

·财政金融研究(学术主持人:曹廷求)·

# 论中央对手方清算制度中的潜在风险及完善对策

涂 晟 马其家

(对外经济贸易大学法学院,北京 100029)

**[摘要]** 中央对手方清算制度主要包括净额结算、保证金和清算基金三大制度,以防范会员的违约风险所带来的潜在系统性危机。但研究及实践表明,该制度也隐含着无法避免的内生性风险。比如,结算效率低下、交易商的道德风险、清算中心的流动性威胁及“太大而不能倒”等风险。同时,清算中心在执行中央对手方清算制度时亦会陷入不当竞争和监管失灵的困境。完善中央对手方清算制度,主要应建立第三方机构、再保险制度和流动性支持、开放清算中心准入门槛及发挥独立董事的作用、构建相互认可的国际监管体系。我国中央对手方清算制度在重视提高交易结算效率的同时,还应重视对市场基础法律环境及结算风险管理体系的构建。

**[关键词]** 金融衍生品;中央对手方清算制度;清算中心;系统性风险

**[中图分类号]**F832.5 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1003-4145[2015]10-0126-06

## 一、引言

场外金融衍生品交易的定制化和灵活性特点,满足了资本市场特定主体对特殊化风险的规避需求,从而呈现出爆发式增长的态势。<sup>①</sup>然而,场外衍生品交易往往缺乏统一的信息登记,市场参与者不能清晰知晓交易对手方的资金、信用,以及抵押品的真实价值等信息,从而导致市场参与者之间信息不对称。因此,当金融机构成为巨额衍生品合约的对手方时,就会造成市场高度集中和风险大量累积,交易个体一旦发生违约,将导致金融市场的系统性风险。这也是2008年全球金融危机的导火索和催化剂之一。金融危机后,美国国会和监管机构经过调查与反思,认为由集中清算取代双边清算,能够提高场外衍生品市场的效率及透明度,并颁行了《金融监管改革法案》,即《多德-弗兰克法案》。对国内衍生品交易进行强制集中清算,其配套制度为“中央对手方清算制度”(The Central Counterparties Clearing System, the CCPs),具体包括保证金要求、清算基金要求、中央对手方最低资本要求及违约处理程序等。正是由于中央对手方清算制度在防控对手方信用风险方面的独特优势,这一制度也被日本、欧盟等资本市场发达国家的金融监管改革方案所普遍采用。

但是,认真观察美国和欧盟的中央对手方清算制度实践,学者们及监管者也发现该制度的设计并非完美。比如,该制度自身的内生性风险,以及该制度的实施载体(清算中心)在运营与管理中的风险。这些风险可能导致中央对手方清算制度不能实现预期的监管效果,甚至可能成为引发资本市场系统性危机的另一源头。因此,严格的风险管理政策以及配套制度的进一步完善,对中央对手方清算制度的可持续发展有着至关重要的作用。同时,对中央对手方清算制度的深入研究也可以为我国构建中央对手方清算制度及降低“上海清算所”<sup>②</sup>的监管风险提供有益借鉴。

收稿日期:2015-06-15

作者简介:涂 晟,男,对外经贸大学法学院博士研究生,研究方向为国际金融法、证券法、法律与金融。

马其家,男,对外经贸大学法学院教授、博士生导师,研究方向为国际商法、公司并购法等。

①数据显示,截至2013年12月末,场外金融衍生品未平仓合约的名义金额为710万亿美元,占金融衍生产品市场90%的份额。

②为顺应国际金融市场发展的趋势,进一步提高场外金融市场的透明度,降低场外交易风险,我国于2009年11月28日,在上海成立了银行间市场清算所股份有限公司(简称“上海清算所”)。上海清算所为银行间市场提供以中央对手方净额结算为主的货币衍生品清算服务。

