

我国证券投资基金内部治理法律问题研究

朱杰君¹, 毛杰²

(1. 长安大学 校长办公室, 陕西 西安 710064; 2. 华东政法学院 经济法系, 上海 200042)

摘要: 封闭式契约型证券投资基金有其存在的合理性, 但封闭的特点决定了基金持有人利益受到忽视和损害的现象比较普遍和严重, 从结构主义和制度经济学的观点出发, 基于法律和基金契约对基金当事人之间产权安排的规定, 为基金设计一个高效合理的内部治理结构, 以期能完善对基金持有人利益的保护。

关键词: 封闭式证券投资基金; 内部治理结构; 法律问题

中图分类号: F830.91 文献标识码: A 文章编号: 1671-6248(2004)01-0060-04

On law problems of the internal governance of national securities investment fund

ZHU Jie-jun¹, MAO Jie²

(1. The Administrative Office, Chang'an University, Xi'an 710064, China;

2. Department of Economic Law, East China University of Politics and Law, Shanghai 200042, China)

Abstract: Close-end securities investment fund has its own advantages in capital market. However, the interests of beneficiaries (or unit-holders) are often susceptible to be ignored and undermined by the trustees due to the features of the funds of this kind. From the viewpoints of the structuralism and system economics (or information economics), this essay lays great emphasis on the improvements of the allocation of property rights among these parties concerned in the laws and fund contracts, which lead to the setup of an internal governance structure of high efficiency contributing to the perfect protection of the interests of the beneficiaries.

Key words: close-end securities investment fund; internal governance structure; law problem

证券投资基金作为“我国证券市场的主要机构力量之一”, 在1998年到2000年间得到了超常规发展, 但自2001年以来却走向了低潮。2002年度基金年报显示, 所有54只封闭式基金整体亏损, 总亏损额达37亿多元, 而各管理公司提取的管理费却近11亿, 银行的托管费用也有大幅增加^[1]。基金这种亏盈互现的状况不能不引起我们深思。

契约型证券投资基金分为开放式和封闭式, 比较而言, 法律对前者的信息披露要求比较严格, 加上赎回机制的作用, 基金持有人受到的保护比较完善;

而封闭式基金内部缺乏有效的监控制约机制, 基金持有人的利益堪忧。中国证券投资基金的专项立法正在进行之中, 本文拟就封闭式基金内部治理结构和持有人保护问题进行一些探讨, 并对《证券投资基金法》的立法提出建议和意见。

一、基金内各主体的法律地位及相互关系

各国法律对基金主体关系的规定, 主要有分离论与非分离论的分野^[2]。分离论以在基金中存在

双层信托关系为特征,而非分离论以管理人为委托人,托管人为受托人,投资人为受益人,认为三者共处于一个以基金契约为基础的基金信托关系中。非分离论较好地克服了分离论存在的对投资者保护不周的情况^[3-4],为日、韩及我国台湾地区立法所采用,也为我国理论界和实务界所认同。

笔者赞同非分离论的总体设计,但该理论中对当事人地位安排,尤其是将管理人视为委托人的观点,还是值得商榷的。首先,合法有效的明示信托以委托人对信托财产享有所有权为前提,而将管理人视为委托人的设计在法理上不能满足这一要求(《信托法》第2条)。其次,在管理人未向托管人交付财产之前,基金尚不成立,投资人无法取得受益权,托管人也不负有保管财产的义务,遇到管理人侵害信托财产的情形,这种制度设计无法保护投资人的利益。再次,相关法规关于由发起人与管理人和托管人签订基金契约的规定,在表面上似乎排除了基金持有人的当事人地位,但实则出于投资者人数众多,不便签约的考虑。我们认为,投资人通过认购基金单位默示地承认了基金契约,并且成为基金当事人之一,签约过程中的发起人则可视作为众多未来基金持有人的代理人。

中国的《信托法》是基金体系的法律基础,1997年《证券投资基金管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)则对基金当事人的法律地位做出了初步的规定,为与信托法理和现行规定相协调,本文认为,我国的投资基金法应当建立一个以持有人既为委托人,又是受益人,管理人和托管人为共同受托人,以基金资产为标的,以基金契约为法律基础的自益信托的架构。其中,持有人、管理人和托管人对基金资产分别享有受益所有权、管理处分权和保管监督权,这样才能较好的奠定我国基金治理的法律基础。

