

金融衍生品合约公平性问题的法律浅析

——以合同为中心的思考

谢德城

(江西财经大学 法学院 江西 南昌 330028)

摘要: 金融衍生品合约作为风险管理的工具,具有虚拟性、杠杆性以及高风险性等特征。金融衍生品合约的担保规则、合约终止机制与传统民商法之间存在一定的争议性。基于金融衍生品合约的特征与特殊规则,金融衍生品合约在设约、订约以及履约等阶段均存在一些悖于合同公平性的问题。金融衍生品合约的公平性问题直接或间接关涉着合约的效力与命运。金融衍生品合约本质上属于“当前订约,未来履行”的合同,因而以合同为中心思考金融衍生品合约的公平性问题,进而建构金融衍生品合约公平性问题的法律分析框架实为必要。此外,正确处理合约公平性与合约效力之间的关系,区分特定市场、特定交易、特定合约,审慎对待金融衍生品合约的效力问题亦是我们所应持有的理性态度。

关键词: 金融衍生品合约; 公平性; 法律分析框架

中图分类号: D913.6; D912.28 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2014)01-0022-08

上个世纪 70 年代以来,伴随着布雷顿森林货币体系的瓦解、金融自由化和金融全球创新等金融浪潮的冲击,金融市场潜存的风险陡然倍增。为了更好地应对和防范金融市场剧增的风险,无论是专业投资机构还是个人以及商业银行,均纷纷寻求规避市场风险的金融工具。1972 年国际货币市场(IMM)从美国芝加哥商品交易所中独立出来,率先推出了英镑等六种外汇期货合约,创新性地建构了金融衍生产品这一新型的金融风险规避工具。此后的 20 多年内,期货、期权、互换、衍生证券、资产证券化等金融衍生品如雨后春笋般地兴起于国际金融市场,由此带来了一场金融领域的产品变革。^[1]20 世纪 70 年代以来,国际金融市场是以金融衍生品市场的迅猛发展作为其最显著、最重要的时代特征之一而吸引着全球投资者眼球的。与此同时,近年来我国金融衍生品市场亦取得了长足的进步,虽然整体上与欧美等国家存在差距,但是金融衍生品在对完善我国金融市场、促进实体经济发展、管理金融风险、提升金融竞争力等方面正在发挥着日益积极的作用。^[2]

但是,由于金融衍生品具有虚拟性、杠杆性以及高风险性等特征,加之受金融衍生交易主体的有限理性和投机心理的影响而出现的大量盲目设计并使用金融衍生品的现象,越来越多关涉金融衍生品的风险与法律纠纷日益推到了世人跟前,唤起了大家的关注乃至顾虑。尤其是 2008 年全球爆发的金融危机以及 KODA 血洗大陆富豪事件、中信泰富杠杆式外汇买卖合约案、韩国 KIKO 合约案等涉及金融衍生品的经济与法律纠纷,进一步加重了人们关于金融衍生品安全性与风险性的忧情绪,同时也对金融衍生品市场的进一步发展产生了负面影响。导致以上风险与纠纷的原因复杂多样,既有金融衍生品本身设计所存在的缺陷,也有金融衍生品共有的高风险特征,还有金融衍生品销售中存在的欺诈或不当行为,更有金融衍生交易主体之间信息的不对称等多重原因。其中,金融衍生品合约中存在的 unfair 因素亦是导致金融衍生品纠纷产生与风险扩大的原因之一,甚至公平性问题成为了许多金融衍生交易法律纠纷所不敢触碰或难以裁断的“瓶颈”。此外,金融衍生品合约存在“高风险性”、“高杠杆性”特征,一旦合约权利义务安排不公平,则在合约权利义务最终兑现时,权利义务的不公平性会由于金融衍生品合约的高杠杆性、高风险性而将不公平性成倍地放大,最终使得金融衍生交易中的亏损方损失惨重,而获利方则瞬间暴利,表现出显失公平的迹象。可以说,金融衍生品合约的公平性问题,既影响着衍生交易主体之间利益的合理分配与协调,也关涉着金融市场的有序、

收稿日期: 2013-12-12

作者简介: 谢德城(1989-),男,江西宁都人,江西财经大学法学院 2012 级民商法硕士研究生。

健康、可持续发展。笔者认为,为了保障金融衍生交易各方主体的合法权益,并公正合理地分配、协调各方利益,创造公平、安全的交易环境,进而促进金融市场安定有序、健康优质地发展;同时,也为了更好地从公平性的视角解决金融衍生交易的法律纠纷……有必要针对金融衍生品合约的公平性问题展开法律分析。鉴于此,本文的写作目的正是以“合同”为中心,对金融衍生品合约在设约环节、订约环节及履约环节中所牵涉的公平性问题做法律上的梳理和浅析,并尝试着提出一个关于金融衍生品合约公平性问题的法律分析框架。

