

# 场外衍生金融工具交易监管法律制度研究

王 旻

**内容提要:**场外金融衍生工具交易的蓬勃发展是当今全球金融领域内的重要现象,对全球金融活动产生深远影响。各国、各地区对场外金融衍生工具交易监管制度的基本理念及制度内涵的研究,还处于探索阶段。近年来,我国银行业场外金融衍生工具获得快速发展,完善相关监管制度,相当迫切。本文力图较为系统地整理、分析、提炼场外衍生金融工具交易监管制度的基本原则和一般规律,并对完善我国相关监管制度提出建议。

**关键词:** 场外衍生金融工具 监管 法律制度

王旻,中国人民大学博士后流动站研究人员,中国政法大学教师,法学博士。

## 一 场外衍生金融工具对金融监管法律制度的挑战

衍生金融工具作为金融创新浪潮的杰出成果,自20世纪70年代问世以来,在短短三十几年的时间里,取得了举世瞩目的飞速发展。它在风险管理、成本控制及交易获利方面均呈现出独具特色的卓越功效,给世界金融市场的格局及面貌带来了前所未有的革命性变化。

场外衍生金融工具是衍生金融工具的重要类型,它是在集中、统一的交易市场之外进行交易的衍生金融工具。相对于基础金融工具和场内衍生金融工具而言,场外衍生工具具有某些独特的属性,从而对金融监管法律制度提出了新的挑战。

与基础金融工具相较,衍生金融工具在经济属性和法律属性上均存在显著差异。就经济属性而言:基础金融工具的主要类型为货币和资本证券,它们直接与实体经济相关联,具有聚集资本、配置资源、增值获利的功能,体现真实财产价值,属于投资性金融工具。衍生金融工具的主要类型为金融远期、金融期货、金融期权和金融互换,它们将金融风险以合理的价格传递给更有承受意愿和承受能力的市场主体承担,以此完成金融市场中的风险重配,从而构成最重要的金融市场风险调节机制,属于风险管理型金融工具。

就法律层面而言:在表现形式上,基础金融工具表现为有价证券形式,衍生金融工具表现为书面金融合同。在法律关系上,基础金融工具体现出与资金有偿使用相关的投资性法律关系,代表着对现实资产不同形式的投资收益请求权。而衍生金融工具代表请求未来依约定条件转移特定金融利益的交易性法律关系。在交易方式上,基础金融工具交易实质上是资本证券的买卖,其直接导致投资主体的转换。因此,基础金融工具交易总以现货交易的形态出现,产生当事人间财产状况的现实变化。衍生金融工具交易本质上是远期金融合同的买卖,即未届期金融合同主体的变更。在交易的过程中当事人交换的是远期合同中未来转让特定金融利益的允诺,合同到期前不存在任何实际给付需要,因此交易发生时当事人的资产负债状况不会发生任何实际变化。衍生金融工具这一独特的交易性质正是其表外业务、重置成本为零和高杠杆性这些广为人知的市场特征产生的深层根源。

与场内衍生金融工具相较,场外衍生工具在市场状态上具有明显不同。区别于场内衍生交易的标

准化特征,场外衍生交易表现出个性化交易的特点,即根据客户的不同风险管理需求为其量身订做风险管理服务。概括而言,场外衍生交易是使用者和交易商进行个别协商,就每一合同的具体内容及处置方法达成合意的过程。因此,场外衍生交易没有确定的交易场所,没有统一规格的交易合同,没有统一的交易规则和结算体系,没有公开的价格形成机制。这使得场外衍生交易具有创新能力惊人、精确满足客户需求、极大提升赢利空间等优点,因此获得了令人难以置信的高速增长。据国际清算银行统计,2006年下半年,仅场外衍生工具交易规模增幅即达12%,名义本金达415万亿美元,净额结算后的余额达2万亿美元。<sup>[1]</sup>

正是由于场外衍生工具存在上述重要特征,因此,它为金融监管法律制度设置了新的课题。首先,与作为投资性金融工具的基础金融工具在经济属性和法律属性上的区别,使得衍生金融工具法律制度和传统证券法律制度在规范宗旨和制度重点上有所不同。概言之,传统证券法律制度以维护投资价值为基础,以保护投资者利益为宗旨,以揭示投资价值的信息披露制度和保障市场公平秩序的反不正当交易行为制度为重点。衍生金融工具法律制度则以风险控制为核心,以促进衍生工具的正当、适度、谨慎使用和保证稳健经营为目标,以保障金融安全、保护客户利益、维护市场秩序的制度构建为重点。其次,鉴于场外衍生交易区别于标准化场内交易的个性化特征,其长期被视为个别协商的私人合同关系,一直未将其作为具有公共性的金融现象进行系统化、强制性的金融监管。但场外衍生交易的个性化特点也导致场外市场具有集中度高、波动性强、关联性广和当事人风险认知及管理能力差异性大的特征。这些特征都蕴含着难以估量的巨大风险和惊人的破坏力。长期资本管理公司(LTCM)危机、美国次级贷款危机的发生便是例证。当场外衍生市场的规模已远远超出基础金融工具市场及场内衍生市场,场外衍生市场的发展状态已对国民经济的安危具有广泛深远的实质性影响,对于其进行更为明确、有效的法律监管已不仅仅具有保护市场主体合法权益、维护市场健康有序发展的重要意义,更是关系到国家乃至全球金融安全与世界经济稳定的重大战略问题。

