

我国发展对冲基金的法律瓶颈及对策分析

黎四奇, 陈洪帅

(湖南大学法学院, 湖南长沙, 410082; 湖南大学金融学院, 湖南长沙, 410082)

摘要:辩证地看,任何法律理念与制度并不存在什么严格的优劣与真伪之分,其差别仅在于一个此一时彼一时的被选择问题。尽管对冲基金意味着强大的风险与挑战,但是当市场缺少它时,这个市场也可能会残缺不全,缺乏应有的活力。因此,目前从事物本身的特性及国内经济之平衡增长之诉求等方面来探讨我国对冲基金阳光化问题,应当是很有意义的。

关键词:私募基金; 对冲基金; 监管

中图分类号: DF438

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2009)01-0037-09

市场具有其内在的发展逻辑与规律,这只看不见的手有时并不是随理性法律的意志而转移的。虽然在法治的理念下,任何行为及社会关系的正当性与合法性只有在法律的框架下才具有真实的含义,才能得到法律暴力的庇护,但是人类知识的局限性又决定了游离于法律之外的也并不必定就是不合理的。而这一见解在一定程度上也可以用来解释我国对冲基金^①发展所面临的尴尬境地。尽管我国已推出了《证券投资基金法》,且无论是在资产规模上,还是在活跃程度上,在当下中国资本市场日渐开放、股改后A股价值重估的背景下,私募基金(包括对冲基金)已在客观上成为中国证券市场上一支不容忽视的力量。但是,“名不正言不顺”的事实已极大地影响了其发展与壮大,同时也在实质上妨碍了我国金融市场从量到质的嬗变。因此,探讨我国私募基金发展的法律瓶颈,无疑具有很好的现实意义。

一、我国发展与扶持对冲基金的必要性

任何一种制度或理念的确立并非都是无中生有的,它必须有所指,必须有它在现实生活中所要达到的目标。对此,法学大师耶林曾言:目的是全部法律的创造者,每一条法律规则的产生都源于一种目的,即一种实际的动机。实际上,大力扶持与发展对冲私募基金也并非一时头脑发热之想,在当今中国出口依赖型经济模式下,它亦存在有学理上的正当性。尽管

1997年的亚洲金融危机使我们初次领教了对冲基金强大的杀伤力,并无形中给人们留下了一种“一朝被蛇咬,十年怕草绳”之阴影,但是“以发展的眼光看问题”及“任何制度都是一柄双刃剑”的唯物论又决定了上述恐惧心理并不能成为我们在法律上对对冲基金毫不犹豫说不可信的令人信服之理由。法治进路中,任何事物的好与坏都需要我们基于事物本身的利弊作一个审时度势之解读。

(一) 发展对冲基金有利于产业的平衡

讲究平衡并非法律学的专利。其实,在这个世界中,万事万物的良性循环都不能脱离平衡这一内在要求。改革开放以来,尽管我国经济一直平稳发展,国家综合实力亦随之持续增强,但是在另一方面,这种发展也使我们这一代中国人面临着一个可怕的危机,因为经济增长模式的畸形或者说经济增长点的单一化可能在不可再生资源耗尽或低价劳工不再具有诱惑之时使目前的状况难以为继。近年来,我国经济的增长动力主要源自制造业的国际竞争优势及相关出口收入,据不完全统计,我国的出口产值在GDP中的占比达35%以上。对于其中的风险,高盛亚洲有限公司主席J. Michael Evans曾非常精辟地指出过,今后中国必须在出口和消费驱动的GDP增长之间取得更好的平衡,并保持更大的灵活性,才能实现可经济持续增长之目标,中国必须增加内需,以平衡中国作为世界工厂的角色。笔者认为,这一见解是非常独特的,因为它一针见血地点破了当下中国出口依赖型经济的弊端及其中的巨大风险。经济学中有一种非常朴实的理念,那就是“任何时候不要将所有鸡蛋放在一个篮子中”。

收稿日期: 2008-11-03

作者简介: 黎四奇(1972-),男,湖北咸宁人,湖南大学法学院教授,法学博士,主要研究方向:金融法;陈洪帅(1976-),女,湖南岳阳人,湖南大学金融学院硕士研究生,中国建设银行湖南省分行营业部职员,主要研究方向:金融学。

虽然出口能拉动一国经济的发展,但是买方的强势地位决定了这种发展的被动性与短期性(这一点对于中国制造而非中国创造的产品来说更是如此),而且出口国对进口国的严重依赖也必然会诱使进口国将经济问题与政治问题相捆绑,从而人为地削弱出口国的主权。因此,在我国经济实力增强及法律制度等日益健全的当下,如何从平衡的角度开拓新的经济增长点就必然成为我国在它国强势压力下的务实选择。

“金融是经济的核心”这一定论说明,从金融的角度来寻找问题的答案不失为一个最佳的选择。因为规模庞大、增长迅速的经济实体只要拥有了对各种类别的国内金融资源进行有效、有序配置的机制,才能解决企业迫切的资金需求,及满足公民与机构对财富增长的渴望,而财富的增值又能衍生出梦想中的内需,从而让一个经济体摆脱出口依赖及制造工厂的地位。实质上,金融与经济增长关系的经验研究也揭示出了这样一个道理,即“金融市场的事前发展促进了那些依赖于外源融资的企业事后成长,因为金融发展降低了外源融资的成本,从而将企业从内源融资束缚中解放出来。在金融业发展较好的国家,对外源融资依赖性较强的行业的增长率更高,经营效率也更高”。^{[1](6-7)}从这个视角来考察,对冲基金的发展与扶持就可以成为一个检验性的突破口。事实上,除了巨大的风险杀伤力外,对冲基金也具有可人的一面。因为它是最成熟的市场参与者,它能够促使公司承担对市场的更大责任,并提高定价效率。作为资产管理行业,它严格遵循市场规则,由专业的资本操作人士对财富达到有能力抗御一定级别风险的投资者之资产提供不同于共同基金的差异化管理。与此同时,在二级市场上,对冲基金的作用亦不可轻视,它是资本市场金融资源流动性配置的重要供给者,是提高资本市场效率及价格发现的重要力量。对冲基金之存在,不仅在主观和微观上可使资金的供需双方实现双赢,而且在客观和宏观上可促成金融市场真实价格之形成,其以纯市场化的经济手段实现财富在个人、企业之间的再分配(若从全球范围看,则包括国家)。基于我国经济可持续发展的诉求,笔者认为,借助金融市场之真实繁荣来拉动内需就成为现时下中国经济平衡发展所不得不深思的课题。

