

我国金融理财产品的法律分析 和监管问题研究

刘 桑*

近年,我国理财市场获得了高速发展。但是,理论和实务上对于各类金融理财产品合同法律关系性质的认识仍存在分歧,且囿于现行金融分业监管体制,各类金融理财产品的监管权归属完全按照机构监管的原则确定,进而导致不同监管部门之间的竞争和冲突,不仅造成各类金融机构在竞争条件上的不平等,亦不利于保护投资者的利益和促进理财市场的健康发展。本文在比较我国金融理财产品的基础上,分析和研究了这些金融理财产品合同的法律关系,并提出了完善金融理财产品监管的路径选择。

一、我国各类金融理财产品简介

目前,我国“理财产品提供商”包括商业银行、证券公司、信托公司、基金管理公司和保险公司五类金融机构,其面向公众发售的理财产品主要有:

* 上海证券交易所公司管理部高级经理。

(一) 银行理财产品

银行理财产品主要包括固定收益产品(fixed income instruments)和结构性产品(structured products):前者主要投向国债、央行票据、金融债、企业债等债券及货币市场基金、银行承兑汇票、企业信托融资项目等;后者则属于固定收益资产和衍生品资产的结合体(亦可视为特殊的固定收益产品),其收益取决于与之挂钩的衍生品资产,实际上取决于与挂钩衍生品资产相关的利率、汇率、股票或商品价格的走势。与普通固定收益产品比较,结构性产品可能获得更高的收益,但其结构较为复杂、风险亦较高。

目前,银行理财产品是我国理财市场的主力军。根据不完全统计,2008年全国56家商业银行共发行银行理财产品4456款,募集理财资金超过了其他理财产品的总和。^①

(二) 证券公司的资产管理业务

证券公司的资产管理业务,俗称“委托理财”,系指证券公司依据与客户签订的资产管理合同,运用客户资产以组合投资方式进行证券投资的业务活动。目前,证券公司向公众投资者发售的理财产品主要为“一对多”的“集合资产管理计划”,但其占理财市场的份额较小。

(三) 信托公司的集合资金信托计划

信托公司最基本的业务,即是“受人之托,代人理财”。目前,其向公众投资者发行的理财产品为集合资金信托计划。按照银监会的规定,集合资金信托计划系指由信托公司担任受托人,按照委托人意愿,为受益人的利益,将两个以上(含两个)委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的金融信托产品。

(四) 基金管理公司的公募基金和特定客户资产管理计划

基金管理公司提供的理财产品主要包括证券投资基金(公募基金)和特定客户资产管理计划(专户理财)。公募基金目前已成为我国资产规模最大、最为成熟、监管相对完善的理财产品。截至2009年6月,我国共有492只证券投资基金在运营,且已形成了各种投资风格的

^① 中国社科院金融研究所理财产品中心:《2008银行理财产品评价报告》, <http://www.wealthman.com.cn/>。

股票、债券、货币市场、保本基金等较为完整和成熟的产品群。

(五) 保险公司的保险理财产品

顾名思义,保险理财产品兼具保险保障和投资理财功能。目前,我国保险理财产品主要包括:(1)投资连结保险,指包含保险保障功能并至少在一个投资账户拥有一定资产价值的人身保险产品。此类产品不提供收益保证,投保人可选择一个或多个被区分为进取型、平衡型、稳健型的投资账户,保险公司在扣除一定费用后,将保险费转换为投资单位投入前述投资账户;(2)万能保险,指包含保险保障功能并设有单独保单账户的人身保险产品。保险公司在扣除一定费用后,将保险费转入保单账户,并定期结算保单账户价值。此类产品为保单账户价值提供最低收益保证。^②

二、我国各类金融理财产品法律关系的属性剖析和效用分析

目前,我国金融理财市场上这些面向公众发售的理财产品,虽然系由不同的金融机构发行,运作方式亦存在一定差异,但本质上均呈现为“集合理财”的性质,即都是一种由不特定的多数投资者通过购买理财产品从而将集合资金交付给金融机构进行管理和投资,以实现分散投资风险和共享投资利益的投资方式,因而,各种理财产品在法律关系上显然不应存在根本性的差异。但是,除了已由立法明确认定为信托性质的集合资金信托计划和证券投资基金之外,其余金融理财产品并没有相关法律法规对其法律关系的性质予以明确,目前理论和实务上对此亦存在一定的分歧,如“委托代理说”仍占据一定的主导地位。^③笔者认为,理论和实务上对上述金融理财产品法律关系性质认识的模糊和分歧,不利于合理界定、分配投资者和金融机构之间的权利义务、风

