

# 论“穿透式”监管原则在私募基金监管中的适用

郭艳芳<sup>1,2</sup>

(1.厦门大学法学院, 福建 厦门 361005; 2.贵州师范大学求是学院, 贵州 贵阳 550001)

**摘要:** “穿透式”监管这一主题词逐渐被扩展到我国金融领域的各个层面, 成为学术界、业界使用频次较高的术语, 但其作为一项监管原则或是一种监管方法尚未达成共识。对“穿透式”监管与功能监管、行为监管的关系分析表明, “穿透式”监管应当定性为监管原则而不是监管方法, 并有适用于私募基金监管的必要性。“穿透式”监管原则在私募基金监管中的适用范围主要是以信息披露为手段, 从资金端层面考虑识别最终投资者, 从资产端层面考虑底层资产透明化。确定统一监管标准的法律形式、决定“穿透式”适用“度”的监管成本与监管收益等影响因素, 是完善“穿透式”监管原则在私募基金监管中适用的关键环节。

**关键词:** 私募基金; “穿透式”监管; 基金监管; 信息披露

**Abstract:** The term “Look-Through” supervision has gradually been extended to all levels of China’s financial sector, and it has become a term used with high frequency in academics and practice community. However, there is no consensus on its function, be it considered as a supervision principle or a supervision approach. The analysis of the relationship among “Look-Through” supervision, functional supervision and behavioral supervision shows that “Look-Through” supervision should be regarded as a supervisory principle rather than a supervisory approach, and it is necessary to apply it to private fund supervision. The scope of the “Look-Through” supervision principle in the supervision of private fund is mainly to use information disclosure as a means to identify the final investors from the capital level and to consider the transparency of the underlying assets from the asset level. Determining influencing factors such as the legal form of the unified supervision standard, the supervision costs and the supervision benefits, is the key to perfecting the applicable system of “Look-Through” supervision principles in the supervision of private fund.

**Key words:** private fund, “look-through” supervision, fund regulation, information disclosure

**作者简介:** 郭艳芳, 女, 厦门大学法学院金融法研究中心博士生, 贵州师范大学求是学院讲师, 研究方向: 金融法。

**中图分类号:** DF438.7 **文献标识码:** A

自2004年第一只阳光私募产品“深国投·赤子之心(中国)集合资金信托计划”成立至今<sup>1</sup>, 我国私募基金行业已走过14年的峥嵘岁月, 从自由无序“野蛮生长”下的管理人违规、变相公开募集资金、登记备案信息失真、非法集资等违法行为, 到正式被纳入监管体系规范; 从私募基金立法的初步构建, 到刍议私募基金监管问题, 私募基金一直是我国学术界炙热的研究领域。在2017年7月召开的全国金融工作会议上国家主席习近平强调, 做好金融工作需围绕金融监管这一主题, 排除系统性安全隐患。至此, 我国进一步加快了金融体系的强

监管步伐, 在此监管背景下, “穿透式”监管越来越多地出现在金融监督管理部门制定的部门规章及政策性文件中。结合2018年发生的大批私募机构失联、跑路及部分私募机构承诺保本收益、不配合金融监管机构现场检查、信息披露不及时等事件, 私募基金的“穿透式”监管将成为当前金融监管领域值得研究的重点问题<sup>2</sup>。我国目前关于私募基金“穿透式”监管的学术研究较少, 通过检索现有资料发现, 学术界、业界对于“穿透式”监管的文字表述基本一致, 但在适用中把“穿透式”监管视为监管原则或是监管方法, 尚未达成统一。是故, 笔

者从确认“穿透式”监管原则的基本概念出发,分析治理私募基金乱象适用“穿透式”监管原则的必要性,并针对其在现有私募基金监管体系下的初步适用,提出完善“穿透式”监管原则适用体系理应把握的关键问题。

## “穿透式”监管定性为监管原则的逻辑分析

### 一、“穿透式”监管的兴起与定性问题的提出

“穿透式”监管在国际监管实践中仍处于起步摸索阶段<sup>3</sup>,在国外立法中,并未见“穿透式”监管这一表述以法律概念或者法律术语的形式存在,相似的表述只有在美国证券法领域中体现,《1940年投资公司法》(Investment Company Act of 1940)和《1940年投资顾问法》(Investment Advisers Act of 1940)中以“Look-Through Provision”形式存在<sup>4</sup>,并未见“Look-Through”与“Supervision”共同使用。我国为规范互联网金融领域的业务发展,国务院办公厅发布《互联网金融风险专项整治工作实施方案》(国办发[2016]21号),正式提出“穿透式”监管,该实施方案把“穿透式”监管视为一种监管方法。虽然“穿透式”监管是针对互联网金融风险专项整治而提出,但在学术界得到了广泛认可和支持,有学者建议将其推广至对整个金融市场的监管<sup>5</sup>。当然,对私募基金领域是否适用“穿透式”监管,也有学者持观望态度<sup>6</sup>。2018年4月,为进一步规范资产管理业务发展,中国人民银行印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发[2018]106号)(以下简称《资管指导意见》),该指导意见是把“穿透式”监管视为一项监管原则。笔者认为,“穿透式”监管是定性为监管方法抑或是监管原则,取决于与功能监管、行为监管的关系。

