

## 创新发展中的中国证券投资基金业(8)——基金再认识篇

# 基金的性质

**摘要:**厘清涉及基金的几个基本理论问题,有助于相关利益者找到一个审视和评判基金公司行为的理论基础和实践依据,也有利于评判许多股东和公司与投资人的利益问题,便于基金行业进一步市场化发展。

基金的投资组织效率高于市场分散投资效率。这是因为,信息不对称和金融产品的多样性,决定了对金融资产的定价和配置需要由专业知识和专业人员完成。一个未受过专业训练的个人在这种交易中处于劣势地位。

专业人员和团队管理并不必然提升资金的管理效率。基金公司的法理内核是基金机制的基础——信托关系。为了防止管理人滥用其优势地位和权力,源自英美的衡平法发展了受托人制度和受托人义务。受托人制度使得这种信托义务持续存在。

在信托义务约束下的基金管理人的公司治理机制,与一般金融企业不同。基金管理公司整体是受托人,包括公司股东、董事会及管理层,他们都负有受托人义务。这不同于一般企业委托代理关系。受托人义务决定了基金持有人的利益始终高于作为受托人的基金公司的利益。

孙杰 郑铮

最早的基金诞生于1772年的荷兰,名叫“Eendragt Maakt Magt”,意思是“团结产生力量”,是一位荷兰商人向小投资人发行,用以获得当时奥地利、丹麦、德国、西班牙、瑞典、俄罗斯等国在中南美洲种植园的收入。在这个最早的基金雏形中已经具备了现代基金的一些特征,比如“组合投资、分散风险、风险共担、收益共享”。而1868年在英国伦敦成立的“海外和殖民地政府信托”是公认的最早的基金机构,这时候基金已经具备“集合理财、专业管理、独立托管、保障安全”的特征。到了1924年3月21日,在美国成立了世界上第一只公司型可赎回份额的开放式基金“马萨诸塞投资信托基金”,该基金由哈佛大学200名教授出资5万美元组成,其管理机构是“马萨诸塞金融服务公司(MFS)”。这时候的基金已经基本具备包括“独立托管、保障安全、严格监管、信息透明”在内的现代基金的所有特征。

到今天,在全球有7.1万只基金管理中超过25万亿美元财富,成为全球资本市场最重要的投资者之一。几乎所有基金从业人员都能娴熟地背出基金的定义:“基金是一种间接的证券投资方式。基金管理公司通过发行基金单位,集中投资者的资金,由基金托管人(即具有资格的银行)托管,由基金管理人管理和运用资金,从事股票、债券等金融工具投资,然后共担投资风险、分享收益。”但是今天本文想探讨的是基金的性质,即推动基金产生和发展的动力。

厘清涉及基金的几个基本理论问题,有助于相关利益者找到一个审视和评判基金公司行为的理论基础和实践依据,也有利于评判许多股东和公司与投资人的利益问题,便于基金行业进一步市场化发展。

### 基金出现的经济学意义

1937年,经济学家科斯发表了一篇使其在54年后获得诺贝尔经济学奖的论文——《企业的性质》。在这篇论文里他讨论了两个问题:企业为什么产生和企业的边界在哪里。科斯认为企业产生的原因是由于市场运行存在成本,当存在企业时,某一生产

要素(或它的所有者)与企业内部其它合作的其它一些生产要素签订一系列的契约的数目大大减少了,一系列的契约被一个契约替代了,这时企业的成本低于市场的成本。因此企业出现的原因是企业的效率高于市场的效率。科斯的这些理论促进了新制度经济学的形成并构成了现代企业理论的基础。如果将科斯的理论推广到基金,我们就可以得出这么一个结论,基金产生的原因是基金的投资组织效率高于市场分散投资效率,同时基金投资组织效率的提高是基金行业向前发展的驱动力。

