

黄人杰●著

ZHENGQUAN TOUZI JIJIN

证券投资基金

管理人

法律制度研究

GUANLIREN

FALV ZHIDU

YANJIU

中国工商出版社

基金管理人

证券投资基金

管理人

法律制度研究

基金管理人

基金管理人

基金管理人

基金管理人

证券投资基金管理人 法律制度研究

黄人杰 著

中国工商出版社

责任编辑 李稳定
封面设计 中通世奥图文设计中心

图书在版编目(CIP)数据

证券投资基金管理人法律制度研究/黄人杰著. —北京:
中国工商出版社, 2004. 4

ISBN 7-80012-863-6

I. 证… II. 黄… III. 证券投资基金法-研究-中国
IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 022530 号

书名/证券投资基金管理人法律制度研究
著者/黄人杰

出版·发行/中国工商出版社
经销/新华书店
印刷/北京翌新工商印制公司
开本/850 毫米×1168 毫米 1/32 印张/11.5 字数/260 千字
版本/2004 年 4 月第 1 版 2004 年 4 月第 1 次印刷
印数/01-5000 册

社址/北京市丰台区花乡育芳园东里 23 号(100070)
电话/(010)63730074, 63748686 电子邮箱/zggscbs@263.net
出版声明/版权所有, 侵权必究

书号: ISBN 7-80012-863-6/F·439
定价: 22.00 元

(如有缺页或倒装, 本社负责退换)

前 言

证券投资基金作为一种金融中介组织,是金融体系中的一个有机组成部分,它被认为是金融结构发展的结果,是推动金融结构优化,提高金融效率的重要因素。可我国的证券投资基金却生不逢时。自2001年年中以来,我国证券市场经历了一段漫长的逐级下挫、调整徘徊的时期,股指从2245点的高位一路下滑,最低几乎击穿了1300点。在这样的市场环境背景下,原本应当是闪亮登场的开放式基金却表现得不尽如人意,差不多所有开放式基金的净资产值都跌到了发行价以下。这就给开放式基金在我国的发展前景蒙上了一层阴影。这说明证券投资基金本身内在的制度优势还不足以促使其顺利发展,还需要外部环境的催化,还需要一个良好的经济环境、市场环境和法律环境。令人欣慰的是,我国的基金市场仍将在经济增长和制度变迁的作用下进一步发展,证券投资基金所倡导的价值投资理念已开始深入人心,基金已成为我国证券市场的中流砥柱,成为能够使投资者分享由国民经济增长产生的收益的主要渠道。

人们常常用“受人之托,代人理财”这句话来形象、概括地描述财产信托法律关系。这句话也告诉人们,在财产信托关系中,受托人所处的地位是何等重要。从本质上说,投资基金就是一种信托制度安排。然而,也正是由于这一特点,决定存在着委托—代理风险,即在信息不对称的委托—代理关系中可能产生的投机风险、道

德风险和逆向选择问题。如何防范和及时化解这一风险一直是人们谈论的话题。解决这一问题的首要条件是建立一套针对基金管理人的完善的法律制度和监管体系,以规范基金管理人的行为,才能更好地保护基金持有人的利益。这样一个法律监管体系应当由三个层次组成:一是国家法律约束,即由国家制定相关的法律,构造出一个证券投资信托制度的法律框架;二是行政法规约束,即由证券监管机构制定规章制度,对基金运作进行监管,使基金管理人的行为有章可循;三是行业自律约束,即由行业自律组织通过其自律管理体制对基金管理人进行自我监控、自我管理。

