

金融管制、新产品密集发行与基金市场发展^{*}

冯金余 周亚虹

内容提要:为什么近年来国内股市低位震荡,而新基金产品却密集增长?从国外经典研究来看,这是理性的基金管理机构利用个人投资者的异质性与有限理性,为规避业绩竞争而采取的产品差异化策略。我们认为,在管制严格与退出机制缺失的国内基金市场,对基金发行管制所产生的牌照收益,也是其重要原因。2013年新《基金法》放松基金发行管制提供的自然实验,为以上观点提供了经验证据。面板数据 DID 方法研究结果显示,放松基金发行牌照管制能降低管理公司新基金发行战略带来的收益,能促进基金市场的新产品创新。据此,本文针对基金市场的改革与监管提出了政策建议。

关键词:金融管制 新基金发行 新《基金法》 自然实验

作者简介:冯金余,山东财经大学金融学院副教授、硕士生导师,250014;

周亚虹,上海财经大学经济学院数量经济系主任、博士生导师,200433。

中图分类号:F832.5 **文献标识码** A **文章编号:**1002-8102(2017)01-0066-18

一、引言

近年来,随着个人财富管理需求增加与金融体制改革,我国公募基金行业获得了快速发展。中国证券业协会网站数据显示,截至2016年4月底,我国境内公募基金数量已达2966只,资产规模超过7.47万亿。但是,我国基金市场在快速发展过程中却暴露出一个引人注目的现象:基金业绩普遍不高,而新产品数量却密集增长。这种现象至今还较少引起学界与业界的重视。

从产业组织理论与管理者迎合理论来看,新基金产品的密集增长很可能是基金管理机构利用投资者异质性与有限理性,为规避业绩竞争而采取的产品差异化战略。^①在基金市场上,基金管理公司是理性的“多产品公司”(MultiProduct-Company),而基金购买者大多是有限理性的异质散户投资者。这种不对等的理性参与能力,会激励基金管理机构发行新产品以吸引潜在投资者注意

^{*} 基金项目:国家社科基金重点项目“IPO信息披露与投资者权益保护研究”(15AJY019)。作者感谢匿名审稿人以及上海财经大学陆蓉教授与山东大学陈强教授的建议。文责自负。

^① “产品差异化战略”与后文出现的“新基金发行策略”“新基金发行战略”“新产品策略”等词,虽然不能完全划等号,但基本上是同一含义,之所以运用不同词语是为了适应不同背景与场合。按覆盖范围大小排序可划分为“产品差异化战略”“新产品策略”“新基金发行战略”等。

(Massa, 2003), 在新、老投资者之间“移花接木”以规避老基金的业绩竞争压力。在管制严格与投资收益普遍偏低的国内基金市场, 这种新产品差异化战略更易为基金管理公司所滥用, 但由于其隐蔽性与所处发行阶段特点, 很难在短期内为监管者与投资者识破。如果不能对其进行疏导与有效监管, 在长期不仅会导致基金市场业绩普遍不良与创新水平的降低, 而且会导致投资者巨额的“报复性赎回”与基金市场全面萎缩, 甚至引发系统性金融危机。有鉴于此, 揭示与验证基金管理公司的上述新产品战略尤为重要, 然而由于金融管制与基金管理公司新产品战略的内生影响以及相关数据的可得性问题, 验证上述观点非常困难。

新《基金法》前后对公募基金管制的逐步放松, 为我们验证上述观点提供了一项自然的实验。随着次债危机后国内股市大幅下滑, 监管部门于 2009 年开始放松了对基金发行业务与数量的管制, 而对其发行主体(基金管理公司)的市场准入^①却依然保持严格管制, 这导致基金公司牌照资源迅速升值。由于固定管理费率制度引发的投资者—基金管理公司代理冲突,^②在业绩压力下基金管理公司纷纷利用其牌照发行新基金^③吸引投资者, 以提高或维持基金管理费收入。然而, 随着 2013 年新《基金法》对公募基金发行与销售牌照管制的放宽,^④老基金管理公司的牌照垄断收益开始蒸发。

基于 2013 年新《基金法》的自然实验与相关数据积累, 我们将验证以下观点: 对公募基金的牌照管制会激励基金管理公司以产品竞争替代业绩竞争; 放松基金牌照管制能抑制基金管理公司的新基金密集发行, 并且能促进其新基金发行中的产品创新。

本文的贡献主要有: (1) 对金融管制导致基金管理机构滥用新产品发行牌照规避业绩竞争的观点提供了经验证据, 可以为国内今后财富市场的改革发展提供启示, 促进个人财富与高储蓄向有效投资的转化; (2) 对国内 2009 年以来基金业绩全面下滑而新基金发行潮不断涌现的现象提供了理论解释, 有助于我们从基金管理公司与市场结构的层面深入理解国内基金市场的困境, 引导并监管新基金发行潮, 保护投资者利益; (3) 国内现有基金研究文献主要聚焦于偏股型基金二级市场(基金业绩评价、选股或选时能力, 以及投资者“赎回异象”等(陆蓉等, 2007; 肖峻、石劲, 2011)), 而我们将注意力集中在其背后的一级市场(基金管理公司的新基金发行), 探讨其如何由业绩竞争转向新基金产品竞争(产品差异化营销战略), 这有助于从更深层次理解基金管理公司和个人投资者的代理冲突, 以及其与基金市场发展的互动关系。

本文认为, 国内基金业绩普遍不良而新基金产品却密集增长的现象, 不仅是因为理性的基金管理机构利用个人投资者的异质性与有限理性, 为规避业绩竞争而采取了产品差异化竞争战略, 而且是因为在管制严格与退出机制缺失的基金市场, 新基金产品发行和销售权本身蕴含着较大的牌照收益。放松发行和销售牌照管制不仅能抑制基金管理公司新产品差异化销售战略的激励和收益, 而且能提升基金市场的新产品创新水平。

① 在 2013 年新《基金法》发布之前, 只有基金管理公司拥有公募基金发行牌照, 而且市场准入门槛非常高。

② 基金管理公司目标是最大化资产管理费收入, 取决于旗下所有基金的业绩及其份额数量, 而基金持有人目标是自己所持有基金的业绩。

③ 由于股市低迷和基金业绩普遍不良, 当老基金业绩下滑、资产规模面临缩水时, 基金管理公司不是致力于改善基金业绩, 而是通过不断发行促销新基金份额“以新代旧”的方式吸引新投资者认购, 维持或扩大资产管理收入。

④ 在 2013 年新《基金法》之前只有 81 家基金管理公司具有公募牌照资格, 之后, 私募、证券公司、保险、银行等机构亦可申请发行公募基金。截至 2016 年 4 月, 取得公募基金管理资格的机构已经扩充到 113 家(其中基金管理公司 101 家, 证券公司及其资管子公司共 11 家, 保险资管公司 1 家), 而且以银行为主的基金销售垄断也开始为第三方基金销售机构(天天基金网等)所打破。

二、文献综述

(一)金融管制与基金行业发展

谢平等(2013)发现,与管制较弱的银行理财和私募基金业相比较,管制严格的公募基金业无论在产品数量还是规模上都发展较慢。王林、俞乔(2013)对中国基金业管制和监管变革历程与负面事件的回顾为我们提供了重要的研究线索,但是其有关2009年放松基金发行管制后反而频现基金负面事件(基金“踩地雷”、业绩不良、投资者巨额赎回等)的解释,却值得进一步商榷。我们认为,其中更重要的原因是,当时拓展了基金管理公司的发行牌照功能,而对其市场准入依然保持严格管制,导致了基金牌照的升值与滥用。

(二)投资者有限理性与管理者迎合理论

国内学者也开始注意到,基金管理机构会利用投资者的有限理性与个性化偏好,采取某些迎合投资者的策略,例如基金高比例分红(李科、陆蓉,2011)、基金拆分(俞红海、陆蓉,2014)、“造星”策略(林树等,2009),来吸引投资者注意与资金流入。这为我们从投资者有限理性角度探讨基金管理机构的新产品发行决策提供了有价值的启示。

