

金融法重构之社会基础：金融利益关系系统化运动

宣頔

(南京大学法学院, 江苏南京, 210093)

摘要：金融利益关系的运动轨迹是金融法重构的基础。通过分析金融利益关系重整、系统性风险、次贷危机三者“前推后”的因果关系脉络，以及“重整”的具体安排、变动过程，推知金融利益关系运动规律与统合化发展趋势。并通过分析“重整”的产生原因，得出金融创新与金融法约束的应然适度关系。基于以上规律、趋势与关系的总结，提出金融法重构的框架思路。

关键词：金融利益关系；系统性风险；影子银行；金融创新；统合化；金融法重构

中图分类号：D912.28

文献标识码：A

文章编号：1672-3104(2015)02-0043-10

金融法学界隐约感知数十年来金融实践的异动，却无法很好表达，纠结于“机构监管”“功能监管”，始终未曾触及金融利益关系这一金融法调整之基。也确实，金融利益关系犹如精灵，伴随金融创新不断灵动，金融法将其俘获的首要难题便是如何把金融领域抽象的利益关系载体化、物质化。更进一步，金融利益关系怎样区分，其类型是否一成不变，在2008年美国次贷危机以后，这些问题被突显和赋予格外的意义。20世纪30年代以降，从传统分业类型出发，金融利益关系变动始终存在^①，未曾有一刻止息。然而，每逢大危机来临，我们才能平心静气去观察金融实践及其社会关系的本来面貌。金融利益关系脉动的隐忍并不改变其变动范围之广、程度之深。因应危机后全球范围金融法制变革之势，我们试图回归其社会基础，描摹出金融利益关系运动之轨迹，提出金融法重构的框架性思路。

一、次贷危机、系统性风险与金融利益关系重整

(一)“系统性风险”视角：次贷危机的表象描摹

金融契约既能如实反映市场主体丰富的制度安排内容，又作为重要法律概念勾联利益关系与法律制度，成为描摹、分析金融关系的最佳载体与工具。传统上，金融利益关系可以分解为一个从简单契约跨越到“金

融中介介入的复杂契约组合”的连续集合。金融契约集合包含但不限于：简单金融契约、证券、衍生工具、共同基金等集合投资计划、以银行为中介的“固定收益类契约组合”和以保险机构为中介的“或有收益类契约组合”。契约的复杂程度逐渐增强，随之而生的金融风险强度不断加大，辐射范围愈加扩展。金融风险是市场参与主体在金融活动中遭受损失的不确定性或可能性，是其预期收益与实际收益出现偏差的概率。^[1]金融风险并不等于金融危机，金融风险与金融危机之间很大程度上存在因果关系，金融危机是金融风险聚集并放大的结果，也是金融风险的充分暴露和“极限效应”，金融风险是否转化为金融危机取决于风险的承受力、扩散性、消除能力以及社会机构的信用等因素。^[2]

然而，2008年美国次贷危机引发的全球金融海啸，无一例外地击穿了这些因素临界阈值，隐含在整个金融体系中的风险因子集中爆发，演化为大萧条以来最严重的金融危机。次贷危机肇始于美联储17次上调联邦基金利率，美国房地产贷款利率攀升使购房者偿付难度增大，信贷市场出现大范围违约，以致大量信用评级较低的中间级、股权级MBS、CDO以及基于CDO的各类衍生品无法偿付本息，对冲基金、投资银行遭受重创，资产负债表严重恶化。各类证券资产被迫提前处置，抵押债权市场标的价值大幅缩水，高信用等级衍生品投资者也受其拖累出现浮亏。作为

收稿日期：2014-10-24；修回日期：2014-12-17

基金项目：2013年度国家社科基金项目“消费安全的法律规制研究”(13BFX095)；2014年度常州大学青年发展基金项目“金融商品交易私法调整研究”(2014QN13)

作者简介：宣頔(1983-)，男，江苏常州人，南京大学法学院博士研究生，常州大学史良法学院讲师，主要研究方向：金融法

抵押品,原本优质的次贷类证券价格下跌促使货币基金、养老基金等纷纷调高抵押品要求,提高预留扣减率,甚至终止与银行、贷款公司的融资合约,回购协议违约严重。^[3]金融机构被迫抛售相对优质的资产以满足流动性需求,股票市场、黄金市场等也因资产抛售出现大幅振荡。货币市场流动性紧缩堵塞了SIV的融资渠道。为避免所属SIV在流动性危机冲击下贱卖资产而出现巨亏,商业银行不得不出手向其提供巨额信贷支持,从而加剧了对普通居民、企业以及其他金融机构的信贷紧缩。另外,由于资产证券化的各类产品发行量大幅下降,商业银行持有的大量次级债权无法证券化,加之体系外资金输入渠道受阻,商业银行自身流动性也出现问题,从而造成整体性的信贷紧缩。

与以往不同,此次危机的蔓延空前广泛,从信贷市场传导到资本市场,又从资本市场回流,波及金融体系每一处。不难发现,次贷危机已经超越了一般意义上市场风险、信用风险、流动性风险^②的危机转化。其引爆的金融风险更具整体性、广泛性,并成为危及整个金融体系安全的风险,即系统性风险。^[4]如何定义系统性风险众说纷纭^③,总的来看,所谓“系统性”有两层涵义:一方面,一个事件影响了整个金融体系的功能;另一方面,一个事件让看似不相干的第三方也付出了一定的代价。系统性风险是整个金融体系崩溃或丧失功能的或然性,与单个金融机构风险或个体风险相比,具有复杂性、突发性、传染快、波及广、危害大等特征。^[5]

(二) 金融利益关系重整与系统性风险的因果关联

由于每一次危机产生的原因不尽相同,有关金融危机的经典理论也很难完全覆盖现代系统性风险的成因,本文更是无意和无力在经济学上深入探讨。但是,本文却有意站在法社会学的高度,从金融利益关系本身入手,找寻其与系统性风险关系的蛛丝马迹。我们不禁发现,传统金融利益关系的经典集合以及其中的经典元素在次贷危机中已经变得不那么典型,即便集合中的契约安排类型还存在,但也正发生着深刻的脉动,危机前后金融利益的契约安排经历了前所未有的系统性重新整合。

