

基金治理 研究

贝政新 等著



復旦大學出版社

国家 211 工程项目资助

江苏省重点学科建设项目资助

基金治理研究

贝政新 等著

復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

基金治理研究 / 贝政新等著. —上海: 复旦大学出版社, 2006. 12

ISBN 7-309-05235-8

I. 基… II. 贝… III. 投资—基金—研究—中国
IV. F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 133763 号

基金治理研究

贝政新 等著

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 邮编: 200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65118853(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

责任编辑 盛寿云

总编辑 高若海

出品人 贺圣遂

印	刷	句容市排印厂
开	本	787×1092 1/16
印	张	21
字	数	355 千
版	次	2006 年 12 月第一版第一次印刷
印	数	1—3 000

书	号	ISBN 7 - 309 - 05235 - 8 / F · 1190
定	价	38.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

内 容 提 要

20 世纪末以来,我国证券投资基金正处快速发展阶段,这一态势有利于我国证券市场可持续发展,也有利于我国证券市场与国际接轨。然而,量的扩张并不等同于质的提升,基金治理的完善是基金行业稳定发展的基石,需要从理论与实践两个方面都加以研究解决的一个重要问题。

本书共三篇十一章。除导论外分为海外基金治理述评、基金内部治理研究与基金外部治理研究三部分,主要阐述了:英国、日本、德国契约型基金治理评述和美国公司型基金治理述评;基金激励机制研究、契约型和公司型基金的约束机制研究;市场竞争与基金治理、基金治理与基金评级和基金监管与基金治理。

本书可作为金融工作者、经济管理类专业师生实践与学习的参考用书。

目 录

第一章 导论	1
第一节 引言	1
第二节 本书安排	7

第一篇 海外基金治理述评

第二章 英国契约型基金治理述评	17
第一节 英国基金业的产生与发展	17
第二节 英国契约型基金治理	27
第三节 英国契约型基金治理评价	38
第三章 日本契约型基金治理述评	43
第一节 日本基金业的产生与发展	43
第二节 日本契约型基金治理	50
第三节 日本契约型基金治理评价	60
第四章 德国契约型基金治理述评	65
第一节 德国基金业的产生与发展	65
第二节 德国契约型基金治理	70
第三节 德国契约型基金治理评价	80
第五章 美国公司型基金治理述评	85
第一节 美国公司型基金的产生与发展	85
第二节 美国公司型基金治理	94
第三节 美国公司型基金治理的评价	112

第二篇 基金内部治理研究

第六章 基金激励机制研究	119
第一节 信息非对称理论及在基金激励机制中的运用	119
第二节 基金管理人最优激励合同的理论分析	128
第三节 国外基金管理人最优激励合同的实践分析	139

第四节 我国基金管理人最优激励合同的实践分析	147
第七章 契约型基金约束机制研究	154
第一节 海外契约型基金约束机制的模式比较	154
第二节 我国契约型基金约束机制的缺陷分析	165
第三节 强化我国契约型基金约束机制的构想	176
第八章 公司型基金约束机制研究	191
第一节 公司型基金内部约束机制的概述	191
第二节 海外公司型基金内部约束机制的比较研究	198
第三节 公司型基金内部约束机制研究的启示	207

第三篇 基金外部治理研究

第九章 市场竞争与基金治理	219
第一节 市场竞争与基金治理的理论分析	219
第二节 市场竞争与基金治理的关系分析	222
第三节 美国和中国基金市场的比较研究	228
第四节 完善我国基金治理的启示——从市场竞争的角度分析	246
第十章 基金治理与基金评级	252
第一节 基金评级概述	252
第二节 海外评级机构的基金评级	255
第三节 我国基金评级的状况与分析	274
第四节 我国基金评级业的发展思考	281
第十一章 基金监管与基金治理	286
第一节 基金监管概述	286
第二节 基金监管的博弈分析	297
第三节 基金监管法律体系的国际比较	303
第四节 基金监管组织模式的国际比较	308
第五节 我国基金监管体系的改革	313