## 二、中央对手方清算制度及主要内容

### (一) 中央对手方清算制度

金融衍生品交易在交割和结算之间的时间差会放大交易对方的信用风险,双边交易中,仅凭交易主体自身来确保交易顺利完成的成本是极高的,这就对风险管理提出了特定要求。因此,出现了通过构建中央对手方的方式来提高交易效率,即清算中心作为中央对手方与所有市场参与者进行交易,介入场内发生的每一笔买卖合同,成为“卖方的买方”和“买方的卖方”。这一制度设计使得清算中心与市场参与者(清算中心会员)之间直接产生了权利义务关系,清算中心一方面通过公开发售或多边净额结算进行债权的更新和替换,另一方面通过内部的风险防控机制,如抵押和保证金安排、清算基金以及违约程序等,旨在减少市场参与者违约可能造成的损失,从而保障清算中心的偿付能力,确保每个合同的顺利履行。

由于中央对手方清算制度适应了金融衍生品市场参与者和监管者的需要,其开始由场内市场移植到场外市场中。早在2004年,十国央行的支付和清算委员会(The Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) of the central banks of the Group of Ten countries)与国际证监会组织(The International Organization of Securities Commissions, IOSCO)就提出《对中央对手方的建议》(Recommendations for Central Counterparties)的报告,该报告中的很多建议被美国2010年的《多德-弗兰克法案》所吸纳,其中包括保证金要求、清算基金要求、中央对手方最低资本要求和违约处理程序等,违约处理程序中提出的清偿顺序规范亦成为芝加哥商品交易所(CME)等机构的参考范本。这些措施形成了一套完整的制度,被总称为“中央对手方清算制度”。

### (二) 中央对手方清算现行制度的主要内容

为了对交易风险进行管理,各国清算中心目前所运用的基本工具和制度主要包括三项,即净额结算制度、保证金制度和清算基金。

1. 净额结算制度。净额结算制度的法理基础是《中华人民共和国破产法》(以下简称“《破产法》”)中的抵销权原则,即当债务人破产时,债权人可以对该债务人所拥有的债权进行优先受偿,这一优先权的行使,能够使该债权人比其他无担保债权人按比例原则所获得的清偿率更高。在中央对手方清算制度下,当一个清算中心会员违约或破产时,清算中心将应当偿付给该会员的内部清算债务,全部优先偿付给其债权人,但要求该受偿的债权人也应当是该清算中心的会员。在这种情况下,每个会员在清算中心中都是以其内部债权在向其他会员提供担保,从而在一定程度上保障了交易合约的履行。

但在实践中,这种做法也容易使清算中心会员的破产风险外部化,即将破产损失从会员之间转移到非会员之间。例如,甲出售一份期货合约给乙,乙又转售给丙,在合同终止时,合约的原生资产的市场价格上涨了,导致甲欠乙100元,乙欠丙100元。假设此时,乙失去偿债能力而申请破产,就会导致前述两份期货合约均将终止。当三方处于双边结算的情况时,根据《破产法》的规定,甲的100元的债务要归入破产财产中,而丙的100元债权却不能立刻得到支付,而是要与其他普通债权人在同一顺位按比例获偿,这就意味着丙获得的清偿远远低于100元。但如果此时甲、乙、丙三方都是清算中心的会员,那么甲将不把100元支付给乙的破产管理人,而直接支付给清算中心,清算中心再将其支付给丙,这意味着丙在清算中心内实际上获得了一个优先受偿权,而乙的其他非清算中心会员的债权人将得到比以往更少的清偿。所以,净额结算制度可被视为提供了一种廉价的有担保贷款,它的实施有助于缩小清算中心会员之间的风险敞口及大幅降低抵押资产的标准,从而显著提高金融市场效率,但同时也会将清算中心会员的破产风险外部化。

2. 保证金制度。清算中心控制交易风险的另一项制度保障是对其会员的保证金要求,会员只有缴足清算中心规定的保证金,才能保障交易的继续进行,否则交易会被立刻终止,并且清算中心可以通过对其会员的内部头寸和抵押财产进行结算以填补缺口。