金融产品和普通商品相比有很大的特殊性。对于商品而言,购买者是为了获得商品的使用价值,也就是说对于每一个购买者而言,商品的效用是可以被清晰界定的。但是金融产品则复杂繁多,投资者购买金融产品是为了获得金融产品未来的收益,这使得对金融产品的定价要远比商品的定价复杂。投资者交易的目的或者基础是金融产品是否被正确定价,隐含的定价和投资者的期望价格间的差异决定交易行为,而显性的价格对配置不形成指导。这种特殊的定价模式以及信息不对称和金融产品的多样性,导致了对金融产品进行定价的成本即所谓交易成本比普通商品要高出许多。这决定了对金融资产的定价和配置需要由专业知识和专业人员完成。一个未受过专业训练的个人在这种交易中处于劣势地位。把信息搜索、分析和研究行为内部化到一个企业的成本显然比分散的行为更节约成本。因此投资者才有愿意让渡自己的一部分权利于专业人员,这使得收集个人资金,并委托给专业投资机构进行投资的模式开始出现。在基金这种投资组织模式中,原本由一个投资者个体出面签署的一系列契约被基金合同和托管合同这两个契约替代,使得基金的效率要高于市场效率。因此基金这种风险共担、利益共享、专业理财的模式显然能够大大降低交易成本。

### 基金公司的法理内核

但是仅仅将资金交由专业人员和团队管理并不必然提升资金的管理效率。基金的运作是基金管理人集合多数人的资金运用其专业技术加以经营。投资人基于信赖将自己的资金交

由管理人管理,并期望管理人能够利用其管理能力为自己创造收益。但是这种委托过程中存在专业性的不对称和信息的不对称,使得投资人在赋予管理人极大的财产处置权的同时,缺少对这种权力进行有效制约的手段。而管理人有可能借助自己能力方面的优势,为自身谋利,从而忽视了投资人的利益,且投资人此时无法对管理人实施直接、有效的控制,甚至投资人根本不知情。这就导出了下一个问题,保证基金行业管理资金效率高于市场效率,并且这种效率优势能够不断维系下去的基础是什么?

这就要追溯回基金这种机制的基础——信托关系。为了保护投资人的利益,防止管理人滥用其优势地位和权力,源自英美的衡平法发展了受托人制度和受托人义务。受托人制度源于古罗马及欧洲普遍存在的遗产继承制(遗嘱制和特定受益人制,一般为长子继承制,而非中国农业社会的诸子均分制)。欧洲政教合一解体后,英国把教会资产强制性地指定由第三方专业管理,确立了受托人制度。受托人制度和受托人义务由衡平法予以规范。受托人义务又称信义义务或受信义务(Fiduciary duty),《布莱克法律辞典》对于“Fiduciary duty”的定义为“为他人之利益将个人利益置于该他人利益控制之下的义务”。对信托义务的忠实和履行是整个资产管理行业能够存在的基础。任何对信托义务的干扰和背叛都会降低资金配置的效率。

在具体实践中受托义务被赋予四重内涵:尽责义务、忠实义务、专业能力义务和道德义务。尽责义务,是指基金资产管理人应当符合一个审慎投资者的要求,包括尽责、谨慎、技能等方面的需要。在美国除了一些州信托法外,还没有统一的联邦信托法,但是在大量判例和具体司法实践中也明确了:受托人因其有较高的尽责能力而被委托为受托人时,应尽其较高的尽责义务及能力。忠实义务,是指受托人应当以受益人的利益为处理信托事务的唯一目的,不能在处理事务时,考虑自己的利益或是为他人图利,以避免与受益人产生利益冲突。在我国公募基金采用固定费率制就是一种忠实义务的体现,能够有效防止基金管理人为了个人利益驱动铤而走险,让投资者承担更高的波动风险。专业能力义务,是指受托人应当表现出较普通受托人更为专业的管理和运作能



资料图

力,并能够将此种能力运用到投资管理过程中。各国监管者对基金的机构和人员准入都设置了较高的门槛,并要求基金管理人在知识、技能、信息、技术等方面保持较高水准的优势。因此专业能力义务就通常表现为基金管理人在投资管理过程中需要用到更复杂的财务估值模型和组合投资管理技巧,保证投资者在承担一定风险暴露下获得更多的收益。道德义务是要求基金管理人必须诚信、忠实、合规,在基金竞争过程中的商誉机制是这种义务的集中表现。