附录 晨星股票模型基金价格分类	320
------------------------------	------------

参考文献	326
-------------------	------------

后记	331
-----------------	------------

第一章 导 论

20 世纪末以来,我国证券投资基金正处快速发展阶段,这一态势有利于我国证券市场可持续发展,也有利于我国证券市场与国际接轨。然而,量的扩张并不等同于质的提升,基金治理的完善是基金行业稳定发展的基石,是须要从理论与实践两个方面都加以研究解决的一个重要问题。

第一节 引 言

一、我国证券投资基金的发展历程

证券投资基金作为国际上一种通行的组合投资方式,至今已经有了一百多年的历史。我国的证券投资基金从 1991 年进入试点阶段以来,至今只有 15 年时间,发展历程大致可以分为三个发展阶段。

(一) 第一阶段(1991.10—1997.11)——“老基金”的自发形成

1991 年 10 月—1997 年 11 月这一阶段是我国证券投资基金的自发形成阶段。1991 年 10 月,“武汉证券投资基金”和“深圳南山风险投资基金”分别经中国人民银行武汉市分行、深圳南山人民政府批准设立,规模分别达 1 000 万元和 8 000 万元,这标志着我国证券投资基金正式进入起步工作。1992 年 1 月,淄博乡镇企业基金得到中国人民银行总行的批准而设立,并于 1993 年 8 月 20 日在上海证券交易所上市交易。这标志着我国新兴的投资基金事业得到中央政府的支持。在此之后的几年里,形成了我国投资基金纷纷出台的热潮。这一阶段全国设立的证券投资基金共有 75 家,总规模 80 亿元人民币左右。在深圳、上海证券交易所挂牌交易的有 25 家,其中有 9 只是在沪深两个交易所上市,有 16 只是通过地方交易中心参与沪深两个交易所交易。其他基金与基金类受益券商纷纷在上海、深圳、武汉、大连、沈阳、天津、南方等证券交易市场或交易中心挂牌交易,地方性的基金市场逐渐形成。

但是,由于缺乏法规依据,经验不足,这些自发形成的所谓的“老基金”存在一些问题。例如,基金规模较小,投资组合不合理;投资对象的流动性差,很多投资于实业、房地产、法人股等方面;基金经营管理不规范,有的基

金管理人与基金托管人不分。所以,这些“老基金”在2000年被摘牌进行规范。

(二) 第二阶段(1997.11—2004.6)——“新基金”的规范统一

1997年11月14日,我国国务院证券委颁布《证券投资基金管理暂行办法》,这标志着我国基金发展进入第二阶段。《证券投资基金管理暂行办法》是我国首次颁布的规范投资基金发展的纲领性文件,其宗旨是加强对证券投资基金的管理,保护基金当事人的合法权益。它规定投资基金的政府主管部门是中国证券监督管理委员会,确定了投资基金管理权和托管权分离的原则,对基金的投资对象、投资组合比例以及内幕交易作出了严格规定,明确了投资基金的收益分配方式等等。按照《证券投资基金管理暂行办法》批准设立的证券投资基金一般称为“新基金”。

1998年3月,国泰、南方基金管理有限公司成立,这是我国成立的第一批基金管理公司。我国首批封闭式证券投资基金也在同月设立,分别是基金金泰和基金开元。从1998年3月到2001年9月,我国市场上只有封闭式证券投资基金。

2001年9月份以后,我国又陆续成立了基金鸿飞、基金融鑫、基金久富、基金丰和、基金久嘉、基金鸿阳、基金科瑞、基金银丰等封闭式证券投资基金。

2001年10月,《开放式证券投资基金试点办法》颁布,使得证券投资基金管理的基本框架进一步得到了完善。2001年9月,首只开放式基金——华安创新证券投资基金正式成立,南方稳健成长、华夏成长基金相继成立。从2001年9月到2002年10月,我国市场上发行的开放式基金只有股票型开放式基金,开放式基金逐渐成为行业主流品种。

