

金融法制定中的基础设施统合规范论纲

季奎明*

内容提要：“制定金融法”对我国推动金融体系现代化意义重大，金融基础设施的统合规范则是该立法的重要内容。应当统一相关术语的使用，依据规模、可替代性、关联度等标准动态识别系统重要性基础设施，并将其纳入统合立法的规范范围。基于功能整合的迫切需求、行政主导的体制优势及国际经验提供的可行路径，我国对金融基础设施的统合立法具有现实基础。具有中国特色的统合立法应当确立以下规则：将特殊的公司作为组织形式；股东结构“有限多元”；采用货币实缴的出资方式，并通过“双倍有限责任”实现资本维持，限制转投资，禁止财务资助和对外担保；以接管措施阻却破产清算程序，保证核心业务的连续性；实行“董事会中心主义”独立履行自律管理职责，由国家持有“黄金股”；确立自律管理规则的普遍对抗力和优先适用力。

关键词：金融基础设施 系统重要性 统合立法 风险防范 自律管理

一、引言

党的二十届三中全会作出了“制定金融法”的战略部署，强调“统一金融市场登记托管、结算清算规则制度”，不仅是对国际金融治理经验的回应，更是立足国情、推动金融体系现代化的关键一步。值得注意的是，“制定金融法”的目标表述不限于完善基础设施立法、增强制度供给，还进一步明确提出“统一”的技术要求，这是制定统合性金融基本法的逻辑延伸，也是对我国金融基础设施法治实践需求的必要回应。“统一”是将金融基础设施的核心制度集中规定在金融基本法的专章中，提取登记、托管、结算、清算等各类基础设施的规范“公因数”，但“统一”并不排斥尊重差异的辩证制度安排。本文旨在探求共性的规律问题，阐释“是何、为何、如何”：首先，金融基础设施并不是已取得广泛共识的成熟法律概念，法律也不宜对其实施无差别的全面

* 季奎明，华东政法大学经济法学院教授。

规范，统合立法需要厘清对象；其次，统合立法需建立在现实基础与本土问题意识之上，才能充分彰显立法的现实回应力；再次，统合立法必须确立一个具有本土问题意识的核心框架。如此，“金融基础设施”专章才能融入现实主义而非理想主义、经验主义的金融基本法中。

二、金融基础设施统合立法的规范对象

“金融基础设施”（Financial Market Infrastructure, FMI）是一个舶来概念，事实上无论理论界还是实务界都对其缺乏共识。在“制定金融法”的历史契机下对金融基础设施实现统合式的规范，首先需要改变术语差异化混用的局面，合理厘定法律意义上“金融基础设施”的外延，并形成一个动态识别的标准。

（一）术语之别：“金融基础设施”抑或“金融市场基础设施”

“基础设施”作为一个术语，早期形成于物质与技术层面，是指为社会生产和居民生活提供公共服务的物质工程设施，是用于保证国家或地区社会经济活动正常进行的公共服务系统，比如交通、能源、通讯、水利等领域的基础设施。对“金融基础设施”的认识，最初也主要局限在为完成前台金融交易而必需的后台技术设施，并没有从经济金融体系的角度充分凸显其重要性。^{〔1〕}随着金融市场和金融体系变得更加复杂，维护金融基础设施安全才成为宏观审慎监管的重要部分。^{〔2〕}对“金融基础设施”的理解逐步从主体性认知转向功能性认知，金融基础设施不仅是将金融交易履行中的部分核心要素分离形成的设施运营商，也是相应构建的一套制度、规则和机制。^{〔3〕}

在实践与规范意义上，我国并存着“金融基础设施”与“金融市场基础设施”两个概念。最早涉及金融基础设施的规范性文件《有效银行监管的核心原则》（银发〔1998〕121号）使用“金融基础设施”，泛指广义金融机构及其构建的国家金融体系。^{〔4〕}随着国际清算银行（BIS）和国际证监会组织（IOSCO）在2012年发布《金融市场基础设施原则》（Principles for Financial Market Infrastructures，以下简称PFMI），我国在若干回应性的规范性文件中采用了“金融市场基础设施”的表述。在其他和随后的立法建议稿、规划、工作方案中则仍沿用“金融基础设施”，直至《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》亦是如此。相比之下，学界似乎更青睐采用“金融市场基础设施”的术语，^{〔5〕}试图强化表达的不外乎三层意蕴：其一，“基础设施”逐渐从纯物质设备化的主体性认知走向了包括制度、规则在内的体系化功能性认知，“金融基础设施”的术语形成已久，容易让人与硬件、运营商相联系，形成狭隘的理解，而“市场基础设施”更有注入制度内涵的空间，具备更好的开放性；其二，PFMI是国际金融体系中具

〔1〕 参见杨涛、李鑫：《国际金融市场基础设施监管改革及其对我国的启示》，载《金融监管研究》2015年第8期。

〔2〕 参见岳彩申：《互联网金融平台纳入金融市场基础设施监管的法律思考》，载《政法论丛》2021年第1期。

〔3〕 参见叶林：《金融基础设施的金融法解读》，载《社会科学》2019年第11期。

〔4〕 参见钱小安：《金融民营化与金融基础设施建设——兼论发展民营金融的定位与对策》，载《金融研究》2003年第2期。

〔5〕 参见朱小川：《我国金融市场基础设施管理：现状、难点和立法路径》，载《西南金融》2020年第4期；岳彩申：《互联网平台纳入金融市场基础设施监管的法律思考》，载《政法论丛》2021年第1期；郑或：《金融市场基础设施的历史进路及其监管应对》，载《国家检察官学院学报》2022年第4期；蒯捷：《金融市场基础设施规制改革探索》，载《暨南学报（哲学社会科学版）》2024年第5期。

有重要影响力的通行标准，直接援用相关的术语译名更容易形成国际共识，促进国际交流；〔6〕其三，PFMI 国际标准所谓的“金融市场基础设施”与我国规范性文件指涉的“金融基础设施”具有不完全相同的外延，因此有必要予以区分。

本文认为，基于第一点的刻意区分无疑有些形而上的色彩，反而会在学理与实践造成较高的沟通成本，如果要表达基础设施是依托运营载体的综合系统，专门区分基础设施及其运营机构也是不必要的。就第二点而言，根据历史习惯将一个国际标准中的术语在本国规范性文件中予以本土化表达，在逻辑与技术上也无重大障碍，概念术语的内外有别并不鲜见。第三点关于外延的界分，的确可能影响我国立法，形成对统合立法规范对象的不同认识，下文对此加以分析。

（二）外延限缩：分层统合立法观的提出

根据 2022 年 12 月中国人民银行发布的《金融基础设施监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）第 2 条，“金融基础设施”是指金融资产登记存管系统、清算结算系统（含开展集中清算业务的中央对手方）、交易设施、交易报告库、重要支付系统、基础征信系统等六大类。相比之下，PFMI 将“金融市场基础设施”划分为五类：重要支付系统（Systemically Payment System, SPS）、中央证券存管系统（Central Securities Depository, CSD）、证券结算系统（Securities Settlement System, SSS）、中央对手方（Central Counterparty, CCP）及交易数据仓库（Trade Repository, TR）。〔7〕二者对于“基础设施”外延的认知显然存在差异，“中国方案”在 PFMI 的基础上实施了三项拓展：一是将中央证券存管系统拓展为金融资产登记存管系统，把银行业信贷资产登记流转中心、中国信托登记有限责任公司等也纳入了“基础设施”的范畴；二是把位于交易前端的交易设施也列入“基础设施”，证券交易所究竟是系统重要性金融机构还是系统重要性基础设施历来多有争议，而《征求意见稿》使用的“交易设施”范围更为宽泛，除沪深京交易所外，新三板、地方金交所等亦在其列；三是“创造性”地将基础征信系统归为“基础设施”，这种做法少为先例。

