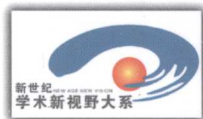
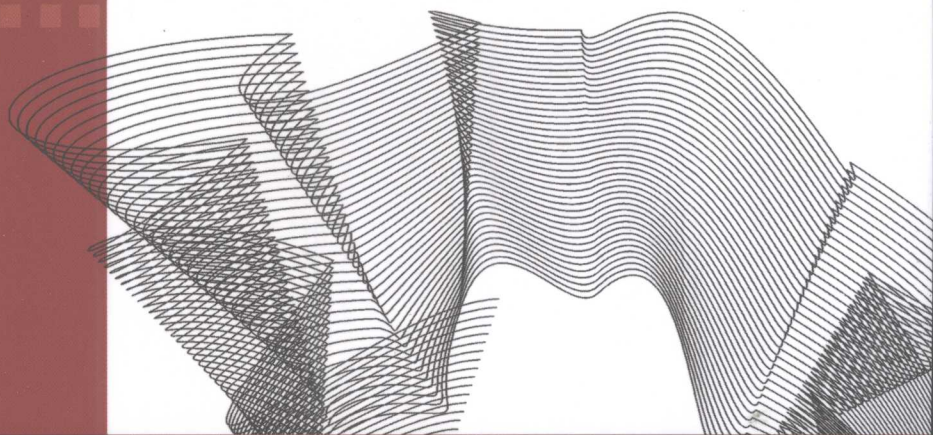


厦门大学
国际经济法
文库

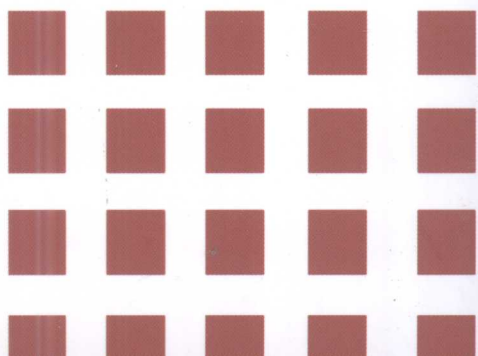


主编 / 陈 安



证券投资基金管理人 不当行为的法律规制

陈斌彬 著



厦门大学出版社

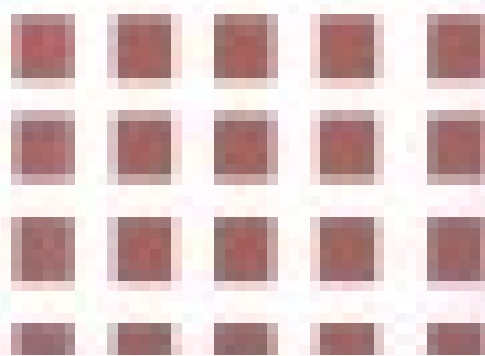
www.xmupress.com



主编 / 陈 敏

证券投资基金管理人 不当行为的法律规制

陈敏 著



中国
人民
大学
出版
社

The Legal Regulation on the
Misconducts of the Securities Fund Managers

厦门大学国际经济法文库

证券投资基金管理人 不当行为的法律规则

陈斌彬 著



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

证券投资基金管理人不当行为的法律规制/陈斌彬著. —厦门: 厦门大学出版社, 2009. 4

(厦门大学国际经济法文库/陈安主编)

ISBN 978-7-5615-3263-8

I. 证… II. 陈… III. 证券投资基金法—研究 IV. 912.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 049797 号

厦门大学出版社出版发行

(地址: 厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编: 361008)

<http://www.xmupress.com>

xmup@public.xm.fj.cn

厦门金凯龙印刷有限公司印刷

2009 年 4 月第 1 版 2009 年 4 月第 1 次印刷

开本: 880×1230 1/32 印张: 10.75 插页: 2

字数: 284 千字 印数: 1~2 000 册

定价: 22.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换



本书综合运用法学、经济学理论,采用比较分析、历史分析、案例分析、规则分析以及经济分析等方法,以美国共同基金为基点,由内而外将美国规制基金管理人不当行为的法律机制分解为信赖义务规范、独立董事规范、信息披露规范和法律责任规范四个核心环节,以展开系统深入的研究。同时,本书在总结美国上述规制经验的基础上也力图结合我国的实际为如何更好完善我国基金管理人不当行为的治理献言献策,以期在我国建立起一个投资基金能得以持续、健康、快速发展的法律保障机制。本书语言风格简练,逻辑清楚,适合证券、基金公司等金融机构从业人员,公安、检察、法院等司法机关工作人员,法律类、财经类等高等院校师生以及其他对证券、基金业监管感兴趣的人员阅读和参考。

