

衍生品交易的私法合法性演进

张 舫,任 红

(重庆大学 法学院,重庆 400044)

摘要:作为一种避险的合同安排,衍生品交易在人类历史上从未中断过,交易越复杂、交易结果越不确定,衍生品交易就越发达。由于衍生品交易极强的投机性,在人类历史上曾有很多国家将其视为赌博,在私法上拒绝承认其效力。20世纪初,人们认识到衍生品交易避险的积极意义,并试图在立法和私法判决中将有益的衍生品交易与纯粹的赌博合同加以区分,但并不成功。20世纪后期,资本主义文化对投机的宽容,经济学理论对投机功能的论证,使衍生品交易在道德上的可谴责性逐渐淡去,法院逐渐放弃了对衍生品交易的私法合法性审查。2008年金融危机后,尽管社会舆论和学界仍有对赌性十足的衍生品交易合法性的质疑,但大部分国家对衍生品交易的规范并未回归传统。

关键词:衍生品交易;私法合法性;赌博;投机

中图分类号:DF5 **文献标志码:**A **文章编号:**1008-5831(2014)06-0142-11

衍生品交易的效力如何,在私法上并不是一个简单的问题。对冲风险的需求和契约自由的理念,使人们并不能轻易地否认衍生品交易的效力;衍生品交易的历史和大量的经济学理论论证,也说明衍生品交易对商人管理交易风险和um提高市场效率具有重要作用。但这种交易又极似赌博,未来巨大的不确定性,有时会刺激交易双方赌徒般地孤注一掷。巨量投机资金出入带来的一些灾难性后果,使人们对衍生品感到一种恐惧。“与衍生品一沾边就不寒而栗的恐惧,像流行病一样不断蔓延,至今没有好转的迹象”^[1]。出于对破坏公共秩序和善良风俗的担心,私法对衍生品交易效力的确认曾长期处于游移不定之中。2008年金融危机以来,对衍生品交易的监管已成为近几年热门话题,但衍生品交易并不像证券交易那样,只需要监管部门强制公开交易信息就可以奠定交易基础,其本身在私法上的合法性尚存在一些争议。笔者认为,无论何种交易,都首先应放在私法的框架内分析,在私法上获得合法地位是其交易的基本前提,如果其在私法上合法性尚存疑问,交易的履行就得不到保障,巨大的风险会使交易猝死途中。衍生品的交易,从古代的萌生,到近代的发展,一直到20世纪末开始繁荣,其在私法上合法地位的确认可谓一波三折;其交易的起落盛衰一直与其私法合法性的争议相伴。笔者下面首先梳理衍生产品交易的历史脉络,然后,对这种交易私法合法性确认的演变过程进行考察,希望通过本文的分析,对考量中国衍生品交易的私法合法性提供参考。

一、衍生品交易的历史发展

作为对冲风险的一种手段,衍生品交易有很长的历史。在古代,商人们就使用近似打赌的方式,通过契约对未来不确定的交易结果分配风险、各取所需。从衍生品交易发展过程可以看到,商人的交易越复杂、交易结果越不确定,衍生品交易就越发达。20世纪80年代以后,经济高速发展带动了金融业繁荣,交易规模扩大,交易复杂性和风险性急剧增加,这种发展趋势,使衍生品交易在投机获利刺激下,形成了空前的规模。

(一)古代的衍生品交易

两河流域是人类文明的发源地,有文字记载的衍生品交易的历史可追溯到公元前18世纪的美索不达米

亚。该地区出土的一份公元前 1750 年的泥板,用楔形文字记录了一种奴隶贸易,交易一方为在一个月内在来自库提姆(Gutium)的健康奴隶而向另一方支付 $204 \frac{2}{3}$ 希拉(用沙马什升称取)^①,相当于 $\frac{1}{3}$ 迈那^② $\frac{2}{3}$ 舍课勒^③银,如后者不能按时将这些健康的奴隶从库提姆带回并交付,则向泥板的持有者偿还 $\frac{1}{3}$ 迈那 $\frac{2}{3}$ 舍课勒银。这一泥板在到期日前为可转让的契约,交易另一方可选择向泥板的持有人偿还一定数量银两也可选择交付健康奴隶,交易双方都将风险限定在一定范围内,被学者认为是人类衍生品交易的最早记录之一^[2]。

公元前 5 世纪前,通过海运进行国际贸易是希腊商业生活重要的组成部分。对于一些重要的商品,商人采取了远期交割的方式。当时雅典流行一种船舶抵押契约,它是一种具有投机性质的高利率贷款,用于对购买远期交割的重要商品的融资。此类契约可以用于急需进口的谷物或其他货物。贷款者被允许以 10% 到 48% 的年利率为谷物进口提供贷款,具体的利率根据海运的距离和风险确定。如果谷物在海运途中遭受意外而损失殆尽,借款者不用承担还款责任;如果谷物顺利到达,贷款者获得本金和利息^[3]。远期交割合约在到期日前可以转让,其交易的标的为给付合约本身,远期交割的合约到期之日,其交易的标的多为给付谷物等实物。这类合同的价值除取决于谷物的价值,同时也取决于谷物航运风险的高低。借款人通过订立此类合同规避了航运失败的风险,贷款人则冒险投机获利,因而具备了衍生品交易的基本特征。

在罗马法的买卖契约中,“一般来说,一切物和一切权利都可以是卖的标的,除非有特别的禁令。将来之物也可以成为出卖的标的。在这个问题上人们将购买行为区分为买希望之物(emptio rei speratae)和买希望(emptio spei)”^[4]。二者的区别主要表现为:(1)二者约定的风险承担者不同。在希望之物的买卖中,双方约定由卖方承担无收获的风险;而在希望的买卖中,双方约定由买方承担损失的风险,即使卖方一无所获,买方仍得履行支付价款的义务。(2)二者确定价金的方式不同。在“买希望之物”的情况中,价金应当与实际产量相对应;而在“买希望”的情况,无论实际收成是多少,买受人均可付同样的价格^[5]。买希望之物是一种附条件买卖,只是当条件具备时才生效^{[4]285},若卖者没有实现收获,则契约无效。而买希望的交易中,对于卖方而言,其订立契约的目的在于防范因气候和市场价格变化而遭受损失的风险;对于买方而言,则是对卖方的收获量进行打赌,买方订立契约的目的在于未来获得投机为其带来的利益。买希望被经济史学者视为人类早期的一种衍生品交易。

人类早期的这些交易,只是具有某些衍生品特征的零星交易。罗马帝国灭亡后,欧洲进入中世纪时期,在自给自足的自然经济环境下,商品贸易并不发达,此时的衍生品交易在经济史上并未留下多少痕迹。16 世纪以后,欧洲的殖民贸易发达造就了人类第一次衍生品交易的大规模出现。

(二)16 世纪以后到 20 世纪以前的衍生品交易

1. 荷兰

16、17 世纪,欧洲海外殖民贸易迅速扩张为衍生品交易的发展提供了土壤,一些航海贸易发达的国家,商人开始利用衍生品交易对冲风险和投机。当时的荷兰因海外贸易发达而最早成为欧洲的金融中心,期货、期权等衍生品投机交易非常活跃,最终酿成以郁金香泡沫为代表的金融灾难。