^② 亦有观点将“分红型人寿保险”视为保险理财产品,但其投资功能并不明显。

^③ 转引自汤晓东:“试论集合理财的法律规制——以保护投资者利益为中心”,华东政法大学2007年硕士论文,中国期刊网 <http://www.cnki.net/>;刘保军:“金融机构受托理财监管法律制度研究”,华东政法大学2007年硕士论文,中国期刊网 <http://www.cnki.net/>。

险与责任,也不利于监管机构对于理财市场和产品的有效监管,亦会对投资者利益的保护和理财市场的健康发展构成极大的负面影响。

(一)“委托代理说”与“信托说”之辨

1.“委托代理说”的局限性

依此观点,实务上大多数理财产品均表现为委托人(投资者)通过与受托人(金融机构)订立委托合同并委托金融机构代为管理资产,更符合《民法通则》和《合同法》所规定的代理制度之特征,且因理财产品合同通常都授予金融机构自行决定投资品种和方式之权利,故多属于全权代理行为。以银行理财产品为例,银监会在相关部门规章中多使用“委托”、“授权”和“代表”此类字眼来描述投资者与银行之间的关系(参见《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第9条),究诸于文义解释,显然属于典型的委托代理关系。

从民法原理上分析,代理之本质在于代理人为本人从事法律行为,而就此行为之法律效果,则视同本人自为。^④由此,笔者认为,以“委托代理说”来解释金融理财产品法律关系存在如下问题:第一,即使代理事项系由代理人进行财产管理或处分,代理所涉及财产的所有权和受益权仍统一归属于被代理人,其债权人仍可以对该财产主张权利,而金融理财产品法律关系中,投资者投入理财资金的所有权及受益权处于分离状态;第二,代理人仅能以被代理人的名义而非自身名义对外从事法律行为,代理人因代理活动所发生的一切法律后果均归属被代理人,而金融理财产品法律关系中,金融机构以其自身名义管理所募集的理财资金及其收益,且金融机构甚至可以分享部分理财产品的投资收益;第三,代理人仅能在被代理人授权的范围内活动,逾越代理权的范围时则成立无权代理,而金融理财产品法律关系中,金融机构具有直接管理理财资金的一切权限,投资者不得随意干涉;第四,被代理人原则上可以随时撤销代理,而金融理财产品一经设立,除符合法定条件或者约定条件成就的情况下投资者可能有撤销权,投资者一般不得提前终止理财产品;第五,金融理财产品法律关系中,由于金融机构和单个的普通投资者之间在地位、信息等方面严重不对称,投资者处于明显的被动弱

^④ 黄立:《民法总则》,中国政法大学出版社2002年版,第390页。

势地位,在此前提下,适用普通的民事代理来规范投资者和金融机构之间的法律关系,投资者的利益很难得到有效保障。

2. “信托说”的合理性

信托系一种为他人利益管理财产的制度。根据《信托法》之规定,信托是“委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,为受益人的利益或者特定目的进行管理或者处分的行为”。笔者认为,尽管目前各类金融理财产品在发行主体、运作形式、资金投向等方面存在一定差异,但就理财产品合同法律关系的性质而言均完全符合信托法律关系的基本特征,这也是诸多学者和金融官员的一致观点。^⑤兹具体分析如下:

(1)信托财产的所有权与受益权相分离。金融理财产品法律关系正充分体现了信托的这一最显著的特征:投资者作为委托人购买金融理财产品,将对资金的名义所有权转移至作为受托人的金融机构名下;同时,金融机构按自己的名义,为投资者(受益人)的利益进行财产管理,妥善地管理和处分信托财产,不能为自身利益而损害信托财产,并将信托财产的利益交给受益人,且可以根据事前约定取得报酬和分享收益(金融机构不仅可以佣金和手续费的形式获得信托报酬,还可以作为共同受益人参与分配信托利益)。

(2)信托财产的独立。信托关系成立后,委托人转移给受托人的财产即成为信托财产,不仅独立于委托人和受益人的自有财产,亦独立于受托人的固有财产。^⑥金融理财产品法律关系中,投资者交付给金融机构管理的理财资金(信托财产)不属于金融机构的财产,金融机构应对该资金另行设立账户、单独管理,且不得以募集的资金及其收益清偿自身债务,金融机构的债权人亦不得就理财资金及其收益主张权利。反之,如果不能将金融理财产品法律关系界定为信托关系,则投资者难

