

建立在实证研究基础上的我国基金业发展建议

曹磊 王静(博士)

(西北农林科技大学经济管理学院 陕西杨凌 712100)

【摘要】 本文建立了基金业市场结构与市场绩效关系模型,通过两次回归逐步筛选的方式,对传统产业组织理论关于产业绩效与结构关系的各种假说进行了检验,结果显示,我国基金业绩效存在严重的环境依赖倾向。

【关键词】 基金业 市场结构 市场行为 市场绩效

一、理论回顾

关于市场结构与市场绩效的关系有两种相异的假说,即共谋假说和有效结构假说。共谋假说是在Mason及Bain创立的传统产业组织理论上发展起来的。共谋假说认为,集中度高的市场将导致不完全竞争,降低大企业间的共谋成本,使其能运用市场力量(如提高价格)来获取超额利润。共谋假说强调市场结构是市场绩效的外生变量,即行业的市场结构决定市场行为,进而决定市场绩效。然而,20世纪七八十年代,很多非主流的产业经济学家,特别是芝加哥效率学派的学者对主流哈佛学派的共谋假说提出了批评。Demsetz(1973)和Baumol(1982)认为,高效率的企业具有更先进的管理及生产技术,能降低成本增加利润,故在竞争中能取得更大的市场份额并最终提高整个行业的集中度。可见,与共谋假说不同的是,芝加哥效率学派的观点强调市场结构是一个内生变量,即企业绩效决定了市场结构。芝加哥效率学派的这种观点被称为有效结构假说。有效结构假说强调,虽然市场结构与市场绩效之间存在表面上的相关性,但这种相关是伪相关,它们之间并无内在的因果联系,而是由企业效率决定的。

如果我们把共谋假说称为纯共谋假说,把有效结构假说称为纯有效结构假说的话,那么Shepherd(1986)和Schmalensee(1988)提出的观点则分别称为修正的有效结构假说和混合的共谋/有效结构假说。Shepherd(1986)认为,市场绩效的变化可由企业效率和市场份额共同决定,这是因为市场份额不仅仅取决于企业效率,还取决于与企业效率无关的其他因素,如市场势力或产品差异等。该假说和纯有效结构假说一样,认为市场集中度并不直接影响市场绩效。Schmalensee(1988)则认为,由于市场势力的存在,市场集中度影响市场绩效,而且大多数高效率的企业能获取更多的利润,市场份额的影响可忽略不计。

二、实证分析

1. 模型设立。 Smirlock(1984)、Shepherd(1986)、Timme和Yang(1991)以及Berger(1995)对市场结构和市场绩效关系分别构建了模型。笔者在上述模型的基础上,结合我国实际,融入效率和环境变量建立以下修正模型:

$$P = \beta_0 + \beta_1 HI + \beta_2 MS + \beta_3 OE + \beta_4 GDPGR + \beta_5 SIR + \varepsilon \quad (1)$$

其中:P表示基金业的市场绩效;HI表示市场集中度;MS表示基金管理公司的市场份额;OE表示基金管理公司自身内部的经营效率;GDPGR和SIR表示反映市场绩效的环境变量,其中GDPGR为GDP增长率,SIR为股票市场增长率; β_i 为各待估系数; ε 是随机项。

各变量的计算方式如下:

$$P = \sum_{i=1}^n \bar{R}_i \quad \bar{R}_n = \frac{R_1 + R_2 + \dots + R_t + R_n}{n}$$

其中: \bar{R}_i 为算术平均收益率; R_t 为第t期收益率;i为各基金管理公司旗下基金只数。

$$HI = \sum_{i=1}^n \left(\frac{S_i}{S} \times 100 \right)^2 = 10000 \sum_{i=1}^n \frac{s_i^2}{S^2}$$

其中:S表示基金业市场的总规模(基金份额总数); S_i 表示产业中第i位基金管理公司的基金规模(份额数); s_i 表示产业中第i位基金管理公司的市场份额;n为基金管理公司总数目。

MS以各基金管理公司所拥有的基金份额数来表示。

$$OE = \frac{NFA}{TF}$$

其中:NFA为各基金管理公司旗下基金的资产净值;TF为基金费用合计。

2. 实证假设。 根据Timme和Yang(1991)的归纳及前面的分析,对实证研究结果设立如下假设:如果纯共谋假说成立,则下面的公式(2)成立;如果纯有效结构假说成立,则下面的公式(3)成立;如果修正的有效结构假说成立,则下面的公式(4)成立;如果混合的共谋/有效结构假说成立,则下面的公式(5)成立;如果公式(6)成立,则证明传统产业组织理论在国内基金业失效,国内基金业绩效存在严重的环境依赖倾向。

$$\frac{\partial P}{\partial CR} > 0; \frac{\partial P}{\partial MS} = 0; \frac{\partial P}{\partial EF} = 0 \quad (2) \quad \frac{\partial P}{\partial CR} = 0; \frac{\partial P}{\partial MS} = 0; \frac{\partial P}{\partial EF} > 0 \quad (3)$$

$$\frac{\partial P}{\partial CR} = 0; \frac{\partial P}{\partial MS} > 0; \frac{\partial P}{\partial EF} > 0 \quad (4) \quad \frac{\partial P}{\partial CR} > 0; \frac{\partial P}{\partial MS} = 0; \frac{\partial P}{\partial EF} > 0 \quad (5)$$

$$\frac{\partial P}{\partial CR}=0; \frac{\partial P}{\partial MS}=0; \frac{\partial P}{\partial EF}=0; \frac{\partial P}{\partial GDPR}>0; \frac{\partial P}{\partial SIR}>0 \quad (6)$$

