

论基金“老鼠仓”的预防

——兼评《证券投资基金法(修订草案)》

(征求意见稿)第17条

刘运宏*

摘要:因为基金“老鼠仓”行为的隐蔽性和易规避性、基金治理结构不合理、基金老鼠仓法律责任机制的缺失、基金从业人员的法律意识不强等原因,中国基金业的“老鼠仓”现象比较普遍。境外成熟市场的国家或地区对基金“老鼠仓”采用了法律规制和自律管制两种模式,中国应当借鉴美国等国家或地区法律管制的模式,在允许基金从业人员买卖股票的前提下,要求基金管理人建立其工作人员及其配偶、利害关系人买卖证券的申报、审查、披露和违纪处罚规则等管理制度,确保这些制度的有效实施,中国证监会等监管机构对基金管理公司预防基金老鼠仓制度实施的有效性予以监管,并以此为原则完善我国的证券投资法律制度。

关键词:证券投资基金 老鼠仓 基金法

* 法学博士,经济学博士后,主要从事证券投资基金的产品开发和证券法学研究。

一、中国基金管理公司“老鼠仓”的现状

(一)基金“老鼠仓”现象比较普遍

基金管理公司的“老鼠仓”现象是否很普遍?这个问题确实难以通过确切的调查数据予以证实。仅仅从已发现的“老鼠仓”案件的涉案人数占基金行业的基金从业人员(甚至是基金经理)总人数的比例、已发现有“老鼠仓”行为的基金占基金总数的比例、已发现有“老鼠仓”行为的基金管理公司占基金管理公司总数的比例来看,基金管理公司的“老鼠仓”现象绝对不普遍。但是,“老鼠仓”行为的隐蔽性决定了这三个比例数据缺乏相应的证明效能。相反,从这些案件的发现途径和基金“老鼠仓”发生的可能性概率以及资产管理行业业务操作方式与“老鼠仓”行为可能性的关系中可以对基金“老鼠仓”现象的普遍性高低做一个大致的估计。

从已发现的基金“老鼠仓”案件的发现途径来看,已查处的几起“老鼠仓”案件或者是由于基金经理在婚姻问题上的不忠并没有就财产分割问题达成一致意见而导致妻子的举报才被发现的,或者是证监局突击性检查时认真查阅了部分基金经理电脑的硬盘和相应的交易记录才将案件暴露。在现今的电子化交易和个人财产保密的背景下,因为“老鼠仓”行为的隐蔽性强,如果没有这些内部知情人员的偶然性“举报”或突击检查行动,基金经理的“老鼠仓”行为还是被长期掩盖起来了。就这些举报和突击性检查的准确性结果来看,中国基金经理的“老鼠仓”行为还是很普遍的。而且,基金经理只占基金从业人员的少数,除基金经理以外,基金交易员、基金会计、内部风险控制人员、基金信息技术人员和公司高级管理人员对基金的投资信息及其个股的投资变化都比较了解,基金研究员不仅了解基金投资信息,而且还能利用推荐股票的机会建立“老鼠仓”。在现有的业务框架和运作模式下,基金管理公司的工作人员从事“老鼠仓”行为比较容易,而发现这种现象却比较困难,这两者共同作用的结果就是后者助长了前者的可能性。

不仅如此,已经发现的基金“老鼠仓”的操作模式基本上是采用借用

他人证券账户,利用自己知晓公募基金投资的机密信息或投资决策权力,在公募基金买入某只股票之前以自己控制的账户买入同一股票,或在公募基金卖出该股票前卖出该股票的模式进行的。随着这种现象和操作模式的逐渐暴露,监管机构会采取相应的事前预防措施,改革对基金管理公司和基金从业人员的监管方式,并在操作技术、监控强度和法律责任方面日渐完善,现有的“老鼠仓”操作模式会被日渐“淘汰”。而一些新类型的“老鼠仓”,例如,利用公募基金的资产密谋接盘上市公司大股东出售的股票并从中分成,与私募证券投资基金合谋操纵市场,损害公募基金财产的利益而从私募基金的收益中分成、利用监管机构现今尚未对禁止证券从业人员开立期货账户政策漏洞,通过自己账户买空股指期货合约,同时又利用公募资金做空现货市场或者实施相反的操作方式从中渔利等,都属于典型的“以公肥私”的“老鼠仓”行为。所以,如果没有相应的预防与规制机制,基金“老鼠仓”不仅在人员辐射的宽度上,而且从业务的发展上看都会是一个普遍的现象。^①

(二) 基金“老鼠仓”现象普遍性的原因分析

基金“老鼠仓”的产生原因是多方面的,既有“老鼠仓”隐蔽性与绝对获利性等“老鼠仓”本身特性上的原因,也有对基金运行与监管上的因素,更有法律责任及其追究机制上的问题,并且该现象能成为一个普遍的现象,与整个资本市场上的诚信环境、人员素质等外部环境都有必然的联系。总结起来,基金“老鼠仓”现象的普遍性是下列因素共同作用的结果:

1. 基金“老鼠仓”的隐蔽性和易规避性

从基金“老鼠仓”的特征上看,一方面,电子化交易让股票的买卖变得非常便捷、隐蔽和高效,也让基金“老鼠仓”的操作很容易、很隐蔽。虽然本人的证券账户、资金账户和交易记录容易被监管机构查询,但是,借用并控制他人账户的方式便可以在名义上回避这一监管上给“老鼠仓”行为人带来的“障碍”。这种借用他人账户建立“老鼠仓”的

^① 因为基金“老鼠仓”投资其他衍生品等证券的行为在方式和性质上与基金“老鼠仓”买卖股票的行为相同,为研究时表述的方便,文中对基金“老鼠仓”也表述为基金从业人员买卖股票的行为。

方式也有一定的风险——它将资产登记在他人名义下,存在产权归属的法律风险。已发现的几起“老鼠仓”案件的行为人回避这一风险的办法是借用自己近亲属(尤其是父母)的账户,这在我国现在城镇人口中独生子女较为普遍、继承税尚未开征的状况下,产权的法律风险也能得到有效回避;另一方面,“老鼠仓”的操作方式让公募基金的资产抬升了“老鼠仓”行为人所买卖股票的价格,公募基金资产的价格损失转换成“老鼠仓”行为人的实际收益,并且这是一个绝对的超值收益,正如马克思论述资本家追逐超额剩余价值所言“如果有100%的利润,资本家们会铤而走险;如果有200%的利润,资本家们会藐视法律;如果有300%的利润,那么资本家们便会践踏世间的一切。”这个稳定的超值收益会让知悉基金投资机密信息或具有投资决策权力而法律意识又不怎么强的投资管理人竞相追逐着从事“老鼠仓”行为,更何况这种行为是在隐蔽的状态下进行的。

2. 基金治理结构不合理

首先,现行的公募基金采用集合资金,专家理财的信托体制,基金经理管理的是他人的资产,除了年薪以外,基金资产的绝对收益与自己的努力和利益没有或少有必然联系,即使基金经理自己购买有一部分自己所管理的基金,但是,这个比例很低,基金经理购买的基金份额所带来的收益,相对于“老鼠仓”收益不仅不稳定而且收益比例相差巨大,“两利相权取其重”,在基金运行结构与利益分配上促使基金从业人员走向冒险“老鼠仓”的结果。

