

doi:10.13582/j.cnki.1672-7835.2014.03.017

## ■ 金融研究

# 基金管理公司治理与基金业绩相关性实证研究<sup>①</sup>

彭耿,殷强

(吉首大学商学院,湖南吉首416000)

**摘要:**以中国14家基金管理公司及其管理的14只2003年前上市的开放式基金为样本,实证研究基金管理公司治理与基金业绩之间的相关关系。研究表明,在董事会特征方面,董事会规模与基金业绩呈正相关关系,独立董事占比以及总经理地位与基金业绩没有相关性;在股权结构方面,基金管理公司股东数、证券公司持有基金管理公司股份的比例、第一大股东持股比例以及第一大股东和第二大股东持股之比与基金业绩没有相关关系。因此形成较大的董事会规模、完善独立董事制度、适度分散总经理权力、进一步引入机构投资者、适度集中股权以及完善激励机制等是基金管理公司持续健康发展的保障。

**关键词:**基金管理公司;治理;基金业绩;面板数据模型

**中图分类号:**F832      **文献标志码:**A      **文章编号:**1672-7835(2014)03-0101-07

## Empirical Research on Correlation between Governance of Fund Management Corporation and Fund Performance

PENG Geng & YIN Qiang

(School of Business, Jishou University, Jishou 416000, China)

**Abstract:** Taking the 14 fund management corporations in China and their 14 Listed Open-end Fund before 2003 as the example, the paper makes an empirical study of the relationship between the governance of fund corporations and the fund performances. The research results show that regarding the characteristics of the board of directors, the scale of the board of directors is positively related to the fund performance, and there was no correlation between the proportion of independent directors or the position of general manager and the fund performance. As far as the equity structure is concerned, the fund performance is not related with the number of shareholders of fund corporations, the proportion of the shares of the fund corporations held by securities corporations, share ratio of the largest shareholder and the shareholding ratio between the first big shareholder and the second largest shareholder. Thus, the formation of larger scale of board of directors, the completion of independent directors institution, the moderate deconcentration of general manager's power, further introduction of institutional investors, the moderate concentration of equity and the perfection of the incentive mechanism will ensure a sustainable and healthy development for fund corporations.

**Key words:** fund management corporations; governance; fund performance; panel data model

① 收稿日期:2013-10-16

基金项目:国家社会科学基金项目资助(11CGL022),湖南省研究生科研创新项目(CX2013B416)

作者简介:彭耿(1979-),男,湖南邵东人,博士,副教授,硕士生导师,主要从事金融风险研究。

业界对于基金业绩的研究主要关注基金投资风格以及基金经理的特征等方面。而基金管理公司治理与基金业绩关系的研究,大部分集中在基金管理公司治理中基金经理人的行为和特征方面,单从这个角度来研究基金业绩,很难全面把握两者之间关系,因为基金管理公司治理机制包括内部治理机制与外部监控机制两个方面。基金管理公司内部治理主要包括独立董事制度、基金经理激励和基金经理的行为和特征。基金管理公司的外部治理机制包括基金经理市场、强制信息披露机制等。因此,本文拟从基金管理公司的董事会特征和股权结构两方面来研究基金管理公司治理与基金业绩的相关关系,更全面地考察两者之间的关系。

## 一 研究假设与实证设计

### (一) 研究假设

综合基金管理公司治理和基金业绩的研究成果,本文从6个方面来考察基金管理公司治理与基金业绩的关系,并提出相关研究假设。

#### 1. 董事会规模

董事会规模是董事会中董事的人数,较多的董事会人数可以使董事会中的管理知识和专业知识实现互补,从而提高基金管理公司业绩。据此本文提出研究假设1:

假设1:在其他条件相同的情况下,基金管理公司董事会规模与基金业绩呈正相关关系。

#### 2. 董事会中独立董事占比

独立董事是对公司事务做出独立判断的董事。独立董事占比即董事会中独立董事占董事会人数的比例。一方面,独立董事被赋予基金运行合规性监管责任,公司设立独立董事的目的之一就是对经理人员进行监督,保护中小股东的利益,当基金运行与投资者利益相冲突时,独立董事必须站在投资者一方。另一方面,独立董事一般由行业内具有较高声誉的社会人士担任,所以为了维护其自身信誉和声誉,不会与管理者合谋,以努力维护其声誉并胜任其作为企业监督者的角色。陈四汝认为独立董事可以减少基金费用,进而提高基金业绩<sup>[1]</sup>。郭秀娟、何孝星等也从理论和实践意义上对独立董事与基金业绩的关系进行了探讨<sup>[2-3]</sup>。从而,本文提出假设2:

假设2:在其他条件相同的情况下,独立董事占比与基金业绩呈正相关关系。

#### 3. 基金管理公司总经理地位

基金管理公司中总经理在董事会中的职务高低,表明了董事会对总经理的监督程度,以防止经理人的“道德风险”和“逆向选择”,从而影响基金业绩。因此,本文提出假设3:

假设3:在其他条件相同的情况下,总经理在董事会的地位与基金业绩呈负相关关系。

#### 4. 基金管理公司股东数

李学峰和张舰通过实证研究发现,股东数对基金业绩有显著的正向影响<sup>[4]</sup>。因此,本文提出假设4:

假设4:在其他条件相同的情况下,基金管理公司股东数对基金业绩呈正相关关系。

#### 5. 基金管理公司被证券公司控制的程度

Jensen 和 Mecckling 认为机构股东与公司之间会产生利益趋同,对公司业绩产生正效应<sup>[5]</sup>。因此,本文提出假设5:

假设5:在其他条件相同的情况下,基金管理公司被证券公司控制的程度与基金业绩有显著正相关关系。

#### 6. 股权集中程度

李学峰和张舰认为,大股东持股比例与大股东控制力与基金业绩呈正相关性<sup>[4]</sup>。因此,本文提出假设6:

假设 6:在其他条件相同的情况下,股权集中程度与基金业绩呈正相关关系。

## (二) 变量定义

1. 被解释变量。国内外学者普遍采用夏普指数、特雷诺指数、詹森指数以及收益率指标来评价基金业绩水平。考虑到影响基金业绩的因素除了基金管理公司治理外,还包括诸多系统风险。只有用经过风险调整的基金业绩衡量指标作为模型的被解释变量,才能更深入的探讨基金管理公司治理与基金业绩之间的相关关系,进而更真实的揭示基金管理公司治理存在的问题。所以本文选择体现基金业绩中超过市场基准组合所获得的超额收益,即詹森指数作为基金业绩衡量指标。

2. 解释变量。借鉴现有文献的研究成果,结合本文的研究假设和数据的可获得性,在基金管理公司董事会特征方面,本文分别选取了基金管理公司董事会人数和基金管理公司独立董事占比来度量董事会规模和董事会独立董事的设置情况;在基金管理公司股权结构方面,本文设置了基金管理公司股东数、证券公司持股比例、第一大股东持股比例以及 Z 指数来反映公司的大股东以及实际控制人的特征。

3. 控制变量。诸多文献表明,基金基本情况、基金经理特征对基金业绩有着显著影响。因此本文选取基金经理从业年限、基金的上市年限、基金管理费以及基金规模来控制其对基金业绩的影响。所有变量的定义见表 1。

