

# 证券投资基金：市场体系与监管 法规体系的现状分析

职业监管者 张景华

江泽民总书记：“搞证券是现代经济中一门复杂的学问，各级党政领导干部、企业领导干部和证券工作者，务必勤学之、慎思之、明查之，务必在认真掌握其基本知识和有关法律法规的基础上，提高驾驭和正确运用证券手段的本领。”

朱镕基总理曾经指出：“中国证券市场从无到有，从小到大，发展很快，但道路并不平坦。在曲折、艰辛的探索中，人们学到了许多书本上学不到的知识，也树立了许多不经过实践难以形成的观念。”（见《中国证券市场年鉴，1994》，中国改革出版社出版）

教授高西庆：“证券市场知识涉及法律、宏观经济、金融、会计、数学、计算机等专业学科，由于历史上的证券市场带有很强的地域性，有关证券市场的术语又多来自境外，而境外证券市场又处于眼花缭乱的变化之中，在大量的外来词汇翻译成中文后，往往并不能在各方面形成统一认识。可以不夸张地说，几乎所有有关证券市场的概念都将引起各方面的争议。”（2000年4月在中南海的演讲摘录）



### 周小川谈经验与实践（1986）

某些宏观经济问题的判别则根本不可能借助于微观资料，这时人们寻求在全球经济及其历史范围内寻找与中国相类似的环境和体制、政策变动效果，作为样本知识的补充。从这个意义上讲，国际经济体制比较并不是洋框框，而是在更大的范围内认真运用“实践检验真理”的原则。有些人不重视总结他人实践的经验教训，过分强调自身的特殊性，结果对实践检验真理的运用变为，只有我国、我省、我县甚至我个人试验过的才算有了实践，这种做法恐怕代价是很大的。运用国际经验比较总比不知或未认真比较好得多。

“测验一个人的智力是否属于上乘，只需看他的脑子里能否同时容纳两种相反的思想，而不妨碍其处世行事。”

——美国：菲茨基拉德

### 股票市场主要数据

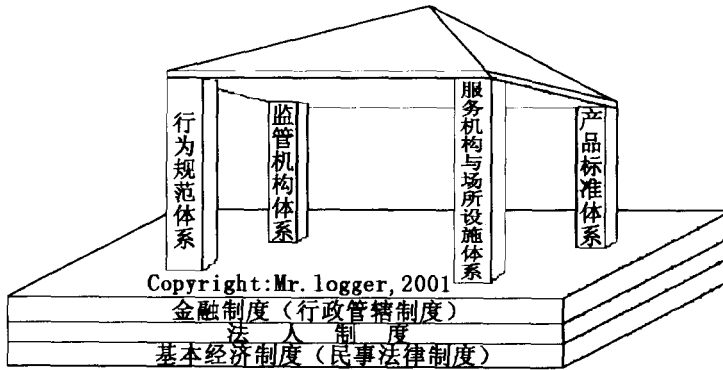
|           |       | 实际<br>年份 | 交易所<br>会员 | 上市公<br>司数量 | 股票<br>数量 | 股票市值<br>(亿元) |
|-----------|-------|----------|-----------|------------|----------|--------------|
| 股票条例出台    | 第 1 年 | 1993 年   | 426       | 183        | 217      | 3531.01      |
|           | 第 2 年 | 1994 年   | 496       | 297        | 345      | 3690.62      |
|           | 第 3 年 | 1995 年   | 532       | 323        | 381      | 3474.27      |
|           | 第 4 年 | 1996 年   | 373       | 530        | 599      | 9842.37      |
| 十五大肯定证券市场 | 第 5 年 | 1997 年   | 329       | 745        | 821      | 17529.24     |
| 宪法补充公民财产权 | 第 6 年 | 1998 年   | 333       | 851        | 931      | 19505.64     |
| 证券法       | 第 7 年 | 1999 年   | 341       | 949        | 1021     | 26471.17     |
| 合同法       | 第 8 年 | 2000 年   | 314       | 1088       | 1172     | 48090.94     |
| 信托法       | 第 9 年 | 2001 年   | 276       |            |          |              |