(三)基金管理公司的新基金发行决策

基于投资者异质性与有限理性,Massa(2003)首次从产业组织理论与金融经济学的角度,考察了基金管理公司的新基金发行决策,认为基金管理公司的目标是资产规模或管理费收入最大化,而不是投资者收益最大化。基金管理公司设立基金的数量与愿意提供的基金业绩水平,都只是用以吸引投资者的促销手段,二者相互替代。Massa(2003)的理论研究表明,在其他条件相同情况下,基金管理公司的业绩压力^①越大,越有激励通过发行新产品来吸引投资者(Kolokolova, 2011; Chen等,2012; Gaspar等,2006; Gavazza 2011)。此外,新基金或新类别的最优数量,都与市场竞争者数量负相关(Massa,2003;冯旭南等,2012);基金经理特征(相二卫,2013)、投资者异质性偏好(Massa,2003)等也会激励基金公司发行新基金。

(四)基金管理公司发行新基金的效果及其市场影响

与价格策略一样,通过设立新基金进行差异化销售是有效的策略。Khorana和Servaes(2012)发现在美国共同基金业市场,同等条件下,产品线较完善、新基金数量较多以及异质创新的基金公司能获得更高市场份额,Boyson(2008)也有类似发现。

但是作为一种非价格竞争策略,基金管理公司过多地发行新基金可能会弱化其追求优秀业绩的激励并导致其业绩下降(Massa, 2003)。冯金余(2015a)也发现当国内基金管理公司每季度新基金发行数量超过3只时,会损害基金管理公司业绩。此外,新基金的密集发行,还会导致基金投资风格的趋同与创新水平下降(李雪峰等,2010)。

(五)投资者对基金业绩的反应——基金业绩—资金流量关系(FPR)研究

与国外成熟市场相反,大多数文献发现我国开放式基金资金流量对业绩的反应表现出异常负相关关系——“净赎回异象”(陆蓉等,2007;冯金余,2015b;彭惠等,2012),但是也有部分学者发现“净赎回异象”只是一种假象(肖峻、石劲,2011)。基金“净赎回异象”及其经验证据的不稳定性,令

^① 感谢匿名评审专家的建议,我们将业绩压力定义为:基金管理公司为改善基金业绩需要支付较高的成本,或者投资者对基金业绩不敏感。当然,文责自负。

人自然地将注意力转向其背后更根本的决定性因素——基金管理公司,思考是否与其迎合投资者的新基金密集发行有关。

通过以上文献可以看出,对于公募基金业的发展,目前还鲜有文献从金融管制与基金管理公司新产品差异化营销角度进行系统、规范的研究,而我们通过相关文献的梳理与总结发现,基金管理机构是否设立新产品主要取决于相关的成本与收益,国内基金市场业绩不良却频现新基金发行潮的原因主要有两点:其一,国内股市低迷与投资收益普遍偏低等特点,加大了基金管理机构创造绝对业绩的难度与成本,使其更偏好于通过发行新产品替代业绩竞争;其二,国内新基金管理机构的准入管制与庞大的异质散户投资者群体,为新基金产品销售提供了广阔的市场空间。

我们接下来将以新《基金法》带来的自然实验对上述观点进行验证,并进一步考察放松金融管制对新基金募集效率与创新水平的影响。

三、基金管制与管理公司新产品差异化战略:理论分析与研究假设

关于金融管制与基金管理公司的新产品差异化战略,Massa(2003)的理论研究表明,基金管理公司业绩压力越大,越有激励通过新产品差异化战略来替代业绩竞争。而放松金融管制导致基金供给竞争者数量增多,会降低新基金发行的垄断收益,因而会约束基金管理公司的新产品差异化战略。Massa(2003)还发现,基金管理公司通常采用发行新基金与家族内基金免费转换的方式来利用投资者的异质性,实施其产品差异化营销战略。业绩压力越大、提供免费转换的成本越低,基金管理公司越倾向于实施新基金差异化销售战略。Khorana 和 Servaes (2012)实证研究也得到了类似结论。

(一)金融管制与基金管理公司新产品策略

国内公募基金发行牌照一直为基金管理公司(60家左右)所独享,直到2013年新《基金法》实施后,才拓展至银行、保险、券商、私募股权等资产管理机构。与此并存的是,公募基金的销售一直为中、农、工、建、交等五大国有银行所垄断^①,直到2013年以后,天天基金网等第三方基金销售机构的崛起,垄断程度才有所减轻。正因为如此,虽然基金业务范围与发行数量已经在2009年放开管制,但是真正能成功发行新基金的只是少数大规模老基金管理公司。基金产品的发行市场——基金管理公司市场属于寡头垄断市场,而同类基金产品(如股票型开放式基金)的二级市场却近乎完全竞争市场(业绩竞争异常激烈)。由于熊市导致的基金管理公司绝对业绩压力,^②在固定管理费费率引发的代理冲突下,具有多产品特征的基金管理公司纷纷运用其发行牌照,发行新基金吸引个人投资者,通过产品市场竞争规避二级市场的业绩竞争。

如图1所示,在t1时刻,大、小规模基金管理公司都拥有基金产品线1(包含名称各异的多只基金),以吸引1类投资者与2类投资者。当基金业绩压力等原因导致基金产品线1难以再吸引投资者时,大规模基金管理公司在t2时刻运用新基金发行牌照与销售渠道优势,转而发行基金系列2(风格趋同、名称各异的多只基金)迎合类型2的老投资者与潜在的新投资者类型3,以维持或扩大管理收入。同理,当基金业绩压力等原因导致基金系列2难以再吸引投资者时,大规模基金管

① 新《基金法》以后才进一步拓展到期货公司、保险机构、证券投资咨询机构等其他机构。

② 这里主要有两层意思:(1)次贷危机后股市全面下滑,基金创造绝对业绩的压力明显增大,很难满足投资者的绝对收益偏好;(2)在低业绩阶段,投资者资金流量对基金业绩变化不敏感。

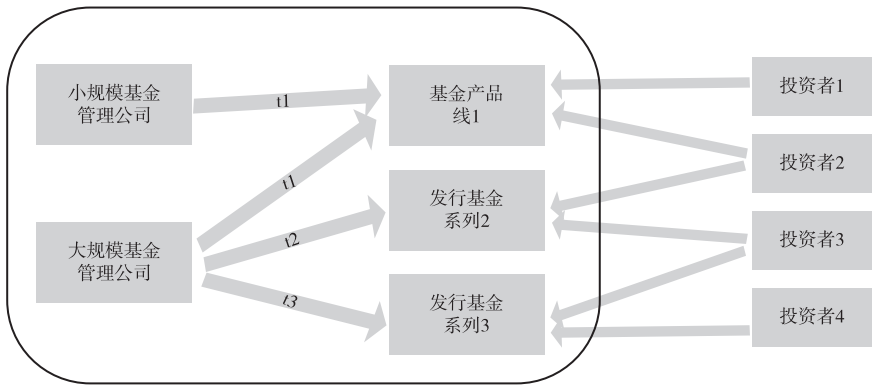


图 1 基金发行与销售中的寡头垄断

理公司在 t3 时刻再发行基金系列 3 以吸引类型 3 与类型 4 投资者……而小规模基金管理公司因为发行与销售成本等问题,几乎难以成功发行与募集新基金(为简化分析,我们假定其只拥有基金产品线 1)。

2013 年新《基金法》放松了对公募基金发行与销售的准入门槛,基金发行与销售渠道趋向多样化,基金发行与销售市场由寡头垄断转向竞争市场。此时新拥有公募基金牌照的银行、保险、证券公司、私募股权以及原有小规模基金管理公司等,都会利用各自优势^①发行新基金,与原有大规模基金管理公司展开竞争(见图 2)。

