

论我国信用违约互换(CDS)风险的法律防范 ——基于信息披露规则完善的视角

常 健, 罗伟恒

(华中师范大学 法学院, 湖北 武汉 430079)

摘 要: 我国信用违约互换(CDS)的推出对于缓解债券市场因刚性兑付打破而带来的流动性匮乏具有积极作用。然而,在我国目前信息披露规则下,信用违约互换(CDS)运行中产品固有风险和交易对手风险不能够被准确识别并防范,其在管理信用风险的同时也带来了新的风险,甚至可能引发系统性金融风险。因此,必须通过配套制度将风险锁定在可控制范围内,契合信用违约互换(CDS)特性的信息披露制度的完善成为关键。信用违约互换(CDS)作为管理信用风险的衍生品,参与者在进行交易时最需要知晓的信息必然是与信用风险高度相关的信息,包括参考实体的信用风险信息以及交易对手的信用风险信息。所以,必须以识别并防范信用风险为目标,以“风险相关性”为核心构建完善的信息披露规则,以此保障信用违约互换(CDS)在我国的规范化运行。

关键词: 信用违约互换(CDS); 信用风险; 信息披露; 风险相关性

中图分类号: DF438.7 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2017)03-0118-11

一、引 言

2016年9月23日,银行间市场交易商协会正式发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》(下文简称《业务规则》)及其相关配套文件,推出了信用违约互换(credit default swap, 即CDS)。所谓信用违约互换,又称为信贷违约掉期或贷款违约保险,是一份对特定债务可能的违约行为所带来的风险提供保障的双边合约。^①普遍认为,产生于2004年美国金融市场的CDS,在之后的次贷危机中扮演着扩大风险、引爆系统危机的导火索的角色。因此,CDS在我国的推出难免引起了广泛的讨论,焦点集中在CDS的推出是否会成为引发系统性风险的导火索,如何防范可能的金融风险等。那么,从法律角度如何看待CDS?我国推出的CDS在法律功能与特性方面是否与国际金融市场CDS同源?我国CDS面临的市场风险与法律风险是什么?CDS风险防范的信息披露规则如何建立?上述疑问无疑成为深入研究CDS运行无法回避的问题。

收稿日期: 2017-01-08

基金项目: 国家法治与法学理论研究项目“金融稳定视阈下中央银行法律制度研究——基于法经济学的分析范式”(13SFB3036); 教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“我国债券市场建立市场化、法制化风险防范体系研究”(14JZD008); 华中师范大学中央高校基本科研业务费专项资金重大培育项目“完善适应现代金融市场发展的金融监管框架立法研究”; 国家社会科学基金项目“区域公共事务治理中的政府协同机制研究”(14BGL114)。

作者简介: 常 健(1976—),男,河南济源人,华中师范大学法学院教授;

罗伟恒(1994—),男,四川泸州人,华中师范大学法学院经济法硕士研究生。

^①参见张博、周文渊:《中国版CDS的关键问题》,《中国金融》2016年第16期;巴曙松、孙兴亮、顾磊:《主权CDS对欧元区主权债务危机的影响》,《国际金融研究》2012年第7期。

国际上CDS最早产生于20世纪90年代初期的美国,伴随着CDS市场规模的扩大,对其研究也逐渐增多。有学者认为CDS是寻求保护的买方定期支付固定金额或费用给保护提供方,保护提供方向买方承诺当特定的信用事件发生时支付某一确定的金额,其中特定信用事件的确定是CDS应用的难点。^①有学者通过对多家公司与银行的数据分析,系统性地总结了CDS交易在不同发展时期的表现,揭示出CDS交易的基本特征,从而对CDS市场的演进过程进行理论解读;^②有学者基于会计信息的信用风险模型和基于市场信息的信用风险模型对CDS的定价问题进行深入研究;^③还有学者基于金融稳定对CDS的市场发展与监管进行系统分析,提出重视CDS的投机属性与内在风险,防范CDS由于信息披露不充分而引发系统性风险。^④

国内学者也在20世纪90年代末期展开对CDS的研究。在我国CDS正式推出之前,由于还没有真正意义上的CDS市场,学者的研究多集中于对国外情况的介绍与理论的引进,^⑤尤其是对CDS的定义、交易结构和风险管理以及在我国引进的意义进行分析。^⑥有学者着眼于CDS的估值与定价研究。^⑦还有学者开创性地具体设计出了适合我国国情的CDS合约条款,或提出了我国引进CDS后的相关监管建议。^⑧CDS在我国推出之后,学者们的研究则集中于对中国版CDS的介绍,对CDS在中国引进的机遇和挑战,对CDS的市场风险预测与信息披露规则建立等进行初步研究。^⑨毋庸置疑,由于我国CDS推出的时间有限且市场运作尚未大规模展开,我国学者对于CDS的研究绝大多数基于经济学视角展开,而法学视角的分析付之阙如,尤其缺乏对于我国CDS法律特点、法律风险与信息披露规则的系统分析。

