

江翔宇 著

公司型基金法律制度研究

——以基金治理结构为核心



上海法学文库



上海法学文库

江翔宇 著

公司型基金法律制度研究

——以基金治理结构为核心

图书在版编目 (C I P) 数据

公司型基金法律制度研究:以基金治理结构为核心/
江翔宇著. —上海:上海人民出版社,2011

(上海法学文库)

ISBN 978 - 7 - 208 - 10144 - 9

I. ①公… II. ①江… III. ①基金—法律—研究
IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 157543 号

责任编辑 罗 湘

封面装帧 甘晓培

· 上海法学文库 ·

公司型基金法律制度研究

——以基金治理结构为核心

江翔宇 著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

常熟市新骅印刷有限公司印刷

开本 720 × 1000 1/16 印张 15 插页 2 字数 256,000

2011 年 10 月第 1 版 2011 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 208 - 10144 - 9/D · 1935

定价 28.00 元

总 序

编辑出版《上海法学文库》是一项很有意义的工作,它有助于推动上海的法学研究和培育法学新人。近两年,上海市法学会发布了几十项课题,通过招投标的形式让会员承接,在已完成的项目中,有的产生了较好的社会影响,有的还得到了较高层次的奖项。法学会每年还组织一些规模不等的研讨会、报告会,为会员更好地从事教学、科研和法律事务工作搭建交流的平台。上述服务会员、凝聚会员的努力,得到了广大会员的肯定。在2005年年年初的理事会和常务理事会上,大家对法学会工作提出了新的要求,希望采取一些措施,有利于多出成果、出好成果;多出人才,尤其是扶植一批有潜质的法学新人。法学会采纳了大家的建议,经酝酿筹备后,《上海法学文库》(以下简称《文库》)正式起步了。

在起步之际,我想就《文库》的编辑理念向大家作以下说明。

作为《文库》,它应当具有包容性。法学学科所有专业的论著,包括论及法律实务中理论问题的专著,都可以纳入《文库》之中;只要坚持宪法确立的各项原则,凡言之有物、言之有据的学术著作,都可以纳入《文库》之中。

作为《文库》,它应当具有学术性。我们希望列入《文库》的著作,理论上应有所创新,即使是实务类的著作也是如此,当然,实务类的著作还应当具有很强的应用价值。为了保证《文库》的质量,我们借鉴了国内已有的做法,采用较严格的评审制度对书稿加以筛选。

作为《文库》,它应当具有连续性。独木不成林,几本书则免称《文库》。我们将着眼于长远,以记录我国法治进程、民主政治建设的轨迹为己任,不断推出能够反映上海法学研究新水平的作品,不断推出上海的作者,特别是青年作者。这项工作如果能够得以持续,若干年后,我们一定会为《文库》积

厚流广而感到万般欣慰。法学会是“铁打的营盘流水的兵”，但愿今天我们所作的决策，因为它的正确，而为后人所沿用。

最近几年，社会科学迎来了又一个春天。国家高度重视社会科学的发展，对社会科学的投入大大加强，文化体制改革给出版、发行领域也带来了深刻的变化，学术著作出版难的情况明显缓解，精品学术书稿更是“抢手货”。在这样的背景下，编辑出版《文库》，没有质量意识、市场意识是不行的。我们要为精品学术著作的出版提供方便，也要为有光彩但还略嫌稚嫩又出版无门的作品提供出路，更要防止降低要求，让不符合《文库》标准的作品滥竽充数、“出外快”，那样，最终砸的是《文库》的牌子。

《文库》已经起步了，所有的作者、评审者、编辑、编务和发行人员，以及法学会的同人如果能够齐心协力将它做好，那可是功德无量啊！

沈国明

2011年10月1日

序

投资基金是用市场化的方式筹集资金,并以资产组合形式进行投资、获取收益的一种资金集合投资的金融工具。投资基金也是资本市场中重要的机构投资者人。

随着我国投资基金市场不断成长与繁荣,基金法制愈发受到重视。上世纪 90 年代末,九届全国人大即提出了制定《投资基金法》的任务,但是在立法过程中,受当时对基金认识与实践的限制,对私募股权投资基金等是否需要明确其法律地位、如何规范其运行,难以形成共识,于是 2003 年十届全国人大通过的基金立法,成了仅规范公开募集并投资于上市证券的《证券投资基金法》。该法自 2004 年 6 月实施以来,有效促进了证券投资基金的发展,也促进了对投资基金认识的深化。但基金立法已不能适应日益发展的需要,各界纷纷提出了修改的要求。主要问题有:

一是如何加强对基金投资者的保护? 实践中存在投资者代表缺位的问题,基金持有人大会流于形式;基金管理人和基金托管人相互制约机制并未形成,不利于维护投资者利益;合格投资者制度也有待建立。

二是基金法的调整范围是否包含私募基金? 公募基金与私募基金确实存在着诸如投资对象、信息披露和监管强度等方面的一些差异,但这些差异说到底还是发行方式与运作模式方面的差异,而不是法律性质上的根本区别,也不应成为统一立法调整的障碍所在。

三是基金的组织形式和基金管理人的组织形式如何协调? 基金的组织形式除了契约型之外,是否可以采取公司型以及有限合伙型? 基金管理人是否可以是有有限合伙企业? 具有信托功能的其他金融机构是否可以担当投资基金的管理人?

四是基金的监管如何体现基金独立和风险隔离的性质?防范利益冲突是基金投资限制的重点;而抵御信用风险、市场风险和操作风险是监管的重心。对公募与私募基金、投向证券和投向股权的基金,在监管包括信息披露方面要体现有所区别。

这些问题都需要在理论上深入研究,为立法提出依据。江翔宇博士的著作就是基金法理论研究的成果之一,特别是本书研究的对象是目前国内较少研究的公司型基金法律制度。

在美国,基金即为投资公司,1940年的《投资公司法》与《投资顾问法》实际是作为美国投资基金业的基本法律而被广泛适用。在金融海啸席卷全球的情势下,美国许多投资银行、商业银行、保险公司等金融机构纷纷陷入危机;而美国的资产管理公司,特别是独立的、不依附于其他金融公司的投资公司,却没有受到很大的冲击,其中很重要的原因就在于美国投资基金领域里有一个统一有效的法律体系和监管机制。

鉴于我国基金业发展的需要,以及解决契约型基金运行中出现问题的需要,江博士的公司型基金制度的研究成果具有很强的现实意义和实践价值。综观全书,其主要特点是:

1. 对公司型基金的基础法理有较为深入的认识。通过对美、英、法、德、日等国的公司型基金发展的考察对比,对公司型基金的性质、治理结构与运行原理作了较详尽的揭示,为借鉴吸收、研究与实践公司型基金奠定了基础。

2. 对公司型基金的法律关系提出了自己的观点。作者认为公司型基金法律关系不能理解为基金公司内部法律关系,而是基金持有人、基金公司和基金管理人、基金托管人之间的法律关系,公司型基金的法律关系本质上应当是公司法律关系和信托法律关系的结合。

3. 对基金独立董事制度进行了辩证分析。作者认为公司型基金的核心设计、作用机制和运行关键是独立董事制度,而基金公司的存在是公司型基金与契约型基金的重大不同。由于公司型基金中的独立董事制度和契约型基金中的独立董事制度有本质区别,作者还对这一制度的具体设计进行了探讨。

4. 对我国引入公司型基金、构建相应制度提出具体建议。在阐释我国引入公司型基金必要性和可行性的基础上,作者从立法模式、基金治理的内外部结构入手,对基金公司股东大会、基金公司股东诉讼、基金公司董事会模式、独立董事原则、基金托管人、声誉机制等方面提出了我国制度构建的基本思路。

江翔宇是我指导的经济法专业博士,善于学习、钻研新事物,也勇于实践。2008年我受全国人大财经委副主任吴晓灵女士委托,组织研究《投资基金法》的理论问题,江翔宇博士也参加了课题组的研究工作,并将我国引入公司型基金制度作为其博士论文的选题,完成答辩后又经认真修改完善,形成了本书。

尽管书中有一些观点和结论还值得商榷和讨论,论证的技术和方法也有需要改进完善之处,但相信许多内容对投资基金的立法与市场实践都会有参考价值,这就是本书出版的积极意义。是为序!

