

基金经理激励体系对其 投资行为的影响研究

龚 红 著

中国社会科学出版社

本书由教育部人文社会科学研究青年基金项目(11YJC790049)、武汉大学
自主科研项目[中央高校基本科研专项基金(20110348, 111016)]和武汉
大学“985工程”、“211工程”项目资助

基金经理激励体系对其 投资行为的影响研究

龚 红 著

JIJIN JINGLI JILI TIXI
DUIQI TOUZI XINGWEI DE
YINGXIANG YANJIU

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

基金经理激励体系对其投资行为的影响研究/龚红
著. —北京: 中国社会科学出版社, 2011. 12
ISBN 978 - 7 - 5161 - 0421 - 7

I. ①基… II. ①龚… III. ①基金管理: 企业管
理: 人事管理—激励—研究 IV. ①F830.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 268001 号

策划编辑 卢小生 (E-mail: georgelu@vip.sina.com)

责任编辑 卢小生

责任校对 王雪梅

封面设计 杨 蕾

技术编辑 李 建

出版发行	中国社会科学出版社	出版人	赵剑英
社 址	北京鼓楼西大街甲 158 号	邮 编	100720
电 话	010 - 64073835 (编辑)	64058741 (宣传)	64070619 (网站)
	010 - 64030272 (批发)	64046282 (团购)	84029450 (零售)
网 址	http: //www. csspw. cn (中文域名: 中国社科网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京市大兴区新魏印刷厂	装 订	廊坊市广阳区广增装订厂
版 次	2011 年 12 月第 1 版	印 次	2011 年 12 月第 1 次印刷
开 本	710 × 1000 1/16	插 页	2
印 张	11.75	印 数	1—6000 册
字 数	202 千字		
定 价	28.00 元		

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

前 言

证券投资基金是资本市场上最具活力和创新能力的金融工具之一，从其诞生至今已有百余年的历史。尤其是近 20 年来，其发展速度十分迅猛，对世界金融体系乃至全球经济正产生着日益深远的影响。在中国，基金业正在迅速成长为资本市场的中流砥柱。

当前，大部分基金管理公司实行投资决策委员会领导下的基金经理负责制，基金经理作为基金运作的核心人物，在很大程度上决定着基金业绩。但就目前来看，中国基金业“羊群效应”、“基金黑幕”等事件频频发生，而相关的制衡与监督机制弱化。为了有效地保护投资者利益，激励机制凸显重要价值，成为防范基金经理“道德风险”的核心。

由于基金业的行业特性，基金经理激励与一般公司管理者激励存在很大的差异，而且更为复杂。基金经济激励是一个由薪酬、基金管理费、职业声誉、相对业绩排序等显性、隐性激励机制共同组成的委托—代理激励体系。

但是，“羊群效应”、“职业忧虑”等种种现象表明，当前这一激励体系的作用并不理想，甚至出现了扭曲，其有效性需要重新审视。基于以上认识，本书力图通过剖析激励体系中的各种激励机制对基金经理投资行为的影响，发现导致激励作用扭曲的关键因素，进而提出改革方案，这有十分重要的理论价值，对于促进我国基金业的健康、稳定发展更具有极其重要的现实意义。

本书以基金经理的委托—代理激励体系为核心，分析了激励体系中三种最为重要的基金经理激励方式。包括：基金管理费——与基金经理直接利益相关的显性激励方式；隐性和长期激励方式——声誉；基金业特有的锦标赛激励制度——相对业绩排序。结合公司治理与证券投资组合理论，力图打开激励方式对基金经理投资行为影响的黑盒子。

首先,分析了与基金经理直接利益相关的显性激励方式——基金管理费对基金经理投资行为及基金绩效的影响。引入二次效用函数并结合CAPM,分析基于基金管理费的线性激励契约的激励效应。研究发现,这种线性激励契约导致了基金经理付出的努力水平低于投资者所期望的努力水平,当基金经理的风险厌恶程度小于投资者风险厌恶程度时,基金经理选择的水平要高于投资者所期望的水平;通过关于RTN、詹森指数与 α 、 β 的回归模型分析发现,基金管理费规模与基金收益显著负相关、与投资组合风险显著正相关。

