

## 金融创新诱致的债权“空心化” 及其法律规制\*

李安安\*\*

**摘要:**借助于金融创新工具,债权人对债务人在保有正常的合同控制权和法定权利的同时,能够部分或全部对冲掉债权的经济风险,异化为“空心债权人”。信用衍生品与证券化的滥觞诱致了债权“空心化”,导致破产机制对于公司治理的约束作用形同虚设,由此带来的利益冲突给既有的资本市场法律秩序构成了严峻挑战。债权“空心化”的法律本质是债权分离,即债权收益与债权风险承担之间的分离,其法律构造极其复杂,弊害日益凸显,需要借助于合约与公权的二元结构进行综合规制。

**关键词:**金融创新 债权“空心化” 信用衍生品 证券化

---

\* 本文系中国法学会部级法学研究课题“股债融合视域下公司法贯通式改革研究”[CLS(2017)D97]的阶段性成果,同时受武汉大学自主科研(人文社会科学)青年项目“金融创新与公司治理法制的结构性变革”资助。

\*\* 武汉大学法学院副教授、法学博士。

当前,无论是实体经济还是虚拟经济均面临多重困境,史无前例的房地产泡沫、居高不下的地方债务、不断飙升的银行坏账与挥之不去的“股灾”阴影,使金融危机的爆发绝非危言耸听,以至于坚决守住不发生区域性系统性金融风险底线反复被决策者提及和强调。2008年全球金融危机揭示的一个真谛是,金融危机也是一种公司法危机抑或公司治理危机,每一次金融危机过后,公司治理的法制变革便会接踵而至,这已为公司治理的循环性危机反复证明。<sup>[1]</sup>历史是一面镜子,历史的经验与教训启示我们,要注重从公司治理的视角审视金融改革与发展中的结构性问题。公司治理作为资本市场法制的核心概念范畴,始终是围绕着权利的分离、配置与平衡这一主线展开的,遵循着“权利结构”的法理与逻辑。自从“伯利—米恩斯命题”提出以来,股权分离备受关注,研究成果不胜枚举,债权分离则无人问津,金融创新诱致的债权“空心化”这一新型的债权分离问题更是成为学术研究的荒芜之地。债权“空心化”意味着债权收益与债权风险承担之间的分离,债权人与债务人的利益链条被割裂,由此导致破产机制对于公司治理的约束作用形同虚设,传统公司法、破产法的理念与制度不再行之有效。本文尝试研究债权“空心化”的生成诱因、构造机理与规制路径,试图为中国资本市场法制的变革与完善提供有益的镜鉴与启迪。

## 一、概念厘定与问题缘起

现代公司治理理论认为,公司的本质是一组契约关系的联结,即公司是由股东、债权人及其他利益相关者共同组成的“契约网”。随着债权融资比例的渐趋提高与规模的不断扩大,债权人在公司治理中的重要性日益凸显。这是因为,融资模式的选择实质上是融资治理机制的选择,公司融资时必须对投资者作出承诺,为了提高承诺的可信程度,

---

[1] 关于金融危机中的公司法角色,可参见 Franklin A. Gevurtz, *The Role of Corporate Law in Preventing a Financial Crisis: Reflections on in re Citigroup INC, Shareholder Derivative Litigation*, Pacific McGeorge Global Business & Development Law Journal, 2010, pp. 113 - 156。

公司必须采取以下两种治理方式:一是承诺在特定状态下外部投资者对公司的特定资产或现金流量具有所有权;二是放弃一部分投资决策权,将之转让给外部投资者。这两种治理方式代表了两种不同的融资模式,即保持距离型融资模式和关系型融资模式,相应地形成两种不同的公司治理机制,即目标型治理(英美模式)与干预型治理(日德模式)。<sup>[2]</sup>在英美模式下,债权人参与公司治理是间接式的,以要求董事对债权人承担信义义务为核心内容,且这种信义义务被限定于“公司濒临无偿付能力”之情形。<sup>[3]</sup>在日德模式下,债权人参与公司治理则是直接式的,以银行为代表的债权人以债权人和股东的双重身份直接进入公司内部组织机构参与公司治理,当然,债权人对公司治理的干预主要是在公司陷入财务危机和经营困境的情形下进行的,公司濒临破产是债权人参与公司治理的临界点。可以看出,无论是在英美还是日德,“欠债还钱”所形成的外部压力都是影响公司治理的重要变量,与债务融资相伴随的破产机制是最为重要的一种公司治理机制。<sup>[4]</sup>破产法对于利益主体提供法律保护的目的是平衡各主体之间的利益关系,避免某些主体以损害其他利益主体的方式实现自己的不正当利益,维护正常的破产秩序。作为一种拯救机制,破产机制的核心是在债务人企业与其债权人之间重新进行利益分配和风险分配,目的在于帮助债务人企业渡过财务危机,避免走向破产清算,并可能最大限度地实现债权人的债权,使其获得不低于企业破产清算的权益回收,从而达到企业拯救、债务偿还和社会稳定的多元目标。<sup>[5]</sup>既然破产机制对于公司债权人的利益保护是如此的重要,这就可以推导出一个不言自明的结论:公司债权人是不希望公司破产的,公司的存在是其利益得以保全的

---

[2] 参见罗韵轩:《基于契约理论的公司债务融资治理效应研究——我国金融生态环境下债务重组视角》,中国金融出版社2010年版,第98~100页。

[3] 参见朱圆:《论美国公司法中董事对债权人的信义义务》,载《法学》2011年第10期。

[4] 在美国法上,欠债还钱的道德义务被广泛支持,即使是在当前之消费主义时代,无论破产程序改革的主张有多少,债权人于债务人违约时获取其财产的权利也极少受到异议。在我国,“欠债还钱是公理”被认为是无可置喙的社会常识。参见许德凤:《破产法论——解释与功能比较的视角》,北京大学出版社2015年版,第2页。

[5] 参见胡利玲:《困境企业拯救的法律机制研究——制度改进的视角》,中国政法大学出版社2009年版,第36页。

前提,公司的破产将给其利益带来或多或少的损害,确保破产公司价值的最大化是债权人参与公司治理所欲达到的基本目标。这既是简单的常识,也是朴素的法理,已经内化为公司破产法律所坚守的“拯救文化”的一部分。〔6〕

然而,在金融创新的冲击下,上述看似不可争辩的推断性解释已经变得似是而非。随着信用违约互换、担保债务凭证及其他复杂金融衍生工具的兴起,债权收益与债权风险承担之间出现了分离,公司破产不仅不会损害债权人的利益反而可能使其受益,债权人甚至会利用债权加速公司的破产进程,此时的债权人被称为“空心债权人”(empty creditors),即“保有正常的合同控制权和法定权利,但部分或全部对冲掉其经济风险的债权人”。〔7〕债权人可以通过持有不附带信息披露义务的空心或纯经济的债权头寸,使其债权的合同权利和法律权利大于该债权的经济风险,此时的债权被称为“空心债权”(empty crediting)。如果持有正常的合同权利成为必需,纯经济的债权头寸有时可以隐蔽性地包含这些权利,此时的债权被称为“变异债权”(morphable crediting)。在这两种情况下,债权人虽然都享有对公司的控制权,但与公司之间却是负经济所有权的关系,债权人因而也产生了迫使公司价值降低的动机。本文所指涉的债权“空心化”,描述的就是在金融创新影响下债权人与债务公司之间的紧密利益关联被割裂,债权人不再关心公司的生死,甚至希望和放任公司破产进而导致破产机制对公司治

---

〔6〕 “拯救文化”,意味着相对于分散出卖公司资产而言,更好的选择是应当尽力让公司继续正常运营。在可能拯救公司的情况下,应当尽量优先考虑拯救公司,当不可能拯救公司时,则应当优先考虑确保失败的后果不至于太过悲惨以至于人们不敢负责任地冒险。参见[英]费奥娜·托米:《英国公司和个人破产法》(第2版),汤维建、刘静译,北京大学出版社2010年版,第59页。

〔7〕 Henry T. C. Hu & Bernard Black, *Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, Eur. Fin. Mgmt, Vol. 14, 2008, p. 680; Samuel M. Kidder, *What's Your Position? Amending the Bankruptcy Disclosure Rules to Keep Pace with Financial Innovation*, UCLA L. Rev, Vol. 58, 2011, pp. 808 - 812.

