

中国证券投资 基金管理人 公司治理问题研究

奚庆著

江苏省教育厅高校哲学社会科学研究项目

《我国证券投资基金治理问题研究》

（项目编号：2011SJD820018）

南京师范大学法学院科研项目

《我国证券投资基金管理公司治理结构研究》



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

中国证券投资基金管理人公司治理问题研究 / 奚庆
著. —北京:法律出版社, 2011. 10
(南京师范大学法学文丛)
ISBN 978-7-5118-2651-0

I. ①中… II. ①奚… III. ①证券公司—公司法—研究—中国 IV. ①D922.291.914

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第210927号

中国法学院校学术大系·
南京师范大学法学文丛

中国证券投资基金管理人
公司治理问题研究

奚庆著

责任编辑 董飞
装帧设计 乔智炜

© 法律出版社·中国

开本 A5

版本 2012年1月第1版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京北苑印刷有限责任公司

印张 10.5 字数 249千

印次 2012年1月第1次印刷

编辑统筹 学术·对外合作出版社

经销 新华书店

责任印制 陶松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-2651-0

定价:25.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

作者简介



奚庆 1978年出生，江苏省南京市人，法学博士。现任职于南京师范大学法学院，从事信托法、基金法、公司法、劳动法方面的研究工作，在《南京社会科学》、《政治与法律》、《月旦民商法杂志》、《生产力研究》、《南京大学法律评论》等刊物上发表相关论文数十篇。

目 录

第一章 证券投资基金与基金管理人概述	001
第一节 证券投资基金的概念、发展与特性	001
一、证券投资基金的概念与发展	001
二、证券投资基金的特性与功能	004
(一)专业经营管理	004
(二)分散投资风险	005
(三)高流动性与变现性	006
第二节 基金管理人与基金管理公司	007
一、基金管理人概述	007
二、基金管理人的法律地位	009
三、基金管理人的组织形式、市场准入与业务范围	013
(一)基金管理公司是我国基金管理人的法定形态	013
(二)基金管理市场准入与基金管理公司业务范围	018
四、基金管理人与基金管理公司的差异与辨析	024
(一)基金管理人与基金管理公司的差异与辨析	024

