

金融 法苑

2014 总第八十八辑

北京大学金融法
研究中心 编

Financial Law Forum

- 真实世界的法律金融学——金融法研究的科斯方法
- 从比特币看虚拟货币的困境与出路
- 论中国影子银行流动性风险的监管
- 商业银行同业创新业务的法律规制
- 论众筹投资者的法律保护：以美国JOBS法案为例

金融 法苑

2014 总第八十八辑

北京大学金融法
研究中心 编

Financial Law Forum

■ 执行主编：苏 盼 ■ 助理编辑：顾 晨

 中国金融出版社

责任编辑：黄海清

责任校对：李俊英

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

金融法苑 (Jinrong Fayuan). 2014 年. 总第 88 辑/北京大学
金融法研究中心编. —北京: 中国金融出版社, 2014. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7533 - 1

I. ①金… II. ①北… III. ①金融法—研究—丛刊
IV. ①D912. 280. 4 - 55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 124482 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 9.75

字数 230 千

版次 2014 年 6 月第 1 版

印次 2014 年 6 月第 1 次印刷

定价 20.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7533 - 1/F. 7093

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

致 谢

本辑出版得到李奎先生捐赠的“李奎研究基金”的大力支持，特此致谢！

Acknowledgements

This journal was also sponsored by grants from Financial Law Research Fund. We appreciate Mr. Sidney Reisman and his family for their support.

声 明

向《金融法苑》投稿即视为授权本刊将稿件纳入《中国学术期刊网络出版总库》及CNKI系列数据库、“北大法宝”（北大法律信息网）期刊数据库、台湾元照出版公司月旦法学知识库以及本刊确定的其他学术资源数据库，本刊支付给作者的稿酬已包含上述数据库著作权使用费。如有异议，请在来稿时注明，本刊将作适当处理。



目 录

Contents

特 稿

- 1 真实世界的法律金融学
——金融法研究的科斯方法 张建伟

互联网金融与法律

- 19 从比特币看虚拟货币的困境与出路 俞文秀
44 论众筹投资者的法律保护：以美国 JOBS
法案为例 梁家全 陈智鹏
62 互联网理财产品的法律风险分析
——以百度“百发”为视角 徐 正

金融创新与法律

- 76 “卡时代”下“部门货币”层次性监管
之补正 赵忠奎
93 商业银行同业创新业务的法律规制 杨 健
119 论中国影子银行流动性风险的监管 姜 骏



银行实务与法律

- 133 商业银行操作风险内控：国际通例与
中国制度的改进 独丹丹
- 150 赤道原则Ⅲ与金融机构角色定位 宋子笠

公司与证券法制

- 168 并购重组视野下的营业转让及其法律
规制需求 郑 杰
- 192 信托关系的认定
——以司法实践为视角 姜雪莲
- 212 中国对美直接投资的审查壁垒及其对策 顾梦怡

海外传真

- 228 韩国国际财务报告准则之引进及其应用
局限 张妍美
- 255 欧盟信用评级机构监管的最新发展及其
对我国的启示 孟翔韬
- 276 VISA 诉银联，究竟谁赢了？
——美国诉中国电子支付 WTO 争端
案评析 陈雨松

真实世界的法律金融学

——金融法研究的科斯方法

■ 张建伟*

一、“黑板”金融经济学与“黑板”金融法学

经济学历来被称为沉闷的科学。由于深受牛顿力学传统的影响，再加上“李嘉图恶习”主宰经济学界以后，经济学研究越来越脱离真实的经济有机体世界，转而走向重抽象和演绎的文风。边际革命以降，经济学终于陷入“形式主义泛滥”的歧路，成为不接地气的“黑板”经济学科。^①更为不幸的是，经济学这种沉闷的、重抽象的、演绎的个性似乎又影响到了当代金融学研究领域，尤其是新古典经济学侵入

* 复旦大学法学院经济法教授。

① 这是科斯对过度数学化和形式主义的新古典经济学的称谓。科斯崇尚的经济学研究是交易费用为零的理想经济世界，进入有摩擦力的正交易费用世界，也就是从“黑板经济学”研究进入“真实世界的经济学”研究。参见，R. H. Coase, The Nature of the Firm: Origin, 4 *Journal of Law, Economics & Organization* 34 (1988)。另参见[美]科斯：《论经济学和经济学家》，上海世纪出版集团，2010；《企业、市场与法律》，上海世纪出版集团，2009。



