

# 利益关联、评级资格管制与基金评级公正性<sup>①</sup>

张俊生<sup>1</sup>, 曾亚敏<sup>2</sup>

(1. 中山大学管理学院, 广州 510275; 2. 暨南大学管理学院, 广州 510632)

**摘要:** 具有基金评级资格的证券公司与证券投资基金之间存在着紧密而有趣的经济关系,一方面,具有基金评级资格的证券公司可以对基金进行评级,另一方面,基金与证券公司之间可能存在利益关联,具体体现在:1) 基金要通过证券公司的交易席位进行交易并相应地给予证券公司交易佣金;2) 证券公司可能是投资基金的大股东.那么这两种利益关联会损害证券公司作为基金评级机构的公正性吗?研究发现:1) 如果证券公司与投资基金之间存在交易佣金关系或股权关系,那么证券公司会显著提高基金的评级等级;2) 通过利益关联获得的基金评级对基金未来业绩解释力明显较低;3) 2010年实施基金评价资格管制之后,上述两种现象更为明显.综合研究结果表明,利益关联会损害证券公司作为基金评级机构的公正性,且基金评级资格管制可能进一步加剧了利益关联对评级公正性的损害.

**关键词:** 基金评级; 交易佣金; 评级机构; 股权附属; 评级管制

**中图分类号:** F830.9   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1007-9807(2017)09-0101-12

## 0 引言

基金评级机构除了具有专业技能之外,在运营过程中还要保持公正性.在中国证监会颁布的《证券投资基金评价业务管理暂行办法》第四条中提到,从事基金评价业务,应当遵循六项原则,其中之一是“公正性原则,即保持中立地位,公平对待所有评价对象,不得歪曲、诋毁评价对象,防范可能发生的利益冲突”.在中国,迄今基金评价机构包括3种类型:第一,晨星、天相顾问投资、济安金信等3家独立的评级机构;第二,中国证券报、上海证券报和深圳证券时报等3家评奖媒体;第三,银河证券、上海证券、海通证券、招商证券等4家证券公司.最为令人关注的是4家证券公司作为基金评级机构是否能维护公正性的问题.这4家证券公司具有监管机构核准的基金评级权利,而由于基金公司不具备交易所会员资格,必须

通过证券公司的交易席位才能进行交易,当基金公司委托证券公司进行基金买卖交易成交后,按实际成交金额向证券公司交纳费用即佣金.因此,这4家证券公司可能会从基金公司收取交易佣金.既然证券公司从基金处能够获得交易佣金,相应地,在评级过程中的公正性可能受到影响.此外,这4家证券公司中有3家公司是一些基金公司的大股东.例如,银河证券分别持有银河资产管理公司50%、大成基金公司25%和富国基金公司25%的股权;招商证券分别持有博时资产管理公司49%和招商基金45%的股权;海通证券则分别持有富国基金公司28%和海富通基金公司51%的股权.

由此可以看到,作为基金评级机构的证券公司与基金之间可能存在交易佣金及股权附属等两种利益关联.那么,这两种利益关联是否会影响证券公司对基金的评级结果?这样的评级结果预测

<sup>①</sup> 收稿日期: 2013-11-18; 修订日期: 2016-10-23.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71772079; 71672205; 71302014); 教育部人文社会科学研究基金资助项目(15YJC630171).

作者简介: 张俊生(1975—),河北秦皇岛人,博士,副教授. Email: zhangjsh8@mail.sysu.edu.cn

基金未来业绩的能力如何? 监管部门圈定基金评级资格是减轻还是恶化了交易佣金和股权附属对评级公正性的损害? 这是本文关注的三个核心问题. 研究发现: 第一, 如果基金给予证券公司交易佣金或证券公司是基金的大股东, 那么证券公司会显著提高该基金的评级等级; 第二, 通过利益关联获得的基金评级对基金未来1年的业绩解释力明显较低; 第三, 监管机构圈定10家机构具有基金评级资格之后, 上述两个现象越发显著. 综合研究结果表明, 利益关联会损害证券公司作为基金评级机构的公正性. 同时, “特许权”形式的基金评级资格造成权利垄断会加剧基金评级的不公正性.

本文的研究在于: 首先, 不仅拓展了关于利益关联在资本市场中作用的研究 [详见 Mehran 和 Stulz<sup>[1]</sup>], 而且在实践指导方面具有显著意义. 虽然, 监管部门注意到利益关系可能影响评级的公正性, 并倡导防火墙制度. 但是, 从证券公司整体利益出发, “防火墙”是否仍然有效还值得定量分析. 本文在此方面是一项初步尝试;

其次, 同时考虑了两类利益关联(交易佣金与股权附属)对基金评级的作用. 之前关于利益关联的论文几乎都是考虑某一种利益关联的经济后果. 例如, Firth 等<sup>[2]</sup>、Gu 等<sup>[3]</sup>以及周铭山等<sup>[4]</sup>分析的是券商与基金之间的交易佣金在分析师推荐中的作用. 而 Ritter 和 Zhang<sup>[5]</sup>研究了投资银行与基金之间的股权附属关系是如何影响 IPO 的配置. 在本文中, 基金与作为评级机构的证券公司之间不仅存在着股权附属的关系, 而且可能存在交易佣金关系, 为了更全面地分析利益关联在基金评级中的作用, 需要将两种利益关联同时纳入分析.

最后, 本文研究了基金评级资格管制在基金评级中的作用. 作为政府监管部门的中国证监会和半官方机构的中国证券业协会授予10家机构基金评级或评奖资格. 而在其他国家(地区)并没有针对基金评级行业的准入条件. 那么, 这个基金评级的“特许权”的经济效果如何, 它是缓解了还是恶化了基金评级的公正性呢? 本文对此亦做了检验. 这对理解金融市场中的政府管制行为会有一些的贡献.

## 1 制度背景

在中国证券投资基金行业发展早期, 基金评级是市场自发的行为. 这种自发状态被部分媒体或监管机构认为是不良的. 例如, 2008年11月22日, 在中国有一定影响力的《经济观察报》刊登的名为《京沪深三地问策证监会酝酿基金评级》的报道中提到“促使中国证监会痛下决心的原因, 是中国基金评级行业的混乱无序. 当前国内基金业虽然历史并不长, 但已经有包括券商、境外评级机构、高校研究人员和媒体在内的数十家机构, 给出了数十种评级以及相应排行榜……, 由于国内基金评级业缺乏行业标准, 投资者莫衷一是, 往往不知道该相信谁”.