理的约束作用形同虚设的现象。<sup>〔8〕</sup>作为本文的核心概念,债权“空心化”的具体内涵表现在:其一,债权“空心化”实质上是公司债权人利用信用衍生工具或证券化等途径对冲或稀释其债权的经济风险,使自身成为“空心债权人”。债权的收益与风险本来是不可分割的一体化存在,但信用衍生工具与证券化等风险管理外包手段的出现,使债权收益与债权风险承担之间的分离成为可能。债权人对冲或稀释债权的经济风险,意味着债权异化为纯粹的投机工具,蕴含在债权融资中的优化资源配置、促进市场约束、增强投资者保护等功能被掏空,债权人的道德风险与机会主义行为趋于严重。其二,债权“空心化”是金融创新介入公司治理的产物,是金融创新诱致的公司治理利益冲突的重要表现形式。金融创新不仅挑战公司治理理论,使公司治理理论陷于解释的难题无法自圆其说,还挑战公司治理制度,使公司治理制度陷入适用的困境难以自我救赎。<sup>〔9〕</sup>就制度层面而言,金融创新对公司治理的挑战主要表现为股权权能分离与债权权能分离,前者指向的是股份投票权能与收益权能的分离,由此导致作为公司内部治理核心机制的股东投票制度出现了失灵;后者指向的是债权收益权能与风险承担权能的分离,由此导致作为公司外部治理核心机制的公司破产制度出现了失灵。作为一种新型的公司治理利益冲突形式,债权“空心化”关涉的法律问题,必须置于金融创新的语境下予以检视和审思。

近年来,国际资本市场上出现了诸多因债权“空心化”而引发的公司破产案例。例如,2009年,Six Flags公司宣布了一项债转股计划,这项计划将使持有Six Flags公司6亿美元公司债券的债权人变身为持有该公司85%股份的股东,Six Flags公司还规定只有95%的未偿付债券的债权人同意,本次债转股计划才能获得通过。对于债券持有者而言,本次债转股似乎是挽救其投资的最后机会,因为如果没有本次计划,

---

〔8〕 See Daniel Hemel, *Empty Creditors and Debt Exchanges*, Yale Journal on Regulation, Vol. 27, Winter 2010, pp. 159 - 170; Patrick Bolton and Martin Oehmke, *Credit Default Swaps and the Empty Creditor Problem*, The Review of Financial Studies, Vol. 24, No. 8, 2011, pp. 2617 - 2652.

〔9〕 参见冯果、李安安:《金融创新视域下公司治理理论的法律重塑》,载《法制与社会发展》2013年第6期。

Six Flags 公司将陷于破产的境地,公司债券的价值也将暴跌。著名的信用评级机构惠誉认为,Six Flags 公司在依照美国破产法进行重整后,没有投保的债券持有人所占的股份将低于 10%。然而,尽管多数债权人支持本次债转股计划,作为债权人之一的 Fidelity Investments 却坚决反对本次债转股计划,它持有 Six Flags 公司 1 亿美元的债券,并购买了针对 Six Flags 公司破产的信用违约掉期。最终,这次债转股计划因未达到 95% 债权人同意的门槛而搁浅,Six Flags 公司进入了破产程序,购买了信用违约掉期的投资者获利 2 亿美元。<sup>[10]</sup> 在该案中,Fidelity Investments 即属于典型的“空心债权人”,其虽然持有 Six Flags 公司 1 亿美元的债券,但通过购买 CDS 转移了部分或全部的债券风险,它不仅不会寄希望于重整程序帮助 Six Flags 公司获得东山再起的机会,反而会阻碍有助于 Six Flags 公司起死回生的举措。如果 Fidelity Investments 从 CDS 中所得到的赔偿高于其在 Six Flags 公司中所得到的清偿的话,则其有更强的动力希望 Six Flags 公司破产,此时的 Fidelity Investments 就成为了“短期净债权人”(net short creditors)。当“短期净债权人”利用其在破产程序中的投票权进行“空心操纵”(empty manipulation)时,债务公司先前所作的破产重整以及其他努力将付之东流,其他债权人的利益也会受到极大损害。在 2008 年全球金融危机爆发前后的几年中,包括高盛在内的金融机构大量购买了 CDS 和 CDO 等复杂信用衍生品,它们一方面做空某些公司的股票;另一方面要求陷入财务困境的公司破产,进而通过信用衍生品的赔偿而获利,其道德风险和不法行为对于金融危机的蔓延起到了推波助澜的作用,对实体经济的发展也造成了重大冲击。<sup>[11]</sup> 债权“空心化”引发了“公司归谁所有”“债权人是谁服务”“公司治理的边界何在”等法律迷思,

---

[10] See Six Flags CDS Recover 14 Pct in Auction, Reuters, July 9, 2009, <http://uk.reuters.com/article/idUKN0948091720090709>; CDSs and Bankruptcy: No Empty Threat, Economist, June 20, 2009, at 79, available at [http://www.economist.com/businessfinance/displaystory.cfm?story\\_id=13871164](http://www.economist.com/businessfinance/displaystory.cfm?story_id=13871164).

[11] 参见袁敏:《“高盛欺诈事件”的反思——剖析高盛 CDO 交易》,载《证券市场导报》2010 年第 8 期;罗伯特·布伦纳:《高盛的利益就是美国的利益——当前金融危机的根源》,齐昊译,载《政治经济学评论》2010 年第 2 期。

造成的公司治理利益冲突触及了资本市场法制最为核心的命题。目前,中国资本市场已经出现了债权“空心化”的苗头,金融创新诱致的公司治理利益冲突开始显现。因此,中国资本市场法制变革的一个紧迫任务是洞察债权“空心化”的生成机理,揭示其法律本质,厘清其权义构造,寻求有效的规制策略,进而防患于未然。

## 二、债权“空心化”现象的生成逻辑

金融创新无疑是债权“空心化”的始作俑者。作为一种创造性的破坏力量,金融创新介入公司治理时,不仅导致了股权权利结构的重大变动,使股权的投票权能与收益权能出现了分离,而且导致了债权权利结构的重大变动,使债权内部的利益、风险与责任不再具有对应性。在债权“空心化”的生成过程中,信用衍生品(credit derivatives)和证券化(securitization)发挥着关键作用。

### (一) 信用衍生品诱致的债权“空心化”

信用衍生品是20世纪90年代出现的一种金融衍生品,十年间,信用衍生品交易量增长了480倍,被称为21世纪最具有吸引力的金融风险管理创新工具。<sup>[12]</sup>信用衍生品种类繁多,不一而足。英国银行家协会认为主要的信用衍生品包括信用违约互换、指数互换、一揽子违约互换、资产互换、总收益互换、合成型担保债务凭证、信用关联证券。<sup>[13]</sup>我国学者王华庆认为信用衍生品的基础产品包括信用违约互换、总收益互换(total return swap)、信用利差期权(credit spread option)和信用联系票据(credit linked note)。<sup>[14]</sup>随着各种新型信用风险转移工具不断地被创造出来,公司债券市场的流动性变得越来越好,市场参与者面临的风险的本质出现了重要变化:曾几何时,在选择投资哪一种公司债券工具时,投资者主要关注的是该公司是否有偿还债务的能力;新型信

[12] 参见王华庆:《金融创新理性的思考》,上海远东出版社2011年版,第34页。

[13] 参见[美]弗兰克·J.法博兹、亨利·A.戴维斯、[英]莫拉德·乔德里:《结构金融导论》,钱峰、沈颖郁译,东北财经大学出版社2011年版,第31页。

[14] 同注[12],第35~37页。

用风险转移工具出现以后,投资者关心的问题变成了是否可以把信用风险“干干净净”地转移出去。<sup>[15]</sup>在过去的几年里,信用衍生品经历了始料不及的大起大落,它从国际金融市场上发展最快、最富创新的产品之一,一夜之间成为使投资者蒙受重大损失的“有毒”资产,其先前被投资者青睐的规避和分散风险的创造性结构,骤然间成为含有金融杠杆的“大规模杀伤性金融武器”。<sup>[16]</sup>在这些信用风险转移工具中,对债权“空心化”现象的生成影响最大的当属信用违约互换和担保债务凭证。

信用违约互换是信用衍生品市场上最基础的产品,其特殊性在于能够将信用风险从市场风险中分离出来并提供风险转移机制。作为一种新的债权分离和交易模式,信用违约互换的原理并不难理解:某人拥有某种债权,他也同时承担了该债权的风险,如果将债权的风险承担义务做成证券卖给其他人,债权人就可以达到回避风险的目的,而买入上述证券的人将获得保险费,这种证券就是信用违约互换。<sup>[17]</sup>信用违约互换通常被视为一种金融商品,但本质是法律上的合同,只是这种合同具有“当前订约,未来履行”的特性。<sup>[18]</sup>从法律关系上看,信用违约互换是与买卖行为相关的,以请求特定金融标的物给付为内容的买卖之债关系;从交易方式上看,信用违约互换是因买卖合同而生债权的转让或债务的承担,即买卖合同当事人的变更。<sup>[19]</sup>申言之,信用违约互换是交易双方当事人就金融风险的安排与承担所形成的合意。需要指出的是,尽管信用违约互换与其基础金融资产都表现为某种金融利益的给付,但两者请求权产生的原因却有着本质区别:基础金融资产的请求权是建立在权利人预先让渡财产利益的基础上,是基于自身所有的财

---

[15] 参见[美]弗兰克·J.法博齐、弗朗哥·莫迪利亚尼:《资本市场机构与工具》(第4版),汪涛、郭宁译,中国人民大学出版社2011年版,第709页。

[16] See Mateo Aboy, *Are Derivatives Financial Weapons of Mass Destruction? An Explanation of Why Derivatives are Controversial and Often Considered High Risk*, Oregon Institute of Technology Working Papers Series, August 15, 2010.

