

祛魅与重构:金融创新的 法律困局及其突围

——以资本市场为中心的观察

李安安*

摘要:现行的资本市场法律规则体系对于金融创新而言存在诸多弊端,表现在以危机防范为导向的资本市场法律规则体系压缩了金融创新的制度空间,以外生性机制为主导的金融创新模式难以为继,金融创新的司法审查过于严苛,金融创新成果的知识产权法保护严重滞后于实践,金融创新产品法律责任的缺位加剧了金融创新风险。鉴于金融创新面临制度进化与路径依赖的双重困境,未来的资本市场法制应该注重激发市场主体的金融创新活力,理顺行政管制与市场机制的关系,在加强金融监管的前提下鼓励、培育和引导金融创新,实现金融创新的祛魅与返璞。

关键词:金融创新 资本市场 制度进化 路径依赖

20 世纪 70 年代以降,创新型金融工具层出不穷,创新型金融服务方式不断涌现,创新型的金融

* 武汉大学法学院讲师,法学博士。

市场和金融制度不断推陈出新,金融创新成为金融改革与发展中的一道亮丽景观。金融创新意味着旧秩序的破坏和新秩序的建立,而法律作为一种“定分止争”的秩序规则不可避免地受到金融创新的影响,这一影响在货币政策、金融监管和金融私法三个领域体现得最为明显。^{〔1〕}与此同时,法律作为一种“立章建制”的效力规则对金融创新既可能发挥积极作用,也可能发挥消极作用,因此追问法律的“实质合理性”与“社会妥当性”就显得极为必要。本文无意就“金融创新与法律”这一论题展开宏大叙事,而仅以资本市场为视角透视我国金融创新的法律困境并寻求可能的突围之路。

一、有法律无秩序:金融创新的法律环境之检视

美国著名学者埃里克森曾以牧民如何解决牲畜越界纠纷的实证考察为依据,构建了一套完整的非正式规范模型,即“无须法律的秩序”(order without law)。他深刻地指出:“法律制定者如果对那些促进非正式合作的社会条件缺乏眼力,他们就可能造就一个法律更多但秩序更少的世界。”^{〔2〕}不幸的是,“法律更多但秩序更少”的悖论在我国成为一个不折不扣的事实。改革开放以来,我国制定了各式各样的法律,覆盖了社会生活的方方面面,形成了富有中国特色的社会主义法律体系。^{〔3〕}然而,从房屋拆迁到土地征用,从食品安全到未成年人权益保护,法律实施的效果并不理想,法律权威难以确立,相应的法律秩序无

〔1〕 陆泽峰:《金融创新与法律变革》,法律出版社2000年版,第207~216、271~277、344~347页。

〔2〕 [美]罗伯特·C.埃里克森:《无需法律的秩序——邻人如何解决纠纷》,苏力译,中国政法大学出版社2003年版,第354页。

〔3〕 2011年3月10日,全国人大常委会委员长吴邦国宣布,一个立足中国国情和实际、适应改革开放和社会主义现代化建设需要、集中体现党和人民意志的,以宪法为统帅,以宪法相关法、民法商法等多个法律部门的法律为主干,由法律、行政法规、地方性法规等多个层次的法律规范构成的中国特色社会主义法律体系已经形成。关于中国特色社会主义法律体系的深入分析,可参见朱景文:“中国特色社会主义法律体系:结构、特色与趋势”,载《中国社会科学》2011年第3期。

法生成,社会生活的多个方面都面临着“有法律却无秩序”的困境。这种困境被社会学家称为“失范”,被政治学家称为“不稳定”,更中性的、遮掩性的说法是“转型时期”。〔4〕在厚重的路径依赖背景下,“新兴加转轨”的我国资本市场自然无法逃离“有法律却无秩序”的宿命。近10年来,资本市场的法律规则供给达到了历史高峰,尤其是随着《公司法》、《证券法》、《企业破产法》、《证券投资基金法》等法律的相继修订出台,资本市场法律体系在形式上已经基本完备,但这些法律规则的供给并没有缔造出一个和谐有序的市场秩序,资本市场依然呈现出“剪不断、理还乱”的法律乱象:内幕交易和操纵市场等不法行为有恃无恐、选择性信息披露司空见惯、上市公司被掏空的现象不时见诸报端、创业板沦为“造富板”、中小投资者的法律保护有心无力……一个既能推动市场创新和战略转型又能有效控制风险、兼顾公平和效率的资本市场法律规则体系依然遥不可及。〔5〕在金融创新方面,尽管金融监管机构陆续发布了《商业银行金融创新指引》、《证券公司业务(产品)创新工作指引(试行)》等规范性文件,但其位阶的低微与权威性的缺失使实践中金融创新的效果大打折扣。从现行的资本市场规则体系来看,金融创新的法律环境不甚乐观,具体表现在以下几个方面:

第一,以危机防范为导向的资本市场法律规则体系压缩了金融创新的制度空间。资本市场的法律规则体系大致可以分为金融创新导向型和危机防范导向型两大类,前者侧重于金融效率,后者侧重于金融安全。基于对“金融是国民经济的命脉”的深刻认知以及对金融危机的戒备之心,我国的资本市场立法刻意强化了金融安全的价值理念,坚守“分业经营、分业管理”的原则立场,体现出鲜明的危机防范导向。2005年修订的《证券法》虽然在“证券业和银行业、信托业、保险业实行分业经营、分业管理,证券公司与银行、信托、保险业务机构分别设立”之后增加了“国家另有规定的除外”的但书条款,但时至今日该但书规定依然是一纸空文。这种分业监管的制度逻辑是与金融创新格格不入