在这种背景下, 政府“有形之手”开始在基金评级市场出现. 2009年底、2010年初中国证监会和中国证券业协会相继发布《证券投资基金评价业务管理暂行办法》和《证券投资基金评价业务自律管理规则(试行)》. 依照规定, 基金评价机构对证券投资基金进行评价并通过公开形式发布基金评价结果的, 应当成为中国证券业协会的特别会员, 从而取得相应的资格. 《证券投资基金评价业务管理暂行办法》第六条规定“基金评价机构应当加入中国证券业协会. 中国证券业协会应当制定严格的基金评价机构自律规则、执业规范、入会标准和入会程序.”

2010年5月, 经中国证券业协会基金评价业务专家评估工作组评估, 并向中国证监会备案, 公布了第一批具备协会会员资格的10家基金评价机构名单. 其中, 7家具有评级资格, 3家证券业务媒体具有评奖资格. 7家评级资格的机构包括济安金信、晨星、天相投顾等3家独立评级机构, 还有银河证券、上海证券、海通证券、招商证券等4家证券公司. 这4家证券公司中最早开始基金评级业务的是银河证券. 从2002年8月开始, 中国银河证券就对当时的封闭式基金开始评级. 此后海通证券于2007年开始基金评级业务. 招商证券和上海证券于2009年涉足基金评级业务. 本文根据同花顺数据库提供的数据统计了4家证券公司作为基金评级机构历年发布的基金评级次数. 从数量上来看, 银河证券与海通证券已经与专业

做基金评级的晨星公司不相上下,成为基金评级市场的重要力量。

## 2 相关文献回顾与研究问题的提出

### 2.1 基金评级的相关文献回顾

在证券投资基金市场中,投资者要面对数以千计的基金,专业的投资者可以使用专业的技术来评判基金业绩<sup>[6-7]</sup>,然而一般投资者缺乏评判基金质量的能力,为此需要具有专业技能的评级机构来对各个基金的投资收益和风险或基金管理人的管理能力进行综合性分析。纵观历史,现有关于基金评级的文献主要关注如下三个问题。

第一,基金评级预测基金未来业绩的效果研究。在这个领域,Khorana和Nelling<sup>[8]</sup>研究了晨星公司评级的可持续性,他们发现高评级的基金在未来更可能获得高评级,低评级的基金将来仍是低评级。不过,Sharpe<sup>[9]</sup>认为,无论是晨星评级还是超额收益Sharpe率都不是有效的基金选择工具。Blake和Morey<sup>[10]</sup>则分析了晨星评级对基金未来的业绩(如Sharpe率)的解释作用。他们证实晨星这样的独立基金评级机构的确能预测基金未来的业绩。Sebastian和Martin<sup>[11]</sup>评估了Stiftung Warentest基金评级体系的效果。Brandouy等<sup>[12]</sup>比较了基于边界模型的基金评级方法与传统基金评级方法的优劣,认为前者更优。

第二,基金评级在引导资金配置方面的作用。这方面的研究主要是从基金评级是否会影响基金吸引资金的能力展开。一系列的研究证实,优良的业绩<sup>[13]</sup>或高等级的基金评级结果<sup>[14]</sup>都有助于开放式基金吸引到更多的投资者。在针对中国市场的研究中,王攀等<sup>[15]</sup>针对中国开放式基金的研究结果表明,如果基金能获得晨星公司更高的评级,那么会有助于基金的资金净流入。这都意味着基金评级可以促进资金更有效率地配置。

第三,基金评级在基金经理劳动力市场中的作用。Barron和Ni<sup>[16]</sup>的研究结果表明,晨星的基金评级结果是决定基金经理变更行为的重要因素。基金获得的晨星评级越低,基金经理越有可能被更换。这意味着基金评级是基金经理在劳动力市场中能否维持职业雇佣的关键变量。这也从另

一方面表明,基金经理从自身利益出发会努力通过各种途径提高或维持较好的基金评级水平。

可以看到,现有的研究主要是分析了基金评级的经济作用,而对什么影响基金评级结果尚缺乏研究。尤其是在中国,评级机构的独立性受到质疑<sup>[17]</sup>,具有基金评级的证券公司与证券投资基金存在利益关联的情况下,利益关联是如何影响评级结果的尚没有研究,更没有文献去分析中国实施的基金评级资格准入制度发挥了怎样的作用。为此,本文关注如下3个问题:

### 2.2 研究问题一:利益关联会影响基金评级的公正性吗?

资本市场十分在意中介机构的公正性。现有的文献并没有直接研究基金评级机构的公正性问题的。评级要具有公正性的前提条件是独立性地存在。如无独立性,那么公正性就缺乏长期存在的基础。可以从其他中介结构独立性的文献中窥见端倪。会计师事务所是资本市场中重要的中介结构,它们提供独立的、专业的鉴证服务,即外部审计业务。多年来在审计质量问题上,学术研究和监管部门关注的核心内容之一就是审计师的独立性问题。无论是对审计任期的规定,还是对客户重要性、非审计服务的关注,都体现了审计师独立性对审计服务质量的影响<sup>[18]</sup>。

证券公司与证券投资基金之间由于存在利益关联,使得他们各自从事金融服务时独立性可能会受到影响。之前最为代表性的研究Firth等<sup>[2]</sup>和Gu等<sup>[3]</sup>都发现,基金公司给证券公司的交易佣金会显著影响证券公司分析师的预测倾向,使得分析师做出更有利于基金所持股票的研究报告。Firth等<sup>[2]</sup>和Gu等<sup>[3]</sup>这两份研究恰好都使用的是中国市场的背景。本文研究的背景与Firth等<sup>[2]</sup>和Gu等<sup>[3]</sup>类似,不过此处发表意见的是具有评级资格的证券公司。当他们从投资基金获得交易佣金时,他们的独立性就可能会受到影响,从而可能出具更高的基金评级结果,希望以此挽留或者吸引更多的基金公司使用自己的交易席位,获得更多的交易佣金,实现价值最大化。但是这样做的直接后果是造成公正性受损。虽然,无论是监管机构还是证券公司自身,在运营中强调部门之间设计“防火墙”制度。但在公司整体利益面前,防火墙

