

## “功能监管”视角下的中国《证券法》 适用范围研究

——以金融理财产品监管规则的改进为例

黄 韬\* 陈儒丹\*\*

**摘要:**我国金融理财产品投资者所面临的现实法律困境在事实上说明了,以“机构监管”为基础的监管法律体系已经不能适应现实金融市场的发展需要,因此有必要引入“功能监管”理念来重构我国金融监管法律体系,其中一项重要的工作就是拓展《证券法》的适用范围。为此,在证券法律制度变革方面需要扩大对“证券”法律概念的界定,并厘清“公募”与“私募”的法律界限。

**关键词:**机构监管 功能监管 金融理财  
《证券法》

伴随着我国居民金融投资需求的增长和金融创新加速发展的趋势,各类金融理财产品的销售已经成为我国金融机构的一项常规性业务,而理财产品规模的快速扩张也已经成为了目前我国居民存

---

\* 上海交通大学凯原法学院讲师,法学博士。

\*\* 华东政法大学国际金融法律学院助理研究员,法学博士。

量金融资产形式多样化的一个现实例证。<sup>①</sup>然而,金融理财产品在近年来也成为了引发法律纷争的一个源头,投资者与商业银行之间因为理财产品的“零收益”或“负收益”而引发的争讼层出不穷,<sup>②</sup>而由保险公司推出的附加有理财功能的投资连结保险也曾经遭遇投保人集中退保的风潮,<sup>③</sup>这些现象可以说从一个侧面表明了当下我国金融市场投资者保护与监管法律制度的完备程度还不足以充分应对理财产品业务的迅猛发展,整个金融市场的诚信缺失问题正严重影响着公众对于各类创新金融产品的信赖。

在这些表面现象背后,如果我们去剖析其中的核心法律,其实可以发现制约我国金融市场健康发展的一个瓶颈,即《证券法》的适用范围人为地被进行了限制,使得金融市场的广大投资者无法依照《证券法》来获得相应的保护,而在这背后,则是凸显了我国金融市场监管体制的落后性,长期以来沿袭“机构监管”的模式,而缺乏“功能监管”的制度安排。

我国法学学术界对于理财产品相关问题的既往研究涉及金融理财合同的法律性质、<sup>④</sup>理财产品销售中保底条款的合法性争议,<sup>⑤</sup>理财产品市场的投资者法律保护<sup>⑥</sup>等议题。本文对此问题的研究以我国金融监管体系为切入点,试图论证现有的“机构监管”模式所存在的弊病,其实是它导致了《证券法》适用范围的局限性,为此本文主张应当引入

---

① 我国商业银行理财产品的规模在2009年已超过5万亿元,而证券公司的集合理财产品规模在2010年初则突破了千亿元的大关。参见“2009年中国银行理财产品募集资金总规模逾5万亿”,载<http://cn.morningstar.com/newsletter/viewarticle.aspx?id=14786>,2010年11月12日访问;“券商集合理财规模首破千亿元”,载<http://stock.hexun.com/2010-01-29/122526844.html>,2010年11月12日访问。

② “理财产品频频零收益负收益 银行理财痛在何处”,载<http://finance.hsw.cn/system/2010/10/15/050654112.shtml>,2010年11月12日访问。

③ “投连险再起退保潮”,载<http://www.p5w.net/money/bxlc/bxzx/200811/t2015235.htm>,2010年11月12日访问。

④ 例如,尚文彦:《金融理财合同研究》,中国金融出版社2009年版。

⑤ 例如,郭雳:“金融机构保底理财的合法性迷局与困境”,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)2006年第5期。

⑥ 例如,马忠法:“论金融理财活动中实施‘冷静期规则’的可行性”,载《上海财经大学学报》2010年4月;陆徐元、方良东:“论我国理财产品市场投资者权益的法律保护”,载《浙江金融》2010年第7期。

“功能监管”的理念来对我国金融法律制度的诸多方面予以重构,拓展《证券法》的适用范围,以提升我国金融市场的诚信水准,给予更加广大的市场投资者以有效的法律保护。

本文第一部分通过对当下中国金融理财产品监管法律规则状况的总结来揭示其“政出多门”的格局;文章第二部分解释我国为何目前仍然维持着以“机构监管”为基础的金融监管模式;第三部分则分析这样的一种“机构监管”体系存在哪些难以克服的问题;第四部分则提出如果拓展《证券法》适用范围的政策建议,认为应当引入“功能监管”的理念改造现有的金融法律规则,放宽“证券”的法律定义并在此基础之上厘清“公募”与“私募”的法律界限;最后一部分则是澄清一些对“功能监管”的误解。

## 一、投资者所面临“政出多门”监管规则

梳理一下我国金融理财市场的现实格局,我们会发现商业银行、证券公司、基金管理公司、信托公司、保险公司等不同类型的金融机构都已经在向公众投资者提供不同形式的理财服务,包括商业银行销售的人民币或外币理财产品、证券公司的客户资产管理服务、基金管理公司的证券投资基金、货币市场基金以及特定客户资产管理(专户理财)、信托公司募集的信托投资产品,而保险公司则开发出了附加有投资理财功能的新型险种(包括分红险、投资连结险、万能寿险等)。

理论上来分析的话,尽管现实各种类型的金融理财产品名称多样,所属的金融机构不一,产品销售的目标群体也不完全相同,但从金融机构与投资者之间的法律结构中仍然可以归纳出它们在基本属性上的诸多共同点。

首先,投资者在投资金融理财产品时,与金融机构之间进行交易的一个环节就是财产所有权的转移,转移的财产在大多数情况下是货币资金,部分特殊情况下也可能是实物资产的转移(例如,证券公司的定向资产管理业务)。具体来说,理财产品的投资者不仅是将财产的占有转移给金融机构,而且是在外观上将财产的所有权利一并转移给作

为受托人的金融机构(商业银行、证券公司、保险公司等),由金融机构以自己的名义<sup>⑦</sup>独立地对该项并不属于金融机构固有财产的资金或实物履行合同所约定的资产管理行为。

其次,投资者与金融机构之间的理财合同具有三个方面的特性,分别是:投资者以获取资产的增值收益为目的而将资产交由专业的金融机构管理;不同投资者的资产进行了混同,以整体的形式对外投资(单一客户的理财计划除外);金融理财产品投资者的收益主要仰赖于他人(即金融机构)所作出的努力,而非来自投资者自身的投资判断和选择。

最后,投资于各种金融理财产品的投资者通过与金融机构签订理财合同而与后者建立起一种信赖与被信赖的关系,这种关系的存在有两个方面的现实基础:其一,通过募集资金或实物而提供资产管理服务的主体是受到金融监管当局监管的具备特许资质的金融机构,投资者基于对金融机构及其雇佣的专业人士管理资产能力的信任而参与相应的投资理财计划;其二,投资者需要向金融机构支付相应的资产管理费用作为对价,以换取金融机构承诺提供专业的理财服务。

然而,目前我国金融监管机构对不同类型理财产品的监管却呈现一种“弥散”的状态,不同种类的金融理财产品分别适用各自的监管规则,而出自不同监管部门的监管规则对于各自“治下”的金融理财产品的发行条件、募集对象、审批条件和程序、信息披露要求、投资风险分担、资金使用要求、监管措施以及法律责任等方面的内容均是“各自表述”。