其次,混淆了基金管理公司的治理结构与基金的治理结构,并以基金管理公司的治理代替了基金治理。这种混淆和替代所带来的结果是这种表面看来比较完善的治理结构没有发挥相应的作用。具体表现在:因为基金管理公司都是有限责任公司,公司董事会的职责是决定公司运营中的重大事项并对公司治理承担相应的责任,而不是基金中的重大事项或对基金治理承担相应的责任,在这种混淆的体制下,公司设置的独立董事、董事会风险控制委员会、督察长、稽核监察部等机构、部门或人员监控公司的经营、合规、信息披露等风险的机制仅仅作用于基金管理公司而不是作用于基金,应当将基金作为一个主体来设计基金

份额持有人与管理人、托管人之间的法律关系。^②

最后,即使在公司运营与基金运营一体化的状态下,基金管理公司的治理结构也存在诸多不利于基金管理的问题,这表现在:基金管理公司的股东限制在注册资本和净资产不低于1亿元人民币、资产质量良好、经营3个会计年度以上、治理结构健全、无违法违规记录的机构,^③不仅将非金融资产管理的机构排斥在控股基金管理公司的范围之外,也没有给公司高级管理人员和核心人员留下股权激励的空间,这些人员的短期行为甚至是“老鼠仓”行为和严格监管下的人才流失都成为了必然;公司的独立董事仅能监督并审核公司的经营行为,对公司与基金之间的交易公正性、基金运作的合法合规性及其相应的控制没有控制权,并且这些独立董事的独立性、行使职责的权力保障以及没有行使相应职责的责任都没有相应的规制,基本是靠独立董事的名誉来确保其尽职尽责地履行职责;董事会下属的各专业委员会仅仅制定或批准公司的风险控制政策,对公司的具体风险和内部控制有效性监督不力,董事(包括外部董事)的专业资格、履职能力、履职时间几乎没有限制,导致了对基金行业知识的人员决定基金重大事项的悖论,这样,对基金

② 《证券投资基金法》设计基金份额持有人大会制度,并赋予基金份额持有人大会广泛的重大事项决定权,基金份额持有人大会的决议基金管理人和托管人必须执行,这在一定程度上是对公司治理结构的一种借鉴。实际的问题是该法规定基金份额持有人大会的召集条件和议案的通过条件比较苛刻,所以实践中除了基金转型以外基本上很少召开基金份额持有人大会,这也在一定程度上反映出现今的基金治理结构上的缺陷,这也是美国等现在公司制度发达国家采用公司型基金的重要原因。

③ 《证券投资基金管理公司管理办法》第6条规定:“设立基金管理公司,应当具备下列条件:(一)股东符合《证券投资基金法》和本办法的规定……”;第7条规定:“基金管理公司的主要股东是指出资额占基金管理公司注册资本的比例(以下简称出资比例)最高,且不低于25%的股东。主要股东应当具备下列条件:(一)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;(二)注册资本不低于3亿元人民币;(三)具有较好的经营业绩,资产质量良好;(四)持续经营3个以上完整的会计年度,公司治理健全,内部监控制度完善;(五)最近3年没有因违法违规行为受到行政处罚或者刑事处罚;(六)没有挪用客户资产等损害客户利益的行为;(七)没有因违法违规行为正在被监管机构调查,或者正处于整改期间;(八)具有良好的社会信誉,最近3年在税务、工商等行政机关,以及金融监管、自律管理、商业银行等机构无不良记录。”第8条规定:“基金管理公司除主要股东外的其他股东,注册资本、净资产应当不低于1亿元人民币,资产质量良好,且具备本办法第七条第二款第(四)项至第(八)项规定的条件。”

管理公司内部控制与风险管理的建立与维护和对基金“老鼠仓”行为的防范与控制职能主要依靠基金管理公司管理层的高级管理人员行使,而基金公司的高级管理人员大多数来自于监管机构^④或者与监管机构有着密切关系,并且,绝大多数的督察长不具有法律专业背景,这种治理结构上的不合理和制约机制上的缺失就导致了基金管理公司的“老鼠仓”等违规行为管理的松弛和监管机构查处力度较弱,给基金“老鼠仓”的违规行为以可乘之机。

3. 法律责任上的缺失

在基金“老鼠仓”的法律责任及其追究程序上,现有的法律规范体系不科学:在行政责任上,中国证监会对“老鼠仓”行为人给予行政处罚决定是正确的,但是处罚的依据显得不太充足,在认定这些“老鼠仓”行为并给予行政处罚的法律依据是《证券法》第43条^⑤、199条^⑥以及《证券投资基金法》第18条^⑦、97条^⑧的规定。首先,我们从法律规范的结构来分析,证监会单独援引任何一部法规的条文内容都不能支持这个处罚决定,只有混合使用这四条法律条款才能支持这些处罚决定,即“罚款+没收非法所得”。依据不同的法律规范处罚一个具体行为,并将其法律后果简单地用算术相加的方式予以叠加,处罚依据确有牵强附会之嫌;其次,该行政处罚对违规者的非法所得进行了没收,而按照《证券法》的相关规定,基金从业人员的非法所得并不在可以被没

④ 周芬棉:“证监会官员离职后纷纷变身金融界高管”,载《法制日报》2009年8月16日。

⑤ 第43条 证券交易所、证券公司和证券登记结算机构的从业人员、证券监督管理机构的工作人员以及法律、行政法规禁止参与股票交易的其他人员,在任期或者法定限期内,不得直接或者以化名、借他人名义持有、买卖股票,也不得收受他人赠送的股票。

⑥ 第199条 法律、行政法规规定禁止参与股票交易的人员,直接或者以化名、借他人名义持有、买卖股票的,责令依法处理非法持有的股票,没收违法所得,并处买卖股票等值以下的罚款;属于国家工作人员的,还应当依法给予行政处分。

⑦ 第18条 基金管理人的董事、监事和其他管理人员,不得担任基金托管人或者其他基金管理人的任何职务,不得从事损害基金财产和基金份额持有人利益的证券交易及其他活动。

⑧ 第97条 基金管理人、基金托管人的专门基金托管部门的从业人员违反本法第18条规定,给基金财产或者基金份额持有人造成损害的,依法承担赔偿责任;情节严重的,取消基金从业资格;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

