



上海交通大学
学术出版基金资助项目

A project supported by
Shanghai Jiaotong University Academic Publishing Fund

高风险金融交易 法律规制研究

徐冬根 著

A Study on Legal Regulation of
High-Risk Financial Transactions



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

上海交通大学
学术出版基金资助项目

A project supported by
Shanghai Jiaotong University Academic Publishing Fund

高风险金融交易 法律规制研究

A Study on Legal Regulation of
High-Risk Financial Transactions

徐冬根 著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

内容提要

本书对高风险金融交易法律规制的基本原理进行了深入的研究,提出了“高风险金融交易”的新概念,并从法学、金融学、逻辑学、哲学、语言学等多学科视角,对“高风险金融交易”的新概念进行了分析和论证。对高风险金融交易法律规制的学理分析,涉及四个层面的问题:高风险金融交易法律规制的经济学分析、法理学分析、国际金融法分析以及国际法分析。分别对金融衍生商品交易的法律规制、风险投资机构对创业企业股权投资行为的法律规制、以及跨国融资机构在我国股权投资过程中通过对赌条款追求高风险利润投资行为的法律规制进行了系统解析。

本书可作为我国高校法律、金融、财经、企业管理等专业的教学参考书,也可作为银行工作人员、企业管理人员、财务人员、律师、法官、公证员等业务参考书。

图书在版编目(CIP)数据

高风险金融交易法律规制研究/徐冬根著. —上海:上海交通大学出版社,2014
ISBN 978-7-313-12398-5

I. ①高… II. ①徐… III. ①金融交易—金融法—研究—中国
IV. ①D922.280.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第288662号

高风险金融交易法律规制研究

著 者: 徐冬根

出版发行: 上海交通大学出版社

邮政编码: 200030

出 版 人: 韩建民

印 制: 上海春秋印刷厂

开 本: 787mm×960mm 1/16

字 数: 325千字

版 次: 2015年1月第1版

书 号: ISBN 978-7-313-12398-5/D

定 价: 49.00元

地 址: 上海市番禺路951号

电 话: 021-64071208

经 销: 全国新华书店

印 张: 24

印 次: 2015年1月第1次印刷

版权所有 侵权必究

告读者: 如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话: 021-33854186

目录

绪论	1
一、高风险金融交易法律规制研究的跨学科性	1
二、高风险金融交易法律规制研究现状评析	3
三、高风险金融交易法律规制问题研究的必要性	8
四、本书的逻辑体系和结构安排	10
第一章 高风险金融交易概念创新与法律规制	13
第一节 高风险金融交易概念创新研究	13
一、高风险金融交易是一个新的学术概念	14
二、提出高风险金融交易概念的哲学基础	16
三、高风险金融交易概念属于类型概念	17
四、高风险金融交易概念具有外延开放性	19
第二节 提出高风险金融交易概念的理由与意义	22
一、提出高风险金融交易概念的理由	22
二、提出高风险金融交易概念的意义	24
第三节 高风险金融交易的高风险性	25

一、高风险金融交易之“高风险”	25
二、高风险金融交易之高风险性的特点	32
三、高风险金融交易之高风险的现实性	34
第四节 高风险金融交易的法律规制	37
一、高风险金融交易发展亟须法律规制	37
二、高风险金融交易导入法律规制的意义	39
 第二章 高风险金融交易法律规制的学理分析	42
第一节 高风险金融交易法律规制的经济学分析	44
一、高风险金融交易法律规制的理论依据	45
二、金融全球化下国家对规制与效率的选择	50
三、金融创新与高风险金融交易法律规制的关系	60
四、高风险金融交易法律规制的不同规制方式	63
第二节 高风险金融交易法律规制的法理学分析	65
一、法律规制是高风险金融交易实现正义的保障	65
二、法律规制是通过法律对高风险金融交易进行调控的活动	67
三、高风险金融交易法律规制是一项法治系统工程	69
第三节 高风险金融交易法律规制的国际金融法分析	78
一、严格的法律规制是高风险金融交易产生和发展的法律成因	79
二、高风险金融交易的全球化促进了金融规制法律制度的创新	80
三、高风险金融交易法律规制促进了国际金融法的发展	81
第四节 高风险金融交易法律规制的国际法分析	88
一、高风险金融交易法律规制与国家金融主权	88
二、参与高风险金融交易的金融机构的国际法主体资格	91
三、高风险金融交易法律规制的国际合作	94

