



金融博士论丛·第十一辑

投资基金 组织治理研究

TOUZI JIJIN ZUZHI ZHILI YANJIU

周泉恭 著



 中国金融出版社



金融博士论丛·第十一辑

投资基金 组织治理研究

TOUZI JIJIN ZUZHI ZHILI YANJIU

周泉恭 著



中国金融出版社

责任编辑：彭元勋
责任校对：张志文
责任印制：张莉

图书在版编目 (CIP) 数据

投资基金组织治理研究 (Touzi Jijin Zuzhi Zhili Yanjiu) / 周
泉恭著. —北京: 中国金融出版社, 2008.8

(金融博士论丛. 第11辑)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4726 - 0

I. 投… II. 周… III. 金融—中介组织—企业管理—
研究 IV. F830.39

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 123716 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 9

字数 220 千

版次 2008 年 8 月第 1 版

印次 2008 年 8 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 25.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4726 - 0/F.4286

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序

基金业发展的核心问题是如何保护投资者权益，树立投资者对基金的信心。美国基金业发展之所以如此成功，最重要的原因就是有一个良好的基金治理结构。如果说公司治理结构是现代资本市场基础的话，那么基金治理结构则是基金业赖以生存和发展的基础。与有效的公司治理结构一样，有效的基金治理结构能在最低的成本下实现投资者利益。

证券投资基金管理人和基金投资人之间通常被认为存在一种委托代理关系，对投资基金治理结构问题的研究也基本采用经济学的委托—代理理论来进行。由于投资基金的投资人与管理人之间信息传递的不完整或不及时，投资人并不能无成本地观察到管理人的行为，特别是，投资人不能观察到管理人所选择的投资组合的收益分布，而管理人是按照使自己的福利最大化的方式选择投资组合的，投资者不得不考虑管理人选择的组合是否符合投资人自身的效用目标，这就是投资基金治理结构的主要问题之一。换言之，基金投资者与管理人之间的关系属于存在典型道德风险的委托代理关系。基金的道德风险包括，基金的管理人或托管人等为自身的利益而损害基金持有人利益的行为，以及基金经理人为了自己的利益而损害投资者（有时是管理人）利益的行为。

首先是基金管理人或托管人的道德风险问题。投资者作为委托人在购买基金份额之后，对于基金的运作就缺乏完全信息，而基金的管理人则享有关于基金资产的详细信息。信息上

的不对称使投资者处于不利地位，投资者无法观察管理人的行为（或虽可以观察但成本太高），只能观察到结果即基金的业绩，但基金的业绩是由多方面的因素决定的，所以管理人可以把自身的失误或故意行为归咎于其他影响业绩的因素以逃脱责任。同时，管理人的费用收入虽然有一部分与基金业绩挂钩，但管理人的利益与投资者利益还是不完全一致，管理人全力经营基金给自身带来成本，但收益却大部分归投资者所有，管理人没有足够动力去尽心为投资者服务，这就是信息经济学上的隐藏行动的道德风险。另外，基金业中还存在隐藏知识的道德风险，即对基金管理人或托管人的质量水平，基金管理人自己知道，而投资者不知道（因为缺少完善的职业基金管理人市场），由此可能造成投资者选择劣质基金管理人管理的基金，这会给投资者带来风险。很显然这对基金的投资者非常不利，也是管理人道德风险之所以产生的根源。

其次是基金经理人的道德风险问题。基金的经理人由于其目标效用函数与管理人不是完全一致，并且存在经理人的能力指标难以直接观察到，管理人只能通过观察容易测量的能力替代指标来制订报酬计划。但是业绩除了受经理人的能力影响之外还受多种因素影响，因此报酬计划可能产生激励不充分或激励偏差问题，经理人可能追求短期绩效或其他一些有利于自己而不利于投资者和管理人的行为，由此也会产生道德风险。