序 言

国际经济法是发展中的边缘性法学学科。在世界范围,国际经济法作为独立的法学学科,已有近 60 年的发展史。在中国,经过 20 多年的发展,国际经济法已成为法学各学科中理论研究最活跃、实践性最强的学科之一。当前,在经济全球化和中国加入世界贸易组织的新形势下,国际经济法更呈现其鲜明的时代性和蓬勃的生命力。

得改革开放风气之先,厦门大学在我国较早开展国际经济法的教学和研究。经原国家教委批准,厦门大学于 1981 年和 1985 年在全国率先招收国际经济法专业硕士生和本科生,1986 年开始招收国际经济法专业(1997 年后调整扩大为国际法专业)博士生。1987 年成立厦门大学国际经济法研究所。1995 年,厦门大学“国际经济法及台港澳法研究”学科点被列为全国高校“211”工程重点建设项目。2002 年,厦门大学国际法专业由教育部批准为国家重点学科。长期以来,厦门大学国际法专业学术群体秉承“自强不息,止于至善”的校训,囊萤映雪,开展了一系列国家急需的国际经济法理论和实务研究工作,为我国的法治建设和学科发展作出了应有的贡献。同时,经过不断探索,本专业逐渐形成“出人才”和“创成果”相互促进、相辅相成的研究生培养模式,培养了大批“懂法律、懂经济、懂外语”的国际经济法专门人才。

把本专业建成我国国际法领域的重要研究基地和人才培养基地是我们的奋斗目标。“厦门大学国际经济法文库”的编辑出版,是本专业学科建设和发展的长期性工作。“文库”的宗旨是以系列学术专著的形式,集中展现国际经济法领域的专题研究成果,促进学术和社会发展。“文库”立足出版厦门大学学者、校友在国际经济法领域的研究成果,更欢迎海内外国际经济法学者惠赐佳作。“文库”坚持作品的原创性标准,崇尚严谨治学,鼓励学术创新和争鸣。在出版国际经济法专家学者力作的同时,尤其关注国际经济法学界的新人新作,包括在优秀博士学位论文基础上发展的学术专著。我们期望“文库”成为国际经济法专家学者辛勤耕耘的园地,源源不断地产出智慧之果,启迪思想,弘扬学术。同时,更希望“文库”发挥国际经济法“智库”的功能,为我国的国际经济条约实践、涉外经贸立法以及涉外经贸实务提供有益的理论指导或参考。

“厦门大学国际经济法文库”编辑委员会

2003年6月2日

目 录

序 言

绪 论	(1)
一、研究的背景和目的	(1)
二、研究的思路 and 结构	(4)
三、研究的方法	(7)
第一章 导论:理论基础与制度特征	(9)
第一节 证券投资基金概述	(9)
一、投资基金的定义	(9)
二、投资基金的分类	(19)
三、投资基金的特征	(26)
第二节 基金管理人不当行为的甄别	(28)
一、“不当行为”的起源考察	(28)
二、基金管理人不当行为的产生	(30)
三、基金管理人不当行为的主要表现	(34)
四、基金管理人不当行为的危害	(43)
五、基金管理人的不当行为与违法违规行	(46)
第三节 基金管理人不当行为的规制	(48)
一、问题的提出	(48)
二、对基金管理人不当行为三种规制方式的评析	(51)
第二章 基金管理人不当行为的信赖义务规制	(56)
第一节 信赖义务概述	(57)
一、信赖义务的起源	(57)