第三章 金融衍生品交易的高风险及其法律规制	99
第一节 金融衍生品交易的高风险性	101
一、法学视角下的金融衍生品	101
二、金融衍生品种类繁多是产生高风险的重要因素	107
第二节 金融衍生品交易合同及其风险的法律分析	120
一、金融衍生品交易的合同属性	121
二、金融衍生品交易合同生效的法律风险	128
三、金融衍生品交易合同的法律性质	131
四、主要金融衍生品交易合同的特征	132
五、国际互换与衍生品协会及其总协议	137
第三节 金融衍生品交易侵权责任风险及其承担	142
一、金融衍生品交易中的欺诈侵权责任风险	144
二、金融衍生品交易侵权责任风险的表现方式	151
三、金融衍生品交易侵权责任风险的承担	158
四、金融衍生品交易侵权责任中信息不对称风险的法律规制	167
第四节 金融衍生品市场及其高风险的法律规制	174
一、金融衍生品市场及其高风险规制的必要性	174
二、金融衍生品市场风险规制的层次性	175
三、金融衍生品市场及其高风险的基本监管模式	177
四、各国金融衍生品市场及其高风险法律规制	185
五、金融衍生品市场法律规制之国际性举措	198
第四章 风险投资的高风险及其法律规制	205
第一节 法律在规制风险投资之高风险中的特殊作用	208
一、风险投资高风险性的表现及其原因分析	208
二、法律在风险投资规制中的重要作用	212

三、法律对风险投资者的高风险规制作用	216
四、法律对风险资本退出之高风险的规制作用	224
第二节 法律对风险投资行业发展的激励作用	235
一、风险投资需要法律的激励措施	235
二、美国税法对风险投资行业发展的激励和推动	237
三、美国融资法对风险投资行业发展的激励和推动	248
第三节 风险投资机构组织形式的法律规制	256
一、风险投资机构法律组织形式的选择	256
二、风险投资组织形式的案例分析	263
三、有限合伙组织形式对于风险投资的特殊法律意义	264
第四节 通过特殊合同条款控制风险投资之高风险	271
一、风险投资法律文件的特殊性	272
二、通过优先权利保护条款控制风险投资之高风险	274
三、通过特殊权利保护条款控制风险投资之高风险	279
四、通过“反稀释权条款”控制风险投资之高风险	284
五、通过限制性约定条款控制风险投资之高风险	288
 第五章 国际融资对赌协议的高风险及其法律规制	 294
第一节 通过案例看对赌协议的高风险	296
一、成功运用对赌协议案	297
二、实施对赌协议失败案	301
三、对赌协议失败案中的高风险问题	302
第二节 对赌协议的法学构造	304
一、对赌协议的典型条款	305
二、对赌协议法律关系的特征	307
第三节 对赌协议的高风险表现及其法律特征	315

一、对赌协议的射幸性问题	315
二、对赌协议当事人违约风险	317
三、对赌协议中的期权实施风险	319
四、当事人运用对赌协议的其他风险	321
第四节 对赌协议高风险的规制与防范	323
一、我国现行法律法规对对赌协议实施的主要障碍	324
二、我国与对赌协议相关法律与监管制度的完善建议	329
三、强化对赌协议监管与便利企业创新融资的关系	335
四、我国企业规避对赌协议法律风险的对策	336
结语	341
后记	350
参考文献	352

CONTENTS

INTRODUCTION	<i>1</i>
I. Interdisciplinary Researches on Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions	<i>1</i>
II. Reviews and Analysis on Publication about Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions	<i>3</i>
III. Necessity for Researches on Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions	<i>8</i>
IV. Logical System and Framework of the Book	<i>10</i>
 CHAPTER ONE INNOVATIVE CONCEPT ON HIGH-RISK FINANCIAL TRANSACTIONS AND LEGAL REGULATION	 <i>13</i>
§ 1 Innovative Concept on High-Risk Financial Transactions	<i>13</i>
I. High-Risk Financial Transactions as a Proposed New Academic Concept	<i>14</i>
II. Philosophical Basis for Innovative Concept of High-Risk Financial Transactions	<i>16</i>
III. The Concept of High-Risk Financial Transactions Classified as Type Concept	<i>17</i>
IV. Extension-Openness of the Concept of High-Risk Financial Transactions	<i>19</i>
§ 2 Justification and Significance for Initiating the Concept of High-Risk	

