

关联交易与基金管理公司内部治理机制

——对我国开放式基金的实证分析

程 珣

(重庆大学经济与工商管理学院 重庆 400044)

【摘要】 本文实证研究了处于双重代理下的基金管理公司内部治理机制对关联交易的抑制作用, 结果发现, 提高独立董事在董事会中占比将能有效抑制基金关联交易的发生, 而具有证券或基金从业经历的专业人士更有能力担当独立董事这一重任; 董事会的冗余将不利于对基金关联交易的监管; 券商“一股独大”将会促进基金关联佣金分仓的发生; 盲目地发行新基金将会加重同一基金管理公司旗下基金共同重仓持股, 增加基金管理公司的整体风险, 最终伤害基金持有人的利益。

【关键词】 开放式基金 基金管理公司 关联交易 利益保护

一、文献综述

代理问题由经营权与所有权的分离而产生。对于美国公司型基金, 其主要问题来自于作为股东的基金持有人与基金管理公司之间由委托代理关系引起的信息不对称。因此, 由委托代理理论出发, 国外学者从公司内部治理角度对公司型基金治理结构进行了大量研究。Tufano和Sevick(1997)研究了美国开放式基金董事会结构与基金费率之间的关系, 发现规模小的董事会中独立董事占比提高时, 可以适度降低基金费率, 起到监督董事会、保护基金持有人利益的作用。Gemmill和Thomas(2004)研究了在伦敦交易所上市的331只封闭式基金, 发现减小董事会规模并且提高外部董事占比, 将使基金长期业绩更好。Cremers和Driessen等(2006)研究了美国共同基金董事会的激励机制对基金业绩产生的影响, 发现独立董事与非独立董事的所有权均会对基金业绩产生影响。Ferris和Yan(2007)发现自美国基金丑闻后SEC出台的基金治理措施, 包括设立独立董事主席以及独立董事占比必须在75%以上, 与基金出现丑闻的概率和业绩表现没有明显关系。

我国基金普遍采用的契约型组织形式, 发行每只基金都由基金管理人、托管人和持有人三方订立契约, 形成了持有人与管理人之间的委托代理关系。而基金管理公司股东与基金管理人之间又存在着委托代理关系, 但这里基金持有人并不是基金管理公司的股东, 所以在双重代理的关系下基金持有人处于最弱势的地位, 如何保护持有人利益是我国基金管理公司治理的核心问题。由于国内基金产业起步较晚, 国内学者对基金治理结构进行研究的成果还相对较少。何杰(2005)以2002年中国封闭式证券投资基金相关数据为样本, 研究了基金及基金管理公司治理结构特征、基金管理公司独立董事与基金业绩的关系, 发现独立董事在董事会中占比对基金业绩没有显著影响, 但基金管理公司总经理在董事会中地位越高会对基金业绩产生负面影响, 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。

在研究基金关联交易方面, 国外研究文献较少, 主要是从基金家族共同持股的角度进行研究。如Gaspar和Massa等(2006)研究发现, 那些规模较大、旗下有多只基金的基金家族以及旗下基金间规模差异较大的基金家族, 更容易在家族内部进行基金间的利益资助, 并进一步研究了两种典型的利益资助方式: 在IPO时的优先配置和基金间的对倒交易。

国内对基金关联交易的研究还处于起步阶段。陆蓉和李良松(2008)对52家基金管理公司的研究表明, 中国基金管理公司的家族共同持股行为严重, 并且这一行为会增加整个基金家族的风险, 一旦重仓股“变脸”, 将会对整个基金管理公司造成严重危害。王辉(2009)以2007~2008年开放式基金为样本, 研究了过度交易对基金收益的影响, 发现某些基金管理者的频繁交易并没有提高基金持有人的利益, 反而在某种程度上损害了持有人的利益, 导致了基金收益率的下降。

尽管这些研究从不同侧面揭示了基金公司治理、基金关联交易对基金业绩的影响, 但遗憾的是他们的研究几乎没有涉及基金管理公司现有内部治理机制对基金关联交易监管有效性的实证分析, 没能直接以关联交易这类我国契约型基金组织形式所特有的公司治理问题为对象进行实证探讨。因此从学术研究角度来看, 对这一问题的研究将为基金关联交易理论增添新内容。

