

# 我国集合投资类理财产品的治理及完善

田静

(国家金融研究院, 北京 100084)

**摘要：**完善的治理结构是保护集合投资类产品投资者利益和保证金融市场健康发展的重要制度基础。对照国际通行的集合投资计划治理准则，我国集合投资类理财产品的法律框架、投资者的权利及权利主体、财产独立性、“治理实体”等等都存在较多不够完善的方面。文章建议通过监管部门的合作，统一集合投资类理财产品的治理规则和监管制度，实施“新老划段”，稳妥推进我国集合投资类理财产品治理结构的完善。

**关键词：**集合投资类理财产品；理财产品治理结构；投资者利益保护；金融监管

**Abstract:** The governance of collective investment schemes play a very important role in protection of investors and the development of financial market. Compared with international best practices, the legal frame work of the asset management products in China, the rights of investors, the independence of its property, and governance entity of these products need to be improved. The author suggests that the three regulators should establish legal frame work of the asset management products on the basis of corporation and communication. To avoid great impacts on the financial market, the new institution should be implemented step by step, allowing the existing products to operate according to the old rules.

**Key words:** collective investment financial products, financial products governance structure, investor interest protection, financial supervision

**作者简介：**田静，任职于清华大学国家金融研究院，研究方向：公司治理、金融监管。

中图分类号：F830.9 文献标识码：A

2002年，我国商业银行的理财业务开始起步，证券公司、信托公司和保险公司的理财业务也随之蓬勃发展，这些金融机构发行和管理的理财产品，一个共同的属性就是向公众募集资金并进行专业化的管理，本文把这些产品统称为“集合投资类理财产品”。本文将从国际通行的集合投资计划的治理原则出发，对我国集合投资类理财产品的治理现状进行分析，并提出完善治理的建议。

## 我国集合投资类理财产品的属性

我国的各类理财产品的属性，在金融监管机构的部门规章中做出了规定。2005年，中国银监会发布的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》(以下简称《银行理财办法》)规定，银行理财是指“商业银行在向客户提供理财顾问服务的基础上，接受客户的委托和授权，按

照与客户事先约定的投资计划和方式进行投资和资产管理业务的活动”。2009年，中国银监会发布的《信托公司集合资金信托计划管理办法》(以下简称《集合信托办法》)规定，集合信托是指“信托公司将两个以上委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的资金信托业务活动”。2012年，证监会发布的《证券公司客户资产管理业务管理办法》(《券商资管办法》)规定，资管计划是指“证券公司为多个客户办理集合资产管理业务”。保监会没有颁布关于保险理财类产品的统一的部门规章，而是以管理办法的形式对多种保险理财类产品做出规定，曾先后出台《投资连结保险管理暂行办法》、《分红保险管理暂行办法》<sup>1</sup>、《变额年金保险管理暂行办法》等等(以下保险理财规定)，对新型人寿保险产品<sup>2</sup>的投资功能部分<sup>[10]</sup>以及其他保险公司的理财产品做出了规范。

我国银行、信托公司、证券公司和保险公司开展的这些理财业务，名称各异<sup>3</sup>，运行的模式略有不同，但都具有两方面的属性，即：“第一是将资金集合起来以达到一定的规模，以实现投资组合的多元化以及运作的规模效益；第二是通过专业的投资组合管理执行投资策略”<sup>[1]</sup>，这即是经合组织(OECD)在《集合投资计划治理白皮书》(以下简称《白皮书》)指出的集合投资计划(Collective Investment Schemes, )的属性，根据《白皮书》，“集合投资计划(以下简称CIS)”是指“一种类型的机构投资者，通过这个机构投资者将个人的资金汇集在一起，聘用专业投资者管理，每个人享有该集合资产管理投资净收益的相应份额的所有权”<sup>[1]</sup>。

集合投资计划发端于1868年英国成立的“海外及殖民地政府信托基金”，上世纪70年代以后，以美国共同基金为代表的集合投资计划迅猛发展，当今已经成为发达国家居民持有的最主要的金融资产，为强化投资者利益保护，2005年，经合组织发布了《白皮书》，提出了集合投资计划治理的原则性意见。不同的国家、不同金融机构发起和管理的CIS组织形式不同、名称各异，为了保证监管的有效性，防止出现监管空白和监管竞争，2008年，经合组织又对定义做出了拓展，在外国直接投资基准定义中，界定了“集合投资机构”(collective investment institution, CII)，它指的是“以投资公司或者投资信托，或者尽管没有采取公司的组织形式(例如共同基金或单位信托)，通过发行股份/份额(不同于股权)从投资者处筹集资金，并投资于金融资产(主要是可交易的证券或者银行存款)和/或非金融资产的组织机构”。采取广泛的定义，有利于将不同组织形式但具有集合投资计划属性的活动纳入监管体系。