Financial Transactions	22
I. Justification for Initiating the Concept of High-Risk Financial Transactions	22
II. Significance for Initiating the Concept of High-Risk Financial Transactions	24
§ 3 Display of High-Risk of Financial Transactions	25
I. High-Risk of Financial Transactions	25
II. Characteristics of High-Risk of Financial Transactions	32
III. Reality of High-Risk of Financial Transactions	34
§ 4 Legal Regulation of High-Risk of Financial Transactions	37
I. Significance of Introducing Legal Regulation to High-Risk Financial Transactions	37
II. Necessity of Legal Regulation on High-Risk Financial Transactions	39
 CHAPTER TWO THEORETICAL ANALYSIS TO LEGAL REGULATION OF HIGH-RISK FINANCIAL TRANSACTIONS	42
§ 1 Economic Analysis on Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions	44
I. Theoretical Basis on Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions	45
II. Choice of State between Regulations and Efficiency under Financial Globalization	50
III. Relationship between Financial Innovation and Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions	60
IV. Different Ways for Regulation of High-Risk Financial Transactions	63
§ 2 Jurisprudential Analysis to Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions	65
I. Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions as Safeguard of Justice	65
II. Legal Regulation Realized through Controlling High-Risk Financial Transactions by Law	67

Ⅲ. Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions as a Systematical Governance by Laws	69
§ 3 Analysis of Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions from Perspective of International Financial Law	78
I. Development of High-Risk Financial Transactions Caused by Strict Legal Regulation	79
Ⅱ. Innovation of Financial Law Promoted by Globalization of Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions	80
Ⅲ. Development of International Financial Law Promoted by Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions	81
§ 4 Analysis of Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions from Perspective of International Law	88
I. Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions and State's Financial Sovereignty	88
Ⅱ. Financial Institutions Involved in High-Risk Financial Transactions as Subjects of International Law	91
Ⅲ. International Cooperation on Legal Regulation of High-Risk Financial Transactions	94
 CHAPTER THREE HIGH-RISK AND LEGAL REGULATION OF FINANCIAL DERIVATIVES TRANSACTIONS	99
§ 1 High-Risk of Financial Derivatives Transactions	101
I. Financial Derivatives under Legal Perspective	101
Ⅱ. High-Risk Caused by Numerous types of Derivatives	107
§ 2 Legal Analysis on Contract on Financial Derivatives and its Risks	120
I. Nature of Contract on Financial Derivatives Transactions	121
Ⅱ. Legal Risk Arisen from Becoming Effective of the Contract on Financial Derivatives Transactions	128
Ⅲ. Legal Nature of Contract on Financial Derivatives Transactions	131
Ⅳ. Characteristics of Contract on Major Financial Derivatives Transactions	132
V. International Swaps and Derivatives Association and Its Master Agreement	137

§ 3	Risks Caused by Tort in Financial Derivatives Transactions and Liabilities	142
I.	Risks Caused by Fraud in Financial Derivatives Transactions	144
II.	Modes of Risks Caused by Fraud in Financial Derivatives Transactions	151
III.	Liabilities of Risks Caused by Fraud in Financial Derivatives Transactions	158
IV.	Legal Regulation of Asymmetric Information Risk Caused by Fraud in Financial Derivatives Transactions	167
§ 4	Legal Regulation of Financial Derivatives Market and Its High-Risk	174
I.	Necessity of Legal Regulation of Financial Derivatives Market and Its High Risk	174
II.	Hierarchy of Legal Regulation of Financial Derivatives Market's Risk	175
III.	Basic Supervision Model of Financial Derivatives Market and Its High Risk	177
IV.	Legal Regulation of Financial Derivatives Market and Its High Risk in Different Countries	185
V.	International Cooperation on Legal Regulation of Financial Derivatives Market	198
CHAPTER FOUR THE HIGH-RISK AND LEGAL REGULATION OF VENTURE CAPITAL		205
§ 1	The Special Role of Law in Regulation of Venture Capital's High Risk	208
I.	Display of High Risk Arisen from Venture Capital	208
II.	Major Roles of Law in Regulation of Venture Capital	212
III.	Roles of Law in Regulation of Investors of Venture Capital	216
IV.	Roles of Law in Regulation of Exit of Venture Capital	224
§ 2	Incentive Role of Law for Promoting Venture Capital Industry	235
I.	Necessity of Legal Incentive by Venture Capital	235
II.	Stimulation and Promotion through Tax Law for Development of Venture Capital Industry in the United States	237

