

美国的次优选择:对纯投机衍生品的 适度监管

[美]蒂莫西·E.林奇*著

李铭** 余治志***译

摘要:纯投机衍生品(PSD)尽管可以促进价格发现和提供套期保值者的流动性,但基于公共政策考虑,除非法律允许赌博娱乐,PSD 合约是无效的。PSD 在美国是合法的、可执行的。《商品交易法》和《多德—弗兰克法案》间接解决了 PSD 带来的风险,这些政策包括增加结算要求,增加资本金和保证金要求,要求信息报告等。但这些措施并没有消灭 PSD 带来的问题。应当在《商品交易法》的授权范围内,允许法院和联邦监管机构对 PSD 交易加强监管,对其符合社会利益的部分予以许可。

关键词:纯投机衍生品 适度监管 次优选择

* 密苏里堪萨斯城大学法学院副教授,本文被评为2014年度密苏里堪萨斯城大学法学院最佳论文。本文为节选翻译。

** 法学博士,中国证券监督管理委员会期货监管部干部。

*** 中国证券监督管理委员会贵州监管局干部。

衍生品是一种射幸合同，^[1]在交易双方中，其中一方的收益来源于出现合同约定的一个（或一组）外在的、将来的、不确定的事件、价值以及其他数值的结果；其中一方所希望的结果一定与另一方所希望的结果相反。^[2]基于这些特点，通常所说的“保险”合同和“赌博”合同事实上都是衍生品。^[3]衍生品可以被交易者用于对冲已经存在的风险或仅仅用于投机。事实上，使用衍生品对冲风险通常被认为是其存在

[1] 射幸合同可以被定义为“至少一方的履行取决于有关各方无法控制的某些不确定事件的合同”。Black's Law Dictionary 366 (9th ed. 2009)。“射幸”原指拉丁语的赌博者，“赌博者”本身即来源于拉丁语的隐喻，意即“掷骰子”。See Edwin W. Patterson, *Hedging and Wagering on Produce Exchanges*, 40 YALE L. J. 843, 852 n. 31 (1931) (“在本文中‘下注’即指在一个射幸合同中不以保障任何一方免于外来利益损失为目的的行为”)。

[2] Timothy E. Lynch, *Derivatives: A Twenty-first Century Understanding*, 43 LOY. U. CHI. L. J. 1, 28-30 (2011) (hereinafter Lynch, *Twenty-First Century Derivatives*). 这并不是衍生品的通常定义。金融衍生品通常被描述为：“一种金融工具，其价值取决（或衍生）于其他更基础的标的变量的价值。”参见 John C. Hull, *Options, Futures, and Other Derivatives* 1 (7th ed. 2009)。但是，关注衍生品价值是其他一些功能的事实的定义不能令人满意地捕捉衍生品的性质和范围。这些传统定义的含义不尽如人意，因为它们通常不能充分强调衍生品的基础发展到可能包括任何指标或任何事件的事实。从理论上说，“任何可以量化和客观验证的东西都可以作为衍生品的主题”。参见 Mark A. Guinn & William L. Harvey, *Taking OTC Derivative Contracts as Collateral*, 57 BUS. LAW 1127, 1129 (2002)。这些传统定义也过于包容，因为它们没有提供真正的识别特征，也没有真正了解金融衍生产品的性质。要寻求一个理解衍生品合约本质的分析框架，可参见 Lynch, *Twenty-first Century Derivatives*, supra。值得注意的是，在美国有关衍生品监管最重要的法律中经常使用“衍生品”一词，却并不对其予以定义。参见 infra Part I. B。

[3] Lynch, *Twenty-first Century Derivatives*, supra note 2 (通过识别衍生品的本质特征来发展该定义)；也可参见 Thomas Lee Hazen, *Disparate Regulatory Schemes for Parallel Activities: Securities Regulation, Derivatives Regulation, Gambling, and Insurance*, 24 ANN. REV. BANKING & FIN. L. 375 (2005) [hereinafter Hazen, *Disparate Regulatory Schemes*]；Thomas Lee Hazen, *Rational Investments, Speculation, or Gambling? —Derivative Securities and Financial Futures and Their Effect on the Underlying Capital Markets*, 86 NW. U. L. REV. 987 (1992) [hereinafter Hazen, *Rational Investments, Speculation, or Gambling?*]；Lynn A. Stout, *Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*, 1 HARV. BUS. L. REV. 1, 6 (2011) [hereinafter Stout, *Origin of the Credit Crisis*]；Lynn A. Stout, *Insurance or Gambling? Derivatives Trading in a World of Risk and Uncertainty*, 14 BROOKINGS REV. 38 (1996) [hereinafter Stout, *Insurance or Gambling?*]。

的最重要原因和对社会最重要的价值。而 PSD 则并非用于对冲已经存在的风险的那类衍生品,简单说,PSD 几乎就是赌博。〔4〕

PSD 合约是零和交易,因为没有增加或减少两个对手之间总体的经济财富。除非用于娱乐设施,由于 PSD 对总体的社会财富的破坏性,其在经济上是不合理的交易。它会对社会造成显著的负外部性:(1)给交易对手的利益相关者造成不必要的风险;(2)增加系统性风险;(3)为监管套利提供途径;(4)占用实体经济的资金和其他资源;(5)可能造成严重的利益冲突和更多的道德风险。可以说,〔5〕只有有限的 PSD 交易产生正外部性,主要是价格发现的形式和为套期保值者提供流动性,但其价格发现功能和提供流动性的程度仍有争议。总之一句话,除非在有限的场合下,PSD 不应当被鼓励和执行。根据衍生品合约的特性和是否应该被执行,本文提出了一些监管安排的建议。围绕理解衍生品概念的最相关分类及其对经济的影响,监管安排上可以将衍生品分为三类:(1)套期保值者对套期保值者的衍生品;(2)套期保值者对投机者的衍生品;(3)投机者对投机者的衍生品,如 PSD。〔6〕

监管方案最突出的特点在于,PSD 原则上是无效和没有法律规制的。但如果监管者能对其娱乐功能(如赌博)作出例外规定,或促使其

〔4〕 或者换两个词,下注或赌博。参见 Stout, *Origin of the Credit Crisis*, supra note 3, at 6 (宣称所有的衍生品都是“下注”); *Proceedings of the 2011 Annual Symposium: Regulatory Reform and the Future of the U. S. Financial System: An Examination of the Dodd - Frank Regulation: Panel 1: Derivative Regulation*, 7 N. Y. U. J. L. & BUS. 439, 443(引用艾伦·雷希夏芬,瑞银集团某下属机构的总经理的话来说,衍生品就像“赌注”,尽管其随后就改口说,“我不喜欢用这个词,因为这么做是为了谋生,但……”);也可参见 Lynn A. Stout, *Uncertainty, Dangerous Optimism, and Speculation: An Inquiry into Some Limits of Democratic Governance*, 97 CORNELL L. REV. 1177, 1195 (2012) [hereinafter Stout, *Dangerous Optimism*] (认为基于分歧的投机交易是一个可预见的市场失灵)。

〔5〕 Eric A. Posner & E. Glen Weyl, *An FDA for Financial Innovation: Applying the Insurable Interest Doctrine to the Twenty - first - century Financial Markets*, 107 NW. U. L. REV. 1309 (2013) (“赌博能提供有关市场价格的信息可能有一定辅助效益。但它绝大多数是负和活动,总的来说,损害了参与者的利益,也可能通过增加经济系统性风险而产生负面的第三方效应”。

〔6〕 回想一下,如上文所讨论的,一方或双方都是套期保值者或投机交易者的一个衍生品合约可以被分拆为两个或更多独立合约去执行或不执行。

正外部性明显大于负外部性,PSD 应当予以豁免。同时,衍生品市场是全球性的,金融市场的参与者“可以购买法律,就像他们购买其他商品那样”。〔7〕因此,任何积极有效的监管方案都应该具有国际视野。

一、概述

美国的衍生品监管涉及多个州和联邦法律以及许多州和联邦机构的行政和监管职能。衍生品首先受《商品交易法》监管,〔8〕此外还有其他一些法律,包括《证券交易法》的特定条款、〔9〕《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法》、〔10〕联邦和州的赌博法、联邦和州的银行法、州保险法以及来自 CFTC、美国证监会 (SEC)、美国财政部、美联储、各州和联邦银行及保险监管机构的监管规则。〔11〕

这种大杂烩的监管框架部分反映了衍生品变革的历史,首先出现的是个人之间的赌博游戏,到为承担同样风险的人们设立保险公司,再到生产者 and 消费者出于对冲风险的目的而在某些农产品上达成简单的期货、期权合约。它的发展遵循了三个不同路径,我们可以通俗概括为:(1)“保险”;(2)“游戏”(或“赌博”如赌场赌博、赛马赌博、体育赌博、彩票等);(3)“金融衍生品”。每种路径的演变经过,都发展和提供了不同的衍生品合约形式,以及不同的监管方式。

许多法规,特别是规制那些我们一般不认为是保险或赌博的衍生品的法规,如《商品交易法》和《证券交易法》等,后来也发生变化,修改、删除或增加,每一次修改都伴随着衍生品行业的不断演变和发展,包括不断出现的新的名称、新的形式和新的属性以及时常出现的逃避

〔7〕 Erin A. O'Hara & Larry E. Ribstein, *The Law Market* 3 (2009).

〔8〕 7 U. S. C. § 1-27f (2012).

〔9〕 15 U. S. C. § 78a-78pp (2012).

〔10〕 *Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. No. 111 - 203, 124 Stat. 1376 § 619, 716 (2010) at 34 [hereinafter *Dodd - Frank Act*].

〔11〕 联邦衍生品立法程序受到国会各委员会的监督,主要包括参议院农业、营养和林业委员会以及众议院农业委员会。

最新版本的法律监管控制。以《商品交易法》为例,最初以1922年《谷物期货法》的形式出现只对小麦、玉米、燕麦、大麦、黑麦、亚麻和高粱七种谷物期货进行监管,^[12]并没有提及其他农产品期货或关联证券、能源、气候、外汇或恐怖事件的衍生品,更不用说包括传统的保险产品、赌场和其他赌博活动了。其也没有提及期权合约、互换以及“合成型担保债权凭证”。

换句话说,美国的衍生品监管体系是不连贯的。它没有形成一个完整的体系,往往出现不合逻辑和不一致的情况。年复一年,它把监管规则的碎片拼凑在一起,用以满足时代发展的关注问题。“这样的结果,使目前的衍生品监管体系经常出现混乱、缺乏完整性、相互矛盾、存在重大问题需要解释、无法致力于衍生品创新,甚至有时是非理性和不可理解的。”^[13]美国监管制度并不像上一节中介绍的整体框架中的任何一种。因此,在细节上理解和表述美国衍生品监管的整体框架无论如何都是一个望而生畏的任务,而且也超出本文讨论的范围。

而关于PSD的监管,美国衍生品法方面有一些明确的规定。例如,保险业不允许在其衍生品法律范围内发售PSD。保险合同应该是一个可执行合约,该合约规定保险公司根据一些未来意外事件的发生赔付,保险公司的交易对手必须对冲已经存在的风险。或用保险业术语来说,你必须有一个“保险利益”才能投保。^[14]这就是保险业的衍生品监管政策的体现。

同样清楚的是,依照赌博业法规,不仅PSD允许和可执行,而且存在以培育PSD特定品牌为目的的赌博业和赌博法规。^[15]因为对赌博业的严格监管,所以,赌博法学者Champion和Rose写道,“没有任何行业如同合法赌博业一样在美国受到严格监管,包括核电站”。某种程

[12] The Grain Futures Act, 7 U. S. C. § 1 - 17 (1922) [substituted by Commodity Exchange Act of 1936, ch. 545, 49 Stat. 1491 (current version at 7 U. S. C. § 1 - 27f, 2012)].

[13] Lynch, *Twenty-first Century Derivatives*, supra note 2, at 13.

[14] Kenneth S. Abraham, *Insurance Law and Regulation* 78 - 86 (5th ed. 2010); William T. Vukowich, *Insurable Interest: When It Must Exist in Property and Life Insurance*, 7 WILLAMETTE L. J. 1, 1 - 11 (1971).

[15] Walter T. Champion, JR. & I. Nelson Rose, *Gaming Law In A Nutshell* (2012).

度上，^[16] 赌博业在法规上提供了对娱乐性 PSD 的明确许可，赌博业中的衍生品法规也是如此，都反映了这里提出的监管方案。

因此，本文接下来将聚焦于金融衍生品监管，特别是针对 PSD 的部分，它们包含在《商品交易法》、《多德—弗兰克法案》和《证券交易法》的一些内容。《商品交易法》作为联邦法律监管了大部分我们通常理解的衍生品。^[17] 但《商品交易法》并不规范我们通常理解的保险，^[18] 也不监管我们通常理解的赌博（或游戏）。尽管该法中存在大量条款对以证券为标的的衍生品进行规定，对证券衍生品的联邦监管占了大部分，但并不排除《证券交易法》的监管适用。^[19] 《多德—弗兰克法案》对《商品交易法》进行了重要修改。由于《多德—弗兰克法案》是最近国会试图与我们的监管机构就衍生品进行争论的产物，其包括了一些与《商品交易法》无关的内容，《多德—弗兰克法案》也涵盖了这些讨论。

二、《商品交易法》和《多德—弗兰克法案》

1922 年，国会通过了《谷物期货法》。1936 年，国会修改了这一法案，并将其更名为《商品交易法》。自 1936 年以来，国会已经对《商品

[16] 同上注，at 42.

