

无限的金融中介

Infinite Financial Intermediation

[美] 汤姆 C. W. 林 著

Tom C. W. Lin

余涛 毛燕飞 译 沈伟 译校

YU Tao

MAO Yan-fei

SHEN Wei

【摘要】 这篇文章与金融中介化及其去媒化有关，探讨了将现代金融体系串在一起的纽带和撕裂这些纽带的努力——金融脱媒的真谛和金融脱媒的幻象。本文检视了金融中介的功能进化问题；通过揭示传统金融联系弱化时而存在的更为隐性的连接的现实，解释了真正实现金融脱媒的困难性；还突出了前述问题的潜在影响，并提出了相应的建议。本文的主要目标有两个：第一，试图解释金融中介的顽强生命力；第二，旨在探索金融中介将面临的迫在眉睫的挑战。然而，本文并不主张金融脱媒的所有努力是不可能的，也不认为所有这些尝试是不可取的。一般的理解是，许多金融脱媒的尝试和创新是有益的、可取的。相反，本文在追求前述两个目标时，重点强调了因为金融内在的相互联系的本质，有很多意在对金融交易进行解构和去媒的创新尝试，在事实上创造了附随的、全新的金融中介。故而，对不变的金融媒介化本质所带来的更大影响进行研究也是本文的意图之一。

【关键词】 金融中介 金融媒介 金融去媒化

【中图分类号】 DF438 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 2095-9206 (2016) 06-0085-18

Abstract: This Article is about those financial links and those disengaging endeavors, the ties that thread the fabric of modern finance and the efforts to tear those threads asunder—the truths about financial intermediation and the mirages of financial disintermediation. It presents an examination of the functional evolution of financial intermediation, explains the difficulties of true financial disintermediation by revealing the less obvious links that remain when traditional links are decoupled, and highlights potential implications and recommendations arising from such a revelation. This Article has two primary objectives: first, it seeks to explain the strong adhesiveness of financial intermediation; and second, it aims to explore the looming challenges presented by future financial intermediation. This Article, however, does not seek to assert that all attempts at financial disintermediation are impossible, nor does it seek to argue that all such attempts are undesirable. It is understood that many attempts at financial disintermediation and innovation are beneficial and desirable. Instead, in pursuit of its two primary objectives, this Article aims to highlight how many innovative attempts to disrupt and disintermediate financial transactions actually create additional, new intermediaries because of the inherent interconnected nature of finance. It also aims to examine the larger implications of finance's steadfastly intermediated nature.

Key words: Financial intermediation Financial medium Financial disintermediation

【收稿日期】 2016-08-19

【作者简介】 汤姆 C. W. 林，天普大学比斯利法学院副教授。

余涛，男，1986年9月生，上海交通大学凯原法学院博士研究生，加州大学黑斯廷斯法学院2017届LLM，主要学习和研究方向为金融法；毛燕飞，女，1989年5月生，睿腾教育投资有限公司市场总监；沈伟，男，1972年10月生，山东大学法学院教授，博士生导师，主要研究方向为国际经济法。

本文发表于《维克森林法律评论》2015年第50卷。译者感谢作者和《维克森林法律评论》授权翻译。

任何金融机构都不是一个仅与其自己有关的“小岛”。^① 金融中介化是金融业的基本现实。^② 投资银行为公司承销股票, 商业银行为劳动者的储蓄提供保障, 基金经理利用退休人员的养老金进行投资, 交易所为买卖双方的订单牵线搭桥, 经纪人促进投资者的交易, 信用卡公司预付款项给消费者, 这些机构与其他中介一起构成了现代金融体系。即便存在这些金融“岛链”, 企业家和创新者们仍在竭力寻求从根本上打断和去除这些既存金融纽带、突破现有金融大陆、建立新金融岛屿的可能性。^③

这篇文章与金融中介化及其去媒化有关, 探讨了将现代金融体系串在一起的纽带和撕裂这些纽带的努力——金融脱媒的真谛和金融脱媒的幻象。本文检视了金融中介的功能进化问题; 通过揭示传统金融联系弱化时而存在的更为隐性的连接的现实, 解释了真正实现金融脱媒的困难性; 还突

出了前述问题的潜在影响, 并提出了相应的建议。

本文的主要目标有两个: 第一, 试图解释金融中介的顽强生命力; 第二, 旨在探索金融中介将面临的迫在眉睫的挑战。然而, 本文并不主张金融脱媒的所有努力是不可能的, 也不认为所有这些尝试是不可取的。一般的理解是, 许多金融脱媒的尝试和创新是有益的、可取的。^④ 相反, 本文在追求前述两个目标时, 重点强调了因为金融内在的相互联系的本质, 有很多意在和金融交易进行解构和去媒的创新尝试, 在事实上创造了附随的、全新的金融中介。故而, 对不变的金融媒介化本质所带来的更大影响进行研究也是本文的意图之一。为了实现这些目标, 本文还从根本上提供了一个思考金融脱媒的不同视角, 及其对法律、金融和社会所具有的广泛影响。

在丰富的跨法学、金融学、经济学和社会学等交叉学科文献基础之上,^⑤ 本文分为三个部

① 这句话是诗人 John Donne 的名言, 它描述了人类互相联系的本质。参见 John Donne, *Devotions upon Emergent Occasions: Together with Death's Duel* 152 (2008) (作者认为“没有人是自成一体的孤岛, 每个人都是构成‘大陆’的一个主要部分”)。

② 参见 Gary Gorton & Andrew Winton, *Financial Intermediation*, in *1 Corporate Finance* 433 (George M. Constantinides et al. eds., 2003), <http://williamfang.weebly.com/uploads/9/1/3/4/9134217/handbookof-the-economicsoffinancevolumela.pdf> (本文认为, 金融中介化是整个世界的一个普遍特征)。

③ 参见 Brett King, *Bank 3.0: Why Banking is No Longer Somewhere You Go but Something You Do* 14-20 (2013) (本文讨论了银行业的“全新重生”); Brett King, *Breaking Banks: The Innovators, Rogues, and Strategists Rebooting Banking*, at xv-xvii (2014); Jonathan Mcmillan, *The End of Banking: Money, Credit, and the Digital Revolution* 113-34 (2014); Paul Vigna & Michael J. Casey, *The Age of Cryptocurrency: How Bitcoin and Digital Money are Challenging the Global Economic Order* 5-14 (2015)。

④ 参见 Leora Klapper & Dorothe Singer, *Word Bank, the Opportunities of Digitizing Payments* 3-7 (2014), http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDS/IB/2014/10/27/000456286_20141027124326/Rendered/PDF/90305OWPOREPLACEMENTOBox385358BOOPUBLICO.pdf (本文概述了从传统银行机构和流程中做居间化投资的电子支付系统的好处); Andrew Palmer, *Smart Money: How High-Stakes Financial Innovation is Reshaping Our World for the Better*, at x-xv (2015) (本文讨论了各种摆脱旧中介形式的金融中介新形式的好处); 参见 Robert J. Shiller, *Finance and the Good Society* (2012)。

⑤ 参见 Lisa T. Alexander, *Cyberfinancing for Economic Justice*, 4 WM. & MARY Bus. L. REV. 309 (2013); Franklin Allen & Anthony M. Santomero, *What Do Financial Intermediaries Do?*, 25 J. BANKING & FIN. 271 (2001); Derek E. Bambauer, *Ghost in the Network*, 162 U. PA. L. REV. 1011 (2014); Mehra Baradaran, *How the Poor Got Cut Out of Banking*, 62 EMORY L. J. 483 (2013); Hanno Beck, *Banking Is Essential, Banks Are Not: The Future of Financial Intermediation in the Age of the Internet*, 3 NETNOMICS 7 (2001); Sudipto Bhattacharya & Anjan V. Thakor, *Contemporary Banking Theory*, 3 J. FIN. INTERMEDIATION 2 (1993); Thomas J. Chemmanur & Paolo Flughieri, *Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation*, 49 J. FIN. 57 (1994); Stephen J. Choi, *A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*, 1 BERKELEY Bus. L. J. 45 (2004); Mark J. Garmaise & Tobias J. Moskowitz, *Informal Financial Networks: Theory and Evidence*, 16 REV. FIN. STUD. 1007, 1008 (2003); Mark S. Granovetter, *The Strength of Weak Ties*, 78 AM. J. Soc. 1360 (1973); Kathryn Judge, *Fee Effects*, 98 IOWA L. REV. 1517 (2013); Hayne E. Leland & David H. Pyle, *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, 32 J. FIN. 371 (1977)。

分。第一部分为概述。这一部分描述了金融相互联系的核心功能,如资本聚集、做市买卖、风险管理和交易信息结算;解释了中介为什么及其如何存在于金融体系中。通过讨论包括商业银行、投资银行、证券交易所、在线经纪人、P2P借贷平台和移动支付应用在内的金融机构,强调了市场上的传统金融中介以及新兴金融中介。

第二部分探讨了金融脱媒,即金融由媒介化向去媒化发展。这一部分揭示了金融脱媒的飘忽性。它考察了为什么真实的金融去媒介化在金融交易中不可能完全消除金融交易媒介的原因。金融创新一般通过代替和分层进一步增强了中介化而不是真正地去中介化。第二部分以具有里程碑意义的社会网络弱联系理论为基础,解释了金融顽强连接的本质。^①

在之前的两部分的讨论基础之上,第三部分探讨了正在显现的影响。该部分首先给出了一个建议,认为现代金融网络可能是最终的金融中介机构。然后,本部分思考了金融中介演进所带来的挑战。此外,本部分还特别关注了未来金融中介对系统稳定性、网络安全性、金融可得性的影响。通过借鉴当前和过去的政策,

本部分展望了与金融中介有关的通往未来政策的新途径。

本文的最后是一个简要结论,它展望了金融中介在持续演进中的激动人心且异常重要的未来,也昭示了金融持久的媒介化特质。

一、金融中介化概述

中介为金融提供许多相互关联且极为关键的服务,包括资本聚集、做市交易、风险管理和交易信息结算。^②传统中介和新型中介的目的都在于促进这些关键目的的实现。^③

(一) 金融中介的功能

金融中介的一般功能是促进更高效交易的实现。^④在融资的过程中,相较于当事人自己去完成这些业务,与专业第三方机构的合作是更容易、更便宜的选择。^⑤例如,由一个或多个中介机构发布和管理的通用货币会比不同的货币或物物交换的市场交易更有效率。^⑥货币作为一种金融中介而出现和被采用,刺激了贸易和市场的发展。^⑦此外,中介带来的好处还体现在很多相关的核心金融功能方面,比如资本聚集、做市交