从2002年10月至2004年6月,我国市场上发行的开放式基金种类更加丰富,出现了债券基金、货币市场基金、保本基金等种类丰富的基金品种。2004年3月,海富通收益增长与中信经典配置基金的首发规模双双超过100亿份,我国证券投资基金的规模首超2000亿份。2003年4月28日,第一只由中外合资基金管理公司管理的基金,也是我国第一只系列基金——招商安泰系列基金成立。

截至2004年6月30日,我国证券投资基金总计2969.37亿份基金单位,其中封闭式基金总计817亿份基金单位,开放式基金总计2152.37亿份基金单位;我国证券投资基金管理资产总额2921.47亿元,其中封闭式基金资产总额815.99亿元,开放式基金资产总额2105.49亿元。

(三) 第三阶段(2004.6 至今)——开放式基金的大发展

2004 年 6 月 1 日,《中华人民共和国证券投资基金法》正式施行。随后,中国证券监督管理委员会在 2004 年 6 月连续公布了《证券投资基金销售管理办法》、《证券投资基金运作管理办法》和《证券投资基金信息披露管理办法》,并在 2004 年 7 月 1 日起施行。接着,《证券投资基金管理公司管理办法》、《证券投资基金托管资格管理办法》、《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》分别于 2004 年 10 月 1 日、2005 年 1 月 1 日和 2 月 20 日起施行。

上述基金法律和一系列的管理办法的实施,迎来了我国基金尤其是开放式基金近年来大发展。从基金的产品结构来看,我国股票基金、指数基金、债券基金、伞形基金、多样化的平衡型基金和货币市场基金共同飞速发展。此外,上市型开放式基金(LOF)与交易型开放式指数基金(ETF)开启基金新时代,它们亦是最重要的金融创新品种。

2006 年上半年,我国证券投资基金发展情况见表 1-1 所示。

表 1-1 2006 年上半年我国证券投资基金发展情况一览

基金种类	数量(只)			资产净值(亿元)			份额规模(亿份)		
	2005-12-31	2006-06-30	增 幅	2005-12-31	2006-06-30	增 幅	2005-12-31	2006-06-30	增 幅
证券投资基金	218	266	22.02%	4 691.16	5 114.16	9.02%	4 714.86	4 269.09	-9.45%
封闭式基金	54	54	0.00%	822.11	1 196.15	45.50%	817	817	0.00%
开放式基金	164	212	29.27%	3 869.05	3 918	1.27%	3 897.86	3 452.09	-11.44%
股票方向基金	165	189	14.55%	2 371.47	3 389.96	42.95%	—	—	—
货币基金	30	39	30.00%	1 867.9	1 242.72	-33.47%	—	—	—

资料来源:中国基金网 <http://www.chinafund.cn/tree/xx0.asp?id=30676>。

二、问题提出

量的扩张并不等同于质的提升。从信息经济学和产业组织学观点分析,作为机构投资者重要组成的证券投资基金的产生有其内在的必然性,而证券投资基金受到政府的扶持则是由于其具有稳定证券市场与改善上市公司治理的两大功能;同样,证券投资基金受到市场投资者的青睐则是由于其

具有集合理财、专家管理、分散风险、提高收益的功能。但是,从研究角度来比较分析国内外证券投资基金在市场发挥不同功能及程度的客观现象,则须揭示这些现象背后存在的制度与市场因素。