基于此,本文将在前述学术研究的基础上,首先通过与国际市场上CDS的比较,分析我国推出的CDS的功能与法律特点。在我国债券市场中CDS具有分离与交易信用风险、促进债券信用增级和促进债券市场化发展等功能;我国的CDS与国际市场上CDS相比较其法律特点并不相同,而是具有在市场功能方面风险管理作用大于投资作用,在合约定价方面参考实体与交易对手的信用风险并重,在风险管控方面流动性弱与系统性风险性低的法律特点。我国CDS本质上属于场外信用衍生品,交易时由交易双方私下签订协议,市场监管无法深入;而现行我国CDS信息披露规则的一体化现状未能反映其特殊性,交易对手信息披露规则不完善也未能反映其风险的相关性,将引发新的市场风险。审视CDS的现有特点及其市场风险,把握CDS的信息披露规则从形式主义向实质主义转变、参考实体信息披露规则平等化与合约设计、合约交易信息披露规则的差异化发展趋势,本文提出规范CDS的运行必须以提高信用衍生品市场透明度为目标,建立以风险相关性为核心契合信用衍生品特性的信息披露制度,即通过明确多元

①[美] 迪米特里·N. 克拉法:《信用衍生产品和风险管理——含信用风险模型》, 蔡相译, 机械工业出版社2002年版, 第138页。

②Lei Meng, Qwin ap Gwilym. The Characteristics and Evolution of Credit Default Swap Trading. *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, Issue 3(2007), pp.186-198.

③John C. Hull, Alan White. Valuing Credit Default Swaps I: No Counterparty Default Risk. *Journal of Derivatives*, Issue April (2000), pp.29-40; John C. Hull, Alan White. Valuing Credit Default Swaps II: Modeling Default Correlation. *Journal of Derivatives*, Issue Fall (2001), pp.12-22.

④Jeremy C. Kress. Credit Default Swap Clearinghouses and Systemic Risk: Why Centralized Counterparties Must Have Access to Central Bank Liquidity. *Harvard Journal on Legislation*, Issue 1 (2011), pp.49-93.

⑤谢辉:《次贷危机后欧美信用违约互换市场的监管改革》,《清华金融评论》2014年第4期。

⑥田晓军:《信用衍生品以及对金融运作的影响》,《投资研究》1999年第8期。

⑦葛欢、张留禄:《金融信用评级与信用违约互换的风险定价研究》,《征信》2016年第11期。

⑧尹灼:《信用衍生工具与风险管理》,社会科学文献出版社2005年版。

⑨张博、周文渊:《中国版CDS的关键问题》,《中国金融》2016年第16期。

信息披露义务主体、合理控制强制信息披露的范围、鼓励预测性信息披露等制度的构建,以期有助于我国CDS运行的规范和防控系统性金融风险。

二、功能与特点:我国信用违约互换(CDS)的法律分析

(一)债券市场中信用违约互换(CDS)的基本功能

1. 分离与交易信用风险。CDS的运行过程实际上包含着两个步骤,即分离信用风险与交易信用风险。在基于信用债券的CDS中,债券的收益率实际上被分割为“无风险收益率+信用利差”。CDS合约所交易的正是债券的信用利差,信用保护的买方通过买入CDS合约,做空信用风险,使得自己所持有的债券构造成为无风险组合,以此防范信用债券的违约损失;信用保护的卖方则通过卖掉CDS合约,做多信用风险,赚取信用利差(见图1)。

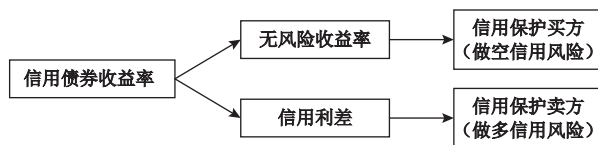


图1 CDS分离债券信用风险与收益率

2. 促进债券信用增级。传统以银行作为担保而发行的债券中,投资者基于对银行的信任而往往忽视债券本身的违约风险。但当银行退出债券发行担保后,债券违约的风险则全部落在投资者头上。风险规避者因此更倾向于投资于无风险债券或低风险债券,如国债、短期融资券等等,债券市场流动性以及企业融资将受到极大影响。如果承销商在承销信用债券时搭配卖出相应的CDS,实际上又为信用债券的兑付加上了一层保障,市场上的风险规避者则会重新回归,使得信用债券发行难度降低。所以说,CDS本质上也发挥着债券信用增级的功能。

3. 促进债券市场化发展。我国债券市场近年来发展十分迅速,在市场扩容迅速的同时,债券违约事件集中爆发,刚性兑付的美好预期被加速打破。^①打破刚性兑付的背后,其实是债券信用风险承担者由政府、银行向普通投资者转变的趋势,这是债券市场化发展的必然要求。然而,打破刚兑后投资者的投资信心也必然受到极大的影响。为了管理债券信用风险,适应投资者多样化的投资偏好,增加流动性,债券市场对于信用风险缓释工具的需求也逐渐显现。在债券市场化发展的进路中,CDS的出现迎合了债券市场参与者在刚性兑付打破后进行风险管理的期望,也为缓释市场信用风险提供可靠的制度保障,为债券市场化发展保驾护航。