### 基金市场主要数据

|      |       | 实际<br>年份 | 托管<br>银行 | 管理公司<br>数量 | 基金<br>数量 | 基金市值<br>(亿元) |
|------|-------|----------|----------|------------|----------|--------------|
| 暂行办法 | 第 1 年 | 1997     | 0        | 0          | 78       | 80           |
|      | 第 2 年 | 1998     | 5        | 6          | 5        |              |
|      | 第 3 年 | 1999     | 5        | 10         | 22       | 446.55       |
|      | 第 4 年 | 2000     | 5        | 10         | 34       | 847.35       |
|      | 第 5 年 | 2001     | 5        | 14—20      | 48—54    |              |

- 起步晚、规模小、进展缓；
- 规则散、特色重、调整艰；
- 警员缺、哨所疏、职能繁；
- 外资大、内资小、对接难。

## 市场体系示意图：



人们易于接受表面上看来似乎是有道理的观点。有了点知识可以是危险的事。通过仔细的考察，常识可以被发现是毫无意义的胡说。

每一种理论，不论是物理学的或生物学的或社会科学的，都会由于过分简单化而歪曲现实。

特别是在社会科学中，我们必须认识到，我们是我们的成见、偏见、感情以及肮脏的利欲的俘虏——甚至是牺牲品。

我们必须尽力树立一种客观和超然的态度：不管个人的好恶，要就事物真象来考察事物。必须认识到，经济问题容易引起个人感情。在牵涉到根深蒂固的个人信仰和偏见时，血压上升、语音刺耳，而某些偏见又都是薄薄披上一层合理化外衣的特殊经济利益。

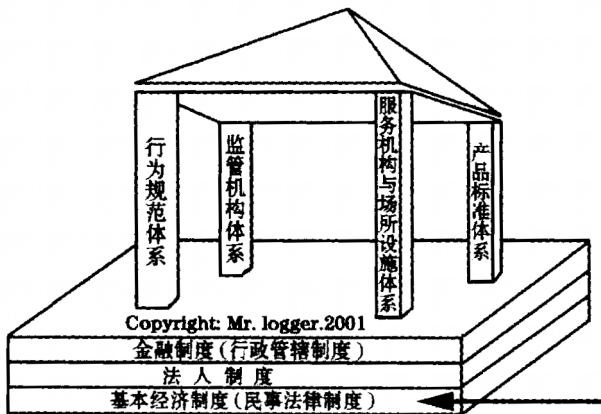
特别在社会科学中，我们必须留意“文字的暴政”。世界已经足够复杂了，何况还可以出现类似下列的混乱和含糊：

