

## CDS 正本清源:证券抑或保险?

李 敏\*

**摘要:**全球金融危机将信用违约互换从华尔街推到公众的视野,随即被认为是罪魁祸首,谤满天下,对其如何监管也成为长期以来争议的焦点。以美国和欧盟为代表,形成了两条对于CDS的不同监管径路,即美国遵循证券交易法的监管路径,而欧盟则是遵循保险法的监管路径。监管路径的分歧源于CDS属性界定不清,因此,有必要在对CDS交易机制厘清及其属性争议梳理的基础上,寻求对于CDS法律性质的界定,从而助益于在市场发展和有效监管之间寻求平衡。

**关键词:**信用违约互换 属性界定 监管路径  
保险利益

### 一、CDS 的交易机制及其风险

CDS等金融衍生产品带来了信用风险管理的重大变革,使风险从以前被动、消极的转移方式逐渐转变为主动、积极的组合管理方式,对金融市场

---

\* 北京大学法学院经济法学博士研究生。

的发展起着积极的推动作用。CDS 有助于分散信用风险、增加资金收益、风险提示和价格发现。<sup>[1]</sup>

### （一）CDS 的交易结构及其分类

CDS 是一种信用衍生工具。简单的信用违约互换合同是一个双边合同，保护销售方承诺在合同约定的有效期内，当信用事件发生时，对保护购买方的损失进行赔偿；保护购买方付出的对价是承诺定期支付“保费”给保护出售方。一般来说，买方主要是大量持有金融资产的金融机构，而卖方是保险公司、对冲基金、商业银行和投资银行等。CDS 的信用事件包括相关主体<sup>[2]</sup>的破产、债务加速到期、违约、未能偿付债务、拒绝履行合同、债务中止或重组。<sup>[3]</sup>但是信用事件的触发条件由 CDS 合同双方协商约定。比如，AIG 对高盛发行的抵押证券进行 CDS 承保。根据前述合同约定，当支持证券的抵押资产价值下跌 4% 或更多时，AIG 需要向高盛赔付。<sup>[4]</sup>在未发生信用事件时，信用保护卖方无须向信用保护买方支付任何对价（零支付）；在违约事件发生时，保险出售方必须补偿购买方的损失，但仅限于预设的面值，即名义本金。<sup>[5]</sup>

交易结构如下图所示：

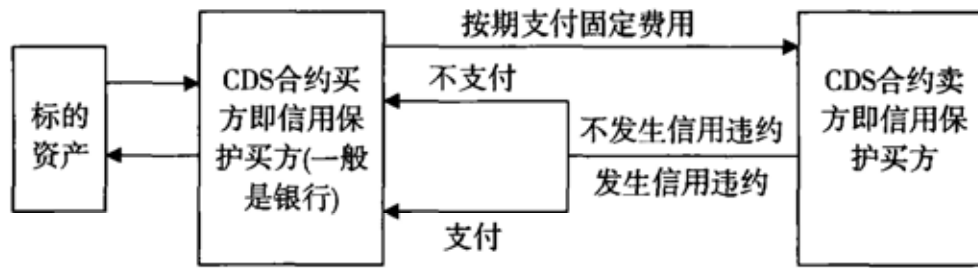
[1] 王爽：《CDS 欧洲危机恶化的催化剂——兼对我国金融衍生产品市场发展的启示》，载《金融经济月刊》2010 年第 6 期。

[2] CDS 的相关主体可能是发行债券的公司或政府。

[3] 根据 ISDA2003 年修订的《信用事件定义文件》(ISDA Credit Derivatives Definitions) 的规定，信用衍生品交易中所涉及的信用事件主要包括：破产事件 (bankruptcy)，债务到期未能支付 (failure to pay)，重组 (restructuring)，拒绝清偿或延期还款 (repudiation/moratorium) 和债务加速到期 (obligation acceleration)。See Christian Weistoffer, *Credit Default Swaps: Heading Towards a More Stable System*, Deutsche Bank Research (Dec. 21, 2009)。

[4] Gretchen Morgenson & Louise Story, *Testy Conflict with Goldman Helped Push A. I. G. to Edge*, N. Y. Times, Feb. 6, 2010.

[5] Moorad Choudhry, *The Credit Default Swap Basis 2* (2006), at 8-9.



交易结构图

按照结算方式的不同,CDS 可以分为实物结算型或现金结算型。在实物结算情形下,保护购买方将基础资产转移至赔付损失的保护出售方,转让价格等于基础资产的价值。<sup>[6]</sup> 在现金结算情形下,赔付金额为 CDS 的票面价值减去基础资产违约后的市价。<sup>[7]</sup> CDS 与约定期限的人寿保险合同相似之处在于保护出售方(保险公司)只有在违约事件发生时才会对保护购买方(投保人)偿付,因此,卖方承担的义务属于“或有支付”(contingent payment)。

按照购买目的的不同,CDS 合同被划分为风险管理型(有实体 CDS)与投资型(无实体 CDS)。一般而言,风险管理型 CDS 的买方与参照实体之间应具有实质性债权债务关系,合同买方购买风险管理型 CDS 的主要目的在于对冲自身资产组合的信贷风险。而投资型 CDS 的买方主要目的在于利用信贷市场的做空机会来投机牟利。认为特定主体具有违约风险的投资者即使不对基础资产拥有利益,但可能会购买基于该相关主体的债务发行的 CDS,从而获得巨额赔付。同样,当投资者认为相关主体非常稳定,不会发生债务违约时,可能会出售保护,从而获得固定的现金流(保费)。<sup>[8]</sup>

[6] Eugene F. Brigham & Joel F. Houston, *Fundamentals of Financial Management* 210(11<sup>th</sup> ed. 2007). “Par value” refers to a bond’s face value, which is typically the price at which the bond is sold on issuance. Moorad Choudhry, *The Credit Default Swap Basis 2* (2006), at 8-9.