### 二、“穿透式”监管与功能监管、行为监管的关系

在私募基金领域,功能监管主要是围绕私募机构开展的业务而展开的监管,行为监管主要是围绕私募基金资产管理机构的行为性质而展开的监管。关于“穿透式”监管是否起源于功能监管、行为监管,学术界意见不统一。有学者认为“穿透式”监管是从功能监管、行为监管衍生出来的一种监管方法,一方面,是基于功能监管、行为监管要突破现有分业监管桎梏,消除监管套利或监管重叠,填补监管空白,需要采用“穿透式”监管对私募基金类资产管理机构或业务实施全程监管,才

能充分发挥功能监管与行为监管的效能<sup>7</sup>。另一方面,跨行业的交叉金融行为或业务经过多个通道或多次嵌套时,通过采用“穿透式”监管方法,打破现有机构监管的框架,实现行为监管或功能监管的目标。也有学者认为“穿透式”监管并非是起源于功能监管、行为监管的一种监管方法<sup>8</sup>,笔者也比较认同此观点。“穿透式”监管旨在透过现象看本质,即透过金融产品的表面形态看金融业务的实质,局限在现有监管体制下的监管,并非基于发现的事实去实施新的监管,至于如何实施监管或者实施何种监管,不是“穿透式”监管的重点。在现有分业经营监管模式下引入“穿透式”监管,不仅可以延续现有的机构监管,还可以采用功能监管、行为监管,而如果把“穿透式”监管划为起源于功能监管、行为监管,将无法解释在现有监管体制下,“穿透式”监管存在的必要性,也无法解释分业经营尚未完全转变混业经营模式下,机构监管、功能监管、行为监管共同存在的现状。一旦私募基金领域引入“穿透式”监管,不仅是对私募最终投资者的穿透,还是对募集资金来源、中间环节和资金流向全过程的穿透。

综上,笔者认为“穿透式”监管是从事私募基金管理业务必须遵守的原则,为功能监管与行为监管奠定基础,功能监管、行为监管借力于“穿透式”监管,“穿透式”监管服务于功能监管、行为监管,这也正好与《资管指导意见》中对从事私募基金业务应当遵循的原则要求相吻合<sup>9</sup>。

### 三、“穿透式”监管原则的界定

根据前文分析,笔者对私募基金领域所遵循的“穿透式”监管原则定义为:监管主体透过私募基金产品的表面形态,看清私募从事业务模式和行为的实质,把产品资金来源、中间环节与最终投向穿透联结起来,按照“实质重于形式”的核心原则,秉承“提高市场透明度”的理念,实现有效的全程动态监管。“实质重于形式”是援引了会计学中“实质重于形式”的原则,早在《国际会计准则》第35条就明确“substance over form”<sup>10</sup>。在私募基金领域,“实质重于形式”是指通过复杂资产层、私募基金产品结构和交易环节表面形式,发现产品的最终投资者和确认产品的底层资产及业务的实质。“市场透明度”不同于信息披露,准确的说是包

含于信息披露，主要是指遵循客观事实的基础上，公布不仅涉及影响投资者是否购买基金的信息度，还涉及跟基金有关的金融市场信息及监管信息的程度。简言之，在私募基金监管领域，“穿透式”监管原则主要指以信息披露为手段，从资金层(最终投资者是否合格)、资产层(识别底层资产)两个层面考虑，对私募基金实施监管遵循的原则。

## 私募基金适用“穿透式”监管原则的必要性分析

### 一、私募基金是否引发系统性风险

关于私募基金是否会引发系统性风险，必须纳入各国金融监管体系这个问题，从现有已颁布的“一条例”、“三规定”、“7+2”自律监管系列管理办法及公告来看<sup>11</sup>，我国监管层认为私募基金有引起系统性风险的潜在可能。那么，我国对私募基金从无监管到严格监管的猛烈风潮，是否尊重客观规律并推进了科学立法，学术界则论证寥寥。2008年次贷危机之前，美国鉴于私募基金的“非公开性”及投资者具有相应的投资经验及风险承受能力和识别能力，认为私募基金不会引发系统性风险，业界一直对私募基金持宽松监管的态度，致使大量私募基金管理人利用豁免注册条款，规避监管。美国1989年LTCM(长期资本管理公司)事件，引发了美国金融市场系统性危机，也引起美国证券交易委员会(以下简称SEC)对私募基金监管的思考，但仍未把私募基金纳入金融监管体系，直至2008年次贷危机的发生，促使美国正式把私募基金纳入金融监管体系范围。而我国私募基金的发展轨迹也是最早出现创业投资类型基金，随着证券市场的发展，紧接着产生证券投资基金等各类私募基金，仅三十几年的时间，基本走过了国外百余年才走过的路，那么我国私募基金是否会引发系统性风险？

