

基金管理公司内部治理及其效应分析

——以开放式基金为样本

肖继辉¹, 彭文平²

(1. 暨南大学 会计系, 广东 广州 530632; 2. 华南师范大学 经济管理学院, 广东 广州 510631)

[摘要]通过分析基金管理公司的内部治理对开放式基金业绩、规模和资金流的影响,发现一股独大、董事会规模、内部董事比例和督察长的设置具有负面的治理效应;均分股权、监事会规模、内部监事比例和投资决策委员会规模具有正面的治理效应;独立董事比例高虽能吸引资金流,但对业绩无影响。基金管理公司采用均分股权模式、扩大监事会规模、提高内部监事比例与独立董事比例等,是改善基金管理公司内部治理的有效途径。

[关键词]基金管理公司;内部治理;开放式基金;治理效应

[中图分类号]F279.23 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2010)01-0105-08

我国开放式基金虽然起步较晚,但伴随资本市场的发展,其规模迅速扩张,至今股票方向的基金资产净值占沪深A股流通市值约1/3。基金的发展对稳定资本市场起到了非常重要的作用。

我国开放式基金为契约型基金。与西方盛行的公司型基金相比,我国开放式基金的代理成本很高,存在着严重的治理失衡问题^[1];而且基金治理的安排与效果也与西方公司型基金相差甚远。本文将对我国基金管理公司的内部治理效果问题进行研究。

一、基金公司内部治理研究的文献综述

西方国家学者对公司型基金治理的研究大体分为两大类:一类是研究董事会的治理,尤其是独立董事制度的有效性。Tufano和Sevick认为,西方国家的公司型基金中以独立董事为主的治理结构能有效保护投资者利益^[2]。另一类是研究基金公司治理的评级与基金业绩、投资者行为的关系。Larcker等人发现,基金公司内部治理对基金业绩有显著正的影响,

治理度量可以解释未来业绩,基金公司治理的评级影响投资者的申赎行为^[3]。Wellman和Zhou发现,公司治理效应可以转化为显著的财富效应^[4]。

国内很少有学者研究基金公司治理与基金业绩、投资者行为的关系。何杰以2002年的封闭式基金为样本,分析了基金管理公司的独立董事与基金业绩的关系。他的研究表明,基金管理公司董事会中具备金融、证券专业知识与工作经验的独立董事比例越高,基金业绩就越好;基金管理公司独立董事的平均年龄越高,基金业绩就越低;基金管理公司董事会规模与基金会计业绩之间存在显著的倒U型曲线关系;证券公司持有基金管理公司股份的比例对基金业绩具有显著的负向影响^[5]。何杰的研究仅仅关注了独立董事的背景对基金管理公司治理效果的影响,而忽略了影响独立董事治理效果的更重要的因素是独立董事的规模和比例;而且他没有考虑监事会、督察长等内部监督约束机制对基金业绩和投资者申赎行为的影响。实际上,投资者更关心以保

[收稿日期]2009-07-06

[基金项目]教育部人文社科青年项目(08JC630030)

[作者简介]肖继辉(1976—),女,湖南邵东人,暨南大学管理学院会计系副教授,博士,从事公司治理与公司财务研究;彭文平(1972—),男,湖南长沙人,华南师范大学经济管理学院副教授,博士,从事农村金融及公司财务研究。

护基金持有人利益为宗旨的监事会、督察长的治理机制效果。因此,本文从独立董事比例和规模、董事会结构以及监事会、督察长的治理机制入手,分析这些因素对基金管理公司内部治理效果的影响。

二、基金管理公司的内部治理

我国现有的投资基金都是契约型基金,基金资产的管理运作是通过基金管理公司进行的。我国的基金管理公司主要采取有限责任公司的形式,一般设有股东会、董事会、监事会等机构。股东会是基金管理公司的权力机构;股东会选举产生董事会;由董事会聘任公司总经理来主持日常经营管理工作;监事会主要负责检查公司财务并监督公司董事、高级管理人员的尽职情况。基金管理公司的内部通常还设有研究部、投资部以及投资决策委员会、风险控制委员会等机构。投资部门在投资决策委员会和风险控制委员会的领导下,在研究部门提供的投资分析报告的基础上,遵照基金合同和有关法律的规定,选择合适时机将基金资产投入股票、债券市场,实现基金合同规定的投资目标。基金资产的投资需要服从投资决策委员会制定的投资策略,因此投资决策委员会可以起到控制基金风险、牵制基金管理公司经理行为的作用,它是基金管理公司内部治理的组成部分。

