

场外衍生品金融监管国际方案的 国内实施与监管僵化

彭岳

(南京大学 法学院, 江苏 南京 210093)

摘要: 一国如何在国内层面实施国际金融软法一直是一个理论和实践难题。为缓和乃至消除场外衍生品市场中的交易对手违约风险,二十国集团(G20)峰会主张引入中央对手清算机制,并通过“新国际金融架构”在全球推行。面对国际方案,中国采取了相对温和的“域内适用”实施模式,而美国则采取了更具攻击性的“域外适用”实施模式。然而,两种实施模式均存在导致监管制度趋于僵化的可能性。不仅如此,这两种实施模式具有将金融风险向中央对手聚集的效应,如果监管不当,很可能引发新一轮的金融危机。考虑到当前新国际金融架构下的监管国际化、标准化和形式趋同,远非构建全球金融治理的理想方式,为防止监管僵化引发新一轮金融危机,各国监管者在实施国际方案时,应引入“替代合规”机制,为金融监管制度的演进留下足够的发展空间。

关键词: 场外衍生品; 中央对手; 监管僵化; 替代合规

中图分类号: DF962 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2016)05-0104-12

2008年金融危机中,如何缓释乃至消除场外衍生品市场中交易对手违约风险成为各类国际金融组织和各国金融监管者共同面临的难题。经过多轮磋商,G20峰会最终达成国际方案,主张引入中央对手清算机制,并要求各国予以实施。

与具有法律拘束力的条约不同,G20的国际方案是典型的金融软法。对于是否以及如何在国内层面实施此类软法,各国并不存在统一和成熟的机制。就是否实施国际方案问题,国内学者主要通过“硬化”国际金融软法的方式论证G20国际方案的合法性,以及在国内法律层面实施该方案的必要性;^①就如何实施国际方案问题,国内学者主要从国际治理合理性的角度说明国际方案的优越性,以及在国内法律层面体现该国际方案内容的妥当性。^②这些研究成果为中国在国内实施场外衍生品金融监管国际方案奠定了理论基础,但也带来了理论困惑。即国内法律体系应全面接纳G20的国际方案吗?更进一步的问题是,即使国内法律要接纳国际金融软法,是否除了转化(transformation)这一技术之外,别无他途?

与上述实施理论的相对统一有所不同,实践中,就如何实施该国际方案,各国做法并不一致。一类实施模式为中国所采用,具有“域内适用”的特征,相关国内实施法律应满足国际方案所列标准,至于他国是否实施以及如何实施该国际方案并不在考虑之列。另一类实施模式为美

收稿日期: 2016-06-11

作者简介: 彭岳(1973-),男,江苏徐州人,南京大学法学院教授,法学博士。

^①周仲飞:《全球金融法的诞生》,《法学研究》2013年第5期,第175页。

^②綦相:《国际金融监管改革启示》,《金融研究》2015年第2期,第36页;韩龙:《当下国际金融监管法律制度改革的焦点与问题》,《法学家》2010年第5期,第114页。

国所采用,具有“域外适用”的特征,相关国内实施法律不仅要体现国际标准,还要确保本国乃至全球市场免受他国监管制度“不达标”的不利影响。无论是“域内适用”还是“域外适用”,两类实施模式均认为,G20达成或认可的监管标准具有权威性和合理性,因而有必要以协调一致的方式加以实施。

然而,国际金融法的历史告诉我们,金融监管往往落后于金融创新,认为各国监管法律间相互一致就能消除金融风险的观点显然过于乐观。过于僵化的监管体制和手段不仅不能预防金融风险,反而可能成为孕育下一次金融危机的温床。就金融衍生品的金融监管而言,监管僵化所导致的风险可能更为巨大。毕竟,在很大程度上,金融衍生品属于规避型金融创新的一种,^①僵化的监管方案和手段只会催生更为复杂的金融衍生品设计。

为在理论上全面认识国际方案的国内实施模式,并防止严格实施所可能造成的制度僵化,本文第一部分首先说明相关金融监管国际方案的由来、性质以及各国在实施该方案时的变数;第二部分集中讨论两种不同的实施模式,并具体分析美国所推行的域外管辖措施以及“替代合规”所引发的争议;第三部分指出过度追求监管一致性可能导致监管僵化,引发金融风险;第四部分建议各国应放宽“替代合规”标准并鼓励良性监管竞争;最后总结全文。

一、场外衍生品市场基础设施国际标准的设定及国内实施变数

20世纪70年代布雷顿森林体系崩溃后,各国纷纷开放本国资本市场,国际金融一体化程度显著加深。为应对接踵而来的国际金融危机,协调监管政策和减少监管冲突,各国在各个层面积极合作,制定诸多金融监管国际标准,并以国际金融软法形式推行于世。然而,国际法体系和国内法体系并非浑然一体,各国实施国际标准的方式也有所不同,全局式的、自上而下的全球金融监管一直停留在纸面上。