保证金有两种形式,一是初始保证金,一是变动保证金。初始保证金是会员在交易之初需提供的保证金,目的是保证清算中心在正常市场条件下有足够的资金来支付潜在的损失,其数额将根据结算会员违约交易所需支付的预期成本来确定。因此,初始保证金的数额取决于相关合约的价格波动性、流动性以及交易额的大小。变动保证金则需要随着合约价值的波动而变动,根据会员头寸的变化,在清算中心每日对会员之间的保证资金进行转移,清算中心从遭受损失的会员处收取款项,并支付给头寸取得收益的会员。由于一个会员交易商的收益将会被另一个清算会员的损失所抵消,清算中心始终保持净额为零,其作为一个监督和管理

保证金账户的中心点,大大提高了合约清算的效率和履行的能力。<sup>①</sup>

3. 清算基金。如果违约会员的头寸巨大,造成的损失可能远超过保证金账户的数额,并可能波及整个衍生品交易市场,此种情况下,清算中心要遏制系统性风险就需要一个额外的机制,这就是清算基金。

清算基金是指每个会员在设立保证金账户之外,还要单独额外的缴纳一笔资金作为清算基金,被清算中心用来结算超出会员保证金部分的损失。当违约会员自己的保证金和清算基金都用尽时,清算中心会按比例使用其他会员的清算基金来补足缺口。这样,以清算基金的价值为限,会员们可以为残留的内部债务共同提供保证。<sup>②</sup> 这种集中储备的方式和有序的违约管理机制可以有效地阻止“多米诺骨牌”效应的发生。因此,清算基金被称为清算中心处理对手方信用风险的最后也是最佳手段。<sup>③</sup> 清算基金实质上也是一种防止会员违约的保证金,它是将无法外部化的损失在会员间共同承担。

### (三)中央对手方清算制度的优势

全球范围内的金融监管者都认为,中央对手方清算制度具有降低会员交易成本,增强衍生品价格发现功能的优势。具体而言,首先中央对手方清算制度有助于降低交易对手的违约风险。清算中心作为中央对手方对每笔交易进行登记和结算,谨慎地评估单个会员的履约能力,从而节省了市场参加者收集对手方信息的成本。净额结算和变动保证金制度的实施,有助于减少交易对手的违约风险和提高交易主体违约时的偿付能力。<sup>④</sup> 此外,清算基金有助于促进风险共担和损失共摊。其次,中央对手方清算制度有助于降低系统性风险。多边净额结算取消了大量重复交易,降低了会员之间的风险敞口,从而有效避免大量抛售导致的市场突然崩溃。清算中心对交易进行监测,并对债务人的价值及偿付能力进行集中评估,有助于增强市场的透明度和监管有效性。重要的是,中央对手方可以为监管部门提供准确和及时的市场信息,以便其及时有效地对市场进行干预。

## 三、中央对手方清算制度潜在风险分析

中央对手方清算制度的优势,被许多监管者视为防范金融市场系统性风险的重器和避免发生系统风险的制度保障。但是美欧等国的实践也表明,中央对手方清算制度是一柄“双刃剑”,在具有明显优势的同时也暗藏着制度风险,即该制度所隐含的无法避免的内生性风险和清算中心在执行中央对手方清算制度时容易陷入不当竞争和监管失灵的困境。

### (一)结算效率低下问题

相比双边净额结算,中央对手方清算制度下的多边结算效率大大降低。在双边结算制度下,交易双方之间可以跨越类别相互抵消重复的风险敞口,如对信用违约掉期和利率掉期等不同类型的产品进行抵消,因此可以减少出现违约时双方需要结算的总金额。而多边净额结算则不同,由于不能跨产品类别结算,一方面银行交易商可能尽量避免在清算中心进行交易以规避其因持有较大头寸数量而缴纳高额保证金;另一方面可能导致清算中心所有会员均暴露于同种衍生产品的信用风险之下。

此外,受地缘因素的影响,各国在不同地区设立了多家清算中心,但大部分清算中心只负责某一类型或特定品种的衍生品交易清算,尤其是对涉及当地货币类的衍生产品交易设置了更为严格的清算范围要求,从而使得清算呈现碎片化的特点。此种情况下,违约会员的未平仓头寸只能在特定的清算中心或特定的范围内进行抵消,<sup>⑤</sup>进而导致清算中心将无法以最佳方式有效地遏制风险。而且,为防范会员的信用风险,清算中心常常要求会员提供高额的抵押品,并设置抵押限制条件(如需要隔离或限制再抵押)。这些都将增加会员的资本成本和风险,降低结算效率,削弱衍生品作为风险管理工具的功能效用。

