

李仲翔 李仲飞 汪寿阳 著

以风险为基础的 基金监管现代化

清华大学出版社

李仲翔 李仲飞 汪寿阳 著

以风险为基础的 基金监管现代化

清华大学出版社

(京)新登字 158 号

内 容 简 介

如何有效地应对加入 WTO 后的竞争,如何彻底地摆脱“基金黑幕”的阴影,这是今后基金监管必须面对的问题。本书在全面系统论述美国基金监管经验的基础上,深刻分析了我国基金监管的现状弊端。该书作者提出在不增加系统风险的前提下,建立以投资者为出发点的灵活、开放的现代化监管模式,实现从合规性监管到以风险为基础监管的战略转变。本书论点精辟,论述系统,具有前瞻性和可操作性。

该书适合金融业的政策法规制定者及监管者、基金经营者、广大投资者、金融证券专业本科生和研究生阅读。

图书在版编目(CIP)数据

以风险为基础的基金监管现代化/李仲翔,李仲飞,汪寿阳著. -北京:清华大学出版社,2002

ISBN 7-302-05601-3

I. 以… II. ①李… ②李… ③汪… III. 基金—投资—监督管理—研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 042137 号

出 版 者: 清华大学出版社(北京清华大学学研大厦,邮编 100084)

<http://www.tup.tsinghua.edu.cn>

责任编辑: 徐学军

封面设计: 常雪影

版式设计: 肖 米

印 刷 者: 北京市清华园胶印厂

发 行 者: 新华书店总店北京发行所

开 本: 850×1168 1/32 印张: 9 字数: 224 千字

版 次: 2002 年 9 月第 1 版 2002 年 9 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7-302-05601-3/F·416

印 数: 0001~5000

定 价: 20.00 元

序 言

中国基金业的开放已被列入议事日程,搞好基金的开放和监管任务十分紧迫。加入世界贸易组织(WTO)的有关条款已经为中国基金业对外开放设定了时间表。中国加入 WTO 后,必须开放中国的基金管理市场。外国公司可以在中国建立合资的基金管理公司,在中国加入 WTO 之初,外国公司可以达到不超过 33%的股份,3 年后可以达到 49%的股份。

然而,中国基金业的历史却是如此短暂:1990 年中国建立了股票市场,1997 年才有了第一部全国性的基金法规——《证券投资基金管理暂行办法》。2000 年 10 月中国证券监督管理委员会发布了《开放式证券投资基金试点办法》。目前,全国人民代表大会正在紧锣密鼓地对投资基金进行正式立法。

监管机构也在积极探索和推进建立市场化的证券监管体系以应对新形势的变化。2000 年,中国证监会主席周小川先生提出了“创造性、超常规发展中国的证券市场”。这样就提出了一个重要且紧迫的议题:在不显著增加系统性风险的情况下,如何实现中国基金业监管的现代化。

本书系统地讨论了美国基金业监管的历史演变、现行政策,以及未来发展趋势,在深入分析我国基金业及其监管现状和中国国情的基础上,提出了中国基金业监管现代化的一种可供考虑的模式。本书的基本出发点是想借鉴西方基金业监管的成功经验并结合中国的实际情况,在理论上系统地构造中国现代化基金监管的框架体系,提出一系列基于风险的现代化基金监管的政策建议,并在这个框架下提出我国风险投资基金业的监管模式。

以风险为基础的基金监管现代化

本书较详细地介绍了美国的基金监管经验与中国的基金监管实际情况,希望有助于读者了解美国基金监管的全面情况和内在机制。在我国开展基金立法的今天,借鉴西方国家基金监管的经验教训,可以少走弯路,促进我国基金事业的健康快速发展,尽快缩小我国基金业与国际基金业的差距。

本书涉及一些较深层次的理论问题,如监管是保护投资者还是经营者?是否进行从合规性监管到以风险为基础的监管的战略性转变?基金业是特种行业还是应当和其他普通行业一样对待?基金是服务还是产品?这些问题决定了未来基金立法和监管理论框架的建立。希望对基金立法和学术界有一定的理论参考价值。

由于时间匆促,本书有不少不足和遗憾的地方。例如,本书主要是研究借鉴美国的经验(虽然美国是世界上基金业最发达的国家),对欧洲等其他发达国家的相关研究涉足较少;进而在比较研究方面显得不够全面和系统;对中国基金监管存在的问题仍有许多有待深入探讨等。

