

私法规范对金融创新的回应

刘志伟

摘要：金融领域的私法规范虽主要寄居于民商事私法规范体系中，但交易结构简单、表现形式单一、法律关系清晰的金融商事活动基本能够得到有效调整。这均源于民商事私法规范中“物—债”“股—债”二分结构具有较大的弹性解释空间，并且金融领域主体法、行为法等私法规范的塑造也深嵌着民商事法律思维。然而，随着金融创新的深化发展，尤其是创新型金融工具或产品的结构化设计，外加证券化、表外化的共同作用，金融交易主体间的权利义务关系、交易标的物以及各自盈亏风险分配机制等越来越复杂，并呈现出融合或者重叠的演进趋势，这均导致传统民商事私法规范已然无法在整体上继续有效适用于金融领域创新性交易活动的规范调整。对此，应塑造金融领域专属性私法规范，其塑造须借助创新型金融工具或产品之基础法律属性的确定，零售型金融交易主体间权利义务的倾斜配置以及系统性金融风险防范型交易机制的创新设计予以达致。

关键词：金融创新；金融工具或产品；私法规范；法律变革

[中图分类号] D922.28 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180 (2021) 05-0095-14

一、问题的提出

从新华信托所设计“名股实债”契约之效力认定异议到宝能万科控制权之争中对“资管计划”表决权让渡合法与否的争辩，再到资产证券化实践中“资产转让行为”法律定性不清等所暴露出的问题，无不与金融交易、金融监管之法律规范紧密相关。以金融交易方式、金融工具或产品创新为典型代表的金融创新在对金融监管法律规范进行规避或套利的同时，其交易合约、结构、方式等不仅改变了传统的交易模式，也在一定程度上突破了传统民商事法律规范的诸多规定。正如金融工具或产品、金融交易合约的结构化设计使得其产品属性、法律关系愈加捉摸不定、玄妙复杂，资产证券化中的金融资产转让也不再完全遵循合同法中的“债权转让规则”，这都表明金融创新语境下金融活动的法律调整，不仅需要金融监管领域法律的更新与变革，更需要与金融活动相关的民商事私法规范作出回应。然而事实并非如此，涵括金融监管法在内的金融公法随着金融危

【作者简介】刘志伟，法学博士，西南政法大学经济法学院副教授。

【基金项目】国家社会科学基金青年项目“地方金融监管体系的法治化构建研究”（项目批准号：19CFX076）。

机的不间断发生已经越来越受重视，并且面对金融创新的进一步深化发展以及由此而带来的金融危机的周期性爆发，过往“法律角度的反思以金融监管法的改进为主流”⁽¹⁾，而基本未将视角真正转向金融私法的革新，或者是去积极探寻金融危机发生的私法根源⁽²⁾，继而致力于金融领域现代性私法规范的理论研究与制度再造。

从宏观层面讲，涵括金融公法和金融私法在内的金融领域法律规范，从源起到丰富拓展，均无法脱离其所植根的人类经济社会，而“随着人类社会进入实物经济、知识与信用经济三位一体的新时代……以信用货币和各种信用产品及金融交易为基础的信用经济，更是在现代经济社会中发挥着主导作用”。⁽³⁾ 依托于实物经济而建立的传统的与财产有关的经济法律（主要体现为物一债二分的财产法结构体系）在知识与信用经济的现实面前必然会暴露出其自身的时代局限性，尤其是调整货币与信用及其衍生工具或产品的金融法律规范亟须被重塑。除以物一债二元结构所搭建的民事私法体系以外，作为私法另一核心组成之“商法”的重心由交易法推移至企业法，再推移至金融法和企业法，出现了金融法和企业法并重的模式⁽⁴⁾，“金融法在全球金融危机的影响下其重要性日益突出，成为统领商事活动的枢纽”，因而“商法核心内容经历了从贸易法到企业法、再从企业法到金融法的过程”⁽⁵⁾，但金融领域的私法规范理论研究和制度设计却没有随着商法重心的转移而得以革新，并及时回应金融创新的深化发展。

无论是从金融对国民经济发展的主导作用，还是从传统的民法已经无法对经营货币与信用及其衍生产品和金融业务进行有效法律调整，或是从商法重心已经从传统的交易法转换到企业法与金融法并重，甚至企业法也转向了金融法来看，传统的民商事法律规范已然无法回应金融创新深化发展对其提出的新诉求。在探讨民商事法律规范与金融创新的互动时，传统的与金融活动相关的民商事私法规范为什么原先可以发挥作用，而现在却无能为力？金融创新对传统的与金融活动相关的民商事私法规范之冲击究竟表现在哪些方面？金融创新深化中现代性的金融私法究竟应该如何被重塑？诸多此类问题值得深究。循此研究进路，笔者将对过往与金融活动相关的金融私法为什么能够寄居于传统民商事私法规范，当下传统民商事私法规范为什么不能适应金融创新发展，金融创新对与金融活动相关的私法规范提出了哪些新的诉求以及金融私法如何重塑等方面进行层层递进性的分析，以期寻求金融私法对金融创新给予有效回应的法律改革进路。

