



学校编码：10384

学号：20051301306

分类号_____密级_____

UDC _____

廈門大學

硕士学位论文

我国证券投资基金治理结构探讨及业绩实证分析
The Discussion on the Governance Structure of Securities Investment
Funds and Empirical Research on Performance in China

朱智强

指导教师姓名：屈文洲 副教授

专业名称：工商管理 (MBA)

论文提交时间：2007 年 5 月

论文答辩日期：2007 年 月

学位授予日期： 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

2007 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密 ()，在 年解密后适用本授权书。

2、不保密 ()

(请在以上相应括号内打)

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

论文摘要

目前来看,我国的投资基金治理结构仍然存在着比较大的问题。这已经成了制约我国投资基金业进一步发展的 瓶颈 。如何行之有效的解决这一 瓶颈 仍是我国投资基金业研究的重要课题之一。

本文从基金治理结构的理论回顾入手,简要介绍了投资基金的特点和分类。以投资基金的治理结构为切入点,对基金治理结构的五要素进行了简要剖析,重点分析了影响基金治理结构的三大要素 基金投资人、管理人和托管人,并逐一分析了三种委托 代理模式的优劣。

在此基础上,从投资基金的 金三角 和管理模式入手,对我国证券投资基金业的现状进行了分析,指出我国基金业还存在着诸如独立董事制度效果不明显、基金托管人对基金管理人监督不到位、持有人利益代表缺位不明朗等实际问题,指出我国的证券投资基金业治理结构亟待创新和完善。

最后本文在结合我国证券投资基金治理结构实际情况的基础上,对 47家封闭式基金 2006年业绩及费用等与治理结构进行了实证分析,并在前面的梳理、分析和实证结果的基础上结合自己对基金业绩和治理结构的认识,对我国投资基金业治理结构提出了一些解释和建议。

关键词：投资基金；治理结构；实证研究。

厦门大学博硕士学位论文摘要库

ABSTRACT

Currently , security investment funds in China share some important problems in their governance. This has been a “bottleneck” that restrains their development. How to settle this “bottleneck” is still an important issue in the security investment fund industry.

This article starts from review of theories on fund governance; briefly introduce characteristics and categories of investment funds. This article also analyze the five key points in fund governance, focus on investors , Supervisor and entrustor, and compare the three models of the request -- proxy relates.

Based on above analysis, I use the “golden triangle” model to analyze current situation of Chinese security investment funds, pointing out that the effects of independent trustee system is not so obvious, Surveillance of supervisor to entrustor is not so good. The conclusion is that their governance is not adequate and requires innovation and improvement. I adapt foreign models of fund management and give suggestion to this problem.

Lastly, I conduct an empirical study for 47 samples from close-end funds. Upon all the above, I give explanation and suggestions to this issue.

Key Words: Security investment funds; Government structure;
Empirical research.

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

第一章 导论	1
第一节 问题的提出及其意义	1
第二节 公司治理结构研究理论回顾	3
第三节 基本概念及关系的界定	8
第二章 投资基金治理结构	12
第一节 治理结构概述	12
第二节 治理结构理论基础--委托--代理理论	13
第三节 治理结构五要素分析	15
第四节 治理结构“金三角”模式分析	16
第三章 我国投资基金业治理结构	20
第一节 现状及三因素分析	20
第二节 投资基金管理模式分析	21
第四章 我国封闭式投资基金治理结构与绩效的实证研究	23
第一节 文献综述	23
第二节 实证设计、定义与测量	24
第三节 计量模型设定	26
第四节 实证结论	28
第五节 实证意义与启示	32
第五章 关于优化我国投资基金治理结构的思考	35
第一节 建立规范化的投资基金监督管理体系	35
第二节 独立董事制度	37
参考文献	40
附表	42
后记	44

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 导论

证券投资基金业随着证券市场的发展而产生，迄今已有 100 多年的历史。1868 年在英国设立的海外及殖民地政府信托基金被公认为是世界基金业诞生的标志。但基金的迅猛发展却是在美国，在各国证券投资基金中，美国的证券投资基金在资产总值上占 59.82%，它甚至已取代了商业银行的传统优势地位，对金融制度和企业制度的演变与创新产生了非常积极的影响。从现代意义上讲，投资基金不仅是一种金融工具，它更代表着一种责权明晰、相互关联、相互制约的投资机制。该机制所具有的科学性和经济性使得参与基金的各方实现共赢。