(二)我国信用违约互换(CDS)法律特点:基于比较的分析

1. 市场功能:风险管理作用大于投资作用

国际CDS市场始于20世纪90年代,以CDS为基础的一系列信用衍生品随着金融市场以惊人的速度创新发展。国际CDS市场逐渐脱离对债券市场的依附而形成相对独立的市场。而CDS的合约价格不仅受参考实体信用风险以及交易对手信用风险的影响,更受制于在CDS市场上形成的新的供求关系。基于此,很多CDS参与者交易的目的是基于投机和套利,而不是套期保值,CDS也逐渐成为一些机构投资者投机套利的工具。^②所以,国际市场上CDS在最初的风险管理功能基础上派生出了投资功能,甚至投资功能逐步成为CDS的最核心功能。^③

而在我国,2010年银行间市场交易商协会就推出了两款信用风险缓释工具(CRM),即信用

^①苏诗钰:《42只债券兑付违约加速市场出清 监管应着力信息披露》,《证券日报》2016年8月30日,第A01版。

^②陈斌:《美国信用违约互换市场动荡的机理与启示》,《南方金融》2010年第1期。

^③潘杰义、王琼、陈金贤:《信用风险管理创新工具——信用衍生品的发展与评述》,《西北师大学报(社会科学版)》2003年第3期。

风险缓释合约(CRMA)和信用风险缓释凭证(CRMW),被称为“第一代中国CDS”。^①但CRM由于产品结构单一、定价标准缺位等原因,^②市场交易冷清,未到达预期的缓释风险的效果。^③相较于CRM采用的“单一标的债务”条款^④,这次推出的CDS采用“多标的债务”^⑤条款,目的在于克服CRM的弱点。所以,我国由于CDS市场刚开始建立,并且受制于目前债券市场低迷的流动性,CDS最重要的功能在一定时期内只能限于债券市场的风险管理以及价格发现,即利用信用违约互换交易实现信用风险的最优配置。^⑥

2. 合约定价:参考实体与交易对手的信用风险并重

从博弈论的视角来看,一份CDS合约能够达成,最关键的是这份合约能够实现买卖双方的零和博弈,即买卖双方对于合约中风险与价格的关联性具有趋于一致的认识,并基于此对于合约所带来的收益有相同的期望。而影响CDS合约定价的信用风险主要来源于两个方面:第一,CDS产品固有的风险,即参考实体的信用风险;第二,CDS交易环节的风险,即交易对手的信用风险。^⑦“CDS合约作为一种衍生品合同,最本质的特征就是其价值随着基础资产的市场波动而变化。因此,在衍生品合同存续期间,合同下的收益(或风险敞口)的方向、金额都会随着市场波动而发生变化”。^⑧说明参考实体的信用风险是合约定价的重要因素,能否清楚识别发债主体的信用风险直接关系到CDS买卖双方的博弈是否能够成为零和或者负和。相较于参考实体的信用风险,另外一个容易被忽略的重要风险便是交易对手的信用风险。率先指出交易对手风险对于CDS重要性的学者Hull和White认为,CDS信用事件不是孤立的,参考实体和交易对手之间存在关联违约。^⑨次贷危机以后,交易对手风险对CDS价格影响的研究逐渐多了起来,一个主要的原因是CDS合约大批交易对手(如雷曼兄弟、AIG等)信用级别下降甚至破产。这使得市场对交易对手风险作为定价要素的需求达到了顶峰,交易对手信用是完美的、违约可以忽略不计的传统假设受到严重挑战。^⑩

中国银行间市场交易商协会发布的《信用违约互换业务指引》(下文简称《业务指引》)第2条对CDS进行了定义,即由信用保护卖方就约定的一个或多个参考实体向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约。由此可见,影响我国CDS合约定价的首要风险便是合约中参考实体的信用风险。此外,《业务规则》第23条规定:“参与者进行信用风险缓释工具交易时,应该及时向交易对手提供与交易相关的必要信息,并确保所提供信息的真实、准确和完整,不得欺诈或误导交易对手。”这表明交易对手的信用风险也被明确规定为我国CDS合约定价的基本要素。所以,我国在CDS合约定价时,参考实体与交易对手的信用风险并重,保障了CDS定价元素的完整和定价模型的科学。

3. 风险管控:流动性弱与系统性风险性低

在国际CDS市场中,由于CDS的交易成本低、效率高,其自身的流动性较强;加之CDS标准

①参见中国银行间交易商协会《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(2010年10月29日发布)。

②张海云、左思斌、王博:《信用风险缓释工具:产品改造与缓释失效》,《科学决策》2014年第5期。

③郑振龙、孙清泉:《欧美CDS市场改革与中国信用风险缓释工具的市场制度设计》,《金融论坛》2012年第1期。

④即每一项CRM仅保护参考实体一项对应的标的债务。

⑤即CDS信用保护的范围涵盖参考实体的一整类债务。

⑥邓斌、张涤新:《金融危机背景下信用违约互换道德风险研究》,《经济评论》2011年第1期。

⑦白云芬、胡新华、叶中行:《交易对手违约风险的信用违约互换定价》,《统计与决策》2007年第18期。

⑧楼建波:《场外衍生品交易担保之信用支持制度研究——以“海升—大摩案”为分析蓝本》,《法商研究》2011年第1期。

⑨Hull J C, White A D, Valuing Credit Default Swaps II: Modeling Default Correlation. The Journal of Derivatives, Issue Fall (2001), pp.12-22.