有鉴于此,本文试图通过对各国、各地区相关制度的梳理、比较、剖析,探索其内在规律,并结合我国实际,俾求为我国场外衍生市场监管法律制度的发展与完善提供建议。

## 二 场外衍生金融工具交易监管的制度目标

### (一) 防范系统性风险

在管理风险的同时,场外衍生交易给金融领域带来了新风险。对于监管而言,要考虑的是场外衍生交易带来的系统性风险。场外衍生交易易发生系统性危机主要与三个因素相关:第一,交易的不透明性。场外衍生交易不直接引发资产负债变化,是表外业务,监管机构、市场以及进行场外衍生交易的主体的股东们通常不能及时了解有多少场外衍生交易在进行、交易的状况及影响如何。这一方面使场外衍生交易活动缺乏外部监管与市场约束机制,另一方面,在高杠杆性的刺激下,纵容了交易主体盲目扩张信用、不断扩大交易规模。进而,随着场外衍生交易规模毫无约束地不断扩大,信用风险、市场风险等不断累积,监管机构、股东等不能及时控制风险,最终风险累积为区域性或者系统性危机。第二,更强的复杂性。通常,场外衍生交易涉及的风险包括市场风险、法律风险、操作风险、流动性风险、信用风险。场外衍生交易的特殊性在于它是量体裁衣产品,创新至今其产品结构已经非常复杂,通常依靠复杂的数学模型、建立在计算机技术高度发展的基础之上,上述各类风险往往被场外产品的复杂结构极端、迅速地扩大并最终演变出不易预知的效果。这意味着除非订立严格的交易程序以控制交易并及时反馈交易信息,场外衍生交易各类风险可能超越可控范围。第三,交易的集中性。这是场外衍生交易结构的显著特点也是引发系统性风险的根源。由于场外衍生交易缺乏场内交易的统一规范、信用评价、交割服务与履约担保等机制,场外衍生交易者往往更乐于与信用度高的大型金融机构、企业进行交易,几乎半数

[1] 参见 BIS: OTC Derivatives Market Activity in the Second Half of 2006, by Monetary and Economic Department.

以上的场外衍生交易集中于全球可数的大型跨国金融机构、跨国公司之间,不少交易互相关联形成错综复杂的网络,致使交易风险高度集中。在此情形下,一家机构产生的风险将在各主要金融机构间传递,继而引发市场恐慌并迅速演变为全球金融系统的危机。2007 年美国次级贷款危机突出揭示了此类交易结构的危害:CDO 产品在主要金融机构之间形成错综复杂的交易网,危机一旦引发迅速传遍全球,形成全球系统性金融风险。上述三个因素交织,使不被知悉的、高度集中的复杂风险可以被迅速传遍全球,使易发系统性风险成为场外衍生交易的主要问题。2000 年,IMF 在其发布的 *Capital Market 2000* 中指出:<sup>[2]</sup> 场外衍生交易具有异于传统银行业务、场内衍生品交易的特质,在为金融机构创造巨额利益的同时,它增加了金融系统的不稳定。防范系统性风险是监管介入场外合同交易的最直接动因,防范系统性风险是场外衍生交易监管制度的首要目标。

## (二) 健全维护金融市场正当秩序

金融市场利益攸关,且信息不对称,必须采取强制措施建立正当秩序,保护弱势市场主体利益,否则难以避免操纵市场、欺诈等不正当行为。场外衍生交易给金融领域带来了新的不正当市场秩序问题。第一,场外衍生交易的复杂性加剧了交易商与客户之间的信息不对称,即使大型机构类客户也不见得完全有能力理解交易的关键点、觉察交易中存在的问题,如在 1994 年 Procter & Gamble (P&G) 公司诉 Bankers Trust Securities 一案中,B. T. Securities 一直使 P&G 公司确信其所交易的 5/30 掉期交易状况良好 (in good shape),而实际上,5/30 掉期在这段时间里“持续地并经常严重地亏损”。第二,场外衍生交易合同是非标准化合同,交易商需要充分了解客户的财务状况,交易商在促成场外衍生交易的过程中通常具备了咨询者、财务顾问与产品设计者的多重身份,产生了自己兜售自己设计的产品情况,造成佣金利益和客户利益之间的冲突。这种天然冲突导致交易商具有通过不正当手段获取佣金利益的冲动。第三,场外衍生交易产品的设计基于金融工程等技术,一些产品含有交易商的商业秘密,交易商倾向于不披露或者少披露核心技术信息,直接导致客户获取信息有限,加重了信息不对称问题。上述三个因素交织,使场外衍生交易中客户处于严重的信息弱势,交易商行为的正当性广受质疑,纠纷频发,归纳起来涉及:<sup>[3]</sup> (1) 虚假信息披露。如在 Laser Mortgage Management, Inc 诉 Asset Securitization Corporation (ASC) 一案中,原告诉称 ASC 对所涉基础资产的重大信息存在虚假陈述或者隐瞒,导致 Laser 面临巨大风险。(2) 欺诈客户。如在韩国人寿保险公司 (Korea life Insurance, KLI) 诉 Morgan Guaranty Trust Co (MGT) 一案中,KLI 诉 MGT 在 total return swap 交易中刻意对已经知晓的泰铢将要贬值的消息保持沉默,存在欺诈行为。(3) 操纵交易价格。如在 GMO Trust 诉 Credit Suisse First Boston (CSFB) 一案中,GMO 买入 CSFB 卖出的掉期合同,GMO 诉称,CSFB 操纵 5 个做市商提供了虚假的基础资产价格。(4) 其他问题,包括怠于履行义务等,如在 Levy 诉其财务管理和投资顾问 Bessemer Trust Co. 一案中,Levy 称 Bessemer Trust Co. 违反受信义务,故意不为其提供相关交易以锁定股票风险。实际上,在场外衍生交易中,市场不当行为普遍存在,1999—2000 年,美国商品与期货交易委员会 (CFTC) 调查了全球 16 个主要国家和地区对场外衍生交易的规范情况,<sup>[4]</sup> 大多数被调查国家、地区普遍确认:应当采取反欺诈与客户

[2] 参见 IMF: *Over - The - Counter Derivatives Market*, *Capital Market 2000*, Chapter IV。

[3] 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*, *Futures & Derivatives Law Report*; November 2001, John D. Finnerty and Mark S. Brown; *An Overview of Derivatives Litigation, 1994 - 2000*, *Fordham Journal Corporation and Financial Law*, 2001; Edward S Adams and David Runkle: *The Easy Case for Derivatives Use: Advocating a Corporate Fiduciary Duty to Use Derivatives*, *William and Mary Law Review*, February, 2000; Bruce A. Baird, Linda D. Fienberg, Michael A. Dawson: *Recent Developments in Litigation Involving Derivative Contracts*, ALI - ABA Course of Study, May 10, 1996; and L. Clifford Craig, W. Stuart Dornette, Stephen C. Mahon: *Legal Theory in Lawsuits against Derivatives Dealers in The Over - The - Counter Markets*, Practice Law Institute, *Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, April, 1996。