影响证券投资基金在市场发挥功能及程度不同的制度与市场因素中的关键之一可以归结为证券投资基金治理问题。证券投资基金可概括为三个主要构成要素:基金持有人,基金管理人和基金托管人。其中,基金持有人既是基金投资者又是基金所有者;基金管理人负责基金资产的投资运作管理;基金托管人负责保管基金资产,监督基金管理人,防范其不利于投资者的行为与其他违法行为的发生。因而,基金运作的成败主要取决于基金管理人的行为规范与能力水平。基金持有人与基金管理人之间的关系被称为委托代理关系。如果基金市场是信息对称的市场,或者作为委托人的基金持有人能够制定一份完备契约,就可以完全清除委托代理问题。但是,现实中的基金市场的信息分布是不均衡的,而且其传递需要成本,并存在时滞和障碍,即存在信息不对称现象。随着基金规模的日趋扩张,基金持有人分散程度越来越高,进一步加剧了基金持有人与基金管理人之间的信息不对称,这直接导致了基金管理人逆向选择和道德风险等委托代理的问题。现实中基金持有人与基金管理人之间的契约是不完备的,无法使得基金合约剩余控制权与剩余索取权对称。基金合约这种不对称特征导致了基金管理人逆向选择和道德风险的产生,最终给基金持有人造成损失。因此,如何使基金持有人在一定的成本下得到较高的投资回报,就构成了证券投资基金运作的核心——基金治理问题。

基金治理可以分为内部治理和外部治理,也可以分为约束治理和激励治理。基金内部治理是指利用组织内部现有的资源进行人为的约束与激励机制的设计,进而实现基金治理目标的各种机制的总称。在证券投资基金的结构中,剩余控制权与剩余索取权基本上是分离的,容易导致基金管理人的道德风险与机会主义行为的发生。引入内部治理机制对基金管理人进行约束与激励,将降低其道德风险的程度,减少基金剩余收益的损失。基金外部治理主要依靠信息的传递来揭示基金管理人的业绩和道德风险的程度,并且通过监管与市场竞争的手段来规范基金管理人的行为,在一定程度上可以提高基金内部治理的效率。

从我国证券投资基金行业的现状分析,基金治理存在很大的缺陷。基金内部治理从形式上看,形成了基金持有人大会、基金管理公司、托管银行等组织机构,《中华人民共和国证券投资基金法》也作出较为详细的分权制

衡条款来保护基金持有人的利益。但是,一方面基金持有人、基金托管人的监督效率并没有得到有效的发挥,另一方面基金管理人自身治理缺陷也直接导致基金经理的“内部人控制”,损害了持有人的利益。具体来说,主要存在以下问题:①基金持有人大会实质上的“虚置”,导致持有人利益代表的缺位问题;②基金托管人的“被选择”与托管收益,导致托管人的非独立性与监管乏力问题;③基金发起人与基金管理人角色合一的内部管理型模式,导致基金管理人道德风险的加剧问题;④基金管理公司自身治理的缺陷,导致基金经理的“内部人控制”问题等等。基金外部治理从表象上看,基金的品种、数量与份额得到了快速发展,与《基金法》相配套的各种管理办法也相继出台。但是,一方面基金行业市场的初步发展及受到相关“门槛”限制,仍呈垄断态势;另一方面相关法律法规的原则性与职责划分的模糊性,影响其监管效率的发挥。具体来说,主要存在以下问题:①准入限制,导致基金管理人市场、基金经理市场、基金托管人市场以及基金中介服务机构市场的竞争性缺失问题;②法规的过于原则,导致监管效率下降与职责模糊问题;③政府集中统一监管下的行业自律作用的发挥问题等等。

显然,我国基金治理的上述缺陷及由此导致的行为偏差与证券市场规模化、市场化、国际化发展的本质要求存在着尖锐的矛盾,实践要求我们加强对证券投资基金治理问题的研究,为科学的、正确的证券投资基金相关制度安排提供系统的全面的理论依据,以实现我国基金市场与证券市场良性的互动发展。