[17] 参见陈醇:《商法原理重述》,法律出版社2010年版,第82页。

[18] 参见刘燕、楼建波:《金融衍生交易的法律解释——以合同为中心》,载《法学研究》2012年第1期。

[19] 参见王旸:《衍生金融工具基础法律问题研究》,载《法学家》2008年第5期。

产利益及其所产生的孳息对实际使用人主张请求权;信用违约互换交易的请求权是基于双方交易行为的合同关系而请求特定金融利益的给付,只涉及财产价值的一次转移。<sup>[20]</sup> 在信用违约互换交易合约中,利用信用违约互换来达到放弃或转嫁风险的目的的交易方称为“保障买方”(protection buyer),通常为贷款银行或者其他机构债权人;承担或被转嫁风险的交易方称为“保障卖方”(protection seller),通常为投资银行、保险公司或对冲基金。<sup>[21]</sup> 投资者购买了信用违约互换,相当于买了保险,所以,信用违约互换交易合约常被视为保险合约。<sup>[22]</sup> 然而,不同于保险合约的是,信用违约互换交易合约还确定了“参考实体”(reference entity)和“参考债务”(reference obligation),前者指的是债务工具的发行人,是信用风险的载体,也是独立于签约双方的第三方实体,以大型上市公司为代表;后者指的则是为寻求信用保护而发行的债务工具,如参考实体发行的债券或举借的贷款,构成了信用风险载体的媒介。<sup>[23]</sup> 信用违约互换交易的通常模式是:信用保障买方向卖方支付一笔固定费用,一旦发生了买卖双方所指定的“信用违约事件”(credit events),信用保障卖方就要按约定的方式和范围赔偿信用保障买方的损失。这里的“信用违约事件”,按照 ISDA 在 1999 年发布的《信用衍生工具的定义》,是指可能使参考实体的信用质量下降或者参考债务的价值下跌的事件,包括破产、并购前的信用违约、交叉加速、交叉违约、信用评级降低、支付违约、拒付债务和重组等。在 2003 年的修订版

---

[20] 参见徐冬根:《高风险金融交易法律规制研究》,上海交通大学出版社 2015 年版,第 121 页。

[21] See Patrick Bolton and Martin Oehmke, *Credit Default Swaps and the Empty Creditor Problem*, *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 8, 2011, pp.2617-2652.

[22] See *Burning Down the House*, *Economist*, Mar. 7, 2009, p. 80.

[23] 参见范希文、孙健:《信用衍生品理论与实务——金融创新中的机遇与挑战》,中国经济出版社 2010 年版,第 1 页。

本中,ISDA 又对破产、拒付债务、重组等信用违约事件的定义进行了调整。<sup>[24]</sup> 由于公司的破产或者重组是信用保障买方获得赔付的前提,购买了信用违约互换的公司债权人往往会极力促成公司破产或者支持一些对公司有风险的、低效率的重组计划,公司债权人的这种道德风险给资本市场带来了不可低估的系统性风险,对于金融危机的扩散和蔓延发挥了推波助澜的作用。具体而言,购买了信用违约互换的债权人不再是公司破产程序的积极参与者,而是沦为了消极的“空心债权人”,随时可能利用其在破产程序中的权利和地位置公司于危险境地,如进入一个总收益互换或者对冲公司资本结构中的股票、债券、担保贷款及其他证券。“空心债权人”虽然还享有公司债权,但已经不承担债权的风险,其与公司之间不再存在经济利益关系。“空心债权人”虽然还享有参与或决定公司破产程序中重大事项的投票权,但无须再承担任何义务,其投票权已经成为纯粹的道德风险工具,此时的“空心债权人”也成为事实上的“空洞投票人”。更为可怕的情况是,当公司债权人持有信用违约互换头寸的名义价值超过债权的实际价值时,“空心债权人”就成为了“短期净债权人”,其必然会极力促成“信用违约事件”的发生,阻挠公司起死回生,迫使公司走向破产或者重组,从而使自己获得额外收益。<sup>[25]</sup> 公司破产本身就是一个公司、股东、债权人等多重主体的利益冲突和博弈过程,“空心债权人”的出现使这一利益冲突更加复杂,也使破产这一公司治理的外部机制面临失灵甚至瘫痪状态。<sup>[26]</sup>

与信用违约互换相比,担保债务凭证是一种更为复杂的信用衍生品,属于典型的结构性金融产品。一般认为,担保债务凭证是金融机构

---

[24] 参见[美]弗兰克·J.法博兹、亨利·A.戴维斯、[英]莫拉德·乔德里:《结构金融导论》,钱峰、沈颖郁译,东北财经大学出版社2011年版,第32页;Jorge A. Chan - Lau, *Anticipating Credit Events Using Credit Default Swaps, with an Application to Sovereign Debt Crises*, IMF Working Paper No. 03/106, May 2003; Henry T. C. Hu & Bernard Black, *Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, *European Financial Management*, Vol. 14, 2008, pp. 663 - 680。

[25] Shannon D. Harrington & Pierre Paulden, *YRC Has Until Yearend to Corral Bondholders*, *Aven Bankruptcy*, Bloomberg. com, Dec. 18, 2009, <http://www.bloomberg.com/Vapps/news? pid = 20601103&sid = a9kPU. MsW. xg>.

[26] Frank Partnoy & David A. Skeel, Jr., *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 75, 2007, pp. 1019 - 1052.

将拥有现金流量的资产组成一个资产池,然后将资产进行包装、分割并转让给特殊目的机构(special purpose vehicle, SPV),特殊目的机构以受让的一系列资产为基础并以该资产池产生的现金流为保障,向投资者发行不同等级的证券。<sup>[27]</sup>如果把担保债务凭证视为一个经济实体,那么它的资产就是由若干资产组成的资产组合,这些资产组合又被称为基础资产(underlying assets);它的负债则是由金融机构发行的、被分割为若干风险板块的债券,在负债之下还有承担最终风险的股本。担保债务凭证的基础资产包括下列债务工具中的一种或多种:投资级或高收益的公司债券、新兴市场债券、住房抵押贷款支持证券(RMBS)、商用不动产抵押贷款支持证券(CMBS)、资产支持证券(ABS)、房地产投资信托公司债务(REIT)、银行贷款、特殊贷款和不良债务等。如果担保债务凭证的标的资产是债务型工具,此时的担保债务凭证被称为抵押债券凭证(CBO);当担保债务凭证的标的资产是银行贷款时,此时的担保债务凭证被称为抵押贷款凭证(CLO)。<sup>[28]</sup>尽管担保债务凭证在2008年的全球金融危机中颇受诟病,但不可否认的是担保债务凭证通过资产组合实现了风险的多样化配置,通过风险收益重组降低了金融机构的融资成本,通过风险分割技术为创造分离于基础资产之外的风险收益特征提供了全新的手段,担保债务凭证也因此被誉为近15年来最重要的金融创新之一。<sup>[29]</sup>作为信用衍生品中的核心金融产品,担保债务凭证是债权“空心化”的重要推手。首先,担保债务凭证的受托人(trustee)在很大程度上是“空心债权人”。受托人以担保债务凭证投资人的身份持有担保债务凭证的资产,充当着抵押监护人(collateral custodian)和担保债务凭证支付人(paying agent)的双重角色,其职能包括执行担保债务凭证法律文件中的各项条款、提供担保债务凭证抵押

---

[27] 参见顾凌云、余津津:《担保债务凭证(CDO)的高风险性分析及防治建议》,载《金融理论与实践》2011年第5期。

[28] 参见[美]弗兰克·J.法博兹、亨利·A.戴维斯、[英]莫拉德·乔德里:《结构金融导论》,钱峰、沈颖都译,东北财经大学出版社2011年版,第82页。

[29] 参见范希文、孙健:《信用衍生品理论与实务——金融创新中的机遇与挑战》,中国经济出版社2010年版,第4页。

资产表现的定期报表、向担保债务凭证投资人分配应得的现金收入。<sup>[30]</sup> 受托人对所持有的担保债务凭证资产的托管费用的未来现金流享有经济利益,但对于担保债务凭证所产生的现金收入却不享有经济利益。许多担保债务凭证的特殊目的机构极为分散且仅拥有特定公司的少量债券,相应地担保债务凭证的受托人对特定公司仅享有少量股份,由此导致的一个结果是受托人难以得到与其决策相对称的信息,难免会产生依附于大型机构债权人的“搭便车”行为,进而导致其对小股东的“理性冷漠”。同时,债务清理需要对债务人的业务了如指掌,有时需要出借额外的债务,但担保债务凭证的受托人通常不具备相关业务知识,也不具备出借额外资本的能力。<sup>[31]</sup> 其次,担保债务凭证所采用的风险分割技术导致了相关主体间权利、义务与责任的严重失衡。通过风险分割技术,担保债务凭证将处在资产方的单一风险转换成负债方的多等级风险,把资产方的高风险转换成低、中、高不同等级的风险,形成了优先块(senior tranches)、次优先块(junior tranches)和股本块(equity tranches)等不同风险特征的区块。不同区块的投资者所享有的经济利益和所承担的经济风险均不同,优先块的投资者完全可以通过提前出售债券或利用投票终结担保债务凭证的方式将其承担的经济风险转嫁给其他区块的投资者。这种风险管理外包行为产生的实际结果在于,新的市场参与者可以作为银行、保险和私人信用市场的延伸,承担中介的核心功能却不受监管。<sup>[32]</sup> 此外,公司债券经过层层打包出售给数量众多的投资者,导致担保债务凭证的持有者遍布全球,有些持有者是通过中间人持有,有些持有者通过进入担保债务凭证的头寸进行了交易,也有些持有者全部或部分对冲掉了担保债务凭证的风险,导致担保债务凭证的受托人不知道谁是最终的经济所有人。

---

[30] 参见范希文、孙健:《信用衍生品理论与实务——金融创新中的机遇与挑战》,中国经济出版社2010年版,第13页。

[31] See Henry T. C. Hu & Bernard Black, *Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, *European Financial Management*, Vol. 14, 2008, p. 687.