① 参见 Mark Granovetter, *The Strength of Weak Ties: A Network Theory Revisited*, 1 Soc. THEORY 201 (1983)。

② 参见 Benton E. Gup, *Banking and Financial Institutions: A Guide for Directors, Investors, and Counterparties* 23-25 (2011) (本文讨论了金融中介在现代金融中的重要角色); Sudipto Bhattacharya & Anjan V. Thakor, *Contemporary Banking Theory*, 3 J. FIN. INTERMEDIATION 2, 3-7 (1993) (本文总结了金融中介的各种功能)。

③ 参见 Franklin Allen & Anthony M. Santomero, *The Theory of Financial Intermediation*, 21 J. BANKING & FIN. 1461 (1998)。

④ 参见 Franklin Allen & Anthony M. Santomero, *What Do Financial Intermediaries Do?*, 25 J. BANKING & FIN. 271, 272 (2001) (本文认为交易成本和信息不对称为中介提供了生存基础); Hans Genberg, *The Changing Nature of Financial Intermediation and Its Implications for Monetary Policy*, in FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS AND THEIR IMPLICATIONS FOR MONETARY POLICY 101 (Bank for Int'l Settlements 2008), <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap39.pdf> (本文阐释了高效率、低成本是金融中介发展的驱动力)。

⑤ 参见 Kathryn Judge, *Fee Effects*, 98 IOWA L. REV. 1517, 1525 (2013)。

⑥ 参见 Christopher M. Bruner, *The Changing Face of Money*, 30 REV. BANKING & FIN. L. 383, 386-91 (2010); Gary Gorton & Andrew Winton, *Financial Intermediation*, in 1 CORPORATE FINANCE 433 (George M. Constantinides et al. eds., 2003), <http://williamfang.weebly.com/uploads/9/1/3/4/9134217/handbookof-the-economics-of-financevolumela.pdf>, at 453。

⑦ 参见 James Surowiecki, *A Brief History of Money*, IEEE SPECTRUM, June 2012, at 45, 47 (本文认为,随着货币变得越来越通用,市场也变得越来越大大……在一定程度上是因为货币使市场交易变得更加容易,货币的使用重新定义了人们的关切对象。货币促使人们从经济关系角度而不是社会关系角度来看待事物)。

易、风险管理和交易信息结算。^①

首先,中介可以使金融的核心功能——资本聚集——更加简洁高效。^②资本的积累与再分配是金融的基本功能之一。中介通过存款收集和证券化等方式为金融市场提供流动性。^③个人、企业和国家都需要金融资本助推其生存和发展。个人需要资金来购买房产、支付学费、购买汽车及处理其他重要事务。企业需要资本来支持生产运营、支付工资、兼并收购、科技研究和扩大生产。国家需要资金来建设国防、维护基建、投资社会以及进行其他活动。在缺乏金融机构汇集和分配资本的情况下,当个人、企业和国家为了特定目的而从大量融资渠道寻求资本时,他们中的大多数必须花费更高昂的资本交易费用。^④事实上,一个汇集其他机构和个人资金的银行机构,明显地让前述融资交易更简洁高效。^⑤类似地,像风险投资基金这样的金融机构,使得企业家更

容易从那些对高风险企业有兴趣的大投资者那里获得大体量的创业启动资金。^⑥另外,在发生经济危机的时候,金融机构可以为市场提供急需的流动性资金。例如,在2009年的金融危机之后,美联储在向市场注入急需的流动性资金方面扮演了重要角色。^⑦

其次,中介可以更好地实现金融的另一核心功能——做市交易。^⑧为了市场良好地运转,互相联系和交流对供需双方来说是必需的。因为金融中介可以为市场的流动性和互动性提供渠道,所以它们可以作为市场参与者之间重要且高效的中间人。^⑨在缺乏金融机构扮演做市商这一角色的情况下,市场参与者要找到流动资产和适当的交易对象将明显地花费更多的成本。^⑩例如,证券交易所之所以成为买卖双方进行证券交易的典型做市商,是因为它极大地

① 参见 Kathryn Judge, *Fee Effects*, 98 IOWA L. REV. 1517, 1525 (2013) (本文介绍了中介机构帮助各方克服信息不对称的情况,中介促进各方找到彼此的交易伙伴,以便建立联系、订立合同)。

② 参见 Benton E. Gup, *Banking and Financial Institutions: A Guide for Directors, Investors, and Counterparties* 24 (2011) (本文认为资金池提供了管理的规模经济,因为管理一个1 000万美元的贷款比管理10 000个1 000美元的贷款的成本更低)。

③ 参见 Carol A. Corrado & Charles R. Hulten, *Financial Intermediation in the National Accounts*, in *MEASURING WEALTH AND FINANCIAL INTERMEDIATION AND THEIR LINKS TO THE REAL ECONOMY* 125, 128 (Charles R. Hulten & Marshall B. Reinsdorf eds., 2015) (本文认为金融机构集合了个人投资者的储蓄,并且通过各种金融工具将它们输送给企业家和企业,这些企业家和企业用基金获取经营所需要的资金); Kathryn Judge, *Fragmentation Nodes: A Study in Financial Innovation, Complexity, and Systemic Risk*, 64 STAN. L. REV. 657, 659 (2012) (本文认为,证券化将诸如住房贷款之类的能够产生现金流的资金积聚于一个新设的实体中,实体机构再以此为基础发行种类繁多的证券)。

④ 参见 Neal Galpin & Heungju Park, *The Roles of Financial Intermediaries in Raising Capital*, in *CAPITAL STRUCTURE AND CORPORATE FINANCING DECISIONS: THEORY, EVIDENCE, AND PRACTICE* 263, 265 (H. Kent Baker & Gerald S. Martin eds., 2011) (本文认为,没有中介的话,每个家庭找到借款人并与之交易将花费巨大精力)。

⑤ Benton E. Gup, *Banking and Financial Institutions: A Guide for Directors, Investors, and Counterparties* 52 (2011).

⑥ 参见 Mahendra Ramsinghani, *The Business of Venture Capital: Insight from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies* 3-6 (2d ed. 2014).

⑦ 参见 Kathryn Judge, *Three Discount Windows*, 99 CORNELL L. REV. 795, 811-13 (2014) (本文记述了美联储和其他政府金融中介机构在2009年金融危机期间是如何提供流动资产的)。

⑧ 参见 Douglas W. Diamond, *Liquidity, Banks, and Markets*, 105 J. POL. ECON. 928, 931-32 (1997)。

⑨ Gary Gorton & Andrew Winton, *Financial Intermediation*, in 1 *CORPORATE FINANCE* 433 (George M. Constantinides et al. eds., 2003), <http://williamfang.weebly.com/uploads/9/1/3/4/9134217/handbookof-the-economics-of-financevolumela.pdf>, at 453.

⑩ Franklin Allen & Douglas Gale, *Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing*, 105 J. POL. ECON. 523 (1997).

便利了证券交易。^①除了简单的证券交易，金融机构还可以为公司寻找收购目标、金融伙伴、合作企业和其他交易相对人提供重要的做市服务。总之，金融中介在匹配资金及其需求者方面发挥着重要作用。^②

第三，中介可以增强金融风险管理的功能。^③金融中介可以利用它们的专业知识和信誉来重新分配金融交易风险并使风险最小化。^④例如，投资银行的部分角色是作为证券发行人和投资者的风险管理者，向公众投资者承销私营企业的IPO（首次公开发行）。^⑤对于发行人，承销商帮助它们最小化了因为监管和市场复杂性而使得发行没有被正确定价和销售的风险。^⑥对于投资者，承销商帮助它们确保发行的产品已被投资银行等专业机构适当审查过。^⑦出于种种原因，

投资者常常不能最合理地评估金融投资相关的风险。^⑧从某种意义上说，在承销能力方面，投资银行作为发行人的信誉代理，它向公众证明发行产品的投资价值。^⑨其他的金融中介通过合并、证券化、套利等方式对风险进行再分配，提供类似的风险管理功能。^⑩如果没有金融中介作为风险管理者，许多金融交易将面临更多的开销、更大的风险。^⑪

第四，与风险管理功能相关，中介可以促进金融交易信息结算。^⑫市场在信息的基础上发展。金融中介在确保市场接受和反馈准确信息方面扮演着重要的角色。^⑬由于准确的信息对竞争性市场以及竞争规则至关重要，所以信息结算与信息监控的功能对金融就显得尤为重要。^⑭为了使资本在激烈的市场竞争中流向有价值的企业，在市场上

① 参见 Richard J. Teweles & Edward S. Bradley, *the Stock Market* 316 (7th ed. 1998)。

② 参见 Franklin Allen & Anthony M. Santomero, *What Do Financial Intermediaries Do?*, 25 *J. BANKING & FIN.* 271, 273 (2001) (当然，金融系统作为一个中心，它将资金从盈余方归集起来，再将资金分配给需求方)。

③ 参见 Benton E. Gup, *Banking and Financial Institutions: A Guide for Directors, Investors, and Counterparties* 24 (2011) (本文讨论了金融中介的风险管理功能)；Franklin Allen & Anthony M. Santomero, *The Theory of Financial Intermediation*, 21 *J. BANKING & FIN.* 1461, 1462 (1998) (本文认为，风险管理已经成为中介活动的一个关键领域)。

④ 参见 Douglas W. Diamond, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, 51 *REV. ECON. STUD.* 393 (1984)。

⑤ Neal Galpin & Heungju Park, *The Roles of Financial Intermediaries in Raising Capital*, in *CAPITAL STRUCTURE AND CORPORATE FINANCING DECISIONS: THEORY, EVIDENCE, AND PRACTICE* 263, 265-68 (H. Kent Baker & Gerald S. Martin eds., 2011)。

⑥ Joan MacLeod Heminway, *The New Intermediary on the Block: Funding Portals Under the Crowdfund Act*, 13 *U.C. DAVIS Bus. L.J.* 177, 181 (2013)。

⑦ 参见 Thomas J. Chemmanur & Paolo Flughieri, *Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation*, 49 *J. FIN.* 57, 57 (1994)。

⑧ 参见 Tom C. W. Lin, *A Behavioral Framework for Securities Risk*, 34 *SEATTLE U. L. REV.* 325, 336-56 (2011)。

