

论投资基金监管

*On Regulations
of Investment Funds*

岳清唐/著

知识产权出版社

论投资基金监管

On Regulations of Investment Funds

岳清唐 著

知识产权出版社

图书在版编目(CIP)数据

论投资基金监管/岳清唐著. —北京:知识产权出版社, 2005. 4
ISBN 7-80198-253-3

I. 论... II. 岳... III. 投资-基金-资金管理
IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 023742 号

内容提要:本书通过对国内外基金业发展过程中监管实践和理论的全面探索,在对投资基金进行科学分类的基础上,归纳出两种传统基金监管模式的特征和优缺点,并首次对我国的基金监管历史进行了梳理。结合基金业发达国家的监管经验和趋势,针对我国基金业发展过程中面临的监管困境,提出了三大政策建议。

论投资基金监管

作者:岳清唐

责任编辑:石红华 兰 涛

出版发行:知识产权出版社

社 址:北京市海淀区马甸南村 1 号

邮 编:100088

网 址:<http://www.cnipr.com>

邮 箱:zhzhuang22@163.com

电 话:010-82000890 82000860 转 8129

传 真:010-82000890

印 刷:知识产权出版社电子制印中心

经 销:新华书店及相关销售网点

开 本:210mm × 144mm 32 开

印 张:8.5

版 次:2005 年 3 月第一版

印 次:2005 年 3 月第一次印刷

字 数:213 千字

定 价:32.00 元

ISBN 7-80198-253-3/F·018(10109)

如有印装质量问题,本社负责调换。



岳清唐，男，2003年毕业于中国人民大学，获经济学博士学位，现任职于中国政法大学商学院。曾参与国家科技部、国家发展改革委员会和国家自然科学基金委员会的多项课题研究，在《求是学刊》、《经济界》等核心期刊发表论文若干篇。主要研究方向：企业战略管理、宏观经济政策、投资与理财等。

序

投资基金在国外经济生活中扮演着重要角色,它是将大众储蓄转化为投资的一条主要的、直接的渠道。近几年来,随着我国资本市场的逐渐成长壮大,基金业在我国的发展速度也很快,正逐步成为普通百姓投资理财的一个重要工具。

作为一个从发达国家引进的新生事物,投资基金在我国的发展经历了曲折的道路。从20世纪90年代初期各地自行设立的“老基金”引起的非法集资现象,到21世纪初“新基金”发行后出现的轰动一时的“基金黑幕”事件,在基金业快速发展中暴露出了诸多急需规范的问题。如何加强基金监管,引起了各方关注。摆在读者面前的这部专著,其主旨就是尝试着在理论与实践上探讨如何借鉴基金业发达国家和地区的经验来完善我国基金业的监管。

作者的这一努力取得了可喜的成果。通览全书,可以发现,作者通过较为系统地研究国外投资基金业监管的理论、实践、现状和趋势,并结合我国基金业发展和监管的实际,在投资基金的理论分类、基金监管的理论分析、我国基金监管的历史剖析以及对我国投资基金监管的政策建议等方面均富有独到的见解、较高的学术价值和积极的实践意义。

通过追踪世界基金业发展简史,作者将投资基金按公募与私募的一级分类、证券投资与产业投资的二级分类、开放式与封闭式三级分类、契约型与公司型的四级分类的全新分类模式,第一次将各种名目的投资基金进行了系统化归类,澄清了一些模糊认识。进而指出,基金类型不同,对其的监管方式也将不同。

从分析投资基金的内在特性出发,作者剖析了投资基金价值

决定的不确定性、虚拟性和信息倾向性等关键要素,并据此提出了对投资基金这一特殊行业进行监管的主要对象、目标和途径。通过总结国外的经验,作者提出了对我国基金业实施“上层国家强制性监管、中层行业自律性约束、基层市场化监管”三个层次的现代化监管新框架体系,这对我国相关部门进一步做好基金业的监管工作将是一个很好的参考。

