

上海大学法学院金融法研究中心 编



金融法论坛

第一卷



张秀全 / 主编



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

013068893

D912.280.4-53
04
V1

上海大学法学院金融法研究

金融法论坛

第一卷

张秀全 / 主编



北航

C1676626

D912.280.4-53
04
V1



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

008880010

图书在版编目(CIP)数据

金融法论坛. 第1卷 / 张秀全主编. —上海: 立信
会计出版社, 2012. 11

ISBN 978-7-5429-3686-8

I. ①金… II. ①张… III. ①金融法—文集 IV.
①D912.280.4-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 247434 号

责任编辑 黄成良
封面设计 周崇文

金融法论坛(第一卷)

出版发行 立信会计出版社

地 址 上海市中山西路 2230 号 邮政编码 200235

电 话 (021)64411389 传 真 (021)64411325

网 址 www.lixinaph.com 电子邮箱 lxaph@sh163.net

网上书店 www.shlx.net 电 话 (021)64411071

经 销 各地新华书店

印 刷 常熟市华顺印刷有限公司

开 本 890 毫米×1240 毫米 1/32

印 张 10 插 页 2

字 数 244 千字

版 次 2012 年 11 月第 1 版

印 次 2012 年 11 月第 1 次

书 号 ISBN 978-7-5429-3686-8/D

定 价 32.00 元

如有印订差错,请与本社联系调换

卷 首 语

亚当·斯密在其《国富论》中分析国民财富的性质和原因时曾说：“资本的每一次增加或减少，自然会增加或减少劳动的实际数量、生产性劳动者的人数，从而增加或减少一国土地和劳动年产物的交换价值、它的全体居民的真实财富和收入。”而现代经济则无疑是以金融为核心的经济，金融在国民经济和国际社会经济生活中发挥着日益重要的作用。历次经济危机和金融危机造成的破坏性后果从反面印证了这一结论，彰显了金融的重要地位。正因如此，各国政府都十分重视对金融活动的管理和规制，一些国家则为维持或建设国际金融中心或区域金融中心而进行战略决策和提供各种政策支持。20世纪90年代初期，在中央政府的战略决策和大力支持下，逐步确立了建设上海国际金融中心的宏伟目标。2009年4月，国务院明确提出，2020年上海基本建成与国家经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心。多年来，上海虽然在国际金融市场发挥了重要的作用，但上海国际金融中心的建设是一个漫长的过程，要获得国际社会的公认，完全确立其国际金融中心地位，还需要长期的积累

和继承、不断地改革和创新、持续的工作和努力。

上海国际金融中心建设的一个重要内容就是金融法制的完善、金融法治环境的改善和金融法律人才的培养。上海大学是国家重点建设的一所综合性、地方性、“211工程”大学。多年来,上海大学法学院在“创特色、入主流、走国际化办学道路”的办学实践中,从上海建设国际金融中心的法治需求出发,整合相关学科的师资力量,成立上海大学法学院金融法研究中心,开展金融法系列课程的教学工作,探索金融法人才培养的路径,研究金融法的理论与实务问题,并承担了一批重要的金融法研究项目,例如:上海市教委学科建设项目“金融改革创新背景下的金融法研究和人才培养”,国家哲学和社会科学规划基金项目“利益衡平视野下寿险核保期风险分担法律问题研究”,教育部社科规划项目“出口信用保险立法的制衡问题研究”、“农村建设用地使用权出让法律制度研究——以小产权房问题为切入点”,上海市社科规划课题“保险法基本问题研究”、“房地产投资信托(REITs)运行机制之法律经济分析”、“集体土地所有权法律制度研究——基于历史、比较和实证的考察”、“保障性住房REITs: 路径依赖与制度设计”,上海市教委重点创新项目“廉租房REITs: 瓶颈与出路”,上海市教委创新项目“土地抵押融资的法律困境与制度创新”、“上海国际金融中心建设中金融消费者隐私权保护问题研究”等。

现在呈现在读者面前的这本《金融法论坛》(第一卷),是上海大学法学院金融法研究中心部分成员近年来的部分研究成果,也是上海市教委学科建设项目“金融改革创新背景下的金融法研究和人才培养”的阶段性成果。这些论文涉及的领域比较广泛,并不局限于狭义的、作为法学三级学科和经济法学组成部分的金融法,但它们都属于广义的金融法。我们这里使用的金融法概念更多的是从广义和交叉学科,即与金融有关的法律的含义上而言的。本卷收录的论文既有研究国际金融法前沿问题的论文,也有金融法律实务和民间金融法律问题的研究成果,还有金融法教学探索方面的论文。期望《金融法论坛》对深化金融法理论研究,推动金融制度创新,解决金融法律实务问题提供一些理论借鉴和决策参考,促进金融法学发展,为金融法治建设贡献我们的绵薄之力。