那么,次贷危机以前,金融利益关系的重整到底遵循怎样的轨迹,市场主体怎样绕过各国严密的金融法调整网络并在其体系之外“野蛮生长”,这种“绕行”最终要达致什么样的金融效果,实现怎样的金融功能,并通过怎样的路径助推“系统性风险”。这一系列问题的解答,有助于我们更好地摸清次贷危机前后金融利益关系与金融法间的关系状态,以期从中发现某些规

律,以便更好地规避“系统性风险”乃至其他新生金融风险,并最终、最大限度地遏制金融危机再生。

从20世纪70年代开始,各国金融业经历了放松管制的立法时代,金融业由分业经营向混业经营转变。采用混业经营的金融机构一般通过自身或其控股子公司,提供包括银行业、证券业、保险业以及其他新型金融业务在内的至少两种以上金融业务。^[6]尽管如此,传统金融利益关系及其契约安排类型、具体权利、义务内容并未出现本质改变,只是由先前特定的某一金融机构实施一类契约安排,转变为单一金融机构可以实施两种或以上的金融契约安排。虽然不同业务类质的不同风险可能由某一单个金融机构承载和管理,但是这种风险的集合并非当下所说的“系统性金融风险”。在金融法演进中,调整视角从区分机构进而进行调整,转变为依据金融功能的不同从而定位业务类型进行分别调整,基本阻却了混业经营初期金融风险的聚合和扩散。

但是,次贷危机中的金融利益关系重整,是一种远甚于混业经营的高程度金融统合运动(如图1所示)。首先,次贷危机中暴露出一种与普通商业银行契约组合相似的“影子银行”契约组合,“影子银行”系统的金融利益关系和契约类型几乎涉及到除“固定收益类契约组合”之外的其他所有金融契约类型,并在实务操作中形成一个完整的、相互关联的法律关系链条。其次,系统地看,这个关联的法律关系链条整合而成的契约组合,其法律效果基本等同于“固定收益类契约组合”。从功能角度看,传统商业银行业务所实现的金融功能在次贷危机前被“影子银行”所承担。最后,“影子银行”不是一个独立的法律实体,而是由保险公司、养老基金、货币基金、抵押贷款经纪人或发起人、投资银行、对冲基金、证券化载体及其他金融机构构成的金融系统。^[7-9]

可见,次贷危机中金融利益关系重整主要表现为以银行为中介的金融契约组合被完全分解,并由“影子银行”系统的金融机构作为法律关系主体,实施相关契约安排,通过系统的整体结合实现银行业务的全部功能。这种重整具有“微观上离散、宏观上统合”的特征,以至于在考察特定金融机构的单个金融行为时,完全符合金融法调整要求;监管机构因为权限的业别划分,缺乏对“系统性风险”的有效识别和有力规制。因此,此种金融利益关系的整合极具隐秘性并带有明显的规避监管痕迹,以至于在次贷危机爆发前,各国金融法全然未有觉察。

在各界还在为金融市场是否应奉行经典经济理论强调市场本身的配置作用,还是强调现代性对市场进

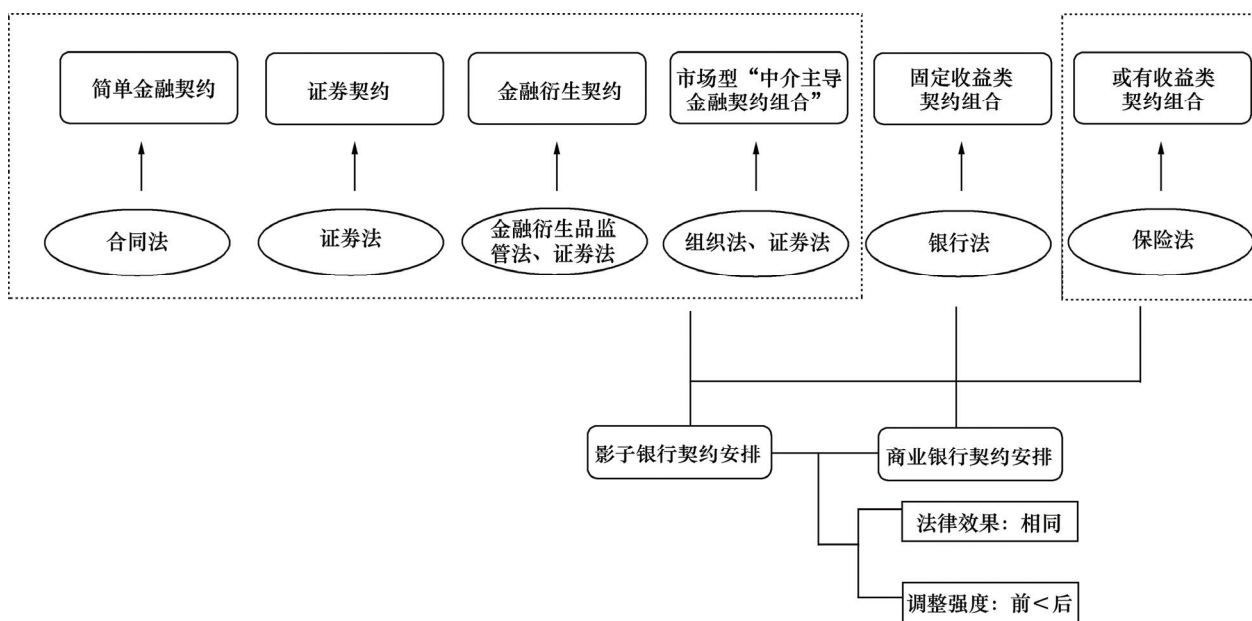


图1 次贷危机前金融契约安排之重整

行有序监管而纠结，在法学界还在深入探讨是以“机构”还是“功能”的标准进行金融法调整时，由全球系统性金融风险引发的金融风暴席卷而来，全球金融法治经历了一场痛苦的“炼狱”，无数标榜可以最大程度激发金融效率并能兼及金融稳定与投资者保护以致致数种法价值诉求完美平衡的金融法制被击打得“溃不成军”。