二、研究假设

本文将关联方视为: ①基金管理公司股东及其关联方; ②基金托管人; ③同一基金管理公司旗下其他基金; ④基金管理人。但因为本文是以每个基金管理公司为单位进行实证研究, 因此在考虑基金关联交易规模时不将基金管理人收取的管理费作为关联交易的一部分。

为了便于在实证研究时进行量化分析, 本文将关联交易视为由三种具体的关联交易行为构成: ①通过关联方席位进行交易; ②同一管理人旗下所有基金的托管费; ③同一管理人旗下基金共同重仓持股。

股东会是基金管理公司的最高权力机构,从股权结构来看,由于行业进入的约束,基金管理公司普遍存在着“一股独大”的控制人或股权分散程度较低的情况。在这种股权结构不合理的情况下,一旦大股东掌控董事会,那么将进行关联交易收益作为对基金管理人的额外报酬,会促进关联交易的发生,但前提是这些关联交易必须是有利于大股东的。而现有基金管理公司的发起人主要分为券商、银行、信托公司三类,其中又以券商系的基金管理公司居多,而券商又代理着基金在证券市场上的交易和收益分配,这就极易引发基金管理公司通过频繁交易增加佣金给付、为大股东券商托盘等向大股东输送利益的行为。因此,本文提出第一个研究假设:

H1:基金公司股权结构越不合理,对关联交易抑制作用越小。

董事会是代理所有股东行使权利,参与公司日常运作的机构。董事会成员由股东大会选举产生,但基金管理公司股东并不是基金持有人,且基金管理公司董事会中也没有基金持有人的代表,所以当董事会规模臃肿,内部董事过多时,反而会降低工作效率产生“搭便车”现象。另外,基金资产不是基金管理公司资产,即使基金管理人进行一些不利于基金持有人的关联交易,董事会也很难有动力去进行监管,特别是当基金公司总经理进入董事会时,将进一步削弱董事会的独立性。因此,本文提出如下研究假设:

H2a:基金公司董事会规模越大,对关联交易抑制作用越小。H2b:基金公司内部董事占董事会人数比重越大,对关联交易抑制作用越小。H2c:基金公司总经理进入董事会,将削弱董事会对关联交易的抑制作用。

《证券投资基金管理公司治理准则》规定,独立董事应当保证独立性,以基金份额持有人利益最大化为出发点,对基金财产运作等事项独立作出客观、公正的专业判断,不得服从于某一股东、董事和他人的意志。由此看来,独立董事是董事会中唯一维护基金持有人利益的机制安排,但在公司制企业中维护股东利益的独立董事是否能在基金管理公司董事会中转换角色、站在基金持有人一边,这也是本文研究时非常关注的一个问题。独立董事的从业经历也将影响其作出决策的专业性和灵敏性,因此,本文先提出如下研究假设:

H3a:基金公司独立董事占董事会人数比重越大,对关联交易抑制作用越大。H3b:基金公司具有证券或基金从业经历的独立董事占董事会人数比重越大,对关联交易抑制作用越大。

监事会负有监督整个董事会运作以及公司业务的职能,基金公司监事会成员主要由本公司的职工和股东组成。由于职工监事与所管理基金存在利益关系,可能会减弱监事会的独立性,而监事会本身的监督滞后性,也让我们怀疑其难以在事前对董事会和基金管理人的决策行为进行有效的监督。但基于监事会作为公司内部治理机构在监督上的正面性,本文先提出如下研究假设:

H4a:基金公司监事会规模越大,对关联交易抑制作用越大。H4b:基金公司内部监事占监事会人数比重越大,对关联

交易抑制作用越小。

设立督察长制度是在2006年中国证监会下发文件《证券投资基金督察长管理规定》后开始执行的。文件中明确规定督察长职责包括基金投资是否符合法律法规和基金合同的规定,是否遵守公司制定的投资业务流程等相关制度,是否存在内幕交易、操纵市场等违法行为以及不正当关联交易、利益输送和不公平对待不同投资人的行为。但鉴于基金管理公司双重代理的特殊性,如果督察长具有基金公司从业经历,将有助于其更灵敏和准确地对不正当关联交易作出反应。因此,基于督察长对不正当关联交易的正面监督作用,本文提出如下研究假设:

H5:基金公司督察长具有基金从业经历,将有助于抑制关联交易。

投资决策委员会被称作基金公司的生命线,决定着基金投资的策略和投资组合,也负责确定和审批各基金经理的权限。因此在控制投资风险和牵制基金经理方面具有重大作用。但现有基金管理公司投研会普遍有基金经理加入其中,这有可能使投研会对基金经理的牵制作用减弱,独立决策能力变低。由此本文提出如下研究假设:

H6a:基金公司投资决策委员会规模越小,对关联交易抑制作用越小。H6b:基金经理占投资决策委员会人数比重越大,对关联交易抑制作用越小。

三、研究设计

(一)变量的选取

1. 被解释变量。本文选取关联交易总额与相应基金公司管理的开放式非货币基金期末资产的比值来度量某一基金管理公司的关联交易总规模(ratio)。而关联交易总额则由前面界定的三种具体关联交易行为的金额构成:①通过关联方席位进行股票交易的期末佣金总额;②同一管理人旗下所有基金的期末托管费总额;③同一管理人旗下两只及以上基金共同重仓持股期末总市值。

为了进一步研究公司内部治理缺陷与基金各种关联交易之间的关系,本文采用三种具体关联交易行为的金额分别与基金公司管理的开放式非货币基金期末资产相比来度量某一基金管理公司的关联交易佣金规模(ytaio)、关联交易托管费规模(tratio)、关联交易重仓股规模(co_ratio)。

2. 解释变量。①股权变量:本文选取了第一大股东持股比例(largest)来衡量第一大股东控股力量的强弱;选取衡量第一大股东和第二大股东实力差异的Z指数(z)以及第二至第四大股东持股比例之和的CR2-4(cr2_4)指数来作为度量基金公司股权集中度的治理变量。②董事会特征变量:选取董事会总人数(board)来度量董事会规模,内部董事占比(inb)和经理是否进入董事会(minb)来衡量董事会中内部人控制董事会的程度。③独立董事特征变量:选取独立董事占比(indep)来衡量独立董事在董事会中发挥作用的力量大小。根据招募说明书中简历介绍,选取有证券或基金从业经历的独立董事占比(zqindep)作为衡量独立董事专业性的变量。④监事会特征变量:用监事会总人数(supervisor)来度量监事会规模,内部

监事占比(insup)来衡量监事会中内部人控制的程度。⑤督察长特征变量(finspect):用督察长是否具有基金从业经历来衡量督察长的专业性。⑥投资决策委员会特征变量:投资决策委员会规模(invest)由投资决策委员总人数来表示;基金经理占比(mininvest)用来衡量基金经理对投资决策委员会的控制程度,其数据获得是根据基金招募说明书中投资决策委员会成员简历计算。

3. 控制变量。由于证券投资型基金受股市波动以及旗下基金数量增加的影响,所以选择上证A股指数和同一基金管理公司旗下基金数量作为控制变量。

表1 变量定义

变量	符号	定义	
被解变量	关联交易总规模	Ratio	三种关联交易额的和与基金管理公司期末管理的开放式非货币基金资产比值
	关联交易托管费规模	Tratio	同一管理人旗下所有开放式非货币基金的期末托管费总额与基金管理公司期末管理的开放式非货币基金资产比值
	关联交易佣金规模	yratio	同一管理人旗下所有开放式非货币基金通过关联方席位进行股票交易的期末佣金总额与基金管理公司期末管理的开放式非货币基金资产比值
	关联交易重仓股规模	Co_ratio	同一管理人旗下两只及以上开放式非货币基金共同重仓持股期末总市值与基金管理公司期末管理的开放式非货币基金资产比值
解释变量	董事会规模	board	董事会总人数
	内部董事占比	inb	内部董事占董事会总人数的比例
	独立董事占比	indep	独立董事占董事会总人数的比例
	有证券或基金从业经历的独立董事占比	zqindep	有证券或基金从业经历的独立董事占董事会总人数的比例
	经理是否进入董事会	minb	虚拟变量,经理进入董事会则该变量为1,否则为0
	监事会规模	supervisor	监事会总人数
	内部监事占比	insup	内部监事占监事会总人数的比例
	督察长是否有基金从业经历	finspect	虚拟变量,督察长有基金从业经历则该变量为1,否则为0
	投资决策委员会规模	invest	投资决策委员会总人数
	基金经理占比	mininvest	基金经理占投资决策委员会总人数的比例
	第一大东持股比例	largest	第一大东持股比例
控制变量	Z指数	z	第一大东持股比例与第二大东持股比例的比值
	CR2-4	Cr2_4	第二至第四东持股比例之和
	上证A股指数	index	上证A股指数
	基金数量	number	同一管理人旗下开放式非货币基金数量

