

基金家族利益输送: 基于业绩差异的研究

肖继辉¹ 彭文平² 陈书启²

(1. 暨南大学 管理学院, 广东 广州 510632;

2. 华南师范大学 经济与管理学院, 广东 广州 510006)

在我国,基金附属于基金家族,家族内不同基金的价值不同。基金家族为了整体利益最大化在高低价值基金之间进行利益输送。基金家族利益输送必定导致高低价值基金业绩出现差异。本文研究了基金家族高低价值基金的业绩差异,发现半年期业绩差异显著持续,利益输送对业绩差异的贡献度为15.94%。一年期业绩差异发生反转导致利益输送方向发生反转。研究结论支持了监管层利用业绩差异标准来监管基金利益输送的办法。

关键词: 基金家族; 利益输送; 业绩差异

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1003—5656(2012)09—0071—10

一、引言

我国基金不是独立法人,相当于基金公司的下属部门,这决定了家族内各基金必须服从家族整体利益最大化。基金家族的收益来自管理费,在固定费率制下,为了获得更多管理费收入,基金家族必须吸引更多的资金流入。业绩资金流之间凸的关系^{[1][2]}使得家族内基金存在着高低价值之别,业绩好的基金能够为基金家族吸引更多的资金流,因而成为高价值基金;而业绩差的基金则对资金流没有吸引力,成为低价值基金。但是业绩差的低价值基金也不会引起资金大规模的流出。所以,对于基金家族来说,同时拥有一只业绩好和一只业绩差的基金比拥有两只业绩中等的基金能带来更多的资金流入和管理费收入。在此条件下,基金家族从家族整体利益最大化出发就会在高低价值基金之间进行利益输送,牺牲低价值基金的业绩以使高价值基金保持较好的业绩。

监管层一直对基金利益输送采取高压态度,2008年发布的《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》明确禁止基金家族的利益输送:“(基金公司)应在投资管理活动中公平对待不同投资组合,严禁直接或者通过与第三方的交易安排在不同投资组合之间进行利益输送”。“公司应分别于每季度和每年度对公司管理的不同投资组合的整体收益率差异、分投资类别的收益率差异进行分析”。那么,根据收益率差异标准来监管基金家族的利益输送是否合适?运用这个标准进行监管侧重点是什么?要注意哪些问题?为了回答这些问题,本文结合证监会的监管标准,从业绩差异的角度对基金家族利益输送进行研究。

基金项目: 本文是国家自然科学基金项目(71002087、71172198),教育部人文社科项目(08JC630030),广东省人文社科基地重点项目(09JDXM79010),中央高校基本科研业务费专项资金资助(暨南远航计划,12JNYH003)的阶段性成果

二、文献评述与研究假设

(一) 业绩资金流关系

业绩资金流关系 (PFR) 的研究发现基金家族内不同业绩的基金吸引的资金流不同, 因而不同基金对基金家族的价值不同, 基金家族为了整体利益就会在高低价值基金间进行利益输送, 从而使高低价值基金在业绩表现和持续性上都产生明显差别。国外的研究普遍证实了业绩与资金流之间凸的关系, 即整体上呈现正相关, 但是业绩好的基金带来的资金流入远大于业绩差的基金带来的资金流出^{[1][2]}。当考虑基金在家族中的地位时, 业绩资金流凸的关系仍然存在^{[3][4]}。

我国基金公司同样存在明显的业绩资金流之间的凸效应, 家族内排名靠前的明星基金不但自己能够吸引更多的资金流入, 而且能为家族内其他基金吸引资金流入, 但业绩排名靠后的基金并没有显著的资金流出, 因而基金家族会牺牲家族内其他基金的利益制造明星基金为家族吸引更多的资金流入^[5]。陆蓉等 (2007)^[6]则发现基金业绩提高并没有带来资金的净流入, 反而表现为赎回的增加, 投资者在赎回基金时发生了“反向选择”。

(二) 基金业绩差异和持续性

大量国外的研究发现基金业绩在短期内具有持续性但长期内持续性会消失。Goetzmann 和 Ibbotson (1994)^[7]发现上个半年业绩较好的基金有 62% 在下个半年继续保持了较好的业绩, 业绩较差的基金则有 63.4% 在下个半年的业绩仍然较差。Hendricks, Patel 和 Zeckhauser (1993)^[8]发现在短期内基金的业绩具有持续性, 业绩差的基金在近期内表现持续低于市场回报率, 业绩好的基金的表现则持续走高, 并且业绩差的基金比业绩好的基金持续性要显著。Bollen 和 Busse (2004)^[9]按季度风险调整后的业绩将基金分为四个等级, 发现最高等级基金的平均收益是 39%, 但是从更长的期间来看, 这种超额收益现象却消失了, 说明业绩表现持续优秀的基金只是一个短期现象, 仅限于在一年内多次观察的情况下存在。Gaspar, Massa 和 Matos (2006)^[10]发现家族中的高低价值基金的投资风格净回报每月相差 6 至 28 个基点, 短期内业绩差异持续存在。