作者认为,市场经济中对消费者权益的保护是一切市场存在的基础。基金产品的购买者就是基金市场的消费者,保护基金投资人的合法利益是基金监管的首要任务和核心内容。这一观点对于完善我国社会主义市场经济秩序和环境是极为需要的,是应该大力弘扬的。公平交易和竞争是市场经济效率得以发挥的保证,而在现实的市场中,消费者总是处于信息不对称的弱势地位,如何通过公共机构的“监管”,克服“市场失灵”,保护消费者权益,是所有市场经济国家都要解决的问题,更是处于转型过程中的我国应该倍加重视的课题。

当然,对投资基金监管的研究,本书只是迈出了一小步,许多问题还需要进行更深入和更广泛地探讨。比如,基金监管作为金融监管的一部分,如何与相关行业的监管紧密结合?在未来混业经营的形势下,基金监管如何应对?……这些“问题”的存在,在我看来,不仅不会影响本书现有的研究价值,反而将是对基金监管的研究指引向前的路标。

对投资基金进行研究可以从许多视角切入。在某些方面,如对投资基金的发展、运作和策略等问题的研究已有较多的论著面世,但以基金监管为研究核心的专著目前尚不多见。希望岳岳博士《论投资基金监管》一书的面世能为填补这方面的一些研究空白做些贡献,更能为我们很好地理解和探讨基金监管问题提供有益的帮助。

高鸿业

2005年2月26日

目 录

第一章 导论	1
一、引言	1
二、本书导读	4
三、国内外研究状况评述	7
四、国外投资基金业发展简史与概念释疑	8
第二章 对投资基金业监管的理论探索	22
一、监管的经济理论分析	22
二、投资基金产品及组织运作特点与监管	50
三、投资基金监管的主要目标	60
四、投资基金监管主体、客体与内容	63
五、本章结论	65
第三章 对国外公募投资基金监管实践的研究	67
一、概述	67
二、上层国家强制性监管	68
三、中层行业自觉性监管	102
四、基层市场化监督	107
五、结论与启示	117

第四章 对国外私募投资基金监管实践的研究	120
一、私募投资基金概述	120
二、对冲基金的发展与监管	125
三、创投(风险)基金的发展和监管	135
四、结论与启示	139
第五章 对我国公募投资基金监管实践的研究	141
一、“老基金”时期	141
二、“新基金”时期	158
三、本章结论	193
第六章 对我国私募投资基金监管实践的研究	196
一、我国私募产业投资基金的监管	196
二、我国私募证券投资基金的发展与监管	205
三、本章结论	212
第七章 我国投资基金业监管的现代化框架	213
一、在实践中不断校正基金监管理念	213
二、借鉴国外经验,尽快形成基金监管的现代化新 框架	218
三、具体措施	230
四、本章结论	234
附录 基金业绩评估与基金管理人信用评级	236
一、基金业绩评估	236
二、基金管理人信用评级	254

三、基金综合评估方案	258
参考文献	259
致谢	264

第一章 导 论

一、引言

不久前,有关我国基金黑幕的评论曾将社会各界对证券投资基金行为的关注推到舆论的前沿。人们对证券投资基金提出众多质疑:2000年6月23日,《中国证券报》头版头条刊出了全国人大常委会副委员长成思危前一天在全国人大关于《投资基金法》起草工作会议上,对证券投资基金操作中违法违规行为的激烈抨击:“目前我国证券投资基金有一种不好的倾向,就是几家基金联合操纵几只股票,最后把老百姓给套牢”。2000年8月14日,《中国证券报》又发表了中国社科院金融研究中心投资基金课题组的一份长篇专题报告“四问证券投资基金”,质疑四大具有根本性的问题:“证券基金本身具有稳定股市的功能吗?”、“证券基金本身具有分散股市风险的功能吗?”、“证券基金的投资收益一定高于股民投资的平均收益吗?”、“发展机构投资者就是发展证券基金吗?”,报告全部给出了否定性的回答。而更具影响力的是,2000年10月《财经》杂志中“基金黑幕”一文的发表,则给上述这些多少有些主观判断的质疑提供了客观数据的铁证,也给证券市场的广大中小投资者的投资理念带来极大震动,更使证券市场的监管高层明白了“良好愿望并不一定能带来满意结果”。