(二)样本与数据来源

本文的数据主要来源于Wind金融资讯公司和国泰安数据库,基金公司治理变量数据由各基金每年更新的招募说明书手工整理获得。本文样本区间为2007~2009年,选取2007年及以前公开发行非货币型开放式基金以及第一大东持股比例大于第二大东的基金管理公司作为样本,剔除了未完整披露治理数据的样本后总样本为160家,其中2007年52家、2008年54家、2009年54家。

四、实证分析

(一)描述性统计

如表2所示,基金管理公司关联交易总规模平均占到了基金管理公司管理开放式非货币基金资产的18.909%,最大值为45.933%,说明基金关联交易在基金管理公司的投资行为中占有一定比重,并且对

某些基金管理公司的投资行为具有重要影响。在三种具体的关联交易中,又以基金管理公司旗下基金共同重仓持股的关联交易规模比率最高,这与陆蓉、李良松(2008)研究中发现中国基金管理公司家族共同持股行为相当严重相一致。

表2 关联交易规模变量描述性统计

变量	平均值(%)	中位数(%)	最大值(%)	最小值(%)	标准差(%)
ratio	18.909	19.466	45.933	0.057	11.043
tratio	0.24	0.222	0.431	0.057	0.092
yratio	0.04	0.028	0.312	0	0.048
co_ratio	18.627	19.249	45.646	0	11.059

表3列示了公司治理变量的描述性统计结果,由表中数据可以看到,独立董事在董事会中占比平均为0.385,略高于《证券投资基金管理公司管理办法》规定的数值,但与美国SEC规定的75%相去甚远。独立董事中具有基金或证券从业经历的专业人士占比不到10%,最高也不到30%,与美国共同基金独立董事大多具备相关职业经历还有相当大的差距。基金公司总经理进入董事会的虚拟变量平均值为0.688,说明这种现象在基金管理公司中占大多数,这将影响到董事会的独立性。第一大东持股比例平均值为0.51、中位数为0.49,Z指数平均值达1.686,说明我国基金管理公司“一股独大”现象仍比较普遍,股权结构存在不合理现象。

表3 公司治理变量描述性统计

变量	平均值	中位数	最大值	最小值	标准差
board	8.544	9	13	6	1.541
inb	0.240	0.222	0.444	0.083	0.083
minb	0.688	1	1	0	0.465
indep	0.385	0.375	0.500	0.250	0.052
zqindep	0.091	0.100	0.286	0	0.090
supervisor	3.481	3	7	1	1.070
insup	0.379	0.333	1	0	0.156
finspect	0.450	0	1	0	0.499
invest	5.788	5	16	3	1.957
mininvest	0.338 3	0.333 3	0.833 3	0	0.233 7
largest	0.502	0.490	0.835	0.280	0.093
z	1.686	1.488	5.061	1	0.807
Cr2_4	0.493	0.510	0.720	0.165	0.094
number	5.638	5	16	1	3.218

(二)多变量回归分析

1. 统计模型。本文通过建立以下多元回归模型来检验前面提出的研究假设:

$$ratio_i * 100 = c + \sum_{i=1}^n \beta_i X_i + \sum_{k=1}^n \alpha_k \Psi_k + \mu$$

其中:ratio_i分别为ratio、tratio、yratio、co_ratio; X_i为

解释变量; Ψ_k 为控制变量; μ 为随机扰动项。本文从董事会结构、监事会结构与督察长、投研会结构和股权结构四个方面分别进行多元回归分析。

2. 董事会结构回归结果分析。由表4董事会结构回归结果来看,独立董事在抑制关联交易总规模上具有显著效应,而具有证券或基金从业经历的独立董事对抑制关联交易发生发挥的作用较一般独立董事更大。这与H3的假设是一致的,说明独立董事在我国基金管理公司的治理结构中对基金关联交易具有监督作用,特别是对同一基金公司旗下基金共同持股的现象具有显著的抑制作用。这也与何杰(2005)研究中发现独立董事占比以及具有证券工作经验的独立董事占比对基金管理公司具有正的治理效应的实证研究结论一致。