[4] 参见 OIA of US CFTC: *Working Paper on National laws Relating to Over - The - Counter Derivatives Transactions and The Public Policy Objectives of Financial Regulation*, July 2000, and CFTC: *Regulation of Over - The - Counter Derivatives Transactions*, Survey 1999。

保护措施,防止操纵、欺诈、滥用等不当市场行为。健全并维护金融市场的正当秩序,以确保市场的公平与效率,是场外衍生交易监管的重要目标。

### (三) 兼顾鼓励创新与适度监管

场外衍生交易除了有上述系统性风险、不正当行为等问题,还存在投机性强、交易风险较大等诸多问题。但是,场外衍生交易在风险管理中独具不断创新的优势,随着全球金融市场基础产品价格日益市场化、经济与金融全球化进程日益深入,这种优势更加明显,鼓励金融创新、促进场外衍生交易的趋势不可逆转。因此,场外衍生交易的监管是适度的监管,从根本上讲,它不应妨碍场外衍生工具的创新能力,而应以鼓励创新的态度保障衍生金融工具风险管理经济功能的充分实现。同时,监管的适度性还取决于下列因素:1. 通常而言,严格的监管不但不能阻止场外衍生交易的发展,还容易导致金融机构移居到监管较弱的地区从事场外衍生交易,导致严格监管地区金融利益外流,形成监管竞争。2. 现代监管需综合考虑监管成本与监管效果,场外衍生交易当事人多为大型跨国金融机构与企业,有一定抗风险能力,过多监管浪费社会资源;对于小型机构或者非机构客户,部分国家、地区采取较为严格的监管或者要求必须建立风险提示制度,以防止这类客户承担过大的风险。3. 在场外衍生交易中,存在投机者、套利者与避险者三种主体,投机者与套利者并不创造直接的经济价值,但是避险者风险的承担人。因此,多数国家、地区立法对营利性场外衍生交易并不禁止,仅仅采取确定经营规模上限的方式,适度降低投机者与套利者的过度利益冲动。上述要素决定了:除实现防范系统性风险、保障市场正当秩序的目标之外,场外衍生交易的监管是适度而非严苛的监管。鼓励场外衍生交易创新则主要通过下列方式实现:1. 维护场外衍生交易的灵活性,促进以避险为目标的金融创新的发展,即监管应避免影响交易双方对基础产品价格作出自由而精准的判断,使交易双方得以充分发挥场外衍生交易的灵活性。各国、地区立法可能对资本、资质等进行监管以控制风险,而对金融创新行为本身不予干预。2. 提倡“激励相容”的监管理念,重视引导金融机构等的内部管理和市场约束机制,引导机构自身与市场监督这两种力量来支持监管目标的实现,如通过促进信息披露增强股东、债权人等对场外衍生交易参与者的监督,最终以较低的交易成本实现市场纪律,达成鼓励创新与有效监管的双重制度目标。兼顾鼓励创新与适度监管是场外衍生交易的本质所决定的:非创新不能够实现其风险管理的卓越功效,非监管不能避免其诸多弊端,二者缺一不可。大多数国家、地区的立法对场外衍生交易采取了鼓励创新与适度监管兼顾的态度,如澳大利亚公司与证券咨询委员会在其相关报告中确认监管必要性的同时开宗明义地指出要促进场外衍生交易的创新,<sup>[5]</sup>格林斯潘也在美国国会听证会上多次指出,场外衍生交易可促进经济增长且不需额外监管,<sup>[6]</sup>因此,理论及实践均表明,兼顾鼓励创新与适度监管是场外衍生交易监管的必然目标。

## 三 场外衍生金融工具交易监管的制度内容

### (一) 资本制度

在所有实现场外衍生交易监管制度目标的具体制度中,必要的资本要求是不可或缺的基本制度,即使有了风险管理等制度,足够的、实缴的资本仍然是从事场外衍生交易必须具备的条件。国际证监会组织即曾明确指出:“风险管理机制不能取代充裕的资本。”<sup>[7]</sup>资本制度至少有三项功能:一是确保交易合同的可执行性并防范系统危机,即通过确立较高的资本金要求,使交易参与人具备较为充分的清偿能力,使交易合同能够得到清结;通过充分的流动性要求,使场外衍生交易错综复杂的交易网络能够正常运转,即使发生个别主体的信用风险也能够及时结算,阻断风险,不至于扩散成为系统性危机。此项功

[5] 参见 Companies and Securities Advisory Committee, Australia: Law of Derivatives: An International Compassion, January, 1995。

[6] 参见 Testimony of Chairman Alan Greenspan: The Regulation of OTC Derivatives, Before the Committee on Banking and Financial Services, U. S. House of Representatives, July 24, 1998。

[7] 《参与衍生工具场外交易的受监管证券公司的运作和财务风险管理机制》第一部分第8点。

能要求资本应当是足够的实缴资本。二是确立评价交易对手交易能力的标准。这是资本制度天然具备的公示效果,交易当事人通过对交易对手资金状况的判断,选择是否与之从事复杂的场外衍生交易。此项功能要求如实反映各种风险与交易对资本的影响及效果,以使交易对手能够了解到真实情况,通常通过折算风险资本达成。三是适度的风险控制功能。即通过对非避险性交易与资本之间的规模比例作出限制,控制投机者与套利者的利益冲动,降低诸如金融机构等特殊的公众性机构所面临的风险。

