



论金融衍生品领域内的法律规避行为

——一种法律经济学的分析思路

孙琳玲

摘要：有法律的地方就一定有法律规避，这一规律在金融衍生产品创新市场中体现无疑。法律规避与金融衍生产品的创新是不可分割的两个问题。以“法律规制——法律规避——行为效力”为分析框架，对现有法律规制环境下的私主体法律规避行为予以类型化划分，并结合金融衍生品领域内法律规避行为的特殊性提出规避行为的判断标准。应综合考量三大因素即规避的后果、所规避的强制性的类型以及所规避的强制性规范的绩效，并在此基础上对金融衍生品领域中的法律规避行为的效力进行判断。

关键词：金融衍生品；法律规避；效力

一、金融衍生品的法律规制现状

国际上对金融衍生品的规制主要由国际组织颁布的行为准则组成，如国际清算银行巴塞尔委员会在 1994 年 7 月发表的《衍生产品风险管理准则》，以及国际互换和衍生产品协会 IDSA 颁布的交易标准范本。从各国的立法趋势分析，对金融衍生品的监管模式可分为机构型监管^①、功能型监管^②及二者兼具模式。在美国，调整金融衍生品的规制的法律主要是 1936 年《商品交易法》(Commodity Exchange Act, CEA)，2000 年《商品期货现代化法》(Commodity Futures Modernization Act, CFMA)，美国 1933 年《证券法》(Securities Act)，1934 年《证券交易法》，以及 2008 年金融危机发生后，奥巴马总统签订的《美国金融改革法案》。欧盟对金融衍生品的规制主要体现在各种“指引”(Directive)中，如投资服务指引(ISA)、金融工具市场指引(MiFID)、一级市场的指引、抵押品指引等。^③

目前，我国关于金融衍生品的规制主要由中国人民银行、银监会等行政机构颁布的行政规章组成，如中国人民银行颁布的《全国银行间债券市场债券远期交易管理规定》、《中国人民银行关于扩大外汇指定银行对客户远期结售汇业务和开办人民币与外币掉期业务有关问题的通知》、《中国人民银行关于加快发展外汇市场有关问题的通知》、《中国人民银行关于在银行间外汇市场开办人民币外汇货币掉期业务有关问题的通知》、《远期利率协议业务管理规定》、《中国人民银行关于开展人民币利率互换业务有关事宜的通知》，银监会颁布的《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》、《中国银行业监督管理委员会关于修改〈金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法〉的决定》。

① 功能型监管是按照金融衍生品的特质区分。

② 机构型监管依据金融衍生品的使用者为对象划分。

③ “场外金融衍生产品市场监管问题研究”课题组：《场外金融衍生产品市场监管国际经验与中国实践》，中国金融出版社 2009 年，第 29~31 页。

在各类规制文本中,对金融衍生品的定义大同小异,大多认为“金融衍生品是一种金融协议(或称金融合约),其价值取决于一种或多种基础资产或指数的价值。”根据基础资产或指数的不同,金融衍生品的基本种类一般有远期、期货、掉期(互换)和期权。从法学上分析,金融衍生品交易首先被视为金融合同^①,体现为当事人就标的物的未来特定金融利益的给付达成的债权债务关系,受《合同法》调整。其次,金融衍生品交易是一种射幸合同^②。第三,基于金融衍生品的特性^③,通常被纳入监管者权力的监管范围中。

二、金融衍生品领域内法律规避的类型化分析

法律规避意指行为人以表面合法的手段规避法律强制性规范的行为。法律规避必须符合三个要件:(1)行为人必须有规避的动机;(2)行为人采取了表面上合法的手段;(3)达到了规避强制性规范的后果。金融衍生品的法律规避是指金融衍生品交易中的生产者、中介机构凭借对金融衍生产品自身复杂性、技术性的信息优势,以表面上合法的方式规避强制性规范的行为。金融衍生品的法律规避特点有:(1)主体方面,规避的主体主要是金融衍生品的生产者以及中介机构;(2)动机方面,目的是为了规避市场准入制度或者规避税收或者规避衍生品交易中的信息披露的强制性规定;(3)手段方面,规避主体主要凭借金融衍生品自身的复杂性、技术性、专业性的信息优势得以规避强制性规则。