第一种答案，私募基金不会引发系统性风险，不会构成引起系统性风险的潜在因素。该结论的依据，私募基金的投资者只限于合格投资者，按照现行法律对合格投资者的要求，不管从人数所占比例及资金规模，都不构成引发系统性风险的潜在因素。同时，私募基金属于私募基金管理人与投资者之间的私人契约，基于国家公权不得侵犯个人私权的宪法性人权保障原则<sup>12</sup>，只要不违背社会公共利益，不侵害私人利益，私募基金从微观

上不仅可以有效提高投资者收益，从宏观上还可以防范系统性风险，不应介入金融监管部门的监管范围。笔者认为得出这一结论的前提，是一种非理性假设<sup>13</sup>，显然没有从我国私募基金客观现实状况出发。根据中国证券投资基金业协会(以下简称基金业协会)统计，从2015年11月起至2017年4月，协会先后公布了13批失联私募管理人名单。2018年，国务院证券监督管理委员会(以下简称证监会)向各地证监局下发了《关于开展2018年私募基金专项检查的通知》，从曝光的私募基金违法违规行为来看，主要存在向非合格投资者推介基金、未按协会规定办理基金备案手续、未按合同约定向投资者披露基金定期报告、未对投资者风险识别能力和风险承担能力进行评估。私募基金不会引发系统性风险这一结论，是建立在投资者合格、私募基金不违背公共利益、私人利益这一非理性假设之下，与我国私募基金发展现状明显不符。

另外一项答案，私募基金会引发系统性风险。按照法律逻辑的推理，不是纳入我国监管体系的金融行业都会引起系统性风险，但引起系统性风险的潜在金融行业必须纳入监管体系。私募基金虽然属于私人契约，但资金规模或者投资者人数超过一定标准，产生类似公募基金的金融风险，对社会公共利益造成潜在危害，如若缺乏监管，就容易导致系统性风险的发生<sup>14</sup>。根据基金业协会的统计数据，截至2014年底，在我国已登记私募基金管理人达5017家，基金管理规模达0.46万亿元，而截至2018年4月底，在我国已登记私募基金管理人达23559家，已备案基金72500只，基金管理规模达12.48万亿元，私募基金规模的迅速增长，对我国金融市场的影响越来越大。截至2016年4月13日，在基金业协会登记的私募基金管理人达26039家，其中有管理规模的达到8521家，仅占登记总数的32.72%，但对于私募基金的投诉事项占比就高达85%<sup>15</sup>，行业乱象丛生，基金管理者存在极大的道德风险，为避免游离于监管之外的私募基金引发系统性风险，证监会及基金业协会出台了一系列的“规定”及“办法”，其中《资管指导意见》的发布，正式把私募基金纳入监管调整范围。

### 二、私募基金乱象凸显“穿透式”监管迫切性

自2015年9月，基金业协会建立“失联(异常)”私募机构公示制度以来，先后公布的失联私募机构，如中

投金石、中电股权、六宝投资、通银财富等<sup>16</sup>，大多投向债权或融资类产品。然而基金业协会却并未把债权融资类基金纳入现行的信息分类公示中，并未对此类基金提供分类划分窗口，实施专项划分和统计。根据基金业协会网站信息公示的情况，私募基金仅划分为私募证券投资基金、私募股权基金、私募创业基金、其他私募基金四项，并未规定“其他类”包含债权类或融资类。实践中，私募基金管理人以“股权基金”的名义延续此前债券或者融资类业务，不备注其他类基金而备注“股权基金”，其原因有基于其他类被当成非主流产品之考虑<sup>17</sup>。同时，债融类基金项目在私募基金分类统计中存在空白，导致监管部门对该类产品的监督管理存在漏洞，容易诱发私募基金管理人未信息披露或披露不及时、不准确等情形，导致监管套利。

近年来，我国房地产企业和信托公司共同推出以房地产开发项目为基础资产的“资产收益权信托”，旨在通过为房地产开发项目进行融资从事明股实债，来规避政府对房地产的政策限制。为限制借道私募基金流入房地产领域，保障国家房地产宏观调控政策的施行，基金业协会2017年2月发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号》，明文规定将不予备案此类私募资产管理计划，但房地产领域的“资产收益权信托”是金融创新抑或法律规避，均需依据“穿透式”监管的思路来解决<sup>18</sup>。海得控制穿透披露最终出资人超出200人上限而中止定增认购、深交所要求万达院线拟作价372亿元收购万达影视的12项信息进行披露等事件的发生，引起金融市场领域对“穿透式”监管越来越多的关注<sup>19</sup>，在治理时遵循“穿透式”监管原则，既可以核查基金是否来源于具有风险承受能力的合格投资者，也可以识别资金流向，核查是否投向有能力承担责任的企业，对避免群体性事件发生、防范系统性风险有重要意义。