(二) 发展对冲基金有利于中国金融业的发展

尽管市场化为我国金融业既定的改革目标,但是多年来在政府翼护下的合作式发展模式表明,我们离这一目标仍很遥远。实际上,市场经济所蕴含的“优胜劣汰”规律已表明“合作胜过竞争”是一种定向式的错误,因为“在扩展秩序中,各种努力的相互协调所依靠

的,正是这种未知世界的适应能力。竞争是一个发展的过程,是一个包含着所有进化过程的方法,它使人类不知不觉地对新情况作出反映。我们是通过进一步的竞争,而不是通过合作,逐渐提高了我们的效率。”^{[2](17)}固然对冲基金已有的历史及其潜在的风险仍使我们心怀顾虑,但是令其从灰暗地带步向阳光所内含的“置之死地而后生”之悲壮又可使我们看到中国金融业再造的新机。正如业内人士所指出的一样,通过对本土私募基金(对冲基金)的发展与有效管理,可有效地促进资本市场投资结构的多元化,优化我国金融市场的生态环境,防范金融风险,增强国内金融市场之稳定性与安全性。同时,若放眼国际,还可加强国内金融在国际市场中的稳定地位。随着国际金融资本与人才的大量涌入,我国金融业的竞争势必加剧,本地金融机构的发展空间可能受到挤压,金融市场的跌宕起伏也必将加剧。早日发展与壮大本土的对冲基金,对稳定国内金融秩序亦有着积极的作用。新中国证券投资的发展,从无到有历经 17 余年光景,可谓在曲折中缓行。其证券投资之主体从早期的大户操作,至以券商为主的市场操控,再到目前以基金为主要投资主体的格局雏形。在之其中,公募基金自 2000 年起的数年内得到长足发展,资产规模不断扩大,其不但培育了一批公募基金经理人,而且在国内证券市场理性投资观念的确立及稳定证券市场中起到了积极作用。私募基金(包括对冲基金)则在公募基金的影子下顽强地生存、壮大着,在“公私”之间不能形成有效的对抗力,这无疑导致了市场的一定垄断,使我国的金融市场处于不平衡发展状态。

任何好的制度与理念都需要专业人才的实践,中国金融业的发展若背离了这一常识,也只能是一种纸上谈兵。“实践出真知”决定了好人才是在实战中脱颖而出的,而对“私性”的对冲基金的扶持在很大程度上弥补我国金融人才匮乏的局面。从海外投资基金发展史来看,证券投资基金业实际上就是证券投资精英行业。但是,由于国内公募基金体制的缺陷还难以真正地实现基金管理人权责的结合,所以真正的基金人才培养还是比较困难。在这种情形下,对冲基金则不失为一种最佳选择,它的灵活性及权责有效结合的特点更易于培养出中国自己的专业投资管理人,而且它与公募基金之间所形成的竞争也可以直接促进后者的改良与创新。正是出于这种利弊相衡,近年来,世界上诸多国家与地区都将大力发展对冲基金作为提升本土金融业国际竞争能力的突破口,如纽约、伦敦等传统的世界金融中心为保持其金融产业的领先地位,都将发展对冲基金作为一个契机。我国的香港及新加坡等

新兴的金融中心也在推出优惠政策与机制,以培养与发展包括对冲基金在内的资产管理行业。如香港政府对对冲基金采取认可制度,并于2000年左右开始致力于发展对冲基金,其监管机构亦同步地采取多项扶持措施。2006年香港立法会通过取消遗产税、离岸基金豁免所得税等措施,以吸引全球资本进入该市场,从而提高本土金融市场的广度与深度。

(三) 发展对冲基金是金融法律创新的要求

高收益与高风险总是相伴而生的。对冲基金的高风险并不能成为我们对它望而却步的理由,事实上,在我国市场灰色区域成长起来对冲基金已提供了一个有力的反证。海外金融发达市场的历史给我们这样一个提示,即大凡成熟而繁荣的资本市场,无不活跃着另类的投资基金(包括对冲基金),它们在市场比较沉寂之时给市场制造生机与活力,刺激当地市场金融产品的推陈出新。同时,它以特有的灵活性与敏锐性,无时无刻不在寻觅与检验着法律可能的漏洞与真空,以市场的力量促使法律规则的设计者时刻保持一种警醒状态,从而使该国的金融立法步向一个升级补丁的完善过程。尽管在推出《证券投资基金法》时,对冲基金的合法认可与我们失之交臂,但是作为立法者,必须注意到法律所能关注与调整的社会生活并不能面面俱到,因为静态的法律是无论如何也追赶不上动态社会关系发展的(对于成文法系的国家来说,这一矛盾表现得更加突出)。也正因为如此,宣扬“活法”说的埃利希就认为:“人们不仅要观察法已承认的社会生活,而且要特别注意那些被忽视,甚至被法所否认的社会生活。”^{[3](256)}因此,以动态的眼光看待法律的发展,以务实的精神来发现社会中需要法律确认、实现和保障的新事物新关系就是作为职业法律人的立法者最崇高与最神圣的职责所在。金融改革必须立法先行,如何从我国金融立法创新方面为对冲基金的发展开辟地,确实应成为立法者必须用心思考的问题。尽管在一穷二白的现实下,金融安全需要立法者的谨小慎微,且“管制立法变革的根本动因不在于能否刺激金融发展,而在于是否会危及金融稳定”的高论也呼吁金融立法应稳中求稳,但是必须注意到,过于保守无异于固步自封。市场的发展并不是依人所设定的轨道前进的,它自有内在的规律可循。尽管我国《证券投资基金法》中并没有给对冲基金留下一席之地,但是在我国证券市场发展至一定程度后,它终将会破茧而出,并汇集成一支强大的力量。