- (a) 不知道两个名称实际上是指同一事物。
- (b) 不知道同一名称被用来指两种不同的事物。

科学的讨论要求我们尽可能地避免带有感情的用语。

萨缪尔森：经济学（英文版第十版，1976年出版）

高鸿业译，商务印书馆1979年11月出版。



## 民事法律制度的现状：

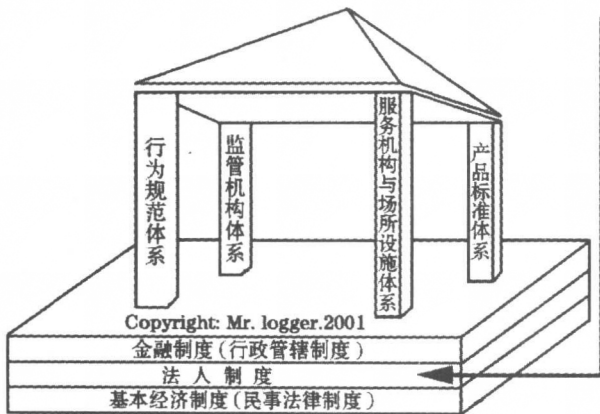
(一) 民事法律体系基本齐备：

《民事通则》、《合同法》、《信托法》、《证券法》、《公司法》、《商业银行法》、《保险法》等；

(二) 民事信用体系亟待完善：

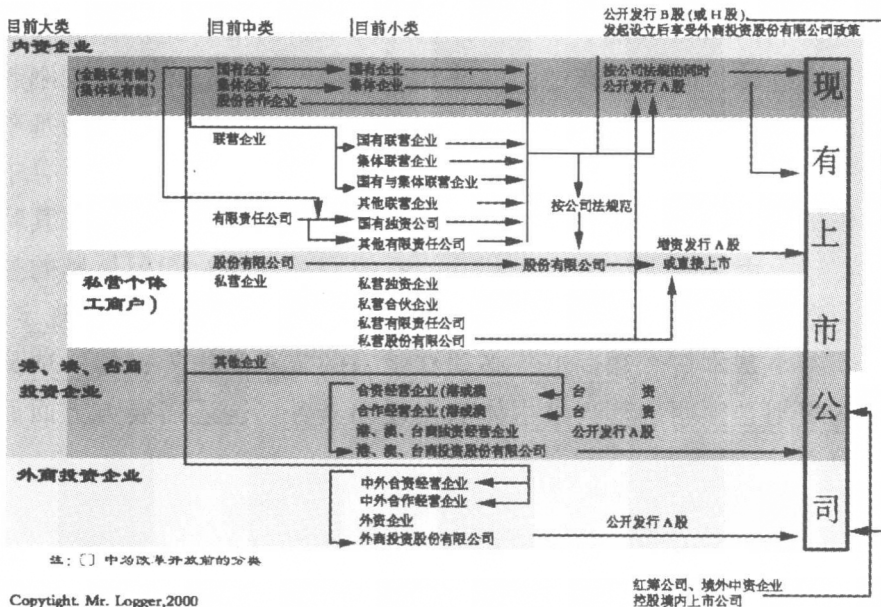
《国民经济和社会发展十五规划纲要》：“提高立法质量和效率，重点建立和完善适应社会主义市场经济体制的法律体系，规范市场经济条件下的财产关系、信用关系和契约关系。”

我们的国家正处于一个由计划经济体制向市场经济体制转变的历史性转折时期。新中国的证券市场和投资基金还处于刚刚起步的阶段 尽管我们已经有了以《证券法》、《公司法》等为基础的一整套证券法规体系，但是，对于今后的发展而言，需要寻求共识的事情还有很多很多。有关证券市场和投资基金的法规其特点在于：由于牵涉方方面面利益关系的调整、涉及新旧体制的过渡与衔接，其对每一个行为、每一步操作，都必须有明确规定；其每一个基本概念和词汇，必须有精确的定义和边界；每一项具体的规则必须明确其当主体的责任和义务。 这还需要方方面面的努力。

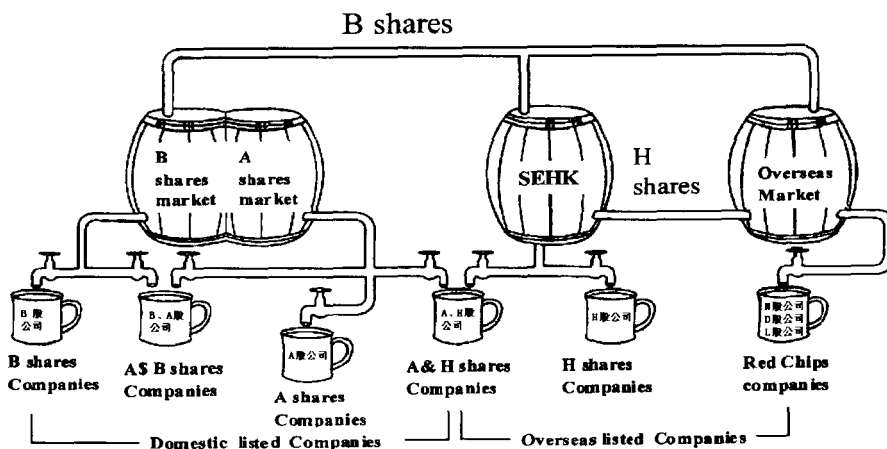


## 法人制度的现状:

- (一) 公司制度与企业法人制度并存、相互交叉;
- (二) 行政管辖部门各有各的分类标准、相互之间缺乏接口;
- (三) 地方政府各自为政, 执法标准不统一;
- (四) 证券市场机构登记制度难以稳定。

