

寿伟光 / 著

ON FUND
REGULATION POLICY

论基金监管政策

 复旦大学出版社

寿伟光 / 著

ON FUND
REGULATION POLICY

论基金监管政策



复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

论基金监管政策/寿伟光著. —上海:复旦大学出版社,2007.9
ISBN 978-7-309-05714-0

I. 论… II. 寿… III. 基金-监督管理-金融政策-研究-中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 128724 号

论基金监管政策

寿伟光 著

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 邮编 200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65100562(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 刘子馨

总编辑 高若海

出品人 贺圣遂

印刷 上海复文印刷厂

开本 787×960 1/16

印张 11 插页 2

字数 195 千

版次 2007 年 9 月第一版第一次印刷

印数 1—2 100

书号 ISBN 978-7-309-05714-0/F·1296

定价 25.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

摘 要

在经济处于转轨中的历史条件下,法律监管、行政监管和自律性监管在弥补基金市场失灵方面各有各的优势,也各有各的缺点和不足,不过,这并不意味着每种监管都具有同等重要的地位,我们只有根据具体情况将基金监管的立法权和执法权在各个监管主体之间进行合理地配置,才能最大限度地发挥各种监管的效能,保证基金市场健康快速地发展。

本书在对基金监管政策进行初步分析的基础上,对如何构建基金监管框架进行了研究。书中指出,中国投资基金监管体制的构建不能单纯地依靠某一监管主体,也不能仅仅依靠某一监管手段的运用,应该综合考虑和兼顾各种监管主体的监管功能和优势,同时注意发挥多种监管手段的积极作用。基于这样的考虑,作者认为,构建一种法律约束下的政府管制与行业自律相结合的监管体制模式——权变管理体制模式,是我国目前较为现实也较为理想的选择。

由于监管资源有限的原因,并考虑立法成本的影响,基金监管政策应有一定的涵盖范围,作者认为基金监管应以基金风险监管为导向,以基金公司法人治理结构监管和基金信息披露监管为风险监管的核心。本书最后对我国基金监管政策的历史与现状进行了评析,在分析中一方面利用制度变迁分析方法对我国基金监管政策的历史进行了回顾,另一方面利用实证分析方法对我国基金监管政策的现状进行了研究,并为基金监管的制定和执行体系设计了发展思路。

关键词:转轨经济、基金、监管、政策

Abstract

In terms of compensating for the loss of functioning in the fund market, law, administration and self-discipline have their respective strengths and weaknesses. However, that does not imply equality in the status of each regulatory force. What we can do best is to achieve a reasonable distribution of legislative and executive powers among the regulatory institutions. It is by this means that we maximize the efficiency of each regulatory institution or tool so as to maintain the sound and rapid development of the fund market.

Based on an analysis of fund regulation policies, this book has made an attempt in the construction of a workable fund regulation framework. The findings indicate that such a construction can not solely rely on a single regulatory institution or a single regulatory tool; rather, it should take into consideration and fully implement the strengths and unique functions of each regulatory institution or regulatory tool, and maintain ideal complementarity among these institutions and tools. On the basis of such reflections, and also with a consideration of China's current social and economic conditions, the writer argues that an ideal and workable regulatory framework is one that achieves a combination of governmental supervision and industrial self-discipline—a multi-level regulatory system under the bindings of law.

Considering the finite availability of the regulatory resources and also considering the impact of legislative costs, the writer contends that the scope covered by the fund regulation policy should be well defined. The

writer also maintains that such a framework should focus on the regulation of corporate governance structure of fund management companies and the regulation of fund information disclosure, the underlying goal of which is to reduce the risks involved in fund management. Towards the end of the book, an evaluation on the history and current implementation of China's fund regulatory policies is provided. The evaluation on the history of the country's fund regulatory policies is fundamentally a reflection on the evolution of China's political and socio-economic systems. The evaluation on the current implementation of China's fund regulatory policies is based on a comprehensive analysis of specific cases. Suggestions on the regulation of fund and its implementary framework are also provided.