在对待本土对冲基金合法性问题上,还有一点亦是值得我们深刻反思的。即尽管我们可以对土生土长的对冲基金法律态度含糊,但是法律不能过分崇洋媚

外而自轻自贱,违背法律之本在于正义这一基本的原则,从而阻碍民族资本的发展与壮大。目前,我国市场上活跃着外资对冲基金,它们大多在开曼群岛等一些避税天堂注册,并以2006年9月开始实施的《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》为依托,通过购买A股或直接在境内进行产业投资等形式进入国内市场。^{[4](66-68)}竞争应强调公平,因为只有这样,竞争的结果才能是正义的。尽管上述文件并没有直接承认外来对冲基金,但是它在事实上无疑为外来对冲基金在中国的入市提供了一条绿色的通道。法律规则则在实质上改变博弈的公平,并影响其结果。试想在这种规则欠公平或立法者考虑不周的情况下,本处于劣势的中国本土对冲基金何谈发展与壮大呢?虽说我们可以将QDII[®]业务视为显失公正下的一种弥补,但要知道,在缺乏实战经验与政府保护及对海外资本市场一知半解之时,此举又与放羊入虎口何异呢?巨额的亏损已给我们提供了一个不证自明的答案。冰冻三尺非一日之寒,事物的发展要讲究一个轻重缓急,若我国对冲基金的发展目标是走向国际,那么其必须先在国内做大做强。因此,在有外来资本已合法涉足时,我们的法律规则切不可作茧自缚地轻此而厚彼,至少也应“一碗水端平”。当下,笔者的意见是,与其说对对冲基金的法律认可给我们的立法者与监管者提出了严峻的挑战,倒不如说它也在考验与检讨着我国立法者的修养与能力。

二、我国发展对冲基金的瓶颈

(一) 目前各类投资类型运作上的困难

任何投资在模式上都必须具有一定的法律表现形式,目前包括对冲基金在内的我国私募基金投资类型主要表现为四种形式,即信托型基金、契约型理财基金、有限合伙型及公司型基金。

信托型基金:该模式引入了信托公司这一载体,完整的信托型模式包括投资者、基金经理、信托公司及托管人四方主体。由于我国《信托法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》《信托公司管理办法》等法律文件为该种理财模式提供了较系统的法律支撑,因而当事人之间的权责比较明确。然而,也正是由于引入了信托公司和托管人这一合法的操作平台,也自然而然地加大了运作的成本。相对于契约型理财基金而言,信托基金不仅需要支付额外的信托费和托管费,而且信托产品本身的结构非常复杂,产品研发的投入也十分昂贵。此外,法律操作平台的相对完整

性也会使这种类型的私募基金面临诸多的强制性管理规则的约束。笔者认为,若我们期望从这种私募基金中发展本土性的对冲基金,是不太现实的。我们知道,作为与公募基金对称的私募基金概念中的一个构成因子,对冲基金就在于其增值策略的积极性、追求回报的绝对性及相对不受约束性,如美国 1933 年证券法、1934 年的证券交易法和 1940 年的投资公司法都曾规定,不足 100 个投资者的机构在成立时不需要向美国证券交易委员会等金融监管部门登记,并可免于监管。^{[5](14-16)}因此,对于我国对冲基金来说,这一模式无疑会既无形式又无意义。

契约型理财基金:由于法律地位不明确,目前我国 80% 以上的私募基金都是以契约为基础的单户理财方式。在该模式下,基金管理人与委托人直接签订合同,设定双方之间的权利与义务,理财资金仍在客户自己的账户上,并不移转到受托人账户中。然而,依据所缔结的合同,基金管理人有权对客户的账户进行管理与投资操作。尽管业内人士认为此举是与国外接轨,双方在合同中明确了具体的投资操作模式,比如能否使用杠杆效应等,但它还是与国外买者自负的私募基金存在本质上的差别。国内较流行的做法是委托人与基金管理人一般在合同中载入保底条款,因而在发生纠纷时,就存在一个该类合同的性质认定问题,即究竟是属于委托理财合同,还是属于金钱消费借款合同。且即便法院将该类合同定性为委托理财合同,在发生亏损时,为了推卸所可能承担的责任,受托的经理人往往会以合同中的保底条款显失公平为由主张合同无效或可撤销或可变更。在各地法院态度不明朗或同案不同判的情况下,对于委托人来说,该种理财的魅力自然也就黯然失色。在另一方面,由于没有合法的法律框架,基金管理人在该模式下也无法直接向投资者收取管理费,而作为投资者的顾问,他们往往转而收取顾问费。目前较普遍的实践是,基金管理人根据其最后的业绩进行提成,如二八分成。因此,无论是从基金管理人的角度,还是从委托人的角度看,在法律定性不明及各地法院各持已见的现实下,双方当事人可能面临较大的投资风险。再者,由于这种一对一性的理财模式亦不利于有效产业链之形成,所以也不能实质性地影响与改良目前高度垄断性的基金市场格局。