(一) 场外衍生品市场基础设施国际标准的设定

2008年金融危机期间,国际社会之所以能够就场外衍生品市场基础设施达成国际方案,主要依赖于两个因素:国际共识和国际合作机制。

所谓国际共识,指的是各国对于引发场外衍生品市场系统危机的金融工具——信用违约互换(CDS)的危害性达成一致认识。信用违约互换以交易一方或各方债务人发生信用违约时的损失风险为交易标的。其中,信用风险买方向信用风险卖方支付一笔费用,如果在约定期间内发生信用事件(如拒付、破产、破产重组或信用评级下降),并且该事件与基础债务有关,后者将向前者支付一定款项。该款项的数额等于信用事件对基础债务所造成的损失。^②信用违约互换可以在不实际交割基础资产的情况下全部或部分转移信用风险,达到减少风险敞口、增信和节约资本等多重目标。然而,风险转移并不意味着风险消失。信用违约互换买方之所以愿意额外支付一笔费用购买信用违约互换,一个重要的原因是,与基础债务人相比,信用违约互换的卖方信用度更高,违约的风险更低。问题在于,即使那些获得市场高度认同的卖方也存在着履约不能的风险。不仅如此,信用违约互换卖方在信用衍生品市场中往往占据中枢地位,“储存”各类基础债务风险,其对任何一个买方的违约将引发其他同类买方对卖方履约能力的担

^①徐冬根:《国际金融法:高级教程》,对外经济贸易大学出版社2009年版,第103页。

^②[英]菲利普·伍德:《国际金融的法律与实务》,姜丽勇、许懿达译,法律出版社2011年版,第560-561页。

心。在此情况下,信用违约互换卖方利用自身市场信用所构建的风险保证网络反而会自噬其身,引发相关信用衍生品市场崩塌式的过激反应,进而引发金融危机。^①

所谓合作机制,指的是布雷顿森林体系崩溃后,为应对各类国际金融危机,特别是由1994年墨西哥“龙舌兰危机”和1997-1998年东南亚金融危机而发展成型的“新国际金融架构”(NIFA)。“新国际金融架构”的权威机构不仅仅限于政府间的国际组织(如IMF),还包括国与国之间的非正式合作机制(如七国集团)、跨政府网络(如巴塞尔银行监管委员会)以及私人组织(如国际互换与衍生品协会)等。其中,以七国集团(后为八国集团)为首的发达国家非正式论坛在处理国际金融危机中发挥着重要作用。如为应对东南亚金融危机,七国集团创设了金融稳定论坛(FSF),提出了金融监管的最佳守则,并借助国际金融软法的自我实施机制,特别是IMF和世界银行的“金融部门评估规划”(FSAP)在各国得以施行。2008年金融危机期间,G20取代七国集团,并在金融稳定论坛的基础上成立了金融稳定理事会(FSB),以指导和评估各类金融监管国际标准的制定和执行,从而使“新国际金融架构”更为完整。^②

2008年金融危机爆发后,各主要金融国际充分利用“新国际金融架构”中的G20国际磋商机制,就是否监管以及如何监管场外衍生品交易达成国际方案。经2008年华盛顿峰会和2009年伦敦峰会的酝酿,2009年匹兹堡峰会中,G20首脑提出全面加强衍生品交易的市场基础设施建设,并在标准化、交易和清算、透明度、保证金和担保四个方面做出承诺。^③

2012年4月,国际清算银行支付结算体系委员会(CPSS)和国际证监会组织(IOSCO)技术委员会联合发布《金融市场基础设施原则》(PFMI),以落实G20关于完善金融基础设施的监管方案。^④PFMI共提出了24项原则,其中22项原则与中央对手清算机制有关。清算机制受到如此重视的主要原因是,中央对手方是市场风险的管理者、风险事件的处理者以及支付交收系统的操作者,通过在初始双边合同的基础上引入中央对手,清算机构就成为“每一卖方的买方和每一买方的卖方”,原本复杂无序的双边清算可被规整为以清算机构为中心的轮轴——辐条形态。清算机构处于所有交易的核心地位,既可以监督和报告相关衍生品交易行为,提高市场的透明度,还可以增加衍生品交易的净额结算和担保能力,从而有助于缓释乃至消除交易对手的违约风险。

(二) 国际方案在国内实施中的变数

按照“新国际金融架构”的合作监管理念,各国需要根据国际社会所达成的监管国际标准,制定本国的实施细则。当国际法体系中的国际方案被“下载”至国内法体系时,至少要解决好两个问题:体系相容性与国家偏好扭曲效应。

所谓体系相容性,指的是在主权国家并立的国际社会,即使各国首脑在国际层面达成监管国际标准,并不意味着此类国际标准必然在各国国内法体系中取得法律效力,即使具有法律效力,也并不意味着此类国际标准具有直接适用性。特别是,当相关的国际方案与一国原先存

^①Sean J. Griffith, Substituted Compliance and Systemic Risk: How to Make a Global Market in Derivatives Regulation, 98 Minn. L. Rev. 1291, 1303 (2014).

^②Matthew C. Turk, Reframing International Financial Regulation After the Global Financial Crisis: Rations States and Interdependence, not Regulatory Networks and Soft Law, 36 Mich. J.Int'l L.59, 67-69 (2014); Chris Brummer, Minilateralism: How Trade Alliances, Soft Law, and Financial Engineering Are Redefining Economic Statecraft, Cambridge University Press 2014, pp.102-104, 108.

^③G20, G20 (Leaders Statement: The Pittsburgh Summit) (2009), available at <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>.