张秀全

2012年10月

目 录

金融法实务问题研究

央企金融衍生品业务的法律规制	李立新	3
土地储备机构抵押贷款的风险及其化解	李凤章 罗红梅	27
我国法人格否认规则司法适用案例研究	张秀全 姬 烨	43
证券市场虚假陈述损害赔偿的范围和计算		
方法	艾素君 王 凡	74
司法水源的刑法涤荡		
——诉讼欺诈侵财行为犯罪化的司法评价与路径		
选择	王永亮	93
制定我国商法通则的初步构想	李江涛	110
《社会保险法》的立法演进与制度评述	湛 瑜	126

民间金融法律问题研究

小额贷款公司制度实施过程的实证分析		
——以温州试点经验为样本	杨文硕	167
民间融资风险的法律防范		
——以中小企业融资问题为视角	陈剑平 汪 晶	185

国际金融法律问题研究

国际货币基金组织改革

——基于职能角色的考察 李 本 197

人民币走向国际化的法律思考 倪才龙 倪闻竹 219

国际金融监管体制改革经验对中国的启示和借鉴 陈剑平 陈 琦 253

金融法教学研究

金融法学课程建设与人才培养探索 姚 铨 271

法学案例教学法应用基本问题研究 张秀全 286

实务型人才培养中的商法教学模式探讨 李立新 297

金融法实务问题研究

央企金融衍生品业务的 法律规制^①

李立新^②

摘要：中航油事件、中储棉事件等尚未淡出人们的记忆，2008年金融危机中发生的一连串的央企金融衍生品业务巨亏事件，又让人们惊心加痛心。痛定思痛，人们不禁要问：央企为什么要三番五次地试水金融衍生品业务并屡屡败北？我国对央企开展金融衍生品业务，难道没有法律规制吗？有的话又为什么没有发挥相应的作用？本文通过对央企金融衍生品业务目的和亏损原因的分析，揭示巨亏引发的问题，探讨强化和完善央企金融衍生品业务法律规制的对策。

关键词：中央企业 金融衍生品 风险业务

一、问题的提起

在备受瞩目的中航油事件、中储棉事件之后，2008年金融危机中接连爆发的央企金融衍生品业务巨亏事件，又让人们大跌眼镜。

^① 本文是上海市教委学科建设项目“金融改革创新背景下的金融法研究和人才培养”的阶段研究成果。

^② 李立新，江苏张家港人，上海大学法学院副教授，法学博士，研究方向：公司法、证券法。

仅以航空公司为例,截至2008年年底,中国国航燃油套期保值合约公允价值损失为68亿元人民币,上海航空航油套期保值合约公允价值损失约为人民币1.7亿元,东方航空航油套期保值合约公允价值损失约为人民币62亿元,总计131.7亿元。^①面对巨额亏损,人们不禁要问:央企为什么要三番五次地试水金融衍生品业务并屡屡败北?我国对央企开展金融衍生品业务,有没有法律规制?有的话又为什么没有发挥相应的效用?

(一) 中航油事件

“中航油”为中国航油集团公司控股的新加坡上市公司。2003年3月28日,中航油开始投机期权交易。最初少量交易并获利。2004年1月初,航油价格迅速上涨,交易出现亏损。2004年10月25日,国际原油价格飙升至历史高点,中航油集团向中航油提供了1亿美元的贷款,但也未能帮助其免于被交易所强制平仓。2004年11月,中航油披露,因国际油价猛涨,导致公司必须为未平仓的衍生品盘口注入庞大的保证金。公司由此亏损合计约40多亿元人民币。公司总裁陈久霖为此被停职。2005年6月8日,中航油提交的债务重组方案获通过,避免了被清盘的厄运。2006年3月29日,停牌16个月之久的中航油股票在新加坡交易所恢复交易。2006年3月21日,陈久霖被新加坡当地法院以从事局内人交易、公司业绩报告造假、没有向新交所披露重要信息和欺骗德意志银行等罪名,判处刑期4年零3个月,罚款33.5万新元,成为第一个因触犯国外法律而被判刑的中资国企老总。