[32] 参见刘庆飞:《多重背景下金融监管立法的反思与变革》,上海人民出版社2015年版,第203页。

## (二) 证券化诱致的债权“空心化”

“如果你有一个稳定的现金流,就将它证券化!”流传于美国华尔街的这句名言见证了始于20世纪70年代的将不具有流动性的债权转化为证券的一场大规模运动。在20世纪的前70年,金融体系基本上由两类中介渠道构成:中介机构和证券市场,这两类渠道多多少少是分离的,而银行是主要的机构贷款者。<sup>[33]</sup>但证券化的出现,使其成为一种“以市场取代中介”的新的中介体系,中介机构与证券市场的界限日益模糊,公司的融资格局得以重塑。<sup>[34]</sup>证券化作为一项金融技术,在不影响原有民事权利、义务关系的情况下,从价值的角度抽象出了“资产”“负债”的概念,并令其摆脱了传统民法关于合同相对性的束缚。正是由于民事权利、义务的证券化,方有资产、负债之诞生,始有金融衍生工具之滥觞。<sup>[35]</sup>在一般语境下,证券化的基础资产只包括债权资产,以债权为基础的证券化产品也被限定在按揭支持证券(mortgage backed securities, MBS)和资产支持证券(asset backed securities, ABS)两种类型。随着金融创新的发展,可被证券化的资产已经扩展至任何可以产生预期收入流的资产。根据巴塞尔银行监管委员会2004年发布的《统一资本计量与资本标准的国际协议——修订框架》(《新巴塞尔资本协议》),证券化的资产涵盖了贷款、承诺、资产支持证券和按揭支持证券、公司债券、权益证券以及非公开发行权益投资。<sup>[36]</sup>下面以商业银行的贷款证券化为例来分析证券化对于债权“空心化”的影响。

商业银行作为法定的吸收存款、发放贷款和办理结算的金融机构,对存款和贷款业务享有垄断地位,存贷利差也构成了商业银行的主要

---

[33] 传统意义上的金融中介机构主要是指商业银行,但随着金融市场的发展,金融中介机构已经扩大至包括商业银行、保险公司、共同基金、养老基金、投资银行、金融公司及其他金融中介机构。参见 Allen, Franklin and Anthony M. Santomero, *The Theory of Financial Intermediation*, Journal of Banking and Finance, Vol. 21, 1997, pp. 1461 - 1485。

[34] 参见[美]塔玛·弗兰科:《证券化:美国结构融资的法律制度》,潘攀译,法律出版社2009年版,第1~4页。

[35] 参见颜延:《金融衍生工具卖方义务研究》,法律出版社2014年版,第39页。

[36] 参见朱崇实主编:《资产证券化的法律规制——金融危机背景下的思考与重构》,厦门大学出版社2009年版,第3页。

利润来源。但“存短贷长”的特点使银行具有天然的脆弱性,贷款业务的高涨极易催生坏账和诱发资产价格泡沫,资产价格泡沫的破灭又会导致债务人的普遍违约,进而导致金融动荡和经济混乱。对于银行的这一结构性缺陷,经济学家提出了“金融不稳定假说”(financial instability hypothesis)予以解释,认为不稳定性是现代金融制度的基本特征,“银行总是向旅鼠一样随大流,最终一同走向灾难”。<sup>[37]</sup> 在 20 世纪 70 年代伊始,随着金融管制的放松和金融创新的加剧,资本市场强势崛起,直接融资的比例越来越大,银行以存贷款为主的业务模式面临前所未有的竞争压力。在此背景下,金融机构的发展呈现出“非中介化”和“非银行化”的发展趋势,前者主要是指资金从金融中介流向金融市场,传统的商业银行扮演的角色逐渐弱化,优化配置社会资源的功能更多地由资本市场承担;后者则是指原本采取活期存款形式的金融资产纷纷离商业银行这个重要的金融中介而去,转而流向非银行金融中介和证券市场。<sup>[38]</sup> 为应对“非中介化”和“非银行化”所带来的挑战,商业银行除了大力发展表外业务外,还积极推行贷款证券化。贷款证券化分为两种方式,即分割方式的贷款证券化和汇集方式的贷款证券化,前者是通过出售贷款分享权把大额的不流动的贷款转化为标准化的证券,投放到二级市场上进行交易;后者是把抵押贷款汇集成为特殊目的载体的资产池,出售这些资产池发行的证券,并为这些证券创造出二级市场。<sup>[39]</sup> 贷款证券化使得贷款和贷款持有分离开来,为投资者提供了市场流动性,降低了银行的流动性风险和信用风险。贷款证券化是一个典型的权利转换过程,即银行将其债权转换为信托财产权,特殊目的机构再以信托财产权为基础发行具有物权性质的证券受益凭证,其实质是通过构筑融资当事人的法律关系结构,将流动性较差的信

---

[37] [美]詹姆斯·K. 加尔布雷思、小威廉·戴瑞提:《宏观经济学》,经济科学出版社 1997 年版,第 213 页。

[38] 参见文静:《金融机构“非银行化”发展研究》,东方出版中心 2009 年版,第 36 页; Lily H. Fang, Victoria Ivashina, Josh Lerner, *The Disintermediation of Financial Markets: Direct Investing in Private Equity*, INSEAD Working Paper No. 2012/109/FIN。

[39] 参见[美]塔玛·弗兰科:《证券化:美国结构融资的法律制度》,潘攀译,法律出版社 2009 年版,第 29~32 页。

贷资产与原产权主体破产隔离,并以该资产组合为基础发行对投资者有吸引力的证券的一种结构性融资交易活动。<sup>[40]</sup> 优质资产证券化中的特殊目的机构做破产隔离没有问题,但假如劣质资产证券化中的特殊目的机构也做破产隔离,就会导致除投资者外,没有主体承担责任,正如有学者在分析次贷证券化与次贷危机之间的因果关系时所指出的,次贷证券化类似于击鼓传花,最后拿到手中的人承担最终损失,而问题是那些获得利益的主体不承担责任,他们也就没有动力深挖其间的风险,导致次贷证券化过度扩张。<sup>[41]</sup> 权利转换的过程也是义务和责任的转换过程,更是原始债权人与原始债务人之间法律关系的重构过程。完成贷款证券化之后,基础资产的信用风险已经发生了转移,银行无须再担心债务人的违约问题,也无须再担心债务人的破产问题,其权利、义务和责任出现了分离现象,这一点在合成型资产证券化(synthetic asset securitization)中表现得尤为明显。合成型资产证券化,又称信用风险证券化,是指发起人与SPV签订信用衍生交易合约,将基础资产的信用风险转移给SPV,然后SPV再向金融市场的投资人发行至少两个不同风险档次证券的证券化操作模式。<sup>[42]</sup> 简单来说,合成型资产证券化就是信用违约互换与资产证券化的结合,即金融机构以某些信贷资产为基础同SPV签订信用违约互换,SPV以金融机构定期支付的费用作为抵押资产发行证券,同时将收到的现金流投资于更高信用等级的证券。在合成型资产证券化的循环往复中,大量证券被衍生出来,信用违约互换的命运与资产支持证券捆绑在一起,投资者无法辨认自己所承担风险的大小,这无疑会引发系统性的经济风险。

### (三)小结:债权“空心化”的法律本质

通过检视债权“空心化”现象的生成逻辑,不难发现其法律本质是

---

[40] See Steven L. Schwarcz, *The Alchemy of Asset Securitization*, *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, Vol. 1, 1994, pp. 133 - 154.

[41] 参见姚长辉:《固定收益证券定价与利率风险管理》(第2版),北京大学出版社2013年版,第352~353页。

[42] 参见朱崇实主编:《资产证券化的法律规制——金融危机背景下的思考与重构》,厦门大学出版社2009年版,第37页;Rick Watson, Jeremy Carter, *Asset Securitisation and Synthetic Structures: Innovations in the European Credit Markets*, Available at: <http://www.euromoneyplc.com/product.asp? PositionID = &ProductID = 5383>。

金融创新诱致的债权分离,即利用金融技术将债权的利益、风险与责任进行分割。在传统民商法中,物权的分离备受关注,债权的分离却无人问津。但随着金融创新的发展,债权分离日益普遍,这在期权、期货交易以及整个金融衍生品交易中都有明显的体现。期货债权的价值包括远期债权的表面价值和该债权的增值或贬值部分,债权由此分离为两个部分,即远期债权和该债权的增值权或贬值义务,可见,期货交易是依靠债权分离而实现的。与之相类似,期权交易也是依靠债权分离来实现的。任何持有某种远期债权的人,都承担了该债权价值波动的风险,同时也都享有两种权利,即是否持有该债权的选择权和债权本身,人们将买入或卖出远期债权的选择权从远期债权中分离出来,单独对它进行买卖,这就是期权交易。<sup>[43]</sup> 无论是期货交易还是期权交易,可以将所有从远期债权中分离得到的债权称为衍生债权,它属于纯粹的未来债权,属于典型的金融创新产物。其实,金融衍生品的衍生,从权利结构上看就是债权的不断分解,对金融衍生品法律制度的关注,完全可能引出权利结构问题。但颇为吊诡的是,所有研究金融衍生品的法学学者,在此领域将法学的权利语言忘得一干二净,他们均直呼“金融衍生品”,直接讨论对它的规制,对于它的权利结构毫不关心。<sup>[44]</sup> 当然,债权分离并未止步于期货与期权交易,随着信用违约互换的出现,债权分离进入了一个新视界。与期货、期权交易中的债权分离不同的是,信用违约互换分离出的是全部的贬值风险承担义务,彻底实现了债权与其风险承担义务的分离。<sup>[45]</sup> 信用衍生工具所导致的债权分离一方面极大地提高了商事交易效率;另一方面又极大地威胁着商事交易安全,如何权衡利弊和扬长避短考验着资本市场的法制智慧。债权“空心化”这一法律本质的厘清,对于认识其法律关系结构进而采取有效的法律规制策略,彰显出特别的意义。

