

376

新世纪法律应用论丛

376
376

投资信托基金法律应用

周玉华 著

人民法院出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

投资信托基金法律应用/周玉华著. - 北京: 人民法院出版社, 2000.1

(二十一世纪法学博士论坛)

ISBN 7-80056-878-4

I. 投… II. 周… III. 投资-信托基金-研究 IV. F830.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 65073 号

投资信托基金法律应用

周玉华 著

人民法院出版社

(北京东交民巷 27 号 100745)

北京人卫印刷厂印刷

850×1168 毫米 1/32 22 印张 552 千字

2000 年 1 月第 1 版 2000 年 1 月第 1 次印刷

印数: 1-3000 册

ISBN 7-80056-878-4/D·950

定价: 34.00 元

第一部分

自由主义者的理想：金融 自由化与授信制度

第一章

金融自由化法制规范 的核心问题

我国金融自由化的缺憾在于，有的因法令有缺陷不足以规范，有的因法令过于僵化不符合自由化、国际化的潮流，因此，金融主管机构正在积极研究修改法令，以配合金融发展。然而金融自由化的政策，须以健全、有效率的法制规范为前提。本文以下讨论金融中介的概念，美、日两国的金融自由化的措施，金融法规范的立法目的及金融法规范的构造等问题。本文所提出的金融法规范构造，对整体金融法规进行分类、分析，并提出若干建议，期望能稍有助于整体金融法规的设计，使金融自由化与金融秩序并存。至于个别规范的内容，则不是本文讨论范围。

一、金融中介的概念

金融中介机构（Financial Intermediaries）是指“贷款者（储蓄者）与借款者（投资者）间资金流动移转的机构；或是对储蓄者（有余单位）发行各种间接证券，以所筹得的资金购进投资者（赤字单位）所发行各种证券，或以所筹得的资金购进投资者（赤字单位）所发行证券，完成资金移转功

能的机构”^①，这个金融中介的概念依现行法规可做如下分类：

1. 存款型金融中介机构 (Depository-Type Financial Intermediaries)。包括商业银行、政策性银行、信用合作社、邮政储蓄所、外国银行等。

2. 保险型金融中介机构 (Insurance-Type Financial Intermediaries)。包括人寿保险公司、财产保险公司等。

3. 投资型金融中介机构^②。如证券投资信托公司、信托投资公司等。由以上分类可知金融中介机构的共同特色，是将存款人、信托人、投保人或投资人的存款、信托基金、保险费汇集，由中介机构将之投资或贷款给一定的投资事业。其他不属金融中介的金融事业，诸如证券商、证券投资顾问事业等，可类推适用金融中介的法规范，以确保投资人、委托人等的权益^③。

二、金融自由化

金融与经济发展有密切关系^④，发达国家显示出金融深化 (Financial Deeping) 并有助于总体经济成长^⑤，而金融自由化未彻底实施的国家，却蕴示金融中断 (Financial Disin-

① 林钟雄：《货币银行学》（台北，著者自版，1993年2版），第61-162页。

② 证券投资信托公司（基金公司）与信托投资公司，虽然二者与投资人均建立在信托关系上，但前者主要为集团信托，后者为个别信托，四宫和夫：《信托法》，有斐阁，第15页（昭和55年）。

③ 金融中介与非金融中介金融机构不同在于：前者担任金融契约的转换，本身负担风险，而后者只是替借贷双方配对，本身不负担风险，但前者之法规范构造原理，应可类推适用于后者。

④ 吴澄敏，金融深化、互补性假说与台湾经济之发展（中兴大学经济研究所73年7月），第517页。

⑤ 吴澄敏，前揭文，第5，23-24页。

termediation) 及二元性金融体系^①。

70年代以来，西方各国为了激发金融制度的活力，纷纷放松了金融管制，出现了金融竞争自由化趋势。这主要表现在：一是价格自由化，即取消利率限制、放开汇率、消除证券交易中的固定佣金制度，发挥价格的市场调节作用。二是鼓励金融竞争，放松了金融机构的控制，放宽或取消了各类金融机构经营范围的限制等，为各类金融机构的公平竞争创造条件。三是资本流动自由化，本国资本市场对外进一步开放。四是各类非银行金融机构迅速发展。证券公司、保险公司和基金管理公司等非银行金融机构开展了与商业银行的竞争，金融机构之间出现了多元化的自由竞争格局，传统的商业银行业务表现出相对萎缩的趋势。金融竞争自由化为投资基金的脱颖而出创造了条件。投资基金以其方便投资、专家管理、分散风险和规模经济等优势，在金融竞争过程中不断发展壮大，最终发展成为金融市场上一个不容忽视的角色。