国内吴启芳、陈收 (2003)^[11]以 1999—2001 年的 15 只基金为样本进行检验, 结果显示基金的收益在 6—9 个月内具有一定的持续性, 用过去 6 和 9 个月的历史收益可以预测未来 6 和 9 个月的收益。李悦、黄温柔 (2011)^[12]发现只存在 6 个月的持续性不存在一年期的持续性。李宪立 (2007)^[13]发现不同的基金业绩的计算方法对评价结果的影响很大, 不同业绩指标下基金短期和长期业绩持续性不同。

总体上看, 国内外关于开放式基金持续性的研究文献结论较为一致, 即基金业绩在短期内具有一定的持续性, 而在长期基金业绩持续性消失。研究方法上, 一般使用原始回报率和风险调整回报率来衡量基金业绩, 主要采用单因素模型, 如詹森指数、夏普指数。

(三) 基金家族规模与利益输送能力

基金家族进行利益输送必须具备一定的操作空间, 如家族内要有足够数量的基金。现有研究文献证实了大基金家族利益输送的操作空间更大、利益输送能力更强, 从而对基金业绩产生两极化影响。Guedj 和 Papastaikoudi (2003)^[14]发现, 基金家族在分配资源时并不是按照基金的需要来分配, 而是为了扶植某些基金, 业绩好的基金更有可能分配到优秀的基金经理和优质的 IPO 资源。基金家族在基金成员之间进行资源分配的能力与旗下基金数量有关。Benson, Tang 和 Tutticci (2008)^[15]发现, 基金家族特征和

资金流入相关,大基金家族的基金能够吸引更多的申购量。Gaspar, Massa 和 Matos(2006)^[10]发现家族内高低价值基金之间存在异常的业绩差异,这种差异的来源是利益输送,利益输送的水平与家族特征相关,在管理基金数量多,基金规模参差不齐的大家族利益输送更普遍。

国内研究基金家族利益输送的文献不多,但都证明了家族特征显著影响基金业绩。杨文虎(2008)^[16]采用2003—2007年间的基金数据,发现无论在牛市或是熊市,基金家族的规模特征都是影响基金业绩的重要因素。

(四) 动量效应与反转效应

动量效应是指过去表现差的股票会继续其较差的表现,过去表现好的股票会继续上涨。动量投资策略是指买入过去表现好的股票,卖出过去表现差的股票。Jegadeesh 和 Timan(1993)^[17]最早研究了动量效应,并发现3—12个月内收益率最高和最低的股票在接下来3—12个月内仍保持该业绩,实施动量投资策略能够实现年化12.01%的超常收益,而国内研究证明我国收益率好的股票在3个月以内的短期存在着动量效应^[18]。反转效应是指过去表现差的股票会在一定时间内恢复到它应有的价值,价格会上涨;而过去表现好的股票会因为价格过高而回落。反转投资策略是指投资者买入过去表现较差的股票,卖出过去表现好的股票,从而获得超额收益。De Bondt 与 Thaler(1985)^[19]对1926—1982年期间在纽约证交所上市的股票进行研究发现,过去5年中表现最好的35只股票(赢家组合)和表现最差的35只股票(输家组合)的收益,在随后的3年中发生了反转,“输家组合”的平均累计收益比“赢家组合”高出25%。国内研究发现我国股市在1年以上的长期内也存在反转现象^{[20][21]}。

本文研究的偏股型基金的主要投资对象是股票,因此,受到股票市场“动量效应”和“反转效应”的影响,基金业绩在不同时间的持续性会出现差异。在短期内由于动量效应,基金业绩就会表现出持续,但在长期内由于反转效应则可能出现反转。而当基金投资者实施动量投资策略和反转投资策略时,他们就会在短期内买入业绩好的基金,而在长期内卖出业绩好的基金。这样在长期内就会出现基金“异常赎回”现象^[6]。开放式基金异常赎回现象的一个可预测的后果便是高低价值基金在长期内会发生价值反转:短期内能吸引更多资金流的高价值基金在长期内更容易遭遇大量赎回而变成低价值基金。综合上述分析,本文提出以下四个假设:

H1: 短期内大家族的高低价值基金的业绩差异显著且持续,长期内业绩差异反转。

H2: 短期内大家族的高低价值基金的业绩差异高于全部家族内高低价值基金的业绩差异。

H3: 短期内大家族内部高低价值基金业绩差异高于大家族外部。

H4: 高低价值基金业绩差异和基金家族利益输送有关。

三、基金家族业绩差异的持续性

(一) 样本选择与数据来源

本文选择2006—2010年的偏股型开放式基金为研究对象(去除了指数型基金)。由于业绩的持续性因素涉及到12个月的业绩比较,摒弃了截止到2010年底成立时间小于一年的基金;本文研究的时间周期为6个月和12个月。按照上述标准得到的基金数量为419只。

基金家族的样本选择涉及全样本、大家族样本和家族内排名样本。全样本即研究时间范围内的所有基金家族;大家族样本是指旗下基金数目大于5只的大基金家族样本;家族内排名样本包括大家族样

本的所有基金,不同的是高低等级基金的排名方法是按照基金在家族内的相对业绩。

基金类型、投资风格数据来自于色诺芬数据库,基金月度原始回报、基金家族的具体信息以及其他月度数据来自于国泰安数据库和天天基金网。

(二) 四因素模型的构造

四因素模型在国外众多文献中经反复论证对基金业绩的衡量是比较全面和有解释力的^[22],具体形式如下:

$$r_{it} - r_{ft} = \alpha_i + \beta_i(\text{MKTRF}_t - r_{ft}) + s_i\text{SMB}_t + h_i\text{HML}_t + p_i\text{MOM}_t + \varepsilon_{it}$$

其中, r_{it} 是基金的复权月度净值增长率, r_{ft} 为无风险利率,用一年活期存款月利率来衡量。MKTRF 代表市场收益,用沪深 A 股流通市值加权市场指数来衡量。SMB 与 HML 分别衡量基金投资组合的规模因素与账面市值比因素对基金业绩的影响,这两个因素构造过程如下:首先,以股票的流通市值作为规模衡量因素,以 6 个月为时间间隔,以第 t 年为例,我们计算 t 年 6 月底,样本股票的流通市值(ME),然后将这些股票按照 ME 的大小等分为 2 组,标记为(S,B)分别衡量小盘股与大盘股。其次,计算 $(t-1)$ 年底这些公司 A 股的账面市值比(BE/ME)。按照账面市值比的大小将股票分为 3 组,标记为(L,M,H),其中 L 为比值最低的 30%,M 为中间的 40%,H 为最高的 30%。最后,按照以上两种分组标记做股票分组的交集,得到 6 组不同的股票组合,分别为 S/L、S/M、S/H、B/L、B/M、B/H。然后分别计算这 6 个股票组合的总市值和流通市值的加权平均月收益。基于这 6 个股票组合的月收益数据,计算 SMB 和 HML 因子,公式是:

$$\text{SMB} = ((S/L - B/L) + (S/M - B/M) + (S/H - B/H)) / 3$$

$$\text{HML} = ((S/H - S/L) + (B/H - B/L)) / 2$$

动量因子 MOM 的构造借鉴 Carhart(1997)^[21]的方法,动量效应的时间间隔是 12 个月,选取 $(t-1)$ 期表现较好的前 30% 的赢家股票组合减去 $(t-1)$ 期表现后 30% 的输家股票组合的加权收益,权数为组合内股票在第 12 个月月末的总市值。

(三) 基金业绩差异持续性研究方法

本文涉及排名期和检验期两个期间($t-1$ 期为排名期,则 t 期为检验期),排名期将四因素模型中计算得出的每只基金的年度(半年度) α 值大小进行年度(半年度)业绩排名,并平均分为五个等级的基金组合,然后计算检验期五个等级基金组合的业绩,具体步骤如下(以大家族样本为例):

①在 $t-1$ 期期初($t \geq 1$) 筛选出属于大家族的基金样本,利用上一节介绍的计算方法,得出根据四因素模型计算出的各基金在 t 期的 α 值。

②根据 t 期的 α 值从大到小将样本基金分为五个等级,第一等级为业绩处于前 20% 的基金(高价值基金),第五级为业绩排名处于后 20% 的基金(低价值基金),以此类推构造五个等级基金组合。