美国的共同基金(Mutual Fund)满足了美国投资者委托他人代己理财的需要,从而获得了飞速的发展。美国的基金市场已经发展成为一个功能完善、品种丰富的大众投资场所。基金产品从设计到产生继而发展至今,需求者的目标定位主要是家庭,成为美国家庭进行金融资产投资或金融资产配置的最佳选择。目前美国有三分之一的人口、二分之一的家庭拥有基金资产。因此,基金市场备受社会公众的关注,对作为基金管理人的投资顾问的要求也越来越高。由于基金管理人能否认真履行其注意、技能和勤勉义务,是基金能否顺利运作并赢利的根本保障,也是基金持有人利益能否实现的根本保障,所以美国的投资顾问机构和基金职业经理人都在努力树立自己的品牌,以赢得投资者的信任。除了从业经历和高超的基金运作技能外,良好的处世技巧、较高的个人修养和独特的个人魅力都成为赢得投资者信任的重要因素。反观我国的基金市场,近年来,基金管理人一直在忙于基金产品的创新,在短短的几年时间里,我国的基金市场几乎一下子就拥有了国外基金市场几十年才逐渐成熟的产品。美国基金业自20世纪90年代以后的长足发展,除了基金产品的创新以外,基金投资、营销业务创

新也是其中重要的原因。基金投资和营销业务创新包括:基金投资业务扩展、基金销售渠道扩展、基金销售领域扩展、基金销售成本的降低。由此可见,基金管理人强占市场份额,靠的是苦练内功,以诚信、高效赢得市场。而且,一个市场要完善、要发展,光靠产品创新还远远不够,制度规范才是根本。否则,花样玩多了,风险也大了,参与游戏的人也就越来越少了。

2002年,我有幸作为访问学者在美国南美以美大学(Southern Methodist University, SMU)研究美国的共同基金。由于基金管理人 是基金资产的实际控制者和决策者,所以我选择了美国共同基金的投资顾问作为研究课题,重点研究美国关于共同基金投资顾问的监管制度。美国的基金监管模式一直被认为是以“注重立法”为特征的,即通过制定一整套专门的基金法规和规范公开的原则对市场进行监管,其实并不尽然。美国的经验表明,立法和监管是治理市场的两把宝剑。我认为我们更应该认真研究美国证券监管机构和自律组织在具体问题和个别案例上的观点、解释。这些观点或解释是市场监管者向市场传递的信息,有利于基金管理人从中寻求指引,同时,它们也是有效、及时的监管方式,起着重要的指导作用,具有权威性和法律约束力。美国证券交易委员会(SEC)在美国有关法律的指导下,通过发布解释性法律文件和其他行政手段对基金市场和基金管理人的行为进行干预,其方式和手段相对比较灵活,调节过程快捷,不易发生时滞问题。以证券交易所、投资与管理研究协会(AIMR)、全国证券交易商协会(NASD)等机构为代表的美国基金市场自律组织制订的行业标准和行业守则也同样具有约束力。这些监管方式和手段具有实践性和解决现实问题的有效性。就我国目前的情况而言,最需要的是研究借鉴这些监管方式和手段,为我所用。

我国的市场经济改革使得以投资基金形式出现的财产转移与管理制加入到我国的经济机体之中,更确切地说,是被移植过来的。尽管投资基金在我国已经有十余年的发展历史,但显而易见,我国的投资基金是在理论准备严重不足,特别是在制度条件缺乏的背景下起步的。从这个意义上讲,借鉴乃至引进国外行之有效的投资基金监管方式是十分必要的。国际上发达国家和地区投资基金发展过程中的主要经验,尤其是20世纪80~90年代以来英美等国的成功经验,以及在分析这些经验基础上提出的许多观点、意见和建议等等,对于我国投资基金未来的发展,都具有借鉴意义和参考价值。对它们的深刻分析研究,有助于我们更准确、更全面地理解和把握投资基金的内涵和实质,有助于我们建立支持市场运作的制度基础。而且,我国已经加入世界贸易组织,未来几年之内,国外大的金融机构和投资基金将全面进入中国市场,竞争格局的形成已成大势所趋,要求我们在几年之内在理论探讨和实务操作方面有大的进展,努力改变理论指导严重落后于市场实践的现象。

本书的题目定为“基金管理人的法律制度研究”,意味着不是要就法论法。“制度”是一个更为宽泛的范畴,它不仅包含法的因素,也包括监管运用的因素。这篇文字的研究目的不只是为了揭示投资基金法律的一般原理,还在于分析法律指导下的证券监管机构的监管在实务领域的运用和发展,以及这种运用和发展与投资基金法制的互动关系。这篇文字的初衷在于想为我国证券投资基金管理人的制度安排提供一个理论模式,建立起一个投资基金能赖以发挥的法律机制和市场管理机制,从而使证券投资基金在我国市场经济条件下具有广阔的发展前景。为此,我把近年来的研究成果撰写成这本小书,只求与业界同仁共享,并期待各位同仁

