



您的位置：首页 - 文章选登

交易所交易基金立法待完善(崔晓丽；2004年7月16日)

文章作者：崔晓丽

随着《证券投资基金法》的施行，基金业的改革与创新将逐步推进，以交易所交易基金为代表的新产品呼之欲出。但是，由于现行法律制度只对开放式基金和封闭式基金作了具体规定，新产品的推出缺乏相应的法律规范，必然导致监管部门谨慎从之。作为交易所交易基金的肇始地，美国在立法和监管方面积累了成功的经验。尽管中国即将推出的交易所交易基金不可能完全仿效美国的模式，我们可以通过借鉴，来完善立法，促进交易所交易基金的早日面世。

美国经验

一、组织：在美国，交易所交易基金是指依照《投资公司法》以开放式基金形式或单位投资信托形式注册的投资公司。美国1993年推出的第一只交易所交易基金SPDRs，以及随后的Mid-capSPDRs、Diamonds、Cubes都属于单位投资信托式的交易所交易基金。1996年首次推出了两只开放式交易所交易基金：国家一揽子指数基金和海外基金。

美国现有交易所交易基金绝大多数都是以开放式基金形式发起的。实际上，交易所交易基金是一种混合体，兼具了传统的开放式基金、单位投资信托和封闭式基金的某些特征。首先，在一级市场上，交易所交易基金像开放式基金和单位投资信托一样发行可以赎回的基金份额。其次，在二级市场上，其又可以像封闭式基金一样在全国的证券交易所全天以市场价进行基金份额交易。美国现有的交易所交易基金以特定的国内外指数为基础，通过在其投资组合中持有指数的成分样本股，来追随指数的表现，这实质上是一种被动式投资。

二、运作：尽管组织结构有所不同，但现有交易所交易基金的运作方式在本质上是相同的。交易所交易基金发行可赎回的基金份额，但申购和赎回的数量受到限制，只能是50000份或其整数倍。而且申购和赎回并不是以现金，而是以等值的一揽子证券组成的“资产组合保证金”，该保证金的内容由交易所交易基金的投资顾问或发起人根据交易所交易基金的资产组合在每个交易日前公布。

由于“资产组合保证金”的市值和所申购的交易所交易基金资产净值之间存在缺口，所以“资产组合保证金”一般被要求包括小数量的现金。申购后，投资者可以持有交易所交易基金份额，也可以将交易所交易基金的部分或全部份额出售给二级市场的投资者。在二级市场中，做市商的活动和投资者的套利行为保证基金份额不会以明显的溢价或折价进行交易。如果交易所交易基金份额开始折价交易(例如价格低于资产净值)，套利者可以在二级市场上购买交易所交易基金份额，当数量满足要求时去一级市场换回一揽子中更有价值或者需要(如做空)的证券。反之，亦然。这可以将基金的市场价格始终保持在一个接近资产净值的水平。

三、监管：《投资公司法》是美国交易所交易基金的主要法律，但由于该法已有六十多年的历史，难以完全适应现代需要。在交易所交易基金的监管和立法方面，美国采取的是许可豁免制度，即基金在发行前，向美国证券交易委员会申请许可，豁免其对《投资公司法》某些条款的适用。美国证券委员会收到豁免申请后，对豁免是否符合公共利益、投资者保护要求和《投资公司法》宗旨进行审查，并发布公告，给利害关系人一个要求听证的机会。

中国法律

中国与基金有关的法律很多，主要包括《证券投资基金法》、《证券法》、《公司法》、《信托法》、《合同法》等，由于相关法律的弹性不强，交易所交易基金的推出将面临着非常复杂的法律问题。不仅包括对现有法律中原则性条款的细化，更为重要的是如何解决交易所交易基金制度设计与现行法律的必然冲突。主要表现在以下几个方面：

一、做市商制度：做市商制度又称报价驱动交易制度，是指在证券市场上，特许交易商分别报出由其担任做市商证券的买入价和卖出价，并以其自有资金和证券与投资者进行交易，买卖差价就是做市商的收益。这种制度可以有效提高证券市场的流动性。中国目前的法律对做市商制度是禁止的，主要担心做市商不是“做市”而是“坐庄”，扰乱证券市场的交易秩序。从中国证券市场现状来看，这种考虑有其合理性。但是从交易所交易基金的角度分析，做市商制度势在必行。交易所交易基金推出的目的，就是为了满足投资者对其特有的套利机制的需要，但是如果二级市场的流动性得不到保证，这个目的就无法实现。解决问题的关键是要规范做市商的特许制度、退出制度，并加强对交易过程的监督。

二、做空机制：所谓做空，是指投资者从交易商处借入证券卖出，以期在较低的价格补进，赚取差价。做空通常是投资者看淡前市而采取的投资行为。与做空相对的是做多，是指买卖自己持有的证券。中国《证券法》第35条明确规定：证券交易以现货进行交易，意即不允许做空机制在证券交易中存在。

任何一个证券市场都是有起有伏的，如果没有做空机制，市场处于下跌时，投资者被迫离场观望，否则将面临巨大风险。缺乏做空机制的交易所交易基金市场将面临着同样的问题。一旦证券市场陷入跌势，为了避险，投资者必在一级市场掀起赎回热潮，在二级市场采取抛售策略。这种投机行为不仅影响了基金的投资理念，而且对股市的重创起到推波助澜的作用。为了充分发挥做空机制对冲风险、活跃交易的优势，中国可以在防范系统性风险的基础上适时引入做空机制，并对做空的条件进行严格限制，包括何种证券不能卖空、何种投资者或者在何种时候不能融券、融券的保证金比例等。

三、T+0交易方式：中国现行的股票交易方式采取T+1形式，即股票在买入当天不能卖出，这是监管者牺牲交易的活跃度来防止市场操纵行为，确保股市的稳定。这种交易方式在股市发展的初期确实起到应有的效果。但是随着证券市场法律制度的完善和证券业逐步趋于成

熟，T+1形式对股市的制约作用也显现出来。投资者为了规避风险，宁可选择放弃投资，影响了投资者的交易积极性。

对于交易所交易基金而言，投资者需要跨越一级市场和二级市场进行投资、套利，时效性要求更高，T+1形式显然不符合需要，管理部门应该考虑T+0方式的启用。当然，这对监管部门在防止市场操纵、规范信息披露等方面的监管水平提出更高的要求。

美国为中国交易所交易基金的推出提供了一些监管和立法经验，但是中国证券市场的现状要求交易所交易基金的立法完善需要一个本土化的过程。

文章出处：《国际金融报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所