〔4〕 蒋立山:“为什么我们有法律却没有秩序”,载《社会观察》2005年第10期。

〔5〕 2013年8月16日发生的“光大证券乌龙事件”再一次证明了我国资本市场的不成熟,尤其是投资者利益保护的任重而道远。参见兰波:“光大证券乌龙指事件给投资者什么启示”,载《上海证券报》2013年8月20日。

的,这是因为现代金融创新的一个典型特点在于“混业依赖性”,具体体现在金融创新机构的跨行业性、金融创新业务的跨品种性、金融创新工具的跨市场性等方面。金融创新的“混业依赖性”在客观上要求打破条块分割的机构监管体制,实行有机融合的功能监管体制,将实践中风生水起但又处于法律边缘的银保合作、银证合作、银信合作、证保合作、证信合作等金融创新产品拉回到合法性轨道上来,进而释放金融创新的制度空间。^{〔6〕}

第二,以外生性机制为主导的金融创新模式难以为继。金融创新分为内生性的金融创新和外生性的金融创新,前者主要由市场力量推动,对应着“市场金融”,属于市场主导型的制度变迁模式;后者则主要由政府力量推动,对应着“政府金融”,属于政府主导型的制度变迁模式。^{〔7〕}我国资本市场上的金融创新是内生机制与外生机制交织进化的产物,但无疑以外生机制为主,呈现出“强外生性、弱内生性”的图景,这主要体现在金融创新的主导权掌握在金融监管部门手中而非市场主体手中,因为如果没有金融监管部门的批准或认可,金融机构的创新必将举步维艰,一波三折的资产证券化、姗姗来迟的股指期货、欲拒还迎的信用交易等已经对此进行了生动揭示。强外生性的金融制度创新模式意味着资本市场面临着严重的行政干预和严苛的金融管制,也预示着资本市场存在严峻的金融抑制(financial repression)现象。与其他转型国家相比,我国资本市场中的金融抑制现象异常突出,如大量上市公司的股权结构以国有股为主,金融机构高管有着“国家干部”的身份和行政级别,股票和债券发行的总量和节奏被政府严格控制,金融市场的稳定和风险控制成为各级政府“维稳工作”的一个重要组成部分等。^{〔8〕}由于资本市场事关公共利益,对其进行行政干预和金融管制有着充分的理由,但干预过多和管制过严容易窒息市场活力,将金融创新消灭于襁褓之中。鉴于政府的“有限理性”,其对金融创新的严密管制不仅会加剧市场失灵,也会诱发政府失灵,“两个失灵”事实上已经成

〔6〕 朱崇实、刘志云:《混业经营趋势下的中国金融监管法:挑战与革新》,厦门大学出版社2013年版,第1~4页。

〔7〕 邹文英:“中美金融业规避监管型创新比较分析”,载《未来与发展》2012年第6期。

〔8〕 黄韬:《“金融抑制”与中国金融法治的逻辑》,法律出版社2012年版,第6页。

为我国资本市场“有法律无秩序”的一个突出表征。

第三,金融创新的司法审查过于严苛。金融创新是一把“双刃剑”,既能够创造经济效益和社会福利,也会带来经济灾难和社会病痛,而司法作为“守护社会正义的最后一道防线”,通过对金融创新的审查来遏制金融风险、矫正金融不公是其义不容辞的责任。事实上,在严格的金融管制下,金融创新的合法性是需要司法裁量的,尤其是在一些司法至上的国家,由金融市场的变革力量所推动的创新有时要面临严峻的司法审判,而这些司法审判一定程度上保护了金融市场的创新行为,金融创新或规避管制免于起诉或败诉事实上形成了立法管制放松前的一种重要的推动金融市场管制变革的方式。^[9]颇为吊诡的是,我国对金融创新的司法审查虽然比较严格,但并没有起到推动金融管制变革的应有作用,反而坚守“司法消极主义”的立场,充当了金融管制固化者的角色。例如,在一些与金融创新相关的案件中,法院与监管者之间互相推诿,致使纠纷陷入“消费者维权,监管者建议走司法程序,法院因看不懂产品说明书而不予受理”的怪圈,^[10]甚至以滞后的成文法为依据轻易地否定金融创新成果。^[11]司法与金融创新的疏离使金融创新的服务方式与交易工具难以得到司法确认,金融创新造成的利益冲突难以得到司法平衡,金融创新的公平、效率与安全价值目标难以得到司法保障。

第四,金融创新成果的知识产权法保护严重滞后于实践。根据WTO与贸易有关的知识产权公约,金融创新产品与金融创新服务作为智力活动的成果,人们对其依法享有知识产权。在金融创新推动下,知识产权担保、知识产权信托、知识产权保险、知识产权资产证券化、知识产权税等新型知识产权问题不断涌现,加强对金融创新成果的知识产权