[7] Moorad Choudhry, *The Credit Default Swap Basis 2* (2006), at 22.

[8] Jan Job de Vries Robbe & Paul U. Ali, *Securitisation of Derivatives and Alternative Asset Classes: Yearbook 2005*, at 94-95(2005).

## (二) CDS 的二级市场交易及其蕴含的风险

当 CDS 合同达成后,任何一个交易方都可以将合同项下的权利义务在二级市场上转让。<sup>[9]</sup> 想要转移 CDS 合同项下权利义务的保护出售方,将其权利(收取固定保费收入)和义务(当约定信用事件发生时的赔偿责任)转移给第三人。同样,保护购买方,可以将 CDS 合同项下的权利(当约定信用事件发生时获得赔偿)和义务(支付固定保费)转移给第三人。CDS 合同原始主体必须同意合同转移,通过合同更新使第三方加入。<sup>[10]</sup>

CDS 二级市场的出现是因为 CDS 的价差在不断变化。CDS 的价格在承保时会被决定,但承保之后发生的事件会影响相关主体的信用等级。如果承保后,相关主体的债务风险上升,后续发行的 CDS 价格将会提高,相对于较早发行的 CDS,保护购买方所缴纳的保费也随之上涨。对于保护购买方,这增加了其较早购买的 CDS 价值,因为较早发行的 CDS 的保费将会低于后发行的 CDS。但对于保护出售方,这降低了其较早发行的 CDS 价值,因为它可以发行新的 CDS 以获得更高的保费。相反,如果承保后,相关主体的信用度提升,那么后发行的 CDS 价格会下降,从而使较早发行的 CDS 价值,对于保护购买方而言是下降(因为它可以更低的价格获得新的 CDS 合同),对保护出售方则是增加。<sup>[11]</sup>

CDS 在市场主体之间频繁承保、购买或转让,导致当信用事件发生时,每一方都依赖于其他交易者的偿付能力。<sup>[12]</sup> 在金融危机中,AIG 由于出售保护时并未对冲自身风险,所以处于大量 CDS 交易链条

[9] Moorad Choudhry, *An Introduction to Credit Derivatives* 63(2004).

[10] Jan Job de Vries Robbe, *Securitization Law and Practice: in the Face of the Credit Crunch* 174(2008).

[11] Moorad Choudhry, *The Credit Default Swap Basis* 2(2006), at 38 - 45.

[12] Lydie N. C. Pierre - Louis, *Hedge Fund Fraud and the Public Good*, 15 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 21, 90(2009); Lilla Zuill & Kristina Cooke, *AIG Failure Would Still Be Disastrous for Global Markets*, Reuters, Mar. 2, 2009.

的最后一环。<sup>[13]</sup> 尽管交易链条中的其他主体对冲了风险,但是 AIG 的潜在崩溃将威胁着众多 CDS 对手方,因为所有的交易主体都依赖于处于交易最后环节的 AIG。<sup>[14]</sup> 作为保护出售方的 AIG 如果违约会带来整个交易链条的崩溃。<sup>[15]</sup> 另外,由于场外交易缺乏有效监管,CDS 的交易方具有低拨备、高杠杆的业务特性。由于不受任何证券交易所监管,完全在交易对手之间直接互换,缺乏有效机制来保证出售方(如 AIG)是否有足够的储备资本来担保。AIG 对 CDS 风险的累积最终导致破产,进而引发众多投资银行的连锁性毁灭,酿成金融危机。

### (三) CDS 诱发金融危机的原因分析

如前所述,CDS 不仅可以使保护购买方对冲持有基础资产的潜在损失,还可以对风险本身进行交易,实现了“风险转移”到“风险管理”的突破。金融风险从而成为一种可利用的“资源”,可以进行风险的“资源配置”。换句话说,传统只能通过保险进行转移的风险,可以在市场化的配置过程中,直接给最能节约资金资源占用的,以及最能管理或承受此类风险的市场参与主体。

在 CDS 等信用衍生品交易量急速增长的同时,使得这种“风险让渡”的交易模式同时具有了“保险”和“证券”的双重特征。银行将大量的债务担保债券(CDO)出售给投资银行或对冲基金等。承销商为了促销这些产品便发行 CDS 为之提供保障,这时 CDS 就作为独立的“证券”进入市场流通,并逐渐发展成为一种投机工具。未拥有标的资产的投机者也购买了大量 CDS,当出现违约时通过收取赔付而获利。易言之,正是合同下的履约风险消解了 CDS 作为信用风险管理工具的基本价值,促成了其从保险机制到投机工具、从合同到不受监管的“证

---

[13] Gretchen Morgenson, Behind Insurer's Crisis, *Blind Eye to a Web of Risk*, N. Y. Times, Sept. 27, 2008, available at <http://www.nytimes.com/2008/09/28/business/28melt.html>.

[14] Gretchen Morgenson, Behind Insurer's Crisis, *Blind Eye to a Web of Risk*, N. Y. Times, Sept. 27, 2008, available at <http://www.nytimes.com/2008/09/28/business/28melt.html>.

[15] Gretchen Morgenson, Behind Insurer's Crisis, *Blind Eye to a Web of Risk*, N. Y. Times, Sept. 27, 2008, available at <http://www.nytimes.com/2008/09/28/business/28melt.html>.