### (二)道德风险问题

实践中,当场外衍生品交易通过清算中心清算时,会在一定程度上改变会员对信用风险进行评估的激励机制,从而给衍生产品交易市场带来较大的负外部性,甚至可能诱发系统性风险。

①Andrew M. Chisholm, An Introduction to Capital Markets: Products, Strategies, Participants 252-56 (2009).

②Pirrong, The Inefficiency of Clearing Mandates, Cato Institute Policy Analysis No. 665, July 21, 2010, at 45.

③Steven Allen, Financial Risk Management 507-08 (2d ed. 2013).

④Darrell Duffie & Haoxiang Zhu, Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?, 1 Rev. Asset Pricing Stud. 74 (2011).

⑤Manmohan Singh, The Fallacy of Moving the Over-the-Counter Derivatives Market to Central Counterparties, Vox (Jan. 22, 2012)

由于多边净额结算制度的存在,清算中心可以对交易进行抵消而不必承担任何损失,因此其缺乏审查和判断每一笔交易信用风险的动机,同时它也缺乏像金融交易商那样对特定交易进行风险评估的能力。<sup>①</sup>对于会员交易商而言,净额结算制度可被视为一种特殊的担保机制,它使得债权人筛选债务人的成本变得低廉,并且债务人不需要再提供传统意义上的抵押品,这就变相鼓励会员选择更高风险的交易,从而可能引发系统性风险。此外,净额结算制度通过改变债权人的优先受偿权顺序而将清算中心会员对手方的损失予以外部化,但这不能从根本上降低整体损失,反而成为激励清算中心交易会员采取更为冒险行为的机制,<sup>②</sup>特别是在许多交易纳入清算中心清算的情形下。

同样的,清算基金制度也隐含道德风险。清算基金意味着违约损失按比例在违约会员与其他会员之间进行分摊,其如同净额结算一样,实质上是一个重新分配损失的机制而非真正避免损失的发生。因此这可能促使会员交易商拥有更大的动机采取冒险行为,因为他们知道自身的违约责任会有其他会员共担。有学者就指出,若大型金融机构之间的紧密关联是系统性风险的根源之一,那么清算基金机制就是一个非常奇怪的制度设计。<sup>③</sup>因为,并没有理由认为,违约会员比其他承担损失的会员更具有“系统重要性”,这就有可能导致金融机构会员不得不接盘普通会员的违约合同,而造成损失范围的扩大和恶化。<sup>④</sup>

### (三)流动性风险问题

金融机构对短期贷款具有高度依赖性,因为其主要职能就是通过错配将短期资产转化为长期资产。以银行为例,当大量存款人都认为银行遭遇风险时就会出现挤兑,当银行的大部分资产都被投入到长期贷款中,不可能在短时间内变现以应对资金缺口。此时,若短期债权人突然停止放贷,银行就会因现金流断裂而不得不进行破产清算。而且,鉴于金融机构之间经常互为债权人,它们的偿付能力紧密相关,一家机构的违约就可能产生“多米诺骨牌”效应,引发整个金融市场的崩溃(2008年全球金融危机的爆发可以佐证)。

同样的,流动性风险亦存在于金融衍生品市场中,如某清算中心会员(金融机构)必须在短期内抛售资产以履行合约,当其抛售所持有的证券数量达到一定规模时,证券市场中的供求关系变动将导致其所持有的证券产品价格下降,这会反过来触发该证券产品合约的保证金制度。相应地,清算中心将会要求该会员增加履约保证金,若会员由于自身流动性缺乏而不能如期缴足保证金,则该合约将被终止,其所持有的证券产品也会被低价强制清算。这种强制清算又会进一步加剧资本市场的崩溃,导致更严重的流动性匮乏。