一、几个基本问题的界明

(一) 金融衍生品合约的概念与提法

金融衍生品合约亦称金融衍生品、衍生性金融商品、金融衍生工具、金融衍生交易等,是从即期外汇交易、股票、债券等传统有价证券的现货买卖以及从股票价格指数、有效汇率指数、商品价格指数等综合性价格参考指标中派生出来的各种投资工具或交易手段的总称。^[3]这是金融学视角上的定义。从法学视角而言,金融衍生合约是市场参与者以处置金融风险为目的,就交换以特定方式计量的金融标的物,实现某种风险转移而达成的合意,是反映当事人之间债权、债务关系的一种契约,同时也是建立在高度发达的市场经济和信用基础上的合同法律关系。^[4]

关于金融衍生合约的提法,在交易品种层面使用“金融衍生工具”、“金融衍生品”;在合同层面,则使用“金融衍生品合约”;而在交易市场层面则使用“金融衍生交易”。由于本文是以合同为中心思考金融衍生品合约的公平性问题,故主要采用“金融衍生品合约”。同时,鉴于现今人们一般把衍生交易整体上作为金融交易的一部分,为了行文的方便,本文省略“金融”二字,在下文的论述中将“金融衍生品合约”简称为“衍生品合约”。

(二) 金融衍生品合约的法律特征与合同属性

金融衍生品合约作为金融现货的派生物,其具有高杠杆性、高风险性、虚拟性、“未来性”等法律特征。其中,高杠杆性是指金融衍生品合约是一种以较少资金成本获取较多投资,从而提高投资收益的操作方式,即只要交纳一定数额的保证金或者费用就可签订数额巨大的衍生品合约;高风险性是指衍生品合约是对基础资产或指数未来价格走势的“对赌”,这种“对赌”具有很大的不确定性和风险性;虚拟性是指金融衍生交易并不一定会实现标的物的实际转移,同时,标的物也具有一定的虚拟性;“未来性”是指金融衍生品合约系对基础资产或指数未来可能产生的价值进行交易,而交易结果要在未来才能确定盈亏。

金融衍生品合约作为一种金融商品已为众人所熟知,而作为金融商品的同时,金融衍生品合约在本质上是属于法律上的合同(契约)。例如,有学者指出,金融衍生品合约“是一种以转移风险为目的而互易现金流量的双务契约”、“一般将衍生性金融商品定义为一种法律契约”等。^[5]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》规定“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”,此外,国际清算银行于1994年发布的《衍生工具风险管理指南》将金融衍生品合约定义为“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价值”;巴塞尔委员会在1994年12月《对金融衍生工具交易的谨慎监管》的报告中指出“(金融衍生工具)是价值取决于相关(比)率或基础资产之价值或某一指数的金融合约。”由鉴于此,金融衍生品合约在法律上的合同属性已不言而喻。衍生品合约作为合同之一,其内容乃至形式均与传统的买卖合同存在高度的相似性。只是,由于金融衍生交易主体的有限理性和机会主义思想,衍生品合约表现出一定不完全契约性质。此外,衍生品合约与传统的合同相比,其重大的特征在于“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。”^[6]

二、金融衍生品合约各阶段公平性问题的展开

衍生品合约的公平性问题,若以纵向为逻辑思路,可以分为三个阶段:设约阶段、订约阶段、履约阶段。各阶段关涉的公平性问题亦可细分为六个方面:合约定价公平性的判断问题、合约中权利义务(以下简称“权义”)安排的公平性问题、合约销售中存在的欺诈或其他不当行为、金融消费者的公平交易权、合约终止机制的公平性问题、合约担保规则潜存的不公平性(利益倾斜)隐患。鉴于此,笔者于下文从“三个阶段六个角度”就衍生品合约的公平性问题展开浅析。

(一) 设约阶段: 衍生品合约的公平性问题

“设约阶段”是指衍生品合约的设计环节,包括合约价格的设定、合约“权义”的安排等内容。其中,衍生品合约的执行价是否公平往往会成为衍生品合约法律纠纷的难点,部分纠纷当事人乃至法官对此问题通常采取回避或搁置的态度;衍生品合约权利义务的安排是否公平则直接牵涉到合约效力的判定问题,进而影响着合约项下盈利的最终兑现。