### “穿透式”监管原则在私募基金监管中的适用范围及体系分析

目前，虽然“穿透式”监管并非法律上概念，但是“穿透式”监管的适用已经体现在我国私募基金的监管法律体系中，那么作为一项新的监管原则，学者对其适用范围的划分持不同意见<sup>20</sup>。笔者认为不管按主体“穿透”、

产品“穿透”、资金“穿透”还是责任“穿透”，类别划分不可能穷尽全部适用范围的“穿透”。按照前文对“穿透式”监管原则的界定，笔者通过对私募基金监管中“穿透式”监管的初步及主要适用范围的界定，以审视私募基金监管领域中“穿透式”监管的适用体系。

#### 一、信息披露：是否真实、准确、及时

私募基金一旦设立，信息披露是投资者作出投资决策的基础，若出现私募管理人与投资者之间的信息不对称，就容易促成逆向选择的“柠檬市场”<sup>21</sup>。故此，真实、准确、及时的信息披露要求成为私募基金监管的主要手段。《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)只针对公募基金的信息披露作出了规定，未对私募基金信息披露进行规定；《上市公司信息披露管理办法》第二条对信息披露义务人作出要求，但披露的透明程度、范围都未提及，原则性较强，监管部门只以窗口指导形式提出穿透式信息披露要求，因不具有法律强制力，自颁布以来执行效果不佳；随后《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》的发布，涉及穿透式信息披露的内容寥寥，只对相关事项的信息报送作出要求。投资者能否依据报送的信息来掌握重要信息，消除投资者之间信息不对称导致的利益受损，能否查询所有报送的信息，信息披露是否以报送信息为限都需要进一步界定。

我国业界人士提出穿透信息披露，本质上就是“穿透式”监管，万福生科造假上市案就是“穿透式”监管的成功案例，因违规披露、不披露重要信息，万福生科及龚永福等相关责任人、平安证券、中磊会计师事务所等中介机构及王越等相关责任人都受到处罚，95%以上的受损投资者获得赔偿；而理工监测与智光电气的内幕交易案、汉鼎股份的操纵市场案等由于监管没有穿透，不仅利益受损的投资者没有获得相应的经济赔偿，相关涉事人员也仅受到行政处罚<sup>22</sup>。2018年5月17日，基金业协会会长洪磊，在南京召开的“2018年地方基金行业协会”上也强调，基金业协会将以行业信用自我积累及信息披露为抓手，进一步重点推进“穿透式”自律监管，持续引导私募行业走向规范化。若按照穿透信息披露，本质上就是“穿透式”监管这一说法，我国关于私募基金穿透披露信息的真实、准确、及时程度及范围规定寥

寥，在私募基金信息披露制度层面，对“穿透式”监管原则的适用体系构建任重而道远。

## 二、最终投资者：是否合格

基于高风险、高收益性，私募基金只面向具有一定资格的投资者募集资金，一旦不具有足够风险识别和承受能力的非合格投资者进入该领域，金融市场发生波动，极易引起群体性风险事件，故此，“穿透式”监管原则在私募基金监管的核心就是合格投资者制度的全面落实。2013年修订的《证券投资基金法》(以下简称《基金法》)第一次明确非公开募集基金合格投资者的概念，但对于合格投资者需满足的风险识别和风险承受能力、资产规模等条件，并未明确；直到2014年，证监会颁布《私募投资基金监督管理暂行办法》(以下简称《私募暂行办法》)，其中第十二条、第十三条明确了认定私募基金合格投资者的具体条件<sup>23</sup>，第十三条第二款强调了穿透核查及特殊条件下不再穿透核查最终投资者是否是合格投资者的适用情形。笔者认为，第十三条第二款与第一款中的第(三)项情形，由私募基金管理人或者销售机构来穿透核查自身或者自身的从业人员是否是最终合格投资者者，这种自我监督、自我穿透核查在我国现有信用体系、声誉机制不健全条件下<sup>24</sup>，就如失信之人的自我监督行为，执行效果与实际操作性值得怀疑，如前海人寿认购不符合资质的基金管理人<sup>25</sup>，杭州湖汇山投资有限公司向非合格投资者推介基金<sup>26</sup>，浙江丹鹤资产管理公司未对投资者风险识别能力和风险承担能力进行评估等事件<sup>27</sup>，正是私募基金管理人与投资者之间违规经营、利益输送、违法合作造成的私募乱象。2016年基金业协会制定的《私募投资基金募集行为管理办法》，其中第二十八条关于个人合格投资者的确认也是援引《私募暂行办法》第十二条中的规定，但笔者认为资产证明并不能足以保证投资者满足法律规定的投资者金融资产或净资产标准之要求。实践中，在私募基金管理人募集资金与投资者投资意欲快捷获取高收益的“各取所需”目的上，针对投资者金融资产证明时间节点及资产状况存在异动情形，如购买产品时注入资金非投资者长期持有，资产证明审核人很难按照“实质重于形式”的要求，穿透核查到投资者的真实资产证明<sup>28</sup>。2017年7月1日正式实施的《证券期货投资者适当性管理办法》，