⑩杨星、胡国强:《交易对手信用违约事件与信用违约互换公允价值》,《系统工程理论与实践》2013年第6期。

化合约的推出,参与者可以在短时间内实现大规模的交易,CDS的交易成本进一步降低,其流动性也进一步增强。但随着CDS流动性的增强,如果没有良好的信用风险管控机制,则很容易引发系统性金融风险。

我国的CDS刚刚推出,依据《业务指引》的规定,CDS仅在银行间债券市场试点运行。其一,目前债券市场刚性兑付的打破导致债券市场流动性陷入低迷,基于债券市场的CDS市场自然会受到影响。其二,市场主体一般对于新推出的金融衍生品都会持观望态度。^①其三,我国CDS目前处于试运行阶段,还谈不上设计标准化合约,无法实现大规模的交易。基于此,可以预见,我国CDS的流动性在短期内赶不上国际CDS市场的水平。在这种情况下,由于市场上的参与者不多,二级市场难以短时间形成,投机套利交易行为缺乏生成环境,整个CDS市场包括信用债券市场短期内也就不会形成冗长繁琐的债权债务关系。所以,我国CDS成为引爆系统性风险导火索的可能性较低。当然,随着我国金融市场创新脚步的加快以及参与者投资意向的逐渐多元化,不排除一段时间后我国CDS引发系统性风险的可能性。

三、制度的偏差:我国信用违约互换与信息披露规则的错位

(一)错位的表现:信用违约互换(CDS)引发新风险

CDS固然具有对冲信用风险、增强债券市场流动性以及价格发现的作用。然而,就像所有的金融衍生工具一样,CDS也是一把双刃剑。CDS其本质上属于场外信用衍生品,交易时由交易双方私下签订协议,市场监管无法深入,交易者不能准确了解识别合约中包含的信用风险。甚至在某些情况下,CDS已经不再是金融资产持有方为违约风险购买保护的对冲范畴,它实际上已经异化为信用保护买卖双方的对赌行为。^②而金融衍生品通常具有迂回交易的特点,交易链条长且复杂,“如果某一个参与者同时参与了若干生产链条,那么一个生产链条的断裂,就会间接地影响到其他生产链条,这样负效应会像多米诺骨牌一样不断传递扩大。”^③这导致系统性风险加大。例如,美国次贷危机爆发时,大家发现CDS市场与资产证券化债券市场处于高度融合的状态。资产证券化债券的发行和交易无可厚非,CDS合约管理信用风险的功能也未有不妥。然而当两者高度结合后,整个金融链条中的风险事实上全部集中到了CDS合约卖方,最终导致交易对手信用风险决定了整个CDS市场与资产证券化债券市场的命运。^④

2016年10月31日,银行间交易商协会发表公告称已有14家机构备案成为信用风险缓释工具核心交易商,并由10家机构在当日开展了15笔信用违约互换交易,名义本金总计3亿元;交易参考实体涉及石油天然气、电力等8各行业。^⑤可以预计,银行间市场的CDS参与度将会越来越高,参考实体所涉及的行业也会越来越多,并且很可能会发展出CDS的二级交易市场。在这种情况下,迂回交易的链条便不断拉长,其中一个环节出现问题,风险便会迅速扩展到整个金融链条。

(二)错位的原因:信息披露规则未体现风险相关性

CDS从定价到交易都高度依赖于对信用风险的判断,包括对参考实体信用风险的判断和

①金赞、程传颖、孙晔:《我国证券公司场外金融衍生品市场发展研究》,《中国证券》2015年第7期。

②龚斌思:《美国金融危机中信用衍生品的风险及作用机制——兼议对我国金融创新的启示》,《新金融》2009年第7期。

③赵海怡:《金融衍生品交易风险控制中的制度与法律——一个法经济学分析范式》,《河北法学》2009年第6期。

④孙杰:《后金融危机金融发展趋势——从资产证券化和信用违约掉期分析》,《国际经济评论》2009年第4期。

⑤参见《银行间市场开展首批信用违约互换交易》,http://www.nafmii.org.cn/xhdt/201611/t20161101_57874.html?from=singlemessage&isappinstalled=0,最后登录时间:2016年12月28日。

交易对手信用风险的判断。所以,在CDS定价与交易过程中信息披露的内容应该与参考实体和交易对手的信用风险具有高度相关性。然而我国现行信息披露制度框架下的CDS信息披露规则却远远没有达到这个标准,这导致新风险产生的可能性不断增强。