吴 弘

2011年10月1日

目 录

序	1
导 言	1
第一章 公司型基金概述	9
第一节 投资基金概述	9
一、基金的概念和分类	9
二、投资基金的概念	10
三、投资基金的法律主体地位分析	13
四、投资基金的分类	17
五、我国投资基金立法模式评析	19
第二节 公司型基金概述	24
一、公司型基金的概念与特征	24
二、公司型基金的分类	29
三、公司型基金和契约型基金的比较	30
第三节 我国引入公司型基金的必要性	31
一、我国发展证券投资基金的现实要求	32
二、契约型证券投资基金实践中存在突出的弊端	35
三、公司型基金相对契约型基金具有制度优势	42
四、我国引入公司型基金的主要障碍	43
第二章 国外公司型基金发展的考察和借鉴	45
第一节 公司型基金在国外的发展分析	45
一、公司型基金在美国的发展	45
二、公司型基金在英国的发展	47

三、公司型基金在日本的发展·····	50
四、公司型基金在法国的发展·····	51
五、公司型基金在德国的发展·····	53
六、公司型基金在卢森堡的发展·····	54
第二节 国外发展公司型基金的原因分析·····	55
一、英国引入公司型基金的原因分析·····	55
二、日本发展公司型基金的原因分析·····	57
三、美国对公司型基金取舍的原因分析·····	59
第三节 国外公司型基金发展经验对我国的启示与借鉴意义·····	62
一、国外公司型基金发展的共同原因·····	62
二、各国公司型基金立法主要模式比较·····	63
三、我国公司型基金制度设计的价值·····	66
第三章 公司型基金法律关系研究·····	71
第一节 公司型基金法律关系的实质·····	71
第二节 以美国共同基金为对象的公司型基金运行分析·····	73
第三节 公司和信托的结合——公司型基金法律关系的定位·····	78
一、公司型基金法律关系不仅指基金公司内部的法律关系·····	78
二、基金公司是公司型基金的关键设计·····	82
三、公司型基金法律关系是公司法律关系和信托法律关系的 结合·····	84
四、基金持有人和基金公司之间为公司股权法律关系·····	85
五、基金公司与管理人、基金托管人之间为信托法律 关系·····	86
六、公司型基金与广义上的商业信托·····	94
第四章 基金公司的内部治理结构研究·····	98
第一节 基金公司之特殊设计——独立董事制度为核心·····	98
一、基金公司治理结构的不完整性·····	98
二、基金公司股东大会及股东投票权之虚置·····	99
三、基金公司董事会设计之特殊性·····	102
第二节 独立董事的功能·····	105

一、基金公司的内部利益冲突	105
二、基金公司外部的利益冲突	107
三、独立董事的核心功能和主要权力	108
第三节 独立董事制度发展进程	114
一、独立董事制度产生原因	114
二、独立董事制度的立法进程	117
第四节 独立董事制度的实践及质疑	120
一、独立董事“独立性”的立法界定	120
二、对独立董事的若干质疑	122
三、对独立董事制度有效性的支持	130
第五章 公司型基金受托人研究	133
第一节 契约型基金受托人简述	133
一、受托人之核心法律地位	133
二、受托人模式之分离论与统一论	134
三、我国之共同受托人模式	135
第二节 公司型基金受托人之概述	135
一、公司型基金受托人的信赖义务	135
二、公司型基金受托人的范围	138
第三节 公司型基金与契约型基金受托人之比较	140
一、托管人职能之重大不同	140
二、受托人权利的收缩使委托人和受托人之关系更为平衡	142
三、受托人范围不同	143
第六章 我国公司型基金治理结构的制度构建	145
第一节 我国公司型基金制度的立法模式	145
一、我国公司型基金制度构建的法律基础	145
二、我国公司型基金立法模式	147
第二节 我国公司型基金制度构建之若干原则性建议	149
一、基金公司股东大会作用发挥的机制设计	149
二、基金公司股东诉讼机制设计	150
三、基金公司董事会和独立董事制度设计	153

4 公司型基金法律制度研究

四、公司型基金托管人的职责设计	155
五、基金管理人的声誉约束机制	157
结论	161
参考文献	163
附录 1:《中华人民共和国证券投资基金法》	172
附录 2:《中华人民共和国信托法》	190
附录 3:《中华人民共和国证券投资基金法(修订草案)》(征求意见稿) ...	200
后记	229