^④中国银行间交易商协会场外管辖课题组:《场外衍生品市场变革》,《金融市场研究》2013年第8期,第92页。

在的金融监管法律体系存在不一致时,需要一国做出积极调整才能将国际方案成功地吸收到国内法体系之中。在这一吸收过程中,国际方案的抽象程度、国际方案的重要性、国内法体系的开放程度,以及国内法体系对于国际法体系的过滤机制等均影响到国际方案在国内法中的实施形态和实施程度。

所谓国家偏好扭曲效应,指的是即使一国国内法律体系接受国际方案,该国际方案的国内法对应物也会受到国家偏好的影响。具体而言,金融监管存在多重目标,不同的目标组合必然影响具体监管规则的确定。在全球金融一体化的背景下,只要一国开放本国的投资市场和融资市场,金融监管者迟早要在如下三大监管目标之间做出必要的权衡:(1)金融稳定;(2)监管政策独立性;(3)金融一体化。在国际金融法的语境下,一国很难同时实现上述三个监管目标,因而导致金融监管“三元悖论”(trilemma)。^①

正是考虑到各国在实施中可能存在偏差,2012年,G20墨西哥峰会重申了对于“多边主义”的承诺,强调金融稳定理事会在说服其成员履行承诺方面的作用。与此同时,峰会报告还赞扬了那些率先实施国际方案的国家,并提醒相对落后的国家应采取进一步行动来全面满足G20设定的目标。^②问题在于,G20以及金融稳定理事会需依托“新国际金融架构”才能发挥其功能,而“新国际金融架构”又必须依赖各国自愿遵守国际承诺方能顺利运行。一国不会仅仅因为相关国际方案为G20所认可就自动将其“下载”到国内法体系之中,并使其免受本国政策偏好的影响。

总而言之,如果我们承认,国家拥有自由意志可以自主决定在国内实施国际方案的方式,则也应承认,即使存在国际共识和国际方案,一国依然有权在三种监管目标之间做出选择,并赋予相应的权重。目的不同,达成该目的的手段也有可能不同。^③鉴于国际金融监管的“三元悖论”一时难以消除,并且“新国际金融架构”缺乏相关机制保证实施的一致性,国际方案在实施中存在变数也就在所难免了。

二、不同的国内实施模式与美国金融监管法律的域外管辖扩张

当各国通过国内法律体系实施国际方案时,由于实施步调不一、政策偏好不同,必然会导致各实施法律之间存在差别。在金融一体化的背景下,基于逐利的需求,市场主体利用此类差异进行监管套利;基于发展本国资本市场的需求,国家则会利用此类差异进行监管竞争。面对监管逐利和监管竞争,各国在实施国际方案时往往采取了不同的应对策略。

(一) 不同的国内实施模式与理论依据

“域内适用”实施模式对监管套利和监管竞争采取了容忍态度。该模式认为,监管套利与监管竞争是一个事物的两面,如果没有监管套利,监管竞争也就无从实现。当市场参与者基于自身利益和市场需求,利用“移形换位”之术,规避某一国家法律的强制管辖,转而适用另一国家的监管性法律时,只是一种价值中立的监管套利行为,无所谓好坏。与之相对应,相关国内实施法律应满足国际方案所列标准,至于他国是否实施以及如何实施该国际方案并不在考虑之

^①Jean-Baptiste Gossél Dominique Plihon, “The Future of Financial Markets and Regulation: What Strategy for Europe?”, available at http://espas.eu/orbis/sites/default/files/generated/document/en/The_Future_of_Financial_Markets_and_Regulation.pdf.

^②Fin Stability BD., Progress in Implementing the G20 Recommendations on Financial Regulatory Reform: Status Report by the FSB Secretariat 5 (2012).

^③[德]马克斯·韦伯:《经济与社会》(上卷),林荣远译,商务印书馆1997年版,第40、56页。

列。因为容忍监管套利和监管竞争,相关实施法律的管辖范围仅限于本国金融企业和金融市场,没有域外管辖效力。

“域外适用”实施模式对监管套利和监管竞争采取了限制态度。该模式认为,监管套利依附于监管竞争,而监管竞争存在“竞底”(race-to-the-bottom)和“竞顶”(race-to-the-top)两种情况。前者催生的监管套利可使相关监管制度目的落空,威胁到金融稳定;后者催生的监管套利则有助于提高资本利用效率,有助于催生最优监管框架、制度和规范。^①该模式下,如果被规避的监管制度优于其他监管制度,则相关的监管套利和监管竞争获得负面评价。与之相对应,相关实施法律的管辖范围不仅涉及本国金融企业和金融市场,还覆盖发生在境外的衍生品金融交易。“域外适用”实施模式知易行难,因为,依据国际金融监管“三元悖论”,各国金融监管法律通常不具可比性。然而,在“新国际金融架构”下,这一难题暂时得以缓解:如果各国均承诺应实施G20所达成的监管国际标准,则一国监管者大可以该国际标准为标尺,评价他国监管法律的优劣。对于那些率先实施国际标准的国家而言,此类国际标准具有高于一般国内标准的权威性和合理性,通过本国法律域外管辖推行国际标准,将不再是赤裸裸的“监管帝国主义”行径,^②而是一种“域外适用”的道义行为。

目前,中国主要采取“域内适用”的实施模式。对于中国为何要在国内实施并无法律拘束力的国际标准,有学者认为,G20首脑峰会承认的国际金融监管标准具有作为法所需要的国家意志性、正当性和强制性,“这些国际监管标准也就成了全球金融法”。其言下之意,应在国内层面不折不扣地实施国际金融法。美国则采用了“域外适应”的实施模式。^③为说明美国金融监管法律域外管辖的正当性,有学者提出了“监管公地悲剧说”。该学说认为,“除非存在有约束力的法律,那些承受体系风险的重要金融国家将会因为不能阻止境外交易而受挫或缴械投降”,^④为防止出现监管套利和资本外流,那些率先实施国际标准的国家应扩大本国法律域外管辖权,限制监管竞争。

