

我国契约型基金治理结构的优化

何孝星

(厦门大学金融系, 厦门 361005)

一、我国契约型基金治理结构的现状

(一) 法律框架体系

1997年11月颁布的《证券投资基金管理暂行办法》和2000年10月颁布的《开放式证券投资基金试点办法》是目前我国证券投资基金运行的两个基本法规,在此基础上,我国针对证券投资基金治理相继出台了一系列的法律法规,如《证券投资基金管理公司内部控制指导意见》、《关于完善基金管理公司董事人选制度的通知》、《关于证券投资基金业绩报酬有关问题的通知》、《证券投资基金基金契约的内容与格式(试行)》等,这些法律法规相互补充、自成体系,为我国证券投资基金的治理安排构筑了法律框架。

(二) 相关利益主体

在目前基金相关法律法规体系下,我国的证券投资基金首先由基金发起人发起,由发起人与管理人和托管人签订基金契约,向公众招募后正式成立。相关的关系人包括:基金发起人、基金持有人、基金管理人和基金托管人等。

1. 基金持有人

基金持有人的主要权利包括监督权、知情权和收益权。其中,监督权是保障基金持有人对基金资产的运作以及管理人和托管人的行为进行监督的重要权利,其行使主要是通过参加基金持有人大会。

基金持有人的主要权利有:(1)出席或者委派代表出席基金持有人大会;(2)取得基金收益;(3)监督基金经营情况,获取基金;(4)申购、赎回或者转让基金单位;(5)取得基金清算后的剩余资产;(6)基金契约规定的其他权利。

基金持有人的主要义务有:(1)遵守基金契约;(2)交纳基金认购款项及规定的费用;(3)承担基金亏损或者终止的有限责任;(4)不从事任何有损基金及其他基金持有人利益的活动。

我国现行法律法规规定了基金持有人大会可修改基金契约以及更换基金管理人和托管人等,但并未明文规定基金持有人大会的召集方式,而我国现有基金则将召集基金持有人大会的权利顺次授予了基金管理人、托管人和发起人。

基金持有人大会的具体内容主要有:(1)修改基金契约;(2)提前终止基金;(3)更换基金托管人;(4)更换基金管理人;(5)中国证监会规定的其他情形。

2. 基金发起人

基金是由发起人发起设立的,这是发起人的原生法律地位,但是在基金发起之后,发起人却拥有和承担了更多的权利和义务。

在法律上与理论上,契约式基金应该由基金持有人选择基金管理人与托管人,以后更换亦然。但在实际操作中,由于基金持有人众多,且在基金发行前,无法确立哪些是基金持有人,无法由他们行使选择权。而按有关要求,管理人和托管人又必须

[收稿日期] 2003-09-23

[作者简介] 何孝星(1955—),男,福建福州人,厦门大学金融系教授。

事先予以确定,因此我国的相关法律法规把选择基金管理人和托管人的重任赋予了发起人。中国证监会发布的《证券投资基金基金契约的内容与格式(试行)》第二条要求基金发起人与基金管理人、托管人签订基金契约,并且指出基金契约的当事人只有发起人、管理人和托管人三方,并不包括基金持有人。这一规定的含义,实际上是将基金发起人作为基金持有人的代表,以委托人的身份与基金管理人、托管人签订信托契约。据此可推论,基金管理人与托管人是由基金发起人代表基金持有人选择的。

3. 基金管理人

基金管理人是在运作和管理基金资产的当事人,它的利益来自于管理费收入。

基金管理人的权利主要有:(1)管理和运用基金资产;(2)获得基金管理人报酬(包括管理费和基金管理人业绩报酬);(3)可以在事先征得基金托管人书面同意的前提下,授权有关人员代表基金管理人履行基金契约项下的任何义务或责任;(4)负有监督基金托管人的权利和责任,如认为基金托管人违反了基金契约及国家有关法律法规,应呈报中国证监会和中国人民银行,并采取必要措施保护基金投资人的利益。

基金管理人的义务主要有:(1)按照基金契约的规定运用基金资产投资并管理基金资产;(2)及时、足额向基金持有人支付基金收益;(3)保存基金的会计账册、记录15年以上;(4)编制基金财务报告,及时公告,并向中国证监会报告;(5)计算并公告基金资产净值及每一基金单位资产净值;(6)基金契约规定的其他职责。