1540 年左右,安特卫普将汇票的流通性合法化,并颁布了一道皇家法令使远期交货的合同可转让给第三方。这一时期,商人们发现远期合同无需交付基础资产,输方在结算日向赢方补偿现货与交割价格的差额即可。差额合同首次在安特卫普得以大规模应用^[6]。这样的结果是,人们不仅可以对未来商品的价格变化进行投机,而且还可以对未来交割的合约本身的价格变化进行投机。最终,安特卫普形成了一个以未来交割的合约交易对象的合约市场^{[3]36}。

17 世纪早期,稀有且艳丽的郁金香因为可以成为上流社会的收藏而成为流行的投机交易品,其价格上涨至难以置信的水平。为了从这一狂热中牟利,荷兰的郁金香商人出售郁金香远期十分常见。他们以郁金香种植者提供的看涨期权为基础,如果花价在到期日前大幅上升,郁金香商人就会执行看涨期权以低价买入用于未来交付的郁金香,而郁金香种植者也会从郁金香商人那里买入看跌期权以进行风险管理。如果花价下降,花农也可以高于市场价的价格向交易商出售郁金香^{[7]7-8}。在典型的交易中,买方在结算日并没有用于支付的现金,卖方也未拥有球茎。买卖双方都没有在结算日交付的打算,双方只想交付合同价格与结算

① 古巴比伦容量单位,苏美尔语 sila,英文名称 quart,1 sila 约合现代容量 1 公升。

② 古巴比伦重量单位,苏美尔语 mana,英文名称 mina,1 mana 约合现代重量 500 克。

③ 古巴比伦重量单位,苏美尔语 gin,英文名称 Shekel,1 gin 约合现代重量 8.3 克。

价格的差额^{[8]45}。此种交易的标的已从传统的以给付实物为主转向以给付合同为主,因该合同未来的价值会随着合同标的价值波动而波动,创立该合同的主要目的并不在于未来合同的实际履行,而在于取得合同标的价格波动带来的投机利益。巨大的投机利益带来的狂热,最终导致郁金香泡沫破裂,投机交易也因此招致了社会的广泛批评。

2. 英国

英国是欧洲继荷兰之后在殖民贸易中崛起的另一个国家。16世纪,衍生品在英国的贸易活动中得到了初步运用^{[3]34-35}。1571年伦敦开设了世界上第一家商品远期契约履约的担保机构——英国皇家交易所(The Royal Exchange),负责监督买卖双方按期交货和付款^[9]。

1688年,伦敦经历了光荣革命之后,对外贸易,尤其是与印度贸易迅速发展,股份公司纷纷成立。至1695年,已有100个新公司宣告成立,资本总额达450万英镑^[10]。从1692年开始,英国人John Houghton在商业期刊《为改进农商而收藏》(A Collection for the Improvement of Husbandry and Trade)中定期提供股市价格清单。并印制标准销售合同促进股票交易,复杂的投机工具包括了股票期权和期货。Houghton甚至为东印度公司股票单独提供期货(当时被称为time bargains)价格,并描述股东如何在股价下跌时使用看跌期权保护自己的利益,同时鼓吹期权也可直接被用于投机^{[11]39}。

在1720年爆发的南海泡沫事件中,股票衍生品交易对南海泡沫起到了推波助澜的作用。投机者使用定期交易(time bargain)合约,约定在未来的某个日期买卖股票,交易日到来之时,交易者即可支付股票现货也可支付合约差额,实际上,大部分交易者并不一定持有股票,只是通过这种合约对赌股票涨跌投机获利,这种交易放大了股票交易数额,也放大了市场风险。

英国虽然在南海泡沫事件后一度对投机行为进行打压,但衍生品交易一直没有停止过,发达的交易市场和成熟的市场机制,最终使英国成为全球最大的衍生品交易中心。

3. 德国

安特卫普衰落之后,16世纪晚期汉堡也出现了差额合同:“我们发现1591年的汉堡采用源于安特卫普和阿姆斯特丹的现代商业技术,一方打赌小麦的价格在六周之内将降到某一价格以下……”^{[2]144}19世纪的最后10年,期货投机被认为是导致一些银行突然破产的重要原因,引起德国政府重新评估期货规则。德国交易所法(Exchange Act)禁止谷物、面粉和一些股票在交易所以未来交割的方式进行交易^{[2]224}。在1900年春,德国股市低迷期间,很多未注册的商人、银行家都在同时买卖股票远期合同,多数交易商未去注册而选择基于其名誉进行交易,即这种交易在法律上不能强制履行,交易的后果完全依赖于交易双方的信誉。1900年,全国29个交易所仅有212名注册商品交易商和175名注册证券交易商^{[6]38}。1907年,一个关于投机管制的德国政府工作报告认为,交易所法的这种禁止性规定不合法,1908年,交易所法中部分禁止性规定被废止^{[2]224-225}。

4. 美国

1848年,芝加哥的82位商人发起组建了芝加哥期货交易所(Chicago Board of Trade, CBOT),当时的芝加哥期货交易所并非是一个市场,只是一家为促进芝加哥工商业发展而自然形成的商会组织。当时,由于粮食运输很不可靠,轮船航班也不定期,从美国东部和欧洲传来的供求信息经很长时间才能到达芝加哥,粮食价格波动相当大。农场主可利用远期合同保护他们的利益,避免运粮食到芝加哥时因价格下跌或需求不足等原因而造成损失。加工商和出口商也可以利用远期合同减少因各种原因引起的价格上涨风险,保护他们自身的利益^[12]。

南北战争期间,芝加哥地理位置和经济的发展,使新型合约出现成为可能。仓容扩大、标准化分级以及交割程序的发展,使芝加哥期货交易所交易厅逐步成为主要的贸易中心。卖方的卖出交易不是依靠谷物实物交割完成,而是简单地把仓单转给买方完成交易。随着战争引发的市场状况的变化,芝加哥的远期合约逐渐演变为对冲交易谷物价格风险的“期货”合约^[13]。有记载的芝加哥期货交易所的第一份远期合约,签订于1851年3月13日,按照该合约,3000蒲式耳玉米将于当年6月交付。1865年,芝加哥期货交易所引入了被称为期货合约的协议形式,从而使谷物交易趋于规范,期货合约对谷物质量、数量及其交付的时间和地点作出了规定^[14]。

在交易所交易厅交易的仓单实现了人类获得食品的最古老方式的演变,使其有形的本体渐渐失色,取而代之的是象征性的资本领域^{[13]66}。标准化分级制度使谷物期货合约作为交易的可替代工具成为可能^{[2]219},加上契约权利的可转让性,这便意味着越来越多的标准化期货合约本身可以成为交易的标的,由于合约的未来履行由获得仓单的可能性保证,因此,最终可以形成成熟的投机交易机制^{[13]67}。