### (四)“太大而不能倒”问题

清算中心的主要功用是集中并控制风险,因此其自身就不可避免地成为系统性风险的一个重要源头,清算中心一旦破产将会给整个金融系统带来毁灭性的打击,由此也就产生了“太大而不能倒”的问题。<sup>⑤</sup>但是,清算中心会通过审慎监管和风险共担等制度设计来降低“太大而不能倒”的风险,所以其发生破产的概率比其会员要小得多。更准确地说,清算中心面临的是“太关联而不能倒”的问题。<sup>⑥</sup>因为,中央对手方清算制度实际上通过清算中心吸收了内部会员的交易损失,从而转变成了一个风险聚集而非风险消除的实体。

实践中,为了降低清算成本和实现规模经济,中央对手方清算中心呈现出合并浪潮趋势,最终导致金融市场中仅剩少数几家大型的清算中心。此外,一些清算中心通过股份化改造,由非营利机构转变成为营利机构。这些因素都可能扭曲中央对手方清算的动机并引发道德风险,因为当其发现自己属于“太大而不能倒”的金融机构时,很有可能通过降低风险管理标准、收取更少的抵押品来增加交易量,而将风险监管的职责束之高阁。

### (五)不当竞争问题

在中央对手方清算制度下,交易商会员通常是清算中心的股东,这种双重身份有时难免说不清。清算中心不仅从交易商的交易中收取费用,而且大量交易提供的流动性对吸引其他参与者亦非常重要。<sup>⑦</sup>同时,交

①Anupam Chander & Randall Costa, Clearing Credit Default Swaps: A Case Study in Global Legal Convergence, 10 Chi. J. Intl L. 639 (2010).

②Mark Roe, Systemic Costs of Derivatives' Priorities, 63 Stan. L. Rev. 539, 586-87 (2011)

③Craig Pirrong, The Clearinghouse Cure, Regulation, Winter 2008-09, at 49

④Pirrong, The Inefficiency of Clearing Mandates, Cato Institute Policy Analysis No. 665, July 21, 2010, at 11

⑤Ben S. Bernanke, Clearing and Settlement During the Crash, 3 Rev. Fin. Stud. 133, 133-34 (1990).

⑥Mark J. Roe, Clearinghouse Overconfidence, 101 Cal. L. Rev. 1641, 1691 (2013), at 1691-92.

⑦Clearing Agency Standards for Operation and Governance, Exchange Act Release No. 64,017, 76 Fed. Reg. at 14,479.

易商会员也是清算中心的重要信息来源,会员参股降低了清算中心的信息收集成本。因此,大型交易商对清算中心具有一定程度的控制力,并可凭借自身影响力对清算中心董事的提名和选任施加影响,从而制定对自己有利的业务规则和监管标准。

首先,大型交易商可以通过提高清算中心会员准入门槛,从而使交易量小的小型金融机构无法成为清算中心会员。因为,限制其他交易商进入市场,能为既存的会员保留更多的市场机会,比如保护既存会员的场外衍生品经纪业务。<sup>①</sup>其次,大型交易商可能影响清算中心在会员清算资格(即判断什么样的交易应当由清算中心来清算)上的决策。虽然立法对于清算中心会员准入制度有一定的原则性要求,但清算中心在这一问题上仍拥有很大的自由裁量权,如大型交易商会利用清算中心的会员准入制度来拒绝新交易商进入市场,从而保护他们的市场份额;或者大型交易商为了保证其交易量并维护市场份额,限制场外衍生品在清算中心清算,可能要求董事会制定更严格的清算资格标准,而这将降低清算中心内的竞争效率。<sup>②</sup>