按照基金契约,基金管理公司接受基金持有人的委托实际控制基金资产。由于基金持有人很分散,存在严重的搭便车问题,并且缺乏有效的持有人代表机制来行使监督和选择基金管理人的权利,基金管理公司的内部治理几乎完全依赖其内部治理和外部约束来实现,即需要强化以独立董事为代表的内部监督约束和以产品市场、经理市场、政府监管为代表的外部约束^[1]。

对基金持有人利益的保护是基金管理公司内部治理的核心。为了保护基金持有人的利益、强化对基金管理人的约束,《证券投资基金管理公司管理办法》及相关规定要求基金管理公司聘任独立董事、建立监事会。2006年中国证监会发布了《证券投资基金管理公司督察长管理规定》,要求基金管理公司设立督察长。督察长是监督检查基金和公司的运作情况及公司内部风险控制情况的高级管理人员。这样,基金管理公司内部就形成了包含独立董事、监事会、督察长和投资决策委员会在内的治理结构。

目前我国基金管理公司的内部治理仍存在一定的缺陷,不利于对基金持有人利益的保护。这主要

体现在:(1)基金管理公司的股权结构存在问题。我国现有基金管理公司的注册资本普遍较少。此外,公司采取“绝对控股”和“均分控股”两种模式。前者由一家券商享有绝对的控制权,这容易导致“一股独大”的控制人问题;后者的股权也是较低程度的分散,仍然难免“相对控制”的问题,而且绝大多数控制股东为券商。这样的股权结构容易引发基金资产为控股券商的承销、自营甚至委托理财业务服务;基金管理公司的经理可能通过高买低卖的方式向大股东输送利益、通过频繁交易增加支付给控股券商的佣金收入。(2)基金管理公司董事会的约束力不够。首先,独立董事人数和构成还不能有效发挥约束的作用。按照1962年美国SEC发布的Wharton报告,40%的独立董事比例对基金监管起不到应有的效果,于是SEC在2003年将独立董事比例提高到2/3。而我国的法规只要求独立董事不少于3人和不少于董事人数的1/3,显然比例偏低。本文的样本数据也显示,独立董事平均不到4人,占董事人数的比例仅为37.9%。独立董事比例偏少则很难达到预期的治理效果。其次,独立董事在公司中的权力规定没有得到保障。《证券投资基金管理公司管理办法》中没有明确独立董事在行使权力过程中遇到基金管理公司的股东阻力时的法律保障,使得独立董事的监督能力大打折扣。最后,独立董事与监事会的职责分工缺乏明确的界限。我国基金管理公司的治理模式中,股东会下的董事会与监事会呈并行之态。监事会与独立董事存在监督重合问题,可能导致搭便车问题的出现^[6]。(3)基金管理公司经理人的基金资产运作权力与风险不匹配,对经理人缺乏有效的激励与约束机制。基金管理公司的总经理负责从股票库中挑选股票和决定股票的资产配置,这对基金业绩的影响是直接的;但经理的报酬激励与基金回报之间存在着严重的不对称,使得激励机制对经理行为的约束弱化。(4)基金管理公司董事和监事的聘任机制存在问题。我国基金管理公司的董事会、监事会基本上都是由股东会推举产生,除了独立董事是外部人之外,董事和监事全部由股东和基金管理公司的高层管理人员担任。督察长一般也由基金管理公司的总经理推选。监事和督察长的任命与选拔制度使得以保护基金持有人利益为初衷而建立的内部监督机制很难发挥实效。

基于我国基金管理公司内部治理现状和存在的缺陷,笔者提出如下假设:

假设1a:基金管理公司大股东一股独大,有负面

的治理效应。

假设 1b: 股权均衡有利于对基金持有人利益的保护, 有正面的治理效应。

假设 2a: 董事会规模越大就越可能维护基金管理公司股东的利益, 有负面的治理效应。

假设 2b: 内部董事具有董事和管理者的双重身份, 其更可能成为股东利益的代言人, 有负面的治理效应。

假设 2c: 独立董事代表基金持有人行使监督职能, 有正面的治理效应。

假设 3a: 监事会规模越大, 其行使监督的能力就越强, 有正面的治理效应。

假设 3b: 内部监事具有监事和管理者的双重身份, 更了解基金管理公司的运作, 这便于监督职能的履行, 有正面的治理效应。

假设 4: 督察长是为了维护基金持有人的利益而设立的监督者, 有正面的治理效应^①。

假设 5: 投资决策委员会规模越大, 其投资能力就越强, 对基金业绩有正面的影响。

本文将检验以上假设, 以考察基金管理公司的内部治理对基金业绩、基金规模和资金流的影响。

三、变量的定义

(一) 基金业绩度量

本文采用根据基金年度净值增长率所计算的原始回报(Return)、目标调整回报(ObjRet)、詹森测度(J- α)和四因素模型的截距(FF- α)等四个基金业绩度量。

目标调整回报(ObjRet)的计算如下:

$$OAR = \left[\prod_{i=1}^{12} (1 + R_{it}) - 1 \right] - \left[\prod_{i=1}^{12} (1 + R_{ot}) - 1 \right] \quad (1)$$

其中, R_{it} 为基金 i 的月度净值回报率, R_{ot} 为同类基金月度净值回报的中位数。

詹森测度(J- α)可以通过如下模型计算:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_{ip} + \beta_{ip} (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{ip} \quad (2)$$

其中: R_{it} 为基金 i 的月度净值回报率; R_{ft} 为 t 期无风险回报率; R_{mt} 为 t 期市场基准组合回报率, 本文采用沪深综合指数回报率表示; β_{ip} 为系统风险系数; ε_{ip} 为残差项; α_{ip} 为回归方程的截距, 即詹森测度。

四因素模型的截距(FF- α)按照如下公式计算:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_{ik} + \beta_{ik1} (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{ik2} SMB_t + \beta_{ik3} HML_t + \beta_{ik4} MOM_t + \varepsilon_{ik} \quad (3)$$

其中, SMB_t 为 t 期高市值与低市值股票的月度回报差; HML_t 为 t 期低市净率与高市净率股票的月度回报差; MOM_t 为前 12 月市场回报低与回报高的股票在月度 t 的回报差; α_{ik} 为风险调整后的回报, 当 α_{ik} 显著大于零时, 表示基金获取超额回报; β_{ik2} , β_{ik3} , β_{ik4} 分别为所构建的基准组合的回归系数^②, 代表基金的投资风格。采用样本年度末 $t = [-24, 0]$ 的月度回报时间序列数据计算模型(2)和(3)中的 α , β 系数。

原始回报(Return)为绝对业绩度量, 中位数目标调整回报(ObjRet)为相对业绩度量, 两者都未考虑风险。詹森测度(J- α)和四因素模型的截距(FF- α)都考虑了风险, 但是前者只考虑市场组合风险, 而后者除了考虑市场组合风险外, 还考虑其他股票组合风险, 因而更具有合理性。

(二) 基金治理变量

本文将基金治理变量分为五类: 一是基金管理公司的股权治理变量, 包括: (1) 第一大股东持股(Bigstock), 用第一大股东持股百分数表示; (2) 前三大股东股权均衡(Hedfindx), 用 1 减去第一、第二大股东和第二、第三大股东持股之差的平方和之后的余额表示。二是基金管理公司董事会的治理变量, 包括: (1) 董事会人数(Board), 用董事会总人数表示; (2) 内部董事比例(Isdbod), 用内部董事占董事会总人数的比例表示; (3) 独立董事比例(Indbod), 用独立董事占董事会总人数的比例表示。三是监事会的治理变量, 包括: (1) 监事会规模(Dircs), 用基金管理公司监事总人数表示; (2) 内部监事比例(Dircp), 用内部监事占总监事人数的比例表示。四是督察长的治理变量(MornitorD), 如果基金管理公司设立督察长, 则该变量为 1, 否则为 0。五是投资决策委员会人数(Invmem), 用所设立的投资决策委员会总人数表示。

(三) 其他变量

基金规模(LnTna), 用基金净资产(Tna, 单位为亿元)的对数表示; 基金净资金流(Cashflow), 根据公式 $\frac{Tna_{i,t} - Tna_{i,t-1} \times r_{i,t}}{Tna_{i,t-1}}$ 计算; 资产周转率(Turnover), 采用基金样本年度股票交易量的 1/2 除