二、金融私法何以寄居于民商法体系中

现代金融法是以规制与监管为核心品性之法⁽⁶⁾，因而金融领域的私法规范主要寄居或散落于

(1) 楼建波：《金融商法的逻辑：现代金融交易对商法的冲击与改造》，中国法制出版社2017年版，第4页。

(2) 王乐兵：《金融创新中的隐性担保——兼论金融危机的私法根源》，载《法学评论》2016年第5期，第50页。

(3) 王卫国：《现代财产法的理论构建》，载《中国社会科学》2012年第1期，第143-144页。

(4) 陈醇：《商法原理重述》，法律出版社2010年版，第11页。

(5) 王涌：《我们需要怎样的商法教学——全国商法教学与课程建设研讨会述评》，载《中国大学教学》2009年第9期，第39页。

(6) 韩龙：《现代金融法品性的历史考察》，载《江淮论坛》2010年第4期，第101页。

传统的民商事私法规范中，当然也有少数规范内嵌于既有金融法律规范之中。譬如，证券法因其保护投资者、健全金融市场等立法目的，立法时更注重自身的管制属性，其中还包括公开发行上市公司之公司治理的强制规定，以及对强制公开收购、内幕交易、虚假陈述等交易行为的规制；然该法亦有其自由属性，如证券发行时发行人与承销商、投资者的权利义务关系等。⁽⁷⁾ 显见，纯粹形式意义上的独立性金融私法系统实际上并不存在，并且传统的民商事私法规范可通过自我调整有能力对金融领域的交易活动给予合理有效的统摄与调整。需要厘清的是，传统民商事私法对金融交易活动的规范调整究竟体现在哪些方面？金融私法对民商法的依托究竟又体现在哪些层面？究竟是什么原因导致金融私法能够长期寄居于传统的民商事私法规范中，并且金融私法规范除了对商主体法与商行为法这两项内容进行特别规定外，其所涉及的权利规范、义务规范以及责任规范为什么还需要继续由民法或商法予以规定？从另一层面来看，对上述问题的回答或许会直接揭示出在金融创新深化发展中，传统民商事私法规范能否继续对具有现代性色彩的新型金融交易活动进行有效调整，以及未来金融私法规范究竟应从哪些层面对金融创新进行法律上的回应。

（一）金融私法规范对民商法的依托

金融交易作为商事交易的分支或者说商事交易在金融领域的延伸，体现在私法层面必然表现为金融私法规范与传统民商事私法规范，尤其是其与商事法律规范关系的厘清上，即金融领域的私法规范究竟对民商事法律规范形成何种程度的依托，以及具体体现在哪些层面。首先从商法对民法的超越与依托来看，“商、商行为、商主体，是商法理论展开的原点性范畴”⁽⁸⁾，并且商法是以“商”与“非商”为基点，建立了与传统民法相殊异的商主体法与商行为法，构筑了现代商事法律理论与制度实践的核心。除商主体法与商行为法之外的商事私法规范，依然主要以传统民法规范为理论或制度来源，即“民法已经提供了民事主体、民事权利、民事行为和民事救济的一般性规定，商法只提供各种商事组织和商事交易的具体规则”。⁽⁹⁾ 其次从商法与金融私法的关系来看，“商事交易是商行为的重要形式，而金融交易又是商事交易的重要组成部分”⁽¹⁰⁾，因而金融交易法并不是一个完全独立于商法，特别是商行为法的法律部门；从主体角度而言，专门从事金融交易活动的金融机构属于商事组织，“围绕金融机构的产生、治理与解散等而产生的金融组织法也是商法特别是商事组织法的重要组成部分”。⁽¹¹⁾ 如此一来，金融交易法与金融组织法便是金融商法的核心构成，而金融交易关系与金融组织关系便成了金融商法的核心调整对象。

值得注意的是，金融私法之“金融关系”调整的特质，也使得其与一般性商法存在明显的殊异之处，而这又主要体现为具有强制属性之主体资格设定、交易规则设置和特殊市场退出标准划

(7) 王文字：《从商法特色论民商合一制度》，载《月旦法学杂志》2016年第4期，第87页。

(8) 曹兴权：《商事法律制度构建视野的转换——以金融消费者保护为例》，载《上海财经大学学报》2011年第5期，第26页。

(9) 郑彧：《商法思维的逻辑基础》，载《学术月刊》2016年第6期，第86页。

(10) 孙勇：《从金融的发展看现代商事交易的特征——兼论金融危机的私法成因》，载王保树主编：《商事法论集》第17卷，法律出版社2009年版，第118页。

(11) 王延川：《现代商法的生成：交易模型与价值结构》，法律出版社2015年版，第227页。

定等层面的特定性私法规范。譬如，银行与银行、银行与客户间的法律关系仍旧属于私法的范畴，并且彼此之间在交易中须遵循特定的交易规范，具体表现在同业资金融通、存贷款等业务的开展必须按照有别于普通的买卖、担保等交易机制或规范进行。具体事例之一即是同业资产买卖回购中的“回购”明显具有让与担保或后让与担保的法律属性，而这又为传统的民商事私法规范所禁止。事实上，此问题的出现一定程度上源于金融从业者借鉴或模仿了域外金融创新的实践经验，而与之相关的私法规范却没有随着金融交易模式的引进而及时作出回应或跟进。值得注意的是，在立法尚未作出修订的情况下，为解决金融交易中“回购”法律属性确认和维护具有担保属性回购交易有效性等问题，司法裁判实践便不得不以借助合同法中的“无名合同”或一般性条款，并适用民法中类推解释的方法来填补民商事法律规范在调整创新性金融交易活动时存在的漏洞与不足。⁽¹²⁾由此可见，金融领域的私法规范依然主要寄居于涵括民法、商法在内的传统私法规范体系之中，并且民法或商法中的一般性规范或兜底条款也可为金融私法的实践运用提供可能的解释，此即形成了传统民商事法律规范对金融私法之适用进行“漏洞”填补的逻辑链条。

