



基金家族利益输送 问题研究

Study on the Tunneling of the Fund Families

彭文平 著



基金家族利益输送 问题研究

Study on the Tunneling of the Fund Families

彭文平 著

中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

基金家族利益输送问题研究/彭文平著. —北京: 中国人民大学出版社, 2016. 11
(国家社科基金后期资助项目)
ISBN 978-7-300-23533-2

I. ①基… II. ①彭… III. ①基金市场-研究-中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 262682 号

国家社科基金后期资助项目
基金家族利益输送问题研究
彭文平 著
Jijin Jiazhu Liyi Shusong Wenti Yanjiu

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511770 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	涿州市星河印刷有限公司		
规 格	165 mm×238 mm 16 开本	版 次	2016 年 11 月第 1 版
印 张	11.25 插页 2	印 次	2016 年 11 月第 1 次印刷
字 数	183 000	定 价	35.00 元

国家社科基金后期资助项目 出版说明

后期资助项目是国家社科基金项目主要类别之一，旨在鼓励广大人文社会科学工作者潜心治学，扎实研究，多出优秀成果，进一步发挥国家社科基金在繁荣发展哲学社会科学中的示范引导作用。后期资助项目主要资助已基本完成且尚未出版的人文社会科学基础研究的优秀学术成果，以资助学术专著为主，也资助少量学术价值较高的资料汇编和学术含量较高的工具书。为扩大后期资助项目的学术影响，促进成果转化，全国哲学社会科学规划办公室按照“统一设计、统一标识、统一版式、形成系列”的总体要求，组织出版国家社科基金后期资助项目成果。

全国哲学社会科学规划办公室

2014年7月

前 言

证券投资基金作为政府超常规推动和高度倚重的资本市场主导力量，近年来发展迅速。根据万德数据库，截至 2014 年底，我国基金管理公司已有 95 家，开放式基金数已高达 1 763 只，所管理的资产高达 45 353.61 亿元，平均每家基金管理公司拥有 18 只以上的基金。但同时，诸如华安基金家族总经理韩方河操纵股价案、交银施罗德基金经理李旭利内幕交易案等大案要案频发，严重影响资本市场健康发展。

自 2000 年《财经》杂志发表《基金黑幕》一文以来，证券投资基金利用制度和管理漏洞进行利益输送损害投资者利益的行为就得到金融界和监管层的高度关注。证监会连续出台了一系列监管法规，如 2004 年的《证券投资基金运作管理办法》、2008 年的《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》、2009 年的《基金管理公司投资管理人员管理指导意见》，严禁基金管理人员利用基金财产或利用管理基金份额之便向任何机构和个人进行利益输送，严格要求基金家族公平对待不同基金份额持有人，不得在不同基金财产之间进行利益输送，不得从事或者配合他人从事损害基金份额持有人利益的活动。

从已出台的系列监管法规来看，监管层已经充分认识到监管基金利益输送行为的重要性和必要性，但是由于信息不对称和对基金利益输送行为缺乏深入研究、认识，只能打击“老鼠仓”等简单的利益输送行为，很难识别、认定更隐蔽的深层次利益输送行为，也无法测度利益输送的规模 and 影响，无法有效监管，因而利益输送行为屡禁不止。所以彻底禁止基金利益输送行为的前提是搞清楚基金利益输送的动机、手段，采取有效办法识别利益输送行为。

为了从制度上更好地监管基金利益输送，保护投资者利益，本书运用实证分析方法，以金融机构利益冲突经济学为基础，以中国新兴金融市场为背景，结合中国证券投资基金的特殊性，系统研究中国金融市场长期存

在的基金家族内部利益输送问题，并对首次公开募股（initial public offerings, IPO）配售中基金家族与外部利益相关者的利益输送问题做了初步研究。研究内容和结论如下：

1. 通过对中国基金家族内部治理结构和外部监督环境以及制度背景的理论分析，归纳出了中国基金家族利益输送的主要形式和常见手段。

2. 从基金业绩—资金流关系以及明星基金（star fund）溢出效应两个角度对基金家族利益输送动机进行了实证研究。结果表明：在我国，基金业绩与资金流非线性正相关；明星基金存在显著的溢出效应。实证研究的结果表明基金家族存在利益输送的动机。