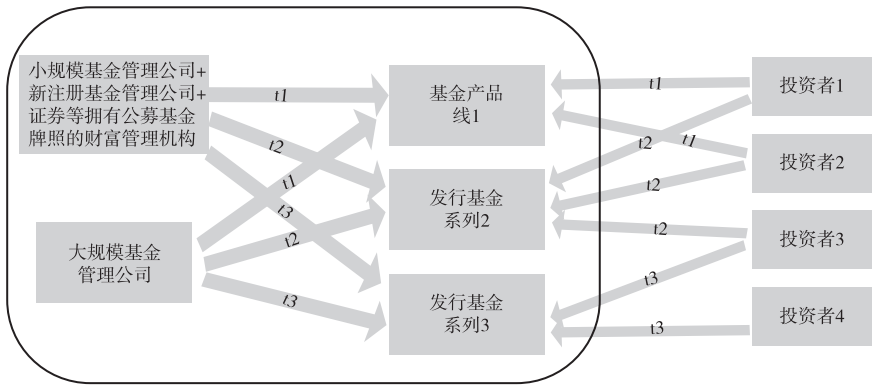


图 2 放松基金发行与销售管制后的竞争市场

(二) 研究假设

根据上述理论分析以及对新《基金法》前后基金发行市场的描述可以推断,对基金发行和销售的垄断收益日益减少,可能会弱化大规模基金管理公司以发行新基金替代绝对业绩压力的新产品差异化战略行为。因此我们提出如下假设。

假设 1: 公募基金牌照管制与绝对业绩压力,是管理公司密集发行新基金的重要原因。

^① 银行、保险、证券公司、私募股权分别具有销售渠道优势、保险优势、市场投资与基金绝对业绩优势,部分基金管理人还可通过与天天基金网、淘宝网等基金销售渠道合作形成新的发行与销售优势。

进一步,由于2013年新《基金法》以后,原有实施新产品差异化战略的基金管理公司会面临更多的市场竞争者,其结果是基金数量迅速增加、销售渠道变拥挤。因此可以提出假设2。

假设2:放松公募基金管制,会降低基金管理公司密集发行新基金的收益。

此外,新《基金法》放开基金发行与销售牌照管制,上述基金管理机构(小规模基金管理公司、银行、保险、证券公司等)也会根据各自的创新优势发行新基金,这会给原有处于垄断地位的大规模基金管理公司形成创新压力,促使其在新基金发行中提升创新水平。由此我们提出假设3。

假设3:放松公募基金管制,能够激励基金管理公司提高新基金产品的创新水平。

四、数据、变量与描述性统计

(一)样本与数据来源

本文选择具有完整公开数据的基金管理公司作为研究对象,时间区间为2008年下半年至2014年下半年,共14个半年,涵盖的是新《基金法》前后基金发行管制逐渐放松的阶段。横截面方向包含了数据披露完整的所有基金管理公司,数量介于59~81只。经过手工挖掘整理、匹配成以基金管理公司为个体、以半年为频率的非平衡面板数据,共857个样本。数据来源于国泰安CSMAR数据库与WIND资讯。为避免异常值对模型的影响,我们设定每个变量按基金公司一半年观测值winsorize设定其大小极值各1%。

在考察基金管理公司产品创新水平时,时间序列方向与前一致,但是限于数据可得性,数据披露完整的基金管理公司数目只有39~60只,最终手工挖掘整理、匹配的非平衡面板数据,共660个样本。^①

(二)变量定义

1. 被解释变量

(1)基金管理公司在股市收益、基金发行管制等因素下选择密集发行新基金的条件概率 $p(Ipo_{f,t}=1|X)$;^②其中虚拟变量 $Ipo_{f,t}$ 表示基金管理公司密集发行新基金,根据冯金余(2015a),如果每半年发行新基金数量不小于3,则 $Ipo_{f,t}$ 等于1,否则等于0。后面还采用了新基金数量的0.5、0.60、0.75分位数进行稳健性检验。

(2)基金管理公司旗下基金总份额规模 $y1_{f,t}$:根据Khorana和Servaes(2012),我们在控制基金管理公司历史总份额规模等条件下,以 $y1_{f,t}$ 度量新基金发行的收益。

(3)基金管理公司旗下基金产品的创新水平 $innv_{f,t}$:根据Khorana和Servaes(2012)并结合国内实际情况,采取新基金产品创新指数之和 $innv_{f,t}$ 来度量。 $innv_{f,t}$ 表示基金管理公司当期发行所有类别基金(按投资范畴进一步细分投资风格)的创新水平之和,其中每类基金创新水平定义为新基金数量与期初市场该类型基金总个数比例。根据WIND资讯,基金类别可分为股票型、混合型、债券型、货币市场、QDII与另类投资基金等6类基金,每一类基金按投资范畴进一步可细分为被动指数型(债券)、股票多空、宏观策略以及国际QDII(股票、债券、混合型)等20种风格。

^① 主要变量分别匹配成857或660个样本,在实际的计量估计中,可能会存在变量滞后项及估计方法导致的样本缺失情况。例如,在固定效应面板模型估计中,不随时间变化的变量会被删除;在动态面板模型估计中,采取高阶的GMM工具变量也可能导致样本缺失。

^② 基金管理公司是否选择密集发行新基金只有2种选择:密集发行或者不密集发行,然而影响基金管理公司是否选择密集发行新基金的因素X却不少,例如股市收益、基金发行管制、老基金业绩等。

2. 解释变量

(1) 股市收益及其与金融管制虚拟变量交叉项 $dumlaw * rm_t$ 。基金管制与绝对业绩压力是影响大规模管理公司密集发行新基金决策的重要因素。由于国内股市具有同涨同跌特征,基金很难战胜大盘,^①我们以沪深 300 指数收益率 rm_t 系数来刻画管制状态下基金管理公司的绝对业绩压力,^②以 $dumlaw * rm_t$ 系数表示放松管制与绝对业绩压力的共同影响。其中 $dumlaw$ 虚拟变量表示 2013 年 6 月 1 日新《基金法》实施前后对公募基金发行管制程度的变化, $dumlaw$ 等于 1 表示放松管制,等于 0 表示处于管制状态。

(2) 金融管制虚拟变量与密集发行新基金策略的交叉项 $dumlaw * Nfundsstrg$ 。该交叉项表示金融管制与密集发行新基金策略的共同作用。其中,哑变量 $Nfundsstrg$ 等于 1 表示大规模基金管理公司选择了密集发行新基金,等于 0 则表示其他情形。

(3) 金融管制虚拟变量、密集发行策略与新基金数量交叉项 $dumlaw * Nfundsstrg * nfunds$,用以刻画金融管制与基金管理公司密集发行策略对新基金发行的共同作用。

3. 控制变量

根据 Massa(2003)以及 Khorana 和 Servaes(2012)等理论研究,基金管理公司是否选择密集发行新基金不仅与公募基金牌照收益、绝对业绩压力有关,而且与基金管理公司业绩、规模、明星策略以及销售费用等特征,与基金市场竞争程度和创新水平密切相关,因此我们在模型中剥离了上述因素影响。与此类似,在验证假设 2 与 3 的计量模型中也进行了相关因素的控制。

$rfm_{f,t-1}$ 是指 $t-1$ 期基金管理公司旗下所有基金去投资风格收益后的加权平均超额收益率。根据 Khorana 和 Servaes(2012),采取如下计算过程:

$$rfm_{f,t-1} = \sum_{i=1}^{N_{f,t-1}} \left[\omega_{i,t-1} \left(r_{i,t-1} - \sum_{j=1}^{M_{i,t-1}} \omega_{j,t-1} r_{j,t-1} \right) \right] \quad (1)$$

其中, $N_{f,t-1}$ 表示 $t-1$ 期 f 基金公司旗下基金总个数, $M_{i,t-1}$ 表示 $t-1$ 期市场中同属 i 类型基金的总数, $\omega_{i,t-1} \setminus r_{i,t-1}$,分别表示 $t-1$ 时期 i 类基金资产权重和收益, $\omega_{j,t-1} \setminus r_{j,t-1}$ 分别表示 $t-1$ 时期 i 类基金中第 j 基金资产权重和收益。

明星基金公司虚拟变量 $starfm_{f,t}$ 。参照肖峻、石劲(2011)与冯金余(2015b),将明星基金定义为同类基金中净值增长率在前 10% 的基金。如果 f 基金公司 $t-1$ 期至少拥有一只明星基金,则虚拟变量 $starfm_{f,t}$ 等于 1,否则等于 0。