（二）金融领域的商法塑造隐含着民法思维

提及金融领域的商法塑造隐含着民法思维，此语或许会勾起大家对“民商分立”或“民商合一”问题的重提或反思，但“分合之争”的意义已经不大，重点不在于合与不合，而在于“合”的程度，是结构形式合一还是实质内容合一，是一般与特别还是相互扶持促进的并列关系；重点也不在于分与不分，“即使商法典鼎足而立，但内容上仍要以民法典的概念、原则为基础，民商分立只是立法的外在体系，实际上内在层面上二者难以分离”。⁽¹³⁾民法、商法自诞生之初便具有了理论与实践上的粘合性，商事活动的兴盛在一定程度上促进了市民法与万民法之理念与制度的融合，而“市民法与万民法的融合，实质是万民法对市民法的优化、更新、改造和替代……是万民法‘商’的特色及平等性改造作为古代法的野蛮落后的市民法，是市民法变为民法（实际是罗马私法）的过程开了‘民商合一’的先河”。⁽¹⁴⁾罗马私法未对民法与商法进行分别规定的根本原因在于，其已经部分涵括了银钱业者、运输、旅店经营等商事活动法，已经具有国际性，且其中的商事法律规范可适用于罗马统治下的诸国，另外就是从事商业经营之主体并不需要特殊的资格或能力。⁽¹⁵⁾“民商分立”观念的提出，根本原因乃是因民商理念不同而导出的价值、原则、规范等系列差异，“商法是在自由资本主义发展时期，为了满足以商业行为为中心的交易活动需要，而补充的特别的私法规范”⁽¹⁶⁾，其中，“商人法是近代商法、商事仲裁和民商分

(12) 王文宇：《非典型（商业）契约的漏洞填补——论任意规定与补充解释的择用》，载《月旦法学杂志》2009年第1期，第113页。

(13) 李建伟：《民法总则设置商法规范的限度及其理论解释》，载《中国法学》2016年第4期，第95页。

(14) 陈岳琴：《论商法的公法化》，中国人民大学出版社2015年版，第88-89页。

(15) 张国键：《商事法论》，台北三民书局1980年版，第10页；转引自陈岳琴：《论商法的公法化》，中国人民大学出版社2015年版，第88页。

(16) [日]丹宗昭信、厚谷襄儿主编：《现代经济法入门》，谢次昌译，群众出版社1985年版，第61页。

立的开端”⁽¹⁷⁾，而“从商人法到交易法的转变，意味着将营业自由价值置于商法的基础地位……商事交易对应的概念就是商行为”⁽¹⁸⁾，所以商法的核心范畴即是商主体法与商行为法，这在一定程度上证明了商法需要独立于民法，并且事实上也已经出现了独立于民法的商法特别规范。

不容忽视的是，在商主体法构建与渐进发展过程中，尽管商主体法经历了从民法自然人、商法自然人向企业法人的发展变化，但商主体在自然人向包括法人在内的组织体转变时，始终是按照民法自然人的主体逻辑予以构建的，也就有了法人否定说、法人实在说、法人拟制说等经久不衰的理论争议，这实际上彰显了商主体法对以自然人为核心主体之民法理论与制度实践的依赖。从商行为法层面来看，“商法之所以与民法相互依存，归根结底，就是商行为极大部分都依靠合同来完成，而合同关系即为民法规范之基础组成”。⁽¹⁹⁾ 显言之，尽管以商主体法与商行为法为核心范畴之商法体系构建在一定层面上获得了独立，但其根基依旧是在民法思维的逻辑框架下展开的，其构建大量借鉴了民法的逻辑、概念和体系，并且为了节约立法成本和避免内容上的重复，商法重在规范与民法不同的特殊规范，而一般性规范仍旧由民法予以规定。

当然，商法对民法的依赖“并不是说民法与商法已全然融为一体，彼此不再独立存在，实际上二者在法律表现形式、调整对象、价值理念等方面仍各具独立性”⁽²⁰⁾，最为明显的即是民法重在实现“财产服务于人格”的目标，而商法则侧重于“人格服务于财产”，具体如民法关注商主体的资格，而商法关注商主体的内部结构与财产集合，尤其是“不同的资产分割程度，影响着商业组织的运作与结构，亦进一步主导了商业组织法的设计”⁽²¹⁾；民法重点关注民事行为的内心真实意思，而商法则尤为关注商事行为的外观⁽²²⁾，因而“民法关于意思表示及法律行为效力的规定，未能考虑到商行为之特殊性——原则上以行为外观为其效力依据”。⁽²³⁾ 譬如，针对“对赌协议”“名股实债”等新型金融交易契约之效力认定，究竟应采用民法观念中的穿透思维还是商法观念中的外观思维，在《中华人民共和国民法典》（下称《民法典》）第153条所述有关民事法律行为无效之规定缺乏对商行为进行特殊关照，且缺乏商行为效力认定一般性规定的情形下，这一问题长期困扰着作为金融创新纠纷解决者的司法裁判机关。就此看来，无论是“民商分立”，还是“民商合一”，民法所内蕴的一般性私法规范均无法被替代，即商法须依托于民法之一般性私法规范，但商法之特殊性亦不能被民法规范所遮盖。民法须保持自己的本色，商法，尤其是金融商法也需要依自己的特质而实现自我构建，因而金融私法规范之私法共性空缺需要传统民法一般性私法原则或

(17) 陈岳琴：《论商法的公法化》，中国人民大学出版社2015年版，第92页。

(18) 王延川：《现代商法的生成：交易模型与价值结构》，法律出版社2015年版，第44页。

(19) 彭真明：《论现代民商合一体制下民法典对商事规范的统摄》，载《社会科学》2017年第3期，第97页。

(20) 李建伟：《民法总则设置商法规范的限度及其理论解释》，载《中国法学》2016年第4期，第75页。

(21) 王文字：《商业组织的特性与选择之道》，载《会计研究月刊》2010年第1期，第107页。

(22) 施天涛：《商事关系的重新发现与当今商法的使命》，载《清华法学》2017年第6期，第150页。

(23) 蒋大兴：《论民法典（民法总则）对商行为之调整——透视法观念、法技术与商行为之特殊性》，载《比较法研究》2015年第4期，第18页。

规范的填补，而对于金融商法因特质而生之空缺，则只能依托于金融交易活动的特质与金融商事法律的理念进行适用上的漏洞“填补”。直言之，传统商法规范对于金融商事活动调整的“漏洞”既需要结合金融商事活动自身的特质与商法的一般理念进行填补，也更离不开主要为民法所规定的一般性私法规范。