顺应金融自由化的历史发展趋势，各国纷纷开展金融市场改革，以日本而论^②，由于其个人资产累积及个人储蓄方式多样化、国内与国际市场间的资本移动扩增、公司理财方式改变、银行业务电脑化等因素，促使其加速金融自由化的步伐。而其采取的措施包括大额存款的利率自由化、金融商品多样化、银行业务自由化、货币市场的扩大、成立境外金融市场、准许外资银行及证券公司进入日本市场、欧洲日元市场的自由化等措施。

美国金融自由化的改革原因，有的是因美国商业银行间

^① 苏汉铭：《台湾民间借贷市场及改进金融体系之途径》，（台）台湾银行季刊三六卷四期，第138页。

^② 李铭仪译：《日本的金融自由化与国际化》，（台）中央银行季刊九卷十期，第48页以下。

竞争的不公平、商业银行与其他存款机构竞争上的不公平及存款机构与货币市场间的不公平造成的^①,这是促使美国制定“解除金融机构管制及通货管理法”(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980)及“葛森乔曼存款机构法”(The Garnst Germain Depository Institutions Act of 1982)^②,其立法的主要内容则包括利率自由化、扩大金融机构资金运用范围、扩大存款准备率适用对象范围、授权FDIC(Federal Deposit Insurance Corporation)、FSLIC(Federal Saving and Loan Insurance Corporation)、NCUA(National Credit Union Administration)处理存款机构危急情况的处理权限等;更进一步,金融技术的革新,例如投资公司吸收银行存款人的存款(即货币市场共同基金:Money Market Mutual Funds)、大企业以商业本票筹措资金、银行借贷业务的证券化(Securialization)^③,使美国政府不得不接受学者的建议,考虑葛拉斯史蒂格尔法(Glass Steagall Act)的修正^④。

我国要求金融自由化的呼声,主要是政府放宽外汇的管制,为排除金融体系的垄断并使更具经营效率,尤其鼓励设立民营金融机构。我国金融自由化的过程中,最为人们关注的是金融中介设立及业务的自由化,而在金融中介自由化政

① Donald C. Langevoort, "Statutory Obsolescence and the Judicial Process : the Revisionist Role of the Courts In Federal Danking Regulations " 85 Mich. L. R. 672., at 673.

② See Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980, Pub. L. No. 96 — 221, § 204, 94 Stat. 103(1980)(codified at 12 U. S. C. § 3503(1980& SUPP. 1987))

③ Langevoort, supra note, at, 679.

④ Special Report, Safety and Soundness will Be the Key Concern in 1986 as Congress Considers Changes In Financial Laws, 46 Wach. Fin. Rep. (BNA)No. 3, at 130 — 137(Jan. 20, 1986).

策下，金融法规范应如何调适，是本文讨论的目的所在。

三、金融法规范的立法目的

金融法规的立法目的在于促进金融中介机构的健全 (Soundness)，即防止其破产、倒闭 (Failure)，而促进金融中介健全的主要动机为：(1) 保护资金的提供者 (存款人、投资人、投保人)；(2) 鼓励资金投入金融市场，使之有助于国家经济的发展。简而言之，金融中介法在于促进金融中介的健全，以保障资金提供者，使国家金融产业及整体经济发展。对一般公司与金融中介法规范的内涵并不相同，前者主要透过公开原则 (Disclosure) 与禁止内部人交易 (Self-dealing) 的规定，以保障公司的股东及债权人，而后者则还有很多实质的限制规范^①。而这些实质限制规范的存在，因金融事业与非金融事业有下列不同之处：

1. 金融中介的破产、倒闭或财务危机，众多案例显示是因内部人的诈欺、内部人交易、违法行为而产生的，例如近年所发生的中农信、广信事件等；而非金融事业较少因上述原因破产、倒闭。

2. 非金融事业的资产多属有形资产，其因资产的处分不当而破产的，由于公开原则的预警作用，投资人、债权人尚可及时采取行动，以保护自己的权益，而金融中介的资产多属无形资产，且处分资产、转换资产风险极易使投资人负担较大的投资风险。

3. 非公开发行的金融中介机构，由于其公司信息的缺乏，使投资人无法对其金融中介供给资金的风险进行评估，

^① Robert Charles Clark, "The Soundness of Financial Intermediaries, 86 Yale L. J. 1 at 23.

