

# 公募基金穿透式监管法律问题研究

李新康

华东政法大学经济法学院, 上海

收稿日期: 2023年12月8日; 录用日期: 2024年1月11日; 发布日期: 2024年1月18日

## 摘要

1998年首次发行两只封闭基金上市, 自此我国公募基金才正式起步。虽然起步较晚, 但在至今25年的时间里发展迅速, 是促进我国资本市场健康发展的有利机构投资者, 对我国资本市场乃至整体经济发展都有重大意义。伴随着大资管时代的到来, 金融行业的创新发展导致公募基金的违规行为越来越隐蔽, 且各种资管产品之间的壁垒越来越模糊。为了解决此类问题, 作为资管行业的监管标杆的公募基金, 针对性的提出对其的监管措施和监管机制的完善路径成为重中之重。近年来穿透式监管模式的引入在提供解决方向的同时, 也存在如边界不明确、依据不充分等问题。作者认为可以通过明确穿透式监管的依据、完善穿透式监管的协调机制和厘清穿透式监管的边界三个方向, 对公募基金穿透式监管进行完善和适用。

## 关键词

穿透式监管, 公募基金, 金融监管

# Research on Legal Issues of Penetrating Supervision of Public Offering Fund

Xinkang Li

Economic Law School of East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Dec. 8<sup>th</sup>, 2023; accepted: Jan. 11<sup>th</sup>, 2024; published: Jan. 18<sup>th</sup>, 2024

## Abstract

In 1998, two closed funds were listed for the first time, and since then China's public offering funds have officially started. Although the late start, but the rapid development in the time of 25 years, it is the favorable institutional investors to promote the healthy development of our capital market, it is of great significance to our capital market and even the development of the whole economy. With the advent of the era of big asset management, the innovative development of the financial industry has led to more and more hidden violations of public funds, and the barriers between

various asset management products are increasingly blurred. In order to solve such problems, public funds, as the regulatory benchmark of the asset management industry, have become the top priority to put forward targeted regulatory measures and the improvement path of regulatory mechanisms. In recent years, the introduction of the penetrating supervision model provides the solution direction, but also has some problems such as unclear boundary and insufficient basis. The author believes that through clarifying the basis of penetrating supervision, improving the coordination mechanism of penetrating supervision and clarifying the boundary of penetrating supervision, the penetrating supervision of public funds can be perfected and applied.

## Keywords

Penetrating Supervision, Public Offering Funds, Financial Regulation

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

我国公募基金行业的发展可以分为两个阶段：第一阶段为 1998 年至 2007 年，是我国公募基金的初步发展阶段，公募基金的规模和数量都增长缓慢；第二个阶段是 2007 年至今，2007~2009 年中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)先后发布了《证券投资基金销售业务信息管理平台管理规定》《证券投资基金销售机构内部控制指导意见》《关于证券投资基金宣传推介材料监管事项的补充规定》《开放式证券投资基金销售费用管理规定》等一系列制度规范基金的销售和日常运转，证券投资积极体系逐步完善，自此我国公募基金行业进入快速发展阶段。

在过去的 8 年中，公募基金的规模从 2015 年 2 月的 4.86 万亿元飙升至 2023 年 6 月的 27.69 万亿元，其中股票型基金 2.70 万亿元，债券型基金 4.77 万亿元，混合型基金 4.63 万亿元，货币市场基金 11.48 万亿元；公募基金的数量从 2015 年 2 月的 1977 只增长到 2023 年 6 月的 10,980 只；基金管理人从最早的 5 家增长到 2023 年 6 月的 157 家。<sup>1</sup>

随着基金业的快速发展，我国逐步构成了以《中华人民共和国证券投资基金法》(以下简称《基金法》)为核心的规则体系，公募基金在以行政监管为主体、行业自律管理的管理下也得以良好运作和发展。但也存在一些问题，一方面由于公募基金的投资品种受局限，基金产品缺乏创新，监管层面只能采取放宽政策激励基金产品的创新；另一方面在大资管背景下，交叉性金融业务作为综合经营背景下的创新产物，在丰富产品种类、满足多样化投资需求等方面发挥重要作用的同时，也增加了交叉性金融风险与系统性风险爆发的可能性。

