



企业管理理论与应用研究系列丛书

基金治理与基金经理 锦标赛激励效应研究

肖继辉 著



科学出版社

企业管理理论与应用研究系列丛书

基金治理与基金经理锦标赛 激励效应研究

肖继辉 著

暨南大学管理学院“211工程”建设项目“企业管理理论与应用”
广东省人文社会科学重点研究基地——暨南大学企业发展研究所
资助出版

科学出版社

北京

内 容 简 介

本书全面分析和检查了中国开放式基金治理现状,发现开放式基金存在严重的内部治理失衡问题。中国基金业治理的改善需要关注基金经理个人能力、市场竞争、经理人市场的发展等方面。因此,本书检查了基金经理个人特征与基金业绩、投资风格的关系,提出如何加强基金经理个人能力的培育和经理人市场发展的建议。本书进一步检查了锦标赛在中国基金行业的有效性,提出锦标赛发挥作用所依赖的外部制度建设等条件。

本书有助于基金监管者和基金管理者全面了解中国基金治理、基金经理行为特征和基金锦标赛效应,对开展基金激励相关研究的学者也具有重要参考价值。

图书在版编目(CIP)数据

基金治理与基金经理锦标赛激励效应研究/肖继辉著. —北京:科学出版社, 2012

(企业管理理论与应用研究系列丛书)

ISBN 978-7-03-032823-6

I. ①基… II. ①肖… III. ①基金—金融公司—企业管理—研究 IV. ①F830.3

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第237632号

责任编辑:徐 倩/责任校对:张怡君
责任印制:张克忠/封面设计:陈 敬

科学出版社 出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

北京九天志诚印刷有限公司 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2012年1月第一版 开本:720×1000 1/16

2012年1月第一次印刷 印张:8 1/4

字数:170 000

定价:36.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

丛书编委会

(按姓氏汉语拼音排序)

胡玉明	孔小文	李从东	梁明珠
凌文铨	谭跃	王国庆	卫海英
吴菁	熊剑	张耀辉	

丛 书 序

暨南大学管理学院“十一五”“211工程”建设项目“企业管理理论与应用”是广东省“十一五”“211工程”重点建设项目之一，其研究内容主要包括组织行为理论研究、基于可持续发展观的信息披露与公司财务研究和生产与服务运营管理研究等三个方面，预计在企业管理理论与应用研究方面形成一批有国际影响和实用价值的学术成果。此次出版的系列丛书就是我院科研人员在建设期间取得的部分研究成果的汇总。

改革开放和信息技术推广以及全球化浪潮，大大地促进了新型组织的出现，适应快速变化的学习型组织、适应企业成长的领导理论都成为我国企业的急需；同时，随着我国制造体系的不断提升、产品结构由低端向中高端的发展，基于信息技术等新的生产运作与物流管理理论和方法的推广应用，对于强化我国加工制造业的比较优势、提升企业的国际竞争能力具有重要意义；另外，财务资源的有效配置与持续创造对于企业的可持续发展至关重要，以可持续发展观的视角，将会计信息披露与公司财务问题联系在一起研究，对于提升我国企业的可持续发展能力也具有不可忽视的理论与实践意义。因此，从以上三个视角对企业管理理论与应用进行深入研究是提升我国企业、特别是珠三角地区企业的国际竞争力，实现成功转型的重要保证。经过三年多的研究，我院科研人员已在上述研究领域取得了初步的研究成果，对有关概念和方法进行了有益的探索并提出了独到的见解，在理论上具有一定的先进性。具体研究内容包括建设性领导和破坏性领导、企业胜任力模型设计与应用研究、企业环境信息披露：理论与证据、基金治理与基金经理锦标赛激励效应研究以及基于X列表的可重构ERP体系研究等。我们希望通过此次的出版工作，一方面能够和国内外有关同行和专家分享我们在企业管理理论与应用方面的研究成果，另一方面能够得到各位专家提出的批评和建议，使我们能不断提高科研工作质量和科研成果水平，为国家的发展和经济的繁荣做出更大的贡献。