的有效性存在疑问。为此,提出第1个研究假设:

假设1A 具有评级资格的证券公司会给支付交易佣金的基金相对更高的评级结果。

股权附属关系是基金与证券公司之间另一项潜在的利益关联。现有大量的研究表明,股权附属关系对相关金融机构行为有显著影响。例如,Lin和McNichols<sup>[19]</sup>研究了股权附属关系对分析师预测准确性的影响,他们发现隶属于承销商的分析师更有发布过度乐观的股票推荐的动机。Mola和Guidolin<sup>[20]</sup>发现,如果证券公司下属的基金开始投资于某些股票,那么隶属于证券公司的卖方分析师会给这些股票更高的评价。更为重要的是,Hao和Yan<sup>[21]</sup>认为,投资银行会利用其附属的基金来支持其承销业务,而这种行为看似会损害基金公司的股东利益。但是这意味着投资银行为了将来能继续此类行为,它需要对下属的基金有所回报。在中国基金评级这一背景下,具有评级资格的证券公司可能会通过给与基金高评级的方式报答基金。因此,提出如下假设:

假设1B 具有评级资格的证券公司会给其持有股权的基金相对更高的评级结果。

### 2.3 研究问题二: 利益关联获得较高评级的基金的未来业绩是否较差?

如果证券公司在收取交易佣金或与基金有股权关系的情况下给予基金更高的评级,那么这较高的评级结果是否意味着对基金未来业绩的解释力较差呢? 这存在两种可能: 第一,如果交易佣金或股权附属关系促使证券公司给他们的基金客户发布更高的基金评级,那么这部分由于利益关联带来的提高基金评级,可能预测基金的未来业绩的能力就较低。之前相关文献会支持这种推断。例如,Firth等<sup>[2]</sup>及Gu等<sup>[3]</sup>均证实,股票市场对利益关联分析师的股票推荐的反应热烈度会较低。这意味着投资者有能力识别被夸大高估的股票推荐。而且,Firth等<sup>[2]</sup>也进一步证实,利益关联分析师推荐的股票的长期业绩会较差。这都反映出利益关联对中介机构公正性的影响; 第二,利益关联可能不影响基金评级结果对未来业绩预测的效应。这种观点主要基于信息优势假说。该假说认为,证券公司如果是基金公司的大股东或者与基金公司有交易佣金往来,那么证券公司会对基金

更为熟悉,更有可能掌握私有信息,因此他们给出的基金评级可能更准确地反映基金的真实情况。

之前的经验证据是模棱两可的。例如,Hao和Yan<sup>[21]</sup>发现利益关联基金的长期业绩的确会较差。Michaely和Womack<sup>[22]</sup>的研究也表明,承销商分析师所推荐的股票的长期业绩会较差。Barber等<sup>[23]</sup>则认为要分情况具体区分,例如投资银行的买入建议要明显不如独立研究公司,但是投行的持有或卖出建议则明显优于独立研究公司。但是,Cliff<sup>[24]</sup>提出,附属分析师的买入和持有建议都不如独立分析师。此外,Lin和McNichols<sup>[19]</sup>早先的数据就表明,尽管附属分析师的推荐会更乐观,但是附属分析师推荐的股票与独立分析师推荐股票的长期收益没有显著区别。考虑到之前的两种推论以及经验证据的不确定性,提出如下原假设:

假设2 因为利益关联而获得的较高基金评级与基金的未来业绩无关。

### 2.4 研究问题三: 监管机构设定基金评级资格是强化还是弱化了基金评级的公正性?

2010年由半官方的行业自律组织中国证券业协会根据中国证监会的要求,确定十家具有基金评价资格的机构。这一点与世界其他地区截然不同,大多数国家和地区没有为基金评级行业设定准入门槛,原则上任何个人、任何机构都可以从事基金评价业务。如前所述,中国监管机构设定基金评级资格的初衷是为了解决当时所谓混乱的评级市场。设定基金评级资格从积极意义上来看,可以规范管理,将监管机构认为不合格的评级机构排除在市场之外,也使得投资者在选择基金评级参考之时不至于无所适从。尤其是在中国资本市场仍处于发展初期阶段,投资者普遍无法认知哪一家评级机构更为可靠的情况下,通过监管机构审核确定基金评级资格可以解决信息不对称问题。这会提高基金的透明度,从而会迫使基金评价机构更公正地去对基金进行评级或评奖。

但是另一方面,设定基金评级资格可能也会产生消极影响。投资者具有学习能力,在基金评级充分竞争的市场中,投资者自己会做出理性的选择。一旦政府之手出现在市场之中,这就意味着原有的竞争结构被打破。这直接导致在基金评级资格的获取过程中可能会存在寻租行为。2010年第

一批 10 家评价机构名单公布后,部分获得评级资格的机构是之前市场没有预料到的公司,这可能是寻租行为的印证。此外,在由这 10 家机构垄断基金评价业务之后,基金评级特许权的垄断可能会促使证券公司借此牟利。当权利形成寡头垄断之时,证券公司在获取基金的交易佣金方面具有竞争优势。而且在电子化交易时代,证券公司的交易席位提供的服务并无本质上的区别。基金公司更有可能为了争取获得较高的评级结果能选择具有基金评级资格的证券公司。作为回馈,证券公司可能会在其他条件相同的情况下提高基金等级。鉴于可能存在上述正负两种力量,为此,提出如下原假设:

假设 3 监管机构圈定基金评级资格对基金评级的公正性无显著影响。

### 3 数据与研究设计

#### 3.1 数据来源及基金评级的度量

本文使用的基金评级及其他相关数据均来自同花顺数据终端(iFind)。该数据库的所有者是浙江核新同花顺网络服务有限公司。在该数据库提供的原始数据的基础上,做如下样本删选:第一,根据之前基金评级研究<sup>[13-14]</sup>的做法,只将股票型开放式基金纳入研究样本;第二,每一只基金在获得评级之时至少要有 3 年的历史收益数据。使用 3 年作为期间限制是因为评级公司在对基金进行评级时通常把基金过去 3 年的业绩作为重要影响因素。本文为了确定利益关联是否与基金评级之间存在显著关系,那么需要把基金的历史业绩作为控制变量。经过上述筛选过程,最终的样本包含 19 107 个观察值。