⑨ 参见 Joan MacLeod Heminway, *The New Intermediary on the Block: Funding Portals Under the Crowdfund Act*, 13 *U.C. DAVIS Bus. L.J.* 177, 186 (2013)。

⑩ 参见 Douglas W. Diamond, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, 51 *REV. ECON. STUD.* 393, 409-11 (1984) (本文解释了金融中介机构是如何重新分配风险的)。

⑪ Benton E. Gup, *Banking and Financial Institutions: A Guide for Directors, Investors, and Counterparties* 26 (2011)。

⑫ 参见 Yuk-Shee Chan, *On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information*, 38 *J. FIN.* 1543 (1983)；Hayne E. Leland & David H. Pyle, *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, 32 *J. FIN.* 371, 382-84 (1977)。

⑬ 参见 Hayne E. Leland & David H. Pyle, *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, 32 *J. FIN.* 371, 371 (1977) (本文认为，没有信息传递，市场可能无法运转)。

⑭ 参见 Gary Gorton & Andrew Winton, *Financial Intermediation*, in 1 *CORPORATE FINANCE* 433 (George M. Constantinides et al. eds., 2003), <http://williamfang.weebly.com/uploads/9/1/3/4/9134217/handbookof-the-economics-of-financevolumela.pdf>, at 440 (本文描述了金融中介机构作为信息监管者的成本优势)。

流动的信息必须准确。^① 像清算所和证券交易所这样的中介机构,通过及时利用准确、可靠的信息流,在为金融市场提供交易动力方面扮演着重要的角色。^② 中介减轻了可能导致市场阻塞和信息不对称的负面影响,而此前交易双方因为信息匮乏而使交易裹步不前。^③ 许多金融交易中的中介扮演着信息经纪人的角色。^④ 例如,在证券发行中,像承销商、审计人员、分析师和交易代理人这样的机构都充当了重要的信息中介角色。^⑤ 在没有金融机构作为信息经纪人的情况下,对市场参与者至关重要的信息将变得不可靠和更昂贵,因为这些信息必须被公司和交易活动逐一地搜集并验证。^⑥

总而言之,金融机构的存在是为了使核心的金融功能,像资产聚集、做市交易、风险管理和信息结算效率更高、风险更低。^⑦ 需要澄清的是,前述关于金融中介机构正面、高效功能的讨

论,并不意味着所有中介机构都会朝着促进金融交易向效率更高、风险更低的方向发展。据悉,某些金融机构由于关注赚取中介费,实际上使许多交易变得效率更低、风险更高。^⑧

(二) 传统金融中介

传统的金融中介发挥着资本聚合、做市交易、风险管理和交易信息结算等基本的金融功能。因此,商业银行、经纪人、投资银行、证券交易所这些传统的金融中介各自承担着一个或多个核心的金融功能。

这些传统金融中介已经以各种形式存在了很长时间。^⑨ 已有研究发现最早的银行机构可以追溯到公元前516年。^⑩ 世界上最早的证券交易与1600年代在阿姆斯特丹成立的荷兰东印度公司有关。^⑪ 成立于1817年的世界著名的纽约证券交易所,在1792年签署的梧桐树协议中找到了它的根源。^⑫ 随着金融的发展和进化,传统金融

① 参见 Hayne E. Leland & David H. Pyle, Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, 32 J. FIN. 371, 371 (1977) (本文认为为了优质的项目获得融资,信息交换是必需的)。

② 参见 Franklin Allen, The Market for Information and the Origin of Financial Intermediation, 1 J. FIN. INTERMEDIATION 3-5 (1990); Yesha Yadav, The Problematic Case of Clearing Houses in Complex Markets, 101 GEO. L. J. 387, 389 (2013) (本文认为,清算所被镶嵌在金融市场及其内在操作中)。

③ 参见 Hayne E. Leland & David H. Pyle, Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, 32 J. FIN. 371, 383 (1977)。

④ Franklin Allen, The Market for Information and the Origin of Financial Intermediation, 1 J. FIN. INTERMEDIATION 4-5 (1990)。

⑤ 参见 Stephen J. Choi, A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries, 1 BERKELEY Bus. L. J. 45, 46-47 (2004) (本文强调不同的第三方角色会参与到证券发行活动中来); Joan MacLeod Heminway, The New Intermediary on the Block: Funding Portals Under the Crowdfund Act, 13 U. C. DAVIS Bus. L. J. 177, 181 (2013) (本文解释了信息中介在证券交易中的角色)。

⑥ 参见 Hans Genberg, The Changing Nature of Financial Intermediation and Its Implications for Monetary Policy, in FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS AND THEIR IMPLICATIONS FOR MONETARY POLICY 101 (Bank for Int'l Settlements 2008), <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap39.pdf>; Hayne E. Leland & David H. Pyle, Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, 32 J. FIN. 371, 371 (1977)。

⑦ 参见 Sudipto Bhattacharya & Anjan V. Thakor, Contemporary Banking Theory, 3 J. FIN. INTERMEDIATION 2, 3-7 (1993); Neal Galpin & Heungju Park, The Roles of Financial Intermediaries in Raising Capital, in CAPITAL STRUCTURE AND CORPORATE FINANCING DECISIONS: THEORY, EVIDENCE, AND PRACTICE 263, 265 (H. Kent Baker & Gerald S. Martin eds., 2011)。

⑧ 参见 Kathryn Judge, Fee Effects, 98 IOWA L. REV. 1517, 1518-19 (2013)。

⑨ Richard S. Grossman, The Economic History of Banking, in ROUTLEDGE HANDBOOK OF MODERN ECONOMIC HISTORY 190-92 (Randall Parker & Robert Whaples eds., 2011)。

⑩ 参见 Current News and Topics, 7 BANKING L. J. 164, 166 (1892) (本文显示,公元前516年的巴比伦,成立了历史上的第一家银行,名字叫 Egibi)。

⑪ Lodewijk Petram, The world's First Stock Exchange 3-6 (2014)。

⑫ Charles Geisst, Wall Street: A history 7, 14 (updated ed. 2012)。

中介也在发展和演变,以满足当下金融的需求。^①如今,传统金融中介在现代生活和金融领域中持续地发挥着重要的作用。世界银行的一项研究表明,2014年全世界有32亿的成年人持有金融账户。^②这一研究还指出,2014年在发达国家有94%的成人拥有账户。^③没有了中介的存在,对市场中的很多个人和机构来说,许多重要的金融交易将变得极为困难。^④在缺乏商业银行作为资本聚集的中介的情况下,个人与机构在寻找大量资金时可能会在很大程度上消耗更多的资源来为贷款确定合适的项目,以及寻找愿意借款给这些项目的放款人。没有了投资银行作为风险管理中介,公司在寻找数亿美元的资金时,将需要花费更多的时间来寻找世界各地的投资者,而且由于交易并不是由投资银行承销的,如果找到了投资者,那些投资者也将在交易中承受更大的风险。^⑤同时,在缺少证券交易所和证券公司作为信息和市商中介的情况下,一个投资者想要交

易大量股票将需要花费巨大的代价来为他的头寸估价,找到接受这个定价的买家,与正规的票据交易所交割并记录该交易。^⑥总而言之,传统的金融中介专注于为实现金融的资本聚集、做市交易、风险管理和信息结算等功能创造有效的方法。它体现在历史悠久的金融中介的运营中,例如银行、投资银行、经纪人和交易所的经营中。

(三) 新兴金融中介

近年来,新的信息技术与市场改革已经改变了许多行业,金融业也不例外。^⑦新的技术与市场改革扩大了旧市场,开拓了新市场,许多金融行业在这一过程中被瓦解。

虽然金融中介的核心目标还是与原来一样,这些目标相关的方法和工作人员已经随着技术与市场的发展而改变了。^⑧如今,数据分析是在做选择时被频繁采用的方式,自动在线计算系统是最受工作人员欢迎的选择。^⑨自动算法的计算机

① 参见 Charles Geisst, *Wall Street: A history* (updated ed. 2012), at 190-436 (本文讲述了华尔街和美国金融的发展史)。

② Ash Demirgüç-Kunt et al., *The Global Findex Database 2014: Measuring Financial Inclusion Around the World* 13 (World Bank Grp., Working Paper No. 7255, 2015).

③ Ash Demirgüç-Kunt et al., *The Global Findex Database 2014: Measuring Financial Inclusion Around the World* 13 (World Bank Grp., Working Paper No. 7255, 2015), at 3.

④ 参见 Neal Galpin & Heungju Park, *The Roles of Financial Intermediaries in Raising Capital*, in *CAPITAL STRUCTURE AND CORPORATE FINANCING DECISIONS: THEORY, EVIDENCE, AND PRACTICE* 263, 265 (H. Kent Baker & Gerald S. Martin eds., 2011) (本文认为,中介机构作为联系借贷双方的中间人,它帮助双方减少了搜索成本。即便是搜索成本很低,但是当事人想自己在合同中事无巨细地拟定被法院认可的条款的代价是高昂的,甚至是不可能的)。

⑤ 参见 Kathryn Judge, *Fee Effects*, 98 IOWA L. REV. 1517, 1539 (2013) (本文认为,公司同样依靠中介机构帮助它们找到合适的投资者。就连成熟的上市公司在意图增资时,还是会寻找一个担保人)。

⑥ Franklin Allen, *The Market for Information and the Origin of Financial Intermediation*, 1 J. FIN. INTERMEDIATION 3-5 (1990).

