

文章编号:1002-980X(2007)06-0081-05

美国货币市场基金相关法律问题研究

吴道霞

(中国人民公安大学 法律系, 北京 100038)

摘要:我国货币市场基金的发展刚刚起步,探讨我国货币市场基金的发展具有重要的意义,通过对美国货币市场基金相关法律问题进行研究,希望对我国货币市场基金的发展产生一定的作用。

关键词:货币市场基金;美国;法律

中图分类号:F830.9 **文献标志码:**A

目前我国货币市场基金的发展刚刚起步,探讨我国货币市场基金的发展具有重要的意义。但是探讨货币市场基金离不开对投资基金的探讨,因为货币市场基金是随着投资基金的发展而随后发展起来的,而且货币市场基金是证券投资基金的一种类型,自然要遵循证券投资基金的相关法律法规,因此,研究货币市场基金的发展首先需要了解投资基金的发展状况,尤其值得关注美国货币市场基金的发展状况。

投资基金在100多年以前起源于英国,在美国得到强劲的发展,而后传遍全世界。投资基金的最早表现形式是国家基金(Country Funds)。据记载,世界上最早的投资基金可以追溯到1822年,是由荷兰威廉一世国王在比利时布鲁塞尔创立而专门投资于外国政府债券的信托基金。但是,1868年英国成立的“海外及殖民地政府信托基金”(Foreign and Colonial Government Trust)被公认为是世界基金业诞生的标志。从那时起到1940年美国投资公司法的诞生都属于投资基金的初创时期^[1]。

投资基金之所以起源于英国是与英国当时的经济条件相适应的。18世纪末,英国依靠发展工业和对外扩张积累了大量的财富,使得国内的利率不断下降,在生产力的极大发展使得社会和个人财富不断增加而利率却不断下降的环境下,大量积累的财富想寻找出路,而此时的欧美国家在推进工业化的进程中却需要大量的资金,所以纷纷前来英国发行证券筹集资金,当时英国的一些投资者购买美国等国的证券,但是,这些投资者盲目投资,缺乏对国际投资知识的了解,同时对国外的投资环境一无所知,无法自行掌握管理财产,而国外的公司利用英国投

资热潮,纷纷设立“骗财公司”,结果在纷纷聚拢来资金后,一些美国等国的公司因为经营不善而破产使得英国投资者蒙受了巨大的损失,英国投资者经历了这次惨痛的教训后,萌生了一种集合投资者的投资而专门委托有能力的管理者管理资金的念头。为了避免这种损失的继续发生,英国政府支持了这种想法,而且由政府出面,组成一个投资公司,委托具有专门知识的理财能手代为投资,分散风险,这样就使中小投资者和大的投资者一样享受国际投资的丰厚报酬,同时委托律师签订文字契约以确保投资的安全与增值。这种集合众多投资者的资金而由专门的管理者管理的投资方式立即得到投资者的赞同。这种投资方式主要是投资者和代理投资者之间通过信托契约约定彼此的权利和义务,因此,最早出现的投资基金是契约型投资基金,后来也出现了公司型投资基金。

虽然投资基金产生于英国,但投资基金的兴盛发展却是在美国。英国的契约型和公司型投资基金出现以后,这种投资理念迅速传到美国,1921年4月美国组建了第一只投资基金,即“美国国际证券信托基金”(The International Securities Trust of America)。而1924年1月创立的“马萨诸塞投资信托基金”才是真正的现代意义上的投资基金。在1929年以前,由于美国投资者的“永远繁荣”的乐观心理影响,使得美国的投资基金发展极为迅速,到了1929年,经济大恐慌波及全世界,整个阶段经济萧条,投资公司几乎全部停止营业,因此,投资基金一度陷入低谷,但是,这一阶段法律的规制和管理方面却有较大的发展。例如美国政府于1940年制定了

收稿日期:2007-01-29

作者简介:吴道霞(1967—),女,吉林安图人,中国人民公安大学法律系副教授,法学博士,主要从事民商法研究。

《投资公司法》(Investment Company Act),该法详细规定了投资基金组成、管理的法律要件,规定了财务公开、董事监事的任命、经理公司的选择以及销售和宣传方式等,为投资者良好的投资奠定了法律基础,这套较为完备的法律能较好地保护投资者的利益,为日后投资基金的发展产生了积极的作用。因此,美国1933年的《证券法》、1934年的《证券交易法》、1940年的《投资公司法》和《投资顾问法》形成了一套较为完善的保护投资者的法律体系。由于有较为完备的法律作保障,二战之后,除了20世纪60年代股市不振外,投资基金一直保持较快的发展势头。