[17] 有关“衍生品监管”最受欢迎的美国法律著述主要是有关《商品交易法》和商品期货交易委员会规章的论著。参见 Philip McBride Johnson & Thomas Lee Hazen, *Derivatives Regulation* 28–29 (2004)。

[18] 事实上，《商品交易法》认为，“互换一是不应被视为保险；二是不得像保险合同一样由任何州法加以监管”。7 U. S. C. § 16(h) (2012)。

[19] 对于发达的证券类衍生品行业，监管权配置还没有法定化方向。商品期货交易委员会和证监会这两个机构原本是为了规范以前被理解为两个不同的金融世界，一个对农产品期货进行监管，而另一个则是对证券市场采取监管行动。1982 年，根据“夏德—约翰逊协议”，这两个委员会就如何分配监管权达成了一致。该分配方案已经大部分编入《商品交易法》和《证券交易法》，所以到目前为止，证监会具有监管证券衍生品的主要权力，而商品期货交易委员会则有权对其余衍生品包括宽基证券指数衍生品进行监管。证券、银行产品和具有嵌入式衍生品成分的合约也存在类似的监管不确定性。

交易法》修改了至少 13 次,甚至更多,最近的修订是《多德—弗兰克法案》。^[20] 需要提及的修改包括 1974 年《商品期货交易委员会法》,根据该法,^[21] 国会设立了 CFTC 这一独立的联邦监管机构用以执行《商品交易法》和下位的监管规则。CFTC 拥有执法权,除了某些例外产品,对所有期权、互换以及用于未来交割的商品交易合约进行监管,不严格地说,涵盖了“在任何交易板块、交易所或市场上交易或执行”的所有衍生品。^[22] 例外在于,某些以证券为标的衍生品由 SEC 监管,能源产品、外汇以及某些其他衍生品则属于传统保险行和赌博业的范围。^[23]

有必要介绍一些《商品交易法》和《多德—弗兰克法案》中使用的一些术语,以及这些术语如何与本文有关。首先,除了作为两个实体作为一个设施的概念——“衍生品清算组织”^[24] 和“衍生品交易执行设施”^[25]——《商品交易法》使用“衍生”一词只有两次,但都没有定义它。^[26] 相反,《商品交易法》采用不同条款试图定义不断增加的衍生品家族,从很多年前的 1922 年《谷物期货法》(在“衍生”一词用于金融意

[20] 《商品交易法》已经在 1936 年、1968 年、1974 年、1978 年、1983 年、1992 年和 2000 年大幅修改(根据《商品期货现代化法案》以及 2010 年《多德—弗兰克法案》)。参见 *History of the CFTC: US Futures Trading and Regulation Before the Creation of the CFTC*, U. S. Commodity Futures Trading Commission, http://www.cftc.gov/About/HistoryoftheCFTC/history_precftc (last visited Oct. 24, 2014)。

[21] Commodity Futures Trading Commission Act, Pub. L. No. 93 - 463, 88 Stat. 1389 (1974).

[22] 7 U. S. C. § 2(a)(1)(A).

[23] 商品期货交易委员会没有那些衍生品或股票的管辖权,其管辖权被授予了其他适合的联邦监管机构(如证监会、美联储、财政部、联邦能源监管委员会)。

[24] “衍生品清算组织”是《商品交易法》中的一个定义术语,但没有任何的所谓“衍生品”相关的定义。7 U. S. C § 1a(15)。

[25] “衍生品交易执行设施”在《商品交易法》中不是一个定义术语,但在(经修订的)《商品交易法》中使用了 80 次以上。但作为 2000 年《商品期货现代化法案》的产物,自从《多德—弗兰克法案》删除了《商品交易法》部分内容,如规定交易所可以登记为“衍生品交易执行设施”的程序,以及衍生品交易执行设施的运作规则后,“衍生品交易执行设施”就不再是一个合法组织或存在实体了。参见 *Commodity Futures Modernization Act*, Pub. L. No. 106 - 554, § 111 (2000); *Dodd - Frank Act*, *supra* note 10, § 734(a)。

[26] 7 U. S. C. § 1a(33)(D), 2(h)(7)(C)(iii).

义上之前就制定了)到目前的后《多德—弗兰克法案》版本^[27]——通过法条修改已经积累了大量定义。例如,《商品交易法》中列举了以下衍生品类型:(1)用于未来交割的交易;^[28](2)一种未来交割的商品销售合约;^[29](3)用于未来交割的合约;^[30](4)期权;^[31](5)一种具有的协议、合约、交易特征的或一般被认为包括期权、优先权、出价、要价、买入、卖出、预付款保证、拒绝保证的交易;^[32](6)互换;^[33](7)任何未来交割商品销售合约(或这种合约的期权,或任何商品期权)或任何互换”。^[34]

这些术语中,只有“期权”和“互换”进行了定义,但奇怪的是,“期

[27] 似乎在 20 世纪 80 年代之前,并没有广泛使用的术语来描述我们今天归为衍生品的东西。参见 John C. Cox & Stephen A. Ross, *A Survey of Some New Results in Financial Option Pricing Theory*, 31 J. FIN. 383, 383 (1976) (指“衍生金融资产”和“衍生资产”); Saul Hansell, *Derivatives as the Fall Guy: Excuses, Excuses*, N. Y. TIMES, Oct. 2, 1994, at 31 (其于 1994 年指出“衍生品”一词是“由华尔街和伦敦的金融工程师在几年前创造的”)。该作者及其研究助手在 1987 年之前的《纽约时报》档案中未能找到“衍生品”(在其经济意义上)的使用痕迹。参见 Burton G. Malkiel, *Business Forum: Big Moves, New Instruments; But Markets Only Seem More Volatile*, N. Y. TIMES, Sept. 27, 1987, at 33 (使用“衍生品”一词来讨论证券市场)。

[28] 7 U. S. C. § 6(c)(1)。“未来交割交易”这一短语最初是由 1922 年《谷物期货法》引入到《商品交易法》中的。The Grain Futures Act, 7 U. S. C. § 1 - 17 (1922) [substituted by Commodity Exchange Act of 1936, ch. 545, 49 Stat. 1491 (current version at 7 U. S. C. § 1 - 27f, 2012)], § 5(b)。《谷物期货法》也使用这样的短语,即“用于未来交割的谷物销售合约”。同上注, § 4。

[29] 参见示例 7 U. S. C. § 1a(12)(A)(i)(I), 2(c)(2)(C)(iv), 2(c)(2)(D)(iii), 6(b)(2)(A)。

[30] 示例同上注。§ 12b。

[31] 示例同上注。§ 1a(36)。

[32] 示例同上注。§ 1a(36); § 2(a)(1)(A), 2(a)(1)(C)(ii), 2(a)(1)(D)(i), 6c(b), 13(c) - (d)。

[33] 示例同上注。§ 1a(47)。

[34] 示例同上注。§ 25(a)(1)(B)。《商品交易法》还根据其标的资产的性质定义和提出了某些特定类别的衍生品,如“外汇远期”、“外汇互换”、“证券期货”、“证券期货产品”和“基于证券的互换”。同上注。§ 1a。对这些衍生品而言,其资产标的是外汇、债券、股票、窄基证券指数或其他证券相关产品。同上注。

权”定义存在同义反复,[35]而且“互换”[36]定义中也包含了“期权”以及反复出现的各种“互换”[37]和任何“属于或未来成为协议、合约或交易的,一般被认为互换的交易”。[38]“互换”也被定义为包含了其他衍生品、事件衍生品[39]和远期合约的广阔空间。[40]“互换”的定义排除了“任何未来交割商品销售合约”,[41]而依据 CFTC 规则“互换”的定义显然排除了一般认为的保险合约。[42] (CFTC 规则将“互换”定义为我们所知道的赌博无关的合约)

尽管“用于未来交割商品销售合约”的概念没有定义,但[43]“商品”被定义为“所有……货物和物品……以及所有目前或将来处理的用于未来交割合约中的服务、权利、利益”。[44]“互换”的定义也部分

[35] 同上注。§ 1a(36) (“‘期权’一词指的是一种协议、合同或交易,它具有‘选择权’‘特权’‘补偿’‘出价’‘要约’‘买入’‘售出’‘看涨担保’‘看跌担保’等众所周知的交易特征。”)。讨论一个东西是否是“期权”,可能它确实是旨在未来交付商品的销售合约,但在《商品交易法》下也被认为是一种合法的“用于期货交割的商品合约”。参见 John H. Stassen, *The Commodity Exchange Act in Perspective: A Short and Not-so-reverent History of Futures Trading Legislation in the United States*, 39 WASH. & LEE L. REV. 825, 836-43 (1982)。

[36] 7 U. S. C. § 1a(47)(A)(i)。

[37] 同上注。§ 1a(47)(A)(iii)。

[38] 同上注。§ 1a(47)(A)(iv)。加上商品期货交易委员会监管中进一步定义了“互换”一词,额外使用了1450个单词。17 C. F. R. § 1.3(xxx) (2014)。

[39] 7 U. S. C. § 1a(47)(A)(ii)。

[40] 同上注。§ 1a(47)(A)(iii)。

[41] 同上注。§ 1a(47)(B)(i)。从“互换”的定义中明确排除了“任何商品的未来交割合约”,这一点尤为奇怪,因为在金融学者看来,互换在功能上就是一系列的远期合约。(期货仅仅是交易所交易的远期合约。)参见 Mark Jickling, Cong. Research Serv., IB97040, *Futures and Derivatives: Commodity Exchange Act Amendments 8* (1998); Chance & Brooks, *supra* note 22, at 405.

[42] 17 C. F. R. § 1.3(xxx)。

[43] “期货交割”也被定义,但仅仅是通过描述它不是什么来进行定义。7 U. S. C. § 1a(27) (“期货交割”一词不包括任何现货商品的延期销售或交付)。“证券期货”“证券期货产品”以及“基于证券的互换”是指期货、期权、互换等,其标的资产是一种债券、股票或窄基证券指数,主要衍生于由证监会(而非商品期货交易委员会)监管的商品。同上注。§ 1a(42), (44)-(45)。

[44] 同上注。§ 1a(9)。奇怪的是,洋葱和电影票房收入被明确地排除在“商品”的定义之外。同上注。

涉及了“商品”。^[45]“商品”的扩张性定义^[46]结合“互换”以及“用于未来交割的商品销售合约”的定义可以使我们得出结论，“互换”以及“用于未来交割的商品销售合约”的集合也许《商品交易法》定义的东西，它最接近的意思就是本文所定义的衍生品，尽管两者也并不完全一致。^[47]

《多德—弗兰克法案》中大大增加了联邦监管机构监管的场外衍生品，并设定了广泛的监管规定，旨在限制由衍生品造成的系统性风险，《多德—弗兰克法案》使用“衍生品”（或它的其他表述形式）一词大约四十次。但《多德—弗兰克法案》却从未定义过这个词。^[48]

[45] 同上注。§ 1a(47)。

[46] 为探讨《商品交易法》中“商品”的定义及其潜在的意义（包括其中的歧义），参见 Philip McBride Johnson & Thomas Lee Hazen, *Derivatives Regulation* 7–12 (2004)。

[47] 参见 Stout, *Origin of the Credit Crisis*, supra note 3, at 33（可认为一定程度上，对“互换”的定义只是《商品交易法》上有关衍生品的另一个标签）。

[48] 《多德—弗兰克法案》中，仅“衍生品”一词就使用了至少 14 次。Dodd – Frank Act, supra note 10, § 171(b)(7)(B), 619, 716(m), 719(b), 721, 723, 975(e), 977(b), 989(a), 989(e), 1502(e). Section 719(b) of the Dodd – Frank Act uses the terms “financial derivatives”, “complex derivatives”, “complex financial derivatives”, “derivatives contracts”, “derivatives markets”, and “derivatives industry” once each, and “derivative contracts” three times. Additionally, “financial derivatives contracts” is used once [in Section 803(7)], “derivative products” is used three times (in Section 718), “derivatives markets” is used a second time [in Section 210(c)], and “derivative markets” is used twice (Section 750). Sections 608–14 use the term “derivative transactions” ten times. Section 610(a) does attempt to define the term “derivative transactions” for use in Section 5200(b) of the Revised Statutes of the United States [12 U. S. C. 84(b)], but its definition is merely a non – exhaustive list of particular transactions.

但《多德—弗兰克法案》要求商品期货交易委员会和证监会对“要求在衍生品行业中采用标准化的计算机可读算法描述复杂和标准化的金融衍生产品的可行性进行联合研究”。参见 Dodd – Frank Act, supra note 10, § 719(b)(1)。《多德—弗兰克法案》还要求：“研究还包括算法描述与标准化和可扩展的法律定义在何种程度上可以作为具有约束力的衍生品合约的法律定义”。同上注。§ 719(b)(2)。这项研究始于 2011 年，结果则如所预料的令人失望，很大程度上是因为研究参与者坚持传统的（难以令人满意的）描述形式——衍生品是“其价值衍生于标的资产（如商品、股票、债券或贷款）、指数、相关数值（如利率或汇率）的合约”——而未能发展出更准确、可扩展或相关的法律定义。Staff of The U. S. Sec & Staff of The Commodity Futures Exch. *Comm’n, Joint Study on The Feasibility of Mandating Algorithmic Descriptions of Derivatives* 6 (2011), 参见 <http://www.sec.gov/news/studies/2011/719b-study.pdf>。如果没有一个有约束力的法律定义或一个基础性的定义，我认为我的定义是一个可扩展的法律定义。

《商品交易法》中采用了不同的术语来描述关于衍生品的各种下位概念划分,本文在讨论《商品交易法》监管时将在宽泛的意义上理解“衍生品”,但在必要时将使用更为精确的概念(如“互换”或“期货”)。

同时,《商品交易法》和《证券交易法》对关联证券的衍生品和不关联证券的衍生品也作了区分。如存在“基于证券的互换”和“互换”两种概念。^[49]《商品交易法》这样做是因为监管当局认为,基于个别证券和窄基证券指数的衍生品(以及这些衍生品的市场参与活动)的监管一般是属于 SEC,而不是 CFTC。由于各方的监管规则大部分是相似的,为便于理解,本文一般不对基于证券的衍生品和非基于证券的衍生品进行划分。因此,除非特别说明,本文将使用非证券产品指代包括证券相关衍生品和非证券相关衍生品。例如,“互换”就应当被理解为包括“互换”(《商品交易法》的定义)和“基于证券的互换”(《商品交易法》的定义)。^[50]

最后,以下有关《多德—弗兰克法案》的大部分讨论是与《商品交易法》修改相关的。尽管许多有关《多德—弗兰克法案》新监管政策的评论,被称为“多德—弗兰克”式监管,但在这里他们大部分被归于《商品交易法》的条款而被称为《商品交易法》条款;《多德—弗兰克法案》中也有一些与衍生品相关的规定没有纳入《商品交易法》的修改,我将以《多德—弗兰克法案》条款指代他们。

详细描述《商品交易法》和《证券交易法》有关衍生品监管超出了本文的范围。但一般来说,他们监管衍生品主要通过要求衍生品进入受监管的交易所进行交易,除非在涉及机构投资者或其他复杂、富有企业交易等一些特殊情况。在《多德—弗兰克法案》出台之前,机构投资者和其他复杂、富有企业可以有机会参与场外衍生品合约交易,这些交