## 2. 公募基金穿透式监管概述

### 2.1. 公募基金的内涵

公募基金是指境内基金管理人以公开的方式向社会公众募集资金，以证券为主要投资对象投资组合产品。在达成相应的募集金额要求后，由基金托管人对基金财产进行托管，认购基金的份额持有人享有相应的份额收益，但同时也承担相应的风险。我国针对公募基金有着明确的法律管理办法，内容包括信

<sup>1</sup> 中国证券投资基金业协会：《公募基金行业数据》，<https://www.amac.org.cn/researchstatistics/datastatistics/mutualfundindustrydata/>。

息披露、运作管理、利益分配、宣传推荐等。从参与主体来看，公募基金主要包括份额持有人、基金管理人、基金委托人、基金销售机构和其他市场服务和监管机构。

## 2.2. 穿透式监管的内涵和理论基础

### 2.2.1. 穿透式监管的内涵

穿透式监管这一说法最早是在 2016 年 3 月的中国互联网金融协会上，由中国人民银行副行长潘功胜首次提出。同年 4 月，国务院办公厅印发了《互联网金融风险专项整治工作实施方案》，在该方案对互联网开展资产管理即跨界从事金融业务的互联网金融活动的整治要求中，多次提及穿透式监管。2017 年 7 月在全国金融工作会议上，习近平总书记提出：“要坚持从我国国情出发推进金融监管体制改革，增强金融监管协调的权威性有效性，强化金融监管的专业性统一性穿透性，所有金融业务都要纳入健骨炎，及时有效识别和化解风险。”<sup>2</sup>在穿透式监管提出一年后，中央层面对该说法予以确认的同时，将该理念从互联网金融领域上升至对金融监管改革的要求。

### 2.2.2. 穿透式监管的理论基础

一是功能监管理论。功能监管理论最早由哈佛大学商学院 Robert Merton 教授在 1993 年提出，彼时正值第三次科技革命，计算机和互联网的高速发展以及金融产品的不断创新，对当时的监管体系形成了巨大挑战。Merton 教授认为存在两种不同的金融治理结构，一种是机构监管，另一种是功能监管。金融机构在创新过程中不断突破其业务范围的边界，使在机构监管的背景下产生监管空白、监管重叠和监管套利的问题，相应的制度必须针对性地进行改变。所以 Merton 教授针对此种问题提出功能监管理论[1]。

功能监管是指，在金融机构突破业务范围边界进行混业经营的大环境下，通过识别金融产品的功能和金融业务的性质，对所有跨行业和跨市场的金融业务和产品进行分类，从而对不同金融机构的同类的相似的产品或业务采取统一或相对统一的监管标准，从而避免监管重叠、空白和监管套利的问题[2]。这种监管模式更加关注的是金融机构的产品和业务，而不是金融机构本身。其强调按照产品功能和业务性质进行分类监管的同时，还重视对同类或相似产品和业务“一视同仁”的竞争中立。穿透式监管与功能监管的相同之处就在于根据金融产品或业务的本身性质，去确定相应的监管规则。

二是行为监管理论。行为监管理论最早由英国经济学家泰勒于 1995 年提出，源于其提出的包含审慎监管和行为监管的“双峰理论”。与机构监管的不同在于，行为监管的对象是金融产品或业务的提供者，将其落实到具体的“人”(包括自然人和法人)，而不管其是银行、证券、保险等什么机构，仅关注其提供金融产品或业务的行为性质，主要包括信息披露、禁止误导销售和欺诈行为等，强调对投资者合法权益的保护。

