华南农业大学学报(社会科学版)
2007年第4期 JOURNAL OF SOUTH CHINA AGRICULTURAL UNIVERSITY No.4 2007
(第6卷) (SOCIAL SCIENCE EDITION) (Vol.6)

# 论中国对冲基金监管制度之构建

李 勋

(深圳大学 法学院,广东 深圳 518060)

**摘 要**:随着我国加入WTO,以及世界金融一体化程度的加深,我国的证券投资基金市场也必须逐步走国际化发展道路。发展对冲基金这种新兴的投资工具,有利于消除我国证券基金业现有的不少弊端,促进金融市场的繁荣。对对冲基金的监管进行前瞻性的立法,是我国发展繁荣对冲基金的必然要求,宏观上,必须明确对冲基金监管立法的原则、确立科学的监管体制、合理安排对冲基金监管的立法体系、积极参与对冲基金的国际监管合作;微观上,应当主要围绕对冲基金设立监管、运作监管、信息披露监管、退出机制以及法律责任体系等内容进行。

**关键词**:证券投资基金;对冲基金;监管制度

**中图分类号**:F830.91 **文献标识码**:A **文章编号**:1672-0202(2007)04-0120-10

相对于发达国家而言,我国的证券投资基金市场虽起步晚,但发展迅速。尤其是《证券投资基金法》颁布以后,我国的基金业进一步走上规范化发展道路,其取得的成就有目共睹。但总体上而言,我国的证券投资基金市场仍远未成熟,建立成熟的证券投资基金市场必须发展对冲基金①。目前,作为金融投资的最高境界,对冲交易在全球正如火如荼地发展,对冲基金已进入高速发展阶段。然而,中国的对冲交易尚处空白状态,国内证券市场缺乏对冲机制,无法卖空进行套期保值,境外对冲基金只是国家的防范对象。随着我国金融市场规模逐步成熟和壮大,对冲基金也必将在中国繁荣和发展,深化金融市场结构必须发展对冲基金。建立对冲基金监管制度是繁荣证券投资基金市场和发展对冲基金的内在要求,本文拟就如何构建我国的对冲基金监管制度进行探讨。

## 一、中国发展对冲基金的意义

建设规模成熟的证券投资基金市场,必须鼓励金融创新。发展对冲基金这种新兴的投资工具,有利于消除我国证券基金业现有的不少弊端,对于推动我国基金业的发展,促进金融市场的繁荣具有重要意义。

第一,有利于降低中国金融市场的系统风险。专家实证研究表明,正是对冲基金的存在,才使得金融市场的系统风险得以降低。

第二,有利于提高中国金融市场的运行效率。由于对冲基金的积极主动参与,市场的资金流动更加快捷,市场运行更加富有效率。

第三,有利于指数期货等金融衍生产品市场的发展。由于对冲基金可以大量使用金融衍生产

**收稿日期**:2007-06-13

**作者简介**:李 勋(1974—),女,深圳大学法学院讲师,主要研究方向为国际经济法、国际金融法.

① 关于对冲基金的定义,目前国内外对此争议很大,尚无定论。各国大多以描述其主要特征的形式做出说明。从对冲基金的特征出发,本文将其定义为:"通过非公开方式向少数富裕个人和机构投资者募集资金而设立,基金经理为基金的主要投资者,投资策略自由,可以采用卖空、杠杆等机制,追求绝对回报、采用业绩提成费用结构的投资资本组合。"

品，金融商品与其相应的衍生产品之间以及不同的金融衍生产品之间，建立起了广泛而有机的联系。

第四，有利于降低社保基金等机构投资者的投资风险，提高其收益水平。指数期货等金融衍生产品使机构投资者回避风险的同时，也降低了收益。而作为机构整体投资的一部分，对冲交易中的无风险套利将使其获得部分无风险的超额收益，进而能够降低其整体风险，并提高其整体收益。

第五，有利于防范外资，尤其是境外对冲基金对中国金融市场的破坏性冲击。中国的对冲基金可以通过对冲，降低国内金融市场的系统风险，进而使市场的超额利润空间得到降低。因而，可以降低境外对冲基金的利润预期并对其进入起到一定的阻挡作用，外资即使进入也不会造成较大的冲击。同时，如果以社保基金为主体，国家在必要时可以间接入市，共同抗衡外资的冲击，以降低或消除其不良影响。

