

基于基金公司性质研究 股权结构对公司绩效的影响

刘春奇

(中南财经政法大学会计学院, 武汉 430073)

【摘要】 本文以2003~2013年的基金公司数据为研究样本,运用超效率DEA模型衡量基金公司绩效,基于基金公司性质研究股权结构对绩效的影响。研究表明:中资基金公司绩效优于合资基金公司;基于“国有资源帮助之手”理论,国有控股基金公司绩效优于非国有控股基金公司;基金公司的国有性质强化了股权结构与绩效的正相关关系;基金公司规模、净资产收益率、所在地城市的政治背景与基金公司绩效呈正相关关系;基金公司所在地城市是否是金融中心对基金公司绩效影响不大。

【关键词】 基金公司; 股权结构; 绩效

2001年12月21日,中国证监会对外公布了《境外机构参股、参与发起设立基金公司暂行规定》(征求意见稿),合资基金公司的设立正式打开大门。监管层和金融机构期望通过合资基金公司引进丰富的资产管理经验,通过海外渠道促进本土基金业的发展。但在实际操作中,国外的投资方式和理念不适合中国市场特性,陆续出现了基金公司股权变动与外资方撤离中国市场的情况,这与最初外资方股东热情参与中国市场的情景形成了鲜明的反差,导致合资基金公司的发展停滞不前。合资基金公司何去何从,引发了监管部门和基金业的深思和讨论。

国内外已有学者研究基金公司治理特征对其旗下基金绩效的影响,而鲜有以基金公司股权结构性质为研究对象的文献。与美国等国较多采用公司型基金运作模式不同,我国采用契约式运作模式评价基金绩效,基于此,本文从基金公司股权性质角度,运用广义最小二乘法(FGLS)研究基金公司的股权结构对其绩效的影响。

一、文献回顾与研究假设

21世纪初,中外合资基金公司的蓬勃兴起,把我国初步发展的基金业推向国际竞争大舞台。何德旭(2000)研究发现,设立合资基金公司可以改善投资者结构、提高上市公司质量、借鉴国际基金管理经验规避金融风险。但是,合资基金公司成立13年来,在中国的道路并不平坦。2006年,曾出现中外资股东为争夺控制权而不断博弈和交锋的情景。2008年金融危机后,外资股东逐渐趋弱,中资股东话语权越来越强,海外人才慢慢淡出中国市场。2013年,陆续出现基金公司(如长安基金、纽银梅隆西部)股权变动与外资方撤离中国市场的情况。中国证券投资基金业协会公布的数据显示,截至2014年5月底,我国共有基

金公司91家,其中,合资基金公司48家,占比52.75%,但其资产管理规模仅占总规模的47.92%,不如中资基金公司。基金公司公募资产管理规模业内排名前十的合资公司仅有华夏基金、工银瑞信基金和嘉实基金3家,其余7家均为中资公司。据此,本文提出以下研究假设:

假设1:合资基金公司没有发挥自身优势,其绩效差于中资基金公司。

Barros, C. P.和Garcia, M. T. M.(2006)运用DEA模型评价葡萄牙12家养老基金公司1994~2003年的绩效,得出规模较大的公司及私营公司的效益较好。但江萍、田澍(2011)利用中国的数据得出了相反的结论,他们研究基金公司组织与股权结构对旗下基金绩效的影响,发现国有控股和合资基金公司旗下基金绩效较好,并且外资参股有利于提高基金绩效。介勇虎、任颀(2011)研究中国基金公司的所有权结构与绩效的关系,得出了相同的结论。但是,自从放开外资进入基金业后,虽有政策扶持及外资股东先进的管理理念,却出现了外资方频频撤股现象。根据理性经济人理论,基金公司的国有股股东和外资股东为了追求自身利益的最大化,对公司控制权、经营权及利润的博弈越来越激烈,导致公司治理矛盾及利益冲突加剧。据此,本文提出如下研究假设:

假设2a:基于“国有资源帮助之手”理论,国有控股基金公司比非国有控股基金公司绩效好。

假设2b:基金公司的国有性质强化了股权结构与绩效的正相关关系,国有控股基金公司绩效较好。

二、研究设计

(一)样本期间与样本选择

本文的研究期间为2003~2013年,为保证数据的可

靠性及样本的经营期至少1年以上,本文做了技术处理,即剔除2013年1月1日之后成立的基金公司、无法获取的数据及缺漏值公司,剩余69家基金公司11年的不平衡面板数据共385个观察值作为研究样本。

