

金融产品创新视野下的公私法规范贯通之道

刘志伟

摘要：以规制与监管为核心品性的金融公法，已无法单独有效调整经济实质或功能相且以风险管理为核心的创新性金融产品。新时代金融法制的变革，应以金融产品创新为基础，积极更新金融监管法理念，并更加重视私法在其中的作用。其中，监管法变革应完成产品功能、交易行为监管的横向协同，私法优化则须借助信义义务的引入来矫正交易主体间失衡的权利义务关系。当然，金融领域公私法规范的贯通融合，着实离不开创新性金融产品交易中消费者保护的桥梁作用。金融公法中获得更新的监管理念，尤其是交易行为监管理念，欲从观念走向实践，亟须借助创新性金融产品及其交易的信息偏在性、专业复杂性，并针对实践中金融机构的误导销售、未勤勉尽责问题，甚至是金融欺诈行为展开。否则，不仅无法解决创新性金融产品交易主体间权利义务关系结构失衡的问题，更无法有效维护金融机构，乃至整个金融体系的安全与稳健。

关键词：金融产品；行为监管；信义义务；消费者保护；公私法贯通

[中图分类号] D922.28 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180 (2024) 02-0105-16

引言

从单纯的货币到货币与信用紧密结合而生的票据、股票、债券等传统金融产品，再到资产管理产品、金融衍生产品等创新性金融产品，金融产品完成了从交易媒介到兼具融资手段，再到风险管理工具的功能性转换。与之相随，金融法的形态也从以意思自治为基础的金融私法向兼具国家干预、调节之用的金融公法转变，同时后者自身也经历了从纯粹资源配置向兼容风险管理的转变。当然，金融领域公私法关系的变化还与金融发展所处阶段、金融创新深化程度、金融产品功能预设等存在紧密关联。金融产品创新之所以在金融创新乃至金融法变革中扮演如此重要的角色，究其根本在于金融创新首先便集中体现为金融产品创新，及其证券化、表外化与全球化的发展趋

【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】国家社会科学基金项目“《商业银行法》修改的重点问题研究”（项目批准号：20XFX017）。

势，并且在很大程度上证券化、表外化本身就是金融产品结构化设计的重要方式。⁽¹⁾既然以金融产品创新为核心的金融创新能够影响金融法的核心品性与形态，那么其必然会对立基于传统金融产品之上的金融法提出挑战，并经常表现为金融监管失灵和金融公私法规范的结构失衡。是故，回应金融创新之法律变革，不应简单限定于金融监管法层面，还要考虑与其相关之私法基础的脆弱性，以及金融领域公私法规范的衔接协调、贯通融合。

一、金融发展变迁中公私法规范的分野流变

实质意义上的金融法脱胎于商业信用向金融信用的转变，并且此一转换具体表现为表征商人债权债务关系之“凭证”（商业票据）对货币经营专职机构出具之“凭证”（银行票据）的逐渐让位。在历史发展中，部分商人“信誉”的扩张使纯粹以“信誉”为基础的债权债务“凭证”（商业票据）与以“真实贸易”为背景的商人债权债务“凭证”（商业票据）共存并逐步成为可转让的交易工具。其中，以“商业票据”为交易工具或对象的交易便演化成专门提供货币资金融通服务的金融交易，而用于专门调整金融交易活动的法律便是金融法。值得关注的是，传统意义上的金融交易与一般性商事交易并不存在太大差异，唯一的不同是前者专门从事货币资金融通业务，而后者从事普通商品的交易，并且此时用于调整普通商事交易的商法与传统民法也可以用于调整货币资金融通交易活动。然而，随着金融交易从个体、偶发到集中、持续转变，金融功能从货币资金融通到信用创造，再到风险管理的共存性转变，传统的民商法已无法对其进行有效且系统性地调整。其中，无法调整的最真切表现即货币危机、金融危机的爆发，并且爆发的次数越来越多、间隔周期越来越短，而对经济社会发展的冲击却越来越大。传统民商法所调整“合同的法庭不完全可执行性和产权界定模糊，使仅仅依靠法庭保护利益主体会有些不足，因此代表公众利益的政府的介入是必要的”。⁽²⁾当然，政府的事前介入还导源于货币资金经营者的违约最终会带来一定的社会公共成本和金融风险的发生。事实上，金融从单纯的偶发性个体交易向以金融中介为媒介的集中交易之转换，使金融风险呈现出从内部转向外部、从个体转向公众、从自我负担到他者承担的特点，这为政府介入金融领域的交易活动提供了充足理由。此外，传统以及修正后的民商法并不能对金融领域的风险进行有效治理，此时以规制与监管为核心品性的现代金融公法便逐渐取代零星散布于民商法体系之下的金融私法成为金融法的核心。当然，此时此刻的金融私法仍然寄居于传统的民商法体系之下并服务于金融交易活动。

（一）从传统交易法到现代监管法的转变

“金融法从早期调整当事人融资交易关系为主，转变为当今应当通过规制与监管实现防范和化解金融风险 and 危机等目标”⁽³⁾，这在一定程度上源于金融交易“与一般民事或商事交易契约性不

(1) 陆泽峰：《金融创新与法律变革》，法律出版社2000年版，第2页。

(2) 陈经纬：《金融法治与金融规制——转型时期逻辑与经济金融分析》，社会科学文献出版社2016年版，第96页。

(3) 韩龙：《防范金融风险 and 危机：金融法之重任》，载《金陵法律评论》2009年第2期，第55页。

同，具有市场化、通用化和标准化的特性，这种交易契约中权利义务的转让并不要得到当事人另一方的同意”⁽⁴⁾，具有明显的涉他，甚至是涉众特征。事实上，早期的金融交易并非如此，货币资金在不同民商事主体间的优化配置起初主要依托于传统借贷，而后才逐渐向商业与银行票据、股票、债券，乃至新兴的金融衍生品等创新性金融产品及其交易转换拓展。值得注意的是，随着金融产品种类的丰富、专门性金融组织的发展和金融交易规模的扩大，以货币与信用及其融合体为主营业务的金融便开始具有了战略重要性、高风险性和公共信心维系性，外加其创新发展的垄断倾向、界外效应以及信息不对称等特征⁽⁵⁾，着实有必要使其接受第三方的规制或监管，而规制或监管的目的便是防范化解金融风险、保持金融秩序稳定和维系社会公众信心。