我国基金业从20世纪90年代初起步,经过1992年和1993年的“基金热”后,曾发展到相当规模。据不完全统计,在被称为

“新基金”的证券投资基金出现之前,我国大约已有 86 只被视为“基金”的证券出现^[1]。这些基金证券的产生和发展对我国金融体制的改革、金融结构的深化起到了促进作用,但其本身也存在着许多先天的不足^[2]。由于缺乏对投资基金的理论研究,缺乏对基金业发达国家的经验研究和广泛宣传,导致绝大多数国人对投资基金的本质认识不清,甚至对投资基金表现形式的认识也存有很多偏差。这种理论上的准备不足、实践上的混乱和管理上的茫然,使我国初期投资基金的发展与英、美国家投资基金发展的初期一样,“圈钱、骗钱、非法集资”等的烙印十分明显。从而在 1994 年、1995 年全国性通货紧缩政策的大环境下,不可避免地暴露出了许多内在性问题,导致当时的金融主管部门中国人民银行对“基金”发展紧急叫停。此后很长一段时间,整个基金业都处在治理整顿之中。

1997 年 11 月 14 日,《证券投资基金管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)发布之后,中国基金业步入了所谓“新基金”时期。从《暂行办法》中可以看到,它吸取了国外基金业发展和管理的一些经验。这表明我国已加强了对投资基金相关理论的研究和对别国经验的借鉴。另外,从《暂行办法》的名称上可以知道,它只规范了投资于证券市场的基金。这之后,基金的监管部门变成了单—部门,即中国证监会独立行使基金设立、审批、发行、交易、清盘等监管权限。

《暂行办法》发布之后,无论是投资大众、行业人士,还是行业监管部门都对“新基金”寄予了厚望。在“超常规发展机构投资者”、“新股配售特权”等政策的大力催生下,基金业的规模迅速增长。从 1998 年初的 60 亿元左右发展到 2001 年底的 800 多亿元人民币^[3]。但也正是由于这些过度扶持政策和其他一些监管理念和措施上的不当,再加上中国证券市场发展阶段的不成熟性等特点,仍然使“新基金”在发展中出现了许多本应避免的问题^[4]。

作者认为,出现这些问题的主要原因是:虽然基金监管的问题已引起了各方关注,但对如何建立一个完善的基金监管体制和框架、基金监管的手段和途径等问题,目前的研究和制度设计都做得还远远不够,从而导致实践中必然出现偏差。本项研究的初衷就是想尝试弥补这方面的理论空白。

从世界范围来看,基金业的大发展是一个普遍趋势。如美国基金业资产,自“大危机”恢复后初期的4.48亿美元已发展到2001年底的69750亿美元(ICI,2002)。在美国,基金业已成为与银行业、保险业并驾齐驱的一支重要金融力量。从其他国家的经验看,基金业发达的国家都十分重视对基金业的规范管理,也都在全球金融体系和各国金融体系的深化过程中不断地探索如何更好地优化对基金业的监管。对正在建设市场经济的我国而言,国外基金业的昨天和今天,在很大程度上,就是我国基金业的今天和明天,因此,我们很有必要认真研究和借鉴国外经验,才能够少走弯路,使基金业在我国金融体系的深化变革中发挥出更为积极的促进作用。同时也应当看到,基金监管是证券监管的重要组成部分,而证券监管又是整个金融监管的重要组成部分,因此对基金监管的研究也必将促进对金融监管的研究,这是作者选择本项研究的另一个初衷。

在本书的研究范围方面,作者是这样考虑的:投资基金的研究可以有很多方面,如要面面俱到,既无可能,也无必要。因此对基金的组建、运作管理、投资组合等方面的分析在本书中一概撇开不谈,专就基金监管问题进行研究。因此,本书所要回答的问题主要是:国外投资基金业在发展过程中是如何监管的?我国投资基金业自产生之日起是如何监管的?目前还存在哪些问题?如何借鉴国外对基金业的监管经验做好我国投资基金业今后的监管工作?同时对基金业监管这一实践性较强的课题做一些理论上的探索。

二、本书导读

(一) 本书框架

在本书的结构体系安排上,笔者十易其稿,颇费心思,查阅参考了许多相关论著和书籍,取其长处,扬弃短处,形成了如下所介绍的框架,笔者以为是比较新颖和合适的,当然这还有待于读者的评判。