第六，有利于提高证券业整体素质。我国目前还缺乏世界顶尖的投资大师、分析大师、行业研究专家等，证券从业人员的整体素质和发达国家还存在相当的差距。由于对冲基金有效地解决了基金发起人和经理人的利益平衡问题，为最优秀的人才创造了发挥最大潜能的制度条件，这将全面调动此类人才的积极性和创造性。因此，对冲基金的出现和发展，将培育和造就一批一流投资大师及研究专家。同时，对冲基金丰厚的收入、独特的激励机制还将吸引大量优秀金融人才。

第七，有利于满足投资者的投资要求。目前我国出现了一批亿万富翁，他们同样具有追求财富的投资价值的动机。但是，我国大多数上市基金是在没有找到合适的项目前就已经上市，导致大量资金闲置，使一些已经上市的投资基金表现欠佳，其市场价格已经低于资产净值交易，但基金投资者在资金长期闲置期间还要支付管理费用。而对冲基金的出现可以满足这部分富裕人士的投资需要。

第八，对对冲基金投资策略的借鉴，有利于在股市充满不确定性的情况下获得最佳回报，提高投资基金的业绩。对冲基金一般以对冲式套利操作作为主要投资策略，操作对象可包括各式衍生性金融商品，具备多空双向运作机制，操作自由度大，可灵活运用杠杆工具避险或套利，因而，对冲基金较一般的证券投资基金能够获得较高的回报。

第九，有利于扩大基金规模，增加基金品种，增强我国基金业的实力。对冲基金的存在、发展，将给现有的基金增加强劲的竞争对手，促进我国证券市场投资主体向机构投资者过渡，有利于改善我国资本市场的结构。

因此，我们应积极做出实证分析，进行立法论证，对对冲基金予以大胆、批判地借鉴，促进我国证券投资基金市场的繁荣。

## 二、我国对冲基金监管制度的宏观设计

从宏观上而言，构建我国对冲基金监管制度应该考虑以下主要问题。

### （一）立法原则的明确

针对对冲基金自身的特点和我国金融市场的发展现状，我国对冲基金监管立法应当遵循以下原则：第一，规范原则。鉴于对冲基金的高风险性，以及我国证券市场的发展现状，对有关对冲基金的市场准入、运作、信息披露应该做出明确的规范，使其在有法可依的前提下，充分发挥其自身优势。第二，公平原则。对冲基金是所谓的“富人俱乐部”，因此，原则上而言，立法不宜过细过宽，但仍需强调公平原则，适用于一般投资基金的监管内容，如反欺诈、反市场操纵、内幕交易禁止，以及关联交易限制等规定均应同样适用于对冲基金。第三，平等原则。立法中应当遵循保证对冲基

金当事人地位平等的原则,一方面,法律的监管在于保证基金投资者是合格的投资者,确保投资者和发起人、管理人双方能力的均衡;另一方面,合格的投资者可以依靠自己的能力获得和对冲基金发起人平等的法律地位,法律监管则应适当放松。第四,鼓励金融创新的原则。在立法时,要树立鼓励金融创新的指导思想和立法原则,在立法时具有一定的灵活性和超前性,既要注意保护投资者,又不能管得太死,以免扼杀对冲基金金融创新的积极性。

**(二)监管体制的选择**

从各国立法经验来看,对冲基金这种新型的投资工具,其与其他投资基金同受一套监管体制约束。因此,对于我国对冲基金的监管,可以沿用现有的基金业监管体制,关键在于对目前的基金业监管体制进一步完善。在总结西方发达国家基金监管经验的基础上,我们需要从以下几个方面入手,确立我国的对冲基金监管体制:第一,确立证监会为对冲基金的主要监管机构;第二,赋予自律组织一定的市场规则制定权;第三,合理界定地方政府在基金监管中的作用。

**(三)立法体系的整体思考**

从发达国家和地区的经验看来,其大都通过若干部立法来对对冲基金实施有效监管,对冲基金的监管需要一整套完备的法律法规体系。从我国基金业的实践及基金立法现状出发,构建我国对冲基金监管立法体系应当主要从以下两方面进行。

1. 修订《证券投资基金法》

首先,在《证券投资基金法》中正式确认私募基金的合法地位。与证券投资基金并列的是产业投资基金和风险投资基金,这是按投资对象或投资方向的不同而作的一种划分。我国《投资基金法》在因产业投资基金和风险投资基金立法条件不成熟为由缩水为《证券投资基金法》后,也应对私募证券投资基金进行规定,因为私募只是一种发行方式而已,证券投资基金只要运作规范,也可以私下募集。由于事实上目前我国私下募集的资金基本上只是投资于证券市场,因而,可以考虑在现有《证券投资基金法》内确认私募证券投资基金的合法性。对冲基金作为私募基金的一种新兴品种,只有在私募基金的地位合法化以后,才能获得生存和发展的空间。