^①大部分基金管理公司在 2006 年以前就开始设立督察长, 也有少部分基金管理公司未设立督察长。本文通过比较设立与未设立督察长的基金管理公司业绩的差异, 考察督察长治理的有效性。

^②根据四因素模型中所构建基准组合的回报, 笔者发现整体上 SMB 有负的回, HLM 和 MOM 有正的回。

以年度末基金的净资产作为近似估计值^①；风险 (Risk)，用样本年度基金的月度回报标准差表示；基金公司规模 (Corpsiz)，用基金管理公司所管理净资产 (亿元) 的对数表示。

四、实证检验

本文选择 2005 年 1 月 1 日以前公开募集的股票型和混合型开放式基金公司作为样本，样本期为 2004 年—2006 年，总样本为 131 家。其中，2004 年

为 15 家，2005 年为 38 家，2006 年为 78 家^②。选择 2004 年—2006 年为样本期的原因是，所选样本期间为一个牛市周期，可以避免由于市场变化引起样本期间基金业绩的系统差异，从而削弱业绩影响因素的解释力和回归模型的稳定性。

基金净值、基金与基金公司特征、内部治理、股票回报和沪深综合指数数据均来自国泰安数据库，基金股票交易量根据基金年度报告手工收集。变量的描述性统计见表 1。

表 1 变量的描述性统计

	Tna	Cashflow	Turnover	ObjRet	Return	J- α	FF- α	Bigstock
均值	19.004	1.016	2.234	-0.012	0.41	0.014	0.001	44.557
中位数	12.99	-0.157	1.5	0	0.082	0.015	0.001	48
最小值	0.63	-1.283	0.002	-0.79	-0.104	-0.003	-0.017	20
最大值	149.41	27.849	30.927	0.716	1.788	0.034	0.019	67
	MornitorD	Board	Indbod	Isdbod	Dircs	Dircp	Invmem	
均值	0.842	9.178	0.379	0.121	3.19	0.3533	4.32	
中位数	1	9	0.4	0.111	3	0.3333	5	
最小值	0	5	0	0	0	0	0	
最大值	1	12	0.6	0.286	6	1	13	

基金净资产的中位数为 13 亿，样本期基金的净资金流入为期初资产的 1.01 倍，但半数以上基金的净申购为负数，说明投资者申购基金时有所选择。基金资产的周转率平均为 2.23 倍；基金净值增长率的中位数为 8.2%，3/4 分位点为 96.7%；基金的目标调整业绩中位数为 0，3/4 分位点为 5.7%；詹森 α 的中位数为 1.5%，3/4 分位点为 2.2%；四因素模型 α 的中位数为 0.1%，3/4 分位点为 0.5%。从风险调整业绩看，近半数的基金未取得超额回报，而且考虑风险越全面的基金业绩度量越小。基金管理公司的第一大股东持股比例平均为 44.56%；有 84% 的基金管理公司内部设有督察长；监事人数平均为 3 人，内部监事人数平均为 1 人；基金管理公司的董事会平均为 9 人，内部董事比例平均为 12.1%，独立董事比例平均为 37.9%。

本文首先分析基金管理公司的内部治理对基金业绩的影响；其次分析基金管理公司的内部治理对基金规模的影响；最后分析基金管理公司的内部治理变量对基金申赎净资金流的影响。

(一) 内部治理机制对基金业绩的影响

基金规模、风险都是影响基金业绩的重要因

素^[7]，基金的交易活动也会影响基金业绩^[8-9]。基金管理公司的规模在一定程度上代表基金管理的优势，对基金业绩可能产生影响。本文在控制基金与基金公司特征后，分析内部治理机制对基金业绩的影响。回归结果见表 2。

基金与基金公司特征对基金业绩的影响为：(1) 基金风险对未考虑风险的业绩 Return 有显著正的影响，对其他考虑风险的业绩均无显著影响。(2) 资产周转率对未考虑或考虑风险不全面的业绩无显著影响，但对考虑风险更全面的 FF- α 有显著负的影响。通常基金资产周转率大小与基金风险高低相关，因此考虑风险因素后的资产周转率越大，基金业绩就越差。

内部治理对基金业绩的影响为：(1) 基金管理公司大股东持股比例对 Return 和 ObjRet 有显著负的影响，说明基金管理公司大股东持股越多，基金业绩就越差。(2) 前三大股东股权均衡对 Return 和 ObjRet 有显著正的影响，说明前三大股东持股越均衡，基金管理公司所管理的基金业绩就越好。笔者认为，第一大股东持股越多，就越有动机和能力利用基金资产进行关联交易来牟取私利，而股权相对均衡

