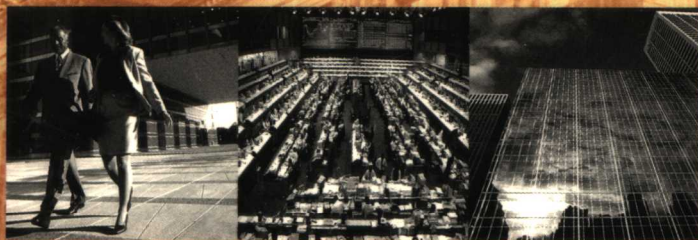


国际金融法论丛

投资基金治理结构 之法律分析

张国清 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

投资基金治理结构 之法律分析

张国清 〇著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

投资基金治理结构之法律分析/张国清著. —北京:北京大学出版社, 2004. 9

(国际金融法论丛·4)

ISBN 7-301-07749-1

I. 投… II. 张… III. 投资-基金-金融法-研究-中国
IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 082627 号

书 名: 投资基金治理结构之法律分析

著作责任者: 张国清 著

责任编辑: 王 晶

标准书号: ISBN 7-301-07749-1/D·0953

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村北京大学校内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn> 电子信箱: pl@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027

排版者: 北京高新特打字服务社 51736661

印刷者: 三河新世纪印刷厂

经销者: 新华书店

650 毫米×980 毫米 16 开本 12.5 印张 184 千字

2004 年 9 月第 1 版 2004 年 9 月第 1 次印刷

定 价: 20.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

总 序

一、法律方法与经济问题

本套专著有一个共同的特点,就是作者们不约而同地采用法律方法研究经济问题。过去我们在二十多年的时间内,多看到用经济学的方法分析法律问题。特别是国外法学界开展的轰轰烈烈的“法律的经济分析”,已有若干部专著翻译成为中文。而现在,在中国的大学和研究机构里,法律研究工作者开始进入经济学、公共管理学和工商管理学的领域,用法律的方法来研究这些边缘领域的问题。

在社会科学几个相近的领域,例如经济学、公共管理学、工商管理学和社会学等领域,都有法律研究的论文和著作,这种跨学科的研究成果,也越来越多了。在中国政府将“依法治国”定为基本国策之后,采用法律的思维与方法分析目前的经济改革问题也非常有意义。其意义就在于,我们所说的“依法治国”,不仅仅是表现在一个宏观的口号上,而是要将“依法治国”作为可以实际操作的、用来实际分析经济问题的、作为经济政策设计基础的法律方法。

全国人大常委和人大财经委员会委员、北大前校长吴树青老师曾经问我,依照《宪法》,“债转股”是否应该提交人大财经委讨论?我说需要研究一下法律,才能回答。此后,国务院关于“国有股减持与成立社保基金”的办法出台,又有人问我,这么大的财政支付转移,是否应该经过人大财经委开会讨论?我回答说,需要研究法律。直到我在写这个序的时候,相关的法律研究工作还在进行。我希望从法律制度变迁的角度和我国财经法制程序演进的过程中找出符合法律的答案。

不断遇到类似问题,使我开始研究与思考经济学家们提出的问题:“人大财经委员会的职权范围究竟是什么?”“人大财经委员会对于国家重大财政支付转移是否有权审议?”从法律学的角度来研究这些经济学问题,本身就构成了一个重要的法律制度程序化和司法化的法学课题。

二、经济学家敏感,法学家稳重

还记得有一次,一位金融业界人士对我说:“改革十多年来,讨论经济改革的问题,几乎都是经济学者的声音,这不奇怪。目前,讨论《证券法》或公司治理的问题,也几乎都是经济学者的声音,这也不奇怪。奇怪的是,所有这些问题的讨论中,几乎听不到法学家的声音!”说到这里,这位朋友几乎用质问的口气对我说,“你们法学家们关心什么?为什么听不到声音?你们都干什么去了?”