(二) 现行基金立法与研究的根本缺陷与完善建议 026

第二章 基金管理人的法律规制与公司治理 031

第一节 基金管理人的核心地位与法律规制 031

一、基金管理人在基金法律关系中的核心地位 031

二、基金管理人基金法制的中心与重点 035

三、基金管理人法律规制的方法与体系 042

第二节 基金管理人内部治理的价值意义与法律性质 046

一、基金管理人内部治理与基金法制 046

二、基金管理人内部治理的现实意义 050

三、基金管理人内部治理的法律性质——公司治理 057

第三节 公司治理与基金管理人公司治理概述 058

一、公司治理概述 058

(一) 公司治理的源起与内涵 059

(二) 公司治理的价值目标 062

(三) 公司治理的基本模式 065

二、基金管理人公司治理概述 067

(一) 基金管理人公司治理的提出与内涵 067

(二) 基金管理人公司治理的治理目标与原则 070

(三) 基金管理人公司治理的法律适用与实施 072

(四) 基金管理人公司治理与其他概念的区别 080

第三章 基金管理人公司治理的原则与方法 085

第一节 基金份额持有人利益优先原则理论研究 085

一、基金份额持有人利益优先原则——基金管理人公司治理的法

定基本原则 085

二、基金份额持有人利益优先原则之正当性研究 089

(一) 基金份额持有人利益具有社会性,是更高层次的法益,优先保护是经济法社会本位的必然要求——经济法的视野 089

(二) 基金份额持有人利益优先符合利益相关主体的长远利益,是实现长远利益的有效手段——社会化的公司法理论 092

(三) 基金份额持有人利益优先是基金管理人的资格与要求,是应当遵循的上位原则——民法的方法 096

(四) 基金份额持有人利益优先是基金管理人“权力”制衡的制度要求——权利性质研究 098

(五) 基金份额持有人利益优先是基金法制现状的客观应对,是特定时期和特定市场中的必要考虑——社会现状分析 100

三、基金份额持有人利益优先原则之效力(适用)范围研究 105

(一) 基金份额持有人利益优先原则的法律边界 105

(二) 基金份额持有人利益优先原则的扩张——基金份额持有人利益优先原则是否适用于基金管理公司及其他公司直接利益相关者 107

第二节 基金管理人公司治理路径的思考与塑造 116

一、基金份额持有人与基金管理人的利益平衡——基金份额持有人利益优先原则的限缩与重构 116

(一) 基金份额持有人与基金管理人——利益上的合作与平衡 117

(二) 基金份额持有人利益优先的悖论与反思 120

(三) 基金份额持有人利益优先原则的限缩与重构 125

二、任意法还是强行法,追求的是自由还是安全——基金管理人公司治理的法律运用 134

(一) 公司组织的微观层面视角——经济成本分析 137

- (二) 金融(基金)立法的宏观层面视角——自由(效率)与秩序
(安全)的辩证 141
- (三) 相关立法之经验借鉴与我国立法现状的分析与检讨 146

第四章 基金管理人股权结构与股东资格问题研究 153

第一节 股权结构——分散还是集中 153

一、分散型股权结构与集中型股权结构 154

- (一) 分散型股权结构与集中型股权结构的成因与发展 154
- (二) 以股权集中度为标准的股权结构分类与公司治理中的权力
竞争 161
- (三) 股权集中度与公司治理;大股东治理的正负效应分析 163

二、基金管理人股权结构的现状、检讨与完善 167

- (一) 基金管理人股权结构的现状与成因 168
- (二) 基金管理人股权结构的分析、检讨与完善 172

第二节 股东资格——同业还是不同业 179

一、基金管理人股东行业限制规定的演变与现状 179

- (一) 《证券投资基金管理暂行办法》及相关法律法规的规定
(1997~2004年) 179
- (二) 《中华人民共和国证券投资基金法》及相关法规的规定与现
状(2004年至今) 182

二、基金管理人主要股东行业限制的利弊与立法建议 186

- (一) 基金管理人主要股东行业限制的原因与利弊 186
- (二) 基金管理人主要股东行业限制的检讨与建议 196

第五章 基金管理人内部监督机制相关问题研究 198

第一节 基金管理人内部监督机制的现状 198

一、基金管理人内部监督机制的现状 198

(一)基金管理人独立董事制度 198

(二)基金管理人监事会制度 202

(三)基金管理人督察长制度 204

二、基金管理人内部监督机制的分析与定位 207

第二节 基金管理人独立董事制度与监事会制度的定位与协调 208

一、独立董事制度的源起和其与监事会制度的比较分析 208

(一)独立董事制度的源起与价值 208

(二)独立董事制度与监事会制度的比较分析 210

(三)我国引进独立董事制度的原因与演进 212

二、基金管理人公司治理中引进独立董事制度的理论价值与必要 216

(一)独立董事具有保护基金份额持有人和中小股东利益的先天条件或内在根源 217

(二)独立董事事先或事中的专业监督对于基金证券投资而言具有更为积极的作用 218

(三)独立董事具有相对的信息优势,有利于与其他监督机构的相互弥补与协调 221

三、基金管理人独立董事制度与监事会制度的制度定位与功能划分 223

(一)独立董事与监事会的基本功能与职权范围 224

(二)利益与成本的比较——基金管理人独立董事制度重构与反思的经济学路径 226

(三)基金管理人独立董事制度的缺陷与不足——基金管理人建立独立董事制度的利益能否实现?	226
(四)基金管理人独立董事与监事会的制度定位与功能划分——基金管理人独立董事制度的成本能否控制?	233
第三节 基金管理人督察长制度的制度定位与发展完善	241
一、基金管理人督察长的职责范围	241
(一)基金管理人督察长的制度演进	241
(二)基金管理人督察长的职责范围与分析理解	243
二、基金管理人督察长的制度定位	246
(一)基金管理人督察长是董事会下属的公司日常经营活动的监督机构	246
(二)基金管理人督察长是独立董事与监事会监督的信息来源与前置救济	247
(三)基金管理人督察长是监管机关了解基金与公司运作情况的制度渠道	250
三、基金管理人督察长制度的完善与发展	251
(一)督察长的独立性问题与完善	252
(二)督察长履职的障碍与改造	256
第六章 基金管理人经营层相关公司治理问题研究	262
第一节 公司治理的经济学发展与基金管理人的核心资本	262
一、公司治理:从所有者与经营者的分权制衡到物质资本与人力资本的动态博弈	263
二、基金管理人是以人力资本为核心竞争力的市场主体	265
(一)应然分析:人力资本必然是基金管理人的核心竞争力	265
(二)实然分析:基金管理人的经营层拥有较高的博弈能力	267

