

基金管理公司内部治理探微

清华大学经济管理学院 苏 静

2004年,《数字财富》杂志发表了《中国基金经理报告》专题,指出2003年以来中国发生了一次大规模的基金经理变更,共有55只基金调整了基金经理。一石激起千重浪,我国的证券投资基金管理公司(以下简称“基金管理公司”)的内部治理机制受到前所未有的关注。各家基金管理公司的内部治理机制就像一只只看不清的“黑匣子”,在类似的框架下又各具特色,是外部投资者难以直接观察到的。基金经理究竟在基金操作中起多大作用?出现投资失误,基金经理应负多大责任?基金经理应不应该担任其他行政职务?基金内部特别是基金管理公司内部是否存在有效的制度,以保证基金经理按照投资者利益最大化的原则运作基金?相关利益各方如何判断基金管理公司管理层是否建立了有效的监控系统?因此,如何利用各种已披露的公开信息判断基金管理公司的内部治理机制是否有效,成为各方密切关注的问题之一。

一、我国基金管理公司内部治理现状

基金管理公司的内部治理机制不同于一般的股份有限公司或者有限责任公司的内部治理机制。它包括相互关联的三条主线:一是控制权的分配与行使;二是对相关利益各方的监督与评价;三是激励机制的设计与实施。其中,在对相关利益各方的监督与评价中,基金管理公司的监督控制机制备受关注。

目前,我国基金管理公司的内部治理机制具体存在以下问题:首先,基金管理公司的独立性很差。基金的相关利益方一般包括基金持有人(投资者)、基金管理人和基金托管人。基金管理公司既是主要发起人又被选为管理人,而且还有权选择资产托管银行,这使得基金管理公司具有多种职能,独立性很差。其次,普遍缺少有效的外部监管力量。基金管理公司不像典型的股份有限公司那样存在相互间的并购,也不能对外举债,因此,封闭式基金的管理人既没有被并购的压力,也没有债权人的制约,面临的外部监管压力不大。再次,投资者难以发挥监督作用。由于封闭式基金不可赎回,投资者缺少“用脚投票”的权力,同时,投资者和基金管理人之间是信托关系,投资者只有基金的受益权,没有股份有限公司股东“用手投票”的权力。投资者大会也只有在基金管理人出现严重失职或者有违法违规行为时才召开,投资者对基金管理公司的监督效力较弱。

由于以上结构性的缺陷,在缺少外部市场和投资者监督的情况下,基金管理公司内部是否存在健全的自我约束机制,以保证基金经理按照投资者的利益进行投资操作,成为投资者和监管者最关心的问题。

下面笔者重点分析一下基金管理公司的投资约束机制。基金管理公司的投资决策分为大类资产配置、行业配置和个股选择三个层次。第一层,投资决策委员会根据研究部门提交的宏观战略、策略分析以及风险控制等研究报告和基金经理申报的项目,做出大类资产的配置和重点投资项目的决策,并将该决策下达给基金经理。第二层,基金经理结合研究报告和自己的专业判断,在此基础上决定行业配置,并在行业配置下进一步选择个股并制定交易策略。第三层,基金经理向交易员直接下达指令,交易实现后,交易员将实际交易结果反馈给基金经理。一般来说,基金理事会全面参与到这三个层次的决策当中,但是不同的投资管理模式赋予基金经理在各个层次上的最终决策权限不同。

目前,我国基金管理公司的投资管理模式主要分为两种:第一,“团队负责制”。这种模式下的投资决策委员会对证券市场的系统性风险(资产配置)做出整体的控制,在行业配置和个股选择上是由基金经理决定的。第二,“明星经理制”。在这种模式下,主要的投资决策都是由基金经理做出的。因此,不管是哪种投资管理模式,基金经理都会参与各个决策环节的具体操作,基金经理的才能和行为会影响基金业绩,基金业绩的变化也能在一定程度上体现基金经理的才能及其行为是否符合投资者的利益。

理论上,投资决策委员会应该在各季末分析实际交易结果,对基金经理的业绩和投资才能做出评估。有效的经理评估机制能够通过业绩好坏甄别强者、淘汰弱者,因此,变更基金经理的决定应该能反映出基金管理公司的基金经理评估机制的有效性。也就是说,可以从基金经理变更的经济后果推测基金管理公司对基金经理的选拔和评估机制是否有效。

二、基金管理公司内部治理机制有效性分析

1. 国外基金管理公司内部治理机制现状研究。国外较早地对基金管理公司内部治理机制的有效性进行了实证研究。Khorana研究了基金经理变更后与变更前基金业绩的关系,发现基金经理被更换的可能性与其过去业绩之间存在着相反关系。另外,他还证明了投资顾问可以承受的价值被低估的程度与基金经理管理的潜在资产的流动性存在正向关系。Chevalier和Ellison再次检验了业绩与基金经理变更之间的关系,并特别考虑了基金经理年龄的因素。他们发现,如果该基金的系统性风险或者非系统性风险与其他有同样投资目标的配比基金有所偏离,则年轻的基金经理更有可能被更换。Khorana发现:对于变更前业绩差的基金,变更后的业绩比变更前有显著的改善;业绩好的基金经理被更换后,原基金业绩变差;基金