二、金融利益关系重整的产生：金融创新与金融法约束的紧张关系

（一）金融利益关系重整的具体内容：“影子银行”契约安排

与“影子银行”系统相关的金融利益关系与契约安排极其复杂，首先需要厘清“影子银行”系统的运行机制。一般认为，“影子银行”通过以下步骤实现传统银行的信用创造过程：发起贷款——构建贷款池——发行ABS——构建ABS资产池——发行ABSCDO——ABS中间交易——批发型融资。^[10]这七个步骤经过简化和一般化，在实务操作中，契约安排往往更为复杂，市场主体会根据实际需要设计交易架构，其信贷链条会多于或少于这些步骤。即便如此，这个经过一般化的“影子银行”运行机制还是涉及了八类金融主体，囊括十余对法律关系(如图2所示)。

其一，借款人与贷款机构之间的借贷关系。这是整个“影子银行”链条的发起环节。在美国，因为“影

子银行”种类丰富^④，涉及的贷款机构繁多，常见的有商业银行、金控集团附属商业银行、(投资银行控股的)工业贷款公司(ILC)与联邦储蓄银行(FSB)附属金融公司、独立金融公司。与传统商业银行不同，非银行贷款机构的资金并非来自储户存款，而是通过在批发融资市场发行商业票据、中期票据和债券向货币基金等机构融资而得。按照合同约定，贷款人将资金贷给借款人，借款人须依照合同约定承担定期支付利息并最终偿付本金的义务。

其二，贷款机构与仓储行间的债权转让关系。仓储行(单一或多重卖方结构性管道)从贷款机构处购买债权以组建贷款池。仓储行购买的金融资产一般需具备以下特性：在未来产生可预期的稳定的收入流；债务本息的偿还分摊于整个债权的持续时间；原债权人需要持有该债权一段时间，有良好的信用记录；具有持续一定时期的低违约率历史记录；债权的担保物有较高的变现价值，并有标准化的合同条款；债务人有广泛的地域和人口统计分布。^[11]

其三，仓储行与特殊目的载体(SPVs)间的债权组合转让关系。转让一般通过合同或信托的方式实现。采用合同方式，则仓储行依合同约定出售基础资产给SPV，并按照合同约定收取销售合同款。采用信托，则仓储行将其所有的债权转移给信托机构，由信托机构发行收益凭证。这类交易主要为隔离贷款发行人的破产风险。SPVs要实现破产远离效果必须与仓储行构成“真实买卖”^⑤。必须由SPVs直接控制受让(债权)

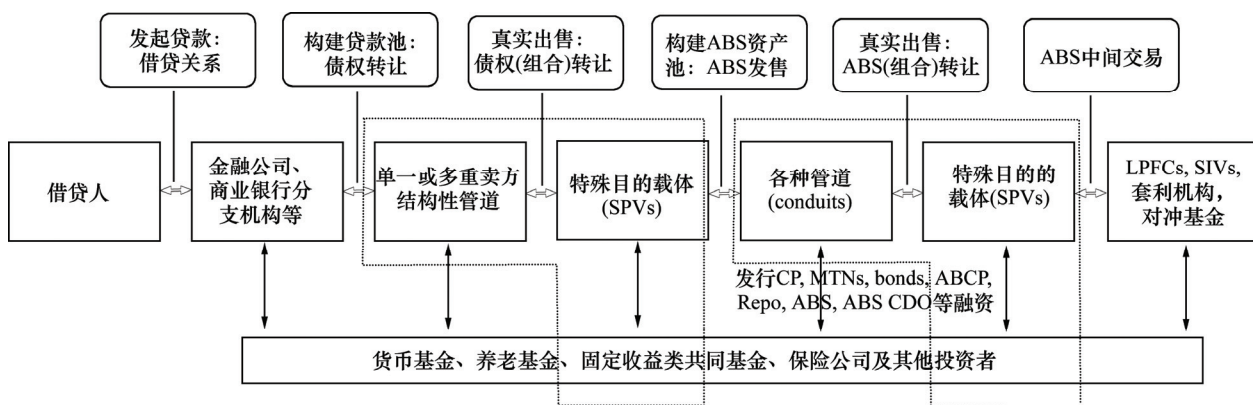


图2 “影子银行”的信用中介化过程

资产，享有受让资产的所有权益和负担；购买资产的对价需符合“公允价值(fair market value)”标准，否则可能被认定为欺诈性买卖；^[12]SPVs 如果没有享有后期服务权、或者仅保留部分证券利益、或者仅对部分转移出来的资产进行证券化，则可能被认为“半买卖半融资”，只有真实买卖的资产才能实现破产隔离。^[13]

其四，发行ABS[®]。SPVs 受让资产后，一般不再转售，而是以债权组合产生的稳定的本息收入流为基础发行ABS证券。SPVs 与证券承销商签订委托销售合同，将证券委托给承销商进行销售。

其五，发行ABS CDO。优先级ABS往往被风险偏好较低的货币基金等机构购买。而夹层ABS由各种管道(conduits)购买并仓储，再结构化，以ABS资产池产生的本息现金流为基础发行CDO。一般而言，贷款池的质量越差，经过的中介化链条就越长，需要经过不断的信用增级与证券分层，重组包装出评级较高的资产支持证券，以达到货币基金等机构的购买标准，实现债权的转移。^[10]

其六，ABS及其衍生品的中间交易关系。大部分影子银行链条中的资产支持证券的最终发行对象是批发融资市场的大型货币基金、养老基金、保险公司等。但是一些股权级的ABS，评级较低的ABS CDO以及CDO平方、三次方等金融商品无法满足批发融资市场的发行标准，会被为套利、平衡负债表、对冲风险的有限目的金融公司(LPFCs)、结构化投资工具(SIVs)、套利机构、对冲基金买入、持有或者以此发行新的衍生品。

其七，批发融资市场的投融资关系。批发融资市场的金融主体类型极其丰富，但可简单概括为两种类型，即“影子银行”体系中的资金需求方和最终投资方。“影子银行”不依赖存款，而是通过商业票据(CP)、

中期票据(MTNs)、债券(bonds)、资产支持商业票据(ABCP)、回购协议(Repo)、ABS、ABS CDO等一系列金融工具在批发融资市场进行短期或超短期融资，支持“影子银行”链条中每个环节的资金需要，实现“贷款端”和“存款端”的资金闭环，通过信用、期限、风险的错配实现额外利润。