对金融衍生产品创新中法律规避现象进行类型化的分析,兼具事实层面及规范层面的双重意义。在事实意义上,对金融衍生产品创新中出现的法律规避的现象予以逻辑上的划分,以期对实践中的现状有大致地了解。在规范意义上,类型化有助于寻求同类型法律规避行为的共通性,进而对不同类型的法律规避赋予不同的法律效果。对金融衍生产品创新中的法律规避行为予以类型化划分,目的是为了寻求法律理念与生活事实间的平衡,建立起规范正义与事物正义之间的桥梁。本文认为,金融衍生品领域的法律规避行为层出不穷,按规避的目的划分,可分为资格型规避、税收型规避以及信息披露的规避等。

(一) 资格型规避

资格型规避是指规避者利用表面的合法手段规避监管层有关市场准入资格的规则。典型的规避手段有:(1)设立附属子公司。在美国中,由于 SEC 和 CFTC 仅对经纪交易商拥有管辖权,并不监管经纪交易公司的附属子公司,因此绝大多数的证券公司和期货公司都通过附属子公司进行场外金融衍生产品交易,以此来规避 SEC 和 CFTC 的监管^④。(2)通过产品设计刻意规避监管。在美国衍生品只要满足以下四个条件,即可规避美国 CEA 监管:在发行过程中发行人必须收取衍生品的全部价格;衍生品的持有人除了支付衍生品的全额价格外不再支付发行人其他额外费用;发行人不要求遵守盯市制度相关要求;以及衍生品不被视为期货或商品期权^⑤。又如:交易在合格契约参与人之间进行的前提下^⑥,利率互换产品(interest rate swap)只要符合以下两个条件中的一个即可免于 CEA 监管,一是契约不在交易场所(交易平台)达成^⑦;或者交易是在直接交易的电子化交易场所(交易平台)签订^⑧。对衍生产品生产者而言,由于法律明确规定了以上豁免监管的条件,只要对产品的结构或者交易方式作出一定的调整

①金融衍生品交易是一种金融合约,但有别于一般的民商事契约。它的表现形式和标的物多样性使它成为一种多元性的特殊契约。其特殊性表现在:(1)目的的特殊性:以规避风险为目的。而普通契约的目的在于交换,设立彼此的权利义务。(2)标的的特殊性:以虚拟物品为标的。(3)形式的特殊性:以标准合约为主导。(4)履约的特殊性:以非实物交付为主体。普通契约一般约定交易双方彼此的权利义务,并在约定的时点进行标的的交付。但衍生工具都通过对冲予以抵消,以避免实践交付。参见刘哲昕、刘伟:《金融衍生工具的法律解释》,载《法学》2006年第3期。

②大陆法系法学以合同效果在缔约时是否确定为标准,将合同分为确定合同与射幸合同。合同的法律效果在缔约时已经确定的合同为确定合同,合同法律效果在缔约时不能确定的为射幸合同。参见崔建远:《合同法》,法律出版社1997年,第37页。

③金融衍生品是一种金融创新,其本身的出发点是套期保值、规避风险,但是往往被人们滥用,因此素有“金融鸦片”之称。

④Prudence or paranoia: Considering Stricter Regulation of the International OTC Derivatives Market, Duke Journal of Comparative & International Law Spring, 1995 5 Duke J. Comp. & Int'l L. 499

⑤(1)if the issuer receives the full purchase price of the instrument at issuance; (2)the holder of the instrument is not required to make any additional payments to the issuer; (3)the issuer is not subject to mark-to-market margining requirements and (4)the instrument is not marketed as a future contract or commodity option. CEA § 2(f); CFMA Title IV (the legal Certainty for Bank Products Acts of 2000, or Bank Products Act) § 405

⑥Eligible contract participants CEA § 1a(12)

⑦not entered into on a trading facility CEA § 1a(33)

⑧entered into on an electronic trading facility on a principal-to-principal basis CEA § 1a(10)