基金公司收益标准差 $stdfm_{f,t-1}$ 表示基金管理公司 f 旗下各基金去掉投资风格影响后的收益标准差。

市场垄断程度 $Hfindex$ 是指上期市场中基金份额在管理公司的集中程度,计算公式为:

$$Hfindex_{t-1} = \sum_{i=1}^{N_{t-1}} \left(m_{i,t-1} / \sum_{i=1}^{N_{t-1}} m_{i,t-1} \right)^2 \quad (2)$$

其中, $m_{i,t-1}$ 指基金管理公司 i 在 $t-1$ 期时的总份额。

基金市场创新水平 $innv_{t-1}$ 的计算方法与基金管理公司创新水平 $innv_{f,t}$ 类似。根据 Khorana

① 尤其是熊市期间股价全线下滑,基金绝对业绩压力很大。

② 我们在计量模型中还纳入了基金平均历史业绩(去投资风格收益后的加权平均超额收益率),该指标也可反映基金公司的绝对业绩压力。

和 Servaes(2012), $innv_t$ 表示当期发行所有类别基金的创新水平之和,其中每类基金创新水平定义为其新基金数量与期初市场该类型基金总个数的比例,从基金类别来看,主要包括股票型、混合型、债券型、货币市场基金、QDII 基金与另类投资基金等 6 类基金。

结合国内基金市场实际,我们还控制了基金管理公司规模 $largescale_{f,t-1}$ 、净值增长率 $y6_{f,t-1}$ 、旗下新基金数量 $nfunds_{f,t-1}$ 、平均收益 mr_{t-1} 、客服渠道费率 $kefufr_{f,t-1}$ 、销售费 $distr_{f,t-1}$ 、其他费用 $otherfee_{f,t-1}$ 、总基金个数 $scale1_{f,t-1}$ 与份额规模 $scale2_{f,t-1}$ 、管理风格 $style_{t-1}$ 与组织结构 $comstrc_{f,t}$ 等,各变量定义如表 1 所示:

表 1 变量名称与定义

名称	变量符号	定义
基金公司新基金数量	$nfunds$	基金管理公司当期设立新基金的数量
基金公司规模	$largescale$	指份额规模虚拟变量,如果基金管理公司上期份额规模大于 0.75,分位数则等于 1,否则等于 0。后面稳健性检验以 0.5、0.8 替代
绩优基金公司虚拟变量	$highperf$	如果基金管理公司在上期的加权平均业绩大于平均数,则等于 1,否则等于 0
基金公司净值增长率	$y6_{f,t-1}$	基金管理公司上一期期末净值增长额与期初净值之比
基金公司客户渠道维护费率	$kefufr_{f,t-1}$	基金公司从管理费中支付给银行的客户渠道维护费(尾佣)
基金公司管理风格	$style_{t-1}$	以风格系数来表示,是对基金管理公司旗下基金换手率、持市市盈率、市净率、股票集中度与投资集中度等信息的综合
基金公司销售费用	$distr_{f,t-1}$	指基金公司根据基金合同与法律规定,从开放式基金财产中计提费用,用于支付销售机构佣金、基金营销费以及基金份额持有人服务费等
基金公司其他费用	$otherfee_{f,t-1}$	基金公司其他运作费用
基金公司总基金个数	$scale1_{f,t-1}$	基金公司旗下所有基金数量之和
基金公司总基金份额规模	$scale2_{f,t-1}$	基金公司旗下所有基金份额规模之和
基金公司组织结构	$comstrc_{f,t}$	如果基金公司属于中资则为 0,否则定义为 1
基金平均收益水平	mr_{t-1}	表示 t-1 期基金市场上所有基金去投资风格影响后收益加权平均和

(三)描述性统计分析

1. 主要变量的描述性统计分析

由于篇幅限制,我们仅对主要变量进行描述性统计,包括基金管理公司的份额规模 $y1$ 、新基金发行数量 $nfunds$ 、业绩 rfm 、密集发行新基金虚拟变量 Ipo 与销售费用 $distr$ 等。表 2 对比列出了新《基金法》实施前后,大、小规模基金公司主要变量的平均值。从中可以清晰地看到,总体而言,新基金发行数量与股市收益负相关,基金公司份额规模与新基金数量正相关。新《基金法》实施以后,尽管股市收益波动较大而且大规模基金公司超额收益明显变小,但是它们通过增发新基金仍保持了基金份额的逐年增长,而小规模基金公司新基金发行数量与份额规模变化不大。

2. 金融管制前后新基金发行数量、募集效率与创新水平

图 3 中基金公司每半年新发行基金数量、份额规模与股市收益变化也揭示了这种关系。2009 年以来,尽管股市收益一直在低位震荡,但是大规模基金公司通过增发新基金保持了份额规模上升,而小规模基金公司在新基金发行数量与份额规模上都较为稳定。由图 4 中柱形图部分可以看

表 2 主要变量的描述性统计

时间	大	小	大	小	大	小	大	小	大	小	大	小	股指 收益	
	基金公司样本		y1		n funds		r fm		ipo		distr			
新《基 金法》 前	2008/12/31	23	33	421.7	135.5	1.27	0.91	1.24	-3.13	0.02	0.00	220.4	225.50	-6.2
	2009/6/30	26	34	663.3	132.6	0.85	0.88	-0.98	-7.86	0.00	0.00	263.0	152.35	9.81
	2009/12/31	26	34	704.7	142.4	1.12	0.83	1.31	1.15	0.00	0.00	287.2	157.06	2.99
	2010/6/30	25	35	708.3	148.9	1.08	0.86	-0.54	2.64	0.04	0.00	279.4	185.44	-5.2
	2010/12/31	24	36	701.8	151.5	1.54	1.28	-1.45	-1.53	0.04	0.03	271.9	129.11	1.28
	2011/6/30	25	36	686.1	158.9	2.44	1.11	0.09	-0.63	0.16	0.00	239.5	163.32	0.55
	2011/12/31	27	37	708.9	134.8	2.56	1.05	0.79	-1.29	0.33	0.00	258.4	130.81	-3.5
	2012/6/30	30	37	692.2	156.8	2.07	1.18	-0.49	-1.66	0.10	0.00	247.3	138.98	0.90
	2012/12/31	26	44	857.6	142.0	3.73	1.38	0.15	2.19	0.54	0.04	293.1	138.02	-3.3
新《基 金法》 后	2013/6/30	25	47	795.4	170.9	4.40	1.30	-0.13	1.88	0.72	0.11	316.7	183.49	1.36
	2013/12/31	27	47	831.7	156.2	4.63	0.94	-0.45	1.42	0.59	0.06	337.3	176.51	1.02
	2014/6/30	30	51	1002.9	165.2	3.67	1.45	-0.52	0.43	0.53	0.06	330.9	230.06	-1.19
	2014/12/31	20	49	1213.6	150.8	1.25	1.12	-4.25	-0.33	0.55	0.03	376.2	168.48	8.83

注：本表仅给出了相关变量的平均值。

出，在 2013 年新《基金法》放松发行牌照以后，新基金对投资者吸引力有所提高，新基金募集效率明显提高，能成功超额募集其所需资金；新《基金法》之前，新成立基金发行份额总是大于截止日份额，无法成功募集。图 4 折线图部分的变动还显示，2013 年新《基金法》实施前后，基金平均绝对收益基本变化不大，但是新基金数量与创新水平却有较为明显的变化。在新《基金法》实施以前（尤其是 2012 年下半年之前），新基金创新水平并没有随市场中新成立基金总数的增长而增加，而新《基金法》实施以后，虽然新基金总数增速放缓，但新基金创新水平有所提高（尤为明显的是新《基金法》实施后的一年内）。我们随后的研究将进一步从基金管理公司的层面对此进行验证。