---

[43] 参见陈醇:《商法原理重述》,法律出版社2010年版,第80~81页。

[44] 参见陈醇:《权利结构理论:以商法为例》,法律出版社2013年版,第10~11页。

[45] 同注[43],第82页。

### 三、债权“空心化”的法律关系结构

厘清债权“空心化”的法律关系结构,需要立足于部门法哲学层面上具有融贯性的基础概念范畴,如主体层次、行为品性、权义配置、程序逻辑、责任形态等,唯有如此,才能实现从“规范教义”到“法理守则”的转型,进而登堂入室,揭示出问题背后的本质。“主体—行为—责任”的部门法哲学研究范式为这一学术尝试提供了可资利用的分析工具,以此来解剖债权“空心化”的法律构造,是一种方法论上的自觉。

#### (一) 主体构成

前文指出,债权“空心化”实质上是公司债权人利用信用衍生工具或证券化等途径对冲或稀释其债权的经济风险,使自身成为“空心债权人”。债权人对不同信用衍生工具或证券化形式的选择,必然会导致债权“空心化”主体构造的差异。如在信用违约互换所导致的债权“空心化”情况下,一方主体通常是投资银行,另一方主体则可以是任何形式的机构债权人,如对冲基金、退休基金、相互基金、商业银行、保险公司等。在担保债务凭证所导致的债权“空心化”情况下,相关主体包括发起人、投资人、投资银行、增级公司、评级公司、资产管理公司和受托人等。<sup>[46]</sup>在资产证券化所导致的债权“空心化”情况下,相关主体则包括原始债务人(一般为银行的债务人)、原始权益人(资产证券化的发起人,一般为贷款银行)、服务商、信托机构、信用增级机构、资信评估机构、投资银行等,特别还需要一个特殊目的机构作为交易结构的中心。在这些纷繁复杂、不一而足的主体类型中,信用评级(credit rating)和信用增级(credit enhancement)机构在债权“空心化”过程中所发挥的作用时常被忽略,值得予以关注。

信用评级作为现代社会生活中的一个普遍事实,起因于非专业人士希望专家将复杂的信息加工成易于利用的符号和排名的需要。信用

---

[46] 范希文、孙健:《信用衍生品理论与实务——金融创新中的机遇与挑战》,中国经济出版社2010年版,第11~13页。

评级机构在社会经济活动中充当着“声誉中介”和“特许的给予者”的双重角色,与审计机构、公司律师、证券分析师等市场中介组织被视为“看门人”(gatekeepers)。<sup>[47]</sup>信用评级报告使被评级公司的内部治理结构、公司运营等情况趋于透明化,监管机构和投资者可以通过信用评级报告判断公司是否处于良好经营状态,是否具有持续经营能力,是否具有良好的投资价值,因此,信用评级机构实质上发挥着治理功能。<sup>[48]</sup>关于信用评级机构的独特作用,《纽约时报》专栏作家 Thomas L. Friedman 曾经写道:“在我看来,当今世界上有两个超级强权。一个是美国,一个是穆迪债券评级公司。美国能够扔炸弹来毁灭你,而穆迪则能够通过对你的债券降级来毁灭你。并且,相信我,很多时候很难说哪一个更强大。”<sup>[49]</sup>信用评级机构之所以对债券市场有如此大的影响,源于法律对于信用评级机构不适当的授权以及信用评级结果对于监管职能的替代。根据 2005 年 6 月美国证监会听证报告的数据,至少有 8 部联邦法律、47 部联邦证券法规、100 多部地方性法律和监管规则将 NRSRO 评级结果作为监管基准。<sup>[50]</sup>某种意义上,信用评级机构已经成为具有公权色彩的监管主体,其权力与责任的不匹配必然加剧利益冲突,引发评级失灵。众所周知,在 2008 年全球金融危机中,包括穆迪(Moody)、标准普尔(Standard & Poor)和惠誉(Fitch)在内的信用评级机构丧失了独立公正的职业立场,不幸从资本市场的“看门人”沦落为金融危机的“助推器”,其对投资者所负有的信赖义务与专家责任几乎丧失殆尽。根据美国金融危机调查委员会 2011 年的报告,信用评级机构根本没有对包括 CDO 在内的结构性金融产品给出正确的风险揭示和评级,甚至连一半的风险都没有捕捉到,正是由于高高在上的评级才诱使投资者竞相购买高风险金融产品,也正是由于这些复杂金融产品

---

[47] [美]约翰·C.科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社 2011 年版,第 2~8 页。

[48] 参见廖心豪:《跨境资产证券化私人治理法律问题研究》,厦门大学出版社 2010 年版,第 35 页。

[49] Thomas Friedman, *Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies: Before the Senate Committee on Governmental Affairs*, 107th Cong. 471, March 20, 2002.

[50] 参见封红梅:《信用评级法律制度研究》,法律出版社 2014 年版,第 154 页。

评级的降低以及市场信心的崩溃导致了众多金融机构的失败。<sup>[51]</sup> 信用增级,是指在信贷资产证券化交易结构中通过合同安排所提供的信用保护,其实质是借助外部信用担保,改变以信用主体的原始信用作为主要支撑的传统模式,最大限度地降低金融创新中原始信用因素的不确定成分的过程。<sup>[52]</sup> 信用增级分为外部信用增级和内部信用增级两种方式,前者的增级方法主要包括信用证和债券保险,后者的增级方法主要是优先/次优先级结构、超额抵押担保和储备基金。<sup>[53]</sup> 信用增级机构是根据在相关法律文件中所承诺的义务和责任,向信贷资产证券化交易的其他参与机构提供一定程度的信用保护,并为此承担信贷资产证券化业务活动中的相应风险。<sup>[54]</sup> 信用增级机构在实质上就是金融担保机构,其主要功能是为金融工具提供信用担保,它们本身一般都拥有很高的信用评级。在美国,信用增级公司属于保险公司,仅从事金融担保业务,所以又被称为单线业务公司(monoline),以此和从事多项保险业务的公司(multi-line)加以区别,其在信用衍生品市场扮演着十分重要的角色。<sup>[55]</sup> 离开了信用增级,信用衍生品的发行人将面临融资机会减少、产品需求降低、发行成本上升等困境,信用衍生品的投资者也将面临对金融创新产品信誉的“考察成本”上升等难题。同信用评级机构相似,在2008年的全球金融危机中,信用增级机构逐渐丧失了客观公正的职业立场,其不负责任的信用增级加剧了信用衍生品投资者的“囚徒困境”,对于危机的扩散和蔓延发挥了推波助澜的作用。综

---

[51] See Fin. Crisis Inquiry Comm'n, The Financial Crisis Inquiry Report 226 (2011); Adam Ashcraft ET AL., Fed. Res. Bank of N. Y., Staff Report No. 449, Mbs Ratings and the Mortgage Credit Boom 1-5 (2010); Richard Stanton & Nancy Wallace, CMBS Subordination, Ratings Inflation, and the Crisis of 2007 - 2009 1-5 (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 16206, 2010).

[52] 参见刘少波、张霖:《金融创新中的信用增级及其定价问题——以资产证券化为例》,载《金融研究》2006年第3期。

[53] 参见[美]弗兰克·J.法博兹、亨利·A.戴维斯、[英]莫拉德·乔德里:《结构金融导论》,钱峰、沈颖翻译,东北财经大学出版社2011年版,第73~78页。

[54] 参见王丽英、高静丽:《中国资产证券化信用增级的法律环境问题》,载《河北学刊》2006年第3期。

[55] 参见范希文、孙健:《信用衍生品理论与实务——金融创新中的机遇与挑战》,中国经济出版社2010年版,第12页。

上所述,在债权“空心化”的生成过程中,信用评级机构与信用增级机构发挥着助长欺诈的反面作用,它们凭借市场垄断地位和信息优势诱导投资者购买高风险的结构化金融产品,对于对冲和稀释债权风险的市场操作行为以及阻碍债务公司起死回生的道德风险行为予以纵容。某种意义上可以说,没有信用评级机构和信用增级机构的放任与合谋,就没有债权“空心化”的泛滥和失控。

## (二) 行为表现

债权“空心化”是一个非常复杂的过程,表现为系列行为的联结。其中,债权人利用信用违约互换、债务担保凭证等信用衍生工具来对冲债权的风险无疑属于债权“空心化”最主要的行为表现,这种行为的实质内涵是债权分离,属于资产分离或资产分割(asset partition)的一种。资产分离包括积极性的资产分离(affirmative partitioning)和防御性的资产分离(defensive partitioning),前者对应着公司屏蔽(corporate shield),是指公司的债权人对公司财产的请求权优先于社员的债权人的请求权;后者对应着股东屏蔽(shareholder shield),是指公司或组织成员的债权人对其个人财产的请求权,优先于公司或组织的债权人。<sup>[56]</sup> 对冲即“套期保值”,是指为降低市场波动风险,保证利润不受价格波动的影响,同时持有方向相反的两种或两种以上头寸的交易行为。对冲与金融衍生工具的结合会产生巨大的杠杆效应,操作得当会带来巨额收益,操作不当则会导致惨痛后果。当债权的经济风险被对冲掉之后,债权人与债务人之间的利益链条被割裂,债权本身蜕变为单纯的投机工具。