第二,分析了相对业绩排序对基金经理的激励效应。运用RTN和RAR分析方法,发现在业绩排序中成为输家的基金经理降低了投资组合的风险水平,而赢家反而提高了风险水平。进一步的研究发现,基金规模和成立时间长短对基金经理的风险选择产生了显著影响:一方面,在成为赢家后,老基金和大基金的经理采取了更加大胆的风险选择策略,而新基金和小基金的经理却变得很保守;另一方面,对于所有的输家,都倾向于模仿与他们同类型基金中成为赢家的基金经理的风险选择策略。导致这一现象的关键原因在于:相对业绩排序缺乏有效地发挥激励作用的前提条件,所以并未发挥有效的激励作用,反而导致了基金经理“羊群行为”的发生。

第三,分析了职业声誉的激励效应。基金经理更替频繁是我国基金业的一大特点,基金经理往往更多地关注可能出现的消极职业声誉,所以本书重点分析消极职业声誉的激励效应。通过关于 T_{it} 、Sector Deviation $_{it}$ 、Beta Deviation等回归模型分析发现,基金当年的业绩是导致基金经理消极职业声誉最主要的因素;从业时间短的基金经理在采取了大胆投资策略失败后面临消极职业声誉的可能性更大。为了降低消极职业声誉发生的概率,他们把追随从业经验丰富的基金经理的投资组合策略作为明智选择,从而导致了“羊群行为”的产生。中国基金经理这种短期性、风险性的职业特点决定了他们缺乏建立声誉的动力。

第四,提出了基金经理激励体系的创新和完善方案。一是改革基金管理费激励方式,包括建立基于剩余索取权的业绩报酬超额累进费率制,同时建立与业绩报酬相配套的风险分担机制;二是完善职业声誉激励,包括建立基于控制权的股权激励,激励基金经理对声誉投资,同时培育完善的

职业基金经理市场；三是建立和完善相对业绩排序激励，包括建立横向与纵向相结合的相对业绩评价体系，建立全面、客观的业绩评价指标体系以及发展投资基金评级机构。

第五，提出保障基金经理激励体系有效性的制衡与监管机制。制衡机制主要是建立和完善独立董事制度，建立独立的受托人委员会。此外，还必须完善基金业的政府监管体系与行业自律组织。

目 录

前言.....	1
第一章 绪论.....	1
第一节 研究背景与研究意义.....	1
一 研究背景.....	1
二 研究意义.....	6
第二节 研究对象和主要研究内容.....	8
一 研究对象的界定.....	8
二 主要研究内容	12
第三节 研究思路与方法	14
一 文献综述	14
二 理论推演	14
三 模型推导与实证研究	15
四 理论完善与激励方式创新	15
第四节 研究的创新点	16
本章小结	17
第二章 研究的理论基础及其相关研究综述	18
第一节 经济学的制度激励理论	18
一 委托—代理理论与基金经理激励	18
二 声誉理论与基金经理激励	20
三 锦标赛理论与基金经理激励	23
第二节 证券投资组合理论与行为金融理论	25
一 证券投资组合理论与基金经理激励	25
二 行为金融理论与基金经理激励	26

第三节	基金经理激励相关研究综述	27
一	对证券投资基金委托—代理问题的研究	27
二	基于基金经理的委托—代理激励体系的研究	28
本章小结		35
第三章	基金经理激励方式及其激励效应分析	36
第一节	基金经理激励问题提出的逻辑前提	36
一	投资基金的双重委托—代理关系与内部人控制	36
二	防范基金经理“道德风险”的核心—激励约束机制	38
三	基金经理的显性需求与隐性需求	39
第二节	本书主要研究的基金经理激励方式	42
一	基金管理费	42
二	职业声誉	42
三	相对业绩排序	43
第三节	基金经理激励方式的激励效应分析	45
一	基金经理激励方式的激励效应	45
二	基金经理激励方式的激励路径	46
三	激励效应测度指标体系	47
第四节	基金经理激励有待研究的主要问题	48
一	基金管理费激励对基金经理投资行为及绩效是产生了 正面的还是负面的激励效应	49
二	相对业绩排序是否导致了基金经理机会主义投资行为	49
三	职业声誉对基金经理投资行为产生了积极的激励约束 作用还是导致了基金经理机会主义行为	50
四	如何对现有基金经理机制进行完善和创新	50
五	如何建立和完善保障基金经理激励机制有效性的制衡 和监管机制	50
本章小结		51
第四章	基金管理费激励对基金经理投资行为及绩效的影响	52
第一节	基金管理费激励方式存在的问题分析	52
一	基金管理费激励作用的现状	52