在具体实践中,信托义务的普及和深入是一个逐步发展的过程。以美国为例,20世纪20年代,投资基金由英国传入美国后,得到了极为迅速的发展,但是由于没有相应的法律规范,到了1936年,基金数量锐减,千千万万的人血本无归,惊慌失措。美国证券交易委员会(SEC)对此深入调查后得出结论:“缺乏规范的证券投资信托事业带给投资人悲惨的结果,证券投资信托事业及投资公司的发起人或内部人,往往将该事业当作他个人的附属物,用来获取个人利益,却带给股东损害。太多例子显示,发起人、经理人及内部人士完全忽略了他们对投资人基本的忠实义务。”有鉴于此,美国国会于1940年通过了SEC掌管的最复杂、最庞大的证券管理法规——《投资公司法》和《投资顾问法》。这两个法律对从业公司和个人在履行受托义务中的行为准则作出了明确的规

范。在此后的司法实践中,美国的判例法根据立法意图等断定上述法律条文中的反欺诈条款构成了投资顾问的“联邦受托人义务标准”。

因此,我们可以将基金的性质界定为以金融资产信托关系为基础、受托义务为保障的一种投资组织安排形式。这种投资组织安排形式能够有效降低交易成本,提高资金运作效率,从而使得基金得以迅速发展。在基金的演进过程中,原本分散于市场的一系列契约被逐步整合为基金管理人和基金持有人之间的契约,以及基金管理人在资产管理过程中和市场签订的契约两个层次,从而提高了资金的运作效率。受托人制度恰好是这种契约替代过程中最好的载体。因此我们可以看到,从英国的封闭式信托模式,到美国的开放式基金,再到包含对冲基金、养老基金在内的现代资产管理行业,每一次基金业的大发展都是基金管理人在受托义务约束下,提高基金资产管理效率带来的结果。

### 基金公司的独特公司治理

为了保障基金持有人和基金管理人之间的信托关系,实践中基金行业逐步发展了一系列的机制,用以贯彻这种信托义务的持续存在。其中最重要的就是在信托义务约束下的基金管理人的公司治理机制。与一般金融企业不同,基金管理公司可以看作承载基金和基金持有人资产管理契约的人力资本团体。基金管理公司和其他公司组织结构最大的差异就在于基金管理公司既要满足股东利

益的诉求,同时也要保护基金持有人的利益诉求。不同于一般企业委托代理关系,基金契约缔约双方的权利义务并不对等,受托人义务决定了基金持有人的利益始终高于作为受托人的基金公司的利益,基金公司的治理结构是持有人至上的T形而非一般企业股东与持有人利益相互博弈的Y形。这种特殊的治理结构催生了基金公司独特的激励约束方法,开放式基金的申购赎回机制使得基金持有人能够充分履行“用脚投票”的权利,基金的信托关系本质决定了作为委托方的持有人大会在基金契约关系中的决定性能力(对于公司型基金,治理的核心环节是董事会)。在美国,注册金融分析师(CFA)协会在2010年发布了《资产管理公司专业行为指引(第二版)》,要求所有CFA协会成员推进该指引在资产管理行业的应用。在该指引中的第一条就是必须将客户的利益置于公司利益之上。美国资产管理行业在多年的实践中总结了一套比较完善的公司治理机制,主要包含内部治理和外部监督两个方面。内部治理机制方面主要强调公司董事会治理、独立董事制度的有效性以及基金管理人的激励机制,在外部监控机制上主要靠成熟的基金经理市场以及强制性信息披露机制。

在我国,基金行业的迅速发展同样离不开制度安排和法规体系的建设。我国基金行业是一个建立在《信托法》和《证券投资基金法》基础上的新兴行业。虽然在我国《证券投资基金法》中没有关于基金管理人受托人义务的专门阐述,但是该法通过规定基金管理人运用管理财产的一般义务和禁止性行为,也体现了受托人义务的内容。如《证券投资基金法》第九条规定:“基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产,应当恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。”第二十条规定了基金管理人在运作基金过程中“不得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”等五种禁止性行为。在《证券投资基金管理公司管理办法》和《证券投资基金管理公司治理准则(试行)》中也都明确提出了“公司治理应当遵循基金份额持有人利益优先的基本原则。公司章程、规章制度、工作流程、议事规则等的制订,公司各级组织机构的职权行使和公司员工的从业行为,都应当以保护基金份额持有人利益为根本出发点。公司、股东以及公司员工的利益与基金份额持有人的利益发生冲突时,应当优先保障基金份额持有人的利益。”