对此事件,《第一财经日报》早在2004年12月2日的社论中,就

^① 吴晓锋:“央企海外高风险投资的‘罪与罚’”,《法制日报》周末版2009年2月12日。

对中航油集团垄断中国航空油料市场表示了担忧。事实上,国航、东航、南航,近年来都试图通过油料供应多元化,来控制成本和防范油料供应风险。它们都希望能直接通过期货等衍生工具对冲风险,而不是交给中航油之类的公司。^①

(二) 国航、东航、南航的航油套保

为了锁定未来油价成本,三大国有航空公司都有从事航油套期保值的历史,然而,它们在 2008 年的金融危机中,有的幸免于难,有的却遭遇滑铁卢。2008 年 11 月 21 日,国航公布,截至 10 月底,公司航油套期保值浮亏 31 亿元人民币。当时国航表示,套期保值合约下的购入量,不超过公司董事会授权的 2008 年度实际燃油采购量的 50%±10%。之后的 2008 年 11 月 25 日,又有业内报料称,东航截至 2008 年 11 月 14 日航油套期保值浮亏达 6.9 亿美元,合人民币逾 47 亿元。至此,国航和东航浮亏已达 78 亿元,是中航油巨亏 5.5 亿美元的两倍!而 2007 年全年,三大航空公司盈利仅为 63.19 亿元。

据报道,三大航空公司签订的燃油套期保值合约大多为 1~2 年的期限,东航的合约在 2008 年 11 月尚未到期,国航则是在 2008 年 7 月国际油价最高峰时合约到期后重新签订了新的合约,而南航所签的套期保值合约在 2008 年上半年到期后就没有重新签订。“之所以没有继续签订新的合约,主要是公司认为当时国际油价已经很高了,已经有了下调的空间,出于谨慎,就没有继续做下去。”^②

^① “中航油影响国企海外上市 投资者质疑公司治理结构”,《第一财经日报》2004 年 12 月 7 日。

^② 陈姗姗、罗文辉:“失手燃油套保 东航被指套利”,《第一财经日报》2008 年 11 月 26 日。

二、央企开展金融衍生品业务的目

随着2008年11月国航、东航相继公布其航油套保业务出现巨额浮亏,众多央企深陷金融衍生品泥潭的窘境,再次引发广泛关注和思考。

(一) 套保目的

套保,即套期保值,一般是指企业管理原材料和产成品价格风险的一种手段,它的核心内容是指企业在生产经营时,通过在现货市场和期货市场对同一种类的商品同时进行数量相等但方向相反的买卖活动来对冲风险、锁定加工利润和生产利润,使之不受原材料和产成品价格变动的影响,在商品或金融产品价格大幅波动时也能够正常运营,获得主业应该获得的利润。

2008年上半年,国际油价暴涨令众多航空公司倍感头疼,于是纷纷开始运用各种方式控制燃油成本。东航一高管透露,东航从事燃油套保,初衷是通过约定未来一个时期要支付的燃油价格来锁定未来航油采购的成本,然后依据这一占比最大的成本锁定来确定公司的销售和经营计划。该高管辩称,判断是否投机有两个标准:一是参与者是否有实际需求;二是交易量是否超过实际需求。东航在航油套保业务的操作中一直遵循“不越权、不投机、不做空”的“三不”原则,不属于投机行为。^①

^① 所谓“不越权”,就是公司进行的航油套保数量和时限不能超越董事会的授权。“不做空”,就是在交易中只买入油而不卖出;“不投机”,就是买入期权只为固化成本,不以在期货市场牟利为目的。东航财务总监介绍,东航董事会规定,航油套保购买的套保期权不得超过3年,买入的期权数量不得超过公司海外航线的实际需求。2008年11月底东航手持合约的原油期货量约为未来3年共计312万吨,而东航全年海外航线用油量约为140万吨,故套保量只占未来3年海外航线用油量的74%,未超出限度。

(二) 套利目的

多位市场分析师则表示,如果国航、东航公告的损失数据属实,已远远超出业界预期,甚至表明公司不仅仅是在进行燃油对冲,而是进行了一定程度的投机。^①

东航在其 2007 年度报告中曾披露,截至年底,东航已签订的 2008 年与 2009 年间到期的航油期权合约包括:“需以每桶 50 美元至 95 美元的价格购买航油约 798 万桶,并以每桶 43 美元至 115 美元的价格出售航油约 230 万桶。”业内专家指出,该组合式期权保值策略并非一个锁定航油采购成本的简单套保策略,而是试图锁定航油价格于一个较宽泛的波动区间内,从而具有较强的套利色彩。