券”的异化。<sup>[16]</sup>

由于 CDS 交易在法律性质上不确定,既没有被纳入保险监管,也未能进入证券监管的范畴,处于“监管真空”之中,再加上场外交易的信息不透明,加速了风险来临时市场主体的恐慌,危机爆发在所难免。其实,CDS 属性不明,不仅是以形式至上为特征的法律与监管机制在功能(实质)至上的金融创新面前惨败的根源,<sup>[17]</sup>同时也是危机后各国在 CDS 监管措施的选择上莫衷一是之根本原因。

## 二、CDS 监管路径差异及其原因分析

### (一) 针对 CDS 不同的监管路径

美国是危机爆发的中心,究其原因,主要是 CDS 交易和清算在场外进行,对手方的风险难以评估,而引发的金融系统连锁反应。<sup>[18]</sup> 对此《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》(以下简称《多德—弗兰克法案》)将监管核心集中于 CDS 市场的透明度上,<sup>[19]</sup> 并对传统“证券监管法”体系进行了实质性改革。<sup>[20]</sup> 在《商品交易法》<sup>[21]</sup> 和《证券交易法》<sup>[22]</sup> 的基础上,对许多内容进行了修改:一方面,将 CDS 视为“互换”的一种,授予了商品期货交易委员会(commodity futures trading

[16] 楼建波:《从 CDS 看金融衍生品的异化与监管——以瑞银集团诉 Paramax 案为例》,载《环球法律评论》2010 年第 1 期。

[17] 楼建波:《从 CDS 看金融衍生品的异化与监管——以瑞银集团诉 Paramax 案为例》,载《环球法律评论》2010 年第 1 期。

[18] *Black's Law Dictionary* 1214 (9<sup>th</sup> ed. 2009).

[19] *Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. No. 111 - 203, § 701 - 814, 124 Stat. 1376, 1644 - 1822, 2010.

[20] Munchau, argued that naked credit default swaps are “purely speculative gambles”.

[21] *Commodity Exchange Act of 1936*, ch. 545, 49 Stat. 1491 (codified as amended at 7 U. S. C. § § 1 - 27f).

[22] *Securities Exchange Act of 1934*, ch. 404, 48 Stat. 881 (codified as amended at 15 U. S. C. § § 78a - 77oo).

exchange, CFTC) 和 SEC 监管权<sup>[23]</sup>。另一方面, 强制要求 CDS 等衍生产品在场内交易, 通过作为中央对手方的清算所集中结算, 交易双方不直接缔约, 而是每一方与清算所缔结合同。这样有便于金融监管者及市场参与者知悉交易对手方的风险敞口, 以防止 CDS 卖方的净风险敞口过大, 而使自身不堪一击。进一步防止 CDS 市场的不透明及错综复杂的关系对金融体系的破坏。

在欧债危机中, 欧盟各国认为投机者们利用 CDS 大量做空希腊国债, 严重打击市场上对于希腊债务的信心, 同时引致其他欧盟国家主权债券危机。因此, 欧盟各国援用保险原理来制定 CDS 的监管规则, 要求投保人或被保险人要对保险标的具有“保险利益”, 既不实际拥有 CDS 的参照资产, 也不存在任何利害关系的市场参与者不能通过购买 CDS 获得保护, 即禁止无实体 CDS。2010 年 5 月, 其境内进行的部分金融机构股票和欧元区主权债务 CDS 的裸卖空交易实施暂时禁令。7 月, 德国议会正式批准了禁止股票和主权债务“CDS 裸卖空”(即无实体 CDS) 的法案。<sup>[24]</sup> 此后, 经过了欧洲委员会、欧洲议会货币经济事务委员会等多个监管法案, 最终, 欧洲议会于 2011 年 11 月正式通过了永久性禁止无实体 CDS 交易的法案<sup>[25]</sup>, 将 CDS 交易完全限制在了避险目的下。这也决定了欧盟在未来全面的金融改革中, 对 CDS 的监管路径依然会遵循保险监管的范式。<sup>[26]</sup>

综上, 美、欧监管当局针对 CDS 监管理念的差别, 特别是对无实体 CDS 的监管政策相差巨大。一个沿着证券交易法的路径, 对 CDS 的交易过程及交易保障机制进行的监管, 以维护市场交易的安全性, 防范系

[23] At the time this Article went to press, the SEC and CFTC had proposed joint definitions of “swaps” and “security – based swaps” under the Act. See Press Release, Sec. & Exch. Comm’n, SEC Proposes Product Definitions for Swaps, Apr. 27, 2011.

[24] 徐光、邵诚:《关于“裸卖空”和“CDS 裸卖空”的经济分析及启示》, 载《国际金融研究》2011 年第 3 期。

[25] Parliament seals ban on sovereign debt speculation and short selling limitations, Plenary Session, Economic and monetary affairs 15 – 11 – 2011.

[26] See, e. g., EU Parliament Votes to Ban CDS Speculation, Bloomberg Businessweek, noting that a regulation approved by the European Parliament would prohibit investors from purchasing “insurance on government debt if they don’t own the underlying bond”.

统性金融风险。而另一个是沿着保险法的路径,希望将 CDS 纳入传统对保险产品及其合同的监管之中,来限制 CDS 等金融衍生品创新的无序扩张和监管套利。

## (二) 监管路径相异的根源——CDS 属性不清

表面上看,针对 CDS 的前述不同监管路径是各国根据实际情况,应对危机所选择法律的不同。但实际上,立法选择的混乱还有更深层次的原因,即对于 CDS 属性本身存在争议。当 CDS 被认定为投资工具时,自然需要遵循证券监管规则约束;但当其被认定为保险时,则需要施加保险监管规则。