III.	Stimulation and Promotion through Financial Law for Development of Venture Capital Industry in the United States	248
§ 3	Legal Regulation on Formations of Venture Capital Institutions	256
I.	Choice of Legal Formation for Venture Capital Institutions	256
II.	Case Analysis about Formations of Venture Capital	263
III.	Special Legal Significance of Limited Liability Partnership for Venture Capital	264
§ 4	Control of High-Risk of Venture Capital through Special Clauses	271
I.	Particularity of Legal Documents for Venture Capital	272
II.	Clauses of Preferential Rights	274
III.	Restrictive Clauses	279
IV.	Clause for Anti-Dilution	284
V.	Other Contractual Matters with respect to Venture Capital	288
CHAPTER FIVE	LEGAL REGULATION OF HIGH-RISK ARISEN FORM VALUATION ADJUSTMENT MECHANISM IN INTERNATIONAL FINANCING	294
§ 1	Analysis on High-Risk of Valuation Adjustment Mechanism through Cases	296
I.	Successful Case for Implementation of Valuation Adjustment Mechanism	297
II.	Failure Case for Implementation of Valuation Adjustment Mechanism	301
III.	High-Risk of Failure Implementation of Valuation Adjustment Mechanism	302
§ 2	Legal Structure of Valuation Adjustment Mechanism	304
I.	Classic Clauses of Valuation Adjustment Mechanism	305
II.	Characteristics of Legal Relation in Valuation Adjustment Mechanism	307
§ 3	Display of High-Risk of Valuation Adjustment Mechanism and Its Legal Characteristic	315
I.	Aleatory Contractin Valuation Adjustment Mechanism	315
II.	Default Risk for Parties of Valuation Adjustment Mechanism	317

III. Risks for Exercising Option in Valuation Adjustment Mechanism	319
IV. Other Risks Arisen from Implementation of Valuation Adjustment Mechanism	321
§ 4 Regulation and Prevention of High-Risk of Valuation Adjustment Mechanism	323
I. Major Barriers for Implementation of Valuation Adjustment Mechanism in Laws and Rules in China	324
II. Proposal for Improvement of Laws and Regulatory System on Valuation Adjustment Mechanism in China	329
III. Relationship between Supervision of Valuation Adjustment Mechanism and Facilitation of Enterprise's Innovative Financing	335
IV. Countermeasures of Enterprises to Mitigate Legal Risks of Valuation Adjustment Mechanism	336
CONCLUSION	341
POSTSCRIPT	350
BIBLIOGRAPHY	352

绪 论

创新是学术研究的重要价值所在。对高风险金融交易法律规制的研究,就是一个创新课题研究。高风险金融交易是国际金融交易社会实践高度发展的产物,法学研究必须针对高风险金融交易社会实践的发展,通过理论创新和制度创新,引导高风险金融交易,并对高风险金融交易进行积极的法律规制。

“高风险金融交易”的概念,就目前我们的认识能力而言,主要包括风险投资机构对创业企业股权的投资行为,利用远期、期货、期权、互换等衍生工具进行金融交易的行为,国际融资机构在我国股权投资过程中通过对赌条款追求高风险利润的投资活动等各种高风险金融投资与交易的行为。但是,“高风险金融交易”是一个动态的概念,其外延将随着新的从事同类金融交易活动行为的不断产生而延伸。

一、高风险金融交易法律规制研究的跨学科性

市场经济条件下法律行为的新特点急需法学给予科学解释,亟待法律给予合理调整。在私法领域中,法律行为是引起权利变动的重要原因之一。德国学者胡果于 1805 年首创“法律行为”这一概念,经过近两个世纪的发展,在私法领域中学者给予了充分的研究。我国《民法通则》第 54 条规定:民事法律