#### 3.2 研究设计

为了解决第二节提出的三个问题,设置具体模型如下。模型(1)测试的是第一个问题,即交易佣金或股权附属会影响基金评级的公正性吗?中国 4 家具有基金评级资格的证券公司在评级之时与晨星公司类似,都使用的是 5 级评价体系。最好的评级为 5 星级,而最差的为 1 星级。由于因变量存在排序的问题,故本文使用 ordered probit 回归

法进行研究,具体模型如下

$$\begin{aligned} Rating_{i,j,t} = & \alpha + \beta_1 Commission_{i,j,t-1} + \\ & \beta_2 Affiliated_{i,j,t-1} + \beta_3 Sharpe_{i,j,[t-3,t-1]} + \\ & \beta_4 Lnage_{i,j,t-1} + Styles + \\ & Agency\ Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,j,t-1} \end{aligned} \quad (1)$$

式中  $Rating_{i,j,t}$  表示在时间  $t$  基金  $i$  从评级机构  $j$  所获得基金评级;  $Commission_{i,j,t-1}$  表示基金  $i$  和评级机构  $j$  之间是否存在交易佣金关系,如果存在则  $Commission = 1$ ,否则  $Commission = 0$ 。这里需要说明的是,基金每半年在其定期报告中披露一次支付给券商的交易佣金情况。Firth 等<sup>[2]</sup>和 Gu 等<sup>[3]</sup>在度量交易佣金变量时,也都使用的是半年哑变量。本文延续这种做法。同样,与 Firth 等<sup>[2]</sup>和 Gu 等<sup>[3]</sup>一样,在度量交易佣金时,使用的是哑变量形式。另一个哑变量  $Affiliated$  用以反映基金与评级机构之前是否存在股权附属关系,如果作为评级机构的证券公司是被评级基金的大股东,那么  $Affiliated = 1$ ,否则  $Affiliated = 0$ 。如果  $Commission$  的估计系数  $\beta_1$  以及  $Affiliated$  的估计系数  $\beta_2$  显著为正值,那么意味着具有基金评级资格的证券公司收到交易佣金或与基金存在持股关系会显著提高基金评级。

控制变量如下:使用  $Sharpe$  比率来控制公司过去的业绩。 $Sharpe$  比率是度量基金业绩最为常用的指标,它等于风险溢价除以超额收益的标准差。 $iFind$  数据库提供每只基金的  $Sharpe$  比率、 $Treynor$  比率和  $Jensen$  比率等业绩指标。由于使用后两者并不会显著改变本文的结果,故本文只报告使用  $Sharpe$  比率的结果。Morey<sup>[25]</sup>的研究证实,基金评级中可能存在年龄歧视效应,即整体上来说,年久的基金要比年轻的基金更容易获得高等级评级。因此,在文中也控制基金的年龄。此外,基金的投资风格也可能会影响基金的评级,为此,加入反映基金投资风格的哑变量  $Styles$ 。在样本期间,中国的股票型开放式基金按照投资风格可分为 7 类:1) 大盘价值型;2) 大盘成长型;3) 大盘平衡型;4) 中盘价值型;5) 中盘成长型;6) 中盘平衡型;7) 小盘平衡型。因此,在模型中设置 6 个哑变量。模型中的各个变量的具体含义如表 1 所示。

表 1 变量定义  
Table 1 Definition of variables

变量名称	变量定义
$Rating_{i,j,t}$	证券公司 $j$ 在时间 $t$ 给基金 $i$ 的评级结果
$Commission_{i,j,t-1}$	哑变量, 反映基金 $i$ 在时间 $t-1$ 是否给证券公司 $j$ 交易佣金, 有支付佣金的时候 $Commission_{i,j,t-1} = 1$ , 否则为 0
$Affiliated_{i,j,t-1}$	哑变量, 反映基金 $i$ 在时间 $t-1$ 与作为评级机构的证券公司之间是否存在股权附属关系, 如果作为评级机构的证券公司是被评级基金的大股东, 那么 $Affiliated = 1$ , 否则 $Affiliated = 0$
$Sharpe_{i,j,[t-3,t-1]}$	评级机构 $j$ 所评级的基金 $i$ 在 $t-3$ 至 $t-1$ 年内的投资业绩的 Sharpe 率
$Lnage_{i,j,t-1}$	评级机构 $j$ 所评级的基金 $i$ 在截至 $t-1$ 的创建时间天数的自然对数
$Styles$	基金投资风格哑变量. 投资风格分为 7 类: 1) 大盘价值型; 2) 大盘成长型; 3) 大盘平衡型; 4) 中盘价值型; 5) 中盘成长型; 6) 中盘平衡型; 7) 小盘平衡型. 因此, 模型中设置 6 个哑变量
$Post$	哑变量, 2010 年第 2 个季度实施基金评级资格管制之后 $Post = 1$ , 否则为 0.
$LongSharpe_{i,j,[t,t+1]}$	基金 $i$ 获得证券公司 $j$ 的评级后的 1 年的长期业绩 (Sharpe 率).

此外, 虽然这 4 家评级机构的评级都使用 5 级体系, 但是分布存在很大差异. 在这种情况下, 为了反映利益关联对基金评级的影响, 一种方法是以每个证券公司的基金评级做样本分别进行回归, 如果交易佣金变量  $Commission$  和股权附属关系变量  $Affiliated$  都对基金评级具有显著的正向解释力, 那么表明利益关联影响了基金评级. 但是这样做会忽视了现实中如果评级机构希望通过给基金更高的评级来获得交易佣金, 那么它给出的基金评级不仅是支付佣金的要比没有支付佣金的高, 而且要比竞争对手 (其他评级机构) 高. 因此, 在回归处理之时要把 4 家评级机构的评级对象放在一起进行回归. 但是为了控制 4 家评级机构的评级分布存在差异这一问题, 需要在回归中加入反映评级机构固定效应的  $Agency\ Fixed\ Effects$ . 此外, 在回归样本中, 由于评级频率不同导致 4 家证券公司的评级数目存在差异, 为此还在回归中使用 Petersen<sup>[26]</sup> 提出的集聚调整标准差方法来控制