^⑤ 参见廖凡:“金融监管协调的两种路径——兼论我国的制度选择”,载《北京大学学报·哲学社会科学版》2008年第3期;邢成、李青云:“我国理财市场存在的主要问题及解决路径”,载《金融时报》2006年6月22日;张宇:“吴晓灵称可考虑统一理财市场游戏规则”,载《上海证券报》2005年8月27日;夏斌、张承惠:“委托理财:政出多门可以休矣”,载《银行家》2003年第6期。

^⑥ 周小明:《信托制度比较法研究》,法律出版社1997年版,第146-147页。

于享受理财财产作为信托财产独立的法律利益,其资产安全就难以保障。

(3)信托财产的有限责任。金融理财产品法律关系中,如金融机构按照投资计划运作资产且并无失职行为时,其仅以理财资金及其收益为限向投资者支付理财收益(信托利益)并对外承担清偿责任,这与信托财产的有限责任保持了一致,亦是信托财产独立的必然结果。至于金融机构对信托财产的财产损失是否应以自身财产是否承担责任,应视受托人是否尽到谨慎、有效、管理的义务而定。

亦有观点指出,目前监管机构并非认识不到金融理财产品法律关系的信托性质,只是考虑到目前我国金融分业监管体制,多数监管机构在对非信托公司开展的理财业务进行规范时都避免使用“信托”字样,以避免非信托机构直接开展信托业务之嫌。^⑦

(二)以信托关系规范金融理财产品法律关系的效用分析

笔者认为,明确界定我国金融理财产品合同法律关系的信托关系性质,对于实现投资者利益的有效保护和对金融风险的有效防范具有重要意义:

1. 可以正确认识金融理财产品合同的法律关系性质。这不仅是对理财市场和理财产品实现有效监管的前提,而且亦会直接影响理财合同当事人的权利义务关系以及理财合同的具体条款乃至整个合同的效力。

2. 可以强化金融机构(受托人)的义务,借此构建保护金融理财产品投资者(委托人)的法律制度,有利于保护投资者利益和促进理财市场健康发展:一方面,信托关系中的所有权与受益权的分离可以更好地调整金融机构与投资者之关系,且信托财产的独立能更好地保护投资人理财财产和利益;另一方面,可以通过援引《信托法》有关受托人义务和责任的规范条款,以防范金融机构利用受托人地位侵害投资者利益,矫正理财产品法律关系中双方地位不平等而造成的不公平结果。

3. 在当前由于分业监管导致理财产品监管标准不统一的情况下,欲求加强监管协调、探索统一监管和功能监管,其前提即在于明确界定

^⑦ 李勇:“信托制度与银行财富管理业务”,载《金融时报》2007年11月19日。

金融理财产品法律关系的性质。

三、我国各类金融理财产品监管的比较分析

目前,按照我国金融业分业经营和分业监管之格局,不同金融理财产品的发行机构分属不同的监管机构监管,从而导致不同理财产品的监管存在着较大区别。具体比较分析如下:

(一) 现行监管机构、监管依据和监管方式

目前,各金融理财产品的监管机构系按照以经营机构作为监管基础的机构监管(institutional/entity regulation)原则确定,具体为:银监会负责监管商业银行和信托公司,证监会负责监管证券公司和基金管理公司,保监会负责监管保险公司。

从监管规则依据上看:银行理财产品包括《商业银行个人理财业务管理办法》、《商业银行个人理财业务风险管理指引》和《关于进一步规范商业银行个人理财业务报告管理有关问题的通知》(2009年7月9日发布,以下称为“2009年7月9日《通知》”)等部门规章和规范性文件;集合资金信托计划包括《信托法》、《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》等法律、部门规章和规范性文件;证券公司一般资产管理业务和集合资产管理计划包括《证券法》、《证券公司客户资产管理业务试行办法》、《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》等法律、部门规章和规范性文件;公募基金和专户理财包括《证券投资基金法》、《信托法》和《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通知》等法律、部门规章和规范性文件;保险理财产品包括《保险法》和《投资连结保险管理暂行办法》、《人身保险新型产品信息披露管理暂行办法》等法律、部门规章和规范性文件。

从监管方式上看:银监会对于银行理财产品最早于2005年实行“发行前备案制(在销售理财计划前10日向银监会备案)和审批制(‘保证收益理财计划’和‘具有保证收益性质的新的投资性产品’需要审批)相结合”,后因理财市场的发展,于2007年11月将其变更为“发