### 集合投资计划治理问题的提出

阿尔钦和德姆塞茨(1972)指出，一个组织就是由合同、协定和组织内各成员之间理解所构成的结合体<sup>[2]</sup>，集合投资计划的本质就是一种由投资者、管理人等就资产的集合化、专业化管理形成的契约性结合体。Jesen&Meckling(1976)指出，公司是一组契约的连接点<sup>[3]</sup>。无论是以公司法律，还是以信托法律为基础建立的集合投资计划，都是由一系列契约形成的契约连接点(参见

图1和图2)。不具有管理财产专业技能的投资者希望通过集合投资计划的契约安排，将财产交由专门机构实现对财产的专业化管理，这就存在Berle& Means(1932)在研究分析现代公司的特性时所指出的“所有与控制的分离”<sup>[11]</sup>。根据阿尔钦、威廉姆森、哈特等人的理论，由于合同的不完全性，就会存在代理人问题<sup>[4][5]</sup>。集合投资计划投资者需要面对多个主体，包括管理人、托管人、销售中介，而且，集合投资计划的投资者更加分散，对集合投资计划运作信息的了解程度更低，对管理人监督的“搭便车”心理更加严重，投资者面临的代理人问题比起一般的公司股东更加复杂。

霍姆斯特朗提出，由于对代理人的行为选择不可能直接观察到，委托人最多只能不完美地观测到体现管理人表现的一些指标，激励成为一个颇具挑战的问题。他也指出，通过设计一份最优激励契约，可以有效地激励代理人<sup>[6]</sup>。但对集合投资计划而言，只有管理人才能掌握投资组合的收益、风险特征等信息，投资者难以根据公开的信息对投资组合的业绩、风险、运作成本等作出评估。如果只是根据“显性”的指标—资产组合的单位资产净值(NAV)以及变动情况对管理人做出激励，则管理人就可能追逐短期收益最大化而使资产组合冒更大的风险，对投资者的长期利益不利。再例如，集合投资计划持有的公司股权往往由管理人代为行使股东权利，管理人也可能基于自身或者关联人的利益表决，利益冲突较为严重<sup>[7]</sup>。

公司的管理层，除了受到公司内部治理架构的制约，还往往受到经理人市场、敌意收购、公司破产等市场化机制的监督与约束，集合投资计划则不同，世界各国都较少发生更换管理人的案例，更不存在敌意收购等情形，所以，对管理人的监督与约束就面临更大困难。国际证监会组织在《集合投资计划监管原则》中指出，“监管机构应当认识到，如果集合投资计划的运作者(Operator)的利益没有得到约束，可能与投资者的利益发生实质性的冲突”<sup>[8]</sup>。集合投资计划治理(CIS Governance)就成为有效激励和约束管理人的制度安排，集合投资计划治理“是指一套集合投资计划组织和运作的框架，旨在保证集合投资计划投资者的利益，而不是其管理人或者其他当事人的利益。”<sup>[9]</sup>，旨在保护集合投资计划的资产免受管理人等的错误行为或疏忽导致的

损失，保证集合投资计划运作的透明度，使市场充分、及时地了解运作的信息。国际证监会组织还指出，“证券市场核心监管原则<sup>4</sup>与集合投资计划治理原则相互补充，其目的在于保护投资者的利益”<sup>[9]</sup>。

与公司治理相类似，完善的集合投资计划治理，可以对整个经济的绩效和金融市场的稳定性产生积极影响，可以为参与集合投资计划运行的各类机构提供有效的激励，提升市场透明度和效率，促使机构投资者在公司治理中发挥积极作用，实现公司治理的目标<sup>5</sup>。

### 集合投资计划治理的国际实践

集合投资计划治理，包括集合投资计划相关法律确定的法律框架、投资者的权利、明确的“治理实体”及其职责、托管制度等等。

#### 一、集合投资计划的法律框架

法律框架是集合投资计划治理的基础，它包括各国关于集合投资计划的专门立法及公司法、信托法等相关法律以及监管法规。

国际上，集合投资计划最主要法律框架有两种，一是公司型，一是契约型。美国是公司型集合投资计划的典型代表(参见图1)，即按照《1940年投资公司法》设立的投资公司<sup>6</sup>，投资公司委托投资顾问<sup>7</sup>管理投资公司的