公司型基金:由于公司型私募基金本身就具有法人资格,可直接发售基金产品,在免去了信托公司这个中间环节的基础上,基金管理人可以将信托费转为管理费,从而增加自己的收入。同时,基金管理人和投资者作为公司的参股股东也解决了集合理财所衍生

出的问题。然而,它也存在缺点,主要表现为同一所得可能面临的多重征税。依目前的税则,作为企业,它应交纳营业税与企业所得税等,分红后股东还应交纳个人所得税。这种双重税负无疑极大地挫伤了投资者的投资积极性。

有限合伙型基金:新版《合伙企业法》为私募基金的发展提供了“有限合伙型”通道。有限合伙的推出,可以考虑将有限合伙形式的私募基金管理人作为一般的管理人,其所承担的无限责任必将逼迫他们审慎控制投资风险,有利于维护投资者的权益。同时,该种投资法律形式也克服了上述公司型模式所面临的双重征税问题。然而,该种模式也存在不足:其一是有限与无限责任的分配问题。投资本就有风险,若要求管理人承担无限责任,也有显失公平之嫌;其二是合伙毕竟不是一种成熟的企业形式,它只是现代化企业(上市公司)模式进化中的一个阶段,因而采用该模式将严重妨碍该类型的基金上升为上市公司。

法律制度总是在博弈与选择中不断进化与自我完善的。从上文的分析,我们不难发现,在现时的法律制度框架下,每一私募基金载体的法律形式总是存在这样或那样的缺憾。然而,法律实践特有的表现就是在选择中进行趋利避害,而对于规则的创制者来说,其可能被社会寄寓有更崇高的使命,即在已有的法律已成为某些不可阻挡的新事物发展的障碍时,如何进行法律突破就是立法者或法院所必须直面的问题。对此,美国大法官卡多佐曾言:法律就像旅行一样,必须为明天做准备,它必须具备成长的原则。对于法官的职责,他更是无比骄傲地指出:“法官借口法无规定或者法律不明确、不完备而拒绝语言判决,应受到拒绝审判罪的追诉,法院的职能就是通过对法律原则的不断重述并赋予它们不间断的、新的内容来使它们与道德习俗保持同步,这是司法职务的最高荣誉。”^{[6](84)}因此,规则的创制者及其实践者务实地在法律上对包括对冲基金在内的私募基金扶持便显得尤为紧要。客观上,以上每一种操作模式都会遭遇法律上的瓶颈,如若结合私募基金的本质属性考量,可能公司型模式是一种不错的选择。那么,如何在法律上对公司型私募基金的多重税赋网开一面便成了制度设计中的关键所在。

(二) 对冲性金融工具的欠缺

对冲基金之所以被称之为对冲基金,在很大程度上就源于其对冲性,因而若要发展对冲基金就必须存在对冲性的金融工具。^⑧从这一角度评判,我国的对冲基金就不是货真价实的对冲基金。这主要表现为以下几个方面:

其一是我国的基金市场还欠缺对冲性工具与卖空机制。诚然,并非所有的对冲基金都采取对冲手段来规避风险,但是完全不能进行对冲交易的私募基金是很难称得上为地道的对冲基金,因为缺乏对冲性工具与卖空机制会限制对冲基金的投资组合。^{[7](39-42)}然而,在新《证券法》出台后,这一状况已慢慢有所缓解,如该法第142条规定:“证券公司为客户买卖证券提供融资融券服务,应当按照国务院的规定并经国务院证券监督管理机构批准。”此外,2006年7月发布的《证券公司融资融券业务试点管理办法》及呼之欲出的沪深300股指期货也可在一定程度上填补国内暂无对冲机制和对冲金融品种的空白。在这一背景下,国内私募基金可以通过向证券公司办理融资融券的办法来对冲基金资产中的部分股票、债券或共同基金的风险头寸,沪深股指300的推出则可为对冲基金提供对冲性的工具。尽管如此,单一化的对冲工具也只能一解燃眉之急,而并非一种长远规划,在这种环境下成长起来的私募基金也难以撼动目前的市场格局。而且,沪深股指300的推出还只是处于一种热炒中,它的诞生仍取决于官方的态度。

其二是不完全的卖空机制压缩了对冲基金的杠杆效应。根据前文的分析,在组织形式上,我国目前的私募基金主要有契约型、合伙型、公司型及信托型等四种模式。在原《证券法》不支持信用交易时,我国的私募基金几乎是不可能通过向其他金融机构融资来放大自己的投资杠杆倍数的。即使目前的法律已有所松动,但它还是没有实质上解决对冲基金以小搏大所面临的融资问题。如出于审慎风险防范之目的,目前国内商业银行对个人除开立了住房、汽车、消费和助学贷款外,对其他的贷款业务范围则进行严格限制;对于合伙型与公司型的企业,一般是依据其动产质押与不动产抵押的方式来提供贷款。由于私募基金从事的是高风险行业,若其想通过从银行融资的方式来发挥投资的杠杆效应,则基本上是难如上青天。另外,即使新《证券法》及《证券公司融资融券业务试点管理办法》许可了融资融券,但是其放大效应亦非常有限,如上海证券交易所2006年8月公布的《融资融券试点交易实施细则》第34条即规定:“投资者融资买入证券时,融资保证金比例不得低于50%。”这一规定就将国内私募证券投资基金的杠杆倍数控制在2倍以下,从而极大地限制了对冲类私募基金依据自身的投资策略来缩放杠杆倍数的自由度。还有一点也是我们必须注意的,虽然对于券商来说,融资融券的许可可能意味着利好,但是也必然伴随着风险,或然风险之增加就必须导致额外监管规则的追加。如2006年7