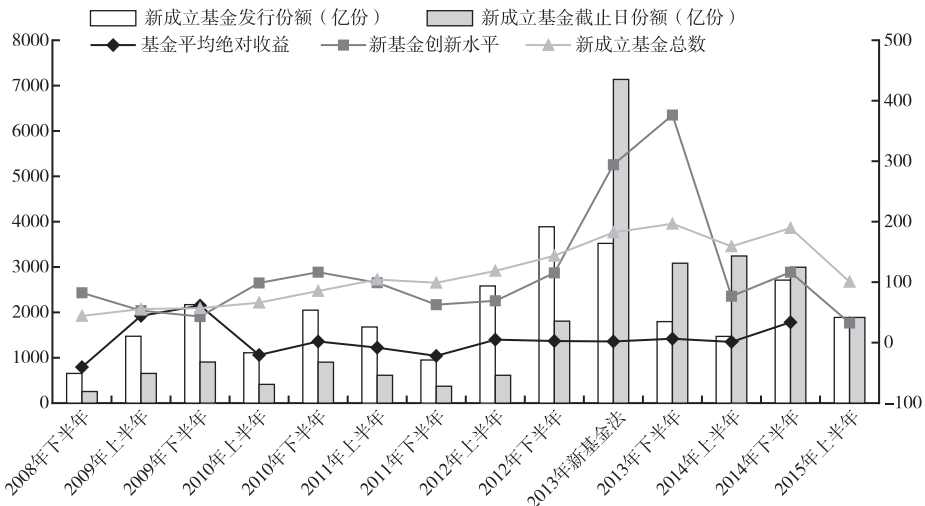


图 3 基金公司新发行基金数量、份额规模与股市收益的变化

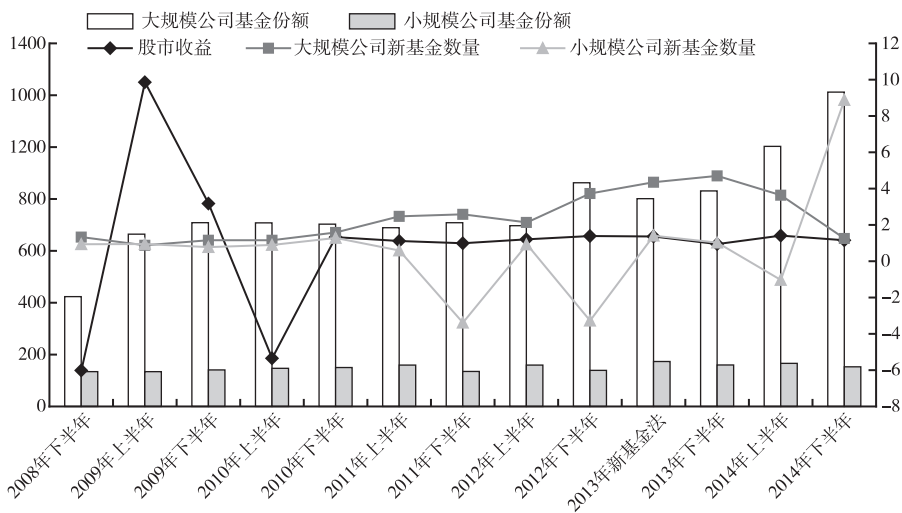


图 4 放松管制对基金市场的影响

五、实证研究

(一) 什么导致了基金管理公司的新基金发行潮——对研究假设 1 的检验

按照前面理论分析,公募基金牌照管制与国内股市持续低迷,是引发国内基金管理公司新基金发行潮的重要动因。果真如此,那么 2013 年新《基金法》对发行与销售牌照管制的放松,会弱化管理公司新基金发行与股市收益的负相关关系,我们接下来对此进行验证。

由于 2009 年以来大多数基金管理公司都热衷于发行新基金,我们将注意力聚焦于那些密集发行新基金的基金公司。因为根据理论分析可知,与普通新基金发行相比,密集发行新基金的管理公司,其新产品发行成本与收益更容易受发行管制与业绩压力的影响。

我们采用面板数据 xtlogit 方法,在 Logit 分布(Logistic distribution)下将模型设定为:

$$\log(p(Ipo_{f,t} = 1)/(1 - p(Ipo_{f,t} = 1))) = \beta_0 + \beta_1 * dumlaw + \beta_2 * rm + \beta_3 * dumlaw * rm_t + \xi * controls + \alpha_f + \epsilon_{f,t} \quad (3)$$

公式(3)中被解释变量表示基金管理公司选择密集发行新基金 $Ipo_{f,t-1}$ 的条件概率,解释变量是股市收益 rm_t 及其与金融管制虚拟变量的交叉项 $dumlaw * rm_t$,我们预期系数 β_2 、 β_3 分别为负数、正数。

$Controls$ 表示控制变量集,根据 Massa(2003)等研究与国内基金市场实际情况,主要包括基金管理公司历史业绩、规模及其与金融管制虚拟变量的交叉项,以及管理公司净值增长率、新基金数量、客服渠道维持费率、管理风格、明星策略虚拟变量、收益标准差、销售费、其他费用、总基金个数与份额规模、组织结构、基金市场平均收益水平、市场垄断程度和创新水平。为防止内生性影响,控制变量基本都选取滞后项。 β_0 为常数项, f 、 t 分别代表基金管理公司与时期。 α_f 表示基金管理公司的个体效应, $\epsilon_{f,t}$ 表示随时间或基金公司变化的随机效应。为减少序列自相关问题,我们在所有计量模型中对标准误从基金管理公司层面上进行集聚处理。

表3 方程2~方程4 变量 rm 系数显著为负数(经济与统计意义上都非常显著),表明密集发行新基金的概率与股市收益负相关,基金管理公司倾向于在熊市或大盘收益较低时通过发行新基金以产品差异化竞争规避业绩压力。而 $dumlaw * rm$ 系数显著为正则表明,对基金发行与销售的管制,是大规模老基金管理公司新产品差异化战略能持续存在的重要原因。^① 此外,通过命令 `margins` 计算方程3 变量 rm 、 $dumlaw * rm$ 的边际效应发现:股市收益每降低1 个单位,在金融管制状态下基金管理公司由选择不密集发行基金到选择密集发行基金的概率将提升 2.16%,而放松管制后这一概率将降低为 1.76%。^②

表3 金融管制对基金管理公司新基金发行决策的影响

被解释变量:新基金密集发行 IPO	方程 1	方程 2	方程 3	方程 4
金融管制虚拟变量 $dumlaw$	4.058*** (1.330)	3.346** (1.612)	4.067** (1.584)	4.529*** (1.699)
解释变量股市收益 $rm_{f,t}$		-0.373** (0.148)	-0.427*** (0.136)	-0.361** (0.143)
解释变量 $dumlaw * rm_{f,t}$		0.354* (0.190)	0.358*** (0.180)	0.294 (0.186)
其他控制变量 $Controls$	yes	yes	yes	yes
/lnsig2u	-12.405 (21.97)	-1.933 (2.48)	-12.661 (21.24)	-12.268 (324.6)
Wald chi2(概率)	118.572 (0.00)	108.448 (0.00)	121.993 (0.00)	122.240 (0.00)
样本数	695	695	695	695

注:***、**和* 分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。下同。/lnsig2u 代表 $\ln(\sigma_u^2)$,用来刻画样本面板层面的方差贡献。括号内的数字表示标准误。

控制变量方面,市场垄断指数变量 $Hfindex_{t-1}$ 系数显著为负,表明基金市场的竞争会激励管理公司选择密集发行新基金。 $largescale$ 系数显著为正,表明与小规模基金公司相比,大规模基金公司更倾向于选择密集发行新基金的行为吸引投资者。除此以外,管理公司旗下基金收益标准差越大、投资风格越激进,越倾向于选择密集发行新基金(限于篇幅,结果略)。

(二)放松金融管制能抑制管理公司的新基金差异化战略——对研究假设 2 的检验

被解释变量为基金管理公司旗下基金总份额规模 $y1$,解释变量 $dumlaw * Nfundsstg$ 表示金融管制与新基金密集发行策略的联合作用。考虑到老基金投资者的“消费黏性”或“用脚投票”会影响基金管理公司当期的基金总份额,如果在面板数据计量模型中遗漏该变量会导致内生性问题,我们构建包含被解释变量滞后项的动态面板双重差分计量模型(DID 模型)来进行考察,模型设定为:

① 市场上基金平均业绩 $mr_{f,t-1}$ 系数与股市收益 $rm_{f,t}$ 系数符号一致,也可为此提供佐证。

② 我们以表3 方程3 为例计算,在模型估计后,采用命令 `margins, dydx(*) predict(pu0)` 即可计算,结果显示:股市收益 rm 对基金管理公司密集发行决策的边际影响效果为 -0.0216,而放松管制后(变量 $dumlawrm$) 边际效果为 0.0176。

$$y1_{f,t} = \beta_0 + \beta_1 * L.y1_{f,t} + \beta_2 * dumlaw + \beta_3 * Nfundsstg + \beta_4 * dumlaw * Nfundsstg + \omega * controls + \alpha_f + \epsilon_{f,t} \quad (4)$$

Controls 表示其他控制变量集,包括金融管制虚拟变量、新基金密集发行策略、基金公司新基金数量及其平方项、客服维持费率、销售费用、投资风格、历史业绩、规模、是否明星基金公司、收益标准差、其他费用、基金市场产品垄断、创新水平和股市收益率。考虑到样本期间除 2013 年新《基金法》以外,2011 年 10 月 1 日起正式实施修订后的《证券投资基金销售管理办法》以及 2014 年下半年股市由长期低迷震荡转为牛市也可能影响基金认购,我们分别引入基金销售政策虚拟变量 *dumdistr* 与 2014 年牛市虚拟变量 *dumbull* 控制其影响。^① α_f 表示基金管理公司不随时间变化的个体效应, $\epsilon_{f,t}$ 表示随时间或基金公司变化的随机效应。

表 4 放松金融管制能抑制基金管理公司新基金发行的收益

被解释变量:管理公司旗下 基金总份额 <i>y1</i>	方程 1		方程 2		方程 3	
	系数	标准误	系数	标准误	系数	标准误
被解释变量滞后项 <i>L.y1</i>	0.887***	0.054	0.889***	0.057	0.886***	0.041
金融管制虚拟变量 <i>dumlaw</i>	22.118	105.328	2.610	105.690	76.709	109.145
新基金密集发行策略 <i>Nfundsstg</i>	204.763*	107.429	188.803*	104.380	163.623*	99.166
解释变量 <i>dumlaw * Nfundsstg</i>	-363.842**	179.190	-309.814*	174.721	-343.670**	175.098
其他控制变量	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>_cons</i>	192.557	235.056	151.692	207.948	271.429	242.118
样本数	701		701		701	
Wald 检验 chi2 值	3075.9(0.00)		4573.30(0.00)		3654.59(0.00)	
Arellano-Bond 一阶自相关检验	-2.04(0.041)		-2.14(0.032)		-2.32(0.020)	
Arellano-Bond 二阶自相关检验	0.08(0.939)		-0.28(0.782)		-0.30(0.766)	
Hansen 过度识别检验卡方检验	25.3(0.900)		23.9(0.900)		28.55(0.642)	

注:括号内数值为概率值。

由于本文样本具有“宽截面、短时间”特征,动态面板数据时间序列长度在 10 左右,因此采用 Roodman(2009)的 *xtabond2* 方法估计,以克服普通 *xtabond* 方法的自相关问题。表 4 新基金密集发行策略系数显著为正,表明实施密集发行新基金策略的基金管理公司确实能获得更多管理收益,而 *dumlaw * Nfundsstg* 系数显著为负则进一步表明,放松管制能抑制管理公司密集发行新基金的收益,检验结果支持研究假设 2。*L.y1* 系数显著为正,在经济与统计意义上非常显著,一方面表明我们选择动态面板模型是正确的,另一方面则说明基金管理公司的投资者存在很大的“顾客黏性”倾向。

(三)放松金融管制能否提高基金市场的创新水平——对研究假设 3 的检验

我们仍然采用包含被解释变量滞后项的动态面板数据差分模型,考察放松金融管制对基金管理公司新基金产品创新的影响,计量模型设定如下:

^① 前者定义为如果样本处于 2011 年下半年之前则 *dumdistr* 等于 0,否则等于 1;后者定义为样本观测处于 2014 年下半年之前则 *dumbull* 等于 1,否则等于 0。

$$\begin{aligned}
innv_{f,t} = & \beta_0 + \beta_1 * L.innv_{f,t} + \beta_1 * dumlaw * Nfundsstg * nfunds_{f,t} \\
& + \beta_2 * Nfundsstg * nfunds_{f,t} + \beta_3 * dumlaw * nfunds_{f,t} \\
& + \beta_4 * nfunds_{f,t} + \beta_5 * dumlaw + \beta_6 * Nfundsstg \\
& + \beta_7 * dumlaw * Nfundsstg + \omega * controls + \alpha_f + \epsilon_{f,t}
\end{aligned} \quad (5)$$

被解释变量 $innv_{f,t}$ 表示基金管理公司旗下基金产品的创新水平,解释变量 $dumlaw * Nfundsstg * nfunds$ 表示金融管制和新基金密集发行策略与发行新基金数量的交叉项,与其密切相关的控制变量包括被解释变量滞后项、金融管制虚拟变量 $dumlaw$ 、新基金密集发行策略 $Nfundsstg$ 和 $dumlaw * Nfundsstg$ 以及其分别与新基金数量的交叉项。 $Controls$ 表示其他控制变量集,包括基金管理公司风格、历史业绩、规模、是否明星基金公司、收益标准差、其他费用、市场基金产品线和创新水平、股市收益率、2011 年基金销售管理虚拟变量、2014 年牛市虚拟变量。 α_f 和 $\epsilon_{f,t}$ 分别表示个体效应和随机效应。

表 5 变量 $dumlaw * Nfundsstg * nfunds$ 系数显著为正,表明新《基金法》放松基金管制能促使基金公司在新产品发行中提高创新水平。其原因是,当新《基金法》放开发行与销售牌照管制以后,小规模基金管理公司以及银行、证券公司、私募股权等新型基金管理人,都能较为容易地申请公募基金牌照和发行新基金产品,这会给原有大规模基金管理公司的新基金密集发行产生创新压力,促使其提升创新水平。

表 5 放松发行牌照管制对基金管理公司产品创新的影响

被解释变量:基金管理公司创新水平 $Innv_{f,t}$	固定效应面板模型		动态面板模型	
	自变量	系数	标准误	系数
历史创新水平 $L.innv_{f,t}$			0.039***	0.003
解释变量 $dumlaw * Nfundsstg * nfunds$	0.013***	0.004	0.025***	0.001
密集发行新基金 $Nfundsstg * nfunds$	-0.128***	0.043	-0.220***	0.008
放松管制与新基金数量交叉项 $dumlaw * nfunds_{f,t}$	-0.018***	0.003	-0.025***	0.001
新基金数量 $nfunds_{f,t}$	0.273***	0.024	0.320***	0.006
放松管制与新基金策略 $dumlaw * Nfundsstg$	-0.053***	0.017	-0.076***	0.004
金融管制虚拟变量 $dumlaw$	-0.003	0.007	0.026***	0.002
新基金密集发行策略 $Nfundsstg$	0.545***	0.187	0.752***	0.041
其他控制变量 $Controls$	yes	yes	yes	yes
常数项 $_cons$	0.004	0.044	-0.076***	0.020
样本数	616		362	
Adjusted R ²	0.543			
Wald chi2			747.598	
Arellano-Bond 一阶自相关检验			$z = -2.46$ $Pr > z = 0.014$	
Arellano-Bond 二阶自相关检验			$z = -0.43$ $Pr > z = 0.667$	
Hansen 过度识别检验 chi2			chi2(34) = 46.30 P = 0.866	

尽管如此, $dumlaw * Nfundsstg * nfunds$ 系数与 $Nfundsstg * nfunds$ 系数之和依然小于 0 (-0.115), 表明密集发行新基金总体上会降低其创新水平, 这给我们的政策启示是, 为促进公募