第一节 问题的提出及其意义

越来越多的人已经认识到，治理结构问题不仅对于一般股份公司的投资者非常重要，对基金投资者而言也是一个重要的风险因素，完善的基金治理结构不仅有助于保护基金投资者的利益，增强公众对基金未来的公信力，而且有助于防止基金业出现系统性问题。

基金业凭借专业理财的优势，集合了社会的闲散资金，有助于资源的优化配置。近几年来，在我国超常规发展机构投资者的政策驱动下，基金业的快速发展将无可置疑。随着基金规模的扩张，基金业在我国整个金融体系中的地位也越来越重要。同时，我们也应看到，虽然近几年以来我国的基金业发展逐渐步入了正轨，但同欧美发达国家相比仍存在着很大的差距，还存在着很多问题，蕴含着巨大的风险。在基金治理结构上，海外同行显然也比我们更有优势。在这样的背景下，建立适合我国国情的能切实保护投资者利益的治理结构在我国基金业发展的初期就显得尤为重要。

笔者认为，要使基金业良性发展，就必须化解根植于其中的系统性风险，防止发生整个行业的失败及其巨大的负外部性，其中的关键就是要加强基金的治理结构的优化设计，充分借鉴国外发达市场的做法，在基于边治理边发展的思路下，使基金业在一个比较稳固的框架内快速增长。

笔者认为,目前我国基金治理中存在的问题主要集中在以下几个方面:第一,基金投资人利益代表不明朗,主体缺位,基金管理人容易滥用权力,基金经理私自进行个人交易屡禁不止,基金托管人监管不力;第二,信息的严重不对称所引发的道德风险以及投资者的理性冷漠(集体行动的困境或悖论)和搭便车的行为严重;第三,与基金治理结构相关的法律法规不健全,监管层对基金治理结构方面的监管尚处于起步阶段。这些都导致证券投资基金投资者利益无法得到切实保障。

本文认为,投资基金治理结构问题的核心问题在于基金当事人之间权利及义务的协调和分配与基金持有人利益维护问题。

本文试图从效率的角度出发,从实证评价和规范两个角度对投资基金治理结构的现状和发展进行系统的分析,同时提出以下几个问题进行实证研究:

第一,独立董事的结构特征是否会对基金业绩产生影响。

第二,基金管理公司为内部人控制的影响程度。

第三,基金管理公司董事会规模对基金业绩的影响。

本文的创新与不足在于:

1 研究创新

就中国契约型证券投资基金的治理以及基金管理公司治理结构、独立董事及其与基金业绩的关系进行严格理论研究与拥有完整经验数据的计量分析,特别是对于在基金管理公司而非基金本身设立独立董事,这一在中国证券投资基金业的制度创新能否对中国契约型基金的治理的改善产生预期中的作用和董事会的结构特征进行了实证分析。

2 主要不足

本文在数据收集方面涉及面较广且繁多,难免会出现疏漏之处。实证分析也仅仅局限于我国的封闭式基金。同时我们知道基金业绩评价方法是建立在一系列的假设基础之上的,但这些假设与实际中的现实情况或有差别,这将可能导致本文实证研究结果的片面性和欠客观性。

第二节 公司治理结构研究理论回顾

自 1776 年亚当·斯密在《国民财富的性质和财富的研究》中明示了有关公司治理的思想（文中已涉及了经营者和出资人利益不一致的问题）后，学术界围绕着该问题展开了大量的讨论和研究。如 1932 年伯利和米恩斯关于公司所有权和经营权分离的论述，他们认为问题的焦点在于使所有者与经营者的利益相一致。

一般认为，最早提出与公司治理类似概念的是威廉姆森（Williamson, 1975），他认为治理是“各种公共的或私人的个人和机构管理其共同事物的诸多方法的总和，是使相互冲突的或不同的利益得以调和并且采取联合行动的持续过程”。威廉姆森认为，由于机会主义、有限理性和资产专用性，交易中肯定会存在各种冲突，但是，交易成本经济学的目的并不是在前进过程中不断解决冲突，而是在事前认识到了潜在冲突并设计了治理结构来阻止或弱化冲突。因此，治理是契约人假设的逻辑归属，是整个交易分析范式的目的所在。他指出，任何交易行为，哪怕是最简单的交易活动都少不了治理结构（Governance Structure）的某些机制保护，以保护交易主体免遭各种交易风险的侵害。