[49] 7 U. S. C. § 1a(42), 1a(47)。《商品交易法》也涉及“证券期货”和“证券期货产品”。同上注。§ 1a(44) - (45)。

[50] 正如《商品交易法》的定义,“基于证券的互换”不是“互换”的子类,尽管一些“基于证券的互换”(如“混合互换”)是“互换”。同上注。§ 1a(42)。

易通常发生在交易所监管和大部分 CFTC 监管之外。^[51]《多德—弗兰克法案》的中心思想就是通过立法和设计鼓励场外衍生品^[52]尽可能去交易所和结算所交易的金融机制,全面规范这些不受监管的衍生品。以下将详细讨论,构建监管框架,将实体在进行场外衍生品合约交易时,有大量的机会逃避交易所和 CFTC 监管。《多德—弗兰克法案》的中心思想全面规范这些希望通过法律和金融监管机制漏洞,尽可能多地进行了场外交易而逃避监管的衍生品交易行为。^[53]下面将更详细地论述,推动越来越多的衍生品进入交易所(以标准化合约的形式)和清算所将有助于减少交易对手风险和方便对交易信息的报告和分析。这将有希望减少系统性风险。

三、纯投机衍生品的合法性和可执行性

本节讨论的是《商品交易法》下 PSD 的合法性和可执行性。在大

[51] 例如,大量不受监管的衍生品被允许在所谓“衍生品交易执行设施”交易,不受“交易所”管理,也排除在“电子交易设施”之外。同上注。§ 2(e), 7a, 7a-3 (repealed 2010)。大量的衍生品交易规避了《商品交易法》上绝大多数条款的规定。参见示例同上注。§ 2(d) (规定衍生品交易豁免)。也有一些标的资产被称为“豁免商品”。同上注。§ 1a(20)。机构投资者和其他富有经验且富裕的实体可以参与豁免商品的衍生品交易,它们大部分在《商品交易法》和商品期货交易委员会监管之外。同上注。§ 2(h)。

[52] 有趣的是,《多德—弗兰克法案》并没有定义“场外”衍生品,而《商品交易法》也没有相关定义。但《多德—弗兰克法案》Subtitle A of Title VII 题为“场外互换监管”。

[53] Press Release, U. S. Dept of the Treasury, *Administration's Regulatory Reform Agenda Reaches New Milestone; Final Piece of Legislative Language Delivered to Capitol Hill* (Aug. 11, 2009), 参见 <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg261.aspx>。《多德—弗兰克法案》将“互换”一词引入了《商品交易法》,而《多德—弗兰克法案》的衍生品条款大部分用以规范“互换”。此外,《多德—弗兰克法案》有关互换监管的规定一般不适用于外汇互换协议,除非他们“与美国的商业活动有直接和重要的联系,或影响到美国的商业利益”,或企图为逃避美国的监管。7 U. S. C. § 2(i)。

多数州的,普通法认为赌博协议是无效的。^[54]一些州的法律也有同样的规定。^[55]但在联邦层面,《商品交易法》就取代了州法。但不确定的是在多大程度上前者取代后者。这种不确定的发生有一些原因,最重要的在于:(1)赌博;(2)保险;(3)《商品交易法》监管的其他交易(未来交割合约、期权、互换等)具有潜在相似性。为了确认哪些 PSD 可被执行、哪些不能执行,有关《商品交易法》中衍生品范围的确切轮廓必须被确定。甚至在《商品交易法》有关衍生品范围澄清之后,不确定性仍然存在,因为《商品交易法》取代州法的性质和程度依旧不够清晰。一些问题还需要明确。

首先,《商品交易法》从未声称 PSD 是无效。事实上,《商品交易法》从没有将一种衍生品定义为 PSD。

第二,所有的衍生品(包括所有的 PSD)进入任何 CFTC 监管的交易所或由《商品交易法》和 CFTC 规则特别豁免的交易场所,看起来都是可执行的。《商品交易法》设置的基本监管框架在于衍生品交易应被要求和鼓励在受监管的交易所内执行。在 PSD 上对州法的取代和交易所执行的强制性交易方式似乎也应遵循与普通衍生品同样的要求。通过提供这一机制,衍生品包括 PSD 可以被设计和执行,《商品交易法》似乎允许 PSD 交易,尽管存在州赌博法上的无效规定。

此外,《商品交易法》第 16(e)(1)条指出,“《商品交易法》上……对任何商品、产品、权利、服务或利益的交易或涉及以上交易……都不得被任何联邦或州的法律规定所废除或代替……那是注册企业或交易

[54] Walter T. Champion, JR. & I. Nelson Rose, *Gaming Law in A Nutshell* (2012), at 10-17。一些州通过立法宣布某些特定类型的衍生品不是赌博。参见示例 MINN. STAT. § 609.75, subd. 3(2) (2014) (“以下并非赌博……有关证券或其他商品未来数值的买卖合同”)。

[55] 一般认为优先将采取“明示”优先与“冲突”优先两种形式之一。冲突优先本身一般被理解为采取“领域”优先和“阻碍”优先的两种形式之一。(美国宪法上在处理联邦和州的法律冲突时,往往依据明示优先和冲突优先规则,前者只发生在明确遵从国会意图的联邦法优先于州法,后者指若当事人无法遵从州法和联邦法的要求则联邦法优先。冲突优先包括联邦法在与州法相冲突的领域优先和州法不得阻碍联邦法实施两种情形——译者注)参见 Caleb Nelson, *Preemption*, 86 VA. L. REV. 225, 225-29 (2000)。

豁免设施无法参与或受到监管的”。^[56] 尽管这条没有明确说《商品交易法》确实取代了州法或联邦其他法律在任何有关企业注册或交易豁免设施进行交易或受到监管,但结合《商品交易法》的对象、目的和范围,法条的合理含义就是存在取代关系。^[57] 因此,任何州或联邦的法律试图宣布交易所交易的 PSD 是无效的规定(包括普通法对不同合约的否定),都将被取代。^[58]

然而,《商品交易法》第 16(e)(2) 条中列出了一个名单,对任何州或当地法律中关于禁止或监管赌博或运营对赌公司的规定进行了废除或取代。^[59] 而“在任何有关企业注册或交易豁免设施进行交易或受到监管”的交易则不在其列。^[60] 换句话说,如何这些取代规定存在,它是

[56] 7 U. S. C. § 16(e)(1)(B)(i) (补充强调). 注册实体的定义包括注册交易所(如“指定的……合约市场”)、“互换交易设施”,注册清算所(如“衍生品清算组织”)以及“互换数据存储库”。同上注。§ 1a(40)。出于方便和可读性,本文所说的合约是指在任何注册实体或受豁免交易所按“交易所执行”的合约。

[57] 参见 *Dickson v. Uhlmann Grain Co.*, 288 U. S. 188, 198-99 (1933), 挑战了这个逻辑[although pre-dating the enactment of Section 16(e)(1)] [“《谷物期货法》没有取代《密苏里法》有关谷物期货赌博非法的通用规定……联邦法律宣布,除非遵守规定的条件,否则未来交付的谷物合约是违法的。它没有规定,如果这些条件符合合同或其产生的交易,应为有效。其目的不在于验证任何交易。关于国会在远期合同方面的争论,也没有任何根据,而且所有通过州立法以任何方式处理这一问题的必要性都被取消了……国会表示如果它的规制符合(要求),不打算审批所有的期货交易……《密苏里反赌博法》无法与联邦法律相抵触”]。参见 Donald A. Campbell, *Trading in Futures Under the Commodity Exchange Act*, 26 GEO. WASH. L. REV. 215, 252-53 (1958) (表明迪克森法院限制非交易所交易的期货,并认为《商品交易法》优先于州反赌博法上有关场内期货的规定); Telford Taylor, *Trading in Commodity Futures—A New Standard of Legality?*, 43 YALE L. J. 63, 102 (1933) (不同意迪克森法院,并认为有关《谷物期货法》中关于场内交易合约的规定优先于州反赌博法)。但参见 Nelson, Caleb Nelson, *Preemption*, 86 VA. L. REV. 225, 225-29 (2000), at 260 (认为州法上的优先原则应被忽视“如果,只是如果,它违反了由联邦法建立的正当规则”)。

[58] 但与此同时,如果商品期货交易委员会发现某人违反法律涉及赌博或是参与被法院禁止的赌博活动时,《商品交易法》允许商品期货交易委员会拒绝对其注册。7 U. S. C. § 12a(2)-(3)。另外,《商品交易法》指出,商品期货交易委员会可能宣布任何与赌博有关的衍生合约违背公共利益,而禁止在任何交易场所上市。同上注。§ 7a-2(c)(5)(C)(i)。

[59] 同上注。§ 16(e)(2)。

[60] 同上注。

不确定的。这样会创造套利,因为无论是否交易所执行的 PSD 事实上都受到了州反赌博法规制,无论他们是否会被执行。^[61]然而,似乎并没有交易者采用交易所执行合约取代可执行合约的案例。^[62]事实上,交易对手这样做将是非常困难的,因为如前所述,交易所执行合约相互之间是匿名的,他们的合约立即被清算所进行了合约更替,从而使他们原先的合约不再是一个私人合约。如果无法提出任何特别的交易所执行合约都是 PSD 的主张,这将变得困难。国会当然知道,很难赞同《商品交易法》对有关交易所执行合约的可执行性的取代。

但几十年前,还有一些法院宣称,《商品交易法》的早期版本取代了州反赌博和对赌公司法关于交易所交易的期货的联邦监管权。^[63]但最近几十年来,只有一家法院^[64]涉及了《商品交易法》是否取代了州反赌博和对赌公司法关于交易所交易的期货的问题。^[65]1981年,一

[61] “当一个联邦法案包含一个明示优先条款时,最高法院不愿意使用‘障碍优先’原则来推断出更广泛优先条款。” Nelson, *supra* note 57, at 276 n. 166 [citing *Freightliner Corp. v. Myrick*, 514 U.S. 280, 288–89 (1995); *Cipollone v. Liggett Grp.*, 505 U.S. 504, 517 (1992)]; 也可参见 *Dickson*, 288 U.S. 188。

[62] 参见 *Dickson*, 288 U.S. at 198–200 (辨别一个零售客户与他的经纪人的衍生品协议:一方面,经纪人抵消衍生品协议的行为须在受联邦监管的期货交易所执行;另一方面,依据《谷物期货法》并不优先于《密苏里反赌博法》对前者协议的规定,因而前者协议无效)。

[63] 例如, *Lyons Milling Co. v. Goffe & Carkener, Inc.*, 46 F.2d 241 (10th Cir. 1931); 也可参见 Edwin W. Patterson, *Hedging and Wagering on Produce Exchanges*, 40 YALE L.J. 863–698 n.31 (1931) (在假设1931年所有交易所执行的期货合约都是合法的和可执行的情况下讨论); Stout, *Origin of the Credit Crisis*, *supra* note 3, at 16–17 [得出结论最高法院在 *Bd. of Trade of Chicago v. Christie Grain & Stock Co.*, 198 U.S. 236 (1905) 一案中有效确定了所有交易所交易的期货合约都是合法的和可执行的]。

[64] 参见 Kevin T. Van Wart, *Preemption and the Commodity Exchange Act*, 58 CHI-KENT L. REV. 657, 672 (1982) (注意到,“上世纪40年代以州店头交易法挑战受联邦监管的交易所交易的期货合约的行动逐步减少。这种诉讼的缺乏表明大家对《商品交易法》下的联邦监管体制感到普遍满意”。

[65] *Paine, Webber, Jackson & Curtis, Inc. v. Conaway*, 515 F. Supp. 202, 206 (N.D. Ala. 1981) (认为《商品交易法》在联邦监管的交易所交易的不以实际交割为目的的期货上优先于阿拉巴马州反赌博法,因为“联邦政府已经占据了联邦监管的交易所交易的商品期货的全部领域,并且因为州法……可能与联邦法的目标相冲突,干扰联邦政府促进商品市场的目的”)。

家阿拉巴马州的联邦地区法院断然宣称,《商品交易法》确实取代了这些法,如果阿拉巴马反赌博法令的效力不被取代,“这将破坏阿拉巴马州的大宗商品行业,在其他州或全国也一样”。^[66]

第三,除了在交易所交易或 CFTC 对合约或交易者进行公共利益豁免的许可外,^[67]任何人参与远期合约交易都是非法的。^[68]这种公共利益豁免只对机构投资者或其他复杂的、富有的企业(“合格合约参与者”)作出。^[69]因此,一个单纯的交易者参与场外远期合约交易,^[70]无论是不是 PSD,无论他的对手是不是一个单纯的交易者,这种远期合约都是无效的,因为它是“非法的”。

第四,除非合格合约参与者,任何人不在交易所内进行互换交易或没有受到交易所规则的监管都是非法的。^[71]因此,如果一个单纯的交易者参与了场外互换,无论是否属于 PSD,无论他的交易对手是不是单纯交易者,互换都是无效的。

第五,尽管衍生品和保险合同(和赌博交易)都具有相同的基本形式,但《商品交易法》的规定非常明确:“互换(1)不应被视为保险;(2)不应在任何州被当作保险合同进行监管。”^[72]上述对互换特征的限制带来的结果之一就是互换协议将不受应用于保险合同上保险利益

[66] 同上注, at 206。但对《商品交易法》是否优先于州普通法(而不是州制定法)仍有一些疑问。一些评论家和法院认为,《商品交易法》并不优先于州普通法。参见 *Patry v. Rosenthal & Co.*, 534 F. Supp. 545, 551 (D. Kan. 1982) (“尽管联邦商品期货监管框架是如此广泛适用,以至于优先于任何的州制定法的监管行动,但法院无法找到任何证据表明,国会打算走得更远乃至优先于州普通法的要求”)。但当《商品交易法》无法优先于州反赌博普通法,就像普通法上对不同合同处理时,则很难看出《商品交易法》优先于州反赌博法的逻辑性。

[67] DON M. Chance & Robert Brooks, *an Introduction to Derivatives and Risk Management* 252 (7th ed. 2007), (“远期合约是买卖双方之间的协议,要求在将来的某一时间以一个议定价格交付一项资产。期货合约是一种具有标准化条款、在有组织的交易所进行交易,并遵循每日结算程序的远期合约”)。