资本制度主要包括:1. 最低资本金要求。如美国 SEC 于 1999 年 1 月 4 日发布专门针对“场外衍生交易商”的准入规则(SEC 17CFR Parts 200、240 及 249)。<sup>[8]</sup> 一般而言,场外衍生交易商必须持有不少于 1 亿美元的暂定净资本和不少于 2000 万美元的净资本以保障良好的资金流动性。美国商品与期货交易委员会(CFTC)1999 年调查显示,被调查国家、地区均有最低资本要求,即使尚未制定单独针对场外衍生交易的资本要求,也要对银行适用巴塞尔协定关于资本充足率的规定,对券商适用本国证券法要求。<sup>[9]</sup> 2. 以合理的方式确定资本与风险的关系,即将不同的风险反映在资本额的增减之中,以此明确交易当事人的实际资本状况,并鼓励风险控制,促进审慎经营。美国 SEC、CFTC、SIB 曾指出:资本要求应当能够做到鼓励好的风险管理机制、鼓励适用符合要求的风险管理技术……应当采取适当的措施调整资本标准,增强审慎的、以风险为基础的资本要求,合并计算风险。<sup>[10]</sup> SEC 场外衍生交易商规则中也允许场外衍生交易商运用 VaR<sup>[11]</sup> 的方法来计算资本金与风险之间的关系。在确定资本与风险关系方面,最重要的规范是巴塞尔协议。2006 年新巴塞尔《有限银行监管核心原则》更提倡银行资本充足率应与其承受的基本风险相对称,反映较高的风险敏感度;对场外衍生交易监管而言,新资本协议要求将操作风险纳入资本充足率的计算,即资本充足率 = 最低合格资本总额 / (信用风险 + 市场风险 + 操作风险) 加权风险性资产总额;信用风险的资本充足率计提方法方面引进 VaR 观念;对信用衍生产品、抵消等降低风险的措施作出规定,认可信用风险冲抵以降低信用风险,且以较低的风险权重计算;还采取了确立标准法计算风险加权资产下的信用风险转换系数等一系列措施调整资本与风险的关系,增强金融机构对风险的敏感度。3. 部分立法区分避险与经营目的的交易,对避险交易的规模通常要求不得超过避险所需规模,对经营性的场外衍生交易则施行不得超过自有资本或者风险资本一定比例的上限限制,如我国台湾地区 2007 年 8 月的“保险业从事衍生性金融商品交易管理办法”规定保险机构从事增加投资效益的衍生交易,自有资本与风险资本之比率应达到 25% 以上,旨在限制金融机构从事过度投机,承担过多风险。

## (二) 风险管理与内部控制

20 世纪 90 年代初期,在场外衍生交易规范方面,有一个突出特点:G30、国际证监会组织(IOSOC)、巴塞尔委员会、国际保险官理事会(IAIS)等国际组织都提出了加强风险管理与内部控制的规制思路,制定了相应的指引,并被多数国家、地区的立法所采用,逐渐成为当今场外衍生交易规范的主要制度。形成这一现象的主要原因是:一方面,场外衍生交易涉及多种风险,风险传递敏感、复杂且极易扩散,这些特质加深了监管的难度,而其表外特性以及技术的不断发展更加重了监管的滞后性;另一方面,场外衍生交易需要足够的创新空间以发挥其量体裁衣的风险管理专长,鉴此,发挥市场的作用,引导交易主体加强自身的风险管理与风险控制,成为制度设计的重要内容。1994 年 7 月,国际证监会组织在《参与衍生工具场外衍生交易的受监管证券公司的运作和财务风险管理机制》中明确提出:市场力量可以提供

[8] 参见 Securities and Exchange Commission 17CFR PARTS 200, 240, and 249 OTC derivatives dealers; final rule, practice law institute, *Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, PLI Order No. B0-00HN, September 1999.

[9] 参见 CFTC: Regulation of Over-the-Counter Derivatives Transactions, Survey 1999, pp. 57-59.

[10] 参见 OTC Derivatives Oversight Statement of the SEC, the CFTC and SIB, 2007.

[11] VaR 是 Value at Risk 的缩略语,即“风险值”,是一种风险量化技术,大体上指未来一定时间内,在给定的条件下,任何一种金融工具和品种的市场价格的潜在最大损失,如:“时间为一天,置信水平为 95% (概率),所持股票组合的 VaR = 10000 元”。其含义就是:“次日该股票组合可有 95% 的把握保证,其最大损失不会超过 10000 元。”或者说是:“次日该股票组合最大损失超过 10000 元只有 5% 的可能。”参见 <http://zhidao.baidu.com/question/11522404.html?si=1>。

重要的诱因,促使公司制定有效的运作和财务风险控制机制,一方面公司可以终止或者限制风险控制不合格主体的交易,另一方面公司也可采取措施确保交易对手有合法权限。<sup>[12]</sup> 引导交易当事人自我规范,这一主导思想贯穿了场外衍生交易监管立法的始终,成为现代激励兼容监管理念的体现。风险管理与内部控制制度各有侧重,密不可分,主要包括下列内容:

在风险管理方面,国际组织在明确场外衍生交易的风险种类基础上,提出交易当事人应当建立风险管理框架、建立针对特定风险的独立的风险管理机制、建立科学的风险衡量与测评机制、鼓励使用消减风险的各种技巧等。如,国际证监会组织在前述《参与衍生工具场外交易的受监管证券公司的运作和财务风险管理机制》中即提出:(1)场外衍生交易风险包括信用风险、市场风险、流动性风险、操作性风险、法律风险等,强调必须对风险加以评核。(2)要确立风险管理架构,公司的董事会或者相关组织应当针对场外衍生交易确定风险管理架构、风险管理政策和程序,清楚界定执行有关架构的责任。(3)要建立独立的市场风险管理和独立的信用风险管理等机制,并使用定价模式及估值系统,进行压力仿真测试,准确衡量风险。(4)鼓励公司使用削减风险的技巧,例如使用统一协议书、净额计算安排,交易须备有抵押品,制定应急计划等。(5)要对风险估值并确定自身的风险承担程度,如应以经过接纳的定价方法按市价计算盈亏,识别出集中持仓量,每日就风险作出准确评估,并计算可能蒙受的信用及市场风险。(6)风险管理制度还应当包括交易人员的专业技能等方面的要求。这些措施,旨在使交易当事人具有比较完整的风险管理框架,具备适当的风险衡量技术,使交易当事人可以及时了解各类风险的状况并加以分类管理,采取措施控制、防范风险,降低风险发生的可能。同一时期,巴塞尔委员会也提出了内容非常相近的风险管理指引。<sup>[13]</sup> 这些风险控制原则被不少国家、地区的立法充分借鉴。

