

基金突围

之公司治理

降低公募基金门槛，加快市场化进程，推动私募基金发展，建立符合国际惯例的基金公司治理结构，是中国基金业发展的必经之路。

小平说过，发展才是硬道理！中国基金只有变革制度才能发展！

与时俱进 基金公司治理呼唤变革

证券时报记者 李焱焱

经过十多年的发展，中国基金业取得了举世瞩目的成绩，但高速发展中积累的问题和矛盾也逐渐显露，面临着挑战。谁来为投资者的长期利益负责？怎样实现股东方、基金公司管理层、基金经理和持有人利益的一致？对于这些行业症结的破解，期盼的目光总投向基金公司治理结构。

一位国内基金业教父级人物疾呼，国内基金业最大也是最根本的问题是公司治理结构问题，一位中小基金公司总经理也坦言，大小基金公司的关注点多有分歧，唯独在公司治理结构需要更多探索上达成一致。

基金公司治理结构一路前行，到了可以再往前走一步的时候了。”一位有过监管层任职经历的资深业内人士说。基金行业发展到今天，以股东信誉为基础发展起来的治理结构与资产管理行业本身的特点已经不适应，这一治理环境的改变倒逼基金公司治理结构突围。

股东结构多元化——引入更多立足长期的股东

除了股权结构，股东结构也有关系基金公司治理结构的改善。在传统的“国字头”金融资本股东外，是否应该让更多产业资本、个人等进入基金公司的股权领域，甚至成为控股股东或者实际控制人？

上海一家合资基金公司人士称，基金公司股东条件应该再放宽些，让更多产业资本进入这一领域。产业资本作为更为纯粹的财务投资者，和基金公司更少直接利益瓜葛，主营业务和基金公司大多不存在利益输送之嫌，其和公司管理层的长期利益趋同也可在一定程度上缓解短期利益不一致的问题。

产业资本中的民企进入基金公司股权领域，对公司治理结构的影响肯定是正面的。”一家正在筹建中的“民企系”基金公司负责人说，现在已经出现了第一大股东或者实际控制人是民营企业的基金公司，这会给基金公司治理结构的改善

注入一些新鲜血液。民企当股东更多是商业化的行为，在不违规的前提下，民企股东更有动力尝试多种激励方案，这会对原来大格局形成冲击，促进其他基金公司被动完善相关机制。

还有业内人士表示，现在基金公司的主要股东都是券商、信托和银行等金融资本，从股东结构多元化的角度看，不仅应该让更多产业资本进入其中，也应该允许一些在投资和产业界颇有想法和实力的个人成为股东。只有股东结构多元化，并通过股东的角度渗透影响公司的治理结构方案，进而为基金公司的治理结构带来新风向。”

反对的声音则认为，放宽主要发起人的标准，相当于为某些利益集团和既得利益者量体裁衣，而且可能会降低股东信誉。同时，股东结构的不同并不真正表明股东是否按市场规则办事，比如民营企业上市公司中不规范、存短期行为的也不少，但也有成长性好、制度规范的，不一而足。

均股制衡——防止强势股东过多干预

从国内基金行业诞生以来，在不同的历史阶段对基金公司股权结构都有不同的要求，其核心就是平衡公司管理层与股东之间的关系，防止出现股东过多干预或基金公司内部人控制。而随着基金业近年来不断发展，通过均股制衡进一步分散股东结构的呼声有所提高。

一个有趣的现象是，截至今年三季度末，在资产规模前五的华夏、嘉实、易方达、博时、南方基金公司中，都有一位任职时间排名前五的总经理。

无论是巧合还是必然，背后的原因值得深究。事实上，这五家基金公司发展最快的时期，也是股东最为“弱势”、干涉公司内部事务最少的时期。

一位新基金公司高管认为，大股东“弱势”和“无暇管理”可遇不可求，因此务实的做法是从设立之初就在制度上确立均股制衡的框架。一位“老十家”基金公司高管坦言，从现状看，基金公司如果想减少股东干预的话，只能靠股权相对均衡来牵制，形成对大股东的制约。股权均衡就没有人指手划脚施加过多压力，市场施加的压力是正向的压力，传导的是民利利益，而股东的压力则可能是和市场方向不一致、不代表民利利益的压力，不利于公司发展。”