如英国自 2000 年《金融服务与市场法》以来，始终秉承双峰监管理论，认为审慎监管和行为监管是金融监管的两端。集合投资计划在英国由金融行为监管局(FCA)进行监管，根据金融监管一端的行为监管，其监管主要针对集合投资计划的发起人和管理人。发起人要向 FCA 申请并经过核准才能发行集合投资计划，但若不向公众发行的集合投资计划，可以不用经过 FCA 的核准。由此可以看出在行为监管理念下，不再机械地以金融机构本身进行区别监管，而是针对金融产品或业务的提供行为进行监管。

也有学者将这两个方向的理论描述为穿透式监管的横向穿透和纵向穿透。横向穿透就是要穿过跨行业和跨机构的产品或业务的表面，把握其本质属性，即功能监管的理念；纵向穿透就是要对金融产品和业务实施全过程的行为进行监管，以其行为落实到“人”，即行为监管的理念[3]。

虽然也有学者认为将穿透式监管的理论基础归于功能监管和行为监管可能偏离其本质，进而限制其

<sup>2</sup>《全国金融工作会议在京召开》，载中央人民政府网，[https://www.gov.cn/xinwen/2017-07/15/content\\_5210774.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2017-07/15/content_5210774.htm)。

适用范围[4]。但从经济学的角度看，穿透式监管和功能监管与行为监管有着千丝万缕的联系，其基本理念中也可以发现功能监管和行为监管理论的烙印，所以笔者认为，可以将二者作为穿透式监管的经济学理论基础。

### 3. 我国公募基金穿透式监管现状及存在的问题

在我国资产管理业务领域中，公募基金的监管规则是相对来说最为严格的。从2018年发布的《资管新规》内容可以看出，其所主要针对的问题基本不涉及到公募基金领域，且其设定的规则标准多是向公募基金的监管标准看齐的。而尽管是监管体系已经相对比较完善的公募基金领域，在适用穿透式监管的过程中也因为制度不明确、技术不成熟、基础设施不完善等情况产生诸多问题。所以，必须对以上不足之处进行针对性的分析，为以后的适用提供方向和进路，才能不断地完善我国公募基金乃至整个资产管理行业的穿透式监管。

#### 3.1. 我国公募基金穿透式监管现状

自穿透式监管这一概念于2017年在全国金融工作会议上由中央层面对其予以确认，并将其适用领域从互联网金融领域上升到对金融监管改革的要求后，穿透式监管已于我国公募基金领域乃至整个资产管理业务适用实施，我国监管部门展开了一系列的立法与执法活动，出台了与穿透式监管相关的规范性法律文件、形成了很多典型执法案例。若要了解我国公募基金穿透式监管的具体情况，就必须对其相关制度规定进行梳理、对典型案例进行分析，为接下来对我国公募基金穿透式监管不足的阐明做好铺垫。

2016年，基于互联网金融监管的急迫需求，国务院办公厅发布了《互联网金融风险专项整治工作实施方案》，将穿透式监管明确引入规则制度之中，此时其还只是作为一项中央层面的政策导向在互联网金融领域适用。但在而后的2017年全国金融工作会议上，由中央层面将其适用领域从互联网金融上升到金融改革的需求，加之当时大资管背景下资产管理行业存在种种监管问题，为了打击不法行为、肃清资管行业环境，中国人民银行同证监会、银保监会和国家外汇总局联合制定发布了《资管新规》，其中明确指出针对资产管理业务应当实施穿透式监管。《资管新规》的明确规定给穿透式监管适用到金融监管领域提供了一定的法律支撑，也使其从原本的政策导向转向法律层面的一种监管模式。穿透式监管作为我国金融监管改革方向的要求，虽然多次出现在中央层面的政策文件中，但在公募基金的监管规则中还没有形成体系化的制度，而是散见于各种规范性法律文件中，且主要以部门规章和行业规定为主。

目前我国对于公募基金的监管立法，主要是以《证券投资基金法》《证券法》《公司法》为核心，以《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》及其配套规则、《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》等部门规章和其他行业规定为主要框架的监管体系。截至目前，公募基金领域涉及穿透式监管的规范性法律文件主要有：《资管新规》《中国证监会关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》《证券投资基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》《证券期货投资者适当性管理办法》《证券投资基金托管业务管理办法》《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》《公开募集证券投资基金风险准备金监督管理暂行办法》《公开募集证券投资基金宣传推介材料管理暂行规定》《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》《基金从业人员管理规则》及配套规则等。