其次,在《证券投资基金法》内设对冲基金专章,对其准入、运作、信息披露等方面的监管要求,做出专门规定。由于我国证券市场尚不成熟与规范,相关证券立法不健全,对于对冲基金这种新型投资工具,不宜象美国通过各相关立法的豁免规定来约束,而应该借鉴德国的做法。德国在其《投资法》中第四章设"对冲基金"专章,对其设立、运作、信息披露等问题做出明确的具体规定,该章未规定的情况,适用该法的其他规定[1]。这种立法模式是在考虑对冲基金与其他投资基金存在共性的前提下,尊重对冲基金的特殊性,在立法中只对其特殊问题做出具体规定,因而提高了立法效率,节约了立法成本。

2. 修订《证券法》和《公司法》

对冲基金组织形式的选择、投资策略的选择等具体问题需要《证券法》、《公司法》、《合伙企业法》等做出相应的修订,才能得以解决。后文将结合有关具体问题,进一步详细论述。

**(四)国际监管合作的参与**

在构建国内对冲基金监管制度的同时,我们还应当积极参与各种国际合作,谋求有利于我国对冲基金发展的国际金融新秩序。第一,积极参与 IMF 改革,推动新的国际货币体系的建立。作为世界三大经济组织之一,如果 IMF 倡导确立对冲基金的监管规则和相关金融市场规则,将有效地推动对冲基金在全球范围内的规范化发展。第二,积极参加 IOSCO 的活动,加强同巴塞尔委员会的接触,推动制定对冲基金国际监管的统一规则和标准。IOSCO 在推动证券监管规则的统一化方面,巴塞尔委员会在银行监管的国际监管方面发挥越来越重要的作用,同时,两者均对金融衍生

工具的监管影响巨大。随着对冲基金业的进一步发展，两者国际地位的不断提高，对冲基金监管已经进入其议事日程。因此，我们应该进一步加强与这两者的联系，在确立对冲基金的监管标准方面，反映我国的意志和要求，避免因标准不公正而使我国处于不利的竞争地位。第三，积极参加 WTO 的有关活动。随着《金融服务贸易协定》的生效和发展，WTO 对包括在基金业在内的金融服务贸易的影响越来越大。中国已经加入 WTO，我国对冲基金业的相关立法的制定必须在 WTO 规则允许的范围内进行。第四，加强双边合作。目前，双边合作仍然是主要的国际合作形式，在国际金融机构的监管中发挥主要作用。中国也应当重视这一方式的运用，尤其是在信息披露及反洗钱领域，加强与其他国家监管机构的合作。

## 三、构建我国对冲基金监管制度的具体设想

对冲基金监管规范的具体设计应当主要围绕对冲基金的设立监管、运作监管、信息披露监管，以及法律责任体系等内容进行。

### （一）对冲基金的设立监管

1. 组织形式

在国际上，对冲基金的组织形式主要有契约型、公司型和有限合伙型。我国的立法也应该考虑确立这三种组织形式，供市场主体自主选择。但是，由于《证券投资基金法》将投资基金只定性为信托型（契约型）基金，对公司型投资基金、有限合伙型投资基金在法律上并未加以认可。因此，为了确认后两种组织形式的法律地位，需要克服法律障碍，对相关内容进行修订。

《公司法》与投资基金有密切联系，但是《公司法》的相关规定却不允许投资基金的设立。第一，《公司法》关于公司组织结构的规定不适合公司型投资基金。投资基金运作的一个重要原则是资产分离制度，资产经营与托管分离，而公司法并无相关规定。此外，投资基金的价值之一是专家管理，但是公司法没有关于公司董事、经理专业技能的要求，因此，《公司法》应就此做出相应的补充性规定。第二，开放型的公司型基金也与现行公司法相抵触。我国《公司法》第 143 条规定：公司不得收购本公司的股份，但在减少公司注册资本、与持有本公司股份的其他公司合并、将股份奖励给本公司职工、或者股东因对股东大会做出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的情形下除外。而《证券投资基金法》已经明确规定投资基金既可以是封闭型的，也可以是开放型的。因此，现行《公司法》第 143 条可作补充规定，开放型公司型投资基金不适用本条规定。