其八，相关金融服务关系。主要指与“影子银行”有关的公司服务、资产管理、证券权益支付、信用增级、评级等一系列金融服务法律关系。

(二) 金融利益关系重整成因：金融创新与金融法约束缓解

对“影子银行”契约关系的梳理尽管颇费周章，但有助于我们对次贷危机前金融利益关系的演化路径、特别是具体安排有更深刻的把握。

我们发现，金融利益关系重整中含有资产证券化[®]及结构化金融产品等重要金融创新。从演化的角度观察，金融利益关系大规模重整往往发端于“各种新金融工具的采用、新的金融市场及提供金融服务方式的发展”^[14]，金融创新是金融利益关系变化的动因。一项新的制度安排之所以能够出现，是因为人们对它的预期收益超过预期成本，只有当这一条件得到满足时，人们才有在一个社会内改变现有制度和产权结构的企图。^[15]本质上，金融创新即为金融主体为获超额利润而对契约安排所做的变动，其引发的利益关系改变起初往往只局限于很小范围，涉及主体也很少。

但值得注意的是，任何金融创新为金融主体带来收益的同时也会引发制度成本。同样，资产证券化及其结构化金融产品的创新也会产生类似问题，特别是在超越金融个体本身的负外部性成本方面。资产证券化涉及到多对委托代理关系，委托代理链条越长，其中的逆向选择和道德风险就越多^[16]，而当委托代理问题累积到一定程度就会形成前文提及的系统性风险甚

至金融危机。

作为金融创新的外生变量，金融法理应作为消弭金融创新制度成本的调节器。应然状态是，在金融法与金融创新捕获与逃逸的博弈关系中，在尽可能发挥金融创新效率功能的同时，最小化外部成本，以达致金融创新成本、风险、收益的完美平衡。如图3中，金融创新、金融利益关系、金融法应该存在一个良性的互动关系。一方面，金融创新与金融法应存在一种程度适中的紧张关系。金融法的调整既不能过于严苛以至于施加过多的制度成本，阻碍金融创新，牺牲金融效率，也不能过于松缓以使金融创新过度而造成负外部性大量出现，金融风险累积。另一方面，对于金融创新引发的金融关系异动，应有识别机制，金融法不可视而不见。而且，金融法的每次变革都应保证最大限度的稳定性、预见性。因为每一次“重整——变革”的过程本身也会面临回应时间滞后引发金融危机，以及法制变革的成本耗费等问题。

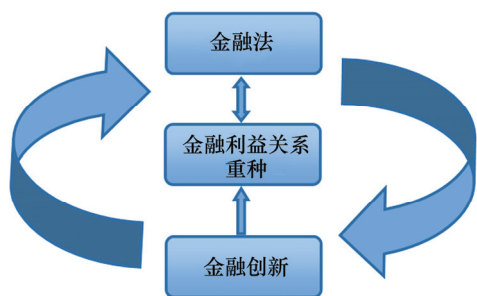


图3 金融创新、金融利益关系、金融法互动关系

金融创新与金融法的紧张关系过于松缓是2008年爆发全球金融海啸的根本原因。美国是金融海啸的策源地，以美国为例，这种松缓具体表现在：一方面，部分金融机构游离于金融法调整范围之外或受到的监管强度不够。第一，危机前，SEC对投资银行的监管仅局限于传统的证券经纪及相关活动，投资银行从事的大量资产证券化和场外衍生品交易则不受监管；^[17]投资银行通过短期票据市场采用借新债还旧债的滚动借债方式筹措资金，从事借短债、放长贷的业务，但本身未受审慎监管，不受传统资本充足率的限制。^[18]第二，对冲基金和私募股权基金符合一定条件即可获得美国《1940年投资公司法》《1940年投资顾问法》的注册豁免，从而免于受到美联储政府监管。^⑤第三，SPV等投资载体未被定性为“投资公司”而纳入美国《1940年投资公司法》的调整范围。第四，货币市场共同基金在流动性、信用标准和信息披露等方面监管不力。第五，对信用评级机构的监管不力。“全国认可的统计评级机构”(NRSROs)认证制度存在缺陷；监管

部门对信用评级机构因“发行方付费业务模式”造成的“利益冲突”未采强制措施；信用评级机构职能界定不清，信用评级被监管部门从私人金融服务转变为金融监管公权行使，评级活动的独立、公正、客观立场难以保证。

另一方面，金融机构的部分业务和交易游离于金融法调整范围之外。首先，美国《1999年金融服务现代化法》结束了银行、证券、保险分业经营与分业监管的局面，^⑥银行投资私募股权基金和对冲基金的规模未受到限制，银行自营交易和类似的投资活动也未受到限制。其次，美国《2000年商品期货现代化法》放松管制，豁免对场外衍生品市场的监管，将大多数金融衍生品交易排除在《商品交易法》对场外交易的禁止之外，从而解除了存在于场外衍生品交易中百年之久的法律约束。^[19]而“影子银行”机构与投资者间绝大多数金融衍生品交易都在监管较少、信息披露制度不完善的场外市场进行。以至于投资者对相关金融产品风险的识别和掌控极为有限，对“影子银行”风险蔓延无法形成有效约束。再次，资产证券化产品的发行和交易大量利用美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》中的豁免条款规避了监管。另外，为便利资产证券化开展，大量条款进行了修订，进一步放松了监管。^[20]

尽管次贷危机以后，美、英等国相继推出一系列重磅金融改革措施，摒弃“金融自由主义”，确立严格金融监管理念。但是，金融法调整不免让人产生如此印象，即金融利益关系与金融法间的适度紧张关系极难拿捏，金融法往往遁入“加强调整——放松调整——再加强——再放松……”的无限往复之中而难觅平衡点。一段时间内，金融利益关系的创新、变动和重整往往会带来金融法新的变革，这种向好的完善尽管可以起到事后补救之效，但若缺乏对金融利益关系的运动及其规律做出更深刻的观察和把握，这种修复也仅仅是“头痛医头、脚痛医脚”。只有对金融法社会基础做出扎实、深刻和前瞻性的研究，金融法重构才有立足之基、立本之源。

三、统合化：金融利益关系的运动趋势

前文对20世纪30年代以来，发达国家金融利益关系运动特别是次贷危机前后金融关系大范围的重新整合做了动态描述。细心观察可以发现，金融利益关系自发运动主要集中在金融机构之间、金融机构与投资者之间的金融商品交易关系上，而且越来越呈现统

