

# 我国证券投资基金投资者权益保护问题探讨

林先锋

(厦门大学 金融系 福建 厦门 361005)

[摘要] 证券投资基金健康、有序发展的前提条件是具备完善的法律制度,切实保护投资者权益。从我国基金管理公司普遍存在侵犯投资者权益的现象出发,探讨其产生原因,并针对我国基金业的现实情况,提出完善保护基金投资者权益的措施,以促进我国基金业健康有序发展。

[关键词] 证券投资基金,证券市场,权益

[中图分类号] F830

[文献标识码] A

[文章编号] 1008-6935(2004)03-0023-02

自本世纪30年代以来,投资基金作为一种金融投资工具,一种复杂的投资制度,凭借所具备的规模经济优势、专业化投资管理和较低的证券市场进入成本等优势获得了迅速发展。美国开放式基金的资产规模从1940年的4.5亿美元发展到1996年的35400亿美元,50年间增长了2700多倍。1999年美国共同基金资产达6.8万亿美元,超过商业银行体系的资产,占美国金融总资产的比重达22%。美国证券投资基金的快速发展得益于美国投资基金“最能保护投资者利益”的制度安排。

从证券投资基金业发展的历史看,如果投资者的利益得不到保护,证券投资基金的发展必然陷入低潮。1929年美国股市崩盘之前,基金投资者的利益没有得到法律的有效保护,许多基金成为不受欢迎股票的倾销市场,信息披露极不完善。正是由于基金运作的不规范性,采用高杠杆投资手段的基金业在1929年股市崩溃中遭受重创。此后,为了保护投资者权益,美国出台了《投资公司法》和《投资顾问法》。日本证券投资基金业在20世纪60年代曾陷入困境,除了证券市场不景气是重要诱因外,基金管理公司大股东滥用基金资产谋取私利也是重要原因。为此,日本投资信托协会和监管当局从法律角度严格控制基金管理公司的道德风险,为基金业的复苏创造了必要条件。可见,证券投资基金健康、有序发展的前提条件是具备完善的法律制度切实保护投资者权益。

我国证券投资基金业在投资者权益保护方面,行业自律层次和监管者监管力度皆落后于当前的需求,在很大程度上阻碍基金业的进一步发展。1991年至1997年10月《证券投资基金管理暂行办法》出台前发行的基金被称为“老基金”,这

一阶段基金的主要特点是:基金组织混乱、基金投资混乱、基金监管混乱,投资者的权益根本无法得到保护。暂行办法出台后,证券投资基金进入了相对规范阶段,在一定程度上促进了证券市场的繁荣,但也无法避免基金黑幕等事件的发生。基金管理公司侵害投资者权益在中国似乎是一种常态,各种原因值得深究。

## 一、基金管理公司侵犯投资者权益的原因分析

1. 政府在定位证券投资基金的功能时出现偏差。我国股市是典型的资金推动型市场和政策性市场,因此政府经常采取的救市工具包括发布政策利好消息和增加股市资金供给。在我国股市发展初期,通过发布利好消息聚集市场人气、稳定投资者信心、激活市场曾取得很大效果。但是,随着投资者的逐步成熟,政策救市的作用逐渐减弱。因此,在股市出现大跌、机构投资者和散户损失惨重、经济中的深层次矛盾逐步暴露时,惟有增加股市资金供给可以成为政府较为直接有效的救市方法。在这种情况下,证券投资基金被用作救市的重要工具的建议便被提上议事日程。例如2001年10月份在股市跌入1300点之际,我国基金同时大举入市的举动明显具有指令性协同救市的痕迹。此外,在2002年8月份股市交易非常淡市,我们一方面控制股票上市节奏,一方面却有多只基金同时发行。政府借用投资者资产而不是运用自有资金救市,不仅损害了基金投资者的利益,还间接损害了基金行业的长远利益。

2. 基金管理公司目标偏离基金持有人利益。由于我国基金管理公司的股东主要是证券公司和信托投资公司,而初期监管部门对基金管理公司的监管重点放在基金的发起设立方面,对基金的交易监管不足,也就为基金管理公司利用基金资

[收稿日期] 2004-07-20

[作者简介] 林先锋(1981-)男,福建莆田人,厦门大学硕士研究生,主要研究方向:证券投资、金融工程。

产为与自己获关联方进行利益输送提供了方便。这种利益输送具体表现在以下几个方面:(1)虚假交易,通过与股东对倒,相互拉抬股票,制造行情,欺诈股民;(2)高位接大股东的盘,为大股东自营业务直接输送利益;(3)基金管理公司或基金经理及其亲友通过设立“老鼠仓”从基金运作中获利。

3. 基金经理违规收益高,而成本很低。2000年10月《财经》杂志披露了震惊业界的《基金黑幕》,揭露了基金管理公司存在严重的道德风险,操纵市场、内幕交易行为盛行。而根据游士兵、吴圣涛(2001)对1994年1月到2000年12月证监会披露的对证券违法犯罪的226个处罚公告的实证研究表明,庄家(证券公司、公募基金和私募基金)因市场操纵和内幕交易而受处罚的比重分别只占5.5%和2.6%,排名分列第6位和第8位。可见,通过操纵市场,内幕交易往往能够获得高额回报或轻易将基金利润传递给关联方,而受到处罚的概率相对比较低,约束弱化导致基金管理人难以抵挡道德风险的冲动。