(三)20 世纪以后的衍生品交易

20 世纪的大部分时间,衍生品交易的发展是平稳的,美国、欧洲和亚洲的一些经济发达国家的衍生品交易大部分在期货交易所中进行。如美国,1919 年,芝加哥产品交易所更名为芝加哥商业交易所(Chicago Mercantile Exchange,CME)。交易的合约品种逐渐扩大,著名的农产品期货合约包括 1961 年开始交易的猪肉期货,以及后来的生牛期货(1964 年)、生猪期货(1966 年)等^[15]⁴。1923 年 5 月,芝加哥期货交易所(CBT)开始提供小麦期货契约交易,CBT 也在同一天开始提供玉米期货交易^[16]¹⁸⁴,1936 年,CBT 开始交易黄豆契约,黄豆油与黄豆饼期货契约分别于 1950 年与 1951 年开始提供交易。中美洲商品交易所(MCE)于 1940 年开始提供黄豆期货契约。伦敦商品期货交易所则有黄豆饼与黄豆油期货,日本的几个交易所也提供黄豆期货交易^[16]¹⁷²⁻¹⁷³。

20 世纪 70 年代,随着欧洲经济的恢复,美国经济实力相对下降,布雷顿森林协议所确定的固定汇率制开始瓦解。汇率的频繁变动增加了银行、公司或投机者的风险,市场对风险管理工具的需要变得更加迫切,金融衍生品尤其是场外金融衍生品交易异军突起。

1972 年 5 月,芝加哥商业交易所在美国财政部和美联储的批准下建立国际货币市场分部,其交易品种包括了美元、英镑、加拿大元、德国马克、瑞士法郎等外汇期货。1973 年芝加哥期货交易所在经过了 4 年的研究和计划之后成立芝加哥期权交易所(CBOE)^[15]⁹。1980 年,位于荷兰阿姆斯特丹的欧洲期权交易所首家推出荷兰盾债券期权。这是第一笔利率期权在有组织的市场中进行交易。1981 年美国所罗门兄弟公司(Solomon Brothers Co)成功地为美国商用机器公司(IBM)和世界银行进行了美元与西德马克和瑞士法郎之间的货币互换。1982 年,股票指数期货也隆重登场。到 20 世纪 80 年代中期,已有美国、英国、德国、法国、荷兰、加拿大、澳大利亚、新西兰、日本、新加坡、巴西等 12 个国家和地区的交易所进行了金融期货交易。80 年代以后,由于交易所提供的交易品种有限,场外期权和互换市场得到很大发展,期权交易与互换技术相结合衍生出的互换期权也得到广泛运用^[17]。在短短三十几年的时间里,世界衍生品交易经历了一场非同寻常的革命。

首先,从衍生品交易的规模看,场外交易的衍生品合同未偿付的名义价值远远超过场内交易的衍生品合同。根据国际清算银行的相关统计数据,1998 年底,场外衍生品合同未偿付的名义价值为 803 170 亿美元,到 2000 年底,这一数字增加到 951 990 亿美元,而 2000 年底场内交易的衍生品合同未偿付的名义价值仅为 143 020 亿美元。进入 21 世纪,这一差距明显加剧,2007 年源于美国并于 2008 年蔓延全世界的金融危机抑制了衍生品交易迅猛增长的势头(见图 1)^④。

其次,从衍生品交易合同的种类看,衍生品的不断创新使其新品种层出不穷,传统的商品类衍生品在整个衍生品市场中所占的比重越来越小,利率类衍生品所占比例最大,发展速度最快。还有为数不少的衍生品很难将其分类(见图 2)。

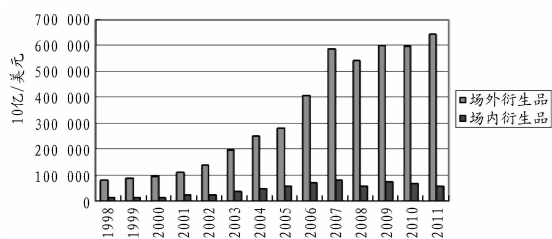


图1 全球衍生品未偿付名义金额
(1998年-2011年场内与场外衍生品对比)

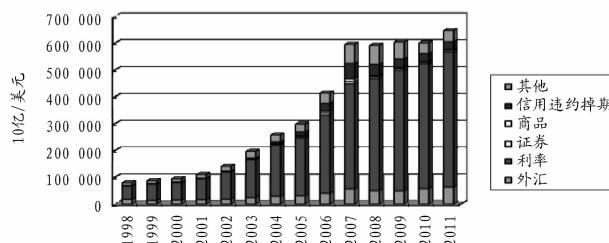


图2 全球场外衍生品未偿付名义金额
(1998年-2011年场内场外衍生品分类对比)

再次,从衍生品交易的特征看,现代衍生品交易标的特殊性及其结算方式的灵活性更为明显。从现代衍生品交易的标的看,场内衍生品交易的标的为标准化合约,而其交易方式,则由传统公开喊价的方式多转向电子交易的方式,衍生品交易呈现无形性、虚拟性;场外交易一方往往是金融机构交易员,另一方很有可能是其他金融机构的交易员或者是某企业的资金主管或基金经理^[18]。场外交易的衍生品合约的内容可由交易双方自由商谈,因此比场内交易的标准化合约更有灵活性。买卖场内衍生品合约的目的多不在于未来合约的实际履行,而在于对冲标的资产价格变动带来的风险和获得投机收益。

④ 数据来自于国际清算银行 2000-2012 年的统计报告,图 1 场内与场外衍生品对比的数据中不含商品类衍生品。

二、20世纪以前私法对衍生品交易的定性

从前文可以看到,由于较好地满足了商人对冲交易风险的需求和投机获利的冲动,衍生品交易在商人交易史上从未间断过。但是,如果这种交易的投机性被发挥到极致,避险工具演变成为一种变相的赌博,对交易的智慧安排被淹没在贪婪的冒险和欺诈之中,就会造成巨大的财富灾难。因此,与实体交易不同,对于衍生品交易的合法性认可,在私法上曾经存在过谨慎和犹豫。

(一)人类社会早期衍生品交易的私法技术问题

在古巴比伦,因契约而发生的债,其内容十分复杂,《汉穆拉比法典》大致包括了买卖、租赁、借贷和供给服务四大类常见的契约形态^{[19]143}。根据《汉穆拉比法典》第48条的记载,如果一个负债之人,风暴破坏了他的庄稼或没有收成,或由于大旱而没有收获,在这样的年份里,佃农不必向其地主缴纳任何谷物,他也不必支付债务和房租^⑤。有学者认为,这一法令相当于给了农民一个现金或无效看跌期权,如果收成好,农民就有足够支付地租的收获,这一期权就会被搁置过期;如果收获欠佳,农民就可以执行该期权不向地主缴租^{[7]7}。在古巴比伦时期,个人信用在买卖中已开始发挥重要作用。古巴比伦人不再局限于将易物交易或现场交易视为买卖的唯一方式^{[19]194},并承认权利转让的法律效力^{[19]415}。据此可推知,在古巴比伦,类似于衍生品的远期合约交易在私法上是可行的。

