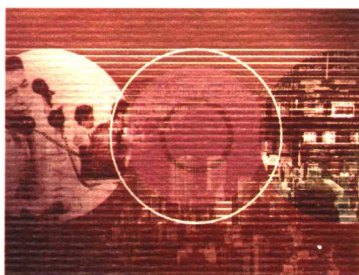


Zhongguo
Zhengquan Touzi Jijin Zhili Jiegou Yanjiu

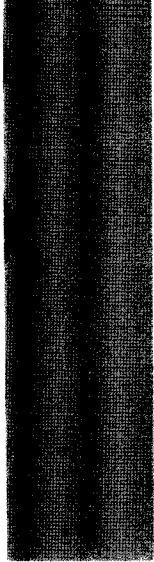
中国证券投资基金 治理结构研究



本书在分析、厘清有关企业治理结构的理论、特别是经验研究文献的研究思路 and 角度，并回顾、总结中国契约型基金的发展历程与市场现状的前提下，以委托—代理理论为理论基础，以信息经济学、博弈论为基本分析工具，针对上述问题，构造不完全信息动态博弈的信号传递模型和不完全信息动态博弈的声誉模型。

何杰 著

西南财经大学出版社



中国证券投资基金 治理结构研究

本书在分析、厘清有关企业治理结构的理论、特别是经验研究文献的研究思路 and 角度、
并回顾、总结中国契约型基金的发展历程与市场现状的前提下，
以委托-代理理论为理论基础，以信息经济学、博弈论为基本分析工具，
针对上述问题，构造不完全信息动态博弈的信号传递模型和
不完全信息动态博弈的声誉模型

何杰 著

西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国证券投资基金治理结构研究/何杰著. —成都:西南财经大学出版社, 2007. 7

ISBN 978 - 7 - 81088 - 604 - 8

I. 中… II. 何… III. 证券投资—基金—治理—中国
IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 122029 号

中国证券投资基金治理结构研究

何杰 著

责任编辑:熊永根

封面设计:杨红鹰

责任印制:王 艳

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	http://www.xcpress.net
电子邮件:	xcpress@mail.sc.cninfo.net
邮政编码:	610074
电 话:	028 - 87353785 87352368
印 刷:	西南财经大学印刷厂
成品尺寸:	148mm × 210mm
印 张:	6.25
字 数:	155 千字
版 次:	2007 年 7 月第 1 版
印 次:	2007 年 7 月第 1 次印刷
印 数:	1—1000 册
书 号:	ISBN 978 - 7 - 81088 - 604 - 8
定 价:	12.50 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。

摘 要

1

中国的证券投资基金业由于其超越常规的发展速度，一度曾面临深刻的危机：2000年10月的“基金黑幕”事件即充分暴露了中国契约型证券投资基金以及基金管理公司治理结构中所存在的严重问题，引发投资大众对中国证券市场的极大关注与指责，并直接导致了中国证券监督管理委员会对证券投资基金异常交易行为的调查。为加强并改善基金的治理，2001年初，中国证券监督管理委员会下文要求基金管理公司在其董事会中设立独立董事。至当年底，所有基金管理公司均已按证监会的要求在董事会中聘请了独立董事，独立董事制度在基金管理公司开始正式运行。

但正如所有有关这一问题的研究文献所质疑的（何孝星，2003；刘传葵等，2002；郭秀娟，2001等），中国这一看似借鉴于美国公司型基金的独立董事制度在中国的契约型基金中能发挥其政策设计者预想中的作用吗？