我一下子被他的语气盖住了!当时我想不出用什么简单办法向他来解释。尽管我不完全同意他的看法,因为这里可能有他个人信息渠道的问题,也可能有社会媒体关注的偏好问题,但还有可能是更深层的问题,例如,在改革过程中,许多法律制度和程序都尚未定型,如果采用法律的方法,可能会增加改革的成本,特别是时间方面的成本等。

本套专著的作者们都是研究法律的,他们也可以称为年轻的“法学家”了,因为他们已经发表了相当一批研究成果,从事法学专业研究的时间几乎都在10年以上。他们长期研究的成果,似乎可以部分地回答前面那位朋友的问题了。法学家可能没有经济学家那样敏感,但是,法学家多数比较稳重。法学家的发言将影响经济政策与制度的设计,也影响经济操作与运行。经济发展要考虑效率,但是不能仅仅考虑效率,还要考虑到多数人的公平与程序的正义。我们的政府和社会可能都需要一段时间接受和适应法学家的分析方法和论证方法。

三、研究成果的意义

邀我写序的这套专著的作者们,经过三年多时间的专门研究,又经过一段时间的修改,才拿出这样厚重的成果来。我看到这些成果时,就像看到美国最高法院门前的铜铸灯柱底下基座的铜龟,给人以一种稳重、缓慢、深思熟虑的感觉。中国古代在比美国更早几千年的时候,政法合一的朝廷大殿,就有汉白玉雕刻的石龟。龟背上驮着记录历史的石碑,同样给人以庄严、持久、正义的印象。中外司法与法学研究在历史上流传至今,给人的形象方面的印象和感觉是非常类似的,这种感觉在今天还有。

在不太讲究政治经济学基本理念的时光中,又是在变动未定型的过渡时期,经济学家关于对策性的看法是敏捷和回应迅速的。在回应中有许多是充满了智慧的解决方案和温和的中庸选择。相比之下,法学领域的回应还显得少些,也慢一些。有一个可能的答案,也是从本套研究性专著中解读到的:经济学家们谈论的是“物”(商品与交易),法学家谈论的是“人”(权利与义务)。

现实情况也是如此。市场中的“物”,无论是动产,还是不动产,几乎都成为商品,早已流通。现在,更加上升了一个台阶,市场将作为商品的物,进化到了证券化的虚拟资产的形态了。但是,法学这边的情况呢?《物权法》还在起草过程之中,该法案能否在年内通过,目前还是一个未知数。但是,立法的稳重并不影响市场的发展,法学家们在实务性工作方面,特别在市场中的交易契约设计方面,已经在研究具体的问题,在这方面的成果,也已相当可观。

经济学家对问题的讨论,观点可以是多元化的,也有争论。但是,总的方法还是建立在一个统一的理论框架下和一致的假设前提下的。但是,法律则不同。法律天生就是对抗性的,生来就有正方与反方。抗辩是法律运作的方式,法律的逻辑和理念就是在这种对抗之中发展的。对抗性的法学,本身也导致了它的成果在外界人士看起来充满矛盾性和冲突性。甚至让他们感到,这群人搞的不是科学,而是一种抗辩的技术。

四、国际与国内金融法的融合

如果有人要我用一句话来表达什么是国际金融法,我就会说,它是一张没有国界,只有金融中心与边缘关系的地图。如果说,国内金融法与国际金融法还有什么区别的话,只是时间上的区别了,我国加入 WTO 后,区别将越来越缩小。

如果我们承认一美元在美国和在亚洲都等于一美元的话,国际金融的国界就越来越失去意义。而美元市场上中心与边缘的流通关系,就变得越来越有意义。任何国家国界之内的法律制度如果符合金融流通与发展规律的话,这个国家的经济与社会发展就会顺利,否则就曲折。荷兰的人口是俄罗斯人口的 10%,但是,荷兰的金融规模超过俄罗斯的规模。英国人口 6000 万,是印度人口的 6%,但是,伦敦金融市场的规模比印度大若干倍。这就是金融中心与边缘之间的

关系之一。所以,区别国内与国际金融市场,在法律规则方面已经不如以往那样重要,重要的是发展中国家中的大国,如何抵御西方金融中心的垄断,将以美元为基础的金融中心从一极化发展为多极化。