（三）“物—债”与“股—债”二分结构的延展解释

金融私法中的私法一般性或共通性规范，犹如商法对民法一般性规范之依托，由民法与商法单独或共同对其进行适用上的漏洞填补。金融私法作为民商法在金融领域发展或延伸的法律规范，在一般性民商法规范的基础上，专门“针对银行、保险、证券等特定商事领域，制定了组织法与行为法合一的特别商法，进一步对商事领域的私法主体进行细分”⁽²⁴⁾、对商事领域的私法行为进行拆解。与传统民商事私法规范最大的差异是，金融私法是专门对从事货币与信用及其衍生品交易活动进行调整的私法规范，唯此一点已经使得金融私法所调整金融交易关系之标的物明显不同于传统民商法所调整民商事交易关系之标的物。事实上，传统商法并没有对商事交易活动的交易标的物进行专门规定，而主要依托于传统民法对“物”之一般规定或者理论解释。进一步讲，“即便商人阶层需要从民事主体中独立出来使用特殊规则，即便某些以营利为目的的行为需要遵循特殊的规则并适用与传统民事行为不同的法律效果，作为交易对象的‘有体物’却无须适用特殊的规则”⁽²⁵⁾，但金融交易的标的物已经彻底超越了“有体物”的范畴。商法自始至终依托于民法对交易标的物进行规定，因而为了适应商事交易实践发展的需要，对“物”进行扩张解释的责任已然落到了民法身上，民法要么是将物的范围从“有体”扩展到“无体”，要么是将“无体”的财产权利转介到债法（如仓单、提单等商品证券）或其他特别法中予以规定，其中特别法主要是指知识产权法、票据法、证券法等。事实上，民法主要就是通过既存“物”与“债”二元化结构体系，以及双重权利客体结构的创新性建立（债权物权化），实现了将“无体物”纳入其调整范围的目标，这便解决了商法对新兴商事交易标的物无法进行调整的问题，但此举依旧没有从根源上真正解决除传统物、债之外的新型交易标的物之法律属性、契约效力等认定的难题。⁽²⁶⁾

进一步讲，以金融主体法与金融行为法为核心的金融私法，虽可以寄居于传统的民商事私法规范，尤其是商事私法规范之中，但金融主体法与金融行为法也有着自己的特质，如在公司法之外，还专门制定了商业银行法、证券法以及证券投资基金法等金融领域的专属性法律规范。其中最大的差异就是，传统民商法无法对创新型金融交易标的物之调整给予适用“漏洞”上的填补，而只能依靠包括证券法、证券投资基金法、期货法等在内的金融商事特别法进行调整。然而，这仅仅是对创新型金融交易标的物的具体确认，对于未来的金融创新依然无法及时有效应对，譬如现行《中华人民共和国证券法》已然无法对更具创新性的金融工具或产品的法律属性或契约效力

(24) 汪青松：《主体制度民商合一的中国路径》，载《法学研究》2016年第2期，第67-68页。

(25) 周亮：《新型商事交易标的物的商法调整》，法律出版社2016年版，第25页。

(26) 温世扬、武亦文：《物权债权区分理论的再证成》，载《法学家》2010年第6期，第41页。

进行合理有效认定，如“名股实债”这一非规范性概念的提出及其法律适用上的困难即是典型代表。由此可知，以金融工具或产品创新为核心的金融创新已经对物权规范、合同规范、担保规范及公司法规范等民商事私法规范，乃至金融领域的专属性法律规范如证券法、信托法等的应用均产生了冲击与挑战。

三、传统民商事法律规范已无法适应金融创新

金融私法尽管与传统民商法存在一定程度的融合，并且金融主体法与金融行为法依旧可归属于传统民商法的范畴，但金融从事货币、信用及其衍生工具或产品的特质决定了金融主体法、金融行为法以及金融商品法明显超出了传统民商法所能统辖管制的范围。退一步讲，即使传统金融领域的银行法、证券法、保险法等金融法律能够解决金融主体法、金融行为法，以及以证券、保险为典型代表的金融工具或产品的调整，但是金融创新使包括金融衍生品、结构化金融工具或产品在内的金融工具或产品的创新越走越远，外加金融证券化、表外化、全球化的趋势，已经使得银行、证券、保险等单一金融领域的问题变得越来越模糊，无论是管制层面的金融监管法，还是交易层面的金融私法都亟须进行系统性重塑。

（一）创新型金融工具或产品的关系性交易结构

传统意义上的金融主体法和金融交易法可以依托于传统的民商法而存在，但传统民商法已经完全无法对新型金融交易标的物之法律适用“漏洞”进行填补，而只能依靠包括证券法、证券投资基金法等在内的金融商事特别法进行调整，并且银行、证券、保险等产品、业务边界的模糊，也已经使得银行法、证券法、保险法等金融法律规范无法对包括金融衍生品、结构化金融工具或产品在内的新兴金融交易标的物，以及证券化、表外化与全球化金融业务的发展进行系统而有效地调整。因而，金融创新的深化发展对传统民商法最大的挑战，即是包括金融衍生品、结构化金融工具或产品在内的新兴金融交易标的物或者新兴金融工具或产品的开发设计与交易。