月中国证监会便专门设计了《证券公司融资融券业务试点内部控制指引》,深交所与上交所也针对该种业务配备了严格的监控措施。而这一切的结果就是投资杠杆倍数的进一步被压缩。

其三是本土私募基金国际化发展问题。^④在我国资本项目还没有对外完全开放的情况下,根据《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》等规范性文件之规定,能以境内资本合法投资于海外资本市场的只有合格境内机构投资者(QDII),而当下获得许可的机构也仅限于商业银行、基金公司及全国社保基金。在短期内,其他国内的私募基金若想获得同等的海外投资机会基本上不可能。暂且不论此举是否有违公平之嫌,在金融日益国际化的当下,从长远来看,似乎也不大利于我国金融机构的发展与壮大及融入到国际财富的再分配机制之中。实际上,在美国等金融发达市场洗涤中所产生的游走于国际资本市场的索罗斯量子基金及坚持在全球金融市场进行价值投资的巴菲特,在很大程度上就是得益于资本项目之开放。从学理上分析,虽然只能投资于本国金融市场的私募基金能在本国政府的呵护下平稳成长,但是由于受该国经济、政治和法律的影响较大,因而其也难以通过分散投资的方式来稀释与规避所存在的风险。是故,若法律的发展不止是关注现在,而且是放眼于未来,那么不完全开放的资本市场也成为了我国对冲基金发展中所必须跨越的一道障碍。

(三) “利益输送”^⑤的冲突

自中国证监会发布的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》(后称“试点办法”)于2008年1月1日正式实施以来,鹏华与国泰基金等9家公司成为第一批荣获开展此项业务的基金管理公司。虽然该文件“捣浆糊”地使用了“特定客户”这一闪烁其辞的表述,且在其全部条文中也一直回避对这一术语的明确界定,但说穿了就是公募基金也可以合法地涉足于私募基金业务。从形式上看,此法之目的在于发展本土的私募基金,但是这种两业务集于一身或者说双管齐下的业务模式很有可能使结果与人们美好的预期相背离。当文件“犹抱琵琶半遮面”地使公募基金的双重业务模式法定化时,一个现实的问题就接踵而来,那就是如何避免在基金公司内部所可能(不止是可能,根本上就是事实)出现的“利益输送”问题。尽管为了防范该种风险,包括《证券投资基金法》及上述“试点办法”等文件都明确要求基金公司应“公平”对待投资人。如“试点办法”第3条规定:“从事特定资产管理业务,应当遵循自愿、公平、诚信、规范的原则,维护证券市场的正常秩序,保护各方当事人的合法权益,禁止各

种形式的利益输送。”《关于实施〈基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法〉有关问题的通知》第 2 条亦规定：“符合《试点办法》规定的条件，拟申请参与特定客户资产管理业务试点的基金管理公司，应当向中国证监会提出变更经营范围、开展特定客户资产管理业务的申请。中国证监会将根据审慎监管的原则，对基金管理公司的合规运作、经营状况、公司治理、投资决策与研究分析体系的建立与执行、公平交易与防范利益输送相关制度的建立与执行、公司监察稽核与内部风险控制体系的建立与执行、人员队伍及人力资源管理状况等相关内容进行审查和评议，作出批准或者不予批准的决定，并通知申请人。”然而，业务集中、内部治理失灵及规则应然与实然上的严重反差注定这可能只是制度创制者的自我奢求。事实上，基金公司经理的“老鼠仓”问题就是一个明证。尽管之前曾有不太走运的上投摩根公司的基金经理唐健因为“老鼠仓”事件被查处，但这只是暴露出冰山的一角而已。且在这个插曲中，有一点是值得我们特别关注的，即“唐案”之显山露水并非管理部门主动、全面监管的成果，而是源于夫妻感情不和的报复行为。结合“试点办法”评估，公私基金业务之集中反倒会使“利益输送问题”变得更加严重：一是“特定客户资产管理业务”无需向公众公布投资组合与投资收益，这容易导致外界很难获取“利益输送”行为的直接证据，外在的监管难以奏效；二是当下公募基金与私募基金经理人的收入差距较大，从利益收入思考，“试点办法”第 16 条规定的“在一个委托投资期间内，业绩报酬的提取比例不得高于所管理资产在该期间净收益的 20%”的投资收益分配比例对于公募基金基金经理人来说，也不失为一种强大的吸引力。

在价值目标上，鼓励与发展私募基金之目的在于以改革促进我国证券市场的发展。然而，在目前的法律体制下，一旦公募基金沦为私募业务的利益输送工具，那么不单有公募基金市场信誉受损及私募基金发展连带受挫之后果，更严峻的是中国证券市场整体发展之进程也将会受到极大的阻滞。事实上，如果说“利益输送”是基金发展中的一大软肋的话，那么“试点办法”所许可的公募基金业务向私募业务的扩展就使得这一问题更加问题化，因为它为基金经理人秘密构筑“老鼠仓”又提供了一条快捷的途径。因此，从这个意义上看，虽然公募基金从事私募业务突显了监管部门敢为人先之勇气，但是一项指引新业务创新的规则与制度的合理性并不是单纯系于一时之勇，它更需要决策者从理性和中国的现实，以及从制度内在缺陷之克服角度进行权衡与取舍。