周泉恭博士的研究将“基金治理结构”提升到“基金组织治理结构”，扩大了一般意义上公司治理的内涵，将组织形式的制度安排也列为研究范围，并以此为逻辑起点展开了自己的深入研究。他认为，“基金组织治理”不仅指基金与投资者之间的关系，而且包括基金与所有利益相关者的关系，包括基金的组织方式、控制机制、利益分配的所有法律、机构、文化和制度安排；在内涵上主要包括三个方面：一是组织形式（orga-

nization format), 二是治理结构 (governance structure), 三是治理机制 (governance mechanism)。组织形式包括产权结构安排、资本结构安排和“人合”关系的系统安排, 治理结构包括股权结构、董事会、监事会、经营班子等, 治理机制主要包括用人机制和激励机制, 这三者共同决定了投资基金治理效率的高低, 但是具体哪一类投资基金或一个国家或地区的投资基金的治理效率发挥得如何, 诚然同该国家或地区当时的社会经济发展环境密切相关。从对二者内涵的表述中可以看出, 他是从更高层面和更广阔的视角审视基金管理问题, 这在国内外同类研究中属于首创。

我国的基金业在总体上是借鉴英美的成功做法超常规地快速发展起来的, 实践证明, 所存在的问题并不仅仅有经济学问题, 还有法律环境建设、制度建设、投资心理等社会和法律问题。本书运用产权经济学、契约经济学和交易费用理论等新制度经济学理论, 并结合微观经济学、管理学、法学、心理学、博弈论、行为经济学、信息经济学和投资学等多学科的相关知识, 对投资基金的组织形式和治理结构等制度安排问题及其在中国的发展实践问题进行了全面系统的分析阐述。作者既不是对已有理论的简单重复, 也不是对现实材料的大量堆砌, 而是通过严密的逻辑分析, 构建出了投资基金组织治理的效率函数和优化路径, 具有很强的解释力和操作意义。

作者的研究没有停留在纯思辨的理论分析层面上, 而是更注重了对我国基金公司管理的实践意义和对现实的可操作性。结合当前中国证券市场和基金发展的实际情况, 通过分析基金管理人的具体行为特征, 作者设计出了一套适应中国国情的投资基金组织治理框架体系以及一套较完善、实用的投资基金组织治理评价指标体系。

作者明确提出完善的基金组织治理体系的框架应该由基金

组织形式、治理结构和治理机制三方面内容组成并置于一定的宏观经济环境之下；完善的基金组织治理必须是在某种适合当地国情的高效的组织形式的基础上，实现治理结构和治理机制的有机结合，其中组织形式是基金治理的基础，治理结构是基金治理的核心，而治理机制是基金治理的保障。

作者将投资基金评价指标体系分为组织形式评价指标、治理结构评价指标、治理机制评价指标和环境治理评价指标四个部分。基金组织治理框架体系的设计，有利于投资者识别不同基金的组织治理水平，有利于基金管理人相互比较各自的组织治理能力，也有利于投资者作出投资决策，最终有利于一个国家投资基金业的持续稳定发展。

这些理论阐释，充分表现了作者在努力实践着理论创新的追求。总而言之，本书结构安排合理，分析方法得当，阐述层次清晰，论证逻辑严密，行文通俗流畅，文字表述规范。我相信，本书的出版对于促进我国理论界对证券投资基金治理问题的深入系统研究，分析中国基金业存在的缺陷，推动中国基金管理理论发展，促进中国基金业的繁荣和优化具有积极的意义。当然，我国基金治理存在的问题涉及方方面面的因素，指望一本专著就解决所有问题是很不现实的事情。诚如作者的认识，仍然需要解决更多的问题。

在本书即将付梓之际，我非常乐意将这部专著推荐给关心和思考中国基金业发展的读者，同时也衷心希望周泉恭博士能在以后的研究中再接再厉，在理论上有更多的建树，为中国基金业的改革和发展作出更大的贡献。

是为序。

香港证监会中国事务资深副总裁 孙 杰

2008年3月8日

摘 要

投资基金组织治理问题一直困扰着金融理论界和实业界,如何彻底解决因委托代理关系的出现而客观存在的治理效率问题成为经济学家和金融实业家孜孜不倦的追求。以新制度经济学及相关的经济学前沿理论为基础,对投资基金组织治理和主要的制度安排进行规范研究并作实证分析,在本人看来是一个初步尝试。借此研究,可以更加深入地理解和验证新制度经济学的方法和理论,可以更加透彻地认识投资基金组织治理的深刻内涵,对如何进一步提高投资基金组织治理效率将会有有一个全面深刻的认识,这对于完善我国投资基金组织治理体系的建设,推动我国证券市场和基金业的持续稳定发展具有很高的理论价值和现实意义。