3. 对基金家族内部利益输送手段进行了全面系统的研究。研究发现，基金家族确实在历史业绩好—差、年龄老—轻、规模大—小以及费率高—低基金间进行利益输送。基金家族通过反向交易等不公平交易策略在历史业绩好—差、年龄老—轻以及费率高—低基金之间进行利益输送；基金家族通过差别配置 IPO 资源的手段在历史业绩好—差、费率高—低、年龄老—轻以及规模大—小基金之间进行利益输送。基金家族规模、年龄和成员基金数量对利益输送有一定影响。

4. 从利益输送造成的业绩差异的角度对基金家族内部利益输送的影响和规模进行了测度。研究发现，家族内部利益输送造成业绩好的基金比业绩差的基金的年化业绩高 0.468%。

5. 对同一基金管理公司管理的公募基金和社保组合之间的利益输送问题进行了研究。研究发现，基金管理公司运用反向交易的手段把旗下公募基金利益输送给关联社保组合，使得社保组合持股业绩要显著好于关联基金。

6. 对 IPO 配售中基金家族与券商之间的利益输送问题进行了研究。研究发现，基金家族用交易佣金交换承销商的热门 IPO。基金家族每为主承销商支付 1 亿元佣金，可以获得 8 250 万元打新回报。

7. 针对我国基金家族利益输送的各种形式和内部治理存在的问题，提出了改善基金家族内部治理，加强市场约束和外部监督的政策建议，以治理基金家族利益输送，保护投资者利益。

基金利益输送在中国资本市场很普遍，严重损害投资者利益和资本市场秩序。但国内较缺乏对基金利益输送行为和规模、影响的实证分析。本书采用统计和计量检验的方法对一级市场 IPO 配售、二级市场关联交易、公募基金与关联社保组合以及基金家族内部高低价值基金之间利益输送行为进行了识别和认定，通过系统检查不同类型基金和基金家族内部基金成

员间的业绩及业绩持续性差异,以及主要利益输送行为对基金成员业绩差异的贡献度,量化利益输送经济后果,是对中国基金家族利益输送问题的系统研究。本书的研究揭示了各种利益输送手段的特征,从而为识别和认定基金家族利益输送行为提供了实证性证据,这对管理层监控基金利益输送和保护投资者利益具有重要的实践意义。研究结果将在理论上为后续研究提供文献基础,在实践上为证券监管、加强投资者保护提供实证性决策依据。

国际经济学界对基金利益输送做了大量的经验研究。但是这些研究基本局限在美国的成熟金融市场,缺乏对其他国家特别是新兴金融市场的相关研究。^① 本书以中国特色的新兴金融市场为背景,研究了中国基金家族内部以及基金家族和外部利益关联方之间的利益输送的形式、特征和规模,是对 21 世纪兴起的金融机构利益冲突经济学的重要扩展和补充,具有重要的理论意义。

本书的特色与创新之处:

1. 基金利益输送在中国资本市场很普遍,但国内缺乏对基金利益输送行为和影响的系统实证分析。本书从基金家族的角度全面系统地研究了中国证券投资基金利益输送问题。

2. 国际学术界对基金利益输送问题的研究基本局限在美国的成熟金融市场,缺乏对其他国家特别是新兴金融市场的相关研究。中国作为一个新兴金融市场,对基金监管制度尚处于建立和完善过程中;基金采取了不同于美国的契约性组织形式,不同的基金组织形式、治理结构和监管制度对基金利益输送有着不同的影响。本书以中国特色的新兴金融市场为背景,结合中国特色的基金组织形式和治理机制,研究基金利益输送问题,是对本世纪兴起的金融机构利益冲突经济学的扩展和补充。这首先体现在研究了新兴市场中更为复杂多样的利益输送形式,包括 IPO 配售中基金家族用交易佣金交换券商热门 IPO、基金家族将旗下公募基金利益输送给关联社保组合、基金家族内部高低价值基金之间通过 IPO 资源配置以及交易策略输送利益。其次还体现在通过对中国新兴资本市场正在完善中的监管制度和契约型基金的不同组织形式下的基金利益输送行为的研究,将美国成熟资本市场的研究扩展到新兴市场。如结合中国实际,将西方文献中的基金家族概念具体设定为基金(管理)公司,研究了中国特色的基金