从本性来看，法律并非一个僵化的概念，它必须具有成长的原则，必须积极地回应现实发展的要求，这一点对于我们这样一个“新兴+转型”时期的国家来说更是如此。确实，伤筋动骨的创新可能意味着巨大的风险，且若处理不当，对于社会来说也就是一种元气大伤，但是时不待我及后发制人的现状决定了我们这个国家在发展中又不能过于瞻前顾后，优柔而寡断。“历史总是在夹缝中行进”的铭言决定了我们的法律制度创新在面临障碍之时，立法者必须表现出一定的“风潇潇兮易水寒”的豪迈气概，必须在“安全”与“效益”之间寻求最吻合的黄金分割点。从法律制度的推陈出新来看，“无论是向后的拉力还是向前的推力，对任何法律制度的恰当运转都是至关重要的。法律发展中侧重过去的力量与侧重未来的力量之间的对比，在一个国家的不同历史发展阶段中是不尽相同的。一个理想的法律制度可能是这样的一种制度，期间，必要的法律修正都是在恰当的时间按照有序的程序进行的。”^{[8](314)}因此，笔者认为，我国对冲基金发展进路中所凸显出的瓶颈恰好让我们对潜伏的问题一览无余，而这就给我们的学理探讨及制度矫正提供了一个最佳的契机。

三、对策分析——一个宏观性的思考

我国本土的对冲基金尚处于萌芽阶段，且我国对资本项目的限制也将海外对冲基金拒于国门之外，因而从表面上看，对冲基金似乎与我国并没有太大的关系。然而，我国已存在对冲基金生存的制度条件、市场条件与产业基础，同时 20 世纪 90 年代所发生的区域性金融危机时刻提醒我们必须对我国宏观经济是否会被对冲基金冲击保持高度警惕的态度，在我国 QFII 与 QDII 范围呈现不断放宽的迹象时，我们更应未雨绸缪。而且，立法向前看的特性也要求法律制度的革新必须正视现实金融发展的内在诉求。对此，笔者作如下分析。

在依法治国的旗帜下，我国正迈向现代化国家之行列，在本土法治资源较为贫瘠的现实下，我们正在探索中学习如何从法律的角度处理政府与个人、个人与个人及个人与社会等之间的关系。实际上，从防患于未然的角度看，现时下，与其说我们所面临的问题是对冲基金是否阳光化问题，倒不如说是如何预设相关的制度，规范与协调其发展的问题。若我们勇敢地直面现实，认为这一拙见是正确的或者说是大势所趋，那么我们就必须摒弃一些社会偏见，必须在尊重历史的基础上承认现实而面向未来，放眼世界。经历多年

的发展, 尽管我国金融业已日益融入全球金融化的浪潮中, 但不容否认的是, 无论是在金融实力、管理水平、绩效来源及金融法治平台等多个层面, 我们仍不能与老牌的金融发达国家同日而语。综合实力的悬殊必然会直接影响到中国在国际金融市场及国际金融监管理念与法则供给中的话语权, 如我国并非巴塞尔银行监管委员会之成员国, 但是其所发布的文件仍然对我国具有似乎不可抗拒的约束力(我国对新巴塞尔资本文件前后截然反差性的态度就说明了这一点)。事物发展的规律向我们展示了这样一个道理: 任何制度的创新或改良都必须支付应有的成本, 否则它就不配被称之为新的制度。尽管对冲基金的合法化意味着在创新的同时我们也开启了一扇金融风险的大门, 但是成本与收益的权衡告诉我们, 这并不能成为我们死求一时安稳而固步不前之理由, 相反, 敢为人先的精神与民族振兴的责任告诉我们, 可欲性对冲基金规范法律平台的构建倒是全部问题之中心所在。

“法是由事物的性质所产生出的必然关系”这一命题说明任何法律规则与制度的发现或创新都必须遵循事物发展的内在规律, 而这也说明在为对冲基金构建法律平台时, 我们必须以其本质特性为出发点。一般来说, 对冲基金的主要特点为: 采取更为积极的增值策略; 追求绝对回报; 以具有抗投资风险能力的高资产客户为主; 投资约束较少, 监管相对较宽松; 一般注册于海外的避税天堂, 如巴哈马群岛、开曼群岛等离岸司法管辖区; 筹资之私募性等。^{[9](37-40)}在国外, 私募基金作为另类投资基金通常被称为不受监管的集合投资产品, 它们通过私募方式向符合一定条件的投资者募集, 在经营管理上有着更大的自由度、灵活性、流动性与多样性, 从而迎合不同投资者之偏好。在监管思想确立上, 一般有以下特点: 其一是承认基金经营管理之多样性, 因而对其监管的重点并不在于私募基金的投资风险与信息披露, 而通常将监管重心置于制定相关的豁免条件, 及审查相关私募基金是否符合豁免条件上。如美国 1933 年的《证券法》第 4(2)条便规定, 任何与公开募集无关的发行人之交易, 不适用该法第 5 条关于未经注册不得公开募集证券之规定。同时, 其证券交易委员会认为, “判定一个交易是否属于公开发行, 是一个事实判断问题, 有必要考虑所有的相关条件, 包括发行者与购买者之间的关系、性质、范围、数量、类型及发行方式等。”^[10]其二是认同私募基金作为富人投资工具之特征, 因而对投资者的资产规模、收入水平及投资额度等都有较明确之规定; 其三是认同基金管理人及投资者之间相对简单的委托代理关系, 对投资者的人数有明确之要求。在另一方面,