金融学以后, 日益形成新古典金融经济学理论体系, 主要研究金融资产定价、金融市场均衡以及风险管理问题, 研究在不确定条件下对稀缺资源(资金)进行最优的跨期配置, 最终试图使其成为所谓“价值无涉”的科学。

实际上, 经济学终究绕不开价值本源问题的讨论。^① 与一般有形商品价值决定的导向不同, 金融活动最重要的特点是其时间特性, 金融产品是面向未来的商品, 过去的成本虽然对未来很重要, 但毕竟已经沉没, 对于人类来说, 更重要的是如何对这些过去的成本和“死劳动”加以功能性利用, 促进金融资本与“活劳动”的有效结合, 从而为未来创造更多的价值。所以从实用主义或发展与动态的意义上说, 借助效用理论, 尤其是边际效用理论, 从消费者的现时感受(未来收益所带来的效用)出发来确定价格似乎更合乎经济发展的动态逻辑。也就是说, 不是过去的痛苦和付出决定了价值, 而是现时的效用、收益与享乐决定了价值。将这一假说运用到金融资产定价上, 就是金融资产定价取决于未来的收益率, 涉及今天和未来两个不同时段之间的价值交换。由于未来充满不确定性, 那么通过把金融交易合同的细节条款转换成不同的未来随机事件, 然后再分析每种事件所引发的交易双方的损益概率, 就可以得到交易双方损益与未来事件的发生之间的数量关系(随机变量), 以此为基

① 从价值起源及其决定角度来看, 一般商品的交易往往着眼于商品的物理特征, 其价值与过去的生产劳动有关。一些古典经济学学者认为, 物品的价值决定于过去的付出与痛苦指数, 即其生产所花费的时间乘以社会单位劳动时间的成本。也就是说, 劳动创造了价值, 而交易只是转移了价值, 金融交易也是如此。马克思等古典经济学家对劳动成果占有的强调映射到人与人之间的关系上, 有可能会引发对劳动成果占有的合理性和合法性问题的争论, 进而引发剥削论和斗争哲学。这种理念如果被极端政治势力所利用, 则很有可能造成人类社会自然进化程序的断裂, 进而引发社会灾难。

础，就可以对这种关系建构定价模型。

这种金融经济学的研究范式，聚焦的是金融资产的静态数量关系和空间关系的构成，好比研究离开了人体生命机体的血液循环系统，而真实金融交易中的产权冲突与合同签约的细节，则从新古典金融经济学学者的眼中消失了。也就是说，新古典金融经济学仅仅关注金融商品的定价问题，忽视了金融交易中人的主体性、意志本身对金融市场价格以及金融有机体的塑造功能，忽视了金融的时间特性和金融产权、契约权、自由权、责任配置的重要性，也就必然失去对金融有机体生命疾患的治理与演化进程的揭示，最终必然忽视金融运行的法院与监管执法对金融有机体的动态“养生”与“治疗”。要言之，新古典金融经济学缺少一个关于金融行为、金融目的意志理论和金融社会机体的结构——功能理论，包括激励、约束、预期、抵制、审慎、透明和及时性，对敲诈、暴力、胁迫、欺骗和机会主义的禁止等机制设计，最终因为远离了真实金融世界的运行，而被诟病为“黑板”金融经济学。

其实，金融学的研究并不止于金融资产定价，如果以生物学的视角观察金融，就会发现一个活生生的真实金融生态世界。金融交易和金融资产往往涉及至少两方当事人，一般有形商品的物理性和感受与金融商品毫无关系，而对于金融交易来说，人与人之间基于未来的金融预期数量关系却很重要。由于该预期行为更多地受人们意志的影响和左右，人们往往会从未来目的入手来规划现在的经济与金融生活，于是，金融就像经济体一样成为时间历程中有生命的东西。

如果我们对金融持有机生命体的观念，则金融有机体的发展与绩效就不仅仅意味着简单的价格加总，而是金融生命体构成各要素的最优比例之组合，其组合好坏也常常在业绩上表现为建立在结构、功能、绩效基础上的各个组成部分之间的乘积关系，而不是简单的数量加总。