[9] 周子衡:《金融管制的确立及其变革》,上海三联书店、上海人民出版社2005年版,第151页。

[10] 刘燕、楼建波:“金融衍生交易的法律解释——以合同为中心”,载《法学研究》2012年第1期。

[11] 如在备受关注的海富投资与甘肃世恒投资纠纷案中,两审法院各自基于不同的理由宣布“对赌协议”无效,彰显出我国现行司法裁判思路的僵化与生硬。参见彭冰:“对赌协议第一案分析”,载《北京仲裁》2012年第3期。

权法保护势在必行。^[12] 将金融创新成果纳入知识产权法的保护范围,意味着“给天才之火浇上利益之油”,可以最大限度地激发市场主体的金融创新活力。金融创新的知识产权法保护,包括专利权保护、著作权保护、商标权保护、商业秘密保护以及反不正当竞争保护等。其中,对金融机构的商业方法予以专利权保护被视为一项重要的制度创新,如在2008年6月10日,美国加利福尼亚的 LogicEase Solutions 公司被授予一项名为“使与贷款法规自动相符的系统和方法”的专利(专利号为第7386505号)。^[13] 1998年,美国巡回上诉法院在 State Street Bank & Trust Co. Vs. Singeture Financial Group. Inc 案中明确了“商业方法”具有可专利性。^[14] 在1999年的 AT & T. Vs. Excel 案中再一次确认了对 State Street Bank 所确立的原则,美国学者对此评论到:“该案不仅具有开拓专利作为竞争武器先河的重大影响,而且为商业银行领域商业软件的可专利性确立了明确的法律佐证。”^[15] 在日本与欧盟,对金融创新成果的专利审查侧重于技术特征,只要金融创新成果表现出一定的技术性,就可以申请专利保护。^[16] 在我国,花旗银行于2003年1月1日从国家知识产权局获得了“数据管理的计算机系统和操作该系统的方法”专利,引起了广泛关注。^[17] 但按照我国《专利法》第25条的规定,智力活动的规则和方法不授予专利权。在专利申请实践中,金融创新成果往往被视为纯粹的智力活动规则或方法,其技术特征时常被忽略,因而总是被排斥在专利受理范围之外。可以说,我国在面对境外对金融创新成果知识产权保护的浪潮时,既没有进行立法上的努力,也没有付诸

[12] Securitization of Patents and Its Continued Viability in Light of the Current Economic Conditions, Albany Law Journal of Science & Technology, Vol. 19, Issue 2 (2009), pp. 393 - 420; Exploring the Intersection between Tax and Intellectual Property, Taxes: The Tax Magazine, Vol. 85, Issue 12 (December 2007), pp. 19 - 51.

[13] Joseph Straus, Simon Klopschinski: “当前金融市场危机下的商业方法保护和其他专利法问题”,载《专利法研究》(2009),第125页。

[14] State Street Bank & Trust Co. v. Signature Financial Group, 149 F. 3d 1368 (Fed. Cir. Jul. 23, 1998).

[15] 侯雪梅:“论金融创新产品的知识产权保护”,载《金融与经济》2009年第6期。

[16] 张俊岩、杨德平:“金融产品的知识产权属性及其保护——以保险产品为例”,载《保险研究》2011年第1期。

[17] 葛宝成:“涉及商业方法发明的可专利性”,载《中国专利与商标》2003年第4期。

实践上的行动,在国际资本市场的创新竞争中已经落后于人。

第五,金融创新产品的法律责任缺位使得金融创新风险处于失控状态。在法律本质上,金融创新是一种相关主体之间的权利义务配置的新形式,用于分配或创造既有或者新的利益。^[18]但由于金融创新的路径非常长,权利和义务的边界不容易界定,时常出现权利和义务的“模糊地带”,同时由于金融创新本身很大程度上属于逃避法律责任的产物,所以金融创新产品的法律责任往往是虚化的。次贷危机爆发后,美国率先进行了金融创新产品法律责任制度改革,在产品市场准入、高管薪酬机制、金融衍生品市场、信用评级监管等领域强化了金融创新产品法律责任,旨在恢复金融创新领域权利义务的对应关系,重构负责任的金融创新产品市场及监管制度。^[19]但这些制度建构的努力并没有得到我国金融监管机构的应有重视,以至于金融创新产品的法律责任往往被疏忽乃至弃之如敝屣。如证监会2010年4月21日公布的《证券公司参与股指期货交易指引》未涉及法律责任条款,2013年3月15日公布的《证券公司资产证券化业务管理规定》亦缺乏有针对性的金融创新产品责任规定。^[20]法律责任作为“社会为了维护自身的生存条件而强制性地分配给某些社会成员的一种负担”,发挥着维持正义和社会秩序、实现责任人的再社会化、开通受阻的法律关系、恢复失衡的法律关系等作用。^[21]金融创新产品的法律责任缺位意味着金融领域蜕变为“投机者的天堂”和“冒险者的乐园”,也意味着中小投资者或金融消费者的权益难以有效维护。

