

对我国基金公司法定治理结构的批判与反思

黎四奇

(湖南大学法学院, 湖南长沙, 410082)

摘要: 法治的内涵包容着这样一个命题: 若一条律规则之实践是一种折扣性效应, 或自产出时已注定为僵死的文字, 那么它就不应被颁布。若以此朴实的理论来评判目前的基金公司治理结构, 则不难发现结构性的缺陷已不可阻挡地决定了基金公司治理的异化性失灵。因此, 如何在结构完善或重构中, 寻找到内部权利的分权制衡的最佳分割点便是时下完善基金公司治理的一个先决性问题。

关键词: 基金公司; 契约型基金; 公司型基金

中图分类号: D912.28

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2008)02-0210-09

“任何法律制度都有它在现实社会中特殊的诉求”决定了市场经济版式下的文本法治必须存在有与实践对接的法律效果的客观评判, 因为这种估量直接决定了自诩为理性产物的法律规则所预期目标已被实现的成功度。尽管以《证券投资基金法》为主体, 我国已构建起了较为系统的基金公司治理结构的法律体系, 但是这种以权利相互制衡为理念之体系是否已演变成预期中的法律秩序, 还有待我们从应然与实然的角度作一个规则效能上的评估。

一、目前基金公司内部权利义务制衡之结构

证券投资基金乃基金管理人向投资者发行基金单位, 由基金托管人托管, 基金管理人承诺依约定条件管理基金并收取管理费, 基金余额及其收益归投资者所有的一种投资方式(契约型)。其中, 基金管理人、托管人及基金份额持有人之权利与义务则依基金合同约定。这种因基金合同所形成的信托法律关系在很大程度上直接影响与决定着我国基金公司的治理结构。结合《证券投资基金法》之规定, 我国法律上的证券投资基金内部治理的结构安排表现为: 基金持有人是信托法律关系的委托人与受益人, 基金管理人与托管人为共同受托人, 基金管理人则受到基金持有人与基金托管人的双重监督与制约。具体来说, 目前这种内部治理结构主要表现在以下几个方面:

(一) 基金持有人之权利与义务

保护作为投资者的基金持有人之利益是证券投资市场得以良性发展之基础, 因而可以说, 与此相关的法律制度也是围绕这一主题铺开的。一般而言, 保护性法律规则在设计上也主要是以持有人的知情权、收益权与监督权为中心的。如我国《证券投资基金法》第70条规定基金份额持有人可享有以下权利: ① 分享基金财产收益; ② 参与分配清算后的剩余基金财产; ③ 依法转让或者申请赎回其持有的基金份额; ④ 按照规定要求召开基金份额持有人大会; ⑤ 对基金份额持有人大会审议事项行使表决权; ⑥ 查阅或者复制公开披露的基金信息资料; ⑦ 对基金管理人、基金托管人、基金份额发售机构损害其合法权益的行为依法提起诉讼; ⑧ 基金合同约定的其他权利。为了确保基金持有人之权益, 该法也对持有人大会的职权进行了明确界定, 如其第71条规定以下事项应通过召开基金份额持有人大会的方式加以审议: ① 提前终止基金合同; ② 基金扩募或者延长基金合同期限; ③ 转换基金运作方式; ④ 提高基金管理人、基金托管人的报酬标准; ⑤ 更换基金管理人、基金托管人; ⑥ 基金合同约定的其他事项。此外, 为了确保基金持有人大会的职权能正常发挥, 该法第72条设定了一定份额的基金持有人的大会召集权: “代表基金份额10%以上的基金份额持有人就同一事项要求召开基金持有人大会, 而基金管理人、基金托管人都不能召集的, 代表基金份额10%以上的基金份额持有人有权自行召集, 并报国务院证券监督管理机构备案。”

权利与义务是一对称性的概念。在享有上述对抗

性权利的同时，基金持有人亦负有某些义务，如契约必须信守、依其所持有份额承担有限风险、交付认购投资基金款项及相关费用、不得从事任何有损于基金及其他基金持有人权益的活动等。

(二) 基金管理人之权责

基金管理人证券投资基金真正的日常运作者，在契约型基金模式中，基金公司的董事会、监事会及高级管理人员等都是由内部人士组成的，其在整体上呈现出强烈的代理人与内部人控制的特点。因此，为了切实保障基金持有人的利益，在基金资产管理与运用、报酬获取、对基金托管人的监督等事项处理上，基金管理人负有严格的职责。如《证券投资基金法》在总则规定：“基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产，应当恪守职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。”据此精神，该法第19条规定基金管理人负有以下义务：依法募集基金，办理或者委托经国务院证券监督管理机构认定的其他机构代为办理基金份额的发售、申购、赎回和登记事宜；办理基金备案手续；对所管理的不同基金财产分别管理、分别记账，进行证券投资；按照基金合同的约定确定基金收益分配方案，及时向基金份额持有人分配收益；进行基金会计核算并编制基金财务会计报告；编制中期和年度基金报告；计算并公告基金资产净值，确定基金份额申购、赎回价格；办理与基金财产管理业务活动有关的信息披露事项；召集基金份额持有人大会；保存基金财产管理业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料；以基金管理人名义，代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为；国务院证券监督管理机构规定的其他职责。第20条对竞业禁止也作了如下规定：基金管理人的董事、监事、经理和其他从业人员，不得担任基金托管人或者其他基金管理人的任何职务，不得从事损害基金财产和基金份额持有人利益的证券交易及其他活动。