具体到我国,研究国际金融法与国内金融法是不可分的,而且这个领域范围之广袤,课题之宏大,数据之丰富,关系之复杂,都是非常吸引人的。特别是年轻人。这个天文般宏伟的领域,特别适合青年人研究与学习。因为,在这个领域比其他法学领域出新成果的机会要更大,创新成果也相对较多。这套专著的出版,就是一个例证。

本来这套专著的作者们要我写个小序,他们的书稿引发了上面一些话语,我感到有些喧宾夺主了。我感谢作者们以加速折旧的生活方式,写出了这样多的研究成果。学者们的生活,分为两个阶段,在学习的时候,取之于社会;而做研究的时间,特别是出成果的时候,是学者用之于社会和回馈于人民。

愿这些专业研究对金融业内人士有所帮助,对金融体制改革有所贡献。

吴志攀 谨志
2004年6月28日

内 容 提 要

本书综合运用法学、经济学的理论,采用结构分析、历史分析、比较分析以及实证分析的方法对投资基金治理结构的法律问题进行探讨。全书共分六章。

前言部分主要界定治理、公司治理结构及基金治理结构的经济学及法学上的含义,选题的目的与依据,本书拟采用的研究方法与研究手段。

第一章投资基金概述是本书的基点。该章主要介绍了投资基金的概念、特征、投资基金的种类,投资基金的产生发展的历史,投资基金中的信托以及投资基金制度的经济学的合理性。笔者主张不论是信托型(契约型)或公司型基金都具有法人团体的特征,都应该是一种具有独立法律人格的实体。与其他集合投资制度相比较,投资基金最为明显的法律特征有两个:一是基金管理人 与基金受托人分立的管理架构;二是投资基金具有高度的流动性。在本章,笔者还试图通过对投资基金制度发展演变的历史的考察把握投资基金的性质,笔者认为投资基金制度是信托和公司制度相互融合的产物。第三节主要阐述了投资基金中的信托与私人信托的差异,这些差异表现在意图的确定性、标的物的确定性以及受益对象的确定性等方面。笔者认为投资基金中的信托源于当事人的合意,当事人在投资基金中利用信托主要是利用信托所创立的债权人模式,即将信托财产独立于各方当事人,而不受各方当事人的债权人的追索。在本章的最后,试图运用交易成本经济学的理论论证投资基金制度在经济学上的合理性。笔者认为,传统私人信托向投资基金发展的动力可以解释为是为了节约交易成本,即通过组成一个组织以节约通过市场进行交易的成本。由于投资基金主要投资于各种 有价证券,具有高度的流动性,这又决定了投资基金采用外部管理的组织架构,其动力是为了节约企业的组织成本。

第二章主要对基金管理人的信赖义务、基金管理人的法律地位以及基金管理人的注意义务进行了探讨。首先是对受信赖人、信赖

关系与信赖义务等概念及其与信托关系、信托义务之间的关系进行了辨析。然后对基金管理人的法律地位进行了探讨,笔者认为基金管理人的法律地位可以从两个层面来界定。从投资基金作为一个独立的法律主体来界定,基金管理人就是投资基金的机关;从当事人之间的法律关系来理解,基金管理人与基金托管人的关系是一种独立的合同关系,其订立合同的目的就是为了设立投资基金。基金管理人与基金持有人的关系是一种委托关系。在本章的第三节对基金管理人的注意义务进行了探讨。笔者认为,随着商业的发展,受信赖人的自由裁量权也得到进一步的扩张,因而其所负的注意义务也经历了一个从主观标准到客观标准,从较低标准到较高标准的演变过程。基金管理人应负有比信托受托人更高的注意义务标准。现代投资组合理论的发展修正了基金管理人注意义务的衡量标准。本章最后对基金管理人在分散投资、保持基金资产流动性、基金管理人亲自经营管理和运作基金资产、有效管理基金资产、基金资产投资于其他基金所发行的证券以及基金管理人行使股权等方面所负注意义务的具体标准进行了探讨,并对我国现行法律法规的完善提出了建议。

