

# 组织形式多元 强化内部治理

## ——美国共同基金组织形式透视

□上海证券基金评价研究中心 代宏坤 许行志

基金通常由“外部人”来组织和运营，在这样的安排中，基金发起人、管理人与基金持有人之间存在利益冲突，会造成潜在的滥用行为。适当的基金组织结构能在一定程度上化解这样的利益冲突。

一直以来，我国基金组织形式只有契约型一种，在基金法修订草案中，新增了理事会型和无限责任型两种组织形式。纵观美国基金发展历史上基金组织形式的变迁，可以看到，无论是在《1940年投资公司法案》立法前还是立法后，美国基金组织形式都呈现出多样化形态，《1940年投资公司法案》的监管使基金形成了一种自我保护的结构。

### 多元化的组织形式

当前，美国共同基金的组织形式主要是信托型和公司型，基金对组织形式的选择一般出于获得更有利税收待遇的考虑。美国最流行的组织形式分别是马萨诸塞商业信托、马里兰公司型和特拉华法定信托，以这三种形式组织的共同基金占到全部数量的91%。

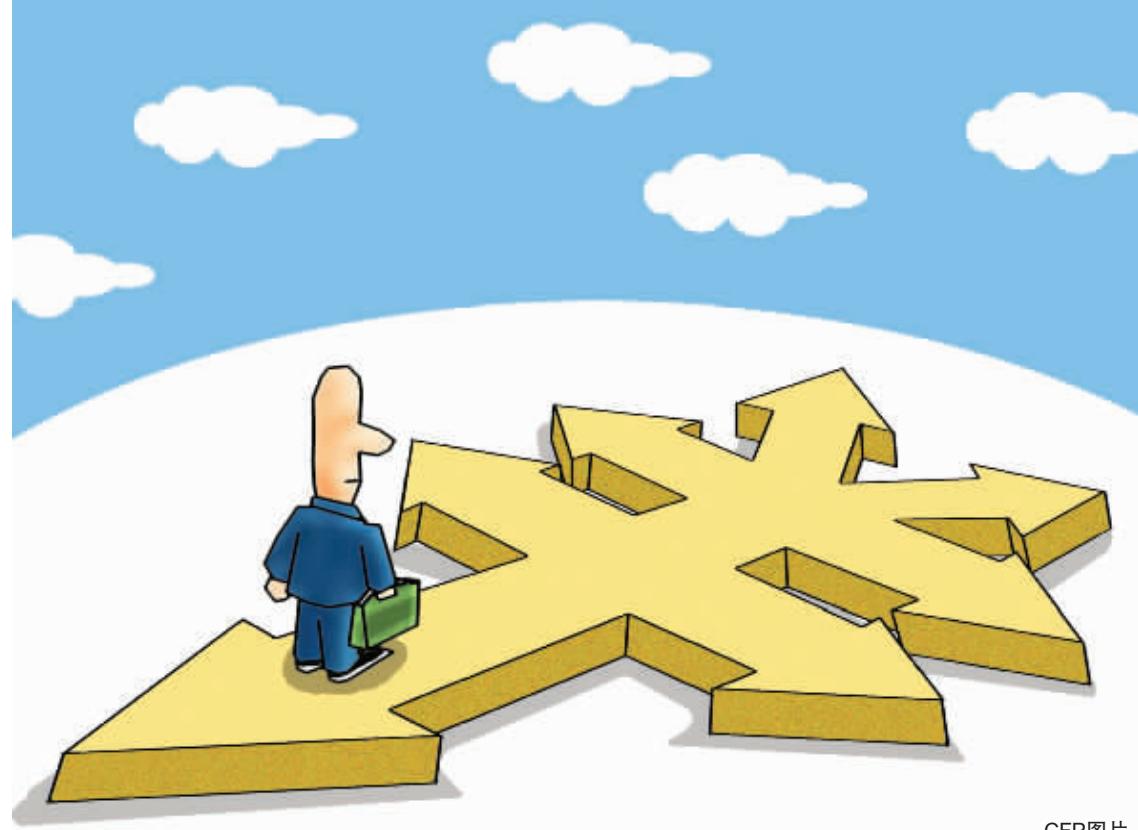
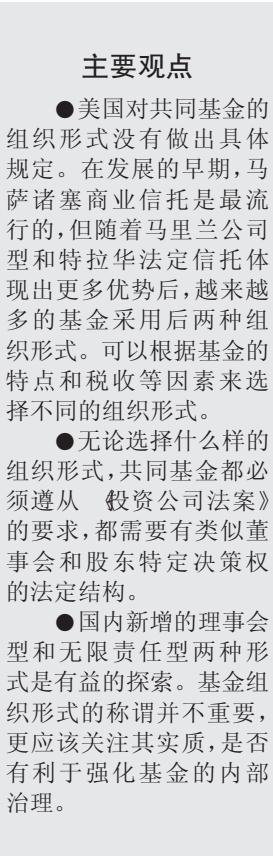
以公司型来组织的共同基金，就像其他由股东选举董事的公司一样；以商业信托型来组织的基金，由投资者选举的受托人来控制；使用商业信托的形式是为了获得更有利的税收待遇。例如，先锋集团旗下的基金重组宾夕法尼亚商业信托，因为如果继续保留马里兰公司型的组织形式，它们将不得不支付更高的税收。

