



北京工商大学经济学博士文库

# 我国证券投资基金行为 问题研究

李奇泽◎著

W

OGUO ZHENGQUAN TOUZI JIJIN XINGWEI  
WENTI YANJIU



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位



北京工商大学经济学  
博士文库

# 我国证券投资基金行为 问题研究

李奇泽◎著



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

图书在版编目 (CIP) 数据

我国证券投资基金行为问题研究/李奇泽著. —北京: 知识产权出版社, 2015. 3  
ISBN 978 - 7 - 5130 - 3284 - 1

I. ①我… II. ①李… III. ①证券投资—投资基金—研究—中国 IV. ①F832. 51  
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 009942 号

### 内容提要

证券投资基金常常被认为是代表基金投资人利益, 进行专业化理财的理性投资人。然而, 最新兴起的行为金融理论认为, 证券投资基金的投资行为未必就是理性的; 以理性人为假设前提的传统金融理论认为, 虽然证券投资基金行为是理性的, 但在委托代理环境下基金管理人很可能会出于自身利益考虑而损害投资人的利益。

本书以传统金融理论和委托代理机制为理论基础, 结合行为金融的理论成果, 对我国基金市场上广为关注的羊群行为问题、业绩窗饰行为问题、利益输送问题、“老鼠仓”问题等共四两类 (非法与合法行为) 四种行为展开研究, 深入分析其形成原因并针对这些问题为监管部门如何提高基金市场效率提出建议。

责任编辑: 兰 涛

责任校对: 谷 洋

封面设计: 张 冀

责任出版: 刘译文

## 我国证券投资基金行为问题研究

李奇泽 著

出版发行: 知识产权出版社有限责任公司	网 址: <a href="http://www.ipph.cn">http://www.ipph.cn</a>
社 址: 北京市海淀区马甸南村 1 号	邮 编: 100088
责编电话: 010 - 82000860 转 8325	责编邮箱: <a href="mailto:lantao@cnipr.com">lantao@cnipr.com</a>
发行电话: 010 - 82000860 转 8101/8102	发行传真: 010 - 82000893/82005070/82000270
印 刷: 北京科信印刷有限公司	经 销: 各大网上书店、新华书店及相关专业书店
开 本: 787mm × 1092mm 1/16	印 张: 12.5
版 次: 2015 年 3 月第 1 版	印 次: 2015 年 3 月第 1 次印刷
字 数: 160 千字	定 价: 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5130 - 3284 - 1

出版版权专有 侵权必究

如有印装质量问题, 本社负责调换。

# 摘 要

证券投资基金常常被认为是代表基金投资人利益，进行专业化理财的理性投资。然而，最新兴起的行为金融理论认为，证券投资基金的投资行为未必都是理性的；以理性人为假设前提的传统金融理论认为，虽然证券投资基金行为是理性的，但在委托代理环境下基金管理人很可能会出于自身利益考虑而损害投资人的利益。

与西方发达国家相比，我国证券投资基金起步晚，无论是基金设立形式、治理结构还是市场环境均不成熟。这些因素将加重我国基金业委托代理问题。因此，本书以传统金融理论中委托代理机制为理论基础，结合行为金融的理论成果，对我国基金市场上广为关注的羊群行为问题、业绩窗饰行为问题、利益输送问题、“老鼠仓”问题等展开研究，在坚实的实证验证基础上对我国证券投资基金的投资行为问题进行归纳与总结，深入分析其形成原因并针对这些问题为监管部门如何提高基金市场效率提出建议。本书的研究共分八章。

第一章是导论部分。揭示本书写作背景，阐述研究目的和意义，并在此基础上对本书的思路框架、研究方法以及内容结构方面进行介绍，最后对本书的创新点给予重点介绍。

第二章是文献综述部分。这部分不仅梳理了行为金融理论方面的最新进展，而且介绍了传统金融理论对基金行为问题的解释。其中又以国内外证券投资基金的羊群行为、业绩窗饰行为、利益输送行为、“老鼠仓”行为为研究重点进行理论与实证方面的综述。



第三、第四、第五、第六章是本书的实证部分。第三、第四章是对我国证券投资基金行为中的羊群行为和业绩窗饰行为进行的计量分析,研究我国证券投资基金是否履行其在基金契约中承诺的忠实义务,是否存在非理性的投资行为。第五、第六章是对我国证券投资基金利益输送以及“老鼠仓”等非法行为进行案例剖析和博弈分析,并阐述了这些违法违规行为的危害。