图1 美国投资公司的治理结构

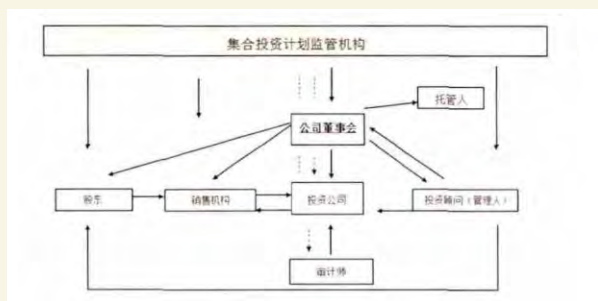
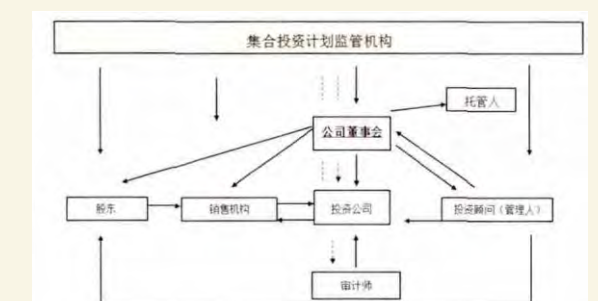


图2 英国单位信托的治理结构



财产，投资者作为投资公司的股东享有股东权利。

英国是契约型集合投资计划的典型代表(参见图2)。单位信托(unit trust)按照英国信托法律制度设立。单位信托享有独立的财产权利，委托具有资产管理资格的机构作为单位信托财产的管理人。投资者作为信托受益人，以其持有的份额享有单位信托财产及其投资收益的相应部分，投资者参加持有人大会决定单位信托的重大事务。

#### 二、集合投资计划的内部治理

集合投资计划的内部治理界定集合投资计划相关运作者的职责，建立相互之间的监督制衡关系。通常，它都指定一个机构，即“治理实体”，负责对管理人的监督。

##### 1. 投资者的权利及“治理实体”设置

正如阿尔钦和德姆塞茨(1972)所指出的，公司就是一个与供应商、工人、投资者、管理人员和顾客签订了相对简单的双边契约的法律实体。如果没有一个实体能与他们单独签约，那么，这些人就必须相互之间达成复杂的多边协议实现他们的目的<sup>[2]</sup>。集合投资计划通过一系列的契约实现对资产的专业化管理。投资者作为最终的委托人和集合投资计划财产的最终所有人，享有哈特所说的“剩余索取权”以及“剩余控制权”，就是美国投资公司的股东大会和英国单位信托的“持有人大会”，则享有重大事项的决策权。

从图1和图2看，“投资公司”和“投资信托”是契约的连接点。但在实际操作中，集合投资计划的管理人，往往是其运作的枢纽，管理人决定发起设立集合投资计划，是实际上的“中央签约人”，例如，美国是投资顾问公司发起设立投资公司，投资公司的招募说明书已经明确了投资公司的管理人、托管人以及其他中介服务机构，例如律师、审计师等等，投资公司的董事会是“被动”地对投资顾问公司担任管理人以及其他运作主体的“承认”。这是集合投资计划区别于公司治理的一个重要方面，也是集合投资计划需要重点关注对管理人的监督与约束的原因所在。

因此，在经合组织《白皮书》中，特别强调了“治理实体”(governance entity)的职责，即由一个独立的实体，董事会和受托人，作为信义义务(fiduciary duty)的主体，负有监督管理人和保护投资者利益的职责。根据国际证监会组织的调查，很多国家和地区也都将“治理实体”作为



重要的内部治理安排<sup>[9]</sup>。在公司型集合投资计划中，它就是公司的董事会(参见图1)，在契约型中，它就是“受托人”(参见图2)。根据美国《投资公司法》，董事会的职责包括，批准聘任及更换管理人和托管人以及管理和托管合同、选聘会计师等等。为保证董事会的有效监督，《投资公司法》还要求董事会必须独立董事占大多数。当管理人因违反法规给投资者造成损失等时，“治理实体”可以通过法律途径起诉管理人，获得救济和赔偿。“治理实体”在治理中的职责与地位与董事会相似，“公司治理框架应确保董事会对公司的战略指导和对管理层的有效监督，确保董事会对公司和股东的问责制”，“监督和管理管理层、董事会成员和股东间的潜在利益冲突”<sup>[12]</sup>。

### 2. 建立托管制度，保证财产独立性

集合投资计划财产独立性是保证投资者利益以及运作透明度和有效监督的基础性制度安排。集合投资计划一般都要求一个独立于管理人的主体担任托管人(参见图1和图2)，其主要职责是持有、保管集合投资计划的资产，使其独立于管理人以及托管人等的固有财产。在一些没有设定“治理实体”的国家，则往往赋予托管人一定的监督管理人的职责，对管理人的投资行为、关联交易进行监督，对会计和估值进行复核，有的托管人还负有编制集合投资计划财务报表和估值等职责。