收之列,明显缺乏法律依据;最后,市场禁入的行政监管措施的性质是行政处罚、行政处分还是其他?如果是行政处罚,根据《行政处罚法》的规定,部门规章无权设定行政处罚措施。^⑨如果是行政处分,则因为处分对象不是实施行政处分的内部成员显得逻辑不通。如果就是一般的行政监管措施,因为市场禁入措施在净化市场秩序的同时也严重影响甚至决定了相对人的就业权力甚至是生存权利,这种措施的依据、内容和是否具有可诉性等问题都值得进一步研究和完善。在刑事责任上,“老鼠仓”行为具有破坏信托行业制度基础的危害,其社会危害性足以达到科刑的程度,《证券投资基金法》第18条和97条也规定:从事损害基金财产和基金份额持有人利益的证券交易及其他活动情节严重的,构成犯罪的,依法追究刑事责任。但是,在《刑法修正案(七)》之前,刑法没有将该行为规定为犯罪,也没有设置相应的罪名,根据刑法“罪法定”的基本原则和相关规定,“老鼠仓”行为不应承担刑事责任。2009年2月28日,第十一届全国人民代表大会常务委员会第七次会议审议并通过《刑法修正案(七)》,在完善内部交易罪的基础上增加了“证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司、基金管理公司、商业银行、保险公司等金融机构的从业人员以及有关监管部门或者行业协会的工作人员,利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息,违反规定,从事与该信息相关的证券、期货交易活动,或者明示、暗示他人从事相关交易活动,情节严重的处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金;情节特别严重的,处五年以上十年以下有期徒刑,并处违法所得一倍以上五倍以下罚金”的规定,将“老鼠仓”行为规定为犯罪。2009年10月16日,最高人民法院和最高人民检察院联合发布的《关于执行〈中华人民共和国〉刑法确定罪名的补充规定(四)》将该种犯罪的罪名确定为“利用未公开信息交易罪”。这样“老鼠仓”行为的刑事责任规定及其追究看似解决了,但在实务中除了罪法定及其所产生的不溯及既往导致以往行为的追究遗漏外,还存在如下需要解决的问题:第一,该法律规定中的一

^⑨ 《证券市场禁入规定》是2006年3月7日中国证券监督管理委员会第173次主席办公会议审议通过的,自2006年7月10日起施行,在性质上属于部门规章。

般情节、情节严重和情节特别严重怎样区分缺乏明确的标准,不仅难以确定是否构成犯罪或者认定为犯罪后应当判处的刑罚,而且也会导致处罚不公平的结果;第二,从实践中看,对“老鼠仓”的行为人处以重刑可能会增强法律的威慑力,但是最有机会和条件实施老鼠仓行为的是投资人员,这些人员是金融领域的“精英”,具有管理资产和创造财富的技能,对这些触犯“利用未公开信息交易罪”罪名的“行业精英”一律判处有期徒刑,整日处于高墙之下接受体力劳动改造,而失去为社会创造财富的赎罪机会,从刑罚的社会效果上看这种刑罚设置尚缺乏科学性研究与论证;第三,公募基金的从业人员利用未公开信息从事证券期货交易构成犯罪,一般商事委托的“私募基金”和“账户管理”中的“老鼠仓”行为却没有在该种刑法规制的范围中,不仅没有正确规制犯罪对象,而且也会因为公募的基金经理面对该种严厉的处罚和监管会纷纷跳往私募基金,对基金管理行业的发展造成重大的不利影响。在民事责任上,《证券投资基金法》第18、97条规定了基金从业人员从事损害基金财产和基金份额持有人利益的证券交易及其他活动而给基金财产或者基金份额持有人造成损害的,依法承担赔偿责任的制度。但是,如何赔偿、赔偿多少、不赔偿的纠纷解决机制如何?这些问题都尚需要进一步研究。也正是因为这些问题的解决没有取得一致性意见并体现在相应的法律规定中,已发现的几起基金“老鼠仓”的民事责任承担的纠纷解决显得困难重重。

此外,对基金“老鼠仓”法律责任追究的程序不健全,措施和力度都有严重的缺陷,具体体现在已处理的几起基金“老鼠仓”案件都是以行政责任代替刑事责任和民事责任,^⑩即使是民间人事追究相关当事

^⑩ 刑事责任没有追究是因为这些行为发生的当时缺乏对该行为的相应刑法规范,根据罪刑法定的基本原则,不应认定为犯罪,这个结果对学习过法律的人来说是可以理解的,但是对民事责任的不追究对稍具法律常识的人来说就觉得很不可理解。

人民事责任的合理举动也没有得到相关机构的支持和配合,^①相反,监管机构以该行为属于基金经理的个人行为为由,对基金管理公司及其高级管理人员的管理失察责任没有予以追究,基金业务资格也没有因此而受到影响,仅有的一点行政责任的追究也不够彻底。

4. 证券从业人员的整体素质、法律意识和职业道德不高

从基金投资管理人员的素质来看,中国的证券投资基金业自1998年兴起至今仅仅十来年,开放资本市场也才二十来年,证券投资经理的从业经历短暂,而资产管理又是一个实践性很强的行业,中国基金管理行业刚刚兴起,基金从业人员的业务素质与具有上百年资产管理历史国家的资产管理人員相比具有相当大的差距;基金管理公司所管理基金数目的快速增加和大量成熟的投资管理人員跳槽转入私募等其他行业,让基金经理等基金管理人从年轻的研究员转为基金经理,出现基金经理的年轻化现象,基金经理的年轻化与从业经历、业务能力和综合素质不高紧密相关;同时,现有的基金管理公司因收取较为固定的管理费,工作人员的薪酬相对较高,而公司又多采用较为封闭的有限责任公司形式,国有企业控股并委派相应的管理人員,加上政府的强监管,通过委派和引荐的方式到基金管理公司工作成为一种常态,缺乏基金从业人員市场招聘的竞争机制,导致基金从业人员的综合素质不高。

^① 2008年6月19日,北京市问天律师事务所的张远忠律师向中国证监会发出《关于请求证监会责令上投摩根富林明基金管理公司退回唐建被处罚(因“老鼠仓”事件)以来违法收取的管理费的公民建议书》,该建议书称:2008年4月8日,证监会对上投摩根阿尔法基金原基金经理唐建“老鼠仓”行为进行了行政处罚,但自2008年4月8日以来,上投摩根阿尔法基金所在的上投摩根富林明基金管理公司不仅没有采取措施为阿尔法基金挽回损失,还一直从阿尔法基金收取管理费,根据《基金合同》以及《基金法》相关规定,基金管理人应当尽职尽责管理与运用基金财产,当基金财产受到损害以后,基金管理人应采取包括但不限于诉讼在内的方式追回基金财产损失,但作为基金管理人的上投摩根公司没有追回阿尔法基金因唐建“老鼠仓”行为而遭受的损失,显然违反了自身的管理职责,应承担不作为的责任。同时,根据《信托法》第36条“受托人违反信托目的处分信托财产或者因违背管理职责、处理信托事务不当致使信托财产受到损失的,在未恢复信托财产的原状或者未予赔偿前,不得请求给付报酬”的规定,上投摩根公司理应将违法收取的管理费退回阿尔法基金,证监会可依法责令上投摩根公司将管理费退回基金财产,并对上投摩根公司的直接责任人員采取监管谈话、出示警示函、暂停履行职务等行政措施。该《建议书》的请求合理合法,并有充足的法律依据,但是监管机构以“老鼠仓”行为为个人行为为由不支持该项请求。

从法治意识和公司的法制化状况来看,中国人受长期“人治”观念和体制的影响,法治意识淡薄,基金管理人的金融专业背景和他们在基金管理公司创造价值的地位更加重了其对法治的轻视程度。基金管理公司的稽核监察人员的后台与服务地位也决定了法律合规的控制和监管在基金经理等业务人员面前显得比较弱势,这种制度安排对基金从业人员法治意识淡薄的状况短期来看难有大的改观。资本市场的诚信机制缺失与法治意识淡薄的结合使得基金“老鼠仓”等失信行为成为基金行业的普遍现象。