其中第三章在对羊群行为检验方法中最流行的 LSV 方法以及 Wermers 的修正进行介绍之后,据此笔者对我国证券投资基金市场中羊群行为的总体存在性、羊群行为与股市周期关系、羊群行为的行业特征、羊群行为的规模特征进行了分析,并将中美羊群行为研究结论进行了比较。检验表明:第一,我国证券投资基金投资存在羊群行为,且卖出羊群行为度强于买入羊群行为度;第二,买入羊群行为度与股市行情正相关,羊群行为加剧了股市的波动性,而且我国证券投资基金的羊群行为并没有随着证券市场的发展而降低;第三,行业羊群行为度高于整体羊群行为度,基金行为呈现板块效应且羊群行为集中于传统行业;第四,基金投资目标股票规模与基金羊群行为度负相关;第五,与美国共同基金不存在明显羊群行为不同,我国证券投资基金存在显著的羊群行为。

第四章,我们运用 Carhart, Mark, Kaniel, Must 和 Reen 等人提出的方法对我国证券投资基金业绩窗饰行为的整体存在性,不同类型证券投资基金业绩窗饰行为的比较,证券投资基金业绩窗饰途径等展开实证研究。研究结果表明:第一,我国证券投资基金总体季末超额收益率显著为正,存在显著的季末拉升业绩现象,但年末、月末不存在显著的业绩窗饰迹象;第二,我国证券投资基金中成长型基金的业绩窗饰程度最高,价值型基金的业绩窗饰程度最低,平衡型基金则居于



两者之间；第三，我国证券投资基金的业绩窗饰是通过季度末拉升股票投资组合中的权重股以及重仓股中的低换手率股票实现的。

第五章，在对利益输送行为界定之后，笔者将基金利益输送分为三类：基金纵向利益输送，基金横向利益输送，“基金系”内部利益输送。然后，分别以齐鲁证券控股的万家基金为例研究纵向利益输送，发现基金租用券商股东的交易席位后，通过频繁交易帮助股东获得高额佣金收入；以华安基金向合作伙伴海欣股份输送利益为例研究横向利益输送，发现华安基金通过“对敲”“对倒”等手段帮助其合作伙伴操纵市场，并通过高位接盘向海欣股份输送利益；以“中邮系”下中邮核心成长和中邮核心优选两只基金两年内六次反向交易大龙地产为例研究“基金系”内部利益输送，发现“中邮系”两只基金由于某种原因，通过反向交易手段进行利益输送，不公平对待不同投资组合。

第六章，通过运用案例法对我国证券投资基金中存在的“老鼠仓”行为进行分析，发现我国现今查获的证券投资基金“老鼠仓”案件虽然只有六起，但证券投资基金中存在“老鼠仓”事件似乎无法杜绝，这不仅源于基金经理建立“老鼠仓”被查处的风险低、获利丰厚，更源于基金监管欠缺激励，监管松懈。

第七章，运用“委托—代理”理论，从理论上统领全书并对以上我国证券投资基金行为中存在的委托代理问题以及相应的激励约束不足问题展开理论分析。笔者认为，尽管导致我国证券投资基金行为问题的原因有多种，但从制度设计层面讲，基金市场中各个参与方的委托代理问题以及相应的激励约束机制的欠缺是其根本原因。因此这一章在阐述“委托—代理”理论的基础上，通过建立我国证券投资基金运作的“委托—代理”模型对我国证券投资基金行为问题进行深入分析。



第八章是全书的收尾部分，这一部分是在总结全书实证结论的基础上，对我国证券投资基金羊群行为、业绩窗饰行为、利益输送行为和“老鼠仓”行为的形成原因分别展开讨论，并针对性地对提高我国证券投资基金运作效率提出政策建议。

# Abstract

The securities investment funds is usually considered to be a rational entity which can represent investor's interests and carry out professional financial management. However, based on the newly – developed behavioral finance theory, the investment behavior of the securities investment funds may not be rational . According to the classical finance theory which using the rational people as prerequisite departure, the securities investment funds is likely to consider their own interests at the expense of the interests of investors though the behavior of the securities investment funds rational under the principal – agent conditions. This kind of behavior is irrational from the perspective of investors of the securities investment funds .

Our securities investment funds industry is start quite late compare to its counterparts in the west world. The origination of the securities investment funds, governance structure or market conditions are all in its infancy stage. These factors would worsen principal – agent problem in the funds industry. Based on the classical theory of principal – agent and combined with the newly – developed behavioral finance theory, This dissertation carry out some empirical study on the pivotal problem of China funds market such as herd behavior, window dressing, tunneling, “rat trade” . Based on the empirical results, this dissertation summarize and conclude the securities investment funds investment problem in China and analyze the deeply rooted reasons for these problems. It also suggest some concrete proposal for the regulators to





improve market efficiency This study is divided into eight chapters.