现在，在合适的州和联邦法律下，共同基金可以根据其特点以任何形式来组织。然而，1940年法案把投资公司归类于偏法定的形式，法案对所有投资公司增加了具体的要求。公司型基金的董事，信托型基金的受托人，以及有限合伙基金的普通合伙人，都被称为“董事”，且必须通过受益股东或者有限合伙股东的选举才能管理公司。此外，依据1940年法案，基金股东必须拥有其他的核准权。

在选择组织形式时，有四项重点考虑的因素。税收是第一个重要的因素；第二项因素是基金产品的特性；第三项因素是发起人的主要目的。例如，其目的可能是设计一只超出法案规定范围的基金，对冲基金就是一个最好的例子；第四项因素是如何使中意的组织形式与法案条款相协调。美国共同基金常用的组织形式包括信托型、公司型、独立账户以及有限合伙型。

### 信托型

信托形式对共同基金比较有利，因为这种形式减轻了采用公司型形式所需要支付的税收。此外，信托形式节省了公司年会以及准备和分配代理材料的费用支出。在信托法之下，这样的会议是不必要的。依据《1940年投资公司法案》，受托人必须由股东选举产生，但不需要定期选举。外部顾问不能担任受托人，除非股东一开始就批准合同。受托人不是投资顾问，他们与公司的合同不需要股东批准。然而，即使受托人不是法案规定下的投资顾问，仍需要遵守法案和信托法中的特定条款。而且，由于股东对受托人有一定的控制，因此股东是否有有限责任，或者他们是否对信托的义务负责变得很模糊。1980



CFP图片

年—1985年期间，许多公司型形式的共同基金重组成了马萨诸塞商业信托的形式。

### 公司型

公司型的组织形式使得董事会和独立董事作为最重要的内部治理机制上升到极端重要的地位。在组织构成、董事类型、委员会类型、薪酬制度、信息披露制度等方面制定了严格的章程，使得董事会制度在保护投资人利益上起到了非常重要的制衡作用。董事会的职责一方面是对基金管理公司控制和运作基金事务的各个方面进行监督，另一方面也要批准基金管理公司向基金持有人征收费用。

在公司型基金传统的外部管理模式下，董事会并不能完全做到独立，它既代表投资人的利益，又代表基金管理公司股东的利益，而这两种利益是有冲突的。尽管美国证监会规定共同基金的董事会成员里要有大比例的独立董事，但是董事会主席和基金管理公司的CEO往往还是同一个人。非独立董事主席要同时对基金股东和基金管理公司的股东负责，职责的双重性经常会产生冲突。

《1940年投资公司法案》中已明确“股东优先”，但是在实际的运作中，这样的立法精神并未得到完全遵守。在基金投资人与基金管理公司股东之间利益的博弈中，基金董事会最终会偏向管理公司股东。

### 独立账户

还有一种组织形式被称为“独立账户”，它可以是独立的组织，也可以是其他组织中的一个部门或是一个主要部分。美国证监会认为，由银行或者保险公司建立的独立账户属于法案规定的投资公司，国会也承认独立账户作为一个实体的存在。独立账户或者部门的本质是为了特定目的而接受独立的监管，而没有将它作为

一个组成部分包括在一个实体中。因此，保险公司等发起独立账户必须经过其自身组织法规的核准。

通常，作为发起人的保险公司把一个独立账户设立成共同基金，并且进行注册。为了符合1940年法案，独立账户要建立董事会，此董事会不是保险公司的董事会，它由合同持有人选举产生。保险公司担任账户的投资顾问和担保人。保险公司也可以在建立一个全资子公司后再设立独立账户，并注册在1940年法案之下，保险公司子公司即可担任账户的投资顾问和担保人。事实上，保险公司发现担任经纪商和投资顾问相对更容易，即使他们必须分别在1934年法案和1940年投资顾问法下注册。