若“制定金融法”采取与《征求意见稿》相同的立场，无疑将形成一个大而全的“金融基础设施”概念：在类型上，我国的“基础设施”将比 PFMI 列举的更加全面多样；在规格、影响力上，地方设施、新兴设施甚至聚合支付平台都可能被当作“基础设施”。如此格局的出现，一方面是由于我国对“基础设施”本质的认识仍处在不断深化、与国际惯例碰撞融汇的进程中，另一方面也是监管部门利益博弈的结果。〔8〕

泛化的“金融基础设施”概念并不利于推进“制定金融法”的政策目标。第一，“制定金融法”是制定一部“金融方面综合性法律”，〔9〕从立法技术来说是“提取公因数”的基本法，对庞杂参差的所有基础设施“提取公因数”既不具备合理性也不具备可行性。第二，“制定金融法”是因应市场实践需求的立法活动，在促进金融市场发展与维护金融市场安全之间需要谋求平衡，

〔6〕 参见张阳：《论我国金融市场基础设施的监管识别》，载《社会科学》2023 年第 9 期。

〔7〕 See CPSS & IOSCO, PFMI, Introduction (1.2).

〔8〕 参见张阳：《论我国金融市场基础设施的监管识别》，载《社会科学》2023 年第 9 期。

〔9〕 2024 年 7 月《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提出“制定金融法”的任务，与 2024 年度全国人大立法工作计划列明的“研究包括金融监管制度在内的金融方面综合性法律”具有逻辑上的承继性与时间上的耦合度。

尤其是对于新兴领域或者地方性基础设施是否必须施加划一的同等严格规范，如何避免出现不管即乱、一管就死的两难境地，需要彰显立法艺术。第三，“基础设施”本身即有特殊的中间组织属性，既是行政监管机关的监管对象，又对市场行使自律管理的职能，其组织形式、治理结构、风险控制等均有特殊的要求，范围宽泛的“基础设施”并不全部适格。所以，“制定金融法”对基础设施加以规范时，不宜受制于《征求意见稿》的惯性思维实行“全覆盖”。在术语上，究竟采用“金融基础设施”还是 PFMI 提出的“金融市场基础设施”，没有绝对的利弊权衡结果，就统一的便利度而言，可以采用更多规范性文件使用的“金融基础设施”。但是，当前我国对“金融基础设施”的宽泛界定与 PFMI 及其他国家对“金融市场基础设施”的限定解释却是两条相反的路径，从统合立法的实际需求和规范效果出发，我国应当选择后者，即依据特定标准限定入法严格规范的“金融基础设施”范围，实施分层规范。

（三）识别标准：系统重要性基础设施的判定要素

实质意义上承担金融基础设施功能的机构种类较为多样，各国规范意义上的“金融基础设施”界定也有所差异。一类做法是最大限度保持与 PFMI 的一致性，如欧盟 2012 年制定的《欧洲市场基础设施规则》（EMIR），规定重要支付系统 PS、中央证券存管 CSD、证券结算系统 SSS、中央对手方 CCP 和交易数据库 TR 等五类。^[10] 另一类做法则是不拘泥于 PFMI，加以本土化改造，例如瑞士 2016 年《金融市场基础设施法》（Financial Market Infrastructure Act, FMIA）明确列出被视为金融基础设施的实体类别，包括证券交易所、多边交易系统、中央对手方、中央证券存管机构、交易登记机构和支付系统，并将中央对手方、中央证券存管系统、支付系统划定为“系统重要性”金融基础设施，对其进行统合立法。^[11] 综合来看，各国规范金融基础设施的共同底层逻辑是：第一，定型化，甚至通过行政许可的方式实施法定化，提升市场识别的可预期性；第二，立法重心聚焦在特定范围尤其是“系统重要性”基础设施，PFMI、欧盟 EMIR 和瑞士 FMIA 以及美国《多德-弗兰克法案》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）的修改都在强化对系统重要性基础设施的监管，而适当缓释对其他机构的监管压力，试图在金融稳定与经济增长之间找到平衡。对我国而言，金融基础设施全面的法定化和有重心的梯度监管也是“制定金融法”的应有之意。

系统重要性标准最早形成于金融机构，若某一机构、市场或者工具的破产或出现故障导致大范围的金融服务中止、产生直接影响或引发更广泛的传染性，可被视为存在系统重要性，^[12] 判定方式从传统的“大而不能倒”（too big to fail）^[13] 发展到“规模”（size）、“可替代性”（substitutability）、“关联度”（interdependence）三要素。^[14] 系统重要性金融机构的识别侧

[10] See ESMA, EMIR, Recitals (90).

[11] See FINMA, FMIA, Art. 22.

[12] See Steven L. Schwarcz, *Systematic Regulation of Systemic Risk*, 100 Wisconsin Law Review 1, 1-34 (2019).

[13] See Saule T. Omarova, *The “Too Big to Fail” Problem*, 103 Minnesota Law Review 2495 (2019); 黎四奇：《后危机时代“太大而不能倒”金融机构监管法律问题研究》，载《中国法学》2012 年第 5 期。

[14] See FSB, *Recovery and Resolution Planning for Systemically Important Financial Institutions: Guidance on Identification of Critical Functions and Critical Shared Services*, available at https://www.fsb.org/uploads/r_130716a.pdf, last visited on Feb. 5, 2025.

重于衡量单个金融机构对整体市场的影响，对系统重要性金融基础设施的评估则侧重考察金融市场是否能够在缺乏某种基础设施的情况下正常运转。如 PFMI 通过交易规模、参与者数量、市场主体、市场份额、关联度、可替代性等六项标准考查基础设施是否具有系统重要性。^{〔15〕} 美国金融稳定委员会（FSOC）则确立了金融市场中的角色、可替代性、市场参与者集中度、产品类型集中度、分层程度、设施失灵的影响等六项指标。^{〔16〕} 而瑞士 FMIA 通过市场占有率、参与者数量及分布、与金融机构的关联性、业务复杂程度、提供服务的不可替代性、重大风险影响等进行综合认定。^{〔17〕} 《征求意见稿》则从参与者数量、市场占有率、关联性、可替代性四个维度进行考量。^{〔18〕} 看似多元的指标体系在实质内涵上趋于一致。例如，“交易规模”“参与者数量”“市场份额”与“市场中的角色”“市场参与者集中度”等指标关注的都是基础设施在市场中的影响力及其支配地位，虽然观测角度与技术手段不尽相同，但效果与“规模”要素殊途同归。再如，“复杂度”指一个机构通过许多法律实体开展不同类型的业务（如一个 SSS 同时也是 CCP），或资金和证券流动的集中管理具有跨境性（如 CSD 的跨境连接）；“中心度”强调分析同类或异类设施之间的“轴心—辐条”（core-periphery）关系，“轴心”的风险传导将有更大辐射面影响。二者与“关联度”之间的关系可以概括为“复杂度+中心度<关联度”，没有必要同时纳入系统重要性识别的工具箱。^{〔19〕} 同理，其他要素的内核也基本可以为“关联度”“可替代性”所吸收，或通过适当扩大解释上述两项要素得以涵盖。我国对金融基础设施的统合立法中，可以将规模、可替代性、关联度列为识别“系统重要性”的标准，既符合国际普遍趋势，也能够令统合立法更加集约、明晰。