对于均股，也有人担心过犹不及，形成所谓“内部人控制”，

反而影响持有人利益。基金业不存在内部人控制、不允许内部人控制，也形成不了内部控制，因为基金业是充分竞争和高度透明的行业，这个行业是业绩和市场说了算。”一位已经离开总经理之位正筹备新公司的资深人士认为，股东均股制衡能留给公司管理层更大空间，如果市场环境配合，加之管理层实力较强，整个公司发展会形成良性循环。但如果市场环境不好、或者管理层初期哪一步没走好，再或者管理团队实力不济导致公司经营不善，这时候也没有股东愿意站出来兜底。过去也有这样的情况，均股股东没人愿意挑头负责，这也是个大问题。”

站在大股东的角度，也许干预没有错，把基金公司纳入集团的整体战略也没有错，这是公司法赋予的股东权利。如果不管不干预，一旦基金公司做不好，监管层会认为是大股东的责任，这是制度设计的问题。

从现有的基金发展来看，不是说股权分散的一定好，但大股东强势的一定发展不会太好。”前述“老十家”高管坦言，股东势力强大的银行系基金公司就是个好例子。银行系基金得天独厚，在出现之初让很多基金公司倍感压力，觉得是“巨无霸”来了，因为中国台湾地区本土基金最后基本只剩银行系基金公司了。但几年下来，银行系基金公司发展并没有一帆风顺，突飞猛进。



网络资料图

组织结构多元化——丰富公司治理模式

完善治理结构亦需要多元化的组织形式，公司型基金和合伙制基金管理公司都是应该尝试的方向。

据了解，美国的共同基金多是公司型，公司型基金是独立于基金管理公司的法人，它有自己的董事会，基金持有人是股东，董事会的唯一任务是保护持有人利益。基金管理公司则是另外一个独立的法人，它的董事会服务于基金管理公司的股东。在这样的组织形式下，对持有人的利益有双重保护。

首先，根据美国法律，共同基金持有人和基金管理公司之间是受

托责任关系，受托关系在美国法律地位非常崇高。另外，共同基金本身是一个公司，它和基金管理之间有任何交易，都要通过公司型基金董事会的独立董事批准，从程序制度上保证了合规。

因此，有业内人士建议，公司治理结构的探索可以考虑引入公司型基金，通过强化基金内部治理结构来减轻管理人与持有人的利益冲突。从本质上说，不管是契约型还是公司型的治理结构，投资者和管理人之间都存在利益冲突的可能，不过在契约型基

金的治理安排中，发生这种利益冲突的可能性更大。

业内还建议引入合伙制来完善组织形式。事实上，作为一种企业组织形式，合伙制在其他行业普遍存在，比如律师事务所、私募基金等。引入合伙制可以将公司利益与合伙人自身利益完全绑定在一起，这样的模式比较适合依赖人力资本的资产管理行业。合伙制可以将包括基金经理在内的核心人员发展成为普通合伙人，稳定管理团队；合伙制基金公司还可以完善基金业的组成结构，更容易形成一部分“小而精”的资产管理公司。

市场化导向——引导治理结构自然发育

不少业内人士认为，随着基金行业市场化进程进入更深层次，基金业将回归以市场为主导的发展路径，资产管理机构通过从小到大的先募后公募的完整周期，自然形成适合机构自身发展的公司治理结构。

改善治理结构的方向之一是放松管制，今后监管层可以从牌照照到批业务范围转变，在私募基金公司发展有一定规模、业绩表现长期稳定、风控能力比较强的时候，批准开展公募业务。”一家成立不久的基金公司总经理说，让私募从小长大，经历了完整生长周期再来从事公募业务，不仅投资管理能力得到历练、更贴近市场和持有人，而且股权结构也已经理顺。

这一看法在业内多有共识。多位基金公司高管表示，私募从小长大、逐步规范并拓展到公募业务的模式可以解决很多治理结构方面的问题，公

司本身可以是合伙制企业，这对解决股东结构、股权激励等问题大有益处，而且“以新带旧”并形成鲶鱼效应，促进旧体制下基金公司治理结构的改善。

上海一家合资基金公司总经理认为，老公司改起来很难，涉及到股东利益，而新公司则没有必要照搬以前的模式。改变老公司的治理结构仅仅靠行政力量是不够的，要靠市场化手段、要竞争，让治理、业绩、风控不错的私募介入公募业务，对行业内老公司形成压力，促使改变，不失为一个好办法。这一方面是通过市场的方法来影响，另外一方面也不是一刀切、不会立即冲击现有格局。