从法律层面来看，单纯用于规范金融交易主体、交易行为等的法律规范本应属于金融私法规范，但出于对金融交易广泛涉他、涉众风险进行管理与防范的考量，金融法还需要对参与金融交易活动的主体、金融交易行为给予有别于纯粹以意思自治为基础之传统私法的特别法律规制。当然，对金融领域涉他、涉众风险的管理与防范，最终还是为了保证货币资金在不同交易主体之间以及整个经济金融体系内进行市场化最优配置。也就是说，无论是对传统民商法进行修正后所形成的特别性金融私法，还是新兴的以规制与监管为主要内容的金融公法，其重点关注的依旧是货币资金的优化配置，而对涉他、涉众风险的管理与防范主要属于货币资金优化配置的工具或手段。其中，传统民商事私法中的“意思自治和由此而致的市场自发性导致一次又一次的严重金融危机，因此，到了现代，金融法转向强调金融规制，以防范金融风险和危机”。⁽⁶⁾在此语境下，“维护金融业的安全与稳定，即金融安全，是金融监管制度建立、发展和不断创新、加强的初衷”⁽⁷⁾，其法律形式也主要演化为以规制与监管为核心品性的金融公法规范。

值得注意的是，在金融业发展早期，规范金融交易活动的金融私法主要是依托于传统的民商事私法原则和规范。退一步讲，即使金融交易活动需要有别于传统民商事私法的法律理念、价值、原则和规范，传统民商事私法尚可自我调整——从意思自治到诚实信用原则的转换、法律责任归责原则的发展、从对价到禁止反言的转化等——的方式来适应金融交易活动对私法规范的需求。尽管现代金融交易活动对私法规范的需求主要还是被嫁接到修正后的民商事私法规范之上，其却深受以规制与监管为核心品性的现代金融公法规范的影响。换言之，“在金融领域，许多传统的民法规范在调整金融交易关系时普遍受到了规制性的限制，从这一意义上讲已被改造为规制性的交易规范，不受限制的纯粹民法规范在金融法中已很少，金融规制已遍及金融交易关系，因此，现代金融法中调整金融交易的法律规范除少数情形外几乎都有规制的性质和色彩”。⁽⁸⁾就此看来，

(4) 张宇润：《金融法的定位及内在冲突的衡平》，载《当代法学》2004年第1期，第57页。

(5) 韩龙：《金融法为何是规制与监管之法？》，载《甘肃政法学院学报》2008年第3期，第1-4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100页。

(7) 邢会强：《金融危机治乱循环与金融法的改进路径——金融法中“三足定理”的提出》，载《法学评论》2010年第5期，第47页。

(8) 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。

现代意义上的金融法，除了包括新兴的具有规制与监管品性的较为纯粹的公法规范之外，还将具有规制性质和色彩的金融交易私法规范，即附加限定性的非纯粹以“意思自治”为特性的民商事私法规范直接囊括其中。但需要说明的是，迄今为止，用于规制金融交易的金融私法规范并未形成独立的形式规范体系，且主要散落于传统的或已被修正的民商事私法规范之中，这便导致实质意义上的金融法遂形成了以规制与监管为核心品性的规制性金融公法规范为主、规制性金融交易私法规范为辅的制度体系架构。

（二）从侧重资源配置转向与风险管理并举

随着金融创新的深化发展，既有的以规制与监管为核心品性的金融法能否适应金融创新实践的现实诉求呢？金融领域乱象的层出不穷、金融风险的接连爆发是否说明既有的金融法存在规制或监管上的漏洞、空白或滞后呢？对上述问题的回答须建立在厘清既有金融法规制与监管品性的基础上，而这又离不开对以金融产品为核心之金融新品性的识别。如果金融法之品性与金融创新之品性具有契合性，便证明既有金融法能够适应金融创新之发展诉求，否则即表明金融法与金融创新存在不同程度的“错配”。既有金融创新集中体现为金融产品创新，那么现在的重点就是既有的金融法能否对新兴的金融产品进行有效治理。按照金融有关资源配置的功能进行解释，金融体系创造的大量资金本应进入实体经济领域，而实际却未进入实体经济领域。资金究竟流向了何处？为什么没有进入实体经济领域？此种情形是否对金融有关资源配置功能的定位提出了挑战？一系列问题使我们不得不探寻货币资金的流向，而事实则是“随着金融自由化和新技术的快速发展，实体部门的需求在金融创新中逐渐落到‘次要位置’”⁽⁹⁾，实践已改变了传统金融教科书所谓的转移资金或配置资金才是金融第一功能的理论认知，大量的货币资金在金融体系内进行自我服务式的金融创新——“在货币供应量快速积累、M2/GDP 屡创新高、各种融资方式加快发展、融资规模持续膨胀的情况下，我们却越来越困惑地感到，实体经济资金紧张，融资难、融资贵的问题突出，金融体系创造的大量资金不知道都到哪儿去了”。⁽¹⁰⁾值得注意的是，自我服务式金融创新与服务实体经济的创新并不是完全对立的存在，关键是看其最终能否促进货币资金流向实现其价值最大化的实体经济领域。如果自我服务式金融创新能够促进货币资金的优化配置，其就与服务实体经济的最终目标不矛盾，只不过此时货币资金的优化配置已不是金融业务创新发展最直接的显性目标，其是通过对金融风险进行积极主动有效管理这一直接目标的完成来助力货币资金优化配置之最终目标的实现。

需要强调的是，以规制与监管为核心品性的金融法作为管理金融的强制性手段，当金融的直接功能开始被用于积极主动地管理风险，金融法的功能定位也必然建立在积极主动地管理风险的金融功能之上，并且必须有益于积极主动地管理风险，以实现储蓄的动员和货币资金的优化配置。如此看来，金融的资金配置功能与风险管理功能并不矛盾，重点是谁处在显性功能的地位。在资