本书以投资基金组织治理效率问题为核心,围绕影响治理效率的三大要素(组织形式、治理结构和治理机制)及其功能释放条件展开对投资基金组织治理问题的研究。

第1章简要分析了投资基金的国际概况和国内现状,介绍了国内外经济学界关于投资基金组织治理的最新研究成果,对全书的研究结论和创新成果进行了全面总结并对未来的研究方向作出展望,指出了在投资基金发展的历史中重视提高投资基金组织治理效率的重要性。

第2章从新制度经济学的角度对投资基金组织治理的效率函数作出定义,将影响投资基金组织治理效率的三大因素组织形式、治理结构和治理机制作为自变量并逐一作出分析,建立

了投资基金组织治理函数的数学表达式和几何模型,探讨了提高投资基金组织治理效率的优化路径,为后面两章展开分析投资基金组织治理的功能释放和适合我国国情的组织治理体系建立铺垫和理论基础,并指出本书所建立的组织治理体系是新制度经济学的理论内核在公司治理领域的一种制度创新。

第3章分别探讨了投资基金组织治理三大要素功能释放的条件和原理,阐述了影响投资基金组织形式效率发挥的因素并对历史上曾经出现过的投资基金的组织形式进行了分析和评述;以公司制投资基金治理结构问题为研究对象揭示了董事会制度的运行规律,结合现实情况深入探讨了独立董事制度设计的精髓所在;深入分析了投资基金两大治理机制(用人机制和激励机制)的核心内容,指出充分的市场竞争就是针对基金管理人和基金经理的最好约束机制,基金管理费率结构的设计将直接影响基金管理人管理基金的动力和行为,在静态和动态条件下外界监督和隐性激励有助于提高代理人的努力程度。

第4章分析了投资基金组织治理效率发挥与社会经济发展环境的协调性问题。指出投资基金组织治理的构造是投资基金这一经济事物的内在属性,其潜在效率是其发挥作用的最高限额,但是特定的社会经济环境能够制约甚至决定该组织治理模式的现实效率能量。通过对政府与法规监管制度、信息适度披露制度和托管人制度分析,从而得出结论,即尽管市场约束和激励机制可以有效提高基金代理人的主观能动性,但外部力量的监督和考量依然十分重要。

第5章在分析投资基金组织治理体系构建理论依据的基础上,借鉴国际上投资基金组织治理的模式并结合我国当前的实际情况,搭建了我国投资基金组织治理体系的一般模式。根据前述投资基金组织治理的效率函数,设计了一套投资基金组织治理效率的评价指标体系。

目 录

摘要	1
1 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 当前中国基金业存在的主要问题和研究意义	13
1.2 国内外相关研究文献综述	20
1.2.1 国内外公司治理理论的总体研究状况	20
1.2.2 国内外投资基金组织治理的研究状况	25
1.3 研究对象、研究方法与创新观点	33
1.3.1 研究对象	34
1.3.2 研究方法	41
1.3.3 创新观点与学术地位	43
2 投资基金组织治理的要素及效率函数分析	50
2.1 投资基金组织治理的要素构成	50
2.1.1 新制度经济学的制度设计要旨	50
2.1.2 投资基金组织治理的要素构成	57
2.2 投资基金组织治理的要素分析	59
2.2.1 投资基金组织形式分析	59
2.2.2 投资基金治理结构分析	63
2.2.3 投资基金治理机制分析	77

2.3 投资基金组织治理的效率函数和优化路径	88
2.3.1 投资基金组织治理的效率函数	88
2.3.2 投资基金组织治理的优化路径	90
3 投资基金组织治理的要素功能与协调性分析	93
3.1 投资基金组织形式的功能释放	94
3.1.1 投资基金组织形式功能效率的影响因素	94
3.1.2 有限合伙制投资基金的效率分析	98
3.1.3 公司制投资基金的效率分析	104
3.1.4 信托(契约)制投资基金的效率分析	116
3.2 投资基金治理结构的功能释放	126
3.2.1 投资基金的董事会制度分析	126
3.2.2 投资基金独立董事的职责及其功能分析	131
3.2.3 当前投资基金治理结构所存在的问题	137
3.3 投资基金治理机制的功能释放	144
3.3.1 投资基金用人机制分析	144
3.3.2 投资基金激励机制分析	148
3.3.3 中国投资基金激励机制存在的问题和 优化思考	156
3.4 组织形式、治理结构和治理机制的协调分析	162
3.4.1 要素功能发挥的博弈过程	162
3.4.2 组织形式、治理结构和治理机制间的 协调过程	164
4 投资基金组织治理要素与社会环境间的协调性 分析	167
4.1 投资基金的政府与法规监管分析	167
4.1.1 政府与法规监管的必要性分析	168

