

开放式基金管理费与基金业绩、规模间的关系研究

李豫湘(教授) 刘栋鑫

(重庆大学经济与工商管理学院 重庆 400044)

【摘要】 本文以2006年至2008年上半年固定费率为1.5%的559只开放式基金为研究对象,对基金年度管理费与基金经营业绩、基金规模之间的关系进行了实证检验。研究结果表明,当前的基金管理费用计提制度对基金业绩激励作用较小,基金管理人更愿意扩大基金规模以获取更多的管理费收入。

【关键词】 开放式基金 基金管理费 激励政策

作为一种金融信托产品,证券投资基金的作用在于聚集社会分散资金,委托专业的基金管理人统一运作管理,在风险控制前提下通过专家理财,为基金持有人最大限度地谋求资产的保值增值。我国目前的基金管理费是采用行业政策规定的1.5%的年固定费率确定,即无论基金投资盈亏,基金管理人都按此固定费率对基金净资产提取管理费。在这种情况下,基金管理人不承担业绩风险,即使基金亏损严重,基金管理人也能提取巨额管理费。因此,业内人士认为我国现行的基金管理费用计提制度存在问题,未将固定费率与基金业绩挂钩。但

也有人认为,现阶段的基金管理费用提取方法有很大的合理性。基于上述观点,本文对我国2006~2008年上半年的基金管理费进行了实证分析,以验证我国目前基金管理费激励政策的合理性。

一、研究假设、方法与样本选取

1. 研究假设。基金管理人的管理费收入的确定模式有两种:固定费率模式和浮动费率模式。在固定费率模式下,无论基金的业绩如何,基金管理人都按照固定比例对基金资产净值提取管理费;浮动费率模式则是根据基金的业绩水平提取

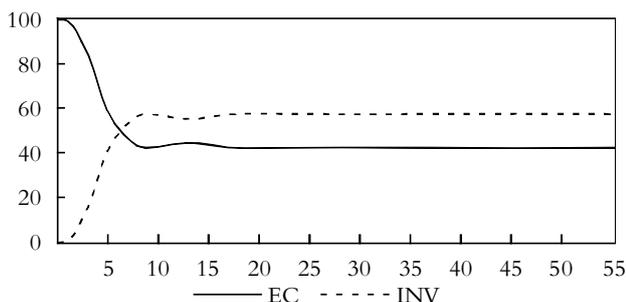


图6 55周期INV对EC预测误差的贡献率

3. 结论。能源财政政策能有效降低能源消费总量,且持续时间比较长;能源财政政策不仅外生于能源消费活动,保持着较强的独立性,而且存在时滞性,显示出明显的中期化现象。

三、政策建议

1. 由国家掌握能源的所有权,开放能源产业市场。我国能源的所有权和分配权属于国家,国有能源企业代表国家行使资源勘探、开发和销售权。为实现自身利益最大化,这些能源企业大多实行了上下游一体化的战略。这虽然有利于增强企业的整体实力和国际竞争力,但降低了能源的市场化程度,抑制了财政政策作用的发挥。所以,要抑制能源财政政策中期化现象的发生,就必须保证在国家掌握能源所有权的基础上,

逐渐开放能源产业市场。

2. 制定一套完整的能源财政政策体系。政策内容与政策目标之间的不一致性,直接影响着能源财政政策调控效应的发挥。这主要是由能源财政政策的滞后性和内容上的不合理导致的。职能部门往往是在能源市场中某种现象出现很长一段时间后才开始制定相关政策,这就导致了能源财政政策的滞后性,使政策制定目的与其所要达到的目标之间产生偏差。到目前为止,我国尚未形成健全的能源财政政策体系,政府缺乏利用公共财税手段促进国家能源战略实施的观念。为消除能源财政政策的外生性,增强能源财政政策的调控效应,国家必须制定一套完整的能源财政政策体系。

