

# 场外金融衍生产品的监管浅议

孙转坤\*

**【摘要】**2008 年源于美国的金融危机使得场外金融衍生品受到了前所未有的关注。场外金融衍生品由于其具有套期保值、价格发现、风险管理和转移等功能,受到金融、大型企业等机构的广泛欢迎,近年来发展迅速。然而目前各国针对场外衍生品的监管少之又少,同时由于其具有高风险性,所以对于其加强监管的要求迫在眉睫。本文在对场外衍生品进行介绍的基础上,探讨了对其是否监管等问题,并就如何监管提出了一些建议。

**【关键词】**场外衍生品 监管 风险

## 一、场外衍生品介绍

衍生产品是英文 Derivatives 的中文意译,其原意是派生物、衍生物的意思。金融衍生产品通常是指从原生产资产 (Underlying Assets) 衍生出来的金融工具。<sup>①</sup> 巴塞尔委员会对其的定义为:任何价值取决于相关比率或基础资产之价值或某一指数的金融合约。中国银行业监督管理委员会 2004 年 3 月发布的《金融机构衍生产品交易业务管理办法》称其为“一种金融合约,其价值取决于一种或多种基础资产或指数,其种类包括远期、期货、掉期 (互换) 和期权,还包括具有这些产品中一种或多种特征的结构化金融工具。”

金融衍生品市场近年来发展迅速,这主要是得益于其具有套期保值、价格发现、风险管理和转移等功能。<sup>②</sup>

根据交易方法,金融衍生产品可分为场内交易和场外交易。场内交易,又称交易所交易,

指所有的供求方集中在交易所进行竞价交易的交易方式。场外交易,又称柜台交易,指交易双方直接成为交易对手的交易方式。这种交易方式有许多形态,可以根据每个使用者的不同需求设计出不同内容的产品。同时,为了满足客户的具体要求,出售衍生产品的金融机构需要高超的金融技术和风险管理能力。场外交易不断产生金融创新。但是,由于每个交易的清算是由交易双方相互负责进行的,交易参与者仅限于信用程度高的客户。<sup>③</sup> 掉期交易和远期交易是具有代表性的柜台交易的衍生产品。因为场外衍生品不通过交易所进行交易,因此他们并不需要像在交易所交易的衍生品那样要报告、标准化、交纳保证金。正是基于这个原因,场外衍生品在投资者和对冲基金中非常流行。据国际清算银行统计,场外衍生品的名目金额 (notional value) 是场内衍生品的约三十倍。事实上,场外衍生品市场从 1998 年的 72.

\* 厦门大学法学院经济法专业 09 级硕士。

① 杨德勇,石英剑 《投资银行学》中国人民大学出版 2009 年版,第 234 页。

② 陆岷峰,陈志宁 《金融衍生产品功能定位的再思考》,载《江西财经大学学报》2009 年第 4 期,第 24 页。

③ 同①,第 236 页。

13 万亿美元猛增至 2008 年的 683.37 万亿美元。

相比之下场内衍生品,场外衍生品更加个性化,具有更大的灵活性。而在现实生活中经济风险通常都是非标准化的。这使得场外衍生品大受欢迎。具体来说,场外衍生品的优点包括:(1)公司能够更好的规避遇到的实际的商业风险和金融风险。(2)使得投资组合更加多样化。(3)能够提高市场价格的准确度。(4)一些金融衍生工具,诸如信贷衍生工具,可以增强银行的信贷能力,银行能够提供更多的贷款。(5)相对于场内交易,场外衍生品给公司在信贷安排方面提供了更大的灵活性。

当然,场外衍生品市场也存在一定的缺点。

(1) 场外衍生品市场的一个主要问题是缺乏透明度。这种不透明会导致市场的不确定,尤其是在金融危机期间。比如,使用场外衍生品来规避风险的企业难以知道其对手方的其他交易情况,这就使得规避风险的目标最后难以实现。此外,这种不透明也给监管者带来了很大的困难,没有翔实的数据,监管者难以有效监管。(2) 场外衍生品的高杠杆性和低资金要求也使得市场系统风险增加。(3) 场外信贷衍生工具的广泛使用会降低银行对于其债务人的监管。在安然倒闭之前,有关银行被认为不作为,一个主要的原因是因为给安然提供贷款的银行大量使用信贷衍生工具来降低风险。