4.1.2 政府与法规监管模式的国际比较	170
4.1.3 中国的政府与法规监管模式再造分析	175
4.2 投资基金信息适度披露制度分析	180
4.2.1 信息披露制度必要性的理论分析	180
4.2.2 信息适度披露制度的经济学分析	182
4.2.3 中国现行信息披露制度所存在的问题和 改进建议	194
4.3 投资基金托管人制度分析	198
4.3.1 基金托管人制度概述	198
4.3.2 基金托管人地位辨析	200
4.3.3 基金托管人职责分析	202
4.3.4 中国托管人制度的问题分析及改进建议	204
5 中国投资基金组织治理体系设计	208
5.1 投资基金组织治理体系构建的理论依据	208
5.1.1 组织治理体系相关理论简述	208
5.1.2 组织治理体系的构建原则	211
5.2 最优组织形式——公司合伙制投资基金组织 形式初步构想与分析	213
5.2.1 在有限合伙制中引入公司机制	214
5.2.2 为合伙企业引进公司机制提供法律保障	215
5.2.3 将有限合伙制机理引进公司制	218
5.3 中国投资基金组织治理体系的框架设计	220
5.3.1 投资基金组织治理体系框架	220
5.3.2 对上述体系框架的说明和分析	221
5.4 投资基金组织治理评价指标体系的构建	226
5.4.1 公司治理评价指标简介	226

5.4.2 关于中国投资基金组织治理评价指标 体系的重构思路.....	229
5.4.3 中国投资基金组织治理评价指标体系的 构建.....	234
参考文献	250
附录	258
后记	267

1

绪 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

（一）国际投资基金业的概况

投资基金发源于英国，发展于美国。20 世纪 90 年代以后，随着欧洲各国和新兴国家以及广大发展中国家投资基金业的蓬勃发展，基金业日益呈现出全球化倾向。

基金最初源于欧洲私下的金钱委托^①。当早期的富人有较多的财富需要别人帮助打理的时候就出现了私募基金的萌芽。但是，追溯投资基金的起源应当是在 19 世纪欧洲的英伦三岛。一般认为，基金作为一种创新金融工具或一种金融活动始于 1868 年 11 月在英国组建的海外和殖民地政府信托（the Foreign

^① 一般认为，荷兰国王威廉一世于 1822 年创立了第一只私人证券投资基金，由专业管理人员为其个人理财。

and Colonial Government Trust) 基金, 其招股说明书刊登在英国《泰晤士报》上, 公开向社会公众发售认购凭证, 以投资设在国外的殖民地公司债券为主, 投资地区横跨北美、东南亚和欧洲, 募集总额为 48 万英镑。该基金类似股票, 不能退股或兑现, 认购者权益只限于分红和派息, 相当于今天的契约制封闭式基金。因此, 可以认为契约制投资基金是最早出现的投资基金组织形式。当时的经济背景是英国在取得工业革命的巨大成功之后, 国内投资机会锐减, 社会上出现大量的过剩资本, 由于资本的逐利天性, 许多投资者将目光投向了海外市场——这就给一些不法分子带来坑蒙拐骗的机会: 他们利用外国投资者对当地投资市场的不了解、语言不通、信息传递不畅等劣势, 纷纷设立“皮包公司”诱骗投资者高价购买其股票, 一旦得手就宣告经营失败, 致使投资者损失惨重。有鉴于此, 英国政府出面成立投资基金, 委托熟悉海外经济运行状况的专业人士代为作出投资决策, 从而使英国投资者投入海外殖民地的资本及其回报均得到保障, 这种投资方式也得到广大投资者的认可, 于是早期的投资基金就这样在英国诞生了。

1879 年英国颁布了股份有限公司法之后, 公司制投资基金才取得了合法地位。在随后的 60 多年间, 有 200 多家基金公司在英国各地成立, 极大地推动了英国资本市场的发展。1931 年, 英国又出现了世界上第一只以资产净值向投资者发售的基金, 成为现代投资基金的里程碑。1943 年, “海外政府信托契约”组织在英国成立, 该基金除规定基金公司应以资产净值赎回基金单位外, 还在信托契约中明确了基金灵活的投资组合方式, 标志着现代投资基金的正式诞生。