三、研究框架

本书研究我国证券投资基金治理问题,希望通过借鉴国内外相关理论研究成果,总结海外基金治理的成功经验,寻求完善我国证券投资基金治理的路径:①从委托代理与信托理论与方法的角度解释基金内部约束机制模式类型与应用,试图论证保护基金持有人利益是完善基金治理的基石与核心;②从委托代理与动态博弈理论与方法的角度解释基金内部激励机制中的固定费率与激励费制度的效率比较与实践应用,试图论证以固定费率为基础,辅之以一定激励费相结合的基金激励机制的科学性与合理性;③从市场竞争与基金治理关系的理论分析切入,试图论证放开准入,推动基金业各相关市场的竞争对完善基金治理的影响;④从社会管制的经济理论与方法解释基金监管与基金治理的关系,试图论证我国基金监管体系完善的路径与内容。

本书研究我国证券投资基金治理问题中借鉴的主要理论成果与实务制度。本书认为基金治理与公司治理研究核心具有一致性,“公司治理理论及的是出资者保证收回他们投资的回报方式”(哈佛大学 Andrei Shleifer 与芝加哥大学 Robert W. Vishy, 1995)^①。因此,经济学关于公司治理研究的初步成果可供借鉴。① 剩余索取权与控制权应当尽可能地对应起来;② 经理人的补偿收入应当与公司的经营业绩挂钩;③ 投资者应拥有选择与监督经理人的权力;④ 为了解决投资者的“搭便车”问题,应当让所有权适当集中于大股东手中^②。

同时,本书认为基金治理与公司治理有一定的区别。契约型基金本身并不是一个独立的实体,没有相应的组织体系;公司型基金虽然是一个公司,但除董事会之外,也并无其他的机构。基金起源于信托,即基金是信托在商事领域得到适用和发展的一种财产管理制度,基金内部持有人与管理人和托管人之间的关系是一种信托关系。① 基金法律关系的主体和信托关系的主体基本相同,基金持有人、托管人、管理人分别与信托关系中的受益人、委托人、受托人相对应;② 基金的产生与运作的主要依据是信托契约;③ 基金财产具有与信托资产相类似的独立性;④ 与一般代理机制不同,基金的受托人和信托的受托人都是为受益人的利益,以自己的名义管理运作受托的资产。因此基金,尤其是契约型基金本质上属于信托的一族,具备了信托关系的基本特征:① 名义所有权与收益权相分离;② 资产的相对独立性;③ 有限责任。正因为此,有关信托法理有必要引入。

我国基金行业的发展只有短短的十几年历程,基金治理的完善依靠本国经验的总结与教训的吸取,需要漫长的历史过程与昂贵的运作成本,总结与借鉴海外基金治理相关成果与制度安排,可发挥后发优势。本书因此选择基金诞生地、英美法系的代表性国家——英国,长期实行金融混业经营、大陆法系的代表性国家——德国,长期实行政府主导型金融体系、大陆法系的代表性国家——日本进行契约型基金治理评述与总结;选择世界上公司型基金最为发达的国家——美国进行公司型基金治理评述与总结,以此作为我国证券投资基金治理完善路径的参照系。

① 参阅李维安,张俊喜主编:《公司治理前沿(经典篇)》,中国财政经济出版社,2003年12月第一版。

② 参阅张维迎:“从公司治理结构看中国国有企业改革”,载《企业理论与中国企业改革》,北京大学出版社,1999年第一版。

第二节 本书安排

本书研究我国证券投资基金治理问题,在我国证券投资基金发展历程、问题提出、研究框架的基础上,分成海外基金治理述评、基金内部治理研究与基金外部治理研究三大部分展开讨论。

一、海外基金治理述评

我国基金行业的发展上只有短短十几年时间,基金治理的完善单纯地依靠本国基金行业发展的经验总结与教训吸取,需要经过漫长的历史过程,付出昂贵的运作成本。总结与借鉴海外基金治理的相关研究成果和制度安排,以利我国基金行业后发优势的发挥。为此,本书分别选择英国、日本、德国拟进行契约型基金治理的述评;选择美国拟进行公司型基金治理的述评。