### 3. 完善管理人的公司治理，强化对管理人的监管

管理人是集合投资计划运行的核心，也是保护投资者利益的核心。各国都建立了对管理人的准入和监管制度，例如，美国《1940投资顾问法》(1940 Investment Advisers Act)规定，投资顾问需要向美国证监会注册，并接受证监会的监管。在美国，变额万能人身保险(Variable Universal Life Insurance，中国类似的品种为万能险)被视为公开发行的证券，该产品也受美国证监会的监管，其管理人尽管为保险公司，也需要向美国证监会注册成为受监管的投资顾问。大多数国家都制定了管理人的治理要求，要求董事会聘任一定比例的独立董事，赋予董事会保证管理人切实履行职责、严格执行法规、有效防范利益冲突的职责。

## 我国集合投资类理财产品治理的现状

我国没有颁布关于集合投资类理财产品的法律，而

是由理财产品的发起人和管理人的监管部门分别颁布的部门规章进行规范，理财产品的法律框架、投资者的权利、财产独立性、“治理实体”等等都存在较多不够完善的方面。

### 一、集合投资类理财产品的法律框架

我国目前的理财产品，从基本法律框架看，都属于契约型集合投资计划。除集合信托在《集合信托办法》中明确为信托关系外，银行理财、资管计划和保险理财基本属于委托代理关系。例如，银行理财合同约定“授权银行委托投资”，保险理财类产品的合同约定“投资账户的投资组合及运作方式由本公司决定”等等，即投资者通过签订理财合同将资金运用的管理权授予金融机构，投资者是委托人，金融机构为代理人。

按照《中华人民共和国民法通则》，代理人按照被代理人的委托行使代理权，代理人在代理权限内，以被代理人的名义实施民事法律行为。委托人委托代理人管理的财产，财产的所有权及其孳息的所有权不因委托代理关系发生转移。但是，投资者认购理财产品所汇集的资金是集合在一起进行投资和管理的，不可能以每一个投资者的名义管理，而只能以每一个理财产品的名义从事投资活动，将这类产品的法律关系界定为委托代理关系，与《民法通则》不相符，但也不宜直接将其界定为信托关系。法律关系不清晰，就会影响到理财产品的财产独立性及法律关系的明晰。

### 二、管理人与理财产品的法律关系

从三个金融监管部门的监管规则和理财产品的协议看，理财产品的发起金融机构，不仅是资产管理人，还承担了其他的职责或义务，法律关系较为复杂，商业银行的理财产品和保险公司的理财类产品更加复杂。

根据中国银监会颁布的银行理财有关规定，银行理财可以分为两大类，保收益产品(包括保本金的产品、既保本金又保收益的产品)和不保收益产品。对于不保收益产品，金融机构只承担资产管理的角色，金融机构获得的报酬是管理费。对于保收益产品，《银行理财办法》规定，“商业银行按照约定条件向客户承诺支付固定收益，银行承担由此产生的投资风险，或银行按照约定条件向客户承诺支付最低收益并承担相关风险，其他投资收益由银行和客户按照合同约定分配，并共同承担相关

投资风险的理财计划”。那么，保收益产品就属于附条件合同，当合同约定的条件成就时，符合委托资产管理的特征。当合同约定的条件不能成就时，兼具债权关系的法律特征。这样，银行除了承担管理人职责，还承担了担保的职责，与担保法上的保证人具有共通之处<sup>8</sup>。但是，根据理财合同，将商业银行界定为保证人，又存在一定的问题。保证人承担保本、保收益责任，其对应应当是获得担保费收入。而在实践中，商业银行的保收益产品的合同，并没有对保证责任做出清晰地约定，也没有约定收取担保费，而按照《银行理财办法》“其他投资收益由银行和客户按照合同约定分配”的规定，这可以理解为当投资收益超过约定的收益率时，投资者与商业银行共享超额收益。因此，也不宜将保收益产品中的商业银行界定为保证人。

《银行理财办法》还规定，“商业银行应对理财计划的资金成本与收益进行独立测算，采用科学合理的测算方式预测理财投资组合的收益率。商业银行不得销售不能独立测算或收益率为零或负值的理财计划”。目前，银行的普遍做法是，在理财合同中载明“预期年化收益率”，绝大多数的理财产品都按照“预期年化收益率”向投资者支付收益。于是，投资者就容易把这个“预期收益率”理解为了“保证的收益率”，并逐渐演化为至今无法打破的“刚性兑付”。在“刚性兑付”没有真正打破之前，银行就被动地承担“隐性”担保职责。

### 三、集合投资类理财产品的财产独立性

财产独立性是保护集合投资计划投资者权益的最基本制度安排。我国监管部门的规章中都有明确的规定，每个产品都要开立“独立账户”，实行“独立核算”<sup>9</sup>。集合信托产品是按照信托法律关系设立，“信托计划财产独立于信托公司的固有财产”。券商集合理财的集合资产交由取得基金托管业务资格的托管机构托管，按照《证券投资基金法》托管资产与管理人和托管人的固有财产独立的规定，这两类产品的财产独立性较为明确。