行后备案制(在发售理财产品后5日内备案)”并取消了前述审批规定。值得注意的是,银监会在2009年7月9日《通知》中重新规定银行理财产品“发行前10日需上报监管层”,但并未明确此“上报”为“发行前审批”抑或“发行前备案”。对于集合资金信托计划,因银监会规定“信托公司异地推介信托计划的,应当在推介前向注册地、推介地的银监会派出机构报告”,业内多认为系实行变相的审批制。证监会对于集合资产管理计划和公募基金均采用“审批制”,而对于基金公司专户理财则采取“备案制”,而保监会对于保险理财产品采取“审批制”,但是保险公司在发行产品上具有较大的自主性。

(二) 现行理财产品投资方向的限制

银行理财产品的投资方向较为广泛,尤其是结构性产品的基础资产往往涉及股票、商品、利率、汇率等。值得注意的是,近期银监会2009年7月9日《通知》限制银行理财产品投资方向应集中于传统银行主业尤其是相对低风险的债券票据和信贷类资产。此外,在所有金融理财产品中,信托公司是唯一可以跨越货币市场、证券市场和实业市场的金融机构,故集合资金信托计划的投向范围最为广泛。其他金融理财产品的投资方向则主要限于证券投资,具体投资的证券品种则因监管机构的规定以及具体理财产品合约而有所差异,兹不赘论。

(三) 现行理财产品投资者的保护模式

现行理财产品对投资者的保护主要是通过设置投资金额起点、限制投资人数和规定合格投资者的适格要求来实现。

1. 关于投资金额起点要求

对于银行理财产品,银监会于2005年将其规定为“人民币应在5万元以上,外币应在5000美元(或等值外币)”;2009年7月9日《通知》中,银监会进一步规定,银行应将客户划分为有投资经验客户和无投资经验客户,“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)”。其他理财产品关于投资金额起点则规定如下:证券公司限定性集合资产管理计划单个客户为5万元,非限定性集合资产管理计划的单个客户为10万元;公募基金单个投资者投资1000元以上即可认购、申购,而“定期定额投资”则可低至300元;基金专户理财,“一对一”要求不低于5000万元,“一对多”则要求

个人客户不低于 50 万元、法人客户不低于 100 万元,两者合计初始资产不得低于 5000 万元;集合资金信托计划普通计划每份 5 万元,创新性计划每份 100 万元;投资连结保险等保险理财产品则无相关规定。

2. 关于投资人数限制

目前,关于投资人数限制的规定包括:公募基金要求不低于 100 人认购;“一对多”基金专户理财不得超过 200 人;集合资金信托计划要求单个信托计划的自然人人数不得超过 50 人,但合格的机构投资者数量不受限制除外。

3. 关于合格投资者的适格要求

目前,仅银监会于《信托公司集合资金信托计划管理办法》中规定了关于合格投资者的适格要求。依据该办法,合格投资者是指符合下列条件之一,能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人:(1)投资一个信托计划的最低金额不少于 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,且能提供相关收入证明的自然人。

其他理财产品虽未明确提出合格投资者概念,但亦在一定程度上进行着区分投资者的尝试。如前所述,银监会 2009 年 7 月 9 日《通知》中强调银行应将理财产品客户划分为“有投资经验客户和无投资经验客户”(并进而对不同的客户规定了不同的投资金额起点)。

(四) 公开营销和广告的监管规定

银行理财产品、公募基金和保险理财产品可以公开营销和广告;而集合资产管理计划、基金专户理财和集合资金信托计划则禁止公开营销、广告。以公募基金为例,不仅《证券投资基金法》对基金募集所进行的宣传推介活动作了概括性规定,同时,证监会还通过《证券投资基金销售管理办法》等规范性文件对此予以规范,如规定宣传推介材料所使用的语言表述应当准确清晰,不得使用“坐享财富增长”、“安心享受成长”、“尽享牛市”等易使投资者忽视风险的用语等。

(五) 信息披露的监管

各类理财产品信息披露之规定存有重大差异:如集合资产管理计划要求每季度至少披露一次;公募基金则要求每日公布一次净值,并应于每季度公告一次投资组合;集合资金信托计划(证券投资类),则应于每周交易结束时,披露信托财产价值和单位价值;投资连结保险等保险理财产品每月至少评估一次投资单位的价值,并向保单持有人公布,每半年在保监会指定的报纸上披露一次。

比较而言,公募基金信息披露比较充分,而银行理财产品则相对较差。关于银行理财产品的信息披露,此前银监会规定较为原则、简单,实际上银行承担的信息披露义务非常轻微。直至最近,银监会始于2009年7月9日《通知》中明确规定:“商业银行应尽责履行信息披露义务,向客户充分披露理财资金的投资方向、具体投资品种以及投资比例等有关投资管理信息,并及时向客户披露对投资者权益或者投资收益等产生重大影响的突发事件”。