不吝赐教。

最后,我要诚挚地感谢美国南美以美大学的 Marc I. Steinberg 教授和美国华盛顿大学的 Jane Winn 教授在学术上的指导和帮助,感谢中国工商出版社的领导和编辑对本书编辑出版付出的心

血和汗水,感谢我的老师和家人的理解和支持,我都将铭记在心。

意见和建议等等,对于我国投资基金未来的发展,都具有借鉴意义和参考价值。对它们的深刻分析研究,有助于我们更准确、更全面地理解和把握投资基金的内涵和实质,有助于我们建立支持市场运作的制度基础。而且,我国已经加入世界贸易组织,未来几年之内,国外大的金融机构和投资基金将全面进入中国市场,竞争格局的形成已成大势所趋,要求我们在几年之内在理论探讨和实务操作方面有大的进展,努力改变理论指导严重落后于市场实践的现象。

本书的题目定为“基金管理人的法律制度研究”,意味着不是要就法论法。“制度”是一个更为宽泛的范畴,它不仅包含法的因素,也包括监管运用的因素。这篇文字的研究目的不只是为了揭示投资基金法律的一般原理,还在于分析法律指导下的证券监管机构的监管在实务领域的运用和发展,以及这种运用和发展与投资基金法制的互动关系。这篇文字的初衷在于想为我国证券投资基金管理人的制度安排提供一个理论模式,建立起一个投资基金能赖以发挥的法律机制和市场管理机制,从而使证券投资基金在我国市场经济条件下具有广阔的发展前景。为此,我把近年来的研究成果撰写成这本小书,只求与业界同仁共享,并期待各位同仁

导 论

一、投资基金法律制度的产生与发展

投资基金作为国际上一种通行的组合投资方式,已有 100 多年的历史,在近 20 年中获得了快速发展,成为当代国际金融市场变化最突出的特征之一。据统计,全球仅基金资产就达 10 多万亿元,基金已经成为广大投资者特别是中小投资者优先的投资选择。投资基金作为一种具有独立操作方式和单独立法调整的资金运作方式,其百余年的悠久历史可追溯到 19 世纪初的荷兰,而现代意义上的投资信托业则源出于英国,成长于美国,其后又被大陆法系国家所接受,形成蓬勃发展之势,逐步走向世界。

荷兰国王威廉一世于 1822 年创立了第一家私人基金,从事于有价证券、商品和货币投资。^①到了 19 世纪中后叶,为适应拓展殖民地政策的需要,投资基金在英国得到了较大发展。19 世纪中后期,经过第一次产业革命,英国社会生产力得到了很大发展,生产力水平获得迅速提高,特别是个人财富得到了迅速增长,在这一背景下,国内资金也得到了迅速的积累甚至出现了一定程度的剩余和饱和。在这种情况下,解决资本过剩与投资空间狭小的矛盾,就成为一个十分紧迫的问题。于是,英国在 1868 年成立了海外及

^① 吴弘、杨鹏飞、贾希凌:《信托违法犯罪的防范与处罚》,中国监察出版社 2001 年版,第 135 页。

殖民地政府信托基金。它被公认为是世界基金业诞生的标志,从此,在发达资本主义国家以投资基金为代表的机构投资者成为证券投资的主体。^①其后,英国于 1879 年颁布了《股份有限公司法》,将公司型基金纳入了法律调整的范畴,标志着投资基金立法的开端。19 世纪末,英国还制定了《受托人条例》和《官方选任受托人条例》,确定了受托人的义务,使法院有权任命并监督受托人,也可由法官充任“官选受托人”,保护信托关系。

