



我国证券投资基金治理结构的现状分析及对策

发布日期：2006-4-27 9:27:42 作者：李苏

摘要：我国证券投资基金自1997年以来一直呈现快速发展之势，但也有许多不成熟之处，由于完善的治理结构才是我国基金业赖以生存和发展的基础，因此本文从基金治理架构缺陷问题、基金持有人的监督效果问题、基金托管人的独立性和基金的外部市场环境规范问题四个方面，综合分析了我国证券投资基金治理结构的现状，并从完善基金法律制度、发展基金的外部竞争市场、充分发挥独立董事作用及健全基金经理报酬机制等方面，讨论了改善我国证券投资基金治理结构的对策。

关键词：证券投资基金；治理结构；独立董事

中图分类号：F830.91 文献标志码：A 文章编号：1008-2883(2006)01-0094-04

20世纪90年代以来，由于证券投资基金业迅速发展，使传统的金融体系及结构发生了重大变化。为了促进基金业的发展，英、日等国陆续开始了基金业立法的改革，引进了新的治理模式。中国投资基金制度的发展经历了从老基金的“无序”到新基金的“黑幕”，这些暴露出的问题，表明我国证券投资基金业发展的相关制度还存在严重缺陷。

一、我国证券投资基金治理结构的现状

证券投资基金的治理结构就是协调基金相关利益方之间经济关系的一套制度安排。基金的相关利益方，主要指基金持有人、基金管理人和基金托管人 [1] (38)。基金的治理结构主要包括相互关联的三个方面：控制权的分配与行使、对相关利益方的监督与评价、激励机制的设计与实施，前两者构成基金治理的核心与基础 [2] (46)。基金持有人、基金管理人和基金托管人三方，其权利义务由信托契约确立。在理论上，基金管理人受基金持有人和基金托管人的双重监督。但从我国基金业的发展现状来看，其治理结构存在结构性缺陷，未能形成基金持有人、管理人和托管人相互制衡的金三角关系，不利于保障投资者的权益。

(一) 基金治理架构缺陷 与目前国际上基金的基本架构相比，我国基金的治理架构存在两个问题：1. 持有人利益代表缺位。现有的基金治理架构中缺少持有人利益的实际载体，而直接由发起人代表持有人的利益，由于发起人本身的独立性差，与相关各方又存在千丝万缕的利益关系，因此很难真正代表持有人的利益。基金的发起人都是证券公司，它同时又是该基金的管理公司发起人，也是该基金的发行协调人。基金进入正式运作后，又由证券公司代理基金的买卖、交割和收益分配，这样发生关联交易就难以避免，基金管理人不仅有自身利益，而且还不得不顾及发起人的利益。由于契约型封闭式基金管理人没有赎回压力，再加上种种利益上的牵扯，以及在对股票二级市场关联交易的认定和监管尚不完善的情况下，基金管理人为基金发起人的利益进行决策，基金与关联方之间容易发生不适当的交易，基金管理公司动用基金资产为控股股东输送利益，从而损害基金投资者的利益。虽然监管部门采取了一系列措施，但是不能完全杜绝利益输送的发生，更何况是蓄意的违规行为和正常的投资活动在我国也很难严格地界定。

2. 发起人与基金管理人重叠现象严重。作为基金主要发起人的基金管理公司，同时又被选聘为基金管理人，导致基金契约的签订几乎成了基金管理公司的独角戏 [3]。这种架构设置不利于对基金管理人的监督。根据对我国截至2003年12月成立的54家封闭式基金的统计，基金发起人与管理人为同一基金管理公司的占75.9%，而在另外24.1%的基金的发起人中，至少有一家基金管理人的大股东。

从成立时间上看，封闭式基金管理人与发起人重叠的现象呈现逐年递减的趋势(见附表)，但开放式基金管理人与发起人重叠现象仍然非常严重。

(二) 基金持有人的监督效果问题 基金持有人在将其资产委托给基金管理人后，就不能直接干预基金管理人对基金资产的管理和运作，因而其监督制约权只能通过出席基金持有人大会来行使。而基金持有人往往人数众多且高度分散，绝大多数持有人热衷于短线操作以搏取差价，根本没有兴趣参加一年一次的基金持有人大会，以致基金持有人大会往往流于形式。况且，只有当基金管理人出现严重失职或违法违规时，基金持有人大会才能以多数决议将其撤换。因此，基金持有人对基金管理人的监督是事后的、有限的，带有极大的滞后性、虚弱性。