本丛书的编写和出版得到了暨南大学“211工程”建设领导小组和管理学院有关领导的大力支持，管理学院的有关专家对本次出版工作也提出了许多宝贵的意见，在此向他们表示衷心的感谢。

暨南大学管理学院

企业管理理论与应用研究系列丛书编委会

2011年3月

前 言

基金已经成为中国资本市场的重要参与力量，也是广大投资者所关注的理财产品。基金作为资本市场的重要参与力量，对于改善上市公司治理和稳定资本市场都具有重要意义。中国基金发展的历史非常短，基金的发展难免遇到很多困难。其中，基金的治理是决定其可持续发展的重要因素。我们需要密切关注基金公司的治理和中小投资者的利益保障，基金治理日益完善也是基金业发展壮大的保障。

而基金公司由于其固有的委托代理问题，治理上存在严重失衡，作为基金公司股东利益代表的董事会并不能真正代表基金投资者的利益，基金托管人的监督作用名存实亡，基金持有人大会作为基金持有人切实利益的履行者却很难发挥作用。如何从根本上解决基金治理问题是实务与学术界都非常关心的问题。针对中国开放式基金内部治理存在的严重问题，我们认为保护投资者利益的可行途径是有效利用市场监督和约束机制，当前基金治理更加依赖外部市场的约束与竞争。如何通过外部市场的约束和竞争来激励基金经理，则是其中的核心问题。

首先，我们需要考虑如何合理地引入市场竞争机制，以及有效发挥市场竞争对基金经理投资行为的激励和约束作用。为了确保市场排名这一竞争机制的有效性需要从制度上提高基金行业信息披露的透明性，加强对基金行业排名制度的规范和管制，确保信息披露方面的规范和透明，以及排名的相对合理和公允。其次，我们需要关注基金经理人市场的建设和发展，基金行业特有的专业性使得我们对基金经理的依赖程度非常高，基金经理的投资技能往往决定基金的业绩。因此如何加强基金经理人才的培养和选拔则直接影响到基金业的可持续发展。中国证券业发展的历史也仅 20 余年，人才的职业化与专业程度与西方成熟资本市场相比还有很大的差距。这不仅包括基金经理人本身的专业知识的更新和培育，也包括职业道德的建立和强化。还有基金经理人才的来源渠道和合理选拔机制，对于基金人才市场的发展和竞争具有现实意义。综合分析来看，外部市场的约束与竞争对基金治理的改善是建立在一系列外部机制和制度的建设基础上的。

本书的写作思路大体分为四个方面：首先，我们通过对基金公司治理现状和存在的问题进行理论和实证分析，发现基金公司治理问题，提出需要依赖外部市场的约束和基金行业的竞争来解决基金治理问题（第二、三章的内容）；其次，我们对基金经理的个人特性与基金业绩关系进行实证研究，以便对基金经理的人力资源和业绩表现有系统的了解（第四章的内容）；再次，从理论上分析基金行

业竞争现状，以及基金行业业绩排名对基金经理心理、行为的系统影响，并实证检验基金锦标赛对基金资产配置、选股风格和基金风险等方面的影响，最终对基金业绩的影响（第五、六章的内容）；最后，我们在前文研究的基础上，进一步提出如何规范中国基金行业的信息披露机制、如何合理竞争以及规范基金经理个人自律和行业约束等方面的建议，试图对中国基金业治理问题提出有效的建议（第七章的内容）。