(三)基金管理人的公司治理应当充分考虑人力资本的特征与要求	269
第二节 基金管理人经营层的法律规制路径与效能分析	270
一、基金管理人经营层法律规制的原因与方法	271
(一)基金管理人经营层法律规制的原因(必要性)	271
(二)基金管理人经营层法律规制的方法与路径	273
二、激励机制在基金管理人经营层法律规制体系中的价值分析	273
第三节 基金管理人经营层激励机制的现状与完善	278
一、基金管理人经营层激励机制的现状与不足	279
(一)基金管理人经营层激励不足的客观表现	279
(二)基金管理人经营层激励机制的现状与分析	281
二、基金管理人经营层激励机制的完善与建议	287
(一)长期激励机制在基金管理人经营层治理中的价值与意义	287
(二)持股激励还是持基激励——治理目标与法律规定的选择	288
(三)基金管理人经营层持基激励的现状与发展	294

参考文献 303

第一章 证券投资基金*与基金管理人概述

第一节 证券投资基金的概念、发展与特性

一、证券投资基金的概念与发展

2004年6月1日起我国开始施行《中华人民共和国证券投资基金法》(以下简称《证券投资基金法》),其第2条规定:“在中华人民共和国境内,通过公开发售基金份额募集证券投资基金(以下简称基金),由基金管理人管理,基金托管人托管,为基金份额持有人的利益,以资产组合方式进行证券投资活动,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国信托法》、《中华人民共和国证券法》和其他有关法律、行政法规的规定。”从《证券投资基金法》的上述规定及其相关具体制度内容来看,其将《信托法》和《证券法》分别作为我国证券投资基金静态组织架构和动态运营活动的一般法。经过多年的理论研究和法律适用,目前我国立法上与理论上将证券投资基金的法律性质认

* 本文所称证券投资基金如无特别说明,均指《中华人民共和国证券投资基金法》规范之证券投资基金。

定为信托已成为通说。因此,结合《证券投资基金法》立法草案与现行法规可将证券投资基金定义为:通过向不特定的社会公众公开发售基金份额(受益凭证)募集资金以形成独立的基金财产,由基金管理人管理,基金托管人托管,为基金份额持有人的利益,以资产组合方式进行证券投资活动,基金份额持有人按其所持份额享有收益和承担风险的投资组织。其是以基金合同为基础构建投资人(委托人和受益人)、基金管理人(受托人)以及基金托管人(受托人)的权利义务关系的契约型基金,或称信托型基金。^① 信托制度构建了证券投资基金的基本原理与法律基础,并且,在此基础上结合了商业投资目的的特殊性和企业经营组织的特点,使其成为商业信托在我国证券投资领域的表现形式。

基金份额持有人、基金管理人和基金托管人三方当事人通过缔结基金合同来确定各自的权利义务、相互之间的法律关系以及基金运营的基础规则,具有法律上的非法人组织性质。基金管理人、基金托管人为受托人,依照法律的规定和基金合同的约定,履行受托职责,通过运用基金资产从事证券投资,为投资人(基金份额持有人)在合理控制的风险范围下谋取投资收益并按照基金合同的约定及时向基金份额持有人分配相应收益。通过购买而取得基金份额的投资人(基金份额持有人)具有信托委托人和受益人的身份,其让渡出对相应资产的控制权而以所持份额拥有对基金的受益权与剩余所有权。

观诸英美各国资产管理业务的发展过程,可以发现其发展与国家经济发达与工商业繁荣、国民收入水平的增加密不可分。正是在经济发展的基础上,人们方才产生了越来越强烈的将其所有的资金运用于投资获利的需求。我国亦不例外。随着我国经济的高速发展,中国市