在内控制度方面,国际组织侧重于强调建立交易主体内部的决策、授权和制约机制,旨在通过内部策略的有效执行、各岗位的互相监督与制约,实现对风险的严格控制。如1994年,G30即提出:<sup>[14]</sup> (1)衍生交易要与董事会所批准的风险管理和资本政策相一致,管理衍生金融工具的政策应当清晰确定,明确交易的目标、执行政策程序、各个层次的管理内容,并建立清晰的授权制度。(2)各管理部门,要在批准信用风险评价标准、设定信用限制并监测其使用、观测信用状况并考虑其风险、考察并监测减少风险的安排等方面各负其责。(3)衍生金融工具的操作应当由专业人士进行,应当明确授权并必须限定各种交易的授权限制。(4)应当拥有适当的信息系统和管理报告系统,并建立稽核制度等。2002年2月国际证监会组织发布的《证券市场和衍生金融市场监管的30条原则》,1998年8月国际保险监管者协会提出的《衍生金融工具交易的监管标准》等也明确提出了类似的内部控制要求。这些要求同样被一些国家、地区的立法采用。

### (三)会计要求与信息披露

表外性、高技术性等特质使场外衍生交易中的信息不对称问题远比一般金融交易更为严重,此种不对称表现为:由表外性导致会计计量无法及时反映场外衍生交易可能产生的或有损失与或有收益;由高技术性导致交易信息及其理解的正确性,在交易人员、交易商、最终用户和监管者与市场之间递减。严重的信息不对称,最终导致高杠杆、复杂的场外衍生交易缺乏市场机制的约束,并在一定程度上助长了场外衍生交易中的欺诈等不正当行为。鉴于此,确立合理的会计要求,增强信息披露的充分性、准确性与及时性,成为场外衍生交易监管的基础制度。

1. 会计要求。衍生交易的发展引发了与传统会计要求之间的冲突:(1)在会计确认方面,由于衍生交易发生时,只表现为达成一项承诺,而不引起资金的实际运动,或者只有少数的现金流动,因此与传统会计所遵循的“已实现原则”矛盾,为及时揭示风险,有必要对签订衍生工具契约事项予以确认。(2)在会计计量方面,由于衍生工具的市场价值处于变化之中,如何如实反映其真实的实时价值,对确认风险

[12] 《参与衍生工具场外交易的受监管证券公司的运作和财务风险管理机制》第一部分第2、4点。

[13] 参见吴丽华、黄伟彬:“巴塞尔委员会关于衍生工具风险管理的指导方针”,载《福建金融》1996年第4期。

[14] 参见 Group of Thirty (G30): Derivatives, Practice and Principles.

而言非常重要,有必要对历史成本计价原则给予完善,引进对公允价值确认原则。(3)在上述两点的基础上,要对衍生交易财务会计报告进行充分披露,核心问题是加强对表外事项的披露或者将表外事项调整为表内披露事项。<sup>[15]</sup>

针对上述问题,国际会计准则委员会(IASC)以及美国会计准则委员会(FASB)作出了较为重要的调整,引导了国际衍生交易会计要求的确立。(1)国际会计准则委员会首先提出了新的金融资产和金融负债的概念,如将“从另一个企业收取另一项金融资产的权利、与另一个企业交换金融工具的权利”等纳入金融资产范畴等,这使衍生工具可以被确认为金融资产和金融负债,从而在资产负债表有所反映。(2)在会计计量方面,美国会计准则委员会认为,公允价值是衍生金融工具唯一相关的计量属性,所称公允价值主要是指采用市场价格来追踪衍生金融工具的价值变动。目前,国际会计准则委员会以及美国、日本等国均用公允价值计量衍生工具的价值及其价值变动。但是,由于场外工具独具的创新性,许多场外工具具有唯一性,并不是每一个交易工具均能找到由市场形成的公允价值,这仍然是实践中需要完善的问题。(3)国际组织和许多国家、地区制作了针对衍生交易的会计披露要求,如国际会计准则委员会的 IAS32《金融工具:披露与列报》、IAS39《金融工具:确认与计量》等。目前,美国、日本、加拿大、英国、澳大利亚等国家的会计准则,<sup>[16]</sup>都对衍生交易的会计问题提出了有针对性的规范,我国 2006 年起实施的新《企业会计准则》第 22、23、24、37 号也对有关问题给予了明确。

2. 场外衍生交易的信息披露制度。场外衍生交易的信息披露制度主要解决三个问题:(1)信息披露的种类。一是交易商应当向客户提供相应的交易信息,其中,对非成熟客户充分提示风险也是客户保护制度的核心内容;二是交易商向监管机关披露交易信息;三是最终用户向其股东披露交易信息。这些制度将使交易信息在交易商、客户、监管者、股东之间适当分布,充分发挥监管、市场约束对衍生交易的规范作用。(2)信息披露的基本要求。披露建立在能够正确反映衍生金融工具风险特点的会计规则基础上,并确立定量与定性两种披露要求,定量披露应揭示某一时点的交易状况,而定性披露则要披露交易的目标、战略、风险承受理念等。(3)信息披露的限制,信息披露还要妥善平衡保护交易商的核心技术、交易成本与各方知情权之间的关系。<sup>[17]</sup>

#### (四)禁止欺诈客户、操纵市场等市场不当行为

随着信息披露制度的建立与不断完善,场外衍生交易市场中的欺诈客户、操纵等不正当行为,成为监管规制的突出内容。二者的规范重点不完全相同:

对于场外衍生交易中的欺诈客户行为,美国等金融市场发达的英美法国家基于交易商违反受信义务,适用现有的期货法、证券法中的反欺诈条款惩处欺诈客户行为,如美国 CFTC 规定豁免的场外衍生交易依然适用商品期货法案(CEA)中的反欺诈规定;1994 年,SEC 在 Gibson Greetings 公司诉 B. T Securities 一案中认定,所涉及的两项衍生金融工具与美国国债收益相联系,因此,它们都符合联邦证券法中的证券概念,基于此,SEC 要求被告停止再次违反 1933 年联邦证券法第 17 节(a)款和 1934 年联邦证券交易法第 10 节(b)款,以及与之相关的 Rule 10b-5 中的“反欺诈”条款的规定。

对于场外衍生交易中的操纵行为,在 20 世纪 90 年代中期,有观点认为场外衍生交易不存在操纵问题,因为场外合同多是一对一、经个别磋商订立,在这一过程中,不存在发现价格的机制,因此没有价格操纵问题。至 21 世纪初期,许多国家均承认在场外衍生交易中也存在操纵问题,并针对操纵行为取证困难的状况,从直接适用证券法等中的反操纵条款逐渐过渡为制定操作性更强的禁止性规范来惩处操纵行为。英国立法的演变,反映了这一变化。(1)在 2000 年金融改革之前,英国的证券、期货以及衍生金融工具的