$$Rating_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 Commission_{i,j,t-1} + \beta_2 Affiliated_{i,j,t-1} + \beta_3 Sharpe_{i,j,t-1} + \beta_4 Post_{i,j,t-1} + \beta_5 Post_{i,j,t-1} \times Commission_{i,j,t-1} + \beta_6 Post_{i,j,t-1} \times Affiliated_{i,j,t-1} + \beta_7 Lnage_{i,j,t-1} + Styles + Agency\ Fixed\ Effects + \varepsilon_{i,j,t-1} \quad (3)$$

$$LongSharpe_{i,j,[t,t+1]} = \delta + \gamma_1 Rating_{i,j,t} + \gamma_2 Commission_{i,j,t} + \gamma_3 Affiliated_{i,j,t} + \gamma_4 Rating_{i,j,t} \times Commission_{i,j,t} + \gamma_5 Rating_{i,j,t} \times Affiliated_{i,j,t} + \gamma_6 Post_{i,j,t} + \gamma_7 Post_{i,j,t} \times Rating_{i,j,t} + \gamma_8 Post_{i,j,t} \times Commission_{i,j,t} + \gamma_9 Post_{i,j,t} \times Affiliated_{i,j,t} + \gamma_{10} Post_{i,j,t} \times Rating_{i,j,t} \times Commission_{i,j,t} + \gamma_{11} Post_{i,j,t} \times Rating_{i,j,t} \times Affiliated_{i,j,t} + \gamma_{12} Lnage_{i,j,t} + Styles + Agency\ Fixed\ Effects + \eta_{i,j,t} \quad (4)$$

其中  $Post$  是个哑变量: 当引入基金评级资格管制之后,  $Post = 1$ , 否则  $Post = 0$ . 可以看到, 式 (3) 和

评级集聚效应.

为了检验假设 2, 使用如下 OLS 回归

$$LongSharpe_{i,j,[t,t+1]} = \delta + \gamma_1 Rating_{i,j,t} + \gamma_2 Commission_{i,j,t} + \gamma_3 Affiliated_{i,j,t} + \gamma_4 Rating_{i,j,t} \times Commission_{i,j,t} + \gamma_5 Rating_{i,j,t} \times Affiliated_{i,j,t} + \gamma_6 Lnage_{i,j,t} + Styles + Agency\ Fixed\ Effects + \eta_{i,j,t} \quad (2)$$

其中  $LongSharpe_{i,j,[t,t+1]}$  表示基金获得评级后一年的 Sharpe 比率. 如果使用两年或者三年计算 Sharpe 比率, 本文的结果不会发生显著变化, 但样本会出现下降. 本文只报告评级一年后的结果;  $Rating$  的估计系数  $\gamma_1$  显示出基金评级对基金未来业绩的解释程度, 相应地反映出基金评级的信息含量. 在此基础上, 两个交互项  $Rating \times Commission$  和  $Rating \times Affiliated$  的估计系数  $\gamma_4$  和  $\gamma_5$  则显示出交易佣金和股权附属关系对基金评级信息含量的影响.

为了验证假设 3, 分别使用 ordered probit 回归法和 OLS 回归法用式 (3) 和式 (4) 进行回归

式 (4) 分别是式 (1) 和式 (2) 的拓展形式, 即分别在其中加入了反映基金评级资格的变量  $Post$  及

诸带 *Post* 的交互项. 如果评级资格管制具有实质性影响, 那么估计系数  $\beta_5, \beta_6, \gamma_{10}$  以及  $\gamma_{11}$  将会在统计上显著.

## 4 实证结果及分析

### 4.1 描述性统计与相关分析

表 2 报告的是本文使用的主要变量的描述性统计. 可以看到基金评级的均值为 2.8, 中位数为 3. 表格中未列示的数据分析表明, 1 星 ~ 5 星的评级

比例分别为 20.63%、21.92%、25.54%、17.10% 和 14.81%. 5 星级比例最低, 这可能是因为在样本期间, 大部分基金的业绩是不佳的, *Sharpe* 比率的均值为 -0.044 5, 中位也小于 0. 变量 *Affiliated* 显示 3.42% 的基金评级的观察值来自基金与证券公司存在股权附属关系的样本. 变量 *Commission* 表明 44% 的基金评级是由收取交易佣金的证券公司做出的. 哑变量 *Post* 的均值为 0.781 3, 意味着, 在样本中有 78% 的基金评级观察值来自评级资格管制之后.

表 2 描述性统计

Table 2 Descriptive statistics

变量	统计值					
	均值	标准差	25 分位值	中位值	75 分位值	观察数
<i>Rating</i>	2.843 5	1.334 5	2	3	4	19 107
<i>Sharpe</i>	-0.044 5	0.139 7	-0.152 7	-0.050 4	0.041 1	19 107
<i>Commission</i>	0.438 7	0.496 2	0	0	1	19 107
<i>Affiliated</i>	0.034 2	0.181 6	0	0	0	19 107
<i>Lnage</i>	7.448 4	0.232 9	7.259 1	7.43	7.616 8	19 107
<i>LongSharpe</i>	-0.014 6	0.129 3	-0.117 5	-0.003 3	0.074 9	19 107
<i>Post</i>	0.781 3	0.413 4	1	1	1	19 107

表 3 报告的是各主要变量之间的 Pearson 相关检验结果. 与预期一致, 基金评级与基金投资业绩 *Sharpe* 率之间的相关性较高 ( $\rho = 0.166 6, p < 0.000 0$ ). *Rating* 和 *LongSharpe* 的相关性  $\rho$  值也能达到 0.134 3 且在 1% 水平显著, 这表明基金评级对基金未来的业绩表现具有一定解释力. 除此之外, 本文最为关心的两个反映利益关联的变量

*Commission* 和 *Affiliated* 都与基金评级显著正相关. 与 Morey<sup>[25]</sup> 的发现相反, 本文发现从单变量相关性角度来看, 中国的基金评级与年龄是负相关关系, 年龄越长的基金的评级越低. *Rating* 和 *Post* 之间的负向关系表明在引入基金评级资格管制制度前后, 基金评级出现系统性差异, 资格管制之后的评级显著低于管制之前.