(一) 英国契约型基金治理述评

英国是基金业的发源地,直至今日仍是世界上基金业最为发达的国家之一。英国基金的内部治理与行业自律都对他国具有很大的借鉴价值。英国基金业的发展经历了从以封闭式基金为主,到封闭式与开放式并存,最终过渡到以开放式基金为主的历程,经历了以契约型基金为主,到公司型基金为主,最终过渡到以契约型基金为主、公司型基金快速发展的两次重心转移。英国基金业发展历程与相关制度的变迁以及市场的发展与需求变化密切相关。

英国契约型基金主要为单位信托基金,其内部治理特色为共同受托人模式,即内含一个契约:基金管理人以管理受托人的身份与基金托管人以保管受托人的身份签订以基金持有人为受益人的信托契约。对基金管理人的约束不仅有作为基金持有人的投资者,更有作为保管受托人的托管人,英国法律赋予托管人很大的权利以便其履行监督职责。英国基金业发展的经验表明,基金的发展离不开外部力量的规范与监管,各项制度和法律都是保证基金良性发展的前提。英国基金外部治理特色为行业自律监管。英国独特的自律功能,使得监管者在决定何时及怎样行使监督权力方面拥有较广泛的自决权。这种自律监管机制是建立在监管者与被监管者之间相互信任、共同合作的基础上,也与英国基金业的起步早、发展较为成熟,行业协会构建较为完善的基本国情相适应。

(二) 日本契约型基金治理述评

与英国基金业的发展历程不同,日本证券投资信托基金源自于政府的引进。在金融较为发达的国家中,日本是后起之秀。其基金业虽然起步较晚,但在日本政府的大力支持下发展迅速,目前日本已成为世界屈指可数的基金大国之一。

日本契约型基金内部治理可以概括为一元模式,即用单份信托契约约束所有基金当事人权利义务的制衡,但是基金管理人和基金托管人的地位是不平衡的,管理人明显处于优势的核心地位。在日本契约型基金内部治理中,投资决策权属于委托人的委托公司(基金管理人);作为受托人的基金托管人只需遵循委托公司的投资指令处置信托资产,对信托资产不负积极行为的义务,属于信托中的简设信托;而作为受益人的基金持有人,在基金管理及重大问题的决定上没有多大的发言权。所以契约型基金实质上是由基金管理人全权负责营运,而并未受到太多的约束。日本基金的外部治理的主要特征是由政府对基金的监督起主导作用,通过行政手段的监管方式,制定相应的政策与措施,对基金行业进行引导与控制,也包括对基金持有人的部分保护。日本基金业的政府监管模式是与日本经济金融的政府主导型一脉相承的。

(三) 德国契约型基金治理述评

德国的基金业到20世纪中期才产生,政府是引入基金的推动者。德国在1957年的《投资公司法》当中规定基金只能采用契约的形式,后来修改的《投资公司法》虽明确可以采用公司的形式成立基金,受之前的影响以及税收政策因素,德国的契约型基金仍占主流地位。

德国契约型基金内部治理的最大特点是独有二元模式:其中一个契约存在于投资人与投资公司(基金管理人)之间,投资者购买受益凭证后即取得委托人的地位,而投资公司则作为受托人,经营管理基金所聚集的该资产集合;另一个契约规范基金管理人和托管人之间的权利义务关系,托管人负责保管该资产集合,保证其安全与完整,以及对特定违法行为提出诉讼。

为了保护基金持有人的利益,德国《投资公司法》赋予基金托管人对基金管理人的监督职能,如果基金管理人的投资指示违反信托契约或有关规定,基金托管人有权不予执行,一旦基金出现管理上的问题,基金托管人必须代表基金持有人向基金管理人提出索赔,甚至有权停止基金管理人的权利,但投资者只能以第三人的身份对其主张权利。德国基金的外部治理的主要特征是行政监管与行业自律相结合的方式,即不但有政府部门与投资

