手方为中心

YANSHENGPIN SHICHANG QINGSUANSUO FENGXIAN

DE FALÜ GUIZHI

—YI ZHONGYANG DUISHOUFANG WEI ZHONGXIN

赵国富 著

责任编辑 刘琳

装帧设计 凌点工作室

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 北京京华虎彩印刷有限公司

责任印制 沙磊

编辑统筹 法律教育出版分社

开本 A5

印张 6.25

字数 165 千

版本 2018 年 1 月第 1 版

印次 2018 年 1 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)

网址/www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792

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、子公司销售电话：

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85330678 重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636 深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5197 - 1900 - 5

定价:20.00 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

序

中央对手方清算所是现代金融市场基础设施的核心,也是衍生品市场风险管理的中枢,在衍生品市场的发展中具有极其重要的地位。

虽然我国期货和衍生品市场起步较晚,但市场发展较快,因此,作为市场基本法律的《期货法》早日出台,已成为我国衍生品市场快速发展的必然要求。在我国期货法的立法进程中,建立起一套符合我国实际又满足国际市场竞争需要的中央对手方清算所法律制度,是当前乃至今后一段时期期货法律理论界和实务界担负的一项重要任务。

赵国富博士的著作专门研究中央对手方清算所法律制度,不仅关注中央对手方的法学理论,而且专注于中央对手方清算所的风险控制,其专业探索难能可贵。全书以风险控制为主线,以中央对手方清算所为载体,从法律规制角度就中央对手方清算所面临的系统性风险、信用风险、运行风险和法律风险进行了系统研究,从商法理论和法哲学角度就中央对手方清算所风险控制的理论基础进行了探讨,比较了场内与场外衍生品市场中央对手方清

算所风险控制制度的差异,并从实证角度对中央对手方清算所的历史演变、治理结构、制度建设等进行了全面分析。在对中央对手方法律地位、保证金法律属性、清算法律关系,以及终止净额结算、清算责任、违约瀑布序列、紧急贷款救助、跨境监管、有序清算等主要法律问题进行了深入研究的基础上,借鉴境外立法经验结合我国实际,对完善我国中央对手方清算所风险控制提出制度设计。尽管书中一些论证和论据还有待深入与完善,部分结论和建议还值得推敲与商榷,但作为一部相对前沿的法律著作,其成果不仅填补了国内系统研究衍生品市场中央对手方清算所风险控制的空白,也将推动我国相关市场法治实践的深化和理论研究的深入。

赵国富是我指导的经济法专业博士,他有着近十年的期货市场监管工作经验,一方面参与了很多期货市场法律文件的起草与执行,另一方面也始终坚持对相关法理问题进行研究与探索,其对市场与法治建设有着较为深刻的理解。在本书付梓之际,我欣然为此做序,郑重将此书推荐给读者,也希望作者在今后的工作中为资本市场法治建设做出更多贡献。

是为序!