银行理财则较为复杂。尽管银监会2005年发布的《商业银行银行理财业务风险管理指引》，要求“商业银行应当将银行资产与客户资产分开管理，对于可以由第三方托管的客户资产，应交由第三方托管”。但是，银行理财的托管人基本上是本银行的分支行，而不是独

立第三方。实践中，理财产品并没有严格的按照独立核算的要求确认产品的资产、负债和收益，并编制资产负债表。银行理财产品也不公布资产负债表，尽管有赎回机制的产品也会公布赎回日的资产净值，但净值基本是按照“预期年化收益率”计算的，在瞬息万变的金融市场中，这些产品能够始终保持“预期”的收益率，这种“独立核算”的真实性和可靠性就值得怀疑了。由于没有真正的“独立核算”，如果实际支付的收益低于预期收益，就很难给投资者一个合理的解释，“刚性兑付”就成为了一种打不破的魔咒。

“独立核算”没有保证，产品投资运作的透明度就得不到保证，投资者和市场无法有效监督，监管部门也难以进行有效的监管。现实中，很多的集合投资类理财产品就成为金融机构规避存款准备金、存贷比、信贷政策等监管制度的通道。那些具有影子银行属性的理财产品，还具有了一定的货币创造功能，对货币政策带来新的挑战<sup>[13]</sup>。尽管监管部门频繁施策，国务院也发出通知<sup>10</sup>，但成效甚微。

2015年12月，财政部发布《企业会计准则解释第8号》(以下简称《解释第8号》)，对商业银行理财业务的会计处理了解释。《解释第8号》指出，在理财合同中，如果银行分享超额收益、以保证收益等提供信用增级或支持等，属于在理财产品业务中取得可变回报，则可以判断商业银行控制了该产品，“应当按照《合并财务报表准则》的规定将该理财产品纳入合并范围”<sup>11</sup>。

由于银监会关于保收益理财产品“其他投资收益由银行和客户按照合同约定分配”的规定以及实践中存在的“刚性兑付”，如果银行按照《企业会计准则解释第8号》进行了合并，银行理财产品的独立性就更加没有保障了。我国《商业银行法》只对商业银行接管与终止只作了较为原则性的规定，在合并报表之后，如遇商业银行破产，银行破产清算时理财产品的财产处置问题将使银行破产清算更加错综复杂。这样的问题，相关保险理财产品也同样存在。

### 四、理财产品投资者的权利及治理实体

《银行理财办法》、《集合信托办法》《券商资管办法》、保险理财类规则，只在“总则”中规定了产品发起机构或管理机构应履行诚实守信、维护投资者的合

法权益的职责。除了《集合信托办法》明确了“受益人大会”制度及其的职责<sup>12</sup>外，其他的监管规则，既没有规定投资者权利的章节或条款，也没有设定“治理实体”。投资者权利不明确，再加之管理人与产品的法律关系不清晰、独立核算没有保证、运作不透明，既可能造成管理人被动“刚性兑付”，也会使投资者的利益得不到保证。例如《银行理财办法》规定“存续期内，商业银行应向客户提供其所持有的所有相关资产的账单，账单应列明资产变动、收入和费用、期末资产估值等情况。”在实际运行中，投资者的上述知情权基本没有得到保证。

理财产品持有证券的权利的行使，也会影响到投资者的利益。目前，我国的理财产品中，只有《券商资管办法》规定“证券公司代表客户行使集合资产管理计划所拥有证券的权利，履行相应的义务”，其他的监管规定尚未予以明确。在宝能收购万科事件中，宝能直接控制的机构，例如前海人寿，或者其他机构管理的理财产品所持有的万科股份，名义持有人是理财产品，实际所有者是理财产品的投资者。由于法律法规没有对这部分股权的权利行使主体做出明确规定，或者是万能与其管理人签订的双边协议即取得了投票权，宝能声称这些股份的持有人为它的一致行动人并发起对万科的收购时，很多学者和机构都提出了质疑。面临利益冲突时，在管理人是否是基于投资者的利益行使投票权就更是难以监督。这样一来，不仅理财产品投资者的利益，而且作为管理人的金融机构和它的其他股东的利益，都可能受到控股股东的侵害，“成为大股东的‘提款机’”<sup>13</sup>。

### 完善我国集合投资类理财产品治理的建议

集合投资计划治理不仅是保护投资者权利的基础，也是保证金融市场健康有序发展的基础。当前，我国集合投资类理财产品治理不完善、法律框架不健全、财产独立性不明确，既可能损害投资者的利益，也是理财产品“刚性兑付”、规避监管等问题的原因之一，完善集合投资类理财产品的治理迫在眉睫。