二	基金管理费激励方式存在的主要问题	53
第二节	基于基金管理费的线性契约对基金经理行为选择	
	影响模型	54
一	基于 CAPM 的基金管理费线性激励契约	54
二	投资者与基金经理二次效用函数	55
三	基金经理努力程度与投资组合风险选择	56
第三节	研究假设	59
一	研究假设 1	59
二	研究假设 2	60
第四节	实证研究设计	60
一	变量定义与计算方式	60
二	多元回归模型的建立	61
三	样本选择与数据来源	61
第五节	实证分析	61
一	基金管理费激励对基金绩效的影响	61
二	基金管理费激励对基金经理投资组合风险	
	选择的影响	63
	本章小结	63
第五章	相对业绩排序对基金经理投资行为影响的实证研究	65
第一节	相对业绩排序激励存在的问题分析	65
一	相对业绩排序对基金经理激励作用的理论分析	65
二	相对业绩排序存在的主要问题	66
第二节	研究假设	67
一	研究假设 1	67
二	研究假设 2	67
第三节	实证研究设计	68
一	样本选择	68
二	RTN 与 RAR 分析	69
三	研究程序	70
四	数据来源	71
第四节	实证分析	71

基金经理激励体系对其投资行为的影响研究

一 相对业绩排序对基金经理投资组合风险选择的影响	71
二 业绩排序对不同特征基金经理投资组合风险 选择的影响	76
本章小结	79
第六章 职业声誉对基金经理投资行为影响的实证研究	81
第一节 职业声誉激励存在的问题分析	81
一 职业声誉对基金经理激励作用的理论分析	81
二 职业声誉激励存在的主要问题	82
第二节 研究假设	83
一 研究假设 1	83
二 研究假设 2	84
第三节 实证研究设计	84
一 变量定义与计算方式	84
二 回归模型的建立	85
三 样本选取与数据来源	86
第四节 实证分析	87
一 基金经理职业声誉的影响因素分析	87
二 职业声誉对基金经理投资行为的影响	90
三 基金经理投资行为出现“羊群行为”原因分析	95
本章小结	96
第七章 基金经理激励体系的创新与完善	98
第一节 改革基金管理费激励方式	98
一 基金管理费设计的原则	98
二 基于剩余索取权的业绩报酬超额累进费率制	99
三 基于基金净资产的超额累退费率制	100
四 与业绩报酬配套的风险分担机制	101
第二节 完善职业声誉激励	102
一 基于控制权的股权激励与基金经理声誉投资	102
二 培育完善的职业基金经理市场	104
第三节 完善相对业绩排序激励	105

一 建立横向与纵向相结合的相对业绩评价体系·····	105
二 建立全面客观的业绩评价指标体系·····	105
三 发展证券投资基金评级机构·····	105
本章小结·····	107
第八章 保障激励体系有效性的制衡与监管机制·····	108
第一节 完善基金管理公司治理机制·····	108
一 建立和完善基金管理公司独立董事制度·····	109
二 建立独立的受托人委员会·····	113
第二节 完善政府监管体系与行业自律组织·····	116
一 完善基金业的政府监管体系·····	116
二 发展证券投资基金行业自律组织·····	117
本章小结·····	118
结论与展望·····	119
附录 相对业绩排序激励效应测度指标·····	123
参考文献·····	164
后记·····	176