由于本书的第一作者具有证券基金监管的经验,又在英国的投资银行机构工作过,特别是以访问学者身份在美国共同基金行业协会专门研究美国的基金业监管与管理,并在美国基金集团进行过具体操作,对美国基金立法、监管体系以及日常经营比较熟悉,有得天独厚的条件去接触美国基金立法、监管、经营人员及相关研究资料,所以可以讲本书的研究条件是非常独特的。我们也希望本书中的政策建议在中国有一定的可操作性。

最后,我们要感谢许多人在本书的研究与写作过程中所给予的帮助与支持。本书大部分的初稿是第一作者在美国和

英国访问和工作期间完成的。在此,要特别感谢美国投资基金行业协会国际业务处处长、高级律师 Mary Podesta 女士对他在美国期间开展研究工作的周到安排。她对一个中国人的友谊使作者终生难忘。另外,美国投资基金行业协会(ICI)前总裁 Mathew Fink 先生,ICI 前任主席、ICI Mutual 保险公司总裁、波士顿大学兼职教授 David Silver 先生,先锋资产管理集团董事长 Jack Cogan 先生,美国证券交易委员会检查办公室副主任 Gene Gorkhe 先生,英国洛希尔投资银行的副董事长 Mach Meish 先生和非执行董事 George Wang 先生等,在一些疑难问题上多次与第一作者讨论,这使本书增色不少。

中国科学院系统科学研究所杨晓光副研究员参与了本书多个章节的讨论,他的不少建议在本书中得到了反映。我们对他的帮助表示由衷的感谢。北京大学刘力教授、天津大学张维教授、中国科学院政策与管理科学研究所徐伟宣研究员、中国科学院系统科学研究所陈锡康研究员和卢祖帝副研究员、中国科学院应用数学所程兵研究员等的意见对本书的完成与最后定稿帮助很大,我们对他们的支持与帮助表示衷心的感谢。

本书的研究还得到了国家社会科学基金项目(编号 01CJY019)和中国科学院重点研究项目(1501800),以及中国科学院管理、决策与信息系统开放研究实验室的资助,我们也一并表示感谢。

李仲翔 李仲飞 汪寿阳

摘 要

本书通过较为系统地研究美国基金监管体系的历史、现状与发展,结合中国的具体情况,提出在不显著增加系统性风险的前提下实现我国基金业监管现代化的整体框架和一整套办法。所遵循的基本原则是最大限度地满足和保护投资者的利益,探索解决“规范多了就抑制发展,发展快了就出问题”这一长期困扰中国证券业发展的难题。

大力发展中国的基金业,根本性地改善我们的基金服务体系,首先必须使我国的基金业监管体制与方法实现现代化,创造一个全新的竞争和创新环境。实现现代化的一个重要方面是必须对监管体制进行整合。包括以下几个方面:需要根本性地降低基金行业的准入要求,把基金从特种产品变为大众产品;要注重基金规模的多样性和均衡性,既要发展“航空母舰”式基金和基金管理机构,又要发展“精品屋”式的基金和基金管理机构;对基金管理机构和证券机构等实行功能性监管,并运用这一原理解解决好证券机构、基金管理机构和投资咨询机构开展全权委托资产管理业务的关系;应当放松基金业的操作结构,实行模块式监管。

实现现代化的第二个重要方面是放松对基金产品的监管。封闭式基金和开放式基金只是基金产品的两个端点,半开放式、半封闭式、开放式与封闭式的混合,以及同一基金下不同股份类型等都可以成为基金产品监管的系列。这种关于基金产品的新认识有助于改善中国目前基金产品单一、管制过多的状况。

