

股票型私募基金业绩报酬对基金绩效的影响分析

张 硕

对外经济贸易大学国际经济贸易学院, 中国·北京 100029

【摘要】当前我国投资市场, 私募基金具有一定创新, 并在激励机制、投资策略方面有明显突破, 其中业绩报酬计提是较为明显的创新点。但当前相关研究中, 股票型私募基金业绩报酬对基金绩效的影响情况尚不明确, 需要从激励机制和基金绩效关系深入分析, 探究其实际影响效果。

【关键词】业绩报酬; 基金绩效; 股票型私募基金

Analysis of the Effect of Performance Return on Equity Private Equity Fund Performance

Zhang Shuo

School of International Business and Trade, University of International Business and Economics Beijing 100029

[Abstract] At present, private fund has some innovations and breakthroughs in incentive mechanism and investment strategies, among which performance reward provision is a more obvious innovation. However, in the current related research, the effect of performance return on fund performance of equity private equity funds is still unclear, and it is necessary to make an in-depth analysis of the relationship between incentive mechanism and fund performance to explore its actual effect.

[Keywords] Performance reward; fund performance; equity private equity fund

前言

近年来多种财富管理方式渐渐被广大投资者接受, 投资方式日益出多样化。其中, 私募基金以其独特的投资理念受到许多人的关注, 并成为众多投资机构和高净值客户的投资首选^[1]。我国私募基金的发展历程较短, 整体发展历程仅十几年, 但与公募基金相比具有一定创新优势, 业绩报酬计提是其中较为典型的创新点。但投资者在实际投资运营过程中, 如何筛选业绩良好的基金是投资活动的关键, 私募基金业绩报酬是其主要的激励方式, 对于基金绩效具有一定影响, 因此关于私募基金业绩报酬与基金绩效关系的研究工作具有很高的必要性。

1 私募基金、业绩报酬及基金绩效概述

私募基金主要是指应用非公开方式募集资金, 募集对象为特定的投资者, 以合同约定目标内容为投资对象的基金。私募基金主要由基金管理者和合格持牌机构与投资人进行一对一推介和销售。从投资类别进行划分, 私募基金包括证券投资基金、房地产投资基金、商品期货投资基金、信托投资基金、股权投资基金等^[2]。其中, 以证券投资基金较为常见, 本文主要研究股票型私募证券投资基金。业绩报酬是基金的管理者根据基金的业绩表现, 按照相应的合同规定计算方式提取的业绩奖励。业绩报酬是私募基金经理的主要工作动力, 与私募基金追求绝对收益的特点具有一致性。当前我国私募基金多采用高水位法提取业绩报酬, 即在私募基金累计净值创出新高时提取。基金绩效与基金收益率、基金指数、基金抗风险能力有密切联系。当前相关研究工作通常采用夏普比率、特雷诺指数和詹森指数作为基金风险调整后的绩效衡量指标。

2 股票型私募基金业绩报酬对基金绩效影响的研究假设

私募基金业绩报酬作为一种激励机制, 对基金绩效有积极

的正向影响, 能够有效解决内部信息和利益输送问题, 并且能够将基金经理人和投资人的利益绑定。然而, 从另一层面来说, 业绩报酬的计提有时扣减基金单位净值, 会对基金绩效产生一定负面影响。基于对股票型私募基金、业绩报酬、基金绩效的认识, 提出以下假设:

假设1: 股票型私募基金业绩报酬与基金绩效的关系是正相关关系, 即业绩报酬计提能够将基金绩效予以提高;

假设2: 股票型私募基金的净资产规模与基金绩效的关系也是正相关关系, 即净资产规模越大, 基金绩效的水平就会越高;

假设3: 股票型私募基金的存续期与基金绩效的关系也是正相关关系, 即股票型私募基金在运营时间方面, 运营时间越长, 基金绩效的水平也就越高。

3 股票型私募基金业绩报酬对基金绩效影响分析的样本选取和变量定义

3.1 样本选择

选取2020年至2021年托管在某公司的股票型私募证券投资基金作为研究对象, 所选取基金在2020年至2021年期间市场指数较为平稳, 且在研究期间存在业绩报酬计提记录。同时, 排除成立时间小于3个月的私募基金, 排除被动投资的指数型私募基金, 排除组合基金, 选取样本量为434个。