开放式基金的基金管理人除应当遵守上述规定外,还应当履行下列职责:(1)依据基金契约,决定基金收益分配方案;(2)编制并公告季度报告、中期报告、年度报告等定期报告;(3)办理与基金有关的信息披露事宜;(4)确保需要向基金投资人提供的各项文件或资料在规定时间内发出,并且保证投资人能够按照基金契约规定的时间和方式,随时查阅到与基金有关的公开资料,并得到有关资料的复印件。

4. 基金托管人

我国基金托管人主要由基金管理人选择,一般由商业银行担任。

基金托管人的权利主要有:(1)依法获得托管费收入;(2)有充分理由认为更换基金管理人符合基金持有人利益时,可以提出撤换基金管理人;(3)有权监督基金管理人的资产运作。

基金托管人的义务主要有:(1)安全保管基金的全部资产;(2)执行基金管理人的投资指令,并负责办理基金名下的资金往来;(3)监督基金管理人的投资运作,发现基金管理人的投资指令违法、违规的,不予执行,并向中国证监会报告;(4)复核、审查基金管理人计算的基金资产净值及基金价格;(5)保存基金的会计账册、记录15年以上;(6)出具基金业绩报告,提供基金托管情况,并向中国证监会和中国人民银行报告;(7)基金契约、托管协议规定的其他职责。

开放式基金的基金托管人除应当遵守上述规定外,还应当履行下列职责:(1)依法持有基金资产;(2)采取适当、合理的措施,使开放式基金单位的认购、申购、赎回等事项符合基金契约等有关法律文件的规定;(3)采取适当、合理的措施,使基金管理人用以计算开放式基金单位认购、申购、赎回和注销价格的方法符合基金契约等法律文件的规定;(4)采取适当、合理的措施,使基金投资和融资的条件符合基金契约等法律文件的规定;(5)在定期报告内出具托管人意见,说明基金管理人在各重要方面的运作是否严格按照基金契约的规定进行;如果基金管理人未执行基金契约规定的行为,还应当说明基金托管人是否采取了适当的措施。

(三) 各主体的相互关系

1. 基金管理公司、基金发起人与基金管理人的关系

基金管理公司首先作为主发起人发起设立证券投资基金,然后作为发起人代表基金负责选聘基金管理人与托管人,并为之签订基金契约。而在目前我国的基金中,作为发起人的基金管理公司百分之百地成为了自己发起设立的基金的管理人,因此在契约成立后,基金管理公司又作为基金管理人,负责运作基金资产。同时由于基金持有人大会是由基

金管理人召集的,所以基金契约的修改以及管理人和托管人的更换事宜实际上均掌握在基金管理公司手中。

2. 基金管理人与基金托管人的相互关系

由于基金托管人的选聘是由基金发起人决定的,但是由于基金管理人与发起人实际上为同一方,所以,托管人实际上是由管理人选聘的,基金管理人与基金托管人两者之间是聘用与被聘用的关系。

在基金管理人和托管人的信托关系成立以后,《证券投资基金管理暂行办法》以及基金契约和托管协议规定,为保证基金管理人和托管人履行各自的职责,它们彼此还有互相配合、互相监督与核查的义务。在这些配合与监督方面,如果没有尽到义务,则须承担连带责任。

二、我国契约型基金治理存在的问题

由上可见,契约型基金的治理结构中包含了基金持有人、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。理论上讲,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,未能形成对基金持有人、管理人和托管人相互制衡的三角关系,不利于保障投资者权益。

(一) 基金持有人利益代表缺位

现有的基金治理结构中缺少基金持有人利益的实际载体,而直接由发起人代表基金持有人的利益,由于发起人本身的独立性差,与相关各方又存在着千丝万缕的利益关系,因此很难真正代表基金持有人的利益。而作为基金主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。这种治理结构的设置显然不利于对基金管理人的选聘和监督。

(二) 基金持有人的监督效果

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其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,绝大多数基金持有人热衷于短线操作以博取差

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,带有很大的滞后性、虚弱性。

由于基金持有人与管理人之间存在的只是信托关系,不具有类似于股东的发言权,加上基金持有人大会一般以通讯的方式召开或表决,从某种意义上说,基金持有人连用手投票的权利都没有。当前的情况是,拥有10%基金份额的保险公司等大的基金持有人无法有效监督其投资基金运作的安全性和合规性,而持有2.5%份额的基金发起人却可以决定资金的投向。