二、境外对基金“老鼠仓”行为的预防与规制

境外各国或地区根据基金运作特点和“老鼠仓”的发生机制,采用了法律管制和自律管制的两种管制模式,美国和中国香港采用法律管制模式,法律授权基金管理公司制定科学有效的监控基金“老鼠仓”的规则和程序,并有权对其职员实施监管,监管机构监管基金管理公司的监控“老鼠仓”的政策制定并根据其自律监管状况实施监管,同时制定禁止并处罚基金“老鼠仓”的裁判规范。而英国、德国、日本采用的是自律管制模式,国家没有授权基金管理公司制定监控基金“老鼠仓”规则的权力,基金管理公司对其职员的监管属于自律性监管,监管机构直接对基金管理公司及其从业人员实施监管,出现“老鼠仓”案件时国家依据传统的民法、刑法、信托法、证券法等法律予以惩处。这两种模式以美国、英国为典型,从自律管制模式转向法律管制模式的典型是欧盟,下面就以这三个地区的规定为例,具体介绍境外的基金“老鼠仓”预防机制。

(一) 美国

从20世纪30年代以来,美国以《1933年证券法》(Securities Act of 1933)、《1934年证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934)、《1940年投资公司法》(The Investment Company Act of 1940, ICA)、《1940年投资顾问法》(The Investment Advisers Act of 1940, IAA)、各州的《蓝天法

案》、^⑫相关判例^⑬和美国证券交易委员会(以下简称 SEC)根据基金从业人员买卖证券出现的新情况对这两个法律提出修正案和新规则为基础,就基金从业人员买卖证券行为建立了从成文法到判例法的一整套完善的法律监管制度。

美国法律没有绝对禁止基金从业人员^⑭买卖证券,^⑮而是从防范内

^⑫ 因为美国共同基金大都采取了公司制形式,而美国联邦制下的各州均有自己的公司法,在各州注册成立共同基金要受该州公司法的调整。除此之外,各州的蓝天法案对基金股份的发行和欺诈等行为具有相应的约束力。

^⑬ 美国是典型的判例法国家,判例具有法律效力是英美判例法国家保持法律社会适应性的重要保障,在基金法律规范中,美国法基本上形成了成文法规定禁止基金从业人员从事违法行为和判例法规定基金从业人员从事该违法行为时如何判决的规范格局。我国是大陆法系国家,判例不具有法律效力,这就要求我们的法律规范必须具有一般条件、行为模式和法律后果的三要素格局,而我们的基金立法在借鉴西方国家基金立法经验与成果的时候,仅仅借鉴了其中的成文法的内容,只规定了一般条件和所禁止的基金从业人员违法行为的模式,而没有该违法行为模式法律后果的相应设定,这是导致我国现今的基金法律操作性不强的重要原因。

^⑭ 1995年美国国会修改《1940年投资公司法》,在第17条(J)的基础上确定了个人交易的主体,该 Rule17j-1 中的主体(entities)包括三类:基金管理公司、投资顾问和主承销商。对于基金管理公司而言,该规则采用“接近人士”(access person)概念来定义个人交易主体。接近人士一般包括基金管理公司董事、管理人员、一般合伙人和“顾问人士”(advisory person)。尽管 Rule17-1 没有专门将接近人士的家庭成员包括进该规则范围,但是很多基金管理公司还是将接近人士的某些家庭成员纳入其行为守则的规制范围,而家庭成员的界定标准是根据《1934年证券交易法》Rule16a-1 的“受益人权益”(beneficial interest)来定义的。基金管理公司的顾问人士根据 Rule 17j-1(e)(2)的定义,是指投资顾问(或控制投资顾问的公司)的雇员。

^⑮ 美国早期的证券立法在是否禁止基金从业人员买卖证券的问题上曾有较大的争议。一些众议院议员、SEC 委员认为应当禁止基金管理公司员工买卖证券,其理由有:(1)全面禁止是有效解决内部人为自身利益买卖证券时实际或可能的利益冲突的唯一办法。(2)投资者尤其是新的投资者众多,基金从业人员管理的资产数量庞大,因此,基金行业应当遵循最高的行为道德准则。(3)全面禁止才能维持基金行业的良好声誉。(4)基金从业人员的研究与投资工作的受益者应当是基金投资者,而不能是基金从业人员自己。反对禁止者也有大量理由:(1)不必通过全面禁止来确立较高的行为道德准则,在竞争压力下,投资公司只有以投资者利益为先,才能市场中立于不败之地,因此,它自然会采取较高的行为标准。(2)个人投资行为将锻炼基金从业人员的投资技能,从而更好地为基金投资者服务。(3)由于员工福利计划、对冲基金、保险公司独立账户、银行信托部门并不禁止投资专业人士个人投资,全面禁止将导致人才流失,使基金行业在与其他机构投资者的竞争中处于劣势。参见王苏生:《证券投资基金管理人的责任》,北京大学出版社 2001 年版。

幕交易和利益冲突,保护基金份额持有人的利益出发,考虑到 SEC 无力独自承担繁重的日常监管工作,相对于 SEC,基金管理公司承担日常监督更加方便等因素,美国通过立法的方式将监管责任有效地分散到各个基金管理公司身上,要求基金管理公司为防范尚未公开的重大信息的滥用和避免利益冲突而制定政策、实施监控,由公司承担一线监督职责。^⑥ 具体而言,基金管理公司的内部监控制度主要包括以下几方面的内容:

(1) 制定关于雇员买卖证券的行为守则 (codes of ethics) 和防止雇员滥用非公开信息的书面程序

Rule17j-1 要求基金管理公司制定关于雇员买卖证券的行为守则和防止雇员滥用非公开信息的书面程序。在这一过程中,SEC 强化了基金管理公司董事会的监督职责。一是基金管理公司董事会只有在确信该公司及其投资顾问、主承销商的行为守则能够切实防范内部人从事各种违法行为的前提下,才能批准该等行为守则(包括重大修改)。二是董事会在批准投资顾问、主承销商的行为守则之后,才能接受其服务。三是在批准之前,基金管理公司及其投资顾问、主承销商应当向基金管理公司董事会证明其已经采取必要、合理的程序防范违反行为守则的行为,在批准后必须勤勉尽责地执行行为守则。四是基金管理公司及其投资顾问、主承销商必须至少每年向基金管理公司董事会提交一次报告,说明行为守则或程序的执行运作情况,比如,违反行为守则的重大行为及其处理情况。

(2) 督促、监督雇员遵守行为守则和书面程序

要求其雇员向基金及其投资顾问、主承销商提交首次持股报告、年度持股报告和季度交易报告,管理层或合规人员要按照公司内部程序对报告进行审查。基金及其投资顾问、主承销商要明确内部人的范围,将报告义务通知到每一名内部人。

^⑥ 《1940 年投资公司法》第 17(J) 条确立了这种体制,它规定:“经注册的投资公司及其投资顾问、主承销商的任何关联人员,在直接或间接买卖投资公司所持有或将买入的证券的过程中,违反 SEC 所制定的反欺诈、欺骗或操纵规则和规章的任何行为、业务或商业活动,都是违法的。SEC 的规则和规章可要求投资公司及其投资顾问、主承销商制定行为准则 (code of ethics),在准则中确立防范上述违法行为的必要、合理标准”。