## 二、我国基金管理公司侵犯投资者权益的具体表现形式

1. 向关联方输送利润。我国基金管理公司一般由证券公司或信托投资公司发起设立,其高级经理人员大多来自发起人,基金管理公司独立性较差。因此,基金管理人在资产操作中有足够的动机为其大股东服务,如在新股承销、配股上积极申购,还可能采取“高买低卖”的方式向其大股东输送利益,从而严重损害其他大多数投资者利益。

2. 制造虚假交易量,输送佣金。国内基金公司没有独立的交易席位,他们一般利用其大股东——证券公司的交易席位进行交易,因此基金可以通过制造交易量,为大股东隐蔽地输送佣金。例如,1999年基金年报数据显示,基金兴华年度成交量最大,为157.93亿元,其中上半年股票交易量就达116亿元,从而为其大股东——华夏证券公司输送佣金高达2317.58万元。根据2003年102只基金年报数据整理显示,102只基金2003年净收益总额9.29亿元,而同期收取的管理费却高达19.32亿元。

3. 通过不合理的定价方法损害投资者利益。2001年11月《证券投资基金会计核算办法》中估值方法的缺陷为基金管理公司侵犯投资者利益提供方便。

首先,《办法》规定,“估值日无交易的以最近交易日的市价估值”。典型的案例是,大成基金管理公司下属的两只基金——基金景宏和基金景博,重仓持有银广厦,在银广厦虚假业绩曝光,市场普遍预期银广厦股价将大跌的情况下,仍然按照银广厦停牌前30多元的价格计算基金净值,提取管理费用,在银广厦连续10多个跌停板,无法出售的情况下,上述两个基金也是按照每天银广厦收盘价核算基金净值和提取管理费。很明显,基金经常通过高估自身基金净值的办法,提取高额管理费,损害基金投资者利益。

其次,《办法》规定在估值不能客观反映其公允价值的情况下,由基金管理公司与基金托管人商定进行估值。基金管理公司收取管理费用和基金托管银行收取托管费都是按照基金资产净值的一定比例计提,因此基金管理公司和托管银行在利益上不具有独立性,影响估值的客观性。如,对已退市无市

场价格的股票或流动性极差的债券估值问题,封闭式基金有严重高估价值的倾向。

## 三、证券投资基金投资者利益保护机制的进一步完善

1. 进一步完善独立董事制度。独立董事应占大多数,而不仅是现行法律要求的1/3。1962年,美国发现40%的独立董事比例对基金监管起不到应有的效果。大多数基金家族已在它们的董事会吸纳了多数独立董事。近年来,美国的许多基金发起人经历重组,使独立董事不少于75%,因此,我们应认识到设立多数独立董事在保护基金股东利益方面的价值。此外,美国证交会建议,基金公司的董事会由独立主席领导,董事会中四分之三的成员,本身业务不可以与所属基金公司有关联。

2. 增强基金持有人制度约束的可操作性。我国基金公司治理结构的最大问题是基金持有人缺位,没有基金自身的董事会。这样,基金持有人大会就被赋予了重责。基金持有人大会制度在《证券投资基金法》中有了明确而较具体的说法,但是今后我们还要就该制度的可操作性做进一步的细化,例如,持有人大会可以实行虚拟形式,进行网上投票表决。与传统的投票方式相比,网上投票无疑具有快捷方便、实时互动、便于管理和成本低廉等优点。由此可见,方便快捷的网上投票不但能提高中小投资者参加持有人大会的积极性,为完善基金公司法人治理结构提供了一个有效途径。美国特拉华州已经在法律层面承认了虚拟持有人大会(完全没有有形会场)的合法性。日本、新加坡、台湾也已经准备通过立法赋予股东网上投票的权利。可以预见,随着信息化时代的到来,利用互联网进行持有人大会将成为不可阻挡的趋势。

3. 加大对违规者惩罚力度。监管者不可能消灭违规违法事件发生,但可以减少部分违规的发生。可行的实施措施有增加违规违法成本,同时增加诚信的价值。任何市场都有违规违法行为,如果违规违法者知道其冒险行为的背后有一个很大的成本,而且要承担后果,作为理性的市场参与主体就会更加严格要求自己,减少侵害投资者行为的发生。

4. 从基金投资者角度出发修改相关法律法规。例如,上述提到的基金管理公司无法客观地对股票进行估值时,可以由持有人大会在公司章程中指定具有公信力的中介机构进行估值,避免基金管理公司与托管行的合谋行为。其它需要完善的制度有:进一步推行累计投票制、实现通讯或电子投票、集合投票等;建立股东代表诉讼制度等保护持有人保护机制;完善民事赔偿机制等。

## [参考文献]

- [1]何孝星. 中国证券投资基金发展论[M]. 北京:清华大学出版社,2004.
- [2]游士兵,吴圣涛. 中国证券违法犯罪的实证研究[J]. 证券市场导报,2001,(6).
- [3]夏晓辉,王怀芳. 证券投资基金资产估值问题研究[J]. 上海投资,2003,(4).

(责任编辑:辛晓莉)