一、明确法律关系，切实保护投资者的权利和财产独立性

建议将集合投资类理财产品的法律关系明确为信托关系，在信托法的框架下，确保集合投资类理财产品的

财产独立性。按照《信托法》，集合投资类理财产品的财产，独立于管理人、托管人的固有财产，与属于受托人所有的财产相区别，不得归入受托人的固有财产或者成为固有财产的一部分，受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，信托财产不属于其遗产或者清算财产。

在信托法律框架下，建立理财产品“持有人大会”或“受益人大会”制度，明确其为集合投资类理财产品的“权利主体”，即行使剩余控制权，管理人和托管人聘用及调整、重要合同的签署、理财产品投资政策的调整等重大事项，都要经过“持有人大会”同意。

按照《信托法》的规定，强化对管理人的约束。《信托法》做出了关于“信义义务”的规定，如受托人必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务，以及为受益人的最大利益处理信托事务，不得利用信托财产为自己谋取利益。受托人除收取报酬外，利用信托财产为自己谋取利益的，所得利益归入信托财产。金融机构作为受托管理人，应当按照《信托法》的规定，切实履行职责，保护投资者的利益。

二、建立和完善托管制度，保障财产独立性和独立核算应当建立第三方托管制度，保障集合投资类理财产品的财产独立性。托管人应当是独立于管理人并具有《证券投资基金法》规定的托管资格的金融机构，托管人的主要职责是保证理财产品的财产独立性和安全性，对理财产品的会计核算、估值等进行复核，保证核算的准确性。同时，也要按照《证券投资基金法》的规定，对托管人的托管业务进行相应的监管。

建立托管制度的同时，还应要求每个集合投资类产品都要开立“独立账户”，并在托管人的监督下，切实保障“独立账户”的独立核算，对于向一般公众募集的理财产品，要建立信息披露机制，强化公众和市场对理财产品运作的监督。非公开募集的产品，也必须定期向投资者报告财务状况，接受投资者的监督。

三、建立集合投资类理财产品的治理机制，设定“治理实体”

“治理实体”的设置有两种选择。第一，赋予托管人“治理实体”的相关职责。考虑到理财产品的投资者较为分散，召集“持有人大会”的成本较高，将托管人设定为“治理实体”，或者由其承担对管理人的监督职



责,除了对会计核算、估值的复核,还可以对管理人执行投资政策、代为行使股东权利等的监督;第二,对于一部分不能建立独立托管人制度的保险理财产品,可以考虑由保险公司的董事会承担受托人的“信义义务”,负责对从事资产管理业务活动的业务部门进行监督,同时,要求保险公司建立内部的隔离机制,保证相

关产品的财产独立性和独立核算。

#### 四、加强监管部门的协作

监管的协调是弥补监管空白、防范监管套利的基础。银监会、证监会、保监会要加强监管协作,对于面向一般公众发行的集合投资类理财产品,应当建立标准统一的监管制度标准,包括“公募产品”的定义,产品

(上接第51页)

5. 表中标示“\*”“\*\*”“\*\*\*”分别对应Newey和West(1987)稳健t检验在显著性水平分别为10%、5%和1%下显著的情况。Newey和West(1987)稳健t检验考虑了收益序列的自相关性和异方差,滞后阶数为 $\sqrt{T}$ ,T为收益序列的长度。下表同。
6. 其他分类组合上呈现出类似的结果,有兴趣的读者可以向

作者索取。

7. 金融危机前的分组只有波动率、成交量、持仓量、上月收益和过去六月收益五个分组,因为2003年1月~2007年12月为60个月,因此过去六十个月收益分组上没有组合形成。
8. 因为油菜籽期货合约只有7、8、9和11月有对应合约,因此油菜籽期货连续价格序列仍旧采用据到期日最近。