二战后,美国经济开始进入五六十年代的高速增长阶段,在这一阶段,美国固定或长期投资的资金主要来源于证券市场而不是银行业提供的信贷。1973年布雷顿森林体系崩溃,到20世纪80年代末,投资基金在广度和深度方面都得到强劲的发展,其中最显著的发展就是在这一阶段出现了货币市场基金(Money market fund,简称MMF)。美国货币市场基金的发展标志着世界基金业开始向纵深方向发展。曾是世纪最大养老基金美国“教师年金保险公司”的现金管理部主管兼信用分析师鲁斯·班特针对货币市场工具和共同基金的特点,在1970年创建了一个共同基金,取名为“储蓄基金公司”,并于1971年获得美国证交会(SEC)认可为对公众销售公司的金融产品。到1972年10月,储蓄基金公司购买了30万美元的高利率定储,同时以1000美元为投资单位出售给小额资本投资者。这样历史上形成了第一只货币市场互助基金。货币市场基金的最初出现与Q条例有关。20世纪70年代初期,美国联储颁布制定了Q条例,对银行存款利率实施严格的管制,也就是说,商业银行支付的储蓄以及其他定期存款利息要受到最高限额的控制,但是大额可转让定期存单却不受最高限额的限制,这样,商业银行为改变在吸收存款方面的不利地位,推出了大额可转让存单(CD),这种存单的利率不受最高限额的限制,其利率不仅高于同期国债的票面收益率,也高于储蓄及定期存款利率,但同时出现的另一个问题是,这种存单的起始金额至少是10万美元,这就使一些投资者望而却步,而为了解决这个问题,使得一些中小投资者能够参与投资,货币市场基金则应运而生,它广泛地吸收资金,专门以CD、短期国库券、商业票据等货币市场短期金融投资工具为投资对象,这样,广大的中小投资者都能够参与投资,而且货币市

场基金支付给投资者的是投资收益而不是利率,显然不受Q条例的影响和限制,这使货币市场基金持有人获得了比银行存款利率高得多的收益,无疑是一种很好的投资选择,深受投资者的青睐。

货币市场基金的推出使一些中小投资者可以享受大投资者享有的货币市场基金的短期高收益。货币市场基金的推出在赢得广大投资者热潮的同时,更是将整个金融业推向了创新的高潮。因此,20世纪70年代和80年代,基金市场已经从单一的、长期的资本市场基金向一个能够对变化着的市场条件及投资者需求而做出反应的、能够提供长期投资(资本市场)和短期投资(货币市场)的多元化的金融市场,可以说,这一阶段(在20世纪70年代末和80年代初)的最显著特点就是货币市场基金的发展达到了最高峰。1981年美国货币市场基金达到1862亿美元,占共同基金总资产的77.13%,达到了历史最高纪录,此后比例有所下降。据美国投资公司协会(ICI)统计,截至2002年底,投资基金总资产中大约有35.6%(22720亿美元)投资于货币市场基金,仅次于股权类基金所占的41.7%的比例(26670亿美元);同期,债券类基金占据了17.6%(11250亿美元),而混合类基金既投资于股票又投资于债券,仅占5.1%(3270亿美元)。这一统计指标说明,经过30年的发展,货币市场基金已经深受投资者青睐并在基金业中站稳了脚跟,同时也说明,货币市场基金是一种很好的投资品种。

归纳起来,美国货币市场基金发展大致经历了四个阶段:

第一阶段是美国独立战争至20世纪初。在这个阶段,商业票据市场得到稳步发展,成为美国最早出现的货币市场。美国独立战争及美国内战为筹集战争经费而发行融资券,其二级市场一度十分活跃,推动了货币交易与融资体系,但是战后便逐渐萧条。第二阶段是20世纪初至60年代。这一阶段的初期,货币市场越来越繁荣和发展,金融工具不断创新。但是,在20世纪30年代大危机期间,货币市场的繁荣程度不断降低。而在二战期间,由于美国在战争中处于特殊地位,战时畸形的经济繁荣再次刺激了货币市场的发展,特别是国家债券和国库券市场的发展。第三阶段是20世纪70—80年代。这一阶段金融创新与金融的严格监管激烈展开,金融全球化、一体化趋势不断激发货币市场的发展,导致金融创新不断加强。第四阶段是进入20世纪90年代以后,金融领域中不断引入新技术成果,给金融业带

来了巨大的变革,整个金融市场因为新技术的引进而发生巨大的变化,同时整个国际大环境诸如全球金融国际化、一体化趋势的发展,不断推动美国的金融创新,推动金融自由化发展。

