

金融

Just Financial Markets?

金融市场与社会公平

[德] 丽莎·赫佐格 / 主编 袁康 / 译

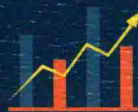
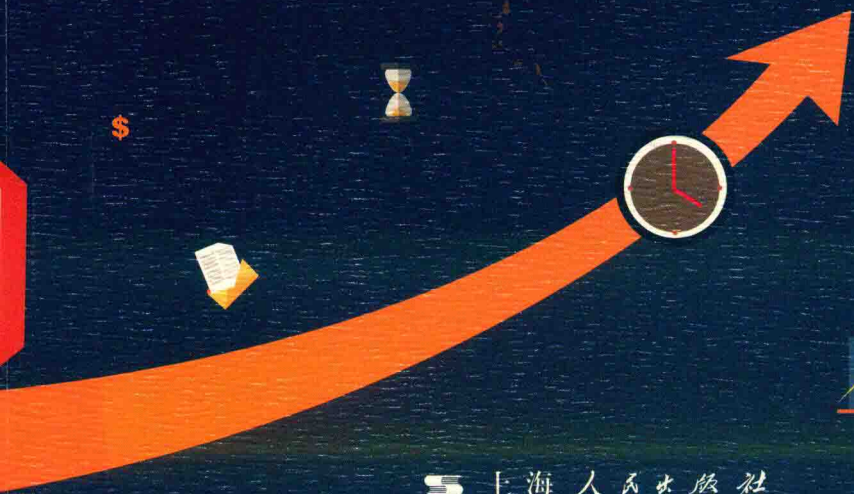
Lisa Herzog



正

义

论



上海人民出版社

金融

正义论

Just Financial Markets?

金融市场与社会公平

[德] 丽莎·赫佐格 / 主编 袁康 / 译

Lisa Herzog

图书在版编目(CIP)数据

金融正义论:金融市场与社会公平/(德)丽莎·赫佐格(Lisa Herzog)主编;袁康译.—上海:上海人民出版社,2021

书名原文:Just Financial Markets? Finance in a Just Society

ISBN 978-7-208-17191-6

I. ①金… II. ①丽… ②袁… III. ①金融市场-研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字(2021)第124856号

责任编辑 夏红梅 伍安洁

封面设计 孙康

金融正义论

——金融市场与社会公平

[德]丽莎·赫佐格 主编

袁康译

出版 上海人民出版社

(200001 上海福建中路193号)

发行 上海人民出版社发行中心

印刷 常熟市新骅印刷有限公司

开本 720×1000 1/16

印张 23.5

插页 2

字数 365,000

版次 2021年7月第1版

印次 2021年7月第1次印刷

ISBN 978-7-208-17191-6/F·2698

定价 88.00元



丽莎·赫佐格

Lisa Herzog

政治哲学教授，2016年至2019年在慕尼黑工业大学任教，2019年起任职于格罗宁根大学哲学、政治与经济研究中心。担任德国女性哲学家协会执委会主席，巴伐利亚数字化转型研究所理事，曾获 Tractatus-Preis 奖和德国哲学与社会伦理奖等奖项，出版《市场的发明：斯密、黑格尔和政治理论》和《自由不仅仅属于富人：对当代自由主义的诉求》等专著，并以英文和德文发表了大量学术论文。



袁康

Yuan Kang

法学博士，社会学博士后，武汉大学法学院副教授，武汉大学资本市场研究中心秘书长，武汉大学网络治理研究院副院长。在 CSSCI 来源期刊上发表学术论文 30 余篇，多篇论文被《中国社会科学文摘》《新华文摘》《人大复印资料》《高等学校文科学术文摘》全文转载或摘编，出版《金融公平的法律实现》《社会变迁视野下的金融法理论与实践》等专著 5 本，主持国家社科基金、教育部人文社科青年基金等各级研究项目 10 余项，曾获湖北省哲学社会科学优秀成果一等奖。