而与此同时,美国推行新制度使经济显示出了勃勃生机和活力,也孕育了美好的投资前景。由于在英国及欧洲大陆国家与美国之间,资金收益率和资金价格存在着很大的差异,因而存在着一种巨大的“潜在收益”。人们发现,如能设计出一种金融制度将西欧的过剩资金引入资金相对匮乏且需求巨大的美国,投资者就能够分享在美国投资的较高的投资回报,获得最大的资本增值。为了使中小投资者也能分享到海外投资的高额回报,客观上需要出现一种新的投资中介制度,为中小投资者到海外投资提供便利。于是,作为金融制度创新产物的投资基金就应运而生了。^②美国是英国的早期殖民地,英国人把信托传入美国。美国独立战争后,信托规范经认可已成为美国法律中的一部分。在美国,早在 20 世纪初,在证券投资方面提供咨询和管理服务的机构就要受到有关法规的约束。然而,到了 20 世纪 30 年代,经济危机使基金投资的股票严重下跌,基金亏损严重,一些基金管理人借机将投资人的钱款卷走,使投资人蒙受损失。面对股市暴跌和对基金丑闻的披露,美国国会认为有理由对美国的证券投资顾问行业进行调查和监

^① 王苏生:《证券投资基金管理人的责任》,北京大学出版社 2001 年版,第 11 页。

^② 何德旭:《中国投资基金制度变迁分析》,西南财经大学出版社 2003 年版,第 22—24 页。

管。于是,在《1933年证券法》、《1934年证券交易法》、《1939年信托契约法》的基础上,美国国会颁布了《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》(以下简称美国投资顾问法),成为管理证券投资基金的主要的联邦法规,从而开创了投资信托专门立法的时代。在此期间,并在此后的数年间,美国的许多州也将证券投资顾问行业置于有关法规的管辖范围。自从美国投资顾问法生效之后,证券投资基金管理人或证券投资顾问的数量和形式与日俱增,其原因是由于证券投资基金的成功运营,融资策划行业的迅速发展和养老金资产的巨额增长。这些都提高了证券投资基金管理人或证券投资顾问在金融市场中的地位,从而也使得投资顾问法规在美国联邦和各州的法律中占据了相当重要的地位。第二次世界大战之后,国际投资的迅猛发展促进了投资信托业在全球范围内的持续发展。1951年,日本在总结和借鉴英美国家成功经验的基础上,颁布了《证券投资信托法》,标志着投资基金法律已被大陆法系国家所接受,从而开始了投资基金业的全球发展时期。

以美国为代表的西方基金业走过了80多年的历程,成为世界金融业中的一个重要组成部分。有数据显示,截至2002年底,在全球37个国家共计11.22万亿美元的全球投资基金资产总值中,美国占60%,欧洲占30%,亚太国家或地区与非洲加在一起占10%。^①美国是世界上基金规模最大的国家。在20世纪最后10年中,美国基金业获得了很大发展,成为替代商业银行的第一大金融产业,也成为美国家庭日常理财的最重要的工具,使得以美国为代表的西方古老的基金业充满了生机与活力。截止到2000年底,美国共有8184只共同基金(Mutual Fund,即开放式基金),总资产

^① 参见2003年11月26日《金融时报》第8版。

达到 69668 亿美元,约占美国股票总市值 45.64%。美国基金服务业也达到了空前的发展,截止到 1999 年,在美国证券交易委员会(SEC)注册的投资顾问数为 8000 家,共有 1075 家投资公司集团。^①有数据统计,截止到 2003 年 8 月份,美国基金业的资产总值达 69700 亿美元,基金资产净值占同期美国 GDP 的比重达 40% 以上。^②伴随着基金资产规模的长期持续增长,美国家庭金融资产结构也发生了相应的变化,家庭持有基金的资产总值和持有基金的家庭数目也出现了相应的持续快速上升。例如,美国家庭持有基金资产在家庭金融资产总值中所占比率从 1990 年的 6.7%,上升到 2002 年的 17.8%。1980 年在美国 460 万个家庭中,有 5.7% 的家庭持有基金;而到了 2002 年,在美国 5420 万个家庭中,持有基金的家庭数目则上升为 49.6%。^③共同基金作为一种集合投资方式和金融中介,在美国很好地实现了其金融功能,成为将储蓄转化为投资的有力工具,提高了金融效率。它将大量的社会富余资金(如养老储蓄和教育储蓄)转化为能够在实际经济中发挥作用的产业资本,从而推动了经济的快速发展。同时,在共同基金的发展过程中,通过立法和监督管理,使共同基金自身的结构得到了优化,从而保证了其自身能够高效率地运转和不断地进行金融创新。美国基金市场的发展经验和基金业监管的法律、规则,可以为我国借鉴西方成功经验,为寻找我国基金业监管发展的方向提供清晰的线索。从这个意义上讲,借鉴美国的经验或许是最重要的。