公司协会参与监管,也有完善的相关法律法规对基金相关当事人的规范。

(四) 美国公司型基金治理述评

自 1924 年产生的第一只公司型开放式基金以来,美国凭借其完备的法律体系、多层次的监管体系以及有效的独立董事制度等因素,实现了公司型基金的飞速发展。目前,美国公司型基金不仅在其国内市场独占鳌头,而且在世界公司型基金市场也占有 50% 的市场份额。

美国公司型基金内部治理主要是由基金股东大会、基金董事会、基金托管人以及声誉机制对基金管理人的内部约束。其中基金董事会是最重要的内部约束机制。美国公司型基金一般采取外部管理型模式,基金董事会以维护基金股东的利益为宗旨,对基金服务提供者(主要包括基金管理人和基金托管人)进行选择、考核与监督,必要时有权更换不合适的基金服务提供者。美国公司型内部约束机制的核心是独立董事制度。独立董事和关联董事一样享有同样的权利,共同参与、监督和表决有关基金的重大决策,并通过独立董事的独立性及其表决权优势来影响基金董事会的决策。此外,有关法律和 SEC 还赋予独立董事的特殊职能,如批准投资顾问合同,选择独立公众会计师和律师,监管基金内控体系,批准主承销商的权利与义务等等。为了进一步完善公司型基金的独立董事制度,2001 年美国颁布实施了“关于《1940 年投资公司法案》共同基金独立董事有关条款的修正案”,明确了独立董事多数、自我任命等多项原则,使独立董事最大限度地发挥作用,以保护基金股东的合法权益。美国公司型基金外部治理主要特色是具有完备的法律法规和包括行业自律的多层次的监管体系。

二、基金内部治理研究

基金内部治理是基金治理的核心部分。基金内部治理可分为基金内部激励机制与内部约束机制,由于契约型基金与公司型基金内部约束机制存在显著的差别,因此,本书拟从基金激励机制、契约型基金约束机制和公司型基金内部约束机制三个方面展开讨论。

(一) 基金激励机制研究

证券投资基金根据组织形式可分为公司型基金和契约型基金,无论哪种组织形式的基金,基金激励机制都是其内部治理的一个重要组成部分。基金激励问题产生的根源在于理性人的行为都是以自身效用或利益最大化为标准,代理人的利益与委托人的利益不完全一致,他可能采取有利于自身而损害委托人利益的行为。基金激励机制就是设计一种契约或制度,使得

代理人(基金管理公司/基金经理)能够最大限度地为基金投资者的利益工作。问题之一,基金激励机制设计的依据是绝对绩效、相对绩效还是两者的结合;或者是固定费率、激励费还是两者的结合。目前倾向性观点都认为使用相对绩效考核基金管理人是有必要的,基金管理人应当拥有部分剩余索取权,使其“自己为自己工作”^①,也即是激励费制度。本书认为上述观点可能忽略了两个因素:一是过度的激励强度可能导致投资者风险的加大;二是基金管理人的经营是一个持续过程。如果采用动态博弈比较模型分析,现实基金运作更加接近该模型,因为基金管理人具有持续经营的需求(其中内含声誉机制的作用),则固定费率与激励费制度各有其特点。激励费制度在一定条件下也能够让基金管理人稳健经营,但还是要冒失败的风险,而降低风险的办法都是减少激励强度;实行固定费率则风险较小,操作较为简单,同样能够解决基金管理人偷懒的问题,这也是固定费率被广泛运用的现实基础。问题之二,固定费率是统一的还是多样的。本书认为固定费率有其合理性,并不是说所有基金固定费率应该固定在同一水平上,对于不同性质的基金应由市场决定其有差别的固定费率。问题之三,基金管理费由谁来决定。本书认为由政府监管部门决定,则完全排除了市场的价格发现与指导功能,同时过于严格的价格管制还会导致大量的寻租现象。如由基金持有人与基金管理人来决定,则须解决基金持有人利益代表到位问题,如公司型基金董事会,契约型基金受托委员会制度,并赋予基金持有人对不合理的基金管理费申请司法救济的权力。