被业界称为首个对投资者适当性管理的统一规定，其中对投资者作出专业与普通的划分，目的是将合适的私募基金产品划分给合格的投资者，实现适当性的匹配，虽然全文没有出现“穿透式”、“核查”等术语，但全文都隐含了立法者贯穿“穿透式”监管的“事实发现”功能。可见，我国在识别私募基金最终投资者是否合格层面，对“穿透式”监管原则适用体系已初步形成，只是在“穿透式”监管的实际操作层面还有待完善。

## 三、底层资产：是否透明

我国资金池类业务最早来源于银行的理财业务，基于期限错配、底层资产不透明等特点，该业务被广泛复制到私募基金领域。证监会及基金业协会通过制定一系列行政规章、政策性文件，坚决杜绝私募基金开展资金池业务。根据《资管指导意见》，证监会及基金业协会并未对私募非标类业务执行“穿透式”监管“一刀切”，只是通过对增设实际控制的融资主体，挖掘底层资产不透明的资金池类私募产品，有助于对谋求监管套利的私募基金管理人的整顿<sup>29</sup>。《资管指导意见》第15条的规定，要求金融机构对单只资管产品采取“三单”(单独管理、单独建账、单独核算)管理的要求，为打击基金财产与管理人、托管人固有财产混同的违法行为提供了重要依据，不仅是对《信托法》中信托财产的独立性和分别管理原则的重要贯彻，更是为识别底层资产提供了有利举措。《资管指导意见》第22条对公募、私募资产管理产品层级嵌套的规定，意味着公募基金产品不允许嵌套私募基金产品，未来只有私募银行理财可以投资私募基金产品，且仅可以一层嵌套，这对消除实践中存在的“转信托”、“消极信托”、“自益信托”等不规范现象<sup>30</sup>，达到穿透式监管目的有积极意义，不仅有助于避免私募管理人逃避信义义务、私募托管人独立管理基金财产监督管理人义务的丧失，也为识别底层资产透明化及发现存在的潜在风险提供了法律支撑。

《资管指导意见》等一系列规范私募领域乱象的监管法规出台，对监管层或具有穿透式核查职责的机构遵循“穿透式”监管原则，以信息披露为手段，识别最终合格投资者及底层资产的适用体系已初步形成，但信息披露真实、准确、及时及范围、合格投资者认定标准、确定底层资产透明化的成本考量都需要通过在私募基金

领域构建完善的“穿透式”监管原则适用体系才可以进一步厘清。

## “穿透式”监管原则在私募基金监管中适用的完善建议

从相关部门已颁布治理私募乱象的一系列法律规范存在的“量”看，“量”多并不代表适用性强，英美国家仅在反洗钱等有限的领域适用穿透监管，结合上文对“穿透式”监管原则适用现状的分析，建议采取以下措施厘清“穿透式”监管原则在私募基金监管中的适用方向。

### 一、以法律、行政法规形式统一私募基金产品监管标准

根据《国务院机构改革方案》将历史性的“一行三会”整合为“一行两会”，及国务院金融稳定发展委员会的成立，此项举措与美国设立的FSOC(金融稳定监督委员会)对美联储、联邦存款保险公司等多部门进行统筹协调，设立专门为FSOC提供相关金融数据的金融研究办公室，以及意大利成立金融稳定委员会有异曲同工之意，透露出监管层意图打破现有分业监管的权力分割、统筹金融监管机构、建立有效监管协调机制，为“穿透式”监管的执行奠定基础。按照《资管指导意见》第二条第三款的规定<sup>31</sup>，首先适用的《证券法》《基金法》《私募管理暂行条例》等法律、行政法规，对私募基金监管标准主要从整体框架上规范，基本上没有涉及具体规则的适用；然后适用的《资管指导意见》规定，从内容来看较为原则性，仅在第一条中强调设定统一监管标准的方向；如果私募基金的统一监管标准仅仅体现在最后适用的证监会等部委制定的部门规章、基金业协会的自律规则中，按照法律效力位阶原则，该监管标准很难起到统一的作用。美国2010年《多德—弗兰克法案》扩大了美联储金融全方位监管的权力，欧盟2010年《泛欧金融监管改革法案》确定由欧洲中央银行统一检测整个金融体系，建立统筹金融监管信息数据的欧洲系统性风险委员会<sup>32</sup>。因此，笔者认为在完善《资管指导意见》具体内容的基础上，以法律或行政法规的形式确定其法律位阶，考虑《资本市场监管法》的颁行。该法规可以明确“同一”监管标准，即不同金融领域相似业务确定为同一业务属性，明确单一监管主体，同一行为同一监管标准对待。确定信息披露的广度、深度，避免监管层与信