(六) 关于收益风险的相关规定

目前,各金融理财产品收益风险情况规定如下:银行理财产品,可以包括固定收益产品,并可以分为保证收益、保本浮动收益和非保本浮动收益产品;证券公司资产管理业务和集合资金信托计划不得承诺收益,但是可以预测收益;公募基金和专户理财则不得承诺收益,亦不得预测收益;投资连结保险等保险理财产品则无相关规定。

(七) 关于资金托管的相关规定

银行理财产品本无资金托管的相关规定,但银监会2009年7月9日《通知》中明确规定,银行“应委托具有证券投资基金托管业务资格的商业银行托管理财资金及其所投资的资产”。至于集合资金信托计划、证券公司资产管理业务、公募基金和基金专户理财,相关监管机构都要求由具有资格的商业银行或其他机构予以托管;投资连结保险等保险理财产品则无资金托管的相关规定。

(八) 关于管理费用的相关规定

关于银行理财产品,银监会于《商业银行个人理财业务管理办法》第32条规定商业银行“可根据相关规定向客户收取适当的费用”;证券公司资产管理业务无管理费用规定,取决于资产管理合同之约定,实

践中一般与管理绩效挂钩;公募基金仅收取管理费用,基金专户理财则可以约定不超过20%的业绩报酬;集合资金信托计划亦无管理费用规定,实践中亦与管理绩效挂钩;投资连结保险等保险理财产品则无管理费用的相关规定。

四、我国金融理财产品监管的解决方向和路径选择

(一) 分业监管模式改革的必要性

1. 分业监管导致金融理财产品监管存在竞争和冲突

现行分业监管体制的前提是,不同金融机构的功能完全可分,且不存在交叉重叠之处。但是,金融理财市场上不断推陈出新并多冠以“创新产品”之名的各类产品,已在客观上打破了这一前提并对其构成了严重的挑战。目前,不仅不同理财产品之间互相渗透(如银行发行理财产品购买信托计划,证券公司发行集合资产管理计划购买证券投资基金,保险公司投资连结保险购买证券投资基金等),理财产品亦常常与股票、商品、利率、汇率等金融衍生产品挂钩。尽管如本文第二部分所述,各金融理财产品的法律关系均属信托性质,但是,囿于现行分业监管体制,不同监管机构难以着眼于整体的理财市场,且由于各监管机构的监管依据、理念、偏好、尺度之不同,出现了对具体理财产品特性和监管权力归属认识不清的现象,并进而导致监管机构之间的竞争和冲突。

(1) 监管缺位

金融理财产品监管中存在的一大问题是监管缺位。以银行理财产品为例,2008年初至今,“零收益”、“负收益”等风波接连发生,负面新闻不断见诸报端,而银行结构性产品、QDII产品几乎成了大幅度亏损的同义词。排除百年不遇金融危机的不可预计因素影响,对于此类产品监管机构的缺位和失职难辞其责。正如有媒体批评,“国内银行理财产品市场发展的速度超越了监管、规范的跟进速度”。^④

^④ 徐怡丹、饶婷婷:“银行理财产品‘画皮’”,载《证券市场周刊》2008年11月23日。

(2) 监管竞争

金融理财产品监管中存在的另一大问题是监管机构之间的竞争。如国务院发展研究中心金融研究所所长夏斌认为,“相同的委托理财业务却监管政策不一样,金融机构间竞争演变为监管部门间竞争”。^⑨

实务上,很多理财产品(如 QDII 基金和 QDII 银行理财产品等 QDII 产品)在设计原理、功能和交易结构上均十分近似甚至具有很强的替代性,但仅因其经营机构和监管机构之不同,进而导致对其监管要求的大相径庭。一般而言,公募基金、集合资产管理计划和集合资金信托计划等理财产品的监管要求相对严格,尤其是公募基金,证监会对其市场销售和信息披露、管理人的内部控制等方面均建立了较为系统的监管规定,而银行理财产品和投资连结保险等理财产品的监管要求则较为原则。显然,这在客观上造成了各类金融机构在竞争条件上的不平等,对于金融机构平等参与市场竞争非常不利(如实务上,证监会对于 QDII 基金发行实行审批制且控制较严,而银监会当时对于 QDII 等银行理财产品仅采取备案制),亦不利于对于投资者的保护和促进理财市场的健康发展(证监会对于基金销售、信息披露的监管规定较之于银监会对于银行理财产品的相关规定更为严格)。