⑦ 参见 Robert DeYoung, *Safety, Soundness, and the Evolution of the U. S. Banking Industry*, 92 FED. RES. BANK OF ATLANTA ECON. REV. 41, 41 (2007); Tom C. W. Lin, *The New Financial Industry*, 65 ALA. L. REV. 567, 572-76 (2014); Loretta J. Mester, *Commentary: Some Thoughts on the Evolution of the Banking System and the Process of Financial Intermediation*, 92 FED. RES. BANK ATLANTA ECON. REV. 67, 67-72 (2007)。

⑧ 参见 Jonathan Mcmillan, *The End of Banking: Money, Credit, and the Digital Revolution*, 179-80 (2014) (本文解释了新技术是如何改变金融体系的); Brian W. Smith & Ramsey J. Wilson, *How Best to Guide the Evolution of Electronic Currency Law*, 46 AM. U. L. REV. 1105, 1106 (1997) (本文讨论了货币的演变形式)。

⑨ 参见 Erik Brynjolfsson & Andrew McAfee, *The Second Machine Age: Work, Progress and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies* 13-39 (2014); Viktor Mayer-Schonberger & Kenneth Cukier, *Big Data: A Revolution that Will Transform How We Live, Work, and Think* 6-10 (2013); Nate Silver, *The Signal and the Noise: Why so Many Predictions Fall - but Some 9-10* (2012)。

程序是当下金融创新的最前沿。^① 在金融领域内许多人为的工作已经被人工智能程序替代。^② 传统金融分支机构与办公室对于与客户交谈的实体店的需要已经给网站与 APP 让路。^③ 此外,与传统金融中介截然不同的新兴中介已经在数量和市场影响力上不断壮大。^④ 监管条例的变化促进了脱媒,从受监管的传统金融中介和联系者,演变为新的、更少受监管的主体。^⑤ “影子银行”的发展在很大程度上归功于新型金融中介

的兴起。^⑥

建立在新技术进步和市场发展基础上的商业模式已经改变了金融机构的阵容。^⑦ 与影子银行增长的时代相比,对冲基金、私募股权公司以及其他资本市场参与者在金融市场上拥有了更大的影响力。^⑧ 新技术与互补的监管改革促进了高速电子通信网络以及真正替代传统证券交易所的、另类交易平台的发展。^⑨ 网上银行和券商已经为

① 参见 David J. Leinweber, *Nerds on Wall Street: Math, Machines, and Wired Markets* 31-64 (2009) (本文探讨了新的电子金融市场的兴起); Scott Patterson, *Darks Pools: High-Speed Traders, A.I. BANDITS, AND THE THREAT TO THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM* 233-78 (2012); Tom C. W. Lin, *Reasonable Investor (s)*, 95 B. U. L. REV. 461, 487-94 (2015) (本文描述了高科技金融市场); Jonathan R. Macey & Maureen O'Hara, *From Markets to Venues: Securities Regulation in an Evolving World*, 58 STAN. L. REV. 563 (2005) (本文认为,技术的进步与信息处理成本的极速下降,改变了证券交易的方式); Felix Salmon & Jon Stokes, *Bull vs. Bear vs. Bot*, WIRED, Jan. 2011, at 90, 93 (本文认为,现在的市场是机器的市场,我们只是在机器里交易)。

② 参见 Gregory Scopino, *Do Automated Trading Systems Dream of Manipulating the Price of Futures Contracts? Policing Markets for Improper Trading Practices by Algorithmic Robots*, 67 FLA. L. REV. 221, 223-24 (2015) (本文认为,如今,几乎金融市场的所有部分,包括期货和其他衍生品市场,都在一定程度上从交易所的交易员走向计算机化和自动化); Tom C. W. Lin, *National Pastime (s)*, 55 B. C. L. REV. 1197, 1207-09 (2014) (本文讨论了金融领域采用人工智能的发展情况)。

③ 参见 Hanno Beck, *Banking Is Essential, Banks Are Not: The Future of Financial Intermediation in the Age of the Internet*, 3 NETNOMICS 7, 8 (2001) (本文认为,几个世纪以来,许多金融交易需要人力操作,这一点已经随着现代通信技术的兴起被改变)。

④ Hans Genberg, *The Changing Nature of Financial Intermediation and Its Implications for Monetary Policy*, in FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS AND THEIR IMPLICATIONS FOR MONETARY POLICY 101 (Bank for Int'l Settlements 2008), <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap39.pdf>, at 103.

⑤ Steven L. Schwarcz, *Lawyers in the Shadows: The Transactional Lawyer in a World of Shadow Banking*, 63 Am. U. L. REV. 157, 157-58 (2013).

⑥ 参见 Jonathan Mcmillan, *The End of Banking: Money, Credit, and The Digital Revolution* 65-80 (2014) (本文解释了影子银行的崛起); Steven L. Schwarcz, *Lawyers in the Shadows: The Transactional Lawyer in a World of Shadow Banking*, 63 Am. U. L. REV. 157, 157-58 (2013)。

⑦ 参见 Hans Genberg, *The Changing Nature of Financial Intermediation and Its Implications for Monetary Policy*, in FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS AND THEIR IMPLICATIONS FOR MONETARY POLICY 101 (Bank for Int'l Settlements 2008), <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap39.pdf>, at 101 (本文认为,在过去几十年的金融中介的重要发展时期内,由于管制松弛、技术进步和快速全球化的推动,金融工具和金融市场登上了舞台)。

⑧ 参见 Joshua Gallin, *Shadow Banking and the Funding of the Nonfinancial Sector*, in MEASURING WEALTH AND FINANCIAL INTERMEDIATION AND THEIR LINKS TO THE REAL ECONOMY (Charles R. Hulten & Marshall B. Reinsdorf eds., 2015), at 89-92; Kathryn Judge, *Fragmentation Nodes: A Study in Financial Innovation, Complexity, and Systemic Risk*, 64 STAN. L. REV. 657, 655 (2012) (本文认为,最显著的变化是影子银行引人注目的增长,不仅使资本市场提供了传统上由银行提供的服务和产品,也改变了银行在金融中介的发展过程中所扮演的角色)。

⑨ 参见 Sal Arnuk & Joseph Saluzzi, *Broken Markets* 68-78 (2012); Michael Lewis, *Flash Boys: A Wall Street Revolt* 3, 42 (2014); Franklin Allen & Anthony M. Santomero, *What Do Financial Intermediaries Do?*, 25 J. BANKING & FIN. 572-76 (2001)。

传统的银行与券商带来了现实的竞争压力。^①自动化的资金管理公司(例如 Wealthfront)管理着十亿美元的资金,从根本上改变了曾经由财务顾问主导的财富管理业。^②像 SecondMarket 和 SharesPost 之类的在线平台使得人们买卖私营公司的证券变得更加容易。^③如 Kiva 和 Kickstarter 之类的众筹机构,使世界各地大城市与小乡村里的人们,以前所未有的方式获得资金变为可能。^④例如 Prosper 和 LendingClub 之类的 P2P 平台,通过连接出借人与借款人,合法地替代了传统的银行中介。^⑤Apple Pay、Square、Stripe 和 Venmo 改变了支付系统的中介。^⑥Bitcoin 的出现为没有传统银行中介机构的交易创造了一种全新的货币。^⑦

总之,和传统金融中介一样,新金融虽然采用了新的方法和人员,但是它渴望实现传统金融中介的核心功能。特别是随着影子银行和许多算法驱动的计算机程序、应用和平台的发展,新的金融中介已经证明了自己的价值。

二、金融脱媒的“海市蜃楼”

传统中介的进化与新兴中介的出现已经成为过去几十年里金融领域里最令人震惊的发展之一。尽管金融革命及其根本性的解构让人兴奋,但中介仍然是金融一个稳固的存在。尽管信息技术在进步,但金融流程仍然需要中介。^⑧尽管中介的阵容可能已经改变,但它们在金融方面的媒介作用却不会变。为什么金融中介能持续地存在,这需要更深入地分析与解释。一部分原因也许可以通过著名的社交网络的弱连带关系理论来解释。

(一) 无限的金融中介

出色的金融创新固然有很多,但真正的金融脱媒却没有多少。^⑨与金融中介机构的有限性相反的是,金融创新通常显示出持续的、无限的中介化。^⑩通常情况下,在金融过程中连接消失的地方,并不存在真正的脱媒,因为金融创新通过

① 参见 Ann C. Logue, *Day Trading for Dummies* 196 (2d ed. 2011); Hanno Beck, *Banking Is Essential, Banks Are Not: The Future of Financial Intermediation in the Age of the Internet*, 3 *NETNOMICS* 7, 7 (2001); John F. Wasik, *Sites to Manage Personal Wealth Gaining Ground*, *N. Y. TIMES*, Feb. 11, 2014, at F10.

② 参见 John F. Wasik, *Sites to Manage Personal Wealth Gaining Ground*, *N. Y. TIMES*, Feb. 11, 2014, at F10.

③ Elizabeth Pollman, *Information Issues on Wall Street 2.0*, 161 *U. PA. L. REV.* 179, 193-201 (2012).

④ Lisa T. Alexander, *Cyberfinancing for Economic Justice*, 4 *WM. & MARY Bus. L. REV.* 312 (2013).

⑤ 参见 Lisa T. Alexander, *Cyberfinancing for Economic Justice*, 4 *WM. & MARY Bus. L. REV.* 335 (2013) (本文认为, P2P 网络贷款描述了一种在线交易的互动网站, 它允许借款人和贷款人在没有传统主流金融机构的参与下进行交易); Eric C. Chaffee & Geoffrey C. Rapp, *Regulating Online Peer-to-Peer Lending in the Aftermath of Dodd-Frank: In Search of an Evolving Regulatory Regime for an Evolving Industry*, 69 *WASH. & LEE L. REV.* 485, 508 (2012) (本文描述了作为贷款网站同行领先者的 Prosper 和 LendingClub 的情况)。

⑥ 参见 Skep Allums, *Designing Mobile Payment Experiences: Principles and Best Practices for Mobile Commerce* 59-93 (2014); Hanno Beck, *Banking Is Essential, Banks Are Not: The Future of Financial Intermediation in the Age of the Internet*, 3 *NETNOMICS* 7, 9 (2001) (本文预测了电子支付系统的崛起)。

⑦ 参见 Jerry Brito et al., *Bitcoin Financial Regulation: Securities, Derivatives, Prediction Markets, and Gambling*, 16 *COLUM. Sci. & TECH. L. REV.* 144, 148-49 (2014) (本文解释了比特币的运作); Omri Marian, *Are Cryptocurrencies Super Tax Havens?*, 112 *MICH. L. REV. FIRST IMPRESSIONS* 38, 42 (2014) (本文认为, 比特币的运作不依赖于银行等金融中介机构的存在)。

⑧ 参见 Hanno Beck, *Banking Is Essential, Banks Are Not: The Future of Financial Intermediation in the Age of the Internet*, 3 *NETNOMICS* 7, 20 (2001) (本文认为, 即使是在互联网时代也仍然需要金融中介机构)。

⑨ 参见 Kathryn Judge, *Fee Effects*, 98 *IOWA L. REV.* 1517, 1540 (2013) (本文认为, 受法律或其他因素的影响, 市场结构在很多情况下是如此强大, 以至于一方当事人在进行某项特定交易时拥有极少的可选空间, 而只能采用由中介控制的相关交易构架)。

⑩ Hanno Beck, *Banking Is Essential, Banks Are Not: The Future of Financial Intermediation in the Age of the Internet*, 3 *NETNOMICS* 7, 20 (2001).