1. 合约定价公平性的判断问题

从理论上讲,衍生品合约定价的公平性与否关乎着合约的效力判断,进而影响着合约的命运。虽然,金融专家提出了 Black—Scholes 期权定价公式、二项式期权定价公式等金融数学模型,以便于期权价格的计算;但是,以上金融数学模型中依然保留着人为估价的痕迹,且日益复杂的结构型理财产品进一步加大了估算价格的难度。在韩国的 KIKO 合约案中,纠纷当事人分别邀请了两位世界顶级金融专家对 KIKO 合约的定价是否公平展开论证。其中,原告韩国企业方面邀请了诺贝尔奖得主罗伯特·F·恩格教授作为专家证人,罗伯特·F·恩格教授采用了由其发明的 ARCH 模型对合约价格进行估算;被告银行方面则邀请了前美国金融学会主席斯蒂芬·罗斯教授,其采用套利定价理论(APT)和二项式期权定价模型对合约价格的公平性进行论证。原被告双方均希望通过司法程序确定衍生合约的公平性。但是,由于原被告双方的专家证人对期权计算公式中波动率等参数的选择各不相同,且就合约定价的公平性问题持相反的观点,这使得主审法官难以做出裁断,最后被迫搁置对合约价格公平性的判定。由此可知,金融衍生品合约的定价本身牵涉到金融数学模型的构建与选择,而关于金融数学模型的构建与选择问题,其本身就存在一些争议,且相关金融技术性问题的探讨已逾越笔者的专业能力,故笔者不再就类似的技术性问题做过多的赘述。

虽然合约定价的公平性判断难以在技术上加以取舍和突破,但是笔者认为,从法学的视角分析,我们必须就此思考以下几个方面的问题:

首先,法律上如何认定合约价格。这要分两种情况,第一种是在场内衍生交易的情形下,纵使是复杂的衍生品合约亦可以公开的市场价格作为公允价值的标准,进而较为清晰地认定合约价格;第二种则是在场外衍生交易的情形下,该种情形因为没有标准的合约作为参照或公开的市场价格作为标准,因而对合约的估价只能依靠金融数学模型,这时就会遇到金融数学模型的选择问题。笔者认为,可以在一国的立法或部门、行业规定上尝试将一种或多种数学模型法定化(或规范化)。至于选择将何种金融数学模型法定化,则可以依据以下标准确定:(1) 技术性标准,即该数学模型首先必须在技术上科学合理,且可以用来估算合约价值;(2) 权威性标准,所谓的权威性本身就是一个相对而言的内容,因而判断权威性主要是依据该数学模型在理论上的主流性(可以根据其获奖、权威刊物发表等情况加以比较判断)和实践中的运用数量(可以设立专门机构对场外衍生交易使用过的数学模型加以统计)加以评定;(3) 合法性与公共秩序标准,即该金融数学模型不可与法律法规相冲突,同时亦不可损害公共利益和有悖合同的诚信原则。

其次,衍生品合约的价格如若被认定为不公平,则其对合约效力的影响如何。这里所称的“不公平”是指民法上的“显失公平”,即符合最高人民法院《关于贯彻执行〈民法通则〉若干问题的意见》的规定“一方当事人利用优势或者对方没有经验,致使双方的权利与义务明显违反等价有偿原则的,可以认定为显失公平。”又依据《合同法》第五十四条第一款第二项的规定,在订立合同时显失公平的,当事人一方有权请求人民法院或者仲裁机构变更或者撤销合同。据此,一旦衍生合约的价格被认定为不公平,则该合约的效力状态属于可变更或可撤销。

最后,对于衍生品合约价格公平性的判断与效力的认定应审慎对待。由于衍生品合约本身具有一定的“对赌”性(即合约双方对于基础资产或指数的未来价格走势有完全相反的预期)以及高风险性,因而出现最后的价格远超出普通交易的估价数并产生“暴利”的表象,其是否属于衍生品合约当事人所应当预见和承受的风险范围还有待商榷。鉴于此,不应当简单地套用传统民法中的“显失公平”之规定而草率地终结特定衍生品合约的“生命”。

2. 合约“权义”安排的公平性问题

合约“权义”安排的不公平性,在期权合约中就有明显的体现。可以说,期权合约产品本身在设计上就制造了权利义务的不对等性,即期权合约项下的双方当事人之间的权利义务是不对等的。具体而言,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。”^[6]正如美国学者 Henry T. C. Hu 所说的 “‘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……”^[7]