基金业的差异化创新发展,对管理公司的新基金密集发行行为尤其需要加强引导与监管。

(五)关于实证结果的进一步分析

通过以上实证分析发现,基金管制带来的发行牌照收益与绝对业绩压力,是影响基金公司密集发行新基金决策的重要因素。由此可进一步推断,对公募基金发行和销售的管制会强化基金管理公司的新基金发行策略,会弱化开放式基金业绩—激励机制,使投研能力差的基金管理公司通过密集发行新基金也能存活下来。因此,在长期会导致基金市场业绩普遍不良与全面萎缩(王林、俞乔 2013),并引发系统性金融风险。进一步研究还发现,放松基金发行牌照管制能抑制其滥发新基金行为,而且能激励其提升新基金创新水平。

六、稳健性检验

(一)剥离新基金发行中“羊群效应”的影响

由于自 2009 年放开基金业务与发行数量管制以后发行新基金已成为一股热潮,一些基金管理公司会不顾自身成本收益状况盲目跟风,为剥离这种“羊群效应”的噪声影响,我们引入新的密集发行策略变量重新进行验证。我们以基金管理公司每期平均发行新基金的数量,作为市场上新基金发行“羊群效应”的代理变量。如果大规模基金管理公司在某期发行新基金数量大于该期市场中平均发行新基金的数量,则认为是实施新基金密集发行策略, $Nfundsstg$ 值为 1,其他情形 $Nfundsstg$ 等于 0。将新的密集发行策略代理变量重新带入原有计量模型,实证结果(表 6 方程 1)依然支持原有结论。作为一个稳健性对比,我们还考虑了以新基金数量 0.6、0.75 分位数代替平均数,重新计算密集发行策略代理变量进行实证,结果依然支持原有结论(限于篇幅略去结果)。

表 6 稳健性检验:剥离新基金发行中“羊群效应”与其他经济政策的影响

被解释变量: 基金管理公司旗下基金总份额 $y1$	方程 1:考虑新基金发行的 “羊群效应”		方程 2:考虑同期其他 经济政策影响	
	系数	标准误	系数	标准误
自变量				
解释变量滞后项 $L.y1$	0.860***	0.032	0.715***	0.106
金融管制虚拟变量 $dumlaw$	105.011	139.839	dropped	dropped
新基金密集发行策略 $Nfundsstg$	163.686**	75.564	172.345	111.298
解释变量 $dumlaw * Nfundsstg$	-341.120*	200.859	-427.560**	182.323
$\sum_{i=1}^{13} dumt_i$			yes	yes
其他控制变量 $Controls$	yes	yes	yes	yes
常数项 $cons$	244.998	233.928	809.956*	423.604
样本数	701		701	
Wald chi2 检验	3,106.57(0.000)		1,240.23(0.000)	
Arellano-Bond 一级自相关检验	$z = -2.29$ $Pr > z = 0.022$		$z = -2.25$ $Pr > z = 0.024$	
Arellano-Bond 二级自相关检验	$z = -0.11$ $Pr > z = 0.914$		$z = 0.89$ $Pr > z = 0.372$	
Hansen 过度识别检验 $chi2$	28.6	0.640	14.6	0.964

(二)控制每年其他新经济政策的影响

考虑到 2013 年新《基金法》实施前后的整个样本期内可能还有其他影响新基金发行决策与效果的新政策法规出台,可能夸大或缩小研究结论,因此在实证过程中需剥离其影响。为此我们参照肖峻、石劲(2011),为每一期样本设定一个时间虚拟变量以控制该期可能出台的其他政策的影响。考虑到多重共线性问题,我们针对 14 个半年共引入 13 个时间虚拟变量,以第一期为基期。将虚拟变量引入原有计量模型后重新实证发现,控制其他经济政策影响以后,发现解释变量系数有所加大(表 6 方程 2),更加支持原有结论。

(三)基金管理公司的新基金发行策略迎合了谁——新发行基金的市场证据

我们之前一直假定基金管理公司发行新基金,主要是迎合了个人投资者的有限理性与异质性。为对此进行验证,我们手工搜集与汇总了 WIND 资讯的新基金发行数据,并且按照基金管理公司特征进行匹配。以基金管理公司旗下新基金份额总规模作为被解释变量,分别以新基金个人投资者总份额与机构投资者总份额作为解释变量进行验证。为控制基金管理公司无法观测的个性特征影响,我们都采用固定效应面板数据模型,控制变量除表中所列以外,其他基本同表 3。

表 7 基金管理公司的新基金发行策略迎合了谁——个人投资者 VS 机构投资者

被解释变量:管理公司新基金份额总规模(模型 1、2),新基金个人投资者总份额(模型 3)	固定效应模型 1		固定效应模型 2		固定效应模型 3	
	系数	标准误	系数	标准误	系数	标准误
解释变量与控制变量						
个人投资者份额 $Lnshrink_{f,t}$	0.827***	0.024				
机构投资者份额 $Lnshrink_{f,t}$			0.459***	0.025		
每户平均份额 $mashr_{f,t}$	1.259***	0.000	1.810***	0.000	3.234***	0.000
金融管制虚拟变量 $dumlaw$	0.009	0.034	-0.207***	0.049	-0.431***	0.074
投资者账户总数 $Tshr_{f,t}$	7.705	0.000	9.619***	0.000	12.599***	0.000
交叉项 $dumlawTshr$	-0.000	0.000	-0.861***	0.000	-1.130***	0.000
新基金个数 $nfunds_{f,t-1}$	0.071**	0.030	0.132***	0.044	0.314***	0.065
新基金个数平方 $nfunds_{f,t-1}^2$	-0.003	0.002	-0.006**	0.003	-0.013***	0.004
销售渠道维持费率 $kefuf_{f,t-1}$	0.000	0.006	-0.001	0.009	-0.001	0.014
管理公司风格 $style_{f,t-1}$	-0.001	0.021	0.055*	0.031	0.063	0.047
管理公司历史业绩 $rfm_{f,t-1}$	-0.001	0.003	0.005	0.005	0.010	0.007
管理公司的基金总数 $scale1_{f,t-1}$	0.006	0.009	0.034**	0.013	0.039*	0.021
明星策略 $starfm_{f,t}$	0.179*	0.101	0.033	0.149	-0.047	0.228
公司基金收益标准差 $stdfm_{f,t-1}$	0.005	0.005	0.002	0.007	0.009	0.011
公司销售基金费用 $distr_{f,t-1}$	-0.019	0.023	0.074**	0.034	0.100*	0.052
公司其他费用 $otherfee_{f,t-1}$	-0.015	0.049	-0.095	0.072	-0.094	0.110
市场垄断指数 $hfindex_{t-1}$	0.005	0.005	-0.013*	0.007	-0.022**	0.011
基金市场创新水平 $innov_{t-1}$	-0.002	0.002	0.009***	0.002	0.019***	0.004
常数项 $_cons$	3.059***	0.995	14.009***	1.279	23.778***	1.838
样本数	417		414		417	
$Ajusted R^2$	0.875		0.722		0.437	

将模型 1 与模型 2 实证结果进行对比发现,基金管理公司的新基金发行策略确实主要迎合了个人投资者的有限理性与异质性需求。在控制变量完全相同情况下,模型 1 中新基金个人投资者份额影响系数远高于模型 2 中机构投资者份额影响系数,而且从方程拟合来看,新基金个人投资者模型 1 调整后可决系数要优于模型 2。此外,新基金中的机构投资者份额与我国资本市场特色有关,^①如果剥离这些因素,结论会更稳健。

进一步,我们对个人投资者新基金认购的影响因素进行探讨还发现,与每户平均份额相比,投资者账户总数的影响更重要,这进一步说明潜在的异质投资者需求是基金管理公司发行新基金的重要原因。

(四)以完整经历新《基金法》调整过程的老基金公司样本作为研究样本

我们选择的样本主要是 2012 年之前成立的老基金公司,但是也有少数基金公司成立于 2013 年新《基金法》实施以后。由于后者未曾经历新基金发行管制与放松的全部过程,在发行决策与收益上可能会存在差别。为克服这种异质影响,我们直接选择完整经历新《基金法》调整过程的老基金公司(2012 年之前成立)作为研究样本进行稳健性检验。结果表明,除系数略有缩小(由 -363.8 降至 -350.3)以外,结果完全支持原有结论。