综上所述,随着市场利率的变动,美国货币市场基金得到不同程度的发展,因为利率的变动直接影响货币市场基金的发展,市场利率高于银行存款利率的差额就是货币市场基金发展的内在动力。由于货币市场基金没有法定的利率上限,由于美国监管当局鼓励和保护货币市场的创新行为,又由于美国有较为完善和发达的货币市场以及较为完备的法律作保障,所以美国货币市场基金得以健康持续的发展。

美国有关规制货币市场基金的法律主要有1940年《投资公司法》、《投资顾问法》以及1933年颁布的《证券法》、1934年颁布的《证券交易法》、1939年颁布的《信托契约法》、1990年颁布的《证券投资者保护法》。《投资公司法》的主要内容包括:投资公司的定义、分类、豁免、注册、关联人、职能与活动、规模、投资政策、投资顾问、承销契约、董事会、资本结构、红利、代理、贷款、认购与销售、财务报告、账户与登记以及证券交易委员会对投资公司的管理职责等。《投资顾问法》的主要内容包括:投资顾问的注册与登记、投资顾问合同、业务范围、收费、报酬、财务报告、以及证券交易委员会对投资顾问公司的管理职责等。总之,美国的一系列相关规制货币市场基金的法律法规较为完善,在规范货币市场基金发展方面一直发挥着重要的作用。

美国1940年颁布《投资公司法》和《投资顾问法》,使基金的规范和管理公司的规范由不同的法律部门来调整。美国采取投资基金法和基金管理法分类的立法模式主要有如下的原因:

美国的投资公司主要是以公司型为主,因此,投资顾问是一个独立的、提供投资建议的外部的服务组织。投资公司与投资顾问是两个不同的独立的实体,因此,由两个不同的法律进行调整就是必然。美国的投资顾问是独立的还体现在,它不仅可以为基金提供投资顾问,还可以为基金以外的其他组织或个人提供顾问服务,所以,美国采取投资基金法与基金管理公司法相分离的立法模式有其本身的制度安排。在美国,并没有单独调整货币市场基金的法律法规,而货币市场基金属于投资基金的一种,因此,货币市场基金的运作和发展完全适用投资基金的法律法规。

以上不难看出,具有现代意义的投资基金起源

于英国,但是它的发展、壮大与繁荣却是在美国。从全球范围来看,制度较为完备、规模较大的投资基金当数美国,可以说美国是世界投资基金的霸主。

美国货币市场基金共有991只,净资产规模达到了21 647亿美元,使得美国货币市场基金规模在全球中位居第一,而且美国的货币市场基金在共同基金资产规模中的比例在全球也是最高的,其次是欧洲,净资产规模达到了7 256亿美元;澳大利亚的货币市场基金净资产规模为828亿美元;日本的货币市场基金净资产规模为447亿美元。由此看出美国是货币市场基金发展最好的国家,因此,我们谈到货币市场基金,通常以美国作为典型代表。研究和探讨美国货币市场基金,对我国将来货币市场基金的发展具有很重要的意义。

随后,在全球范围内,货币市场基金都得到了很好的发展。就数量和规模而言,货币市场基金在全球基金业发展中居于重要的地位。截至2003年第1季度,全球货币市场基金数量达到了4 521只,净资产规模总计达到31 970亿美元,占共同基金资产规模的28.52%,在各类基金的比例中,股票型基金位居第一,货币市场基金位居第二,由此看出,货币市场基金高于债券型基金和平衡型基金而仅低于股票型基金,这有力地说明,货币市场基金在全球范围内的发展势头很好。

1 美国法律对基金管理费的规定

美国法对基金管理费的规定有一个演变过程。最初是衡平法标准。美国1940年《投资公司法》通过之前,对基金管理费并无特别规定。随着营业信托在美国的出现,管理基金要收取管理费,信托性基金管理费适用衡平法的一般原则。这一时期美国对报酬标准主要有如下几种形式:第一,成文法允许法人受托人按照规定的收费率收取报酬。第二,报酬标准可以由委托人和受托人之间协商确定,也可以由信托文书加以规定。第三,法院可以根据受托人的表现、信托财产的价值、受托人管理的结果来确定管理者对管理需得到的补偿数额。可以看出,这一时期对基金管理收取管理费,但是,这种管理费具有补偿性,以实际发生的合理费用为限,一般说来基金管理人是不不得从中谋利的。衡平法并没有关于报酬的信赖义务规定,受托人对委托人负有信赖义务与关于报酬的信赖义务没有必然的联系。