#### (六) 监管失灵问题

金融市场的复杂性和波动性,可能导致清算中心不能对衍生产品进行有效监管。一方面由于金融系统内部各因素紧密联系,并且受外部因素的影响,清算中心很难对金融市场的全貌进行预测和掌控。因此,主要衍生品交易商为了准确地了解交易对手及产品的市场风险,往往需要投入巨额资金,但这种私人投资只有在交易商获得独家信息并得到排他性的回报时才会存在。然而,由于清算中心不实施自营业务,不能收回为了解市场和建立复杂风险模型而进行的巨额预算投入,所以缺乏对每笔交易进行详细尽职调查的正面激励。而且,为了防止搭便车,清算中心会员也必然不愿意与竞争对手分享自己的信息与风险模型。因此,在复杂的金融市场中,清算中心不可避免地会发生基于信息缺乏的判断失误,并且在规则制定和风险管理时并不能达到最优的监管效果。另一方面,金融市场在不断变化,参与者也在适应不断改变的市场。<sup>③</sup>金融活动的动态不确定性,导致政策制定者和监管者极有可能犯错误。衍生品的市场价值瞬息万变,清算中心无法对特定的衍生品一一进行清算。清算中心需要不断测算交易产品的市场价值,来确定何时要求会员提供更多的保证金或抵押品,但往往在结算时,风险模型的基础参数很可能已经发生了变化,出现抵押品太少或其他风险监控漏洞。

此外,强制性的统一监管可能会削弱其他降低风险的方式。如果所有地区或国家均适用相同的监管规则,当现有监管体系无法覆盖所有重要的风险点时,市场将会暴露在同样的风险下,危机爆发后将没有任何缓冲地带。而且,由于许多场外衍生品交易本身就是定制化的交易,其中涉及到特定行业的特殊术语,而强制进行统一的严格监管无疑会大大限制这种定制化交易的灵活性,使得有益的金融创新被扼杀。

### 四、完善中央对手方清算制度的策略

中央对手方清算制度设计内含的及实际运行中的上述风险,往往相互影响,甚至共同发生作用,导致监管难度加大。学者们和监管者经过对后危机时代各国金融改革法案实施效果的总结分析,提出了完善中央对手方清算制度的建议。其中一些建议是综合性的,能够起到同时降低数种风险的效果。

#### (一) 建立第三方机构来计算头寸、收取抵押品

表面上,净额结算和保证金制度降低了清算中心会员的成本,但同时也降低了清算效率并提高了会员的道德风险。有研究表明,从总成本的角度看,这可能已经大大超过了双边结算下抵押制度的总成本。<sup>④</sup>针对前述问题,可以建立第三方机构来计算头寸和收取抵押品,即第三方机构不具有交易中介的属性,其不撮合交易,只专门负责监督交易商头寸和收取抵押品。该第三方机构可对应多个清算中心,以提高每个交易商净头寸结算的效率,并可根据会员所持有不同合约的具体风险来收取保证金及抵押品,从而在一定程度上降低

<sup>①</sup>Stephen Craig Pirrong, The Self-Regulation of Commodity Exchanges: The Case of Market Manipulation, 38 J. L. & Econ. 141, 145 (1995)

<sup>②</sup>参见 Harper, Leising & Harrington, Ownership Limitations and Governance Requirements for Security-Based Swap Clearing Agencies, Security-Based Swap Execution Facilities, and National Securities Exchanges With Respect to Security-Based Swaps Under Regulation MC, 75 Fed. Reg. 65, 882, 65,8845 (proposed Oct. 26, 2010)

<sup>③</sup>Michael S. Barr, The Financial Crisis and the Path of Reform, 29 Yale J. on Reg. 91 (2012)

<sup>④</sup>Conrad P. Voldstad et al., Remarks at the Fordham Journal of Corporate and Financial Law Symposium: Regulation of Over-the-Counter Derivatives (Feb. 13, 2012).

交易商道德风险。此外,建立第三方机构来计算头寸和收取抵押品可以最大程度地保留双边净额结算的优点,并使风险敞口相较于多边净额结算和碎片化清算显著缩小,从而使清算中心从衍生品交易系统的运营和执行事务中抽出身来,将重心集中于规则制定和风险监管上。

## (二) 中央银行进行流动性支持及监管

美国《多德-弗兰克法案》已将一些清算中心明确认定为“系统重要性金融机构”。为避免前述清算中心丧失偿付能力,继而破产并引发系统性风险,各国中央银行应拥有是否向清算中心提供紧急流动性支持的自由裁量权。同时,中央银行作为金融监管者,应对清算中心的运营进行监督和规制,以避免其出现“太大而不能倒”的道德风险,并确保其能恰当、充分地适用风险管理标准和违约程序来弥补会员违约可能造成的损失。