本书的研究意义体现在三方面：首先，本书的研究对于监管层了解基金治理存在的问题和改善基金治理的制度建设具有重要的参考意义，监管者将更加关注基金业信息供给、基金业有序竞争和经理人才市场培育等方面的制度建设；其次，本书对于学术界了解基金行业锦标赛及其激励效应提供了实证证据，关于基金经理锦标赛的研究对于完善和补充经理激励提供了重要材料和依据，有助于激励理论的拓展与应用；最后，对于广大基金投资者而言，可以更加清晰地了解基金治理、基金经理特征、基金排名等对基金业绩可能产生的影响，为其投资决策提供参考。本书的研究是问题导向的，针对基金治理问题，探讨锦标赛激励和其他外部约束制度的有效性。从学科角度看，本书除了涉及经济学理论、公司财务理论、公司治理理论外，还涉及会计学相关理论的运用，体现在基金信息披露机制的相关研究和对策。本书涉及多学科的交叉，包括经理激励问题、信息披露问题、行为金融等，目的是解决实践问题，即基金治理问题。从写作特点看，本书结合了理论、实证分析，一定程度上可以保证论证观点的可行性和证据的充分性。

本书的内容是作者主持的国家自然科学基金项目“基金行业锦标赛与基金经理激励约束效应研究”（71002087）、教育部人文社会科学研究青年基金项目“开放式基金经理能力成长与激励机制研究（08JC630030）”的阶段性研究成果之一。此外，本书也得到作者所参与的课题广东省人文社科基地重大项目“基金家族利益输送与投资者公平待遇研究”（09JDXM79010）的资助。

目 录

丛书序	
前言	
第一章 导论	1
第一节 中国开放式基金发展现状	1
第二节 问题的提出	3
第三节 研究意义与内容安排	4
第二章 基金公司治理现状与治理失衡	6
第一节 中国基金公司治理结构	7
第二节 中国基金公司治理失衡	16
第三节 基金治理的完善	19
第四节 小结	24
第三章 中国基金公司治理效应的实证研究	26
第一节 引言	26
第二节 基金治理理论和文献回顾	28
第三节 研究假设的提出	29
第四节 变量的定义	32
第五节 实证分析	34
第六节 小结	41
第四章 基金经理特征与激励现状	43
第一节 中国基金经理来源和特征分析	43
第二节 中国基金经理人市场发展	46
第三节 基金经理个人特征与基金业绩关系	50
第四节 完善基金经理人市场的建议	68
第五章 基金行业竞争与基金经理激励	71
第一节 基金行业的业绩排名机制与现状	71
第二节 中国业绩排名机制存在的问题	72
第三节 业绩排名机制产生的影响	74
第四节 基金行业锦标赛对基金治理的意义	75
第六章 基金行业锦标赛与基金经理激励效应实证研究	78
第一节 引言	78

第二节	问题的提出	79
第三节	理论基础	81
第四节	相关文献回顾	87
第五节	数据来源与变量设计	93
第六节	实证分析	96
第八节	小结	106
第七章	完善中国基金行业治理的政策建议	109
第一节	完善信息披露的机制	109
第二节	合理竞争的制度管制	112
第三节	基金经理人市场的发展与规范	114
参考文献	116

第一章 导 论

第一节 中国开放式基金发展现状

中国当前正处于以证券投资基金为代表的机构投资者快速发展的阶段, 证券投资基金对于股票市场的影响力日益显现, 研究分析证券投资基金的治理效率, 以及基金经理的行为特征和激励机制, 无论对促进股票市场的发展还是基金业自身的壮大都非常有必要。始于 20 世纪 70 年代末的中国经济体制改革, 在推动中国经济快速发展的同时, 也催生了中国的证券市场。这一态势也引发了社会对资金的巨大需求, 基金作为一种筹资手段也逐渐萌芽发展。它不但拓展了中小型投资者投资的渠道, 而且凭借其专业理财与组合投资的特点有利于证券市场的发展和稳定。