一系列监管手段的放松可以提高基金服务水平,更好地

以风险为基础的基金监管现代化

满足投资者的需要,但是随之也会大大增加基金业的系统性风险。为此,必须相应地采取一系列控制风险的监管措施。放松监管后,传统的政策控制手段将弱化,必须采取市场化的、间接的手段,建立一系列以风险为基础的监管规则。可以同时从两个角度来控制风险:一是被监管企业,二是投资者。传统的做法往往是针对被监管企业,如严格控制其产品创新。实际上如果能够让投资者获得充分的风险信息,由投资者做出合理的投资决策,并对投资者本身按照风险认识和承受能力进行分类,按类别匹配不同的投资产品,会减轻对被监管企业的束缚,同时给予投资者更大的选择余地。在建立被监管企业的风险控制机制方面,中国基金业需要建立两个机制:一是公司治理结构的独立性,二是投资者资产保护体系:资产补偿和商业保险。在通过投资者控制风险方面,主要措施有风险披露、风险评级以及投资者分类。前两者需要被监管企业完成,而投资者分类是针对投资者本身的,对风险认识和承受能力低的投资者限制其参与投资业务,对风险认识和承受能力高的投资者则给予更大的自由选择空间。

如何使上述措施付诸实施呢?这就需要建立以风险为基础的基金检查方法和体制。在检查方法上,要建立系统性的统一风险评估体系。监管机构定期向社会公布风险较大的区域,及时向公众揭示被监管对象的风险状况,让投资者及时认识和辨别风险所在,让社会舆论和投资者的选择来纠正企业的行为。

相应地,监管体制也应当实现现代化。检查、管理(制定政策与审批)与执法要分开,建立事前(制定政策和批准)、事中(检查)和事后(案件调查处理)三位一体的监管格局,相互

分工协助,集中发现隐患,形成系统性的风险监管网络。鉴于此,我们在基金业检查的组织上也应做相应的改革。一是检查部门要独立;二是建立独立的投资者关系部门;三是实行矩阵式基金检查管理;最后,在处理中央与地区监管机构的关系上要重新划分权限和监管职责,审批权应归中央,日常检查和调查执行应当由地方实施为主,中央以制定政策和协调为主。

本书在讨论了如何建立以风险为基础的基金监管现代化的基本框架后,最后专门讨论了风险投资基金的监管问题。讨论结果可以推广到其他类型的非证券投资基金、私募基金等的监管上。美国基金业的监管主要是以共同基金为主,但这并不意味着风险投资基金排除在监管体制之外。美国创立的商业开发公司和对私募投资公司的豁免就是很好的证明。

我国只有建立一个良好的监管体系,风险投资事业才会健康有序地发展。目前国内纷纷成立风险投资基金和风险投资管理公司,我们必须在监管政策和制度上尽快跟上。考虑到风险投资基金风险的特殊性,参与风险投资基金的投资者必须是具有一定风险认识和承受能力的投资者。对风险投资基金的监管要以间接监管为主,即通过监管风险投资基金的管理人来监管风险投资基金,保持风险投资基金自身发展的灵活性。风险投资基金在本质上与证券投资基金是一致的,因而风险投资基金的监管要和证券投资基金的监管一体化,接受同一监管机构的监管。风险投资基金在操作上又有其自身的特殊性,突出的问题是必须解决基金资产的估价和基金股份的交易问题。基金资产由第三者进行独立评估,股份的交易必须按照估价值为基准进行。

Abstract

Through in-depth study on the history, present situation and future development of U. S. funds regulatory system, this book presents a structure and a set of methods for modernizing China's funds regulation under the precondition of not enhancing systematic risk substantially. The fundamental principle is to ultimately satisfy and protect the interests of investors. Further more, this book tries to solve the dilemma of "if normalized too much, the development will be restrained; if developed too fast, some problems will happen", which has been puzzling the securities industry of China for a long time.

In order to fully develop China's funds industry and improve its service fundamentally, first of all, China's funds industry must be fundamentally modernized, and create an environment of fully competition and innovation. The regulatory systems, not only cross-industry but also more importantly within industry, must be integrated, including the followings: fundamentally decrease the entry requirements for funds industry, and change the funds from special products to ordinary products; highly value the multiplicity and equilibrium of funds scale, not only developing "the carrier-type" funds and their management companies, but also "the boutique-type" ones; take functional regulation on funds management institutions and

securities institutions, and solve their relationship by using the above theory among securities companies, funds management companies and investment advisory companies regarding developing discretionary assets management; the operational structure of fund industry should be loosed, and take "blocks" regulation.

The second important aspect for modernization is to deregulate fund products. Closed-end funds and open-end funds are two extreme points of fund products. Semi-open-end funds, semi-closed-end funds, the hybrid of open-end funds and closed-end funds as well as different share classes within one fund can all be in the series of fund products regulation. Such new understanding of fund products would help to improve the current simpleness of fund products and over regulation on them.