“传统民商法主要针对现货交易而非远期交易，且其主要处理的是有体物的相对独立、单一的交易，因此，金融衍生交易的履约及风险控制规则与传统民商法（如《合同法》《担保法》《破产法》）之间存在不同程度的差异或冲突”^{〔27〕}，这也就决定了传统民商法无法对调整创新型金融工具或产品、金融业务等进行法律适用上的“漏洞”填补。尤其需要说明的是，创新型金融工具或产品与金融交易、金融业务从传统的分离走向了现代的合一，即金融交易的标的物与金融交易行为形成了融合的发展趋势。例如，“对赌协议”或“估值调整协议”既可以被认定为附“保底条款”的融资合同，也可以被界定为创新型的结构化金融工具或产品，但本质上创新型金融交易行为已经与交易标的相互融合。创新型金融工具或产品本质上是一种契约或者是更为复杂的结构性或关联性契约，内在的规定了双方或多方金融交易主体各自的权利义务关系，但同时也是金融交易的

〔27〕 刘燕、楼建波：《金融衍生交易法律问题的分析框架：跨越金融部门法的界限》，载郭锋主编：《金融服务法评论》第3卷，法律出版社2012年版，第11页。

标的与对象，金融交易本身即是权利义务关系的交易。更为重要的是，“与法律人通常理解的‘合同’仅仅是法律关系不同，衍生品合约除了权利义务的属性外，更直观的表现是盈亏效果，以合约为一方当事人可实现的盈利（相对于另一方则是亏损）来表示”。⁽²⁸⁾其中，传统的民商事交易盈亏的结果或者交易价格的计算基本是由交易标的物本身的价值所决定的，而创新型金融工具或产品的价值或价格则直接由其本身权利义务的结构化设计来决定，同时这也进一步证明了金融交易的对象或标的即交易双方或多方权利义务关系的交易。质言之，创新型金融工具或产品的结构化设计，使其自身内部即是人为的权利义务关系设计，而不是传统的民商事交易标的的内部物理结构，前者重点关注的是内含其中的交易价值，而后者更看重交易标的或对象的使用价值。同时，权利义务结构关系设计本身又是对风险进行重新分配的过程，这会直接在金融交易主体之间产生盈亏的法律效果。显见，创新型金融工具或产品的结构化设计使得交易主体间的权利义务关系、交易标的物以及盈亏风险配置集于一身，或者出现了三者融合的发展趋势，同时，这也就决定了创新型金融工具或产品设计与交易内含着金融交易机制、担保机制以及风险分配机制融于一体且不可分割而不是相对分离。值得注意的是，传统民商法对金融交易、金融担保与风险分配的调整是相对分离或割裂的，而不是不可割裂的。因而，在创新型金融工具或产品的交易中，担保机制与风险分配机制根本无法从交易机制中脱离出来，或者已经被设计到金融交易之中而无法脱身，如若脱离将导致整个金融交易的坍塌与崩溃，而传统民商事交易担保的无效实质上并不会对交易本身，尤其是交易的效力产生根本性的影响。创新型金融交易对金融交易机制、金融担保机制、风险分配机制的融合使得传统的民商法在整体上无法继续有效适用于金融交易的调整之中，这也就导致了传统民商法不能成为调整新兴金融交易之金融私法的“漏洞”填补渊源或者基本规范缺失的补足者。

（二）关系型金融交易结构带来风险的强传递性

前文已然从创新型金融工具或产品，或者金融交易标的物之交易结构关联性的角度证明了传统民商法不能成为金融私法适用“漏洞”的补足者，那么传统民商法能不能成为调整结构化金融交易之金融私法适用“漏洞”的填补来源呢？从理论上讲，商法之所以对民法过度依赖，是因为与商事交易基本重合的商行为绝大多数都需要依靠合同来完成，而合同行为又是民法所调整的法律行为中最具代表性的行为类型，这也就决定了调整创新型金融交易标的交易行为的金融私法适用“漏洞”填补任务或许可以由作为民商法核心内容的合同法予以承担。进一步讲，中国直接融资工具的缺乏或者证券范围的过于狭窄，进一步促使金融市场的“融资方只能借助合同的途径实现直接融资的目的，而这类合同往往会受到效力上的质疑”⁽²⁹⁾，并且无论交易合法有效与否都会对缺乏商业考虑或经济逻辑的合同法形成冲击。除此之外，与金融交易相关的传统民商法主要还