[18] 于春敏:“论我国金融创新法律环境的优化——从建设上海国际金融中心战略谈起”,载《现代管理科学》2012年第8期。

[19] 岳彩申、张晓东:“金融创新产品法律责任制度的完善——后金融危机时代的反思”,载《法学论坛》2010年第5期。

[20] 《证券公司资产证券化业务管理规定》唯一的法律责任条款是42条:“为专项计划出具现金流预测报告、评级报告、法律意见书等文件的相关机构未勤勉尽责,所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的,中国证监会依照《证券法》等有关法律、行政法规进行处罚;涉嫌犯罪的,依法移送司法机关,追究其刑事责任。”该条款是针对市场中介组织,而不属于资产证券化这一金融创新产品本身的责任范畴。

[21] 张文显:《法理学》(第3版),高等教育出版社、北京大学出版社2007年版,第170页;周永坤:《法理学——全球视野》(第3版),法律出版社2010年版,第242页。

二、制度进化与路径依赖:金融创新的二律背反

置于“有法律无秩序”的资本市场法律规则体系下,我国的金融创新何去何从成为一个亟须回应的现实课题。对此,学术界存在制度进化理论与路径依赖理论两种完全不同的声音。制度进化理论认为,经济全球化尤其是资本市场的全球化会加剧各国法律之间的竞争,为了在竞争中立于不败之地,各国必然会在规制竞争(regulatory competition)的过程中“竞相降低水准”(race to the bottom),进而使各国法律趋同化。^[22] 路径依赖理论认为,历史决策和此后形成的博弈结构以及规则自身的逻辑限制了法律的进化,特定规则体系的转轨均会遭到利益集团的抵制。^[23] 按照制度进化理论的逻辑,我国的金融创新将在资本市场法制的竞争中进化到与发达资本市场相接轨的水平。而按照路径依赖理论的逻辑,我国的金融创新或者受制于结构驱动的路径依赖(structure-driven path dependence)或者受制于规则驱动的路径依赖(rule-driven path dependence),会被锁定在特定的历史时空中,难以与国际资本市场接轨。本文认为,制度进化理论与路径依赖理论对于分析我国金融创新的演进趋势时均有一定解释力,但又都失之偏颇,金融创新在实践当中事实上面临着一种二律背反的处境。一方面,资本市场的国际化会促使我国资本市场的游戏规则、交易体制、会计制度与国际惯例接轨,遵循全球统一的技术标准和制度规则,^[24] 这种制度进化是不可逆转的历史潮流。然而,资本市场中的金融创新尽管面临着强烈的外部竞争压力,但对抗这种竞争压力的观念和制度力量同样强大,

[22] 李清池:“美国的公司法研究:传统、革命与展望”,载《中外法学》2008年第2期。

[23] Klaus Heine and Wolfgang Kerber, European Corporate Laws, Regulatory Competition and Path Dependence, European Journal of Law and Economics, Vol. 13, 2002, pp. 47 - 71; Stephen E. Gargolis and S. J. Liebowitz, Path Dependence, in Peter Newman, ed., The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, Macmillan Reference Limited, 1998, Vol. P - Z, p. 17.

[24] 董安生:“中国资本市场改革法律问题研究”,载《甘肃社会科学》2008年第5期。

如上交所与深交所之间不存在竞争关系,金融监管机构垄断着金融创新的主导权等,这些对抗性力量无疑会阻碍金融创新的进化,所谓的“与国际惯例接轨”并不能当然地构成金融创新制度进化的充分理由。^[25]另一方面,我国的金融创新是在“一穷二白”的基础上发展起来的,几乎不存在可资借鉴的本土资源,其变迁路径就是一个不断向外学习甚至模仿的过程,制度变迁的成本相对低廉,金融创新的路径依赖性大为削减。金融创新的这种二律背反可以从资本市场“新兴加转轨”的符号式特征中得到解释性说明。

“新兴加转轨”可以说是我国资本市场最典型的特征。所谓“新兴”,说明它还是一个正处于发展初期、尚不成熟的市场,表现为市场层次和交易品种单一、基础性制度不完善、法治化程度不高、透明度不足、诚信文化缺失、违法行为普遍、监管规则的有效性有待提高等,这类问题要靠发展的办法去解决。所谓“转轨”,说明资本市场尚未完全走出从计划经济体制到市场经济体制嬗变的历史进程,这种双轨制的存在构成了我国社会政治经济制度大转型的一部分,只能靠改革的办法去解决。“新兴加转轨”这一资本市场的本质特征衍生出颇多具有强烈本土性色彩的现象与问题,如政府主导型的资本市场制度变迁模式、政府过多介入导致的资本市场“柠檬化”现象^[26]严密的管制与普遍的欺诈并存、上市公司脱胎于国有企业的制度背景、以国有股和国有法人股为主的股权结构、盘根错节的关系网络、以“权力—关系”为架构的治理模式、股权分置改革中的“大小非”与“大小限”现象、既非会员制也非公司制的证券交易所、民众的“好赌性”与资本市场的调控悖论等。^[27]有学者将中国资本市场的本土性问题概括为政治结构所导致的四个“路径依赖”,即“股权双轨制”与国有企业本位和国有股权本

[25] 方流芳:“证券交易所的法律地位——反思与国际惯例接轨”,载《政法论坛》2007年第1期。

[26] 资本市场“柠檬化”现象,是指政府非经济现象的过多介入,使外部投资者认为资本市场是为政府和融资方聚敛财富的场所,因而,无论何种公司以多大折扣招股,投资者都不会购买,从而导致资本市场的萎缩与消亡。参见鲁篱、黄亮、程乐明:《金融公会法律制度研究》,中国金融出版社2005年版,第10页。