表 3 Pearson 相关矩阵

Table 3 Pearson correlation matrix

变量	<i>Rating</i>	<i>Sharpe</i>	<i>Commission</i>	<i>Affiliated</i>	<i>LongSharpe</i>	<i>Lnage</i>	<i>Post</i>
<i>Rating</i>	1						
<i>Sharpe</i>	0.166 6 ( <0.000 0)	1					
<i>Commission</i>	0.063 7 ( <0.000 0)	0.065 0 ( <0.000 0)	1				
<i>Affiliated</i>	0.159 4 ( <0.000 0)	-0.002 1 ( 0.775 4)	0.081 6 ( <0.000 0)	1			
<i>LongSharpe</i>	0.134 3 ( <0.000 0)	-0.270 4 ( <0.000 0)	-0.087 9 ( <0.000 0)	0.035 0 ( <0.000 0)	1		
<i>Lnage</i>	-0.048 5 ( 0.000 0)	-0.213 3 ( <0.000 0)	0.052 5 ( <0.000 0)	0.009 5 ( 0.190 3)	0.025 5 ( 0.000 4)	1	
<i>Post</i>	-0.074 8 ( <0.000 0)	-0.452 6 ( <0.000 0)	-0.087 6 ( <0.000 0)	-0.016 8 ( 0.019 9)	-0.267 2 ( <0.000 0)	0.301 3 ( <0.000 0)	1

注: 各变量定义见表 1; \*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示统计上在 10%、5% 和 1% 水平显著; 括号中是  $p$  值.

### 4.2 利益关联与基金评级

表4报告了利益关联与基金评级之间关系的 ordered probit 回归结果. 第1列是没有包含利益关联变量的结果. 结果显示 *Sharpe* 率为正值, 且统计上十分显著,  $z$  值能达到 20.49. 这意味着基

金的投资业绩表现是决定基金获得评级高低重要影响因素. *Lnage* 虽然为负值, 但在统计上并不显著 ( $z = -0.73$ ), 这表明与 Morey<sup>[25]</sup> 基于美国数据的发现不同, 中国的基金评级并不存在年龄歧视问题.

表4 利益关联与基金评级的 ordered probit 回归结果

Table 4 Ordered probit regressions on conflicts of interest and mutual fund ratings

变量	有序概率单位回归; 因变量 <i>Rating</i>			
	1		2	
	系数	$z$	系数	$z$
<i>Commission</i>			0.080 2 **	2.33
<i>Affiliated</i>			0.909 4 ***	6.04
<i>Sharpe</i>	1.293 8 ***	20.49	1.284 4 ***	18.65
<i>Lnage</i>	-0.058 1	-0.73	-0.077 3	-1.45
<i>Styles</i>	控制		控制	
<i>Agency Fixed Effects</i>	控制		控制	
样本数	19 107		19 107	
$R^2$	0.009 0		0.017 3	

注: 各变量定义见表1; \*, \*\* 和 \*\*\* 分别表示统计上在 10%、5% 和 1% 水平显著.

表4中的第2列是加入两个反映利益关联的实验变量 (*Commission* 和 *Affiliated*) 的回归结果. 可以看到, *Sharpe* 和 *Lnage* 这两个变量在经济意义上和统计上仍保持稳定. *Commission* 的估计系数为 0.080 2, 且统计上在 5% 水平显著 ( $z = 2.33$ ). 这表明评级机构如与基金存在交易佣金往来, 那么基金更容易从该评级机构获得较高的评级. 由于在实务中, 证券公司的卖方分析师和负责基金评级的研究员都隶属于同一研究部门, 因此, 本文的结果如与 Firth 等<sup>[2]</sup> 和 Gu 等<sup>[3]</sup> 的研究结合起来看, 会得出有趣的结果, 即证券公司的研究部门不仅会通过给与基金所持的股票更乐观的推荐来报答基金向其提供佣金, 而且会直接通过给与基金更高的评级来回馈基金. 这两种方式的效果是存在一定差别的. 前者可以通过提升股价的方式来提高基金所持有资产的净值, 而后者往往可以吸引投资者购买更多的基金, 增加基金的资本流入. 这两种方式都会导致基金经理所掌管的资产的增加, 进而可以提升基金经理的报酬.

变量 *Affiliated* 甚至显示出比 *Commission* 更强的效果. *Affiliated* 的估计系数是 0.909 4,  $z$  统计值为 6.04, 在 1% 水平显著. 这表明证券公司作为

基金评级机构会给予投资的基金公司的下属基金更高的评级. 之前的研究, 如 Mola 和 Guidolin<sup>[20]</sup> 指出, 如果证券公司附属的基金购入某些股票, 那么隶属于证券公司的证券分析师会提高这些股票的等级. 本文拓展了 Mola 和 Guidolin<sup>[20]</sup> 的研究, 结果显示证券公司为了扶持其下属的基金可以使用另外一条途径, 即直接提升基金评级. 这对证券公司自身是有好处的. 证券公司可以通过股权的收益分享权从基金的增值中获得收益.

### 4.3 利益关联与基金评级的信息含量

表5汇报的是基金获得评级之后的长期业绩表现的影响因素. 第1列的结果表明, 基金评级的确对下一年度基金的投资业绩表现有显著的解释能力. 在以 *LongSharpe* 为因变量的回归中, 变量 *Rating* 的估计系数为 0.012 9,  $t$  值达到 4.87. *Lnage* 与基金未来的业绩表现无关, 这也印证了表4中基金年龄对基金评级无显著影响的合理性. 更为重要的是, 基金评级对基金未来业绩的预测能力还取决于利益关联. 两个交乘项 *Commission* × *Rating* 和 *Affiliated* × *Rating* 的估计系数分别为 -0.025 0 ( $t = -9.50$ ) 和 -0.013 1 ( $t = -3.57$ ). 两个负值的估计系数表明, 由于交易佣金和股权附属关系

导致的利益关联会降低基金评级的信息含量,亦即同一等级的基金评级,利益关联方做出的评级要比非利益关联方做出的评级对基金未来业绩的预测能力较差.延伸来看,利益关联虚增的基金评级很可能会造成基金市场资源的错误配置.