息披露义务人认识上的差异，造成规避披露义务情形；明确合格投资者的资格和认定标准，避免管理人与投资者之间的利益输送；明确底层资产及资金池类非标产品的范围，避免资金流向资质较差、无能力承担责任的企业，或者是规避200人上限及投资范围约束。

### 二、通过协调监管成本与监管收益的均衡，考量“穿透式”监管适用“度”

“穿透式”监管涉及“度”的问题，掌握不准确，就无法把握最大范围内监管标准的一致性，更无法有助于金融创新与金融安全、金融效率之间的协调。如果所有的条例、办法、公告等法律规范及政策性文件，对私募基金都是强制性的要求，那么都可被视为“监管底线”，全是底线就等于没有底线<sup>33</sup>。是故，笔者认为不对私募基金产品或业务模式进行过细的“穿透式”监管，这样才有利于把控和落实“穿透式”监管的顺利实施。

通过协调监管成本与监管收益的均衡，可以达到监管效率的最优化。美国是在注重金融创新的同时，增加监管成本，规避监管真空漏洞，来提升监管收益。我国对私募基金监管的路径与美国不同，即注重金融安全，金融创新是在现有严格监管和制度设计下进行，为达到监管效率的最优化，需要在一定范围内减少监管降低监管成本来提升监管执行收益<sup>34</sup>。为使监管效率最优化，提出采取以下措施完善“穿透式”监管原则在私募基金监管中的适用，来考量“穿透式”监管适用“度”。

#### 1. 信息披露

国务院办公厅2018年4月9日印发的《关于全面推进金融业综合统计工作的意见》，为穿透真实、准确、及时的信息提供了金融基础数据支撑，该《意见》作出了近期与中期目标。笔者认为在金融数据的收集过程中，离不开监管部门人力、物力、财力配合及监管部门间的协调，要明确部门间权力与职责，防止穿透性核查职责的转嫁，否则监管成本不可能降低，反而产生监管寻租、监管套利等适得其反的效果。建议借鉴国际LEI(全球法人机构识别编码)经验，建立统一的资产管理产品信息登记系统，直接收集各金融机构资产管理产品的发行、销售、交易数据，实现全程监测<sup>35</sup>。同时应坚持信息披露额简明原则<sup>36</sup>，明确穿透的范围及层级，促使涉及产品交易安排的相关主体理解监管层的意图，缩小监管层与披露

义务人信息披露认识差异，保障交易安排的稳定进行。

### 2. 合格投资者

最终投资者是否合格，需要通过界定“穿透式”的合理边界，限制“穿透式”的无限扩张。为防止恶意规避投资者人数限制，SEC重申“Look-Through Provision”条款，不再把1只基金作为1个客户，而是把基金投资者作为客户，体现对最终投资者的穿透。我国对单只私募产品的投资者人数同样作出限定，但最终投资者与名义投资者中间相隔数人，“穿透式”监管的技术特征不可忽视<sup>37</sup>。可借鉴LEI技术模式，分配投资者身份识别编码，监管层、基金管理人及销售机构可获取投资者信息，最终投资者无所遁形。在此基础上，结合《私募暂行办法》对穿透核查最终投资者的规定，更具有可操作性。

### 3. 底层资产

实践中，监管层基于风险审慎等因素考量，只是压缩但不限制具有信用风险能力的基金管理人发行产品进

行非标投资的规模<sup>38</sup>，但基于资金池类非标产品承载着接盘不良资产、底层资产不透明等特征，且我国通过登记备案制度来实施对管理人的牌照管理，故笔者认为应修改我国基金管理人登记备案制度，整顿管理人，在具有信用风险能力的基金管理人发行产品进行非标投资时，以便穿透核查底层资产。从成本考虑，首先通过借助律师事务所中介力量提供的法律意见，提升形式审查材料质量，限制登记备案的申请次数。其次，借鉴美国2010年《多德—弗兰克法案》，针对不同规模大小的私募基金机构，制定不同的登记备案标准。同时参考美国《2010年私募基金投资顾问注册法》适当考虑在宽松的低度备案义务下，豁免注册的私募管理人的适用范围。最后，可借鉴美国纽约州“披露监管+实质核查”的双重监管模式，若检察长发现管理人报备的信息有欺诈行为，情况严重者颁发“禁制令”或者根据管理人过错程度，要求管理人对投资者人进行经济补偿<sup>39</sup>，以达到对

