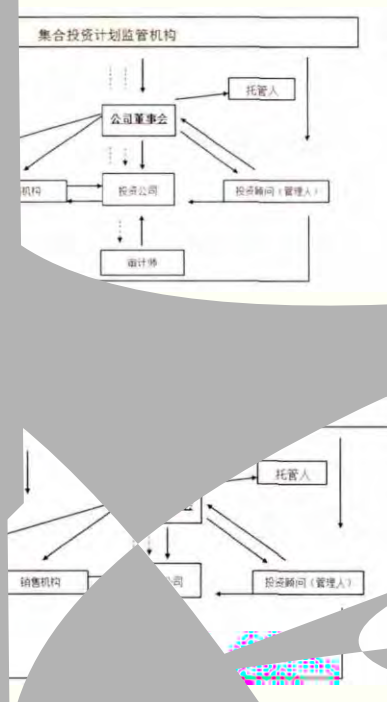


信息。目前，我国《证券投资基金法》与《信托法》等法律法规，对集合投资计划的治理结构进行了规定，旨在“保护投资者的利益”[9]。借鉴国外成熟经验，完善的集合投资计划治理，对提高集合投资计划的运行效率和金融市场的稳定性产生积极影响。因此，本文旨在为集合投资计划运行的各类机构提供有效



参见图1)，
 据美国《投资公司
 更换管理人和托管人以及管
 等。为保证董事会的有效监督，《投
 事会必须独立董事占大多数。当管理人
 者造成损失等时，“治理实体”可以通
 理人，获得救济和赔偿。“治理实体”
 地位与董事会相似，“公司治理框架
 公司的战略指导和对管理层的有效监
 公司和股东的问责制”，“监督和管
 成员和股东间的潜在利益冲突”^[12]。

度，保证财产独立性

财产独立性是保证投资者利益以及运
 督的基础性制度安排。集合投资计划
 立于管理人的主体担任托管人(参见图
 职责是持有、保管集合投资计划的资
 理人以及托管人等的固有财产。在一
 实体”的国家，则往往赋予托管人一
 职责，对管理人的投资行为、关联交
 计和估值进行复核，有的托管人还负
 制财务报表和估值等职责。

的公司治理，强化对管理人的监管
 投资计划运行的核心，也是保护投资
 国都建立了对管理人的准入和监管制
 1940投资顾问法》(1940 Investment
 ，投资顾问需要向美国证监会注册，
 监管。在美国，变额万能人身保险
 Life Insurance，中国类似的品种为万
 产品也受美国证监会的
 管理
 的独立董事，
 理人切实、严格、严格执行法规、
 的职责。

投资治理的现状
 产品的法律，而

我
 契约型集合投资计划。
 中明确为信托关系外，银行理财、
 基本属于委托代理关系。例如，银行理财合同约定
 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，
 承担了其他的职责或义务，法律关系特
 行的理财产品和保险公司的理财类产品更加复杂。

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、
 保本金又保收益的产品)和不保收益产品。对于不
 产品，金融机构只承担资产管理的角色，
 的报酬是管理费。对于保收益产品
 规定，“商业银行按照约定条
 益，银行承担由此产
 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

定的条件不能成...
定的条件不能成...
，银行除了承担管理人职责...
担保法上的保证人具有共通之处⁸。但...
，将商业银行界定为保证人，又存在...
人承担保本、保收益责任，其对价应...
入。而在实践中，商业银行的保收益...
有对保证责任做出清晰地约定，也没...
，而按照《银行理财办法》“其他投...
户按照合同约定分配”的规定，这可...
益超过约定的收益率时，投资者与商...
益。因此，也不宜将保收益产品中的...
正人。

去》还规定，“商业银行应对理财计...
益进行独立测算，采用科学合理的测...
投资组合的收益率。商业银行不得销...
益率为零或负值的理财计划”。目...
去是，在理财合同中载明“预期年...
化的理财产品都按照“预期年化收...
益率”与“预期年化收益”

与學贊 充麟梅犬之 纛任洸匠 麥 穀汰礪藿向息 跣邑恭馱 嶠嶠狩縵犬元繁疏 勞籬 豪鏗爛

职责”外，信托合同的其他章节或条款，也往往规定不明确，再加之管理人与受益人核算没有保证、运作不透明，既可能“刚性兑付”，也会使投资者的利益得《银行理财办法》规定“存续期内，商业银行所持有的所有相关资产的账单，账单收入和费用、期末资产估值等情况。”投资者的上述知情权基本没有得到保证。在债券的权利的行使，也会影响到投资者。在我国的理财产品中，只有《券商资管办法》规定“受托代表客户行使集合资产管理计划所拥有相应的义务”，其他的监管规定尚未收购万科事件中，宝能直接控制的机构，或者其他机构管理的理财产品所持信托持有者是理财产品，实际所有者是宝能。由于法律法规没有对这部分股权作出明确规定，或者是宝能与其管理人取得了投票权，宝能声称这些股份的持有人并发起对万科的收购时，很多都受到了质疑。面临利益冲突时，在管理人的利益行使投票权就更是难以监督。理财产品投资者的利益，而且作为管理人的其他股东的利益，都可能受到控股股东的“提款机”¹³。