(9) 李鑫：《金融创新发展中的异化问题》，经济管理出版社 2016 年版，第 2 页。

(10) 刘成：《信用创造》，生活·读书·新知三联书店 2017 年版，第 4 页。

金配置功能处于显性位置时，金融法的功能往往就是直接促进货币资金的优化配置，其对金融风险的管理具有消极被动的特征。值得注意的是，随着金融自由化的深入和科学技术的进步，金融的显性功能逐步从更侧重配置资金向主动配置或管理风险转变，并且此语境下金融法的风险管理功能已不同于以配置资金为直接功能的金融法的风险管理，前者是积极主动地配置或管理风险，而后者是消极被动地缓释风险。从金融法的既有法律体系、功能定位来看，其尚处于以配置资金为直接功能的金融法的风险管理阶段，但以金融产品创新为核心的现代金融创新已通过金融产品的结构化、表外化设计来主动配置或管理风险，因而既有的金融法已难以对结构化、表外化的用以配置或管理风险的金融产品进行有效的调整。事实上，这也就决定了现代意义上的金融法对金融风险进行管理的功能应从消极被动向积极主动转变，但其最终都必须落脚到货币资金的优化配置上，并更好地服务于实体经济发展。

二、金融产品创新对公私法规范分野的冲击

在金融产品创新的深化发展过程中，以规制与监管为核心品性的现代金融法并未对处于金融交易环节末端的交易主体、交易客体及主体间的权利义务关系进行有效的统合规制⁽¹¹⁾，而寄居于传统民商法体系之下的金融私法规范亦无法对无体化、非移动化、账户化、结构化的创新性金融产品及其交易进行有效调整。因此，金融法的未来变革应“适应金融业从分业向混业过渡、包含复杂金融关系的金融商品的出现、金融市场主体从横向重新划分、机构监管向功能监管和目标监管转变等趋势”⁽¹²⁾，积极填补金融监管法的现有漏洞，并更加重视特别私法在其中可发挥协同作用的空间，以实现金融领域公私法规范对创新性金融产品及其交易的统合性规制。

（一）私法中无处安放的创新性金融产品

以资产管理产品、结构化产品等为典型代表的创新性金融产品，尤其是基于原生金融产品设计的期权、期货、CDS、MBS、ABS、CDO、CDO2、CDO3、SIV、VIE等结构化金融衍生产品⁽¹³⁾，已使传统银行、证券、保险领域各自具有明显特征的金融产品变得越来越模糊。正如，证券公司发行的收益凭证与结构性存款在兑付上一般都与发行主体的信用挂钩，可简单理解为“券商版”的结构性存款。上述各类创新性金融产品，具有了横向贯通、经济实质或功能相似的特征，并且其功能也已不再局限于货币资金配置，而是多被用于风险转移、风险分散和风险承担。⁽¹⁴⁾更重要的是，此等创新性金融产品本身风险管理的功能又决定了其交易的高杠杆、高投机、高风险特性，实际上这极有可能会进一步放大风险，或者是诱发风险的集聚和传递，并引发新的风险。值得注意的是，创新性金融产品的结构化设计已从传统的货币产品、基础性金融产品向衍生性金融产品

(11) 杨东：《论金融法的重构》，载《清华法学》2013年第4期，第129页。

(12) 曾筱清、马俊：《论金融服务法对金融法调整对象的新发展》，载《金融服务法评论》2012年第1期，第31页。

(13) 陈醇：《金融衍生品交易的效力问题——权利结构视角》，载《东岳论丛》2015年第4期，第61页。

(14) 沙石：《金融衍生品交易的本质和作用》，载《中国金融》2020年第5期，第71页。

转变，而既有的以金融规制与监管为核心品性的金融法实质上是迎合基础性金融产品资金配置需要与辅助性风险管理需求而产生的，已无法应对以风险管理或配置为核心的衍生性金融产品之有效调整的现实需求。

经结构化设计的创新性金融产品主要是用来配置或管理风险，此即要求金融法以金融风险的配置与管理为核心调整对象，这首先需要从创新性金融产品的性质、功能着手。创新性金融产品已不是传统的货币在法律上的单纯的所有权、债权债务的问题。退一步讲，即使是历史上以新面目出现的股权曾对传统财产权利体系“物一债”二分结构提出挑战，但仍未提出对传统民商事私法规范进行彻底修正的诉求。之所以如此，是因为当时新出现的股权是以增量改革的形式出现的。与之相异，经结构化设计的创新性金融产品，尤其是金融衍生产品已对传统民商事私法规范形成猛烈冲击，而这又源于其对存量权利义务关系的结构性调整。其一，传统金融产品起码是以一定的载体为依托的，而当下的创新性金融产品是账户化、无纸化的；其二，传统金融产品交易的交易标的物与权利是相对分割的，而创新性金融产品交易的交易标的物与权利是相对合一的，权利义务本身已成为金融交易的对象；其三，创新性金融产品作为一个统一体的结构越来越复杂，其内部存在权利义务关系的结构性分解与合成，如作为金融衍生品典型代表的金融期权，其明显就是将远期债权的选择权从债权中分离出来并进行重新组合的结果。

进一步讲，在金融深化发展过程中，创新性金融产品的结构化设计造成了权利的分割、重组或变动，形成了一种结构化的权利而不是传统意义上铁板一块的物理性的“商品”或单一性权利，并且金融交易的对象已与权利义务混为一体，金融交易已明显地转换为权利交易的交易，而权利义务交易的过程就是风险在不同商事交易主体之间的配置与转换，或者说金融交易的本身就是风险的交易。因此，传统的民商事私法实在难以对创新性结构化的金融产品进行有效调整，同时创新性金融产品结构的复杂性又进一步决定了金融产品交易活动参与主体间的关系已突破了传统民商事私法所预设的平等性与互换性，而是具有了非常强的投机性和风险性，这都不能通过传统民商事私法的简单修正得以完成。更重要的是，经结构化设计的创新性金融产品，不仅对传统物权规范、合同规范、担保规范及公司法规范等民商事私法规范形成冲击，还对金融领域具有交易与监管双重面向的证券法、证券投资基金法等专属性法律规范提出了新的挑战⁽¹⁵⁾，如金融衍生品交易的法律属性、契约效力认定与显失公平、情事变更原则适用所面临的困境，而以规范金融衍生品设计、交易为主要内容的《中华人民共和国期货和衍生品法》的颁行便提供了最直接的证明。如此来看，从作为新型商事交易标的物的创新性金融产品，到参与创新性金融产品交易的金融交易主体以及由此而生的金融服务法律关系的建立，都要求调整金融交易活动的金融私法的特别构建，而不是依旧依托于简单修正后的民商事私法规范进行法律上的调整。

