清华金融法律评论

TSINGHUA FIANCIAL LAW REVIEW

规范的　　科学的　　升华的

2018
第2卷第2辑

总第3辑

清华大学商法研究中心　主办
朱慈蕴　沈朝晖　主编

专题

迎面“灰犀牛”：地方政府性债务风险

中国地方政府债务融资所带来的风险较为严峻。严峻之处在于地方政府在表外进行大量的非标融资活动，形成庞大的隐性债务。中央提出的治理对策是“开前门、堵后门”。然而问题是，地方政府债务融资的“后门”是堵不住的，必须正视地方政府表外非标融资的客观存在，比如初衷用于化解地方政府与融资平台债务风险的PPP很快被利用为新的地方政府债务融资法律规避方式，颇具讽刺意味。根本原因在于地方政府既有饥渴的投融资需求，同时道德风险与预算软约束问题又是内生的，导致地方政府债务融资陷入“风险爆发、中央救助、整顿、再爆发”的恶性循环。必须在事前和事后两个方面建立公共产品融资的长效基础制度，做到激励相容，既疏解地方政府债务融资需求，又化解道德风险带来的债务风险。

金融商法

我国浮动抵押司法裁判实证研究

金融史话

我国非银支付行业发展观察

法律出版社
LAW PRESS·CHINA

需要全本请访问 www.ertongbook.com

清华金融法律评论

TSINGHUA FIANCIAL LAW REVIEW

2018
第2卷第2辑

总第3辑

主　　办　清华大学商法研究中心
主　　编　朱慈蕴　沈朝晖
编辑委员会　张志坡　刘江伟　沈朝晖
助理编辑　（姓氏音序排列）
党英伦　刘　爽　王双慧

法律出版社
LAW PRESS·CHINA

图书在版编目(CIP)数据

清华金融法律评论. 第2卷. 第2辑 / 朱慈蕴, 沈朝晖主编. -- 北京 : 法律出版社, 2019

ISBN 978-7-5197-3451-0

Ⅰ. ①清… Ⅱ. ①朱… ②沈… Ⅲ. ①金融法-中国-文集 Ⅳ. ①D922.280.4-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2019)第083304号

清华金融法律评论·第2卷第2辑 QINGHUA JINRONG FALÜ PINGLUN · DI 2 JUAN DI 2 JI	朱慈蕴 沈朝晖 主编	策划编辑 似 玉 责任编辑 似 玉 装帧设计 李 瞻

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 北京虎彩文化传播有限公司
责任校对 马 丽
责任印制 张建伟

编辑统筹 法研工作室
开本 710毫米×1000毫米 1/16
印张 18.25
字数 263千
版本 2019年5月第1版
印次 2019年5月第1次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)
网址/www.lawpress.com.cn
投稿邮箱/liuwenke0467@sina.com
举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn
销售热线/010-83938336
咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)
全国各地中法图分、子公司销售电话:
统一销售客服/400-660-6393
第一法律书店/010-83938334/8335 西安分公司/029-85330678 重庆分公司/023-67453036
上海分公司/021-62071639/1636 深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5197-3451-0 **定价**:68.00元
(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序　一

为什么我的眼里常含泪水？因为我对这土地爱得深沉。

——艾青《我爱这土地》

清华大学商法研究中心（以下简称清华商法中心）和商法学科在《商事法论集》（以下简称《论集》）的基础上，推出一本新的学术性文集《清华金融法律评论》（以下简称《评论》）。商事法和金融法是清华商法中心与商法学科的两个明确的研究重点。这既是清华商法中心的传统研究优势的自然延续与水到渠成之事，也是清华商法中心上下一心、迎接新时代新金融挑战的努力结果。一方面，清华商法中心和商法学科具有研究金融问题的“基因”和研究基础；另一方面，2007 年金融危机之后，“金融科技”“普惠金融”等金融前沿问题涌现，对金融法问题的研究需要愈加迫切，特别是 2017 年第五次全国金融工作会议的召开标志着中国的金融体制改革进入一个“深水区”。法学界尤其是商法学者被推到时代的风口浪尖。种种因素的叠加，使金融法成为清华商法中心和商法学科一个呼之欲出、亟待明确的研究方向。