从金融行政监管的隶属关系来看,我国金融市场上各类理财产品的“婆婆”有这么几家:中国银监会承担信托投资计划和商业银行个人理财产品的监管职责;券商的客户资产管理、证券投资基金、货币市场基金和基金管理公司专户理财金由中国证监会负责监管;<sup>⑧</sup>三类新型

---

<sup>⑦</sup> 这里存在一种法定的例外情形,根据《证券公司客户资产管理业务试行办法》的规定,证券公司为单一客户办理定向资产管理业务须通过该客户的账户为客户提供资产管理服务,并由客户自行行使其所持有证券的权利,履行相应的义务。

<sup>⑧</sup> 货币市场基金因涉及在银行间市场的投资行为,故中国人民银行也扮演了共同监管者的角色。

人身保险产品的监管当局则是中国保监会。

不同的监管机构对各类金融理财产品的审批要求也不尽相同。信托投资计划的募集无须通过银监会的事先审批;三类新型人身保险产品的销售则应当报送保监会备案,通常情况下不适用审批程序;<sup>⑨</sup>商业银行的个人理财产品发售原则上以类似备案程序的报告制为主,特殊情况下(如销售保证收益理财计划)才有必要获得银监会的许可;基金管理公司获得专户理财业务的资质后,证监会并不要求其将理财产品逐项申报核准;而对于证券公司办理集合资产管理业务和专项资产管理业务以及证券投资基金和货币市场基金的募集,证监会则要求一律逐项审批(见表1)。

表1 各类理财产品的监管机构及相应的产品审批要求

金融理财产品种类	监管机构	产品的审批要求
证券公司客户资产管理	中国证监会	证券公司办理集合资产管理业务和专项资产管理业务,须提出逐项申请 <sup>⑩</sup>
证券投资基金	中国证监会	基金管理人经证监会核准后方可发售基金份额,募集基金 <sup>⑪</sup>
证券投资基金管理公司特定客户资产管理(基金专户理财)	中国证监会	基金管理公司开展特定资产管理业务以获得证监会的资质审批为前提, <sup>⑫</sup> 产品无须逐项报批

<sup>⑨</sup> 根据2000年《投资连结保险管理暂行办法》和《分红保险管理暂行办法》的要求,投资连结保险和分红保险应当经保监会批准后方可销售,但是随着保险公司对分红、万能和投连的产品的设计日趋成熟,保监会相关的精算规定也已经陆续出台,因此,对这些产品再进行严格的审批意义不大,因此2004年出台的《人身保险产品审批和备案管理办法》取消了对这些产品的强制性审批要求,而改为备案管理,除非被保监会认定为属于下列三种情况之一:(1)中国保监会认定的关系社会公众利益的产品;(2)依法实行强制保险的产品;(3)中国保监会认定的新开发的人寿保险产品。参见“推进产品创新 提高监管效率——就人身保险产品审批和备案管理制度改革访保监会人身保险监管部主任陈文辉”,载《中国金融》2004年第16期。

<sup>⑩</sup> 《证券公司客户资产管理业务试行办法》第16条。

<sup>⑪</sup> 《中华人民共和国证券投资基金法》第36条。

<sup>⑫</sup> 《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》第8条。

续表

金融理财产品种类	监管机构	产品的审批要求
货币市场基金	中国证监会、 中国人民银行	基金的募集须得到证监会的核准 <sup>⑬</sup>
信托投资计划	中国银监会	无须审批
投资连结保险	中国保监会	应当报送中国保监会备案 <sup>⑭</sup>
万能寿险	中国保监会	应当报送中国保监会备案 <sup>⑮</sup>
分红保险	中国保监会	应当报送中国保监会备案 <sup>⑯</sup>
商业银行个人理财产品(不包括理财顾问服务)	中国银监会	商业银行开展以下个人理财业务,应得到银监会的批准:(1)保证收益理财计划;(2)为开展个人理财业务而设计的具有保证收益性质的新的投资性产品;(3)需经中国银行业监督管理委员会批准的其他个人理财业务; <sup>⑰</sup> 商业银行开展其他个人理财业务活动,不需要审批,但应及时向银监会或其派出机构报告 <sup>⑱</sup>

尽管理论上的分析和总结有助于揭示各类金融理财产品的内在法律共性,但现实监管规则的“割据”现象却是显而易见的。如果再选取各种监管法律规则中关于金融理财产品发行对象的范围要求以及是否允许金融理财产品的管理机构向投资者作出“保本保息”承诺的规定为例来进行比较分析的话,我们可以更容易地观察到我国金融市场理财产品监管“政出多门”的现实图景。

具体来说,各监管部门对于金融理财产品的销售(或曰发行、募集)对象的要求有不少的差异,并非所有的理财产品都可以向不特定的投资者对象销售的。对于证券投资基金、货币市场基金、分红保险和万能寿

<sup>⑬</sup> 《中华人民共和国证券投资基金法》第36条。

<sup>⑭</sup> 《人身保险产品审批和备案管理办法》第6、7条。

<sup>⑮</sup> 同上注。

<sup>⑯</sup> 同上注。

<sup>⑰</sup> 《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第46条。2007年《中国银监会办公厅关于调整商业银行个人理财业务管理有关规定的通知》(银监办发[2007]241号)宣布取消对商业银行发行保证收益性质的理财产品需要向中国银监会申请批准的相关规定,改为实行报告制。

<sup>⑱</sup> 《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第51条。

险,监管部门没有设置法定的准入门槛,这意味着这些理财产品的募集是可以面向普通大众的,而其他类型理财产品的销售对象则是有限定条件的。监管规则为信托投资产品资金的募集对象设置了人数的上限,即参与单个信托计划的自然人人数最多 50 人;<sup>①</sup>对于证券公司的客户资产管理和基金管理公司的专户理财,证监会分别设置了数额不一的资金门槛;对于商业银行的个人理财产品,除了投资金额方面的起点要求之外,银监会还要求商业银行必须对客户进行产品适合度评估;<sup>②</sup>至于投资连结保险,保监会要求销售对象应限定为具有相应风险承受能力的客户人群。

在风险分担方面,大多数理财产品的监管规则不允许金融机构向投资者作出“保本保息”的承诺(见表 2)。例外的情况有三处:保监会允许保险公司对投保人承诺最低保证利率;证监会目前已经允许基金管理公司募集“保本型基金”,保证基金份额持有人在保本周期到期时,可以获得投资本金保证;银监会则允许商业银行发行保证收益理财计划,但同时要求商业银行不得无条件向客户承诺高于同期储蓄存款利率的保证收益率。<sup>③</sup>

表 2 各类理财产品的发行对象要求以及是否允许金融机构“保本保息”

金融理财产品种类	发行对象要求	是否允许“保本保息”
证券公司客户资产管理	定向资产管理:单个客户的资产净值至少 100 万元; 限定性集合资产管理:单个客户的资金至少 5 万元; 非限定性集合资产管理:单个客户资金至少 10 万元 <sup>④</sup>	不允许 <sup>⑤</sup>

<sup>①</sup> 但是单笔委托金额在 300 万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制。