二、信赖义务与信托义务的关系	(59)
第二节 基金管理人的忠实义务及其对关联交易的	
规制	(60)
一、基金管理人的忠实义务	(60)
二、对关联交易主体的法律规制	(61)
三、对关联交易形态的法律规制	(64)
四、完善我国基金关联交易法律规制环境的构想	(75)
第三节 基金管理人的忠实义务及其对基金管理费的	
规制	(79)
一、问题的提出	(79)
二、美国基金管理费忠实义务标准的确立	(81)
三、基金管理费忠实义务标准的内容解析	(86)
四、我国现行基金法制对基金管理费规定的	
不足与完善	(90)
第四节 基金管理人的注意义务及其对基金投资	
行为的规制	(96)
一、基金管理人注意义务的内涵	(96)
二、基金管理人注意义务的衡量标准	(98)
三、美国基金管理人注意义务的客观标准	
——“谨慎投资者规则”的确立	(99)
四、注意义务规则对基金管理人投资行为的规制	(106)
五、完善我国基金管理人注意义务法律规定的构想	(118)
六、注意义务规则对基金管理人行使基金所持股票	
表决权的规制	(122)
第三章 基金管理人不当行为的独立董事规制	(130)
第一节 基金独立董事的概念与功能	(131)
一、基金董事会的结构	(131)
二、基金独立董事的概念	(132)
三、基金独立董事的功能	(134)

第二节 对美国基金独立董事制度的评价·····	(140)
一、对美国基金独立董事制度有效性的批评·····	(140)
二、对美国基金独立董事制度有效性的支持·····	(150)
第三节 美国基金独立董事制度的改革与发展·····	(161)
一、ICI 有关基金独立董事的改革报告·····	(161)
二、SEC 1999 年的《解释性规则》·····	(163)
三、SEC 2001 年的《基金独立董事作用》修正案·····	(165)
第四节 美国基金独立董事制度对我国的启示·····	(175)
一、我国现行基金托管人监督制度的缺陷·····	(175)
二、我国现行基金独立董事制度评析·····	(179)
三、完善我国基金独立董事制度的构想·····	(181)
第四章 基金管理人不当行为的信息披露規制·····	(187)
第一节 基金信息披露制度概论·····	(188)
一、基金信息披露制度的概念、种类·····	(188)
二、基金强制性信息披露的必要性分析·····	(192)
三、基金强制性信息披露制度的基本原则·····	(198)
四、基金强制性信息披露制度的法律价值·····	(204)
第二节 美国基金信息披露制度的体系·····	(208)
一、基金单位初次发行的信息披露制度·····	(208)
二、基金持续性的信息披露制度·····	(213)
三、美国基金信息披露的法律责任与救济·····	(217)
第三节 美国基金信息披露的内容及其改革·····	(220)
一、美国基金信息披露的基本内容·····	(220)
二、基金管理人的信息披露与其对基金管理人 不当行为的防范·····	(222)
三、SEC 对基金信息披露内容的改革·····	(228)
第四节 我国基金信息披露制度存在的问题及其矫正·····	(231)
一、我国基金信息披露制度的内容·····	(231)
二、完善我国基金信息披露制度的若干立法建议·····	(238)

第五章 基金管理人不当行为的法律责任	(241)
第一节 基金管理人不当行为的法律责任类型	(242)
一、基金管理人不当行为的行政责任	(242)
二、基金管理人不当行为的民事责任	(246)
三、基金管理人不当行为的刑事责任	(249)
第二节 基金管理人不当行为的行政责任	(252)
一、基金管理人不当行为的行政预防	(252)
二、基金管理人不当行为的行政责任执法措施	(257)
三、我国基金管理人不当行为行政责任规制的 缺陷与改进	(266)
第三节 基金管理人不当行为的民事责任	(268)
一、基金持有人的明示民事诉讼	(268)
二、基金持有人的默示民事诉讼	(275)
三、SEC 对基金持有人民事诉讼的援助	(281)
四、完善我国基金管理人不当行为民事责任 规制的构想	(284)
结束语	(292)
法律法规索引	(295)
案例表	(297)
附 录	(299)
参考文献	(321)
后 记	(328)