此外,衍生品合约设计的不合理和过于复杂化,易使得合约“权义”的安排潜藏不公平性因素。合约“权义”安排的不公平性还表现在“收益有限、损失无限”的模式中。诸如,在中信泰富杠杆式外汇买卖合约中,中信泰富分别与花旗、渣打、瑞信、美国、巴克莱等13家银行签订了外汇累计期权合约。当时处于牛市末期的投资者们,均过于乐观地认为该期权合约是一个包赚不赔的买卖。殊不知,在签订合约时,由于合约本身定价的不对等,中信泰富一开始就已经亏损了1亿美元;加之,合约对看涨期权设定了失效条件,但是未对看跌期权设定对等的失效内容。一旦中信泰富的月利润超过一定限额,按照合约设定的失效条件,银行方面可以选择取消合约,这样一来中信泰富的收益极为有限,相反,中信泰富的损失则是无限,即形成了“收益有限、损失无限”的不公平盈亏结构。^[6]正是这种不对称性最终使中信泰富损失186亿港元。^[8]

之所以会出现上述衍生品合约“权义”安排的不公平性问题,主要有以下几个方面的原因:(1)投资者本身的有限理性和机会主义思想。投资者由于在衍生交易中处于信息弱势地位,且复杂的衍生交易超越了许多投资者的能力,加之投资者易在牛市末期产生亢奋而风险意识较低,由此使得投资者在购买衍生品时欠缺理性,盲目签约;另一方面,纵使投资者意识到所购买的衍生品合约潜藏着巨大的风险和 unfair 性因素,但是其诱惑于暴利的机会主义幻想,执迷于对未来的投机欲望而忽略合约不公平性条款的风险与危害。(2)合约双方实力和信息的不对等性。这种不对等性在场外衍生交易中表现的更为明显。尤其是在合约一方为专业金融机构(如银行)而另一方为非金融企业或个人时,专业金融机构一方,无论在信息的获取上还是在金融技术能力方面均优于非金融企业或个人一方,这就使得从合约的设计到合约的签订乃至合约的履行等各个环节均埋下了不对等性因素。建立在实力与信息不对等基础上的场外金融衍生品合约必定带有不公平性的原始基因。

(二) 订约阶段: 衍生品合约的公平性问题

“订约阶段”是指衍生品合约的销售与签订阶段,包括金融衍生品的销售、衍生品合约的签订、金融消费者的公平交易等内容。其中,金融衍生品销售中存在的金融欺诈与不当销售行为易导致不公平性问题的出现,同时也影响着衍生品合约的效力;金融消费者的公平交易权是衍生性金融商品消费者的基本权利之一,也是衍生品合约订约阶段的公平性保障。

1. 衍生品合约销售中存在的金融欺诈与不当销售行为

金融欺诈和不当销售行为是从衍生品合约销售方(主要指银行等金融机构)的视角而言的。在衍生品合约的销售中,尤其是在场外衍生交易市场中,作为信息与实力均优的销售方,由于缺乏对金融机构销售衍生品合约的法律法规约束,加之销售方作为营利性组织的逐利本性并缺乏自我约束机制,在推销衍生品合约时,金融销售人员为了片面追求销售业绩和获取高额利润而采用隐瞒产品信息、虚构产品事实、夸大产品收益等方式损害衍生品合约购买方的合法权益,这种行为也就是我们所称的“金融欺诈行为”。法国学者热拉尔·卡曾指出,欺诈主要表现为一种扰乱市场“真实性”的欺骗性的信息行为,即“假象”。^[9]作为衍生品合约销售中存在的金融欺诈行为,其可以分为“显性欺诈和隐性欺诈”两种类型。^{[5]80}其中,显性欺诈主要是衍生品合约的销售者主观上故意隐瞒产品信息、虚构产品事实,从而误导合约的购买者的行为;隐性欺诈则是衍生品合约的销售者以沉默、不完全披露、选择性披露的方式欺骗合约的购买者,以期逃避责任承担的行为。金融欺诈行为的存在,客观上也容易导致衍生品合约的购买方在违背真实意思的情况下订立合约,至于衍生合约中的不公平性条款也就一并被“兜售”出去了。

此外,在衍生品合约的销售过程中,作为金融消费者的一方,由于其个人能力与经验的不足,对于复杂的衍生品合约不能做出理性的认知和选择,因此,在面对衍生品合约的销售者对产品进行推销的时候,欲通过订约实现套期保值的金融消费者(购买方)只能依靠中介机构或者销售者的介绍来做出是否购买并订约的判断。在这种信息和实力均不对等的情形下,衍生品合约的购买方对于衍生品合约的品质、盈亏结构、组成等情况的了解均处于及其被动的地位。在这样一种不利局面下,面对不当的金融销售行为,许多投资者的公平权益可以说荡然无存。根据《合同法》第五十四条第二款之规定,“一方以欺诈、胁迫的手段或者乘人之危,使对方在违背真实意思的情况下订立的合同,受损害方有权请求人民法院或者仲裁机构变更或者撤销。”因此,衍生品合约的受损害方可以据此终结合约的效力,以期切实维护自身合法权益。