此外，该法第20条规定基金管理人不得为下列行为：将其固有财产或者他人财产混同于基金财产从事证券投资；不公平地对待其管理的不同基金财产；利用基金财产为基金份额持有人以外的第三人牟取利益；向基金份额持有人违规承诺收益或者承担损失；依照法律、行政法规有关规定，由国务院证券监督管理机构规定禁止的其他行为。

(三) 基金托管人之权责

基金托管人对基金管理人中立性的监督作用是对基金持有人权益的有力保障。在我国，基金托管人一

般由商业银行担任，根据《证券投资基金法》的规定，托管人负有以下职责：安全保管基金财产；按照规定开设基金财产的资金账户和证券账户；对所托管的不同基金财产分别设置账户，确保基金财产的完整与独立；保存基金托管业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料；按照基金合同的约定，根据基金管理人的投资指令，及时办理清算、交割事宜；办理与基金托管业务活动有关的信息披露事项；对基金财务会计报告、中期和年度基金报告出具意见；复核、审查基金管理人计算的基金资产净值和基金份额申购、赎回价格；按照规定召集基金份额持有人大会；按照规定监督基金管理人的投资运作；国务院证券监督管理机构规定的其他职责。同时，托管人亦享有下列权利：管理费收取、及相关事项之报告权，如《证券投资基金法》第30条规定：“基金托管人发现基金管理人的投资指令违反法律、行政法规和其他有关规定，或者违反基金合同约定的，应当拒绝执行，立即通知基金管理人，并及时向国务院证券监督管理机构报告。基金托管人发现基金管理人依据交易程序已经生效的投资指令违反法律、行政法规和其他有关规定，或者违反基金合同约定的，应当立即通知基金管理人，并及时向国务院证券监督管理机构报告。”

从以上权利义务配置的框架，不难看出我国契约型证券投资基金在内部形成的是这样一种形式上相互制衡的治理结构：基金份额持有人大会是基金的最高权力机构，是基金公司货真价实的“主人”，行使法定的对基金管理人及托管人的监督权；基金管理人则在基金份额持有人与托管人的双重监督与“重压”下“谨慎勤勉地”为投资者(即基金持有人)的利益进行组合性风险投资活动；基金托管人作为共同受托人，在该三角形的法律关联中，扮演了一个双面的角色，一方面它接受基金份额持有人的委托履行对基金管理人的监督权，另一方面它同时也必须接受基金份额持有人的约束。从形式上看，在契约型基金的治理结构中，基金份额持有人、基金管理人与托管人在权利义务的配置上形成了一种三足鼎立式的分权制约关系。尽管在表象上，基金管理人与托管人的权责配备都是以基金份额持有人的投资利益为基轴而旋转的，但是契约性基金制度的内在缺陷已决定了这样一种可能的事实，即无论作为规则设计者的立法者如何在三者之间的权利与义务的归属上精雕细刻，若基金份额持有人的监督权落空，或基金托管人形同虚设或无所作为，那么在此情形下，这种以基金份额持有人利益为中心的相互制衡机制也就有名而无实

了。因此,笔者认为,对于我国《证券投资基金法》及其他辅助性的法律规则所勾勒出的契约型基金内部治理结构的优与劣,我们还不能单从上述文本的规则语义进行评判。事实是,任何法律规则的效能只有在实践中检验才最能契合法律人所一贯崇尚的“以事实为依据”的主张。另外,“理解法律就是理解其漏洞”的辩证思维也是我们考察这种治理模式的出发点。

二、对我国基金公司内部治理结构的批判

(一) 内部人控制——基金内部治理结构固有的缺陷

尽管立法者可为基金公司的治理提供各式各样的法律平台,但是内部控制人事实上的存在会在很大层面上消融或抵消人定的平衡结构。在这种投资模式中,作为委托人的基金持有人之目标在于追求其基金投资收益的最大化,而作为受托人的基金管理人目标则是追求个人货币收入或非货币收入的极大化,因而两者之间的目标并非同向的。若基金持有人不能对基金管理人形成有效的约束与控制,则无疑会导致基金管理人在事实上取得对基金资产的控制权与支配权,从而使其在基金投资决策中出现一种侵犯持有人利益的“喧宾夺主”之行为。实际上,基金投资所表现出的一些无法避免的特点也直接或间接地为内部人控制的产生及强化提供了一个天然的温床。