[27] 蒋大兴:“国民性、资本市场与法律的深层结构——民众的好赌性与市场的调控法则”,载《北方法学》2009年第1期。

位、政策市、二级市场上的赶超战略与股市的“公有化”、中央政府和地方政府的财政分权体制导致的“地方政府公司主义”。^[28] 必须清醒地认识到,由于转轨背景和新兴市场两个条件的制约,资本市场的路径依赖所导致的中国特色不会很快消退。

在“新兴加转轨”的历史背景下,我国资本市场既缺乏进行原始创新的制度环境,也缺乏进行集成创新的现实条件,被迫走上了一条以法律移植为中心的模仿创新之路。^[29] 对金融创新的模仿,主要包括对技术的模仿和对制度的模仿,前者简便易行,后者则时常遭遇水土不服的困境。我国资本市场在 20 余年时间内之所以能够创造不俗的业绩,在很大程度上归因于对境外资本市场金融创新的技术性模仿。对于新兴市场而言,健康的竞争性市场、宽松的法律环境、知识积累与人才储备等金融创新的关键性条件往往并不齐备,过于追求金融创新往往事与愿违,甚至适得其反。而技术规则具有普适性,对境外发达资本市场的技术规则进行引进、消化、吸收和再创新可以减少制度探索的成本,实现新兴市场的追赶战略。以证券交易为例,我国资本市场在起步之初就大胆模仿了美国、英国、日本以及香港等国家和地区的证券交易规则,并将其升级改造为“直接持有、中央托管、二级清算、一级交收”的现代证券交易模式。目前,世界上只有中国百分之百地实现了股票电子化、股票中央托管、中心市场集中竞价成交和转账过户,这种证券交易模式就技术层面而言在亚洲乃至全球都处于领先地位。^[30] 然而,经济学的研究表明,落后国家通过技术模仿虽然可以在短期内取得很好的发展,但长期发展却可能失败,这就是所谓的“后发劣势”或者是“对后来者的诅咒”(curse to the late comer)。^[31] 技术哲学的研究同样表明,在一个技术社会(technical society)格局中,技术把整个社会都置

[28] 张建伟:《转型、变法与比较法律经济学——本土化语境中法律经济学理论思维空间的拓展》,北京大学出版社 2004 年版,第 193~200 页。

[29] 高鸿钧:“法律移植:隐喻、范式与全球化时代的新趋向”,载《中国社会科学》2007 年第 4 期。

[30] 方流芳:“证券交易所的法律地位——反思与国际惯例接轨”,载《政法论坛》2007 年第 1 期。

[31] 杨小凯:“后发劣势”,载《新财经》2004 年第 8 期;林毅夫:“后发优势与后发劣势——与杨小凯教授商榷”,载《经济学》(季刊)2003 年第 4 期。

于钢筋混凝土的基础之上,遮蔽了人们对自然界的视线,并使人们的生存有赖于最大胆的和看来最不可能的智力规划。^[32]走出“后发劣势”的悖论,需要在制度创新上有所作为和突破。

如果说我国资本市场对金融创新的技术性模仿尚差强人意的话,对金融创新的制度性模仿则毁誉参半。作为一个与金融工具创新、金融机构创新、金融服务创新相并列的概念,金融制度创新是指金融法制的变革所引起的金融经营环境的改变与金融经营内容上的创新,主要包括金融组织制度的创新与金融监管制度的创新。在金融组织制度创新方面,我国确立了双重四元金融创新模式,即国有商业金融、国有政策性金融、合作金融和民间金融四种主体形式,银行、证券、保险和各种金融中介四种客体形式。在金融监管制度创新方面,我国亦步亦趋地模仿了美国的金融监管制度,经历了一个从金融混业经营到金融分业经营再重新回归金融混业经营的历史嬗变过程。为了“与国际惯例接轨”,我国的金融法律频频进行修订,上演了一幕幕“制度模仿秀”。然而,对境外资本市场的制度性模仿似乎刻意回避了一些基本问题:我们是否知晓自身面临的真正问题所在?我们是否确信打算引进的制度是否与本国面临的问题存在合理联系?我们是否明确所欲引进的制度是否可以脱离特定的社会环境而被单独移植?我们引进境外的制度是否会重演制度的演进过程?有学者对此无不忧虑地说:“与其说我国金融法律的创新或演进是基于自下而起的金融创新为缘由的,倒不如说是在国际背景下法律知识模仿的结果;与其说这种规则创新是恪守了金融法律原则的底线,还不如说金融法律规则的更迭是以一味地姑息金融创新得以实现的;与其说这种法律价值的流变是出于效益与争夺国际金融市场,还不如说是反映了一些以委曲求全的方式并以放弃国家金融安全为代价吸引外来资金所引发的金融法律规则的异变之事实。”^[33]由此观之,我国的金融创新并不是一个轻松的话题,其遭遇的制度进化困境与路径依赖难题或多或少地困扰着“言必称欧美”的资