从国内情况来看，对公司治理的研究源自于 90 年代初国有企业改革，建立现代企业制度。比较有代表性的是周小川（1994）的论著，认为国营企业改革的关键在于对国营企业进行公司制改组，而公司制改组的核心是建立合理的公司治理结构。合理的公司治理结构就是要界定好所有者、董事会和总经理的关系，同时他还较早地提出了债转股思路，并且建议应培育资本市场。吴敬琏则结合我国国企改革情况，提出了一些内部人控制的观点及思路，参见其著作《国有大中型企业公司化改革的难点及对策》及《建立有效的公司治理结构》等，他指出加强对内部人控制的控制，应当从多方面采取措施。首先是要保证所有者在位，是控制内部人控制的一项根本措施。关于各级公司中的所有者控制，关键是使董事会成员要真正代表股东的利益，而不致变成内部人的一份子。为了做到这一点，除董事会成员不应从公司执行机构取得报酬外，还可以借鉴德国的做法，董事会成员与经理理事会（执行机构）成员不能交叉任职。这样，董事会成员由公有资本经营委员会任命，从委员会领取报酬并向它负责，可以加强董事会

成员与所有者利益的一致性，代表所有者对经理人员进行必要的控制和监督。

西方的经济学家所研究的公司所有制建立在私有制的基础上，而我国的学者则在借鉴西方的基础上对国有企业的治理结构作了阐述。在阿尔奇安和登斯茨（Alchian and Demsetz, 1972）提出联合投入与团队生产的企业理论的论文中，他们便对以盈利为目的的私有企业与社会主义的差异作了简要论述，认为由于作为集体产品的企业剩余是无法按个体原子式划分的，团队成员很容易受到逃避责任的诱惑，因此，对生产的监督和协调工作是团队不可或缺的条件。Fama(1980)、Fama和 Jensen(1983)对资本主义的所有权和控制权做出了理论阐述，解释了独立董事在对公司管理层监督，防止管理者侵害股东权益的重要作用。在我国，张维迎、林毅夫等对我国国有企业的委托代理关系进行了阐述。如张维迎(1995)认为，初始委托人的监督积极性和最终代理人的工作努力水平随公有化程度的提高和公有经济规模的扩大而递减等。

对于公司治理结构内涵的界定，学术界存在两种观点，一种观点认为应注重所有者（即股东）的利益，即股东治理模式。

法马和詹森（Fama and Jensen, 1983）认为，公司治理研究的是所有权与经营权分离情况下的代理人问题，其中心问题是如何降低代理成本。公司代理人问题可由适当的组织程序来解决，在公司所有权与经营权分离的情况下，决策的拟定和执行是经营者的职权，而决策的评估和控制由所有者管理，这种互相分离的内部机制设计可以控制代理问题。

施莱佛和维什尼（Shleifer and Vishny, 1997）认为公司治理要处理的是公司的资本供给者如何确保自己可以得到投资回报的途径问题，认为公司治理的中心课题是要保证资本供给者（包括股东和债权人）的利益。

另一种观点则把股东放在与其他利益相关者相同的位置上，即利益相关者治理模式。

1984年，美国的弗里曼（Freeman）在《管理策略》（Strategic Management）上发表了一篇名为《利益相关者探讨》（A Stakeholder Approach）的文章，认为股东的利益不应该被看作居于最高地位，而应是利益相关者网中的一员。公司实际上影响着比股东范围更大的一批群体，反过来也受他们的影响。公司是一个利益关系网，每个关系网中的各个要素都是建立在相互作用的基础上，将公司仅

看作是股东所有的公司是一种狭隘的观点。因此在公司治理结构中公司的管理者不但要为实现股东利益服务，也应该考虑其他利益相关者的利益。

布莱尔 (Blair) 认为，公司治理是指有关公司控制权或剩余索取权分配的一整套法律、文化和制度性安排，这些安排决定公司的目标，谁拥有公司，如何控制公司，风险和收益如何在公司的一系列组成人员，包括、债权人、职工、用户、供应商以及公司所有的社区之间分配等一系列问题。他并在其《面向 2 世纪的公司治理探索所有权与控制》一书中指出，公司应该为所有利益相关者的利益服务，而不应该仅仅是为股东的利益服务，股东只是拥有有限的责任，一部分剩余风险已经转移给了债权人和其他人。而且股东所承担的这种风险可以普遍通过投资的多样化来化解，因此他们可以将持有股票作为其总投资中的一个组成部分。