或获取资讯的成本大于其投资的利润,这种金融市场资讯的不完全性,使该资金提供者风险增加^①。

4. 社会对小额投资人因投资于金融中介或一般公司遭受损失观感不同,对后者,由于投资利润与风险的关联性,投资人遭受损失自行承担,似天经地义,但对前者,由于传统的对金融中介的信心,及小额投资人的弱者地位^②,使社会深深感受到对这种小额存款、保险费的损失,有设法加以保障的必要性。

金融中介法规范存在的经济上理由,也许因为其在经济稳定发展中所处的重要地位,但综观整体法规范,该立法目的是建立在保障资金供应者的基础上,因此,在形成及解释该法规范时,如何有效保障该资金供应者,应为本文首先需要关心的。

四、金融法规的构造

金融中介法规范的构造,可分为四个层次:限制竞争的规范、资产组合的规范、内部人不正当行为的规范及恢复的规范。限制竞争属机构外部的规范,其余三者针对机构的内部行为的规范。此四规范概念上相异,但实际规范内容却多重叠且相似,其共同终极目的在于减少金融中介机构倒闭(Failure)的风险,即促进该机构的健全(Soundness)。下面就就此四规范的策略,讨论我现行法规定的合理性:

(一) 限制竞争的规范

限制竞争的规范可分为两类:价格限制及市场进入的限制,前者诸如存、放款利率、保险费及证券投资信托基金的

① Clark, Supra note, at 15.

② 由于传统上民众对金融机构有信赖感,使资金提供者忽略其存款、投保或投资之风险。

经理费用、买回费用等的限制，而后者包括营业的特许许可、分支机构设立的许可、合并等的限制。

近年来国际金融环境风云变幻，金融商品层出不穷，迫切需要提高金融中介机构效率以迎接金融服务竞争时代的来临。因此，过去只求防弊的金融、证券法规，很有重新研究探讨的必要。限制竞争的金融法规，过去均被认为其能使金融中介维持独占利率的最低收益，有防止倒闭的效果；或是防止过度竞争，避免金融中介为生存从事高风险贷款、投资。

但该限制竞争的规范有下列规范成本及理论上的缺陷，使本文不得不重新研究探讨其规范的价值：

1. 单纯对一种金融中介制定限制竞争的规范，将使这种金融中介处于竞争弱势的地位，如对银行部门存款利率的限制，将使巨额资金流入非银行部门，即造成所谓“金融中断”（Disintermediation）的现象。

2. 由于限制竞争的规范有碍资金的有效分配，使原在竞争市场不能生存的金融中介继续存在；使原能提供更多品种金融商品、更长服务时间、更低廉的商业及消费贷款、更有效率金融服务的金融中介维持原状。

3. 许多学者已开始对 1930 年银行体系崩溃的原因：“因银行过度竞争使银行不得不从事高风险、高收益的投资及贷款”提出反对见解^①。事实上，防范金融中介做高风险的贷款及投资，最直接的方式应是对其资产组合的限制，减少其不良竞争，而不是对竞争予以限制。

4. 限制竞争确能创造独占利润（Monopoly Rents），然

^① 徐彩秋：《美国“1980 年解除金融机构管制及运货管理法案”与“1982 年葛森乔存款机构法案”之沿革及影响》，（台）中央银行季刊六卷三期，第 22 页以下。

但却不能防止金融中介倒闭的最大原因——内部人经营不力、从事内部交易、侵占及高风险投资。该独占利润的最大受益者，并不是金融中介交易的投资人、存款人，而是独占者的股东及内部人员，该利润可能早已成为其股东的股利、经理人的优厚薪水及公司宽裕的费用。

5. 限制竞争的规范为便于行政机关对客观金融环境作出判断，往往设置诸多抽象裁量规定，其裁量的结果往往是主观、多争议的。例如对新金融中介的营业许可，在现行法规有诸多以“地区需要”为标准，主管机关在判断时，须扮演市场的预测者，主管机关如不能获取适当的信息或做详细市场调查，往往做出不利于市场及业者的判断。

由以上分析，本文以为该限制竞争规范（Anticompetitive Regulation）的规范成本极高，因此，在其他规范能有效规范金融中介时，应尽可能减少这种规范。顺应各国金融自由化的方向，我国金融法规似可考虑下列修正原则：

1. 对民营金融中介机构（包括银行、保险、证券投资信托公司）及其分支机构（包括在国内、国外）的设立应订立标准（包括负责人资格、最低偿本额），尽可准其设立。

2. 鉴于金融环境的变化，为维持金融中介间的公平、有效竞争，应开放银行的信托业务、外商银行的部分信托、储蓄业务、信托公司的储蓄业务，使其能满足市场多样化金融商品的需求；相反地，对非金融中介经营其业务，应采重罚、严格取缔主义，以促进金融竞争公平性及金融安定^①。