一方面,信息披露规则的一体化未能反映特殊性。从参考实体的信息披露规则来看,《中华人民共和国证券法》(下文简称《证券法》)在“持续信息公开”一章中规定了股票与债券信息披露规则,在定期报告规则方面,披露内容完全相同。^①股票收益主要是基于上市公司的盈利情况,而债券收益主要来自发债公司到期还本付息,这导致股票的风险主要来自公司运营情况的波动,而债券的风险主要来自公司的偿债能力与意愿。股票与债券的这种差异性决定了投资者在参与投资过程中所需要获取的信息是有所不同的。“虽然公司负债高低是影响股东盈余多少的因素,在股票信息披露上可能包含部分的债券信息披露内容,二者的差异决定了它们有所交叉但侧重点不同。”^②现阶段我国《证券法》将债券信息披露规则依附于股票信息披露规则,没有体现出债券在信息披露规则上的特殊性。^③

另一方面,交易对手信息披露规则的不完善未能反映相关性。从交易对手的信息披露规则来看,《业务规则》仅在第23条规定:“参与者进行信用风险缓释工具交易时,应该及时向交易对手提供与交易相关的必要信息”。理论上,与CDS风险相关的信息应当区分为两部分:第一部分是CDS合同约定价的相关信息,包括参考实体基本信息、信用评级信息等;第二部分是交易对手自身的信用风险相关信息。而每一部分的信息与CDS风险的相关性程度是不完全相同的,信息披露规则在设计时,应当充分考虑到不同部分信息的风险相关性,以此来区分重要信息与一般信息,并配置以相应的披露义务与责任。但是《业务规则》中仅仅笼统地提到了“相关信息”,没有区分参考实体相关信息与交易对手自身信息,更谈不上信用评价信息等。如此规定太过于模糊,不能体现出各类信息与CDS风险不同程度的相关性,无法完全揭示CDS合约中所包含的信用风险,怎么界定“与交易相关的必要信息”成为交易与监管过程中的难题。

四、变革的趋势:信用违约互换(CDS)对信息披露规则的需求

信用衍生品与股票和债券都是证券市场上的投资产品,具有着相同的投资属性,但三者也有着很大区别。相对而言,信用衍生品定价模型更加复杂,导致风险也更加隐蔽。所以,规范CDS的运行必须以提高信用衍生品市场透明度为目标,建立契合信用衍生品特性的信息披露规则。

(一)信息披露规则形式主义向实质主义的转变

CDS作为一种最基础的信用衍生品,其功能在于科学管理信用风险,由此决定了与信用风险相关的信息对于CDS参与者来说最具参考价值。具体来说,CDS在合约设计阶段,需要充分考虑到参考实体的信用风险,基于对参考实体的信用风险单独定价来将债券收益率分离为无风险收益率和信用利差。而在交易阶段,CDS参与者还需要充分参考交易对手的信用风险,从而进行价格博弈。因此,能够真实反映参考实体和交易对手信用风险的信息披露才是真正意义上的充分披露。综观国际市场,香港联交所与美国NASDAQ市场分别针对矿产、石油、天然气、银行、保险与房地产等行业制订了相应的信息披露规则;澳大利亚的上市公司约有一半主营矿产相关业务,故信息披露规则中要求披露与矿产开发相关的成本费用以及资源储备量等信

^①参见《中华人民共和国证券法》第65、66、67条。

^②洪艳蓉:《〈证券法〉债券规则的批判与重构》,《中国政法大学学报》2015年第3期。

^③南玉梅:《契合债券属性的信息披露规则研究》,《证券法苑》2016年第1期。

息。^①可见,有效的与交易风险直接相关的实质主义信息披露规则迎合市场以及相应产品的实际情况,已经成为复杂金融衍生品信息披露规则的变革趋势。

而反观我国,在参考实体信息披露方面,根据《证券法》的规定,^②从信息披露程序上看具有很明显的行政监管色彩。^③从信息披露内容上看,诸如公司财务会计报告和经营情况以及公司的债券、股票变动情况等一系列披露内容,基本上都是公司的历史数据或者基础信息,对投资者来讲,并没有实质意义上的决策导向作用。公司即便如实披露规定的信息,也并没有达到充分披露影响债券价格的信息的地步。而在包括CDS在内的信用衍生品交易中,投资者须知晓的信息内容已经扩展至产品的设计原理、风险与缺陷、基础资产状况、信用评级等各个方面,早就不是简单的财务会计信息。如果将每个方面的信息都不加区分地披露,那么投资者极有可能被海量的复杂信息误导。^④更不用提《业务规则》中对交易对手的信息披露义务泛泛而谈的“相关信息”。所以,现行形式化的信息披露规则已经无法在信用衍生品交易中有效地揭示风险并引导投资者进行决策。而实质主义的信息披露规则必然要求参与主体所披露的信息要能够充分反应相关主体的信用风险情况,是强调风险相关性基础上信息披露规则的演化。因此,CDS作为一款管理信用风险的金融衍生品,其信息披露规则的建构应强化对相关交易风险的审视,顺应实质主义的发展路径。

