

国外基金公司治理研究综述

姚瑶 左斌

(南京大学商学院 南京 210093 复旦大学管理学院 上海 200433)

【摘要】 本文在对国外有关基金公司治理的研究文献进行系统梳理的基础上,从内部治理机制和外部监控机制两方面分析得出基金公司治理研究的逻辑框架,并指出未来研究的方向。

【关键词】 基金公司治理 内部治理机制 外部监控机制

伴随着全球证券投资基金业的快速发展,基金或基金公司本身所面临的治理问题也日益凸显。契约型基金本身并不是一个独立的实体,没有相应的组织体系;公司型基金虽然是一个公司,但是除了董事会,也并无其他机构。因此,基金公司所面临的治理问题与一般公司所面临的治理问题有所差异,而治理问题作为影响基金公司发展的瓶颈值得国内外研究者作深入探讨。

纵观基金业的历史发展过程,自1970年以来,随着大型公众公司的所有权与控制权分离程度的加大,公司治理的矛盾日益突出,而作为一种集体行动方式,共同基金能有效地解决大型公众公司治理中可能存在的“搭便车”以及成本收益问题。此时,通过将“消极财产”变成“积极财产”,共同基金获得了巨大的市场需求,这又推动了共同基金的迅速发展,使其成为资本市场的中流砥柱。在基金业崛起及发展的初期,人们更为关注基金作为“公司治理调节器”的有效性及其作用机理,然而与一般公众公司发展轨迹如出一辙的是,随着基金业的快速发展与成熟,基金公司本身的“治理困境”也日益浮出水面,且成为制约基金业发展的瓶颈。基金公司的治理问题不仅影响其自身发展,而且会影响所投资的公司甚至整个资本市场。因此,为了加强基金公司治理,保障其持续发展,理论界对基金公司的研究焦点逐渐由其作为积极股东对公司治理产生影响转向其自身的治理问题,并且对这方面的研究越来越重视。

一、基金公司的内部治理机制

基金公司的内部治理机制主要表现在其组织结构上,主要包括公司型基金的股东大会、托管人制度、独立董事制度及激励机制。西方发达国家的证券投资基金大多为公司型基金,有关基金公司治理的研究文献主要集中讨论独立董事制度、基金经理行为及激励机制。

1. 以独立董事为核心的基金公司治理机制的有效性。公司型基金属于一种虚拟的公司,几乎所有涉及基金经营管理的功能模块都通过合同的形式交由第三方机构负责。从投资者保护的角度来看,由于董事会负责基金与所有第三方合约的签订,并对履约过程进行监督,因此其能保护公司型基金投资人的利益,并且其职责范围比一般公司董事会的职责范围

更广。所以,公司型基金的治理机制多以独立董事为核心,而这被契约型基金借鉴并广泛运用。

关于以独立董事为核心的基金公司治理机制的有效性的实证研究存在两种假说:相关性假说和无关联性假说。这主要是因为选取的标准不同所致。当以市场业绩为标准时,Bill Ding和Russ Wermers(2004)认为董事会结构对公司业绩影响很大,独立董事的数量越多,公司业绩越好;公司业绩差时,经理被更换的可能性大。而Ferris和Yan(2005)却得到了完全不同的结论。他们使用2002年共同基金家族的大样本进行研究发现,基金丑闻发生的可能性和基金绩效都与董事长和董事会的独立性无关。

以独立董事对基金费用的控制为标准,Tufano、Peter和Sevick(1997)研究了美国开放式基金的费用与其董事会之间的关系,研究发现:基金公司董事会中每增加一位非独立董事,基金费用就要提高34~37个基准点,也就是4%左右;而独立董事的比例每提高10个百分点,基金费用就会下降48~56个基准点。这说明独立董事的比例越高,监督越有效。同时,他们发现独立董事受聘于同一基金家族的基金公司越多,基金费用越低。这可能是因为独立董事的参与程度越大,监督范围就越广,这时独立董事就获得了更多的信息以及增强了与基金家族管理人谈判的能力,而这种能力相对于独立董事被收买的情形而言占了上风。Del Guercio、Dann和Partch(2003)也认为,董事会规模较小或独立董事比例较高的基金公司,基金费用较低,董事薪酬也较低,当基金发生较大折价时会采取较有效的调整措施,即成本控制水平较高。人们通常认为独立董事受聘于同一基金家族的基金公司越多,其越容易被基金家族的管理人收买,基金费用会越高。Khorana、Servaes和Tufano(2006)通过对18个国家的46799只共同基金进行比较得出,规模较大、综合性较强的基金,其费用较低;投资者保护较好的国家的基金,其费用较低。