合化的趋势。金融商品交易的大规模重新整合运动必然会触发金融监管和金融调控法律制度的重构,从而演化为整个金融利益关系的更大范围的变动。对这些运动趋势的把握有利于我们重新建构金融法理论基础,完善金融法制。

值得注意的是,金融商品交易(关系)统合化是金融利益关系中最核心、最基础的运动趋势,其牵一发而动全身,涉及到金融商品交易主体、主体的经营行为、交易行为客体、交易的系统性关联等多方面的统合,以至于出现了银行、证券、保险、信托、基金不同业别金融商品交易的共性显现。具体来说,金融商品交易的统合现象包含以下几个方面。

首先,金融商品交易主体统合化,金融机构集团化、大型化趋势加强,各类“金融百货店”层出不穷,以满足投资者“一站购买”的金融需求。商业银行、证券公司、保险公司、信托公司、基金公司由原来的相互独立逐渐转变,通过持股关系而彼此界限模糊。一些大型金融机构的组织架构发生了根本性改变。目前,国际上通行的金融集团组织形式主要分为两类,即全能银行和金融控股公司。^[21]前者最为典型的即德国的全能银行模式。银行可以从事存贷款业务、证券承销和买卖、共同投资基金运作以及投资咨询等,同时还可持有工业、商业和保险公司的大部分股份,并且全能业务很少通过独立子公司,而是由无独立法人地位的内设部门直接从事。^[22]后者是指通过直接、间接持有一定比例的股份或其他方式而对银行、证券或保险等不同金融领域中的公司具有控制权,且不直接从事其他业务经营的公司。^⑩

其次,金融商品交易行为的统合化,主要表现为金融机构的混业经营。混业经营是对统合化金融商品交易行为的一种常态化概括。金融机构本质上属于商主体的一类,商主体以一定的经营活动为存在基础,而这些营利性活动具备连续性。^[23]对金融机构来说,其经营活动表现为连续的、日常化的金融商品交易行为。^⑪在分业经营的监管约束下,一类金融主体只能进行某一类金融商品交易行为。但从20世纪60年代开始,美、英、德、日等国分别颁布了《1999年金融服务现代化法》《1986年金融服务法》《1961年联邦银行法》《1981年银行法》等一批金融法律^[24],相继放松金融监管,允许混业经营,由此呈现出多类型金融商品交易行为统合于一体的态势。

再次,金融交易行为客体亦即金融商品的统合化。“金融商品统合”作为一种客观存在的金融现象出现并发展,是在各国放开混业经营法律约束之后。各国金融机构通过业务上的相互合作,积极开展综合化经

营,并通过合作协议、相互持股等法律途径,促成相互间组织结构的深层次融合。金融机构集团化趋势加强,其所提供的金融交易类型多样化,随之的金融创新也层出不穷,并主要集中在金融商品方面。总的来看,金融商品创新主要体现在其制度安排的统合化上,这种统合通过对传统金融商品附加更多功能、特性,甚至通过把传统金融商品的功能、风险重新打碎加以组合,以达到对传统交易标的的“跨界”整合。随之而变的是,传统金融商品的权利-义务模型、风险-收益模型以及交易行为的法律调整模型都将发生重整。具体来看,这种统合包括以下方面。

一方面,多功能集成的金融商品出现。金融机构实施混业经营以后,统合了银行存储、证券投资、风险管理功能中的两种或多种的金融商品日益常见,并形成一定规模,以满足投资者的不同投资偏好与金融需求。譬如集成了投资、保险功能的变额寿险、分红险等,集成了储蓄、保险功能的两全寿险,集成了信贷、保险功能的住房贷款人寿保险,集成了投资、储蓄功能的定投类理财产品。

另一方面,结构化金融商品的蓬勃发展。现代结构化金融商品产生于20世纪70年代,在90年代取得快速发展。目前,结构化金融商品没有统一定义^[25],从已掌握的文献资料来看,主要在资产证券化产品、信用衍生工具和嵌入衍生工具的证券这三类金融商品上使用“结构化金融(商品)”概念。^{⑫[25-32]}前者大体可以分为MBS、ABS和CDOs三类。中者是以远期、互换或期权合约为形式的金融资产,其价值水平和变动取决于某些经济主体的信用风险状况。^[33]后者则是融合了固定收益证券的属性和衍生工具的特征的一类证券。^[33]这三类金融商品中的每一类都极其繁复,子类更是纷繁芜杂,但它们有一些共性:首先,形式证券化。证券化具有“未来财产现时利用”“现时财产加速变现”的双重功能^[34],因此被广泛用于金融安排。金融商品之所以可脱离和超越金融契约的属性定位,而被称为“商品”,很重要的原因就在于证券化工具的使用。同样地,结构化金融商品的蓬勃发展也离不开“证券”载体。资产证券化产品、嵌入衍生工具证券落脚于“证券”,自不必多言,即使是信用衍生工具这种传统上被认为是金融衍生契约的制度安排,也出现了从合同到证券的异化。^[35]其次,关系衍生化。信用衍生工具本来就属于衍生工具的一种,嵌入式证券集成了衍生工具,是衍生工具与债券的结合,譬如合成型CDO就是信用衍生工具CDS和CDO的结构化产品。而资产证券化产品尽管并非严格意义上的金融衍生工具^[36],但是其与基础资产间存在一定的衍生关

系，是获得了基础资产稳定现金流支撑的金融商品。再次，结构复杂化。总的来看，结构化金融商品表现出高度的统合化，其超越了传统的金融商品类型划分，统合了证券、衍生工具的制度安排和金融功能，并通过复杂的金融技术集成为结构化产品。

最后但并非不重要，金融商品交易之间的系统性关联大大加强。前文对次贷危机前金融利益关系重整的描述颇费笔墨，这里不再重复，大量经验化描述的目的就在于总结出一般性的原理。从金融功能聚散的角度看，金融利益关系的统合表现在两方面：一方面，传统银、证、保、信金融功能的集成。传统金融功能两两甚至更大范围的集成，是通过金融主体、交易行为和金融客体多维度的统合实现。这是各国放松金融抑制后出现的普遍金融现象。另一方面，为规避监管，传统受“强监管”的金融功能被打碎，并通过一系列“弱监管”的金融利益关系统合而成。这种统合主要通过不同金融机构和投资者之间不断发生的金融商品交易实现。因为涉及资本市场和货币市场几乎所有金融机构和投资者，因此金融商品交易愈发呈现系统性关联的特征。“分解—统合”后的金融功能与原来相比，其潜在风险出现两方面的放大：一方面，当突发事件发生，金融风险会从个体传导、扩散到整个系统，危害叠加；另一方面，重新统合的金融功能未受到应有的“强监管”，无关的“弱监管”叠加，其法律效果显然要逊于特别针对某一种金融功能风险的“强监管”。