从三种具体的关联交易规模来看,董事会的臃肿将会增加关联交易托管费规模和关联交易佣金规模。大规模的董事会不但不能增强公司治理能力,反而会降低效率,对“内部人控制”现象监管更趋薄弱。这一结论与Tufano和Sevick(1997)的研究发现具有一致性。

表4 董事会结构回归结果

变 量	ratio	tratio	yratio	co_ratio
C	28.161 9 *** (0.003 1)	0.342 3 *** (0.000 0)	-0.061 5 (0.237 4)	27.881 1 *** (0.003 4)
board	-0.559 1 (0.324 2)	0.005 9 * (0.096 2)	0.010 2 *** (0.001 3)	-0.575 2 (0.310 2)
inb	-4.384 2 (0.682 5)	0.018 7 (0.781 2)	0.081 3 (0.171 3)	-4.484 3 (0.675 5)
minb	-0.047 4 (0.979 0)	-0.003 1 (0.786 5)	0.004 2 (0.673 2)	-0.048 6 (0.978 5)
indep	-51.13 5 5 *** (0.000 5)	0.120 6 (0.184 5)	0.075 7 (0.342 5)	-51.331 8 *** (0.000 5)
zqindep	-18.941 1 ** (0.012 7)	0.041 9 (0.376 5)	-0.027 4 (0.510 3)	-18.955 5 ** (0.012 6)
index	0.521 8 *** (0.000 3)	-0.016 5 *** (0.000 0)	-0.001 9 ** (0.015 3)	0.540 2 *** (0.000 2)
number	2.177 7 *** (0.000 0)	-0.004 1 *** (0.003 0)	-0.002 4 *** (0.049 7)	2.184 1 *** (0.000 0)
Adj-R ²	0.436 6	0.680 2	0.079 8	0.438 7
F-statistic	18.600 1	49.303 3	2.970 5	18.756 0
Prob(F-statistic)	0.000 0	0.000 0	0.006 0	0.0000

3. 监事会结构与督察长回归结果分析。从总的关联交易规模回归结果来看,基本上监事会特征变量与督察长特征变量都不显著,这与肖继辉、彭文平(2010)对监事会治理效应的研究结果一致。这一结果说明我国基金管理公司中监事会的设置对关联交易并没有明显的抑制作用,这可能是由于现有监事会设置与独立董事部分职能重叠,难以划分监管界限,从而导致监管空白有关;也可能是因为监事会的事后监督性,使其对关联交易的监管具有一定的滞后性,从而使其对关联交易的抑制作用不明显。而督察长作为基金管理公司治理新的设置安排可能发挥作用还需要更长期的时间。

从三种具体关联交易规模来看,除了内部监事对关联交

易佣金规模具有一定的抑制作用外,其他变量均不显著。内部监事对关联交易佣金规模的抑制作用可能是由于内部监事较其他监事对基金管理公司内部情况更加了解,监管的灵敏性较一般监事更强。

表5 董事会结构与督察长回归结果

变 量	ratio	traio	yratio	co_ratio
C	1.897 5 (0.623 7)	0.469 3 *** (0.000 0)	0.074 5 *** (0.000 5)	1.353 7 (0.726 2)
insup	5.075 1 (0.264 7)	-0.026 6 (0.329 4)	-0.042 4 * (0.087 8)	5.144 0 (0.258 1)
supervisor	-0.634 5 (0.342 3)	-0.003 1 (0.443 0)	0.003 2 (0.379 2)	-0.634 6 (0.342 1)
finspect	-0.992 0 (0.479 8)	-0.012 8 (0.129 8)	-0.004 0 (0.604 6)	-0.975 2 (0.487 0)
index	0.508 5 *** (0.000 8)	-0.016 49 *** (0.000 0)	-0.001 9 ** (0.021 7)	0.526 9 *** (0.000 5)
number	2.153 5 *** (0.000 0)	-0.003 7 *** (0.006 4)	-0.001 3 (0.311 6)	2.158 4 *** (0.000 0)
Adj-R ²	0.386 3	0.683 4	0.028 6	0.388 6
F-statistic	21.019 6	69.649 9	1.935 1	21.209 9
Prob(F-statistic)	0.000 0	0.000 0	0.091 6	0.000 0