三、央企开展金融衍生品业务巨亏的原因

国航、东航等央企开展金融衍生品业务,为什么会巨亏?其原因究竟何在?对此,媒体有多种版本的报道。

(一) 媒体报道的原因

1. 市场原因说

市场原因说认为,是全球金融危机造成整个大宗商品、期货、衍生品市场价格急速下滑。对于航油套保的巨亏,有报道称是国际投行为国内航空公司设计的一个圈套——在国际原油价格飙升至 147.5 美元时,投行唱高油价至 200 美元,让国内航企倍感压力,只好参与航油套保交易来对冲油价上涨的风险。

^① 陈姗姗、罗文辉:“失手燃油套保 东航被指套利”,《第一财经日报》2008 年 11 月 26 日。

2. 金融诈骗说

中国期货业协会副会长常清在接受媒体采访时表示,“衍生品本来就很少人懂,一份合同 100 多页,表述云遮雾罩,表面上看没有任何风险,企业稀里糊涂签了字,这实际上是一个打着衍生品名义的金融诈骗。”有位曾在国际投行从事衍生品设计的资深分析人士称,国际投行能够在衍生品交易中做到稳赚不赔,国际投行就可以给航空公司和石油生产商设计截然相反的期货合约,不管将来油价是涨是跌,投行都可以拿到一笔不菲的手续费。而且投行设计的合约大多是让对手“盈利封顶、亏损不封顶”,如果出现大跌或大涨,投行可以从中攫取巨额利润。投行在与东航签订第一种常规套保合约时,故意以高额期权金为诱饵,诱使东航对期权金进行套保。而东航巨亏的原因,就在于单边看多,认为油价继续上涨或者下跌幅度不大,对期权金进行了大量套保。结果,为了对冲第一种合约产生的期权金而签订的第二种被动合约,直接导致了东航的巨亏。^①

类似的报道还有不少。笔者认为这种报道对我们的央企没有好处,相反,只会助长出了问题不找原因、把责任推给别人的不良习性。如果想要解决问题,首先必须从国内体制和央企自身寻找原因。

(二) 笔者分析的原因

1. 经营资格方面的原因

针对外界质疑国航、东航等参与的航油套保均为场外交易,东航高管曾回应,由于尚未获得期货牌照,只能通过与投行等签订合约的

^① 段铸:“航油套保合约暗藏后门 国际投行狙杀东航始末”,《中国经营报》2009 年 2 月 14 日, <http://finance.sina.com.cn/chanjing/b/20090214/05275855832.shtml>, 2011 年 3 月 19 日最后访问。

方式进行期权交易。这说明国内航空公司由于没有经营期货的资格,面临套保渠道单一的尴尬。更何况国内期货市场,只有一个燃油期货品种,且受政府调控的严格管制;国内企业如果要到国外期货市场进行套保,则更要受到国家的严格控制。

2. 业务目标方面的原因

据期货专家介绍,境外期货套期保值业务作为企业规避价格风险、锁定成本和利润的重要金融工具,已日渐成为企业实现经营目标不可缺少的风险管理工具。但套期保值作为企业规避价格风险的重要手段,其评价标准就不应是期货头寸是否盈利,而应以是否实现了规避风险为目的。美国各大航空公司资料显示,由于燃油成本占航空公司成本比重逐年上升,各公司早就做了不同规模的燃油套保,其中最著名的是西南航空,这是美国自1973年来唯一每年都盈利的公司,2005年其套保收益是其税前收益的114.51%,而2007年在其他航空公司均亏损的情况下,它仍然保持30%的增长。

正因为衍生品业务是避险甚至获利的重要工具,众多央企对其青睐有加。但也有不少央企投机性很强,它们不是把衍生品作为避险工具,而是远离实体经济,将其作为盈利的投机工具。以国航为例,国航之所以在套保方面出现巨亏,问题并不在于套保本身,而在于套保的目的出现了偏差。国航签订的套保合同由单纯对冲风险保值转向了希望借此盈利,带有浓厚的投机性质。2008年11月国航发布的提示性公告显示,国航不仅买进看涨期权,而且同时向对手卖出看跌期权以冲抵套保交易中买入期权时的权利金支出。本来企图取得相应的权利金收入,结果却增加了跌价时损失的可能,这种“结构性期权”的套保行为,难免有套利甚至投机之嫌。而这,正是不少央企在参与套保业务时出现亏损的根本原因。

3. 专业人才方面的原因

国内企业对海外近30年才发展起来的衍生品交易缺乏了解,这