其一是分散化的基金持有人“搭便车”的心理弱化或消解了对基金管理人的监控。尽管从法律上说,基金持有人与托管人均可对基金管理人行使监督权,但是对基金管理人的监督是有成本的,持有人的高度分散性使得在对基金管理人的监督上存在“搭便车”效应,即基金持有人都希望他人去监督而自己“坐收渔利”则可,这就最终导致“谁都有权去管,而谁都不愿去管”的后果。从法律上看,基金持有人可采取基金份额持有人大会的形式来行使其监督权,但该权利的有效行使还会遭受诸多法律上的障碍。如《证券投资基金法》第75条规定:“基金份额持有人大会应当有代表百分之五十以上基金份额的持有人参加,方可召开;大会就审议事项作出决定,应当经参加大会的基金份额持有人所持表决权的百分之五十以上通过;但是,转换基金运作方式、更换基金管理人或者基金托管人、提前终止基金合同,应当经参加大会的基金份额持有人所持表决权的三分之二以上通过。”即使我

们认为基金持有人大会的监督没有制度上的障碍,但此种事后性的救济也是以牺牲持有人的利益为代价的。既然如此,那么基金持有人能否退而居其次地期望于第二道监督防线,即基金托管人的监督呢?这可能也只是持有人的一厢情愿而已,因为“证券投资基金作为一种信托行为,通过基金的托管人代表基金持有人对基金管理人进行监督,但这种监督一方面受到监督制度的制约,另一方面又受到自身利益驱动的限制,因而力度也是相当有限的”^[1]。

其二是基金资产所有权与控制权的分离加剧了“内部人控制”风险。在传统的企业中,由于所有权与经营权是紧密结合在一起的,因而也就不会滋生内部人控制的风险。然而,“法人财产制度及法人治理结构”决定了内部人控制是一个与现代公司制度相伴而生的问题。就证券投资基金而言,由于投资主体众多而不能直接进行资产的营运,因而为了达到基金资产投资收益的效果,只有借助契约在基金持有人、基金管理人及基金托管人之间达成一种所有权与经营权分离的安排。因此,可以说,这样一种结构范式就为内部控制人之出现提供了事实上的土壤。

其三是信息不对称现象也加剧了内部治理结构失灵的风险。准确、真实、完整且有效的信息是基金持有人对基金管理人行使有效监督权之基石。然而,基金资产所有权与管理权分离所产生的基金持有人与基金管理人之间利益的异向性、基金持有人的分散性、及难以根除的“免费搭车”心理决定了信息不对称现象在基金持有人与基金管理人之间是持续存在的。这又反过来加深了基金公司管理的内部人控制现象,进而导致法律所设定的持有人、管理人与托管人之间互动性的制衡机制成为一种摆设。

公司治理是一个与内部人控制现象相伴而生的问题。对于其本质,经济学家的认识可能更深刻,如他们认为公司治理结构是指公司剩余控制权和剩余分配权相关的一整套法律、文化和制度性安排,这些安排决定公司的目的,如谁在什么状态下实施控制、如何控制、风险和收益在不同企业成员之间如何分配等问题,其核心的逻辑在于控制权与剩余索取权的相匹配^[2]。与此相似,证券投资基金作为一种企业性质的制度安排也逃脱不了上述窠臼,但略经相权不难发现,投资基金的组织结构要比一般公司松散得多,这一点在信托类基金表现得更为突出。从理论上考证,投资基金作为一种集合投资工具,其本质为投资者的货币资本与基金管理人的人力资本的一个特别合约^[3]。在

这种关联中,其所有权(剩余分配权)与经营权(控制权)是分离的,基金管理人拥有对基金资产的剩余控制权,而基金持有人则拥有基金剩余收入的索取权。基金投资者承担基金运作过程中所有的风险,而不拥有控制权^[4]。这样一种权益不般配现象就必然滋生基金管理人的逆向选择与道德风险,从而在基金公司组织结构本就较松散的情况下,使得内部控制人问题表现得更突出与更尖锐。尽管我们可以借助理性的法律规则来克服制度内在的缺憾,但是规则的外在性与发展中的试错性决定了,无论种种的法律规则是如何精美,它都不可能杜绝或消解现代公司制度所外溢出的内部控制人负效应性问题,而这也是作为职业法律人的立法者思考问题的焦点所在。

(二) 内部人控制的事实——基金公司治理结构失灵之表现

尽管《证券投资基金法》《证券投资基金管理公司内部控制指导意见》及《关于完善基金管理公司董事会人选制度的通知》等规范性文件已描绘出了基金持有人大会、基金管理人、及基金托管人之间相互牵制的治理框架,但若从效能考察,这种结构并没有有效地缩短或消除基金持有人的剩余分配权与基金管理人的剩余控制权之间的剪刀差性问题。相反,在中国移植性的法律规则往往只是“得形而无意”的大场景中,基金公司内部人控制现象正使中国基金公司治理扮演着一种“法律上走场做秀”的尴尬角色,从而使这种应有的治理面临一种结构上流失的风险。

其一是基金设立人角色重叠强烈引发基金持有人利益保护落空的风险。虽然相比较以前的《证券投资基金暂行条例》,《证券投资基金法》已有所创新与发展,但是法律规定的周全导致基金持有人利益代表问题仍处于一种空白状态。依目前的法律规定,基金的主要发起人应为商业银行、证券公司、信托投资公司、及基金管理公司等,而根据中国证监会的有关规定,基金管理公司的主要发起人也是商业银行、证券公司、或信托投资公司等,其他市场信誉较好、运作规范的机构虽可作为发起人参与基金管理公司的设立,但尚不能承担主要发起人的职责^[5]。如此就造成了一种极不协调的现象,即在投资基金设立的过程中,证券公司等既是基金及该基金管理公司的发起者,同时又是基金发行的协调者。这种主体的交叉重叠就直接导致与基金发起设立相关的各种事务在事实上向该证券公司、或商业银行、或由其控制的基金管理公司等集中,从而形成一种自己设立基金公司再自己管