对于 CDS 属性界定困惑对监管路径选择影响巨大。值得一提的是,在《多德—弗兰克法案》出台前,纽约州保险监管局(NYSID)最初考虑过将 CDS 按照保险进行监管,试图将满足一定条件的 CDS 认定为保险进行监管的方案;<sup>[27]</sup>而后又以全国保险立法者联合会(NCOIL)的名义,共同制定有关 CDS 监管的“示范立法”(Model Legislation),其核心是将信用保险的相关监管制度移植到 CDS 监管上,提出信用违约保险(credit default insurance, CDI)这一新概念。<sup>[28]</sup>

但是,将 CDS 视作保险面临着衍生品市场交易主体的激烈反对,证券和金融市场协会(SIFMA)及国际互换和衍生品协会(ISDA)联名上书,陈述了 CDS 和保险的重大区别:保险要求保险利益,但是那些不以对冲特定基础风险为目的的主体也购买信用违约互换;投保人购买并持有保险合同,但是 CDS 合同会被不断转手;保险合同只有在投保人发生实际损失时才进行赔付,但 CDS 合同是基于信用事件的发生而向保护购买方进行赔付,可信用事件的发生通常在实际损失产生之前

[27] 例如,纽约州政府的保险监管部门在一份立法计划中表示,当买入保护方在缔约时对标的债权享有或者有合理理由期待享有“实质利益”,则该 CDS 合约构成保险合同;一旦 CDS 合约构成保险合同,CDS 的卖出保护方应当获得从事保险业务的资质,并接受保险监管。而后,纽约州又联合康涅狄格州、佐治亚州、印第安纳州等其余八个州的立法者,共同制定有关 CDS 监管的“示范立法”。See Insurance Department(State of New York). Circular Letter No. 19(2008).

[28] National Conference of Insurance Legislators, Proposed Credit Default Insurance Model Legislation.



出现。<sup>[29]</sup> 在诸多压力之下,NYSID 最终放弃了将 CDS 按照保险进行监管的打算。2010 年奥巴马总统签署的法律也没有规定将 CDS 按照保险进行监管。

法律概念上的模糊对于市场来说,极易导致交易双方对法律风险的担忧,直接关系到市场交易的活跃程度,对卖方违约风险的防范与控制;对于监管来说,极易出现监管漏洞和监管真空,诱使市场主体进行监管套利,从而直接关系到整个金融系统的安全与稳定。虽然各方监管者或学者们都对 CDS 的法律性质问题提出了独到见解,但并不能互相说服,达成共识。因此,有必要从理论上探讨对于 CDS 的定性问题。

### 三、对 CDS 证券属性的梳理及理论否定

#### (一) CDS 具有证券属性的主要原因梳理

从前述 CDS 交易机制的分析可以看出,CDS 作为一种以信用风险为标的的衍生交易工具,是将信用风险分离出来单独交易。因此,CDS 在某些特征上与证券有着相似之处。综合学者们的研究,将 CDS 界定为证券的解释主要包括如下几个方面:

第一,从产品功能上看,买卖 CDS 与卖空或做多信用债券等效,也完全能由现有的债券产品组合出来。在完全有效市场情况下,同时持有 CDS 和作为 CDS 标的资产的信用债券(如公司债、贷款和低信用等级国债等)能够完全对冲掉债券发行人的违约风险,实现与无风险债券一样的风险收益特征,即“CDS + 信用债券 = 无风险债券”。相应地,“CDS = 无风险债券 - 信用债券”,即同时持有无风险债券并卖空信用债券就能复制出 CDS。

第二,从现金流上看,出售特定标的债券的 CDS 的收益等同于融资购买该标的债券的收益,非银行机构的投资渠道可以通过 CDS 拓展

---

[29] Letter from Cory Strupp, Managing Dir. of the Sec. Indus. and Fin. Mkt. Ass'n, and Katherine Darras, Gen. Counsel, Int'l Swaps and Derivatives Ass'n, Inc., to Joseph Morelle, Chairman of the Task Force on Credit Default Swaps Regulation, Nat'l Conference of Ins. Legislators(May 22, 2009).

到了银行贷款领域。<sup>[30]</sup> 例如，投资人出售福特债券的 CDS，每年获得 50 个基点的保费收入。如果福特到期正常还本，投资人无须承担保险责任，5 年中共获得 250 基点的收益。如果福特债券违约，最终回收率为 70%，则投资人须履行保险责任，赔付 CDS 买家 30% 的本金，因此投资人的净损失额为本金的 30%。因此，CDS 成为是一个再好不过的投资品，投资人可以通过出售信用违约互换交易间接进入高质量贷款市场，以低融资成本甚至无成本来获得一笔贷款或债券的收益，且不必直接持有信贷资产，而获得合意的贷款组合。

第三，CDS 合约的自由转让，使 CDS 合同属性具有了“证券”的特征更为鲜明，国际清算银行 2007 年发表的调查报告指出，以 CDS 为主体的信用衍生品合约转让的比例达到 25%，远高于其他衍生品。<sup>[31]</sup> CDS 从受相对性约束的合同演变为自由转让的投资品，实质上具有了“证券”的特征。由于其自由转让性，一些 CDS 的当事人订立合约的动机就是转让牟利，对自己或对手方能否履约并不关心，使得 CDS 所提供的保护有名无实。

## （二）CDS 不应被认定为证券的理论分析

尽管上述种种原因都或多或少地证明 CDS 具有较强的证券属性，而且美国的监管措施也与其成熟的“证券”监管制度相契合。笔者认为，CDS 虽然具有证券的部分属性，但从理论出发来区分“证券”与“保险”的边界，就会发现 CDS 应该被认定为保险。

首先，从风险管理的角度来看，一个重要的风险分类方法涉及纯粹风险和投机风险的概念。保险的风险转移通常属于纯粹风险，即损失是否发生存在不确定性，纯粹风险不会带来任何收益的可能性，而只有损失的可能性。例如，火灾或洪水造成的财产损坏的不确定性，或由于事故或疾病造成非自然死亡的预期。相对而言，证券交易通常属于投机风险，即某种既可能产生收益也可能造成损失的事存在不确定性。因此，保险与投机是截然不同的，投机创造了一个事前根本不存在的新