^① 我国目前尚无公司型公募基金,《证券投资基金法》仅对其作了原则性的规定,即第102条:“通过公开发行股份募集资金,设立证券投资公司,从事证券投资等活动的管理办法,由国务院另行规定。”

场的巨大发展潜力逐渐成为资本投资的焦点,海外中国基金、中国概念基金纷纷成立。受此影响,1987年我国金融机构开始研究引进投资基金的必要性和可行性;1991年7月“珠信基金”(由珠海国际信托投资公司发起设立)获批设立标志着中国投资基金的正式创建。^① 随着2004年6月1日《证券投资基金法》的正式实施,我国的证券投资基金行业进入了快速发展的阶段,呈现出法律体系日益完善、基金品种日益丰富并且开放式基金取代封闭式基金成为市场发展的主流、个人投资者取代机构投资者成为基金的主要持有者等特征与变化。^② 截止到2009年年底,我国证券投资基金总数为557只,规模从1998年的107亿元人民币达到了26,760.92亿元人民币,环比2008年其增长幅度更是分别达到了29.72%和38.08%,并且,随着市场的回暖,出现了74只资产规模超过100亿元的巨型基金。与之相应,基金管理公司也从1998年的6家达到60家。^③ 客观上,利用了商业信托原理与企业组织运营方式的证券投资基金具有“集合理财、专业管理”、“组合投资、分散风险”、“利益共享、风险共担”、“严格监管、信息透明”、“独立托管、保障安全”^④的基本特点,从而使不具有专业知识与能力的投资人能够同时享有投资收益与安全保障,加之受益凭证具有高度的流动性与投资责任的有限性等比较优势,证券投资基金日益成为人们投资理财的首选。在2007年年末,我国开放式基金的账户数达到9912万户,个人投资者持有基金的比例达到了87%,标志着我国证券投资基金的投资者结构发生了质的变化,已经成为社会大众所认可的间接证券投资的重要渠

① 中国人民大学信托与基金研究所:《中国基金业发展报告(1991~2003)》,中国经济出版社2004年版,第1~2页。

② 中国证券业协会编:《证券投资基金》(证券业从业资格考试统编教材2009),中国财政经济出版社2009年版,第14~21页。

③ 中国证券业协会编:《2009中国证券投资基金业年报》,经济科学出版社2010年版,第11~12页。

④ 中国证券业协会编:《证券投资基金》(证券业从业资格考试统编教材2009),中国财政经济出版社2009年版,第2~3页。

道与工具。^① 证券投资基金汇集了社会大众投资人的资金,以赢利为目的运用于有价证券投资,也成为资本市场上重要的机构投资者之一。

二、证券投资基金的特性与功能

在证券投资基金的诸多特性之中,最为核心的则是专业经营管理、分散投资风险和高流动性与变现性:

(一)专业经营管理

证券投资基金的投资对象为上市交易的股票、债券以及国务院证券监督管理机构规定的其他证券品种。而证券市场中的投资,无论是二级市场还是二级市场都需要(尤其是后者)长期观察与专业知识才有可能作出正确的判断,包括宏观上对市场走势的判断和微观上对具体投资标的的选择及时点。^② 而一般公众显然缺乏必要的专业知识,更无研究能力与有效信息的支持,其具体操作时心理与技巧上的欠缺以及资本规模的局限也都导致在一般情形下其操作业绩远不如专业机构。

证券投资基金管理人由符合法律规定条件的基金管理公司担任,其经营管理人员应当具备“熟悉证券投资方面的法律、行政法规,具有基金从业资格和三年以上与其所任职务相关的工作经历”等法律法规所规定的资格要求。因此,不具备专业知识与时间精力的投资人通过投资基金份额可以借助基金管理人及其工作人员所拥有的丰富的投资经验和准确的市场判断,以及其研究分析人员定期做成的分析报告和良好有效的信息渠道,从而拥有了专家理财的优点,避免了盲目的投资行为。而且,在此框架下,专业经营的成本与费用明显小于各个投资