（四）对象厘定：我国统合立法重点规范的金融基础设施

金融基础设施的“规模”“可替代性”“关联度”脱胎于金融机构的传统三要素，在内涵上又发生了明显的演化。“规模”包括直接参与者的数量和间接参与者的数量，^{〔20〕} 与系统重要性金融机构相比，基础设施的“规模”评估更侧重于服务对象的规模以及在交易市场的实际影响力，不仅代表自身的业务覆盖度，也意味着承载的潜在风险敞口，交易金额与笔数、市场份额、参与者分布等量化指标都可视为衡量“规模”的重要依据。

与“规模”的正相关属性相反，“可替代性”与“系统重要性”呈现负相关特征，判断是否具有“可替代性”通常从“功能与技术替代性”和“替代时效与成本”等方面入手。“功能与技术替代性”指基础设施提供的核心功能与技术壁垒，如集中清算、支付指令处理、登记托管、数据报送或专有系统等，如果短时间内可快速形成具备相同功能的主体或技术方案，则可替代性高，反之则不可替代。一项功能依赖的环节越多，耦合度越高，取得监管认可的难度越大，则可替代性越低。在“替代时效与成本”的考量上，由于基础设施的运作具有可持续性的严格要求，

〔15〕 See CPSS & IOSCO, PFMI, Responsibility A (4.1.2).

〔16〕 See FSOC, Code of Federal Regulations, Title 12, Chapter XIII, Part 1320, § 1320.10.

〔17〕 参见邢会强：《瑞士的〈金融市场基础设施法〉及其借鉴》，载《证券法律评论》2018 年卷，中国法制出版社 2018 年版，第 3 页。

〔18〕 参见《征求意见稿》第 37 条。

〔19〕 参见张阳：《论我国金融市场基础设施的监管识别》，载《社会科学》2023 年第 9 期。

〔20〕 See Reserve Bank of New Zealand, Financial Market Infrastructures Act 2021, Part 3, Art. 24.

一般将 2 小时作为有效替代的时限；^{〔21〕} 替代成本是基础设施替换期间市场主体承受的直接或间接经济损失，这一损失取决于市场主体对基础设施的依赖程度。

与“规模”及“可替代性”聚焦于基础设施内在指标不同，“关联度”更重视考察通过各种直接或间接的连接对其他金融主体产生的外在影响。在评估“关联度”时，需要考虑基础设施与其他主体的技术、业务或信息流通的交互程度。在统合立法的框架下，规模、可替代性与关联度三要素相辅相成，共同构建起对“系统重要性”金融基础设施的完整评判体系。若将“规模”比作“管道中的水流”，“可替代性”就像“管道的更换”，“关联度”则类似“管道之间的阀门”，各要素观测重点不同又彼此呼应，增强了识别标准的全面性与层次性。

借助三要素鉴定式识别，应当纳入统合立法的金融基础设施范围与 PFMI 或《征求意见稿》皆有不同。依据 PFMI，交易所作为交易平台不能仅因为其体量而被纳入金融基础设施，^{〔22〕} 而《征求意见稿》则在设施种类上过于泛化。利用“制定金融法”的契机，应当将《征求意见稿》中的金融资产登记存管系统、清算结算系统、交易设施、重要支付系统等四类纳入统合规范的“金融基础设施”范畴（见表 1）。值得说明的是，金融资产登记存管系统的外延仍显宽泛，宜限定为广义“证券”的中央登记存管系统。而且，“金融基础设施”的范围可能是动态变化的，统合立法应主要规定识别的标准和技术手段，而非采取生硬的列举式立法技术。

表 1 系统重要性金融基础设施识别示意表

识别要素 基础设施种类	规模			可替代性		关联度			是否识别 为系统 重要性
	交易总量	市场份额	参与者 分布	功能与技 术替代性	替代时效 与成本	直接 业务	间接 业务	中心度与 复杂度	
金融资产登记 存管系统	累计金额 大，日活 度较高	份额集 中，主 导性强	覆盖面 极广	整体稀 缺，短期 兼容度低	迁移复杂， 成本高	环节 紧密相连	异常影响 市场 流动性	覆盖种类 多，中心 地位高	✓
清算结算系统 （含 CCP）	日均金额 或笔数 庞大	替代极少， 占大部分	联通 多机构	同类替代 系统少， 功能对等 难度高	转移复杂， 费时费力	承担核心 功能	触发连锁 违约	位于“轴 心”，紧 密耦合	✓
交易设施	规模大， 流动性高	集中度 高，难以 替代	外溢性强	核心板块 依赖高	短期迁移 难度大	停摆导致 阻断	冲击市场 流动性	连接 多板块	✓
交易报告库 （TR）	视具体 市场而异	视情况 而异	互通类别 有限	技术搭建 无难度	短期可 复制数据	信息传递	间接 提高风险 评估难度	节点 相对分散	×
重要支付系统	日均金额 庞大	事实垄 断，替 代极少	覆盖 面较广	技术门槛 高，短期 难搭建	中断导致 经济活动 受挫	交换紧密	对流动性 调度产生 连锁影响	周转“中 枢”，节 点密集	✓
基础征信系统	视数据库 容量而定	覆盖度 相对有限	跨区域、 行业，连 接面广	部分具有 可替代性	短期内可 等量替代	信息共享	信息传递 失真	覆盖度有 限，数据 层次单薄	×

〔21〕 See CPSS & IOSCO, PFMI, Principle 17 (3.17.14).

〔22〕 PFMI 报告明示，尽管证券交易所或者类似机构可能拥有或运行 PFMI 所指向的功能，但是 PFMI 原则上不约束交易所、交易执行设施或多边压缩系统等，“证券交易所”与 FMI 是并列、互斥的。相关学术观点参见叶林：《金融基础设施的金融法解读》，载《社会科学》2019 年第 11 期。

三、金融基础设施综合立法的现实基础与制度框架

2020 年《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》[以下简称《中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》] 新增金融基础设施统筹监管职责，2022 年《征求意见稿》首次规定基础设施类型与互联互通规则，标志着统合趋势的制度化。^{〔23〕} 2023 年国务院机构改革整合金融监管职能，推动消费者保护与投资者保护规则统一，破除分业立法导致的监管套利。2024 年《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》更是明确提出“建设安全高效的金融基础设施，统一金融市场登记托管、结算清算规则制度”，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。^{〔24〕} 统合立法路径选择具有现实基础，也需要展现中国特色。

（一）基础设施综合立法的现实基础

我国金融基础设施综合立法的现实基础源于功能整合的迫切需求、行政主导的体制优势及国际经验提供的可行路径。其一，从功能的体系协调来说，我国的基础设施长期面临分业监管下的功能割裂问题，法律规则分散于《中华人民共和国证券法》（2019 年修订，以下简称《证券法》）、《中华人民共和国期货和衍生品法》（以下简称《期货和衍生品法》）等单行法中，导致出现监管真空与套利，跨市场风险防控效率受限。^{〔25〕} 基础设施作为“金融管道”，其网络联结性与系统性风险传导特征要求法律规范超越部门法局限。《中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》虽新增统筹监管职责，但未形成功能协同的顶层设计。通过统合立法明确系统重要性设施的认定标准，并确立一致的核心规范框架，有助于破解功能碎片化的困局。