序

任何市场制度发展都存在基本命题，金融市场亦不例外。作为一种社会制度共识性的认知，正义与法学联系紧密，但在金融法学视域中却鲜被深入探究。原因或在于，金融市场往往渗透货币逐利的铜臭色彩，充斥“尔虞我诈”的取巧操作，各种投融资乱象和复杂的产品交易链条，使金融市场被视为敛财的“丛林社会”，似乎缺乏正义的基本观感。而且，现有的理论研究多是“务实”的分析路径，呈现出技术化、碎片化的特点，甚有过度强调功能主义的倾向，法理价值适用和发展空间受到挤压。诚然，围绕金融工具和金融交易的“接地气”的问题研究迫切且急需，但不能忽视，金融体系长远健康发展更需“仰望星空”的理论指引。在此背景下，提出金融正义论，便是一种对根本价值的纠偏回归，其为陷于金融技巧漩涡的市场主体提供了摆脱困境和回归正轨的抓手。当然，这种根基性探索过程注定与痛苦、困难、孤独相伴，但内含的意义不容小觑。一方面，正义论视角为金融市场有序扩张提供底线约束，金融绝非富人专属的游戏，而是与每个个体休戚相关，与社会公平正义紧密相连，我们需要而且应该借助金融发展形塑更好的社会；另一方面，正义论的结构化阐释有助于弥合金融法学研究裂痕，打通内部复杂的专业隔阂，其犹如流动的隐形之线，将各金融节点串联，为金融体系的理论研究和实践运行提供价值准则。

金融正义并非孤立的概念，其生命力深刻地嵌入既有金融理论以及传统金融安全、金融效率的价值互动之中。近几年金融公平理念的引入，便是金融正义的一大注解，这种三足鼎立的原则架构使金融法学价值论

证更为周密。在一定程度上，金融公平本身便是金融正义的集中体现，但金融正义之解读不能偏囿于金融公平的单一面向，应有深层次的认知和多元的适用维度。作为穿透性的底层价值，正义始终涵摄金融发展的终极命题，若将金融发展比作一条赛道，安全、效率和公平价值讲求过程性的先后竞逐，正义则是终点性的存在。从这种抽象意义看，金融正义论提出意义重大，仅正义二字，便足以震慑人心。但不能否认，千百年来正义见解难有绝对答案，金融正义内涵更鲜有定解，这与金融市场复杂性、虚拟性不无关联。金融市场乃人为设计的产物，不同于实物商品的生产，虚拟经济涉及各种主体、产品、信息的要素流动，股票、债券、基金、期货、衍生品、结构性产品等令人眼花缭乱，无论监管者、实务界或专业学者，均难敢自称熟稔其中规律，因此，差异性的本质使其正义内涵提炼难度较大，可谓仁者见仁智者见智。

但内涵提炼之难不能成为正义缺失的借口，正义不是空洞的口号，其内容可被系统化解释。从基础的主体视角出发，正义可有三重维度的规范解读：首先，正义体现于监管者的能力提升，这是“大棒式”正义保障，监管是金融市场失灵的“稻草”，应强化监管对市场困境的适时干预；其次，正义体现于投资者的赋能，此为“胡萝卜式”正义促进，这种正义着眼于从主体能力视角减少信息不对称发生，增进市场的博弈公平；再者，正义体现于中介的规范运作，这是“放大镜”般的正义补强，金融市场发展离不开中介的连结，作为市场看门人，中介应减少利益冲突的发生，为市场运作提供客观、真实的信息参考。更重要的是，正义需要被执行，正义的理念和制度若缺乏可惩罚性，其无异于“纸老虎”，难以真正发挥功用。金融市场正义执行具有特殊性，不仅体现于个体的经济机会或利损变化，还彰显于金融秩序稳定的群体利益，尤其在当前金融市场复杂情势下，金融市场犹如一台复杂的运转机器，一旦失灵，将不仅波及自身，更影响整个社会运作。金融市场的行为不仅影响资源分配，还影响着社会中的机会分配和权力分配。从整体主义视角审视，