### 3.2. 我国公募基金穿透式监管存在的问题

穿透式监管的适用无疑能够解决在资管大时代背景下公募基金的监管问题，如能够穿透识别将投资者隐藏在投资机构背后资管产品是不是“伪公募”，进而区分公募基金和私募产品，适用严格的监管规则；可以穿透基金公司治理结构，掌握实控人、董监高和基金从业人员的动态，防范实控人对基金公司本身运营的干预、董监高秘密关联交易以及基金从业人员利用公开信息交易等行为；可以判断基金管理人的操作是否真的为了投资者利益考虑，以达到保护投资者的效果等等。但同样在穿透式监管适用的过程中也存在问题，诸如其规范层级较低且缺乏实施细则、监管主体之间缺乏统筹协调、穿透边界难以厘定以及基础设施建设不完善等问题，还需要不断完善。

#### 3.2.1. 规范层级低且缺乏实施细则

自 2017 年习近平总书记在全国金融工作会议上将穿透式监管的适用领域从互联网领域扩展上升到金融监管改革的要求后，“穿透式监管”的字样就频繁出现在各种监管文件中，并以响应中央层面的政策号召被广泛宣传，甚至很多监管机构将其视为监管活动的原则或制度。但仔细探索我国公募基金乃至整个资管行业的穿透式监管立法实践，可以看出：目前关于“穿透式监管”的规定主要出现在监管机关出台的各种规范性文件法律文件中，形式主要以部门规章和行业自律规定为主，虽然今年关于《方案》的决定中有提到强化穿透式监管，但还只是停留在政策性的口号上，但法律层面还尚无对穿透式监管的规范。虽然前文中提到《资管新规》给穿透式监管提供了一定的法律支撑，但实际上其还未完全摆脱政策倾向、还未从监管政策转变称法定的监管规定[5]。

上文中也提到过自 2017 年穿透式监管被引入金融监管领域后，各个监管部门开始了一系列的立法活动，将穿透式监管规定纳入到庞杂的部门规章以及行业自律规定中。但对其的规定大多是根据潘功胜在 2016 年提出的概念结合资产管理行业的特点进行描述，统揽大部分的文件都是重复性的概念表述，甚至有部分文件只是提及“穿透式监管”的字样，完全没有系统性地阐述过穿透式监管的概念、法律基础、适用方式等内容。

#### 3.2.2. 监管主体间缺乏统筹协调

我国金融监管的法律规则向来不是按照金融产品的共同属性统一协调制定的，而是由各个监管部门按照自己的监管需求分别出台各自的监管规则，这使得我国关于金融产品的监管法律规则呈现出明显的“机构监管”特点[6]。金融机构的类型的是监管权配置的主要依据，在此立法模式下，监管权的指向主要不是针对金融机构的某项业务、某种产品或者某个行为，而是金融机构本身。因为机构监管所导致的监管分割，使得我国的监管机构之间缺乏统一有序、组织高效的协调系统，监管交叉、监管重叠、监管空白有了生成的空间。

尽管 2023 年 3 月中国中央、国务院印发《方案》正式实施，“组建中央金融委员会加强党中央对金融工作的集中统一领导，负责金融稳定和发展的顶层设计、统筹协调、整体推进、督促落实，研究审议金融领域重大政策、重大问题等，作为党中央决策议事协调机构”。在银保监会的基础上组建国家金融监督管理总局，规定由该局“统一负责除证券之外的金融业监管，强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，统筹负责金融消费者权益保护，加强风险管理和防范处置，依法查处违法违规行为，作为国务院直属机构”、“将中国人民银行对金融控股公司等金融集团的日常监管职责、有关金融消费者保护职责，中国证券监督管理委员会的投资者保护职责划入国家金融监督管理总局”，对我国金融监管体系进行了较大幅度的改革和调整，着力建设机构监管、行为监管和功能监管并重的现代金融监管体系，以有效弥补以机构监管为主要特征的分业监管体系的缺陷。开始着力建立与美国以金融稳定监管委员会为中心的监管协调机制类似的监管协调模式，会对机构间的监管协调有所促进。但长期的分