[68] 7 U. S. C. § 6(a) (2012)。

[69] 同上注。§ 6(c)。

[70] 正常来说,“场外远期协议”的表述可以被认为是多余的。参见 *supra* note 67 and accompanying text (暗示远期合约根据其定义是不在交易所交易的)。

[71] 7 U. S. C. § 2(e)。

[72] 7 U. S. C. § 16(h)。

约束和保险合同有关纯粹投机形式的有效禁止。

然而,至少还有两个复杂的问题。第一,按照其结构和种类,可以将一个交易区分为保险和互换。事实上,“互换”的定义就是这样一种协议:“任何……合约……提供任何……付款……取决于具有潜在金融、经济或大宗商品后果的事件或意外事件发生、不发生或发生程度。”^[73]这似乎是一个典型的保险合同的定义。所以,这样的东西既像一个保险合同也像互换。但保险法无法适用于互换,于是我们得出结论,交易者想构建一个 PSD 交易,从而使其他作为互换的属性,就可以避免讨厌的保险利益规则。而像传统的保险合同构建他们的协议则需要符合保险利益原则。

CFTC 进一步扩大了《商品交易法》关于“互换”的定义,其通过制定监管规则试图阐述和澄清,“互换”是如何不包括保险合同的。^[74]而且其确实做到了,它通过设计传统保险合同的“非排他性的安全港”制度,并花了 600 多个词试图描述具有保险合同特征的那种合约不应受《商品交易法》规制。这项由《商品交易法》分拆出来的规定包括:(1)任何协议“通过其条款或法律,作为执行的条件……要求有利益……要有保险利益”;^[75](2)向个人提供的保险合同必须是受监管的任何州的保险协会会员;^[76](3)由受监管的任何州的保险协会会员向个人提供的保险合同是“人寿保险”和“健康保险”。^[77]换句话说,这样分拆规定的目的不是确保保险协议受到保险利益规则的规制,而是要保证作为美国传统意义上的保险合同,被排除在《商品交易法》的规制范围之外。

这种分拆体现了由三种分立的监管框架规制(赌博、保险和金融衍生品)的受监管衍生品的困难。因此,必须不断努力厘清边界,即使他们很自然地形成结合在一起,这种成功保持这些监管制度相互分离的做法颇为可疑。因此,尽管 CFTC 试图区分出保险不受《商品交易

[73] 同上注。§ 1a(47)(A)(ii)。

[74] 17 C. F. R. § 1.3(xxx)(2014)。

[75] 同上注。§ 1.3(xxx)(4)(i)(A)(1)。

[76] 同上注。§ 1.3(xxx)(4)(i)(B)(1)。

[77] 同上注。§ 1.3(xxx)(4)(i)(C)。

法》的规则,但部分极力参与 PSD 事件衍生品的交易者也可能通过监管套利来规避保险法的限制性规定,将他们的合约设计为一个“互换”从而受到《商品交易法》的监管从而无须满足保险利益原则。

第二个复杂的问题是关于互换和对州保险法的取代,因为“互换”的定义不包括各种衍生工品。可以想象,一种衍生品不被“互换”定义所涵盖,就将受到州保险法的规制。“互换”^[78]不包括以下:(1)保险合同(正如刚刚讨论的);(2)任何未来交割的商品销售合约(或基于这种合约的期权);^[79](3)外汇互换和外汇远期。^[80]作为分拆的结果,事实上不存在任何《商品交易法》明确表示要取代州保险法对这些分拆出来的衍生品适用的情况,如何任何未来交割的商品销售合约以及这些合约的期权、任何外汇互换、外汇远期都受到州保险法及保险利益原则的规制,这种分拆就会突然变得模糊。如何这样,这种 PSD 合约将是无效的。

第六,如上所述,《商品交易法》明确指出,它将“废止和取代任何州或当地法律有关赌博或运营对赌公司的禁令或监管规定……某些特定协议上的”。^[81]在《多德—弗兰克法案》修订之前,这些特定协议的名单是相当大的,包括了机构投资者和其他复杂或富有的企业提供的不以农产品为合约标的的场外衍生品合约。^[82]《多德—弗兰克法案》将他们从名单上抹去了。目前,^[83]这些衍生品协议包括:^[84](1)非互

[78] 回想一下本文的目的,使用“互换”一词通常是为了包括“基于证券的互换”,除非故意作区分。正常来说,根据《商品交易法》,一个“基于证券的互换”除非是“混合互换”否则就不是“互换”。但联邦规则有关互换和基于证券的互换的监管却是相似的。参见 17 C. F. R. § 1.3(xxx) (2014)。

[79] 7 U. S. C. § 1a(47)(B)(i) (2012)。

[80] 同上注。§ 1a(47)(E)(i) (授权财政部长从“互换”一词的定义中免除外汇互换和外汇远期交易); Dep't of The Treasury, *supra* note 53 (宣布了财政部长对其豁免的决定)。

[81] 7 U. S. C. § 16(e)(2)。

[82] 7 U. S. C. § 2(d)-(e), (g)-(h) (2000) [现行版本见 7 U. S. C. § 2(d)-(e), (g)-(h) (2012).]

[83] Dodd - Frank Act, *supra* note 10, § 749(f)。

[84] 非衍生工具包括以下若干种,如证券、银行工具、抵押贷款、回购协议、分期贷款合同。7 U. S. C. § 2(c)(1), 2(f), 16(e)(2)(B)。

换,以政府证券为标的场外交易衍生品;(2)某些外汇协议;(3)复杂企业之间的远期协议,这些企业是由 CFTC 从《商品交易法》中抽离出来,旨在促进担当经济、金融创新或公平竞争。^[85]这些协议也得到了《商品交易法》很大程度的豁免。^[86]有趣的是,国会创造了很大程度上不受联邦法律监管也通过州反赌博法特别豁免的衍生品种类。不在这个名单之列的是互换和交易所交易的期货,他们作为最重要的衍生品类型由《商品交易法》监管。在一些由《商品交易法》监管的不重要的衍生品上,为了授予《商品交易法》某些优先性效力,看来是存在明确的取代关系。^[87]

将合格合约参与者之间的以非农产品标的的场外衍生品删除,并不必然意味着这些协议的 PSD 不再享有与州和当地反赌博法和反对赌公司法相比的优先权。删除只是意味着,这样的法律取代是不明确的。也许取消这些规定只是一个适当的修正,它乃是基于这一事实触发的,即对受《商品交易法》监管的合格合约参与者之间的非农产品场外衍生品进行豁免的《商品交易法》其他章节也一并删除了。尽管如此,删除仍是令人好奇的,似乎暗示对这里衍生品的法律优先将不复存在。

第七,合格合约参与者之间的互换是有效、可执行的,即使互换协议被要求清算但没有清算。虽然《商品交易法》没有明确,^[88]但看起来,任何合格合约参与者之间的互换也是有效、可执行的,如果这个互换被要求清算,但事实上没有清算。

[85] 同上注。§ 16(e)(2)(B)。就“《商品交易法》section 2(e)规定的电子交易设施”来看,《商品交易法》也取代和优先于州赌博和店头交易法。同上注。§ 16(e)(2)(A)。但《多德—弗兰克法案》修改了 section 2(e) 中所有有关电子交易设施的规定,所以这个参考看起来并没有意义。Dodd - Frank Act, *supra* note 10, § 723(a)(1)(A)。

[86] 7 U. S. C. § 2(c), 2(f), 27-27(f), 6(c)。

[87] 至少有一位评论员似乎得出结论,《商品交易法》的这一规定从申请上市到衍生品日常监管已经广泛优先于州赌博和反店头交易法的规定。例如, Lynn A. Stout, *Uncertainty, Dangerous Optimism, and Speculation: An Inquiry into Some Limits of Democratic Governance*, 97 CORNELL L. REV. 1207-08, 1210(2012) (“有且只有联邦法目前对衍生品赌博监管”)。

[88] 7 U. S. C. § 25(a)(4)(B)。

鉴于这七组观察,至少有一个问题出现了:如果一个合格合约参与者之间的场外 PSD 互换没有被要求清算,或如果 CFTC 根本没有考虑这种互换并且尚未做出此类互换是否需要被清算的决定,这个互换还有效吗?还能被执行吗?也许它应受到州赌博法和反对赌公司法的规制。事实上,《多德—弗兰克法案》取消以前《商品交易法》有关明确取代州赌博法和反对赌公司法关于合格合约参与者之间的非农产品场外衍生品规定的事实,促使这类互换合约转向接受州赌博法和反对赌公司法监管。因之,^[89]法院可以根据州赌博法和反对赌公司法的性质予以适用,可以决定那些合格合约参与者之间的没有(或还没有)强制清算的场外 PSD 互换是非法的、无效的协议。

这样的结论似乎是奇怪的,因为如果是这样的话,一个合格合约参与者之间的可执行的场外 PSD 互换与一个非可执行互换的区别就是 CFTC 是否要求清算。换句话说,如果 CFTC 提出一个关于互换清算的额外要求(即使对方不符合要求),交易者就可能从法律取代(《商品交易法》优先适用于州反赌博法等)上获利。进而,如上所述,明确得到州赌博法和反对赌公司法豁免的衍生品是那些没有得到《商品交易法》广泛监管的衍生品。现在场外互换已作为《多德—弗兰克法案》的专章,受到广泛的监管,也许暗示国会试图采取广泛的监管措施来占据场外衍生品的监管空间,以及对州反赌博法和反对赌公司法的有效取代。即便如此,从州反赌博法和反对赌公司法的衍生品明确豁免的列表中删除合格合约参与者之间的场外衍生品,仍显得完全没有必要。考虑到州反赌博法和反对赌公司法影响力的复兴,这就存在一些分歧。

如果以上提出的所有法律分歧都有利于解决 PSD 的有效性和可执行性——一种合理的、最可能的解决也许是——任何 PSD 都将是有效的,如果 PSD 符合:(1)在受监管的交易所交易(或为明确的豁免交易);(2)是合格合约参与者之间的场外衍生品,州反赌博法和反对赌公司法被取代。

下一小节将讨论《多德—弗兰克法案》和《商品交易法》是如何解

[89] 同上注。§ 16(e); Commodity Futures Modernization Act, Pub. L. No. 106 - 554, § 117 (2000)。

决 PSD 这些问题本质的。

四、《多德—弗兰克法案》对纯投机衍生品的次优选择

《商品交易法》和《多德—弗兰克法案》的许多规定是解决交易对手风险和系统性风险的。《多德—弗兰克法案》和《商品交易法》没有解决 PSD 的问题和风险。PSD 没有被禁止,也没有像他们认为是无效的。禁止他们,或至少认定他们无效,将是“最优”选择,能够解决本文提出的所有问题。但《多德—弗兰克法案》和《商品交易法》的有关规定旨在降低 PSD 带来的交易对手风险和系统性风险,另一些规定旨在限制 PSD 的数量和规模。这种“次优”选择被提出、讨论甚至遭到以下一些批评。

(一) 清算要求

《商品交易法》要求所有互换协议必须提交清算,“如果互换被要求清算”。^[90] 结算是一种将衍生品合约兑付的过程,这些合约都是由中央清算所担保的。清算最常见的形式是通过一个被视为创新的过程所体现的,即清算所介入两个合约之间,成为原始交易对手的共同对手。换句话说,清算所成为买方的卖方和卖方的卖方。由此,^[91] 原始交易者不再承担他们最初的对手方风险,相反,他们需要承担来自交易所的交易对手风险。^[92]

清算所被认为几乎不存在交易对手风险。清算所一般需要:(1) 每个交易对手要交纳保证金(或抵押物),其数额需要满足监管需要的盯市要求;(2) 会员需要交费以保持清算所良好的资本要求,这样即使在输家未履行其支付义务时,清算所也可以向赢家付款。清算所也要经常对冲和清算其集聚的风险。这些机制可以显著来自衍生品的交易对手风险。衍生交易者的利益相关者也因此承担了较少的风险。

[90] 7 U. S. C. § 2(h)(1); Dodd - Frank Act, supra note 10, § 723(a)(2).

[91] 注意到这样的后果,清算所在同一个合约上同时作为多头和空头持仓,因此不承担市场风险。

[92] 《商品交易法》将清算所定义为“衍生品清算组织”。7 U. S. C. § 1a(15)。

系统性风险,特别是源于一个衍生品交易者赢钱而其他人亏钱所造成的损失的系统性风险将被限制。

但《多德—弗兰克法案》的清算要求并没有消除交易对手风险,也没有根本上减少系统性风险。第一,^[93]如上所述,如果需要的话,互换只需提交清算。CFTC(以及监管证券互换的 SEC)决定特定的互换或特定类型的互换是否需要提交清算。联邦监管决定^[94]已经对大部分类型的互换给予了豁免清算要求。截至目前,CFTC 以及其他联邦监管机构以对外汇互换、外汇远期的清算要求进行了豁免。最终,^[95]还不清楚非交易所执行的衍生品将在多大程度上予以豁免。^[96]

第二,提交清算的互换可能不被接受。清算所是不需要接受提供的互换。而且,可以预期的是,互换具有特别独特的或高度定制的功能(也被称为“定制”衍生物)可能不被清算所接受。互换的风险可能是难以测量或模拟的,所以这样的交换可能没有(合适的)市场价格。^[97]

[93] 《商品交易法》也要求商品期货交易委员会、证监会和联邦银行监管机构共同促进清算所链接,从而可以在更大市场范围内开展抵销和结算业务。同上注。§ 7a - 1 (f)。如果能成功实现的话,更广泛的结算网络将减少其集聚的风险。

[94] 同上注。§ 2(h)(2)(A); Dodd - Frank Act, supra note 10, § 723(a)(2)。在这些因素中,商品期货交易委员会须在使用时考虑其“能力、运营专长和资源、互换清算的信用支持基础设施”以及“对系统性风险的缓释效果”,来确定任何类型的互换是否需要进行强制清算。7 U. S. C. § 2(h)(2)(D)(ii)。商品期货交易委员会也可以提出任何清算要求。同上注。§ 2(h)(3)。

[95] 参见 U. S. Gov't Accountability Office, GAO - 09 - 397T, *Systemic Risk: Regulatory Oversight and Recent Initiatives to Address Risk Posed by Credit Default Swaps* 27 (2009) (宣布财政部决定豁免某些外币衍生品对“互换”的定义,因此许多监管互换的规则也得以豁免适用);也可参见 Robert Kuttner, *Blowing a Hole in Dodd - Frank*, AM. PROSPECT (Mar. 18, 2011), <http://prospect.org/article/blowing-hole-dodd-frank> (批评这个决定)。