其二，我国对金融基础设施的立法统合体现出行政主导的特征，符合政治传统与改革趋势，不会形成很强的实践张力。我国的主要基础设施大多由国务院部委主导设立，分业监管下的部门本位主义会导致协调成本高的问题，但行政主导在改革的背景下同样也具有高效整合资源的天然优势。2023 年国务院实施机构改革，组建国家金融监督管理总局，统一行使除证券业外的金融监管职能，进一步明确了“统筹监管”的基调。2024 年党中央作出“制定金融法”的部署，再次强调“统一金融市场登记托管、结算清算规则制度”，为基础设施综合立法提供政治支持。统合立法从政治逻辑转化为制度逻辑，已是大势所趋。

其三，统合立法有可借鉴的比较法经验，也有利于我国融入金融风险协同防范的世界体系，甚至可以增强国际规则话语权。瑞士 FMIA 对系统重要性基础设施采取统一规范。PFMI 作为最重要的国际标准，要求成员国建立统一监管框架。我国通过统合立法可以履行国际义务，提升跨境监管协作能力，先进的统合立法经验还可能形成制度输出。

（二）统合立法框架的“中国之维”

对金融基础设施综合立法，需要确立一个科学合理的核心框架。首先，统合立法不囿于《征

〔23〕 参见张成思、严学钰：《现代中央银行制度下的金融基础设施体系建设路径》，载《深圳社会科学》2023 年第 4 期。

〔24〕 参见蔡昉、何德旭、杜志雄等：《深化金融体制改革推进中国式现代化——学习贯彻党的二十届三中全会精神专家笔谈》，载《金融评论》2024 年第 4 期。

〔25〕 参见张阳：《金融市场基础设施论纲：风险治理、科技革新与规制重塑》，载《经济法学评论》第 18 卷第 2 期，中国法制出版社 2018 年版，第 88-111 页。

征求意见稿》。《征求意见稿》是我国对基础设施实施统合规范的首次尝试，试图明确规范范围，完善准入安排，强化基础设施运营及风险管理要求，继续优化监管和相关主体责任。^{〔26〕} 统合立法作为法律，应当比部门规章更追求法理逻辑，把《征求意见稿》中不属于法律规范的技术性内容“挤出”，而后保持与《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）、《证券法》等的体系衔接。如果部门规章仍将制定，那么统合立法也可以相对抽象。遵循上述标准来概括《征求意见稿》中具有实质规范意义的条款，大体可以纳入以下几类：金融基础设施的界定、准入条件、运营要求、自律管理权责、基础设施风险处置机制、监管措施等。

其次，统合立法需汲取国际经验的“最大公约数”。比对 PFMI、EMIR 以及美国、瑞士等国的立法，验证统合立法核心内容的必要性与覆盖度。金融基础设施的国际示范法或各国立法、规范性文件基本都采用混合立法的技术范式，技术性内容与法规范揉杂合一，较多的差异恰恰主要体现在技术性内容的设计上，法规范涉及领域虽然在各国立法中权重不一，但重点指向大同小异，上述规约框架基本可以反映国际经验与国内立法的“公约数”（见表 2）。

表 2 域外代表性金融基础设施法规对比表

法规名称 核心内容	《金融基础设施 监督管理办法 （征求意见稿）》	PFMI	瑞士 FMIA	美国 《多德- 弗兰克法案》	欧盟 EMIR
基础设施界定 （类型、系统重要性 标准、统筹统合）	第 2、3、5、 37 条	原则 1 原则 20（3.20.1） 职责 A（4.1.2）	第 2、22、23、 25 条	第 803 条（6）（9） 第 804 条（a） 第 805 条（a）	第 2 条 鉴于条款第（4） （5）（13）（14） （21）条
基础设施准入条件	第 6、9—12、 15、40 条	原则 18（3.18.1）	第 4、5、8、12、 16、40、60 条	第 805 条（a） （e）第 806 条 （a）（b）	第 14、16、 17、25 条
公司运营 （治理结构、独立 地位、资本的 特别安排）	第 16、17、 19、25 条	原则 2（3.2.3）	第 8—11、13、 51、52、66、 67、132 条	第 805 条（a） （c）	第 26—28、 34、35 条
自律管理权责	第 23 条	原则 23（3.23.2）	第 27、28、35 条	第 808 条（b） （c）（e）	第 48 条
风险处置机制	第 27、36 条	原则 4（3.4.5、 3.4.11、3.4.16） 原则 13（3.13.2） 原则 15（3.15.2）	第 24 条	第 806 条（e） 第 807 条（a）（f） 第 808 条（b） 第 809 条（a）（b）	第 11、34、 42、44、45 条 鉴于条款第（67） （68）条
对基础设施的监管 （审批、备案、 报告等）	第 15、28—32、 40 条	职责 A（4.1.3） 职责 B（4.2.2） 职责 C（4.3.2）	第 31、126、134、 147—155 条	第 804 条（c） 第 805 条（a） 第 806 条（e） 第 807 条（e） 第 809 条（b）（g）	第 9、17—22、 55—59、73 条

〔26〕 参见中国人民银行：《〈金融基础设施监督管理办法（征求意见稿）〉起草说明》，载 <http://camlmac.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144979/3941920/4736844/2022121415360114230.pdf>，最后访问时间：2025 年 2 月 21 日。

再者，统合立法应凸显对中国问题的回应。比如，前文已讨论过的需要法律予以规范的基础设施范围，是应当与 PFMI 保持一致还是按国情扩大。再如，基础设施组织形式的公司制与会员制之争，在域外可能不成为问题，在我国却是未决的政策难题，随之也会影响治理结构的设计。还有在我国“大政府”的历史传统下，基础设施如何在行政权力和市场判断之间寻得平衡。给出中国问题的解决方案，或许才是统合立法最大的创新与贡献。

回溯金融基础设施的演进逻辑，我国在开展立法活动时应当尊重 FMI 因市场而生、因风险而变、因国际共识而定型的鲜明特征，令“中国方案”的答卷更具市场实效。下文将跳脱求全思维，将需要厘清的实质规范条款置于基础设施的设立、被监管角色、自律管理角色三大维度下，结合国际经验和我国现实给出统合立法规范设计的初步建议。

四、金融基础设施统合立法的规范内核

“制定金融法”是一项中国式的创举，我国的金融基础设施也有自身的特殊背景和历史发展阶段，对其开展统合立法活动不仅要兼顾普适规律与本土特征，还要调和金融基本法与其他法律、法规之间的关系，进而形成一个具有实践回应力的内洽体系。