许多保险公司走单位投资信托公司的路线，而不是共同基金的形式。独立账户的资产投资于其他共同基金，这些公司有的由保险公司来组织。这一形式避免了为账户建立一个特殊董事会的需要，但是这种合约的成本是巨大的，因为它需要在1934年法案和1940年法案下分别注册：一个注册为单位投资信托公司，另一个注册为共同基金。

### 有限合伙制

发起人希望投资公司使用有限合伙的形式，在1940年法案下注册，但多年来一直面对一些问题。立法者在上世纪70年代中期提到，这种组织形式并不适用于共同基金。但是法案给予豁免，基金期望在合伙制下能取得某些特定的更好的结果，而这些结果在公司型组织下是不能获得的。在立法者看来，董事必须是自然人。因此，有限合伙制公司是一家必须拥有由自然人担任普通合伙人的投资公司。美国证监会批准豁免1940年法案的条款，允许投资公司通过有限责任合伙制形式提供避税投资产品。

自上世纪60年代起，有限合伙制形式已经被作为提供给小部分成熟

投资者的一种投机性投资工具。有限合伙的组织形式被广泛应用于对冲基金、杠杆基金和离岸基金。对于那些寻求在国内税收法规规定内转移税收待遇的投资者，以及那些寻求不受限于证券法案的投资公司，有限合伙制充满着吸引力。有限合伙制股东人数少于100个，采用私募的方式发行，不受1934年法案注册要求限制。但是，普通合伙人必须是投资顾问法下注册的投资顾问。有限合伙的形式可以用来组织避税型投资和合资企业，房地产投资信托有时也会采用有限合伙的形式。

### 形成自我保护结构

基金的运作模式决定了投资发起人、管理人与基金持有人之间存在潜在的利益冲突。共同基金由“外部人”来组织和运营，通常是由一家独立公司实体掌控了共同基金的全体公共股东。

为了消除行业中普遍发生的滥用行为，1940年法案基于公司民主的原则建立了全面的监管框架，形成了一种基金的自我保护结构。

虽然对组织形式没有做出具体的规定，但无论选择何种形式，共同基金都必须遵从法案的要求，都需要有类似董事会和股东特定决策权的法定结构。

《1940年投资公司法案》的目的在于消除1940年前在行业中发生的普遍的滥用。尽管法案没有明确规定地要求共同基金必须以公司型形式来进行组织，但它按照公司法定形式的标准强加了一些要求：董事会在初期40%的成员必须是独立董事，后来这一比重上升到了75%，其功能是监管共同基金的运作及利益冲突；股东对下列事项具有投票决定权，如选举董事会成员、费用安排、投资政策的更改。即使不是公司型形式，按照其他的形式（例如商业信托和有限合伙）组织的投资公司也要遵照这些要求。

### 对国内基金的启示

国内基金目前采用单一的契约型组织形式，这种形式在投资人利益的保护上有很大的缺失。基金法修订草案中新增了理事会型和无限责任型两种形式，这是一种有益的探索。基金组织形式的称谓并不重要，而更应该关注其实质，关键看这种形式是否有利于强化基金的内部治理。

基金的组织形式可以多样化。除美国之外，其他主要市场国家的基金组织形式也都呈现出多元化的特征。例如，德国和日本等都先后依据美国《1940年投资公司法案》引入了公司型基金，经过多年的发展后，形成了以契约型基金为主、公司型基金为辅的双轨并存机制。很难说哪一种组织形式就完全优于另一种组织形式，可以根据基金自身的条件和特点，选择适当的组织形式。国内契约型基金遵循了信托的模式，在未来很长一段时期内仍将是主流，但是可以考虑引入其他组织形式。

从美国的经验看，虽然可以采取不同的组织形式，但在组织形式中都设置了“董事会”和“股东”对特定事项投票表决的机制，以此来强化基金治理，防止滥用行为的发生。新增的无限责任型主要用于私募，而理事会型是在目前契约型基金的基础上，设置了一个理事会，可以看出管理层强化基金内部治理的意图。

理事会型基金能在多大程度上改善基金内部治理还有待观察。美国对于基金组织形式中的“董事会”作用的争议历来就很大，主要集中在董事会成员的来源，独立董事的独立性等方面。在理事会基金中存在同样的问题，理事会中理事的构成，以及能在多大程度上发挥作用，都还有待观察。