(三) 基金管理人的自律效果

由于上述结构性缺陷的存在,使得数权在握的基金管理公司处于非常微妙的境地。作为发起人和管理人以及托管人的选聘者,基金管理公司在很多时候成为了人们心目中的基金的掌权人,同时也成为基金一切违规行为的责任承担者。因此每每谈到规范证券投资基金的运作,话题往往就会切换为规范基金管理公司的运作。甚至一些研究也会把证券投资基金的治理结构与基金管理公司的治理结构混为一谈。而实际上在现有的架构下把责任和义务都集中到基金管理公司身上,在以下两个方面是存在悖论的。

1. 独立董事制度的效力

2001年初,为规范基金运作,中国证监会要求基金管理公司董事会中的独立董事比例必须达到三分之一。经过两年的发展,各基金管理公司的独立董事制度都已经建立和完善起来。同时,伴随着独立董事制度在上市公司中的推广,我国也逐渐形成了一批被社会认同的独立董事群体。可以预期,有了制度和人选的保障,独立董事制度将对基金管理公司的发展起到良好的促进作用。但是问题在于,独立董事制度的引入规范了基金管理公司的运作,就必然可以规范基金的运作吗?基金管理公司的独立董事对谁负责?该制度的效力涉及哪个层次?

实际上,目前我们谈到的独立董事制度只是基

基金管理公司内部的治理机制之一,所聘请的独立董事是对基金管理公司的股东负责,而基金持有人利益的维护并不在他们的职责之内。当然,不能否认,当这些独立董事在规范基金管理公司运作的同时,必然加强了对基金经理的激励和约束,从而也在客观上起到了维护基金持有人利益的作用。但是基金管理公司的效用函数和基金持有人的效用函数并不是一致的,因此,如果两者的利益出现了矛盾,从逻辑上说,独立董事必然站在基金管理公司利益最大化的立场上行事。而如何约束基金管理人按照基金持有人利益最大化的原则行事,这应该是由基金的治理机制所解决的问题,而不应由基金管理公司的内部机制来解决。因为对于独立董事而言,在合法的前提下,只要实现了基金管理人的利益最大化,哪怕基金持有人的利益受损,独立董事也算圆满完成了自己的职责。

在这个问题上的一个误区是,把在基金管理公司设立的独立董事制度看做是对美国基金公司独立董事制度的借鉴,实际上二者的法律地位和组织从属完全不同。正因为如此,不应该把规范基金运作的“社会责任”全部加到基金管理公司的身上,因为作为一个营利性的金融机构,其运作的最主要的目标是追求利润。基金管理公司只是“社会诚信”的遵守者,而非维护者,而这种遵守也是出于其长期利益所驱动的,而非强迫的。

2. 关联交易的杜绝

目前基金运作中出现的关联交易包括:基金管理公司令其基金经理运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;或令基金经理通过高买低卖的方式向基金管理公司的控股股东输送利益;在部分上市公司披露的十大股东中,经常出现投资基金与其管理公司的大股东并列出现的情况。这种关联交易的出现,说明目前相关的法律法规尚有漏洞可钻,针对这种情况监管部门也正在不断推出新的法规,但是无论法规多么完善,外部监管只能起到事后监督以及事前威慑的作用,在利益的驱动下,基金管理公司依然有动力寻找法规盲点追逐超额利润,同时很可能损害基金持有人的利益。

在这种情况下,就需要基金内部能够有一个代

表基金持有人利益的主体,相当于美国的董事会和我国香港的信托人,对基金管理人的关联交易进行事中的监督,一旦发现其行为有损基金持有人的利益,即可行使监督权利予以警告,若行为严重,还可更换管理人。只有当这种内部的事中监督与外部监管相结合,才能对管理人的行为形成足够的约束。否则,仅仅依靠外部法规和管理人的自律,是不可能杜绝基金管理人进行有损于基金持有人利益的关联交易行为,而这种督查不是基金管理公司的督察员、独立董事所能实现的。

(四) 基金托管人的独立性

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的职责,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。换言之,基金管理人往往决定着基金托管人的去留,在一定程度上是托管人的“老板”。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。