^① 我国商业银行法第11条规定：“未经中国人民银行批准，任何单位和个人不得从事商业银行的业务”。同法第79条并规定违法设置商业银行应依照刑法有关规定（刑法第174条）追究刑事责任并予以取缔。未经核准设立保险公司经营保险业的可以依保险法加以行政处罚，情节严重的追究刑事责任。未经核准募集、发行证券的，依证券法加以行政处罚。

（二）资产组合的规范

组合规范（Portfolio Regulation）是对企业内部财务的规范，如金融中介可投资资产的数量、种类、价格的限制，或机构可发行的负债、股权的限制，或是损益表中对资产、负债的评价方法等。防止内部人不当行为的规范，很多也借组合规范来实现其效果，但前者一般均较严格。

在银行法规中诸如放款的限制、流动资产的限制、业务范围（投资）的限制等。

在保险法规中，对投资银行存款、国家债券和国务院核定的投资范围的限定（诸如对投资股票、公司债的限制，对投资不动产的限制等）。

在证券投资信托法规中，诸如各种对投资对象、数量的限制、准备金的保存方式。

组合规范的执行成本较高，而间接成本较低，即为有效执行该种规范，须做各种定期与不定期的检查。金融中介也必须制作不同的报表查核，然而其不象限制竞争规范，严重影响金融竞争及服务效率（虽不同的组合规范影响金融中介间公平竞争，或使其不能发挥最大效能的经营效率），且这种规范是保障资金供应者最直接的方式，提供其资金的安全性及变现力，以减轻倒闭风险。在现行法规中，应考虑下列原则：

1. 在检讨其规范的方式及内容时，宜符合投资组合原理或实证调查，而个别的金融中介有其不同特性（如证券投资基金有的也许为成长型，着力追求最大利润），应进行不同规范。

2. 对组合的限制规范，如仅强调规定某一硬性标准，可能顾此失彼，不能兼顾所有金融中介的特性，因此，可规定最高标准及最低标准，其是否符合法律规定，金融检查机

构应负起责任(完善金检体系是具体执行组合规范的保证),而在法规范围内实际财务状况如何,应通过公开原则(Disclosure),使资金供应者(尤其大额资金供应者),能正确估算其资金的获利及风险性,透过金融中介所发行证券的公开原则,可以有效地实现金融中介财务、营业的公开。

3. 现行金融中介法规普遍过于僵化,金融自由化的政策下,金融中介能推出不同金融商品的前提是:能使其资产组合做出有效、最低限制的规划,因此,现行法规中对建筑及消费贷款的限制;保险公司投资其他事业的限制;尤其,对证券投资信托基金购买证券的对象及数量,应突破现行法单一标准的规范,使各基金显现不同商品的特性,符合不同投资人的需求。

(三) 内部人违规行为的规范

金融中介的倒闭主要因为内部人的违规行为(Insider misconduct Regulation)^①,历年来的金融危机,金融机构负责人以其机构为私人工具,放肆贷款、投资于其关系人,是其倒闭的主要原因。

金融中介与资金提供者本有信赖关系(Fiduciary Relation),此信赖关系使金融中介机构负有注意义务(Duty of Care)及忠实义务(Duty of Loyalty),忠实义务的实践多赖内部人利害冲突(Conflicts of Interest)的防范^②。金融法规

① 依美国 FDIC 的统计,1960 年 1 月 1 日至 1975 年 12 月 31 日,80 家加入存款保险而倒闭的银行,其倒闭的原因有 42 家(52.5%)是因为非法贷款给银行董事、职员,24 家(30%)因内部人员侵占,14 家(17.5%)因经营不善。而 1963 至 1972 年间 230 家倒闭的保险公司,因内部人不正当行为而倒闭的 70% 以上。See Clark, *supra* note, at 11—12.

② George G. Bogert, George T. Bogert, *Laws of trust* (St. Paul Minn. West Publishing Co, 1973), at 343, 346.