(二)信息披露规则安排平等而有区别

1. 参考实体信息:平等化的信息披露规则。我国多年来在证券市场的规制中一直存在着“重股轻债”的观念,“由于漠视债券的本质和特性,既有制度过多依赖和参照股票,致使债券市场信息披露陷入‘同质化、粗糙化、形式化’的困局。”^⑤值得欣慰的是,在证监会2015年颁布的《公司债券发行与交易管理办法》中对于债券市场的临时报告制度有了较为详细的规定,列举了包括信用评级变化、发行人发生未能清偿到期债务的违约情况等对投资者做出投资决策有重大影响的事项。^⑥中国人民银行2009年批准发布的《全国银行间债券市场金融债券信息披露操作细则》中,也列举了包括高级管理人员变更、发行人业务、财务等经营状况发生重大改变等七项可能影响投资者做出正确判断的重大变化,^⑦对于这些事件的发生,发行人应该及时进行临时信息披露。可以说,随着债券市场近年来的快速发展,立法者已经注意到“重股轻债”观念的不合时宜,赋予债券市场平等化的信息披露规则势在必行。

2. 合约设计与合约交易:差异化的信息披露规则。在交易过程当中,CDS是“一种参与者双方一对一达成的协议,其细节一般并不为外人所知,市场参与者、社会公众与监管机构皆难窥其全貌”。^⑧就参与者双方而言,也只知道自己对交易对手的风险敞口,而并不清楚其交易对手对其他市场参与者的具体情况。^⑨另外,CDS本身并不会消除参考实体的信用风险,而只是将信用风险进行转移,即将债券持有者对于发行主体的风险敞口转化为对交易对手的风险敞口,交易对手是否会违约将是参与者面临的第二重关键风险。所以,除了债券市场平等化信息披露之

①杨淦:《上市公司差异化信息披露的逻辑理路与制度展开》,《证券市场导报》2016年第1期。

②参见《中华人民共和国证券法》第58、65、67条。

③郭建军:《注册制下上市公司信息披露制度的价值取向与实现》,《河北法学》2015年第9期。

④窦鹏娟:《证券信息披露的投资者中心原则及其构想——以证券衍生交易为例》,《金融经济研究》2015年第6期。

⑤冯果:《债券市场风险防范的法治逻辑》,法律出版社2016年版,第2页。

⑥参见《公司债券发行与交易管理办法》第45条。

⑦参见《全国银行间债券市场金融债券信息披露操作细则》第14条。

⑧颜延:《会计报表中衍生产品的信息披露研究——美国的经验与启示》,《会计研究》2013年第4期。

⑨颜延、陆建忠:《场外衍生品信息披露标准的完善和发展》,《上海经济研究》2013年第5期。

外, CDS在合约形成与交易环节, 参与者需要对交易对手以及其他信息披露义务人所披露的所有风险相关性信息进行综合判定, 了解合约中所蕴含的风险以及合约价格是否真实能够反映出风险。^①

在现有法律规则中, 一方面, 《证券法》中的信息披露规则大多只涉及披露义务人会计信息的披露, 对于发债主体信用评级信息、交易对手信用风险相关信息等与CDS合约风险密切相关的信息均无涉及。另一方面, 如前所述, 《业务规则》中对交易对手披露信息规定的过于模糊, 缺乏可操作性。所以, CDS的推出, 在构建平等化债券市场信息披露规则的同时, 还必须立足CDS合约形成与合约交易的实践, 基于风险的相关性, 构建满足包括CDS在内的信用衍生品风险管控需求的差异化的信息披露规则。^②

五、规则的完善: 以风险相关性为核心建构信息披露制度

我国现行对包括CDS在内的信用衍生品市场中各衍生品的信息披露规则比较散乱, 缺乏系统完整的衍生品信息披露制度, 监管部门也无所适从, 参与者无法有效对风险进行评估, 其权益得不到有效的保护。就金融监管而言, 信用衍生品交易可能在降低了银行个体风险的同时加大金融系统风险。^③金融创新本身有着摆脱金融监管的内在属性,^④所以必须通过配套制度将风险锁定在控制范围内, 契合CDS特性的信息披露制度的完善成为关键。^⑤而信息披露制度完善的关键在于披露与信用风险相关性的信息。

(一)多元化的信息披露义务主体

CDS交易过程中涉及参考实体信用风险以及交易对手的信用风险, 在参与者识别风险的过程中, 需要知晓的信息自然是渗透了从参考实体自身、合约的设计、合约交易, 甚至交易之后的跟踪信息的全过程信息。所以, CDS信息披露涉及的信息披露义务人至少应该包括: 发债主体、信用评级机构、交易对手即CDS卖方。

发债主体并非严格意义上的CDS市场的信息披露义务主体, 而是债券市场的信息披露义务主体。但是, CDS合约所要完成的任务便是分离和转移依附于债券上的信用风险, 导致其产生以及定价必须依赖于发债主体所发行的债券。基于此, 发债主体必须真实、完整的披露信息, 以保证CDS的合理定价和风险管理功能的正常发挥。

信用评级机构作为证券市场的“准监管者”, 在信息严重不对称的证券市场上, 信用评级能够通过提供最直观、最具有参考价值的重要信息, 有效地降低了投资者的信息成本。在投资者对发债企业的风险承担和偿付能力具有异质性信念的情况下, 信用评级可以通过协调市场参与者的行动而维护金融稳定。^⑥然而, 我国实践中信用评级机制却并未发挥出应有的作用, 其中最突出的问题就是评级机构对企业债券评级整体偏高, 信用评级结果没有体现风险相关性。^⑦所以, 我国市场上的信用评级结果本身并没有较高的参考价值。信用评级机构必须严格披露其