③保持组合及组合内排序不变,以组合内各基金资产总额为权重,根据基金在 t 期的月度原始回报,计算各等级基金组合在 t 期的月度加权原始回报。

④每期都重复上述三个步骤,每个等级基金组合都得出一组时间序列的月度加权原始回报值。

⑤将各等级基金组合的加权业绩再次代入四因素模型,得出十个组合的回归结果,重点分析组合 1 和组合 5 的 α 值。

H1 验证标准:计算大家族样本等级 1 和等级 5 基金组合的 α 差: $1 - 5\text{spread}$ 。如果大家族样本 6 个

月的业绩差异显著为正则表明高低价值基金组合的业绩差异在6个月内是显著的并持续的,如果12个月的业绩差异显著为负则表明业绩差异在一年内是显著的并出现反转。

H2 验证标准: 比较大家族样本和全样本在半年期的1-5spread值,若大家族样本显著大于全样本,则证明短期内大家族样本高低价值基金业绩差异显著且持续的大于全样本。

H3 验证标准: 比较大家族样本和家族内排名样本在两个观察周期内的1-5spread值,若家族内排名样本1-5spread值显著大于大家族样本,则证明家族内部高低价值基金业绩差异显著且持续的大于家族外部。

(四) 排名期实证分析

我们首先对数据做hausman检验,根据检验结果选择固定效应模型。然后将各年的数据代入四因素模型,各年的回归结果如表1:

表1 四因素模型面板数据回归结果

	时间	α	β	s	h	p	Adj-R
年度	2006	0.0981***	0.0325***	0.0164***	0.7740***	-0.0306***	0.37
	2007	0.0135***	0.2596***	0.4148***	-0.7559***	0.0319***	0.46
	2008	0.0342***	0.2664***	-0.3621***	1.1940***	0.0073***	0.31
	2009	0.1311***	0.8174***	-1.0228***	-3.0758***	0.0977***	0.44
半年度	2006 上半年	0.3168***	0.5592***	-0.1906***	0.7591***	-0.2812***	0.81
	2006 下半年	0.6001***	1.3372***	1.0082***	1.0152***	-0.2799***	0.66
	2007 上半年	0.2688***	1.1890***	-3.8777***	-1.5384***	-0.1359***	0.90
	2007 下半年	-0.0558***	-0.6442***	-3.8497***	1.7535***	0.3748***	0.63
	2008 上半年	-0.7109***	1.7694***	-2.4711***	19.0111***	-3.0587***	0.84
	2008 下半年	-0.1445***	0.6775***	-1.2231***	0.1169***	-0.5292***	0.81
	2009 上半年	0.2844***	0.6825***	-1.8147***	-6.8979***	-0.1638***	0.85
	2009 下半年	0.0270***	-0.2451***	0.0157***	1.3835***	-0.0280***	0.77
	2010 上半年	0.1985***	1.0999***	-0.1289***	0.0159***	-0.4126***	0.72

由回归的结果可以看出,半年度和年度的四因素模型各变量的系数都显著,表明模型包含的各因素在解释基金业绩方面是有力的;其中模型的截距项即基金业绩显著性非常

好,说明以此业绩作为排名依据得出的结论是可靠的。

(五) 检验期实证分析 - 全样本与大家族样本

排名期回归得到基金每期的 α 值以后,根据业绩高低将基金划分为五个组合,保持组合不变,找出各组合在检验期的月度加权原始回报,最终得到了五组时间序列数据。经DF单位根检验,该序列是平稳序列。模型回归结果如表2和表3。

表2 全样本和大家族样本四因素模型回归系数(6个月)

组合	全样本					大家族样本				
	α	B	s	h	p	α	β	s	h	p
1	5.2901**	10.5780	-26.2742	-18.4042	8.8662*	5.1628**	11.9091	-24.4882	-17.469	8.0060
2	5.4346**	11.9665	-28.492	-16.9982	8.9562*	5.1759**	11.9939	-28.0479	-16.2853	8.4667*
3	5.5333**	11.7783	-30.7356	-16.3531	9.6342*	5.3977*	12.5863	-30.5296	-15.8269	8.9543*
4	5.0226**	10.7753	-33.4434	-15.9522	9.2600*	4.9273**	11.0655	-34.1254	-13.9973	9.2897*
5	4.9802**	11.3298	-35.9713	-16.1629	9.4483*	4.794**	13.0990	-35.7979	-14.0755	8.5045*
1-5 spread	0.3099***					0.3685***				

表3 全样本和大家族样本四因素模型回归系数(12个月)