Chapter one, Introduction. This chapter is the introductory part of this dissertation, It explain the background of this study, articulate the aim and theoretical and empirical merits of this thesis. It also outline the structure, research methods and the content of this dissertation. The final part of this chapter is concluded with the innovations of this thesis.

Chapter two, literature review. This section not only reviews the latest developments of behavioral finance theory but also introduces the classical financial theory to explain behavior problems of the mutual funds. Among them, domestic and foreign securities investment funds herd behavior, window dressing, tunneling, “rat trade” behavior are the focus of the literature review which are both summarized theoretically and empirically.

The third, fourth, fifth and sixth chapters are empirical part of this dissertation. Chapter three and four are focus on the herd behavior and window dressing in China's Stocks . These chapter try to discover whether the securities investment funds to fulfill its commitments in the prospectus honestly, whether it has irrational investment behavior. Chapter five and six analyze the illegal conduct of securities investment mutual funds by the means of case study and game theory and elaborate the harmful effect of these illegal conduct on China security market.

Chapter three first introduce the most popular test method of LSV and Wermesr amendment and then based on these methods, this chapter analyze the existence of herd behavior, the relationship between herd behavior and the stock market cycle, herd behavior in the industry characteristics, the scale characteristics of herd behavior and compare these property of herd behavior with united states stock market. The empirical results demonstrate



that: first, the herd behavior is exist in the China securities investment funds market and the seller herding behavior are stronger than the buyer's; second, the degree of buying herd behavior has positive relationship with the performance of stock market and the securities herd behavior does not decrease with the development of the securities market. The herd behavior on the Chinese securities investment funds booster the volatility of the stock market; third, overall degree of herd behavior in specific industry is higher than the full industry. There is cluster effect on the securities investment funds investment behavior and this is quite prominent for traditional industries; fourth, the size of targeted stocks and the degree of herd behavior are negative correlated; fifth, herding behavior of the U. S. mutual funds is not obvious while it is quite phenomenal of the securities investment funds in China stock market.

Chapter four use Carhart, Mark, Kaniel, Musto and Reen method to investigate the existence of window dressing, the comparison of window dressing in different type of securities investment funds and the path through which the window dressing carry out empirically. The results show that: First, our securities investment funds rate of return is significantly positive, there are significant boosted – performance at the end of the quarter, there is no significant sign of window dressing at the end of a year or a month; Second, the maximum window dressing is the growth fund, the minimum window dressing is the value fund, balanced funds are centered them. Third, the securities investment funds increase the price of heavyweight stocks in their Portfolio and stocks of the low turnover rate in their Awkwardness to paint the tape.

Chapter five, We will divide three types of tunneling, the vertical tunneling, the horizontal tunneling, the insider tunneling of fund family. We



studied WanJia fund which is holded by Qilu Securities as an example of the vertical tunneling, find that Fund help shareholders receive high commission income through frequent trading after they rented their shareholders trading desks, we studied horizontal tunneling by the example of Huaan fund which Transfer benefits to Haixin as his partner, find that Huaan fund help its partners to manipulate the market by relative commission and self – dealing and transfer benefits to his partner by high bidding. We studied the insider tunneling of fund family by the example of China post family insider trade which transact Dragon real estate six times between China post core growth and China post core optimization within two years. We found that these two funds transfer benefits each other by insider trading and treat different portfolios unfairly for some reasons.

Chapter six, using the case study methods, this chapter investigate the “rat trade” behavior in the securities investment funds. The result indicates that although there are only six cases of “rat trade” were trialed, it is difficult to put an end to the “rat trade”. This is lie in the incentives for the manager of a funds to establish the “rat trade”, which has minor risk and the return is high and it is also deeply rooted in the slackness of ragulator and lack of incentives.

Chapter seven use the principal – agent theory to analyze the problems of the securities investment funds and it is the theory basis for the overall thesis. Although the causes for the behavior of the securities investment funds is various, Speaking from a system perspective, the author think that the principal – agent problem and lack of incentives and constraints for individual participates of the funds market is the pivotal reason. Based on the principal – agent theory, this chapter make a principal – agent model for the operation of the Chi-



nese securities investment mutual funds and probe related deeply rooted problem of it explicitly.