[96] 此外,正如斯托特教授所说:《多德—弗兰克法案》上的衍生品清算要求作为降低系统风险的策略,其最终成功……在很大程度上取决于一个小型公共机构(商品期货交易委员会)的专业性、有效性和政治操守。此外,该机构必须面对一个由华尔街投资银行、商业银行、对冲基金和投资基金组成的强大联盟,所有这些机构都已经或希望实现数十亿美元的衍生品交易。Stout, *Origin of the Credit Crisis*, supra note 3, at 36。

[97] 参见 7 U. S. C. § 6s(e)(3) (承认未清算的互换对互换交易对手和金融体系构成更大的风险)。《商品交易法》也明确指出,“合格合约参与者”之间的互换协议不得仅仅因为交易方无法清算而不予执行。同上注。§ 25(a)(4)。

因此,清算所可能无法确定需要多少保证金,同时不愿承担与未知风险相关的风险。对清算所而言,如果在某些互换标的相关事件的触发下,它会发现自己可能突然要承担一个极大的付款义务,互换清算就会特别麻烦。而《多德—弗兰克法案》确实授权美联储以及其他审慎监管机构,实施更严格的风险管理体系和非银行金融公司、银行控股公司以及其他企业的资本要求,以避免任何非清算衍生品交易对手的风险敞口。^[98]

第三,对套期保值交易清算的例外。这就是所谓的“最终用户例外”规定,如果一个商业企业参与互换协议是为了“对冲或减轻商业风险”,这些用户参与互换,是无须将互换提供清算的,只需通报 CFTC 其如何满足了与互换相关的财务要求即可。^[99]奇怪的是,这样的通报规定只针对商业企业参与者,而不是它的对手。如果这样的交换不被清算,那么商业企业仍将承担它的交易对手的信用风险,而交易对手则承担商业企业的信用风险。

第四,清算不会降低与每个互换结算相关的市场风险或来自市场风险损失的系统性风险。市场仍将请求或反对任何衍生品交易对手。消除交易对手风险仅仅意味着赢家将获得支付。但输家仍旧遭受损失。一些拉斯维加斯赌场里的赌博几乎没有交易对手风险,仍然他仍然是赌博,依旧会损失很多钱!一个受损失的衍生品交易者,无论其损失是否被清算,仍然是亏损,仍然需要履行支付义务,^[100]可能面临崩溃的结果——崩溃的后果也与其利益相关者和社会有关。一个重要实体的全面崩溃仍将带来系统性影响。

这种崩溃的潜在受害者或共同命运体可能就是清算所本身。这就引发了最后一个问题,重视强制清算如何只是一个解决 PSD 带来的问题的次优选择——清算不必然降低系统性风险。一旦它失败,清算所仍会暴露一定程度的交易对手风险以及系统性风险。

清算所必须具备的“管理风险的能力和 responsibility……通过保证金要求

[98] Dodd - Frank Act, *supra* note 10, § 165(e)(3)(E), 716(j) - (k).

[99] 7 U. S. C. § 2(h)(7).

[100] 清算所不只是向获利的交易方付款也同时要求亏损的交易方向清算所付款。亏损的交易方可能支付或无力支付。

和其他风险控制机制”。^[101] CFTC 和 SEC 根据清算所的“金融诚信”水平决定其对特定互换的清算所资格,明确其实特定的互换部分基于“金融诚信”的清算所。^[102] 但清算所也可能会失败,特别是它疏于管理自身风险或面临经济冲击。^[103] 此外,越多的衍生品风险集中到清算所身上,他们能否好管理风险就变得更加至关重要。相应地,可能的情况是这样的风险集中增加而非减少了系统性风险。事实上,清算所的风险集中很可能使他们“大而不能倒”。^[104]

过去清算所曾一度濒临破产。芝加哥期权清算公司几乎在 1987 年 10 月的股市崩溃之后破产。^[105] 次贷危机爆发期间,清算公司约有十几个会员,其中贝尔斯登、美林、雷曼兄弟等三家会员破产在危机中破

[101] 7 U. S. C. § 7a-1(c)(2)(D).

[102] 同上注。§ 7a-1(c)(5)(C); 15 U. S. C. § 78q-1(i) (2012)。美联储理事会和金融稳定监督委员会也可以推荐和规定衍生品清算所的风险管理标准。Dodd - Frank Act, *supra* note 10, § 805(a)(2), 807。

[103] 事实上,《多德—弗兰克法案》心照不宣地承认了这个可能性。7 U. S. C. § 7a-1(c)(2)(D) [“衍生品结算组织每个成员和参与者所缴纳的保证金,足以应付正常市场条件下的潜在风险”(补充强调)]; 同上注。§ 7a-1(c)(2)(I) (要求每个清算所建立“应急程序”); 也可参见 Comm. on Capital Mkts. Regulation, *The Global Financial Crisis: A Plan for Regulatory Reform* 48 (2009), 参见 <http://capmktreg.org/reports/the-global-financial-crisis-a-plan-for-regulatory-reform> (强调“对这些大规模的交易对手风险需要采取警惕的监管措施”); Comm. on Payment & Settlement SYS., *Bank for Int'l Settlements, Recommendations for Central Counterparties* (2004) (强调中央对手方集中风险,必须承担管理该风险的特殊责任,并向此类中央对手方提出建议); Jeremy C. Kress, *Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: Why Centralized Counterparties Must Have Access to Central Bank Liquidity*, 48 HARV. J. ON LEGIS. 49 (2011); Yesha Yadav, *The Problematic Case of Clearinghouses in Complex Markets*, 101 GEO. L. J. 389, 406-16 (2013) (描述信用衍生品清算可能怎样对清算所偿付能力造成特别严重的风险,因为清算所是“最不具备应对信用衍生品的复杂的法律和经济风险”)。

[104] 参见 *Hearing Before the Comm. on Fin. Servs.*, 112th Cong. (2011) (statement of Daniel K. Tarullo, Governor, Board of Governors of the Federal Reserve System) (“金融市场设施如中央对手方集聚了风险,也因此具有冲击整个金融市场的潜力”); Editorial, *Another Dodd - Frank Triumph; Did We Mention Its New Source of Systemic Risk?*, WALL ST. J., Feb 16, 2011, at A16.

[105] Ben S. Bernanke, *Clearing and Settlement During the Crash*, 3 REV. FIN. STUD. 133, 148 (1990).

产。美国银行、花旗银行两家会员,受到了政府的广泛救助。这促使Griffith教授悲观地认为,控制清算所的交易商和会员“就像任由房地产市场泡沫膨胀的金融机构那样,一旦泡沫破裂就可能摧毁全球的金融体系”。^[106]这暗示相信清算所能够提供足够的风险管理某种程度上是基于不当的信念。

事实上,清算所的目的不是服务公众而是赚钱。他们通常是营利性组织,其采取管理风险的决策也是以其营利为底线的,甚至他们可能增加系统性风险(如以较低的保证金要求吸引企业,从而使衍生品交易对手保留营运资金)。^[107]最近,一系列学术论文对清算所妥善管理自身风险的能力提出了批评。他们认为,清算所以会员为导向的治理结构存在“搭便车”问题、利益冲突以及道德风险。^[108]深入讨论清算所的治理激励问题,或详细识别清算所如何缺乏工具来妥善管理风险,或清算所的行为可能增加系统性风险等,不在本文的研究范围。其他学者也有这方面的讨论和观察。^[109]本文的观点是,采取清算所(清算)并

[106] Sean J. Griffith, *Governing Systemic Risk: Towards a Governance Structure for Derivatives Clearinghouses*, 61 EMORY L. J. 1153, 1189–90, 1190 n. 157 (2012) (注意“他可以这么说,当然监管者也可以这么说”)。

[107] 较之另一组防范利益冲突的门禁制度,信用评级机构似乎是显而易见的。See Timothy E. Lynch, *Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment*, 59 CASE W. RES. L. REV. 227 (2009)。

[108] 例如,Sean J. Griffith, *Governing Systemic Risk: Towards a Governance Structure for Derivatives Clearinghouses*, 61 EMORY L. J. 1156 n. 157 (2012) (观察到清算所每个会员都有“激励从事过度冒险的事实,该会员行为成本的很大一部分由他人承担”,否则可能会缺乏鼓励充分实现公共利益的成本,以有效管理系统性风险;他还提出完善治理结构,包括董事会成员向公众负责); Jeremy C. Kress, *Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: Why Centralized Counterparties Must Have Access to Central Bank Liquidity*, 48 HARV. J. ON LEGIS. 49 (2011); Jeffrey Manns, *Insuring Against a Derivative Disaster: The Case for Decentralized Risk Management*, 98 IOWA L. REV. 1575, 1577, 1581, 1611 (2013) (认为清算所成员可能面临缺乏激励去降低旺盛市场上的过度杠杆,会激励风险暴露双下降,因为危机中暴露的足够大的集体责任几乎承揽了清算所的失败并获得政府救助;而代之以衍生品交易者通过“私人担保来覆盖其一部分潜在的衍生品负债”); Yadav, *supra* note 103. 不考虑他们的道德站位,我认为,格里菲思、克雷斯、曼斯和亚达夫教授的提议,可能是另一种反对纯投机衍生品的规则。

[109] See *supra* note 108; *infra* note 110.

不是一个万无一失的解决来自衍生品市场风险的方案，或万无一失的解决由来自 PSD 的不必要的、人为风险。

尽管对 PSD 的管理还不够完善，但强制清算可能对抑制进入衍生品（包括 PSD）的激励有所影响，因为清算所通常会要求他们的交易对手交纳一些保证金。交纳保证金的后果和好处将在下文讨论。^[110]

（二）资本和保证金要求

资本和保证金的强制要求降低了交易对手风险。《多德—弗兰克法案》对资本和保证金的强制要求体现在几个方面。例如，《多德—弗兰克法案》要求互换交易商和主要互换参与者满足 CFTC、SEC 以及其他联邦监管机构的最低资本要求和最低的“初始和变动保证金要求”。^[111] 联邦监管机构也可对非清算互换提出保证金要求。^[112] 《商品交易法》授权 CFTC，当发现某个特定互换或一组互换“否则需要强制清算”但并没有被清算因为清算所没有对此互换进行列举时，可以要求互换交易者“保留足够的保证金或资本金”。^[113]

至于清算所，《多德—弗兰克法案》要求每个注册的清算所有“足够的财务、运营和管理能力”来承担它的义务，有至少超过总资本的一定数额的财务资源，^[114] 从而能使清算所履行其对会员和参与者的财务责任，尽管其是由会员和参与者违约所造成的极端而合理的市场条

[110] 关于纯投机衍生品和强制性清算方面，至少还有另外两种意见，这些观点将挑战我们对清算所处理纯投机衍生品有效性的看法。首先，如果没有纯投机衍生品或即使纯投机衍生品不可执行，政府也无须要求其进行强制清算。而且没有纯投机衍生品，清算所面临的风险就会更小、其系统重要性更低、更少可能遭遇困境、更有可能进行更有效的风险管理决策，因此对经济健康的威胁也就更小。其次，可以想象，由于清算通常可以预期降低交易对手风险（或至少被认为是这样），纯投机衍生品这种清算能力——其由此承担的风险小于没有清算的风险——可能实际上增加了人们参与纯投机衍生品的倾向！这种增加的倾向甚至可能超过正常保证金要求的成本。

[111] 7 U. S. C. § 6s(e)(1) - (2) (2012)。这些联邦监管机构包括美联储理事会、货币监理署、联邦存款保险公司、农村贷款机构和联邦住房金融机构。同上注。§ 1a(39)。审慎监管机构拥有执行其设定的资本和保证金要求的专有权力。同上注。§ 6b-1(b), 6s(d)(2)。

[112] 同上注。§ 6s(e)(2) - (3) (强调有必要“抵销互换交易商或主要互换参与者的更大的风险和使用未被清算的互换所产生的金融系统风险”)。

[113] 同上注。§ 2(h)(4)(B)。

[114] 同上注。§ 7a-1(c)(2)(B)。

件下的最大财务敞口。

《商品交易法》还规定,清算所会员必须“拥有足够的财务资源和运营能力实现来自清算所的交易参与者的履约义务”。^[115]

每一家清算所通过保证金要求及其他风险控制机制控制来自会员和交易者的违约潜在损失的暴露,从而确保:(1)清算所的运营不会破坏;(2)非违约会员或交易者不会暴露在来自会员和交易者不能预测或控制的损失之下。^[116]

并且“来自清算所每个会员和交易者的保证金要求……应该足够覆盖正常市场条件下的潜在风险”。^[117]

在《多德—弗兰克法案》之前,《商品交易法》也有大量规定,希望建立最低资本和保证金要求。例如,要求注册期货业协会必须为其会员设置最低资本要求,从而可能降低会员的信用风险。^[118]此外,CFTC有权颁布规章、规定和命令要求增加任何注册企业的保证金要求。^[119]

最低资本要求能明显降低交易对手风险,但他们也限制了较小企业参与衍生品交易的能力和大企业更广泛参与的能力。只有符合相关资本要求的企业才能参与衍生品交易。因此,最低资本要求对限制PSD数量有辅助作用,否则市场将随处可见。

最低保证金要求也降低了交易对手风险,但可能挫伤他们参与衍生品交易,包括PSD的积极性和能力。保证金要求减少了营运资金、限制了投资机会,因为资金被捆绑在保证金账户里。发布保证金,因此,交纳保证金代表着施加企业成本和抑制企业参与额外的衍生品活动的积极性。因此,尽管保证金要求的提出主要在于降低交易对手风险(以及由此带来的系统性风险),但他们也有抑制企业参与PSD的辅助作用。

[115] 同上注。§ 7a-1(c)(2)(C)。

[116] 同上注。§ 7a-1(c)(2)(D)(iii)。

[117] 同上注。§ 7a-1(c)(2)(D)(iv)。注册清算所在设置保证金要求时,所使用的每个模型和参数一定是“基于风险”和监管评价的。同上注。§ 7a-1(c)(2)(D)(v)。

[118] 同上注。§ 21(p)。

[119] 同上注。§ 12a(7)。除了应急需要,商品期货交易委员会不会设置专门的保证金总额。同上注。§ 12a(9)。

但与结算要求相比,最低资本和保证金要求不会降低衍生品交易对手的市场风险。如果市场变动不利于某个衍生品交易对手,他们仍须支付最低资本和保证金。事实上,资本和保证金要求可能导致交易者实际上支付更多费用。