有限合伙型对冲基金，以美国为典型代表。它属于一种合伙制的私人投资公司[①]。有限合伙型对冲基金的优点在于能够较好地解决基金信托人与受托人之间的利益冲突。第一，基金的管理人同时也是合伙人，在一定程度上化解了所有者与经营者的冲突；第二，基金的普通合伙人也是基金的管理者，对基金资产负有无限责任，减少了有限合伙人所承担的风险；最后，普通合伙人虽然承担了基金经营管理方面的重大义务，但是作为基金管理人也将得到很大比例的基金投资收益（1% ~20%），体现了权利和义务的一致性。在这种风险—利益机制下，对冲基金的管理人并无从事损害基金持有人行为的动机，可以较好地克服一般投资基金的道德风险，避免所有者缺位的不良后果。然而，我国《合伙企业法》、《证券投资基金法》均未规定这种创新形式的组织形式，所以我国的对冲基金在未来的实践中会遇到法律障碍。美国对冲基金的发展经验表明，有限合伙能够充

① 在筹划设立对冲基金时，普通合伙人通过与有限合伙人签订合伙协议来规定双方的权利与义务，合伙协议是限制和规范对冲基金内部关系的基本文件。合伙协议一般包括以下内容：基金的投资目标、策略和风险因素；激励薪酬的计算；管理费用的使用和计算；杠杆使用的比例限制；财务年度分红等规定。

分发挥对冲基金运作机制灵活的特点;同时这种机制的利益和风险高度兼容,有利于抑制对冲基金的投机性的高风险性[2]。我国对冲基金立法者对此应当予以重视。

2. 开放程度

从全球对冲基金的发展现状及趋势看来,对冲基金采取完全开放形式的十分罕见,采取纯粹封闭形式的也不多。而半开放型对冲基金由于既有利于规模的扩张,又便于运作,更能符合投资者和基金管理者的需要。所以,各国采用这种类型的占绝大多数。其中,投资者可以随时买入基金单位,但只有在特定的时间才允许赎回的半开放型对冲基金,又是各国对冲基金的主流选择,我国也应该对其进行发展。

3. 合格投资者的界定

对冲基金是向特定投资对象募集的投资基金。特定投资对象,是相对于不特定的社会公众而言的,是指具备一定的投资理财经验、知识、投资风险认识能力和承担能力较成熟的投资者。它一般分为合格的机构投资者和合格的个人投资者(富有的个人或家庭投资者)。一般而言,对合格投资者的判断一般有以下几种方法:其一,主要根据其投资的最低限额为判断标准。只要一位投资者的出资符合对冲基金所要求的最低投资限额,就可以推断其是成熟的、有资格的投资者。其二,根据其收入多少来判断。如美国对于对冲基金的投资者,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;如以机构名义参加,净资产至少在100万美元以上。其三,只要是金融机构投资者,均可投资。如保险公司、银行、证券公司、信托投资公司等金融机构,都是当然的。其四,具有一定条件的企业、公司等经济组织为合格的机构投资者。如美国1940年《投资公司法》规定的"合格购买者"之一是"其他拥有不少于2500万美元且具有投资自由支配权的组织"。其五,除了合格投资者以外,一定数量的非合格投资者也可以投资于对冲基金,如美国D条例第506条规定,合格投资者与35名以下的非合格投资者均可以为对冲基金的投资者,而无需注册登记[3]。

从现实出发,我国对合格的投资者应当做出如下界定:其一,应当规定最低投资限额,能满足此投资限额的投资者才能视为合格的投资者。至于具体限额应当采取授权立法的方式,授权主管机关根据基金市场发展情况来确定。这样既能保证对冲基金立法的稳定性,又能兼顾其灵活性。其二,对于机构投资者而言,也应受最低投资限额的约束。该限额应高于对个人投资者和家庭投资者所设的限额,具体限额应授权主管机关以行政法规的形式规定。我国的基金市场仍不成熟,尚处于过渡阶段,将该限额定得过高,如美国2500万美元,则不切实,将许多潜在的机构投资者拒之门外;定得过低,则可能会使投资者总人数太多,使对冲基金失去自身的特征与优势。至于将具备一定条件的公司、企业等经济组织(一般机构投资者),区别于银行、保险公司、投资信托公司等金融机构投资者,并进行分别规定的问题,则无必要。本文认为,立法中应将二者合而为一,统称"机构投资者"。凡属相关法律、法规允许投资的机构,均为机构投资者。其三,对成熟投资者的规定不宜以其收入多少来判断。虽然这种规定可以准确地判断投资者的风险承担能力,但要求投资者提供其收入和资产证明,无疑造成以下两个方面的负面影响;一方面,该规定是对投资者隐私权的侵犯。根据我国《刑法》规定,只有对巨额财产来源不明的特定(国家工作人员)犯罪嫌疑人,司法机关才可以要求其举证。另一方面,如果要求投资者证明其收入状况,还应当规定严格的程序,如提交银行存款证明或验资机构出具的证明等,这些会使投资者承担额外的负担。