就公司型基金而言，一只基金即为一独立注册的公司，因而

公司型基金的独立董事制度与在普通上市公司中的独立董事设置完全一致，其独立董事即为基金股东——基金持有人在基金董事会中的代表，接受基金股东大会的制约。独立董事出于对自己社会声望的珍惜和对自身长期物质利益的考量，负责对基金的代理人——基金管理公司的监督，以维护基金股东即基金持有人的利益。在公司型基金中，独立董事制度已成为基金治理的主要及关键制度。但在目前中国，由于一系列相关法律制度的约束，所有的基金均为契约型基金，一只基金只是一信托资产，而非独立注册的公司，基金管理公司是基金的代理人。因此，由基金管理公司的股东聘请的独立董事只可能具有对基金管理公司的股东及其股东大会而不是其他人或机构负责的激励与约束，因为他们是基金管理公司而非其他机构的独立董事——由基金管理公司董事会聘请、经基金管理公司股东会审议批准，从基金管理公司获取报酬。但在这里却被这一制度的设计者赋予了为基金管理公司的委托人——基金及其持有人的利益而工作的职责，而很显然，作为基金代理人的基金管理公司的股东的利益与基金持有人的利益在一定程度上肯定是并不完全一致的（这正是中国“基金黑幕”产生的根本原因）。因此，从这一角度分析，显然应该有理由认为，希望通过在基金管理公司董事会中设立独立董事，以达到维护基金持有人利益的目的，将是难以理解的。

那么，在基金管理公司董事会中设立独立董事能够实现其制度设计者的初衷吗？即通过在基金管理公司董事会中设立独立董事能达到监督基金管理公司的行为，以改善契约型基金的治理，从而保护基金持有人利益的目的吗？如果能够的话，那又是通过一种什么样的途径和机制达到这一目的呢？

同时，基金以及基金管理公司治理结构的其他特征对基金管理公司的行为与基金的业绩又将以何种方式、通过何种途径产生怎样的作用和影响？

这正是本书试图通过以下的理论与经验研究而要阐释的问题。

本书内容共分六个部分：

一、引言——直接、简明地提出研究的问题，阐明研究方法
及论文结构。

二、文献综述——对与上述问题相关的研究文献进行梳理与
评析。

三、背景与回顾——简述研究问题的历史及现实背景。

四、理论模型——基于既有的研究结论，建立理论模型，以
对中国的契约型基金通过在基金管理公司董事会中设立独立董
事，但却能对基金持有人的利益产生积极影响的经验事实作出
解释。

五、研究假设及经验检验——以经验数据对理论模型所导出
的研究假设进行检验。

六、结论——根据上述检验结果得出研究结论，提出其政策
涵义，并指出本研究的局限及进一步的研究方向。

2

本书通过对有关企业治理结构的理论、特别是经验研究文献
的研究思路和分析发现，其理论出发点十分一致，均基本
围绕现代企业中因委托——代理问题的存在而产生的两大利益冲
突而展开：一是拥有剩余索取权的企业股东与掌握剩余控制权
的公司管理层之间的利益冲突，另一是公司大股东（准确地说是
对公司具有实际控制权的股东）利用其在公司的优势地位，而
可能对公司小股东（对公司不具有实际控制权的股东）的利益

侵害。而经验研究的具体切入则主要从企业股权结构、企业董事会结构特征、企业董事会行为方式以及企业高层管理人员激励与企业业绩的关系等方面进行,其研究角度的切入一般源于以下三个方面:

(1) 企业股权结构与公司董事会行为及其与公司业绩的关系;

(2) 企业董事会的结构特征与董事会行为方式、公司绩效的关系;

(3) 企业高层管理人员的激励与公司业绩的相关关系研究。

证券投资基金与一般意义上的企业相比虽然自有其“特殊”之处,但从信息经济学的分析角度来看,其存在的核心问题依然是由于信息的不完全与不对称而在作为契约双方的不同产权所有者之间所必然产生的委托——代理问题。而且也正由于其“特殊性”,这一问题将比在一般企业更为严重。因此,本书认为,已大量应用于一般公司的关于企业治理结构的研究框架与分析方法也应该完全适用于对证券投资基金治理结构的分析。

纵观企业治理的经验研究文献,从总体上来看,一个十分明显的特征是,研究结论并不完全统一,有的甚至互相矛盾,而且研究结论的稳健性也较差。分析其根源,从研究方法上来看,本书认为这主要在于以下几方面的原因:

(1) 大多数的经验研究均没有建立假设前提明确、经济逻辑严密的应用理论模型,而仅是在委托——代理理论的一般分析框架下,相对简略地推导出研究假设,并在此基础之上建立计量检验模型。这当然与这一问题的影响因素众多且相互交织有关,因而建立严谨的应用理论模型十分困难,但很显然,这不可避免地削弱了计量分析对经验事实的解释力。

(2) 在计量模型的建立、变量的构建和变量测度方法的选择中未能很好地解决一些变量的内生性问题,从而在变量之间互

为因果关系的分析困境中，难以离析出研究变量的真实作用方向和强度。

(3) 在建立计量模型时，对一些重要变量的忽略和遗漏或数据收集的限制，致使在回归分析中对一些变量无法控制，从而严重影响了对研究变量的分析。

(4) 在计量分析中，对研究变量和控制变量的筛选以及变量测度方法的选择是保证计量分析得到满意结果的重要条件，在这一方面，已有的研究工作仍有很大改进的余地。

(5) 已有的计量研究，在同一个样本的分析中，对于一些重要变量（如企业业绩等）大多只采用了单一的测度方法，这在一定程度上削弱了分析结果的稳健性。

从分析对象来看，对一般意义上的企业的研究文献已非常丰富，而对于基金及基金管理公司这一较为特殊的企业组织形式的治理结构的研究却仍然十分缺乏。即便如此，已有的研究中的绝大多数也基本集中于对公司型基金的研究，而对于中国的契约型基金以及基金管理公司的治理，特别是契约型基金中基金管理公司的独立董事的作用及其机理的理论及经验研究成果还尚未发现。

基于此，本书首先详细回顾、总结了我国契约型证券投资基金的发展历程，并进一步从我国证券投资基金的总体发展趋势、基金持有人结构特征、基金托管人结构特征、基金发起人结构特征、基金管理人（基金管理公司）结构特征以及基金经理的结构特征等角度对证券投资基金的市场现状进行了描述与分析，并着重对2000年的基金“黑幕”事件的具体情况与细节进行了分析，认为，正是由于“基金黑幕”的披露，才充分暴露了中国基金及基金管理公司治理结构中所存在的严重问题。这不仅直接引起了证券市场的极大反响，而且同时引起了中国证券监管高层的关注，进而导致了中国证监会对证券投资基金异常交易行为的

调查,并促成了2001年中国证券监督管理委员会《关于规范证券投资基金运作中证券交易行为的通知》和《关于完善基金管理公司董事人选制度的通知》两个措施的出台,为中国基金及基金管理公司治理结构的改进与完善提供了制度基础。

那么,通过在基金管理公司董事会中设立独立董事能达到监督基金管理公司的行为,以改善契约型基金的治理,从而保护基金持有人利益的目的吗?

本书以委托——代理理论为基础,以博弈论为基本分析工具,针对上述问题,构造了一个不完全信息动态博弈的信号传递模型(Signaling Model)用以解释基金管理公司在其董事会中设立独立董事上的行为选择。模型的理论推导证明,在一般情况下,存在真正惟一合理的均衡——分离均衡(Separating Equilibrium),即不同治理状况的基金管理公司将在其董事会中选择不同比例的独立董事。

但在特定的情况下,由于其他外生的因素对潜在的基金持有人在观察到基金管理公司董事会中的独立董事比例较高之后,对基金管理公司的治理状况的判断的后验概率的形成的影响,即混同均衡(Pooling Equilibrium)(即不同治理状况的基金管理公司均会在其董事会中选择较低的、相同比例的独立董事)却仍然可能出现。这一特定情形的存在,对本书的后续实证分析具有重要的意义。

同时,本书构造了一个不完全信息动态博弈的声誉模型(Reputation Model),以解释独立董事为股东利益而勤勉工作的内在机理,并得到如下推论:

(1) 只要在 $T-1$ 阶段,基金持有人认为独立董事是“好的”的概率不小于 $\frac{1}{\delta} - \alpha$, 独立董事就有激励选择尽责工作。即独立董事的声誉越好,则其维护声誉的积极性就越高。