Key words: transition economy, fund, regulation, policy

序

基金业的发展与经济,尤其与资本市场的发展是息息相关的。至少有以下因素是我国基金业发展的引擎。首先,我国经济持续稳定高增长以及相应的企业盈利增长、长期的低利率和低通货膨胀导致投资理财需求异常高涨。其次,养老金制度改革为基金业提供了最重要的增量资金。另外就是我国证券市场深度的相应拓展,包括全流通改革导致的制度性扩容以及大量优质公司的上市,使得基金从业者有了更多的组合选择及产品设计空间。专业的投资研究与管理、资产组合式投资、自由申购赎回机制带来的高流动性以及基金公司日益完善的信息披露与客户服务,都为基金业带来了潜在的需求。可以说,中国的基金业遇到了前所未有的发展机遇。

当然,发展所带来的不仅仅是欢呼雀跃,更有与体制、经济环境及自身特性相关的诸多问题。虽然中国的基金市场才短短十多年历史,却发生了诸如“基金黑幕”在内的种种侵犯投资者甚至国家利益的事件。有学者认为,金融属于虚拟经济,正是这种无形规模的特性,使得金融风险所带来的损失是无可估量的。而基金正是这种虚拟经济、无形规模中最重要的桥梁与工具。无疑,对基金业准确的、合适的监管是摆在政策制定者面前的紧迫问题。

本书作者是金融从业者中的一员,他所在的单位是基金市场重要的参与者,曾成功发起投资了国内的两个基金管理公司。在那里,他见证了基金市场发展的整个过程。应该说,对于基金市场,他是有发言权的。而他作为

从业者,却选择政策制定者的课题,因此对于他能否把这个课题做好,我一开始是没有把握的。但后来,我的想法转变了。我曾长期在政府部门工作,对政策的制定过程是比较熟悉的。一项正确决策的产生,需要倾听从业者的声音,并根据从业者的需求来设计,这是对实事求是精神的坚持。因此,我非常赞同他站在自己的角度为监管者提建议,我想这种建议是中肯的,是有实际基础的。

中国经济的转型过程中,许多问题都有其约束条件。基金业牵涉面广,风险高,更是如此。要从历史的角度、操作性的角度来研究基金业监管的问题,确实存在较大困难。本书作者知难而上,在清晰描述基金业发展框架的同时,明确地形成了中国基金监管的思路。

本书作者长期在企业管理岗位上工作,在实践的基础上,能够不断总结并上升到理论与操作相结合的程度,实属不易。我衷心地祝愿他能够在本职岗位和学术研究上取得更大的成绩,也期望本书的出版,能够激励他及更多的中青年企业家投入到结合实践经验进行学术研究的工作中来。

王家瑞

2007年7月8日

目 录

绪 论	1
0.1 背景——转轨经济	1
0.2 研究目标	5
0.3 基本思路	6
0.4 分析方法	8
0.5 若干概念的界定	9
第 1 章 基金监管的初步分析	13
1.1 基金的本质与内涵	13
1.1.1 基金分类	13
1.1.2 基金特征比较	16
1.1.3 基金的异质性;与其他金融组织形式的比较	18
1.2 监管基金的成本收益分析	19
1.2.1 基金监管收益	19
1.2.2 基金监管成本	22
1.2.3 综合——确定基金监管收益超过成本的系列条件	24
1.3 基金监管目标	27
1.3.1 基金监管目标设定	27
1.3.2 基金监管目标变迁的理论背景	28
1.3.3 监管理论的实证证据	28
1.4 基金监管中的要点与难点	29
1.4.1 基金产品的持续创新	29
1.4.2 基金的流动性与预警系统	30
1.4.3 基金的破产处理	30
1.4.4 基金的集团化趋势	30