业监管模式下，各个监管机构制定了大量的监管规则，这些规则需要一定的时间和精力进行协调和统一。所以，我国的金融监管体系目前还处于从机构监管向适应金融创新发展的多种监管模式并重的监管体系过渡的环节，要实现监管机构之前的高效协调，还有很长的一段路要走。

### 3.2.3. 穿透式监管的边界难以厘定

与行为主体、金融产品和交易结构有关的信息，往往也具有很强的“私人信息”属性。而穿透式监管实现的关键就在于这种信息的掌握，即信息披露。在穿透过程中，这种“私人信息”在某些情况下会转变成“公开信息”，且一旦将“穿透”引入到现有的信息披露体系中，信息披露的主体范围、广度和深度都会远超信息披露的一般要求，很有可能造成对私人权利的侵犯。

另外，进行信息披露的前提是获取一定的信息，而信息的获取需要消耗一定的成本。在一般的信息披露规则中，让获得好处的人承担该成本是相对比较合理的。但穿透式监管的信息披露是为了实现高效的市场监管、维护良好的市场秩序，以这种目的实施的信息披露而消耗的成本再有市场参与者来承担，加重了其参与交易的负担，似乎不太合理。如《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》第十七条规定，要求基金管理人按照穿透原则对交易对手的财务状况、偿付能力及杠杆水平等进行必要的尽职调查与严格的准入管理。

监管部门对金融监管的实施本质上是行政权力的行使。具体到金融监管领域，该类行政权力的行使往往具有很强的专业技术性，监管部门同时享有监管规则的立法权和对监管规则执行的执法权，这种立法权与执法权合二为一的情况使得金融监管部门获得了更加弹性的自由裁量权[7]。而对于“穿透式监管”，这一没有高位阶法律对其概念、法律基础、适用方式等内容进行系统性阐述的概念，则是一经在互联网金融领域被提出后，便不断扩张运用到资本市场的监管中，更像是在监管缺位背景下监管部门以自己的意志对其进行适用的行为[8]。

资产管理产品乃至整个金融市场创新不断，逃避法律的情况屡见不鲜，监管机关拥有弹性的自由裁量权是客观需求。“穿透式监管”在我国金融领域强监管的背景下应运而生，但由于缺乏上位法的统一规定，还尚未完成从监管政策向法定监管规则的转变。在这种情况下，拥有较为弹性的自由裁量权的监管部门，在行政权强势和强调严监管的背景下，难免会有通过扩张行政权力以强化对相对人的监管的冲动。

通常情况下，市场主体之间进行交易并签订合同，根据民商法的规定其可以自由设计双方的法律关系，以满足其交易的目的；金融监管部门也根据金融产品的不同实施不同的监管规则，以实现不同的监管效果，会尽量避免干预市场主体对合同内容的自由设计。但穿透式监管以实质重于形式的原则看待各种交易，不看现象而看本质以达到高效的监管效果。这种监管模式会打破商法奉行的外观主义，进而对当事人的意思自治形成干预。

金融监管和金融司法的功能定位是不一样的，金融监管侧重于事前的预防，主要目的在于防范金融风险、保障金融稳定和安全、服务实体经济等社会公共利益；金融司法则注重事后的介入，主要目的在于定分止争，保护金融活动参与者的合法权益。一般情况下，法院在个案裁判中往往依据民商法的规则，并不需要照顾到金融监管部门的监管要求。特别实在合同效力的认定上，法院裁判的依据是高位阶的法律，不需要将低位阶的部门规章纳入做出裁判的因素。但正如上文中提到过的，金融监管具有很强的专业技术性和灵活性，而司法机关擅长的如何适用法律的专业。所以，对于混合了很复杂的金融知识的案件事实的掌握与判别，其辨别能力可能远不如监管部门。加之在金融严监管的背景和适用穿透式监管模式的情况下，法院对相关案件的裁判似乎已经有了向监管要求倾向的趋势。