---

[30] 楼建波：《从 CDS 看金融衍生品的异化与监管——以瑞银集团诉 Paramax 案为例》，载《环球法律评论》2010 年第 1 期。

[31] 同注[30]。

的风险,所期望获得的是预期收益;而保险则是消除或大大降低已存在的风险,需要应付的是对未来风险所造成的损失。从这一点上来说,保险和 CDS 都可以使投保人将自身风险转移给他人。人寿保单中的损失事件是投保人的死亡,在 CDS 合同中,一个公司或者政府对其发行债券的违约(信用事件)通常被视为损失事件。

其次,从风险分摊的角度来看,作为一个经济机构,保险通过大数法则的风险共担和风险降低功能,吸收了每个个体的风险。通过保险机制,被保险人将各种风险转移给了整个团体,以较少的支出避免潜在的、巨大且不确定的损失。而证券投资却不具有减少风险、分摊风险的功能。实质上,在 CDS 交易中,可以将资金成本的差异视为不同机构主体承担风险能力的差异从而实现风险的分摊,资金成本相对较低的一方是信用违约互换的需求方,资金成本相对较高的一方是供给方。信用风险通过 CDS 在不同金融主体间达到最优配置,亦能减少社会整体信用风险。

最后,对证券的法律界定最早起源于对“投资合同”的判例,即“*Howey* 检验”的提出。<sup>[32]</sup> 联邦最高法院认为,判断证券是否存在,应该放弃形式而重视实质,把判断的焦点放在经济实质上(*economic*

---

[32] 1946 年的 *SEC v. W. J. Howey Co.* 一案确立了判定“投资合同”的标准。被告 *Howey* 公司是 Florida 州的一个公司,每年大约种植 500 亩橘子,将其中一半卖给各地的投资人。*Howey* 公司与投资人签订了“土地销售合同”和“服务合同”,其中约定,土地以保证契约的形式转让给投资人;服务合同期为 10 年,在合同期间 *Howey - in - the - Hills Service, Inc.* 对橘子的播种、收割和销售拥有完整的决策权。卖方既无权进入橘园,也无权拥有任何产品。买卖双方对于土地和产品甚至不是联营,买方只是在收获季节收到一份表示他那一份额收益的支票。果园的投资人,即买方居住地距离橘园通常很远,大多不是 Florida 当地人,以旅游者或居住在一家由 *Howey* 公司经营的旅馆中的住户为主;他们大多不具备播种、收割和销售橘子的设备和经验;他们接受合同的唯一理由是希望依赖 *Howey* 的经营管理给他们带来利润。双方争议的焦点是“土地销售合同、保证契约、服务合同是否一起构成了 1933 年《证券法》2(a)(1)的投资合同,因而属于证券法规范的‘证券’?” SEC 认为三者构成了《证券法》下的“投资合同”,因而属于受 SEC 监管的“证券”;*Howey* 公司没有经过登记就采用“州际商务信函和通讯手段”来发行,违反了《证券法》第 5 条和第 12 条,因而提起禁止令诉讼。联邦最高法院认为,判断证券是否存在,不需要找到正式的股票证书,只有存在有形资产的正式收益,如对橘园的实际拥有就可以了。同时认为应该放弃形式而重视实质,把判断的焦点放在经济实质上(*economic reality test*)。

reality test)。法院提出了一个包括四个要素在内的检验方法，证券法律中所谓的投资合同是指在一宗合同、交易或计划中，某人：(1)利用钱财进行投资；(2)投资于一个共同企业；(3)仅仅由于发起人或第三方的努力；(4)期望使自己获得利润。随后，Howey 检验在实践中不断发展完善。<sup>[33]</sup> 通过 Howey 检验可以更为清晰的得出，CDS 不应被视为一种投资行为，首先，CDS 的买卖双方均没有为了获得收益而放弃有形且确定的权利，CDS 的买方是为了转移所持有的信用风险；其次，双方并不具有共同投资的关系，而是双方的利益并不会共同增加或减少，而是一种风险转移的博弈；最后，如上所述，并非期望获得利润。

综上，从风险管理、风险分摊及证券的检验标准来看，CDS 本质上是保险，而不是证券，因此应该被认定为保险，遵循保险的监管规则。但是，也有学者反对将 CDS 认定为保险，主要理由集中在无实体 CDS 不符合“保险利益”利益原则而。另外，监管实践也对 CDS 施加了“保险利益”要求。对此下文做进一步分析。

#### 四、对 CDS 保险性质的梳理及监管实践

##### (一)对 CDS 保险性质反对理由的梳理

目前，虽然保险合同与信用衍生产品在射幸性、转移风险性等方面具有相似之处，但对于 CDS 应该定性为保险合同的论断，遭到了诸多反对。对反对理由进行简单梳理即可发现，保险利益原则是阻碍各方认定 CDS 是保险的主要原因。

首先，有学者提出了 CDS 与保险存在如下区别，以证实 CDS 并非保险。实质上，都与保险利益原则有密切的关系。

(1)对保险利益的要求不同。一般而言，投保人必须对作为保险对象的财产及其有关利益具有法律上承认的利益。但在信用衍生产品交易中，即使对参考资产没有任何“法律上承认的利益”（如信用保护