导 言

一、问题的缘起

目前我国证券投资基金市场实践中所有的公募证券投资基金均为契约型基金,这一情况与全球基金业的主流趋势相悖,美国作为全球证券投资基金业最为发达的国家,美国的基金业中,共同基金(即开放式公司型基金)是最普遍的基金形式,占据着 90% 以上的市场份额。公司型基金在英国发展也很快,占据市场 50% 的份额。此外日本、德国等国家均已引入公司型基金。

从契约型基金的表现来看,其在基金持有人利益保护方面存在明显的弊端,由于契约型基金的制度设计存在先天的缺陷,基金管理人在基金治理结构中缺乏有效的制衡,从基金的发行到托管再到管理甚至分红,都是以基金管理人为权力核心而进行。理论上,基金持有人利益的保护除了基金管理人的依法履责和自律外,关键在于对基金管理人行为的制约。然而,在实践中契约型基金法律关系的其他两个主体——基金持有人和基金托管人对基金管理人的制约却流于形式,尤其是以基金持有人大会为主的基金持有人利益代表实际缺位,致使基金持有人对基金管理人的监督效果大打折扣。

在这一背景下,公司型基金模式的价值愈发凸显。公司型基金的结构是投资者先通过出资形成一个独立的法律实体——基金公司,基金投资者既是基金份额持有人,也是基金公司的股东,然后由基金公司将基金财产委托给基金管理人运作,基金保管人保管基金财产。这种结构设计的核心意图是通过基金公司的独立董事制度对基金管理人、基金托管人进行监督,相对于我国目前的契约型基金,优势在于基金投资者形成了组织化的公司体,从而借助公司的独立董事机制对基金管理人、基金托管人进行监督,能够更加有效地保护基金投资者的利益。

近期,社会各界对我国《证券投资基金法》修改的意见日益增加,对国外公司型基金制度已开始有引入的呼吁。一些学者认为,我国应当加强对公司型基金的研究和制度设计,适时推出这一制度。^①立法机关也已将这一问题纳入立法调研。本书即在此背景下撰写,希望能够为国内这一制度的缺失填补一些空白。

公司型基金历经多年始终没有进入我国的市场实践,原因何在?原投资基金法立法小组专家朱少平认为:一是有契约型基金可供管理机构选择,因为在契约型基金中,管理人的投资主动权比较大,基金的投资决策基本由管理人决定,而在公司型基金中有些重要问题却要由基金董事会决定。二是在公司型基金中,管理机构与基金董事会的关系较契约型基金更为复杂,管理人没有设计公司型基金的冲动。三是没有成型的法律框架,我们虽然有《证券投资基金管理暂行办法》,但却没对公司型基金及其操作做出具体规定。四是现行法律,主要是《公司法》,对公司型基金有较大的限制。^②笔者赞成朱少平先生的观点,同时认为,我国在2004年制定《证券投资基金法》时对公司型基金未作出具体规定,^③与国内对公司型基金制度的法律研究不足和法律认识的障碍有很大关系。要解决这个问题,必须要把公司型基金制度的法律关系和治理结构以及独立董事制度等核心问题研究清楚。

本书的研究以公司型基金治理结构为核心。良好的基金治理结构在保护基金投资者利益方面具有基础性的作用,公司型基金治理结构主要是促使基金投资者与基金管理人、基金托管人之间形成一种最佳组合与机制。相对于基金监管,尽管其也是以保护基金投资者的权益为出发点,但主要局限于事后监管与违规或违法行为的处罚,较之市场机制而言,其滞后效应不言而喻。对于公司型基金治理结构来说,应当区分基金治理结构、基金公司治理结构、基金管理公司治理结构三者。基金治理结构是确定基金持有人、基金管理人、基金托管人等相关利益主体之间的相互关系,核心是如何保护基金持有人的最大权益;基金公司治理结构是由于基金持有人以公司形式组织化而形成公司治理结构,保护的是基金持有人即基金公司股东的利益;基金管理公司的治理结构是确定基金管理公司内部经营者与股东、董事会