替换和分层进一步强化了中介。

首先,就替代性而言,金融创新已经屡次创造了传统中介的替代者,而没有消除市场对它们的需求。^①因为具备了归集与分配资金的功能,资本市场中介已经成为传统银行中介的替代品。^②这使得一些用户绕开传统银行,用其他的资金来源进行融资。这种替代性的中介化比实质性的中介化更加肤浅,因为市场对中介的需求仍然存在,交易只不过通过一种新的中介来进行而已。^③例如,当像 Wealthfront 的公司用算法程序代替了人工的财务管理,它们只是简单地用一个计算机化的中介代替了一个人工的中介。^④网上银行和经纪公司也是如此。新的技术并不能消除人们对于作为中介的银行和经纪公司服务的需求;相反,它只是简单地改变了那些中介的类型。这和福特 T 型车演变到特斯拉电动汽车的道理是一样的,并不是把对于车作为运输方式的需求变成完全不用车。^⑤还应该注意一点,传统中介依然与更新的中介共存,从而

为金融中介系统创造更广博的多样性和复杂性。^⑥

第二,就分层而言,金融创新不断地带来新的中介层,这些中介层创造了金融脱媒的假象。例如 Apple Pay,它允许个人运用他们的指纹作为身份验证从而简单地用手机支付,使得信用卡支付更加便捷。^⑦虽然 Apple Pay 的对外技术看起来非常简单和方便,但它并没有简化信用卡的交易过程。^⑧反而,Apple Pay 增加了一个 Apple 中介到交易过程中,而不是消除高度中介化进程的连接。^⑨Apple Pay 也许使寻找和使用信用的步骤实现了去中介化,但是它并没有简化信用卡交易的整个过程——Apple Pay 具有讽刺意味地通过增加一个中介层而创造了金融脱媒的“海市蜃楼”。另一个分层的例子就是像 Prosper 和 Lending Club 这样的 P2P 贷款平台。^⑩从表面上看,这些平台使放款人向借款人直接提供贷款成为可能。^⑪实际上,银行提供贷款给借款

① 参见 Hanno Beck, *Banking Is Essential, Banks Are Not: The Future of Financial Intermediation in the Age of the Internet*, 3 NETNOMICS 7, 14 (2001); Kathryn Judge, *Fragmentation Nodes: A Study in Financial Innovation, Complexity, and Systemic Risk*, 64 STAN. L. REV. 657, 659 (2012) (本文认为,资本市场提供了历史上由银行提供的商品和服务的替代品); Steven L. Schwarcz, *Shadow Banking, Financial Markets, and the Real Estate Sector*, 32 REV. BANKING & FIN. L. 179, 179 (2012) (本文讨论了从传统银行机构到影子银行机构的转变)。

② 参见 Steven L. Schwarcz, *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, 93 MINN. L. REV. 373, 374-75 (2008) (本文认为,金融体系越来越多以非中介化为特质,公司可以通过资本市场获得最终的资金来源,而不通过银行或其他金融中介机构)。

③ 参见 Tilman Bruett, *Cows, Kiva, and Prosper. Com: How Disintermediation and the Internet Are Changing Microfinance*, 3 CMTY. DEV. INV. REV. 44, 45-47 (2007) (本文讨论了小额信贷领域的金融中介)。

④ John F. Wasik, *Sites to Manage Personal Wealth Gaining Ground*, N. Y. TIMES, Feb. 11, 2014, at F10.

⑤ 参见 Tom Collins, *The Legendary Model-T Ford: The Ultimate History of America's First Great Automobile 46-48* (2007); Peter Thiel & Blake Masters, *Zero to One: Notes on Startups, or How to Build the Future* 166 (2014) (本文描述了特斯拉模型的技术和设计)。

⑥ 参见 Steven L. Schwarcz, *Shadow Banking, Financial Markets, and the Real Estate Sector*, 32 REV. BANKING & FIN. L. 179, 189 (2012) (本文强调了新型影子银行带来的高度复杂性)。

⑦ Mike Isaac & Brian X. Chen, *In Its Infancy, Apple Pay Gives Glimpse of Mainstream Appeal for Mobile Payments*, N. Y. TIMES, Nov. 15, 2014, at B3.

⑧ Mike Isaac, *Ambitious Bet on More than Devices*, N. Y. TIMES, Sept. 10, 2014, at B1.

⑨ Mike Isaac, *Ambitious Bet on More than Devices*, N. Y. TIMES, Sept. 10, 2014, at B1.

⑩ 参见 Simon Cunningham, *Lending Club vs. Prosper for Borrowers: Four Big Differences*, LENDINGMEMO (Aug. 6, 2013), <http://www.lendingmemo.com/lending-club-vs-prosper-for-borrowers/> (本文讨论了点对点贷款和两个大公司)。

⑪ 参见 Simon Cunningham, *Lending Club vs. Prosper for Borrowers: Four Big Differences*, Lendingmemo (Aug. 6, 2013), <http://www.lendingmemo.com/lending-club-vs-prosper-for-borrowers/> (本文讨论了 P2P 贷款和两个大公司)。

人,然后平台提供凭证给出借人。^①就其本身而言,P2P贷款网站提供的新中介事实上是建立在传统银行中介的基础之上的。^②大多数的金融创新都是如此,它们都是在先前存在的金融中介机构的基础设施之上建立的。^③因此,尽管新的金融技术可能呈现出便捷与简单的创新面纱,但在面纱之下通常是复杂的金融中介层。

这里关于替换、分层和金融脱媒的“海市蜃楼”的讨论,并不是说真正的金融脱媒是不可能的。Berkshire Hathaway公司避免或减少使用金融中介的长期实践表明,在特定金融中介中实现部分脱媒是可能的。^④

此外,比特币等虚拟货币的出现表明,从传统金融基础设施中脱离是可能的。比特币已经消除了中央银行的典型中介。^⑤比特币的持有者通过一个管理着大笔资金和数以百万计用户的公开的链式总账来实现自我管理,代替了媒介管理。^⑥在2015年,比特币的市场价值达到数十

亿美元。^⑦尽管传统的金融基础设施可以非中介化,但当比特币持有者尝试将他们的虚拟货币转化为现实世界的货币时,他们通常必须通过第三方平台来实现目的。^⑧

面对前所未有的金融创新,金融中介的持久性表明金融机构可能发生了改变,但是金融的核心功能依然存在,而且,这些功能通过更加成熟和精明的中介方式会发挥得更好。^⑨在许多情况下,例如风险管理、做市交易、信息结算和资本聚集等核心功能,在中介参与的时候比没有中介参与时表现得更有效率。^⑩在缺乏成熟和精明的中介的情况下,许多理所当然的金融交易将会指数级地变得更加困难。^⑪很难想象试图完成一个没有代理或证券交易所的股票交易或在没有银行和共同基金公司参与下处理退休储蓄业务的样子。

总而言之,金融机构的阵容可能会随着新的技术和市场发展而改变,但由于金融和用户互相关联的性质,金融的核心功能将会坚定不移地保

① 参见 Eric C. Chaffee & Geoffrey C. Rapp, *Regulating Online Peer-to-Peer Lending in the Aftermath of Dodd-Frank: In Search of an Evolving Regulatory Regime for an Evolving Industry*, 69 WASH. & LEE L. REV. 485, 508 (2012) (本文记述了在美国两家主要的 P2P 借贷网站 Prosper Marketplace 和 LendingClub 使用了一个特定模型。在这个模型里面,银行是个人借款人的贷款方,然后票据被卖给个人出借人,票据的偿还视相关贷款的偿还而定)。

② Noah Buhayar, *Where Peer-to-Peer Loans Are Born*, BLOOMBERG BUSINESSWEEK, Apr. 20, 2015, at 41.

③ 参见 Robert C. Merton, *A Functional Perspective of Financial Intermediation*, 24 FIN. MGMT. 23 (1995) (本文讨论了建立在现有金融体系上的、供金融中介参考的框架)。

④ 参见 generally Lawrence A. Cunningham, *Berkshire's Disintermediation*, 50 WAKE FOREST L. REV. 509 (2015) (本文讨论了 Berkshire Hathaway 回避金融中介的历史)。

⑤ 参见 Paul Vigna & Michael J. Casey, *The Age of Cryptocurrency: How Bitcoin and Digital Money are Challenging Global Economic Order* 115 (2015)。

⑥ 参见 Jerry Brito et al., *Bitcoin Financial Regulation: Securities, Derivatives, Prediction Markets, and Gambling*, 16 COLUM. Sci. & TECH. L. REV. 144, 149 (2014) (本文讲述了每一笔发生在比特币网络的交易都登记在一个叫做 block chain 的分布式公共分类账户中……由成千上万的用户组成的全球 P2P 网络取代了中介……)。

⑦ Market Capitalization, BLOCKCHAIN INFO, <https://blockchain.info/charts/market-cap> (last visited Oct. 1, 2015).

⑧ Omri Marian, *Are Cryptocurrencies Super Tax Havens?*, 112 MICH. L. REV. FIRST IMPRESSIONS 38, 46 (2014).