集合投资类理财产品治理的建议

治理不仅是保护投资者权利的基础，也是信托制度的基础。当前，我国集合投资类理财产品的治理存在诸多问题，完善集合投资类理财产品的治理迫在眉睫。首先，应明确信托财产的法律关系，切实保护投资者的权利和财产独立性。其次，应完善信托财产的法律关系，为信托财产提供法律保障。最后，应明确集合投资类理财产品的

在信托关系中，受托人作为“权利主体”，即行使剩余控制权。受托人的聘用及调整、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理财产品都要开立“独立账户”，并在托管人处进行核算，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，设立“治理实体”

“治理实体”的设置有利于保护投资者的利益。受托人作为“治理实体”的相对人，受托人对理财产品的投资者负有义务。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

行使股份
独立托管人制度的
公司的董事会承担受托人的
资产管理业务活动的业务部门进行监
险公司建立内部的隔离机制，保证相

统一的监

* ” “ ** ” “ *** ” 分别对应 Newey 和
验在显著性水平分别为 10%、5% 和 1% 下显
和 West(1987) 稳健 t 检验考虑了收益序列的
滞后阶数为 \sqrt{T} ，T 为收益序列的长度。下
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：

- V, Danthine, J. P. Hedger diversity in futures
ournal, 1983, 93(370): 370 - 389.
- e, J. Capturing the risk premium of commodity
hedging pressure[J]. Journal of Banking &
652 - 2664.
- P., Heston, S., Jacobs, K. Capturing option
nce-dependent pricing kernel[J]. Review of
, 26(8): 1963 - 2006.
- on, J., Smith, P. N., et al. Trend following, risk
in commodity futures[J]. International Review
014, (31): 1 - 12.
- Blume M E. Filter rules and stock-market
usiness, 1966, 39(1): 226 - 241.
- , K., Zhou, G. A new anomaly: The cross-
f technical analysis[J]. Journal of Financial and
013, 48(05): 1433 - 1461.
- Rammerstorfer, M. The convenience yield
atural gas hub trading[J]. Journal of Futures
59 - 479.
- vestment using evolutionary learning methods
European Journal of Operational Research,
27.
- ise on money[J]. Collected Writings,
1705 -
- J., C..., ..., L. H. Time series
of Finan..., ..., 2012, 104(2): 228 -
- K., Ahmed..., Narayan S. Do Momentum-
es Work..., ..., Commodity Futures Market..., [J].
kets, ..., 1999, 17: 876 - 891.
- R..., ..., Forecasting..., [J].
th..., ..., Factors[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等
模式[J]. 管理科学学报, 2007, 9(06): 43 - 52.
- [22] 宋军, 赵鹰妍, 凌若冰. 商品期货市场的“分享蛋糕”效
应[J]. 系统工程理论与实践, 2012, (03): 561 - 567.
- [23] 刘阳, 张明. 国际大宗商品价格波动: 中国因素有多
大——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
(07): 64 - 71.
- [25] 邢天才, 蒋晓杰, 武军伟. TRB 技
术分析的有效性检验[J]. 财经问题研究, 2009,
(04): 11 - 16.
- [26] 许泱, 孙文松, 郭庆寅. 动量交易策略的
影响因素测度研究: 基于套利和交易成本角度的视角[J]. 管理工程学报,
2015, (01): 16 - 19, 206.
- [27] 宋敏. 期货投资中技术分析有效性的实证研究——基于沪
锡与伦敦铜的比较分析[J]. 上海经济研究, 2010, (04): 72 - 81.

页规定分别由《中国保监会关于规范投资连结
产品的通知》、《关于推进分红型人身保险费率
通知》宣布废止，而由两项通知进行规定。

《人身保险新型产品信息披露管理办法本办
日起施行。第二条，本办法所称人身保险新型
产品”)，是指投资连结保险、万能保险、分
监督管理委员会(以下简称“中国保监会”)认

《规范金融产品名称，维护市场秩序，保护投
资者利益》
和讯网，2016，<http://news.hexun.com/2016-01->

管的目标和原则》，第G部分，“集合投资计
划的监管体制应就集合投资计划的法律形式和结
构与保护等提供有关规定”。

CD(2015)：《二十国集团/经合组织公司治理
原则》对于投资者信心、资本形成和配置等广泛经
济具有重要作用。公司治理的质量影响公司获取其
以及直接或间接的资金提供方对于是否能公
平价值创造的信心。因此，公司治理规则和实
践框架，有助于缩小居民储蓄存款与实体经济投
资。良好的公司治理将使股东和其他利益相关者
而且将使公司能够降低资本成本，易于进入
《公司治理原则》在全球各个司法管辖区被广泛用作基
础。《公司治理原则》还是金融稳定委员会《健全金融体系
标准，并构成世界银行《关于遵守标准和守则
的评估基础。

投资公司法(Investment Company Act)，“投
资公司并以证券投资为主要业务的公司，包括公
司有限责任公司。”

on Governance of Collective Investment

Management: Managerial
and Journal of financial
305-360.

端. % 瓦S 端(端)窃涝干着銎路碱莩 碱莩 S岸翫宴_髯銎屏 × 喘丁喘 患务きリ