表 1 变量概况

变量性质	变量名称	变量符号	变量含义
被解释变量	詹森指数	$\alpha$	基金业绩中超过市场平均水准所获得的超额收益
解释变量	董事会规模(个)	$\ln S$	董事会人数的自然对数
	独立董事占比(%)	$\ln D$	独立董事人数占董事会人数的比例
	总经理地位	$Pst$	基金管理公司总经理在董事会中的地位(如为董事长赋值为 2,普通董事赋值为 1,未进入董事会赋值为 0)
	股东数(个)	$\ln Sh$	基金管理公司股东数的自然对数
	证券公司控股的程度(%)	$RSl$	证券公司持有基金管理公司股份的比例
控制变量	第一大股东持股比例(%)	$ToP$	第一大股东持股数量与总股本的比值
	Z 指数(%)	$Zindex$	第一大股东持股比例与第二大股东持股比例的比值
	基金经理从业年限(年)	$\ln A$	基金经理在证券投资行业的从业年数的自然对数,如果基金有两位以上基金经理,即取其从业年数的平均值
	基金的上市年限(年)	$\ln Y$	基金从上市到年底年数的自然对数
	基金管理费(万元)	$\ln F$	其数额一般按照基金净资产值的一定比例提取
	基金规模(亿元)	$\ln Fs$	年底基金的资产总值对数

## (三) 实证模型

本文通过建立以下多元回归模型来检验本文的研究假设:

$$\alpha_{i,t} = c + \beta_1 \ln S_{i,t} + \beta_2 \ln D_{i,t} + \beta_3 Pst_{i,t} + \beta_4 \ln Sh + \beta_5 RSl + \beta_6 ToP + \beta_7 Zindex_{i,t} + \beta_8 \ln A_{i,t} + \beta_9 \ln Y_{i,t} + \beta_{10} \ln F_{i,t} + \beta_{11} Fs_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中, $i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, M, N$ 是基金数量, $M$ 为年度数, $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项。本文采用 *Eviews7.2* 进行数据分析。

## (四) 数据来源与样本选择

本文数据主要来源于国泰安市场通、聚源金融数据库和瑞思金融数据库,样本期限为 2003 年 1 月 1 日 2012 年 12 月 31 日。由于本文考察的是基金管理公司管理基金的绩效,而一个公司可能同时管理了几只甚至十几只基金,这些基金业绩不尽相同、上市时间也不一样,因此很难综合考虑基金的业绩。因此本文选择了 2003 年 1 月 1 日以前公开发行的 17 支开放式基金,这些基金分别由 14 家基金管理公司管理。本文基于一只基金长时间被基金公司管理,可以体现基金管理公司操作能力的假设前提。

对于在研究期间内基金管理公司同时管理两个基金的,根据成立时间的先后顺序,选择成立时间较早的基金来代表基金管理公司的操作水平。最终本文选择的样本情况如表2所示。

表2 样本基金概况

序号	代码	名称	类型	管理公司
1	040001	华安创新	开放式	华安基金管理有限公司
2	000001	华夏成长	开放式	华夏基金管理有限公司
3	202001	南方稳健成长	开放式	南方基金管理有限公司
4	020001	国泰金鹰增长	开放式	国泰基金管理有限公司
5	206001	鹏华行业成长	开放式	鹏华基金管理有限公司
6	100016	富国天源平衡	开放式	富国基金管理有限公司
7	110001	易方达平稳增长	开放式	易方达基金管理有限公司
8	161601	融通新蓝筹	开放式	融通基金管理有限公司
9	080001	长盛成长价值	开放式	长盛基金管理有限公司
10	213001	宝盈鸿利收益	开放式	宝盈基金管理有限公司
11	050001	博时价值增长	开放式	博时基金管理有限公司
12	070001	嘉实成长收益	开放式	嘉实基金管理有限公司
13	090001	大成价值增长	开放式	大成基金管理有限公司
14	180001	银华优势企业	开放式	银华基金管理有限公司