由于公募投资基金和私募投资基金在募集对象、组织方式、信息披露等诸多方面存在较大差异,从而在监管方面也存在着不同的侧重点和要求。因此,为了使论述更为清晰,本书将对国内外基金监管实践的研究分为两章,各自按公募投资基金和私募投资基金两种情况来展开论述,并以对公募投资基金的研究为主。这样,本书拟分为7章和1个附录。

第一章导论首先从人们对公募基金的纷纷质疑说起,进而从对中国基金业的现状、问题与前景概述的角度,论证了研究基金业监管这一课题的理论与实践意义,并对本书研究范围、结构体系和主要创新之处做出交代;其次,对国内外研究状况进行综述;最后,对投资基基金业产生和发展的历史作简要介绍,并着重对基本概念进行总结释疑,以便使读者一开始就能对投资基金有一个较为清晰的轮廓,为后面的研究和阅读奠定概念基础。

不论是公募基金的监管还是私募基金的监管,它们的理论基础是共同的。因此,在第二章中我们通过分析评价关于监管(也有人称为管制、规制)的已有经济学观点,运用相关经济学知识对基金监管做理论上的探讨,并结合分析投资基金的组织运作方式,提出对基金业应有的监管目标、对象和内容。

第三章,以美国对公募基金(共同基金)的监管实践为主线,

按上、中、下三个层次对美英等国家和地区的基金业监管经验进行了梳理和比较,得出了国际基金业监管在向着政府监管和自律监管相结合的方向迈进等重要结论,这对我国进一步完善公募基金的监管将起到很好的参考作用。

第四章,主要针对美国的私募基金的两种表现形式——对冲基金和创投基金的发展和监管进行了剖析,指出了其监管特点和我国可以借鉴的地方。

第五章,简要总结了我国公募基金发展的两个时期以及各时期的监管情况,着重分析目前我国公募基金发展中需要特别加强监管的一些问题。

第六章,对我国“地下私募证券投资基金”和私募产业投资基金的发展状况和存在的诸多问题进行了归纳,探讨了通过立法规范促进它们发展的必要性以及相应的监管建议。

第七章,综合前几章的结论,提出一个以公募基金监管为主的我国基金业监管的现代化框架体系,并提出为有效构筑这一体系,今后一段时期应具体落实的六大重要措施。

最后,为了增强对基金监管具体工具的认识,在附录中提出了一个适合我国基金业绩评估及对基金管理人评级的模型,作为参考。

(二)本书主要创新之处

写作本书的目的之一就是想为我国现时期的投资基金监管工作提供一种参考,但由于这方面的专门研究无论在国内还是在国外都还是空白,因此,选择这一前沿性课题遇到的第一个困难就是相关材料的匮乏。不过,笔者敢于发扬蚂蚁啃骨头精神,从众多相关资料中,紧扣主题,认真探究,沙里淘金,终成此书。但由于时间仓促,加之笔者才疏学浅,书中定有许多需要进一步深入研究之处,敬请专家学者批评赐教。总揽本项研究,笔者认为主要有以下

7 点创新之处:

1. 透过各国投资基金眼花缭乱的表面现象,抓住投资基金的本质特点,按公募与私募的一级分类、证券投资与产业投资的二级分类、开放式与封闭式的三级分类、契约型与公司型的四级分类的全新分类模式,第一次将各种名目的投资基金进行了系统化归类,并澄清了一些模糊认识。

2. 将对各国投资基金监管实践的研究按照各国实际监管状况区分为对公募投资基金监管实践的研究和对私募投资基金监管实践的研究两大部分,清晰地展示了公募和私募基金在监管上的不同,为我国正确处理公募基金和私募基金之间的监管关系提供了有力的参考。

3. 深入分析了投资基金产品的内在特性,从其价值决定的不确定性、虚拟性、信息倾向性等关键要素入手,首次从理论上分析了基金产品市场的监管必要性及其目标、途径和主客体。