(3) 审核雇员的个人证券交易

基金管理公司应监视其雇员的证券交易,包括其证券账户、兼职和证券交易的情况,在审核其证券交易情况时,需要对申请人的经纪业务确认书和会计报表进行审核,并把它们与在“限制目录”(Restricted list)和“观察目录”(Watch list)中的证券交易相比较,检查是否能够找出其中不正常的交易情况。此外,基金管理公司也应要求参与基金组合投资管理的人员在直接或间接购买首次公开发行或者定向发行的证券之前,必须事先经公司及其投资顾问审查并获得批准。

(4) 保存雇员的相关记录及资料

基金管理公司及其投资顾问、主承销商必须在规定年限内(通常6年)保存有关资料,包括雇员买卖证券的行为守则、违反行为守则的记录及对违反行为守则行为采取的措施,内部人报告(包括经纪商交易确认单和对账单),内部人名单、雇员交易记录等。基金管理公司或投资顾问对内部人证券交易行为做出批准或不予批准决定的,还必须保存每个决定及其理由。

(二) 英国

英国作为现代投资基金的发祥地,其古老而又有生命力的信托法是其基金法律制度的基础,英国有关信托的最新成文法为《2000年受托人法》,其中有关受托人的信赖义务^①也适用于基金从业人员,并成为基金从业人员买卖证券时应该遵循的首要准则。2000年6月,英国颁布《2000年金融市场与服务法》(Financial Services and Markets Act 2000,FSMA),该法第十七部分专门对集合投资计划(即投资基金)进行规范,其核心内容是信赖义务和不得从事内幕交易义务。^②在信赖义务上,英国FSA发布的《获核准之基金从业人员基本义务准则》(Statements of Principle and Code of Practice for Approved Persons,APER)中将基金从业人员的信赖义务细化为以下七项准则:(1)获核准之从

^① 信赖义务属于英美衡平法概念,诚信原则是现代民法的概念,相比较而言,后者因适用范围过于宽泛,含义也因具体对象而有区别,不能反映基金份额持有人与基金管理人之间的关系,而信赖义务则反映了其中的信托本质。

^② 邱永红:“境外成熟市场规制基金从业人员买卖证券的法律制度及其启示与借鉴”,载刘俊海主编:《中国资本市场法治评论》(第一卷)。

业人员应本着忠实诚信原则执行职务,在从事个人证券交易时,应该避免利益冲突交易。(2)获核准之从业人员应本着善良管理人之注意义务执行职务。(3)获核准之从业人员执行业务时应遵守适当的市场行为准则。(4)获核准之从业人员应以开放合作的态度与 FSA 及其他主管机关互动,妥适揭露相关信息。(5)担任有重大影响力职务之经核准从业人员应采取合理步骤确认所负责职务有系统运行并得到有效控制。(6)担任有重大影响力职务之经核准从业人员应以善良管理人注意,勤勉尽责执行所负职务。(7)担任有重大影响力职务之经核准从业人员应采取合理步骤确认所执行业务符合相关规范与标准。同时,英国 FSA 还要求基金管理公司发生以下事件时,必须立即通知 FSA: (1)知悉雇员对客户有诈欺行为;(2)怀疑雇员执业中或者个人证券交易中可能涉及严重违法行为;(3)知悉任何人(无论是否为雇员)可能犯下或意欲进行诈欺行为。

(三) 欧盟

为推进欧洲单一金融市场的建立和欧洲金融服务业的发展,欧盟议会及欧盟理事会制定了《金融工具市场指令》(Markets in Financial Instruments Directive, MiFID),自 2007 年 11 月 1 日起实施。MiFID 规范了所有从事证券投资行业的公司的设立、业务规则、信息披露要求、市场交易规则、监管部门职责等内容,为欧盟内证券投资建立了综合监管框架,颁布该法律的目标是为金融服务业提供一个统一的规则,设定监管者的最低监管权力,并建立监管合作,以促进竞争、提高市场透明度、提高投资者保护的力度。

在规范基金从业人员买卖股票的行为上,《欧洲议会与欧盟理事会关于金融工具市场的第 2004/39/EC 号指令》(Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council)^⑩在第二章“投资公司的运作条件”第 18 条中规定“(1)各成员国应当要求投资公司采取一切合理措施以识别投资公司(包括其经理、员工及固定代理人)或通过控制权与其有直接或间接关系的人与客户之间的利益冲突,或者某一客户

^⑩ 该指令的译文参见中国证券监督管理委员会组织编译:《欧盟金融工具市场指令》,法律出版社 2010 年版。

与另一客户之间的利益冲突。利益冲突是指在提供任何投资服务、辅助服务或结合二者服务的过程中发生的。(2)投资公司根据第13条第3款^②做出的旨在管理利益冲突的组织或行政管理安排,如果不足以使投资公司有合理的信心能够确保防范客户利益受损的风险,则投资公司应在代理客户开展业务之前向客户清楚披露利益冲突的一般性质和/或来源。(3)为反映金融市场上最新的技术发展成果并确保第1款和第2款的统一施行,欧盟委员会应根据第64条第2款所指的程序通过与以下事项有关的实施细则:(a)确定可合理期望投资公司采取的措施,以便在提供各种投资服务、辅助服务以及二者结合的服务时识别、防止、管理和/或披露利益冲突;(b)制定适当的标准判断哪些类型的利益冲突可能损害投资公司的客户或潜在客户的利益。”

《欧盟委员会第2006/73/EC号指令》(Commission Directive 2006/73/EC)第11条将个人交易界定为“由相关人员进行或代理相关人员进行,并且至少满足下列标准之一的金融工具交易:(a)相关人员是在其以相关人员身份开展的活动范围之外行事;(b)交易是为下列任何一类人进行的:(i)相关人员;(ii)与相关人员存在家庭关系或与其存在紧密关联的任何人;(iii)与相关人员之间存在特定关系之人,该关系使相关人员在交易结果中拥有直接或间接的执行交易的手续费或佣金以外的重大利益。”

该指令第12条进一步规范了交易规则,它规定:“1.对于从事可能引起利益冲突的活动的任何相关人员,或者能获取第2003/6/EC号指令第1条第1款定义的内幕信息的相关人员,或者因其代理投资公司开展活动因而能获取涉及客户的或涉及同客户进行的或为客户进行的交易的其他保密信息的相关人员,各成员国应要求投资公司建立、实施并维护充分的安排以防止相关人员从事下列活动:(a)进行至少符合以下任一标准的个人交易:(i)依据第2003/6/EC指令该人员被禁止进行的交易;(ii)涉及滥用或不当披露保密信息的交易;(iii)与投资公司在2004/39/EC号指令下的义务冲突或可能冲突的交易。(b)在