因此,我国对冲基金的特定投资者,应当指合格的个人(包括家庭投资者)和机构投资者。

4. 非公开发行方式的确定

对冲基金是以非公开发行的方式募集而成的投资基金。在判断是否"非公开发行",一般应当

考虑以下两个主要因素：投资者人数和发行方式。

就投资者人数而言，不同国家或地区的相关法律对对冲基金投资者人数的限制各不相同①。对对冲基金投资者人数加以限制时，主要涉及以下问题：

其一，对机构投资者没有必要限定名额和记入投资者总人数内。限定投资者人数的目的在于确认某一发行是否为非公开发行，其发行的范围是否足以达到公开发行的程度。如果达到公开发行的程度，则足以影响不特定公众和普通投资者的利益，需要注册制度的保护，反之则不需要。此外，机构投资者可视为具有一定风险识别和风险承担能力的投资者，不需要注册制度的特别保护。

其二，就个人投资者而言，不必区分为合格的投资者与非合格的投资者两类。例如，如前文所述美国 1940 年《投资公司法》将投资者人数限定在 100 人以内。美国 D 条例第 504 条又规定，向合格投资者和 35 名以下“非合格投资者”发行证券可以免予登记[4]。但我国立法不宜允许非合格投资者投资于对冲基金，即便个别和少量的非合格投资者投资于对冲基金。既然成熟的投资者是对冲基金的构成要件之一，则没有必要对其区分为合格投资者和非合格投资者，实践中也难以作此区分。因为如果达到对冲基金最低出资额要求，便被视为合格的投资者。既然作为对冲基金的投资者，符合最低出资额要求，怎能称其为非合格投资者呢？如果允许其出资低于最低出资额，则限定最低出资额又有何必要呢？另外，合格投资者是否包括以违规资金投资的或以洗钱为目的进行投资的投资者等问题，则需要进一步的立法和司法解释。

其三，有必要对对冲基金的投资者限定人数。对冲基金具有高风险高回报的特征，虽然合格的投资者不需要注册制度的保护，但如果合格投资者的人数众多，一旦投资失败，即使成熟的合格投资者有承担风险的能力，也难免影响范围过大，造成金融市场动荡，最终影响公共利益。此外，如果对冲基金投资者人数不设上限，其人数太多时，与公募基金则没有区别。所以限制投资者人数十分必要，当然机构投资者不在限制范围内。可以考虑在投资基金法中明确规定，也可以采取授权立法，授权主管机关以行政法规进一步规定。不论采取何种立法，投资者人数限定在 100 人较为合理。由于我国目前个人投资者的富有程度尚不可与发达国家同日而语，而且人口基数大，限定人数如果太少，一方面将使某些合格投资者难以享受到对冲基金的投资优势，另一方面，也给对冲基金募集资金带来困难。

其四，计算投资者人数的除外条款。主要有两个：一是对冲基金管理人及其雇员例外。对冲基金的管理人或参与管理的雇员投资于对冲基金时，不计入投资者人数。二是特殊或法定事由例外。如因“夫妻分离、死亡或其他非自愿事件”而使基金人数超过对投资者人数的限制时例外。在这一点上，美国证券交易委员会认为，1933 年《证券法》中所谓不涉及公开发行的发行人的交易，意指交易之时不涉及公开发行，而不问发行以后是否公开发行。

由此可知，在计算投资者人数时，应该以对冲基金发行时投资者人数为计算标准。发行后因特殊、法定的原因而超过法律对投资者人数限制时，属于例外情况。但是，对对冲基金发行人有多次发行行为时，投资者人数应当连续计算。

就发行方式而言，对冲基金除了向特定对象募集外，还必须规定以非公开方式发行，二者缺一不可。发行方式是判断“非公开发行”的主要依据，各国相关法律都对其有所规定。如英国 2001 年《集合投资计划（豁免）条例》从传播信息的角度，对“未受监管的集合投资计划”的发行方式进行了限制[5]。美国 D 条例规定，不论对冲基金发行人还是其代理人均不得在任何报纸、杂志及类