二、我国封闭式基金治理结构的特殊性

结构主义认为:任何组织无论是否被视为独立的法律主体,只要它反映为多个主体间的契约合作关系并以效率为其目标函数,则这些主体之间的权利义务的制度安排(治理结构)就有重要的意义。有效的治理结构能较好的纠正受托人的行为异化问题,从而有效降低经济组织的代理成本,保护委托人利益。

契约型证券投资基金是一个由多个要素主体组成的赢利性组织体系,它采用了信托结构,存在受益和控制完全分离,受益者与控制者目标函数不同的

状况,而且具有业务专业性强,基金单位分散等特点,加上我国基金法制尚不完善,这些都使基金受托人的行为异化程度较一般企业组织更加严重,基金持有人利益受到很大威胁。和充裕的资金供应相比,我国基金受托人的资源相对稀缺,封闭基金没有赎回机制,基金资产具有很强的专用性,这些都决定了受托人比持有人处于更有利的地位:在基金契约中,受托人往往排除持有人的权利而免除自己的责任;在基金的运作中,由于时间、精力有限,信息渠道不畅以及内部组织制度未理顺,持有人无法对受托人的行为进行有效地评估和监督。另外,基金的剩余控制权往往落入受托人之手,但剩余索取权依法规定却不完全归属于受托人,这也会滋生机会主义行为。

在两种主要的治理模式中,外部治理模式利用发达的资本市场,通过敌意收购给受托者施加压力。封闭式基金的持份比较分散,且可以上市交易,但发生敌意收购的可能性却很小,原因在于:基金管理人和大股东一起控制着基金事务,高额的收益使他们不会轻易交出控制权;持有人大会被架空,即使收购成功也无法开展调整工作;投资业务专业性强,受托人市场不发达,加大收购后的调整难度;最为关键的是,基金市场的有效性不足,致使收购的经济性无从评估。

外部监督在基金治理中收效甚微,使我们把目光更多的转向基金的内部治理。我们的目标是在基金内部各主体之间进行产权的合理分配,并建立激励和监控机制为核心的治理结构。这一设计包括了三个方面:激励机制、监督机制和制约机制。在不完全的基金契约中,人力资本的能动性决定了持有人只有承认受托人掌握剩余控制权的既成事实,并合理安排剩余索取权的分配,才能在两者间达到激励相容。监督机制的目的是使委托人能以较低的成本获得代理人目标函数的真实信息,从而能纠正后者的道德风险行为,这需要借助于证券市场的信息发现功能和法定强制信息披露制度。制约机制是委托人在监督基础上通过行使基金组织的权利对代理人的不当行为给予的事后制裁,以加大其异化行为的成本。

三、证券投资基金激励机制的分析和改进

激励机制的设计是使代理人分享剩余索取权,普遍的做法是使基金管理人在相当时间内持有一定

比例的基金份额。然而,考察我国基金在这方面的实践,却多有不足。首先,基金持有人处于收益不确定和风险自担的地位,对管理人的持份比例,我国法规没有强制性的要求,基金契约规定的比例也很低。这样,管理人就存在两种选择:付出努力使基金增值,自己得到部分剩余;或者少付努力,获取别的效用。合成的结果诱使管理人成为风险偏好者,进行过度投机:在获利时,获取业绩报酬或私分利润;亏损了,则由持有人来承担损失,这也在一定程度上说明了目前我国基金投机性较强的现实。当然也可能存在另一种极端的情况:基金契约一般都规定了管理人的报酬与基金资产的净值挂钩,但计算发现,前者对后者的正向弹性很小,激励作用不大^[5],而高额稳定的管理费收入和法规中 90% 以上的净收益须分配的规定,大大削弱了受托人的积极性,助长了其逃避风险、坐吃基金山空的动机。