吴 弘

2017年6月8日

目 录

导 言 / 1

第一章 从运行机制看中央对手方清算所功能 与风险 / 17

第一节 中央对手方清算所的历史演变 / 17

第二节 中央对手方清算所的主要功能 / 25

第三节 中央对手方清算所的风险厘定 / 27

第二章 中央对手方清算所法律风险的法律 规制 / 34

第一节 中央对手方清算所法律规制框架 / 34

第二节 中央对手方法律制度构建 / 46

第三节 终止净额结算法律制度构建 / 55

第四节 中央对手方清算所跨境清算法律风险 规制 / 61

第三章 中央对手方清算所信用风险的法律 规制 / 74

第一节 中央对手方清算所清算法律关系 / 74

第二节 中央对手方清算所的清算责任 / 79

2 目 录

第三节 中央对手方清算所预防清算会员违约的法律规制 / 88

第四节 中央对手方清算所清算会员违约的法律规制 / 100

第四章 中央对手方清算所运行风险的法律规制 / 109

第一节 境外主要中央对手方清算所治理结构 / 109

第二节 境外中央对手方清算所运行风险的法律规制 / 120

第三节 我国中央对手方清算所运行风险的法律规制 / 130

第五章 中央对手方清算所系统性风险的法律规制 / 138

第一节 中央对手方清算所系统性风险实证分析 / 139

第二节 境外中央对手方清算所系统性风险的法律规制 / 147

第三节 我国中央对手方清算所系统性风险法律规制的完善 / 165

结 语 / 176

参考文献 / 178

后 记 / 188

导 言

一、研究缘起与研究范围

(一) 研究缘起

在境外,几乎每一个成熟和有深度的资本市场都有一个高效发达的衍生品市场与之相匹配,衍生品市场已成为增强金融市场弹性,提升一国金融市场竞争力的重要风险管理子市场。中央对手方清算所是这一风险管理市场的风险管理中枢,是现代金融市场基础设施的核心,在期货市场百余年的历史发展中扮演了重要角色。2008 年金融危机后,为规范场外衍生品市场的无序发展及防范系统性风险,各国政策制定者纷纷要求将场外衍生品进行场内集中清算,中央对手方清算所受到了前所未有的重视,在全球推进衍生品市场发展占据了重要地位,也越来越成为各国角逐金融市场竞争力的重要载体。可以说,在 21 世纪,建立中央对手方清算所已成为一国金融部门现代化程度的标志,对衍生品市场而言,更是步入了以中央对手方为中心的清

算所的世纪。^{〔1〕}

我国期货市场经过二十多年的发展取得了长足进步,商品期货交易量连续多年位居世界前列,以股指期货为代表的金融期货市场和场外衍生品市场发展迅速。然而,相对于证券市场而言,我国衍生品市场法治建设较为滞后,作为衍生品市场基本法律的《期货法》一直没有出台,仅有一部规范期货市场的行政法规,构建中央对手方清算所的基础法律制度基本处于空白,束缚了我国衍生品市场的发展,对我国参与国际竞争及应对国际谈判极为不利,也不利于维护我国金融市场稳定发展,难以适应我国衍生品市场快速发展的需要。

从法学研究来看,衍生品市场具有小众、专业的特点,较为晦涩的行业术语阻碍了学者的研究热情,整体上我国法学界关于中央对手方清算所的研究较为薄弱,对中央对手方清算所风险控制的法律制度的研究在深度和广度上还很不充分,理论储备不足,客观影响了相关法律尤其是《期货法》的立法进程。值得庆幸的是,期货法已经被列入十二届全国人大立法规划,中央对手方清算所是其中较为重要的立法内容。

(二) 研究范围

相对于证券市场,清算所在衍生品市场存在的历史更长,而中央对手方清算所的产生即源于衍生品市场。从风险管理角度来看,证券交易达成后到合约到期结算的时间通常较短,实践中证券市场通常实行“T+1”结算机制,而期货、互换等衍生品合约从交易达成到合约到期结算的时间较长,少则几个月,多则数年,因此,相对于证券市场而言,衍生品市场更需要清算所提供足够的风险管理手段,以确保交易双方在合约到期时具备足够的履约能力,而中央对手方清算机制恰恰适应了衍生品交易的风险管理需要,并发展成为目前世界衍生品市场的主流清算模式。

〔1〕 [英]彼得·诺曼:《全球风控家——中央对手方清算》,梁伟林译,中国金融出版社2013年版,第416页。

在中央对手方机制下,清算所成为风险管理的中枢,在解决衍生品市场风险的同时,其自身也面临着诸多风险,成为整个市场的单一高风险点,一旦不能妥善解决反而会放大风险,并引发整个市场的系统性风险。如何有效控制中央对手方清算所面临的各类风险是决定中央对手方机制成败的关键,是研究中央对手方清算所各类法律问题的核心,也是各国立法规制的主要内容。因此,本书将研究领域选定在衍生品市场而非证券市场,研究对象聚焦到中央对手方清算所,研究范围界定为中央对手方清算所风险的法律规制。