在这个乘积有机体系中，法院或立法、监管机构的集体决策对金融资源的比例与组合可以产生好的和坏的金融秩序，而这个金融秩序的建立又依赖于法律的建构。法律对金融利益的协调与调和使得权力、权利和责任在法律文本中得到和谐的搭配与平衡，由此，金融法律文本就可以成为一件件引导人们的金融生活和金融行为的地图或艺术品，我们可以从金融法律艺术品中找到金融运行的优美旋律与不谐之音，进而对其进行改革，以寻求金融生态的良好治理之道。

因此，金融市场除了价格系统和价格机制外，更多涉及的是权力结构，其中相互冲突的利益主体在寻求扩展的机会边界时受到政府设定的法定权利边界的影响，构成了法律涵盖下的金融收益和风险的人际关系模型，成为涵盖权利、义务、风险承担与豁免权的权利、责任配置的函数系统。这说明，要研究真实世界的金融有机体，就离不开对作为金融文明载体的金融法律的解读与再创造。从这个意义上说，金融法律对金融研究和金融自身的发展至关重要，但金融经济学对法律重要性的认识，也只是在最近一些年才逐渐为学术界所关注。因此，法律与金融的关系的研究无论对金融法学还是对金融学而言都是学科可持续发展的不可忽视的环节。

当然，与经济学和金融学相比，金融法学研究似乎更加年轻。到目前为止，在正统的法学院，金融法学也还没有形成一个统一、一贯的理论基础，其研究范式也仍主要固守于部门法解释学的传统，专注于金融法调整对象问题和金融法的部门法解释，而与真实世界里的金融现实相距甚远，金融法与其他法律部门之间此消彼长的关系成为互相推导的调整对象的理论依据。这些研究范式最重要的缺点就是忽视了法律对金融系统的内生性机制的研究，没有从有机体的角度去理解金融系统。也就是说，金融法研究仍然缺乏对金融法内生性的金融秩

序问题的足够关注，而仅仅执着于概念法学或法律解释学之一隅。法学与金融学之间缺乏有效沟通，造成法律工作者不懂金融、金融工作者不懂法律的尴尬局面。

关于部门法研究，芮沐先生曾指出，“对于部门法研究而言，新的法律部门，如同所有自然科学和社会科学的学科一样，是新的矛盾、新的社会经济关系的反映，绝不是旧的法律部门的分支或层次，无法也不应从其他法部门中推导出来。”^①因此，金融法当然也不宜从其他部门法中推导出来。其实，如果我们离开“黑板”金融经济学和“黑板”金融法学，多做第一手的真实金融世界的调查，就会发现一个活生生的金融有机体世界。在这个金融有机体世界中，不仅可以将金融法的研究范围扩展到国际金融合作秩序、治理结构的演进及规律，同时国内的宪法、民法、刑法、行政法等也都可以贯彻到金融治理的规律与艺术的研究进程中。这就意味着，金融法学者不仅要懂得理性的经济分析，也要对经济（金融）进行法律分析。^②通过对法律与金融

① 北京大学法律系经济法教研室教师集体撰写、芮沐统稿：《经济法讲义》，4页，法律出版社，1985。转引自程信和：《经济法之原创性——芮沐先生经济法学术思想心得》，北京大学法学院芮沐先生百年华诞暨法学思想研讨会，资料来源：http://www.law.pku.edu.cn/ruimu/article_view.asp?id=1981&menuid=200795797314&menuname=-桃李天下，2014年1月15日访问。

② 吴志攀教授曾在国际金融法系列图书《国际金融法论丛》总序中强调该研究路径的重要性。参见，张建伟：《转型、变法与比较法律经济学——法律经济学理论思维空间的拓展》总序，北京大学出版社，2004。另参见，吴志攀：《金融法的四色定理》，法律出版社，2006；《金融全球化与中国金融法》，广州出版社，2000；《资本市场与法律》，中国政法大学出版社，2000；（与白建军合作主编）：《香港商业银行与法律》，中国法制出版社，1994。另参见，北京大学金融法研究中心编：《金融法苑》各期；吴敬琏、白建军主编，《弱冠临风——北京大学金融法研究中心二十周年纪念文集》，上海三联书店，2013。



互动与融合关系的分析,我们就会发现一个内生于金融生命体中的、五色斑斓的、活生生的法律基因。

二、金融的法律本质及其政策含义

(一) 金融业:“法律密集型行业”

