

# 金融衍生交易的法律解释

——以合同为中心

刘 燕 楼建波\*

---

**内容提要：**金融衍生交易特别是场外衍生交易规则与传统民商法之间的冲突是大陆法系国家普遍存在的问题。衍生工具作为一种新的合同类型，与传统合同的显著区别在于“当前订约、未来履行”，从中派生出特殊的履约风险、缔约风险等一系列新问题。对赌、显失公平等法律争议正是基于衍生合约本身的特性而产生；而通常被称为“衍生交易规则”的一整套制度实际上是市场自发创设的防范履约风险的安排。在此，场外衍生交易与场内衍生交易之间没有本质区别，英美法系与大陆法系需要应对同样的问题。通过还原衍生交易规则背后的法律逻辑，可以构筑一个以“合同”为中心的衍生交易法律问题的分析框架，容纳从合同效力、履行、缔约到信息披露、监管等一系列问题。以合同为主要处理对象的民商法应扩张自身的体系以容纳实践中产生的新合同类型，从而为整个金融衍生交易法律规则体系提供坚实的基础。

**关键词：**衍生交易 衍生交易规则 民商法 合同

---

## 引言：问题的提出

作为风险管理的工具，金融衍生交易〔1〕在过去四十年间发展迅速、应用广泛，由此也导致这种新型交易形态与传统法律制度特别是民商事法律制度之间的冲突。金融衍生交易被公认为现代经济生活中最为复杂的商事交易形态，其精巧的交易结构、复杂的交易关系已经令非金融专业

---

\* 刘燕，北京大学经济法研究所教授；楼建波，北京大学法学院副教授。

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”（09BaFX050）的资助。

〔1〕在巴塞尔委员会等国际组织的文件中，衍生（产）品（derivatives）、衍生工具（derivative instrument）、衍生交易（derivative transaction）、衍生合约（derivative contract）等概念常常不加区分地使用。我国有学者认为，从法律角度宜采用“衍生工具”的提法（参见王晔：《金融衍生工具法律问题研究——以场外衍生金融工具为中心》，群众出版社2008年版，第1页）。本文采纳此观点，但根据上下文需要而选择采用“衍生工具”、“衍生合约”或“衍生交易”等概念。具体而言，在交易品种层面讨论时采用“衍生工具”或者“衍生品”的提法；在合同层面讨论时采用“衍生（品）合约”的提法，就整个交易规则和市场层面讨论时采用“衍生交易”的提法。此外，本文对“衍生交易”与“金融衍生交易”这两个概念也不加区分地使用。尽管衍生交易的品种除利率、汇率等金融参数外，还包括小麦、大豆等大宗商品，且传统的商品期货交易也被视为商事交易而非金融交易，但如今人们一般都把衍生交易整体上作为金融交易的一部分。

人士望而却步，而从市场实践中发展起来的一套特殊的交易规则与传统民商法理念之间的差异，更增加了法律人理解金融衍生交易的障碍。在我国，上世纪90年代围绕着制定期货交易司法解释的争议，充分体现了场内衍生交易规则对传统观念的冲击。<sup>〔2〕</sup>近年来，我国企业在与境外投行之间的金融衍生交易中遭受的重大损失以及以KODA血洗大陆富豪事件为代表的个人结构性理财产品纠纷，又将场外衍生交易推到国人面前，<sup>〔3〕</sup>对司法机关、政府监管部门都提出了新的挑战。在某些结构性理财产品案件中，金融机构与客户、法律人士的观点截然对立，监管者与法院之间则相互推诿，有些纠纷甚至陷入“消费者维权，监管者建议走司法程序，法院因看不懂产品说明书而未予受理”的怪圈。<sup>〔4〕</sup>更多的时候，法院虽然受理了案件，但苦于裁判无以为据，或者对当事人提供的所谓“国际惯例”——由国际互换及衍生交易协会（ISDA）主持制订并广泛适用于全球场外衍生交易的主协议文本（以下简称ISDA主协议）——难以裁断。<sup>〔5〕</sup>

目前，我国有关金融衍生交易特别是针对场外衍生交易的专门立法几乎是空白，<sup>〔6〕</sup>而以ISDA主协议为代表的场外衍生交易惯例对国人来说也很陌生，更何况这些惯例源于纽约、伦敦两大国际金融中心，浓厚的普通法色彩俨然与大陆法系国家的传统法律观念相左。尽管近年来我国金融实务部门强烈呼吁承认金融衍生交易特别是场外金融衍生交易的特殊性，<sup>〔7〕</sup>甚至出台了中国版的ISDA主协议——中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（以下简称NAFMII主协议），但在立法未予回应之前，即使是奉行司法能动主义的法官也未必敢在缺乏法理支持的情形下贸然裁决。然而，当前学理上对金融衍生交易的研究却多集中于金融衍生交易的监管或规制问题，鲜少关注交易层面的法律冲突。即使是为数不多的针对微观问题的讨论，也常常套用金融或商业术语，如衍生交易的法律特征包括“虚拟性”、“杠杆性”、“高风险性”；或者走向另一个极端，醉心于某种高深玄妙的描述，如“远期、期货、期权、互换等的出现一方面模糊了传统物权和债权的界限，另一方面也使传统民事法律关系客体类别的划分出现了矛盾”等等。<sup>〔8〕</sup>

当然，金融衍生交易对法律人提出的挑战并非我国独有。从域外来看，2008年以来，德国、韩国以及我国台湾等传统的大陆法系地区也相继出现围绕着金融衍生交易法律适用的重大争议。

〔2〕 例如关于期货经纪公司强制平仓行为的法律性质的争议。参见吴庆宝、江向阳主编：《期货交易民事责任——期货司法解释评述与展开》，中国法制出版社2003年版。

〔3〕 参见刘燕、楼建波：《企业衍生交易重大损失事件研究——基于交易结构的分析》，《清华法学》2010年第1期；刘燕、楼建波：《银行理财产品中的金融衍生交易法律问题研究——以“KODA血洗大陆富豪”事件为标本》，《月旦民商法杂志》总第26期（2009年12月）。

〔4〕 胡俊华：《追踪：齐呼看不懂，渣打产品说明书竟成“护身符”》，《每日经济新闻》2008年11月21日。

〔5〕 资料源于本文作者之一参加2010年10月13日上海市浦东区人民法院召开的“外资银行实务法律研讨会”时对与会法官的调研。

〔6〕 我国场外衍生交易的法律规范主要为中国银监会2004年发布的《金融机构衍生产品交易业务暂行管理规定》以及近年来发布的一系列有关银行理财产品销售的通知。它们侧重于对金融机构衍生交易行为的监管。交易层面的规范性文件以中国银行间交易市场交易商协会发布的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2009）》（NAFMII主协议）文件群为代表，但该文件的法律层级很低。对NAFMII主协议与ISDA主协议之间的关系以及在中国法下的法律效力的一个比较全面的讨论，参见郭伟等：《金融衍生产品与银行业务发展法律问题报告——场外金融衍生产品交易标准文本ISDA和NAFMII法律风险研究》，载中国银行业协会编：《中国银行业法律前沿问题研究》第1辑，中国金融出版社2010年版。

〔7〕 前银监会主席刘明康在2006年就表达了对场外衍生交易规则与破产法、担保法之间冲突的担忧。参见刘明康：《以参与者为本 促进我国金融衍生产品市场健康发展——在中国金融衍生品大会上的演讲》，2006年10月24日，<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/2829.html>。

〔8〕 参见韩良：《中国衍生品发展面临的法律挑战》，《期货日报》2005年9月21日；宋晓明、王闯：《中国场外衍生品金融产品应用中的若干法律问题》，载最高人民法院民事审判第二庭编：《最高人民法院商事审判裁判规范与案例指导》（2010年卷），法律出版社2010年版，第44页。

当地法官基于传统民商法理念作出的判决引发了全球金融市场的高度关注。<sup>〔9〕</sup>即使是在金融衍生交易最为发达的英美国家,针对衍生交易的司法实践也并不令人满意。美国著名的衍生交易法律专家帕特诺伊(Partroy)教授指出:“普通法在这个领域中的规则严重匮乏。解决纠纷的代价非常昂贵,很少有公开的判决可以为当事人提供指南。即使是案件事实都很难从判决书中得到确认,当事人的诉求通常未能准确地描述其所争议的衍生交易,遑论最终的司法意见。……法官尽可能避免触及争议的核心问题,或者是害怕其创设的先例对市场可能产生的重大影响,或者是被争议的细节和复杂程度给吓退了。”<sup>〔10〕</sup>

其实,无论是将衍生交易法律问题神秘化还是对此感到绝望或排斥,都不是一种务实的态度。实际上,法律人对于理解金融衍生交易有着天然的优势。金融衍生交易作为商事交易,是建立在合同、担保等一系列民商事法律制度基础上的现象,甚至“衍生品”的定义就是一种“金融合约”,即“合同”。从“金融合约”到“金融商品”的转化,体现了衍生交易与传统商事交易的相异之处,但它依然是在合同的一整套逻辑之下展开的。从这个角度看,以合同为研究对象的法律人比其他领域的专业人士或者公众更有优势来获得对衍生交易的清晰认识。可以说,从“合同”入手来观察衍生交易,有助于我们由浅入深、由表及里地把握衍生交易的本质与逻辑,将看似错综复杂的衍生交易法律问题条分缕析、梳理清楚。本文的目的即以“合同”为中心,还原衍生交易市场规则背后的法律逻辑,最终提出关于金融衍生交易法律问题的一个完整的分析框架。<sup>〔11〕</sup>

## 一、衍生工具的合同属性:当前订约、未来履行

衍生工具通常被视为一种金融商品,但其本质是法律上的合同。衍生工具的定义再清晰不过地表明了这一点。按照我国银监会发布的《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”。这也是各国以及各国际组织对金融衍生工具的标准定义。<sup>〔12〕</sup>上述定义揭示了衍生工具的两点内涵,一为“合约”,二为“价值”。其中,“合约”为衍生品的首要内涵,从中派生出“价值”内涵。

衍生品作为一种合同,其内容类似于传统的买卖或互易合同,只是履行时间不在当下,而是未来的某个时日或者时段。市场公认的四种最基本的衍生工具——远期、期货、期权、互换,其定义都是用未来履行之合同的具体内容来描述的。例如,“远期”是双方约定在未来的某个特定时日按照约定的价格买卖标的物的合同。“期货”是标准化的远期合同,即由交易所对合同的买卖标的、数量、质量、履行期限等条款进行事先统一的规定,仅由当事人就价格进行协商、出价的远期合同。“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同。“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

〔9〕有关德国案例的报道,参见 David Gordon Smith, *A Costly Defeat for Deutsche Bank*, in *Reuters*, March 30, 2011, <http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,752712,00.html>; 韩国及我国台湾的案例见后文。

〔10〕 Frank Partroy, *The Shifting Contours of Global Derivatives Regulation*, 22 U. Pa. J. Int'l. Econ. L. 421, 448-450 (2001).