主要参考文献

1. 徐明棋. 欧盟能源政策特点及对中国能源政策和西部开发的借鉴意义. 世界经济研究, 2006; 11
2. 包全永, 苏明, 傅志华. 健全和改进我国能源财税政策体系的基本思路. 经济研究参考, 2006; 14
3. 邵诗利. 利用财政政策实施能源战略的政策建议. 经济研究参考, 2007; 14
4. 孙磊. 中国财税政策动态效应的实证分析: 1998~2004. 财贸研究, 2006; 1
5. 胡琨. 中国财税政策有效性实证研究. 中国软科学, 2004; 5

管理费。显然,二者对基金管理人的激励作用是不同的。笔者对两种不同的管理费率模式的风险分担和激励效果分析如下:

(1) 设 A 为基金管理人所有可选择行动的集合, $a \in A$ 代表基金管理人的一个特定行动。一般来说, a 被简单假定为基金管理人努力程度的一维变量。

(2) 设 θ 为不受基金管理人控制的外部因素。基金管理人选择行动 a 后, 外生变量 θ 实现, a 和 θ 共同决定一个可观测的结果。如: 基金收益 $\pi = \pi(a, \theta)$, π 对 a 的一阶偏导大于 0。因为在其他条件不变的情况下, 基金管理人越努力, 基金收益越高。

(3) 设 u 为固定管理费率。在浮动费率模式下, 管理费率与基金收益挂钩, 可用 a 的线性函数 ka 来表示, 其中 $k > 0$ 。

(4) 假定在一般努力程度下, 固定费率和浮动费率模式下获得的报酬相同。而在付出更多努力时, 基金管理人的努力成本为 $C = C(a)$, C 对 a 的一阶导数大于 0。

当基金管理人的努力程度一般时, 其努力水平为 a_0 。在固定费率模式下, 基金管理人报酬为: $F_1 = (1+a) \times \pi \times u - C(a)$; 而在浮动费率模式下, 基金管理人报酬为: $F_2 = (1+a) \times \pi \times ka - C(a)$ 。

根据以上假定, 当基金管理人努力程度一般时, 两种模式下其获得的报酬相同。当 $F_1 = F_2$ 时, 可以得出 $k = u/a_0$ 。

假定基金管理人更加努力地工作, 则其努力水平为 a' , 且 $a' > a_0$ 。那么, 在新的努力水平下, 当采取固定费率模式时, 基金管理人报酬为: $F_1' = (1+a') \times \pi \times u - C(a')$ 。而采取浮动费率模式时, 基金管理人报酬为: $F_2' = (1+a') \times \pi \times ka' - C(a')$ 。将 $k = u/a_0$ 代入可得: $F_2' = (1+a') \times \pi \times (u/a_0) \times a' - C(a')$

现在我们比较新的条件下基金管理人的报酬 F_1' 和 F_2' :

$$F_2' - F_1' = [(1+a') \times \pi \times (u/a_0) \times a' - C(a')] - [(1+a') \times \pi \times u - C(a')] = (1+a') \times \pi \times u \times (a'/a_0 - 1)$$

因为 $a' > a_0$, 则 $a'/a_0 > 1$, $F_2' > F_1'$ 。

由以上分析可以看出, 在浮动费率模式下, 基金管理人会更加努力地工作以获得更多的报酬。而我国目前实行的是固定费率模式, 因此我们提出假设 1: 基金管理费对基金经营业绩的激励作用较小。

固定费率模式下, 扩大一单位基金规模所获得的管理费远比提高一单位基金经营业绩所获得的管理费多, 理性的基金管理人更愿意扩大基金规模以获取更多的管理费。因此我们提出假设 2: 基金管理费与基金规模正相关。

2. 研究方法。本文试图通过实证研究来检验基金管理费与基金规模、基金经营业绩之间的关系, 以及目前我国这种基金管理费提取方式是否对基金管理人形成了有效的激励。

模型采用多元回归方程, 设计如下:

$$Fee = \beta_0 + \beta_1 \times Size + \beta_2 \times Return + \varepsilon$$

其中, Fee 为基金年度管理费用, $Size$ 为基金规模(代表基金总资产), $Return$ 为基金经营业绩(代表基金净收益), ε 为随机扰动项。

3. 样本选取。我国的封闭式基金虽然上市比较早, 但随

着基金业的发展, 开放式基金已经逐渐成为基金的主流。为了保证分析结果在统计上的无偏性和显著性, 本文以开放式基金作为研究样本, 并且选取管理费率为 1.5% 的开放式基金作为研究样本。选择统计期间为 2006 年 1 月 1 日至 2008 年 6 月 30 日, 研究样本共有 559 只基金。样本数据来源于 CSMAR 数据库以及和讯基金网基金数据库。