理的奇怪现象。最后则可能出现以下结果:一是作为基金发起人的基金管理公司或基金管理公司的股东又选聘基金管理人,基金托管契约的签订几乎蜕变成基金管理公司是与自己签约,而不是与基金持有人签约。二是使基金公司演变为控制股东的利润导管公司。正如上文所述,我国目前的基金管理公司大多脱胎于商业银行等金融机构。尽管从法律形式上看,基金管理公司与其发起人均均为独立的法人,但是人事关系上的裙带关系(新基金公司的领导人大多是从原有公司派生出来的,有的甚至还同时兼任基金管理公司与发起机构的高层领导)又决定了基金管理人与发起机构之间存在着广泛的利益上的一致性。如基金黑幕所暴露出的基金管理人利用股东的交易席位进行过度交易让其股东赚取巨额佣金,高价位接仓让其股东解套等,实际上就是向其股东输送不当利益。三是为基金经理人自谋利益营造了空间。尽管《证券法》第43条明文禁止证券从业人员买卖证券,然而在利益的驱使下,这种禁止性规定并不妨碍基金经理人采取变通的方式买卖基金为自己牟取暴利的行为,如其可“移花接木”地使用借他人名义开立的账户、及自己所掌控的基金账户来赚取高额的投资回报,1996年在香港发生的“怡富基金”丑闻就是实例。四是现有的基金治理框架缺少基金持有人利益代表的实际载体,而直接由发起人代表持有人的利益,从而导致在基金管理中出现一种管理人与持有人之间的“反客为主”的倒逼现象。

其二是基金持有人监督权利的虚设致使基金治理结构的严重失衡。基金持有人将其资产托付给基金管理人后,就不能对基金资产的运营进行直接干预,而此时其所掌握的通过基金持有人大会来行使监督权的便利性与有效性就在很大程度上决定着这种“三权分立”架构的合理性与有效性。从《证券投资基金法》第75条的规定,不难发现基金持有人大会的召集权与提案权事实上是处于基金管理人的掌控之中,与此相应,基金持有人的所有者权利是相对欠缺的。另外,证券投资基金集合投资的本性也决定了过度宣扬持有人大会的功效是华而不实的,因为高度分散的、热衷于短线操作的基金持有人或许对一年一度的基金持有人大会根本没有兴趣。是故,最后的结果只能是发起人的意志替代了持有人的意志,基金管理人的意志充分体现发起人的意志,从而使作为权利制衡武器的持有人监督权处于一种有名无实的无为状态。另外,笔者亦认为,持有人大会这种“头痛即医头,脚痛即医脚”的事后了难模式也有悖于“事前的救济胜于事后

防范”的法律风险预防之哲理,因为以参加大会的基金份额持有人所持表决权的三分之二以上通过的事项(如转换基金运作方式、更换基金管理人或者基金托管人、提前终止基金合同等)大多是以基金管理人等严重侵犯持有人权益为事由的。

其三是基金托管人监督权虚置所触发的治理结构问题。在三足分立关系中,基金托管人享有对基金资产的保管权,且在契约型基金中,托管人同时在一定程度上还担当了基金持有人利益代表者的角色。然而,必须明确的是,托管人自身就是一个利益追求体,在托管收益固定,而当其对基金管理人的监督会增加其成本时,托管人在成本与效益的权衡下就会淡化对基金持有人利益的保护。因此,从这一点来看,托管人与持有人之间的利益并不具有必然的同向性,相反,在利益取向上,其更易于和基金管理人“志同道合”。笔者认为,尽管我国目前的法律已对托管人的权责明确进行了圈定,且《证券投资基金法》第28条也规定“基金托管人与基金管理人不得为同一人,不得相互出资或者持有股份”,但是在法律并没有对何谓“同一人”作出明确界定的情形下,上述的“同流合污”已基本从可能性演变成了现实性。其因如下:在我国,基金管理人通常都是基金的发起人,这就决定了基金管理人实质上就是托管人的“老板”,其有权决定托管人的去留。此外,从商业银行角度来看,基金托管业务已成为其创新的业务品种与利润增长点。在激烈的市场份额竞争中,在利益的驱使下,作为托管人的商业银行就会对基金管理人的违规行为“睁一只眼闭一只眼”,或完全采取纵容姑息的态度。目前,我国商业银行对投资基金只保管而不监督的跛行事实就是一个有力的说明。

显而易见的是,就基金托管人的监督权与保管权来看,前者无疑显得更重要些,因为监督权是其驾驭基金管理人的有力缰绳。然而,从上文的分析,我们可感知,由于制度内生的瑕疵,及在市场的压力下,当托管人异化为基金管理人的化身或代言人时,对基金持有人利益的保护就必然失去一道有力的屏障,文本法律所预设的治理结构也就在法律上的、体制上的、市场上的多重压力下轰然崩溃。