显然,这两种极端情形都会损害持有人的利益,所以现存的基金激励机制应做适当改进,建立有效的利益和风险分层机制,达到持有人和受托人之间的激励相容,防止“穷了基金,富了受托人”的现象发生。为此,第一步是由法律规定基金管理人认购基金份额的最低限额,并要求管理人在其管理资格存续期间,不得转让该份额。其次,基金管理费收取已从固定比例模式改为固定加业绩报酬模式,激励作用有所增强,但仅以投资收益率指标难以全面衡量基金管理的绩效,应考虑建立一个包括风险指标在内的综合评估体系作为业绩报酬提取的基本依据,从而能够增加管理费机制的正向激励作用。再次,改变管理人负盈不负亏的现象,在基金因管理人的道德风险行为遭受损失时,管理人持有的基金单位将首先被卖出,所得用来弥补持有人的损失,或者也可规定当基金业绩未达到某一规定标准时,基金管理人分担一定比例的损失。

四、我国证券投资基金监督、制约机制及法律完善

(一) 现行基金设立体制加重了基金的治理问题

目前,我国封闭式证券投资基金设立过程大致如下:基金管理公司首先作为主发起人发起设立基金,然后代表基金负责选聘基金管理人与托管人,并与后者签订基金契约,在我国基金实务中,作为发起人的基金管理公司不折不扣地成为了自己发起设立的基金的管理人。这种基金设立的安排使基金管理人得以单方面决定基金契约的内容,并掌握基金持

有人大会的召集权、修改基金契约和更换托管人等重大事宜的决定权,其权力已经大大超出了“资产管理处分权”的范围。持有人只能被动的接受基金契约,托管人也是由管理人选任的,两者拥有的受益所有权和保管监督权事实上受到了削弱。这种重管理人而轻托管人和持有人的产权配置模式,加重了我国基金管理人的代理问题。

根本上改进现存的基金设立程序并非不可能,但有很大的难度。现实中,由于存在认识上的错位,这方面改革的进展甚微,如证监会的“好人举手制度”,全国人大常委会法制办的《证券投资基金法草案》(2002 年 8 月 26 日,以下简称《草案》)的第 15 和第 17 条,都试图通过管理人及其设立人的多元化来解决治理结构中管理人的问题,但是只要基金还是由管理人来设立(《草案》第 28 条),那么基金管理公司或其它机构设立基金后仍会由自己或关联人来管理基金,因此目前基金设立过程发起人和管理人实质合一的弊端得不到根本的改变。本文认为,在此背景下,基金治理结构的设计如能充分发挥基金内部监督制约机制的作用,则能在相当程度上降低代理成本,保护持有人利益。基金内部监督制约机制主要由基金持有人对基金受托人的监控制约,管理人与托管人的内控以及两者之间相互制衡监督两大方面组成。

(二) 基金持有人的权利及基金持有人大会

1. 基金持有人权利享有的问题及解决方法

为保障持有人的受益所有权,我国法规赋予了基金持有人对基金事务的广泛监控权(《暂行规定》),在一定程度上有助于扭转持有人的弱委托而管理人的强代理局面。但立法的缺陷仍然存在,最主要的是现行法规没有明文规定持有人的诉权。因此,持有人是否有机会获得司法救济,仍是疑问,目前,可考虑援引信托法有关受益人诉权的规定暂时加以弥补,而基金法则应对此做出明文规定。另外,我国的基金立法也应当明确受托人的信托义务,奠定其责任的基础;同时,基金法也应当对责任形式,特别是损害赔偿方面做出细化规定。

2. 基金持有人权利的行使和基金持有人大会制度的改进

基金持有人相当部分权利的行使,依法须采用召开大会,表决并做出决议的方式进行。目前,持有人大会的出席率低,流于形式,直接影响了持有人权利的行使。造成这种情况固然有经济上的原因,如信息的高度不对称、持有人普遍存在的搭便车动机

等,但法律制度上的缺陷也不可忽视。《暂行办法》第30条和基金契约相关规定,持有人大会的召集权事实上落入被监督对象——基金管理人之手,导致必要的监督程序无法启动;管理人有权通过基金契约对投票程序做出具体规定,但诸如采用通讯表决、规定不作书面表决即视为同意等等规定直接影响了持有人真实意思的表达;持有人行使人事任免权难度过大,如基金托管人和管理人的撤换要求代表基金单位50%以上的持有人的同意(《暂行办法》第27条),不符合基金持份高度分散的现实。