## 二 实证分析

本文首先通过描述性统计来说明各个变量的基本特征,然后利用面板数据模型来考察基金管理公司治理对基金业绩的影响。

### (一) 描述性统计分析

表3列出的是所用变量的描述性统计。由表3中可以看到,基金管理公司管理的开放式基金业绩詹森指数均值为0.046,最低为-0.304,而最高为0.380,其中中位数为0.054,可见我国基金管理公司管理的基金业绩总体上不高;董事会规模的均值为2.386,最大值为3.178,最小值为1.792,中位数为2.303,标准差为0.265,表明我国基金管理公司的董事会规模适中;独立董事占比均值为0.326,处于一般水平,但与美国SEC规定的75%相距甚远;证券公司持有基金管理公司股份的比例的均值为0.179,中位数为0.000,说明证券公司占基金管理公司股份较为合理;第一大股东持股比例均值为0.424,Z指数均值达到1.678,说明“一股独大”、股权结构不合理现象在我国基金管理公司内普遍存在。

表3 变量的描述性统计

变量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
$\alpha$	0.046	0.054	0.380	-0.304	0.117
$LnS$	2.368	2.303	3.178	1.792	0.265
$LnD$	0.326	0.333	0.625	0.100	0.102
$Pst$	0.179	0.000	2.000	0.000	0.498
$LnSh$	1.395	1.386	1.946	0.693	0.272
$RSl$	0.588	0.600	1.000	0.000	0.276
$ToP$	0.424	0.450	0.750	0.200	0.116
$Zindex$	1.678	1.500	5.364	1.000	0.722
$LnA$	2.415	2.464	2.996	1.609	0.299
$LnY$	1.562	1.792	2.398	0.000	0.672
$LnF$	3.237	3.184	5.896	0.946	1.110
$LnFs$	7.966	7.956	10.177	3.867	1.252

## (二) 协整检验

面板数据的协整检验方法可以分为两大类,一类是建立在 Engle and Granger 两步法检验基础上的面板协整检验,具体方法主要有 Pedroni 检验和 Kao 检验;另一类是建立在 Johansen 协整检验基础上的面板协整检验。本文采用 Kao 检验方法来检验面板数据的协整关系。表 4 中的结果表明,12 个变量之间存在协整关系。

表 4 协整检验结果

检验方法	统计量名	统计量值(P 值)	结论
Kao 检验	ADF	-3.364(0.000)	存在协整关系

## (三) 模型设定

模型的影响形式包括随机效应模型和固定效应模型。其判别方法是设定随机效应模型进行回归,然后用 Hausman 检验该模型。若 p 值大于临界值 0.05,则接受原假设:应建立随机效应模型。反之,则应建立固定效应模型。Hausman 检验结果如表 5。模型 1、2、3 中的 Hausman 检验统计量分别为 2.282、1.789、1.892。且 P 值均大于临界值,接受原假设:随机影响模型中个体影响与解释变量不相关。因此,需将模型设定为随机效应模型。

表 5 Hausman 检验

模型	检验方法	检验值	P 值
模型 1	Hausman 检验	Chi2(7) = 2.282	0.943
模型 2	Hausman 检验	Chi2(8) = 1.789	0.987
模型 3	Hausman 检验	Chi2(11) = 1.892	0.999

## (四) 面板数据模型分析结果

本文将反映基金管理公司董事会特征的变量、基金管理公司股权结构的变量以及其他基金管理公司治理变量逐步纳入面板模型,以考察结果的稳健性。

从表 6 可以看出,将反映基金管理公司董事会特征的变量以及股权结构的变量分别纳入面板数据进行估计,不同模型得到的结果与将所有基金管理公司治理变量纳入模型进行估计得到的结果几乎没有差异,所以下面主要对模型 3 进行分析。

第一,基金管理公司董事会规模变量的估计系数为 0.020,在 10% 显著性水平下显著,假设 1 得到经验的支持。这说明在其他条件相同的情况下,董事会规模会影响基金业绩。因此,在进行基金基金管理公司治理时应该适当考虑董事会规模对基金业绩的影响。