① 如我国香港《单位信托及互惠基金守则》规定，未经认可基金的投资者不超过 50 人；美国 1940 年《投资公司法》将投资者人数限制在 100 人以内。

似或通过电视、广播、计算机等传播工具进行任何形式的一般性广告宣传,也不得通过研讨会或其他会议形式进行宣传[6]。由此可见,各国和地区在对对冲基金发行方式的立法上采取排除法,即明确规定哪些广告和宣传手段不能使用。

我国的对冲基金立法可以借鉴美国D条例:第一,规定不得采用公开方式募集的主体,主要有对冲基金发行人及其代理人;第二,采用排除法明确规定不得使用的广告和宣传手段,主要是指任何广告或招揽形式,包括各种会议与研讨会;第三,明确规定投资者只能通过获得的"投资可靠消息"或直接以对冲基金的发行人或管理人的形式加入。

5. 发起人和管理人资格的规定

立法应当明确规定对冲基金的发起人和管理人资格。尤其是在有限合伙型对冲基金中,作为承担无限责任的普通合伙人,其财力是承担责任的重要保证。一般而言,符合公募基金发起人或管理人资格的均适合担任对冲基金的发起人或管理人。第一,原则上对冲基金管理人的资格不应当设定过高的要求,只要不具有违法犯罪、不良道德表现等记录或者属于市场禁入者,法人、自然人均有资格成为对冲基金的管理人。第二,发起人的范围应当扩大,只要是合格的基金管理公司、信托投资公司、证券公司以及符合条件的经济组织或个人,均可充当发起人。同样,管理人的范围也应当扩大①。第三,对冲基金的发起人既可以是法人,也可以是自然人。发起人可以直接担任管理人,也可以另外聘请专业的投资管理机构。对冲基金管理人的选择权应当属于发起人和投资人,其可以选择法人或自然人来担任对冲基金的管理人。

**(二)对冲基金的运作监管**

1. 卖空与杠杆机制的确立

在我国证券市场上,如果不确立卖空机制,中国就不可能发展对冲基金②。我国证券市场在没有做空机制的情况下,股票市场呈单边市特征,即只有股票指数上涨时,持有头寸的投资者才能赚钱,当而股票指数下跌时,持有头寸的投资者只能赔钱。结果就会使股票市场失去了多空平衡。这时,如果上市公司的业绩能获得同步增长,股票市场还不会有太大的问题,但是如果上市公司的业绩不仅不能取得同步增长,即使保持原有的业绩也非常困难,甚至业绩呈现逐年下滑趋势,股票市场形成的泡沫就出现了。我国近年的证券市场就是如此,不管是公募基金还是地下私募基金,为了在证券市场获得利益,唯一的办法就是哄抬股价,拉抬股指,使市场长期处于牛市。在没有业绩支撑下的牛市,剥去其虚假繁华的外表,里面必然就只有内幕交易和操纵股票交易价格的种种丑恶行径了。在没有卖空机制的情况下发展对冲基金,无异于缘木求鱼,给本来就存在问题的股市带来更大的隐患。

2004年修订的《证券法》关于"证券交易以现货进行交易"、"证券公司不得从事向客户融资或者融券的证券交易活动"的规定,实际上构成了对建立证券市场卖空机制、发展金融衍生品市场和套期保值工具,以及为投资者提供合理的财务杠杆的禁止性规定。2006年1月1日开始实施的新《证券法》已经修改了有关"证券交易以现货进行交易"的规定,并重新表述为"证券交易以现货和国务院规定的其他方式进行交易"。这一重要修改,实际上消除了引入证券卖空机制,以及发展股

① 如美国从事对冲基金资产管理的主体类型很多,有银行、保险公司、证券公司、资产管理公司等。

② 对冲基金在运作上区别于公募基金的一个重要特征在于,公募基金在一般情况下都不得使用卖空手段,而对冲基金可以使用卖空机制。尽管在证券市场上,一些对冲基金使用卖空机制并不是为了套期保值,而是投机的需要,但是如果整个市场以机构投资者为主,少数机构想操纵某个股票交易价格,而当该股票股价明显高于合理价格时,对冲基金完全有可能在这一价位采用卖空手段,从而使股价恢复到趋于正常的水平。