2 论基金监管政策

1.4.5 基金的国际化趋势	31
1.5 基金监管避免失灵的条件	32
1.5.1 确保监管能力的不断提升	32
1.5.2 确保监管信息的质量	32
1.5.3 确保对监管者有效的监管	33
第2章 基金监管政策的实施基础:构建基金监管框架	35
2.1 金融监管政策制定的外部约束	35
2.1.1 金融监管的国际准则——巴塞尔委员会系列文件	35
2.1.2 开放条件下一国金融监管面临的冲击	40
2.2 基金监管范围及监管模式选择	41
2.2.1 金融监管的理论基础	41
2.2.2 监管范围及监管模式选择	44
2.2.3 基金监管模式的新取向	54
2.3 基金监管体制的确立	57
2.3.1 国外基金监管体制的演进	57
2.3.2 国外基金监管的启示	63
2.4 中国基金监管模式的选择	65
2.4.1 照搬国外任何一种监管模式都不符合中国的国情	65
2.4.2 建立权变管理体制模式	67
第3章 基金监管操作与实施:确立基金风险监管为导向	70
3.1 基金风险监管的内部控制环境:治理结构	70
3.1.1 转轨经济中基金治理结构的内涵与特征	70
3.1.2 转轨经济中基金治理结构的优化路径	73
3.2 基于风险监管的基金信息披露规则	74
3.2.1 基金信息披露的主体和目的	75
3.2.2 基金信息披露的原则和基本框架	75
3.2.3 基金信息披露的方法与内容	76
3.3 基于风险的基金行为监管	78
3.4 基于风险监管的基金监管流程:基金外部监管与风险自控 有机协调	82
3.4.1 基金风险的确认	82
3.4.2 基金风险的评估	86

3.4.3 基金风险的防范与控制	88
3.4.4 基金监管的资源分配	91
第4章 中国基金监管政策:理论、实证与思路	95
4.1 中国基金监管政策的历史和现状评估	95
4.1.1 转轨经济背景下中国基金监管政策的制度变迁	95
4.1.2 中国基金监管的组织架构和职能定位	99
4.1.3 中国基金监管政策数量与内容的结构配置现状	103
4.1.4 对我国基金监管政策的实证分析	120
4.2 中国基金监管政策变迁的具体分析:基金控制权市场监管	124
4.2.1 对中国基金控制权一级市场的监管	124
4.2.2 对中国基金控制权二级市场的监管	133
4.3 对中国基金监管政策的有效性评价及发展思路设计	135
4.3.1 对中国基金监管政策的有效性评价	135
4.3.2 中国基金监管政策未来发展思路设计:政策建议	137
附件一:我国至今出台的有关基金的法规	146
附件二:我国证券投资基金管理公司情况	152
附件三:我国已成立的部分产业投资基金情况	160
参考文献	161
后记	165
表目录	
表 1.1: 契约型基金与公司型基金的区别	14
表 1.2: 开放式基金与封闭式基金的区别	15
表 1.3: 证券投资基金与产业投资基金的区别	16
表 1.4: 基金的治理结构比较	17
表 1.5: 基金的发展速度比较	17
表 1.6: 基金与银行的比较	18
表 2.1: 金融监管理论及实践的发展阶段表	44

4 论基金监管政策

表 2.2:	英国基金业法律法规概览	58
表 2.3:	美国基金业法律法规概览	60
表 2.4:	日本基金业法律法规概览	62
表 3.1:	基金管理人和基金监管人的支付矩阵	80
表 4.1:	1997 年以前在沪深交易所和五省证券交易中心 上市的基金	96
表 4.2:	基金市场准入主要适用法律法规	104
表 4.3:	基金管理公司准入门槛逐步降低	106
表 4.4:	基金法人治理结构主要适用法律法规	109
表 4.5:	基金销售监管主要适用法律法规	110
表 4.6:	基金运作监管主要适用法律法规	112
表 4.7:	基金信息披露监管主要适用法律法规	114
表 4.8:	基金监管政策法规的数量和种类	121