中国基金业虽然起步较晚, 但是发展较快, 在短短十几年中, 经历了探索、调整、发展和腾飞几个阶段: ①探索阶段 (1991~1993 年)。中国于 1991 年 8 月成立了“珠信投资基金”和“南山风险投资基金”等一批证券投资基金。到了 1992 年, 由中国人民银行批准成立了“淄博投资基金”。这是中国第一家规范化的封闭式基金。同年中国国内的证券投资基金如雨后春笋般出现, 1992 年共有 50 多只各类基金先后成立。②调整阶段 (1993~1997 年)。基金业刚刚兴起, 也伴随着一系列问题, 包括发起、托管、管理团队等方面。面对这些问题, 基金业也进入规范和整改。1996 年 3 月 18 日, 深圳基金指数开始编制。1997 年 11 月, 国务院发布《证券投资基金管理暂行办法》, 中国证券基金迎来了“新基金时代”。1998 年 3 月底, 证券投资基金试点工作正式展开, “基金金泰”和“基金开元”两只规范的新基金正式问世, 这是中国证券投资业新时代的起点。中国的基金业务开始步入规范的发展阶段。③发展阶段 (1998~2002 年)。1998 年 3 月 27 日, 中国证券监督管理委员会 (以下简称中国证监会) 批准南方和国泰基金管理公司发起设立了规模为 20 亿元的“基金开元”和“基金金泰”。同年, 华夏、博时、华安等多家基金管理公司先后成立。1999 年又有鹏华、长盛、嘉实、大成和富国等 5 家基金公司成立, 并推出了各自的基金。④腾飞阶段 (2006 年 7 月至今)。伴随着资本市场的发展, 基金业也实现了高速发展。2006 年基金管理规模迅速膨胀, 有 21 家基金高速进入百亿军团。2006 年开放式基金新发行基金超过 90 只, 其中偏股型基金 66 只, 平均首发规模达到 46.36 亿元。截至 2007 年 8 月, 南方和博时两家基金相继宣布其基金管理资产规模已突破 2 000 亿元大

关。截至 2010 年 6 月 30 日, 股票方向基金共有 482 只, 资产净值合计 19 018.42 亿元, 占全部基金资产净值 21 257.34 亿元的 89.47% (程魏 2010)。

就证券投资基金而言, 随着 1997 年 11 月中国证监会出台了《证券投资基金管理暂行办法》, 到 1998 年 3 月, 按照《证券投资基金管理暂行办法》的规范成立的新基金——基金开元和基金金泰在国内发行, 并于 4 月份上市交易, 从而拉开了中国证券投资基金发展的序幕。为了扶植基金的健康发展, 国家相继颁布了一系列的优惠政策。经过几年的发展, 基金的数目和发行规模不断壮大, 特别是 2003 年 10 月 28 日, 第十届全国人民代表大会常务委员会第五次会议表决通过了《中华人民共和国证券投资基金法》(以下简称《证券投资基金法》)。《证券投资基金法》是继《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)之后针对中国证券市场单独制定的第二部法律, 它的出台标志着中国投资基金业走出了试点阶段, 证券投资基金在整个国民经济中的地位和作用已举足轻重。

根据表 1-1, 截至 2011 年 2 月, 沪深上市公司共 2 063 家, 已破 2 000 家大关, 股票市值达到 26.5 万亿元, 证券投资基金达到 704 只。已成立的基金管理公司 60 家, 在 60 家基金管理公司中, 27 家为中资公司, 33 家为中外合资基金管理公司。已经发行的开放式基金 672 只, 股票型基金 346 只, 激进配置型 86 只, 标准混合型 71 只, 保守混合型 11 只, 激进债券型 96 只^①。截至 2010 年第三季度末, 公募基金资产规模约合 23 853.65 亿元, 2010 年年底, 公募基金实际投资 A 股的市值约为 1.6 万亿元。可见, 以开放式基金为代表的机构投资者已经成为沪深股市非常重要的参与者。

表 1-1 2011 年 1 月份证券市场概况

项目	2009 年	2010 年 12 月	比 2009 年年底/%
境内上市公司数 (A、B 股) /家	1 718	2 063	20.08
股票市价总值/亿元	243 939.12	265 422.59	8.81
其中: 股票流通市值/亿元	151 258.65	193 110.41	27.67
证券投资基金只数/只	557	704	26.39
交易所上市证券投资基金成交金额/亿元	10 249.59	837.13	—