进一步的问题是,如何看待不属于证监会监管的金融机构发行的理财产品的性质,易言之,上述理财产品是否属于证券?由于现行《证券法》仅规定适用于“股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易”,在国务院未作出认定之前,证监会尚不能对其他金融理财产品进行监管。^⑩例如,部分商业银行推出所谓“类基金产品”,其产品面值、认购费率、赎回方式及投资方向均非常类似公募基金,其份额亦与“证券”或者“证券投资基金”在本质上很难说存在重大差异,且其亦公然向公众募集资金,但是,证监会却对此类产品及其公开发行为并无监管话语权。目前,已有一些学者认识到了这些金融理财产品的证券性质,并认为当前分业监管体制确有值得检讨之处,如有学者即认

^⑨ 参见夏斌在“金融生态:中国金融发展面临的考验”上的演讲,载《金融时报》2006年3月7日。

^⑩ 叶林、郭丹:“我国证券法的未来走向——关于金融消费者的法律保护”,载《河北学刊》2008年第6期;杨东:“论金融法制的横向规制趋势”,载《法学家》2009年第2期。

为“鉴于具有投资功能的保单的特殊性，应纳入证监会的管理范畴”。^⑩

上述问题并非仅仅是因为我国现阶段的金融服务业的发展状况所导致的，监管缺位和监管竞争问题的存在亦是金融现代化过程中的必然问题。美国哈佛大学杰克逊教授在 20 世纪末就针对当时美国金融服务业中主要根据金融产品提供机构不同而产生的监管问题的进行实证研究分析^⑪，指出：不同金融机构提供具备类似功能的金融产品，同时又由不同的监管机构监管。在此条件下，经济学理论中的私人选择将导致金融机构选择最低成本的金融监管模式。因此，我们应在目前金融创新背景下监管缺位和监管竞争问题同时存在的现实基础上，讨论如何去除分业监管的弊端以及进一步强化功能监管的方向等问题。

2. 分业监管不利于投资者利益保护

投资者利益难于得到保障。主要表现在如下三个方面：

(1) 理财产品信息披露不及时、不充分或者严重不实。如前所论，大部分理财产品均缺乏充分的信息披露机制，理财资金实际运用不透明，而普通投资者很难了解理财产品的相关信息。信息披露不实尤以银行理财产品为甚，如媒体报道称，“银行在发行理财产品的过程中没有及时、充分地披露相关信息，尤其以外资银行的信息不透明程度最甚”；^⑫亦有观点认为证券公司集合理财产品信息披露在“及时性、准确性、完整性、规范性等诸多方面上都或多或少地存在问题”。^⑬

^⑩ 刘冬姣：“具有投资功能的保单与开放式基金的比较分析”，载《中南财经政法大学学报》2002 年第 6 期。实际上，在美国，投资型寿险产品即被认定为一种证券，在受各州保险法制约之外，亦通过最高法院的判例确认应受联邦证券法的约束。[美]哈维尔·E. 杰克逊、小爱德华·L. 西蒙斯：《金融监管》，吴志攀等译，中国政法大学出版社 2003 年版，第 936～941 页。

^⑪ Howell E. Jackson, *Regulation in a Multi-Sectored Financial Services Industry: An exploratory Essay*, 77 WASH. U. L. Q. 1999.

^⑫ 尹娜：“银行理财产品三大悬疑：同质化如何破局？”，载《理财周报》2007 年 12 月 10 日；金莘莘：“银行理财‘猫腻’大起底”，载《上海证券报》2008 年 11 月 19 日；谢姝、管雅冬：“理财产品浮世绘”，载《北京商报》2006 年 8 月 28 日；殷剑峰等：“银行理财产品评价报告（2007）”，载《上海证券报》2008 年 3 月 5 日。

^⑬ 屈红燕：“券商集合理财产品信息披露存在六大问题”，载《上海证券报》2009 年 6 月 18 日。

(2)理财产品宣传、推介和销售过程中存在问题。随着2007年理财市场的爆发式增长,不断有投资者投诉金融理财产品宣传、推介和销售过程中存在浮夸、风险提示不足、“报喜不报忧”、误导投资者、风险解释形同虚设等不当手法。投资者,尤其是个人投资者本不具备足够的分析复杂金融商品的专业能力,且绝大多数投资者都是在金融机构劝诱之下购买理财产品的。如保险公司营销员和银行代理机构的销售人员,往往夸大保险理财产品的收益率,隐瞒其各项费用扣除情况,并以“本金”、“利率”等概念混淆保险理财产品和银行理财产品,从而严重误导投资者;又如一度沸沸扬扬的某银行理财产品零收益事件,只有当该产品挂钩的4只股票在一年内的涨跌幅度基本相同时,投资者才可能获得较高收益,而银行在宣传、推介和销售此产品的过程中显然并未对此予以充分揭示。