(15) 刘志伟：《私法规范对金融创新的回应》，载《经贸法律评论》2021年第5期，第101页。

（二）金融产品创新中现代监管法的漏洞

以规制与监管为核心品性之现代金融法的产生、发展、变革始终是以危机为导向的，并且“管制和稳定构成西方 70 年代前金融体系的特征”。^{〔16〕}然而，肇始于 20 世纪 80 年代的“金融大爆炸”使创新性的金融产品层出不穷，证券化、表外化、结构化以及全球化成了引领金融发展的一种潮流，并最终导致了 2007 年金融危机的爆发。对此，学界、业界乃至监管层一致认为“过时的监管机制和金融系统风险管理的疏漏是导致危机的重要原因”^{〔17〕}，并从根本上认可“造成本次危机的监管失灵不仅是一种结构，更是一种理念”^{〔18〕}。值得关注的是，在对不同国家或地区过往金融监管制度及其背后所隐含理念进行反思的过程中，世界各国学界、业界乃至监管层竟默契地将金融监管法改革的重点共同指向了金融领域的消费者保护和宏观审慎监管这两项议题。

第一，就宏观审慎监管对微观审慎监管的补足而言，经结构化设计之创新性金融产品经济功能的同质性、交叉性、嵌套性，带来了各金融行业或领域风险的相互传播与交叉传染，从而使得单一性、个体性或某一环节的金融风险迅速转变为系统性金融风险。^{〔19〕}其中，“系统性金融风险可以来自金融市场的各个角落”^{〔20〕}，而且还会在集聚后重新传递并进一步散播到金融市场的各个角落。因此，个体性、单一性或某一环节的金融风险转换为系统性金融风险的过程与结果及其再次的分散化传播，将会对既有的仅专注于单一金融组织风险防范而对系统性风险关注不足的微观审慎监管法规范形成严重冲击。事实上，这也就需要并促使既有的金融监管法规范完成从仅专注于单一金融组织风险防范的微观审慎监管向兼具维护整个金融体系安全稳定的宏观审慎监管转变。

第二，就金融监管法治理念与制度从机构监管向功能监管、从纵向监管向横向监管的转变来讲，经结构化设计的创新性金融产品已改变了传统分业经营体制的格局，或者说分业经营体制已被银行、证券、保险等金融机构提供的性质不定、边界模糊、功能相似的创新性金融产品所突破。之所以如此，是因为随着金融创新的深化发展，打破分业经营格局之跨行业、跨市场、跨机构的各类创新性金融产品，重构了金融系统内部的风险性质和风险组合，导致现行的以分业经营为基础的机构监管、纵向监管体制难以适应资产证券化、资管产品、结构化票据以及金融衍生品市场创新发展的要求。^{〔21〕}更重要的是，正在走向混业经营的各类金融机构还借助机构监管、纵向监管体制下同质性金融产品监管规则、监管标准不一致的漏洞而进行貌似合法合规的监管套利。在业务经营、资金运用、产品开发上主要表现为刚性兑付、通道、资金池、多层嵌套等影子银行乱象

〔16〕 李妍：《金融监管制度、金融机构行为与金融稳定》，载《金融研究》2010 年第 9 期，第 198 页。

〔17〕 陈刚：《布什试图为二十国集团峰会定下基调》，载新浪财经，<http://finance.sina.com.cn/world/gjjj/20081114/13385508103.shtml>。

〔18〕 [美] 约瑟夫·E. 斯蒂格利茨：《斯蒂格利茨报告：后危机时代的国际货币与金融体系改革》，江舒译，新华出版社 2011 年版，第 76-77 页。

〔19〕 王乐兵：《资产收益权视角下资管交易的穿透式规范》，载《政法论坛》2022 年第 5 期，第 169 页。

〔20〕 刘庆飞：《多重背景下金融监管立法的反思与变革》，上海人民出版社 2015 年版，第 133 页。

〔21〕 常飞：《论我国期货和衍生品市场监管的改革路径》，载《东南学术》2022 年第 5 期，第 199 页。

的接连发生；在金融领域的消费者保护上则主要表现为因不同金融行业合格投资者认定、金融产品风险评估、风险收益测算、提前退出惩罚等标准的差异而导致金融服务机构间竞争的非公平性和金融领域消费者保护的非一致性、非平等性等问题。⁽²²⁾就此看来，有必要将当前的以各细分金融行业为主要着力点的纵向性机构监管转变为以本质相似或功能相同之同质性金融产品为中心的横向性功能监管，以保证金融监管规则制定与执行的统一性、金融机构间竞争的公平性和金融领域消费者的平等保护。

三、回应创新之公私法规范变革的异曲同工

在回应金融产品创新的公私法规范变革中，公法层面主要体现为弥补审慎监管、机构监管不足之行为监管、功能监管观念的提出与适用，私法层面则集中体现为矫正金融交易双方权利义务关系失衡之信义义务的引入。其中，行为监管介入金融交易关系的特征，为行为监管与具有矫正金融交易双方权利义务关系失衡之信义义务的衔接提供了可能，并共同指向了金融领域的消费者权益保护，可谓异曲同工之妙。

（一）面向金融产品创新的纵横统合性监管

金融创新的深化发展使金融产品从单一走向多元、从简单走向复杂，“在金融产品较为单一和消费者选择空间有限的条件下，金融机构具有体制内的特殊身份，现有监管制度能够发挥作用”。⁽²³⁾然而，创新性金融产品之多样化、结构化、复杂化发展已使单纯的审慎监管无法对创新性金融产品的购买者进行有效保护，这就催生了以监管创新性金融产品设计、销售、交易行为为旨趣之行为监管理念的提出。“行为监管指的是监管部门对金融机构经营行为的监督管理，包括信息披露要求、禁止欺诈误导、保护个人金融信息、反对不正当竞争，打击操纵市场行为和内幕交易，规范广告行为、合同行为和债务催收行为，关注弱势群体保护，提升金融机构的诚信意识和消费者的诚信意识，解决消费争端等。”⁽²⁴⁾从此定义可看出，行为监管更多是一种理念，就具体措施而言，行为监管主要表现为对金融机构与金融消费者权利义务关系失衡的矫正，这显然与私法紧密相关，在金融公法上则主要体现为金融消费者保护机构的独立性构建、金融消费者争端纠纷解决机制的多元化构建。因而，行为监管理念的落实，首先需要将行为监管与审慎监管分离，改变传统上“行为监管常被纳入审慎监管框架，金融消费者保护问题没有上升到独立监管的层面，消费者公平利益得不到足够重视或者仅仅是一个潜在或间接政策目标”⁽²⁵⁾的局面。事实上，将行为监管从审慎监管中分离出来，并明确金融领域消费者权益保护的重要性，恰好印证了金融监管