^① H. Mehrana, Rene M. Stulz, "The Economics of Conflicts of Interest in Financial Institutions," *Journal of Financial Economics*, 2007, Elsevier, vol. 85 (2): 267-296.

家族的组织形式和运行机制下基金家族利益输送行为特征；又如基于中国特色的 IPO 配售制度，对 IPO 配售过程中的基金家族与券商之间的利益输送问题进行了研究，也得到一些和西方不同的结论。

3. 在具体研究方法、指标选取和模型构建中，相比国内外现有研究，也有创新。较重要的有：（1）业绩指标的选取。如何定义基金业绩和选择衡量指标对研究结论有重大影响。^① 目前，国外研究大多采用基于三因素和四因素模型中的超额收益来衡量，但国内使用三因素特别是四因素模型来度量基金业绩的还不多。本书采用多种指标，包括基于四因素模型的超额收益、序数业绩指标（包括基金评级机构的基金业绩排名和自编排名）以及相对超额业绩来衡量业绩，既运用了国外先进方法，也根据中国实际做了创新。研究发现，采用不同的业绩指标，可能会得到不同的结论。比如不同业绩指标影响业绩—资金流、明星基金效应等的研究结果。国内一些研究得出“赎回之谜”^② 的结论就与用未考虑风险的原始回报度量业绩有关。^③ 本书采用多种业绩指标特别是序数业绩指标，能够更全面准确地衡量基金业绩。（2）国外一般根据业绩、费率、年龄三个指标划分高低价值基金。本书结合中国实际，增加了基金规模的分类方法。研究发现，基金家族除在不同业绩、费率和年龄基金之间进行利益输送之外，还会在大小基金之间进行利益输送，这是对现有研究的重要补充。（3）现有国内外研究没有测度利益输送规模的方法，也没有测度过利益输送规模。本书借鉴了国外研究基金业绩差异时常用的配比方法，用四因素模型测度了内部利益输送规模，还测度了 IPO 配售中基金家族和券商之间利益输送规模 and 影响。

基金家族利益输送手段多种多样，大多采取了隐蔽的形式。限于数据的可获得性和研究时间，本书只对可取得数据的几种典型的利益输送手段进行了研究，其他形式的利益输送行为只能留待今后再进行研究了。

本书由国家社科基金后期资助（项目号：14FJL002）出版。作者感

① Nanda, Vikram, Zhi Wang, Lu Zheng, “Family Value and the Star Phenomenon: Strategies of Mutual Fund Families,” *The Review of Financial Studies*, 2004, vol. 17, No. 3: 667–698.

② 赎回之谜：在中国开放式基金的申购和赎回过程中，面临赎回压力较大的往往是业绩良好的基金而不是业绩较差的基金。

③ 参见陆蓉、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》，载《经济研究》，2007（6）。

谢国家社科基金的资助，以及国家社科基金的评审专家的修改意见，他们的修改意见使得本书得到完善。也感谢暨南大学管理学院肖继辉教授，华南师范大学经济管理学院袁颖、陈书启、胡月梅、张林涛、刘健强、白明、王叶玲、陈延、许亮、杨蓝蓝、杨瑞平、杨洋、雷雨晴以及黄小棋同学，他们参与了本课题的研究和部分章节的初稿写作、修改。同时感谢中国人民大学出版社的编辑，他们认真负责的工作使得本书得以出版。