对冲基金也意味着强大的系统性风险, 1998 年国际货币基金组织便基于对冲基金的特点提出三个监管目标, 即保护投资者、确保市场之完整性及防范系统性风险。也正由于对冲基金特点的多元性, 当下世界范围内, 对其监管存在两种立法模式: 一是德国模式, 即通过专门的条款, 对对冲基金的定义、信息披露等监管问题作出针对性的立法规定。这一模式在充分考虑对冲基金与其他投资基金共性的前提下, 本着尊重对冲基金特殊性的原则, 在立法中只对对症下药地对特殊性事项作出规定。是故, 这一模式提高了规则供应效率, 节约了立法成本。二是美国模式, 由于美国证券法并没有对对冲基金与其他基金进行划分, 因而在美国并不存在对冲基金的法律概念。^[11]有关法律都是将基金从整体上作为投资公司进行规范与管理的, 只是其中设定相应的法律豁免条款, 若任何基金满足这些条件, 则可以免于受这些法律之管制。因此, 美国的对冲基金监管制度主要是由相关证券立法中的大量豁免性规定构成的。由于立法者并不是在发明法律, 其真正的使命即在于顺应市场的发展要求发现应有的法律规则与理念, 因而尊重这种自生自发的秩序也是我们在为我国对冲基金立法时必须遵守的精神。我国私募基金仍处于一个发育期, 这也是一个不争之事实, 所以如何在应有保护及尊重其发展规律之间找平衡也是我国立法者所必须深思熟虑的问题。金融法治进路中, 美国法向来是我们亦步亦趋的对象, 但以“豁免条款”为引线的美国对冲基金监管法律理念与制度显然不符合我国对比较稚嫩的对冲基金监管之要求。笔者的看法是, 参考德国的模式, 在求同存异中本着宽严相济之原则来设计相应的监管规则。

法治之理念不仅排斥权力的集中与滥用, 同时也意在于杜绝与消除权利之集中。若从这一角度看, 允许公募基金从事私募业务就是对这一法治内涵之挑战与侵犯。固然职业的立法者可本着“魔高一尺, 道高一丈”的思想来提供市场所需要的法律产品, 但是我们必须注意到, 在市场秩序的构建之中, 法律之目的并不在于铺设一种固定不变的轨道而让人们不得有任何之偏离, 其真实功能在于为市场自有秩序的发展提供一些辅助性的条件。其实, 文件冠名中为什么使用“特定客户”而不使用与私募基金投资者相适的措辞以及“试点”等词, 就已足够说明规则制订者的底气不足与先试试看之心态。因此, 笔者的浅见是, “试点办法”规则理念的正当性与可行性是值得反省的, 至少这些“便当”式的规则供给也反映出了中国金融法治征途中“心急吃不得热豆腐”之常理; 尽管在微观上, 法律并不能确保法律面前人人平等, 但是作为一种理想, 在

宏观上,立法必须尽可能地体现与贯彻一种“法律面前人人平等”之精神。实质上,我们之所以煞费苦心地为私募基金立法出谋划策,其主旨在于通过规则来改变力量博弈之失衡,从而实现矫正性的平衡。因此,在为私募基金立法时,立法者必须在私募基金风险防范与平等之间寻找到应有之平衡点:对于那些业绩良好、合法守规的私募基金,政府应一视同仁地给予其平等竞争入市之机会,如给予私募基金开展与从事 QFII、QDII 业务的平等待遇;适度允许业内优秀者管理社保基金、住房基金、医疗公积金等政府基金;支持私募基金能以机构投资者身份与公募基金一同参与竞争一级市场承销询价、新股配售及上市公司定向增发等业务。

在世界范围内看,对冲基金仍为一个新兴之产业,当下包括美国在内的各国政府或地区都没有一个与该问题相对应的成熟监管法律体系,在法律制度的设计上仍处于一种“边走边看”之状态,这就必然导致对冲基金之监管在形式上的表现不一而足。如英国与我国香港地区采取资格认可制度,但对于私募基金之宣传与推广有特别性的限制。同时,虽然香港是全球第一个许可对冲基金零售的区域,但其同时规定最低零售限额为 5 万美元以上,且投资者必须拥有 800 万港元的可投资资产。日本的监管并非直接指向对冲基金的,而是加强与对冲基金相关的托管银行、投资银行之监管。开曼群岛则要求投资者具有 5 万美元以上的可投资资产。我国台湾地区的《证券投资信托及顾问法》规定,私募基金对象必须在 10~35 人之间,且只能向特定投资者募集,在监管上,主要是依托于同业公会之自律。而美国采取不直接认可制,但在另一面却加强了对对冲基金投资者、托管行及交易行之管理。如其《投资公司法》规定,对受益权人不超过 100 人,且没有公开募集,亦不计划公开发行的任何投资工具都可从投资公司法定义中享受豁免待遇。对于对冲基金之投资者,其要求以个人名义投资的,近两年个人收入至少在 20 万美元以上,以家庭名义投资的,夫妇近两年收入至少在 30 万美元以上,如以机构名义参与的,净资产至少应在 100 万美元以上。^{[12](120-129)}尽管对对冲基金之监管千差万别,但是从这种复杂之中,我们还是可以捕捉到一些制度创制的共性:对冲基金的销售是非公开方式,投资者人数有限,委托代理链条较短,且投资者都具有以高额资产为后盾的抗风险能力,因而对冲基金监管理念并不是以这些富人阶层为重心的,在模式上大多呈现为间接监管,这也在无形中为对冲基金的发展造就了一个宽松环境。综合考虑,在发展我国对冲基金时,下列原则是我们必须遵

循的:若非中国证监会许可,私募基金不可向社会公开发售,不可通过广告宣传等采取直销方式;投资者必须是合格之投资者(具体标准由监管部门设定);应当规定最低的投资限额;法律必须明确发起人与基金管理人的资质;对私募基金采取动态的分级认可制度等。