4. 投研会结构回归结果分析。从表6回归结果来看,投研会除了对关联交易佣金规模具有显著的抑制作用外,对其他关联交易以及关联交易总规模都没有显著影响。投研会作为基金管理公司投资决策的一线把关者,由于其普遍由基金管理公司经理及各基金经理构成,在内部人控制下,监管与控制的独立性大大下降,因此抑制关联交易的作用不显著也情有可原。另外,选择股票交易分仓佣金券商的决定是由投研会做出,有回归结果可以看出,投研会规模的变大对客观选取分仓佣金券商是有帮助作用的,这可以抑制基金通过与券商大股东多分仓来输送利益,从而损害基金持有人利益。

表6 投研会结构回归结果

变 量	ratio	traio	yratio	co_ratio
C	-0.698 7 (0.807 0)	0.448 7 *** (0.000 0)	0.093 4 *** (0.000 0)	-1.240 7 (0.664 3)
invest	0.409 1 (0.312 0)	-0.001 2 (0.620 3)	-0.004 9 ** (0.022 7)	0.415 3 (0.304 5)
minvest	0.935 6 (0.766 4)	-0.005 1 (0.788 5)	-0.021 2 (0.207 1)	0.961 9 (0.759 9)
index	0.478 5 *** (0.001 5)	-0.016 4 *** (0.000 0)	-0.001 6 ** (0.048 5)	0.496 4 *** (0.001 0)
number	2.066 9 *** (0.000 0)	-0.003 4 ** (0.017 8)	-0.000 0 (0.868 2)	2.070 3 *** (0.000 0)
Adj-R ²	0.384 9	0.679 2	0.065 3	0.387 2
F-statistic	25.869 5	85.155 7	3.781 2	26.116 5
Prob(F-statistic)	0.000 0	0.000 0	0.005 8	0.000 0

5. 股权结构回归结果分析。从表7回归结果来看,除了关联交易佣金规模,股权结构对关联交易的影响均不太显著。而通过与关联券商高佣金分仓来达到向大股东输送利益,从而

基金管理人从中收取回扣,这种不公平关联交易也是目前唯一已知的基金公司大股东攫取基金持有人利益的方法。从回归结果来看第一第二大股东实力越悬殊越容易加剧这种关联交易的发生。又由于我国现有基金管理公司发起人主要分为券商、信托、银行三类,为了进一步证实券商作为基金股东对关联交易佣金规模的影响,我们将现有样本中第一大股东不是券商的样本剔除后再次进行回归,回归结果见表8。由表8可知,作为券商的第一大股东对关联交易佣金规模的增加具有显著的促进作用,而作为衡量股权集中度的两个指标也对关联交易佣金规模具有显著的促进效应,说明券商股东的“一股独大”将会影响董事会的独立性,通过高佣金分仓来向其自身输送利益的现象确实存在。

表7 股权结构回归

变量	ratio	traio	yratio	co_ratio
C	22.438 4 (0.501 3)	0.438 1 ** (0.031 0)	0.050 7 (0.779 3)	21.949 5 (0.510 5)
largest	-26.851 1 (0.396 3)	0.035 5 (0.852 8)	-0.043 4 (0.800 3)	-26.843 1 (0.396 3)
z	1.237 5 (0.292 1)	-0.004 6 (0.515 6)	0.013 6 ** (0.033 7)	1.228 5 (0.295 6)
cr2_4	-19.427 5 (0.567 2)	-0.012 7 (0.950 6)	0.027 6 (0.880 9)	-19.442 3 (0.566 9)
index	0.476 1 *** (0.001 5)	-0.016 4 *** (0.000 0)	-0.001 8 ** (0.029 4)	0.494 2 *** (0.001 0)
number	2.160 5 *** (0.000 0)	-0.003 8 *** (0.004 9)	-0.001 0 (0.383 9)	2.165 3 *** (0.000 0)
Adj-R ²	0.386 3	0.678 0	0.034 0	0.388 4
F-statistic	21.018 3	67.944 3	2.119 2	21.190 7
Prob(F-statistic)	0.000 0	0.000 0	0.066 0	0.000 0