即可达到规避衍生品监管的目的。以上这些规避手段,在美国衍生品监管的法律教材中常为作者所推崇^①。(3)设立离岸公司。对于不允许在国内销售的金融衍生品,衍生品销售主体可以设立离岸公司,比如在百慕大等地设立公司,这样就可以规避本国政府的监管。(4)在我国,国外投行通过与国内商业银行的合作,共同销售或者变相销售以规避银监会的监管。(5)在我国,商业银行通过接受机构投资者直接指定非境内注册的机构作为背对背平盘交易以规避外资投行对我国国内企业的授信限制。

(二) 税收型规避

从衍生品的发展看,规避税收的最典型例子是货币掉期。在跨国投资中,本国政府为了保护本币外流,通常会通过征税的方法抑制外汇交易。比如:20世纪70年代,英国政府通过征税的方法来抑制先令的外汇交易。结果使得在伦敦借美元的成本高于在纽约。跨国公司就采用平行贷款和背对背贷款的办法来抵消征税的效应,降低了英国公司进行美元借款的成本。具体的做法是:对英国公司设在美国的机构,由美国公司给予美元贷款;而这家公司设在英国的机构,则从这家英国公司取得先令贷款。这样的安排有效地规避了外货交易税^②。而今,货币掉期被许多企业视为的一种税收筹划。

(三) 信息披露的规避

信息披露的规避,即规避信息披露的强制性规范,意指在金融衍生品的生产、销售环节,衍生品的生产者、定价机构、以及评级机构为了自身利益最大化,通过表面上合法的手段只披露相当少的信息,或者只披露一些无关重要的信息。比如,为了避免透明,一份完全由次级抵押贷款支撑的债券不叫次级抵押债券,它的名字叫资产支撑债券^③;在风险公告书中以商业秘密为由刻意不披露风险;或者只用小字号体披露风险等等。

三、金融衍生品领域内法律规避的效力判断

(一) 效力判断标准

传统法学认为,法律规避是指当事人以表面合法的形式,达到法律所禁止的目的;其特点在于:在动机方面,当事人的行为是为了达到法律禁止的目的;在手段方面,当事人所采取的手段为法律所允许;在后果方面,当事人的行为规避了监管者强行法的规定。传统法学对法律规避的效力判断主要有三种:(1)只要是法律规避即应无效;(2)按照保护经济弱者法律与保护经济安全的法律划分,规避前者无效;规避后者无效之要求甚微^④;(3)按照目的与手段划分,规避前者无效;规避后者仍有效^⑤。

本文认为,对于金融衍生品领域的法律规避现象,若实行“一刀切”无效的做法,忽略了法律规避在制度创新意义层面上的积极意义,不利于社会发展。根据制度经济学的理论,行为人规避的原因在于经济变化使得系统中出现了非均衡,从而为次级的制度创新创造了利润机会,最终可能导致基础制度安排的变化。^⑥而且从历史上看,许多制度的创设都得益于法律规避^⑦。相较于“全盘否定论”、“二分法”的做法在对待法律规避的态度上前进了一大步,但划分标准仍存在商榷之处。如:“保护经济弱者”与“保护

① 详见:Edward F. Greene, Edward J. Rosen, Leslie N. Silverman, Daniel A. Braverman, Sebastian R. Sperber, U. S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets (Eighth Edition), Aspen Publishers, 2006

② 加里·J.斯基纳西、R.肖恩·克雷格、伯克哈德·德瑞思、查尔斯·克雷默著《现代银行业与场外衍生工具市场——全球金融的变化及其对系统性风险的影响》,中国金融出版社、国际货币基金组织2003年版,第27页。