随后又出现了自由标准。就1940年《投资公司法》之前的公司型基金而言,投资顾问对投资基金不

负有信赖义务,投资顾问和投资公司之间按照意思自治原则订立契约,因此基金管理费完全由市场中双方当事人在根据意思自治原则订立的契约中自行约定。可以说这一时期的基金管理费标准是政府不加干预的自由标准。

在1940年《投资公司法》制定之后到1970年《修正案》之前的期间,美国的州法和联邦法都确立了公司财产浪费的管理费标准。该管理费标准的核心是随着投资基金资产规模的扩大,基金管理费应当相应增加。这项标准的法律确定引起了一些人士反对,也包括SEC的反对,甚至有些投资者纷纷提起诉讼,指控“随着投资基金资产增加而增加管理费的不合理之处”,认为这种过高的管理费用会造成财产的浪费,对投资公司极为不利,而且这种过高的管理费用也可能使基金管理人构成对州公司法和1940年《投资公司法》的信赖义务的违反。但是这些诉讼都使基金投资者以败诉而告终。法院认为这种管理费的规定虽然可能构成过高的管理费用,但是管理费的高并未高得离谱而构成浪费,因此,对基金投资者的诉讼不予支持。当然法院对有些案件也进行了调解,在基金管理人同意减少基金管理费的前提下法院也适当减少了基金管理费用。

除了以上基金管理费标准外,还有一项标准就是美国目前使用的标准,即信赖义务标准。美国关于共同基金业1966年的报告中,SEC提议对投资顾问费用可以采取行政性或司法性的管制。但共同基金业却持反对意见。1970年国会以section36(b)形式达成立法妥协,规定有关管理费应当由投资顾问负有信赖义务,违反该信赖义务,可以由代表基金的股东或者SEC向法院提起诉讼,法院根据整个案情,决定投资顾问的费用是否合理。由此看出,此项管理费的确定标准应当是前几种标准的有机折衷。该标准的法理依据在于,基金当事人之间地位并不对等。这种标准是对契约自由原则的否定,比前几项标准都具有进步性和合理性。其进步性和合理性突出表现在:最初的投资顾问合同要征得基金股东的批准,也就是说,虽然基金股东认购时明知拟议的基金管理费水平,但是仍然可以在其后的股东大会表决中对该基金管理费安排予以否定,此外以后每年投资顾问合同还应取得基金董事会批准。另外,倘若基金股东大会同意提高基金管理费,但是如果提高基金管理费而并不能给投资公司带来收益,则根据信赖义务管理费标准,管理费是不得提高的。由此看出,管理费的这项信赖标准加大了对基金投

资人利益的保护,这种信赖义务标准要求基金管理人对投资者负有信赖义务,否则要承担责任。但是这项基金管理费的信赖义务不能简单等同于基金管理人的信赖义务,因为在这之前即《美国投资公司法》的1970年《修正案》之前就有有关基金管理人的信赖义务的规定,但是却没有基金管理费的信赖义务标准,由此看出,基金管理费的信赖义务标准和基金管理人的信赖义务标准不同,他们是两个不同的概念,一个强调的是基金管理人的义务问题,一个强调的是基金管理费用的确定问题。目前使用管理费的信赖义务标准,完全由美国的投资公司所决定的,因为美国的投资公司主要由投资顾问所建立、管理和控制,投资顾问与投资顾问之间关于基金费用的协议会存在不对等交易,投资公司董事可能会偏向于投资顾问从而损害投资者的利益,这可能造成管理费用协议上的非对等性,最终损害基金持有人的利益,鉴于此,为了体现对等关系,在有关管理费费用的协议上,委托人不应当受受托人意志的干涉,彼此之间应平等交易,而且投资者的利益保护应当放在首位,因为没有投资者一切将不存在,所以要求管理人在基金管理费上负有信赖义务符合美国的理论与实践。

这项信赖义务标准在修正后的1970年《投资公司法》中有所体现,但是对基金管理费的信赖义务标准的定义却未加规定,只是在有关判例中有关于如何判断违反信赖义务问题的解释,即“费用清单是否代表根据当时所有情事在对等交易条件下谈判所达成一定范围内的收费”,Section 36(b)提供救济的前提条件是“投资顾问——基金经理的收费与提供的服务相比极不相称,以致二者之间不存在合理关系”^[2]。

在有关信赖义务标准的管理费收费问题的诉讼中,只有一例是由SEC提起的,其余都是私人诉讼,已做出的判决均以基金管理层胜利而告终。在这些案例中,独立董事的决策过程被认为是影响判决结果的关键因素,在评价顾问费的决策过程时,法院还要考虑如下因素:独立董事的专长、见识、履行职责时的谨慎和诚实,是否从独立律师或顾问处得到足够的建议和帮助,以及在决策过程中是否感受仓促和压力(rushed or pressured)。对于在评价顾问合同时独立董事应考虑的问题,上述案例给出了详尽的指引,归纳起来主要有如下几点:①投资管理服务的性质;②顾问合同提供其他服务的性质和质量;③投资顾问的收益性(profitability);④应付投资顾问的其它费用;⑤投资顾问的其他附带利益;⑥与其