第三章对基金管理人的忠实义务作了专门的探讨。首先探讨了受托人忠实义务的概念以及基金管理人忠实义务的含义,由于基金管理人所受到的监控比较弱,因而其应该受到更为严格的忠实义务的约束。利益冲突交易是基金管理人违反忠实义务的主要表现形式。基金管理人利益冲突交易的规制框架包括对利益冲突交易主体范围的界定、利益冲突交易形态的规定,利益冲突交易的规制政策。本章中还对投资基金领域最为常见的几种利益冲突交易进行了专门的探讨。笔者认为,由于本人交易对基金及基金持有人利益具有极大的危害性,我国现行法应该采取比一般商事公司法的规定更为严格的立法政策,并对我国现行法规中有关本人交易规定的完善提出了建议。基金管理人在基金管理费的利益冲突是投资基金领域所特有的一个问题,笔者认为我国应强化对基金管理费的规制,并注意发挥基金管理费的激励作用。由于基金经理直接负责基金资产的运营,极易从事各种图利自己的行为,因而我国应完善规制基金经理图利自己行为的法律规范体系,建立主管机关、证券交易所和基金管理人共同监控的体制。

第四章对基金托管人制度进行了探讨。在基金的治理结构中基

金托管人处于十分重要的地位。第一节介绍了基金托管人的概念及各国对这一机构的设置情况,然后对基金托管人的法律地位进行了探讨,笔者认为,从投资基金作为一个独立的法律主体来理解,基金托管人相当于投资基金的管理机关,从当事人之间的法律关系的角度来理解,基金托管人是投资基金中信托的受托人,但是这种信托是合同安排的一部分。第二节介绍了基金托管人的两项职能:负责基金资产的保管以及对基金管理人进行监控。第三节对基金托管人的信赖义务进行了探讨。从投资基金的信托构造决定了基金托管人对基金及基金持有人负有合同义务和受托义务,由于法律法规及基金契约对基金托管人的忠实义务和注意义务作了规定,那么基金托管人须依法律及其基金契约的规定履行其义务,一旦发生法律及基金契约未作规定的情形,则可以适用信托法的规定。公司型基金并不存在信托型基金的托管人制度,而是由独立董事负责对基金管理人的监督。第四节专门介绍了独立董事的概念、功能及美国业界对独立董事的作用的争议,笔者认为尽管在美国业界对独立董事在防止利益冲突交易中的作用存在争议,但由于多数投资公司采取外部管理的架构,独立董事在对投资顾问的监控与制衡中仍发挥重要的作用。最后,对我国现行投资基金托管人制度的缺陷进行了分析,并提出了完善的建议。笔者认为,我国现行基金托管人制度存在基金持有人的利益代表缺位,受托人与保管人功能合一,托管人的权力范围太窄,以及基金托管人监控利益冲突交易机制的规定等。笔者建议,我国应借鉴公司型基金治理结构的做法,设立基金受托人委员会制度,并通过法律明确规定基金受托人负有信赖义务,将基金托管人的监督职能与保管职能分立,同时规定基金管理人在重大交易前对基金托管人的报告义务。

第五章主要对基金持有人及基金持有人大会制度的相关问题进行了探讨。笔者认为,基金持有人是作为投资基金这样一个主体的成员,基金契约是其权利和义务的来源。基金受益权实际上是由对信托基金的利益以及与信托基金的运作有关的其他权利一起集合而成的一个权利束,包括基金资产利益享有权、基金事务监控权,违反基金契约的救济权。笔者认为,在投资基金治理中赋予基金持有人诉权,对于保障基金持有人的利益具有重要的意义。从性质上来讲,基金持有人的诉权是一种带救济性质的共益权。原则上只要基金持