虽然不同实施模式的理论依据不同,但从中也可以看出中美学者对本国金融实力和国家利益有着较为清醒的认识。中国资本市场相对封闭,境内场外衍生品交易处于初步发展阶段,相关金融监管法律也刚刚起步,因此,最佳策略是将国际标准“下载”到国内法律体系之中。至于其他国家是否以及如何实施国际方案,暂不予以考虑。美国资本市场高度开放,境内外场外衍生品交易极为频繁,如果仍由市场主体进行监管套利,则有可能造成美国资本外流,损害美国资本市场的竞争力。由此看来,一国采用何种实施模式,从根本上取决于该国资本市场的开放程度与竞争力。然而,鉴于“域外适用”实施模式主张本国金融监管法律具有域外管辖权,这使得那些希望“域内适用”的国家及其金融机构也难以置身事外。不仅如此,如果两个或两个以上国家均主张法律域外管辖,则很可能使得市场主体无所适用,也使得本国法律效力大打折扣。无论是从有效执法角度,还是从国际礼让的角度,采取“域外适用”实施模式的国家必须采取措施,缓和法律冲突,降低合规成本。

(二) 美国金融监管法律域外管辖与“替代合规”

匹兹堡峰会后,美国国会于2010年通过《华尔街改革与消费者保护法案》(《多德—弗兰克法案》)正式建立强制清算制度。对于美国而言,其他国家未能及时如约实施国际方案本身足

^①Generally Victor Fleischer, Regulatory Arbitrage, 89 Tex. L. Rev. 227, 274-280 (2010).

^②Jonathan R. Macey, Regulatory Globalization as a Response to Regulatory Competition, 52 Emory L. J. 1353 (2003).

^③周仲飞:《全球金融法的诞生》,《法学研究》2013年第5期,第175、194页。

^④John C. Coffee Jr., Extraterritorial Financial Regulation: Why E.T. Can't Come Home, 99 Corn. L. Rev. 1259, 1270 (2014).

以证明,这些国家的金融监管法律落后于本国相关法律。为鼓励其他国家实施国际方案,《多德—弗兰克法案》采用了“恳求+威胁”的策略。其他国家恳求美国监管者与外国监管者进行协调合作;后者则威胁其他国家,如果不能有效监管自身的金融市场,那么该国的金融机构将被禁止进入美国金融市场。^①为防止恶性监管竞争以及监管套利,《多德—弗兰克法案》明确规定了域外管辖效力,授权美国商品期货交易委员会和证券交易委员会对那些与美国境内商业行为有直接和显著联系,或对其产生直接或显著影响的行为进行监管,而不管此类行为源于何处。^②同时,为缓解单边主义措施的严苛性,《多德—弗兰克法案》还授权委员会通过“替代合规”措施缓和与外国法律规定之间的冲突,以及降低市场主体的合规成本。

尽管《多德—弗兰克法案》关于法律域外管辖的逻辑框架较为明晰,但是,在执法过程中,美国商品期货交易委员会和证券交易委员会就如何适用“替代合规”持不同意见。

1. 美国商品期货委员会的法律域外管辖和“替代合规”方案

相对而言,美国商品期货交易委员会对“替代合规”持谨慎态度。2012年6月,该委员会就“商品交易法某些互换条款的跨境适用”问题发布“建议指南”,内容涉及三个方面:(1)监管规则。“建议指南”区分两类互换规则,一类规则适用于市场机构整体,即实体层面规则;另一类规则适用于每一互换交易,即交易层面规则。(2)法律域外管辖。“建议指南”规定,当市场机构——或是作为互换交易商(SD),或是作为主要互换参与者(MSP)与面向美国的互换行为紧密相连时,应受到美国法律监管。这就把那些与美国存在最低联系,从事互换交易的外国实体纳入美国监管框架之内。(3)替代合规。“建议指南”引入有限“替代合规”机制。该机制仅适用于实体层面规则,如果外国实体所在国拥有类似于美国的实体监管制度,可在个案的基础上申请豁免适用实体层面规则,但每一互换交易仍适用美国的交易层面规则。^③由于中央对手清算机制属于交易规则层面,故市场主体无法利用“替代合规”机制寻求豁免。不仅如此,商品期货交易委员会主要采用规则比较方法来确定他国的实体层面规则是否符合“替代合规”要求。这种形式主义的比较方法实际上限制了其他国家采取替代性规则的可能性。

商品期货交易委员会“建议指南”特别是其中的“替代合规”机制遭到亚洲和欧盟监管者的反对。^④这些国家的监管者指责美国监管者的做法会造成监管碎片化,既降低国际市场的效率,也损害国际社会管理风险的能力。经多次磋商,商品期货交易委员会发布“最终指南”,承诺将以结果为基础,参照13项指数就实体层面规则和交易层面规则实施“替代合规”审查。根据“最终指南”,商品期货交易委员会认为澳大利亚、加拿大、欧盟、中国香港、日本和瑞士等在实体层面的监管规则符合“替代合规”要求,但在交易层面的监管规则仍难以达到美国的标准。^⑤这意味着,符合条件的互换仍需通过美国清算机构清算。

^①Dodd-Frank Act § 715, 15 U.S.C. § 8305; id. § 722, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376, 1672 (2010).

^②“金融监管域外管辖权”课题组:《欧美金融监管域外管辖权扩张影响几何?》,《金融市场研究》2013年第1期,第122页。

^③Cross-Border Application of Certain Swaps Provisions of the Commodity Exchange Act, 77 Fed. Reg. 41, 214, 41, 238 (July 12, 2012).