## (三) 建立衍生品交易的再保险制度

缺乏必要的信息和监管手段是现代金融监管的普遍问题,只有不断的试错和检验才能达到有效监管的目标,但这成本巨大。从管理角度看,监管失灵和监管水平低下也是“激励”不足的问题,其可以通过衍生品交易再保险的方式解决,即让保险机构参与到交易中来,使其发挥对衍生产品风险的监督作用。由于保险机构在保险风险进行评估和定价方面拥有丰富的经验和专业知识,并且盈利动机能够促使其充分收集市场信息,从而在清算中心发现风险前提高保险费率,这实际上也是对信息不对称风险提供了担保。<sup>①</sup>再保险人的担保人角色使得其会约束交易商的过度冒险行为并要求交易商降低超出保险范围的风险敞口,以控制保险事件的发生概率,从而降低金融市场整体的系统性风险。此外,也可以要求清算中心进行再保险,以弥补其特定情形下的流动性不足,并且保费的成本负担在一定程度上可以缓解“太大而不能倒”的问题。

## (四) 完善公平公开的准入制度

如前所述,当清算中心对非会员之间的交易进行清算时,会出现会员交易商与非会员(即交易商的客户)之间的矛盾。为了使交易商之间充分竞争,清算中心应当向非会员交易商开放会员资格和清算准入。<sup>②</sup>一方面美国证券交易委员会(SEC)和商品期货交易委员会(CFTC)都提出了“公平公开的准入”原则,迫使清算中心向所有市场参与者开放会员资格。<sup>③</sup>即只要能够满足基本会员资格的测试条件(“最低资本金”和“业务能力”要求)就可成为清算中心会员。SEC和CFTC还对“最低资本金”设定了最低标准,以防止清算中心将这一要求设定过高,违背开放性的基本原则。另一方面,需完善间接清算的制度安排,清算中心不应强制要求交易的其中一方必须是会员,<sup>④</sup>而应为清算资格设定一个公平公开的服务标准,以此加强会员交易商与非会员之间的竞争。

## (五) 监管机构任命独立董事

完善的公司治理结构是有效防范风险的重要保障,因此监管机构可以通过向清算中心任命独立董事的方式来提高清算中心的治理水平,该独立董事有权直接向监管机构汇报清算中心的相关信息,以保证清算中心适用准确可行的风控措施对系统性风险进行评估和管理,并且在必要时可以对清算中心管理层提出建议。<sup>⑤</sup>独立董事作为专家代表,其与清算中心和大型交易商之间无利益关系,不需要参加董事选举,不会产生类似于其他董事所面临的利益冲突问题,从而最大程度地保证其在清算中心监管决策中的独立性和中立性。此外,通过有效沟通,独立董事可以使清算中心更加了解监管机构的意图,进而提高自我监管的有效性。

## (六) 构建相互认可的国际金融监管体系

灵活性与多样性是有效金融监管所必不可少的条件,因此各国应在相互认可的基础上构建有效、多样的国际金融监管体系,从而解决监管失灵问题。具体来说,可由国际证监会组织(IOSCO)以“最大公约数”的方式设定一个国际监管标准,并且设立专门委员会对是否达标进行裁决。达标的国家可以根据其国内的既定规则进行监管,并有权认可其他达标国家的监管政策与措施,而未达标的国家将不能与(下转第177页)

<sup>①</sup>参见 Jeffrey Manns, Insuring Against a Derivative Disaster: The Case for Decentralized Risk Management, 98 Iowa L. Rev. 1575 (2013).

<sup>②</sup>Lynn M. LoPucki, Commercial Transactions: A Systems Approach 353 (2003).

<sup>③</sup>Clearing Agency Standards for Operation and Governance, Exchange Act Release No. 64,017, 76 Fed. Reg. at 14,479.

<sup>④</sup>Clearing Agency Standards for Operation and Governance, Exchange Act Release No. 64,017, 76 Fed. Reg. at 14,481.