#### 4.4 基金评级资格管制的效果

表6列示的是式(3)和式(4)的回归结果.即考虑了基金评级资格管制之后表4和表5的拓展.从第1列可以看出,当变量 *Post* 和两个交乘项 *Commission × Post* 及 *Affiliated × Post* 加入 ordered probit 模型之后,变量 *Commission* 的估计系数为负值.负系数意味着在基金评级资格引入之前,当一家具有基金评级资格的证券公司收到基金的交易佣金时,它甚至会给与该基金较低的评级.这样的结果看起来有些反直觉.这可能是因为在基金评级业发展的早期,存在诸多评级机构,行业处于充分竞争的状态.为了向市场传达自身是独立的评级机构的信息,它们甚至可能对支付佣金的基金给与更低的评级.但是可以通过更为隐形的的方式给与基金回报:即 Firth 等<sup>[2]</sup>和 Gu 等<sup>[3]</sup>发现的给与基金所持有的股票更乐观的推荐.

在第1列中,交乘项 *Commission × Post* 的估计系数为 0.161 2 ( $t = 7.72$ ).这表明为了迎合基金而给与支付交易佣金的基金更高评级的现象主要发生在基金评级资格管制之后.基金评级资格赋予了4家证券公司和另外3家独立机构在基金评级市场的寡头垄断权.获得评级资格之后,评级机构获得了寻租的空间,它们对声誉的重视可能不如评级资格管制之前,权力的垄断让他们有利用权力为自己谋利的动机.另一个交乘项 *Affiliated × Post* 的估计系数为正值,但在统计上并不显著.这意味着这4家具有基金评级资格的证券公司在对其股权附属基金的评级时,一贯保持乐观的态度,不因基金评级资格管制而发生显著的变化.

表6的第2列表示基金评级资格管制前后利益关联对基金评级可靠性的影响.两个交乘项 *Commission × Rating × Post* 和 *Affiliated × Rating × Post* 的估计系数都显著为负值,分别为 -0.021 2 ( $t = 5.32$ ) 和 -0.054 3 ( $t = -2.55$ ).这意味着表5所述的利益关联降低基金评级信息含量的现象在实施基金评级资格管制之后变得愈发严重.

表5 利益关联与基金评级的信息含量的回归结果

Table 5 Regressions results on conflicts of interest and the credibility of mutual fund ratings

变量	OLS 回归; 因变量 <i>LongSharpe</i>			
	1		2	
	系数	<i>t</i>	系数	<i>t</i>
<i>Rating</i>	0.012 9***	4.87	0.024 5***	11.30
<i>Commission</i>			0.045 4***	7.71
<i>Affiliated</i>			0.070 9***	4.53
<i>Commission* Rating</i>			-0.025 0***	-9.50
<i>Affiliated* Rating</i>			-0.013 1***	-3.57
<i>Lnage</i>	0.017 5	0.84	0.025 4	1.61
<i>Constant</i>	-0.182 2	-1.13	-0.261 6	-2.13
<i>Styles</i>	控制		控制	
<i>Agency Fixed Effects</i>	控制		控制	
样本数	19 017		19 107	
$R^2$	0.019 1		0.046 6	

注:各变量定义见表1;\*、\*\*和\*\*\*分别表示统计上在10%、5%和1%水平显著.

表6 基金评级资格管制的效果

Table 6 Effects of rating qualification

变量	1 有序概率单位回归		2 OLS 回归	
	因变量 <i>Rating</i>		因变量 <i>LongSharpe</i>	
	系数	<i>z</i>	系数	<i>t</i>
<i>Rating</i>			0.009 0***	5.95
<i>Post</i>	-0.044 8	-1.18	-0.116 7***	26.02
<i>Commission</i>	-0.041 9*	-1.84	0.041 9**	4.39
<i>Affiliated</i>	0.813 8***	3.64	-0.077 6	-1.12
<i>Commission × Post</i>	0.161 2***	7.72	-0.003 3	-0.34
<i>Affiliated × Post</i>	0.138 9	1.32	0.198 1	2.13
<i>Commission × Rating</i>			-0.009 6**	-3.34
<i>Affiliated × Rating</i>			0.026 7	1.63
<i>Rating × Post</i>			0.018 8**	5.34
<i>Commission × Rating × Post</i>			-0.021 2**	-5.32
<i>Affiliated × Rating × Post</i>			-0.054 3*	-2.55
<i>Sharpe</i>	1.319 2***	23.51		
<i>Lnage</i>	-0.094 4*	-1.70	0.077 2***	12.83
<i>Constant</i>			-0.550 5***	-11.78
<i>Styles</i>	控制		控制	
<i>Agency Fixed Effects</i>	控制		控制	
样本数	19 107		19 107	
$R^2$			0.147 5	
伪 $R^2$	0.017 7			

注: 各变量定义见表1; \*、\*\*和\*\*\*分别表示统计上在10%、5%和1%水平显著。

## 5 结束语

基金评级在提高资本市场资金配置效率,降低投资者与金融产品之间的信息不对称方面具有显著意义。基金评级的有效性要依赖于专业性和独立性的评级机构。然而,本文的上述研究结果显示,1) 具有评级资格的证券公司与投资之间如果存在交易佣金或股权附属关系这样的利益关联,那么证券公司会提高投资基金的评级等级; 2) 利益关联获得的高等级基金评级对基金未来业绩的解释力较差; 3) 监管机构设定基金评级资

格的做法加重了上述两种现象。整体而言,现有的防火墙制度不能从证券公司整体视角防止利益关联对证券公司在基金评级业务中的公正性的损害。

根据本文的研究结果,提出如下几项建议: 第一,当具有基金评级资格的证券公司对某家基金收取交易佣金或是其股东时就不能对这家基金进行评级,以防止公正性受到利益关联的损害。第二,放松对基金评级资格的管制,扩大具有基金评级资格单位的范围,让基金评级市场更多地具有市场化特征,通过市场竞争压力促进基金评级机构维护自我声誉,降低少数基金评级机构拥有基金特许权对评级公正性的负面影响。

## 参考文献:

- [1] Mehran H, Stulz R M. The economics of conflicts of interest in financial institutions [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 85(2): 267-296.
- [2] Firth M, Lin C, Liu P, et al. The client is king: Do mutual fund relationships bias analyst recommendations? [J]. *Journal*