其四是有效行业自律的缺失。行业自律是现代有效金融监管制度构建中的左膀右臂,因为“它可以在金融机构与监管机关之间制造一种监管的缓冲地带”^[6],能从整个行业的安全出发,使各成员恪守应有的底线。因此,它是法定性监管制度的有力补充。

在制度的设计上,立法者也意识到了这一点,如《证券投资基金法》第10条规定:“基金管理人、基金托管人和基金份额发售机构,可以成立同业协会,加强行业自律,协调行业关系,提供行业服务,促进行业发展。”然而,这一规定的某些用词是含糊不清的,如“可以成立同业协会”之表述就说明行业协会的设立是可有可无的,并不是什么严格性的要求。尽管从“用文化解释法律及以法律解释文化”的角度看,在素有官为民做主传统的今天,这一现象倒也见怪不怪,但是既然金融法治已被确定为金融立法创新与改革的目标,那么无论是从指导立法实践的金融理论出发,还是从借鉴他国金融立法发展的动态出发,我们都必须深刻地认识到目前完善的金融监管体系并非是靠一条腿走路(他律)的,而是必须靠两条腿走路,即他律(法定监管)与自律。笔者认为,基金行业有效自律的流失也是我国基金公司治理结构瘫痪与失灵的原因之一。

三、对策分析

任何法律制度都必须服务于经济与社会发展的内在要求。若我们并不知道我们所选择的法律制度或法律规则指向何方,或即使我们知道它们所要指向的方向,但是当这些速成的或绞尽脑汁而出的法律规则并不能体现多少智慧,或因为与社会的诉求严重脱节而不能展现应有的法律效能时,那么因此所作出的种种判断和选择至少对于一个民族共同体的生存空间拓展与生活的改良来说是没有多少意义的,因为它不仅在中国这片法治资源与法治意识本就积贫积弱的土地上消融了善良的人们对法律可能的信仰,同时也导致法律规则应有的效能呈现出一种边际递减效应。因此,笔者认为,对我国基金公司治理法律制度的批判并不是本文的目的,其旨意在于立足于对基金治理之理论分析与实践批判的基础上,作出一些对策性的回应。

(一) 应有的治理理念

无论是公司型还是契约型基金,都是市场经济背景下的一种比较特殊的经济载体,是信托制度、合同原理与公司制度三合一的产物,是通过信托的契约化或组织化来运行的一种新型的经济形态。因此,若揭开公司制基金的“公司”和信托基金的“合同”外壳,不难发现其实质都是一样的,运作原理也基本相同,公司制基金的法理基础仍是信托制度^[7]。这一立论说明,尽管在治理的理念上,我们可以借鉴大众化的公司治理理论,但是又必须特事特办。实际上,证券投资

资基金治理结构调整的关键在于剩余控制权与剩余索取权之间的走钢丝般的平衡博弈，从维护基金持有人利益出发，一方面要通过基金持有人、市场、第三方等的力量对基金管理人进行制衡，另一方面又必须对其进行利益上的激励，使其具有一定的剩余索取权。基于这种分析，一个系统化的投资基金治理结构必须解决好以下问题：

其一是投资基金各方当事人之间权利义务合理安排。“证券投资基金的精髓是信托为核心，重心在于保护中小基金参与者的利益”^[8]，这说明在权利义务的分配上，应更多向处于信息不对称一方的基金持有人倾斜。事实上，目前国际上的实践也回证了这一点，如国际证券监管者组织的《集合投资计划监管原则》第9条即规定，监管机制应给投资者提供适当之权利，投资者一个基本的权利是赎回权，投资者有权参加有关基金的重大决策，或者由监管机构及第三方代表投资者的利益行事^[9]。为了达到及时救济的效果，美国法律赋予了基金投资者的指控权与投诉权；在中国香港，投资者还可随时查阅经理人、投资顾问及受托人有关基金的最近账目。因此，如何有效地相对延展管理人的义务，进而约束其不对称性的剩余控制权便是基金治理框架设计中的前置性问题。

其二是代理链与投资基金内部约束机制之间的关联。在学理上，基金内部存在两层委托—代理关系：一层是基金持有人与基金管理公司的委托—代理关系；二层是基金管理公司与其基金经理的委托—代理关系。凡有委托—代理关系之存在，就存在信息不对称，就会产生道德风险与逆向选择等问题。^[10]委托—代理链延长不仅会加剧初始委托人与最终代理人之间的信息不对称风险，同时也会极大地刺激基金管理人的逆向选择与道德风险。因此，在这一层次中，如何在基金公司内部通过分权的方式在基金董事会、监事会、经理部门之间，及董事、监事、与经理之间构建内部控制制度、确定内控目标便是我国基金治理的根本所在。笔者认为，内部控制目标的设定可包括资产安全、合规要求、财务记录及报告之真实性与可靠性、经营绩效、有效的预警制度及内部权力的合理制衡等。为达到该目标，内部控制制度可从控制机构、控制程序及会计系统三个方面入手，在实践中严格贯彻“四只眼”的原则。