彭文平

2016年7月

目 录

第一章 基金家族利益输送问题研究回顾.....	1
第一节 引言.....	1
第二节 基金家族内部利益输送.....	2
第三节 基金家族外部利益输送.....	8
第四节 总结性评论和本书的创新	13
第二章 基金家族利益输送的制度背景与理论分析	17
第一节 基金组织结构与制度背景	17
第二节 利益输送表现形式与手段	23
第三节 理论模型	26
第三章 基金家族内部利益输送动机	30
第一节 引言	30
第二节 研究设计	32
第三节 实证研究	39
第四节 结论	48
第四章 资源配置与基金家族利益输送	49
第一节 引言	49
第二节 理论分析与研究设计	50
第三节 实证分析	56
第四节 结论	62
第五章 交易策略与基金家族利益输送	64
第一节 引言	64
第二节 理论分析与研究假设	65
第三节 实证研究	67
第四节 基金家族特征对利益输送的影响	72
第五节 结论	75

第六章 基金家族利益输送的影响：基于业绩差异的研究	77
第一节 引言	77
第二节 文献研究与研究假设	78
第三节 基金家族业绩差异持续性	81
第四节 业绩差异与基金家族利益输送	87
第五节 结论	89
第七章 公募基金与社保组合之间的利益输送	91
第一节 引言	91
第二节 理论分析与研究假设	93
第三节 业绩差异的实证研究	94
第四节 社保基金与关联公募基金利益输送行为的实证分析	102
第五节 结论	109
第八章 基金家族与券商之间的利益输送	110
第一节 引言	110
第二节 文献回顾	111
第三节 理论、假设与模型	114
第四节 IPO 配售中承销商佣金偏好的实证分析	121
第五节 佣金交换 IPO 的经济意义	134
第六节 结论	136
第九章 治理基金家族利益输送	138
第一节 改善基金家族内部治理	138
第二节 完善市场约束与外部监督	147
参考文献	156

第一章 基金家族利益输送问题研究回顾

第一节 引言

利益输送或隧道挖掘(tunneling)是由 Johnson 等(2000)最早提出的,它是指企业的控制者或内部人为了个人利益将企业的资产和利润转移出去,对少数股东或外部人利益构成侵占的行为。基金家族利益输送是指基金管理人为了自己或利益相关者的利益,将旗下某些基金的利益输送给其他基金或利益相关者的行为。基金家族利益输送行为不但直接损害基金投资者的利益,而且动摇了基金行业赖以生存的根基——诚信,严重影响资本市场的健康发展。自 2000 年《财经》杂志发表《基金黑幕》一文以来,基金家族利益输送行为就得到金融界和监管层的高度关注。证监会连续出台了一系列监管法规,如 2004 年的《证券投资基金运作管理办法》^①、2008 年的《证券投资基金管理人公平交易制度指导意见》^②、2009 年的《基金管理人投资管理人员管理指导意见》,严禁基金管理人利用基金财产或利用管理基金份额之便向任何机构和个人进行利益输送,严格要求基金家族公平对待不同基金份额持有人,公平对待基金份额持有人和其他资产委托人,不得在不同基金财产之间、基金财产和其他受托资产之间进行利益输送。

从已出台的系列监管法规来看,监管层已经充分认识到监管基金家族利益输送行为的重要性和必要性,但是由于对基金家族利益输送行为缺乏深入研究、认识,只能打击“老鼠仓”等简单的利益输送行为,无法有效监管更隐蔽的深层次利益输送行为,导致基金家族利益输送行为屡禁不

① 2012 年修订。

② 2011 年修订。

止。所以,加强对中国基金家族利益输送问题的研究就显得特别重要。

1999年,美国通过 Gramm-Leach-Bliley 法案 (GLBA),放松了对金融业混业经营的管制,在同一金融集团中可以同时存在投资银行、商业银行和投资基金。此后,同一金融集团内部不同金融机构之间的利益冲突问题就得到美国金融界、监管层和学术界的关注,相关研究成果蔚然形成金融机构利益冲突经济学。^① 投资基金和同一金融集团内的投资银行、商业银行及利益关联方之间的利益输送问题就是其中一个重要问题。