〔11〕我国已有学者明确意识到金融衍生工具的合同属性,并对此进行了精辟的分析。参见王畅:《衍生金融工具基础法律问题研究》,《法学家》2008年第5期。但作者仅局限于以此描述金融衍生交易工具的法律内涵,并未用合同的逻辑进一步推广到衍生交易的规则解释,更没有整合场外、场内衍生交易的规则体系。

〔12〕例如,国际清算银行(Bank of International Settlement, 简称 BIS)1994年的《衍生工具风险管理指南》(Risk Management Guideline for Derivatives)的定义为:“衍生工具是一种金融合同,其价值取决于一种或多种基础资产或指数的价值。”国际知名的金融智库——三十人小组(Group of Thirty)在1993年出版的《衍生品:实务与原则》(Derivatives: Practices and Principles)报告中的定义为:“衍生交易是一种价值取决于(或衍生于)基础资产、参数(比率)或指数的合同。”

约定的价格买入或卖出标的物的权利的合同。<sup>〔13〕</sup>

从作为合同内容的权利义务的视角观之，上述四种基础衍生工具可以分为两类：<sup>〔14〕</sup>一类是远期、期货和互换合约，统称为“远期类合约”。它们属于双务合同，合同双方当事人各自享有权利并负有义务，在未来的特定时间完成对特定标的物的买卖或交换行为，除非合同按照约定的条件提前终止。另一类是期权合约，该合约项下双方当事人之间的权利义务是不对等的，一方当事人（称为期权持有人）有权利决定未来是否买入或卖出特定标的物，而对方当事人则有义务配合期权持有人履行，除非期权持有人放弃行使权利。<sup>〔15〕</sup>按美国学者的说法，“‘以期权为基础’的合同赋予一方当事人购买基础资产的权利而非义务，而‘以远期为基础’的各类合同则强制要求一方当事人出售、另一方当事人在特定的时间、以特定的价格购买基础资产。”<sup>〔16〕</sup>实践中更为复杂的衍生品，如近年来媒体关注的中信泰富杠杆式外汇合约、个人理财产品中的 KODA 合约等，都是由上述四种基础衍生品组合而成，即多种不同的未来履行的权利、义务叠加在一起。由此形成的新合约也被称为“结构性衍生品”。

但是，仅仅定位于“合同”尚不能充分揭示衍生工具的本质属性。衍生（品）合约与通常的买卖合同或互易合同相比，最大的区别在于“当前订约、未来履行”，即合同的全部条款都已经谈判妥当，但合同的履行、标的物的实际交付在未来的某个时日或时段进行。这也是衍生品合约最核心的特征，有学者称之为衍生交易的“未来性”特征。<sup>〔17〕</sup>“当前订约、未来履行”并非仅仅意味着订约与履约时间上的分离，它带来了合同功能的根本性改变：从旨在促进交易的一纸法律文书变身为具有可交易性的金融商品。这一转变源于从“当前订约、未来履行”中派生出来的如下特征：

第一，衍生品合约不仅设定权利义务，更直接产生盈亏。

在合同订约日至履约日之间，如果标的资产有公开的市场价格，合约双方可以将合约价与市场价相比较，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标的物或者以比市价更高的合约价卖出标的物），哪一方在该合约下亏损。不过，在合约到期前，这种盈亏状态是浮动的、变化的，随着基础资产市场价格的变化，买、卖双方的盈亏地位完全可能掉转过来。

由此凸显出衍生品定义中的第二个要素——“价值”，它代表了衍生品合约与传统合同的重大差异。传统上，合同仅仅描述当事人之间法律关系的内容，本身不直接表彰盈亏，而衍生品合约除了权利义务外，更直观地表现出盈亏效果。合约的盈亏或价值取决于或衍生于合同标的物（即基础资产）的市场价格变动，这也是“衍生”一词的由来。因此，描述衍生工具这个合同，仅说明双方当事人的权利义务是不够的，必须同时揭示这些权利义务在不同市场条件下产生的盈亏状况，换句话说，揭示衍生品合约的盈亏结构。

下页图显示了一个最普通的远期或期货合约中基础资产的买方（称为多头）、卖方（称为空头）的盈亏结构。它不是一个固定的金额，而是表现为基于合同价与市场价的差异而形成的一个函数（即图中的收益线）。如果合同约定的执行价为 10 元，当标的物的市场价格超过 10 元时，合约下的买方（多头）可以获利；市价越高，获利越多。反之，当市场价低于 10 元时，多头亏

〔13〕 “买入标的物的权利”称为“看涨期权”（call option），“卖出标的物的权利”称为“看跌期权”（put option）。

〔14〕 参见前引〔12〕，国际清算银行指南，第 1 页。

〔15〕 当然，从合同公平性的角度出发，期权持有人为了获得这一权利，通常会支付给合同对方一定的对价，称为“期权费”。但也有一些期权是合同对方无偿给予的，如我国前些年股权分置改革时上市公司或者非流通股股东给予流通股股东的认股权证和认沽权证以及上市公司股权激励安排中给予高管的股票期权。

〔16〕 Henry T. C. Hu, *Hedge Expectation: “Derivative Reality” and the Law and Finance of the Corporate Objective*, 73 Tex. L. Rev. 985, 996.

〔17〕 参见宁敏：《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 53 页。

损。合约下的卖方（空头）在该合约下的盈亏支付结构则与买方（多头）正好相反。

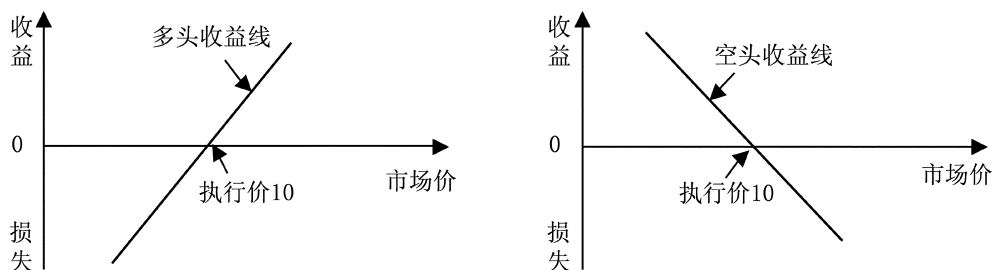


图1 远期合约/期货合约的盈亏结构

第二，衍生品合约的可计价性便利了合约的转让，从而使衍生品合约转化为金融商品。

衍生品合约下的盈亏体现了合约自身的价值，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合同更为方便。例如，在衍生合约的履行期到来之前，有潜在获利的一方当事人可以通过收取不高于获利款的对价将合约转让给第三人。第三人愿意承接该合约下的权利义务，是因为他在该合约下依然有利可图。相反，有潜在亏损的一方当事人也可以通过向第三人支付该笔金额，把合约项下的权利义务转让给后者，相当于“付款赎身”。第三方愿意承接，一方面是因为已经从转让方收到了对合约项下损失的补偿款，另一方面则期待合约在到期前随市场价格的变化而转亏为盈，从而获得更多的收益。当然，不论是获利方还是亏损方转让合约，都需要取得原合同对手方的同意。

最易于转让的衍生品合约当属由交易所拟定了标准条款的期货合约。由于市场参与者众多，形成了公认的价格，因此期货合约转手非常方便。同时，交易所的业务规章还设定了“对手方默示同意转让”的前提条件，最大限度地降低合同转让的法律程序带来的交易成本。在期货市场中，人们可以通过交付、收取期货合约的潜在盈亏而将合同快速转手，以至于转让期货合约被直接称为“买卖期货合约”或者“买卖期货”。

这样，衍生品合约基于“当前订约、未来履行”的特点，派生出合约计价、转让、流通等一系列特征，这一纸合同也就从“法律关系”转化为“金融商品”。

第三，衍生品合约意味着当事人之间的“对赌”。

衍生品合约的存在，意味着合约双方在订约时对于标的物（基础资产）未来的价格走势有完全相反的预期，因此形成了买方与卖方、多头与空头两种对立状态。最终，市场走势只能与一方的预期一致，该方成为合约下的获利方，而另一方则因履行合约而遭受损失。从这个意义上说，衍生品合约都是“零和博弈”，它将财富在买、卖双方之间进行分配，但并不创造出新的财富。

然而，这种“对赌”对实体经济活动是有价值的。衍生交易最初的、也是最基本的目的是套期保值，即锁定实体经济活动中原材料、产品的价格波动风险，或者锁定影响筹资成本、换汇成本的利率、汇率的波动风险。这种锁定通过两种方式实现：一是直接在远期市场买入未来需要的原材料、外汇，或者出售未来生产的产品，提前锁定可接受的价格；二是将远期交易作为现货交易的对冲，即通过签订与现货头寸品种相同或类似但方向相反的衍生合约，经营者可以用衍生品合约下结算的盈利或亏损来抵销实际经营的损失或成本节约，从而将成本控制在可接受的范围内。<sup>[18]</sup>