<sup>②</sup> 银监会要求商业银行投资于境外股票的代客境外理财产品的发行对象应当具备相应的股票投资经验。参见 2007 年《中国银监会办公厅关于调整商业银行代客境外理财业务境外投资范围的通知》。

<sup>③</sup> 对我国金融理财产品“保底条款”法律规则的政策背景分析可参见郭雳:“金融机构保底理财的合法性迷局与困境”,载《北京大学学报(哲学社会科学版)》2006 年第 5 期。

<sup>④</sup> 《证券公司客户资产管理业务试行办法》第 29、30 条。

<sup>⑤</sup> 《证券法》第 144 条,《证券公司客户资产管理业务试行办法》第 41 条,《证券公司集合资产管理业务实施细则(试行)》第 21 条。

续表

金融理财产品种类	发行对象要求	是否允许“保本保息”
证券投资基金	无限制	允许“保本” <sup>②④</sup>
证券投资基金管理公司特定客户资产管理(基金专户理财)	单一客户特定资产管理:初始资产至少5000万元; <sup>⑤</sup> 多客户特定资产管理:特定客户的初始金额至少100万元,人数以200人为限,资产合计不得低于5000万元人民币 <sup>⑥</sup>	不允许 <sup>⑦</sup>
货币市场基金	无限制	不允许 <sup>⑧</sup>
信托投资计划	单个信托计划的自然人人数最多50人(单笔委托金额在300万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制) <sup>⑨</sup>	不允许 <sup>⑩</sup>
投资连结保险	具有相应风险承受能力的客户人群; 若通过银行渠道销售,新单趸交保费不得低于人民币3万元 <sup>⑪</sup>	不允许 <sup>⑫</sup>
万能寿险	无限制	允许 <sup>⑬</sup>
分红保险	无限制	不允许 <sup>⑭</sup>
商业银行个人理财产品(不包括理财顾问服务)	须向特定目标客户群销售理财计划; <sup>⑮</sup> 理财产品的销售起点金额不得低于5万元人民币(或等值外币); <sup>⑯</sup> 银信合作产品投资于权益类金融产品或具	

② 《关于保本基金的指导意见》。

④ 《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》第9条。

⑥ 《关于基金管理公司开展特定多个客户资产管理业务有关问题的规定》第6、7条。

⑦ 《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》第23条,《关于基金管理公司开展特定多个客户资产管理业务有关问题的规定》第12条。

⑧ 《货币市场基金管理暂行规定》第11条。

⑨ 《信托公司集合资金信托计划管理办法》第5条。

⑩ 《信托公司管理办法》第34条,《信托公司集合资金信托计划管理办法》第8条。

⑪ 《中国保险监督管理委员会关于进一步加强投资连结保险销售管理的通知》。

⑫ 《人身保险新型产品信息披露管理办法》第25条。

⑬ 《人身保险新型产品信息披露管理办法》第25条。

⑭ 《人身保险新型产品信息披露管理办法》第30条。

⑮ 《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第10条。

⑯ 《中国银监会办公厅关于进一步规范商业银行个人理财业务有关问题的通知》。



续表

金融理财产品种类	发行对象要求	是否允许“保本保息”
商业银行个人理财产品(不包括理财顾问服务)	备权益类特征的金融产品的,商业银行理财产品的投资者应执行《信托公司集合资金信托计划管理办法》第6条确定的合格投资者标准 <sup>⑳</sup> ; 仅适合有投资经验客户的理财产品的起点金额不得低于10万元人民币(或等值外币),不得向无投资经验客户销售; <sup>㉑</sup> 投资于境外股票的代客境外理财,单一客户起点销售金额不得低于30万元人民币(或等值外币);客户应具备相应的股票投资经验 <sup>㉒</sup>	允许保证收益,但应当向投资者附加条件 <sup>㉓</sup>

## 二、基于“机构监管”模式的中国金融市场监管

由上文的分析可知,现实我国金融市场的监管法律规则并非从理财产品的共同法律属性出发而统一协调制定的,而是由各个监管部门(银监会、证监会、保监会)基于各自部门的监管需要和监管便利而分头出台的,这使得目前我国关于金融理财产品的监管法律规则呈现出明显的“机构监管”特点。

所谓“机构监管”(institutional regulation 或 entity regulation),是指将金融机构类型作为划分监管权限的依据,即同一类型金融机构均由特定的监管者监管,这是历史上金融监管的主要方式。<sup>④</sup>换言之,当下中国的监管体制强调的是基于金融机构的类型划分而确定监管权力的边

<sup>⑳</sup> 《中国银监会关于进一步规范银信合作有关事项的通知》。

<sup>㉑</sup> 《中国银监会关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》。

<sup>㉒</sup> 《中国银监会办公厅关于调整商业银行代客境外理财业务境外投资范围的通知》。

<sup>㉓</sup> 《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第11条。

<sup>④</sup> Roberta S. Karmel, Functional Regulation, 501 Practising Law Institute / Corp. 9, 1985.

界,即由银监会负责监管商业银行和信托投资公司,证监会则负责监管证券公司和基金管理公司,而保险公司监管保险公司。在这样的体制下,监管者的权力行使的指向主要不是针对金融机构的某项业务或某种产品,而是金融机构本身。举例而言,对于银监会而言,只要是商业银行的经营活动,都被纳入其监管权力的覆盖范围之内,而不问商业银行的具体的业务或其产品在法律定性上属于存、贷款还是证券或保险范畴。

具体就本文讨论的金融理财产品而言,各个金融监管机构的权力行使对象只是其负有监管职责的那些金融机构,并在此基础之上它的监管权力才延伸到特定类型金融机构所推出的理财产品。因此,我们就能观察到不同类型的金融机构提供的服务尽管在广泛意义上都是具有类似法律性质的理财产品,<sup>④</sup>但在适用监管法律规则方面却是五花八门,其背后最重要的原因就在于作为理财产品“卖方”的商业银行、证券公司、信托投资公司、基金管理公司、保险公司等金融机构接受的是不同监管机构的监管。正是中国金融市场中“机构监管”为主导的监管模式,才直接造就了现实理财产品监管规则多头并举的格局。

客观地说,我国金融市场以“机构监管”为主导的监管模式并非出于某种刻意的设计,而是由中国金融市场的演化历程以及当下中国金融市场的诸多特质所决定的,因而具有了某种历史和现实的合理性。

一方面,尽管我国金融市场不同领域的融合程度近年来有逐步提升的趋势,但分业经营的基本原则仍然是现行法律规则所强调的,例如,《商业银行法》第43条所要求的“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务,不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资”以及《证券法》第6条规定的“证券业和银行业、信托业、保险业实行分业经营、分业管理,证券公司与银行、信托、保险业务机构分别设立”。与之相适应的是,我国金融监管体制也经历了从经济体制改革之初的中国人民银行一家主导发展为银监会、证监会、保监会“三足鼎立”的格局。这样的一种监管体制在过去总体上适应了金融市场的

---

<sup>④</sup> 除了商业银行出售的“个人理财产品”以外,证监会批准的券商集合投资计划也常被冠以“理财”之名,不少券商还设立了理财服务中心,基金公司的特定客户资产管理产品则被称为“专户理财”。