但在古希腊,远期交易受到了严格的限制。根据柏拉图《法律篇》中的记载:“当有人通过买卖同另一个人发生交易时,转移货物的工作必须在市场的指定地点进行,并当场收取货款;不允许先付钱后交货或赊账。如果有人在其他任何地点或根据其他安排同另一个人交换一件货物,并信赖交换的另一方诚实无欺,他这样做时必须知道,当不是按照我们现在所述的规则出售货物时,法律是不允许他控诉的。”^[20]远期交易合同在私法上得不到保障,希腊法律并不支持未来交割的买卖合同,对于类似合约的转让,法律技术没有提供支持。

罗马的契约制度经历了一个长期的形成和发展过程,其契约种类逐渐由少到多,签订契约的方式逐渐由繁到简,生效条件逐渐由要式到略式,反映当事人的意志逐渐由形式到内容。最后,罗马法形成了相当完备的契约制度,对后世具有深远的影响^{[21]311}。

罗马古代法认为债的关系和其主体不能分离,因此债不能转让^{[22]185}。但是,随着罗马奴隶制经济和国内外贸易的发展,这种债的不可变动性不仅阻碍经济的发展,而且对人们财产的移转也带来了很大的不便。为了生活需要和交易便利,罗马法中遂出现了债权债务的转让^{[21]290}。到了法律昌明时期,除当事人的特约不得让与、依法律原则不得让与、依法律明定不得让与等情形之外,债权以可让与为原则^{[22]186-187}。

在罗马法的买卖契约中,“只要有财产价值的流通物,无论是有体物或无体物、动产或不动产、自己的或他人所有的财产、现有的或未来的物件,只要符合债的标的的一般要求,即合法、确定、可能,并对债权人有益,原则上均可买卖”^[23]。债权可以转让,意味着契约本身也可成为交易的标的,作为罗马买卖契约标的的商品范围广泛,未来物和第三人之物均可作为交易的标的,罗马法对符合衍生品交易特征的买希望和远期交易的私法合法性予以确认,与古希腊的相关法律相比,罗马的法律环境更适合衍生品交易的发展。

从人类早期的法律史料记载看,当时并未将远期合同和具有射幸性质的交易作为一种特殊交易另眼看待。该类交易在私法上的障碍主要是法律技术上的问题。在契约理论形成之前,人们对交易能否异时履行、债权能否自由转让等问题尚未有清晰的认识,一些具有衍生品特征的交易在私法上能否获得保障,尚存疑问。待契约理论逐渐成熟之后,这种障碍也就不存在了。

(二)近代私法对衍生品交易的定性——一种赌博

在16世纪以前,衍生品交易只是一种偶发的交易,并未形成规模,因此也未成为一种引起社会争议的交易方式。但是在16世纪以后,大规模的殖民贸易催生了新的融资手段和金融工具,衍生品作为一种避险和投机的交易方法逐渐形成规模并在社会中蔓延。过度投机造成的社会危机使私法对这种赌性十足的交易产生一种本能的拒斥,20世纪之前,大部分国家的私法将衍生品交易视为一种赌博而拒绝承认其效力。

1. 荷兰

在1540年左右的安特卫普,远期合同的可转让性在私法上是认可的,这就使得衍生品交易的合法地位在私法上得以确立。差额交易的方式使衍生品交易的结算方式更具灵活性是这一时期衍生品合同的重要

⑤ 国内有学者将《汉穆拉比法典》第48条译为:如债务缠身者因雨神毁其田,或洪水夺其成,或无水而无收麦,该年可不归还债主借麦,可改其泥板契约,不交当年的利息。见吴宇虹等著《古代两河流域楔形文字经典举要》(黑龙江人民出版社,2006年版第12页)。笔者认为,尽管不同的译者对这一条文的理解不同,但并不影响对这一看跌期权理念的理解。

创新。

17 世纪,安特卫普贸易中心的地位被阿姆斯特丹所取代。在交易所的交易活动中,公司股票交易涉及到现货交易、股票期权和股票期货交易。1609 年,为压低东印度公司的股价,荷兰商人 Isaac Le Maire 以先借入后卖出的方式疯狂抛售股票,尽管他操纵股价的行为以失败而告终,但导致了荷兰政府颁布法令禁止这样的交易:卖方以更便宜的价格买回股票补进他们的空头数额,而作为期货合同标的的股票并不为卖方所有^{[11]13}。这一法令先后于 1621 年、1630 年、1636 年被官方重申与扩展,官方一再将期货交易作为一种赌博而加以禁止。尽管官方并没有起诉违法参与期货交易的商人,但法院却不认可这些交易合同在法律上的执行力^{[8]34}。

衍生品交易没有法律执行力并未能阻止衍生品交易,套利的诱惑逐渐使贪婪的人们失去了理性,最终郁金香的狂热酿成了巨大的财富灾难。当时所有关于郁金香热的讨论都批评非以实际交付为目的的期货交易活动,他们抨击期货市场成为制造人为风险的手段^{[8]45},最终,法院没有支持任何执行郁金香合同的请求^{[8]62}。

2. 英国

在英国,按照早期的普通法,合同权利的转让是无效的。因为,普通法认为,合同完全是双方之间的行为,不应允许第三方参与;并认为,第三者的参与势必引起经济上的诉讼^[24]。到 17 世纪,受让人为了强制执行其请求权,开始放弃向普通法法院寻求救济,纷纷转向衡平法法院。大法官法庭并不像普通法法院那样对债权让与怀有敌意,它向受让人提供了最广泛的保护,并将受让人视为有请求权的人,而不是将其仅仅视为让与人的代理人。受衡平法的影响,18 世纪末普通法法院也将受让人视为享有请求权的人,尽管从判决的表面措辞上,受让人仍须遵循诉讼的相关形式要求,以让与人的名义起诉^[25]。法院对债权让与的承认,使衍生品交易具有了一定的法律基础。

受南海泡沫事件的影响,1733 年,英国通过了伯纳德法案(Sir John Barnard's Act),该法案将定期交易视为与赌博性质相同的恶性证券营业习俗,并规定对出售自己并不实际持有股票的卖方处以罚金^[26]。然而,伯纳德法案未能达到预期的效果,1746 年、1756 年、1771 年英国先后颁布的相似法案均未能有效阻止股票定期交易,尽管法院并不承认这种衍生品合约在法律上的约束力,交易者还是基于彼此的名誉进行这种交易。

1845 年,英国国会通过了《赌博法案》。该法案认为,在未来交割的合约中,如果双方的本意并非交割任何物品,而是简单地支付价差,那么这份合约是无效和不受法律保护的。法院在审判过程中往往运用真实意图测试(Intent Test)原则,以此来区分合法的期货合约和非法的期货合约。这个原则在此后长达 100 余年的时间里成为了衍生品发展的桎梏^{[3]48}。