债权“空心化”的另外一种常见行为表现是债权的重新包装和出售。商业银行在发放贷款的过程中,不可避免地会形成不良贷款,如何处置这些不良债权颇费思量。在资本市场实践中,除了借助于信贷资产证券化之外,通过贷款分割(loan participation)进行债权的重新包装和出售也是处置不良债权的重要手段。如果一家银行(“牵头银行”)发放一批贷款,同时或随后将该笔贷款分割为若干份额(“贷款分享权”或“LP”)并将该份额转让给其他人(通常是机构),这种交易即为

---

[56] 参见邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第195页。

贷款分割。<sup>[57]</sup> 贷款分割协议包括两个部分:其一,被分割贷款上的权利转让给贷款分享权的买方;其二,牵头银行承担的持续义务,包括贷款的后续服务义务等。通过贷款分割交易,牵头银行将难以出售且成本较高的长期贷款转换成以较低成本出售的短期信用,为投资于短期贷款分享权的买家提供了更高的流动性,同时也分散了该笔贷款的潜在风险,即将贷款风险从贷款分享权的卖方转嫁给了买方。与银团贷款不同的是,贷款分割不需要借款人的参与或同意,而且在名称、到期时间和条款上均不同于其基础贷款。银团成员与借款人之间存在直接的法律关系,而贷款分割则使得贷款人能够在出售贷款之后仍维持与借款人之间的债权债务关系,并控制着贷款人对贷款享有的权利。<sup>[58]</sup> 由此,牵头银行对借款所拥有的控制权往往多于其承担的经济风险,这时的牵头银行就成为了部分或完全的“空心债权人”。当贷款经过证券化被制作成信用违约互换或债务担保凭证时,不同区块的投资者所享有的经济利益和所承担的经济风险均不同,贷款分享权的持有者可能会对冲掉掉部分或全部的债权风险,酿致更为严重的债权“空心化”问题。

### (三) 责任机制

债权“空心化”的泛滥成灾,很大程度上源于法律责任约束缺失。民事责任、行政责任与刑事责任作为传统意义上的法律责任,都有着严格的适用条件,难以有效规制信用衍生品、证券化这些创新性的金融产品或服务,而富有金融法特色的信用责任和专家责任往往因立法缺漏而无能为力。例如,在次级贷款证券化中,信用评级机构卷入了复杂的利益冲突之中,成为大型金融机构的“幕僚”与“喉舌”,助推了金融市场风险的滋生与放大,但却以言论自由为名没有承担相应的法律责任。从整体主义的视角进行审视,债权人无论购买信用衍生品还是进行证券化,都遵循着意思自治的逻辑,似乎并无不妥。但深入债权“空心化”的具体环节,不难发现重重正当性迷局。一方面,债权人购买信用

---

[57] 参见[美]塔玛·弗兰科:《证券化:美国结构融资的法律制度》,潘攀译,法律出版社2009年版,第590~591页。

[58] 同注[57],第30页。

衍生品或者将其债权进行证券化,都属于高风险金融交易,交易过程中的母子债权的比例失衡、债权担保与风险的比例失衡、债权可知信息与权利链全部信息之间的比例失衡共同构成了债权的权利结构失衡,这是造成系统性金融风险的合同逻辑。<sup>[59]</sup>另一方面,信用衍生品交易过程中普遍存在市场操纵行为、内幕交易行为、欺诈性交易行为和不当陈述行为,证券化过程中普遍存在掠夺性贷款、选择性信息披露和欺诈,这使债权“空心化”面临侵权法的诸多拷问。鉴于债权“空心化”性质的复杂性与环节的多层次性,其责任机制的识别与归结,应结合个案具体情形加以分析。以贷款分割所导致的债权“空心化”为例,如果当事人违反了信息披露义务,则需承担相应的责任。具体而言,如果一方要求对方提供信息而对方选择回答,那么该回答必须真实和完备,这属于合同法和侵权法欺诈规则和误述规则的模式;如果任何当事人在对方没有要求时也必须向对方披露信息,这属于忠信义务规则的模式。<sup>[60]</sup>对贷款分割协议中的欺诈行为追究合同责任,是为了维护意思自治原则在法律行为制度中的真实和自由,其本质是对法律行为效力的一种评价机制;对贷款分割协议中的欺诈行为追究侵权责任,其主要功能和目的是填补损害,对当事人进行教育和惩戒。同时,由于贷款分享权经过“分解”后可能属于证券,<sup>[61]</sup>贷款分割交易中的不实陈述、重大遗漏的陈述和误导性陈述也可能构成证券法上的侵权行为,需承担相应的民事责任。

由于债权“空心化”造成的公司治理机制失灵主要是通过破产机制失灵表现出来的,在此有必要聚焦法律责任维度下债权“空心化”在破产法上所引起的法律效果。首先,“空心债权人”是否有资格获得清偿的权利?在破产法中,只有真正的债权人才能参与破产程序,不享有

---

[59] 参见陈醇:《权利结构理论:以商法为例》,法律出版社2013年版,第238~239页;陈醇:《金融系统性风险的合同之源》,载《法律科学》2015年第6期。

[60] See Tamar Frankel, *Fiduciary Law in the Twenty-first Century*, Boston University Law Review, May, 2011, pp. 1289-1299.

[61] 在美国,法院倾向于将一项交易进行“分解”,分别检查各个部分和整体的性质,并对某部分或交易整体是否适用证券法作出判断。关于美国法上证券范围的详细讨论,可参见[美]路易斯·罗思·乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第194~213页。

“债权”的“权利人”也不享有对重整方案进行表决的权利,也不能从破产财产中获得清偿。<sup>[62]</sup>“空心债权人”虽然名义上属于公司债权人,但已经部分或全部对冲掉了债权本身的利益,其获得清偿的资格理应受到限制。其次,“空心债权人”在申报债权时是否有义务披露其持有的以债务人为“参考实体”的信息?申报债权是债权人在破产程序中获得分配的先决条件,如果债权申报错误,或者列出的债权是有争议的、或然的或非金钱债权,那么债权人必须提出证明债权存在的证据,否则将失去表决权和获得分配的权利。从理论上讲,“空心债权人”在申报债权时应如实披露与所申报债权存在利益冲突的相关信息,否则就可以推定其存在欺诈的故意。最后,“空心债权人”利用投票权恶意阻挠公司重整方案通过的责任认定问题。由于“空心债权人”对其风险有预设的底线,其可能支持或建议一些对公司有风险的、低效率的重组计划,反对或阻挠那些公平和公正的重整方案。此外,“空心债权人”还有可能被委任为无担保债权人委员会的成员,此时其对受托人就负有信义义务,反对或阻挠那些公平和公正的重整方案无疑违反了其对其他债权人的信义义务。当然,上述分析主要是一种理论上的推演,“空心债权人”责任的归位与落实尚需借助于法律规则的完善。

#### 四、债权“空心化”的法律规制路径

作为金融创新诱致的产物,债权“空心化”在既有的制度框架内难以获得有效的法律规制。将游离于法律规制边缘的债权“空心化”纳入法律之治的有效射程,构建一套从合约调控到公权介入的规制制度安排,已经成为资本市场法制变革的当务之急。

##### (一) 债权“空心化”的法律规制:一个突显的难题

近年来,债券“空心化”已经造成了众多知名公司破产或陷入困境,包括加拿大新闻纸龙头企业阿比波特公司(Abitibi Bowater)、美国

---

[62] 参见[美]大卫·G.爱波斯坦、史蒂夫·H.尼克勒斯、詹姆斯·J.怀特:《美国破产法》,韩长印等译,中国政法大学出版社2003年版,第781页。

汽车业巨头克莱斯勒公司 (Chrysler) 和通用公司 (GM)、国际纺织原料巨头利安德巴赛尔 (Lyondell Basell) 以及 CIT 集团 (CIT Group)、General Growth Properties 等知名企业。透视这些案例,不难发现“空心债权人”一方面通过其债权来控制公司,另一方面通过购买 CDS 等复杂金融衍生工具希望从公司破产中受益,其惯用的手法是通过拒绝参加法庭外调解的方式将债务人逼入破产的绝境,或者阻碍债务公司的破产重组。这种身份的错位与迷失不仅使自身陷入了巨大的道德困境与利益漩涡之中,也为本已羸弱不堪的债务公司敲响了命运终结的丧钟,更是给现有的公司法、破产法以及金融监管法等法律秩序带来了严峻挑战。就公司法而言,债权“空心化”带给公司治理的利益冲突是显而易见的,已经严重影响到了公司、股东和普通债权人合法权益的实现,对公司法提出了重大挑战。公司法关于债权人利益保护的制度设计是建立在“债权人同质化”的基础之上的,除了借助于合同法中的担保机制外,公司法仅仅关注并解决基于有限责任原则的采纳而派生出来的公司独有的债权人问题,其对债权人的保护属于一体化保护而不是类型化保护,这明显无法规制金融创新背景下债权人的道德风险和短期行为。正如英国公司法学者保罗·戴维斯所言,公司法最具挑战性的任务就是设计一套规则,在能够获得有限责任意图取得的鼓励股东投资利益之际,能够减少甚至消灭不利于债权人的机会主义行为的诱因。<sup>[63]</sup> 这一任务中最为纠结的法律难题在于有限责任往往与公司控制相结合,且不幸地发生在以金融资本为主导的虚拟经济转型的时代,这一时代不仅是融资工具创新与股东财富增长的时代,也是一个公司债权人所面临的前所未有的危机重重的风险时代。<sup>[64]</sup> 对于破产法而言,由于其现有制度设计是以债权人参与为中心而展开的,追求的是债权人与债务人之间的利益平衡,其对于“空心债权人”的利益输送和“隧道挖掘”行为显得束手无策,破产重整程序中的信息披露规则、表