整体需要,也有利于监管当局监管技术和监管能力的专业化培养。自然地,在分业经营和分业监管的模式下,监管者的监管活动几乎是完全围绕着金融机构来展开的,毕竟在这一体制下,金融机构的类型只要是给定的,它所从事的金融业务和所提供的金融产品也就是明确的,因此强调“机构监管”的体制模式非但不会有什么问题,反而会显示其职责划分清晰、高效率的一面。

另一方面,我国金融市场的自由化程度还相对较低,尚存大量的行政性管制,尤其在金融机构的市场准入以及金融业务和产品的审批方面,监管机构还享有范围较大的权力行使和裁量空间,再加上我国不少金融机构还具有国资控股的背景,<sup>④</sup>监管当局和金融机构之间形成了某种类上下级的关系,甚至监管机构所代表的国家政权在事实上为金融机构的持续经营提供了某种形式和程度的隐性担保。我国金融市场转型过程中的这一特点也就决定了每一家金融机构都必须有一个归口的“主管单位”,它可以充分调动各项国家资源来负责审批金融机构的准入,监督金融机构的日常经营,特殊情况下还要保证金融机构的有序市场退出,而恰恰金融监管部门在同时扮演着这样一种“主管单位”和“隐性担保人”<sup>⑤</sup>的角色。因此,在金融理财产品监管规则的确立和相应的监管实践活动中,处理不同监管者之间关系的首要原则就是有利于明确政治责任的归属,进而划分监管权力边界的最主要方法就是看金融理财产品是由哪一类型的金融机构推出的,而不是越过金融机构的层面去剖析理财产品的法律内核并考察其本质上的法律属性,因而势必造成了“各家自扫门前雪”、“谁家孩子谁抱走”的现实监管格局。同时,在较高层级的立法缺失的状况之下,缺乏协调的各监管机构墨守着刚性的权力边境线,各自制定着具有相当差异性的监管规则,尽管需要适用这些不同监管规则的理财产品是在属于同一类型的金融服务。

---

<sup>④</sup> 尽管在现行的金融国有资产管理体制下,国有或者国有控股的金融机构的出资人职责并非由监管机构所承担,但是不少大型金融机构的“党的关系”以及相应的人事任免权力仍然隶属于金融监管机构。

<sup>⑤</sup> 关于我国金融机构市场退出过程中行政部门代表国家信用充当隐性担保者的研究可参见黄韬:“我国金融机构市场退出法律机制中的‘权力版图’——司法权与行政权关系的视角”,载《中外法学》2009年第6期。

可以这么说,作为各类型金融机构一项创新业务的理财产品已经不能用传统的诸如“银行、证券、保险”这样的行业分类模式来将其对号入座,但是在现实的中国金融市场大背景之下,它也不得不被“嵌入”到既有的以“机构监管”为主导的体制中去。毕竟,在管制程度相当高的我国金融市场,任何金融机构的任何一项新业务的推出都无法游离于特定的“上级”监管机构,因而才有了现实中商业银行的理财产品、券商的理财产品、保险公司的理财产品等等这样的划分。

### 三、“机构监管”模式的症结所在

“机构监管”模式之下的监管规则体系格局在短期内固然有利于确保各金融监管部门“守土有责”,彼此之间也相对容易地划清权力的边界;但是,长期来看,这种“铁路警察,各管一段”式的监管架构无法契合金融理财产品的本质法律属性,很有可能成为阻碍金融市场整体监管有效性的一个消极因素。在以往,由于银行、证券、保险等各金融领域之间的防火墙十分坚固,彼此的交叉融合并不常有,因此强调“机构监管”的体制模式是应有之义;不过,随着金融分业经营的壁垒逐渐被打破,尤其是在面对理财服务这类典型的跨市场金融产品时,传统“机构监管”模式的弊端也就会逐渐显露出来了。事实上,在混业经营的趋势下,即使监管机构基于惯例确认各自的监管权力范围,但蜂涌而出的跨市场创新又会迅速模糊这种边界。<sup>④</sup>

就我国金融理财产品的监管现状而言,监管法律规则的“政出多门”给监管部门带来的一个显而易见的负担就是“重复劳动”以及由此带来的立法和执法资源利用的不经济。对于法律性质高度相似的同类产品,监管规则却并不是统一制定的,而是由银监会、证监会、保监会“多头”行事,基于各自部门工作需要的考量而出台适用范围有限的监管规则。如果说不同部门的监管法律规则之间的内容重叠还不至于对金融

---

<sup>④</sup> 巴曙松:“分立的金融监管:不能是‘各管一段’”,载《中国经济时报》2005年2月3日。

市场的稳定和投资者利益的保护带来太多问题的话,那么传统的“机构监管”模式在面对金融理财产品这类新型产品时,它的弊端事实上已经逐渐表现了出来。

其一,“机构监管”模式强调每一种类型的金融机构都有它所明确对应的一家监管机构,在表面上实现了“人盯人”战术的完美运用,但在现实的金融交易活动中,这种监管模式却不得不面对局部监管真空的尴尬。目前,出自各监管机构的关于规制金融理财产品的法律规则所针对的都是由金融机构作为受托人而开展的投资理财服务,但在我国金融市场上还活跃着一大批民间机构和个人,它们并未在金融监管部门“登记造册”,但也和金融机构一样,提供着委托理财的服务,例如,各类理财工作室、投资咨询公司、“阳光私募”等。对这类非金融机构的受托理财行为,尽管有不少质疑其合法性的观点,但最高法院的倾向性意见是在原则上,凡是依法具有独立民事主体资格的法人和自然人都可以作为委托人签订委托理财合同。<sup>④6</sup>对于这些民间机构和个人而言,“机构监管”模式显然在一定程度上要失灵了,因为他们并没有“对口”的监管单位。进而,我们就应当担心投资者的权利保护是否会因此出现了短板。现实的景况告诉我们这种担心并非是多余的,一些打着“私募基金管理人”旗号的民间理财专家通过各种公开宣传的方式来招徕客户,已经将募集资金的对象扩展至不特定的社会公众。<sup>④7</sup>出于保护公众投资者利益的目的的考量,这类公开募集资金的融资行为本应在监管机构的严格规制之下进行,履行一定的信息披露义务,但是目前我国现有的金融监管法律体系在此问题上的应对显然是欠缺完备的。

其二,“机构监管”模式之下各监管单位在大多数情况下各行其是地行使监管权力很有可能给被监管者带来寻找“监管套利”(regulatory arbitrage)<sup>④8</sup>的机会,即由于不同部门之间监管法律规则约束的程度不

---

<sup>④6</sup> 高民尚:“关于审理证券、期货、国债市场中委托理财案件的若干法律问题”,载奚晓明主编:《民商事审判指导》2006年第1辑(总第9辑),人民法院出版社2006年版。

<sup>④7</sup> 黄韬:“私募基金的法律困局”,载《法人》2007年第6期。

<sup>④8</sup> 监管套利,是指那种为了获取由差异性的监管法律带来的成本降低或者利润增加而特地设计的金融交易。See Frank Partnoy, *Financial Derivatives and the Costs of Regulatory Arbitrage*, 22 J. CORP. L. 211, 227 (1997).