⑨ 参见 Kathryn Judge, *Fee Effects*, 98 IOWA L. REV. 1517, 1524 (2013) (本文讨论了中介的兴起和中介的影响可以追溯到它们在帮助各方克服交易障碍中经常扮演的角色); James Surowiecki, *A Brief History of Money*, IEEE SPECTRUM, June 2012, at 79 (本文强调了金融功能要优于金融机构的功能)。

⑩ 参见 Kathryn Judge, *Fee Effects*, 98 IOWA L. REV. 1517, 1525 (2013)。

⑪ 参见 Kathryn Judge, *Fee Effects*, 98 IOWA L. REV. 1517, 1525 (2013) (本文认为,成本的提高将会抑制交易范围,使用专门的中介机构可以显著降低当事人的这些成本)。

留下来。

(二) 弱金融连带的力量

当融资被认为是一种社交技术时,理解金融中介的持久性并不困难。在根本上,金融是人类表达彼此偏好与彼此交流的一种方式。货币、信用以及其他形式的金融资本充当个人和机构在市场上社交的工具。^①因为,一般情况下,人类在市场的活动和相互交流的可能性是无限的,人们用于社交的中介安排的迭代同样是无限的。^②

就金融中介和个人的关系而论,著名的弱连带关系理论为研究金融中介的持久性提供了一个具有启发性的分析框架。^③美国社会学家 Mark Granovetter 于 1973 年发表了一篇具有里程碑意义的论文,题目叫做“弱连带力量”。^④并于 1983 年通过系列实验进一步完善了它。^⑤弱连带理论的核心认为,与强连带关系相比,弱连带关系能掌握更多的社会资源,因为强连带关系倾向于在集中的网络中重叠,而弱连带关系往往更加分散和广博。^⑥社会中最要好的朋友(比如 John

和 Paul)之间很可能在很多方面都相同或相似,但是 John 的社会关系和他的新同事 Serena 之间,很可能牵涉进更多的对 John、Paul 和 Serena 来说是陌生的新人。同样,研究表明,利用社交网络力量的关键是通过弱连带关系而不是强连带关系。^⑦例如,弱连带关系在通知人们关于新的社会经济机会时可以是至关重要的,它已经超越了直系亲属和亲密朋友的强连带关系。^⑧流行的网页网络公司 LinkedIn 在很大程度上就是建立在弱连带关系上的,它在专业语境中实现了自己的货币价值。^⑨

对应到金融领域,当前的金融格局中无数的新旧中介,都在以或强或弱的社会连带关系运行着,以分享金融信息和金融资本。^⑩如今,大量金融参与者与产品在一个跨越机构、行业和方法的弥散型全球金融网络中共生共存。^⑪一些中介机构在拥有强连带关系的集中型网络中共存;另一些在弱连带关系的分散型网络中共存,但是不论是何种中介机构,它们都共存于一个更大的金

① 参见 Felix Martin, *Money: The Unauthorized Biography* 27-29 (2014) (本文把货币比喻为一种社会技术); Kabir Sehgal, *Coined: The Rich Life of Money and How Its History Has Shaped Us* 2-3 (2015) (本文讨论了货币的社会角色)。

② Yochai Benkler, *The Wealth of Networks: How Social Production Transforms Markets and Freedom* 174-75 (2006)。

③ 参见 Mark Granovetter, *The Impact of Social Structure on Economic Outcomes*, 19 J. ECON. PERSP. 33 (2005)。

④ 参见 Mark S. Granovetter, *The Strength of Weak Ties*, 78 AM. J. Soc. 1360 (1973); Kathryn Judge, *Fee Effects*, 98 IOWA L. REV. 1517 (2013)。

⑤ Mark Granovetter, *The Strength of Weak Ties: A Network Theory Revisited*, 1 Soc. THEORY 201 (1983)。

⑥ Mark Granovetter, *The Strength of Weak Ties: A Network Theory Revisited*, 1 Soc. THEORY 201 (1983)。

⑦ 参见 Mark Granovetter, *The Strength of Weak Ties: A Network Theory Revisited*, 1 Soc. THEORY 201, 202 (1983) (本文认为,有很少弱连带关系途径的个人,将很难获取来自远方社会系统的信息,他们获取的信息范围将被限制在本地新闻和亲友观点之内)。

⑧ Mark Granovetter, *The Strength of Weak Ties: A Network Theory Revisited*, 1 Soc. THEORY 201, 205 (1983)。

⑨ 参见 Michael Dulworth, *The Connect Effect: Building Strong Personal, Professional, and Virtual Networks* 140 (2008) (本文认为研究早就表明,弱连带关系/连接背后有巨大的利益,LinkedIn 已经实现了弱连带关系和信任度高的强连带关系的资本化)。

⑩ 参见 Noah E. Friedkin, *Information Flow Through Strong and Weak Ties in Intraorganizational Social Networks*, 3 Soc. NETWORKS 273, 28485 (1982); Gabriel Weimann, *The Strength of Weak Conversational Ties in the Flow of Information and Influence*, 5 Soc. NETWORKS 245, 246 (1983)。

⑪ 参见 Lawrence E. Mitchell, *Structure as an Independent Variable in Assessing Stock Market Failures*, 72 GEO. WASH. L. REV. 547, 590-95 (2004) (本文把弱关系理论应用于股票市场的公共建设中)。

融网络中。^① 例如, 传统的大型投资银行等中介机构之间具有强连带关系, Prosper 和 Wealthfront 等新兴中介之间具有弱连带关系。^② 相对于通过弱连带关系联系在一起中介机构, 通过强关系联系在一起中介彼此之间的影响更大。^③ 尽管如此, 无论强连带关系还是弱连带关系, 相关中介都在一个更大的金融网络中互联连接。同样地, 一个中介发生的事会影响所有身处网络中的其他机构。而且, 由于它们在网络中节点的位置, 某些机构可以终结对其他中介甚至是对整个金融网络的不均衡的影响。^④ 像摩根大通这样大型的投资银行和商业银行等金融机构, 都是金融网络里面非常有影响力的组成部分。^⑤ 事实上, 2015年美国财政部金融研究所的一篇文章显示, 摩根大通是世界上相互关联度最高的银行, 它比其他任何银行都拥有更多的跨法域活动。^⑥

在现代市场中, 金融网络本身可能是最终的中介。在如今高度专业化和复杂化的市场里, 金融网络可能是新旧财务流程之间重要的中间人。^⑦ Apple Pay 是可行的, 因为苹果可以将自己嵌入到当前构成传统信用卡处理行业的中介网络中。^⑧ 移动转账系统 Venmo 是可行的, 因为它可以将自己移植到现有的构成传统转账过程的

中介网络中。^⑨ 许多其他中介机构也是如此。此外, 随着越来越多的同行成为金融网络的一部分, 这将变得更有价值, 也更加重要。^⑩ 金融网络本质上像一个广阔的、弥散的供水系统, 使得金融资本和信息在市场中从一个金融中介管道流向其他的潜在中介管道。

三、关键影响

如果金融网络是终极的中介机构, 那么金融中介化将很可能通过新兴中介与传统中介的发展及其日益增长的强弱连带关系, 继续以网络形态来扩张。金融网络作为最终中介的概念对金融的未来具有重要意义。三个关键影响尤其显著: 连接的稳定性、金融网络安全以及中介机构的独立性。

(一) 连接的稳定性

连接的稳定性是金融中介对未来金融业的重要影响之一。如果金融网络是最终的中介, 那么网络里的每一个连接对其自身的稳定性都是至关重要的。伴随着最近一次金融危机的余波, 很多监管和公众的注意力都放在了“太大而不能倒”

① 参见 Mark J. Garmaise & Tobias J. Moskowitz, *Informal Financial Networks: Theory and Evidence*, 16 REV. FIN. STUD. 1007, 1008 (2003)。

② 参见 Franklin Allen & Anthony M. Santomero, *What Do Financial Intermediaries Do?*, 25 J. BANKING & FIN. 271, 271 (2001)。

③ 参见 Lior Jacob Strahilevitz, *A Social Networks Theory of Privacy*, 72 U. CHI. L. REV. 919, 955-57 (2005) (本文讨论了强关系和弱关系的影响力)。

④ 参见 Lior Jacob Strahilevitz, *A Social Networks Theory of Privacy*, 72 U. CHI. L. REV. 919, 958 (2005) (本文解释了在网络结构背景下节点组件的重要性)。

⑤ Fin. Stability Bd., *2013 Update of Group of Global Systemically Important Banks 3* (2013)。

⑥ Paul Glasserman & Bert Loudis, *A Comparison of U. S. and International Global Systemically Important Banks*, OFR BRIEF SERIES 15-07, August 4, 15, at 2-3。

⑦ 参见 Kathryn Judge, *Fee Effects*, 98 IOWA L. REV. 1517, 1524 (2013) (本文认为, 随着社会越来越工业化和专业化, 越来越多的交易壁垒被中介打破了)。

⑧ Andrew Ross Sorkin, *Pointing Fingers in Apple Pay Fraud*, N. Y. TIMES, Mar. 17, 2015, at B1。

⑨ Felix Gillette, *Cash Is for Losers*, BLOOMBERG BUSINESSWEEK, Nov. 24, 2014, at 50-55。

⑩ 参见 Matt Richtel, *The Deadly Wandering 143* (2014) (梅特卡夫定律定义了电信网络的价值, 认为互联网与用户数量的平方是成正比的, 用户越多, 网络越有价值)。

的系统性风险上。^① 尽管大型金融机构被关注,但随着金融格局发展成为一个由新、老、大、小不同金融机构组成的媒介网络时以及在金融中介的发展和深化中,“太连接而不能倒”的系统性风险可能需要更多关注。^② 鉴于相互联系的小型机构对整个金融体系的影响,政策制定者和监管机构不仅需要关注大型金融机构,还需要关注这些小型机构。^③ 就像小门栓带动大门一样,大型财务杠杆可以撬动较弱的小型中介机构的力量。

在当今的金融市场,金融机构和工具被整合在一个中介化的全球网络中,这可能会威胁到金融系统的稳定。^④ 与关注一些大型金融中介机构“太大而不能倒”的系统性风险不同,“太连接而不能倒”的系统威胁包括了那些价值小、员工少的工具和中介机构,因为它们在网络化市场上扮演的角色会破坏整个系统。^⑤ 例如,员工数以百计的保险巨头——美国国际集团——的伦敦金融产品子公司是一家小机构,它却在2008年的金

融危机中扮演了重要角色,原因就在于当前市场的网络化本质。^⑥ 最近,也就是2015年,彭博终端的临时崩溃在全球债券市场造成了严重的混乱,影响了数十亿美元的交易。^⑦ 彭博终端不是一个大型金融机构,而是一个为325 000多家终端提供服务的信息服务商。^⑧ 然而,由于它是当今中介的金融网络的重要节点,它特有的功能对系统的连接稳定性至关重要。^⑨

随着金融中介的存续和发展,它们对于连接稳定性的影响只会变得更大、更复杂和更有挑战性;^⑩ 随着取代传统中介来套利或规避现有法规而出现的新型金融机构,金融交易变得更不受监管,风险也更大。^⑪ 例如,比特币不受监管的性质使得它更容易作为一个实现欺骗性和破坏性目的的手段。^⑫ 随着新的金融中介更加依赖自动化的算法程序,以及复杂的技术系统容易发生事故的可能性,使得连接稳定性面临的风险更大。^⑬ 另外,相互依赖的策略和技术故障可能产生恶性的反馈循环、不稳定的市场波动和严重的经济损

① 参见 S. Permanent Subcomm. On Investigations, Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse 15-17 (2011) (本文报道了“太大而不能倒”的金融机构的兴起); Andrew Ross Sorkin, Too Big To Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System and Themselves 538-39 (2009) (本文讨论了由“太大而不能倒”的机构提出的政策挑战)。

② The author previously introduced this term in a prior publication. See Tom C. W. Lin, The New Investor, 60 UCLA L. REV. 678, 699-703 (2013).