离开了“黑板”新古典金融经济学的世界,我们会发现,金融其实就在法律之中。在现代金融概念下,金融通常被认为是跨时间、跨空间的价值交换。金融交易与一般商品交易的不同之处在于,前者往往需要有一个时间或者空间上的间隔,因而信任对塑造这种跨期、跨空间的价值交换中人们的稳定预期就非常重要。由于构造信任的一个重要基础就是法律,法律可以超越人格化的信任,为金融交易奠定“陌生人之间金融交易”的制度框架。不论是银行、保险、基金、信托、证券或是其他金融交易,交易的内容和标的大都具有充分流动性,甚至是匿名、非定向发行的金融工具或契约。就是说,金融契约与一般合同法的定向契约不同,公众公司的股票和债券大多都针对不特定的对象非定向发行,所以信息不对称的程度和风险都更高。金融交易的契约性质从本质上决定了其对法治、信息环境(透明度)等制度架构的高度依赖性,使其比任何其他实物商品更依赖于法律和法治。在这个意义上,金融业是一个典型的“社会资本”密集型行业,或是“信任密集型”、“制度密集型”、“法律密集型”行业。

具体来说,金融在以下几个方面对法律制度具有极大的依赖性。第一,较之有形物资产,金融资产必须借助双方当事人,其交易必然会涉及政治、金钱或再分配以及风险承担方面的冲突,因此必须要有可靠的契约执行架构和金融产权保护制度体系,以保证金融产权的稳

定性和交易双方的契约权益。如果没有独立于政治权力和其他垄断势力的法治，金融产权和金融契约的交易安全就没有保障，金融市场和金融交易就难以得到深化和拓展。第二，鉴于金融交易的内容是一纸金融契约，牵涉到跨时间和跨空间的价值交换，买卖双方处于一种信息不对称的状态。面临这种状态，金融交易的卖方在从事风险交易时就有更大的道德风险，如果没有法律对信息不对称的状态进行治理，就会产生逆向选择和道德风险等问题，最终导致金融市场萎缩。第三，银行资产、金融证券的高度流动性使得人们可以很容易通过不劳而获赚取巨额金融收益，因此券商、银行、保险、基金等金融机构必须独立于政治势力，否则这些金融机构就会容易被这两种势力染指，从而蕴含巨大的金融风险。第四，金融资产定价与投资者的预期甚至情绪有很大关系，在预期的作用下，市场上容易出现多重均衡现象，继而产生恶性资产泡沫或资产价格暴跌，因此政府基于法律的监管对这种系统性金融风险加强治理十分重要。第五，金融往往涉及存款人、小股东或债权人等不特定的对象，这类对象存在“搭便车”等集体行动的困难，他们的权利往往更容易受到侵犯，因此与一般商品交易中的消费者相比，需要法律给予他们更多的特殊保护。当然，这种保护往往也基于某种合理价值与社会公共目的。

那什么是合理价值和公共目的呢？从法院的判决来看，只要被认为是“合理”的东西都在审判中得以留存，称为“先例”法律资源。而问题在于，“合理的行为”却是一个难以准确界定的概念，现实中往往是由公共官员和私人公民根据所谓“合理的行为标准”进行界定。从这种意义上说，金融法律给“合理的金融行为”谋定的标准，实际上只提供了一个实用主义的解释框架。当某种特定的金融互动与交易使某些金融的公共目标被广为接受时，该交易又得到了某种法律



框架下拥有许可、禁止权的人或团体的支持,这种金融秩序就会得以拓展。这种分析框架实际上超越了自发秩序与人为秩序建构的两种法则所形成的“二分”观念:一方面,表现为金融个体自利性与自发性的行为企图;另一方面,也可能反映了某些公共权威人士或立法部门试图鼓励或遏制不同交易行为的有意识建构性企图,而这种金融行为的目的在于实现权威人士或立法部门关于社会或公共目的的观念。

实际上,金融的私人目的与公共目的之间也并非一定水火不容,私人目的本身往往就是公共目的的源头。原因在于,当国家通过界定产权等措施对特定私人目的的金融活动加以保护、鼓励或促进时,私人目的也就同时具有了公共意义,使得金融私法与金融公法可以相互融合,共同服务于金融良好治理的需要。因此,可以说,公共目的的观念可以决定金融主体对事实和未来的预期与理解,并最终塑造金融市场。同时,这些目的观念又体现于治理该种金融交易的诸多法律规则之中,隐含了人与人之间的明示承诺、威胁、金融投票与表决等程序和规则,构成人们的金融行为和金融权力的边界。通过一系列法律原则,国家对金融个体和金融组织进行比例组合,形成了金融法律的治理结构(即使在国际金融法领域,主权国家之间的交易和扩展也属于国际金融合作秩序的扩展范畴)。在资源稀缺和存在机械性力量的世界中,金融法律可以将劝诱性、胁迫性或欺诈性的激励与其相反的激励在自愿、不自愿和无所谓的人之间进行比例最优的组合与分配,从而达到在公共和私人参与主体看来,对私人、公共或世界利益均有利的目的。