一

清华商法中心和商法学科为什么要组织编写该《评论》？商法和金融法是什么关系？许多非法律界人士可能对这些问题感到困惑。商法是法学之学科范畴的概念。法学是古老的学问，在世界上最古老的大学中，曾只有法学和神学两个专业。经过上千年的历史，法学大致分为宪法、行政法、民法、商法、经济法、国际法等若干子学科，不包含金融法。金融法或房地产法等是根据研究对象、研究兴趣或研究专题这个标准而提出的概念。研究金融法律问题可以是法学中的任

何一个子学科，民商法学科或者经济法学科的老师都可能关注金融问题。这就是为什么在有的学校研究金融法的力量集中在经济法学科，而有的学校集中在商法或者民商法学科，还有一些学校同时分布在民商法学科和经济法学科。金融法研究与师资力量的学科分布差异是由每个学校法学院的历史、学科格局、学科发展路径不同所造成的。清华大学法学院研究金融法律问题的学者主要在商法学科。

无论是作为学科范畴的商法，还是以研究对象来划分的金融法，二者的研究领域是高度重叠的。例如，当我们将商事活动与经济金融现象的法律研究分为三大块，即商事组织法、商事交易法和监管法时，在概念上，商法是调整平等商事主体相互关系的法律规范的总称，侧重于前二者；金融法则是研究金融领域的法律问题，侧重于后二者，尤其是监管法。实践中，商法的外延在不断扩大。在统编的商法教科书中，商法的外延包括公司法、证券法、保险法、票据法、海商法、信托法、银行法、破产法等。所以，有人说学科范畴中的商法概念是个“大商法”的概念，已经从商事组织法、商事交易法延伸至监管法。而监管法是金融法的主要考量点。金融法囊括了关于资金融通的所有法律规范，侧重于研究商业中的资金融通问题，更侧重于从监管的角度进行研究。商法和金融法是重合的。而且，商法和金融法的“标签”丝毫不能把学者局限在某一个领域或者某一个侧重点。例如，商法学者中有很多是侧重于研究金融领域的法律问题，还提出了“金融商法”等概念，而金融法学者在研究监管法时往往必须把相关的商事交易结构厘清，监管的方向才能明确。

商法和金融法交融在一起的更深层次的原因是商事组织法、商事交易法和监管法这三者在理解和解决一个具体问题时是交融在一起、相互影响的。只有同时贯通这三个方面，才能真正解决问题和解释现象。第一，监管对商事交易的影响越来越大。当代国家不再是小国寡民时代中的守夜人角色，而是形成规制国家的模式，政府对商事交易干预的权力较大。深入研究商事交易会发现监管法对商事交易有着至关重要的影响。比如，银行法或者证券法中的监管规则，经常被区分为法效力性规定和管理性规定，前者将直接影响到银行业或证券业的商事交易活动之效力。第二，监管法发挥作用的前提是有稳固的商事交易的民商法基础，这样才不会导致商事交易的重大法律风险。例如，研究表明，商事交

需要全本请访问 www.ertongbook.com

易中一些规则过于宽松是造成2008年美国金融危机的原因之一。例如,破产法所规定的金融机构破产时金融衍生品交易自动净额结算规则,被认为是美国金融机构(如雷曼兄弟)风险与激励不匹配的商事交易法根源。为了在监管上防范金融风险,必须在商事交易中完善相关的商事规则,以便使金融交易的民商法能够发挥对金融商事交易正向利益激励和反向风险防范的作用。第三,商事组织法尤其是良好的公司治理机制是企业融资的前提。

商法学者和金融法学者是相向而行的。金融法学者在研究监管法时常常会进一步研究金融交易的商事结构和商事法律关系,而商法学者在继续维持商法学界在商事组织法和商事交易法的传统优势和研究兴趣之外,还常常跨越进入金融领域研究交易问题和监管问题。商法是一个动态的、富有生命力的学科。