它基金费用比例的比较。^[3]

2 美国《投资公司法》对董事义务的规定

美国《投资公司法》将投资董事分为关系董事(interested director)和独立董事(independent director),以便加强对投资顾问进行监督。美国《投资公司法》规定,投资公司董事成员中,除了个别情况外,关系人不得超过60%,相反也可以说,投资公司董事成员中,至少要有40%为独立董事,投资顾问契约得以通过必须经过独立董事的大多数赞成。美国《投资公司法》第15节规定了独立董事的义务:“……一家已注册的并设有董事会的投资公司不得订立或执行关于某人担任公司固定投资顾问的书面或口头合同或协议,也不得对这种合同进行展期,否则即为违法。除非……多数不作为合同或协议当事人也不作为当事人的关系人的董事亲自投票表决批准了合同条件。”

美国《投资公司法》规定董事的义务主要有:对投资顾问契约进行审查;确定并监督实施基金投资政策;董事对会计计算的准确性负责;为投资组合中特定证券定价,虽然投资组合中的证券一般由市场定价,但是,根据美国证券法不能随便处置的证券和其他交易量极小的发行物,需要由董事为其定价;董事还应当保证投资政策最好地执行,在基金历史上已经出现的、而在目前交易中再次暴露出的问题基金董事要保持高度的警惕和重视;如果投资顾问契约有变化,董事应当对变化进行审查,即对变化后的基金经理人进行审查,以确保基金投资人的利益得以保护;基金董事还要审查基金律师、注册人、托管人等,挑选基金经理人,在基金股份分红和分配中进行监督,基金董事还负有审查各种报告的义务,总之,基金董事为了保护基金投资人的合法权益,要承担自己应尽的义务。为了确保基金董事的义务得以履行,美国《投资公司法》第36节规定基金持有人和证监会对基金董事义务的违反可以行使诉权,这就有效督促基金董事尽职尽责履行自己的义务,否则将面临由证监会和基金持有人起诉的可能。

Review on American Money Market Funds

WU Dao-xia

(Law Department, People's Public Security University of China, Beijing 100038, China)

Abstract: Since Money Market Funds has just begun in china, it has great significance to study Money Market Funds in our country for its development. This paper discussed several legal issues related to American Money market Funds. It is expected to be useful for the development of Money Market Funds in our country.

Key words: money market funds; America; law

3 美国通过开立货币市场账户使商业银行参与货币市场

货币市场账户是以美国为代表的发达金融市场上的商业银行参与货币市场的一种途径和方式。在美国,受到联邦存款保险的限额保护,商业银行通过货币市场账户获得的资金需要缴纳法定存款准备金,其投资是商业银行资产的组成部分,主要投向货币市场的投资工具,并据此获得较之一般储蓄存款更高的收益水平,投资者通过商业银行的货币市场账户参与货币市场,可以依托于商业银行的零售网点,在广泛分布的零售柜台进行申购或者赎回,同时享受商业银行的各种服务。

4 遇有亏损——基金管理公司承担责任

美国是货币市场基金发展快速和持续稳定的典型代表,但这并不否定货币市场基金运作中有亏损情形出现,只是亏损出现时,所有的责任由基金管理公司承担而已。例如,1990年3月,美国抵押和不动产信用公司到期不能够偿还商业票据,至少有7只美国的货币市场基金持有其票据,总共损失达到7500万美元,最终承担这些损失的是管理这些基金的基金管理公司。1994年春,美国20多个货币市场基金受到投资于货币市场衍生工具的影响而出现亏损,同样基金管理公司承担了亏损的责任从而使基金生存下来。美国基金历史上还有一个例子:一个规模十分小的货币市场基金——社区银行政府证券货币市场基金被清算了,但是投资于这一货币市场基金的投资者没有一个因此遭受损失,正是由于基金管理公司承担责任的结果。

参考文献

- [1]徐洪才. 投资基金:投资者的“诺亚方舟”[M]. 北京:中国财政经济出版社,1998:9.
- [2]WILLAM P. Rogers and James N. Benedict. Money Market Fund Management fees; How Much is Too Much [J]. New York University Law Review, 1982. 57(6):1059-1125.
- [3]王苏生. 基金管理费的法律规制[J]. 中南财经政法大学学报, 2002(3):116.