其三是外部压力对基金治理结构的影响。客观来说，内部的制衡机制只是为基金的良性治理结构提供一种可能性，而从可能性到现实性的过渡还需要以外

力的威慑性作为不可或缺的补充条件。这主要牵涉到以下几个方面：一是市场选择对基金公司内部控制人的压力。尽管基金管理人与基金持有人在利益追求上不具有同向性，但是市场中的生存竞争决定了管理人与持有人之间还存在一种内在的“一损俱损，一荣俱荣”的连带关系，且在关键时刻基金持有人仍握有撤换基金经理、基金托管人等的权力，及在二级市场中对开放式基金可采取“用脚投票”的方式决定其去留。因此，“物竞天择与适者生存”无疑给基金管理人制造了巨大的心理压力。二是基金监管机构与行业自律之间的协调。虽说基金监管机构的监管具有权威性、严格性、严肃性的特点，但是信息的不对称决定了一定的监管权必须下放给行业自律组织。在越来越多的国家，行业自律组织也是衡量该国金融企业与金融监管成熟与否的重要标志。事实上，从该类组织所享有的一般职能，如制定本行业从业人员的业务操作规范与职业道德准则、调解会员之间及会员与投资者之间的纷争、对违规会员进行制裁、从业人员培训、及基金项目研究等，我们也可以得出这一结论。因此，笔者认为，如何务实地在基金监管机构(中国证监会)与自律性组织(中国证券业协会基金公会)进行适度的监管分权也是我们在规范基金治理时所必须考虑的问题。三是中介组织评价体系的影响。规范、有效的市场评价体系(如基金绩效评价体系、基金之评级、审计部门的审计报告、律师提供的法律意见书等)不仅能给潜在的投资者提供投资决策的参考与印证，而且也可以给基金管理人在心理上造成一种危机感，从而改进基金内部治理。

因此，若我国意图以规范内部治理为切入点来拓展基金在证券市场中的生存空间，则如何从理论上摆正、理清上述三个问题就是我国对目前基金公司内部治理结构失灵的事实进行矫正的出发点。

(二) 构建公司型基金法律制度

我国现行的基金都是契约型基金，其设立与运作都是以基金合同为基础，以此来界定基金持有人、基金管理人与基金托管人之间的权利与义务。然而客观地看，无论签约人如何谨慎地对合同之内容进行斟酌，权责界定得天衣无缝的合同是不可能存在的。因此，意图仅凭一纸格式化合同来规范与约束基金管理人之为无异于痴人说梦。此外，这种基金模式所内生的基金持有人利益代表缺位的问题也说明，若“持有人利益的保护是我国基金市场发展壮大的基石”这一立论是正确的，那么法律创新就必须另辟蹊径，

从而踏上一条公司型基金发展的进路。其因如下：

从组织体系上看，公司型基金与契约型基金的主要区别在于它是以基金公司董事会作为代表基金投资者的有效组织，而契约型基金没有一个明确的主体来代表基金投资者的利益，必须从基金管理公司内部治理和外部监督方面来提供更强有力的辅助才行^[1]。公司型基金是由投资者依据公司法组建的，以盈利为目的、投资于证券的股份制投资公司。在这之中，基金持有人既是基金的投资者，同时又是公司之股东，其依公司章程来决定权利与义务的分配；基金公司董事会代表基金份额持有人的利益选任基金托管人与管理人，并对其进行监督与控制，从制度层面来保障基金持有人之权益。此外，公司型基金所包括的投资公司、管理公司、托管人及承销人的四方主体结构也为良性的基金治理结构提供了一种可能性：“管理公司根据基金合同负责基金营运”的外部结构直接导致基金公司董事会之角色从一线的管理者退居为二线的监督者，这表明在这种结构中，董事负有更严格的监督义务，且对其素质要求更高；在另一个方面，基金管理人受聘于该基金公司，其要受到来自基金持有人、董事会及托管人等多方的牵制与监督，与契约型基金相权，其权利滥用的空间受到进一步的挤压。因此，可以说从治理结构上考察，公司型基金更有利于保障基金持有人之权益，而这也是美国等采用公司型基金的实质缘由。

实际上，《证券投资基金法》在附则部已给我国公司型基金的发展埋下了伏笔，如该法第102条规定：“通过公开发行股份募集资金，设立证券投资公司，从事证券投资等活动的管理办法，由国务院另行规定。”然而，该条并没有给我国公司型基金的发展描摹出一幅详实的图景。在社会个体之间的诚信度日渐滑坡的情形下，若我们期望借助外在规则来约束“恶人们”的不诚信行为，那么在不久的将来，公司型基金无疑是我们的首要选择。这就说明，在目前法律规则供给不足的情形下，美国的《投资公司法》及其《投资顾问法》又可能是我们法律移植与借鉴中亦步亦趋的最佳选择了。

（三）基金持有人常务委员会之设置——一个“急时抱佛脚”的问题

法治与民主决定了任何制度的产出都具有一定的迁移性，并非一蹴而就的。尽管公司型基金好处多多，但是它毕竟有种“远水解不了近渴”的感觉。虽然法律制度的构建必须向前看，以体现应有的前瞻性，但