[18] 例如，制造商如果担心未来产品价格下跌，可以事先订立未来出售产品的衍生合约。未来价格果真下跌，其在衍生合约下有收益，可以用来弥补现货市场上实际出售产品时价格下跌的损失；如果未来价格不跌反涨，其在衍生合约下有损失，但该损失可以被现货市场上以更高的价格出售产品而增加的收益所吸收。对衍生交易套期保值原理的一个通俗易懂的介绍，参见 [美] 迈克尔·德宾：《金融衍生品入门》，崔明香译，中国青年出版社 2008 年版，第 16 页以下。

其中，第二种方式具有不受交易品种同一性的限制、采取现金结算而非实物交割等特点，有助于降低交易成本，提高交易效率，因此在实践中运用得更加普遍。无论是哪种方式，衍生品合约通过将当事人对未来的预期安排确定为合同条款，能够帮助生产商降低材料成本、产品售价的波动性，便利筹资人提前锁定融资成本，从而促进了企业生产经营活动的有序进行。

当然，衍生交易的高效率、低成本、交易品种广泛等优势也吸引了投机者或套利者的参与。他们追求潜在的、可能出现的收益，并承担特定的风险。不可否认，投机者的介入令衍生交易毁誉参半，但这并没有改变衍生交易对于实体经济生产者的套期保值意义。有研究指出，如果缺乏投机者作为对手方，实体经济中的生产商要订立套期保值的衍生合约将遭遇高昂的交易成本。<sup>[19]</sup>

## 二、衍生工具的合同特征引发的法律争议

### 1. “对赌”性质的衍生合约能否在法律上强制执行

这一点国内已有众多学者论及。<sup>[20]</sup>传统上，大陆法系有“射倖合同”，英美法系有“赌博合同”，二者在法律上属于非法或者不能强制执行的合同。衍生交易兴起后，基于其作为风险管理工具的积极意义，以期货为代表的场内衍生交易通常都通过各国期货法或类似立法而获得合法性，但场外衍生品特别是某些奇异衍生品依然可能受到传统法律的挑战，即使是在衍生交易比较发达的英美国家也不例外。例如，英国19世纪末的判例认为，就标的资产在不同日期之间的价格差额进行支付的“差价合同”（Contract For Difference）属于英国赌博法下的“赌博合同”，不得强制执行。<sup>[21]</sup>近一百年后，英国仍然有法官认为现金结算的衍生品合约属于“差价合同”，仅在英国1986年金融服务法案明确豁免其适用赌博法的前提下，才可以强制执行。<sup>[22]</sup>甚至对于场外衍生交易中最常见的利率互换合约，<sup>[23]</sup>英国1995年Morgan Grenfell & Co. Ltd. v. Welwyn Hatfield D. C.案的判决中还这样写道：“与真实借贷交易相联系的利率互换合约不会被视作赌博合同”，言下之意，纯属投机性质的互换合约或许依然无法强制执行。<sup>[24]</sup>

不过，从目前大多数国家的实践看，衍生合约的“对赌”争议主要是观念上的障碍，立法上通常将衍生交易作为赌博合同的例外处理。特别是对于金融机构作为一方当事人的衍生品合约，鉴于金融机构在现代经济生活中扮演的风险管理中介的角色，不论是套期保值还是投机、套利，都被视为金融机构的正常业务活动。<sup>[25]</sup>因此，对于有金融机构参与的衍生交易，通常不论其交易目的而完全豁免赌博法的适用。<sup>[26]</sup>当然，在特定情形下，一些国家也会暂时限制某些形式的衍生工具用于单纯的投机目的。例如，信用违约互换合约（CDS）通常是债券持有人用来防范债券发行人违约风险的衍生工具，但是，如果不拥有基础债券的人也订立CDS（称为“Naked

[19] 参见 [美] 默顿·米勒：《默顿·米勒论金融衍生工具》，刘勇、刘菲译，清华大学出版社1999年版，第120页以下。

[20] 例见前引 [17]，宁敏书，第115页以下；顾功耘主编：《金融衍生工具的法律规制》，北京大学出版社2007年版，第66页。

[21] Universal Stock Exchange v. Strachan, [1896] AC 166.

[22] City Index Ltd. v. Leslie, [1991] 3 WLR 207. “现金结算”指当事人双方不实际交割合约项下的标的物与价款，而是按照标的物在订约日与结算日之间的价格差异，由一方支付相应的现金给另一方。这是衍生交易常见的履行方式之一。

[23] 利率互换合约是最常见的管理利率波动风险的工具。在该合同下，一方当事人交付按固定利率计算的利息，另一方当事人交付按浮动利率计算的利息。

[24] Rasiah Gengatharen, *Derivatives Law & Regulation*, Kluwer Law International, 2001, p. 100.

[25] 参见前引 [12]，国际清算银行指南，第2—3页。

[26] See Schuyler. K. Henderson, *Henderson on Derivatives*, LexisNexis Butterworths, 2002, § 12. 8.

CDS”或“无担保CDS”),就类似于投保无保险利益的保险合同,其投机性很强。<sup>[27]</sup>2011年欧洲债务危机愈演愈烈,许多国际炒家大肆订立无担保CDS,下注希腊、意大利等国的政府债券将违约。欧盟认为此举提速了欧洲债务危机,遂于2011年11月15日通过立法禁止在欧洲进行无担保CDS交易。<sup>[28]</sup>

在我国,衍生品合约的“对赌”性质并不构成法律上的争议。尽管时有媒体给某种受到非议的衍生品贴上“赌品”或“类赌品”的标签,<sup>[29]</sup>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》确认了期货合约的合法性,而中国银监会的《金融机构衍生品交易业务暂行管理办法》则为金融机构推出的各类场外金融衍生工具的合法性奠定了基础。目前,我国法律上并没有禁止金融机构或个人为投机的目的参与衍生交易,只有国有企业例外。国资委曾发文要求国有企业参与衍生交易必须以套期保值为目的,以避免国有资产承受过度风险。<sup>[30]</sup>

总体上看,衍生品合约本身的“对赌”性质并不会导致其被认定为无效合同或不得强制执行。但是在特定时期,针对特定衍生工具和特定交易主体,一国立法可能会限制或禁止衍生工具用于纯粹的投机目的。

## 2. 衍生合约的条款安排是否公平

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合约下发生重大损失时,由于合约“零和博弈”的特征,己方的损失就是对方在合约下的盈利,因此往往对合约的公平性提出质疑。衍生品合约下的盈亏直接来自于合约价与市场价的差异,主要受制于市场变化这一客观因素,但盈亏程度也受到合约初始定价水平、合约规模以及内嵌的杠杆等合约条款设计因素的影响。由此产生的一系列法律问题是:合约确定的执行价是否公平?合约中权利义务的分配是否公平?当市场出现重大变化时,是否应基于民法上的公平、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,权利义务关系清晰,合约的盈亏结构也很直观,那么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年爆出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为标的,类似我国的股指期货合约。中国远洋在FFA下是多头(买入方),合约平均执行价为4000点。2008年5月国际货运最兴旺时,波罗的海指数涨到11793点。但9月后受金融海啸影响,价格急剧下跌,至12月31日跌至744点,远低于中国远洋的平均执行价。中国远洋编制2008年年报时,不得不确认数十亿的公允价值损失。<sup>[31]</sup>没有人对该合约的公平性提出质疑,因为远期合约的盈亏表现一目了然。如果市场价没有受到操纵,执行价也由当事人合意确定,最终的亏损结果属于合约下的正常市场风险,合约当事人必须接受。

但是,有一些合约的权利义务比较复杂,而且表面上看,盈亏结构似乎对一方很不利,此时就容易产生公平性争议。这方面的典型代表是中信泰富杠杆式外汇买卖合同,它由多个期权组合而成,属于结构性衍生品。<sup>[32]</sup>以其中的澳元合约为例,中信泰富持有1个看涨期权(call option),银行方面持有2个看跌期权(put option),二者行权价相同(为1澳元=0.87美元)。

[27] 无担保CDS被公认为是助长金融海啸期间市场暴跌的罪魁祸首。See Houman B. Shadab, *Guilty by Association? Regulating Credit Default Swaps*, 4 *Entrepren. Bus. L. J.* 407 (2010).

[28] 《欧洲将禁止无担保信用违约掉期》, www.sina.com/finance, 2011年11月15日访问。

[29] 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》,《成都商报》2009年6月22日。

[30] 参见国有资产监督管理委员会2009年2月发布的《关于进一步加强中央企业金融衍生业务监管的通知》(国资发评价[2009]19号)。

[31] 参见前引[3],刘燕等文。

[32] 同上文。

此外，合约还对中信泰富的看涨期权设定了失效条件，但未对银行的看跌期权施加同样限制。这种复杂的权利义务构造，使中信泰富在该合约下呈现“收益有限、损失无限”的盈亏结构。

中信泰富事件曝光后，国内舆论多认为合约本身不公平。一些专业人士还针对合约中的期权作了计算，结论是中信泰富持有的期权价值远远低于银行持有的期权价值，中信泰富签订合同时“一份合约就亏损了667万美元”。<sup>[33]</sup>不过，中信泰富并没有基于合约公平性而起诉对手方。原因是多方面的，其中合约定价公平性判断的困难当属关键因素之一。衍生工具毕竟是建立在对未来市场走势的预期基础上，天然具有不确定性。尽管由诺贝尔奖得主们提出的 Black-Scholes 期权定价公式、二项式期权定价公式等金融数学模型极大地方便了期权价格的计算，<sup>[34]</sup>但计算公式中涉及的基础资产波动率、贴现率等因素依然无法摆脱人为估计的痕迹，而看涨与看跌期权组合、失效条件等因素的加入进一步增加了计算的难度。<sup>[35]</sup>如果一个复杂的衍生品合约有公开市场交易，尚可用市场价格作为公允价值的标准；如果是金融机构为特定客户量身定做的合约，无市场交易或类似合约作为参照，对合约的估值就只能依赖于金融数学模型。由于市场参与者使用的模型或者估值技术不同，要想获得公认的结果殊为不易。在此情形下，由法官来裁判合约的公平性更是力所不逮。