有人的权利受到了基金管理人和基金托管人的损害,其就可以对违法行为人提起诉讼。笔者主要对基金持有人就基金持有人大会决议瑕疵、基金管理人的利益冲突交易的诉权进行了探讨。最后,对基金持有人大会在投资基金治理中的地位和作用进行了探讨。笔者认为,基金持有人大会作为一个类似于公司的股东大会的机构,其在投资基金治理结构中所起的作用比公司股东大会更弱,其所决议的事项仅限于与基金运作及与基金持有人的利益有密切关系的一些重大事项,而不涉及基金具体的运作。我国现行法规对基金持有人大会的职权规定过于原则、基金持有人大会的法定数过高、欠缺对基金持有人大会召集权、提案权以及召集形式的规定等缺陷,笔者认为,《证券投资基金法》应进一步充实基金持有人大会职权的规定,降低基金持有人大会法定数,提案权,并对基金持有人大会的召集形式作出原则规定。

Abstract

This thesis explores the legal issues regarding the corporate governance in the investment fund industry. The first chapter is summary on investment fund ,which is the basic point of the thesis. The author suggests that investment fund is the hybrid of company and trust ,and both the corporate type and contract type of investment fund are the entities with legal personality. The trust in investment fund context differs from express private trust in that the former is creature of contracting among the parties. The motive force for the external management generally adopted in the investment fund industry is to reduce the transaction costs otherwise incurred in market and enterprise's organization costs.

The following two chapters inquire the issues relating to the fiduciary duty of the investment fund manager. First of all, the author discusses the conception of fiduciary relationship, fiduciary duty, skill and care duty and loyalty duty. Secondly, the skill and care duty concerning the diversified investment, asset liquidity, delegation of manager power, efficient management and exercise of the shareholder right are specified. Thirdly, the writer explores the regulation on several specific conflicts of interest transactions which usually take place in investment fund industry. Some concrete suggestions are put forward on legislative perfection of the current laws and regulations governing the manager fiduciary duty.

The fourth chapter mainly studies the investment fund custodian. In this part, conception, legal status and fiduciary duty are respectively explored. Then, the role of independent director in the corporate governance in investment fund industry is specifically analyzed. Finally, some suggestions on perfection of custodian system, such as establishment of trustee committee, the separation of the monitoring function and custodian function, and reporting to custodian by the managers before the ex-

ecution of material transaction are put forward.

The fifth chapter centers on the unitholders and the meeting of unitholders. In the first place, legal status and right of unitholders are analyzed. Secondly, the action of unitholder against the defect decision of unitholders meeting and conflict of interests transaction conducted by the managers is explored in detail. At last, the author inquiries the issues relating to the unitholder meeting and proposes legislative perfection on the powers, quorum and convening and motive of unitholders meeting.

CONTENTS 目 录

前言	1
----	---

第一章 投资基金概述	7
第一节 投资基金的概念、特征及其种类	7
第二节 对投资基金制度的历史考察	19
第三节 投资基金中的信托	26
第四节 投资基金制度的经济学分析	32

第二章 基金管理人的信赖义务研究(一)	41
第一节 信赖义务概述	41
第二节 基金管理人的法律地位	47
第三节 基金管理人的注意义务	53

第三章 基金管理人的信赖义务研究(二)	86
第一节 忠实义务的概念	86
第二节 基金管理人利益冲突交易的规制框架	89
第三节 本人交易之规制	96
第四节 基金管理费之规制	104
第五节 基金经理图利自己行为之规制	113

CONTENTS 目 录

第四章 基金托管人制度	123
第一节 基金托管人概述	123
第二节 基金托管人的职能	128
第三节 基金托管人的信赖义务	131
第四节 基金的独立董事	135
第五节 完善我国基金托管人制度的思考	147
第五章 基金持有人及基金持有人大会制度	154
第一节 基金持有人及其权利	154
第二节 基金持有人的诉权	159
第三节 基金持有人大会制度	167
结论	180
主要参考书目	181
后记	186

前言

一、治理、公司治理与基金治理的概念

20 世纪 90 年代以来,全球资本市场乃至整个金融市场一个令人瞩目的现象就是投资基金的迅速发展,而其中又以美国为最。美国基金业发展之所以如此成功,最重要的原因就是有一个良好的基金治理结构。如果说公司治理结构是现代资本市场基础的话,那么基金治理结构则是基金业赖以生存和发展的基础。