四、因应社会之变——金融法重构的框架思路

行文至此，两条轨迹逐渐清晰。如图4所示，一条是金融利益关系、系统性风险与金融危机的关系轨迹，另一条是金融利益关系的运动轨迹。

图4中③④释明了金融利益关系重整、系统性风险、次贷危机“前推后”的因果关系。这与本文前半部分内容高度吻合。而如图4中①②所示，金融利益关系运动并非无序和随机，自有其规律。金融利益关系运动以金融创新为先导。金融创新发展是从微观到

宏观的变化过程，当一种创新安排被市场主体普遍发现和认同，特别是这种利益安排可带来革命性的成本——收益结构改变，就会有越来越多的金融组织和投资个人介入其中，也就造就了更大范围和更深程度上的金融利益关系格局变化。前文分析之资产证券化、结构化金融产品创新引发的横跨货币市场和资本市场、与“影子银行”系统相关联的金融利益关系重整便是这种观点的最佳适例。而这种整合的抽象和预判即是金融利益关系的统合化运动。

金融法与金融利益关系始终处于一种微妙的互动之中。法律对于社会关系的调整，是将社会关系组织进自己所设定的社会关系模式当中，形成法律秩序。^[37]因应当下金融利益关系的革命性变动，并参照金融创新与金融法的应然适度关系，金融法重构的基本原则包括：第一，秉持包容性与涵括力原则。一方面，摒弃银、证、保、信等金融功能类型，打破传统金融法排列组合规律，把金融法价值具体化为若干调整目标，围绕金融商品交易关系这一中心范畴，进行涵括力更强的交易主体、客体、行为以及监管体系的类型化，以此建构相关法律制度。另一方面，抽取传统意义上各业别金融法共通的原理和制度，加强一体化法律调整，建构具有“总论”或“总则”性质的金融法以及以此为基础的金融法典，这有利于捕获统合化趋势下瞬息万变的金融安排与层出不穷的金融商品创新，从而使重构后的金融法具有较强的预见性和稳定性。^⑬第二，弹性化构造。强调“以原则为中心”的金融法调整体系；建构区分化的金融法调整体系。第三，金融法建立在“法域”划分基础之上。^⑭“法域法”以一定的“事项”划定法律规范的范围，而不强调法律所调整的社会关系的单一性质。金融法由与“金融”事项相关的公私法律规范共同构成，分工协作、合力实施。

此外，金融法主要在价值、逻辑、技术等方面做模型建构，并分为金融法的内在体系和外在体系。在内在体系方面，进行金融法效率、稳定价值的“新二元化”构造。金融法的外在体系以金融商品交易法重构为中心。与传统金融法把金融商品交易法近似等同于金融合同法不一样的是^[38]，重构的金融商品交易法

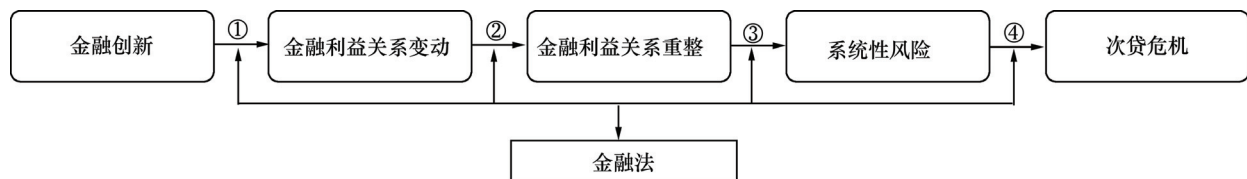


图4 关系轨迹与运动轨迹

范围极其广泛,基本等价于金融法的全部内容。金融商品交易法建构表现为从金融商品交易关系到金融法预设关系模型的转化,是一个对利益要素法律化的过程,基本脉向是对金融商品交易利益关系涉及的主体、行为和客体模式化并建立相应金融法主体制度、客体制度和行为制度的过程。第一,在金融机构法律制度重构方面。在尊重金融机构银行、证券、保险、基金等业别区分的事实下,构造与之平行的金融商品交易者体系,两者的关系在于:证券业主体逐渐被金融商品交易者体系所吸收;而银行、保险主体与其共存。另外,为防范系统性风险,“系统重要性金融机构”的公司治理应格外加以关注,应对金融机构高管、董事施以更为严苛的信义义务。第二,“广义金融客户”弹性化构造。在广义金融客户的概念下,依据专业能力、财力等因素对其进一步类型化,把金融客户划分为“一般客户”和“专业客户”,在后者中再区分出“适格专业客户”和“一般专业客户”,尽量把金融客户的层次弹性化。第三,金融商品交易监管主体的法律模式与选择。以目的监管为基础的双峰架构无疑最为合理,澳大利亚在次贷危机中的表现以及英国晚近从单一向双峰转向的金融改革都足以印证这一点。^[39]第四,金融商品的一体化法律调整。一方面,对金融商品本质属性重新界定,亦即“金融商品”的“物化”拟制;另一方面,对金融商品应采两分法,即划分为投资型金融商品和非投资型金融商品。对于前者,在概括界定的基础上,大致类型化为有价证券和金融衍生品两种,实现涵括性与具体性之统一。而对后者,保持系统的开放性,目前,可纳入的是信贷类和保险类金融商品。第五,金融行为法律制度建构。其一为金融商品交易行为法律制度,另外还包括金融监管行为法律制度。前者包括两方面:一方面,交易行为的直接调整。首先表现在对交易行为的拟制和类型化。对交易行为的一体化调整必须以抽象的法律拟制为前提,但这并不否定行为本身的类型化。金融商品交易行为包括金融商品买卖、金融中介、集合投资、金融咨询服务和资产运用。其次,直接调整重点是对金融从业者与金融客户交易行为的调整,是对前者交易方式、内容的限制,和对后者的保护,以纠正双方失衡的交易地位。分为“赋权”和“民事义务”两种法律构造模式。民事义务模式是各国综合性金融法的通行做法,这些义务和规则包括但不限于,说明义务、保密义务、适合性原则、禁止不当劝诱、冷静期规则、广告规范等。另一方面,交易行为系统性风险的私法防范。金融商品交易行为并非孤立的存在,具有系统意义。系