(3)未区分不同理财产品的合格投资者。对于参与高风险理财产品的投资者,必须或者足够“成熟(sophistication)”而能够理解投资风险,或者足够“富有(wealth)”而能够承担投资失败的损失,从而具有能够承担高风险并且实现自我保护的能力。如前所述,除了集合资金信托计划之外,我国监管机构对于理财市场投资者的区分主要通过设置投资起点金额和限制投资人数来区分其是否合格,仅在一定程度上解决了区分和筛选投资者的问题,而未再进一步进行更明确的定性和定量分析——某客户投资5万元至某高风险产品,5万元本身并不足以表明其是此类产品的合格投资者,因这5万元可能是其养老、医疗之积蓄或其借贷所得款项。实务上,我国目前很多高风险理财产品都销售给了虽满足了上述投资金额起点要求但却并不具有风险判断能力和承担能力的投资者。再如香港地区的雷曼迷你债券事件,商业银行最后被认为负有责任的重要原因即在于将此高风险产品销售给了如年长、退休、完全无投资经验、低学历人士等不适合的客户。

(二)完善我国金融理财产品监管的若干思考

1. 以强化功能监管弥补分业监管之不足

笔者认为,在分业监管体制不变的前提下,需要通过加强机构间监管协调、探索统一监管和转向以“业务/产品”作为基础的功能监管(functional regulation)来解决理财产品监管中存在的问题。功能监管的

基本理念是,相似的功能应当受到相同的监管,而不论这种功能由何种性质的机构行使。较之于传统的以经营机构作为监管基础的机构监管(institutional/entity regulation),功能监管在适应金融机构业务多元和强化业务监管方面优势明显,也使得金融监管机构的权限划分更为合理。^⑮

在功能监管的理论基础和价值取向上,我们可以借鉴国外既有的研究和发展成果。如美国奥巴马政府在处理次贷危机、稳定金融秩序上亦着重考虑了不同监管部门的协调问题,其财政部2009年6月17日发布《金融监管改革方案——重建金融监督和管理的新基础》,^⑯于第二章明确提出了对金融市场建立全面监管(Establish Comprehensive Regulation of Financial Markets)之理念。上述方案认为当前金融危机的产生源于较长一段时间以来金融市场的显著发展和创新。^⑰针对这种情况,方案在针对包括信用违约掉期(Credit Default Swaps, CDS)在内的场外衍生品(OTC Derivatives)设定全面监管目标的基础上,提出要对“期货和证券监管上进行协调”(Harmonize Future and Securities Regulation),^⑱直接指向美国商品期货交易委员会(CFTC)和美国证券交易委员会(SEC)这两个监管机构。方案认为,期货和证券监管的公共政策目标是完全一致的,如保护投资者、确保市场健康以及促进价格透明,因此,尽管证券和期货市场存在不同,但不同市场而导致的差异监管已经不再合适,特别是衍生品市场的发展以及新的衍生品工具的创设,更加凸显了解决CFTC和SEC在监管金融产品上差异和不统一问题的必要性。具体措施上,则要求CFTC和SEC在2009年9月30日前对各自在相同金融产品上不同规则和监管措施的差异和冲突形成书面报告,同时解释此差异和冲突是否符合上述公共政策目标要求并做相应修改。

由此可见,我国金融理财产品的监管思路也应该建立应对跨金融

^⑮ 同注⑤所引廖凡论文。

^⑯ Department of the Treasury: *Financial Regulatory Reform 'A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation'*, http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf.

^⑰ 同注⑯,第43页。

^⑱ 同注⑯,第49页。

市场、涉及不同监管部门的功能监管取向。通过功能监管,有利于防止目前监管机构重叠与缺位并存、政出多门、市场割裂、标准不一和多头监管的现象,从而为我国理财市场的发展创造公平和宽松的竞争环境,并有效促进金融创新。

2. 完善金融理财产品监管的配套措施

笔者认为,完善金融理财产品监管模式,当前应进行如下配套的基础性工作:

(1)建立功能监管模式。按照信托关系统一理财产品的监管标准,尤其是要按照《信托法》统一各方当事人的权利和义务,规定无论金融机构向投资者提供何种理财产品或服务,金融机构都应遵守相同或者相似的行为规则,如信义义务、禁止欺诈、合理销售以及保密义务等,从而建立起投资者和金融机构之间的利益制衡机制,以强化金融机构作为受托人的义务和保护投资者。^①