（一）基础设施设立的关键问题

金融基础设施的设立是一个法律型塑的过程，在既有的组织法规则原点上，还需要考量中国的现实情况，凸显基础设施特别法的特征。

1. 基础设施的法律组织形式选择

我国现存的基础设施中，除了沪、深证券交易所和上海期货交易所采取会员制外，其他大部分采用公司制的组织方式。从理论上讲，会员制和公司制的基础设施存在显著差异。会员制以所有权与使用权合一为核心特征，会员通过共同出资形成互助性非营利组织，实行“一人一票”的决策机制。其优势在于：其一，利益一致性，会员作为直接参与者受益于基础设施的稳定运行；其二，风险共担机制，会员共同承担运营风险。^{〔27〕}然而，会员制的缺陷也很明显：治理效率低下，创新动力不足，且因会员利益分歧易导致决策僵化。公司制则采用营利法人的组织模型，遵循所有权与经营权分离原则，采用资本多数决的机制。其优势体现为：其一，有成熟的治理结构，能够快速作出市场化决策；其二，融资便捷灵活，为稳定市场或支持技术升级可以直接运用既有的股债等金融工具；其三，透明度高，更利于接受内外部监督。但是，公司制难以摆脱与生俱来的股东利益优先倾向，容易偏离基础设施的公共职能定位。

然而，在对会员制和公司制做“选择题”之前，有必要对我国“会员制”的本质做检视剖析。以最为成熟的上海证券交易所为例，交易所同每个券商分别形成一一对应的服务合同关系，而券商之间并未缔结合同，并不存在互惠联合体。同时，上交所的理事分为成员理事和非成员理事，成员理事由成员选举，非成员理事由证监会委派，且掌握实际权力的正副理事长均由证监会提名，和传统会员制的“平等参与、集体决策、一人一票”很不相同。部分公司制基础设施采用

〔27〕 参见谢增毅：《我国证券交易所的组织结构与公司治理：现状与未来》，载《财贸经济》2006年第6期。

协议让渡权力的“准会员制”方式为自身赋权，更凸显了我国所谓的会员制与公司制因各自尴尬而彼此靠拢的趋势。^{〔28〕} 2021年成立的北京证券交易所放弃会员制而明确采用公司制，即证明会员制并不是交易所组织形式的唯一选择，中国式会员制与公司制之间绝非泾渭分明。

会员制与公司制之争可能本身就是一个假命题，利用统合立法的历史契机，可以给出一个贴合我国实际的具有确定性的解决方案。相比较而言，将金融基础设施的法律组织方式统一规定为公司为更优的选择。第一，我国在证券市场刚起步之初就实施电子统一存管、电脑竞价撮合，交易大厅、席位、会员的概念及其物理存在早已成为历史，交易所的组织方式完全不必受制于西方会员制的历史传统。第二，公司是法律定型化的组织形态，而会员制则缺乏制度基础。作为法定组织形式的公司，利于实现低成本的市场识别，稳定相关预期，从设立到治理结构、实施融资乃至危机处置、市场退出，都有一套相对成熟的规则体系，符合基础设施法治化的导向。第三，公司制更能适配基础设施市场化运行的定位，基础设施被赋予自律管理的职能，自律管理是对市场参与者及相应市场行为实行自我规范、自我约束、自我控制，对行政监管形成重要补充，^{〔29〕}而不能简单沦为权力意志的传递。公司制基础设施具有独立的法律人格，因应风险和发展及时调整资本，通过高效的股东会与董事会权力分配方式、决策规程实现市场化的独立经济判断，用基于经济规律的思维与行政权力对市场的矫正形成互补。当然，作为基础设施组织形式的公司不是营利性公司，与《公司法》规定的普通公司不尽相同，新《公司法》只对国家出资公司有专章规定而未及其他，金融基础设施的统合立法可以对此有所规定，以便更好地衔接适用《公司法》。

2. 基础设施的股东构成

基础设施并非传统营利性公司，应当排斥成为被投资的目标公司，其核心功能是为金融市场提供支付、清算、结算和登记等公共服务，确保金融系统的稳定性与流动性。基础设施应始终以保障市场透明度、安全性及公平性为目标，而非追求短期盈利。^{〔30〕} 如果商业资本能够对基础设施产生重大影响，尤其是作为股东投资于基础设施，营利最大化的理性倾向可能导致股东为基础设施作出的商业决定过度关注短期经济回报，而忽视公共职能履行。商业资本的过度介入会促使基础设施降低风险控制标准，减少对市场稳定的关注，甚至引发对金融市场安全的潜在威胁。

从实践样态来看，基础设施的股权结构大体有以下几种：第一类是金融机构作为股东，如美国存管信托与清算公司的股东主要是银行、经纪商、信托公司、保险公司、基金管理公司、证券交易所和国家证券交易商协会等；第二类是由其他基础设施出资，如“中证登”由沪、深两家证券交易所各出资50%设立，承担中央对手方功能的上海清算所是由“中债登”出资设立；第三类是国有资本直接控股或参股，如“中债登”由财政部出资设立，其股东是国务院国资委。基础设施的股权结构普遍比较稳定，一般由参与市场的主要金融机构或相关市场的基础设施出资入股，以期实现信息共享、理性决策和风险共担，通常不接受财务投资型的商业资本参股。为实现必要的国家干预，也可能由国家控股设立或者实施国有化。

我国对于基础设施的统合立法应当对其股东构成进行特别规定：（1）确立“有限多元”的股

〔28〕 参见季奎明：《金融市场基础设施自律管理规范的效力形成机制》，载《中外法学》2019年第2期。

〔29〕 参见卢文道：《证券交易所自律管理理论》，北京大学出版社2008年版，第27页。

〔30〕 参见叶林：《金融基础设施的金融法解读》，载《社会科学》2019年第11期。

东准入原则，由市场参与机构或关联度高的其他基础设施作为股东，禁止高杠杆机构或投资型商业资本参股基础设施，在必要的情况下国有资本优先认股。（2）提升股权结构透明度，实施“穿透式”股权管理，要求股东披露最终受益人，防止不当的间接控制。（3）建立紧急情况下的动态股权调整机制，通过审慎的程序授权监管部门采用强制要求股东转让、减持股份或者引入国有资本的措施，调整危害市场稳定的股权结构。

（二）基础设施“被监管”角色下的规范

在《公司法》、《中华人民共和国企业破产法》（以下简称《企业破产法》）等法律框架下，金融基础设施得到普遍意义上的规范约束，但结合稳定市场、防范风险的特殊功能，还需要在金融基本法中完成针对性的适配改造。

1. 基础设施的资本规则

将公司作为基础设施的法律组织形式，公司法的资本制度框架即适用于基础设施。2024 年 7 月实施的新《公司法》规定有限公司股东出资五年缴足、股份公司完全实缴，比修订前严格，但仍然具有几个市场倾向的特征：不规定最低注册资本数额，允许有限度的分期缴付，未限制非货币出资比例。这样的规定挑战并发展了传统资本原则，在基础设施的语境下又面临演化。