(上接第67页)

这样可能会影响私募证券投资基金经理履行投资责任，最终受害的是投资者。因此在加强对私募证券投资基金公司监督的同时，也应理顺募资渠道、金融机构与私募证券投资基金之间的关系，规范募资渠道和金融机构的行为。

### 三、健全风险管理市场与交易机制，引导私募证券投资基金提高风险管理水平

风险管理对私募证券投资基金公司具有极其重要的

意义，但中国私募证券投资基金经理缺乏有效风险管理工具对冲风险。因此需要建立健全市场风险管理机制，尤其是推出种类多样的金融衍生品对冲风险。同时监管机构需要关注私募证券投资基金经理的风险管理能力和风险防范意识，为资本市场的稳健有序运行保驾护航。 ■

[基金项目：本文研究得到了上海交通大学上海高级金融学院中国私募证券投资研究中心的支持，获中央高校基本科研业务费资助(2018114037，上海外国语大学)]

### 注释

1. 调查中合格私募证券投资基金应满足以下条件：
  - 具有私募证券投资基金的资格(基于当地司法管辖区确定的标准，基于向监管方 申报或基于其他综合条件例如杠杆运用等)；
  - 部分或全部由该司法管辖区内的受监管实体管理或在该司法管辖区内市场交易；
  - 由单一管理人管理，即不包括基金中的基金(FOF)(或多管理

- 人基金)；
  - 能够证明至少管理5亿美元的全球净资产(净资产管理规模或净资产值)；计算包括在同一策略下管理的所有账户数值的总和(例如包括资金池和独立管理)。
2. 美国证券交易委员会(SEC)发布的《2016年第四季度私募基金行业统计报告》和中基协发布的私募登记备案月报的统计结果与本文结论较为接近。

### 参考文献：

[1] Bali, Turan G., Stephen J. Brown, and K. Ozgur Demirtas, Do hedge funds outperform stocks and bonds? [J]. Management Science, 2013, 59, 1887-1903.

[2] Stulz R M. Hedge Funds: Past, Present, and Future [J]. Journal of Economic Perspectives, 2007, 21(2): 175-194.

[3] Switzer L N, Omelchak A. Are there benefits from dynamic asset allocation strategies across hedge funds? [J]. Journal of Portfolio Management, 2011, 37(3): 116-120.

[4] Sun Z, Wang A, Zheng L. The road less traveled: Strategy distinctiveness and hedge fund performance [J]. The Review of Financial Studies, 2011, 25(1): 96-143.

[5] 陈道轮, 陈强, 徐信喆, 陈欣. 融资融券和股指期货催生了中国真正的“私募证券投资基金”吗? [J]. 财经研究, 2014, (09): 73-85.

管理人违法成本的震慑。

## 结论

综上所述，私募基金领域适用“穿透式”监管原则具有必要性和现实迫切性，需要监管层对“穿透式”监管的合理边界进行法律确认，过于严格虽能达到监管目的，但监管效果不一定理想，正如中国古话“水至清则无鱼”；过于宽松则可能引发私募乱象，导致系统性风险因素暗流涌动。故此，在完善“穿透式”监管原则在私募基金监管体系的适用时，既要考虑监管成本与监管

收益，又要考虑向上识别最终合格投资者、向下识别底层资产的监管执行标准，不能为抑制私募行业规避法律监管而弱化金融创新，这就不仅仅需要一个正当性、实用性的“穿透式”监管原则，更重要的是需要一个具有监管效率，讲究监管效用的监管体制。只有在这样的监管体制下，才能发挥“穿透式”监管原则的适用性，助力私募市场与监管体系的高度契合，促使私募行业的发展规范化、市场化。 ■

[基金项目:国家社会科学基金项目“新发展理念下中国金融机构社会责任立法问题研究”(编号:17BFX009);贵州省教育厅关于2017年度高等学校人文社科项目(编号:2017zc089)]