3.2 变量的选择与定义

本次研究工作中变量主要包括基金绩效的代理变量、基金激励机制的代理变量以及控制变量。在基金绩效代理变量中, 以基金超额收益率(AR)作为基金绩效的代理变量, $AR_{a,h}$ 表示基金a在h季度内的超额收益率, $R_{a,h}$ 表示基金a在h季度内的净值增长率, R_b 表示t季度内的业绩基准。 $AR_{a,h}$ 为 $R_{a,h}$ 与 R_b 的差。 $R_{a,h}$ 为基金a在h期末的单位净值($NAV_{a,h}$)减去

基金a在h-1期末的单位净值(NAVa, h-1)再加上基金a在h内的分红(Da, h)的最终结果除以NAVa, h-1。同时,为保障研究工作的稳健性,可选用夏普比率作为衡量基金绩效的代理变量,SPa, h表示基金a在h季度内的夏普指数,为Ra, h减去h期内的无风险收益率(Rf)的差除以基金a在h季度内的标准差($\sigma_{a, h}$)。其中,Rf通常情况采用一年期银行存款基准利率进行代替。在基金激励机制的代理变量中,可选用业绩报酬计提比率作为基金激励机制的代理变量,其中基金a在h季度内的业绩报酬计提比率(IFRa, h)为基金a在h季度内的业绩计提金额(IFa, h)/基金a在h季度内的净资产规模(Sizea, h)。而在研究过程中,对可能影响基金绩效的因素进行控制,添加基金资金流量作为控制变量,其中基金a在h季度内的资金流量(Flowa, h)为TNAa, h减去TNAa, h-1 $\times (1+Ra, h)$ 后,除以TNAa, h-1。TNAa, h和TNAa, h-1分别表示基金a在h和h-1季度内的基金净资产。同时,采用Agea, h表示基金a在h季度内的存续期,Mastera, h和Doctora, h分别表示基金a在h季度的基金经理是否具有硕士、博士学位,Seasonn表示时间虚拟变量。

4 股票型私募基金业绩报酬对基金绩效影响的实证分析

4.1 模型构建

通常情况下,我国的股票型私募证券投资基金存续期较短,因此本文研究过程中的基金周期为一个季度,选取样本量为434个。依据股票型私募基金基金绩效和业绩报酬之间的关系,构建相应回归模型。FundPerfa, h表示基金绩效,FundPerfa, h-1表示基金绩效滞后项。其中,FundPerfa, h为 α_0 、 $\alpha_1 IFR_{a, h}$ 、 $\alpha_2 Size_{a, h}$ 、 $\alpha_3 Flow_{a, h}$ 、 $\alpha_4 Age_{a, h}$ 、 $\alpha_5 Master_{a, h}$ 、 $\alpha_6 Doctor_{a, h}$ 、 $\alpha_7 FundPerf_{a, h-1}$ 、 $\sum \gamma_n Season_n$ 以及 $\varepsilon_{a, h}$ 的和。

4.2 面板数据的估计策略

利用STATA14.0输出各自变量的相关性系数矩阵,均<0.6,即各变量间无明显相关性。同时,各变量的方差膨胀因子值均<5,平均值为1.31,即各变量之间不存在多重共线性。在对面板数据展开回归分析时,通过LM检验对数据的个体随机效应进行验证,确定选择混合回归模型。

4.3 回归分析及稳健性检验

在回归分析时,采用混合OLS回归分析法,对于时间固定效应的控制通过设置虚拟变量Season实现,以确保回归分析结果的可靠性。另外,由于同一基金在不同期之间的扰动项通常存在自相关性,因此聚类变量的稳健标准误采用的是Code。其中,与基金绩效呈正相关的是业绩报酬计提比率、基金规模以及基金存续期,假设1、2、3均得到证实。而基金经理的学历与基金绩效无显著相关性。如表1所示。