当前,中国基金行业在发展上遇到了一系列难题,必须回归基金的本质,立足两点:第一,要推进和完善受托人义务文化的建设,处理好受托人利益和自身利益的关系。在实践中落实尽责义务、忠实义务、专业能力义务和道德义务的贯彻和监管。第二,完善基金管理人公司治理机制,建立健全T字形公司治理架构。在优先确保基金持有人利益的同时正确处理好股东利益和员工利益之间的关系。这两点是纲,纲举目张,社会各界和从业人员就可以找到衡量基金行为的基本准绳,也就有了评价和评论基金行为的共同基础,有利于推动基金行业健康发展。

(感谢日信证券刘传葵、嘉实基金付强和华夏基金黄冠华的宝贵意见)

## 中欧基金管理有限公司关于中欧鼎利分级债券型证券投资基金参与部分代销银行开展的基金定期定额投资申购费率优惠活动的公告

为答谢广大投资者长期以来的信任与支持,满足投资者理财需求,鼓励基金投资者树立长期投资理念,中欧基金管理有限公司(以下简称“本公司”)经与中国建设银行股份有限公司(以下简称“建设银行”)、中国邮政储蓄银行股份有限公司(以下简称“邮储银行”)、交通银行股份有限公司(以下简称“交通银行”)、华夏银行股份有限公司(以下简称“华夏银行”)和兴业银行股份有限公司(以下简称“兴业银行”)协商,决定自2012年6月18日起本公司旗下中欧鼎利分级债券型证券投资基金参与上述银行开展的基金定期定额投资(以下简称“基金定投”)申购费率优惠活动。现将有关事项公告如下:

一、优惠活动时间  
自2012年6月18日起持续进行,具体结束时间另行公告。

二、活动内容  
自2012年6月18日起,在基金定投费率优惠活动期间,通过建设银行、邮储银行、交通银行及华夏银行办理上述基金基金定投业务的,享受基金定投申购费率八折优惠,优惠后申购费率不低于0.6%;原申购费率低于0.6%的,按原费率执行。自2012年6月18日起,在基金定投费率优惠活动期间,通过兴业银行电子渠道(包括网上银行、电话银行、手机银行)办理上述基金基金定投业务的,基金定投申购费率统一优惠至0.6%,原申购费率低于0.6%或为固定费率的,按原费率执行。通过兴业银行柜面渠道办理基金定投业务的,享受基金定投申购费率八折优惠,优惠后申购费率不低于0.6%,如原费率低于0.6%,按原费率执行。

三、咨询方法  
投资者可通过以下途径了解或咨询相关情况:  
1、中欧基金管理有限公司  
客服电话:400-700-9700(免长途话费)、021-68609700  
网址:www.lcfunds.com  
2、中国建设银行股份有限公司  
客服电话:95533

网址: http://www.ccb.com  
3、中国邮政储蓄银行股份有限公司  
客服电话: 95580  
网址: http://www.psbc.com/  
4、交通银行股份有限公司  
客服电话: 95559  
网址: www.bankcomm.com  
5、华夏银行股份有限公司  
客服电话: 95577  
网址: www.hxb.com.cn  
6、兴业银行股份有限公司  
客服电话: 95561  
网址: http://www.cib.com.cn/  
四、风险提示  
1、投资者应当认真阅读拟投资基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件及《投资人权益须知》等信息,了解所投资基金的风险收益特征,并根据自身投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等判断基金是否和投资者的风险承受能力相匹配。  
2、基金定投是引导投资者进行长期投资、平均投资成本的一种简单可行的投资方式。但基金定投并不能规避基金投资固有的风险,不保证一定盈利。  
特此公告。