---

[63] 参见[英]保罗·戴维斯:《英国公司法精要》,樊云慧译,法律出版社2007年版,第36页。

[64] 参见仇晓光:《公司债权人利益保护对策研究》,中国社会科学出版社2011年版,序言。

决规则等面临着被解构的危险。<sup>[65]</sup> 尤其是债权人的表决权,对重整程序的推进和成败起着关键作用,传统破产立法中的表决方式、表决标准、表决权额计算方法等需要置于债权“空心化”的语境下重新检讨。对于金融监管法而言,债权“空心化”涉及欺诈发行、选择性信息披露、虚假评级、过度证券化等需要金融监管介入的问题。特别需要指出的是,债权“空心化”可能会诱致系统性金融风险的发生,如何在坚守不发生系统性金融风险底线的前提下实现金融创新与金融监管的竞争性平衡,是亟待金融监管法回应的重大现实问题。

## (二) 债权“空心化”法律规制的具体路径

债权“空心化”既是私人治理失败的产物,也是公共规制失败的产物,对其有效的法律规制必须立足于合约调控与公权介入的二元进路。按照著名经济学家詹森和麦克林的观点,公司是一种法律构造物,是一个通过合约关系把冲突各方引向平衡的复杂过程的交汇点。<sup>[66]</sup> 公司中的合约关系主要指向的是股权契约与债权契约,其中的债权契约隐含的风险承担规则是:债权人将资产投入公司,在公司正常经营时,债权人为降低风险而收取固定收益,只承担违约风险,此时公司的所有者是剩余风险的承担者和剩余索取者;当公司违约不能偿付到期债务时,公司的财产性质变为偿债财产,此时股东对公司不再享有潜在的利益,债权人取代公司的所有者获得公司资产,成为风险承担者和新的剩余索取者,因而享有剩余控制权。<sup>[67]</sup> 鉴于合约对于公司主体间利益调整的重要性,通过合约规制债权“空心化”的意义不言而喻。

债权“空心化”合约规制的当务之急,是调整和优化债权合约

---

[65] See Henry T. C. Hu & Bernard Black, *Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications*, European Financial Management, Vol. 14, 2008; Kevin J. Coco, *Empty Manipulation: Bankruptcy Procedure Rule 2019 and Ownership Disclosure in Chapter 11 Cases*, COLUM. BUS. L. REV., 2008; Frank Partnoy & David A. Skeel, Jr., *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, 75 U. CIN. L. REV., 2007; Douglas Baird & Robert Rasmussen, *Anti - Bankruptcy*, U. S. Cal. L. & Econ. Working Paper Series, Paper No. 93, 2009.

[66] See M. Jensen and W. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976, p. 83.

[67] 参见胡丽玲:《困境企业拯救的法律机制研究——制度改进的视角》,中国政法大学出版社2009年版,第41页。

(bond indenture) 的权利、义务与责任结构,限制债权与风险承担的分离,确保债权人与债务人之间的利益平衡。前文指出,债权“空心化”的本质是债权人利用信用衍生合约等金融工具将债权收益与债权风险承担相分离的行为。简言之是一种债权分离,而无论是信用违约互换,还是贷款分享协议,本质均是一种债权合约,所以通过调整和优化债权合约的权利、义务与责任结构便成为规制债权“空心化”的有效途径。但信用违约互换和贷款分享协议这两类引起债权“空心化”的关键合约中,当事人是债权人和其他主体,债务公司被排除在外,所以,债权“空心化”的合约规制只能通过公司债券合约、银行贷款合约、债转股融资条款等涉及债务公司是一方当事人的合约来进行。如公司可以在发行债券时,要求认购人不能购买以本公司为“参考实体”的信用衍生品,如果认购人接受了债券发行人的条件,则受到债券合约的束缚。再如公司在发行可转换债券时,可以对强制转换、分类投票权、回赎条款、回售条款等作出精巧设计,防止债权人利用可转换债券合约的法律漏洞损害公司利益。反之,为了防止可转换债券发行人“稀释”转股权的价值,可转换债券的持有人也可以通过反稀释条款来保障自己的权利。<sup>[68]</sup>当然,如果债权人只是购买了以债务公司破产为“信用事件”的信用衍生品,并没有利用其在破产程序中的投票权迫使债务公司走向破产,也没有损害其他债权人的利益,这属于债权人分担其投资风险的正当行为,公司也就没有必要再进行合约规制。为了满足债权人分散债权风险的安全诉求,债务公司有必要积极参与债券保险(bond insurance),这样既可以提高公司债券的市场吸引力,又有助于减缓债权人与债务人之间的利益冲突。

债权“空心化”合约规制的另一条路径,是利用公司章程对“空心债权人”进行限制。传统观点认为,公司章程兼有内部自治规则和内部契约的双重属性,不具有对外效力,不能为外部第三人(包括债权人)设定义务。但按照公司契约理论,公司是一系列合约的联结,这些合约在内容上既包括投资合约也包括借贷合约,在形式上既包括明示

---

[68] 参见李莘:《美国公司融资法案例选评》,对外经贸大学出版社2006年版,第273~274页。

合约也包括暗示合约,其理论实质是“将法律上单一人格的公司组织解构,将之视为诸多利害关系人(包括投资人、经营者、债权人、员工、供货商等)之结合,而这些族群皆希望在利害关系的交涉上,能够不落人后,势均力敌”。<sup>[69]</sup> 公司契约理论不再将债权人视为公司的外部人,而是作为当然的公司参与者,这不仅有助于从公司外部走进公司内部寻求更有效的债权人利益保护途径,为公司债权人获取契约性权利寻求正当性基础,同时也为通过公司章程加强对“空心债权人”的合约规制奠定了理论基础。化解“空心债权人”带来的公司治理利益冲突,公司章程至少在两个方面能够有所作为:一是限制“空心债权人”在公司破产重组中的投票权;二是剥夺“空心债权人”在公司破产中的不当受益权。由于“空心债权人”已经部分或全部对冲掉了其持有债权的风险,其在公司破产重组中的投票难免不负责任甚至恶意行使投票权,遵循“禁止利益冲突投票”的公司法理,在公司章程中作出限制“空心债权人”投票权的规定可谓恰逢其时。具体而言,对于完全对冲掉债权风险的“空心债权人”应当剥夺其在公司破产重组中的投票权,对于部分对冲掉债权风险的“空心债权人”则应限制其在公司破产重组中的投票权。作为一种替代性措施,“空心债权人”在缴纳一定保证金的情况下,可以让其行使在公司破产重组中的投票权。难点在于,“空心债权人”具有隐蔽性,其本身不会主动披露购买信用衍生品的事实,进入破产重整程序的公司也没有时间和精力去调查、核实每一位债权人的相关信息。攻克这一难点的途径在于完善破产法中的信息披露规则,要求参与破产程序的公司债权人必须披露其持有的以债务公司为“参考实体”、以债务公司破产清算为“信用事件”的信用衍生品的所有重要信息,并设定违反这种信息披露义务的法律后果。破产法中信息披露制度的完善,需要面向金融创新,增强对社会经济的适应性,正如有学者所言,“近年来,对冲基金在破产案件与诉讼中已经成为一种主导型的驱动力量,其所使用的金融工具的复杂性远远超过了破产法规则起草者的想象。对冲基金本身对破产制度并不构成威胁,但一旦其为

---

[69] 王文字:《进出公司法——几点跨领域的观察》,载《月旦民商法研究——公司法发展之走向》(第1辑),清华大学出版社2004年版,第5页。

债权人运用于对冲债权风险,就会给公司重组过程的稳定性带来极大威胁。为应对这一威胁,破产法规则必须作出回应,从而确保参与破产程序的各方能够识别债权人的真实经济动机”。<sup>[70]</sup> 公司章程对债权“空心化”的合约规制的另一种措施是剥夺“空心债权人”在公司破产中的不当受益权。“空心债权人”在实践中主要表现为市场驱动型的机构投资者,其在公司破产程序中不负责任的投票属于典型的败德行为,极大地损害了公司、股东和其他债权人的利益,其在公司破产程序中所获取的额外利益,属于典型的“损人利己,违反衡平”行为,理应按照“不当得利”予以返还。根据经济分析法学的理论模型,如果公司在其章程中规定了“空心债权人”不当受益追缴的条款且被法律所确认,“空心债权人”所得到的收益可能远远低于其为此所付出的成本,债权“空心化”的现象有望得到根本性的遏制。

债权“空心化”的公权规制,主要指向的是监管规则。2008 年全球金融危机过后,欧美国家纷纷强化金融监管,如《多德—弗兰克法案》采纳了“沃尔克规则”,限制大金融机构的投机性交易,尤其是加强了对金融衍生品的监管。<sup>[71]</sup> 但这些金融监管改革举措,并未走出纯股权治理模式的制度窠臼,缺乏公权介入公司治理的制度设计,难以从根本上规制机构投资者的败德行为。更为关键的问题在于,破产法制未作出必要调整,导致债权“空心化”的生成基础依然存在。前文指出,随着信用违约互换大量介入债权债务关系,债权人与债务人之间休戚相关的利益关联被割断,破产法在保护债权人方面的作用开始失灵。信用违约互换导致的债权“空心化”之所以给债务公司造成如此大的损害,原因在于破产法对金融衍生品网开一面,使其不受“自动冻结条款”和“偏颇性清偿条款”的约束。<sup>[72]</sup> 这一豁免优惠可以追溯至 1978 年,在利益集团的游说下,当时的美联储、财政部和工业贸易集团将衍

---

[70] Samuel M. Kidder, *What's Your Position? Amending the Bankruptcy Disclosure Rules to Keep Pace with Financial Innovation*, *UCLA Law Review*, February, 2011.