[15] 参见姜延东、孙家勇:“改革报表模式,披露金融衍生品的会计信息”等,载于中国期刊全文数据库。

[16] 陈小悦:《关于衍生金融工具的会计问题研究》,东北财经大学出版社 2002 年版。

[17] 参见 Christina O. Nagler: Derivatives Disclosure Requirements: Here We Go Again, *Cornell Journal of Law*, Winter, 1997。



概念均从属于1986年《金融服务法》规定的“投资”范围,《金融服务法》“投资”的概念包括了差额合约,<sup>[18]</sup>实际上也就包括了大部分场外衍生交易工具,相应的,英国1986年《金融服务法》第47节所规定的反操纵条款就可以适用于场外衍生交易,任何人从事操纵市场(不必是有组织或者有监管的市场)的投资行为或者有其企图的,即为犯罪。(2)2000年英国金融体制改革,制定《金融服务与市场法》(Financial Service and Market Act 2000)全面规范各类金融活动,包括期权、期货和差额合同。<sup>[19]</sup>该法第八部分专门规定了对市场滥用行为的处罚,制定了判断市场滥用行为的拟制标准:根据该部分第118条(2)款,市场滥用行为是基于不为市场公知的通常交易人认为对交易决定具有相关性的信息作出的行为,或者是就投资价格、价值以及供求给予通常交易人错误、误导性印象的行为,或者是通常交易人认为或者可能认为是扭曲市场的行为;第118条(1)(c)项则规定了一个经由通常交易人判断是否为滥用行为的拟制标准。<sup>[20]</sup>(3)通常交易人的标准提高了对操纵行为的认定操作性,但是行为主体的主观状态等仍很难查证。欧盟于2003年1月28日发布的欧盟市场滥用指令(EU Market Abuse Directive, 2003/6/EC)进一步提出了解决问题的方案。该指令对操纵行为举例予以说明,从而确立了更明确的客观认定操纵行为的模式。其中,关于场外衍生交易,指令建议明确规定“通过交易干涉衍生工具的现货或者清算价格、通过交易干涉事先确定的某证券的现货价格”是“特定时间内的交易型操纵”。<sup>[21]</sup>英国于2005年7月1日全面施行根据该指令修改后的法律与规则,<sup>[22]</sup>于法律体系内系统地描述了操纵的主要类型,包括错误或者误导性影响,如做尾盘、洗售;包括价格定位,如挤榨<sup>[23]</sup>等,并列出了可以供作认定操纵的详尽参考以及例子,极大地提高了对操纵行为的认定客观性。<sup>[24]</sup>

### (五) 客户保护

场外衍生交易客户保护制度主要包括两个方面的内容:一是区分客户的风险承担能力,根据规模大小、机构性质等区分成熟客户与非成熟客户。对对抗风险能力较强的成熟客户参与交易的监管较少。对非成熟客户参与交易,一般给予严格监管,要求交易商承担较高的适当性判断义务,即要求详细了解客户的财务状况等信息及其变动情况,判断客户是否适于从事所要进行的场外衍生交易。二是要求交易商承担向客户履行风险提示等义务,这也是信息披露制度的组成部分。对于保护客户制度而言,基础理念是:场外衍生交易是高风险交易,交易商提供了专业服务,并处于知识上的优势地位,基于受信义务或者公平理念,有必要制定场外衍生交易的客户保护制度,平衡交易商与客户之间的关系。

在区分客户承担风险的能力方面,较少监管抗风险能力强的客户,而是保护抗风险能力较弱的客户。如在美国,1993年,CFTC豁免了掉期合约和混合证券的注册等监管要求,但是这类证券应为成熟

[18] 根据《金融服务法》,所谓的差额合约,是该类合同的目的或者表面目的是保护投资利润或者避免损失,该损失或者利润由所描述的资产的价格或者价值波动、或由指数波动带来,此类合同亦包括与任何其他为此目的而设计的要素有关的合约。参见《金融服务法》第1章第9段。

[19] FSMA 附表2(Schedule 2)第17、18、19条延续1986年《金融服务法》的做法,界定了这些合同的定义。

[20] FSMA 第八部分及附表2。

[21] 参见张保华、李晓斌:“欧盟关于市场操纵行为的监管与立法实践”,载《证券市场导报》2005年1月号,第36-42页。

[22] 包括 FSMA, Code of Market Conduct, Price Stabilizing Rules 等。

[23] 根据英国市场行为守则(Code of Market Conduct)第1.6部分及MAD1.2(C),市场操纵包括错误或者误导性影响、价格定位等种类,其中,价格定位也作“价格固定”,意指利用产品供给或者需求方面的优势,对买卖价格的确定形成直接或者间接影响的不公正交易或者指令,挤榨是价格定位的一种,主要具备下列条件:1. 对投资品及衍生产品的基础产品的供需或者交换机制有重大影响;2. 在某一交易中有部位,在该交易中问题产品的数量是可交付的;3. 从事意在使产品价格确定于某一扭曲价格的行为,使其他交易人不得不交付、进行交付或者延迟交付以满足该其他交易人的义务。参见 FSA: The Full Handbook, MAR1.6.2 and 1.6.4。在市场行为守则1.6.11部分,FSA还对判断挤榨的要件做出了规定并举例予以说明:1. 交易人是否乐于以某一价格释放其影响,以图维护有秩序市场;2. 是否导致在多边市场或者非双边市场上的其他交易人交易违约;3. 交付机制下形成的价格是否有别于交付价格或者其交付机制外形成的替代价格;4. 即时价格较之以往明显偏贵或者偏贱。挤榨非市场自身的滥用,挤榨的效果是导致其他交易人不能保护其利益或者不能正常履行其义务。参见 FSA: The Full Handbook, MAR1.6.2 and 1.6.11-13。

[24] 参见 FSA: Implementation of the Market Abuse Directive, Annex B of Appendix 1 Market Abuse Directive Instrument, 2005, 1.6, March 2005。