(五)分别以 0.5、0.80 分位数替代 0.75 分位数区分基金管理公司规模

我们以 0.75 分位数作为基金公司大小规模的分界线,这种规模划分存在一定主观性。为此,我们将基金公司大小规模分界线分别调整到 0.5 与 0.8,进行稳健性检验。检验结果(略)依然支持以上结论。

综上,本文上述研究结论是稳健的。

七、结论与建议

为什么近年来国内股市低迷、基金业绩普遍不良,而新基金产品却密集增长?针对这一异常现象,我们基于管理者迎合等理论,应用 2013 年新《基金法》放松基金发行和销售管制提供的自然实验,从金融管制与产品差异化战略角度进行了分析。结果表明,国内基金业绩普遍不良而新基金产品却密集增长的现象,不仅是因为理性的基金管理机构利用个人投资者的异质性与有限理性,为规避业绩竞争而采取了产品差异化竞争战略,而且是因为在管制严格与退出机制缺失的基金市场,新基金产品发行和销售权本身蕴含着较大的牌照收益。研究还发现,放松发行和销售牌照管制不仅能弱化基金管理公司为逃避业绩竞争而采取发行新产品的动机,而且能抑制其密集发行新基金带来的收益,能弱化新基金密集发行中的同质化竞争和提升市场创新水平。

本文的研究为国内频频上演的“新基金发行潮”提供了较为系统的理论解释,从市场参与者理性差异、新产品差异化战略与金融管制的角度揭示了“新基金发行潮”产生的根源与后果。此外,本文研究为管理者迎合理论提供了新的经验证据,并且从金融管制的角度进行了解释。考虑到国内除公募基金以外,近年来银行、保险、互联网金融等其他财富市场中同样存在参与者理性差异、金融管制以及财富产品不断涌现的问题,因此本文研究方法与结论也可为金融改革监管提供

^① 首先,国内机构投资者交易散户化特征较为明显;其次,国内各机构投资者与基金管理公司交叉持股现象比较严重,在认购新基金中存在“基金公司自购”、“打折”等关联交易现象。

启示。

根据研究结果,我们针对基金业提出如下建议:(1)进一步放松金融管制并且有针对性地加强监管。今后可以考虑进一步放松基金发行和销售牌照管制,打破市场分割与垄断。同时,针对市场中密集发行新基金的基金公司,应强化其业绩披露与监管,防止其通过滥发新基金攫取投资者财富。(2)积极发挥行业中介的监督作用。从行业中介来看,目前有关基金特征方面的信息比较多,但是针对基金背后的管理公司信息却非常少,因此今后尤为重要的是要将基金管理公司特征(业绩、规模、旗下基金数量等)纳入基金评级体系。(3)投资者应学会对基金管理公司“用脚投票”。投资者应从纷繁复杂的基金信息中解放出来,将注意力由基金转向其背后的基金管理公司,应学会对业绩不良而滥发新基金的基金管理公司进行“用脚投票”。(4)基金管理公司应综合谋划,凸显核心竞争力。随着新基金发行牌照收益的蒸发与市场竞争的增强,基金公司需要综合权衡自己的成本收益优劣势、投研与创新能力,通过业绩与产品竞争的综合考量来打造自己的核心竞争力,获取长期可持续发展。(5)建立和完善基金管理公司的退出机制。根据本文分析,退出机制的缺失也是基金管理公司滥用发行牌照的重要原因,因此未来公募基金业发展除了放开市场准入管制以外,还需建立和完善相应的退出机制,积极发挥优胜劣汰机制。

参考文献:

1. 蔡庆丰、宋友勇:《超常规发展的机构投资者能稳定市场吗?——对我国基金业跨越式发展的反思》,《经济研究》2010年第1期。
2. 冯金余:《参与成本、申购异象与股票型基金“净赎回悖论”》,《证券市场导报》2015(a)年第2期。
3. 冯金余:《基金发行潮与管理公司绩效》,《管理工程学报》2015(b)年第2期。
4. 冯旭南、李心愉、陈工孟:《中国开放式基金发行的影响因素分析》,《经济学动态》2012年第3期。
5. 李科、陆蓉:《投资者有限理性与基金营销策略——基金大比例分红的证据》,《管理世界》2011年第11期。
6. 林树、李翔、杨雄胜, Onkit Tam:《他们真的是明星吗——来自中国证券基金市场的经验证据》,《金融研究》2009年第5期。
7. 陆蓉、陈百助、徐龙炳、谢新厚:《基金业绩与投资者选择——中国开放式基金赎回异常现象的研究》,《经济研究》2007年第6期。
8. 彭惠、江小林、吴洪:《偏股型开放式基金“赎回悖论”的动态特征及申购异象》,《管理世界》2012年第6期。
9. 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》,《管理世界》2013年第2期。
10. 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》,《上海金融》2013年第2期。
11. 肖峻、石劲:《基金业绩与资金流量:我国基金市场存在“赎回异象”吗?》,《经济研究》2011年第1期。
12. 谢平、张宣传、肖翔:《管制、监管与财富管理行业发展》,《中国金融》2013年第13期。
13. 俞红海、陆蓉、徐龙炳:《投资者名义价格幻觉与管理者迎合——基于基金拆分现象的研究》,《经济研究》2014年第5期。
14. Alessandro, Gavazza, Demand Spillovers and Market Outcomes in the Mutual Fund Industry. SSRN, Working Paper, 2011.
15. Hsiu-Lang Chen, Sheldon Gao, & Xiaoqing Hu, Closing and Cloning in Open-end Mutual funds. *Journal of Banking & Finance*, No 36, 2012, pp. 1210–1223.
16. Jos'E-Miguel Gaspar, Massimo Massa, & Pedro Matos, Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross-Fund Subsidization. *The Journal of Finance*, February, No. 1, 2006, pp. 73–102.
17. Khorana, A., & Servaes, H., What Drives Market Share in the Mutual Fund Industry? *Review of Finance*, Vol. 1, No. 16, 2012, pp. 81–113.
18. Massa, How do Family Strategies Affect Fund Performance? When Performance-Maximization is not the Only Game in Town. *Journal of Financial Economics*, No. 67, 2003, pp. 249–304.

19. Nicole M. Boyson, The Impact of Hedge Fund Family Membership on Performance and Market share. SSRN Working Paper, Vol. 24, No. 9, 2008, pp. 1—20.
20. Olga Kolokolova, Strategic Behavior Within Families of Hedge Fund. *Journal of Banking & Finance*, No 35, 2011, pp. 1645—1662.

Financial Regulation, New Product Release and the Development of Mutual Funds Market

FENG JinYu (Shandong University of Finance and Economics, 250002)

ZHOU YaHong (Shanghai University of Finance and Economics, 200433)

Abstract: Why are the new mutual funds products growing so intensively in the recent years, while the domestic stock market are keeping downturn in the whole? From the foreign classic studies, this is a differentiation strategy taken by the rational management companys of mutual funds who utilize the heterogeneity and limited rationality of individual investors to avoid the performance competition. However, we believe that with the lack of regulatory and exit mechanism in the domestic wealth market, the financial control and its licensing revenue generated by the product distribution rights is also an important reason for the intensive issuance of new wealth products. The new “mutual funds law” issued in 2013 provides a natural experiment of relaxing the regulation of mutual funds distribution, and provides empirical evidence for the above views. Based on the DID method of Panel data, the further research results indicate that relaxing the licensing control of the releasing new mutual funds can reduce the related revenue of management companies, and can promote new product innovation of the mutual funds market. According to the research results, the article puts forward some policy suggestions on the reform and supervision of the mutual funds market in the future.

Keywords: Financial Supervision, Issuing New Mutual Funds, New “Mutual Funds Law”, Natural Experiment

JEL: G11, G19, G28

责任编辑:康 邑