图目录

图 0.1:	全书的结构	8
图 1.1:	基金的发展路径	18
图 2.1:	投资基金的功能型模块结构	56
图 2.2:	英国的投资基金监管体系	58
图 2.3:	日本投资基金监管模式	62
图 4.1:	基金监管政策体系	103
图 4.2:	基金监管政策法规出台数量的变化趋势	121
图 4.3:	我国基金监管政策法规的种类数量	122
图 4.4:	信息披露监管政策出台数量的变化趋势	122
图 4.5:	基金运行监管政策出台数量的变化趋势	123
图 4.6:	各种监管政策出台数量的变化趋势	123
图 4.7:	基金监管的社会成本	126
图 4.8:	我国历年基金管理公司成立数	133
图 4.9:	基金管理权价值	134

绪 论

0.1 背景——转轨经济

2000年,美国伯克利加州大学经济学教授罗兰(Roland)出版了转轨经济学的第一部综合性著作《转轨与经济学》,在该书中,他认为指导制定转轨策略的观点主要有以下两种:

- (1) 由约翰·威廉姆森(John Williamson)总结的所谓“华盛顿共识”;
- (2) 由他总结的所谓“渐进一制度观点”。

这两种观点在转轨初期可说是泾渭分明,因为在那时的“华盛顿共识”是指这样一种教条:主张政府的角色最小化、快速的私有化和自由化。而“渐进一制度”观点则主张:保持政治稳定,在此前提下有序实施私有化和自由化。两种观点在转型初期的这种对立随着转型研究的深入逐步发生改变。现在,从事转轨研究的经济学家们已经达成这样的共识,即上述两种观点非但不相互对立,而且还相互补充。这就启示我们,尽管中国改革的成功经验和俄罗斯改革的失败教训从正反两方面说明,“渐进一制度”观点比“华盛顿共识”更为可取,但是,当我们面对渐进转轨策略实施过程中出现的诸多问题时,借鉴“华盛顿共识”对我们分析和解决这些问题将可能提供有益的帮助。下面,我将本着这一思想,对我国基金监管政策的转轨经济背景进行分析。

0.1.1 风险突出的资本市场

即使在发达的资本主义国家,资本市场也存在很大的风险,但是,在我国这样一个转轨经济国家,资本市场的风险更加突出。这是因为我国是一个典型的根据“渐进一制度”观点来制定转轨策略的国家,樊纲等人曾对我

2 论基金监管政策

国的经济转轨的特点作如下概括：“中国渐进式改革的特点是先不触动许多既得利益，先不对许多旧的体制进行根本性的改造，而是先在旧的体制旁边（或在边际上）发展新体制，因而必然会出现一种体制双轨的局面”。^① 我国的资本市场体制就可算是这样的一种所谓在旧的体制旁边发展起来的新体制，而且它是以政府强制性制度变迁的方式在很短的时间内被建立起来的，这必然会带来很多问题和矛盾，而风险就是这些问题和矛盾的一种典型表现，对此我们仅从以下三方面略加分析。

1. 正如“华盛顿共识”所特别强调的那样，改革具有很强的互补性，当资本市场快速发展时，它要求与之配套的措施要相应跟上，否则，资本市场的新体制和与之相关的旧体制之间就会产生各种矛盾，这些矛盾激化到一定程度时，资本市场的风险就更加突显。例如，我国资本市场在建立之初就强调要为国企改革服务，但是，国企改革却因为种种原因迟迟不能向纵深推进而依然在旧的体制下运行，这使得我国资本市场上的上市公司的质量从总体上来说较为低劣。众所周知，上市公司的质量是资本市场的基石，质量低劣的上市公司必然加大资本市场的运行风险。

2. 我国资本市场的快速发展，对资本市场的监管也提出了很高的要求，但是，由于经济转轨时间不长等原因，我国对资本市场的监管法规、监管政策还很不完善，监管者的能力和经验也有所欠缺，这些都进一步加大了我国资本市场的系统风险。

3. 由于我国资本市场的发展还处于初级阶段，因此，就我国资本市场本身来说，它也存在严重的缺陷，特别是我国目前还没有证券期货市场，缺乏做空机制，因而投资者无法利用对冲机制来控制投资风险，这使得我国资本市场的风险更加突出。