③ Kathryn Judge, Fragmentation Nodes: A Study in Financial Innovation, Complexity, and Systemic Risk, 64 STAN. L. REV. 657, 659 (2012).

④ 参见 Markus K. Brunnermeier, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008, 23 J. ECON. PERSP. 77, 96 (2009) (本文讨论了金融体系的“金融债务相互勾连的网络”); Kenneth E. Scott & John B. Taylor, Op-Ed, Why Toxic Assets Are So Hard to Clean Up, WALL STREET J., July 20, 2009, at A13.

⑤ 参见 Steven L. Schwarcz, Systemic Risk, 97 GEO. L.J. 193, 200 (2008) (本文讨论了金融中介和非中介化带来的系统风险)。

⑥ 参见 Michael Lewis, The Man Who Crashed the World, VANITY FAIR, Aug. 2009, at 137-39.

⑦⑧⑨ Nathaniel Popper & Neil Gough, Bloomberg Data Crash Puts Market in Turmoil, N. Y. TIMES, Apr. 18, 2015, at B1.

⑩ 参见 Kathryn Judge, Fragmentation Nodes: A Study in Financial Innovation, Complexity, and Systemic Risk, 64 STAN. L. REV. 657, 685 (2012); Steven L. Schwarcz, Regulating Complexity in Financial Markets, 87 WASH. U. L. REV. 211, 215 (2009).

⑪⑫ Isaac Pflaum & Emmeline Hateley, A Bit of a Problem: National and Extraterritorial Regulation of Virtual Currency in the Age of Financial Disintermediation, 45 GEO. J. INT'L L. 1169, 1194 (2014).

⑬ 参见 Charles Perrow, Normal Accidents: Living with High-Risk Technologies 4-5 (1999).

失。^①例如,在2010年,世界见证了股市的闪电式崩盘;仅在一个极其动荡的交易日里,堪萨斯州的自动贸易引起了接近1万亿美元和1000点的大盘损失。^②在2013年中,美联社的Twitter账户被黑客攻击后,播报了关于白宫的虚假信息。在自动程序根据这些虚假信息交易后,黑客迅即掠走了1360亿美元的市值。^③虽然最近的这些事件带来的伤害是短暂和可控的,但随着金融中介联系越来越紧密,操作系统越来越自动化和智能化,影响更持久、更恶劣的事件更可能发生。

因此,随着未来几年金融中介的发展,新兴的小型机构对于金融体系稳定性的作用和影响需要给予更多的关注。

(二) 金融网络安全

与金融中介未来相联系的网络安全将是最紧迫的议题之一。因为现在金融中介机构往往与资金和技术挂钩,现在金融行业就像一个在硅谷的高科技行业。如果高科技金融网络是最终的中介,那么更应该加强保障整体的网络安全。

在过去的几年里,网络安全已经成为金融行业一个严重的问题。^④在2012年,美国六家主要的金融机构受到一个叫做“Izzad-Din al-Qassam网络战士”的组织的联合攻击,致使它们的在线服务暂时瘫痪。2013年,大型银行再次受到新一轮的来自伊朗的网络攻击。^⑤在2014年,黑客袭击了摩根大通并且偷走了数千兆的数据,这些数据让它们窃取了众多客户账户和数百万美金的资金。^⑥还是在2014年,一群网络罪犯入侵了金融中介及其他企业的关键信息系统,专门盗取了市场动向信息。^⑦同年也有报道称,俄罗斯黑客入侵了纳斯达克计算机系统。^⑧网络安全并不是一个金融行业的新兴问题;这是一个已经发生过问题的问题,并且它将继续对金融业的未来提出挑战性的影响。

金融网络安全变得如此具有挑战性的一部分原因是,中介化的金融网络主要在一个私有的基础设施中运营。^⑨因为私人参与者,比如各类企业,在美国控制了如此多的网络基础设施,使得及时协调行动面临很多困难;原因是企业把短期

① 参见 Concept Release on Equity Market Structure, Exchange Act Release No. 34-61358, 75 Fed. Reg. 3594, 3611 (proposed Jan. 21, 2010) (codified at 17 C. F. R. pt. 242) (本文认为,许多私有企业可能采用了类似的或相关的交易策略,如果这些策略同时产生了巨大的损失,就可能导致许多专业公司陷入财务危机,导致市场价格的巨大波动); Brian R. Brown, Chasing the Same Signals: How Black-Box Trading Influences Stock Markets from Wall Street to Shanghai 2 (2010); Scott Patterson, Dark Pools: High-Speed Traders, A. I. Bandits, and the Threat to the Global Financial System 9-10 (2012) (本文讨论了自我强化的、恶性循环的金融危机); Bernard S. Donefer, Algos Gone Wild: Risk in the World of Automated Trading Strategies, 5 J. TRADING 31, 32 (2010); Louise Story & Graham Bowley, Market Swings Are Becoming New Standard, N. Y. TIMES, Sept. 12, 2011, at A1.

② U. S. Commodity Futures Trading Commission & Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010, at 1-9 (2010).

③ Amy Chozick & Nicole Perloth, Twitter Speaks, Markets Listen, and Fears Rise, N. Y. TIMES, Apr. 29, 2013, at A1.

④ 参见 James Kaplan, Shantnu Sharma, & Allen Weinberg, Meeting the Cybersecurity Challenge, MCKINSEY & Co. (June 2011), <http://www.mckinsey.com/insights/business-technology/meeting-the-cybersecurity-challenge>.

⑤ 参见 Nicole Perloth & Quentin Hardy, Bank Hacks Were Work of Iranians, Officials Say, N. Y. TIMES, Jan. 9, 2013, at B1.

⑥ Nicole Perloth, 5 U. S. Banks Hit in Attack by Hackers, N. Y. TIMES, Aug. 28, 2014, at B1.

⑦ 参见 Barry Vengerik et al., Hacking the Street? FIN4 LIKELY PLAYING THE MARKET 3 (2014); Nicole Perloth, Web Thieves Using Lingo of Wall St., N. Y. TIMES, Dec. 2, 2014, at B1.

⑧ Michael Riley, How Russian Hackers Stole the NASDAQ, BLOOMBERG Bus. WK., July 20, 2014, at 40.

⑨ 参见 Kristen E. Eichensehr, The Cyber-Law of Nations, 103 GEO. L. J. 317, 350 (2015) (本文认为,绝大多数支持网络运行的基础设施都为私有主体所有)。

利润和保密性这样的目标置于网络安全之前。^①同时,因为个别金融机构忽视了网络安全投资的意义,这些个体公司的短见将导致整个金融系统的脆弱性增强。^②由于金融中介的本质,一个中介的计算机系统的缺口可能会对整个金融网络造成重大的影响。尽管最近的威胁和袭击已经让金融网络安全吸引了更多目光和投资,但是待决的事情远不止于此。^③

更理想的公共政策努力应该被我们采纳,以便处理一些金融网络安全中存在的集体行动的问题。^④为了维护整个金融网络的健全性,我们可以制定法律法规来激励个人参与者更加迅速地采取行动来提高他们的个人网络安全项目。^⑤例如,联邦政府可以结合税收抵免、红利折旧和增加抵扣等税收政策,以鼓励更多的投资流入到网络安全功能的升级方面。^⑥此外,作为世界上商品和服务最大的客户之一,联邦政府还可以利用

自身强大的采购能力,通过立法和行政行为,鼓励在金融部门的私营企业提高网络安全性,以便它们能够与联邦政府开展业务。^⑦

一句话,在未来,随着金融中介以更多的高科技连接的方式发展和成长,网络安全将成为金融业面临的更加紧迫和更具挑战的议题。

(三) 中介机构的独立性

在金融网络中,随着某些中介获得更重要的影响和更持久的作用,现代金融网络的公平性与可得性将会成为一个至关重要的问题。^⑧如果网络是最终的中介,那么决策者不得不防范关键金融参与者的恶意歧视行为,这种行为会将弱势一方当事人挡在金融网络的墙外,而反垄断法和竞争法的传统管辖范围并不包括这些。^⑨因为关系到金融网络频繁创造更加有效的金融资本获取方式,不能无理由拒绝金融网络的可得性。^⑩同样地,本文的一个原则性术语——“中介独

① 参见 Stewart Baker et al., *In the Crossfire: Critical Infrastructure in the Age of Cyber War* 14 (2009); Joel Brenner, *America the Vulnerable: Inside the New Threat Matrix of Digital Espionage, Crime, and Warfare* 239 (2011) (本文强调了企业在网络安全方面支出偏低); Daniel Huang et al., *Financial Firms Bolster Cybersecurity Funds*, WALL STREET J., Nov. 17, 2014, at C3; Nicole Perlroth, *Hacked vs. Hackers: Game On*, N. Y. TIMES, Dec. 3, 2014, at F1; see also Tom C. W. Lin, *Executive Trade Secrets*, 87 NOTRE DAME L. REV. 911, 940-44 (2012) (本文描述了美国企业商业秘密的价值)。

② 参见 Derek E. Bambauer, *Ghost in the Network*, 162 U. PA. L. REV. 1011 (2014) (本文认为,至少在保证金方面,理性的企业会减少投入,因为保证金损失很可能无法通过质量更优但价格更高的产品或服务来弥补)。

③ 参见 Fin. Indus. Regulatory Auth., *Report on Cybersecurity Practices* 4 (2015); Daniel Huang et al., *Financial Firms Bolster Cybersecurity Funds*, WALL STREET J., Nov. 17, 2014, at C3; Nicole Perlroth & Elizabeth A. Harris, *Cyberattack Insurance a Challenge for Business*, N. Y. TIMES, June 9, 2014, at B1; Jessica Silver-Greenberg & Matthew Goldstein, *After Breach, Push to Close Security Gaps*, N. Y. TIMES, Oct. 22, 2014, at B1.

④ 参见 Derek E. Bambauer, *Ghost in the Network*, 162 U. PA. L. REV. 1031 (2014) (本文认为,网络安全正面临着集体行动的问题)。

⑤ 参见 Derek E. Bambauer, *Conundrum*, 96 MINN. L. REV. 584, 662 (2011) (本文表明政策将激励网络安全升级); Nathan Alexander Sales, *Regulating Cyber-Security*, 107 NW. U. L. REV. 1503, 1550-52 (2013) (本文讨论了用胡萝卜加大棒的方式来提高网络安全)。

⑥ Internal Revenue Serv., Dep't of the Treasury, *Publication 946, How to Depreciate Property* 3-24 (2012).