(二) 契约性基金约束机制研究

契约型基金是依照信托的原理建立,而信托一旦成立,基金财产的名义所有权即由委托人手中交给了受托人,实际所有权与经营权相分离的产权结构使得基金当事人之间权益的均衡成为必要。目前世界主要的契约型基金约束机制的模式有:① 日本、澳大利亚的一元信托模式;② 德国的二元信托模式;③ 英国的共同受托模式;④ 中国香港、印度的监督人受托模式。本书认为,衡量基金内部约束机制模式的优劣,不仅要分析其是否较好地体现了基金所有权、经营权、保管及监督权的相互分离、相互制约,是否使基金资产既获得管理人专家理财的高效率,又获得监督和保管的安全保证,实现基金效率与安全的统一。更应考虑不同的约束机制适用于不同的金融市场

^① 参阅李建国:《基金治理结构——一个分析框架及其对中国问题的解释》,中国社会科学出版社,2003年第一版。

发展程度、不同的法律环境以及不同的金融结构的历史事实。正是基于上述两点,本书认为,我国契约型基金约束机制的改革可以重点借鉴印度的独立受托模式的经验,建立与完善以受托人委员会为中心的基金内部约束机制。这种契约型基金内部约束机制具有以下优势:一是建立了科学、高效的基金发起机制,切断了发起人、管理人的利益纽带,符合海外基金产业发展趋势——外部管理型模式的基金比例逐步上升,发起人(基金制造商)与基金管理人日趋分离。二是强化了持有人大会的约束权力,重大事项仍需持有人大会的投票表决,由于新模式下持有人大会面对的是单一的受托人委员会,而非直接运作与保管资产的管理人和托管人,其约束力的发挥相对较为简便。三是引入独立的受托人委员会作为持有人利益代表,其主要职责在于对基金管理人投资能力作出选择与监督,对保管人的安全能力作出选择并监管等。解决了我国当前基金管理人选择托管人,托管人监督乏力的问题,改变了我国当前以基金管理人为核心的治理结构,弱化了管理人的权力,使其处于被监管的地位。

(三) 公司型基金约束机制研究

公司型基金是按公司法的规定设立的具有独立法人资格的,以营利为目的的证券投资基金。公司型基金内部约束机制由股东大会、董事会、托管人和声誉约束等机制共同组成,其约束功能主要体现在基金股东大会、董事会、托管人和声誉对基金管理人的约束上。公司型基金与契约型基金相比,其内部约束机制最大不同处是前者拥有董事会,由董事会行使基金股东的权利。本书分析比较了美国、日本、英国的公司型基金,各国都在不断强化其基金的内部约束治理,适应了国际上公司内部治理制度从“股东大会中心主义”到“董事会中心主义”的变迁,基金董事会代表基金股东选择基金管理人和托管人并对其工作进行考核和监督,同时有权更换不合适的基金管理人和托管人。各国公司型基金董事会制度的核心名称上有所差别,如美国的独立董事制度、日本的监察人制度、英国的附加董事制度,但其内涵却基本一致,即独立于基金管理人及基金相关的服务机构,负责选择监督基金管理人与托管人,以基金股东的利益为根本目标。本书认为,尽管我国现有的基金组织形式都是契约型,但《基金法》的实施,已排除了设立公司型基金的法律障碍。通过对海外公司型基金内部约束机制的比较研究,可以得出今后我国发展公司型基金,完善其内部约束机制的相关借鉴之处:一是强化公司型基金股东大会的功能,解决路径主要有投票权代理和投票权信托以及基金股东的诉讼制度。二是提高基金董事董事会的有效性,解决路径主要