0.1.2 不完善的法律法规和严重的信息不对称

上文指出，由于经济转轨时间不长等原因，我国对资本市场的监管法规、监管政策还很不完善，在这方面基金监管也不例外。基金监管的法律法规的不完善主要表现在两个方面：

1. 基金监管法律法规的完备性差强人意。以 2003 年 10 月 28 日通过的《中华人民共和国证券投资基金法》（以下简称《基金法》）为例，该法虽然在证券投资基金领域搭建了一个比较科学、符合实际的基本法律框架，但对

^① 樊纲、张曙光、王利民：《双轨过渡与“双轨调控”》，《经济研究》，1993（10）。

一些争议较大的问题如“证券投资基金”的法律界定问题、公司型基金问题和向特定对象募集基金问题等则采取了回避的做法,这种做法固然有利于该法的顺利出台,但使该法的完备性有所降低。

2. 基金监管法律法规的配套性有待提高。自《基金法》正式生效后,中国证监会出台了《证券投资基金销售管理办法》、《证券投资基金作管理办法》、《证券投资基金管理公司管理办法》等六部配套性法规,很显然,仅靠这几部配套性法规,是很难使《基金法》的许多原则性规定具备可操作性的。

信息需要经过发布、传递、接收这三个环节才能被消化,这其中的任何一个环节发生问题,都会导致信息流失。由于我国基金市场的信息发布环节和信息接受环节都存在问题,因此,严重的信息不对称在所难免。这三个环节中,信息发布的问题会带来信息缺失。虽然我国出台了《证券投资基金信息披露管理办法》,信息发布状况比以前有了很大改善,但是,无论在信息披露内容的深度和广度方面,还是在信息披露的频率和及时性方面,都还有很多不足。

另外,信息接收环节也存在很大的问题。我国的基金市场刚刚发育,投资者教育开展不够深入,又没有一个发达的基金评级市场,因此,一般投资者即使接收到了基金市场发布的大量的信息,他们也无法完全消化,由此形成的信息流失导致了信息不对称更加严重^①,当然主观的认识和客观的能力不属于基金监管部门的控制范围,而且无论从监管的角度和市场公平正义的角度都没有这种要求的必要。因此它所导致的不是信息的缺失,而是信息的不对称。

0.1.3 市场准入严格的基金行业

作为规范我国转轨时期资本市场发展的重大战略举措,基金业的发展一直受到高度重视,对基金业的监管也相对比较严格。例如,我国对基金业参与者的范围就进行了严格的限制。基金业市场主要有四类参与者:基金管理人、基金托管人、基金代销机构和基金从业人员,在《基金法》中,对这四类基金业参与者都规定了严格的市场准入条件,以基金管理人为例,单就基

① 需要指出的是,尽管基金份额持有人和基金临管当局都面临信息不足问题,但是,在基金业发展的早期,前者面临的信息不足问题比后者更加严重,这是因为,一方面,基金监管当局的管理人员素质普遍较高,因此,他们对风险信息分析加工能力较强;另一方面,基金监管当局在与基金公司要素投入者的博弈中常常处于主动地位,他们可以凭借自己所拥有的权威命令相关主体向他们提供必要的信息。

4 论基金监管政策

基金管理人的发起人资格而言,《基金法》就作出如下规定:基金管理人的主要股东必须为具有从事证券经营、证券投资咨询、信托资产管理或者其他金融资产管理的较好的经营业绩和良好的社会信誉,最近三年没有违法记录,注册资本不低于三亿元人民币的机构。从以上规定可以看出,在我国完全符合上述规定条件的机构并不是很多,可就是这样的机构还需要再满足其他一系列条件并经过一定的审批程序才能发起成立一家基金管理公司,我国基金市场准入的严格由此可见一斑。