^④银行间市场清算所股份有限公司:《场外金融市场中央对手清算法律问题研究》,《会员通讯》增刊,2014年第10期,第57页。

^⑤CFTC, Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance with Certain Swap Regulations, 78 Fed. Reg. 45, 292, 45, 342-45, 345 (July 26, 2013).

2. 美国证券交易委员会的法律域外管辖和“替代合规”方案

美国证券委员会则对“替代合规”持相对开放的态度。2013年5月,美国证券交易委员会就其所管辖的基于证券的互换提出实施方案。与上述美国商品期货交易委员会的“建议指南”类似,证券交易委员会的方案也包括三个方面的内容:以面向美国的互换数量为门槛,将外国基于证券的互换交易商纳入监管范围之内;监管规则被区分为实体层面和交易层面;通过“替代合规”机制豁免实体层面规则。

与商品期货交易委员会的“建议指南”有所不同,证券交易委员会关于“替代合规”的判断标准相对宽松,主要体现在两点:(1)虽然证券交易委员会也强制要求符合条件的场外衍生品应通过美国中央对手进行清算,但是,当相关外国清算所没有美国成员,并受制于相似外国监管时,可在“替代合规”的基础上允许场外衍生品经由该外国清算所结算;(2)SEC采用以原则为基础的方法,考察外国监管制度的范围、目标和执行能力,确定是否符合“替代合规”的要求。需要指出的是,虽然证券交易委员会的“替代合规”要求相对宽松,但“其主要目的与其说是保持美国金融市场的稳定性(这无疑只是一个次要目标),不如说是为了防止《多德—弗兰克法案》可能导致衍生品业务转移到其他国家的风险”。^①因此,“替代合规”只是《多德—弗兰克法案》的执法手段而已,它缓和了美国扩张本国法律域外管辖权的严苛性,但没有改变美国金融监管法律单边主义的本质。

三、监管僵化的出现及现有国际方案的风险

一国在国内实施国际方案是横跨国际法体系和国内法体系的“壮举”。特别是,当一国采取“域内适用”或“域外适用”模式将无法律拘束力的国际标准引入国内法体系,使之成为具有法律拘束力的国内标准时,更为此类“壮举”增添了若干“冒险”色彩。两种模式均推定国际方案具有无可置疑的正确性,然而,随着行为层次和法律性质的改变,特定场外衍生品监管制度有逐步定型乃至僵化的风险。

(一) 国内实施可能造成的监管僵化

从法律性质上说,G20就场外衍生品监管所达成的国际方案是典型的国际软法。^②由于此类软法没有法律拘束力,理论上,国家可以随时作出决定,改变其对于软法的态度而无需承担任何国际法律责任。然而,一旦一国决定通过国内法实施国际方案,则会引发如下两个法律效应:

其一,相关软法性质的国际方案将被转化为硬法性质的国内法。金融监管法律具有适用上的强制性,因此,在转化过程中,亟须解决相关国内法的管辖范围问题。根据传统国际法观点,“管辖权既牵涉到国际法,也牵涉到每一个国家的国内法。国际法决定国家可以采取各种形式管辖权可允许的限度,而国内法则规定国家在事实上行使它的管辖权的范围和方式”,^③只要存在合理依据,如事项与管辖权之间存在显著和真实(substantial and bona fide)的联系,国际法并不禁止一国在其境内,对于境外有关的案件行使管辖权。^④无论一国选择“域内适用”实施模式,

^①戴维·斯基尔:《金融新政:解读〈多德—弗兰克法案〉及其影响》,丁志杰、张红地、丁芊等译,中国金融出版社2012年版,第153页。

^②张庆麟、王桂林:《国际“软法”获得遵守的动因分析》,《时代法学》2014年第4期,第7页。

^③[英]詹宁斯、瓦茨修订:《奥本海国际法》(第一卷·第一分册),王铁崖、陈公绰、汤宗舜、周仁译,中国大百科全书出版社1995年版,第327页。

^④S.S.Lotus (Fr. v. Turk.), 1927 P.C.I.J.(ser.A) No.9, pp. 18-20 (Sept.7).

还是选择“域外适用”实施模式,在其国内法管辖所及之处,相关衍生品交易均应通过中央对手清算。

其二,国际方案与国内实施法律相互呼应,构成法律实证主义意义上的双层模式。由于行为层次的不同,中央对手清算机制在目的合理性分析中的地位也有所不同。具体而言,国际金融监管行为极其复杂,涉及国际和国内两个层面。其中,国际方案为政治层次,规定的是普遍的规则;国内法为法律—技术层次,处理的是个案。^①当国内层面的行为旨在实施国际层面的方案时,上一层次的手段就嬗变为下一层次的目的,上一层次的规范嬗变为下一层次的条件。^②在国际层面,中央对手清算机制只是G20力图降低交易对手违约风险,维护全球金融稳定的监管手段而已,但是在国内层面,建立中央对手清算机制就成为不同实施模式的直接目标。其中,“域外适用”实施模式更要针对境外衍生品交易行为,制定相关规则和标准,以确定外国监管制度是否符合“替代合规”条件,并给予主体层面或交易层面的豁免。