①因为无法取得基金年度买进和卖出的股票金额，因此采用此近似值度量。

②计算詹森测度 (J- α) 和四因素模型的截距 (FF- α) 需要使用上一年度 12 个月的月度回报，因此 2004 年、2005 年和 2006 年的样本分别为 2003 年 1 月 1 日、2004 年 1 月 1 日和 2005 年 1 月 1 日前成立的基金公司。

表2 内部治理机制对基金业绩的影响

	(1) Return	(2) ObjRet	(3) J- α	(4) FF- α
Risk	7.532(1.79*)	4.903(1.30)	0.136(1.56)	-0.040(1.11)
Turnover	0.012(0.68)	0.007(0.49)	0.000(0.95)	-0.001(3.71***)
LnTna	-0.042(0.77)	-0.025(0.48)	-0.001(1.01)	0.0003(0.13)
Bigstock	-0.014(3.33***)	-0.011(2.57**)	-0.0004(1.85*)	-0.00002(1.76*)
Hedfindx	1.660(3.211***)	1.487(2.59**)	0.021(1.74*)	0.008(1.65*)
Board	0.058(1.21)	0.009(0.34)	0.000(0.73)	0.00004(1.14)
Indbod	0.080(0.19)	-0.690(1.37)	-0.004(0.47)	0.009(1.04)
Isdbod	-0.044(0.173*)	-0.096(1.75*)	-0.021(2.39**)	-0.020(2.06**)
Dircs	-0.017(0.39)	-0.069(1.52)	0.001(0.55)	-0.001(1.27)
Dircp	2652.514(1.27)	2199.430(1.17)	73.211(1.73*)	66.342(2.13**)
Mornitord	-2652.646(1.27)	-2199.558(1.16)	-73.208(1.73*)	-66.346(2.13**)
Invmem	0.042(2.34**)	0.021(1.99*)	0.0005(1.80*)	0.00003(1.79*)
Ad-R ²	0.50	0.09	0.41	0.27
F	6.12	1.84	4.53	2.87

注:括号内为P值,*表示在10%水平上显著,**表示在5%水平上显著,***表示在1%水平上显著。回归采用Newey-West异方差和序列相关修正最小二乘法。

则有助于遏制“一股独大”对基金持有人利益的侵害,有助于改善基金业绩。(3)基金管理公司董事会规模和独立董事比例对基金业绩无显著影响,但内部董事比例对基金业绩有显著负的影响,说明内部董事比例具有显著的负面治理效应。独立董事比例对基金业绩无显著影响,是因为独立董事制度的安排如独立董事比例、人数和聘任机制以及独立董事履行监督职能的法律保障等存在缺陷,使其不能发挥有效的监督作用。(4)在监事会的治理变量中,监事会规模和内部监事比例对 Return 和 ObjRet 均无显著影响,但对风险调整业绩 J- α 和 FF- α 有显著正的影响。这说明监事会的治理具有正面的业绩效应,而且主要是通过控制基金风险来达到改善基金业绩的目的。(5)督察长的设置对 Return 和 ObjRet 均无显著影响,但对风险调整业绩 J- α 和 FF- α 有显著负的影响,说明督察长的设置存在负面效应。其原因是督察长不能有效履行监督职能,使得基金风险增加、基金业绩下降。(6)投资决策委员会对基金业绩有显著正的影响,因为投资决策委员会负责基金投资策略的制定,所以投资决策委员会的规模越大,其投资能力就越强。

内部监事比例和督察长对未调整风险的基金业绩度量没有显著影响,但是对采用考虑风险更全面的基金业绩度量 FF- α 有显著影响。这一方面反映了内部监事和督察长的治理效应主要是通过控制基金风险来实现业绩的改善;另一方面,FF- α 综合考虑了各种系统风险,是一种更加客观的业绩度量。