0.1.4 亟待规范的基金治理结构

不可否认,基金的治理结构与以前相比已取得了长足的进步,但是,我国特殊的转轨经济背景决定了基金的治理结构仍然存在以下许多问题。

1. 基金持有人的利益没有得到切实维护。《基金法》的出台,大大地强化了基金持有人权益的保护,这可说是为基金持有人监督基金管理人和基金托管人创造了很好的条件,但是,由于我国目前发行的基金都是契约型基金,因而我国基金持有人不可能像美国公司型基金持有人那样将其一部分监督权授予董事会来加强监督,而只能由基金持有人自己通过基金持有人大会的形式来直接行使监督权,由于还没有制定具体的制度来克服基金持有人的“搭便车”行为,因此,《基金法》赋予基金持有人的监督权利不能得到切实行使。

2. 基金管理公司的独立董事制度仍有不足。为了防止基金管理公司股东侵害基金持有人的利益,中国证监会在其制定的《证券投资基金管理公司管理办法》中应建立健全独立董事制度。从理论上讲,独立董事能够公正地维护基金当事人的利益,但由于在经济转轨时期我国的人力资本市场还很不发达,因而声誉机制不能很好地发挥作用,这样,就没有足够的压力使独立董事在决策和监督时保持独立的立场;同时,我国也没有建立独立的董事制度,如独立董事责任保险制度,这使得独立董事有时也不敢保持独立的立场。当然,还有许多原因导致独立董事的独立性不够,都与我国公司治理环境的成熟度有关。

3. 基金托管人的治理结构亟待完善。目前我国金融业实行分业监管体制,这对于横跨多个产品的基金业来说,常会形成一些监管盲区,在这种情况下,基金托管人的完善治理结构对于其完成对基金管理人的监督责任就具有十分重要的意义,但是,众所周知,作为基金托管人的我国商业银行目前多是国有企业,治理结构很不完善,因此,它能否完成《基金法》赋予它的

监督职责令人置疑。目前我国金融业有混业经营的趋势,也不排除未来会进行混业监管,我们期待有一个好的监管方案,解决基金治理结构的诸多问题。

0.2 研究目标

在我国经济转轨时期,面对资本市场的巨大风险,在投资者缺乏足够信息,基金治理结构不尽完善,基金市场又没有充分竞争的情况下,要想完全依靠市场机制来管理证券投资是显然不行的,针对这种所谓的基金市场失灵,补救方法之一就是法律监管。法律对犯罪具有阻吓作用,因此,只要法律设计周全,基金市场失灵问题也会因此解决。可是,由于设计周全的法律需要极高的立法成本,所以现实情况常常是,法律是不完备的,特别是在我国这样的转轨经济国家,正如上文指出的,法律法规的不完备性更差。法律对基金市场的规制除了法律设计外,更重要的还在于法律的执行。

法律的执行是多方面、全方位的,包括宣传、自律机构的督导、行政干预等等。但法庭执行是法律的最后体现形式,一旦进入法庭执法就是强制性的了。所以人们把法庭执行看作最有效的执行形式。法庭执法有一个最大的特征,这就是执法的被动性,这种被动性又带来裁决和惩罚的事后性,这在某些情况下非常不利于受害人利益的保护,从而加大了执法的社会成本。另外,通常法庭的证券知识不足也有可能导致执法的严重不足。

由于法庭执法不足和法律设计的不完备性,法律监管也会失灵,为此人们通常引进行政监管来进一步救济基金市场失灵。三权分立中,行政权是较为主动的。行政监管主体可以根据市场情况的变化,立即制定并颁布相应的政策措施来约束市场有关主体的不当行为。行政监管的另一优势是执法的主动性:与法庭不同,当行政监管主体发现有害行为正在或将要发生时,他可以采取主动行动去加以干预或制止。当然,尽管行政监管与法律监管相比有其独特优势,但是它也有不足,也会出现失灵现象:监管者为被监管者收买,监管者没有履行职责的积极性,机构臃肿、效率低下等。证券监管理论中的“利益集团论”、“管理俘虏论”对此已有详细描述。

基金行业的自律性监管也有其独特的功能,这同样可以从立规和执行两方面进行分析:在立规方面,由于基金行业的自律性组织具有市场专业知识优势,它们对基金市场的运行规律有更深刻的理解和体会,因此,基金市场中的灵活性很大的规则更适合由基金行业自律性组织来制定。在执行方