正是场外衍生品存在这样那样不足,所以会导致一些风险的产生,包括:(1) 系统性风险。系统性风险就是一个衍生品合约的违约可以导致金融市场的“多米诺骨效应”,因为其可以导致其他当事人的流动性问题,这类风险在巴林银行倒闭后使很多人感到恐惧,但并不为监管者所关注。(2) 市场风险。市场风险是投资的内在风险,可以说有投资就有风险,由于市场的波动,投资并不总能如投资者所期望

的那样获得预期利益。衍生品通常并不反映基础资产或指数的所有权,通过衍生工具,市场风险可以被数倍的放大。(3) 信用风险。即合约一方当事人违约所造成的风险。(4) 操作风险。对于交易或者管理系统不当的操作很可能会导致大额损失。(5) 法律风险。即合约对于一方当事人可能不可执行。包括合约本身就是违法的,以及一方当事人无权缔约。(6) 流动性风险。即衍生产品的一方当事人不能够以合理的价格转让该产品,对于非标准化的场外衍生产品来说,这种风险转化为现实的情况并不少见。由于当事人一方不能够履行相关的义务,流动性风险会导致信用风险,并最终导致系统性风险。

## 二、关于是否应监管的争论

既然场外衍生品存在这样那样的缺陷导致各种风险,那么看起来监管是必要的。然而在这一点上,人们并未达成共识。尤其是此次金融危机之前,很多人都反对对场外衍生品进行监管。推崇完全的市场机制的美国经济学家默顿·米勒(1999)就对金融监管提出质疑。他认为,金融衍生品使世界变得更安全而不是更危险,同时,对金融衍生品市场的监管是无用的且成本高昂,它只是在不时地折磨世界资本市场。<sup>④</sup> 美国某国会议员认为:如果国会管得过多,那么将对公司的风险管理产生严重的消极影响。此外,在当下的美国,多家非金融机构和贸易协会正在游说国会放弃对于金融衍生品的监管。在欧洲,数量不小的超大型企业正试图说服监管者,以使 OTC 金融衍生品免于受到严厉的新规则的监管。这些都还不包括那些极力反对对金融衍生品进行监管的金融机构。

尽管以上的看法或多或少有一定的说服力,但是 90 年代以来的两次大的金融危机以及一些著名银行、公司的破产倒闭,使得对于金融衍

<sup>④</sup> 谭燕芝 《金融衍生品监管》中国经济出版社 2008 年版,第 2 页。

衍生品进行监管的呼声占了上风。这其中最有力的依据是,金融衍生品具有高杠杆性、高风险性,同时也具有很强的外部性。尤其是在大额 OTC 金融衍生品交易中,一旦其中某一个单位出现违约,则很可能出现多米诺骨效应。受此影响的可能是一个行业,一个国家,甚至是全世界。很多对监管持谨慎态度的领导人纷纷改变态度。比如罗伯特·鲁宾(Robert Rubin)如今预测,对于 OTC 衍生品的监管将以某种形式出现。阿兰·格林斯潘(Alan Greenspan)也承认自己以前的看法——即组织,尤其是银行之类的组织的自利性能够很好的保护自己的股票和资产——是错误的。的确是这样,金融工程的使用使得衍生品变得越来越复杂,各式各样的投资者,甚至是最熟练的投资者,并不总是知道他们投资的是什么东西。并且,他们也并不总是能理解怎样管理与复杂的衍生品相联系的风险。随着对场外衍生品不太熟练的投资者的加入,风险也会变得越来越大。法律学者如林因·斯托特(Lynn Stout)认为这场金融危机的根源不在于市场的变化,而是法律的变化。正是对于金融衍生品缺乏监管导致银行系统的臣服。

### 三、我国监管现状

目前我国对场外衍生品的监管情况如下:

(一) 中国人民银行和外汇管理局:在我国出现场外衍生产品时,负责对其的监管机构为中国人民银行和国家外汇管理局。根据《中华人民共和国人民银行法》第四条第(四)、(五)项,央行负责监督管理银行间同业拆借市场和银行间债券市场,负责实施外汇管理,监督管理银行间外汇市场。根据该法第 32 条规定,央行还可以对金融机构以及其他单位和个人执行与这三个市场相关的规定的行为行使检查监督权。央行对外汇市场的管辖权具体由国

家外汇管理局行使。据此可知,央行具有衍生品市场的监管权,在这个市场上推出的衍生产品都要经过其审批。央行通过监管银行间市场,以机构市场准入和产品市场准入的方式间接监管场外衍生产品。

(二) 中国银行业监督管理委员会:中国银行业监督管理委员会对银行业实施监管。只要银行业金融机构从事场外衍生产品交易,就要受银监会的监管。2004 年 2 月,银监会发布了《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》,并于 2004 年 3 月生效。依据该办法,其仅对银行业金融机构的交易资格进行审批,并未就衍生产品本身制定过多的监管要求。

(三) 中国证券业监督管理委员会:1999 年 9 月 1 日,《期货交易管理暂行条例》开始施行。其明确和强化了证监会对期货市场集中统一监督管理的地位。此外,经中国证监会批准,期货行业的自律性管理机构——中国期货业协会于 2000 年 12 月 29 日成立。然而,就目前的情形看,在中国证监会的监管领域内,监管规章都集中在场内衍生产品领域,尚未见到与场外衍生产品相关的规章。<sup>⑤</sup>

由此可见,在我国,对于场外衍生品的监管还是很薄弱的。当然,一些人不认同这一看法,认为场外衍生品的主要参与者,比如银行,已被较好的监管。但是,其他的重要参与者,比如对冲基金,则基本处于无监管的状态。

对于场外衍生品缺少监管,可以说是一个世界性的问题。比如在美国,某些金融衍生品种由商品期货交易委员会(CFTC)监管,而某些则由证券交易委员会(SEC)监管。然而,大量的金融衍生品仍处于无监管状态。2000 年时,美国国会通过了《商品期货交易现代化法》(CFMA),该法案明确了 OTC 产品不受

<sup>⑤</sup> 汪泽 《论对场外衍生产品的法律规制——以 ISDA 文件为研究对象》对外经济贸易大学法学院 2006 年博士学位论文,第 127-131 页。

CFTC 的监管,同时限制了 SEC 对之的监管范围。CFMA 还明确规定各州不得将 OTC 产品以赌博和投机商号对待。基于此,信用违约互换(CDS)市场和担保债务凭证(CDO)市场完全不受管制:没有信息披露要求,没有准备金要求,没有保证金要求。有学者认为,在 2000 年时,美国国会之所以选择不对之进行监管,可能是当时觉得场外衍生品市场很小,不足以产生系统性风险。再者,人们相信,投资者会尽力降低他们的风险,这也足以保证金融系统的安全。也有人认为,美国国会在 2000 年选择对于场外衍生品市场不进行监管,原因在于担心如果对之进行监管,会导致 OTC 市场在美国的萎缩。这无异于帮助大洋彼岸的英国伦敦进一步巩固其金融中心的地位。不管原因为何,大量场外衍生品没有受到监管却是不争的事实。

#### 四、关于监管的建议

尽管加强对金融衍生品的监管在世界范围内已很大程度上达成了一个共识,但是对于场外衍生品进行有效的监管仍然困难重重。比如,由于金融工程的广泛使用,衍生工具发展极快。监管者今天制定的法律法规必须要考虑到明天衍生品会是什么样的,否则法律法规会很快落后于金融衍生品的发展。同时衍生工具的设计者一般都是一些高学历、高智商的人,他们本身就是法律规避的高手。再有由于资本的高流动性,使得场外衍生品能够轻易的移师其他国家或地区,这就使得仅靠一国之力,难以有效对其实施监管,而要形成全球范围内的合作,由于各个国家的差异是如此之巨大,要形成步调一致的监管,可以想见是很困难的。笔者认为目前在监管方面我们可以从以下方面努力。