① 吴弘:《基金的法律性质辨析》,载《投资基金法修订上海课题组资料汇编二》,第24页,2009年2月。

② 朱少平主编:《证券投资基金法解读》,中国金融出版社2004年版,第331页。

③ 《证券投资基金法》第一百零二条规定:“通过公开发行股份募集资金,设立证券投资公司,从事证券投资等活动的管理办法,由国务院另行规定。”

的关系,保证公司的管理最大限度体现基金管理公司股东的利益。从这个角度,我国契约型基金通过加强基金管理公司的治理来解决基金持有人的利益保护问题显然是开错了药方。

当今世界,中国在全球的政治、经济、文化地位陡然上升,但是与此同时,我们也存在众多滞后的领域,如在民主法治建设与缩小贫富差距方面,与这些沉重的话题相比,金融领域是另一个层面的问题,虽然没有这么沉重,但是中国在全球金融领域的话语权极为缺失,金融竞争力的缺乏将对中国经济的可持续发展、国际影响力的进一步提高产生极大的钳制,进而对以上问题的解决带来消极的影响。中国金融发展滞后的主要表现之一就是金融创新不足,导致金融业务和金融产品的同质化严重,证券投资基金市场清一色的契约型基金就是很好的例子。

金融创新不足的一个重要原因是缺乏充分的理论研究准备,因此,谨希望本书对公司型基金法律制度的研究能够起到推动作用,将公司型基金这一已经得到多国市场实践认可并证明行之有效的制度尽快引入我国,以增进投资者的利益。

二、研究状况和文献综述

目前国内对证券投资基金的研究很多,但是多集中于契约型基金,对公司型基金的研究非常少。法学专业博士论文没有以公司型基金为选题的,经济学专业的博士论文仅有一篇,法律界、金融界尚无关于公司型基金的任何专著。在国内期刊刊载的论文中,涉及公司型基金的文章也寥寥无几,主要也是对公司型基金制度建立必要性、法律障碍等的介绍性文章,在公司型基金的法律关系、治理结构、制度设计等领域基本为空白。在如此薄弱的研究基础上,确实难以想象立法部门出台公司型基金立法的可能性。

而从国外的资料来看,由于美国的共同基金绝大多数为公司型基金,相关研究较多,因此本书引用的英文资料多源于美国。英国、德国、日本等国先后引入公司型基金,亦有一定的研究。在这些国外的研究资料中,美国对公司型基金的法学研究主要集中于基金公司独立董事制度和股东诉讼方面,多为基于案例的实证研究,鲜有法律关系的分析。由于本人无力阅读日文及德文、法文文献,有关内容除德国法律系友人帮助翻译外,其余主要是通过英文或中文间接得来,必然存在不全面性,在此一并声明。

目前关于公司型基金的中文文献主要集中于引入公司型基金的必要性与法律障碍两方面。

在引入公司型基金的必要性方面,几乎所有观点均支持。王连洲、董华春认为,公司型基金是欧美基金组织的主流模式,公司型基金的治理结构优

于契约型基金。^①周玉华认为,公司型投资基金在欧美为主流,导入符合国际潮流;股东可以通过对公司行使权力,以贯彻对投资者的保护及自我责任;由于没有解约,有利于基金资产的长期安定运用。^②吴弘教授认为,随着投资基金相关法律法规的不断修改,规制公司型投资基金的法律环境也逐步完善,因此应考虑导入公司型投资基金。^③朱少平认为,我国体制改革和投资业的发展需要大力发展公司型基金。需要特别强调的是,投资基金虽然具有筹资功能,但是它的优势更在于能够通过基金的投资机制寻求最佳的投资对象,此外,由于公司型基金运作的重要事项由基金董事会来决定,能够更加有效地保证基金的利益。^④高岚副教授认为,公司型投资基金制度的导入,可以使基金品种不断发展创新,扩大投资者进行资产运用时的选择范围,从而促进投资基金之间的相互竞争,导入公司型投资基金制度,可通过完善法人治理结构以强化对投资者利益的保护。^⑤