如果内部治理机制对业绩的改善是以放弃基金风险为代价的,则说明这样的治理机制是不能真正保护基金持有人利益的。

西方学者通过研究发现,基金规模将损害其流动性,对业绩有负的影响^[7]。本文的研究也发现基金规模对业绩无显著影响。在实践中,我国的基金采用固定费率制度,基金管理公司股东利益的追求体现为基金规模的扩张,因为基金规模越大,可以给基金管理公司带来越丰厚的管理费。目前比较普遍的现象是,一至两位基金经理要管理几十亿以上的基金资产。基金管理公司管理者的规模非常有限,过度扩大基金资产规模不利于基金风险的控制与资产的有效运作。如果某一内部治理机制对基金业绩无显著正的影响,而对基金规模有显著正的影响,就说明该机制是基金管理公司维护股东利益的手段。

(二) 内部治理机制对基金规模的影响

内部治理变量对基金规模的回归结果见表3。回归结果显示:(1)基金业绩对基金规模并无显著影响。因为在牛市周期内,基金的投资需求大于供给,因此基金规模与业绩无显著关系,相反基金的规模通常在基金发行时就已确定,或者由基金管理公司决定。(2)基金风险对基金规模有显著正的影响,说明风险越高的基金其规模越大,也表明投资者在牛市中往往追求高风险、高回报。(3)基金资产的周转率对基金规模有显著负的影响,说明资产周转率越大、基金规模越小。因为基金资产规模越大就越难进行频繁的股票换手交易。(4)大股东持股比例对

基金规模有显著正的影响,说明基金管理公司大股东持股比例越多就越倾向于扩大基金的规模。(5)

董事会规模对基金规模有显著正的影响,说明董事会规模越大,其就越倾向于扩大基金规模。

表3 内部治理变量对基金规模的影响

	因变量 LnTna			
	(1) Return	(2) ObjRet	(3) J- α	(4) FF- α
业绩	-0.314(2.29**)	0.016(0.06)	-10.176(1.25)	10.896(0.85)
Risk	16.363(3.39***)	11.882(2.63***)	13.893(2.91***)	11.989(2.66***)
Turnover	-0.054(2.64***)	-0.062(3.06***)	-0.061(3.01***)	-0.060(2.92***)
Bigstock	0.19(2.08**)	0.17(1.83*)	0.18(1.95*)	0.17(1.75*)
Hedfindx	3.736(1.46)	3.369(1.31)	3.566(1.37)	3.218(1.27)
Board	0.136(2.81***)	0.140(2.81***)	0.140(2.85***)	0.143(2.89***)
Indbod	0.478(0.59)	0.408(0.49)	0.344(0.42)	0.379(0.46)
Isdbod	1.226(1.24)	1.444(1.42)	1.230(1.21)	1.578(1.55)
Dircs	0.129(1.39)	0.151(1.59)	0.145(1.56)	0.153(1.60)
Dircp	0.013(0.03)	-0.029(0.07)	0.020(0.05)	-0.008(0.02)
Mornitord	-0.197(0.27)	-0.121(0.16)	-0.083(0.11)	-0.066(0.09)
Invmem	0.017(0.38)	-0.002(0.05)	0.008(0.18)	-0.002(0.04)
Ad-R ²	0.55	0.53	0.59	0.54
F	11.73	10.87	11.13	10.99

注:同表2。

总体上看,在内部治理变量中只有第一大股东持股和董事会规模对基金规模有显著正的影响,说明大股东和代表股东利益的董事会具有扩大基金规

模的动机,倾向于维护基金管理公司股东的利益。

(三) 内部治理机制对资金流的影响

内部治理变量对净资金流影响的回归结果见表4。

表4 内部治理变量对净资金流的影响

	因变量 Cashflow			
	(1) Return	(2) ObjRet	(3) J- α	(4) FF- α
业绩	1.492(1.58)	0.513(0.30)	38.383(0.31)	-196.076(1.09)
LnTna	-0.805(1.34)	-0.797(1.29)	-1.102(0.95)	-1.719(1.61)
Turnover	0.173(1.76*)	0.272(1.71*)	0.329(1.92*)	0.330(1.86*)
Corpsiz	1.231(2.30**)	1.112(2.05**)	-1.062(0.80)	-0.252(0.21)
Bigstock	-0.142(1.91*)	-0.129(1.70*)	0.089(0.64)	0.146(1.02)
Hedfindx	-19.496(0.84)	-16.505(1.53)	-25.313(1.30)	-27.136(1.35)
Board	-0.058(0.18)	-0.063(0.19)	-0.066(0.12)	-0.077(0.13)
Indbod	-0.486(0.08)	-0.524(0.08)	20.066(2.06**)	20.133(1.95*)
Isdbod	7.220(1.09)	6.757(0.98)	7.342(0.65)	2.624(0.22)
Dircs	0.288(1.77*)	0.122(0.20)	1.832(1.71*)	1.422(1.66*)
Dircp	3.722(1.31)	3.504(1.21)	14.838(2.88***)	11.329(2.24**)
Mornitord	3.442(0.68)	3.421(0.66)	-3.775(0.45)	-6.650(0.73)
Invmem	0.154(0.61)	0.249(0.99)	0.269(0.45)	0.085(0.15)
Ad-R ²	0.26	0.24	0.3	0.24
F	2.82	2.58	2.32	1.98