(22) 刘志伟：《中国权利导向型金融监管法制的塑造》，载《经贸法律评论》2019年第6期，第130页。

(23) 岳彩申、张晓东：《金融监管制度发展的新趋势——消费者保护与审慎监管的分离》，载《上海财经大学学报》2011年第3期，第30页。

(24) 孙天琦：《金融业行为风险、行为监管与金融消费者保护》，载《金融监管研究》2015年第3期，第66-67页。

(25) 冯乾、侯合心：《金融业行为监管国际模式比较与借鉴——基于“双峰”理论的实践》，载《财经科学》2016年第5期，第4页。

法制的变革不仅是一种制度或规则上的变革，更重要的是一种理念革新，具体就是从更广的视野上将传统的仅关注金融监管机构与金融机构关系的规制拓展到了兼顾或平等对待金融机构与金融领域消费者关系的规制领域，实现了金融监管法制结构的纵横统合。

谈及金融监管法制结构的纵横统合，着实有必要查探当今金融法制出现了从纵向的金融行业规制到横向的金融产品规制的发展趋势的原因⁽²⁶⁾，以及为什么要具体细分为“金融产品”的横向规制和“金融业”的横向规制两个层面的内容。随着金融创新的深化发展，创新性“金融产品日益复杂，同时种类繁多，金融产品又不断衍生和混合，使得公众难以理解金融产品的实质”。⁽²⁷⁾不过，这些创新性金融产品具有经济实质相同的金融功能，此局决定了可对其进行功能性统一规制，即对分由不同金融机构开发设计的同质性金融产品实施功能性监管，继而完成对“金融产品”的横向规制。值得关注的是，具有经济实质相同的金融功能之“金融产品”的横向规制彻底改变了传统的由银行、证券、保险业金融监管机构分别对各自监管对象所开发设计之同质性金融产品进行分业监管的模式，此举既有助于避免监管漏洞、监管重叠等问题的发生，更重要的是，能够解决不同金融监管机构之监管割裂、监管不一、监管竞次等问题，本质上这又有助于保证金融领域消费者的合法权益得到同等标准的公平性保护。紧接着，“金融产品”的横向规制又可以带动包括“金融产品”经营机构、购买者等主体在内的“金融业”的横向规制，从而实现金融监管从机构监管向功能监管、从分业监管向混业监管的转换。然而，无论是“金融产品”的横向规制，还是“金融业”的横向规制，两者都仍然没有改变法律规制对象是金融监管机构与金融机构的纵向管理关系，此处所言的“横”是一种纵向管理之下从“分业经营”到“混业经营”下监管上的“横”。当然，另外一种“横”则是从“金融产品”经营机构与购买者关系角度分析，两者之间是一种“横向”而非“纵向”法律关系。其中，前一种意义上的“横”有助于购买具有相同经济实质金融功能“金融产品”的主体享有“平等对待权利”的实现，而不会因为监管机构、监管规则或标准的差异而遭受非同等的对待；后一种意义上的“横”对金融领域消费者权利的保护则是通过对“金融产品”经营机构与购买者权利义务关系的矫正予以实现。进一步讲，前一种意义上“横”的微观表现即是围绕不同的金融产品，对金融领域消费者区分规则、适当性原则、说明义务、不当劝诱之禁止等的规则加以规定⁽²⁸⁾，也就是后一种意义上的“横”；而后一种意义上的“横”之宏观表征即是前一种意义上的“横”。

（二）权利义务结构失衡下的信义义务融入

金融私法寄居于传统民商法的观念与事实，使金融机构与其客户的关系被假定为平等的权利义务关系，且两者之间并不存在信息、实力、地位上的悬殊。事实并非如此，以创新性金融产品为客体的金融交易已改变了交易双方势均力敌的状态，且较之于传统的以实物商品或直观服务为

(26) 杨东：《论金融法制的横向规制趋势》，载《法学家》2009年第2期，第125页。

(27) 陈文君：《金融消费者保护监管研究》，上海财经大学出版社2011年版，第19页。

(28) 董新义：《以功能性规制为基础构建金融消费者保护法》，载《国家检察官学院学报》2016年第6期，第143页。

对象的经营者与消费者的不对等关系有过之而无不及。创新性金融产品本身就是具备虚拟属性之货币与信用再次虚拟化的结构性金融产品，其开发设计“运用了精深的科学公式和复杂的科学模型，甚至那些数学出身的经济学家也一时难以了解透彻，大部分华尔街公司也不太明白自己交易的这些复杂的金融产品玄机何在”⁽²⁹⁾，作为参与金融交易的金融产品的购买者则更加不清楚或不能理解其所购买金融产品的风险所在。退一步讲，即使金融机构自己知道或理解其所开发、设计或销售金融产品的风险系数或者说是产品缺陷，但利益的驱动与信息优势会使金融机构经常对金融产品本身的信息进行故意隐瞒、有意误导甚至直接进行欺诈。质言之，创新性金融产品的复杂性、难以理解性，无论是源于其客观上的无法或难以被理解，或者是说风险难以或无法被有效识别、评估与管理，还是金融机构主观上的虚假性陈述，都会导致创新性金融产品购买者的财产权益遭受侵害。