^② 该款规定:“投资公司应当维持并运作有效的组织及行政管理安排,以采取一切旨在避免第18条定义的利益冲突损害公司客户利益的合理措施”。

正确恰当地执行其雇佣工作或服务合同的过程外,建议他人或促使他人进行一项如果属于相关人员个人交易则可能属于上述第(a)项范畴的金融工具交易。(c)在不影响2003/6/EC号指令第3条第(a)项的前提下,相关人员在正常执行其雇佣工作或服务合同过程外向他人透露了信息或意见,而其知道或可以合理地认为其本应知道对方在知道该信息或意见后即或有可能采取以下任一行动:(i)进行一项如果属于相关人员个人交易则可能属于上(a)项范畴的金融工具交易;(ii)建议或促使他人进行该等交易。2. 上述第1款所要求的安排,尤其要能够确保:(a)上述第1项所覆盖的各相关人员均知悉对个人交易的各种限制,并知悉投资公司依据上述第1款建立的与个人交易和披露有关的各项措施。(b)通过交易的通知或其他使投资公司能识别该交易的程序,投资公司可以迅速获知相关人员进行的任何个人交易。对于外部安排,投资公司必须确保承接外包工作的公司保留相关人员进行的个人交易记录,一经投资公司要求即能迅速提供该信息。(c)投资公司应保存经通知或自行识别而得知的个人交易记录,包括与该交易有关的任何授权或禁止。3. 上述第1款和第2款不适用于以下类型的个人交易:(a)有自由裁量权的投资组合管理服务项下进行的、投资组合管理人与相关人员或被代理人执行交易的其他人之间事先无须进行沟通的交易;(b)遵守了为享有第85/611/EEC号指令赋予的权利所须符合的必要条件的,或受某成员国要求达到同等资产风险分散水平的法律监督的集合投资计划单位的个人交易,在这类交易中,相关人员和被代理执行交易的其他人并不参与相关集合投资计划的管理。”

欧盟的这些指令改变了欧盟各国传统的自律管制模式,借鉴了美国法律管制的模式,要求各投资公司设置识别和管理利益冲突的组织或行政安排,并建立、执行和维护一套与其组织结构、规模及业务性质相适应的利益冲突政策。加上指令的指导性质,^②给了各成员国变通的空间,各成员国可以授权基金管理公司自律性管理的空间更大。

^② 欧盟规则体系分为指令和规章两种,其中,指令仅具有参考作用,需要各成员国以国内法的形式细化指令的具体内容才能转化成具有法律效力的规范,指令本身不具有强制执行效力;规章则具有强制执行效力,各成员国必须直接适用,不用通过国内法的转化。

三、我国基金“老鼠仓”预防机制的建立

对基金“老鼠仓”的预防主要包括两个方面的问题:一是禁止还是允许基金从业人员买卖证券?二是在允许基金从业人员买卖证券的情况下,采用何种模式规制内幕信息的滥用和利益冲突等不当行为?

(一)禁止还是允许基金从业人员买卖证券

美国和中国香港等成熟市场的国家或地区对基金从业人员买卖股票(个人交易)均采用了原则允许、适当管制的态度——在允许基金从业人员买卖股票的同时,对基金从业人员买卖股票中容易导致利益冲突结果的行为予以科学合理的管制和监管,实践证明这种方式是科学有效的,既稳定了市场也提高了市场的效率,收到积极的效果。

我国的《证券法》第43条“证券交易所、证券公司和证券登记结算机构的从业人员、证券监督管理机构的工作人员以及法律、行政法规禁止参与股票交易的其他人员,在任期或者法定期限内,不得直接或者化名、借他人名义持有、买卖股票,也不得收受他人赠送的股票。任何人在成为前款所列人员时,其已持有的股票,必须依法转让”的规定没有明确规定基金管理公司的从业人员禁止直接或间接买卖股票;《证券投资基金法》第18条只是概括性地规定“基金管理公司的董事、监事、经理和其他从业人员……不得从事损害基金财产和基金份额持有人利益的证券交易及其他活动”。从中国证监会基金部2006年10月27日发布的《基金管理公司投资管理人员管理指导意见》第23条“公司应当建立有关投资管理人员个人利益冲突的管理制度,加强对投资管理人员直系亲属投资等可能导致个人利益冲突行为的管理。投资管理人员不得直接或间接地为其他任何机构和个人进行证券投资活动,不得直接或间接地接受证券公司、投资公司、上市公司等其他任何机构和个人提供的礼金、旅游服务等各种形式的利益。投资管理人员履行职责时,对可能产生个人利益冲突的情况应当及时向公司报告。”的规定来看,我国现有的法律对基金管理公司从业人员买卖股票的行为没有一概禁止,而是由基金管理公司制定相应的管理制度,加强对投资管理人员可能导致个人利益冲突行为

的管理,与美国等成熟市场国家或地区的做法相一致。

但是,1993年4月22日国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》第39条规定:“证券业从业人员、证券业管理人员和国家规定禁止买卖股票的其他人员,不得直接或者间接持有、买卖股票,但是买卖经批准发行的投资基金证券除外”。这个《股票发行与交易管理暂行条例》第81条规定还进一步明确了该规范中的证券从业人员是指“从事证券发行、交易及其他相关业务的机构的工作人员”,该规则虽然是1993年颁布的“暂行条例”,但是,一方面该规则的具体规定与《证券法》规定结合的实践结果是禁止了基金从业人员买卖股票的行为;另一方面这个“暂行条例”尚未被废止,还一直具有法律效力。并且,禁止基金从业人员买卖股票的规则在2009年3月17日中国证监会修改后的《基金管理公司投资管理人员管理指导意见》中得到了进一步明确和重申。^②

在中国资本市场发展的初期,资本市场面对的风险难以预测,信托文化、诚信意识和法治观念均没有牢固确立,为确保资本市场的稳定、健康发展,对存在影响行业发展基础性风险的交易行为一律采取禁止的措施可以看出制度设计者对该风险的担心和为避免该种风险的良苦用心。但是,对基金从业人员的买卖股票行为绝对加以禁止的做法不仅不能达到制度设计者预期的避免风险和确保基金行业稳定健康发展的效果,反而会带来更大的弊端,甚至会严重影响到基金行业的发展。

第一,它迫使基金从业人员从直接、公开的买卖股票行为转入间接、秘密的状态(已发现的基金“老鼠仓”案件均是当事人通过借用他人账户间接、秘密从事“老鼠仓”行为就是明证),让监管机构、基金管

^② 修改后的《基金管理公司投资管理人员管理指导意见》将第23条的规定修改为:“公司应当建立有关投资管理人员个人利益冲突的管理制度,加强对投资管理人员直接或间接股权投资及其直系亲属投资等可能导致个人利益冲突行为的管理,按照基金份额持有人利益优先的原则,建立相关申报、登记、审查、管理、处置制度,防止因投资管理人员的股权投资行为影响基金的正常投资、损害基金份额持有人的利益。投资管理人员不得直接或间接地为其他任何机构和个人进行证券投资活动,不得直接或间接地接受证券公司、投资公司、上市公司等其他任何机构和个人提供的礼金、旅游服务等各种形式的利益。投资管理人员履行职责时,对可能产生个人利益冲突的情况应当及时向公司报告。除法律、行政法规另有规定外,公司员工不得买卖股票,直系亲属买卖股票的,应当及时向公司报备其账户和买卖情况。公司所管理基金的交易与员工直系亲属买卖股票的交易应当避免利益冲突”。