第二,独立董事占比变量的估计系数是 0.107,统计上不显著,即基金管理公司中独立董事占董事会人数的比例与基金业绩没有显著的关系,假设 2 没有得到经验证据的支持。主要是因为,尽管基金管理公司独立董事设置的目的是对基金管理进行监督,保护中小股东的利益,但由于缺乏合理的激励、选拔和约束机制,我国基金管理公司独立董事没有起到应有的治理作用,致使独立董事的增多不能很好的提高基金业绩。

第三,基金管理公司总经理地位的变量的估计值为 0.023,统计上不显著。因此,在其他条件相同的情况下,基金管理公司总经理在董事会中的地位高低与基金业绩无关,假设 3 没有得到经验证据的支持。这表明我国基金管理公司董事会对总经理监督情况并没有影响基金业绩。

第四,基金管理公司的股东数变量的估计值为 0.005,统计上不显著,假设 4 没有得到经验证据的支持,这与我国基金管理公司一股独大的情况有关,部分股东数量的增减并不能影响基金管理公司的业绩。

第五,基金管理公司被证券公司的控制程度系数估计值为 -0.046,统计上不显著,说明在其他条件

相同的情况下,证券公司对基金管理公司控制程度的大小与基金业绩的高低无关,假设5没有得到经验数据的支持。

第六,股权集中程度指标第一大股东持股比例和Z指数系数估计值分别为-0.027和0.024,统计上都不显著,这表明基金管理公司第一大股东持股比例大小以及第一大股东和第二大股东持股的比值大小与基金业绩的高低无关,假设6没有得到经验证据的支持。

表6 面板数据估计结果

变量符号	模型1	模型2	模型3
<i>C</i>	0.180(1.322)	0.237(1.779)	0.190(1.144)
<i>LnS</i>	0.022*(0.545)		0.020*(0.490)
<i>InD</i>	0.124(1.176)		0.107(0.963)
<i>Pst</i>	0.013(0.619)		0.023(1.021)
<i>LnSh</i>		0.017(0.311)	0.005(0.084)
<i>RSl</i>		-0.033(-0.860)	-0.046(-1.126)
<i>ToP</i>		0.018(0.137)	-0.027(-0.195)
<i>Zindex</i>		0.021(1.213)	0.024(1.316)
<i>LnA</i>	-0.030(-0.834)	-0.029(-0.787)	-0.028(-0.725)
<i>LnY</i>	-0.079***(-4.553)	-0.076***(-4.505)	-0.084***(-4.435)
<i>LnF</i>	0.031***(2.094)	0.024*(1.630)	0.026*(1.658)
<i>LnFs</i>	-0.017(-1.302)	-0.016(-1.275)	-0.016(-1.199)

注:括号中的数据为t检验值。\*\*\*、\*\*和\*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。

### 三 研究结论与对策建议

本文以基金管理公司为考察对象,利用面板数据模型实证研究了我国基金管理公司治理与基金业绩的关系。研究结果显示:董事会规模与基金业绩呈正相关关系;而独立董事占比、总经理地位、股东人数、证券公司持股比例、第一大股东持股比例以及Z指数与业绩无相关关系。据此,本文提出如下的提升基金业绩的对策建议。

第一,形成较大的董事会规模。董事会规模反映了一个公司订约环境的大致“内容”和董事服务所提供专家建议的数量,根据资源依赖理论的观点“相对较大规模的董事会可能导致更高水平的公司业绩”,作为一个组织与外部环境相联系以获取关键资源的董事会,对外部有效联系的需求越大,董事会规模就应越大。而董事会规模越大,其社会资本就更充裕,基金业绩就会越好。

第二,完善独立董事制度。本文通过实证研究发现,独立董事占比与基金业绩没有相关关系,也就是说独立董事的加入并未使基金管理公司的业绩提高。这说明我国基金管理公司的独立董事并未发挥其应有的作用,一方面是由于独立董事在董事会中的比例太小,一般而言,独立董事在董事会中占比50%较为合理,但目前我国基金管理公司普遍没有达到这一标准。另一个重要方面,是由于我国独立董事的产生机制及其薪酬制度造成的。因此,在实践中我们要在独立董事的任命和定薪上进行治理。在独立董事的任命上,可以考虑由现任独立董事指定,虽然这也有一定的局限性,但对于保持独立董事的独立性无疑是最好的方式。在定薪方面,可以考虑在规定独立董事最高薪酬的前提下,由独立董事组成一个机构,自主决定其薪酬。