为发挥基金持有人大会的作用,现行制度的改进势在必行:一是排除持有人大会召开的障碍,在某些法定情况下赋予一定数额基金单位的持有人(采用比例和绝对数量双重标准)以临时大会的召集权,要求监管机关或司法机关发布召开持有人大会命令的申请权;二是投票和表决程序的规定应科学合理,降低重大决策和人事任免的票数要求(如以出席会议所持基金单位总数的一定比例);三是引入委托投票制度。

(三)基金受托人的内部制约机制

除加强基金持有人权利的保护,发挥持有人对受托人的监督制约作用外,改进受托人内部制约机制也十分重要,“在投资基金三方当事人中,管理人与托管人之间的关系是分权制衡的核心”^[9]。各国法律规定基金托管人除亲自勤勉地保管基金资产外,还应当监督管理人的投资运作,发现投资指令违反基金契约,不予执行并向有关部门报告。但这种理论上的制度设计在我国基金实践中却并未取得满意的效果,根本原因在于:基金管理人和托管人实质上是选择和被选择的关系,为获得稳定的托管费,托管人往往屈就于管理人而不敢行使监督职责;管理人和托管人业务重心不同,两者间信息不对称客观存在,受托人的监督工作是心有余而力不足;现有的托管人本身不同程度的存在着治理结构的问题等。这些都阻碍了托管人监督工作的有效开展。

在基金法律体系中,基金托管人往往被视为持有人利益的保护神,充分发挥托管人的监督作用,需要对我国现行的基金托管人制度做相应的改进:

(1)明确规定托管人对基金持有人承担信托义务,怠于和疏于履行对管理人的监督是对信托义务的违反,应承担相应的责任。应扩大监督范围,并根据托管能力和具体监督情况规定基金托管人较高的注意程度。

(2)强化托管人的权力,保障托管人的信息获得

权。基金法应对管理人向托管人报告义务的时间、范围、托管人的查询权以及权利的保障程序做出具体的规定。可以考虑赋予托管人在特定的情形下行使持有人大会的召集权。

(3)托管市场的开放。考虑降低基金托管市场的门槛,引入更多治理结构比较完善的托管机构,托管人之间的充分竞争可减少托管费的过高要求,也能促使现有托管人积极履行职责。

(4)基金受托人对基金持有人承担连带赔偿责任。基金管理人与托管人有相互监督的法定职责,对持有人承担共同的信托义务(《暂行办法》第19条和27条),一方或双方违反信托,由这些受托人对受益人承担连带责任,符合信托法理,也为现行法律所确认(《信托法》第32条)^[3],基金立法应当对此做出明确的规定,从而督促托管人积极履行监督职责。

(四)基金管理人义务体系的完善

义务是监督和责任的基础,对管理人进行监督离不开相关义务体系的完善。目前我国在这方面的法规制度还存在不少缺陷,应引起立法部门的重视。

应确立管理人对持有人的信托义务。各国契约型基金都以信托法为基础,在我国理论界对此并无异议,但实务和立法上的态度不甚鲜明,法理的缺陷使基金法律体系变得十分脆弱,特别是管理人对持有人是否承担信托义务,直接关系到对前者进行责任追究时是否存在相应的法律依据。笔者认为,应当借信托法(第25条)施行的契机,在基金立法中明确的规定管理人的信托义务,从而夯实基金责任体系的基础。

应对管理人的忠实义务和利益冲突行为进行规范。信托义务中的忠实义务要求基金管理人在执行信托事务以受益人的利益为唯一目的,这对遏制管理人的道德风险是十分必要的,我国在这方面的规范还应结合实际加以细化。第一,基金中的利益冲突交易的形式多种多样,既有基金和管理人及其关联人之间买卖、借贷证券资产或其它资产,也有同一管理人旗下的数个基金之间的相互交易,还有受托人与经纪商合谋从事不必要的频繁交易等,对此,法规难以逐项加以规制,合适的办法是在列举规定之外,用概括性规范规定管理人的忠实义务,要求其利益冲突情形谨慎地加以处理。第二,《暂行办法》把义务主体仅限定为基金管理人,但现实中,基金管理人的证券机构股东更可能与基金发生关联交易,《暂行办法》第34条第4项限制性规定很容易被规