表8 第一大股东为券商样本的股权结构回归

变量	yratio	prob
C	-0.231 7	0.131 1
largest	0.299 5 **	0.040 0
z	0.023 1 ***	0.000 7
cr2_4	0.291 4 *	0.056 6
index	-0.000 3 ***	0.000 4
number	-0.000 2	0.137 0
样本数量	81	
Adj-R ²	0.235 9	
F-statistic	5.939 2	0.000 1

另外,由以上回归结果我们发现作为控制变量的基金数量虽然对关联交易托管费用有抑制作用,但其对占关联交易总规模较大比例的基金共同重仓持股具有显著的促进作用。

五、研究结论及建议

第一,基金管理公司董事会中独立董事占比对抑制关联交易具有显著的正面效应,而具有证券或基金从业经历的独立董事在董事会中比例越高,抑制关联交易的作用越强。这说明在基金管理公司中设置独立董事将有助于保护基金持有人利益、改善基金管理公司的内部治理,而具有证券或基金从业

经历的独立董事在抑制关联交易方面更专业,更能担此重任。

第二,基金管理公司董事会规模庞大不利于抑制关联交易的发生。董事会的冗余将降低效率、产生“搭便车”现象,这不利于董事会对公司重大事项的决策和监督,这与国外基金管理公司研究文献的结果具有一致性。

第三,监事会与督察长的设置对基金关联交易的抑制作用不明显。监事会作为基金管理公司中专门进行监管的机制设置,其作用的有限性可能主要在于其监督的滞后性,而督察长作为新的机制安排其发挥作用还需一定期间。另外,督察长的选拔主要是由总经理决定,这样的选聘机制也会影响督察长的独立性,使其对关联交易的抑制作用难以发挥。

第四,投研会除了对关联交易佣金规模有一定抑制作用外,对基金关联交易的整体抑制作用并不明显。这主要是因为基金管理公司总经理、各基金经理均参与到了投研会的决策与风险控制之中,这不利于投研会从专业分析方面做出投资决策,也不利于对基金经理行为的牵制,因此对关联交易的抑制乏力。而选择券商佣金分仓是由投研会作出决策,因此投研会规模的变大,将对客观选取佣金分仓券商有帮助作用。

第五,券商“一股独大”,将通过与关联券商高分仓佣金的方法侵占基金持有人利益。券商作为大股东通过分仓佣金为自己输送利益的方式已经被学者们多次提及,各媒体也多次报道,本文通过实证方法验证了这种输送利益方式的存在。

第六,同一基金管理公司旗下基金数量的增加将会促进关联交易总规模的增加,特别是旗下基金共同持股的增加,这将增加基金管理公司的整体风险,不利于基金产业的长期健康发展。

针对以上结论,本文认为:①进一步提高独立董事在基金管理公司董事会中的占比,规定具有证券或基金从业经历的独立董事在董事会中的最低占比。②缩小董事会规模,提高董事会效率,避免董事会人员冗余。③对监事会、督察长、独立董事的职责进行精确细化,避免职责重叠引起的监管空白。同时增加监事会、督察长列席投资决策委员会、董事会会议的机会,减少基金经理加入投资决策委员会的比例。④对基金管理公司股权安排尽量避免“一股独大”或股权过度集中。⑤细化基金管理公司新设立股票型基金的审批制度,以减少基金管理公司旗下基金共同重仓持股、互相托盘、打造明星基金等伤害基金持有人的运作手法,同时缓解由盲目发行新基金导致的基金产业滞涨困境。

【注】本文系重庆大学2011年中央高校基本科研业务费科研专项“研究生科技创新基金”个人项目(项目编号:CDJXS11020032)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. Tufano Peter, Sevick Matthew. Board Structure and Fee-setting in the U.S. Mutual Fund Industry. Journal of Financial Economics, 1997; 46
2. Gemmill Gordon, Thomas Dylan C. Does Governance Affect the Performance of Closed-End Funds? Working paper, Faculty of Finance Cass Business School, 2003