组合	全样本					大家族样本				
	α	β	s	h	p	α	β	s	h	p
1	9.2498***	50.2851***	-6.4098	-15.8841	2.3222***	9.2633***	50.5015***	-3.5989	-15.7536	2.3069***
2	8.6054***	47.2473***	-9.2592	-15.0894	2.1568***	8.7430***	47.7901***	-10.5156	-14.5213	2.1427***
3	8.9847***	47.6805***	-9.2761	-10.9235	2.1049*	9.2867***	47.6665***	-10.6371	-13.4129	1.9631***
4	9.3987***	47.5051***	-7.6163	-8.8715	1.8522***	9.1553***	46.1563***	-9.2515	-11.1585	1.8017***
5	9.7623***	47.3259***	-8.3196	-7.3877	1.4421***	10.0159***	48.3832***	-12.8454	-13.3155	1.5645*
1-5 spread	-0.5125***					-0.7526***				

如表2所示,大家族样本的1-5spread值为0.3685,在1%的水平下显著,证明大家族样本内部存在着显著的持续的高低价值基金业绩差异;全样本的1-5spread值为0.3099,也在1%的水平下显著。全样本的1-5spread值与大家族样本的差异为0.0586,证明短期内大家族样本的高低价值基金业绩差异持续的高于全样本。大家族样本与全样本在短期内都表现出较强的业绩持续性,这与李悦、黄温柔(2011)^[12]研究结论一致。这意味着如果采用“动量投资策略”在全样本中持有较高等级的基金并卖出较低等级的基金半年,将会获得月均0.3099%(年化3.78%)的回报率,而大家族样本的同样操作则能获得月均0.3685%(年化4.53%)的回报率,比全样本高0.75%。

表3所示,经过12个月后全样本和大家族样本的1-5spread值分别为-0.51与-0.75,均在1%水平上显著。说明全样本和大家族样本在较长的观察时期内业绩差异出现了反转。大家族样本的反转现象更加明显。倪苏云等(2002)^[23]也得出了类似的结论。为进一步研究一年期高低价值基金反转现象,本文还就大家族样本做了一个回归检验:保持t-1期的业绩排名组合不变,计算各等级半年后即t期的业绩(以它作为排名期)然后再比较t+1期(检验期)的业绩差异是否持续。结果如表4。结果发现基金业绩差异反转发生在一年期的后半年。正是后半年业绩差异反转导致基金业绩差异在半年期持续而在一年期反转。

表4 大家族样本t+1期四因素模型回归结果(6个月)

组合	1	2	3	4	5	1-5spread
α	9.215***	8.274***	8.588***	9.492***	10.537***	-1.322**
β	50.10***	45.97***	46.59***	47.28***	47.08***	
s	-13.44	-16.11	-13.38	-12.92	-11.01	
h	-24.44**	-22.08**	-16.82**	-16.97*	-15.57*	
p	2.392**	2.255**	2.345***	1.996**	0.9328	

这种业绩差异反转现象可能与股票在长期出现的“反转效应”和基金投资者“反转投资策略”有关。为此我们比较了不同样本组合在不同时期的资金净流入,如表5。表5表明在一年期

年内高价值基金组合资金净流出。合理的解释是在一年期投资组合的业绩出现反转效应,高价值基金的股票业绩面临着反转压力,导致了基金投资者的大量“异常赎回”^[6]。而业绩资金流凸的关系使得投资者不愿意及时从低价值基金撤离资金,运用反转投资策略使得低价值基金反而出现了资金的净流入。资金流入的反转也表明基金价值也发生反转:短期内业绩好的基金能吸引到更多的资金流,是高价值基金,但一年后会遭遇净赎回,变成低价值基金。

(六) 检验期实证分析 - 大家族样本与家族内排名样本

表 5 不同样本基金的资金净流入

等级	大家族样本				全样本			
	6 个月		12 个月		6 个月		12 个月	
	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值
1	0.1328	0.1842	-1.12	-1.9655	0.1258	0.1379	-0.75	-1.1303
2	0.0753	0.0858	1.89	2.3888	0.0601	0.0670	1.19	1.6452
3	0.0201	0.0160	3.5	2.3205	0.0197	0.0222	1.615	1.5779
4	0.0112	0.0085	2.695	3.4714	0.0438	0.0587	1.78	2.2014
5	0.0558	0.0404	1.72	2.3217	0.0821	0.0761	1.705	1.6654

大到小将样本基金分为五个等级,第一等级为业绩处于家族内前 20% 的基金,第五级为业绩排名处于家族内后 20% 的基金,以此类推构造五个等级基金组合。回归结果如表 6。