本文采用的数据来自中国基金网、wind数据库、同花顺iFinD数据库。本文采用Statal3.0软件进行多元回归分析,为剔除异常值的影响,对连续变量在1%和99%的分位数上进行了Winsorize处理。

(二)模型设定与变量定义

本文借鉴江萍、田澍(2011)文章中研究基金公司股权结构对基金公司旗下基金绩效影响构建模型的做法,构建以下模型进行检验:

$$Performance_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 JV_{i,t-1} + \beta_2 Holding_{i,t-1} + \beta_3 Top1_rate_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 Age_{i,t-1} + \beta_7 Fmn_{i,t-1} + \beta_8 Fmay_{i,t-1} + \beta_9 Pwarea_{i,t-1} + \beta_{10} Fwarea_{i,t-1} + \beta_{11} Bull_{i,t-1} + Year_t + \varepsilon_{i,t}$$

1. 被解释变量。本文先从基金公司费用、风险、收益、风险调整收益、成长性五方面构建绩效评价指标体系,如表1所示。然后运用超效率DEA模型测量基金公司绩效水平,具体过程受篇幅所限省略。

表1 基金公司绩效评价指标体系

评价内容	评价指标
基金公司费用	管理费率+托管费率+其他费率
	交易费率
	单位净资产费用率
基金公司风险水平	收益率标准差
基金公司收益水平	净值收益率
基金公司风险调整收益水平	Sharp指数
	Jensen指数
	Treynor指数
基金公司的成长性	总资产增长率

2. 解释变量和控制变量。

(1)基金公司性质(JV)。系虚拟变量,如果基金公司为合资,则JV=1;否则,JV=0。

(2)股权性质(Holding)。系虚拟变量,如果基金公司为国有控股,则Holding=1;否则,Holding=0。

(3)控制变量。何杰(2005)研究发现,证券公司持有基金公司股权比例越高,基金绩效越低。第一大股东持股比例(Top1_rate)会影响公司决策,因此将其纳入控制变量。Joseph Chen(2004)研究发现,基金公司的规模越大,其绩效越好;基金公司成立时间越长,发行的基金越被看好,但其管理模式和投资理念不易创新。据此,本文将基金公司规模(Size)、成立时间(Age)纳入控制变量。相二卫(2013)实证检验了基金经理特征对投资者决策的影响,据此,本文将基金公司基金经理人数(Fmn)、基金经理平均任职时间(Fmay)纳入控制变量。以往文献探讨了基金

公司所在地域状况对所管理基金绩效的影响,本文借鉴何杰、杨丹(2010)对基金公司的分类方法,见表2。

表2 变量名称及度量标准

变量	符号	变量名称与度量标准
被解释变量	Performance	构建基金公司绩效评价指标体系,运用超效率DEA测算出基金公司绩效
	JV	虚拟变量,基金公司为合资性质,则JV=1,否则,JV=0
解释变量	Holding	虚拟变量,基金公司为国有控股性质,则Holding=1;否则,Holding=0
	Top1_rate	第一大股东持股比例
控制变量	Size	基金公司管理基金规模
	ROA	基金公司净资产收益率
	Age	基金公司成立时间
	Fmn	基金公司基金经理人数
	Fmay	基金公司基金经理平均任职年限
	Pwarea	基金公司所在城市地位(政治中心):北京赋值为2,上海及其他省会城市赋值为1,深圳及其他城市赋值为0
	Fwarea	基金公司所在城市地位(金融中心):上海赋值为3,北京赋值为2,深圳赋值为1,其他城市赋值为0
	Bull	牛市哑变量:2007年之前为1,2007年之后为0