### 参考文献：

- [1] Anderson, R.W., Danthine, J. P. Hedger diversity in futures markets[J]. Economic Journal, 1983, 93(370): 370-389.
- [2] Basu, D., Miffre, J. Capturing the risk premium of commodity futures: The role of hedging pressure[J]. Journal of Banking & Finance, 2013, 37(7): 2652-2664.
- [3] Christoffersen, P., Heston, S., Jacobs, K. Capturing option anomalies with a variance-dependent pricing kernel[J]. Review of Financial Studies, 2013, 26(8): 1963-2006.
- [4] Clare, A., Seaton, J., Smith, P. N., et al. Trend following, risk parity and momentum in commodity futures[J]. International Review of Financial Analysis, 2014, (31): 1-12.
- [5] Fama, E. F., Blume M E. Filter rules and stock-market trading[J]. Journal of Business, 1966, 39(1): 226-241.
- [6] Han, Y., Yang, K., Zhou, G. A new anomaly: The cross-sectional profitability of technical analysis[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2013, 48(05): 1433-1461.
- [7] Hochradl, M., Rammerstorfer, M. The convenience yield implied in European natural gas hub trading[J]. Journal of Futures Markets, 2012, 32(5): 459-479.
- [8] Kaucic, M. Investment using evolutionary learning methods and technical rules[J]. European Journal of Operational Research, 2010, 207(3): 1717-1727.
- [9] Keynes, J. M. A treatise on money[J]. Collected Writings, 1930, 34(4):391-404.
- [10] Lo, A. W., Mamaysky, H. and Wang, J. Foundations of technical analysis: computational algorithms, statistical inference, and empirical implementation[J]. Journal of Finance, 2000, 55(4):1705-1770.
- [11] Moskowitz, T. J., Ooi, Y. H., Pedersen, L. H. Time series momentum[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 104(2): 228-250.
- [12] Narayan, P. K., Ahmed H. A., Narayan S. Do Momentum-Based Trading Strategies Work in the Commodity Futures Markets? [J]. Journal of Futures Markets, 2015, 35(9): 868-891.
- [13] Neely, C. J., Rapach, D. E., Tu, J., et al. Forecasting the equity risk premium: the role of technical indicators[J]. Management Science, 2014, 60(7): 1772-1791.
- [14] Park, C. H., Irwin, S. H. A reality check on technical trading rule profits in the US futures markets[J]. Journal of Futures Markets, 2010, 30(7): 633-659.
- [15] Routledge, B. R., Seppi, D. J., Spatt, C. S. Equilibrium forward curves for commodities[J]. The Journal of Finance, 2000, 55(3): 1297-1338.
- [16] Szakmary, A. C., Shen, Q., Sharma, S. C. Trend-following trading strategies in commodity futures: A re-examination[J]. Journal of Banking & Finance, 2010, 34(2): 409-426.
- [17] 韩杨. 对技术分析在中国股市的有效性研究[J]. 经济科学, 2001, (03): 49-57.
- [18] 韩豫峰, 汪雄剑, 周国富, 邹恒甫. 中国股票市场是否存在趋势?[J]. 金融研究, 2014, (03): 152-163.
- [19] 黄卓, 康辰, 刘利科. 中国商品期货市场动量效应和反转效应的实证研究[J]. 南方金融, 2015, (04): 52-60.
- [20] 刘明, 黄政. 中国农产品期货风险溢价与市场波动性研究——基于M—V与CAPM对市场效率的动态检验[J]. 陕西师范大学学报: 哲学社会科学版, 2010, (06): 129-139.
- [21] 沈可挺, 刘煜辉. 中国股市中惯性与反向投资策略的获利模式[J]. 管理科学学报, 2007, 9(06): 43-52.
- [22] 宋军, 赵鹰妍, 凌若冰. 商品期货成交量的“分享蛋糕”效应[J]. 系统工程理论与实践, 2012, (03): 561-567.
- [23] 谭小芬, 刘阳, 张明. 国际大宗商品价格波动:中国因素有多重要——基于1997-2012年季度数据和VECM模型的实证研究[J]. 国际金融研究, 2014, (10):75-86.
- [24] 王明涛, 黎单. 新动量交易策略在A股市场的有效性研究——基于过去52周最高价格的实证检验[J]. 证券市场导报, 2015, (07):64-71.
- [25] 邢天才, 蒋晓杰, 武军伟. TRB 技术分析规则在期货市场的有效性检验[J]. 财经问题研究, 2008, (06): 54-59.
- [26] 许泱, 孙文松, 郭庆宾. 中国商品期货市场风险溢价及其影响因素测度研究: 基于套期保值压力效应的视角[J]. 管理工程学报, 2015, (01): 194-199, 206.
- [27] 朱敏. 期货投资中技术分析有效性的实证研究——基于沪铜与伦敦铜的比较分析[J]. 上海经济研究, 2010, (04): 72-81.

的名称规范、合格投资者的标准，投资者的权利以及“持有人大会”制度，第三方托管制度，对管理人和托管人的基本监管制度等等。

五、制定过渡方案，稳妥实施。

目前，我国理财产品的规模已接近30万亿，完善治

理相关措施的实施，可能会对金融市场以及相关金融机构产生一定的影响，必须稳妥推进，不可能一步到位，应当给予金融机构一定的过渡时间，实行新老划段。对于存量产品，建议仍然按照原有的制度和协议。在过渡期后发行的新产品，严格按照新的规则执行。

注释

1. 2015年上述两项规定分别由《中国保监会关于规范投资连结保险投资账户有关事项的通知》、《关于推进分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知》宣布废止，而由两项通知进行规定。

2. 中国保监会，《人身保险新型产品信息披露管理办法》（2009年10月1日起施行）第二条，本办法所称人身保险新型产品（以下简称“新型产品”），是指投资连结保险、万能保险、分红保险以及中国保险监督管理委员会（以下简称“中国保监会”）认定的其他产品”。