<sup>⑤</sup>Mark J. Graffagnini, Corporate Strategies for Nanotech Companies and Investors in New Economic Times, 6 Nanotechnology L. & Bus. 251, 258 (2009).

于经济性裁员的特别保护对象规定也应豁免。《劳动合同法》第41条规定,在裁减人员时,应对企业的长期贡献者、年龄大而就业困难者、家庭生活负担重者特别关照,优先留用。优先留用制度,是将社会目标置于经济目标之前的制度安排。<sup>①</sup>小微企业一般处于产业链的低端,获取利润微薄、生存艰辛,其最大的贡献就是解决了众多低端劳动者的就业问题。因此,不可能再让其承载更多的社会责任。

#### (四)经济补偿金制度的完善

经济补偿在不同国家和地区有不同的称谓。我国香港地区《雇佣条例》称“遣散费”、台湾地区《劳动基准法》称“资遣费”;法国的《劳动法典》称“辞退补偿金”,俄罗斯的《劳动法》称“解职金”。国际劳工组织1982年《雇主主动终止雇佣公约》(第158号)称为“离职补贴”。该公约规定,当雇主解雇员工时,被解雇的员工有权获得离职补贴或者其他的离职福利,并依据其工作年限与工资水平来决定离职补贴的数额。但是,员工因不端行为而遭到解雇时,雇主可以不支付离职津贴或者离职福利。

关于经济补偿金的性质,学术界认识并不一致。有劳动贡献补偿说、法定违约金说、社会保障说、用人单位帮助义务说等。经济补偿金是国家调整劳动关系的一种手段,国家设定经济补偿金的目的不同,其性质、功能也就不相同。经济补偿金并不是一个单独的制度,它与一个国家的解雇保护制度、集体谈判制度、社会保障制度等密切相关。每一个国家都会根据本国具体的国情来赋予其不同的制度内涵。

从我国的现实情况来看,小微企业经营困难,经济能力有限,不可能承担更多的社会责任,但其解决了成千上万的低端劳动者的就业问题就是其对整个社会的最大贡献。因此,在劳动者超过法定的医疗期不能工作和劳动者能力不足不能胜任工作的两种情况下,我国应该免除小微企业支付经济补偿金的责任,不应让小微企业承担对劳动者的失业保障责任,国家应该建立更加完善的失业保险制度,而不是让企业特别是能力弱的小微企业来承担这种社会责任。同时,可以参考国外的做法,适当降低小微企业支付经济补偿金的数额,以减轻小微企业的负担。

(责任编辑:栾晓平)

---

(上接第131页)其他达标国家进行相互认可,亦不能进入国际市场或者只能进入较低层次的国际市场。相互认可的监管体系可以在全球范围内控制大型衍生品交易商的监管套利,使系统性风险敞口更为透明化;同时还可以减少统一监管带来的成本和阻碍,保持国际监管的多样性,削弱强制统一清算带来的系统性风险。

#### 五、结论及完善我国中央对手方清算制度的建议

针对目前我国衍生品交易的风险特质,上海清算所构建了一套场外市场中央对手方风险管理制度,主要包括净额结算制度、保证金制度和清算基金制度,并根据市场风险模型定期进行压力测试,其与国际通行做法基本保持一致。所以,本文所探讨研究的中央对手方清算风险及监管建议也同样适用于完善我国的中央对手方清算制度。

结合前文分析,我国中央对手方清算制度在重视提高交易结算效率的同时,还应重视对市场基础法律环境及结算风险管理体系的构建。具体做法:一方面应当通过立法对上海清算所的中央对手方法律地位予以明确,进一步规范其监管职权、规则制定、治理结构、义务及责任承担等,防范自身引发的风险。另一方面,应当结合我国的市场实践情况,对中央对手方清算制度潜在的风险进行详细分析,采取有效措施防范其演化为系统性危机,保障上海清算所安全、高效运行。

(责任编辑:栾晓平)

---

<sup>①</sup>董保华:《十大热点事件透视劳动合同法》,法律出版社2007年版,第412页。