校办企业管理存在的问题与对策

西北工业大学 翟天任 魏春红



我国高校所属的企业(简称“校办企业”)起步于20世纪80年代,在创办初期一般规模较小,其主要目的是为高校提供科研、实验场所。随着社会主义市场经济的发展和改革开放的深入,到了20世纪90年代中期,校办企业取得了长足发展。校办企业的发展在一定程度上弥补了高校教育经费的不足,增强了高校的“造血功能”和自我发展能力。但是,校办企业

在其发展过程中却存在着校企不分、“非”(非经营性)与“经”(经营性)资产界限模糊不清、产权虚置、管理缺位、监管不力、收益流失等问题。对此,本文提出了一些解决问题的对策,旨在促进校办企业管理的制度化、科学化和规范化。

一、校办企业管理存在的主要问题

1.高校“非”与“经”资产界限模糊不清,产权虚置,管理缺位。高校非经营性资产是指高校为完成教学、科研等任务所占有、使用的资产;高校经营性资产是指高校用于从事生产

的投资组合战略风险在基金经理变更后有显著变化;投资组合的换手率在变更后也明显下降。Ding发现,表现最差的和表现最好的基金经理,被更换的几率较高。当新任基金经理的记录比原任者好时,更换后的基金业绩倾向于改善,更换后的交易活动减少。Ding同时指出,表现好的基金经理更可能升职或跳槽。

2.我国基金管理公司内部治理机制有效性的判断。基金经理的调整可能会对以后的基金净资产产生影响,并对相关利益各方产生影响。因此,笔者建议通过比较基金经理变更前后的基金业绩的差异来判断内部治理机制的有效性:

第一,检验基金经理变更对基金整体业绩的影响。首先计算基金经理变更前26个工作周内整体收益的各项指标,然后比较基金经理变更前各项业绩指标是否有显著差异。由于不同的业绩评价指标建立在不同的假设之上,每一种业绩评价指标在实际应用中都有一定的局限性,因此最好采用不调整风险的基金收益率和调整风险的Trenor指数、Sharpe指数、Jensen系数,对基金经理变更前后的整体业绩变化做出全面的衡量。

第二,检验不同动机的基金经理变更对基金业绩的影响。基金经理的变更可能是由于业绩较差而导致的被迫离职,也有可能是基金管理公司内部的晋升、开放式基金与封闭式基金之间的调换,或者不同规模的基金之间的轮换等其

经营活动的资产。高校非经营性资产要转作经营性资产,必须在保证教学、科研等正常工作的前提下,按照国家有关规定,经过一定审批程序才能办理相关手续。但是在校办企业迅速发展的时期,有些高校或高校的一些单位不顾自身条件和能力的限制,不加考核验证,盲目上马,甚至在校办企业开办时无资金、无人员、无地点,为了取得工商营业执照,在“非转经”资产没有经过资产评估、没有审批手续的情况下,擅自将非经营性资产转为校办企业的经营性资产,以非经营性资产虚顶经营性资产,投资方和管理方的权利和义务没有明确规定;或者以投代管,只投不管,无人真正对资产的安全、完整负责,造成“非”与“经”资产界限模糊不清,产权虚置,管理缺位。

2.校企不分,高校对校办企业承担连带经济责任。校办企业由高校主管,其特点是形式上具有法人资格,经济性质是全民所有制,实行独立核算、自负盈亏,但在组织、资金、后勤保障、人事管理等方面却与高校保持着千丝万缕的联系。校办企业在很大程度上是高校的附属品,高校以行政方式管理着校办企业,校企不分,高校与校办企业之间缺乏一道“防火墙”。如果校办企业在外界发生经济纠纷需要赔偿时,就会找作为

他原因导致的变动,而且投资者对由于非业绩因素导致的基金经理变更呈现消极的反应。笔者推测,之所以有这样的现象,可能是投资者通过基金经理变更的不同动机推断未来继任者的投资能力,进而推断继任者可能对基金业绩产生不同的影响。如果基金管理公司的内部治理机制有效,由于业绩不佳而更换基金经理的基金在变更事件后,基金业绩应该显著改善。

第三,使用国际通行的T-M模型和H-M模型进一步计算,除去市场整体走势的影响后,基金的时机选择能力和证券选择能力对基金的超额收益的影响究竟各有多少(观察比较基金经理变更前后的 β_2 估计值个数是否有明显的增加,进而判断基金的时机选择能力和证券选择能力是否有提高)。如前所述,基金最终的交易决策包括自上而下的三个层次,基金经理对第一个层次决策工作的参与程度不尽相同,但基金经理通常都具有行业配置和个股选择这两个层次的决策权力。另外,由于最终的交易指令是由基金经理直接下达的,所以基金经理决定着资产交易的时机选择。如果基金管理公司对基金经理的评估机制是有效的,基金的时机选择能力和证券选择能力在基金经理变更前会有显著的差异。这一检验可以为判断基金经理的选拔评估制度是否有效提供更直接的证据。□