资本确定原则约束基础设施设立时的出资。基础设施作为“管道”的主要公共职能是服务市场、稳定市场，在出现风险时提供防范与化解能力，所以基础设施对资本确定有很高的要求。PFMI 即规定，基础设施应持有充足的权益（如普通股本、公积金或者留存收益）性质的流动性净资产。在面临一般业务损失时，基础设施能持续运营和提供服务。^{〔31〕} 资本不足的基础设施可能市场发生剧烈波动时无法实现其应有的风险管理功能。瑞士 FMIA 规定“资本充足性与风险分散”，要求 FMI 必须具备足额资本；^{〔32〕} 欧盟 EMIR 也规定 FMI 的许可设立以资本金额为条件。^{〔33〕} 在这样的背景下，基础设施资本确定的要求较之《公司法》的一般规定应当更严格：（1）在出资期限上采取实缴制，而不允许分期认缴。虽然新《公司法》规定了在公司没有足够偿付能力时股东出资的加速到期条款，加速到期的实现方式、履行对象依旧在理论与实践存在很大争议，系统性金融风险的防范有即时性、有效性的要求，分期认缴出资无法充分实现这样的目标。特别是对于有限公司形式的基础设施，现实中并不少见，即便新《公司法》允许股东五年内缴付出资，基础设施的统合立法也应当要求股东在公司设立时完全实缴出资。（2）在出资形式上，应当限制为货币。新《公司法》继续对非货币出资的比例不做限制，将股权和债权从“无名”出资升格为列举的“有名”出资，虽然没有实质性改变股东可以选择出资的范围，却表达了鼓励出资形式多元化的明确导向。然而，基础设施对出资形式的要求恰好相反，其首要的资本功能是为市场提供直接或间接的流动性保障，大部分非货币出资缺乏标准化的价格发现机制，也没有高效的流通折价方式，在应对紧急危机时可能会削弱基础设施稳定金融系统、提供清算和支付结算等服务的能力，不符合基础设施设立的初衷。（3）在注册资本的最低限额上，鉴于各类基础设施的细分功能差异，无法确定划一的金额，可以由金融监管部门在审批基础设施设立时对注册资本规模

〔31〕 See CPSS & IOSCO, PFMI, Principle 15 (3.15.5).

〔32〕 See FINMA, FMIA, Art. 51.

〔33〕 See ESMA, EMIR, Recitals (48).

提出意见，并会同国有资本在自愿募资不足的情况下承担兜底的出资责任。

资本维持和资本不变原则约束基础设施运营中的资本。除了一般公司法意义上的禁止抽回出资、无利润不得分配、限制回购本公司股份等规则之外，资本维持原则对基础设施还有特别的要求，如 PFMI 即规定 FMI 应“维持充足的权益资本”，提供切实可行的资本计划以维持适当的权益资本水平。FMI 的资本计划应明确如果其权益资本降低至或低于所需数量，如何募集新资本。^{〔34〕} EMIR 同样要求，FMI 的资本金额应始终与其运营活动带来的风险相称。^{〔35〕} 我国的统合立法也可以考虑作出一些创新的制度安排：（1）“双倍有限责任”融资计划。^{〔36〕} 股东承诺在基础设施的净资产降至注册资本的一定比例时，根据董事会决议按需追认缴付出资，各股东追加投资累计不超过原出资金额。为提高可预期性，可以确立“双倍有限责任”融资的示范性条款，也鼓励股东自主约定维持资本的融资计划，这样的立法技术比留白式的授权条款更具操作意义。“双倍有限责任”在针对金融机构的立法实践中早有先例，^{〔37〕} 通过加重责任约束股东的道德风险，有助于增强金融机构的稳定性，这一逻辑在基础设施上同样适用。“双倍有限责任”也有效限定了股东追加投资的风险范围，等比例追投不会改变基础设施原本协商平衡的股权结构，还在资本事项上体现了一定的董事会中心主义。（2）兜底式国有化。当“双倍有限责任”不足以维持资本充足时，由基础设施股东在规定时间内另行约定切实提升资本流动性的融资计划，并获得监管部门许可，超过规定时间未能达成资本维持方案的，由监管部门组织实施国有化，注资后重构股权结构。此外，基础设施也必须贯彻资本不变原则，遵守《公司法》关于减资与增资的规定，除了必要的决议程序和通知要件，还应当向金融监管部门报备。

从“大资本”的角度审视，基础设施的利润分配、转投资、对外担保、财务资助等行为也应当受到重视：（1）提高法定公积金留存比，基础设施本身不以营利为主要目的，具有较强的公共属性，可以适当提升其法定公积金的留存比例，令用于风险储备和技术提升的公积金超过注册资本的 50%。（2）禁止财务资助，新《公司法》第 163 条规定，公司原则上不得为他人取得本公司或者其母公司的股份提供赠与、借款、担保以及其他财务资助，但实施员工持股计划或股东会同意除外。此项但书在基础设施的场合并无适用之必要，对基础设施应严格禁止财务资助。（3）限投资、禁担保，《公司法》对公司转投资或提供担保的能力予以肯定，同时要求关联担保由股东会决议，避免利益输送，符合商主体自治的改革方向，却与基础设施“去风险化”的经营定位不尽吻合，基础设施公司无需被允许对外提供担保，也只能出于稳定市场、提升服务保障水平的意图对外投资，比如出资作为其他基础设施的股东，投资行为还必须获得监管部门许可。

2. 危机基础设施的风险处置

基础设施作为公司，自身也会面临重大经营危机甚至发生破产原因，影响其市场公共职能的稳定履行，因此对基础设施应该有特殊的风险处置程序。类似的处置逻辑在“too big to fail”金

〔34〕 See CPSS & IOSCO, PFMI, Principle 15 (3.15.9).

〔35〕 See ESMA, EMIR, Recitals (48).

〔36〕 另一种思路是发行额外一级资本债券（AT1），在资本不足时自动转股或减记，也可以发挥损失吸收机制的作用，在国际上有过实践。

〔37〕 参见季奎明：《论虚拟经济的私法制度环境——以金融危机为视角》，载《法学》2011年第6期。

融机构上早有体现,这种做法固然有系统重要性、就业压力、市场信心、传导效应等原因,但本质上仍是政治权力与经济交织博弈的结果,而非纯粹基于市场效率。^[38] 相比之下,对基础设施风险的特殊处置具有进一步的正当性:在标准形成上,“too big to fail”强调的是规模的“big”,政府往往面临“不作为即失职”的压力,救助措施很大程度是出于行政性考量;而系统重要性基础设施的“规模”“可替代性”“关联度”识别标准体现的是去行政化的经济因素。在法理基础上,从基于合同的债务催缴到特殊处置程序,制度保护的法益在不断扩张,点对点的债务清偿保护私人请求权的实现,破产程序对同等顺位的债权实施平等的集中清理,对“too big to fail”机构的救助试图维护更大范围利害关系人的权益,对系统重要性基础设施的特殊处置则是保障基础设施功能延续、疏通整个金融体系的“管道”进而稳定市场。随着法益位阶的提升,救济手段自然应当更加强势有效。

对危机基础设施实施特殊处置的国际经验主要是两点:第一,由基础设施预先制定业务恢复计划,向监管部门报告并定期评审和更新,^[39] 类似公司的预重整,主要由公司自行主导;^[40] 第二,在经营困难无法消除时,实施“有序解散”计划,^[41] 并在监管部门的介入下保证其核心功能可以延续,^[42] 近似行政主导下的清算或重组。如此处置的特点十分鲜明,以预先计划提升风险处置的应激性,以行政介入弥补市场化手段的局限性,以优先拯救、审慎退出彰显综合应对机制的积极性。其立法理念与基本立场值得借鉴,但我国又有若干需要考量的本土化问题:首先,我国基础设施股权结构的市场化程度比国外更低,国家控股、参股的其他基础设施或市场机构是主要的股东类型,而预先制定恢复计划期待实现的是市场化的资产与债务重组,在中国语境下是否有可行性和必要性值得质疑;其次,我国的各类系统重要性基础设施基本都占有寡头地位,即便如现有的三家证券交易所,各自业务范围实际也是有所分工的,基于历史、效率以及资质许可等原因不存在直接可替代的业务承接者,如果要保持基础设施的核心功能延续,便不宜对其开展“有序解散”式的清算,重整拯救才是更合适的出路;再次,我国的处置措施应当与《企业破产法》《金融稳定法》以及上述提出的资本规则相协调。