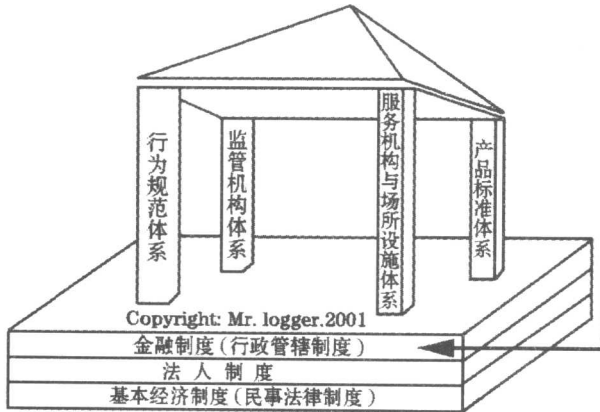


### Stock Market and Listed Companies' Share Categories



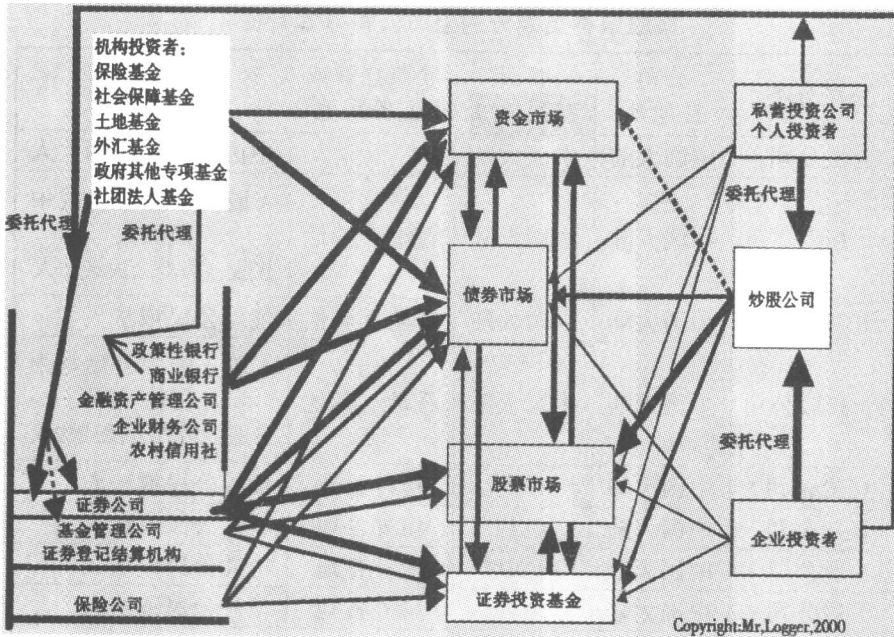
按股票种类划分的上市公司基本特征

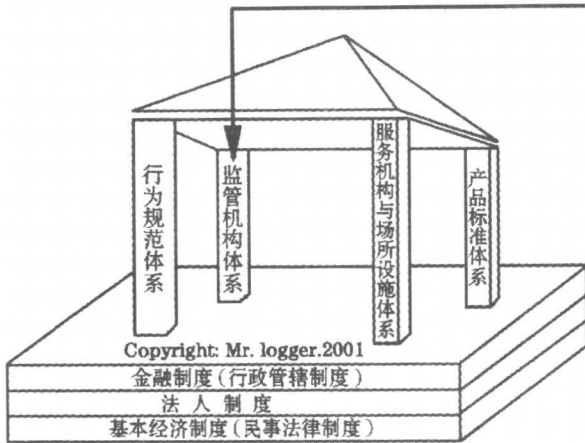
| 公司分类    | 公司注册地 | 股票挂牌地 1 | 股票挂牌或<br>登记备案地 2 | 投资者身份                        |
|---------|-------|---------|------------------|------------------------------|
| A 股公司   | 中国大陆  | 中国大陆    |                  | 中国公民或中国法人                    |
| A、B 股公司 | 中国大陆  | 中国大陆    | 香港、其他            | A 股：中国公民或中国法人<br>B 股：境外公民或法人 |
| B 股公司   | 中国大陆  | 中国大陆    | 香港、其他            | 境外公民或法人                      |
| A、H 股公司 | 中国大陆  | 中国大陆    | 香港、其他            | A 股：中国公民与中国法人<br>H 股：境外公民或法人 |
| H 股公司   | 中国大陆  | 香港      | 境外各地             | 境外公民或法人                      |
| N 股公司   | 中国大陆  | 纽约      | 境外各地             | 境外公民或法人                      |
| S 股公司   | 中国大陆  | 新加坡     | 境外各地             | 境外公民或法人                      |
| L 股公司   | 中国大陆  | 伦敦      | 境外各地             | 境外公民或法人                      |
| 红筹股公司   | 境外各地  | 境外各地    | 境外各地             | 境外公民或法人                      |