中国作为一个新兴市场,基金业是个新生事物,但发展迅猛。截至 2003 年 9 月份,中国国内已募集完毕并宣告成立的证券投资

^① 李仲翔、李仲飞、汪寿阳:《以风险为基础的基金监管现代化》,清华大学出版社 2002 年版,第 15 页。在一家投资顾问下管理的所有基金称为一个投资公司集团。

^② 参见 2003 年 11 月 26 日《金融时报》第 8 版。

^③ 同上。

基金总数达到了 87 只,基金净值总额达 1300 亿元左右,总规模达到 1616 亿份,超过国内 A 股流通市值的 12%。其中开放式基金试点两年以来,首发规模累计超过 1000 亿份。目前,中国已经有 32 家已开业的基金管理公司,8 家基金托管银行。证券投资基金在我国虽然起步较晚,但因适应了国际金融制度创新的大潮流,起点较高,1997 年底《证券投资基金管理暂行办法》的颁布使之发展更为规范,完成了从“无序”到“有序”的初步发育阶段,并已初具规模,在推动证券市场和金融体系的发展和完善方面发挥了积极作用。此后,《证券投资基金法》历经了 5 年的修改,已于 2003 年 10 月 28 日颁布,终于成为我国资本市场继《证券法》之后的第二部法律,它对于规范我国证券投资基金行业发展,保护投资人的合法权益,保障证券市场的健康发展,具有里程碑式的意义,标志着我国基金业进入了一个崭新的发展阶段。《证券投资基金法》诞生的重要意义在于它是一部强调保护投资者权益的法律。相对于此前诸多中国经济立法,这部法律的立法理念有所改变。它将维护投资者的权益作为立法的宗旨,并在条文中规定出来,是我国经济法律体系建设的一大进步,也是整个中国立法的进步。

沿着投资基金历史变迁的轨迹,不难看出投资基金的出发点和归宿点是保护基金投资者的合法权益。要保护投资者的权益,完善的法律制度框架显然是不可或缺的。基金管理的法规是保证基金健康发展的前提条件,也是保护投资者利益的有效工具。此外,保护投资者利益最根本的途径还应该是不断的基金制度创新。投资基金走过的 100 多年的发展历史,实际上就是基金制度不断创新的历史。从契约型到公司型、从封闭式到开放式、从证券投资到产业投资、从资本市场到货币市场,无不是适应投资者的需求而进行的投资制度创新。基金制度在投资组织、投资品种、投资技术

和投资管理等方面的持续创新,不仅增强了基金自身规避和分散风险的能力,减少了经营成本和投资成本,而且能够不断适应金融市场变化发展的需要,特别是为投资者提供了多样化的选择目标。而基金制度不断创新、完善和发展的结果必然是基金法律制度的不断健全,因为从本源上看,投资基金是为投资者设计的投资制度,其“原始功能”就是为投资者带来资本的增值。基于此,投资基金法律制度必须以充分、切实保护投资者利益为己任。

二、投资基金治理结构

投资基金在各国法制中有不同的称谓和形式:在我国称为证券投资基金,在美国称为投资公司(Investment Company)和共同基金(Mutual Fund),在英国称为集合投资计划(Collective Investment Schemes)和单位信托(Unit Trust),在日本称为证券投资信托。投资基金的形式和品种也是各种各样的。自投资基金诞生以来,投资基金的品种始终处在一个不断创新、不断发展的过程之中。目前,国际上通行的投资基金组织形式主要有契约型基金和公司型基金两种。我国通行的契约型证券投资基金概念实际上就是信托型基金的一种。不同种类的投资基金具有不同的组织形态、服务内容和运作特征,为投资者提供了多种选择机会。