③ 马克尔·刘易斯著:《大空头》,中信出版社2011年,第123页。

④ 洪逊欣:《中国民法总则》,三民书局1992年,第337页。

⑤ 洪逊欣:《中国民法总则》,第338页。

⑥ 盛洪:《现代制度经济学(上卷)》,北京大学出版社2003年,第292页。

⑦ 12和13世纪人口的增长导致西欧大部分国家报酬递减,土地价值相对上升,由此导致土地所有者的报酬率递增,消除了标志着封建土地法律关系的土地占有的共同财产性质,结果出现了大量的次级的制度创新。这些制度创新在设计中尽量回避基本封建法律,就英国说,这些行动的积累效果导致了基础法律的一系列变化,这些变化在13—17世纪之间,从根本上改变了土地法,从而承认了非世袭土地的绝对所有权。随着改革基础制度环境中获得的利益的增加(由于一些非均衡的经济变化),次级的制度安排创新将以低于改变基础制度安排的成本被诱发、刺激出来,它试图绕过(有时是违背法律的)基础原则的限制来获取潜在的利润。详见:盛洪主编:《现代制度经济学(上卷)》,北京大学出版社2003年版,第292页。又如:信托制的产生,被英国著名法学家梅特兰誉为是英国人在法学领域中最伟大最辉煌的成就。但信托制在很大程度上却是法律规避的结果,作为信托制历史渊源的受益权制,是在规避禁止教会拥有土地的法律和土地只能长子继承的法律中发展起来的。在伊斯兰法律发展史上,法律规避也扮演过重要的角色。伊斯兰教法认为借贷利息是非法的,但这一原则阻碍了商业的发展,在这种情况下,出现了作为一种法律规避形式的“重复买卖”,它既维护了法律的严格性,又使法律适应了社会发展的需要。参见卢鹏:《法律规避与法律选择》,载《同济大学学报(社会科学版)》2002年第4期。

经济安全”二者间具有相互交叉的内容,并非两种完全对立的价值判断,因此不存在“非此即彼”的选择。而“目的”与“手段”的划分,尽管在逻辑上得以周延,但忽视了规避的后果以及规避的强制性规范的绩效分析。

基于以上分析,本文认为对于金融衍生品领域内的法律规避行为的效力判断,不能局限于传统法学“一分法”或“二分法”的理论框架,而必须综合考虑三大因素进行判断:(1)规避的后果;(2)被规避的强制性规范的类型;(3)被规避的强制性规范的效率分析。

(二) 类型化的效力判断

基于上文类型化的分析,本文认为对于金融衍生品领域的法律规避现象,应该按照不同的规避类型予以不同的分析。

	规避即无效	
	监管成本	收益
规避市场准入	C1	P1
规避税收	C2	P2
规避信息披露	C3	P3

1. 规避市场准入的效力研究

对于规避市场准入的行为而言,首先分析其规避的后果。规避市场准入强制性规范后果有三个:其一,金融衍生品市场的参与者多于立法者预设的人数;其二,不符合准入的主体进入金融衍生品市场可能会损害投资者的利益;其三,基于金融衍生品对一国金融市场稳定性的重要性,不合格参与人者进入金融衍生品市场可能会损害到一国经济安全继而影响国家主权。简言之,更多的参与人进入衍生品市场有利亦有弊。“利”体现在竞争促使金融衍生品的价格趋向于合理的价位。在金融衍生品的生产、销售领域,存在着严重的垄断问题。根据美国财政部 2006 年公布的第二季度商业银行金融衍生品报告,美国最大的五家银行如摩根大通、花旗等,占全部美国 902 家银行金融衍生品总和的 97%,收入占 94%^①。打破金融大鳄对金融衍生品市场的垄断,势必要增加金融衍生品市场的参与者,降低金融衍生品市场的市场准入门槛。“弊”则表现为扩大参与人主体可能会损害到投资者以及国家利益。规避市场准入,导致一部分不具有准入资格的参与者进入市场,会损害到投资者的利益;同时,若外国投资者规避了本国关于限制或禁止外国投资者进入本国金融市场的强制性规定,会导致本国的金融安全受到影响。

其次,关于规避市场准入的强制性规范的性质。我国《合同法》根据强制性规范是否影响到社会公共利益,将其区分为效力性规范与管理性规范。对于市场准入的强制性规范而言,若其立法目的是为了维护国家利益,则应归于效力性规范;若立法只是出于纯粹的管理目的,即应归于管理性规范。违反管理性规范的后果并不影响合同的私法效力,但不排除行政上或刑事上的处罚;但是违反效力性规范的后否是否定其私法与公法的双重效力。