资料来源: 中国证监会市场部. 2011 年 1 月统计数据. 中国证监会网站, www.csrc.gov.cn, 2011-03-02

在中国股票市场和证券投资基金迅速在规模上扩张的同时, 由于中国股票市场的成熟, 各种规章制度还不够健全, 而投资者的理性意识还没建立起来, 投资者 (包括机构投资者) 的非理性行为十分突出, 而程度远远超出西方发达的证券市场。中国投资品种单一, 金融基础设施不够健全; 上市公司运作不甚规范、

^① 中国基金网, www.cnfund.cn。中国基金网将开放式基金按照基金投资风格分为股票型、激进配置型、标准混合型、保守混合型、激进债券型。

透明度低, 证券监管不力等。这些原因致使股市的赌味较浓, 股价波动异常。在这种环境下, 基金也会利用制度的不完善, 进行不规范的资金运作。由于制度建设和监管都存在不完善的地方, 基金的发展出现了一些不利于证券市场的问题, 如基金的内幕交易、利益输送和老鼠仓等现象。但是基金的这些有损于持有人利益或不利于证券市场稳定的行为, 归根到底是由于股东和持有人利益的不一致所导致的委托代理问题。该委托代理问题也是基金治理需要解决的问题。

第二节 问题的提出

1998年中国推出两家封闭基金, 由此拉开了中国证券投资基金的序幕。截至2009年12月31日, 纳入统计的621只证券投资基金, 资产净值合计2.67万亿元, 590只开放式基金资产净值合计2.5万亿元, 占全部基金资产净值的95.37%。股票方向基金共有408只, 资产净值合计2.1万亿元, 占全部基金资产净值2.6万亿元的81.81%^①。可见开放式基金已占据了基金市场的主导地位。基金已经成为中国资本市场的重要参与力量, 也是广大投资者所关注的理财产品, 基金业的发展对于稳定资本市场具有重要意义。我们需要密切关注基金公司的治理和中小投资者的利益保障, 基金治理日益完善也是基金业发展壮大的保障。而基金公司由于其固有的委托代理问题, 以及治理上存在严重失衡的现象, 如何从根本上解决其治理问题是实务与学术界都非常关心的问题。随着基金数目的迅速增加, 基金业的竞争也日趋激烈。

本书的研究对象是中国开放式基金中的股票型基金与混合型基金。采用中国证券业协会对中国股票型与混合型基金的界定, 依据投资对象的不同, 可以将中国基金分为股票基金、债券基金、货币市场基金与混合基金等。基金资产60%以上投资于股票的为股票基金; 基金资产80%以上投资于债券的为债券基金; 投资于股票、债券和货币市场工具, 但股票投资和债券投资的比例不符合股票基金、债券基金规定的为混合基金。

中国开放式基金大多为积极型基金。积极型基金认为市场是非完全有效的, 基金管理者可通过对资产的积极运作使投资组合的收益率超过一个事先选定的基准。积极型基金在构建投资组合时一般运用两种策略: 一是资产配置, 或者说是确定持仓程度。管理人通过将基金在股票、企业债券和短期国债之间转移, 努力对股票二级市场作时机选择; 二是行业配置和个股选择, 管理人可以将基金资产在不同行业(钢铁、石化、地产、电子等)和行业之间不同类型的股票(大资本容量、小资本容量、高增长性、高价值等)间进行转移, 以期在市场中找到定价

^① 2010~2015年中国基金行业投资分析及前景预测报告·中投顾问, 2010。

低的股票。基金经理们在配置资产时，都将考虑组合风险，而组合风险也将体现经理们的个人风险态度。基金经理在基金的投资交易中起着主导作用，基金的迅速扩张使基金交易在证券市场上的问题日益突出，规范基金经理的投资行为自然成为监管部门与投资者关注的焦点。对基金活动监管的不断完善，是保证市场公平透明的前提，也是保护投资者利益的重要保证。基金经理人与基金投资者追求的利益不一致，这就导致了经理人与投资者的委托代理问题。基金经理人作为代理人会为了自己的利益而损害投资者的利益，这种行为显然不利于基金业的发展，侵犯了投资者的合法权益。因此，规范与激励基金经理的投资行为显得尤为重要。近年来，基金行业规模迅速扩大，企业量不断增加，也陆续出现一些基金评级中介机构，通过网络、报刊等媒体及时向基金投资者提供基金净值、基金排名等信息。中国证券报、证券之星、泰阳证券等很多知名的金融信息媒介都公布了基金业绩的排序，在业界业绩排序日益成为基金投资者了解基金经理经营能力的重要依据，并形成了一种锦标赛激励制度，对基金经理投资行为产生显著影响。