表1 回归分析结果

AR	Corf.	St. Err	p-value	t-value	Sig.
IFR	2.581	0.863	0.003	2.981	a
Size	0.009	0.006	0.058	1.912	c
Age	0.001	0.000	0.000	3.729	a
AR1	-0.103	0.048	0.023	-2.269	b
Season	2. Season	0.022	0.013	0.096	c
	3. Season	-0.036	0.012	0.01	b
	4. Season	0.022	0.011	0.047	b
cons	-0.090	0.041	0.028	-2.256	b

注:“a”“b”“c”表示在0.01、0.05、0.10的水平上显著。采用夏普率 $SP_{a, h}$ 代替 $AR_{a, h}$ 作为被解释变量FundPerfa,

h的代理变量,采用IF代替IFR,对模型的稳定性进行验证,经回归分析显示,假设1仍然成立,即股票型私募基金的业绩报酬与基金绩效存在正相关关系,业绩报酬的计提能够促使基金的绩效获得提高,结果依然稳健。然而,经替换变量后进行检验却发现基金存续期与基金绩效尽管存在正相关关系,但结果不稳健。另外,还发现,私募基金规模尽管也与基金绩效存在正相关关系,但却没有通过稳健性检验。也就是说,基金存续期和规模会正向显著影响基金超额收益率,但与基金夏普率的关系不显著。总的来说,基金存续期、规模与基金绩效的关系不稳健。

5 结论与建议

在对我国股票型私募基金的业绩报酬与基金绩效进行多方面研究过程中,明确了私募基金可通过业绩报酬计提方式改善基金绩效。本文实证分析结果显示,股票型私募基金业绩报酬计提与基金绩效呈正向关联,即业绩报酬计提能够明显提升私募基金绩效。其主要原因在于业绩报酬属于私募基金所特有的薪酬机制,相较于公募基金的“固定收入高、绩效收入低”模式,私募基金业绩报酬具有“固定收入低、绩效收入高”的特点,对于基金管理人员具有显著的激励作用。同时,业绩报酬计提模式能够有效解决基金管理人员与投资者的委托代理问题,直接捆绑双方利益,使双方利益具有一致性,从而进一步提升基金绩效。同时,研究结果显示,私募基金存续期与基金超额收益率呈正向关联,即运营时间越长,基金绩效越好。主要是由于受合同约束、市场环境等多方面因素影响,私募基金在运营初期的难度较大,多数投资者更注重短期内的快速收益,初期业绩较差的私募基金很难在投资市场存活,但运营时间较长的私募基金经受了市场与投资者的层层考验,能够获得较好的业绩。本文经过研究发现,私募基金规模对其超额收益率具有正向影响,但与基金夏普率无显著关系。并且基金效率与私募基金的资金流量、基金经理学历无显著关联。

总之,股票型私募基金管理者应从基金特点和自身实际情况选取业绩报酬计提的方式和频率,保障私募基金的持续盈利能力和管理者的赢得利益。同时,需要结合投资者的个体情况,从保障基金正常运营角度出发,合理选择业绩报酬计提方式和频率。从投资者角度出发,不能单纯注重短期内收益,应充分理解和关注业绩报酬,与基金管理者进行良好沟通,保障私募基金长期盈利^[3]。与此同时,投资人还应密切关注并充分理解私募基金业绩报酬计提情况及基金长期业绩获取能力等。私募基金的监管部门应积极发挥相应作用,不断完善、补充相关法律法规,并加大对业绩报酬计提频率和计提模式的检查,及时发现其中可能存在的损害基金持有人利益的现象,从而保障基金投资者和管理者双方利益,促进我国投资市场良好、有序发展。唯有如此,方能促使股票型私募基金业绩报酬的计提对基金管理人发挥积极且正向的激励性作用,以提高私募基金的绩效水平。

参考文献:

- [1]周振宇.私募股权投资基金在中小企业融资中的作用[J].活力,2022(8):160-162.
- [2]张轶妹.大数据审计视域下社会保障基金绩效审计路径探析[J].西部财会,2022(8):69-72.
- [3]高伟.基于DEA的中国股票型基金绩效评价研究[J].江苏商论,2022(5):79-82.

作者简介:

张硕,(1993-),女,汉,河北唐山人,大学本科,研究方向:风险投资与私募股权投资。对外经济贸易大学国际经济贸易学院在职人员高级课程研修班学员。