淡化牌照概念很有必要。”北京一家基金公司高管称，在现有的牌照体制内，基金公司牌照具有稀缺价值，股东觉得牌照得来不易，

这点可能会增加股东和公司管理层利益不一致，产生分歧。

事实上，这一思路在海外市场早有先例，美国的资产管理公司走的就是这一道路。

尽管共识众多，但也有人士坚决反对先私募后公募的发展路径。一家基金公司总经理非常不认同现在在国内私募的业务模式和方向，认为私募和公募应该相互区别，不仅是在机制、产品、监管上，在客户和投资范围上也应该区分。比如，国外的私募不是简单的做股票二级市场的投资，他们做黄金、外汇、期货，有的用很高的杠杆，有的专门做主题投资，一个一个市场地进攻，有人专门做信用违约掉期产品(CDS)。监管标准也要划清，如果私募要做公募业务，一定要统一产品审批和机构监管机制，形成统一的监管体系。”

股权激励——值得尝试的制度选择

股权激励作为一种改善基金公司治理结构的制度安排，已引起业内的广泛讨论。业内人士认为，允许基金公司尝试股权激励，未尝不是一种有利于理顺股东与管理层关系、激励基金行业骨干长期为公司服务的制度选择，但也仅仅是一种制度选择而已，不应过分依赖。股权激励制度是否推出、何时推出、怎样推出还是应当按照行业实际具体分析。

现在行业里有一种氛围，言治理结构，必称股权激励。在国外的资产管理行业，股权激励确实普遍，但也有没股权激励干得好的；股权激励当然有利于治理结构改善，但不是说没股权激励就寸步难行。”南方“老十家”基金公司总经理认为，作为公司治理结构中讨论历史最久、关注度最高的问题，股权激励是必须尝试的方向，但不能过分强化，而且短期内可能不会有实质性突破。

赞同股权激励有效但不宜过分强调”的业内人士不是少数。上海一家基金公司总经理也称，治理结构的

关键是明确核心人员的责权利问题，股权激励只是其中一方面，且是“利”的部分。

不过，对股权激励的实现也不乏乐观者。股权激励在法律和制度上并不存在障碍，只是实践中一直没有放开，今后出现个人股东是可能的。”上海一家参与过《基金法》起草和修改的基金公司总经理透露。

多位基金公司高管表示，即使不存在监管层面的要求，在目前的股东文化背景下，股权激励来源堪忧，因此，以股权为基础设计的期权、虚拟股权和基金兑付、对等缴费等是在现行体制内更容易实现的办法，但在制度设计上需要进一步完善。

以期权激励为例，期权弹性最大、风险最高，期权给予的收益不一定和贡献完全匹配，这需要通过机制设计来解决。”深圳一家基金公司总经理举例说，多年前他曾做过关于美国高管人员期权激励计划的研究，当时迪士尼公司业绩平平，但其首席执行官(CEO)拿的期权收入特别高，因为在当时的一波大牛市中，迪士尼

的股票价格一路上行，期权实现的收益也水涨船高。这种情况并不反映个人贡献，而是因为期权弹性很高，大市走好就能跟着暴富，没考虑相比大市对行业的特殊贡献，这就相当于基金经理创造的阿尔法。”

上海一家基金公司总经理表示，不要纠结于是否拥有实体的股权，管理层和员工更看重能否享受股权收益分配的增值部分，说到底，期权、虚拟股权都是一种收益分享权，有这样的机制足矣。

此外，实际上已有基金公司在现有体制内探索基金兑付和类似于对等缴费的激励方式。有基金公司把基金经理奖金的一部分买成其管理的基金，并规定锁定3年才能赎回。“从提升业绩和维护团队稳定性进而维护持有人利益的角度来说，效果肯定有，但没预想的明显。”该公司内部人士透露。另有基金公司根据基金经理购买自己管理基金的份额，按1:1的比例投资相应份额，公司持有部分的投资收益归该基金经理所有。