第三,关于市场准入的强制性规范的绩效分析。立法规范市场主体的目的在于两个,其一保护投资者的利益;其二维护国家利益。但是通过市场准入的规制保护投资者利益及国家利益的效果并不如立法者所设想的有效率。立法者必须付出昂贵的监管成本(包括审批、人员配置等成本),且监管的收益(效率)低下。例如,我国监管层在“南航认沽权证事件”后,暂停了有关证券机构的金融衍生品审批,而证券公司为了规避证监会的审批,借助信托公司的市场准入地位,推出大量证券机构与信托公司合作的“金融衍生品”。由此,对于市场准入型的规制效率,是值得反思的。

综之,对于资格型的法律规避行为而言,如遵循规避即无效的判断标准,即会导致监管者的监管成本 C1 大幅上升;对 P1 而言,如果资格型规避都趋于无效,将大幅度降低私主体参与金融衍生品交易的数量,从而 P1 的总体收益是下降的。本文认为,对于规避市场准入的行为,若没有影响到国家利益时,可承认其私法上的效力,同时予以行政处罚;若规避行为有可能损害到投资者利益时,由于准入规制本

①OCC’s Quarterly Report on Bank Derivatives Activities Second Quarter 2006,US Treasury Report.

身并不能很好地保护投资者利益,不妨认定其私法上的效力,并通过赋予投资者诉讼的权利予以解决;若规避行为损害到国家利益时,则应坚决否定其私法上的效力。

2. 规避税收

首先,规避税收的后果。避税的后果是国家税收的减少,但从整体看尽管金融衍生品交易遵循“零和博弈”的思路,对金融衍生品的出售者和投资者而言,出售或购买的过程能创造出盈余,例如:已有的经济学研究证明作为一种零和证券的互换能创造盈余^①。因此,对于国家收益而言,尽管税收上有所损失,但其整体收益并没有受到过大的影响。

其次,规避的强制性规范的性质。税法规范是强制性规范,且与国家利益息息相关。但是,实践中一般对避税行为,承认其私法上的效力而否认其公法上的效力,即合同效力不受影响但税务机关会在事后要求纳税主体予以补缴税收或者承担《刑法》上的责任。

第三,规避的强制性规范的绩效。税法是二次分配之法,以“公平”为宗旨;另一方面,税赋与市场参与者的利益不可分割,市场参与者利用税法漏洞的避税行为,凸显了税收立法、执法值得改进之处。

总之,对于税收型的法律规避行为而言,如遵循规避即无效的判断标准,监管者的监管成本 C2 将上升;而对 P2 而言,短期看监管者的税收增加了,但从长远看,P2 实际是下降了,因为其将大部分的货币互换拒之门外,使得企业无法运用比较优势理论进行盈利。本文认为,对于金融衍生品领域内的税收规避行为,可承认其私法上的效力,同时税务机关增强执法应对避税行为;税法在面对避税行为时,应予以积极的回应。

3. 规避信息披露

规避信息披露的直接后果是损害投资者的利益。金融衍生品交易的核心是信息披露,但衍生品的生产者、中介机构为了实现自身利益最大化,绕过信息披露的强制性要求,从而误导投资者做出选择。规避信息披露直接导致金融衍生品合同“显失公平”,从而合同无效。现代意义上的显失公平由两种基本因素构成:一方面合同的条件不合理地有利于一方而不利于另一方;另一方面在订立合同时没有作出意义的选择。前者被视为“实质性显失公平”,后者被视为“程序性显失公平”^②。规避信息披露一般为视为“程序性显失公平”,即剥夺了行为在订立合同时作出有意义选择(meaningful right)的权利。对于金融衍生品的生产商和中介机构而言,披露对其是一种很大的压力;其次,信息披露也是事后追责生产商及中介机构的重要证据。因此,规避信息披露的行为,与资本市场“信息披露”直接冲突,应坚决予以否定其私法效力。

其次,所规避的信息披露的强制性规范的类型。信息披露的强制性规则不仅仅关于投资者个人切身利益,更重要的是影响资本市场的今后发展。因此,各国的立法、司法实践都将信息披露规则视为效力型规范,规避信息披露的强制性规则在私法上无效,在公法上受到行政机关或刑事处罚。