^① 中国证券业协会编:《证券投资基金》(证券业从业资格考试统编教材2009),中国财政经济出版社2009年版,第20页。

^② 王文宇:“从信托法原理论共同基金之规范”,载《月旦法学》2002年第3期。

者分别投资所产生的总费用。^①

从实际情况来看,专业理财功能是投资人选择证券投资基金的根本因素。而基金管理人专业能力的水平不仅直接影响着投资人的收益,而且制约着证券投资基金的发展。

然而,由于证券投资基金汇集了众人投资而成就庞大的资金规模,使其成为资本市场上至关重要的机构投资者,而基金管理人通过受托获得了对此资产控制管理的权利,其行为将直接对市场产生重大影响;并且基金管理人为基金份额持有人提供专业管理之余,基于上述同样因素,也存在相应的代理风险与道德危机。原因在于,管理人获得利益的基础恰恰是投资人的无知。^② 所以,专业经营管理亦有其弊端,应当强化对基金管理人的内外部规范,以避免或降低此特性可能造成的负面影响。

(二)分散投资风险

证券投资是指投资人提供现有资金来换取将来证券与现时证券之间的资本利得。^③ 在证券投资活动中不可避免地存在相关风险。^④

个人投资者或由于个体专业知识与时间精力的匮乏,或由于客观上投入资本的规模限制,往往只能投资于单一资产或性质相近的资产。

① 郭锋、陈夏等:《证券投资基金法导论》,法律出版社2008年版,第12页。

② "The fund industry, while painting a favorable portrait of fund investors, benefits from investor ignorance. The industry earns fees based on assets under management, and investors who pay little attention to fund costs create little pressure to lower these costs." Alan R. Palmiter, Ahmed E. Taha, *Mutual Fund Investors: Divergent Profiles*, *Columbia Business Law Review*, 2008.

③ 李福隆:“投资信托关于公司治理及投资人保护法律制度的研究”,国立中正大学法律研究所博士学位论文,第56页。

④ 国际证券管理组织(International Organization of Securities Commission)曾对券商经营业务作出风险分类,包括市场风险、信用风险、营运风险、流动性风险、法律风险及系统风险六项风险因子。其中除系统风险外,均可通过投资组合加以分散。系统风险指单一券商失败、市场崩盘或结算系统无法运作时,引发金融机构接连发生经营失败、其他市场或整体金融市场崩溃的风险。李福隆:“投资信托关于公司治理及投资人保护法律制度的研究”,国立中正大学法律研究所博士学位论文,第56~57页。

然而实践证明,过分集中于单一资产类别的投资具有巨大的风险。^①而在给定的风险水平之下,合理地进行分散化投资可以比单一投资产生更高的投资收益,或者说分散化投资在获取给定的投资收益时仅承担更低的风险水平。现代投资组合理论首倡者哈里·马克维茨(Harry Markowitz)认为,分散化投资可以在不牺牲给定收益的情况下使风险水平得以降低,因此分散化投资就为投资者提供了免费午餐。^②而证券投资基金由于汇集公众投资而具有资本规模优势,从而具备分散投资、分散持股的客观可能。并且,现代社会中富有投资经验和专业知识的基金管理人都会把资产分配作为整个投资管理的核心环节,非单一品种的投资组合成为基本的业务原则与运营模式,并且要比市场时机掌握、证券选择策略更加重要和基础。“以资产组合方式进行证券投资活动”也成为我国立法对证券投资基金的基本界定与要求。因此,在法律规定的投资范围内,证券投资基金运用其专业知识与技能,构建由多种不同资产组成的投资组合,可以在低风险水平下,为投资人取得较高的预期收益。

(三)高流动性与变现性

封闭式证券投资基金的基金份额可以在依法设立的证券交易场所交易,开放式证券投资基金的基金份额可以在基金合同约定的时间和场所申购或者赎回,亦可根据相关法规之规定上市交易,因此,基金具有高度的流动性或变现性。

综上所述,具有上述功能的基金必然且已经成为现代社会人们委托理财的必然选择与重要工具,成为相关市场中举足轻重的机构投资

^① 如耶鲁和雄鹰银行的案例、克拉克基金和雅芳的案例等。[美]大卫·史文森(David F. Swensen):《机构投资与基金管理的创新》,张磊、王宏欣、何良桥主译校,中国人民大学出版社2002年版,第55~57页。

^② [美]大卫·史文森(David F. Swensen):《机构投资与基金管理的创新》,张磊、王宏欣、何良桥主译校,中国人民大学出版社2002年版,第55页。