是其更应关注当下，以体现实在性。直面目前基金持有人分散、利益代表空缺、信息不对称及由此而生的治理紊乱等，笔者认为，既然据现时的法律，持有人大会的召集并非轻而易举，且基本上是一年一度，所以不妨设想在持有人大会中常设一个机构，即基金持有人常务委员会，由其在基金持有人大会闭会期间代行大会的职权，以充分保护持有人，特别是中小投资者的利益。如此，则能解决基金持有人利益代表缺位的现实问题。

虽然这一设想牵涉的问题颇多，如常委会的成员组成、常委会成员的任期、基金持有人大会与常委会之间的关系、常委会的职能、额外经费开支及基金持有人变动对常委会结构的影响等等，但是笔者认为有两个方面的内容是基础性的：其一是委员组成。良性的基金治理之根本在于维护分散性中小投资者的利益，因而在委员会成员的构成上，必须注意到代表大份额基金持有者利益与代表小份额基金持有者利益的委员代表在数量上的平衡，若纯粹以份额数来确定代表数，那么其结果只能是既存现实的延续；其二是职能范围问题。既然常设机构是基金持有人利益的代言人，是持有人大会的补充，那么其职能就不能过于狭窄，可援用代理说来界定常委会的职能边界。尽管制度的创新会对目前基金管理人与托管人的一些既得利益造成侵害，但是在我国基金治理结构一再被虚置，及分散的基金持有人利益一再被不法侵犯的情况下，实有必要在现行制度中载入基金持有人常委会机制，因为它可以彰显两个方面的效应：一是挽救渐失的法律信任危机，增进法律确信。法律不被信仰，就形同虚设。现时下，有法不依与有法难依现象正在日益侵蚀国人对法律的认同与信仰。不可否认，以《证券投资基金法》为基础的法律文件已为我国契约型基金的治理结构提供了方向与范本，但是规则的难以实践、实践效应与立法初衷的偏离已正在使人们对法律规则的信任与依赖持续性递减，而常委会机构的设置无疑能给中小投资者传递一种依法依理之治的理念与声音；二是可弥补规则的不足。尽管目前的法律规则在基金治理上有不尽人意之处，但是创新性规则与制度的引入无疑能起到一种补漏与修正的作用。

（四）完善独立董事制度

独立董事制度是对以“董事会为核心”的公司治理机制的必要补充。以频发的基金黑幕作为诱因，2001年1月中国证监会出台的《关于完善基金管理公司董事人选制度的通知》要求基金管理公司必须引进独立

董事制度，其人数不得少于公司全部董事的1/2，并多于第一股东提名的董事人数。尽管这一举措对投资者来说是一种利好的消息，然而时下所引进的独立董事制度的实践总给人一种“一部好经给歪嘴和尚念歪了”的感觉。原因如下：其一是独立董事不独立。尽管目前的规则对独立董事的选任设置了诸多规则，但是在实践中，其选任还是由上市公司所把持，如此上市公司与独立董事之间就异化为“老板”与“雇员”的关系。在“端人饭碗受人管”的现实下，独立董事设立的初衷也随之被异化。其二是独立董事选任的动机不纯。该制度设置的本身在于利用外力来改善公司的内部治理结构，然而在惯有的“上有政策下有对策”的“逆法”天性下，上市公司选任独立董事的目的与证券监管者的目的有背离，最后变种出“花瓶董事”（在于借助名人效应，起到广告宣传之效果）与“人情董事”的恶果。其三是缺乏必要的职业风险保障。尽管当下，大多的独立董事基本上只拿钱而不做事或做事少，但是若客观地观察，其薪酬与可能存在的诉讼风险责任是明显不相称的。这种心理上的压力也无形中导致独立董事被和平演变为“好人董事”或“猫头鹰董事”。

独立董事制度是我们借鉴或移植英美相关法律制度的结果。因此，若要完善目前颇有些“不伦不类”的独立董事制度，我们还有必要对英美法系的相关知识进行“温故而知新”。为了保证独立董事能与内部董事形成真正的抗衡，成为中小投资者的利益代言人，美国的相关法律作了如下规定：① 独立董事在基金公司董事会必须占有多数；② 独立董事不能与这些基金的投资顾问、主承销商有任何关联，且不得与这些关联机构有控制关系的机构存在任何关联^[12]；③ 作为董事会之成员，独立董事与其他董事享有同样的权利，并通过独立董事的独立性与相当的表决比例来影响董事会的决策；④ 独立董事的选任由在任独立董事，而非非内部董事决定；⑤ 独立董事的薪酬由独立董事自行掌握；⑥ 为了防范可能的职业风险，要求建立独立董事的职业保险机制；⑦ 独立董事对基金董事会审计委员会进行组织与运作；⑧ 独立董事的任何法律顾问必须是独立的法律顾问。此外，美证券交易委员会还要求披露基金董事会在基金治理中的作用、董事与基金的利益冲突问题等。据此笔者认为，若我们引进独立董事的目的并不在于逢场做秀，那么我们就必须在以下几个方面做足文章：其一是独立董事如何独立的问题；其二是合理的选任问题；其三是“同为董事同