一,从而使得被监管者有机会通过各种安排令自己适用最宽松的监管要求,从而达到规避法律的目的,而这种规避法律的行为就有可能以投资者利益保护的削弱为代价。例如,我国信托法律制度对集合信托投资计划的募集对象作出了严格的限制,要求参与计划的自然人通常情况下不得超过50人,显然立法者的目的是想把这种理财形式严格限定在“私募”的范畴之内,然而在实际金融交易活动中,大量的公众投资者却可以利用银信合作机制,通过购买了银行理财产品而“借道”成为信托理财的投资者,在这个过程中,商业银行以客户的理财资金为信托财产,与信托公司签署资金信托合同,设立单一资金信托,从而规避了《信托公司集合资金信托计划管理办法》对资金募集对象的限制。<sup>④9</sup>由此可见,正是因为“机构监管”模式下监管者执法的“惟名不惟实”,从而有可能为金融市场监管活动的整体有效性造成了损害。<sup>⑤0</sup>如果说“套利行为”发生在同一家监管机构所制定的不同监管法律规则之间,那由这一监管机构作出事后弥补还相对容易的话,而一旦被监管者针对不同监管机构的规则而进行“套利”的话,那问题要得到解决的难度就大大增加了。

其三,以特定类型金融机构为中心而展开监管活动的“机构监管”模式往往会引致一个后果,就是监管机构的工作重心主要不是放在保护公众投资者利益之上,而是以维系金融机构的风险可控性以及整个金融市场的系统安全性为依归的。从以往我国金融机构对各类理财产品的

---

<sup>④9</sup> 银监会在意识到这一监管“套利行为”存在之后,于2009年下发了《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》,作出了“揭开信托的面纱”的规定,即要求银信合作产品投资于权益类金融产品或具备权益类特征的金融产品的,商业银行理财产品的投资者应执行《信托公司集合资金信托计划管理办法》第6条确定的合格投资者标准,即投资者须满足下列条件之一:(1)单笔投资最低金额不少于100万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织;(2)个人或家庭金融资产总计在其认购时超过100万元人民币,且能提供相关财产证明的自然人;(3)个人收入在最近三年内每年收入超过20万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近三年内每年收入超过30万元人民币,且能提供相关财产证明的自然人。

<sup>⑤0</sup> 一个类似的事件是,部分银行为了规避法律规则对集合信托投资计划的监管要求,通过“一对多”委托贷款的方式来向公众募集用于放贷的资金,这种监管“套利行为”的可行性就在于监管部门对委托贷款的监管远不及针对集合信托投资计划那般严格,但是对于商业银行而言,“一对多”委托贷款完全可以达到和集合信托投资计划相类似的经营效果。事实上,监管者对于这种行为的处理也只能是以行政命令的方式“叫停”。参见“个人委托贷款风险显现 央行叫停民生该项业务”,载《南方都市报》2003年4月12日。

监管实践来看,大致可以看出这么一种态势:监管者在监管法律规则制定过程中,投资者权益保护最初并不处于优先顺位。举例而言,2005年《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第1条所界定的立法目的是“加强商业银行个人理财业务活动的管理”以及“促进个人理财业务健康有序发展”,而在出台上述《暂行办法》的同时,银监会还颁布了《商业银行个人理财业务风险管理指引》,可见对于监管部门来说,尽管它并不会否认投资者保护的重要意义,但其首要职责显然是负责监督金融机构在推出理财产品这项新业务时必须保证风险管理的有效性,例如,要求完善内控体系、进行风险监测、限制金融机构的保底承诺等。然而,直到银行理财产品遭遇因“零收益”、“负收益”而引发的各种争议之后,人们发现理财产品市场中最大的一个问题可能就是产品的复杂程度与投资者的风险承受能力不匹配以及商业银行存在的大量误导甚至欺诈投资者的行为,<sup>⑤</sup>自此银监会才开始逐步重视投资者权利的保护,先后发文要求商业银行不得将理财产品进行大众化推销、设定五万元的销售起点金额、在营业网点当面对客户进行产品适合度评估、限制银信合作理财产品的发售对象等。这些事实中所反映出问题的一个根源就在于“机构监管”模式下监管部门对金融机构经营风险的审慎监管相对于商业行为监管占据了绝大多数的监管资源,再加上我国理财产品监管规则的立法层级普遍不高,监管机构难免从自身“本位主义”的角度出发来开展监管工作,对投资者保护这一金融市场的重要监管目标在事先缺乏足够的敏感性,因而往往只能求诸于事后的补救。

#### 四、以“功能监管”为目标的制度改进

既然“机构监管”模式与现有的金融市场之间存在的上述种种不协调已经显现出来,那么未来我国金融市场监管改革方案的设计方案在观念上就应当引入“功能监管”(functional regulation)的思路。“功能监管”理论最早由哈佛大学商学院默顿教授(1997年诺贝尔经济学奖得

---

<sup>⑤</sup> “银行理财产品五大忽悠”,载《南方都市报》2008年1月17日。

主)提出,主张依据金融体系的基本功能来设计监管制度,实现对金融业跨产品、跨机构、跨市场的协调,也就是说,“功能监管”模式所重点关注的是金融机构所从事的经营活动,而非金融机构本身,原因在于金融体系的基本功能比金融机构本身更具稳定性,尽管具体金融功能的表现形式可能是多样的,但只要保持金融监管方式与金融基本功能这两者之间的制度适应性,就可以达到有效监管的目的。<sup>⑤</sup>美国前财政部部长鲁宾则将:“功能监管”形容为是“一个监管过程,在这一过程中,一种特定的金融功能由同一监管者进行监管,无论这种业务活动由哪一个金融机构经营。”<sup>⑥</sup>

其实,基于对当下“机构监管”模式缺陷的认识而提出在我国金融市场强化“功能监管”的观点在近年来已经逐渐为金融决策部门所接受,<sup>⑦</sup>相信这方面制度演化的大致趋势已不可动摇。具体到本文所讨论的金融理财产品,要真正走向“功能监管”,就应当对相关法律制度进行积极的修正。需要说明的是,“功能监管”模式要求金融监管法律规则超越以往“部门立法”的局限,在更高的层面实现对金融理财产品监管规则的有效协调,但这并不意味着就有必要为之量身定做一部《金融理财产品法》。面对层出不穷的金融产品创新,一套设计良好的法律制度规则应当是在较为宽阔的时空范围内具有前瞻性和普遍适用性,而不只是一种“头痛医头”式的简单应对,否则的话立法将永远落于现实金融市场的发展之后。具体来说,通过强化“功能监管”理念而改进我国金融理财产品监管需要对既有的证券法律制度进行全方位地重新诠释。

### (一) 拓展对“证券”概念的理解以扩大《证券法》的适用范围

现行我国《证券法》第2条第1款对“证券”这一法律术语作了一个

---

<sup>⑤</sup> Robert C. Merton, *A Functional Perspective of Financial Intermediation*, 24 *Financial Management* 23, 1995.