国际经济学界对基金利益输送做了大量的经验研究,国内也有部分学者对中国投资基金利益输送问题做了初步研究。作为全球引人注目的新兴资本市场,中国投资基金的利益输送行为与国外成熟资本市场有何不同?国外的研究对国内的研究有何借鉴意义?国内的研究是否能对国际经济学界做出独特的贡献?鉴于中国投资基金利益输送问题研究的现实紧迫性和制度独特性,本章对国内外关于基金家族利益输送问题的研究进行梳理,并根据中国新兴资本市场的特点分析在此问题上中国学者进一步研究的方向和可能的创新。

第二节 基金家族内部利益输送

同一基金管理公司旗下公募基金构成基金家族,家族内基金会受到基金家族的影响甚至是操纵(比如,中国基金不是独立法人,相当于基金家族的下属部门),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。家族内不同基金为家族带来的管理费收入是不同的,因而对家族而言其价值也不同。管理费等于管理费率乘以管理的基金资产。费率高的基金能为家族带来更多的管理费收入,因而成为高价值基金,而费率低的基金就成为低价值基金。为了扩大管理的资产规模,基金家族必须吸引更多的资金流入。业绩与资金流之间的凸性关系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家族吸引更多的资金流,因而成为高价值基金^②;业绩差的基金则对资金流没有吸引力,成为

① H. Mehrana, Rene M. Stulz, "The Economics of Conflicts of Interest in Financial Institutions," *Journal of Financial Economics*, 2007, Elsevier, vol. 85 (2): 267-296.

② K. C. Brown, W. V. Harlow, Laura T. Starks, "Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry," *Journal of Finance*, 1996, 51: 85-110. J. Chevalier, G. Ellison, "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives," *Journal of Political Economy*, 1997, 105: 1167-1200.

低价值基金。成立时间短的年轻基金对业绩与资金流之间的凸性关系更敏感,业绩好的年轻基金资金流入比例要高于业绩差的年老基金资金流出比例。^① 年轻基金相对年老基金更能因为好业绩吸引资金流,因而成为高价值基金,而年老基金就成为低价值基金。由于高低价值基金对家族的贡献不同,因而基金家族从家族整体利益最大化出发,就可能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提升高价值基金的业绩。

国外关于家族内部利益输送的文献主要集中在家族内部利益输送的原因和手段两方面,原因有二:基金业绩—资金流关系和明星基金溢出效应。

一、基金家族利益输送原因

1. 基金业绩与资金流的关系 (performance flow relationship, PFR)

基金业绩与资金流的关系是由 Spitz 最早开始研究的。Spitz (1970) 研究发现,1960—1967 年间美国 20 只共同基金的业绩与资金净流入,在加入可支配收入变量后,会呈现正相关的关系。由于基金家族获取所管理资产的固定费率作为报酬,因此它们可激励提高基金总资产,所以基金业绩与资金流正相关的关系可以看作一种隐含激励:为基金提供实现良好业绩的激励。^② 但是随着研究的深入,PFR 的非对称性逐渐被发现,即业绩好的基金资金的流入比例高于业绩差的基金资金的流出比例。Sirri 和 Tufano (1998) 发现投资者的购买决策是依据基金的历史业绩,但表现不对称,大比例资金申购前期业绩好的基金。基金投资者追求业绩,大量购进近期回报高的基金,但不能成功地从业绩差的基金中逃离。Chevalier 和 Ellison (1997) 发现,当基金表现特别差时,资金快速流出基金,业绩—资金流的斜率很陡;当基金业绩表现较差时,业绩—资金流的斜率变得很平缓,基金不能吸引新资金,但能保留原有的投资者;但当基金取得非常好的超额回报时,业绩—资金流的斜率迅速变陡。基金业绩与资金流的关系表明,基金取得突出业绩会立即引起投资者的关注,吸引大量资金。Chevalier 和 Ellison (1997) 还发现,年轻基金的投资行为不同于老基金,业绩与资金流的凸性关系依赖于基金年龄,对新基金而言,近期业绩对资金流的影响要超过老基金。Hu, Kale 和 Subramanian (2002) 发现,即

① ② J. Chevalier, G. Ellison, "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives," *Journal of Political Economy*, 1997, 105: 1167-1200.