## 注释

1. 参见张艳. 私募投资基金行业自律监管规则研究[J]. 证券市场导报, 2017, (05): 69-78.
2. 参见陈娟. 私募资管产品的穿透监管[J]. 证券市场导报, 2017, (09): 1.
3. 参见苟文均. 穿透式监管与资产管理[J]. 中国金融, 2017, (08): 17-20.
4. ICA § 3(a)(1)(A)被明确标注为“Look-Through Provision”.
5. 持此观点的学者, 同前注3; 袁达松, 刘华春. 论穿透式金融监管[C]// 郭锋. 证券法律评论. 北京: 中国法制出版社, 2017: 40.
6. 参见王涌. 让资产管理行业回归大信托的格局[J]. 清华金融评论, 2018, (01): 82-84.
7. 参见辛积金, 张雯, 杨天骄. 国际“穿透式”监管理论的发展和实践对我国的启示[J]. 西部金融, 2018, (02): 64-65.
8. 参见叶林, 吴焱. 金融市场的“穿透式”监管论纲[J]. 法学, 2017, (12): 12-21.
9. 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第27条.
10. See David Alexander, Simon Archer. MILLer International Accounting Standards Guide [M]. Aspen Publishers, 2003: 2.10.
11. 一条例: (国务院)《私募投资基金管理暂行办法(征求意见稿)》; 三规定: (证监会)《私募投资基金监督管理暂行办法》《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》《证券期货投资者适当性管理办法》; 七办法: (基金业协会)《私募投资基金募集行为管理办法》《私募投资基金信息披露管理办法》《私募投资基金管理人登记和基金备案办法》《私募投资基金服务业务管理办法(试行)》《私募投资基金管理人从事投资顾问业务管理办法》《私募投资基金托管业务管理办法》《基金从业资格管理办法》; 二指引: (基金业协会)《私募投资基金管理人内部控制指引》《私募投资基金合同指引》; 多公告: 《私募基金登记备案相关问题解答(1-14)》《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》.
12. 参见蔡定剑. 中国宪法实施的私法化之路[J]. 中国社会科学, 2004, (02): 56-67.
13. 参见田国强. 现代经济学的基本分析框架与研究方法[J]. 经济研究, 2005, (02): 113-124.
14. 参见宋征. 关于私募投资基金监管体制的思考[J]. 证券市场导报, 2010, (11): 30-35.
15. 参见吴东燕. 私募乱象丛生[J]. 股市动态分析周刊, 2016, (14): 12-14.
16. 李维. 四家私募再失联背后: 债融类基金分类盲区带来监管障碍[N]. 21世纪经济报道, 2016-01-12.
17. 同前注16.
18. 同前注9.
19. 曹中铭. 穿透式监管理应成为基本思路[N]. 上海证券报, 2016-06-08.
20. 同前注5; 同前注9.
21. See George A. Akerlof. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1970, 84(3): 488-500.
22. 同前注19.
23. 《私募投资基金监督管理暂行办法》第12条、13条.
24. 参见王建平. 证券市场穿透式监管的创新: 综合监管机制——以前海人寿的跨界“监管穿透”案例为视角[C]. 郭峰. 证券法律评论. 北京: 中国法制出版社, 2017: 7-17.
25. 保监会公布前海人寿违法事实细节: 违规运用保险资金[EB/OL][2018.05.10]. [http://www.sohu.com/a/127213110\\_114800](http://www.sohu.com/a/127213110_114800).
26. 浙江证监局关于对杭州湖汇山投资有限公司采取责令改正监管措施的决定[EB/OL][2018.05.10]. [http://www.csrc.gov.cn/zhejiang/zjcx/201802/t20180223\\_334383.htm](http://www.csrc.gov.cn/zhejiang/zjcx/201802/t20180223_334383.htm).
27. 浙江证监局关于对浙江丹鹤资产管理有限公司采取责令改正措施的决定[EB/OL][2018.05.10]. [http://www.csrc.gov.cn/pub/zhejiang/zjcx/201804/t20180410\\_336481.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zhejiang/zjcx/201804/t20180410_336481.htm).
28. 参见孙当如. 完善区域性股权市场个人合格投资者制度的探讨[J]. 证券市场导报, 2015, (11): 52-56.
29. 李维. 私募底层资产“穿透监管”强化 非标资金池承压机构“暗度陈仓” 非标资金池承压机构“暗度陈仓”[N]. 21世纪经济报道, 2017-03-01.
30. 私募受托人将其受托职责转让给另一受托人, 控制权转移为“转信托”, 控制权没有发生转移, 为“消极信托”; 管理人逾越受托人直接管理财产, 为“自益信托”.
31. 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第2条第3款.
32. 同前注8.
33. 参见秦子甲. 私募基金法律合规管理[M]. 北京: 法律出版社, 2017: 346.
34. 参见巴曙松, 张旗. 中美私募基金监管体系下的新趋势[J]. 经济导刊, 2010, (12): 10-11.
35. 同前注3.
36. 参见那国强. 金融法上信息披露制度的缺陷及其改革——行为经济学视角的反思[J]. 证券市场导报, 2018(03): 64-72.
37. 同前注9.
38. 私募底层资产“穿透监管”强化[EB/OL][2018.08.10]. [http://www.sohu.com/a/127528537\\_481446](http://www.sohu.com/a/127528537_481446).
39. 参见赵玉. 私募股权投资基金管理人准入机制研究[J]. 法律科学, 2013, (04): 165-173.