## 金融制度的现状:

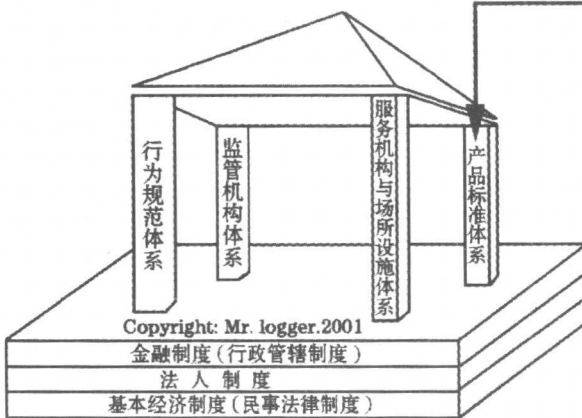
- (一) 银行、证券、保险分业经营、分业监管;
- (二) 各类金融法人相互独立;
- (三) 商业银行是所有金融法人正常运营的基础;
- (四) 1997年以来的各项清理整顿尚未结束。





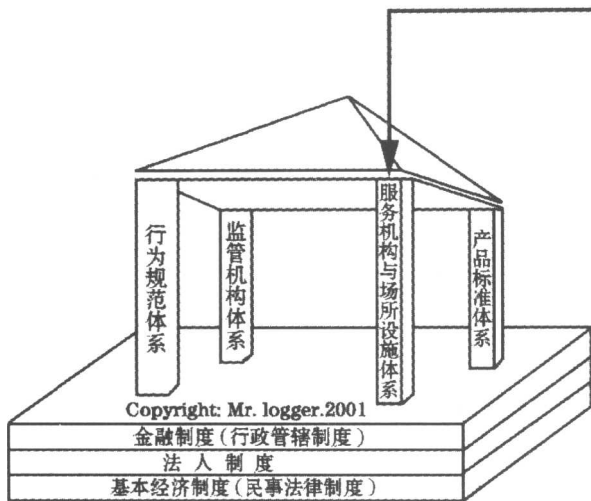
## 证券投资基金监管机构体系现状：

- (一) CSRC：“十几个人来，七八条枪”；
- (二) SHSE & SZSE：监管职能分散于相关业务部门；
- (三) 派出机构：专门处室？专职人员？具体职能？
- (四) 基金公会：刚刚成立——