理公司和社会对基金从业人员买卖股票行为合法性的监督和利益冲突行为的监督与侦查变得更加困难,最终导致的结果就是不认真追查整个行业都没有“老鼠仓”,一认真追查就发现基金“老鼠仓”很普遍,问题也很严重,但这些问题也会被法律规定的现象所掩盖。

第二,基金从业人员买卖股票的行为并不都是有利益冲突的行为,对这些行为一律绝对禁止不公平,也会让基金业进入一个“禁止投资人士投资”的悖论,还让基金从业人员产生一个基金投资者以禁止基金从业人员投资的损失为代价才使他们致富起来的社会心理,让整个资本市场失去其应有的效率。

第三,因为私募基金和银行、信托、保险行业的集合理财计划,均没有基金行业这么严格的绝对禁止从业人员买卖股票的监管措施,基金行业的这种过度监管会导致德才兼备的基金经理离开基金行业,而希望通过间接、秘密手段实施“老鼠仓”致富的投机人士进入基金行业,严重扭曲基金管理公司的人力资源配置。

所以,我们应当借鉴美国、中国香港等成熟市场国家和地区的先进理念和思路,对基金从业人员买卖证券行为的规范,从原来简单地采取“堵”和绝对禁止的管制方式转变到重在“疏”和规范的方式上来,废除《证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《基金管理公司投资管理人员管理指导意见》等规范中绝对禁止基金从业人员买卖股票的相关规定,^②建立基

^② 因为《证券法》、《股票发行与交易管理暂行规定》和《股票发行与交易管理暂行条例》在性质上分别属于法律、行政法规、部门规章,在法律效力上依次减弱,并且根据《宪法》和《立法法》的规定,下位阶的法律规范不能与上位阶的法律规范的原则精神与具体规范相冲突,否则无效。鉴于现有立法体制及其法律规范的效力位阶性和中国证监会的立法权限,为有效防范基金“老鼠仓”行为,并在现有法律框架内借鉴美国等成熟市场国家所采用的法律允许基金从业人员买卖股票,并授权基金管理公司制定基金从业人员买卖股票的行为准则、监管方法并实施有效监管的成功经验,2010年3月21日,中国证监会向各基金管理公司发布《基金从业人员亲属股票投资报备管理的指导意见》的征求意见稿,该《指导意见》在允许基金从业人员的亲属可以买卖股票及金融衍生产品的前提下,要求基金从业人员亲属在买卖股票及其衍生品前需先向公司申报,并在批准后的当天买卖,基金管理公司对基金从业人员亲属买卖股票及金融衍生产品的行为实施监管,若未能有效监管的,将对基金管理公司的董事长和总经理实施处罚。这个《指导意见》被基金行业认为是在现有的法律环境下允许基金从业人员通过亲属账户变相买卖股票,借鉴美国监管基金从业人员买卖股票成功经验的一项改革。但是,因为该《指导意见》规定的“亲属”范围很广,并且超过了公司劳动关系与基金公司和行业监管机构的管理边界,引起基金从业人员的反对和抵抗,所以该《指导意见》至今还没有正式通知实施,尚在征求意见阶段。

金从业人员个人投资的行为准则与监管规范,充分发挥基金从业人员个人投资的积极作用,规范其中的风险,保护投资者的利益,促进基金行业的健康、稳定发展。

(二) 允许基金从业人员买卖股票条件下的基金“老鼠仓”的预防与控制

在禁止基金从业人员买卖股票的背景下,基金从业人员买卖股票的行为属违法行为,为确保基金管理公司合规经营,基金管理公司按照监管机构的要求建立健全通讯管理制度,加强对各类通信工具的管理,对公司固定电话进行录音,在交易时间将投资研究和交易人员的移动电话、掌上电脑等移动通讯工具集中保管,对投资研究交易人员的MSN、QQ等各类即时通信工具和电子邮件实施全程监控并留痕,保存这些录音、即时通信、电子邮件等资料在五年以上。^④这种管理方式不仅起不到杜绝“老鼠仓”的作用,^⑤仅仅成了应付监管机关的一种形式,还毫无必要地增加了公司运营的信息技术和人员等成本。当然,导致

^④ 中国证监会于2009年3月17日颁布的《基金管理公司投资管理人员管理指导意见》(以下简称《指导意见》)第26条规定:“公司应当建立健全通信管理制度,加强对各类通信工具的管理,公司固定电话应进行录音,交易时间投资管理人员的移动电话、掌上电脑等移动通讯工具应集中保管,MSN、QQ等各类即时通信工具和电子邮件应实施全程监控并留痕,录音、即时通信、电子邮件等资料应当保存五年以上。”该《指导意见》要求公司在交易时间对投资管理人员的移动电话、掌上电脑等移动通讯工具应集中保管,并且该《指导意见》第2条明确了投资管理人员的范围,是指“下列在公司负责基金投资、研究、交易的人员以及实际履行相应职责的人员:(一)公司投资决策委员会成员;(二)公司分管投资、研究、交易业务的高级管理人员;(三)公司投资、研究、交易部门的负责人;(四)基金经理、基金经理助理;(五)中国证监会规定的其他人员。”但是,基金管理公司的投资研究和交易等工作是包括研究、投资和交易部门的职工共同完成的,在基金公司的展会、内部和外部交流会、部门会议等机制下,信息在投资研究交易体系的职工之间难以隔绝,所以基金管理公司的这种严格的通讯工具管制方式扩大到包括投资管理人员在内的所有投资研究和交易人员,同时将“MSN、QQ等各类即时通信工具和电子邮件实施全程监控并留痕”的要求简化成“MSN、QQ等各类即时通信工具屏蔽,对电子邮件实施全程监控并留痕”的操作程序。

^⑤ 因为这些监管措施是不能穷尽信息通讯的所有手段,基金从业人员很容易逃避这些监管手段。例如,移动电话集中管理,他(她)配备多个电话,甚至直接配备炒股机就将其规避了;再如,公司内网的电子邮件留痕,外网的电子邮件是没有留痕的,即使有电子照相等留痕措施,因为稽核监察部门也没有人力和精力去检查与核对,加上通信内存的替代,这些措施几乎没有预防和制约的作用。

这个不利结果的原因并不在于该手段的本身,而在于其绝对禁止基金从业人员买卖股票的前提条件。

在允许基金从业人员买卖股票的条件下,对基金从业人员买卖股票等行为中滥用基金管理公司内部信息和利益冲突实施有效的监管和预防就变得特别重要,从美国和中国香港对基金从业人员买卖股票的规制方式并结合我国基金运作的实践来看,对基金从业人员买卖股票中“老鼠仓”的防范主要包括如下几方面的内容:

1. 在管制模式上,应当采用法律管制的模式

世界范围内,各国对基金从业人员买卖股票行为的管制主要有两种模式:法律管制模式和自律管制模式。美国和中国香港采用的是以自律为基础的法律管制模式,这种管制模式包括两个层面:一个层面是基金管理公司充分认识到公司制定科学、有效的管制其员工从事股票买卖的利益冲突或滥用内部信息的必要性,根据其公司规模、人员状况和管理能力制定切实有效的行为准则和信息披露规则,并根据这些规则监管从业人员买卖股票的行为,防范“老鼠仓”。另一个层面是国家制定统一的防范基金“老鼠仓”的行为标准和目标,并对基金管理公司制定和实施基金“老鼠仓”的政策措施实施有效监管。