(28) 刘燕、楼建波：《金融衍生交易法律问题的分析框架：跨越金融部门法的界限》，载郭锋主编：《金融服务法评论》第3卷，法律出版社2012年版，第5页。

(29) 杨姗：《新型商事合同效力认定的裁判思维——以融资合同为中心》，载《法学》2017年第8期，第186页。

包括担保法、公司法、破产法等，那么传统的担保法、公司法、破产法能否满足结构化金融交易对金融私法的需求呢？

结构化金融交易对金融私法规范的诉求已经不能完全为传统民商事私法所涵盖，传统民商事私法更加注重交易主体地位的平等性和交易本身的公平互换性，但金融私法则更加注重交易的高效性与安全性。同时，金融领域的公共性、高杠杆性、脆弱性等特点则决定了金融交易更加注重整体性的效率与安全，这又与传统的调整普通商事交易且单纯注重个体性效率与安全的一般商法存在明显的差异。因而，不注重整体性的效率与安全的传统民商事私法规范在调整结构化金融交易时极有可能导致系统性的金融风险无法被识别、防范或控制。具体来讲，传统民商事私法对金融私法适用“漏洞”补足之困难并不只是因为交易的对象是货币与信用及其融合物这一点，更为关键的是，金融创新的深化发展已经使得新兴的金融工具或产品的复杂性、符合性、关联性、结构性、难以理解性空前提升，这又进一步体现在不具有意思自治能力和营业“持续性”的特定目的机构（SPV）的创新性设置上，此举已经突破了传统民商事主体法律对商事组织设置的条件限定，以及带来以特定目的机构为核心之商事信托法律属性认定的不确定或模糊，继而可能引发金融市场的波动或金融风险的发生，宝能万科控制权之争中对“资管计划”表决权让渡合法与否的争辩即是典型示例，此其一；二是金融商事交易更加注重动态流动的特点，使得结构化的金融交易具有“背对背”⁽³⁰⁾“关联性”“强连续性”等特点，“任何一个主要市场参与人的违约或者破产都可能导致市场的连锁反应”⁽³¹⁾，这便使金融交易活动具有不可撤销性、重交易结果等特点。事实上，传统商事交易法对票据无因性、证券交易不可撤销性等的规定本身已经是对传统民法中的抗辩权规范进行了修正。同时，“当金融合约一方破产时，其对手方可以突破破产机制的一般限定，继续行使金融合约项下履行、终止、抵消、结算抵押品等一系列权利”⁽³²⁾，此举也突破了破产法所隐含或内蕴的破产约定条款无效、自动冻结约束、偏颇性转让的豁免与欺诈性转让等基石性原则。⁽³³⁾除此之外，“名为投资实为借贷、名为合伙实为借贷、名为融资租赁实为借贷、名为委托理财实为借贷、名为买卖实为借贷、名为担保实为借贷、名为股权实为（借贷）债权、夹层投资”⁽³⁴⁾等“名为……实为……”的金融交易结构已经对包括物权法、担保法、合同法在内的传统民商事法律规范形成冲击和挑战，具体就是金融交易本身及其内涵非典型担保的法律属性如何认定、法律效力是否有效等问题难以在现行民商事私法体系架构内予以有效解决。

(30) “背对背交易是指金融中介机构通过进行两笔标的相同、方向相反的交易，把从前一个交易的对方承接的风险与收益转移给后一个交易的对方。”参见楼建波：《场外衍生品交易担保之信用支持制度研究——以“海升一大摩案”为分析蓝本》，载《法商研究》2011年第1期，第31页。

(31) 楼建波：《场外衍生品交易担保之信用支持制度研究——以“海升一大摩案”为分析蓝本》，载《法商研究》2011年第1期，第31页。

(32) 金晓文：《破产程序中的金融合约“安全港”——安全边界的功能性定位》，载《现代法学》2017年第1期，第108页。

(33) 冯果、洪治纲：《论美国破产法之金融合约安全港规则》，载《当代法学》2009年第3期，第21-22页。

(34) 马荣伟：《以商法思维应对金融创新》，载《中国金融》2016年第20期，第83页。

（三）零售型金融交易主体间权利义务关系失衡

注重交易主体地位平等的调整金融交易活动参与主体间权利义务关系的民商事私法规范、注重安全与效率的金融监管法等正在面临金融创新的冲击与挑战，究其根本在于“在当代金融科学衍生品交易中，我们既看不到金融机构承担信义义务，也看不到产品瑕疵担保责任”⁽³⁵⁾，这就使得处于弱势地位的金融交易参与主体面临合法权益遭受侵害的风险，或者使金融交易活动弱势参与者暴露于风险之中。具言之，“由于传统金融法没有将客户、存款人、投资者、股东、持有人、投保人、被保险人、受益人等视为‘消费者’，因此，对于其与金融机构的关系，则适用民商法的一般规则，如普通法认为银行和客户法律关系主要是债权人和债务人、委托和被委托的关系”。⁽³⁶⁾实质上，这只是从纯粹的民事主体与民事主体、商事主体与商事主体交易关系视角进行的法律适用，没有真正地考虑随着金融创新深化发展中新型金融工具或产品交易双方因知识、能力、经验、财力等层面的差异而进行法律的差异化设计和选择性适用。值得注意的是，用于调整金融交易主体间权利义务关系结构的投资者适当性规则、合格投资者规则、冷静期规则、反悔规则等制度创新，已经表明传统民商事法律规范无法对调整创新型金融交易标的、交易行为的金融私法适用进行“漏洞”上的填补，或者说传统民商事法律规范已无法适应金融创新深化对金融私法的现实诉求。是故，创新型金融交易主体间权利义务关系的实质失衡与以金融交易主体间权利义务关系平等为假定的民商事私法规范形成错配，必然导致处于弱势地位的创新型金融工具或产品购买者或消费者的合法权益面临被侵害的风险。

四、金融创新中私法规范的调试

金融创新深化中适用于金融领域的现代性私法究竟应该如何调试？金融创新深化发展究竟对金融私法提出了哪些新的诉求？是否有必要将金融私法完全从民商事私法之中独立出来并进行系统化构建？对上述种种问题的答疑或许应该从法律关系的角度予以展开。之所以如此，究其根本原因在于法律关系始终位居整个私法的核心位置，其与权利、法律行为一样都是“私法的基本工具”⁽³⁷⁾，并且从法律关系角度切入也有助于金融私法系统的塑造，以及金融创新深化发展中理论争议问题的解决⁽³⁸⁾，如新型金融工具或产品的法律定性、融资担保手段合法或有效与否的判断等。值得注意的是，金融创新的深化发展集中体现为金融工具或产品的创新，以及证券化、表外化与全球化的发展趋势，这就决定了金融私法关系解析或构建的核心着力点，在于对作为法律关系客体的创新型金融工具或产品进行法律上的调整。其中，证券化、表外化与金融工具或产品的关系