①王乐乐、边保军、李琳:《基于信用等级迁移的信用违约互换定价》,《同济大学学报》2010年第4期。

②谢焱:《背信罪的法益研究》,《政治与法律》2016年第1期。

③庄毓敏、孙安琴、毕毅:《信用风险转移创新与银行(体系)的稳定性——基于美国银行数据的实证研究》,《金融研究》2012年第6期。

④胡海鸥、贾德奎:《货币理论与货币政策》,格致出版社、上海人民出版社2012年版,第136页。

⑤翟浩、雷晓冰:《场外衍生品市场监管制度改革:英国的经验与启示》,《河北法学》2012年第1期。

⑥See Arnoud W. A. Boot, Todd T. Milbourn, Anjolein Schmeits. Credit Ratings as Coordination Mechanisms. Review of Financial Studies, Vol. 19, Issue 1 (2006), pp.81-118.

⑦刘迎霜:《论我国公司债券信用评级机制的构建》,《江西社会科学》2009年第2期。

评级信息、评级方法,在此基础上得出评级结果,才能够真正让参与者准确了解债券的信用风险,并以此作为参与者评估CDS合约价格的重要因素之一。

CDS卖方作为合约提供者,其是否具有信息披露义务自不待言。值得探讨的是,CDS卖方需要披露的信息包括哪几类。笔者认为,发债主体和信用评级机构已经披露的信息依然属于CDS卖方信息披露义务的范围。根据《业务规则》中规定的“相关信息”以及风险相关性信息披露发展趋势,凡属影响CDS合约价格以及其所包含的参考实体信用风险的相关信息都应该由CDS卖方予以提供。另外,虽然发债主体与信用评级机构有义务披露参考实体风险信息以及信用评级相关信息,但是对于CDS买方来说其并没有义务去收集前述两者所披露的信息,买方所获知信息的直接来源应该是卖方,前两者的信息披露只是作为辅助和修正,卖方才是CDS交易中首要的信息披露义务人。

(二)合理控制强制信息披露的范围

信息披露规则作为一种强制规范,以公权力的介入来弥补证券市场信息不对称的客观现实。但强制信息披露在弥补证券市场信息供给不足的同时,也可能产生新的困境。若是将强制性信息披露内容范围规定过于宽泛,本身是违反市场运行规律的,因为对于公司某些信息,无论是监管者还是投资者并不需要或者不必要知晓,如涉及公司商业秘密的信息。而对于过多的信息,投资者也并没有足够的条件去辨别真伪以及分析。过于宽泛的强制性信息披露范围,会导致披露义务人披露信息形式化,仅仅是针对监管者的要求,披露“合规”的信息,而不是基于风险相关性的真正影响投资者决策的重要信息。所以,强制性信息披露的范围需要控制在合理的区间内。

次贷危机过后,美国开始着手制定并实施提高衍生品市场透明度的法案,包括《2009年场外衍生品市场法案》和2010年的《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》(以下简称《多德法案》)。《多德法案》专章规定了衍生品交易的信息披露规则——第七章“华尔街的透明度与问责性”。^①相较于我国《业务规则》中模糊笼统的“相关信息”,《多德法案》将互换交易卖方的信息披露范围具体化,并且从法案中规定的内容范围来看,每一项披露内容都紧紧围绕着参考实体或者交易对手具有风险相关性的信用风险来展开,并没有对信息披露的范围作无谓的扩大或是限缩。这样的规定方式对于我国CDS市场强制信息披露范围有着重要的借鉴意义。

(三)鼓励预测性信息披露

信息披露制度的关键在于将影响投资者决策的与风险相关的重要信息完整、及时、准确地反映到市场上,那么,哪些信息能够被称为与风险相关的重要信息呢?当前我国信息披露制度所确定的强制信息披露内容范围仅仅限于根据历史数据而得来的会计信息,也就是客观上已经确定的事实。然而,客观上尚未确定的事实并非不能造成债券市场价格波动而影响投资者的决策,比如公司拟投资于某个重大项目,或者公司年度收益的预估等。从参与者的角度来看,预测性信息的披露对于其判断所持债券和签订的CDS合约信用风险有着高度的相关性。债券的收益取决于公司未来的营业状况,CDS中包含的信用利差也随着公司的经营状况而不断变化,而预测性信息显然是对公司未来经营状况的最直接的前瞻。所以,预测性信息的披露对于CDS的运行来讲是一项必要的风险防控措施。

那么,预测性信息应该如何披露?可以确定的是,预测性信息不能强制披露,因为对于未定事实的信息缺乏强制披露的法律根据。而可行的办法便是通过倡导性的规定来鼓励相关主体

^①See M. Holland West, Matthew K. Kerfoot. The Impact of Dodd—Frank on Derivatives. Fordham Journal of Corporate and Financial Law, Vol. 18, Issue 2 (2013), pp.269-326.