主体之间的交易。<sup>[25]</sup> 合格主体主要通过资产规模及机构性质来判断,包括银行、证券公司、保险公司等大型机构是合格主体,满足最低财务要求(如净资产超过 100 万美元)的商业企业以及总资产超过 1000 万美元的个人也是合格主体。近年,针对场外衍生交易的不透明特性,CFTC、SEC 以及 SIB<sup>[26]</sup> 均提出:监管层要发展特殊的“适当性原则”,了解你的客户或者获取相关变化,自律组织要考量交易商了解客户有无能力理解相关风险等。在欧盟国家,<sup>[27]</sup> 客户保护立法必须考虑客户的专业本质,欧盟投资服务指引(Investment Services Directive)认定专业人士不需要一般客户所需要的保护,因为专业人士通常有更高的市场成熟度与相关知识,并拥有足够的财务资源承受交易风险;反之,对自然人客户等则应当给予充分保护。如,在英国,自律组织等的规则按照规模、经营性质等对投资人的种类进行了详细区分,交易商对不同投资人所承担的责任程度不同,总体上讲,交易商对私人客户的责任最大,对成熟客户责任最小,对非成熟客户必须确定推荐投资建议的适当性,并进行风险提示。

在向客户提示场外衍生交易风险方面,场外衍生交易的客户制度还包括向交易对手,尤其是自然人,提供风险提示等要求。如我国台湾地区 2007 年最新修正的“证券业同业公会证券商经营营业处所衍生性金融产品交易业务自律规则”第 8 条、第 9 条分别明确了证券商对交易相对人的长期信用风险披露、风险预告义务。2007 年修正的“证券柜台买卖中心证券商营业处所经营衍生性金融商品交易业务规则”第 46 条规定,券商应对自然人交易相对人提交风险预告书,并于风险预告书等上明显标示最大的风险或者保本比率,以及主要风险说明。

## 四 完善我国场外衍生金融工具交易监管制度建议

### (一)我国场外衍生金融工具交易监管立法现状

2004 年中国银监会颁布了《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》,该《办法》代表依法监管衍生交易的标志性举措,自此,我国衍生产品交易进入了有序发展的阶段。据统计,仅上海一地截至 2007 年 6 月末,商业银行的衍生交易名义价值余额即达到 7148.12 亿元,同比增长 127.89%。<sup>[28]</sup> 在非常短的时间里,我国场外衍生交易实践及监管立法获得长足进步,其特点是:

1. 银行业金融机构从事场外衍生交易的交易规则与监管制度框架基本建立。人民银行、银监会、外汇管理局、财政部等监管机构、行政机关以及银行间自律组织等,制定了大量的银行业从事场外衍生交易的基本交易规制与监管制度,制定了场外衍生交易的财务会计准则和审计准则。<sup>[29]</sup> 这些规范确立了包括风险管理与内部控制、信息披露、客户保护等在内的基本的场外衍生交易制度,初步形成了交易与监管规范体系。

2. 政府主导发展了基本的场外衍生交易产品。仅从 2005 年至今,人民银行等部门发布了 6 个试点通知等规范性文件,开办了债券远期、远期外汇、人民币利率互换、人民币对美元等币种的货币掉期、远期利率等产品的交易,极大地推动了场外衍生交易产品的发展,为我国金融市场的完善,为人民币利率与汇率市场化进程提供了有力的支持。

3. 银行间同业拆借中心、外汇交易中心等自律性组织逐步推出了我国的场外衍生交易主协议,至 2007 年 10 月已经发布了较为全面的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》及其配套协议(含

[25] 参见 Law of Derivatives: An International Compassion, p. 141。

[26] 参见 SEC, the CFTC and SIB: OTC Derivatives Oversight Statement, 2007。

[27] 参见 OIA of US CFTC: Working Paper on National laws Relating to Over - The - Counter Derivatives Transactions and The Public Policy Objectives of Financial Regulation, July 2000, and CFTC: Regulation of Over - The - Counter Derivatives Transactions, Survey 1999。

[28] 参见上海银监局:《2007 年上半年上海中外资银行衍生产品报告》。

[29] 主要包括:(1)规范主体行为的规章,如《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》等;(2)规范产品的规章与规则,如《远期利率协议业务管理规定》等;(3)规范会计制度的《企业会计准则》第 22 号、第 23 号、第 24 号、第 37 号,以及中国注册会计师协会的自律规范《中国注册会计师审计准则第 1632 号——衍生金融工具审计》等。

《主协议补充协议》、《履约保障品文件》及其补充协议、《金融衍生产品交易定义文件》),极大地增强了我国场外衍生交易的自主权。

但是,尽管场外衍生交易实践与监管立法进展迅速,相关制度建设还是存在一些问题,主要是基本法律制度还不够完善,风险管理与内部控制制度、信息披露制度、不正当市场行为规制都需要进一步健全,法律体系需要进一步统一、协调,法律位阶需要提升,并需要依法促进交易品种的创新等。