面对创新性金融产品购买者所遭受的财产损失，如果创新性金融产品自身无法或难以被理解，或者是其自身内含着的风险难以或无法被识别、评估与管理，这就相当于“产品”存在缺陷，创新性金融产品的开发设计者应当承担严格责任；如果创新性金融产品可以被认知、理解，且其本身存在的风险也可以被有效识别、评估与管理，但包括生产设计或销售这些金融产品的金融机构存在主观上的虚假陈述、恶意欺诈等问题，金融机构也应当就其主观上的过错或过失承担责任。前者是由于金融机构不了解自己所开发设计的金融产品所致，极有可能将不合适的金融产品销售给不适当的购买者，而导致其自身没有尽到作为专业机构所应当承担的“注意义务”；后者是因为金融机构利用自己的信息优势违背职业操守、道德而开展金融交易行为，其自身没有承担起对金融产品购买者所负有的“忠实义务”，而“注意义务”和“忠实义务”从传统上共同构成了“信义义务”的核心内涵。⁽³⁰⁾ 显见，在创新性金融产品的交易中，“金融经营者与金融消费者建立了一种信义关系”⁽³¹⁾，究其根本在于创新性金融产品本身所具有的复杂性、专业性使创新性金融产品购买者对金融产品的理解与风险评估不得不依赖于包括参与开发设计和销售金融产品等在内的所有金融机构，并且参与开发设计和销售金融产品等在内的所有金融机构相对于创新性金融产品的购买者在专业、技能、经验上均具有优势地位。

创新性金融产品购买者“依赖”与金融机构自身专业、技能、经验“优势”的融合，共同要求金融机构对创新性金融产品购买者承担“信义义务”，并对创新性金融产品购买者提供“信赖保护”，因而建立在交易双方地位平等假定基础之上，并注重商事“营利性”的金融私法必须将实质正义观念引入其重塑之中，以解决金融交易实践中“金融商事主体”与“金融非商主体”权利义务关系不平衡的问题。显见，金融创新深化发展中金融私法重塑的核心是从“金融商事主体”与

(29) 辛乔利：《影子银行 揭秘一个鲜为人知的金融黑洞》，中国经济出版社2010版，第24页。

(30) 肖宇、许可：《私募股权基金管理人信义义务研究》，载《现代法学》2015年第6期，第88页。

(31) 于莹、贾同乐：《金融经营者不当销售行为的法律规制——以信义义务为进路》，载《财经理论与实践》2016年第4期，第132页。

“金融非商主体”权利义务关系不平衡的角度着手，承认了创新性金融产品购买者相对于作为其开发设计、销售者的金融机构具有经济地位上的弱势，并将创新性金融产品购买者作为金融领域的“消费者”，即将消费者保护观念内嵌于金融私法的变革与重塑之中。⁽³²⁾

需要重申的是，消费者保护观念在金融领域的确立，首先是基于以金融产品为核心的金融创新已彻底打破了传统金融交易双方法律地位平衡的状态，并表现为金融领域消费者在专业、技能、经验上的弱势地位⁽³³⁾，而对金融交易双方权利义务关系失衡的矫正则需要对具有优势地位的金融机构施加“信义义务”，并在法律上进一步赋予金融领域消费者更多“权利”。当然，金融领域消费者“权利”的保护或金融机构“信义义务”的增加已完全不同于调整传统商品或服务消费关系之《中华人民共和国消费者权益保护法》对交易双方权利义务进行矫正的机制。之所以如此，原因在于金融领域消费关系的建立不是单纯因为交易双方地位的不平等，还有一点是因为以创新性金融产品为交易对象的金融交易风险具有等级性、层次性和程度上的差异，即需要实现金融产品的风险等级与金融领域消费者风险偏好或承受能力间的有效匹配，而不是像传统商品或服务消费那样在最低质量等级的基础上不会存在客观上商品或服务与消费者是否匹配的问题。金融产品的风险等级与金融领域消费者风险偏好或承受能力的有效匹配，不仅需要金融机构了解其自身所开发设计或销售产品的风险结构、风险系数、风险等级等，还需要通过了解金融领域消费者的家庭或个人收入、投资经验、专业知识、投资目的等来衡量其风险承受能力或水平，而这些信息的提供除了依据以往积累的该消费者的信息外，还需要消费者积极主动提供。事实上，这也就决定了金融领域消费者保护的义务施加不仅是针对具有强势性的金融机构，消费者也有真实、准确、完整、及时提供或更新自身信息的义务，以便形成权利义务关系的结构性矫正。

具体来讲，金融产品风险等级与消费者风险承受能力匹配评估仅是“信义义务”实施的第一步，其中还有一个前提就是涉及“金融产品”的开发设计以及市场准入之备案、登记或审批等内容；第二步就是要将金融产品风险等级与消费者风险承受能力匹配评估标准、过程与结果真实、准确、完整、及时地向消费者说明，此处的“说明”不是单纯的信息披露，而是要对金融产品自身所内含的具体信息以消费者可理解的方式进行解释，并保证消费者最终意义上的理解；第三步是在保证消费者真实了解或明白自己的风险承受能力与适合购买金融产品的类型后，由消费者独立作出交易判断，并且当消费者作出不适合自身风险承受能力的交易决策时，金融服务机构还负有及时履行风险警示的义务，至于消费者是否听从提醒则是消费者自己的问题；第四步是在金融产品销售后，金融机构还负有对金融产品、消费者的风险承受能力进行持续跟踪、再匹配、再提醒等义务，以保证消费者合法权益得到持续维护。

(32) 何颖：《金融消费者权益保护制度论》，北京大学出版社2011年版，第26页。

(33) 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，第61页。

四、寻求构建公私法规范贯通融合的金融法

从历史发展来看，以规制与监管为核心品性的金融公法逐渐取代零星散布于传统民商法的金融私法成为金融法的核心命题，而金融私法依旧寄居于民商法的体系之下来服务金融交易活动。在此情势下，本应融为一体的金融法便被割裂为寄居在传统民商法体系下的实质意义的金融私法与独立构建的以规制与监管为核心品性的形式性的金融公法，二者亟须贯通融合。

（一）以消费者权益维护为基的公私法规范贯通

尽管金融领域公私法规范的相互割裂，在一定层面上受不同法律的阶段性发展、金融发展水平等历史性因素的影响，但归结起来更多还是源于其各自理念、价值、原则、规则，乃至其所维护利益之差异所致。因此，究竟能否实现金融领域公私法规范的贯通融合，需要看能否在金融立法中有效平衡协调彼此的理念、价值差异，更关键的是寻找出彼此之间共同的利益维护指向。