Chapter eight is the conclusion part. This chapter summarize the empirical results of the whole thesis and then discuss the reason for herd behavior, performance disguise, insider trade and mouse storehouse respectively. Some concrete proposals are suggested aim at improve the operational efficiency of our security investment funds at the end of this chapter.

# 目 录

第1章 导论 .....	(1)
1.1 研究背景与研究意义 .....	(1)
1.1.1 研究背景 .....	(1)
1.1.2 研究目的和意义 .....	(8)
1.2 研究思路与研究内容 .....	(10)
1.2.1 研究思路 .....	(10)
1.2.2 研究内容 .....	(11)
1.3 采用的研究方法 .....	(12)
1.4 本书的创新 .....	(13)
第2章 文献综述 .....	(15)
2.1 国外关于证券投资基金行为研究的文献综述 .....	(15)
2.1.1 国外共同基金羊群行为研究的文献综述 .....	(15)
2.1.2 国外共同基金业绩窗饰行为研究的文献综述 .....	(31)
2.1.3 国外共同基金利益输送研究的文献综述 .....	(32)
2.1.4 国外共同基金“老鼠仓”问题研究的文献综述 .....	(34)
2.2 国内关于证券投资基金行为研究的文献综述 .....	(34)
2.2.1 我国证券投资基金羊群行为研究的文献综述 .....	(34)
2.2.2 我国证券投资基金业绩窗饰行为研究的文献综述 .....	(36)
2.2.3 我国证券投资基金利益输送行为研究的文献综述 .....	(37)
2.2.4 我国证券投资基金“老鼠仓”问题研究的文献综述 .....	(39)
第3章 我国证券投资基金“羊群行为”问题的研究 .....	(40)
3.1 羊群行为实证检验方法介绍 .....	(40)



3.1.1	Lakonishok, Shleifer, Vishny (LSV) 模型 .....	(40)
3.1.2	Wermers 的修正模型 .....	(42)
3.2	数据处理及检验方法 .....	(44)
3.2.1	数据及处理 .....	(44)
3.2.2	实证检验方法 .....	(46)
3.3	我国证券投资基金羊群行为实证检验 .....	(47)
3.3.1	我国证券投资基金羊群行为的存在性分析 .....	(47)
3.3.2	我国证券投资基金羊群行为的周期性分析 .....	(50)
3.3.3	我国证券投资基金羊群行为的行业特征分析 .....	(52)
3.3.4	我国证券投资基金羊群行为的规模特征分析 .....	(54)
3.3.5	中美证券投资基金羊群行为的比较分析 .....	(57)
<b>第4章 我国证券投资基金业绩窗饰行为问题的研究 .....</b>		<b>(59)</b>
4.1	证券投资基金业绩窗饰行为实证检验方法介绍 .....	(59)
4.1.1	我国证券投资基金业绩窗饰行为的存在性 .....	(60)
4.1.2	不同类型证券投资基金业绩窗饰行为比较 .....	(61)
4.1.3	我国证券投资基金业绩窗饰行为的途径 .....	(61)
4.2	我国证券投资基金业绩窗饰行为实证检验 .....	(62)
4.2.1	我国证券投资基金总体业绩窗饰行为的存在性检验 ...	(62)
4.2.2	不同类型证券投资基金业绩窗饰行为的实证分析 ...	(64)
4.2.3	我国证券投资基金业绩窗饰途径的实证分析 .....	(66)
4.3	我国证券投资基金业绩窗饰行为实证检验结论 .....	(69)
<b>第5章 我国证券投资基金利益输送问题的研究 .....</b>		<b>(71)</b>
5.1	利益输送的概念与分类 .....	(72)
5.1.1	纵向利益输送 .....	(73)
5.1.2	横向利益输送 .....	(73)
5.1.3	内部利益输送 .....	(73)
5.2	我国证券投资基金利益输送案例分析 .....	(74)