如 2018 年最高人民法院“天策公司与伟杰公司的股权代持案”<sup>3</sup>，最高人民法院裁定股权代持协议

<sup>3</sup>最高人民法院(2017)最高法民终 529 号民事判决书。

因违反金融监管规章，实质损害社会公共利益而无效，将法院在认定合同效力时被排除在外的监管部门规章又重新归为裁判依据。无独有偶，2019年最高人民法院又发布了《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)，第三十一条规定“违反规章一般不影响合同效力，但该规章内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，应当认定合同无效”。<sup>4</sup>自此，金融司法领域的监管化趋势越来越明显[9]。强调实质重于性质原则的穿透式监管必然会对在民商法规范下的私法秩序产生影响。另外，金融监管的灵活性较强，就会体现在监管部门规章的变化，若不厘清金融监管与金融司法的边界，导致司法监管化越来越严重，甚至会对金融司法的稳定性产生影响。

## 4. 我国公募基金穿透式监管的完善路径

### 4.1. 明确穿透式监管的依据

在当前法治经济的背景下，不管是行政监管部门还是行业的自律性监管组织都必须做到法无授权不可为。所以穿透式监管要想顺利地实施，也必须有明确的法律基础作为依据，要给监管主体实施穿透式监管提供明晰的、具体的、统一的操作标准。而目前我国针对公募基金穿透式监管的规范性文件，虽然数量繁多，但文件的效力位阶都主要集中在部门规章，没有高位阶的法律引领且比较散乱并未形成体系。因此，要完善我国公募基金穿透式监管，首先就要明确穿透式监管的依据，统一其实施操作的标准。

#### 4.1.1. 提高规范的位阶

我国应当提高穿透式监管在规范性法律文件中的层级，考虑将穿透式监管作为原则性的规定引入金融法律法规中，如引入到《证券投资基金法》中，以统领指导监管部门的监管规则制定和实施。抑或是借鉴美国《投资公司法》的做法，将穿透式监管通过设立一项专门的条款规定到法律中。在《证券投资基金法》中设立专门条款对穿透式监管予以法律定性，或将其定位为法定的监管模式。总之最为关键的是在高位阶法律层面上赋予穿透式监管合法性和权威性。

#### 4.1.2. 统一细化实施标准

目前我国在各种部门规章和行业自律规则中关于穿透式监管大多都是概念性的规定，缺乏具体的实施细则，这样就导致监管主体在实际实施时没有具体的操作标准，容易造成监管部门对裁量权的滥用、适用标准不一的现象。所以，在高层级法律对穿透式监管赋予合法地位后，应根据其原则和理念设定其实施操作的大概框架，一方面监管部门可以在此整体框架下进一步细化穿透式监管具体的实施操作标准，以促进其顺利推进；另一方面，相当于给监管部门设置了框架的限制，防止其滥用自由裁量权造成行政权力的无限扩张。

### 4.2. 完善穿透式监管的协调机制

#### 4.2.1. 统筹协调促进高效监管

2017年设立的国务院金融稳定委员会，并没有从本质上改变当时我国“一行三会”的分业监管格局。各个监管部门还是依据推出金融产品的金融机构类型来划分监管权力，而不是透过金融机构层面去探查金融产品的本质法律属性，所以形成了“各家自扫门前雪”、“谁家孩子谁抱走”的监管局面[6]。国务院金融稳定委员会并没有实际发挥统筹协调的作用。

与2017年的改革不同的是，今年的机构改革明确了中央金融委员会的高度地位，作为党中央的决策议事协调机构，负责顶层设计和统筹协调等工作。同时，明确证监会负责证券业的监管，将其余金融业

<sup>4</sup>最高人民法院关于印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》的通知，法〔2019〕254号。