韩国在2008年金融海啸后发生的 KIKO 合约案，清楚地展示了通过司法程序确定衍生合约公平性的努力与艰难。<sup>[36]</sup>韩国许多中小出口企业为避免韩元升值导致出口收入缩水，与国际投行签订了 KIKO 合约，其权利义务结构与中信泰富杠杆式外汇合约大同小异。金融海啸中韩元贬值，韩国企业在 KIKO 合约下遭遇重大损失，遂起诉国际投行的 KIKO 合约不公平。原告韩国企业方面的专家证人是2003年诺贝尔奖得主、金融计量经济学家罗伯特·F.恩格教授，其发明的 ARCH 模型在金融风险和波动性的计量方面卓有成效；而被告银行方面的专家证人是曾任美国金融学会主席的斯蒂芬·罗斯教授，他是套利定价理论（APT）的创始人以及二项式期权定价模型的提出者之一。两位世界顶级专家对 KIKO 合约是否公平的看法截然相反，对期权计算公式中波动率等参数的选择各不相同，令主审案件的韩国法官难以取舍，最终不得不搁置对公平性的争议直接裁断。<sup>[37]</sup>

### 3. 衍生合约是否适用情势变更原则

与公平性原则有密切联系的是另一个民商法基本原则——情势变更原则。具体到衍生交易领域，在衍生品合约成立后，当基础资产的市场走势受客观因素影响而发生异乎寻常的变化时，是否应基于情势变更原则变更或解除衍生品合约？

在韩国 KIKO 案件初审中，法官考虑到企业一方因标的资产（韩元汇率）在金融海啸中的下跌幅度远超过预期而损失惨重，曾适用情势变更原则终止了衍生品合约的继续履行。此举引起了全球场外衍生交易市场的不安，<sup>[38]</sup>因为情势变更与衍生交易的本质不相容。作为风险管理工具，衍生交易本来就是合约双方当事人对未来的不确定性进行博弈。不同合约的盈亏结构清晰地显示了潜在的盈利或者亏损，包括无限损失的可能性，这是缔结衍生品合约的当事人应有的合理预期。因此，不论是标的资产发生异常变化还是一方遭受极端损失，都不宜贸然适用情势变更原

[33] 朱益民：《中信泰富 186 亿港元巨亏内幕全揭秘》，《21 世纪经济报道》2008 年 12 月 11 日。

[34] 参见汪昌云编著：《金融衍生工具》，中国人民大学出版社 2009 年版，第 321 页以下。

[35] 参见前引 [33]，朱益民文。

[36] 对 KIKO 案交易结构的分析，参见刘燕、魏大化：《韩国 KIKO 案件的交易结构分析》，《证券市场导刊》2010 年第 2 期。对于 KIKO 案提出的情势变更原则的适用问题，参见楼建波、刘燕：《情势变更原则对金融衍生品交易法律基础的冲击》，《法商研究》2009 年第 5 期。

[37] 参见《罗伯特·恩格教授：KIKO 合约就是不公平交易》，[韩]《每日经济》2009 年 12 月 17 日；《罗斯教授：KIKO 不是只利于银行的产品》，[韩]《经济今日》2010 年 1 月 21 日。

[38] See Keith Noyes, “KIKO” CASES: Misconceptions and Undesirable Legal Precedents, www.isda.org, visited on 2009-4-15.



则。若以情势变更原则解除合同，反而挫败了合约当事人对风险的配置意图，扭曲了衍生品合约本应实现的效果。

总的来说，在衍生品合约这个层面上，基于“当前订约、未来履行”之特征派生出来的合约对赌、盈亏计价等特征中，目前尚存争议的主要是合约计价问题。它与民法上的等价有偿或公平原则有一定的交集，而民商事交易中的等价性或者公平性判断历来被公认为是最困难也最富争议的问题，司法介入的能力也相当有限。另外一个不容忽视的因素是，衍生工具的首要功能是套期保值，即衍生交易下的盈亏与现货交易中的损益之间存在对冲关系。工商企业虽然在衍生交易下发生亏损，但在现货交易中可能存在盈利或成本节约。从这个角度看，仅仅纠缠于衍生交易下的盈亏可能有失偏颇。<sup>[39]</sup>一般来说，如果不存在缔约过程中的欺诈或信息披露瑕疵，法律上很难简单地以一方在衍生品合约下的损失直接推论衍生品合约本身不公平，更不宜以情势变更原则直接推翻当事人之间对风险的分配方案。

### 三、衍生合约履行环节的特殊风险与防范机制

订立合同的基本目的是为了通过履行来实现当事人的经济意图。衍生工具这种合约也不例外。尽管实践中许多衍生品合约在履行前被转让或者终止，但“履行”依然是衍生品合约的题中应有之意。<sup>[40]</sup>然而，衍生品合约之“当前订约、未来履行”的本质特征，意味着其履行将面临重大风险。正是为了应对这一履约风险，实践中产生了一套围绕着衍生工具的特殊交易模式，促成了场内衍生品的一系列制度建设以及场外交易下 ISDA 主协议等法律文本的出台。

与传统合同法下的履行相比，衍生品合约最终能否履行存在较大的不确定性。特别是那些基础资产有公开市场报价的衍生合约，只要合同执行价与市场价格出现差异，合约权利义务下的盈亏就马上表现出来，在合约下有潜在亏损的一方存在着未来逃避履行的强烈动机。然而，衍生合约不能履行的后果非常严重。对合约下的潜在获利方来说，虽然对方不履约意味着自己在合同项下的义务也不必履行，但合约下潜在的获利却无法实现，这将导致衍生合约作为风险管理工具的计划完全落空。因为根据套期保值的原理，衍生交易的获利正是用来弥补现货交易中的损失，它已经被当事人纳入到消除生产经营或财富管理的风险的计算当中。正因为如此，保证衍生合约得到切实履行，控制对手方的违约风险，是衍生交易市场法律秩序的重中之重。

传统合同中虽然也存在一些履约风险较大的类型，如有较长履行期的借款合同、加工合同、租赁合同等，存在借款人到期不还款或者承租人、委托人不付租金、加工费的风险，但这些交易中的履约风险是单向的（即针对确定的债权人），风险大小也相对固定（即合同主债权），因此传统的担保制度（如质押、抵押、留置等）足以防范风险。相比之下，衍生合约下的信用风险（即对手方履约风险）是双向的、变动的。需要担保的并非传统意义上的合同主债权，而是一方当事人在合约下可实现的预期收益，该预期收益因对方可能违约而暴露在风险中，行业术语为“风险敞口”（risk exposure），从而需要对方提供担保品以消除风险。相对于传统合同主债权的固定性或确定性，衍生合约的风险敞口在合约整个有效期内方向和金额都是变化的，它源于合约下的潜在盈利随着基础资产的市场价格而波动，因此对履约风险控制机制的要求也更高。

[39] 对此的一个例证是，在2008年底我国企业相继曝出衍生交易的重大损失后，上海证券交易所要求相关上市公司对年报中披露的衍生交易信息进行补充公告，不仅说明衍生交易的损失，同时须说明其对应的现货交易中成本节约或下降的情况。参见中国国航2009年5月13日发布的补充公告（“关于油料套期保值对降低公司油价波动风险的作用”）。

[40] 即使是衍生合约的提前终止或者转让，其法律后果也相当于合约已经得到有效的履行，因为提前终止、转让与实际履行三者都意味着当事人在合约项下的盈亏得到了兑现。详见后文。

正是衍生合约固有的高履约风险以及传统民商法的局限性，导致市场中发展出一套远较传统民商法的担保制度更为丰富的风险控制措施。它以“兑现衍生合约下的潜在收益”为基本思路，不仅体现为衍生交易特有的担保安排，而且贯穿于合同履行、提前终止、违约责任追究诸环节，旨在彻底消除潜在损失方的机会主义行为。这一套风险控制措施通常被人们称为“衍生交易规则”。例如，在以期货交易为代表的场内衍生交易中，保证金交易、每日无负债结算、强制平仓、清算所作为中央对手方等一整套安排都是为了防范履约风险。它们作为交易所的规章制度获得了法律认可，能够强制适用。<sup>[41]</sup>相比之下，场外衍生交易不存在集中交易场所和中央结算机制，而是金融机构之间或金融机构与客户之间一对一的交易关系，只能依赖合同安排来保证衍生合约的履行。实践中，全球场外衍生交易的主要参与者组成了国际互换与衍生交易协会（ISDA），逐渐形成以 ISDA 主协议为基础的一整套标准化合约。<sup>[42]</sup>场内交易与场外交易的规则虽然在法律渊源、法律效力上存在差异，但两套规则的内容和功能是基本一致的。与传统民商法相比，衍生交易的风险控制机制在担保安排、支付方式、合同终止与违约责任追究几个方面有其独到之处。

### 1. 消除风险敞口的担保安排

担保安排在场内衍生交易中称为“保证金交易规则”，在场外交易的 ISDA 主协议中称为“信用支持制度”，我国的 NAFMII 则称为“履约保障安排”。从功能上看，衍生合约的担保安排与传统民商法下的担保物权相同，都是通过特定物上设定担保，消除当事人违约的风险。区别仅在于，衍生交易下的担保需要根据风险敞口（即一方当事人的潜在盈利）及时调整金额、方向，即不断进行担保的重新设定，或者用期货交易规则的术语来说，就是当事人需要不断“追加保证金”（在潜在亏损增加时）或者有权“取回保证金”（在浮动盈利增加时）。

因此，衍生品合约的一项最重要、持续性的附随义务，就是在合约存续期间随时确定合约的风险敞口（潜在盈亏）以及担保是否充分。当事人（通常是金融机构一方）按照特定程序计算、确定合约预期给哪方带来多大的潜在收益，从而确定担保金额以及担保品的缴付义务人。这个程序也称为“对衍生品合约进行估值”。<sup>[43]</sup>在特定时点进行估值所得出的合约潜在盈亏一方面反映了衍生品合约在该时点的公允价值，同时也体现了合约风险敞口的大小。合约下的潜在亏损方必须提供与风险敞口值相等的担保品，从而令“不履行合同”的违约行为毫无意义，因为潜在盈利方可以通过变现担保品而实现衍生合约下的全部收益。