金融市场正义修复成本巨大，仅靠私人契约或市场调整难以恢复和维持，须有防患于未然的系统化的制度安排。

本书是聚焦金融正义论的难得佳作，采用三编的结构布局，从规范基础、法律结构到机构实践，逐步递进阐释，其突出优点包括：其一，充分融合经济学、社会学、伦理学、哲学、法学等学科分析范式，凝聚英、美、加、德、澳、荷等多国学者的最新见解，为金融正义阐释提供了创新的多元思路。其二，十余名专家学者观点并非零散堆砌，而是遵循了金融正义和制度规范的主线循序渐进，从市场的解释、合法性基础的人权，到金融市场监管制度目标、金融制裁的罪罚，从中介信息机构，到市场核心投资者，从外部监管主体中央银行，到内部自治组织公司管理层，该书以结构性的编排实现了对正义论题近乎全景式的勾勒。其三，该书内容新旧结合，既有传统历史问题的审视，也有次贷危机后的风险关注，这为金融法学进一步的论证研究提供了鲜活素材。其四，更为可贵的是，该书没有循规蹈矩的意见铺陈，而是处处体现着思辨和新知，其重新解构了金融市场，挑战传统观念，这无疑将在金融学和金融法学的研究中激起一股重新理解金融制度的浪潮。其五，该书内容既有正义的宏观解释和理论提炼（如第一章），又有正义的细节论证和举例，剖析全面、严谨、扎实。而且，部分内容角度新颖，例如，从女权主义和民主视角下审视金融市场中的性别正义（第十二章）。

交流是知识和思想进步的重要方式，我国自有本土的特色存在，但现代金融法治的思想和制度，西方仍占相对优势，对其审视并借鉴是发展不可或缺的过程。该书原著再好，也需要被发现和推介。在当前翻译日渐碎片化、小众化潮流中，袁康的一大贡献，便是为大家挑选出了一部佳作，一部整体意义、功能主义和价值思维兼具的著作。当然，在发现之外，更重要的是精准翻译。翻译难度并不低于原著，翻译本身是一个学习的过程，要保证法学语境下信、雅、达的表述，且要挑战冲击既有的思维观念，在保持学术中立性色彩的基础上，将原版著作原汁原味，

甚至还要以中文理解范式表述，着实不易。翻译过程不是简单复述，其中亦有创造性的合理加工，尤其需指出的是，袁康没有生硬翻译原文之标题，而是点睛式地优化为《金融正义论：金融市场与社会公平》，凸显金融正义论概念，使全书主线进一步明晰，此主题性提炼有助于领域法学之发展，从这点看，这种翻译也是值得鼓励和点赞的。随着中国双向对外开放的深度发展，翻译佳作的机会越来越多，年轻学者要进一步地发挥语言优势，引进翻译域外优秀著作，同时将本土特色的中国法律制度和特色理论创新，通过外译方式向境外传播，以此，加强学术对话，增强知识和思想在全球范围内的砥砺前行。

袁康自硕士起便在我指导下研究学习。作为年轻学者，袁康从入学起即关注并深挖金融公平的论题，并取得了一系列具有辨识度的成果，这种理论创新和学术胆识值得肯定；同时，袁康还具有跟进时代发展的敏锐度，近年来其深耕互联网金融、金融科技、数字经济和算法治理等前沿领域，也取得了不少令人欣慰的成果。这种兼具理论提炼和技术运用的分析范式，使其学术研究有一种活力和冷静并存的特点，既有向下接地气的研究能力，也有抬头仰望星空的学术情怀。

本书是袁康的译著“处女秀”，倾注了其不少心血。在本书付梓之际，作为译者的导师，我十分欣慰，也希望他能继续锐意前行，在日后能继续仰望星空和脚踏实地，以一种更加思辨的方式踏踏实实地为金融法学研究和金融法治发展贡献力量！

冯果

武汉大学法学院院长
教育部长江学者特聘教授
2021年5月24日

Just Financial Markets? Finance in a Just Society

Copyright © Oxford University Press 2017

Chinese (Simplified Characters only) Trade Paperback

Copyright © 2021 by Shanghai People's Publishing House

Just Financial Markets? Finance in a Just Society was originally published in English in 2017. This translation is published by arrangement with Oxford University Press.

Shanghai People's Publishing House is solely responsible for this translation from the original work and Oxford University Press shall have no liability for any errors, omissions or inaccuracies or ambiguities in such translation

or for any losses caused by reliance thereon.