(2) 独立董事的贴现因子 δ 越大, 即独立董事对未来收益的评价越高、越重视未来的收益, 则其积极尽责所要求的声誉就越低。这可能意味着年轻的独立董事在相同情况下, 比年老的独立董事会更珍惜其声誉。

(3) 独立董事的收入 α 越高, 则其尽责所要求的声誉也越低。这提示, 提高独立董事的收入将有助于推动其积极尽责。

在得到上述两个理论模型的基本结论的前提下, 本书进一步分析:

在公司型基金的董事会中, 其独立董事为基金股东利益而行使职责并努力工作的主要作用机制, 与在一般公司中并无二致, 即在于: 独立董事的聘请和解聘在原则上最终为公司型基金的股东大会所决定 (尽管在实际操作层面, 独立董事的任命一般由上一任独立董事提名下一任的候选人选, 经基金董事会讨论决定, 但股东大会仍然拥有最后的决定权, 至少可以说股东大会的存在构成对独立董事任免的可置信的威慑), 独立董事是基金的董事会的成员, 通过对基金的代理人——基金管理公司的管理与运作的监督, 对基金股东的利益负责; 如其不能为基金股东的利益尽职尽责工作, 则其在基金股东中的声誉将因此而遭受影响, 从而不可避免地面临基金股东大会的罢免, 进而进一步地损害其在独立董事市场中的信誉, 影响其在长期中的收益。也就是说, 在公司型基金中, 其独立董事正是在声誉机制的作用下, 发挥着为基金股东努力工作的作用。这正是本书运用不完全信息条件下的声誉模型所证明的。

而在契约型基金中, 情况却完全不同了。基金管理公司的独立董事的任免最终为基金管理公司的股东大会所决定, 在原则上, 基金管理公司的独立董事显然是基金管理公司的董事会成员, 因此理应为基金管理公司的股东的利益负责, 在这里上述不完全信息条件下的声誉模型描述的机制发挥着作用。而在实际

中，基金管理公司作为基金的代理人，其利益与基金持有人的利益是并不一致的。因此，一个在基金持有人看来“声誉”不佳的独立董事，却很有可能为基金管理公司所“钟情”。也就是说，仅从这一角度来看，在基金层面，制约独立董事行为的、以使其为基金持有人的利益服务的声誉机制其实并不能发挥其作用，即如果仅从这一角度来看，基金管理公司的独立董事将只可能为基金管理公司的股东的利益而工作，却不会具有为基金持有人的利益而努力工作的激励。

但如果进一步分析在契约型基金中影响基金管理公司的利益并制约其行为的具体机制，可以发现，在基金层面，制约独立董事行为的、以使其为基金持有人的利益服务的声誉机制仍然可能发挥作用，其关键之处即在于基金管理公司为最大化其自身长远利益的、以独立董事为其治理良好的信号的信号传递机制的存在（即本书通过不完全信息动态博弈的信号传递模型所证明的真正惟一合理的均衡——分离均衡的存在），而这一重要之处却正是基金管理公司独立董事制度的批评者们所忽略的地方。

本书运用不完全信息条件下的信号传递模型已经证明，基金管理公司为追求其长远的利益，将有激励把独立董事作为其自身治理良好的信号而向市场发送，因而独立董事在基金持有人中的、为基金持有人的利益努力工作的“声誉”，在这里就成为了基金管理公司向市场发送的、其自身治理良好的信号的一个重要组成部分，从而基金管理公司独立董事在基金持有人中的声誉同时也对基金管理公司来说具有了重要的意义。而为其所看重，即基金管理公司独立董事在基金持有人中的“声誉”将成为基金管理公司选聘其独立董事的重要条件。因为只有这样才能真正达到向市场传递其治理良好的信号的目的。所以，在基金管理公司把独立董事的聘用作为其治理良好的信号向市场发送的机制条件下，基金管理公司的独立董事在基金持有人中的“声誉”