[32] [德]阿诺德·盖伦:《技术时代的人类心灵——工业社会的社会心理问题》,何兆武、何冰译,上海世纪出版集团2008年版,第26页。

[33] 黎四奇:《金融监管法律问题研究——以银行法为中心的分析》,法律出版社2007年版,第32页。

本市场话语体系,或隐或现地拷问着“与国际惯例接轨”的资本市场制度变迁模式与规则来源系统。

三、观念更新与范式转型:金融创新的应然基调

金融创新欲破解“有法律无秩序”的难题,走出制度进化与路径依赖的二律背反迷局,需要一场深刻的思想观念调整和制度范式转型。所谓“理论是实践的先导,思想是行动的指南”,如果对金融创新存在认识观念的误区或指导思想的偏差,则会贻误金融创新实践;相反,如果没有合理的金融创新制度范式,则再好的金融创新思想观念也无济于事。因此,与时俱进的观念调适和革故鼎新的范式转型相结合才是金融创新的应然基调。

(一) 金融创新应有观念之确立

2008年金融危机发生后,批判与反思金融创新的言论甚嚣尘上,普遍性地将金融创新视为金融危机的罪魁祸首,甚至有不少人认为这场资本主义的危机标志着美国新自由主义时代的终结。然而,回到我国的现实语境,我们面临的现状不是创新过度而是创新不足,如在公司融资方面,直接融资与间接融资的比例严重失衡、债权融资远远滞后于股权融资、市场型间接融资体系形似而神不至,^[34]资本市场难以为成千上万的中小公司提供融资服务。^[35]

尽管《公司法》与《证券法》在2005年的修订为资本市场的金融创新打开了空间,但金融创新所依赖的法制权威性、法制整合力、法制公信力、法制执行力、法制创新力等因素尚未齐备,金融创新与法制变革

[34] 市场型间接融资是有别于传统的银行间接融资和资本市场直接融资外的一种融资方式,被称为“第三金融”,它是以金融中介机构为资本市场的主要参与主体,通过开展金融创新业务,向全社会提供依托市场的专业化投融资服务。参见杨东:“市场型间接金融:集合投资计划统合规制论”,载《中国法学》2013年第2期;孙立行:“市场型间接融资体系与中国融资体制改革取向”,载《金融论坛》2009年第1期。

[35] 蒋大兴:“公司组织形态与证券(融资)权利——摒弃有限公司改制上市的法律习规”,载《现代法学》2013年第1期。

的良性互动关系尚未形成。^[36] 因此,我们需要的是在加强金融监管的前提下鼓励、培育和引导金融创新而不是因噎废食地抑制、阻却甚至扼杀金融创新,正如有学者所言,我国未来经济的发展如果要得到金融资本全面的支撑,那么政府就必须因时制宜地对金融市场松绑,就必须学会在监管与创新中寻求均衡,就必须勇于接受金融创新的挑战并探究我国金融法律制度的创新之路。^[37] 从某种意义上说,鼓励、培育和引导金融创新是资本市场法制的基本价值追求,理应成为资本市场法制的固有观念。

理性看待和正确处理金融创新与金融效率、金融安全、金融公平的关系同样需要一场观念的洗礼。学界对金融创新与金融效率的关系已经达成基本共识,普遍认为金融创新是提高金融效率的有效手段,金融效率的状况对金融创新的产生与发展起着制约或推动作用。但这一共识对于深入理解金融创新与金融效率的关系尚显不足,本文认为金融创新应当重点关注制度适应性效率(institutional adaptive efficiency),立足于对资本市场体制效率的推动与促进。所谓制度适应性效率,就是制度依据经济社会环境的发展变化而应时而动,不断提高制度适应经济社会发展的要求,减少经济社会发展过程中的不确定性,提高制度竞争力。^[38] 所谓体制效率,是指承担了激励、配置、保险和约束四种分类功能的一组经济制度安排,是对一国经济组织形式的整体概括。^[39] 将制度适应性效率和体制效率纳入金融创新的功能视野,赋予了金融创新全新的时代内涵,也有望开启资本市场法治建设新的视窗。金融创新与金融安全的关系无论是在学术界还是实务界均存在较大的观念误区,人们已经习惯于将二者视为一对矛盾范畴,它们之间似乎有一种难

[36] 蔡奕:“法制变革与金融创新——兼评《证券法》、《公司法》修订实施后的金融创新法制环境”,载《中国金融》2006年第1期。

[37] 黎四奇:“《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》之透析及对中国的启示”,载《暨南学报》(哲学社会科学版)2012年第10期。

[38] 黄信:“经济转型、制度环境与制度适应性效率”,载《社会科学战线》2011年第9期。关于制度适应性效率更深入的分析,可参见 Ahrens, Joachim, Jünemann, Patrick, Adaptive efficiency and pragmatic flexibility: Characteristics of institutional change in capitalism, Chinese - style, Forschungspapiere Research Papers, 2009/03.