的这类规定比一般公司法规更为严格。

参考美国法，其金融中心法规对利害冲突防范的规范，有下列 5 种方式：(1) 要求公开该利害冲突的交易行为，并经股东会或董事会的承认；(2) 要求无利害关系的董事，就该交易行为提交报告，并说明其公平性；(3) 原则禁止该有利害关系的交易，但例外情况下，经一定程序可以获准；(4) 只允许经济上价值不大的利害关系交易；(5) 全面禁止与内部人有利害关系的交易，且不设各种例外许可的情形。

我国金融中介法规关于内部人内部交易及利害冲突的防范，形态也各异：

1. 银行法规定，银行对其负责人或职员，禁止向关系人发放信用贷款或发放担保贷款的条件优于其他借款人同类贷款的条件，以及违法向关系人以外的其他人发放贷款。同法还规定了所谓利害关系人的范围。

2. 证券投资基金管理办法第 33 条等，以防范经理公司的违法行为。

防范内部人违规行为的规范有下列两主要规范成本：(1) 须运用金融检查人员对参与金融中介机构交易之人进行广泛的调查，确定其与金融中介有无利害关系，尤其我国昔日金融机构负责人，为规避各种规范，合法和非法地利用他人名义，与金融机构进行交易，这使金融人员须作极为详实的调查，颇耗人力；(2) 若该金融中介为当地唯一适合与利害关系人进行交易的，则该种限制规范将导致资源误置，且对欲与金融中介进行公平、诚实交易的利害关系人，形成不公平待遇。此外对这种利害关系人交易的追诉求偿，也维护了投资人、金融中介的人力、财力。

这种规范的价值不仅在于防止金融中介的倒闭，更重要的是，其也因防范内部人道德及忠实义务的可非难行为，此

规范利益远甚于其任何规范成本，即该规范的存在基础是其能满足一般人的道德感，希望能控制并对抗内部人不正行为。以下列述现行法规应考虑立法原则：

1. 任何有效防止内部人不正行为的规范，应由三方面着手：(1) 须有各种定期与定期的检查；(2) 要求业者对可能产生弊端的行为作出充分的公开或申报；(3) 对内部人或业者的违规行为应规定严格民事及刑事处罚，甚至鼓励资金提供者诉讼。我国金融法规宜朝此方向增修。

2. 各种涉及利害冲突交易，其规范方式、形态已如前述，本文较赞成原则禁止、例外许可形态，这种立法一方面可排除违规行为，另一方面亦可减免对商业行为效率损害，免生差别待遇。我国证券投资基金管理办法第 34 条严格禁止的规定，似可斟酌采取原则禁止、例外许可的立法原则，予以放宽，而保险法规却极欠缺，应予补充。

(四) 恢复规范

所谓恢复规范 (Reactive Regulation)，指金融中介在不能清偿债务或清偿有困难时，为保障资金提供者特别处理程序。这种恢复规范主要包括：(1) 存款保险制度或保险担保基金制度；(2) 特殊清算程序，以保障资金提供者权益。

1. 许多国家仿美国设置存款保险制度，该制度除在投保机构不能支付债务，由中央存款保险公司给付保险金额外，尚赋与其移转存款于其他投保机构，以中央存款保险公司名义继续经营权限。中央存款保险公司也可以报请主管机关派员辅导投保机构经营，或派员与其他债权人代表监督。

至于为保障被保险人，促进人寿保险健全发展，则各国设有“担保基金”，该基金主要用于贷放经营困难的保险业，或遭受业务损失的保险业。至于投资型金融中介——证券投资基金管理公司，由于其性质上与前二者不同，即投资人在

购买受益凭证时，即明知其投资风险性，而前二者存款人、投保人则对其存款、保险的风险性较不能预期，因此制度上不对证券投资信托的投资人，设置一定的保险制度予以保障。

2. 银行在不能偿付债务时，即由中央主管机关勒令停业并限制清理，清理不能获得改善时，则转清理为清算，自停业日起视为解散。保险业在资产不足清偿债务时，则由主管机关派员监理，监理程序中监理人也可报请主管机关许可，向法院申请宣告破产。

现行法对证券投资信托基金经理事业的不能清偿债务，尚无特殊规定，但主管机构可以依证券投资基金管理暂行规定有关规定，将经理不善或解散的证券投资基金管理公司所经理的基金，代转于其他证券投资基金公司管理。

恢复规范尚无重大规范成本，虽然各种存款保险费用的最后负担者为存款人，但该种保证后授基金制度 (back - up Funds System)，的确有助于存款人估算其存款的风险，而我国现行法中破产前清理、监理、移转经理机构制度，与直接进入破产程序相比，的确更能节省资金提供者的成本 (费用)，其程序也不烦琐。

纵观我国现行金融中介的恢复规范，下列立法原则、问题，值得注意：

1. 美国联邦破产法明文排除对银行业、保险业及铁路业等的适用，而由各州另行制定清算程序，我国现行法对保险业、银行仍适用破产法的规定，似不能顾虑其特性 (尤其对总体经济的影响)，应考虑在银行法、保险法特设一定程序。

2. 我国对投保人的保障，似应考虑仿英、美法，设置寿险、财产险、汽车责任险等担保基金 (Guaranty Fund)，