3. 参见吴晓灵，《规范金融产品名称，维护市场秩序，保护投资者合法权益》，和讯网，2016，<http://news.hexun.com/2016-01-12/181757998.html>。

4. 参见《证券监管的目标和原则》，第G部分，“集合投资计划”的原则第25条，“监管体制应就集合投资计划的法律形式和结构、客户资产的分离与保护等提供有关规定”。

5. 参见G20, OECD(2015):《二十国集团/经合组织公司治理原则》。公司治理政策对于投资者信心、资本形成和配置等广泛经济目标的实现，发挥着重要作用。公司治理的质量影响公司获取其发展所需资金的成本，以及直接或间接的资金提供方对于是否能公平、合理参与并共享价值创造的信心。因此，公司治理规则和实践体系共同构成一个框架，有助于缩小居民储蓄存款与实体经济投资之间的差距。因此，良好的公司治理将使股东和其他利益相关者确信其权利受到保护，而且将使公司能够降低资本成本，易于进入资本市场。《公司治理原则》在全球各个司法管辖区被广泛用作基准。同时，《公司治理原则》还是金融稳定委员会《健全金融体系关键标准》中的一项标准，并构成世界银行《关于遵守标准和守则的报告》中公司治理部分的评估基础。

6. 根据美国1940年投资公司法（Investment Company Act），“投资公司是一个发行证券并以证券投资为主要业务的公司，包括公司、商事信托、合伙、有限责任公司。”

7. 根据美国1940《投资顾问法》，“投资顾问意指为获取报酬而从事于以下商业活动的人：直接或间接或以出版物或著作的方式提供关于证券的价值或者证券的投资、买卖意见；或者以此为常业而出版或发行有关证券分析或报告。”

8. 根据《担保法》，“当债务人不能履行债务时，保证人按照约定履行债务或者承担责任的为行为”。

9. 例如2005年银监会发布的《商业银行银行理财业务风险管理指引》，“商业银行应当将银行资产与客户资产分开管理，对于可以由第三方托管的客户资产，应交由第三方托管。”2008年，证监会《证券公司客户资产管理业务管理办法》规定，“证券公司办理集合资产管理业务，应当保证集合资产管理计划资产与其自有资产、集合资产管理计划资产与其他客户的资产、不同集合资产管理计划的资产相互独立，单独设置账户、独立核算、分账管理”。

10. 2014年1月，国务院办公厅发布《关于加强影子银行监管有关问题的通知》，要求“各金融监管部门要按照代客理财、买者自负、卖者尽责的要求，严格监管金融机构理财业务”；“实施单独建账管理”；“商业银行代客理财资金要与自有资金分开使用，不得购买本银行贷款，不得开展理财资金池业务，切实做到资金来源与运用一一对应”。

11. 根据国际财务报告准则(International Financial Reporting Standards)第9号，“只有当一个实体当且仅当其成为了一个工具的合同条款的部分，它可以在其财务状况表中确认相关金融资产和负债”。

12. 《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定，“由信托计划的全体受益人组成”，决定合同的提前终止或者延长、改变财产运用方式、更换受托人、提高受托人报酬等重大事项。

13. 项俊波，《决不能让公司成为大股东的“提款机”》，2016，<http://money.163.com/16/0723/00/BSKCKL0000253B0H.html>

参考文献：

[1] OECD.White paper on Governance of Collective Investment schemes[R], 2005.  
 [2] Alchian A A, Demsetz H. Production, information costs, and economic organization[J]. The American economic review, 1972, 62(5): 777 - 795.  
 [3] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of financial economics, 1976, 3(4): 305 - 360.  
 [4] Grossman S J, Hart O D. An analysis of the principal-agent problem[J]. Econometrica: Journal of the Econometric Society, 1983: 7 - 45.  
 [5] Holmstrom B. Moral hazard and observability[J]. The Bell journal of economics, 1979: 74 - 91.  
 [6] Holmstrom, B and Milgrom. Multi-task Principle, Agency analysis: Incentive Contract, Assets Ownership and Job Design[R]. SITE

Working Paper #6, Stanford University, 1990.  
 [7] IOSCO. Conflicts of Interests of CIS Operators Report[R], 2000.  
 [8] IOSCO.Principle for Regulation of Collective Investment Schemes[R], 1994.  
 [9] IOSCO.Examination of Governance for Collective Investment Schemes(final report)[R], 2006.  
 [10] 田静. 我国人身保险新型产品投资功能属性及法律框架[J]. 比较, 北京: 中信出版社, 2016, 第4辑总第85期。  
 [11] 伯利和米恩斯. 现代公司与自有产权[M].台北: 台湾银行出版社, 1981.  
 [12] G20, OECD. 二十国集团/经合组织公司治理原则[R]. 2015: 43 - 53.  
 [13] 李波, 伍戈. 影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战[J]. 金融研究, 2011, (12): 77 - 84.