[71] 参见徐冬根:《高风险金融交易法律规制研究》,上海交通大学出版社 2015 年版,第 58 页。

[72] 参见刘黎明、田鑫:《美国破产法制偏颇清偿制度及对我国的借鉴意义——兼论我国新破产法第 32 条及相关条款》,载《法学评论》2008 年第 3 期。

生产品从破产法中分离出来,确立了金融合约的“安全港规则”,但这种维护金融安全的举措却戏剧性地为日后信用衍生品的“祸起萧墙”预设了伏笔。“安全港规则”是学者们对美国破产法相关规定进行归纳的学理名称,它是指当事人所签订的金融合约,在合约一方发生破产事件时,可以在继续履行、终止、抵销、结算等方面享有一系列破产机制豁免待遇的一项法律制度。这些豁免待遇好比是在惊涛骇浪的大海中给了金融合约一个受保护的安全港,故形象名之为“安全港规则”。<sup>[73]</sup> 2008年金融危机过后,国际互换与衍生工具协会(ISDA)制定了ISDA主协议,建立了交易提前终止、终止净额结算和信用支持安排等规则。<sup>[74]</sup> 与之相呼应,破产法有必要对“安全港规则”重新进行审视,要求金融衍生品和其他金融工具同别的合约一样都遵守同样的核心破产原则,重建债权人与债务人之间被割裂的利益链条,用破产程序的公平性和透明性修复传统破产法被金融创新破坏的全部法治价值。

无论是信用衍生品还是资产证券化,核心问题均是衍生债权,衍生债权也自然成为债权“空心化”公权规制的重心。同其他金融创新工具一样,衍生债权也是一把“双刃剑”,既能够给资本市场带来福祉,也会给资本市场带来灾难,关键是如何因势利导,扬长避短。衍生债权衍生成灾的制度机理,可以从莫里斯举的一个例子中得到生动的揭示:某个套期保值基金筹集到100万美元的股东权益,将其作为抵押申请到了500万美元的日元贷款(原因在于日元贷款的利率几乎为零),随后把这500万美元作为卖空2500万美元的美国长期国库券的初始保证金,再将这些国库券作为抵押与一家投资银行签订回购协议换回1.25亿美元的现金,然后再利用这些现金进行更大的卖空与买空交易。<sup>[75]</sup> 如此疯狂的衍生债权远远超出了实体经济的需要,极大地增加了经济的系统性风险,对其进行严格的公权规制已经刻不容缓。公权规制的

---

[73] 参见冯果、洪治纲:《论美国破产法之金融合约安全港规则》,载《当代法学》2009年第3期。

[74] 参见王欣新、卢茜:《破产程序中金融衍生品交易结算问题的解决》,载《法律适用》2012年第10期。

[75] 参见[美]查尔斯·R·莫里斯:《金钱贪婪欲望——金融危机的起因》,周晟译,经济科学出版社2004年版,第149~152页。

内容至少应当涵盖权利控制、程序控制和责任控制三个方面,其中权利控制是指监管机构对衍生债权的数量、衍生次数和杠杆额度等原本属于意思自治的权利空间进行控制,通过分业经营、担保物权等权利安排将衍生债权控制在合理限度内,防止上市公司和投资者的过度冒险行为导致的资不抵债;程序控制是指通过交易回避程序、信息公开程序、风险预警程序、听证程序、公众参与程序等控制衍生债权的泛滥,用程序的公平性、公开性与透明性穿透衍生债权的“黑箱”;责任控制则是指通过设定责任准备金、连带责任、加重责任等确保衍生债权不至于成为脱缰之马,防止因责任问责的缺位导致的对衍生债权的监管宽容甚至纵容。<sup>[76]</sup> 有理由相信,在权利控制、程序控制和责任控制三重规制体系下,债权“空心化”的利益冲突难题将会得到有效缓解。

## 五、结论与启示

通过对债权“空心化”的生成诱因、构造机理与规制路径进行探究,本文得出如下几点结论:第一,债权“空心化”是金融创新诱致的产物,信用衍生工具与证券化的滥觞是债权“空心化”生成的前提条件,债权“空心化”的法律规制必须置于金融创新的语境和场域下予以考量。第二,债权“空心化”的法律本质是债权分离,即债权人借助于金融创新工具,对债务人在保有正常的合同控制权和法定权利的同时,部分或全部对冲掉债权的经济风险,异化为“空心债权人”,从而使债权的利益、风险与责任不再具有对应性。第三,债权“空心化”对于公司法、破产法和金融监管法均构成严峻挑战,不仅加剧了公司、股东和债权人之间的利益冲突,导致破产机制这一公司治理的外部机制失灵,还可能诱发系统性金融风险,亟待金融监管法制的回应。第四,债权“空心化”的法律规制,一方面需要从“权利结构”入手,通过调整和优化债权合约的权利、义务与责任结构来限制债权与风险承担的分离,利用公司章程限制“空心债权人”在公司破产重组中的投票权并剥夺“空心债

---

[76] 参见陈醇:《商法原理重述》,法律出版社2010年版,第94~103页。

权人”在公司破产中的不当受益权;另一方面需要在监管规则层面对衍生债权进行权利控制、程序控制和责任控制,唯有合约规制与公权规制协调配合,才能有效治理债权“空心化”。

上述结论对于我国资本市场法制的变革颇富有现实意义。目前,我国资本市场中的债权“空心化”现象初露端倪。继中国银行间市场交易商协会(NAFMII)于2007年发布《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》(NAFMII主协议)之后,NAFMII又于2010年10月29日发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》,意味着市场期待已久的中国版的信用违约互换产品正式面世。按照2004年的新巴塞尔协议,信用风险缓释工具(Credit Risk Mitigation, CRM)是指通过运用合格的抵押物、净额结算、保证和信用衍生工具等方式来转移或降低信用风险。<sup>[77]</sup>《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》第9~10条确定了两种CRM:信用风险缓释合约(CRMA)和信用风险缓释凭证(CRMW),前者是交易双方达成的,约定在未来一定期限内,信用保护买方按照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用,由信用保护卖方就约定的标的债务向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约;后者是由标的实体以外的机构创设的,为凭证持有人就标的债务提供信用风险保护的,可交易流通的有价凭证。截至2014年年底,已有16家交易商共达成47笔信用风险缓释合约交易,名义本金近40.4亿元。这些CRM的参考债务均是银行贷款和在银行间市场发行的短期融资券、中期票据等债务融资工具,CRMW的创设和交易利用了银行间债券市场已有的制度设施,包括银行间国债交易中心、中央国债登记结算总公司和银行间市场上海清算所提供交易所需的基础服务。<sup>[78]</sup>与国外的信用违约互换产品相比,我国信用风险缓释工具的特殊性在于交易主体资格和参考债务种类受到严格的管制,缺乏投资银行、对冲基金和保险公司的参与,具有产品结构简单、法律关系明确、

---

[77] 参见黄树青、丁雅楠:《信用风险缓释工具及其在我国的最新进展》,载《上海金融》2011年第7期。

[78] 参见时晋、吴锦宇:《试论金融创新中的自律规范——以我国信用衍生品创新为研究对象》,载吴弘主编:《金融法律评论》(第3卷),中国法制出版社2012年版,第160页。

风险容易控制、市场透明度高等特点。所以,尽管信用风险缓释工具造成了债权利益与风险的分离,但不至于引发系统性风险。长远看来,宜将信用风险缓释工具视为证券,纳入证券法信息披露的监管范围,并且按照证券交易进行集中清算,同时还原信用风险缓释工具的“信用保险”特征,要求信用风险缓释工具的买方对参考债务拥有实际的债权,具备类似于投保人的“保险利益”,而信用风险缓释工具的卖方则应接受类似于保险公司的保险偿付能力监管。同时,信用风险缓释工具的开发与设计应以服务于实体经济为宗旨,防止交易结构的过度复杂和与参考债务的完全脱离,遏制高杠杆率交易等过度投机现象。<sup>[79]</sup> 特别值得注意的是,2015年“股灾”之后,游资通过各种渠道大量进入债券市场,这就有必要进一步控制风险缓释工具的杠杆率,抑制其投机功能,防止这一“中国版 CDS”走向异化。

(编辑:胡睿超)

---

[79] 参见楼建波:《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。