(三) 强制场内交易

《多德—弗兰克法案》要求所有互换必须进入交易所内以满足强制清算的要求,除非没有交易所提供这种互换。^[120]此外,《多德—弗兰克法案》规定,任何人参与互换交易都必须在注册交易所(“指定合约市场”)进行,除非它是机构投资者或其他复杂的金融企业。^[121]

在交易所执行的,独立于任何关联交易,本身并不降低交易对手风险或由衍生品交易对手带来的市场风险。它也不会直接降低由交易带来的任何系统性风险。场内交易只是降低了交易对手之间合约执行的交易成本。相对于非交易所交易的衍生品持仓,标准化合约的持仓也更具流动性和便于定价。但场内交易可以更容易记录,并提供给监管机构。而且,由于只有一组有限的标准化合约,它更容易收集和分析主力合约的持仓数据。此外,企业在场内交易的投机性头寸也能得到限制,从而控制企业参与 PSD 的总量。^[122]

然而,个人和零售客户参与场内交易也变得相当简单。事实上,提高客户参与的便利度是大多数主要交易所的目标之一。由于许多交易所都是以营利为目的的企业,只有场内交易的数量增加,他们才能赚更多手续费。^[123]自己的利润动机和交易所之间的竞争压力,驱使交易所

[120] 同上注。2(h)(8); Dodd - Frank Act, *supra* note 10, § 723(a)(2)。

[121] 7 U. S. C. § 2(e)。正常来说,这些机构投资者和其他复杂的金融实体被称为“符合条件的合约参与者”,这个术语通常被定义为包括金融机构、投资公司、大公司和基金、参与套期保值交易的较小的公司和基金、政府性实体、受监管的经纪商、交易商、期货经纪商和场内交易商、高净值个人。同上注。§ 1a(18)。

[122] 参见 *infra* Part I. D. 4。

[123] 参见 CME GROUP INC., FORM 10 - K, at 5 (2014), 参见 http://www.cmegroup.com/investor-relations/annual-review/2013/_files/downloads/cme-group-2012-annual-report-onform-10-k.pdf (认为芝加哥商品交易所采用“营利性经营方法,包括旨在优化合同规模的战略举措”)。

提供更高效的服务,并鼓励 PSD 的增加。^[124]

(四) 投机持仓限制

CFTC 偶尔会设置投机持仓限制以防个人参与者和贸易商对某个特定标的参与。^[125]然而,以任何非理性、PSD 的浪费性或他们的负外部性等任何方式设置投机持仓限制都是缺乏动力的。相反,《商品交易法》要求持仓限额成立时须存在“过度投机”,即在任何商品衍生品可能导致“突然或不合理波动或在这些商品的价格变动异常”。^[126]这样的波动^[127]或变化被认为是“对此类商品的州际贸易不适当和不必要的负担”。此外,衍生品交易所也必须采用,以适合场内交易的每个合约“持仓限制或投机者持仓计量”。^[128]而且,采用这种限制的目的与 PSD 造成的麻烦并不相关。相反,采用这些限制是“为了减少市场操纵或囤积的潜在威胁”。^[129]

不管施加投机持仓限制的潜在动机是什么,如果只是因为投机持

[124] Dennis W. Carlton, *Futures Markets: Their Purpose, Their History, Their Growth, Their Successes and Failures*, 4 J. FUTURES MARKETS 237 - 38 (1984).

[125] 7 U. S. C. § 6a(a)(1) (指商品期货交易委员会建立的持仓限制,其主要针对“合同市场上……未来交割的商品销售合同”和“指定合约市场或互换执行设施上……交易的互换”,尽管后者不是集中交易,但其执行了“显著的价格发现功能”);同上注。§ 6a(a)(2)(A) (要求在实物商品方面,商品期货交易委员会“对任何人可能持有的有关未来交割的合约或在指定合约市场上交易的合约或商品的期权建立总持仓限额”,但对“真实套期保值交易持仓”提供持仓限制例外);同上注。§ 6a(c) (对“真实套期保值交易”提供一个总持仓限制豁免);也可参见上注。§ 6a(a)(6) (要求对涉及相同商品的某些投机衍生品确定总持仓限制);同上注。§ 6a(b), 6i, 6t [完全禁止任何人在某一天内参与任何期货合约或由商品期货交易委员会认为具有“重大价格发现功能”的任何其他合约(包括互换)的总交易量超过商品期货交易委员会设置的限额,除非向商品期货交易委员会及数据存储库提出报告]。

[126] 同上注。§ 6a(a);参见 Bob Bernstein, *The CFTC's Attempt to Impose Speculative Position Limits on Off-exchange Swap Contracts Likely to Face Continued Legal Challenge*, 30 TOURO L. REV. 561, 564 - 65 (2014) (阐述了采取这种持仓限制的经济不合理性,指出对于每个投机者作为衍生品合约的一方,而其交易对手作为合约的另一方,强调供需而不是投机在决定价格)。

[127] 7 U. S. C. § 6a(a)(1).

[128] 同上注。§ 7(d)(5), 7b-3(f)(6)。

[129] 同上注。§ 7(d)(5), 7b-3(f)(6)。事实上,《商品交易法》的核心目标是使衍生品市场不受价格操纵。

仓限制将一些潜在的 PSD 交易者赶出了市场,这些限制确实有可能减少被执行的 PSD 数量。但目前还不清楚,如果这些投机持仓限制确实减少了 PSD 的数量,如果是的话,有多少。事实上,截至 2014 年 1 月, CFTC 只在场内交易的持仓上采取了持仓限额限制。^[130]

实施个人投机持仓限制的一个潜在的问题是,与消除或限制 PSD 相反,它降低了套期保值者的流动性。持仓限额是强加给个人市场参与者的,因此在投机者对套期保值者合约中,一个市场参与者持有的投机持仓是不利于市场参与者的投机持仓分配的。只要市场参与者达到他的投机持仓限制,^[131]无论是通过投机者对套期保值者的地位或 PSD 或两者兼而有之,他都不能再增加其他投机持仓,甚至用于套期保值者的投机持仓。如果 PSD 不被鼓励,但投机持仓被自由许可,我们将在不降低套期保值者流动性的同时减少投机持仓。

(五) 信息报告和披露

《多德—弗兰克法案》有大量要求信息收集,并向监管机构报告和社会披露的条款。例如,所有注册的交易所、清算所及其他市场参与者必须保留交易记录,并将其提供给 CFTC、SEC 和其他联邦监管机构。^[132]特别是清算所必须向监管机构和公众披露广泛的信息清单,包括每个清算合约的条款和条件、保证金设置方法、清算所财务资源的规模和结构、每日结算价、成交量以及每种清算合约类型的公开利率。^[133]注册互换交易商和许多企业持有的大型互换组合也需要保留他们的衍生品

[130] 商品期货交易委员会已在玉米、小麦、大豆和大豆制品、燕麦、棉花等交易所交易的特定衍生品合约上设置了投机持仓限额。17 C. F. R. § 150.2 (2014)。商品期货交易委员会最近提出在场外衍生品上参考各种农产品和其他实物商品建立更多的投机头寸限制。 *Position Limits for Derivatives*, 78 Fed. Reg. 75,680, 75,705-06 (proposed Dec. 12, 2013) (to be codified in scattered sections of 17 C. F. R.)。

[131] 17 C. F. R. § 151.5(a) (允许这些投机者将这种持仓描述为“真实套期保值交易”,只有当该持仓予以交易或在第二份合约中予以抵销)。

[132] 7 U. S. C. § 6g(b) (指所有注册实体);同上注。 § 7a-1(k) (指清算所);同上注。 7b-3(f) (指互换执行设施);同上注。 § 24a(c) (指互换数据存储库)。

[133] 同上注。 § 7a-1(c)(2)(L)。

头寸记录,^[134]在 CFTC 及其他审慎监管机构检查时予以公开。而 CFTC 需要定期向社会提供主要互换种类的交易结算、市场参与者、新产品的开发等信息^[135]。

也许《多德—弗兰克法案》最值得注意的规定就是建立和监管“互换数据储存库”,其被定义为“集中的互换数据保存设施”。^[136]所有互换,即使是那些没有清算的,都必须报送互换数据储存库,以便其信息为联邦监管机构所用。^[137]如果没有互换数据储存库来接受互换信息,互换就要向 CFTC 报送。^[138]

这些信息的披露要求,特别是那些将信息披露给联邦监管机构的规定,似乎肯定了监管者更容易识别市场的潜在问题,并采取先发制人的步骤来防止任何即将发生的危机。虽然这些信息分享的规定不是确切地用来消除和解决 PSD 问题的,但可以想象,他们可以想见他们可能给一些衍生品的投机带来消极影响,理论上使监管机构能够更好地预测和解决一些由 PSD 加剧的系统性风险。

但有理由怀疑额外披露的价值和不断增加可利用信息。有效信息需要合理处理信息的能力,以便信息利用——有理由怀疑在一个复杂的市场环境中评估大量信息的市场能力。许多市场参与者不具备技术和法律能力一般无法理解金融市场深刻的复杂性和复杂衍生品的特殊性,更不用说无数衍生品和合约关系组成的复杂网络的潜在影响。^[139]

[134] 同上注。§ 6s(f)-(g), (j)。交易所和结算所还需要“向市场参与者提供足够的信息,使市场参与者能够准确地识别和评估与使用衍生品清算组织服务的相关风险和成本”。同上注。§ 7a-1(c)(2)(L)。

[135] 同上注。§ 2(a)(14)。

[136] 同上注。§ 1a(48)。

[137] 同上注。§ 2(h)(5), 6r(a); Dodd-Frank Act, supra note 10, § 723(a)(2), 729。

[138] 7 U. S. C. § 6r(a)(1); Dodd-Frank Act, supra note 10, § 729。

[139] 参见 Steven L. Schwarcz, *Regulating Complexity in Financial Markets*, 87 WASH. U. L. REV. 211, 220 (2009) (“现代投资的复杂性……阻碍了市场参与者观察和判断后果的能力”); Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 2004 U. ILL. L. REV. 1 (解释理性缺失理论以及为什么机构投资者越来越不愿意分析复杂的财务披露或聘请专家来分析它); Yadav, supra note 103 (描述在场外信用衍生品崩盘之前市场上关于其的信息量相对丰富,但这么多信息最终成了糟糕的赌注)。

更戏剧性的是，我们通常不能避免被认知偏见和我们人类本性的故障所愚弄。^[140] 此外，有一些种类的信息不像其他信息那样可以描述确切的事件。另外，信息过度、信息误导、无关信息以及其他一些无关紧要的信息可能形成压倒性信息压力而难以获得令人满意的分析结果。或许如 Ben - Shahar 教授和 Schneider 教授所言，“在极端复杂的世界里，信息披露和透明度可能是一个弱勢的预防”^[141]

虽然强制披露解决了一些实际问题并基于合理的假设，但它长期未能实现其目的。即使它看起来成功，它在金钱、精力和时间上的成本也超过了它的收益。而且，强制披露无意间已造成不良后果，就像驾车外出可以受到更好的监管，但实际上损害了帮助人民的目的。不仅经验证据表明强制定期披露在实践中失败了，而且它的失败是不可避免的。^[142]

由于无法可靠地收集正确的信息，并进行适当地分析，与信息有关的市场决策也就不是唯一的。监管机构也有同样的认知偏见和相似的想法。他们的专业偏见可能与市场参与者不同，但似乎很少有证据表明，如果向他们提供了丰富的市场原始数据（特别是衍生品数据），我们就能够对监管机构持续做出正确的市场评估的能力抱有信心。事实上，在触发次贷危机前，监管机构就有大量关于信用违约互换（CDS）

[140] 认知心理学家和行为金融学者发现并描述了许多人对人类理性的认知偏见和局限性。这种偏见包括过度自信、锚定、可用性偏颇、厌恶损失、放任和赌场盈利效应（多为投资学中有关行为金融的一些概念。——译者注）。参见 George A. Akerlof & Robert J. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives The Economy, and Why It Matters for Global Capitalism* (2009); Nicholas Barberis & Richard Thaler, *A Survey of Behavioral Finance*, in *1B Handbook of The Economics of Finance: Financial Markets and Asset Pricing* (George M. Constantinides et al. eds., 2003); Hersh Shefrin, *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and The Psychology of Investing* (2002); Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance* (2000); Cass R. Sunstein, *Introduction to Behavioral Law and Economics 1* (Cass R. Sunstein ed., 2000)。认知限制和偏见可以解释为什么这么多人非理性地参与纯投机衍生品交易。

[141] Timothy E. Lynch, *The Challenge of Optimism and Complexity: Inadequately Addressed by the FCIC's Report*, 80 UMKC L. REV. 1127, 1157 (2012).

[142] Omri Ben - Shahar & Carl E. Schneider, *The Failure of Mandated Disclosure*, 159 U. PA. L. REV. 647, 651 (2011).

的市场信息,危机中 CDS 发挥了重要作用,但他们却一无所知。^[143] 监管机构在次贷危机之前,也有信用评级机构的信息,^[144] 评级机构也充当了引发危机促成条件的核心作用,我们事后才知道,他们一直对抵押贷款相关证券(包括 CDS 标的)过于慷慨的评级,但监管机构并没有阻止评级机构这样做。即使监管机构认为评级太慷慨,在面对令人难以置信的市场乐观情绪时尽量鼓励评级机构给出更低的信用评级,就需要激进的思维和无比的勇气,也许就仍不会成功。在巨大的复杂金融世界仅仅做好披露无助于 PSD 问题的解决。最好是,不要进行任何 PSD 披露。

(六) 审慎监管机构

《多德—弗兰克法案》引入了“审慎监管机构”的概念,它有权监管互换市场上的互换交易商和主要互换参与者。审慎监管机构包括:(1)美联储(州特许银行及其他一些银行都是美联储的成员);(2)货币监理署(对国民银行、联邦储蓄协会以及其他一些银行);(3)联邦存款保险公司(对一些不属于美联储和国家储蓄协会成员的州特许银行);(4)农业信贷联盟(对《农村信贷法案》下的特许机构);(5)联邦住房金融局(对《联邦住房企业金融安全与稳健法》下的被监管机构)。^[145]

审慎监管机构有一些权力和责任。最重要的是,审慎监管机构拥有专属权力执行对所有互换交易商和主要互换参与者的注册和监管要求。^[146] 这些监管权力包括设置最低资本^[147]和保证金要求,^[148]以及有权直接从受监管企业获取互换数据。^[149] 虽然很难预测这些审慎监管机构将如何推进监管,但他们可能采取以下方式——例如征收高额的最低资本和保证金要求——这将阻止受其监管的企业过多参与 PSD。

(七) 取消复杂企业有关场外衍生品的豁免

《多德—弗兰克法案》中与 PSD 相关规定的最重要结果是删除了

[143] Yadav, *supra* note 103, at 387.