实践中，衍生合约当事人可以约定以每日、每周或每月作为一个估值周期。估值周期越短，担保越可靠，风险防范力度越大，但交易成本也越高。在这个方面，以期货为代表的场内衍生交易堪称风险防范的最佳典型。它采取每日估值的做法，每个交易日终了对未平仓合约的浮动盈亏进行计算，确定当事人应补交的保证金或者可以提取的浮动盈利，这被称为“每日无负债结算制度”。<sup>[44]</sup>客户未及时追加保证金将导致“强制平仓”的后果，即尚未到期的合约被交易所、经纪公司强制卖出，从而锁定合约项下的损失不会超过其已缴纳的保证金数额，避免对手方的相应收益落空。

此外，基于金融衍生交易的效率性考虑，为避免传统民商法对物权担保的程序要求（如登记）造成的交易阻滞，担保品一般限于现金或流通性强的证券，采取直接过户的方式，即担保品

[41] 参见吴志攀主编：《金融法概论》，北京大学出版社 2011 年版，第 423 页以下。

[42] 其中，ISDA 主协议解决履行条件、履行方式、合同提前终止、违约责任计算等问题，而《信用支持附件》（Credit Support Annex）提供了消除信用风险的担保机制。对全球场外衍生交易法律问题以及 ISDA 主协议的一个非常详尽的比较法研究，参见 Philip R. Wood, *Set-off and Netting, Derivatives, Clearing System*, 2d ed., The Law and Practice of International Finance Series, Vol. 4, Sweet & Maxwell, 2007；中文文献参见前引 [17]，宁敏书。

[43] 衍生品合约的特点就是其价值随着基础资产的市场波动而变化，因此一般是通过比较基础资产的合约价与市场价来确定合约的价值。这一方法也被称为“盯市计值”（mark-to-market, MTM）。参见前引 [17]，宁敏书，第 234 页。

[44] 参见我国《期货交易管理条例》第 11 条。

直接进入担保权人控制的保证金账户（如场内交易）甚至担保权人的日常账户（如场外交易）。“过户”行为的法律性质依据据法以及当事人之间的合同安排而有区别，既有认定为质押，也有认定为转移所有权性质的担保。<sup>〔45〕</sup>同时，为了最大化地提高资金的利用效率，不论将担保定性为质押还是所有权转移，当事人之间的担保合同都可以赋予担保权人占有担保品之后对担保品（现金及现金等价物）的使用与处分权以及担保人对担保品的替换权。当债务人违约时，担保权人可以直变变现担保品以实现自己的担保权益，多余部分则退还债务人。<sup>〔46〕</sup>

## 2. 兑现合约价值的合同终止机制

衍生工具的套期保值或者保险作用直观地表现为衍生合约下的收益（或损失）与当事人在现货交易中的损失（或收益）对冲。因此，套期保值功能的实现有赖于合约项下的收益得到完全兑现，不论合约是否实际履行——这一理念也贯穿于合约终止与违约责任追究的环节。具体而言，当衍生合约一方当事人因合约下出现潜在亏损而拒绝履约或者拒绝按照风险敞口支付或追加担保品时，守约方可以宣布合约提前终止，了结双方之间在合约项下的权利义务，兑现合同项下的全部浮动盈利。在场内交易中，守约方的角色由交易所扮演，<sup>〔47〕</sup>它通过强制平仓、扣收保证金等措施来实现合约价值。在场外衍生交易中，ISDA 主协议以及我国 NAFMII 主协议都确定了终止净额结算的方法。<sup>〔48〕</sup>按照该方法，作为合同当事人的守约方有权要求违约方支付合同项下尚未履行部分以提前终止日的市场价格计算出来的浮动盈利。

这一合同提前终止的处理方式与传统民商法的处理方式完全不同。在传统民商法下，合同提前终止也即解除合同，意味着尚未到期、尚未履行的部分不再履行，已经履行的部分则计算守约方的实际损失，多退少补予以清结。但在衍生交易中，合同提前终止后依然要兑现尚未履行部分的全部盈亏。换言之，衍生合同提前终止的效果与假定合同在终止日全部履行完毕的效果是一样的。制度如此设计正是基于衍生合约作为风险管理工具的属性。对此，ISDA 主协议（2002 版）第 6 条（e）（v）款中表达得很清楚：“支付该数额的目的是为了补偿交易的未能实现和预防风险安排的丧失”。也就是说，不能因违约方的过错而影响守约方利用衍生品合约套期保值目的的实现；违约方需要补偿守约方其本该获得的风险管理收益，就如同其正常履行了衍生合约一样。

此外，即使衍生品合约不是因一方违约而提前终止，而是双方自愿协商提前终止，或者一方将合同转让给第三人而解脱自己在合同项下的权利义务，其结算程序和效果也与违约下的提前终止完全相同，即合约下的潜在损失方需要按照终止日的市场价格将合同项下的全部潜在盈利支付给对手方，或者当潜在损失方是合约的转让方时，他要将相当于潜在盈利的金额支付给合约的受让方。<sup>〔49〕</sup>

〔45〕 例如，ISDA《信用支持附件》有四种，包括依据纽约州法、英格兰法、日本法的质押式信用支持附件以及基于英格兰法的转让所有权式信用支付附件。参见前引〔17〕，宁敏书，第 232 页。我国 NAFMII 主协议中将这两种担保安排的法律文本称为“质押式履约保障文件”和“转让式履约保障文件”。

〔46〕 我国的期货交易法规明确规定，期货交易所向会员收取的保证金属于会员所有；期货公司向客户收取的保证金属于客户所有；期货经纪公司或者期货交易所不得挪用保证金。参见《期货交易管理条例》第 29 条。而在域外，期货交易所的业务规章以及期货经纪人与客户之间的合同往往授权经纪人使用该资金。场外衍生交易中，ISDA《信用支持附件》的各种文本都支持担保权人对担保品的使用和处分，只要其到期能够归还担保品即可。

〔47〕 期货交易所或其下属的清算机构作为集中清算制下的中央对手方，需要对获利方进行偿付，从而相应获得了向违约方追索潜在亏损的权利。关于中央对手方的法律地位，可参见我国《证券登记结算管理办法》第 78 条的定义：“共同对手方，是指在结算过程中，同时作为所有买方和卖方的交收对手并保证交收顺利完成的主体。”

〔48〕 参见 ISDA 主协议第 6 条，NAFMII 主协议第 9 条。

〔49〕 用期货交易来说明此点可能更清楚。投资者开仓买入或卖出期货，相当于订立了衍生品合约。此后投资者每日按市场价格结算浮动盈亏。合约到期前，投资者可以卖出合约（即平仓）。其中，投资者自愿平仓相当于提前终止合约或者转让合约，被强制平仓相当于因违约而被提前终止合约，二者效果相同，都表现为投资者承担平仓价格与当初买入价之间的差额。

与前述因违约而提前终止结合起来，可以说，衍生品合约的提前终止与实际履行没有本质区别，差异仅在于：实际履行是按照最终履行日的市场价兑现合约的全部盈亏，而提前终止则意味着按照终止日的市场价兑现合约的全部盈亏。

### 3. 减小风险敞口总量的支付方式

衍生交易合约项下的款项支付通常采取净额结算（netting）的方式，目的是从总量上减少衍生交易当事人之间的风险敞口，提高交易效率以及资金使用效率。

净额结算是从银行业传统的轧差清算方式发展起来的一个概念，指合约当事人将各自对对方的支付义务相互冲抵后，仅由一方支付净差额的支付方式。它类似于传统民商法下的“债之抵销”，但适用范围比抵销更广。<sup>[50]</sup>基于双方的合同约定，净额结算不仅可以将衍生合约双方之间的同期支付义务相互冲抵，也可以将当事人之间不同合同的支付义务相互冲抵，还可以在合同提前终止的情形下将未来的应付义务互相冲抵或与本期支付义务冲抵。在多边协议下，净额结算可以实现多个当事人之间的支付义务相互冲抵，从而极大地减少了当事人实际支出的现金额。金融交易多为金钱之债，往往呈现交易数量多、金额大、频率快等特点，因此以相互冲抵后的“净额”加以履行是非常必要的，这样也有助于维护交易安全，稳定市场秩序。

实践中，场内衍生交易、场外衍生交易均以净额结算作为履行方式。其中，多边净额结算是场内交易集中清算机制的基础，双边净额结算是 ISDA 主协议、我国 NAFMII 主协议确立的场外衍生交易基本原则之一。近年来，我国金融实务部门、学界、司法界对净额结算问题已经有很多讨论，对净额交易的积极作用基本形成了共识。<sup>[51]</sup>

归纳上述三方面的制度设计，净额结算方式力图减小当事人之间的风险敞口，从总量上降低对手方违约可能带来的损失；担保安排则顺应衍生交易中风险敞口快速变动的需要，确保担保的足额、及时到位；合同提前终止、转让与合同完全履行的结果相同，都意味着合同下的潜在获利方兑现合约带来的全部收益。这些制度安排被统称为“衍生交易规则”，服务于控制衍生品合约履约风险的最终目的，兑现衍生品合约的价值，从而保证衍生交易作为风险管理工具的职能得以完整实现。

## 四、衍生交易规则与传统民商法的冲突与克服

毋庸置疑，衍生交易规则与传统民商法的履约风险防范措施之间存在不同程度的冲突或差异。冲突有观念上的，也有制度层面的。对此，场内衍生交易规则往往通过一国的期货立法而获得合法性。但在场外衍生交易中，以 ISDA 主协议文件群为代表的标准合约范本，其法律地位仅仅是合同，至多被视为行业惯例，因此司法实践中不时遭遇挑战。然而，仔细分析这些冲突可以发现，它们并不意味着场外衍生交易与传统民商法之间存在不可调和的矛盾。<sup>[52]</sup>