ALL RIGHTS RESERVED

序	1
第一章 超越市场：公平社会中的金融	1
一、导论	1
二、解构金融市场	3
三、金融市场与正义：初步的证据	11
四、金融市场是市场吗？	13
五、改革案例	19
六、各章概要	22
七、结论	29

第一编 规范基础

第二章 正义、金融市场与人权	37
一、导论	37
二、机构的社会合法性	38
三、金融机构和市场的目的及其社会合法性	39
四、作为合法性基础的人权及其历史发展	42
五、当今世界的经济、金融市场、人权和正义	45
六、联合国外债与人权问题指导原则	49
七、结论	50
第三章 金融市场监管的能力框架	55
一、导论	55
二、关于市场监管的标准观点	56
三、正义与公平/效率的分割	59

四、能力方法与市场	62
五、市场监管的能力框架	66
六、监管金融市场	70
第四章 金融市场与制度目标：规范性问题	78
一、导论	78
二、市场和市场制度的规范理论	80
三、社会制度的目的论规范解释	83
四、金融市场与制度目标	91
五、结论	98
第五章 金融市场中的收入是应得的吗？一个基于正义的批评	101
一、导论	101
二、应得：一种制度性概念	103
三、应得和市场	104
四、内部问题：市场失灵	108
五、外部问题：社会功能失调	111
六、结论：走出失灵与失调	114

第二编 法律结构

第六章 管理层的罪与罚：道德责任、因果责任和金融犯罪	123
一、导论	123
二、起诉金融犯罪为何困难重重	126
三、可执行性与定罪	129
四、道德责任和因果责任	135
五、确立因果责任	140
第七章 无法修复的文化？金融伦理与制裁	153
一、导论	153
二、金融市场自我监管的局限	156

三、行为监管和伦理限制	158
四、解决过度冒险的负外部性	162
五、制裁在防止不道德行为中的作用	164
六、制裁的形式和范围	169
七、规制不道德行为：英国的做法	174
八、结论	177
第八章 货币的法律等级	185
一、导论	185
二、货币的法律性质与等级关系	187
三、作为经济政治权力功能的货币等级	189
四、金融等级的法律因素	190
五、法律造就的财富孵化器	195
六、法律的力量	197
七、“我的换汇额度在哪里？”	198
八、公平问题	200
第九章 臆想的投资者权利	206
一、导论	206
二、预设错误	209
三、权宜之计	211
四、从福利到公平	215
五、嵌入式经济	218
六、自然权利	221
七、承诺	222
八、结论：胡说八道	225
第三编 机构和实践	
第十章 中央银行的规范维度：金融市场的守护者如何影响公平？	233
一、导论	233

二、货币政策的目标和手段	235
三、货币政策与不平等	238
四、最优货币政策，但对谁最优？	245
五、结论	248
第十一章 金融市场正义中的信息条件：信用评级机构的监管	252
一、导论	252
二、信用评级机构如何运作	256
三、基于正义的批评：利益冲突	259
四、监管回应	264
五、结论	270
第十二章 金融市场中的性别正义	274
一、导论	274
二、金融市场背景	276
三、对金融市场决策者的兴趣：一项对公司董事会的研究	278
四、商业考量分析	281
五、女权主义和民主视角下的变革	286
六、前进的道路	289
七、结论	290
第十三章 齐心协力维持一个危险的金融系统	297
一、导论	297
二、别人的钱	300
三、多方助推者	304
四、倾向性陈述和叙事	313
五、变革有可能吗？	317
作者名单	330
索引	335
译后记	363

第一章

超越市场：公平社会中的金融

丽莎·赫佐格

一、导 论

金融已然成为一个严肃的政治议题。德意志银行董事会发言人罗尔夫·布洛伊尔 (Rolf-E. Breuer) 在 2000 年的一篇报刊文章中将金融市场称为与媒体的“第四种权力”并存的，共同约束立法、司法和行政的三种传统国家权力的“第五种权力” (Breuer 2000)。在 2002 年，世界上最成功的投资者之一沃伦·巴菲特 (Warren Buffet) 将金融衍生品 (derivatives) 比作“大规模杀伤性武器”，并在近年重申了该观点 (Financial Review 2015)。大规模杀伤性武器即便存在，也是不能掌握在少数私人手中的公器。有些银行家甚至将其工作置于更高的地位，例如高盛前首席执行官劳埃德·布兰科菲恩 (Lloyd Blankfein) 曾有个著名言论，即银行家“干着上帝的工作 (doing God's work)” (Wall Street Journal 2009)。