⑦ 参见 Derek E. Bambauer, *Ghost in the Network*, 162 U. PA. L. REV. 1062-63 (2014); Daniel P. Gitterman, *The American Presidency and the Power of the Purchaser*, 43 PRESIDENTIAL STUD. Q. 225, 225-29 (2013); Tom C. W. Lin, *CEOs and Presidents*, 47 U. C. DAVIS L. REV. 1351, 1376 (2014).

⑧ 参见 Lawrence E. Mitchell, *Structure as an Independent Variable in Assessing Stock Market Failures*, 72 GEO. WASH. L. REV. 547, 585-89 (2004) (本文解释了某些代理如何在股票市场中设立嵌入式职位,而这些职位对整个市场起到至关重要的作用)。

⑨ 参见 David Harrison, *Competition Law and Financial Services* 1-3 (2014).

⑩ 参见 David Harrison, *Competition Law and Financial Services* 1-3 (2014), at 590 (本文认为,连接不同强势社群的弱社会联系将信息传递给其他强势社群,但是对那些没有社会联系、因这一弱社会联系的缺陷而不掌握信息优势的主体来说,它们将难以获取相关信息)。

立”——描述了中介在给予公平而竞争的金融网络可得性方面的行为中立性，这或许会成为未来金融、法律与社会的一项重要原则。^①

按照最初的设想，金融中介机构独立性的法律原则，在传统银行的模拟世界和网络空间的数字世界都能找到对应的位置。首先，与公平贷款法是如何在与中介机构进行交易的传统银行的模拟世界里运作以确保弱势一方的金融可得性一样，在金融网络的可得性方面，金融中介的独立性也应该以类似的方式被呈现。^② 第二，金融中介机构的独立性原则也可以被认为是类似于网络中立倡导者在数字网络世界中，维护准入公平和公平竞争的努力。^③ 对于网络中立性倡导者来说，“理想的中立性意味着一个不考虑意图内容和用户身份，而对他们平等对待的网络”。^④ 如果说网络中介是互联网的守门人，那么金融中介就是金融网络的守门人，决定着谁可以进入以及如何进入网络。同样地，当考虑到现代金融网络公平的使用权时，新老金融中介的监管对于政策

制定者来说是一个自然而然的起点。^⑤

金融中介机构的独立性可能会在未来的金融和经济政策上成为一个关键问题，因为现代金融网络的使用权可能会成为治理收入不平等和经济增长乏力的关键；世界各地许多国家都面临着这两个系统性问题带来的致命伤害。^⑥ 公司和个人更大的使用权限可以带来更多的个人收入增长和社会经济增长。^⑦ 建立在科技进步之上的新型金融中介增强了金融包容性，但是只有当中介机构能够以公正和独立的姿态运作时，这种包容性才有可能实现。^⑧

在中介缺乏独立性的原则下，许多社会地位低下的个人和公司可能被不公平地剥夺金融网络的使用权以至于无法享受到金融包容性带来的好处。尽管在过去的几年里，金融可得性和包容性已经取得了显著的进展，但时至2014年，世界各地仍然有20亿成年人连一个金融账户都没

① 在这些原则基础上，对特定规则和具体规定的分类超出了本文所讨论的范围。当然，此类规则、规定应该被决策者和行业人们好好地讨论、研究和检视。

② 参见 Comptroller of the Currency, Comptroller's Handbook: Fair Lending 3-7 (2010) (此处引用了联邦公平贷款法律法规)。

③ 参见 Tim Wu, The Master Switch: The Rise and Fall of Information Empires 202 (2011) (本文认为，中立的思想描述了一个对所有人都一视同仁的网络，不考虑意图内容和用户身份……中立的原则认为如何使用媒介的重大决策最好留给网络的“结束”而不是信息的载体)。

④ 参见 Tim Wu, The Master Switch: The Rise and Fall of Information Empires 202 (2011)。

⑤ 参见 Jerry Brito et al., Bitcoin Financial Regulation: Securities, Derivatives, Prediction Markets, and Gambling, 16 COLUM. SCI. & TECH. L. REV. 144, 216-17 (2014); see also Jonathan Zittrain, A History of Online Gatekeeping, 19 HARV. J. L. & TECH. 253, 253-65 (2006) (本文认为，对网络在线活动来说，也存在一个类似的观点)。

⑥ 参见 Leora Keora Klapper & Dorothe Singer, World Bank, The Opportunities of Digitizing Payments 3-7 (2014), http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2014/10/27/0004_56286_20141027124326/Rendered/PDF/90305OWPOREPLACEMENTOBox3853_58BOOPUBLICO.pdf, at 1 (本文认为，没有正规的金融体系，妇女、穷人、小企业和其他被排除在外的人都必须依靠他们自己（非常有限的）正式和半正式的储蓄和借贷来筹措教育和创业投资，从而使得减少收入不平等和刺激广泛的经济增长变得更加困难)。

⑦ 参见 Ash Demirgüç-Kunt et al., The Global Findex Database 2014: Measuring Financial Inclusion Around the World 13 (World Bank Grp., Working Paper No. 7255, 2015), at 2 (本文认为，为个人和企业提供更多的金融服务将有助于减少收入差距，加速经济增长)；Michael S. Barr, Credit Where It Counts: The Community Reinvestment Act and Its Critics, 80 N. Y. U. L. REV. 513, 517 (2005)。

⑧ 参见 Leora Keora Klapper & Dorothe Singer, World Bank, The Opportunities of Digitizing Payments 3-7 (2014), http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2014/10/27/0004_56286_20141027124326/Rendered/PDF/90305OWPOREPLACEMENTOBox3853_58BOOPUBLICO.pdf, at 17 (本文认为，由科技促成的商业模式创新有助于建立改善人们生活的、具有包容性的金融业)；Michael Klausner, Market Failure and Community Investment: A Market-Oriented Alternative to the Community Reinvestment Act, 143 U. PA. L. REV. 1561, 1571 (1995) (本文认为，市场缺陷会使那些在低收入社区内有信誉的借款人比市场运行完美时无法或更难获得信贷)。

有。^①在美国,穷人经常被银行等传统金融中介机构拒绝。^②作为对传统金融可得性的替代,穷人们通常通过边缘的方式接入金融网络,甚至有时候还会求助于高利贷机构,比如高利放贷人、发薪日贷款、典当行、网络兑现支票等。^③除了穷人和弱势群体,中介机构独立性原则也可以帮助那些贷款资源有限但又拥有少量公平的金融网络可得性的中小企业和创业公司获得急需的资金,以帮助它们实现梦想。^④

总而言之,如果金融网络是终极中介,并且中介化对金融来说是必要的,那么我们的当务之急是,确保没有任何主体的金融网络可得性被错误地拒绝。如果在不久的将来,美联储和消费者金融保护局等监管机构给予金融创新带来的中介独立性相关的问题更多关注,这也并不令人感到意外。^⑤随着金融中介机构的进步和成熟,尤其是为了在新中介中促进金融网

络中介的独立性、可得性和竞争性,在不久的将来将会是一个法律、金融和社会的至关重要的问题。^⑥

结论

金融中介化的发展将会是未来几年法律、金融、社会领域最重要的内容之一。如前所述,金融中介化将可能改变并促进大量新中介的出现——这将带来无限的便利和全新的挑战,创造未知的风险和巨量的回报。然而,有关金融中介化的更多议题仍待研究,具有生命力的可能议题之一就是金融中介化本身的持续性以及必要性。至此,本文认为正如所有人都被绑在“一个无法逃避的共同网络”中一样,他们努力的成果——他们的资本——也都被绑在一个无限的、中介化的金融网络中。^⑦

(责任编辑:缪因知 赵建蕊)

^① Ash Demircui-Kunt et al., *The Global Findex Database 2014: Measuring Financial Inclusion Around the World* 13 (World Bank Grp., Working Paper No. 7255, 2015), at 13.

^② 参见 Mehrsa Baradaran, *How the Poor Got Cut Out of Banking*, 62 EMORY L. J. 483 (2013) (本文认为,美国的银行系统打败了穷人); Michael S. Barr, *Banking the Poor*, 21 YALE J. ON REG. 121, 124-26 (2004) (本文认为,尽管主流的金融体系对大多数美国人来说非常好,但对许多中低收入的个人来说,想在银行开个账户都面临许多障碍)。

^③ 参见 John P. Caskey, *Fringe Banking: Check-Cashing Outlets, Pawnshops, and the Poor* 7 (1994); Christopher L. Peterson, *Taming The Sharks: Towards A Cure for High-Cost Credit Market* 21 (2004); Oren Bar-Gill & Elizabeth Warren, *Making Credit Safer*, 157 U. PA. L. REV. 1, 68-69 (2008); Mehrsa Baradaran, *How the Poor Got Cut Out of Banking*, 62 EMORY L. J. 484-85 (2013); Michael S. Barr, *Banking the Poor*, 21 YALE J. ON REG. 121, 124-25 (2004)。

^④ 参见 Noam Scheiber, *Overreaching for the Stars of Silicon Valley*, N. Y. TIMES, May 3, 2015, at BU6 (本文报道了著名的风险投资公司 Andreessen Horowitz 如何在科技行业帮助企业创业)。

^⑤ 参见 Paul Slattery, *Square Pegs in a Round Hole: SEC Regulation of Online Peer-to-Peer Lending and the CFPB Alternative*, 30 YALE J. ON REG. 233, 263-64 (2013)。

^⑥ 参见 Ash Demircui-Kunt et al., *The Global Findex Database 2014: Measuring Financial Inclusion Around the World* 13 (World Bank Grp., Working Paper No. 7255, 2015), at 2 (在本文中,金融包容性被广泛认为是减少贫困和实现包容性经济增长的关键……研究表明,人们在参与金融体系时能更好地启动和扩大业务、投资教育、管理风险以及缓和金融冲击); Jerry Brito et al., *Bitcoin Financial Regulation: Securities, Derivatives, Prediction Markets, and Gambling*, 16 COLUM. Sci. & TECH. L. REV. 144, 220 (2014) (本文强调了新型金融中介的监管挑战)。

^⑦ 参见 Martin Luther King, Jr., *The Ethical Demands of Integration*, in *A TESTAMENT OF HOPE: THE ESSENTIAL WRITINGS AND SPEECHES OF MARTIN LUTHER KING, JR.*, 117, 122 (James Melvin Washington ed., 2003) (本文认为,所有人都处在一种无法逃避的相互关系网络中,休戚与共)。