第三,所规避的信息披露的绩效分析。信息披露的强制性规范是否具有效率,经济学的研究得出不同的结果。本文认为,信息披露是立法的宗旨,效率标准必须让位于投资者保护;此外,立法应通过改善立法技术以引导信息披露强制性规范的效率。

总之,对于信息披露型的法律规避行为而言,如遵循规避即无效的判断标准,监管成本 C3 会上升,且收益 P3 也会上升。对市场而言,信息透明是健康发展的前提,没有这一前提市场就会扭曲;规避信息披露的行为,与市场的核心理念背道而驰,严重损害了投资者的合法权益,公权力应予以严厉制止。因此,对于信息披露型法律规避而言,一律无效的判定标准既保障了市场的健康发展,又保护了投资者的合法利益。

四、结论:金融衍生品法律规避的法律政策建议

资格型规避的本质在于主体规避了行政审批,规避了市场准入制度。我们认为,立法要彻底杜绝资

①郎咸平:《公司治理》,社会科学文献出版社 2004 年,第 471 页。

②王军编:《美国合同法》,对外经济贸易大学出版社 2004 年,第 206 页。

格型规避行为有很大的难度,因为按照凯恩定理,只要有市场需求,就一定要有规避行为。我们换个角度思考,立法的目的是减少资格型规避行为,不一定要对市场准入制度予以严格化,相反的,可以建立保护投资者的相关制度以使资格型规避的消极效果最小化。

税收型规避更多表现为税收筹划,而且从整体上看,仍符合卡尔多-希克斯标准,国家的税收损失可以通过金融衍生品的收益获得补偿。因此,对于税收型规避,国家一方面应加强反避税执法力度,另一方面也应适时对税法予以修改。

信息披露型规避直接背离了资本市场的“三公”理念,严重损害了投资者的利益,执法部门、司法部门对这样的规避行为应予以严惩。同时,立法应加强信息披露的立法。我们建议,针对金融衍生品领域的信息披露法,要注重信息披露注重“质”,而非“量”。各个国家、地区对金融衍生品的信息披露立法已经有了诸多实践,但是普遍的趋势是信息披露注重“量”而非“质”^①。经济学的研究成果表明,过多的披露并非是好事。因此本文主张,对信息披露应遵从“质”优于“量”的原则。具体来说,可借鉴行为经济学的研究成果。对于利用信息披露的法律进行规避,立法提出“提供更多的信息”这个对策极其空洞,因为其并没有标明以什么方式提供信息^②。而行为经济学的解决方法是:(1)利用损失规避,即用损失而不是用收益来构造结果,可能会十分有效地改变行为;(2)利用显著性,生动的个人信息往往比统计证据来的更有效。这种信息具有极高的显著性,并且由于易得直观判断,人们倾向于对此有反应;(3)避免过度乐观的陷阱^③。以上三点对行为人规避信息披露的法律完善具有重大的意义。传统法学总是强调信息诚实披露,这样的规定更侧重技术性,对于公司而言只要披露就可以免责,但是我们看到在金融衍生品的生产过程,往往只是披露结果,利用法律规避手法,刻意避免提示风险、刻意用艰涩难懂的语言表述、刻意将投资收益扩大化,结果造成投资者的巨大损失。这样的规避行为应为立法所明文禁止,并予以严厉惩处。行为经济学的研究成果对立法打击这样的法律规避行为是一个很好的借鉴。

我们国家的金融衍生品市场刚刚起步,一方面我们不能因金融危机而扼杀了金融创新,但同时我们必须对金融衍生品中的法律规避行为予以正确对待。对于金融衍生品领域内的法律规避行为,既要关注金融衍生品“天使”的一面,又不能忽视其“恶魔”的一面。

■作者简介:孙琳玲,中山大学法学院博士生;广东 广州 510006。

■责任编辑:车 英

①关于各国信息披露法的比较研究,可参考:“场外金融衍生产品市场监管问题研究”课题组著:《场外金融衍生产品市场监管国际经验与中国实践》,中国金融出版社2009年。

②凯斯·R.桑斯坦:《行为法律经济学》,北京大学出版社2006年,第32~33页。

③凯斯·R.桑斯坦:《行为法律经济学》,第56~57页。