仍然成为其行为选择的制约。

因此,在均衡条件下,在上述基金管理公司的信号传递机制与独立董事的声誉机制的共同作用下,基金管理公司的独立董事也必将具有为基金持有人的利益而尽责工作的激励与约束。

进而,本书以中国证券投资基金的截面数据(2002年),运用多元线性回归模型,通过方程1对由理论模型所导出的有关基金管理公司董事会中独立董事以及董事会结构特征、基金持有结构等因素对基金业绩与费用的影响的研究假设进行了经验检验:

$$\begin{aligned}
 P = & \alpha_0 + \alpha_R ID + \alpha_2 \ln AID + \alpha_3 RII + \alpha_4 RFM \\
 & + \alpha_5 \ln NHM + \alpha_6 \ln SBD + \alpha_7 PCB + \alpha_8 RMB \\
 & + \alpha_9 RSM + \alpha_{10} \ln SF + \alpha_{11} \ln YL + \alpha_{12} \ln YSI + \mu
 \end{aligned}
 \quad \text{方程 1}$$

其中:

P ——基金业绩或费用指标;

RID ——独立董事人数占董事会人数的比例(或具有证券投资知识与相关从业经验的独立董事人数占董事会人数的比例);

$\ln AID$ ——基金管理公司董事会中独立董事年龄的平均值的自然对数值;

RII ——基金前十大持有人中机构投资者所持有的基金比例;

RFM ——基金管理公司及其股东持有基金的比例;

$\ln NHM$ ——基金管理公司股东数量的自然对数值;

$\ln SBD$ ——基金管理公司董事会规模的自然对数值;

PCB ——基金管理公司总经理在董事会中的地位;

RMB ——基金管理公司高层管理人员进入董事会的人数占董事会总人数的比例;

RSM ——证券公司持有基金管理公司股份的比例;

$\ln SF$ ——基金规模——年底基金净资产总值的自然对数值;

$\ln YL$ ——基金上市时间的自然对数值;

$\ln YSI$ ——基金经理的从业经验——基金经理在证券投资行

业的从业年数的自然对数值;

α_0 、 α_1 …… α_{12} ——待估计的参数;

μ ——随机扰动项。

通过方程 2, 以二次曲线回归模型, 对基金管理公司董事会规模与基金业绩、基金净资产费用率之间关系的研究假设进行了检验:

$$P = \beta_0 + \beta_1 \ln SBD + \beta_2 (\ln SBD)^2 + \varepsilon \quad \text{方程 2}$$

其中:

P ——基金业绩指标;

β_0 、 β_1 、 β_2 ——待估计的参数;

ε ——随机扰动项。

通过方程 3, 以 Logistic 回归模型, 对有关年度内基金经理是否被撤换 (TFM) 与基金管理公司董事会中独立董事以及董事会结构特征、基金持有结构等因素的关系的研究假设进行了经验检验:

$$p(TFM=1) = \frac{\exp(\gamma_0 + \gamma_1 P + \gamma_2 PB)}{1 + \exp(\gamma_0 + \gamma_1 P + \gamma_2 PB)} \quad \text{方程 3}$$

其中:

$P(TFM=1)$ ——TFM=1 的概率;

P ——基金业绩指标;

PB ——基金业绩指标分别与基金管理公司董事会中独立董事比例以及基金管理公司董事会结构特征、基金持有结构等指标的交叉乘积项;

γ_0 、 γ_1 、 γ_2 ——待估计的参数。

上述多变量的经济计量分析得到了如下的结果, 其较好地支持了理论模型的研究结论:

解释变量	被解释变量		
	基金业绩	基金净资产费用率	基金经理的撤换
独立董事比例	+	-	不显著
具金融、证券知识背景及从业经历的独立董事比例	+	-	+
独立董事平均年龄	-	不显著	不显著
基金前十大持有人中机构投资者持有基金的比例	不显著	-	不显著
基金管理公司及其股东持有基金的比例	不显著	不显著	不显著
基金管理公司股东数	+(不显著)	不显著	+
董事会规模	倒U型	U型	+
基金管理公司总经理在董事会中的地位	+	不显著	-
基金管理公司高层管理人员在董事会中的比例	不显著	不显著	不显著
证券公司持有基金管理公司股份的比例	-	不显著	+