票指数期货及期权、股票期货及期权市场在法律上曾经面临的禁止性规定。此外，新《证券法》删除了原《证券法》中关于“融资融券等信用交易”的禁令，已经为证券公司开展融资融券业务开了口子。日前，国务院办公厅发布《关于做好贯彻实施修订后的〈公司法〉和〈证券法〉有关工作的通知》，再次强调“适时推出证券信用交易制度的有关方案，为资金合规入市创造条件”。另据有关人士透露，证监会正在拟定《证券交易融资融券业务管理规定》，争取在今年上半年发布[7]。这些立法变革，为未来对冲基金的发展留下了法律空间。未来对冲基金监管立法，可以允许对冲基金使用卖空机制。由于卖空机制实际上也是一种财务杠杆，卖空实际上是融券行为，因此，在确立卖空机制的同时，应当规定相应的保证金制度，即明确规定对冲基金在向券商融券之前，必须在券商处开立一个保证金帐户，根据保证金的多少，确定一个比例进行融券。由于我国信用制度的缺乏，这个比例不宜定得过高，以免风险太大。

2. 份额流动性的规定

对冲基金份额的持有者能否转让其通过私募发行而持有的基金份额，也是未来对冲基金立法面临的一个重要问题。它关系到能否通过转让对冲基金份额而使不合格投资者成为对冲基金份额的投资者，使合格投资者的范围扩大到包容了非合格投资者，从而规避注册制度的适用，导致对广大普通投资者利益保护不力。

我国对冲基金的立法可以借鉴美国的相关做法，解决流动性问题①。但是，美国允许以私募发行方式取得的证券向“合格的机构投资者”转让，而不能向其他“合格个人投资者转让”，对个人投资者又有显失公平之嫌。既然在对冲基金设立时，无论机构投资者还是个人投资者，只要是合格投资者，就可以购买并持有基金份额，为何在转让时又不允许其他合格的个人投资者购买并持有对冲基金的份额？因此，我国对冲基金立法可做如下明确规定：在对冲基金份额转让时，受让人应当为合格的机构投资者及个人投资者。

3. 投资方向和投资范围的限制

对冲基金本身就是金融创新的产物，其生命力就在于创新，因此不应当对其投资方向和范围做出过多限制，否则，会抑制其发展。对冲基金的投资方向和范围千差万别，因此不可能在对冲基金立法中明确规定，但各国立法大都禁止其投资于不动产。各对冲基金的特定投资目的，往往体现在其信托契约或公司章程中，其投资方向和范围要受该特定投资目的的约束。

4. 托管人责任的加强

鉴于对冲基金的特殊性，本文建议在现有《证券投资基金法》第26条已经明确证券投资基金托管人资格的情况下，加强对冲基金托管人的信息披露职责。要求托管人报告必须具体化，至少要提供以下内容：第一，对冲基金管理人的运作能力。因为投资人的财产增值性与此关联最紧，也是投资者和相关人关注的焦点；第二，对冲基金的关联交易是否损害投资者利益；第三，对冲基金管理人是否遵循了基金契约或公司章程所规定的投资目标和投资理财方面的约定；第四，基金托管人在实时监管过程中发现的问题及基金管理人的改进状况；第五，基金管理人的履责情况及内部控制制度的遵循情况。

**(三)信息披露监管**

① 美国《证券法》D条例规定，以私募发行方式取得的证券，未依《证券法》注册或获得豁免的，不得出售。这样，投资者尽管可以合法地持有证券，却无法转让。然而证券市场的主要功能是提供流动性和价格发现功能。没有流动性，则谈不上价格发现，有悖于保护投资者利益的初衷。因此，美国证券交易委员会又颁布了144A规则，允许以私募发行方式取得的证券可以转让给“合格的机构投资者”。

信息披露监管是贯穿对冲基金的市场准入监管、运作监管直至退出监管等过程的核心内容。我国对冲基金信息披露的监管立法应当考虑适度性问题。

在信息不对称的情况下,投资者的决策不能实现资源的最优化配置和福利最大化。由于对冲基金投资策略的专业性和高度复杂性,尽管在对冲基金公布信息后,投资者或监管者未必能完全理解对冲基金复杂的投资策略,但投资者有机会知道自己的资金使用状况,并做相应调整,而监管者也有可能对其违法违规行为形成一定的威慑。因此,在信息披露方面,基金管理人不需要向社会公开信息与投资组合,但必须定期向投资者及基金监管机构披露信息,接受其监管。需要强调的是,我们应当借鉴美国、德国、香港等国家和地区的成功经验,既不能放任不管,也不能过度监管,限制对冲基金自身优势的发挥。