---

[33] 董华春：《从 Howey 检验看“投资合同”——美国证券法“证券”定义的法律辨析》，载《金融法苑》2003 年第 2 期。

买方为赚取利润,进行信用违约互换的投机交易),信用保护买方也同样可以进行信用衍生交易,有关交易的法律效力并不因此受到影响。(2)与标的资产的风险隔离程度不同。在一般保险合同中,保险人的保险责任与保险标的的风险密切相关,其责任因保险标的的危险程度的增减而需做相应的调整。而在信用衍生产品交易中,信用保护买方仅将参考资产的信用风险转移给信用保护卖方,且该信用风险与参考资产的其他风险严格分离。(3)是否利用第三方参考标准不同。信用衍生品交易中的参考主体不属于交易合同范围,信用事件的认定通常可以依赖于可以公开获得信息或第三方的评价结果,避免了被保险人拥有私人信息而使保险人承担除合同规定以外责任的争议,在信用衍生产品交易中,信用赔偿的执行是公允的、无条件的,因而比传统的保险方式具有更大范围的可操作性。

其次, Schwartz 认为, CDS 是资本市场的产品,不是保险。<sup>[34]</sup> 作者提出以下 6 个判断不是保险合同的标准:(1)对保护的基础财产损毁不拥有经济利益的主体为应对该财产上的风险而订立合同;(2)保护购买方没有防止财产灭失的经济动力;(3)合同约定的赔偿与是否实际发生损失无关;(4)合同约定的赔偿超过损失带来的成本;(5)合同约定的赔偿形式为实物结算;(6)合同约定的赔偿支付根据主协议以净额结算。

总之,上述观点的前提假设是,保险利益和赔偿原则是保险合同的决定性特征。传统的保险要求投保人具有“保险利益”;但 CDS 买方通常不实际持有被保险的债券,且 CDS 可以被设计成与任何债券、实体或指数挂钩。因此,如果将 CDS 定性为保险,却又发现无实体 CDS 不符合“保险利益规则”的约束,就会形成前述观点。

## (二)早期的 CDS 按保险法的监管需要“保险利益”要求

保险利益要求源于英国的人寿保险市场,它主要是基于以下的考量:允许对陌生人购买人寿保险所带来的道德风险;对人的生命的对

---

[34] Robert F. Schwartz, *Risk Distribution in the Capital Markets: Credit Default Swaps, Insurance and a Theory of Demarcation*, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. 13, 2007.

赌。道德风险存在于所有的保险种类中。不具有保险利益的投保人有通过结束被保险人生命或者损坏被保险财产来获得保险赔付的激励，这就是道德风险。但是当投保人对保险标的有保险利益时，就会存在相反的力量——关爱或者经济利益，使投保人的道德风险降低。<sup>[35]</sup>

当监管者认为 CDS 市场对基础资产市场有着重大影响，需要对无实体 CDS 进行严格监管，就会选择对信用衍生品施加保险利益要求。因为其认为，诸如高盛这样的交易主体力量强大，有能力操纵股票价格。因此，施加保险利益要求是防止 CDS 投机的必要手段，由此带来的成本（如降低流动性和增加债务成本）会被将 CDS 视同保险予以监管所带来的利益覆盖。George Soros 明确表明信用违约互换应该按照保险的路径监管，“因为 CDS 可以让那些握有生杀大权的投资者对一个公司或国家的存续进行投保，这是非常危险的”。CDS 应当只向拥有合法保险利益的主体出售。<sup>[36]</sup>除了刑罚的威胁，一个对邻居财产投保的人没有动力去保护该财产。<sup>[37]</sup>因为投保人支付保费，并在财产灭失时得到赔偿，所以财产损坏符合保单购买人的最佳经济利益。同理，如果允许投资者对自己不持有的债券购买违约风险保护，将激励投资者通过操纵市场来削弱 CDS 相关主体的偿付能力并迫使其违约。

综上，学者反对 CDS 的保险属性的理由在于其缺乏“保险利益”，保险监管实践按照传统保险的监管逻辑要求 CDS 必须具备“保险利益”，这种背离不禁让人产生疑问：CDS 遵循保险监管路径是否一定需

[35] N. Y. Court Says You Can Sell Your Life Insurance Policy, USA Today, Nov. 17, 2010, <http://www.usatoday.com/money/perfi/insurance/2010-11-17-life-insurance-sale-N.htm>; Robert S. Bloink, *Catalysts for Clarification: Modern Twists on the Insurable Interest Requirement for Life Insurance*, Connecticut Insurance Law Journal, Vol. 16, 2011. (discussing at length the insurable interest requirement for life insurance).

[36] George Soros, Inst. of Int'l Fin. Spring Membership Meeting Address, Vienna (June 10, 2010), available at <http://www.georgesoros.com/interviews-speeches/entry/iif-spring-membership-meeting-address-june-10-2010/>.

[37] Kenneth S. Abraham, *Insurance Law and Regulation* 201 (4<sup>th</sup> ed. 2005) (“The predominant justification now given for the requirement of an insurable interest is that it combats moral hazard: in the absence of an insurable interest held by the party procuring insurance, the incentive to destroy insured property or persons would be considerably greater”).