(一) 监管机构方面。从目前我国机构设置来看,央行、银监会、证监会都有权对场外衍生品进行监管。理论上来说,多个机构监管一种事物,难免会出现职权重叠或监管真空两种情况,导致监管的无效率。美国目前所面

临的问题就是一个很好的例证。在美国,场外衍生品分别由证券交易委员会(SEC)和商品期货交易委员会(CFTC)监管,虽然法律上规定了两家机构的分工,但实践中由于场外衍生品的复杂性,常常导致某一衍生品并不能确定归哪一家机构监管。两家机构为争夺金融衍生品的监管权限发生旷日持久的斗争。比如在 Gibson VS. BT 案中,CFTC 声称就 BT 的行为有管辖权,理由是 BT 过去作为 Gibson 的“商品交易顾问”,理应受到信托规则(fiduciary obligations)及商品交易法(CEA)所确定的规则的管制。SEC 则认为,按照联邦证券法,BT 卖给 Gibson 的几种衍生品属于证券。据此,SEC 也认为其对此案件有管辖权。实践中 BT 同时接受 SEC, CFTC 和美联储的调查。这三家机构都与 BT 签订了认同判决书(consent decrees)。虽然这些机构声明他们已就衍生品的监管问题划分界线,但是认同判决书中的用语还是让衍生品交易商们搞不清楚界线在何处。可以想见,在受监管者并不能明确监管主体的情况下,监管是低效率的。

笔者认为,理想的状态就是确定一家机构对所有的场外衍生品进行监管。并授权其制定金融机构参与衍生品交易的原则和标准,包括资本要求、杠杆限制、信息披露等。同时其对以商品、金融工具、指数、外汇等为基础资产的所有衍生品拥有管辖权。当然鉴于现实情况的复杂性,要马上设立一个机构或确定一个现存的机构对所有场外衍生品进行监管是困难的。基于此,可以先行通过各种形式加强现有监管机构之间的合作,比如信息共享,联合行动等等,待条件成熟后再进行下一步的改革。

(二) 对参与人的要求。在参与人方面,由于场外衍生品很复杂,风险也很大,外部性很强,如果对场外衍生品不熟悉的主体参与进来,会加大场外衍生品市场的风险。所以要制定一定的措施防止对衍生品不熟练的主体参与

到场外衍生品交易。目前我国,央行、银监会都要求对于参加场外衍生品交易的金融机构进行审批,但是对于其他主体,则未见相关规定。对此,应确定一定的标准,比如资本金达到多少,拥有相应的专才等,符合标准的主体才能从事场外衍生品交易。同时确定一个机构,比如证监会,或者新设一个机构,由其对于场外衍生品的交易主体资格进行审查。对于不符合条件的,禁止其参与到场外衍生品交易中。近期美国奥巴马政府针对 OTC 监管的改革的目标之一即是禁止将场外衍生品售予不熟练的投资者。其实在实务中,不少公司也已意识到了对不熟练的主体参与场外衍生交易的危害性。比如有些母公司就规定,禁止其子公司参与到场外衍生品交易中或者规定仅以套期保值为目的方能参与场外衍生品的交易。

此外,对于一些关系公共利益的特殊的主体,对于其参与到场外衍生品的范围要做出限制。比如对于社保基金,就应规定其参与场外衍生品的数额不能超过一定的比例,并且应规定其参与的目的仅限于套期保值,不能用于投机。比如我国保监会 2010 年 7 月 30 日公布,8 月 31 日实施的《保险资金运用管理暂行办法》第四十七条明确规定,保险资金参与衍生产品交易,仅限于对冲风险,不得用于投机和放大交易。

对于合格的参与者进行的场外衍生品交易,还应要求其向监管者提供一定的信息以给监管者对这个市场实施监管提供必要的条件。如前所述,监管者难以对场外衍生品市场进行有效监管的一个很重要原因,是这个市场缺乏透明度,监管者无法掌握相关的信息。具体来说,以下信息应该披露:(1) 市场参与者应就其场外衍生交易进行登记并且公开相关记录和文件。这能够使得监管者更好的评估参与人的相关风险,并且能够在其变大并蔓延至整个金融系统之前将其控制住。(2) 在披露文件中,应说明