中欧基金管理有限公司  
2012年6月18日

## 中欧基金管理有限公司关于中欧鼎利分级债券型证券投资基金参与部分代销机构开展的电子渠道申购费率优惠活动的公告

为答谢广大投资者长期以来的信任与支持,满足投资者理财需求,鼓励基金投资者树立长期投资理念,中欧基金管理有限公司(以下简称“本公司”)经与中国建

设银行股份有限公司(以下简称“建设银行”)、中国邮政储蓄银行股份有限公司(以下简称“邮储银行”)、兴业银行股份有限公司(以下简称“兴业银行”)、交通银行股份有限公司(以下简称“交通银行”)、广发银行股份有限公司(以下简称“广发银行”)和华夏银行股份有限公司(以下简称“华夏银行”)协商,决定自2012年6月18日起对投资者通过上述代销机构的电子渠道申购本公司旗下中欧鼎利分级债券型证券投资基金实行费率优惠。现将有关事项公告如下:

一、优惠活动时间  
上述代销机构电子渠道申购费率优惠活动时间自2012年6月18日起持续进行,交通银行结束时间为2012年6月29日,邮储银行结束时间为2012年12月31日,其他代销机构具体结束时间另行公告。

二、活动内容  
个人投资者通过建设银行网上银行、电话银行、手机银行等电子渠道申购上述基金(不含定期定额自动申购),申购费率享有7折优惠。若享有折扣后申购费率低于0.6%,则按0.6%执行;若享有折扣前的原申购费率等于或低于0.6%,则按原费率执行,不再享有费率折扣。  
个人投资者通过邮储银行网上银行、手机银行等电子渠道申购上述基金(不含定期定额自动申购),申购费率享有4折优惠。若享有折扣后申购费率低于0.6%,则按0.6%执行;若享有折扣前的原申购费率等于或低于0.6%,则按原费率执行,不再享有费率折扣。  
个人投资者通过兴业银行网上银行、电话银行、手机银行等电子渠道申购上述基金(不含定期定额自动申购),原申购费率高于0.6%的,统一优惠至0.6%;若原申购费率等于或低于0.6%的,则按原费率执行,不再享有费率优惠。  
个人投资者通过交通银行网上银行、手机银行等电子渠道申购上述基金(不含定期定额自动申购),申购费率享有8折优惠。若享有折扣后申购费率低于0.6%,则按0.6%执行;若享有折扣前的原申购费率等于或低于0.6%,则按原费率执行,不再享有费率折扣。  
个人投资者通过广发银行和华夏银行网上银行申购上述基金(不含定期定额自动申购),申购费率享有4折优惠。若享有折扣后申购费率低于0.6%,则按0.6%执行;若享有折扣前的原申购费率等于或低于0.6%,则按原费率执行,不再享有费率折扣。

三、重要提示  
1、本优惠活动仅针对处于正常申购期的指定开放式基金的网上银行申购手续费费率,不包括基金的转换费率以及处于基金募集期的开放式基金认购费率。  
2、本次费率优惠活动解释权归上述代销机构所有,上述优惠活动活动结束后是否展期,敬请投资者留意上述代销机构及本公司的有关公告。投资者欲了解各基金产品的

详细情况,请仔细阅读各基金的基金合同、招募说明书等法律文件。  
3、本公司所管理的其他基金及今后发行的开放式基金是否参与此项优惠活动将根据具体情况确定并另行公告。  
四、咨询方法  
投资者可通过以下途径了解或咨询相关情况:  
1、中欧基金管理有限公司  
客服电话:4007009700、021-68609700  
网址:www.lcfunds.com  
2、中国建设银行股份有限公司  
客服电话: 95533  
网址: http://www.ccb.com  
3、中国邮政储蓄银行股份有限公司  
客服电话: 95580  
网址: http://www.psbc.com/  
4、兴业银行股份有限公司  
客服电话: 95561  
网址: http://www.cib.com.cn/  
5、交通银行股份有限公司  
客服电话: 95559  
网址: www.bankcomm.com  
6、广发银行股份有限公司  
客服电话: 400-830-8003  
网址: www.cgbchina.com.cn  
7、华夏银行股份有限公司  
客服电话: 95577  
网址: www.hxb.com.cn  
五、风险提示  
投资者应当认真阅读拟投资基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件及《投资人权益须知》等信息,了解所投资基金的风险收益特征,并根据自身投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等判断基金是否和投资者的风险承受能力相匹配。  
特此公告。

中欧基金管理有限公司  
2012年6月18日