要“保险利益”? Thomas Lee Hazen 教授曾指出,传统保险合同与特定衍生品的相似性。<sup>[38]</sup> 他写道:保险利益原则试图划出法律上允许的保险合同的界限,但它是不完美的办法,最大的问题是对衍生品合同施加保险利益要求是否恰当? 难道就没有对衍生品合同的同样制约因素吗? 如果保险合同中保险利益要求具有正当性,那么也应当考虑衍生品合同中的对应要求,这需要重新反思保险利益原则或者对衍生品监管引进同等效果的措施。

## 五、CDS 遵循保险监管无须保险利益原则

笔者认为,追本溯源,保险利益和赔偿原则只是对保险合同带来的道德风险的回应,用它们来区分 CDS 和保险是不可行并且复杂的。这种逻辑没有考虑到前述规则的起源,并且未能采用适当的法律框架去评价 CDS 市场的利弊。是否与对 CDS 施加保险利益的要求取决于市场是否存在信息不对称导致的失灵,从而消除市场操纵和 CDS 带来的扭曲。

### (一) 传统保险和无实体 CDS 在道德风险上的差异

#### 1. 传统保险(如火灾保险)的道德风险

保险中的道德风险可能会鼓励或者至少扩大了危害行为的不利结果。比如,当投保人对自己的房屋购买火灾保险时,他做饭时也许会更粗心,因为粗心产生的经济成本会由保单覆盖。<sup>[39]</sup> 前述道德风险增加了不利事件发生的可能性。当投保人对保险标的不拥有经济利益时,保险中的道德风险更大。<sup>[40]</sup> 因为每个人都了解自己房屋的风险,如果

---

[38] Thomas Lee Hazen, *Disparate Regulatory Schemes for Parallel Activities: Securities Regulation, Derivatives Regulation, Gambling, and Insurance*, Annual Review of Banking & Financial Law, Vol. 24, 2005.

[39] Deborah Stone, *Beyond Moral Hazard: Insurance As Moral Opportunity*, Connecticut Insurance Law Journal, Vol. 6, 1999.

[40] See, e. g., Banks McDowell, *Insurable Interest in Property Revisited*, The Capital University Law Review, Vol. 17, 1988. (“Insurable interest defines a minimum kind of connection which the purchaser of insurance must have with the subject of the risk in order for the transaction to be valid”).



邻居或者敌人被允许对其投保，此时道德风险非常高。为他人房屋而购买火灾保险的邻居具有很强的经济动因来期待房屋焚毁。如果房屋未被烧毁，进行投保的邻居将会损失掉购买保险的保费；但是如果房屋被烧毁，当获得的赔付高于保费支出时，该邻居便会获利。尽管刑事和民事责任是防止邻居烧毁房屋的威慑因素，但仅仅从经济利益角度考虑，该邻居会从房屋焚毁中获利，因此在其渴望保险赔付，并且认为被监管者发现的概率非常小时，他就有动力自己放火烧毁房屋。

信息不对称也会引发道德风险，当一个人拥有更多信息时，会有动力从承担风险的经济后果的一方手中不当谋利。<sup>[41]</sup> 火灾保险中的信息不对称与向邻居的房屋购买保险的投保人的意图紧密相关。但是房主或保险公司都不清楚投保人的意图：他只是简单的投机，打算持有保单作为对邻居房屋烧毁的赌博？或者他打算自己烧毁邻居的房屋，从而获得保险赔付？监管保险公司可以通过不向那些不具有保险利益的人发行保单，或者在保险合同中约定不会对投保人故意引发的保险事故进行赔付，从而降低或消除道德风险，但是房主却不能通过这些方法防止道德风险。因此，立法者和司法者认为对投保人施加保险利益要求可以保护公众利益，防止恶意的陌生人对别人的财产进行投保。<sup>[42]</sup>

## 2. CDS 中的道德风险

CDS 交易中呈现出的道德风险不同于火灾保险，需要不同的监管回应，因为火灾保险中投保人的操纵能力比 CDS 交易主体更大。通过以下步骤，一个人就可以轻而易举烧毁邻居的房屋：走出自己的家门，向邻居的房屋倾倒足量的汽油并点火。但是操纵一个主权国家或者公司的信用等级或者偿付能力则非常复杂，需要大量资金，只有那些世界级的金融机构才有这个实力。

CDS 市场中的信息不对称可以被其他市场参与者缓解，但是保险缺乏这种平衡力量。就像一个人为了邻居的房屋购买火灾保险，购买

---

[41] See generally Edward Goldstein, *Moral Hazard, Hurricanes, and Climate Change*, Georgetown Public Policy Review, Vol. 14, 2009. (“Asymmetry comes about when the person taking the risk... has sufficient information about the risk they are taking, perhaps more than the party paying for the potential negative consequences of the risk...”).

[42] *Cal. Ins. Code* § 281 (West 2010); *Warnock v. Davis*, 104 U. S. 775, 778–79 (1881).



CDS 保护的信息不对称与保护购买方的主观意图相关。也许买方纯粹是一个投机者,他对相关主体对信用产生怀疑;或者买方购买保护的原因是为了对冲风险;或者买方有邪恶的企图,想要通过操纵相关主体的信用等级从而在二级市场上转让 CDS 谋利或者触发信用事件以获得赔偿。

保险和信用衍生品中信息不对称的差异在于缓解信息不对称的力量范围不同。尽管保险公司可能获得关于投保人意图的更多信息,但是其只是信息竞争的单方来源。CDS 交易中成千上万对手方和债券市场中无数的参与者源源不断提供关于相关主体及其债务的不同信息。因此,尽管市场可能对基于操纵目的的重大 CDS 交易并不知情,但是相互竞争的甚至反向信息会平衡信息不对称,从而使得前述交易变得无效。

这些信息的竞争性来源会平衡 CDS 市场的信息不对称,前述信息不对称只会对债券市场产生间接影响。购买 CDS 保护不能直接影响相关主体债券的利率。只有大型金融机构拥有通过 CDS 交易操纵债券市场的资金实力。由于无实体 CDS 呈现的道德风险被大幅度降低,所以对其施加保险利益要求属于“杀鸡用了宰牛刀”。虽然信用违约互换可能加速金融危机,如 AIG 的崩溃,但是它并非由于道德风险过大引发。