第三,在保证总经理决策独立性的前提下,分散总经理权力。总经理在董事会中的地位,一定程度上反映了董事会的独立性。总经理在董事会中的职务越高,董事会就有可能被大股东控制,从而做出损害投资者利益的决策行为。另外,代理理论也认为,总经理在董事会中的地位如果太大,容易造成权力过于集中,总经理可能会限制其他董事会成员所获取的信息,进而侵犯股东权益。要制约总经理的行为,我国基金管理公司必须尝试建立和完善员工持股制度,将基金管理公司的业绩与员工利益紧密联系

在一起,从而增强其与总经理抗衡的能力,进而激励员工,约束总经理,最终达到提升实现基金管理公司业绩的目标。

第四,进一步引入机构投资者。机构投资者是证券市场的主导力量,机构投资者的不断壮大,能够有效解决基金管理公司代理问题中的信息不对称、激励不相容和责任不对称等代理问题,同时也可以有效制衡公司内部人侵占外部股东利益谋求控制权私人利益的机会主义行为。另外,机构投资者与基金管理公司之间会产生利益趋同,这对基金管理公司业绩也会产生正效应。本文通过实证研究发现,证券公司持股比例与基金业绩并无相关关系。这表明我国基金管理公司的机构投资者没有发挥应有的作用,尚需要进一步发展壮大。针对我国基金管理公司现状,我国可以降低外资进入的门槛,引进国外的机构投资者,这样不仅能学习国外先进基金管理经验,还能使我国基金业尽快实现与国际接轨。

第六,适度集中股权。一般认为,股权结构的相对集中,能更好地激励管理层,避免内部人控制问题,进而提高公司业绩。但根据本文的实证研究发现,第一大股东持股比例与Z指数这两个股权集中度衡量指标并不显著,与基金业绩没有相关关系。这表明我国的基金管理公司并未形成于基金规模相适应的股票集中度,从而无法发挥股权集中对基金业绩的促进作用。当然股权并不是越集中越好,适度集中的股权结构更有利于基金管理公司治理机制发挥,使基金管理公司治理效率趋于最大化。在实际中,我们可以考虑设定基金持股的上限,所有股东的持股比例不能超过这个上限,在此基础上,再利用大机构之间的利益制衡,自发调节和约束股权的集中程度。这样既可以避免一股独大的现象,又能建立起相对控股型的股权结构,对于基金管理公司的发展有着重要意义。

目前理论界对基金管理公司的研究焦点已逐渐由积极股东对公司治理产生影响转向其自身的治理问题,并且对这方面的研究越来越重视。本文在内容和视角方面都很新颖,研究结果将有助于推动基金管理公司治理相关理论和实践的发展。基金管理公司的管理者应该清醒的认识到,基金管理公司要取得好的基金业绩,必须完善公司治理结构,提高公司治理效率,进而提升公司价值,吸引更多投资者的加入。

#### 参考文献:

- [1] 陈四汝. 公司型证券投资基金法人治理结构研究[D]. 中国社会科学院研究生院博士论文, 2001.
- [2] 郭秀娟. 我国基金管理公司的独立董事制度[J]. 南方金融, 2001(11): 37-40.
- [3] 何孝星. 我国契约性基金治理结构的优化[J]. 经济理论与经济管理, 2003(11): 29-33.
- [4] 李学峰, 张 舰. 基金公司治理结构是否影响基金绩效[J]. 证券市场导报, 2008(2): 54-61.
- [5] Jensen M C, Meekling W H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.

(责任校对 罗 渊)