由于基金发展的历史比较短，以及鉴于中国契约型基金本身的治理失衡非常严重，我们认为当前基金治理更加需要依赖外部市场的约束与竞争。其中如何通过外部市场的约束和竞争来激励基金经理，则是其中更加核心的问题。首先，在中国基金行业合理地引入市场竞争机制，有效发挥市场竞争对基金经理投资行为的激励和约束作用是改善中国基金治理失衡的可行途径。市场排名这一竞争机制的有效发挥需要提高基金行业信息披露的透明性，和规范基金行业排名制度为前提；其次，大力发展基金管理人市场，基金行业特有的专业性使得基金经理的重要性尤其突出，基金经理的投资技能往往决定基金的业绩。基金经理人才的培养和选拔对基金业的可持续发展具有重要影响。中国证券业发展的历史较短，人才的职业化与专业程度和西方成熟资本市场相比还有很大的差距。这不仅包括基金经理人本身的专业知识的更新和培育，也包括职业道德的建立和强化。还有基金经理人才的来源渠道和合理选拔机制，对于基金人才市场的发展和竞争具有现实意义。外部市场的约束与竞争对基金治理的改善是可行的途径，但是需要建立在一系列外部机制和制度的建设基础上。

第三节 研究意义与内容安排

国内关于基金治理的研究局限于介绍基金治理存在的问题与理论分析为主，但是很少有研究实证检验中国的基金治理效应。因此，我们实证检验基金公司内部治理机制的有效性，从理论上为进一步完善基金治理提供了证据和指导，具有一定的理论和实践意义。另外，国内研究也很少将基金治理的视角投向外部的市

场约束，尤其是基金行业的竞争。而关于锦标赛与基金经理激励的实证研究非常欠缺与不完整。将中国基金经理的资产管理和运作看做一场比赛，以中国开放式基金为样本，全面检查期中基金行业业绩排名对于基金经理投资风格持续性变化、投资行为和风险态度的变化有何影响，以及最终对期末基金业绩排名有何影响。该实证研究不仅可以提供中国基金行业锦标赛的有效性和存在方式的证据，而且对于进一步完善锦标赛激励机制的发挥提供了理论的指导。中国基金的可持续发展的基础之一为基金经理人才市场的培育和选拔机制的逐步完善。我们通过系统检查基金经理人力资源特征与基金业绩、选股择时能力的关系，试图发掘代表基金投资能力的个人特征，为基金经理人才的发掘和培育提供方向。

从内容安排上看，大体分为四个部分。首先，我们对中国基金公司治理现状和存在的问题进行理论和实证分析，发现基金公司治理存在的问题，并提出需要通过外部市场的竞争来解决基金治理失衡的问题；其次，我们对基金经理的个人特性以及基金业绩关系进行实证研究，发现基金经理对业绩和投资风格有显著影响的个人特征；再次，我们通过分析中国基金行业竞争现状，以及基金行业业绩排名对基金经理心理、行为的系统影响，在此基础上实证检验基金锦标赛对基金资产配置、选股风格和基金风险等方面行为的影响，最终对基金业绩的影响；最后，我们提出如何规范中国基金行业的信息披露机制，和如何合理竞争以及规范基金经理个人自律和行业约束等方面的建议，试图对中国基金业治理问题提出有效的建议。