## (二)完善我国场外衍生交易监管法律制度的思考

### 1. 加强场外衍生交易法律体系建设,促进场外衍生市场的高效、健康发展

得益于政府的积极推动,我国场外衍生市场近年来获得了前所未有的稳步发展。如前述,政府将场外衍生市场纳入国家金融宏观布局中予以综合考虑,相继推出了一系列汇率、利率类场外产品,并且每一交易品种的拓展都以相应专门法律规范的出台作为先导。这种特别立法引导发展模式有效地保证了我国场外衍生市场的适度、稳健成长。但是,现实中也暴露出了诸多问题。其一,在市场主体方面,现行法律基本上仅允许银行类金融机构从事场外衍生交易,证券机构、保险机构等其他金融机构从事场外衍生交易的合法性未予明确。新《证券法》虽扩展了证券公司的业务范围,但场外衍生交易并未被明确列入;《保险法》及配套法规仅明确保险机构可以进行境外衍生品交易,境内交易的合法性则没有规定。而随着我国证券市场的蓬勃发展,保险行业的不断壮大,无论出于市场竞争对业务创新的呼唤,还是考虑资金管理对避险保值的需求,各类金融机构均具有参与场外衍生交易的强烈愿望。目前特许经营性质的市场准入模式显然既无法满足市场主体的正当交易需求,亦可能因此致使现实中存在大量合法性不明确的场外衍生交易,从而造成市场混乱。其二,在交易品种方面,与目前合法场外衍生交易基本被银行业垄断的现状相应,法律认可的交易品种也仅为在银行间市场交易的汇率和利率类品种,证券类品种几为空白。新《证券法》虽规定了证券衍生产品概念,但是目前实际开展的只限于场内权证交易,场外衍生交易处于地位不明、规制不定、监管缺位的尴尬状态。其三,在监管制度方面,现有规范比较杂乱,法律位阶低,缺乏协调统一的制度体系,监管思路不够清晰,监管职权有待明确。现行有关场外衍生交易的法律规范基本为行政规章,且多数为针对具体品种的专门规定,因此相互间缺乏统合,法律效力有限。同时,由于场外衍生交易是金融市场中的新兴现象,市场主体及使用目的相对比较复杂,因此在我国分业经营、分业监管的大格局下,难免出现监管目标模糊、监管职权不明的情况。综上,笔者认为,首先,有必要以促进“正当、适度、谨慎、稳健经营”为制度目标,以“防控风险、维护市场秩序、保护客户”为制度重点,制定统一的《场外衍生金融工具交易法》,明确规定监管体制、监管机关职权、品种拓展与审核程序、主体市场准入条件、交易的一般规则和当事人的基本权利、义务,从而为我国场外衍生市场构筑清晰、稳定的法律环境,以保证其遵循市场规律高效、有序发展。其次,以《场外衍生金融工具交易法》为基础,清理、整合现有法律规范,及时制定针对有代表性的重要场外衍生交易品种的交易细则,建立具体、完整、统一、可操作性强的场外衍生交易监管法律体系,以满足维护这一异常复杂多变市场形式的健康秩序的监管需要。再次,针对我国混业经营的现实,明确各监管机关的分工,加强彼此间的合作,建立长期、高效的监管协调机制,提高监管的能力与效果。

### 2. 整合与完善风险管理与内部控制制度

前述可知,我国目前关于风险管理与内控制度方面的规定相对较为充分。但是由于场外衍生交易本身是逐步、分品种推出的,因此各规范性文件几乎都有风险管理与内部控制的一些要求,有的比较详尽,有的十分原则。整体而言,风险管理与内部控制要求凌乱、不够系统。这无疑增加了交易主体依法交易的成本,也增加了监管的难度与负荷。有鉴于此,我们认为,应当适应我国场外衍生交易实践的发展,完善关联交易的风险管理,区分不同风险充实相关的具体制度。如:针对信用风险强化对交易对手的了解的要求;建立更为清晰的各个层级的授权、决策、责任机制;强调对各岗位之间的沟通、制约、隔离机制的要求;建立技术先进的交易模型及系统等。

### 3. 全面细化场外衍生交易披露制度

相比之下,我国场外衍生交易信息披露制度比较粗糙。如《金融机构衍生产品交易业务管理暂行

办法》仅规定了披露内容的最低要求,而对特定业务,如办理债券远期业务等,披露义务并不明确。这使参与银行间交易的非金融机构的披露义务很不完善。尽管 2006 年财会准则在很大程度上弥补了披露准则的不足,但我们认为,从保护当事人的角度,仍有必要尽快权衡保护企业商业秘密与交易当事人知情权之间的关系,尽快确立监管主体对披露的更详尽要求,以使市场、最终用户等能够及时了解必要的信息,同时用市场的力量制约场外衍生交易中的不良主体和不正当行为。

#### 4. 以较高位阶法律确立适当性义务

适当性义务是交易商的基本义务,也关系到民事权利义务关系的构架。目前,我国只有《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》、《金融机构间货币经纪和交易行为指引》等规章确立了部分适当性义务,较高位阶的法律,如《商业银行法》、《保险法》、《证券法》等都没有明确交易商对客户所负的适当性义务。这与《立法法》的规定有一定冲突,应尽快改进。

#### 5. 明确场外衍生交易性质,健全不正当市场行为规制制度

由于目前场外衍生交易与相关法制建设处于起步阶段,有关规制不正当市场行为方面的规范相当不足。针对场外衍生交易的操纵、欺诈等不正当市场行为鲜有专门规定。同时,由于法律对场外衍生交易的法律性质界定不明,致使直接适用现有传统金融法制中的相关规定对其加以规制亦不可行。如我国《刑法》规定的操纵证券、期货价格罪就无法适用一对一合同为主的场外衍生交易,《证券法》中有关证券欺诈等行为的規定也很难用于场外衍生交易。加之,按照《立法法》关于法律制定权的规定,基本民事权利、义务应当由法律一级的规范来设定,因此场外衍生交易中不正当市场行为规制内容在行政规章中也很难全面规定。因此,我们认为,在制定场外衍生交易基本法律之前,从快捷的角度讲,尽快明确场外衍生交易的法律性质,借鉴一些国家直接对场外衍生交易适用传统金融法制中有关反欺诈和反操纵条款的做法,也是一种选择。

#### 6. 尽快解决主协议基本条款与上位法的衔接问题

我国场外衍生交易主协议的制定与完善,极大地促进了场外衍生交易的发展。2007 年 10 月发布的《银行间市场金融衍生产品交易主协议》内容更趋完整,很有现实意义。但是主协议的单一协议与净额结算条款缺乏破产法上的支持,一旦交易主体破产,大量的交易合同将不得不进入破产程序,无法继续实现净额结算,这将给金融体系造成严重影响。虽然在人民银行的规章及主协议中都提到了施行单一协议与净额结算,但是法律上是否有效,还需要探讨。又如场外衍生交易中的担保条款亦与我国现行担保法的规定多有龃龉。因此,笔者认为,有必要更深入地研究场外衍生工具所涉及的一些特殊问题,并在此基础上制定特别规范,排除上位基础法律中与此相冲突的强制性规范在场外衍生交易场合的适用,以消除场外衍生交易面临的法律风险,保证场外衍生市场的正常运行。

---

[ Abstract ] The development of over-the-counter derivatives transactions has been one of the most important innovations in global financial practice and legislation. In recent years, great progress has been made in transaction of OTC derivatives between China's banking institutions with the support of central bank and other supervisors and, as a result, there is an urgent need of systemic research into the issues of the law of OTC derivatives. This article analyzes and summarizes some basic principles of regulation of OTC derivatives and puts forward suggestions on how to improve the relevant Chinese systems.

---

(责任编辑:陈洁)