(35) 孙勇：《从金融的发展看现代商事交易的特征——兼论金融危机的私法成因》，载王保树主编：《商事法论集》第17卷，法律出版社2009年版，第125页。

(36) 邢会强：《金融法理论的变革与“金融服务法”理论的初步构建》，载郭锋主编：《金融服务法评论》第1卷，法律出版社2010年版，第171页。

(37) 韩光明：《论民事法律关系的内容构建：一个基本概念的范式分析》，载《比较法研究》2009年第5期，第47页。

(38) 俞树毅、金耀龙：《论法律关系在民法体系中的地位》，载《西北师大学报（社会科学版）》2017年第4期，第128页。

更多地表现为手段与目的、行为与结果的关系，是事物的两面，具有非常明显的融合特征，即金融交易的标的物与金融交易行为（包括影响金融交易主体关系的交易机制、担保机制与风险分配机制等）呈现出相互融合的发展趋势。因而，随着金融创新的深化发展，金融领域现代性私法的再造主要是围绕创新型金融工具或产品组织属性的法律确认、系统性金融风险防范型交易规则的创新性设计和零售型金融交易主体间权利义务的倾斜配置予以实现。

（一）创新型金融工具或产品组织属性的法律确认

创新型金融工具或产品本身的技术性、结构性、复杂性、模糊性、风险性、信息性等特征，不仅使金融交易契约呈现长期性、关系性和不完备的特征，甚至还具有组织的法律属性，更准确地说是“介于水平合同与垂直合同间的中间合同或组织型态”。⁽³⁹⁾譬如，在资产证券化过程中，为了保证资产证券化顺利实施而设置的不具有意思自治能力和营业“持续性”的特定目的机构，该特定目的机构还与其他单个或多个契约相连接而融合成为结构化金融工具或产品，而这些结构化“投融资工具的存在期限较长，内部管理以及外部投资活动都比较复杂，甚至可能上升到组织法的层面”。⁽⁴⁰⁾因此，创新型金融工具或产品的结构化设计俨然已经突破了传统民商事主体法律对商事组织体的条件限定，使得契约法所规定的典型契约与无名合同及其相关的任意性规定均无法对创新型金融工具或产品及其交易进行合理有效地调整和法律属性或效力上的科学认定。

从另一层面观之，尽管理财产品、资产管理计划等新型金融工具或产品之本质属性在法律上存在“委托”与“信托”之争，但就其基础法律性质而言当为信托。内具信托法律属性的资产管理计划、资产证券化等创新型金融工具或产品的交易，不仅使信托不再是传统的单一“委托人—受托人”间的民事信托，而是已经演化为具有多元受托人、多元委托人，甚至是涉及多方利益主体的复杂化、结构化商事信托，并且商事信托因其法律关系结构复杂而具有契约与组织的双重特征，或者呈现出从单一契约向关系契约乃至组织属性发展的现代化趋势。⁽⁴¹⁾退一步讲，即便创新型金融工具或产品之交易架构中涵括了数个非常典型的契约类型，并可以拆解为单一的契约或类推适用典型契约的任意性法律规定，但此举必然导致创新型金融工具或产品之法律适用在映照法律规定的同时却违背其背后的经济逻辑与商业考量，同时还会影响创新型金融工具或产品之法律内在规定性的有效厘定，因而应当采用商法中商事外观原则从整体上将创新型金融工具或产品认定为一种独立且具有组织属性的契约链接体。

（二）系统性金融风险防范型交易规则的创新设计

厘清金融交易行为与传统民事交易、商事交易在价值选择上的差异，明确金融交易较之于民事交易更加注重交易的安全性与效率性，而与传统商法注重效率与安全的微观性不同，金融交易更加注重宏观层面的安全与整体效率。其中，金融交易更加注重微观效率与安全是“商”区别于

(39) 王文字、缪因知等：《合金论坛笔谈：商事合同与商事组织的内在关联》，载《财经法学》2016年第5期，第125页。

(40) 刘燕、楼建波：《企业并购中的资管计划——以SPV为中心的法律分析框架》，载《清华法学》2016年第6期，第73页。

(41) 于朝印：《论商业信托法律主体地位的确定》，载《现代法学》2011年第5期，第37-44页。

“民”的最大特征，其旨在实现资源的优化配置，而更加注重宏观层面的效率与安全，则是由“金融”自身的高杠杆性、脆弱性、公共性、战略性等特征决定的，并且金融作为一种交易对象，不仅处于被配置的地位，而且还是一种对其他资源配置具有引导功能的资源。⁽⁴²⁾从另一层面讲，金融创新的深化发展已经使得金融工具或产品超越了传统的交易媒介、资源配置等功能，创新型的金融工具或产品已经具有了风险管理与配置的功能，其最大旨趣是实现金融风险在金融交易主体间的分散或者集中，从货币市场流向资本市场、从短期资金市场流向长期资金市场，或者是相反。

金融自身的信用性、杠杆性、风险性，外加金融功能从单纯注重资源配置到更加注重配置资源、风险管理的功能，都使得金融交易较之于传统的商事交易更加注重宏观性的效率与安全。金融交易的品性决定了金融私法的价值选择与制度构建，即现代性金融私法的重塑要结合创新型金融交易活动的特质与功能，既要注重微观层面的效率与安全价值，更要注重整体性效率与系统性安全。最为典型的制度创新实例即是，针对金融衍生品交易行为而建立的终止净额结算机制已经突破了传统民商法的规定，即“在传统民商法下，合同提前终止也即解除合同，意味着尚未到期、尚未履行的部分不再履行，已经履行的部分则多退少补。但在衍生交易中，合同提前终止后依然要兑现未来的全部盈亏，由违约方支付给守约方”⁽⁴³⁾，此机制的建立是基于金融衍生品交易的风险管理与配置的功能预设，如果不继续履行将导致金融衍生交易风险集散目的落空，同时也会导致以“背对背”“关联性”“强连续性”为特征的金融衍生交易因单一环节的违约而产生连锁反应，继而导致系统性风险并影响整个金融体系的安全。除此之外，传统商事交易法对票据无因性、证券交易不可撤销性等的规定本身也是对传统民法中抗辩权规范的修正。因而，为了保证金融安全、维护金融稳定，防止系统性金融风险的发生，现代性金融私法的重塑需要金融风险防范型交易机制的创新设计。