披露预测性信息。事实上,经营状况良好的公司非常愿意披露预测性信息,因为通过披露预测性信息,可以让投资者看好公司的未来价值,避免发生交易过程中的逆向选择行为。^①然而,由于预测性信息本身具有射幸性,这就导致在现有规定下可能披露预测信息会陷入披露不实信息的困境。针对这种情况,信息披露规则中应当对合理的预测性信息披露赋予披露不实的豁免权,以此来完善预测性信息披露规则。

六、结 论

“创新是金融发展的不竭动力,但历史上金融的发展往往沿着‘危机——管制——金融抑制——放松管制——过度创新——新的危机’的路径演进。所以,必须把握好金融创新、金融效率、金融稳定的平衡,尤其是完善金融监管”。^②CDS引入我国债券市场,预示着我国金融创新脚步的加快。可以预计,以CDS为基础的一系列信用衍生品以及结构性信用衍生品也将陆续推出。以管理信用风险为宗旨的CDS本身涉及参考实体的信用风险以及交易对手的信用风险,在微观层面,参与者需要通过充分的信息披露以完成对信用风险的准确识别;在宏观层面,由于包括CDS在内的信用衍生品迂回交易的特性,交易链条很长且往复循环,一个环节的风险失控可能导致整个系统的风险爆发,所以需要充分的信息披露以防范系统性风险。CDS作为依附于债券的信用衍生品,其信息披露主体必然涉及债券市场和衍生品市场两方面的主体,包括发债主体、信用评级机构以及交易对手。信息披露的内容要以识别并防范信用风险为目标,既要完善参考实体信用风险的信息披露,又要完善交易对手信用风险的信息披露,建立以“风险相关性”为核心的信息披露规则。

事实上,CDS作为依附于债券的信用衍生品,由于涉及债券市场和衍生品市场两方面,我们也必须正视其在合约缔结与交易等方面监管的复杂性。建立“风险相关性”为核心的信息披露制度仅仅是监管措施的一个环节。对于CDS的有效监管,还需要完善CDS定价机制,规范信用评级机制,明确CDS的会计处理方案,确认CDS的信用风险缓释功能等。通过对上述问题的深入研究,完善相关法律规则,与以“风险相关性”为核心的信息披露规则紧密配合,才能共同构筑起CDS运行的防火墙,在有效发挥CDS缓释、对冲信用风险功能的同时,维护金融稳定,防范系统性风险。

The Legal Prevention of Credit Default Swap Risks in China: From the Perspective of the Perfection of Information Disclosure Rules

Chang Jian, Luo Weiheng

(School of Law, Central China Normal University, Hubei Wuhan 430079, China)

Abstract: The introduction of credit default swaps(CDS) in China plays an active role in the alleviation of liquidity shortages in bond market due to the break of the rigid payment.

^①王从容、李宁:《法学视角下的证券市场信息披露制度若干问题的分析》,《金融研究》2009年第3期。

^②尚福林:《把握好金融创新与金融稳定的平衡》,《决策探索月刊》2014年第5期。

However, under current information disclosure rules in China, the inherent risks of products and counterparty risks cannot be accurately identified and be prevented in the operation of credit default swaps. Furthermore, with the management of credit risk, it also brings new risks or even triggers systematic financial risk. Therefore we must lock risks in a controllable range by establishing supporting systems, and the improvement of information disclosure system which is fitting the features of credit default swaps is the key. Credit default swaps are taken as derivatives of the management of credit risk, so the information that participants need to know most when they are trading must be closely related with credit risk, including credit risk information of reference entities and counterparty credit risk information. Therefore, it is necessary to take the identification and prevention of credit risk as the objective, and construct perfect information disclosure rules centering on “risk relevance”, to guarantee the standard operation of credit default swaps in China.

Key words: credit default swap; credit risk; information disclosure; risk relevance

(责任编辑: 海 林)

(上接第117页)

The Procedure Law Path to Fringe Benefit Tax: Focus on the Introduction of TFN for Individual Taxpayers by Amendment of Law of Tax Administration

Chen Shaoying, Wang Yixiao

(Fiscal and Tax Law Research Center, East China University of Political Science and Law,
Shanghai 200042, China)

Abstract: Fringe benefits provided by Law of Private Income Tax(PIT) belong to the item of income from wages and salaries. However, fringe benefit tax is not feasible because of the difficulty of collecting real information, severely impairing the function of equal redistribution of PIT. Thus, the reform and perfection of PIT law shall be the top priority of the new-round reform of fiscal and taxation system. However, a perfect substantive law always matches a perfect procedure law. The system of tax file number(TFN) for individual taxpayers is introduced by the Amendment of Law of Tax Administration, aiming to collect tax information and reveal hidden incomes through unified codes, universal application and rules of pay reports. TFN's value selection of the balance of information power between taxpayers and tax authority, as well as its consistence with the core value of reform of PIT, draw into the conclusion on the justice, feasibility and efficiency of support for levying on fringe benefits. The amended Tax Administration Law shall render the authority of using tax information on TFN when checking PIT tax returns on tax authorities, making it a basic system of procedural tax law to break through the obstacles to tax on fringe benefits.

Key words: fringe benefit; personal income tax reform; Amendment of Tax Administration Law; tax file number; procedure legitimacy

(责任编辑: 海 林)