在确认金融理财产品信托性质的基础上,可以考虑由人民银行会同“三会”协商确定基本监管规则,并报请国务院以行政法规等规范性文件的形式发布并予以确定为监管依据。在此基础上,有权监管机构可以根据相关产品的不同特点制定相应的监管细则,如在监管中出现分歧,可以通过监管协商予以解决或报请国务院予以裁断。^②在此监管模式下,个别具体理财产品的推出,需要由发行的金融机构对应的分业监管机构审批或者备案相关资格,同时亦应到具体理财产品相关的监管机构办理产品的审批、备案或者报告手续方可向投资者销售。

(2)强化理财产品的信息披露和风险揭示,规范其宣传、推介和销售。长期以来,我国理财市场都实行“买者自负”,而往往忽略了“认识投资者”,而“买者自负”常常被滥用作为有关金融机构的免责理由。笔者认为,通过法规强制要求金融机构承担理财产品的说明和风险揭示义务,规范其宣传、推介和销售,将在一定程度上可以避免投资者购

^① 邢成、李青云:“分业监管格局下中国理财市场宏观探析”,中国信托基金网 <http://www.china-trust.com.cn>。

^② 同注^①所引廖凡论文。如前央行副行长吴晓灵指出,“可考虑由各金融监管部门联合制订《金融机构从事理财业务管理办法》,对不同种类的基金设计不同的监管框架,以统一银、证、保理财业务的游戏规则”。同注^①所引张宇文章。

买不适宜的理财产品。

(3) 建立理财资金的第三方托管机制。国际证监会组织 (IOSCO) 《集合投资计划监管原则 (PRINCIPLES FOR THE REGULATION OF COLLECTIVE INVESTMENT SCHEMES)》第 2 条原则指出, 监管体制必须寻求保全基金资产的物理上和法律上的完整, 并需将基金资产与管理人资产、其他基金资产及托管人的资产分离。^① 笔者主张, 在所有理财产品中均引入第三方托管机制, 以安全保管理财资金, 并希望通过托管人监管金融机构的投资管理活动, 以更有利于保护投资者的利益。

(4) 根据理财产品的不同特点, 细化不同理财产品的合格投资者制度。探讨建立并细化高风险理财产品的合格投资者制度, 建立与此相适应的监管制度, 从而可以根据投资者的不同市场风险认知水平和承受能力, 提供差异化的产品和服务, 让不同风险承受能力的投资者购买不同风险类型的产品, 以防止不合格的投资者购买不合适的理财产品, 从而更好地保护投资者的权益。

3. 建立专门的金融消费者保护机构

有学者主张更换传统视角, 通过金融法律的转型, 检讨金融产品、金融机构作为金融服务者和投资者作为金融消费者的三个基本范畴, 深入挖掘各种金融服务的共性, 正确认识金融消费者与金融服务者之间的关系, 以更好地落实保护金融消费者合法利益的立法宗旨。^②

笔者认为, 基于全方位保护金融消费者的角度, 在前述几项具体配套措施的基础上, 可以借鉴美国在《金融监管改革方案》中的改革设想, 即建立一个独立的、具备制定金融消费者保护相关规则立法功能和部分执法功能的机构——金融消费者保护署 (Consumer Financial Protection Agency, CFPA)。我国亦有学者主张设立专门的金融消费者

^① 原文为 “The regulatory regime must seek to protect the physical and legal integrity of the assets of a CIS by separation of the assets from the assets of management, its related entities and other schemes, as well as from the assets of the custodian itself”, 引自国际证监会组织网站 www.iosco.org。

^② 同注^①。

保护委员会。^⑳ 在前述《金融监管改革方案》第三部分,美国财政部对设想中的CFPA之功能与职权提出了具体的十一项内容,包括如CFPA作为一个初级的联邦监管机构,主要为保护美国投资者在消费信用类、存款、支付及其他金融产品上的合法权益,避免遭遇金融机构滥用权限、不公平、欺骗和歧视等。同时,从职权上看,CFPA同时具备对金融消费者保护等相关法规的规则制定权和协调既有的、不同部门的相关规则的权力;亦能够执行对全国银行类机构在消费者保护的合规性上的审慎监管职能,并能配合司法部共同执行相关消费者保护法规,如CFPA能够提请美国总检察长起诉任何违反金融消费者保护法规的机构等。此外,CFPA还拥有定期查阅相关机构信息的权力等。^㉑

^⑳ 田享华、刘广:“封堵‘理财陷阱’,学者建议成立全国金融消费者保护委员会”,载《第一财经日报》2009年7月16日。

^㉑ 同注^⑳,第55-65页。