鉴于此,处置陷入经营危机的基础设施要确立以下要点:(1)“危机”的限定性识别,倘若我国能实行股东“双倍有限责任”补充融资计划的资本维持规则,辅之国有资本的兜底出资责任,系统重要性基础设施的资产状态即能稳定在流动性较好的水平,那么陷入经营危机的原因就限定在突发性市场冲击使得基础设施发生破产原因。易言之,资本维持规则解决长期性、过程性资本问题,特殊处置解决紧急性、颠覆性资本问题,不能以特殊处置的名义过早、过多地介入基础设施正常的经营治理。(2)阻却基础设施进入破产清算程序,制定监管部门的临时接管措施,接管机制的核心在于对基础设施的系统重要性业务实施保护性管理,维护金融市场整体稳定,股东会与董事会的权力在接管期间停止行使,《企业破产法》第 134 条对接管状态下金融机构的

[38] See Andrew Ross Sorkin, *Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System—and Themselves*, Penguin, 2010, p. 10.

[39] See CPSS & IOSCO, PFMI, Principle 3 (3.3.8).

[40] See FINMA, FMIA, Art. 24.

[41] See ESMA, EMIR, Art. 34.

[42] See CPSS & IOSCO, PFMI, Principle 17 (3.17.16).

“破产保护”可以类推适用于基础设施。(3) 建立金融基础设施保障基金，为被接管的基础设施提供资本流动性支持。在不可能或不适合恢复原股权结构的情况下，考虑收购其股权提高危机基础设施的国有化程度。(4) 紧急状态下允许监管部门临时将危机基础设施的“核心功能”转移至其他稳健机构，避免市场中断。

(三) 基础设施“自律管理”角色下的规范

《征求意见稿》规定：“金融基础设施运营机构应承担参与者管理主体责任，切实采取措施强化参与者的监督和管理。金融基础设施运营机构与金融基础设施参与者之间应当通过签订协议、公约或制定业务规则等方式，明确各方权利、义务和责任。对于违规办理业务、存在较大风险隐患的参与者，应视情况采取暂停业务、有序退出等管理措施。”自律管理的权源和履职方式仍停留在私人授权和行政处罚的固化思维中，需要统合立法去打破观念和实践上的路径依赖。

1. 基础设施作为特殊公司的权力运行机制

基础设施通过提供核心服务来“疏通”、稳定市场，通过业务规则来规范市场参与者的行为，这种约束关系一度被称为“自律监管”或“一线监管”，直至《证券法》采用了“自律管理”的规范表达，一字之差反映的却是对自律管理的再定位。基础设施的自律管理在几个重要方面对行政监管形成有益的补充：在主体上，行政监管的权力主体历经机构改革之后更为集中，通常都是跨行业、跨业务领域的监管部门，自律管理则细分度更高、针对性更强，基础设施作为市场监管结构的“中间层”较为平衡地体现了合与分的关系；在依据上，行政监管所依据的法律、行政法规以及部门规章在程序与内容上刚性较强，受制于立法技术而难免规定得笼统抽象，漏洞填补依赖行政意志从而容易失控，基础设施的业务规则作为“软法”具有极强的专业性，是经济规律和商业判断的集成体现，仿佛一张市场适配性更高的风险“过滤网”，降低发生系统性风险的可能，减少行政监管的压力与成本；在形式上，尽管对过程的行政监管被不断强化，行政监管的优势还是在于强力的事前审批和事后处罚，而基础设施的自律管理以核心业务提供与规则约束的形式展开，恰恰贯穿市场交易环节，对过程监管形成很好的补充。为了真正发挥自律管理的上述优势，应当充分保障基础设施在自律管理过程中的自决力，虽然基础设施的设立、发展、统合及其权力取得都无法完全撇开行政因素的影响，但其更加是回应市场的结果，要尊重基础设施根据经济规律作出的独立管理决定，而不是令其异化为行政意志的“代言人”。

基础设施自决力的保障与提升需要依托公司内部权力配置机制的优化。关于公司权力的分配方式，有法定资本制国家常用的股东会中心主义和授权资本制国家青睐的董事会中心主义之争。我国在本次《公司法》修改中也有立场的争论和反复：修订草案一审稿曾规定，“董事会行使公司法和公司章程规定属于股东会职权之外的职权”，明确表达了确立董事会中心主义之意；而其后的各版征求意见稿以及最后颁行的法条只是删除了“决定公司经营方针和投资计划”“审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案”等股东会职权以及“董事会对股东会负责”的表述，只能说在一定程度上强化了董事会的权力，离董事会中心主义相去甚远。在现代公司中，董事会中心主义具有专业性、独立性、灵活性的特点：其一，西方大型公司股权高度分散，而我国公司的财务投资者占据较高比例，导致股东缺乏对复杂经营问题的专业判断能力与决策效率，相比之下董事会的决策过程更为高效、专业；其二，股东会中心主义下的股东利益是决策的首要导向，容

易令公司产生短期行为的倾向，董事会中心主义通过强化董事会的独立性和决策权来平衡股东利益与公司资产的独立性和长期价值；其三，股东会过度介入将导致“权力失焦”，削弱公司应对市场变化的灵活性，^{〔43〕} 董事会中心主义有利于维持公司在经营决策中的快速反应能力。因此，主流观点认为董事会中心主义的经济与效率优势更符合公司发展的需求，^{〔44〕} 而基础设施以市场参与者或其他关联基础设施为股东的特殊结构以及即时维护市场安全稳定的职责定位更需要专业、独立、灵活的三项“品格”，在基础设施的内部权力配置中应当贯彻董事会中心主义。

赋予基础设施在自律管理上的自决力，同时也要保留必要的国家干预校正，欧洲国家在 20 世纪 70、80 年代国企民营化改制中用以平衡市场化改革与国家战略控制需求的黄金股（golden share）就成为一种可用的制度工具。当时的英国政府为避免关键行业实施私有化改革后国家失去对涉及公共利益企业的控制权，首次在英国电信公司中引入“黄金股”，通过持有名义股份，赋予政府对企业重大决策的一票否决权，例如阻止外资恶意收购或强制降低公共服务价格。^{〔45〕} 黄金股的核心功能是确保涉及国计民生、国家安全的公司在引入社会资本优化股权结构、提升治理效率后仍保持国家对战略领域的核心控制力，减少国家持股既能降低财政负担也能限制行政权力对市场的干预程度。黄金股的普遍做法是通过立法或公司章程明确授权黄金股股东对公司的重大决策行使一票否决权，适用行业、否决范围、权利存续期限都有明确规定。就适用场景而言，黄金股很适合被政府用作一种市场化的法律手段对基础设施施加影响，不同于直接的行政指令，保留自决的空间，也不排除强势的后果，维系了行政监管与自律管理之间的合理距离。黄金股属于管理型类别股，新《公司法》第 144 条也为股份公司采用类别股留下了制度空间，基础设施的统合立法可以将基础设施这种特殊公司的国家黄金股适用范围扩大至有限公司。