2. 金融消费者的公平交易权^{[5]80}

金融消费者的公平交易权是从衍生品合约购买者一方的视角而言的。所谓的“金融消费者的公平交易权”是指金融消费者与销售者之间本着等价公平、诚实信用的原则进行公平交易的权利。在衍生品合约的订约过程中则表现为订约双方应当本着自愿、公平、诚实信用的原则,就衍生品合约达成公平交易的结果。其中,衍生品合约的任何一方均不得有强制或者歧视性的行为,且作为提供金融服务的一方,衍生品合约的销售方由于其在信息和专业能力上的优势,其应当就合约的品质、组成、盈亏结构以及风险尽到诚信说明的义务。衍生品合约的购买方(投资方)如果因其公平交易权受到侵犯,则可以依据《民法通则》第59条、《合同法》第54条、最高人民法院《关于贯彻执行〈民法通则〉若干问题的意见》第72条中关于公平交易、诚实信用等的规定寻求民事救济。

(三) 履约阶段: 衍生品合约的公平性问题

履约阶段是指衍生品合约的履行或终止阶段,是合约主体兑现合约价值并实现套期保值经济意图的最后环节。衍生品合约的履行一般包括三大规则: 衍生品合约履行的担保规则、兑现合约价值的合同终止规则、净额结算规则。在履约阶段,衍生品合约的公平性问题主要包括以下几个方面: 合约终止机制的公平性问题,即“民法上的公平、诚实信用、情势变更原则等能否作为更约或解约的法律事由”; 合约担保规则潜存的不公平性(利益倾斜)隐患。

1. 合约终止机制的公平性问题

按照 ISDA(国际互换与衍生交易协会)所制定的 ISDA 主协议以及我国 NAFMII 主协议(中国银行间市场金融衍生产品交易主协议)的规定,合同守约方有权要求违约方在合同提前终止的情况下,支付合同尚未履行部分的浮动盈利,该浮动盈利的计算以提前终止日的市场价格为准。这也就意味着,衍生合约提前终止与实际履行没有本质上的差别。由此可见,场外衍生品合约的终止机制异于传统民商法理念上的合同终止规则。之所以形成这样的特殊合约终止机制,其基本目的就在于实现衍生品合约的套期保值功能。但是这一特殊终止规则,对于习惯于传统民商法理念的非专业性企业或个人而言,其未必熟知这一规则。那么,一旦合约双方遇上合约提前终止的情形,则易就此合约终止规则产生争议。对于缺乏经验和金融信息的企业或个人而言,一般会认为衍生品合约的提前终止规则有悖于公平原则,从而拒绝按照以上终止机制处理衍生交易纠纷。而在司法实践当中,部分大陆法系的法官也习惯于传统民商法思维,认为衍生品合约如若提前终止则不应当要求兑现尚未届至期限的盈利,因为这样有悖于民商法中的公平原则。例如,“台湾宝来证券案”的法官在判决中判定宝来证券“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”。^① 对于此情形,笔者认为,由于衍生品合约属于一种风险管理工具,其设定和销售均是为了实现对基础资产或指数的套期保值功能,通过衍生交易中的获利来弥补现货交易中的损失。因而,由此产生的特殊合约终止规则亦应当得到尊重和维护,而不应当简单适用传统民商法理念对该规则加以破坏。至于该规则的公平性问题,对于参与衍生合约的企业或个人来讲,其有义务对该特殊终止规则加以认知;同时,只要在设约、订约阶段,衍生品合约的销售方(主要指专业金融机构,如银行等)就此规则尽到了告知义务,未违反其他公平性原则的内容,那么,一旦出现提前终止情形,衍生品合约的提前终止规则是参与衍生合约的企业或个人应当承担的风险与责任,而不能草率地断定规则的不公平性。正如有学者撰文所说“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。”