（三）零售型金融交易主体间权利义务的倾斜配置

创新型金融工具或产品已经完全不同传统物理结构的交易标的物之单一性、易辨性、可见性等特征，其自身的技术性、结构性、复杂性、模糊性、风险性、信息性使得部分金融交易法律关系的主体地位也发生了倾斜性变化，已然不是传统民法所规定的单纯的民事主体与民事主体之间的交易，也不是商法所规定的纯粹的商事主体与商事主体之间的交易，而是金融商事主体与金融民事主体之间的交易，尤其是体现于创新型金融工具或产品的零售交易领域。进一步讲，创新型金融工具或产品本身所具有的特征已经使得金融交易活动的任何参与者，包括创新型金融工具或产品的生产者、销售者都已经无法对创新型金融工具或产品所内含的风险进行合理有效的识别、评估与管理，更不用说创新型金融工具或产品的购买者或消费者。

⁽⁴²⁾ 杨涤：《金融资源配置论》，中国金融出版社2011年版，第15页。

⁽⁴³⁾ 刘燕、楼建波：《金融衍生交易法律问题的分析框架：跨越金融部门法的界限》，载郭锋主编：《金融服务法评论》第3卷，法律出版社2012年版，第12页。

创新型金融工具或产品的内在规定性要求现代金融私法需要创新性地对金融工具或产品的内涵与外延予以厘定，同时结合零售型金融交易参与主体的“议约缔约能力”而对金融工具或产品的销售、交易行为提出新的要求，即将信义义务引入其中，并建立合格投资者规则、投资者适当规则、风险警示规则等具体制度。或许有学者建议将现代性金融私法所规定的上述内容纳入规范传统民事主体与商事主体权利义务关系的消费者权益保护法之中，理由是消费者权益保护法也对商品或服务、消费者权利、经营者义务以及责任承担等进行了规定。然而，金融经营货币与信用及其衍生工具或产品的特质决定了创新型金融工具或产品交易重在实现资源、风险的分配，并且十分注重金融工具或产品自身的流通性。也就是说，金融交易除了关注交易主体间的实质公平外，还蕴含了金融交易对效率与安全价值追求，而不是如传统商品或服务交易那样，仅仅注重传统商品或服务的使用价值、零售型交易双方的实质公平，几乎不对金融交易本身所涉的安全与效率价值进行关注，这也再次证明了金融交易对流通性的关注。再者，金融领域对创新型金融工具或产品购买者权益的保护已经超越了传统消费者所享有的权益，并且即使存在用词相同的情形，也存在不同的内涵，如创新型金融工具或产品的购买者享有消费者所不具有的信息信用权，同时创新型金融工具或产品购买者的“安全权”主要是指财产安全权，具有非常明显的财产安全指向，而传统消费者所享有“安全权”更加注重对人身安全权的保护。因而，现代性金融私法的再造需要实现零售型金融交易双方权利义务倾斜性配置，以保证金融领域各交易主体地位、权利义务关系的实质对等与平衡。

五、结语

包括“名股实债”“名为买卖实为借贷”在内的“名为……实为……”等一系列创新型投融资契约，其以结构化设计、证券化技术、表外化处置等为特征，打破了传统的“物—债”“股—债”二分结构，同时也已不同于被金融法律所确认的票据、证券、基金等传统金融商品，呈现出金融交易主体间的权利义务关系、利益分配方式和风险承担机制等更趋复杂。这不仅进一步模糊了金融业内部的传统行业界限，同时强化了交易双方之间的信息差距尤其是缺乏专业经验的个人客户相对于金融机构的弱势地位。从金融私法视角切入，则体现为以金融工具或产品创新为核心的金融创新已经对物权规范、合同规范、担保规范、侵权规范及公司法规范等民商事私法规范，乃至金融领域的专属性法律规范的适用均产生了冲击与挑战。在此语境下，需要如同过往私法规范对新出现的票据、证券、基金一样，明确创新型金融工具或产品的法律性质、功能与定位。更重要的是，创新型金融工具或产品的结构化设计使得交易主体间的权利义务关系、交易标的物以及盈亏风险配置集于一身，并呈现出关系型结构、风险相互勾连和交易双方势力不均衡的特征。对此，需要准确界分金融产品的交易各方之间的风险安排和权利义务安排，并以信义义务为支撑，且更加注重系统性金融风险防控的私法规范。

The Response of Private Law to Financial Innovation

LIU Zhiwei

Abstract: Although private laws in financial field are mainly included in civil and commercial law system, the financial activities in commerce with simple transaction structures, clear legal relations and single forms of expression can be basically adjusted. All these originate from the fact that there is a large space for elastic interpretation with the dichotomy structures of “Property/Obligation” and “Equity/Debt” in the civil and commercial law, and the formation of private laws such as subject law and behavior law in financial field is deeply embedded in the thoughts of Civil and Commercial Law. However, with the deepening and development of financial innovation, especially the structural design of innovative financial instruments, and the joint effects of securitization and off-balance-sheet securitization, it become more and more complex in the relationship of rights and obligations between the financial transaction subjects, in the structure of the transaction and their risk allocation mechanisms of profits and losses. There is a trend of convergence or overlapping among them. As a result, such phenomenon leads to the fact that the traditional civil and commercial law cannot effectively regulate innovative transactions in the financial sector. Therefore, it is necessary to create exclusive private laws in the financial field. We can achieve this goal with the help of the basic legal attributes among innovative financial instruments, the preferential allocation of rights and obligations among the parties involved in retail financial transactions and the innovative design of transaction mechanism in the systematic financial risk prevention.

Keywords: Financial Innovation; Financial Instruments or Products; Private Law; Legal Reform

(责任编辑: 王乐兵 汪友年)