5.2.1	基金纵向利益输送案例分析 .....	(74)
5.2.2	基金横向利益输送案例分析 .....	(77)
5.2.3	基金公司内部利益输送案例分析 .....	(81)
5.3	我国证券投资基金利益输送行为的危害 .....	(86)
5.3.1	侵害基金持有人的利益 .....	(86)
5.3.2	损害基金行业长期发展 .....	(87)
5.3.3	蕴涵巨大金融风险 .....	(89)
5.4	我国证券投资基金利益输送博弈分析 .....	(90)
5.4.1	监管部门和基金公司之间的博弈分析 .....	(90)
5.4.2	基金托管人和基金公司之间的博弈分析 .....	(103)
5.4.3	基金份额持有人和基金公司之间的博弈分析 .....	(108)
<b>第6章</b>	<b>我国证券投资基金“老鼠仓”问题的研究 .....</b>	<b>(113)</b>
6.1	证券投资基金“老鼠仓”的概念、特征及危害 .....	(113)
6.1.1	证券投资基金“老鼠仓”的概念 .....	(113)
6.1.2	证券投资基金“老鼠仓”行为的特征 .....	(114)
6.1.3	证券投资基金“老鼠仓”行为的危害 .....	(115)
6.2	我国证券市场上基金“老鼠仓”的案件 .....	(117)
6.2.1	上投摩根唐建“老鼠仓”案 .....	(117)
6.2.2	南方基金王黎敏“老鼠仓”案 .....	(118)
6.2.3	融通基金管理有限公司张野“老鼠仓”案 .....	(118)
6.2.4	景顺长城与长城基金管理公司“老鼠仓”案 .....	(119)
6.3	我国证券投资基金“老鼠仓”行为的博弈分析 .....	(120)
6.3.1	模型设计 .....	(120)
6.3.2	博弈模型求解 .....	(122)
6.3.3	模型的分析 .....	(123)
6.3.4	模型的启示 .....	(124)



## 第7章 我国证券投资基金行为问题的理论分析——基于

### “委托—代理”理论视角下的认识…………… (129)

#### 7.1 我国证券投资基金委托代理关系的金融制度安排…………… (129)

#### 7.2 我国证券投资基金治理的委托代理风险构成…………… (131)

#### 7.3 我国证券投资基金运行中的逆向选择与道德风险问题 …… (134)

##### 7.3.1 我国证券投资基金市场中的逆向选择问题…………… (135)

##### 7.3.2 我国证券投资基金市场中的道德风险问题…………… (136)

#### 7.4 我国证券投资基金运作的“委托—代理”模型…………… (137)

## 第8章 我国证券投资基金行为问题及政策建议…………… (145)

### 8.1 我国证券投资基金行为问题的实证研究结果…………… (145)

#### 8.1.1 我国证券投资基金羊群行为实证研究结果…………… (145)

#### 8.1.2 我国证券投资基金业绩窗饰行为实证研究结果…………… (146)

#### 8.1.3 我国证券投资基金利益输送行为的实证研究结果 …… (147)

#### 8.1.4 我国证券投资基金“老鼠仓”行为的实证研究结果…………… (147)

### 8.2 我国证券投资基金行为问题的成因分析…………… (148)

#### 8.2.1 我国证券投资基金羊群行为的成因分析…………… (148)

#### 8.2.2 我国证券投资基金业绩窗饰行为的成因分析…………… (155)

#### 8.2.3 我国证券投资基金利益输送及“老鼠仓” 行为的成因分析…………… (157)

### 8.3 提高我国证券投资基金市场有效性的政策建议…………… (164)

#### 8.3.1 防治我国证券投资基金羊群行为和业绩窗饰 行为的政策建议…………… (164)

#### 8.3.2 防治我国证券投资基金利益输送和“老鼠仓” 行为的政策建议…………… (167)

## 参考文献…………… (172)

## 后 记…………… (180)



# 第 1 章 导 论

## 1.1 研究背景与研究意义

### 1.1.1 研究背景

#### 1. 证券投资基金的发展

证券投资基金在不同的国家，有不同的名称，在英国称“单位信托投资基金”，在美国称“共同基金”，在日本称“证券投资信托基金”，在我国则被称为“证券投资基金”。证券投资基金是一种利益共存、风险共担的集合证券投资方式，即通过发行基金份额，集中投资者的资金，由基金托管人托管，由基金管理人管理和运用资金，从事股票、债券等金融工具投资，并将投资收益按基金投资者的投资比例进行分配的一种间接投资方式。<sup>[1]</sup>

#### (1) 国际趋势

证券投资基金起源于英国，兴盛于美国。自从美国第一只共同基金——马萨诸塞投资信托基金于 1924 年成立以来，美国共同基金不断壮大并引领着全球证券投资基金飞速发展。据美国投资公司协会（ICI）统计，截至 2008 年年底，美国共同基金数量已超过一万只，基金投资人数量达到 9300 万，资产净值规模达 9.6 万亿美元。与此同时，共同基金在全球范围发展迅速，截至 2009 年年末全球共同基金资产规模达 18.97 万亿美元（如图 1-1 所示）。