该项信用衍生交易所存在的潜在风险。总而言之,场外衍生品市场的参与者提供的信息必须满足监管者能够确定过高的杠杆率(excessive leverage)和市场集中度,能够有效的监督市场欺诈、市场操纵及其他非法行为,同时要满足监管者的审计跟踪要求。此外增加场外衍生品的交易报告制度有利于解决交易者之间的信息不对称问题,有利于当事人评估对方当事人的信用风险。我国在这个方面可以说是走在前列的,目前已要求报告所有的衍生品交易。巴西最近也要求对所有的与海外金融操作有关的衍生品交易进行登记。其实场外衍生品金融市场中的交易报告制度已被证实是可行的。例如,作为这个市场的第一家且是唯一一家综合性的交易数据库和中央电子基础设施,存托及结算机构(Depository Trust Clearing Corporation, DTCC)的交易信息库(Trade Information Warehouse)已经运行。2009 年 8 月 3 日,DTCC 报告称基于这种努力,在 CDS 市场,通过中央储存库(central repository)有效的评估风险这一目标已达到。

(三) 通过中央交易对手(CCP)进行结算。相比场内衍生品交易,场外衍生品交易具有更大的风险性,主要原因在于场外衍生品交易不透明,同时要面对来自对手方的信用风险要远远大于场内交易。基于这两个原因,越来越多的人主张,场外衍生品交易应通过 CCP 进行结算。这样一来,便能较好的克服这两个缺点。因为当场外衍生品通过 CCP 结算时,CCP 就变成了买方的卖方和卖方的买方。这就使得交易商的信用风险大大降低。同时通过 CCP 进行结算,CCP 得以借此获得相关信息,市场透明度会相应增加。此外,CCP 作为一个中立的交易对手方,拥有控制市场风险的专长,也有防止违约事件发生的商业功能。一旦发生违约,它能够确保所有交易能够得到合适的担保。国际金融家乔治·索罗斯声称,如今急需一个清

算所或者交易所,在这里交易商将依据已确立的规则进行登记和结算。并认为 CDS 的连锁反应如达摩克利斯之剑,迟早是要落下的。他提出要建立一个交易所或清算所来解决这一问题。在一份 2008 年 8 月由一些顶级交易商出版的报告中也称,一个强健的 CCP 就如同一个减震器,能有效的降低因一个主要交易商的违约所给市场所带来的影响,从而有利于维持市场的稳定。

但是要求所有的场外衍生产品均通过 CCP 进行结算,至少在现在看来,是一个不可能完成的任务。首先,相当一部分交易商对此是持反对态度的,认为由于 CCP 信息公开致使失去信息优势,同时也会导致竞争加剧;初始保证金的交纳会使交易商流动资金减少;交易成本增加等。其次有人认为正是因为通过 CCP 结算,CCP 变成了每一个交易的当事方,它集中了所有交易的信用风险。这就好比军队将所有的弹药都放到了一个地方,据此,他们认为 CCP 会潜在的降低管理风险的效能,从而通过 CCP 结算并不是一个好办法。再次,对于 CCP 来说,只有标准合约的处理才有机会获利,对于一些个性化过强的合约,出于规避风险的目的,CCP 也会拒绝接受。如果强制其接受所有的合约,即便那些看起来风险很大的合约也照单全收,那么其将成为一个风险的中心。当然,政府可以选择设置一定的标准,对过于个性化的合约予以禁止,但是商事主体和资本都是高流动的,他们总是能找到一个认可这一合约的国家或地区从而达成这一合约。这种事以前发生过。在上个世纪 90 年代初,日本试图限制期货和场外衍生品,结果是期货市场转移到新加坡,场外衍生品市场转移到了纽约和伦敦。

场外衍生品交易合约的标准化或许是有益的,目前,国际掉期交易协会 (ISDA) 主协议的使用在一定程度上促进了场外衍生品的标准化。但在实际生活中,大量的场外衍生品是客