全书以中央对手方清算所这一组织体为载体,以其自身风险的法律规制为切入点,从法律风险、信用风险、运行风险、系统性风险四个维度,对场内衍生品市场和场外衍生品市场中央对手方清算所风险控制的法律问题进行系统研究,深入探讨中央对手方法律规制框架、中央对手方法律理论、终止净额结算、信用风险分担机制、系统性风险控制等法律理论和法律制度,并借鉴国外经验结合我国衍生品市场发展实际,提出完善我国中央对手方清算所风险规制的法律建议,以促进我国衍生品市场中央对手方清算所的规范发展,推进《期货法》立法。

二、术语界定与文献综述

(一) 术语界定

1. 清算与结算

实践中经常将“清算”和“结算”混用,实际上两者并不相同,“清算”一词英文称为 clearing,而“结算”的英文则为 settlement。一个完整的衍生品交易由交易达成、清算、结算三部分构成(trade made、clearing、settlement)。其中,交易达成是指双方当事人之间就买卖标的、价格达成交易,在衍生品交易中双方达成交易后会形成买、卖两个方向的头寸。结算是指合同义务的履行,对于衍生品交易而言包括交割和冲销两种方式,当事人既可以到期实物交割或现金交割也可通过合同反向冲销亦即自买自卖抵销原合同义务。

不同于证券交易的即时性,衍生品交易具有“当前订立、未来履

行”的特点,^[2]即使当事人在订约时具有足够的履约能力,并缴纳了一定的保证金作为担保,但是在合同未履行前,当事人的履约能力随时可能发生变化,因此,如何确保合同未结算前具备足够的履约能力是至关重要的,而这部分就是清算(clearing),其功能是在合约到期履行前对交易头寸进行管理以确保合同到期能够执行。可见,清算在衍生品交易生命周期中具有重要地位。

2. 清算所与中央对手方清算所

清算所,顾名思义,是提供清算服务的场所,但并非所有的清算所都是中央对手方清算所。衍生品交易达成后,需要由清算所提供一系列的清算服务,有些服务如终止净额结算、合同更替等只有中央对手方清算所才能提供。从清算所提供的服务内容来看,有很多种类。其中基础的清算服务,包括交易确认、持仓管理、交割管理、支付结算等。交易确认服务(trade confirmation)是指交易所对当事人达成的交易进行登记确认,包括合同的类型、价格、标的、期限等,以明确当事人之间的权利义务。持仓管理是指报告当事人所持有的未了结的头寸信息。交割管理是指对当事人到期合约进行登记过户。这些基础服务可以由清算所提供服务,也可以由银行和期货中介机构提供,如场外衍生品交易中,大型期货中介机构可以提供交易、销售、结算等柜台服务,但这些都不是中央对手方清算所特有的。现代中央对手方清算所独有的服务是以合同更替(novation)为基础的风险管理服务,通过合同更替清算所成为所有买方的卖方和所有卖方的买方,改变了原有的双边交易市场结构,成为风险的集中管理者,进而实施保证金制度、抵押品管理、净额结算等一整套风险管理机制,这是现代中央对手方清算所的重要特征,也是其他种类清算所不能提供的重要清算服务。

从法律角度来看,相对于交易所(exchanges),“清算所”(clearing-

[2] 刘燕、楼建波:《金融衍生交易的法律解释——以合同为中心》,载《法学研究》2012年第1期。

house)一词在美国成文法中出现较晚,直到1936年美国颁布的期货交易法(CEA)第4节才首次使用“清算”一词,1999年美国金融市场监管工作小组(PWG)首次在报告中建议美国商品期货交易委员会将清算所纳入监管范畴,随后2000年颁布的《商品期货交易现代化法案》首次明确了清算所的设立和运作条件。^[3]