### 1. 担保机制争议

衍生交易的担保安排被公认为是与传统民商法特别是担保法、物权法、破产法之间冲突最大的领域。相关的冲突可以归为两大类：一是担保理念上的冲突，二是担保权性质及权限内容方面的冲突。

[50] 参见前引 [42]，Philip R. Wood 书，第 15 页。

[51] 参见赵柯：《关于场外衍生产品的风险管理和终止净额结算关键法律问题研讨会的报告》，载最高人民法院民事审判第二庭编：《民商事审判指导》2007 年第 1 辑，人民法院出版社 2007 年版，第 231 页以下。

[52] 当然，ISDA 主协议与传统法律制度之间还存在其他冲突，如交易资格和授权、法律选择等，本文囿于主题与篇幅不再赘述，有兴趣者可参见陶修明：《国际金融衍生交易的相关法律问题》，《国际金融研究》2001 年第 1 期。

先看第一类理念上的冲突。衍生交易下担保安排的变动性、<sup>〔53〕</sup>独立性、<sup>〔54〕</sup>账户化<sup>〔55〕</sup>与传统民商法下担保物权的公示性以及背后隐含的被担保债权的确定性、担保权人与担保人身份的稳定性、担保品的固定性等理念发生冲突。此外,衍生交易担保安排的变动性也会与破产法发生潜在的冲突。例如,如果担保人在破产申请前一年内因风险敞口转移到对方而交付担保品,是否构成我国破产法第31条所称“对没有财产担保的债务提供财产担保”?担保人替换担保品的行为是否会触发上述欺诈性转移条款?

实践中,衍生交易的这种变动性担保方式还可能给不熟悉衍生交易规则、习惯于传统民商法担保理念的市场主体(主要是企业、个人等衍生交易的最终用户)带来意想不到的灾难。他们往往因为无力支付突然之间急剧上升的保证金而触发违约责任。我国企业在金融海啸后的第一例衍生交易跨国诉讼——海升果汁控股公司(以下简称海升)与摩根士丹利(以下简称大摩)的诉讼大战就是因此而起。2008年7月间,海升与大摩签订了长达五年的外汇掉期合约,每月以固定汇率向大摩出售800万美元;同时签订了ISDA主协议下的《信用支持附件》。但海升显然并不了解“信用支持制度”的具体内涵。合同履行的最初几个月中海升都是盈利的,净额结算的结果是海升累计获得大摩的净付款7万多美元。然而金融海啸之后,市场出现急剧变化,大摩依照汇率走势计算出自己在该合约下的潜在盈利高达1.4亿元人民币,存在风险敞口,故要求海升支付担保品。在扣除大摩提供给海升的1000万美元信用额度后,海升需要缴付的担保金依然高达7000万元人民币。如此大额的现金流支出将严重影响海升的正常经营活动,故海升拒绝支付。由此引发了大摩在英国伦敦诉海升违约,海升则在中国西安诉大摩欺诈的跨国诉讼对峙。<sup>〔56〕</sup>

在第二类冲突(即有关担保权限范围)中,场外交易的ISDA主协议以及域外一些期货交易所的业务规程都承认担保权人对担保品的使用、处分、变现抵债的权利,这与传统民商法的处理方式(包括“禁止流质”规则)不合。考虑到这个因素,我国在制订NAFMII主协议时对于是否采纳ISDA主协议的担保安排争议很大,最终的结果是“精神分裂式”的:一方面,基于物权的限制,《质押式履约保障文件》不承认担保权人对担保品有处分权和直接抵债的权利;<sup>〔57〕</sup>另一方面,《转让式履约保障文件》又大胆引入了物权法、担保法都未承认的转让所有权式担保。然而,由于缺乏明确的法律依据与公认的法理论证,金融实务界、司法部门都对转让式担保的法律效力心存疑惑。<sup>〔58〕</sup>

本文认为,上述两类冲突虽然都集中于场外衍生交易或ISDA主协议,但严格说来,它们并非植根于场外衍生交易的特性,而是体现了整个衍生交易甚至包括基础金融交易在内的整个金融市场交易对担保机制的需求。第一类理念差异如变动保证金、保证金账户化等,大多已经在我国

〔53〕 变动性指在衍生合同到期之前,风险敞口经常在合约双方当事人之间发生转移,金额大小也会发生变化,由此导致被担保人、担保人的身份转换以及担保义务的金额在整个合同期限内的变动不居。

〔54〕 独立性指衍生交易的担保合同与主债权合同之间的关系不属于主从合同关系,担保合同不是从合同,而是构成了一份独立的合同。

〔55〕 账户化指不进行登记,而是债务人提供的资金与证券直接进入担保权人控制的保证金账户甚至日常账户。

〔56〕 最终双方庭外和解,大摩起诉书要求的违约赔偿金额为2600万美元,海升实际赔付大摩700万美元。有关海升一大摩案的分析,参见楼建波:《场外衍生品交易担保之信用支持制度研究——以“海升一大摩案”为分析蓝本》,《法商研究》2011年第1期。

〔57〕 我国物权法第226条规定了在合意的情形下,占有股票、基金份额等担保品的债权人可以处分担保品,但要求变现证券的款项必须用于提前清偿债务或提存,而不能由担保权人自由使用。

〔58〕 金融实务界的困惑是,由于“转让所有权式担保”是我国法律上不存在的概念,这就使得《转让式履约保障文件》陷于一种两难境地:如果被认定为担保,则该文件中规定的“担保权人有权处置担保品直接抵偿”的内容就因违反担保法、物权法而无效;如果被认定为担保品的买卖,上述担保权人的处分权合法了,但担保人又担心在担保权人破产时无法主张破产法下的别除权。资料来源于本文作者参加的由中国人民银行2009年11月18日在北京举办的“国债回购主协议法律问题国际研讨会”的会议讨论部分。司法部门的困惑,参见前引〔8〕,宋晓明等文;前引〔51〕,赵柯文。

场内衍生交易中落实为具体的交易规则，并被国务院发布的《期货交易管理条例》以及中国证监会、期货交易所发布的一系列规章或业务指南所确认。<sup>[59]</sup>我国司法实践在经历了上世纪90年代的争议后，也已经完全接受了期货市场的保证金交易规则，承认了期货经纪公司、期货交易所的强制平仓权利。海升一大摩案实际上就是客户因保证金不足而被强制平仓的例子，若发生在期货市场中，恐怕就不会有争议了。从这个意义上说，基于场外衍生交易而引发的上述担保理念差异并不能构成真正的法律冲突。

至于有关担保权的法律性质与权限内容方面的差异，需要特别强调的是，金融交易中的担保品并非各种物品，而是现金、证券这类特殊的金融财产。它们充当担保品时，传统民商法下禁止流质规则的适用意义其实是非常有限的。<sup>[60]</sup>实践中，2002年欧盟议会及理事会通过的《欧盟金融担保品指令》<sup>[61]</sup>以及2009年国际统一私法协会（Unidroit）外交会议通过的《中介化证券实体法公约》<sup>[62]</sup>，对于现金、证券等金融担保品上担保权人的权利都采纳了与场外衍生交易下ISDA主协议基本相同的规则，即担保权人可以使用、处分担保品（但负有到期归还同类担保品的义务），可以担保品直接变现偿债（但负有退还担保人多余担保金额的义务），担保的设定既可以是质押，也可以是转让所有权的方式。《欧盟金融担保品指令》适用于欧盟境内金融机构之间的交易以及金融机构与非金融机构法人之间的交易；《中介化证券实体法公约》适用于证券市场中的担保交收、融资、融券交易。因此，从国际金融市场的实践看，不论是基础金融交易还是衍生交易，针对金融担保品的法律规则已趋于一致。从某种意义上说，这可能代表了一种新的、正在形成过程中的“金融担保规则”，需要民商法体系来吸收、接纳。

当然，海升一大摩案也折射出衍生交易的担保规则隐含的对金融机构有利的一面。由于衍生合约下的盈亏确定或风险敞口的计算属于技术性很强的领域，企业、个人等最终用户缺乏定价能力，只能接受金融机构的意见，因此，衍生交易担保的话语权基本上掌握在金融机构手中。由此产生的金融机构滥用优势地位欺诈客户之弊也不能忽视。场内衍生交易由于市场透明度高，定价机制健全，这一问题尚不突出，但场外衍生交易就不同了。这恐怕也是场外交易纠纷频发的原因。不过，此一问题可能已经超出了民商法担保规则的能力范围，而需要金融监管的介入。<sup>[63]</sup>

## 2. 合约终止规则争议

如前所述，衍生合约提前终止与实际履行没有本质区别，都必须兑现合约项下的全部损益，以保障衍生交易发挥预期的套期保值功能。它虽然与传统民商法的合同终止理念不符，但因符合衍生交易的基本目的，从理论上说不应受到挑战。不过，偶尔参与场外衍生交易的企业或个人未必了解这一规则，可能因无法承受合约项下的全部潜在损失而挑战规则。此时，法官若以传统民商法理念为据，则可能拒绝认可衍生交易的处理方式。

[59] 参见我国《期货交易管理条例》第38条：“期货交易所会员的保证金不足时，应当及时追加保证金或者自行平仓。会员未在期货交易所规定的时间内追加保证金或者自行平仓的，期货交易所应当将该会员的合约强行平仓，强行平仓的有关费用和发生的损失由该会员承担。”

[60] 传统担保法禁止流质，主要是针对非现金担保物的估值困难，如果担保品直接归属于担保权人，可能因其价值大大超过被担保债权而导致担保权人获得暴利，损害债务人利益。但金钱、证券作为担保品时，因其价值一目了然或存在客观的市价标准，通常不会产生暴利问题。更何况金融担保的规则同时要求担保权人将变现担保品超过债权的金额归还担保人。

[61] Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on *Financial Collateral Arrangements*, Article 4-8. 对《欧盟金融担保品指令》与传统民商法之担保物权规则之间差异的分析，参见 Thomas Rudolf Maria Pius Keijser, *Financial Collateral Arrangements*, Kluwer 2006, p. 65.