A series of deregulation may improve funds services, and satisfy investors' demands, but accordingly, increase systematic risk dramatically in funds industry. Thus, a series of measures of risk control must be taken. After deregulation, the traditional policy control will be defective, and a series of risk-based regulations should be established by using market and indirect measures. They can be taken from two angles simultaneously: one is the regulated firms, another is investors. Traditionally, the risk control focuses on the regulated firms, such as strict control over fund product innovation. In fact, if investors could get efficient

以
风
险
为
基
础
的
基
金
监
管
现
代
化

risk information for making reasonable investment decisions, and be classified and matched to different investment products according to their abilities of risk identification and tolerance, the burden over the regulated firms could be relieved, and even broader choices could be provided with the investors. In terms of establishing risk control system for the regulated firms, funds industry in China needs to establish two mechanisms: the independence of corporate governance, and investors' assets protection system; assets compensation and commercial insurance. For controlling risk through investors, main measures are risk disclosure, risk rating and investor classification. The first two ones need to be finished by the regulated firms, and the last one is for investors themselves. It is a restriction to investors with low abilities of risk identification and tolerance, but a freer and more selectable space to investors with high abilities.

How to put the above measures into practice? It is to establish risk-based funds examination. In light of examining methods, a systematically unitary risk rating mechanism should be established. Regulators periodically publicize the areas with high risk, and disclose to the public in time the risk situation of the regulated firms, letting investors identify and distinct where the risk is, and correcting the firms' conduct through the selection of public media and investors. Accordingly, regulatory system should

be modernized too. Examination, management (policy-making and approval) and enforcement should be separated from each other, and establish three-in-one structure with before-event (policy-making and approval), in the event (examination) and after event (investigation and enforcement). The three divisions can focus on finding out potential deficiencies and forming systematic risk regulatory network by cooperating each other and specializing in their own fields respectively.

Thus, we need to reform accordingly the current structure of funds examination. First, the examining division should be independent; second, establishing independent division of investor' s relationship; third, managing the funds examination by using matrix model. Last, re-divide the regulatory responsibilities and powers between central regulator and its regional offices. Approval is subject to central regulator, daily examination, investigation and enforcement should be mainly subject to local offices, while the central regulator focusing on policy-making and coordination within the examination and enforcement lines respectively.

After establishing the fundamental structure, this book specially discusses the regulatory issue of venture capital fund industry. It can be extended to the regulation of other types of non-listed-securities investment funds and private funds.

以
风
险
为
基
础
的
基
金
监
管
现
代
化

The funds regulation in US is mainly about mutual funds. But it does not mean that venture capital funds industry is excluded from regulation. The US-created Business Development Companies and the exemption of private investment companies are good examples.

Only if a good regulatory system is established, can venture capital industry itself develop healthy and orderly in China. Currently, venture capital funds and their management companies are being set up one by one. The regulatory policy and system should follow it closely. Considering the specialty of risk in venture capital industry, the investors participating in venture capital funds must have the ability of risk identification and tolerance. Thus the venture capital funds can be regulated indirectly through regulating venture capital funds management companies, so as to maintain the flexibility of venture capital funds themselves. In essence, venture capital funds are the same as securities investment funds. Therefore, the regulation on venture capital funds should be integrated in the regulation of securities investment funds, and subjected to the same regulator's regulation. For venture capital funds have their own specialties in terms of operation, the prominent problems are the valuation of fund assets and the transaction of fund shares. The fund assets are valued independently through third parties. The transaction of fund shares must be based on their valuation.

投资基金业在西方已经有 150 多年的历史,目前已成为最重要的大众投资工具之一。美国是世界上基金规模最大的国家。20 世纪 20 年代产生了共同基金,经历了 1929 年的经济大危机后,1940 年美国国会对投资基金和投资顾问进行立法,正式颁布了《投资公司法》和《投资顾问法》,对基金业进行了全面系统的规范。经过 70 多年的发展,截止到 2000 年底,美国共有 8 184 只共同基金,总资产达到 69 668 亿美元,约占美国股票总市值 45.64%。美国基金服务业也得到了空前的发展,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 8 000 家,共有 1 075 家投资公司集团。