本书的研究意义体现在三方面：首先，本书的研究可以帮助监管层了解基金治理现状和存在问题，使监管者关注基金业信息供给、研究为基金业有序竞争和经理人才市场培育提供了有益的建议，有助于监管者进行改善基金治理的制度建设；其次，本书对于学术界全面了解基金行业锦标赛及其激励效应，对于完善和补充经理激励提供了重要材料和依据，有助于激励理论的拓展与应用；最后，对于广大基金投资者而言，可以更加清晰地了解基金治理、基金经理特征、基金排名等对基金业绩可能产生的影响，为其投资决策提供参考。本书的研究是问题导向的，针对基金治理问题，探讨锦标赛激励和其他外部约束制度的有效性。从学科角度看，本专著除了涉及经济学理论、公司财务理论、公司治理理论外，还涉及会计学相关理论的运用，体现在基金信息披露机制的相关研究和对策。该专著涉及多学科的交叉，包括经理激励问题、信息披露问题、行为金融等，目的是解决实践问题，即基金治理问题。

第二章 基金公司治理现状与治理失衡

基金是投资者货币资产与基金管理人的人力资本的一个特别合约。基金合约与债券合约、股权合约以及公司合约之间的显著区别是：基金管理人拥有对基金资产的剩余控制权。而不享受基金剩余收入的索取权；基金投资者承担基金运作过程中的所有风险，而不拥有对基金的控制权。剩余控制权与剩余索取权的不匹配是基金合约的本质特征，容易导致典型的委托代理问题：①基金管理者可能会转移剩余收入。基金管理人通过关联交易、内幕交易、互惠交易等形式将基金利益转移出去，使基金投资者无法获取全部应得的剩余收入。基金管理人直接损害持有人利益，为其大股东输送利益。这些表现在基金管理公司屡屡出现违规关联交易，基金管理公司动用基金资产为其控股股东的新股承销、配股甚至自营业务服务，通过高买低卖方式向其输送利益，以及通过频繁交易增加支付给控股证券公司的佣金收入。基金与基金公司大股东之间的关系复杂，难免让人产生其存在关联交易或内幕交易的联想。例如，2003年，某基金管理公司旗下基金在买入某上市公司股票数月后，该基金管理公司大股东通过股权转让成为该上市公司第一大股东，几乎与此同时，该基金也迅速增仓；再如，某券商发布公告对某持股比例已超过10%的上市公司进行增持，与此同时，该股票也是这家券商控股的基金管理公司旗下基金的重仓股，在券商进行增仓前后，该基金管理公司旗下数只基金也对该股票进行了增持。不正当的关联交易还包括在某上市公司进行融资或配股时，配合相关利益方进行高价买进或卖出，进行利益输送。②创造剩余收入激励不足。由于剩余控制权与剩余索取权不对称，基金管理者很难激发出为投资者创造剩余收益的动力，基金管理人的努力程度不够。③降低剩余收入的质量。基金管理人为了提取更多的管理费，利用对基金的剩余控制权，操纵净值，操纵市场。在过去主要表现为在计算日拉高重仓股票价格操纵资产净值，而现在则是通过相互持股不断推升股价，其目的就是要提高管理费收入（程魏 2010）。

中国的证券投资基金行业起步较晚，1997年《证券投资基金管理暂行办法》出台之后，证券投资基金行业才真正规范发展起来。但是其发展速度惊人，开放式基金自2001年9月首发截至2009年12月31日，纳入统计的621只证券投资基金，资产净值合计2.67万亿元，590只开放式基金资产净值合计2.5万亿元，占全部基金资产净值的95.37%。股票方向基金共有408只，资产净值合计2.1万亿元，占全部基金资产净值2.6万亿元的81.81%。随着开放式基金在中国证券市场上的规模和影响越来越大，开放式基金的治理问题也开始引起学者和监管层的关注。中