的监管工作和金融消费者权益保护的工作统一划给新组建的国家金融监督管理总局。这在整体上构成了以中央金融委员会为监管协调中心的多元协调监管机制，对穿透式监管的推进有着重要作用。

所以，我国应当重点关注这种监管协调的机制，强化中央金融委员会的顶层设计和统筹协调作用，真正让监管部门之间形成工作协调、信息共享，进而有效推进穿透式监管，促进对金融业的高效监管。

#### 4.2.2. 发挥行业协会的作用

正如前文所述，目前我国对穿透式监管有所规定的规范性文件主要集中在部门规章和行业规定中，所以发挥行业协会等自律组织的作用，将其作为监管部门的辅助对穿透式监管的推进也有良好的效果。

一方面，监管部门作为公权力的行使者，与市场参与主体之间难免会有一定的距离，市场参与主体对监管部门的一些政策导向的感知就没有那么及时、准确，可能会造成参与主体对政策的解读错误或信息获取时间的不对称。另一方面，穿透式监管对金融数据信息把控的程度要求极高，但监管部门获取这些数据的能力不足、消耗成本巨大，远不如与市场主体直接接触交流的行业协会获取信息来的方便。所以，应当注重行业协会在监管过程中作为监管部门与市场主体之间的政策传导与解读的作用，发挥其在获取行业一手数据信息方面的便捷，促进其对金融监管部门的辅助协调作用，推动穿透式监管的适用。

### 4.3. 厘清穿透式监管的边界

#### 4.3.1. 细化信息披露规定

信息披露制度对穿透式监管的执行有着重要意义。但考虑到信息披露的高昂成本，以及在更高要求却不能为市场参与主体产生更高利润的情况下，这种升高的成本应该由谁承担的问题，必须明确穿透式监管要求的信息披露的标准。在不侵犯个人的私密信息的情况下，又同时合理的分配因穿透需要造成的多余披露成本的承担，进行信息披露边界的设置。

我认为可以借鉴《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》中提到的，证监会定期评估基金管理人的信息披露质量并纳入对基金管理人的分类监管评价体系。当然该评价体系应当纳入基金管理人的研究情况、积极主动程度等因素进行完善，进而可以按照该评价体系，对不同类别的基金管理人设置差别化的信息披露要求，明确不同级别的披露边界。

#### 4.3.2. 防止监管权利扩张

在强监管的背景下监管部门拥有较为弹性的自由裁量权属于客观事实，加之我国行政权力的强势，一旦不对其自由裁量权施加约束和限制，滥用权力的情况将会很严重。首先要坚持穿透但非干预原则<sup>[10]</sup>，坚持在行使穿透式监管时有法可依，在法律允许的范围内行使自由裁量权，不得随意提高监管要求，不得在没有相应规定的情况下随意对公募基金等资产管理业务进行穿透式监管；其次，提高穿透式监管信息的透明度，将穿透式监管活动置于公众和媒体的监督之下，从社会层面加强对监管部门违法行为的防范；最后，对相应的权力要制定相应的法律责任，明确监管部门在应该穿透而没穿透和不应该穿透而穿透的情况下的责任，以及在违法穿透情况下，对因穿透造成损失的赔偿责任。

#### 4.3.3. 加强金融监管与金融司法的协同配合

穿透式监管的对象是金融市场、金融机构等市场参与者，其可以通过其“穿透”的特点识别金融业务中隐蔽的风险问题，通过执行公法性质的监督管理行为来降低资产管理业的金融风险；金融司法通过对金融交易活动中当事人间法律关系、权利义务的界定，从民商法的角度保障市场参与主体的权利，进而促进市场的有序进行<sup>[11]</sup>。但两者在宏观上的目标追求是具有一致性的，都旨在保护市场参与主体的利益，维护市场公平、防范市场风险，进而追求国家金融市场的有序运行，促进国家经济的建设发展<sup>[12]</sup>。习总书记在二十大报告中强调，要强化金融治理协同意识，形成强大的工作合力。上海金融法院也发布