二

中国商法学科的开拓者和主要奠基人是已故的王保树教授(1941~2015年)。王保树教授是中国商法学研究会的创始会长(去世之前也一直担任商法学会的会长),是我国著名的法学家、杰出法学教育家。王保树教授是清华大学法学院复建后的首任院长,在清华建立了商法学科和商法中心,聚集和培养了一大批商法、经济法的人才,从而使清华商法中心和商法学科成为全国商法学研究的重镇。王保树教授的贡献也涉及经济法。

自王保树教授创立清华商法中心与建立商法学科以来,清华商法中心已经走过了大约二十年的历史。清华商法中心主办《论集》、"二十一世纪商法国际论坛""商事法专题研究文库""王保树商法学优秀博士论文奖""青衿商法论坛"等出版物和定期活动。2017年清华商法中心再次策划《评论》,明确将金融法确立为商法中心的重点研究领域。

第一,清华商法中心与商法学科的传统中具有研究金融法律问题的基因与理论基础。的确,清华商法中心与商法学科的传统优势是金融领域之外的商事组织法和商事交易法。但是,商法中心从未画地为牢,把自己排除在金融之外。在发展过程中,商法中心不断地以商事交易和商事主体为核心,向外拓展研究领域,解决经济和金融发展的前沿和疑难问题。突出表现在人才培育方面,清华商法中心历年博士论文题目中相当多的选题聚焦于金融领域的法律问题。理论基

础研究越强,对新金融之前沿问题的挖掘能力也会越强。清华商法中心和商法学科在商法方面的深厚研究,为捕捉和研究金融前沿问题奠定了很好的基础。

第二,在科研成果方面,清华商法中心在金融法的研究方面已有一定规模。商法中心主编的"商事法专题研究文库"已推出近四十本商法方面的专著,其中不乏对金融领域法律问题如关于金融商品交易反欺诈制度、保险代位、可保利益、金融信托中的受托人义务等的研究专著;公司收购和公司治理领域的专著更是"商事法专题研究文库"的重点领域。连续性的学术出版物《论集》每一期中相当多的论文都是研究金融法问题的。特别是从2001年启动的一年一度的盛会"21世纪商法论坛国际研讨会",至今已坚持18届,殊为不易。"21世纪商法论坛国际研讨会"历届的主题分别为"投资者利益保护""全球竞争体制下的公司法改革""公司收购:法律与实践""转型中的公司法的现代化""中美商法新发展""实践中的公司法""非公司企业法制的当代发展""公司重组:理论与实践""应对金融危机的金融法机制:机遇与挑战""公司法制结构性改革的前景""经济全球化中的公司治理与公司法一体化走向""资本市场的创新发展与公司制度的深化改革""公司自治与政府管制""公司资本制度的再审视""资本市场法制的现代化""公司再造:法制与实践""融资创新与监管""后危机十年公司治理:回顾展望"。可以发现,相当数量的研讨主题都是融资和金融领域的法律问题,并不局限于传统的商法领域。

第三,商法学科合理的人才梯队为清华大学商法研究中心与商法学科研究金融法提供了充分的人力保障。目前商法研究中心的师资梯队和知识结构已涵盖金融法领域的绝大多数方面。银行法、证券法、信托法、破产法、公司治理、保险法、并购重组等涉及金融的法律均配备有"术业有专攻"的师资力量。每学年这些老师都会开设金融法方面的课程。所欠缺的就是将金融法研究作为一面旗帜和研究方向鲜明地提出来。《评论》的出版将彰显清华商法中心对金融法律问题的研究实力,这是其对于商法中心的第一个意义。