抛开修辞和自我夸大不论，金融确实已经成为资本主义社会最为重要的问题。自 20 世纪 70 年代以来，金融服务行业规模在英国和美国以近乎两倍于 GDP 增速的速度在增长 (Turner 2016, 20ff.)。2008 年全球金融危机以惨痛的教训揭示了金融市场并非与其他类型市场别无二致的纯粹市场。它对无数社会个体有着巨大影响，就业、工资、养老金、抵押贷款、消费贷款等，都直接或间接地取决于华尔街或伦敦城交易大厅里的状况。这种现象被称作“社会金融化 (financialization of society)”。此外，金融市场由高度抽象且难以捕捉的实体构成，我们目之所及的是在电脑屏幕上显示的或红或绿的图标，或者是西装

2 革履在交易席上相互报价下单的紧张男女。金融市场的抽象性 (abstractness) 或许使我们难以像对其他机构一样提出一个简单的问题——它们是否符合对一个公平社会构成的基本判断? ——的原因之一。在全球金融危机之后, 政治哲学家和其他理论家^①开始对这些问题感兴趣, 并且开启了新的论辩。^②本书集合了从政治学、哲学、经济学和法学等角度的论辩成果, 试图阐明与金融市场和公平正义有关的一些相互联系的主题。

在过去几十载, 尽管事实上从亚里士多德到孟德斯鸠、斯密、康德, 再到马克思以及其他人保持着将经济问题作为哲学问题来思考的传统, 但政治哲学家却总体上^③根据学术分工将与市场有关的问题都抛给了经济学家。与之大相径庭的是, 晚近的讨论开始打开市场的“黑箱 (black box)” (Dietsch 2010), 探索关于市场结构的更多细节, 包括其体现的价值、其所处的制度环境、其对机会和资源分配的影响等 (Herzog 2013)。然而截至目前, 关于市场的争论局限在对于一般市场的理解, 主要关注市场的道德局限 (Anderson 1992, Satz 2010, Sandel 2012) 或者市场主体的义务等在商业伦理中也会被探讨的议题 (Heath 2014)。不同于对一般市场的分析, 本书关注一种特殊市场类型——即金融市场。正如笔者后面将要讨论的, 金融市场的一些具体特征, 使得其成为正义或者正义障碍的关注者颇感兴趣的问题。

有众多理由支撑不要将对金融市场的思考仅留给经济学家。经济学运用优雅的数学模型去解释和描述金融市场时, 难免会局限于其对人类行为和市场结

① 本书中这些概念可以交替使用。

② 分析全球金融危机的文献参见 Lomansky (2011), Nielsen (2010), Graafland and Van de Ven (2011), Nowak and O'sullivan (2012), Roemer (2012), 以及 Dobos, Barry, and Pogge (2011)。现在还有一些针对“金融公平 (justice in finance)”的新兴讨论, 例如 James (2012, 249—284) 以及 Wollner (2014)。讨论金融的规范性问题的专著则更多的是从伦理学而非政治哲学的角度, 更关注道德机制而非制度结构, 例如 Koslowski (2011), Hendry (2013), Boatright (2010, 2014)。De Bruin (2015) 分析了金融市场认识论和伦理学之间的联系, Emunds (2014) 从全球正义 (global justice) 的视角提供了研究金融市场的重要思路。小微金融 (microfinance) 作为金融服务行业的特定分支提出了自身的公平性问题: 通过提供贷款来帮助穷人同时也会存在滥用和剥削的争议。在哲学视角的讨论参见 Sorrel and Cabrera (2015)。

③ 有一些例外情况涉及市场的具体方面, 例如运气, 自利动机、激励的角色, 这些常在运气均等主义和罗尔斯的正义理论的论辩中被提及。然而, 这些辩论更关注市场的抽象功能而非具体的市场机构。

果过于理想化的假设（Krugman 2009a, Shiller 2012, chap.19）。尽管期待经济学家精准预测金融危机这类事件发生的精确时点及其演化会有不公之嫌，但危机的发生确实让这个学科措手不及。简化模型并非纯粹经济视角的唯一问题，^④还有是把帕累托效率（即认为效率是在不损害其他人的情况下已不可能让任何人受益更多）作为唯一的规范性标准的过度迷恋。诚然对于有些市场而言这是一种有效的策略，即按照帕累托最优的原则将蛋糕做大并在不同机构间进行再次分配。然而按照帕累托效率的视角来分析当前的金融市场，并不能有效地解释金融市场近些年来在我们的社会中日渐增长的支配地位。尽管本书中的一些章节也从效率的角度进行论述，但更多的还是从金融市场的制度结构、规范价值等角度进行分析。