[144] Timothy E. Lynch, *Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment*, 59 CASE W. RES. L. REV. 227 (2009).

[145] 7 U. S. C. § 1a (39) (2012).

[146] 同上注。§ 6b-1(b)。

[147] 同上注。§ 6s(e)。

[148] 同上注。§ 6r(c), 6s(j)。

[149] 同上注。§ 24a(c)(7)。

《商品交易法》之前几个版本的机构投资者和其他富有投资者豁免的规定,包括强制场内交易和信息报告义务,同时明确以《多德—弗兰克法案》取代“任何州或当地法律禁止或监管赌博或运营对赌公司”之规定。^[150]《多德—弗兰克法案》之前,因为通过2000年《商品期货现代化法案》的修正,《商品交易法》允许这些投资者参与基本上不受监管的场外衍生品提供以非农产品为标的的互换协议。^[151]场外衍生品上的信用违约互换和合成型担保债权凭证就是以非农产品为标的(分别为信用风险数值和证券的现金流)衍生品合约的两个例子,而这些合约在次贷危机的集聚、金融机构的集中崩溃、系统性风险的扩大的期间明显增加了。^[152]《多德—弗兰克法案》消除了《商品交易法》规定中创建这些广泛豁免,只留下从州赌博法明确豁免的一类衍生品。^[153]然而,尽管在《多德—弗兰克法案》C部分中也有讨论,《多德—弗兰克法案》对这些明确的豁免条款的删除,机构投资者和其他富有投资者之间的场外PSD也仍可能有效,并从州反赌博法中豁免。

(八) 具有特殊责任的特殊实体

许多公共机构最近几年在衍生品投机中失去了可观的资金。^[154]

[150] 同上注。§ 16(e); Commodity Futures Modernization Act, Pub. L. No. 106-554, § 117 (2000)。

[151] 7 U.S.C. § 2(d)-(e), (g), (h) (2000) [current version at 7 U.S.C. § 2(d)-(e), (g), (h) (2012)]。

[152] 参见 Stout, *Origin of the Credit Crisis*, supra note 3, at 5, 18-31 (认为“《商品期货现代化法案》的主要作用是大幅增加纯投机衍生品交易”以及增加了在2008年次贷危机中暴露的“可理解的规模和范围”的经济风险)。

[153] Dodd-Frank Act, supra note 10, § 749(f), 723(a)(1)(B)。

[154] 例如,加利福尼亚州奥兰治县在1994年损失了大约17亿美元并因此而破产。Sarah Lubman & John R. Emshwiller, *Before the Fall: Hubris and Ambition in Orange County; Robert Citron's Story*, WALL ST. J., Jan. 18, 1995, at A1。在20世纪90年代早期,路易斯安那州的养老基金损失了5000万美元,而芝加哥城市大学损失了9600万美元。Frank Partnoy, *Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted The Financial Markets* 121 (2003)。大约在同一时间,佛罗里达州损失了9000万美元,马里兰州查尔斯县几乎损失了2400万美元的预算。*Victims of Derivatives Losses Bring Tales of Woe to Congress*, 21 Executive Intelligence Rev. 10, 10, 13 (1994)。Libya lost approximately \$ 1.3 billion in 2011. Particulars of Claim, Libyan Inv. Auth. v. Goldman Sachs Int'l, [2014] Claim No. HC14D 00310, EWHC (Ch) (Eng.)。

然而,现在《多德—弗兰克法案》规定,当互换交易商或主要参与者作为任何政府机构、退休基金、捐赠组织(一般被称为“特殊实体”)的顾问进行交易的,互换交易商或主要参与者需要遵循特别实体的“最佳利益”^[155]。此外,当互换交易商或主要互换参与者正在考虑参与一个互换协议而明知对方是特殊实体时,它需要有一个合理依据来相信特别实体是由一个独立法人,“有足够知识来评估交易和风险……同时遵循特殊实体的最佳利益行事”。^[156]

如果认真、理性地追随这样的规则,似乎是要求互换交易商和主要互换参与者绝不要参与这些实体的 PSD 互换。总之,鉴于 PSD 非理性的属性,它通常为了一个实体的“最佳利益”以避免参与 PSD。^[157]然而难以相信的是,这些规则将在事实上导致取消特殊实体的 PSD 交易。或许我们可以现实预见最好的结果就只是市场上 PSD 数量的减少。

(九) 沃尔克规则

《多德—弗兰克法案》著名的“沃尔克规则”禁止保险存款机构及其附属机构从事“自营交易”,以及取得或维持任何对冲基金的任何所有权。^[158]因此,这个规则一般禁止这类机构的投机性衍生品持仓,^[159]以保障这些银行的存款人和其他利益相关者与从 PSD 相关的风险相隔离,并减少市场上特定 PSD 的机会。

(十) 林肯推出规则

《多德—弗兰克法案》禁止联邦政府向以投机为目的的互换交易

[155] 7 U. S. C. § 6s(h)(2).

[156] 同上注。§ 6s(h)(5)。

[157] 参与纯投机衍生品交易唯一合理的时间点是其最大利益在于交易另一边对其有明显的吸引力。参见 Timothy E. Lynch, *Gambling by Another Name: The Challenge of Purely Speculative Derivatives*, 17 STAN. J. L. BUS. & FIN. 67 (2011), at 84-94。可以说,互换交易商或主要互换参与者可以与特定实体进行互换的唯一时间点是互换交易商或主要互换参与者认为它们被特定实体所吸引。这些特殊责任要求的豁免,则在于如果特定实体在交易所发起交易,或互换交易商或主要互换参与者不知道其是与特定实体进行交易。7 U. S. C. § 6s(h)(7)。

[158] Dodd - Frank Act, *supra* note 10, § 619, 716(m)。

[159] 同上注, § 619(将“自营交易”定义为“主要从事……在任何交易中购买或出售或以其他方式获取或处置任何证券、任何衍生品、任何未来交割的商品销售合同、任何这些证券、衍生品或合约的期权选项 这种安全,衍生或合同”)。当衍生品用于套期保值交易时,不会触发沃尔克规则。同上注。§ 619(d)(1)(C)。

商及主要互换参与者(包括保险存款机构)提供任何紧急援助,包括联邦存款保险公司的存款保险、获得美联储的贴现窗口等。^[160] 只有以套期保值为目的参与互换交易的保险存款机构可以获得豁免。^[161] 该规则被称为“林肯推出规则”。根据这一规则,许多商业银行和其他机构将抑制其持有投机性互换头寸,因为这一规则使持有这些投机性头寸的成本增加了。因此,可以预期的是一般在市场上的 PSD 交易量可能下降。

然而,不仅 PSD 仍是允许交易和有效的,而且与林肯推出规则相关的由互换参与者承担的成本可能会下降,如果得出如下结论——国会可能修改法律,在紧急情况下授权对系统重要性机构进行援助。你不会救市的声明并不等于当有一个令人信服的理由时仍拒绝对系统重要性机构进行援助。^[162]

五、限制纯投机衍生品的监管空间

无论《多德—弗兰克法案》《商品交易法》,还是其他重要有关衍生品监管的联邦法律规定都禁止 PSD 或使他们无效。正如所讨论的,《多德—弗兰克法案》和《商品交易法》确实有一些选择,试图限制系统性风险,遏制一些与衍生品市场相关的投机问题。这些选择可能具有减少在市场上 PSD 数量的辅助效果。然而,在目前的联邦法律规则下

[160] 同上注。§ 716。

[161] 同上注。绰号“推送规则”是基于这样一个事实,即被保险机构可能会选择不进行互换投机交易,而某些其他机构可能会选择这种互换交易而将其“推送”给关联机构。

[162] 国会原本有机会通过废除破产中对衍生品的“特殊对待”,从而进一步减少参与衍生品(包括纯投机衍生品)的激励机制。在现行破产处置中,衍生品交易对手通常被允许扣押并清算由已垮台的交易对手提供的抵押物。这种抵押物豁免通常适用于申请破产实体的资产自动冻结条款。由于这种特殊对待规则,考虑订立衍生品合约的实体相对于其潜在对手方进行彻底的信誉度尽职调查的动机较少,因此更有可能执行衍生品合约。国会本可以消除这种特殊对待,但却没有。See Mark J Roe, *The Derivatives Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator*, 63 STAN. L. REV. 539 (2011); David A Skeel, Jr. & Thomas H. Jackson, *Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy*, 112 COLUM. L. REV. 152 (2012)。

可能存在进一步限制 PSD 数量和成本的空间。正如之前在第四章第三节所讨论的,这可能是因为合格合约参与者之间的某些场外互换上,《商品交易法》并没有取代对州赌博和反对赌公司法的适用。CFTC 看来有规则空间禁止衍生品交易所的 PSD 执行,而当增强价格发现和套期保值者的流动性的社会福利是必要和期望时,CFTC 也对其进行许可。^[163] 这项法定空间乃是由《商品交易法》基于公共利益考虑而进行的调整,包括对投机的干预、对净福利的监管激励、对价格发现功能的关注。下面就对这个法定空间进行简要探讨。

(一) 公共利益的关切

在大多数情况下,取消 PSD 是符合公众利益。对参与者来说,PSD 意味着总体上的财富损失、通过增加风险(包括系统性风险)的形式给社会带来负外部性、作为监管套利的工具而使用、偶尔会导致不良社会利益冲突、消耗资源而这些资源本可以更有效进行资本配置。偶尔地,他们提供增强价格发现的公益利益以及为套期保值者提高流动性。

正如预期的那样,对公共利益的关注是促使国会通过《商品交易法》及众多修订案的驱动力之一。事实上,《商品交易法》第 5 节就表达了这种官方目的:

本章下的交易是指定期开展的州际和国际贸易,其通过提供管理和承担价格风险的工具,以高效、公平、安全的金融交易设施来发现价格或散布价格信息,从而影响国家公共利益……本章目的在于服务公共利益……通过 CFTC 的监督下的交易设施,结算系统,市场参与者和市场专业人士有效的自律制度。为了促进这些公共利益,本章进一步的目的在于……确保……避免系统性风险……^[164]

作为关注公共利益的结果,《商品交易法》充满了“公共利益”和要

[163] 参见 Stout, *Dangerous Optimism*, supra note 4, at 1199(一般来说,民主国家对于充分规范基于非标准化合约的投机而言特别有缺陷,其指出:“对于监管乐观主义驱动的投机,我们会更好地依靠相对非民主的管理机构和权威,如独立的司法机构、独立机构甚至是私营的自律监管机构”)。斯托尔教授表示怀疑,商品期货交易委员会“足够独立能可靠地处理由于基于非标准化交易而导致的市场失灵”。同上注, at 1210。

[164] 7 U. S. C. § 5 (2012).

求 CFTC 颁布规则否则“为了公共利益”采取（或不得采取）行动的规定。援引如下：CFTC 必须评估任何“考虑公共利益”而拟定规则的成本和收益。^[165] CFTC 不得以期货业协会为名注册任何协会，除非协会符合“符合公共利益”。^[166] CFTC 被授权，当它发现一个特别互换或一组互换“否则将受到强制清算”，但因为没有清算所列出这些互换清单而没有被清算，“按照 CFTC 认为有必要和符合公共利益的决定采取这样的行动”。^[167] CFTC 应当“妥善考虑公共利益”，而对互换交易商和主要互换参与者的商业行为提出要求。^[168] 在决定是否要协助外国政府对其衍生品调查方面，CFTC 必须考虑这种协助是否“会损害美国的公共利益”。^[169] 这样的例子不胜枚举。

但最普遍，CFTC“可设立……标准和要求，根据妥善考虑公共利益，基于投资者保护，或本章另外规定的目的”。^[170] 这种特殊条款被嵌入到《商品交易法》的一节，主要涉及互换交易商和主要互换参与者的商业行为标准。然而，这一规定平实易懂的语言却直达本质，其不只限于互换交易商和主要互换参与者的监管。^[171] 因此，这一规定将允许 CFTC 监管出于公共利益考虑而对 PSD 进行监管。

（二）对套期保值头寸予以更少限制

《商品交易法》频繁提及的套期保值参与者及套期保值衍生品交易，其中至少有一方的套期保值交易较之投机参与者和 PSD 受到更少的监管规制。这种对投机行为的区别待遇为 PSD 特别监管提供了空间。如上所述，^[172]《商品交易法》要求，如何某些互换协议应被清算，除非这些互换协议被提交到清算所，否则任何人都不可以参与某些互换协议。^[173] 这项要求旨在减少交易对手风险。然而，如果交易对手至

[165] 同上注，§ 19(a)(2)。

[166] 同上注，§ 12(b)。

[167] 同上注，§ 2(h)(4)(B)。

[168] 同上注，§ 6s(h)(3)。

[169] 同上注，§ 16(f)(2)。

[170] 同上注，§ 6s(h)(5)(B)。

[171] 同上注。

[172] 参见 *supra* Part I. D. I。

[173] 7 U. S. C. § 2(h)(1)。

少一方是使用互换协议“对冲或减轻商业风险”的商业企业,则没有必要将互换提交清算所。^[174]

《商品交易法》还指示 CFTC 对国内农业生产者给予有利的考虑,“这样才能更好地使生产者对冲与其生产相关的价格风险”和更好地让他们对冲与他们可能出售的农产品有关的价格风险。^[175]

另一个例子是关于交易和持仓的限制。国会已经得出结论认为,商品期货合约和互换协议中过度的衍生品投机能够使标的商品的价格产生“不合理波动或没有依据的变化”。^[176]因此,《商品交易法》已授权 CFTC 在期货和互换上建立“任何人操作或持有的交易头寸的限制”,以便“减少、消除或预防”由不合理波动或没有依据的变换”的价格波动造成的负担。^[177]可以推测,套期保值者可以基于戏剧性的乃至毫无根据的波动或标的商品价格异常变化的影响对衍生品合约进行协商,^[178]但 CFTC 未明确授权限制套期保值者的交易和持仓,^[179]其明确禁止对套期保值者施加持仓限制,以便其对冲现货市场实物商品潜在