此外,民法上的公平、诚实信用、情势变更原则等能否作为更约或解约的法律事由也需要在此加以简要分析。首先,如果有证据证明在设约或者订约过程中存在欺诈或信息披露瑕疵,那么受损害的一方可以根据《合同法》、《民法通则》等所确立的公平、诚实信用原则要求变更或者撤销衍生品合约,即此时民法上的公平、诚实信用原则可以作为更约或解约的法律事由;但是,如果关涉合约定价公平性判断、合约提前终止规则适用等问题时,不能简单地适用传统的民商法思维,盲目轻率地使用公平、诚实信用的“万能膏药”来否决议约的效力或者破坏合约的特殊规则与秩序,而应当“具体问题具体分析”,审慎考虑衍生品合约的特殊性。其次,关于情势变更原则。情势变更原则的设立,其目的在于重新分配交易双方在交易中应当获得的利益和风险,以公平公正为其价值追求。与公平原则密切相关的情势变更原则能否作为衍生品合约更约或解约的

^① 2008 年台上字第 2543 号。

法律事由不能简单地一概而论。即当基础资产或者指数受市场客观因素的影响而在未来产生异乎寻常的变化时,情势变更原则的适用亦应当谨慎。由于衍生品合约是以未来市场的不确定性因素为交易对象和条件,而情势变更原则恰恰以未来不确定性因素的产生为其适用的条件,因而,衍生品合约与情势变更原则之间呈现出相容的关系。加之,衍生品合约缔约双方对基础资产或指数的未来价格走势持完全相反的预期,那么在未来必定有一方会对市场价格的走势判断错误进而承担亏损的风险。“如果基于市场条件的变化就可以适用情势变更原则来解除合同,那么所有的衍生品交易合约都属于可解除的合同,衍生品交易这种交易形式也就不复存在了。”^[10]因而,法律的公平性固然重要,但是在适用公平性原则时应当“区分特定市场、特定交易、特定合约而审慎进行”。^[10]所以,在面对衍生品合约的更约或解约纠纷时,不应当简单适用情势变更原则直接推翻合约双方就未来的风险所达成的分配方案(即衍生品合约)。

2. 合约担保规则潜存的不公平性因素

衍生品合约的担保规则,在本质上与传统民商法是一致的:均是为了应对当事人的违约风险而在特定物上设定担保。所不同于传统民商法上的担保的是,衍生品合约中的担保需要根据风险敞口不断“追加保证金”(在潜在亏损增加时)或有权“取回保证金”(在浮动盈利增加时)。^[6]该衍生合约担保规则的“实质是提前兑现衍生品合同下的全部收益并以保证金方式缴付”。^[11]笔者认为,衍生品合约担保规则潜存的不公平性因素主要包括以下几个方面:首先,衍生品合约的变动性担保方式容易使普通投资者如企业、个人遭遇难以想象的损失。由于衍生品合约中的担保需要根据风险敞口方向、大小等的变动而不断调整担保方向和数额,一旦担保数额远远超出企业、个人的预期担保范围,则习惯于传统民商法担保规则的企业或个人会因为担保数额的巨大变动而难以承受“追加保证金”的压力,进而被迫面临“强制平仓”的风险,最后承担巨额亏损,甚至遭受灭顶之灾。其次,专业性的金融机构与企业或个人在衍生品合约中处于不对等的地位,主要表现在信息和技术的不对等性。这种不对等性意味着在合约定价、担保风险敞口的计算、合约估值等过程中,企业或个人将处于极其弱势的境地,进而无法在一个对等平台上就担保形成一个公平可靠的预期。第三,金融机构因为拥有殷实的资产和流动资金,因而足以应对不断变动的保证金要求,乃至巨额的保证金支付;相反,企业或个人,其无论是在资金数量还是资金的流动性上均远远弱于金融机构。以上不对等性事实的存在,客观上决定了企业或者个人在担保规则中处于明显弱势的地位。因而,笔者认为,可以考虑在衍生品合约的担保规则中引入“倾斜保护原则”,对处于明显弱势地位的企业或个人采取较为宽松和灵活的担保标准:即在保证金的缴纳期限上设定“缴纳延迟期间”,保证金的缴纳数额按比例酌情减少,强制平仓的严格限制等。但是,引入“倾斜保护原则”需要慎重考虑该原则可能对衍生品市场秩序的冲击和对衍生品套期保值功能的“破坏”,以及对市场主体间平等性与交易自由的影响。因而,如何在衍生品合约的担保规则中兼顾并协调不同市场主体的利益,是我们今后改进衍生品交易担保机制应当重点思考的问题之一。