美国和中国香港之外的其他国家或地区对基金从业人员买卖股票行为的管制采用了自律管制的模式,这种模式下的国家成文法没有对基金从业人员买卖股票的行为准则和监管要求做出规定,而是由基金管理公司对公司从业人员的行为予以管理和约束,如果基金从业人员实施“老鼠仓”行为,国家依据民法、刑法、公司法、证券法、基金法等规定予以事后惩戒。法律管制的模式不仅注重事后处罚措施,而且关注事前预防手段;法律管制模式下基金管理人内部行为守则及其买卖股票等行为的管制标准是明确一致的并具有强制执行的法律效力,而自律管制模式下的基金管理人内部的行为守则不一定统一与明确,仅具有自律规则的效力;法律管制模式下的基金管理人承担对其内部员工买卖股票的监管职责,监管机构对基金管理公司监管情况实施监管,间接监管的模式适应了基金市场日渐扩大的发展趋势,也调动了一线监管机构的监管积极性,既节省监管成本又让监管真正发挥预防作用。所以,在对基金从业人员买卖股票行为的管制方式上,中国应当采用更加有效的法律管制模式。

2. 构建防范基金从业人员证券交易利益冲突或滥用内部信息的机制与规则体系

在法律管制的模式下,基金管理公司承担着对基金从业人员买卖股票行为合法性监管的主要责任,监管机构对基金公司的监管行为及其效果实施有效监管,为达到有效监管的目的,在监管机构、基金管理公司和基金从业人员之间可以形成如下机制:

(1) 监管机构授权基金管理公司制定其从业人员买卖股票行为的政策,并有权实施监管

建立基金管理公司的政策制定权和监管权力是法律管制模式的基础和核心,其中,授权基金管理公司制定基金从业人员买卖股票的政策制定权,是基金管理公司所制定的政策具有自律规则的法律效力并能成为违规行为裁判依据的前提,但是,基金管理公司制定这项政策不是随意进行的,一方面它要与国家对基金从业人员买卖证券行为的法律规定相一致,违背法律的原则、精神以及具体规定的自律性规范不具有相应的法律效力;另一方面它要达到监管机构监管基金从业人员买卖证券行为的监管要求,并具有相应的操作性和科学性。法律或监管机构授予基金管理公司一定的监管权力是基金管理公司对其员工实施超越《劳动法》所赋予公司的基于劳动关系以外的管理权力的权力来源,其主要内容是确保其制定的监管从业人员买卖股票行为的政策和程序得以实施,达到监管机构的监管目标。但是,基金管理公司的这项监管权力的行使除了与法律法规的规定(包括超越一般公司劳动关系内容的规定)相一致以外,其主要是能达到监管机构的监管目的与要求,并受监管机构的监管。

与监管机构授权基金管理公司制定监管政策并实施监管相关联的是基金从业人员要认同这些管制方法及其效力,除了法律的强制性规定、法律赋予基金管理公司的政策制定权和裁判规则中对这种自律规则法律效力的认同以外,让基金从业人员认同这种管制方法和模式的主要途径还在于自律机构制定统一的自律规则、基金管理公司设置科学的稽核流程,实施有效的培训并实施有效监管。

(2) 建立基金管理公司防范利益冲突与内幕交易的内部监控制度
我国证券监管机构应当借鉴美国法律管制模式下 SEC Rule17j - 1

的相关规定,要求基金管理公司建立完善的有关基金从业人员买卖股票的内部监控制度,以规范其雇员买卖股票的利益冲突行为。具体而言,基金管理公司的内部监控制度主要包括以下几方面的内容:A. 制定关于雇员买卖股票的行为守则和防止雇员滥用非公开信息的书面程序,它在允许基金从业人员买卖股票的前提下,规定雇员买卖股票的允许性、限制性与禁止性行为的准则和买卖股票的申请、审批与报备等程序,让雇员买卖股票的行为在合法和公开的状况下进行。B. 审核、批准、监督雇员遵守行为守则和审批报备程序的制度。这包括审核和批准的主体、对象、内容、时间界限及其法律后果,监督雇员遵守行为守则的主体、职责、程序保障等。C. 雇员的证券账户和交易信息适时向公司披露和备案,使其证券交易处于可稽核与可公开的状态。D. 保存雇员的证券账户、相关交易记录和报备材料的主体、保存标准、保存年限、查阅方式、保守秘密的方法等。

(3) 制定规制利益冲突交易规制的统一指引性规则

在法律管制的模式下,虽然监管机构已经授权基金管理公司制定确保防范基金从业人员买卖股票时利益冲突或滥用内部信息行为的自律性规则、程序和措施,并确保其有效实施。但是,基金管理公司自身的制度建设能力一般不会达到制定科学、有效内部监控制度的水平,尤其是中国的基金管理行业刚刚起步,也没有完善防范基金“老鼠仓”内部控制的条件和能力,即使今后在总结实践经验的基础上有了一定的制度建设能力,因为内部稽核监察部门缺乏相应的独立性,^④基金管理公司也很难制定并实施一套科学合理的内部监控制度,为了促使基金管理公司制定并实施一套科学合理、运行有效并统一实施的内部监控制度,监管机构(包括自律性监管机构)应当制定规范基金从业人员买卖股票行为的指引性规则,禁止基金从业人员买卖股票的利益冲突交

^④ 基金管理公司一般会根据利润来源的直接性将各个业务部门划分前台和后台,能直接创造或增加管理费用的投资、研究、销售等部门属于前台,为公司或前台运转提供支持或服务的信息技术、运营、稽核监察等部门属于业务后台。业务后台的稽核监察部制约基金从业人员行为的规则并监督实施总会受到公司管理层和前台被服务部门的影响和制约,并在“家丑不外扬”和“用感情留住人才、用待遇留住人才”的观念支配下即使稽查出违规行为也会被掩盖并消化,难以起到相应的预防作用。

易和内幕交易行为,规制同时交易、本人交易、共同交易和代理交易,以维护基金投资者的利益并维护证券市场秩序。

四、结论:对《证券投资基金法(修订草案)》(征求意见稿) 第17条的简要评述

《证券投资基金法(修订草案)》(征求意见稿)第17条中规定:“基金管理人的董事、监事、高级管理人员和其他人员,其本人、配偶、利害关系人买卖证券及其衍生品种的,基金管理人应当建立申报、登记、审查、处置等管理制度,避免与其管理的基金的基金份额持有人发生利益冲突。”该条规定采用了法律管制的模式,放弃了传统的一律严禁的“堵”的办法,允许基金从业人员买卖证券,值得肯定和赞赏。但是,在要求基金管理公司建立相应制度的同时还应当授权基金管理公司对基金公司内的从业人员从事“老鼠仓”行为一定的处罚权力,同时,监管机构对基金公司预防“老鼠仓”机制运作的有效性予以监管。因此,建议该条文修改为:“基金管理人应当建立其内部工作人员本人及其配偶、利害关系人买卖证券的申报、审查、披露和违纪处罚规则等管理制度,确保如上制度的有效实施,中国证监会等监管机构对基金管理公司如上制度实施的有效性予以监管。”