3. 德国

在德国,衍生品交易因具有极强的投机性而在法律上长期得不到认可。1836 年,以西班牙政府债券为基础资产的期货交易合同在普鲁士被宣布为不合法;1840 年的所有外国证券、1844 年的铁路证券,在法律上都有相似的遭遇。1871 年德国统一后,在判断一个期货合同是否为非法的赌博合同时,法院裁定一般会综合考虑合同条款、合同各方的职业、财富及其他可能显示合同目的的因素^{[6]37}。

1896 年颁布的《德国民法典》,第 764 条将衍生品交易的典型方式——差额合同视为一种赌博,该条规定:“订立约定交付货物或者有价值证券的合同,而订约目的在于让输方向赢方支付约定价格与交货当时的交易所价格之间的差额的,该合同视为赌博。当事人一方目的仅在于支付差额,而另一方当事人已知或者可知此目的的,亦同。”^[27] 赌博合同在德国民法中无法律执行力。

4. 美国

早期殖民时期的美国各州,完全接受英国法有关规定。其中包括 17 世纪普通法判例(precedents)中要求合同受让人必须持有转让人的授权书(power of attorney),并以转让人名义诉讼来主张其权利。18 世纪美国法院对英国普通法有关契约权利转让的判例,包括衡平法判例,均毫无条件地照单全收。当时美国法院为防止以虚名(nominal)或伪造原告(fictitious plaintiff)的名义主张权利或提起诉讼要求取得转让权利,法律或法院判例都要求,主张权利者必须为契约权利项下真正有利害关系者(real party in interest)方可提出。这种契约权利转让中受转让人必须有授权书并以转让人名义主张契约权利或诉讼的规定,在美国各州商法典化的过程中,终于在 19 世纪被废除。自此,作为衍生品交易基础的契约权利自由转让最终完成^[28]。

与其他国家一样,出于对投机的厌恶,美国法院对差额交易合同的效力一般不予认可,而且,在立法上,对一些期货交易作出了禁止性规定。19 世纪晚期和 20 世纪早期,农民和其他的一般公众对商品交易市场

的公正性发出了质疑。他们抱怨因商品期货和期权投机所导致的毁灭性价格波动,尤其是交易所的参与者试图垄断某一种特定的商品时,这种波动更具杀伤性。改革的促进者经常将期权交易作为价格滥用的特别源泉。许多农民和谷物商认为,期权合约就是一种赌博合同,对于市场功能的发挥毫无必要^[29]。在一些反对期货投机的利益团体游说下,1916年,美国国会颁布了《棉花期货法案》来监管棉花期货交易。但是该法案并没有如农业团体所预期的那样禁止期货投机,而只是试图通过征税等方式让期货投机变得成本高昂^{[3]53}。

三、20世纪私法定性的演变与2008年金融危机后的反思

近代衍生品交易的早期典型形态表现为差额补偿合同(difference contract)。这种合同已具有当代衍生品的基本特征:当事人的主要目的不是合同标的物的买卖,而是通过在约定的合同履行日到来之时,一方向另一方通过支付标的物的合同价格与市场差价来投机。近代以来很长一段时间,差额补偿被作为赌博合同对待。如美国最高法院在1884年的一起判例中认为:“在这个国家被普遍接受的原理是……一个在未来某一天交付的出售货物的合同是有效的,即便出售者没有货物,也没有任何其他手段在市场上购买这些货物;但是这种合同只在双方有真正的意图同意这些货物由出卖人转让而货款由买受人支付才是有效的;如果在这种合同伪装的背后,双方的真正意图只是通过市场价格的升降谋求投机,在合同履行日到来之时并没有打算转让货物,而是一方向另一方支付货物合同价格与市场价格之间的差价,那么,整个合同就完全成为一个赌注,这个合同是无效和非法的。”^[30]在19世纪和20世纪初,大部分美国法院以人们缔约的真实意图来判定一个衍生品交易合同是否为赌博合同,如果有证据表明,缔约当事人的真实意图并不是一方交付货物另一方支付价款的真实交易,只是意图根据市场价格波动进行投机,那么这种合同将被视为赌博而被判决无效。《德国民法典》第762条的规定与此非常相似。上文提到的其他大陆法系国家法律对衍生品交易的态度也说明,在19世纪和20世纪初,大部分国家将衍生品交易合同视为赌博,在法律上不具有强制执行性。

衍生品交易的后果完全取决于双方不可控制的某类事件的发生,因此,学者将其归入射幸合同,而射幸合同私法合法性在理论上存在着观念冲突。合同自由是当代私法的一个基本理念,如果不侵害他人利益、国家利益和公共秩序,是否订立合同、订立何种合同皆由当事人意思自治。当然,意思自治的后果也由当事人自己承担。射幸合同作为当事人意思自治的产物,按照合同自由的理念,也应获得私法上的认可。“这种允诺的双方当事人——立约人和受约人——正在遭遇风险或者正在碰运气;而危险是当事人非常自觉地遭遇的,如果机会不利于他,双方当事人都没有理由对此抱怨……若交换了这样的射幸允诺,两个当事人中的一个只取不予的状况并不违反通行的正义观念。这乃是因为他们为自己作出了类似的投机并可能被迫只予不取”^[31]。但是,射幸合同的特点却又含有一种赌博式的投机,这种碰运气的财富转移,极易刺激起不劳而获、投机取巧的社会风气,这又与私法促进善良风俗的价值观相冲突,“对于所谓的‘远期’或者‘期权’这种依据市场价格波动结算的合同,我们的观点十分明确,无论基于何种原因,这种合同都是无效的,它与公共政策相违背。它不但违背公共政策,还是一种犯罪——一种对国家的犯罪,对人民公共福利和幸福的犯罪,一种对宗教信仰和道德的犯罪,一种对所有合法交易和经营的犯罪。这种赌博的变种已经明显成为一种国家罪孽……这些考量明确要求这个国家的法院忠实严格地执行上帝赋予的法律执行手段,制止这种巨大的邪恶并消除祸根”^[32]。这种对投机取巧的厌恶,在法律渊源完全不同的大陆法系国家和英美法系国家基本相似,大陆法系的很多学者将极端的射幸行为归类到违反公序良俗之列^⑥。这构成了衍生品交易在私法上获得认可的最大障碍。

但是,衍生品交易并未因私法上不被认可而消失。20世纪初,一些商人甚至甘冒风险仅凭信誉进行衍生品交易,80年代以后,衍生品交易急速增长。这种现象说明两个问题:(1)衍生品交易确实是一些商人对冲风险所需要的手段;(2)投机获利的贪婪本性使人类一直无法摆脱衍生品交易的诱惑。20世纪初,美国已有法官在判决中注意将对冲风险的交易与纯粹投机的交易区分开来。1905年,美国最高法院法官Holmes在一起期货纠纷案的判决中认为,远期合同是商人对冲风险的一种非常有用的手段,这种合同虽然最终不交付实物,但其在合法设立的交易所进行结算(setoff)也是另一种形式交付,与只谋求支付差价的非法投机不同,它是商人为了严肃的商业目的而认真缔结的合同。“在现代市场中,合同并不仅限于即时交付买卖。人们努力预测未来并根据预测缔结协议。这种由有能力的人进行的投机是社会对不确定性的一种自我调