以独立董事的监控效率为标准,Ferris和Yan(2005)研究发现,当每名独立董事监管基金公司的基金的平均数越大时,基金公司发生丑闻的概率越大。Khorana、Tufano和Wedge(2004)则从基金公司合并的角度研究了董事会对于此类重大

决策事项的有效性,发现董事会的独立性越强,其越难以忍受公司经营的低效率。另外,他们对美国证券交易委员会(SEC)为保证董事会的独立性而提出的“基金公司董事会中至少有75%的独立董事”的治理建议提出了质疑,并指出上述情况只有在董事会成员完全具有独立性时才成立。

董事会成员在基金公司中是否持有股权也会影响董事会作用的发挥。Cremers等(2005)认为,董事会成员持股较多的公司的绩效较董事会成员持股较少的公司的绩效好。Qi Chen、Itay Goldstein和Wei Jiang(2006)则分析了哪些因素影响基金公司的董事是否持有公司股票以及持有量的多少。研究表明,基金公司董事一般在公司持有资产的风险较大、其他监控机制缺乏时倾向于持有公司的股票;当基金公司的其他监控机制较健全、投资者也很老练时,董事的监控作用较小。

2. 对基金管理人的激励。基金治理结构的核心问题是基金资产剩余控制权和剩余索取权的配置问题。我们可以在有效的基金治理结构下通过对基金管理人进行必要的激励和约束,使基金能以最小的成本获取相应的投资回报。对于基金管理人收取的管理费用即报酬,学者们做了大量研究。

Sundaram等(1998)研究了共同基金的管理费结构问题,通过建立模型发现对基金管理人进行激励可以提高基金的业绩,并发现激励合同使基金承担更大的风险。Chevalier和Ellison(1997)则运用实证研究方法研究了1982~1992年基金表现与基金管理人收入的关系,发现对基金管理人进行激励将改变基金的投资组合风险。另外,他们也分析了基金经理的隐性激励机制,发现年轻的基金经理在选择基金投资组合时趋于风险规避。

(1)线性报酬契约。所谓线性报酬,是指基金管理人按照基金总资产或总收益的一个固定比例来提取的基金的管理费用即报酬。最优线性报酬则是指使基金投资者和基金管理人的效用都能够达到最大的线性报酬。Starks(1987)认为,若基金投资组合的收益率可用模型来描述,且收益率的系数不具有不确定性,那么在基金投资者和基金管理人之间就存在一个最优的线性报酬契约。但是,Cohen和Starks(1989)进一步考虑了基金管理人的价值,认为基金管理人所付出的努力越大,基金投资组合的收益率的波动就越小,从而对最优的线性报酬的存在产生质疑。

(2)相对业绩报酬契约。所谓相对业绩报酬,就是根据基金投资组合实现的收益计算的收益率。我们可以根据收益率来评价基金管理人工作绩效,并以此作为其报酬确定的依据。人们认为在某些情况下,收益率比收益更有效。在业绩衡量时,不宜将基金收益率与市场收益率进行简单比较,因为这种做法通常会引发基金管理人的短视行为与风险态度,并不能激励基金管理人以及提高基金管理人能力预测的准确程度。Admati和Pfleiderer(2000)进一步讨论了基金管理人在拥有私人信息时的情形,结论是:当给定了作为基准的证券投资组合之后,基金管理人就会根据证券投资组合和相对业绩报酬提取的比例相应调整基金的投资组合,从而使投资者试图根据相对业绩来推断管理者能力和提高管理者努力程度的愿

望落空。也有学者认为可采用投资组合中没有确定的另一只基金的收益率作为基准收益率,这种方法能消除部分外部市场因素的影响,从而更关注基金管理人的努力程度。Eichberger、Grant和King(1999)证明了在两只基金竞争的条件下,相对业绩报酬契约比简单的线性报酬契约能更有效地激励基金管理人。