2008年金融危机之后,中央对手方清算所受到全球高度重视成为各国金融监管部门解决场外衍生品市场发展的重要手段。2012年4月,国际清算银行支付清算委员会(CPSS)和国际证监会组织(IOSCO)联合发布《金融市场基础设施原则》(Principles for Financial Market Infrastructures,PFMI),^[4]将“中央对手方”(Central Counterparty,CCP)界定为介入一个或多个市场已成交合约的交易双方之间,成为每个卖方的买方和每个买方的卖方,并据此确保履行所有敞口合约的机构。中央对手方通过合约更替、公开要约或具有法律约束力的类似安排成为市场参与者的交易对手。《金融市场基础设施原则》还将中央对手方区分为合格中央对手方清算所(QCCPs)和不合格的中央对手方清算所(Non-QCCPs),要成为一个合格的中央对手方清算所,需经监管当局公开认定、获得开展相关业务的行政许可,并实施《金融市场基础设施原则》的要求。

(二)文献综述

1. 国内文献综述

目前,国内学者关于中央对手方清算所风险的法律规制的研究专著凤毛麟角,仅有的几部法学专著主要是以期货市场或者是场外衍生品市场为研究对象展开的。例如,袁国际所著的《期货市场结算法律

[3] Neal L. Wolkoff, Jason B. Werner, The History of Regulation of Clearing in the Securities and Futures Markets, and its Impact on Competition, 30 Rev. Banking & Fin. L. 313.

[4] Principles for financial market infrastructures, 载 <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>, 最后访问日期:2015年3月21日。

问题研究》(2011年版),主要从民商法视角对期货市场结算法律关系进行了全面分析。唐波等著的《金融衍生品市场监管的法律规制——以场外交易为研究重点》(2013年版),对场外金融衍生品市场功能型监管、金融衍生品场外交易信息披露规则、场外交易担保、金融衍生品在破产法上的“特殊待遇”等法律制度进行了研究。其中,关于中央对手方结算法律制度的研究主要以场外衍生品结算制度为重点,对比了境外主要中央对手方的结算会员制度、合约更替、保证金制度、违约处置、减损机制等制度,该著作主要侧重于清算所的自律规则和自律监管的分析。宁敏所著的《国际金融衍生品交易法律问题研究》(2002年版)对国际金融衍生交易协议、抵销、净额结算等进行了比较研究,主要就场外衍生品交易文本即 ISDA 标准文件运用民法基础理论进行了系统研究,侧重于从金融衍生品交易视角对相关合同条款的有效性、合法性的分析,解决的是衍生品交易当事人之间的法律问题,并没有从中央对手方清算所及其风险的角度开展相关研究。此外,梁伟林翻译的彼得·诺曼撰写的《全球风控家——中央对手方清算》(2013年版)一书较为翔实地梳理了中央对手方清算所发展的历史和演化趋势,对中央对手方清算所系统性风险防范、跨境监管协调及重大风险管理事件等进行了详细描述,对本书的研究有着较大的帮助。

在学术论文方面,关于中央对手方清算所风险控制的法学研究较少,主要集中在三方面:一是关于中央对手方的基础法律理论。邹启钊借鉴国际规则从“合同更替”和“公开要约”两个理论分析了中央对手方的制度内涵和法律基础,并基于风险结构对期货市场中央对手方的动因进行了分析,认为中央对手方是市场自发产生的法律设计,表达了期货结算机构在期货结算中所具有的特点与所承载的功能,包括合同中立性、净额结算、保证金制度等,并以合同中立为原则对合同更替和公开要约理论进行了论述,从合同权利义务概况转移角度对我国中央