[39] 吕忠梅、陈虹:《经济法原论》,法律出版社2007年版,第124页。

以调和的紧张关系。其实,金融安全与金融创新并不矛盾,这是因为金融创新是金融业持续发展的基础,是金融发展的源动力,有效的金融创新提供了一种基于市场的风险化解和防范机制,因此鼓励金融创新才是实现金融安全最根本的措施。^[40]与其固守金融安全的单向思维,不如放开金融创新的盲目管制,资本市场法律规则面向金融创新应采取“疏胜于堵”的宽容态度。金融创新与金融公平的关系很少被提及,作为金融法新理念的金融公平也只是近年内才受到学界关注。所谓金融公平,是指在金融活动中,各类主体不因自身经济实力、所有权性质、地域和行业等因素而受到差别对待,能够公平地参与金融活动,机会均等地分享金融资源,形成合理有序的金融秩序,并通过金融市场实现社会整体利益的最大化。^[41]作为金融效率与金融安全价值冲突的调和者,金融公平可以成为金融创新正当性的判断标准,即如果一项金融创新有助于市场主体公平参与金融活动、公平进行金融交易、公平享受金融福利,则该金融创新本身的正当性毋庸置疑;反之,如果一项金融创新剥夺了部分人的权利和机会,扭曲了财富分配机理,伤及了社会福利,则该金融创新本身须接受合法性审查。

此外,金融创新的知识产权保护理念、司法审查理念与责任规制理念同样需要更新。随着知识经济的加速到来,资本市场的竞争演变为知识的获取、占有和利用的竞争,获取引领金融潮流的新技术和新产品意味着占据了资本市场的主动权。在国家知识产权战略实施的大背景下,金融机构应树立和强化知识产权的法律观念,综合利用著作权、专利、商标和商业秘密等多种模式保护金融创新成果,如对浮动利率债券上的艺术创作、认股权证明书申请著作权保护,对二板市场的自动化交易系统、股指期货的现金管理系统申请专利权保护等。金融创新的司法审查应从管制主义走向自在主义,慎重解释和把握自治与强迫的界线,尊重公司自治和市场逻辑,坚持裁判宽容,采取更为宽缓和灵敏的审理方式,回归司法者而非立法者的立场。^[42]尤其是在金融创新大众

[40] 张忠军:“论金融法的安全观”,载《中国法学》2003年第4期。

[41] 冯果:“金融法的三足定理及中国金融法制的变革”,载《法学》2011年第9期。

[42] 蒋大兴:“公司自治与裁判宽容——新《公司法》视野下的裁判思维”,载《法学家》2006年第6期。

化的背景下,金融司法必须正确处理司法能动与司法克制、司法感性与司法理性、法律适用与民意影响三方面的辩证关系,公正、安全和最大化地保护社会民众的金融权益。^[43] 金融创新的责任规制理念,一方面要针对金融创新的复杂性进行权利倾斜性配置,加重金融机构的法律责任,强化对中小投资者的特别保护;另一方面要置于公共利益的立场强化金融监管机构的监管责任,重申市场纪律,使金融创新不偏离社会正义的价值轨道。

(二) 金融创新范式的结构性转型

当前,我国正经历着一场深刻的政治、经济和社会转型。唐德刚先生将这场转型形象地称为“历史三峡”,认为通过“历史三峡”是历史的必然,到那时“晴川历历汉阳树,芳草萋萋鹦鹉洲”,人们在喝彩声中,就可扬帆之下,随大江东去,进入海阔天空的太平洋了。^[44] 政府主导的资本市场制度变迁模式和外生性主导的金融创新范式构成了“历史三峡”的一部分,其结构性转型前景可期,但过程曲折。鉴于外生性主导的金融创新范式难以为继以及资本市场国际化的方向不可逆转,我国必须坚定不移地坚持市场化的改革方向,从外生性金融创新走向内生性金融创新,通过政府引导、市场跟进的制度变迁模式推动资本市场的制度创新。这场结构性转型需要重点处理好两个关系:一是行政管制与市场机制的关系,二是金融创新与金融监管的关系。行政管制与市场机制的关系是资本市场法制的核心问题,构成了资本市场其他问题的源头,如证券法范畴中形式意义的证券市场小于实质意义的证券市场,证券发行审核部门二元并存等,实质是现行资本市场行政管理体制职权划分的结果;证券交易所公法人化,证监会对上市公司和证券公司的深度控制,实质是行政监管全面管控证券市场的具体反映;证券业协会功能不昌并缺乏独立发展空间,司法机制在维持和恢复证券市场秩序上功效不显,实质是证券市场行政监管机制运行产生排他效应的自然结果。^[45] 过严的行政管制抑制了资本市场的创新活力,削弱了资

[43] 潘云波、周荃:“金融创新大众化对金融司法的新需求与回应”,载《金融教学与研究》2012年第4期。

[44] 唐德刚:《晚晴七十年》,岳麓出版社1999年版,第7页。

[45] 陈甦、陈洁:“证券法的功效分析与重构思路”,载《环球法律评论》2012年第5期。

本市场的竞争力,也导致资本市场的一些本土性问题演化为外在的行为扭曲、利益失衡和秩序混乱,正如有学者所言,政府是公有产权管理者,同时又是市场制度供给者和市场秩序维护者,由于自身特殊利益偏好,政府行为演化为市场内在要素,形成一种权力选择市场,以公共利益理论为基础的单向度资本市场制度体系无法有效制约政府行为,更难以实现公私产权的市场制衡。^[46] 放松对资本市场的行政管制,首先,需要行政监管机构向证券交易所、证券业协会等资本市场自律团体转移权力和释放权力,如将金融创新产品的认定权授予证券交易所,把对上市证券的选择权还给证券交易所,依此激发市场主体的创新动力,助推外生性金融创新向内生性金融创新转变。其次,进一步拓宽金融创新的规则空间与监管空间。对属于自律职能范围的事情应尽量避免由于法律上的刚性规定影响到资本市场的发展,对一些暂不具备在法律中规定的金融创新事项,也可先考虑由业务规则作出规定,待条件成熟再上升到法律层面予以规制。^[47] 因此,资本市场的监管方式应实现从准入监管到行为监管的转变,将产品、业务、机构和人员的行政许可改为备案制,由交易所对各自交易场所公司上市、新产品发行、信息披露等进行监管。