注:同表2。

由表4可知:(1)资产周转率对资金流有显著正的影响,说明资产周转率快的基金管理公司容易吸引资金流入。资产的高周转率能提高基金业绩但也

导致风险增加,投资者追求高风险说明其投机心里较严重。(2)基金管理公司的资产规模对资金流有显著正的影响,说明投资者倾向购买大基金管理公

司旗下的基金。因为大基金管理公司通常代表品牌和声誉,而且本文的研究也发现大基金管理公司旗下的基金业绩较好,因此能吸引更多资金。(3)大股东持股比例对资金流有显著负的影响。因为大股东持股对基金业绩有负的影响,投资者不倾向购买大股东持股比例过高的基金管理公司旗下的基金。(4)独立董事比例对净资金流有显著正的影响。投资者预期独立董事能起到有效监督作用,倾向于购买独立董事比例高的基金管理公司旗下的基金。(5)监事会规模对资金流有显著正的影响。监事会规模大通常代表监督机制完善,因此能吸引更多的资金。(6)内部监事比例对资金流有显著正的影响。在基金管理公司内部任职的监事更了解基金的运作,有利于监督职能的履行、可以改善基金业绩,因此能吸引更多的资金流。

(四) 内部治理与基金费率

基金费率的高低直接影响到基金持有人和基金管理公司的利益。我国的基金费率实行固定费率制。《证券投资基金管理公司管理办法》中对基金管理费用方面的忠实义务未作规定,对基金管理费的提取、支付方式与比例亦未涉及。基金费率通常是由基金管理人与托管人在订立契约时确定的,但实际上是由基金管理人单独决定的,并不存在类似于美国共同基金董事会那样的机构来对基金费率进行监控。通常是在基金发起人申请设立基金公司时,主管机关在对其提交的基金契约和招募书进行审查时,对基金管理费条款一并审查。基金之间的费率是有一定差异的。根据样本数据显示,基金的管理费率分布在0.7%—1.5%之间,1/4分位点为1.3%,近70%的基金管理费都为1.5%。基金的申赎费率分布在1.4%—3.3%之间,1/4分位点为2%,有65%的基金费率为2%。鉴于基金之间费率的差异,本文分析基金管理公司的内部治理对基金费率的影响(回归结果略)。

回归结果显示:(1)基金类型对基金管理费率有显著影响,而其他治理变量则不显著。(2)基金管理公司规模对基金的交易费率有显著正的影响,说明大基金管理公司旗下的基金交易费率高,因为大基金管理公司的交易成本高,而且由于其品牌因素通常设定较高的交易费率。其余内部治理变量对基金的交易费率均无显著影响。检验结果也证实了基金费率的制订主要是参照行业惯例,不受基金管理公司内部治理机制的影响。

五、结论

本文分析了基金管理公司的内部治理对基金业绩、规模、资金流的影响,得出以下结论:

1. 基金管理公司第一大股东持股对基金业绩有显著负的影响,而股权均衡则对基金业绩有显著正的影响。这说明当基金管理公司的股权采用均分模式时,均衡股权能有效发挥牵制作用,使得基金业绩得到改善。大股东持股对基金业绩和资金流都有显著负的影响,而且大股东持股对基金规模有显著正的影响,表明大股东为维护基金管理公司的股东利益有动机扩大基金规模,从而产生负面的治理效应。检验结果支持假设1a和假设1b。

2. 董事会规模越大就越倾向于扩大基金规模。基金规模扩大并不能改善基金业绩,因此董事会规模存在负面的治理效应。内部董事比例对业绩有显著负的影响,具有负面的治理效应。独立董事比例对净资金流有显著正的影响,投资者预期独立董事能发挥有效监督作用,但实际上独立董事并不能改善基金业绩。这与独立董事制度的安排存在缺陷有关。检验结果支持假设2a和假设2b,不支持假设2c。