从英国基金业的起源可知基金的诞生与当时经济的发展和财富的积累直接相关。虽然英国是投资基金的故乡, 但是在随后的发展中, 由于殖民地经济的衰退, 第一、第二次世界

大战的打击以及新技术应用的缓慢,这些都使得英国的经济发展严重落后于美国,因此,作为经济状况晴雨表的投资基金业的大发展就自然出现在美国。1921年4月美国组建了第一家投资基金——美国国际证券信托基金(the International Securities Trust of America)。在20世纪初,当时波士顿的律师行成立了信托部,由信托部来管理富人的资产。随着富有家庭的增多和财富的分散,共同基金成为家庭理财的流行方式。一般认为真正现代意义上的投资基金是1924年在波士顿成立的马萨诸塞投资信托基金,其管理机构是马萨诸塞金融服务公司。它必须不断出售股份给投资者或赎回其股份,并为投资者提供专业化投资管理,实际上这就是开放式基金。其后到1929年,美国投资基金的发展极为迅速,到1929年底基金资产总值达70亿美元,为1926年的3倍。虽然开放式基金总资产只有1.4亿美元,但其数量和资产总值的增长率都高于封闭式基金,其中资产总值年增长率均在20%以上,1927年的增长率更是超过100%。

在这个快速发展的过程中,虽然投资基金公司经营谨慎,但也有一些公司从事违规交易活动,加之接踵而来的股灾和经济大萧条,新兴基金业的发展受到极大的破坏。痛定思痛,为了保证基金业的稳健发展,在《证券法》和《证券交易法》通过后不久的1935年,美国国会要求美国证券交易委员会(U.S. Securities and Exchange Commission, SEC)对基金业加以研究。经过6年的研究,该委员会终于完成了长达5100页的研究报告,并向国会建议出台严厉的联邦法律作为监管的法律基础。1940年美国通过了《投资公司法》和《投资顾问法》,逐步形成了一套严密周全的基金法规体系,为第二次世界大战后美国经济高速增长带动基金业蓬勃发展奠定了坚实的法律基础。

由于经济和证券市场的强劲发展,20世纪五六十年代基金业增长较快。该阶段基金以股票基金为主,平均收取8.5%的

前端销售费或初次投资费，人们投资基金的成本很高。当时银行的法定利率远低于通货膨胀率和短期市场利率，普通居民无法投资只面向大型机构投资者发行的短期债券，于是专门投资国债和短期债券的货币市场基金开始出现，并受到中小投资者的青睐，一度成为早期基金业的救世主。到20世纪80年代初，货币市场基金已成为工商企业、信托部门和其他机构投资者进行现金管理的一种良好工具，货币市场基金发展成为市场份额最大的一类基金。

在严谨的法律保护下，美国的开放式基金再度活跃，基金品种空前繁荣，基金规模逐年上升。在1974—1987年的13年中，投资基金的规模从640亿美元增加到700亿美元；1971年推出货币市场基金和联储基金；1977年开始出现市政债券基金和长期债券基金；1979年首次出现免税货币基金；1986年推出国际债券基金。到1987年底，美国共有200多种不同的基金，为将近2500万人所持有。由于投资基金种类多，各种基金的投资重点分散，所以在1987年股市崩溃时期，美国投资基金的资产总数非但没有减少，在数目上还有所增加。

如果说20世纪70年代的货币市场基金带领美国人走进投资基金的世界，那么80年代的养老金计划则造成了美国基金业的飞跃。一方面，由于新的养老金计划实现了待遇确定型(Defined Benefit, DB)向缴费确定型(Defined Contribution, DC)的转变，以及税收优惠政策的倾斜，人们透过投资基金实现资本增值的欲望空前强烈，它为美国基金业注入了长期稳定增长的巨额资金。另一方面，在20世纪70年代末期的石油危机之后，美国经历了有史以来最长的经济繁荣和高速增长，第三次科技浪潮为证券市场催生了一批市值梦幻般增长的明星企业，如IBM、微软和CISCO等，证券市场成为诱人的场所。但是从事证券投资的专业性和复杂性阻碍了普通投资者的脚步，客观