<sup>⑥</sup> 姜立文:“金融功能监管模式新论”,载《华北金融》2008年第2期。

<sup>⑦</sup> 周小川:“推进金融机构监管向功能监管转变”,载《金融时报》2006年9月28日;“央行原副行长吴晓灵:功能监管可提高监管效率”,载《21世纪经济报道》2009年6月4日;尚福林:“监管体系从对机构监管向功能监管过渡”,载<http://finance1.jrj.com.cn/news/2008-05-09/000003626948.html>;“刘明康谈科学监管理念的三点经验”,载<http://finance.sina.com.cn/china/hgjj/20100626/09368184757.shtml>。



非常窄的界定,即只包括股票、公司债券以及国务院依法认定的其他证券。<sup>55</sup>因此,本文所讨论的各类理财产品在我国现行的法律体系下,无法被认定为“证券”,自然也就不能适用《证券法》来对这类产品的发行和资金募集进行规制。相应地,《证券法》的相关内容也无法成为理财产品投资者保护的法律依据。这种立法的现实状况其实反映了长期以来我国金融市场在分业监管体制下过度强调“机构监管”而缺乏“功能监管”的意识,简单地认为只有中国证监会监管的证券公司作为中介所服务的上市公司融资活动才是证券发行。<sup>56</sup>

在这里,不妨与美国1933年《证券法》(Securities Act of 1933)进行一个比较。该部法律的第二节(a)(1)对“证券”的界定采取了非常宽泛的方式,除了股票、债券、各类衍生产品之外,还囊括了“投资合同”(Investment Contract)这一弹性概念。而1946年美国联邦最高法院在证监会诉W. J. Howey公司一案中,提出了一种检验方法(日后被称为Howey检验),以判断一项合同是否构成了《证券法》所定义的“投资合同”,从而应当受到监管。Howey检验包含四项要素,分别是:①利用钱财进行投资(An Investment of Money);②投资于一个共同事业(In a Common Enterprise);③仅仅由于发起人或第三方的努力(Solely from the Efforts of Others);④期望使自己获得利润(Led to Expect Profits)。<sup>57</sup>依据这一标准,美国法院曾先后认定金银投资计划、会所会籍、酒库的存库单据等属于“投资合同”的范畴,故应当受到《证券法》的约束。从中我们可以发现,各类金融理财产品在美国法下完全可能被认定为“证券”的一种表现形式,因而金融机构发售这类产品的行为自然要受到证券法中关于证券发行和资金募集规则内容的约束;然而,这样的一种认定在我国现有的法律制度框架下是并不能够成立的。

---

<sup>55</sup> 依据《证券法》第2条第2款的规定,对于政府债券和证券投资基金份额来说,只有涉及上市交易的问题才适用《证券法》的规则,它们的发行和资金募集则不适用《证券法》。

<sup>56</sup> 实践中,《证券法》对证券范围的狭窄界定使得相当多在国外被认为构成证券发行的活动在中国只能通过非法集资甚至非法经营等罪名处理,降低了经济活动中的活跃程度。参见彭冰:《中国证券法学》(第2版),高等教育出版社2007年版,第15页。

<sup>57</sup> SEC v. W. J. Howey Co., 328 U. S. 293 (1946).

其实,学术界关于扩大《证券法》适用范围的主张早已有之,其立论基础在于认为只有《证券法》的适用范围放宽了,证券市场经营产品的种类才会丰富,多层次的证券市场才会拉开,各层次市场上的多种证券买卖活动才会活跃,市场活动才会有活力,证券市场才会有较大的发展。<sup>58</sup>与之不同的是,本文认为应当扩大《证券法》适用范围的基本理由在于,这样做可以将《证券法》的诸多预防发行人欺诈的内容适用于包括金融理财产品在内的各类金融创新产品的发行,从而有助于系统性地提升对投资者利益的保护水平,从而取代已被现实证明是“碎片化”了的各监管局的行政立法行为,以最大限度地避免监管真空地带的出现,同时也能够遏制金融机构和其他经营实体的监管“套利行为”。

可资借鉴的是,“功能监管”理念最早在美国的立法中集中体现的是1999年的《金融服务现代化法》(Gramm - Leach - Bliley Act, GLBA)。这部法律专门设了“功能监管”一章,废除了联邦证券法对于商业银行的适用豁免,要求商业银行的大部分证券业务转交单独的关联机构或子公司进行,并接受SEC的监管。<sup>59</sup>GLB法案的规定修改了1934年《证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934)的有关内容,不再将银行排除于证券经纪及自营商的定义之外,因此银行经营的证券业务也将被SEC的监管权限所覆盖,须向SEC登记注册。同时,为了制约金融创新可能导致的监管套利行为,GLB法案还授权SEC分辨何种混合型金融产品应受其监管。<sup>60</sup>

如果说当初在起草《证券法》时,我国立法者考虑到为了避免贪大求全而可能会导致的长期争论以及拖累整部法律的出台,因而只是给“证券”下了一个范围极其有限的定义,<sup>61</sup>那么在金融市场已经相对发达的今天,可以说我国这部《证券法》已经落后于现实的需要了。在未来

<sup>58</sup> 吴志攀:“《证券法》适用范围的反思与展望”,载《法商研究》2003年第6期。

<sup>59</sup> James A. Leach, *Modernization of Financial Institutions*, 25 *Iowa J. Corp. L.* 686.

<sup>60</sup> 关于美国金融法律体系中“功能监管”理念如何逐步被立法者所接受的研究,可参见杨惠:“机构监管与功能监管的交错——美国GLB法案的经验”,载《财经科学》2007年第5期。

<sup>61</sup> 对1999年《证券法》出台的相关背景可参见李飞:“关于如何确定证券法的调整范围问题”,载《中国法学》1999年第2期。

对我国证券法律制度进行重构时必须融入“功能监管”的理念,应当意识到《证券法》并不只是证监会、证券公司和上市公司的法律,只有通过扩展“证券”的概念才能保证金融市场的所有投资者都能享受到同等而且足够的法律保护水平。

在这方面,不妨借鉴日韩等国在近年来以“功能监管”为导向的金融法制改革,扩展“证券”的法律定义。2006年,日本通过制定《金融商品交易法》“吸收合并”了《金融期货交易法》、《投资顾问业法》等法律,彻底修改《证券交易法》,将“证券”的定义扩展为“金融商品”的概念,最大限度地将具有投资性的金融商品、投资服务作为法律的规制对象,避免产生法律的真空地带,构筑了从销售、劝诱到资产管理、投资顾问的横向的、全方位的行业规制和行为规制的基本框架,从以往的纵向行业监管法转变为以保护投资者为目的的横向金融法制。<sup>⑤</sup>类似地,2007年韩国国会通过的《有关资本市场和金融投资业的法律》(又被称作《资本市场统合法》)对“金融投资商品”的概念进行了抽象性的定义,属于该定义的所有金融投资商品都被纳入该部法律的适用范围。<sup>⑥</sup>

## (二)厘清金融理财产品“公募”与“私募”的法律界限

我国金融理财产品所引发种种社会争议的一个制度性源头其实就在于金融机构为了尽可能地扩展理财产品的客户群而向一部分没有足够风险辨别和承受能力的普通投资者销售了结构相当复杂,并不适宜于非专业投资者购买的产品,尽管监管者已经意识到了这个问题,但现有的监管法律规则始终没有很好地解决这个问题。例如,媒体曾报道一位毫无理财知识的77岁老太太竟成为了银行的“理财贵宾”,在银行的理财建议下,老太太将原打算用作存款的数十万元先后投资了大量理财产品,在亏损发生之后才知道银行不会对她的投资进行“保底”。<sup>⑦</sup>