国开放式基金都是契约型基金，与西方国家主要采用的公司型基金相比，基金公司的董事会治理作用更难发挥，存在基金管理公司一权独大、基金公司董事会不是投资者利益的保护者、托管人名存实亡和持有人大会形同摆设等内部治理失衡问题。如何有效利用市场监督和约束机制来解决基金治理失衡问题显得尤其重要。本书在分析了中国基金公司治理失衡的现象后，指出开放式基金的赎回机制提供了对基金管理者的强约束，也是对基金管理者进行有效监督的外部机制。但是该市场约束机制的有效运行是建立在基金信息透明的基础上，需要保证投资者可以免费或者低成本获取基金相关信息，包括基金经营、财务和治理方面的信息。而基金评级机构的专业服务可以帮助投资者了解基金经营、治理相关信息，降低投资者的决策成本，进一步推动投资者“用脚投票”的市场约束机制的有效性。

第一节 中国基金公司治理结构

从1992年10月8日，中国第一家共同基金管理公司深圳投资基金管理公司宣告成立起，到2011年2月28日，中国已有61家基金管理公司先后成立，其中，26家本土基金管理公司，35家合资基金管理公司（表2-1，基金公司按成立的先后顺序排列）。

表 2-1 中国现有基金公司概况

基金公司	公司属性	注册资本/亿元	管理总规模/亿元	旗下基金数量/只
国泰	中外合资企业	1.1	492.45	26
南方	中资企业	1.5	1 370.42	32
华夏	中资企业	2.38	2 247.13	30
华安	中资企业	1.5	827.96	26
博时	中资企业	1	1 220.48	29
鹏华	中外合资企业	1.5	573.70	26
长盛	中外合资企业	1.5	568.55	19
大成	中资企业	2	1 059.00	29
富国	中外合资企业	1.8	705.34	27
易方达	中资企业	1.2	1 588.91	31
宝盈	中资企业	1	95.17	12
融通	中外合资企业	1.25	527.67	13
银华	中资企业	2	988.00	26
长城	中资企业	1.5	349.97	13
泰达宏利	中外合资企业	1.8	286.14	15
国投瑞银	中外合资企业	1	402.77	21
银河	中资企业	1.5	146.29	13

续表

基金公司	公司属性	注册资本/亿元	管理总规模/亿元	旗下基金数量/只
万家	中资企业	1	168.64	10
金鹰	中资企业	1	70.81	6
招商	中外合资企业	1.6	411.03	21
华宝兴业	中外合资企业	1.5	493.67	19
摩根士丹利华鑫	中外合资企业	1	124.56	7
国联安	中外合资企业	1.5	293.00	17
海富通	中外合资企业	1.5	480.02	18
长信	中资企业	1.5	251.33	11
泰信	中资企业	2	122.69	10
天治	中资企业	1.3	41.72	7
景顺长城	中外合资企业	1.3	468.10	13
广发	中资企业	2	1 036.41	17
兴业全球	中外合资企业	1.5	485.36	11
诺安	中资企业	1.5	503.42	13
申万巴黎	中外合资企业	1.5	154.24	14
中海	中外合资企业	1.3	284.61	10
华富	中资企业	1.2	103.16	9
光大保德信	中外合资企业	1.6	295.79	10
上投摩根	中外合资企业	2.5	597.42	15
东方	中资企业	1	91.16	6
中银	中外合资企业	1	446.41	13
东吴	中资企业	1	153.51	11
天弘	中资企业	1	135.21	9
国海富兰克林	中外合资企业	2.2	191.58	9
华泰柏瑞	中外合资企业	2	205.12	13
新华	中资企业	1	69.96	6
汇添富	中资企业	1	594.41	15
嘉实	中外合资企业	1	1 602.76	25
工银瑞信	中外合资企业	2	602.68	20
交银施罗德	中外合资企业	2	548.66	16
建信	中外合资企业	2	516.78	15
信诚	中外合资企业	2	195.55	15
汇丰晋信	中外合资企业	2	112.57	9
益民	中资企业	1	64.74	4
华商	中资企业	1	427.77	11
中邮创业	中资企业	1	408.11	4
信达澳银	中外合资企业	1	76.04	6
诺德	中外合资企业	1	39.06	5