^⑥ 如日本学者我妻荣,中国学者史尚宽、梁慧星都将射幸行为作为一种违反善良风俗的行为。参见梁慧星《市场经济与公序良俗原则》(梁慧星主编《民商法论丛》(第1卷),法律出版社1994年版)。

节。作为一种避免或缓解灾难、平衡价格、提供定期所需的手段,其价值已广为人知”^⑦。这是美国法院首次认可了衍生品交易的社会价值。20世纪早期,美国一些法院试图通过两种方法将有益的衍生品交易与纯粹的投机合同区分开来。一种方法为“利益补偿的例外”(indemnity exception)。对于一个衍生品交易合同,如果交易一方能够证明,在缔结合同时他有一种经济利益,即:该合同因某种事件发生可能为其带来的利益可以补偿因相同事件发生可能对其造成的损失,那么,这种合同就不是一种纯粹的投机,而是一种为对冲风险而进行的严肃交易,在法律上是可强制执行的^⑧。另一种方法是“席位交易豁免”。法院认为,在依法设立的交易所席位上进行的衍生品交易,由交易所组织冲销结算,这种结算在技术上可以视为另一种形式的交付,与仅支付差价的投机合同不同,在法律上应予以认可^⑨。

美国法院的上述方法实际上反映出20世纪立法对衍生品交易规制的传统思路。衍生品交易的避险功能对商业有益。但如果不加限制,投机刺激起来的贪婪不但有悖于社会的善良风俗,也会为社会造成巨大灾难。基于此,一方面立法要求衍生品合同应具备一个基本的合法性要素:合同当事人对合同标的应具有对冲风险利益;另一方面,所有合法的衍生品交易都应在依法设立的交易所进行,交易所可以依据不同的商业功能设计标准交易合同,避免纯粹的投机交易,同时通过保证金、担保、统一冲销结算等制度对这些合同的投机风险加以控制。19世纪末、20世纪初,美国很多州颁布了反投机商法(antibucketshop law),这些法律禁止不以实际交付为目的的差额合同,但对于具有风险对冲目的的合同和在交易所进行的交易却给予豁免。1921年,美国联邦政府开始对衍生品交易进行统一规范,1936年颁布的《商品交易所法》严格禁止衍生品场外交易。1974年,联邦政府设立了期货交易委员会,作为《商品交易所法》的执行机构,该委员会有权决定何种合同适合在交易所交易,而其最重要的一个判断标准便是:该种合同必须服务于某种经济目的,而不仅仅是投机^[30]。

20世纪以后,大陆法系国家衍生品交易虽然没有美国发达,但法律对衍生品的态度却与美国相似。如《德国民法典》第764条虽然明确差额合同是不能强制执行的,但在《交易所法》中,对此却作出了例外规定:因深谙风险而为有资格的人(亦即“有交易所期货交易能力”的人)相互之间就特别准许的商品和有价证券,在特定交易所进行的期货交易,应当是可以诉请履行的。德国学者对此的解释为:“因为上述行为服务于理性的、非投机性的需求,即服务于防范未来风险的目的,所以,在一定的前提条件下,其交易拘束力是得到承认的。”^[33]

但是,到了20世纪80年代,金融衍生品的出现对传统规范方法提出了前所未有的挑战。如前文所述,一直到20世纪70年代,衍生品的主要表现形式还是商品期货,到20世纪80年代,金融衍生品交易出现了爆发式增长。这种增长不仅体现在交易规模迅速增加上,而且还体现在交易品种层出不穷方面。那些在高等学府接受过良好教育的工程师们,在金融创新的旗号下,不断创造出极其复杂的交易品种,在交易所之外的柜台上吞吐着巨量资金。面对这种局面,传统的规范方法显得有些力不从心。

首先,从规范技术上,以商品期货为核心的传统衍生品概念很难涵盖新的交易品种,这种概念上的辨识乏力,使规范者无法以充足的理由将这些品种纳入监管权范围之内^⑩。1974年美国《商品期货交易委员会法》(CFTCA)将期货交易委员会(CFTC)的监管对象确定为:在契约市场或同业公会、交易所进行的含有为未来交付、交易或执行而出售商品的合同交易、账户和协议(包括任何有期权特征的交易)。而“商品”则包括未来交付合同中含有的当前或未来交易的所有的货物、物品,所有的服务、权利和利益^⑪。20世纪80年代后,CFTC对大量的金融衍生品柜台交易是否属于自己的监管范围感到左右为难,“在柜台交易的衍生品领

⑦ See 198 U. S. 236.

⑧ 这种方法与保险法避免投机的思路在逻辑上是一致的。保险法也是一种射幸合同,为避免利用保险合同投机,保险法要求投保人对保险标的具有保险利益。

⑨ 所谓“冲销结算”(offset),是指在合约到期前,买方或卖方通过售出或买入相同数量的契约进行平仓的行为。法院认为,这种结算也是一种交付,以区别于通过找补差价结算的差价合同(difference contract) See Lynn A. Stout, Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives, 48 Duke L. J. 701, February, 1999.

⑩ 如美国历史上对衍生品交易的法律包括:1864年反黄金期货法(The Anti-Gold Futures Act)、1921年期货交易法(The Futures Trading Act)、1922年谷物期货法(The Grain Futures Act)、1936年商品交易所法(The Commodity Exchange Act)、1958年洋葱期货法(The Onion Futures Act)、1974年期货交易委员会法(The Commodity Futures Trading Commission Act),其规范的核心都是商品期货。See Jeremy Gogel, Shifting Risk to the Dumbest Guy in the Room - Derivatives Regulation after the Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 11 J. Bus. & SEC. L. 1, Fall, 2010.

⑪ Commodity Futures Trading Act of 1974, Pub. L. No. 93-463, § 201, 88 Stat. 1389, 1395(1974).

域,CFTC 既不愿也不能界定它的执法范围”^[34]。在无法明确执法权的情况下,CFTC 最初并不愿意介入柜台衍生品交易的监管^⑫。在发生了几起大的衍生品交易事件后,CFTC 的不作为遭到了社会舆论的抨击。1998年,CFTC 发布官方文件,正式向外界表示要对衍生品市场监管进行综合改革,将其监管范围扩大到衍生品的场外交易。CFTC 的这种表态立即遭到了美联储等政府机构和衍生品行业协会的反对,在这些机构的游说下,2000年,美国国会通过了《商品期货现代化法》(Commodity Futures Modernization Act),该法案明确排除了 CFTC 对场外衍生品交易的监管权,而将这些衍生品交易秩序的维护委诸行业自律^[35]。这意味着,CFTC 对衍生品交易的合法性审查被彻底边缘化。英国的情况与美国相似,实际上,英国衍生品交易的规模超过美国,2000年英国《金融服务与市场法》(Financial Services and Markets Act,FSMA)也将大部分金融衍生品排除在政府监管之外^[36]。