三、建构金融衍生品合约公平性问题的法律分析框架

(一) 衍生品合约公平性问题的类别化

如前文所述,衍生品合约的公平性问题,若以纵向为逻辑思路,可以分为三个阶段:设约阶段、订约阶段、履约阶段。

在设约阶段,衍生品合约的公平性问题主要分为两类:一是合约定价公平性的判断问题,二是合约中“权义”安排的公平性问题。其中,合约价格的认定需要重点关注场外衍生交易情形下金融数学模型的法律选择问题,其包括三个标准:技术性标准、权威性标准、合法性与公共秩序标准。此外,关于合约中“权义”安排的公平性问题则主要讨论了该现象的成因:投资者本身的有限理性和机会主义思想;合约双方实力和信息的不对等性。

在订约阶段,衍生品合约的公平性问题也分为两类:一是衍生品合约销售中的不公平性问题;二是金融消费者的公平交易权问题。其中,衍生品合约销售中存在的金融欺诈与不当销售行为以及金融消费者的公平交易权在衍生品合约订约过程中的内涵与表现是该阶段的核心内容。

在履约阶段,衍生品合约的公平性问题亦可以分为两类:一是合约终止机制的公平性问题;二是合约担保规则的公平性问题。其中,合约终止机制的公平性问题主要探讨了民法上的公平、诚实信用、情势变更原则等能否作为更约或解约的法律事由。其基本观点有:(1)不能简单地适用传统的民商法思维,盲目轻率地使用公平、诚实信用的“万能膏药”来否决合约的效力或者破坏合约的特殊规则与秩序,而应当“具体问题具

体分析”,审慎考虑衍生品合约的特殊性;(2)在面对衍生品合约的更约或解约纠纷时,不应当简单适用情势变更原则直接推翻合约双方就未来的风险所达成的分配方案(即衍生品合约)。在论及合约担保规则的公平性问题时,笔者建议在衍生品合约的担保规则中引入“倾斜保护原则”,对处于明显弱势地位的企业或个人采取较为宽松和灵活的担保标准。但同时也指出,在引入“倾斜保护原则”时需要慎重考虑该原则可能对金融衍生品市场所产生的不利影响。

此外,除了上述衍生品合约内部所直接面对的公平性问题之外,围绕着衍生品合约而产生的金融监管、税收征缴、进出口管制等外围公平性问题亦是衍生品合约公平性问题所不可避免的新问题类别。由于本文重点是围绕衍生品合约内部公平性法律问题而展开分析,因而文章不就外围公平性法律问题展开详细论述。

(二)“简绘”法律分析框架

基于前文对衍生品合约公平性问题的类别化简括、分析及分层,笔者在此简要叙述并绘制(略称“简绘”)该法律分析框架(见图1)。

金融衍生品合约公平性法律问题可以分为衍生品合约内部公平性法律问题与衍生品合约外围公平性法律问题。其中衍生品合约内部公平性法律问题是指围绕衍生品合约设约、订约、履约等各个环节所关涉的公平性问题而形成的一系列法律问题(包括六个类别);衍生品合约外围公平性法律问题是指有关衍生品合约的其他部门法所牵涉的公平性问题,如税收征管中公平合理之税负问题、金融监管中的地方保护问题、外汇与进出口管制中的倾斜政策问题等。