**(四)退出机制的创建**

国外对冲基金的发展历史表明,对冲基金的特点决定了它不可能在正式的交易市场上进行大规模的流通,机构投资者之间的交易和柜台交易是对冲基金流动的必由之路。长期以来,我国对证券流通存在很大的误解,认为只有在交易所的集中交易才是正道,而柜台交易没有出路。事实恰恰相反,美国最充满活力和发展最迅速的不是交易所的集中交易,而是柜台交易,如 NASDAQ 本质上是以柜台交易为基础的,其本身只不过是一个报价系统。

**(五)法律责任体系的完善**

无论契约型、公司型,还是有限合伙型,对冲基金"私"的性质决定其法律责任体系应当以民事责任为主,以行政责任、刑事责任为补充。按主体分类,对冲基金法律责任主要有三类:一是投资者与基金发起人、管理人之间基于契约或信托的民事责任;二是基金发起人与管理人违反法律、法规导致的各种责任;三是监管机关及其工作人员因失职或越权而导致的民事赔偿责任、行政责任、刑事责任。第二类责任是最广泛出现的纠纷,因而最需要在对冲基金监管立法中得到高度重视。这类责任包括在发起过程中的责任和基金运作管理中的责任。在对冲基金发起设立过程中,应当明确规定,发起人为了故意逃避注册登记制度而以私募发行方式设立的基金,是可撤销的,或由其补办登记注册手续,将基金变更为公募基金,发行人承担相应责任;或撤销该基金,由发行人或相关责任人承担相应的法律责任。而在基金运作过程中的责任应当以完善民事赔偿责任为重点。

对冲基金管理人的民事责任的承担应遵循过错责任原则,强调违法行为与损害事实的因果关系,并强调"谁主张,谁举证"的基本原则。但是监管者不得在上述法律明确禁止的事项上放任投资者与管理者的"意思自治",而应主动介入,以保证投资者"发现"权利。对冲基金民事责任机制可能存在效率不高、惩罚力度不够、滥诉等问题,但是作为投资者对基金管理者的求偿权的基本保证,其预防作用却是巨大的。而刑事责任尽可能少用,但其威慑作用是其他责任无可比拟的。行政责任机制受行政机构的财政预算限制,但其监管功能不可忽视。因此,在对冲基金的监管立法中必须将三种责任机制合理设计,有机结合。

总之,我们应该采取一些有效的监管措施应对对冲基金的到来。对冲基金监管的立法目标,应当是在协调公平与效率二者关系的前提下,实现对冲基金监管现代化——鼓励金融创新与风险监管的结合,前者是实现现代化的前提,后者是保证现代化实现的途径。而对冲基金监管现代化的实质就是以风险为基础将监管"市场化",从而最终体现证券监管的宗旨——最大限度地保护投资者的利益。

**参考文献：**

[1] FRANCOIS SERGE LHABITANT. Tax doubts take shine off German hedge fund law[J]. International Financial Law Review, 2004,46(1):14.

[2] LAIN CULLEN, HELEN PARRY. Hedge funds: Law and Regulation[M]. London :Sweet & Maxwell, 2000:105.

[3] DAVID L,RATNER. Securities Regulation[M]. Minnesota: West Group, 1998: 8.

[4] RORY B O'HALLORAN. An Overview and Analysis of Recent Interest in Increased Hedge Fund Regulation[J]. Tulane Law Review, 2004,79:16.

[5] SIMON FIRTH,ALIX PRENTICE. Legal and Regulatory Protections for Hedge Fund Investors[J]. Journal of Financial Regulation and Compliance,2002,10(4): 45.

[6] LOUIS LOSS. Fundamentals of Securities Regulation[M]. Boson & Toronto: Little, Brown and Company, 1983: 356 - 363.

[7] 蒋娅娅. 看证券信用交易渐行渐近[EB/OL].[2006 - 02 - 17]. http://www. whb. com. cn.

# On the Establishment of Hedge Fund Regulation in China

LI Xun

(*College of Law*, *Shenzhen University*, *Shenzhen* 518060, *China*)

**Abstract**: Since China joined the WTO and as the world financial integration develops rapidly, China's market of Securities Investment Fund must develop on the way of internationalization. The development of hedge funds can facilitate the elimination of exiting deficiencies in securities fund industry, and promote the prosperity of the whole financial market in China. It is necessary to make perspective legislation on hedge fund regulation herein. Therefore, it is macroscopically required to make clear the principles of legislation, to set up proper regulatory mechanism, to arrange relevant legislative systems rationally, and to actively participate in international cooperation. And the legislation should microscopically include exact hedge fund-related contents as to its establishment, operation, information disclosure, withdrawal mechanism and legal liabilities.

**Key Words**: hedge fund; significance; legislation of regulatory system