3. 其他管理者和基金经理的个人特征是影响基金公司业绩的重要因素。Chevalier和Ellison(1999)通过研究基金经理的学历、年龄等特征与基金业绩的关系得到了有趣的结论:有MBA学位的基金经理取得的业绩更好;毕业于排名靠前的大学的基金经理,其业绩较好,同时所毕业学校的排名会影响基金经理就职于什么样的基金公司;相对于年老的基金经理,年轻的基金经理取得的业绩更好,但当其业绩下滑时也更容易被更换。Gottesman和Morey(2006)也得到了相似的结论:基金经理的GMAT成绩与基金业绩显著正相关;基金经理参加的MBA项目在商业周刊排名前30位的,其业绩好于排名在后面的以及没有参加MBA项目的基金经理的业绩;而其他教育变量如是否有其他硕士学位、是否为博士等与基金业绩无关。David R. Gallagher首次以澳洲基金公司(包括股票型基金、债券型基金及平衡型基金)1999~2000年的数据为研究样本,对基金业绩能被其他管理者特征解释的程度进行了测试。结果显示,高级管理人员的任期与实际管理生涯的不匹配对基金的业绩造成重大影响,非高级管理人员的忠诚度与基金业绩负相关,而系统风险与高级管理人员的忠诚度(服务年限)负相关。除了受教育程度及忠诚度等特征对基金业绩有显著影响,Bill Ding和Russ Wermers(2005)认为基金经理的经验对投资组合的业绩也有很大影响。他们通过研究基金经理的整个职业生涯、观测每个基金经理的股票选取过程及业绩发现:在规模较大的基金公司中,基金经理的经验越丰富,其业绩就越好;而在规模较小的基金公司中,经验丰富的基金经理的业绩反而没有经验缺乏的基金经理的业绩好,这说明可能存在基金经理利用低效的公司治理进行“掏空”的现象。

二、基金公司的外部监控机制

外部监控机制是对内部治理机制的一种补充,其作用在于使公司管理层的行为受到外界的评价和约束,同时也给投资者的利益提供了一种保障。对于基金公司的外部监控机制,西方理论界主要讨论的是基金经理市场以及强制性信息披露机制。

1. 基金经理市场。基金经理市场的作用在于淘汰不称职的基金经理,保留那些经实践验证的具有才能并高度负责的基金经理,从而使资源得到优化配置,使基金投资者的利益得到更大的保障。

从基金经理更换的角度看,基金业绩能体现基金经理是否努力工作,而不负责任的基金经理会遭到市场的淘汰。与一般公司不同,基金公司投资人可以随时要求赎回所购的基金份额(也就是撤资),如果公司业绩不佳,将可能导致巨额赎回的风险,从而迫使更换基金经理。Khorana(1996)的研究证明了这种观点。其研究以美国的共同基金为样本,发现基金经理

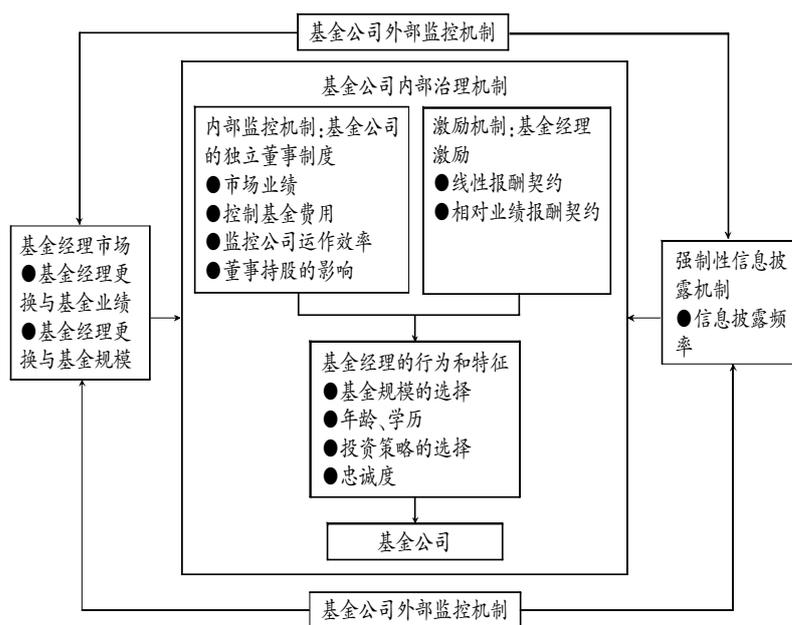
的更换与基金绩效相关,表明美国基金经理市场发挥了惩戒“绩效较差经理人”的作用。随后,Khorana(2001)又对基金经理更换后基金的业绩进行了研究。他以在1979~1991年被更换基金经理的393个美国股票型和债券型基金为样本进行研究,结果表明:表现不佳的基金经理被替换后,基金的业绩有了很大的提高;相反,表现较好的基金经理被替换会对基金业绩产生不利影响。此外,研究结果还表明在更换基金经理之后,投资组合的换手率明显降低。在表现不好的基金经理被替换之前,实际上已经出现了净现金流入的减少。Chevalier和Ellison(1999)的研究发现基金经理被解雇的概率平均为15.5%,被解雇的可能性与当期以及滞后一期的基金业绩显著相关。一个很有意义的结论是,相对于年龄较大的基金经理而言,年龄较小的基金经理离职与基金业绩的关系更为密切,年轻的基金经理因业绩较差而离职的概率要远远大于年长的基金经理。Wermers和Zechner(2004)从封闭式基金折价的角度研究基金经理更换与基金业绩之间的关系,结果表明:在两年的事件窗中,基金经理被更换后的基金绩效会好转;根据滞后两年的折价回报(引起折价改变的基金投资者的回报)能够预测基金经理更替,而根据滞后一年的折价回报却无法预测基金经理更替。