- of Accounting Research ,2013 ,51( 1) : 165 - 200.
- [3]Gu Z , Li Z , Yang G. Monitors or predators: The influence of institutional investors on sell-side analyst [J]. Accounting Review ,2013 ,88( 1) : 137 - 169.
- [4]周铭山 ,李四光 ,林 靖. 利益冲突、声誉激励与股价发现有效性 [J]. 管理科学学报 ,2015 ,18( 12) : 1 - 17.  
Zhou Mingshan , Li Siguang , Lin Jing. Interest conflicts , reputation effects and stock price efficiency [J]. Journal of Management Sciences in China ,2015 ,18( 12) : 1 - 17. ( in Chinese)
- [5]Ritter J , Zhang D. Affiliated mutual funds and the allocation of initial public offerings [J]. Journal of Financial Economics , 2007 ,86( 2) : 337 - 368.
- [6]肖继辉 ,彭文平. 锦标赛制度与基金风险调整: 理论拓展与经验证据 [J]. 管理科学学报 ,2015 ,18( 1) : 87 - 98.  
Xiao Jihui , Peng Wenping. Tournament and fund risk adjustment: Theoretical model building and empirical analysis [J]. Journal of Management Sciences in China ,2015 ,18( 1) : 87 - 98. ( in Chinese)
- [7]潘宁宁 ,朱宏泉. 基金持股与交易行为对股价联动的影响分析 [J]. 管理科学学报 ,2015 ,18( 3) : 90 - 103.  
Pan Ningning , Zhu Hongquan. Impact of fund ownership and trading on stock return synchronicity [J]. Journal of Management Sciences in China ,2015 ,18( 3) : 90 - 103. ( in Chinese)
- [8]Khorana A , Nelling E. The determinants and predictive ability of mutual fund ratings [J]. Journal of Investing ,1998 ,7( 11) : 61 - 66.
- [9]Sharpe W. Morningstar's risk-adjusted ratings [J]. Financial Analyst Journal ,1998 ,54( 4) : 21 - 31.
- [10]Blake C , Morey M. Morningstar ratings and mutual fund performance [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis , 2000 ,35( 3) : 907 - 936.
- [11]Sebastian M , Martin W. Evaluating the rating of Stiftung Warentest: How good are mutual fund ratings and can they be improved? [J] European Financial Management ,2014 ,20( 2) : 207 - 235.
- [12]Brandouy O , Kerstens K , Woestyne I. Frontier-based vs. traditional mutual fund ratings: A first back testing analysis [J]. European Journal of Operation Research ,2015 ,242( 1) : 332 - 342.
- [13]Sirri E , Tufano P. Costly search and mutual fund flows [J]. Journal of Finance ,1998 ,53( 5) : 1589 - 1622.
- [14]Guercio D , Tkac P. Star power: The effect of Morningstar ratings on mutual fund flow [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis ,2008 ,43( 4) : 907 - 936.
- [15]王 攀 ,吴 玮 ,蔡栋梁. 基金评级与资金流动: 基于中国开放式基金的经验研究 [J]. 金融研究 ,2010 , ( 9) : 106 - 122.  
Wang Bo , Wu Wei , Cai Dongliang. Mutual fund rating and fund flows: Empirical evidence from Chinese open mutual funds [J]. Journal of Financial Research ,2010 , ( 9) : 106 - 122. ( in Chinese)
- [16]Barron J , Ni J. Morningstar ratings and mutual fund manager turnover [J]. Journal of Applied Finance ,2013 ,23( 1) : 95 - 110.
- [17]钟辉勇 ,钟宁桦 ,朱小能. 城投债的担保可信吗? ——来自债券评级和发行定价的证据 [J]. 金融研究 ,2016 , ( 4) : 66 - 82.  
Zhong Huiyong , Zhong Ninghua , Zhu Xiaoneng. Are the urban construction investment bonds' guarantees credible? Evidence from credit ratings and bond pricings [J]. Journal of Financial Research ,2016 , ( 4) : 66 - 82. ( in Chinese)
- [18]Lin L , Tepalagul K. Auditor independence and audit quality: A literature review [J]. Journal of Accounting , Auditing and Finance ,2015 ,30( 1) : 101 - 121.
- [19]Lin H , McNichols M. Underwriting relationships , analysts earnings forecasts and investment recommendations [J]. Journal of Accounting and Economics ,1998 ,25( 1) : 101 - 127.
- [20]Mola S , Guidolin M. Affiliated mutual funds and analyst optimism [J]. Journal of Financial Economics ,2009 ,93( 1) : 108 - 137.
- [21]Hao Q , Yan X. The performance of investment bank-affiliated mutual funds: Conflicts of interest or informational advantage? [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis ,2012 ,47( 2) : 537 - 565.

- [22] Michael R, Womack K. Conflict and interest and the credibility of underwriter analyst recommendations [J]. *Review of Financial Studies*, 1999, 12(2): 653–686.
- [23] Barber B, Lehavy R, Trueman B. Comparing the stock recommendation performance of investment banks and independent research firms [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 85(3): 490–517.
- [24] Cliff M. Do affiliated analysts mean what they say? [J]. *Financial Management*, 2007, 36(4): 5–29.
- [25] Morey M. Mutual fund age and Morningstar ratings [J]. *Financial Analyst Journal*, 2002, 58(2): 56–63.
- [26] Petersen M. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches [J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(2): 435–480.

## Connected interests, mutual fund rating qualification, and rating agency' independence

ZHANG Jun-sheng<sup>1</sup>, ZENG Ya-min<sup>2</sup>

1. Business School, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;
2. Management School, Jinan University, Guangzhou 510632, China

**Abstract:** There are closely and interestingly economic ties between funds and the security firms with qualifications of rating funds. On one hand, these security firms provide ratings for funds. On the other hand, funds may be economically connected with these security firms through the following two ways. First, funds pay trading commission fees to security firms since they need trading seats from security firms. Second, these security firms may be large shareholders of mutual funds. Then, will these two kinds of connected interests harm the independence of these security firms when rating funds? This paper finds that: 1) if there are trading commission fees or ownership relationship between funds and rating security firms, security firms offer higher rating for funds; 2) the rating under the shadow of connected interests has lower explanatory power for future fund performance; and 3) the above two effects are more significant after 2010 in which year the regulation system of fund rating qualification was enacted. Those findings show that connected interests damage the independence of security firms as fund rating agencies, and the regulation system of fund rating qualification further exacerbates the damage.

**Key words:** fund rating; trading commission fees; rating agency; affiliation; rating qualification