第一章 绪论

第一节 研究背景与研究意义

一 研究背景

(一) 我国大力培育机构投资者的重要意义

机构投资者是指具有法人资格并由投资专家管理,以其所能利用的资金在证券市场上进行各类股票和债券投资的机构^①。机构投资者有广义和狭义之分。在西方国家,广义的机构投资者不仅包括证券投资基金、养老基金、社会保险基金、证券公司、保险公司,还包括各种私人捐款的基金会和社会慈善机构。而狭义的机构投资者主要是指证券投资基金、养老基金、社会保险基金、证券公司及保险公司。厉以宁、曹凤歧认为,我国机构投资者主要包括证券投资基金、社会保险基金、证券公司和保险公司^②。李阳则认为,中国机构投资者既包括证券投资基金、养老基金等各类基金,也包括企业等法人机构^③。

20 世纪 90 年代以来,在以美国为代表的西方国家中,机构投资者开始崛起,其作为股东利益强有力的代表开始参与公司治理。机构股东的崛起标志着公司运作的基本模式从“所有者—管理者合一的古典模式”,经过“两权分离—管理者主导的伯利—米恩斯模式”,发展到“两权分离—

① 耿志民:《中国机构投资者研究》,中国人民大学出版社 2002 年版,第 9—15 页。

② 厉以宁、曹凤歧:《跨世纪的中国投资基金业》,经济科学出版社 2000 年版,第 11—13 页。

③ 李阳:《证券投资基金学》,上海财经大学出版社 2002 年版,第 93—98 页。

投资者主导的 21 世纪模式”，现代企业开始真正进入了股东说话管用的时代^①。

随着我国机构投资者力量的壮大，特别是境外机构投资者（QFII）制度的建立和证券投资基金的超常规发展，机构投资者在有效发展资本市场、改善上市公司治理机制、推动金融创新等方面发挥着重要而积极的作用，成为推动我国证券市场稳定发展的中坚力量。

首先，培育和发展机构投资者，有利于打破我国上市公司国有股“一股独大”的局面，有效地解决国有股东缺位导致的“内部人控制”问题，对经营者形成有效的制衡与监督机制，从更深层次上完善我国的上市公司治理，保护中小投资者利益。

其次，QFII 的引入可以改变中国机构投资者业绩不尽如人意的局面，有利于融通社会资金，优化资源配置，促进资本市场规范化运作，强化市场监督，形成价值投资理念，改善中国机构投资者业绩。

最后，随着全球经济的一体化，国际资本流动使我国的上市公司得以从更广泛的投资者中筹集资金，获取必要的信息、管理与技术，为上市公司的长远发展奠定基础。

（二）QFII 引入对我国基金业的竞争与挑战

为了有效地发展和开放资本市场，我国实行了 QFII 制度，即“合格境外机构投资者”制度。该制度 1990 年发源于中国台湾地区，其后便为许多新兴的市场经济国家所仿效。2002 年 11 月 7 日，中国证监会和中国人民银行联合发布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，标志着中国资本市场正式引入 QFII 制度。QFII 主要包括境外银行、基金管理公司、保险公司、证券公司以及其他资产管理机构（见表 1-1）。自从该制度建立以后，QFII 在我国就开始迅速发展。自 QFII 资格于 2003 年 5 月首次颁给瑞士银行和野村证券以来，已先后有摩根士丹利国际有限公司、花旗环球金融有限公司、美国高盛公司、德意志银行、荷兰 ING 银行、摩根大通银行等多家国外机构获得 QFII 资格。其中，包括邓普顿资产管理有限公司、比尔及梅林达一盖茨基金会、日兴资产管理公

^① Del Guercio D., L. Dann, M. Partch, Governance and Boards of Directors in Closed-end Investment Companies. *Journal of Financial Economics*, 2003, 69 (1): 119-152.