2. 强制性信息披露机制。这方面的研究成果较少,研究主要围绕“基金的强制性信息披露是否能够减少基金经理所掌握的私有信息”展开。Wermers和White(2006)的研究表明,大约10%的美国股票型基金都存在超额的风险调整收益,即说明基金经理掌握了关于股票价值的私有信息。Myers(2001)分析了主动管理型基金和被动管理型基金的投资组合信息披露对成本和收益的影响。Wermers(2001)认为要求共同基金进行更频繁的投资组合信息披露时,将降低基金的收益、提高交易成本及增大基金的潜在风险等。为了对基金经理拥有私有信息的情况进行控制,SEC规定所有美国的基金公司应由半年一次变为一季度一次公开披露信息。然而定期进行投资组合的信息披露并不意味着完全真实地反映了基金的交易情况,其仅从表面上披露了与投资价值有关的信息。

三、结论

通过对国外研究文献的梳理,我们可以发现国外的研究主要是从基金公司的内部治

理机制与外部监控机制两方面展开,并遵循以下逻辑框架:



基金公司治理研究的逻辑框架图

从研究成果的分布来看,首先,国外的基金公司治理研究虽从内部治理机制和外部监控机制两方面展开,但重点仍放在内部治理机制的有效性上,成果仍集中于董事会,而对外部监控机制的研究尚存在很大空间,如政府监督、媒体和社会的影响等都是值得研究的课题。其次,对强制性信息披露机制的研究,目前仅限于对信息披露频率的分析,但对披露信息的质量却很少涉及。信息披露是公司治理的重要环节之一,披露信息质量的高低直接影响其他治理机制的运行效果,因此还需要在今后对这个领域作进一步研究。最后,以往的研究都是从公司角度出发,将公司视作“黑箱”。在基金公司中,公司治理机制一般只能决定公司的战略选择,而不能决定具体的投资决策,因此要研究基金公司治理机制如何影响公司运营及绩效就不可避免地要打开公司这个“黑箱”,而对基金公司内部控制的研究又是不容忽视的重要内容,我们可以在将来对这方面作进一步探讨。

【注】本文系教育部研究生教育创新项目——南京大学国际化会计学博士项目(项目编号:IAPHD)的研究成果。

主要参考文献

1. Del Guercio, D. L. Dann, M. Partch. Governance and boards of directors in closed-end investment companies. *Journal of Financial Economics*, 2003; 69
2. Investment Company Institute. Mutual fund independent directors: A model of corporate America. *Fundamentals*, 2003; 4
3. Khorana, Ajay, Henri Servaes. Conflicts of interest and competition in the mutual fund industry. Georgia Institute of Technology and LBS Working paper, 2004
4. Khorana, Ajay. Performance Changes Following Top Management Turnover: Evidence from Open-End Mutual Funds. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2001; 36
5. Klibanoff, P. O. Lamont, T. Wizman. Investor reaction to salient news in closed-end country funds. *Journal of Finance*, 1998; 53
6. Tufano, Peter, Matthew Sevick. Board structure and fee-setting in the U.S. mutual fund industry. *Journal of Financial Economics*, 1997; 46