(二) 金融发展史:金融发展对法治的依赖

从金融发展的历史角度看,金融市场的发展与宪政和法治存在很强的依赖关系。以英国为例,1688年光荣革命之前,主要受王权控

制，不仅由国王任命法官，法院和司法缺乏独立性，而且王权经常掠夺私人财产权，比如没收私人财产或将私产充公等，投资者的权益得不到有效保护，金融因而在相当长时间内处于萎缩状况。光荣革命之后，确立了议会至上、司法独立和普通法至上三大原则，英国的新兴资产阶级和贵族的利益得到了体现，王权不能随意染指私有财产，包括金融资产产权在内的私有产权得到了有效保护。宪政和法治从而得到了发展，政府债券、资本市场和银行也都相应迅速发展起来，并导致了之后金融革命和工业革命的相继爆发。此后，在外部，英国成功打败了人口是它三倍的法国，在与法国的多年战争中获胜，其中最重要的原因就是在这些革命发生后，英国利用其发展起来的金融体系及其经济实力的提升为战争融来了足够的资金。而在内部，基于宪政和法治的框架，英国国家与市民社会之间达成了双赢，英国由此得以经济起飞，成为全球的“日不落帝国”。

从反面来说，法律与金融可持续发展也具有重要关联。以1997—1998年的亚洲金融危机为例，我们发现出现危机的国家都有一个共同特点，就是权力不受制约、权力染指金融。不管是韩国的“官金融”，印尼的“家金融”或“军金融”，都涉及“官员染指金融”、“家族控制金融”乃至“军队掌控金融”，^①其后果就是金融产权得不到有效保护，使得金融发展不可持续，进而爆发金融危机。如果投资者能够得到良好的法律保护，投资者就更有可能持续地为公司部门和金融系统供应资金，反之，则会出现违约、撤资或行使股权退出权，从而加剧资产价格的下跌，进而引发金融危机。

（三）金融本质与法律构造

金融的本质实际上不仅仅是“资金借贷、融通”或“风险管理”

^① 吴志攀：《金融危机的债务信用基础》，载《金融法苑》，1998（1）。



的技术，它同时也是一种财产权的跨期和跨空间交易。金融交易所依赖的金融工具实际上是一种合约或一种财产权利证书，金融市场是各类金融合约的集合，是产权证书的交易场所或机制，金融机构的实质则是一种产权交易的“合约纽带”，是降低交易成本及风险的合约治理结构。而金融法是体现这些私人契约和普遍主义秩序以及公共金融契约的“上层建筑”，金融法学就是一门研究这种金融上层建筑的学问。一般来说，法律上层建筑通过权利配置实现对金融行为的影响，而法律权利的含义具有双重性：从法律秩序意义上来说，法律赋予某种金融行为以强制力量；同时，该法律又必然会保护某种特定的金融利益。

对于一般有形物商品来说，物权的占有与使用是其终极目的，而债权不过是实现物权占有的手段而已。但在金融生活中，债权往往会复制自身并带来孳息，债权权利和利息的享有本身就是目的，而不再是实现物权或物权收益的手段。也就是说，只要“音乐”响起，金融债权本身就会踏着音乐的节拍，按照自己的逻辑去跳舞。易言之，在金融社会中，金融所有权本身就是资本，它处于不断的动态运动过程之中，这一点，不同于有形物商品世界。在真实金融世界中，债权人支配活劳动的力量或债权人的收益本身或合同本身就是金融活动的目的，而物权则成了过渡性质的东西，在金融生活中仅仅像面纱一样稍纵即逝。

因此，金融法的终极目标并不在于物权的占有与使用，大多数情况下，流动性追求与金融合同本身就是目的。要想使这种金融合同交易有可持续性，金融资产合同交易的两端——债权人和债务人的利益就均应得到有效保护。这将有利于减少风险，以达到既能够促进金融债权的发展与金融有机体的动态运动，同时又不至于因流动性泛滥、