此外,有效金融监管之理念也向我们展示了这样一个道理:风险控制并非单市场的,而必须从一种交叉子市场的风险可传染性进行考察与评判,这一点对于可能滋生系统性风险的对冲基金来说至关重要。实际上,通过在不同的市场实施缜密的交易监察制度,强化大额交易之透明性,并限制其交易规模,可以达到有效控制对冲基金运用跨市场大宗交易来操纵金融市场的恶意行为,从而确保金融市场的秩序性与平稳性。在这方面,美国的经验是值得借鉴的,如美国已构建了层层设防的横跨债券市场、外汇市场、股票市场与期货市场大额交易的监控系统。在国债与外汇市场,其财政部可要求大额交易商提供相关数据报告,并实行实时监控;在股票市场,美联储对于借贷购入股票的保证金比率进行规定,以避免经纪商由于客户违约而遭受损失。同时,美国证券交易委员会亦定期监控各证券经纪商的风险管理政策(特别是信用风险管理政策),从而控制杠杆交易之倍数;在期货市场,商品期货交易委员会亦对大额交易享有监察权。因此,在防范系统性风险方面,如何在制度层面上消除因子市场多元化而生的信息不对称现象,并加强各职能部门之间的高效率协调也是我国在为对冲基金创建规则系统时所必须回应的难题。

注释:

- ① 对冲基金为私募基金的一种,在英文中,为 hedge fund,直译就是避险基金。对于这一术语,目前学界并无定论,或者说,并没有规定风险达到多少才够得上为“对冲基金”,人们只是习惯性地将一些高风险的投资基金归入此类。一般来说,其主要特征就是大量地透支与借贷,以及动用期货、期权等金融杠杆工具,大量运用资金的放大效应,使其风险与可能的回报成倍数增加。因此,从这个角度说,“对冲基金”是一种掩人耳目的叫法。
- ② 2007 年 6 月,中国证监会发布了《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》,这一文件的发布意味着在我国资本项目还没有完全对外开放之前,唯一能以境内资本合法投资海外资本市场的只有 QDII。
- ③ 有一个概念是必须澄清的,即并非只有使用了对冲工具的基金才可被称为对冲基金。识别是否为对冲基金,主要是看其收费模式:若只收管理费,那么其就是共同基金;若在管理费之外,还从投资收益中抽红,那么该类基金就是对冲基金。海外对冲基金的运作素来是多市场布局的,若某市场持续上扬,无风险需要反向操作,那么对冲基金就完全可以和共同基金一样持续

做多。唯有当市场变化莫测、风险较难控制之时, 对冲基金才需要组合不同金融品种来对冲风险。

- ④ 实际上, 笔者并不主张 QDII 业务, 因为这一业务的展开无异于在我国资本项目管制的堤坝上撕开了一个自我保护的口子。目前, 我国之所以能免受到海外对冲基金之干扰, 其因主要在于资本账户管制这堵坚实的防火墙。在我国金融市场不成熟、本土金融人才储备过少、金融基础设施不完善及人民币升值预期仍挥之不去等情况下, 若以鼓励 QDII 为由, 间接地放开国际资本限制, 则难保在下一轮金融危机中, 我国不成为海外对冲基金捕猎的对象。然而, 鉴于着眼未来, 本土私募基金国际化仍是一个问题, 因而在此作一定的探讨, 但在后文中不作进一步的分析。
- ⑤ 所谓“利益输送”是指在基金公司内部不同的产品间, 在买入股票等金融产品时, 其基金账户优先以低价成本购入, 而卖出股票该账户会先于其他账户高价售出, 即以损失某一基金产品的利益来让其他基金产品受益的操作。实际上, “利益输送”在中国基金史上并非什么新颖的话题, 数年前有关基金公司为社保基金实施利益输送就曾激发过社会公众广泛的争议。从广义上看, 包括基金经理人自己的“老鼠仓”也可归类到“利益输送”这一范畴。

参考文献:

- [1] 彭兴韵. 金融发展的路径依赖与金融自由化[M]. 上海: 上海人民出版社, 2002.
- [2] 哈耶克. 致命的自负[M]. 冯克利, 等译. 北京: 中国社会科学出版社, 2000.
- [3] 张乃根. 西方哲学史纲[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 1997.
- [4] 张跃文. 国际对冲基金进入我国的前景及对策研究[J]. 中国金融, 2008, (3): 66-68.
- [5] 张颖. 美国对冲基金巨额亏损的原因、影响和教训[J]. 国际金融研究, 1998, (10): 14-16.
- [6] 卡多佐. 司法过程的性质[M]. 苏力译. 北京: 商务印书馆, 1998.
- [7] 钟伟, 黄海南. 对冲基金在我国的发展及建议[J]. 中国金融, 2008, (4): 39-41.
- [8] E·博登海默. 法理学——法哲学及其方法[M]. 邓正来译. 北京: 中国政法大学出版社, 1997.
- [9] 陈全伟. 全球对冲基金透视[J]. 国际经贸探索, 1999, (1): 37-40.
- [10] Marcial L. Macharg. Waking up to Hedge Funds: Is US regulation taking a new direction? Working Paper Series No.11 of Institute of Law and Finance Johann Wolfgang Goethe Universitat Frankfurt, May 22, 2003: 5-10.
- [11] Joseph Hellrung. Hedge Fund regulation: Investors are knocking at the door, but can the sec clean house before everyone rushes in? [J]. North Carolina Banking Institute, April, 2005, (4): 3-6.
- [12] 李勋. 论中国对冲基金监管制度之构建[J]. 华南农业大学学报, 2007, (4): 120-129.

On origin of the thought of the right to a fair trial

LI Siqu, CHEN Hongshuai

(School of Law, Hunan University, Changsha 410082, China;
School of Finance, Hunan University, Changsha 410082, China)

Abstract: Dialectically speaking, there exists no strict right or wrong distinction for any legal doctrine and system whose only difference is an issue of making choice with the times. Though hedge fund signifies strong risk and great challenge, yet on the other hand without it the market most probably means imperfection, due activeness, and the lag of construction of financial legal system. Thus, nowadays it is necessary for us to consider the legalization of Chinese hedge fund from the angle of the innermost characteristics of matter and the balanced development of domestic economy, etc.

Key Words: privately collected fund; hedge fund; supervision

[编辑: 苏慧]