[174] 同上注, § 2(h)(7)(A). 7 U. S. C. § 2(h)(7)(C)中规定了正式的商业实体不能被定义为“金融实体”,并须通知商品期货交易委员会“它通常如何履行有关参与非清算的互换的财务义务。”同上注。 § 2(h)(7)(A)(iii)。此外,这种互换不能在指定合约市场或互换执行设施上交易。同上注。 § 2(h)(8)。这些例外情况似乎反映出合约一方不可能存在因为互换协议对冲预先存在的风险而产生的重大损失。套期保值交易方根据互换协议条款可能会损失(或收益)的权益将由商业交易中等值(或近乎等值的)收益(或损失)平衡。因此,这样一个实体应能够通过使用在商业交易中获得的收益支付任何根据互换协议所需费用。

[175] 同上注, § 6q(a)。

[176] 同上注, § 6a(a)(1)。

[177] 同上注。

[178] 同上注, § 6a(c)(1) [“为确定本法案的适用性,商品期货交易委员会为防止大的套期保值者产生的无端的价格压力,将根据其权力对最大的套期保值者的交易活动进行监控和分析……并向国会报告调查结果和建议……”(引用省略)]。

[179] 同上注(“由商品期货交易委员会发布的针对投机持仓限制的任何规则、措施或指令应被适用于真实套期保值交易或持仓,因为这些事项均由商品期货交易委员会所定义……这些事项可能被定义为许可生产者、买家、卖家、中间商以及中从衍生出的商品或产品的使用者,通过在交易所内可获得的、合适的、开放的期货合约来对冲今后一段时间内其合法预期的商业需求”)。

价格的不利变化。^[180]同样,要想成为指定合约市场,交易所董事会必须制定并执行“持仓限制或投机者持仓计量”。^[181]作为交易设施运营的互换执行设施也必须采用类似的规则。^[182]但合约市场和互换执行设施都没有对套期保值者采取类似的限制。

此外,《商品交易法》似乎限制了 CFTC 在两种特别显著和相关方式对什么是真正的套期保值交易或套期保值持仓进行定义的能力。第一,在套期保值者对投机者衍生品交易中的投机持仓要计算投机者及他的投机持仓限制。第二,套期保值交易不能包括涉及 PSD 风险的套期保值持仓。

正如希望的那样,《商品交易法》指示 CFTC 将一个“真正的套期保值交易或持仓”定义为对冲资产不利的价格变动和管理商业企业的负债,预期收购某人未来提供的产品或服务,预期提供给某人未来的产品或服务的交易或持仓。^[183]但《商品交易法》也指示 CFTC 包括一个“真正的对冲交易或持仓”是“这样一种交易或持仓……能够限制伴随来自互换持仓风险……与交易对手执行的才有资格作为一个真正的对冲交易”。^[184]换句话说,如果一个投机者与一个真正的套期保值者进行互换交易,可以认为套期保值者原持有的市场风险随着互换协议转移到投机者身上,后者的市场风险与套期保值者原先持有的是相同的。投机者现在可以通过后续的衍生品合约将风险转嫁给第三方^[185]同时

[180] 同上注, § 6a(a)(2)(A) [“至于由商品期货交易委员会定义的不同于排除商品的实物商品方面,商品期货交易委员会应……建立持仓量限制,而真实套期保值持仓外符合要求的任何未来交收的销售合约或与指定合约市场上交易受其规范的合约或商品的期权可以被任何人持有”(补充强调)]; 同上注。 § 6a(a)(5)(A) [“尽管有本条的其他规定,商品期货交易委员会应建立持仓量限制,包括总持仓限额,而真实套期保值持仓外符合要求的经济上相当于未来交收的销售合同或根据第(2)款规定在指定合约市场交易或受其规范的合约或商品的期权可以被任何人持有”]。 § 6a(a)(6)。

[181] 同上注, § 7(d)(5)(a)。

[182] 同上注, § 7b-3(f)(6)(A)。

[183] 同上注, § 6a(c)(2)。

[184] 同上注, § 6a(c)(2)(B)。

[185] 或者,甚至回到原来的套期保值交易对手。如果是这样,两个合约将被抵消,双方将恢复到原来的经济状况。

获得持仓限额豁免的利益。在第一个衍生品交易中的投机者,正在第二个交易中进行风险对冲——对冲第一个交易的结果而引发的风险。

然而,《商品交易法》的这种规定表明,作为对冲一个纯粹投机互换协议的结果而发生的转移风险的交易或持仓不属于“真正的套期保值交易或持仓”——即使一个人曾经参与 PSD,引起与投机持仓相关的市场和交易对手风险。或简单说,“对冲自己的 PSD 赌注”不是“一个真正的对冲交易”。因此,即使是投机者可能会理性地想转嫁他的 PSD 相关风险给第三方,他可能会被禁止这样做,因为他可能已经达到了他的“投机”持仓限额。这项禁令不承认“对冲自己的赌注”为“真正的对冲交易”,反映了本文更积极的建议,即某人对冲其早先的 PSD 合约风险的合约将视为无效。

诚然,限制投机、对套期保值者及套期保值交易提供有利的待遇的规则的出现主要致力于消除或减少相关商品的价格操纵威胁。^[186]他们是没有动力专门限制 PSD 或解决 PSD 的问题本质的。各种限制主要针对投机者,甚至是套期保值者对投机者交易中的投机者,而不只是针对 PSD 交易投机者。如果可以找到允许限制 PSD 形成和可执行性的监管空间,也就是对套期保值交易的监管徇私。而这种厚此薄彼明显存在。

(三) 成本—效益分析

《商品交易法》要求 CFTC 颁布规则之前进行一个成本—效益分析。^[187]这样的成本—效益分析必须考虑市场参与者和公众、效率、竞争力、价格发现、风险管理和其他公共关切利益的保护。^[188]虽然要求 CFTC 采取行动之前进行成本—效益分析的规定语言平实易懂,但这一要求可能理解为一个需要或至少是一个许可,CFTC 颁布规则和采取其他行动方式需要有净收益的效果。加上国会明确授权 CFTC“根据适当的公共利益建立这样的……标准和要求”,^[189]因此对任何承担正收益的行为给予法定许可,看起来当然存在。

[186] 参见 7 U. S. C. § 6a(a), 7(d)(5)(a)。

[187] 同上注, § 19(a)(1)。

[188] 同上注, § 19(a)(2)。

[189] 同上注, § 6s(h)(5)(B)。

如前所述,除了提供娱乐功能,以及必要的促进价格发现过程或增加套期保值者的流动性,PSD 主要给社会带来了净成本。禁止 PSD 或在特定情形外将其认定为无效的选择将是有益于社会的。CFTC 应该被允许从事这些行动,甚至有一定的义务来承担这样的行为。

(四) 价格发现问题

《商品交易法》明确指出,一个活跃的衍生品市场存在部分服务公共利益功能,这是因为它具有价格发现功能。^[190] 如上第三章第二节所述,商品价格的市場总量、费率的价值和事件的可能性可以通过一个活跃的市场予以体现,在这个市场上衍生品合约的信息可以反映商品、费率和事件相关情况。因此,《商品交易法》中的许多限制交易的条款可能干扰价格发现功能。

例如,交易设施和交易者可以另外被《商品交易法》的特定条款和 CFTC 规则豁免,这些条款和规定尊重他们有关衍生品合约的经营和交易是因为 CFTC 将其认定具有“重要的价格发现功能”。^[191] 特别值得注意的是,规定交易者合约持仓限制将“实施或影响重要的价格发现功能”。^[192] 此外,为了将交易场所设计为指定合约市场,它需要“保护交易的价格发现功能”。^[193]

显然,国会担心过度投机和市场操纵可能会导致“商品价格突然或不合理的波动或不必要的变化”,这样的波动和变化可能会对州际贸易产生的“过度和不必要的负担”。^[194] 有趣的是,在《商品交易法》或任何其他规定中都没有在交易不活跃的时候鼓励投机衍生品交易的

[190] 同上注, § 5 (“交易受本章的约束……受到国家公共利益的影响通过……发现价格,和传播定价信息……”); 也可参见上注。 § 2(a)(13)(B) (表明《商品交易法》目的之一是“授权商品期货交易委员会在其确定的有助于促进价格发现的时候,以可获得的形式向公众提供互换交易和价格数据”)。

[191] 参见上注, § 6a(a), § 1a(18) (定义“合格合约参与者”以排除在电子交易设施上交易重大价格发现合约的期货经纪商和场内交易商), § 1a(40) (定义“注册实体”以包括执行重大价格发现合约时的任何电子交易设施), § 6g(a) (对“重大价格发现合约”中任何电子交易设施进行交易的某些人员提出报告要求)。

[192] 例如上注。 § 6a(a)(1)。

[193] 同上注, § 7(d)(9)。

[194] 同上注, § 6a(a)-(b), 6i, 6t。国会认为这种波动和变化是“不必要的,也是州际商业不必要的负担”。同上注, § 6a(a)(1)。

价格发现功能。但 CFTC 需要在任何规则的成本—收益分析中考虑价格发现问题,^[195]可见部分确保有效的价格发现机制仍然是衍生品市场的自然和常见的后果。

对衍生品市场价格发现结果的关切和 CFTC 在推出规则时需要考虑价格发现的要求与本文对特定标的 PSD 应被许可和执行的观点相符,其前提在于那些特定标的需要市场上更多信息促进价格发现功能以及这种需要超过了 PSD 的社会成本和私人成本。

(五) 套期保值者的流动性问题

国会也在《商品交易法》中表达了对套期保值者流动性问题的关切。市场上存在的投机者促进了流动性的提高。因此,《商品交易法》指示 CFTC,当 CFTC 在对实物商品相关的衍生品持仓设置投机交易限制时,限制也要“最大限度地切实可行……确保真正的套期保值者具有足够的市场流动性”。^[196]对套期保值者流动性的关切和以不会破坏流动性的方式严格限制投机的导向与本文的建议相符,PSD 也可能获得许可和有效乃是在于因为特定标的决定向市场开放 PSD 时,需要具有改善套期保值者流动性的辅助作用^[197]和超过 PSD 的社会成本与私人成本。

六、结论

Keynes 曾经写道,“当一个国家的资本发展成为赌场活动的副产品时,工作可能做不好了”。^[198]虽然这个国家的资本发展还不是赌博活动的副产品,这是一个适当的比较。就像一个赌场,金融业往往消耗能源和资源而降低了国家的福祉。PSD 就是这个赌场的产物。

[195] 同上注, § 19(a)(2)。

[196] 同上注, § 6a(a)(3)(B)(iii)。

[197] 回想一下,自从投机者与投机者达成合约以来,纯投机衍生品本身直接减少了套期保值者的流动性,从而为潜在的交易对手提供了可能的套期保值者。

[198] John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* 159 (1964)。

PSD 就是赌注,纯粹而简单。每个交易者参与 PSD,除非他或她只是娱乐,要么采取非理性的交易方式,要么利用交易从对手那里吸血。除了有限情形下 PSD 可能增强价格发现功能或为套期保值者增加流动性外,PSD 没有服务社会之目的。它们仅仅是将财富从一个交易对手转移到另一个交易对手,同时破坏了总财富。PSD 也被用于从事监管套利和实施不良利益冲突的问题。在资本市场中,它们起不到促进效率的作用,而且增加了市场的整体风险。作为一个结果,PSD 一般出于公共政策原因应被禁止或视为无效合约。如果全球都这样规定,这种规则将是最有效的。

美国的金融衍生品监管分散在各种联邦和州的法律、联邦和州的监管规定以及三个独立行业的监管制度中。第一种监管制度是赌博制度,旨在促进和执行的 PSD。但事实上,它理性地参与衍生品合约的目的是基于其娱乐价值。第二种制度是保险业,其禁止执行 PSD。第三种制度,与我们所知的,将其作为金融衍生产品对待,很大程度上许可 PSD 以及认为他们是有效的。但这种许可对 PSD 的社会成本是疑虑和排斥的。

《商品交易法》和《多德—弗兰克法案》看似不经意间提供了各种有助于解决 PSD 问题本质的次优选择。这些选择,特别是增加结算的要求、提高资本和保证金的要求、信息报告的要求、对之前的监管豁免的取消、禁止某些商业银行的自营交易、声明不向金融机构的衍生品投机活动提供救市援助(在他们取消 PSD 或解决他们的问题前)。最好的情况是阻止企业参与 PSD,由此来限制 PSD 造成的危害。但有关 PSD 的抑制程度尚未可知。从更坏的角度考虑,这些次优选择与降低 PSD 的成本和风险无关。

然而,鉴于《商品交易法》的歧义,某些场外衍生品可能受州赌博法和反对赌公司法的监管。此外,《商品交易法》赋予 CFTC 采取措施严格限制受监管交易所的 PSD 的创设和形成的法定空间。透过《商品交易法》的主旨可以发现这个空间在于关注公共利益,要求 CFTC 按照社会最大利益行事和社会净收益的责任,套期保值交易的妥善对待以及投机交易的不利对待。此外,《商品交易法》的主旨还包括,当交易行为有利于社会利益特别是有关价格发现和套期保值者流动性时,就

可以禁用或不执行这些限制条款。^[199]

PSD 扩大了次贷危机的范围,加速了我们的经济衰退。国会在危机中未能采取行动有效应对 PSD。但国会赋予了法院和 CFTC 进行监管的可能性。但直至它实现,华尔街市场上敲响的钟声、闪烁的灯光和廉价的食物——这些潜在赢钱的幌子,仍将继续吸引投资者前往。

(编辑:滕玉琳)

[199] 参见 *Bd. of Trade of Chi. v. Christie Grain & Stock Co.*, 198 U. S. 236, 247 - 48 (1905) [在提及期货监管时霍姆斯法官认为,“人们试图努力预测未来,并根据他们的预测达成协议……确实,强者的成功会导致弱者的模仿,而对(投资)能力不匹配的人来说投机只会造成其破产。但立法机关和法院一般认为,对复杂社会的自然演化只能以非常谨慎的态度来面对,这种对每项社会功能无效事件的纠偏的粗浅尝试,将其予以简单禁止和通过法律阻止其存在都是有害和徒劳的”]。