[62] Unidroit, *Convention on Substantial Rules regarding Intermediated Securities*, 2009, Article 31-34, 37.

[63] 例如，美国证券交易委员会在2008年金融海啸后针对多家金融机构滥用复杂结构性衍生品定价权的行为提起了行政诉讼，www.sec.gov/spotlight/enf-action-fc.shtml，2011年11月10日访问。

我国台湾最高法院2008年判决的宝来证券案就是一个例子。宝来证券与某企业签订了一份三年期利率互换合约,本金1亿台币,每个季度末双方分别按约定的固定利率、浮动利率标准支付利息,净额结算。最初三期的结算中,宝来证券是净付款方,企业有净收益。此后市场利率变得对企业极其不利,至第四期支付日,企业需要向宝来证券支付的净利息将超出其前三期净收益之和。预见到未来的支付义务更重,企业方要求解除合约。宝来证券以企业违约为由提前终止了利率互换合约,并要求企业支付合约尚余部分(共八期)的利息净额。企业拒绝接受并诉诸法院。法院认为:“上诉人(即宝来证券)主张仍可请求未届至之各期净额,与上开总契约(即ISDA主协议)条款之内容不符,将使契约形式上虽终止,但无退场机制,仍要求系争商品之投资人之被上诉人赔偿未到期部分之各期净额,将使解约或终止契约之约定形同具文而无意义。”法官最终判决宝来证券“不得于系争契约效力终止消灭后,仍请求第五期以后尚未届至之各期净额给付”。〔64〕

台湾宝来证券案在全球场外衍生交易市场引发了很大震动,因为这是ISDA主协议问世以来第一次在合约提前终止规则上遭遇法律挑战。〔65〕当然,该案中金融机构一方在合同缔结过程中对于衍生合约提前终止的法律后果存在误导性陈述,这也是法官判决其丧失合约下潜在收益的一个主要理由。不过,判决行文中显现的大陆法系法官以传统民商法思维看待衍生交易的方式更为人们关注。大多数衍生品合约的结局都是提前终止而非最终实际履行,若不认可ISDA主协议的提前终止规则,场外衍生交易的法律秩序恐将陷入一片混乱,衍生工具的风险管理功能也将难以实现。

### 3. 净额结算机制争议

净额结算履行方式与传统民商法的冲突主要体现在破产法领域。当一方当事人破产时,衍生合同提前终止,尚未履行的权利义务按终止日市价确定盈亏并进行净额结算,其效果是令衍生合约当事人从破产债务人处获得了优先、全额清偿,这与破产法传统上奉行的保护破产债务人财产的完整性、公平对待债权人等原则之间发生冲突。以我国破产法为例,净额结算机制主要与三方面条款发生冲突:一是破产法第18条下破产管理人对待履行合同的选项权,可能挫败净额结算规则的适用;二是破产法第31条、第32条涉及的优惠性清偿或欺诈性转移,可能禁止终止净额结算下的款项相互冲抵;三是破产法第40条中关于抵销例外的规则,可能导致非破产当事人因破产事件而取得的债权被排除在净额结算(抵销)范围之外。

严格来说,净额结算机制与破产法之间的冲突并非衍生交易的特有问題,而是所有金融交易的共性问题,因为净额结算是金融市场化交易普遍采用的履行方式。鉴于净额结算的意义已经得到一致公认,因此,化解冲突的方式无非是立法明确承认净额结算在破产程序中的优先地位。实践中,美国通过对破产法、联邦储蓄保险法等法律的多次修订,将各种金融合同的净额结算机制逐步纳入特别保护名单;〔66〕英国颁布了专门立法——现代净额结算法案,赋予净额结算机制在破产程序中的优先地位;欧盟则通过《交收终局性指令》、《金融担保品指令》、《破产清算规章》等一系列指令文件来明确净额结算的法律效力。〔67〕在我国,2005年修订后的证券法事实上已经对证券市场交易中净额结算的优先地位给予了某种程度的确认。〔68〕从这个意义上看,衍生交易

〔64〕 2008年台上字第2543号。

〔65〕 Jing Gu, *Turbulence in Taipei*, in *Asia Risk*, October 2009, 72-73.

〔66〕 参见冯果、洪治纲:《论美国破产法之金融合约安全港规则》,《当代法学》2009年第3期。

〔67〕 以立法方式统一解决冲突的另一个原因是,金融合约当事人与破产债权人之间的利益权衡蕴涵着一国对金融衍生交易的定位以及对金融市场安全性的政策导向,必须通过立法程序来协调。这里不仅涉及是否承认净额结算机制的问题,还包括许多技术性问题,如哪些金融合约可以参加净额结算,仅衍生合约还是全部金融合约?哪些主体可以包括在内,仅金融机构还是包括各种企业?可以享受优先地位的净额结算范围越大,对破产法基本原则的冲击也越大。

〔68〕 参见证券法第167条:“证券登记结算机构为证券交易提供净额结算服务时,应当要求结算参与人按照货银对付的原则,足额交付证券和资金,并提供交收担保。在交收完成之前,任何人不得动用用于交收的证券、资金和担保物。”

不过是下一个需要立法给予认可的金融交易领域而已。

总体而言，本部分所讨论的围绕场外衍生交易的主要争议，直接针对的是 ISDA 主协议文本，但并不表明 ISDA 主协议的制度安排存在根本瑕疵，从而无法与现行民商法体系相容。事实上，这些制度安排大多已经在现行的场内衍生交易规则中得到了立法、司法和学理上的认可。其中的某些制度设计，如净额结算、担保权人对担保品的处分权等，不仅对于衍生交易，而且对于其他类型的金融交易都有普遍的适用意义。可以说，冲突的根源主要在于建立在实体经济活动基础上的传统民商法尚未顾及衍生交易市场特别是场外衍生交易市场的发展，缺乏对衍生合约这一“当前订约、未来履行”的新类型合同的特别关注。化解冲突之道不外乎两条：要么修改原有的民商事立法，容纳衍生合约，要么针对场外衍生交易进行专门立法，承认其特殊的规则，如同针对场内衍生交易的期货立法一样。当然，鉴于衍生交易规则天然地“亲近”金融机构而“疏远”企业、个人等最终用户，如何平衡不同主体之间的利益也是金融监管者无法回避的问题。

## 五、构筑金融衍生交易法律问题的分析框架

在以衍生工具的合同属性为主线梳理了衍生交易规则与传统民商法的主要争议之后，司法实践中纷乱无头绪的衍生交易纠纷也变得脉络清晰起来，乍看上去错综复杂的衍生交易法律问题也可以分门别类地加以归纳整合。

### 1. 衍生交易法律问题的类型化

金融衍生交易是受管制的商事交易，因此，相关法律问题可分为两大类：构成交易基础的民商法问题以及监管层面的法律问题。

在民商法方面，前文着重分析了衍生工具的合同属性所引发的两个层面的争议：一是直接源于衍生工具之合约特征的争议，如对赌合同争议、合同定价是否公平、合同是否无效或者可撤销，等等；二是针对衍生品合约履行环节的争议，具体表现为对以 ISDA 合约文本为代表的、以防范履约风险为目的的一整套场外衍生交易规则的异议。在司法实践中，这两个层面的问题通常与确定衍生交易的损失原因相关。例如，中信泰富衍生交易的损失主要源于其合约特有的权利义务安排（获利有限、损失无限）。相反，在海升一大摩案中，海升遭遇的现金流危机既有第一个层面的因素（外汇掉期合约的正常价格波动风险），也有第二个层面的因素（海升对衍生交易担保规则的陌生）。受到损失的一方通常力图借助挑战衍生品合约的合法性、有效性或者衍生交易规则的合法性、合理性而摆脱独自承担损失的结果。

除此之外，典型的衍生交易纠纷还涉及第三个层面的法律问题，即针对衍生品合约订立过程的争议，它往往决定了前两个层面的因素引发的衍生交易损失最终由哪一方当事人承担。例如，衍生品合同的缔约过程是否符合平等、自愿、协商、诚实信用等民商法原则，当事人（尤其是掌握信息优势的金融机构）是否充分披露了相关信息，是否存在欺诈、误导等。其中，参与衍生交易的当事人之间法律关系的性质是核心问题。金融机构与客户之间仅仅是合同对手方关系还是存在着金融机构对客户的信义义务，对这一问题的回答经常决定了案件最终的责任分配结果。<sup>[69]</sup>

[69] 在英美国家的司法实践中，对衍生交易下的金融机构与客户之间是否存在“信义义务”存在很大争议。美国法下的讨论，参见 Richard A. Rosen & Kristine M. Zaleskas, *The Scope and Nature of Common Law Duties of Financial Institutions to Customers and Counter-Parties: A Brief Survey of the Leading Cases*, in *The Futures and Derivatives Law Report*, vol. 21, no. 8, November 2001. 英国法下的讨论，参见 Alastair Hudson, *The Uses and Abuses of Derivatives*, Paper Presented at the Cambridge Symposium on Economic Crime for a Session Titled “Internal Controls for End-Users and Sellers”, 1998.