(三) 基金托管人的独立性问题 在现行法规以及基金契约中，尽管基金托管人负有监督基金管理人的投资运作之职责，但这种监督的实效也因以下几种因素而大打折扣：其一是基金管理人通常是基金的发起人，因而有权决定基金托管人的选聘，并且经中国证监会和中国人民银行批准后，还有权撤换基金托管人。托管人的地位缺乏独立性，必然导致其监督的软弱性。其二是基金托管业务目前已成为商业银行一项新的表外业务和利润增长点，市场竞争日趋激烈，银行(托管人)为抢占市场份额，在利益驱动下，有可能纵容、迁就基金管理人的违法违规行，影响其监督效果。

(四) 基金的外部市场环境不够规范 1. 公众缺乏对投资基金的深层次了解。我国的许多投资者目前对投资基金知识的了解很有限；又由于前一阶段股票市场的繁荣与大跌，使人们对股票市场产生了错误的认识，许多投资者将基金视为一种投资的法宝，全无风险意识。事实上，由于我国的投资基金正处于极不成熟的时期，法规不健全，运作不规范，这些因素都会增加投资基金的风险。2. 管理方式不规范。我国的基金业仍处于发育期，政府的管理经验还不足。在管理体制上，人民银行管理托管人，中国证监会管理基金管理公司，交易所管理上市交易的基金，政出多头，有了矛盾不能及时解决；在管理手段上，由于立法工作没有及时跟上，行政调控成了管理基金的主要手段。投资基金的建立，有可能使得证券市场主管部门更方便、更直接地干预股市，左右股价。此外，还存在基金管理公司的股东行为不规范、损害基金持有人利益、基金信息披露严重滞后、基金净值的计算方法有待改善等问题。

二、改善我国证券投资基金治理结构的对策

(一) 完善基金法律制度 基金治理结构的完善取决于证券市场的规范，只有在证券市场规范的前提下和范围内，基金治理结构才有切实的保障。构造良好的法律平台，以利于基金治理结构的完善和基金业的发展。法律对基金治理结构的规定应是多层次的：1. 要对风险的集中程度限制。例如，一个基金在某一类金融产品上投资不能超过基金总值的某一比例；基金在某个发行者所发行的各类金融产品上的投资总额不能超过一定的限度；基金根据某一投资顾问所作的投资应在某一特定的数额之内。即使在允许的投资范围之内，基金也不能随心所欲地进行投资，而必须按照既定的基金类型选择具体投资对象，应允许多品种的基金存在。2. 要加强对基金的组织与管理。这通常会涉及基金管理人和托管人的选择标准，以及选定的管理人和托管人的外部关系、内部组织和业内信誉等，同时也要考虑管理人和托管人的具体工作人员的业务素质、个人经历以及人品声望等。在绝大多数国家，对于充当基金管理人或托管人的机构以及基金的具体经理人员都有专门的资格要求。基金的托管机构应当被赋予监督基金管理人的责任。基金托管人不仅要保证基金的资产不被非法占用、挪用或转移，还要根据基金的章程检查、监督基金管理人的管理活动，在自己的责任范围内保证基金投资者的合法权益得到有效的保护。3. 在不妨碍基金正常的商业运作的基础上，加强信息披露的强度，比如在中期报告和年报中应当对报告期间亏损最严重的投资作出说明。同时，也可以要求会计师事务所对基金管理公司的内控制度是否得到切实执行进行独立的审计。通过上述信息披露措施，可以使基金管理人的活动“暴露在阳光下”，利用舆论和市场的压力使管理人减少损害持有人利益的行为。