司、景顺资产管理公司、德意志银行下属的德意志资产管理公司等 46 家境外著名的基金管理公司和投资公司进入我国证券市场。

表 1-1 我国 QFII 类型与准入资格

QFII 类型	准入资格
银行	总资产世界排名前 100 名；管理证券资产 100 亿美元以上
基金管理公司	经营基金业务 5 年以上；管理证券资产 100 亿美元以上
保险公司	经营保险业务 30 年以上；管理证券资产 100 亿美元以上，实收资本 10 亿美元以上
证券公司	经营证券业务 30 年以上；管理证券资产 100 亿美元以上，实收资本 10 亿美元以上

国外基金业经过一百多年的发展，已经具备了完善的公司治理机制、成熟的投资管理经验、新产品设计理念、全球性的研究平台支持和健全的基金内部管理制度。而中国基金业的发展仅仅经历了十年的时间，无论是治理机制还是技术手段，国内基金管理公司都很难谈得上完善和有效。随着我国证券市场对外开放程度的不断提高，国外著名的基金管理公司相继进入我国基金业，对国内基金业的生存和发展将造成严峻的竞争与挑战。完善治理机制、提升管理水平成为国内基金管理公司亟待解决的、生死攸关的重要课题。

（三）我国证券投资基金的发展及其存在的主要问题

证券投资基金是机构投资者的重要组成部分，是最为规范的投资主体之一，因此，发展机构投资者必然要求大力发展证券投资基金业。作为资本市场上最具活力和创新能力的金融工具之一，证券投资基金从其诞生至今已有百余年的历史。尤其是近二十年来，其发展速度十分迅猛，对世界金融体系乃至整个人类经济正产生着日益深远的影响。在中国，证券投资基金从其产生至今尽管只经历了十年的时间，但是，无论是从资产规模和基金管理公司的数量上都呈现出超常规发展的态势。

当前，中国基金业，无论是基金规模、品种和数量都在急剧地增长，随着股票型、混合型、货币型、债券型等多种开放式基金的产生，一部分封闭式基金转变为开放式基金，这种急剧变化的环境为基金经理的研究提供了广阔的前景，更使得研究变得极为迫切。

我国证券投资基金的发展大体经历了四个阶段：第一个阶段是1998—2000年，市场上证券投资基金品种仅限于封闭式基金，而且基金规模很小，基金资产净值分别为100亿元、510亿元以及610亿元。第二个阶段是2001年，由于引入了开放式基金，基金规模有所扩大，基金资产净值达到了808.99亿元。第三个阶段是2002—2003年，基金规模高速增长，2003年的扩张规模达到了顶峰，其1623.76亿元的市场规模是2001年的两倍多。第四个阶段是从2004年至今，证券投资基金呈现出超常规发展的态势（见表1-2）。证券投资基金正在迅速成长为我国资本市场的中流砥柱。

证监会主席尚福林指出：要大力发展证券投资基金，培育一支规范运作、不断壮大的机构投资者队伍；要努力营造有利于基金业发展的政策环境，积极鼓励创新，进一步促进基金业的健康发展。这意味着在今后，基金业的发展仍将是一种超常规的扩展模式，基金将毫无争议地成为国内证券市场最大的机构投资者，也将在我国证券市场走向成熟的过程中发挥越来越重要的作用。

尽管当前中国证券投资基金呈现出超常规发展的态势，但其发展仅仅经历了十年的时间，无论是从公司治理结构、政府监管体系与行业自律组织的建设，都远谈不上完善和有效，就目前来看，其突出的问题主要体现在以下几个方面：

1. 权力制衡机制功能弱化，难以有效地防范基金管理公司和基金经理的“道德风险”，从而也难以有效地保护投资者利益

基金管理公司治理的核心问题是保护投资者权益，有效的治理机制能起到降低代理成本、防范基金经理“道德风险”的作用。为此，证券投资基金制度中设计了一系列的权力制衡机制：投资基金由基金管理公司管理和运作，由基金托管人保管，受到基金持有人大会和基金托管人的双重监督。但是，由于基金持有人人数众多且高度分散，意见难以统一，而且监督行为上“搭便车”现象又非常严重，造成基金持有人大会操作性不强，基金持有人的缺位问题成为我国基金治理结构组织制度安排上的重大缺陷。基金托管人由基金管理公司选择，缺乏监督基金经理的积极性和独立性。而基金管理公司董事会中的大多数董事由基金管理公司内部人组成，即使有一定数量的独立董事，也是由基金管理公司聘请，薪酬也由基