绪 论

一、研究的背景和目的

1868 年成立于英国的“海外及殖民地政府信托”(Foreign and Colonial Government Trust)被公认为世界上证券投资基金业诞生的标志,美国的证券投资基金则肇端于 1924 年的“马萨诸塞投资信托基金”(Massachusetts Investors Trust)。如今,投资基金在美、英等发达资本主义国家的地位和作用已经超过商业银行而成为引领资本市场的“领头羊”。^① 与英美等国不同,我国的投资基金起步较晚。在 20 世纪的 90 年代初,亦即 1991 年 10 月,首只投资基金——武汉证券投资基金才经中国人民银行武汉分行批准成立。此后到 1997 年《证券投资基金管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)出台之前,全国共有投资基金 75 只,基金类证券(受益券、组合凭证等)47 只。其中有 51 只投资基金、11 只基金类证券在国内证券交易所、交易中心挂牌上市。^② 1998 年 3 月,在《暂行办法》实施后不到一年的时间内,首批两个新基金即“基金开元”和“基金金泰”募集成功并分别率先在深圳证券交易所和上海证券交易所上市。^③ 截至 2007 年底,我国共有 58 家基金管理公司,发行投资基金 363 只,总份额超过

① 如没特别说明,本书的“投资基金”指的就是“证券投资基金”。

② 欧阳卫民主编:《中外基金市场与管理法规》,法律出版社 1998 版,第 1 页。

③ 新基金是基金业内人士对《暂行办法》出台后组建的基金的称呼,以区别于《暂行办法》出台之前成立的老基金。

223 23亿份,资产净值高达 32 754 亿元。^①可见,证券投资基金对我国证券市场的影响日益增长。

然而,与英、美等发达的资本主义国家相比,我国现有的基金法制很不完善,这突出地表现在基金管理人不当行为的规制欠缺方面。因而实践中,我国基金管理人侵害基金持有人权益的各种不当行为屡禁不绝,基金市场的运行秩序和基金持有人的投资信心曾一度受到极大的干扰。2000 年末发生在我国证券市场的“基金黑幕”就是典型的明证。该“黑幕”揭示我国很多基金管理人在管理基金资产过程中并非从基金或基金持有人利益最大化出发,相反地,是以自己或其控股股东的利益为重。比如,为赚取高额的管理费,很多基金管理人经常暗中玩弄基金“净值游戏”,不当提高基金资产组合的投资风险;或者运用基金资产从事“对倒”、“倒仓”或“拉托”等操纵市场行为,或者为控股股东高位接盘,转移基金利益;或者在基金信息披露中进行虚假陈述以误导和欺骗基金持有人。^②如今,虽然旧的“基金黑幕”已过去多年,但蛰伏在我国基金业中的不当行为依旧没有远去,而且手段更诡秘,形式更多样——很多基金管理人要么与券商结盟,进行“互惠交易”,合谋赚取高额佣金;要么利用所管理的同一基金集团下的各基金联手“抬轿子”,进行“割麦苗”式的分红;要么私下与上市公司和庄家勾结,帮助他们锁仓、进行内幕交易;要么干脆自

① 确切数据是:基金份额数为 2 232 319 992 358.56 份,资产净值为 3 275 402 810 275.48 元。相关数据可参阅,《2007 年 12 月 31 日中国基金管理公司管理基金汇总表》,At http://www.chinafund.cn/Datacenter/200814/200814_62560.html 2006-1-5。

② 有关我国基金管理人在“基金黑幕”中不当行为的详情,可参见平湖、李簪:《基金黑幕——关于基金行为的研究报告解析》,《财经》2000 年第 10 期。

己构建“老鼠仓”，偷食基金盈利，等等。^①而且，面对基金管理人的这些不当行为，我国基金持有人又很难根据现有的法律法规寻求相应的救济，结果使得目前我国整个基金管理行业道德水准低下，基金运行效率不高，且出现大面积的亏损。根据我国历年基金年报统计显示，2004年，我国153只投资基金业绩总共亏损金额高达67亿元，2005年资金亏损额至少也有8.6亿元之多。^②而2006年的证券牛市虽使基金业绩呈现出前所未有的好转，但好景不长，随着大盘在2007年10月的逆转，基金管理人繁荣时期被暂时掩盖的不当行为问题浮出水面。^③据保守统计，从2007年下半年到2008年第一季度，我国342只基金总共亏损高达7194.99亿元。^④