三

2016年以来,针对金融领域的新问题,清华商法中心及时举办论坛,倡导研究议程,进行金融法前沿问题的研讨。首辑《评论》收录了"青衿商法论坛"第一

期“金融控股公司”、第二期“资管计划”、第三期“金融科技”、第四期“资产证券化”和第七届海峡两岸商法论坛“操纵金融市场”的优秀论文。这些论坛大多是清华商法中心策划和组织的。在策划“青衿商法论坛”的主题时,我们所构想的是历届的主题要具有连续性,因此设计了“金融混业经营”与“影子银行”的大主题,下面再细分局部的议题。回想起来,第一期“青衿商法论坛”于2016年8月召开,主题是金融控股公司,这也是“青衿商法论坛”的开坛仪式。8月底的北京秋高气爽,十分舒适。来参会的大都是各大院校法学院的青年学者。会议结束的当天傍晚,与会同人将下届“青衿商法论坛”的主题定为“资管计划:天使还是魔鬼”,并商定12月再聚北京。当时“资管计划:天使还是魔鬼”的热度尚未显现。但由于2016年8月底到12月,“宝万之争”以及其他上市公司敌意收购的案例所造成的社会影响,“资管计划:天使还是魔鬼”的论坛选题到12月时得到了热烈的反响,论坛也空前的成功,因为“机会只偏爱有准备的人”。2017年4月第三期“青衿商法论坛”的选题是“金融科技与监管前沿问题”。这届论坛是清华商法中心与清华五道口金融学院联合举办,也非常成功。“青衿商法论坛”由此形成了“监管界—实务界—学界”三者对话的研讨模式。2017年7月第四期“青衿商法论坛”的选题是“资产证券化”。这本是一个老题目,但是在PPP等政府融资新方式和收益权资产证券化大行其道的新背景下去探讨一个老问题,也颇具有新的启示和意涵。这些论坛虽然沿袭清华大学商法研究中心的传统,均冠名以“商法论坛”,但商法的意涵和外延发生了变化,从商事主体法、商事交易法扩展到了监管法。这是清华商法中心在有意识地利用自身在基础理论方面的研究优势去迎接新金融的挑战。

四

《评论》的征稿范围是金融领域的法律研究成果,或者对法律规范富有启示作用的一些金融实证研究。如前所述,金融法可以从商事组织法、交易法和监管法等多方面进行研究。首辑《评论》收录的金融法论文在这三个方面都有所涉及。“金融控股公司”专题是与金融相关的商事组织法,“资管计划”专题同时有商事交易法和监管法,其余的三个专题也是如此。当然,我更希望今后每一辑《评论》的主题更加集中。如果每一辑的《评论》都有一个专题研讨和重大问题

的科研攻关,那就更好了。这需要我们更好地策划,提前科研、写稿和组稿。

《评论》成为清华商法中心和商法学科在金融法律问题研究方面的阵地和窗口。这有两个方面的含义:第一,《评论》是由清华商法中心和商法学科主办和主编,反映清华商法中心和商法学科对金融法前沿问题的把握。第二,更重要的是,《评论》的作者群有很大一部分是清华大学商法研究中心和商法学科的老师和学生们。首辑《评论》中大约1/3的作者是清华商法中心的师生。

我们提出《评论》的三个宗旨:

1. 中国经验。只有在中国土壤中生发出来的问题,我们才有真切的感受。《评论》生长在中国的土壤中,服务于中国问题的解决,其立足点和观察点是金融领域的中国现象和问题。分析、解释和解决中国问题是学术的生命力之一。《评论》坚持这一点。民国时期的学术之所以了不起,一个很大的原因是当时的中国学者对中国社会、经济、习惯法做了大量的调查,将中国经验记录和传承,扎根于中国经验之上。

2. 世界学术。始于中国问题和中国经验,不意味着在视野上坐井观天。国际学术界是一个大的学术共同体,共同为人类的知识累积、学术增长、真理明晰贡献各自的力量。中国学者不应只满足于"美国理论、中国经验/数据"的简单组装,而是应该从中国的问题和经验中,在共通的科学方法论的指导下,抽象地思考一些普遍性的问题和真理,追求世界性的学术,为国际学术共同体的建设贡献自己的力量。

3. 专业对话。专业对话指的是专业之间、学科之间的对话。美国大法官霍姆斯曾经说过,法律的生命不是逻辑而是经验。在我国这样一个同时受大陆法系和英美法系双重影响的法律体制下,中国的法律研究是体系逻辑和实证经验二者并重。金融法的研究一方面是规范层面的法律逻辑、体系和适用等方面的研究,另一方面则要注重法律和金融之间的互生共生关系的研究,这就要求法学和金融学、经济学的研究成果相互借鉴。金融法律的研究,归根结底是对人的行为的研究,需要考虑金融法律对人的行为的引导,以及对经济、社会可能产生或已经产生的效果。对人的行为的研究方面,金融学、经济学已经有丰富的成果,法学可以借鉴之。这不仅仅是"经济学诊断、法学开药方"的法律工具主义,而且是在专业之间对话基础上寻求对问题的全方位解决,更加注重发挥法律对人