在我国,证券投资基金是一种信托型投资基金,它是基于一定的信托契约而组织起来的代理投资行为,一般由投资者(委托人、受益人)、基金管理人(受托人)、基金托管人(资产保管人)三方通过订立信托投资契约而建立起来。在基金运作中,存在着委托人与受益人统一为基金持有人,受托人分离为基金管理人与基金托管人的特点。投资基金的治理结构就是基金管理人、托管人、持有人以及其他利益相关主体之间的相互关系。基金持有人与基金管

理人的关系类似于上市公司中的股东与管理层的关系,实质上是所有者与经营者之间的关系。基金持有人是基金资产的所有者,而基金管理人是基金资产的经营者,是由职业经理人组成的专业经营团队。基金管理人与基金托管人是为基金持有人服务的主要机构,两者之间具有相互监督的关系。基金管理人虽然管理基金资产,但并不实际接触和拥有基金资产;基金托管人则依据基金管理人的指令进行清算交割,同时监督基金管理人的投资运作是否合理合法。这就是所谓的“管理和保管分开”的原则。然而,基金管理人与基金托管人均对基金持有人负责,他们的权利与义务在基金的契约或章程中已事先载明,任何一方违反规定,对方都应当监督并及时制止,甚至要求更换违规方。这种相互制衡的制度设计,旨在保护基金资产的安全和资产运作的效率,有利于维护基金持有人的利益。

合理的基金治理结构是对基金投资者利益保护的重要环节,而对投资者利益的保护是基金业得以发展的保证。基金持有人与基金管理人的关系是委托与受托的关系。依据信托关系成立的信托型基金强调受托人在法律上对投资基金资产享有的名义所有权和核心地位。作为受托人的基金管理人是投资基金外部管理的主要服务主体,是受益人利益的代表,负责基金的设立、募集、资产运用、售后服务和收益分配。由于基金管理人是基金资产的实际经营者,负有将基金资产的投资风险降低到最低限度,并保证基金持有人收益最大化的职责,因此,完善基金管理人的职责和义务十分重要,同时也意味着证券投资基金监管措施的完善与加强。

比较而言,信托型基金体制更加适合在市场体系健全、投资行业历史悠久、行业信誉传统浓厚的社会环境中推广。信托制度下的受托人在契约型投资基金的治理结构中演进为基金管理人和基

金托管人两个相互独立的主体,制度设计的目的在于通过经营和保管职能的分离,使上述两者之间形成相互制衡和监管机制,旨在更为有效地保护中小投资者的利益。但从我国的实际情况来看,普遍存在着基金管理人可以自由选任基金托管人的情况,导致基金托管人的权利虚置和在监督基金运作上缺乏独立性,从而弱化了基金托管人对经理人的监督制约机制。因此,应当考虑是否由基金持有人选择基金托管人作为代理人监督和制约基金管理人的问题,从而解决在基金治理结构中的基金持有人的“权利空位”问题。

从契约经济学的角度分析,不论是契约型投资基金还是公司型投资基金都存在着不完全契约的问题,为基金代理人的机会主义行为留下较大空间,而公司型基金的治理机制在弥补不完全契约缺陷方面较之契约型基金治理机制略胜一筹。^① 公司型基金与契约型基金的主要区别在于投资基金本身是具有法人资格的基金公司,投资者通过购买公司股份成为基金公司的股东,由股东大会选出的董事会负责制定投资政策,选聘基金管理人和基金托管人,并对其进行监督。由于公司型基金采取了公司制的组织形式,继承了公司型企业以市场为导向的行为模式和灵活有效的运行机制,使其依法具备主动型的治理结构,使作为公司股东的基金投资者在保护投资利益,维护相关权益和创造社会效益等方面都具备参与的机会。因此,公司型基金体制较信托型基金为投资者提供了更多的基金治理方面的参与机会和通道,因为公司型基金的投资者同时是基金公司的股东,可以通过董事会等治理机构间接地行使控制权,限制基金管理人的控制权和道德风险行为,更好地保

^① 郑荣鸣、蔡庆丰、李超:“投资基金治理结构的国际比较及启示”,载《投资研究》2002年第10期。