(三)变量描述性统计

表3 变量描述性统计

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	P50	Min	Max
Performance	385	0.573	0.267	0.532	0.178	1.000
JV	385	0.551	0.498	1	0.000	1.000
Holding	385	0.813	0.390	1	0.000	1.000
Top1_rate	385	50.783	6.997	49	40.000	64.000
Size	385	14.635	1.057	14.75	12.693	16.086
ROA	385	0.200	0.202	0.101	0.010	0.574
Age	385	11.078	2.393	11	8.000	16.000
Fmn	385	10.421	4.323	10	3.000	17.000
Fmay	385	2.618	0.784	2.69	1.060	3.700
Pwarea	385	0.940	0.672	1	0.000	2.000
Fwarea	385	2.138	1.002	3	0.000	3.000
Bull	385	0.049	0.217	0	0.000	1.000

三、实证结果及分析

由于本文的研究样本是2003~2013年以年为单位的的面板数据,在同一截面隶属于同一家基金公司的不同年度可能会存在横截面异方差。在多元回归分析前,我们进行了截面异方差检验,结果发现数据确实存在该问题。为此,本文采用Coval and Moskowitz的可行广义最小二乘法(FGLS)进行估计,其优点是估计过程中允许面板数据存在横截面异方差和一阶自回归AR(1),而并不影响估计结果的准确性。回归结果如表4所示:

表4 基于基金公司性质的股权结构与基金公司绩效回归结果

	Performance (1)	Performance (2)	Performance (3)	Performance (4)
JV		-0.025* (-1.75)		-0.028** (-1.96)
Holding			0.035** (2.07)	0.037** (2.23)
Top1_rate	-0.002* (-1.74)	-0.001 (-1.38)	-0.002** (-2.38)	-0.002** (-2.09)
Size	0.128*** (8.40)	0.127*** (8.33)	0.125*** (8.26)	0.124*** (8.20)
ROA	0.563*** (6.67)	0.556*** (6.59)	0.541*** (6.41)	0.534*** (6.33)
Age	-0.007 (-1.64)	-0.009** (-2.10)	-0.007 (-1.57)	-0.008** (-1.97)
Fmn	-0.013*** (-4.41)	-0.013*** (-4.56)	-0.012*** (-3.82)	-0.012*** (-3.86)
Fmay	-0.035*** (-3.13)	-0.035*** (-3.18)	-0.034*** (-3.01)	-0.033*** (-2.96)
Pwarea	0.035*** (2.69)	0.032** (2.42)	0.035*** (2.72)	0.031*** (2.36)
Fwarea	-0.007 (-0.82)	-0.004 (-0.47)	-0.010 (-1.06)	-0.006 (-0.66)
Bull	0.205*** (4.03)	0.199*** (3.96)	0.229*** (4.45)	0.227*** (4.45)
_cons	-1.059*** (-5.30)	-1.012*** (-5.06)	-1.012*** (-5.12)	-0.963*** (-4.87)
年度	控制	控制	控制	控制
N	385	385	385	385

注:括号中的数据为t值,***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平,下同。

表4中,基金公司性质(JV)的系数为-0.025,与基金公司绩效在10%的水平上负相关,即合资基金公司绩效低于中资基金公司绩效,验证了本文的假设1。基金公司股权性质(Holding)的系数为0.035,与基金公司绩效在5%的水平上正相关,说明国有控股基金公司的绩效较好,符合“国有资源帮助之手”理论,验证了本文的假设2a。第4列中同时考虑基金公司性质(JV)和基金公司的产权性质(Holding)时,发现JV的系数为-0.028,且在5%的水平上与基金公司绩效负相关, Holding的系数为0.037,且在5%的水平上与基金公司绩效显著正相关,即在考虑了基金公司产权性质之后,强化了基金公司股权性质与基金公司绩效的正相关关系,验证了本文的假设2b。

控制变量中,国有控股基金公司第一大股东持股比例(Top1_rate)系数为-0.002,与基金公司绩效在5%的水平上负相关,表明第一大股东持股比例越高,决策民主性越差,应适当分散股权。基金公司规模(Size)、净资产收益率(ROA)与绩效在1%的水平上正相关,表明基金公司规模越大,净资产收益率越高,基金公司绩效越好。基金公

司基金经理人数(Fmn)、基金经理平均任职年限(Fmay)与基金公司绩效在1%的水平上负相关,这与以往文献的研究结论有所不同,有待进一步检验。基金公司所在城市为政治中心(Pwarea)的系数为正,与基金公司绩效在1%的水平上正相关,表明政治因素对公司发展有很大的影响,再次验证假设2a。而基金公司所在城市是否为金融中心(Fwarea),对绩效没有显著影响。