问题是,在每一个金融监管行为层面,相关手段的选择均存在较大的不确定性,而这一不确定性的存在恰恰可以保证相关金融监管制度不至于过度僵化,进而出现特定行为手段限制乃至决定行为目的这一反常现象的出现。如果下一行为层次的行为者缺乏大局观,则有可能对上一行为层次的手段采取一种价值合理性的态度。在此情况下,本来具有可替代性的手段将被固化为不容行为者质疑的目的。由此引发的后果之一是,面对日益多样化和全球化的金融活动,相关金融监管者往往会固守此前的监管手段而难以作出有效的回应和灵活的变更。^③根据现代监管理论,完整的DREAM监管框架至少包括五个部分:查明(detecting)、回应(responding)、执行(enforcing)、评估(assessing)以及修正(modifying),如果过度强调某一执行手段,而忽略了与其他环节的互动,将会导致监管失灵。^④因此,除非中央对手清算机制足够完美,否则,一国不应无条件地将之纳入本国法律体系,并强制适用。

(二) 清算所自身所面临的系统风险

当前,无论是“域内适用”实施模式,还是“域外适用”实施模式,均推定国际方案的核心内容至少在如下两个方面,该推定存在问题。

其一,根据市场集中程度不同,不同类型的清算所对应着不同的风险。无论是G20峰会国际方案还是欧盟和美国的实施立法,均未对清算所的集中程度提出明确的要求。理论上,如果场外衍生品市场的结算服务由少数几家清算所主导,则构成主导型清算所;如果场外衍生品市场的结算由多家清算所提供,则构成竞争型清算所。对于主导型清算所而言,存在着“太大而不能倒”的风险。就此风险,《多德—弗兰克法案》有所警觉,并提出了应对方案,即要求每个清算所按照最低标准保留足够的资金储备来降低发生危机的风险,这些资金储备必须能够覆盖它的最大参与者发生违约时所造成的损失,并且足够维持它在违约发生后一年内的正常运营。问题在于,衍生品市场的相互关联性极强,没有理由认为,一家大型清算所只会遭遇到最大参与者

^①[德]阿尔图·考夫曼、温弗里德·哈斯默尔:《当代法哲学和法律理论导论》,郑永流译,法律出版社2013年版,第205-207页。

^②戴维·鲁本:《法律现实主义》,苏亦工译,中国政法大学出版社2004年版,第180页。

^③在金融监管领域,典型的例子是巴塞尔协议在国内实施过程中出现僵化现象,从而导致监管套利和金融风险。具体参见罗伯塔·罗曼诺:《寻求金融机构国际监管的多样性:对巴塞尔结构的批评和再校准》,陶永祺、沈伟译,载《财经法学》2016年第1期,第19页。

^④Robert Baldwin, Martin Cave, and Martin Lodge, *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice*, Oxford University Press 2012 (2nd edition), pp. 227, 257.

的违约事件。当金融情势恶化时,基于“羊群效益”,多个大型参与者同时或相继违约的情形更为常见。在该类情形下,将用于防范银行挤兑的措施借用到清算所身上显然忽视了这样一个基本原理:金融体系中,银行只是金融中介机构,而清算所则是金融基础设施,后者更具有体系重要性。因此,当清算所发生危机时,更为可行的办法是政府及时出手援助。然而,这样一来,又会引发道德风险,增加了政府对清算所进行监管的难度。对于竞争型清算所而言,存在着“竞底竞争”的风险。如果衍生品市场中存在着较多数量的清算所,有可能会出现清算所为抢占市场份额而通过降低标准进行竞争的局面。不仅如此,市场中存在的清算所数量越多,则越不容易形成规模效应。当衍生品市场因为清算所数量过多处于分割状态时,集中结算的优势,即通过抵消和轧差进行多边净额结算必然有所降低。

其二,清算所在消除交易对手风险的同时,将风险转嫁给了第三方。作为金融体系中的基础设施要素,清算所的目的是消除交易对手违约风险,便利衍生品交易的进行和完成。其中,为消除交易对手违约风险,清算所主要借助两个机制:一是净额结算,二是风险隔离。所谓风险隔离指的是,当清算所从交易对手处获得的保证金和担保安排具有特殊法律效力,无论担保安排采用担保权益式抑或所有权转移式,均不受破产或重整程序的影响。^①问题是,清算所的净额结算和担保制度并不透明,各清算所的规则存在差异。因此,清算所体系之外的债权人很难事先准确评估自身所面临的违约风险,当统一违约事件发生时,风险隔离仅仅有助于减少清算所体系内交易对手的违约风险,但清算所体系之外债权人所遭受的违约风险反而会因此增加。^②鉴于金融交易机制极为复杂,我们不能推定,那些发生在该清算所之外的违约风险必然就低于发生在该清算所之内的违约风险,并且清算交易所之外的违约不具有系统重要性。认为消除交易对手违约风险就意味着解决了整体系统风险的看法有待商榷。^③

四、重提监管竞争与“替代合规”

国内实施可能造成的监管僵化以及现有清算所面临的风险表明,无论采取何种实施模式,均不应将特定监管国际标准神圣化。不同的实施模式对应着不同的监管僵化问题:就“域内适用”实施模式而言,虽然他国监管竞争不受影响,但本国监管法律自发演进的道路却受到了严格限制;就“域外适用”实施模式而言,不仅本国监管法律应沿着国际方案所设定的路线演进,而且其他国家的监管法律也应向特定的国际方案靠拢。

(一) 中央对手清算机制的替代方案

金融活动具有强烈的顺周期性特征,即使强制结算制度能够将交易对手违约风险转移到清算所体系之外,体系内的交易仍不可避免地受到体系外金融情势的影响。实际上,早在中央对手清算机制推出之际,实务界和理论界就已提出了两种替代方案。

第一种方案认为没有必要建立中央对手清算机制。清算所的核心功能在于风险监督和收取担保。有观点认为,可将此类功能授予第三方,由后者监视交易风险以及收取变动保证金。不同于清算所,该第三方并不作为初始交易双方的中央对手,而是在净值基础上确定所有头寸并针对剩余风险敞口收取担保。这一方案有助于减少清算所林立所导致的清算市场隔离现象,

^①李云波、袁莉:《国际金融衍生工具场外交易的担保及其法律问题》,《国际金融研究》2004年第8期,第74页。

^②Vincent R. Johnson, *International Financial Law: The Case Against Close-out Netting*, 33 *Boston U. Int'l L. J.* 101, 116 (2015).