周小川在 2006 年 5 月第九届中国北京科技博览会中国经济高峰论坛上指出，中国企业改革的方向是股份制改革，公司治理是股份制改革最核心的内容，公司治理原则中不可缺少的一项就是利益相关者的安排问题，即他们的权利、他们的作用和他们的保护问题，这些问题需要我们进一步研究，并结合我国的情况，结合自己的经验和教训，在这方面有所推进。

张维迎在接受中国证券报 (2001 年 8 月第 3 期) 专访时也指出，世界各国公司治理模式中，股东主导模式是当前最能经受市场竞争考验、最有生命力、最有效率的模式。在经济全球化的压力下，现在各国的公司治理结构都在向股东主导模式演进。公司治理的标准模式是即以股东为主导，经理对股东负责，股东对经理进行控制，企业以股东价值最大化为目标。

对公司治理结构实证的研究集中的视角集中在股权结构与公司绩效、资本结构与公司治理结构和所有制与公司治理结构三个方面。

第一，正式对公司价值与经理所拥有股权之间关系的实证研究始于詹森和梅克林 (Jensen and Meckling, 1976)，他们将股东分成内部股东 (既是所有者又是管理者) 和外部股东，认为公司的价值取决于内部股东所占有的股份比例，这一比例越大，公司的价值越大。因为随着所有者 - 管理者股票份额的减少，他对企业产出的权利要求也相应减少。这将鼓励他以额外津贴的形式占用公司资源，即导致企业价值大大降低。登斯茨 (Demsetz, 1983) 却认为股权结构与公司绩效

之间并无内在关系，股权结构实质上是竞争性选择的结果。他同列农（Lehn）还对 51 家企业进行实证分析发现股权结构和公司绩效之间并不显著相关。斯塔茨（Stulz, 1988）则从经理控制的投票数量的角度来研究股权结构、公司治理和绩效。他的分析对象是面临潜在收购的公司，他认为公司价值与经理控制的投票权数量之间呈 U 形关系，公司的价值随着经理控制的投票权数量的增加而升高。当经理控制的股票权比例 a 较小时，随 a 的增加，公司上升；当 a 较大时，随 a 的增加，公司价值趋于下降。而且这一假设得到了麦康耐尔和瑟维尔（McCormell and Servaes, 1990）证实，他们通过实证发现，公司价值是公司股权结构的函数，公司的托宾 Q 值与公司内部股东所拥有的股权之间具有曲线关系，当内部股东所拥有的股权从 0 开始增加进，曲线向上倾斜，至这一股权比例达到 40-50% 时，曲线开始向下倾斜。霍尔德内茨和希恩（Holderness and Sheehan）通过对极端的两类公司（即拥有绝对控股股东的公司与股权非常分散的公司）的绩效比较（即他们的托宾 Q 值与会计利润率的比较），却发现两类公司之间的绩效没有显著的差别，因此认为公司的股权结构与公司绩效之间无相关关系。

在国内，学术界较早就开始对上市公司高度集中的股权结构及独有的股权分割格局的公司治理绩效进行了研究。何浚（1998）统计了我国上市公司最大股东比例在不同区间上的公司数量情况，但未对这种股权结构对公司治理及绩效等方面的影响进行讨论。许小年和王燕对 1993-1995 年期间的上市公司进行了实证研究，结果表明，股权集中度和法人股比重对公司绩效具有显著的正向影响，国家股比重对公司绩效有负面影响，而流通股比重对公司绩效无显著影响。据此，他们强调了股权集中和法人股东在公司治理中的积极作用。朱武祥和宋勇则以家电行业的 20 家上市公司为样本，分析股权结构与公司价值的相关性。结果表明，在竞争性比较激烈的家电行业，股权结构与公司价值并无显著相关性。

第二，早在 1958 年，西方学者穆迪格莱尼与米勒就提出了著名的 MM 定理：在完善的资本市场上，一个公司的资本结构与其价值无关。该理论的最大缺陷在于是把市场看成是完全有效的，这一假设明显与现实不符。因此不同的公司治理实际上影响着资本结构的制度安排；同样，不同的资本结构也影响着公司治理的制度安排。良好的公司治理结构能确保公司经理层得到正好为其投资所需但又不是更多的资金来完成有利可图的项目，而适当的资本结构又有利于完善公司治理、

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库