户化的,或者仅是半标准化的。事实上,场外衍生品的魅力就在于其客户化,非标准化,因为客户所要规避的风险或者其他要求是各式各样的,而非标准化的。标准化降低了使用一些 OTC 产品的能力,阻碍了 OTC 产品的创新,有关标准化方面的指导文件很可能被新 OTC 产品规避。由此,任何所谓标准化的场外衍生品都是难以流行的。

(四) 国际合作。在对场外衍生品进行监管方面,国际合作是必要的。场外衍生品市场是一个真正的全球市场。约 43% 的场外衍生品交易发生在伦敦,24% 的交易发生在美国 (主要是纽约)。此外,约 47% 的跨境衍生品交易与伦敦有关。如果一个国家对场外衍生品市场施加严格监管,则场外衍生品交易会移师到监管相对宽松的国家。所以说,仅靠一个国家的单打独斗,是不可能对场外衍生品市场施加有效监管的。当然,目前条件下,要求各国合作在世界范围内建立一个统一的监管机构是不现实的,各国不会情愿放权。此外,由于各国的国力相差悬殊,即便是这个监管机构确立起来了,也难保不会被少数几个大国所操纵。所以比较现实的是在现阶段各国应加强沟通,共享相关信息。在此基础上,各国可以先行达成一个监管场外衍生品方面的软法性质的指导文件,敦促各国尽量按照指导文件所确定的原则规则对场外衍生品进行监管。各国还可以共同建立一个咨询机构,相关主体在必要时可以向该机构提出咨询。为了便于通过,在初期,该机构的咨询意见以仅具有参考性为宜。条件成熟时,再谋划下一步的改革。最终的目标应是在世界范围内建立一个统一的监管机构。

虽然在一个较长时期内世界范围内官方的统一监管机构难以建立,但是民间却已建立了一个针对衍生品进行管制的机构,即国际掉期交易协会 (ISDA)。这是一个非营利组织,于 1985 年成立,目前有来自 54 个国家超过 800 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、使用场外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,促使这个交易市场更健全发展。

近些年,ISDA 对于场外衍生品交易商乃至各国政府的影响都越来越大,比如在 2008 年 9 月,英国财政部国有化 Bradford&Bingley (B&B)——一家大型抵押贷款机构。英国政府给予 B&B 财政支持,并且对其优先债务进行了担保。为了尽快收回纳税人的钱,英国财政部允许 B&B 延迟偿还所有的次级债务而不构成违约,并且这一事件也不构成“信用事件”。对于英国政府的这一立场,摩根士丹利请求 ISDA 的信用测定委员会 (credit determination committee, DC) 裁决信用事件是否发生。两天后,欧洲的 DC 给出了肯定的回答,认为 B&B 的延迟行为构成信用事件。其实,此前也曾发生过类似的事件。比如,哈萨克斯坦的最大的银行 BTA 近期也被国有化了。BTA 被国有化之后及重整谈判期间,摩根士丹利及另一个债权人要

求偿还其债权。由于 BTA 不能偿还这一债务,摩根士丹利请求欧洲的 DC 裁决信用事件是否发生,很快的 DC 就给出了肯定的回答。而早在 DC 出现之前,日本政府曾就是否对长期信贷银行进行国有化征询过 ISDA 的意见。

如果一国政府在制定监管措施或者实施监管行为时能适时适当的与 ISDA 进行合作,结果会好得多。建立各国与诸如 ISDA 这类民间组织的联系,有利于各国对于场外衍生品的监管方面达成一致意见。

(五) 法律法规。对于场外衍生品的有效监管离不开法律法规。由于场外衍生品的高度复杂及发展的速度极快,制定相关的法规不是一件很容易的事。有人据此主张制定原则性的规范来作为监管的依据,因为如果规定过细,基于场外衍生品的极快的发展速度,很可能今天制定的监管规则明天就会变成制约场外衍生品发展的束缚。但是光以原则性的规范来监管也不现实,原则性的规范易造成不确定性,同时会给权力寻租留下广阔空间。笔者认为,比较适宜的方法还是原则和规则相结合,并鼓励监管者加强对企业的引导,同时鉴于场外衍生品的复杂性,把监管重点放在结果而非过程上。

(责任编辑:马立茂)