的行为的作用。法学家在重大公共政策议题(包括金融政策议题)上将有更加切合实际、令人信服的声音。

“中国经验、世界学术、专业对话”当然不是中国学人的唯一范式,毕竟学术道路是多元的、百花齐放的,但它是我们组织编写《评论》的一个理想。

经过努力,首辑《评论》终于面世了。无论遇到多大的困难,希望《评论》能够坚持办下去,坚持就会形成学术品牌。非常高兴有机会与读者分享自己的这些感想,也作为对《评论》的寄语。

朱慈蕴
清华大学法学院教授、博士生导师
清华大学商法研究中心主任

序　二

首先祝贺《清华金融法律评论》问世！《清华金融法律评论》着眼于与金融发展有关的法律的观察、评述和研究，是清华大学学科交叉的重要进展和成果，同时也一定会推动清华大学金融学科的研究和法学学科的研究，我们对此充满了期待。

人类社会金融体系的发展，其实也伴随着金融法律的发展，两者息息相关。

由于金融活动纷繁复杂，创新频繁，往往会将其服务对象特别是金融消费者置于信息不对称的地位，并暴露于各种风险之中。这些风险如果管理不当，不但会损害消费者利益，风险的积累更会造成大规模的金融和经济危机。历史上多次发生的金融危机都充分说明了这一点。

鉴于此，世界各国都非常重视金融法律体系的建设，希望既能保护创新，又能有效防范风险。近年来，随着移动互联网的普及、计算机技术的发展、大数据与人工智能等技术的突破，“金融科技”已成为全球普遍关注的行业，也成为金融创新的重要源泉。伴随着金融与技术的深度融合，以 P2P 网络借贷等为代表的全新金融业务模式得以发展，以供应链金融、消费金融等为代表的传统金融业务模式也出现了变革，技术被源源不断地导入金融业，极大提高了服务效率，同时技术的应用使传统金融风险的传播速度加快和传播范围加大，不可避免地加剧了已有监管体制和创新模式的冲突。如何构建一个能对金融创新反应敏捷的监管系统，已经成为全球金融监管机构面临的普遍难题。

历史经验表明，金融体系就是在创新和监管的互动中发展起来的，这其中需要监管体系对于创新实践的持续跟踪，建立与业界的充分沟通机制并及时回应。

以美国对 P2P 网络借贷和股权众筹的监管为例。P2P 网络借贷和股权众筹虽然提供金融产品，但是业务模式实现了去中心化，因此业务主体已经不再被原

需要全本请访问 www.ertongbook.com

有监管体系所覆盖,给传统监管带来了挑战。对于P2P网络借贷,美国证监会(the U. S. Securities and Exchange Commission,SEC)早在2008年就将其判定为证券发行,强调平台的信息披露义务,为行业建立了严格的监管框架。随后,美国网络借贷行业仍迅速发展,具体体现在以下方面:行业规模不断增长、参与主体不断丰富、商业模式不断创新、与传统借贷模式的差异不断凸显。面对这一情况,美国监管机构对行业发展保持了持续关注,探讨监管框架如何灵活应对网络借贷行业的迅速发展。2015年7月,美国财政部发布了"网络借贷市场意见征求",探讨该行业的最新变化以及金融监管应该如何调整来保证这一新兴行业的健康发展。2016年5月,根据意见征求结果,美国财政部发布了白皮书《网络借贷市场的机遇与挑战》,结合美国网络借贷行业的发展和市场环境,进一步对监管措施提出了建议。监管机构正是通过对创新型商业模式的高度关注和持续跟踪,才能保证创新和风险之间的有效平衡。