## 证券投资基金产品标准体系的现状：

- (一) 名不符实，相互抄袭；
- (二) 受制于证券产品；
- (三) 受制于法定业务范围；
- (四) 受制于分业监管体制。



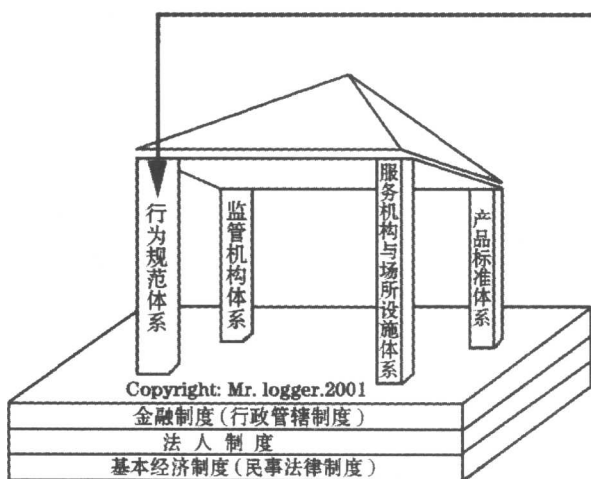
## 证券投资基金服务机构与场所设施体系的现状：

(一) 封闭式基金运行主要依赖于证券交易所及其会员，基金管理公司相当于机构投资者，托管机构相当于结算会员；

(二) 开放式基金试点开始利用商业银行网点；

(三) 封闭式基金 TA 由中国证券登记结算公司处理；开放式基金 TA 由基金管理公司自办；

(四) 基金管理公司多数尚无直接服务于投资者的场所和销售队伍。



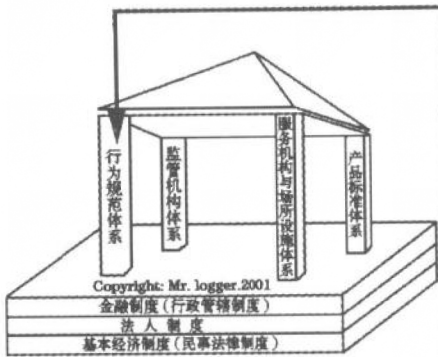
## 证券投资基金监管法规体系的基本构成：

(一) 行政法规：《证券投资基金管理暂行办法》、国务院办公厅(1999)28号文件；

(二) 部门规章：《开放式基金试点办法》等 CSRC 文件；

(三) 证券交易所基金业务规则与证券交易规则、中国证券登记结算公司登记结算业务规则；

(四) 基金契约。



## 证券投资基金监管法规体系现状的基本特征：

- (一) 以《证券投资基金管理暂行办法》为基准，可以修改增加的；
- (二) 以国务院办公厅〔1999〕28号文件为基础，用于清理老基金的；
- (三) 有关民事法律在《暂行办法》之后出台或修订；
- (四) 《暂行办法》的局限；
- (五) 基金会计标准问题。

——在研究探讨国内证券市场和投资基金问题时，经常遇到的现象是：对于同一个词汇或概念，不同经历、不同知识背景、不同岗位的人有不同的理解，并用于描述不同的事物；或者对于同一个事物，不同的经历、不同知识背景、不同岗位的人用不同的词汇来描述；

证券业的专业术语大量来自境外，然而发生在我国的事实与境外对应的事实往往有很大差异；

——某些人士的论断和观点其逻辑推理似乎严密而无懈可击，但却令实践中的操作事项无从下手；其原因在于：证券市场的基本理论和基本知识，既不像数学里的哥德巴赫猜想，抽象得那么深奥莫测；也不像研究产品生产和工程建设，总有具体实物可以参照；证券市场的基本理论和基本知识，大量的涉及各类市场主体的行为及其规则。而对于长期生活在计划经济体制下的我们来说，去想象一种不曾体验、甚至不曾见过的行为，往往是很困难的。

——证券市场和投资基金的证券监管实务工作，必须在各政府机关、各运作主体如证券交易所、证券公司、基金管理公司、上市公司和中介机构之间就当前市场的基本事实、法律的基本要求 and 今后的基本操作程序形成基本共识，否则，任何美好的设想和周密设计的方案，都难以付诸实施。

2000 年以来的相关事项

(一)《投资基金法》

(二)《产业投资基金管理暂行办法》

(三)《社会保障资金投资管理暂行办法》与《企业年金投资管理暂行办法》

(四)有关中外合资基金管理公司的法规定位问题

(五)《证券法》 证券的定义

(六)《信托法》

(七)《合同法》

(八)《证券投资基金会计准则》

(九)基金契约与招募说明书内容与格式：法律依据问题

(十)基金从业人员管理暂行办法：对象范围问题

(十一)基金管理公司与《公司法》：治理结构问题

(十二)“地下基金”：代理关系与信托关系；受托业务与证券投资行为；出资人的行为规范；资格管理问题；“麻袋账户”问题；“正规军”与“游击队”，证券经营机构的内部合规控制