表 6 大家族样本内部排名四因素模型回归结果

组合	6 个月					12 个月				
	α	β	s	h	p	α	β	s	h	p
1	5.1120**	12.4768	-25.5846	-17.8437	7.7903	10.017***	48.620***	12.1117	3.4057	0.4624
2	5.4353**	11.7434	-26.5652	-16.6732	8.7899*	10.127***	45.865***	-1.7867	-1.4916	-0.0011
3	5.4285**	12.2688	-29.3534	-16.5506	8.9246*	9.5828***	45.445***	6.2017	1.9887	0.1892
4	4.8813**	11.8904	-29.1367	-14.8083	8.4947*	10.088***	46.369***	-2.2717	-2.1467	0.0814
5	4.5978**	12.6772	-36.2337	-12.0353	8.3971	10.723***	48.183***	-3.2407	2.1448	0.2342
1-5 spread	0.5143***					-0.7060***				

6 个月家族内排名样本的 1-5spread 值为 0.5143,显著大于大家族样本和全样本,说明高低价值基金的家族内业绩差异在 6 个月内非常显著且持续,并意味着如果按照前 6 个月的家族内业绩排名持有高等级的基金 6 个月并卖掉低等级的基金,那么将会获得平均月度 0.51% 的收益,显著高于大家族样本和全样本的 0.37% 和 0.31%。这意味着大基金家族内部拥有高于一般基金家族的基金业绩差异并在短期内持续。12 个月家族内排名样本的回归结果与表 3 类似,家族内高低价值基金业绩差异在 12 个月后再不再持续并出现反转现象,至此 H1-H3 假设均得到了验证。

四、业绩差异与基金家族利益输送

前面已经证明了半年期内大家族内部持续存在着高于大家族外部和全部基金的异常业绩差异。接下来根据大家族样本实证检验这种业绩差异是否和基金家族利益输送有关。

(一) 研究设计

本文选择属于大家族的基金样本。将过去 6 个月(12 个月)业绩处于家族内前 20% 的作为高价值基金(H),后 20% 的作为低价值基金(L)。为了剔除基金投资风格因素对业绩差异的影响,本文使用“净风格回报”衡量基金业绩。风格因素的剔除方法如下:将 t 期与样本基金处于同一投资风格的所有基金的四因素模型 α 值按各自的市场价值加权平均,然后用样本基金的四因素模型 α 值减去这一加权平均值,得到的差值即是该基金的净风格投资回报。假设同一家族内有一支高价值基金(H)和一支低价值基金(L),由于剔除了风格因素,在没有利益输送情况下基金家族内的所有基金业绩应不存在显著差异;如果存在 L 补贴 H 的利益输送行为,那么 H 的净风格投资回报将持续的高于 L 的净风格投资回报。因

为高低价值基金净风格投资回报差异也可能与他们是否在同一家族内无关（比如是由于基金经理能力差异造成的），即存在选择偏误。本文选取“配比基金”（LM）来解决选择偏误问题。配比基金具备以下三种属性：一是与原来的高低价值基金不属于同一个基金家族；二是与原来的低价值基金投资风格相同，并且二者的净风格业绩排名处于同一百分位上；三是 L 与 LM 之间是一一对应的关系，在满足前两个条件的基金中随机抽取。

将每个基金家族中的 H 与 L 找出来并配对，称之为“实际组”，计算每组中高低价值基金的净风格投资回报之差；接着将 H 与 LM 配对，称之为“配比组”，同样找出每组各基金的净风格投资回报之差。如果投资回报差是由基金家族利益输送造成的，那么实际组的净风格投资回报之差应显著大于配比组。实证模型为：

$$\text{Net_return}_{i,t}^{\text{high}} - \text{Net_return}_{i,t}^{\text{low}} = \alpha + \beta_1 (\text{Same_family}) + \gamma_1 (\text{Same_style}) + \text{controls} + \varepsilon_{i,s,f,t}$$

$\text{Net_return}_{i,t}^{\text{high}}$ 、 $\text{Net_return}_{i,t}^{\text{low}}$ 分别代表检验期第 t 期高价值基金 i 的净风格投资回报和该基金所对应的低价值基金的净风格投资回报（在配比组则表示配比基金的净风格投资回报）。Same_family、Same_style 是两个虚拟变量，当被解释变量的两基金处于同一基金家族中时为 1，不同家族为 0；相同投资风格时为 1，不同风格时为 0。如果 β 大于零，则证明基金家族内部利益输送是造成高低价值基金业绩差异的原因。控制变量 controls 包括：高低价值基金的年龄差^①、高低价值基金资产总值差的对数、高价值基金所处基金家族的家族年龄以及高价值基金所处基金家族的家族规模。