为了实现基础设施的自律管理职能，统合立法应着重确立以下规则：（1）基础设施有权根据相关法律、PFMI 等国际标准以及行业惯例独立制定业务规则，向监管部门备案，并根据业务规则独立实施自律管理的相关决定。（2）除法律和基础设施章程明确规定由股东会保留的职权外，公司的其他权力由董事会行使，董事会由不少于二分之一的独立董事组成。（3）国家可以永久持有基础设施（无论有限公司还是股份公司组织形式）的黄金股，保留影响市场安全稳定的重大决策事项的否决权。

2. 基础设施自律管理规范的效力强化

金融基础设施提供市场服务的同时也实施自律管理，“自律”的含义不仅是指约束交易、协议的相对人，而是要约束市场和所有的关系人，否则管理的效力便无从谈起，也就是说自律管理规范应当具有普遍拘束力。我国《证券法》《期货和衍生品法》明确授权交易所制定业务规则并对违反业务规则的行为和对象采取自律管理措施，自律管理的范围并不限于会员或签署协议的当事人，但这也是仅有的法律授权，其他会员制基础设施只能依靠章程或相关协议令自律管理行为

〔43〕 参见刘斌：《董事会权力的失焦与矫正》，载《法律科学（西北政法大學學報）》2023 年第 1 期。

〔44〕 参见赵旭东：《股东会中心主义抑或董事会中心主义？——公司治理模式的界定、评判与选择》，载《法学评论》2021 年第 3 期。

〔45〕 See Christine O'Grady Putek, *Limited But Not Lost: A Comment on the ECJ's Golden Share Decisions*, 72 Fordham Law Review 2219, 2222 (2004).

形成拘束力。公司制基础设施的自律管理规范则更多依赖监管部门的批复或行政规章，如上海票据交易所依据《票据交易管理办法》制定相关业务规则，但这些规则的效力仍需监管部门的批准或备案。而且，无论是现有的法律授权、监管备案还是协议约定，对于市场以外的第三人，目前的自律管理规范都难以产生约束力。比如，在金融产品交易中，交易撮合成功后至金融产品交收完成前的清算交收期内，出卖人的债权人可能不认可自律管理规范中关于“金融交易不可逆”的规则，对金融产品采取强制措施，如果允许第三人另行处置标的资产，会迫使中央对手方用自有资金维系交易体系的稳定，一旦此类情形大量出现，容易引致系统性风险。此外，公司制基础设施从组织形态来看一般被认定为营利法人，不具备对市场行使管理职责的正当性。^{〔46〕}然而，无论会员制还是公司制的基础设施，在其“外壳”之下都住着“非政府公共组织”的“灵魂”，在统合立法中确立基础设施的特殊法律属性，进而肯定基础设施依据业务规则实施自律管理的效力，并使之能够对抗相关第三人，是保障基础设施的自律管理有效开展的必要之举。

金融基础设施的自律管理规范来源于金融交易习惯、行业惯例或者国际标准等，对金融市场有较好的适用性，但与一般民商事法律冲突时无法获得优先适用的地位。基础设施在实现担保权时经常会采用快速处置的方式，通过事先的协议与出质人进行约定，要求出质人同意其按照业务规则来直接处置质押券，这与民法“禁止流质”的规定相悖。再如，国际掉期与衍生工具协会（ISDA）主协议下的“提前终止净额结算”，违背破产法公平受偿的一般原则，却是降低系统风险、提高资金效率的国际惯例。在这样的场合中，基础设施的业务规则都需要获得优先适用力。^{〔47〕}在没有统合立法之前，为了实现上述目的，需要颇费周章地运用商法漏洞填补的司法技术，识别“明显的漏洞”和“隐藏的漏洞”，在进行商事特别法的漏洞填补后方可适用作为一般规则的民法，^{〔48〕}而基础设施的业务规则作为商事习惯在漏洞填补时取得优先适用力。金融审判的专业化也对基础设施自律管理规范的普遍、优先适用力起到一定程度的保障作用，但在各地的实践效果差异很大。

在金融基本法中统合规定基础设施的相关内容，对自律管理的效力强化是一次难得的历史机遇，无须退而求其次地制定行政法规或部门规章，^{〔49〕}无须再迂回采用复杂的司法技术，可以直截了当地在最高效力位阶的金融基本法中规定：（1）基础设施是具有公共服务与管理职能的特殊公司，有权制定相关的业务规则，实施市场自律管理。（2）基础设施根据业务规则所实施的自律管理措施，可以约束市场参与者，也可以对抗市场参与者以外的相关第三人。（3）基础设施的业务规则应当向监管部门备案，接受司法审查，其效力优先于一般民商事法律规范。

五、结 语

法律的进化变革是静水流深的“宏大叙事”，包括实质与形式双重维度，从习惯法式的“潜

〔46〕 参见季奎明：《金融市场基础设施自律管理规范的效力形成机制》，载《中外法学》2019年第2期。

〔47〕 参见季奎明：《金融市场基础设施自律管理规范的效力形成机制》，载《中外法学》2019年第2期。

〔48〕 参见钱玉林：《商法漏洞的特别法属性及其填补规则》，载《中国社会科学》2018年第12期。

〔49〕 先行折中制定行政法规的观点参见郑彧：《金融市场基础设施内部规则的法律保护：现状、冲突与改进》，载《华东政法大学学报》2020年第1期。

规则”到规章、行政法规，再到效力位阶更高的法律甚至编纂成“典”，每一步都需要社会经济生活的实践、法学理论的积淀、立法者的努力与智慧，以及恰当的历史时机。百年未有之大变局下，金融体系安全、稳定、发展的重要性进一步凸显，“制定金融法”是中国从金融大国迈向金融强国的制度宣言，也是改革开放四十余年来法治与金融体制建设的一份答卷。基础设施是金融体系的“管道”，存在感不强却无法或缺，PFMI 等国际标准的出现更是彰显了世界对金融基础设施及其规则的重视。在“制定金融法”的历史机遇下，基础设施的法治进程从规章、法规时代跨越式地迈入了基本法时代，而且树立了统合的技术方向，使得金融法治的拼图愈发完整。中国式的金融基础设施统合立法应当避免没有边界的泛化规范，确立系统重要性的识别标准，充分考虑我国的现实基础，在公司法、破产法等制度原点上构建符合统一金融基本法特征的规则体系，为世界金融制度的共通共进提供中国经验。

Abstract: The establishment of a unified “Financial Law” is crucial to advancing the modernization of China’s financial system, with a focus on integrating financial market infrastructure within a cohesive legal framework. This approach involves standardizing relevant terminology, dynamically identifying systemically important financial market infrastructures based on factors such as size, substitutability, and interdependence, and ensuring comprehensive regulation under an integrated legislative system. By leveraging the urgent need for functional integration, the strengths of an administrative-led governance model, and insights drawn from international best practices, China is well-positioned to formulate unified legislation. Such legislation should include the adoption of a specialized corporate structure for financial market infrastructure, maintaining a shareholder composition that is both controlled and diversified, mandating fully paid-in capital contributions in cash, ensuring capital maintenance through a ‘double limited liability’ mechanism, restricting reinvestment, and prohibiting financial assistance or external guarantees. Additionally, it should prioritize service continuity through takeover mechanisms to avoid bankruptcy liquidation procedures and enhance governance by adopting a director primacy model that facilitates the independent performance of self-regulatory functions under state oversight through “golden shares”. Finally, the legislation must ensure that self-regulatory rules are universally binding and take precedence over other regulations.

Key Words: financial market infrastructure, systemic importance, unified legislation, risk management, self-regulation

(责任编辑：周 游)