## (二)“保险利益”要求及“无实体 CDS”的价值

保险和 CDS 有着不同的风险收益结构,给信用衍生品施加保险利益要求对整个市场和社会而言弊大于利。

### 1. “无实体 CDS”的价值与目的

虽然全面禁止无实体 CDS,可以对那些看空某个公司、某类资产或者某个国家的机构或基金大肆买入 CDS,只等参考实体或参考债权价值下跌后收获巨额赔偿金的行为造成打击。但是,即使是那些实际持有被保险的债券的 CDS 买方也可以通过信用事件的灵活约定来达到投机甚至赌博的目的。

无实体 CDS 的看空方(不持有参考债务的 CDS 的买方)尽管不持有参考债务头寸,但预期参考债务的信用状况在未来将要大幅下降,因此通过买入信用保护并在其信用状况实际下降后(甚至发生违约时)

获取收益。从交易动机来看,无实体 CDS 不仅仅是投机者的看空牟利的工具,更重要的是为投资者提供“代理对冲”——当由于某些原因,不能直接达成对参考实体的 CDS 交易时,通过与该参考主体所在行业相同、信用状况相似的主体的 CDS 交易进行风险对冲。“代理对冲”的交易主体一般都不真正持有相应的参考债务,但其套期保值的需求却是真实存在的。CDS 裸卖空尤其有助于做市商在有效控制头寸信用风险的同时,为市场提供流动性。近年来,投资者越来越多地借助 CDS 裸卖空实现代理对冲:

其一,跨国性银行在为某一特定国家的许多企业或银行提供贷款时,需要使用主权 CDS 来对冲对手方风险或国家风险;其二,资产组合的管理人可以使用主权债务 CDS 进行资产组合管理;其三,一些大银行在为某些高评级的主权实体提供无担保的互换安排时,往往必须使用主权债务 CDS 为这些无担保的风险暴露提供保护;其四,持有某一特定国家的股权投资、债务投资,甚至持有该国的房地产或在该国开办企业的大型投资者,也常常使用主权债务 CDS 对冲政治风险、市场风险和流动性风险。

因此,无实体 CDS 实践的大量需要,进一步说明 CDS 的保险定性需要突破“保险利益”的限制。

## 2. CDS 在系统性风险监测中的作用——提前预知和预防道德风险

加强宏观审慎监管、防范系统性风险是金融危机后金融监管改革的主要方向之一,而系统性风险监测是最基本的问题。研究发现,CDS 有望在系统性风险监测中发挥重要作用。

CDS 在系统性风险监测中的功能不可替代,有机会提前预知和预防道德风险。第一,CDS 提供了集合投资者分散掌握的违约信息的平台,使得以社会化方式揭示违约信息成为可能。第二,CDS 交易揭示了动态、持续变化的违约信息时间序列。相比之下,信用评级离散变化,往往存在滞后。第三,CDS 将违约信息与信用风险保险结合起来,使违约信息背后有真金白银的交易作支撑,从而 CDS 市场参与者有动力如实表达信用观点,CDS 能有效汇聚违约信息。第四,CDS 给出与信用风险有关的或有损失的价格,使原先的“影子价格”显性化。第

五,CDS体现了信息技术(特别是网络技术)对金融的影响。CDS市场实现了一些类似搜索引擎的功能:将场外市场发生的零散交易信息予以收集、整理和发布,提高了CDS市场的违约信息汇聚和揭示功能,这又进一步激发投资者参与CDS交易、表达信用观点的积极性,从而形成一个不断正向反馈的良性循环。除CDS外,还有越来越多的金融领域采用网络技术或者网络原理,降低信息收集、处理和传递成本,提高交易匹配和执行效率,这个趋势对金融业的影响不可忽视。一个例子是Google提出根据网上交易的商品的价格编制通胀指数,该指数在更新频率和实施成本上有望优于统计部门根据抽样调查得到的通胀指数。<sup>[43]</sup>

综上,将CDS认定为保险并遵循保险监管规则时,并不需要对CDS施加传统保险所要求的“保险利益”原则。因为CDS中的道德风险远远小于普通保险中的“道德风险”,因此,对于“保险利益”的要求也并非必需,反而会对卖方的风险对冲交易造成限制。在一个有效运行的金融市场中,投资和投机、买入和卖出两种力量缺一不可,限制任何一方的交易行为都会影响到市场的流动性和有效性。<sup>[44]</sup>另外,鉴于CDS的社会价值以及CDS市场独立于债券市场的现实,尽管施加保险利益要求是防止通过CDS操纵市场的有效方法,但是将CDS类比为火灾保险是有缺陷的。因为允许一个人为邻居的房屋购买火灾保险会带来巨大的道德风险,却不存在像CDS那样的社会价值。相较于发行没有保险利益的保险合同,无实体CDS的道德风险可以被有效降低,并且它会给社会和整个市场带来好处。无实体CDS可以向债券市场提供有效信息,提高基础资产的价格发现机制;相较于裸做空,投资者不能使用CDS直接操纵基础资产。CDS对于债券市场的作用是间接的,因此通过CDS操纵基础资产市场的可能性较小。

其实,判断不同监管框架的最好方法是,测算CDS市场对基础资产价格的扭曲程度。这个任务最终会落到经济学家的头上,通过定量

[43] 谢平、邹传伟:《CDS的功能不可替代》,载《金融发展评论》2011年第1期。

[44] 徐光、邵诚:《关于“裸卖空”和“CDS裸卖空”的经济分析及启示》,载《国际金融研究》2011年第3期。

研究来测算 CDS 市场对 AIG 崩溃和希腊危机爆发的加速程度。缺乏强有力的实证数据来支持 CDS 就是市场危机的引爆原因，仅凭公众对信用衍生品市场的愤怒而过度限制 CDS 市场的做法必须慎重。增加市场透明度的措施是否能够有效监管 CDS 市场，将依赖于对 CDS 施加保险利益要求与否带来的负债成本的高低。