(二) 发展基金的外部竞争市场 对开放式基金而言，基金经理人的资源自然由市场这只“无形的手”来进行调节和配置。由于开放式基金规模不定和可以赎回，必然导致“优胜劣汰”。如果基金管理人管理有方，业绩良好，吸引力就会越来越大，其规模也会不断扩充，所收取的基金管理费就会越来越多；反之，基金管理人的收益得不到保证，被迫从市场退出。市场对基金经理人增加了无形的压力，迫使其提高效率。业绩良好的基金经理人会得到更多基金单位的申购，从而管理更多的基金资产，实现了基金经理人资源的配置，为基金经理市场的形成创造了条件。在封闭式基金情况下，可以考虑设定一些指标，使得一个基金在长期不利经营的情况下能够向优秀的基金管理人转移，这样不仅鼓励了优秀的基金管理公司，增加了其优秀理财的激励机制，同时也避免了较差的基金管理人继续管理基金而导致更大的风险。让更优秀的基金经理人管理更多的基金，就会对他们产生更多激励，也对其他基金经理人产生更多的约束。同时资金向优秀基金经理人集中，也有利于主管部门的监管、有利于发挥基金市场的资源配置功能、有利于真正从业绩回报上体现保护投资者的利益。

(三) 充分发挥独立董事作用 2001年1月19日,中国证监会发出通知,要求基金管理公司必须完善治理结构,实行独立董事制度,其人数不少于公司全部董事的三分之一,并多于第一股东提名的董事人数。在基金公司中引入独立董事制度,赋予独立董事承担保护基金投资者利益的特殊监督责任,有效弥补契约型基金法律利益主体缺位的不足 [4],从而切实维护基金投资者的合法利益。独立董事要真正发挥作用,还需两个条件:

1. 独立董事占多数。所有的基金董事会中,独立董事应占大多数,而不仅是现行法律要求的1/3。1962年,美国就已发现40%的独立董事比例对基金监管起不到应有的效果,大多数基金家族已在它们的董事会吸纳了多数独立董事。近年来,美国的许多基金发起人经历了重组,使独立董事不少于75%。因此,我们应认识到设立多数独立董事在保护基金股东利益方面的价值。

2. 独立董事应获得准确、充分的信息。需要确保独立董事接受的信息是准确、客观而且完整的,如果独立董事不能在适当的时间从适当的人获得适当的信息,即便是最独立、最自信的董事,都不能有效地工作。许多董事会的事务可能是按部就班的,不必倾听外部的意见,对于董事来说,能够听取律师和审计师的客观建议是非常重要的。董事们是否获得足够的信息,将决定他们能否履行对股东们应尽的诚信责任。

(四) 健全基金经理报酬机制 在一般的委托代理关系中,由于委托人与代理人之间效用函数的不一致,很难使代理人像委托人那样按委托人的要求去努力。不仅如此,由于存在信息不对称,只有代理人知道自己的努力程度而委托人可能不知道,委托人不能直接观察到代理人的行动,只能观察到由代理人行动和其他随机因素共同作用的行动结果。虽然委托代理关系中代理人与委托人目标函数不总是一致,但激励安排可以使二者部分重合,手段就是赋予基金管理人以“剩余索取权”,让管理人参与基金收益分配。基金管理人的报酬与基金的业绩相挂钩,使委托人与代理人之间的目标相一致,实现基金管理人与持有者的目标函数兼容。

业绩报酬的引入能节约投资者的费用,并起到激励基金管理人提高基金业绩的作用,同时,基金管理人也能在业绩真正提高的基础上增加自己的报酬,显示自己的能力,从而提高了委托人和代理人之间激励相容的程度。

参考文献:

- [1] 张晓伟. 点击新基金 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2000.
- [2] 戴国强. 基金管理学 [M]. 上海: 上海三联书店出版社, 1996.
- [3] 姜明生, 唐波. 我国证券投资基金业风险管理对策研究 [J]. 特区经济, 2005(5).
- [4] 杜朝运. 我国证券投资基金的竞争力缺陷制度改进策略 [J]. 统计与决策, 2005(11).

【责任编辑刘茂海】

Actual State Analysis and Countermeasures of Investment Funds of Security in China

LI Su

(Economy Management Department, the Second Northwest University for Na

tionality, Yinchuan 750021, China)

Abstract: Since 1997 China's investment funds of security have made rapid progress, and there are still some problems. The perfect governing structure is the base of our fund industry. This article analyzes the defects of fund governing structure superintend of stock holds, and independent problems of fund trustees as well as criterions of environmental problems of exterior market. It also analyzes the countermeasures of how to improve our securities investment fund.

Key words: investment funds of security; governing structure; independent director