实践中,金融机构往往以“买者自负”为自身开脱,而投资者则以“卖方有责”来予以反驳。其实在某种程度上双方说得都没错,但问题的关键在于我国的理财产品发行制度为明确区分资金的募集的方

<sup>⑤</sup> 杨东:“论金融法制的横向规制趋势”,载《法学家》2009年第2期。

<sup>⑥</sup> 赵晨植:“韩国法中的‘金融投资商品’定义小考”,载《金融法苑》2010年8月。

<sup>⑦</sup> 参见“77岁老太成银行‘理财贵宾’48万理成29万”,载 <http://news.163.com/09/0503/13/58D1V9MF000120GR.html>,2010年11月12日访问。

式究竟是“公开募集”还是“非公开募集”。对于前者,依照一般法律原理,需要接受监管者较多的监管,资金募集人也需要履行较为严格的信息披露和说明义务,也即更多强调“卖方有责”;而至于“私募”的形式,所受到监管的严厉程度会相对减少,但法律会要求资金的募集对象不得是不特定的社会公众,同时不允许采取广告宣传等公开劝募形式,换句话说更着重于“买者自负”。

依据美国 1933 年《证券法》的要求,公开发行证券的一方要履行登记注册以及信息披露的义务。而对于“私募”发行,因其发行对象是特定的,与公共利益无甚关联,因此完全可以通过当事人之间的契约来解决大部分的投资者保护问题,而不必过多适用强制性法律规定。为此美国 1933 年《证券法》的第 4(2)条<sup>⑤</sup>豁免了私募发行者的登记注册和信息披露义务,从而客观上降低了融资的成本。至于“公募”和“私募”的界限划分,美国联邦最高法院在 1953 年审理证监会诉 Ralston Purina 公司一案中提出“需要标准”(Need Test),即发行的对象如果是可以实施自我保护而不需要《证券法》注册制度保护的投资者,则该次发行可被界定为“私募发行”,而豁免相关法律义务。<sup>⑥</sup> 实践中,判断是否有此“需要”的事实依据通常包括:受要约的人数、与发行人的关系、投资经验、财富状况以及发行手段等。

而在投资基金领域,美国 1940 年《投资公司法》(Investment Company Act of 1940)也对“私募”作了界定,根据该法第 3(C)(1)条和第 3(C)(7)条设立的基金被认定为私募基金,从而不受《投资公司法》的约束,但仍应适用 1933 年《证券法》以及美国证券交易委员会(SEC)颁布的关于私募发行的规则。其中,《投资公司法》第 3(C)(1)条所要求的条件是受益人应少于 100 人,而第 3(C)(7)条则要求发行的证券应全部由“合格买家”持有。<sup>⑦</sup>

在借鉴域外法律制定和法律实践的基础之上,经过 2005 年修订之

<sup>⑤</sup> 15 U. S. C. § 77d(2).

<sup>⑥</sup> SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119 (1953).

<sup>⑦</sup> 美国《投资公司法》第 3(C)(7)条的规则并非 1940 年国会立法时就有的,而是源于 1996 年《全国证券市场促进法》。参见郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年版,第 248 页。

后的我国《证券法》其实已经明确对这两种资金募集方式作了区别,在监管要求上也分别适用不同的规则。<sup>⑧</sup>应当说,这样的制度规则可以比较好地协调保护投资者权利保护与促进市场效率这两大价值目标之间的关系。然而,在我国以“机构监管”为主导的金融监管体系之下,这样的一套区分“公募”和“私募”的法律制度被人为地限制在股票、债券等个别的金融产品范围之内,各种类型的金融理财产品无法与这套制度对接,进而形成了监管上重大缺失。所以,我们会看到,推广理财产品的金融机构往往在募集资金时希望适用“公募”的规则,以期通过广告宣传扩大销售的对象范围,而在履行义务时却又向“私募”规则靠拢,假定投资者都是具有足够的专业知识和风险辨识能力,因此并未充分告知投资者产品的结构、特性以及风险,甚至还不时存在有欺诈行为。

同样的缺失在我国《证券投资基金》中的表现更为明显。在这部法律立法的过程中,尽管法律草案中规定了“基金可以向社会公众募集,也可以向特定对象募集”,并在草案第9章对私募基金作了专门界定,充分借鉴了域外成熟的私募发行法律制度,然而在宁可滞后、不愿超前的保守立法思想的影响之下,最终出台的《证券投资基金法》不再保留关于“私募”的内容,成了一部跛脚法律,由此导致了因公募私募界限的模糊而规避监管的问题。<sup>⑨</sup>

尽管我国金融市场的各家监管者也分别出台了不少监管规则,对金融机构理财产品的销售对象范围作了一定的限制,他们一定程度上也意识到了资金募集方式的区分是一项事关投资者保护的重要的基础性工作,但是“机构监管”的模式在整体上制约了现有规则的体系性和权威性,制止规避法律行为的成本较高,而且大量存在于民间的“私募基金”不受既有监管规则的约束。而如果“功能监管”的理念能够被接受的

---

<sup>⑧</sup> 依照我国《证券法》第10条的规定,“存在下列情形之一的,为公开发行:(一)向不特定对象发行证券;(二)向特定对象发行证券累计超过二百人的;(三)法律、行政法规规定的其他发行行为”。公开发行证券,必须“报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准”。而对于非公开发行证券,则“不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式”。

<sup>⑨</sup> 黄韬、周雅菲:“《证券投资基金法》修订与市场监管理念的转变”,载《石家庄经济学院学报》2008年第3期。

话,那只要依照本文之前的建议,延伸“证券”的法律定义,扩大《证券法》的适用范围,将各类出自金融机构或者非金融机构的理财产品都统一纳入《证券法》中关于区分并规制“公募”和“私募”的法律框架之下,相信可以对目前规则繁杂且效率有限的理财产品监管活动梳理出一条制度的主线,以此为基础来展开理财产品监管的具体法律操作。

考虑到目前我国金融市场“分业经营”的实际情况,在现阶段的制度变迁过程中,起到搭建基本制度框架作用的“功能监管”理念尚无法完全取代“机构监管”的现实。以商业银行理财产品为例,对于银监会来说,应当有责任根据不同产品的性质来界定哪些类型的产品只适于特定的有投资经验的对象购买,例如,挂钩衍生工具的结构性理财产品、投资境外资本市场的产品等。<sup>⑩</sup>考虑到这类产品的结构较为复杂,不具备专业知识的普通投资者短期内不可能通过商业银行的信息披露和风险提示来完全地了解其特性,因此监管者就应当将其完全排除在“公募”范畴之外,严格禁止采取公开宣传的资金募集方式。也就是说,在目前尚处转型阶段的中国金融市场,可以通过“功能监管”模式下《证券法》对“公募”和“私募”的差异化约束机制和“机构监管”模式下各监管者有针对性的风险判断和考量,双管齐下地来提升理财产品大众投资者保护的程度,同时,又不妨碍一些风险较高、客户群体定位于“小众”投资者且并不寻求公开发行的理财产品在现阶段的正常发展。