对手方法律基础进行了论证。^{〔5〕}翟浩在关于中央对手方法律地位的研究中,论证了中央对手方法律基础,分析了美国、新加坡及我国台湾地区关于合同更替的法律规定和主要交易所的相关规则,建议在我国期货市场中引入中央对手方概念,明确期货交易所的中央对手方法律地位。^{〔6〕}汤云龙对香港期货结算所作为中央对手方的法律地位进行了探析,分析了香港结算所基于合同更新制度建立的中央对手方的法理基础,并以此为依据分析了结算所作为中央对手方享有的自由裁量权、非现金抵押品的完全处分权、实物交付的自主决定权,以及失责者的处置权和相应的结算责任。^{〔7〕}二是关于中央对手方清算机制的构建。鲍晓烨从多维度审慎监管角度对场外衍生品市场风险管理制度进行了研究,认为中央对手方在集中管理信用风险、发挥自律监管作用的同时,也将原本分散的风险集于一身,因此,应当实施多维度审慎监管,建议主体监管上实施严格的会员准入标准,客体监管上设定适当的产品适用范围,行为监管上事先制定有序的会员违约处理规则,并对如何完善上海清算所的多维度审慎监管和自律监管提出了建议。^{〔8〕}曹康、徐毅从中央对手方角度对我国期货市场结算机构设置及其权利义务等进行了研究,认为中央对手方的设置有利于提高结算机构的风险控制能力,我国期货市场结算应合理设置结算机构,提出建立中央期货结算公司来提供统一结算服务。^{〔9〕}李为对我国场外衍生品市场中央对手方清算机制的构建进行了研究,从中央对手方法律地位、保证金制度、

〔5〕 邹启钊:《期货市场中央对手方:制度内涵与法律基础》,载《法学家》2015年第4期。

〔6〕 翟浩:《中央对手方理论下的期货交易所法律地位研究》,载《河南教育学院学报》2012年第3期。

〔7〕 汤云龙:《香港期货结算所作为中央对手方的法律地位探析》,载《上海金融》2013年第12期。

〔8〕 鲍晓烨:《中央对手方的多维度审慎监管研究》,载《商业研究》2015年第2期。

〔9〕 曹康、徐毅:《我国期货结算机构设置与中央对手方设计》,载《安徽农业大学学报》(社会科学版)2009年1月。

风险限额管理、交易报告和信息披露等方面,就如何完善上海清算所场外衍生品清算制度进行了分析。^[10] 刘浚淇、陈艺云总结了后危机时代国际金融衍生品中央对手方清算发展情况,从中央对手方的组建、风险管理和监管等方面提出建立我国的场外衍生品集中清算机制。^[11] 三是关于中央对手方的治理的研究。鲍晓烨从利益冲突、公司治理、政府监管等层面介绍了境外中央对手方清算所治理结构情况,认为中央对手方作为公司具有营利性目的,与其公共服务属性相矛盾,会员单位与结算机构之间存在利益冲突,外部竞争压力也加剧了中央对手方风险,建议从内部公司治理与外部政府监管两方面加以解决。内部治理上考虑决策主体多元因素,提高决策程序独立性,外部监管上要在明确监管机构 and 法律依据的基础上,建立准入监管和退出机制,并对我国场外衍生品市场中央对手方治理结构的完善提出建议。^[12] 姜宇认为中央对手方汇聚了大量风险,产生了风险防范目标与风险集中之间的矛盾,矛盾的纾解之道在于平衡中央对手方营利目的和安全目的以构筑优良的风险管理体系,建议事前监管引入激励相容理念,以使其营利目的与安全目的相衡相容,同时设置道德风险的事后处置措施,遏制中央对手方失败的不利影响。^[13]

总体来看,相对于经济学、金融学而言,法学界关于中央对手方清算所理论和实践研究的论文不多,研究重点或者聚焦场内期货市场,或者聚焦场外衍生品市场,很少从中央对手方清算所这一组织体角度对场内和场外衍生品市场进行统一的研究,更没有学者从控制中央对手

[10] 李为:《论我国场外衍生品市场中央对手方清算机制的构建》,载《商》2013年第5期。

[11] 刘浚淇、陈艺云:《后危机时代国际金融市场中央对手方清算的发展动态与趋势》,载《上海金融》2012年第7期。

[12] 鲍晓烨:《中央对手方的利益冲突、公司治理与政府监管》,载《上海师范大学学报》(哲学社会科学版)2015年第4期。

[13] 姜宇:《中央对手方机制内在矛盾之法律纾解——以衍生品市场为例》,载《金融法苑》2015年总第90辑。