事实上，“金融法的未来就是金融产品的未来”⁽³⁴⁾，而金融产品创新中的“消费者权益”恰好可作为相互分野之金融公私法规范贯通融合的桥梁。究其根本，在于“随着我国‘从储蓄向投资转移’的市场导向型金融制度改革的逐步推进，金融商品与服务日益向个人生活渗透和扩展”⁽³⁵⁾，并形成了一个庞大的且需要获得法律保护的金融消费群体，但传统的消费者权益保护法“不仅在价值理念、适用范围、保护机制、责任制度等方面与现实要求存在明显的差距，而且法条规定亦非常笼统，对于金融领域的针对性和适用性不强”⁽³⁶⁾。更重要的是，在金融领域相互分野之公私法规范理念、价值、原则、规则尚未作出协调的情况下⁽³⁷⁾，“金融消费者想要通过传统民法规则以及消费者保护法来寻求司法救济，则会在实践中面临重重困难”⁽³⁸⁾，而金融公法变革中以金融消费者权益保护为旨趣的新兴功能监管、行为监管理念的提出及其具体实施最终又需要“转介”到金融私法中才能实现。

（二）用于弥合公私法规范价值冲突的实质公平

金融产品创新中的消费者权益维护恰好可作为相互分野之公私法规范贯通融合的桥梁。其中，蕴含“消费者保护”观念的“公平”，尤其是“实质公平”价值可用于化解传统金融私法“效率”价值与金融公法“安全”价值的冲突。

传统金融私法适用之“漏洞”填补更多寄托于传统民商法体系之下，并深受传统民法“抽象

(34) 邢会强：《金融法的未来：金融法内部结构之变动趋势展望》，载《法学评论》2022年第5期，第33页。

(35) 刘迎霜：《金融创新时代的金融监管法制变革趋向——次贷危机的启示》，载《浙江社会科学》2012年第4期，第60页。

(36) 岳彩中、张晓东：《金融监管制度发展的新趋势——消费者保护与审慎监管的分离》，载《上海财经大学学报》2011年第3期，第31页。

(37) 霍阳、王全兴：《从民法的附随义务到经济法的基本义务（下）——浅析民法、经济法调整现代合同关系的分工与配合》，载《北京市政法管理干部学院学报》2001年第2期，第15页。

(38) 于莹、贾同乐：《金融经营者不当销售行为的法律规制——以信义义务为进路》，载《财经理论与实践》2016年第4期，第131页。

平等”与“私法自治”观念的影响。同时，作为从商事交易、商事信用所发展引申出来的金融交易、金融信用，也深受传统商法所确立的对个体性交易之“效率”与“安全”价值维护的左右。如此来看，寄居于传统民商法体系之下的金融私法所追寻的，更多是未考虑交易主体差异的抽象“形式公平”与商事“营利性”主导下的个体性“交易效率”与“交易安全”。然而，以货币与信用为核心的金融交易活动本身的杠杆性、风险性、不稳定性等因素共同决定了“金融安全”应当成为金融法的首要价值选择。对国家或社会秩序、安全、稳定进行维护的经验使国家或政府将金融法重塑的视角从以往纯粹维护个体利益的传统民商事私法手段向兼具维护社会公共利益、依靠政府权力的具有“公法”特征的强制性手段靠拢，即强调国家或政府权力在金融领域消费者保护或金融消费秩序维护中的积极作用。传统民法以“公平”为旨趣、商法以“效率”为追求，而重塑后的以规制与监管为核心的金融法更加注重“安全”，当然，这里所言的价值旨趣主要强调的是不同部门法之主导性价值观念的选择与差异。

受传统民法“平等”精神的影响，商法或金融私法对商事交易，尤其是金融交易参与主体地位平等的理想假定与商事活动的“营利性”本质，使得以规制与监管为核心的金融公法自确立以来一直在“效率”与“安全”价值间循环往复，并呈现出“监管”与“去监管”、“强监管”与“弱监管”、“去监管”与“监管治理”⁽³⁹⁾的金融法变革历史镜像。然而，事实并非如传统民商法假定的那样，随着金融创新的深化发展，以创新性金融产品为客体的金融交易已改变了交易双方势均力敌的关系状态，并且创新性金融产品的技术性、结构性、复杂性使之与传统的以实物商品或直观服务为交易对象的经营者与消费者的不对等关系相比，有过之而无不及。金融交易主体关系对地位对等性假定的打破，必然会对传统的以“效率”为核心追求的金融私法与以“安全”为终极旨趣的金融公法形成冲击，并要求金融法规范对金融交易主体地位“不平等”的境况进行矫正性平衡，而金融法规范重塑的实质就是将“公平”价值引入其革新之中，并实现公平、效率、安全价值的有效协调与衡平。其中，“探讨金融监管法的公平价值，在很大程度上就是为了揭示金融交易中的权利失衡状态，并明确监管法对当事人权利失衡状态加以矫正的基本原则”⁽⁴⁰⁾，而金融私法或“商法维护商事交易公平的规则，主要体现在商事交易活动中对平等交易、诚实信用等方面的要求之中”⁽⁴¹⁾，因而金融领域公私法规范对公平价值的追求主要体现在对金融交易主体间权利义务关系平等性的维护上，这也就决定了金融交易主体之“权利义务关系”的平衡实应成为金融法规范对公平追求的重要体现之一。

（三）作为公私法规范贯通关键节点的法律关系

金融法规范对公平，尤其是对实质公平的追求集中体现为对金融交易双方“权利义务关系”失衡的矫正，其中，金融交易双方“权利义务关系”的失衡具体表现为交易主体间金融知识、投

(39) 经济合作发展组织编：《OECD 国家的监管政策：从干预主义到监管治理》，陈伟译，法律出版社 2006 版，第 7 页。

(40) 盛学军：《后危机时代下对金融监管法价值的省思》，载《重庆大学学报（社会科学版）》2011 年第 1 期，第 100 页。

(41) 贾佳：《民法与商法的公平价值之辨》，载《光明日报》2014 年 11 月 19 日，第 16 版。

资经验、财力水平、金融信息等方面实力的差异与悬殊，在地位上形成了事实性的强弱不等。本质上讲，金融交易双方“权利义务关系”的失衡实为创新性金融产品的结构化、复杂化、混合化所致，并且创新性金融产品作为金融交易关系的客体又与金融交易关系的内容具有融合的发展趋势和特征，所以金融法规范对金融交易双方“权利义务关系”的平衡主要是需要从金融交易法律关系的客体与金融交易法律关系的内容角度予以展开。