行为是公民或法人设立、变更、终止民事权利和义务的合法行为。而大多数学者认为人们通常所说的民事法律行为就是法律行为^①,并且认为法律行为是民商事关系得以维持的重要因素。在现实生活中,高风险金融交易作为一类特殊的行为,是国际金融法的规制对象,属于国际金融法的范畴。本著作以法学分析为主线,以多学科为视角,提出“高风险金融交易”这一类型概念,并进行了充分论证,在此基础上对“高风险金融交易”的相关行为及其法律规制进行系统研究。

之所以对“高风险金融交易”主题进行跨学科研究,一方面是因为问题本身具有跨学科性;另一方面也是因为在面对现实问题的解决上,单一国际金融法学科出现了解释上的盲点或弱点,需要完善自身理论体系,因此借鉴其他学科的知识 and 理论体系,并最终将它们转化为国际金融法自身理论体系的一部分,这也是国际金融法学科理论完善的一条重要发展路径。“跨学科研究不是为了打破学科研究的分工而进行的学科统一化过程,而是在学科分工的前提下,为进一步完善并发展本学科所进行的以其他学科知识概念体系为借鉴的本学科的理论创新过程。因此,跨学科研究不是多学科知识的汇集与简单堆放,而是学科借鉴过程中的理论创新。”^②通过多学科的交融,可以促进本学科研究的发展^③。法律问题有时犹如大象,如果仅仅从一个方面去看待,犹如盲人摸象,只能看到问题的一部分,无法看清问题的全貌。为了看清法律问题的全貌,我们必须从多学科的视角来看待^④。从多学科视角研究高风险金融交易法律规制问题,为学术创新提供了方法论基础。

① 邹瑜,顾明:《法学大辞典》,中国政法大学出版社1991年版,第419页;周振想:《法学大辞典》,团结出版社1994年版,第370页。

② 丰霏、王天玉:《法律制度激励功能的理论解说》,载《法制与社会发展》2010年第1期,第148页。

③ See Kenneth G. Dau-Schmidt, *Economics and Sociology: the Prospects for an Interdisciplinary Discourse on Law*, 1997 *Wis. L. Rev.* 389, 405 (1997).

④ See Kim Diana Connolly, *Elucidating the Elephant: Interdisciplinary Law School Classes*, 11 *Wash. U. J. L. & Pol'y* 11, 13 (2003).

法律从本质上说就是跨学科的。法律调整的对象就是现实社会和现实生活的具体问题,这些问题涉及多个学科。^① 高风险金融交易的法律规制是用法律工具对金融交易的行为进行调整和规范。而金融交易本身可能涉及多个领域和多门学科,如金融学、投资学、证券学、管理学等等。因此,以法学研究为主线,从跨学科角度对高风险金融交易法律规制问题展开研究,具有其客观性、现实性和必要性。

二、高风险金融交易法律规制研究现状评析

通过对中外学术界有关高风险金融交易法律规制内容的研究状况进行文献检索和梳理,我们认为呈现出以下几个明显的特点^②:

第一、整体上,从法学角度对高风险金融交易相关内容进行的研究程度远远不及其他学科对高风险金融交易相关内容的研究。在已有的对高风险金融交易相关内容问题的研究著述中,侧重点主要在于针对高风险金融交易相关内容中,包括风险投资机构对创业企业股权的投资行为,利用远期、期货、期权、互换、国际融资机构在我国股权投资过程中通过对赌条款追求高风险利润的投资活动的行为的研究,这是世界范围内对高风险金融交易相关内容进行研究的主要领域和主体内容。Arthur B. Laffer & Eugene F. Fama 发表的论文 *Information and Capital Markets*^③ 涉及信息与金融市场的关系;D Gordon Smith 发表的论文 *The Exit Structure of Venture Capital*^④ 涉及风险投资的退出渠道问题;Joseph Hellrung 在学术论文《对冲基金规制:投资者在敲

① See Kim Diana Connolly, *Elucidating the Elephant: Interdisciplinary Law School Classes*, 11 *Wash. U. J. L. & Pol'y* 11, 17 (2003).

② 参见徐冬根、徐达维:《高风险金融交融法律规制之创新研究》,载《江西社会科学》2010年第1期,第144-145页。

③ Arthur B. Laffer & Eugene F. Fama, *Information and Capital Markets*, 44 *Journal of Business* 289 (July 1971).

④ D. Gordon Smith, *The Exit Structure of Venture Capital*, 53 *UCLA Law Review*, 315 (2005).