表 1-2 中国证券投资基金业的发展

时期 指标		1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
基金 公司	新增	6	4	0	5	6	13	10	5	4	5	2	0	0
	累计	6	10	10	15	21	34	44	49	53	58	60	60	60
基金 数量 (只)	新增开放式	0	0	0	3	14	39	44	69	99	61	104	157	149
	新增封闭式	5	18	16	10	5	0	0	0	-1	-19	-3	0	11
	开放式累计	0	0	0	3	17	56	100	169	268	329	433	590	739
	封闭式累计	5	23	39	49	54	54	54	54	53	34	31	31	42
累计合计		5	23	39	52	71	110	154	223	321	363	464	621	781
基金 份额 (亿份)	开放式	0	0	0	117.26	513.41	815.76	2370.15	3885.33	5408.35	21587.46	23870.46	22145.34	23019.27
	封闭式	100	510	610	691.73	817.00	817.00	817.00	817.00	812	735.74	768.10	975.02	1196.57
	合计	100	510	610	808.99	1330.4	1623.76	3187.15	4702.33	6220.35	32754.03	24638.56	24535.07	24215.84
资产 净值 (亿元)	开放式	0	0	0	85.64	385.84	710.75	2390.57	3869.05	6941.10	30432.59	18179.08	25522.00	23815.96
	封闭式	103.64	473.57	845.77	680.01	717.08	861.99	854.31	822.11	1623.50	2321.44	685.52	1238.80	1368.58
	合计	103.64	473.57	845.77	765.65	1112.92	1572.74	3244.88	4691.16	8564.60	32754.03	18864.60	26760.80	25184.54

金管理公司支付,从而缺乏监督基金管理公司和基金经理的独立性和积极性。

2. 缺乏完善的基金业政府监管体系

政府监管体系对于保护投资者利益、规范基金经理投资行为具有重要意义,但就目前来看这些组织制度还很不完善。

(1) 证券投资基金业监管的法律体系不健全。尽管自 1990 年年初以来,我国就先后出台了《证券投资基金管理暂行办法》、《证券法》、《信托法》、《证券投资基金法》等基金业的相关法律,但从总体上看还缺乏基金组织形态的基础性法律——《基金管理公司法》和规范投资基金从业人员的基础性法律——《投资顾问法》。

(2) 缺乏一个能统一发挥投资基金监管作用的机构。尽管中国证监会是我国证券投资基金的监管部门,但并非政府的唯一代表,因为根据相关法律规定,中国人民银行对基金业也有检查、稽核和处罚权。而且在证监会内部,行政管理、业务稽核、执法工作等部门是分立的。随着证券投资基金数量的急剧增长和规模的迅速扩大,这种监管模式已经越来越难以适应基金业发展的需要。

(3) 在监管方式上,政府监管部门往往是疲于应付投资基金市场上不断出现的经常性问题,缺乏中长期的投资基金市场战略规划,同时,在监管手段上,手段比较单一,侧注重于计划和行政审批手段。这种违反基金市场运作的强制性管理方法往往成为市场秩序混乱的诱因,并由此造成政府监管效率低下。

3. 缺乏专门的基金行业自律组织

证券投资基金业是技术性很强的行业,因此单纯依靠政府主管机关这一个层次,对全国分散的基金业进行全面而具体的监督和管理显然是不够的。这就需要通过建立基金行业自律组织,在行业内形成一个自我协调、制约的机制,作为基金主管机构监管的补充。当前,我国基金业行业自律组织缺乏,难以有效地发挥行业自律和规范基金经理投资行为的作用。

二 研究意义

(一) 理论意义:丰富和完善公司治理理论

20 世纪 60 年代以来,企业理论开始兴起,激励理论随之产生。传统的公司治理理论包括契约理论、委托—代理理论、人力资本理论等都不