(下转第67页)

自身的条件,再从事证券、保险、信托等业务。放松金融管制,拓宽商业银行的业务领域,有利于鼓励创新。根据国际经验,金融创新使得许多国家的分业经营模式名存实亡,最终不得不放弃分业经营,转向混业经营。所有这些都可为商业银行对制度变迁的需求提供条件。

(四)提高金融监管的质量,加大执法力度

我国目前进行的是分业监管,但随着金融改革的不断深化,业务领域的不断拓展与交叉,分业监管可能会出现监管空缺与监管脱节现象,为了避免空缺与脱节现象的出现,必须注意各监管机构的协调与配合,提高金融监管的质量。

根据我国经济与金融发展的实际情况和国际金融的发展要求,应尽快修改和不断完善金融法律法规,逐步形成健全的法律体系。同时,应加大执法力度,使法律能发挥它应有的功效。金融监管质量的提高与法律法规的完善,可为金融监管机构对制度

变迁的供给提供条件。

总之,混业经营已经是世界金融业发展的一种必然趋势,我国也必须顺应这种趋势。但是鉴于我国金融基础比较薄弱的特殊国情,我国还必须在分业经营的大格局下渐进地转向混业经营,处理好稳定与效率的关系。尽量减少这种制度变迁的成本,增加其收益。

参考文献:

- [1] 科斯,阿尔钦,诺斯,等.财产权利与制度变迁[M].上海:上海三联书店,上海人民出版社,2003.
- [2] 曹 啸,王玉梅.转轨经济中的梯状演进和枝状演进——兼议目前国有银行的分业或混业经营问题[J].金融与保险,2002,(5).
- [3] 杨再平.效能观点透视中国金融前沿问题[M].北京:经济科学出版社,2002.

[责任编辑 陈志和]

(上接第 63 页)

避;同时我国法规也未对基金管理人的内部人员(如基金经理)与基金交易的情况加以约束。通过比较法研究我们发现,随股权流动性的增强和基金组织构造的复杂化,各国法律对基金关联人外延的规定有不断扩展的趋势。为扭转利益冲突形式不断变化而法规规定捉襟见肘的局面,笔者认为,立法应当扩展忠实义务承担人的范围,特别是应以“控制”为标准,把控制基金管理人的人,受管理人控制的人和与管理人共同为第三人控制的人均列入关联人的范围。第三,现有的规定禁止基金管理人以股票为标的与基金发生交易,但未禁止以国债为标的关联交易,金融市场的创新发展,意味着以业务禁止性规范为特征的现有法规,事实上无法控制基金中以新金融品种为标的之关联交易。所以,我国基金法规对关联交易客体应采取允许性的规定,并努力消除整个金融法律和法规体系的冲突和漏洞。第四,我国立法对利益冲突交易,应当借鉴国外同行的弹性原则,即一般性的禁止和例外豁免相结合的办法。例外的豁免不仅要求交易在实体上无损于基金,而且义务人应当履行相应的程序:义务人应就交易承担相关信息的披露义务;然后规定管理人的独立董事或者基金托管人对交易进行审查,如受益人或管理

人对审查决定不满,可以寻求证监会行政救济或法院的司法救济,这些都需要细化的规定。

五、结 语

目前,业界认为封闭式基金有被边缘化的可能,力促向开放式的转变,笔者认为,封闭式基金在运营和交易成本、投资品种和稳定市场方面都有优势,通过完善基金现有的治理结构,结合资本市场、受托人市场的成熟和外部监管的加强,在很大程度上能够改变目前对基金持有人保护不力的状况。

参考文献:

- [1] 韩 强.基金亏损引人注目[N].国际金融报,2003-04-04.
- [2] 吴 弘.证券法论[M].北京:世界图书出版公司,1998.
- [3] 周小明.信托制度比较法研究[M].北京:法律出版社,1996.
- [4] 张 淳.投资基金关系的法理分析[J].法学与实践,1996(6).
- [5] 彭兴韵.关于证券投资基金的一个理论问题[J].财贸经济,1998,(8).
- [6] 段建新.证券投资基金[M].北京:法律出版社,2000.

[责任编辑 杨彬智]