3. 实证检验的数据来源及处理。本文选取的研究对象为2004~2007年所有基金管理公司可得数据。数据来源于财汇资讯。数据处理采用SPSS16.0软件。

4. 实证结果分析。根据公式(1),得到如下多元回归结果(详见表1):

表1 我国基金业市场结构—市场绩效关系的多元回归结果
Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std.Error	Beta		
(Constant)	-1.179	4.376		-0.269	0.788
HI	0.000	0.002	-0.080	-0.521	0.603
MS	0.741	2.222	0.019	0.334	0.739
OE	0.000	0.001	-0.032	-0.546	0.586
GDPR	17.706	34.772	0.091	0.509	0.611
SIR	0.897	0.124	0.590	7.211	0.000

a. Dependent Variable: P; Adjusted R square=0.473; N=179; F=32.956; Sig.=0.000

结果显示,使用最小二乘法(OLS)回归的结果表明HI、MS、OE、GDPR的系数都不显著,而F统计量显示联合假设是显著的。

由于上面的结果是通过强行加入变量的方式得到,因此再运用逐步筛选法重新回归。结果如下(详见表2):

表2 经过逐步筛选回归后我国基金业市场结构—市场绩效关系的多元回归结果
Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std.Error	Beta		
(Constant)	-3.055	1.506		-2.028	0.044
SIR	0.880	0.112	0.579	7.836	0.000
GDPR	31.073	14.442	0.159	2.152	0.033

a. Dependent Variable: P; Adjusted R square=0.473; N=179; F=83.169; Sig.=0.000

将不显著变量HI、MS、OE剔除后,回归的结果表明GDPR和SIR在0.05的显著性水平上是显著的,而且联合假设F也说明整体是显著的。

回归结果显示,本文设定的假说(6)得到印证,可得出以下结论:HI、MS、OE三个变量系数对于P都不显著,说明传统产业组织理论中的共谋假说和有效结构假说对我国基金业弱有效,真正有效的是两个环境变量GDPR和SIR,说明我国基金业绩效存在严重的环境依赖倾向。

三、发展我国基金业的对策建议

1. 完善基金业立法,健全强化监督机制。放宽基金管理公司的股权结构限制,引入有限合伙制和股权激励机制;允许设立公司型基金,消除契约型基金在基金持有人治理缺位、难

以有效约束基金管理人行为等方面的缺陷;放宽基金管理公司的业务范围;扩大基金的投资范围,除了上市交易的证券之外,还应允许公募基金投资于开放式基金等品种;进一步强化对投资人的利益保护,借鉴国外经验,降低持有人大会召开的门槛,尝试引入代表基金持有人利益的常设机构,赋予其应有的法律地位,发挥积极治理作用;赋予基金监管机构更多的监管权限,对基金业的监管以市场化为导向,将基金业组织形式、运作方式等涉及制度的监管权限从国务院下放到证监会这一专业的基金监管机构,以便能够及时把握行业动态,促进行业的发展。

2. 加强行业自律,完善基金业中介组织。借鉴英国的投资公司协会、日本的投资信托协会、香港的投资基金会以及英国证券投资委员会下属的各个具体的行业管理协会等自律机构的运作模式,发挥专家管理监督的连续性优势,推动行业发展。另外,还应积极发挥会计师事务所、律师事务所等中介机构和新闻媒体的作用。对基金管理公司所披露的信息进行公正、合理的鉴别,保障投资者的知情权。

3. 以注册制代替审批制。为了维护金融秩序,考虑到金融政策的稳定性,可以先取消对基金的审批制,然后取消对基金管理公司的审批制而实行注册制以降低进入门槛。进入壁垒的减少必然将增加基金业的竞争者,而基金业的竞争将促使基金管理公司及时响应市场需求,推出新的基金产品,逐步使基金产品完全反映投资者的偏好,最终在整个基金市场形成真正的竞争关系,实现基金市场的高效运作,有效推动基金市场的优胜劣汰。

4. 赋予私募基金应有的法律地位。尽快明确私募基金的法律地位,不仅有利于规范私募基金的管理和运作,创造一个公平、公正和公开的市场竞争环境,减少交易成本,推动金融创新,并不断丰富和创造证券市场上的金融产品和投资渠道,满足投资者日益多元化的投资需求,而且也会给公募基金及整个基金业带来竞争的挑战和改革的机遇。

5. 不断促进基金业的产品创新、制度创新和服务创新。通过创新可以提高基金的产品差异化水平,从而提高基金管理公司的竞争力。在产品创新方面,今后一段时间要继续发展交易所交易基金(ETF)、上市型开放式基金(LOF)、保本基金等受投资者欢迎的基金,开发期货指数基金、资产证券化基金等新的基金产品,以满足投资者多样化的选择需求。在制度创新方面,要研究国际先进基金管理公司的经营管理模式和投资技术,结合我国资本市场的特征,探索多种形式的基金组织方式、管理模式和发展途径,促进合理的激励机制的形成,以满足不断增长的市场需求。在服务创新方面,要进一步拓展基金代销业务,增加交易所发行开放式基金的渠道等。

主要参考文献

1. 丹尼斯·卡尔顿,杰弗里·佩罗夫著,黄亚钧等译.现代产业组织.上海:上海人民出版社,1998
2. 肯尼斯·W.克拉克森,罗杰·勒鲁瓦·米勒著.华东化工学院经济发展研究所译.产业组织:理论、证据和公共政策.上海:上海三联书店,1989