二、实证检验

本文利用 SPSS15.0 对样本数据进行回归分析, 结果如表 1、表 2、表 3 所示。在这三个系数表中, 基金规模和基金经营业绩与基金年度管理费用均在 1% 的水平上显著相关, 并且基金规模与基金年度管理费用的相关系数绝对值均小于基金经营业绩与基金年度管理费用的相关系数绝对值。

但是我们发现了一个奇怪的现象, 2008 年上半年基金经营业绩与基金年度管理费用负相关, 相关系数高达 -0.936; 2006 年和 2008 年上半年基金规模与基金经营业绩在 1% 的水平上显著相关, 但在 2007 年这两者是在 5% 的水平上显著相关, 并且相关性只有 0.152。结合我国 2006~2008 年上半年的股市行情不难发现, 2006 年和 2007 年我国 A 股市场面临前所未有的牛市行情, 这两年基金收益大幅增长, 因此在这两年中, 基金规模越大, 收益越高, 提取的基金年度管理费用越多, 其相关性也越强。而 2008 年上半年, 我国 A 股市场大幅下跌, 规模越大的基金亏损越严重、提取的基金年度管理费用越多, 由此出现了上述奇怪现象。

表1 2006年变量相关系数

		Fee	Size	Return
Pearson Correlation	Fee	1	0.718 **	0.932 **
	Size	0.718 **	1	0.814 **
	Return	0.932 **	0.814 **	1

注: ** 表示在 0.01 的水平上显著。

表2 2007年变量相关系数

		Fee	Size	Return
Pearson Correlation	Fee	1	0.570 **	0.874 **
	Size	0.570 **	1	0.152 *
	Return	0.874 **	0.152 *	1

注: **、* 分别表示在 0.01、0.05 的水平上显著。

表3 2008年上半年变量相关系数

		Fee	Size	Return
Pearson Correlation	Fee	1	0.885 **	-0.936 **
	Size	0.885 **	1	-0.828 **
	Return	-0.936 **	-0.828 **	1

注: ** 表示在 0.01 的水平上显著。

由于按年对三个变量的相关系数进行检验得出的结论差别较大, 因此我们对 2006~2008 年上半年的 559 个样本进行了总体分析。表 4 是 2006~2008 年上半年各变量的相关系数。从表 4 可以看出, 基金规模和基金经营业绩与基金年度管理费用均在 1% 的水平上显著正相关, 说明在统计期间基金规模越大, 基金经营业绩越好, 提取的基金年度管理费用越多。

其中,基金规模与基金年度管理费用的相关系数明显大于基金经营业绩与基金年度管理费用的相关系数,但基金经营业绩与基金年度管理费用的相关系数相对较小。这表明固定费率模式下的基金年度管理费用对基金经营业绩的激励作用较小,由此验证了假设 1。

表4 2006~2008年上半年变量相关系数

		Fee	Size	Return
Pearson Correlation	Fee	1	0.713 **	0.226 **
	Size	0.713 **	1	-0.160 **
	Return	0.226 **	-0.160 **	1

注:**表示在0.01的水平上显著。

表5 模型多元回归结果

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	VIF
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	21 944 462.723	2 541 099.271		8.636 **	
Size	0.007	0.000	0.769	29.304 **	1.026
Return	0.005	0.000	0.349	13.297 **	1.026

注:**表示在0.01的水平上显著。

表 5 是利用模型进行多元回归分析的结果。多重共线性检验表明各变量估计值的方差膨胀因子(VIF)为 1.026,说明自变量间不存在影响系数估计值的多重共线性问题。回归结果显示,基金规模和基金经营业绩均在 1%的水平上显著。从标准化的系数来看,基金规模对基金年度管理费用的影响比基金经营业绩对基金年度管理费用的影响大,并且基金规模系数远大于基金经营业绩的系数。相比提高基金经营业绩而言,基金管理人更愿意扩大基金规模以获得更多的基金年度管理费用,从而假设 2 得到了验证。