在引入公司型基金的法律障碍方面,有相对较多的论文涉足,且结论较为一致,即认为公司型基金存在以下法律障碍。其一,股份回购限制障碍。我国的《公司法》体现了“资本确定、资本维持、资本不变”三原则。而公司型基金中基金持有人可以随时赎回,投资者可以随时购买基金份额,这与《公司法》的资本三原则相悖。其二,双重税收障碍。按照我国现有的税法,公司本身和公司股东都需要纳税,即双重纳税。也就是说,即使公司型基金的投资者取得的基金分配收益与契约式基金投资者一样暂免征收个人所得税,但是,由于公司型基金需要缴纳公司所得税,所以同等收益条件下投资者从公司型基金分得的收益比契约型基金少。这样公司型基金和契约型基金相比就失去了吸引力,投资者不可能去选择一个双重征税的基金。因此公司型基金的引入还需要修改相关税法。其三,公司组织结构障碍。根据《公司法》规定,公司从组织机构看,除国有独资有限责任公司外,所有公司都必须设立股东会、董事会(执行董事)和监事会(执行监事),而基金公司某种程度上是一个虚壳公司,其只有股东会和董事会,并不设监事会;再从董事会功能上看,“基金公司”董事会的职能也与《公司法》的规定大相径庭,由于公司型基金资产管理的职能由外部基金管理公司承担,因

① 王连洲、董华春著:《证券投资基金法条文释义与法律精析》,中国方正出版社2004年版,第350页。

② 周玉华著:《投资信托基金法律应用》,人民法院出版社2000年版,第305页。

③ 吴弘主编:《中国证券市场发展的法律调控》,法律出版社2001年版,第237页。

④ 朱少平主编:《证券投资基金法解读》,中国金融出版社2004年版,第339页。

⑤ 高岚:《日本公司型投资基金法律制度及其对我国的启示》,载《思想阵线》2006年第3期。

此其董事会主要并非《公司法》中的决策执行机构,而是一个对基金管理人的监督机构。

此外,国内对证券投资基金的经济学研究主要关注证券投资基金效率,核心问题是对基金委托代理契约效率的研究,实际上就是研究委托人和代理人之间信息不对称而造成的“委托代理问题”对契约效率的影响。因此,博弈论(The Game Theory)、信息经济学、契约论(Contractarianism)为分析证券投资基金的委托代理关系提供了良好的理论依托。研究证券投资基金效率的另一个关键因素是信息,在与达成基金契约相关的事前信息中最主要的因素是基金管理人的投资绩效,从形式上而言则是信息供给问题。

从国外的公司型基金文献来看,研究方向主要集中在公司型基金治理结构中基金公司股东权力和独立董事问题上。

在股东投票权的价值问题上,美国学者的观点争议较大,A. Joseph Warburton认为,股东投票权对确保持有人对投资者负责具有必要性,同时对选举董事以及保持独立董事的独立性也非常必要。^①但很多学者通过对案例的实证研究后提出,股东投票权对于确保投资顾问对投资者负责或明确表达对投资顾问的反对意见并不是一个可行的机制。Richard M. Phillips甚至要求SEC允许公司型基金发行没有投票权的股份,并将目前的有投票权的股份转换为无投票权的股份。^②

在讨论基金公司的外部冲突问题上,学者们似乎形成了统一的观点,A. Joseph Warburton认为投资者与投资顾问的利益冲突是不可避免的。Lyman Johnson认为付给投资顾问的费用长期来看是巨额的,并且显著影响投资者的整体收益率。而且他还担心在基金效益糟糕的时候,经理可能会去“赌博”,提高证券风险以试图达到一般市场收益,借此减少不良业绩对费率的影响,从而影响投资者的利益。^③

国外学者普遍强调独立董事对基金管理人的监督功能。美国最高法院通过Burks诉Lasker一案表明其对公司型基金独立董事的态度:“国会委托投资公司的独立董事执行州法所赋予他们的职权,其主要职责就是保护基

① A. Joseph Warburton, Should Mutual Funds Be Corporations a Legal & Econometric Analysis, Vol. 33, The Journal of Corporation Law, 2008, p. 756.

② Richard M. Phillips, Deregulation Under the Investment Company Act-A Reevaluation of the Corporate Paraphernalia of Shareholder Voting and Boards of Directors, 37 Bus. Law. 1982, p. 910.

③ Lyman Johnson, A Fresh Look at Director Independence: Mutual Fund Fee Litigation and Gartenberg at Twenty-Five, 61 Vand. L. Rev, 2008, p. 504.