使在控制基金上市时间后,上述凸性关系仍然存在,而且上市时间短的基金其PFR有更明显的非对称性和凸性。Sirri和Tufano(1998)、Fant和O'Neal(2000)发现在考虑基金在家族中的地位后,业绩与资金流凸性关系仍然存在。凸的PFR关系意味着基金家族宁愿拥有一只业绩好的和一只业绩差的基金,而不是两只业绩中等的基金。因此,当基金家族旗下一些基金业绩好于其他基金时,基金家族为了获得更多的资金流,会以牺牲家族内其他基金的利益为代价来竭力维持少数基金的优秀业绩,从而形成利益输送。

就业绩与资金流的关系而言,国内的研究结论不一。国内学者近年来的相关研究文献多数发现基金短期(季度)回报率与资金净流量之间呈现显著的负相关性,中国基金市场存在“赎回之谜”,投资者根据基金业绩进行“反向选择”。刘志远和姚颐(2004)等发现基金季度回报率与赎回率之间成正比,伴随基金业绩增长,赎回率不降反升,他们据此认为中国开放式基金存在“赎回困惑”。陆蓉和陈百助等(2007)发现中国开放式基金的业绩与资金流的关系和成熟市场不同,呈现负相关且为凹形,投资者的选择未能发挥“优胜劣汰”机制。其他相关的后续研究如汪慧建和张兵等(2007)、冯金余(2009)等基本采用与陆蓉和陈百助等(2007)类似的方法,周铭山、周开国、张金华和刘玉珍(2011)用生存模型,都得到了相似的结论。他们在检查业绩与资金流关系时,所选择的业绩度量为未考虑风险的原始回报,在对基金进行等级分类时,仅分为两组,且业绩排名是基于本期,而不是前期的业绩排名。但是,肖峻和石劲(2011)运用固定效应的非平衡面板数据回归模型检验基金业绩与资金流的关系时发现,基金滞后年度的回报率对资金净流入产生显著正面的影响,投资者整体上追逐业绩而非“逆向选择”,“异常赎回”现象不过是一种假象。任淮秀、汪涛(2007),李学峰等(2009)则发现赎回现象有减弱的趋势。张宗新和缪婧倩(2012)还进一步研究了业绩与资金流的关系对基金经理行为的冲击,发现基金投资行为受基金资金流量的显著影响,资金流量直接影响到基金经理的策略组合和资产组合。

2. 明星基金溢出效应

明星基金溢出效应是指,由于家族内基金成员的资金流存在相互依赖,基金家族如果存在业绩优秀的明星基金,则家族内部基金存在资金溢出效应。这种溢出效应表现为:不仅更多的资金流入明星基金,而且更多

的资金流入同家族的其他基金。^① Massa (1998) 在研究基金家族增加基金数量, 以其市场细分来适应投资者异质性时首次发现, 基金家族打造一个明星基金会给整个家族带来正的“溢出效应”(spillover effect)。Sirri 和 Tufano (1998) 把每年业绩前 2.5%、5%、10% 的基金分别定义为明星基金, 研究发现, 由于明星基金的定义不同, 明星基金是否会增加家族中其他基金资金的流入的结论也不同, 即明星基金是否会增加家族中其他基金资金流入的结论不具有固定性。Nanada, Wang 和 Zheng (2004) 认为, 在研究中如何定义业绩和选择测度标准对结论有重大影响。他们在研究美国 1992—1998 年间基金家族中股票型明星基金溢出效应时, 对明星基金采用了不同的定义方法, 如 Fama-French 三因素模型调整收益、CAPM 调整收益、晨星评级等, 研究表明明星基金会促使更多的资金流入基金自身和同一家族的其他基金, 表现出了很强的溢出效应。此外, 他们也就业绩差的基金对整个基金家族的资金流的影响进行了研究, 发现投资高波动性的基金家族更倾向于打造明星基金, 而它恰好又是那些业绩相对较差的基金家族。同时, 他们认为业绩差的基金对家族其他基金或整个家族的资金流有负面的但不显著的影响, 这就表明投资者对业绩优秀的明星基金和业绩差的基金的反应是不对称的, 业绩差的基金不会导致家族内其他基金超额的资金流出。