三、相关建议

1. 引入业绩报酬模式并考虑投资者的机会成本。业绩报酬模式比较易于被我国投资者接受。它将基金持有人的利益和基金管理公司的利益有机地结合在一起,不仅可以保护基金持有人的利益,也可以维护基金管理公司的合法利益。笔者认为,现阶段我国应将基金的管理费分为固定管理费和浮动管理费两部分,固定管理费主要用于维持基金管理公司的基本运营,浮动管理费则是为了激励基金管理人。

在制定浮动费率模式时我们可以参考所得税中的超额累进税率。在此模式下,将固定管理费率 u 设计成是可变且累进的, R 代表基金净收益, V 代表基金净值, $u_0, u_1, u_2, u_3, \dots, u_n$ 为每一级适用的固定管理费率, $\pi_0, \pi_1, \pi_2, \pi_3, \dots, \pi_n$ 为基金经营业绩中每一级的数额,其中 π_0 代表投资者的机会成本。当基金管理人取得的业绩不同时,适用不同的固定管理费率。

令:

$$u = \begin{cases} u_0, R \leq \pi_0 \\ u_1, \pi_0 < R \leq \pi_1 \\ u_2, \pi_1 < R \leq \pi_2 \\ \dots \\ u_n, \pi_{n-1} < R \leq \pi_n \end{cases}$$

其中: $0 < u_0 < u_1 < u_2 < \dots < u_n, 0 < \pi_0 < \pi_1 < \pi_2 < \dots < \pi_n$

则管理人报酬 F 为:

$$F = \begin{cases} u_0 \times V, R \leq \pi_0 \\ u_0 \times V + u_1 \times R, \pi_0 < R \leq \pi_1 \\ u_0 \times V + u_1 \times \pi_1 + u_2 \times (R - \pi_1), \pi_1 < R \leq \pi_2 \\ \dots \\ u_0 \times V + u_1 \times \pi_1 + \dots + u_{n-1} \times (\pi_{n-1} - \pi_{n-2}) + u_n \times (R - \pi_{n-1}), \pi_{n-1} < R \leq \pi_n \end{cases}$$

其中, $u_0 \times V$ 为基金管理费的固定部分,旨在保证基金管理公司的基本运营。在这种模式下,基金管理公司业绩报酬直接与基金经营业绩挂钩,基金收益数额越高,其计提的业绩报酬就越多。为了获得更多的业绩报酬,基金管理人就会努力工作以提高基金经营业绩。

2. 引入规模累退的收费模式。基金产业具有规模效应,基金规模越大,单位基金管理费率越低。我国目前基金管理费按基金净值的固定比例提取,基金规模越大,提取的基金管理费越多。从上述的实证分析中可知,基金管理人在固定费率模式下更愿意扩大基金规模以获取更多的管理费。因此我们在引入累进浮动费率模式的同时,基金管理公司可以采取规模累退的收费方式。

3. 加强基金立法,健全监管体系。业绩报酬模式容易引发基金管理人的短期行为,诱发基金管理人追求高风险以及操纵市场的行为,从而严重损害投资者的利益。我国证券市场尚未发育成熟,只有建立起完善的法律监管体系之后,开放式基金才能在有效监管的环境中规范、健康地发展。因此我们必须加强基金立法并健全监管体系,加强对基金管理人行为的监管,推动建立科学、高效的风险控制和风险管理机制。

主要参考文献

1. 中国银河证券基金研究所基金研究中心. 中国证券投资基金 2008 年上半年行业统计报告. 中国证券报, 2008-07-04
2. 曾德明, 刘颖, 龚红. 管理费激励与基金绩效: 对中国基金的实证研究. 湖南大学学报(社会科学版), 2005; 2
3. 陈三梅. 证券投资基金管理费用的实证分析. 商业研究, 2006; 6
4. 巴曙松. 基金固定费率有合理性. 金融信息参考, 2003; 4