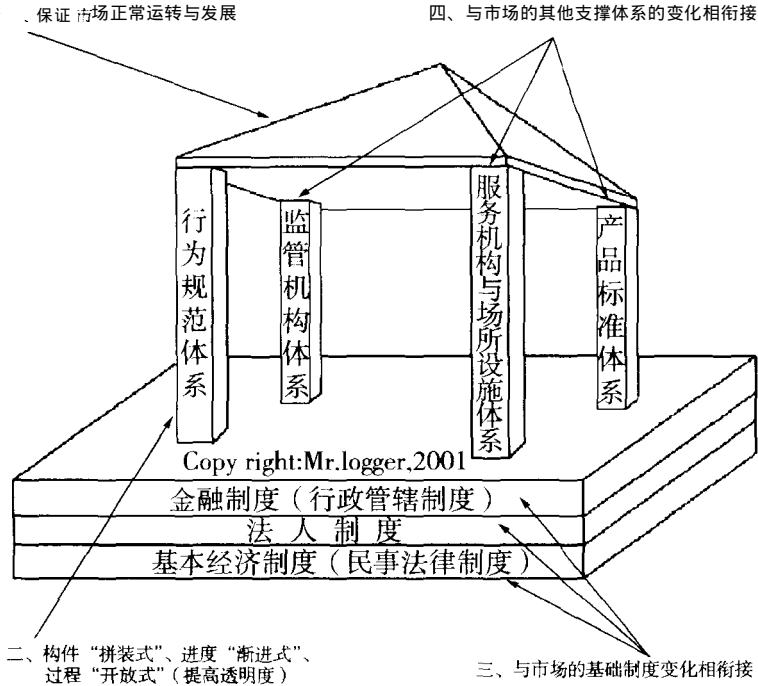
完善市场体系的几种思路：

画地为牢，“窝棚挡土又挡光”。

推倒重来，“别墅未造不住房”。

循序渐进，“比照别墅巧拆装”。

## 证券投资基金监管法规体系改革：高难度的法制建设工程



变中求其一：坚持改革开放的方向；坚持市场化、规范化、国际化、科学化；

动中求其定：既要有前瞻性，又要有现时操作性；既要着眼于解决当前亟待解决的问题，又要避免为今后留下障碍；

难中求其成：打破固有思维定势，增强历史责任感和社会责任感。

（以上为张景华在研讨会上的演讲提纲）

# 证券投资基金监管法规体系的有关情况

职业监管者：张景华

## 一、概述

相对完整的监管法规体系，是任何资本市场必备的重要条件之一。自 1997 年 11 月 14 日国务院批准、国务院证券委员会发布《证券投资基金管理暂行办法》以来，有关证券投资基金监管的法规体系是以国务院行政法规为基准，以证监会有关通知（部门规章）和证券交易所业务规则为补充构成的总体框架。经过近四年的试点，这个总体框架下的内容有如下特征：

一是，具有试点初期阶段性特征的有关通知内容已不适应市场发展变化的形势，但可以继续以《证券投资基金管理暂行办法》为基准，抓紧清理、修改、更新、补充。2000 年以来，除《开放式证券投资基金试点办法》外，证券监督管理部门已出台了十余个有关的通知。

二是，近年来直接涉及证券投资基金运作和当事人主体的相关民事法律陆续出台，如《证券法》（1998 年颁布）、《合同法》（1999 年颁布）和《信托法》（2001 年颁布），我们现在的监管法规框架如何与这些基本法律相互衔接，目前尚无权威的公开解释。

三是，囿于历史条件的限制，《证券投资基金管理暂行办法》中确定的有关证券投资基金的基本法律概念、法律主体之间的权利义务关系、当事人的资格条件等都与国际成熟市场的规范标准有较大距离，导致有关证券投资基金市场开拓、发展的诸多设想

难以付诸实施，如规范私募基金、向保险公司等机构定向发行等。

## 二、2001年以来的有关情况

(一)自2000年以来，人大《投资基金法》的起草工作一直在进行之中。

(二)据报道，各地方政府以财政为依托，相继成立了各种名目的“产业投资公司”、“风险投资公司”、“资产管理公司”等，就其中相当一部分公司的经营活动的内容而言，既有涉及对上市公司股权投资、二级市场股票投资的活动，也涉及与境外成熟市场相仿的私募基金管理业务。

(三)《社会保障基金投资管理暂行办法》。

(四)关于中外合资基金管理公司问题。

(五)2001年9月某证券公司曾发布公告，在××基金扩募过程中因市场变化，其作为扩募协调人出现巨额包销，经证券监督管理部门特别批准，其在扩募期结束后以协议转让的方式减少其持有的××基金单位。在公告的当天，有关媒体就提出质疑，认为此举属场外交易涉嫌违反《证券法》。