统性风险防范一般在监管法意义上考量,在私法范畴并在交易法上讨论尚在探索阶段,仔细观察资产证券化的交易结构,并从行为角度建构相关制度很有意义。金融监管包括对金融商品交易主体、行为和商品的监管。

注释:

- ① 本文涉及的金融利益关系“变动”“运动”“流动”等概念在同一意义上使用,是指金融利益关系主体、行为、客体的变化(一般表现为金融契约具体内容的变化)导致的金融利益关系类型、金融契约类型的变化,以及通过金融契约的不同组合形成的新金融利益关系。
- ② SATYAJIT DAS, RISK MANAGEMENT 5 (3d ed., rev. ed. 2006), 转引自陈肇鸿:《由经济观点论金融市场上以衍生性商品进行市场投机之管制》,《台大法学论丛》第39卷第3期。
- ③ 目前,存在从危害范围大小、风险传染、金融功能、对实体经济影响等角度对“系统性风险”进行定义的不同观点,具体见张晓朴:《系统性金融风险研究:演进、成因与监管》,《国际金融研究》2010年第7期,第59页。
- ④ 按照美联储的研究,“影子银行”体系分为政府支持型“影子银行”,由金融控股集团(FHCs)主导的内部“影子银行”,以及分别由多元经济—交易商(DBDs)(也称为投资银行控股公司),独立的专业化非银行金融中介网络(由非金融企业下属的受控财务公司 captive finance company)、有限目的金融公司(LPFCs)以及独立的结构性投资载体(independent SIVs)等机构构成)主导的外部“影子银行”几种类型。See Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky, Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York Staff Report (No. 458), July 2010, Revised February 2012, pp. 20-41.
- ⑤ 根据美国财务会计标准委员会(FASB)发布的“第140号公告标准(Statement No.140)”,资产转移根据实际情况可被视为买卖(a sale)、融资(a financing)、分批卖出(a partial sale)、半买卖半融资(a part-sale and part-financing)等多种形式。
- ⑥ ABS有广义、狭义之分。广义的ABS指所有的资产证券化产品,其内涵和 securitization 基本相当,大体可以分为三类:第一类为 MBS,指以不动产抵押贷款支持的证券;第二类为 ABS(狭义),是以非抵押信贷支持的证券,传统上多是消费信贷(consumer-backed loans)。前两类为传统证券化产品。第三类为 CDOs,是指在传统证券化基础上发展出来的复杂证券化产品,其基础资产主要是债务凭证,不仅包括收益债券(high-yield bonds)、国家债券(Sovereign Bonds)或新兴市场公司债(Emerging Market Corporate Debt),还包括 ABS(狭义)、商用不动产抵押贷款证券(CMBS)和住宅抵押贷款证券化(RMBS)等资产证券化商品。本文的ABS主要指ABS(狭义)和MBS,在传统意义上使用这一概念。参见[美]弗兰克·J·法伯兹、[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82页;Andreas A. Jobst, A Primer On Structured Finance, Journal of Derivatives and Hedge Funds, Vol. 13, No. 3, November 2007, pp. 199-213.
- ⑦ 如图1和2虚线部分所示,在最典型的“影子银行”法律关系中连续两次进行了资产证券化。资产证券化是一种结构化金融方式,通过这种方式,债权人拥有的对信贷资产或者其他应收贷款的权利被打包、证券化,然后再以资产支持证券的名义出售,Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, Asset Securitization, Comptroller's Handbook, November 1997, p.

2.

⑧ See The Investment Company Act of 1940, Section3(c)(1), Section3(c)(7), Section2(a)(51); The Investment Advisers of 1940, Section3(b)(3).

⑨ Financial Services Modernization Act of 1999, Pub. L. No. 106 - 102, 113 Stat. 1338, Title I.

⑩ 参见我国台湾《金融控股公司法》和巴塞尔银行委员会、证监会国际组织和国际保险监管协会联合发布的《多元化金融集团监管的最终文件》中对“金融控股公司”和“多元化金融集团”的定义。

⑪ 对投资者来说，金融机构的经营行为是一种金融服务行为。

⑫ See Georges Dionne, Structured Finance, Risk Management, and the Recent Financial Crisis, presented at the Advancing Canada's Competitive Advantage, a national forum on management, in Montreal, September 30, 2009, pp. 1-2.

⑬ 有学者对“金融服务横向规制”提出质疑(冯果：《金融服务横向规制究竟能走多远》，《法学》2010年第3期，第129-134页)，这不无道理。确实，总则(论)性金融法的涵括力不可能无限放大，任何一部宏大精致的金融法典也不可能解决金融实践中的一切法律适用问题，需要各层次的规范性法律文件、自律性规范、指南等加以支持。根据上村達男、犬飼重仁 and 神田秀樹的研究(《金融サービス市場法制のグランドデザイン》，東洋経済新報社2007年版，223、224ページ)，英国建立的庞大金融服务统合法体系，不仅包括作为第一层次法(primary legislation)的基本法典——《金融服务法》，还包括第二层次法(secondary legislation)即财政部等政府部门的命令(order)、规则(Regulation)，以及审慎监管局(FCA)和金融行为监管局(PRA)手册中的规定、标准等。另一方面，以传统金融功能构筑的业法或将作为特别法而长期存续，金融法的包容性和涵括力具有相对性。金融利益关系系统化不可能瞬时消弭传统界分，制度变迁之“路径依赖”以及法律认识的局限，都使金融法的综合化不会一蹴而就。以日、韩为例，不论《金融商品交易法》还是《资本市场统合法》，本质上仅为投资性金融商品法，是迈向把存贷款、保险商品也纳入其中的真正大一统的“金融服务法”的途径阶段。

⑭ “法域”概念由我国法学名宿王保树先生提出，具体参见王保树：《金融法二元规范结构的协调与发展趋势——完善金融法体系的一个视点》，载王保树主编：《中国商法年刊(2008)：金融法制的现代化》，北京大学出版社2009年版，第182、183页。