样职权”问题；其四是激励机制问题；其五是职业风险保障问题；其六是正确处理好独立董事与监事会及督察员之间的关系问题。

（五）强化基金托管人的法律地位

托管人是基金管理公司治理结构中不可缺少的一极，世界各国都赋予基金托管人对基金管理人的监督权，以维护投资者的权益。针对我国基金托管人的监督权流失及托管人的不作为或难作为情形，笔者认为对策回应可从以下三个方面着手：

第一是改良基金托管人的选任方式。由基金发起人控制下的基金管理人来决定托管人的去留无疑极大地损伤了目前法定的基金公司治理结构，因此，基金托管人的选任权不应由基金管理人来行使，相反，应由最能切实保障投资者利益的独立董事或直接由证券监管机构选任。

第二是构建基金托管人定期的对基金管理人合规行为的报告制度。如何使托管人对管理人的监督作为或不作为暴露在基金投资者的目光之下，是我国在整饬基金治理结构时必须深思的问题。

第三是强化基金托管人的法律责任。目前，大多数托管人是名副其实的“受托保管人”，而非以保管为基础的“监督人”。因此，为了防止商业银行等托管主体在只关注自身利益增长的情况下对基金管理人的纵容、迁就行为，就有必要增大其违法成本，使其从不作为状态回归到正常的作为状态。

四、余论

法律的目的在于以制裁的方式来达到预期的规范效果，对此，凯尔森曾言：法律规范的特点就是通过用一种规范性命令对逆向行为进行制裁的方式来规定某种行为。然而，一个颠扑不破的真理是，法律的目的并不在于违法制裁，而在于违法预防。如对于侵权行为，法律经济学就不重视赔偿目标的实现，而是假设侵权法的目的是为了促进防止侵权行为资源的高效配置^[13]。虽说目前针对基金管理公司的治理结构，我们已设计了一个形式上比较完整的结构体系，但是若对这个体系进行抽丝剥茧，则不难发现这是一个“后发制人”的、实质上集权而非分权制衡的体系。此外，若我们认可这样一个道理，即从秩序构建来看，任何法律规则分析是一种对实实在在的法律规则作定性与定量上的效能分析，那么也不难发现目前有关基金公司治理的法律规则是与决策者的初衷相左，或者说是

不那么协调的。

注释:

- ① 基金公司内部治理是一个宏大的论题,若试图仅凭借一篇学术习作而穷尽其中的一切,那么这也只能是学人的一种奢想,因而在该文中,笔者的论述主要集中于为良性内部治理提供基础平台的制衡性“结构”问题。
- ② 尽管针对基金治理失灵问题,学者们开出的方剂是“大力发展公司型基金”,但是笔者认为市场经济的魅力在于“竞争”,缺乏竞争机制,可能再有生气的制度也会渐失其原有的本色。因此现时下,倒不妨考虑契约型基金与公司型基金并行发展的范式,让市场这只“看不见的手”来决定其去留。

参考文献:

- [1] 夏益国. 论我国证券投资基金内部人控制风险及其防范[J]. 市场周刊·财经论坛, 2002, (12): 10-11.
- [2] 张维迎. 企业理论与中国企业[M]. 北京: 北京大学出版社, 1999: 86.
- [3] 周其仁. 产权与制度变迁[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2002: 81.

- [4] 贾华. 试论投资基金的治理结构[J]. 河南教育学院学报, 2004, (3): 73-75.
- [5] 赵振华. 证券投资基金法律制度研究[M]. 北京: 中国法制出版社, 2005: 195.
- [6] 张忠军. 金融监管法论——以银行法为中心的研究[M]. 北京: 法律出版社, 1998: 136.
- [7] 中国证券业协会基金公会. 证券投资基金法规体系研究[M]. 北京: 中国法制出版社, 2002: 124.
- [8] 柳志伟. 基金业立法和发展: 比较与借鉴[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2003: 97.
- [9] 邵颖红. 关于建立我国证券投资基金监管体系的思考[J]. 同济大学学报, 2002(2): 47-50.
- [10] 何德旭. 中国投资基金制度变迁[M]. 重庆: 西南财经大学出版社, 2003: 202.
- [11] 冯军. 我国证券投资基金管理公司的治理监督机制与基金持有人的利益保护[J]. 特区经济, 2006, (8): 90-92.
- [12] 刘朝晖. 英美证券投资基金内部治理结构的比较及启示[J]. 江西财经大学学报, 2002, (2): 7-10.
- [13] 波斯波. 法律的经济分析(上)[M]. 蒋兆康, 译. 北京: 中国大百科全书出版社, 1997: 26.

On the inner governance framework of Chinese fund company

LI Siqi

(School of Law, Hunan University, Changsha 410082, China)

Abstract: Rule of law includes the following thesis: if a stipulated rule's effect is at a discount, or it is destined to be dead words since its advent, it shouldn't be enacted. If this analysis is used to judge our present inner controlling structure of fund company, there is no difficulty finding its unavoidable failure. Thus, it is a precondition to track down the best dividing point of checking and balancing and re-organizing the framework for the fund company self-discipline.

Key words: fund company; contract-style fund; company-style fund

[编辑: 苏慧]