4. 将国外对公募投资基金的监管实践经验系统化地归纳为上、中、下三个层次,从上层国家强制性监管、中层行业自律监管到基层市场化监督三个方面揭示了国外公募基金监管的理念、体制、措施和内容。

5. 在查阅大量资料基础上,首次对中国“老基金”时期的发展和监管状况进行了全面总结,对“新基金”时期基金发展中暴露出来的问题作了深入分析,勾勒出了我国基金监管实践的历史变迁。

6. 借鉴基金业发达国家和地区的监管经验和发展趋势,针对我国基金发展的现状和未来,建设性地提出一个我国基金业监管的现代化新框架。

7. 提出了一个适合我国现阶段证券市场和基金市场发展程度的证券投资基金业绩评估和管理人信用评级的模型。

三、国内外研究状况评述

到目前为止,国内外关于基金监管的专著为数很少,大多数是在某些文献的部分章节中提及对基金业的监管问题。比如,George P. Gilligan(1998)在其著作“Regulating the Financial Services Sector”一书中探讨英国金融服务机构监管的演进历程时,对英国基金业的监管也进行了一些总结。Daniel Daeniker(1999)在“Swiss Securities Regulation”一书的部分章节中,对瑞士投资基金的监管也做了一些分析。国内出版的关于投资基金的理论性专著大多集中在1997年前后。如:徐洪才著《投资基金与金融发展》(1997),刘李胜著《共同基金:全球发展与中国对策》(1995),谢卫著《金融制度变革中的投资基金》(1997),吴世亮、于风坤著《中国投资基金理论与规范化操作》(1997)等。这些专著大都是从投资基金的作用和运作角度,结合中国当时的情况做了研究,共同的特点是缺乏对投资基金的监管进行系统化地研究。进入新世纪后,关于投资基金的文章多起来了,但理论性的专著仍感缺乏。这其中王彦国博士的《投资基金论》、厉以宁教授等主编的《跨世纪的中国投资基金业》等,以博士论文或会议论文的形式对投资基金在我国新时期发展的有关问题做了非常有意义的探讨。李仲翔博士等人出版的《以风险为基础的基金监管现代化》(2002),是国内第一部专门就基金监管问题进行研究的专著。它从风险管理的角度介绍了美国基金监管的发展趋势,并对我国基金业的监管提出了一些政策性的建议,是一部十分有现实意义的文献。不足之处是对其他欧洲、亚洲国家以及与我我国国情相似的国家地区基金监管经验没有进行比较研究,且所提建议零散,不能给人一个整体的系统化的框架概念。

目前国内外的著作中尚没有把现代经济学原理,特别是规制

经济学理论的新发展,以及信息经济学和博弈论等应用到对基金监管问题的理论分析上。赵锡军博士的《论证券监管》(2000)在这方面做了一些开拓性的工作,他把过去常用于对垄断性行业分析的规制经济理论引入到对金融证券的分析中,使人们更加深化了对证券市场的认识。

正如本章第一节所说,在以上前人研究的基础上,作者将试图应用经济学的一些新近成果,通过对有代表性的、基金业较发达国家与地区的监管实践的比较研究,结合我国基金业发展的过去和现状,并考虑到未来趋势,系统化地提出我国基金业监管的框架体系以及一些具体措施。

四、国外投资基金业发展简史与概念释疑

本节从历史发展的角度对投资基金业的产生和演化过程作一简单介绍,并鉴于目前有关基金的概念十分芜杂,常使人们难以理解其真正含义的现状,作者将尝试对所有与基金相关的概念进行系统化的梳理,以便为后面论述如何监管基金奠定概念基础。

(一) 国外投资基金业发展简史

1. 投资基金业的诞生

投资基金业脱胎于信托业。19世纪初,欧洲的一些王公贵族也开始像教会一样,将自己的财产委托给那些理财有方的会计师和律师去经营和管理。据史料记载,荷兰贵族亚伯拉罕·冯·凯特维希在1774年和1776年分别成立了名为“联合就是力量”和“偏好与谨慎”两个基金,并投资于债券市场。1822年,荷兰国王威廉一世在比利时布鲁塞尔通过募集一批投资者的资金,发起创立了一个私人投资基金,并委托专业管理人员运作,主要投资于以