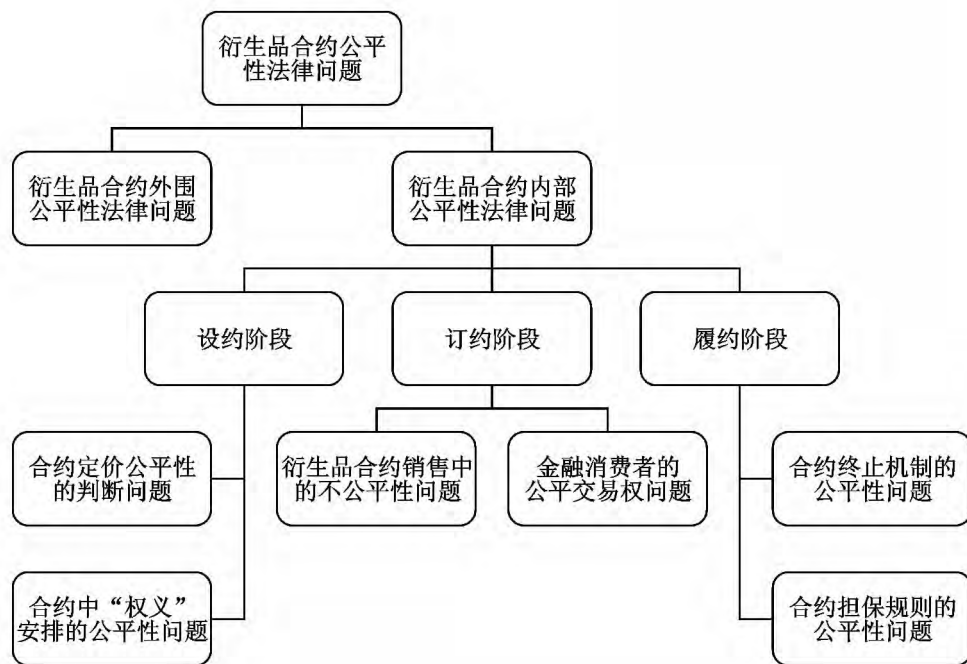


图1 衍生品合约公平性问题的法律分析框架图

(三)法律分析框架的意义与不足

该法律分析框架的建构,具有以下理论和现实意义:有利于对关涉衍生品合约公平性法律问题的知识整理与理论疏导;有利于起到“抛砖引玉”的作用,引发更多专业人士就衍生品合约的公平性问题展开探讨和研究;有利于为司法实践提供方法指引;有利于更好地从公平性的视角解决金融衍生交易的法律纠纷;从宏观上来讲,也有利于创造公平、安全的交易环境,促进金融市场安定有序、健康优质的发展。

但同时,由于本文仅仅是探索式地建构了衍生品合约公平性问题的法律分析框架,为分析相关问题提供了基本框架,并没有也不可能对全部问题做出精准的回答,加之笔者能力所限,因而该法律分析框架尚存在如下不足:(1)分析框架的“简绘”仍显粗糙,内部逻辑性不甚严谨,图表形象性不足;(2)关于衍生品合约定价公平性的探讨力度不够,尤其是没有解决金融数学模型的选择问题;(3)衍生品合约中“权义”安排的公平性问题仍存争议,对权利义务设计的公平性探讨不甚具体和全面;(4)未提出关于解决衍生品合约销售中存在的金融欺诈与不当销售行为的法律对策;(5)对衍生品合约公平性问题的成因分析不足;(6)对衍生品合

约外围公平性法律问题未作论述,等等。以上缺陷的存在,有待于以后的学习、实践、研究中加以弥补。

参考文献:

- [1]江秀平.金融衍生品基础知识[M].北京:中国物价出版社,2001:1.
- [2]刘妍芳.我国金融衍生品市场发展的若干思考[J].宏观经济管理,2011(7).
- [3]陈信华,叶龙森.金融衍生品:天使抑或恶魔[M].上海:上海财经大学出版社,2007:42.
- [4]郭燕,闫洪升.金融衍生交易法律规制及法律风险管理[M].北京:中国人民大学出版社,2010:31-32.
- [5]熊进光.现代金融服务法制研究[M].北京:法律出版社,2012:62-63.
- [6]刘燕,楼建波.金融衍生交易的法律解释——以合同为中心[J].法学研究,2012(1).
- [7]Henry T. C. Hu, Hedge Expectation: “Derivative Reality” and the Law and Finance of the Corporate Objective, 73 Tex. L. Rev. 985, 996.
- [8]江涌.促进衍生品健康发展,掌握金融市场主动权[J].国有资产管理,2009(8).
- [9][法]热拉尔·卡.蒋依群译.消费者权益保护[M].北京:商务印书馆,1997:39.
- [10]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——以韩国法院对 KIKO 合同纠纷案的裁决为例[J].法商研究,2009(5).
- [11]楼建波.场外衍生品交易担保之信用支持制度研究——以“海升—大摩案”为分析蓝本[J].法商研究,2011(1).

A Brief Analysis of the Fair Question of Financial Derivative Contract from Legal Perspective

——Thinking In the Center of Contract

XIE Decheng

(Law School, Jiangxi University of Finance and Economics, Nanchang, Jiangxi 330028, China)

Abstract: As a risk management tool, the financial derivative contract has the characteristic of virtuality, leverage and high risky. The guarantee system and contract termination mechanism of the financial derivative contract have controversy with the traditional civil and commercial law. In view of the characteristics and special rules of the financial derivative contract, there are some problems breaches of the contract fairness of the financial derivative contract on the stage of designing a contract, signing a contract and implementing a contract. The fair question of financial derivative contract directly or indirectly influences the validity and destiny of the contract. The financial derivative contract essentially belongs to the contract which is signed at present but implemented in the future. So thinking in the center of contract and constructing legal analysis framework of the fair question of financial derivative contract is necessary. In addition, exactly dealing with the relation between contract fairness and validity, distinguishing specific market, specific deal, specific contract and prudently treating the validity of the financial derivative contract is the rational attitude which we should have.

Key words: the financial derivative contract; fairness; Legal analysis framework

(责任编辑:张秋虹)