第一，传统的以规制与监管为核心之金融公法将公平价值引入其重塑之中⁽⁴²⁾，并围绕金融交易法律关系的客体与金融交易法律关系的内容展开，即体现为机构监管向功能监管、审慎监管向行为监管的转变，究其根本在于“功能监管”主要是对经济实质或金融功能相同或相似的金融产品进行统一监管，避免了具有相同权利义务结构关系之金融产品因监管机构、监管规则、监管标准的不一而接受差异化的监管，保证了“监管公平”，落实到具体举措上即体现为不同金融监管机构的一体化合并或设立、金融监管规则的统合制定等；“行为监管”理念或概念的提出已打破了以往金融监管仅重点关注金融监管机构与金融机构关系的狭隘性，开始将视角转向了金融机构与其交易相对人关系的角度，对金融机构创新性金融产品的交易结构设计、销售、交易等行为进行监管，最终实现对金融机构与金融消费者权利义务结构关系失衡的矫正，落实到具体行动中即体现为金融消费者保护机构的设立、金融纠纷争端解决机制的创新设立等。是故，金融监管之机构监管向功能监管、审慎监管向行为监管的转变，表明金融公法重塑始终是围绕金融交易法律关系的客体与金融交易法律关系的内容展开，并最终体现为对金融交易主体间“权利义务关系”失衡的矫正，继而实现对金融领域处于弱势地位之消费者合法权益的保护。

第二，金融私法将“公平”价值引入其重塑之中即要对金融交易法律关系客体与金融交易法律关系内容融合中所共同体现的权利义务关系之失衡问题进行矫正。金融私法对金融交易主体“权利义务关系”失衡的矫正是通过对金融机构义务的增加或权利的限制与对金融领域消费者所享有合法权利明确细分与具体化列举予以实现。为给增加金融机构义务和对金融领域消费者进行倾斜性保护提供正当性，金融私法则主要是结合创新性金融产品之结构性、复杂性与难以理解的特征，以及金融领域消费者因与金融机构实力存在明显悬殊而需要引入“信义义务”予以证成。需要注意的是，之所以将金融交易双方“权利义务关系”失衡的矫正归入私法范畴，主要是因为对权利义务关系的矫正是通过立法而不是监管机构直接介入的方式进行，是建立在交易法律关系基础之上进行的调整，政府在其中扮演的是中立者的角色，而金融公法主要是通过对义务主体提出直接性的义务要求，实质上已介入法律关系并成为法律关系主体的一方当事人。譬如，“信息披露义务”与“风险警示义务”均属于金融法规范中的强制性规范，传统证券法中“信息披露义务”的履行更多是强调信息披露义务主体直接向监管机构进行披露，而“信义义务”理论下的“风险警示义务”是金融机构向金融产品的购买者所履行的义务，后者依然没有超越传统私法之“平等”交易

(42) 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，第97-98页。

主体权利义务关系的范畴。事实上，对金融机构与金融领域消费者主体地位不平等的承认，将“公平”，尤其是“实质公平”价值引入金融私法的重塑之中，并具象化为金融机构对金融领域消费者“信义义务”的履行，表明消费者保护观念已被引入金融私法的重塑之中。

五、结语

调整金融关系的法经历了从单一金融私法向兼容金融公法的嬗变，而后发的以规制与监管为核心的金融公法生成才真正使金融法从过往寄居于传统民商事私法体系到走向独立兴盛，并建立了自己独享的概念、体系与逻辑结构，而这又归结于现代金融法在保证金融交易效率基础上对金融安全与稳定的追求。对金融危机治乱循环的反思，促使具有调和效率与安全价值冲突功能的公平价值被提出，并最终落脚于金融消费者保护之目的。金融领域消费者保护观念的落实，在公法层面集中体现为对弥补审慎监管、机构监管不足之行为监管、功能监管的倡导，在私法层面则体现为矫正金融交易双方权利义务关系失衡之信义义务的引入。其中，行为监管介入金融交易关系的特征，为行为监管与具有矫正金融交易双方权利义务关系失衡之信义义务的衔接提供了可能。究其根本，行为监管的实现，除金融消费者保护机构的独立性构建、金融消费者争端纠纷解决机制的多元化构建需要外，更需要对具有相对优势的金融机构附加特别的行为义务，或者是赋予处于劣势的消费者特别的权利，显然也属于对金融交易双方权利义务关系的调整。如此一来，消费者权益保护也便顺其自然地成为金融领域公私法规范贯通融合的桥梁。

The Coherence of Public and Private Law Within the Perspective of Financial Product Innovation

LIU Zhiwei

Abstract: Financial law, centered around regulation and supervision, is no longer sufficient to effectively regulate innovative financial products with economic substance or functionality and with risk management at the core. The reform of financial legal system in the new era should be based on the innovation of financial products, actively update the idea of financial supervision law, and pay more attention to the role of private law in it. Among them, the reform of regulatory law should complete the horizontal coordination of product function and transaction behavior supervision, while the optimization of private law requires the introduction of fiduciary duty to correct the unbalanced right and obligation relationship between transaction subjects. Of course, the integration of public and private legal norms in the financial field cannot be achieved without

the bridging role of consumer protection in innovative financial product transactions. Updated regulatory concepts in financial public law, especially the regulatory concept of transaction behavior, are urgently needed to move from concept to practice. And that needs to make use of the information bias and professional complexity of innovative financial products and their transactions, and focus on the misleading sales, lack of diligence and even financial fraud of financial institutions in practice. Otherwise, the problem of the imbalance of rights and obligations relationship between the transaction subjects of innovative financial products will not be solved, let alone effectively maintain the security and soundness of financial institutions and even the entire financial system.

Keywords: Financial Products; Behavior Supervision; Fiduciary Duty; Consumer Protection; Integration of Public and Private Legal Norms

(责任编辑: 王乐兵 汪友年)