3

通过对中国的契约型基金治理问题的理论与经验研究,本书力图对治理研究领域的已有相关文献在以下几方面有所贡献:

(1) 对中国的契约型基金通过在基金管理公司董事会中设

立独立董事（这一制度安排完全不同于公司型基金的独立董事），但却能对基金持有人的利益产生积极影响这一现象给予理论解释及经验检验——迄今，这在已有的相关研究文献中尚未能检索到。

（2）对于独立董事在董事会中维护中小投资者利益的作用，已有的研究文献在经验分析中，大多无法对独立董事与企业业绩的互为内生的关系予以离析，从而在相当程度上干扰了计量研究的结果，难以给出令人信服的结论。本书利用在中国基金“黑幕”之后，中国证券监督委员会下文在基金管理公司强制实施独立董事制度这一“自然试验”的契机，对这一问题进行研究，较好地排除了董事会中独立董事比例内生于企业原有治理结构及企业业绩的问题，从而使本书的结论具有了较强的说服力。

（3）在经验分析中，本书通过基金管理公司董事会中具有金融、证券投资知识及其从业经历的独立董事的比例这一变量以反映独立董事的职业背景，同时引入独立董事的平均年龄以测度其行为偏好和行为能力，对具体、深入地理解独立董事的作用机理和作用途径提供了更广的视角。这在同类文献中还并不多见。

（4）本书的经验检验从基金业绩、基金费用以及基金管理公司董事会行为方式三个不同的角度进行，而基金业绩还同时利用其会计指标、风险调整指标和市场指标等七个测度变量对基金管理公司董事会中的独立董事以及其他治理特征指标对基金的运营与管理的作用和影响进行分析，并得到较为一致的结果，这较大地增强了研究结论的稳健性。这在已有的文献中也是并不多见的。

本书的研究仅是在一定层面、在基本数据可收集的条件下，对中国契约型基金的治理问题而进行的初步探讨，因而不论是在理论构建还是在经验分析上均必然存在一定的局限：

（1）本书用以对基金管理公司董事会中独立董事的设立有

助于保护基金持有人的利益的经验事实而进行解释的理论模型的构建在一般均衡的框架下还未能完成完全形式化的工作，这将是在理论上需要进一步完善的地方。

(2) 由于数据收集的困难，一些具有重要影响及现实意义的关键变量的数据无法获得（如独立董事的收入、每年独立董事在基金管理公司的工作时间以及独立董事对基金管理公司重大决策的否决等），从而使得本书对基金管理公司董事会中独立董事发生作用的具体机制与过程的研究还不够深入与细致。

(3) 尽管本书已收集了截至 2002 年底中国的全部封闭式基金的相关数据，但由于中国的基金业发展时间仍还较短，因此本书的样本容量还不可能很大，因而本书的经验研究还应该在更大样本的条件下继续进行。

(4) 本书的研究样本为一截面数据集（Cross Section），而基金的治理结构与其作用机制的关系从长期来看则是一个相互博弈并不断变化与演进的过程，因而如能应用同时包含时间序列（Time Series）和截面数据的面板数据集（Panel Data），对此进行进一步的经验分析，其结论将具有更强的理论与现实说服力。

Abstract

I

The unconventional development of the China's stock investment fund was once in face of crisis. The exposition of the serious problem existing in the governance structure of the fund management company and contractual – type security investment fund from the black curtain scandal in Oct. , 2000 , caused the criticism and attracted the attention of the security market of China and as a result, leading to the investigation of China Securities Regulatory Commission on the abnormal transaction of the security investment fund. In early 2001 , China Securities Regulatory Commission required the setting of the independent director in the board of directors of the fund management company aiming to strength and to improve the governance of the fund. And until the end of the year, the independent director system had been set up in all the fund management companies and began the operation.

However, just as it is doubted in quite a lot of literature studying the problem (He Xiaoxing, 2003; Liu Chuankui, et al. , 2002; Guo