“水能载舟，亦能覆舟”，虽然自然因素影响的存在使我们很难将基金业绩的亏损全部归咎于基金管理人的不当行为。^⑤但基金管理人愈演愈烈的不当行为无疑会大大减损基金的收益，累及基金业绩的提高。很难想象，一个连基金持有人权益都无法得到充分保证的

① 所谓“抬轿子”是指基金集团的管理人为维持其旗下某个基金净值处于高位状态，不惜通过牺牲其他基金的投资利益，基金管理人厚此薄彼的做法的目的是为了树立自己旗下某个基金业绩的品牌。而“割麦苗”式的分红是指基金管理人为吸引投资者的目光，频繁地进行基金收益的分红，故意误导投资者以分红次数多少来衡量基金好坏。其实，频繁分红的结果不仅使得基金持有人不能获取更长时间复利收益，而且为了分红，基金还必须经常保持较高的流动性而牺牲长期的收益。构建“老鼠仓”是指基金管理人在运用基金资金大量买入某种证券之前，先用自己或其关系户（或者关系户的关系户）的资金在低位建仓，待基金资金将该证券拉升到高位后，又让自己或其关系户的证券率先卖出获利。

② 王波、周宏：《153只基金去年业绩亏损67亿元》，《上海证券报》，2005年3月31日第4版；刘瑛：《基金亏损8亿，管理人报酬40亿，托管人收入8亿》，http://news.hexun.com/2643_1587771.shtml，2006-3-31。

③ 从2007年下半年，我国证券市场就频繁爆出包括南方宝元债券和南方成份精选原基金经理王黎敏和上投摩根成长先锋原基金经理唐建等在内的基金管理人构建“老鼠仓”被查处的事件。证监会副主席范福春在2008年3月6日曾对外公开表示，证监会将严查“老鼠仓”事件，发现一起，查处一起，处置一起，决不手软。

④ 其中，2007年第四季度亏损额为720亿元，2008年第一季度为6474.99亿元。详情参见郑焰、周宏：《基金一季度亏损6474.99亿元》，《上海证券报》，2008年4月22日第4版。

⑤ 有关“自然因素”的含义，本书在第二章第二节有详细的解释。

基金市场会获得人们的进一步青睐和积极的参与,更遑论今后能以持续、健康、快速的发展。因此,随着投资基金在我国国民经济和证券市场中地位和作用的日益增强,如何在法律上构建一套严密有效的基金管理人不当行为规制机制并从根本上扭转我国基金持有人权益频受侵害的局面已成为当前构建证券市场法制秩序的重要课题之一。诚如有学者所言:“共同基金的国际实践主要是美国的实践,共同基金相关法律的国际坐标也主要是美国的法律。”^①为此,笔者遵循探索舶来品的一般进路,习惯性地将研究的目光投向海外,特别是集中在当今被公认为基金法律监管制度最为完善的美国去努力探索能为我所用的经验。笔者不敢说美国的各种做法都能放之四海而皆准,但作为当今世界上基金业最发达的国家,美国治理基金管理人不当行为的成功经验肯定有很多值得我国师法和借鉴之处。基于此,本书以基金管理人不当行为的法律规制方法作为研究对象,拟通过全面系统地介绍和评析当前美国所实施的规制基金管理人不当行为的各种法律安排,并试图从中挖掘出能为我所用的规制环节与成功经验,以期能更好地增进我国基金持有人的利益维护,恢复基金持有人的信心,最大限度地缓和我国基金管理人不当行为频仍的局面,进而达到助益于我国资本市场的有序运作和社会经济的健康发展的作用。

二、研究的思路和结构

除了前言和结语之外,本书的正文部分共分五章。

研究证券投资基金管理人不当行为的法律规制,必须首先搞清“证券投资基金”、“基金管理人”以及“不当行为”等词的真正含义和基金管理人不当行为的产生原因。因此,本书第一章作为全文“发现问题”和“分析问题”的部分,旨在为整体研究设定基本语境和必要的