参考文献：

- [1] 周新辉. 金融危机预警系统研究[J]. 金融研究, 1999(2): 64-69.
- [2] 刘璐, 裴平. 不确定性、金融风险 and 金融危机之辨析[J]. 金融教学与研究, 2011(6): 11.
- [3] 周莉萍. 影子银行体系：自由银行业的回归？[M]. 北京：社会科学文献出版社, 2013: 149.
- [4] 秦岭. “影子银行系统”的系统性风险与监管——以美国为例的探讨[J]. 国际经济法学刊, 2010(1): 278-279.
- [5] 张晓朴. 系统性金融风险研究：演进、成因与监管[J]. 国际金融研究, 2010(7): 59.
- [6] 王国刚. 全球视角下的金融混业现象：多维度透析[M]. 北京：人民出版社, 2006: 17.
- [7] Research, Monetary and Capital Markets, and Strategy, Policy, and Review Departments. Initial Lessons of the Crisis [R]. Washington: International Monetary Fund (IMF), 2009: 3.
- [8] FSA. The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis[R]. London: FSA, 2009: 39.
- [9] Daniel E. Nolle. What is Different About this Recession? Nonbank Providers of Credit Loom Large [R]. Washington: Office of Financial Stability, United States Treasury Department, 2009: 1.
- [10] Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky. Shadow Banking [R]. New York: Federal Reserve, 2012: 10-11, 14.
- [11] 张晓凌. 美国资产证券化法律问题研究[M]. 北京：中国商务出版社, 2012: 4.
- [12] Thomas E. Plank. Sense and Sensibility in Securitization: A Prudent Legal Structure and a Fanciful Critique [J]. Cardozo Law Review, 2008(2): 623.
- [13] Tarun Sabarwal. Common Structures of Asset-Backed Securities and Their Risks [J]. Corporate Ownership and Control, 2006(4): 11.
- [14] David T. Llewellyn. The Evolution of The British Financial System (Gilbart lectures on banking) [M]. London: Institute of Bankers, 1985.
- [15] [美] 科斯 R, 阿尔钦 A, 诺斯著 D. 财产权利与制度变迁[M]. 刘守英等译. 上海：三联书店上海分店, 1991: 274.
- [16] Gary Gorton, Andrew Metrick. Regulating the Shadow Banking System [J]. Brookings Papers on Economic Activity, 2010, Fall: 273-275.
- [17] 袁达松. 对影子银行加强监管的国际金融法制改革[J]. 法学研究, 2012(2): 198-199.
- [18] FSA. The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis [R]. London: FSA, 2009: 21.
- [19] Lynn A. Stout. Derivatives and the legal origin of the 2008 credit crisis [J]. Harvard Business Law Review, 2011(1): 1-38.
- [20] 石太峰. 论资产支持证券发行的法律监管[D]. 北京：对外经济贸易大学博士学位论文, 2005: 50-53.
- [21] 杨琳. 金融集团监管国际比较及中国选择[J]. 全球化, 2013(4): 94.
- [22] 孙天琦, 仲大维. 我国金融集团发展的路径选择：基于制度竞争的分析[J]. 财经科学, 2002(1): 14.
- [23] 范健, 王建文. 商法论[M]. 北京：高等教育出版社, 2003: 282-295.
- [24] 张学森. 金融综合经营法律问题研究[D]. 上海：华东政法学院博士学位论文, 2007: 54-73.
- [25] [美] 弗兰克·J·法伯兹, [英] 莫拉德·乔德里. 结构金融导论[M]. 钱峰, 沈颖郁译. 大连：东北财经大学出版社, 2011: 1, 1-9.
- [26] Andreas A. Jobst. A primer on structured finance [J]. Journal of Derivatives and Hedge Funds, 2007(3): 199-213.
- [27] Sarai Criado, Adrian van rixtel. Structured Finance and the Financial Turmoil of 2007—2008: An introductory overview [R].

- Malaga: Banco de Espana, 2008: 11-13.
- [28] Joshua D. Coval, Jakub W. Jurek and Erik Stafford. The Economics of Structured Finance [R]. Cambridge, MA: Harvard Business School, 2008: 2.
- [29] Ingo Fender, Janet Mitchell. Structured Finance: complexity, risk and the use of ratings [J]. BIS Quarterly Review, June 2005: 69-71.
- [30] 刘莉亚, 邵斌. 结构化金融产品[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2005: 1.
- [31] 崔海蓉, 何建敏, 曹杰. 结构化金融产品国内外研究评述[J]. 经济问题探索, 2012(11): 147.
- [32] 甄红线. 结构化金融产品发展现状分析[J]. 金融教学与研究, 2010(6): 2.
- [33] 中国期货业协会. 结构化产品[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2013: 188, 2.
- [34] 周亮. 金融商品的法律形成原理与权利构造——统一立法的法理基础[C]// 黄红元, 徐明. 证券法苑(第七卷). 北京: 法律出版社, 2012: 710-711.
- [35] 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[J]. 环球法律评论, 2010(1): 118-120.
- [36] 王兆星. 为资产证券化和金融衍生品设栅栏——国际金融监管改革系列谈之五[J]. 中国金融, 2013(16): 37.
- [37] 黄建武. 法律调整社会关系的机制与科学立法[C]// 广州市法学会. 法治论坛(总第 24 辑). 北京: 中国法制出版社, 2011: 78.
- [38] 陶广峰. 金融法(第二版)[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2012: 10.
- [39] BDO and DLA Piper. The New Twin Peaks Model: A Report on the Financial Services Industry's Views on Upcoming Regulatory Issues [R]. London: BDO and DLA Piper, 2012.

The social foundation of financial law reconstruction: integration movement of financial interests relations

XUAN Di

(School of Law, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

Abstract: The trajectory of financial interests relations serves as the basis of financial law reconstruction. By analyzing the causal relationships among the financial interests relations restructuring, systematic risks, the subprime crisis, and the specific arrangements, as well as the specific arrangements and process of changes of “restructuring”, the essay infers the rules for financial interests relations movement and integration trend. And by analyzing the causes of “restructuring”, the essay deduces the idealistically moderate relationship between financial innovations and financial law constraints. Based on the above conclusions about the rules, trend and relations, the essay proposes the framework of financial law reconstruction.

Key Words: financial interests relations; systematic risks; shadow banking; financial innovation; integration; financial law reconstruction

[编辑: 苏慧]