为进一步研究基金公司性质和股权性质对绩效的影响及其差异,本文将基金公司性质和股权性质分成以下四类:①合资和非国有控股基金公司(JV=1和Holding=0);②合资和国有控股基金公司(JV=1和Holding=1);③中资和非国有控股基金公司(JV=0和Holding=0);④中资和国有控股基金公司(JV=0和Holding=1)。然后按分组进行回归检验,结果如表5所示:

表5 基金公司治理结构与基金公司绩效分组回归结果

	合资和 非国有 (1)	合资和 国有 (2)	中资和 非国有 (3)	中资和 国有 (4)
Top1_rate	0.032** (2.01)	-0.002 (-0.91)	0.007 (0.32)	0.001 (0.34)
Size	-0.246*** (-4.36)	0.118*** (4.92)	0.184** (2.07)	0.212*** (6.71)
ROA	0.468*** (2.65)	0.671*** (4.46)	0.561** (2.00)	0.286* (1.92)
Age	-0.056 (-0.78)	-0.009 (-0.95)	-0.268** (-2.00)	0.011 (1.32)
Fmn	0.055*** (3.69)	-0.005 (-0.96)	-0.102*** (-4.09)	-0.030*** (-4.18)
Fmay	0.124* (1.69)	0.011 (0.62)	-0.006 (-0.09)	-0.080*** (-2.78)
Pwarea	-0.132 (-0.86)	0.047* (1.80)	-0.435*** (-3.05)	0.040 (1.33)
Fwarea	0.300 (1.14)	-0.023 (-1.28)	0.317*** (3.45)	-0.009 (-0.65)
Bull	-0.048 (-0.31)	0.375*** (4.69)	-0.522** (-2.11)	-0.098 (-1.01)
_cons	-0.962 (-0.35)	-0.930*** (-2.92)	0.000 (0.02)	-2.450*** (-4.76)
年度	控制	控制	控制	控制
N	42	170	30	143

由表5可见,非国有控股合资基金公司中,第一大股东持股比例(Top1_rate)与基金公司绩效在5%的水平上正相关,表明与中资股东争夺控制权把握越大,基金公司绩效越好,再次验证假设2b。基金公司规模(Size)、净资产收益率(ROA)与绩效在1%的水平上正相关,与主回归结论一致。中资基金公司的基金经理人数(Fmn)与基金公司绩效在1%的水平上负相关。非国有控股中资基金公司中,

公司所在城市是否为政治中心(Pwarea)与基金公司绩效在1%的水平上负相关,而所在城市是否为金融中心(Fwarea)与基金公司绩效在1%的显著水平上正相关,表明该类基金公司金融环境对绩效有积极影响。而国有控股的合资基金公司却相反,公司所在城市是否为政治中心(Pwarea)与基金公司绩效在10%的水平上正相关,而所在城市是否为金融中心(Fwarea)与基金公司绩效不相关,表明国有控股合资基金公司受到政治因素的影响较大。

四、稳健性检验

Khorana and Servae(1999)研究发现,基金公司推出新基金的概率和该基金家族历史业绩正相关。借鉴上述研究,本文将基金公司历史业绩(Persist)作为解释变量,加入模型中进行稳健性检验,来衡量基金公司的历史业绩对基金公司绩效的影响,回归结果如表6所示:

表6 稳健性检验

	Performance (1)	Performance (2)	Performance (3)	Performance (4)
JV		- 0.027* (- 1.95)		- 0.030** (- 2.13)
Holding			0.030* (- 1.77)	0.032* (- 1.91)
Persist	0.181*** (- 4.40)	0.186*** (- 4.54)	0.172*** (- 4.13)	0.175*** (- 4.23)
Top1_rate	- 0.001 (- 1.30)	- 0.001 (- 1.18)	- 0.002* (- 1.80)	- 0.002* (- 1.73)
Size	0.114*** (- 7.58)	0.114*** (- 7.56)	0.112*** (- 7.44)	0.112*** (- 7.41)
ROA	0.448*** (- 5.33)	0.449*** (- 5.33)	0.434*** (- 5.15)	0.434*** (- 5.16)
Age	- 0.005 (- 1.25)	- 0.007* (- 1.66)	- 0.005 (- 1.16)	- 0.006 (- 1.53)
Fmn	- 0.011*** (- 3.77)	- 0.011*** (- 3.76)	- 0.010*** (- 3.34)	- 0.010*** (- 3.24)
Fmay	- 0.036*** (- 3.19)	- 0.033*** (- 2.92)	- 0.036*** (- 3.13)	- 0.032** (- 2.81)
Pwarea	0.025** (- 2.08)	0.021* (- 1.72)	0.027** (- 2.24)	0.023* (- 1.89)
Fwarea	0.001 (- 0.10)	0.004 (- 0.48)	- 0.002 (- 0.18)	0.002 (- 0.18)
Bull	0.174*** (- 3.46)	0.178*** (- 3.52)	0.194*** (- 3.79)	0.201*** (- 3.90)
_cons	- 0.983*** (- 4.99)	- 0.932*** (- 4.71)	- 0.945*** (- 4.80)	- 0.888*** (- 4.50)
年度	控制	控制	控制	控制
N	385	385	385	385

从表6可以看出,加入基金公司历史业绩(Persist)后,回归结果和表4基本一致。基金公司性质(JV)和基金公司绩效在10%的水平上负相关,基金公司股权性质(Holding)和基金公司绩效在5%的水平上正相关,且同时考虑JV和Holding时,与JV的负相关关系更加显著,与Holding

的正相关关系更加显著,说明合资性质的国有控股基金公司的绩效更好,这和主回归结果一致。基金历史业绩(Persist)与基金公司绩效在1%的水平上显著正相关,这符合预期,且和以前研究文献的结论相一致。基金经理人数(Fmn)、基金经理最大任职年限(Fmay)和基金公司绩效显著负相关,表明基金经理在专业知识和职业素质等方面还没有发挥出积极的作用。基金公司规模(Size)、净资产利润率(ROA)与基金公司绩效显著正相关,与主回归结果一致。基金公司所在城市是否处于政治中心(Pwarea)与基金公司绩效显著正相关,而所在城市是否处于金融中心(Fwarea)对基金公司绩效没有显著影响。

五、研究结论与启示

本文基于基金公司性质研究股权结构对绩效的影响,得出以下五个结论:①合资基金公司绩效低于中资基金公司,引入外资政策没有发挥预期效果,中国基金业受到政治环境的影响较大,外资方没有发挥出自身先进管理理念的优势。②国有控股基金公司绩效优于非国有控股基金公司,体现了“国有资源帮助之手”效应。③基金公司性质强化了基金公司股权性质和绩效的正相关关系,合资性质的国有控股基金公司绩效较好。④基金公司规模(Size)和净资产收益率(ROA)越高,基金公司绩效越好。⑤中国基金公司普遍受政治环境影响,处于政治中心城市的基金公司绩效较好,而是否处于金融中心城市对基金公司绩效没有显著影响。

研究结论对投资者、基金业和监管层有一定的指导和参考作用。对投资者来说,为其选择投资方向、做出正确投资决策提供了有效的参考依据。对基金公司来说,可以明确自身特点,处理好中外资股东对控制权和利益的博弈和冲突,共同改善经营管理和绩效水平。对监管层来说,提供了宏观指导意见,即应加强对合资基金公司的帮扶和指导,引领中国基金业向国际接轨。

主要参考文献

王林,俞乔.管制、监管与市场发展:基于中国基金业的经验分析[J].管理世界,2013(2).

相二卫.基金经理特征与基民投资选择——基于新基金发行的实证研究[J].上海金融,2013(2).

何德旭.加入WTO与中外合资基金公司的组建[J].世界经济,2000(9).

Anersen P., Petersen N. C.. A procedure for ranking efficient unit in data envelopment analysis[J]. Management Science, 1993(10).

何杰.证券投资基金治理结构特征与绩效关系的经验研究[J].管理评论,2005,(8).

【基金项目】中南财经政法大学研究生创新课题“我国QDII基金绩效评价——基于四阶段DEA和Bootstrapped DEA的实证研究”(课题编号:2014B0902)