《金融司法与金融监管防范化解金融风险协同机制》，并召开首次协同会议。所以，要加强金融监管和金融司法的协同配合，避免强监管背景下的司法监管化现象。

首先，要清醒地认识到，传统的民商法规则体系无法有效地应对当前迅速发展的、结构复杂的金融交易形式，无法识别其中存在的金融风险，盲目地适用合同规则甚至会引发更多的金融风险。而相比之下，金融监管规则在处理金融纠纷上有着独特的优势：金融监管规则具有更强的专业性，监管部门的知识体系和执法经验都与金融活动更密切，对金融交易可以有更专业的理解；金融监管规则更加及时，金融创新发展迅速，金融监管对创新可能带来的新风险感知更加敏锐；金融监管规则更有针对性，惩罚方式多样，针对不同类别、不同程度的违法行为施加不同的惩罚措施<sup>[13]</sup>。其次，我们也要认识到，司法的独立性强调人民法院是维护公平的最后一道防线，若金融司法完全陷入借助《九民纪要》的规定，滥用公序良俗的通道，大量、泛化地适用金融监管规则作为金融纠纷的裁判标准，一方面会侵犯私法自治的根本价值理念，另一方面由于金融监管跟随金融创新的频繁性变化，会影响公众对司法裁判预期判断的稳定性。

总的来说，一方面，人民法院在处理金融交易结构较为复杂、对金融市场有重大影响、社会关注度高的重大案件时，应当尊重金融监管规则的内容。如可以借鉴和吸收穿透式监管的理念和思想，听取监管部门意见，使复杂的金融纠纷得以良好的处理。另一方面，要加强法院与监管部门的沟通协调。法院对于违反监管规定的行为，可以通过司法建议的方式，由金融监管机构通过行为予以规范和整治；对于违反监管要求的行为，金融监管机构可以通过司法咨询行为进行规范和纠正，以补充和配合金融监管职能，实现商事审判和金融监管的功能互补与协同配合。

## 参考文献

- [1] Malik, A.S., Boyko, O., Atkar, N. and Young, W.F. (2001) A Comparative Study of MR Imaging Profile of Titanium Pedicle Screws. *Acta Radiologica*, 42, 291-293. <https://doi.org/10.1080/028418501127346846>
- [2] 苟文均. 穿透式监管与资产管理[J]. 中国金融, 2017(8): 17-20.
- [3] 张郁. 商业银行资产管理业务的穿透式监管: 本质、难点及对策[J]. 南方金融, 2017(10): 66-73.
- [4] 叶林, 吴焯. 金融市场的“穿透式”监管论纲[J]. 法学, 2017(12): 12-21.
- [5] 杜佳佳. 金融领域穿透式监管探析: 制度源起与适用前瞻[J]. 西南金融, 2019(2): 65-73.
- [6] 黄韬. 我国金融市场从“机构监管”到“功能监管”的法律路径——以金融理财产品监管规则的改进为中心[J]. 法学, 2011(7): 105-119.
- [7] 高乐民. 穿透式监管: 中国式金融监管方式创新——以资管产品为切入点[J]. 华北金融, 2018(12): 34-41.
- [8] 冯辉. 网络借贷平台法律监管研究[J]. 中国法学, 2017(6): 221-239.
- [9] 张阳. 金融司法监管化的边界约束[J]. 清华法学, 2023, 17(2): 125-144.
- [10] 曹锦秋, 任怡多. 资管计划穿透式监管法律问题研究[J]. 辽宁大学学报(哲学社会科学版), 2018, 46(5): 115-121.
- [11] 沈伟, 李术平. 迈向统一监管的资管新规: 逻辑、工具和边界[J]. 财经法学, 2019(5): 81-108.
- [12] 张婧. 穿透式监管在资管业务中的法制化研究[J]. 经济问题, 2022(10): 66-72.
- [13] 鲁篱. 论金融司法与金融监管协同治理机制[J]. 中国法学, 2021(2): 189-206.