由此提出的法律问题是：证券投资基金是否应当属《证券法》规范的对象？其运作过程的所有环节和所有行为是否都应当严格遵守《证券法》？有关人士称：比照境外实践，这是一个法律法规交叉的问题，证券投资基金理论上当然属证券形式之一，但有其特殊性。就市场需求来看，本着规范、透明的原则，应当有权威的公开解释。

(六)《信托法》公布实施后，人民银行等部门分别安排了贯彻执行《信托法》的有关工作部署。有专业人士称：证券投资基金涉及民事法律关系是典型的信托关系，有关的行政法规和部门规章应当做相应调整。

(七) 2001 年以来，“地下基金”问题受到社会普遍关注。有关人士称，处理此事的最大难点是基本法律依据和现有行政法规交叉：由于《证券投资基金管理暂行办法》的局限性，以此作为基本法律依据规范地下基金问题无法操作；如果《投资基金法》近期不能出台，就应当另行考虑法律依据问题。

(八) 按照 WTO 要求，一旦加入 WTO 的文件正式生效，境外相关机构就有权利提出相关的资格申请。就证券市场而言，按照我国加入 WTO 承诺的对外开放内容，首当其冲就是在证券投资基金方面。

(九) 2001 年以来，证券监督管理部门一直在组织业内人士准备修改证券投资基金《招募说明书的内容与格式》和《证券投资基金契约内容与格式》，据称主要考虑的是总结近年来的市场实践，参照国际标准，使其更具有现实操作性和先导性。但是，操作此事的难点还是法律依据问题。《证券法》、《合同法》、《信托法》还有《证券投资基金管理暂行办法》都与之有关，但其中有相互交叉或不一致的地方，特别是，针对我们的契约型基金，是否应当使用 Unit Trust 概念及其原理，各方看法很不一致。

(十) 2001 年以来，证券监督管理部门一直在组织业内人士准备修改证券投资基金从业人员资格管理办法。据参加过讨论的专业人士称，修改的难点之一是，基金经理申请人的范围是否应当扩大，在境外，Fund Manager 是各类机构中从事基金管理专业人才的通称；就国内实践而言，是否应当把即将规范的“地下基金”之专业人员包括进来，尚未有权威定论。

(十一) 目前，基金管理公司都是有限责任公司，其治理结构的规范难以套用上市公司治理结构规范意见；2001 年各基金管理公司均已建立独立董事制度，但实践中涉及诸多难以依赖《公司法》予以解释的实际问题，如独立董事的否决权问题等。就有限责任公司而言，股东会和董事会的功能在实践中难以区分，要

么是同一事项多走一道程序，要么废此留彼，有关中外合资企业的法规就规定，董事会是公司的最高权力机构而无股东大会的规定。

### 三、关于当前考虑修改完善证券投资基金监管法规体系问题的意见

鉴于我国证券投资基金起步晚，与股票市场相比发展速度相对滞后，现有规模十分有限，与其他金融产品相比，可供全社会分析研究的样本和案例都十分有限，这可能是方方面面难以统一认识的原因之一。考虑修改完善证券投资基金监管法规体系问题，应当从我国证券投资基金的现时状况出发，以成熟资本市场为参照，在当前市场的基本制度框架尚不可能根本改变的情况下，证券监督管理部门及其他相关主体考虑问题的思路和可以动手操作的事项主要应当是以下几个方面：

第一，在一定时期内，应当维持《证券投资基金管理暂行办法》作为证券投资基金监管法规体系基准的法律地位，以保证市场正常运转。在此期间内，尽可能比照国际市场标准，抓紧出新废旧，重点完善基金发行（销售）、交易（赎回）和信息披露等直接涉及市场操作的规则；完善基金管理公司筹建审核制度、基金管理公司重大变更核准制度和相关监管制度。

第二，抓紧比照国际规范标准，着手修订《证券投资基金管理暂行办法》，一要明确与国家相关主要法律的关系，二要尽可能接近国际标准；修订后的实施时间，应当以保证市场在新旧法规之间平稳过渡为前提。

第三，在今后一定时期内，权威部门应当针对市场各方面的反映，就以上所面临的法规体系和具体案例的法律性质等问题，及时公开作出权威性解释或说明。

第四，在今后一定时期内，应当抓紧完善证券投资基金的监