我国从 1991 年开始建立基金。1997 年以前有 75 家基金,当时发展比较混乱,问题较多。1997 年国务院颁布了《证券投资基金管理暂行办法》,第一次对证券基金正式建立全国统一的规则,同时对老基金进行了规范和清理,使我国基金业走上了快速平稳发展的轨道。截止到 2000 年底,我国共有 10 家基金管理公司,有 33 家封闭式证券投资基金,总资产为 800 多亿人民币,约占我国股票市价总值的 1.86%。与西方发达国家相比,我国基金业不论是在规模还是在经济生活的作用上都十分有限,和西方发达国家基金业的发展水平差距很大。美国共同基金业发展到今天经历了 70 多年的历史。有美国和其他发达国家为我们提供现成的模式做参考,我们不能、也不需要利用 70 年的时间来把我国的基金业发展到今天美国基金业的水平。我们应当而且能够发展得比它们更快。

以风险为基础的基金监管现代化

我国金融机构以国有企业或国家控股为主,很多企业法人治理结构不健全,内部控制机制不完善。为了降低和控制金融风险,从 20 世纪 90 年代以来,我国逐步采取分业经营和监管的制度:银行、证券和保险分业监管,各自业务严格分开,分业经营。同时严格限制金融准入的范围,设立很高的金融准入标准。这些措施对于稳定中国的金融市场起到了积极的作用,也为解决深层次棘手的金融问题提供了缓冲时间和地带。但是这种稳定是建立在一个低水平上的——以牺牲金融机构自由竞争和创新为代价。三个行业各自垄断,不仅彼此封闭,而且对非金融行业也封闭,各自在自己封闭的领域内享受丰厚的利润,没有动力去竞争和创新。即使在本行业内也是低效率运转。

在另一方面,中国金融业分业经营的防火墙似乎在突破,如保险资金和三类企业获准投资股市,对非银行金融机构开放国内货币市场,证券公司获准通过股票质押向银行融资等。另外,个别大的集团公司得到默许或者特许可以同时经营证券、银行和保险业务。有些商业银行在海外设立了证券经营机构。新的《开放式证券投资基金试点办法》还允许银行经营开放式基金的销售业务。对于已经混合的或正在混合的行为,我们没有一个统一、明确的监管框架和指导原则,很多都是一事一议。这样很难避免随意性,容易形成监管上的真空或重复监管,不仅会浪费资源,影响效率,更重要的是容易造成新的潜在的 systemic 金融风险。

纵观 10 多年来中国证券市场的历史,可以发现国内现行的分业经营不利于效率和服务质量的提高,而且可以说“规范多了就抑制发展,发展快了就出问题”的现象一直困扰着中国

证券市场。

中国基金业的对外开放已被列入议事日程,搞好开放和监管的任务紧迫。中美就加入世界贸易组织(WTO)的双边协议规定:中国加入世界贸易组织后,必须逐步开放基金市场,外国公司可以在中国建立合资的基金管理公司,外资可占33%的股份,在3年后增至49%,5年后可增至51%。可以预见,外资进入后,基金业的业务范围不仅仅局限在证券投资基金领域,而且要延伸到产业投资基金、风险投资基金、其他私募投资基金,以及更广泛意义上的资产管理业务。海外基金将直接进入我国的证券市场也是中国基金业面临的一个巨大挑战。中国的基金业如何走向国际的问题,如怎样让外国投资者直接购买国内基金份额是对外开放的另一个不可忽视的领域。如果中国基金业开放得不够,与国外的差距只能是更大;但是如果开放的方式不当,就不能很好地吸引外国投资者,或者得不偿失。基金业务的国际化势在必行,势不可挡。一方面,如果我们不迅速改变目前的状况,国内的基金类机构将面临着生存问题,我们将失去竞争力,从而失去顾客(顾客将转向外资金融机构);另一方面,基金业借鉴和吸收西方的成功经验,从根本上改变我国基金业监管现状,实现监管现代化,可以更好地吸引外资和国外先进的基金管理技术,同时也有助于我国的基金业走出国门,融入基金业国际化发展的浪潮。因此,我们的立法和监管制度必须适应这种变化,才能使许多深层次的问题得到迅速解决。

以风险为基础的基金监管现代化

针对这种情况,从1999年开始,全国人民代表大会着手组织投资基金的立法工作,不仅要对现有的公募证券投资基金进行立法规范,而且要破天荒第一次对产业投资基金、风险