对于股权众筹,SEC通过颁布《JOBS法案》松绑原有法律监管体系,为创业企业融资提供了充分机会。而在《JOBS法案》正式生效之前,美国最具代表性的股权众筹平台之一Angellist也主动与SEC进行了沟通。Angellist成立于2010年,通过Angellist平台初创公司可以面向合格投资人募集天使资金。2013年3月26日,Angellist向SEC发出了"寻求确认书",详细描述了自身的商业模式,请求SEC明确表示:在Angellist没有注册为"经纪人—交易商"的情况下,SEC不会对Angellist的业务采取强制措施。两天后,SEC对Angellist进行了回复。回复邮件根据Angellist对其商业模式的描述总结了若干条关键因素,并明确表示:在Angellist的商业模式与其所述的以上关键因素完全相符的情况下,SEC不会对其业务采取强制措施。SEC的及时回复在一定程度上降低了Angellist及其同类型平台的政策风险,在新法案实施生效之前为行业自律提供了参考。在监管政策生效之前,对业界的担忧进行及时回复既将风险置于可控范围之内,也保证了创新实践得以持续。

我们必须看到,中国的金融发展有其独有的特点,但是这并不妨碍我们借鉴其他国家的金融立法和治理经验。目前,我国已经成为全球金融科技发展最快的国家,其发展路程对我国的金融创新和金融监管既有经验,亦有教训。始于2016年的"互联网金融专项整治"仍在持续。应当看到,加强金融监管和推动金

融创新是相互促进、并行不悖的。金融监管本质上并不是抑制金融创新，而是规范其服务于实体经济的本源，促进金融行业的持续进步。在金融发展的新时期，有必要保持对金融创新的密切关注、对金融风险的有效防范、对金融监管体系适应的持续探讨，才能确保金融行业的长治久安。从这个角度来说，《清华金融法律评论》任重道远！

再次祝贺《清华金融法律评论》诞生，并祝它越来越好！

廖 理

清华大学五道口金融学院教授、博士生导师

清华大学金融科技研究院院长，互联网金融实验室主任

目录

Contents

专题　迎面“灰犀牛”:地方政府性债务风险

地方债务置换的法律分析:缘由、本质与风险规制　黄　辉　李安安 / 3

中国地方政府债券融资的法律规制　辛雨灵 / 18

地方政府担保规则的迷与思

——基于423份地方政府担保的司法裁判分析　刘江伟 / 55

论我国地方政府债券评级优化的法治径路　窦鹏娟 / 85

审计监督在规范地方政府债务管理中的作用研究　周晓亚　万晓萌 / 99

债券违约处置中政府角色的央地配置　段丙华 / 114

破产之州　小戴维·斯基尔/著　翁小川　倪如冰/译 / 130

金融商法

我国浮动抵押司法裁判实证研究　葛伟军　连秀兰 / 187

上市公司大股东股份质押的监管问题研究

——基于民法、商法和金融监管的不同视角　蒋学跃 / 236

金融史话

我国非银支付行业发展观察　孙　珊　胡晓治 / 255

征稿启事

专题　迎面“灰犀牛”：地方政府性债务风险

《清华金融法律评论》
第2卷第2辑
第3~17页

地方债务置换的法律分析:缘由、本质与风险规制*

黄 辉 李安安**

目 次

一、地方债务置换的缘起及其法律争议
二、地方债务置换本质:财政与金融之间的风险再分配
三、从风险分配到风险规制:地方债务置换的法律诉求
四、地方债务置换风险规制的法律回应
五、结语

摘 要:地方债务置换是财政部在甄别存量地方政府性债务的基础上,把银行存款、城投债、信托融资等地方政府原有的短期和高成本债务置换成中长期、低成本的地方政府债券的活动,旨在通过成本转换、期限转换和债务形式转换化解财政风险,其制度本质是财政与金融之间的风险再分配。当前,地方债务置换的制度重心应当从风险分配转向风险规制,防止财政风险与金融风险交织传染所引发的系统性风险,推进财政金融法制的协同性变革。

关键词:地方债务置换;财政风险金融化;风险分配;风险规制

* 本文系教育部人文社会科学研究青年基金项目"地方财政风险金融化的法律控制"(16YJC820014)的阶段性研究成果。

** 黄辉,香港中文大学法律学院教授,博士生导师;李安安,武汉大学法学院副教授,法学博士。

需要全本请访问 www.ertongbook.com