（二）实证检验

首先对实际组和配比组高低价值基金业绩差异做单变量检验，发现半年期实际组和配比组高低价值基金业绩都存在显著差异，并且实际组和配比组高低价值基金业绩差异也存在显著差异，但这些差异在一年期发生不显著反转^②。表明基金家族在半年期内更偏好前期业绩好的基金，会对她们进行利益输送。但在一年期内，这种利益输送的方向可能发生反转。然后对实际组和配比组高低价值基金业绩差异进行回归。根据 Hausman 检验结果选择随机效应模型。模型的回归结果如表 7：

表 7 基金家族利益输送多变量回归结果

变量	6 个月		12 个月		t + 2	
	实际组	配比组	实际组	配比组	实际组	配比组
家族哑变量(β)	0.2755**	0.1161**	-0.2214	-5.6325	-0.0710*	0.0492
风格哑变量(γ)	-0.0157	0.0005	-3.2749	-1.9070	-0.0234	0.0302
基金年龄	0.0176**	-0.0021	-0.4531	-0.4628	-0.0020	-0.0041
基金规模	0.0029	-0.0070	1.1534	3.1773**	0.0141	0.0287*
家族规模	0.0122*	-0.0058	-0.6291	-0.2818	-0.0001	-0.0031
家族年龄	0.0107	0.0107	0.3862	0.3466	0.0098	-0.0040
Adjusted R ²	0.05	0.02	0.04	0.05	0.06	0.06

半年期回归结果两组的 β 值都显著大于 0，证明了基金家族内部在 6 个月内存在利益输送现象。 β 值在实际组与配比组的差异为 15.94%，说明家族内利益输送对高低价值基金业绩的异常差异贡献度为 15.94%。

控制变量中只有实际组中的基金年龄和家族规模分别在 5% 与 10% 的水平下显著为正，其他的控制变量都不显著。表明年轻基金更可能成为利益输送的对象；基金家族规模越大，利益输送的力度越大，利益输送的贡献度越大。

① 本文算法是高低价值基金成立日期的差值，差值为正代表高价值基金较年轻，为负代表低价值基金较年轻。

② 由于篇幅所限，检验数据略，可向作者索取。

一年期回归结果两组的 β 值都小于零并不显著。那是不是说明在一年期内基金家族内部不存在利益输送现象呢? 并不能这样说。因为上节的研究发现在时间长达一年期的“长期”内高低价值基金出现了反转: 原来业绩好的基金一年后出现了资金净流出, 变成了低价值基金。而原来业绩差的基金一年后资金净流入, 反而成了高价值基金。所以, 随着高低价值基金的反转, 基金家族的利益输送方向也应反转, 即把原来业绩好的高价值基金(一年后变成低价值基金)的利益输送给原来业绩差的低价值基金(一年后变成高价值基金)。为检验这一点, 本文以 6 个月为时间周期, 根据 t 期业绩构造高低价值基金组合, 然后利用模型检验 $t+2$ 期高低价值基金投资回报差与基金家族的关系。回归结果表明在半年期内基金家族仍然存在利益输送, 但是利益输送的方向发生变化, 即从“低价值”基金组合向“高价值”基金组合输送。这证实了上文发现的基金价值发生反转的现象; 同时由于在一年期内前后半年的利益输送方向改变导致在 12 个月的周期内基金家族利益输送不显著。所以监管基金家族的利益输送行为不应该以较长时间为监管周期。

五、结论与政策建议

基金家族从整体利益最大化的角度出发在高低价值基金之间进行利益输送的动机, 牺牲低价值基金的业绩打造业绩好的高价值基金。基金家族持续的利益输送行为必定导致高低价值基金业绩出现持续的差异。本文利用四因素模型根据 6 个月和 12 个月时间周期研究了大家族样本与全样本以及家族内外高低价值基金的业绩差异, 并进一步研究了这种业绩差异与基金家族利益输送的关系。发现:

1. 半年期内基金家族高低价值基金之间存在显著持续的业绩差异, 并且这种业绩差异与利益输送有关。在半年期内大基金家族的高低价值基金的业绩差异显著并持续, 业绩好的基金比业绩差的基金年化回报高出 4.42%。半年期内大家族内部存在更加明显的高低价值基金业绩差异的显著持续现象, 业绩好的基金比业绩差的基金年化回报高出 6.17%。进一步研究表明这种业绩差异和基金家族利益输送有关, 利益输送对业绩差异的贡献度为 15.94%。

2. 一年期基金业绩差异发生反转导致利益输送方向发生反转。研究发现由于股票市场的反转效应, 所有样本高低价值基金业绩在一年后都发生反转。基金投资者实施反转投资策略导致异常赎回现象发生, 原来业绩好的基金一年后出现资金净流出, 而原来业绩差的基金资金净流入。资金流的反转引起利益输送方向反转。所以当研究周期扩展到一年期时, 家族利益输送对基金业绩差异没有显著影响。