## 五、“功能监管”的正确解读

本文以我国金融理财产品市场的监管实践为例,分析了现有监管体

---

<sup>⑩</sup> 2009年《中国银监会关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》要求“商业银行应科学合理地进行客户分类,根据客户的风险承受能力提供与其相适应的理财产品。商业银行应将理财客户划分为有投资经验客户和无投资经验客户,并在理财产品销售文件中标明所适合的客户类别;仅适合有投资经验客户的理财产品的起点金额不得低于10万元人民币(或等值外币),不得向无投资经验客户销售”,但这只是对客户群体的范围作了原则上的限定,而且并没有对金融机构的资金募集方式作出要求,因此不能被看作是一种完整的“私募”规范。

制的缺陷,进而表达如下的观点:实现从“机构监管”向“功能监管”转化对当下中国金融市场来说已经具有现实的必要性,这种转化不仅是投资者保护所必需的,而且是金融市场长期健康有序发展的制度保证。但正如前文所论述的,“功能监管”模式的建立意味着我国金融市场需要经历一场系统性的法律改造工程,涉及诸多金融基本法律制度的内容调整,为此有必要建立更有效的监管者之间的协调机制,而不只是监管部门在各自职能范围内对具体监管规则的小修小补。

毫无疑问的是,考虑到制度变迁的路径依赖,<sup>①</sup>“机构监管”向“功能监管”的模式转变很难是一蹴而就的。在这个过程中,一方面立法者和监管者在某种程度上的“思想解放”,摆脱过以往僵化的监管思路是必不可少的;但另一方面必须以科学的态度来理解何谓“功能监管”,避免作出过度的解读。

其一,本文主张在我国金融市场引入“功能监管”来变革相关的法律制度,但这并不意味着“机构监管”就应当成为完全被舍弃的一种旧模式。一方面,“功能监管”有其内在的某些缺陷,例如,可能会因为金融产品的法律定性模糊而影响监管活动的效率以及忽略金融市场的整体风险和偿付能力,为此应当引入一种所谓的矩阵方法(Matrix Approach),基于金融业务的经营目标的需要对金融机构实施“功能监管”,而基于审慎原因则对金融机构适用“机构监管”。<sup>②</sup>另一方面,当下中国金融市场的某些特质也使得“机构监管”在目前仍有有用武之地,例如,银监会通过对商业银行理财产品的监管来维系现有的利率管制和宏观调控背景之下的信贷规模控制,防止出现“高息揽储”以及过度放贷的情况。此外,目前正处于市场化进行时态中的中国金融业,不同监管者之间出于各自所监管行业的竞争需要,可能会主动地“放权”,例如,证监会已经准备将券商集合理财申报制度由审批制改为备案制,以促进券商理财业

---

<sup>①</sup> 所谓的路径依赖(path dependence)现象,是指人们过去的选择决定了现在可能的选择,而制度变迁的路径则受到初始条件的制约。See Douglas North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press 1990, p. 100.

<sup>②</sup> 姜立文:“金融功能监管模式新论”,载《华北金融》2008年第2期。

务的发展,<sup>⑬</sup>表面上这是作为证券公司“主管单位”的证监会为了本行业的利益而进行的一项“制度竞争”,但在客观上起到降低交易成本,深化金融市场的良好作用。

其二,“功能监管”模式不能和金融市场单一监管机构体制划上等号。有观点认为,“功能监管”的一大优势之处就在于针对综合经营下金融业务交叉现象层出不穷的趋势,强调要实施跨产品、跨机构、跨市场的监管,主张设立一个统一的监管机构来对金融业实施整体监管。<sup>⑭</sup>这无疑是对“功能监管”的一种严重误解。“功能监管”强调的是监管者权力划分为不同的金融功能,而不是以不同的金融机构为基本出发点,它本身并不主张一定要建立起一种“大一统”的监管体制。事实上,各国从自身金融市场的实际需要出发对金融监管机构的设置采取了类型各异的方式,既有英国金融服务局(Financial Services Authority, FSA)和日本金融厅为代表的单一监管机构模式(Integrated Financial Sector Model),也有以美国为代表的伞形监管模式(Umbrella Regulation Model)和以荷兰、澳大利亚为代表的双峰模式(Twin - Peaks Model)。<sup>⑮</sup>其实,各国金融监管机构的不同设置格局并不会影响“功能监管”理念的应用,关键是以什么样的标准来划分不同监管者或者同一监管者内部不同机构的权力界限,而不在于监管机构是单一的还是分立的。更何况,对于像英国这样的单一监管机构模式,历来不乏批评意见。<sup>⑯</sup>对于我国而言,考

---

<sup>⑬</sup> “审批制改备案制 券商集合理财彻底松绑”,载 <http://finance.sina.com.cn/money/lcfa/20101221/09059138151.shtml>, 2012年11月12日访问。

<sup>⑭</sup> 曾筱清:《金融全球化与金融监管立法研究》,北京大学出版社2005年版,第140页。

<sup>⑮</sup> 所谓“双峰模式”,是指一国设立两个监管机构分别负责金融业的审慎监管(prudential regulation)和金融机构的商业行为规范监管(conduct of business),如澳大利亚分别成立了“金融稳定委员会”(Financial Stability Commission)和“消费者保护委员会”(Consumer Protection Commission),荷兰则由中央银行和金融市场管理局(Authority for Financial Markets, AFM)分别扮演“双峰”的角色。

<sup>⑯</sup> 从实践层面对英国单一监管机构体制的批评可参见约瑟夫·诺顿:“全球金融改革视角下的单一监管者模式:对英国FSA经验的批评性重估”,廖凡译,载《北大法律评论》第7卷第2辑,法律出版社2006年版。从理论层面对单一监管机构模式的反思可参见 José de Luna Martínez & Thomas A. Rose, International Survey of Integrated Financial Sector Supervision, World Bank Policy Research Working Paper 3096 (July 2003)。



考虑到金融混业经营的发展方向,有学者提出建立“统一的大金融监管体制”,<sup>①</sup>但这种设想较之中国金融市场现实发展的需要离题甚远,没有意识到当下我国金融监管中存在的问题主要不是源于监管机构的设置,而是在于监管机构在现实制度的约束下没有以最有效的方式来发挥其应有的职能,所以如果只是模仿个别国家并不一定成功的改革,<sup>②</sup>去做一些机构设置调整的表面功夫,那结果很有可能是“形备而神不至”。而目前真正应该着手做的恰恰就应当是在“功能监管”的理念引导之下,调整《证券法》的核心内容,以扩展“证券”法律概念的范围,在此基础上厘清“公募”与“私募”的法律界限。

---

<sup>①</sup> 例如,郭锋等:“推动金融体制改革 提升金融体系安全性”,载《中国证券报》2009年4月21日。

<sup>②</sup> 例如,英国FSA执行董事迈克尔·富特(Michael Foot)就曾发表公开声明称:“我们从未说过英国模式是其他国家应该效法的模式。我们承认是英国的一些特色促成了FSA的产生……” See [http://www.pdic.gov.ph/dab/Forum-2nd\\_issue\\_june2004.pdf](http://www.pdic.gov.ph/dab/Forum-2nd_issue_june2004.pdf), 2012年11月12日访问(June 2004)。