本章首先对某些金融市场机理及其传统意义上的合理性进行全局性概览，^⑤之后将提出并分析一些初步证据，论证金融市场不应只考虑效率而且应该考虑公平。接着本章将对金融市场与其他在经济学教材上流行的市场类型诸如苹果市场或橘子市场的区别进行深层探讨。^⑥以上思考将形成推进变革的重要理由。本章还会对全书各章的内容进行介绍，这些内容不仅讨论能够作为评估金融市场指南的正义原则，而且包括正义视角下的相关具体方面，这些精彩的观点将为我们思考金融市场如何变革提供给养，以使金融市场更符合我们对创造社会公平的理性判断和期待。

二、解构金融市场

在金融危机之前，主流的观点认为金融市场是一般市场的组成部分。因此，⁴对于自由市场的描述和判断被假定也适用于金融市场。市场通常指供不同主体以货币为交易媒介交换商品或服务的场所，市场价格反映并调节供需关系：如

^④ 另一个笔者未提及的问题是有些经济学家如何被金融机构或其他利益集团所俘获。纪录片《监守自盗》（Inside Job）对这个问题有清醒的认识和分析，本书第十三章也会论及。

^⑤ 对金融市场基本原理比较熟悉的读者可以跳过此部分。

^⑥ 参见 Bowles（1991）。有个很有趣的现象是经济学教材通常以水果市场为例，而这些市场与更为复杂的市场，例如金融市场、劳动力市场等通常差异巨大。

果供给大于需求则价格下降，并提示供给者降低产量（或驱使一些供给者离开市场）；如果供给低于需求则价格上涨，并提示供给者增加产量（或吸引新的供给者进入）。需求侧的主体同样能对价格变动作出应对，例如增加或削减消费或更换其他产品或服务。无需宏观调控者协调市场主体的行为，价格机制会自发完成此过程。需要说明的是，这并不意味着国家没有起作用的空间，国家必须首先建立产权保护的框架，并且提供能够有效保护产权和执行合同的法治体系。同时，国家还需要对市场运行的有关方面采取监管措施，防止市场参与者给其他主体带来的外部性效应（external effect），例如环境污染等。但是在这一框架下，市场主体能够根据自身偏好自主决策，以其认为合适的价格买入或卖出，正如教科书上说的那样。

自由市场是竞争性（competitive）的，市场主体为了获取成功必须与他人竞争：供给侧的主体需要争取客户，需求侧的主体需要争取商品和服务。根据市场结构的差异，供给侧或需求侧之一方的主体面临的竞争会更加激烈，从而给另一方主体带来优势：如果供给侧的竞争更加激烈，顾客就能获得更加物美价廉的商品和服务；如果需求侧竞争更加激烈，供给者就能以更高的价格或更低的品质出售商品和服务。在许多教科书中的“完全竞争市场（perfectly competitive market）”，供给侧和需求侧都有大量市场主体，这意味着互惠互利的交易机会都能被利用，从而实现所谓的“帕累托最优”。更通俗地讲，交易获利5 的机会不会被浪费。这要求现实中市场需要尽可能接近教科书中的理想状态，例如所有市场主体需要对其交易的产品充分知情，它们需要完全理性，并且能够在任意时间买入或卖出。然而事实上这种假设通常并不成立，这种现实也造成了效率低下，即通常所称的“市场失灵（market failure）”。

金融市场可以被理解为交易金融商品的市场。有时这些金融交易发生在有形的交易场所，例如纽约证券交易所（New York Stock Exchange），随着网络技术的发展，越来越多的交易开始以电子化的方式在正规交易平台或其他交易网络中进行。这些交易既包括了企业对企业（B2B），即发生在金融机构之间的交易，也包括了企业对个人（B2C），即私人客户或机构客户与经纪商进行的买卖交易。金融市场交易的产品包括了各种形式的权益（equity）和债务契约（debt contract）。权益是指投资者享有所有权以及由此而形成的控制权，例如在