3. 监事会规模和内部监事比例对基金业绩和资金流都有显著正的影响,具有正面的治理效应。该治理机制主要通过控制基金风险来达到改善基金业绩的目的。检验结果支持假设3a和假设3b。

4. 督察长的设置对基金业绩有显著负的影响,从而产生负面效应。检验结果不支持假设4。

5. 投资决策委员会对基金业绩有显著正的影响,因而具有正面的治理效应。这是因为投资决策委员会负责基金投资策略制定,因此投资决策委员会的规模越大,其投资能力就越强。检验结果支持假设5。

针对以上结论,笔者提出改善基金管理公司内部治理的建议:首先,进一步规范基金管理公司的股权结构,规定基金管理公司的股东数量下限和前几大股东之间股权差异大小,防止“一股独大”侵害基金持有人的利益。其次,进一步完善独立董事对基金管理人的监督作用。完善独立董事制度应采取的措施是:(1)提高独立董事数量和比例;(2)要求独立董事具有相关专业背景;(3)赋予独立董事自我任命制度;(4)建立独立董事的责任保险机制和履行职责的法律保障机制。再次,规范基金管理公司的组织形式,要求提高基金管理公司的注册资本,或者建立全资子公司形式的基金管理公司,减少基金管理公司与基金持有人在风险和收益上的不

对等。最后,进一步完善对基金管理公司经理的激励约束机制,在薪酬结构、持有基金份额和解聘制度方面加以改革。

[参考文献]

[1] 彭文平,肖继辉. 开放式基金治理失衡与外部约束机制的有效性[J]. 经济问题探索,2008(6):163-167.
[2] Tufano P, Sevick M. Board structure and fee-setting in the U.S. Mutual Fund Industry[J]. Journal of Financial Economics, 1997,463:321-355.
[3] Larecker D F, Richardson S A, Tuna A I. How important is corporate governance? [R]. Working Paper, University of Pennsylvania, 2006.
[4] Wellman J, Zhou Jian. Corporate governance and mutual fund performance: a first look at the Morningstar Stewardship

Grades[R]. Working Paper, Binghamton University,2007.
[5] 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]. 金融管理,2005(8):3-8.
[6] 贝政新,等. 基金治理研究[M]. 上海:复旦大学出版社,2006.
[7] Chen J, Hong H, Huang M, Kubik J D. Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization [J]. The American Economic Review, 2004, 94: 1276-1302.
[8] Rockinger M. Determinants of capital flows to mutual funds [R]. Working Paper, 1995.
[9] Bergstresser D, Poterba J. Do after-tax returns affect mutual fund inflows? [J]. Journal of Financial Economics 2002, 63: 381-414.

[责任编辑:陆惠敏]

A Research into Inside Governance of Fund Management Corporation and Its Effect: Taking Open-Ended Fund as a Sample

XIAO Ji-hui¹, PENG Wen-ping²

(1. Department of Accounting, Jinan University, Guangzhou 530632, China;

2. School of Economic and Management, Southern Normal University, Guangzhou 510631, China)

Abstract: We explore the influence of fund management corporation's inside governance on open-ended fund performance, size and cash-flow. We found that the block shareholding of the largest shareholder, the size of board and percentage of inside directors have a negative governance effect; whereas the equilibrium of shareholding between large shareholders, the size of supervision committee, percentage of inside supervisor, and size of investment decision committee have a positive governance effect; the higher percentage of independent directors can attract more cash-flow into the fund, but have no effect on fund performance. The result indicates that by adopting the equilibrium shareholding model, enlarging the size of supervision committee, and enhancing the percentage of inside supervisors and independent directors, intensifying the overseeing function of monitors are effective mechanisms to improve the fund governance.

Key Words: fund management corporation; inside governance; open-ended fund; governance effect

(上接第92页)

An Analysis on Some Questions of Theory of Value

LI Jun-lin

(College of Finance and Economy, Wuhan University of Science and Technology, Wuhan 430070, China)

Abstract: In this paper, we analyze the problem of Marx's value theory from the following five aspects: the nature of value, the source of value, the determination of value, the law of value and distribution of the residual value. We should develop Marx's theory of value on the basis of unification of both subjective and objective value theory.

Key Words: Marx's theory of value; objective value; subjective value; exchange value; residual value