其次,从实质正义上看,对于极其复杂的金融衍生品,判别哪些品种是有利于公共利益的严肃交易,哪些品种只是一种无益的投机赌博,难度极大。而且,一些经济学理论不断为投机行为背书,将投机与赌博等同的观点在道德上已不再有不可争议的优势^⑬。根据经济学的理论,投机具有对冲风险、发现价格、提高市场流动性等积极作用。在市场上,一些想规避未来风险的人,可以将风险转让给那些愿意承担这些风险的人——投机者。如果风险发生了,出售风险的一方可从这种交易中获得补偿,如果风险未发生,则购买风险的投机者可因此获利(对冲风险功能)。投机者通过分析市场信息计算风险发生的可能性,从而形成转让合约价格,这一过程在客观上也帮助市场形成更合理的产品价格(价格发现)。如果市场没有投机者,对冲风险的交易只能在具有相同风险但地位相反的相对人之间进行,但这种交易对手很难找到,投机者的存在使转让风险者更容易找到交易对手(提高流动性)^[37]。根据这些理论,即便是纯粹的投机合同,对社会也是有益的(价格发现、提高流动性)。

上述变化的结果是,衍生品交易在私法上的合法性已不再是人们关注的核心问题。20世纪80年代以后,尽管一些衍生品仍有被认定为具有非法赌博合同的可能,但法官在审理衍生品案件时,却很少考量衍生品合同的投机性是否构成非法赌博这个问题,困扰法官的已不再是衍生品合同在法律上可否强制执行的问题,而是在技术上如何准确理解复杂衍生品合同条款的问题^[38]。

2008年,全球性金融危机爆发,过度的金融衍生品投机交易成为本次金融危机的导火索,衍生品的合法性问题再次引起一些学者的反思。如有学者认为,纯粹的投机衍生品(Purely Speculative derivatives)就是一种变相赌博,这种简单财富转移是一种零和游戏,不但不会创造社会价值,反而会刺激人们失去理性地冒险,为社会经济带来巨大风险。因此主张法律应明确禁止该类衍生品交易^[39]。实际上,学术界对于衍生品过分投机而成为变相赌博的担忧一直存在,2008年金融危机后,有美国学者明确指出,如果法律不进行规范,信用违约掉期互换等衍生品极可能成为合法形式的赌博。该学者认为,投机的存在确实使市场主体能够通过交易管理风险,但投机本身并不会创造社会利益,而且存在着道德风险。通过交易转移风险,衍生品与保险具有相同的功能。保险合同实际是对未来可能发生的灾难打赌,但这种道德上的反社会性通过保险法对保险利益的要求而得到化解。在2000年《商品期货现代化法》之前,CFTC 要求衍生品合同应具有严肃的经济目的,与保险法对保险利益的要求具有相同的功能,因此,应激活 CFTC 对衍生品合同的审查,以防止衍生品成为另类形式的赌博^[40]。

但是,在金融危机后,美国和欧洲对衍生品交易的监管改革,其规范方法并未回归到20世纪80年代之前的模式。美国《华尔街改革与消费者保护法》(Wall Street Reform and Consumer Protection Act)第七和第八两部分中,明确了期货交易委员会和证券交易委员会对场外衍生品交易的监管权,通过强制集中清算、交易标准化、透明化(交易数据强制报告)等措施加强对场外衍生品交易的风险控制。欧盟在《欧洲议会和理事会对场外衍生品管制的建议》(Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC Derivatives)中,也提出了与美国类似的建议。实际上,二者都遵循了金融危机后20国集团几次高峰会议提出的规范目标:努力使合约标准化、培育标准场外衍生品强制结算中心、要求交易者对交易中心和监管机构报告交易情况以提高交易透明度、对非中心结算的合约要求更高的资本^[32]。从这些规范手段和目标来看,2008年金融危机后对衍生品规范的主要目的是防范衍生品交易带来的系统风险。20世纪80年代以前的监管方法并未因金融危机而复活。

⑫ 1992年美国对商品交易所法进行修订,明确允许CFTC豁免衍生品场外交易的监管,该法案被称为“期货交易实践法案”。

⑬ 20世纪的资本主义文化对投机和赌博逐渐走向宽容。See Roy Kreitner, Speculations of Contract, or How Contract Law Stopped Worrying and Learned to Love Risk, 100 Colum. L. Rev. 1096, May, 2000.

衍生品交易在人类社会早期就是商人使用的一种交易方法,但因为其有很强的射幸性质,在历史上长期被看作是一种赌博而得不到私法的认可。20世纪,私法曾经试图将具有积极社会功能的衍生品与属于纯粹赌博性质的衍生品区分开来,但事实证明其使用的方法并不成功。20世纪80年代后,日趋复杂的全球化贸易、急速发展的金融业,增加了商人们利用衍生品避险的需求,这种需求在金融创新理论的推波助澜下,一个鱼龙混杂的衍生品交易市场在全球迅速崛起。面对突如其来、数量庞大的新型金融衍生品,缺乏解读能力的法官们知趣地保持着一种旁观者的沉默。尽管2008年金融危机后,社会和学界仍有对一些衍生品成为变相赌博的担忧,但过去的私法理论和规范模式显然无法应对当代衍生品繁荣的交易局面。通过金融危机后的监管改革可以看到,目前各国政府关心的已不再是衍生品交易的私法合法性问题,而是如何控制这种交易的系统风险问题。

四、结论

从商人交易的历史可以看到,商人在人类历史早期就利用契约安排交易风险,随着交易复杂性增加和规模扩大,衍生品交易逐渐成为商人们广泛采用的避险工具。由于衍生品交易本身存在着巨大的投机利益,在射幸的意义上,与赌博非常相似。在贪婪本性的驱使下,一些赌性十足的商人利用衍生品交易进行大规模投机,最终酿成的灾难性事件甚至波及到全球经济。私法的契约技术和理论的成熟为衍生品交易提供了法律基础,但是出于对赌博的厌恶,衍生品交易在私法上的合法性长期处于争议之中。法官和立法者曾尝试将有益的衍生品交易与纯粹赌博性质的衍生品交易区别对待,但这种努力并未成功。20世纪以来,随着资本主义的发展,无论是社会公众的感性还是经济学家的理性,都不再将投机作为一种绝对违反道德的行为,甚至赌博也在一定程度上被认可,私法对衍生品在道德上的考量也便在20世纪末金融创新的大潮中逐渐隐去。但是,无论衍生品是避险工具还是投机赌博,投机取巧的贪婪如果不加遏制,最终总会将人类引向灾难,这一点,在人类历史上发生的多次经济危机中已经得到证明。2008年金融危机后,衍生品交易遭到了社会舆论的猛烈抨击,但是各国对衍生品交易的规范并没有回到传统的私法模式。各国所采取的新的规范方式无疑是一种值得肯定的探索,这种探索是否成功,尚有待于未来的检验。

参考文献:

- [1] 沃伦·爱德华兹. 核心金融工具: 在衍生品世界中领悟和创新 [M]. 夏滢焱, 葛晓鹏, 译, 成都: 西南财经大学出版社, 2005: 3.
- [2] EDWARD J S. Building the global market, A 4000 year history of derivatives [M]. The Hague Boston: Kluwer Law International, 2000: 29.
- [3] 陈晗. 金融衍生品: 演进路径与监管措施 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2008: 20.
- [4] 彼得罗·彭梵得. 罗马法教科书 [M]. 黄风, 译. 北京: 中国政法大学出版社, 2005: 284 - 285.
- [5] 巴里·尼古拉斯. 罗马法概论 [M]. 黄风, 译. 北京: 法律出版社, 2004: 188.
- [6] JUERG E W. A short history of derivative security markets [R]//. University of Western Australia, 2008: 11 - 12. available at <http://ssrn.com/abstract=1141689>.
- [7] 罗伯特·E. 惠利. 衍生工具 [M]. 胡金焱, 王起, 李颖, 译. 北京: 机械工业出版社, 2010.
- [8] PETER M, GARBER. Famous first bubbles, the fundamentals of early manias [M]. Cambridge, Mass: MIT Press, 2000.
- [9] 曹廷贵, 马瑾. 衍生金融工具 [M]. 成都: 西南财经大学出版社, 2011: 13.
- [10] 查尔斯·金德尔伯格. 西欧金融史 [M]. 徐子健, 何健雄, 译. 北京: 中国金融出版社, 1991: 270.
- [11] EDWARD CHANCELLOR. Devil take the hindmost, a history of financial speculation [M]. New York: Farrar, Straus & Giroux, 1999.
- [12] 张屹山. 金融衍生证券理论与实务 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2007: 2.
- [13] 威廉·法龙. 市场缔造者: 芝加哥期货交易所的150年 [M]. 王学勤, 译. 北京: 中国财政经济出版社, 2011: 57 - 58.
- [14] 英国路透有限公司. 金融衍生工具导论 [M]. 杨洋, 向莉, 译. 北京: 北京大学出版社, 2001: 16.
- [15] 汪昌云. 金融衍生工具 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2009: 4.
- [16] 理查杜里斯, 法兰克琼斯. 期货赛局(下) [M]. 黄嘉斌, 译. 台北: 美商麦格罗·希尔国际股份有限公司台湾分公司, 2007.
- [17] 叶永刚. 衍生金融工具 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2004: 2 - 3.
- [18] 约翰·赫尔. 期权、期货及其他衍生产品 [M]. 王勇, 索吾林, 译. 北京: 机械工业出版社, 2009: 2.
- [19] 魏琼. 民法的起源——对古代西亚地区民事规范的解读 [M]. 北京: 商务印书馆, 2008.

- [20] 柏拉图. 法律篇[M]. 张智仁, 何勤华, 译. 上海: 上海人民出版社, 2001: 359 - 360.
- [21] 曲可伸. 罗马法原理[M]. 天津: 南开大学出版社, 1988: 311.
- [22] 周枬. 罗马法提要[M]. 北京: 法律出版社, 1988: 185.
- [23] 周枬. 罗马法原论[M]. 北京: 商务印书馆, 2001: 743 - 744.
- [24] 高尔森. 英美合同法纲要[M]. 天津: 南开大学出版社, 1984: 126.
- [25] E. 艾伦·范斯沃思. 美国合同法[M]. 葛云松, 丁春艳, 译. 北京: 中国政法大学出版社, 2006: 700 - 701.
- [26] SMITH C F. The early history of the London Stock Exchange [J]. The American Economic Review, 1929, 19(3): 213.
- [27] 德国民法典[M]. 郑冲, 贾红梅, 译. 北京: 法律出版社, 1999: 183.
- [28] 杨桢. 英美契约法论[M]. 北京: 北京大学出版社, 2007: 341 - 342.
- [29] 哈威尔. E. 杰克逊, 小爱德华. L. 西蒙斯. 金融监管[M]. 吴志攀, 译. 北京: 中国政法大学出版社, 2003: 969.
- [30] LYNN A S. Why the law hates speculators: Regulation and private ordering in the market for OTC derivatives [J]. Duke Law Journal, 1999, 48(4): 701.
- [31] A. L. 科宾. 科宾论合同(下册)[M]. 王卫国, 译. 北京: 中国大百科全书出版社, 1998: 130 - 131.
- [32] KREITNER R. Speculations of contract or how contract law stopped worrying and learned to love risk [J]. Columbia Law Review, 2000, 100(4): 1096.
- [33] 迪特尔·梅迪库斯. 德国债法分论[M]. 杜景林, 卢湛, 译. 北京: 法律出版社, 2007: 410.
- [34] ALTON B H. The CFTC and derivative products: Purposeful ambiguity and Jurisdictional reach [J]. Chicago - Kent Law Review, 1996, 71(4): 1117.
- [35] KRIPPELL A J. Regulatory overhaul of the OTC derivatives market: The costs, risks and politics [J]. Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal, 2011, 6(1): 269.
- [36] LATYSHEVA D S. Taming the hydra of derivatives regulation: Examining new regulatory approaches to OTC derivatives in the united states and europe [J]. Cardozo Journal of International & Comparative Law, 2012, 20(2): 465.
- [37] TIMOTHY E L. Derivatives: A twenty-first century understanding [J]. Loyola University Chicago Law Journal, 2011, 43.
- [38] PARTNOY F. The shifting contours of global derivatives regulation [EB/OL]//U San Diego Law & Econ Research Paper No. 15. <http://papers.ssrn.com/abstract=281361>.
- [39] TIMOTHY E L. Gambling by another name; The challenge of purely speculative derivatives [J]. Stanford Journal of Law, Business, and Finance, 2011, 17(1).
- [40] THOMAS L H. Filling a regulatory gap: It is time to regulate over-the-counter derivatives [R]. 13 N. C. Banking Inst, 2009, 13: 123.

The Evolution of the Derivatives Trading's Legality of the Private Law

ZHANG Fang, REN Hong

(School of Law, Chongqing University, Chongqing 400044, P. R. China)

Abstract: As a contractual arrangement of avoiding risks, derivatives trading has never been broken off in human history. The more complex and uncertainty of trading are, the more advanced the derivatives trading will become. Due to its highly speculative characteristics, derivatives trading had been regarded as gambling and refused to acknowledge its validity of private law in many countries for long time in human history. In the early twentieth century, realizing the positive significance of hedging derivatives trading, people tried to distinguish between helpful derivatives trading and pure gambling contracts in the private decisions and the legislation, but it was not successful. In the late twentieth century, capitalist culture's tolerance to speculation and the argument for hedging function in the economic theory made the derivatives trading's reprehensibility of the morality fade away. Courts gradually gave up scrutinizing the derivatives trading's legality of the private law. After the 2008 financial crisis, although public opinions and academia still take some derivatives trading as some kinds of gambling and questioned their legality, most countries' regulation of derivatives trading does not return to the tradition.

Key words: derivatives trading; the derivatives trading's legality of the private law; gambling; speculation

(责任编辑 胡志平)