本文研究结论证实了监管层利用业绩差异标准来监管基金利益输送行为是有效的。监管层在监管基金家族利益输送时, 应注意以下几点: (1) 定期跟踪基金公司内部的按照历史业绩划分的高低价值基金的净风格回报的差异。因为业绩差异和利益输送方向在一年期发生反转, 现有监管方法中年度周期是不恰当的, 建议增加半年度周期。(2) 建议用基金的净风格回报作为衡量利益输送的标准。(3) 应特别关注大基金公司的利益输送问题。(4) 更多关注年老基金向年轻基金的利益输送问题。

参考文献:

[1] BROWN K. C, W. V. HARLOW, LAURA T. Starks of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry[J]. Journal of Finance, 1996(51): 85 - 110.

- [2] CHEVALIER J, GLENN ELLISON. Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives[J]. Journal of Political Economy, 1997(105): 1167 – 1200.
- [3] SIRRI ERIK R, PETER TUFANO. Costly Search and Mutual Fund Flows[J]. Journal of Finance, 1998(53): 1589 – 1622.
- [4] FANT, L. FRANKLIN, EDWARD S, O' NEAL. Temporal changes in the determinants of mutual fund flows[J]. Journal of Financial Research, 2000(23): 353 – 371.
- [5] 林 树, 李 翔, 杨雄胜. 他们真的是明星吗[J]. 金融研究, 2009, (5): 107 – 119.
- [6] 陆 蓉, 陈百助, 徐龙炳, 谢新厚. 基金业绩与投资者的选择——中国开放式基金赎回异常现象的研究[J]. 经济研究, 2007, (6): 39 – 50.
- [7] GOETZMANN, WILLIAM, R. G. IBBOTSON. Do winners repeat. Journal of Portfolio Management[J]. 1994, (20): 9 – 18.
- [8] HENDRICKS, DARRYL, JAYENDU PATEL, AND RICHARD ZECKHAUSER. Hot hands in mutual funds: Short – run persistence of relative performance[J]. Journal of Finance, 1993, (48): 1974 – 1988.
- [9] N BOLLEN, JEFFREY, A BUSSE. Short – Term Persistence in Mutual Fund Performance[J]. Review of Financial Studies, 2004, (18): 569 – 597.
- [10] J. GASPAR, M. MASSA, P. MATOS. Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross – Fund Subsidization[J]. The Journal of Finance, 2006, (3): 249 – 304.
- [11] 吴启芳, 陈 收. 单因素指标评估投资业绩: 证券投资基金实证分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2003, (1): 117 – 122.
- [12] 李 悦, 黄温柔. 中国股票型基金业绩持续性实证研究[J]. 经济理论与经济管理, 2011, (12): 45 – 52.
- [13] 李宪立. 中国证券投资基金业绩评价研究[M]. 上海财经大学出版社, 2007.
- [14] GUEDJ, ILAN, PAPASTAIKOUDI, JANETTE. Can mutual fund families affect the performance of their funds? [Z]. 2003, working paper.
- [15] BENSON K. L., G. TANG, I. TUTTICCI. The Relevance of Family Characteristics to Individual Fund Flows Australian[J]. Journal of Management, 2008, (3): 419 – 443.
- [16] 杨文虎. 基金家族影响投资者选择吗? [J]. 管理评论, 2009, (12): 25 – 32.
- [17] JEGADEESH N, TITMAN S. Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency[J]. Journal of Finance, 1993, (48): 65 – 91.
- [18] 刘焯辉, 贺菊煌, 沈可挺. 中国股市的信息反应模式的实证分析[J]. 管理世界, 2003, (8): 6 – 15.
- [19] DEBONDT WERNER F. M., RICHARD H. THALER. Does the stock market overreact[J]. Journal of Finance, 1985, (40): 793 – 805.
- [20] 王永宏, 赵学军. 中国股市“惯性策略”和“反转策略”的实证分析[J]. 经济研究, 2001, (6): 56 – 61.
- [21] 肖 军, 徐信忠. 中国股市反转投资策略有效性研究[J]. 经济研究, 2004, (3): 55 – 64.
- [22] CARHART. On Persistence in Mutual Fund Performance[J]. Journal of Finance, 1997, (52): 57 – 82.
- [23] 倪苏云, 肖 辉, 吴冲锋. 中国证券投资基金业绩持续性研究[J]. 预测, 2002, (6): 41 – 44.

(收稿日期: 2012—07—13 责任编辑: 赵爱清)