放松行政管制后的资本市场必然会出现金融创新蓬勃发展的景象,但金融创新不能成为脱缰之马,而必须置于金融监管的有效射程之内。从某种意义上讲,对金融创新的金融监管是一种“必要的恶”,监管者应当是理性的保守者,而非狂热的激进者和不负责任的纵容者。在一个管制宽松的制度环境中,如果没有有效的金融监管,则金融创新的发展极易偏离实体经济的需要,异化为少数人剥削多数人的工具,伤及社会福利,危害市场秩序。有学者将这种现象称为“金融主义”(financialism),并认为金融主义导致当代人劫掠后代人财富并危害国家安全,其本质是不道德的,因此,必须摧毁金融主义,回归资本主义。^[48] 为了避免重蹈美国式“金融主义”覆辙,我国对金融创新的监管

[46] 伍文辉:“资本市场秩序的宪法选择”,载《法制与社会发展》2012年第5期。

[47] 上证所—山东证监局联合课题组:“证券法功能定位的国际比较与我国证券法的完善”,第22期上证联合研究计划课题报告,2011年11月。

[48] [美]劳伦斯·E.米切尔:“反思金融主义:一个历史的视角”,施天涛、袁田译,载《清华法学》2012年第4期。

必须特别强调审慎监管的理念,以实体经济为依归,鼓励面向普通投资者和普通消费者的金融创新。对于股权互换、股份出借、资产证券化、信用衍生品等金融创新工具而言,则应通过权利配置、风险控制、责任设定等予以限制,推动虚拟经济向实体经济的适时回归。良好的金融监管,应该是既能极大地促进金融创新的发展,又能有效地控制金融创新的风险。金融创新与金融监管之间既存在互动关系,也是一个动态的博弈过程。金融市场的发展一方面需要金融创新作为动力;另一方面又需要加强金融监管以维护金融安全,以利于金融业持续和健康稳定的发展。但在资本市场实践中,金融创新与金融监管的竞争性平衡极难实现,这是因为金融创新以金融效率为价值目标,金融监管以金融安全为价值目标,而金融效率与金融安全的关系历来处于“剪不断、理还乱”的纠结状态,金融危机的治乱循环亦难以走出“自由放任→金融危机→金融管制”的周期性怪圈。本文建议,在对金融创新进行金融监管的过程中引入金融公平的价值坐标,以金融公平来整合金融效率与金融安全的价值冲突,消解金融创新与金融监管之间的内在张力,实现资本市场法制经济效果、社会效果和法律效果的统一。同时,金融监管需要跳出金融机构和监管部门相互博弈而造成的“管制→放松管制→重新管制”的轮回,塑造针对金融创新的逆周期金融监管体制。此外,还需要特别强调的是,对金融创新的金融监管必须打破对欧美资本市场法制的盲目崇拜,走出唯“美”主义或唯“欧”主义的法律迷恋,打破其在国际金融规则创新中的话语霸权,树立民族自信,走向国家理性。^[49]

四、金融创新的祛魅与返璞——代结语

在国际资本市场格局中,中国资本市场无疑是一个新角色。如果以深、沪两家证券交易所的成立为标志,中国资本市场仅有 20 余年的

[49] 关于“国家理性”(reason of state)更深入的论述,可参见许章润:《现代中国的国家理性——关于国家建构的自由民族主义共和法理》,法律出版社 2011 年版,序言第 6~7 页;许章润:“置身邦国,如何安顿我们的身心——从德国历史学家迈内克的欢欣雀跃论及邦国情思、政治理性、公民理性与国家理性”,载《政法论坛》2013 年第 1 期。

发展历史。20年在历史长河中只不过是沧海一粟,却在人类的资本文明史上留下了浓墨重彩的一笔,“中国模式”与“北京共识”成为对此最精妙的注脚。^[50]然而,如果“中国模式”取得持续的成功,如果“北京共识”续写新的传奇,必须仰仗金融创新的力量,激发市场主体的创新活力,理顺行政管制与市场机制的关系,妥善处理好金融创新与金融监管的关系,实现金融创新的祛魅与返璞。唯有如此,我国的资本市场才能走出“新兴加转轨”的“历史三峡”,立足于全球资本市场的前沿阵地并成为金融创新的最佳试验场所。

[50] 郑永年:“国际发展格局中的中国模式”,载《中国社会科学》2009年第5期;[日]大西广:“拥护北京共识——高速发展型的政府·市场的最佳组合”,谭晓军编译,载《当代世界与社会主义》2012年第1期;童之伟:“中国模式之法学批判”,载《法学》2012年第12期。