Nanda 等 (2004) 还研究了基金家族打造明星基金的投资策略, 发现: 基金家族多元化的程度越高, 其追求明星基金溢出效应的动机越明显; 盈利能力相对较弱的基金家族, 更有动机追求溢出效应带来的超额回报。他们还比较了明星家族与非明星家族的业绩, 发现基金间回报标准差大的家族业绩不如回报标准差小的家族。低能力家族的追星战略瞄准的是不知情的投资者, 由于其整体业绩不好, 对投资者是不利的。Massa (2003) 选取相同规模、相同投资回报率的不属于同一基金家族的基金组合作为对比参照组, 研究隶属于同一基金家族的基金之间是否存在通过关联操作进行利益输送的问题, 研究结果证实基金家族会通过利益输送的方式打造明星基金, 即基金家族存在牺牲某些基金 (比如管理费率较低、历史业绩表现相对较差、发行时间相对较长的基金) 的利

① Vikram Nanda, Zhi Wang, Lu Zheng, "Family Value and the Star Phenomenon: Strategies of Mutual Fund Families," *Review of Financial Studies*, 2004, 17: 667 - 698.
Ajay Khorana, Henri Servaes, "Competition and Conflicts of Interest in the U. S. Mutual Fund Industry," SSRN working paper, 2007.

益，而向高质量基金（管理费率较高或者历史业绩较好的基金）进行利益输送的行为。

Chen 和 Lai (2010) 针对基金家族实施的明星基金声誉扩张战略在美国共同基金中的作用进行了实证研究，研究结论认为声誉扩张战略对投资者和基金家族双方都是有利的，因为声誉扩张战略不仅减少了信息不对称对投资者造成的不利影响，也增加了投资回报，同时基金家族也获得了净的资金流入。但是 Guedj 和 Papastaikoudi (2003) 认为，基金家族为获得溢出效应，以牺牲业绩差的基金为代价而打造明星基金，对于那些购买业绩较差基金的投资者而言是不公平的，损害了这部分投资者的利益。尽管另一部分投资者可以从明星基金中获利，但这就暗含了对投资者实行歧视和偏袒的双重待遇，没有切实做到保护投资者的利益，所以必须加强对这类行为的监管。

针对明星基金溢出效应的研究，国内学者也得出了不一致的结论。戴晓凤和张敏文 (2010) 基于因子分析法对基金业绩进行综合评价，选取两组基金，运用均值检验比较这两组基金资金流入的差异。实证结果表明，存在明星基金的基金组资金流入显著高于不存在明星基金的基金组资金流入，从而得出中国基金家族明星基金溢出效应具有显著性的结论。林树、李翔和杨雄胜 (2009)，张婷 (2010)，饶育蕾等 (2010) 和王擎等 (2010) 也得到类似的结论。但肖峻和石劲 (2011) 研究认为中国明星基金并不能获得超额的资金流入，不存在溢出效应，投资者并不热衷于“追星”。

此外，林树、李翔和杨雄胜 (2009) 和宋光辉、王晓晖 (2011) 对影响基金家族造星概率的家族特征进行了研究，发现投资管理能力弱、旗下基金业绩差距大、前期没有明星基金的大规模家族会主动追逐造星策略，以吸引更多新增资金流入。他们的研究还发现，简单追逐明星家族的策略无法为投资者带来超额投资回报；而造星事前概率低的基金家族，即低离差、小规模明星家族的绩效要显著高于其他基金家族，它们才是最有可能为投资者带来超额回报的真正明星。

二、基金家族利益输送手段研究

基金家族利益输送手段可以分为两种，其一为资源的优先分配，其二是通过基金成员间的同向或反向交易来缓解被扶植基金买卖证券时的价格压力。基金家族可供分配的资源通常有 IPO 和基金经理。基金的同向和