^③Mark J. Roe, *Clearinghouse Overconfidence*, 101 *Calif. L. Rev.* 1641, 1691 (2013).

可降低总体风险敞口以及相应的担保要求。还有观点认为,监管者应专注于收集交易商衍生品头寸信息,并针对剩余风险敞口征税。相关税收收入可为政府救助金融机构提供资金支持,并激励交易商减少风险敞口。^①通过上述替代方案,清算所的功能可被成功“外包”出去,强制推行中央对手清算机制也就失去了必要性。

第二种方案则认为没有必要推行强制性的中央对手清算机制。相关观点认为,根据交易方是否对基础资产拥有法律上认可的利益,衍生品交易分为两类:一是对冲交易,二是投机交易。长期以来,普通法不承认投机交易“差价合约”——合约一方当事人愿意为另一方当事人支付合约规定的商品、货币或其他标的物价值上的变动额——在法律上的可执行性。然而,2000年生效的美国《金融服务业现代化法案》将所有衍生品交易合约合法化,这无疑鼓励了投机交易的盛行。为遏制此类威胁金融体系稳定的投机交易,最为有效的办法不是将相关风险集中到中央对手身上,制造新的风险,而是回归到最初的普通法规则,将投机性场外衍生品界定为法律上不可强制执行。^②

与中央对手清算机制类似,上述两类替代方案也并非完美无缺。第一种方案中,如何确定适格第三人,并确保相关担保资金的安全均存在争议。^③第二种方案中,场外衍生品市场向来由美国投资银行所主导,如果将投机性衍生品合约界定为非强制履行合同,那么那些希望进入衍生品市场的企业会倾向于同信誉良好的交易对手签订合同,这可能加剧衍生品行业的集中度,加剧“太大而不能倒”的监管难题。2008年金融危机表明,一家从事衍生品交易的大型金融机构发生信用违约事件后,会给交易对手造成负面影响。然而,即便替代方案存在缺陷,也并不表明其在缓释交易对手信用风险、促进金融稳定方面就劣于中央对手清算机制。更为重要的是,各国场外衍生品市场发展状况和发达程度不一,很难说某一方案可普遍适用于所有国家的具体情况。

(二) 良性监管竞争下的“替代合规”

在法律性质上,G20所推行的国际方案是国际金融软法,其能否被一国所实施,主要取决于该方案自身的合理性,以及该方案是否符合实施国的国家利益。一旦一国决定在国内实施国际方案,本来作为风险防范手段的中央对手清算机制就嬗变为相关国内实施措施所要达到的政策目标。随着行为层次的下移,金融监管的性质和重心也就发生了改变。在“域内适用”实施模式下,监管者的主要任务被界定为使相关国内监管规范符合国际监管标准;在“域外适用”事实模式下,监管者的主要任务被界定为促使他国的监管规范符合本国监管标准。两者的区别在于,后一实施模式中,相关金融监管法律的管辖范围要扩展至域外交易行为。

当然,一些国家之所以采取“域外适用”实施模式,除了推行国际标准之外,还有一个重要原因是为本国金融业铲平国际竞争场域,防止监管套利和恶性监管竞争。在这些国家的监管者看来,本国的金融业因遵守本国监管标准承担了较高的合规成本,为公平竞争计,应尽量扩大本国监管法律的适用范围。^④

^①Manmohan Singh, Making OTC Derivatives Safe-A Fresh Look 5 (Int'l Monetary Fund, Working Paper No.11/66, 2011), available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1166.pdf>.

^②Lynn A. Stout, Regulate OTC Derivatives by Deregulating Them, 32 REG. 30, 30 (Fall 2009); Thomas Lee Hazen, Filling a Regulatory Gap: It Is Time to Regulate Over-the-Counter Derivatives, 13 N.C. Banking Inst. 123, 133-35 (2009).

^③[英]菲利普·伍德:《国际金融的法律与实务》,姜丽勇、许懿达译,法律出版社2011年版,第569页。

^④Joel P. Trachtman, The Future of International Law: Global Governance, Cambridge University Press 2013, pp.171-172.

不管一国基于何种原因在本国或在境外实施国际标准,一旦相关国际标准被转化为国内标准,则必然具有强制适用性。当两国的监管标准存在不一致,而一国法律又具有域外管辖效力时,很可能引发监管法律之间的冲突,使得金融市场主体无所适用。法律制度的体系性决定了法律规则、概念和原理唇齿相依,一项具体的监管措施只有在与之相配套的法律制度中才能发挥作用,一旦将之抽离出来,该措施的功能和作用将大打折扣。法律的保护和协调功能很难通过形式上的趋同来实现。^①当面对不同法律制度时,那些采用“域外适用”实施模式的国家不应从国内执法上一味主张本国法律的优先适用性,并利用本国金融市场力量强制他国采取与本国相同或类似的监管标准,而应从国际礼让上采取适当措施缓解乃至消除相关法律冲突。正是在此意义上,“替代合规”机制对于减轻市场主体合规成本、鼓励良性监管竞争以及防止监管僵化具有无可替代的重要性。