^① 朱伟一:《共同基金是条美女蛇》,《投资与证券》(人大复印资料),2003年第1期,第13页。

理论铺垫,除了重点介绍投资基金在各国基金法制上的称谓和定义、投资基金的分类、制度特征、运行机理和委托代理关系的性质之外,笔者还借助制度经济学上的委托代理理论和公司治理理论详细阐释了基金管理人不当行为的产生机理和相应的三种治理方略,并结合美国的成功经验就我国基金业的发展现状,提出法律规制机制应成为我国当前规制基金管理人不当行为的核心手段。

本书的第二章、第三章、第四章与第五章以美国公司型基金(共同基金)的组织结构为基点,由内至外分别剖析了美国基金法上针对基金管理人不当行为的四种核心机制,即信赖义务机制、独立董事机制、信息披露机制和法律责任机制。其中,信赖义务是法律根据基金运行的信托法理对基金管理人课以的要求其在管理基金资产时必须将个人利益置于基金利益之下的一种义务。这种法律义务将基金管理人的职业道德上升为法律规范,使得基金管理人以基金利益的唯一性和优先性管理基金资产不再是出自于道义所驱,而是守法的应有之义。本书第二章正是围绕基金管理人的信赖义务,从忠实义务和注意义务两个方面详细探究了信赖义务对基金管理人的关联交易、管理费收入、投资行为和行使基金股票表决权的具体规制内容。在研究中,笔者以美国法为中心,有选择地联系和对比其他几个国家或地区的相关规定,力求凸现出美国法的合理性与科学性,展现出其对投资基金业规范与发展的良好互动关系。

应该说,信赖义务对基金管理人不当行为的威慑作用不容置疑,很多基金管理人由于惧怕承担违反信赖义务的法律后果,肯定会事先自动减少或收敛那些明显违法的不当行为。但是,在信赖义务规范没有规定或规定不明的情形下,或者在基金管理人对于不当行为预期收益高于成本的情形下,信赖义务也会出现“震慑失败”(deterrent failure)的现象。即基金管理人虽然明知自身违背了信赖义务,但为图私利,仍会冒“信赖义务之不韪”而冒险从事一些“高回报”的不当行为。因此,单纯在基金法上确立基金管理人的信赖义务并不足以在事前消弭或减少基金管理人的不当行为。为弥补信赖义务规

范之不足,美国法又设置了防范基金管理人不当行为的第二环——基金独立董事机制,授权基金独立董事作为中小基金持有人利益的代表可以对基金管理人的许多重大的资产管理行为加以审批和监督。显见,独立董事在一定程度上克服了信赖义务受制于基金管理人主观意识的不足,从而加大了基金管理人实施不当行为的违法成本。本书第三章对美国法上的基金独立董事制度给予了一个较为全面的剖析:包括基金独立董事的概念、功能,基金独立董事所取得的成就与不足及美国为改革与完善基金独立董事制度所作的一系列努力。在研究中,笔者认为美国基金独立董事制度虽还存在着种种的缺陷,无法做到尽善尽美,但迄今为止却是基金组织内部代表基金利益监督和遏制基金管理人不当行为的最佳安排。

不过,信赖义务和独立董事毕竟属于基金组织内部的规制机制,如果没有第三方力量加入不当行为的治理,则恐怕很难保证基金独立董事不被基金管理人所利用或与基金管理人合谋勾结从事不当行为。为此美国法又设置了防范基金管理人不当行为的第三环——信息披露机制。所谓“暴露于大庭广众者,谅必注意其体形”,信息披露使得基金运作的基本信息、包括基金管理人和基金独立董事的工作情况都必须在法定的时间内公之于众,使基金管理人和独立董事置于基金监管当局和社会公众力量的双重监督之下,从而大大提高基金管理人从事不当行为的违法成本。因此,本书第四章专门介绍有关基金管理人不当行为的信息披露规制机制,具体包括基金信息披露的概念、种类和基本原则,美国基金信息披露制度的内容体系及美国为完善基金信息披露制度所作的努力。在研究中,笔者认为信息披露制度是唯一将基金监管当局和社会公众力量引入基金治理的法律安排,更是减少基金管理人与基金持有人之间信息不对称的最佳通道之一,对遏制和减少基金管理人不当行为的发生极为重要。

诚然,“任何法律都不能没有牙齿,制度只有以责任为后盾,才具