可以说,围绕着衍生品合约缔约过程中信息披露充分性、适当性的争议是所有衍生交易纠纷都必然存在的环节,同时也是诉讼双方争执最甚的领域。

需要指出的是,在上述第三个层面,除民商法外,金融监管法也开始扮演积极的角色。这是因为,在金融机构与客户之间的衍生交易中,双方的缔约过程实际上也是衍生工具这种金融产品的销售过程,金融机构是卖方,客户是买方。鉴于衍生工具的复杂性以及金融机构与客户之间在衍生交易中呈现出的信息不对称,一国的金融监管者从保护客户或大众投资者的立场出发,通常会采取一些监管措施。例如,对衍生交易设置市场准入条件,要求参与交易的非金融机构当事人必须是机构投资者或者合格投资者,或者对金融机构在销售衍生产品时的信息披露义务提出更高的要求,甚至要求金融机构判断相关交易对客户是否具有“适当性”,等等。<sup>〔70〕</sup>实践中,不同国家的金融监管理念不同,对投资者的保护程度有异,金融机构在缔约过程中的“说明义务”范围差别较大。

当然,对衍生交易的监管不限于金融机构信息披露义务的范畴。衍生交易合约的对赌性质、内在的履约风险、金融机构与客户之间的利益冲突等,都要求对衍生交易进行有效的监管。事实上,衍生交易的监管模式与制度设计是当前争议更大的领域。2008年金融海啸之后,各国金融监管者都在反思本国对衍生交易的监管模式,包括监管理念、监管思路、监管机构与手段的配合等等。众多国际组织也在探讨全球金融衍生交易的监管格局蓝图。在不同的监管理念下,金融衍生交易的监管覆盖范围可以很广,从衍生交易的合约类型到交易模式、市场结构、主体资格等,无所不包。<sup>〔71〕</sup>

此外,实践中还有一些与衍生交易相关、但严格说来并非衍生交易本身的法律纠纷。例如,基于公司衍生交易重大损失可归因于公司内部控制失效,股东起诉高管违反了对公司的信义义务。这些纠纷更多地应当属于公司治理纠纷,衍生交易只是一个引子。再如,衍生工具由于借助合同灵活地安排当事人之间的法律关系,因此经常被当事人用于逃避监管的目的,称为监管套利。如为避免证券立法对要约收购的管制,收购方不直接购入股票,而是与控制股东签订股票互换合约,实际取得股东权益;<sup>〔72〕</sup>或者为规避一国对境外投资者取得股息收入课征的预提所得税,境外投资者不直接购买上市公司的股票,而是通过与现有股东签订股票互换协议而事实上取得股息所得。<sup>〔73〕</sup>如果相关领域的监管者对衍生交易进行重新定性,挫败当事人的交易目的,就可能引发相应的纠纷。从法理上看,这些纠纷应分别属于公司法、证券法、税法的范畴,当然,理解衍生工具的功能与交易机理有助于妥善解决上述部门法领域的问题。

## 2. 金融衍生交易法律问题的分析框架

基于上述对衍生交易法律问题的分类与分层,本文尝试提出一个完整的分析衍生交易法律问题的框架。金融衍生交易的法律问题可以分为衍生交易自身的法律问题以及外围法律问题。其中,衍生交易自身的法律问题是指围绕着衍生工具作为一种风险管理工具而派生出的一整套法律问题,它呈现如下图2所示的同心圆结构,以衍生品合约为基础,逐步展开为合约履行、缔约过程、监管等不同层次,共同组成了一个有关衍生工具(合约)、衍生交易以及衍生交易监管的规则体系。衍生交易的外围法律问题则泛指因衍生工具的多方面应用而引发的其他部门法下的问

〔70〕 See Daniel G. Schmedlen, Jr., *Broker-Dealer Sales Practice in Derivatives Transaction: A Survey and Evaluation of Suitability Requirements*, 52 Wash. & Lee L. Rev. 1441.

〔71〕 参见前引〔20〕,顾功耘主编书。

〔72〕 代表性的案例参见 *CSX Corp. v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, et al.*, 562 F. Supp. 2d 511 (S.D.N.Y. 2008)。代表性的学术研究参见 Henry Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. Cal. L. Rev. 811 (2006)。

〔73〕 有关衍生品用于税收征管套利在美国引发的重新定性及其相关诉讼,参见 John D. Finnerty and Kishlaya Pathak, *A Review of Recent Derivatives Litigation*, 16 Fordham J. Corp. & Fin. L. 73, 99-102。

题，如前述的衍生交易与公司内部控制与治理问题，衍生交易用于监管套利所引发的证券监管、税收征管、外汇管制、进出口管制等领域的冲突，等等。

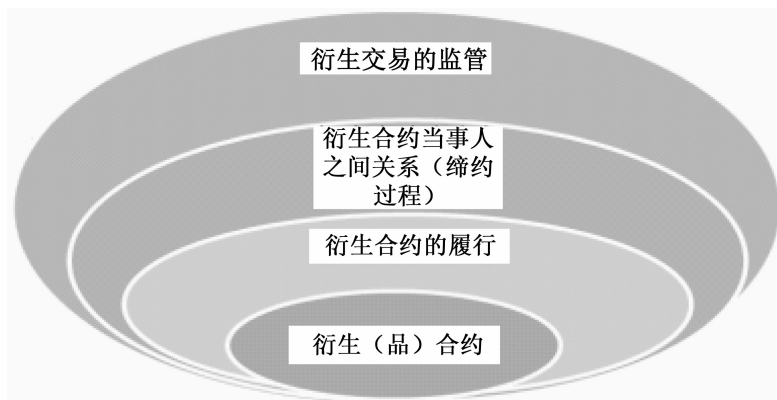


图2 金融衍生交易法律问题的层次结构

采用同心圆的结构来描述金融衍生交易法律问题及规则的体系，主要是因为衍生工具的合同属性（即衍生品合约）是从法律角度理解全部问题的出发点和关键所在。从衍生工具的合同特征到该类合约的履行风险、缔约过程、监管的逐步扩展，一方面呈现了衍生交易纠纷在司法实践中渐次展开的逻辑轨迹，另一方面也体现了衍生交易在现实世界中的制度形成、发生、发展的自然演进过程。不同层次上的问题既各自独立，又彼此有相关性，每一个内层（或下层）都可以引申出对外层（或上层）的制度需求，而每一个外层（上层）的制度安排则覆盖、包容了内层（下层）的全部问题。例如，履约风险源于衍生工具独特的合同属性；缔约环节的信息披露则覆盖从合同特征到履约风险防范机制的各个方面。至于最外层（上层）的监管规则，更是投射到衍生交易的全部层次和不同维度。

这样一个同心圆结构也表达了我们对于衍生交易的民商法与监管法之间对立统一关系的理解。衍生交易作为受到监管的商事交易，交易是基础，由当事人在市场中自主进行，以民商法为依托；监管必须建立在对交易的了解、理解之上。同时，衍生工具的交易与监管又并非截然分开。监管以国家强制力为依托，可以穿透衍生交易的全部层次；离监管越近的层次，民商法与监管法之间的交融就更加紧密。例如，在下数第一个层次（衍生品合约）上，监管可能对特定衍生工具采取限制或禁止的立场，从而影响相关衍生工具（合约）的存续，如前文提到的欧盟对无担保CDS的禁令。在第二个层次上，衍生品合约的履约风险控制机制虽然主要体现为民商法规则，但在场内衍生交易中也掺入了监管因素。诸如期货交易中的涨跌幅限制、持仓限制等规则，都属于从监管角度控制履约风险额外增加的措施。在第三个层次（衍生交易的缔约过程）上，我们更是可以清晰地发现合同法、信托法、监管法的交织作用。

### 3. 分析框架的意义与局限

这样一个金融衍生交易的分析框架，借助于对复杂问题的分解，能够给我国的司法实践提供比较清晰的理论指引。同时，它也有助于澄清、消除当前有关衍生交易监管实践以及学理研究中的一些误区。不论是场内交易与场外交易之间的规则衔接，还是监管规则与民商法基础之间的协调，抑或是国内立法对域外立法或者国际金融市场惯例的吸收、借鉴，当我们厘清了衍生交易的基本法律逻辑后，起初认为不可逾越的一些障碍不复存在，对剩下的“真问题”也能够更加有针对性地作出回应。

当然，一个分析框架仅仅是提供分析问题的基本进路，并未而且也不可能对所有问题提供答

案。前文的讨论显示，在衍生交易法律问题的每一个层次上，都存在一些尚未解决的重大争议，需要进一步深入研究。它们包括但不限于：（1）衍生工具合约中权利义务设计的公平性；（2）衍生合约履约风险防范机制隐含的向金融机构的利益倾斜；（3）衍生交易下金融机构与客户之间的关系，特别是法律上是否应当对金融机构科加信义义务或受托义务；（4）衍生交易的监管模式、手段、监管边界，等等。从某种意义上说，上述争议恐怕也都不是单纯的法学研究所能解决的。它是一个永恒的实践命题。这里既有快速发展的金融市场交易与法律制度之间的落差，也反映了金融机构与投资者、金融业与社会公众之间内在的利益冲突。金融与计量技术的进步、监管的改进、学术研究的深入都有助于逐步减轻、但不可能彻底消除法律与市场的落差以及主体间的利益冲突。

---

---

**Abstract:** Financial derivatives, especially OTC derivatives have posted great challenge to civil law countries, with the most notable example being the conflict between traditional civil and commercial law ideology and the derivative transaction customs represented by ISDA master agreement. The current theory attributes the conflict to such factors as common law versus civil law, exchange derivatives versus OTC derivatives, and the real economy versus virtual economy. That explanation has ignored the common use of derivatives as the risk management tools for businesses in both common law and civil law countries, nor does it take into account the fact that derivatives, as financial contracts, are based on such legal rules as contract law, security law and so on.

The authors of this paper try to explain derivatives with legal logic rather than market language. Starting from the essential characteristics of the derivative contract, i. e. , “contracting right now but performing in the future”, the paper explores the specific risk inherent in the contract and illuminates the response from the market to control the risk. The controversial issues such as gambling contract may be attributed to the future performance element of derivatives. The transaction customs represented by ISDA agreement and the Exchange rules reflect the effort of market participant, given the absence of legal rules, to post disincentive on the parties for the breach of contract. Therefore, there is no difference between the OTC and exchange derivative, or between common law and civil law. The paper then builds a framework to analyze the legal issues around derivatives from contracting, performance to information disclosure and regulation. It ends with a call for the traditional civil and commercial law to accept the new kind of contract in order to provide a robust legal base for derivative transaction.

**Key Words:** derivative, derivative transaction custom, civil and commercial law, contract

---

---