本文认为,如果相关国内实施法律是为了推行国际标准,理论上,监管者有必要引入DREAM监管框架,将强调“执行”的僵化监管机制改造成强调“回应”的灵活监管机制。既然建立中央对手清算机制的最终目的是缓释交易对手信用风险,促进金融体系稳定,当存在其他合理替代方案或措施更能有助于达成该目标时,一国就不应当拒绝制度创新或否定监管竞争。因此,在“域内适用”实施模式下,一国不能仅仅因为相关国际标准为G20或跨政府网络所制定,就无条件地将其转化为国内法,赋予其强制约束力。在“域外适用”实施模式下,监管者同样应对偏离国际标准的外国监管制度持开放态度。监管者应意识到,“替代合规”所看重的并非形式相同,而是效果一致。即使外国监管法律没有采取中央对手清算机制或者相关中央对手清算机制与本国的标准有所出入,也不应一律推定该国监管法律的实施效果必然低于国际标准或本国标准。

如果相关国内实施法律的目的在于促进所谓的公平竞争,则相关“域外适用”的实施模式更应受到严格审查。毕竟,限制监管套利和监管竞争应满足特定的前提条件。监管者不能因为某些国家的监管标准不符合本国监管标准就推定其行为构成恶性监管竞争。实践中,由于铲平国际竞争场域的理由不如推行国际标准的理由那么正当,一国往往更倾向于利用本国金融市场的统治力和吸引力来达到增加境外交易合规成本的目的。这一策略能否发挥功效,仍需依赖于其他国家的反应而定。^②

五、结 语

金融监管法律在很大程度上是危机回应而非自然演进的产物。为应对全球金融危机,恢复金融稳定,限制和减少金融风险,各国往往能在最为紧要的关头,求同存异,进行全局的、自上而下的国际金融监管协调和合作。然而,一旦紧急的国际金融局势有所好转,这一超常规的国际主义热情往往敌不过各国对自身利益的深度关切,局部的、自下而上的单边主义金融监管重新勃兴。因此,在后金融危机时代,一国如何在国内层面实施金融监管国际方案不仅是一个法律技术问题,更是一个政策选择问题。理论上,对于无法律拘束力的国际金融软法,各国拥有较大的实施裁量权。当面对G20所推行的场外衍生品中央对手清算机制时,各国采取不同的实

^①[美]柯提斯·J. 米尔霍普、卡塔琳娜·皮斯托:《法律与资本主义:全球公司危机揭示的法律制度与经济的关系》,罗培新译,北京大学出版社2010年版,第244、259页。

^②John C. Coffee, Jr., *Extraterritorial Financial Regulation: Why E. T. Can't Come Home*, 99 *Cornell L. Rev.* 1259, 1288 (2014).

施模式实属正常。然而,在具体实施过程中,随着行为层次的下移,国际软法被转化为国内硬法,可被质疑的手段成为不容辩驳的目的。那些率先实施国际标准的金融国家更是挟G20国际共识之威,将不符合本国监管标准的外国监管制度视为对国际共识的偏离,并通过大举扩张本国金融监管法律的域外管辖权来缓解所谓的“监管公地悲剧”。殊不知,过于纠结于建立符合“标准”的中央对手清算机制,忽视具体措施与法律制度之间的微观契合,反而可能导致监管制度僵化,有违G20利用清算所缓释交易对手违约风险、维护全球金融稳定的初衷。

就场外衍生品金融监管国际方案而言,尽管中美两国采取了不同的国内实施模式,但均存在监管僵化的风险。在中央对手清算机制已成为场外衍生品市场“标配”的浪潮中,中国的金融监管者仍应保持清醒的头脑,时刻意识到新国际金融架构下的监管国际化、标准化和形式趋同远非构建全球金融治理的理想方式,对于新兴经济体而言,这一新国际金融架构很可能是另一张普罗克汝斯忒斯之床(*procrustean bed*),而能否有助于维护全球金融稳定才是评价和引入相关机制的最终理据。同样,对于一些国家试图通过法律域外管辖将其政策偏好注入中国金融监管制度的行为,中国监管者也应予以积极识别,并应通过双边或多边磋商方式确定“替代合规”标准,化解“监管帝国主义”的严苛性,降低金融合规成本。

Domestic Implementation of International OTC Derivatives Regulation Plan and Regulatory Ossification

Peng Yue

(*School of Law, Nanjing University, Jiangsu Nanjing 210093, China*)

Abstract: How to implement soft law in international finance has been always a theoretical and practice puzzle. G20 summits introduce the central counterparty clearing mechanism to mollify and even eliminate the counterparties' default risks in over-the-counter derivatives markets and push it all over the world through the New International Finance Architecture (NIFA). With respect to such international plan, China takes relatively moderate territorial application strategy, while U.S. takes more intrusive extraterritorial application strategy. However, both of these two implementation modes lead to the possibility of regulatory ossification. Besides, these two implementation modes have the effects of converging financial risks to central counterparties, and it could ignite another round of financial crises if there is improper supervision. Considering that the internationalization and standardization of regulation and form convergence under the current NIFA are far from the ideal way to the establishment of global finance governance, the regulatory authorities should introduce the substantive compliance mechanism during their implementation of the international plan and create adequate development space for the evolution of financial supervision system to prevent another round of financial crises resulting from regulatory ossification.

Key words: over-the-counter derivative; central counterparty; regulatory ossification; substantive compliance

(责任编辑:海林)