由此可见,目前我国契约型基金的治理结构存在着制度缺陷,未能对基金管理人形成行之有效的权力制衡。

三、我国证券投资基金治理结构的优化途径

(一) 尝试建立公司型证券投资基金

迄今为止我国所设立的证券投资基金均为契约型基金。从治理结构的角度看,由于公司型基金具有董事会,对基金管理公司、基金经理、基金托管人的约束较大,因此相对来说,公司型基金比契约型基金的治理结构要优越。美国的共同基金绝大部分都是公司型基金,并发展成为在世界上具有举足轻重地位的基金就是很好的例证。因此,我国应当尽快尝试建立公司型基金,以推动证券投资基金治理结构的优化。

(二) 进一步完善基金管理公司的独立董事制度

独立董事与监事都是基金管理公司的监督者,但前者是负责事中参与和监督,后者是负责事后监督,所以,从监督效率角度来说,独立董事更为优越。从基金管理公司股东的长期利益角度来看,它们与基金持有人的利益是基本一致的,都是为了追求资产规模最大化(虽然基金持有人是追求基金单位资产净值最大化,而基金管理公司是追求总资产规模最大化,但基金单位资产净值最大化是基金总资产规模最大化的前提)。从这个意义上说,基金管理公司既是发起人、又是持有人、还是管理人的多重身份,构成其与基金持有人利益的必然冲突。所以,基金管理公司治理中重点要解决的是控制性股东和非控制性股东的利益冲突以及股东利益与经理层利益的冲突问题,这就要求提高董事会的独立性,防止董事会被控制性股东所控制。我国当前的独立董事制度应完善两个方面的内容:一是进一步增加独立董事的人数比例,争取达到三分之二的水平;二是明确独立董事的提名机制,要求独立董事由现有的独立董事提名,尽可能保证独立董事的独立性。

(三) 适当放宽基金管理公司的设立条件,建立退出机制,增加基金管理公司的市场压力

要让市场对基金管理公司构成足够压力,从而形成自我约束力,就必须让基金管理市场进行充分竞争。因此,有必要进一步放宽基金管理市场的准入条件,同时建立退出机制,培育出充分竞争的基金管理市场。

(四) 以开放式基金为主发展基金业

开放式基金的持续赎回机制对基金管理公司构成很大的压力,有效地约束了基金管理公司的行为,而封闭式基金在这方面对基金管理公司的约束力就较差,因此,在今后基金业的发展中,要坚持

发展开放式基金为主的方针。

(五) 要求基金管理公司的经理层和基金经理持有一定数量的基金管理公司股份或基金单位,解决经理层与股东之间的利益冲突问题

基金管理公司治理的难点是其管理层和基金经理的激励与约束问题,为了使这个问题能得到较好的解决,就要使基金经理与基金持有人和基金管理公司股东的利益具有很大的一致性,所以凡是基金管理公司的经理层和基金经理都必须认购部分股份,成为基金管理公司的小股东,由此自觉防止大股东对小股东利益的侵害

(六) 要加强基金托管人的独立性和约束性

基金托管人收取的是托管费,如果它由基金管理公司选择,则其在监督基金时不可避免地偏向基金管理人。因此,要使基金托管人发挥监管职责,就要在机制上进行调整,即将托管人的选择权力转移给中立的组织或基金的全体独立董事。同时,应对托管人不履行职责的行为进行约束,建立“损害连带追索”机制,即当上述机构对基金管理公司的明显违规行为没有进行及时纠正,由此造成的损害,这些机构在经济上和人事上都应承担连带责任。

(七) 加强法制建设,强化自律与监管

基金治理除了要加强基金组织结构中的各个相关利益体的约束外,很重要的一点是加强法制建设,强化自律与监管。法制建设是立法问题,是规范基金治理结构的根本依据。目前我国尚未出台《投资基金法》,应当积极借鉴国外立法的经验。监管则是执法的问题,执法不严是我国的通病。不论是立法还是执法都可以从外部对基金治理问题形成压力,以规范各主体的行为,所以要做到立法完善,执法严肃。同时,自律协会可以通过培训、管理及同业之间的交流,为基金治理结构的完善提供有效的途径。

(责任编辑:王碧峰)