英语中的治理(governance)一词源于拉丁文与古希腊语,原意为控制、引导和操纵,与 government 的含义交叉。长期以来,治理一词专用于与国家公务相关的宪法或法律执行问题,或指管理利害关系不同的多种特定机构或行业。全球治理委员会于 1995 年发表了一份题为《我们的全球伙伴关系》的研究报告,其对治理作出如下的界定:治理是各种公共的或私人的个人和机构管理其共同事务的诸多方式的总和。它是使相互冲突的或不同的利益得以调和并且采取联合行动的持续的过程。这既包括有权迫使人们服从的正式制度和规则,也包括各种人们同意或以为符合其利益的非正式的制度安排。它有四个特征:治理不是一整套规则,也不是一种活动,而是一个过程;治理过程的基础不是控制,而协调;治理既涉及公共部门,也包括私人部门;治理不是一种正式的制度,而是持续的互动。^①可见,治理一词的基本含义是指在一个既定的范围内运用权威维持秩序,满足公众的需要。治理的目的是在各种不同的制度关系中运用权力去引导、控制和规范公民各种活动,以最大限度地增进公共利益。治理所追求的是创造条件以保证社会秩序和集体行动。

自 90 年代以来西方政治学和经济学家赋予治理以新的含义,并且广泛运用于政治、社会经济等领域。所谓公司治理,又称“公司管

^① 全球治理委员会:《我们的全球伙伴关系》,牛津大学出版社 1995 年版,第 23 页。
转引自俞可平:《治理与善治》,社会科学文献出版社 2000 年 9 月版,第 4—5 页。

治”、“公司督导”,其指的是公司的统治与管理。从经济学的角度来理解,公司治理是指有关公司的权力安排和利益分配问题,这种权力安排和利益分配的合理与否,是影响公司绩效最重要的决定因素之一。而公司治理结构则是指实施公司治理的各机构及其相互制衡的权、责、利关系的制度安排。可见,利益制衡机制的架构,是公司治理的核心所在。^① 对于公司治理结构可以有狭义与广义两种理解。从狭义上来理解,公司治理结构实际上是指在企业的所有权与管理权分离的条件下,投资者与公司之间的利益分配和控制关系。或者说是指所有者,主要是股东对经营者的一种监督与制衡机制,即通过一种制度安排,来合理地配置所有者与经营者之间的权利与责任关系。而广义的公司治理结构则不局限于股东对经营者的制衡,而是涉及到广泛的利益相关者,包括股东、债权人、供应商、雇员、政府和社区等与公司有利害关系的集团。从法学角度讲,公司治理结构实际上是指,为保证公司正常而有效地运作,公司应设立哪些组织机构,这些组织机构之间的关系及其权力、职责如何划分,公司各利益主体的权利、义务如何配置等。其主要解决公司的权力如何在股东会、董事会、监事会之间合理地分配,董事会内部的权力制衡机制如何架构,股东、董事、经理、监事、职工等利益主体的权利、义务如何配置等问题。

从经济学的角度来理解,代理问题的存在和契约的不完全性是公司治理存在的条件和理论基础。1932年伯利和米恩斯发表的《现代公司与私有财产》一文对企业所有权与管理权分离后所产生的委托人(股东)与代理人(经理层)之间的利益背离问题作了经济学的分析,奠定了代理人行为的理论基础。由于委托人与代理人之间的利益背离和信息成本过高而导致的监控不完全,因而企业的经营层的管理决策就可能偏离企业投资者的利益。奥利弗·哈特(Oliver Hart)在《公司治理理论与启示》一文中提出了公司治理理论的分析框架。他认为,只要以下两个条件存在,公司治理问题就必然在一个组织中产生。第一个条件是代理问题,确切地说是组织成员(可能是所有者、工人或消费者)之间存在利益冲突;第二个条件是,交易费用之大使代理问题不可能通过合约解决。由于进入企业的契约是不完备

^① 倪建林:《公司治理结构:法律与实践》,法律出版社2001年版,第7页。